

深挖客户享高速增长，积极扩产谋长远发展

2018年11月21日

刘伟浩（分析师）
 电话：020-88832824
 邮箱：liuweihaogz@gzgzhhs.com.cn
 执业编号：A1310517040001

投资要点

- **乘用车饰件领域绑定优质客户，成长性同业最佳；商用车饰件领域龙头企业，市场地位稳固。**公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列，主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等，并已实现产品在乘用车及商用车应用领域的全覆盖。公司在乘用车饰件领域，覆盖吉利、上汽、奇瑞等自主品牌和广菲克等合资品牌。内资汽车饰件企业，凭借成本低、效率高、快速响应等特点实现进口替代。公司在内资同行中最具成长性。公司的乘用车业务收入从2012年的2.41亿增至2017年的20.82亿，五年CAGR达到54%。
- **消费升级推动内饰升级，单车配套价值提升。**消费者对汽车舒适性的要求越来越高，公司朝着内饰系统总成的方向发展，推动汽车内饰产品的丰富化、高端化，提升内饰产品的单车配套价值。较2015年相比，2017年新泉提供的乘用车仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成配套价值均增长70%左右，上述三类总成的单车配套价值达到2000元，在荣威RX5等车型上甚至达到2500元。
- **受重要客户销量增长推动，公司配套产品销量仍将强劲增长。**公司前两大客户为吉利汽车和上汽乘用车，分别贡献2017年营收的31%和20%。吉利汽车2017年销量增长67.58%，2018年前十个月销量累计增长33%；上汽乘用车同样大幅跑赢市场，2017年销量增长62.3%，2018年前十个月累计增长37.8%。新泉股份配套吉利缤瑞、缤越和上汽荣威i5、名爵HS等车型，随着新车型上量，新泉股份明年营收增长确定。
- **订单充足，产能紧张，积极扩产谋长远发展。**公司以长三角地区、京津地区及华中地区汽车产业集群为市场基础，结合现有客户生产区域布局，已在常州等八个城市设立了生产制造基地。2017年公司大型产品（仪表板总成等）的产能利用率达到96%，中型产品（门内护板总成、立柱护板总成等）的产能利用率达到98%，因此公司正在推进常州基地扩建项目，同时新建宁波生产基地项目，新建西安生产基地项目。
- **盈利预测与估值：**预计18/19/20年的净利润将分别为3.24亿、4.03亿、4.97亿，对应的增速分别为29.36%、24.64%、23.28%。股本2.27亿股，18/19/20年EPS分别为1.42元、1.78元、2.19元，对应当前股价分别是12.97倍，10.4倍，8.44倍PE。给与目标价25元，对应19年14倍PE。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**汽车行业景气度持续下行；客户年降压力，毛利率下滑风险；对前两名客户依赖度较大。

强烈推荐（维持）

现价：17.48
 目标价：25
 股价空间：43%

汽车行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
新泉股份	6.13%	-3.05%	-31.50%
汽车零部件	9.08%	-4.80%	-23.74%
沪深300	2.92%	-2.46%	-15.70%

基本资料

总市值(亿元)	39.808
总股本(亿股)	2.277
流通股比例	42%
资产负债率	61%
大股东	江苏新泉志和投资有限公司
大股东持股比例	33%

相关报告:

广证恒生-汽车行业-新泉股份(603179)季报点评-三季度业绩超出预期，收入增速环比提升-2018.10.30

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3095.08	3674.48	4354.88	5061.40
同比(%)	80.91%	18.72%	18.52%	16.22%
归母净利(百万元)	250.17	323.62	403.36	497.27
同比(%)	120.07%	29.36%	24.64%	23.28%
毛利率(%)	24.57%	23.50%	23.00%	23.00%
ROE(%)	25.86%	21.66%	22.11%	22.41%
每股收益(元)	1.10	1.42	1.78	2.19
P/E	11.98	12.97	10.40	8.44
P/B	2.24	2.55	2.10	1.72
EV/E ITDA	4.53	8.25	6.30	4.68

目录

深挖客户享高速增长，积极扩产谋长远发展	1
1.汽车饰件整体方案解决商	5
1.1 公司概况	5
1.2 顺应行业趋势，内饰业务总成化	5
1.3 绑定优质客户，商用车与乘用车并进	7
1.4 受益乘用车客户高速发展，公司营收持续增长	8
2.市场份额扩大，单车配套价值提升，积极扩产谋长期发展	9
2.1 抓住产业转移及自主品牌崛起机会，稳步扩大市场份额	9
2.2 内饰升级叠加产品线拓宽，单车配套价值提升	10
2.3 订单充足，完善产能布局，支撑业绩高增长	11
3.国内外汽车内饰企业各有所长，内资企业迎头赶上	13
3.1 跨国内饰企业进入市场较早，体量占优	13
3.1.1 李尔	13
3.1.2 佛吉亚	13
3.1.3 丰田纺织	14
3.1.4 安通林集团	14
3.1.5 安道拓	15
3.2 国内企业后来居上，新泉最具成长性	15
3.2.1 华域汽车	15
3.2.2 宁波华翔	15
3.2.3 常熟汽饰	16
3.2.4 国内内饰企业财务对比	16
3.3 国内内饰企业布局对比，新泉尚有较大空间	18
3.3.1 生产制造基地战略布局	18
3.3.2 国内外汽车内饰企业客户梳理	19
4.配套吉利、上汽乘用车，公司营收快速增长	20
4.1 吉利汽车增势强劲	20
4.1.1 吉利产品线，多款车型月销过万	21



4.1.2 产品配套	22
4.2 上汽龙头稳定成长，自主品牌销量提升	23
4.2.1 上汽乘用车产品线，荣威名爵双品牌发力	23
4.2.2 产品配套	24
5.公司产能遇瓶颈，融入资金促发展	25
5.1 首次公开发行	25
5.2 发行可转换公司债券	26
5.3 公开增发 A 股股票预案	27
6.盈利预测及估值	28
7.风险提示	30
附录：国外内饰巨头成长之路	31
1. 佛吉亚	31
2. 安道拓	31



图表目录

图表 1 仪表板总成示意图.....	5
图表 2 门内护板总成示意图.....	6
图表 3 顶置文件柜总成示意图.....	6
图表 4 立柱护板总成示意图.....	6
图表 5 流水槽盖板总成示意图.....	6
图表 6 保险杠总成示意图.....	7
图表 7 公司主要客户及配套车型.....	7
图表 8 公司营业收入及其增速.....	8
图表 9 公司归母净利润及其增速.....	8
图表 10 公司产品收入结构（2017 年）.....	8
图表 11 公司产品收入结构（2012 年）.....	8
图表 12 零部件企业竞争要素.....	9
图表 13 公司仪表板总成在各应用领域的市场占有率.....	10
图表 14 新泉股份 2015 年-2017 年单车配套价值.....	10
图表 15 公司产品线拓宽历程.....	11
图表 16 公司生产制造基地战略布局规划.....	11
图表 17 公司子公司情况.....	12
图表 18 新泉股份现有产能以及未来新增产能情况.....	13
图表 19 佛吉亚在中国的工厂分布.....	14
图表 20 2017 年佛吉亚销售、盈利情况.....	14
图表 21 华域汽车分产品归母净利润情况.....	15
图表 22 国内汽饰企业总收入与净利润对比.....	16
图表 23 国内汽饰企业销售毛利率与销售净利率对比.....	17
图表 24 汽车内饰品牌年员工人均支出.....	17
图表 25 中国 6 大汽车产业集群图.....	18
图表 26 国内外汽车内饰企业在中国主要城市设厂情况.....	18
图表 27 国内外汽车内饰企业主要客户情况.....	19
图表 28 公司前五大客户营收占比（2017 年）.....	20
图表 29 公司前五名客户营收贡献（单位：万元）.....	20
图表 30 吉利汽车销售情况.....	20
图表 31 2017 年吉利汽车各车型销售情况.....	20
图表 32 吉利汽车车型一览表.....	21
图表 33 新泉股份配套吉利汽车部分内饰产品情况表.....	22
图表 34 上汽自主品牌乘用车销售情况.....	23
图表 35 2017 年上汽自主品牌乘用车各车型销售情况.....	23
图表 36 上汽集团自主品牌车型一览表.....	23
图表 37 新泉股份配套上汽乘用车部分内饰产品情况表.....	24
图表 38 新泉股份的三次资本运作.....	25
图表 39 新泉股份首次公开发行募集资金计划用途.....	25
图表 40 新泉股份首次公开发行募集资金实际用途.....	26
图表 41 新泉股份发行可转换债券募集资金计划用途.....	26
图表 42 新泉股份发行可转换债券募集资金实际用途.....	26
图表 43 新泉股份 2015-2017 年产能利用率情况.....	27
图表 44 新泉股份公开发行募集资金计划用途.....	27



图表 45 营业收入预测 (单位: 百万元)	28
图表 46 盈利预测及估值.....	28
图表 47 佛吉亚的成长之路.....	31
图表 48 佛吉亚的中国成长之路.....	31
图表 49 安道拓的成长之路.....	31

1. 汽车饰件整体方案解决商

1.1 公司概况

江苏新泉汽车饰件股份有限公司，专业从事汽车内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。公司成立于2001年4月28日，目前拥有12个分子公司。

新泉公司是全国百家优秀汽车零部件供应商之一，是众多汽车品牌的一级配套商，与合资广菲克、上海大众、一汽大众、自主上海汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、宝沃汽车及北汽等乘用车配套；和一汽解放、东风、福田戴姆勒、中国重汽、陕重汽等大中型商用车汽车企业也建立了长期稳定的合作关系。公司是汽车饰件整体解决方案提供商，曾连续十一届(2007-2017年)被中国汽车报社评定为“全国百家优秀汽车零部件供应商”。

目前，公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列，主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等，并已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖。

1.2 顺应行业趋势，内饰业务总成化

随着饰件企业产品多元化发展趋势的逐步显现，部分技术实力和资金实力均较强的民营企业不断通过新工艺、新技术的引进，持续丰富自身产品系列，产品质量及性能已经达到甚至超越合资饰件企业产品，并广泛应用于合资汽车及自主汽车产品中；同时部分企业并不局限于对单元件产品技术的研究和开发，而将更多的技术资源用于产品总成研究，能够更好地为汽车制造商提供全面的服务，部分企业跻身客户核心零部件供应商行列。

新泉股份自2001年公司成立到2008年均只生产仪表板，随着生产工艺的成熟，开始逐步丰富产品线以提高单车配套价值，2009年开始引进生产门内护板总成以及立柱护板总成产品，2010年开始生产顶置文件柜总成产品，流水槽盖板总成于2011年开始引进生产，随后在2012年开始生产保险杠总成产品。

仪表板总成：核心业务，市场份额稳中有升。仪表板总成是汽车全车操控和显示的集中部分，是汽车上重要的功能件，位于驾驶员正前方，集成了仪表、电器、空调、娱乐系统和安全气囊等部件，除主仪表板和副仪表板本体外，还配有仪表罩、出风口、除霜风口、风道、安全气囊托架及盖板、手套箱、烟灰缸、装饰条、扶手箱等，是汽车内部较为复杂的内饰件总成。

图表 1 仪表板总成示意图



资料来源：公司资料，广证恒生

门内护板总成是车门内侧集功能、安全为一体的重要饰件产品，其上集成有扶手、地图袋、喇叭罩、装饰条、

门禁把手、反光片等功能件，在遭遇侧撞时能够对驾乘人员形成安全保护。

图表 2 门内护板总成示意图



资料来源：公司资料，广证恒生

顶置文件柜总成主要应用于中、重型卡车，位于驾驶室前上方，由箱体、箱盖、底板、锁扣等组成，配有储物柜及电器件等，可提供较大的储物空间。

图表 3 顶置文件柜总成示意图



资料来源：公司资料，广证恒生

立柱护板总成为覆盖于车身侧围立柱的装饰物，用于美化整车内部造型及保护驾乘人员。汽车内饰的立柱护板系统由前至后一般包括 A 柱上下护板、B 柱上下护板、C 柱上下护板、前后门槛压板、前后门槛踏板等，还包括安全带滑动总成等。

图表 4 立柱护板总成示意图



资料来源：公司资料，广证恒生

流水槽盖板总成是风挡玻璃与引擎盖间的外饰连接件，主要具有水管理功能和车内通风功能。

图表 5 流水槽盖板总成示意图



资料来源：公司资料，广证恒生

保险杠总成是吸收和减缓外界冲击力、防护车身前后部的安全装置。除保险杠本体外，还包括门皮、支架、下进气格栅、缓冲材料等。

图表 6 保险杠总成示意图



资料来源：公司资料，广证恒生

1.3 绑定优质客户，商用车与乘用车并进

在商用车领域，公司的客户包括一汽解放、北汽福田、陕西重汽、东风汽车、中国重汽等国内前五大中、重型卡车企业、苏州金龙等国内大型客车企业；乘用车领域，公司的客户包括吉利汽车、奇瑞汽车、郑州日产、广汽菲亚特、华晨汽车、一汽轿车、上海汽车、上海大众等乘用车企业。

图表 7 公司主要客户及配套车型

类型	公司名称	合作年限	提供产品	覆盖车型
卡车	一汽青岛	10 年以上	仪表板总成	悍 V、J5M、新悍 V、骏威 J5K、新大威、赛龙、赛虎、解放 JH06
	一汽解放	10 年以上	仪表板总成、顶置文件柜总成	悍 V、天 V、龙 V、悍 V、J5M、骏威 J5K、解放 J6、解放 J6P、JH06
	北汽福田	10 年以上	仪表板总成	欧曼 H2、欧曼 H3、欧曼 H4、欧曼 GTL、拓陆者、奥铃、欧马可、H4、奥铃系列
	东风汽车	10 年以上	仪表板总成	天龙旗舰 D760、福瑞卡
	联合卡车	5-10 年	仪表板总成	集瑞重卡 L41
	陕西重汽	5-10 年	仪表板总成	德龙 X3000、德龙 F3000、德龙新 M3000
客车	苏州金龙	5-10 年	仪表板总成	海格大巴系列、海格中巴系列、海格公交系列
乘用车	奇瑞汽车	10 年以上	仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成、保险杠总成	东方之子、QQ3、奇瑞新 QQ、奇瑞 A1、风云 2、旗云 2、旗云 3、旗云 5、瑞虎 3、威麟 H5、威麟 V5 (改款)、瑞麒 M1、瑞麒 G2、瑞麒 G3、艾瑞泽 7、E3
	郑州日产	11 年以上	仪表板总成	帕拉丁、D22 皮卡 4、东风帅客

吉利汽车	5-10 年	仪表盘总成、门内护板总成、立柱总成	博越、帝豪、远景 SUV、全球鹰 GX7
一汽轿车	5-11 年	立柱护板总成	欧朗 (oley)、奔腾 B50、奔腾 B60、奔腾 B70 (改款)、奔腾 B90、奔腾 X80
华晨汽车	2-5 年	仪表盘总成	中华 V5
广汽菲亚特	2-5 年	立柱护板总成、门内护板总成、中部面板总成、流水槽盖板总成	菲翔 (viaggio)、Jeep 自由光、Jeep 自由侠、指南者
上汽集团	2-5 年	仪表盘总成、立柱护板总成、门内护板总成、流水槽盖板总成	荣威 E50、荣威 350、荣威 350 (改款)、荣威 950、荣威 950 (改款)、名爵 3 (MG3)、名爵 5 (MG5) 两厢、名爵 (MG GT)三厢、荣威 RX5、名爵 6、名爵锐腾
上海大众	2-5 年	流水槽盖板总成、立柱护板总成	斯柯达昊锐

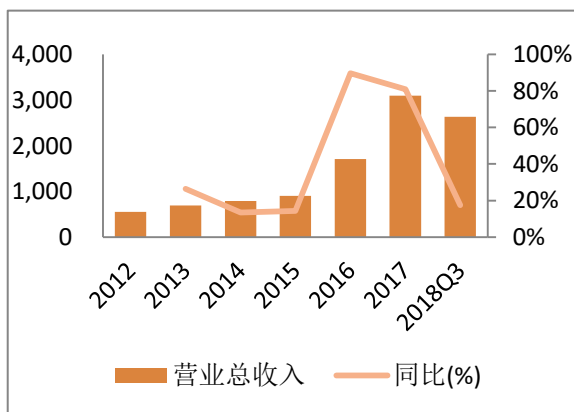
资料来源：公司资料，广证恒生。

2017 年公司前五大客户收入占比 74.18%，客户集中度较高，营收占比最大的为吉利，占比 30.98%，其次为上汽，占比 20.23%，两者的份额总和超过一半。接下来依次是福田 (8.22%)、一汽 (8.13%)、广汽菲亚特克莱斯勒 (6.62%)。

1.4 受益乘用车客户高速发展，公司营收持续增长

新泉的营业总收入持续增长，2016 年至 2017 年新泉模具、佛山新泉、长沙新泉的陆续设立使得营业收入大幅提升。2018 年第一季度营收 9.72 亿 (+18.52%)，2017 年营收达 30.95 亿 (+80.91%)，2012 年至 2017 年复合增长率达 41.27%。

图表 8 公司营业收入及其增速



资料来源：Wind，广证恒生

图表 9 公司归母净利润及其增速

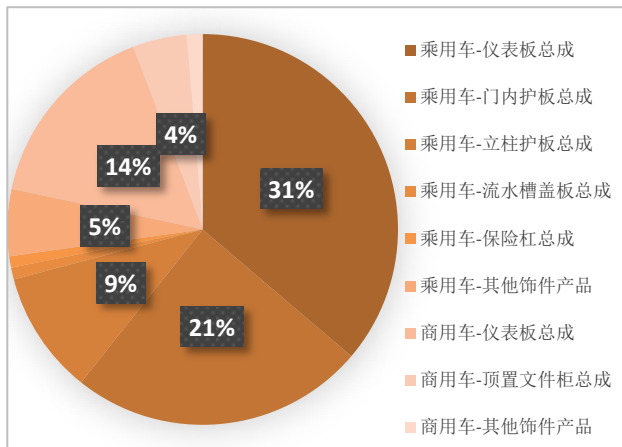


资料来源：Wind，广证恒生

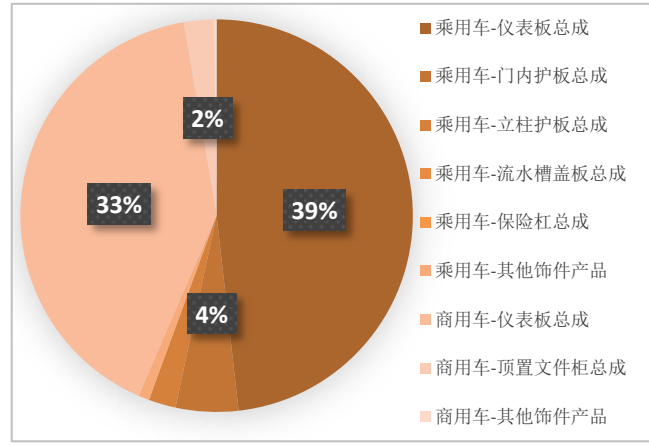
乘用车业务不断增厚公司业绩。2012 年至 2017 年的产品结构随着乘用车业务的扩张而发生了较大变化，从前期的乘用车、商用车业务并行转变为目前乘用车业务为主，2017 年乘用车收入占比达到七成。其中，核心业务乘用车仪表盘总成业务，从 2012 年的销售额 2.15 亿元、销售额占比 39.09% 上升至 2017 年的销售额 9.63 亿元 (同比增长 140.15%)、销售额占比 31.11%，销售额五年复合增长率达 34.97%

图表 10 公司产品收入结构 (2017 年)

图表 11 公司产品收入结构 (2012 年)



资料来源: Wind, 广证恒生



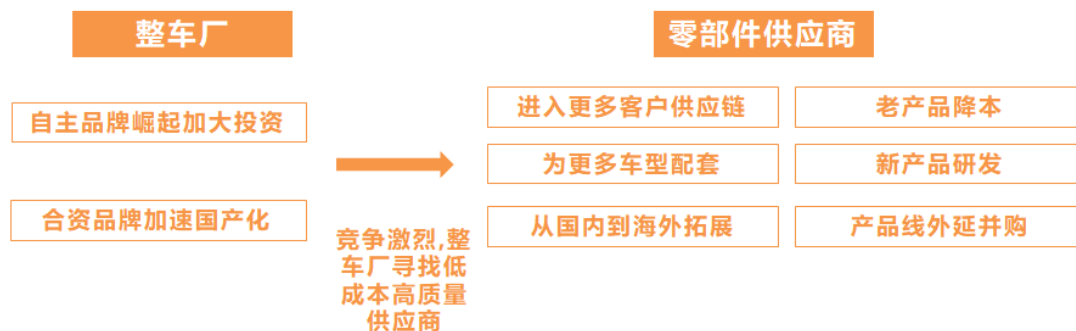
资料来源: Wind, 广证恒生

2. 市场份额扩大，单车配套价值提升，积极扩产谋长期发展

2.1 抓住产业转移及自主品牌崛起机会，稳步扩大市场份额

随着国外先进技术的不断融合及本土技术的持续发展，促使我国汽车工业形成了完善的产业配套；同时，我国汽车市场具有广阔的市场前景，更多的外资品牌通过独资或合资的方式，纷纷在我国设立汽车制造基地，促使全球汽车产业逐步向我国转移。

随着我国汽车市场需求的不断扩大，部分自主汽车品牌抓住市场发展机遇，大力投入汽车技术研究，其产品外观、质量、安全等性能均有所提升，促使我国自主品牌汽车逐步崛起，并带动汽车饰件产品需求增长。

图表 12 零部件企业竞争要素


资料来源: 广证恒生

公司自成立以来，一直以技术为发展先导，通过技术引进及自主开发的方式，确立了在行业内领先的技术地位，公司在同步研发、模具开发、检测试验等方面形成了一系列技术优势，使得公司成为汽车饰件整体解决方案提供商。

公司已经具备与汽车制造商的同步开发能力，仅需要汽车制造商提供相应风格、功能及关键参数，公司即可对汽车饰件产品进行同步开发。公司在与汽车制造商同步开发过程中，开发能力获得客户广泛认可。公司曾多次

获得汽车制造商授予的荣誉奖项。

公司以客户需求为基础,通过对同步开发、模具开发、产品总成制造等环节技术的深入研究,不断开发出符合汽车制造商整体设计风格的汽车饰件总成产品。目前,公司正在参与上海大众、一汽大众、广汽菲亚特、一汽轿车、上海汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、一汽解放、中国重汽、陕西重汽、北汽福田等十余个客户四五十个饰件产品项目的同步开发。

新泉的仪表板总成在国内市场中占有重要地位,2017年公司该类产品在整个汽车市场的市场占有率为4.83%,其中乘用车领域及商用车领域市场占有率分别为3.68%和11.60%。随着公司在乘用车业务领域的大幅拓展,特别是进入广汽菲亚特、上海大众等合资品牌的供应商体系后,预计公司仪表板总成在该领域的市场占有率将逐步提升。

图表 13 公司仪表板总成在各应用领域市场占有率

项目	2014	2015	2016	2017
乘用车市场占有率	2.55%	2.27%	2.17%	3.68%
商用车市场占有率	6.90%	6.19%	8.33%	11.60%
总体市场占有率	3.25%	2.82%	2.98%	4.83%

资料来源:公司资料,广证恒生。

注:计算方法参考自招股说明书。

2.2 内饰升级叠加产品线拓宽,单车配套价值提升

2.2.1 内饰升级

从行业趋势来讲,一方面,随国产自主品牌乘用车在低端市场占有率的不断提高,未来,中高端市场必将是各大整车厂的必争之地,作为自主品牌乘用车吉利、荣威、名爵内饰系统的供应商,这一趋势必将推动公司产品价值量的提升;另一方面,消费升级带来的对产品质量、舒适度的更高追求,也将推动汽车内饰产品的丰富化、高端化,进而影响内饰产品单车配套价值。

从企业自身发展战略来讲,顺应行业发展的整体趋势,公司已逐步由单个零部件提供商转变为总成系统提供商,未来将进一步丰富仪表板总成、门内护板总成等总成系统的配套内容,实现单车配套价值的提升。

公司一贯注重新工艺在汽车饰件生产中的应用,帮助汽车制造商提升整车性能、增强视觉效果。在国内自主品牌汽车饰件供应商中,公司是商用车领域最早利用搪塑工艺提高内饰舒适性、利用长玻纤增强反应注射成型技术实现产品轻量化的企业,同时也是最早自主开发并规模化生产隐式气囊仪表板的企业。

2015-2017年,除保险杠总成外,公司乘用车配套产品的单车配套价值均有大幅提升,商用车配套产品中,仪表板总成有小幅提升,顶置文件柜总成单价略有下降。整体来看,单车配套价值呈上升趋势。

根据调研信息,公司给上汽配套的荣威RX5单车配套价值达到2500元左右。其中,荣威RX5仪表板总成价值约1400-1500元/套,门内护板总成价值约700-800元/套,立柱护板总成套约200-300元/套。单就仪表板总成而言,配套价值最高的RX8仪表板总成价值约1600-1700元/套。

图表 14 新泉股份 2015 年-2017 年单车配套价值

产品分类		2015	2016	2016 年 ASP 增幅	2017	2017 年 ASP 增幅	15-17 年 ASP 增幅
商用车	仪表板总成	776.36	799.12	2.93%	863.49	8.06%	11.22%
	顶置文件柜总成	908.26	863.34	-4.95%	849.2	-1.64%	-6.50%
乘用车	仪表板总成	644.34	757.36	17.54%	1,053.64	39.12%	63.52%
	门内护板总成	476.72	612.26	28.43%	803.89	31.30%	68.63%
	立柱护板总成	177.85	261.29	46.92%	310.39	18.79%	74.52%

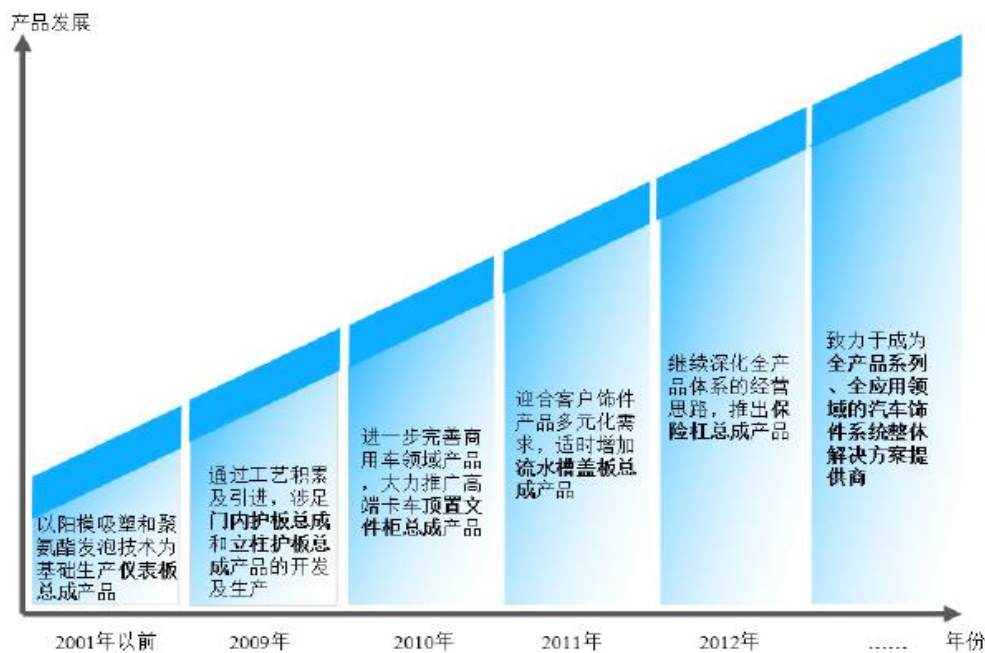
保险杠总成	575.59	582.68	1.23%	539.91	-7.34%	-6.20%
流水槽盖板总成	35.46	84.44	138.13%	64.57	-23.53%	82.09%

单位：元/套

数据来源：广证恒生

2.2.2 产品线拓宽

自 2001 年公司成立到 2008 年新泉均只生产仪表板，随着生产工艺的成熟，开始逐步丰富产品线以提高单车配套价值，2009 年开始引进生产门内护板总成以及立柱护板总成产品，2010 年开始生产顶置文件柜总成产品，流水槽盖板总成于 2011 年开始引进生产，随后在 2012 年开始生产保险杠总成产品。展望未来，公司致力于成为全产品系列、全应用领域的汽车饰件系统整体解决方案提供商。

图表 15 公司产品线拓宽历程


资料来源：公司资料，广证恒生

2.3 订单充足，完善产能布局，支撑业绩高增长

新泉股份以长三角地区、京津地区及华中地区汽车产业集群为市场基础，结合现有客户生产区域布局，在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙等城市设立了生产制造基地，向对应区域整车客户提供汽车饰件总成产品。另外，公司看准陕西省汽车行业的快速发展，如乘用车方面，比亚迪、吉利汽车、宝能集团陆续在西安、宝鸡等地新建生产基地；商用车方面，西安开沃、咸阳秦星汽车公司等客车项目陆续建设，所以先于其他公司计划在陕西西安建设生产基地，率先掌握陕西省及附近的客户资源。

图表 16 公司生产制造基地战略布局规划



资料来源：公司资料，广证恒生

图表 17 公司子公司情况

公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式	成立日期	注册资本 (万元)	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	净利润 (百万元)
芜湖新泉	安徽省 芜湖市	工业	100	同一控制下企业合并	2006年6月6日	2,000	288.22	97.44	0.78
北京新泉	北京市	工业	100	同一控制下企业合并	2009年10月22日	4,000	169.72	41.21	1.23
宁波新泉	浙江省 宁波市	工业	100	同一控制下企业合并	2010年6月9日	2,000	263.75	32.65	2.79
青岛新泉	山东省 青岛市即墨市	工业	100	同一控制下企业合并	2011年4月26日	1,000	62.54	8.18	0.97
长春新泉	吉林省 长春市	工业	100	设立	2012年2月7日	1,000	92.75	13.33	1.48
长沙新泉	湖南省 长沙市浏阳市	工业	100	设立	2016年6月6日	2,000	115.90	17.61	-1.78
新泉模具	江苏省 常州市	工业	100	设立	2012年2月14日	2,000	96.87	25.15	1.79
宁波新泉志和	浙江省 宁波市	工业	100	设立	2017年11月21日	5,000	-	-	-
佛山新泉	广东省 佛山市	工业	100	设立	2017年11月27日	3,000	12.00	12.00	0.00

2016年，公司大型产品（仪表板总成等）产能利用率为81%，中型产品（门内护板总成、立柱护板总成等）的产能利用率为112%。2017年，公司大型产品（仪表板总成等）产能利用率为96%，中型产品（门内护板总成、立柱护板总成等）的产能利用率为98%，因此公司上市后完成了长沙生产基地的建设投产，目前积极推进常州生产基地扩建项目，新建宁波生产基地项目，新建西安生产基地项目。

近期产能扩张项目规划：

- (1) 常州生产制造基地扩建项目2018年下半年开工建设，预计2019年量产；
- (2) 宁波新泉志和生产基地建设项目争取在2018年下半年开工建设；
- (3) 西安生产基地建设项目争取在2018年下半年开工建设；
- (4) 佛山新泉生产基地建设项目尚未开工建设。

2016年新泉股份产品产量及相应产能具体情况如图所示，未来计划新增产能列示在图表最右侧。

图表 18 新泉股份现有产能以及未来新增产能情况

产品类型	产品	2016年产量	2016年总产量	2016年产能	2016年产能利用率	未来新增产能
大型产品	仪表板总成	1,098,376	1,412,659	1,726,272	81.83%	680,000
	顶置文件柜总成	79,015				20,000
	保险杠总成	150,076				
	其他(挡泥板)等	85,192				
中型产品	门内护板总成	2,704,944	7,099,534	6,328,183	112.19%	2,000,000
	立柱护板总成	3,822,720				1,500,000
	其他(后备门护板等)	571,870				
其他产品	流水槽盖板总成	367,144	413,088	632,448	65.32%	
	其他(车门挡条、导流坝等)	45,944				

单位：模次

数据来源：公司资料，广证恒生

3. 国内外汽车内饰企业各有所长，内资企业迎头赶上

据盖世汽车网站统计，2015年中国汽车内饰市场规模约为150亿美元，约占全球内饰市场规模的25%，单车内饰价值略低于全球平均水平。但因国内外新的竞争对手的不断加入，我国汽车零部件企业数量多，市场竞争较为激烈。

跨国汽车内饰企业在国内的独资或合资企业，具有资金雄厚、技术水平先进、客户覆盖面广等特点。内资汽车内饰供应商，具有成本低、效率高、服务响应迅速等特点，随着我国汽车内饰企业技术的不断提高和产品的不断更新，整车厂对国内汽车内饰企业产品的需求也在逐步增加。

下文对国内外汽车内饰市场竞争对手情况加以概述。

3.1 跨国内饰企业进入市场较早，体量占优

3.1.1 李尔

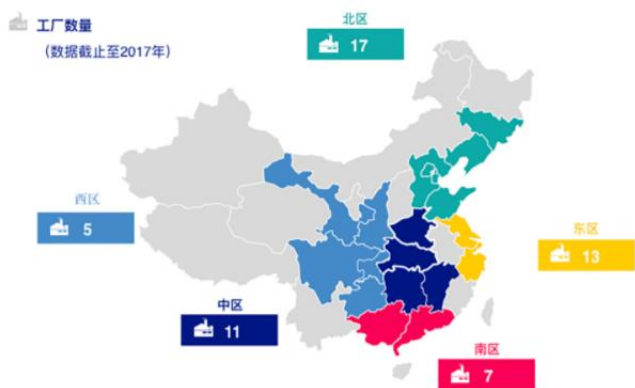
李尔公司，全球最大的汽车内饰系统零部件供应商之一，产品包括汽车座椅系统、汽车电器系统和汽车电子系统三大产品系列，配套客户有通用、福特、克莱斯勒、宝马、大众、兰博基尼、捷豹路虎、保时捷、奔驰、法拉利、东风、奇瑞、吉利、江铃、长安等。李尔公司于1994年进入中国，几年来通过独资和合资的方式，在中国北京、长春、沈阳、上海、南京、南昌、武汉、重庆、广州、宁波、芜湖、十堰、襄阳、柳州、扬州等多个城市建立了工厂。2017年4月28日，李尔公司完成对安通林座椅业务的收购。

2017年李尔公司实现营收204.67亿美元，同比增长10.29%；净利润13.13亿美元，同比增长34.69%。2018年前3个季度实现营收162.061亿元，同比增长7.3%；净利润9.371亿元，同比下降18.6%。

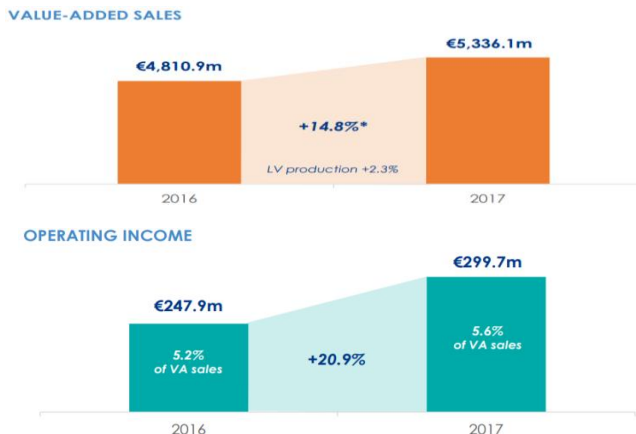
3.1.2 佛吉亚

佛吉亚，法国标致雪铁龙集团旗下汽车零部件企业，全球第六大汽车零部件供应商，主要拥有汽车座椅系统、汽车内饰系统和绿动智行系统三大核心业务，其汽车内饰系统业务包括汽车面板和中央控制台、驾驶舱成品、车门面板和模块、车载音频产品和模块、车内装饰(喷漆、薄膜、铝材、木材等)的研发和生产。

佛吉亚的业务遍布中国六大汽车产区，在哈尔滨、长春、沈阳、秦皇岛、天津、北京、烟台、青岛、盐城、南京、无锡、上海、杭州、宁波、武汉、长沙、南昌、广州、佛山、成都、重庆等城市拥有 53 家工厂。佛吉亚在中国的主要客户有大众集团（一汽大众、上海大众）、标致雪铁龙（神龙汽车、东风乘用车）、福特（长安福特）、日产（东风日产）、通用汽车（上海通用）与现代，为大众/奥迪平台、奥迪 A6、标志 307、标志 207、标志 408、508、福特嘉年华、福特福克斯、日产天籁、雪佛兰科鲁兹、奇瑞 QQ、沃尔沃 S80、别克君威、比亚迪 F3、长安铃木雨燕、宝马 5 系列等畅销车型/品牌提供产品。

图表 19 佛吉亚在中国的工厂分布


资料来源：公司资料，广证恒生

图表 20 2017 年佛吉亚销售、盈利情况


资料来源：公司资料，广证恒生

2017 年，该集团实现增值销售额 169.62 亿欧元，其中，在汽车内饰业务上的增值销售额为 53.36 亿欧元，占总销售额的 31%，同比上升 14.8%，其增长主要来自在欧洲、亚洲和南美地区与 FCA、东风和长安的合作，在中国的销售较去年上升 104%。2017 年汽车内饰板块获利 3.00 亿欧元，同比上升 20.9%，营业毛利率随之从 16 年的 5.2% 上升至 17 年的 5.6%。

3.1.3 丰田纺织

丰田纺织是全球领先的汽车座椅及内饰系统供应商和滤清器制造商，主要研发和制造汽车座椅及内饰零部件、滤清器和发动机周边零部件。丰田纺织的内外饰件产品主要包括纤维产品、门板、仪表盘、中央储物箱、顶篷等。丰田纺织制造的座椅和内饰部件广泛应用于丰田集团旗下的雷克萨斯和丰田汽车，同时，丰田纺织也是奔驰和大众的内饰板的供应商之一。

丰田纺织（中国）有限公司是丰田纺织集团在中国的全资子公司，在长春、天津、上海、成都、宁波、广州等地共设有 19 家公司，业务涵盖汽车座椅、门板、顶棚、及滤清器等多种产品。

丰田纺织 2017 年汽车配套业务实现营收 134.44 亿美元，同比增长 38.8%。

3.1.4 安通林集团

安通林集团，国际汽车内饰领域最大的厂商之一，全球排名第一的车顶内饰供应商，业务范围覆盖车顶系统和软内饰、车门系统和硬内饰、照明系统、座舱系统和内饰等，为奥迪、阿斯顿马丁、巴贾吉、宾利、宝马、布加迪、别克、凯迪拉克、奇瑞、雪佛兰、克莱斯勒、雪铁龙、达契亚、大宇、道奇、埃契、中国一汽、菲亚特、福特等汽车品牌提供服务。目前该公司在上海、广州、成都、武汉、沈阳、郑州、重庆、长春 8 地设有工厂或办事处。2017 年 4 月 28 日，安通林座椅业务被李尔公司收购。

2017 年，公司销售额达到 50.37 亿欧元，同比增长 1.1%；息税折旧摊销前利润 4.66 亿欧元，同比增长 0.9%。其中，车顶系统、车门系统和硬内饰、以及座舱系统和内饰业务单元的销售额分别为 20.44 亿欧元、16.32 亿欧元和 10.4 亿欧元。

3.1.5 安道拓

安道拓，汽车座椅行业的全球领导者，拥有 8.6 万名员工，在全球 33 个国家设有 237 家制造装配工厂，为各类别的机动车和各大汽车制造商生产并提供汽车座椅产品，其前身是江森自控有限公司的汽车座椅内饰业务，2016 年 10 月，安道拓正式完成自江森自控的分拆，在纽交所上市。2018 年 11 月，江森自控出售旗下汽车动力电池业务，正式退出汽车零部件行业。

中国是安道拓在全球最重要的市场，安道拓全球销售额的四分之一来自于中国，2016 年安道拓在中国实现销售收入 75 亿美元。安道拓在全国 37 座城市建有 17 家座椅合资公司、67 家工厂和 3 家全球技术中心，拥有 3.1 万名员工，1300 名工程师，支持各大汽车制造商的本土和海外业务，其在中国的座椅市场占有率高达 45%。

3.2 国内企业后来居上，新泉最具成长性

3.2.1 华域汽车

华域汽车 2017 年实现营收 1404.87 亿元，同比增长 13.03%；归母净利润 65.54 亿元，同比增长 7.87%。2018 年前三个季度，实现营收 1187.99 亿元，同比增长 14.51%；归母净利润 63.64 亿元，同比增长 32.13%，扣非后归母净利润 48.52 亿，同比增长 6.4%。公司具有“金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能键、热加工、新能源”六个零部件业务板块，其中，内外饰版块包括仪表盘、门板总成、座椅总成、保险杠总成、前围模块、安全气囊、内饰件、安全带、车灯、密封件等，占公司营收比重最大，2017 年为 64.37%。内外饰版块 2017 年实现毛利 130.76 亿元，毛利率 14.46%；归母净利润 28.03 亿元，同比上升 6%，占总归母净利润的 42.77%。

图表 21 华域汽车分产品归母净利润情况

分行业或分产品	2017 年归母净利润	2016 年归母净利润	同比增速 (%)
内外饰件	2,803,367,475	2,644,625,513	6.00
金属成型和模具	359,653,539	315,337,664	14.05
功能件	2,506,370,175	2,201,934,586	13.83
电子电器件	657,235,648	593,801,658	10.68
热加工件	227,296,086	320,059,136	-28.98
合计	6,553,922,925	6,075,758,559	7.87

资料来源：公司资料，广证恒生

华域汽车的客户涵盖国内主要汽车企业，并与上汽集团、一汽集团、东风汽车、长安汽车、广汽集团、北汽集团、华晨宝马、长城汽车、江淮汽车等建立了较为稳固的长期合作关系。在全国 20 个省市自治区设立 261 个生产和客户服务基地，在美国、德国、澳大利亚、捷克、印度、泰国等国设立 14 个分支机构，为国内外众多整车客户提供优质的本土化研发和供货服务。

华域汽车专门设立了全资子公司延锋汽车饰件系统有限公司，开发、生产用于汽车、卡车和摩托车的塑料和装潢产品，专注于汽车内外饰、座椅、电子及被动安全领域，致力于为全球主要汽车厂商提供领先的产品解决方案。作为一家立足中国的全球化运作公司，延锋的海外业务占比接近三成，220 余家工厂遍布世界各地，全球员工超过 65,000 人，包括近 6,300 名工程和设计人员。该公司于 1997 年与美国江森自控全球汽车内饰业务（现安道拓）合资成立了全球最大的汽车内饰系统供应商——延锋汽车内饰系统有限公司，后又与美国江森自控（现安道拓）合资建有上海延锋江森座椅有限公司（现延锋安道拓），占领国内汽车座椅的供应市场。

3.2.2 宁波华翔

宁波华翔主要从事汽车零部件的设计、开发、生产和销售，主要产品有装饰条、主副仪表板、门板、立柱、后视镜等汽车内外饰件，车身金属件以及车身轻量化材料等。公司坚持走高端化路线，是大众、宝马、奔驰、福特、通用、捷豹路虎、丰田、沃尔沃、上汽乘用车、一汽轿车、东风日产等国内外汽车制造商的主要零部件供应

商之一；目前在国内已拥有宁波、长春、沈阳、成都、天津、佛山、青岛、重庆、长沙、武汉、南京等多家生产基地。

宁波华翔 2017 年实现营收 148.07 亿元，同比增长 18.40%；归母净利润 7.98 亿元，同比增长 11.82%；毛利率 22.11%；净利率 7.87%。其中内外饰件系统占营收比重为 71.67%；毛利占比为 66.48%，毛利率 19.58%。18 年前三个季度实现营收 107.15 亿元，同比下降 0.36%；归母净利润 7.14 亿元，同比下降 19.20%；毛利率 19.26%；净利率 6.66%。

3.2.3 常熟汽饰

常熟汽饰是国内乘用车内饰件产品主要供应商之一，其主要产品包括门内护板总成、仪表板总成、副仪表板总成、行李箱内饰总成、衣帽架总成、天窗遮阳板总成、立柱总成、门窗饰条、地毯、喷涂等，主要客户包括一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、上汽通用、奇瑞捷豹路虎、奇瑞汽车、观致汽车、吉利汽车、一汽轿车、众泰汽车、宝沃汽车、凯翼汽车等国内知名整车厂，北京车和家、奇点汽车、爱驰亿维等新能源车及伟巴斯特、恩坦华等知名汽车零部件一级供应商，拥有常熟、长春、沈阳、北京、芜湖、成都、佛山、天津八个生产基地。

常熟汽饰 2017 年实现营收 13.39 亿元，同比下降 6.78%；归母净利润 2.28 亿元，同比增长 0.57%，其中汽车饰品实现营收 12.69 亿元，同比下降 5.67%；毛利率 19.73%，同比下降 3.08%。前五名客户（长春安通林汽车饰件有限公司、一汽-大众汽车有限公司、上汽通用（沈阳）北盛汽车有限公司、常熟安通林汽车饰件有限公司、长春派格汽车塑料技术有限公司）销售额 84,369.13 万元，占年度销售总额 62.99%。

3.2.4 国内内饰企业财务对比

新泉股份的营收能力与盈利能力远超行业平均水平，虽较国内更大型汽车内饰供应商华域汽车、宁波华翔等尚有一定差距，但收入与净利润增长率远超其他公司。即使 2018 年前三个季度汽车行业整体景气度不佳，公司仍然实现了 17.49% 的收入增速与 34.28% 的净利润增速。

图表 22 国内汽饰企业总收入与净利润对比

证券简称	总收入（百万元）				总收入同比增长率(%)				总收入三年复合增长率(%)
	2018 三季报	2017	2016	2015	2018 三季报	2017	2016	2015	
行业中位值	1183.07	1710.98	1276.26	1103.27	9.29	18.70	17.90	3.94	13.59
华域汽车	118381.03	139881.93	123746.97	90841.03	14.61	13.04	17.88	23.16	23.78
宁波华翔	10662.87	14724.39	12438.03	9764.02	-0.35	18.38	27.39	12.58	19.30
新泉股份	2621.92	3078.27	1702.67	899.35	17.49	80.79	89.32	14.39	57.61
常熟汽饰	1024.53	1320.71	1420.13	1009.47	16.12	-7.00	40.68	-6.35	7.01
证券简称	净利润（百万元）				净利润同比增长率(%)				净利润三年复合增长率(%)
	2018 三季报	2017	2016	2015	2018 三季报	2017	2016	2015	
行业中位值	82.81	136.09	126.27	92.48	2.57	8.92	27.19	6.97	13.22
华域汽车	6363.98	6553.92	6075.76	4783.38	32.13	7.87	27.02	7.35	13.73
宁波华翔	503.96	798.25	713.89	160.49	-19.20	11.82	344.81	-69.38	15.05
新泉股份	227.99	250.17	113.67	52.57	34.28	120.07	116.24	10.70	74.00
常熟汽饰	312.03	227.59	226.30	223.49	89.96	0.57	1.26	10.64	4.06

数据来源：Wind，广证恒生

从毛利率来看，新泉股份 2015-2017 年内的毛利率在 24-25% 左右，今年由于客户年降影响以及原材料成本压力，今年前三季度毛利率下滑至 22.79%。今年公司对费用控制更加严格，前三季度费用率下降，使得净利率不降反升。目前，新泉股份正在建设新的制造基地以降低较高的销售费用，并通过股权融资偿还部分长期借款以

降低财务费用。

横向对比来看,公司毛利率高于A股同行上市公司。2018年三季度,新泉股份的毛利率在22.79%,常熟汽饰21.1%,宁波华翔18.87%,华域汽车13.53%,而佛吉亚在汽车内饰版块只有5%左右,说明国内民营汽车内饰企业成本较低,效率较高。

纵向对比,由于2017-2018年行业景气度下行,整车厂年降压力叠加上游成本上升,内饰企业毛利率承压,总体上出现小幅的下滑。

图表 23 国内汽饰企业销售毛利率与销售净利率对比

证券简称	销售毛利率				销售净利率			
	2018 三季度	2017	2016	2015	2018 三季度	2017	2016	2015
行业中位值	22.96	25.23	26.95	26.19	8.01	9.86	10.73	9.78
新泉股份	22.79	24.15	24.19	25.29	8.70	8.13	6.68	5.85
常熟汽饰	21.10	20.93	23.05	28.18	30.24	17.20	15.94	22.14
宁波华翔	18.87	20.67	21.04	17.65	6.69	7.91	8.82	4.27
华域汽车	13.53	14.10	14.28	14.05	7.00	6.53	6.94	7.63

数据来源: Wind, 广证恒生

分析国内汽车内饰企业,相较华域汽车国企性质的内饰企业,新泉股份、宁波华翔、常熟汽饰等民企在员工人均支出方面成本较低,其中宁波华翔在10万元左右,常熟汽饰与新泉股份在7万元左右及6万元左右,远低于华域汽车的50万元左右,说明民营企业在成本上具有一定优势。

图表 24 汽车内饰品牌年员工人均支出

华域汽车	2018/9/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
员工总数(人)	29821	29821	30374	9514
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	1,059,636.07	1,515,042.16	1,311,837.50	699,766.36
支付的现金/人	355332.17	508045.39	431894.88	735512.26
新泉股份	2018/9/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
员工总数(人)	2574	2574	1979	1426
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	17047.31	18477.85	12132.83	8285.61
支付的现金/人	66228.87	71786.52	61307.88	58103.86
宁波华翔	2018/9/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
员工总数(人)	14507	14507	15595	12201
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	145,119.52	239,654.37	166,956.87	130,354.18
支付的现金/人	100034.14	165199.12	107057.95	106838.93
常熟汽饰	2018/9/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
员工总数(人)	2129	2129	2067	1746
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	15,075.72	17,519.33	15,462.80	13,110.89
支付的现金/人	70811.27	82289.01	74807.93	75091.01

数据来源: Wind, 广证恒生

3.3 国内内饰企业布局对比，新泉尚有较大空间

3.3.1 生产制造基地战略布局

如下图所示，中国汽车行业可分为6大汽车产业集群。通过梳理各大汽车内饰企业在6大汽车产业集群的设厂、办事处或子公司情况，我们看到李尔、佛吉亚、丰田纺织等跨国汽车内饰企业的布局较为成熟，基本覆盖全国6大汽车产业集群。

根据新泉股份的规划，公司以长三角地区、京津地区及华中地区汽车产业集群为市场基础，结合现有客户生产区域布局，在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙等城市设立了生产制造基地，向对应区域整车客户提供汽车饰件总成产品。

图表 25 中国 6 大汽车产业集群图



资料来源：公司资料，广证恒生

图表 26 国内外汽车内饰企业在中国主要城市设厂情况

产区	省份	城市	新泉股份	宁波华翔	常熟汽饰	李尔	佛吉亚	丰田纺织	安通林
北区	黑龙江	哈尔滨					√		
	吉林	长春	√	√	√	√	√	√	√
	辽宁	沈阳		√	√	√	√	√	√
	内蒙古	鄂尔多斯	√						
京津集群区	北京	北京	√		√	√	√		
	天津	天津		√	√		√	√	
	河北	秦皇岛					√		
		廊坊					√		
	山东	烟台					√		
东区	江苏	南京		√		√	√		
		扬州		√		√			
	盐城					√	√		
	常熟				√				
	常州	扩建中							
	无锡						√		
	昆山							√	

	上海	上海				√	√	√	√
	浙江	宁波	产能有限 计划新建	√		√	√	√	
		杭州					√		
	安徽	芜湖	√		√	√			
南区	广东	广州				√	√	√	√
		佛山	计划建设	√	√		√	√	
		东莞						√	
	广西	柳州				√			
西区	陕西	西安	计划建设						
	四川	成都		√	√		√	√	√
	重庆	重庆		√		√	√		√
中区	河南	郑州							√
	湖北	武汉		√		√	√		√
	湖北	襄阳				√	√		
	湖北	十堰				√			
	湖南	长沙	√	√			√		
	江西	南昌		√		√	√		

数据来源：公司资料，广证恒生

3.3.2 国内外汽车内饰企业客户梳理

回顾新泉股份的客户发展路径,实现了从商用车到乘用车领域的切换,实现了从自主品牌到合资品牌的覆盖。

首先以仪表板总成成为核心产品,迅速与一汽集团等汽车制造商形成合作关系。公司逐步抢占以中、重型卡车为代表的商用车市场,成为该领域汽车饰件总成服务的领先企业。目前,新泉股份拥有国内前五大中、重型卡车企业和国内大型客车企业的订单,在重型卡车仪表板产品的市场占有率达到 24.95%。

近年来,公司抓住自主品牌崛起扩大产能的机遇,成为部分国内乘用车制造商如吉利、上汽、奇瑞汽车的核心零部件供应商。未来公司将紧跟上汽、吉利项目,并开发广汽乘用车项目。同时,把合资品牌作为下一阶段的开发重点,尝试进入上汽大众、上汽斯柯达的项目配套。

图表 27 国内外汽车内饰企业主要客户情况

公司	主要客户
新泉股份	商用车：一汽解放、北汽福田、陕西重汽、东风汽车、中国重汽、苏州金龙等； 乘用车：吉利汽车、奇瑞汽车、郑州日产、广汽菲亚特、华晨汽车、一汽轿车、上海汽车、上海大众等
华域汽车	上汽集团、一汽集团、东风汽车、长安汽车、广汽集团、北汽集团、华晨宝马、长城汽车、江淮汽车
宁波华翔	大众、宝马、奔驰、福特、通用、捷豹路虎、丰田、沃尔沃、上汽乘用车、一汽轿车、东风日产
常熟汽饰	一汽大众、上汽通用、奇瑞汽车、观致汽车、吉利汽车、一汽轿车、众泰汽车、宝沃汽车、凯翼汽车、捷豹路虎、北京奔驰、华晨宝马； 北京车和家、奇点汽车、爱驰亿维等新能源车及伟巴斯特、恩坦华等汽车零部件一级供应商
李尔	通用、福特、克莱斯勒、宝马、大众、兰博基尼、捷豹路虎、保时捷、奔驰、法拉利、东风、奇瑞、吉利、江铃、长安等
佛吉亚	大众集团（一汽大众、上海大众）、标致雪铁龙（神龙汽车、东风乘用车）、福特（长安福特）、日产（东风日产）、通用汽车（上海通用）与现代
丰田纺织	雷克萨斯、丰田汽车等

安通林	上汽、中国一汽、菲亚特、大众、丰田、雪铁龙、奇瑞、克莱斯勒、凯迪拉克、雪佛兰、兰博基尼、保时捷、阿斯顿马丁、英菲尼迪、捷豹路虎、奥迪、宾利、宝马、布加迪、别克、道奇、福特、林肯、铃木、五十铃、马自达、奔驰、欧宝、标志、本田、红旗、现代等
-----	--

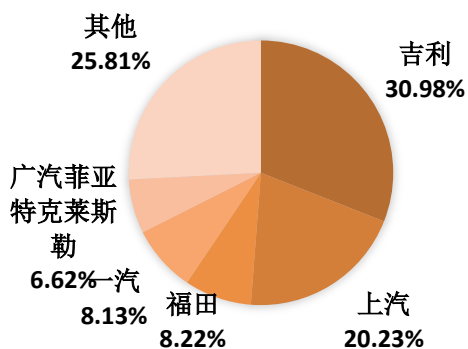
数据来源：公司资料，广证恒生

国内内饰企业中，华域汽车作为大型国企，有一半收入来自上汽集团及旗下合资企业；宁波华翔作为老牌汽车内饰企业，是上海大众、上海通用、一汽大众和一汽丰田、一汽轿车等国内主要整车厂的主要零部件供应商之一；常熟汽饰先后与麦格纳集团、安通林集团与 SMP 等世界级汽车零部件公司合资设立合资公司，公司前五大客户包括安通林合资平台、长春派格、上汽通用、一汽大众、奇瑞汽车。跨国汽车内饰企业的客户群体则更为广泛，主要聚焦于大集团与大品牌的相应车型。可以看出，国内内饰企业的客户仍主要是内资或合资乘用车品牌，但随着企业技术的提高、整体解决方案提供能力的逐步增强，也开始逐渐配套合资/外资乘用车品牌，在行业中的竞争地位正在逐渐提升。

4. 配套吉利、上汽乘用车，公司营收快速增长

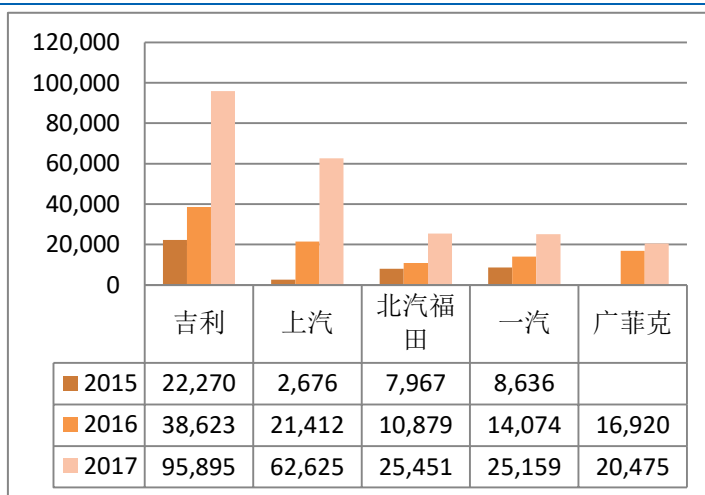
2016 年新泉股份实现营收 17.11 亿，同比增长 89.65%，归母净利润 11367.29 万元，同比增长 116%；2017 年实现营收 30.95 亿元，同比增长 80.91%，归母净利润 25016.63 万元，同比增长 120%。进一步分析新泉股份营业收入的客户构成，2017 年吉利和上汽提供的营收分别占其总营收的 31% 和 20%，是新泉股份的第一、第二大客户。且纵览近三年的数据，新泉股份来自这两家企业的营收额大幅上升。新泉股份 16、17 年营收和归母净利润的高增长主要源自吉利、上汽的高增长和来自于两家企业的新增订单。

图表 28 公司前五大客户营收占比（2017 年）



资料来源：公司资料，广证恒生

图表 29 公司前五名客户营收贡献（单位：万元）



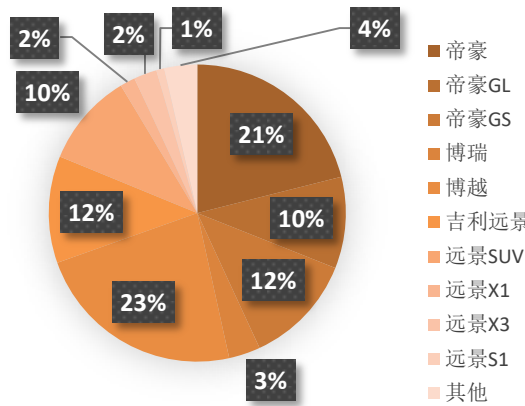
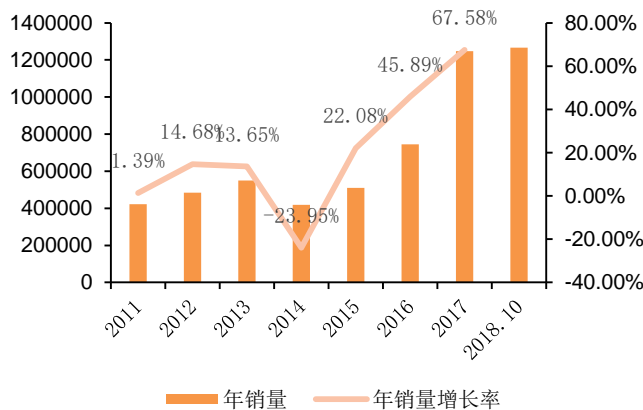
资料来源：公司资料，广证恒生

4.1 吉利汽车增势强劲

自 2016 年起，吉利汽车开始逐步完善自身产品线，由轿车占绝大部分份额转为开展轿车与 SUV 两大产品线，其最新打造的博越、帝豪 GL、帝豪 GS、远景、远景 SUV、缤瑞、领克等车型，均收获了不错的销售业绩，汽车销量逐年提升，成功进入百万销量级车企行列。截至今年 10 月，吉利汽车 2018 年累计总销量达 1,265,844 辆，同比增长 33%。

图表 30 吉利汽车销售情况

图表 31 2017 年吉利汽车各车型销售情况



资料来源：公司资料，广证恒生

资料来源：公司资料，广证恒生

4.1.1 吉利产品线，多款车月销过万

图表 32 吉利汽车车型一览表

品牌	车型	上市时间	车型定位	最低价	最高价	状态
吉利	博瑞	2015.04.30	B 级轿车	11.98	17.98	在售
	熊猫	2015.05.30	A00 级轿车	3.68	6.98	停产
	帝豪 EV	2015.11.30	纯电动轿车	16.58	21.58	在售
	吉利金刚	2016.01.30	轿车	4.39	6.59	在售
	博越	2016.03.30	SUV	9.88	15.78	在售
	帝豪 GS	2016.05.30	城市跨界 SUV	7.78	11.18	在售
	远景 SUV	2016.08.30	SUV	7.49	10.19	在售
	帝豪 GL	2016.09.30	A+级轿车	7.88	11.58	在售
	吉利远景	2016.11.30	A0 级轿车	5.39	7.29	在售
	帝豪	2016.12.30	A0 级轿车	6.98	10.08	在售
	远景 X1	2017.05.30	A0 级小型 SUV	3.99	5.79	在售
	远景 X3	2017.08.30	A1 级小型 SUV	5.09	6.59	在售
	远景 S1	2017.11.30	跨界 SUV	6.99	10.29	在售
	博瑞 GE	2018.05.30	混合动力 B 级轿车	13.68	17.98	在售
	缤瑞	2018.08.30	A+级运动风格轿车	7.98	11.08	在售
	缤越	2018.10.31	A 级 SUV	7.88	11.88	在售
	嘉际	2019 年初	MPV			即将上市
博越 Coupe	2019 年初	轿跑 SUV			即将上市	
Ge11	2019 年内	A 级纯电动轿车			即将上市	
领克	领克 01	2017.12.30	SUV	15.88	22.08	在售
	领克 02	2018.06.30	轿跑 SUV	12.28	19.28	在售
	领克 03	2018.10.19	轿车	11.68	15.18	在售

资料来源：广证恒生

● 吉利品牌

帝豪系列：吉利的“帝豪家族”包括轿车新帝豪、A+级轿车帝豪 GL、跨界运动型多用途车帝豪 GS 和新能源汽车帝豪 EV 几款车型。

新帝豪百万款，2016 年 10 月上市，是基于帝豪 EC7 推出的升级车型，月销量稳定在 20,000 辆左右，2018 年 10 月销量 20,349 辆，1-10 月累计销量 211,269 辆，是吉利轿车车型的销售冠军。A+级轿车帝豪 GL，2016 年 9

月上市，拥有超长车身及轴距。18年10月销量为12,857辆，月销量稳定在12,000辆以上。跨界SUV帝豪GS，2016年5月上市，目标用户瞄准85后的年轻消费群体，月销量稳定在13,000辆左右。

博越：2016年3月末上市，是由国际著名汽车设计大师彼得·霍布里带领的国际化设计团队倾力打造的紧凑型SUV，也是吉利SUV车型的销售冠军，月销量在20,000辆左右。17年总销量28万辆，18年10月销量达20,247辆，18年累计销量219,048辆。

远景系列：整体售价较低，分为轿车和SUV两种车型，其中远景轿车是吉利首款中级商务家用轿车，SUV车型包括远景SUV、远景X1、远景X3和远景S1。

吉利新远景，2016年11月11日正式上市，全新远景2018年10月销量为11,200辆，1-10月累计销量达127,216辆。

远景SUV是8万元级SUV的引领者，月平均销量在10,000辆左右，2018年10月销量10,090辆，18年前10个月累计销售99,748辆。另外两款SUV车型A0级小型SUV远景X3和紧凑型跨界SUV远景S1的10月销量分别为10,546辆和4,109辆，1-10月累计销量分别为103,616辆和62,296辆。

博瑞和博瑞GE：博瑞是吉利3.0系列的首款产品，成为自主品牌销量最高的B级轿车，但由于车型老化，近年来销量逐年下滑。2018年6月博瑞GE上市，采用全新的动力总成，分MHEV微混和PHEV插电式混合动力，博瑞GE9月销量5139辆，10月销量为3558辆。

缤瑞：吉利的最新款轿车，定位紧凑型轿车，针对青年群体，主打运动风格。2018年8月30日上市，10月份销售7,580辆。

缤越：吉利的最新款SUV，定位为A级SUV，针对青年群体，主打运动风格。2018年10月31日上市。

即将上市车型：2019年初，吉利计划推出多款车型，包括其第一款MPV嘉际、轿跑SUV博越Coupe、缤越PHEV、纯电动轿车Ge11，进一步丰富自身产品线，提高市场占有率。

● 领克品牌

领克是由吉利控股集团、吉利汽车集团与沃尔沃汽车合资成立的新时代高端品牌，基于由沃尔沃汽车主导，吉利汽车与沃尔沃汽车联合开发的CMA中级车基础模块架构建立。新推出的领克系列车型，具有很强的竞争力。

领克01：基于CMA构架开发的首款车型，今年1-10月累计销售82,600辆，10月销量8,476辆。

领克02：定位于高性能轿跑SUV，10月销售5,766辆，环比增长近4%，上市4个月累计销量达18,743辆。

领克03：领克的首款轿车产品，2018年10月，2018年10月销量为965辆。

即将上市车型：领克04，领克05

4.1.2 产品配套

新泉股份2016年配套吉利汽车相应车型内饰产品的销量及销售额如图所示。新泉股份还为吉利汽车提供帝豪系列的仪表板等模具。

图表 33 新泉股份配套吉利汽车部分内饰产品情况表

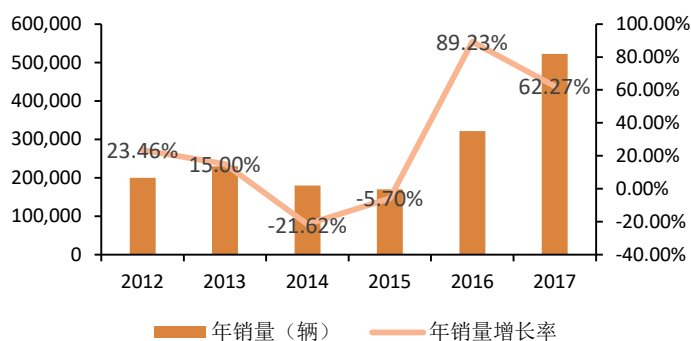
		2016		
产品	配套车型	新泉销量(万套)	平均配套价值/元	客户采购金额(万元)
仪表板总成	远景	5.50	843.18	4637.49
	博越			
	新帝豪	10.00	911.83	9118.28
	帝豪GL	3.87	911.97	3529.31
门内护板总成	博越	8.74	738.95	6458.38
	新帝豪	4.50	468.63	2108.82
	帝豪GS	5.28	876.75	4629.22
立柱护板总成	博瑞GC9	4.78	157.00	750.46
	新帝豪	17.04	84.48	1439.46
	帝豪GS	5.30	397.14	2104.82

资料来源：广证恒生

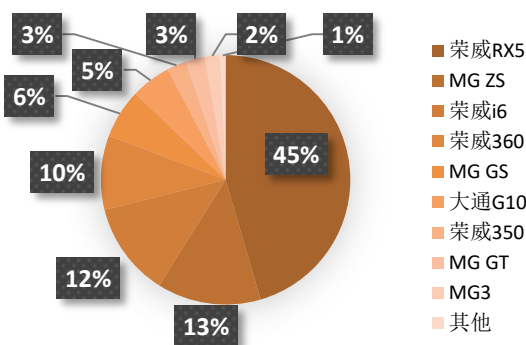
随着新泉与吉利关系更加牢固，我们预计未来三年新泉股份不但巩固现有车型的配套，同时还会进入更多新车型的配套。现有车型方面，将继续为远景、博越、新帝豪、帝豪 GL 提供仪表盘总成，为博越、新帝豪、帝豪 GS 提供门内护板总成，为博瑞 GC9、新帝豪、帝豪 GS 提供立柱护板总成。新车型方面，新泉股份未来将加入到吉利新车型缤瑞、缤越等车型仪表板总成或门内护板总成的供应商行列。

4.2 上汽龙头稳定成长，自主品牌销量提升

上汽集团 2017 年实现整车销售 693 万辆，同比增长 6.8%，其中乘用车销售 618.8 万辆，同比增长 9.2%，商用车销售 74.2 万辆，成功实现“逆势走强”；在国内汽车市场占有率达到 23.2%，同比增长 0.6%，保持并扩大了其市场领先地位。上汽自主品牌乘用车年销量达 52.2 万辆，同比增长 62.3%，其中，荣威 RX5 年销量超过 2 万辆，新推出车型名爵 ZS、荣威 i6 年销量分别超过 7 万辆、6 万辆。

图表 34 上汽自主品牌乘用车销售情况


资料来源：公司资料，广证恒生

图表 35 2017 年上汽自主品牌乘用车各车型销售情况


资料来源：公司资料，广证恒生

4.2.1 上汽乘用车产品线，荣威名爵双品牌发力

图表 36 上汽集团自主品牌车型一览表

品牌	车型	上市时间	车型定位	最低价	最高价	状态
荣威	荣威 350	2010.02	A 级紧凑型轿车	7.87	14.07	已停产
	荣威 E50	2012.11	纯电动轿车	18.89	23.49	已停产
	荣威 550	2013.05	A+级轿车	9.98	18.28	已停产
	e950	2016.04	新能源中高级轿车	25.59	25.59	在售
	eRX5	2016.11	互联网插电混动 SUV	26.59	28.59	在售
	荣威 i6	2017.02	互联网 A+级轿车	8.98	14.38	在售
	荣威 ei6	2017.04	互联网插电混动轿车	20.18	22.28	在售
	荣威 950	2017.07	B+级轿车	16.88	20.38	在售
	荣威 RX5	2017.10	互联网 SUV	9.98	18.68	在售
	荣威 360PLUS	2017.11	A 级轿车	7.79	12.99	在售
	荣威 RX3	2017.11	紧凑型 SUV	8.98	13.58	在售
	荣威 Ei5	2017.11	紧凑型纯电动轿车	21.38	22.38	在售
	荣威 RX8	2018.04	中大型豪华 SUV	16.88	25.18	在售
	荣威 Marvel X	2018.09	纯电动轿车	26.88	30.88	在售
	荣威 i5	2018.10	互联网中级轿车	6.89	11.59	在售
名爵	MG GS (锐腾)	2015.03	SUV	7.08	14.78	在售

MG GT (锐行)	2016.06	中级轿车	5.49	10.49	在售
MG ZS	2017.03	小型 SUV	5.88	11.08	在售
MG360	2017.04	在伊朗生产与销售			在售
全新 MG3	2017.08	小型轿车	5.18	8.58	在售
全新 MG6	2017.11	中级轿车	9.08	14.08	在售
eMG6	2017.11	新能源插电混动轿跑	16.98	18.68	在售
MG HS	2018.09	SUV	11.98	18.98	在售
MG EZS		纯电动版小型 SUV			即将上市

资料来源: 广证恒生

● 荣威品牌

荣威 2017 全年销售 385,000 辆, 同比增长约 60%, 是增速最快的汽车品牌之一。

目前, 荣威品牌下产品包括轿车 i5、i6、荣威 360PLUS 和荣威 950; SUV 车型 RX3、RX5、RX8 和新能源动力型车 Ei5、eRX5、ERX5、ei6 和 E950, 还有刚上市的纯动力轿车荣威 Marvel X。

荣威 RX5: “全球首款量产互联网汽车”, 2017 年全年销量 240,000 余辆, 月销售额超过 20,000 辆;

荣威 RX3: 2017 年 11 月上市, 全新 A 级 SUV, 月均销量 4000-6000 辆;

荣威 RX8: 2018 年 4 月上市, 定位中大型豪华 SUV。

荣威 i6: 2017 年 2 月上市, “全球首款量产互联网家轿”, 月均销量 5000-7000 辆, 是同级自主品牌家轿的销量冠军。

荣威 i5: 2018 年 10 月 26 日上市, 外形采用荣威家族式的“律动”设计, 提供 1.5L 自然吸气和 1.5T 涡轮增压两款动力可选。

● 名爵 (MG) 品牌

名爵 2017 全年销售 117,491 辆, 同比增长 53%。目前, 名爵品牌下主要包括以下几款产品。

名爵 GS (名爵锐腾), 2015 年 3 月上市, 是一款高性能 SUV, 2017 年全年销量 29,850 辆。

名爵 GT (名爵锐行), 2016 年 6 月上市, 定位“高性能风尚中级车”, 2017 年全年销售 13,765 辆。

名爵 ZS, 2017 年 3 月上市, 是名爵旗下首款互联网 SUV 车型, 也是名爵旗下首款小型 SUV, 搭配上与阿里巴巴联合开发的“互联智行”系统。2017 年全年销量 61,234 辆, 月均销售额 6,000 辆。2018 年 3 月, 名爵 ZS 2018 款上市, 在原有基础上进一步提升了装备水平。

名爵 3, 2017 年 8 月上市, 2017 年全年销售 4,481 辆。

名爵 6, 2017 年 11 月上市, 定位“豪华互联网性能座驾”, 2018 年月均销量 8,000 辆左右。名爵 6 系还推出了插电混动式的新能源汽车。

名爵 HS, 2018 年 9 月上市, 是名爵全新 SUV 概念车 MG X-motion Concept 的量产版。

4.2.2 产品配套

新泉股份 2016 年配套上汽集团相应车型内饰产品的销量及销售额如表所示, 新泉股份为荣威的销售冠军荣威 RX5 配套仪表盘总成和门内护板总成, 并为 SUV 名爵 GS 配套立柱护板总成, 还为荣威 RX5 提供仪表板/门板等模具。

图表 37 新泉股份配套上汽乘用车部分内饰产品情况表

		2016		
产品	配套车型	新泉销量 (万套)	平均配套价值/元	客户采购金额 (万元)
仪表板总成	荣威 RX5	6.34	1369.14	8680.33
门内护板总成	荣威 RX5	6.68	1196.95	7995.62
立柱护板总成	MG GS	5.04	432.30	2178.79

资料来源: 广证恒生

随着新泉与上汽关系更加牢固, 我们预计未来三年新泉股份不但巩固现有车型的配套, 同时还会进入更多新

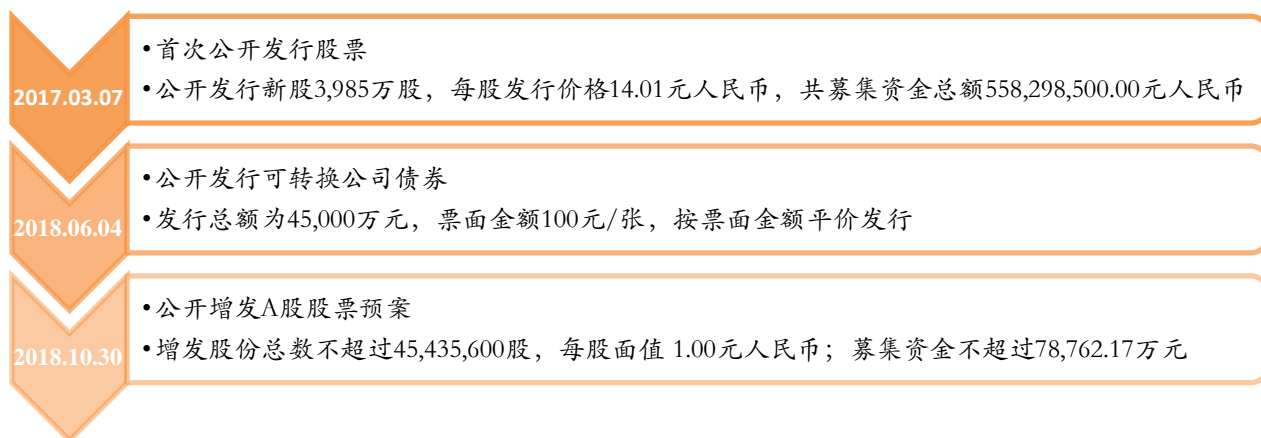
车型的配套。现有车型方面，将继续为荣威 RX5、名爵 MG6 提供仪表盘总成和门内护板总成，为荣威 RX8 供应仪表盘总成，为名爵 GS 提供立柱护板总成。新车型方面，新泉股份将加入到荣威 i5、名爵 HS 等车型的仪表盘总成或门内护板总成的供应商行列。

5. 公司产能遇瓶颈，融入资金促发展

新泉股份于 2017 年起至今共计划进行了三次资本运作募集资金，以优化自身资本结构，完善公司在全国范围内的生产基地布局和现有研发中心的升级，提高公司的就近配套能力，降低主营业务成本和财务成本，应对未来可能存在的机遇与挑战。

新泉股份的融资需求主要来自于以下三点：1) 因公司融资渠道较为单一，主要通过银行贷款手段融资，而汽车零部件企业发展前期又需购置大量模具与设备，2016 年底新泉股份资产负债率处于较高水平，财务成本压力较大；2) 随着新泉股份业务范围的不扩展，现有产能难以满足业务要求；3) 得益于中国汽车市场的迅速发展，浙江、陕西等地汽车产业快速发展，公司急需建立新的生产基地以进一步提升产品供应能力，并为未来拓展区域内潜在客户奠定良好基础。

图表 38 新泉股份的三次资本运作



资料来源：公司资料，广证恒生

5.1 首次公开发行

新泉股份首次公开发行向社会公众发行人民币普通股（A 股）3,985 万股，占发行后总股本的 25%，募集资金总额 55,829.85 万元，扣除相关发行费用 5,863.15 万元后，实际募集资金净额 49,966.70 万元，用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金，不涉及扩大现有产品产能或者新产品项目投资。具体资金用途如下图所示。

图表 39 新泉股份首次公开发行募集资金计划用途

项目名称	项目投资总额	募集投资金额	第一年	第二年
技术中心与实验中心升级项目	4,966.70	4,966.70	4552.70	444.00
补充流动资金	30,000.00	30,000.00	20,000.00	10,000.00
偿还银行贷款	15,000.00	15,000.00	15,000.00	
合计	49,966.70	49,966.70	39,522.70	10,444.00

单位：万元

资料来源：公司资料，广证恒生

- 技术中心与实验中心升级项目

该项目通过购置先进的技术开发和试验检测软硬件设备,引进优秀的技术人员,对现有技术中心和实验中心进行升级和完善,以满足超过250人的研发团队对办公场所、新型实验和测试设备的需求。

项目计划总投资4,966.70万元,其中:建设投资1,188.00万元,用于技术中心与实验中心办公室及实验室等的建设投入;设备投资2,960.70万元,包括技术中心和实验中心的软硬件设备投资;铺底流动资金818.00万元,为拟引进技术人员的薪酬费用。

● 补充流动资金、偿还银行贷款

因公司流动资金需求量大、债务融资规模较高,新泉股份以募集资金30,000.00万元用于补充流动资金、15,000.00万元用于偿还银行贷款。

报告期内,公司年均营业收入113,403.96万元,营业收入年均复合增长率超过35%,年均银行借款超过27,000万元。该项目募集资金的补充,可部分满足公司业务发展带来的资金需求,优化公司资本结构,降低财务成本,提高公司抗风险能力和盈利能力,有利于业务规模的进一步扩张,为公司长期持续稳定发展提供资金保障。

新泉股份最终资金实际用途如下图所示,与此前承诺相符。

图表 40 新泉股份首次公开发行募集资金实际用途

投资项目		募集资金投资总额			截止日募集资金累计投资额			达到预定
序号	实际投资项目	募集前承诺投资金额	募集后承诺投资金额	实际投资金额	募集前承诺投资金额	募集后承诺投资金额	实际投资金额	可使用状态日期
1	技术中心与实验中心升级	4,966.70	4,966.70	4,844.87	4,844.87	4,844.87	4,844.87	2018.12.31
2	补充流动资金	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00	不适用
3	偿还银行贷款	15,000.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00	不适用
	合计	49,966.70	49,966.70	49,844.87	49,844.87	49,844.87	49,844.87	

数据来源:公司资料,广证恒生

5.2 发行可转换公司债券

2018年6月,新泉股份发行可转换公司债券,扣除相关发行费用,实际募集资金净额44,240.60万元,募集资金净额全部投资于公司常州生产制造基地扩建项目和长沙生产制造基地建设项目,具体资金分配如下图所示。

图表 41 新泉股份发行可转换债券募集资金计划用途

序号	项目名称	项目总投资	投入募集资金
1	常州生产制造基地扩建项目	26,910.86	24,130.00
2	长沙生产制造基地建设项目	23,120.59	20,870.00
	合计	50,031.45	45,000.00

资料来源:公司资料,广证恒生

截至2018年9月30日,已累计使用募集资金28,609.62万元,资金具体使用情况如下图所示,与此前承诺相符。

图表 42 新泉股份发行可转换债券募集资金实际用途

投资项目		募集资金投资总额			截止日募集资金累计投资额			达到预定
序号	实际投资项目	募集前承诺投资金额	募集后承诺投资金额	实际投资金额	募集前承诺投资金额	募集后承诺投资金额	实际投资金额	可使用状态日期
1	长沙生产制造基地	20,517.60	20,517.60	11,976.43	11,976.43	11,976.43	11,976.43	2019.06.30
2	常州生产	23,723.00	23,723.00	16,633.19	16,633.19	16,633.19	16,633.19	2019.06.30

基地							
合计	44,240.60	44,240.60	28,609.62	28,609.62	28,609.62	28,609.62	

资料来源：公司资料，广证恒生

5.3 公开增发 A 股股票预案

随着整车厂客户汽车产量的不断提升、以及公司合作领域的拓展，近年来新泉股份订单大幅增长，营业收入迅速提升，现有产能逐渐无法满足业务要求。2015-2017 年新泉股份产品产能的具体情况如下图所示，2017 年新泉股份主要产品的产能利用率基本处于满负荷运转状态。

图表 43 新泉股份 2015-2017 年产能利用率情况

产品分类	产能利用率		
	2017	2016	2015
大型产品	95.99%	81.83%	72.61%
中型产品	98.16%	112.19%	104.75%
其他产品	72.44%	65.32%	47.61%

注：大型产品主要包括：仪表板总成、顶置文件柜总成、保险杠总成、挡泥板等；中型产品主要包括：门内护板总成、立柱护板总成、后备门护板等；其它产品主要包括：流水槽盖板总成、车门挡条、导流坝等。

数据来源：公司资料，广证恒生

因此，新泉股份拟募集资金用于新建生产制造基地，提升产品生产制造能力，以有效解决产能瓶颈问题、满足下游市场日益扩大的配套需求，实现公司业务的持续、稳定发展。

2018 年 10 月 30 日，新泉股份发布公告计划公开增发 A 股股票不超过 45,435,600 股，拟募集资金总额不超过 78,762.17 万元，募集资金扣除发行费用后，将全部投资于公司宁波生产制造基地建设项目和西安生产制造基地建设项目，具体资金分配如下图所示。

图表 44 新泉股份公开发行募集资金计划用途

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	宁波生产制造基地建设项目	51,156.17	48,762.17
2	西安生产制造基地建设项目	37,272.82	30,000.00
合计		88,428.99	78,762.17

资料来源：公司资料，广证恒生

● 宁波生产制造基地建设项目

该项目计划在宁波建设年产仪表板总成 40 万套、门内护板总成 35 万套和立柱护板总成 25 万套的生产制造基地，通过国内外先进生产设备的引进，建设自动化的汽车饰件产品生产线，实现对浙江及其周边长三角地区整车厂客户的就近配套服务，同时促使公司产能进一步扩大。

项目投资预算总额 51,156.17 万元，包含土地投资 2,394.00 万元，建设投资 17,160.00 万元，设备投资 28,140.00 万元及铺底流动资金 3,462.17 万元，拟使用募集资金投入 48,762.17 万元。项目建设期 18 个月，达产期 3 年。经测算，项目完全达产后年均销售收入约 7.38 亿元，年均净利润约 0.55 亿元。项目投资回收期为 7.91 年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）为 13.51%。

● 西安生产制造基地建设项目

公司看准陕西省汽车行业的快速发展，如乘用车方面，比亚迪、吉利汽车、宝能集团陆续在西安、宝鸡等地新建生产基地；商用车方面，西安开沃、咸阳秦星汽车公司等客车项目陆续建设，所以先于其他公司计划在陕西西安建设生产基地，率先掌握陕西省及附近的客户资源。

该项目将在西安建设年产仪表板总成 28 万套、门内护板总成 15 万套、立柱护板总成 15 万套和顶置文件柜

总成 2 万套的生产制造基地，通过国内外先进生产设备的引进，建设自动化的乘用车、商用车饰件产品生产线，实现对于陕西地区整车厂客户本地配套服务，并进一步扩大公司的产能。

项目投资预算总额为 37,272.82 万元，包含土地投资 2,150.00 万元，建设投资 14,950.00 万元、设备投资 18,020.00 万元及铺底流动资金 2,152.82 万元，拟使用募集资金投入 30,000.00 万元。项目建设期 18 个月，达产期 3 年。经测算，项目完全达产后年均销售收入约 4.43 亿元，年均净利润约 0.41 亿元。项目投资回收期为 7.78 年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）为 13.69%。

6. 盈利预测及估值

根据公司招股书与历年财务报表，我们对公司业务进行了拆分。一是按产品类别进行拆分，二是按主要客户收入结构进行拆分。然后根据主要客户的项目配套情况进行预测，得到未来三年的收入和盈利预测。

图表 45 营业收入预测（单位：百万元）

客户	2016	2017	2018E	2019E	2020E
吉利	344	947	1123	1401	1641
上汽	200	448	624	789	989
广菲克	102	60	66	66	66
北汽福田	55	133	146	148	149
奇瑞	159	88	64	82	98
一汽	112	163	206	206	206
前六名客户总计	971	1839	2230	2693	3151
增速	60.66%	89.29%	21.26%	20.80%	16.98%
其他客户	739	1256	1445	1661	1911
增速	148.57%	69.90%	15.00%	15.00%	15.00%
营业总收入	1711	3095	3674	4355	5061
增速	89.65%	80.91%	18.72%	18.52%	16.22%

资料来源：广证恒生

预计 18/19/20 年的净利润将分别为 3.24 亿、4.03 亿、4.97 亿，对应的增速分别为 29.36%、24.64%、23.28%。股本 2.27 亿股，18/19/20 年 EPS 分别为 1.42 元、1.78 元、2.19 元，对应当前股价分别是 12.97 倍，10.4 倍，8.44 倍 PE。给与目标价 25 元，对应 19 年 14 倍 PE。维持“强烈推荐”评级。

图表 46 盈利预测及估值

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3095.08	3674.48	4354.88	5061.40
同比(%)	80.91%	18.72%	18.52%	16.22%
归母净利(百万元)	250.17	323.62	403.36	497.27
同比(%)	120.07%	29.36%	24.64%	23.28%
毛利率(%)	24.57%	23.50%	23.00%	23.00%
ROE(%)	25.86%	21.66%	22.11%	22.41%
每股收益(元)	1.10	1.42	1.78	2.19
P/E	11.98	12.97	10.40	8.44
P/B	2.24	2.55	2.10	1.72
EV/EBITDA	4.53	8.25	6.30	4.68

资料来源：广证恒生



附录：公司财务预测表

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
流动资产	2169	2033	2472	2843	
现金	192	726	959	1245	
应收账款	556	415	477	483	
其它应收款	3	2	3	3	
预付账款	106	71	83	87	
存货	591	494	551	545	
其他	721	324	399	481	
非流动资产	949	940	1029	1124	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	561	644	710	778	
无形资产	115	128	146	163	
其他	274	168	172	183	
资产总计	3119	2972	3500	3967	
流动负债	1732	1290	1456	1493	
短期借款	120	234	220	191	
应付账款	1015	739	870	875	
其他	597	317	366	427	
非流动负债	46	35	43	38	
长期借款	0	0	0	-3	
其他	46	35	43	41	
负债合计	1778	1325	1499	1531	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	162	227	227	227	
资本公积	741	676	676	676	
留存收益	501	743	1098	1533	
归属母公司股东权益	1341	1647	2001	2436	
负债和股东权益	3119	2972	3500	3967	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	28	567	451	548	
净利润	250	324	403	497	
折旧摊销	54	65	79	93	
财务费用	5	4	1	-4	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-289	109	-20	-25	
其它	8	66	-13	-13	
投资活动现金流	-348	-123	-153	-174	
资本支出	-357	-106	-131	-154	
长期投资	0	0	0	0	
其他	8	-17	-22	-20	
筹资活动现金流	362	89	-64	-89	
短期借款	-185	114	-14	-28	
长期借款	-10	0	0	-3	
普通股增加	43	65	0	0	
资本公积金增加	529	-65	0	0	
其他	-15	-25	-50	-57	
现金净增加额	42	534	233	286	

数据截至 2018-11-19

利润表		单位：百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	3095	3674	4355	5061	
营业成本	2335	2811	3353	3897	
营业税金及附加	17	16	21	25	
营业费用	187	165	174	202	
管理费用	233	276	305	329	
财务费用	5	4	1	-4	
资产减值损失	6	11	18	15	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	313	392	482	597	
营业外收入	7	5	5	6	
营业外支出	25	16	18	20	
利润总额	294	380	469	582	
所得税	44	57	66	85	
净利润	250	324	403	497	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	250	324	403	497	
EBITDA	352	449	549	672	
EPS (摊薄)	1.10	1.42	1.78	2.19	

主要财务比率					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
成长能力					
营业收入增长率	80.9%	18.7%	18.5%	16.2%	
营业利润增长率	126.4%	25.3%	23.0%	23.8%	
归属于母公司净利润增长率	120.1%	29.4%	24.6%	23.3%	
获利能力					
毛利率	23.7%	23.2%	23.5%	23.8%	
净利率	8.1%	7.2%	7.4%	8.1%	
ROE	25.9%	21.7%	22.1%	22.4%	
ROIC	17.3%	17.4%	18.2%	18.8%	
偿债能力					
资产负债率	57.0%	44.6%	42.8%	38.6%	
净负债比率	7.05%	17.78%	14.81%	12.47%	
流动比率	1.25	1.58	1.70	1.90	
速动比率	0.91	1.19	1.32	1.54	
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.21	1.35	1.36	
应收账款周转率	6.09	7.57	9.76	10.55	
应付账款周转率	2.50	3.21	4.17	4.47	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.42	1.78	2.19	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	2.50	1.98	2.41	
每股净资产(最新摊薄)	8.26	7.25	8.81	10.72	
估值比率					
P/E	11.98	12.97	10.40	8.44	
P/B	2.24	2.55	2.10	1.72	
EV/EBITDA	4.53	8.25	6.30	4.68	



7. 风险提示

风险提示:

下游整车行业景气度持续下行;

客户年降压力, 毛利率下滑风险;

对前两名客户的依赖度较大, 客户销量低于预期带来的风险。

附录：国外内饰巨头成长之路

1. 佛吉亚

图表 47 佛吉亚的成长之路

- 2000 与通用公司签订了一份总价值约为 5 亿美元的订单，成为诸多车型完整座椅系统的供应商，使佛吉亚成为北美领先的供应商之一
 - 2010 收购排放系统专业技术公司 Emcon，成为排放控制系统的领军企业
 - 2010 收购 Plastal 德国和西班牙业务，实现外饰系统业务和整车解决方案的进一步扩张
 - 2012 收购福特的内饰业务，加强与福特汽车公司的联系，福特公司成为其第二大客户，佛吉亚内饰系统成为北美市场的领导者
 - 2013 在中国上海设立新的技术中心，实现在亚洲的扩展
 - 2016 将汽车外饰业务以及保险杠和前端模块业务出售给 Plastic Omnium，专注发展其核心三大业务
- 资料来源：公司资料，广证恒生

佛吉亚的成长主要凭借其与通用及福特的合作，帮助其成为北美汽车内饰市场的领导者，并通过收购巩固自身的行业地位，又进一步瞄准了亚洲市场的发展机会，实现在韩国和中国的业务扩张。目前佛吉亚也凭借其在北美和亚洲地区的销售增长，稳居世界汽车内饰品牌的前列。

图表 48 佛吉亚的中国成长之路

- 1992 中国第一家合资工厂武汉佛吉亚通达排气系统有限公司成立
 - 2002 中国首家座椅合资工厂长春佛吉亚旭阳汽车座椅有限公司投产，向一汽大众提供前排座椅产品
 - 2005 首家内饰工厂佛吉亚（长春）汽车部件系统有限公司投产，向一汽大众（大众、奥迪）提供内饰产品；佛吉亚（上海）管理有限公司和研发中心在上海成立，主要负责座椅、内饰及尾气控制系统的研究和开发
 - 2008 佛吉亚（中国）投资有限公司在上海成立
 - 2011 开始在长春生产汽车外饰系统，服务奥迪品牌
 - 2013 佛吉亚技术中心暨总部在上海落成
 - 2013 与长安汽车集团股份有限公司签署合资合同
 - 2015 与东风汽车公司旗下的绝对控股子公司东风鸿泰签署全面合作协议，双方建立合资公司；与北京威卡威汽车零部件股份有限公司正式签署建立合资公司，聚焦亚洲市场的汽车铝制内饰业务
 - 2016 与山东银轮热交换系统有限公司建立合资公司，生产汽车尾气后处理产品；与德国宝沃集团在华成立合资公司
 - 2017 与东风零部件（集团）成立合资公司，开拓绿动智行业务；与电动车制造业领军者比亚迪合作，成立深圳佛吉亚汽车部件有限公司；与柳州五菱汽车有限公司合作，成立佛吉亚柳州汽车座椅有限公司
- 资料来源：公司资料，广证恒生

进一步分析佛吉亚在中国市场的扩张路径，佛吉亚首先通过拿到在中国销量第一的大众汽车集团旗下产品的订单，提高市场认可度，同时不断丰富其业务内容、完善公司在异地的运营体系，待业务与产业链较为成熟后，通过与中国知名的汽车集团建立合资公司进一步实现在中国市场的扩张。

2. 安道拓

图表 49 安道拓的成长之路

- 1985 通过收购 Hoover Universsal，江森自控进入汽车座椅业务领域
- 1989 通过收购 Naue Group 和 Lahnwerke，扩大江森自控在汽车座椅市场上的市场份额
- 1996 收购 Prince Corporation，进一步扩大内饰产品范围
- 1998 收购 Becker 集团，增强江森自控在整车内饰方面的能力
- 2007 收购 Lander Automotive 的座椅调节器



- 2008 与 Plastech 的内饰业务成立合资企业
- 2010 收购皮肤专家 Benoac Fertigtelle GmbH 和 Michel Thierry Group, 进一步提高面料质感及生产技术
- 2011 收购座椅金属结构方面的专家 Hammerstein Group 和 Keiper 以及高性能车辆座椅专家 RECARO
- 2015 与延锋组成合资公司
- 2016 从江森自控分离
- 2017 宣布收购第一家专注于西海岸汽车制造商的汽车座椅公司 Futuris Group

资料来源: 公司资料, 广证恒生

安道拓(江森自控的座椅内饰业务)的一步步扩张, 主要立足于江森自控雄厚的实力, 通过不断收购领先的座椅业务公司、内饰业务公司, 提高业务水平, 拓展公司业务范围并获得长足的发展。而后, 江森自控为精简业务, 提高财务灵活性, 专注于建筑技术和解决方案而将座椅内饰业务剥离, 成立安道拓。但这一剥离并未影响安道拓自身的营运与营收情况。

安道拓在拓展国外市场时的主要发展战略则是建立合资企业。自 1996 年进入中国市场以来, 安道拓与几乎所有中国主要汽车制造商建立了合资企业, 合资伙伴关系帮助安道拓获得了中国近 45% 的座椅市场份额。



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。