

鹏翎股份深度报告

# 三十年深耕汽车胶管，协同并购彰显鲲鹏之志

太平洋汽车团队

首席分析师：白 宇 执业证书编号：S1190518020004

研究助理：赵水平

## 目录

- 1 三十年深耕汽车胶管，细分领域展现实力**
- 2 协同并购河北新欧，橡塑事业再上层楼**
- 3 盈利预测与风险提示**

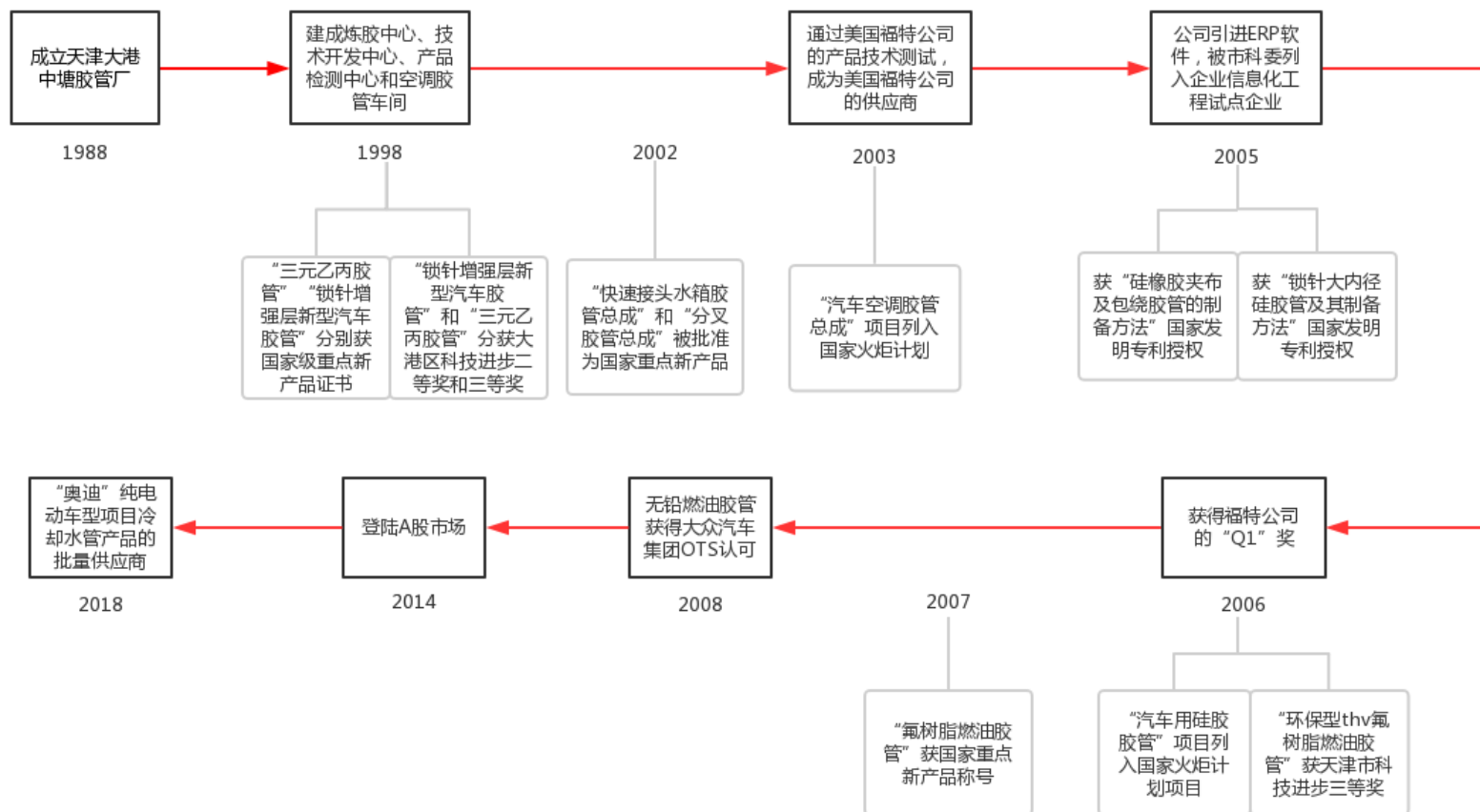
# 1.三十年深耕汽车胶管，细分领域展现实力

- ◆ 起步胶管制造，三十年风雨兼程茁壮成长
- ◆ 优质产品有口皆碑，工厂布局稳中求进
- ◆ 短期业绩压力不改长期趋势，各项财务数据良好

# 起步胶管制造，三十年风雨兼程茁壮成长

- 鹏翎股份成立于1988年，起步于胶管制造，多年以来公司通过不断地科技研发投入，产品广获海内外合作伙伴的认可，公司顺利通过ISO/TS16949的认证，2018年，成为一汽大众奥迪品牌纯电动车型项目冷却水管产品的批量供应商，预计订单总金额不低于8200万元（**生命周期内**）。

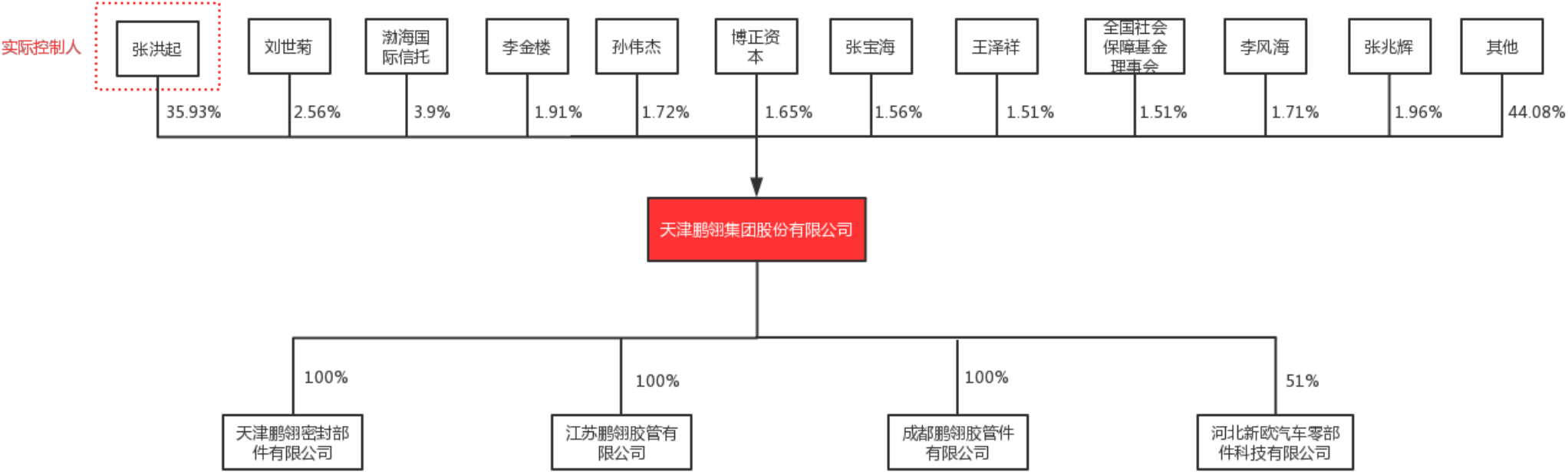
图表：鹏翎股份发展历史



## 股权结构清晰稳定，分子公司优势互补、渠道互通

- 鹏翎股份的创始人张洪起也是目前公司的实际控制人，其持股比例为35.93%。鹏翎公司旗下目前存续的有三家全资子公司和一家控股子公司。
- 鹏翎的公司结构和管理都清晰明了，旗下子公司业务基本都对母公司现有业务的延伸，公司的采购和销售渠道基本实现共用，可以在更大程度上实现协同。

图表：鹏翎股份股权结构



# 优质产品有口皆碑，工厂布局稳中求进

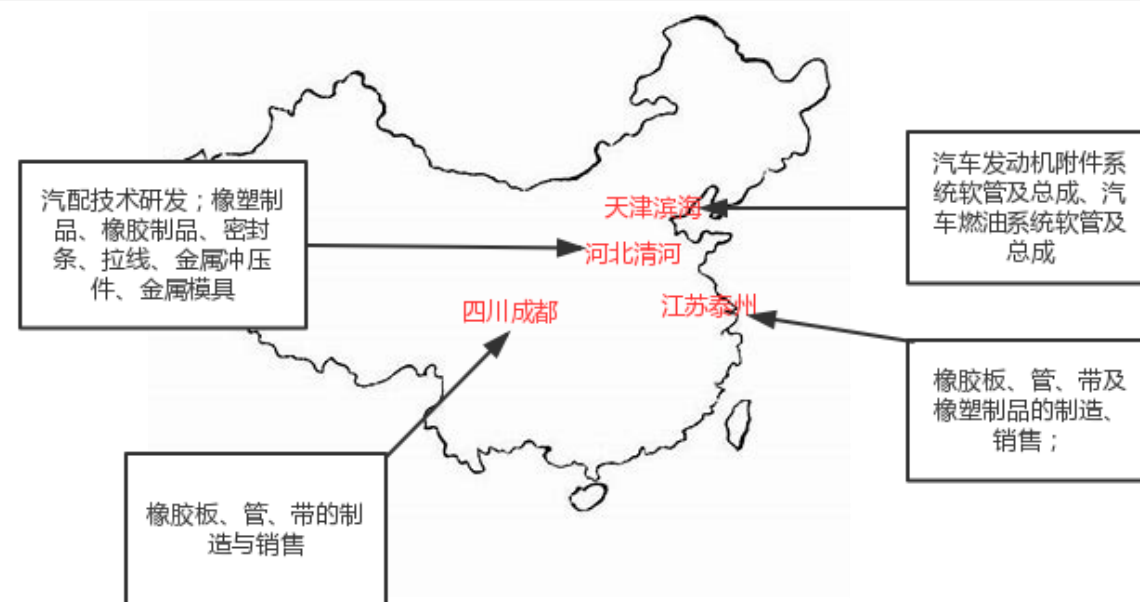
- 公司的冷却管路及总成产品、燃油管路及总成产品的技术和质量，一直以来都在行业内保持领先，是公司营业收入的最主要来源。主要客户有一汽大众、上汽大众、长城汽车、广汽集团、上汽通用五菱、比亚迪、江淮等近50家公司客户。
- 公司目前在天津、河北清河、四川成都、江苏泰州有四大工厂布局，产能布局稳中求进。

图表：鹏翎股份产品及部分客户



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：鹏翎股份工厂布局

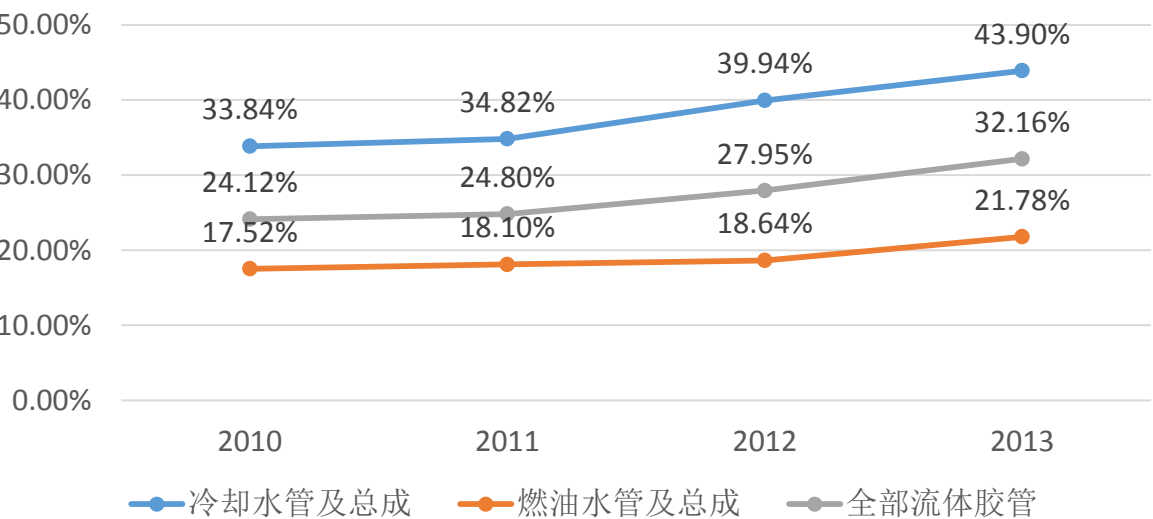


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

# 流体管路国内优势显著，对手林立空间犹存

- 作为国内较早从事汽车胶管生产的企业，公司拥有可比肩国际一流标准优质的产品、在配套服务和技术研发上也在国内居于前列，**截止2017年**，已为国内50多家主机厂供应汽车胶管，公司主打产品冷却水胶管及总成在国内轿车市场占有率一直保持在30%以上；在国外，大众系列所有车型中冷却水胶管产品占有率已经超过50%；
- **截止2017年**，中国生产汽车胶管企业有60多家，其中外资企业20家，胶管市场的产量一半来自外资企业，并且高档、豪华汽车胶管市场多半甚至全部的市场份额均被外资企业占据。国内主要竞争对手依靠的主要是保障产品质量，降低生产成本，国外主要竞争对手是凭借优质且差异化的产品和高效及时的服务占据市场。

图表：2010-2014公司主要流体管路市场占有率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：公司主要竞争对手

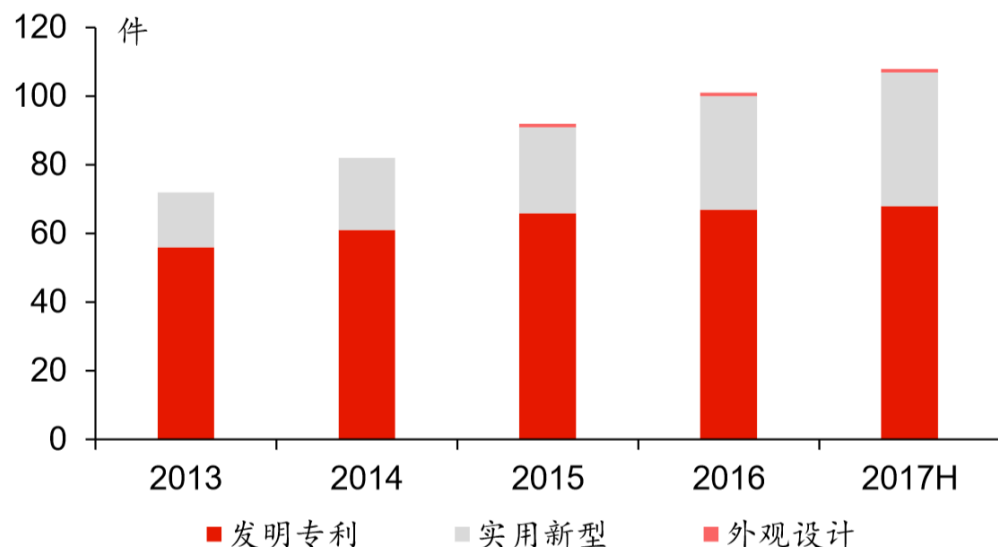
 美国派克汉尼芬	 德国大陆	 日本丰田合成
 日本东海橡胶工业	 日本横滨橡胶	 美国伊顿
 四川川环	 宁波丰茂远东	 阔丹-凌云汽车胶管

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

# 重视研发助力企业成长，专利与新品为未来护航

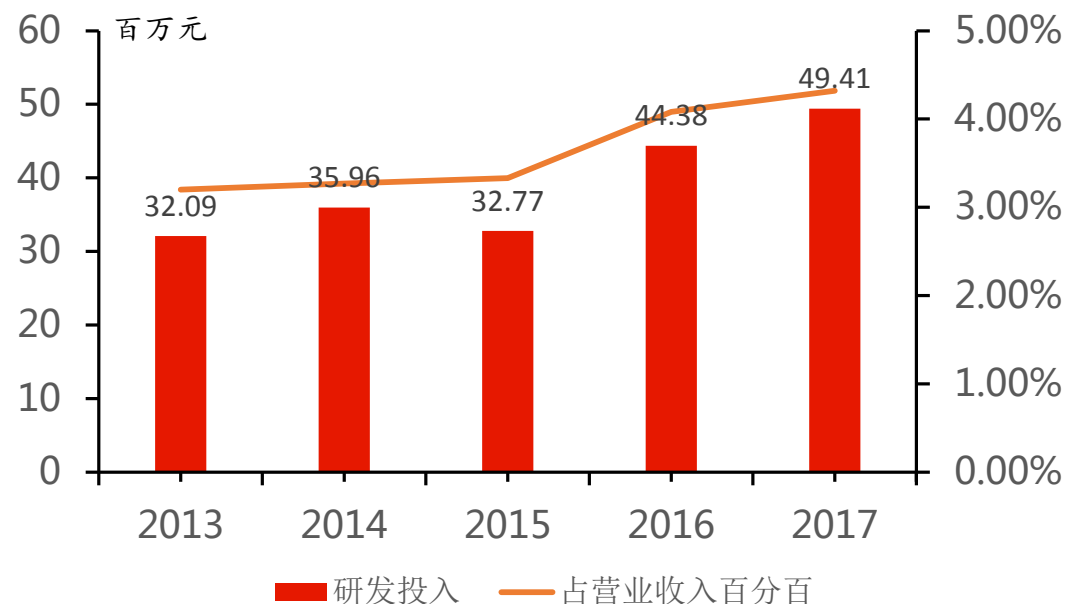
- 鹏翎股份自成立以来，一直都非常注重对产品研发和技术革新的投入，公司研发投入与占比逐年稳步提升。
- 更多的研发将带来更多的专利储备以及更强的新品开发能力，也将会向市场提供更多高质量产品，尤其是今年累计近1500多种新产品定点，预计全部打入市场后全生命周期将累计为公司带来**40亿元左右的营收**。

图表：鹏翎股份持有专利数量高速增长



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：鹏翎股份对研发投入及占比（单位：百万元）



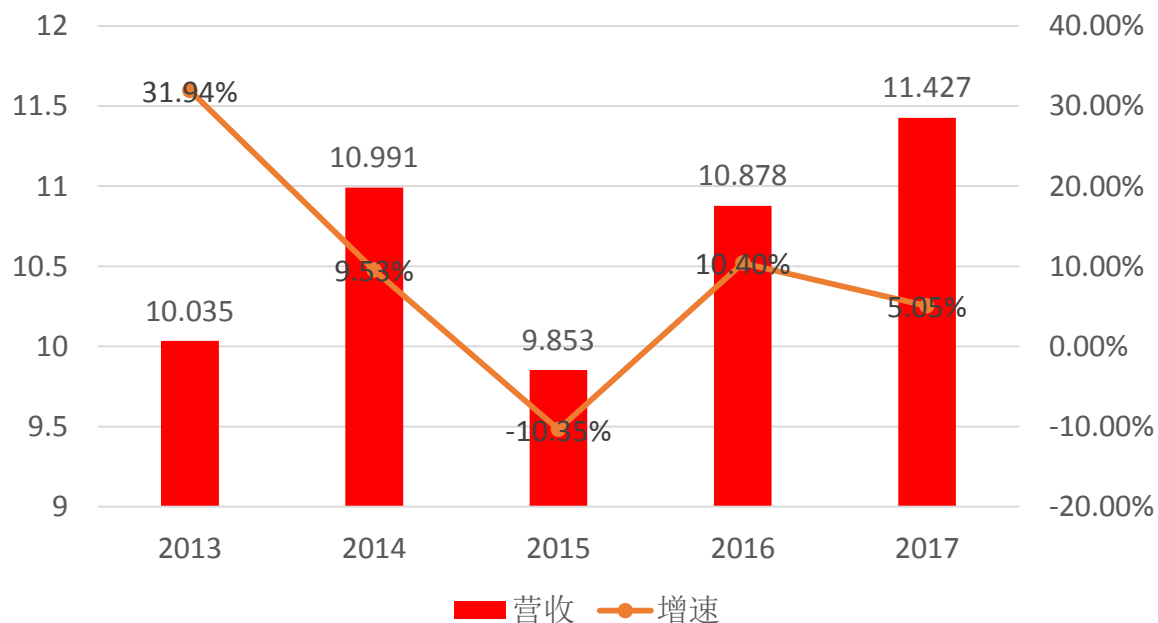
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理



## 业绩表现整体稳定，原材料压力拖累短期业绩

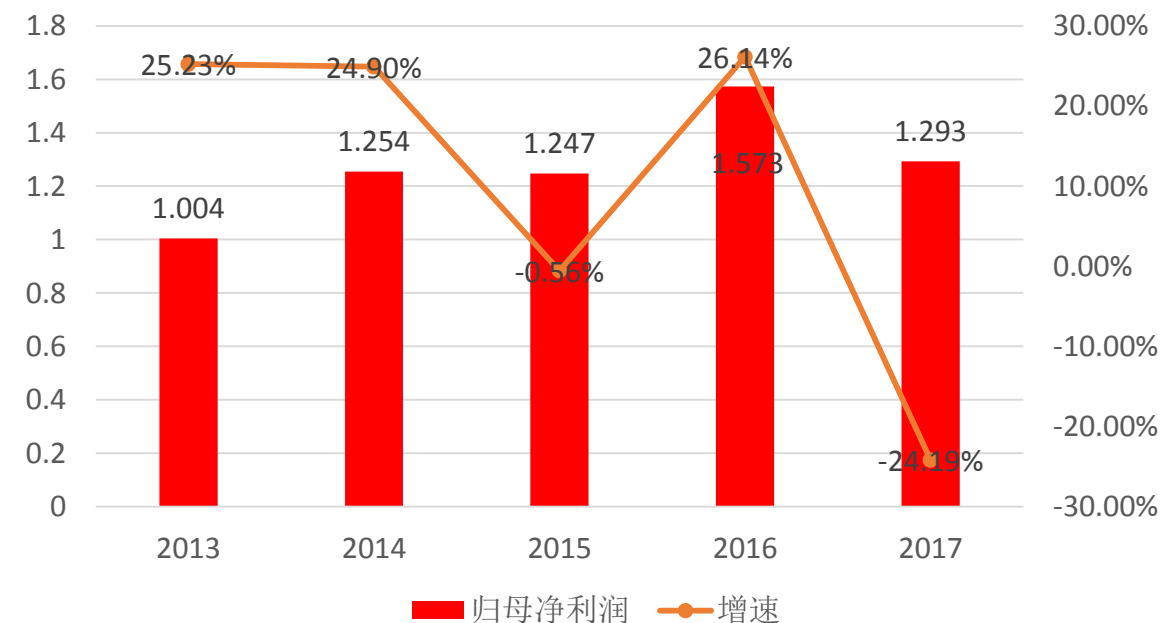
- 近几年公司营收业绩有一定的波动，2017年的营收增速相对上一年虽有所回落，达到5.05%，基本与行业持平，全年营收为11.427亿元，比上年增加0.549亿元。
- 公司上市以来利润稳步增长，由于原材料上涨压力致使2017年利润出现一定程度的下滑，归母净利润为1.293亿元，比上年减少0.28亿元。随着公司经营战略的一步步施行，预计利润率会有改善。

图表：2013-2017公司营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2013-2017公司归母净利润及增速（亿元）

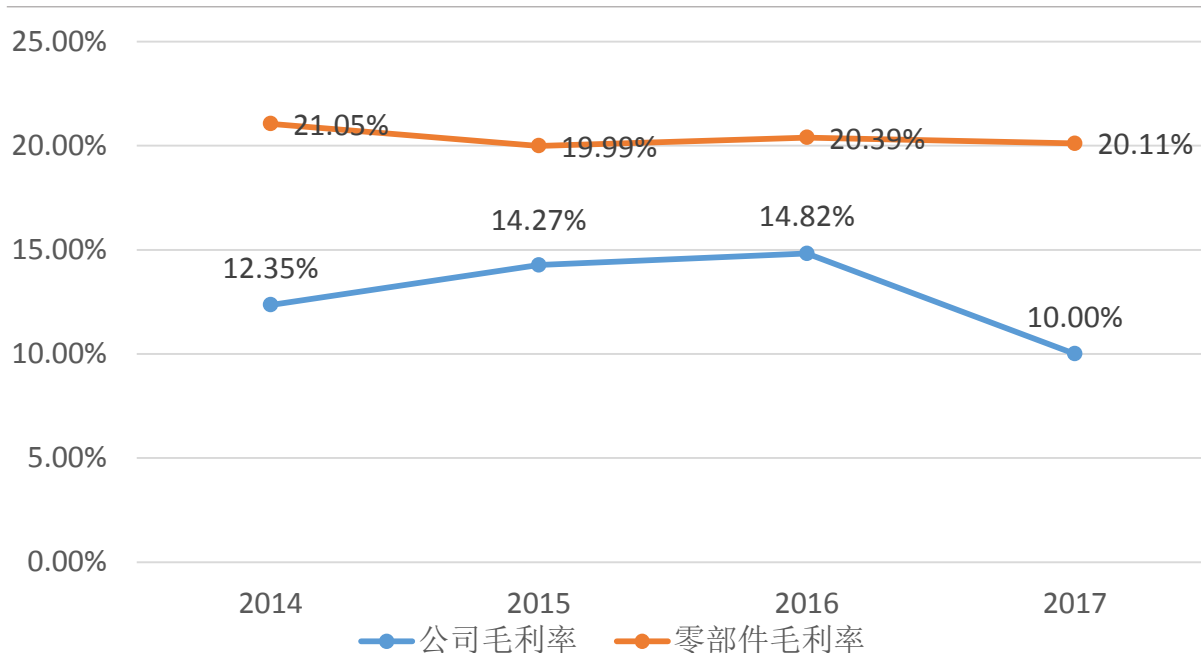


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

## 原材料拖累毛利率水平，盈利能力高于行业整体

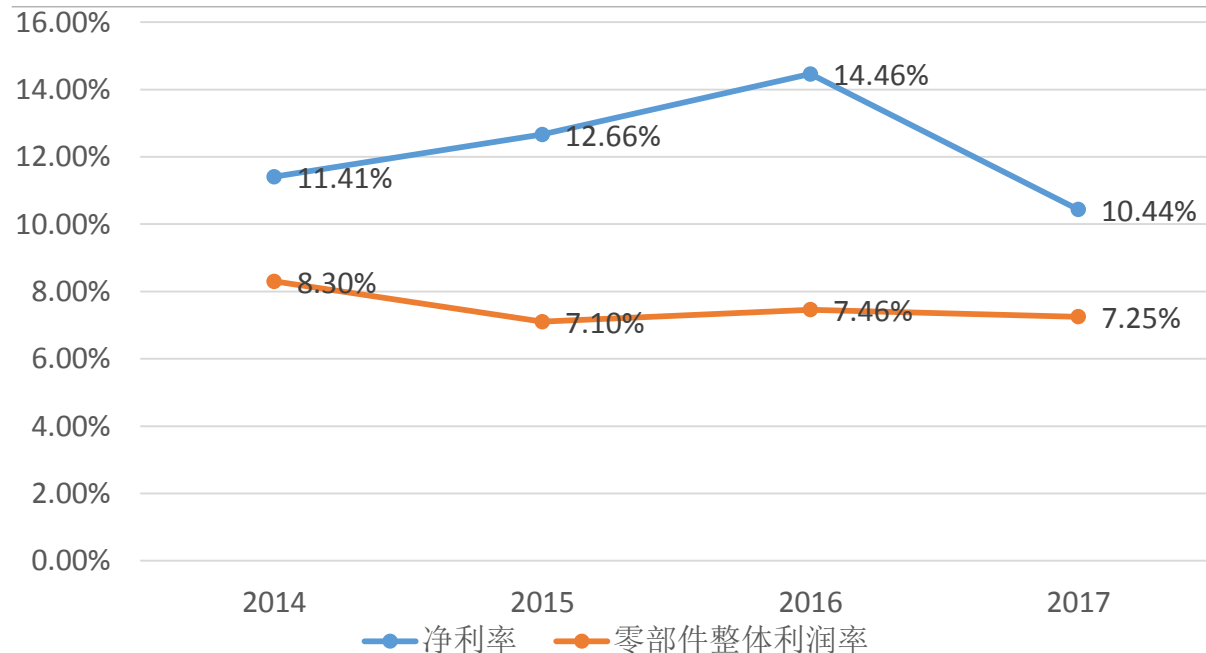
- 公司的经营情况与行业整体情况基本相符，得益于公司产品定位中高端，且在研发外的支出较少，所以有较好的净利率，并且公司一直以来，资金耗费控制得比较好，财务状况比较健康；
- 由于汽车市场出现了一定的颓势、制造部门人力物力成本的上升和环境保护投入的增长，致使公司在2017年的利润率有所下降，但总体来看其表现是健康的，公司在当前增加的支出，只要调整得当，日后也将成为公司增长的引擎。

图表：2014-2017公司毛利率及零部件整体毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2014-2017公司净利率及零部件整体净利率

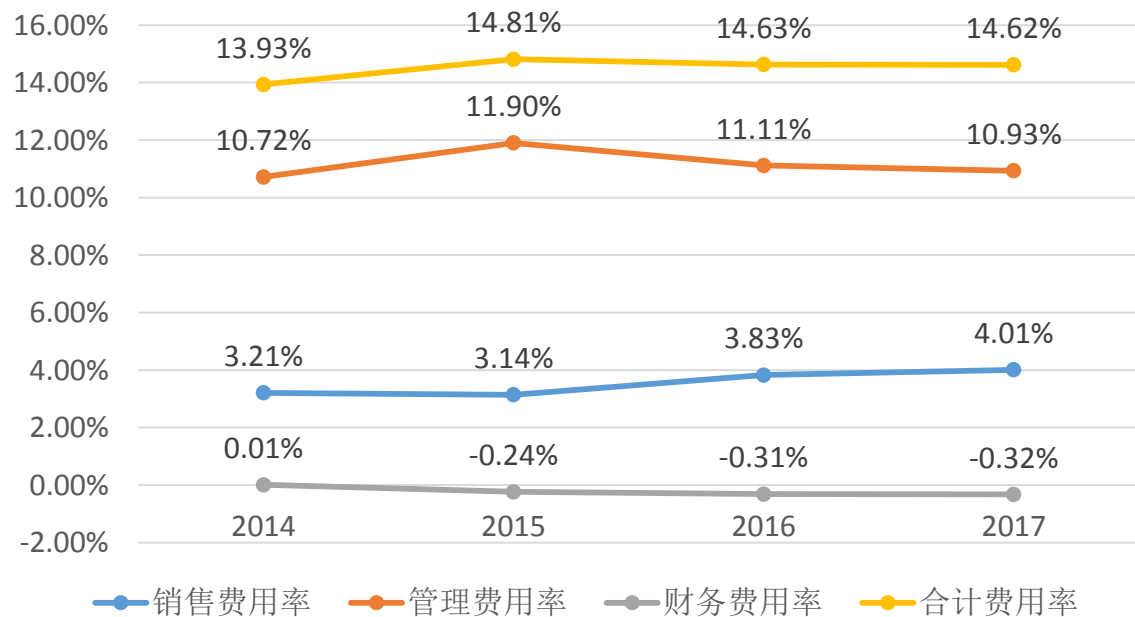


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

## 费用控制稳中提升，短期压力不足为惧

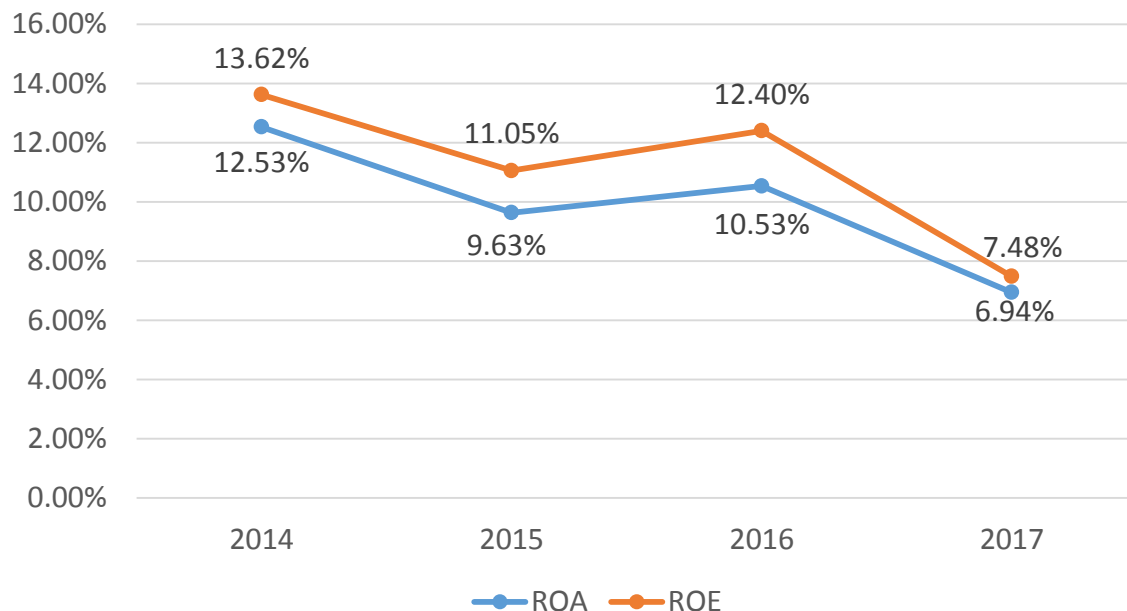
- 公司的三项费用支出占比保持稳定，成本端压力导致2017年净利润下滑，资产收益率和净资产短期承压。
- 公司将继续推进逸新能源汽车相关零部件的业务，大力拓展新型轻量化的管路产品和密封部件。目前公司已经取得的新能源车型产品定点有232种，预计在产品生命周期内带来营收约4.6亿元，报告期内累计获得新产品定点1503种，预计在产品生命周期内贡献营收约**40亿元**。

图表：2014-2017公司三费费用率变化情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2014-2017 ROE及ROA变化情况

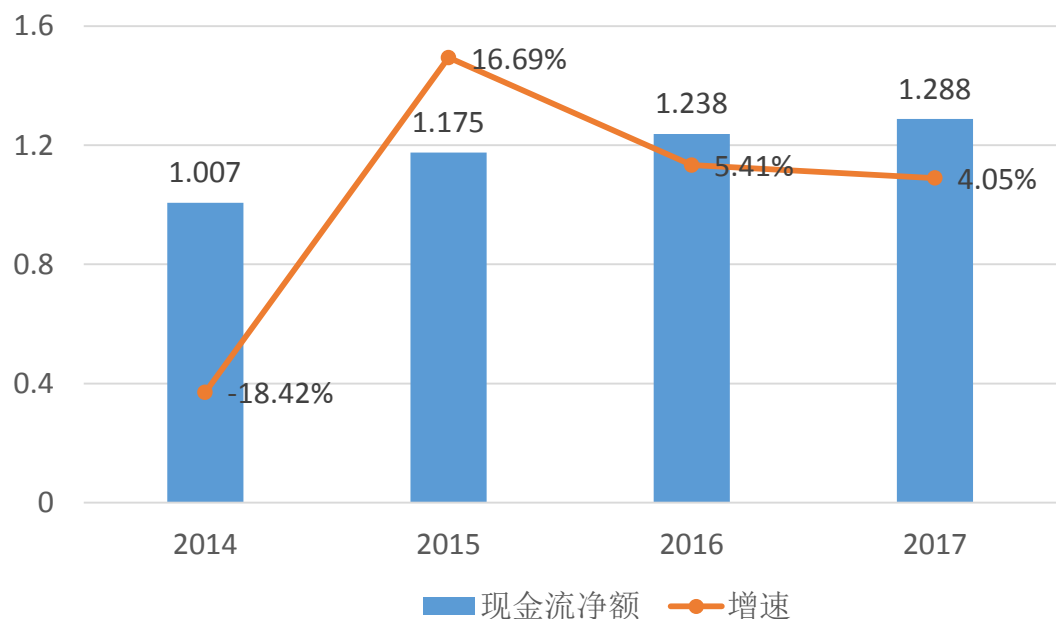


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

## 现金流稳中有增，负债率远低行业水平

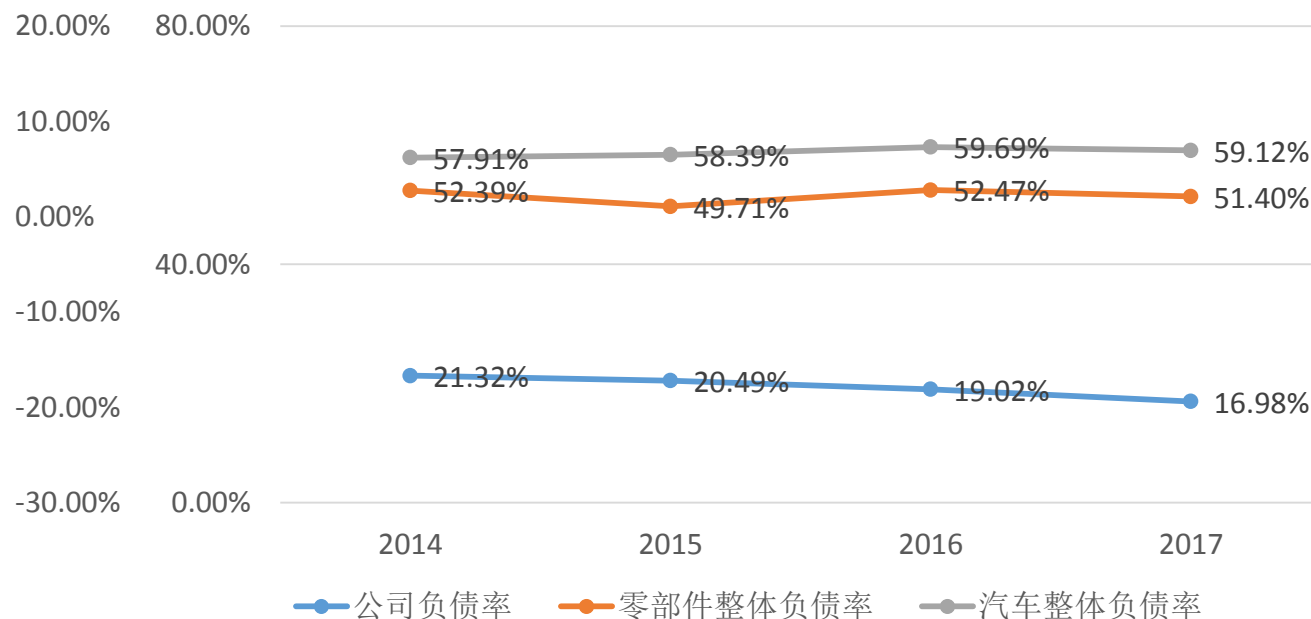
- 公司拥有较好的现金储备和较稳定的负债率，这是公司在行业大环境不是特别景气下的底气。虽然当下越来越多企业进入汽车行业逐利，但得益于公司创建之初就存在的研发风气，优质的产品有助于公司立于不败之地，而持续的研发投入将不断放大这部分领先优势，同样是资金趋紧的当下，稳定的现金流和较低的负债将是企业的潜能所在。

图表：2014-2017公司现金流及增速（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2014-2017 公司资产负债率与汽车零部件行业变化



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

## 2.协同并购清河新欧，橡塑事业再上层楼

- ◆ 河北新欧产品与客户情况
- ◆ 河北新欧近三年财务情况
- ◆ 河北新欧的业绩承诺与实现方式
- ◆ 并购河北新欧后的协同效应
- ◆ 鹏翎股份未来的看点

## 主攻汽车密封件，产品类别齐全

- 河北新欧主要从事汽车密封条产品的研发、生产与销售业务。近年主营业务毛利率总体稳定在34%-35%水平。按所使用的材料可以分为橡胶密封条，塑胶密封条，金属辊压件等三大类；按使用密封条的车身部位，可以分为门框密封条、窗框密封条、车门内外水切、前后挡风玻璃密封条、发动机舱密封条、车顶饰条等几大类。
- 新欧具有较先进的炼胶设备，能够生产四复合密封条生产线和彩色密封条产品，设有产品设计和工装制造的技术研发中心，具有与汽车主机厂同步设计开发的能力。

图表：河北新欧主要产品举例



车窗密封条



车门密封条



发动机盖密封条



后备箱密封条



三角窗密封条



玻璃导槽密封条

## 下游倚重长安汽车，战略客户集中度高

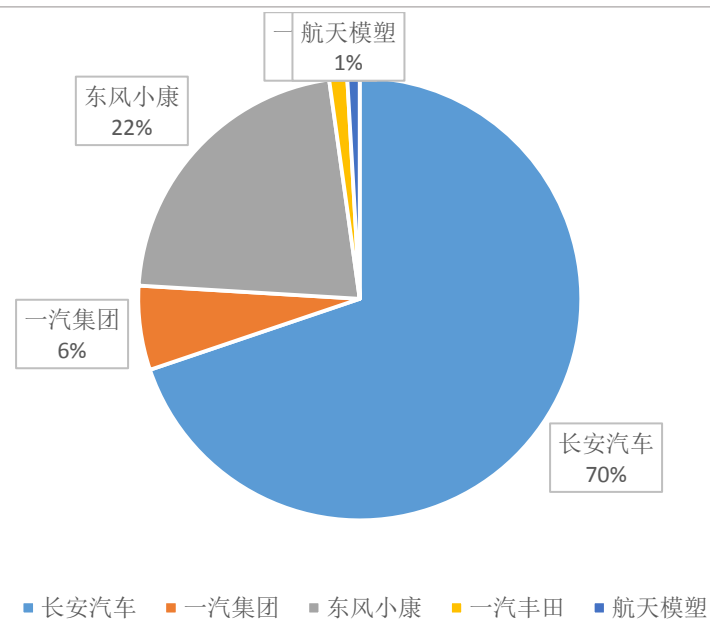
- 河北新欧凭借在汽车密封件领域的技术积累及研究创新，同时依靠规模优势积累起来的成本优势明显，多年来一直与长安汽车、一汽集团、东风小康等下游企业保持良好的合作关系，其中长安汽车占公司营收规模在60%以上，战略关系显著，前五大客户占比超过90%，客户集中度较高。

图表：河北新欧近年向主要客户销售情况

年度	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比重
2018年1—6月份	长安汽车	14927.03	64.19%
	东风小康	4448.57	19.13%
	一汽集团	2309.75	9.93%
	江铃集团	603.20	2.59%
	一汽丰田	268.96	1.16%
	合计	22557.50	97.01%
2017年度	长安汽车	30345.42	67.35%
	东风小康	9491.81	21.07%
	一汽集团	2672.86	5.93%
	一汽丰田	570.03	1.27%
	航天模塑	390.54	0.87%
	合计	43470.66	96.48%
2016年度	长安汽车	33179.99	79.67%
	东风小康	4434.73	10.65%
	一汽集团	1135.51	2.73%
	一汽丰田	529.56	1.27%
	长安福特	476.46	1.14%
	合计	39756.25	95.46%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2017年河北新欧前五大客户营收占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理



# 市场格局分散，密封条行业机遇犹存

- 我国汽车密封条行业营收规模在200亿元左右，主要的33家企业占据了95%左右的市场份额，其中外资与合资企业市场份额约为 63%，本土密封条生产企业的市场份额约为32%，市场较为分散，内资、外资、合资企业占领国内密封条市场，河北新欧仅占2%-3%左右市场份额。
- 河北新欧目前国内主要竞争对手为浙江仙通、浙江兴宇、贵航股份、库博等，未来随着与鹏翎股份实现客户、资源、技术等方面的协同效应，有望进一步扩大市场份额。

图表：密封条市场产业链及市场格局



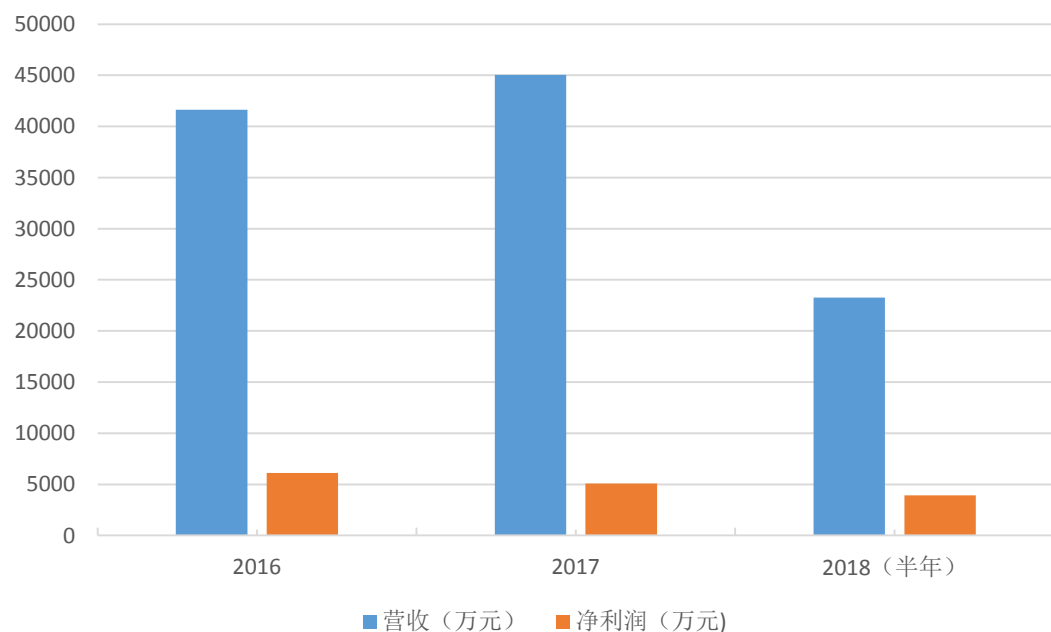
资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理



## 营收利润稳步增长，助力鹏翎增厚业绩

- 2016-2018年，河北新欧营收分别为41647.94万元、45054.64万元、23253.60万元（半年），相当于鹏翎股份当期应收的38.29%，39.43%，37.37%，扣非后归母净利润分别为6104.81万元、6542.81万元、4029.25万元（半年），相当于鹏翎股份同期扣非后归母净利润的43.99%、65.18%、81.5%。近三年平均资产负债率为33.04%，资产情况良好。

图表：河北新欧近三年营收情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：河北新欧近三年扣非净利润情况（单位：万元）

项目	2018年6月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
资产总计	42319.01	36059.48	30336.52
负债总计	14237.70	11756.91	9924.57
所有者权益	28081.31	24302.56	20411.95
资产负债率	33.64%	32.60%	32.71%

项目	2018年1-6月	2017年度	2016年度
营业收入	23253.60	45054.64	41647.94
营业利润	4440.11	6107.93	7032.57
净利润	3909.67	5087.47	6104.81
扣除非经常性损益后净利润	4029.25	6542.81	6104.81

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

## 业绩承诺三年三亿，实现方式有迹可循

- 交易方河北新欧承诺将在2018年-2020年实现扣非后归母净利润分别不低于8000万元、1亿元、1.2亿元，三年合计不低于3亿。
- 河北新欧具有较强的技术优势，产品附加值高，在预测期内被其他竞争企业技术革新和替代的可能性较小，行业地位和客户黏性较高。在内外部双重有利因素的推导下，河北新欧具备持续增长的潜力和空间，业绩增长预期对其股东权益价值的贡献相对合理。

### 收益 持续 增长的 三大 推动力

技术竞争优势：河北新欧有先进的炼胶设备，设有产品设计和工装制造的技术研发中心，有同步设计开发能力。目前掌握了TPV可回收再利用技术，在线硫化喷涂技术、接角工艺技术等多项非专利核心技术，有利于降低成本、优化工艺、提高生产效率。

价格竞争优势：新欧在采购、生产、物流等方面建立了严格的成本管控体系，工厂所在地人工成本相对低廉，以及经株式会社远发国际咨询集团三年的技术改进服务，传授丰田经营管理模式，成本控制良好，具备一定的成本优势。

客户资源优势：汽车制造业逐渐成为一个相对封闭的生产体系，拥有优质客户资源的汽车零部件供应商才能步入良性循环的发展轨迹。新欧在客户新产品开发初期就实施密封条的同步设计开发，新的竞争对手难以进入公司所在的细分市场

## 战略并购河北新欧，多方协同效应显著

- 经过本次交易，鹏翎股份将与河北新欧在生产组织协同、生产工艺优化、生产自动化提升等方面紧密合作，产生规模经济效应提高生产效率，双方将实现各自研发平台、研究设备、研发经验和人力资源的共享，实现结构的优化重组，从而提升整体的研发实力。
- 未来，上市公司将持续发展其同心多元化业务，与河北新欧在汽车零部件领域开展深度合作，充分发挥各自的业务优势，实现资源互补，共同推动上市公司的长期发展。

图表：收购河北新欧后的协同效应

### 技术协同

双方将实现各自研发平台、研究设备、研发技术和人力资源的共享，提高生产效率和产品质量，使上市公司获得价值增量，提升整体研发实力。

### 采购协同

由于双方生产所需的橡胶等原材料相同，可以通过集中采购等方式降低采购成本，为上市公司释放盈利空间。

### 客户协同

由于上市公司与标的公司的主要整车厂客户不同，本次交易后，双方也能促进下游整车厂客户的资源互补，进一步拓宽未来的市场空间。

# 客户协同效应明显，市场份额有望进一步扩大

- 鹏翎股份与河北新欧的主要整车厂客户群体不同，本次并购交易后，双方能促进下游整车厂客户的资源互补，进一步拓宽未来的市场空间。其中河北新欧客户主要是自主品牌长安汽车、东风小康、一汽集团等，鹏翎客户更加优质，鹏翎股份并购河北新欧将进一步实现客户共享，有望进一步扩大各自市场份额。

图表：鹏翎股份主要客户



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：河北新欧主要客户



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

## 内生增长+外延并购，坚守主业协同向前

- 在未来发展规划中，公司计划打造以汽车零部件产业为中心的协同多元业务组合，即以汽车流体管路系统为核心业务、以汽车密封为发展业务，推动从零件、总成到系统集成业务升级，逐步打开发展空间。
- 收购新欧科进入密封条领域，作为上市公司现有管路业务的自然延伸，将进一步推动上市公司的业务发展。未来仍将继续进行汽车零部件板块的战略布局，推动业绩增长。

图表：未来发展通道与看点



### 3. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示

- 公司是国内胶管领域细分龙头，客户稳定优质，通过内生+外延两种方式，实现了产品与品类的协同扩展，并购河北新欧进入密封条领域，实现客户、技术、采购资源的协同效应，期待未来橡塑事业再上新台阶。
- 我们看好公司的发展前景，考虑公司并购河北新欧的影响，预计公司2018年、2019年营收分别为13.25亿元、18.66亿元，归母净利润分别为1.23亿元、1.99亿元，目前股价对应2018年估值仅12倍，维持“买入”评级。

## 公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,088	1,143	1,325	1,866	2,144
同比	10.40	5.05	15.90	40.87	14.90
归母净利润（百万元）	157	119	123	199	215
同比	26.10	-24.19	3.29	61.64	7.96
EPS（元）	0.85	0.59	0.46	0.75	0.81
PE	28	33	12	7	7

资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

- 宏观经济及汽车行业销量、增速不达预期；
- 重点配套核心车型销量不达预期；
- 下游核心客户降本幅度大于预期。



## 行业评级

**看好** 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

**中性** 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

**看淡** 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

## 公司评级

**买入** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

**增持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

**持有** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

**减持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

**卖出** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

# 太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。