

拓普集团 (601689.SH) 买入 (首次评级)

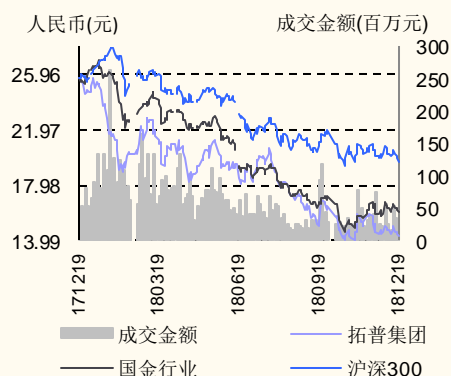
公司深度研究

市场价格 (人民币): 14.39 元

目标价格 (人民币): 21.86 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	244.66
总市值 (百万元)	10,469.84
年内股价最高最低 (元)	25.69/13.99
沪深 300 指数	3091.13
上证指数	2549.56



轻量化底盘和智能驾驶产品打开增长空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.949	1.014	1.093	1.228	1.367
每股净资产 (元)	5.19	8.89	9.98	11.21	12.58
每股经营性现金流 (元)	0.43	1.28	0.57	0.77	0.95
市盈率 (倍)	31.02	24.39	13.16	11.72	10.53
净利润增长率 (%)	50.70%	19.87%	7.79%	12.30%	11.35%
净资产收益率 (%)	18.26%	11.41%	10.95%	10.95%	10.87%
总股本 (百万股)	649.10	727.58	727.58	727.58	727.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是减震降噪 NVH 产品龙头, 逐步向轻量化底盘和智能驾驶汽车电子产品拓展。公司以汽车 NVH 产品起家, 后切入汽车轻量化底盘, 拓展汽车电子产品 (电动真空泵和自动驾驶执行模块的智能刹车系统), 2017 年收购福多纳切入高强度钢底盘, 形成了 NVH/轻量化底盘/汽车电子三大产品格局。
- 短期: NVH 业务随行业增速放缓承压, 但凭借与优质客户 (吉利/通用) 的绑定, 预计增长稳健。公司减震器/内饰功能件主要供货于吉利/通用/上汽等客户, 吉利 2018 年逆势增长支撑 2018 年业绩, 通用全球项目 16.8 亿元订单 (周期 6 年) 于 2019 年量产, 预计 3-5 年内放量对业绩形成一定支撑。
- 中期: 轻量化铝合金产品和福多纳高强度钢底盘产品逐步放量。公司轻量化主要产品有控制臂、电池包与大型车身结构件、转向节、轻量化底盘等, 供货于吉利、北汽、一汽、广汽乘用车、长城等, 并陆续进入特斯拉和国内造车新势力 (蔚来/威马) 供应链, 已经进入收获期。收购福多纳 (主营高强度钢底盘) 完善底盘产品布局, 增厚业绩。
- 长期: 新能源和智能驾驶领域的电子真空泵和智能刹车系统打开长期增长空间。公司成功开发新能源汽车标配的电动真空泵, 并在国内率先研发智能驾驶执行层的关键模块智能刹车系统。目前电动真空泵更新到第二代, 随客户导入逐渐放量。智能刹车系统已完成样品, 最早于 2019 年量产, 是智能驾驶乃至自动驾驶的长期发展方向。

投资建议

- 中长期成长空间大, 当前估值处于低位, 给予“买入”评级。公司短期内 NVH 业务随行业增速放缓承压, 中期底盘轻量化业务随新能源汽车业务发展贡献增量, 长期电动真空泵放量、IBS 随着 ADAS 渗透率提升, 进一步打开增长空间。预计 2018-2020 年 EPS 为 1.09、1.23、1.37 元, 给予目标价 21.86, 对应 2018 年 20x 估值, “买入”评级。

风险提示

- 新能源汽车发展不及预期; 汽车行业增速下降超预期; 上游原材料价格上涨超预期; 下游整车厂降价压力超预期; 公司资本支出过大带来的财务费用上涨; 固定资产逐年上升带来的折旧费用增加; 限售股解禁对股价形成压力。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

内容目录

1. 总论	4
2. 减震降噪 NVH 行业龙头，积极拓展轻量化底盘和汽车电子业务	5
2.1 产品线不断扩张的 NVH 龙头	5
2.2 同步研发能力为核心优势，借此绑定优质客户	6
3. 短期：NVH 业务增速放缓，增长动力源于吉利和通用全球项目	9
4. 中期：轻量化业务与高强度钢底盘协同放量	11
4.1 轻量化大势所趋，铝和高强度钢为发展重点	11
4.2 铝合金产品步入收获期，收购福多纳补足高强度钢底盘	12
5. 长期：技术先行，智能驾驶产品支撑长期增长	14
5.1 电动真空泵产品升级，随客户导入逐渐放量	14
5.2 智能驾驶执行层关键模块 IBS 有望打破外资垄断	15
6. 盈利预测与投资建议	17
7. 风险提示	18

图表目录

图表 1：分产品收入预测	4
图表 2：公司形成减振/内饰/底盘/电子产品主要产品线	5
图表 3：减震器和内饰功能件仍是营收主力	5
图表 4：归母净利润的增长落后于营收增长	5
图表 5：公司主要产品毛利率逐年下降	6
图表 6：公司毛利率自 2016 年来逐年下降	6
图表 7：NVH 工程的复杂性决定了系统集成供应商更具竞争优势	6
图表 8：公司客户质地优异	7
图表 9：公司研发投入占营收的比率稳居 3% 以上	7
图表 10：公司技术人员占比达 20%	7
图表 11：公司的全球化布局	8
图表 12：围绕国内六大汽车产业集群布局制造基地，提升响应能力	8
图表 13：公司减震产品在汽车上的应用	9
图表 14：减震器销量规模较大	9
图表 15：减震器业务毛利率高且较为稳定	9
图表 16：15-17 年随吉利增长，18 年增长有所放缓	10
图表 17：吉利销量自 15 年爆发，18 年逆势增长	10
图表 18：通用全球项目订单将于 3-5 年内放量	10
图表 19：国外业务毛利率显著高于国内业务毛利率	10
图表 20：轻量化是汽车节能减排的有效措施	11
图表 21：碳纤维的轻量化成本最高，镁合金、铝合金次之（美元/kg）	12
图表 22：汽车轻量化发展的技术路线	12

图表 23: 公司控制臂业务已步入收获期.....	13
图表 24: 福多纳净利润随吉利销量爆发不断改善.....	13
图表 25: 预计我国车用涡轮增压器配置率达 48%.....	14
图表 26: 电动真空泵市场份额多被国外企业占据.....	15
图表 27: 公司电动真空泵收入 2015 年开始放量.....	15
图表 28: 车辆制动系统发展历程.....	16
图表 29: 分产品收入预测.....	17

1. 总论

- 公司是减震降噪 NVH 产品龙头，同步研发及服务能力突出，短期业绩受行业增速放缓及毛利率下降拖累，但通过向轻量化底盘和高毛利率的汽车电子产品（电动真空泵+智能电子刹车系统）的拓展，中长期收入增长有支撑，产品结构的改善也将提升盈利水平。
 - 短期：公司营业收入随行业增速放缓而放缓。公司前三季度营收增速为 25.8%（2017 同期为 34.9%），但凭借优质客户（吉利/通用）的绑定，业绩增长仍高于行业。2018 年前 10 月，吉利销量逆势同比增长 37%，公司充分受益。通用全球项目 16.8 亿元订单（周期 6 年）于 2019 年量产，预计 3-5 年内放量对业绩形成一定支撑。
 - 中期：轻量化铝合金产品和福多纳高强度钢底盘逐步放量。公司轻量化产品供货于吉利、北汽、一汽、广汽乘用车、长城等，并陆续进入特斯拉和国内造车新势力（蔚来/威马）供应链，已经进入收获期。收购福多纳（主营高强度钢底盘）完善底盘产品布局，业绩进一步增厚。轻量化迎合汽车节能减排趋势，未来增长空间广阔。
 - 长期：新能源和智能驾驶领域的 EVP 和 IBS 引领长期增长。公司成功开发新能源汽车标配的电动真空泵，并在国内率先研发智能驾驶执行层的关键模块智能刹车系统 IBS，目前电动真空泵更新到第二代，随客户导入逐渐放量。IBS 已完成样品，最早于 2019 年量产，预计随智能驾驶发展爆发。

图表 1：分产品收入预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
1. 减震器						
收入（百万元）	1,584.24	1,942.07	2,220.45	2,479.44	2,755.29	3,040.09
YOY	-2.01%	22.59%	14.33%	11.66%	11.13%	10.34%
占主营业务收入比例	52.68%	49.32%	43.62%	39.06%	37.07%	35.04%
毛利率	34.93%	34.69%	33.47%	33.50%	33.40%	33.30%
2. 内饰功能件						
收入（百万元）	1,134.62	1,586.10	2,298.35	2,533.20	2,789.20	3,076.29
YOY	4.33%	39.79%	44.91%	10.22%	10.11%	10.29%
占主营业务收入比例	37.73%	40.28%	45.15%	39.91%	37.53%	35.46%
毛利率	20.56%	25.83%	23.82%	23.50%	23.40%	23.20%
3. 锻铝控制臂						
收入（百万元）	185.56	250.99	364.15	1,147.45	1,635.64	2,228.38
YOY		35.26%	45.09%	215.10%	42.55%	36.24%
占主营业务收入比例	6.17%	6.37%	7.15%	18.08%	22.01%	25.68%
毛利率	22.70%	23.10%	22.21%	22.10%	22.00%	21.9%
4. 智能电子刹车系统						
收入（百万元）	56.13	112.34	111.10	139.97	199.34	274.00
YOY		100.14%	-1.10%	25.99%	42.41%	37.45%
占主营业务收入比例	1.87%	2.85%	2.18%	2.21%	2.68%	3.16%
毛利率	46.01%	45.89%	41.56%	42.00%	44.00%	45.00%
合计						
收入合计（百万元）	3007.20	3937.73	5090.22	6347.64	7431.80	8676.32
毛利率	28.81%	29.70%	29.03%	27.68%	27.47%	27.20%

来源：公司公告、国金证券研究所

2. 减震降噪 NVH 行业龙头，积极拓展轻量化底盘和汽车电子业务

2.1 产品线不断扩张的 NVH 龙头

- 公司是汽车减震降噪产品龙头，产品延伸至轻量化底盘、汽车电子领域。公司以汽车 NVH 产品（减震器/内饰功能件）起家，后切入汽车轻量化底盘（锻铝控制臂）。2013 年以电动真空泵项目为始切入汽车电子业务，并研发自动驾驶执行模块的智能刹车系统 IBS。2017 年公司收购福多纳切入高强度钢底盘，形成了 NVH/轻量化底盘/汽车电子三大产品格局。

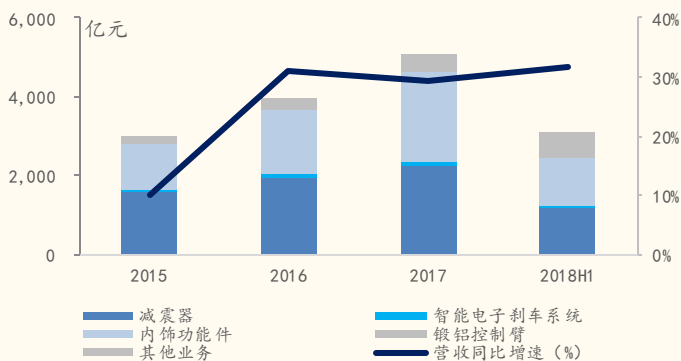
图表 2：公司形成减振/内饰/底盘/电子产品主要产品线

减振产品线	内饰产品线	底盘产品线	电子产品线	结构件产品线
动力总成悬置	汽车内饰件	副车架	电子传感器	减震塔
衬套	行李箱饰件	控制臂	电子真空泵 EVP	扭力梁
橡胶金属件	内饰材料	转向节		底盘支架
曲轴扭转减振器	隔音隔热垫			纵梁
铝压铸				车身 B 柱

来源：公司官网、国金证券研究所

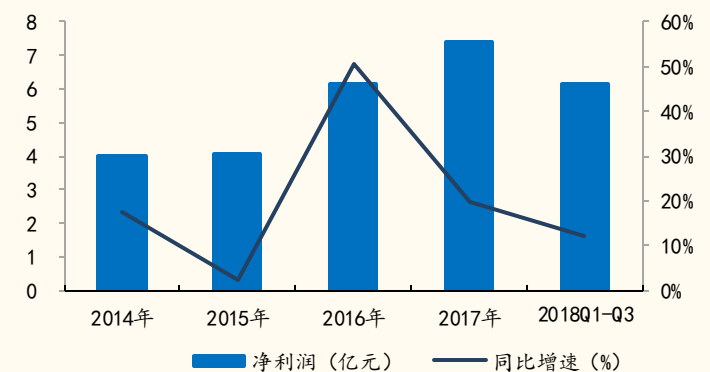
- 营收占比最大为 NVH 业务，净利润增长承压。NVH 产品是主要收入来源（占比 89%），收购福多纳后锻铝控制臂占比提升至 19%，智能电子刹车系统占比约 2.2%。2015 年受益下游客户吉利、通用等的放量，公司营收增长提速，2018H1 福多纳并表进一步提升营收增速，但前三季度综合收入增速受行业拖累略降。归母净利润则受毛利率拖累，增长相对落后。

图表 3：减震器和内饰功能件仍是营收主力



来源：公司公告，国金证券研究所

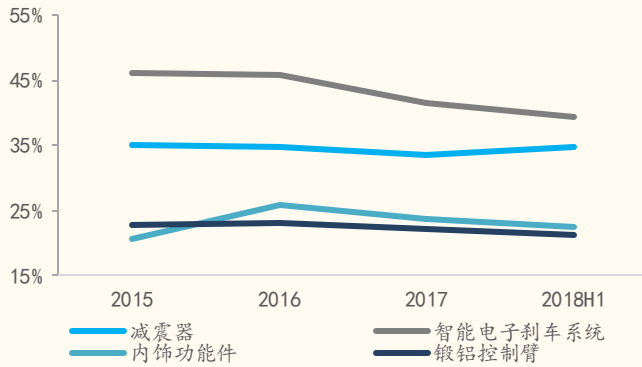
图表 4：归母净利润的增长落后于营收增长



来源：公司公告，国金证券研究所

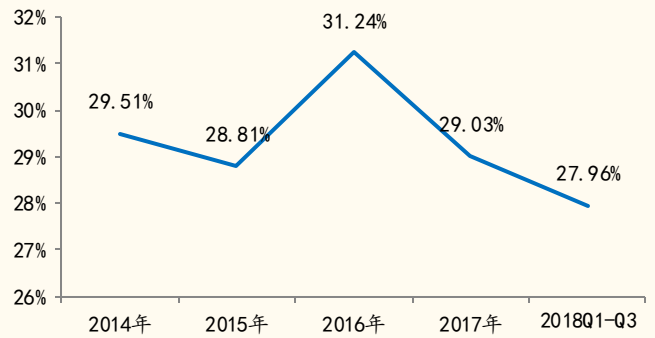
- 价格年降压力明显，毛利率下滑严重。毛利率方面，智能电子刹车系统毛利率最高，减震器和内饰功能件次之，锻铝控制臂最低。由于整车厂议价能力强，公司不同产品价格均逐年下降，带动毛利率逐年下降，2018 年前三季度降至 28%，Q3 由于公司将降价压力转移至上游供应商，毛利率环比上升至 27.92%，压力有所缓解。

图表 5：公司主要产品毛利率逐年下降



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：公司毛利率自 2016 年来逐年下降



来源：公司公告、国金证券研究所

2.2 同步研发能力为核心优势，借此绑定优质客户

- **NVH 工程的复杂性要求供应商具备较强的同步开发能力，系统集成供应商更具竞争优势。**汽车 NVH 设计是一项系统工程，涉及汽车的多个子系统及其匹配关系。整车在研发前期就设定了 NVH 性能指标，需要供应商根据该目标进行同步研发，含系统设计、零件设计开发、NVH 调试和耐久验证改进等工作。系统集成供应商能够凭借研发能力和系统配套供货能力抢占市场份额，并随着专业化、规模化和低成本优势的构筑巩固市场地位。

图表 7：NVH 工程的复杂性决定了系统集成供应商更具竞争优势

零部件企业分类	研发方式	系统集成能力	供货方式
系统集成供应方式	与整车企业同步开发	具备系统集成能力	系统配套（即模块化供货）
分总成供应商	与整车企业同步开发 或按图开发	不具备系统集成能力	系统配套
零件供应商	按图开发或按图生产	不具备系统集成能力	分散配套

来源：公司公告、国金证券研究所

- **凭借同步研发能力，公司作为系统集成供应商绑定国内外优质客户。**公司自 2001 年即与上海通用泛亚汽车技术中心进行同步研发，合作十余年印证公司交货的可靠性与及时性。依托同步研发经验，公司于 2008 年金融危机凭借成本优势切入通用/克莱斯勒的供应链，实现业务的全球拓展。目前国内客户有上海通用、吉利、长安福特等，国外客户有通用、克莱斯勒法雷奥等，客户质地优异。

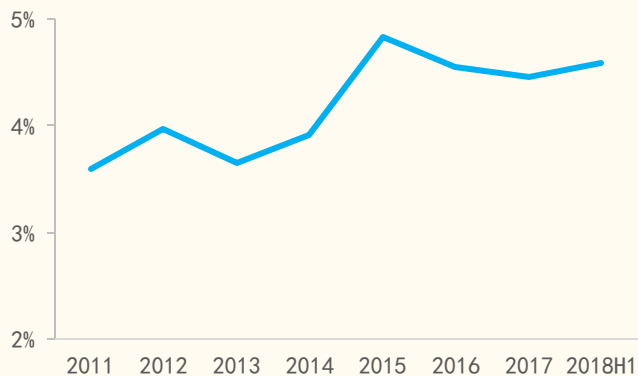
图表 8：公司客户质地优异



来源：公司官网，国金证券研究所

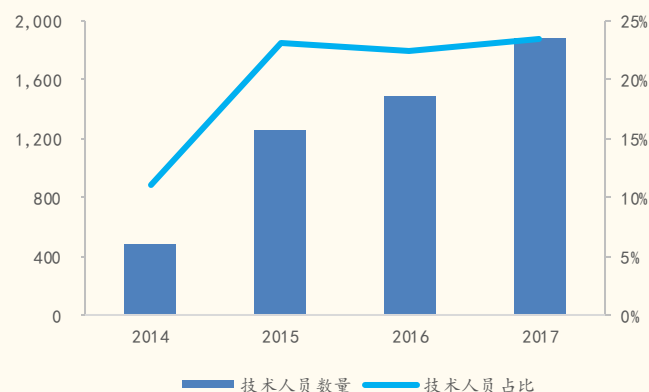
- 研发支出支撑同步研发能力。公司研发投入占营收的比率始终位于 3% 以上，技术人员占比达 20% 以上，支撑同步研发能力的巩固和提升。

图表 9：公司研发投入占营收的比率稳居 3% 以上



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：公司技术人员占比达 20%



来源：公司公告、国金证券研究所

- 技术、研发和制造的全球化布局进一步提升全球服务能力。2012 年，公司在美国底特律设立北美研发中心；又于 2014 年在德国威因海姆设立技术支持和仓储中心；2016 年，在瑞典哥德堡设立欧洲技术研发中心，在巴西圣保罗设立制造工厂。目前公司研发中心分布于亚洲（中国的宁波/上海/深圳）、欧洲（瑞典-哥德堡）、北美洲（美国-底特律），有中国和巴西两大工厂，销售中心遍布全球，能够快速反应客户需求，提升服务能力。

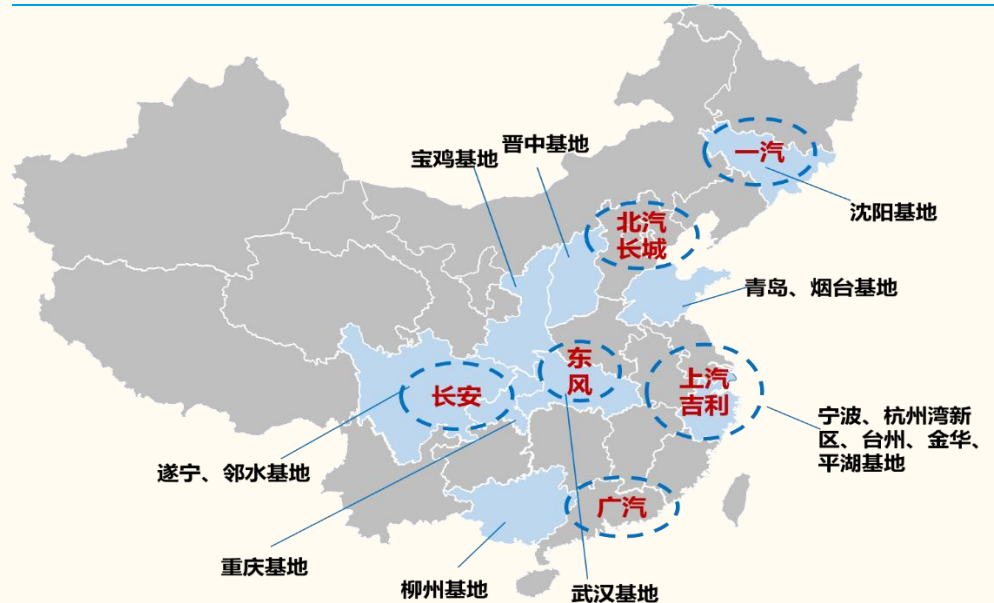
图表 11：公司的全球化布局



来源：公司官网，国金证券研究所

- 围绕国内汽车产业集群密集布局，充分发挥同步开发优势。公司围绕国内六大汽车产业集群，在宁波、杭州湾新区、台州、平湖、金华、青岛、烟台、沈阳、宝鸡、晋中、重庆、遂宁、邻水、武汉、柳州等地建立制造基地，并计划在湘潭、西安、成都等地建立生产基地，全国密集布局有利于进一步发挥公司同步研发能力，巩固与老客户关系并陆续拓展新客户。

图表 12：围绕国内六大汽车产业集群布局制造基地，提升响应能力

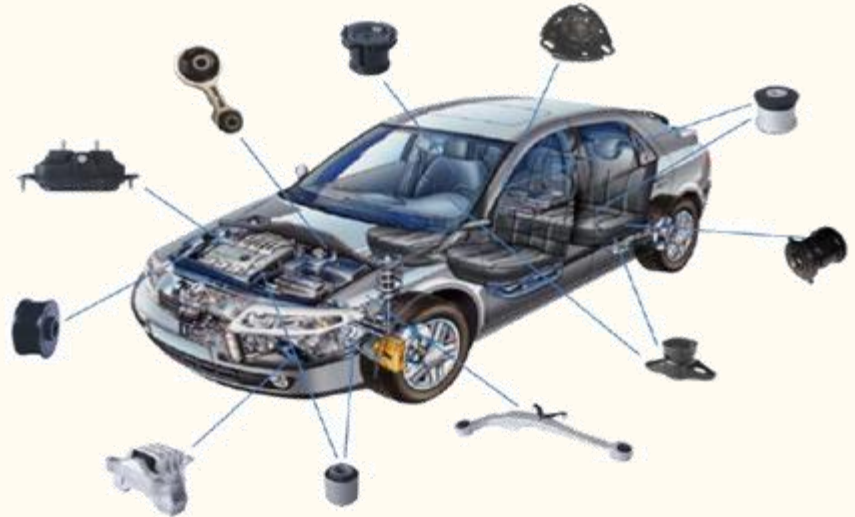


来源：公司公告，国金证券研究所

3. 短期：NVH 业务增速放缓，增长动力源于吉利和通用全球项目

- 公司 NVH 产品覆盖广泛。公司减震产品有动力总成悬置、衬套、扭震等，主要功能是降低相关零部件及子系统的振动。内饰功能件产品含汽车内饰件、行李箱饰件、内饰材料和隔音隔热垫，主要功能是隔绝外部噪音。

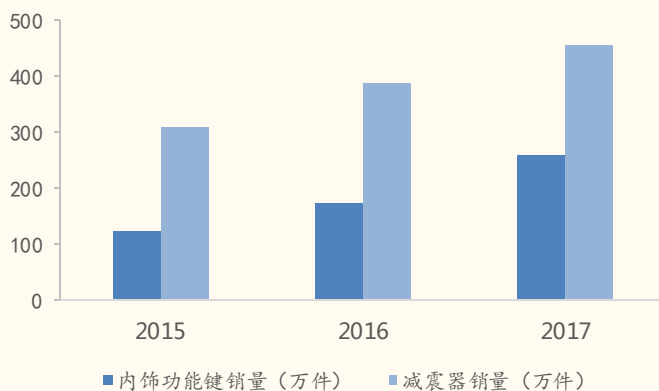
图表 13：公司减震产品在汽车上的应用



来源：公司公告、国金证券研究所

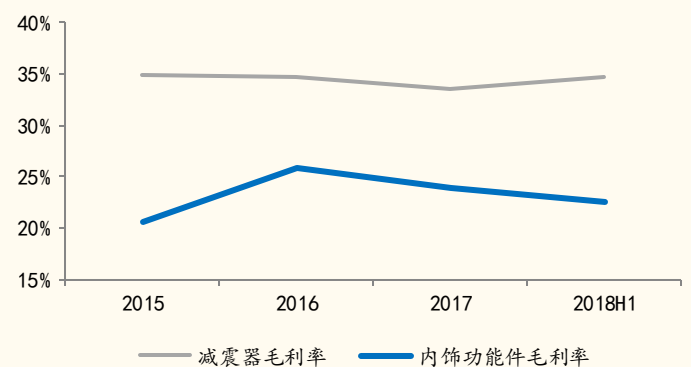
- 公司减震器业务体量大，毛利率高且稳定，增长更为稳健。相比内饰功能件业务毛利率逐年下降，公司减震器业务维持在较高水平且销量规模大，系减震器的技术含量更高，公司议价能力强，主要接受毛利率较高的订单。内饰功能件业务则受上游化工原料价格上涨和下游客户降价（吉利）的双重挤压，毛利率下降较为严重。

图表 14：减震器销量规模较大



来源：公司公告、国金证券研究所

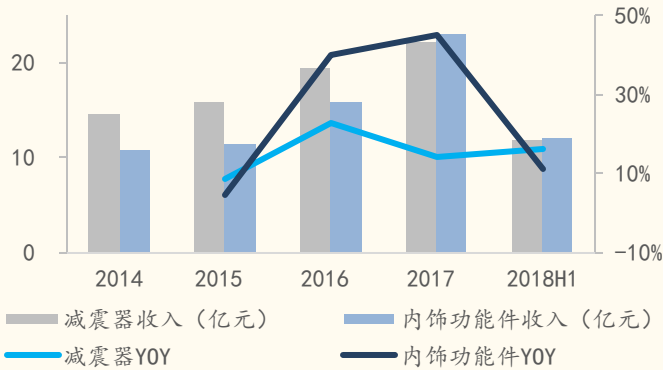
图表 15：减震器业务毛利率高且较为稳定



来源：公司公告、国金证券研究所

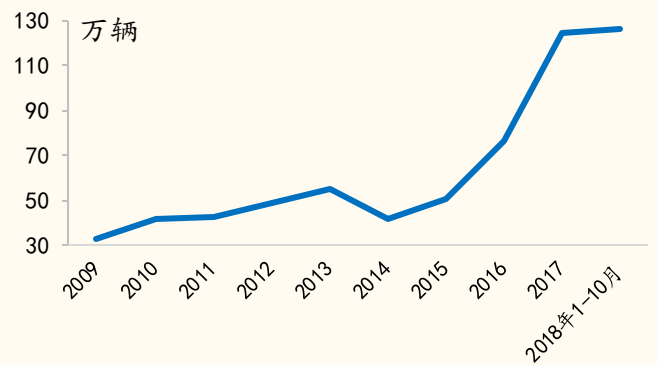
- 随吉利崛起而成长，NVH 业务增长提速。吉利一直是公司 NVH 业务前五大客户，公司为帝豪/远景系列车型提供悬置和控制臂，以及顶棚/地毯/内饰板/隔音垫等内饰产品。2014 年后吉利销量爆发，公司作为上游供应商内饰功能件业务 2015-2017 年 CAGR 达 42%，减震器 CAGR 达 18.4%，2017 年吉利营收占比提升至 30%。2018 年前 10 月，吉利销量在行业负增长下逆势同比增长 37%，公司充分受益。

图表 16: 15-17 年随吉利增长, 18 年增长有所放缓



来源: 公司公告、国金证券研究所

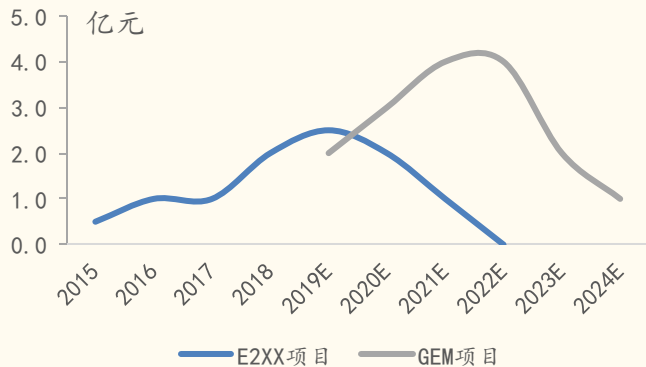
图表 17: 吉利销量自 15 年爆发, 18 年逆势增长



来源: 公司公告、国金证券研究所

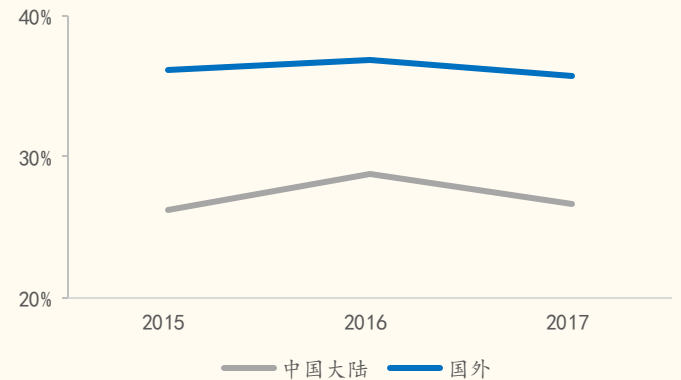
- 通用全球项目 16.8 亿元订单于 2019 年量产, 预计 3-5 年内放量, 业绩成长有支撑。公司于金融危机后切入通用和克莱斯勒业务, 合作根基稳固。2012 年公司获得通用全球平台 E2XX 项目 10 亿元的订单 (周期 8 年, 2015 年量产), 2016 年又获得通用全球平台 GM GEM 项目 16.8 亿元的订单 (规划周期为 6 年) 通用同步研发 NVH 减震器, 公司建设巴西工厂以就近制造, 预计于 2019 年 Q1 在全球逐步量产, 预计 3-5 年内订单放量。由于海外业务毛利率高于国内毛利率, 预计通用订单业绩释放增收增利。

图表 18: 通用全球项目订单将于 3-5 年内放量



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 19: 国外业务毛利率显著高于国内业务毛利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 预计 NVH 业务随汽车行业增速放缓承压, 但凭借优异客户积累, 业务依旧正增长。2018 年前 10 月我国乘用车销量同比下滑 2.1%, 带动公司营业收入的整体放缓。预计在行业整体承压的环境下, 公司 NVH 业务承压, 但凭借与优质客户的绑定, 预计公司增长依旧稳健, 主要客户吉利计划在 2020 年实现年产销 200 万辆, 上海通用则目标实现在国内乘用车市场占有率超过 10%, 公司将充分收益下游客户成长。

4. 中期：轻量化业务与高强度钢底盘协同放量

4.1 轻量化大势所趋，铝和高强度钢为发展重点

- 轻量化能降低油耗，且经济性强，是节能减排的技术选择之一。统计显示，汽车每减重 100kg，每百公里油耗可降低 0.3~0.6L、二氧化碳排放可减少 5g/km。同时，采用轻量化方案带来的成本增加（约 6700 元）低于提升动力系统能效方案的成本增加（约 10900 元），经济性强。
- 新能源汽车对续航里程的追求进一步提升汽车轻量化需求。对于新能源汽车，整车重量每减少 10%，电量可节省 4%-5%；若整车重量减少 10kg，续航里程可增加 2.5km，电池成本也能降低。新能源汽车对续航里程、整车成本更为严苛的要求使得轻量化更为重要。

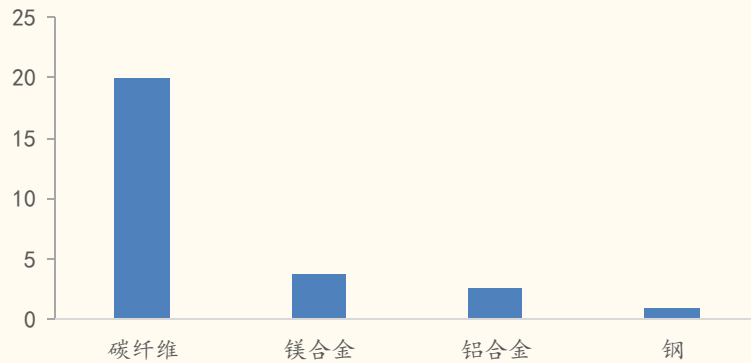
图表 20：轻量化是汽车节能减排的有效措施



来源：《新能源汽车轻量化设计与评价》，国金证券研究所

- 轻量化的材料有低密度轻质材料（铝合金/镁合金/碳纤维复合材料等）和高强度材料（高强度钢板/热冲压成形钢和高强度铸铁）。
 - 高强度钢具有强度高、质量轻、成本低等特点，其缺点是强度提升、车身减重后材料的刚度降低，轻量化的空间有限。数据显示，使用高强钢、铝合金、镁合金，车体重量可分别减轻 15%~25%、40%~50% 和 55%~60%。
 - 铝合金/镁合金优势为低密度、高轻度、高弹性、高抗冲击性能、易着色等，轻量化的减重效果优于高强度钢，但其成本显著高于高强度钢。碳纤维材料目前主要用于航空领域，具有质轻、高强、抗冲击和耐腐蚀等优异特点，但其高昂的材料价格及较低的加工效率目前限制了其在汽车上的大规模应用。
- 从成本来看，碳纤维轻量化成本最高，镁合金、铝合金、钢次之。

图表 21：碳纤维的轻量化成本最高，镁合金、铝合金次之（美元/kg）



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- 从技术路线看，高强度钢、铝合金成为当前重要的轻量化材料。《节能与汽车技术路线图》指出，近期的目标是重点发展超高强度钢和先进高强钢技术，实现高强钢在汽车应用比例达到 50%以上；中期发展第三代汽车钢和铝合金技术，实现铝合金覆盖件和铝合金零部件的批量生产和产业化应用。远期重点发展镁合金和碳纤维复合材料技术，实现碳纤维复合材料及碳纤维零部件的大范围应用。

图表 22：汽车轻量化发展的技术路线

	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到车身重量的 30%	2000Mpa 级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到 190kg	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg
镁合金	单车用铝量达到 15kg	单车使用镁合金 25kg	单车使用镁合金 45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%，成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 5%，成本比上阶段降低 50%

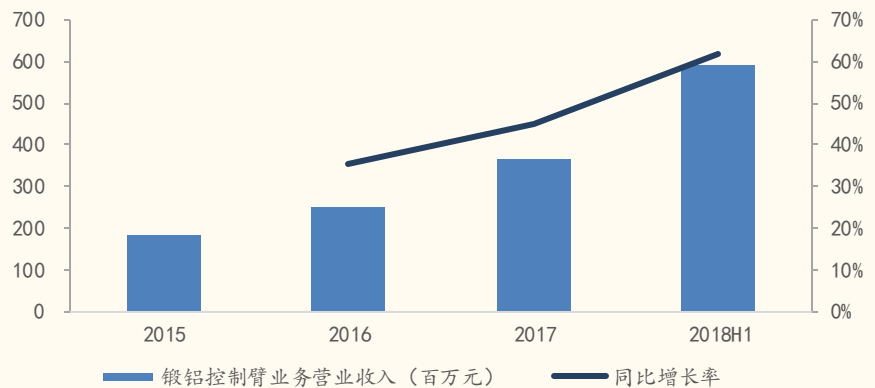
来源：清华大学《节能与汽车技术路线图》、国金证券研究所

4.2 铝合金产品步入收获期，收购福多纳补足高强度钢底盘

- 五大核心工艺支撑产品线拓展。公司围绕轻量化布局了锻造/真空精密压铸/差压铸造/挤压铸造/高压压铸五大工艺，未来还将拓展至真空压铸工艺。差异化工艺路线有利公司产品线的全覆盖，并构筑多元化竞争优势。
- 依托核心工艺，公司布局多种轻量化底盘产品。底盘系统单车价值高，具备资金密集与技术密集的特点，公司在底盘系统大量使用轻量化技术以迎合节能减排和新能源趋势，并将该技术将产品线延伸至新能源汽车电池包、车身轻量化等领域。目前公司轻量化主要产品有：轻量化控制臂、电池包与大型车身结构件、转向节、轻量化底盘等。
 - 控制臂是汽车悬架系统的导向和传力元件，其结构设计的合理性及质量的好坏影响整车的舒适性和安全性，制造要求性能稳定、强度高。公司布局较早，主要采取锻造工艺，锻铝控制臂产品较传统的铸铁、铸钢、钢板冲压控制臂重量更轻、机械性能更好、环保更佳，产品优势明显，单车价格约 1000 元，目前已经进入收获期。
 - 电池包与大型车身结构件产品由于体积较大且对精度要求高，公司采用真空精密压铸工艺，单车价格约 100-1000 元不等。

- 转向节作用是传递并承受汽车前部载荷，支承并带动前轮绕主销转动而使汽车转向。公司采用差压铸造工艺生产，相对传统的铸钢工艺，重量更轻，相对于锻铝工艺又具备低成本优势，单车价格约为 400 元。
- 轻合金底盘主要采取挤出成型、真空压铸及自动焊接工艺，单车价格约为 1500 元，目前已进入量产阶段。
- 客户质地优异，并陆续进入造车新势力的供应链。公司轻量化的客户有吉利/北汽/一汽/广汽乘用车/长城等，转向节供货于比亚迪，副车架供货于博瑞 GE。公司又陆续进入造车新势力供应链，给 Model 3 供应两根锻铝控制臂和底盘结构件，单车价值为 750 元，前 10 月收入贡献约 7200 万元。此外，公司也供应底盘结构件给蔚来、威马，客户范围不断拓展。

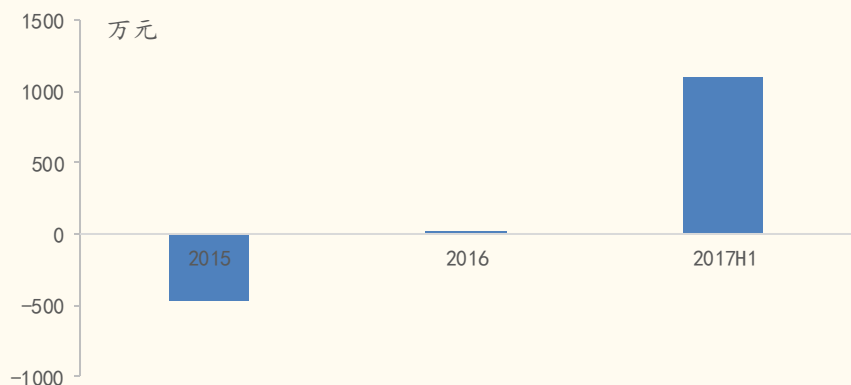
图表 23：公司控制臂业务已步入收获期



来源：公司公告、国金证券研究所

- 收购福纳多拓展高强度钢底盘业务，增厚业绩。公司于 2017 年底收购福多纳 100% 股权，福多纳主营高强度钢底盘的生产，主要供货于吉利（营收占比 70%），净利润随着吉利销量爆发扭亏为盈并迅速增长，2017H1 达 1100 万元，2017 年底福多纳并表带动公司上半年收入同比增加 32%。收购完成后福多纳的高强度钢底盘与公司原有铝合金底盘共同构成两大底盘轻量化产品布局，业绩增长更有支撑。

图表 24：福多纳净利润随吉利销量爆发不断改善



来源：公司公告、国金证券研究所

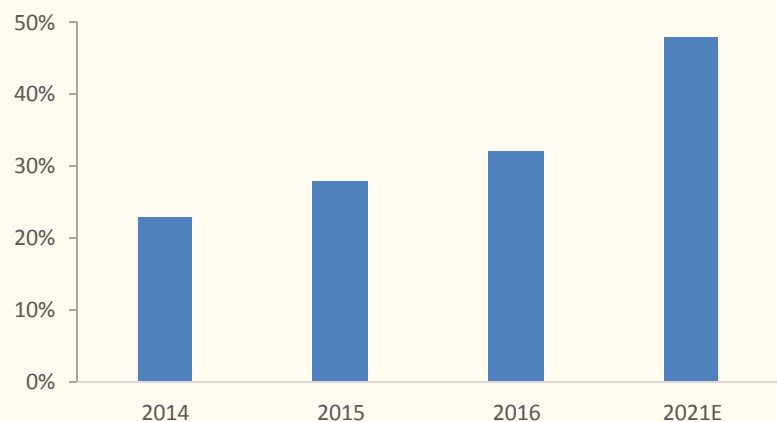
5. 长期：技术先行，智能驾驶产品支撑长期增长

- 公司积极布局智能驾驶系统级（智能刹车、智能转向）和电子产品（电子真空泵、电子水泵）。汽车智能驾驶的执行系统包括智能驱动、智能刹车、智能转向三大模块，公司布局系统级产品智能刹车与智能转向两大系统，并将产品线扩展至电子真空泵、电子水泵等汽车电子产品。电子转向系统 EPS 目前已完成验证，进入报价阶段，预计 2019 年下半年量产。电子水泵已有 1-2 年开发历史，已经完成验证，报价阶段，预计 2019 年下半年量产，单价 200 元左右。

5.1 电动真空泵产品升级，随客户导入逐渐放量

- 涡轮增压器渗透率提升及新能源汽车发展使得电动真空泵成为标配。
 - 涡轮增压车型渗透率提升推动电动真空泵发展。装有涡轮增压器的汽车具有燃油效率高、低排放等优势，油耗法规趋严下，涡轮增压器配置率不断上升（2016 年为 32%）。相比自然吸车型发动机进气歧管产生较高的真空负压并提供真空度，增压车型由于有涡轮增压器，当涡轮产生增压效果时，进气歧管没有负压反而形成正压，不能保证稳定可靠的真空度，因而需要搭载真空泵。
 - 新能源汽车的发展进一步推动电动真空泵渗透率提升。传统汽车发动机工作时能产生真空吸力给刹车助力，电动车缺乏发动机制造的真空环境，也需要通过加装电子真空泵来提供刹车助力，通过真空度传感器监测助力器内的真空度变化，保证助力器内真空度维持在一定水平，维持良好的制动效果，因而进一步提升了电动真空泵的渗透率。

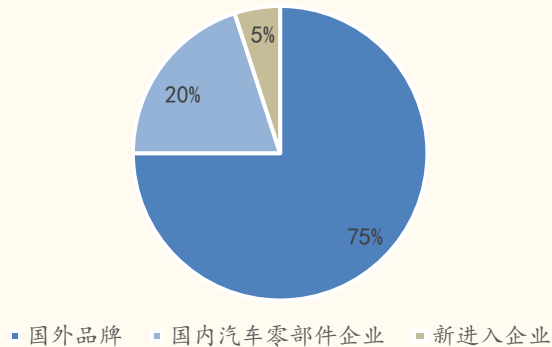
图表 25：预计我国车用涡轮增压器配置率达 48%



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- 预计 2020 年电动真空泵市场规模达 45 亿元。假设 1. 2020 年乘用车产量为 2700 万（2017 年除去新能源汽车约 2400 万辆）；2. 涡轮增压器的渗透率达到 48%；3. 新能源汽车产量为 200 万；4. 电子真空泵单价为 300 元/套，预计 2020 年 EVP 市场规模将达到 45 亿元。
- 从竞争格局来看，国外厂商占据主导地位。国际性汽车零部件企业，如德国海拉、德国大陆、韩国永信等，其在传动领域具备深厚的技术和客户积累，市场份额达 75%。国内零部件企业市场份额占比约 25%，从其他领域切入新能源汽车零部件领域的企业占比达 5%。

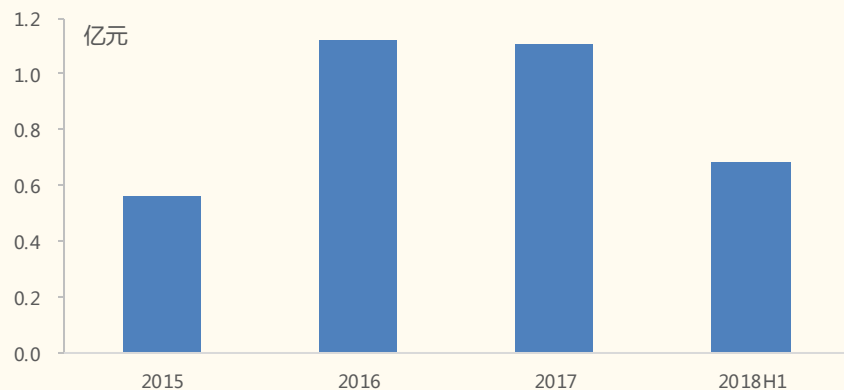
图表 26：电动真空泵市场份额多被国外企业占据



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- 公司产品储备历史较久，逐步贡献营业收入，产能释放贡献长期增量。公司电子真空泵已于 2013 年完成研发并投入试生产，2014 年小批量供货，2015 年逐步放量带来营业收入的大幅增长。2017 年，公司电子真空泵完成升级换代，进入市场推广和量产阶段。公司非公开发行投资 4.33 亿元于电动真空泵项目，规划产能为 260 万套，建设时间为 2 年，预计项目量产进一步增厚收入。
- 主要客户为吉利和上汽，陆续拓展新车型和新客户。电动真空泵主要客户有众泰、吉利、上汽和通用全球。新车型有荣威 RX6 国六版，同时公司新开发一汽奔腾客户，并将在 19 年 3 月为通用全球 GEM 平台供应 EVP。

图表 27：公司电动真空泵收入 2015 年开始放量



来源：公司公告、国金证券研究所

5.2 智能驾驶执行层关键模块 IBS 有望打破外资垄断

- 车辆制动系统的发展经历了从真空液压制动（HPB）到电控和液压结合（EHB）的过程，纯电控制的机械制动（EMB）和更智能化的线控制动是未来发展方向。电动助力制动系统将原有的真空助力器、制动总泵及带有车辆稳定系统的 ABS 总泵集成，彻底摆脱真空影响，且可实现制动能量回收最大化。随着汽车电气化和自动化的浪潮开启，智能刹车系统（IBS）成为无人驾驶执行层的核心零部件，线控制动是未来的趋势。

图表 28：车辆制动系统发展历程



来源：盖世汽车研究院，国金证券研究所

- 从电动液压助力系统的厂商来看，目前仅博世、大陆具备量产实力。2013年博世就推出 iBooster 技术，可以配合 ACC、AEB 等实现智能驾驶功能，目前更新至第二代，国内荣威 Ei5、Marvel X、蔚来 ES8 等搭载了该技术，是目前应用最广的电子液压制动系统。大陆公司则推出了 MK C1 制动系统，搭载于阿尔法罗密欧 Giulia 车型。
- 公司智能电子刹车系统研发国内领先，最早可于 2019 年量产，预计随智能驾驶发展释放业绩增量。公司在上海/深圳/宁波设立研发中心，分别负责 ECU 模块、电机、ESC 模块及 IBS 机械部分及总装的研发。2017 年公司非公开发行计划投入 19.6 亿元用于智能刹车系统建设，规划产能为 150 万套。目前 IBS 样品已试制成功，但仍需完善算法并进行台架试验，最早量产时间为 2019 年。随着国内智能驾驶的发展，预计公司 IBS 量产后有望打破博世大陆等外资垄断，抢占市场份额，释放业绩增量。

6. 盈利预测与投资建议

- 预计 2018-2019 年的营业收入分别为 63/74/87 亿元，同比增长 24.7%/17.1%/16.7%。
 - 预计减震器业务随着汽车行业整体增速的放缓而放缓，2018-2020 年收入增速分别为 11.7%/11.1%/10.3%，产品价格逐年下降，但是由于公司技术实力较强，议价能力强，毛利率降幅有限，2018-2020 年毛利率分别为 33.5%/33.4%/33.3%。
 - 预计内饰功能件增速随行业下行放缓，2018-2020 年收入增速分别为 10.2%/10.1%/10.3%，毛利率随价格年降而下降，2018-2020 年毛利率分别为 23.5%/23.4%/23.2%。
 - 预计锻铝控制臂业务随着福多纳并表业绩快速增长，2018-2020 年收入增速分别为 215.1%/42.6%/36.2%，预计毛利率随产品价格年降小幅下降，2018-2020 年毛利率分别为 22.1%/22.0%/21.9%。
 - 预计智能电子刹车系统（当前主要是电动真空泵产品）随着智能驾驶的快速发展增长较快，2018-2020 年收入增速分别为 26%/42%/37%，由于产品技术含量高，预计 2018-2020 年毛利率分别为 42.0%/44.0%/45.0%。

图表 29：分产品收入预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
1. 减震器						
收入（百万元）	1,584.24	1,942.07	2,220.45	2,479.44	2,755.29	3,040.09
YOY	-2.01%	22.59%	14.33%	11.66%	11.13%	10.34%
占主营业务收入比例	52.68%	49.32%	43.62%	39.06%	37.07%	35.04%
毛利率	34.93%	34.69%	33.47%	33.50%	33.40%	33.30%
2. 内饰功能件						
收入（百万元）	1,134.62	1,586.10	2,298.35	2,533.20	2,789.20	3,076.29
YOY	4.33%	39.79%	44.91%	10.22%	10.11%	10.29%
占主营业务收入比例	37.73%	40.28%	45.15%	39.91%	37.53%	35.46%
毛利率	20.56%	25.83%	23.82%	23.50%	23.40%	23.20%
3. 锻铝控制臂						
收入（百万元）	185.56	250.99	364.15	1,147.45	1,635.64	2,228.38
YOY		35.26%	45.09%	215.10%	42.55%	36.24%
占主营业务收入比例	6.17%	6.37%	7.15%	18.08%	22.01%	25.68%
毛利率	22.70%	23.10%	22.21%	22.10%	22.00%	21.9%
4. 智能电子刹车系统						
收入（百万元）	56.13	112.34	111.10	139.97	199.34	274.00
YOY		100.14%	-1.10%	25.99%	42.41%	37.45%
占主营业务收入比例	1.87%	2.85%	2.18%	2.21%	2.68%	3.16%
毛利率	46.01%	45.89%	41.56%	42.00%	44.00%	45.00%
合计						
收入合计（百万元）	3007.20	3937.73	5090.22	6347.64	7431.80	8676.32
毛利率	28.81%	29.70%	29.03%	27.68%	27.47%	27.20%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 中长期成长空间大，当前估值处于低位，给予“买入”评级。公司短期内 NVH 业务随行业增速放缓承压，但下游优质客户（吉利、上海通用）放量支撑业绩成长，中期底盘轻量化业务随新能源汽车业务发展贡献增量，长期电动真空泵放量、IBS 随着 ADAS 渗透率提升，进一步打开增长空间。预计 2018-2020 年 EPS 为 1.09、1.23、1.37 元，给予目标价 21.86，对应 2018 年 20x 估值，“买入”评级。

7. 风险提示

- **汽车销量增速减缓。**2018年1-10月汽车销量增速下降至-1%，受消费增速下滑、国际贸易形势不明等因素影响，未来汽车整体销量可能继续承压。
- **新能源汽车产销量增速不达预期。**2018年6月补贴退坡后新能源汽车销量有明显下滑，短期影响新能源相关业务，但高端化的结构性变化使冷却、减震、密封等需求提升，2019年新一轮退坡政策即将开始。
- **贸易战影响。**汽车产品税收不确定性加强，海外生产、销售成本可能提升。
- **原材料价格波动。**原材料塑料粒子、铝、钢等价格波动，将影响公司营业成本。
- **整车厂降价压力超预期，行业竞争激烈。**可能存在产品市占率下降、产品价格下降超出预期等情况。
- **公司资本支出过大带来财务压力；固定资产逐年上升带来的折旧费用增加。**
- **限售股解禁对公司形成压力。**2019年3月19日公司将解除限售股份涉及股东1家，数量合计4.78亿股，对应当前解禁市值为69.79亿，对股价有一定压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,007	3,938	5,090	6,348	7,432	8,676
增长率		30.9%	29.3%	24.7%	17.1%	16.7%
主营业务成本	-2,141	-2,708	-3,613	-4,590	-5,390	-6,316
%销售收入	71.2%	68.8%	71.0%	72.3%	72.5%	72.8%
毛利	866	1,230	1,478	1,757	2,041	2,360
%销售收入	28.8%	31.2%	29.0%	27.7%	27.5%	27.2%
营业税金及附加	-17	-31	-42	-53	-62	-72
%销售收入	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-151	-201	-269	-334	-389	-453
%销售收入	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%
管理费用	-277	-332	-396	-498	-572	-677
%销售收入	9.2%	8.4%	7.8%	7.9%	7.7%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	422	666	770	872	1,018	1,159
%销售收入	14.0%	16.9%	15.1%	13.7%	13.7%	13.4%
财务费用	9	25	-16	-44	-78	-100
%销售收入	-0.3%	-0.6%	0.3%	0.7%	1.0%	1.1%
资产减值损失	-8	-29	-4	-2	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	40	37	43	80	85	85
%税前利润	8.5%	5.2%	5.0%	8.6%	8.1%	7.3%
营业利润	463	698	808	907	1,023	1,143
营业利润率	15.4%	17.7%	15.9%	14.3%	13.8%	13.2%
营业外收支	13	17	51	20	20	20
税前利润	476	715	859	927	1,043	1,163
利润率	15.8%	18.2%	16.9%	14.6%	14.0%	13.4%
所得税	-66	-99	-119	-129	-145	-161
所得税率	13.9%	13.9%	13.8%	13.9%	13.9%	13.9%
净利润	410	616	740	798	898	1,002
少数股东损益	1	0	2	3	5	7
归属于母公司的净利润	409	616	738	795	893	995
净利率	13.6%	15.6%	14.5%	12.5%	12.0%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	410	616	740	798	898	1,002
少数股东损益	1	0	2	3	5	7
非现金支出	130	200	226	275	335	394
非经营收益	-37	-50	-67	-24	-10	10
营运资金变动	-265	-489	30	-633	-665	-715
经营活动现金净流	238	276	929	416	559	690
资本开支	-427	-740	-1,286	-1,403	-978	-980
投资	-528	530	-1,520	-30	-30	-30
其他	17	46	-112	80	85	85
投资活动现金净流	-938	-163	-2,919	-1,353	-923	-925
股权募资	1,392	0	2,360	0	0	0
债权募资	-255	200	600	453	350	244
其他	-124	-396	-14	-69	-96	-115
筹资活动现金净流	1,013	-196	2,947	384	254	128
现金净流量	313	-83	957	-553	-110	-106

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	422	330	1,474	921	811	705
应收账款	856	1,460	2,473	3,064	3,910	4,896
存货	672	883	1,239	1,321	1,698	2,163
其他流动资产	622	91	1,517	1,349	1,380	1,414
流动资产	2,573	2,764	6,703	6,654	7,799	9,178
%总资产	62.3%	55.9%	62.4%	56.1%	56.9%	58.4%
长期投资	59	72	80	110	140	170
固定资产	1,240	1,549	2,874	3,610	4,286	4,902
%总资产	30.0%	31.3%	26.8%	30.4%	31.3%	31.2%
无形资产	198	418	880	1,149	1,133	1,119
非流动资产	1,557	2,182	4,032	5,211	5,906	6,542
%总资产	37.7%	44.1%	37.6%	43.9%	43.1%	41.6%
资产总计	4,130	4,946	10,735	11,865	13,705	15,720
短期借款	0	200	809	994	1,244	1,388
应付款项	846	1,156	3,109	2,945	3,487	4,121
其他流动负债	103	165	209	246	295	432
流动负债	949	1,521	4,127	4,185	5,027	5,941
长期贷款	0	0	0	268	368	468
其他长期负债	0	29	116	122	121	121
负债	949	1,550	4,243	4,575	5,516	6,530
普通股股东权益	3,156	3,372	6,469	7,264	8,157	9,152
少数股东权益	25	25	23	26	31	38
负债股东权益合计	4,130	4,946	10,735	11,865	13,705	15,720

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.629	0.949	1.014	1.093	1.228	1.367
每股净资产	4.862	5.194	8.891	9.984	11.212	12.579
每股经营现金净流	0.367	0.426	1.277	0.572	0.768	0.949
每股股利	0.185	0.616	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.95%	18.26%	11.41%	10.95%	10.95%	10.87%
总资产收益率	9.89%	12.45%	6.87%	6.70%	6.52%	6.33%
投入资本收益率	11.42%	15.94%	9.07%	8.76%	8.93%	9.02%
增长率						
主营业务收入增长率	9.88%	30.94%	29.27%	24.70%	17.08%	16.75%
EBIT增长率	-1.43%	57.83%	15.63%	13.33%	16.69%	13.82%
净利润增长率	2.39%	50.70%	19.87%	7.79%	12.30%	11.35%
总资产增长率	62.78%	19.77%	117.02%	10.53%	15.51%	14.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.5	84.5	88.3	90.0	95.0	98.0
存货周转天数	102.5	104.8	107.2	105.0	115.0	125.0
应付账款周转天数	122.2	123.3	134.0	134.0	136.0	138.0
固定资产周转天数	132.6	123.5	139.8	125.7	116.0	104.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.27%	-3.82%	-10.24%	4.68%	9.78%	12.52%
EBIT利息保障倍数	-44.5	-26.8	46.7	20.0	13.1	11.6
资产负债率	22.98%	31.34%	39.52%	38.56%	40.25%	41.54%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	19	19	46
增持	1	1	9	9	17
中性	0	0	2	2	7
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.33	1.43	1.43	1.44

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH