

业绩稳健增长，内生外延双轮驱动

投资要点

- 业绩总结：**2018年实现营收14.58亿元，同比增长27.60%，实现归母净利润1.18亿元，同比减少0.79%，实现扣非净利润0.64亿元，同比减少35.87%。其中，单Q4实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为5.33亿元、0.36亿元、0.06亿元，同比变化分别为+71%、+10%、-72%。
- 深耕汽车流体管路，汽车密封部件业务协同发展。**公司主营产品汽车流体管路综合销量连续多年位居行业第一。并购河北新欧，形成“汽车流体管路+汽车密封部件”协同发展的格局。公司2018年非轮胎橡胶制品销量1.4亿件，同比增长20.78%，主要客户涵盖：一汽大众、上汽大众、长城汽车、广汽集团、上汽通用五菱、比亚迪汽车、江淮汽车等五十多家国内汽车整车厂配套供应。公司汽车发动机附件系统软管及总成、汽车燃油系统软管及总成业务营收占比分别为70%、11%，营收分别增长11%、1%。毛利率分别为20.91%、21.76%，同比变化-4.63pp、-4.88pp。公司2018年实现毛利率21.67%，同比-4.27pp，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.87%、10.17%、-0.22%，同比变化-0.14pp、-0.76pp、+0.10pp。
- 加大研发投入，新产品储备充足。**2018年，公司主要开发了一汽大众、长城汽车、比亚迪汽车、东风日产、吉利汽车、上汽通用五菱、长安汽车、广汽本田、东风本田等客户相关车型产品，累计获得新产品定点1071种，新定点产品在生命周期内销售额预计可达到约46亿元。新能源车型上产品总计开发388种，预计生命周期内累计实现销售约6.9亿元。2018年完成了50种新材料配方、新工艺结构的特种橡胶管路的研发工作，已完成批量转产项目216个，批量转产产品数量1109种，预计产品生命周期内产值可达约36亿。另外，公司正在开发新项目378个，正在开发新产品数量1531种，包含正在开发的新能源车型产品106种。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.65/1.91/2.10亿元，对应EPS分别为0.38/0.44/0.49元，对应PE估值分别为22/19/17倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**汽车需求不及预期风险；原材料供应及价格波动风险。

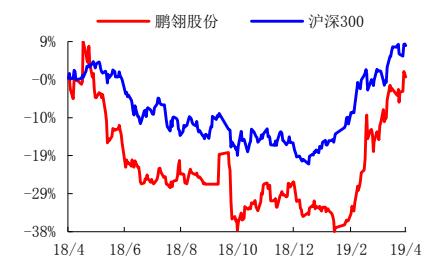
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1458.22	1883.58	2071.94	2279.14
增长率	27.60%	29.17%	10.00%	10.00%
归属母公司净利润（百万元）	118.32	164.78	191.10	210.41
增长率	-0.79%	39.27%	15.97%	10.11%
每股收益EPS（元）	0.28	0.38	0.44	0.49
净资产收益率ROE	7.18%	9.55%	10.28%	10.50%
PE	30	22	19	17
PB	2.01	2.06	1.91	1.77

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：梁美美
执业证号：S1250518100003
电话：021-58351937
邮箱：lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.60
流通A股(亿股)	2.59
52周内股价区间(元)	4.84-9.42
总市值(亿元)	29.93
总资产(亿元)	27.48
每股净资产(元)	4.46

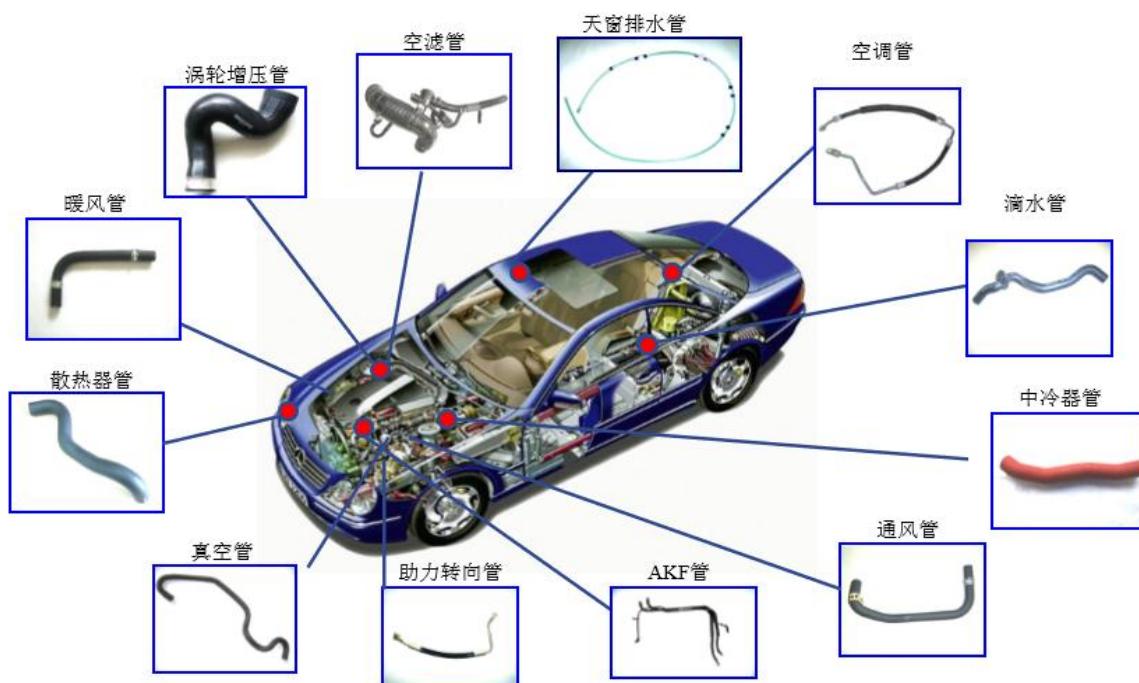
相关研究

1 汽车流体管路龙头，营收持续增长

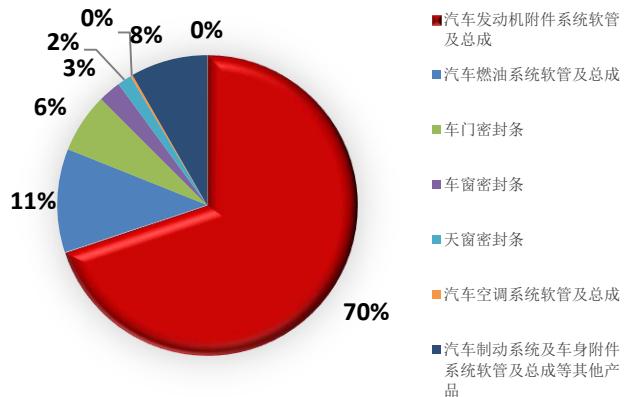
公司是全国规模较大、集设计、研发、生产、销售于一体的汽车零部件配套企业，国家高新技术企业。2018年6月份公司启动重大资产重组，以支付现金及发行股份形式并购河北新欧100%股权，并购完成后，公司形成“汽车流体管路+汽车密封部件”协同发展的格局。公司主营产品汽车流体管路综合销量连续多年位居行业第一。截至目前，公司共有2大系列产品，即汽车流体管路产品和汽车密封件产品。公司先后被评为“国家级胶管行业基地”、“中国百家汽车零部件供应商”、“科技型中小企业技术创新基金实施十周年优秀企业”、“全国橡胶行业非轮胎企业销售额前十名”、“中国胶管十强企业”。公司主要客户涵盖：一汽大众、上汽大众、长城汽车、广汽集团、上汽通用五菱、比亚迪汽车、江淮汽车等五十多家国内汽车整车厂配套供应。

公司主营业务结构：2018年公司汽车发动机附件系统软管及总成业务贡献70%营收，以及67%的毛利，是公司主要业绩贡献来源。公司2018年公司非轮胎橡胶制品销量1.4亿件，同比增长20.78%。公司汽车发动机附件系统软管及总成、汽车燃油系统软管及总成业务营收占比分别为70%、11%，营收分别增长11%、1%。毛利率分别为20.91%、21.76%，同比变化-4.63pp、-4.88pp。车门密封条、天窗密封条、车窗密封条营收占比分别为6%、2%、2%。

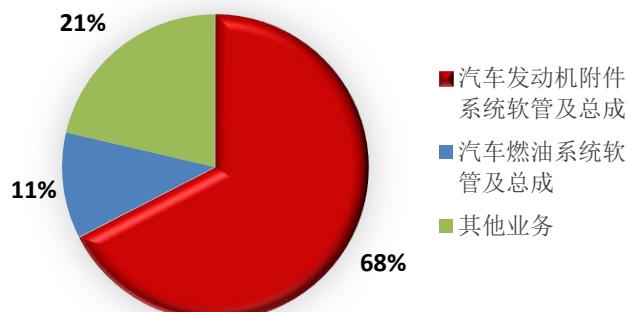
图1：公司主营产品示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 2: 公司 2018 年主营业务营收结构


数据来源: wind, 西南证券整理

图 3: 公司 2018 年主营业务毛利结构


数据来源: wind, 西南证券整理

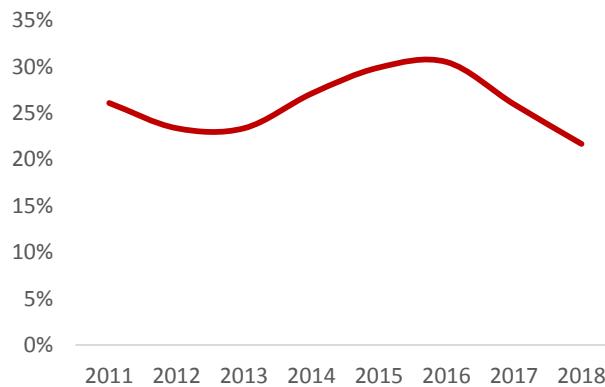
公司业绩状况:2010 年~2018 年, 公司营收 CAGR 达到 12%, 净利润 CAGR 达到 8%。2018 年公司实现营收 14.58 亿元, 同比增长 28%, 2018 年实现归母净利润 1.18 亿元, 同比下降 1%。2018 年公司毛利率下降 4 个百分点至 22%。由于部分原材料价格上涨、人工成本上涨及客户降价等因素影响, 公司整体运营成本较去年同期有所增加。2018 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.87%、10.17%、-0.22%, 同比变化-0.14pp、-0.76pp、+0.10pp。由于管控良好, 自 2015 年以来, 公司期间费用率基本维持稳定, 2018 年受益管理费用率下降, 公司期间费用率下降 1 个百分点至 14%。

图 4: 公司 2010 年以来营业收入及增速

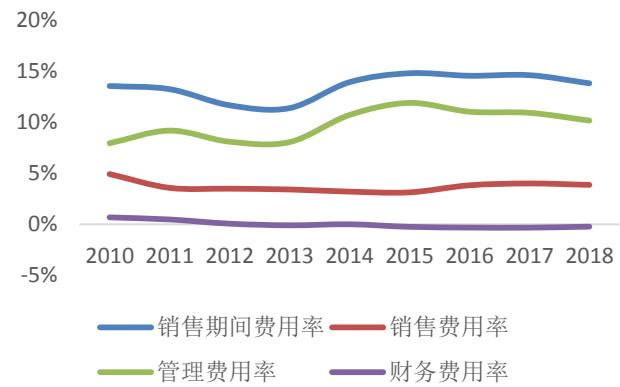

数据来源: wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2010 年以来净利润及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

图 6: 公司毛利率短期承压


数据来源: wind, 西南证券整理

图 7: 公司期间费用率维持稳定


数据来源: wind, 西南证券整理

表 1: 公司单季度营收情况

营收 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	225	251	256	272
2014	272	284	264	279
2015	272	245	205	263
2016	246	266	251	325
2017	278	281	271	312
2018	303	319	303	533

数据来源: Wind, 西南证券整理

表 2: 公司单季度净利润情况

利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	24	33	22	16
2014	30	40	28	28
2015	31	31	23	40
2016	31	32	36	59
2017	35	30	22	32
2018	25	28	29	36

数据来源: Wind, 西南证券整理

表 3: 公司单季度扣非净利润情况

扣非利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	-	-	22	16
2014	29	36	25	28
2015	30	30	21	39
2016	29	30	34	45
2017	33	25	20	21
2018	24	25	9	6

数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 假设 2019-2021 年汽车发动机附件系统软管及总成销量增速分别为 5%、10%、10%，价格不变，毛利率稳定在 21.00%。

2) 假设 2019-2021 年密封件业务稳定发展，销量增速保持 10% 不变，价格不变，毛利率稳定在 33.00%。

3) 假设 2019-2021 年其他业务销量增速分别为 -40%、10%、10%，价格不变，毛利率稳定在 20.00%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：公司分业务收入和毛利

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
汽车发动机 附件系统软管及总成	收入	916	1,019	1,070	1,177	1,295
	同比	6%	11%	5%	10%	10%
	成本	682	806	845	930	1,023
	毛利	234	213	225	247	272
	毛利率	25.54%	20.91%	21.00%	21.00%	21.00%
密封件业务 (并表)	收入			550	605	666
	同比				10%	10%
	成本			369	405	446
	毛利			182	200	220
	毛利率			33.00%	33.00%	33.00%
其他业务	收入	227	439	263	290	319
	同比	1%	93%	-40%	10%	10%
	成本	165	336	211	232	255
	毛利	63	103	53	58	64
	毛利率	28%	23%	20%	20%	20%
合计	收入	1,143	1,458	1,884	2,072	2,279
	同比	5%	28%	29%	10%	10%
	成本	846	1,142	1,425	1,567	1,724
	毛利	296	316	459	505	555
	毛利率	25.94%	21.67%	24.36%	24.36%	24.36%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.65/1.91/2.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.44/0.49 元，对应 PE 估值分别为 22/19/17 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表5：可比公司估值情况（截止2019年04月18日收盘）

证券代码	证券简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000559	万向钱潮	0.26	0.32	0.38	27	23	19
002126	银轮股份	0.44	0.54	0.65	21	17	14
601689	拓普集团	1.04	1.11	1.27	19	18	16
002048	宁波华翔	0.00	1.33	1.59	13	11	9
平均值					20	17	14
300375	鹏翎股份	0.28	0.38	0.44	30	22	19

数据来源：Wind一致预期，西南证券整理

3 风险提示

1) 汽车需求不及预期风险。汽车行业会受到宏观经济运行状况的影响和制约，与宏观经济的波动周期在时间上和振幅上有较为明显的对应关系，经济不景气时期，汽车市场需求相对疲软。若汽车整车行业增长停滞甚至下滑将会削弱公司的盈利能力。

2) 原材料供应及价格波动的风险。若原材料价格上涨，会导致公司总体生产成本上升、利润下降。另外，生产胶管的少量原材料还需进口，汇率、关税等的变化会直接影响原材料的进口成本，从而对公司的经营效益带来一定的影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1458.22	1883.58	2071.94	2279.14	净利润	127.15	164.78	191.10	210.41
营业成本	1142.17	1424.67	1567.13	1723.85	折旧与摊销	56.33	108.93	117.85	127.07
营业税金及附加	14.01	18.02	19.85	21.82	财务费用	-3.16	0.00	0.00	0.00
销售费用	56.37	65.93	70.45	77.49	资产减值损失	15.47	5.00	5.00	5.00
管理费用	95.70	179.88	188.55	207.40	经营营运资本变动	-143.36	-104.53	-66.03	-84.65
财务费用	-3.16	0.00	0.00	0.00	其他	-74.36	-4.06	-5.00	-5.16
资产减值损失	15.47	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	-21.93	170.12	242.92	252.68
投资收益	4.38	0.00	0.00	0.00	资本支出	-626.22	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	129.24	-168.38	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-496.98	-268.38	-100.00	-100.00
营业利润	151.96	190.09	220.97	243.58	短期借款	407.59	9.81	-66.41	-65.07
其他非经营损益	-3.13	1.20	1.21	1.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	148.83	191.29	222.18	244.78	股权融资	-50.07	0.00	0.00	0.00
所得税	21.67	26.51	31.08	34.37	支付股利	-60.51	-41.41	-57.67	-66.88
净利润	127.15	164.78	191.10	210.41	其他	-118.75	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	8.84	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	178.26	-31.60	-124.08	-131.96
归属母公司股东净利润	118.32	164.78	191.10	210.41	现金流量净额	-340.93	-129.86	18.84	20.72
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	318.21	188.36	207.19	227.91	成长能力				
应收和预付款项	696.71	700.01	787.79	887.84	销售收入增长率	27.60%	29.17%	10.00%	10.00%
存货	353.38	453.86	494.20	545.75	营业利润增长率	8.13%	25.09%	16.24%	10.23%
其他流动资产	24.69	31.29	34.64	38.02	净利润增长率	6.62%	29.59%	15.97%	10.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.26%	45.77%	13.31%	9.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	696.58	702.90	700.31	688.50	毛利率	21.67%	24.36%	24.36%	24.36%
无形资产和开发支出	579.31	564.05	548.79	533.53	三费率	10.21%	13.05%	12.50%	12.50%
其他非流动资产	78.74	78.74	78.74	78.74	净利率	8.72%	8.75%	9.22%	9.23%
资产总计	2747.61	2719.21	2851.66	3000.30	ROE	7.18%	9.55%	10.28%	10.50%
短期借款	407.59	417.39	350.98	285.91	ROA	4.63%	6.06%	6.70%	7.01%
应付和预收款项	380.10	411.85	460.44	512.82	ROIC	8.42%	8.20%	9.06%	9.64%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.07%	15.88%	16.35%	16.26%
其他负债	188.87	163.92	180.77	198.57	营运能力				
负债合计	976.56	993.17	992.19	997.30	总资产周转率	0.63	0.69	0.74	0.78
股本	359.73	429.50	429.50	429.50	固定资产周转率	2.59	3.08	3.41	3.81
资本公积	371.22	301.45	301.45	301.45	应收账款周转率	4.06	3.90	4.17	4.02
留存收益	871.72	995.09	1128.52	1272.05	存货周转率	3.57	3.53	3.30	3.31
归属母公司股东权益	1602.67	1726.05	1859.47	2003.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.81%	—	—	—
少数股东权益	168.38	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1771.05	1726.05	1859.47	2003.00	资产负债率	35.54%	36.52%	34.79%	33.24%
负债和股东权益合计	2747.61	2719.21	2851.66	3000.30	带息债务/总负债	41.74%	42.03%	35.37%	28.67%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	1.54	1.49	1.65	1.83
EBITDA	205.13	299.02	338.82	370.64	速动比率	1.15	1.00	1.12	1.25
PE	30.02	21.56	18.59	16.88	股利支付率	51.14%	25.13%	30.18%	31.79%
PB	2.01	2.06	1.91	1.77	每股指标				
PS	2.44	1.89	1.71	1.56	每股收益	0.28	0.38	0.44	0.49
EV/EBITDA	14.55	12.38	10.68	9.53	每股净资产	4.12	4.02	4.33	4.66
股息率	1.70%	1.17%	1.62%	1.88%	每股经营现金	-0.05	0.40	0.57	0.59
					每股股利	0.14	0.10	0.13	0.16

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyao Yao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn