

# 汽车 NVH 行业龙头企业，新兴业务打开中长期成长空间

——拓普集团首次覆盖报告

公司深度

## ● 国内汽车 NVH 行业龙头企业，市占率持续提升

公司是国内汽车 NVH 行业龙头企业。汽车 NVH 行业市场空间大，但市场集中度较低。近年来，公司凭借其出色的整车同步研发能力，持续稳定地扩大其市场份额。经测算，2018 年，公司橡胶减震产品国内市占率到达 17%，内饰功能件产品国内市占率达到 9%，未来市占率提升空间依然较大。

## ● 顺应汽车电动化发展之势，多方位布局底盘轻量化业务

底盘轻量化业务是公司未来发展的战略方向。公司是全球范围内少数能够同时掌握高强度钢和轻合金核心工艺的制造商。公司围绕轻量化业务布局了五大核心工艺，即锻造工艺、真空精密压铸工艺、差压铸造工艺、挤压铸造工艺及高压压铸工艺。目前，底盘业务包括副车架、控制臂、转向节等产品，底盘产品价值量高，具备较大的市场空间。目前，公司已成功进入特斯拉配套体系，为特斯拉提供副车架、底盘结构件等产品。轻量化底盘业务已成为公司保持高速增长最重要的引擎。

## ● 布局汽车电子前沿业务，智能化趋势中抢占先机

高附加值的汽车电子产品是公司向科技型企业转型而布局的核心业务。目前，公司正在积极布局智能刹车与智能转向两大核心系统，并以此积累研发能力，将产品线扩展至电子真空泵、电子水泵等第二梯队的汽车电子类产品。同时，公司紧跟国际巨头博世步伐，积极开发智能刹车系统的关键模块 IBS，预计到 2022 年，公司汽车智能刹车系统项目 IBS 产能将达到 150 万套。未来公司有望充分享受汽车智能驾驶发展带来的红利。

## ● 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.15、6.81、8.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.49、0.65 和 0.77 元。对应最新收盘价 PE 分别为 44、33 和 28 倍。综合考虑汽车行业“新四化”发展趋势，公司成功进入特斯拉配套体系，单车配套价值量价齐升，公司盈利能力持续改善等因素，给予公司 2020 年 PE 估值 36-38 倍，对应股价 23.4-24.7 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**全球新冠疫情超出预期风险，汽车行业景气度不及预期风险，主要客户销量不及预期风险，原材料价格大幅上涨风险，新业务发展进度不及预期风险

## 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,090	5,984	5,450	6,209	7,312
增长率(%)	29.3	17.6	-8.9	13.9	17.8
净利润(百万元)	738	753	515	681	814
增长率(%)	19.9	2.1	-31.6	32.1	19.6
毛利率(%)	29.0	26.9	25.6	26.1	26.4
净利率(%)	14.5	12.6	9.5	11.0	11.1
ROE(%)	11.4	10.4	6.9	8.7	9.6
EPS(摊薄/元)	0.70	0.71	0.49	0.65	0.77
P/E	30.8	30.2	44.1	33.4	27.9
P/B	3.5	3.1	3.1	2.9	2.7

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 24 日

## 推荐（首次评级）

胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

杨铎（联系人）

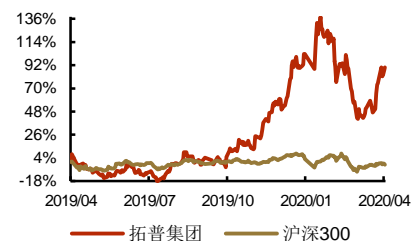
证书编号：S0280117110013

## 市场数据

时间 2020.04.24

收盘价(元):	21.54
一年最低/最高(元):	9.07/27.0
总股本(亿股):	10.55
总市值(亿元):	227.24
流通股本(亿股):	10.48
流通市值(亿元):	225.83
近 3 月换手率:	127.87%

## 股价一年走势



## 相关报告

### 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 盈利预测: 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 54.50、62.09、73.12 亿元, 增速分别为-8.9%、13.9%、17.8%; 归母净利润分别为 5.15、6.81、8.14 亿元, 增速分别为-31.6%、32.1%、19.6%; EPS 分别为 0.49、0.65、0.77 元; 按照最新收盘价对应 PE 分别为 44、33、28 倍。

2) 估值指标与目标价: 我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑汽车行业电动化、轻量化、智能化发展趋势, 各领域市场空间广阔, 公司成长空间巨大, 公司成功进入特斯拉配套体系, 单车配套价值量价齐升, 公司盈利能力持续改善等因素, 给予公司 2020 年 PE 估值 36-38 倍, 对应股价 23.4-24.7 元。

3) 投资评级: 首次覆盖给予“推荐”评级

### 关键假设

收入成本预测:

1) 受疫情影响, 预计 2020 年我国乘用车产量同比下降 8% 为 1965 万辆; 2021 年乘用车产量同比上升 5% 为 2063 万辆。

2) 橡胶减震业务: 假设橡胶减震业务市场占有率持续稳步提升, 产品价格保持稳定, 原材料成本下降, 预计 2019-2021 年收入分别为 21.08、21.67、23.95 亿元, 毛利率分别为 29.81%、30.71%、31.39%。

3) 内饰功能件业务: 假设内饰功能件业务市场占有率持续稳步提升, 产品价格保持稳定, 原材料成本下降, 预计 2019-2021 年收入分别为 20.12、20.57、23.76 亿元, 毛利率分别为 20.67%、22.12%、22.36%。

4) 底盘系统业务: 假设底盘系统业务产品销量快速提升, 国产特斯拉 2020 年产量至少达到 15 万辆, 预计 2019-2021 年收入分别为 10.62、16.77、21.80 亿元, 毛利率分别为 17.42%、18.90%、20.49%。

5) 智能刹车系统业务: 假设智能刹车系统业务稳步推进, 预计 2019-2021 年收入分别为 1.04、1.43、1.96 亿元, 毛利率分别为 35.63%、35.13%、34.54%。

### 公司核心优势及推荐逻辑

1) 汽车 NVH 业务 (橡胶减震和内饰功能件): 龙头优势, 下游需求复苏, 市占率稳步提升;

2) 底盘系统业务: 技术优势, 进入国产特斯拉供应体系, 需求量提升;

3) 智能刹车系统业务: 先发优势, 汽车行业电动化, 智能化率提升, 需求量提升。

### 投资风险

全球新冠疫情超出预期风险, 汽车景气度不及预期风险, 主要客户销量不及预期风险, 原材料价格大幅上涨风险, 新业务发展进度不及预期风险

## 公司收入历史、预测的详细拆分

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	50.90	59.84	54.50	62.09	73.12
	YOY (%)	29.25%	17.56%	-8.92%	13.92%	17.77%
	毛利	14.77	16.09	13.98	16.19	19.29
	毛利率	29.02%	26.89%	25.64%	26.07%	26.38%
橡胶减震	营业收入	22.20	23.07	21.08	21.67	23.95
	YOY (%)	14.32%	3.92%	-8.64%	2.82%	10.53%
	毛利	7.43	6.94	6.28	6.66	7.52
	毛利率	33.47%	30.08%	29.81%	30.71%	31.39%
内饰功能件	营业收入	22.98	22.18	20.12	20.57	23.76
	YOY (%)	44.98%	-3.48%	-9.29%	2.26%	15.50%
	毛利	5.47	5.24	4.16	4.55	5.31
	毛利率	23.80%	23.62%	20.67%	22.12%	22.36%
底盘系统	营业收入	3.64	11.67	10.62	16.77	21.80
	YOY (%)	45.02%	220.60%	-9%	58%	30%
	毛利	0.81	2.12	1.85	3.17	4.47
	毛利率	22.25%	18.17%	17.42%	18.90%	20.49%
智能刹车系统	营业收入	1.11	1.26	1.04	1.43	1.96
	YOY (%)	-0.89%	13.51%	-17.22%	37.04%	37.04%
	毛利	0.46	0.46	0.37	0.50	0.68
	毛利率	41.44%	36.51%	35.63%	35.13%	34.54%
其他业务	营业收入	0.96	1.64	1.64	1.64	1.64
	YOY (%)	108.70%	70.83%	0	0	0
	毛利	0.6	1.31	1.31	1.31	1.31
	毛利率	62.50%	79.88%	79.88%	79.88%	79.88%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 目 录

1、 汽车 NVH 行业龙头，积极拓展新兴业务 .....	6
2、 NVH 行业空间广阔，市场集中度较低 .....	9
3、 电动化与节能减排推动汽车轻量化发展 .....	12
4、 汽车行业技术变革，激发汽车电子需求潜力 .....	14
4.1、 新能源汽车及涡轮增压普及提升电子真空泵需求 .....	14
4.2、 电动化、智能化助推智能刹车系统发展 .....	15
5、 公司核心竞争力分析 .....	16
5.1、 产品品类持续拓展，为中长期发展增添动力 .....	16
5.1.1、 NVH 业务技术壁垒较高，公司具备同步研发能力 .....	16
5.1.2、 底盘轻量化业务产品丰富，工艺齐全 .....	17
5.1.3、 汽车电子业务为公司打开未来成长空间 .....	17
5.2、 客户结构优势明显，伴随高质量客户共同繁荣 .....	18
6、 财务分析：业绩持续改善，ROE 向上修复可期 .....	23
6.1、 公司业绩持续改善，2019Q3 归母净利增速拐点向上 .....	23
6.2、 公司资本开支收窄，ROE 修复可期 .....	24
7、 关键假设及盈利预测 .....	25
8、 估值水平与投资评级：给予公司 2020 年 36-38 倍估值，对应股价 23.4-24.7 元，首次覆盖给予“推荐”评级 .....	26
9、 风险分析 .....	26
附：财务预测摘要 .....	27

## 图表目录

图 1： 公司发展历程 .....	6
图 2： 拓普集团主要客户 .....	7
图 3： 公司实控人合计持有 66.94% 股权 .....	7
图 4： 2019 年前三季度公司营收增速为-15.50% .....	8
图 5： 公司预计 2019 年归母净利润 4.51 亿元-5.41 亿元 .....	8
图 6： 剔除福多纳并表增厚，2015 年-2018 年底盘系统业务年复合增速达 32.94% .....	8
图 7： 2019 年前三季度公司毛利率为 26.15% .....	9
图 8： 2019 年上半年公司各业务毛利率同比均出现下滑 .....	9
图 9： 汽车 NVH 零部件的具体分类图 .....	10
图 10： 轻量化技术路径 .....	13
图 11： 底盘系统核心零部件轻量化技术路线 .....	14
图 12： 2019H1 底盘系统业务营收占比提升至 20.43% .....	16
图 13： 近年来底盘系统业务营收占比快速提升 .....	16
图 14： 公司橡胶减震产品历年营收及同比增速（亿元） .....	17
图 15： 公司内饰功能件产品历年营收及同比增速（亿元） .....	17
图 16： 公司底盘轻量化业务历年营收及同比增速（亿元） .....	17
图 17： 公司智能刹车系统业务历年营收及同比增速（亿元） .....	18
图 18： 吉利汽车 2020 年销量目标为 141 万辆 .....	19
图 19： 2019 年特斯拉 Model 3 全球销量约为 30 万辆，市占率达到 14% .....	20
图 20： 2019 年特斯拉的销量占美国整个市场的 58% .....	20

图 21: 2020 年 3 月特斯拉 Model 3 销量约为 10160 辆, 市场排名第一.....	21
图 22: 2019 年美国中小豪华车市场表现.....	22
图 23: 2019 年二季度公司营收增速触底.....	23
图 24: 2019 年三季度公司归母净利润增速拐点向上.....	23
图 25: 公司 2019 年第三季度毛利率环比提升 0.61 个百分点.....	23
图 26: 2018 年公司 ROE (加权) 为 11.01%.....	24
图 27: 近年来, 销售净利率及资产周转率均出现下滑.....	24
图 28: 2019 年前三季度公司资本开支共计 6.1 亿元, 同比减少 42%.....	24
图 29: 2019 年后公司固定资产和在建工程增加趋于放缓.....	24
图 30: 近年来公司固定资产周转率和流动资产周转率出现下滑.....	25
表 1: 公司五条产品线.....	6
表 2: 国内橡胶减震市场空间.....	11
表 3: 公司橡胶减震产品在 OEM 市场的市占率情况.....	11
表 4: 国内内饰功能件市场空间.....	12
表 5: 公司内饰功能件产品在 OEM 市场的市占率情况.....	12
表 6: 轻量化对汽车能耗的改善与性能的提升.....	12
表 7: 高强度钢与铝合金性能对比.....	13
表 8: 《节能与新能源汽车制造技术路线图》目标.....	14
表 9: 电子真空泵 2020 年市场空间测算.....	15
表 10: 各国家/地区车辆制动配置主动安全的法规和技术标准体系.....	15
表 11: 上汽通用 2020 年上市新车.....	18
表 12: 吉利汽车 2020 年上市新车.....	19
表 13: 特斯拉 Model 3 对比豪华车竞品.....	21
表 14: 特斯拉 Model 3 对比国内新能源车竞品.....	22
表 15: 主营业务拆分及收入预测.....	25
表 16: 可比公司的 PE 比较.....	26



## 1、汽车 NVH 行业龙头，积极拓展新兴业务

成立于 1983 年的宁波拓普集团股份有限公司是一家技术领先的汽车零部件企业，主要致力于汽车 NVH（减震降噪）系统、动力底盘系统、智能驾驶控制系统等领域产品的研发与制造。公司在汽车 NVH 领域的技术及研发水平位居国内前列，是国内为数不多的具备整车同步研发能力的 NVH 零部件供应商之一，也是国内较早进入全球整车配套零部件采购体系的自主品牌汽车零部件生产企业。

图1： 公司发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

截至目前公司已经拓展至五条产品线：生产减震产品线、饰件产品线、底盘产品线、电子产品线、轻量化产品线等 5000 多个产品。

表1： 公司五条产品线

减震产品线		饰件产品线		底盘产品线		电子产品线		轻量化产品线	
动力总成 悬置		汽车内 饰件		副车架		IBS		减震塔	
衬套		行李箱 饰件		控制臂		电子 真空泵		扭力梁	
橡胶金属件		内饰 材料		转向节		电子 水泵		底盘支架	
曲轴扭转 减震器		隔音 隔热垫				制动真空 开关		纵梁	
铝压铸						电子稳定 控制系统		车身 B 柱	

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

凭借领先的研发技术、制造技术、质量管理和全球供应能力，公司与国内外多家汽车制造商建立了良好的技术合作关系，进行多类子系统与汽车的匹配设计，实现同步设计研发，支持全球项目的开展，已成为奥迪、宝马、克莱斯勒、通用、吉利、福特、奔驰、保时捷、大众等汽车制造商的全球供应商。

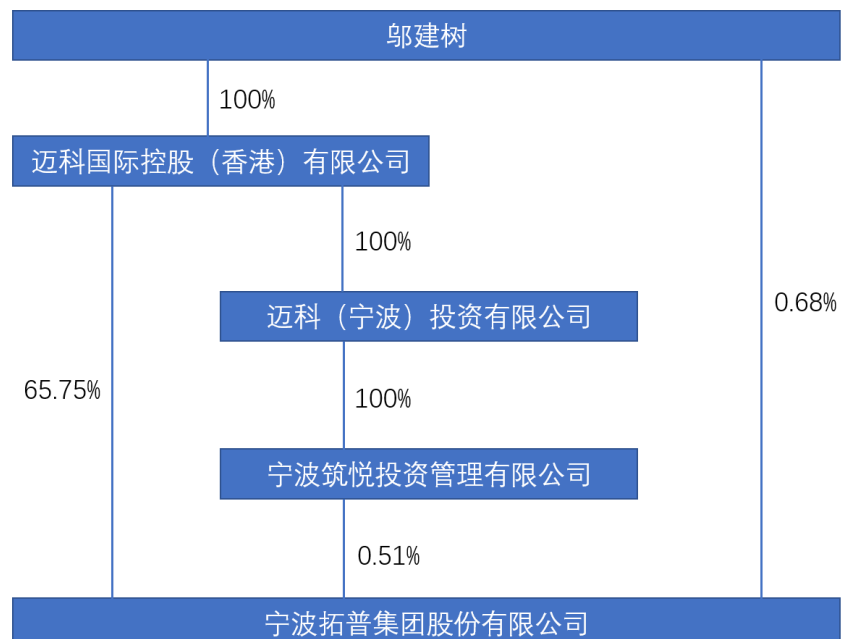
**图2：拓普集团主要客户**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司股权结构清晰，当前公司实际控制人邬建树先生通过持有迈科国际控股（香港）有限公司 100% 股权，直接和间接合计持有拓普集团 66.94% 的股权。

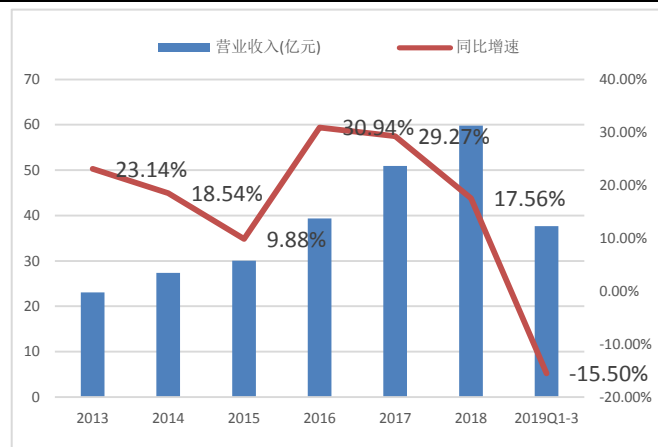
**图3：公司实控人合计持有 66.94% 股权**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

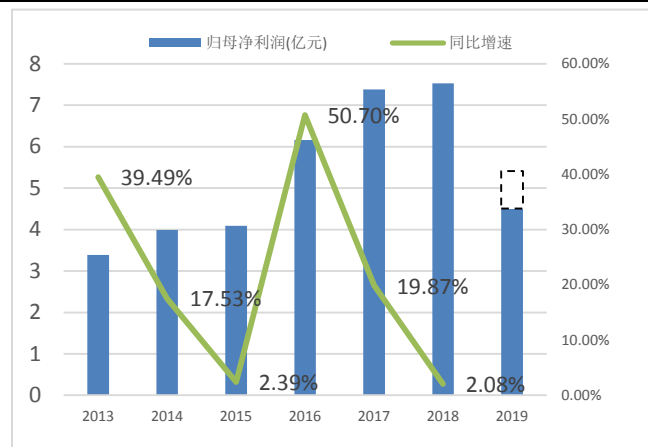
公司自 2015 年上市以来，便进入了发展的快车道，至 2018 年公司营收规模接近翻番，年复合增速达到 25.78%。而近年，由于汽车行业景气度下滑，导致公司营收增速及归母净利润增速均有所下滑。2019 年三季报显示，前三季度公司实现营收 37.66 亿元，同比下滑 15.50%。根据公司 2019 年年度业绩预减公告显示，公司预计 2019 年实现归母净利润 4.51 亿元至 5.41 亿元，同比下降 28.18%至 40.13%。

**图4： 2019 年前三季度公司营收增速为-15.50%**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

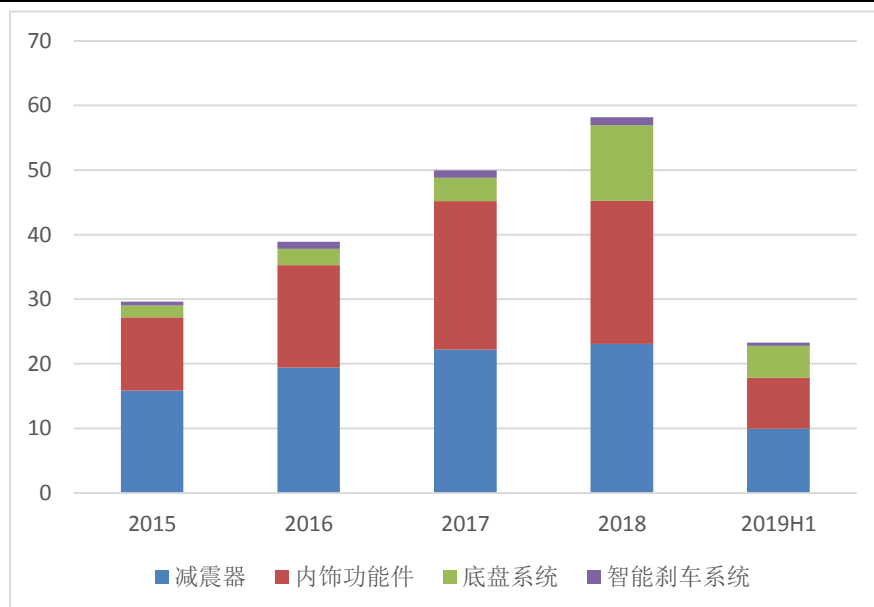
**图5： 公司预计 2019 年归母净利润 4.51 亿元-5.41 亿元**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从公司业务构成来看，减震和内饰功能件业务是公司的主要收入来源，2018 年减震和内饰功能件业务营收为 45.25 亿元，2015 年-2018 年年复合增速为 18.50%；底盘系统业务近年来发展迅速，2018 年实现营收 11.67 亿元，剔除 7.3 亿福多纳并表增厚，2015 年至 2018 年，底盘系统业务营收年复合增速达到 32.94%，成为公司新的盈利增长点。智能刹车系统业务目前营收占比较小，未来随着项目的推进，将为公司打开新的盈利增长空间。

**图6： 剔除福多纳并表增厚，2015 年-2018 年底盘系统业务年复合增速达 32.94%**

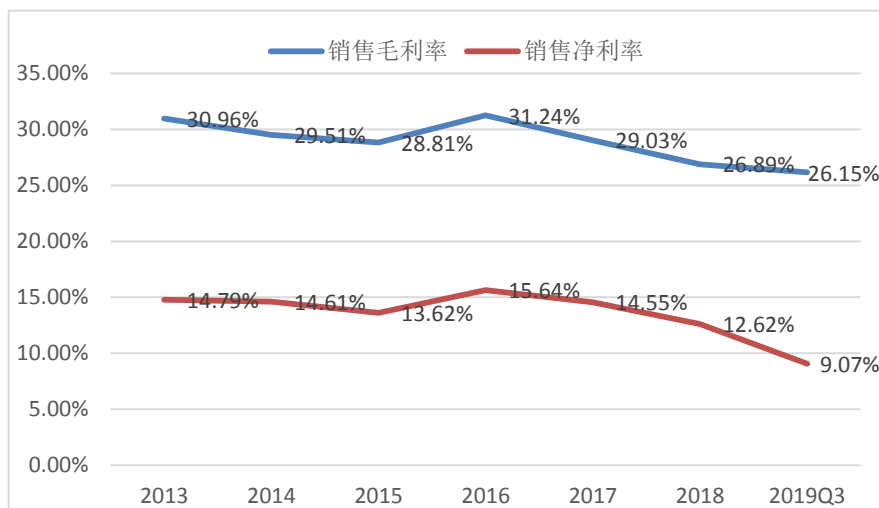


资料来源：公司公告，新时代证券研究所



毛利率方面，由于乘用车市场低迷，下游客户的年降压力以及新增产能投产带来的折旧增加导致了公司近年来毛利率有所下滑，2019年前三季度公司毛利率为26.15%。

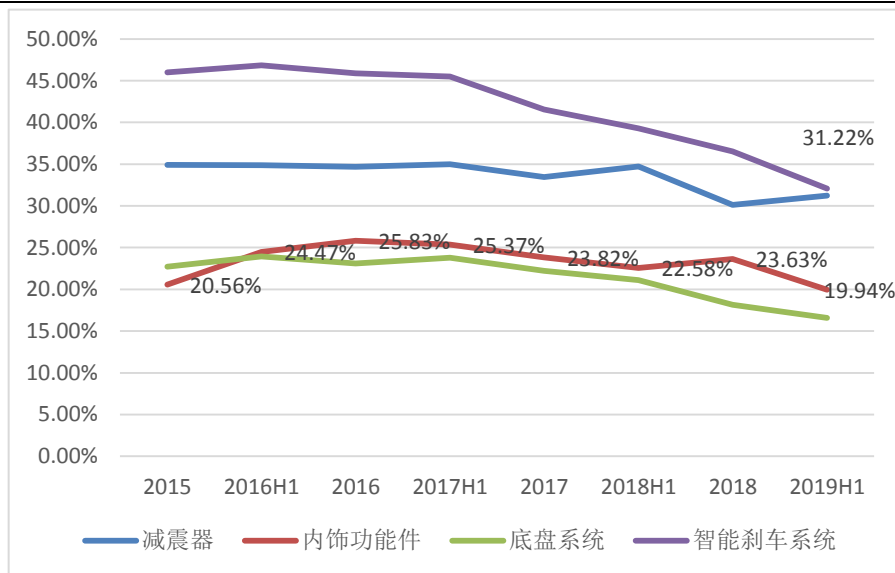
**图7： 2019年前三季度公司毛利率为26.15%**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

分业务来看，2019年上半年公司各业务毛利率同比均出现下滑，主要是原材料和人工成本上升，以及固定资产折旧导致。

**图8： 2019年上半年公司各业务毛利率同比均出现下滑**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2、NVH 行业空间广阔，市场集中度较低

汽车 NVH 零部件通常分为减震产品和降噪产品两大类。

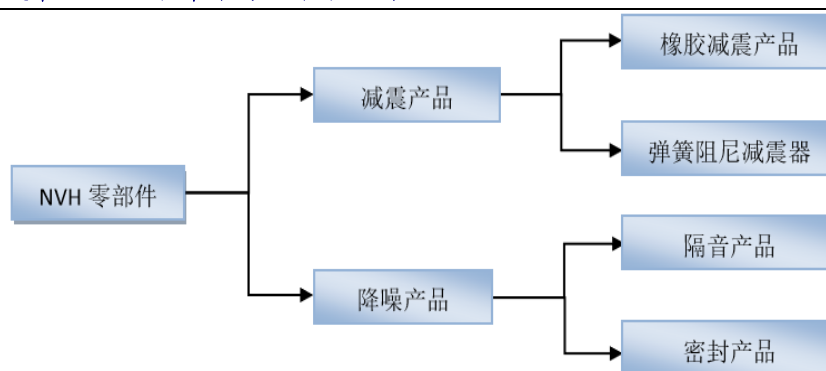
减震产品主要包括橡胶减震产品和弹簧阻尼减震产品，其中橡胶减震产品在整

车系统中的分布最为广泛，用于动力总成、车身、底盘等各类结构件之间的弹性连接和缓冲；弹簧阻尼减震器主要包括各类悬架弹簧及液压筒式减震器，起到轮胎和车身的弹性连接和提供阻尼的作用。

降噪产品主要包括**隔音产品**和**密封产品**，隔音产品涵盖范围很广，主要分布于发动机舱、乘员厢、行李厢和底盘，其中如顶棚、主地毯等在内的大部分内饰件也同时是车内噪声控制的重要零部件，因此在 NVH 领域也往往被作为隔音产品进行考虑；密封产品主要是指各类门、窗密封条，主要通过密封来隔绝空气噪声的传递。

目前，公司主要有**橡胶减震**和**隔音**两大类产品。

图9：汽车 NVH 零部件的具体分类图



资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

汽车橡胶减震市场包括 OEM 市场和 AM 市场，OEM 市场对供应商的资金实力、生产规模、配套能力、技术水平和成本等方面都有一定的要求，行业内只有部分厂家能够进入到乘用车 OEM 市场，而 AM 市场门槛相对较低，供应商数量较多，市场竞争相对更加激烈。

我们对橡胶减震市场空间做了初步测算

OEM 市场空间：

假设一：受疫情的影响，预计 2020 年乘用车产量同比下降 8% 为 1965 万辆；2020 年乘用车销量同比下降 10% 为 1930 万辆；2021 年乘用车产量同比上升 5% 为 2063 万辆；2021 年乘用车销量同比上升 5% 为 2026 万辆。

假设二：根据公司经营数据显示，2015 年公司每套橡胶减震产品价格约为 509.39 元，且每年价格有一定幅度的下降，假设年降幅度为 2.1%，预计 2019 年、2020 年、2021 年每套价格分别约为 467.96 元、458.13 元、448.51 元。假设以公司当年单套产品的价格作为当年 OEM 市场平均价格。

AM 市场空间：

假设一：乘用车保有量的变化只考虑新增乘用车量。

假设二：参考《汽车工业 NVH 橡胶减震元件行业现状、市场需求与发展展望》<sup>1</sup>，橡胶减震元件的使用寿命一般为 10 万公里，以国内每辆汽车使用寿命为行驶 30 万公里计算，每辆汽车在使用寿命期间需正常更换两次 NVH 橡胶减震元件。以每辆汽车平均 5 年行驶 10 万公里计算，则汽车在 10 年内需要更换两次 NVH 橡胶减

<sup>1</sup> 苏丽俐，李洪亮. 汽车工业 NVH 橡胶减震元件行业现状、市场需求与发展展望[J]. 中国橡胶. 2013

震元件。以 2015 年为例，公司每套橡胶减震产品价格约为 509.39 元，分摊到每年约为 101.88 元，预计 2019 年、2020 年、2021 年每套价格分别约为 93.59 元、91.63 元、89.70 元。

**表2：国内橡胶减震市场空间**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
乘用车 产量(万辆)	2107.94	2442.07	2480.67	2352.94	2136.02	1965.14	2063.39
OEM 市场 平均单价(元)	509.39	498.00	488.00	478.00	467.96	458.13	448.51
OEM 市场 空间(亿元)	107.38	121.62	121.06	112.47	99.96	90.03	92.55
乘用车保有 量(亿辆)	1.44	1.68	1.93	2.17	2.38	2.58	2.78
AM 市场 平均单价(元)	101.88	99.60	97.60	95.60	93.59	91.63	89.70
AM 市场 空间(亿元)	146.70	167.33	188.37	207.45	222.75	236.40	249.37
橡胶减震 市场空间(亿元)	254.08	288.95	309.43	319.92	322.70	326.42	341.92

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

根据公司的经营数据，公司橡胶减震产品在 OEM 市场的市占率逐年提升，2018 年市占率达到 17%，保守预计 2019 年市占率仍为 17%，营收规模约为 21.08 亿元；预计 2020 年市占率提升至 19%，营收规模约为 21.67 亿元。

**表3：公司橡胶减震产品在 OEM 市场的市占率情况**

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市占率	11%	12%	15%	17%	17%	19%	20%

资料来源：新时代证券研究所测算

汽车隔音产品（内饰功能件产品）通常仅在汽车发生事故的情况下，才可能发生更换，故 AM 市场容量很小，可忽略不计。因此隔音产品的国内市场容量与其国内 OEM 市场容量大致相等，各企业主要服务于 OEM 市场。由于隔音产品的技术门槛相对较低，因此市场竞争比橡胶减震产品 OEM 市场更为充分。

内饰功能件市场空间测算：

假设一：受疫情的影响，2020 年乘用车产量同比下降 8% 为 1965 万辆；2021 年乘用车产量同比上升 5% 为 2063 万辆；

假设二：根据公司经营数据显示，2015 年公司每套橡胶减震产品价格约为 509.39 元，且每年价格有一定幅度的下降，预计 2019 年、2020 年、2021 年每套价格分别约为 467.96 元、458.13 元、448.51 元。假设以公司当年单套产品的价格作为当年 OEM 市场平均价格。

**表4：国内内饰功能件市场空间**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
乘用车 产量(万辆)	2107.94	2442.07	2480.67	2352.94	2136.02	1965.14	2063.39
OEM 市场 平均单价(元)	918.20	915.02	888.01	862.01	844.05	826.47	809.25
OEM 市场 空间(亿元)	193.55	223.46	220.29	202.82	180.29	162.41	159.03

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

根据公司的经营数据，公司内饰功能件产品在 OEM 市场的市占率逐年提升，2018 年市占率达到 9%，保守预计 2019 年市占率仍为 9%，营收规模约为 20.12 亿元；2020 年市占率提升至 10%，营收规模约为 20.57 亿元。

**表5：公司内饰功能件产品在 OEM 市场的市占率情况**

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市占率	5%	6%	8%	9%	9%	10%	11%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

总体来看，汽车 NVH 行业的空间较大，参与企业众多，市场集中度不高。而公司无论是在技术与资金实力上都具有较大优势，处于行业龙头地位，我们看好公司未来在该领域份额的持续提升。

### 3、电动化与节能减排推动汽车轻量化发展

所谓汽车轻量化就是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，大幅减低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性能及续航里程，减少燃料消耗，降低排气污染，甚至提升汽车操作性及安全性。汽车轻量化符合汽车行业电动化及节能减排的发展趋势，市场前景广阔。

**表6：轻量化对汽车能耗的改善与性能的提升**

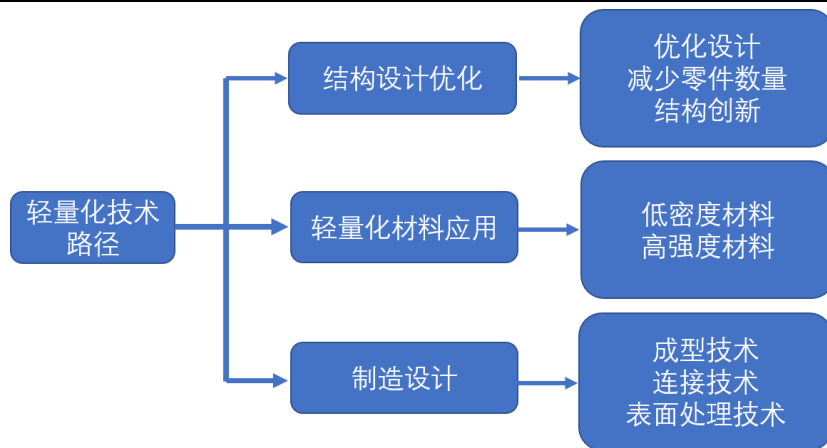
改善方面	改善效果
续航里程	新能源汽车每减重 10%，续航能力可增加 5%~8%
	纯电动汽车每减重 100kg，续航里程可提升 10%-11%
	减少 20% 的电池成本，20% 的日常损耗成本
节能减排	汽车每减重 10%，油耗可减少 6%~8%
	新能源汽车每减重 10%，电能消耗可以减少 6.3%
	汽车重量每降低 100kg，每百公里可节约 0.6L 燃油
	二氧化碳排放可减少约 10g/Km
加速性能	汽车整备质量减少 100kg，汽车加速性能提高 8-10%
零部件性能	对承载梁的刚强度要求相对降低
	对制动系统的要求相对降低
	相同续航里程，对汽油箱的容量要求减少

资料来源：腾讯网，搜狐汽车，新时代证券研究所

目前，实现轻量化主要有三种技术路径：1）优化车身结构的轻量化设计，利用结构解析和 CAD、CAE 等技术进行结构的优化设计，以减少无用材料、减轻壁

厚、减少零部件数量等，如：模块化集成设计、结构拓扑优化。2）运用先进的制造工艺技术，如激光拼焊、辊压成形、高强度钢热成形、内高压成形等先进制造技术，结构胶粘接和异种材料铆接等先进连接技术。3）应用高强度和轻质材料，比如高强度钢材、超高强度钢板、铝合金、镁合金、工程塑料及纤维增强复合材料等。

**图10：轻量化技术路径**



资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

从技术路径看，先进高强钢、铝镁合金、碳纤维复合材料是目前车企探索的三大方向。其中，铝合金凭借更加优秀的性能，更受车企的青睐，值得一提的是，铝代钢的结构设计优化可以实现二次减重，效果可直接减重 50%-100%。相关研究表明，汽车使用 1 kg 铝可替代自重 2.25 kg 钢材，减重比例高达 125%，整个使用寿命周期内可减少废气排放 20 kg。由此可见，铝合金凭借其高强度、可循环性、耐腐蚀、密度低等优质性能成为汽车减重优质材料，铝材在汽车上的使用量将快速增长，汽车用铝将进入黄金期。

**表7：高强度钢与铝合金性能对比**

材料性能比较	高强度钢（NiCrMo）	铝合金（A2024）
密度（g/cm <sup>3</sup> ）	7.8	2.8
抗拉强度（MPa）	1470	422
抗拉模数（GPa）	206	74
比强度（m）	188	152
比模量（km）	26.4	26.7
质量减轻比率（相比于钢制件）	小于 10%	30%
价格（万元/吨）	1-1.5	1.8-2
优点	制造技术成熟，成本低廉	质量轻、耐腐蚀、强度较高、易于加工、表面美观、回收成本低
缺点	比强度低，轻量化效果有限	加工难度较钢材高，焊接性能差，铝成本较高

注：比强度=抗拉强度/密度；比模量=抗拉模数/密度

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

根据《节能与新能源汽车制造技术路线图》目标要求到 2030 年：高强钢应用比例大幅增加；单车用铝量超过 350kg；单车用镁合金 45kg；碳纤维使用量占车重 5%。目前，国际主流车型的高强度钢占车身的比例已达 70%以上，其中自主品牌

中高强度钢的应用已达 45%。据了解，中国是高强度钢应用最普遍的国家，车身使用比例接近 50%，预计未来可高达 60-65%，但是超高强度和先进高强度钢材大幅落后，目前使用比例仅有 5%，预计未来将有 3 倍提升空间。

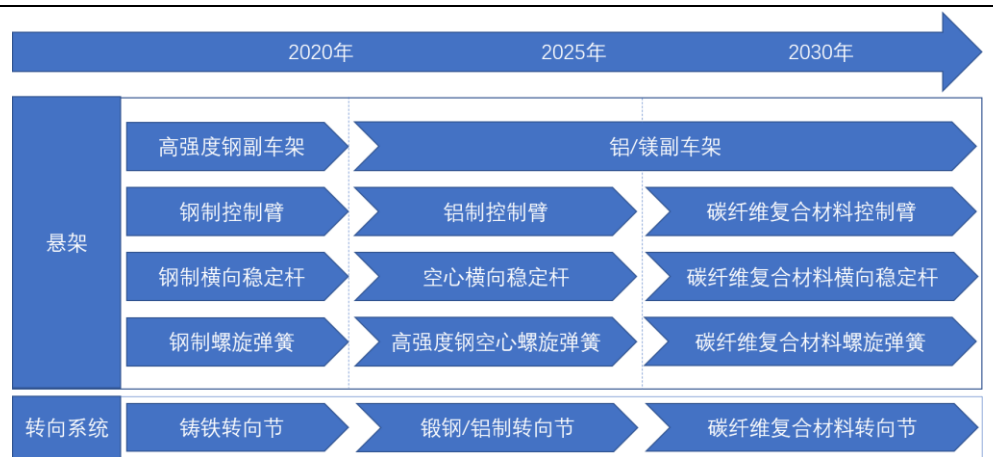
**表8: 《节能与新能源汽车制造技术路线图》目标**

	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%
乘用车新车平均油耗	5.0L/100km	4.0L/100km	3.2L/100km
商用车平均油耗	较 2015 年降低 10%	较 2015 年降低 15%	较 2015 年降低 20%
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白车身重量的 30%	2000MPa 级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量超过 190kg	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg

资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

目前，公司在底盘系统轻量化领域积极拓展，无论是在高强度钢还是铝合金轻量化方面都有布局，通过为客户提供互换性解决方案，增加客户选择。公司主要产品包括控制臂、转向节、副车架等。根据新思界数据显示，2018 年铝合金底盘零部件市场规模为 70 亿左右，预计 2024 年，中国铝合金底盘零部件市场规模将超 300 亿元。以公司 2018 年底盘系统业务营收 4.37 亿元（除去福多纳营收 7.3 亿元）计算，公司在铝合金底盘零部件市场占有率仅为 6.24%，未来成长空间广阔，我们认为公司未来将充分享受到汽车行业电动化、轻量化发展变革的红利。

**图 11: 底盘系统核心零部件轻量化技术路线**



资料来源：立鼎产业研究网，新时代证券研究所

## 4、汽车行业技术变革，激发汽车电子需求潜力

### 4.1、新能源汽车及涡轮增压普及提升电子真空泵需求

传统乘用车制动是通过真空助力器放大并推动液压系统对车轮产生制动力。一般真空助力器通过发动机工作时吸入空气在进气歧管产生的真空。然而，近年来，涡轮增压、混合动力汽车及新能源汽车渗透率不断提升，上述技术变革导致发动机进气歧管提供给真空助力器的真空度不足，加装真空泵便是目前解决上述问题的首选方案。



真空泵主要有电子式与机械式两种形式，电子真空泵相较于机械式更为先进智能。电子真空泵是通过电机直接驱动产生真空源，抽气速率等不受发动机工况影响，可为助力器提供稳定的真空源。目前，电子真空泵是涡轮增压及新能源汽车制动助力的标准配置。

受疫情的影响，我们预计 2020 年乘用车产量同比下降 8% 为 1965 万辆。根据盖世汽车研究院预测，2020 年我国乘用车涡轮增压渗透率将达到 48%。根据新产业智库预测，2020 年我国新能源乘用车产量约为 122 万辆。因此，2020 年电子真空泵的需求有望达到 1065 万件左右，若按电子真空泵单价 260 元/件计算，电子真空泵市场有望达到 28 亿左右。未来随着涡轮增压的渗透率的提升、混合动力及新能源汽车销量的持续增加，电子真空泵的市场空间将进一步扩大。

**表9： 电子真空泵 2020 年市场空间测算**

	乘用车涡轮增压渗透率	乘用车产量（万辆）	新能源乘用车产量（万辆）	EVP 单价（元）	市场空间（亿元）
2020 年	48%	1965	122	260	28

资料来源：盖世汽车研究院，新产业智库，新时代证券研究所

## 4.2、电动化、智能化助推智能刹车系统发展

电动化、智能化是未来汽车发展的趋势，国内外的各大汽车厂商均已做出智能驾驶和自动驾驶方面的战略部署。智能刹车系统（IBS）是自动驾驶执行层的核心零部件，为自动驾驶汽车的快速发展创造了重要基础。

此外，安全性指标一直是汽车领域的核心标准之一。越来越多的车型都已将主动安全系统作为标准配置。其中就包括紧急自动刹车系统（AEB）、车身电子稳定系统（ESC）、主动车道保持、自适应巡航控制和自动泊车技术等，上述系统均需智能刹车系统作为执行机构。近年来，欧美等国家均制定了车辆制动配置主动安全的法规和技术标准体系。未来或将会有更多的主动安全系统强制性安装要求政策推出，为主动安全系统创造更大的市场空间。

**表10： 各国家/地区车辆制动配置主动安全的法规和技术标准体系**

国家/地区	年份	具体措施
欧洲	2012 年	欧盟出台规定要求 2014 年出产的新车必须装备 AEB 功能
	2014 年	Euro NCAP 将 ADAS 评分权重由 10% 调整为 20%，并正式将 AEB 纳入评分体系，没有装备 AEB 系统的车型将很难获得五星评价
	2015 年	欧洲新生产的重型商用车将强制安装 LDW 及 AEB 系统
	2016 年	Pedestrian-AEB（对行人的紧急制动系统）将成为新车评估测试的必要条件
	2017 年	四星以上新车必须配备 ADAS 系统
美国	2014 年	美国 IIHS 的碰撞测试于 2014 年引入了碰撞预防系统评价体系，并明确规定，如果车辆不具备碰撞警告系统或自动制动功能，不能获得最高的“Top Safety Pick+”评价
	2015 年	美国交通运输部（NHTSA）宣布，从 2018 年开始就重新调整五星级评价制度，安全技术的要求越来越高，其中标配 AEB 功能是新车获得五星评价的必要条件。
	2016 年	大众、通用和丰田等二十家车企签订协议，到 2022 年将 AEB 系统作为标准配置
日本	2014 年	日本 JNCAP 首度进行了预防碰撞安全测试，针对 AEB 和 LDW 系统进行安全评估

国家/地区	年份	具体措施
	2016 年	2016 年起强制要求新车安装 AEB（对行人的紧急制动系统）
中国	2016 年	中国 C-NCAP 发布 2018 版评分方案，主动安全的评分权重提高至 15%，并增加了 AEB 的追尾和行人评分项目。2018 年起，只有安装 AEB（对行人的紧急制动系统）才能获得五星认证

资料来源：高工智能，新时代证券研究所

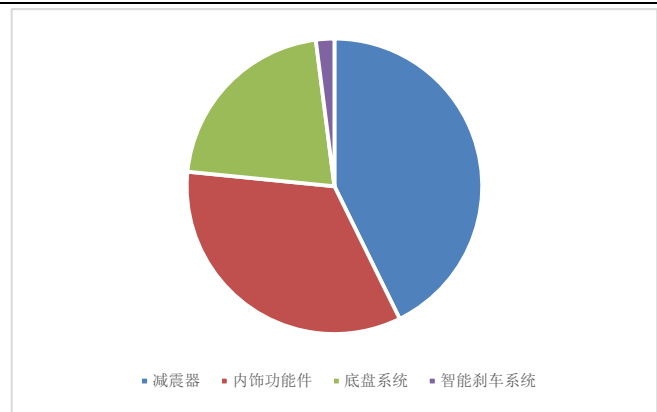
对于自动驾驶汽车和主动安全系统，IBS 作为执行层的关键模块，发挥极其重要的作用。同时，对于新能源汽车而言，常规的真空助力刹车系统无法使用，需要新结构的刹车系统替代。而 IBS 具有高效、响应速度快、可拓展性强的优势，并能实现主动安全的功能，是新能源汽车的最佳制动解决方案。未来随着智能汽车产业链的快速爆发和新能源汽车市场规模的快速增长，将给智能刹车系统创造巨大的市场空间。根据立木信息咨询数据显示，2020 年 IBS 市场规模在 25 亿元左右。

## 5、公司核心竞争力分析

### 5.1、产品品类持续拓展，为中长期发展增添动力

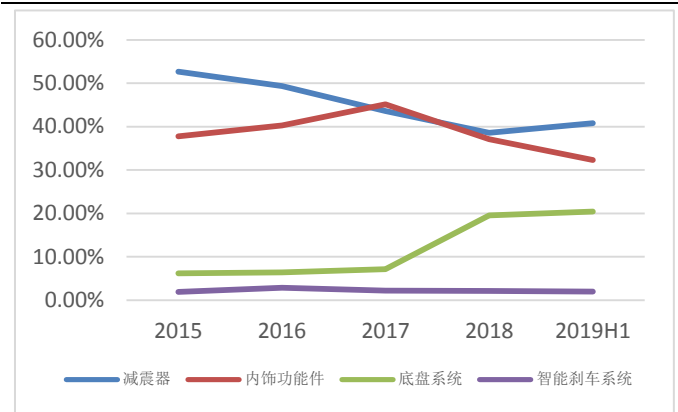
公司顺应汽车行业发展变革之势，在夯实原有业务线的基础上，积极拓展轻量化业务与汽车电子业务。截至 2019H1，减震器业务营收占比 40.77%，内饰功能件营收占比 32.32%，底盘系统营收占比 20.43%，智能刹车系统营收占比 1.93%。减震和内饰功能件业务依然是公司的主要收入来源。底盘系统业务近年来发展迅速，2018 年并表福多纳，2019H1 实现营收 4.98 亿元，成为公司新的盈利增长点。智能刹车系统业务目前营收占比较小，未来随着项目的推进，将为公司打开新的盈利增长空间。

图12： 2019H1 底盘系统业务营收占比提升至 20.43%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图13： 近年来底盘系统业务营收占比快速提升

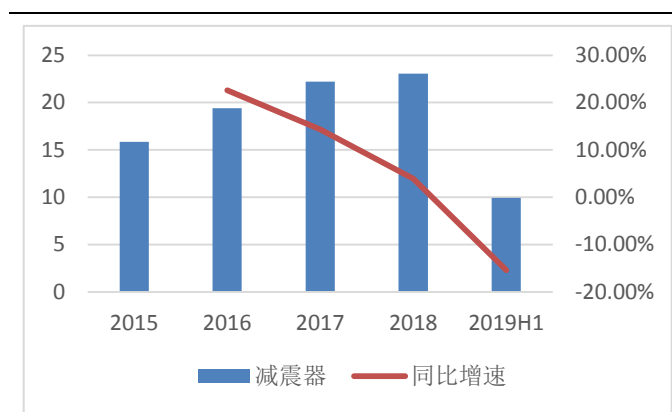


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

#### 5.1.1、NVH 业务技术壁垒较高，公司具备同步研发能力

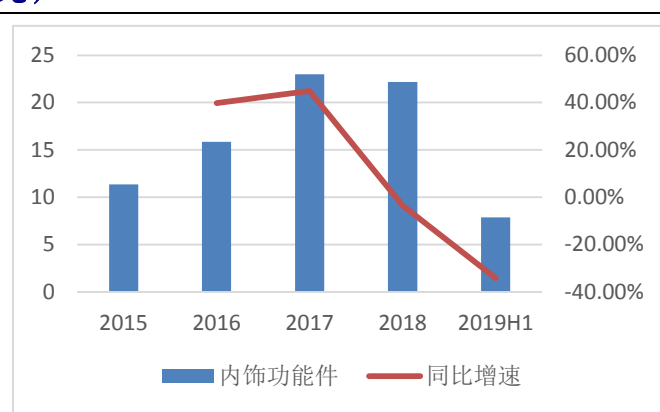
公司是国内少数具有 NVH 同步研发能力与系统集成能力的优质供应商之一。其中减震器产品包括：动力总成悬置、衬套、橡胶金属件、曲轴扭转减震器、铝压铸等；内饰功能件产品包括：汽车内饰件、行李箱饰件、内饰材料、隔音隔热垫等。汽车 NVH 行业 OEM 市场存在较高的资质壁垒和较高的技术壁垒，公司凭借自身的技術优势，在该领域业务市占率持续提升，为公司提供稳定的业绩支撑。

图14: 公司橡胶减震产品历年营收及同比增速(亿元)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图15: 公司内饰功能件产品历年营收及同比增速(亿元)

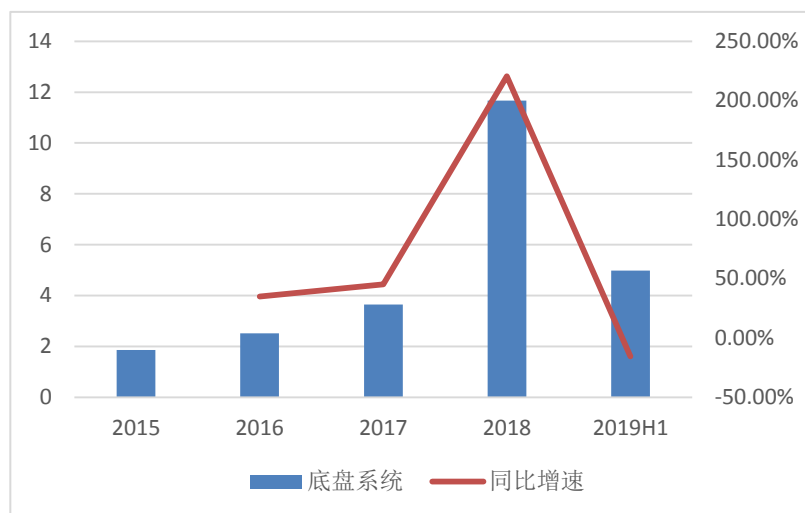


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 5.1.2、底盘轻量化业务产品丰富, 工艺齐全

公司是全球范围内少数能够同时掌握高强度钢和轻合金核心工艺的制造商。公司围绕轻量化业务布局了五大核心工艺, 即锻造工艺、真空精密压铸工艺、差压铸造工艺、挤压铸造工艺及高压压铸工艺。目前, 底盘业务包括副车架、控制臂、转向节等产品, 底盘产品价值量高, 具备较大的市场空间。底盘轻量化项目是目前公司保持高速增长最重要的引擎。

图16: 公司底盘轻量化业务历年营收及同比增速(亿元)



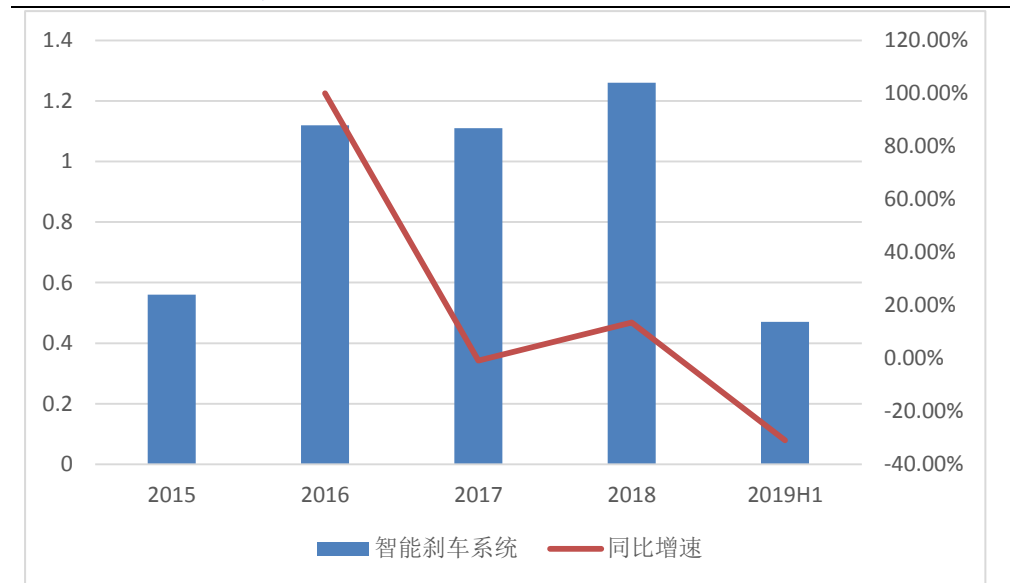
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 5.1.3、汽车电子业务为公司打开未来成长空间

高附加值的汽车电子产品是公司向科技型企业转型而布局、面向未来的核心业务。公司先后研发了柱塞式电子真空辅助泵(一代泵)、叶片式电子真空辅助泵(二代泵)和面向新能源汽车的叶片式电子真空独立泵等三代产品, 向多家海内外客户供货。根据募投项目计划, 预计到2022年, 公司电子真空泵项目产能将达到260万套。公司的汽车智能刹车系统项目IBS, 鉴于2017年9月国内某外资车企因同

类产品的控制软件问题召回 3 万余辆新款车型。为确保 IBS 的可靠性，公司决定进一步改进该产品的设计、提高测试标准并延长测试周期提高安全冗余，预计到 2022 年，公司汽车智能刹车系统项目 IBS 产能将达到 150 万套。

**图17： 公司智能刹车系统业务历年营收及同比增速（亿元）**





资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 5.2、客户结构优势明显，伴随高质量客户共同繁荣

近年来，公司不断拓展客户并伴随着主要客户的爆发式增长而快速发展。公司作为通用汽车的供应商，从上汽通用起逐步深化合作拓展至通用全球。公司于 2015 年 12 月获得通用汽车 E2XX 全球平台未来 8 年总计 10 亿的汽车 NVH 液压减震器订单。2016 年 10 月获得通用汽车全球同步研发项目，对应 GEM 整车平台，该平台规划生命周期 6 年，主要涉足巴西、墨西哥和中国等地区，项目预计为公司增加约 16.8 亿元收入。2020 年新车规划方面，上汽通用旗下别克英朗和雪佛兰科鲁泽将新增型号为 L2B 的 1.5 升四缸发动机车型来扭转单一“三缸机”所带来的销量下滑；同时，别克、雪佛兰也将推出多款改款及新款车型，包含传统燃油车及新能源车；此外，凯迪拉克在豪车第二阵营中的领跑优势依然明显。我们预计上汽通用的销量较去年将有较为明显的改善。

**表11： 上汽通用 2020 年上市新车**

	车型	细分市场
	凯迪拉克 CT4	中型轿车
	别克新款 GL8	MPV
	别克新款君威	中级轿车
	别克微蓝 PHEV	MAV
	别克 VELITE 7	小型纯电 SUV

	车型	细分市场
	雪佛兰开拓者	中大型 SUV
	雪佛兰畅巡	紧凑纯电 SUV

资料来源：汽车之家，新时代证券研究所

吉利汽车作为公司最主要客户之一，2015 年至 2017 年，吉利汽车迎来强产品周期，销量增速分别为 26.49%、48.40%、63.32%。2020 年吉利汽车的销量目标为 141 万辆，同比增速为 3.40%，或就此开启新一轮爆发周期。

**图18： 吉利汽车 2020 年销量目标为 141 万辆**



资料来源：易车网，新时代证券研究所

吉利目前在售的车型中，多款车单一月销量过万，在轿车与 SUV 双市场中均表现抢眼。从产品结构来说，吉利在轿车和 SUV 两个领域都有丰富的布局，并且两个市场的表现都很出色，在市场趋势不断变换的时候，也不会由于产品偏重布局导致销量受到影响。从车型分布来说，吉利的入门级产品得到了充分的市场认可，在消费级产品方面也同样收获了不俗的口碑，产品市场宽度大，能满足主流消费群体的购车需求，为销量的不断提升奠定了基础。

**表12： 吉利汽车 2020 年上市新车**

	车型	细分市场
	吉利 icon	紧凑 SUV
	吉利豪越	中型 SUV
	Preface 量产版	中型轿车
	领克 05	轿跑 SUV
	领克 06	紧凑 SUV
	几何 C	纯电 SUV

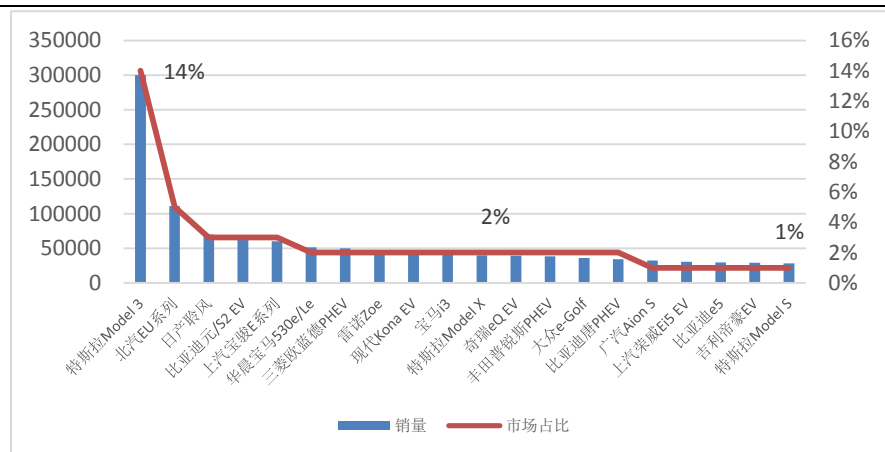
资料来源：汽车之家，新时代证券研究所



特斯拉方面，公司于 2016 年收到特斯拉供应商定点书，被认可向特斯拉供应轻量化铝合金底盘结构件，应用于特斯拉 Model 3 车型，单车配套价值大约为 700-800 元。公司于 2019 年进入到国产特斯拉 Model 3 的配套体系，为其提供底盘零部件以及内饰件等，单车价值量上升至 6000 元左右。

根据 EV Sales 数据显示，2019 年全球新能源汽车销量约为 221 万辆，同比增长 10%。特斯拉击败全球销量“四冠王”比亚迪成为新的销量王者。其以超出比亚迪 13.8 万辆的销量，成为全球新能源车中最畅销的车企，市占率达到 17%。其中特斯拉 Model 3 是当年销量最高的电动车车型，全球销量约为 30 万辆，市占率达到 14%，爆款气质显现无疑。

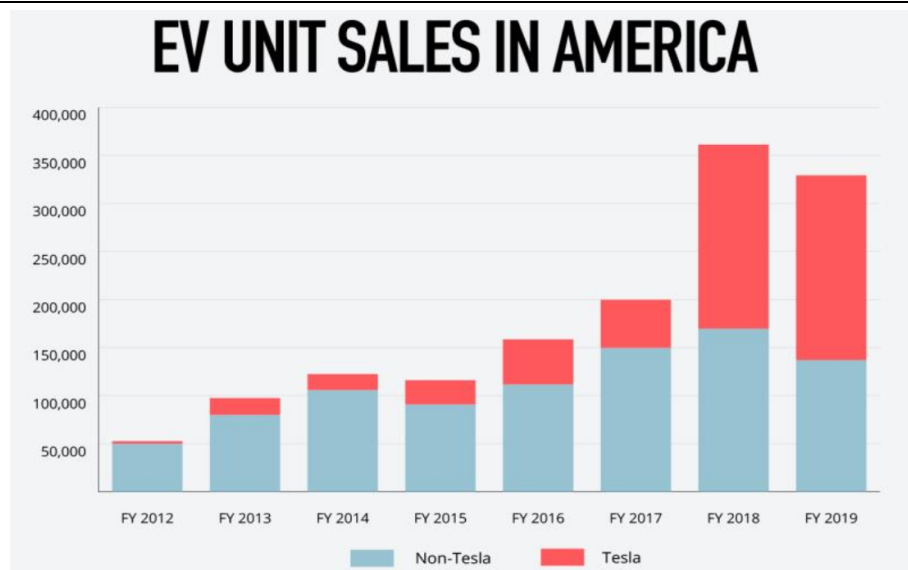
**图19： 2019 年特斯拉 Model 3 全球销量约为 30 万辆，市占率达到 14%**



资料来源：EV Sales，电动湃，新时代证券研究所

特斯拉在美国市场表现同样强势，据 wind 资讯数据显示，美国 2012 年电动车销量为 52607 辆，到 2019 年销量增长到 329266 辆，年复合增速为 30%。2012 年特斯拉 Model S 上市销售，当年销量为 2650 辆，到 2019 年三款车型销量共计 192250 辆，销量快速增长，年复合增速达到 84%。特斯拉销量增速大幅跑赢市场整体表现。2019 年，特斯拉的销量占美国整个市场的 58%。

**图20： 2019 年特斯拉的销量占美国整个市场的 58%**

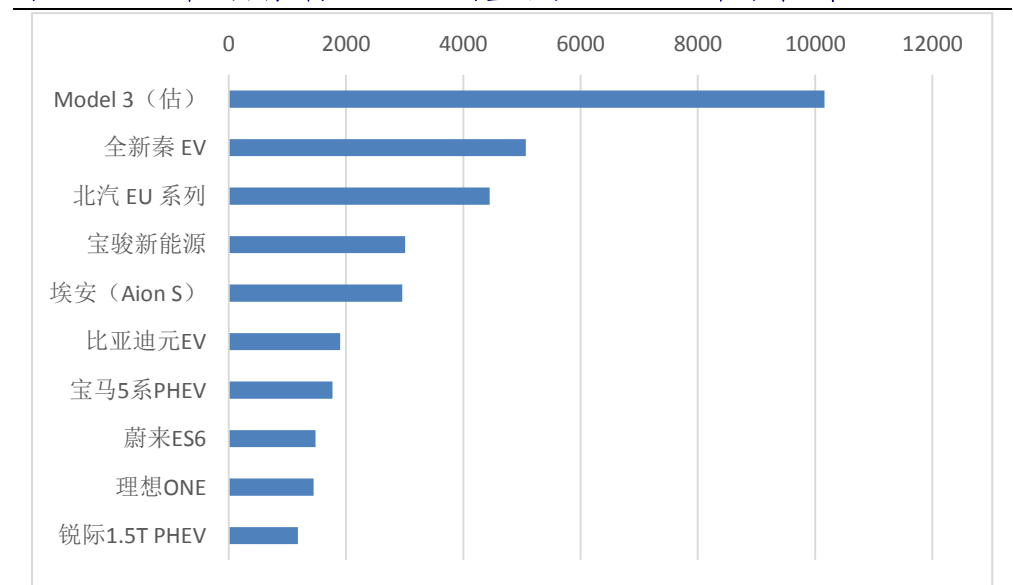


资料来源：wind 资讯，新时代证券研究所



未来特斯拉在中国市场的表现，大概率会复制其在全球及美国市场的表现，并且此种势头已经初步显现。据乘联会数据显示，特斯拉 2020 年 3 月约交付了 10160 辆车，销量逆势上涨，排名第一。

**图21: 2020 年 3 月特斯拉 Model 3 销量约为 10160 辆，市场排名第一**



资料来源：乘联会，新时代证券研究所

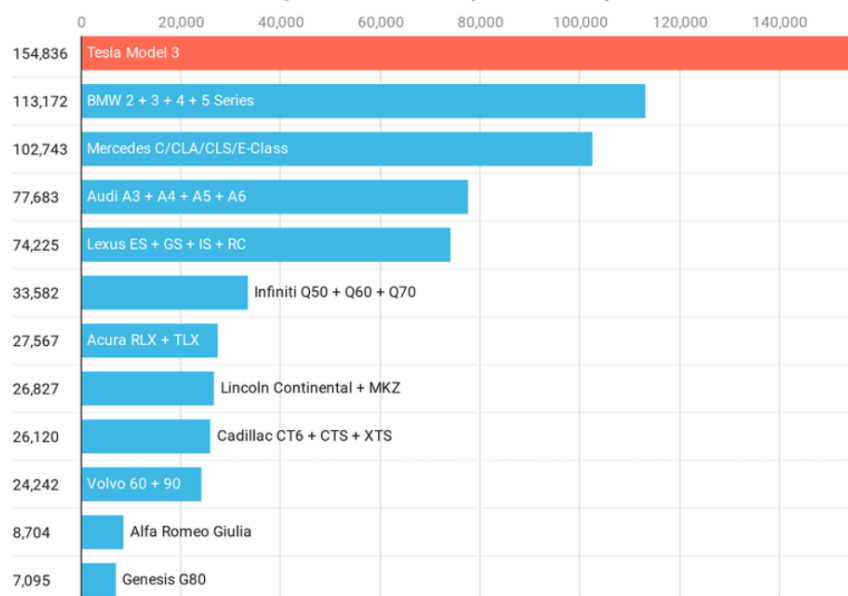
目前，国产 Model 3 的售价已经下探到 30 万以下，表现出极强的产品力。与豪华燃油车竞品高动力版本相比，Model 3 在性能方面表现不落下风，且有一定的价格优势；与豪华车竞品低功率版本相比，Model 3 的性能方面表现优于前者，且二者价格重叠。

**表13: 特斯拉 Model 3 对比豪华车竞品**

车型	低功率版本竞品			特斯拉	高动力版本竞品		
	宝马 3 系改款 325Li 首发版	奔驰 C 级 L 时尚型运动版	奥迪 A4L 40 TFSI 时尚致雅型	Model 3 标准续航后驱升级版	宝马 3 系 330Li xDrive M 运动曜夜套装	奔驰 C 级 C 300 L 运动版	奥迪 A4L 45 TFSI quattro 甄选致雅型
指导价	32.39 万	31.58 万	32.00 万	32.28 万	40.99 万	47.48 万	40.00 万
0-100km/h 加速	8.1s	9.4s	8.2s	5.6s	5.9s	6.4s	6.6s
最高车速 (km/h)	235	221	230	225	250	250	240

资料来源：汽车之家，新时代证券研究所

参考美国市场 Model 3 的销量表现，根据太平洋汽车网数据显示，在美国中小豪华车市场中，Model 3 对 BBA 主流燃油豪华车形成了绝对碾压的形势。Model 3 的销量超过了宝马 2、3、4、5 系的销量之和，超过了奔驰 C、CLA、CLS、E 级销量之和，超过了奥迪 A3、A4、A5、A6 销量之和。总之，Model 3 作为后起之秀，极大威胁到了传统中小豪华车的市场地位。上述现象或许也会在国内市场显现，目前，首批交付的国产 Model 3 的国产化率已达到 30%，随着国产化率水平的进一步提升，Model 3 价格仍有下降空间，届时对于主流燃油豪华车的冲击更加明显。

**图22: 2019年美国中小豪华车市场表现****Small + Midsize Luxury Cars – 2019 (USA Sales)**

资料来源: Automakers, Clean Technica, 太平洋汽车网, 新时代证券研究所

对比具有相同技术路线的国产新能源车型来看, 在续航里程以及加速性能上, Model 3 标准续航版本稍显劣势, 但 Model 3 长续航版本则优势明显。此外, 在产品品牌力与智能驾驶技术方面, 特斯拉的领先优势暂无其他品牌可撼动。

**表14: 特斯拉 Model 3 对比国内新能源车竞品**

车型	指导价	工信部续航里程 (km)	0-100km/h 加速	最高车速 (km/h)	驱动方式
Model 3 标准续航后驱升级版	32.28 万	445	5.6s	225	后置后驱
Model 3 长续航版	36.65 万	668	5.3s	225	后置后驱
Aion LX 2019 款 80D Max	34.96 万	600	--	--	双电机四驱
蔚来 ES6 2019 款 430KM 性能版	39.80 万	430	4.7s	200	双电机四驱
腾势 X 2020 款 纯电旗舰版	35.78 万	500	4.6s	180	双电机四驱
爱驰 U5 2019 款 U5 PRO+	29.21 万	623	--	160	前置前驱
Polestar 2 2019 款 首发版	41.80 万	500	4.7s	205	双电机四驱

资料来源: 汽车之家, 盖世汽车, 新时代证券研究所

在国产 Model 3 车型交付仪式上, 特斯拉总裁马斯克宣布了 Model Y 车型将于 2020 年第二季度在上海工厂投产。Model Y 是特斯拉推出的第五款车型, 定位紧凑型 SUV, Model Y 是基于 Model 3 打造的 SUV 车型, 采用了不少 Model 3 设计元素, 但整体尺寸比 Model 3 大了 10%, 车内空间也会有所提升, 两车零件通用率高

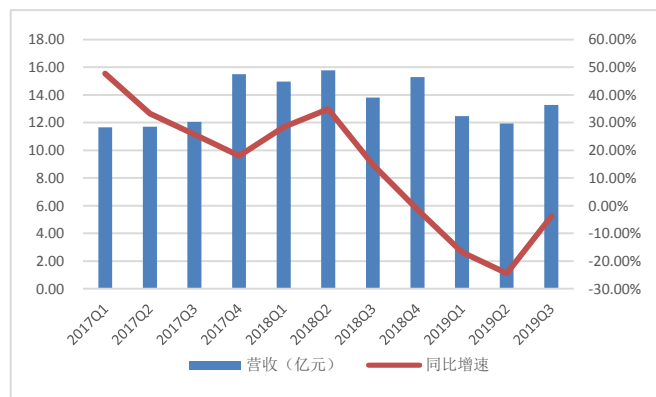
达70%以上,因此公司有望向Model Y车型提供与Model 3车型同类型零部件并且在量上或有提升。目前国产Model 3车型已经取得了不错的销售表现,凭借着Model 3车型在中国市场积累和探索的经验,与Model 3同平台生产的Model Y车型或将成为“爆品”中的又一成员。

## 6、财务分析：业绩持续改善，ROE 向上修复可期

### 6.1、公司业绩持续改善，2019Q3 归母净利增速拐点向上

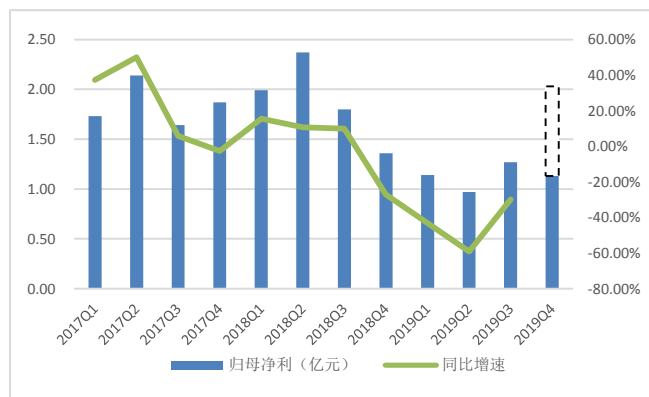
分季度看,由于行业景气低迷,自2018年第二季度起公司单季营收增速开始出现下滑,至2019年第二季度营收增速降至-24.40%低点,2019年第三季度营收增速降幅收窄至-3.90%。2019年第三季度归母净利润增速降幅也收窄至-29.73%,根据公司2019年年度业绩预告公告显示,公司2019年第四季度归母净利润为1.13亿元至2.03亿元,同比增速为-16.91%至49.26%,业绩改善明显,公司复苏之路或就此开启。

图23: 2019年二季度公司营收增速触底



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

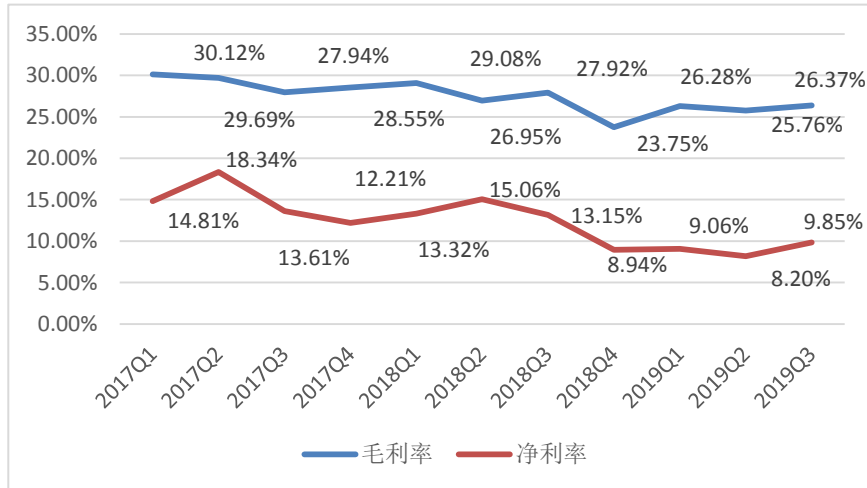
图24: 2019年三季度公司归母净利润增速拐点向上



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

毛利率方面,公司2019年第三季度毛利率为26.37%,同比下降1.55%,环比提升0.61%;净利率为9.85%,同比下降3.30%,环比提升1.65%。毛利率与净利率环比均出现改善。

图25: 公司2019年第三季度毛利率环比提升0.61个百分点

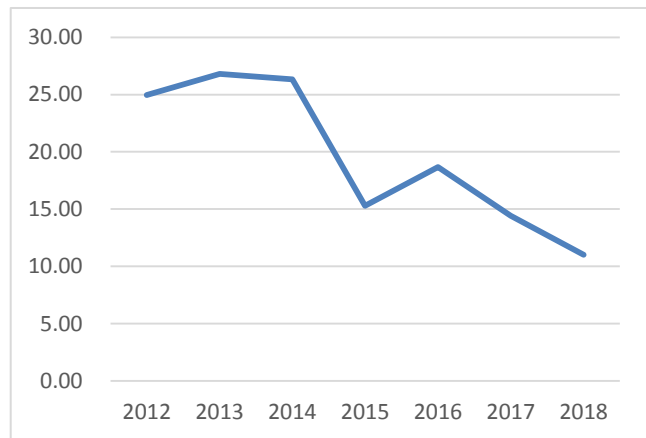


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 6.2、公司资本开支收窄， ROE 修复可期

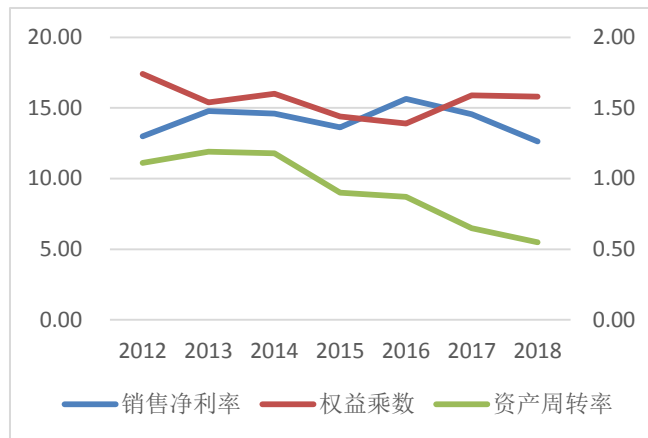
近年来，公司的 ROE 水平有所下滑。通过杜邦分析可以看出，销售净利率以及资产周转率的下滑是导致 ROE 水平下降的主要原因。

图26： 2018 年公司 ROE（加权）为 11.01%



资料来源：wind，新时代证券研究所

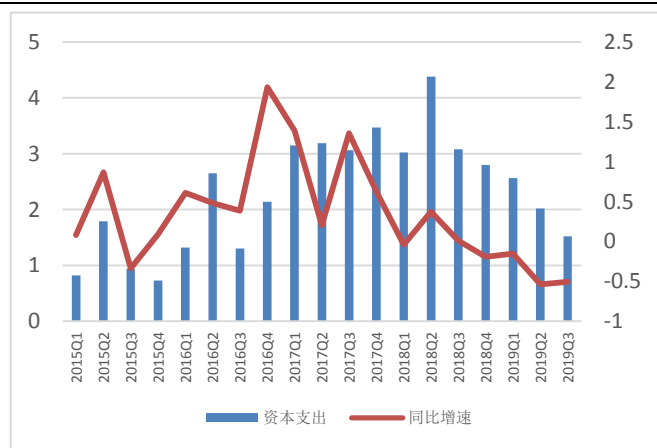
图27： 近年来，销售净利率及资产周转率均出现下滑



资料来源：wind，新时代证券研究所

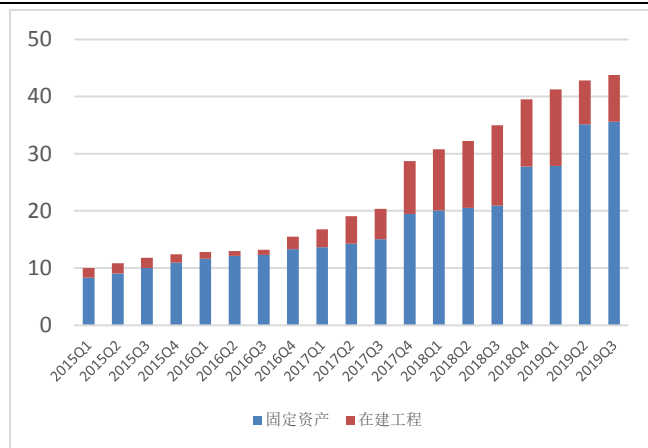
公司销售净利率的下滑主要是由乘用车市场低迷引发下游客户的年降压力、原材料的成本上升以及新增资产折旧摊销加大所导致的。公司自 2017 年起开始加大资本开支力度，至 2017 年第四季度，公司固定资产和在建工程大幅增加。2019 年，公司根据行业情况，调整了扩建节奏，2019 年前三季度公司资本开支共计 6.1 亿元，同比减少 42%，资本开支逐步缩减。固定资产和在建工程增加趋于放缓，折旧摊销压力逐步降低。未来随着下游客户需求的改善，以及部分原材料成本的下降，公司销售净利率有望逐步回升。

图28： 2019 年前三季度公司资本开支共计 6.1 亿元，同比减少 42%



资料来源：wind，新时代证券研究所

图29： 2019 年后公司固定资产和在建工程增加趋于放缓

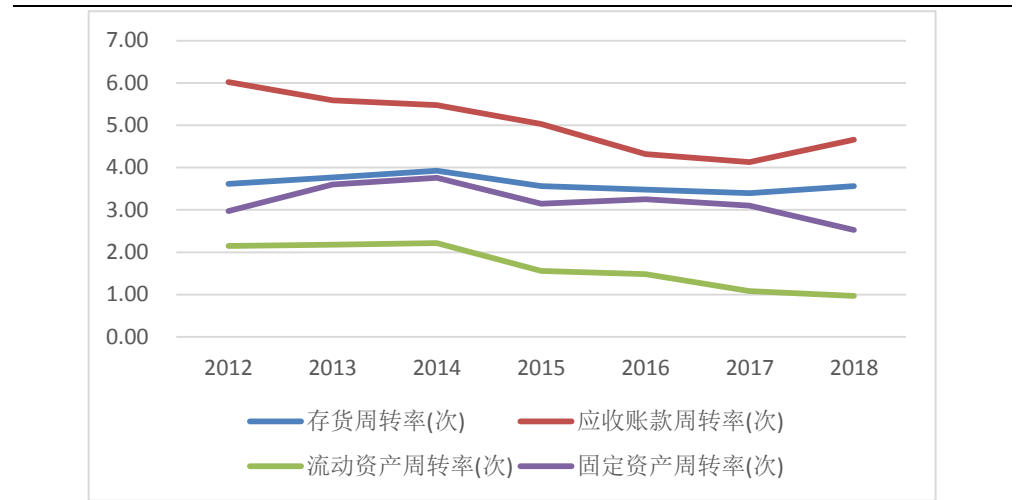


资料来源：wind，新时代证券研究所

公司资产周转率的下滑主要是由固定资产资产周转率以及流动资产周转率共同下滑所引发的。其中，新增产能的利用率未充分释放是导致资产周转率下滑的主

要原因。未来随着下游客户需求的释放，公司产能利用率的提升，公司 ROE 水平将逐步回升。

**图30： 近年来公司固定资产周转率和流动资产周转率出现下滑**



资料来源：wind，新时代证券研究所

## 7、关键假设及盈利预测

我们对公司业务进行分拆与盈利预测基于以下核心假设：

- 1) 受疫情影响，预计 2020 年我国乘用车产量同比下降 8% 为 1965 万辆；2021 年乘用车产量同比上升 5% 为 2063 万辆。
- 2) 橡胶减震业务：产品单价稳定，市场占有率稳步提升。
- 3) 内饰功能件业务：产品单价稳定，市场占有率稳步提升。
- 4) 底盘系统业务：特斯拉订单持续放量。
- 5) 智能刹车系统业务：募投项目计划推后，预计到 2022 年，公司电子真空泵项目产能将达到 260 万套；公司汽车智能刹车系统项目 IBS 产能将达到 150 万套。

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 54.50、62.09、73.12 亿元，增速分别为 -8.92%、13.92%、17.77%；归母净利润分别为 5.15、6.81、8.14 亿元，增速分别为 -31.6%、32.1%、19.6%。

**表15： 主营业务拆分及收入预测**

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	50.90	59.84	54.50	62.09	73.12
	YOY (%)	29.25%	17.56%	-8.92%	13.92%	17.77%
	毛利	14.77	16.09	13.98	16.19	19.29
	毛利率	29.02%	26.89%	25.64%	26.07%	26.38%
橡胶减震	营业收入	22.20	23.07	21.08	21.67	23.95
	YOY (%)	14.32%	3.92%	-8.64%	2.82%	10.53%

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
内饰功能件	毛利	7.43	6.94	6.28	6.66	7.52
	毛利率	33.47%	30.08%	29.81%	30.71%	31.39%
	营业收入	22.98	22.18	20.12	20.57	23.76
	YOY (%)	44.98%	-3.48%	-9.29%	2.26%	15.50%
	毛利	5.47	5.24	4.16	4.55	5.31
	毛利率	23.80%	23.62%	20.67%	22.12%	22.36%
底盘系统	营业收入	3.64	11.67	10.62	16.77	21.80
	YOY (%)	45.02%	220.60%	-9%	58%	30%
	毛利	0.81	2.12	1.85	3.17	4.47
	毛利率	22.25%	18.17%	17.42%	18.90%	20.49%
智能刹车系统	营业收入	1.11	1.26	1.04	1.43	1.96
	YOY (%)	-0.89%	13.51%	-17.22%	37.04%	37.04%
	毛利	0.46	0.46	0.37	0.50	0.68
	毛利率	41.44%	36.51%	35.63%	35.13%	34.54%
其他业务	营业收入	0.96	1.64	1.64	1.64	1.64
	YOY (%)	108.70%	70.83%	0	0	0
	毛利	0.6	1.31	1.31	1.31	1.31
	毛利率	62.50%	79.88%	79.88%	79.88%	79.88%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 8、估值水平与投资评级: 给予公司 2020 年 36-38 倍估值, 对应股价 23.4-24.7 元, 首次覆盖给予“推荐”评级

我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑汽车行业电动化、轻量化、智能化发展趋势, 各领域市场空间广阔, 公司成长空间巨大, 公司进入特斯拉配套体系, 单车价值量价齐升, 公司盈利能力持续改善等因素, 给予公司 2020 年 PE 估值 36-38 倍, 对应股价 23.4-24.7 元。首次覆盖给予“推荐”评级

表16: 可比公司的 PE 比较

证券代码	股票名称	收盘价	市值 (亿元)	ROE	ESP			PE			PB
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601689.SH	拓普集团	21.54	214.27	6.53	0.49	0.65	0.77	44.10	33.40	27.90	3.13
603596.SH	伯特利	26.38	107.78	14.79	0.98	1.20	1.46	22.90	21.90	18.02	4.75
600699.SH	均胜电子	19.10	236.32	7.35	0.76	0.89	1.19	23.56	21.57	16.02	1.88
603348.SZ	文灿股份	16.79	38.88	3.03	0.32	0.38	0.53	75.38	44.69	31.87	1.88
603305.SH	旭升股份	37.10	153.85	13.49	0.52	0.66	0.86	65.83	56.44	43.03	7.69
平均值								46.35	35.60	27.37	3.87

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (公司均采用 wind 一致预期, 股价为 2020 年 4 月 24 日收盘价)

## 9、风险分析

全球新冠疫情超出预期风险, 汽车景气度不及预期风险, 主要客户销量不及预期风险, 原材料价格大幅上涨风险, 新业务发展进度不及预期风险



## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>6703</b>	<b>5671</b>	<b>6223</b>	<b>7062</b>	<b>7609</b>	<b>营业收入</b>	<b>5090</b>	<b>5984</b>	<b>5450</b>	<b>6209</b>	<b>7312</b>
现金	1474	1087	2204	1530	2204	营业成本	3613	4375	4053	4590	5383
应收票据及应收账款合计	2441	2466	2004	3088	2908	营业税金及附加	42	45	43	49	57
其他应收款	46	30	40	40	54	营业费用	269	290	277	316	371
预付账款	87	30	76	44	98	管理费用	396	218	209	236	276
存货	1239	1216	1058	1518	1504	研发费用	0	288	283	289	342
其他流动资产	1415	842	842	842	842	财务费用	16	5	7	3	8
<b>非流动资产</b>	<b>4032</b>	<b>5230</b>	<b>4844</b>	<b>5080</b>	<b>5480</b>	资产减值损失	4	8	47	8	10
长期投资	80	101	152	205	259	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1949	2773	2546	2757	3044	其他收益	16	13	7	9	11
无形资产	551	576	655	746	846	投资净收益	43	101	55	59	65
其他非流动资产	1452	1781	1491	1372	1331	<b>营业利润</b>	<b>808</b>	<b>869</b>	<b>595</b>	<b>786</b>	<b>941</b>
<b>资产总计</b>	<b>10735</b>	<b>10901</b>	<b>11067</b>	<b>12142</b>	<b>13090</b>	营业外收入	54	12	11	11	11
<b>流动负债</b>	<b>4127</b>	<b>3267</b>	<b>3262</b>	<b>3968</b>	<b>4316</b>	营业外支出	3	3	6	5	4
短期借款	809	390	390	390	390	<b>利润总额</b>	<b>859</b>	<b>877</b>	<b>600</b>	<b>792</b>	<b>947</b>
应付票据及应付账款合计	2688	2614	2297	3265	3258	所得税	119	122	83	110	131
其他流动负债	630	263	575	313	667	<b>净利润</b>	<b>740</b>	<b>755</b>	<b>516</b>	<b>682</b>	<b>816</b>
<b>非流动负债</b>	<b>116</b>	<b>388</b>	<b>342</b>	<b>301</b>	<b>261</b>	少数股东损益	2	2	1	1	2
长期借款	0	213	167	126	86	<b>归属母公司净利润</b>	<b>738</b>	<b>753</b>	<b>515</b>	<b>681</b>	<b>814</b>
其他非流动负债	116	175	175	175	175	EBITDA	1072	1185	865	1079	1273
<b>负债合计</b>	<b>4243</b>	<b>3655</b>	<b>3604</b>	<b>4268</b>	<b>4577</b>	EPS(元)	0.70	0.71	0.49	0.65	0.77
少数股东权益	23	25	26	28	30	<b>主要财务比率</b>					
股本	728	728	1055	1055	1055	<b>成长能力</b>					
资本公积	3737	3737	3409	3409	3409	营业收入(%)	29.3	17.6	-8.9	13.9	17.8
留存收益	2006	2759	3098	3653	4280	营业利润(%)	15.7	7.5	-31.6	32.2	19.7
归属母公司股东权益	6469	7221	7436	7846	8483	归属于母公司净利润(%)	19.9	2.1	-31.6	32.1	19.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>10735</b>	<b>10901</b>	<b>11067</b>	<b>12142</b>	<b>13090</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	29.0	26.9	25.6	26.1	26.4
						净利率(%)	14.5	12.6	9.5	11.0	11.1
						ROE(%)	11.4	10.4	6.9	8.7	9.6
						ROIC(%)	12.9	11.4	8.8	9.9	12.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	39.5	33.5	32.6	35.2	35.0
						净负债比率(%)	-8.7	-4.0	-19.6	-10.5	-18.1
						流动比率	1.6	1.7	1.9	1.8	1.8
						速动比率	1.0	1.1	1.3	1.2	1.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
						应付账款周转率	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.70	0.71	0.49	0.65	0.77
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	1.07	1.26	0.13	1.51
						每股净资产(最新摊薄)	6.13	6.84	7.05	7.44	8.04
						<b>估值比率</b>					
						P/E	30.8	30.2	44.1	33.4	27.9
						P/B	3.5	3.1	3.1	2.9	2.7
						EV/EBITDA	20.7	19.0	24.6	20.3	16.7
现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
<b>经营活动现金流</b>	<b>929</b>	<b>605</b>	<b>1331</b>	<b>141</b>	<b>1595</b>						
净利润	740	755	516	682	816						
折旧摊销	221	309	292	322	361						
财务费用	16	5	7	3	8						
投资损失	-43	-101	-55	-59	-65						
营运资金变动	30	-391	572	-807	474						
其他经营现金流	-36	28	0	0	0						
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2919</b>	<b>-895</b>	<b>150</b>	<b>-499</b>	<b>-697</b>						
资本支出	1287	1328	-437	183	347						
长期投资	-1294	689	-51	-53	-54						
其他投资现金流	-2926	1123	-338	-369	-405						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2944</b>	<b>-250</b>	<b>-365</b>	<b>-315</b>	<b>-224</b>						
短期借款	609	-419	0	0	0						
长期借款	0	213	-46	-41	-40						
普通股增加	78	0	327	0	0						
资本公积增加	2282	0	-327	0	0						
其他筹资现金流	-25	-44	-319	-274	-184						
<b>现金净增加额</b>	<b>957</b>	<b>-527</b>	<b>1116</b>	<b>-673</b>	<b>674</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕筱琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>