

增持 (首次)

目标价: 30.0 港元

现价: 25.75 港元

预期升幅: 16.5%

市场数据

报告日期 2016.08.11

收盘价(元)	25.75
总股本(百万股)	1,107
总市值(百万元)	28,510
净资产(百万元)	9,192
总资产(百万元)	13,156
每股净资产(元)	8.302

数据来源: Wind

相关报告

海外汽车研究

高级分析师: 姚炜

yaowei@xyzq.com.cn

SFC: AVW558

SAC: S0190516050001

00425.HK 敏实集团

受益于行业大趋势的优质零部件企业

2016年08月11日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,654	9,107	11,136	13,037
同比增长(%)	15	19	22	17
净利润(百万元)	1,272	1,673	2,037	2,375
同比增长(%)	14	32	22	17
毛利率(%)	32	34	34	34
净利润率(%)	17	19	19	19
净资产收益率(%)	14	16	17	18
每股收益(元)	1.151	1.511	1.840	2.146
股息率(%)	2.0	2.4	2.9	3.4

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **首次覆盖给予增持评级, 目标价 30.0 港元。**在海外市场高成长以及铝产品等占比上升带动毛利率提高等共同推动下, 我们预计公司 2016 年至 2018 年净利润分别为 16.73 亿元、20.37 亿元及 23.75 亿元, 三年复合成长 23.2%。考虑到公司未来的高成长性, 加上智能汽车以及外延并购的想象空间可能带来的估值提升, 我们给予公司 14 倍的 17 年市盈率估值, 目标价 30.0 港元, 首次覆盖给予增持评级。
- **成本控制优势明显的汽车外饰件龙头企业。**公司是中国领先的外饰件龙头企业, 公司的产品包括汽车装饰条、装饰件、车身结构件等。目前汽车装饰条是公司收入占比最大的细分产品。客户结构来看, 目前日系车企业是公司最主要的客户群。公司有三方面竞争优势: 一、客户优势。公司的客户几乎覆盖所有主流品牌; 二、研发优势。公司具有和车企同步开发的能力; 三、成本控制优势。我们认为, 成本控制优势是公司的最大竞争优势。
- **受益于行业大趋势, 收入增速和盈利能力均有望提升。**1、受益于零部件全球化采购趋势和汽车轻量化趋势, 近几年新订单增长非常强劲, 14/15 年新接订单 32 亿/47 亿, 分别增长 22%和 47%, 有望推动 16/17 年收入高速增长。2、铝产品占比及产能利用率提高推动整体毛利率提升, 预计 2016-18 年毛利率分别为 33.8%/34.1%/34.2%。。3、汽车摄像头业务和汽车后市场业务是公司长期发展方向。4、外延并购或带来新的增长动力。
- **风险提示:** 1、订单执行不如预期; 2、原材料价格大幅波动, 毛利率受压; 3、厂家降价压力, 毛利率受影响; 4、汇率波动风险。

目 录

1、公司概况.....	- 4 -
1.1、公司简介.....	- 4 -
1.2、公司发展历程.....	- 4 -
1.3、公司股权结构.....	- 5 -
2、行业分析.....	- 6 -
2.1、中国汽车零部件行业仍有较大的提升空间.....	- 6 -
2.2、汽车零部件市场供应三大趋势.....	- 8 -
2.3、汽车零部件行业技术发展趋势.....	- 9 -
3、公司是具有成本控制优势的零部件企业.....	- 12 -
3.1、公司是中国领先的外饰件龙头企业.....	- 12 -
3.2、公司的成本控制优势明显.....	- 13 -
3.3、公司经营稳健，现金流充裕.....	- 15 -
4、公司投资要点.....	- 17 -
4.1、受益于行业发展趋势，新订单增长强劲.....	- 17 -
4.2、产品结构优化和产能利用率将提升毛利率水平.....	- 19 -
4.3、汽车摄像头业务带来长期增长动力.....	- 19 -
4.4、汽车后市场发展空间巨大.....	- 20 -
4.5、外延并购或带来新的增长动力.....	- 20 -
5、盈利预测.....	- 21 -
5.1、16-18 年收入有望复合成长 19.4%.....	- 21 -
5.2、预计总体毛利率水平有望稳中有升.....	- 22 -
5.3、人民币贬值将给公司带来额外收益.....	- 23 -
6、估值及评级.....	- 24 -
6.1、历史估值波动比较大.....	- 24 -
6.2、相对估值.....	- 24 -
6.3、首次覆盖，给予增持评级.....	- 25 -
7、风险提示.....	- 25 -
7.1、订单执行不如预期.....	- 25 -
7.2、原材料价格大幅波动，毛利率受影响.....	- 25 -
7.3、厂家降价压力，毛利率受影响.....	- 25 -
7.4、汇率波动风险.....	- 25 -
图 1、公司的股东结构.....	- 5 -
图 2、中国汽车零部件产值及增速.....	- 6 -
图 3、零部件产值/整车收入比例趋势.....	- 6 -
图 4、各国的千人汽车保有量.....	- 7 -
图 5、国内各地区汽车保有量.....	- 7 -
图 6、中国汽车保有量趋势.....	- 7 -
图 7、中国维修保养市场规模.....	- 7 -
图 8、零部件出口规模整体增加态势.....	- 8 -
图 9、零部件出口增速受国际汽车市场影响.....	- 8 -
图 10、公司的产品结构.....	- 12 -
图 11、公司的主要产品增速.....	- 12 -
图 12、各车系的客户占比.....	- 13 -
图 13、各车系客户增速.....	- 13 -
图 14、分地区的收入占比.....	- 13 -
图 15、分地区的收入增速.....	- 13 -
图 16、研发支出及增速.....	- 14 -

图 17、研发支出比例	- 14 -
图 18、公司和京威股份毛利率比较	- 15 -
图 19、公司和京威股份费用率比较	- 15 -
图 20、公司 13 年收入增长较高	- 16 -
图 21、公司净利润 13 年以后显著改善	- 16 -
图 22、毛利率和利润率略有趋缓	- 16 -
图 23、销售和管理费用率总体稳定	- 16 -
图 24、各项运营效率指标	- 17 -
图 25、公司的现金流水平	- 17 -
图 26、公司的配套车辆数及单车金额	- 18 -
图 27、公司的新订单情况	- 18 -
图 28、海外市场收入占比	- 19 -
图 29、海外制造占总体收入占比	- 19 -
图 30、汽车摄像头安装位置	- 20 -
图 31、汽车摄像头销量假设	- 20 -
图 32、公司的负债率水平	- 21 -
图 33、公司的现金水平	- 21 -
图 34、总体销售收入及增速预估	- 22 -
图 35、海外市场销售收入及增速预估	- 22 -
图 36、公司的毛利率及净利润率趋势	- 23 -
图 37、销售及管理费用率	- 23 -
图 38、公司的外币净收益	- 23 -
图 39、公司的外汇净负债金额	- 23 -
图 40、公司的动态市盈率	- 24 -
图 41、公司的年度估值与利润增速	- 24 -
图 42、汽车装饰条	- 26 -
图 43、汽车装饰件	- 26 -
图 44、车身结构件	- 26 -
表 1、公司的收入和净利润情况	- 4 -
表 2、主要豪华车轻量化情况	- 10 -
表 3、ADAS 主要功能模块	- 11 -
表 4、客户品牌结构	- 14 -
表 5、公司盈利预测假设	- 21 -
表 6、港股汽车零部件个股估值比较	- 25 -
附录：公司的主要产品图谱	- 26 -
附表	- 27 -

报告正文

1、公司概况

1.1、公司简介

公司主要从事汽车装饰条、汽车装饰件、车身结构件以及其他相关汽车零部件的设计、制造及销售。公司的生产基地主要位于中国、美国、墨西哥、泰国及德国，其中在中国，公司分别在华东、华南、西南、华北及华中地区设立了 30 余家生产工厂，同时公司在中国、德国、北美以及日本设有研发中心。

截至 2015 年底，公司共有员工 11337 名，较 14 年增加 1099 名。2015 年公司实现营业收入 76.54 亿元，同比增长 14.5%，归属于母公司净利润为 12.72 亿元，同比增长 13.8%。产品结构来看，汽车装饰件是公司一大产品，占收入比重为 33.5%。公司收入目前主要来自于新车客户，客户结构来看，日系车收入为公司第一大车系收入来源，15 年日系客户收入占比 39.2%。从区域分布来看，国内客户仍然占主体，15 年国内客户收入占比 60.2%。

表 1、公司的收入和净利润情况

	2013	2014	2015
营业收入，百万元	5,510	6,684	7,654
YOY	27.3%	21.3%	14.5%
毛利，百万元	1,819	2,085	2,428
YOY	26.8%	14.7%	16.4%
净利润，百万元	971	1,118	1,272
YOY	15.5%	15.1%	13.8%
毛利率	33.0%	31.2%	31.7%
净利率	17.6%	16.7%	16.6%
ROE	13.0%	13.5%	13.8%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.2、公司发展历程

公司始于 1992 年成立的宁波敏孚机械有限公司，1997 年公司整合其多个分公司成为集团公司，同时进入中国汽车外饰件的新领域。2005 年 12 月 1 日，公司在香港交易所上市（股票代码：0425）。目前公司已经成为中国乘用车零部件市场中车身结构件、饰条及汽车装饰件的优秀供应商。公司主要大事件如下：

1992 年，成立宁波敏孚机械有限公司；

1998 年，通用和大众成为公司客户，并开始生产车身结构件；

1999 年，马自达和本田成为公司客户；

2000 年，成立敏实技术中心，并开始生产装饰件；

2002 年，福特和铃木成为公司客户，进入通用全球采购系统；

2003 年，日产成为公司客户，进入福特全球采购系统；

2004 年，丰田和三菱成为公司客户；

2005 年，公司在香港交易所上市。宝马成为公司客户，并进入丰田全球采购系统；

2006 年，PSA 和起亚成为公司客户；

2007 年，进入大众和克莱斯勒全球采购系统；

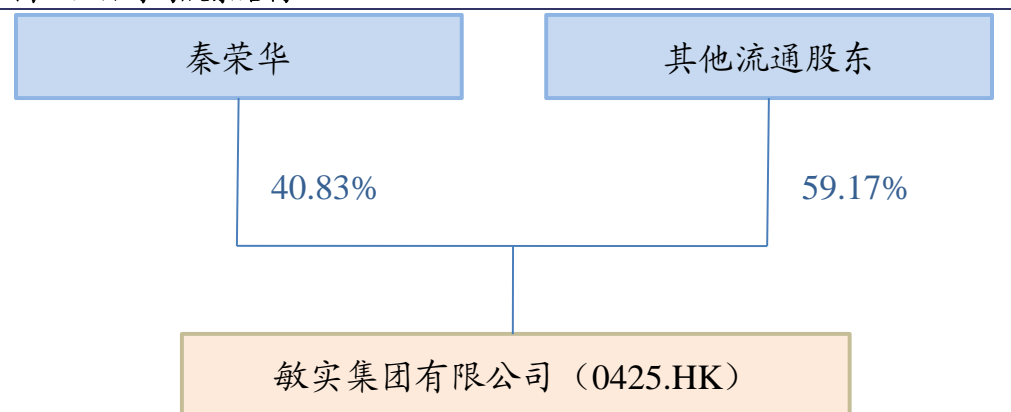
2008 年，进入宝马、菲亚特及 PSA 全球采购系统；

2009 年，开始生产座椅骨架及排气管。

1.3、公司股权结构

根据港交所披露资料，截至 2016 年 6 月底，秦荣华（创始人，57 岁，台湾背景）持有 4.37 亿股，占比公司总股本比例 40.83%，为公司第一大股东。流通股东中，持股比例 5% 以上的有 Commonwealth Bank of Australia, Matthews International Capital Management, LLC, Capital Reaearch and Management Company, Jpmorgan, Goldman Sachs, The Capital Group Companies, Inc, Invesco Asset Management Ltd。

图 1、公司的股东结构



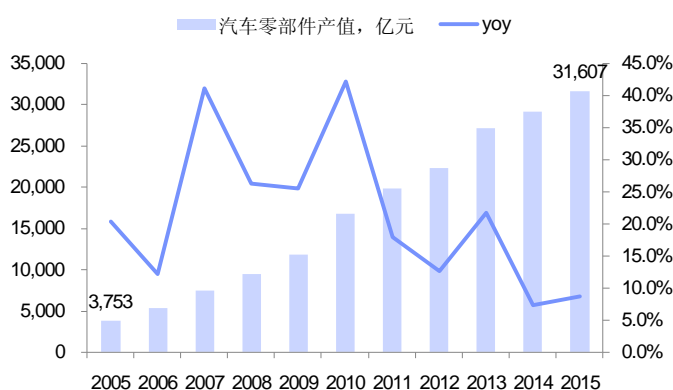
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2、行业分析

2.1、中国汽车零部件行业仍有较大的提升空间

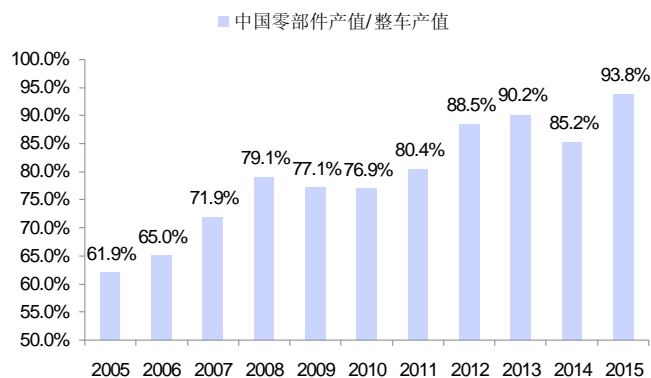
随着新车市场的发展，中国汽车零部件市场规模快速扩张。中国汽车零部件行业产值从 2005 年的 3753 亿元增长至 15 年的 3.16 万亿，05-15 年十年复合率成长 26%。汽车零部件行业的企业家数从 05 年初的 4500 家发展至 15 年末的 1.2 万家。汽车零部件产值与整车制造的产值比例从 05 年的 0.62:1 上升至 0.94:1，低于国外水平。我们认为，中国汽车零部件产业仍然有较大的上升空间，未来的驱动力来自于以下三方面：新车市场稳健成长；售后市场快速爆发以及出口市场的拓展。

图 2、中国汽车零部件产值及增速



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

图 3、零部件产值/整车收入比例趋势



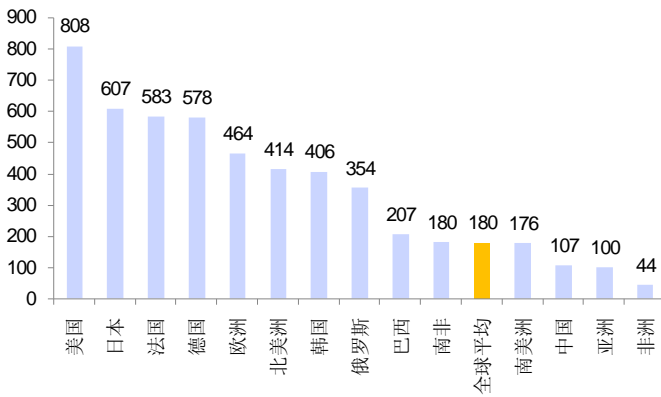
数据来源: WIND, 兴业证券研究所

● 新车市场仍然处于增长态势

从千人汽车保有量水平来看。和国外发达国家相比，中国的汽车保有量水平仍然处于偏低。2014 年中国的千人汽车保有量为 180 辆。而美国为 808 辆，日本为 607 辆。韩国为 406 辆。即便是金砖四国的俄罗斯和巴西也分别达到 354 辆和 207 辆，全球平均值为 180 辆，即便是按照全球平均的 180 辆，未来保有量水平还有 80% 以上的上升空间，中国汽车市场仍有较大的发展潜力。

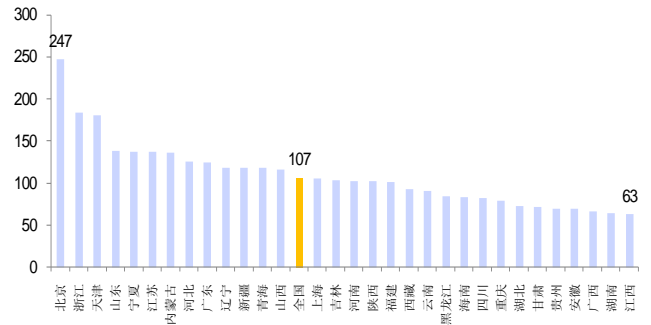
中国经济呈现地区结构差异，汽车保有量也呈现分化态势。北京、上海等沿海地区的保有量水平较高，而江西、湖南等中西部地区的保有量水平偏低。随着经济发展，汽车消费购买力逐步增强，这些地区的汽车销售也将步入快速发展阶段，未来中西部地区的销售增长潜力高于整体汽车行业。

图 4、各国的千人汽车保有量



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

图 5、国内各地区汽车保有量

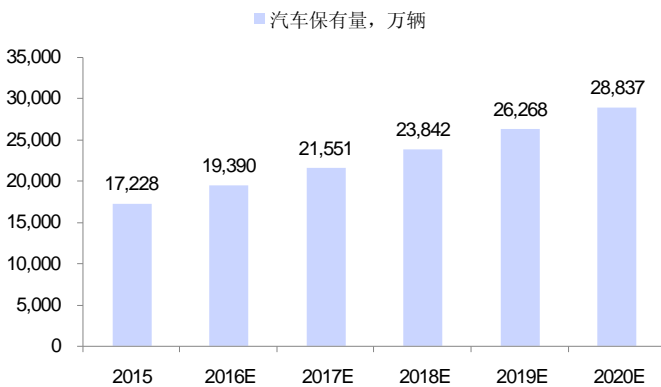


数据来源: WIND, 兴业证券研究所

● 汽车后市场规模有望实现高双位数增长

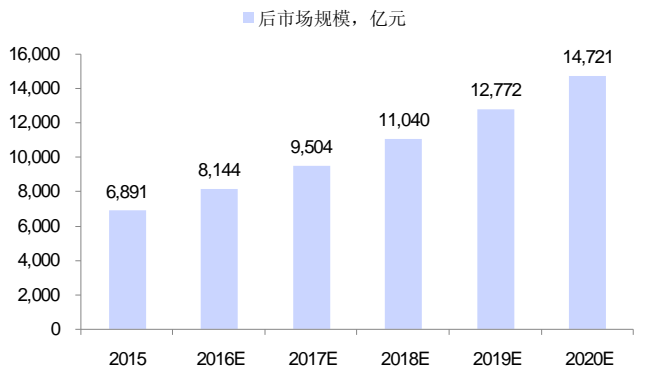
中国汽车后市场面临着较大的发展机遇，主要是来自于两方面驱动力：一、汽车保有量的不断增长。2015 年，中国汽车保有量的市场规模已经达到 1.7 亿辆，预计到 2020 年，保有量规模有望达到约 2.88 亿辆。二、汽车车龄不断增长。2015 年，根据我们测算，整体乘用车车龄约 4.37 年（按 10 年报废测算），预计到 2020 年，整体车龄水平将突破 5 年。我们假设单车维修保养金额 4000 元，15 年的整体维修保养金额达到 6891 亿元，预计未来单车维修保养金额每年以 5% 增长，加上保有量规模水平的提升，预计到 2020 年维修保养市场规模将达到 1.5 万亿元，16-20 年复合增长 16%。

图 6、中国汽车保有量趋势



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

图 7、中国维修保养市场规模



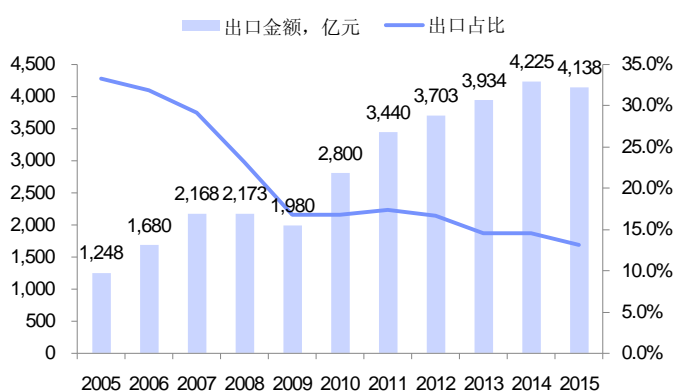
数据来源: WIND, 兴业证券研究所

● 出口市场短期有压力，长期仍然是方向

过去十年，中国汽车零部件出口规模不断壮大。零部件出口金额从 2005 年的 1248 亿元增长至 2015 年的 4138 亿元，十年复合增长率为 12.7%。从过去十年的经历来看，零部件出口受国际汽车市场增长环境的影响比较大。往往在国际市场衰退

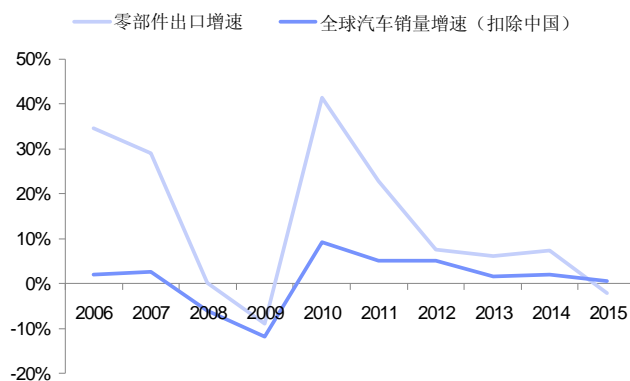
之后的复苏阶段，中国汽车零部件有较大的弹性，我们认为主要逻辑在于汽车出口衰退之后，各汽车厂需要压缩汽车成本以提高竞争力水平，零部件转移生产至低成本的国家是一个降低成本的重要途径。近几年，中国零部件出口增速逐步放缓，零部件出口环境形势较为严峻。我们认为，短期虽有压力，但长期来看出口零部件的发展仍有空间，机遇主要来自于几方面因素：一、政策对于自主零部件企业的扶持；二、企业提升自身产品品质，融入跨国集团采购体系；三、国际市场的兼并重组机会。

图 8、零部件出口规模整体增加态势



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

图 9、零部件出口增速受国际汽车市场影响



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

2.2、汽车零部件市场供应三大趋势

● 零部件企业走向独立化、规模化发展道路

20 世纪 90 年代以来，零部件全球化采购成为潮流。整车厂按照 QCDS 或 QCDD (即 Quality 质量, Cost 成本, Delivery 交付, Service 服务 或 Design 技术) 的原则制定采购战略，在全球范围内对零部件实行竞争性采购。整车企业零部件的全球化采购以及零部件工业的国际化，使汽车零部件成为典型的国际化产品。在此背景下，整车与零部件企业之间的配套模式发生了变革。从全球范围看，整车与零部件生产一体化，大量零部件企业依存于耽搁整车企业的产业组织方式逐渐弱化，汽车零部件企业正走向独立化、规模化的发展道路，以多系列、大规模生产为较多的全球整车企业提供配套。丰田、通用、福特等跨国汽车公司的生产经营由传统的纵向一体化，追求大而全的生产模式逐步转向精简机构，以开发整车项目的专业化生产模式，大幅度降低了汽车零部件的自制率，与外部独立的零部件企业形成了基于市场的配套关系。

● 系统化开发，模块化制造，集成化供货成为发展方向

近年来，在降低成本的压力下，整车企业将相当部分的研究、生产、装配工作委托给零部件供应商，要求零部件供应商进行系统化开发，实现零部件生产的外部

化。零部件厂商不再是传统的来样或来图加工，而要承担产品设计、制造、检验、质量保证、及时供货及市场服务的全部责任。在此背景下，汽车零部件企业积极实施全球整车同步开发或超前开发，越来越深入介入到整车开发和生产过程。当前，全球汽车企业将约占其新产品价值 50%的产品总成或子系统的研制工作外包出去，这以比例今后还将上升。

在系统化开发的同时，整车企业还要求汽车零部件企业实现零部件的模块化制造和集成化供货，按照订单的要求为汽车生产线提供零部件，一些主要的、高附加值的零部件将以整体模块的形式，由零部件企业生产，这使得汽车生产更加专业化，装配速度更快，更能适应消费者个性化需求。

● 国际产业转移的层次越来越高

2008 年下半年以来，金融危机和全球经济不景气对世界汽车工业产生了巨大冲击。为应对严峻的市场形势，各国汽车零部件企业采取了压缩费用开支、削减成本、压缩库存、开拓新兴市场、调整产量、实施企业整合等各种办法，减轻金融危机带来的负面影响，争取渡过难关。国际金融危机爆发后，一些汽车零部件供应商关闭了在北美、西欧、日本等地的工厂，或者实施裁员，减产等压缩生产规模的措施，转而在亚太等地区增加生产能力，加速了汽车零部件产业的国际转移。汽车零部件企业不仅向中国、印度等低成本国家和地区转移生产制造环节，而且将转移范围逐渐延伸到了研发、设计、采购、销售和售后服务环节，转移的规模越来越大，层次越来越高。

2.3、汽车零部件行业技术发展趋势

汽车零部件行业技术面临三大方向：1、轻量化技术；2、汽车智能化；3、新能源化。未来在这三大趋势上布局较好的企业有望获得领先优势。

● 轻量化

根据 2012 年 6 月国务院颁布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，2020 年中国乘用车平均燃料消耗量要求降至 5.0 升/百公里，超标的企业将面临停止新品公告申报、停止跨类生产及停止扩大产能审批等惩罚措施。实际上，不光中国，在国外也有燃油消耗标准目标，而且较中国更加严格，如美国制定了 2017-2025CAFE(美国公司平均燃油经济性标准)，美国环境保护署(EPA)标准要求，就全行业平均而言，至 2025 年 163 克/英里的二氧化碳排放量，相当于每加仑行驶 54.5 英里(4.3 升/100 公里)，在燃油耗值标准进一步趋紧的情况下，轻量化成为整车企业的重要选择。研究表明，轿车在使用期内，每减重 10%，油耗

可以下降 8%-10%。

汽车轻量化主要有以下三种途径：一是汽车结构的轻量化优化设计，如尺寸优化、结构拓扑优化、形貌优化和多目标协同优化设计等；二、应用高强度和轻质材料；如应用铝镁合金、高强度钢、工程塑料及纤维增强复合材料，其中铝合金材料使用比较频繁；三、采用先进的轻量化制造工艺技术。如激光拼焊、高强钢热成形、内高压成形等先进制造技术，结构胶粘结和异种材料铆接等先进连接技术。根据杜邦调查，在轻量化战略上，27%受访者表示，要实现燃油限制标准，他们会使用更多的铝材；混合材料排第二位(16%)；工程塑料排第三位(13%)。同时调查结果显示，动力系统是当下汽车轻量化的主要目标。其次是底盘，燃料、排气装置和悬架，白色车身，电子和配件以及车体外板排第四。

表 2、主要豪华车轻量化情况

车企	轻量化技术	代表车型
宝马	碳纤维引擎罩、空心铝合金轮毂、空心"Slim Brake"刹车盘	宝马 i3
奔驰	3D 车身结构	全新一代奔驰 S
奥迪	ASF 奥迪空间框架结构技术	A8、TT、R8
沃尔沃	斯凯孚集团轻量化轮毂轴承与 SPA 平台	全新一代 XC90
捷豹路虎	PLA 铝制平台	路虎揽胜运动版，捷豹 F-Type

数据来源：网络资料，兴业证券研究所

● 智能网联化

智能网联汽车是指搭载先进的车载传感器、控制器、执行器等装置，并融合现代通信与网络技术，实现车内网、车外网、车际网的无缝链接，具备信息共享、复杂环境感知、智能化决策、自动化协同等控制功能，与智能公路和辅助设施组成的智能出行系统，可实现“高效、安全、舒适、节能”行使的新一代汽车。根据《〈中国制造 2025〉重点领域技术路线图》，智能网联汽车分为 DA、PA、HA、FA 四个阶段，并对 2020 年、2025 年、2030 年智能汽车发展水平、自主化率设置门槛标准，智能汽车发展上升到国家战略层面。

未来智能汽车将朝向两个方向发展，一是被动安全转变为主动安全，实现汽车从辅助驾驶到半自动驾驶乃至全自动驾驶的操作方式转变，彻底解放驾驶者的双手；二是人机交互优化（HMI），将网络、信息和内容接入汽车，实现汽车联网、打造汽车信息共享生态圈。目前真正具备商业可行性和产业化条件的汽车智能处于 DA-PA 阶段，ADAS 发展在其中起到举足轻重的作用，并且贯穿前三个阶段，过渡期间硬件市场有望率先爆发，ADAS、HMI 硬件以及连接器的市场空间广阔。

表 3、ADAS 主要功能模块

功能模块	全称	相关硬件	新车渗透情况
ESC (ESP)	电子车身稳定系统	传感器: 方向盘角度、轮速、偏航角、横摆率传感器; 控制器: 判断驾驶员意图、车辆轨迹预测, 中复杂度 执行器: 电子刹车	高渗透率
LDW/LKA	车道偏移报警系统	传感器: 单目摄像头或激光雷达 控制器: 在 ESC (ESP) 基础上分析计算视觉数据, 高复杂度 执行器: 警示模块、主动转向系统	低渗透
ACC	自适应巡航系统	传感器: 方向盘角度、轮速、偏航角、横摆率传感器; 控制器: 判断驾驶员意图、车辆轨迹预测, 中复杂度 执行器: 电子刹车	低渗透率
FCW	前向碰撞预警系统	传感器: 双目摄像头、单目摄像头、激光雷达 控制器: 分析计算视觉数据、传感器融合, 高复杂度 执行器: 警示模块	较低渗透率
NV	夜视技术	传感器: 远红外单目摄像头 控制器: 图像增强, 中复杂度 执行器: 警示模块、显示扩展	较低渗透率

数据来源: 网络资料, 兴业证券研究所

● 新能源化

新能源汽车是指采用新型动力系统, 完全或主要依靠新型能源驱动的汽车, 主要包括纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车。近年来, 新能源汽车呈现快速发展态势。2015 年中国新能源汽车销售 37.9 万辆, 同比增长 400%, 成为全球最大的新能源汽车市场。根据《〈中国制造 2025〉重点领域技术路线图》, 随着新能源汽车在家庭用车、公务用车和公交客车、出租车、物流用车等领域的大量普及, 2020 年中国新能源汽车的年销量将达到汽车市场需求总量的 5% 以上, 2025 年增至 20% 左右。在国家碳排放总量目标和一次能源替代目标需求下, 2030 年新能源汽车年销量占比将继续大幅提高, 规模超过千万辆。

随着新能源汽车的发展, 汽车零部件企业更加注重研发环保、节能技术, 努力使汽车零部件实现环保、节能化。汽车零部件的环保、节能主要包括动力装置低污染、高效率, 在新兴动力开发上研制技术领先的燃料系统, 如燃料电池、混合动力系统、高压喷油泵、高压喷油器、环保控制单元和装有压力传感器的燃油管等一系列产品, 以及汽车零部件轻量化、汽车废旧零部件材料可再生利用技术等。

3、公司是具有成本控制优势的零部件企业

3.1、公司是中国领先的外饰件龙头企业

公司是中国领先的外饰件龙头企业，中国市场份额在 30% 左右，目前汽车装饰条是公司收入占比最大的细分产品。客户结构来看，目前日系车客户仍然是公司最主要的客户群。市场来看，公司以国内客户为主。

● 汽车装饰条是公司最大的收入来源

公司是中国领先的外饰件龙头企业，中国市场份额在 30% 左右，全球市场在 10% 左右。公司生产的外饰件包括汽车装饰条、装饰件、车身结构件、车顶行李架、座椅系统及其他汽车零部件。由于公司所处的零部件行业比较分散，产品种类繁多，不同的产品或面临不同的竞争对手。如饰条的竞争对手包括凌云股份等，铝产品的竞争对手是京威股份等。目前汽车装饰条是公司收入占比最大的细分产品，2015 年装饰条收入占比达到 33.5%。从产品的生产历史来看，公司的产品结构处于不断增加之中。装饰条早在 1993 年就开始生产及销售，后续陆续增加新品种，车身结构件在 1999 年，装饰件在 2003 年。座椅骨架在 2010 年，车顶行李架在 2013 年。未来公司仍将推出其他一些新产品，如铝饰条、汽车摄像头、电动汽车零部件等，新产品在推出初期增长速度往往比较快。

图 10、公司的产品结构

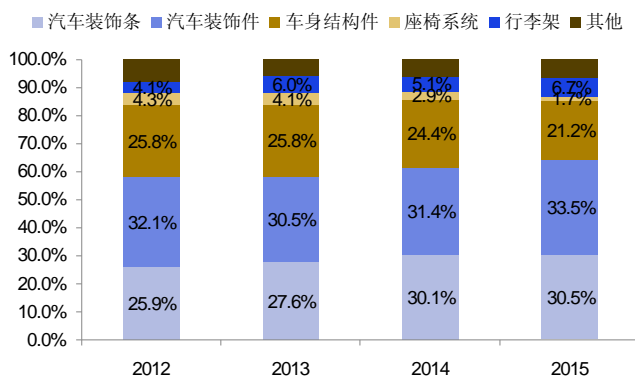
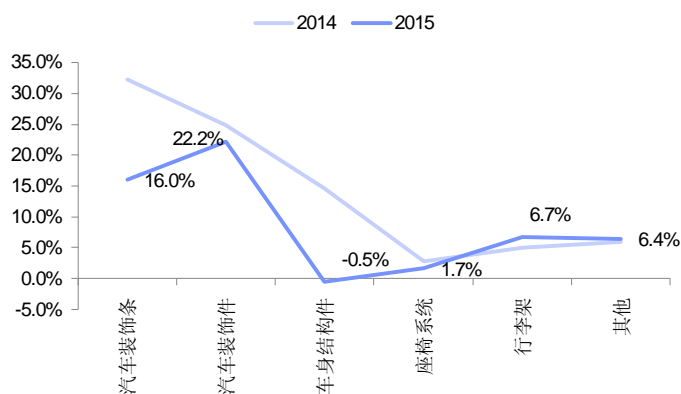


图 11、公司的主要产品增速



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

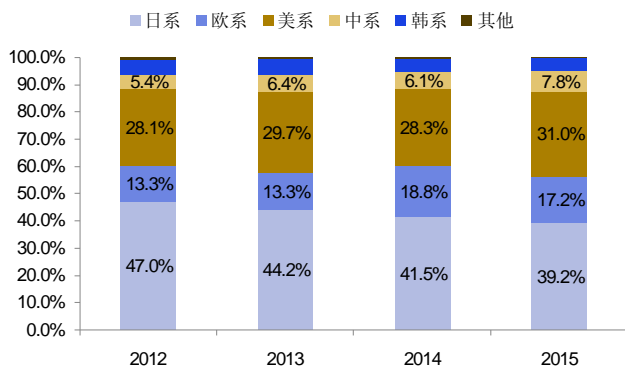
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

● 日系客户是最大的客户群体

公司进入汽车零部件行业比较早，因此目前的客户几乎覆盖了全部的合资汽车厂。由于早期就与日系车厂开始合作，因此日系车客户占收入比重最大，2015 年日系车客户收入占总体收入比重为 39.2%。不过从发展趋势上来看，日系车客户的占比在不断下降，日系车客户从 2012 年的 47% 下降至 2015 年的 39.2%。日系车客户的下降主要是公司在积极拓展其他车系客户，12-15 年，欧系、美系和中系客户

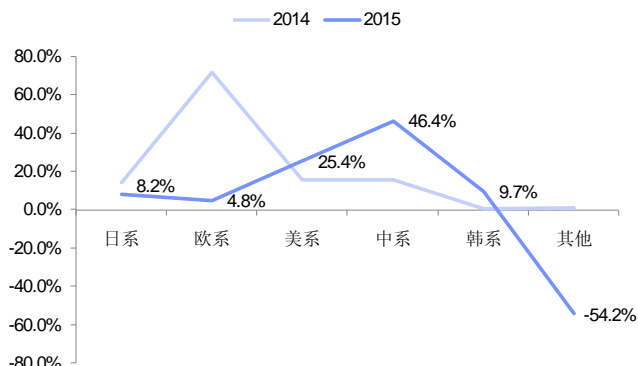
分别有不同程度的上升。客户占比的均衡化有助于公司减少因为单一品牌波动带来过大的影响。

图 12、各车系的客户占比



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 13、各车系客户增速

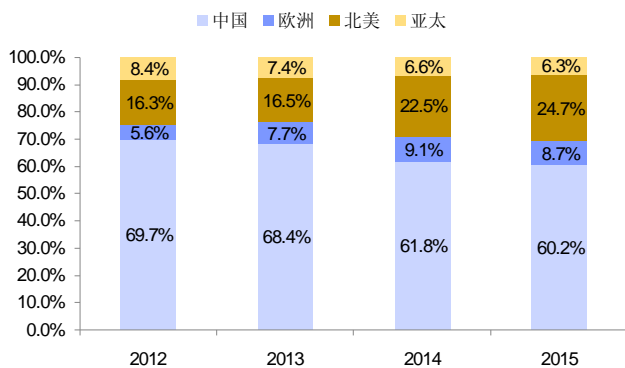


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● 海外市场占比逐年提升

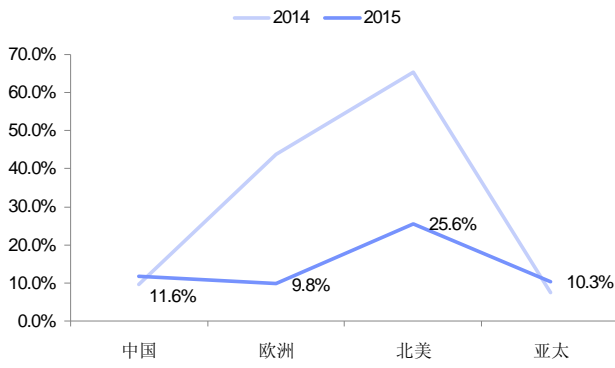
全球化战略是公司的重要战略之一。近几年,公司的海外收入占比不断提升,2012年的占比仅为 30.3%,到 2015 年,这一比例已经提升至 39.8%。目前北美和欧洲是海外市场两个重要的市场,2015 年,北美和欧洲客户占总体收入比重分别为 24.7%和 8.7%,分别较 2012 年上升了 8.4 和 3.2 个百分点。北美收入占比提升主要得益于通用和宝马等全球化采购比例的提升。

图 14、分地区的收入占比



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 15、分地区的收入增速



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

3.2、公司的成本控制优势明显

公司有三方面的竞争优势:一、客户优势。公司的客户几乎覆盖所有主流品牌;二、研发优势。公司具有和车企同步开发的能力;三、成本控制优势。

● 客户优势

由于进入汽车零部件行业时间较早,公司发展汽车零部件行业有先发优势,这种

先发优势直接带来客户的逐步增加。2005年，公司仅拥有日产、本田、丰田、大众、宝马、通用、福特及克莱斯勒等8个品牌客户，到2015年，客户已经发展至包括奔驰、奥迪、沃尔沃等在内的24个品牌客户。客户领域的拓展，不仅有利于发展这些客户在中国的业务，而且有助于未来拓展全球业务的发展。

表 4、客户品牌结构

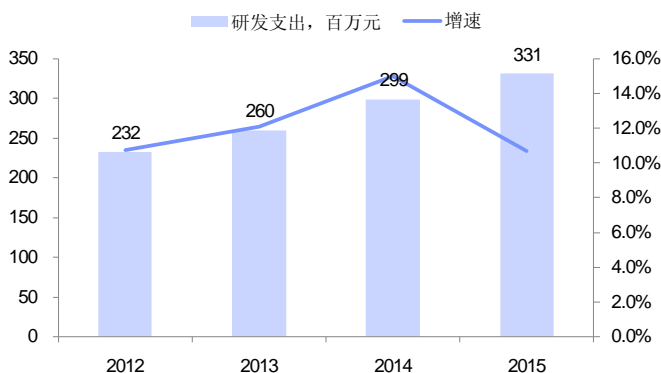
	客户品牌
2005年	通用、福特、克莱斯勒、日产、本田、丰田、大众、宝马
2015年	通用、福特、克莱斯勒、日产、本田、丰田、大众、宝马、沃尔沃、奥迪、奔驰、标致、铃木、三菱、起亚、马自达、菲亚特、雷诺、现代、长安、广汽、长城、一汽、上汽宾利

数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● **研发优势**

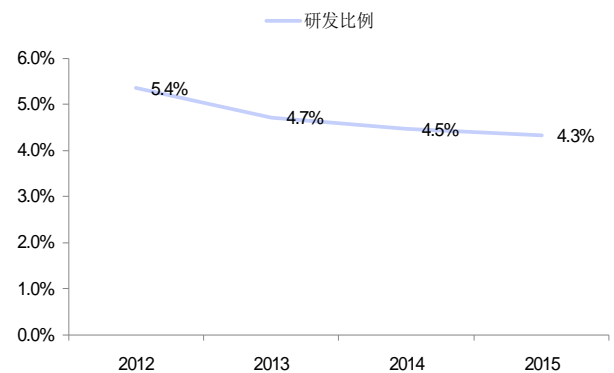
公司非常重视研发的投入，09年以后，公司的研发支出比例维持在4-5%之间，2015年的研发金额投入达到3.3亿元。目前，公司在宁波、东京、底特律及慕尼黑等地设立了设计和研发中心，研发人数上千人。公司为多个主机厂全球平台车型提供同步设计验证及原型样件开发，并完成产品设计。公司的强大研发实力使得公司在过往几年中在新产品、新技术方面实现突破，进一步强化公司的产品竞争优势。公司通过梳理各系列产品的生产模式，并逐步开始应用到新产品开发中，通过生产模式的创新，进一步降低生产成本，提高产品品质。此外，公司加大对自动化能力的投入和建设，运用德国、日本、台湾的资源，在设计、制造、组装及调试等方面均打造出领先水平的自动化开发能力，有近两百人的团队专注于自动化装备能力的提升，为建设最具竞争优势的规模化生产提供支撑。公司也非常注重知识产权保护，获得知识产权保护体系认证，并积极申报国际专利，仅2015年获得有权机构授权的专利166宗。

图 16、研发支出及增速



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 17、研发支出比例

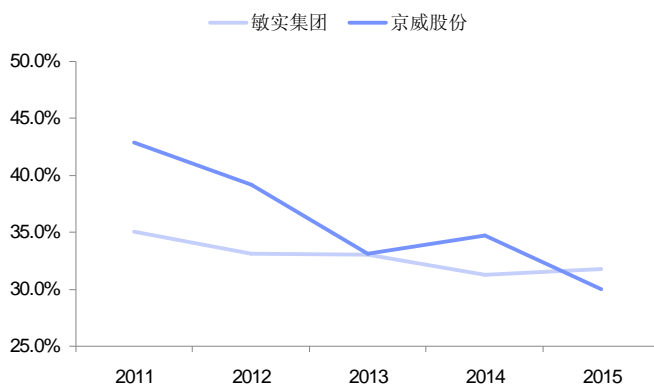


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● 成本控制优势

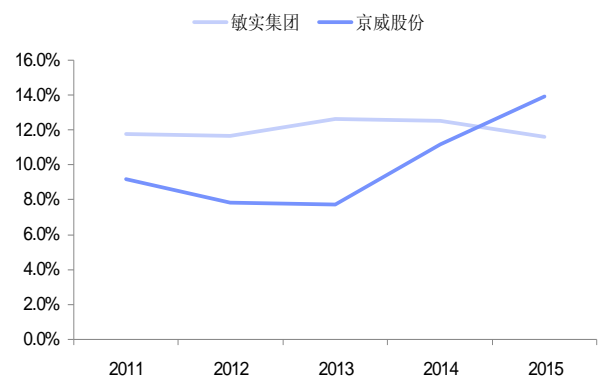
和同业相比，公司具有较强的成本控制能力，如公司的毛利率和费用率水平较同业京威股份稳定。公司的成本控制主要来自于以下几方面措施：1、垂直整合的商业模式。通过提高自有工厂生产的原材料比例以降低采购成本。2、生产模式的改进提升生产效率。根据上述研发优势分析，公司不断提升生产线优化，生产效率的提升可以有效增强成本控制能力；3、自动化设备提升将有助于改善增强未来的成本控制能力。工资成本上升是近几年制造业面临的巨大问题，机器代替人工的进度未来有望节约工资支出；4、毗邻整车厂的生产布局。这有助于节约运输费用。

图 18、公司和京威股份毛利率比较



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 19、公司和京威股份费用率比较



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

3.3、公司经营稳健，现金流充裕

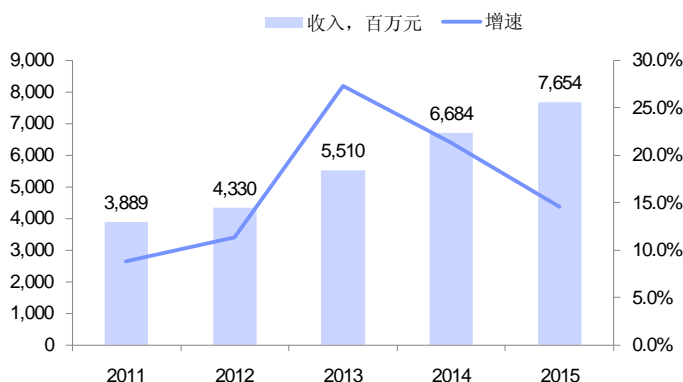
2011 年至 2015 年，公司的净利润增速先抑后扬。净利润率放缓，但逐渐趋于稳定，存货天数基本持平，应收和应付账期略有上升。现金流方面，公司仍然保持较好的现金流增加。

● 净利润增速先抑后扬

2011 年至 2015 年公司的销售收入分别为 38.9 亿元、43.3 亿元、55.1 亿元、66.8 亿元和 76.5 亿元，分别同比增长 8.8%、11.3%、27.3%、21.3%、14.5%。13 年收入增速反弹，主要是日系复苏，加上欧美系新客户增加。14 年收入增速逐年下降，主要是由于新车市场销量增速不断下滑所致。从产品结构来看，装饰条和行李架分别在 2014 年和 2015 年增速出现反弹，主要是铝产品的订单增加所致。铝产品主要是来自于宝马订单，因此欧系客户在 2014 年收入增速出现了井喷。

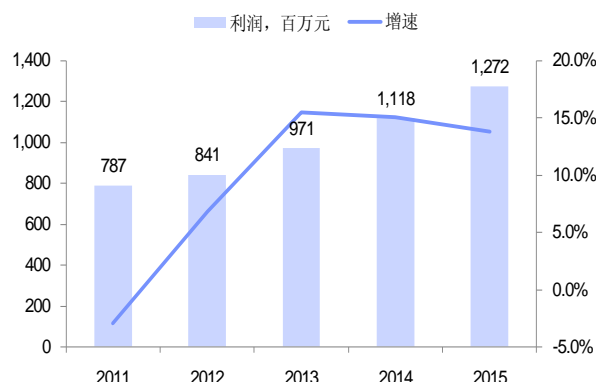
2011 年至 2015 年公司的净利润分别为 7.9 亿元、8.4 亿元、9.7 亿元、11.2 亿元和 12.7 亿元，分别同比增长-2.9%、6.8%、15.5%、15.1%和 13.8%，11 年利润出现负增长，主要是日系车客户受地震影响，业务出现下滑。2013 年以后恢复正常。

图 20、公司 13 年收入增长较高



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 21、公司净利润 13 年以后显著改善



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

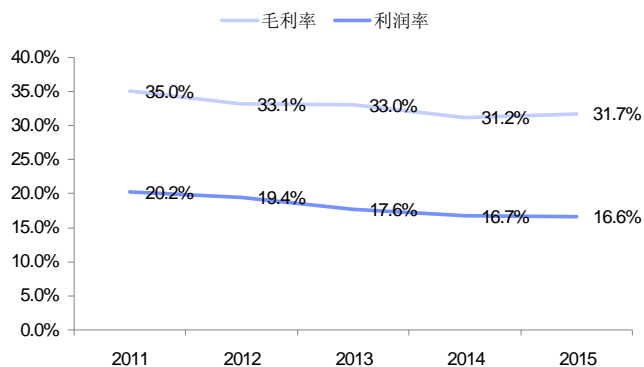
● 净利润率趋缓, 近两年已稳定

毛利率来看, 2011 年至 2015 年的毛利率分别为 35.0%、33.1%、33.0%、31.2% 和 31.7%。2011-2014 年毛利率出现下滑主要是整车厂每年的降成本的要求所致。2015 年毛利率出现反弹, 主要是由于较高毛利率的铝产品占比提升推动。

费用率来看, 销售费用率方面, 2011 年至 2015 年分别为 3.4%、3.0%、3.1%、3.0% 和 3.0%。11 年以后销售费用率表现较为稳定。管理费用率方面, 2011 年至 2015 年分别为 8.0%、8.0%、8.3%、8.5% 和 7.7%。2013 及 2014 年管理费用率出现上升主要由于工资支出以及折旧金额增加较多, 2015 年管理费用率出现下降, 主要是由于工资金额保持稳定, 收入的增加使得其比例出现下降。财务费用率方面, 2011 年至 2015 年分别为 0.4%、0.6%、1.1%、1.0% 和 0.9%。13 年上升较快, 主要是贷款规模增加, 14 年以后下降主要是由于贷款规模下降所致。

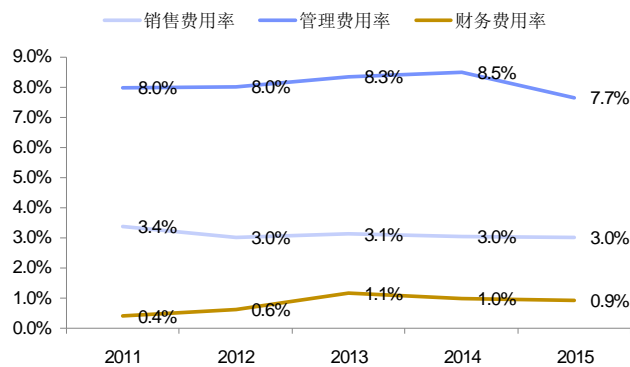
净利润率来看, 2011 年至 2015 年分别为 20.2%、19.4%、17.6%、16.7% 和 16.6%。净利润率逐年下降, 12 年至 14 年利润率下降主要是毛利率下降导致, 15 年利润率出现下降主要是由于政府补贴下降以及汇兑损失增加导致。

图 22、毛利率和利润率略有趋缓



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 23、销售和管理费用率总体稳定



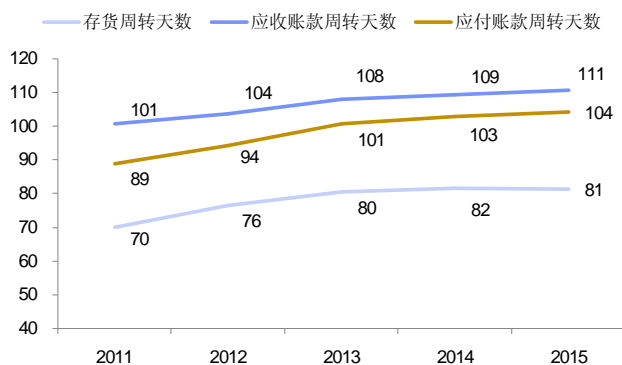
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● 公司经营现金流充裕

存货周转天数来看，2011年至2015年分别为70天、76天、80天、82天和81天。应收账款天数来看，2011年至2015年分别为101天、104天、108天、109天和111天，应付账款天数分别为89天、94天、101天、103天和104天。总体上看，存货水平比较稳定，应收账款和应付账款天数略有上升的趋势。

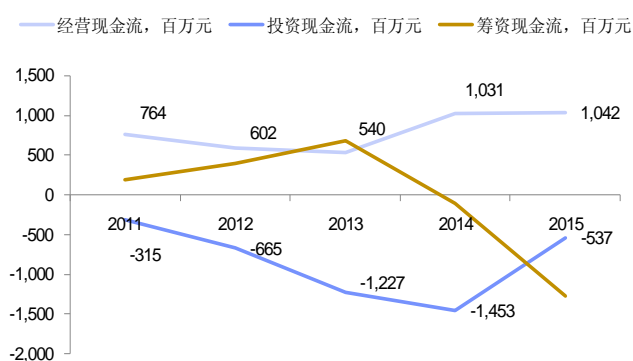
现金流方面，经营现金流保持较好的水平。2011年至2015年均取得了正的经营现金流水平，分别为7.6亿元、6.0亿元、5.4亿元、10.3亿元和10.4亿元，经营现金流稳定增加。投资现金流方面，2011年至2015年分别为3.15亿元、6.65亿元、12.27亿元、14.53亿元和5.37亿元。13、14年资本支出较多，主要是土地购置支出增加，15年资本支出开始出现收缩，主要是由于前期的土地购置支出已经可以保证一段时间的发展，15年土地购买支出减少。筹资现金流方面，2011年至2015年分别为1.92亿元、3.98亿元、6.88亿元、-1.01亿元、-12.70亿元。15年筹资现金金额出现大幅下降，主要是由于公司的经营现金流较好，加上资本支出下降，银行贷款还款较多导致。

图 24、各项运营效率指标



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 25、公司的现金流水平



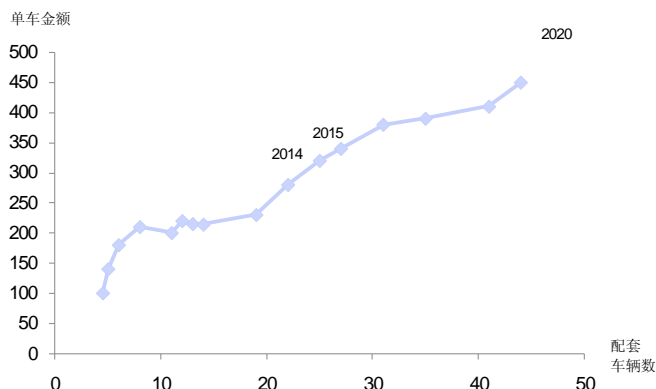
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

4、公司投资要点

4.1、受益于行业发展趋势，新订单增长强劲

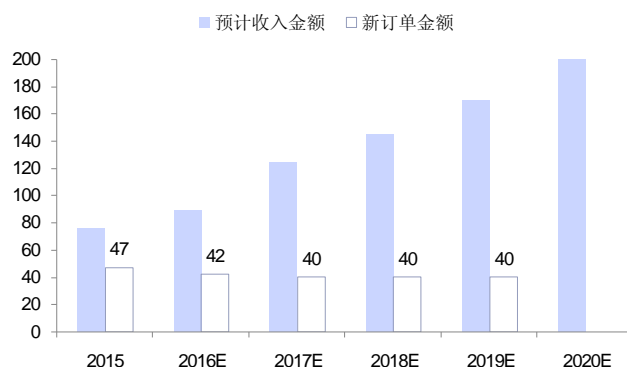
近几年公司新接订单比较多，2014年公司新接订单32亿元，15年公司共接到新订单47亿元，较14年新订单增长47.6%，预计未来几年的新订单仍然有望每年在40亿元以上，一般新订单承接后2年实现交付，预计2017年订单交付增速较高。根据新订单承接情况，在乐观假设情境下，预计2020年公司的营业收入有望达到200亿元，未来五年年复合成长有望达到21.2%，新订单的增长动力主要来自于：从市场上来看，海外市场有望快速提升；如果从产品结构来看，铝产品将是未来增长重要动力。

图 26、公司的配套车辆数及单车金额



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 27、公司的新订单情况



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

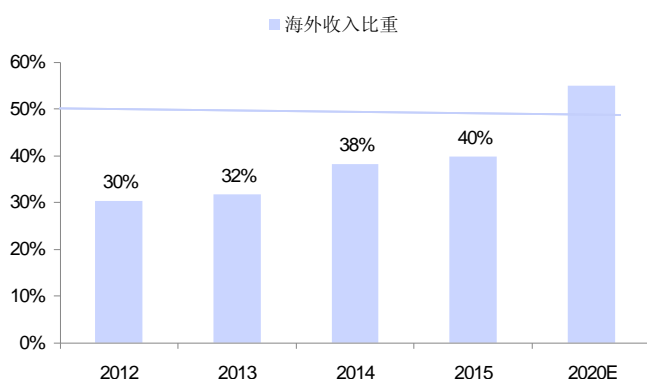
● 客户全球化是公司未来重要发展战略

公司致力于成为全球化零部件企业, 衡量全球化程度有三个目标: 一、海外收入占比。目前海外市场收入占比约 40%, 公司目标 2020 年海外市场的占比将达到 50%。二、海外的效率提升。未来通过规模化和精细化提升效率水平; 三、国际化的管理团队。未来将会有更多的具有国际化背景的专业人才加入管理团队。公司的海外市场发展采取逐步推进的战略。每个车系公司均有一个标杆, 分别是美系的通用, 日系的日产; 欧系的宝马, 以上三者的海外市场份额均已经超过 50%, 标杆的树立有助于各车系的其他品牌海外业务的发展。

公司进入海外客户的供应体系有三种方式: 一、合资合作; 如和哈兹的合作, 通过合作伙伴和整车厂的关系进入供应体系; 二、自身内生的拓展, 通过国内的配套供应关系拓展至全球市场配套; 三、收购兼并。通过被收购对象和整车厂的关系成为整车厂的配套供应商。

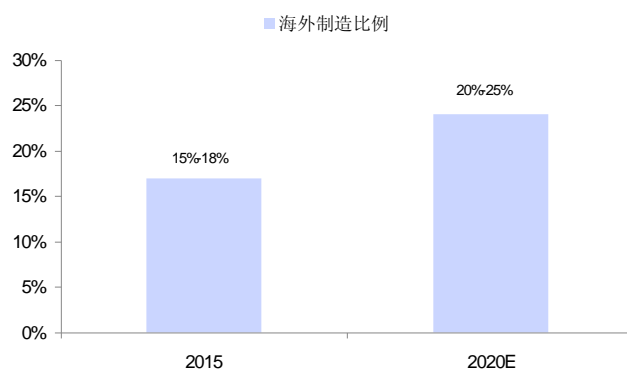
公司给海外市场供货有两种方式: 直接出口和海外制造。目前公司在美国、德国、泰国、墨西哥等国家设有工厂, 海外制造占海外市场的 35% 左右, 占总体收入比重约 15-18%, 未来不排除公司在东欧、印度等国家设立工厂, 预计 5 年内海外制造收入有望达到总体收入的 20-25%。

图 28、海外市场收入占比



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 29、海外制造占总体收入占比



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● 铝产品成为未来几年重要增长动力

轻量化是汽车产品未来的发展方向。为应对轻量化的发展趋势, 公司通过并购德国企业进入到铝产品生产领域, 目前主要生产铝饰条、铝行李架等产品, 2015 年铝产品的占比 15%, 16 年占比预计超过 20%, 收入达到 20 多个亿。预计 2020 年的铝产品销售额达到 50-60 亿元, 未来铝产品有望进一步拓展至饰件、结构件等领域, 铝产品的增长有望成为未来几年重要的增长动力。

4.2、产品结构优化和产能利用率将提升毛利率水平

公司的毛利率未来有提升空间。毛利率改善主要从两方面渠道: 一、铝产品的占比提升。铝产品的毛利率高于传统的产品, 如江苏的铝产品毛利率已经达到 40%, 传统产品在 31% 左右, 目前铝产品只占总体收入比重约 2015 年铝产品的占比 15%, 16 年预计超过 20%, 2020 年有望达到 30-40%。二、产能利用率的提升。目前江苏工厂和海外工厂的产能利用率水平仍然有提升空间。江苏新产品工厂的产能利用率水平 70-80% 之间, 未来随着铝产品需求增加, 利用率仍有提升空间。国外的工厂利用率比较低。泰国和墨西哥低于 70%, 泰国二工厂只有 20-30%。海外工厂的人均产值较低, 加上自动化率水平低, 这带来不良率的增加, 泰国和墨西哥二工厂均处于亏钱状态, 未来随着需求带动产能利用率提升以及生产效率的提升, 海外工厂有望实现减亏甚至扭亏。

4.3、汽车摄像头业务带来长期增长动力

汽车智能化是汽车行业发展的另一方向, 公司在积极布局智能汽车市场, 汽车摄像头业务是公司涉入智能汽车的第一款产品。2015 年 7 月公司启动汽车电子事业, 16 年 2 月成立宁波敏实汽车电子科技有限公司, 负责汽车摄像头模块生产制造。公司通过多途径发展汽车摄像头业务, 16 年 3 月份与富士通成立第一家合资公司, 利用富士通的客户资源发展摄像头业务, 未来不排除和其他企业建立其他合资公

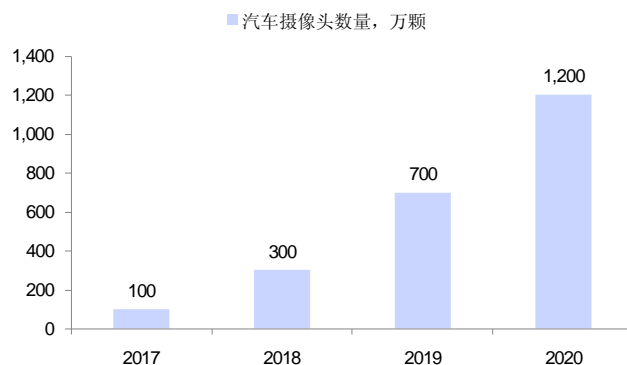
司，通过强强联合发展摄像头业务。16年7月第一台汽车摄像头在宁波春晓基地正式下线，春晓基地的汽车摄像头工厂目前规划产能6百万颗（单价25美元，产值1.5亿美元），未来随着业务的扩大将适时扩大产能。我们预计2017年汽车摄像头有望真正量产，17年计划推广100万颗，我们预计2019年以后需求有望爆发，预计到2020年有望全球供应1200万颗摄像头，汽车摄像头业务将带来长期增长动力。

图 30、汽车摄像头安装位置



数据来源:网络资料,兴业证券研究所

图 31、汽车摄像头销量假设



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

4.4、汽车后市场发展空间巨大

汽车后市场是未来重要的发展方向，3月23日发改委起草了《关于汽车业的反垄断指南》（征求意见稿），意见稿提出首次提出并界定了“双标件”概念，强调了汽车制造商不应与向其提供初装零部件的配件制造商达成协议，禁止后者在汽车初装零部件上加贴自有商标、标识和零件代码，也即不应限制为初装汽车配套的配件制造商生产“双标件”。同时意见稿进一步强调了汽车制造商不应限制售后配件的供应与流通。未来零部件企业有望更直接分享汽车后市场的巨大需求。

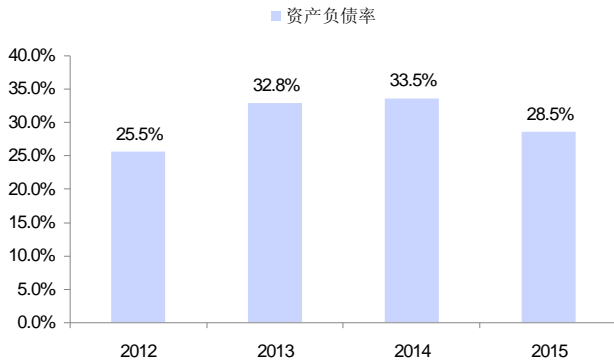
公司发展汽车后市场有着得天独厚的条件，首先公司的产品有相当一部分是易损件，如前挡风玻璃饰条、隔栅及车门防擦条等；其次经过多年的发展，公司的产品几乎覆盖到了60%的车型，攒下来了大量的模具，另外公司土地储备较为充裕。目前售后业务仅占公司收入比重1%-2%，未来这块业务发展契机一方面得益于汽车保有量的继续增长；另一方面可能要取决于政策的实际执行力度。

4.5、外延并购或带来新的增长动力

公司的现金流情况非常好，2015年底公司账面有27亿现金，负债率仅为29%。低负债率有助于公司未来拓展其他业务。智能汽车和新能源汽车是公司未来可能的重点发展方向。智能汽车领域除了汽车摄像头之外，未来不排除介入其他汽车电

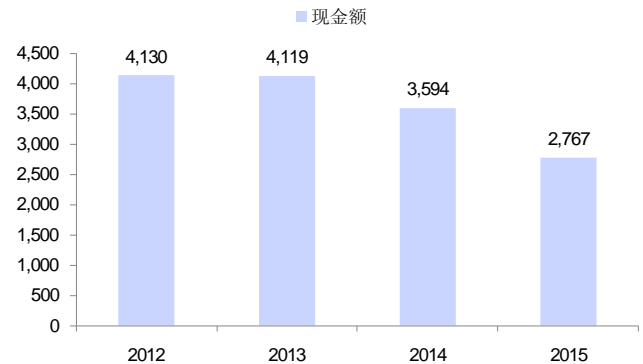
子领域，同时公司的新能源汽车业务未来有望推进。为了加速上述业务的推进，未来不排除采取收购兼并的方式展开。

图 32、公司的负债率水平



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 33、公司的现金水平



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

5、盈利预测

根据公司的全球化战略，我们预计未来海外市场将是公司未来的发展动力，我们预计在国外市场高成长的推动下，我们预计公司 2016 年至 2018 年净利润分别为 16.73 亿元、20.37 亿元及 23.75 亿元，分别同比增长 31.6%、21.7%及 16.6%，三年复合成长 23.2%。

表 5、公司盈利预测假设

单位, 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	9,107	11,136	13,037	12,675
增速	14.5%	19.0%	22.3%	17.1%
毛利	2,428	3,082	3,793	4,453
增速	16.4%	27.0%	23.1%	17.4%
毛利率	31.7%	33.8%	34.1%	34.2%
销售及管理费用	817	974	1,180	1,382
同比增长	6.0%	19.3%	21.1%	17.1%
销售管理费用占收入比重	10.7%	10.7%	10.6%	10.6%
净利润	1,272	1,673	2,037	2,375
同比增长	13.8%	31.6%	21.7%	16.6%
净利润率	16.6%	18.5%	19.0%	19.0%
EPS (元)	1.151	1.511	1.840	2.146

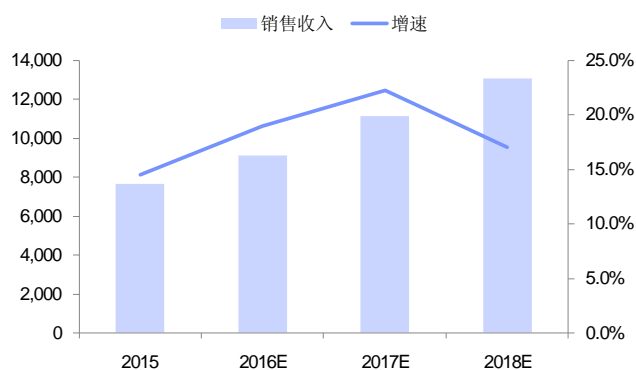
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

5.1、16-18 年收入有望复合成长 19.4%

根据公司的全球化战略，我们预计未来海外市场的增速高于国内市场的增速，我们预计公司 2016 年至 2018 年分别实现国内销售收入分别实现 53.0 亿元、58.8 亿

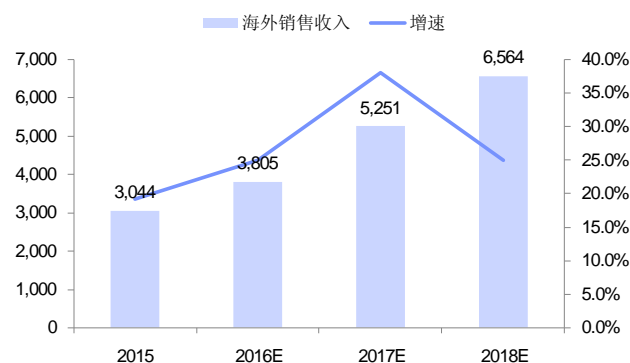
元和 64.7 亿元，分别同比增长 15%、11% 和 10%，海外销售收入分别实现 38.1 亿元、52.5 亿元和 65.6 亿元，分别同比增长 25%、38% 和 25%。在国内外市场的推动下，我们预计 2016 年至 2018 年的销售收入分别实现 91.1 亿元、111.4 亿元和 130.4 亿元，分别同比增长 19.0%、22.3% 和 17.1%，三年复合增长 19.4%。

图 34、总体销售收入及增速预估



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 35、海外市场销售收入及增速预估



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

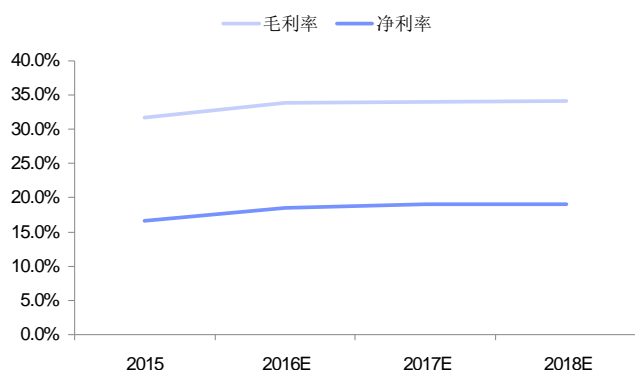
5.2、预计总体毛利率水平有望稳中有升

公司的毛利率受以下几方面正面因素驱动：一、铝产品的占比提升；二、海外市场产能利用率的提升；三、生产效率的提升。负面因素主要来自于整车厂每年的降价压力。我们预计未来产品的毛利率总体上稳中有升，预计 2016 年、2017 年及 2018 年的毛利率水平分别为 33.8%、34.1% 及 34.2%。

费用率来看，销售费用率方面，公司的销售费用率一直比较稳定，我们预计 16 至 18 年的销售费用率稳定在 3.0% 的水平。管理费用率方面，公司的管理费用率受工资及折旧水平等因素的影响，过往几年的管理费用率出现波动，随着自动化率的提升，预计工资对管理费用率的影响减弱，我们预计管理费用率水平稳中有降，预计 16 年至 18 年的管理费用率分别为 7.7%、7.6% 及 7.6%。财务费用率方面，财务费用受借贷规模和资金成本的影响，由于公司的现金流水平较好，借贷规模下降，加上降息周期影响，资金成本有望下降，我们预计财务费用率将出现下降，预计 2016 年至 2018 年的财务费用率分别为 0.5%、0.5% 及 0.4%。

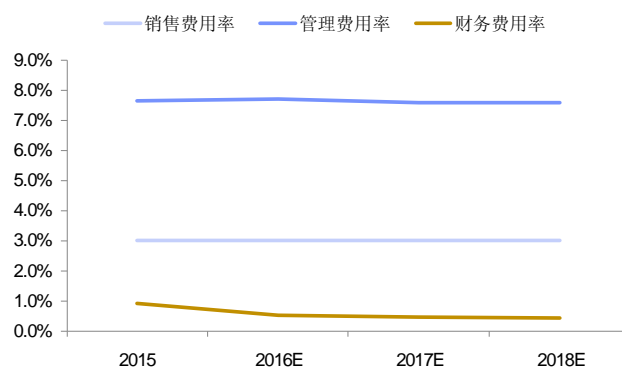
综合以上因素，我们预计公司 2016 至 18 年净利润分别为 16.73 亿元、20.37 亿元及 23.75 亿元，分别同比增长 31.6%、21.7% 及 16.6%，利润率分别为 18.5%、19.0% 及 19.0%。

图 36、公司的毛利率及净利润率趋势



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 37、销售及管理费用率



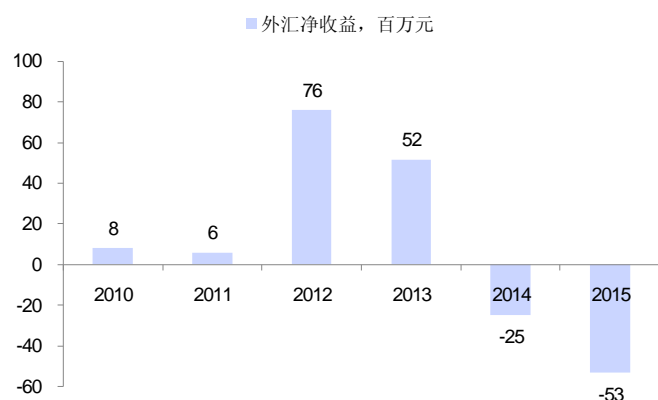
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

5.3、人民币贬值将给公司带来额外收益

公司在资产端和负债端均有外汇头寸。资产端主要体现在账面的历史存款以及业务端带来的收入变动的的影响；负债端主要体现在外汇贷款的影响。如果资产端金额大于负债端金额，则处于净资产状态，如果负债端金额大于资产端金额，则处于净负债状态。如果人民币贬值，公司会受益于净资产端的情况，净负债的情况则会带来有关损失。

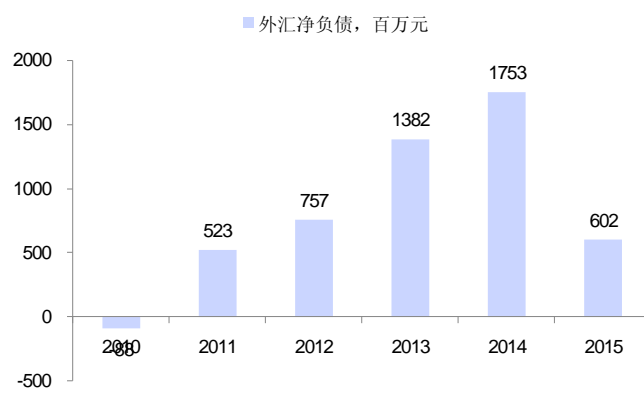
2015 年末，公司的账面上的外汇资产少于负债，外汇净负债 6.02 亿元。如果 16 年公司不增加外汇负债，未来外汇的影响取决于海外收入情况。海外收入里面 60-70%以美元定价，10-15%以人民币定价，其余使用其他货币。我们假设 2016 年达到海外收入接近 38 亿元人民币，其中美元收入接近 25 亿人民币。我们扣除掉净负债 6 亿元，净资产规模约 19 亿元，如果人民币贬值 1 个点，公司将收益 1873.3 万元。

图 38、公司的外币净收益



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 39、公司的外汇净负债金额



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

6、估值及评级

估值纵向来看，公司的历史估值波动比较大。横向和同业相比，公司的估值高于行业平均水平。考虑到公司未来的高成长性，加上智能汽车以及外延并购的想象空间可能带来的估值提升，我们给予公司 14 倍的 17 年市盈率，目标价 30.0 港元，首次覆盖，给予增持评级。

6.1、历史估值波动比较大

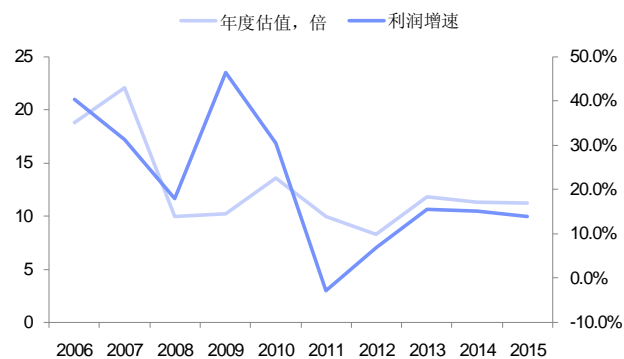
06 年以来，公司的业绩经历了一个完整的经济周期，因此其历史估值波动也比较大。06 年以后公司的最高估值 30.3 倍，最低估值 3.7 倍。06 年以来的平均估值 12.6 倍。最高估值出现在 2007 年 7 月，最低估值出现在 2008 年 7 月。年度估值来看，估值水平和业绩增长有较大的相关性。过去十年 2012 年估值最低，平均 8.3 倍，主要是由于当年处于衰退后的复苏期，业绩预期较为悲观。在业绩增速较高的 06/07 年、09/10 年的年度估值水平平均比较高。我们认为，由于目前业绩增长较为稳健，加上未来的预期比较好，我们认为公司可以享受一个比历史平均更高的估值水平。

图 40、公司的动态市盈率



数据来源: 彭博, 兴业证券研究所

图 41、公司的年度估值与利润增速



数据来源: 彭博, 兴业证券研究所

6.2、相对估值

行业估值来看，目前港股汽车零部件整体估值水平 14.1 倍的 16 年市盈率，12.0 倍的 17 年市盈率。最高估值是潍柴动力，估值最低的为新晨动力。行业的估值高低主要是取决于公司的成长性和个股的流动性水平。和同业相比，公司的估值略高于行业平均水平，主要是由于公司良好的成长性和较好的股票流动性。

6.3、首次覆盖，给予增持评级

我们预计公司 2016 年至 2018 年净利润分别为 16.73 亿元、20.37 亿元及 23.75 亿元，分别同比增长 31.6%、21.7%及 16.6%，16-18 年净利润复合成长 23.2%。考虑到公司未来的高成长性，加上智能汽车以及外延并购的想象空间可能带来的估值提升，我们给予公司 14 倍的 17 年市盈率，目标价 30.0 港元，首次覆盖，给予增持评级。

表 6、港股汽车零部件个股估值比较

股票名称	股票代码	股价	货币	总市值	市盈率			市净率			ROE			EPS CAGR		股息率
					FY15	FY16E	FY17E	FY15	FY16E	FY17E	FY15	FY16E	FY17E	FY15-17E	16E	
		Price*		百万港元	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
敏实集团	425 HK	25.75	港元	28,924	18.0	14.6	12.0	2.5	2.4	2.1	13.9	16.2	17.3	26.4	2.4	
潍柴动力	2338 HK	9.93	港元	38,444	22.8	18.1	15.3	1.0	1.0	1.0	4.4	5.7	6.4	26.4	1.8	
信义玻璃	868 HK	6.92	港元	26,859	12.8	10.1	8.6	2.1	1.9	1.7	16.0	19.2	20.1	21.9	4.6	
新晨动力	1148 HK	1.22	港元	1,564	5.6	5.6	5.2	0.5	0.5	0.4	8.4	8.2	8.2	7.7	0.0	
耐世特	1316 HK	7.57	港元	18,913	12.2	10.0	9.0	2.9	2.4	1.9	24.2	23.7	21.5	16.7	1.9	
兴达国际	1899 HK	2.09	港元	3,102	14.5	12.8	8.2	0.5	0.5	0.5	3.4	4.1	6.3	37.9	6.1	
福耀玻璃	3606 HK	20.20	港元	44,443	14.7	14.7	13.0	2.5	2.4	2.3	16.8	16.6	17.4	10.2	4.4	
H 股零部件平均值					16.5	14.1	12.0	2.1	2.0	1.8	13.8	14.9	15.4	19.8	3.2	

资料来源：彭博，兴业证券研究所

7、风险提示

7.1、订单执行不如预期

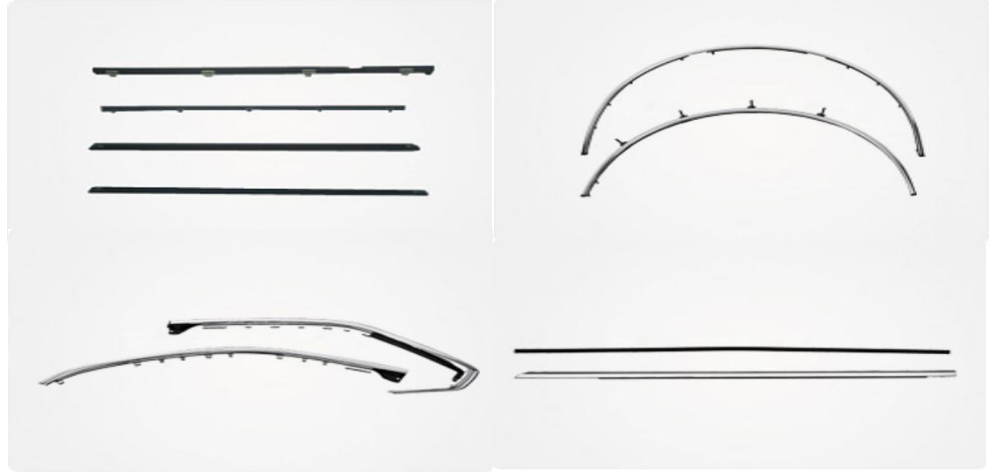
7.2、原材料价格大幅波动，毛利率受影响

7.3、厂家降价压力，毛利率受影响

7.4、汇率波动风险

附录：公司的主要产品图谱

图 42、汽车装饰条



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图 43、汽车装饰件



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图 44、车身结构件



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资产负债表					利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	7,882	8,627	10,079	11,411	营业收入	7,654	9,107	11,136	13,037
现金及短期投资	2,767	2,812	3,048	3,792	营业成本	(5,614)	(6,489)	(7,981)	(9,385)
已抵押银行存款	1,107	1,157	1,207	1,257	其他收入	142	164	189	209
应收账款	2,577	2,942	3,807	4,094	投资收益	60	64	67	78
存货	1,196	1,482	1,782	2,033	息税折旧前利润	1,838	2,390	2,898	3,366
预付租赁款项	16	16	16	16	折旧及摊销	331	382	444	504
其它流动资产	219	219	219	219	EBIT	1,507	2,007	2,454	2,861
非流动资产	5,274	6,061	6,772	7,408	净利息支出	(62)	(57)	(59)	(69)
固定资产净值	4,175	4,838	5,388	5,880	税前利润	1,569	2,064	2,512	2,930
无形资产	39	39	39	39	所得税开支	(249)	(328)	(399)	(466)
预付租赁款项	624	729	869	991	经营利润	1,320	1,736	2,113	2,464
长期股权投资	180	191	202	213	少数股东权益	48	62	76	89
其他非流动资产	255	265	275	285	净利润(百万元)	1,272	1,673	2,037	2,375
总资产	13,156	14,688	16,851	18,820	每股收益	1.151	1.511	1.840	2.146
流动负债	3,668	3,982	4,701	5,001	主要财务比率				
短期借款	1,958	2,003	2,227	2,347	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
应付账款	1,590	1,853	2,343	2,562	成长性(%)				
其他流动负债	121	126	131	93	营业收入增长率	14.5	19.0	22.3	17.1
长期负债	81	91	101	111	净利润增长率	13.8	31.6	21.7	16.6
长期借款	0	0	0	0	盈利能力分析(%)				
递延税负债	59	64	69	74	毛利率	31.7	33.8	34.1	34.2
其他负债	22	27	32	37	息税折旧前利润率	24.0	26.2	26.0	25.8
总负债	3,750	4,073	4,802	5,112	息税前利润率	19.7	22.0	22.0	21.9
股东权益总额	9,192	10,357	11,755	13,373	净利润率	16.6	18.4	18.3	18.2
少数股东权益	214	259	294	334	净资产收益率	13.8	16.2	17.3	17.8
所有者权益合计	9,406	10,615	12,049	13,707	资产收益率	9.7	11.4	12.1	12.6
负债及所有者权益	13,156	14,688	16,851	18,820	偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	28.5	27.7	28.5	27.2
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	净负债率	净现金	净现金	净现金	净现金
经营活动现金流	1,042	1,603	1,757	2,404	流动比率	215	217	214	228
净利润	1,272	1,673	2,037	2,375	营运能力				
折旧及摊销	331	382	444	504	平均资产周转天数	620	558	517	499
营运资本变动	(488)	(387)	(676)	(319)	平均存货周转天数	81	81	81	81
其他营业资产及负债变动	(73)	(66)	(49)	(156)	平均应收账款天数	111	111	111	111
投资活动现金流	(537)	(961)	(970)	(881)	平均应付账款天数	104	104	104	104
资本支出净额	(1,147)	(1,096)	(1,036)	(1,038)	每股资料				
其他资产变动	610	135	66	157	每股收益	1.151	1.511	1.840	2.146
自由现金流	(105)	508	721	1,367	每股净资产	8.323	9.354	10.618	12.079
融资活动现金流	(1,270)	(597)	(551)	(779)	估值比率(倍)				
股本变动	0	0	0	0	PE	18.0	14.6	12.0	10.3
负债变动	(783)	45	224	120	PB	2.5	2.4	2.1	1.8
已付股息	(451)	(593)	(722)	(842)	股息率	2.0	2.4	2.9	3.4
其它长期资产变动	(36)	(50)	(53)	(57)					
现金及现金等价物变动	(765)	45	236	744					
外汇变动影响	(62)	0	0	0					
期初现金	3,594	2,767	2,812	3,048					
期末现金	2,767	2,812	3,048	3,792					

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元斌	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。