

2017年9月26日星期二

分析师

李明忆
852-3762 9696
stacie.li@pingan.com

郭冰桦
852-3762 9697
alex.kwok@pingan.com

相关报告

自主品牌崛起+新能源汽车兴起 关注港股汽车零部件龙头

投资要点：

汽车龙头零部件企业通过海外并购提升全球竞争力

- 作为汽车工业大国，中国领先的汽车零部件企业已经进入国际化发展阶段，海外并购成为中国汽车零部件企业快速壮大的最有效的方式之一。由于中国汽车零部件企业已经积累一定的规模和资金实力，外加国际零部件巨头频频剥离非核心业务的发展策略，为中国汽车零部件企业进入全球产业链、扩张业务规模提供了机会。

中国三四线城市汽车增长带动自主品牌崛起，为国内零部件企业带来发展空间

- 目前全国一、二线城市的汽车保有量已接近饱和，而三、四线城市及乡镇农村的汽车保有量仍然较低，具有潜在增长空间。中国三四五线城市对于自主品牌汽车的关注度更高，预计三四线城市及乡镇农村地区的汽车增量市场将以自主品牌汽车为主。自主品牌的崛起为国内汽车零部件企业的发展带来大量机会。

新能源汽车及智能汽车兴起，为汽车零部件行业带来新机遇

- 汽车产业“电动化、网联化、智能化”的发展趋势日益清晰，新能源汽车及智能汽车的兴起将加速汽车零部件行业变革，以动力电池、电机、电控等三电技术为核心零部件的电动汽车较传统的燃油汽车产生了巨大的变革，而中国作为全球最大的新能源汽车市场，为相关汽车零部件企业的发展提供了新的机遇。
- 国家工信部已启动相关研究，制订停止生产销售传统能源汽车的时间表。外加促进新能源汽车发展的“双积分”政策即将实施，预计中国新能源汽车产业将在未来 5-10 年保持快速发展，长远利好动力电池等新能源汽车核心零部件供应商的发展。

建议关注汽车零部件行业的两条投资主线：

- 1) 国际化发展是国内汽车优质零部件企业的扩张趋势，重点关注积极布局国际市场的汽车零部件细分领域龙头公司；
- 2) “电动化、网联化、智能化”是汽车行业的发展方向，目前中国新能源汽车行业规模已经位居全球首位，且市场增长空间仍然非常巨大，建议关注受益于新能源汽车发展的零部件企业。

关注个股：敏实集团 425、福耀玻璃 3606、天能动力 819

投资要点

汽车零部件行业概况

汽车零部件是汽车产业发展的重要基础，一辆汽车通常由几万个零部件构成。维基百科资料显示，汽车零部件可以大致划分为车身、引擎、外部设备、内部设备及传动五大类。

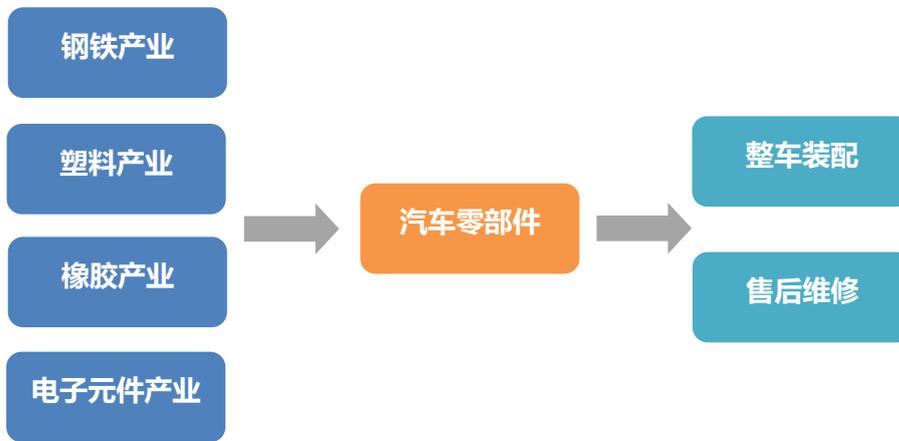
表 1 汽车零部件种类

类别	细分领域
车身	结构、隔间、车门、玻璃、后视镜、其他
引擎	进气、燃料、排气、冷却、起动、其他
外部设备	车灯、其他
内部设备	仪表、控制、防盗、座位、安全、其他
传动	车轮、轮胎、变速器、转向、悬吊、刹车

资料来源：维基百科

从汽车产业链来看，汽车零部件产业的上游为钢铁、塑料、橡胶等原材料，而产业的下游根据不同的目标客户市场，可以分为整车配套市场以及售后维修市场两大领域。

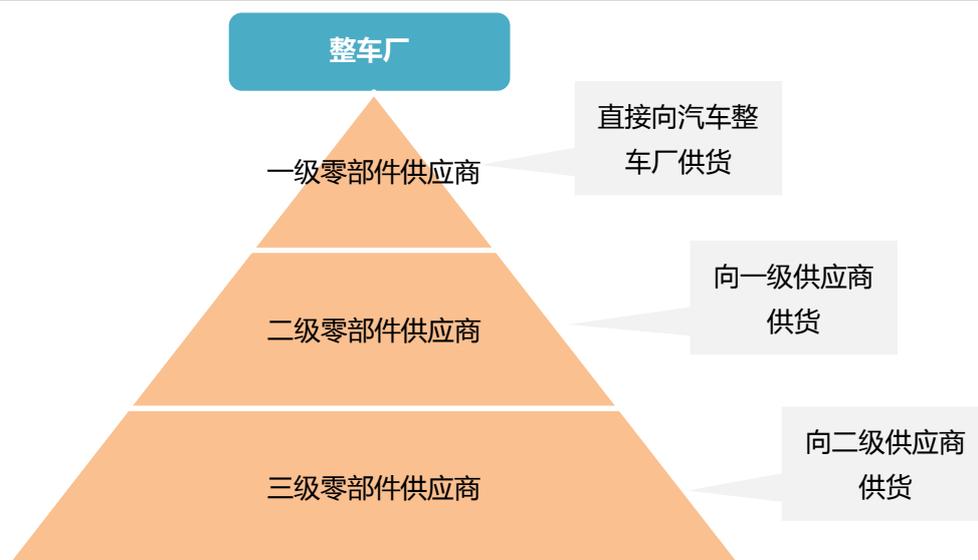
图 1 汽车零部件在汽车产业链中位置



资料来源：中国平安证券(香港)

从汽车零部件产业内部来看，可以进一步细分为一级零部件供应商、二级零部件供应商、三级零部件供应商等多层次分工的金字塔结构。其中，一级零部件供应商处于金字塔顶端，直接为整车厂供应产品，双方形成直接合作关系；二级供应商则通过一级供应商向整车厂供应产品；而三级零部件供应商则处于供应链体系的最底层，研发实力较弱，产品缺乏核心竞争力。部分一级零部件供应商由于掌握核心技术或成本优势，在单一零部件市场中具有垄断地位，从而成为该零部件的世界级零部件供应商。

图 2 汽车零部件产业结构



资料来源：中国平安证券(香港)

从国际市场来看，汽车零部件一直以来被来自欧美及日韩等发达国家的公司主导。根据著名汽车媒体《美国汽车新闻》(Automotive News)统计的2017年全球汽车零部件配套供应商百强榜，依照零部件供应商总部所在地来看，排名前三的国家依次为日本（28家）、美国（22家）及德国（16家）。在排名前五的企业中，德国占有绝对领先地位，独占三家企业，同时，德国的罗伯特·博世公司已经连续三年稳居全球第一。

表 2 2017 年全球汽车零部件配套供应商百强榜（前十名）

2015 年排名	2016 年排名	2017 年排名	公司(中文)	公司(英文)	国家	2016 年配 套营收(亿 美元)	备注
1	1	1	罗伯特·博世	Robert Bosch GmbH	德国	465.0	估计值
9	5	2	采埃孚	ZF Friedrichshafen AG	德国	384.7	财年
2	3	3	麦格纳国际	Magna International Inc.	加拿大	364.5	
4	2	4	电装	Denso Corp.	日本	361.8	估计值
3	4	5	大陆	Continental AG	德国	326.8	
5	7	6	爱信精机	Aisin Seiki Co.	日本	313.9	财年
6	6	7	现代摩比斯	Hyundai Mobis	韩国	272.1	
7	8	8	佛吉亚	Faurecia	法国	207.0	
10	10	9	李尔	Lear Corp.	美国	185.6	
11	11	10	法雷奥	Valeo SA	法国	173.8	估计值

资料来源：Automotive News

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

中国汽车零部件行业发展概况

中国汽车零部件行业发展历史及行业规模

随着中国汽车产业的快速扩张，与之相配套的中国汽车零部件产业也在快速发展。上世纪 80 年代以前，由于中国汽车工业发展较为缓慢，配套的汽车零部件技术水平普遍较低，且零部件以卡车配件为主。此外，由于当时社会处在计划经济体制，市场化竞争的缺失也是导致汽车零部件行业技术含量低的原因之一。在改革开放以后，中国汽车零部件产业开始逐渐面向市场。以 90 年代桑塔纳国产化为开端，汽车零部件行业的产品种类、规模和研发能力快速提高。在中国加入世界贸易组织后，汽车零部件市场进一步开放，国际汽车零部件企业进入中国设立合资或独资公司，叠加政府产业政策及全国汽车产销量增长的推动，促使全国汽车零部件行业规模迅速扩大。2016 年，中国汽车零部件制造业规模以上企业收入及利润分别为 3.7 万亿元和 2858 亿元，同比均增长 16%，高于整体汽车制造业企业增幅。

图 3 中国汽车零部件行业规模以上企业收入及增速

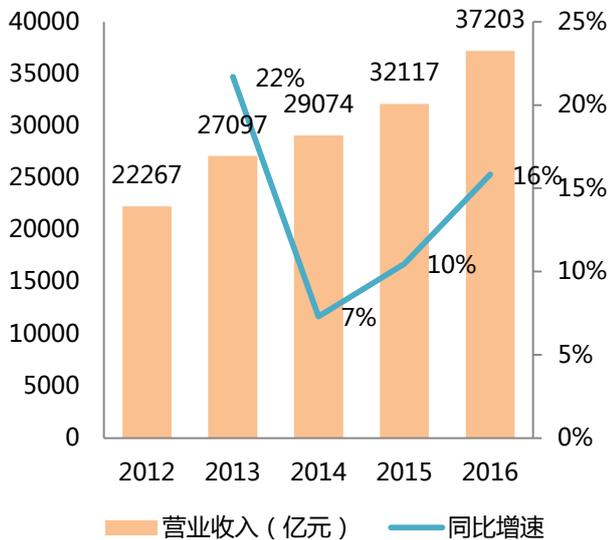
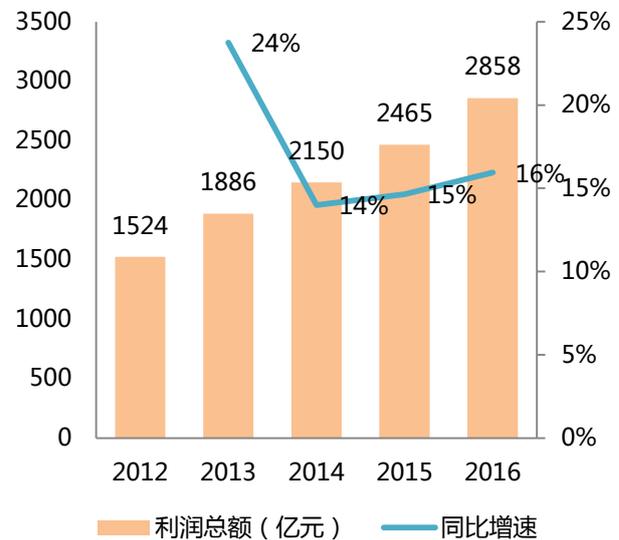


图 4 中国汽车零部件行业规模以上企业利润及增速



资料来源：中国汽车工业协会

资料来源：中国汽车工业协会

伴随着整车制造商的配套需要，目前中国汽车零部件产业已经形成六大产业集群，包括以长春为代表的东北产业集群、以上海为代表的长三角产业集群、以武汉为代表的华中产业集群、以北京及天津为代表的环渤海产业集群、以广东为代表的珠三角产业集群和以重庆为代表的西南产业集群。

按照投资来源分类，中国汽车零部件企业包括内资企业、外资企业及合资企业。其中，内资企业可以细分为三类：一是国有整车厂配套零部件企业，如一汽集团的一汽富维、上汽集团的华域汽车、北汽集团的海纳川公司等；二是民营整车厂兼有研发及生产相关零部件，如比较有代表性的吉利汽车和长城汽车；三是专注于生产汽车零部件的民营企业在早期进入细分市场领域，例如专注于生产汽车玻璃的福耀玻璃。外资企业则主要是国际汽车零部件生产商在中国设立的独资企业，如全球最大的汽车零部件供应商德国博世集团于 2004 年在中国设立的博世汽车部件(长沙)有限公司。合资公司一般是整车厂下设零部件企业与国际零部件生产商共同设

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

立合资公司，如了中联汽车电子与德国博世集团成立的联合汽车电子、上汽集团旗下延锋汽车饰件与美国安道拓成立的延锋安道拓等。

表 3 部分汽车零部件合资企业

合资公司	国内合资方	国际合资方	成立时间	主营业务
联合汽车电子	中联汽车电子	德国罗伯特·博世	1995 年	汽油发动机管理系统、变速箱控制系统、车身电子、混合动力和电力驱动控制系统
延锋安道拓	延锋汽车饰件	美国安道拓	1997 年	覆盖座椅总成、机械零件、座椅发泡等
长春富维江森	长春一汽富维	美国江森自控	2001 年	汽车座椅、仪表板、副仪表板、门板、顶棚及饰件等
东风李尔	东风集团	美国李尔	2004 年	汽车座椅及零部件
北汽大世	北汽集团	韩国大世株式会社	2011 年	汽车座椅等
东风佛吉亚	东风集团	法国佛吉亚	2015 年	汽车内饰系统，包括仪表板/副仪表板、门护板、隔音降噪零件等

资料来源：公司网站

尽管随着中国汽车零部件行业快速扩张，部分优秀的内资企业已经在全球具有一定的品牌影响力，但目前中国整车厂的供应商仍以外资或合资企业为主。根据中国汽车工业协会估算数据，2015 年，外资企业（含合资企业）占据轿车零部件市场的份额达 80%以上，而在汽车电子和发动机零部件等高技术含量领域，外资企业（含合资企业）控制的市场份额甚至高达 90%。这也意味着汽车核心零部件如发动机及变速箱等产品的主导权目前仍掌握在合资或外资企业手中。

龙头零部件企业通过海外并购提升全球竞争力

作为汽车工业大国，中国领先的汽车零部件企业已经进入国际化发展阶段，海外并购成为中国汽车零部件企业快速壮大的最有效的方式之一。由于中国汽车零部件企业已经积累一定的规模和资金实力，外加国际零部件巨头频频剥离非核心业务的发展策略，为中国汽车零部件企业进入全球产业链、扩张业务规模提供了机会。根据德勤公司发布的《2016 中国汽车行业对外投资报告》，2013 年至 2015 年期间，自主品牌汽车和零部件企业完成海外并购交易 60 起，涉及金额达 177 亿美元。其中，汽车零部件企业是海外收购的主力军，涉及交易占总交易量的 72%、总交易额的 80%以上。

表 4 主要零部件企业国际化并购

并购方	并购标的	被并购方细分领域	时间	并购金额
海纳川	荷兰英纳法	汽车天窗	2011 年 7 月	1.9 亿欧元
均胜电子	德国普瑞	汽车电子	2011 年	16 亿人民币
	德国 Quin GmbH	汽车内饰和方向盘总成	2015 年 1 月	9000 万欧元
	美国 KSS	汽车安全系统	2016 年 6 月	9.2 亿美元

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

	德国 TS 德累斯顿	汽车行业模块化信息系统	2016 年	1.8 亿欧元
中航工业	美国耐世特	汽车转向系统	2011 年 3 月	4.8 亿美元
	美国瀚得	汽车密封及防震	2015 年 9 月	5.7 亿美元
华域汽车	美国延锋伟世通	汽车内外饰、座椅及安全系统	2013 年	9.3 亿美元
上海集优机械	荷兰 NedSchroef	汽车紧固件	2014 年 5 月	1.9 亿欧元
株洲时代新材	德国 BOGE	橡胶及塑料	2014 年 9 月	2.9 亿欧元
中航机电系统	德国 Hilite	汽车动力总成	2014 年 10 月	4.7 亿欧元
中国化工	意大利倍耐力	汽车轮胎	2015 年 3 月	88.1 亿美元
奥特佳	澳洲空调国际	汽车空调系统	2015 年 9 月	1.4 亿美元
泰特机电	荷兰 e-Traction	汽车轮毂电机	2016 年 11 月	6147 万美元
德尔股份	德国 CCI	汽车减振降噪产品、绝热产品等	2017 年 5 月	19.4 亿人民币

资料来源：公开资料整理

除了进行股权收购之外，部分拥有技术优势及资金实力的国内零部件厂商也通过海外建厂实现国际化战略。由于该类零部件企业已经具有一定的竞争力，产品逐渐得到国际整车厂的认可，因此建设海外厂房有助于公司降低生产及运输成本，并提高供应稳定性和客户黏性。

2014 年，福耀玻璃在美国俄亥俄州代顿市投资 5 亿美元设立大型玻璃制造厂，去年年底美国工厂一期已经投产。此外，专注于制造汽车装饰条、汽车装饰件、车身结构件的零部件生产商敏实集团生产基地涵盖美国、墨西哥、泰国、德国等多个国家。通过收购国际零部件企业以及海外建厂，有助于中国企业迅速提高技术水平及竞争力、拓展全球销售网络，为公司长远发展提供支持。

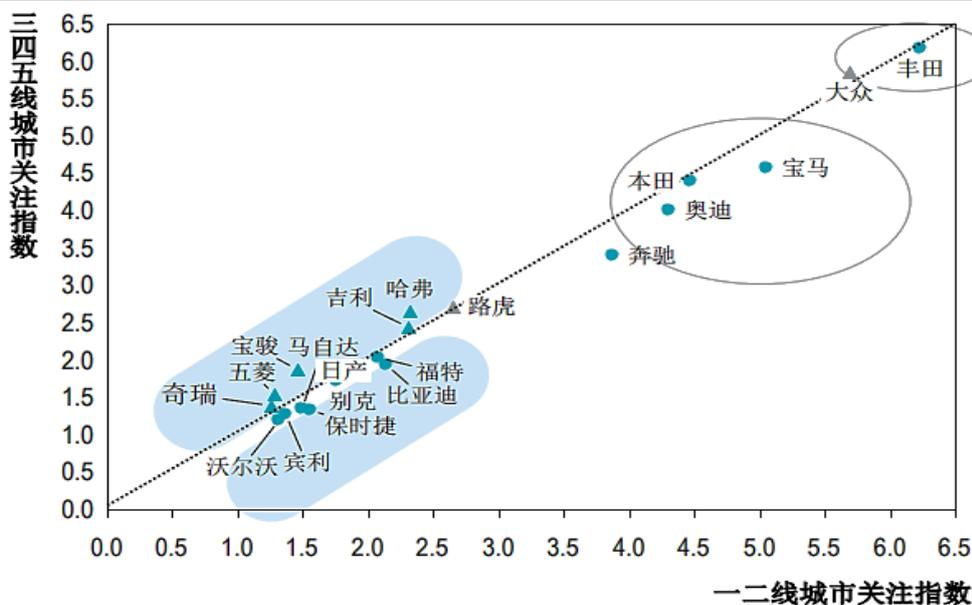
中国汽车零部件企业多重发展空间

三四线城市汽车增长带动自主品牌崛起，为国内零部件企业带来发展空间

根据公安部交通管理局数据，截至 2016 年底，中国的汽车保有量为 1.94 亿辆，千人平均汽车保有量为 142 辆，这一数据低于全球平均水平，更是远远低于欧美等发达国家千人平均汽车保有量 500 辆以上的水平，反映中国汽车市场仍然具有较大增长空间。分地区来看，目前全国一、二线城市的汽车保有量已经接近饱和，而三、四线城市以及乡镇农村的汽车保有量仍然较低，具有潜在增长空间。

根据罗兰贝格发布的《2017 年中国汽车消费关注度报告》，中国三四五线城市对于如吉利汽车、长城汽车及奇瑞汽车在内的自主品牌汽车的关注度更高，更注重汽车的性价比及实用性。因此，预计三四线城市及乡镇农村地区的汽车增量市场将以自主品牌汽车为主，随着汽车普及率的提升，将为自主品牌汽车的销售增长增添动力。

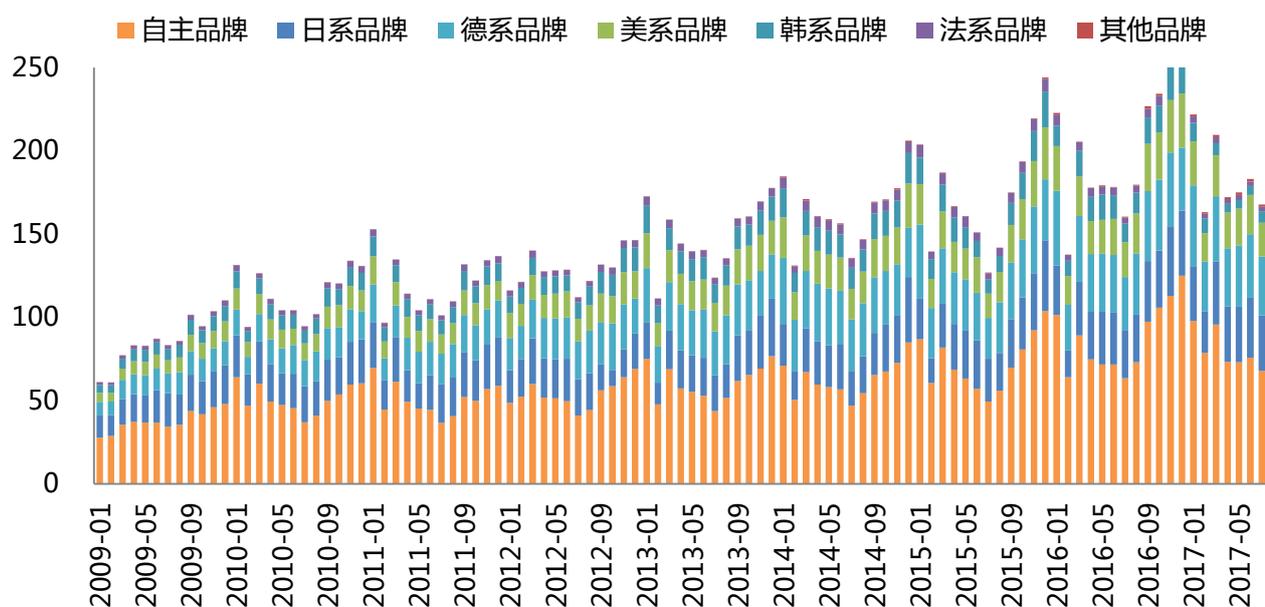
图 5 分城市汽车品牌关注指数



资料来源：《2017年中国汽车消费关注度报告》

此外，随着近年来中国整车厂的综合实力不断提升，自主品牌在 SUV 以及新能源汽车等细分市场具有较强的竞争力，带动自主品牌汽车销量持续快速增长。今年 1-7 月，自主品牌乘用车销量同比增长 4.8%，高于乘用车市场 2.4% 的整体增速；此外，1-7 月自主品牌乘用车销量占比达 43.4%，同比提升 0.9 个百分点。反映今年以来，自主品牌汽车在规模及市场份额上均较去年有所提高。

图 6 中国月度乘用车销量（万辆）



资料来源：WIND

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

自主品牌的崛起为国内汽车零部件企业的发展带来大量机会。国内的大型整车集团如上汽集团、广汽集团等均拥有附属的汽车零部件公司，为其整车制造业务提供配套零部件。此外，独立的汽车零部件企业亦通过技术创新及成本优势抢占细分市场，而自主品牌则是国内零部件企业的主要下游客户。随着自主品牌汽车销售增长，汽车零部件生产商将持续受益。

表 5 部分自主品牌主要零部件企业

整车厂	零部件公司	汽车零部件细分领域
上汽集团	华域汽车	汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件等
广汽集团	广汽零部件公司	汽车内饰系统、热交换系统、照明系统、底盘相关部件等
北汽集团	海纳川公司	汽车内外饰系统、汽车座椅、汽车电子、汽车底盘等
一汽集团	一汽富维	汽车内外饰、车轮、车身电子、车身金属件、滤清器等
	奥富股份	汽车底盘系统、环境系统、制动和传动系统、转向及安全系统等
	长春一东	汽车离合器、液压举升机构等
	启明信息	汽车电子
东风汽车	东风零部件集团	汽车底盘、车身、悬架、制动、电子电器、变速箱等
长安集团	东安动力	汽车发动机等
	重庆青山工业	汽车变速器等
	湖南天雁	汽车发动机增压器、进排气门及冷却风扇等
	建安车桥	汽车前后桥、悬架等
	四川宁江山川	汽车减震器、背门支撑、车用弹簧等
	南方英特	汽车空调系统、热交换器系统等
奇瑞汽车	奇瑞科技	汽车底盘、电子电器、动力总成等

资料来源：公开资料整理

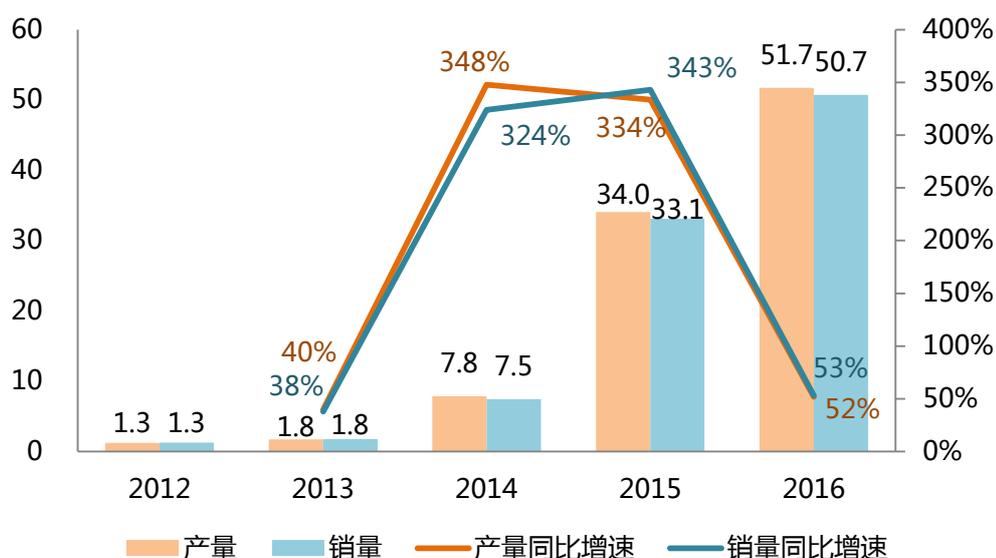
新能源汽车及智能汽车兴起，为汽车零部件行业带来新机遇

由于中国汽车工业相比欧美发达国家起步较晚，导致汽车行业在传统燃油车核心技术领域存在先天缺失，在汽车零配件行业存在企业数量多、规模小、产业化水平低等问题。而随着汽车产业“电动化、网联化、智能化”的发展趋势日益清晰，新能源汽车及智能汽车的兴起将加速汽车零部件行业变革，以动力电池、电机、电控等三电技术为核心零部件的电动汽车较传统的燃油汽车产生了巨大的变革，而中国作为目前全球新能源汽车的最大市场，为相关汽车零部件企业的发展提供了新的机遇，有望缩小与国际领先零部件供应商的差距。

根据中国汽车工业协会，2016 年全国新能源汽车产销量分别达到 51.7 万及 50.7 万辆，同比分别增长 53%及 52%；而今年前 8 个月，全国新能源汽车产销分别为 34.6 万辆和 32.0 万辆，同比分别增长 33.5%和 30.2%，新能源汽车市场持续扩容。此外，国家科技部数据显示，截止 2016 年年底，中国新能源汽车保有量已经超过 100 万辆，在全球的占比达到 50%。

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

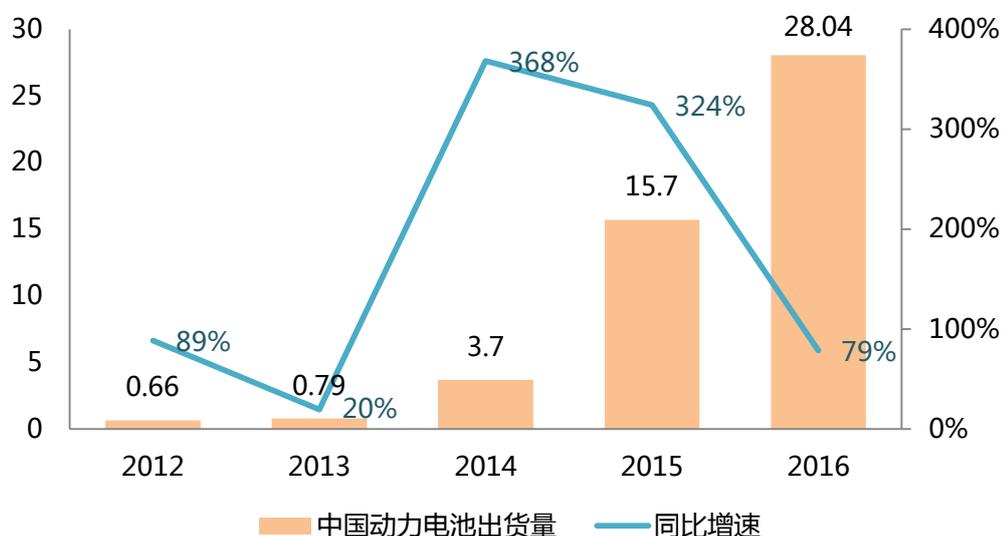
图7 中国新能源汽车销量(万辆)



资料来源：中国汽车工业协会

随着新能源汽车的快速扩张，中国在电动汽车的核心零部件——动力电池领域也取得了迅速发展。2016年中国动力电池出货量达28.04GWh，同比增长79%。其中，磷酸铁锂电池及三元电池的出货量为分别为20.33GWh及6.29GWh，占总出货量的73%及22%。

图8 中国动力电池出货量(GWh)及增速



资料来源：中国储能网

此外，中国动力电池出货量规模在全球亦位居第一。2016年全球动力电池企业销量排名中，排名前十的企业中有七家中国企业，分别为比亚迪、宁德时代、沃特玛、国轩高科、天津力神、比克电池以及中航锂电。

表 6 2016 年全球动力电池企业销量排名

排名	公司名称	国家	2016 年销量(GWh)
1	松下	日本	7.2
2	比亚迪	中国	7.1
3	宁德时代	中国	6.8
4	沃特码	中国	3.2
5	LG 化学	韩国	2.5
6	国轩高科	中国	2.4
7	天津力神	中国	1.8
8	比克电池	中国	1.3
9	三星 SDI	韩国	1.1
10	中航锂电	中国	0.7

资料来源：公开资料整理

目前，包括英国、法国、德国及荷兰等多个国家已经公布禁售燃油车时间表。如英国政府在今年 7 月宣布，将于 2040 年起全面禁售汽油和柴油汽车，届时市场上只允许电动汽车等新能源环保车辆销售。近日，国家工信部已启动相关研究，制订停止生产销售传统能源汽车的时间表。外加促进新能源汽车发展的“双积分”政策即将实施，预计中国新能源汽车产业将在未来 5-10 年保持快速发展，长远利好动力电池等新能源汽车核心零部件供应商的发展。

建议关注汽车零部件行业的两条投资主线：

1) 国际化发展是国内汽车优质零部件企业的扩张趋势，重点关注积极布局国际市场的汽车零部件细分领域龙头公司；

2) “电动化、网联化、智能化”是汽车行业的发展方向，目前中国新能源汽车行业规模已经位居全球首位，且市场增长空间仍然非常巨大，建议关注受益于新能源汽车发展的零部件企业。

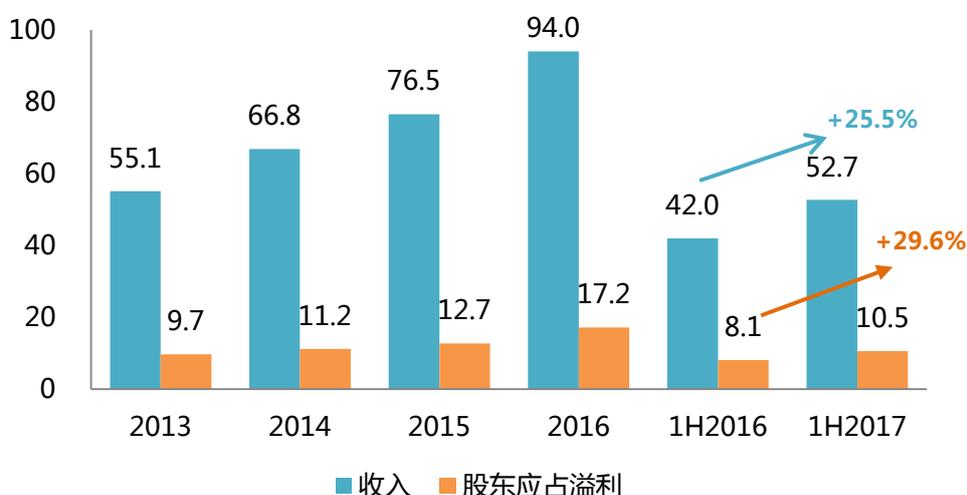
如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

关注个股

敏实集团 425

敏实集团是中国领先的汽车零部件供应商，主要从事汽车装饰条、汽车装饰件、车身结构件及行李架等零部件的设计、制造和销售，客户包括丰田、本田、通用、福特、宝马、上汽等全球主要整车制造商。公司积极推动国际化的业务布局，在中国、美国、墨西哥、泰国及德国拥有生产基地，并在中国、德国、北美及日本拥有研发中心。全球化布局有助于提高降低海外市场的物流成本以及潜在关税壁垒风险。今年上半年，公司业绩超出市场预期，营业额及净利润分别同比增长 25.5%及 29.6%至 52.7 亿及 10.5 亿元人民币。

图 9 2013-1H2017 公司收入及股东应占溢利（人民币亿元）



资料来源：公司资料

公司业务的战略布局符合汽车行业的未来发展方向。轻量化是未来汽车行业的一大发展趋势，铝是应用最广泛的轻量化材料。公司于 2011 年开始布局铝产品业务，2012 年，随着公司位于江苏省淮安市的铝产品生产基地的建成，铝产品业务开始快速发展；2013 年，公司斥资约 2282 万元人民币收购德国 CST GmbH 的全部股权，拓展铝抛光及阳极氧化业务。2016 年，公司铝产品业务的收入已经超过 20 亿元，同比实现 70% 以上的增长。预计随着汽车轻量化发展的加速进行，铝业务将成为公司未来发展的主要动力之一。

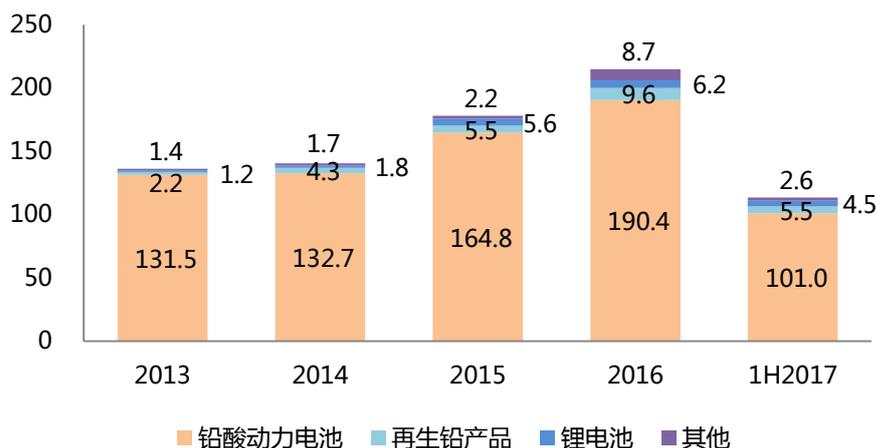
此外，公司亦积极拓展智能汽车相关的汽车摄像头业务及新能源汽车业务。2015 年，公司通过收购台湾相机模块供货商中升兴业 51% 股权，将业务向智能汽车高级辅助驾驶系统 (ADAS) 模块扩展；2016 年 3 月，公司与富士通成立合资公司，共同开发销售汽车摄像头模块；同年 7 月，汽车电子摄像头项目在春晓生产基地投产。新能源汽车方面，2016 年 8 月，公司与美国技术创新型公司 CleanWave 成立合资公司，从事节能与新能源汽车驱动系统（电机及其控制器、减速器）及其零部件的研发和制造。尽管公司的智能汽车及新能源汽车相关业务仍处于前期投入阶段而未能贡献盈利，但预计将成为公司未来发展的潜在驱动力。

由于铝产品的毛利率较高，公司铝产品业务的高速增长有助于提升整体毛利率水平，外加管理层预计墨西哥新工厂的毛利率将于今年四季度得到明显改善，公司的盈利水平有望进一步提高。公司今年新承接订单目标 45 亿，上半年已完成 28 亿，全年大概率完成目标。此外，公司累计在手订单由今年年初的 793 亿增至 865 亿，为公司未来业绩提供有力支持。根据彭博综合市场预测，公司 2017/2018/2019 年每股盈利分别为 2.255/2.742/3.275 港元，对应市盈率为 18.1/14.9/12.5 倍。

天能动力 819

天能动力是国内铅酸动力电池的龙头供应商，公司业务主要包括生产销售电动自行车及电动三轮车铅动力电池、微型电动汽车铅动力电池、新能源汽车锂动力电池及废旧电池回收处理。截止 2016 年年底，开公司在中国浙江、江苏、安徽及河南四省共有八个生产基地。今年上半年，公司业绩再创新高，期内销售收入同比增长 24.8%至 113.6 亿元，股东应占溢利同比增长 10.2%至 4.4 亿元。

图 10 2013-1H2017 公司收入结构（人民币亿元）



资料来源：公司资料

公司积极布局新能源汽车的核心零部件——新能源锂电池。今年上半年，新能源锂电池销售收入达 4.5 亿元，同比大幅增长 57.5%，已成为增速最快的业务。客户包括奇瑞汽车、康迪电动汽车、力帆汽车、众泰汽车及华晨汽车等多家新能源汽车企业。此外，公司位于浙江长兴的 5GWh 新能源汽车动力（储能）锂电池工厂已经于去年 12 月投产，全部达产后锂电池总产能将达到 5.5GWh，有望进一步提高公司的业务规模。根据今年 2 月份中国化学与物理电源行业协会发布的《2016 年度中国动力锂离子电池 20 强企业名单》，公司的动力锂离子电池销售收入及销量分别排名第 18 及第 11 位，其中，公司的三元材料动力锂离子电池销量排名全国第四位。预计随着政府推动新能源汽车发展的各项政策落地，锂电池业务将继续保持高速增长。

根据彭博综合市场预测，公司 2017/2018/2019 年每股盈利分别为 1.111/1.366/1.576 港元，对应市盈率为 6.8/5.6/4.8 倍。

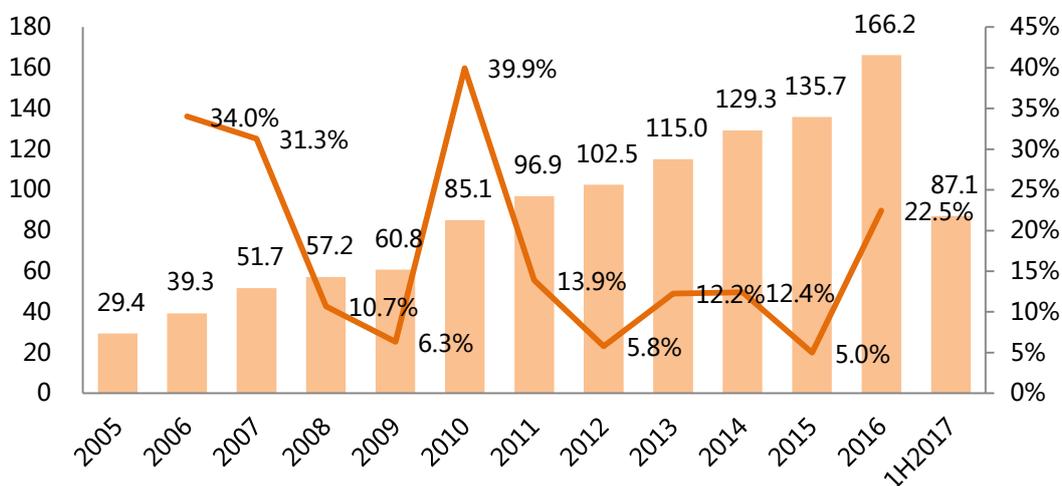
如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

福耀玻璃 3606

福耀玻璃是中国最大的汽车玻璃供应商，公司专注于生产多种汽车玻璃产品，目前在中国汽车玻璃市场的占有率接近 70%，占据绝对的主导地位，在全球的市场占有率亦达到 20%以上。公司的主要客户包括全球前二十大汽车生产商（如丰田、大众、通用汽车、福特、现代等）及中国前十大乘用车生产商（如上海通用、一汽大众、上海大众、北京现代等）。并与前十大客户保持平均长达十年的长期稳定合作关系。

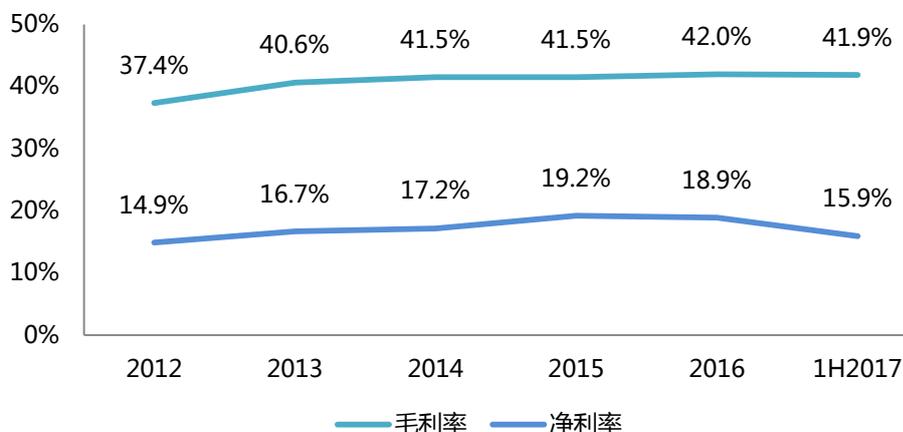
公司几十年来深耕汽车玻璃领域，受益于专业化发展带来的技术优势及强大的成本管控能力，公司在收入保持稳定增长的同时，毛利率亦长期保持在 40%以上的较高水平，反映公司在汽车玻璃市场具有较强的竞争优势与定价权，并已建立起一定的竞争壁垒，为公司进一步扩大市场份额提供基础。

图 11 公司收入持续保持增长（人民币亿元）



资料来源：公司资料

图 12 2012-1H2017 公司毛利率及净利率



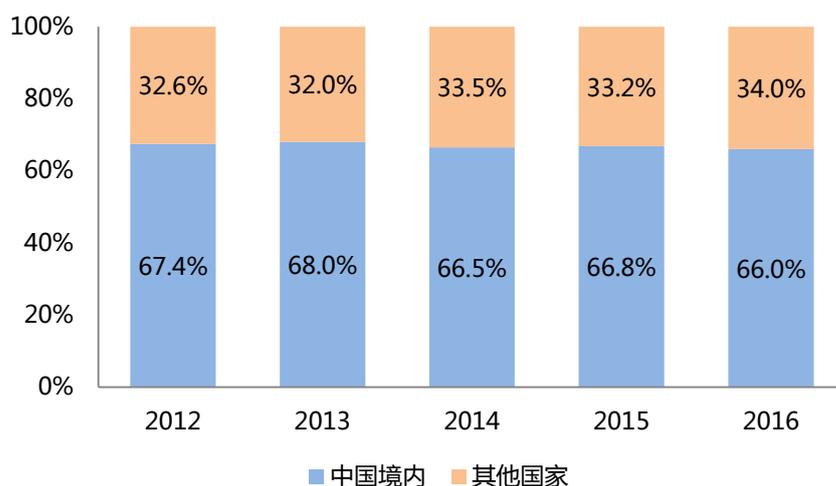
资料来源：公司资料

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

尽管中国新车销售已进入平稳增长期，但随着单辆车汽车玻璃用量的增长（如汽车天窗普及率的提升、前挡风玻璃的倾斜度增加等）及售后零部件市场替换需求的增加，汽车玻璃行业仍然具有大量的增长空间。此外，从产品结构来看，公司已经成功研发多种高附加值的玻璃产品，如包边玻璃、防红/紫外线玻璃、憎水玻璃及隔音玻璃等。公司产品结构的优化升级有助于进一步提升公司的销售收入及整体毛利率。

公司进行国际化的战略布局，目前已经在俄罗斯及美国建设生产基地。其中，俄罗斯工厂开始步入良性发展轨道，美国工厂亏损也在今年上半年大幅缩窄，并已于 6 月份扭亏为盈。公司全球化布局的成果已逐步显现，国际市场的销售额及其占比近年来持续提升。2016 年，公司于国际市场的收入同比增长 25.3% 达 56.5 亿，占总收入比重的 34%，同比提升 0.8 个百分点。公司计划今年将加大在德国、美国和俄罗斯的海外投资，投资总额预计约为 2 亿美元。随着公司海外工厂产能的释放带来的规模效应及运营效率，预计公司在全球市场的占有率将进一步提升。根据彭博综合市场预测，公司 2017/2018/2019 年每股盈利分别为 1.531/1.797/1.979 港元，对应市盈率为 18.4/15.6/14.2 倍。

图 13 2012-2016 年公司收入分地区占比



资料来源：公司资料

表7 汽车零部件行业公司(以2017年9月26日收盘价为准)

股票名称	股票代码	前收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	17年预测市 盈率	18年预测 市盈率	市净率
敏实集团	0425HK	40.25	458.5	18.1	14.9	3.2
福耀玻璃	3606HK	27.90	731.0	18.4	15.6	3.0
天能动力	0819HK	7.53	84.8	6.8	5.6	1.5
耐世特	1316HK	13.00	325.4	12.1	10.5	3.1
首控集团	1269HK	3.09	147.6	N/A	N/A	N/A
兴达国际	1899HK	2.84	42.4	8.2	6.4	0.7
新焦点	0360HK	0.59	27.0	N/A	N/A	N/A
协众国际控股	3663HK	1.40	11.2	N/A	39.6	1.2
德昌电机	0179HK	29.25	257.1	12.2	11.2	1.5
行业平均				12.6	14.8	2.0

资料来源：彭博

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：1) 所有在本报告所表达的意见真实地反映其对此公司及其证券当时的市场分析意见。2) 其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

分析员或其有联系者没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

分析员或其有联系者没有持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。

中国平安证券(香港)有限公司没有持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值 1% 或以上的财务权益。

中国平安证券(香港)有限公司在现在或过去 12 个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本报告由中国平安证券(香港)有限公司(下称“中国平安证券(香港)”)提供。中国平安证券(香港)已获取香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 5 类(就期货提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。

本档所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。

本报告的信息来源于中国平安证券(香港)认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，中国平安证券(香港)并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证，此外任何价格并不一定能够反映中国平安证券(香港)以理论模型为基础的估值，并且可能是基于若干假设。由中国平安证券(香港)研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，谨请阁下注意本报告所载的投资建议并非特别为阁下而设。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本档所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并(如适用)咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问，以评估投资建议是否合适。

中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，未获中国平安证券(香港)事先书面同意前，不得复印、派发或发行本文件作任何用途。

投资评级系统(由中国平安证券(香港)建构。其“投资评级指数”及“行业投资评级指数”之百分比数据只反应中国平安证券(香港)对该评级及指数之自家建议，仅作参考用途。)

股票投资评级(预计 12 个月)	备注
买入	目标价强于现价 15%以上
持有	目标价强于现价-15%至+15%以上
卖出	目标价弱于现价 15%以上
投机性买入	目标价于未来 6 个月或以上强于现价超过 20%、且波动性高
投机性卖出	目标价于未来 6 个月或以上弱于现价超过-20%、且波动性高
行业投资评级	备注
跑赢恒指	行业表现相对跑赢恒指 10%以上
持平恒指	行业表现相对恒指在±10%之间
跑输恒指	行业表现相对跑输恒指 10%以上

地址： 香港北角电气道 169 号 28 楼
电话： (852) 37629688
电邮： research.pacshk@pingan.com

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。