

拓展新客户、单车价值量提升，盈利有望实现快速增长



核心观点

- **内饰件行业市场空间及竞争格局。**从单车价值量看，内饰件中仪表盘、方向盘、门内护板单车价值量较高。除座椅外，内饰件单车价值量合计约在 4400-5000 元之间。考虑乘用车销量增速及年降，预计 2020 年中国内饰件（不含座椅）市场规模 851.11 亿元，预计 2025 年在 1000 亿元左右；2025 年全球内饰件（不含座椅）市场规模 2575 亿元左右。国内内饰市场整体呈现延锋内饰市场份额较高，其它企业市场份额分散，预计延锋内饰（不含座椅）收入在内饰件市场比重在 30%左右，其余市场份额均较低。公司可通过性价比优势，从自主客户逐步拓展至合资和外资客户，从而快速提升市占率。
- **公司从自主拓展到合资配套，进入特斯拉及大众配套体系。**特斯拉在全球新能源乘用车市场的市占率稳步提升，公司已经与特斯拉达成合作意向，获得特斯拉内饰定点项目。未来随着特斯拉销量规模提升，公司有望增加新的盈利来源。根据大众官网，预计 2023 年大众中国区 MEB 电动汽车销量规划 100 万辆，2025 年将超过 150 万辆，公司内饰件产品取得了上汽大众 NEO 新车型项目定点，预计未来上汽大众新车型配套也将是盈利增长点。
- **单车价值量提升促进毛利率提高。**2012 年-2020 年上半年，公司乘用车单车配套价值量从 1018 元提升至 3344 元，年均增速 17.2%。商用车单车配套价值量年均增速 3.8%。公司乘用车仪表盘总成单价 2012-2020 年上半年年均增速 15.3%，乘用车门内护板单价 2012-2017 年年均增速 19.9%，商用车仪表盘总成单价 2012 年-2017 年年均增速 6.1%。
- **布局完善，产能扩张保障未来盈利增长。**公司已在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、长沙设立生产制造基地，受制于产能不足和区域因素，公司计划扩建新基地。据测算，新建生产基地达产后，相比 2019 年收入增长 137%左右，预计实际中实现的收入有望高于公司规划收入，产能扩张保障盈利增长。

财务预测与投资建议：调整收入和毛利率预测 预计 2020-2022 年 EPS0.82、1.17、1.54 元（原 0.77、1.03、1.28 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 35 倍 PE，目标价 40.95 元，维持买入评级。

风险提示：乘用车行业需求低于预期、乘用车、商用车产品配套量低于预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,405	3,036	3,680	4,873	6,025
同比增长(%)	10.0%	-10.8%	21.2%	32.4%	23.6%
营业利润(百万元)	327	197	295	410	535
同比增长(%)	4.5%	-39.6%	49.2%	39.2%	30.4%
归属母公司净利润(百万元)	282	183	255	361	475
同比增长(%)	12.7%	-35.0%	39.1%	41.6%	31.6%
每股收益(元)	0.91	0.59	0.82	1.17	1.54
毛利率(%)	22.5%	21.2%	23.1%	23.2%	23.6%
净利率(%)	8.3%	6.0%	6.9%	7.4%	7.9%
净资产收益率(%)	19.1%	11.1%	14.0%	17.7%	20.6%
市盈率	35.5	54.6	39.3	27.7	21.1
市净率	6.2	5.9	5.2	4.7	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年09月23日)	32.4元
目标价格	40.95元
52周最高价/最低价	34.36/13.68元
总股本/流通A股(万股)	30,941/30,941
A股市值(百万元)	10,025
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020年09月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.38	17.01	47.74	117.45
相对表现	1.49	18.42	34.87	97.87
沪深300	-0.11	-1.41	12.87	19.58



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

- 设立墨西哥子公司，海外配套将成为盈利新的增长点： 2020-08-18
- 业绩超预期，预计大众及特斯拉新车型有望拉动毛利率继续改善： 2020-08-04
- 进入特斯拉配套体系，拟定增产产能保障盈利： 2020-05-17

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。 利增长；

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 内饰件行业市场空间及竞争格局	4
1.1 内饰件行业市场空间较大	4
1.2 内饰件行业竞争格局：市场较为分散，企业成长空间较大	4
2 公司从自主拓展到合资配套	7
3 进入特斯拉及大众配套体系	8
3.1 进入特斯拉配套产业链，打开成长空间	8
3.2 进入大众配套产业链，打开成长空间	9
4 单车价值量提高有望促进毛利率提升	10
4.1 公司配套单车价值量逐年提升	10
4.2 产品单价逐步提升	11
5 布局完善，产能扩张保障未来盈利增长	13
6 盈利预测及估值	15
7 主要风险	17

图表目录

图 1: 中国汽车内饰件（不含座椅）市场规模预测	4
图 2: 全球汽车内饰件（不含座椅）市场规模预测	4
图 3: 2019 年国内主要内饰件（不含座椅）企业内饰营收情况（亿元）	5
图 4: 2019 年国内主要内饰件（不含座椅）企业市占率	6
图 5: 公司下游客户从自主向合资、外资拓展	8
图 6: 公司近年来持续获得新车型订单	8
图 7: 特斯拉全球新能源乘用车市占率情况	9
图 8: 2020 年 H1 全球新能源乘用车市场份额情况	9
图 9: 特斯拉国产 Model 3 销量情况	9
图 10: 特斯拉国产 Model 3 市占率情况	9
图 11: 大众中国区 MEB 年销量规划（万辆）	10
图 12: 大众全球及 MEB 销量规划	10
图 13: 公司乘用车产品单车配套价值（元）及增速	11
图 14: 公司商用车产品单车配套价值（元）及增速	11
图 15: 新泉乘用车仪表板总成单价（元）及增速	12
图 16: 新泉乘用车门内护板总成单价（元）及增速	12
图 17: 公司商用车仪表板总成单价（元）及增速	12
图 18: 公司商用车顶柜总成单价（元）及增速	12
图 19: 新泉股份生产基地及配套客户	13
图 20: 预计 6 个工厂达产后对公司收入贡献（亿元）	15
表 1: 国内主要内饰企业产品情况	6
表 2: 国内主要内饰企业下游客户情况	7
表 3: 新泉股份近三年新建基地基本情况	14
表 4: 收入分类预测表	16
表 5: 可比公司估值比较	17

1 内饰件行业市场空间及竞争格局

1.1 内饰件行业市场空间较大

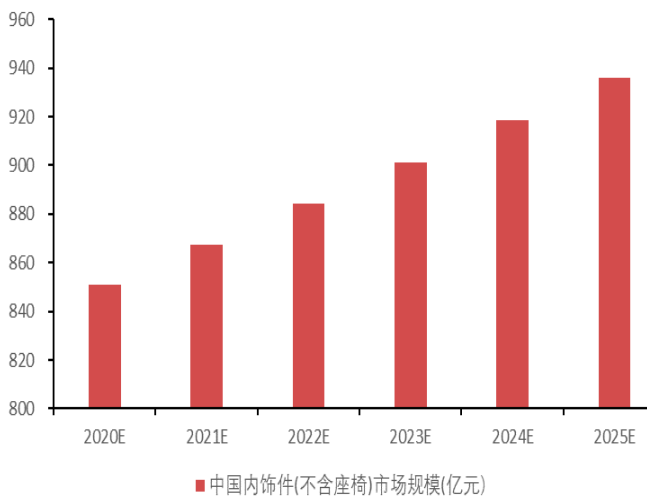
汽车内饰主要包括仪表板总成、门内护板、立柱护板、立柱、方向盘、顶篷、遮阳板、衣帽架、行李箱内饰、储物盒、备胎盖、地毯和隔音、座椅等零部件，对整车起到装饰、支撑等作用。

从单车价值量看，内饰件中仪表板、方向盘、门内护板、立柱护板单车价值量较高。其中，仪表板总成单车价值约 1400 元，方向盘 800-900 元，门内护板约 800 元，立柱护板和地毯均约 400 元。除座椅外，内饰件单车价值合计约在 4400-5000 元之间。考虑年降，假设 2020-2025 年内饰件单车价值年均下降 2% 左右。

根据中汽协，2019 年中国乘用车销量 2144.4 万辆。受疫情冲击，中汽协预计今年汽车市场销量下滑 10%-20%，上汽集团预计乘用车销量下滑 10.4%-13.2%。由于国内疫情控制效果较好，预计今年乘用车销量下滑 10%。根据前瞻产业研究院，预计 2021-2025 年销量增速保持在 4%。基于以上假设，我们测算得出 2020 年中国内饰件（不含座椅）市场规模 851.11 亿元，预计 2025 年将达到 936.02 亿元左右。

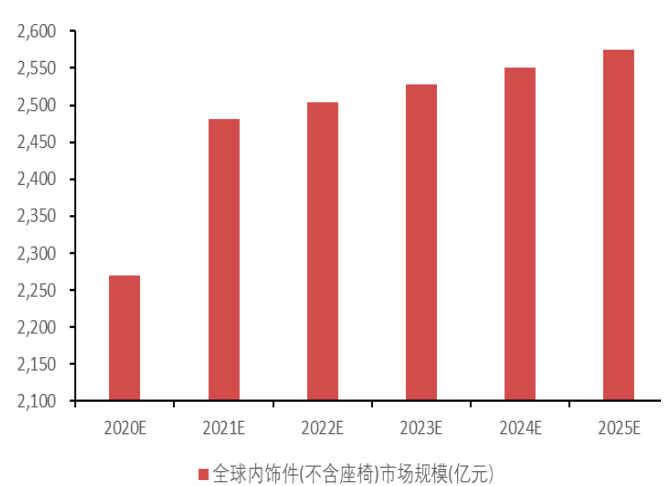
根据 OICA，2019 年全球乘用车销量 6434.2 万辆。受疫情冲击，穆迪、LMC Automotive 等机构预测今年全球汽车市场销量下滑约 20%，2021 年增速 11.5%。根据 Alix Partners 等机构预测，假设 2022-2025 年全球乘用车市场销量年均增速 3%。基于以上假设，我们测算得出 2020 年全球内饰件（不含座椅）市场规模 2269.98 亿元，预计 2025 年将达到 2574.99 亿元左右。

图 1：中国汽车内饰件（不含座椅）市场规模预测



资料来源：中汽协、公开资料整理、东方证券研究所

图 2：全球汽车内饰件（不含座椅）市场规模预测



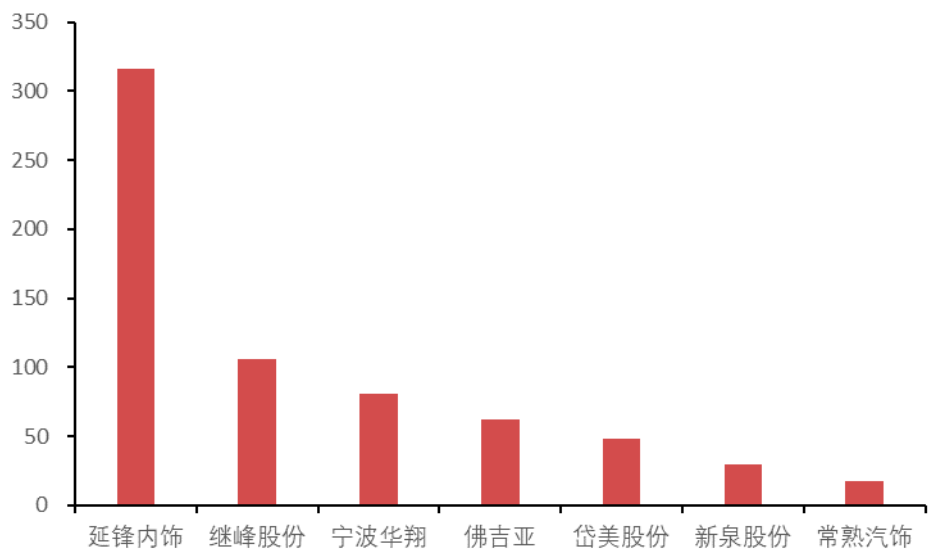
资料来源：穆迪、公开资料整理、东方证券研究所

1.2 内饰件行业竞争格局：市场较为分散，企业成长空间较大

国内汽车内饰件（不含座椅）生产企业主要包括内资/合资企业、以及外资企业。内资企业有华域汽车旗下的延锋汽饰，宁波华翔，新泉股份、常熟汽饰、东风科技、岱美股份、双林股份、继峰股份等上市公司，以及金兴汽车内饰、四维尔富晟、浙江远翅、正海兴源等非上市公司。外资企业主要有佛吉亚、李尔、安通林、丰田纺织等国际汽车零部件厂商。市场整体呈现延锋汽饰市场份额较高，其它企业市场份额分散。

从内饰业务收入看，延锋的国内内饰收入占比约占延锋汽饰收入的三至四成，2019年延锋汽饰收入为870亿元，预计内饰（不含座椅）收入约316亿元左右。2019年，继峰股份收购继烨投资，内饰（不含座椅）营收大幅增长至81.25亿元，宁波华翔内饰（不含座椅）营收82.25亿元，在国内排名第三。岱美股份内饰（不含座椅）营收48.2亿元，新泉股份30.07亿元，常熟汽饰17.29亿元。非上市公司，金兴内饰2019前3季度收入2.66亿元，浙江远翅、正海兴源等非上市公司收入规模相对较小。外资企业中，佛吉亚预计为62亿元（佛吉亚2019年内饰收入占比约30%，中国区收入24.95亿欧元，假设中国区业务收入结构和全球收入结构一致），安通林在国内内饰件收入不超过40亿元。

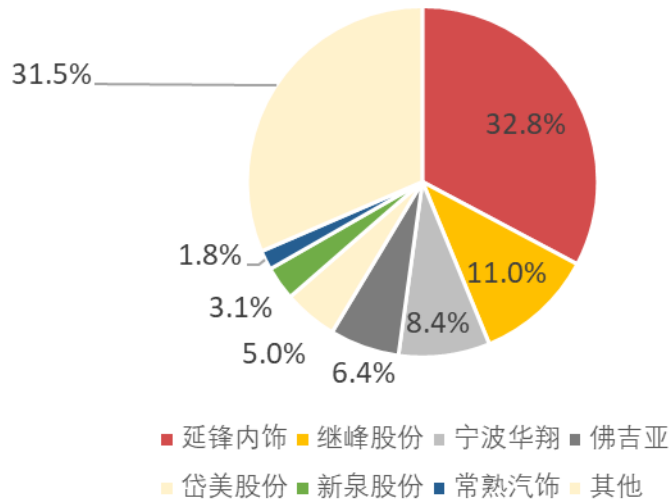
图 3：2019 年国内主要内饰件（不含座椅）企业内饰营收情况（亿元）



资料来源：Wind、彭博、东方证券研究所

从内饰市占率看，根据中汽协和前瞻产业研究院数据进行测算，预计2019年我国汽车内饰（不含座椅）市场规模约964.98亿元。其中，延锋内饰市占率最高约32.8%，远超其他内饰企业市场份额。其余企业中，市场份额较高的有继峰股份11%，宁波华翔8.4%，海外零部件巨头佛吉亚6.4%，岱美股份5%、新泉股份3.1%和常熟汽饰1.8%。整体而言，国内汽车内饰（不含座椅）市场份额较为分散。

内饰件行业市场空间较大，除了延锋内饰市占率较高外，其余公司市场份额均较低，新泉股份可通过性价比优势，从自主客户逐步拓展至合资和外资客户，从而快速提升市占率。

图 4：2019 年国内主要内饰件（不含座椅）企业市占率


资料来源：Wind、彭博、公开资料整理、东方证券研究所

从产品看，延锋汽饰的产品线最齐全，包括仪表板、副仪表板、门板、安全带、灯光技术、装饰件、车顶储物盒、遮阳板、顶篷、出风口和调风器、车身部件以及其他内饰组件。新泉股份内饰件产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成等，涵盖了内饰件中价值量较高的零部件产品。

表 1：国内主要内饰企业产品情况

	主要内饰产品
延锋汽饰	仪表板、副仪表板、门板、安全带、灯光技术、装饰件、车顶储物盒、遮阳板、顶篷、出风口和调风器、车身部件以及其他内饰组件等
宁波华翔	主副仪表板、门板、立柱、顶棚、头枕等
岱美股份	遮阳板、头枕、扶手、顶棚中央控制器、内饰灯等
新泉股份	仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成等
继峰股份	头枕、头枕支杆、座椅扶手等
常熟汽饰	门内护板、主副仪表板总成、行李箱内饰总成、衣帽架总成、遮阳板、立柱总成等
四维尔富晟	内饰装饰件、内饰塑料制品
金兴汽车	汽车脚垫、后备箱垫等
佛吉亚	仪表板、门板、发动机舱内饰件、汽车饰件等
安通林	模块化顶棚、衬板、遮阳板、门板、仪表板等
丰田纺织	门板、顶棚、地毯等

资料来源：各公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

从下游客户看，国内内饰企业主要分为两类，一类是以国内自主及合资品牌为主，一类是覆盖各类整车厂商。其中，延锋内饰下游客户主要为上汽系车企、长安福特、长安铃木、沃尔沃、长安汽车、吉利等。新泉股份下游客户包括特斯拉、大众、吉利、上汽、奇瑞、广汽、一汽等车企。

外资企业在下游客户方面，虽然比较全面，但更倾向于零部件厂商所在地车企，佛吉亚下游客户主要为大众、福特、奔驰、PSA、宝马、通用、FCA、特斯拉等，安通林下游客户主要为奥迪、丰田、保时捷等，丰田纺织下游客户主要为丰田、宝马、一汽、通用等。

表 2：国内主要内饰企业下游客户情况

	下游客户
延锋内饰	上汽系车企、长安福特、长安铃木、沃尔沃、长安汽车、吉利等
宁波华翔	大众、宝马、奔驰、奥迪、丰田、日产、特斯拉等
岱美股份	大众、特斯拉、丰田、本田、日产、上汽、蔚来、小鹏等
新泉股份	特斯拉、大众、吉利、上汽、奇瑞、广汽、一汽等
继峰股份	一汽、东风日产、神龙汽车、一汽轿车、通用、一汽丰田、宝马等
常熟内饰	一汽、奔驰、宝马、特斯拉、理想等
四维尔富晟	大众、奥迪、沃尔沃、雪铁龙、一汽、上海大众、上海通用、东风等
金兴汽车	华晨宝马、现代、长安、一汽、众泰等
佛吉亚	大众、福特、奔驰、PSA、宝马、通用、FCA、理想、特斯拉等
安通林	奥迪、丰田、保时捷、上汽、宝马、本田、丰田等
丰田纺织	丰田、奔驰、大众、宝马、一汽、通用等

资料来源：各公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

2 公司从自主拓展到合资配套

新泉股份的客户最先以自主品牌为主，成功拓展至合资及外资品牌。

新泉股份的下游客户包括吉利、奇瑞、上汽自主、广汽自主、比亚迪、长城汽车等自主品牌乘用车企业，以及陕重汽、北汽福田、中国重汽、东风汽车等国内重卡企业。

通过性价比优势，目前已逐步拓展至合资车企和外资车企。公司与上汽大众、一汽大众、长安福特、江铃福特、广汽菲亚特等合资品牌车企，以及外资车企特斯拉建立合作关系，并且向豪华品牌奥迪延伸。2019年，公司拿下 Model Y 的内饰定点，标志着公司的在客户拓展方面取得重大进展，预计未来将有望获得更多合资及外资品牌订单，未来来自合资和外资车企客户收入比重有望逐步提升。

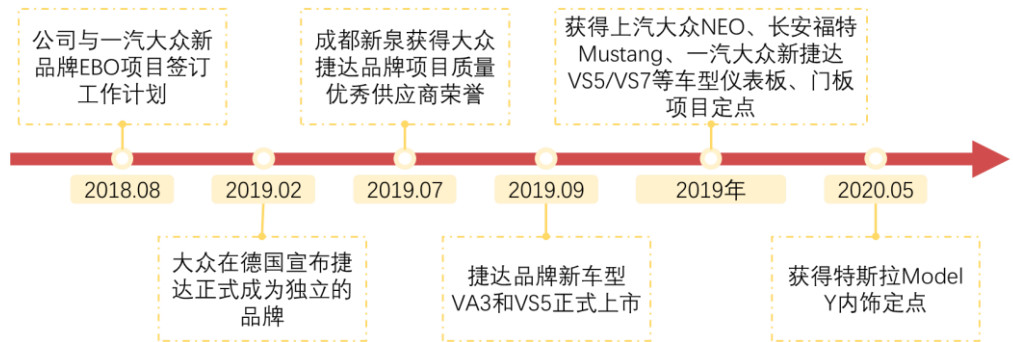
图 5：公司下游客户从自主向合资、外资拓展



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2018 年，新泉股份与一汽大众 EBO 项目签订工作计划，EBO 是一汽大众新成立的品牌，新泉成都分公司将为其提供零部件配套。2019 年，大众在德国宣布捷达成为独立品牌，上市新车型 VS5，新泉将为捷达 VS5、VS7 配套仪表板、门板等产品，新车上市将拉动公司收入增长。2019 年，公司还获得上汽大众 NEO、长安福特 Mustang 等新车型仪表板、门板项目定点，2020 年 5 月，定增公告披露公司获得特斯拉 Model Y 内饰定点。预计未来随着特斯拉 Model Y、大众 MEB 平台 NEO 等车型销量上升，有望打开公司新的成长空间。

图 6：公司近年来持续获得新车型订单



资料来源：公司公告、东方证券研究所

3 进入特斯拉及大众配套体系

3.1 进入特斯拉配套产业链，打开成长空间

公司已经与特斯拉达成合作意向，获得特斯拉 Model Y 的内饰定点项目。未来随着特斯拉销量规模的提升，公司有望增加新的盈利来源。

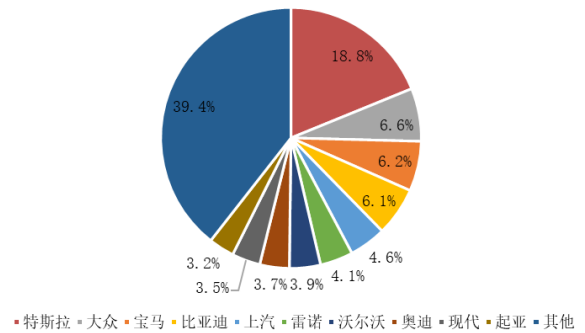
特斯拉在全球新能源乘用车市场的市占率稳步提升。2019 年特斯拉全球市占率达到 16.6%，较 2018 年继续提升 4.5 个百分点。2020 年 H1，特斯拉全球市占率约 18.8%，较 2019 年全年水平进一步提升。2020 年，随着特斯拉上海工厂 Model 3 放量，同时海外 Model Y 逐步交付，预计全年市占率有望稳步提升。

图 7：特斯拉全球新能源乘用车市占率情况



资料来源：特斯拉公告、Insideevs、东方证券研究所

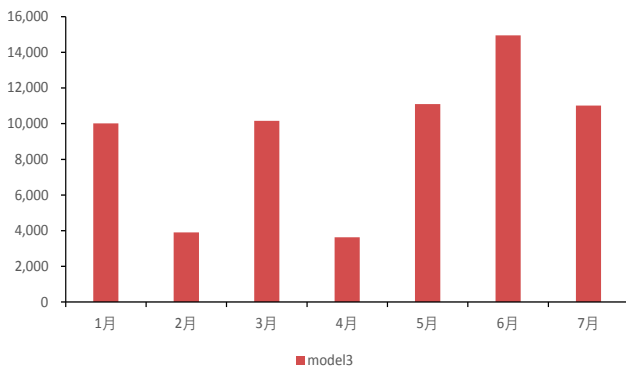
图 8：2020 年 H1 全球新能源乘用车市场份额情况



资料来源：Insideevs、东方证券研究所

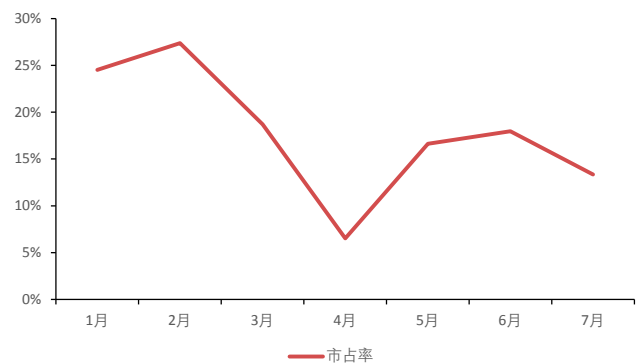
国产 Model 3 自 2020 年年初开始交付后，销量整体呈现上升的趋势，从 2 月份的 3900 辆增长到 6 月份的 14954 万辆，目前稳定在单月 1 万辆以上。国产 Model 3 在国内新能源乘用车的市占率达到 13.3%。

图 9：特斯拉国产 Model 3 销量情况



资料来源：盖世汽车、东方证券研究所

图 10：特斯拉国产 Model 3 市占率情况



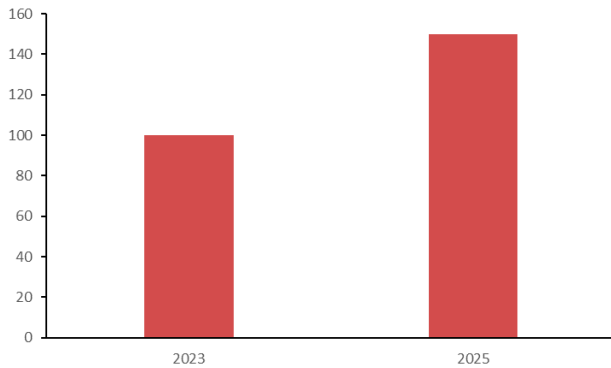
资料来源：盖世汽车、东方证券研究所

3.2 进入大众配套产业链，打开成长空间

公司内饰件产品取得了上汽大众 NEO 新车型项目定点开发和制造，未来上汽大众 NEO 新车型配套也将是新的盈利增长点。

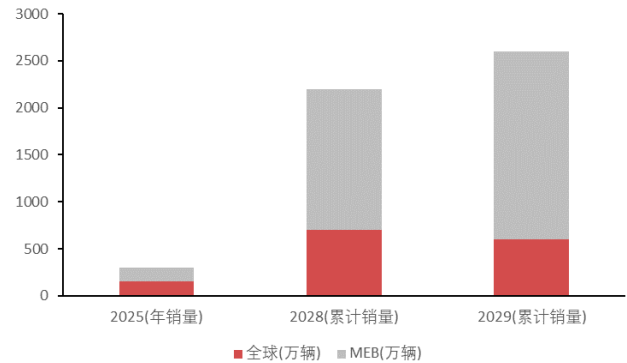
从大众中国区 MEB 电动车销量规划看，根据大众官网，由于大众中国区电动车以 MEB 平台生产为主，预计 2023 年，大众中国区 MEB 电动汽车销量规划 100 万辆，2025 年将超过 150 万辆，相比原计划 2025 年中国区电动车销量 100 万辆，大众进一步加速了电动化进程。从全球销量规划看，根据大众官网及公开资料，预计 2025 年，大众全球电动车产量和销量将达到 300 万辆以上，占大众汽车总产量比例超 25%。2028 年，大众规划累计销售 2200 万辆电动车，其中 1500 万辆 MEB 平台车型，相比原计划累计生产 1500 万辆，提高了 700 万辆。2029 年，大众电动车累计销量将增加到约 2600 万辆，其中 2000 万辆基于 MEB，600 万辆基于 PPE（由大众旗下奥迪和保时捷共同开发的电动车模块化生产平台，主要生产奥迪、保时捷、宾利等豪华品牌车型）。

图 11：大众中国区 MEB 年销量规划（万辆）



资料来源：大众官网、东方证券研究所

图 12：大众全球及 MEB 销量规划



资料来源：大众官网、公开资料整理、东方证券研究所

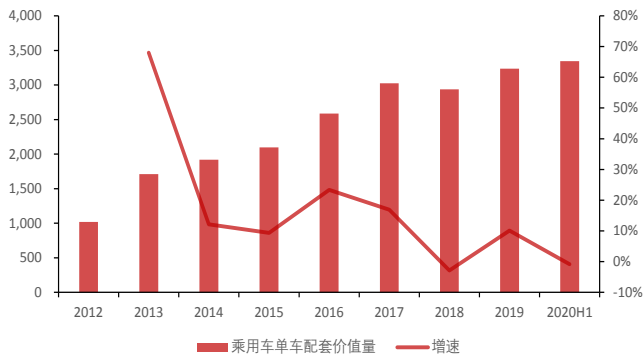
4 单车价值量提高有望促进毛利率提升

4.1 公司配套单车价值量逐年提升

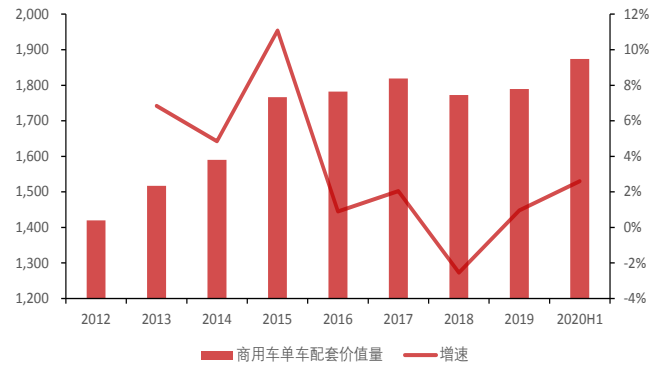
公司乘用车产品单车配套价值迅速提升。2012 年，公司乘用车单车配套价值合计 1018 元，2020 年上半年，乘用车配套价值达到 3344 元，年均增速达到 17.2%。2013 年，公司新增配套保险杠总成和流水槽盖板总成，单车价值量增长 68%，达到 1711 元。2014-2017 年，由于公司配套产品结构升级，配套价格较高的产品占比提升，乘用车单车配套价值提升至 2017 年的 3024 元。2018 年，公司单车配套价值量小幅下滑 2.8%至 2938 元，主要系保险杠总成和流水槽盖板总成单价下滑较多。2019 年，乘用车单车价值量进一步提升至 3234 元。2020 年上半年，在疫情冲击下，公司乘用车单车配套价值量仍然维持在 3345 元。

公司商用车产品单车配套价值稳步提升。2012 年，公司商用车单车配套价值合计 1420 元，2020 年上半年，商用车配套价值达到 1874 元，年均增速达到 3.8%。2012-2017 年，公司商用车配套产品价值量持续提升，2017 年达到 1819 元，主要系商用车仪表盘总成单价提升较多。商用车业务是新泉前期发展的重要支撑，2017 年之前新泉商用车业务发展较快。由于商用车市场面临国家

产业结构优化，市场处于调整期，公司将资源逐渐向乘用车业务倾斜。2018年，商用车配套价值下滑2.6%，主要系顶柜总成价格下滑较多，公司与主要商用车客户北汽福田、陕汽集团合作的老产品实施了价格下调。2019年至今，商用车配套产品单车价值量有所提升，预计主要受益于商用车市场景气度较好，2020年上半年公司商用车单车配套价值1874元。

图 13：公司乘用车产品单车配套价值（元）及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

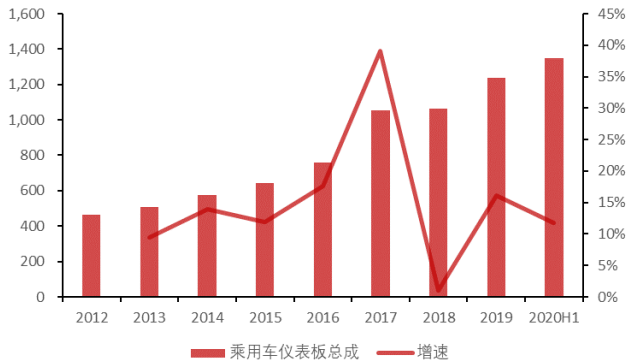
图 14：公司商用车产品单车配套价值（元）及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

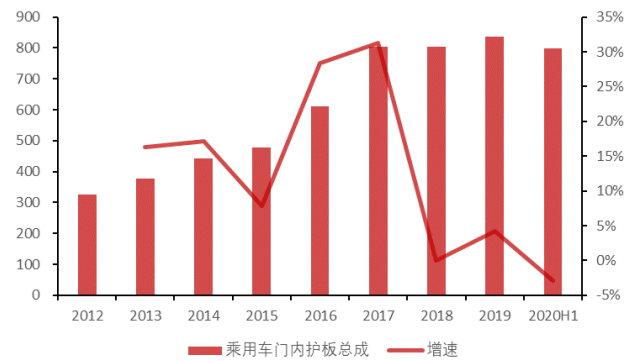
4.2 产品单价逐步提升

新泉乘用车仪表板总成单价稳步提升。2012年，乘用车仪表板总成单价为462元，2020年上半年达到1348元，年均增速15.3%。2012-2017年，公司仪表板总成单价不断提升主要系产品结构优化，以及单价较高的新产品量产，如2015年新款帝豪EC7车型配套，2016年上汽荣威RX5仪表板量产。2018年公司乘用车仪表板总成单价仅小幅上升1%至1065元，主要系当年新量产产品较少，老项目销售规模较大，单价受年降因素影响。2019、2020年H1公司乘用车仪表板总成配套单价继续提升，2020年H1达到1348元。

新泉乘用车门内护板单价进入相对稳定阶段。2012-2017年，新泉乘用车门内护板单价从324元提升至804元，年均增速19.9%，公司门内护板单价提升主要系产品结构升级，如2015年公司给帝豪EC7、EC8进行门内护板配套，2016年给上汽荣威RX5、北汽绅宝X35配套。2018-2020年H1，公司乘用车门内护板单价维持在800元左右。

图 15：新泉乘用车仪表板总成单价（元）及增速


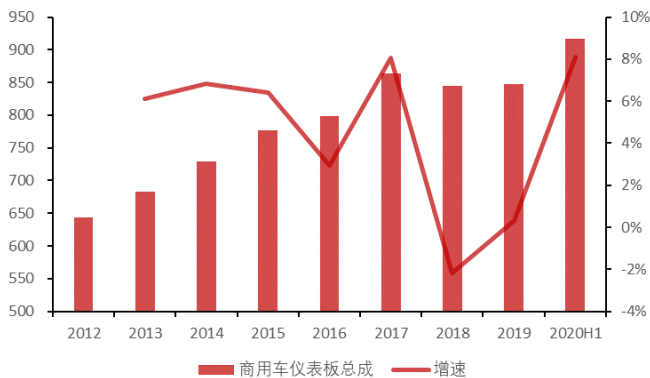
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 16：新泉乘用车门内护板总成单价（元）及增速


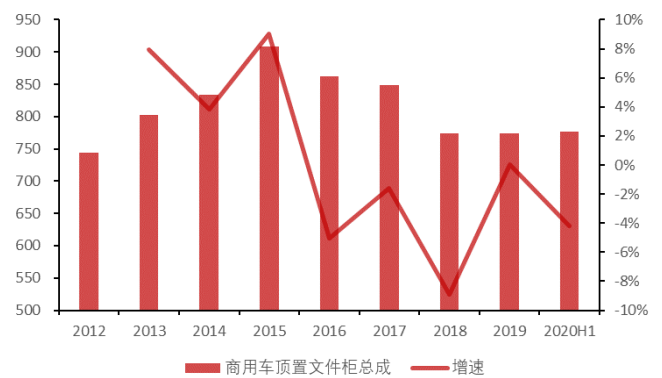
资料来源：公司公告、东方证券研究所

新泉商用车仪表板总成单价稳步提升。2012年，新泉商用车仪表板总成单价为643元，2017年达到864元，年均增速6.1%。2012-2017年，公司仪表板总成单价不断提升主要系产品结构优化，以及单价较高的新产品量产，如单价较高的一汽悍V、天V、福田欧曼重卡配套产品。2018年公司商用车仪表板总成单价下滑，主要系老项目产品年降，新项目尚未量产，处于新老产品交替阶段。2020年H1公司商用车仪表板总成配套单价上升8.1%至916元，预计主要系新项目开始量产。

新泉商用车顶柜单价存在波动，未来单价有望提升。2012-2015年，新泉商用车顶柜单价从744元提升至909元，年均增速6.9%，公司顶柜单价提升主要是公司为开拓市场，新产品的量产。2016年，顶柜单价下降5%，主要是产品结构变化，单价低于900元/套的一汽J6和集瑞L41重卡的顶柜产品销量大幅上升。2018年，顶柜单价下滑至774元，预计主要系受年降因素影响，以及新产品尚未开始量产。2019-2020年H1，商用车顶柜单价保持在770元左右。

图 17：公司商用车仪表板总成单价（元）及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 18：公司商用车顶柜总成单价（元）及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

5 布局完善，产能扩张保障未来盈利增长

公司现有生产基地覆盖汽车主要产业群，公司生产基地以丹阳为起点，逐步覆盖国内众多汽车产业集群核心城市，2018 年，新泉已在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙等 9 个城市设立生产制造基地，向对应区域整车客户提供汽车饰件总成产品。随着成都生产基地的建成，公司实现对各大汽车产业集群的全覆盖，大幅提高产品供应效率，降低运输成本。

新泉主要配套车企集中在长三角、京津和华中，丹阳是公司的总部基地，为吉利等车企提供配套。常州基地为吉利、上汽等长三角整车厂提供配套，长沙生产基地主要配套菲亚特等车企，北京基地主要向福田供应内饰件产品。

图 19：新泉股份生产基地及配套客户



资料来源：公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

受制于产能不足和区域因素，公司不断新建生产基地满足客户需求，公司计划在常州、长沙、宁波、西安、佛山、上海新建生产基地。

常州基地预计投资 3.73 亿元，建设完成后将实现仪表板总成 35 万套/年、门内护板总成 40 万套/年、立柱护板总成 55 万套/年。预计该基地将为吉利、上汽提供配套，该项目已建设完成。

长沙基地预计投资 2.31 亿元，建设完成后将实现仪表板总成 15 万套/年、门内护板总成 10 万套/年、立柱护板总成 20 万套/年、保险杠总成 45 万套/年。该基地将率先为广汽提供配套，该项目已建设完成。

宁波基地预计投资 5.12 亿元，建设完成后将实现仪表板总成 40 万套/年、门内护板总成 35 万套/年和立柱护板总成 25 万套/年。预计该基地将为吉利、上海大众提供配套，该基地预计 2020 年底完工，达产后年均收入约 7.38 亿元。

佛山基地预计投资 3.58 亿元，达产后将实现年产 35 万套汽车仪表板、70 万套汽车保险杠的内外饰件。该基地预计 2020 年底完工，预计将为广汽菲亚特提供配套，未来将挖掘更多广东当地整车制造企业。

西安基地预计投资 3.73 亿元，建设完成后将实现仪表板总成 28 万套/年、门内护板总成 15 万套/年、立柱护板总成 15 万套/年和顶置文件柜总成 2 万套/年。预计该基地将为吉利、陕汽提供配套。该项目预计 2020 年底完工，达产后年均收入约 4.77 亿元。

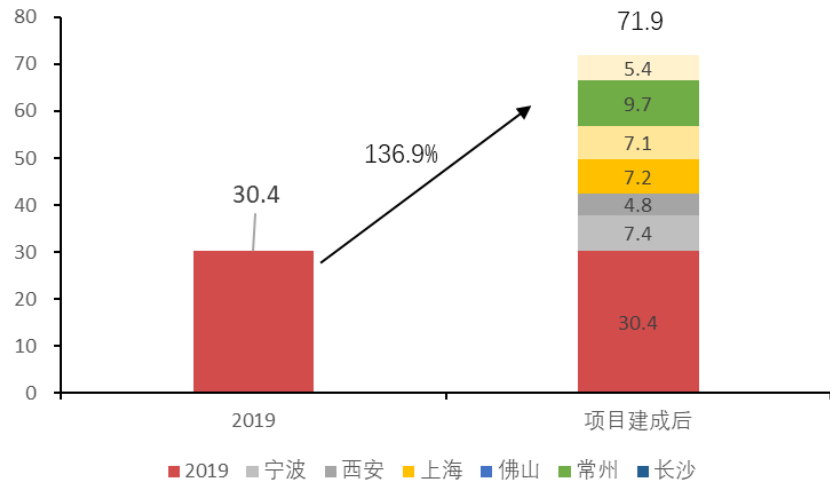
上海基地预计投资 4.52 亿元，该基地为智能制造基地，将引进注塑机、机器人、自动机械臂等国外先进生产设备，实现自动化生产。预计将为上汽、特斯拉等整车企业提供配套，预计建设期 18 个月，达产后年均收入约 7.2 亿元。

表 3：新泉股份近三年新建基地基本情况

	达产后年均收入	开工时间	完工时间/建设周期	预计配套企业
常州	预计 9.7 亿元	2018 年	2019 年建设完成	吉利、上汽等
长沙	预计 5.4 亿元	2018 年	2019 年建设完成	广汽菲亚特
宁波	7.38 亿元	2019 年	18 个月	吉利、上汽
佛山	预计 7.1 亿元	2019 年	18 个月	广汽
西安	4.77 亿元	2020 年 5 月在办理土地使用权	18 个月	吉利、陕汽
上海	7.2 亿元	2020 年 5 月在办理土地使用权	18 个月	上汽、特斯拉

资料来源：公司公告、东方证券研究所

2019 年，公司收入 30.36 亿元。根据公司预测，宁波工厂达产后年均贡献新增收入 7.38 亿元，西安基地贡献 4.77 亿元新增收入，上海基地贡献 7.2 亿元收入。佛山基地将建成仪表板 35 万套/年，保险杠 70 万套/年的工厂，假设按照公司 2020 年上半年产品销售均价以及工厂满产状态计算，预计将贡献年均增量收入 7.1 亿元；对常州基地和长沙基地用相同方法进行测算，预计常州和长沙将分别贡献年均增量收入 9.7 亿元和 5.4 亿元。6 个工厂合计将贡献新增收入 41.6 亿元，相比 2019 年收入增长 136.9%，预计实际中实现的收入有望高于公司规划收入。

图 20：预计 6 个工厂达产后对公司收入贡献（亿元）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

6 盈利预测及估值

随着公司从自主配套拓展至合资品牌配套，预计公司乘用车仪表板总成 20、21 年收入分别增长 11% 和 55%，乘用车门内护板总成收入分别增长 34% 和 16%。

在可比公司估值上，因公司产品主要是汽车饰件零部件行业，主要选取了相关的汽车零部件公司，主要是给乘用车及特斯拉、大众 MEB 配套的公司，选取银轮股份、常熟汽饰、克来机电、拓普集团、旭升股份、三花智控、精锻科技等，这些可比公司 2021 年平均估值为 35 倍左右，因此给予公司 2021 年 PE 35 倍估值，目标价 40.95 元，维持买入评级。

表 4：收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
乘用车-仪表板总成					
销售收入（百万元）	1,404.9	1,396.2	1,542.7	2,396.2	3,214.6
增长率	45.9%	-0.6%	10.5%	55.3%	34.2%
毛利率	23.6%	21.9%	22.0%	22.4%	23.5%
乘用车-门内护板总成					
销售收入（百万元）	602.1	373.0	498.3	575.6	658.5
增长率	-7.4%	-38.1%	33.6%	15.5%	14.4%
毛利率	16.9%	12.1%	13.0%	13.0%	13.5%
乘用车-立柱护板总成					
销售收入（百万元）	192.4	108.4	116.1	152.4	200.0
增长率	-29.0%	-43.7%	7.1%	31.3%	31.3%
毛利率	19.7%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
乘用车-保险杠总成					
销售收入（百万元）	52.2	22.2	23.3	29.7	37.9
增长率	105.1%	-57.5%	5.0%	27.5%	27.5%
毛利率	49.5%	29.9%	35.0%	35.0%	35.0%
乘用车-流水槽盖板总成					
销售收入（百万元）	14.6	7.3	7.3	8.1	9.0
增长率	-43.1%	-49.8%	-0.2%	11.1%	11.1%
毛利率	20.4%	33.1%	33.0%	34.0%	34.0%
乘用车-其他饰件产品					
销售收入（百万元）	150.6	129.0	142.2	156.8	172.8
增长率	2.7%	-14.4%	10.3%	10.3%	10.3%
毛利率	37.5%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
商用车-仪表板总成					
销售收入（百万元）	351.7	381.4	629.2	752.6	852.7
增长率	-16.6%	8.4%	65.0%	19.6%	13.3%
毛利率	36.4%	36.0%	38.0%	38.0%	38.0%
商用车-顶置文件柜总成					
销售收入（百万元）	110.0	124.1	204.8	244.9	277.5
增长率	-7.7%	12.8%	65.0%	19.6%	13.3%
毛利率	15.2%	21.1%	23.0%	23.0%	23.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	491.0	468.9	515.8	557.1	601.6
增长率	12.4%	-4.5%	10.0%	8.0%	8.0%
毛利率	10.0%	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	3,369.6	3,010.4	3,679.8	4,873.3	6,024.6
增长率	10.1%	-10.7%	22.2%	32.4%	23.6%
综合毛利率	22.3%	20.3%	23.1%	23.2%	23.8%

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 5：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2020年9月22日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
银轮股份	002126	12.30	0.40	0.48	0.60	0.76	30.67	25.64	20.40	16.25
克来机电	603960	43.74	0.38	0.61	0.83	1.13	114.14	71.35	52.73	38.64
常熟汽饰	603035	14.49	0.85	0.93	1.18	1.51	17.10	15.55	12.30	9.60
拓普集团	601689	38.92	0.43	0.55	0.83	1.09	90.01	71.19	46.88	35.68
三花智控	002050	22.02	0.40	0.41	0.53	0.61	55.65	53.45	41.67	35.95
旭升股份	603305	37.27	0.46	0.70	0.96	1.23	80.65	53.56	38.77	30.31
精锻科技	300258	16.25	0.43	0.45	0.61	0.77	37.85	36.50	26.62	21.22
	调整后平均						58.97	48.07	34.87	27.88

资料来源：WIND、东方证券研究所

7 主要风险

乘用车饰件产品配套量低于预期。乘用车饰件配套量受下游车企销量影响，若配套车企销量低于预期，则会影响公司乘用车饰件销量，进而影响公司盈利增长。

商用车饰件产品配套量低于预期。若商用车行业销量低于预期，则将影响公司商用车饰件产品盈利增长。

乘用车行业需求低于预期。若 20、21 年经济形势低于预期，将影响乘用车行业需求，若乘用车销量增速低于预期，则将影响公司配套量，进而影响公司盈利增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	816	599	1,035	801	1,022	营业收入	3,405	3,036	3,680	4,873	6,025
应收账款	609	707	736	975	1,205	营业成本	2,641	2,392	2,830	3,741	4,601
预付账款	105	164	147	195	241	营业税金及附加	19	13	18	24	30
存货	574	886	990	1,122	1,380	营业费用	151	141	166	219	271
其他	524	811	388	507	622	管理费用	251	270	331	439	542
流动资产合计	2,629	3,167	3,296	3,600	4,471	财务费用	19	34	40	40	45
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	0	0	0	0
固定资产	796	1,061	1,307	1,728	1,987	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	213	0	349	562	442	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	166	163	158	154	149	其他	7	12	0	0	0
其他	104	418	36	33	29	营业利润	327	197	295	410	535
非流动资产合计	1,280	1,643	1,851	2,476	2,608	营业外收入	47	0	5	10	15
资产总计	3,908	4,809	5,147	6,076	7,078	营业外支出	47	2	10	10	10
短期借款	295	551	300	300	300	利润总额	327	196	290	410	540
应付账款	897	1,197	1,839	2,431	2,991	所得税	44	16	35	49	65
其他	713	758	498	629	751	净利润	282	180	255	361	475
流动负债合计	1,905	2,506	2,637	3,360	4,042	少数股东损益	0	(3)	0	0	0
长期借款	0	150	150	150	150	归属于母公司净利润	282	183	255	361	475
应付债券	368	388	388	388	388	每股收益(元)	0.91	0.59	0.82	1.17	1.54
其他	23	33	0	0	0						
非流动负债合计	391	571	538	538	538	主要财务比率					
负债合计	2,296	3,077	3,175	3,898	4,579		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	30	30	30	30	成长能力					
股本	228	228	309	309	309	营业收入	10.0%	-10.8%	21.2%	32.4%	23.6%
资本公积	597	613	694	694	694	营业利润	4.5%	-39.6%	49.2%	39.2%	30.4%
留存收益	702	775	939	1,145	1,465	归属于母公司净利润	12.7%	-35.0%	39.1%	41.6%	31.6%
其他	86	86	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,613	1,733	1,972	2,179	2,499	毛利率	22.5%	21.2%	23.1%	23.2%	23.6%
负债和股东权益总计	3,908	4,809	5,147	6,076	7,078	净利率	8.3%	6.0%	6.9%	7.4%	7.9%
						ROE	19.1%	11.1%	14.0%	17.7%	20.6%
						ROIC	16.0%	8.3%	10.5%	13.6%	16.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	58.7%	64.0%	61.7%	64.1%	64.7%
净利润	282	180	255	361	475	净负债率	0.0%	28.4%	0.0%	1.8%	0.0%
折旧摊销	26	100	111	149	191	流动比率	1.38	1.26	1.25	1.07	1.11
财务费用	19	34	40	40	45	速动比率	1.08	0.91	0.87	0.74	0.76
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	168	326	(36)	186	31	应收账款周转率	5.8	4.6	5.1	5.7	5.5
其它	(4)	(689)	891	0	0	存货周转率	4.5	3.3	3.0	3.5	3.7
经营活动现金流	491	(49)	1,260	737	743	总资产周转率	1.0	0.7	0.7	0.9	0.9
资本支出	(425)	(153)	(698)	(775)	(323)	每股指标(元)					
长期投资	0	10	(10)	0	0	每股收益	0.91	0.59	0.82	1.17	1.54
其他	62	(294)	302	0	0	每股经营现金流	1.59	-0.16	4.08	2.38	2.41
投资活动现金流	(363)	(437)	(406)	(775)	(323)	每股净资产	5.22	5.51	6.28	6.95	7.99
债权融资	(299)	170	1	(1)	0	估值比率					
股权融资	20	(2)	82	0	0	市盈率	35.5	54.6	39.3	27.7	21.1
其他	612	205	(501)	(195)	(200)	市净率	6.2	5.9	5.2	4.7	4.1
筹资活动现金流	333	373	(418)	(196)	(199)	EV/EBITDA	28.2	31.7	23.6	17.5	13.6
汇率变动影响	0	(1)	0	0	0	EV/EBIT	30.3	45.3	31.3	23.3	18.1
现金净增加额	461	(114)	436	(234)	221						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

