

汽车流体管路与密封件业务共筑美好明天

——鹏翎股份（300375）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2018年12月04日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

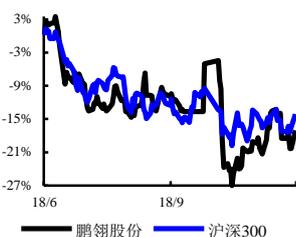
评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 5.83

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 优质汽车零部件公司，变革拥抱未来发展战略

1) 公司始创于1988年，主营产品包括汽车冷却管路总成，汽车燃油管路总成，汽车空调管路总成，汽车涡轮增压管路总成等，产品涵盖整个汽车管路系统，目前公司汽车发动机冷却水胶管与燃油胶管国内市场份额高，行业优势地位显著。今年收购河北新欧科技后（目前已现金收购51%股权），新增汽车密封条产品。客户方面，南北大众是公司优质核心客户，配套收入占比高。3) 为深耕汽车零部件领域，实现业务多元化布局和发展，公司扩展了经营范围，并将组织架构变更为“集团公司--事业部”制，下设“汽车流体管路事业部和汽车密封件事业部”。根据相关信息披露，公司拟打造以汽车零部件产业为中心的相关多元化业务组合，即以汽车流体管路系统为核心业务、以汽车密封为发展业务、以汽车安全和辅助驾驶系统等汽车电子为种子业务，推动从零件、总成到系统集成的业务升级，逐步打开发展空间。

● 汽车流体管路与密封件业务共筑美好明天

1) 汽车流体管路：公司依靠冷却水管与燃油管陆续开发了南北大众核心客户以及其他优质客户，从而实现了30年来持续较快发展。2007-2017年公司营收与净利润年复合增速高于汽车零部件板块，体现出了较好的成长性。对于未来增长预期，我们认为，通过新产品、新客户以及新能源汽车市场的持续开发，目前公司在手订单比较充足：2017-2018H1新定点产品生命周期内累计销售额预测合计约78.7亿元，假设按6年算，则平均年销售额超13亿元，若加上2015-16年开发的众多项目则年销售额将更大。因此，这些新订单将为公司未来收入较快增长提供充足的动力。2) 汽车密封件：公司通过收购新欧科技进入汽车密封件领域。此次收购，一方面有助于提升公司的盈利能力；另一方面，根据在手订单及子公司重庆欧亚投产情况，我们预计，新欧科技未来有望持续较快增长，从而助力公司整体实现快速增长。3) 根据测算，汽车流体管路与汽车密封条两大产品的市场空间规模在350亿元左右，按照2017年两大产品营收合计来算，公司市场占比不到5%，未来成长空间大。随着未来产品与客户等协同效应的逐步显现，以及配套逐步由零件向总成、系统集成升级，单车配套价值持续提升，公司的中长期成长前景值得期待。

● 盈利预测，维持“增持”评级

我们认为，汽车流体管路与密封条两大业务品类相互协同，共同推动公司经营较快增长。目前新欧已并表，暂且不考虑后续发行股份事宜，预计2018-2020年公司实现营业收入13.70/20.88/24.38亿元，同比增长19.86%/52.45%/16.74%，实现归母净利润1.38/1.81/2.10亿元，同比增长15.89%/31.11%/15.70%，对应EPS分别为0.38/0.50/0.58元/股，对应

2018/2019/2020 年 PE 分别为 15/12/10 倍，维持“增持”评级。根据可比公司及汽车零部件板块估值情况，综合给予 2019 年公司 14-17 倍 PE，对应股价为 7-8.5 元。

风险提示：新客户开发低于预期；新项目进展低于预期；原材料价格波动风险；外延进度低于预期；公司与新欧的协同效应低于预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,088	1,143	1,370	2,088	2,438
(+/-)%	10%	5%	20%	52%	17%
经营利润 (EBIT)	177	134	159	218	253
(+/-)%	22%	-25%	19%	37%	16%
净利润	157	119	138	181	210
(+/-)%	26%	-24%	16%	31%	16%
每股收益 (元)	0.85	0.59	0.38	0.50	0.58

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	349	569	744	580	583	营业收入	1088	1143	1370	2088	2438
应收票据	141	98	165	234	258	营业成本	756	846	1039	1540	1805
应收账款	191	214	238	373	439	营业税金及附加	10	11	12	19	22
预付款项	31	19	17	21	12	销售费用	42	46	53	79	90
其他应收款	1	1	2	3	3	管理费用	120	125	151	226	261
存货	206	284	342	481	588	财务费用	-3	-4	-3	5	7
其他流动资产	3	18	18	18	18	资产减值损失	2	4	9	9	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	5	5	5
固定资产	468	513	491	469	440	资产处置收益	0	0	50	0	0
在建工程	16	4	12	11	6	营业利润	161	141	164	214	248
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	20	-3	-1	-1	-1
无形资产	102	99	80	60	40	税前利润	181	137	163	213	247
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	23	18	24	32	37
资产总计	1567	1869	2181	2349	2501	净利润	157	119	138	181	210
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	157	119	138	181	210
应付票据	1	4	3	5	7	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	145	158	194	287	335	基本每股收益	0.85	0.59	0.38	0.50	0.58
预收款项	0	0	0	0	1	稀释每股收益	0.85	0.59	0.38	0.50	0.58
应付职工薪酬	17	19	19	19	19	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应交税费	13	8	8	8	8	成长性					
其他应付款	34	12	12	12	12	营收增长率	10.4%	5.1%	19.9%	52.4%	16.7%
其他流动负债	0	3	3	3	3	EBIT 增长率	22.5%	-24.6%	19.0%	37.0%	16.2%
长期借款	0	0	200	200	200	净利润增长率	26.1%	-24.2%	15.9%	31.1%	15.7%
负债合计	298	274	509	604	654	盈利性					
股东权益合计	1269	1595	1672	1745	1847	销售毛利率	30.5%	25.9%	24.1%	26.2%	25.9%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率	14.5%	10.4%	10.1%	8.7%	8.6%
净利润	157	119	138	181	210	ROE	12.4%	7.5%	8.3%	10.4%	11.4%
折旧与摊销	45	54	53	54	54	ROIC	12.16%	7.28%	7.23%	9.53%	10.53%
经营活动现金流	124	129	48	-46	113	估值倍数					
投资活动现金流	-66	-102	-15	-5	5	PE	6.9	9.9	15.2	11.6	10.0
融资活动现金流	-38	195	142	-113	-115	P/S	1.0	1.0	1.5	1.0	0.9
现金净变动	21	222	175	-164	3	P/B	0.85	0.74	1.25	1.20	1.14
期初现金余额	335	349	569	744	580	股息收益率	0.0%	0.0%	5.2%	5.1%	5.1%
期末现金余额	356	571	744	580	583	EV/EBITDA	3.3	3.2	7.3	6.3	5.6

目 录

1. 优质汽车零部件公司，变革拥抱未来发展战略	6
2. 汽车流体管路与密封件业务共筑美好明天	10
3. 盈利预测与估值讨论	18

图 目 录

图 1: 公司汽车流体管路产品	6
图 2: 公司汽车密封条产品	6
图 3: 公司主要客户	7
图 4: 2014H1 公司前五大客户销售额占比	7
图 5: 2017 公司前五大客户销售额占比	7
图 6: 公司实际控制人为张洪起先生	8
图 7: 公司新的组织架构图: 事业部制, 集团化发展	9
图 8: 公司未来发展战略	10
图 9: 鹏翎营收历史走势	11
图 10: 鹏翎净利润历史走势	11
图 11: 2007-17 年公司营收与净利润 CAGR 高于汽车零部件 (中信, 算术平均) 板块	11
图 12: 公司冷却水管与燃油管是公司收入的主要来源	12
图 13: 空调管及其他产品营收走势	13
图 14: 新产品尼龙管、涡轮增压管及空调管开发进展	13
图 15: 公司近几年新项目多 (含新能源车型项目)	13
图 16: 新定点产品生命周期内累计销售额预测 (亿元)	13
图 17: 公司积极开发新客户 (含新能源车企及车型)	14
图 18: 国内汽车流体管路市场规模测算 (2017)	15
图 19: 新欧主要客户配套销售额占比: 长安占大头	15
图 20: 公司主要产品种类营收情况 (单位: 万元)	16
图 21: 新欧科技利润率高	16
图 22: 新欧未来营收预测	17
图 23: 新欧未来营收预测有相应在手订单支持	17
图 24: 此次收购新欧具有比较高的协同效应	17
图 25: 2017 年公司汽车流体管路及密封条业务合计的国内市场份额不到 5%	18
图 26: 公司与主要竞争对手净利润情况 (单位: 亿元)	20
图 27: 公司市值低于 A 股主要竞争对手 (单位: 亿元)	20

表 目 录

表 1: 公司机构股东历史统计	8
表 2: 公司分业务盈利预测情况 (单位: 万元)	19
表 3: 可比公司估值比较	20

1. 优质汽车零部件公司，变革拥抱未来发展战 略

公司始创于 1988 年，早期从事汽车胶管的研发生产与销售，主要产品包括汽车冷却管路总成，汽车燃油管路总成，汽车空调管路总成，汽车油气管路总成，变速箱油冷却管路总成，汽车涡轮增压管路总成，汽车真空制动管路总成，汽车天窗排水管路，汽车空滤管路总成等，产品涵盖整个汽车管路系统。今年收购河北新欧科技之后（目前已现金收购 51% 股权），产品新增：汽车发动机盖密封胶条、汽车挡风玻璃密封条、汽车行李箱密封条、汽车车门框密封条等多个系列。

图 1：公司汽车流体管路产品



资料来源：公司官网，渤海证券

图 2：公司汽车密封条产品



资料来源：公司公告，渤海证券

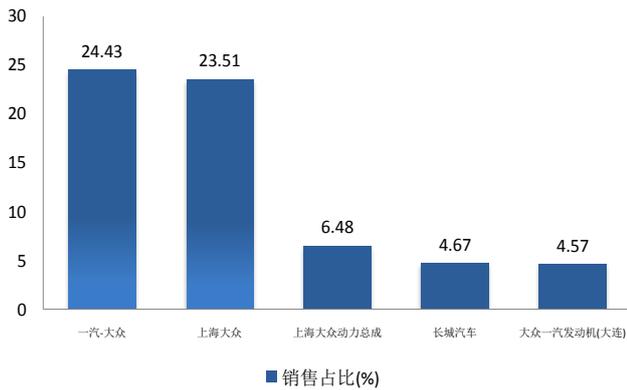
经过 30 年的持续发展与积淀，公司开拓了包括南北大众、上汽通用五菱、北京现代、天津一汽丰田、奇瑞捷豹路虎、东风日产、东风本田等优质合资客户，同时也成功开发了长城、比亚迪、广汽、吉利、上汽等优秀自主车企。目前来看，南北大众为公司核心客户，配套收入占比仍居高位。

图 3: 公司主要客户



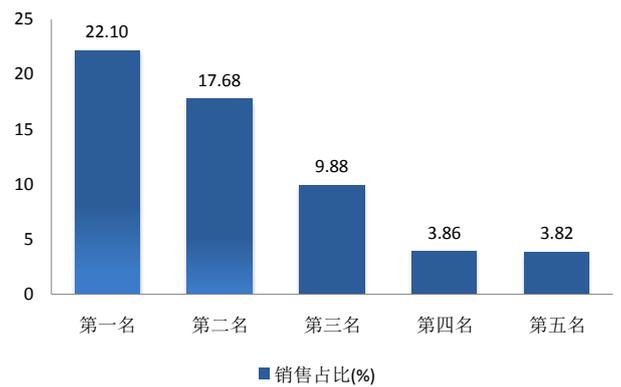
数据来源: 公司官网, 渤海证券

图 4: 2014H1 公司前五大客户销售额占比



数据来源: Wind, 渤海证券

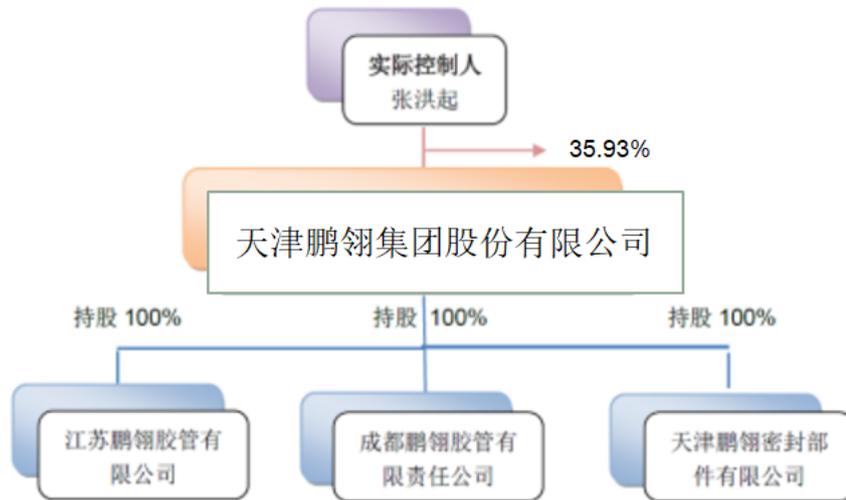
图 5: 2017 公司前五大客户销售额占比



数据来源: Wind, 渤海证券

公司实际控制人为董事长张洪起先生, 最新持有公司股份 35.93%。截止今年三
季度末, 无基金与券商持有公司股份, 机构参与度低。

图 6: 公司实际控制人为张洪起先生



数据来源: 公司公告, 渤海证券

表 1: 公司机构股东历史统计

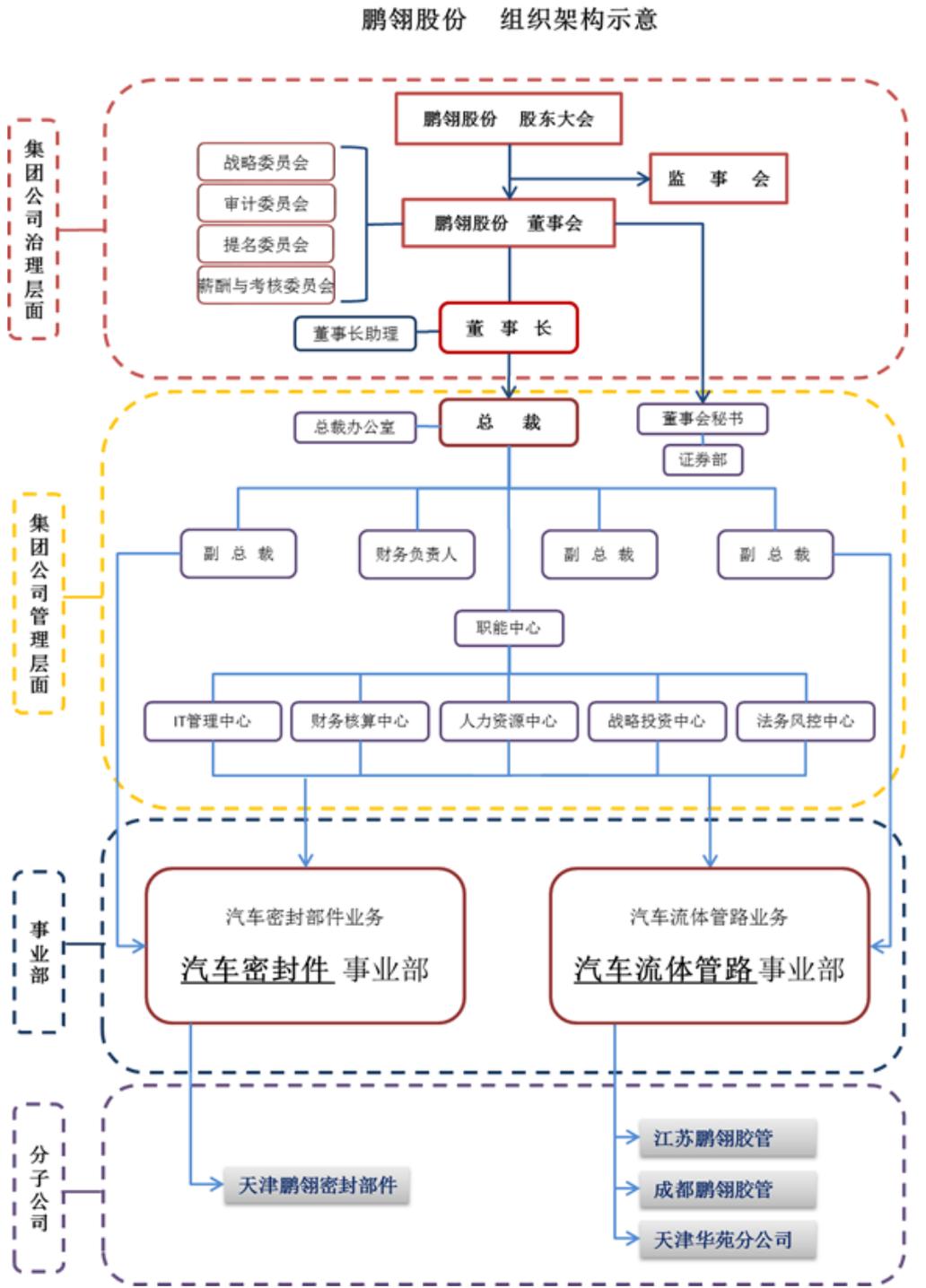
报告期	机构持股数量合计(万股)					机构持股比例合计(%)				
	合计	一般法人	基金	券商	其他	合计	一般法人	基金	券商	其他
2018-09-30	1139.93	595.12	--	--	544.81	4.77	2.49	--	--	2.28
2018-06-30	1168.84	595.12	28.91	--	544.81	4.89	2.49	0.12	--	2.28
2018-03-31	628.63	328.19	--	--	300.44	4.69	2.45	--	--	2.24
2017-12-31	649.88	328.19	21.24	--	300.44	4.85	2.45	0.16	--	2.24
2017-09-30	814.32	513.88	--	--	300.44	6.09	3.84	--	--	2.25
2017-06-30	398.68	--	398.68	--	--	3.23	--	3.23	--	--
2017-03-31	293.19	--	293.19	--	--	2.37	--	2.37	--	--
2016-12-31	1622.94	--	1622.94	--	--	20.60	--	20.60	--	--
2016-09-30	1100.80	394.73	706.07	--	--	14.14	5.07	9.07	--	--
2016-06-30	2625.09	133.89	2491.20	--	--	35.42	1.81	33.62	--	--
2016-03-31	313.64	201.45	110.11	2.08	--	4.31	2.77	1.51	0.03	--
2015-12-31	509.37	337.87	171.50	--	--	7.00	4.64	2.36	--	--
2015-09-30	242.60	125.97	116.63	--	--	3.36	1.75	1.62	--	--
2015-06-30	1270.64	538.88	1.69	--	730.07	17.68	7.50	0.02	--	10.16
2015-03-31	39.00	39.00	--	--	--	1.09	1.09	--	--	--
2014-12-31	49.34	40.00	0.06	--	9.28	2.22	1.80	0.00	--	0.42
2014-06-30	68.40	--	4.05	--	64.35	3.08	--	0.18	--	2.90
2014-03-31	25.34	25.34	--	--	--	1.14	1.14	--	--	--

数据来源: Wind, 渤海证券

为了深耕汽车零部件领域, 实现业务多元化布局和发展, 公司首先变更了经营范围与组织架构: 根据公告, 1) 公司的经营范围由之前的“橡胶板、管、带及橡塑制品的制造、销售业务等”变更为“橡胶制品、塑料制品、汽车配件、电子产

品研发、制造、销售；汽车模具设计、制造等”；2) 组织架构变更为“集团公司--事业部”制，下设“汽车流体管路事业部和汽车密封件事业部”。同时，公司名称由“天津鹏翎胶管股份有限公司”变更为“天津鹏翎集团股份有限公司”。

图 7: 公司新的组织架构图：事业部制，集团化发展

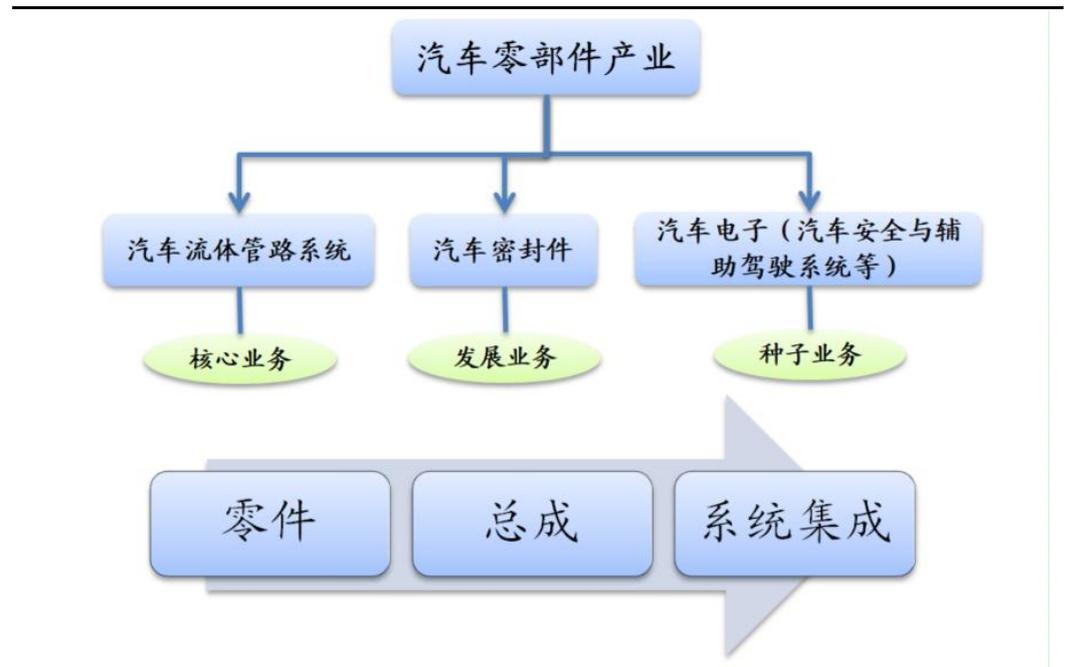


数据来源：公司公告，渤海证券

公司未来发展战略：拟打造以汽车零部件产业为中心的相关多元化业务组合，即

以汽车流体管路系统为核心业务、以汽车密封为发展业务、以汽车安全和辅助驾驶系统等汽车电子为种子业务，推动从零件、总成到系统集成的业务升级，逐步打开发展空间。这与公司前期制定的“1345”五年发展战略规划基本一致，即：围绕一个中心，以汽车零部件产业经营为中心；开拓三大业务领域：强化汽车流体管路核心业务，拓展汽车密封件业务，选择进入汽车电子化、智能化业务；建设（集团）总部四个能力平台：技术、人才、资本、管理平台；实现五大转变：增长方式、发展模式、业务模式、研发模式、管理方式的转变。

图 8: 公司未来发展战略



数据来源：公司公告，渤海证券

2.汽车流体管路与密封件业务共筑美好明天

近期公司收购河北新欧之后，目前公司主业为两大块：汽车流体管路+汽车密封件。

汽车流体管路

汽车流体管路为公司由 1988 年成立、发家到目前十几个亿销售规模的原有主业，也是公司集团化后未来发展的核心业务（见图 8）。

公司依靠冷却水管与油管的两大流体管路陆续开发了南北大众核心客户，以及其他优质客户如长城、天津一汽丰田、东风日产、东风本田等，从而实现了公司 30

年来持续较快的发展。根据已有数据统计，2007-2017 年公司营收年复合增速达 14.52%，净利润年复合增速达 11.89%，高于汽车零部件（中信，算术平均）板块的 7.94%/8.18%，体现出了较好的成长性。

图 9：鹏翎营收历史走势



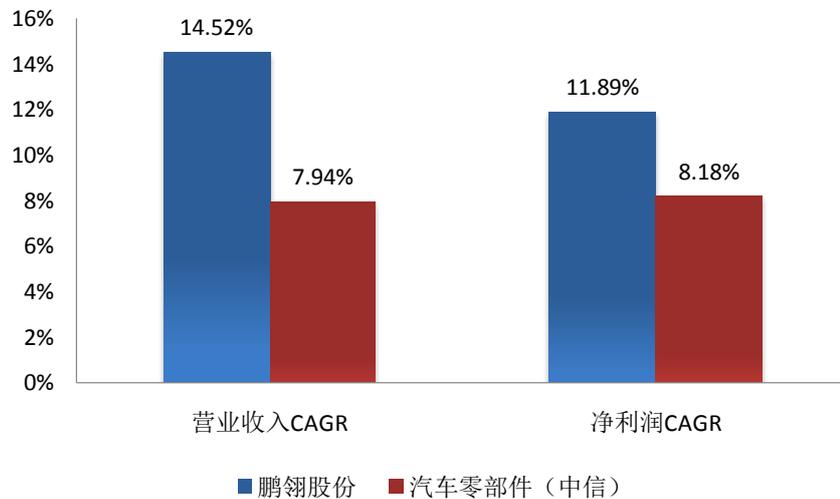
数据来源：Wind，渤海证券

图 10：鹏翎净利润历史走势



数据来源：Wind，渤海证券

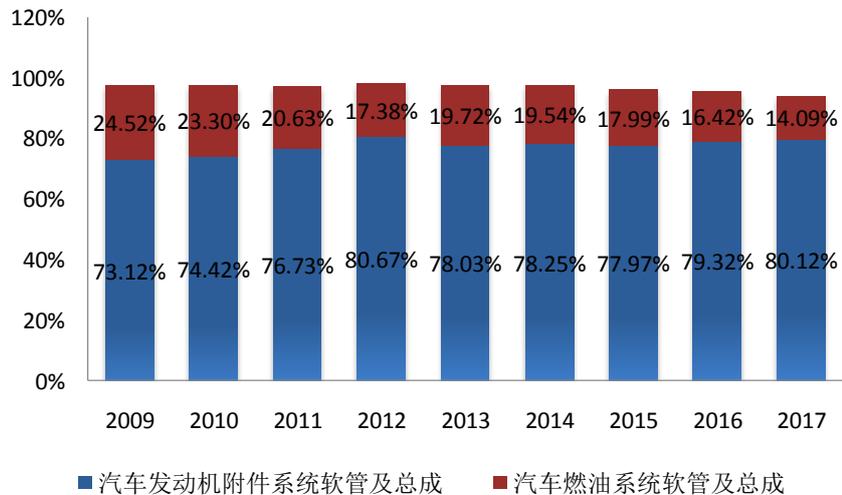
图 11：2007-17 年公司营收与净利润 CAGR 高于汽车零部件（中信，算术平均）板块



数据来源：Wind，渤海证券

具体到产品，发动机冷却水管（为汽车发动机附件系统软管及总成的主体部分）与燃油管是公司收入与利润的绝对主要来源，2017 年两者占公司营收的比重达 94.21%。按照最新公告，公司汽车发动机冷却水胶管在轿车新车市场占据超过 30% 的市场份额，燃油胶管占据近 20% 的市场份额，行业优势地位显著。据统计，2007-17 年公司收入年复合增速（14.52%）与乘用车产量年复合增速（14.56%）基本一致。

图 12: 公司冷却水管与燃油管是公司收入的主要来源



数据来源: 公司公告, 渤海证券

据上分析, 那么要问: 在国内汽车产销进入正常低速增长阶段、公司冷却水管与燃油管市场份额较高的背景下, 公司的汽车流体管路未来还会有增长吗? 增长前景在哪里?

我们分析, 未来公司汽车流体管路业务的增长仍将会持续, 主要来自以下方面:

首先, 公司近年在积极开发新产品, 比如尼龙管、空调管、涡轮增压管等, 并在客户配套方面取得了积极进展, 目前在自主等客户上已实现批量供货, 2017 年公司空调管及总成、汽车制动系统及车身附件系统软管及总成等其他产品的营收分别为 364 万元/6247.83 万元, 后者增速高达 60.09%。随着客户配套的持续推进, 这些新产品将成为公司的汽车流体管路业务未来新的增长点。

其次, 除了自主开发新产品外, 公司也在积极开发新客户, 比如近几年重点推进了对长安福特、北奔、宝马中国、长安汽车、上汽通用等客户的开发, 其中, 长安已进入批量供货阶段。

再次, 为充分应对新能源汽车市场的快速发展, 公司积极开发新能源车型配套工作, 包括冷却水管等, 成功开发了比亚迪、北京现代、一汽大众(含奥迪)、长城等相关车型。根据披露数据, 2017/2018H1 公司取得新能源车型新产品定点 232 种/91 种, 生命周期内全部年份累计销售额按客户预测分别约为 4.6 亿元/1.5 亿元, 合计超 6 个亿。

综上分析, 通过新产品、新客户以及新能源汽车市场的持续开发, 目前公司在手订单比较充足。据统计, 2017-2018H1 新定点产品(含冷却水管与燃油管)生命

周期内累计销售额预测合计约 78.7 亿元，假设按 6 年来算，则平均年销售额超 13 亿元，如果加上 2015-16 开发的众多项目则年销售额将更大。因此，我们认为，这些新订单将为公司未来收入较快增长提供充足的动力。

图 13: 空调管及其他产品营收走势



数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 15: 公司近几年新项目多 (含新能源车型项目)



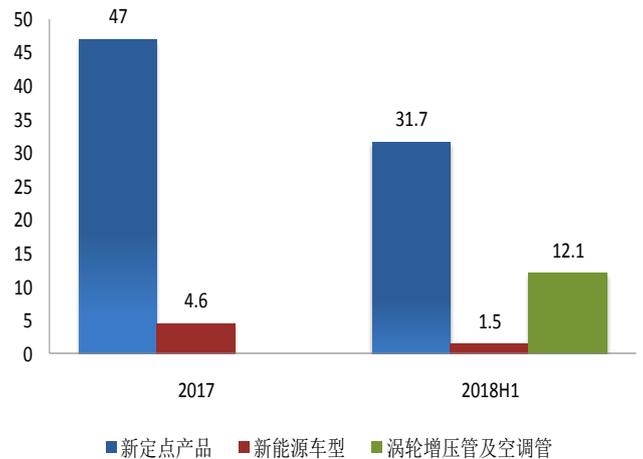
数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 14: 新产品尼龙管、涡轮增压管及空调管开发进展



数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 16: 新定点产品生命周期内累计销售额预测 (亿元)



数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 17: 公司积极开发新客户 (含新能源车企及车型)



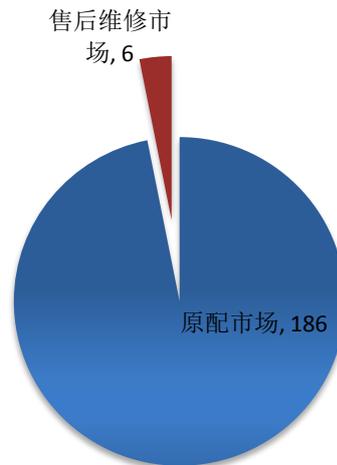
数据来源：公司公告，渤海证券

汽车流体管路市场空间预测

公司招股书里假设每台车使用胶管及总成总额平均为 750 元，根据 2017 年乘用车产量 2483 万辆，则国内乘用车胶管及总成的新车配套市场规模为 186 亿元，加上维修配套市场（假设维修配套市场占比 3%），则国内乘用车胶管及总成市场规模为 192 亿元。考虑到国内汽车产销进入低速增长阶段（新能源汽车占比还很低），未来国内汽车胶管市场规模预计也将低速增长。

公司 2017 年收入达到 11.43 亿元，市场占比仅为 6%。我们认为，依靠积极的研发投入与市场开发，公司在汽车流体管路领域仍具备不错的发展空间，持续获取的新项目新订单将为公司持续成长提供实质性支撑。

图 18: 国内汽车流体管路市场规模测算 (2017)

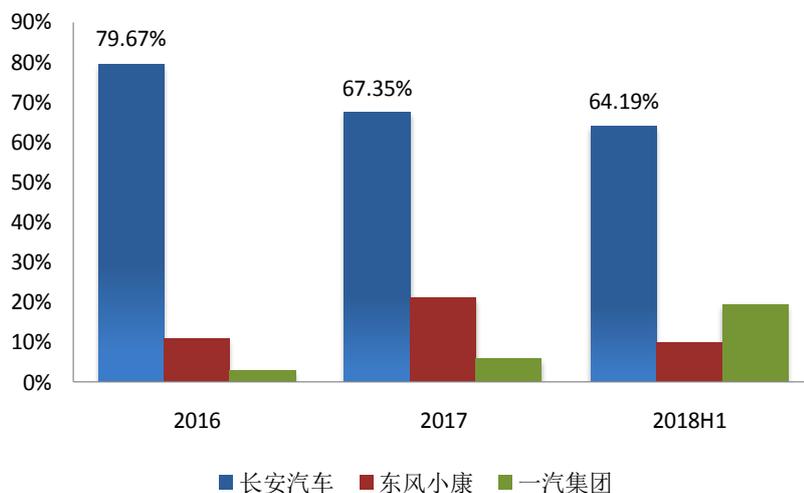


数据来源: 渤海证券

汽车密封件

本次公司通过收购河北新欧科技进入汽车密封件领域, 新欧科技主营产品为汽车整车密封条, 包括门框密封条、窗框密封条、车门内外水切、前后挡风玻璃密封条、发动机舱密封条等。按照材料不同, 产品可分为三元乙丙橡胶 (EPDM) 类密封条、聚氯乙烯 (PVC) 类密封条和热塑性硫化橡胶 (TPV) 类密封条, 目前 EPDM 类密封条营收占比高, 2017/2018H1 分别达 54.78%/60%。目前相关产品已广泛应用于长安汽车、一汽集团、东风小康等知名汽车制造商。其中, 长安是新欧主要客户, 配套销售额占比高, 2017/2018H1 分别达 67.35%/64.19%。

图 19: 新欧主要客户配套销售额占比: 长安占大头



数据来源: 公司公告, 渤海证券

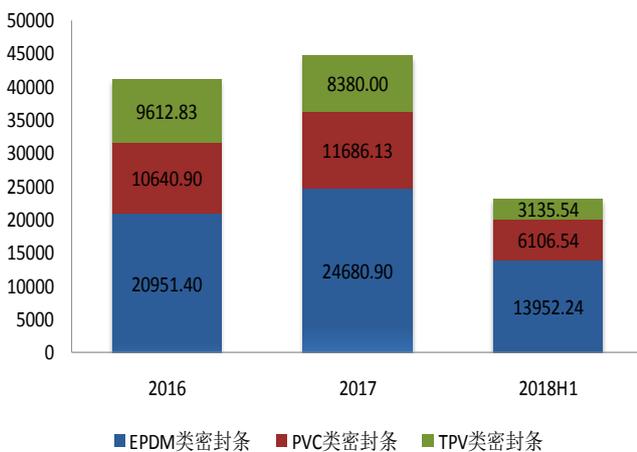
针对此次收购，我们分析对公司未来整体发展有益，具体如下：

首先，从财务指标来看，新欧科技经营较为稳健。2017 年营收达 4.51 亿元，同比增长 8.18%，净利润 0.51 亿元，同比下降 16.66%。毛利率/净利率分别达 33.90%/11.29%，高于同期公司的 25.94%/10.44%。因此，新欧并入公司后将有助于提升公司的盈利能力。

其次，2017/2018H1 新欧营收占公司比重分别为 39.43%/37.37%，净利润占公司比重分别为 42.66%/72.77%，并入公司将显著增强公司规模与实力。同时，根据新欧现有在手订单（截至 2018 上半年，目前公司有 36 个已量产的车型；13 个已定点开发并在 2018 年内量产的车型，10 个已定点开发并在 2019 年内量产的车型）及其子公司重庆欧亚（设计产能为 8000 万米（200 万台/套））预计于今年四季度投产的情况，我们预计，新欧科技未来将持续较快增长，从而助力公司整体实现快速增长。按照新欧业绩承诺，即 2018-2020 年扣非后归母净利润不低于 0.8 亿元/1 亿元/1.2 亿元，三年累计不低于 3 亿元，这将明显增厚公司未来业绩。

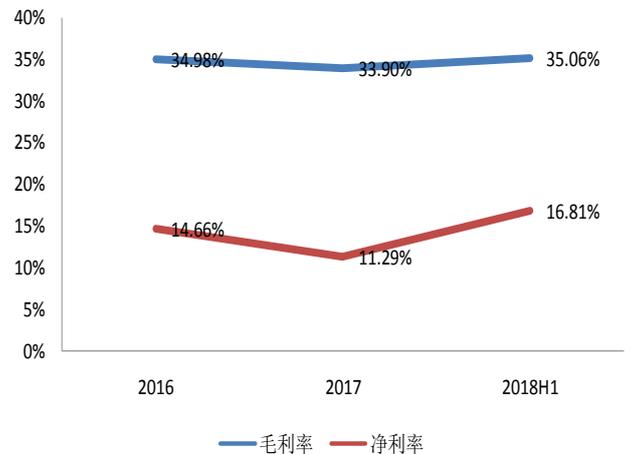
再次，中长期来看，我们认为，公司此次收购产生的协同效应大，即产品协同、客户协同及原材料采购协同（也包括技术研发协同），从而有利于公司快速的实现自身的发展战略，未来新欧将与天津鹏翎密封部件公司共同作为公司汽车密封件事业部的组成部分，从而有利于完善公司汽车橡塑产品体系，拓宽公司产品在汽车产业内的应用领域，提升单车配套价值量，强化竞争优势，拓展成长空间。

图 20：公司主要产品种类营收情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，渤海证券

图 21：新欧科技利润率高



数据来源：公司公告，渤海证券

图 22: 新欧未来营收预测



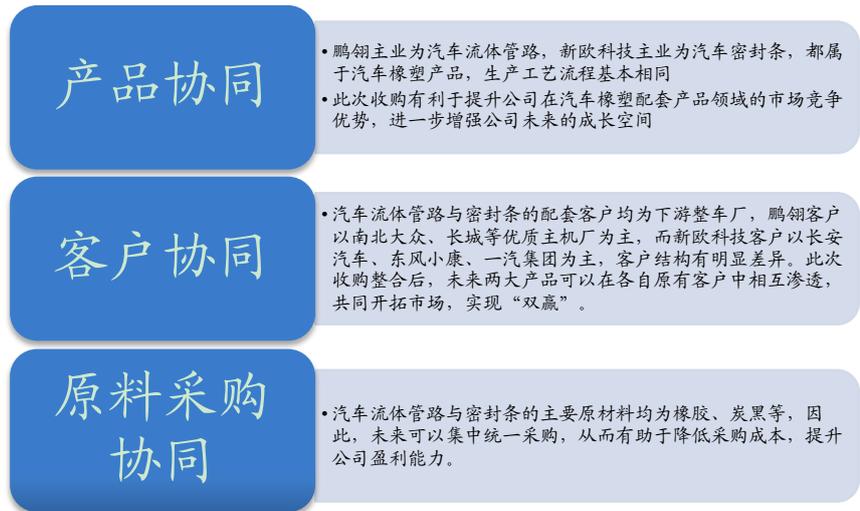
数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 23: 新欧未来营收预测有相应在手订单支持



数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 24: 此次收购新欧具有比较高的协同效应



资料来源: 公司公告, 渤海证券

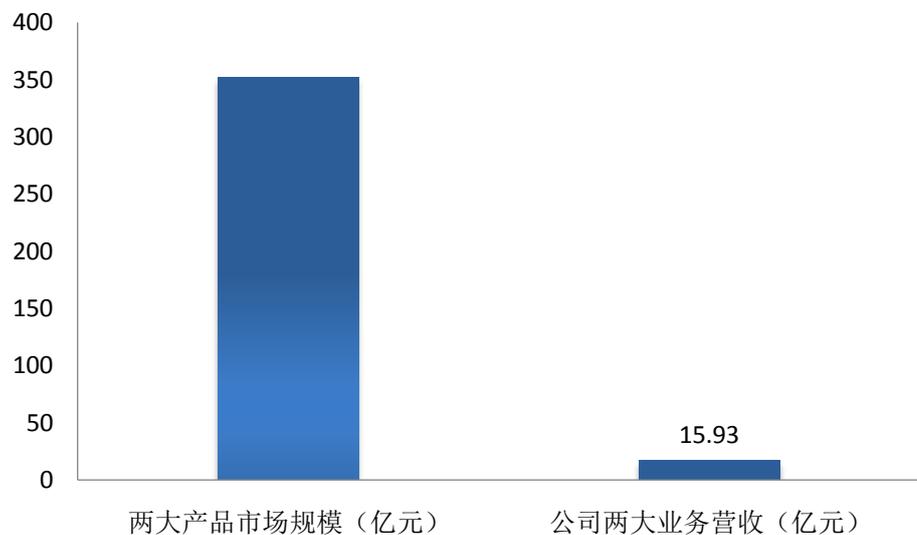
汽车密封条市场空间测算

近两年我国汽车密封条行业实现销售收入 160 亿元左右, 占汽车行业销售比重约 0.19%, 主要的 31 家企业占据了 95% 左右的市场份额, 其中外资与合资企业市场份额约为 55% 左右, 本土密封条生产企业的市场份额约为 40% 左右。从目前的市场格局来看, 本土汽车密封条企业的配套车型以自主品牌和小排量车型为主, 而大部分合资品牌、高端车型密封条的首选配套生产企业仍然为大型跨国汽车零部件企业。根据浙江仙通招股书假设, 按照每辆汽车需要 45 米左右的密封条进

行简单测算，2017 年我国汽车密封条市场在 13 亿米左右，平均单车配套价值量 550 元。未来随着汽车消费结构升级以及汽车产销的稳步增长，汽车密封条单车配套价值量与市场规模有望稳步小幅提升。

综合分析，鹏翎汽车流体管路与汽车密封条两大产品的市场空间规模在 350 亿元左右，按照 2017 年两大产品营收合计来算，市场占比不到 5%，未来公司成长空间大。随着未来产品与客户等协同效应的逐步显现，以及配套逐步由零件向总成、系统集成升级，公司的中长期成长前景值得期待。

图 25：2017 年公司汽车流体管路与密封条业务合计的国内市场份额不到 5%



资料来源：公司公告，渤海证券

3.盈利预测与估值讨论

假设条件

- 1.依靠新产品市场开拓及募投产能释放，公司汽车流体管路业务稳健较快增长；
- 2.依靠产品及市场开拓，已并表的新欧科技的汽车密封条业务保持稳健较快增长；
- 3.期间费用率基本保持稳定。

表 2：公司分业务盈利预测情况（单位：万元）

产品	项目	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
汽车发动机附件系统 软管及总成	营业收入	76826.9	86282.24	91565.4	103468.9	118989.24	138027.52
		-10.68%	12.31%	6.12%	13.00%	15%	16%
	营业成本	54115.82	60242.33	68175.11	79153.71	91264.75	106143.16
	毛利率	29.56%	30.18%	25.54%	23.50%	23.30%	23.10%
汽车燃油系统软管及 总成	营业收入	17730	17863.89	16101.45	16906.52	18597.17	21014.81
		-17.46%	0.76%	-9.87%	5.00%	10%	13%
	营业成本	12309.77	12341.21	11811.34	12764.42	14078.06	15950.24
	毛利率	30.57%	30.92%	26.64%	24.50%	24.30%	24.10%
汽车空调系统软管及 总成	营业收入	627.57	734.99	364	473.2	662.48	993.72
		84.48%	17.12%	-50.48%	30.00%	40%	50%
	营业成本	338.05	514.49		331.24	463.74	695.6
	毛利率	46.13%	30.00%		30.00%	30%	30%
汽车制动系统及车身 附件系统软管及总成 等其他产品	营业收入	3347.74	3902.73	6247.83	8122.18	10558.83	13726.48
		60.56%	16.58%	60.09%	30.00%	30%	30%
	营业成本	2300	2502.27	4460.89	6416.52	8341.48	10843.92
	毛利率	31.30%	35.88%	28.60%	21.00%	21%	21%
汽车密封条业务	营业收入				8000	60000	70000
						650%	17%
	营业成本				5280	39900	46900
	毛利率				34.00%	34%	33%
其他业务收入（万元）							
其他业务成本（万元）				183.22			
总计	营业收入	98532.21	108783.85	114278.68	136970.80	208807.72	243762.53
		-10.36%	10.40%	5.05%	19.86%	52.45%	16.74%
	营业成本	69063.64	75600.30	84630.56	103945.90	154048.02	180532.92
	综合毛利率	29.91%	30.50%	25.94%	24.11%	26.22%	25.94%

数据来源：公司公告，渤海证券研究所（注：2017 年空调管与制动系统及车身附件软管等其他业务成本没有披露，故根据总营业成本数据倒推后所得结果放在制动系统及车身附件软管等其他业务项上）

综上所述，我们认为，汽车流体管路与密封条两大业务品类相互协同，共同推动公司经营较快增长。目前新欧已并表，暂且不考虑后续发行股份事宜，预计 2018-2020 年公司实现营业收入 13.70/20.88/24.38 亿元，同比增长 19.86%/52.45%/16.74%，实现归母净利润 1.38/1.81/2.10 亿元，同比增长 15.89%/31.11%/15.70%，对应 EPS 分别为 0.38/0.50/0.58 元/股，对应 2018/2019/2020 年 PE 分别为 15/12/10 倍，维持“增持”评级。根据可比公司及汽车零部件板块估值情况，综合给予 2019 年公司 14-17 倍 PE，对应股价为

7-8.5 元。

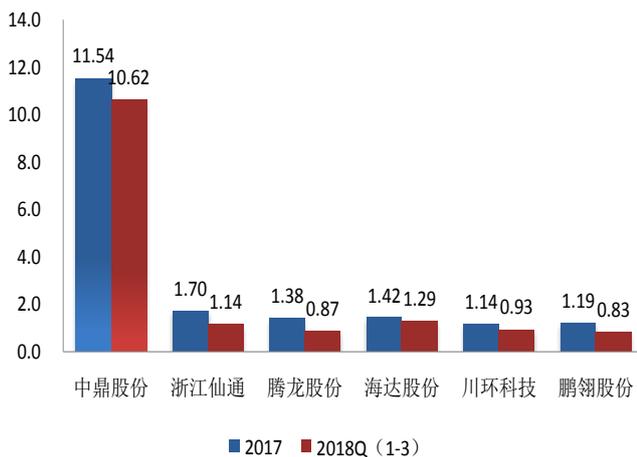
表 3: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS				PE		
		2018E	2019E	2020E	TTM	2018E	2019E	2020E
000887.SZ	中鼎股份	1.05	1.22	1.41	11.06	10.57	9.14	7.88
603239.SH	浙江仙通				20.53			
603158.SH	腾龙股份	0.60	0.72	0.85	30.43	27.94	23.42	19.88
300547.SZ	川环科技				16.79			
300320.SZ	海达股份	0.27	0.31	0.35	18.08	17.96	15.57	14.01
	平均				19.38	18.82	16.05	13.92
	CS 汽车零部件 III				17.26	20.44	18.04	15.64
300375.SZ	鹏翎股份	0.38	0.50	0.58	18.22	15.17	11.57	10.00

数据来源: Wind 一致性预测 (截止 2018 年 12 月 3 日收盘), 渤海证券 (注: 零部件板块估值根据总市值 (合计) 与净利润 (合计) 计算得出)

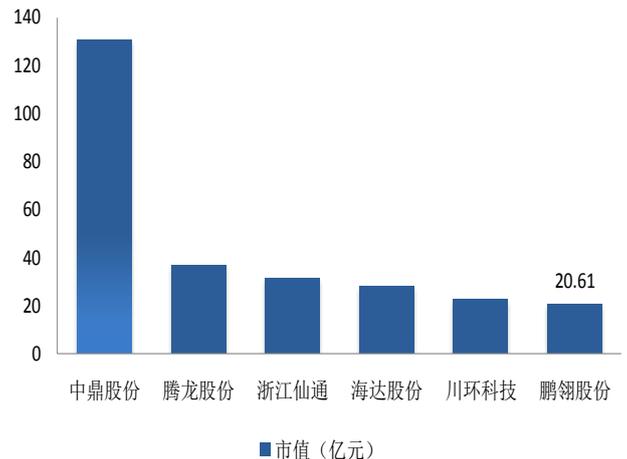
从市值来看, 目前鹏翎的市值落后于主要竞争对手, 但利润规模相比腾龙、浙江仙通、海达、川环相比差距不大。随着新欧密封条业务的并表, 公司利润规模将明显增大, 并且未来增长前景较好。因此, 我们预计, 公司市值在未来业绩持续较快增长的情况下将会向主要竞争对手靠拢, 随着公司未来发展战略持续推进并相继落地, 公司规模实力持续增强, 则市值也将随之继续上涨。

图 26: 公司与主要竞争对手净利润情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 渤海证券
月 26 日收盘)

图 27: 公司市值低于 A 股主要竞争对手 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 渤海证券 (注: 截止 2018 年 11

风险提示：新客户开发低于预期；新项目进展低于预期；原材料价格波动风险；
外延进度低于预期；公司与新欧的协同效应低于预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857
陈兰芳

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651

电力设备与新能源行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
陈晨

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

节能环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

金融科技行业研究

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
张源

传媒行业研究

姚磊

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
刘洋
+86 22 2386 1563
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
张扬
+86 22 28451945
孟凡迪

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123
张佳佳 资产配置
张一帆 公用事业、信用评级

综合质控&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白骥玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn