

投资评级：增持(首次)

正裕工业(603089)

汽车售后市场的“小而美”

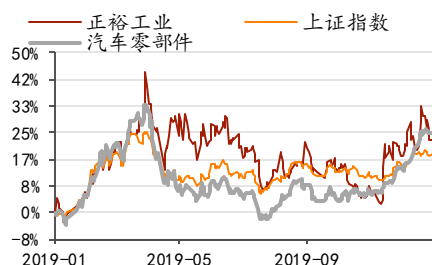
市场数据 2020-01-20

收盘价(元)	14.31
一年内最低/最高(元)	11.86/24.96
市盈率	16.8
市净率	2.67

基础数据

净资产收益率(%)	13.62
资产负债率(%)	43.9
总股本(亿股)	1.55

最近12月股价走势



联系信息

彭勇	分析师
SAC证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	

相关报告

● 深耕减震器售后市场，品类全覆盖广

公司自成立起一直深耕汽车悬架系统减震器售后市场，二十余年来积累了丰富的设计、制造和销售经验，减震器业务营收占比为95%。公司减震器品类多，覆盖范围广，能满足下游客户多品类减震器一站式采购的需求。公司是国内售后市场减震器出口龙头，产品远销欧美，海外营收占比85%。

● 汽车保有量稳健增长，售后市场需求攀升

汽车售后市场的规模与汽车保有量息息相关。虽然新车销量增速有所放缓，但全球汽车保有量仍旧稳健增长。我们预计2020年全球汽车保有量有望突破15亿辆，汽车售后市场规模有望超过一万亿元人民币。不断提升的汽车保有量将带动越来越多的售后需求。

● 减震器是高损耗性核心零部件，售后需求稳定

汽车减震器的更换频率是影响其售后市场需求的重要因素，通常情况下减震器的更换周期是10万公里或6-8年。减震器是汽车悬架系统的核心零部件，对于行车安全，驾乘感受的重要性较高，其在工作过程中始终处于高损耗状态。一旦出现损坏就必须及时更换，即便只有一根减震器出现损坏，为了保持驾乘的平稳性也必须更换全部减震器。我们测算到2021年汽车减震器售后市场的空间约为700亿元。

● 配套下游优质客户，回款稳定、现金流充沛

公司下游客户均为行业知名的汽车零部件生产商或采购商，回款稳定。公司的账龄较短且应收账款及应收票据占营业收入的比重低于行业平均值，现金流充沛，收入质量较高。

● 产能瓶颈即将打破，激活业绩增长引擎

公司现有的正裕工厂和鸿裕工厂已满产，产能不足已成为公司发展瓶颈。预计2020年6月公司新建的650万减震器产能将投产。随着新产能不断爬坡，公司总产能有望增加50%，产能瓶颈将不复存在。此外公司在2018年通过并购新增了发动机密封件及橡胶减震产品业务，有望通过扩品类来打开新的增长极。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.78元、0.88元、0.98元，对应PE分别为15.6倍、13.9倍、12.5倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示:汇率波动风险，原材料价格波动的风险，进口国设置贸易壁垒的风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	843	1,083	1,201	1,350	1,518
增长率	21.9%	28.4%	10.9%	12.5%	12.4%
归属母公司股东净利润(百万)	72	101	121	136	152
增长率	-18.4%	39.9%	20.4%	12.3%	11.3%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.78	0.88	0.98
市盈率(倍)	26.3	18.8	15.6	13.9	12.5

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

内容目录

1、 正裕工业：汽车减震器售后市场龙头供应商	4
1.1 深耕汽车悬架系统减震器行业二十余载，品类多覆盖广	4
1.2 业绩稳健增长，现金流充沛	7
1.3 股权结构较为集中	9
2、 保有量催生万亿售后市场，自主龙头前景可期	10
2.1 减震器行业格局：国际龙头主攻 OEM 配套，自主企业深耕售后市场	10
2.2 汽车保有量是售后市场的基石，中国汽车保有量仍有较大增长空间	11
2.3 汽车文化普及，用车习惯变革促进售后市场发展	14
2.4 高损耗性带动了减震器售后市场的高需求	15
3、 突破产能瓶颈，打开业绩增长空间	18
3.1 配套优质客户，全球市占率不断提升	18
3.2 产品品种多，覆盖面广，满足客户“一站式”采购需求	19
3.3 新增发动机密封件及橡胶减震件业务，扩品类为后续增长打下坚实基础	20
3.4 650 万减震器产能将于 2020 年投产，产能瓶颈即将打破	20
4、 盈利预测及投资建议	22
5、 风险提示	23

图表目录

图 1：公司业务结构	4
图 2：公司境外收入占比较高	4
图 3：汽车减震器的工作原理	5
图 4：公司主要产品——汽车悬架系统减震器	5
图 5：公司的减震器产品包括 9 个系列	6
图 6：发动机各密封件所处位置	6
图 7：橡胶减震产品在整车中的分布	7
图 8：公司营业收入及同比增速	7
图 9：公司归母净利润及同比增速	7
图 10：公司 ROE、毛利率及净利率	8
图 11：公司三费率	8
图 12：公司经营性现金流/归母净利润与同行业对比	9
图 13：正裕工业股权结构	9
图 14：全球汽车保有量增速	12
图 15：中国汽车保有量及增速	12
图 16：中国汽车千人保有量与人均 GDP 关系	13
图 17：各汽车市场千人保有量	13
图 18：各汽车市场人均 GDP	13
图 19：汽车悬架系统减震器性能决定了刹车距离	15
图 20：汽车悬架系统减震器对车辆行驶、转弯及制动稳定性起到重要作用	16
图 21：需要更换汽车悬架系统减震器的若干种情况	16
图 22：减震器型号多样	19
图 23：公司产品适配全球绝大多数汽车品牌	20
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：公司与同行业上市公司应收账款+应收票据占营业收入的比较	8
表 3：截止 2019 年 6 月 30 日，公司应收账款的账龄结构	8
表 4：汽车悬架系统减震器行业主要参与者	10
表 5：若中国汽车市场远期能达到中国台湾水平，销量和保有量天花板预测	14
表 6：若中国汽车市场远期介于中国台湾和韩日之间，销量和保有量天花板预测	14
表 7：售后市场减震器需求规模测算	17

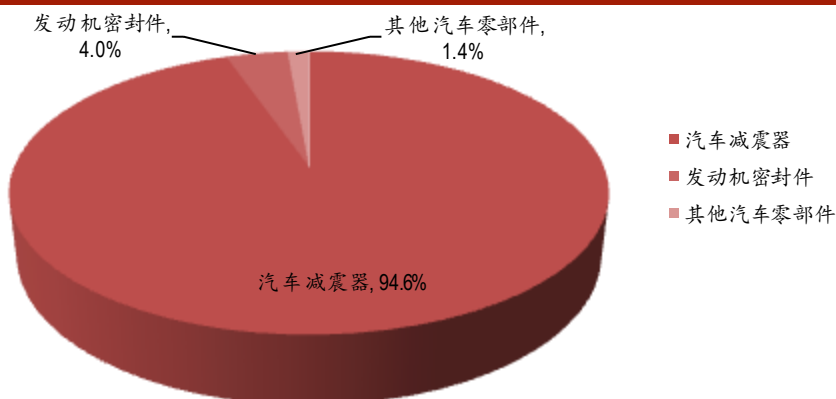
表 8: 公司主要客户列表.....	18
表 9: 公司在全球汽车售后市场减震器的市占率测算.....	19
表 10: 主要产品产能、产量及销售情况.....	21
表 11: 公司业绩拆分.....	22

1、正裕工业：汽车减震器售后市场龙头供应商

1.1 深耕汽车悬架系统减震器行业二十余载，品类多覆盖广

公司自成立以来一直从事汽车悬架系统减震器业务，目前已经具备了提供支柱总成整体解决方案的能力，公司产品主要供给汽车售后市场，近年来也逐渐开始对国内自主 OEM 进行配套。2018 年公司为了扩大业务规模，抵御单一业务出现大规模变动的风险，通过收购安博帝特、芜湖荣基两家公司顺利拓展了发动机密封件业务以及橡胶减震产品业务，进一步优化了公司主营业务的产品结构。目前公司汽车悬架系统减震器业务的营收占比约为 95%，其他业务营收占比约为 5%。

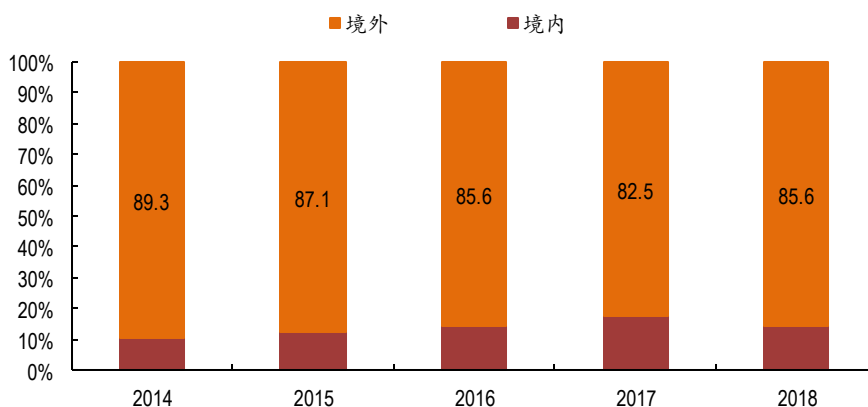
图 1：公司业务结构



数据来源：公司公告,财通证券研究所

公司以出口业务为主，减震器销售区域遍布欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲。境外收入占比较高，一直稳定在 85%。

图 2：公司境外收入占比较高

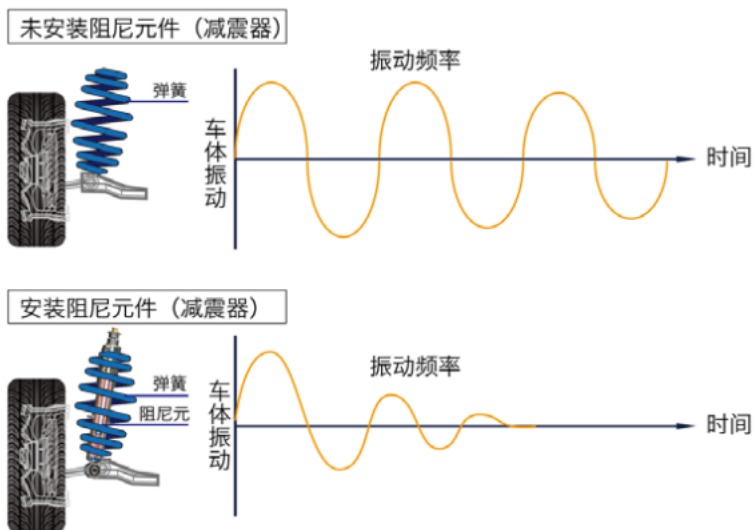


数据来源：公司公告,财通证券研究所

汽车悬架系统减震器主要应用于汽车悬架系统。车辆在经过起伏、坑洼路面或在车辆急转弯、急刹车时，悬架系统的吸震弹簧可通过自身的往复运动来过滤路面、车身的震动、摇晃，而减震器则是用以抑制弹簧的往复运动。减震器太软，车身

就会上下跳跃；减震器太硬就会带来太大的阻力，妨碍弹簧正常工作。因此，汽车悬架系统减震器的主要功能就是：(1) 通过抑制悬架弹簧的震荡，来减少路况不佳时车身的震荡。(2) 降低急转弯和急刹车时车身的摇晃幅度。

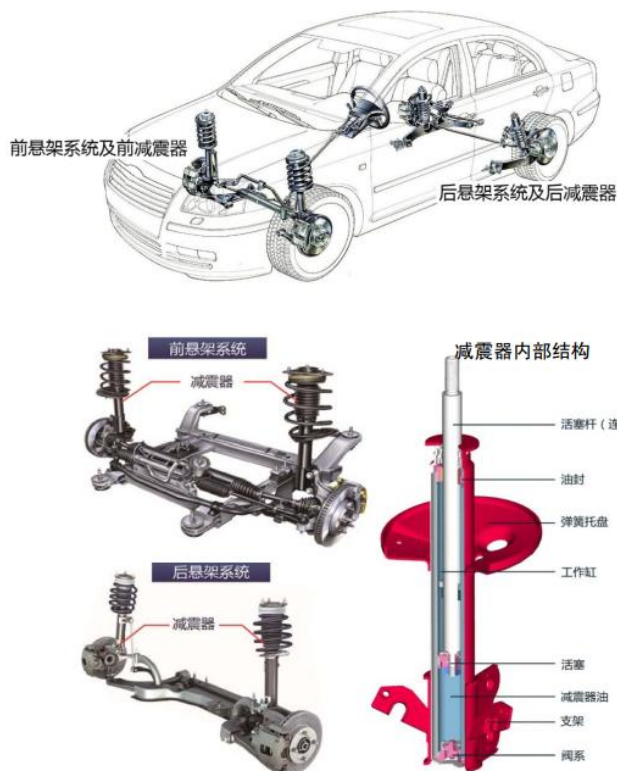
图 3：汽车减震器的工作原理



数据来源：公司公告,财通证券研究所

汽车悬架系统减震器按照结构可分为单筒减震器和双筒减震器，按阻尼介质可分为油压式减震器、油气混合式减震器、油气分离式减震器和气压减震器。

图 4：公司主要产品——汽车悬架系统减震器



数据来源：公司公告,财通证券研究所

按照产品结构及用途划分，公司汽车减震器产品包括以下 9 个系列：

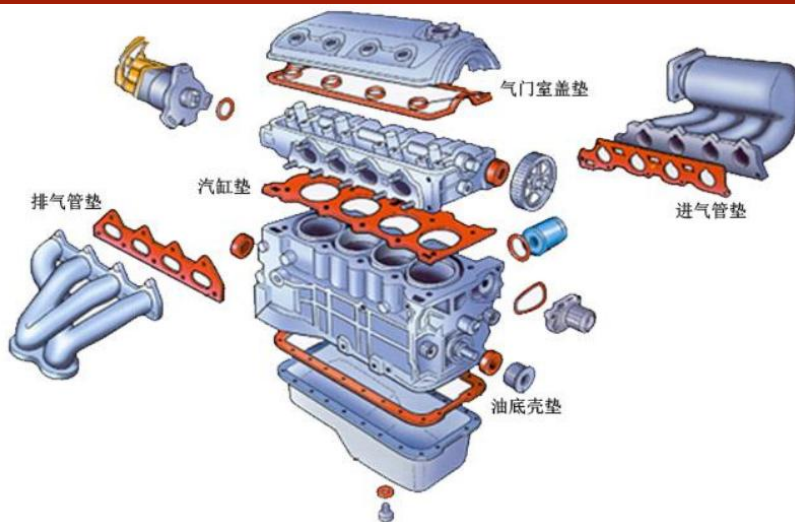
图5：公司的减震器产品包括9个系列



数据来源：公司公告,财通证券研究所

公司在 2018 年通过收购新增了发动机密封件以及橡胶减震产品业务。目前这两部分业务占总营收的比例约为 5%。发动机密封件主要用于对发动机内的油品、冷却液、气体等物质进行密封，防止高温高压的气体和液体泄露的。发动机密封件主要包括排气管垫、油底壳垫、气门室盖垫、汽缸垫、正时齿轮罩垫、增压器垫、气门油封、曲轴油封等。

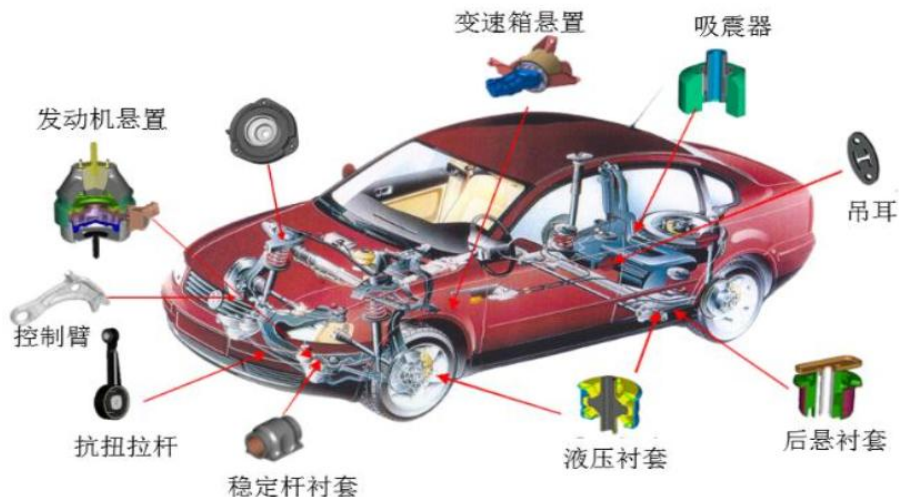
图 6：发动机各密封件所处位置



数据来源：公司公告,财通证券研究所

橡胶减震产品属于汽车 NVH 零部件。由于汽车零部件众多，路面状况复杂，汽车振动源往往难以消除，因此需设计一些可以优化汽车 NVH 的零部件用来控制汽车振动的传递路径，提升汽车的 NVH 性能。从产品类别来看，橡胶减震产品通常包括动力总成悬置、变速箱悬置、动力吸震器、排气吊耳、后置衬套、液压衬套、悬架衬套和支撑、控制臂衬套、拉杆衬套、缓冲块等。

图7：橡胶减震产品在整车中的分布

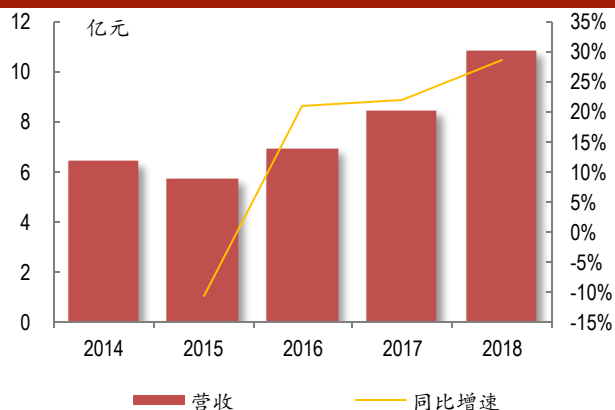


数据来源：公司公告,财通证券研究所

1.2 业绩稳健增长，现金流充沛

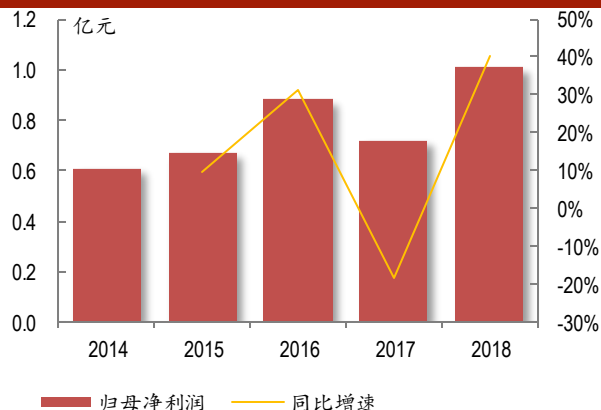
公司近 5 年来营业收入与归母净利润均实现稳健增长。2018 年公司实现营业收入 10.8 亿元，同比增长 28.4%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比增长 40.2%。2014-2018 年间公司营业收入与归母净利润 CAGR 分别为 14.0%和 13.4%，业绩保持较高增速。

图 8：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告,财通证券研究所

图 9：公司归母净利润及同比增速

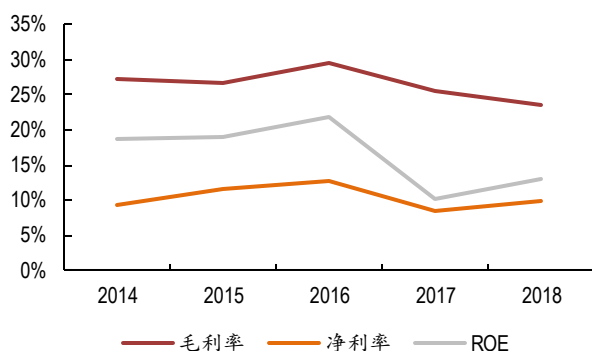


数据来源：公司公告,财通证券研究所

公司盈利能力出色。2018 年毛利率为 23.6%，净利率 9.8%，ROE12.9%。费用率平

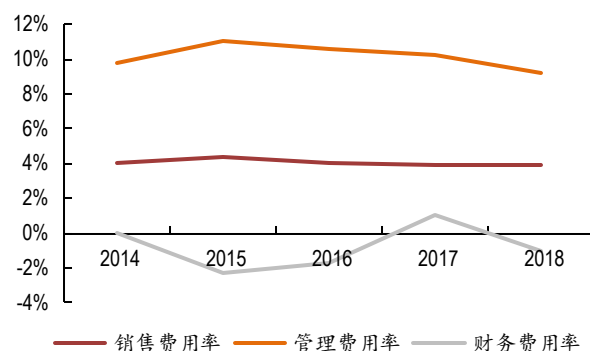
稳，历年波动不大。

图 10：公司 ROE、毛利率及净利率



数据来源：公司公告,财通证券研究所

图 11：公司三费率



数据来源：公司公告,财通证券研究所

现金流充沛，收入质量较高。公司主要客户均为国际知名的汽配厂商或采购商，信誉好、回款及时。公司的应收账款及应收票据占营业收入的比重合理，应收账款账龄较短，风险较低，收入质量较高。

表 2：公司与同行业上市公司应收账款+应收票据占营业收入的比较

	2015	2016	2017	2018
正裕工业	23.8%	30.0%	22.9%	30.2%
跃岭股份	16.1%	21.4%	18.4%	18.0%
世纪华通	27.8%	24.9%	32.0%	19.1%
隆基机械	25.6%	30.6%	27.9%	28.6%
中信汽车板块	17.6%	18.5%	18.4%	17.5%
中信汽车零部件板块	25.5%	26.7%	26.4%	26.2%

数据来源：公司公告，WIND，财通证券研究所

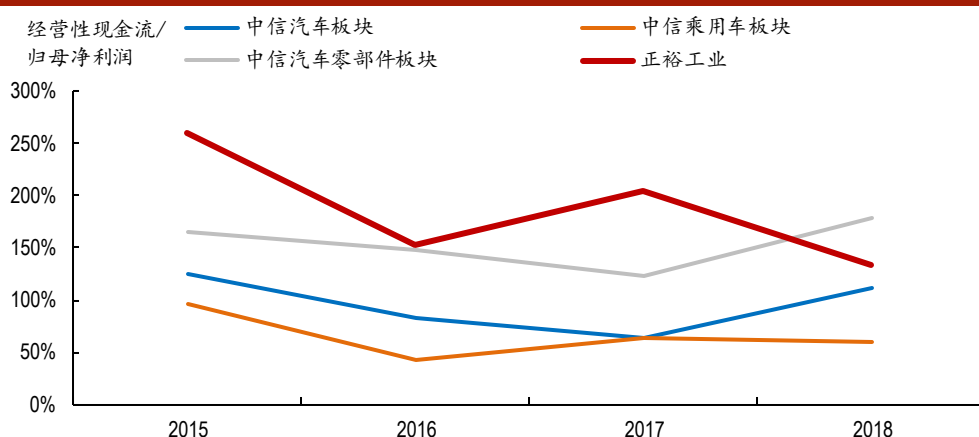
表 3：截止 2019 年 6 月 30 日，公司应收账款的账龄结构

账龄	金额 (万元)	比例	坏账准备 (万元)	账面价值 (万元)
1 年以内	30902.2	94.8%	1545.1	29357.1
1-2 年	988.5	3.0%	98.9	889.7
2-3 年	176.9	0.5%	53.1	123.8
3 年以上	516.1	1.6%	516.1	0.0
合计	32583.7	100%	2213.1	30370.6

数据来源：公司公告，WIND，财通证券研究所

公司经营性现金流与归母净利润的比值远高于行业平均值，公司经营性现金流充沛，通过销售产品得到的现金流较多。

图 12：公司经营性现金流/归母净利润与同行业对比

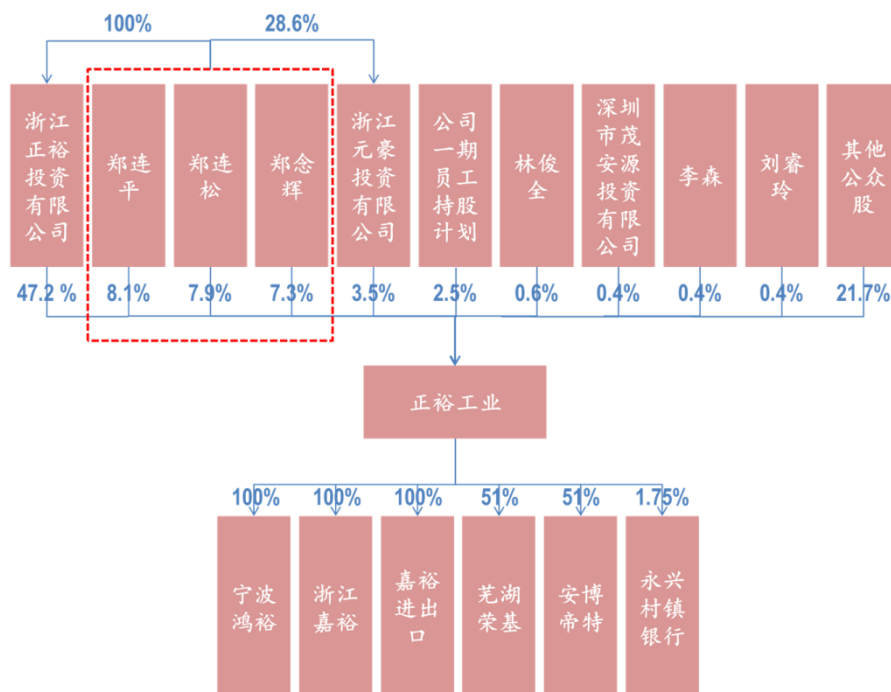


数据来源：公司公告，WIND，财通证券研究所

1.3 股权结构较为集中

郑连松、郑念辉、郑连平是兄弟关系，三兄弟合计直接持有本公司 23.3% 股权，互为一致行动人。正裕投资是郑氏三兄弟 100% 控股的企业；元豪投资是郑氏三兄弟与本公司部分核心骨干共同投资设立的公司，郑氏三兄弟合计持有元豪投资 28.6% 股权。

图 13：正裕工业股权结构



数据来源：公司公告,财通证券研究所

2、保有量催生万亿售后市场，自主龙头前景可期

2.1 减震器行业格局：国际龙头主攻 OEM 配套，自主企业深耕售后市场

汽车悬架系统减震器对于车辆的安全性和舒适性至关重要，汽车在出厂时就配备了四根减震器，后续因为恶劣工况和驾驶习惯等问题，减震器在发生损坏后需要全部更换，因此汽车减震器市场既包括直接配套 OEM 的售前市场，又包含针对汽车售后市场的独立销售模式。

减震器行业的蛋糕主要被三类参与者分享：(1) 国际知名的零部件龙头主要为大型 OEM 提供配套，并通过原车配件的方式进入售后市场，其售后业务大多通过 ODM 的形式进行代工；(2) 实力较强的中国企业主攻欧美等发达国家的售后市场，产品定位于中高端，并可通过 OEM/ODM 方式向国际知名减震器厂商供货，此外也为国内部分自主 OEM 进行配套。(3) 小规模民营企业主要面向新兴市场国家的售后市场，生产规模较小，年产量一般在百万支以下。

表 4：汽车悬架系统减震器行业主要参与者

分类	企业	配套客户	企业简介
	天纳克	通用、福特、大众、标致雪铁龙、丰田、日产、本田	悬挂系统产品的全球知名品牌有蒙诺、RANCHO、CLEVITE ELASTOMERS、FRIC-ROT
	采埃孚	覆盖上汽大众、上汽通用、一汽大众等 OEM，亦面向售后市场	主要的减震器企业为上海汇众萨克斯减震器有限公司
	倍适登	奔驰、宝马、保时捷、法拉利、斯巴鲁、丰田、通用、福特和克莱斯勒	蒂森克虏伯集团下属的减震器企业，其产品是悬挂改装首选的减震器品牌。
国际知名零部件龙头	德尔福	原为通用的零部件子公司，产品涵盖了汽车零部件的主要领域	德尔福贸易有限公司是中国售后市场的销售公司。正裕股份已经进入了德尔福全球采购体系。
	株式会社日立制作所	配套一汽大众、一汽轿车、安徽江淮、一汽丰田、一汽解放等，部分出口美国、新加坡、俄罗斯和中东地区的备件市场。	在中国从事减震器产品的合资公司主要是东机工汽车部件（苏州）有限公司和一汽东机工减震器有限公司
	日本昭和株式会社	摩托车减震器的客户是五羊本田、新大洲本田；汽车零部件的客户是广汽本田。	在中国的减震器工厂主要是广州昭和汽车零部件有限公司，该公司由广汽、日本昭和和日本兼松三方合资
	韩国万都株式会社	现代汽车以及通用、福特、克莱斯勒	现代汽车的主要一级配套商，生产制动系统、转向系统、悬挂系统、底盘模块等
	KYB	覆盖了日系、欧美系、中国国产车系等几乎所有的车型	全球最大汽车减震器生产厂商之一，在整车配套市场，KYB 减震器在日本的占有率为 59%，在全球的占有率为 23%
实力较强的企业	正裕工业	公司是天纳克、AC 德科、天合、威伯科、德尔福、美国奥特帕斯、德国梅尔、奥普迪马、巴西 STOCKAIG、	国内规模领先的售后市场悬架系统减震器龙头企业之一，现有汽车悬架系统减震器产品储备涵盖 9 个系列超

	墨西哥 GOVI 等国际知名汽车零部件厂商或采购商的 ODM 供应商。公司亦已成为云度新能源汽车股份有限公司等整车厂商的悬架系统减震器供应商。	过 10,000 种型号, 可适配全球大多数车型, 是国内少数能够满足客户“一站式”采购需求的汽车减震器生产厂商之一。
中国首控集团有限公司	产品应用于整车配套和售后维修保养	全资控股子公司南阳浙减汽车减震器有限公司是我国领先的汽车减震器生产商之一
成都九鼎科技(集团)有限公司	与一汽、东风、上汽、广汽、江淮、长城、江铃、建立了稳定的配套关系	隶属于航天科技第七研究院。公司拥有成都和合肥两大生产基地, 综合年生产能力达 650 万支

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

(1) 在 OEM 市场, 汽车减震器企业的客户是 OEM 或其 Tier1。OEM 要求减震器企业可以进行同步甚至是超前开发, 并能提供充足的产能。减震器企业一旦进入 OEM 的配套体系将获得稳定、大量的订单, 生产的标准化程度高, 较易于形成规模效益。知名品牌的 OEM 的采购体系较为“封闭”。日系的丰田、本田、日产的减震器分别是由 KYB、昭和、一汽东机工配套, 韩系的现代主要由韩国万都配套, 德系的大众、奥迪则是由汇众萨克斯配套。国产品牌很难进入知名品牌 OEM 的配套体系。

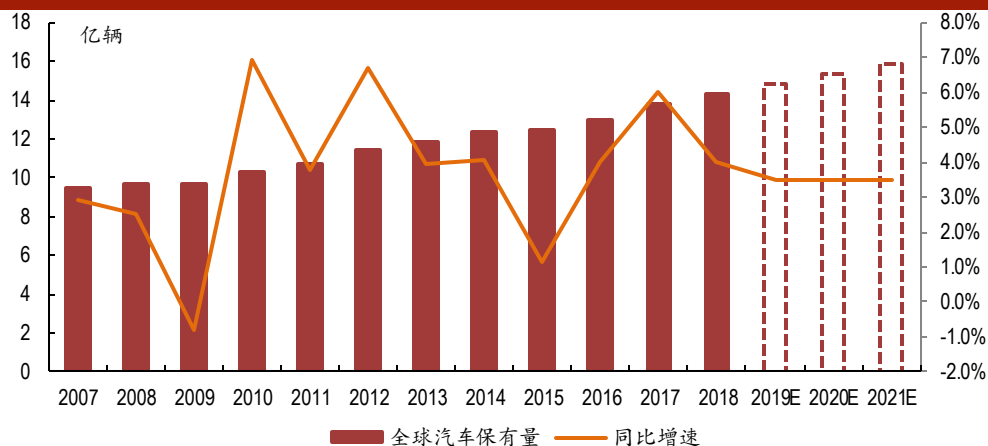
(2) 在售后市场, 减震器企业面对的主要客户是汽配厂商以及汽车零部件采购商。欧美的汽车售后市场较为成熟, 拥有美国奥特帕斯、AUTOZONE、德国梅尔、奥普迪马等知名采购商或大型连锁汽配超市。在售后市场, 汽配厂商以及汽车零部件采购商的订单大多具有多品种、小批量、多批次的特点且倾向于选择能满足其“一站式”采购要求的生产企业。要进入这些客户的全球采购体系, 必须具备同步研发、柔性生产、规模化集约供应能力, 才能在满足客户“一站式”采购要求的同时确保自身的生产效率和规模效益。

(3) 海外龙头的外包生产给予了自主企业的成长空间。全球知名的减震器龙头如百利、KYB 等仍主要集中在汽车工业发达的国家。他们既给 OEM 进行配套, 又同时经营售后市场业务。考虑到配套 OEM 在材料组织、生产管理、规模效益等方面显著优于配套售后市场, 因此海外龙头已逐步向品牌运营商转型或是集中资源于 OEM 配套, 而将部分售后市场的产品外包生产, 从而推动了自主企业在售后市场的发展。

2.2 汽车保有量是售后市场的基石, 中国汽车保有量仍有较大增长空间

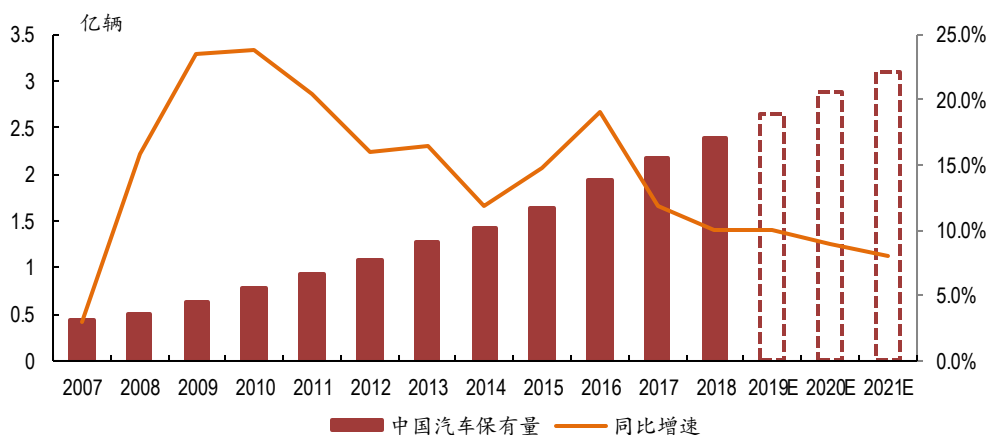
汽车悬架系统减震器属于车辆易损零部件, 其在售后市场的需求受到汽车保有量的影响以及车辆的行驶路况、载荷情况、驾驶员的开车习惯等多方面因素的影响。全球汽车保有量近年来一直保持平稳增长, 预计 2020 年有望突破 15 亿辆, 汽车售后零部件市场空间广阔。

图 14：全球汽车保有量增速



数据来源：公司公告，中汽协，财通证券研究所

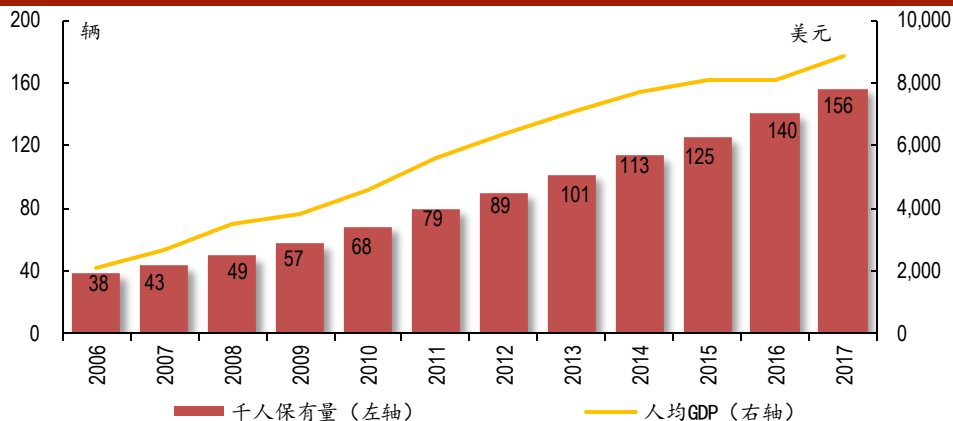
图 15：中国汽车保有量及增速



数据来源：公司公告，中汽协，财通证券研究所

中国仍属于新兴汽车市场，国内汽车保有量的增速远超全球平均增速。我们通过汽车千人保有量以及 GDP 这两个核心指标与成熟汽车市场对比测算得出，中国汽车保有量的上限或为 5.8-7.0 亿辆，目前国内汽车保有量仅为 2.4 亿辆仍有较大的增长空间。国内汽车售后市场尚处于发展初期，还没有形成欧美那样完善的连锁品牌售后再经销商，发展潜力巨大。

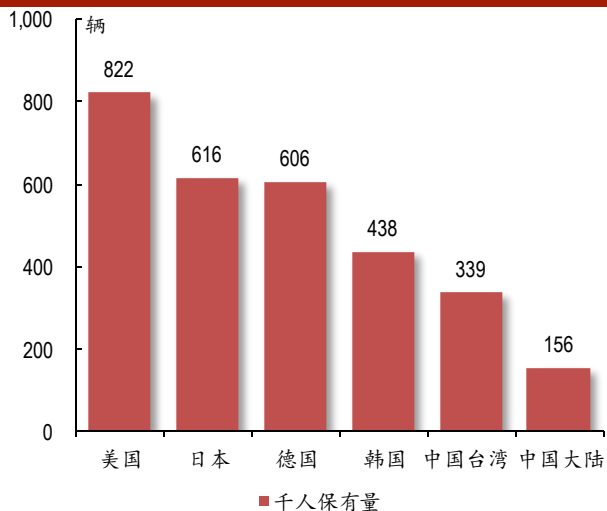
图 16：中国汽车千人保有量与人均 GDP 关系



数据来源：中汽协，Wind，财通证券研究所

汽车千人保有量与人均 GDP 的强相关，人均 GDP 的增长势必带动汽车千人保有量提升。2017 年美/日/德/韩的人均 GDP 分别为 6.0/3.8/4.4/3.0 万美元，对应的汽车千人保有量分别为 822/616/606/438。当前中国人均 GDP 仅为 0.9 万美元，远期来看或有望达到韩、日水平，汽车千人保有量有望达到 300-400。

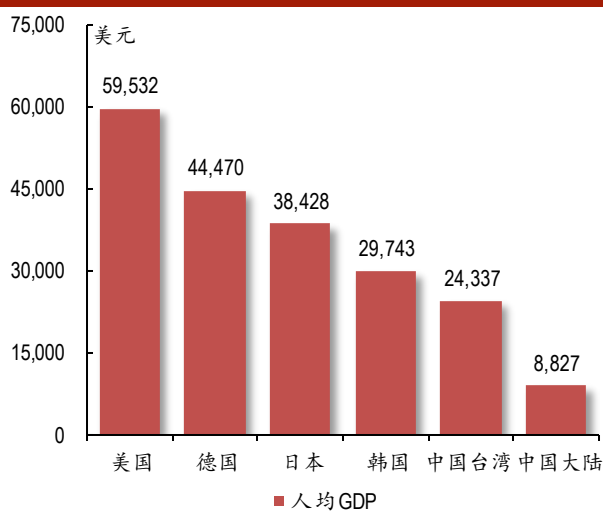
图 17：各汽车市场千人保有量



数据来源：Wind，财通证券研究所

注：除台湾数据为 2018 年 6 月末外，其余市场数据截至 2017 年末

图 18：各汽车市场人均 GDP



数据来源：世界银行，财通证券研究所

对中国汽车保有量的测算，我们分别选取中国台湾和日韩作为参考：

(1) 假设中国远期人均 GDP 达到 2.4 万美元，中国大陆汽车市场能达到中国台湾的水平，则远期的千人保有量有望达到 2018 年中国台湾 339 辆的水平。按照远期中国人口 17 亿来算，远期中国汽车的保有量将达 5.8 亿辆。

(2) 乐观估计远期人均 GDP 达到 3.8 万美元，对标日韩，中国千人保有量将达 484 辆，按照远期中国人口 17 亿来算，远期中国汽车的保有量将达 8.2 亿辆。但当前中国经济所处阶段与发达国家仍存在较大差距，且中国受限人口基数较大等

因素影响，人均 GDP 达到日韩等发达国家水平的难度较大，未来人均 GDP 或介于中国台湾与日韩之间的某个区间。

表 5：若中国汽车市场远期能达到中国台湾水平，销量和保有量天花板预测

	2017 年中国汽车市场 (万辆)	未来中国汽车市场 天花板 (万辆)	增长空间
销量	2894	4000	38%
保有量	20900	57600	176%

数据来源：财通证券研究所

表 6：若中国汽车市场远期介于中国台湾和韩日之间，销量和保有量天花板预测

	2017 年中国汽车 市场(万辆)	未来中国汽车市场 天花板 (万辆)	增长空间
销量	2894	4800	66%
保有量	20900	70000	235%

数据来源：财通证券研究所

除汽车外，国内还有大量非标的各类机动车同样肩负着解决居民出行的使命。若从机动车普及率的角度看，中国大陆与中国台湾的差距更大。截至 2017 年，中国大陆机动车保有量 3.1 亿辆，机动车千人保有量为 223 辆；截至 2018 年 6 月，中国台湾机动车保有量 2179.5 万辆，机动车千人保有量高达 917 辆。若远期中国大陆达到中国台湾的水平，则机动车保有量空间依然巨大。而随着居民财富提升带来汽车替换非标类机动车的消费升级，国内汽车保有量的空间也依然巨大。

2.3 汽车文化普及，用车习惯变革促进售后市场发展

汽车悬架系统减震器作为车辆易损零部件，其在售后市场的需求受到车辆的行驶路况、载荷情况、驾驶员的开车习惯以及对车辆的维修、保养习惯等因素的影响。在欧美等汽车文化发达地区，用户更换减震器等易损件、安全件的频率要高于国内用户。

一方面，欧美用户更关注减震器等易损件、安全件对汽车安全性的影响，更加追求驾乘感受和汽车的个性化。就减震器来说，欧美用户不仅仅已经形成了定期更换的消费习惯，甚至会根据路况、季节选择更换不同阻尼力的减震器，以体验不同的驾车感受。此外，改装车在欧美等市场已经成为盛行的汽车文化。目前美国私人汽车的改装率已经达到了 80%。用户对车辆安全性、舒适性的追求以及改装车市场的发展都加速了减震器等零部件的更换频率。

另一方面，欧美二手车市场成熟，用户在售车前或经销商在质量检测阶段通常会更换性能不佳的易损件以提高二手车的品质。欧美等国二手车交易量远超新车。英国、美国、德国的二手车年销量分别是新车销量的 3.5 倍、2.5 倍和 2 倍。美国二手车市场已建立了一套完善的旧车质量认证、置换、拍卖、收购和销售体制，并已推广到几乎所有品牌的汽车厂商。在二手车质量认证环节，汽车厂商或者大

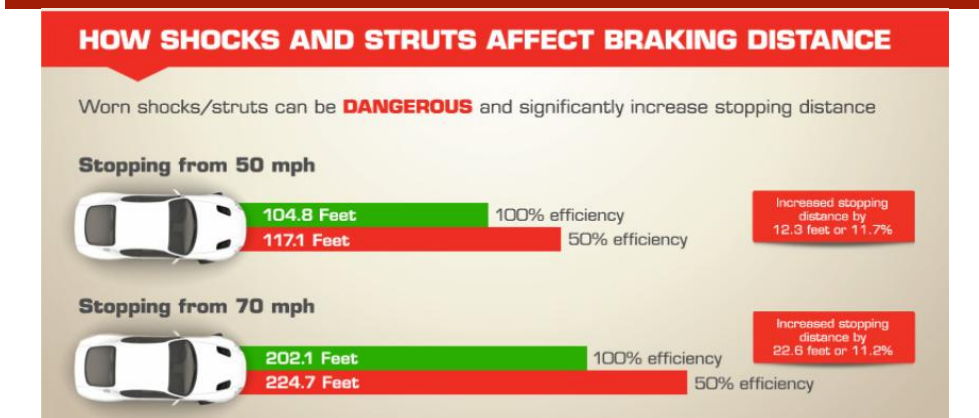
型经销商将对二手车进行全方位的质量检测，并通过维护保养、更换零部件等方式以确保汽车的品质达一定的出售标准，这也有效拉动了后市场零部件的需求。

2.4 高损耗性带动了减震器售后市场的高需求

减震器的更换频率是影响售后市场需求的重要因素，通常情况下减震器的更换周期是 10 万公里或 6-8 年，低于整车生命周期。减震器是汽车悬架系统的核心零部件，其在工作过程中始终处于高损耗状态。因为减震器对于行车安全，驾乘感受的重要性较高，所以一旦出现损坏就必须及时更换，此外为了驾乘的平稳性，即便只有一根减震器出现损坏，也必须更换全部减震器。

(1) 汽车悬架系统减震器影响了车辆的转弯稳定性和刹车距离。减震器受损或性能下降将导致车辆过弯失控、刹车距离拉长等安全事件，大幅降低行车安全性。在时速 50、70 英里的情况下，损坏的减震器将分别导致刹车距离增加 12.3 英尺（增幅为 11.7%）、22.6 英尺（增幅为 11.2%）。

图 19：汽车悬架系统减震器性能决定了刹车距离



数据来源：公司公告,财通证券研究所

图 20：汽车悬架系统减震器对车辆行驶、转弯及制动稳定性起到重要作用



数据来源：公司公告,财通证券研究所

(2) 减震器在车辆行驶过程中始终处于高损耗状态。汽车每行驶 5 万英里，减震器累计震动将超过 7,500 万次。与轮胎、刹车片一样，减震器是消耗品，需定期检查、更换。此外当减震器更换时，为了驾驶的平稳性，避免引起车辆左右悬架及车辆其他部件的磨损不一，加速部件损耗，即便只有一根减震器出现损坏，也需更换全部减震器。

图 21：需要更换汽车悬架系统减震器的若干种情况



数据来源：公司公告,财通证券研究所

保守假设汽车减震器的更换周期为 8 年，每次需更换的数量为 4 根。那么假设 2021 年全球汽车的保有量为 15.9 亿辆，其中有 1/8 的车辆需要更换减震器，那么全球售后市场减震器需求量将达到 7.9 亿支，按照平均每支的出厂价为 88.6 元测算，售后市场减震器的市场空间约为 700 亿元。若考虑出租车、客车等营运车辆的行驶里程和利用率要远高于家用车，其减震器更换周期更短，那么实际的市场需求或将更高。

表 7：售后市场减震器需求规模测算

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球汽车保有量 (亿辆)	10.7	11.4	11.9	12.4	12.5	13.0	13.8	14.3	14.8	15.4	15.9
减震器需求量 (亿支)	5.4	5.7	5.9	6.2	6.3	6.5	6.9	7.2	7.4	7.7	7.9
按公司平均出厂价测算的市场规模 (亿元)	351.6	395.8	421.0	456.6	463.4	494.0	539.4	577.8	615.9	656.6	700.0

数据来源：公司公告,财通证券研究所

3、突破产能瓶颈，打开业绩增长空间

3.1 配套优质客户，全球市占率不断提升

公司的减震器产品定位于中高端，下游客户主要是汽车零部件生产商或采购商龙头。销售区域遍布欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲六大洲，是天纳克、AC 德科、天合、威伯科、德尔福、美国奥特帕斯、德国梅尔、奥普迪马、巴西 STOCKAIG、墨西哥 GOVI 等国际知名汽车零部件厂商或采购商的 ODM 供应商。公司也已经开始为众泰汽车、云度新能源等整车 OEM 进行配套。

表 8：公司主要客户列表

公司客户类型	客户名称	客户概况
零部件生产商	加百利	拥有国际知名的减震器品牌“GABRIEL”，是世界知名的汽车减震器制造企业
	天纳克	全球领先的汽车悬挂系统和排气系统生产商和供应商，旗下“MONROE”（蒙诺）是高端减震器品牌
	AC 德科	美国通用汽车旗下子公司、全球最大的零部件供应商及采购商之一，产品定位于高端汽车备件系列产品
	威伯科	全球领先的商用车安全及控制系统供应商。为世界领先的商用卡车、挂车和客车生产商提供制动、稳定控制和自动变速控制产品。
	德尔福	全球领先的汽车与汽车电子零部件及系统技术供应商
	天合	汽车安全系统的先驱和领导者，世界十大汽车零部件供应商之一
	德国梅尔	核心产品包括各种橡胶和金属制汽车转向系统和悬挂系统零部件
	墨西哥 GOVI	汽车悬架系统方面的行业引导者，同时拥有悬架系统和减震器两种类型产品的公司。销售网络覆盖墨西哥全国
零部件采购商	美国奥特帕斯	北美领先的售后零部件采购商，除销售自有品牌的产品外，AUTOPARTS 还有一些世界知名品牌的销售商，比如博世、KYB、NGK 等
	德国奥普迪马	产品采购范围包括世界范围内的汽车原厂商、OEM 厂商和其他合格供应商
	巴西 STOCKAIG	巴西最完整销售所有汽车零配件的分销商
整车厂	众泰汽车	国内传统乘用车和新能源汽车主机厂
	云度新能源汽车	国内造车新势力

数据来源：公司公告,财通证券研究所

公司产品类别广泛可适配全球大多数车型。按公司 2018 年产量 1275.0 万支，全

全球总需求量 7.2 亿支测算，公司在全球的市场份额约为 1.8%。近年来公司在全球市场的市占率稳步增长，我们预计 2020 年中期新建 650 万产能达产后，公司的全球市占率有望继续提升。

表 9：公司在全全球汽车售后市场减震器的市占率测算

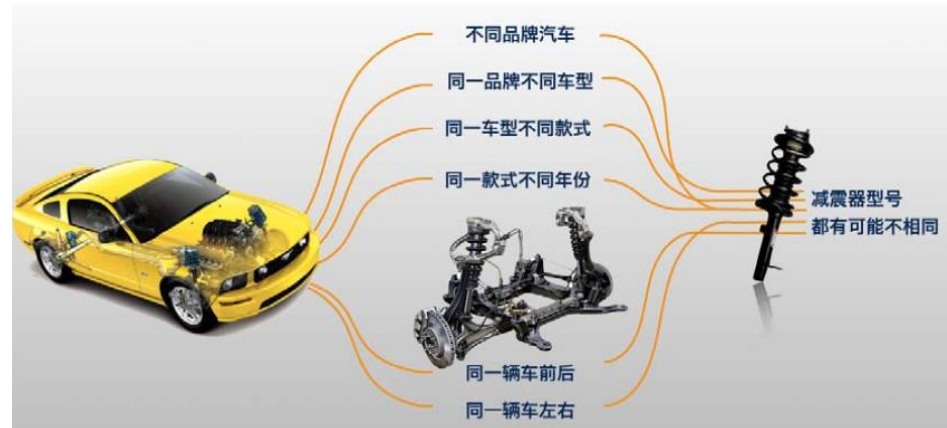
年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球汽车保有量（亿辆）	11.9	12.4	12.5	13.0	13.8	14.3	14.8	15.4	15.9
减震器需求量（亿支）	5.9	6.2	6.3	6.5	6.9	7.2	7.4	7.7	7.9
公司出货量（万支）	700.1	863.8	769.5	853.7	991.0	1275.0	1593.8	1912.5	2199.4
公司市占率	1.2%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%

数据来源：公司公告,财通证券研究所

3.2 产品品种多，覆盖面广，满足客户“一站式”采购需求

减震器是汽车悬架系统的核心部件，涉及到车辆的安全性和舒适性。近年来全球汽车市场新车型推出速度快，存量车型众多。而且不同车型、不同排气量、不同年份的同一车型都可能要求适配不同型号的减震器，此外，同一辆车的左右减震器之间、前后减震器之间通常也存在差异。因此，在汽车售后市场，汽车减震器种类繁多、产品更新迅速，减震器厂商的客户订单也由此具有多品种、小批量、多批次的特点，这对厂商的产品开发、制造及“一站式”供货能力提出了很高的要求。

图 22：减震器型号多样



数据来源：公司公告,财通证券研究所

公司在生产经营中不断丰富产品的种类和型号。由传统的筒式减震器发展到涵盖筒式减震器、支芯式减震器、托盘式减震器、托盘支架式减震器、悬架支柱总成减震器、转向减震器、驾舱减震器、可调式减震器、气囊式减震器 9 个系列。公司产品可适配于全球售后市场的大多数汽车品牌及车型。公司减震器产能超过 1,000 万支，储备的产品型号超过 1 万种，具备了多品种、多系列产品的规模化供应能力，是国内少数能够满足“一站式”采购需求的厂商，这有利于公司与客

户建立长期、稳定的合作关系。

图23：公司产品适配全球绝大多数汽车品牌



数据来源：公司公告,财通证券研究所

3.3 新增发动机密封件及橡胶减震件业务，扩品类为后续增长打下坚实基础

2018年10月，公司以现金2.7亿元收购芜湖荣基51%股权，以现金7,300万元收购安博帝特51%股权。芜湖荣基和安博帝特成为公司的控股子公司纳入公司的合并报表范围内。芜湖荣基主要从事汽车售后市场发动机密封件产品研发、制造和销售，现有发动机密封件产品储备超过3,500种，产品种类、序列较为丰富完善，可适配全球大多数主流汽车发动机型号，已成为比亚迪等整车厂商的发动机密封件供应商。公司通过并购丰富产品种类，打造新的业务增长点，优化主营业务产品结构。

3.4 650万减震器产能将于2020年投产，产能瓶颈即将打破

公司目前在正裕工厂和鸿裕工厂分别拥有600万和700万的汽车悬挂系统减震器产能，2018年两个工厂的产能利用率分别为107.5%和90.7%。产能不足已经成为制约公司业绩继续增长的瓶颈。预计2020年6月公司新建的650万汽车悬挂系统减震器产能将投产。随着后续产能不断爬坡，公司汽车减震器的总产能在现有基础上将增加50%，制约业绩增长的产能瓶颈不复存在，公司后续业绩有望迎来高速增长。此外公司在2018年10月通过并购新增了发动机密封件及橡胶减震产品业务，通过扩品类来为公司寻找新的增长极。

表10：主要产品产能、产量及销售情况

工厂名称	产品	设计产能(万件)	2018年实际产能(万件)	产能利用率(%)
玉环正裕工厂	汽车减震器	600.0	645.2	107.5
宁波鸿裕工厂	汽车减震器	700.0	635.3	90.8
芜湖荣基工厂	汽车发动机密封件	350.0	318.1	90.9
芜湖安博工厂	减震器配件、密封件配件	750.0	697.7	93.0
玉环工厂(在建)	汽车减震器	650.0	预计2020年6月投产	

数据来源：公司公告,财通证券研究所

4、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019-2021 年公司营业收入分别同比增长 10.9%、12.5%、12.4%，归母净利润分别同比增长 20.4%、12.3%、11.3%，EPS 分别为 0.78 元、0.88 元、0.98 元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 15.6 倍、13.9 倍、12.5 倍。首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 11：公司业绩拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球汽车保有量(亿辆)	12.4	12.5	12.9	13.3	13.7	14.1	14.5	14.9
全球减震器需求量(亿支)	6.2	6.3	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.5
公司减震器市场份额	1.4%	1.2%	1.3%	1.5%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%
公司减震器销量(万)	863.8	769.5	853.6	991.0	1275.0	1377.0	1542.2	1727.3
减震器单价(元)	74.1	74.3	81.0	85.1	80.4	81.0	81.5	82.0
减震器业务营收(亿元)	6.40	5.72	6.91	8.43	10.25	11.15	12.57	14.16
减震器业务毛利率	30.0%	30.0%	29.3%	25.4%	22.8%	30.0%	29.0%	29.0%
减震器业务毛利(亿元)	1.9	1.7	2.0	2.1	2.3	3.3	3.6	4.1
公司发动机密封件销量(万套)					345.8	500.0	550.0	600.0
发动机密封件单价(元)					12.4	12.5	12.5	12.5
发动机密封件营收(亿元)					0.4	0.6	0.7	0.8
发动机密封件毛利率					43.6%	43.0%	43.0%	43.0%
发动机密封件毛利(亿元)					0.2	0.3	0.3	0.3
其他汽车零部件营收(亿元)					0.2	0.2	0.2	0.2
公司总营收(亿元)	6.4	5.7	6.9	8.4	10.9	12.0	13.6	15.2
同比增速		-10.7%	20.9%	22.0%	28.8%	10.9%	12.5%	12.4%
公司总毛利(亿元)	1.9	1.7	2.0	2.1	2.5	3.6	3.9	4.4
同比增速		-10.7%	18.3%	5.7%	17.7%	43.3%	9.0%	12.4%
公司毛利率	30.0%	30.0%	29.3%	25.4%	23.2%	30.0%	29.1%	29.1%

数据来源：公司公告,财通证券研究所

5、风险提示

- (1) 国内宏观经济运行不及预期；
- (2) 汽车行业景气度不及预期；
- (3) 汇率波动风险；
- (4) 原材料价格波动的风险；
- (5) 进口国设置贸易壁垒的风险。

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	843	1,083	1,201	1,350	1,518	成长性					
减: 营业成本	629	827	840	958	1,077	营业收入增长率	21.9%	28.4%	10.9%	12.5%	12.4%
营业税费	8	8	14	16	18	营业利润增长率	-22.7%	54.3%	13.8%	12.2%	11.3%
销售费用	33	42	62	68	76	净利润增长率	-18.4%	39.9%	20.4%	12.3%	11.3%
管理费用	86	54	144	151	172	EBITDA 增长率	-4.3%	68.5%	-5.8%	18.5%	15.4%
财务费用	9	-11	-1	1	1	EBIT 增长率	-5.7%	77.3%	-8.4%	13.2%	11.4%
资产减值损失	7	7	5	5	5	NOPLAT 增长率	0.4%	28.8%	24.0%	13.2%	11.4%
加: 公允价值变动收益	-	1	2	2	2	投资资本增长率	96.0%	76.3%	27.6%	36.5%	15.3%
投资和汇兑收益	5	6	3	3	3	净资产增长率	75.3%	26.1%	22.2%	10.0%	8.8%
营业利润	80	123	140	157	175	利润率					
加: 营业外净收支	5	-1	-1	-1	-1	毛利率	25.4%	23.6%	30.0%	29.1%	29.1%
利润总额	84	122	139	157	174	营业利润率	9.5%	11.4%	11.7%	11.6%	11.5%
减: 所得税	12	15	18	20	23	净利润率	8.5%	9.3%	10.1%	10.1%	10.0%
净利润	72	101	121	136	152	EBITDA/营业收入	12.5%	16.5%	14.0%	14.7%	15.1%
						EBIT/营业收入	10.2%	14.1%	11.6%	11.7%	11.6%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	254	226	240	270	304	固定资产周转天数	65	94	132	136	135
交易性金融资产	-	1	2	2	2	流动营业资本周转天数	43	37	3	8	10
应收帐款	202	326	261	399	343	流动资产周转天数	267	264	223	221	220
应收票据	-	2	0	2	0	应收帐款周转天数	88	88	88	88	88
预付帐款	0	2	0	2	0	存货周转天数	48	60	55	56	56
存货	131	232	137	284	189	总资产周转天数	376	440	502	549	583
其他流动资产	185	27	30	30	30	投资资本周转天数	143	204	268	316	349
可供出售金融资产	3	3	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.1%	12.9%	12.4%	12.5%	12.7%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	6.8%	6.7%	6.9%	5.8%	5.9%
投资性房地产	-	2	32	62	92	ROIC	33.4%	22.0%	15.5%	13.7%	11.2%
固定资产	159	404	477	541	597	费用率					
在建工程	49	53	108	175	258	销售费用率	3.9%	3.9%	5.2%	5.0%	5.0%
无形资产	61	86	230	369	505	管理费用率	10.2%	5.0%	12.0%	11.2%	11.3%
其他非流动资产	9	233	158	75	-21	财务费用率	1.1%	-1.0%	-0.1%	0.0%	0.1%
资产总额	1,052	1,596	1,749	2,368	2,551	三费/营业收入	15.2%	7.9%	17.1%	16.2%	16.4%
短期债务	-	128	119	147	193	偿债能力					
应付帐款	172	238	187	297	247	资产负债率	32.4%	43.9%	37.4%	49.2%	48.6%
应付票据	125	171	132	214	175	负债权益比	48.0%	78.1%	59.8%	96.7%	94.7%
其他流动负债	34	143	128	130	130	流动比率	2.33	1.20	1.19	1.26	1.17
长期借款	-	-	69	357	476	速动比率	1.94	0.86	0.94	0.90	0.91
其他非流动负债	10	20	20	20	20	利息保障倍数	9.17	-13.68	-216.75	248.57	185.39
负债总额	341	700	654	1,164	1,241	分红指标					
少数股东权益	-	117	117	117	117	DPS(元)	0.21	0.21	0.24	0.18	0.29
股本	107	107	155	155	155	分红比率	44.4%	31.8%	30.0%	20.0%	30.0%
留存收益	604	673	824	933	1,039	股息收益率	1.7%	1.7%	1.9%	1.4%	2.4%
股东权益	711	896	1,095	1,204	1,310	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.47	0.65	0.78	0.88	0.98
净利润	72	107	121	136	152	BVPS(元)	4.59	5.04	6.32	7.03	7.72
加: 折旧和摊销	20	27	29	41	54	PE(X)	26.3	18.8	15.6	13.9	12.5
资产减值准备	7	7	5	5	5	PB(X)	2.7	2.4	1.9	1.7	1.6
公允价值变动损失	-	-1	2	2	2	P/FCF	-13.0	-17.2	-52.5	21.9	17.5
财务费用	10	-10	-1	1	1	P/S	2.2	1.7	1.6	1.4	1.2
投资收益	-5	-6	-3	-3	-3	EV/EBITDA	9.8	7.3	11.4	10.9	9.9
少数股东损益	-	6	0	0	0	CAGR(%)	23.7%	12.3%	11.2%	23.7%	12.3%
营运资金的变动	-191	241	56	-94	66	PEG	1.1	1.5	1.4	0.6	1.0
经营活动产生现金流量	102	93	209	88	277	ROIC/WACC	3.4	2.2	1.6	1.4	1.1
投资活动产生现金流量	-251	-167	-332	-346	-362	REP	0.7	0.8	1.2	1.1	1.3
融资活动产生现金流量	230	12	137	288	119						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。