

金麒麟(603586)

好行业，好赛道，好公司

——金麒麟深度报告

✎ : 陈珂 执业证书编号: S1230115070086
☎ : 021-80108043
✉ : chenke@stocke.com.cn

报告导读

公司产品刹车盘、刹车片是汽车制动系统的关键零部件且更换频率较高，主要销售市场覆盖 OEM 市场和 AM 市场两大市场，行业市场空间巨大。公司是国内该细分行业的龙头企业，在出口市场拥有较高的份额，具有较强的综合竞争力。全球汽车保有量稳步增长、国内汽车保有量高速增长、OEM 业务的拓展将为促进公司业务快速发展。

投资要点

□ 全球汽车保有量规模庞大支撑公司业务稳步发展

全球汽车保有量规模庞大且呈稳步增长态势，刹车片和刹车盘 AM 市场规模庞大，预计 2021 年将达到 700 多亿元。公司在我国出口市场份额占比 15%，拥有一批稳定的客户群，凭借公司产品的质量优势和价格优势，市场占有率有望进一步提升。

□ 国内汽车保有量高速增长为公司 AM 业务带来新机遇

未来几年，我国汽车保有量增速将高达 6.8%，使每年需要更换刹车片和刹车盘的汽车数量呈高速增长态势。预计到 2023 年更换规模将达到 5260 万台套和 2618 万台套。公司具有较强的产品质量优势和品牌影响力，市场份额有望逐步增加。

□ 汽车和轨道交通 OEM 产品业务拓展公司发展空间

公司 2015 年起为中国重汽供货后，获得了客户的充分认可，2018 年又获得戴姆勒公司认证，实现了外资品牌客户的突破，公司有望成为更多主机厂客户的供应商，快速扩大 OEM 业务规模。公司通过了动车组制动产品的认证，有望进入轨道交通行业相关领域，进一步拓展公司的发展空间。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83/0.98/1.23 元，同比增长 101.48%，18.71%，25.78%。公司在细分行业具有一定的品牌优势，出口业务具有较强竞争力，综合考虑公司竞争力和行业地位，首次给予公司“增持”评级。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1399	1590	1832	2158
(+/-)	-6.68%	13.64%	15.22%	17.79%
净利润	88	178	211	266
(+/-)	-49.17%	101.48%	18.71%	25.78%
每股收益(元)	0.41	0.83	0.98	1.23
P/E	45.37	22.52	18.97	15.08

评级

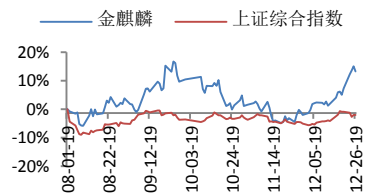
增持

上次评级	首次评级
当前价格	18.59

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.23
2Q/2019	0.31
1Q/2019	0.19
4Q/2018	0.05



公司简介

金麒麟是我国汽车零部件行业制动器摩擦材料及制品领域的龙头企业，在出口市场占有率较高的份额。

相关报告

报告撰写人：陈珂
数据支持人：陈珂

正文目录

1. 市场全球化，持续稳定增长	4
1.1. 公司主营产品概况.....	4
1.2. 公司业务稳步发展.....	5
2. AM 市场空间大机遇多.....	7
2.1. 国际 AM 市场平稳发展空间大	7
2.2. 国内 AM 业务面临高速增长机遇	9
3. 研发能力提升，积极拓展新市场空间	11
3.1. 国内 OEM 市场不断取得突破.....	11
3.2. 轨交车辆业务迎来重大机遇.....	12
4. 估值与投资建议	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司主要产品	4
图 2: 公司业绩概况	5
图 3: 公司区域市场结构	6
图 4: 公司产品结构	6
图 5: 公司业务类型结构	7
图 6: 全球汽车保有量	7
图 7: 公司产品价格趋势	8
图 8: 我国汽车保有量预测	9
图 9: 需要更换刹车片的乘用车规模	10
图 10: 需要更换刹车盘的乘用车规模	10
图 11: 公司 OEM 产品销量	11
图 12: 主要原材料热轧钢板价格变化	14
表 1: 行业市场概况	5
表 2: 主要市场业务预测	9
表 3: OEM 市场需求规模庞大	12
表 4: 动车组粉末冶金闸片获 CRCC 认证	12
表 5: 我国轨道交通车辆保有量	13
表 6: 公司业务预测	14
表附录: 三大报表预测值	16

1. 市场全球化，持续稳定增长

公司是国内制动摩擦材料及配套制动产品行业的龙头企业，可提供包括刹车片、刹车盘在内的产品型号超过10,000种。公司是国内较早进入该行业的公司之一，在国内企业中居于一定的领先地位，特别在出口市场拥有较高的市场份额。公司生产的产品销往全球70多个国家和地区，是世界诸多大型汽车零部件销售公司的长期合作伙伴，同时为全国多家著名汽车公司提供配套制动产品。

公司产品属于易损件，主要销售市场包含OEM市场和AM市场两大市场。目前，全球汽车年产量高达9500万辆，全球汽车保有量高达15亿辆，为刹车片、刹车盘提供了广阔的市场空间。

1.1. 公司主营产品概况

公司的主营产品为汽车制动器部件中的盘式刹车片、鼓式刹车片（鼓式刹车衬片）和刹车盘。同时公司也研发和生产少量的刹车鼓产品。刹车片、刹车盘和刹车鼓是用于汽车制动的关键安全件，是汽车制动器中的核心零件。

图 1：公司主要产品



资料来源：浙商证券研究所

目前，公司拥有211个制动摩擦材料配方，可生产6,200多个刹车片品种、3,800多个刹车盘品种，适用于全球主流乘用车车型和大部分商用车车型。

公司销售的产品满足一系列国内外严格的质量检测标准，其中在国内销售的产品质量符合GB5763-2018汽车用制动器衬片标准，在美国销售的产品符合AMECA及NSF标准，在欧洲销售的产品符合ECER90标准，且有4,500多个型号刹车片、2,800多个型号刹车盘产品取得E-Mark认证，是公司产品质量在业内处于较高水平的体现。

公司产品作为汽车摩擦材料及制动产品，属于易损件，因此该产品主要销售市场包含OEM市场（直接向汽车整车制造商或配套商供货的市场）和AM市场（用于汽车零部件售后维修、更换及改装的售后服务市场）两大市场。

表 1: 行业市场概况

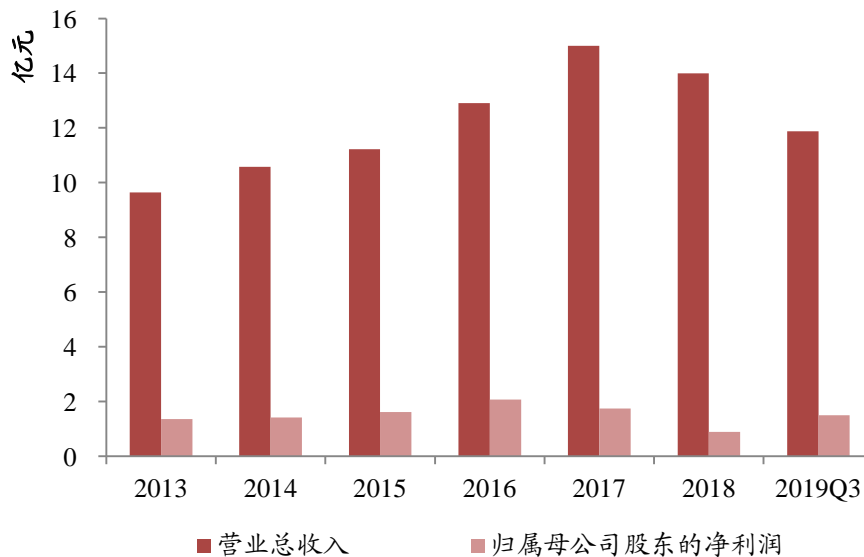
市场类型	区域	市场特征	市场进入难度	主要参与者	公司现状
OEM	国际	主要由国际大型企业垄断,在制造技术、产品质量、交货期方面要求严格。	很难	辉门、日清纺、天合、泰明顿等大型制造商	2018 年底成为戴姆勒供应商
	国内	主要由外资企业产品及进口产品占据,对产品要求较高。	难	辉门、日清纺、泰明顿等大型制造商	少量参与
AM	发达国家	多由大型经销商控制市场,对产品要求较高。	难	辉门、天合、泰明顿、博世、ICER、迈艾特、雷贝斯托、Centric	在欧洲、北美已形成一定规模和竞争力
	发展中国家	以中小经销商为主,市场竞争激烈。	容易	HI-Q、天合、Allied-Nippon、FBK、Compact、奔德士	在中东、东南亚已形成一定规模和竞争力
	国内	主要通过经销商进行销售,以价格为主要竞争手段。	容易	博世、天合、泰明顿、信义、金麒麟、隆基、杭城、博云新材、烟台胜地、湖北飞龙	具有较强的市场竞争力

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

公司产品出口到欧、美、澳、中东等 70 多个国家和地区,是诸多国际知名汽车零部件销售商的长期合作伙伴。在国内 AM 市场,公司旗下拥有 LPB、LJP、嘉世安等不同品牌,经销商网络遍布全国,并设立有网络直营店,在北京、济南等地设立有实体直营店。

1.2. 公司业务稳步发展

图 2: 公司业绩概况



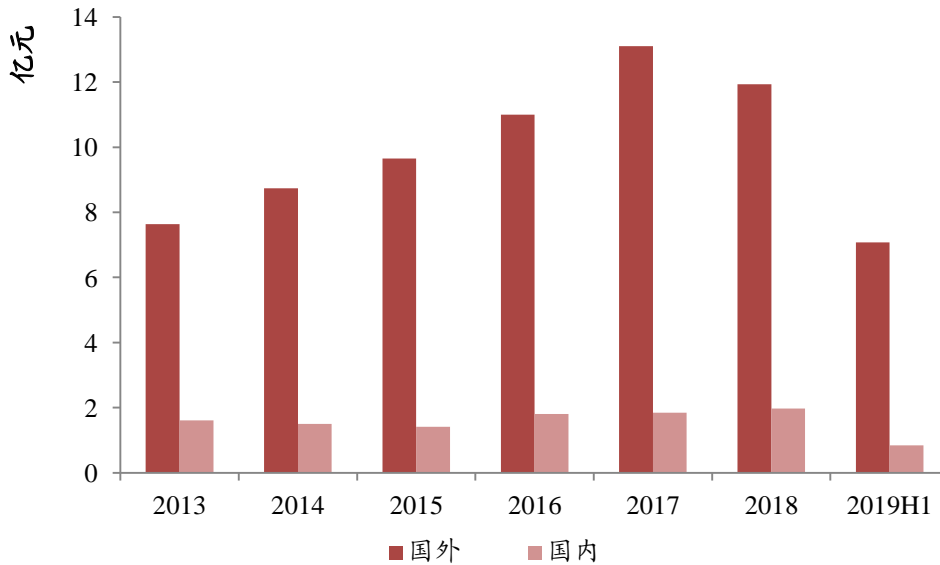
资料来源: 浙商证券研究所

2013 年以来,公司业务持续增长,从 2013 年的 9.64 亿元增长到 2018 年的 13.99 亿元,年均复合增速高达 7.73%。2018 年,公司营业收入有所下滑,2019 年恢复增长,前三季度实现营业收入 11.87 亿元,与 2018 年同期相比增长 14.6%。

公司归母净利润在经历了 2013-2016 年的持续增长后, 2017 年和 2018 年受原材料价格上涨、人民币汇率走强等因素影响出现了下滑。2019 年净利润恢复增长, 前三季度, 公司归母净利润比上年同期增长 91.15%, 比 2017 年同期增长 4%。

2018-2019 年, 公司加快推进智能工厂实施进程, 淘汰落后产能, 进一步完善工艺改进及推广自动化设备的使用, 使产品质量稳定性得到提升, 同时通过模具工步缩减、级进模开发、自动落料等具体工艺措施提高生产效率, 降低制造成本。自动化改造和工艺革新等举措将使公司产品生产的规模化效应更加突出, 促进公司产品生产成本稳步下降, 毛利率持续提升。

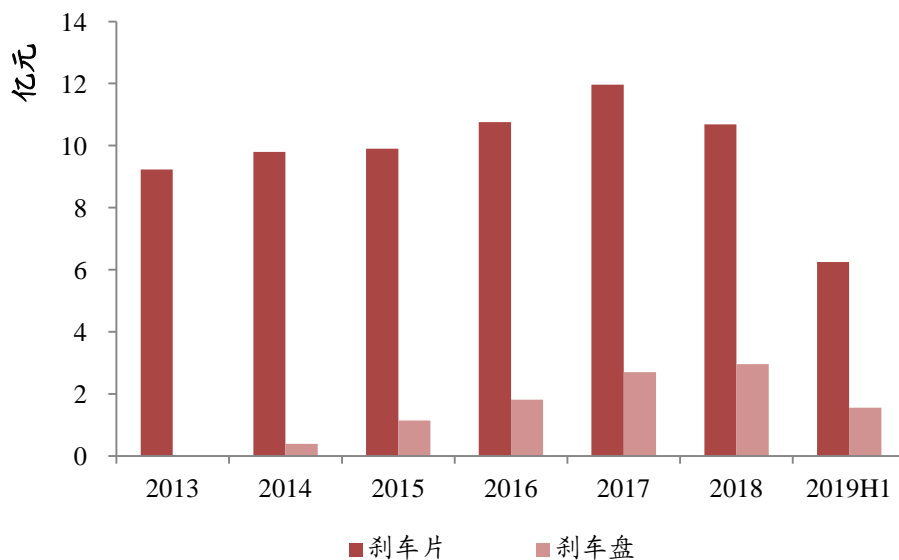
图 3: 公司区域市场结构



资料来源: 浙商证券研究所

公司出口业务占比稳定保持在较高水平, 2014 年以来占比均超过 85%。2013-2018 年, 国内业务稳中有升, 年均复合增速 4.11%。出口业务在 2013-2017 年保持较高增速, 年均复合增速高达 14.43%, 2018 年出口业务略有下滑, 2013-2018 年总体复合增速 8.77%。2019 年出口业务恢复增长, 上半年实现出口营业收入 7.08 亿元, 同比增长 23%。

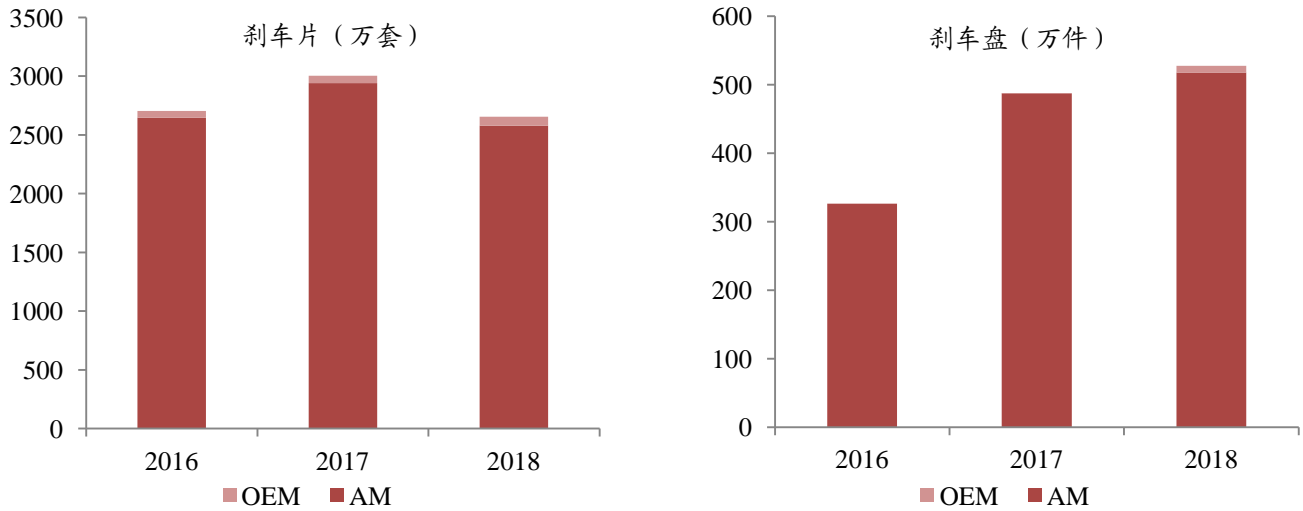
图 4: 公司产品结构



资料来源: 浙商证券研究所

从产品结构上看, 刹车片业务作为公司传统业务占比较高, 刹车盘业务起步较晚, 但一直呈快速增长态势, 业务比重不断增加, 从 2013 年的 4.25% 增长到 2018 年的 21.1%。2019 年上半年, 刹车盘业务实现营收 1.55 亿元, 占比 19.57%。

图 5: 公司业务类型结构



资料来源: 浙商证券研究所

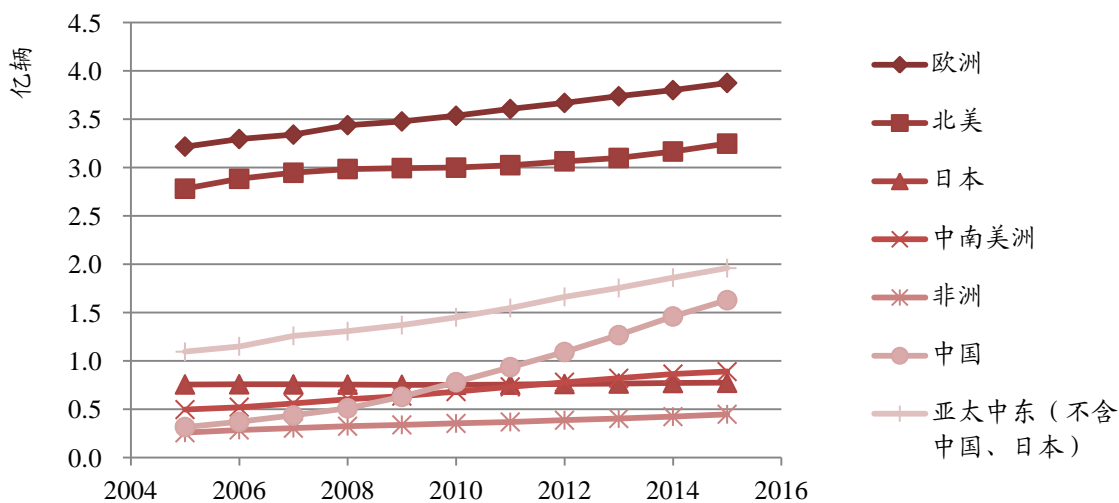
从业务类型上看, 公司业务以 AM 市场为主, 近三年刹车片 AM 市场与 OEM 市场比例基本稳定, AM 市场销量占比高达 97% 以上, 刹车盘 OEM 市场处于起步状态, 销量增速较高, 但 2018 年占比仅不足 2%。

2. AM 市场空间大机遇多

2.1. 国际 AM 市场平稳发展空间大

AM 市场需求主要与汽车保有量相关, 受汽车平均车龄和平均行驶里程等因素影响, 行业周期性不明显。根据 OICA (世界汽车组织) 的统计, 到 2015 年, 全球汽车保有量已达到 12.82 亿辆, 欧洲、北美两大汽车市场发达地区的汽车保有量分别达到 3.88 亿辆和 3.25 亿辆, 合计占全球汽车保有量的 55.5%。2005-2015 年间, 欧洲和北美的汽车保有量仍保持稳定增长态势, 年均复合增速分别为 1.88% 和 1.57%。

图 6: 全球汽车保有量



资料来源: 浙商证券研究所

亚太、中东、中南美洲和非洲等地区近年来一直保持较高的增长速度，年均复合增长率高达 8.6%。其中我国汽车保有量增长最为迅猛，2005-2015 年平均复合增速高达 17.82%，中国和日本之外的亚太地区年均复合增速为 6.4%，中南美洲和非洲年均复合增速分别为 6.01%和 5.75%。

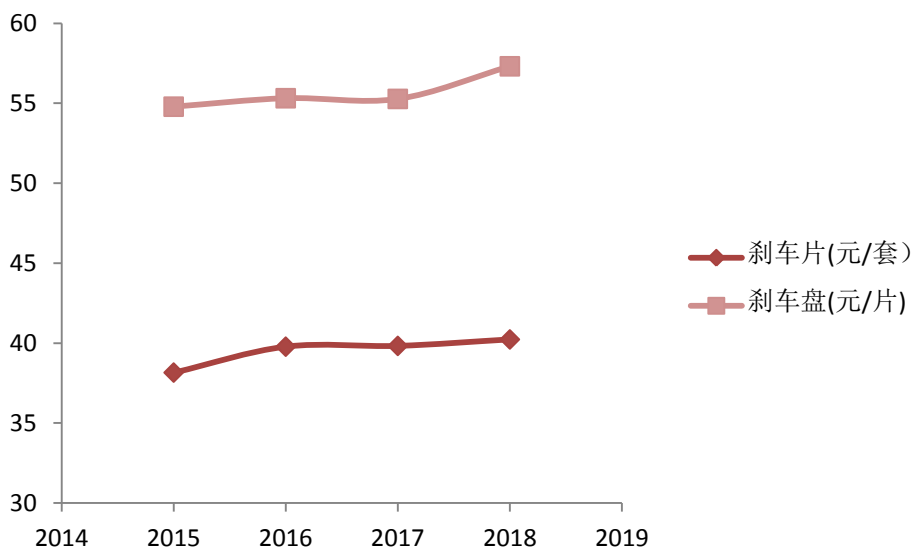
从全球范围看，欧美等汽车发达地区居民行车安全意识较强，包括刹车片、刹车盘在内的制动产品的更换频率较高，基于持续增长的汽车保有量，刹车片、刹车盘市场需求量较大。亚太、中南美洲、非洲持续高速增长的汽车保有量有也为刹车片、刹车盘市场提供了较大的增长空间。

近年，北美市场也面临较好的发展机遇，根据 IHS 估测，目前美国汽车保有量在 2.78 亿辆，不断增长的保有量为汽车售后市场提供了强劲的业务渠道，维修和更换配件的需求不断增加。根据估算，到 2023 年，五年以下车龄的车辆数量将比 2018 年增长 2%，而 6-11 年车龄的车辆将增长 27%。6-11 年车龄的车辆的快速增长为 AM 市场提供了快速增长的需求。

根据全球汽车保有量的发展趋势测算，2021 年全球汽车保有量将超过 16 亿辆。假设刹车片的更换频率为 4 年一次，每次需要更换 8 件，刹车盘的更换频率为 8 年一次，每次需要更换 4 件，全球 AM 市场刹车片的更换需求将达到 32 亿片，以单价 10 元计算，市场规模将达到 320 亿元；刹车盘的更换需求为 8 亿件，以单价 55 元计算，市场规模将达到 440 亿元。

全球刹车片和刹车盘 AM 市场规模庞大，目前，公司产品销往全球 70 多个国家和地区，是诸多大型汽车零部件销售公司的长期合作伙伴，公司经过多年的市场开拓和培育，已拥有一批稳定的客户群。公司在全球 AM 市场将平稳发展。

图 7：公司产品价格趋势



资料来源：浙商证券研究所

公司提升规模化供应能力，满足客户“小批量、多品种、多批次”的要求，为客户提供采购整合方案，提供“一站式”采购服务。同时，公司继续加强客户沟通，提升客户服务质量，及时了解市场动向，解决客户关心的问题。公司凭借技术、产品、服务等优势，通过与客户沟通，化解了贸易摩擦带来的不利因素，在确保销量不减少的同时有计划地提高产品价格。

近年来，公司刹车片、刹车盘产品价格总体呈上升趋势，刹车片价格由 2015 年的 38.16 元/套提升到 2018 年的 40.23 元/套；刹车盘价格由 2015 年的 54.78 元/件提升到 2018 年的 57.3 元/件。随着公司产品高端化和质量提升，产品价格有望进一步得到提升。

表 2：主要市场业务预测

		刹车片			刹车盘		
		市场占有率	单价 (元/片)	营业收入 (百万元)	市场占有率	单价 (元/件)	营业收入 (百万元)
2018	欧洲	6.5%	10	549	2.2%	57.3	261
	北美	3%	10	215	0.1%	57.3	10
2019	欧洲	6.6%	10.2	570	2.4%	58.5	297
	北美	3.1%	10.2	227	0.2%	58.5	21
2020	欧洲	6.7%	10.4	602	2.8%	59.6	361
	北美	3.2%	10.4	245	0.4%	59.6	43
2021	欧洲	6.8%	10.6	636	3.2%	60.8	429
	北美	3.3%	10.6	263	0.8%	60.8	91

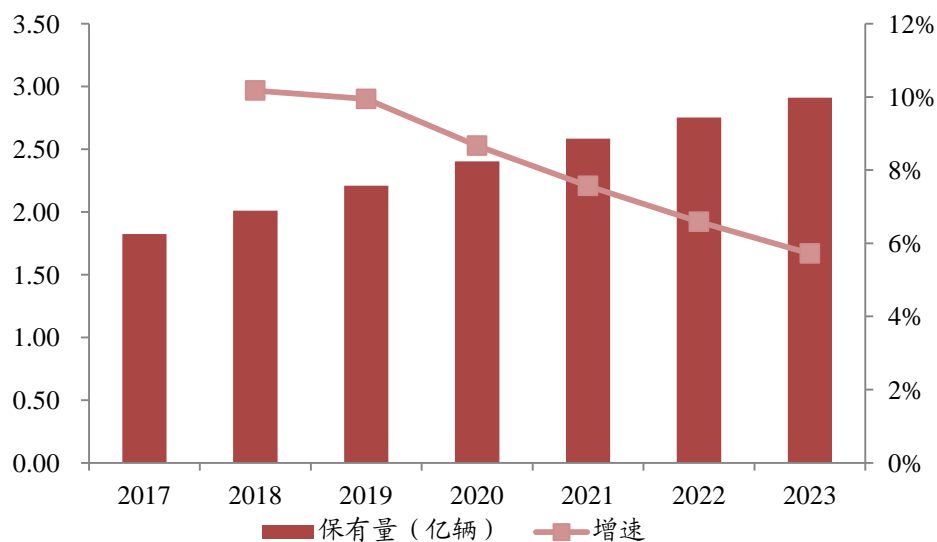
资料来源：浙商证券

根据测算，公司刹车片产品在欧洲和北美 AM 市场的占有率分别为 6.5%和 3%；刹车盘市场占有率分别为 2.2%和 0.1%。凭借公司产品的质量优势和价格优势，市场占有率有望进一步提升，促进公司业务高速发展。

2.2. 国内 AM 业务面临高速增长机遇

2015 年以来，我国汽车销量一直维持在 2000 万辆以上，也使我国汽车保有量保持年均 10%以上的增长。据公安部统计，截至 2018 年年底，全国汽车保有量达 2.4 亿辆，比 2017 年增加 2285 万辆，增长 10.51%。从车辆类型看，小型载客汽车（乘用车）保有量达 2.01 亿辆，突破 2 亿辆，比 2017 年增加 2085 万辆，增长 11.56%，是汽车保有量增长的主要组成部分；私家车（私人小型载客汽车）持续快速增长，2018 年保有量达 1.89 亿辆，近五年年均增长 1952 万辆；载货汽车保有量达 2570 万辆，新注册登记 326 万辆，再创历史新高。

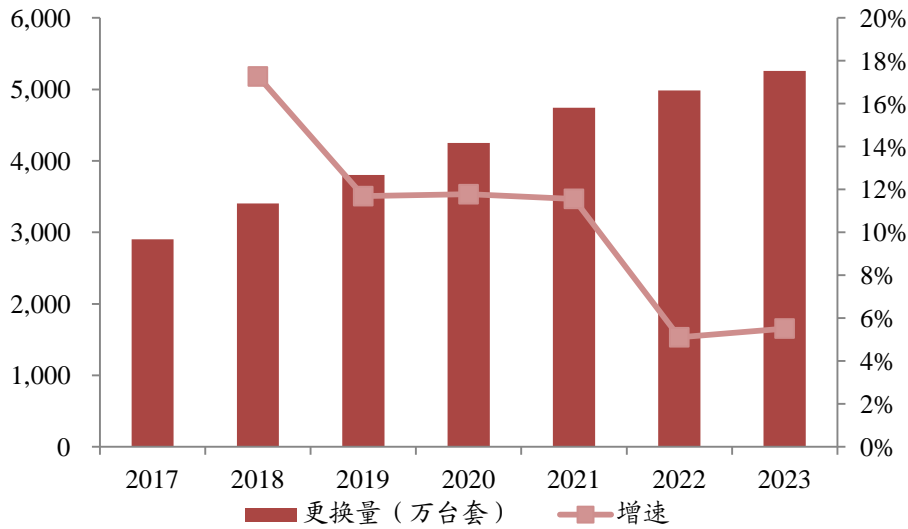
图 8：我国汽车保有量预测



资料来源：浙商证券研究所

未来几年，我国汽车销量预计将维持平稳，假设至 2025 年，我国汽车销量维持在年均 2800 万辆（其中乘用车 2400 万辆）的新车销售规模，我国的汽车保有量将继续保持较高速度的增长，其中，乘用车的保有量将在 2025 年达到 3.18 亿辆，年均复合增速为 6.8%。

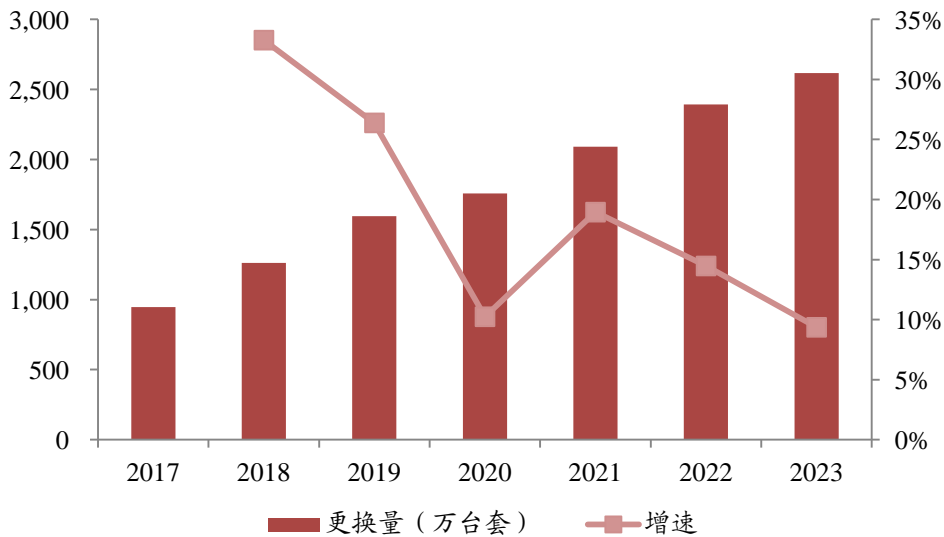
图 9：需要更换刹车片的乘用车规模



资料来源：浙商证券研究所

庞大的汽车保有量规模和较高的增长速度为刹车片、刹车盘等制动部件的 AM 市场规模迅速扩大提供了基础，也将为公司提供良好的发展机遇和成长空间。以每辆乘用车每 4 年更换一次刹车片测算，未来几年，每年需要更换刹车片的乘用车数量呈高速增长态势，2023 年更换规模将达到 5260 万台套，年均复合增速 10.41%。以每辆乘用车每 8 年更换一次刹车盘测算，2023 年需要更换刹车盘的乘用车规模将从 2017 年的 947 万辆增长到 2618 万辆，年均复合增速超过 18.47%。

图 10：需要更换刹车盘的乘用车规模



资料来源：浙商证券研究所

在国内 AM 市场，规模较大的经营企业包括德国博世集团 (BOSCH)、美国天合汽车集团 (TRW Automotive Holdings Corporation)、德国泰明顿摩擦材料集团 (TMD Friction Holdings GmbH)、东营信义汽车配件有限公司和金麒麟等，另有数量众多的中小型企业凭借较低的价格在低端市场竞争。总体上，国内 AM 市场发展仍处于较初级的发展阶段，产品质量参差不齐，市场集中度低。

随着我国汽车工业整体水平的提高，汽车制动部件行业正在逐渐由过去的价格竞争转向质量、服务和技术竞争，消费者的质量意识和品牌意识不断加强，售后市场“散乱差”的现状将逐步改善，预计市场的集中度将有

所提高。公司自主创新能力突出且具有较强的品牌影响力，具备长期竞争优势，国内 AM 市场份额有望逐步增加。

3. 研发能力提升，积极拓展新市场空间

3.1. 国内 OEM 市场不断取得突破

汽车制动部件的国内 OEM 市场主要由外资企业产品及进口产品占据。主要包括美国辉门公司、日本日清纺株式会社、德国泰明顿摩擦材料集团等，这些企业由于引进了较为先进的技术、设备，管理水平、品牌知名度较高，且其外资股东与国际知名汽车制造企业原本就存在长期稳定的合作关系，使其在国内 OEM 市场上具备明显竞争优势，占据较大的市场份额。

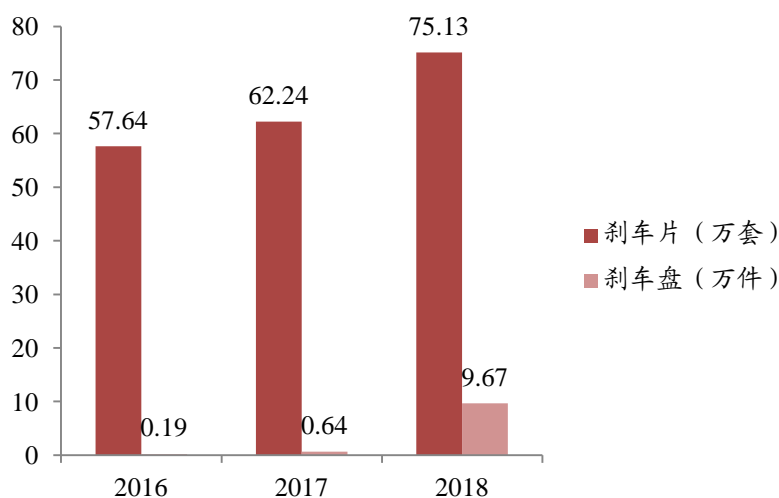
随着汽车消费市场需求向多元化、个性化、时尚化的转变，每款新车型的市场生命周期正呈现出缩短的趋势，这就对整车厂商新车型的设计研发时效性提出了更高要求。为应对消费市场快速多变的需求，基于整体系统设计 with 整体解决方案的同步开发模式成为全球汽车工业的主流发展方向。从发展趋势来看，零部件 OEM 供应商参与同步开发能力，在很大程度上决定了该供应商的竞争地位。

公司在制动摩擦材料配方的研发方面具有较为突出的实力，拥有国际领先水平的高性能制动模拟试验机，确保了产品技术研发的过程中试验数据的权威，目前已经拥有 211 个制动摩擦材料配方，并拥有独立自主研发的摩擦材料配方体系。公司已经掌握高端陶瓷配方刹车片的制动摩擦材料配方和相关生产工艺，并应用于量产产品。

公司拥有丰富的机械加工经验使得公司拥有模具自主开发和制造能力。与委托外协加工的生产方式相比，公司的业务模式具有成本低、效率高、质量稳定等优势，从而大大缩短了公司新品开发周期及整个产品线的生产周期。

随着公司技术设备更新和管理能力提升，公司产品质量大幅提升。公司一贯重视质量管理体系的建设，在 1999 年通过了 ISO9002:1994 质量管理体系认证，2001 年通过了 ISO9001-2000, VDA6.1 (第四版)、QS9000:1998 质量管理体系认证，2006 年通过了 ISO/TS16949:2002 质量管理体系认证，2010 年通过了 ISO/TS16949:2009 版本升级审核，并于 2017 年通过了 IATF16949:2016 版本升级审核，该认证是目前汽车行业内等级最高、要求最严的质量体系认证之一，该认证的取得代表公司质量体系已经达到国际先进水平，具备了 OEM 市场开拓能力。目前，公司已获得了一些客户的认可，公司已为部分汽车生产商提供原装配套产品。

图 11：公司 OEM 产品销量



资料来源：浙商证券研究所

2015年2月起,公司开始为中国重汽集团供货,公司产品性能、过程控制、产品一致性、交付等多方面得到中国重汽集团技术中心、中国重汽集团济南桥箱有限公司的充分肯定。公司在重汽集团的业务不断扩张,从2015年小批量供货开始到2018年,公司已获得重汽集团盘式刹车片70%以上的供货份额。在“中国重汽集团2019年供应商大会”上,公司荣获2018年度“优秀供应商”和“总经理质量奖”两个奖项,体现了中国重汽集团对公司产品质量的高度认可。

2018年10月,公司通过了戴姆勒的PFA审核(视同生产件批准程序),获得了戴姆勒旗下梅赛德斯-奔驰凌特(Sprinter)车型整车配套产品批量生产的许可,正式为戴姆勒批量供应配套产品。与戴姆勒的合作标志着开拓汽车零部件整车配套市场实现了新的突破。

表 3: OEM 市场需求规模庞大

整车销量规模	2600 万辆	2800 万辆	3000 万辆
刹车片 OEM 市场需求	20800 万片	22400 万片	24000 万片
刹车盘 OEM 市场需求	10400 万件	11200 万件	12000 万件

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

2018年,公司在OEM市场实现刹车片销售75.13万套,比上年增长21%,实现刹车盘销售9.67万套,是2017年的15倍。与国内OEM市场整体规模相比,目前公司在OEM市场的业务规模较小,但OEM业务具有业务稳定、批量大等特点,随着公司在OEM市场的不断开拓,公司有望成为更多主机厂客户的供应商,OEM业务规模有望快速扩大,为公司发展拓展新的空间。

3.2. 轨交车辆业务迎来重大机遇

随着我国高速铁路的快速发展,运行速度的不断提高,车辆载重的不断增加,高铁装备的各项性能要求相应提高,尤其对其制动系统中摩擦材料的性能提出了更加严格的要求。目前,中国高铁制动系统的刹车片主要依赖进口,价格较高。近年来,国家大力推进装备制造业的自主创新和关键零部件的自主化。高铁刹车片作为高铁列车的关键零部件,尽快实现高铁刹车片的国产化势在必行,国内从事摩擦材料的一些企业进行了高铁刹车片的研发攻关,力图突破国外供应商对我国高铁刹车片的技术封锁和市场垄断。

公司上市后,启动了企业技术中心创新能力建设项目,建设环保型新材料刹车片研发平台,以提升企业技术创新能力,特别是在新的摩擦材料配方体系、环保型新材料刹车片,以及用于轨道交通车辆、飞机和工程机械用制动摩擦材料方面的研究能力。其中,公司通过引进先进火车闸片研发设备、粉末冶金型闸片中试设备、合成材料型闸片中试设备等先进设备,与北京科技大学等高校开展相关产学研合作项目,深入推进火车闸片研发,从而拓展轨道交通行业相关业务,占据市场先机,适应中国高速铁路发展需求。

表 4: 动车组粉末冶金闸片获 CRCC 认证

产品名称	规格型号	有效期至
200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)	HC0003 CRH1A-A/1E 改进型卧铺	2021 年 7 月 25 日
200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾通用型)	HC0004 CRH1B/1E(动车)/1A-250(动车)	2021 年 7 月 25 日
300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)	HC0006 CRH380D	2021 年 7 月 25 日

资料来源:中铁检验认证中心有限公司,公司公告

2018年,公司动车组粉末冶金闸片产品获得中铁检验认证中心签发的三种车型《铁路产品认证证书(试用证书)》(简称“CRCC证书”)。CRCC是实施铁路产品、城轨装备认证的第三方检验、认证机构,CRCC开展的

产品认证、检验检测工作实施国际通行的认证制度,严格遵守国家及主管部门有关的产品认证法律、法规及规章的规定。通过 CRCC 产品认证,标志着公司产品已达到 CRCC 关于研发、生产制造和质量管理标准的要求,代表公司相关产品获得装车运用考核的资格,为公司步入轨道交通行业战略板块创造了必备条件。

表 5: 我国轨道交通车辆保有量

	客车拥有量(辆)	动车组拥有量(组)	机车拥有量(台)	城轨运营车辆(辆)
2012	57,720	825	20,797	12,611
2013	58,965	1,003	20,835	14,366
2014	60,629	1,404	21,096	17,300
2015	67,706	1,883	21,366	19,941
2016	71,000	2,586	21,000	23,791
2017	73,000	2,935	21,000	28,125
2018	72,000	3,256	21,000	34,012

资料来源: 中铁检验认证中心有限公司, 公司公告

2012 年-2018 年,我国动车组拥有量及城轨运营车辆数量呈现高速增长态势,年均复合增长率分别为 25.71%、17.98%,客车呈现稳定增长态势,年均复合增长率为 3.75%。轨道交通车辆较大的存量规模和快速增长为制动闸片的需求带来较大空间。

以动车组闸片需求测算,2018 年动车组总量为 3256 组,按照每组动车组 160 片制动闸片,每年更换 2.5 次计算,制动闸片的年需求量为 130 万片,市场规模高达 26 亿元。根据我国高铁发展规划,预计每年新投入运营动车组约为 300 组,至 2023 年动车组总量将达到 4700 组,动车制动闸片市场规模将达到 37.6 亿元。

随着公司高铁制动片产品研发的不断推进,公司有望取得更多的产品认证并获得采购订单,该业务将为公司打开新的发展空间,成为推动公司中长期业务发展的一个重要增长点。

4. 估值与投资建议

4.1. 盈利预测

公司营业收入主要增长点将来源于以下几个方面:

1. 刹车片全球 AM 市场份额提升。全球汽车保有量大且持续增长,刹车片作为影响车辆安全的易耗品,需求规模庞大且比较稳定。公司在刹车片领域深耕多年,在全球 AM 市场有 20 多年的经验,在欧洲、北美、中东、东南亚等地形成了比较稳定的客户群体,随着公司产品研发、生产管理能力的不断提升,产品竞争力逐步增强,公司有望在全球 AM 市场取得更多的份额,推动公司营业收入稳步增长。
2. 国内刹车片 AM 市场业务规模增长。未来几年我国汽车保有量将维持较高的增长速度,要更换刹车片的汽车数量呈高速增长态势,总体市场规模将保持高速增长。随着消费者的质量意识和品牌意识不断加强,国内 AM 市场集中度将有所提升,公司作为刹车片市场的主流品牌,产品质量优势明显,市场份额有望逐步增长。
3. 刹车盘业务快速提升。刹车盘业务作为公司刚刚起步的新兴业务,保持着较高的增长速度,凭借公司在制动系统 AM 市场良好品牌形象和客户关系,刹车盘业务有望借助刹车片的销售渠道快速推进,成为公司业务发展的重要增长点。

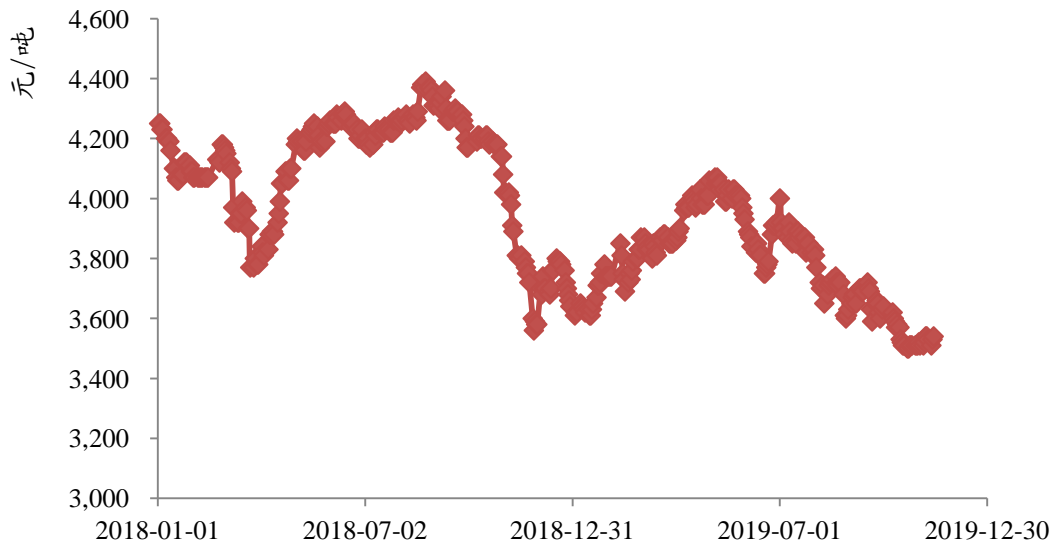
4. OEM 业务和轨交市场顺利推进。随着重汽集团刹车片业务的顺利推进和戴姆勒刹车片业务的获取，公司 OEM 产品业务有望快速突破更多的客户，做大 OEM 业务。动车制动闸片已获得 3 个项目的认证，有望取得相关订单，拓展轨道交通领域相关业务。

表 6：公司业务预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,344.43	1,499.64	1,399.41	1590	1832	2158
增长率（%）	15.04%	16.21%	-6.68%	13.64%	15.22%	17.79%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

由于终止股权激励，加速确认股权激励费用导致 2018 年管理费用较多，2019 年管理费用将大幅减少，促使年度净利润大幅增长。

图 12：主要原材料热轧钢板价格变化


资料来源：浙商证券研究所

2018 年三季度以来，公司用量最多的原材料热轧钢板价格呈下降趋势，2019 年季度均价同比分别下降 7.31%、4.71%、12.2% 和 9.1%，年度均价下降 7.62%。热轧钢板成本占本公司原材料成本的 24% 左右，占营业成本比例达 12%，若热轧钢板价格继续下降将促使公司营业成本下降，产品毛利率持续提升。

公司产品主要对海外市场销售，公司出口业务主要采用美元进行结算，该部分业务占公司营业收入比重近七成，2018 年美元兑人民币汇率平均中间价为 6.6205，相对 2017 年升值 2%，2019 年截至 11 月底，美元兑人民币汇率平均中间价为 6.9，相对 2018 年贬值 4.3%，该因素可促使营业收入提升 3% 左右。如果 2020 年人民币进一步贬值，公司营业收入因汇兑因素影响有望进一步提升。

4.2. 投资建议

预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83/0.98/1.23 元，同比增长 101.48%，18.71%，25.78%。公司在刹车片细分行业具有一定的品牌优势，出口业务具有较强的竞争力，综合考虑公司竞争力和行业地位，首次给予公司“增持”评级。

5. 风险提示

1. 公司原材料成本占营业成本的比重较高，材料成本的价格变动对公司营业成本和毛利率影响很大，如果原材料价格向上波动，将对公司盈利产生不利影响。
2. 公司主要对海外市场销售业务占 85%以上，如发生贸易摩擦，将直接影响公司的产品出口，从而对公司的经营业绩产生不利影响。
3. 由于公司出口主要采用美元进行结算，人民币兑美元的升值将使本公司外币资产换算为人民币时的数额减少，产生汇兑损失。如果人民币大幅升值，将对公司利润产生较大的不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1921	2190	2387	2722	营业收入	1399	1590	1832	2158
现金	1202	1326	1380	1659	营业成本	1047	1159	1314	1529
交易性金融资产	9	3	4	5	营业税金及附加	23	26	30	36
应收账款	319	328	365	432	营业费用	101	89	103	121
其它应收款	17	19	22	26	管理费用	103	64	77	86
预付账款	9	8	10	12	研发费用	49	56	66	80
存货	289	310	345	411	财务费用	(18)	(7)	(5)	(16)
其他	76	196	262	178	资产减值损失	12	10	11	13
非流动资产	946	950	968	997	公允价值变动损益	(3)	(1)	(1)	(2)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	24	24	24	24
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	14	8	11	11
固定资产	688	684	699	706	营业利润	118	224	270	343
无形资产	138	133	128	122	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	52	82	89	112	利润总额	118	224	270	343
其他	68	52	52	57	所得税	30	47	59	78
资产总计	2867	3140	3355	3719	净利润	88	178	211	266
流动负债	682	673	680	779	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	224	206	206	212	归属母公司净利润	88	178	211	266
应付款项	151	194	212	241	EBITDA	205	274	321	395
预收账款	12	13	14	18	EPS (最新摊薄)	0.41	0.83	0.98	1.23
其他	296	260	248	309	主要财务比率				
非流动负债	41	50	47	46		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	41	50	47	46	营业收入增长率	-6.68%	13.64%	15.22%	17.79%
负债合计	723	723	727	825	营业利润增长率	-43.49%	90.43%	20.48%	26.92%
少数股东权益	2	2	2	2	归属于母公司净利润	-49.17%	101.48%	18.71%	25.78%
归属母公司股东权益	2142	2415	2626	2892	获利能力				
负债和股东权益	2867	3140	3355	3719	毛利率	25.17%	27.10%	28.28%	29.16%
现金流量表					净利率	6.31%	11.18%	11.52%	12.31%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	4.15%	7.81%	8.38%	9.63%
经营活动现金流	106	80	128	292	ROIC	3.31%	6.44%	7.14%	8.11%
净利润	88	178	211	266	偿债能力				
折旧摊销	94	49	52	56	资产负债率	25.21%	23.03%	21.67%	22.19%
财务费用	(18)	(7)	(5)	(16)	净负债比率	51.69%	49.07%	44.31%	42.43%
投资损失	(24)	(24)	(24)	(24)	流动比率	2.82	3.25	3.51	3.49
营运资金变动	449	(123)	(83)	67	速动比率	2.39	2.79	3.00	2.97
其它	(484)	7	(23)	(56)	营运能力				
投资活动现金流	310	(40)	(47)	(57)	总资产周转率	0.49	0.53	0.56	0.61
资本支出	7	(70)	(70)	(80)	应收账款周转率	4.83	5.06	5.28	5.28
长期投资	0	(0)	0	0	应付账款周转率	6.37	6.79	6.55	6.81
其他	303	31	23	23	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(53)	84	(27)	44	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.83	0.98	1.23
短期借款	35	(17)	(0)	6	每股经营现金流(最	0.49	0.37	0.59	1.35
长期借款	(150)	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.93	11.20	12.18	13.41
其他	62	101	(27)	38	估值比率				
现金净增加额	363	123	54	279	P/E	45.37	22.52	18.97	15.08
					P/B	1.87	1.66	1.53	1.39
					EV/EBITDA	9.22	11.09	9.18	6.82

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>