新泉股份（603179）

公司研究/动态报告

领先的饰件龙头，有望跟随客户成长

—新泉股份动态报告

动态研究报告/汽车　　2020 年 08 月 18 日

报告摘要：

● 国内领先的汽车饰件供应商，积累了优质的客户资源

公司依托核心产品仪表板逐步扩展到其他汽车内外饰件产品，成为国内领先的汽车饰件整体方案供应商。凭借领先的技术优势、生产工艺，公司成功配套国内主要的车企。在商用车领域，主要客户包括了国内前五大商用车车企：一汽解放、北汽福田、陕汽、中国重汽、东风汽车；在乘用车领域，与吉利、上汽、奇瑞、江铃福特、广汽、比亚迪、长城汽车等知名乘用车企业均建立了良好的合作关系，并有望在 2021 年开始供货特斯拉 Model Y。

● 吉利有望继续领先行业回暖，助力公司产销回升

公司与吉利的合作不断加深，2019 年来自吉利的营业收入实现 8.95 亿元，占比 29.47%，目前吉利是公司的第一大客户。2020Q2，吉利汽车销量实现双位数正增长，领先行业。随着几何 C、领克 06、Preface 等新产品的推出，吉利汽车销量有望重回增长。自 2015 年起吉利成为新泉股份主要客户，合作关系稳步深入，有望助力公司产销回升。

● 获得特斯拉内饰项目，有望成业绩新增长点

公司与特斯拉达成合作意向，获得特斯拉 Model Y 的内饰定点项目，且公司将在既有合作车型的基础上，积极争取其他车型的定点资格，扩大公司产品覆盖范围。随着特斯拉汽车产量及国产化率快速提升，有望为公司带来业绩增量。同时，特斯拉品牌背书可显著提高公司在行业内的地位，彰显公司产品品质实力。

● 扩宽产能布局，跟随客户成长

公司目前已在多地设立生产基地。2020 年 5 月公布定增预案，拟投向西安、上海生产基地和上海研发中心，上海研发、生产基地可临近配套上汽、特斯拉，西安基地可临近配套吉利、陕汽等车企。

● 投资建议

公司依托仪表板逐步成为国内领先的饰件整体方案供应商，吉利有望继续领先行业回暖，带动公司产销的回升；同时，获得 Model Y 内饰定点项目，有望成为公司业绩新的增长点。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.79、1.15、1.40 元，对应当前股价 PE 分别为 35.0、23.8、19.7 倍，行业 PE（2020E）中位值为 41.0 倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示

汽车需求不及预期；下游客户产销不及预期；产能扩张不达预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,036	3,115	3,759	4,263
增长率（%）	-10.8%	2.6%	20.7%	13.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	183	243	356	432
增长率（%）	-35.0%	32.6%	46.6%	21.2%
每股收益（元）	0.80	0.79	1.15	1.40
PE（现价）	34.3	35.0	23.8	19.7
PB	3.7	4.4	4.0	3.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 27.45 元

交易数据	2020-8-17
近 12 个月最高/最低（元）	29.32/12.23
总股本（百万股）	309
流通股本（百万股）	309
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	85
流通市值（亿元）	85

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号：S0100519110001

电话：0755-22662070

邮箱：dengjianquan@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：S0100118070030

电话：010-85127892

邮箱：wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 新泉股份(603179)：商用车业务大幅增长，乘用车业务增长可期

目录

一、国内领先的汽车饰件供应商，积累了优质的客户资源 3
二、吉利有望继续领先行业回暖，助力公司产销回升 7
三、获得特斯拉内饰项目，有望成业绩新增长点 9
四、扩宽产能布局，跟随客户成长 11
（一）多地建立生产基地，完善产业布局 11
（二）定增扩产，实现就近配套 12
五、风险提示 14
插图目录 16
表格目录 16

一、国内领先的汽车饰件供应商，积累了优质的客户资源

公司是专业从事中高档汽车仪表板、门护板等饰件产品的设计、开发、研制和生产的企业，目前拥有 16 个分子公司，1 个省级技术中心，1 个通过国家 CNAS 认证的实验中心，综合实力位于行业前列。

公司成立于 2001 年 4 月 28 日，依托核心产品仪表板逐步成长为汽车内外饰件整体解决方案供应商。公司主要产品包括仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成和顶置文件柜总成的汽车内饰系列以及流水槽盖板总成和保险杠总成的汽车外饰，是国内领先的汽车饰件整体解决方案提供商。

表 1：新泉股份发展历程

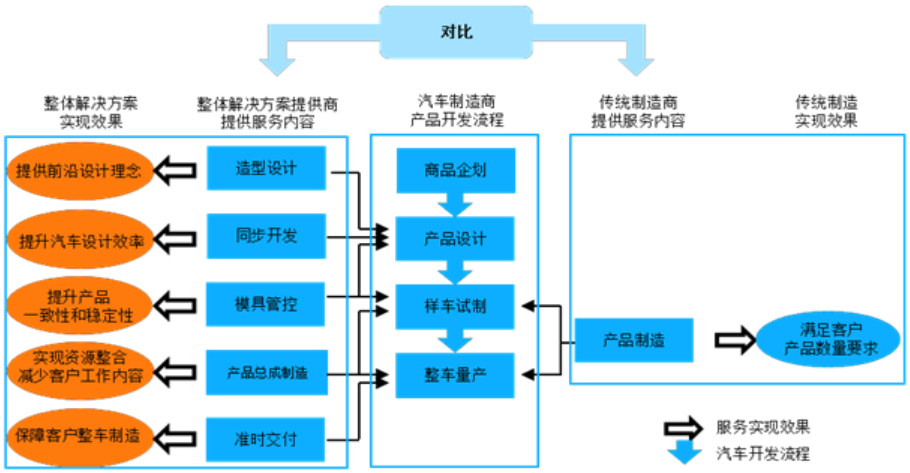
年份	新泉股份发展历程	业务发展历程
2001	江苏新泉汽车饰件股份有限公司成立	主营汽车仪表板产品
2004	成立实验中心	
2006	设立芜湖新泉	
2009	设立北京新泉	涉足门内护板总成和立柱护板总成产品的开发及生产
2010	设立宁波新泉	大力推广高端卡车顶置文件柜总成产品
2011	设立青岛新泉、常州分公司	增加流水槽盖板总成产品
2012	设立长春新泉志和	推出保险杠总成产品
2013		增加乘用车流水槽总成产品，扩宽乘用车饰件市场
2015		上汽、吉利成为公司主要客户，为上汽荣威 RX5、名爵 MG6、吉利博越等车型提供配套
2016	设立长沙新泉	进入合资品牌广汽菲亚特供应商体系
2017	上交所上市，股票代码 603179.SH； 设立宁波新泉志和、佛山新泉	
2018	设立成都新泉、西安新泉	
2019	设立宁德新泉、香港新泉、马来西亚新泉； 实验中心获中国合格评定国家认可委员会 实验室认可证书	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司具有强大的技术实力，具备与汽车制造商同步开发能力。2019 年 3 月，公司实验中心获得中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书，配备德国先进的安全点爆系统、激光弱化系统等试验系统。截至 2020 年 3 月末，公司累计拥有专利 60 项，其中发明专利 4 项、实用新型专利 56 项。作为汽车饰件整体解决方案提供商，公司具备与汽车制造商同步开发的能力，仅需要汽车制造商提供相应风格、功能及关键参数，即可对汽车饰件产品进行同步开发，且最终产品能够符合汽车整体设计理念，满足客户对产品外观、功能、性能等各方面的需求。截至目前，公司参与汽车制造商饰件总成产品同步开发的车型数量累计已经超过 155 款。

与传统饰件制造商相比，汽车饰件整体解决方案提供商通常具备较强的服务整合能力。新泉股份除拥有核心饰件的生产及总成能力外，还具备造型设计、同步开发、模具管控、准时交付等一系列服务能力。通过上述服务的引入，能够有效帮助汽车制造商提高产品开发效率，提升产品一致性和稳定性，并通过总成产品的供应降低客户装配工作量，最终实现客户合作黏性的增强。

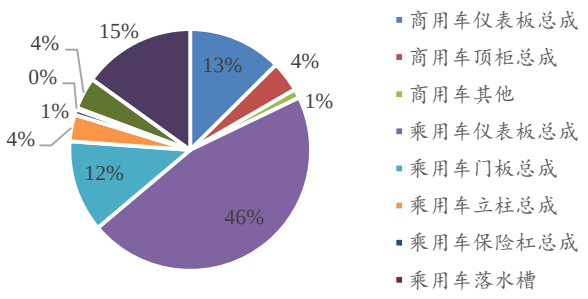
图 1：汽车饰件整体解决方案提供商与传统饰件制造商对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司核心产品为仪表板总成，近年来市占率呈上升趋势。2019 年公司商用车仪表板总成产品实现收入 3.81 亿元，乘用车仪表板总成产品实现收入 13.96 亿元，合计 17.78 亿元，在全部主营业务收入中占比达 58.56%。2019 年公司商用车仪表板总成产品市占率为 10.33%，乘用车仪表板总成产品市占率为 5.29%。近年来，公司仪表板总成产品销量提升迅速，市场占有率总体呈现稳步上升趋势，市场份额位居行业前列。

图 2：2019 年新泉股份营收结构（按产品）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：新泉股份仪表板总成产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：新泉股份仪表板总成产品市占率测算

年份	商用车			乘用车		
	我国商用车产量（万辆）	新泉仪表板总成销量（万套）	新泉市占率（%）	我国乘用车产量（万辆）	新泉仪表板总成销量（万套）	新泉市占率（%）
2014 年	379.94	26.25	6.91%	1992.56	50.76	2.55%
2015 年	342.41	21.20	6.19%	2104.36	47.84	2.27%
2016 年	369.34	30.79	8.34%	2431.50	52.90	2.18%
2017 年	424.20	48.82	11.51%	2483.13	91.38	3.68%
2018 年	427.89	41.63	9.73%	2348.87	131.99	5.62%
2019 年	435.75	45.00	10.33%	2134.18	112.94	5.29%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

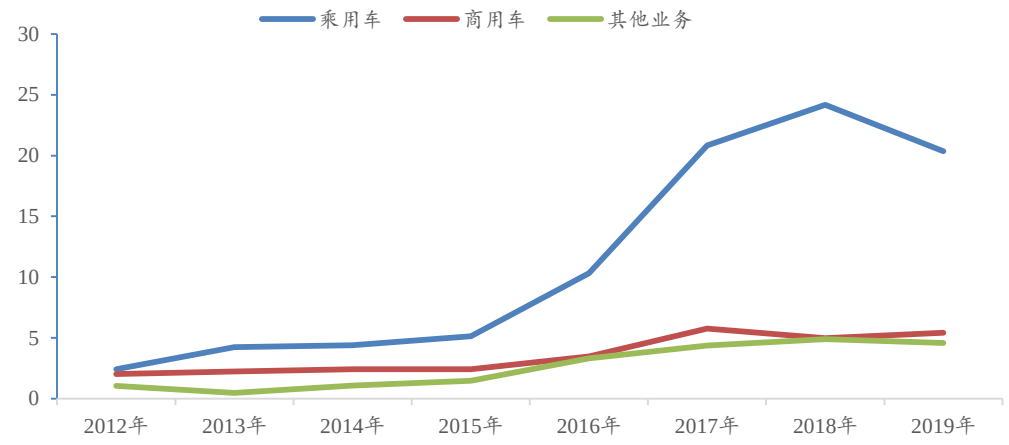
作为国内领先的汽车饰件供应商，新泉股份积累了优质的客户资源。凭借领先的技术优势、生产工艺，公司成功配套国内主要的车企。在商用车领域，主要客户包括了国内前五大商用车车企：一汽解放、北汽福田、陕汽、中国重汽、东风汽车；在乘用车领域，与吉利、上汽、奇瑞、江铃福特、广汽、比亚迪、长城汽车等知名乘用车企业均建立了良好的合作关系，并有望在 2021 年开始供货特斯拉 Model Y。

从商用车起步，为商用车饰件行业龙头。公司成立之初立足于汽车零部件产业集中的长三角地区，以仪表板总成为核心产品，迅速与一汽集团等汽车制造商形成合作关系。随着技术水平、生产工艺及服务能力的不断提升，公司逐步扩大汽车饰件产品应用范围，快速抢占以中、重型卡车为代表的商用车市场，并成为该领域汽车饰件总成服务的领先企业。

乘用车领域实现飞跃式发展，配套国内自主及合资车企。2015 年，公司开始涉足乘用车内饰，逐步成为部分乘用车制造商的核心零部件供应商。截至 2019 年，公司乘用车业务占比 67.07%，公司乘用车业务营业收入从 2014 年的 4.40 亿元增长至 2019 年 20.36 亿元，复合增长率为 35.85%。公司前期客户主要以吉利、上汽自主、奇瑞等自主品牌为主，后期合资新客户持续开拓，获得上汽大众 NEO、长安福特 Mustang、一汽大众新捷达 VS5/VS7 等新车型项目仪表板、门板重点产品的定点项目。

切入新能源内饰领域，重视产业就近配套。2018 年，比亚迪与西安高新区签订新能源乘用车扩产项目协议；同时，吉利汽车西安生产基地将在 2020 年建成投产。为了匹配吉利、比亚迪、陕汽等在陕西的生产基地，新泉股份正大力推进西安生产基地建设。此外，2019 年 4 月比亚迪与江苏省常州市签订战略合作协议，将在常州设立生产基地，新泉股份总部位于常州，在配套比亚迪常州基地方面具有位置优势。新泉股份借助其在内饰领域的领先优势和行业地位，通过就近配套能定向匹配、快速响应整车企业的个性化需求，这是公司实现新能源领汽车内饰领域突破的坚实基础。

图 4：新泉股份营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：新泉股份与主要客户合作情况

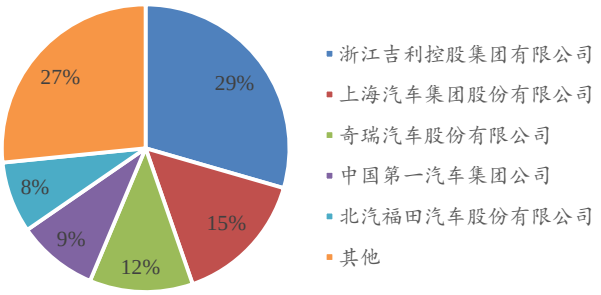
类型	公司名称	合作年限	提供产品	覆盖车型
卡车	一汽青岛	10 年以上	仪表板总成	悍威 J5M、新悍威、骏威 J5K、新大威、赛龙、赛虎、解放 JH06
	一汽解放	10 年以上	仪表板总成、顶置文件柜总成	悍威 J5M、骏威 J5K、解放 J6
	北汽福田福田戴姆勒	10 年以上	仪表板总成	欧曼 H2、欧曼 H3、欧曼 H4、欧曼 GTL、拓陆者、奥铃、欧马可
	东风汽车	10 年以上	仪表板总成	天龙旗舰 D760、福瑞卡
	联合卡车	5-10 年	仪表板总成	集瑞重卡 L41
	陕西重汽	5-10 年	仪表板总成	德龙 X3000、德龙 F3000、德龙新 M3000
客车	苏州金龙	5-10 年	仪表板总成	海格大巴系列、海格中巴系列、海格公交系列
乘用车	奇瑞汽车	10 年以上	仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成、保险杠总成	东方之子、QQ3、奇瑞新 QQ、奇瑞 A1、风云 2、旗云 2、旗云 3、旗云 5、瑞虎 3、威麟 H5、威麟 V5（改款）、瑞麒 M1、瑞麒 G2、瑞麒 G3
	郑州日产	10 年以上	仪表板总成	帕拉丁、D22 皮卡 4、东风帅客
	吉利汽车	5-10 年	仪表板总成、门内护板总成、立柱总成	帝豪 GC9、帝豪 EC8、全球鹰
	一汽轿车	5-10 年	立柱护板总成	欧朗（oley）、奔腾 B50、奔腾 B60、奔腾 B70（改款）、奔腾 B90、奔腾 X80
	华晨汽车	2-5 年	仪表板总成	中华 V5
	广汽菲亚特	2-5 年	立柱护板总成、门内护板总成、中部面板总成、流水槽盖板总成	菲翔（viaggio）、Jeep 自由光
	上汽集团	2-5 年	仪表板总成、立柱护板总成、门内护板总成、流水槽盖板总成	荣威 E50、荣威 350、荣威 350（改款）、荣威 950、荣威 950（改款）、名爵 3（MG3）、名爵（MG5）两厢、名爵（MG GT)三厢
	上海大众	2-5 年	流水槽盖板总成、立柱护板总成	斯柯达昊锐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、吉利有望继续领先行业回暖，助力公司产销回升

新泉股份为吉利汽车的核心零部件供应商，紧抓自主品牌崛起扩产的战略机遇。2019 年新泉股份来自吉利的营业收入实现 8.95 亿元，占比由 2012 年的 17.2%上升到 2019 年的 29.47%，目前吉利是公司的第一大客户。

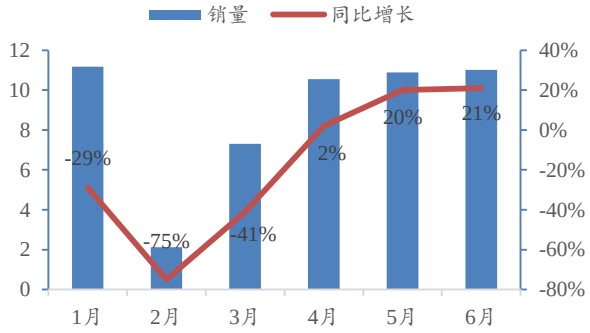
图 5：2019 年新泉股份客户结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

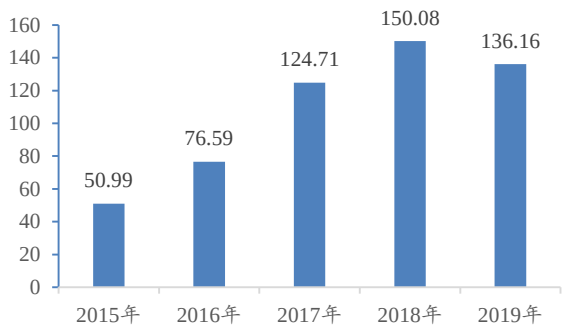
2020Q2，吉利汽车销量回升，实现双位数正增长，展现强劲复苏。从 4 月份开始，吉利汽车连续三个月销量超 10 万辆，同比增速从 2%迅速增至 21%。其中，新高端品牌领克汽车 6 月总销量为 13,214 辆，环比上涨约 2%、同比上涨约 53%，连续三个月保持双增长，并创下过去七个月以来最高月销量表现。2020 年 6 月中旬，吉利正式宣布科技吉利 4.0 时代开启，并于 7 月 24 日推出 CMA 模块架构“CMA 超级母体”，后续几何 C、新都市机能 SUV 领克 06、Preface 等新产品也将陆续推出，吉利汽车官方维持 2020 年全年 141 万辆的销量目标。自 2015 年起吉利成为新泉股份主要客户，合作关系稳步深入，有望助力公司产销回升。

图 6：2020 年吉利汽车销量及增速（单位：万辆、%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：近五年吉利汽车销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：吉利新产品相关情况

新产品	推出时间	亮点
CMA 超级母体	2020 年 7 月 24 日	世界级模块化架构，定义为“领先 15 年的电子电气架构”
几何 C	2020 年 8 月 7 日	杭州 2022 年亚运会官方指定用车，搭载 SEM 智能能量管理系统、GKUI19 吉客智能生态系统以及 L2+智能驾驶辅助系统等共 10 项同级独有、13 项同级领先的配置
领克 06	2020 年 8 月	基于 BMA 平台打造，达到 L2.5 自动驾驶级别，主要受众人群为热爱时尚的年轻消费群体
PREFACE	2020 年下半年	使用“科技吉利 4.0”CMA 架构，搭载沃尔沃 Drive-E 系列的 2.0TD 缸内直喷涡轮增压发动机
smart 品牌	2022 年	吉利奔驰确认合作，运营 smart 纯电动车品牌，预计 2022 年首款国产车型上市

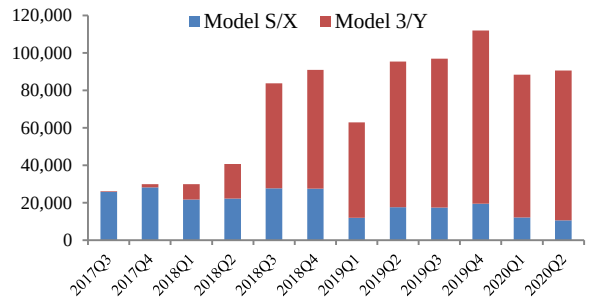
资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、获得特斯拉内饰项目，有望成业绩新增长点

2020 年 5 月，新泉股份定增预案披露，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，且公司将在既有合作车型的基础上，积极争取其他车型的定点资格，扩大公司产品覆盖范围。2020 年 5 月 27 日，新泉股份与临港集团签约，确定入驻临港新片区，将在新片区打造汽车配件智能制造基地及研发中心，强化上汽、特斯拉等客户的就近配套服务能力。**随着特斯拉汽车产量及国产化率快速提升，有望为公司带来业绩增量。**

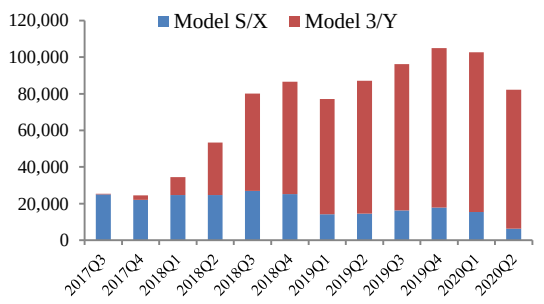
特斯拉销量增长屡超预期。2019 年特斯拉全球交付量达 36.8 万辆，同比增长超 50%，市占率达 16.6%；其中 Model 3 实现销量 30.1 万辆，成为热门车型。2020Q2 特斯拉全球产量及交付量分别为 8.23 和 9.07 万辆，表现超出市场预期；2020H1 共交付 17.9 万辆，位居全球新能源乘用车销量榜首。

图 8：特斯拉交付量季度数据（单位：辆）



资料来源：EV Sales，Marklines，民生证券研究院

图 9：特斯拉产量季度数据（单位：辆）



资料来源：EV Sales，Marklines，民生证券研究院

特斯拉产能有序爬坡，超级工厂逐步完工。至 2020 年底，特斯拉年产能预计达 89 万辆，其中特斯拉弗里蒙特工厂产能将达 59 万辆/年，上海超级工厂产能或提升至 30 万辆/年。此外，特斯拉积极扩展未来布局：2019 年 11 月宣布在德国柏林建设第 4 号超级工厂，投资 40 亿美元规划年产能 50 万辆；2020 年 5 月选定美国德克萨斯州奥斯汀为新的超级工厂地址，生产 Model Y 和 Cybertruck；2020 年 7 月 CEO 埃隆·马斯克表示计划在中国之外的亚洲地区再建一座超级工厂。

表 5：特斯拉现有及规划产能

国家	工厂	产品	现有产能（万辆/年）	2020 年底产能（万辆/年）	规划产能（万辆/年）
美国	弗里蒙特工厂（加利福尼亚州）	Model S/X	9	9	9
		Model 3/Y	40	50	50
		Cybertruck、Roadster、Tesla Semi		规划中	
	奥斯汀工厂（得克萨斯州）	Model Y		主供美国东海岸	
		Cybertruck		预定量超 65 万台	
	斯帕克斯工厂（内华达州）	电动马达、电池组			
	布法罗工厂（纽约州）	太阳能电池板			
中国	上海工厂	Model 3/Y	20	30	50
柏林	柏林工厂	Model 3/Y			50

资料来源：民生证券研究院整理

国产化率加速提升，产业链迎发展机遇。据特斯拉全球副总裁陶琳称，上海超级工厂产量为每周 3000-4000 辆 Model 3，即国产 Model 3 的现有产能为每年 20-30 万辆；上海超级工厂二期项目预计将在 2020 年年底建成，并于 2021 年一季度量产 Model Y；上海工厂零部件本地化采购每月提高 5-10%，预计至 2020 年年底国产零部件率将达到 80%。

表 6：特斯拉上海工厂建设进程

时间	进度
2017 年 10 月	特斯拉与上海政府探讨建厂可能性
2018 年 5 月	特斯拉（上海）获得营业执照，中国区总裁朱晓彤为法人代表
2018 年 7 月	特斯拉与上海临港签订建厂协议，独资 90 亿美元，年产能 50 万辆
2018 年 9 月	特斯拉（上海）注册资本从 1 亿增至 46.7 亿
2018 年 10 月	一期环评发布,目标年产能 25 万辆纯电动整车，车型包括 model 3 和 model Y
2019 年 1 月	上海工厂奠基仪式，工厂正式破土动工
2019 年 3 月	与中国多家银行达成 35 亿贷款协议，用于上海工厂建设
2019 年 7 月	整体工厂的工程建设基本完成，进入生产设备安装阶段
2019 年 12 月	国产 Model 3 开始批产，并于月底交付
2020 年 1 月	国产 Model Y 项目正式启动

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司进入特斯拉供应链，可搭乘特斯拉快速发展的便车，实现新能源汽车领域的新增长。同时，特斯拉品牌背书可显著提高公司在行业内的地位，彰显公司产品品质实力。

四、扩宽产能布局，跟随客户成长

（一）多地建立生产基地，完善产业布局

公司根据服务客户的地域分布，已在常州、丹阳、芜湖、北京、鄂尔多斯、宁波、青岛、长春、长沙、成都、宁德设立了生产基地，并在宁波杭州湾、佛山和西安新建生产基地建设项目，同时在马来西亚设立合资公司扩展海外市场。公司不断完善基地布局，实现汽车饰件产品的就近配套供应。

公司在建的生产基地主要包括佛山新泉汽车饰件有限公司生产基地、宁波新泉志和汽车饰件系统有限公司生产基地、常州生产制造基地扩建、长沙生产制造基地、西安生产制造基地等。目前均在建设或试生产阶段，预计达产后年产能新增 153 万套仪表板总成产品、100 万套门内护板总成产品、115 万套立柱护板总成产品、115 万套保险杠总成产品和 2 万套顶置文件柜总成产品。

图 10：新泉股份制造基地布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 7：新泉股份子公司建立情况

年份	新泉股份发展历程
2001	江苏新泉汽车饰件股份有限公司成立
2006	设立芜湖新泉
2009	设立北京新泉
2010	设立宁波新泉
2011	设立青岛新泉、常州分公司
2012	设立长春新泉志和
2016	设立长沙新泉
2017	设立宁波新泉志和、佛山新泉
2018	设立成都新泉、西安新泉
2019	设立宁德新泉、香港新泉、马来西亚新泉

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 8：新泉股份在建生产基地预计新增产能（单位：万套）

	仪表板总成	门内护板总成	立柱护板总成	保险杠总成	顶置文件柜总成	投产时间	达产时间	当前进展
佛山生产基地	35	-	-	70	-	未披露	未披露	建设阶段
宁波生产基地	40	35	25	-	-	未披露	2021-3	建设阶段
常州生产基地	35	40	55	-	-	2020-5	未披露	试生产阶段
长沙生产基地	15	10	20	45	-	2020-5	未披露	试生产阶段
西安生产基地	28	15	15	-	2	2021-11	2024-5	建设阶段
上海生产基地			未披露			2021-11	2024-5	未披露

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2019 年，公司主要产品的产能和产量均有所增长，产能利用率保持在较高水平。2019 年，公司大型产品、中型产品产能、产量规模进一步扩大，其中大型产品总产量较 2018 年增长 25.84%，产能较 2018 年增长 21.37%，产能利用率上升 3.11%；中型产品总产量增长 22.34%，产能增长 32.52%。

表 9：新泉股份产量、产能情况（单位：万模次）

年份	大型产品			中型产品			其他产品		
	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率
2018 年	240.78	285.68	84.28%	983.33	1043.90	94.20%	139.70	178.26	78.37%
2019 年	302.99	346.72	87.39%	1202.98	1383.39	86.96%	87.35	131.16	66.60%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）定增扩产，实现就近配套

2020 年 5 月，公司公布定增预案，拟投向西安、上海生产基地和上海研发中心。上海研发、生产基地可临港配套特斯拉：公司获得特斯拉 Model Y 内饰项目，Model Y 上市后将为公司贡献显著业绩增量。西安基地可匹配吉利、陕汽等车企：实现就近配套陕汽，公司第一大客户吉利西安生产基地将在 2020 年建成投产。

表 10：新泉股份定增募集资金使用计划（单位：万元）

项目名称	项目总投资金额	拟投入募集资金金额
西安生产基地建设项目	37,272.82	37,272.82
上海智能制造基地建设项目	45,206.09	45,206.09
上海研发中心建设项目	15,415.00	15,415.00
补充流动资金	22,000.00	22,000.00
合计	119,893.91	119,893.91

资料来源：公司公告，民生证券研究院

西安生产基地建设项目：

项目投资预算总额为 37,272.82 万元，建设期 18 个月，达产期 4 年。据测算，项目完全达产后年均销售收入约 47,650.00 万元，年均净利润约为 3,350.38 万元。项目投资回收期为 7.99 年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）为 13.06%。

陕西地区蕴含较大的客户群体。公司与吉利汽车、陕汽集团已建立长期稳定的合作关系，这两家车企十分重视西安地区的产业布局。此外，比亚迪、宝能集团、西安开沃等整车厂商的西安生产基地陆续投入建设，奔驰、北汽、广汽、上汽通用五菱等一批项目正在洽谈中并有望落户陕西，将为新泉股份带来庞大的潜在市场需求。未来随着下游汽车市场及公司业务规模的持续扩大，现有客户新增车型以及新客户的配套需求也将不断加大，产能有效扩张后可满足“定制化”生产的行业特性，提高对陕西地区客户的就近配套服务能力。

表 11：西安地区的部分优质客户及其近年来战略部署

客户名称	战略及举措
吉利汽车	“2020 战略”：吉利汽车西安生产基地将在 2020 年建成投产，逐步形成 30 万辆节能与新能源汽车产能规模；吉利汽车宝鸡生产基地二期 30 万辆轿车项目正在建设中，一、二期项目总产能将达到 60 万辆。
陕汽集团	“2035”战略：2020 年实现千亿陕汽的目标；2025 年集团销售收入突破 1500 亿元；2035 年突破 2000 亿元。
比亚迪	比亚迪西安集贤高端智能终端产业园项目预计 2020 年建成投产，未来比亚迪将在西安形成 60 万辆乘用车、5000 辆纯电动客车和 3000 万千瓦时动力电池的生产能力。
宝能集团	于西咸新区投资 400 亿元打造新能源汽车基地，规划产能 100 万辆，整车和零部件制造产值超千亿元。
西安开沃	开沃新能源汽车智造基地项目落户西安高新区，项目全部建成后将具备年产 1 万辆电动客车、18 万辆电动物流车、10 万辆电动乘用车的生产能力。
吉利&奔驰	吉利与奔驰组建 smart 品牌合资公司将在西安投产，年规划产能为 15 万辆。
北汽	《新能源汽车技术创新园与动力电池产业园项目战略合作协议》签订，项目总投资约 103 亿元，标志着北汽正式入局西安汽车制造产业。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

上海智能制造基地建设项目：

项目投资预算总额为 45,206.09 万元，建设期 18 个月，达产期 4 年。经测算，项目完全达产后年均销售收入约为 72,000.00 万元，年均净利润约为 5,598.83 万元。项目投资回收期为 6.84 年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）为 17.83%。

在上海地区，公司拥有稳定优质的客户。公司重要客户之一的上汽集团 2019 年全年实现整车销售 623.8 万辆，整车销量已多年位居国内第一。全球新能源汽车领先企业特斯拉在临港地区独资建设特斯拉超级工厂（Gigafactory 3），项目规划年生产 50 万辆纯电动整车。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。以特斯拉为代表的全球知名整车厂在上海地区产能的不断增加将推动上海汽车产业、尤其是新能源汽车产业的发展，上海制造基地可实现就近配套，有效降低生产成本，提升盈利能力。

五、风险提示

汽车需求不及预期；下游客户产销不及预期；产能扩张不达预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,036	3,115	3,759	4,263
营业成本	2,392	2,374	2,787	3,145
营业税金及附加	13	15	19	20
销售费用	141	144	174	196
管理费用	134	137	165	183
研发费用	137	140	169	192
EBIT	219	305	445	527
财务费用	34	49	52	55
资产减值损失	(2)	7	15	13
投资收益	0	0	0	0
营业利润	197	262	391	471
营业外收支	(1)	(1)	(3)	(1)
利润总额	196	262	388	470
所得税	16	21	31	38
净利润	180	240	356	432
归属于母公司净利润	183	243	356	432
EBITDA	322	426	587	691

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	599	815	824	1052
应收账款及票据	1445	1402	1541	1710
预付款项	164	121	148	181
存货	886	748	977	1064
其他流动资产	55	42	38	35
流动资产合计	3167	3144	3549	4059
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1061	1272	1474	1692
无形资产	163	180	197	205
非流动资产合计	1643	1817	1984	2132
资产合计	4809	4962	5533	6191
短期借款	551	581	616	656
应付账款及票据	1842	1541	1625	1727
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2506	2256	2398	2552
长期借款	150	116	100	104
其他长期负债	421	640	860	1079
非流动负债合计	571	756	960	1183
负债合计	3077	3012	3357	3735
股本	228	309	309	309
少数股东权益	30	28	28	28
股东权益合计	1733	1949	2176	2456
负债和股东权益合计	4809	4962	5533	6191

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-10.8%	2.6%	20.7%	13.4%
EBIT 增长率	-36.2%	38.9%	46.2%	18.3%
净利润增长率	-35.0%	32.6%	46.6%	21.2%
盈利能力				
毛利率	21.2%	23.8%	25.9%	26.2%
净利润率	6.0%	7.8%	9.5%	10.1%
总资产收益率 ROA	3.8%	4.9%	6.4%	7.0%
净资产收益率 ROE	10.8%	12.6%	16.6%	17.8%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.2
现金比率	0.2	0.4	0.3	0.4
资产负债率	0.64	0.61	0.61	0.60
经营效率				
应收账款周转天数	78.1	76.4	66.8	62.4
存货周转天数	109.9	123.8	111.3	116.7
总资产周转率	0.70	0.64	0.72	0.73
每股指标（元）				
每股收益	0.80	0.79	1.15	1.40
每股净资产	7.5	6.2	6.9	7.8
每股经营现金流	(0.2)	1.2	0.9	1.6
每股股利	0.40	0.34	0.42	0.49
估值分析				
PE	34.3	35.0	23.8	19.7
PB	3.7	4.4	4.0	3.5
EV/EBITDA	19.6	15.9	12.2	10.5
股息收益率	1.5%	1.2%	1.5%	1.8%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	180	240	356	432
折旧和摊销	101	128	157	177
营运资金变动	(383)	(55)	(293)	(171)
经营活动现金流	(57)	364	275	495
资本开支	437	304	327	325
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(437)	(291)	(323)	(322)
股权募资	32	82	0	0
债务募资	405	185	204	222
筹资活动现金流	373	143	57	55
现金净流量	(121)	216	9	227

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：汽车饰件整体解决方案提供商与传统饰件制造商对比 4
图 2：2019 年新泉股份营收结构（按产品） 4
图 3：新泉股份仪表板总成产品 4
图 4：新泉股份营收情况（单位：亿元） 5
图 5：2019 年新泉股份客户结构 7
图 6：2020 年吉利汽车销量及增速（单位：万辆、%） 7
图 7：近五年吉利汽车销量（单位：万辆） 7
图 8：特斯拉交付量季度数据（单位：辆） 9
图 9：特斯拉产量季度数据（单位：辆） 9
图 10：新泉股份制造基地布局 11

表格目录

表 1：新泉股份发展历程 3
表 2：新泉股份仪表板总成产品市占率测算 4
表 3：新泉股份与主要客户合作情况 6
表 4：吉利新产品相关情况 8
表 5：特斯拉现有及规划产能 9
表 6：特斯拉上海工厂建设进程 10
表 7：新泉股份子公司建立情况 11
表 8：新泉股份在建生产基地预计新增产能（单位：万套） 12
表 9：新泉股份产量、产能情况（单位：万模次） 12
表 10：新泉股份定增募集资金使用计划（单位：万元） 12
表 11：西安地区的部分优质客户及其近年来战略部署 13
公司财务报表数据预测汇总 15

分析师与研究助理简介

邓健全，曾先后任职于长城证券、安信证券，2018-2019年任长城证券化工组组长，2019年加盟民生证券，任化工高级分析师。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。