

## 配置优质成长零部件公司



### 核心观点

- **主要投资策略。**在整车去库存中，零部件公司整体盈利有望逐步改善。新能源汽车和智能驾驶是产业发展的必然趋势，未来随着新能源车销量规模的提升及 ADAS 配套量的增长，布局新能源车及智能驾驶的零部件公司有望受益。汽车零部件公司建议关注标的：华域汽车、拓普集团、银轮股份、三花智控、东睦股份、旭升股份、岱美股份；德赛西威、保隆科技、星宇股份；精锻科技、华懋科技、新泉股份等。
- **复盘历次去库存，零部件整体表现略滞后于整车上漲，但弹性空间较大，零部件公司表现存在差异化。**从乘用车行业指数和零部件行业指数在 2015 至 2017 年的走势来看，在汽车库存下降的过程中，乘用车指数上涨较零部件指数略早，但零部件指数弹性更大。在 2006 年三季度至 2007 年四季度期间，2008 年三季度至 2009 年四季度期间，随着库存的下降，以福耀玻璃、华域汽车和潍柴动力为代表的综合实力较强的零部件公司更受资本市场的青睐；在 2015 年四季度至 2016 年四季度期间，以拓普集团、星宇股份、精锻科技为代表的中小零部件公司受到资本市场的青睐。
- **去库存后零部件行业盈利改善。**在 2006 年三季度至 2007 年四季度期间，当库存存在 2007 年一季度下降到正常水平后，零部件行业的毛利率改善明显，从 2006 年四季度的 16.6% 提升到 2007 年一季度的 21.2%，在 2008 年三季度至 2009 年四季度期间，当库存存在 2009 年一季度下降到正常水平后，零部件行业毛利率从 2008 年四季度的 14.1% 提升到 2009 年一季度的 19.7%，在 2015 年四季度至 2016 年四季度期间，当库存存在 2016 年二季度下降到正常水平后，零部件行业的毛利率改善明显，毛利率整体提升 2.2 个百分点。
- **配置优质成长零部件公司。**特斯拉作为全球新能源车代表性企业，其新能源车销量近几年快速提升。预计随着特斯拉中国工厂逐步投产，其销售规模有望继续提升，相关配套零部件供应商有望受益。随着新能源车销量规模的逐年提升，热管理系统的公司三花智控、银轮股份将受益明显。电动化、智能化是汽车产业发展的必然趋势，传统零部件公司积极布局电动智能产品，有望在未来电动智能领域占有一定市场份额，形成新的盈利增长点，如德赛西威、保隆科技等。另外，优质零部件龙头公司业绩增长确定性强，且在行业景气向下时盈利能力也相对稳定，如华域汽车、星宇股份估值有望修复。从零部件公司的成本构成来看，原材料占比较大，预计 19 年上游原材料价格环比 18 年下降，汽车零部件公司原材料成本比重较高的公司也有望受益。

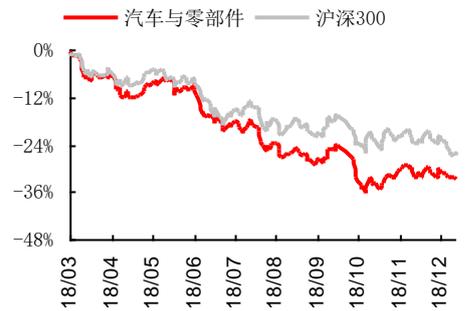
### 投资建议与投资标的

- 建议关注标的：华域汽车、拓普集团、银轮股份、三花智控、东睦股份、旭升股份、岱美股份；德赛西威、保隆科技、星宇股份；精锻科技、华懋科技、新泉股份等。

**风险提示：**宏观经济下行影响汽车需求；新能源车补贴政策低于预期影响新能源汽车需求；整车降价压力若超出预期影响相关零部件公司盈利能力。

行业评级	看好	中性	看淡	(维持)
国家/地区	中国/A 股			
行业	汽车与零部件			
报告发布日期	2019 年 03 月 12 日			

### 行业表现



资料来源：WIND

**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

去库存中优质整车和零部件公司将见盈利改善	2019-02-27
复盘历史，假设刺激政策出台后的投资选择	2018-12-26
静待行业触底后，龙头和成长共振	2018-11-28

## 目录

<b>1 去库存中零部件略滞后于整车上涨 .....</b>	<b>5</b>
1.1 去库存中零部件指数上涨略滞后于整车，但弹性空间较大.....	5
1.2 去库存中零部件公司股价略滞后于整车表现 .....	5
<b>2 复盘历次去库存中，零部件公司表现存在差异化 .....</b>	<b>6</b>
<b>3 去库存后零部件行业盈利改善 .....</b>	<b>8</b>
<b>4 配置优质成长零部件公司 .....</b>	<b>9</b>
4.1 布局特斯拉及新能源车产业链的公司 .....	9
4.1.1 特斯拉产业链相关公司配套规模有望快速扩大 .....	9
4.1.2 新能源车热管理相关公司 .....	10
4.2 布局智能驾驶产业链的公司 .....	10
4.2.1 德赛西威：积极布局 ADAS 产品 .....	11
4.2.2 保隆科技：与英孚合作布局传感器，360 环视系统已获车企定点 .....	11
4.3 优质龙头公司：盈利稳定，抗风险能力强.....	13
4.4 布局受益成本下降的公司.....	13
<b>5 主要投资策略 .....</b>	<b>16</b>
5.1 零部件整体估值仍处于低位 .....	16
5.2 四条主线选择零部件公司.....	17
<b>6 主要风险 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录：

图 1：乘用车指数与零部件指数（2015–2017） .....	5
图 2：乘用车和零部件指数与汽车库存系数走势 .....	5
图 3：上汽、华域股价走势（2015–2017） .....	6
图 4：上汽、华域股价和汽车库存系数的走势关系 .....	6
图 5：2006Q3–2007Q4 零部件公司涨幅情况 .....	6
图 6：2006Q3–2007Q4 零部件公司涨幅情况 .....	6
图 7：2008Q3–2009Q4 零部件公司涨跌情况 .....	7
图 8：2008Q3–2009Q4 涨幅靠前的零部件公司 .....	7
图 9：2015Q4–2016Q4 零部件公司涨跌情况 .....	7
图 10：2015Q4–2016Q4 涨幅靠前的零部件公司 .....	7
图 11：2006Q3 至 2007Q4 零部件行业毛利率 .....	8
图 12：2008Q3 至 2009Q4 零部件行业毛利率 .....	8
图 13：2015Q4 至 2016Q4 零部件行业毛利率 .....	8
图 14：特斯拉汽车交付量 .....	9
图 15：特斯拉 Model 3 产能 .....	9
图 16：三花智控新能源车热管理客户 .....	10
图 17：银轮新能源车热管理系统客户成长路径 .....	10
图 18：公司压力传感器示意图 .....	12
图 19：公司雨量传感器示意图 .....	12
图 20：公司 360 环视系统示意图 .....	12
图 21：华域汽车收入及增速 .....	13
图 22：星宇股份收入及增速 .....	13
图 23：华域汽车毛利率 .....	13
图 24：星宇股份毛利率 .....	13
图 25：2016 年至 2018 年钢材综合价格指数 .....	14
图 26：2016 年至 2018 年中国化工产品价格指数 .....	14
图 27：零部件公司毛利率在 2017–2018Q3 下滑 .....	14
图 28：零部件行业毛利率下滑幅度分季度情况 .....	14
图 29：华懋科技成本构成 .....	15
图 30：拓普集团成本构成 .....	15
图 31：新泉股份成本构成 .....	15
图 32：精锻科技成本构成 .....	15
图 33：汽车零部件板块和上证综指比较 .....	16
图 34：汽车零部件 PE 估值 .....	16

<b>图 35：汽车零部件 PB 估值</b> .....	16
<b>表 1：特斯拉产业链零部件公司</b> .....	9
<b>表 2：德赛西威在研项目</b> .....	11
<b>表 3：原材料价格下降对毛利率改善幅度影响的敏感性分析</b> .....	15
<b>表 4：汽车零部件公司估值比较</b> .....	17

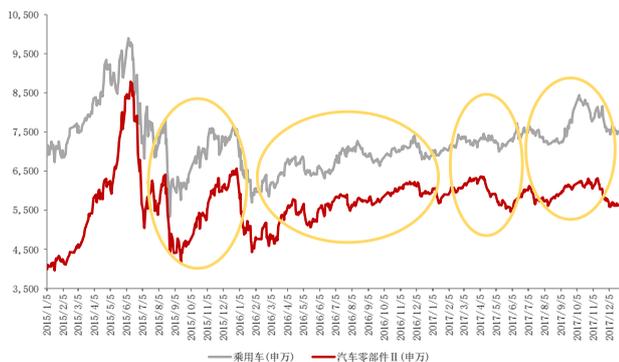
# 1 去库存中零部件略滞后于整车上漲

## 1.1 去库存中零部件指数上漲略滞后于整车，但弹性空间较大

从乘用车行业指数和零部件行业指数在 2015 至 2017 年的走势来看，在汽车库存下降的过程中，乘用车指数上漲较零部件指数略早，但零部件指数弹性更大。

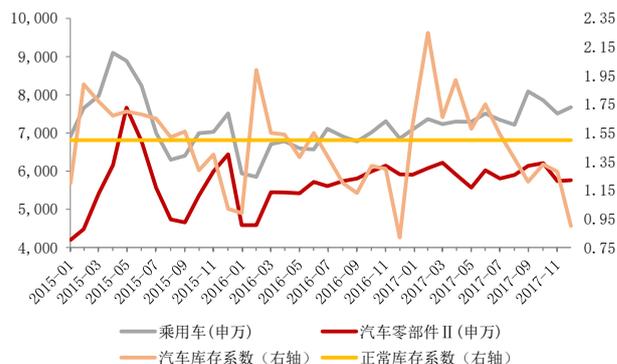
2015 年 8 月底，在市场整体大幅下跌结束之后，乘用车指数在 8 月底即开始快速反弹，在 11 月中旬即达到高点，此轮反弹的幅度达到 42.6%。零部件指数从 9 月中旬从低点开始反弹，到 12 月末达到高点，在时间上落后于乘用车指数；此轮反弹最大幅度为 57.7%，高于乘用车指数的反弹幅度。2016 年，从 2 月份到 12 月份的汽车库存下降过程中，乘用车指数与零部件指数整体上漲节奏保持一致；在上漲幅度上，乘用车指数从 2 月初到 12 月底的漲幅为 15.4%，而零部件指数漲幅为 29.0%，高于前者。2017 年，在从 2 月份到 12 月份的汽车库存下降过程中：乘用车指数 2 月到 5 月在 7200 至 7300 之间调整，零部件指数则是在 4 月初上漲到高点后快速下行，在 6 月初最大下調幅度达到 14.2%，走势出现分化；乘用车指数在 5 月中旬达到低点后上漲，7、8 月份做调整后快速上行，10 月中旬达高点，较 5 月中旬的低点上漲 16.6%；零部件指数在 6 月初的低点开始上漲，7 月份做调整之后缓慢上行，在 11 月中旬达到高点，进入高位时间晚于乘用车指数，较 6 月初的低点上漲 15.7%，弹性与乘用车指数接近。

图 1：乘用车指数与零部件指数（2015-2017）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：乘用车和零部件指数与汽车库存系数走势



数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

## 1.2 去库存中零部件公司股价略滞后于整车表现

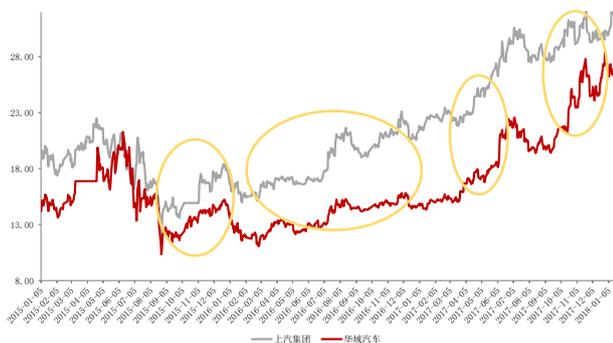
在行业去库存过程中，我们比较了整车和零部件龙头公司上汽、华域股价表现。

从上汽集团和华域汽车在 2015 至 2017 年的股价走势来看，在汽车库存下降的过程中，乘用车公司股价提升较零部件公司早。

2015 年 9 月，上汽集团股价快速回升，在 11 月初即较最低点回升近 50%，而华域汽车则在 11 月末才回升 40%。2016 年，从 2 月份到 12 月份的汽车库存下降过程中，上汽集团股价提升节奏较快，股价在 2 月份到 12 月份期间上漲 34.6%，而华域汽车同期上漲 21.7%。2017 年，在从 2 月份到 12 月份的汽车库存下降过程中，上汽集团股价在 2、3 月份调整，4、5 月份快速提升，漲

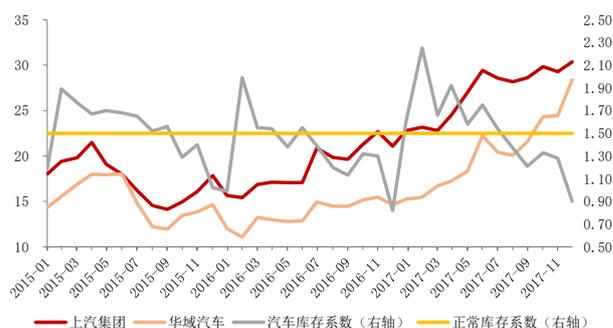
幅分别达到 7.4% 和 10.3%；华域汽车股价在 4、5 月份上涨相对较慢，涨幅分别为 3.1% 和 6.4%，而在 6 月份则快速提升，涨幅达到 21.3%，较上汽集团晚一个月左右。2017 年 10 月，上汽集团股价已经进入 30 元左右高位，并之后维持这个水平；华域汽车在 10 月至 12 月则仍在上升通道中，进入高位时间较上汽集团较晚。

图 3：上汽、华域股价走势（2015-2017）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：上汽、华域股价和汽车库存系数的走势关系

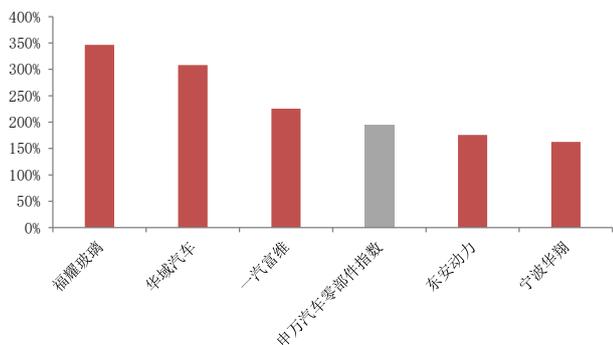


数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

## 2 复盘历次去库存中，零部件公司表现存在差异化

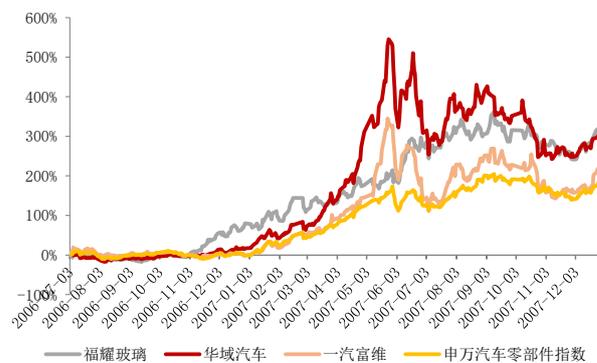
在 2006 年三季度至 2007 年四季度期间，随着库存的下降，零部件行业盈利呈现明显的改善趋势，驱动零部件公司股价快速上涨。从涨幅情况来看，以福耀玻璃、华域汽车和一汽富维为代表的综合实力较强的零部件公司更受资本市场的青睐，这三家公司在 2006 年三季度初至 2007 年四季度末涨幅分别达到 346.3%、308.2% 和 225.6%，均高于同时期申万汽车零部件指数 195.1% 的涨幅。而以东安动力、宁波华翔等公司为代表的中小零部件公司的涨幅则低于汽车零部件指数的涨幅。

图 5：2006Q3-2007Q4 零部件公司涨幅情况



数据来源：WIND、东方证券研究所

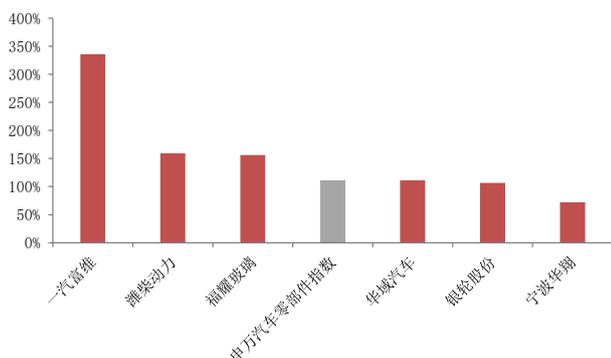
图 6：2006Q3-2007Q4 零部件公司涨幅情况



数据来源：WIND、东方证券研究所

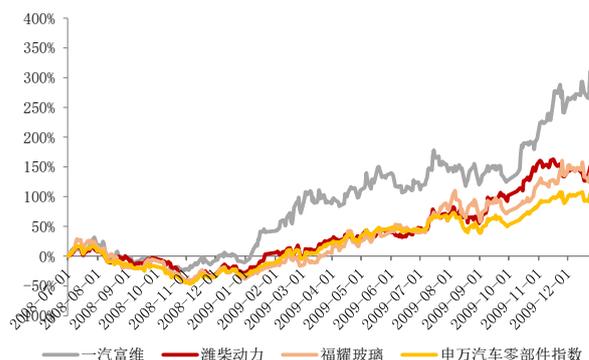
在 2008 年三季度至 2009 年四季度期间，随着库存的下降，零部件行业公司盈利改善，驱动股价上行。从涨幅情况来看，以一汽富维、潍柴动力和福耀玻璃为代表的综合实力较强的子行业龙头公司受到资本市场的青睐，这三家公司在 2008 年三季度初至 2009 年四季度末涨幅分别达到 335.8%、159.2% 和 156.2%，均高于同时期申万汽车零部件指数 111.2% 的涨幅。而以宁波华翔为代表的中小零部件公司的涨幅则明显低于汽车零部件指数。

图 7：2008Q3—2009Q4 零部件公司涨跌情况



数据来源：WIND、东方证券研究所

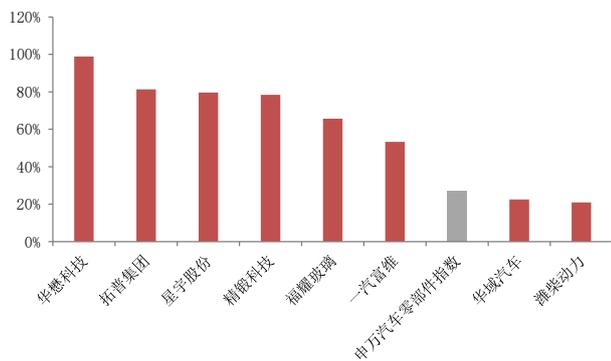
图 8：2008Q3—2009Q4 涨幅靠前的零部件公司



数据来源：WIND、东方证券研究所

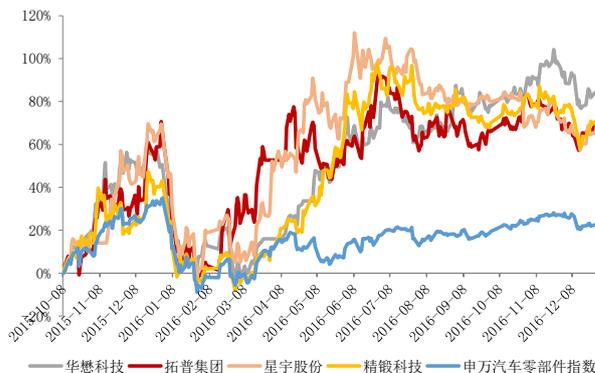
在 2015 年四季度至 2016 年四季度期间，从涨幅情况来看，以华懋科技、拓普集团、星宇股份和精锻科技为代表的中小零部件公司受到资本市场的青睐，涨幅好于包括福耀玻璃和一汽富维等传统零部件龙头公司，同时也远高于申万汽车零部件指数。在 2015 年四季度初至 2016 年四季度末的期间内，华懋科技、拓普集团和星宇股份的涨幅为 98.9%、81.3% 和 79.6%，同时期申万汽车零部件指数的涨幅为 27.1%。这主要是因为汽车电子等领域成为零部件行业发展的重点方向，相关公司因此受益，而以华域汽车和潍柴动力为代表的传统汽车零部件公司在此轮上涨中相对落后。

图 9：2015Q4—2016Q4 零部件公司涨跌情况



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 10：2015Q4—2016Q4 涨幅靠前的零部件公司



数据来源：WIND、东方证券研究所

### 3 去库存后零部件行业盈利改善

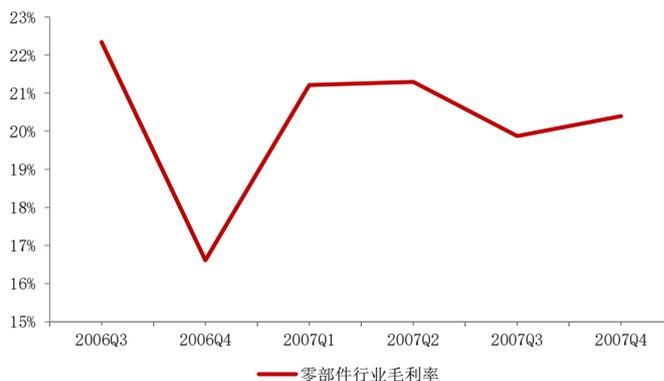
当库存逐步下降到正常水平后，零部件行业盈利呈现明显的改善趋势。

在 2006 年三季度至 2007 年四季度期间，当库存 2007 年一季度下降到正常水平后，零部件行业的毛利率改善明显，从 2006 年四季度的 16.6% 提升到 2007 年一季度的 21.2%，并在之后维持在 20% 左右的水平。

在 2008 年三季度至 2009 年四季度期间，当库存 2009 年一季度下降到正常水平后，零部件行业毛利率从 2008 年四季度的 14.1% 提升到 2009 年一季度的 19.7%，在之后维持在 20.8% 至 23.1% 的较高水平。

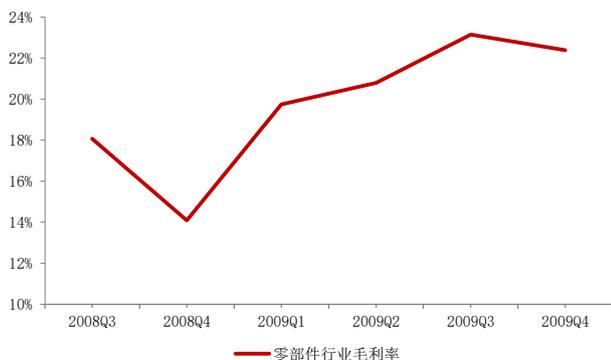
在 2015 年四季度至 2016 年四季度期间，当库存 2016 年二季度下降到正常水平后，零部件行业的毛利率改善明显，毛利率整体从 2016 年一季度 18.6% 的低点持续提升到 2016 年四季度的 20.9%，提升 2.2 个百分点。

图 11：2006Q3 至 2007Q4 零部件行业毛利率



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 12：2008Q3 至 2009Q4 零部件行业毛利率



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 13：2015Q4 至 2016Q4 零部件行业毛利率



数据来源：WIND，东方证券研究所

## 4 配置优质成长零部件公司

### 4.1 布局特斯拉及新能源车产业链的公司

#### 4.1.1 特斯拉产业链相关公司配套规模有望快速扩大

特斯拉作为全球新能源车代表性企业，其新能源车销量近几年快速提升。特斯拉 2018 年汽车交付量为 24.55 万辆，其中包括约 14.6 万辆 Model 3 和 9.9 万辆 Model S/Model X，总量较 2017 年增长 137.9%，增速较 2017 年提升 102.6 个百分点。特斯拉汽车交付量近年来快速提升，从 2013 年至 2018 年年均增长 61.3%。

特斯拉 Model 3 产能快速增长，从 2018 年一季度的 2000 辆/周提升至 2018 年四季度的 7000 辆/周。在上海工厂建成投产后，其产能将达到 3000 辆/周，总产能将在 2019 年第四季度至 2020 年第二季度期间达到 10000 辆/周，年产量超过 50 万辆。

根据特斯拉 2018 年年报，特斯拉上海工厂将在 2019 年 1 月开始建设。上海工厂主要用于优化和简化 Model 3 的生产，包括冲压、车身接合和喷漆以及总装。2019 年底，上海工厂将会开始为特斯拉 Model 3 生产部分装饰件。为了提高上海工厂的生产能力，并有效控制生产成本，特斯拉将会在上海本地建立持续的供应商体系。

预计随着特斯拉中国工厂逐步投产，其销售规模有望继续提升，相关配套供应商有望受益。汽车零部件公司主要包括旭升股份、拓普集团、岱美股份、三花智控、均胜电子、东睦股份、保隆科技等，这些公司为特斯拉主要供应的产品如下所示。

**表 1：特斯拉产业链零部件公司**

特斯拉产业链受益汽车公司		
证券代码	证券简称	主要供应产品
603305.SH	旭升股份	变速箱箱体；电动机、变速箱悬挂；电池组外壳、箱体、冷却系统组件；电子元件保护外壳；液压油泵
601689.SH	拓普集团	轻量化铝合金底盘结构件、大型车身结构件
603730.SH	岱美股份	遮阳板
002050.SZ	三花智控	新能源车热管理元器件及部件
600699.SH	均胜电子	汽车安全系统KSS(驾驶员安全气囊、方向盘和电池充电系统)、人机交互产品HMI(驾驶员控制系统、空调控制系统和方向盘控制器)、电池管理系统传感器及零部件
600114.SH	东睦股份	粉末冶金零件(逆变器、主控电池及充电桩软磁材料)
603197.SH	保隆科技	TPMS产品

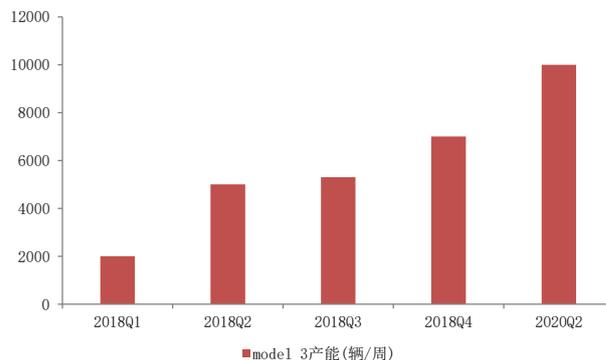
数据来源：公司公告、东方证券研究所

**图 14：特斯拉汽车交付量**

**图 15：特斯拉 Model 3 产能**



数据来源：特斯拉公司年报，东方证券研究所



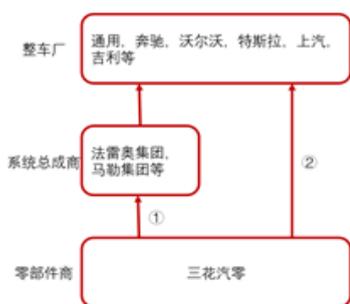
数据来源：特斯拉公告，东方证券研究所

#### 4.1.2 新能源车热管理相关公司

随着新能源车销量规模的逐年提升，热管理系统配套量逐步增加。国内热交换龙头银轮股份主要布局新能源车热管理系统，现阶段主要产品包括电池冷却板、冷却系统等；三花智控主要布局新能源车空调，主要产品电子膨胀阀具备一定竞争力。

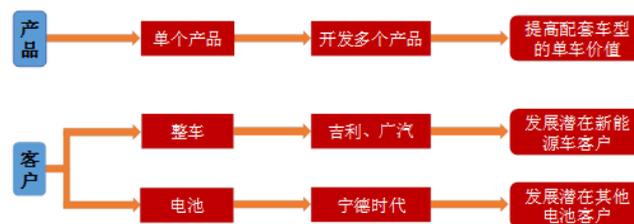
三花智控新能源主要客户包括特斯拉、比亚迪、吉利、蔚来汽车、上汽等，直接供应零部件；银轮股份现阶段整车客户主要是吉利、广汽等，电池主要是宁德时代，随着积分制的实施，会有越来越多的合资车企推出新能源车，公司未来有望切入到新的车企和电池企业配套体系。

图 16：三花智控新能源车热管理客户



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：银轮新能源车热管理系统客户成长路径



数据来源：公司公告，东方证券研究所

#### 4.2 布局智能驾驶产业链的公司

电动化、智能化是汽车产业发展的必然趋势，传统零部件公司积极布局电动智能产品，有望在未来电动智能领域占有一定市场份额，形成新的盈利增长点。

#### 4.2.1 德赛西威：积极布局 ADAS 产品

公司 IPO 募投资金主要投资于汽车 ADAS 产品，拟投入汽车电子智能工厂项目、汽车电子移动互联网技术集成产业化建设项目、汽车电子移动互联网技术研发中心建设项目和补充流动资金。

公司在研项目中，包括 Android 操作系统、智能倒车摄像（RVC）、自动泊车环视系统（APS01 Pre-study)等 ADAS 产品，这些产品未来将成为公司新的盈利增长点。

**表 2：德赛西威在研项目**

项目名称	项目主要内容	是否在研
标清全景环视系统平台（AB01）	国内领先的标清全景泊车系统，并拓展LDW、BSD、MOD、可视化雷达等ADAS功能的高性价比解决方案	已经发布
Android操作系统	研究Andorid操作系统，为后继的双操作系统做技术储备	在研阶段
智能倒车摄像（RVC）	研究倒车后视摄像头，进军ADAS领域进行传感器技术积累	在研阶段
双操作系统(Hypervisor)	Linux+Android双操作系统	在研阶段
ARO143小尺寸HD Camera	小尺寸的720P高清摄像头	在研阶段
Eastone ADAS	研究智能驾驶中，摄像头、毫米波雷达等各种感知传感器的融合算法和车身控制策略	在研阶段
自动泊车环视系统（APS01 Pre-study)	360全景融合超声波雷达的自动泊车	在研阶段
多功能高清环视平台（AB02A）	集成式全景环视系统，不仅带自动泊车功能，同时还集成盲区监测、车道偏离、移动物体侦测、行人识别等驾驶辅助功能	在研阶段
高清倒车摄像头（RG02GN）	研究百万像素高清倒车摄像头	在研阶段
红外夜视系统Demo	研究国际新一代夜视系统解决方案，进行技术积累，拟提高夜晚工况下驾驶辅助系统的可靠性	在研阶段

资料来源：公司公告、东方证券研究所

#### 4.2.2 保隆科技：与英孚合作布局传感器，360 环视系统已获车企定点

近年来，全球汽车传感器市场规模呈稳步增长态势。随着汽车电子化越发达，自动化程度越高，对传感器依赖性就越大。汽车中平均有 10 多个传感器，以 MEMS（微型电子机械系统）传感器为例，在高档汽车中，大约采用 25 至 40 只 MEMS 传感器，BMW740i 汽车上甚至有 70 多只 MEMS。汽车传感器主要分为三类：即用于动力传动系统的传感器，用于安全系统的传感器，用于提高车辆舒适性和便利性的传感器。公司主要生产两类传感器产品：压力类传感器和光学类传感器。

2017 年公司汽车传感器实现销售收入 2,491.54 万元，同比增长 155%。据公司公告，公司传感器上海松江工厂将于 2020 年底达产，届时传感器项目产能将是目前的 5 倍，达到 1000 万套/年。2017 年 10 月公司以 1700 万元获得常州英孚增资完成后的 20 % 的股权，常州英孚专业研发、

生产和销售汽车新一代主动式速度和位置类传感器，智能电池管理传感器、压力类传感器等传感器产品，通过投资常州英孚，公司再一次加码汽车传感器业务。

目前公司传感器主要配套自主品牌，公司已获得上汽乘用车、神龙、东风柳汽和奇瑞等客户的多个项目定点。

**图 18：公司压力传感器示意图**



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**图 19：公司雨光量传感器示意图**



数据来源：公司官网，东方证券研究所

360 环视系统指全景环视系统在汽车周围架设能覆盖车辆周边所有视场范围的 4 到 8 个广角摄像头，对同一时刻采集到的多路视频影像处理成一幅车辆周边 360 度的车身俯视图，最后在中控台的屏幕上显示，让驾驶员清楚查看车辆周边是否存在障碍物并了解障碍物的相对方位与距离。2017 年公司加大对车载摄像头的产品开发和产能建设的投入，获得了吉利的项目定点。2018 年，公司批量制造车载摄像头，预计 360 环视业务将受益于汽车智能化发展，为公司未来发展提供新的增长点。

**图 20：公司 360 环视系统示意图**



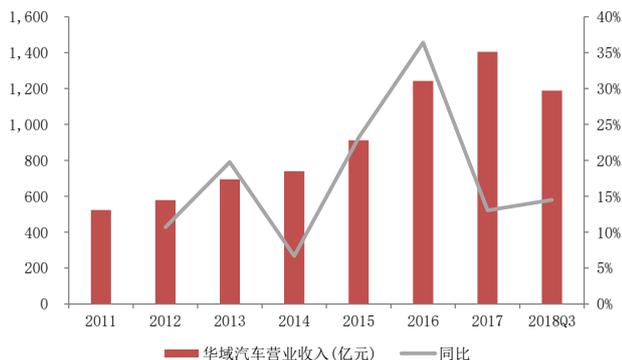
数据来源：公司官网，东方证券研究所

### 4.3 优质龙头公司：盈利稳定，抗风险能力强

优质零部件业绩增长确定性强，且在行业景气向下时盈利能力也相对稳定。

我们分析了龙头公司华域汽车及车灯细分领域星宇股份，从 2011-2018Q3 收入稳定增长，毛利率在 2015-2018 年期间也相对稳定，特别是 2018 年汽车销量下滑及上游成本高的背景下，华域汽车毛利率维持在 14% 左右，星宇股份毛利率维持在 21% 左右，相对稳定。

图 21：华域汽车收入及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 22：星宇股份收入及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 23：华域汽车毛利率



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 24：星宇股份毛利率



数据来源：WIND、东方证券研究所

### 4.4 布局受益成本下降的公司

2017 年至 2018 年，以钢材和化工产品为代表的零部件行业上游原材料价格上涨明显。

从涨幅来看，钢材综合价格指数 2017 年全年平均上涨约 43.3%，2018 年平均上涨约 7.7%；化工产品价格指数 2017 年平均上涨约 21.6%，2018 年平均上涨约 7.8%。

图 25：2016 年至 2018 年钢材综合价格指数



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 26：2016 年至 2018 年中国化工产品价格指数



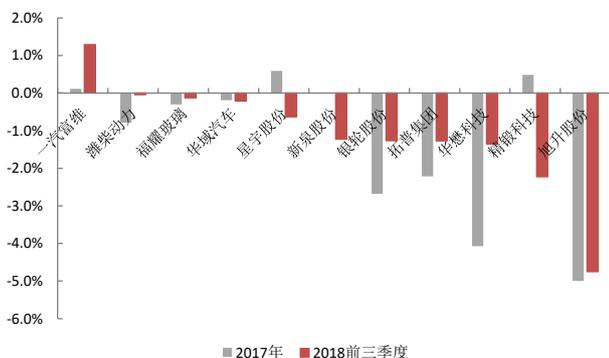
数据来源：WIND，东方证券研究所

2017-2018 年汽车零部件公司一方面受到下游整车配套需求影响，另一方面受到上游成本压力，盈利能力明显下降。

主要零部件公司中，2017 年毛利率下降幅度较大的旭升股份、华懋科技和银轮股份分别下滑 5.0、4.1 和 2.7 个百分点；2018 年毛利下滑幅度较大的旭升股份、精锻科技和华懋科技分别下滑 4.8、2.2 和 1.4 个百分点。

分季度情况来看，随着 2017 年原材料涨幅逐渐变大，零部件行业毛利率同比下滑幅度扩大，从 2017 年一季度的平均增加 0.2 个百分点到四季度的下滑 1.2 个百分点；2018 年一季度，零部件行业毛利率降幅有所减小，但由于原材料价格仍处在高位，因此二季度和三季度毛利率下滑幅度进一步扩大，分别下滑 1.4 个百分点和 1.3 个百分点。

图 27：零部件公司毛利率在 2017-2018Q3 下滑



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 28：零部件行业毛利率下滑幅度分季度情况



数据来源：WIND，东方证券研究所

从零部件公司的成本构成来看，原材料是占比较大的一部分，华懋科技和拓普集团 2017 年汽车零部件业务成本中直接材料的占比分别达到 67.6%和 75.6%；新泉股份和精锻科技主营业务成本中直接材料的占比分别为 82.6%（2018 年）和 32.9%（2010 年）。华懋科技的产品主要原材料为

原丝和化工原料，2017年涤纶工业纱同比上涨了10%，个别规格涨幅达12%，导致公司当年毛利率下滑4.1个百分点；拓普集团的产品主要原材料为铝锭、天然橡胶（含复合胶）和涤纶短纤等，2017年原材料的上涨及产品价格调整等导致公司当年毛利率下滑2.2个百分点。

在原材料占主营业务成本较高的情况下，原材料价格下降将会使主营业成本下降较多，从而使得毛利率提升。以拓普集团为例，其2018年前3个季度的毛利率为28.0%，假如其原材料占主营业务成本为70%，则在原材料采购价格分别下降5%、7.5%或10%，且产品销售价格以及其他成本保持不变的情况下，毛利率将会提升2.5、3.8和5.0个百分点。原材料占比越高则毛利率在原材料价格下降中改善越多。

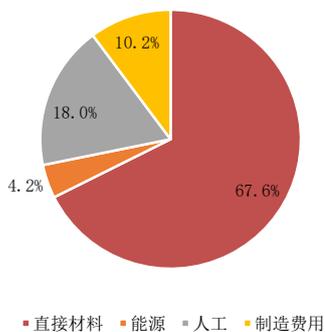
从18年4季度分析，钢材价格指数从10月121下降至12月107；化工原材料价格指数从5644下降至12月4637，预计19年上游原材料价格环比18年下降，汽车零部件公司原材料成本比重较高的公司有望受益。

**表 3：原材料价格下降对毛利率改善幅度影响的敏感性分析**

毛利率改善幅度		原材料价格下降幅度		
		-5%	-7.5%	-10%
原材料占	65%	2.3%	3.5%	4.7%
主营业务	70%	2.5%	3.8%	5.0%
成本比重	75%	2.7%	4.1%	5.4%

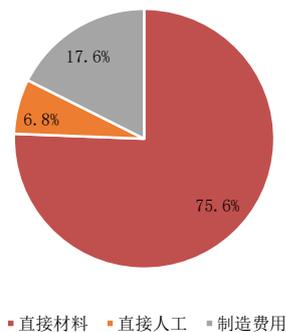
数据来源：WIND，东方证券研究所

**图 29：华懋科技成本构成**



数据来源：WIND，东方证券研究所

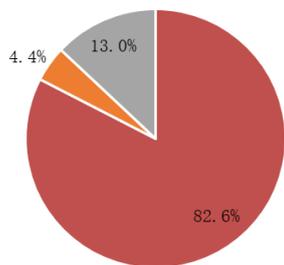
**图 30：拓普集团成本构成**



数据来源：WIND，东方证券研究所

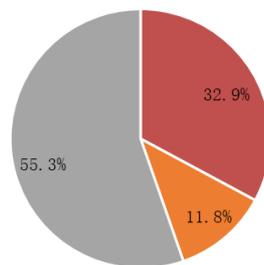
**图 31：新泉股份成本构成**

**图 32：精锻科技成本构成**



■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用

数据来源：WIND，东方证券研究所



■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用

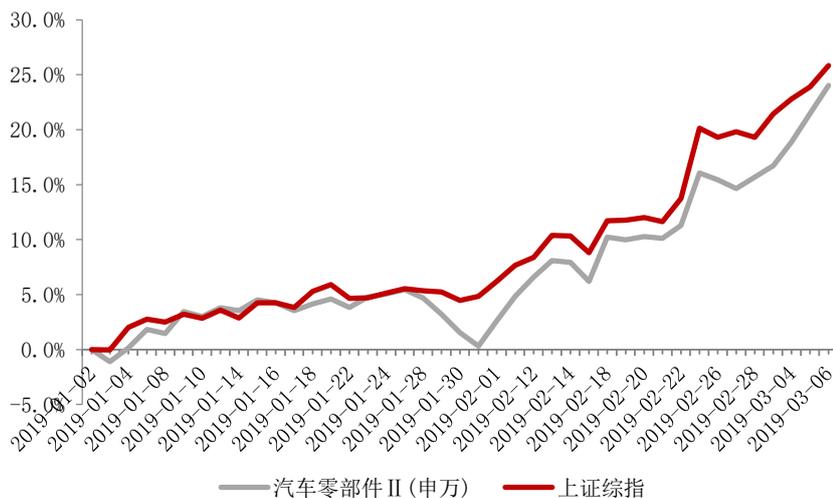
数据来源：WIND，东方证券研究所

## 5 主要投资策略

### 5.1 零部件整体估值仍处于低位

因 1 季度整车去库存，预计零部件公司产品配套量将同比下降导致盈利下滑。从 1 月 1 日到现在零部件整体仍跑输市场。截至到 3 月 6 日，因近期特斯拉产业链及智能驾驶等导致部分零部件公司估值提升，导致零部件整车 PE 估值修复至 23 倍左右，PB 估值 2.1 倍，目前仍处于估值低位。

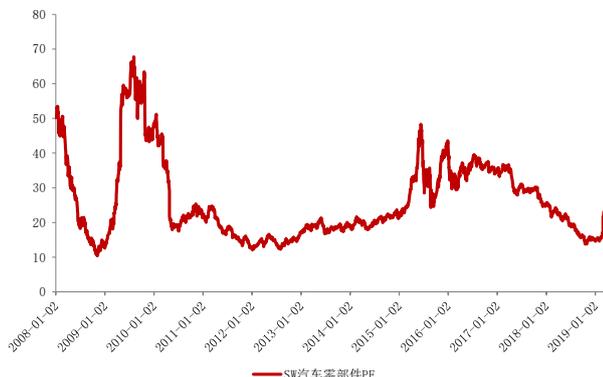
图 33：汽车零部件板块和上证综指比较



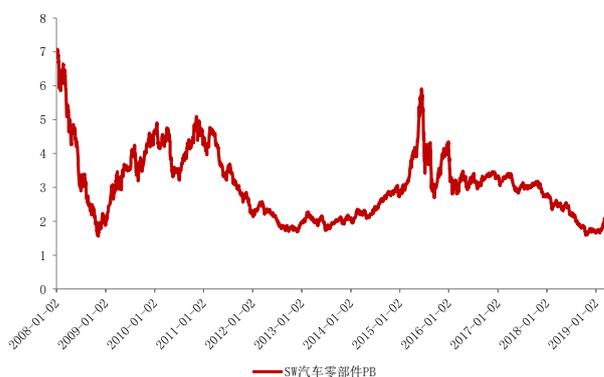
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 34：汽车零部件 PE 估值

图 35：汽车零部件 PB 估值



数据来源：WIND，东方证券研究所



数据来源：WIND，东方证券研究所

## 5.2 四条主线选择零部件公司

汽车零部件公司建议关注的：

主线一：布局特斯拉及新能源车产业链公司：银轮股份(002126, 买入)、拓普集团(601689, 买入)、三花智控(002050, 买入)、东睦股份(600114, 买入)、旭升股份(603305, 未评级)、岱美股份(603730, 买入)；

主线二：布局智能驾驶公司：保隆科技(603197, 增持)、德赛西威(002920, 买入)；

主线三：优质龙头公司：华域汽车(600741, 买入)、星宇股份(601799, 买入)；

主线四：受益成本下降的公司：华懋科技(603306, 买入)、新泉股份(603179, 买入)、精锻科技(300258, 买入)。

表 4：汽车零部件公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价(3-12)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
600741.SH	华域汽车	21.06	2.08	2.54	2.50	10.13	8.29	8.41
601799.SH	星宇股份	55.99	1.70	2.24	2.92	32.90	24.97	19.18
603730.SH	岱美股份	28.91	1.42	1.48	1.96	20.39	19.56	14.72
600660.SH	福耀玻璃	24.22	1.26	1.64	1.76	19.30	14.77	13.76
002920.SZ	德赛西威	28.95	1.12	0.89	0.89	25.83	32.50	32.46
603179.SH	新泉股份	18.33	1.10	1.46	1.64	16.65	12.58	11.16
603197.SH	保隆科技	30.33	1.04	1.02	1.31	29.13	29.64	23.09
601689.SH	拓普集团	23.32	1.01	1.12	1.29	22.99	20.87	18.13
603788.SH	宁波高发	17.59	1.01	1.21	1.45	17.37	14.58	12.11
603306.SH	华懋科技	16.49	0.89	1.01	1.20	18.56	16.34	13.74
000338.SZ	潍柴动力	10.50	0.85	0.99	1.06	12.33	10.63	9.91
603035.SH	常熟汽饰	13.83	0.81	1.31	1.37	17.01	10.56	10.13
002074.SZ	国轩高科	18.94	0.74	0.77	0.88	25.69	24.55	21.40
300258.SZ	精锻科技	13.81	0.62	0.75	0.91	22.34	18.40	15.19
002050.SZ	三花智控	17.02	0.58	0.64	0.73	29.20	26.70	23.23
600114.SH	东睦股份	8.02	0.46	0.51	0.67	17.26	15.64	11.98
603997.SH	继峰股份	9.39	0.46	0.50	0.59	20.45	18.83	15.90
600699.SH	均胜电子	28.97	0.42	1.37	1.48	69.47	21.15	19.63
002126.SZ	银轮股份	9.05	0.39	0.47	0.57	23.31	19.44	15.99
002472.SZ	双环传动	7.76	0.35	0.39	0.48	21.96	20.11	16.04
300750.SZ	宁德时代	91.07	1.35	1.65	2.06	67.29	55.35	44.24

资料来源：wind、东方证券研究所

## 6 主要风险

**宏观经济下行影响汽车需求。**若 2019 年宏观经济复苏低于预期，消费者推迟购车，则将影响乘用车需求，进而影响零部件行业整体盈利能力。

**政府推广力度低于预期，导致新能源汽车需求低于预期。**若 2019 年新能源汽车补贴政策低于预期，则将制约新能源汽车需求的释放，进而影响零部件公司配套规模。

**整车降价压力。**若 2019 年整车与零部件公司年降幅度超出预期，则将影响相关公司盈利能力。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 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

本研究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。

本研究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备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，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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

