

# 宁波华翔 (002048)

证券研究报告

2020年01月31日

## 绑定特斯拉 借力热成型 迎大众复苏周期

**内外饰龙头企业，业绩增长稳定。**公司是内外饰件龙头企业，主营业务为内外饰件、金属件和汽车电器电子。客户为上汽大众、一汽大众、宝马、奔驰、丰田、特斯拉、福特、通用、东风日产等知名车企。19H1，公司国内营收占比 79%，海外占比 21%；23 家子公司合计为公司贡献 83.4% 的营收和 89.4% 的净利润。2014-2018 年公司营业收入、归母净利润分别从 87.1 亿、5.2 亿，增长到 149.3 亿、7.3 亿，CAGR 分别达到 14.4%、8.7%。

**热成型业务有望成为新的增长点。**热成型钢材较普通钢材，抗拉强度可提升 8 倍以上，且精度更高。得益于此，热成型钢材是 A、B 柱、横梁等承力结构更优的选择。但相较于海外汽车热成型件整体 15% 以上，部分车型 30% 以上的运用比例，国内低于 10%。此外，近期中保研公布的部分明星车型 25% 碰撞测试的糟糕结果引起了社会广泛关注，我们认为此事件有望推动热成型钢材加速渗透，其运用拥有较大提升空间。目前公司 9 条热成型钢生产线均实现量产，该领域有望成为公司下一个增长点。

**绑定特斯拉，紧随新能源。**公司汽车电子及电器主要产品包括后视镜、各类控制器、电池包相关、线束管路等。目前已为（或将为）特斯拉、奔驰、大众、奥迪、沃尔沃等主机厂，宁德时代等一级供应商配套。此外，公司为国产 Model 3 配套智能反光镜，未来更多产品有望进入配套体系。

**盈利中枢稳中有升，德国华翔有望扭亏为盈。**2012-2018 年，若剔除德国华翔，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 19.1%、21.7%，大幅优于公司整体。2016 年开始，公司对德国华翔采取了：1) 更换原管理层；2) 从国内抽调技术员；3) 生产工厂转移到罗马尼亚，以降低 30% 成本。此后亏损逐步减少，2018 年减少到 2.17 亿；2019 年上半年减少到 0.53 亿，同比减亏 38.4%。我们认为，随管理整合成果显现，罗马尼亚工厂项目开始量产，子公司美国 Trim 进入新的项目周期，德国华翔有望逐步扭亏为盈。

**强化核心内饰件业务，外饰件、金属件业务稳步扩张。**公司通过合资与并购不断拓展产品及客户，做强内饰业务。2009-2018 年，内饰件营收 CAGR 达 25.7%，同期营收占比从 36.7% 上升到 53.9%。此外，外饰和金属件是公司的二、三大业务，近三年营收占比均为 16-17%。得益于资产整合以及对客户的逐步渗透，近六年外饰件、金属件营收 CAGR 分别为 26.8%、13.9%。未来，公司有望凭借长期配套及研发经验、优质的客户、广泛的布局三大核心优势，保持龙头地位，稳步渗透。

### 投资建议：

我们预计公司 2019 年至 2021 年归母净利润分别为 9.2、10.8、12.6 亿元，EPS 分别为 1.47、1.73、2.01 元/股。给予可比公司 20 年 17 倍估值，对应目标价 29 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**全球经济低迷，贸易战加剧，海外整合、汽车销量不及预期等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,806.61	14,927.08	16,677.39	18,246.63	19,819.07
增长率(%)	18.40	0.81	11.73	9.41	8.62
EBITDA(百万元)	2,326.00	2,175.59	2,120.09	2,398.46	2,683.37
净利润(百万元)	798.25	731.80	917.64	1,083.48	1,255.73
增长率(%)	11.82	(8.33)	25.40	18.07	15.90
EPS(元/股)	1.27	1.17	1.47	1.73	2.01
市盈率(P/E)	14.23	15.52	12.38	10.48	9.05
市净率(P/B)	1.45	1.40	1.33	1.20	1.07
市销率(P/S)	0.77	0.76	0.68	0.62	0.57
EV/EBITDA	5.74	2.80	4.60	3.63	2.67

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	18.14 元
目标价格	29 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	626.23
流通 A 股股本(百万股)	544.97
A 股总市值(百万元)	11,359.76
流通 A 股市值(百万元)	9,885.70
每股净资产(元)	14.16
资产负债率(%)	39.12
一年内最高/最低(元)	19.43/9.37

### 作者

<b>邓学</b>	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110518010001
dengxue@tfzq.com	
<b>姜周鑫</b>	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 内外饰龙头，定位全球.....	4
2. 围绕核心资产，业务多元拓展.....	8
2.1. 内饰件：逐步强化核心业务.....	9
2.2. 外饰&金属件：稳步扩张.....	12
2.3. 汽车电子：绑定特斯拉，紧随新能源.....	14
2.4. 热成型：有望带来新增长点.....	15
3. 盈利中枢稳中有升 海外有望扭亏为盈.....	18
4. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	22

## 图表目录

图 1：历年主营产品营收（亿元）.....	4
图 2：历年汽车配件产销额（亿元）.....	4
图 3：公司营收及毛利率（年度）.....	5
图 4：归母净利润及净利率（年度）.....	5
图 5：公司营收及毛利率（季度）.....	5
图 6：归母净利润及净利率（季度）.....	5
图 7：2018 年主要客户销售额占比.....	5
图 8：19Q3 公司股权结构图.....	6
图 9：公司收购历程.....	8
图 10：历年国内外营收情况.....	8
图 11：国内外毛利润对比.....	8
图 12：中国汽车内饰用品价格指数.....	9
图 13：公司内饰件营收及毛利率.....	11
图 14：公司三费费用率.....	12
图 15：员工数量和人均销售额.....	12
图 16：公司外饰件营收及毛利率.....	13
图 17：公司金属件营收及毛利率.....	13
图 18：汽车电子营收&毛利率.....	14
图 19：汽车电子研发投入&同比.....	14
图 20：2016 年国内碳纤维需求来源地.....	17
图 21：2016 年国内碳纤维主要厂商产能（吨）.....	17
图 22：剔除德国华翔前后营收.....	18
图 23：剔除德国华翔前后归属母公司净利润.....	18
图 24：德国华翔及国外其他公司营收.....	19
图 25：德国华翔净利润.....	19
图 26：中国乘用车销量&同比.....	20

图 27: 中国乘用车产量&同比 .....	20
图 28: 一汽大众产量&同比、环比 .....	20
图 29: 一汽大众销量&同比、环比 .....	20
图 30: 上汽大众产量%同比、环比 .....	20
图 31: 上汽大众销量&同比、环比 .....	20
表 1: 宁波华翔产品介绍 .....	4
表 2: 主要子公司近三年财务情况 (亿元) .....	6
表 3: 汽车传统内饰件单车配套价值量测算 .....	9
表 4: 公司旗下内饰业务概述 .....	10
表 5: 公司内饰件子公司收购历程 .....	10
表 6: 公司内饰业务核心竞争力 .....	11
表 7: 公司旗下外饰件和金属件业务概述 .....	12
表 8: 公司外饰件及金属件业务收购详情 .....	12
表 9: 公司旗下外饰件和金属件业务概述 .....	14
表 10: 公司新领域投资项目进度 (万元) .....	15
表 11: 热成型技术和传统技术对比 .....	15
表 12: 国内外代表车型对热成型材料的应用情况 .....	16
表 13: 中保研测试结果 .....	16
表 14: 碳纤维和其他材料密度及强度对比 .....	17
表 15: 2018&19H1 年公司主要子公司盈亏情况 .....	18
表 16: 德国华翔历程 .....	19
表 17: 宁波华翔盈利预测 .....	21
表 18: 可比公司分析 (截止日期: 2020 年 1 月 23 日) .....	21

## 1. 内外饰龙头，定位全球

**汽车内外饰龙头，多领域覆盖。**公司主要从事汽车零部件的设计、生产及销售，主营产品主要包括：1) **内外饰件**，包括仪表盘、门板、立柱、顶棚、头枕、风管、格栅灯；2) **金属件**，包括冷冲压、热成型等产品；3) **汽车电子电器附件**，包括后视镜系统、电子控制单元、线路束保护系统、新能源电池包组件等。公司坚持走高端化路线，主要为世界主流品牌的中高端车系提供配套服务，客户包括大众、宝马、福特、通用、捷豹路虎、奔驰、丰田、沃尔沃、上汽乘用车、一汽轿车、东风日产等知名汽车制造商。

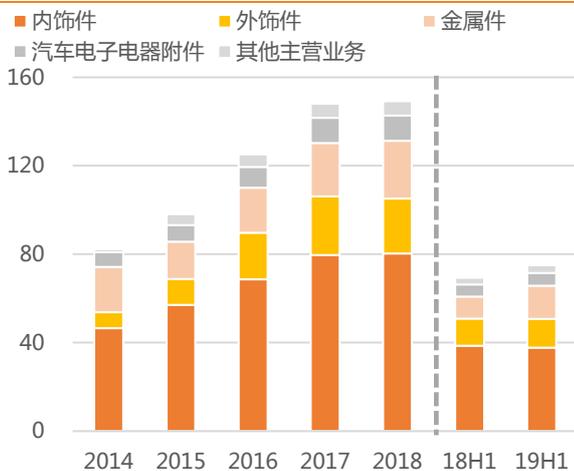
表 1：宁波华翔产品介绍

产品分类	介绍	主要配套车型	客户
内外饰件	主副仪表盘、门板、立柱、顶棚、头枕、风管、格栅、加油口盖等	新途观 L、辉昂、新朗逸、斯柯达 OCTAVIA、KODIAQ、奥迪 Q3、Q5、奥迪 A8、A6、A3、A4、探岳、T-ROC、高尔夫、新宝来、宝马 3 系、5 系、X 系车型、奔驰 C 级、E 级、	大众、宝马、奔驰、奥迪、沃尔沃、通用、福特、丰田、东风日产、捷豹路虎、沃尔沃、上汽乘用车、一汽轿车、长城汽车、吉利汽车等
金属件	冷冲压、热成型等	马 3 系、5 系、X 系车型、奔驰 C 级、E 级、	
汽车电子电器附件	后视镜系统、电子控制单元、线路束保护系统、新能源电池包组件等	A/B Class 系列、路虎 Discovery、捷豹 XF、XJ、沃尔沃 S60/V60、保时捷 macan、皇冠、卡罗拉、天籁等	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

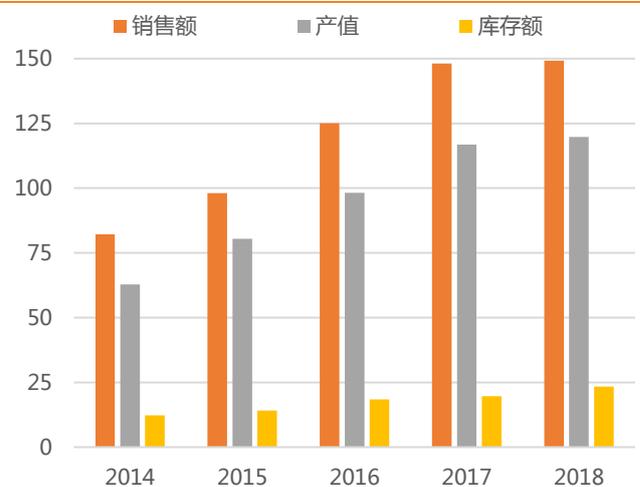
**内饰件为公司核心业务，多业务齐发展。**2014-19H1 年，公司内饰件的营收占比稳定在 50%+，为公司的核心业务。外饰件营收占比从 8.3%增长到 17.3%，金属件从 23.4%下降到 20.0%，汽车电子则稳定在 7.0%+。2014-2018 年，公司汽车配件的产值保持稳定增长，销售额从 82.2 亿元增长到 149.3 亿元，CAGR 达 16.1%。

图 1：历年主营产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

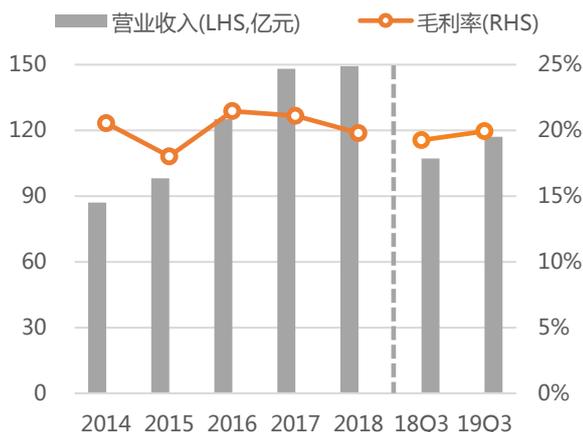
图 2：历年汽车配件产销额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

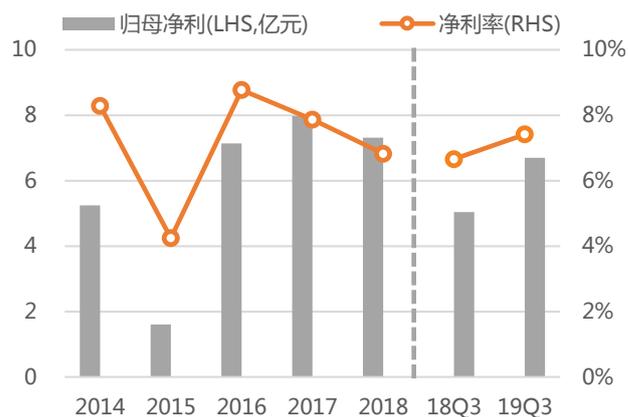
**盈利能力逐步转好。**2014-2018 年公司营业收入、归母净利润分别从 87.1 亿、5.2 亿，增长到 149.3 亿、7.3 亿，CAGR 分别达到 14.4%、8.7%。2019 年前三季度，公司实现营收 117.1 亿元，同比增长 9.3%，归母净利润 6.7 亿元，同比增长 32.9%。其中，2015 年海外子公司德国华翔出现经营问题，亏损较为严重，导致公司净利润大幅下滑。此后公司毛利率、净利率虽有所回升，但由于汽车行业景气度下降，以及海外业务处于扩张投产期，毛利率在达到 2016Q4 的最高点 24.1%后逐渐下滑到 2019Q1 的 18.2%，净利率从 2016Q2 最高点 10.7% 逐渐下滑到 2019Q1 最低点 4.8%；19H1，由于德国华翔同比减亏 3000 多万元且长春华翔 9 条生产线实现批产，业绩实现逆市增长，归母净利润达 4.2 亿元，同比增长 40.0%。

图 3：公司营收及毛利率（年度）



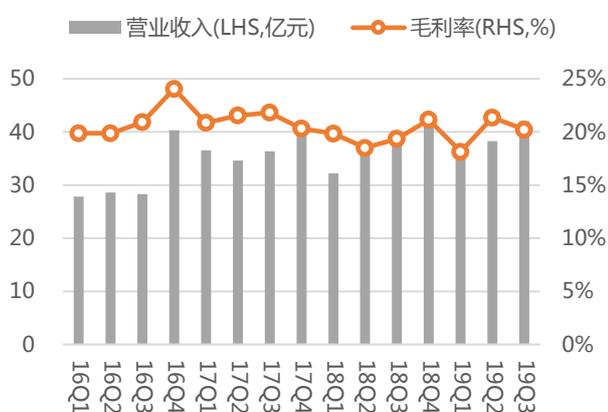
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：归母净利润及净利率（年度）



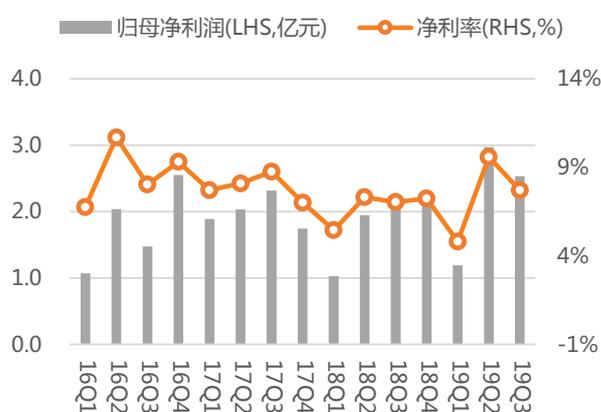
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司营收及毛利率（季度）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

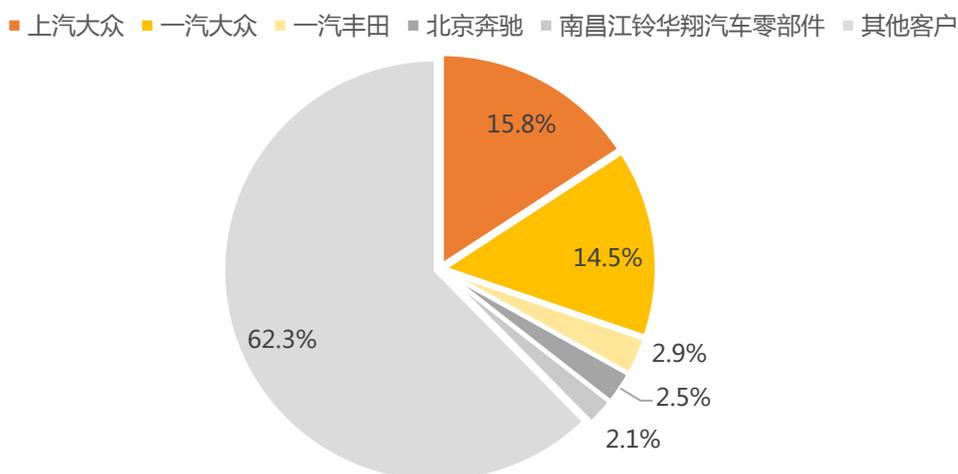
图 6：归母净利润及净利率（季度）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**以大众为核心，客户遍布全球。**据公司 2018 年报数据，公司前两大客户为上汽大众和一汽大众，销售额占比分别为 15.8%、14.5%。其余客户销售额占比均小于 3%，位列三四五名的分别是一汽丰田、北京奔驰、南昌江铃华翔汽车零部件，其中南昌江铃华翔是公司的子公司。除前五大客户外，其余客户销售额占比总计为 62.3%，公司的客户还包括宝马、福特、通用、捷豹路虎、丰田、沃尔沃、东风日产等，数量众多遍布全球。

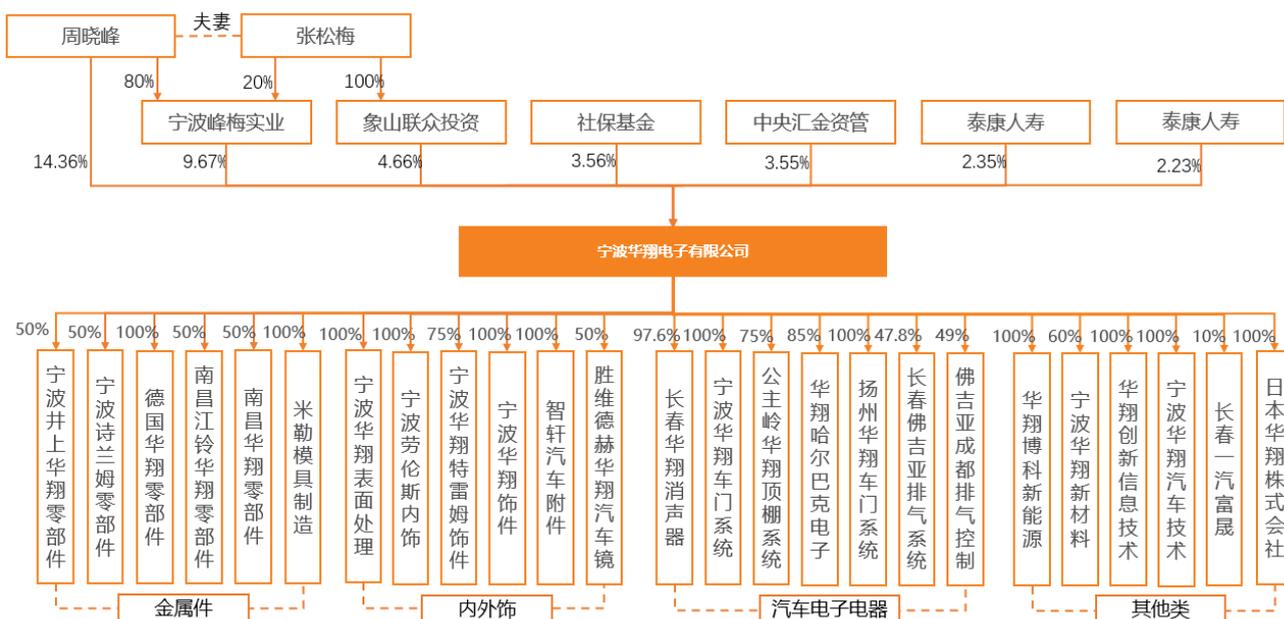
图 7：2018 年主要客户销售额占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司旗下共有 21 家子公司，4 家联营公司，业务布局海内外。公司董事长为周晓峰先生，与妻子合计持股 28.7%，对公司有较高控制权。公司旗下有 21 家子公司，4 家联营公司，主要负责金属件、内外饰、汽车电子电器等传统业务，以及新能源、新材料、信息技术等新业务。

图 8：19Q3 公司股权结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

子公司合计为公司贡献约 90% 的净利润。公司通过与德国诗兰姆、日本井上、西班牙安通林等海外公司建立合资企业，或设立全资子公司等方式拓展汽车内外饰、零部件等业务。2018 年，旗下主要子公司除德国华翔外实现全部盈利，对公司利润影响超过 10% 的子公司达到 8 家。同期公司合并利润表中，全部子公司合计营收达 124.4 亿元，占比约为 83.4%，净利润合计达到 6.5 亿元，占比约为 89.4%。

表 2：主要子公司近三年财务情况（亿元）

主营业务	持股比例	2016		2017		2018		19H1	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
宁波井上华翔零部件	50%	28.80	2.73	30.32	3.16	30.12	2.34	13.39	1.07
华翔汽车车门系统	100%	14.28	1.66	15.92	1.93	11.77	1.42	4.47	0.46
诗兰姆零部件	50%	8.81	1.70	10.86	1.98	11.95	1.60	6.11	0.74
胜维德赫华翔汽车镜	50%	11.18	1.07	14.50	1.54	13.65	1.29	5.71	0.43
华翔特雷姆汽车饰件	100%	8.26	1.42	8.21	1.56	8.43	1.26	4.64	0.57

为帕萨特新领驭、奥迪、沃尔沃、宝马等										
长春华翔 轿车消声器	主要从事轿车消声器、排气系统总成，为一汽大众、一汽轿车进行配套	97.6%	20.45	3.03	21.73	1.87	26.19	1.40	15.65	1.88
德国华翔 零部件	投资、汽车胡桃木饰件的生产和销售	100%	23.02	-2.18	20.12	-2.26	17.75	-2.17	8.07	-0.53
南昌华翔 零部件	汽车内外饰件、零部件的制造及销售	50%					3.30	0.22	2.06	0.08
无锡井上 华光零部件	生产轿车顶棚装饰条、门窗装饰条及其它复合材料汽车部件，金属及非金属型材加工	66%	4.63	0.51	4.21	0.52	4.00	0.42	2.44	0.23
公主岭华翔汽车顶	汽车顶棚模块以及与顶棚相关的产品和模具的设计开发、装配制造、运输销售	75%	0.35	0.85	4.48	0.44	4.78	0.35	3.16	0.25
劳伦斯汽 车内饰件	真木汽车内饰件及铝制汽车内饰件的生产和销售	100%			18.47	1.29	15.81	1.91	7.52	0.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 围绕核心资产，业务多元拓展

合资并购整合海内外资源，开拓、巩固公司多元业务。公司自 2001 年起与海外优质企业设立合资企业，使得公司的业务从最初的内饰，逐渐扩展到内外饰、金属件、汽车电子等多个领域，主要客户也从上海大众、通用等扩展到了奔驰、宝马、奥迪等全球知名车企。当前公司业务已布局到英、美、德多国，未来有望进一步拓展到日本。现公司旗下，各业务的主要子公司分别为：1) **内饰业务**：宁波华翔特雷姆，德国华翔，宁波劳伦斯内饰件，宁波华翔车门系统，宁波井上华翔，公主岭华翔汽车顶、无锡井上华光；2) **外饰业务**：宁波胜维德赫华翔汽车镜，宁波华翔汽车饰件；3) **金属件业务**：长春华翔轿车消声器，佛吉亚排气系统。4) **汽车电子**：宁波诗兰姆、天津胜维德赫、上海华翔哈尔巴克。

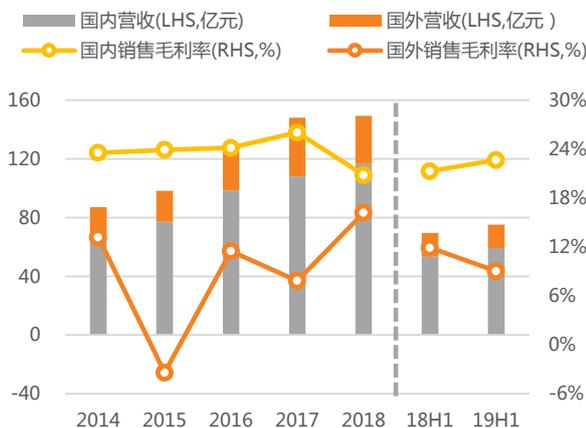
图 9：公司收购历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国内利润率相对稳定，海外有望稳步恢复。2014-19H1 年，公司海外营收占比稳定在 21%-27%之间，同期，国内销售毛利率保持在 20%以上。海外方面，2014、2015 年德国华翔出现严重质量问题，产品废品率较高，导致亏损 4.4 亿元，影响了同期国外销售利润，导致国外毛利率大幅下滑。目前德国华翔亏损减少，美国 Trim 开始扭亏，但由于海外业务仍然在扩张阶段，新项目、新产品处于投入期以及贸易战关税等因素，海外业务利润率波动较大。

图 10：历年国内外营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：国内外毛利润对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.1. 内饰件：逐步强化核心业务

传统内饰单车配套价值量约 3800 元，国内市场空间约 800 亿元+。汽车内饰系统是汽车车身的重要组成部分，传统的内饰件主要是指汽车内部改装所用到的汽车产品，涉及到汽车内部的方方面面，包括仪表板、方向盘、门内护板、遮阳板、座椅、安全带、地毯等。以一辆售价 15 万元的汽车为例，传统内饰件（不含座椅）单车配套价值量约 3800 元。按 2018 年国内乘用车销量 2213 万辆计，国内汽车内饰市场空间约 800 亿元+。

表 3：汽车传统内饰件单车配套价值量测算

内饰件种类	单价（元）	单车配套件数	单车配套价值量（元）
方向盘	800	1	800
门内护板*	200	4	800
仪表板总成*	600	1	600
立柱护板	50	6	300
地毯和隔音垫	300	1	300
遮阳板	50	2	100
天窗遮阳板*	100	1	100
行李箱内饰	150	1	150
衣帽架*	120	1	120
其他(储物盒、顶棚、立柱等)	/	/	200-700
合计			3570-4070

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

消费升级叠加电动智能趋势，汽车内饰单车配套价值量有望持续提升。汽车向着智能化、电动化方向不断发展，汽车内饰的设计理念也在不断进化以顺应汽车发展潮流。未来汽车内饰的卖点也将从安全性、舒适性等基本功能，逐步拓展至满足消费者智能化、个性化、定制化等多元需求，并在造型、感官、舒适性和功能体验等各个方面逐步融入智能化技术，预计汽车内饰在整车制造成本中的占比将不断上升，汽车内饰市场规模有望稳步扩大。

图 12：中国汽车内饰用品价格指数



资料来源：金恒德，wind，天风证券研究所

公司内饰件业务主要有 5 家子公司，配套主流车企中高端车型。当前对公司利润影响较大的内饰件子公司主要有：宁波井上华翔零部件、宁波华翔汽车门系统、宁波华翔特雷姆、德国华翔、宁波劳伦斯。公司内饰产品主要有胡桃木饰条、车门内饰总成、仪表板、立柱饰板、顶棚等，主要配套车型为帕萨特、奥迪、沃尔沃、宝马、卡罗拉等，涵盖大众、丰田、宝马、奥迪等国际知名汽车制造企业。公司旗下有 5 家负责内饰领域的子公司对公司净利润影响均超过了 10%。

表 4：公司旗下内饰业务概述

产品	配套车型/客户	相关子公司
胡桃木内饰	帕萨特新领驭、奥迪、沃尔沃、宝马等	宁波华翔特雷姆、德国华翔、宁波劳伦斯内饰件
车门内饰	上海大众帕萨特、朗逸，丰田卡罗拉、锐志、RAV4 等	宁波华翔车门系统、宁波井上华翔零部件
仪表板	斯柯达明锐、特斯拉 Model Y、一汽大众、一汽轿车、华晨汽车等	宁波胜维德赫华翔汽车镜
立柱	上海大众帕萨特、桑塔纳、奥迪等	宁波井上华翔零部件
顶棚	一汽大众宝来、速腾、奥迪，上海大众、通用等	公主岭华翔汽车顶、无锡井上华光

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**设立、收购优质子公司，不断做强内饰件业务。**公司内饰件发展可分为三个阶段：1) **起步期**，2002 年 1 月，公司与德国玛克特共同出资组建宁波玛克特汽车饰件（后更名为宁波华翔特雷姆），成为国内首家生产开发中高档轿车木饰件的零部件厂商。2) **国内成长期**，2002 年 12 月，公司与日本井上合资设立宁波井上华翔零部件，进入丰田供货渠道；2007 年 11 月与德国安通林合资设立华翔汽车门，获得安通林国内独家合作权；3) **海外成长期**，2011 年设立德国华翔，在 2012、2013、2016 年成功收购全球真木内饰市占率分列二、三、四的企业 Sellner、HIB 和宁波劳伦斯，成功将内饰件业务扩展到海外。

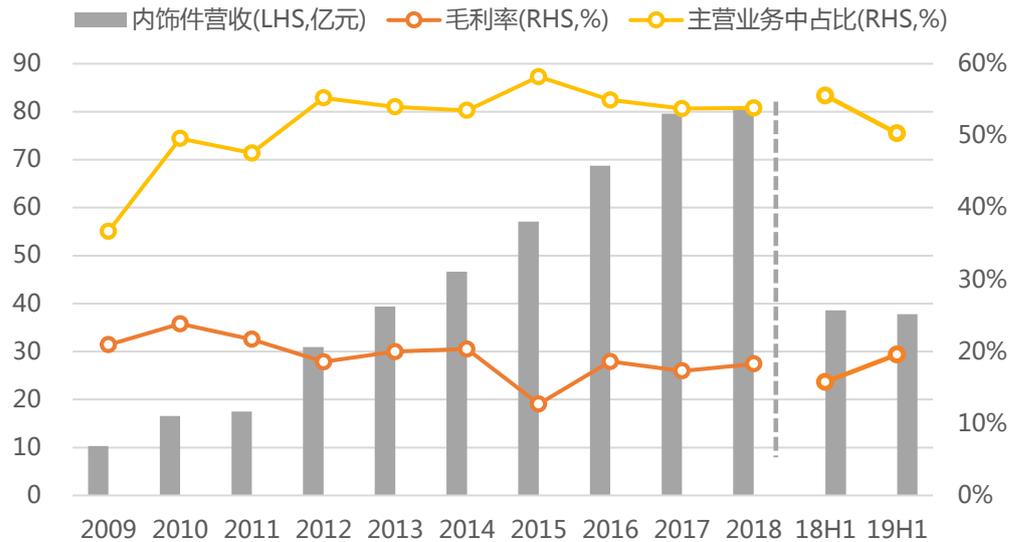
表 5：公司内饰件子公司收购历程

公司	设立/收购时间	合资方	主营业务	设立原因
宁波华翔特雷姆(原名宁波玛克特)	2002 年 1 月 合资设立	德国 玛克特	复合内饰件（胡桃木）的生产 销售	成为国内首家生产开发中高档轿车胡桃木饰件的零部件厂商
宁波井上华翔零部件	2002 年 12 月 合资设立	日本 井上	括门内饰板总成、饰柱等	与丰田的主要非金属零部件供应商井上合作，成功进入丰田的供货渠道
宁波华翔汽车门系统(原名宁波安通林)	2007 年 11 月 合资设立	西班牙 安通林	门内护板模块、A、B 柱等汽车 内饰件	获得知名座椅厂商安通林的国内独家合作权
德国华翔	2011 年 9 月 独资设立		天然桃木和塑料汽车内饰件 业务	以德国华翔的名义收购全球真木内饰市占率第二的企业德国 Sellner 和市占率第三的企业德国 HIB，扩大市场地位
宁波劳伦斯内饰件	2016 年向峰梅 实业收购(关联交易)		主要从事真木汽车内饰件及 铝制汽车内饰件的生产销售。	关联交易收购全球真木内饰市占率第三的企业宁波劳伦斯，进一步扩大真木内饰业务，整合核心资源

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**多元布局成就龙头地位，助力公司营收持续增长。**经过多年发展，客户、订单数量持续增加，公司内饰业务已经从仅有木制内饰产品，逐渐扩展到拥有真木真铝装饰条、仪表板、门板、立柱、顶棚、头枕等多样化产品。2009-2018 年，公司的内饰件营收从 10.3 亿增长到 80.4 亿，CAGR 为 25.7%，同期内饰业务在公司总营收占比从 36.7%上升到 53.9%，为公司的核心业务。

图 13: 公司内饰件营收及毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**三大核心优势巩固龙头地位。**公司的内饰件业务主要有三大竞争优势: 1) **长期配套及研发经验**, 公司收购的内饰件子公司 HIB 成立于 1875 年, Sellner 成立于 1945 年, 均有多年技术积累。且公司最新的汽车内饰件生产线技改项目已达到可使用状态, 预计将在行业内保持技术领先地位; 2) **优质的客户**, 公司的内饰件作为高端车型的定制产品, 具有不可替代性, 公司得以与宝马、奥迪、丰田、大众等客户建立稳定的长期合作关系。同时公司随着并购整合, 积累了广泛的客户资源, 前五名客户销售额总计占比为 37.7%, 不存在过度依赖某一客户的情况; 3) **广泛的布局**, 公司在国内拥有宁波、东北、成都、天津、佛山、青岛、重庆、长沙、武汉、南京等多家生产基地, 与上汽、一汽等客户就近配套。此外, 公司在海外也已建立欧洲、北美、东南亚多个生产基地, 与海外客户奔驰、宝马、福特等就近配套。通过生产基地与主机厂保持在较短的生产半径内, 可有效降低供货成本, 提升供货效率。

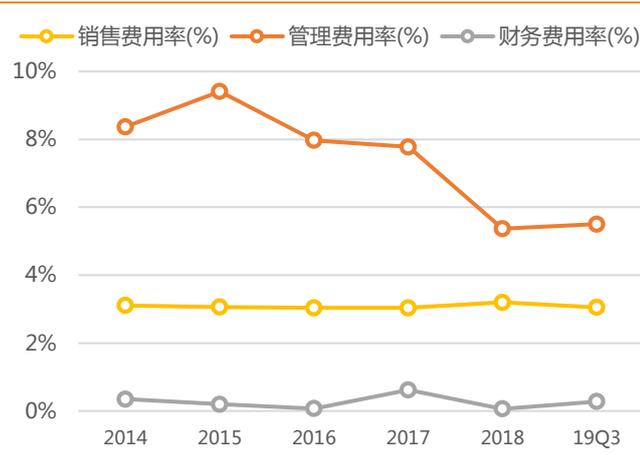
表 6: 公司内饰业务核心竞争力

公司核心竞争力	说明
技术优势	子公司多年技术积累+自身内饰技术改造项目落地, 预计将继续在行业内保持技术领先地位。
客户优势	高端定制产品的不可替代性——客户长期稳定; 客户资源广泛, 前五名客户销售额总计占比较低——不存在过度依赖单一客户
生产基地优势	国内生产基地与上汽、一汽工厂就近配套; 国际生产基地与奔驰、宝马、福特等就近配套。有利于降低生产成本, 提升供货效率。

资料来源: 经济参考报, 中国汽车新闻网, 公司公告, 天风证券研究所

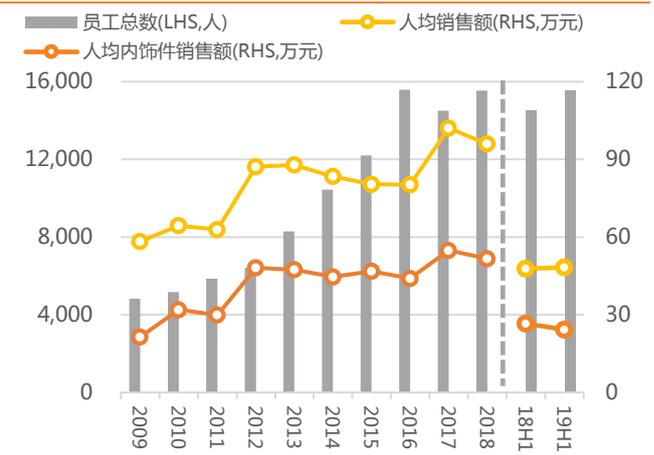
**费率控制良好, 自动化生产增强成本管控能力。**2014-19Q3 年公司的销售费用率和财务费用率控制良好, 分别维持在 3.2%和 0.6%以下。同期管理费用率逐渐降低, 从 8.4%下降到 5.5%。19Q1-Q3 公司三费率合计仅有 8.8%。作为劳动密集型企业, 公司正在积极推进生产自动化操作, 控制员工数量以降低人工成本。2018 年公司的人均年销售额为 96 万元, 据 2018 年报显示, 公司目标为 2021 年达到人均销售 200 万元。

图 14：公司三费费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：员工数量和人均销售额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 外饰&金属件：稳步扩张

外饰件、金属件分别为公司二、三大主营业务，客户覆盖一线车企。近三年外饰件、金属件营收占比均为 16%-17%，为公司的第二、三大主营业务。具体情况为：1) 外饰件，主要子公司为宁波胜维德赫华翔汽车镜，产品主要有汽车镜、加油口盖、车门手柄、风管、格栅等，客户覆盖大众、福特、通用、奔驰、日产等国际知名汽车企业；2) 金属件，主要子公司为长春华翔消音器、佛吉亚排气系统，产品为消声器、排气系统，客户覆盖上海大众、上海通用、一汽大众、一汽丰田等。

表 7：公司旗下外饰件和金属件业务概述

业务	产品	相关子公司	客户
外饰件	汽车镜	宁波胜维德赫华翔汽车镜	上海大众、一汽大众、长安福特、上海通用、北京奔驰、奇瑞、捷豹路虎、沃尔沃、东风日产、长安铃木、上海汽车、北京汽车
	加油口盖	宁波胜维德赫华翔汽车镜	
	车门手柄	宁波胜维德赫华翔汽车镜	
	风管	宁波井上华翔零部件	上海大众、一汽大众、天津丰田、四川丰田、上汽股份、福建戴姆勒、东风日产等
	格栅	宁波井上华翔零部件、宁波华翔汽车饰件	
金属件	消声器	长春华翔轿车消声器	上海大众、上海通用、一汽大众和一汽丰田等
	排气系统	佛吉亚排气系统	

资料来源：公司公告，宁波黄页，中国汽车人才网，象山人才网，天风证券研究所

合资、收购子公司，扩展业务、引进技术、新增客户一举多得。2005 年 12 月，公司从吉汽集团手中收购长春华翔轿车消声器公司，拓展到金属件业务，同时收获了客户资源一汽集团，海外合作资源佛吉亚公司；2007 年 10 月 19 日，公司与德国 SMR 组建宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司，获得了德方专有技术与专利支持，形成了更加强大的技术壁垒。

表 8：公司外饰件及金属件业务收购详情

业务领域	公司	设立/收购时间	股东	主营业务	设立原因
金属件	长春华翔轿车消声器	2005 年 12 月从吉汽集团收购重组	宁波华翔 97.6%，杨军 2.4%	奥迪 A6 消声器、马自达消声器、捷达消声器、重型卡车消声器等	1) 从单一的内饰件业务拓展到金属零部件业务； 2) 利用长消厂的客户资源，使内饰件业务进入一汽供货渠道；

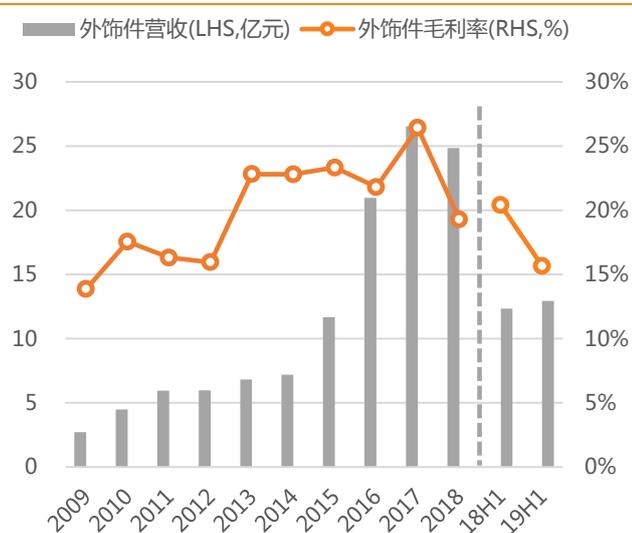
3) 取得长消厂与佛吉亚合资子公司——佛吉亚排气系统, 加强海外合作

外饰件	宁波胜维德赫华翔汽车镜(原名雪弗莱克华翔汽车镜)	2007年10月合资成立	宁波华翔50%, 德国SMR 50%	汽车镜、加油小门、车门外手柄、汽车电器及汽车组合仪表的开发、制造以及提供售后服务	中方提供土地和设备, 德方提供专有技术和专利。使公司拓展业务到汽车外饰件业务, 形成内饰、外饰、金属件三大业务领域
-----	--------------------------	--------------	--------------------	--	---

资料来源: 公司公告, 国家企业信用信息公示系统, 天风证券研究所

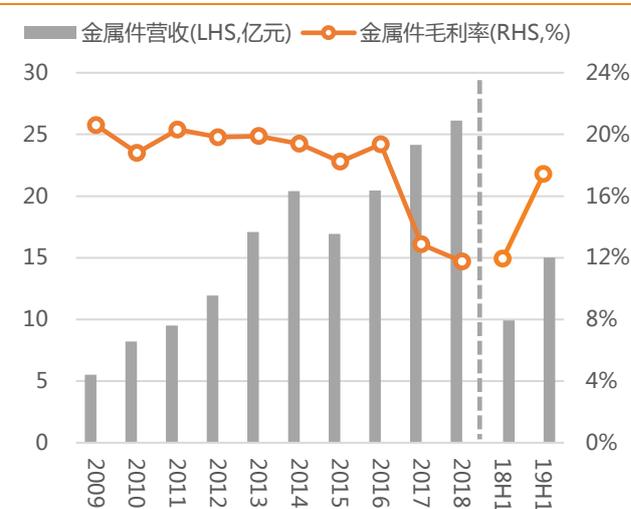
**金属&外饰业务稳步扩张。**公司于2015年7月并表了东莞井上汽车部件、无锡井上华光, 2016年11月并表了宁波劳伦斯, 2012-2018年外饰件业务营收从6.0亿增长到24.8亿, CAGR为26.8%。同时, 得益于主要客户一汽集团销量的快速增长, 在并表及客户需求快速增长的双重推动下, 公司金属件业务营收从11.9亿增长到26.1亿, CAGR为13.9%。

图 16: 公司外饰件营收及毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 17: 公司金属件营收及毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 2.3. 汽车电子：绑定特斯拉，紧随新能源

3 大子公司 4 大产品类型，深度绑定客户。宁波诗兰姆、天津胜维德赫、上海华翔哈尔巴克三家子公司，主要产品是车身电子，具体包括：1) 后视镜：配套奔驰、大众、沃尔沃、斯柯达、捷豹路虎等，并配套特斯拉上海工厂，且其他板块也积极向特斯拉送样，为未来提供增长空间；2) 电子控制：公司产品包含燃油泵、水泵、灯组控制器，全面配套高低端客户，下游客户包括奥迪、奔驰、吉利、东风等；3) 线束管路及气液管路：公司作为线路保护系统市场领先供应商，拥有 260+台注塑机及 70+条挤出生产线，其子公司诗兰姆通过二次配套面向各主机厂；4) 电池包：目前公司配套大众、奥迪等客户，2021 年后，电池包铝壳体将成为长春华翔的营收主要贡献板块，为公司提供成长点。

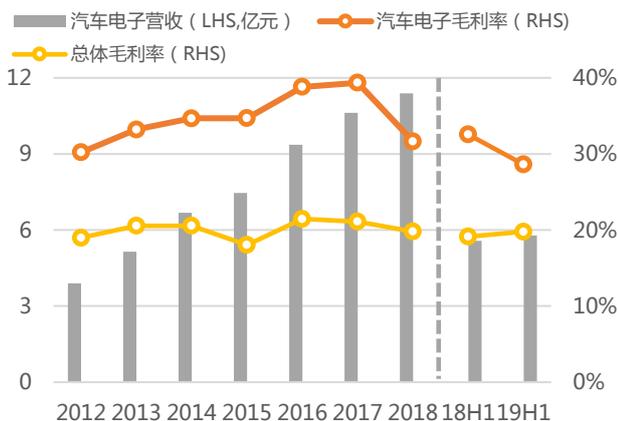
表 9：公司旗下外饰件和金属件业务概述

业务	产品	相关子公司	客户
后视镜	汽车镜	天津胜维德赫华翔汽车零部件有限公司	特斯拉、奔驰、大众、奥迪、沃尔沃、通用、捷豹路虎、斯柯达、长城、领克等
电子控制系统	燃油泵控制器	上海华翔哈尔巴克汽车电子有限公司	奥迪，大众，斯柯达，沃尔沃，奔驰，通用，领克，东风，吉利等
	水泵控制器	上海华翔哈尔巴克汽车电子有限公司	
	LED 模组 小灯总成	天津胜维德赫华翔汽车零部件有限公司	
线束保护及气液管路	扎扣等	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	二次配套主机厂
	波纹管等	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	
电池包业务	上下壳体	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	大众、奥迪
	模组塑料件	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	宁德时代
	配电盒	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	大众、奥迪

资料来源：公司公告，天风证券研究所

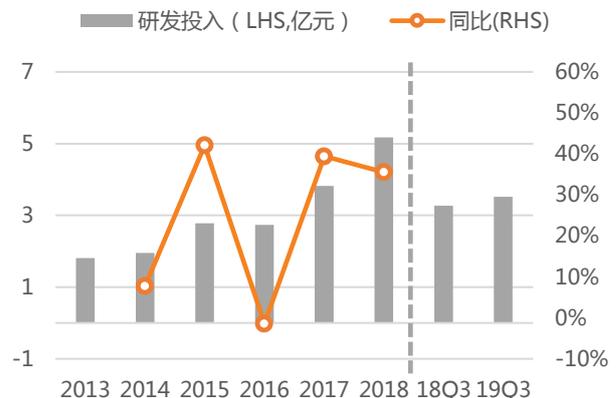
盈利能力有望随新订单落地回升。2012 年，公司并购的德国 HELBAKO 作为汽车电子业务开端，2014 年汽车电子工厂达产后，汽车电子业务快速提升。此外，在整体毛利维持在 20%的情况下，汽车电子板块毛利一直在 28%+。近年虽有所下滑，但我们认为，未来随特斯拉、大众、奥迪等订单放量，营收占比有望逐年提升。

图 18：汽车电子营收&毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 19：汽车电子研发投入&同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司为国产特斯拉配套，未来单车价值有望继续提升。特斯拉后视镜具有多项功能：1) 自动防眩目：调整镜片与后方的角度，让实像和虚像照射进入人眼，因虚像亮度远低于实像，调节后方车灯的亮度，避免强光刺眼。2) 镜片加热：镜片背面加装电加热丝，蒸发镜片的水汽，保证驾驶员在雨雪天中有清晰的视野。3) 记忆复位；4) 自动折叠。公司最新公告显示，公司已为国产特斯拉 Model3 供应后视镜，并正在向其他业务领域拓展。

## 2.4. 热成型：有望带来新增长点

布局热成型、高性能复合材料等新领域，积极推进汽车电子业务研发改造。公司于 2017 年采用非公开发行股票的方式募集项目资金 20.1 亿元，其中，1) 11.3 亿元投资热成型领域：项目基本投资完毕，2019 年 4 月底，长春华翔天津、成都热成型项目均达到可使用状态，募集资金项目中 5 个热成型项目已陆续批产，另外 4 条“热成型钢”生产线也实现量产；2) 1.8 亿元用于汽车电子的研发改造：预计于 2021 年 12 月底达到可用状态。3) 3.5 亿元投资碳纤维等高性能复合材料领域：预计在 2021 年 6 月底全部达到可使用状态。

表 10：公司新领域投资项目进度（万元）

投资项目	投资总额	累计投入 金额	投资进度	达到预定可使用状 态时间	说明
长春华翔青岛工 厂热成型项目	49,558.72	47,220.39	95.28%	2018 年 8 月 31 日	为了配合一汽大众在天津和成都工厂产能的调整，完成热成型产品在国内的布局，用于生产新宝来车型的零部件
长春华翔佛山工 厂热成型项目	22,682.24	22,094.13	97.41%	2018 年 8 月 31 日	用于生产 AUDI A3 和 T-ROC 车型的零部件
长春华翔天津工 厂热成型项目	18,000.00	18,000.00	100.00%	2019 年 4 月 30 日	由天津华翔汽车金属零部件有限公司实施
长春华翔成都工 厂热成型项目	22,682.24	18,841.54	83.07%	2019 年 4 月 30 日	由成都华翔轿车消声器有限公司实施
年产 5 万件碳纤 维等高性能复合 材料项目	20,000.00	0.00	0.00%	2021 年 6 月 30 日	由于主要客户近期无大量装车计划，且目前已能满足项目试制及小批量生产的需要，因此短期内暂不需要进行大规模投入
年产 40 万套自 然纤维等高性能 复合材料项目	14,758.60	0.00	0.00%	2021 年 6 月 30 日	短期内国内市场没有大量投入的机会，因此暂缓此项目的募集资金投入
汽车电子研发中 心项目	17,959	0	0%	2021 年 12 月 31 日	主要针对自主品牌车辆在汽车电子和控制系统

资料来源：公司公告，天风证券研究所

热成型技术能有效克服传统成型技术的缺点，自主技术亟待提高。传统金属件制造技术为冷成型，制成的普通钢板抗拉强度不到 210MPa，为了安全性必须使用较厚的钢板，导致车身偏重，且钢板的精度较低。采用热成型技术的钢板抗拉强度达 1200-1650MPa，从而可使用较薄的钢板，达到车身轻量化的目的，同时具有精度高、延展性好的优势。但部分原材料受到国外专利保护，国内目前主要使用无镀层板，无法保证最终零件的防腐性和表面质量。宁波华翔积极投资热成型项目，有助于借助自主研发技术，摆脱专利受制于人的困境，有效降低成本。

表 11：热成型技术和传统技术对比

	热成型技术	常规成型技术
安全性	热成型钢板抗拉强度达 1200-1650MPa，安全性高	普通钢板抗拉强度小于 210MPa，安全性较低
精度	高温下成型回弹小，精度较高	低温成型，精度较低
重量	可采用较薄的料厚，实现零部件轻量化	由于强度小，必须用较厚的钢板，使车身较重
成本	目前原材料成本高、来源少，部分原材料专利权掌握在外国公司手中	目前原材料来源多，成本较低
自主设计能力	国内起步晚，设计主动权仍在热成型供应商手中，自身不具备完整的设计和分析能力	国内技术已经成熟

资料来源：《热成型零件在轻量化车身上的应用方法研究》-杨志强，《热成型技术在车身开发中的研究与应用》-邱国华，《汽车车身轻量化技术》-牛胜福，天风证券研究所

汽车热成型技术已广泛运用于 A、B 柱及横梁，国内市场提升空间较大。汽车 A 柱、B 柱是使用最广也是最常见热成型零件，包括欧美日系均成熟应用，保险杠横梁、门槛、门防撞板等也已成为主流。国外品牌中，沃尔沃的热成型材料应用占比已达 30%，其它主流品牌也在 15%以上，目前欧、美系 10 万元级别车型均已采用热成型技术。而自主品牌由于起步较晚，热成型应用比例普遍较低，大部分低于 10%，国内市场仍有较大的提升空间。

表 12：国内外代表车型对热成型材料的应用情况

	车型	车企	热成型材料应用占比	主要使用结构
合资车型	XC90	沃尔沃	30%	
	V90	沃尔沃	28.90%	A、B 柱，保险杠横梁，门槛，前挡板加强横梁等
	XC60	沃尔沃	26.30%	
	POLO	上汽大众	21%	
	Kadiac	上汽斯柯达	20.30%	
	BMW 6	宝马	17%	A、B 柱，保险杠横梁，门槛，前挡板加强横梁，中通道，底板横梁，侧边梁等
自主车型	绅宝 X55	北汽	11%	B 柱
	博瑞	吉利	8%	A、B 柱，前保险杠横梁，防撞板
	MG GS	上汽	7.40%	A、B 柱，纵梁
	瑞虎 7	奇瑞	6%	A、B 柱，防撞板，后保险杠横梁，纵梁

资料来源：《热成型零件在轻量化车身上的应用方法研究》-杨志强，《热成型技术的应用现状和发展趋势》-薛戡，天风证券研究所

上汽大众的 A 柱体事件有望向热冲压成型切换。大众中保研测试中 A 柱受损：2019 年，帕萨特在中保研正面 25% 碰撞测试中，A 柱呈近 90 度的弯折，轮胎侵入座舱，主驾驶框明显变形，测评结果为“P”，引起广泛关注；2018 年，大众途观 L、迈腾均折戟正面碰撞，A 柱不同程度受损。随着大众对汽车的安全性认知度和要求越来越高，热冲压成型技术也将得到越来越广泛的应用：A、B 柱均需要最大程度避免驾驶舱被挤压变形，现在 A、B 柱材料分为普通钢板、高强度钢、超高强度钢、热成型钢等，热成型的应用将会使得车身零件的强度、抗凹性、耐腐蚀性都得到大幅提高，从而使车身安全性、舒适性大大提升。

表 13：中保研测试结果

时间	制造商	车型	事件	碰撞测试	结果
19 年	上汽大众	帕萨特（2019 款 280TSI 商务版）	A 柱严重变形，呈近 90 度的弯折	正面 25%碰撞测试	P
18 年	一汽大众	迈腾（2018 款 280TSI DSG 舒适型）	A 柱折弯	正面 25%碰撞测试	M
18 年	上汽大众	途观 L（2018 款 330TSI 两驱风尚版）	A 柱撕裂，纵梁的车架扭曲严重； B 柱变形，内凹明显	正面 25%碰撞测试	P

资料来源：中保研、天风证券研究所

碳纤维具有密度小、强度大等优点，主要运用于汽车外壳和零部件，可有效降低车重，节能减排。对比传统材料：密度方面，碳纤维的密度只有钢的 1/4；强度方面，抗拉强度最高可达到普通钢的 16 倍、高强度钢的 5 倍；使用温度方面，传统金属材料的熔点普遍低于 1000℃，碳纤维可在-180℃-2000℃使用；同时碳纤维还具有耐酸、耐腐蚀、耐急冷急热等优势。随着新一代汽车对节能减排和安全要求的提高，碳纤维将会在汽车减重、增强安全性等方面发挥不可替代的作用。但由于目前制造成本较高，较为高端的 T700 级别碳纤维价格为 150 元/千克，远高于高强度钢的 5 元/千克和铝合金的 30 元/千克，各大车厂延后了碳纤维批量装车时间，因此公司目前只进行项目试制及小批量生产，短期内暂未大规模投入量产。

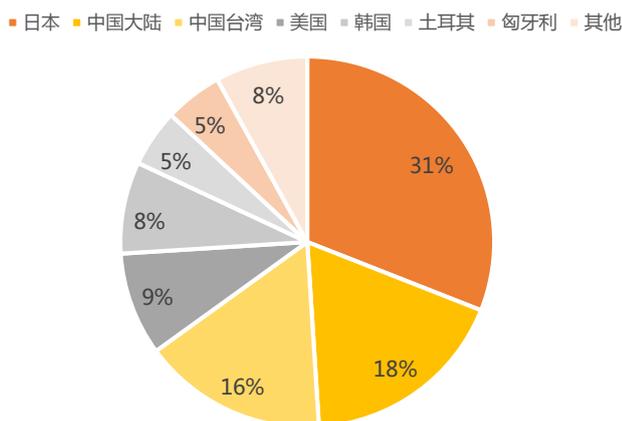
表 14：碳纤维和其他材料密度及强度对比

材料	密度(g/cm <sup>3</sup> )	抗拉强度(Mpa)
传统高强钢	7.8	780
铝合金	2.7	360
镁合金	1.8	240
玻纤增强复合材料(单向)	1.85	960
碳纤维增强复合材料(单向)	1.63	1240
粘胶碳纤维	2.0	2100-2800
Pan 碳纤维	1.76-1.94	>3500

资料来源：盖世汽车，《碳纤维的发展及其应用现状》-黎小平，《碳纤维增强复合材料在汽车上的应用》-王东川，天风证券研究所

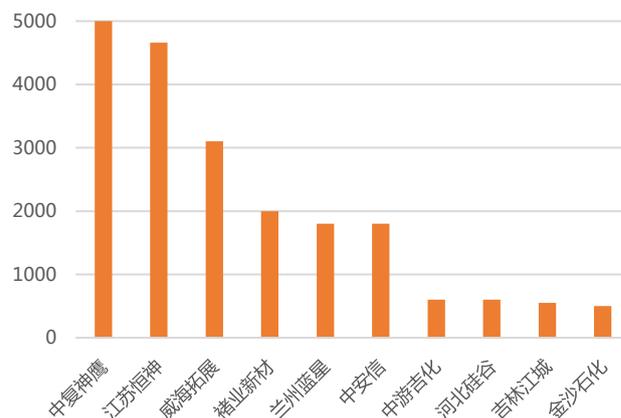
目前国内碳纤维高度依赖进口，自主高端汽车碳纤维匮乏。据中国产业信息网数据，2016年我国碳纤维需求量达 2.0 万吨，中国大陆仅能满足 18%的需求量，剩下 82%依赖进口。虽然我国碳纤维生产企业的产能达到了 1.8 万吨，但多数无法满足高端产品需求，因此实际产量仅有 0.46 万吨左右，且主要集中于风电、航天等领域，自主生产汽车碳纤维能力匮乏。汽车领域，宝马 i3、i8、M3，日产 GTR 等高端车型已配备碳纤维部件。

图 20：2016 年国内碳纤维需求来源地



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 21：2016 年国内碳纤维主要厂商产能（吨）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 3. 盈利中枢稳中有升 海外有望扭亏为盈

国内各业务盈利良好，海外内饰件业务亏损较大。公司旗下国内业务稳定盈利，且营收、净利润稳定增长。2018年，宁波井上华翔、华翔汽车门、华翔特雷姆、宁波劳伦斯、宁波胜维德赫汽车镜、长春华翔消声器、宁波诗兰姆等主要子公司合计为公司贡献了107.2亿营收及6.4亿归母净利润；国外业务目前为亏损状态但有逐步改善的趋势，主要子公司德国华翔营收、净利润分别为17.8、-2.17亿元，19H1亏损同比减少38.4%至-0.53亿元。

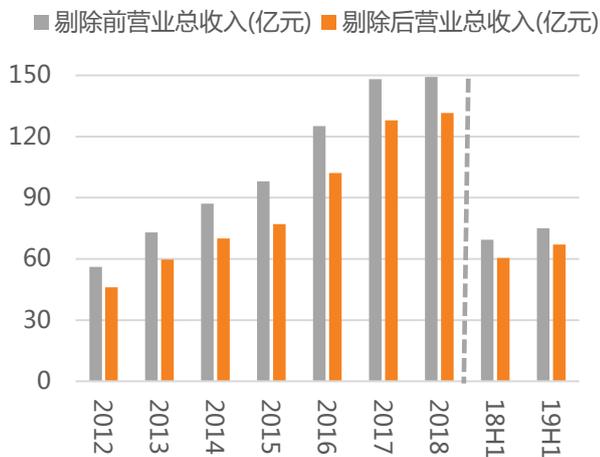
表 15：2018&19H1 年公司主要子公司盈亏情况

	公司名称	持股比例	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)
内饰件	宁波井上华翔汽车零部件有限公司	50%	30.12	1.17	13.39	0.53
	宁波华翔汽车车门系统有限公司	100%	11.77	1.42	4.47	0.46
	宁波华翔特雷姆汽车饰件有限公司	100%	8.43	1.26	4.64	0.57
	宁波劳伦斯汽车内饰件有限公司	100%	15.81	1.91	7.52	0.24
	德国华翔汽车零部件系统公司	100%	17.75	-2.17	8.07	-0.53
外饰件	宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	50%	13.65	0.65	5.71	0.21
金属件	长春华翔轿车消声器有限责任公司	97.60%	26.19	1.36	15.65	1.83
其他主营业务 (汽车电子等)	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	50%	11.95	0.80	6.11	0.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

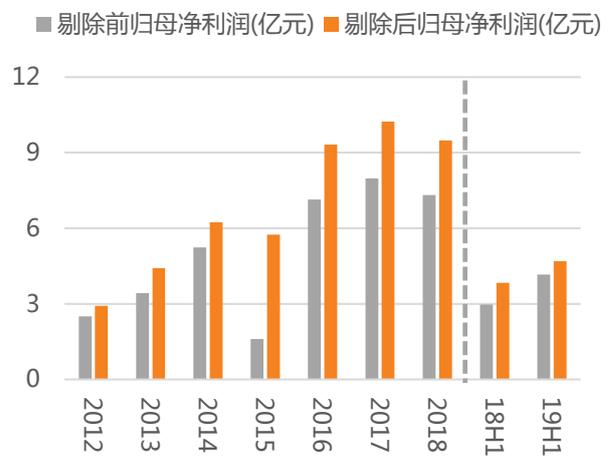
盈利中枢稳中有升。剔除掉亏损较大的德国华翔之后，公司的营收和利润基本保持稳定增长的态势。得益于公司在内饰业务的不断整合并购，以及外饰、金属件业务的迅速发展，2012-2018年，营收、归母净利润分别从46.1亿、2.9亿增长到131.5亿、9.5亿，CAGR分别达到19.1%、21.7%。19H1，剔除后的归母净利润达4.7亿元，同比增长22.4%。

图 22：剔除德国华翔前后营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

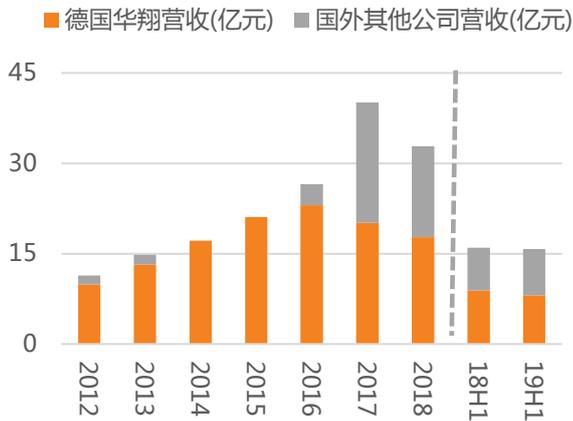
图 23：剔除德国华翔前后归属母公司净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

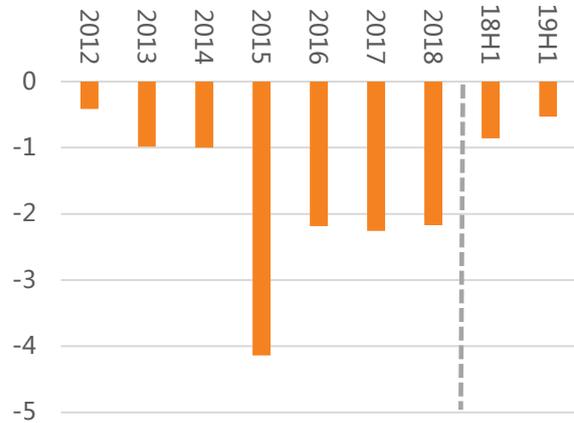
**德国业务持续亏损。**2016年前，德国华翔营收占公司海外营收比例稳定在90%以上。此后由于公司收购了宁波劳伦斯，占比有所下降，但依然维持在50%以上。因此德国华翔是公司海外业务的主要子公司，对公司业绩影响较大。2014、2015年德国华翔出现严重质量问题，产品废品率较高，导致亏损4.4亿元，影响了同期国外销售利润，导致国外毛利率大幅下滑。目前德国华翔亏损减少，美国Trim开始扭亏，但由于海外业务仍然在扩张阶段，新项目、新产品处于投入期以及贸易战关税等因素，业绩恢复较缓。

图 24：德国华翔及国外其他公司营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：德国华翔净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**三管齐下，德国华翔经营状况正在改善。**针对因质量问题引起的亏损，公司及时采取了三大改善措施：1) 解聘原管理层，从中国聘请专业管理团队；2) 从国内各子公司抽调技术人员协助改进；3) 将德国华翔主营业务真木内饰件的生产基地转移至罗马尼亚，预计成本有望下降30%。2019年，德国华翔罗马尼亚新工厂承接的项目开始量产，子公司美国Trim也进入新的项目周期，德国华翔的营业收入和净利润在多重作用推动下，使得19H1亏损同比减少38.4%，未来有望扭亏为盈。

表 16：德国华翔历程

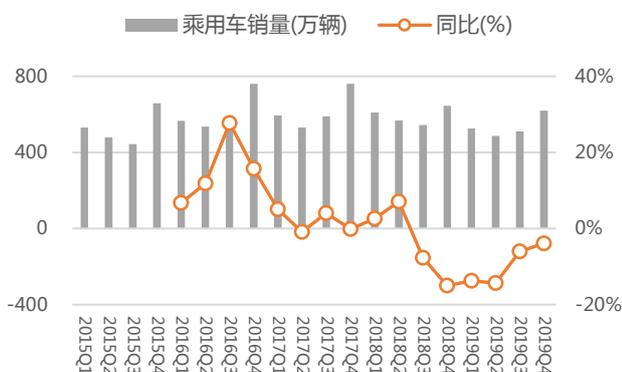
时间	重点事件	净利润(亿元)
2011	德国华翔成立	-0.01
2012	收购德国 Sellner，木饰件进入奔驰供应链	-0.41
2013	收购德国 HIB，木饰件进入宝马供应链	-0.98
2014	第四季度，产品出现质量问题，废品率较高。公司解聘了原管理层，从中国抽调人员协助改进。	-1.00
2015	质量风波后续影响较大，及新产品陆续投产	-4.14
2016	更换管理层逐渐见效，老客户坚定支持	-2.18
2017	子公司美国 Trim 主要项目生命周期结束，由盈转亏。德国华翔真木内饰业务转移至罗马尼亚新工厂	-2.26
2018	子公司美国 Trim 开始扭亏，但整体扭亏工作进展较为缓慢	-2.17
2019	罗马尼亚工厂项目开始量产，美国 Trim 进入新项目周期(扭亏为盈)，整体减亏趋势基本确立	-0.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：19年为19H1数据

## 4. 投资建议

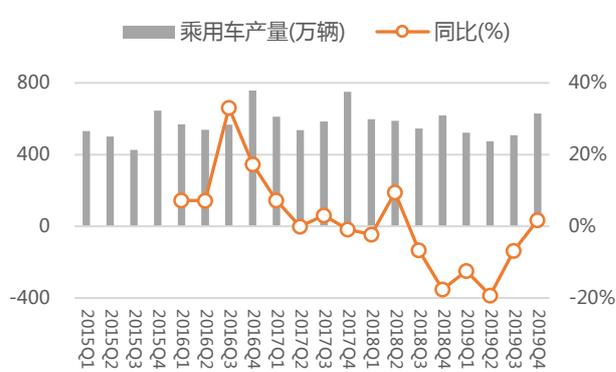
**汽车行业正逐步转暖。**虽然乘用车行业经历了6个季度的负增长，但从19Q3开始，销量同比降幅开始持续收窄。而经历了近一年的去库存后，乘用车产量同样从19Q3开始明显回暖，19Q4首次迎来正增长。我们预计汽车行业有望稳步复苏，2020年有望实现0%-2%的正增长。

图 26：中国乘用车销量&同比



资料来源：中汽协、天风证券研究所

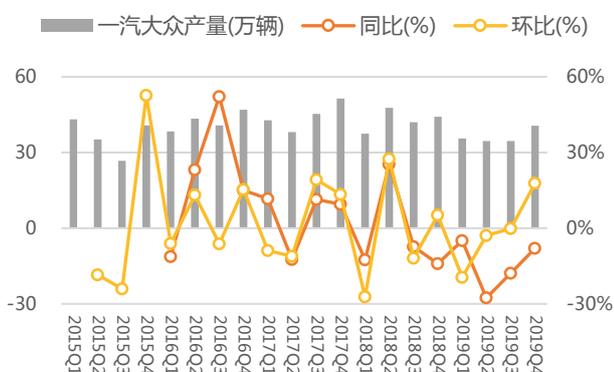
图 27：中国乘用车产量&同比



资料来源：中汽协、天风证券研究所

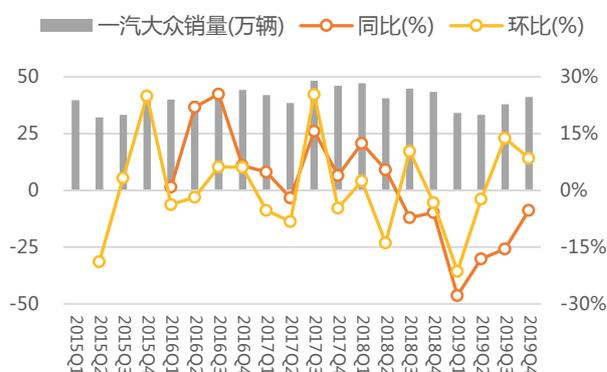
**核心客户南北大众产销快速复苏。**上汽大众、一汽大众作为公司的前两大客户，历年直接营收贡献占比超30%。而作为龙头车企的明星品牌，一汽大众和上汽大众复苏均先于行业，一汽大众19Q3、19Q4销量分别环比增长13.8%、8.5%，同比从Q1的-28.8%升至Q4的-5.3%。上汽大众的趋势更加明显，19Q3、19Q4销量分别环比增长10.7%、29.0%，19Q4销量更是实现同比7.9%的正增长。

图 28：一汽大众产量&同比、环比



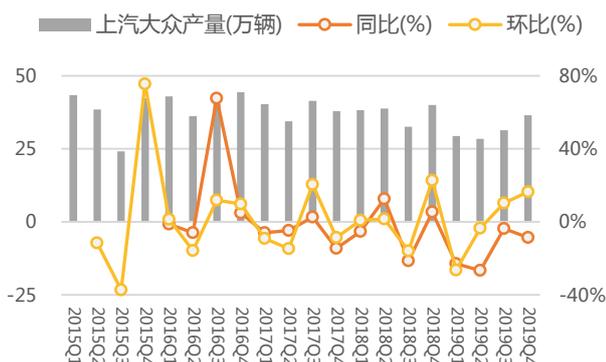
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 29：一汽大众销量&同比、环比



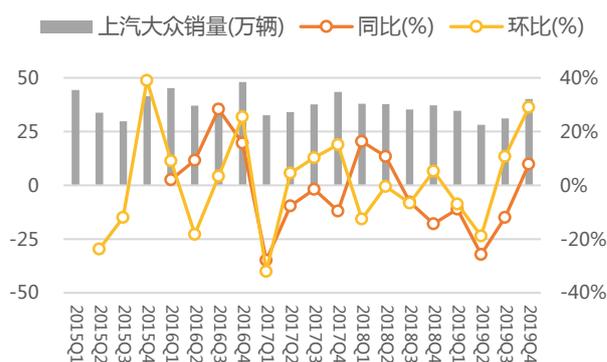
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 30：上汽大众产量&同比、环比



资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 31：上汽大众销量&同比、环比



资料来源：中汽协、天风证券研究所

我们的盈利预测的假设基于：

1. **乘用车行业**：行业有望逐步回暖，20 年有望实现 0%-2%的正增长。
2. **内饰&外饰**：与客户同步增长或略快于客户（继续渗透）
3. **金属件**：热成型产品放量，有望带来较高增长。
4. **汽车电子电器**：随特斯拉放量及其他产品落地，该板块有望实现较快速增长。

表 17：宁波华翔盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入（万元）</b>	980,993	1,250,596	1,480,661	1,492,708	1,667,739	1,824,663	1,981,907
增速（%）	0%	27%	18%	1%	12%	9%	9%
毛利率（%）	18.0%	21.5%	21.1%	19.8%	20.4%	21.4%	22.0%
<b>内饰件（万元）</b>	570,956	687,117	795,806	803,874	852,106	903,233	957,427
增速（%）	0%	20%	16%	1%	6%	6%	6%
毛利率（%）	12.7%	18.6%	17.3%	18.3%	19.5%	19.5%	19.3%
<b>外饰件（万元）</b>	116,736	209,681	265,348	248,352	268,220	289,677	309,955
增速（%）	0%	80%	27%	-6%	8%	8%	7%
毛利率（%）	23.3%	21.8%	26.4%	19.3%	16.0%	18.0%	19.0%
<b>金属件（万元）</b>	169,402	204,503	241,527	261,260	352,701	405,606	454,279
增速（%）	0%	21%	18%	8%	35%	15%	12%
毛利率（%）	18.2%	19.4%	12.9%	11.8%	18.0%	20.0%	22.0%
<b>汽车电子电器（万元）</b>	74,605	93,640	113,667	113,944	119,641	143,569	169,412
增速（%）	0%	26%	21%	0%	5%	20%	18%
毛利率（%）	34.7%	38.8%	37.9%	31.7%	28.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 166.8、182.5、198.2 亿元，归母净利润分别为 9.2、10.8、12.6 亿元，EPS 分别为 1.47、1.73、2.01 元/股，对应 PE 分别为 12、10、9 倍。作为特斯拉产业链的一员，我们选取内外饰行业上市公司中新泉股份、常熟汽饰、岱美股份、拓普集团、一汽富维、华域汽车 6 家作为可比公司，其中拓普集团和岱美股份同样为特斯拉的供应商。6 家可比公司对应 2020 年 PE 为 17 倍，给予可比公司 20 年 17 倍估值，对应目标价 29 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：可比公司分析（截止日期：2020 年 1 月 23 日）

证券代码	公司名称	市值（亿元）	净利润（亿元）			PE
			2018	2019E	2020E	2020E
603179.SH	新泉股份	48.3	2.8	2.0	2.7	18
603035.SH	常熟汽饰	43.1	3.4	2.7	3.6	12
603730.SH	岱美股份	135.0	5.6	6.5	8.0	17
601689.SH	拓普集团	242.5	7.5	5.1	6.7	36
600742.SH	一汽富维	65.0	4.9	5.4	6.3	10
600741.SH	华域汽车	841.8	80.3	69.2	74.7	11
<b>平均值</b>		<b>229</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
002048.SZ	宁波华翔	113.6	7.3	9.2	10.8	11

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、全球经济低迷：受各方因素影响导致全球经济低迷，或影响汽车消费情绪。
- 2、中美贸易战加剧：公司有部分产品出口美国，若贸易战摩擦升级，或将影响公司出口业务。
- 3、公司海外整合效果不及预期：德国华翔等海外公司业绩改善或经营不及预期。
- 4、客户销量不及预期：南北大众、特斯拉等客户销量不及预期等

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,402.08	1,828.45	3,323.25	4,779.76	6,816.42
应收票据及应收账款	3,187.33	3,569.50	3,787.57	3,815.19	4,442.76
预付账款	302.09	411.41	266.93	479.95	358.40
存货	1,973.28	2,343.16	2,152.68	2,755.24	2,493.61
其他	219.63	335.88	240.03	317.98	269.94
<b>流动资产合计</b>	<b>9,084.41</b>	<b>8,488.40</b>	<b>9,770.46</b>	<b>12,148.11</b>	<b>14,381.14</b>
长期股权投资	412.65	829.22	829.22	829.22	829.22
固定资产	2,534.02	3,227.25	3,258.39	3,068.46	2,767.89
在建工程	905.00	846.65	537.99	340.79	216.48
无形资产	380.91	419.53	338.23	256.93	175.63
其他	2,887.52	2,451.14	2,238.34	2,130.83	2,134.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,120.11</b>	<b>7,773.79</b>	<b>7,202.16</b>	<b>6,626.23</b>	<b>6,123.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,204.53</b>	<b>16,262.19</b>	<b>16,972.62</b>	<b>18,774.34</b>	<b>20,504.89</b>
短期借款	2,431.83	1,382.67	1,000.00	850.00	800.00
应付票据及应付账款	3,334.56	3,699.40	3,821.36	4,387.12	4,504.85
其他	643.91	1,069.37	1,056.34	1,040.62	1,078.38
<b>流动负债合计</b>	<b>6,410.30</b>	<b>6,151.43</b>	<b>5,877.70</b>	<b>6,277.74</b>	<b>6,383.24</b>
长期借款	153.18	134.04	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	742.53	630.21	720.80	697.85	682.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>895.71</b>	<b>764.25</b>	<b>920.80</b>	<b>897.85</b>	<b>882.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,306.01</b>	<b>6,915.68</b>	<b>6,798.50</b>	<b>7,175.59</b>	<b>7,266.19</b>
少数股东权益	1,080.55	1,234.42	1,656.90	2,129.94	2,668.71
股本	626.23	626.23	626.23	626.23	626.23
资本公积	2,696.69	2,683.65	2,683.65	2,683.65	2,683.65
留存收益	6,457.85	7,082.68	7,890.99	8,842.59	9,943.77
其他	(1,962.81)	(2,280.47)	(2,683.65)	(2,683.65)	(2,683.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,898.51</b>	<b>9,346.51</b>	<b>10,174.12</b>	<b>11,598.75</b>	<b>13,238.70</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,204.53</b>	<b>16,262.19</b>	<b>16,972.62</b>	<b>18,774.34</b>	<b>20,504.89</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,165.21	1,018.57	917.64	1,083.48	1,255.73
折旧摊销	620.35	695.44	508.83	548.43	576.19
财务费用	128.32	41.47	16.66	(16.28)	(47.87)
投资损失	(178.50)	(164.07)	(230.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(685.04)	(645.59)	618.17	(274.43)	(65.26)
其它	353.20	283.35	422.57	472.98	538.78
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,403.54</b>	<b>1,229.18</b>	<b>2,253.87</b>	<b>1,614.17</b>	<b>2,057.57</b>
资本支出	1,016.25	1,712.91	59.41	102.95	84.90
长期投资	13.64	416.56	0.00	0.00	0.00
其他	(2,420.15)	(3,595.83)	20.41	17.17	45.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,390.25)</b>	<b>(1,466.36)</b>	<b>79.81</b>	<b>120.12</b>	<b>129.98</b>
债权融资	2,617.94	1,572.20	1,262.48	1,100.30	1,056.09
股权融资	1,877.63	(306.34)	(373.04)	63.08	94.67
其他	(2,496.07)	(2,601.96)	(1,728.33)	(1,441.17)	(1,301.65)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,999.51</b>	<b>(1,336.09)</b>	<b>(838.89)</b>	<b>(277.78)</b>	<b>(150.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,012.79</b>	<b>(1,573.26)</b>	<b>1,494.80</b>	<b>1,456.51</b>	<b>2,036.66</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>14,806.61</b>	<b>14,927.08</b>	<b>16,677.39</b>	<b>18,246.63</b>	<b>19,819.07</b>
营业成本	11,680.98	11,972.05	13,249.95	14,346.94	15,443.89
营业税金及附加	82.22	67.24	75.05	82.11	89.19
营业费用	450.78	477.11	500.32	556.52	614.39
管理费用	770.44	801.43	900.58	985.32	1,070.23
研发费用	382.01	517.51	500.32	565.65	634.21
财务费用	92.11	9.40	16.66	(16.28)	(47.87)
资产减值损失	127.14	116.64	70.00	60.00	60.00
公允价值变动收益	0.03	0.00	0.09	(0.06)	0.01
投资净收益	178.50	164.07	230.00	200.00	200.00
其他	(400.78)	(393.77)	(460.19)	(399.88)	(400.02)
<b>营业利润</b>	<b>1,443.18</b>	<b>1,195.41</b>	<b>1,594.60</b>	<b>1,866.32</b>	<b>2,155.05</b>
营业外收入	3.27	19.61	30.00	20.00	20.00
营业外支出	13.62	5.98	10.00	11.00	13.00
<b>利润总额</b>	<b>1,432.83</b>	<b>1,209.04</b>	<b>1,614.60</b>	<b>1,875.32</b>	<b>2,162.05</b>
所得税	267.62	190.47	274.48	318.80	367.55
<b>净利润</b>	<b>1,165.21</b>	<b>1,018.57</b>	<b>1,340.12</b>	<b>1,556.51</b>	<b>1,794.50</b>
少数股东损益	366.95	286.77	422.48	473.04	538.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>798.25</b>	<b>731.80</b>	<b>917.64</b>	<b>1,083.48</b>	<b>1,255.73</b>
每股收益(元)	1.27	1.17	1.47	1.73	2.01

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.40%	0.81%	11.73%	9.41%	8.62%
营业利润	15.07%	-17.17%	33.39%	17.04%	15.47%
归属于母公司净利润	11.82%	-8.33%	25.40%	18.07%	15.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.11%	19.80%	20.55%	21.37%	22.08%
净利率	5.39%	4.90%	5.50%	5.94%	6.34%
ROE	10.21%	9.02%	10.77%	11.44%	11.88%
ROIC	25.69%	16.21%	17.45%	22.25%	25.66%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.09%	42.53%	40.06%	38.22%	35.44%
净负债率	-8.81%	-2.74%	-20.25%	-31.72%	-43.51%
流动比率	1.42	1.38	1.66	1.94	2.25
速动比率	1.11	1.00	1.30	1.50	1.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.62	4.42	4.53	4.80	4.80
存货周转率	7.77	6.92	7.42	7.44	7.55
总资产周转率	1.00	0.92	1.00	1.02	1.01
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.27	1.17	1.47	1.73	2.01
每股经营现金流	2.24	1.96	3.60	2.58	3.29
每股净资产	12.48	12.95	13.60	15.12	16.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.23	15.52	12.38	10.48	9.05
市净率	1.45	1.40	1.33	1.20	1.07
EV/EBITDA	5.74	2.80	4.60	3.63	2.67
EV/EBIT	7.12	3.67	6.05	4.71	3.40

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com