

原材料价格上涨背景下，部分优质公司抗成本风险能力提升

——原材料成本对零部件行业盈利影响分析之一

核心观点

- **现阶段原材料上涨幅度整体低于供给侧改革时期。**历史上大宗原材料价格上涨主要经历了两个阶段，2009-2011 年和 2016-2018 年，其中 2016-2018 年供给侧改革导致原材料价格上涨幅度较高，现阶段原材料价格涨幅整体低于供给侧改革阶段。零部件公司原材料占营业成本的平均比重在 70% 左右，原材料涨价对零部件行业盈利能力有一定影响。
- **复盘历年原材料上涨两阶段对盈利能力影响，不同公司抗风险能力不同，结构性分化明显。**2009-2011 年原材料价格上涨对行业盈利能力影响相对有限，预计主要是 2009 年底出台了四万亿经济刺激计划，乘用车销量大幅提升，对汽车零部件的需求提振带动了盈利能力的提高，减轻原材料涨价对行业毛利率下行的压力。2016-2018 年原材料价格上涨拖累了行业盈利能力，大宗商品的价格走势和零部件行业毛利率走势呈现出负相关性。给商用车配套零部件公司的受影响相对较小，预计主要与商用车在原材料涨价中，相应提升了价格，相应地零部件公司产品配套价格也有提升。乘用车配套公司受影响差异比较大，结构性分化明显，毛利率相对平稳的主要有华域汽车、拓普集团等，受影响相对较大的如万里扬、中鼎股份等。
- **现阶段部分优质公司抗成本风险能力提升。**相比 2016-2018 年原材料涨价阶段，预计 2021 年汽车零部件公司的抗风险能力有明显提升，主要原因有三方面：首先从客户拓展上，现阶段汽车零部件公司能够配套更多新增客户，收入端持续增长，带动毛利率提升，如华域汽车、新泉股份等；其次部分零部件公司新产品的单车价值量持续提升，通过为客户配套更高价值的产品获得更高利润，如星宇股份、福耀玻璃等；最后部分零部件公司从原本的单一品类产品扩张至多品类综合发展，大幅提升了抗风险能力，如岱美股份、银轮股份等。

投资建议与投资标的：

通过复盘历史阶段分析，即使原材料价格上涨，部分公司抗成本风险能力仍较强。现阶段，部分优质公司能够通过产品拓展、新增客户及产品升级单车价值量提升，促进盈利能力维持相对稳定。预计随着 1 季报逐步披露及 2、3 季度芯片供给短缺逐步缓解、美国零部件补库的实现，部分优质零部件公司盈利和估值均有望修复。建议关注：华域汽车、新泉股份、岱美股份、银轮股份、拓普集团、精锻科技、克来机电、华阳集团、伯特利、福耀玻璃、星宇股份、爱柯迪、潍柴动力、均胜电子、德赛西威。

风险提示：原材料涨价幅度超预期的风险、汽车销量低于预期的风险、整车降价压力。

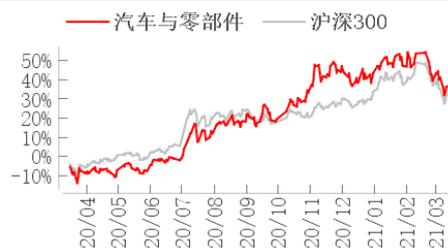


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 汽车与零部件行业
报告发布日期 2021 年 03 月 14 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

美国零部件即将迎来补库阶段，出口零部件 2021-03-01
公司盈利及估值有望修复
智能座舱渗透率将快速提升，布局该领域公 2021-02-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 现阶段原材料上涨幅度与历年比较分析	5
2 零部件原材料成本比重分析	8
3 复盘历年原材料涨价两阶段对毛利率影响，不同公司抗风险能力不同	8
3.1 2009-2011 年原材料涨价对行业盈利能力影响相对有限	8
3.2 2016-2018 年原材料价格上涨拖累了行业盈利能力	10
3.3 不同公司抗风险能力不同，结构性分化明显	12
4 部分优质公司抗成本风险能力提升	16
5 主要投资策略	20
6 主要风险	21

图表目录

图 1: Myspic 综合钢材价格指数同比增速历年变化	6
图 2: 冷轧板价格同比增速历年变化	6
图 3: 铜期货结算价同比增速历年变化	7
图 4: 铝期货结算价同比增速历年变化	7
图 5: 中国塑料价格指数历年变化情况	7
图 6: 2017 年汽车零部件公司原材料占营业成本比重	8
图 7: 2019 年汽车零部件公司原材料占营业成本比重	8
图 8: 冷轧板价格同比增速和零部件行业毛利率增幅比较 (2009-2011 年)	9
图 9: 冷轧板价格同比增速和零部件行业净利率增速比较 (2009-2011 年)	10
图 10: 冷轧板价格同比增速和零部件行业毛利率增幅比较 (2016-2018 年)	11
图 11: 不考虑部分公司后冷轧板价格同比增速和零部件行业毛利率增幅比较 (2016-2018 年)	11
图 12: 冷轧板价格同比增速和零部件行业净利率增幅比较 (2016-2018 年)	12
图 13: 2016 年 Q4 各公司毛利率同比增幅排序	13
图 14: 2017 年 Q1 各公司毛利率同比增幅排序	13
图 15: 潍柴动力毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	14
图 16: 银轮股份毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	14
图 17: 福耀玻璃毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	15
图 18: 拓普集团毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	15
图 19: 华域汽车毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	15
图 20: 精锻科技毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	15
图 21: 中鼎股份毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	16
图 22: 万里扬毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势	16
图 23: 现阶段汽车零部件公司抗风险能力加强	17
图 24: 华域汽车和新泉股份逐步切入新客户	17
图 25: 华域汽车单季毛利率变化	18
图 26: 新泉股份单季毛利率变化	18
图 27: 星宇股份和福耀玻璃通过新产品提升单车价值量	18
图 28: 星宇股份单季毛利率变化	19
图 29: 福耀玻璃单季毛利率变化	19
图 30: 岱美股份和银轮股份产品品类扩张	19
图 31: 岱美股份单季毛利率变化	20
图 32: 银轮股份单季毛利率变化	20

图 33：汽车零部件公司年初以来涨跌幅情况（1月1日至3月12日）.....20

表 1：可比公司估值比较.....21

影响零部件行业及公司盈利能力因素较多，本文中分析大宗原材料涨价对零部件行业及公司毛利率、净利率影响为主，后续将分析其它因素如行业销量、固定资产投资、产能利用率等因素对零部件行业盈利能力影响。

1 现阶段原材料上涨幅度与历年比较分析

我国历史上钢材及冷轧板的价格上涨主要经历了两个阶段：

(1) 2009-2011 年。具体分析，从 2009 年 3 月到 2011 年 3 月，钢材价格指数的同比增速由负转正，逐步达到 2010 年 6 月的同比增速的最高点，同比增速为 25.15%，钢材的价格经历了较为明显的波动，价格指数也从 2009 年 3 月的 134.95 增长至 170 以上，涨幅接近 40%。这个阶段的主要驱动因素是钢材的原材料铁矿石涨价推动。我国每年的铁矿石进口量不断提升，对外依存度高，由于国外企业不断提高铁矿石价格，导致钢材成本价格抬升，促进了钢材价格提升。

(2) 2016-2018 年。2016 年之前钢材价格指数同比增速有很长一段时间保持负值，在 2016 年 6 月同比增速首次由负转正达 6.83%，此后连续多月同比增速维持在 20% 以上，尤其是 2017 年 3 月，同比增速达到最高点，增幅为 67.62%。钢材的价格指数也不断上扬，从 2016 年 3 月至 2018 年 12 月价格指数上涨幅度接近 90%，增长幅度已经超过了 2009 年的水平。

价格上涨的主要驱动因素是供给侧改革。2016 年在我国钢铁行业全产能过剩及供给侧改革的背景下，国家不断发布政策去产能。在 2016 年 2 月，国家发布了《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出压减粗钢的政策目标。政策驱动导致了该阶段钢材价格上涨。

2020 年后至今，2020 年 9 月后钢材价格同比增速逐步转正，钢材价格逐步上扬。2020 年 12 月钢材价格指数同比增速达到 8.07%，冷轧板价格同比增速则达到 30.57%，从 2020 年 3 月至 12 月冷轧板的涨幅接近 30%。本轮上涨的主要原因是全球范围内的疫情爆发，疫情影响下全球范围内很多工厂关停，包括铁矿石在内的原材料供给明显下降，而中国作为铁矿石需求大国，相关需求已经逐步恢复，供给端受到限制导致价格的上涨。随着新冠疫苗的逐步推广，预计后续疫情将逐步得到控制，海外更多工厂重新启动，包括铁矿石在内的原材料供给将进一步提升，使后续国内钢材价格保持平稳或有小幅提升。2016 年的供给侧改革驱动力度较大，从影响力度看，预计现阶段钢材价格的上涨幅度超过之前阶段的可能性不大。

图 1: Myspic 综合钢材价格指数同比增速历年变化


资料来源: Wind、东方证券研究所

图 2: 冷轧板价格同比增速历年变化


资料来源: Wind、东方证券研究所

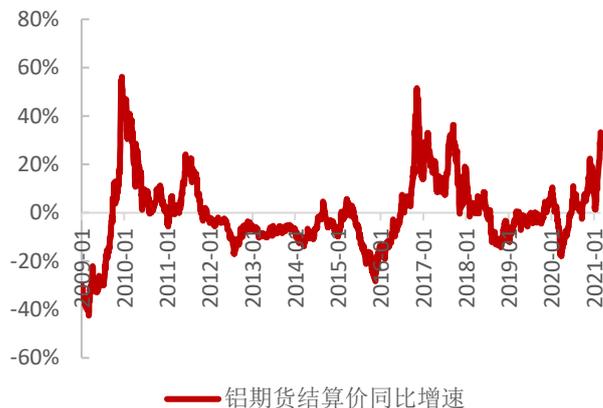
金属铜的价格历年经历了两轮上涨阶段,每个阶段由不同的驱动因素导致。第一阶段是 2009 年后,由于全球性的金融危机,此前铜金属价格经历了明显的下跌,价格的同比增速始终为负,在 2008 年政策刺激下,2009 年后经济逐步回升,带动需求提升,价格也逐步回升,至 2009 年底铜价格同比增速最高达 142.5%,铜的结算价从 5 万元/吨上涨至 7 万元/吨,涨幅达 40%左右。第二阶段是 2016 年后,主要原因是供给侧改革导致,在供给端明显减少的情况下,铜价格逐步提升,同比增速由负转正,最高为 36.44%。第三阶段则是 2020 年后,疫情影响下金属铜的进口量减少,价格保持上扬,随着疫苗的推出和铺开,疫情影响将逐步减小,铜的供给端将会有较大程度改善,预计铜价的上涨趋势也将有所缓解。

铝金属的价格波动趋势和铜较为接近。在 2009 年后受益于国内的经济转好,需求提升,铝价的同比增速转正,最高达到 52.98%。2016 年后由于供给侧改革,铝金属的供给明显减少,驱动了价格的上行,同比增速最高达 47.28%,供给侧改革的影响力度较大,导致铝价在 2016 年后有较长时间价格始终上行。

2020 年后铝价上涨主要是需求较高叠加供给相对不足导致,2020 年底由于新疆等地的风雪天气,导致铝的供给运输过程受到阻碍,同时就地过年等政策导致铝金属的需求提振,供需叠加使铝的价格有一定程度提升。

图 3：铜期货结算价同比增速历年变化

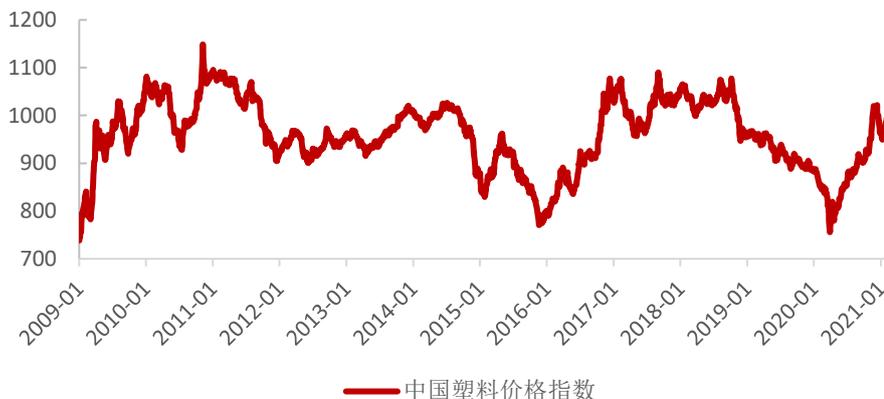

资料来源：Wind、东方证券研究所

图 4：铝期货结算价同比增速历年变化


资料来源：Wind、东方证券研究所

根据我国的塑料价格指数，其上涨幅度同样可分为几个阶段。2009年后国内经济转好，需求提升，导致价格指数的稳步提升，从2009年初至2010年11月，塑料价格指数涨至1145.43，上涨幅度达55%左右。2016年后主要是供给侧改革，同时国内开始逐步整治环境污染，在环保整治的压力下，短期内更多工厂被关停，塑料价格指数持续提升，从2016年初770.41上涨至1000以上，上涨幅度接近30%。

2020年后国内就地过年等政策导致复工复产后对塑料的需求提升，海外疫情导致部分海外化工装置停产，国内化工产品的海外订单增多，进一步提升了塑料需求，多重因素叠加使塑料价格指数上涨至1000点以上，从2020年3月后涨幅已接近40%，当前塑料价格已经处于历史上的较高位置。

图 5：中国塑料价格指数历年变化情况


资料来源：Wind、东方证券研究所

2 零部件原材料成本比重分析

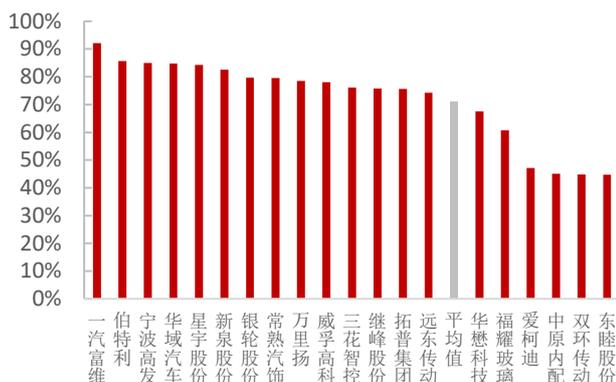
原材料成本在零部件公司中比重相对较高。

数据比较分析，2017 年和 2019 年各零部件公司原材料占营业成本的平均比重在 70% 左右。从整体数据看，2017 年和 2019 年各公司原材料占比的平均值相对稳定，分别为 70.93%、70.77%。

从具体公司看，一汽富维、伯特利、宁波高发、华域汽车、星宇股份等公司原材料占比超过了行业平均值，其中一汽富维原材料占比比较高。

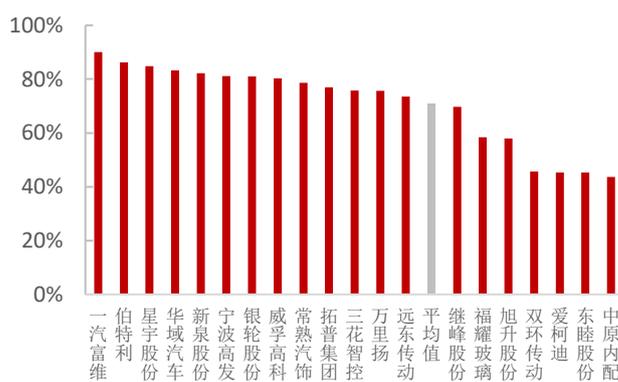
部分公司如华懋科技、福耀玻璃、中原内配、爱柯迪、双环传动、东睦股份等占比低于平均值，其中继峰股份、华懋科技、福耀玻璃 2019 年占比在 60%-70% 之间相对接近，中原内配、双环传动、东睦股份、爱柯迪等原材料占比较低，在 40%-50% 之间。

图 6：2017 年汽车零部件公司原材料占营业成本比重



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 7：2019 年汽车零部件公司原材料占营业成本比重



资料来源：Wind、东方证券研究所

3 复盘历年原材料涨价两阶段对毛利率影响，不同公司抗风险能力不同

3.1 2009-2011 年原材料涨价对行业盈利能力影响相对有限

我们选取的样本是包括华域汽车、岱美股份、潍柴动力等在内汽车零部件公司，涵盖行业内大多数具有代表性的汽车零部件公司，将行业毛利率变动与大宗商品价格的同比增速拟合做相关的趋势分析。

2009 年底冷轧板等大宗商品开始涨价，价格同比增速由负转正，至 2010 年 6 月达最高同比增速为 37.75%，在此阶段零部件行业的单季毛利率同比增幅仍然为正，在 2009 年 Q4 达到同比增加 6.65 个百分点；2010 年 Q2 后冷轧板价格增速放缓，但仍处于增长状态，三四季度增速基本在 5%

左右，此时毛利率的同比增幅下行，至 2010 年二季度同比下降 0.15 个百分点，两者开始出现负相关关系；2011 年后冷轧板价格涨幅较小，毛利率同比增幅持续下滑，同比下降 1 个百分点左右。

2009 年初冷轧板等大宗商品的价格同比增速并未影响行业毛利率，一方面是因为此阶段原材料涨价幅度不如 2016 年后涨价幅度，对零部件行业毛利率影响相对较小，2009 年原材料涨价是由于铁矿石进口价格提升，钢价等涨幅最高接近 40%，而 2016 年供给侧改革导致供给明显减少，涨幅最高接近 90%；另一方面由于 2009 年底出台了四万亿经济刺激计划，乘用车销量大幅度提升，对汽车零部件的需求提振带动了毛利率的提高，能够减轻原材料涨价对行业毛利率下行的压力，综合因素导致这个阶段毛利率同比增幅受到成本涨价的影响较小。

图 8：冷轧板价格同比增速和零部件行业毛利率增幅比较（2009-2011 年）

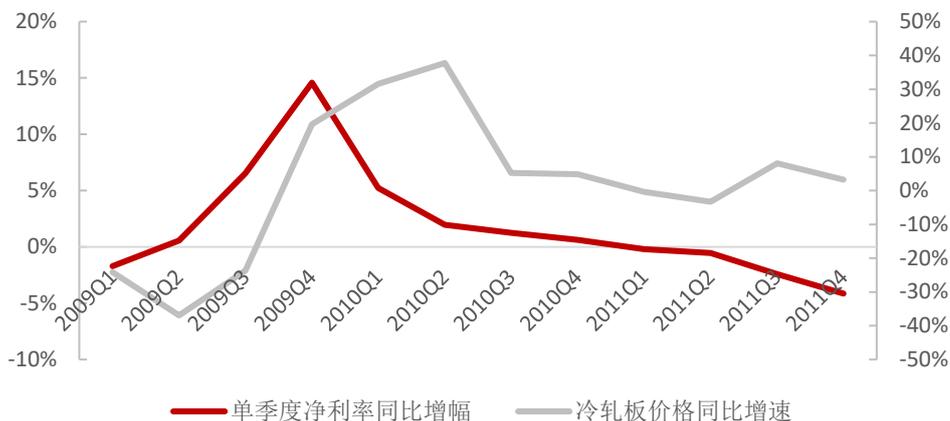


资料来源：Wind、东方证券研究所

同时，我们分析大宗原材料涨价对 2009-2011 年零部件行业净利率的影响，样本如上。

2009 年四季度后冷轧板价格同比增速转正，包括冷轧板、铜、铝等大宗商品价格进入上涨阶段，此时零部件行业的单季净利率同比增幅展现出上涨趋势，2009 年下半年均保持同比增幅为正，2009 年 Q4 同比增幅最高达到 14.58%；2010 年后原材料价格继续上涨，同比增速有所回落，零部件行业的净利率增幅回落，但仍然保持正值；2011 年冷轧板价格开始企稳并小幅下滑，此阶段行业净利率同比增幅转负，2011 年 Q1 同比下降 0.20 个百分点，后续净利率同比增幅持续小于 0。

相较于毛利率，净利率受到各类费用因素影响，和冷轧板等大宗商品价格上涨不存在明显的相关关系。2009 年四季度后净利率能够持续上涨，主要由于 2009 年所实施的四万亿经济刺激计划，促进了汽车行业销量提升，同时企业面对成本上行采取了削减管理费用、销售费用等方式，均有利于净利率的提升，使随后几个季度里净利率同比维持增长。后续随着经济刺激的影响减弱，且原材料价格维持在高位增加成本压力，至 2011 年零部件行业的净利率同比开始下跌。

图 9：冷轧板价格同比增速和零部件行业净利率增速比较（2009-2011 年）


资料来源：Wind、东方证券研究所

3.2 2016-2018 年原材料价格上涨拖累了行业盈利能力

我们选取的样本是包括华域汽车、岱美股份、潍柴动力等汽车零部件公司，涵盖行业内大多数具有代表性的汽车零部件公司，将行业毛利率变动与大宗商品价格的同比增速拟合做相关的趋势分析。

2016 年 Q3，冷轧板价格快速上涨，同比增速由负转正达到 17.8%，零部件行业的单季度毛利率同比增幅在 2016 年 Q3 为同比提升 0.16 个百分点；冷轧板价格同比增速到 2016 年 Q4 达到最高点，为 72.33%，此时单季度毛利率同比增幅达到 2.13 个百分点，钢铁、铜、铝等原材料的价格同比增速始终为正，价格持续上升，但是汽车零部件行业毛利率的同比增幅也在增加，此阶段行业毛利率并未受到原材料价格上涨带来的压力。

预计主要原因：一方面是零部件行业中少数几家公司的毛利率在原材料价格明显上涨时仍然显示出明显提升，受影响较小，如华域汽车、拓普集团、威孚高科等，另一方面 2016 年狭义乘用车销量保持高速增长，行业景气度高，三、四季度销量同比分别增长 29.78%、16.89%，双重因素叠加导致零部件行业在大宗原材料价格上涨下，毛利率受影响较小。

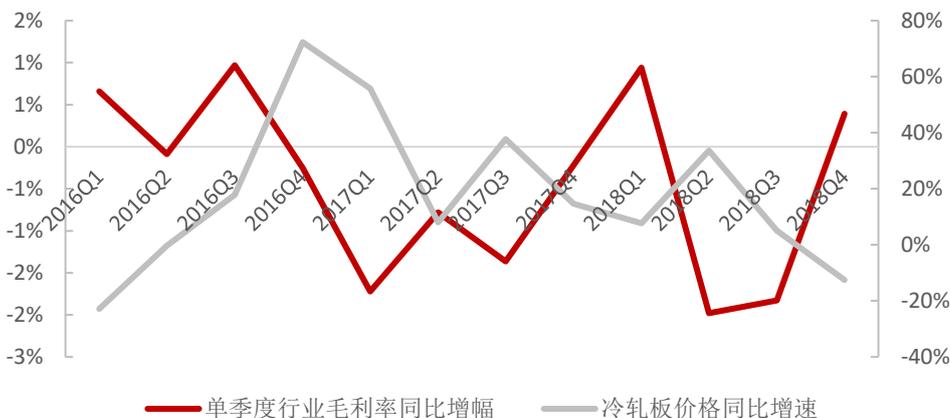
2017 年后冷轧板等大宗原材料价格继续上涨，冷轧板价格一、二季度同比增幅分别为 55.83%、8.08%，零部件行业毛利率分别在一、二季度同比下降 0.37、0.08 个百分点，毛利率回落。随着钢材价格的不断增长，毛利率同比增速持续下跌，大宗商品的价格走势和零部件行业毛利率走势呈现出明显的负相关性。

2016 年毛利率出现异动的公司为华域汽车、拓普集团和威孚高科。汽车产销量保持快速增长，华域汽车持续开拓除上汽集团外的整车客户，促进了营业收入和毛利率提升，2016 年四季度单季的毛利率达到 17.35%，比 2015 年四季度提升 4.02 个百分点；拓普集团受益于较好的行业环境，2016 年营收同比增加 30.94%，其中汽车电子业务发展迅猛，年收入同比增长 100.12%，带动毛利率提升，2016 年四季度单季毛利率 33.26%，同比增幅 3.46 个百分点。得益于汽车市场的稳定增长及商用车的复苏，2016 年威孚高科多项经济指标均超出了年初目标，四季度单季毛利率达 31.73%，同比增幅 4.11 个百分点。

图 10：冷轧板价格同比增速和零部件行业毛利率增幅比较（2016-2018 年）


资料来源：Wind、东方证券研究所

假设不考虑上述毛利率在 2016 年出现明显波动的公司，冷轧板等大宗商品的价格上涨仍然影响汽车零部件行业毛利率。相比较未剔除之前，剔除后在 2016 年三四季度随着冷轧板价格同比增速不断提升，大宗商品的价格上涨，汽车零部件行业的毛利率同比增速下跌，2016 年四季度冷轧板价格同比增长 72.33%，导致零部件行业的毛利率同比下滑 0.25 个百分点，但整体受影响并不明显。后续随着冷轧板等大宗商品价格上涨，行业季度销量增速下行，二者共同导致汽车零部件行业的毛利率持续下探。

图 11：不考虑部分公司后冷轧板价格同比增速和零部件行业毛利率增幅比较（2016-2018 年）


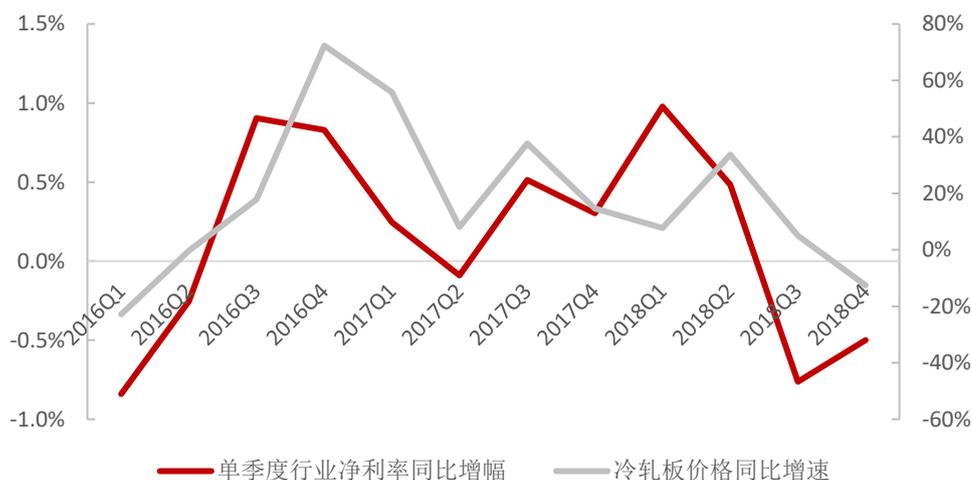
资料来源：Wind、东方证券研究所

在分析行业净利率和大宗原材料价格走势时，仍然按上文中样本进行分析。

冷轧板的价格在 2016 年后逐步提升，2016 年 Q3 同比增速转正为 17.80%，此时零部件行业的净利率同比增幅 0.9 个百分点，小幅提升；到 2016 年 Q4 冷轧板价格持续提升，净利率的同比增幅为 0.83 个百分点。2017 年后冷轧板等大宗商品的价格持续提升，增速有所放缓，净利率的同比增幅出现了一定的波动性，在 2017 年 Q2 同比下降 0.09 个百分点，其他季度同比增幅为正。

总体来看，净利率的同比增幅和冷轧板等大宗商品的价格并不存在明显的反向关系，预计主要是因为大宗商品等原材料持续涨价的时候，零部件行业的多家企业通过优化企业管理方法，精简人员等措施降低了费用，从而使净利率的变动受到原材料价格影响较小。例如精锻科技在 2016 年年报中表明公司以内部流程优化，提升效率等措施减小原材料价格上涨的影响。

图 12：冷轧板价格同比增速和零部件行业净利率增幅比较（2016-2018 年）



资料来源：Wind、东方证券研究所

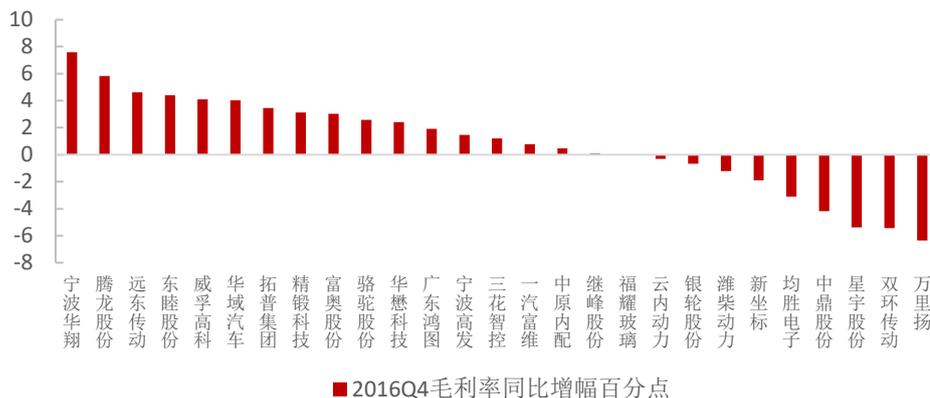
3.3 不同公司抗风险能力不同，结构性分化明显

由于供给侧改革影响，钢铁、冷轧板等大宗商品的供给不断减少，2016 年三季度后价格持续提升，并在 2017 年继续攀升，我们通过分析 2016-2017 年各公司毛利率同比增幅的影响大小分析不同公司抗风险能力。

从乘用车和商用车看，给商用车配套零部件公司的受影响相对较小，预计主要与商用车在原材料涨价中，相应提升了价格，相应地零部件公司产品配套价格也有提升。给商用车配套的零部件公司包括潍柴动力、威孚高科、银轮股份等，根据 2016 年 Q4 到 2017 年 Q1 数据，上述公司的毛利率同比增幅居于行业较为领先水平，受到原材料价格波动的影响相对较小，2016 年 Q4 潍柴动力、和银轮股份的毛利率同比下降 1.21 个百分点、0.67 个百分点；威孚高科毛利率同比提升 4.11 个百分点。

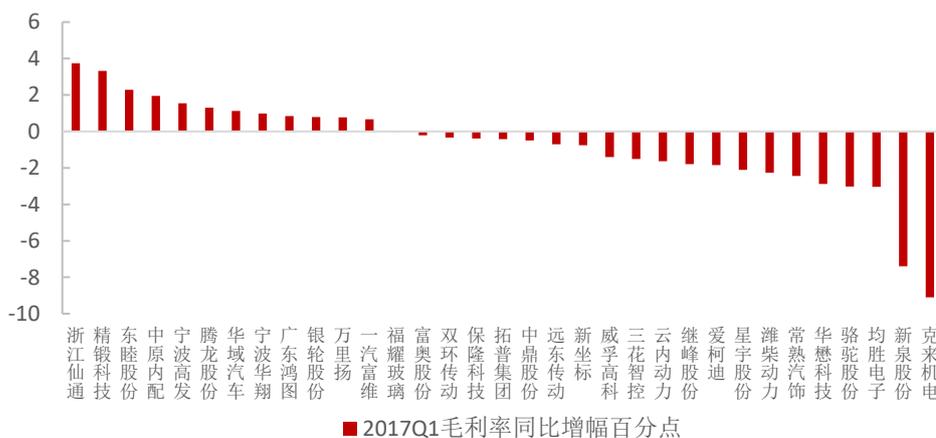
乘用车配套公司毛利率增幅波动很大，差异比较大。从 2016 年 Q4 数据看，毛利率相对受影响较小的包括宁波华翔、腾龙股份、华域汽车、拓普集团等，从 2017 年 Q1 数据看，毛利率同比增幅较高企业包括浙江仙通、精锻科技、东睦股份等。

图 13：2016 年 Q4 各公司毛利率同比增幅排序



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 14：2017 年 Q1 各公司毛利率同比增幅排序

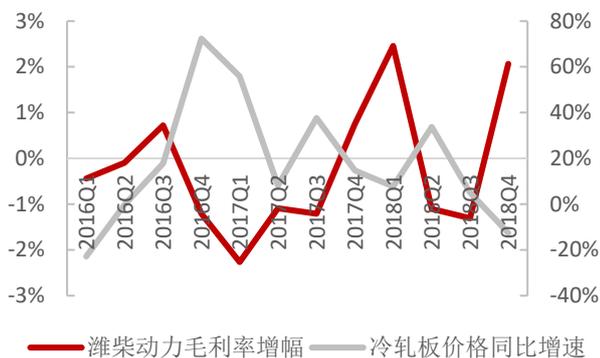


资料来源：Wind、东方证券研究所

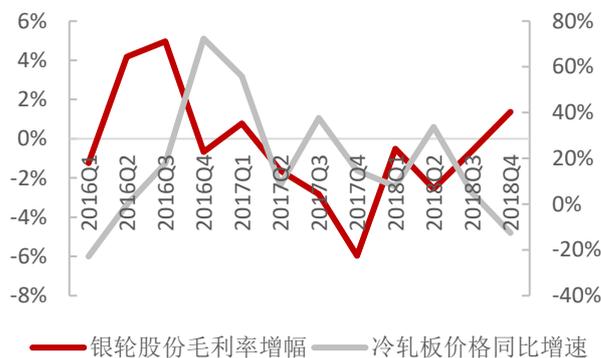
商用车公司中表现较好的企业主要有潍柴动力、银轮股份等。

潍柴动力是中国综合实力较强的汽车及装备制造产业集团，从公司的毛利率增幅情况看，2016 年 Q4 钢铁等原材料价格逐步提升，公司毛利率有所下滑但幅度不大，同比下跌 1.21 个百分点，2017 年 Q1 同比下跌 2.27 个百分点，体现出了一定的抵御原材料价格波动的能力。

银轮股份主要做热交换、制冷方面的产品，如交换器、冷却器等，受到原材料价格上涨影响，银轮股份在 2016 年 Q4 的毛利率增幅下滑但下滑程度很小，仅下降 0.67 个百分点，2017 年 Q1 又快速回升并且呈现出了同比增幅为正，同比增长 0.79 个百分点，原材料价格上涨情况下毛利率整体表现相对稳定。

图 15: 潍柴动力毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势


资料来源: Wind、东方证券研究所

图 16: 银轮股份毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势


资料来源: Wind、东方证券研究所

作为给乘用车配套的汽车零部件公司，表现较为出色的公司有福耀玻璃、拓普集团、华域汽车、精锻科技等，毛利率相对稳定。

福耀玻璃毛利率变动受到冷轧板等大宗商品的价格影响相对较小。从 2016 年到 2018 年，福耀玻璃的毛利率变动相对稳定。同时在 2016 年 Q3、Q4，冷轧板的价格涨价幅度最大时期，2016 年 Q3 福耀玻璃毛利率同比增幅分别为 1.58 个百分点，受到原材料价格上涨的影响较小。

拓普集团主要从事减震隔音产品研发，公司在 2016 年 Q4 毛利同比增幅为 3.46 个百分点，在原材料价格提升较快时保持同比增长，2017 年 Q1 有所回落，同比下降 0.42 个百分点，基本保持稳定，原材料价格波动对公司毛利率影响相对较小。

图 17：福耀玻璃毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势

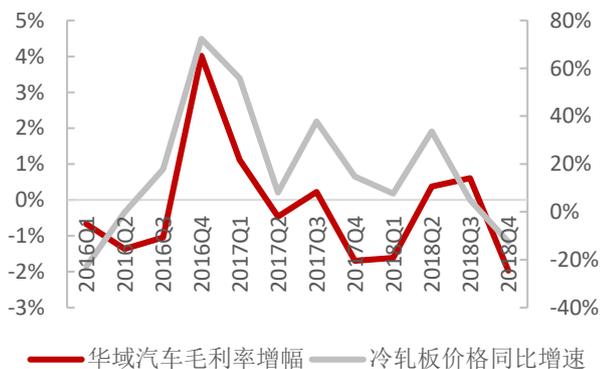

资料来源：Wind、东方证券研究所

图 18：拓普集团毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势


资料来源：Wind、东方证券研究所

华域汽车主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具等等，从事各类汽车零部件产品的研发制造，2016 年 Q4，在原材料价格上涨情况下，公司毛利率同比增幅仍然保持为正，同比提升 4.02 个百分点，且在 2017 年维持同比增幅为 1.12 个百分点，表明了公司抵御风险和原材料价格上涨的能力，毛利率具有较强的稳定性。

精锻科技主要产品包括各类精锻齿轮等，公司原材料主要是优质的汽车齿轮用钢，面对原材料价格持续上涨，公司采取了内部流程优化、效率提升等措施，从数据看，2016 年 Q4 公司毛利率同比增幅达 3.13 个百分点，2017 年 Q1 同比增幅为 3.32 个百分点。2017 年 Q2 同比增幅达 3.13 个百分点，整体看均保持较高的增长，有效应对了钢铁等原材料涨价的风险。

图 19：华域汽车毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 20：精锻科技毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势

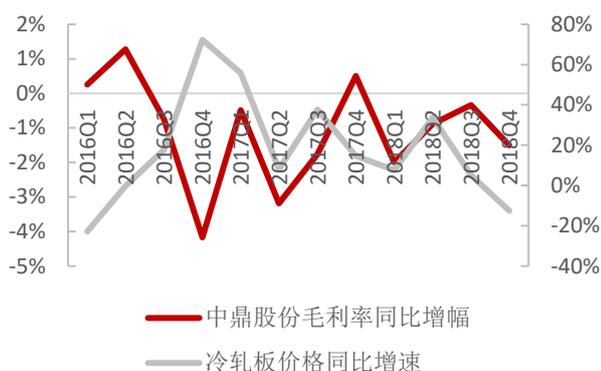

资料来源：Wind、东方证券研究所

中鼎股份受原材料价格上涨的波动影响较大。在 2016 年 Q3 到 2018 年 Q4 的过程中，除 2017 年 Q4 毛利率同比增幅微增 0.5 个百分点外，其他季度毛利率的同比增幅均为负值。随着原材料价格上涨，2016 年 Q4 是原材料同比增幅最高的季度，中鼎股份的毛利率同比下跌 4.17 个百分点，

2017 年 Q1 毛利率同比下跌 0.48 个百分点，此后各季度随着钢材等商品价格持续提升，各季度毛利率同比增幅长期保持负值，公司毛利率明显受到原材料价格上涨的影响。

万里扬毛利率变动受到冷轧板等大宗商品价格波动影响较大。万里扬主要研发汽车乘用车和商用车变速器等产品，从波动区间看，在 2017 年 Q3 冷轧板持续涨价时，其毛利率同比下降 10.77 个百分点，在冷轧板开始下跌的时期，如 2018 年 Q4，冷轧板价格同比下跌 12.59%，万里扬的毛利率同比上升 8.11 个百分点，很大程度上受到大宗商品价格影响。

图 21：中鼎股份毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 22：万里扬毛利率增幅和冷轧板价格同比增速趋势



资料来源：Wind、东方证券研究所

4 部分优质公司抗成本风险能力提升

在 2016-2018 年阶段，汽车零部件行业中部分公司抗风险能力不足，一旦大宗商品等原材料价格大幅上涨，毛利率仍然受到波动。

相比 2016-2018 年，预计 2021 年汽车零部件公司的抗风险能力已经有明显提升，主要原因有三方面：首先从客户数量上，现阶段汽车零部件公司能够配套更多新增客户，收入端持续增长，带动毛利率提升；其次部分零部件公司新产品的单车价值量持续提升，通过为汽车配套高价值产品获得更高利润；最后汽车零部件公司从原本的单一品类产品扩张至多品类综合发展，大幅提升了抗风险能力。

通过上述三方面的变化，预计钢铁等原材料价格上涨，部分公司抗风险能力加强。

图 23：现阶段汽车零部件公司抗风险能力加强


资料来源：Wind、搜狐汽车、东方证券研究所

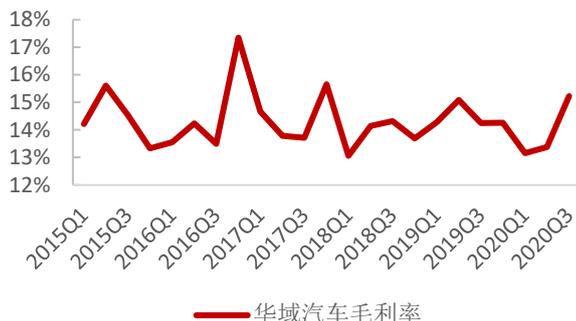
华域汽车和新泉股份通过切入新客户来提升收入，减少成本波动带来的风险。

华域汽车是上汽集团旗下的零部件供应商，同时也是上汽集团的子公司。公司原本主要为上汽集团供应汽车零部件产品，近年来积极拓展体系外其它整车客户市场，2020年10月公司表示内饰、座椅、车灯、保险杠等业务已经实现了向特斯拉的相关车型配套，同时还为大众MEB平台配套电动车的电驱动系统总成。新增客户不断增厚公司收入，使公司的抗风险能力持续提升，从毛利率看，公司2020年Q3毛利率为15.22%，同比环比均出现明显回升。

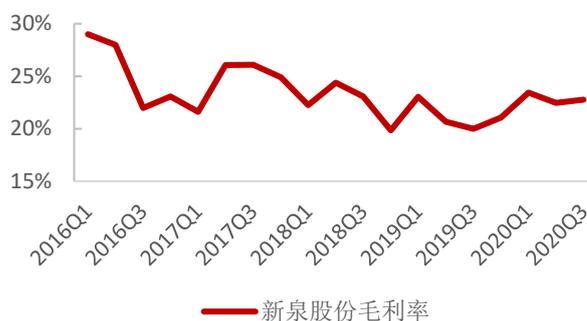
新泉股份客户众多，已经与吉利汽车、比亚迪、长安福特等车企有相关合作，近年来公司积极开拓市场，随着特斯拉的工厂在上海落地，公司宣布和特斯拉达成合作意向，将获得特斯拉Model Y车型的内饰定点项目，切入特斯拉产业链有利于公司的收入增长，后续还将持续开拓其他客户，2020年后毛利率稳步提升，Q3毛利率达22.76%，随着特斯拉产品逐步放量，预计毛利率有望稳中提升。

图 24：华域汽车和新泉股份逐步切入新客户


资料来源：Wind、搜狐汽车、东方证券研究所

图 25：华域汽车单季毛利率变化


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 26：新泉股份单季毛利率变化


资料来源：Wind、东方证券研究所

星宇股份和福耀玻璃通过提升配套产品的单车价值量带动收入和利润提升，从而提升抗风险能力。

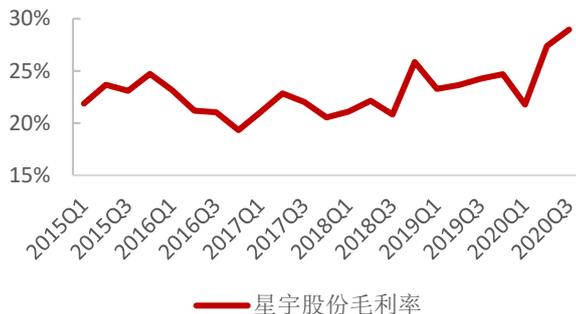
星宇股份是我国主要的车灯总成制造商和设计方案提供商，产品包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯等各类灯具。随着 LED 技术的发展，车灯采用 LED 作为光源的份额持续提升，公司积极适应技术变革，2016 年和松下合作研发 LED 灯，当前公司正积极开拓 LED 前照灯产线，同时 OLED 后组合灯也已研发完成，单车价值量提升能够使公司在原材料涨价时盈利能力保持稳定。2020 年 Q3 公司毛利率达 28.96%，同比提升 4.71 个百分点。

福耀玻璃是专注汽车安全玻璃的大型跨国集团，公司原本的产品包括前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃等，随着科技发展与驾驶者对于舒适度的追求，公司研发出了天幕玻璃等新产品，天幕玻璃能够提供无遮挡超大视野，有效提升采光效果，单车价值量提升。公司 2020 年 Q3 毛利率达 41.36%，同环比均明显增长。

图 27：星宇股份和福耀玻璃通过新产品提升单车价值量

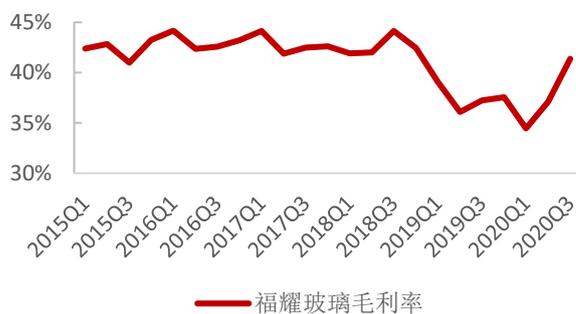

资料来源：Wind、搜狐汽车、东方证券研究所

图 28：星宇股份单季毛利率变化



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 29：福耀玻璃单季毛利率变化



资料来源：Wind、东方证券研究所

岱美股份和银轮股份主要通过品类扩张提升经营业绩，能够有效应对原材料涨价等市场环境变化。

现阶段岱美股份的主要收入来源是遮阳板业务，2019 年遮阳板的收入占比达 70%，随着公司产品的持续扩张，未来将加强头枕、顶棚中央控制器等产品的收入占比，逐步形成产品品类多样化发展。产品拓展有望带动公司整体盈利能力提升，更好应对原材料涨价的风险。2019 年 Q4 后毛利率稳步提升，至 2020 年 Q3 公司毛利率为 32.21%。

银轮股份是热交换器行业的领先企业，公司在传统乘用车领域的客户包括福特、通用等，根据 2019 年年报，2019 年公司启动了美国新能源热管理实验室的建设，提升冷却模块和热管理换热系统的研发试验能力，逐步拓展新能源汽车的热管理产品配套。当前公司在新能源车热管理领域的客户已经包括比亚迪、威马、吉利、广汽等，热管理产品品类扩张有利于公司更加积极应对原材料涨价的压力。2020 年 Q3 公司毛利率 24.52%保持稳定，新能源热管理产品有望带动毛利率提升。

图 30：岱美股份和银轮股份产品品类扩张



资料来源：Wind、搜狐汽车、东方证券研究所

图 31：岱美股份单季毛利率变化


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 32：银轮股份单季毛利率变化

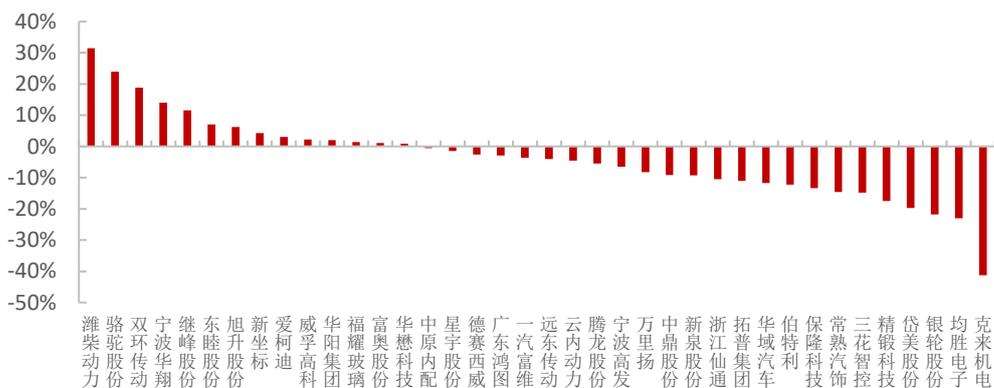

资料来源：Wind、东方证券研究所

5 主要投资策略

年初至 3 月 12 日，零部件公司受芯片供给影响，大部分公司涨跌幅基本跑输市场，特别是给大众配套的零部件公司，如克来机电、精锻科技等。

现阶段，原材料价格上涨，市场担心对零部件公司盈利能力影响，通过复盘历史阶段分析，即使原材料价格上涨，部分公司抗成本风险能力仍较强。另外，现阶段，部分公司能够通过产品拓展、新增客户及产品升级单车价值量提升，促进盈利能力维持相对稳定。

预计随着 1 季报逐步披露及 2、3 季度芯片供给短缺逐步缓解、美国零部件补库的实现，部分优质零部件公司收入和盈利将逐步改善，其盈利和估值均有望修复。

图 33：汽车零部件公司年初以来涨跌幅情况（1 月 1 日至 3 月 12 日）


资料来源：WIND、东方证券研究所

建议关注标的：华域汽车(600741，买入)、岱美股份(603730，买入)、银轮股份(002126，买入)、爱柯迪(600933，买入)、新泉股份(603179，买入)、精锻科技(300258，买入)、均胜电子(600699，买入)、伯特利(603596，买入)、福耀玻璃(600660，未评级)、拓普集团(601689，买入)、星宇股份(601799，买入)、华阳集团(002906，未评级)、德赛西威(002920，买入)、克来机电(603960，买入)、潍柴动力(000338，未评级)。

表 1：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (03-12)	EPS				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000338.SZ	潍柴动力	20.75	1.15	1.26	1.39	1.52	13.84	16.49	14.86	13.53
601311.SH	骆驼股份	11.59	0.53	0.62	0.76	0.94	17.68	18.60	15.31	12.31
603997.SH	继峰股份	8.41	0.29	-0.22	0.50	0.68	27.72	-37.44	16.68	12.37
603305.SH	旭升股份	33.25	0.46	0.73	1.12	1.44	73.46	45.47	29.62	23.02
600933.SH	爱柯迪	16.07	0.51	0.47	0.62	0.75	27.29	34.04	25.94	21.32
000581.SZ	威孚高科	23.70	2.25	2.61	2.56	2.77	8.47	9.09	9.27	8.54
600660.SH	福耀玻璃	48.74	1.16	1.06	1.48	1.81	20.76	45.92	32.98	26.97
601799.SH	星宇股份	197.46	2.86	4.13	5.02	6.27	33.21	47.86	39.35	31.49
002906.SZ	华阳集团	27.50	0.16	0.36	0.59	0.85	75.45	75.81	46.67	32.22
002920.SZ	德赛西威	81.92	0.53	0.90	1.20	1.59	57.10	91.49	68.34	51.57
603788.SH	宁波高发	13.01	0.80	0.86	1.07	1.31	20.69	15.16	12.15	9.92
603179.SH	新泉股份	30.74	0.50	0.68	0.96	1.27	37.80	45.04	31.49	24.19
601689.SH	拓普集团	34.19	0.41	0.56	0.97	1.27	42.10	60.83	35.37	26.90
000887.SZ	中鼎股份	10.63	0.49	0.39	0.60	0.76	18.35	27.11	17.70	13.94
603596.SH	伯特利	30.01	0.98	1.11	1.41	1.76	22.90	27.08	21.21	17.08
603197.SH	保隆科技	24.37	1.04	1.25	1.57	1.96	30.22	19.51	15.52	12.44
603239.SH	浙江仙通	16.01	0.36	0.52	0.72	0.94	31.16	30.89	22.26	16.93
002050.SZ	三花智控	21.00	0.40	0.43	0.54	0.64	43.80	49.25	38.57	32.74
600741.SH	华域汽车	25.45	2.05	1.60	2.13	2.42	12.68	15.87	11.92	10.53
300258.SZ	精锻科技	13.33	0.36	0.35	0.52	0.67	31.01	37.61	25.68	19.99
002126.SZ	银轮股份	10.77	0.40	0.32	0.60	0.75	20.17	34.03	17.98	14.45
603730.SH	岱美股份	22.92	1.08	1.02	1.41	1.71	28.00	22.38	16.22	13.44
600699.SH	均胜电子	19.53	0.69	0.19	0.94	1.25	26.05	104.69	20.85	15.67
603960.SH	克来机电	27.58	0.38	0.57	0.82	1.11	84.08	48.52	33.80	24.80

数据来源：Wind一致预期，东方证券研究所

资料来源：WIND、东方证券研究所

6 主要风险

原材料涨价幅度超预期的风险。若大宗原材料价格涨幅超预期，则仍然会影响零部件公司盈利能力。

汽车销量低于预期的风险。若汽车销量增速低于预期，叠加上游成本压力，则将零部件公司盈利增长。

整车降价压力。若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

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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要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的，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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn