

证券研究报告
2020年 3月 8日

【方正汽车·公司深度】宁波华翔（002048）

估值重塑，受益产业电子化、电动化升级

分析师：于 特 执业证书编号：S1220515050003

分析师：岳清慧 执业证书编号：S1220515080002

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。 Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

估值重塑：受益特斯拉国产化和电子化加速

- **认知的变化**：以往市场对华翔的认识是一个传统汽车零部件公司，主要业务是内外饰件，导致他过去的估值比较低。观察公司数据会发现，公司在内外饰件业务稳定发展的基础上，热成型金属件、汽车电子件都在快速发展。我们认为公司将估值重塑，受益特斯拉国产化加速！
- **1、被低估的特斯拉供应商**：1) 公司与特斯拉存在长期稳健合作关系。2) 公司为国产特斯拉供应产品向电子化智能化升级，智能后视镜集成了通信芯片实现车联网功能。3) 可见潜在产品丰富，公司与宁德时代保持稳健的合作关系，随着宁德时代与特斯拉合作的开展，公司产品将大概率应用于特斯拉。4) 传统强势产品还有很大供应空间。我们预计，目前公司单车价值量在2000元左右，未来具有提升空间。
- **2、公司业绩增长稳健**。2019年归母净利润9.85亿元，同比增长34.67%。1) 收入占比最大的南北大众（30%），今年将继续保持比较好的态势，一汽大众制定全年销售目标9%以上增长。2) 业绩大超预期，热成型发挥较大贡献。2019年长春华翔9条“热成型”生产线陆续投产，配套一汽大众相关车型的热销，今年有望进一步推进公司业绩增长。3) 汽车零部件国产化率加速的核心受益企业，日系大客户进展迅速。
- **3、受益行业红利汽车电子业务长期增长趋势确定，智能后视镜、车用无线充电等产品或将发力**。公司给特斯拉供智能后视镜，不排除未来有望在更多的汽车电子智能件上的合作。2019年上半年汽车电子营收5.78亿元，我们预计全年汽车电子收入有望达到12亿元。目前，公司重点研发方向有以新型饰条、车用无线充电等为代表的智能化汽车电子类产品。
- **4、海外华翔减亏，后续有望持续改善**，公司准备增资。过去公司的风险点，在于德国华翔亏损严重，2018年亏损2个多亿，2019年已经减亏一个亿左右，我们认为今年将继续减亏，明年有望扭亏。
- **盈利预测**：我们预计公司2020年净利润11.28亿元，对应估值13.5X。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示**：汽车电子产品进展不如预期；特斯拉国产化进程不及预期；海外华翔减亏进展不及预期。



公司概况：立足国内，国际视野



饰件发展稳健，新材料新工艺助力未来成长



金属件着力发展热成型产品

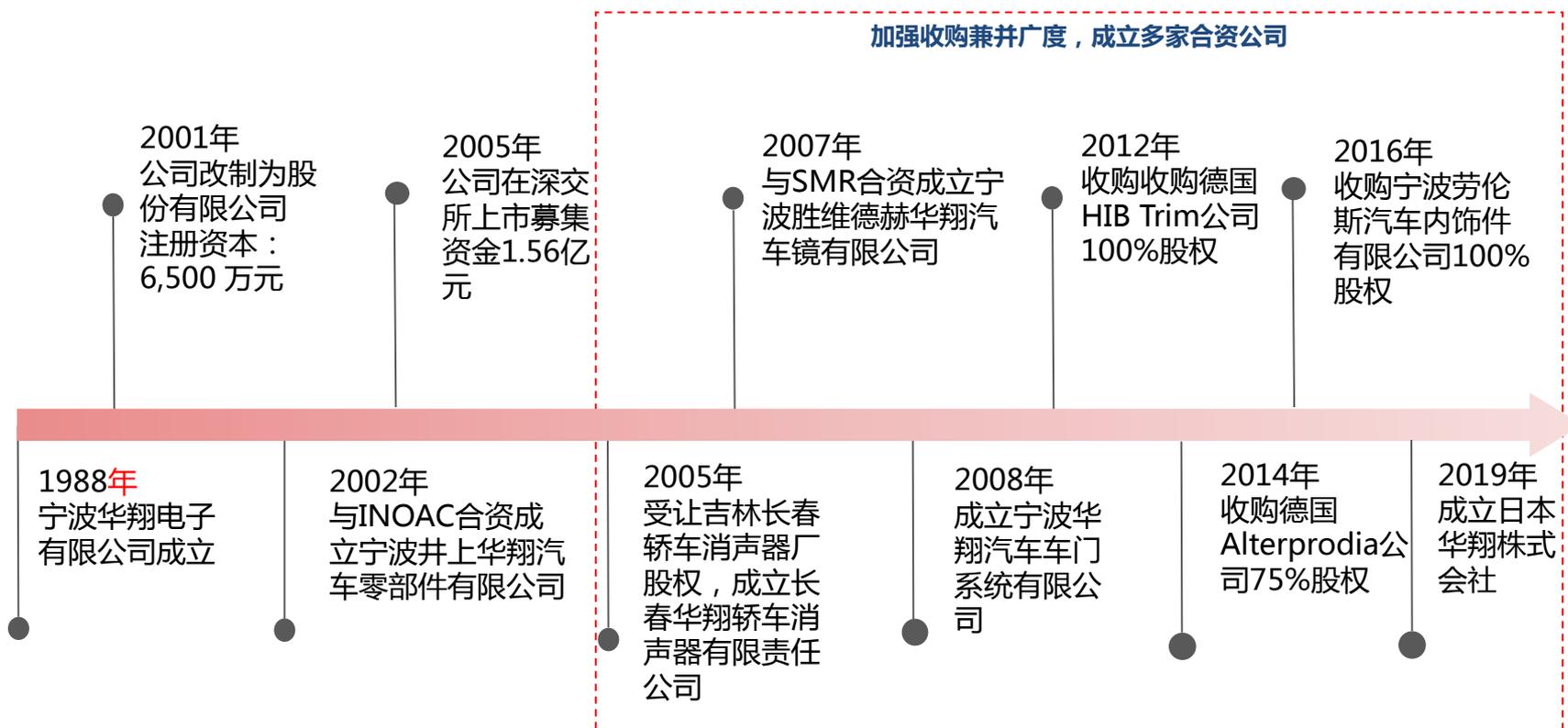


汽车电子业务将享受行业红利

注重创新发展，以国际化的视野发展业务

- ▶ 公司总部位于中国，并在北美、欧洲、南亚均拥有分支机构。近年来，公司通过海外兼并、国内布局的方式迅速获得了主机厂的新订单，为企业注入更强的盈利增长点，实现了海内外横向扩张。自2012年实施并购以来，公司实现业务上的转型升级，获得了宝马、奔驰、丰田等高端客户资源。

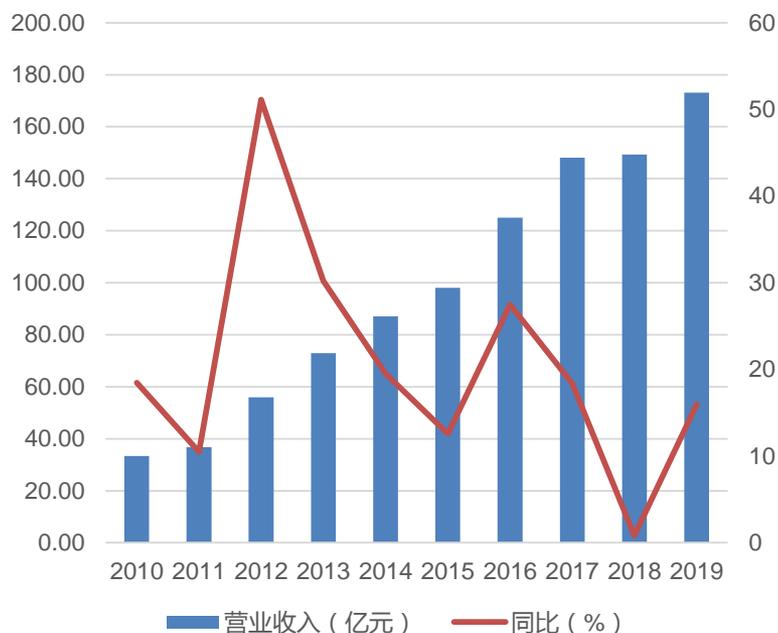
图表：宁波华翔发展历程



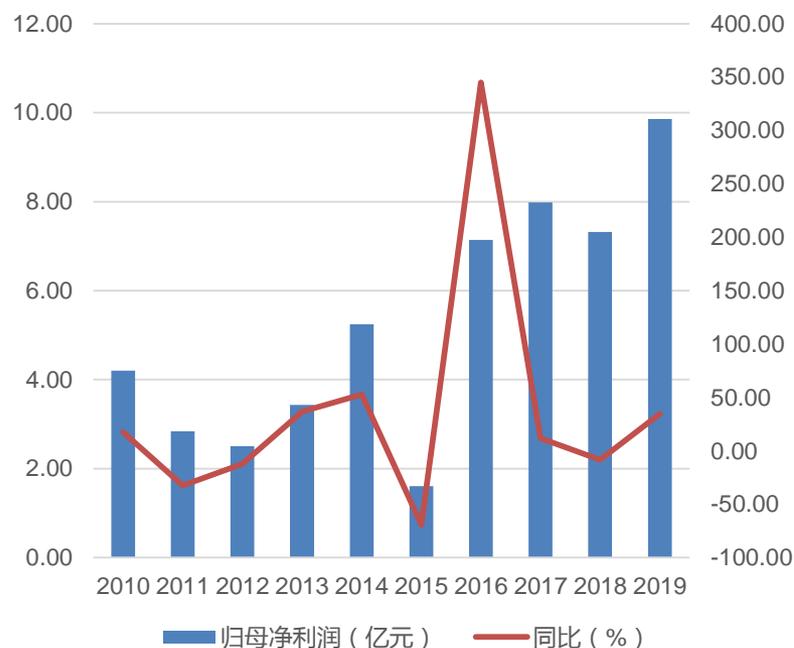
营业收入增幅明显，在不利市场局面下保持正增长

- 2019公司实现营业总收入173.15亿元,比上年同期增长15.99%；实现营业利润15.27亿元，比上年同期增长27.71%；实现利润总额15.46亿元,比上年同期增长27.89%；实现归属于上市公司股东的净利润9.85亿元，比上年同期增加34.67%
- 长春华翔和宁波特雷姆两大子公司都实现营业收入和利润双增长，且增幅明显，公司整体表现好于行业平均水平。

图表：公司过去八年内营收增长近5倍



图表：公司归母净利润保持稳中有增



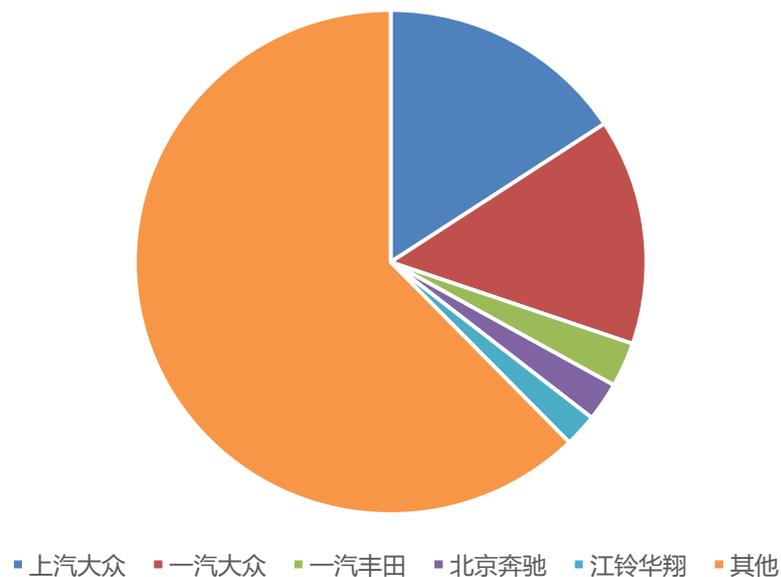
资料来源：公司公告，方正证券研究所

资料来源：公司公告，方正证券研究所

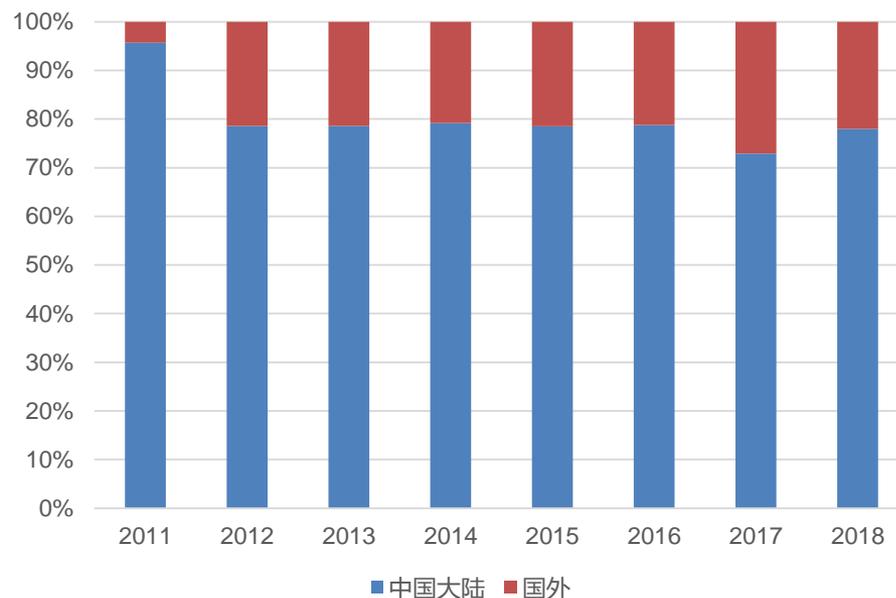
客户结构良好，南北大众为其主要客户

- 2018年公司前五大客户的收入占总收入37.69%，其中南北大众共占30.25%，是公司的重要稳定客户。
- 从2012年以来，国外的收入占比保持在20%以上，2018年的国外收入较之2017年下降了18.08%，主要是由于中美贸易战的影响。随着贸易战的缓和，国外收入有望进一步提升。

图表：2018年收入结构（分客户）



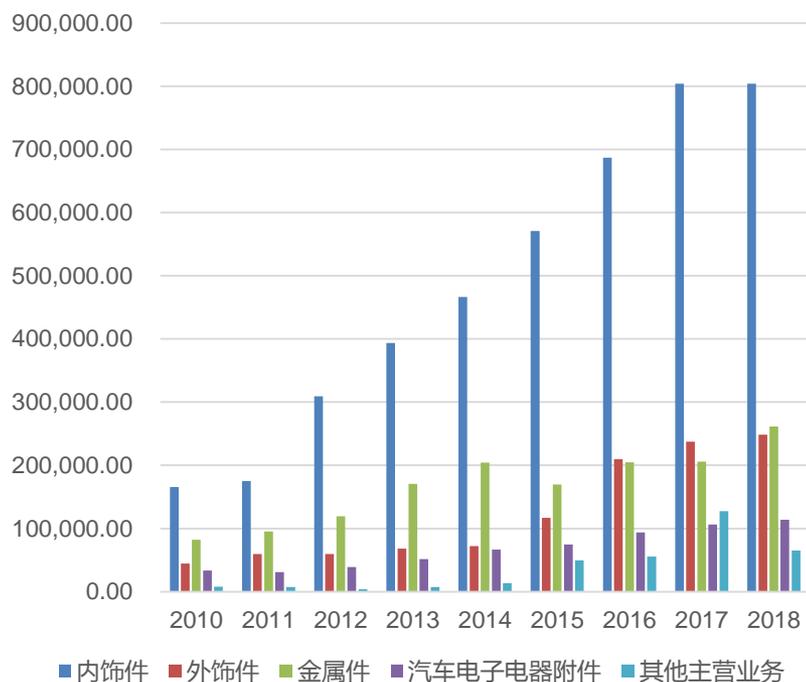
图表：公司收入结构（分地区）



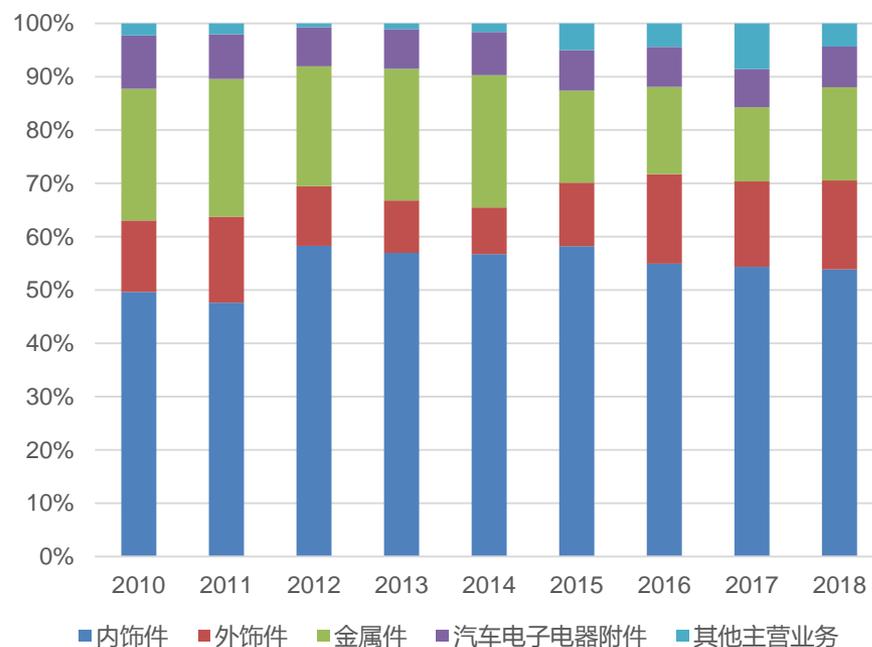
三大类产品：饰件、金属件、汽车电子

- 公司主要产品分为三大类，内外饰件、金属件和汽车电子器件。2018年，饰件类产品收入占比70.49%，金属件为其第二大业务，占比为17.50%。汽车电子业务2018年占比7.63%。

图表：公司产品销售收入（万元）



图表：公司产品销售收入占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

资料来源：公司公告，方正证券研究所



仪表盘



胡桃木



中央通道



饰柱

门板

包边玻璃

后视镜

格栅



国内生产能力充足，生产基地覆盖全国

- 国内方面，公司在宁波、东北（长春、沈阳）、成都、天津、佛山、青岛、重庆、长沙、武汉、南京设有超过50家生产基地。
- 公司正积极进行热成型轻量化技术的改扩建，青岛、佛山、天津和成都的投资进度均已超过80%，并已开始实现效益。

图表：公司国内布局

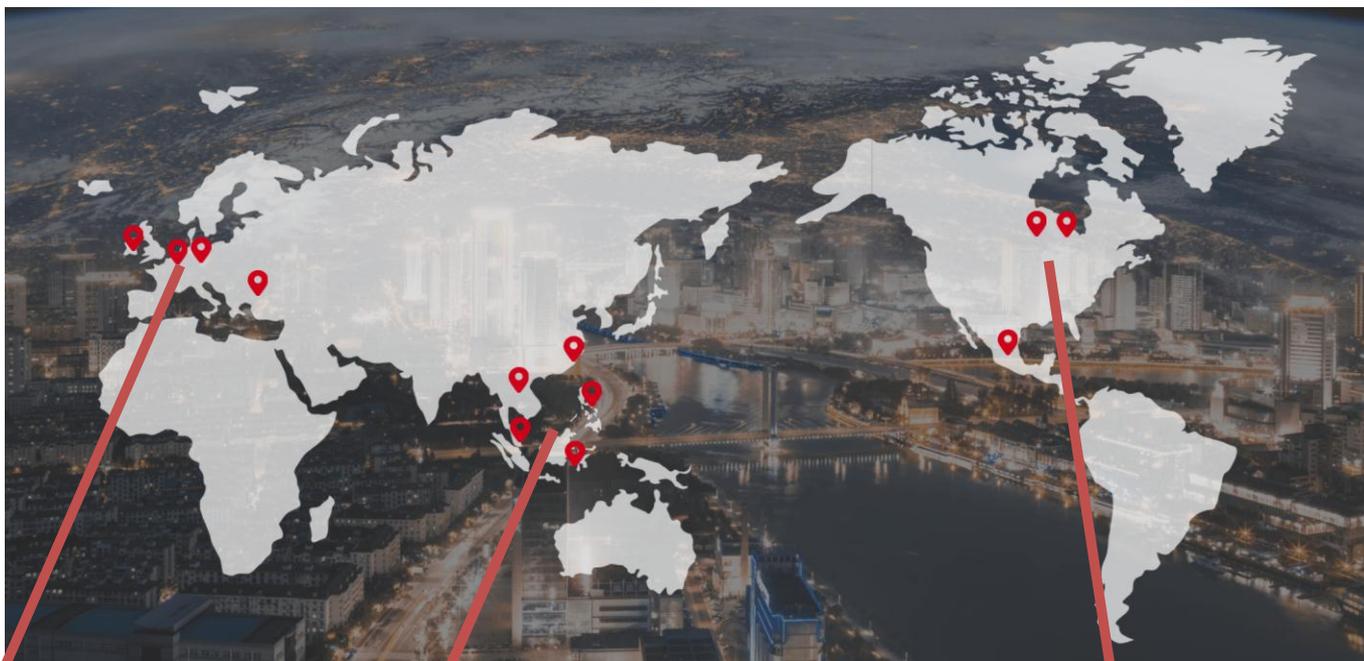


宁波总部

控股公司布局全球，海内外同步发展

- 国际方面，公司已建立欧洲、北美、东南亚生产基地，并在美国和德国设有两个区域研发中心。
- 与诗兰姆公司在东南亚合资成立四家汽车零部件公司，对德国TRIM公司的收购大大扩充了公司在欧洲与美洲布局的版图。

图表：公司全球布局



德国华翔：德国、
捷克、罗马尼亚

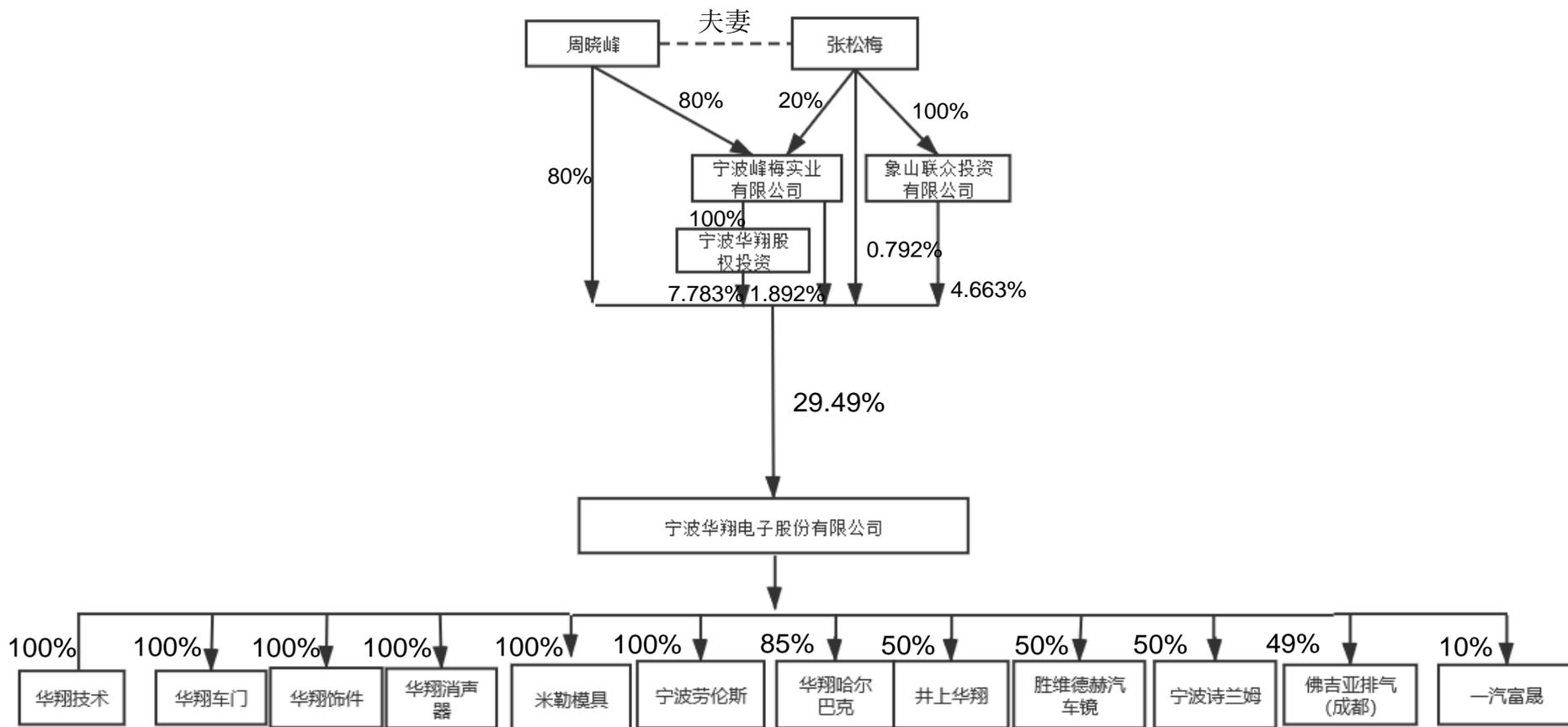
菲律宾、印尼、越
南、新加坡诗兰姆

德国华翔：美国、
墨西哥

控股公司布局全球，海内外同步发展

- 截止2020年2月，公司最终控制人周晓峰及其一致行动人共持有宁波华翔29.49%的股份。
- 2018年，宁波峰梅（周晓峰夫妻控制）和张松梅（周晓峰配偶）分别在5月和6月两次增持公司股票。其中，宁波峰梅增持1.59%，张松梅增持0.79%。

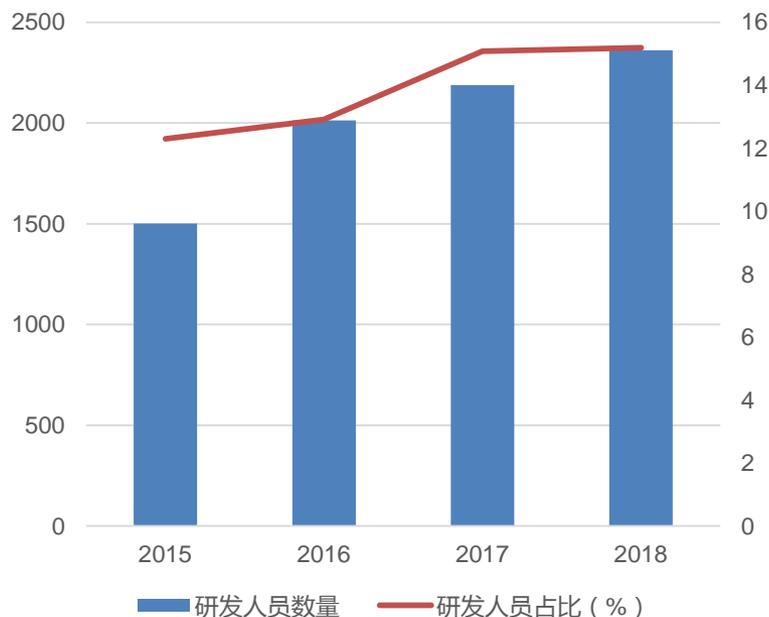
图表：主要控股公司情况



研发费用投入增加，主要投向热成型和新材料

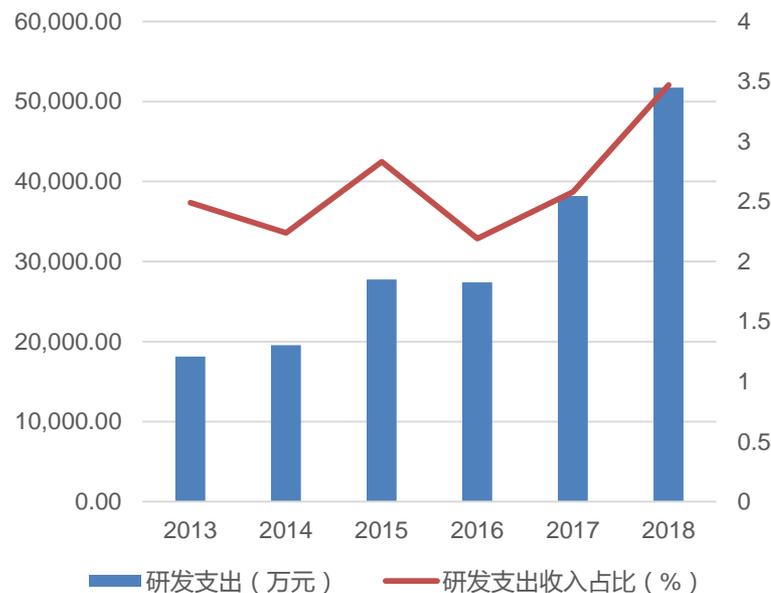
- ▶ 宁波华翔目前的研发工作主要方向如下：一、以重卡板簧为代表的轻量化产品类；二、以新型饰条、车用无线充电等为代表的智能化汽车电子类产品；三、新能源车用电池包核心部件产品；四、现有内外饰产品的新技术、新工艺。
- ▶ 从员工构成来看，2018年末的研发人员同比增加174人，研发人员占总员工比例为15.19%。从研发支出来看，2018年全年研发支出为5.18亿元，同比增加35.57%，占收入的3.47%，较2017年有明显提升。

图表：公司研发人员情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表：公司研发支出情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所



公司概况：立足国内，国际视野



饰件发展稳健，新材料新工艺助力未来成长



金属件着力发展热成型产品



汽车电子业务将享受行业红利

饰件是公司传统优势产品，品类丰富齐全

- 公司饰件产品种类丰富齐全。未来随着汽车的高端化、智能化和轻量化不断推进，内外饰件工艺的完善和材料的升级，无论是单车配套价值还是利润空间都会进一步增加。

图表：汽车内外饰件价格水平概况（元）

内饰件种类	估算价格	单车配套件数	单车配套价值量	外饰件种类	估算价格	单车配套件数	单车配套价值量
仪表盘	600-800	1	600-800	车灯系统	550-750	2	1100-1500
门内护板	200-250	4	800-1000	保险杠	250-300	2	500-600
方向盘	800-1000	1	800-1000	格栅	60-100	1	60-100
顶棚	60-100	1	60-100	行李架	100-120	1	100-120
遮阳板	50-80	2	100-160	车窗亮条	15-25	4	60-100
流水槽盖板总成	60-90	1	60-90	侧裙板	50-80	2	100-160
立柱	8-10	6	48-60	车把手	20-30	4	80-120
行李箱内饰	150-200	1	150-200				
立柱护板	50-60	6	100-120				
地毯和隔音垫	300-500	1	300-500				

资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

内饰件收入稳中有进，市场规模持续增长

- 内饰件业务在公司收入中占比最高，公司生产的品类齐全，制造工艺先进。
- 2019H1，内饰件收入占比50.32%。

图表：内饰件产品介绍

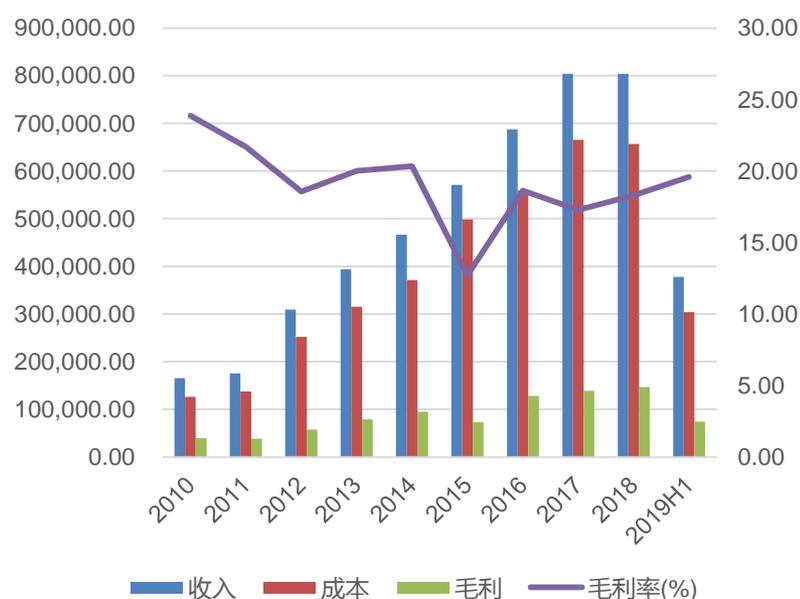
饰件名称	图例	饰件名称	图例
仪表盘		立柱	
中央通道		内顶棚	
门板		风管 水壶	
头枕		装饰条	

资料来源：公司公告，公司官网，方正证券研究所

内饰件收入稳中有进，市场规模持续增长

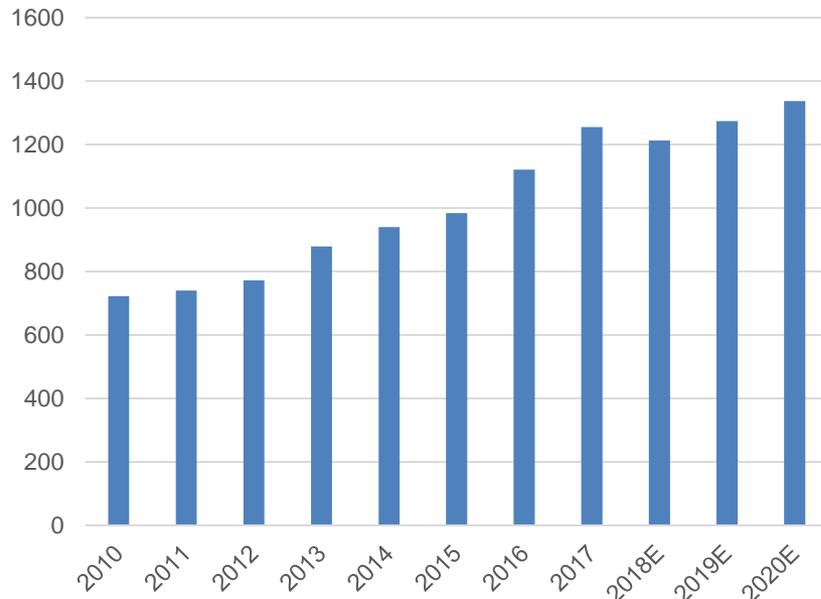
- 内饰件业务收入稳定上升，2018年受整车行业不景气的影响，与2017年保持持平，内饰件收入为80.39亿元。2019H1内饰件收入37.76亿元，同比下滑2.1%。
- 内饰件毛利率也稳中有升，2019H1的毛利率19.59%，同比增加3.81个百分点。
- 据前瞻产业研究院预测，2020年中国内饰件市场规模将达到1337亿元，将比2019年增长63亿元，公司内饰件业务仍然具有成长空间。

图表：内饰件收入、成本及毛利情况（万元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表：中国内饰件市场规模及预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

外饰件业务：提供稳定的现金流

- ▶ 外饰件产品主要也是公司的主营业务之一，制造工艺包括注塑成型、挤出成型、超声波焊接、激光焊接、自动化喷漆、电镀工艺、镀铬工艺。
- ▶ 外饰件业务作为公司从上市起就经营的业务，收入与成本十分稳定，为公司提供了稳定的现金流。

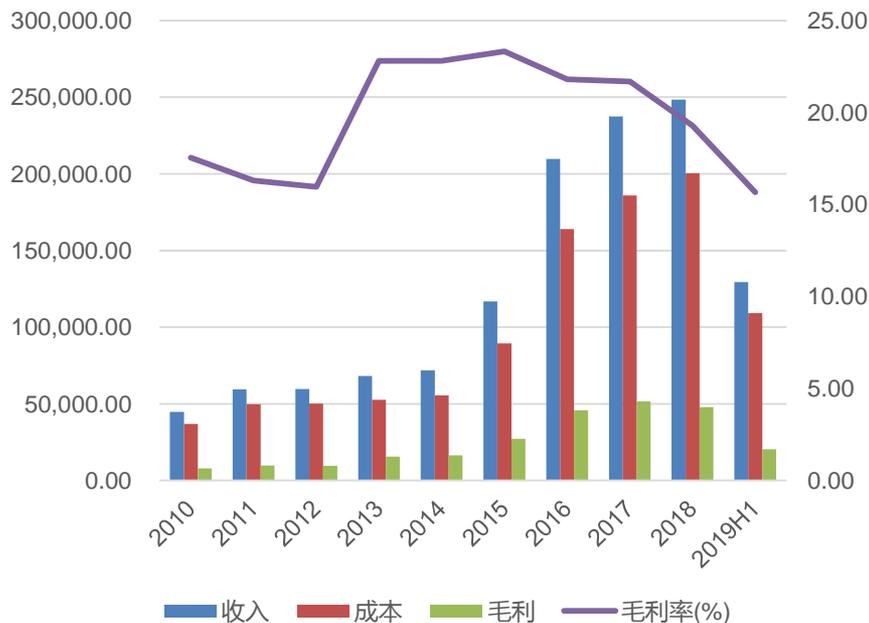
图表：外饰件产品介绍

饰件名称	图例	饰件名称	图例
加油口盖		包边玻璃	
扰流板		保险杠	
格栅		落水槽	

外饰件业务：提供稳定的现金流

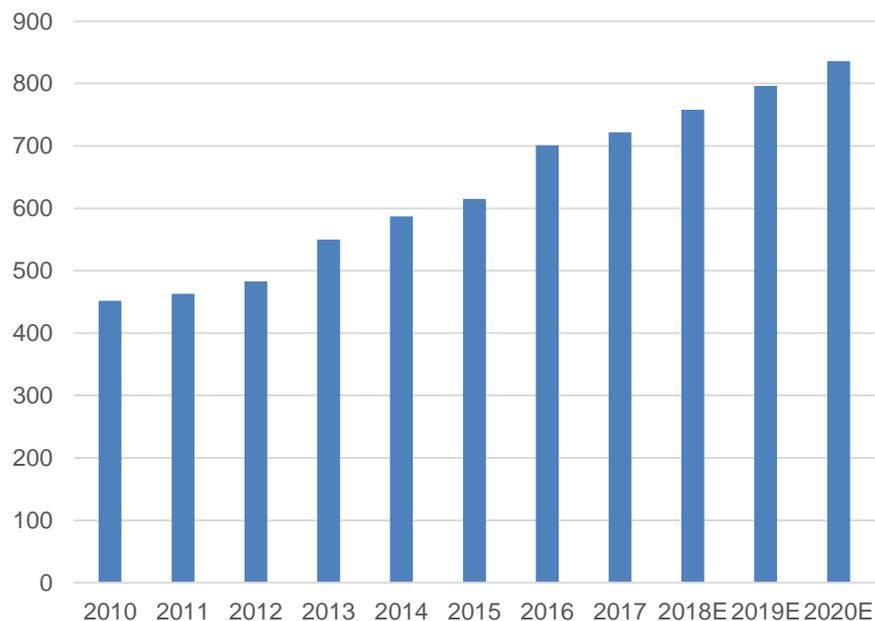
- 外饰件业务收入规模一直处于稳定增长趋势。2018年营收24.8亿元，同比增长4.56%；2019H1营收12.95亿元，同比增加5.02%。
- 近些年毛利率有所下降，主要原因是人力成本的不断上升。公司正积极寻求国际化，这对于未来压缩人力成本有着正向作用。2019H1毛利率15.67%。
- 据前瞻产业研究院预测，2020年中国外饰件市场规模将达到836亿元，将比2019年增长5.03%，随着汽车行业复苏的预期，市场规模仍将进一步扩大。

图表：外饰件收入、成本及毛利情况（万元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表：中国外饰件市场规模及预测（亿元）

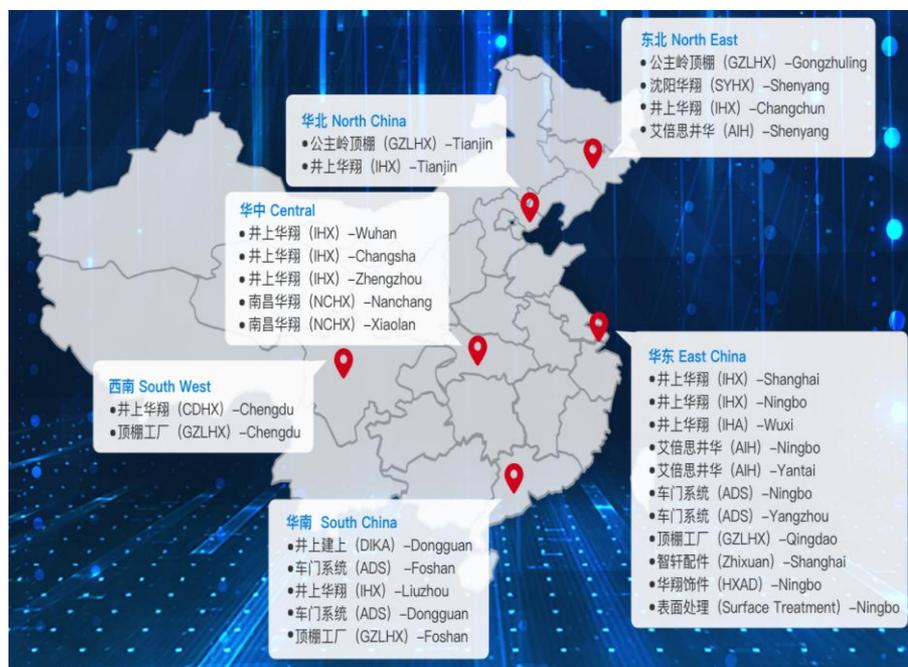


资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

内外饰件产能充足，覆盖6大区域

- ▶ 对宁波华翔净利润产生10%以上影响的参控股公司中，有6家公司主要生产汽车内外饰件。井上华翔在华北、华中、西南、华南和总部所在的华东区域均建有生产基地。
- ▶ 客户覆盖国内外中高端主机厂，是大众、宝马、奔驰、通用、福特等的一级零部件配套商。其他客户包括斯柯达、丰田、宝沃、上汽乘用车、广汽乘用车等。

图表：公司内外饰件生产工厂分布



图表：参控的主要内外饰件生产企业

企业名称	业务范围
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	汽车内饰件的生产与销售，主要产品包括门内饰板总成、饰柱等
宁波华翔汽车车门系统有限公司	汽车门内饰门板、车门模块系统、车身侧面内饰及汽车零部件的设计、开发、制造并提供售后服务
宁波华翔特雷姆汽车饰件有限公司	汽车复合内饰件（胡桃木）的生产和销售，主要产品为天然胡桃木饰件、IMD胡桃木饰件等
德国华翔汽车零部件系统公司	投资、汽车胡桃木饰件的生产与销售
宁波劳伦斯汽车内饰件有限公司	真木汽车内饰件及铝制汽车内饰件的生产与销售。
宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	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

积极进行新材料研发，为饰件未来发展提供基础

- ▶ **公司新材料项目主要是碳纤维和自然纤维项目。**碳纤维项目产品为高性能复合材料车身零部件总成，乘员舱、前后防撞梁、以及其他底盘结构件等；自然纤维项目产品定位于汽车门板、仪表板、中控台总成以及立柱、顶棚、后门饰板、衣帽架、行李箱盖板等全内饰产品。
- ▶ **碳纤维材料具有质量轻、强度高和耐腐蚀等优点**，是对汽车车身结构件进行轻量化的高价值材料。碳纤维材料的能量吸收能力高，使其安全性能得到提升；在强度相同的前提下，碳纤维材料的重量不及一般材料的一半，进而提高30%以上的燃油效率；此外，碳纤维材料车身生产的固定资产投资较金属车身的固定资产投资大幅降低。
- ▶ **自然纤维主要是木纤维、麻纤维、竹纤维等自然可再生的生物质材料**，较传统塑料而言，**具有强度高，重量轻，吸附能力强的特点，能够降低甲醛超标等环境安全隐患。**目前自然纤维复合材料在国外大众、宝马、奔驰的仪表板、门板等内饰件上已经有广泛的应用。

图表：新材料项目投资情况

募集资金投向	投资总额 (万元)	项目达到预定可使用状态日期
年产5万件轿车用碳纤维等高性能复合材料生产线技改项目	20000	2021年06月30日
年产40万套轿车用自然纤维等高性能复合材料生产线技改项目	14758.6	2021年06月30日

资料来源：公司公告，方正证券研究所



公司概况：立足国内，国际视野



饰件发展稳健，新材料新工艺助力未来成长



金属件着力发展热成型产品



汽车电子业务将享受行业红利

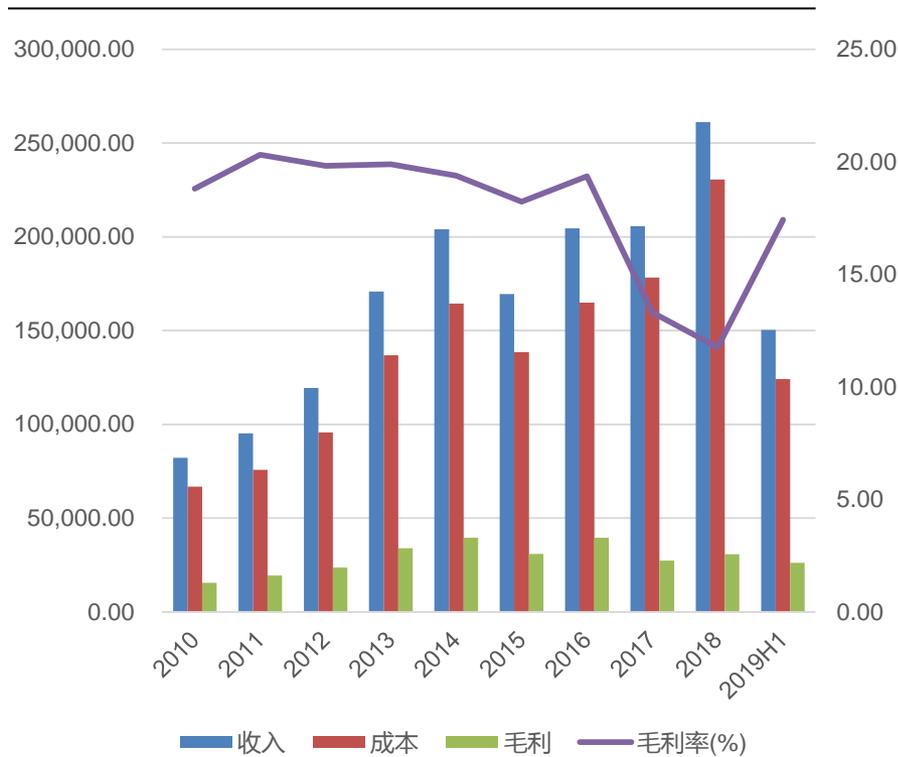
金属件业务回暖，热成型技术支撑毛利率

- 金属件业务是公司的第二大业务板块，以车身冲压件为主，生产线包括热成型生产线，客户为大众、沃尔沃、宝马、奔驰等。2018年金属件的收入继续上升，达到26.13亿元，同比增长了27.01%。
- 2019年H1的毛利率出现了回升，为17.43%，营收同比增加51.62%，主要应归功于热成型业务生产的冲压件的的高毛利。2019年长春华翔9条“热成型”生产线陆续投产，配套一汽大众相关车型的热销，推动了公司业绩逆市快速增长。

图表：金属件产品情况

金属件类别	细分产品
车身冲压件	白车身
	地板
	保险杠骨架
	ABC柱
	加强筋
	门槛
	挡板
车身底盘	护板
	转向轴
	转向柱
焊接天窗	/
排气系统	/

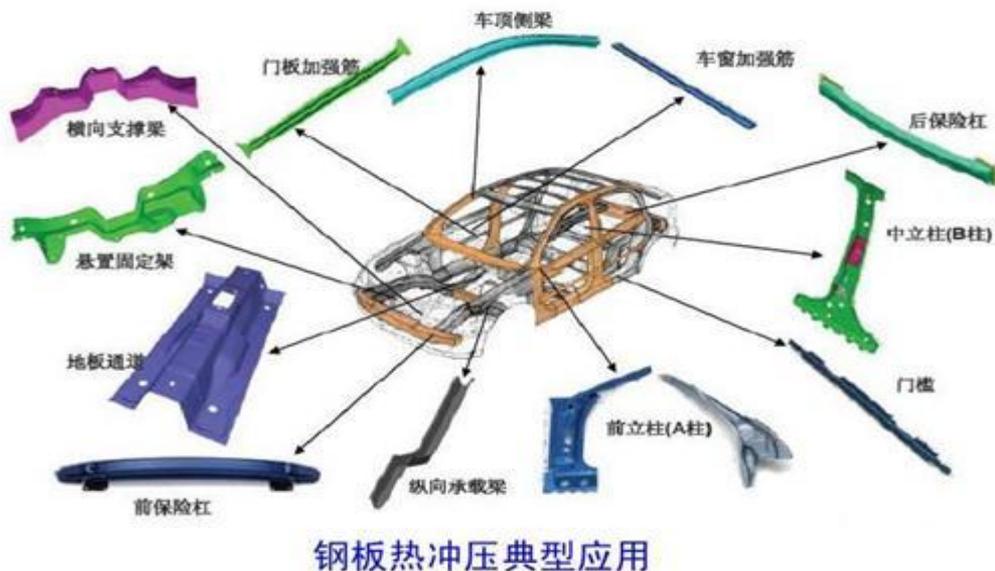
图表：金属件收入、成本及毛利情况（万元）



热成型技术将是公司新的利润增长点

- ▶ 热成型技术是将硼砂高强度钢板在高温加热状态下迅速冲压成型并进行淬火处理，从而获得更高强度、抗变形性与硬度的车身加固件。采用热成型技术的冲压件强度高，厚度薄，解决了强度和塑性间的矛盾，被广泛应用于AB柱、前后保险杠、中央通道、车门防撞梁等车身结构件中。
- ▶ 汽车轻量化技术是轻量化设计、材料和制造技术的集成应用。钢铁材料是汽车的主要材料，而超轻超薄高强度钢板已成为车身轻量化材料的主要发展方向，为兼顾轻量化与碰撞安全性以及高强度下冲压件回弹与模具磨损等问题，热成型高强度钢及热冲压成型工艺和应用技术应运而生。

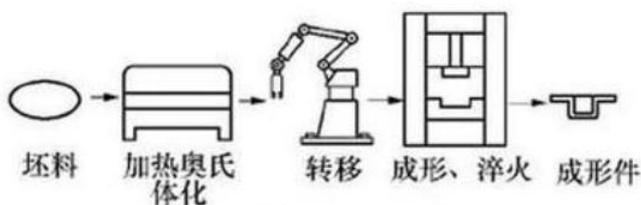
图表：钢板热冲压典型应用



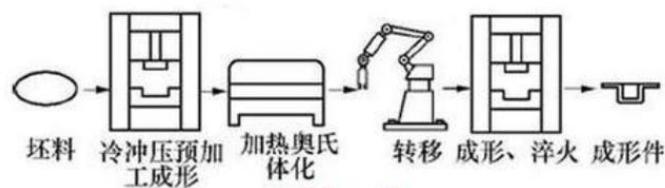
热成型特点一：强度高

- ▶ **热成型产品特点**是强度高。热冲压成型技术将常温下硼钢钢板加热至880~950℃，使之处于奥氏体化状态，然后快速转移到模具中高速冲压成型，在保证一定压力的情况下，制件在模具本体中以大于27℃/S的冷却速度进行淬火处理，保压淬火一段时间，以获得具有均匀马氏体组织的超高强钢零件的成型方式，冲压件抗拉强度可以达到1,500MPa，强度提高了250%以上。目前凡是达到U-NCAP碰撞4星或5星级水平的乘用车型，其安全件(A/B/C柱、保险杠、防撞梁等)大都采用了抗拉强度1,500MPa、屈服强度1,200MPa的热成型冲压件。

图表：热成型工艺



直接工艺



间接工艺

热成型特点一：强度高

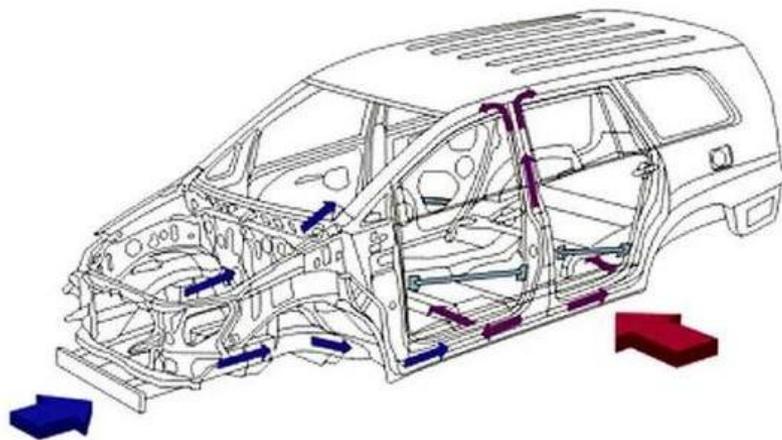
- ▶ 当汽车产生碰撞侧翻时，车辆需要保证乘客座舱区域的安全，不能产生过多的形变，使得作用于乘客身上的力和加速度不会超过乘客忍耐的极限。为了保护冲撞前后的完整性，侧面和车顶的碰撞安全尤为重要，由于侧面冲撞不存在缓冲区，车顶横梁和车门防撞梁对钢材的强度有着极高的要求，热成型钢的作用就得以显现。
- ▶ 随着各类碰撞测试机构对车辆安全的要求不断提升，热成型技术钢的普及程度也越来越高。

图表：热成型钢位置示意图（紫色为热成型钢）

Audi A8 D5



图表：汽车冲撞示意图



热成型特点二：轻量化，降低成本

- **热成型钢的另一大特点是轻量化。**自2019年1月起，各地陆续开始实行国六的排放标准，这对汽车的轻量化就提出了更高的要求。热成型钢可以通过减少零部件数量，减少钣金厚度满足同等性能车身的要求，在不使用加强板、不增加钢板厚度的情况下达到设计的强度要求。使用超高强度钢热冲压件可使板材的厚度减少30%，且成本也得到了降低。

图表: 汽车门槛在生产和使用阶段的温室气体排放评估

方案	生产阶段	使用阶段 (kg)	总量 (kg)
冲压	+0.4	+48.0	+48.4
热冲压	+3.9	-32.1	-28.2

资料来源：《热成型技术在汽车轻量化中的应用与发展》陈辉，方正证券研究所

图表：某车型B柱加强板轻量化率对比

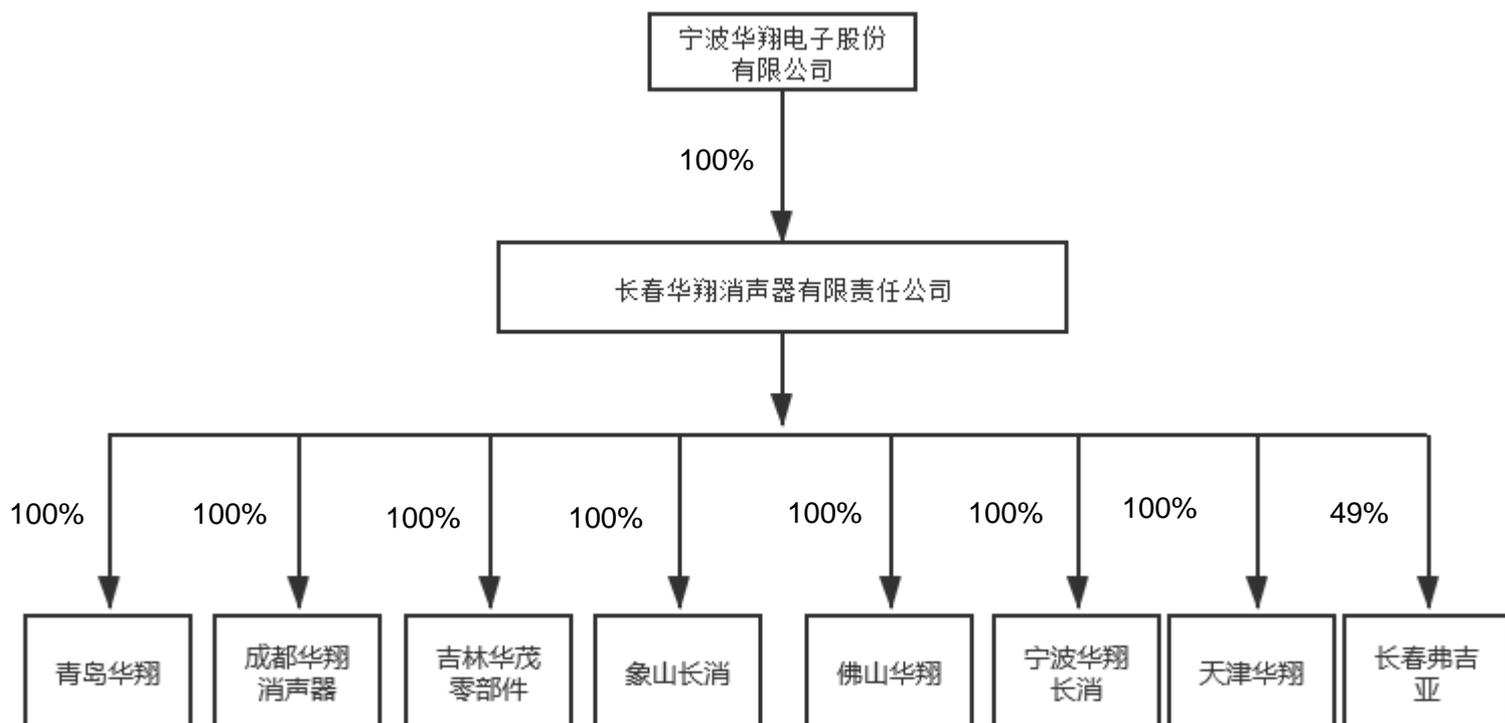
方案	材质料厚(mm)	质量 (kg)	与冷冲压对比质量差异 (kg)	与冷冲压对比轻量化率 (%)
冷冲压成型	B410LA 1.5	4.62	0	/
激光拼焊板成型	B410LA 1.5/1.0	4.08	0.54	11.69
热成型	22Mn B5 1.2	3.56	1.06	22.9

资料来源：《热成型技术在汽车轻量化中的应用》黄维;王志娟;鲁后国;张羽，方正证券研究所

明星公司长春华翔：营收增速高，利润水平高

- ▶ 长春华翔轿车消声器有限责任公司前身为长春轿车消声器厂，2005年由宁波华翔收购长春轿车消声器厂改制而成，生产基地位于吉林长春，主要生产轿车消声器、底盘内部结构件和车身内部结构件。
- ▶ 2019年8月，宁波华翔为激励其管理者，收购了长春华翔2.40%的股权，使长春华翔成为宁波华翔的全资子公司。

图表：长春华翔股权结构



明星公司长春华翔：营收增速高，利润水平高

- ▶ 长春华翔在2015-2018年间收入持续增长，2019H1营收15.65亿元，同比增加47%，净利润1.88亿元，同比增加249%，主要由于子公司青岛华翔、佛山华翔、成都华翔和成都华翔的热成型生产线投产。
- ▶ 已投入生产的佛山华翔的热成型生产线的毛利率为26.70%，高于宁波华翔2019Q3的19.94%的整体毛利率。

图表：长春华翔收入情况（万元）



图表：长春华翔利润情况（万元）



资料来源：wind，方正证券研究所

资料来源：wind，方正证券研究所

长春华翔：客户覆盖面广，产品主要供给SUV

- ▶ 长春华翔的主要客户既包括汽车零部件企业伟巴斯特、恩坦华，也包括汽车整车企业大众、丰田和宝马等。
- ▶ 长春华翔是一汽大众的A级供应商，并与一汽轿车拥有超过20年的合作关系。主要配套车型有AUDI A3、Q2、大众T-ROC、探岳和其他紧凑型SUV。

图表：长春华翔的主要客户



图表：长春华翔产品供应车型



T-ROC



Audi A3



Audi Q2



探岳

长春华翔：营收增速高，利润水平高

- ▶ 热成型产品是公司的核心业务，主要为一汽大众进行配套，截至目前，公司已投资九条生产线，分别位于青岛、佛山、成都、天津、长春。目前仍在投资中的生产线有5条，青岛两条，佛山、天津和成都各一条。
- ▶ 青岛、天津华翔项目产品为门槛内板总成、B柱-内部、后轮罩纵梁、纵梁II、B柱加强板、前保险杠骨架总成、通道加强板、侧围内板等汽车零部件，主要为一汽-大众公司长春工厂、青岛工厂、天津工厂生产的车型进行配套。
- ▶ 佛山、成都华翔项目产品为A柱-内板、焊接总成B柱、前风窗立柱内板、侧围、横梁总成等产品，主要为一汽-大众佛山工厂进行配套。

图表：热成型技术改造项目投资情况

募集资金投向	投资总额（万元）	截至2019H1投资进度	项目达到预定可使用状态日期
长春华翔青岛工厂热成型轻量化改扩建项目	49,558.72	95.28%	2018年08月31日
长春华翔佛山工厂热成型轻量化技术改造项目	22,682.24	97.41%	2018年08月31日
长春华翔天津工厂热成型轻量化改扩建项目	18,000	100.00%	2019年04月30日
长春华翔成都工厂热成型轻量化技术改造项目	22,682.24	83.07%	2019年04月30日

资料来源：公司公告，方正证券研究所



公司概况：立足国内，国际视野



饰件发展稳健，新材料新工艺助力未来成长



金属件着力发展热成型产品



汽车电子业务将享受行业红利

政策多次鼓励支持智能汽车产业发展

- 《智能汽车创新发展战略》明确智能汽车是汽车强国的战略方向，在市场培育中，零部件企业逐步成为智能汽车关键系统集成供应商。

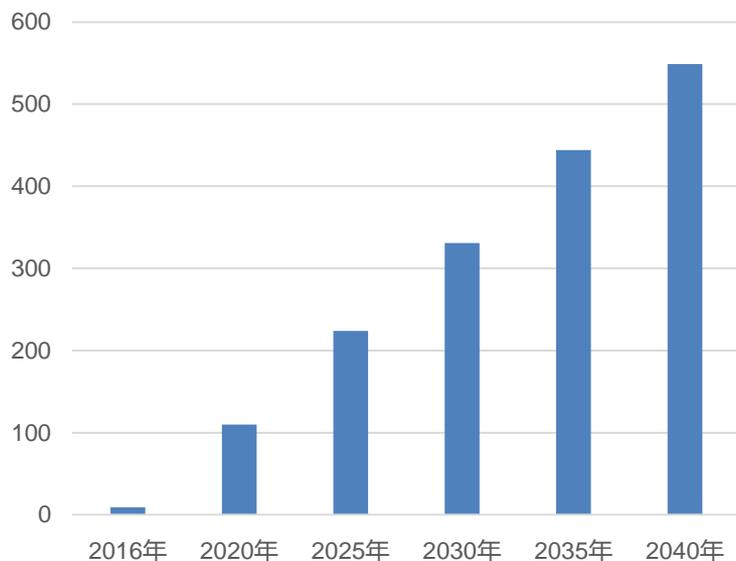
图表：2016年以来智能汽车相关扶持文件

时间	文件	部门	时间	文件	部门
2016年4月	《装备制造业标准化和质量提升规划》	质检总局，国家标准委，工信部	2018年1月	《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿）	发改委，交通部
2016年7月	《推进“互联网+”便捷交通 促进智能交通发展的实施方案》	发改委，交通部	2018年3月	《2018年智能网联汽车标准化工作要点》	工信部
2016年9月	《智能硬件产业创新发展专项行动（2016-2018年）》	工信部，发改委	2018年4月	《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》	工业和信息化部，公安部，交通运输部
2016年10月	《节能与新能源汽车技术路线图》	中国汽车工程学会	2018年10月	《车联网（智能网联汽车）直连通信使用5905-5925MHz频段管理规定》	工信部
2017年4月	《汽车产业中长期发展规划》	工信部，发改委，科技部	2018年11月	《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》	工信部
2017年6月	《“十三五”交通领域科技创新专项规划》	科技部	2018年12月	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	工信部
2017年6月	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	国家标准委，工信部	2019年5月	《2019年智能网联汽车标准化要点》	工信部
2017年7月	《新一代人工智能发展规划》	国务院	2019年6月	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019年-2020年）》	发改委，生态环境部，商务部
2017年11月	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	发改委	2019年12月	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿）	工信部
2017年12月	《智能汽车关键技术产业化实施方案》	发改委	2020年2月	《智能汽车创新发展战略》	发改委等11部委

智能汽车产业空间巨大，汽车电子将迎来更多机遇

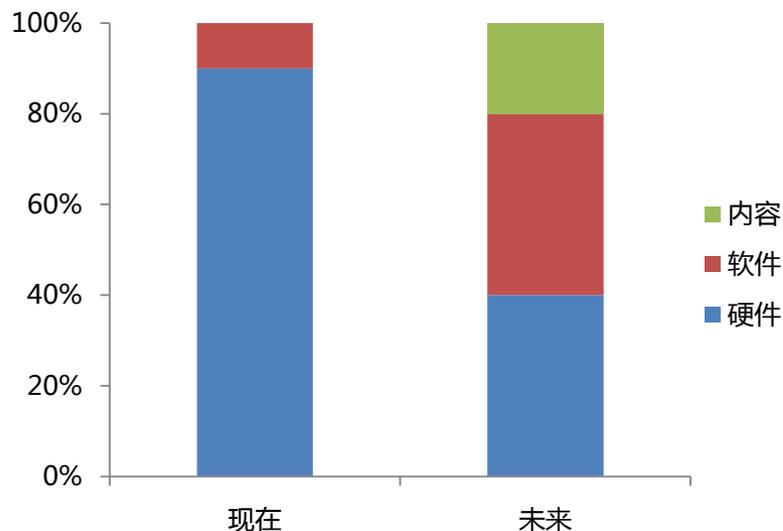
- 根据前瞻产业研究院发布的相关数据，至2035年全球无人驾驶汽车销量将达到1180万辆，2025-2035年间年复合增长率为48.35%，届时中国将占据全球市场24%的份额。

图表：全球智能汽车规模（单位十亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

图表：汽车成本构成变化



资料来源：艾瑞，方正证券研究所

➤ 汽车电子按照应用领域可分为电子控制系统和车载电子系统，它集电子技术、汽车技术、信息技术和网络技术于一身。由于其高附加值，汽车电子领域成为各家汽车零部件企业竞争之地。宁波华翔涉足的汽车电子业务主要集中在车身电子领域。

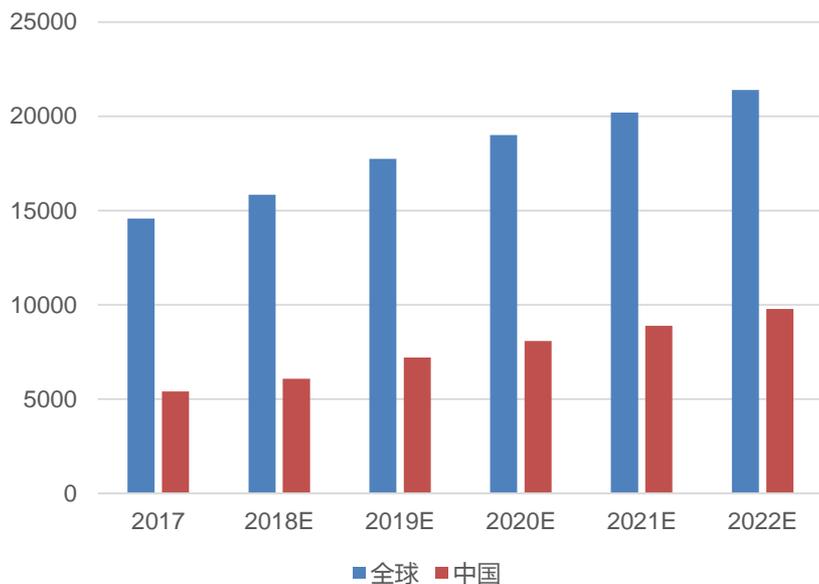
图表：汽车电子分类

分类	具体分类	具体技术
电子控制系统	发电机电子系统	点火系统，冷却系统，进排气系统，变速传动系统，发动机ECU，蓄电池，发电机，起动机，温度传感器，爆震传感器，氧气传感器，发动机线束
	底盘电子系统	转向系统，悬架系统，轮毂电机，制动系统
	车身电子	照明系统，开关，车身控制器，继电器/保险丝，地板线束，车门线束，顶棚线束，仪表台线束，USB/HDMI线，电动后视镜，车窗升降电机，尾门电动撑杆，门窗开关，雨刮电机，天窗电机，车辆诊断OBD，一键启动开关
	自动驾驶系统	毫米波雷达，单目摄像头，激光雷达，AI芯片，超声波雷达，多目摄像头，夜视系统，全景影像
车载电子系统	信息娱乐与网联系统	以太网，CAN总线，T-Box，天线，蓝牙模块，GPS模块，射频模块，遥控钥匙，HMI人机接口
	安全舒适系统	安全系统，座椅调节电机，座椅加热装置，主动降噪单元，电喇叭，空调系统

汽车电子市场前景广阔，整车成本比重将继续提升

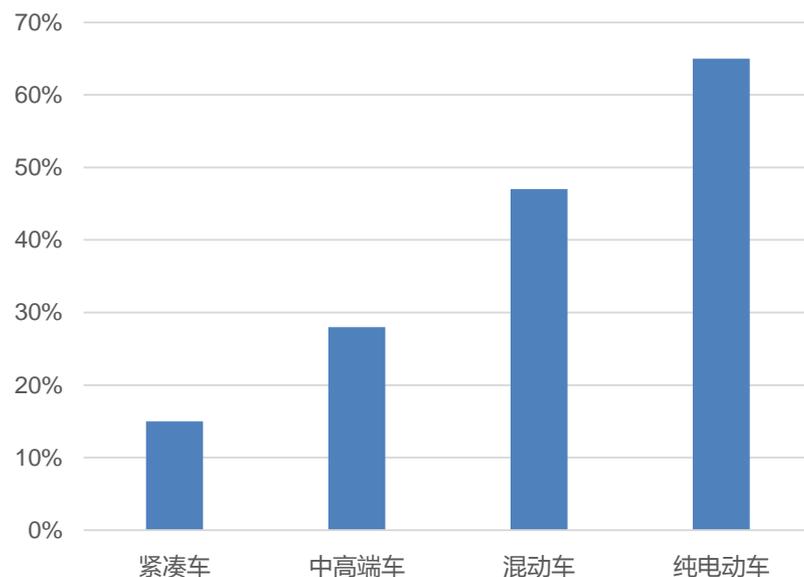
- 据测算，未来全球和中国的汽车电子市场规模仍会有显著增长，2022年全球汽车电子市场规模有望突破2万亿元人民币，年复合增长率7.99%。中国汽车电子市场规模将近1万亿元人民币，年复合增长率12.62%。而中国市场占全球市场的比重将从2017年的37.08%提升至2022年的45.72%。
- 随着汽车电动化、网联化、智能化的深入，汽车电子占整车成本比重越来越高，在纯电动车上，占比可达65%，未来有着很大的发展空间。

图表：汽车电子市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业信息，盖世汽车，方正证券研究所

图表：汽车电子成本占比



资料来源：中国产业信息，盖世汽车，方正证券研究所

➤公司设立于宁波的宁波华翔汽车电子中国生产基地于2014年9月正式建成，2015年上半年正式投产。同时，逐步建立汽车电子研发中心，培养自主研发能力。优化产品结构，增强高附加值、高技术含量等，提升公司核心竞争力。

图表：未来公司将重点开发发展电路感应模块或其他感应模块方向发展

重点发展产品方向



感应模块

3D后视镜影像系统

汽车诊断

新型桃木（导电膜）

前端娱乐

LED背景控制系统

➢公司的汽车电子业务共涉及四个板块：后视镜系统，电子控制单元，线束保护和气液管路系统和电池包。其中后视镜直接配套特斯拉，电池包和波纹管供应宁德时代。

➢公司从2001年与德国诗兰姆合资成立宁波诗兰姆汽车零部件公司起，先后成立了四家经营汽车电子的公司。

图表：公司汽车电子业务

产品类别	具体产品	客户
后视镜系统	后视镜（智能后视镜配套特斯拉）	特斯拉，大众，奥迪，沃尔沃，通用，捷豹路虎，斯柯达，长城，领克等
电子控制单元	燃油泵控制器，水泵控制器，LED模组，小灯总成	奥迪，大众，斯柯达，沃尔沃，奔驰，通用，领克，东风，吉利等
线束保护和气液管路系统	波纹管，PVC管，扎扣，护壳，紧固件，扎带，定位件，导线槽，继电器支架，保险丝盒，车窗洗涤管，油管，大灯清洗管，电池冷却管等	宁德时代，电装，德尔福，李尔大陆集团，沃尔沃，丰田，上汽大众，吉利，宝马等
电池包	上下壳体，模组塑料件，配电箱	宁德时代，大众，奥迪

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表：汽车电子产品

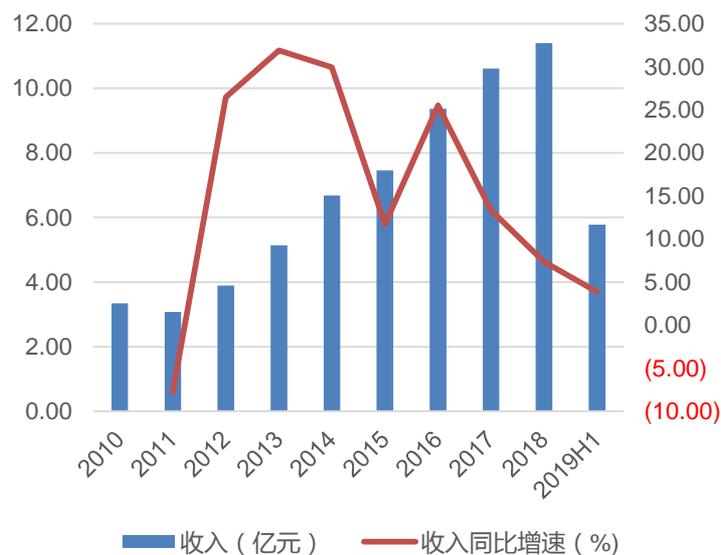
电子控制单元		电池包上下壳体、模组塑料件、配电箱	
线束保护和气液管路系统		后视镜系统	

资料来源：公司官网，方正证券研究所

汽车电子保持稳定增长，毛利率较高

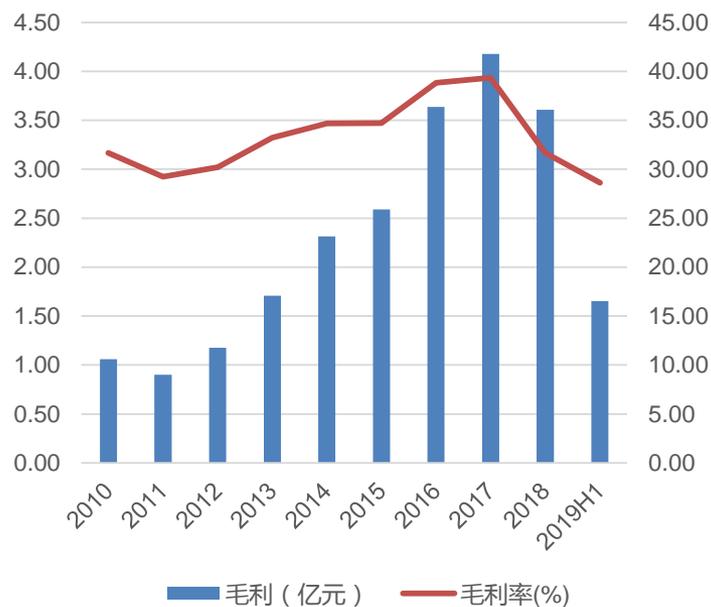
- 汽车电子电器附件业务的毛利率是公司四项主营业务中最高的，2019H1营收5.78亿元，同比增长3.87%，毛利率28.61%。
- 电子件产品2018年毛利率为31.66%，较上期下降7.69个百分点是因为占权重最大的子公司“宁波诗兰姆”，2018年主要原材料尼龙等大幅涨价，导致其较上年销售增加10%的情况下，毛利率下降7.43%所致。

图表：汽车电子收入情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表：汽车电子业务毛利情况

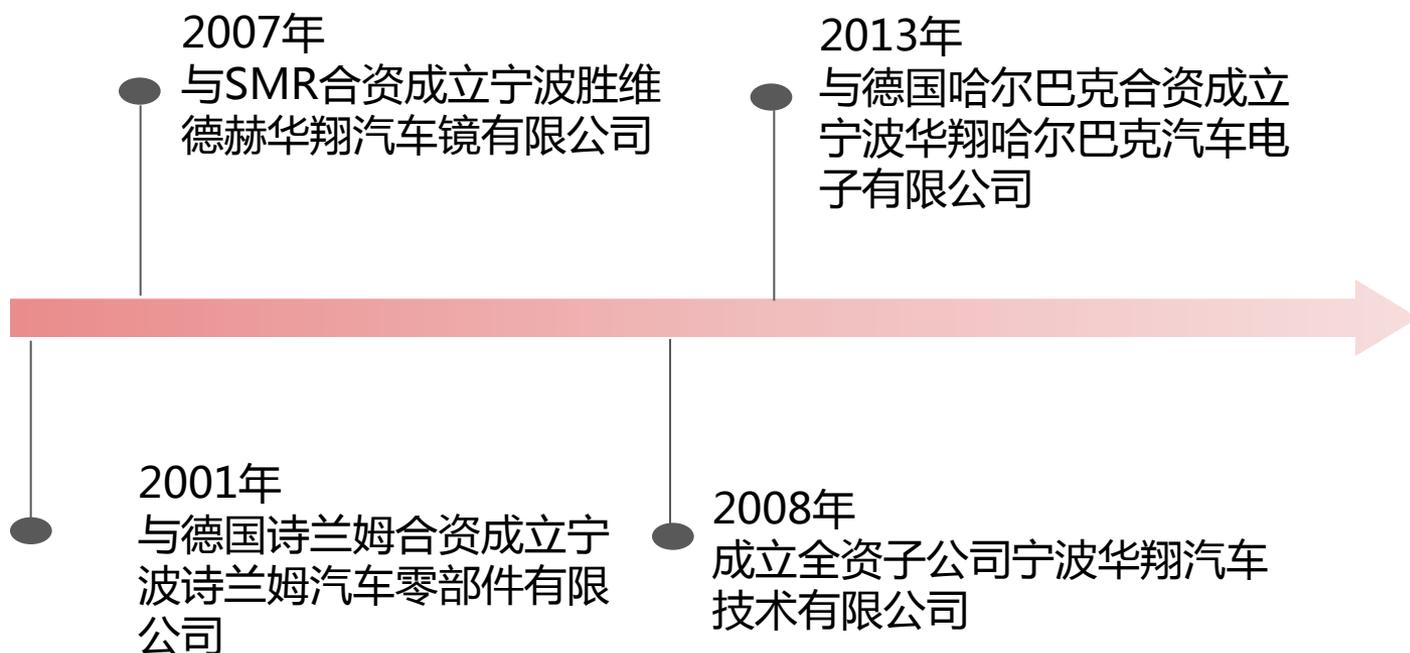


资料来源：汽车之家，方正证券研究所

依托海外先进技术，发展汽车电子业务

- 公司从2001年与德国诗兰姆合资成立宁波诗兰姆汽车零部件公司起，先后成立了四家经营汽车电子的公司。

图表：汽车电子业务拓展进程



加大汽车电子研发，享受未来行业红利

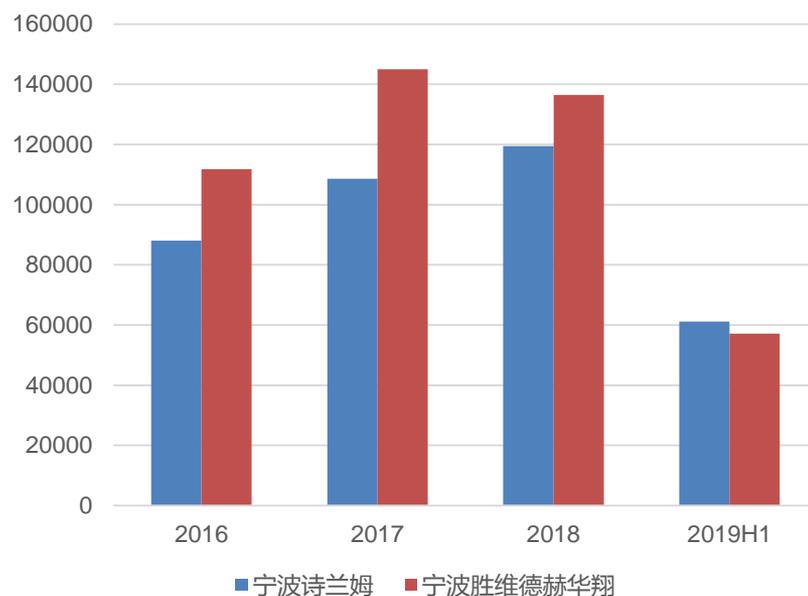
- 公司的汽车电子研发中心技改项目正在计划之中，总投资17959万元，用于汽车电子控制系统、总线通讯系统的研究与开发，预计于2021年12月31日建设完成。
- 公司对宁波诗兰姆和宁波胜维德赫均分别持有50%股份，上述两家公司对宁波华翔整体利润影响较大。2019H1宁波诗兰姆营收为6.11亿元，同比增加9.68%，宁波胜维德赫受汽车行业不景气的影响，营收为5.71亿元，同比下降23.58%。

图表：参控经营汽车电子业务的公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	50%	后视镜，加油小门
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	50%	生产线路保护、气液管路系统、机械电子系统，连接系统
上海华翔哈尔巴克汽车电子有限公司	85%	油泵控制器，LED电子，滑动式天窗控制器，后挡板升降控制器，门把手电子
宁波华翔汽车技术有限公司	100%	轻量化技术，智能化技术，新能源电池包技术

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表：参控主要汽车电子公司营收（单位：万元）

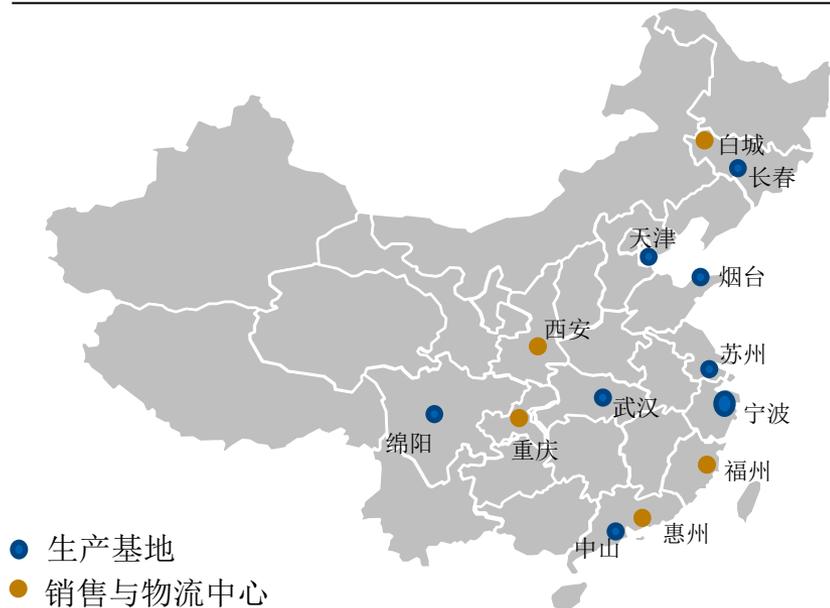


资料来源：公司公告，方正证券研究所

宁波诗兰姆：汽车线路保护领先地位

- ▶ 宁波诗兰姆汽车零部件有限公司成立于2001年，是德国诗兰姆公司和宁波华翔的合资公司。德国诗兰姆在世界汽车行业线路保护专业企业中处于领先地位，年生产各类波纹管4亿米，注塑件13亿件。宁波诗兰姆在国内拥有8个生产基地和5个销售与物流中心，在东南亚与日韩也有布局。
- ▶ 宁波诗兰姆主要生产线路保护、气液管路系统、机械电子系统和连接系统，通过二次配套向主机厂供货，公司与宁德时代在电池包结构件和波纹管等产品上有长期供应关系，而宁德时代与特斯拉合作密切，随着特斯拉国产化进程的推进，宁波诗兰姆的产品有望应用于特斯拉，营收有望继续增加。

图表：宁波诗兰姆厂房分布



图表：宁波诗兰姆主要产品

品类	产品
线路保护	波纹管，PVC管，扎扣，护壳，紧固件，扎带，定位件，导线槽，继电器支架，保险丝盒
气液管路系统	洗涤管，油管，电池冷却管
机械电子系统	电池断路器，继电器，温度变送器，电池包结构件
连接系统	管接头，电缆接头

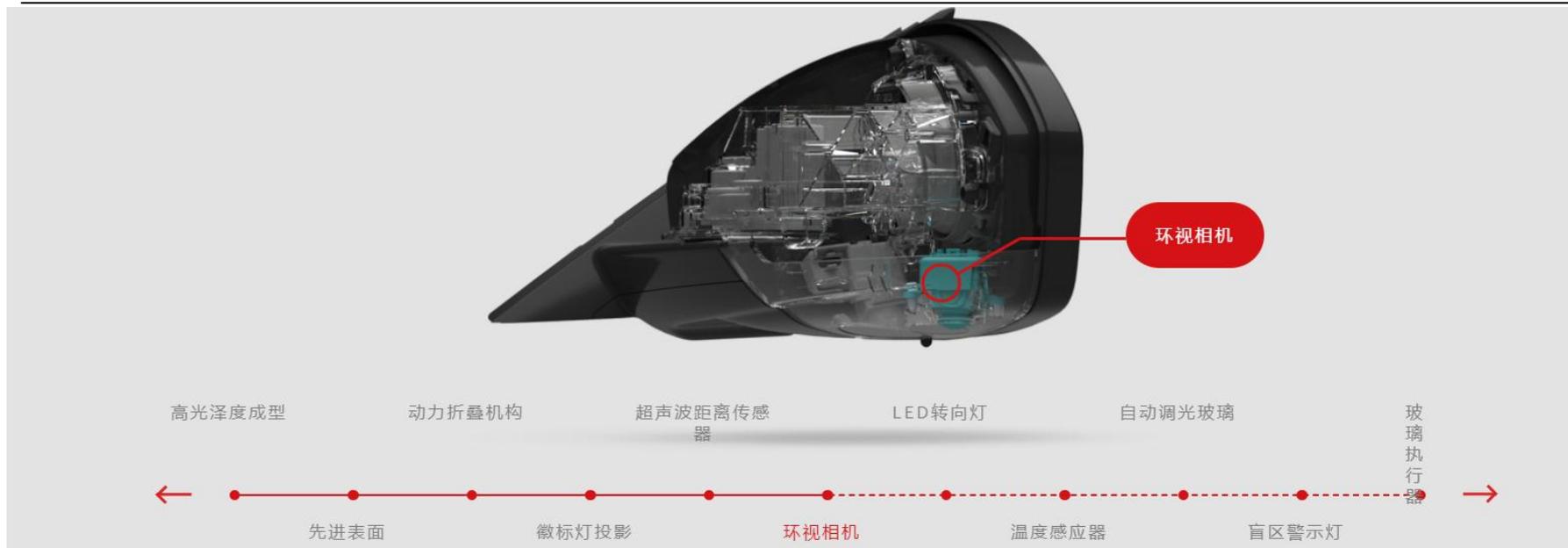
资料来源：公司官网，方正证券研究所

资料来源：公司官网，方正证券研究所

胜维德赫华翔：后视镜系统专家

- **智能后视镜技术全球领先。** 宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司，是SMR集团和宁波华翔电子股份有限公司在2007年合资建立的企业。SMR集团是全球汽车后视镜系统龙头公司，同时还是汽车应用智能相机系统的先驱。2013年成立重庆胜维德赫华翔、2018年成立天津胜维德赫华翔。
- **产能：** 宁波西周工厂每年有250万套的后视镜产能和70万套的加油小门产能；重庆工厂每年有300万套的后视镜产能。
- **客户：** 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、东风日产等。

图表：SMR智能后视镜产品图解



公司有望成为特斯拉核心供应商，受益特斯拉国产化

- ▶ 公司给特斯拉供应产品：铝饰条（北美）、智能后视镜（国内）、通风管（国内）等产品。公司具有竞争优势的“饰条”类、“热成型”类产品，还有很大的潜在空间，有望提高在特斯拉国产化过程中的受益，不断提高单车配套量，增加新的利润增长点。我们预计，目前国产单车价值量接近2000元，未来有望进一步提升。
- ▶ 华翔与特斯拉合作历史悠久，从第一辆特斯拉汽车的研发试制开始，子公司北方刻印公司就为其生产全套共11个产品的铝合金饰件，主要应用于仪表盘、中央通道、门板等部位。

图表：特斯拉供应产品示例

铝饰条



波纹管



后视镜



图表：公司主要业务拆分（单位，百万元）

单位：百万元	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E
内饰件					
收入	8,041.00	8,038.74	8,199.51	8,609.49	9,470.44
增速	17.03%	-0.03%	2%	5%	10%
成本	6,652.57	6,568.27	6,593.23	6,922.89	7,615.18
毛利	1,388.43	1,470.47	1,606.28	1,686.60	1,855.26
毛利率(%)	17.27	18.29	19.59	19.59	19.59
外饰件					
收入	2,374.90	2,483.52	2,632.53	2,895.78	3,185.36
增速	13.26%	4.57%	6%	10%	10%
成本	1,859.75	2,004.37	2,220.01	2,442.01	2,686.22
毛利	515.15	479.15	412.52	453.77	499.15
毛利率(%)	21.69	19.29	15.67	15.67	15.67
金属件					
收入	2,056.95	2,612.60	4,566.43	6,849.65	9,589.50
增速	0.58%	27.01%	75%	50%	40%
成本	1,783.11	2,305.59	3,607.48	5,479.72	7,671.60
毛利	273.84	307.01	958.95	1,369.93	1,917.90
毛利率(%)	13.31	11.75	21.00	20.00	20.00
汽车电子电器附件					
收入	1,061.48	1,139.44	1,253.38	1,316.05	1,579.26
增速	13.36%	7.34%	10%	5%	20%
成本	643.80	778.69	877.37	939.66	1,127.59
毛利	417.67	360.76	376.02	376.39	451.67
毛利率(%)	39.35	31.66	30.00	28.60	28.60

➤ 公司的估值处于零部件企业较低的位置。

图表：行业可比公司估值对比

股票名称	总市值(亿元)	18EPS	19EPS	20EPS	19PE	20PE
宁波华翔	151.92	1.2	1.6	1.8	15.5	13.5
潍柴动力	1,145.41	1.1	1.2	1.4	12.0	11.0
中鼎股份	118.18	0.9	0.6	0.8	15.8	12.7
新泉股份	51.90	1.4	0.9	1.2	26.4	19.6
华域汽车	855.02	2.5	2.2	2.4	12.5	11.5
宁波高发	41.18	1.1	0.9	1.0	20.8	17.7
福耀玻璃	566.63	1.6	1.3	1.5	18.1	15.6
均胜电子	315.75	1.4	0.9	1.1	28.9	23.4
继峰股份	84.86	0.5	0.3	0.4	24.8	19.6
保隆科技	58.51	0.9	1.1	1.4	32.7	24.9
精锻科技	52.12	0.6	0.4	0.6	29.1	20.0
拓普集团	231.99	1.0	0.5	0.6	45.5	34.6
星宇股份	277.54	2.2	2.7	3.5	36.6	29.1

资料来源：wind，方正证券研究所(其他公司利润采用wind一致预期)

附录 财务报表

公司财务预测表		单位:百万元								
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E	
资产负债表					利润表					
流动资产	8488.40	10722.01	13176.64	16272.27	营业总收入	14927.08	17314.64	20350.12	24517.29	
现金	1828.45	3584.22	4710.89	6192.11	营业成本	11972.05	13740.00	16123.86	19446.96	
应收账款	2903.92	3193.77	3753.68	4522.33	营业税金及附加	67.24	78.00	91.67	110.45	
其他应收款	89.07	70.74	83.14	100.16	营业费用	477.11	553.43	650.45	783.64	
预付账款	411.41	472.16	554.08	668.27	管理费用	801.43	865.73	1017.51	1225.86	
存货	2343.16	2540.72	3081.54	3789.38	财务费用	9.40	10.00	10.00	10.00	
其他	912.40	860.41	993.31	1000.01	资产减值损失	116.64	126.46	126.46	121.00	
非流动资产	7773.79	7545.43	7640.36	7746.97	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期投资	1778.69	1936.84	2094.99	2253.14	投资净收益	164.07	158.15	158.15	158.15	
固定资产	4073.90	4073.90	4073.90	4073.90	营业利润	1195.41	1526.68	1875.01	2223.00	
无形资产	1755.07	1368.56	1305.34	1253.80	营业外收入	19.61	25.54	25.54	25.54	
其他	166.13	166.13	166.13	166.13	营业外支出	5.98	5.98	5.98	5.98	
资产总计	16262.19	18267.44	20816.99	24019.24	利润总额	1209.04	1546.24	1894.68	2242.57	
流动负债	6151.43	6849.33	7788.80	9097.11	所得税	190.47	238.89	292.71	346.48	
短期借款	1382.67	1382.67	1382.67	1382.67	净利润	1018.57	1307.35	1601.87	1896.09	
应付账款	3108.31	3365.41	3949.30	4763.24	少数股东损益	286.77	321.87	473.64	560.64	
其他	1660.46	2101.26	2456.84	2951.20	归属母公司净利润	731.80	985.48	1128.22	1335.45	
非流动负债	764.25	764.25	764.25	764.25	EBITDA	1787.18	1531.72	1858.30	2192.85	
长期借款	134.04	134.04	134.04	134.04	EPS (元)	1.17	1.57	1.80	2.13	
其他	630.21	630.21	630.21	630.21	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E	
负债合计	6915.68	7613.58	8553.06	9861.36	成长能力					
少数股东权益	1234.42	1556.29	2029.93	2590.57	营业收入	0.01	0.16	0.18	0.20	
股本	626.23	626.23	626.23	626.23	营业利润	-0.17	0.28	0.23	0.19	
资本公积	2683.65	2683.65	2683.65	2683.65	归属母公司净利润	-0.08	0.35	0.14	0.18	
留存收益	4399.03	5384.51	6512.73	7848.18	获利能力					
归属母公司股东权益	8112.09	9097.57	10225.79	11561.24	毛利率	0.20	0.21	0.21	0.21	
负债和股东权益	16262.19	18267.44	20816.99	24019.24	净利率	0.05	0.06	0.06	0.05	
					ROE	0.09	0.11	0.11	0.12	
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	0.12	0.18	0.21	0.24	
经营活动现金流	1229.18	1427.24	1107.11	1461.66	偿债能力					
净利润	1018.57	1307.35	1601.87	1896.09	资产负债率	0.43	0.42	0.41	0.41	
折旧摊销	695.44	77.56	83.22	51.53	净负债比率	0.19	0.17	0.15	0.14	
财务费用	41.47	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.38	1.57	1.69	1.79	
投资损失	-164.07	-158.15	-158.15	-158.15	速动比率	1.00	1.21	1.32	1.41	
营运资金变动	-457.46	93.59	-506.73	-429.25	营运能力					
其他	95.22	106.90	106.90	101.44	总资产周转率	0.92	1.00	1.04	1.09	
投资活动现金流	-1466.36	328.52	19.56	19.56	应收账款周转率	5.35	5.68	5.86	5.92	
资本支出	-1493.71	328.52	19.56	19.56	应付账款周转率	5.02	5.35	5.56	5.63	
长期投资	-106.73	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
其他	134.08	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.17	1.57	1.80	2.13	
筹资活动现金流	-1336.09	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.96	2.28	1.77	2.33	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	12.95	14.53	16.33	18.46	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	27.77	0.00	0.00	0.00	P/E	13.97	15.42	13.47	11.38	
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.26	1.67	1.49	1.31	
其他	-1363.86	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	5.58	8.60	6.49	4.82	
现金净增加额	-1573.26	1755.76	1126.66	1481.22						

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，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。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层