

谨慎推荐（维持） 三问汽车行业：空间、未来与现在

风险评级：中风险

汽车行业专题研究报告二

2019年8月14日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理

黎江涛

S0340117110042

电话：0769-22119416

邮箱：

lijiangtao@dgzq.com.cn

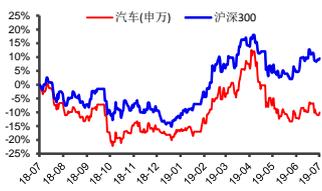
细分行业评级

汽车零部件 谨慎推荐

汽车整车 谨慎推荐

锂电池 推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

汽车行业专题研究报告：半年报或是中期最后一击，珍惜布局机会-20190716

汽车行业 2019 年下半年投资策略：布局正当时-20190617

■ 一问：中国汽车行业空间有多大？决定汽车保有量的核心要素包括两个，一个是人口数量，人多意味着需求多；第二是人均可支配收入，只有需求，没有购买力不能产生实际消费。中国人口数量全球第一，对汽车需求量大，中国汽车保有量核心取决于中国经济增长速度与质量。参考全球典型国家比较研究，我们认为中国汽车保有量仍有翻倍空间。结合当前中国人均 GDP 水平，比较全球典型国家汽车销量路径，我们判断中国汽车销量未来 10-15 年增速或在 2%-3% 左右，周期属性或更加明显。

■ 二问：面向未来，如何择股？为了回答这个问题，我们对全球主要资本市场汽车行业市值结构进行了剖析，并对主要公司股价表现进行了简单复盘。德国、日本资本市场汽车行业市值占所在国家全部市值比重分别为 7.1%、8.7%，美国为 1.6%，英国为 3.1%，香港为 1.2%，目前中国为 2.8%，从结构上来看，我们认为中国汽车行业市值结构比较合理，这与我们上文判断中国汽车市场进入缓慢增长时代一致。但我们发现，中国汽车行业上市公司数量众多，单家市值远小于其他国家。因此，我们判断在中国汽车销量增速放缓背景下，行业整合大势所趋，市占率提升是择股重要标准，当然，所在赛道天花板要足够高，符合行业发展趋势。整车核心在于抓周期，自主品牌整合空间大，能够提升市占率的公司才能穿越周期。零部件成长性预计好于整车，得益于零部件成长路径相对较广，比如进口替代、全球化扩张等。

■ 三问：站在当下，如何看待 A 股汽车行业？我们维持《汽车行业 2019 年下半年策略：布局正当时-20190617》的观点，预计 2019 年将是新一轮汽车周期的底部，以及 2019 年或是电动车产业链价值洼地形成期。对于新一轮汽车周期的底部判断，理由包括 1) 估值处于历史底部，安全边际高；2) 预计下半年汽车销量好于上半年，明年好于今年；3) 产业资本持续回购。对于电动车产业链 2019 年是价值洼地形成期的判断，理由包括 1) 2019 年补贴大幅退坡，产业链压力较大，但对于 2020 年边际影响减弱；2) 预计 2020 年是补贴最后一年，或有抢装，销量不悲观；3) 2019 年年底特斯拉上海工厂投产，2020 年国际化车企密集投放车型。

■ 投资建议：恰逢周期底部，积极布局核心资产。传统车建议把握周期，精选赛道，战略性布局，我们认为汽车销量从上半年-12%到+3%左右只是时间问题，弹性较大。电动车是未来 10 年核心赛道，或恰逢 2019 年价值洼地，建议积极布局。重点关注宁德时代、上汽集团、新宙邦、拓普集团、华域汽车、中国汽研、德赛西威、精锻科技、星宇股份。

| 重点公司盈利预测及投资评级 | | | | | | | | | |
|---------------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 代码 | 简称 | 收盘价 (元) | EPS | | | PE | | | 评级 |
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | |
| 600104.sh | 上汽集团 | 23.9 | 3.1 | 2.7 | 3.0 | 7.8 | 8.9 | 8.0 | 谨慎推荐 |
| 002920.sz | 德赛西威 | 24.0 | 0.8 | 0.6 | 0.9 | 31.6 | 40.1 | 26.2 | 推荐 |
| 300750.sz | 宁德时代 | 73.5 | 1.6 | 2.0 | 2.5 | 44.8 | 36.6 | 29.1 | 谨慎推荐 |
| 600741.sh | 华域汽车 | 21.5 | 2.5 | 2.4 | 2.5 | 8.4 | 9.1 | 8.5 | 推荐 |
| 300037.sz | 新宙邦 | 23.5 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 27.3 | 23.8 | 18.9 | 推荐 |
| 601689.sh | 拓普集团 | 9.7 | 1.0 | 0.7 | 0.9 | 9.3 | 13.2 | 11.4 | 推荐 |
| 601965.sh | 中国汽研 | 6.9 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 16.5 | 13.8 | 11.6 | 推荐 |
| 601799.sh | 星宇股份 | 77.5 | 2.2 | 2.9 | 3.6 | 35.0 | 27.0 | 21.3 | 谨慎推荐 |
| 300073.sz | 当升科技 | 22.2 | 0.8 | 0.9 | 1.2 | 29.4 | 24.8 | 18.1 | 推荐 |
| 300258.sz | 精锻科技 | 11.2 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 17.5 | 16.0 | 14.0 | 谨慎推荐 |

数据来源: wind, 东莞证券研究所

- **风险提示:** 贸易摩擦; 宏观经济承压; 汽车销量不及预期; 本文对 Wind 等数据库依赖度大, 其准确性将影响本文结论。

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 一问：中国汽车市场空间还有多大？ | 5 |
| 二问：面向未来，如何择股？ | 7 |
| 全球车企：CR5 约 50%，格局相对稳定 | 8 |
| 中国车企：仍有向上空间，但竞争加剧 | 9 |
| 全球资本市场比较：集中度提升是择股核心标准 | 10 |
| 三问：站在当下，如何看待 A 股汽车行业？ | 13 |
| 整车：核心在于抓周期及提升市占率 | 13 |
| 零部件：中国零部件公司成长空间大 | 14 |
| 电动车：2020 年预计抢装，2021 年海外发力 | 17 |
| 投资建议：恰逢中期底部，积极布局核心资产 | 18 |
| 传统车：精选赛道，以龙为首，战略性布局 | 19 |
| 电动车：10 年核心赛道，2019 年或是价值洼地形成期 | 21 |
| 风险提示 | 22 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间 | 5 |
| 图表 2：中国汽车销量增速与人均 GDP 增速 | 5 |
| 图表 3 全球主要经济体每万国际元对应千人保有量 | 5 |
| 图表 4：日本汽车历年销量走势（单位：万辆） | 6 |
| 图表 5 美国汽车历年销量走势（单位：万辆） | 6 |
| 图表 6：德国汽车历年销量走势（单位：万辆） | 6 |
| 图表 7 韩国汽车历年销量走势（单位：万辆） | 6 |
| 图表 8：日本汽车保有量与人口关系、新车销量路径 | 6 |
| 图表 9：中国人口多，拥有庞大的内需市场 | 7 |
| 图表 10 中国乘用车销量预计未来 10-15 年复合增速 2%-3% | 7 |
| 图表 11：全球乘用车历史销量数据 | 8 |
| 图表 12：全球主要汽车集团销量（辆）及市场份额 | 8 |
| 图表 13 中国主要汽车集团销量及市场份额（2018 年） | 8 |
| 图表 14：全球主要汽车集团财务指标比较（2018 年） | 9 |
| 图表 15：日本乘用车市场品牌集中度高（外环 2018，内环 2015 年） | 9 |
| 图表 16 美国汽车市场主要品牌市场份额（%） | 9 |
| 图表 17：韩国汽车市场主要被现代起亚占据 | 10 |
| 图表 18 德国汽车市场主要品牌市场份额（%） | 10 |
| 图表 19：中国乘用车市场各系别占比 | 10 |
| 图表 20 中国自主品牌市场竞争格局分散（2018 年） | 10 |
| 图表 21：全球主要资本市场汽车行业上市市值比重 | 11 |
| 图表 22 中国 VS 美国及香港市场汽车行业市值比重比较 | 11 |
| 图表 23：全球主要汽车整车厂商财务指标比较（2018 年，按市值排名） | 11 |
| 图表 24：全球主要汽车零部件厂商财务指标比较（2018 年，按市值排名） | 12 |
| 图表 25：戴姆勒过去近 20 年股价走势 | 13 |
| 图表 26 丰田汽车近 20 年股价走势 | 13 |
| 图表 27：通用汽车近 9 年股价走势 | 13 |

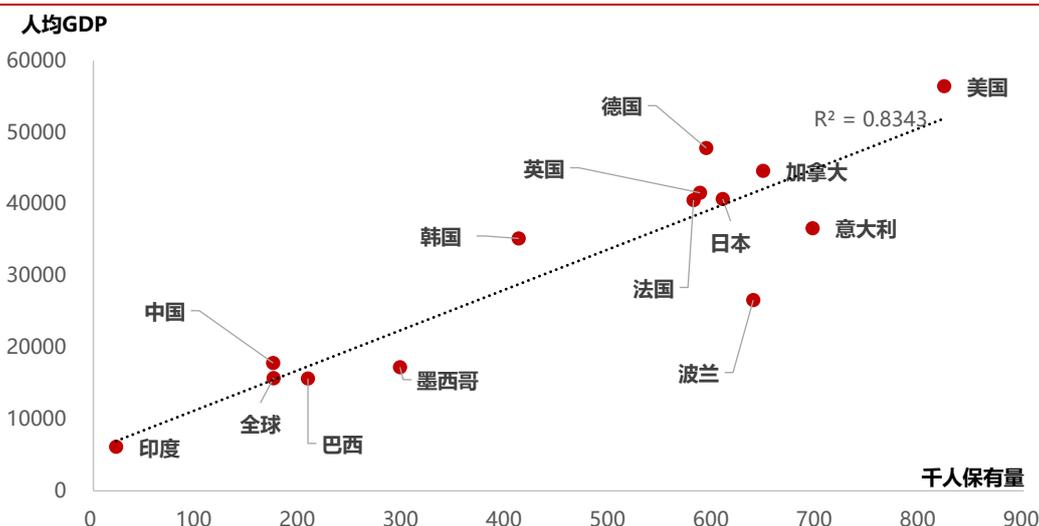
| | |
|--|----|
| 图表 28 福特汽车近 40 年股价走势 | 13 |
| 图表 29: 全球主要车企研发费用情况 (2018 年) | 14 |
| 图表 30: 博格华纳近 26 年股价走势..... | 14 |
| 图表 31 普利司通近 12 年股价走势 | 14 |
| 图表 32: 曼格纳国际近 33 年股价走势..... | 15 |
| 图表 33 李尔近 10 年股价走势..... | 15 |
| 图表 34: 小糸制作所近 13 年股价走势..... | 15 |
| 图表 35 星宇股份近 9 年股价走势 | 15 |
| 图表 36: 圣戈班近 10 年股价走势 | 15 |
| 图表 37 福耀玻璃近 10 年股价走势 | 15 |
| 图表 38: 全球主要零部件公司研发费用情况 (2018 年) | 16 |
| 图表 39: 中国零部件公司成长速度快, 全球地位逐渐凸显 | 17 |
| 图表 40: 全球新能源车销量维持快速增长 (千辆) | 17 |
| 图表 41 全球新能源车厂商销量排名前 10..... | 17 |
| 图表 42: 全球主要整车厂商新能源车规划..... | 18 |
| 图表 43: 预计到 2025 年中国新能源车占比提升到 20% | 18 |
| 图表 44 全球新能源车销量占比展望 | 18 |
| 图表 45: 中国 A 股零部件行业 100 以上市值公司情况 | 19 |
| 图表 46: 产业资本持续回购, 且力度大..... | 20 |
| 图表 47: 汽车指数过去 20 年 pb 走势..... | 20 |
| 图表 48 汽车指数相对于沪深 300 历史表现 | 20 |
| 图表 49: 购置税优惠对汽车指数 (相对指数) 的影响..... | 21 |
| 图表 50: 中国电动车产业链齐全, 竞争力较强..... | 21 |
| 图表 51: 电动车产业链代表公司估值及上半年业绩情况..... | 22 |

一问：中国汽车市场空间还有多大？

如果行业天花板到了，那为什么还要投资，核心在于市占率提升，这样的标的才会带来持续的回报。站在当下，我们要问中国汽车销量天花板到了吗？为了回答这个问题，我们先从发达国家着手，进行比较分析。

长期来看，中国汽车潜在需求仍存空间。我们比较了全球主要经济体汽车千人保有量情况，2015年千人保有量美国为823辆，日本为609辆，德国为593辆，韩国为411辆，预计中国2018年为174辆。整体上来看，中国汽车保有量仍存在空间。

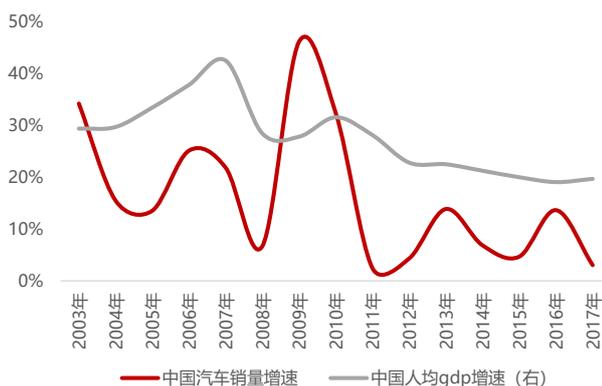
图表 1：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间



资料来源：世界银行，Wind，东莞证券研究所 备注：中国是2018年预测数据，其他国家是2015年数据，人均GDP单位是世界银行采用的国际元。

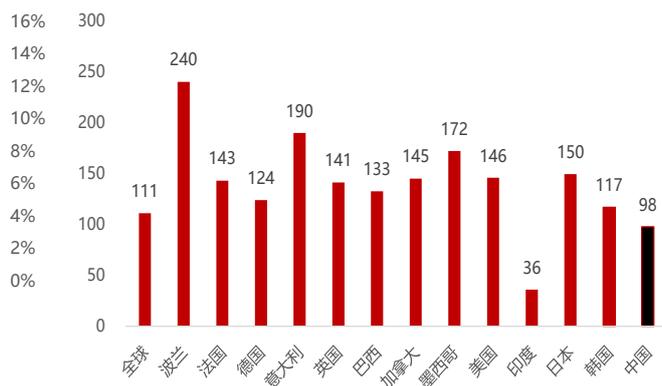
但取决于中国未来经济增长速度与质量。通过线性回归发现，人均GDP与一个国家的千人保有量高度相关，相关系数约83%。通过计算国际主要经济体每万国际元（世界银行）对应的千人保有量，中国2018年预计为98，德国、美国、日本、韩国分别为124、141、150、117（2015年）。中国目前与这些国家还存在一定差距，这也说明中国还具有一定空间。但这依赖于中国未来经济的发展速度与质量，高质量、较快的经济发展将推动中国汽车保有量逐渐提升。

图表 2：中国汽车销量增速与人均GDP增速



资料来源：国家统计局，中汽协，东莞证券研究所

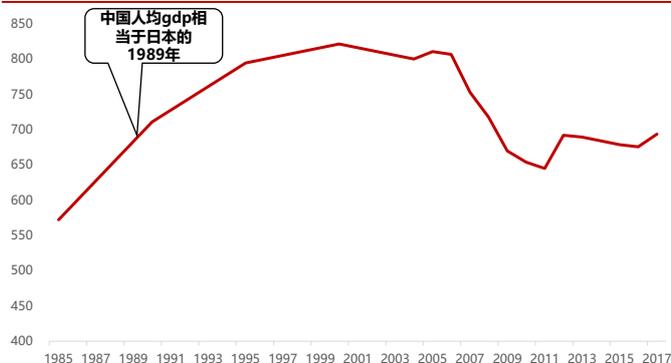
图表 3 全球主要经济体每万国际元对应千人保有量



资料来源：世界银行，Wind，东莞证券研究所

参考发达国家，预计未来中国汽车销量周期属性更加明显。参考世界银行公布的全球主要经济体基于购买力平价计算的人均 GDP，中国 2017 年人均 GDP 相当于日本的 1989 年、美国的 1985 年、德国的 1989 年、韩国的 1999 年。比照日本、美国、德国、韩国各时点之后汽车销量走势，增速放缓，且周期属性更加明显，并在未来几年到 10 年左右销量到达顶峰。

图表 4: 日本汽车历年销量走势 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所 备注: 以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。

图表 5 美国汽车历年销量走势 (单位: 万辆)



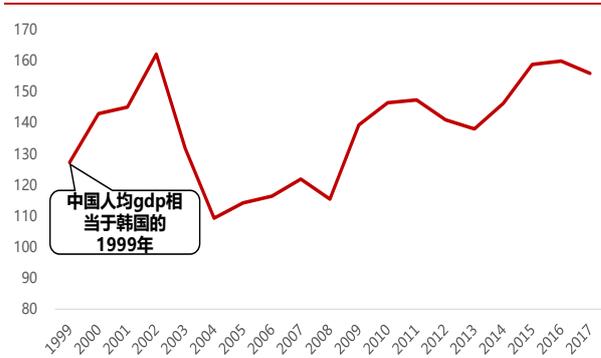
资料来源: Wind, 东莞证券研究所 备注: 以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。

图表 6: 德国汽车历年销量走势 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所 备注: 以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。

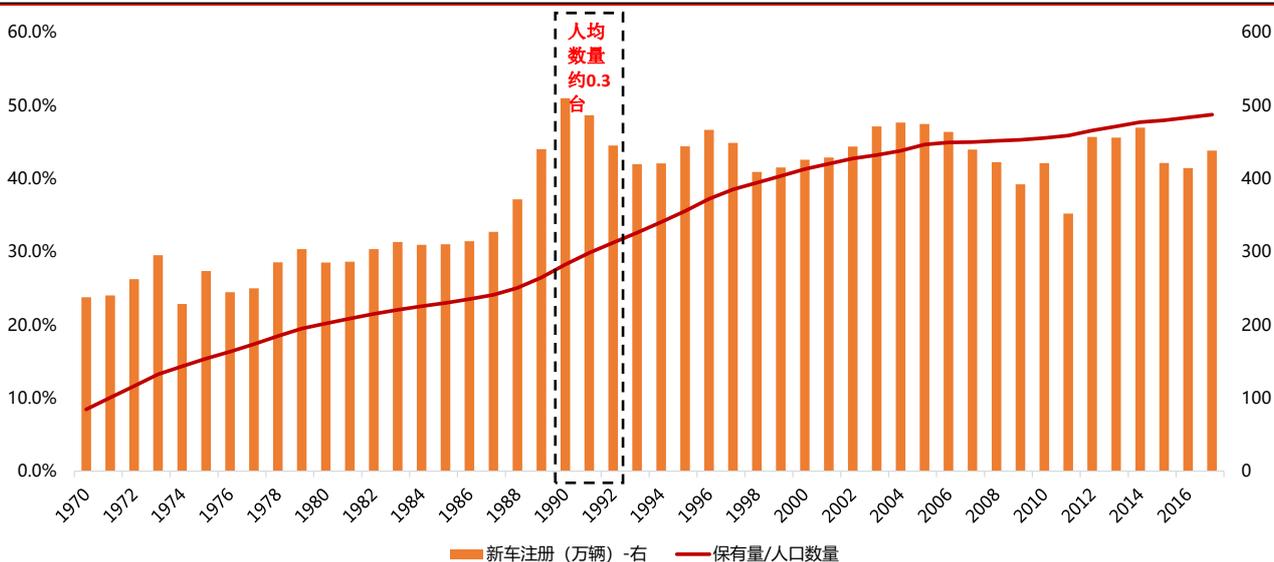
图表 7 韩国汽车历年销量走势 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所 备注: 以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。

我们以日本为例，进行更为详细的分析。通过分析日本汽车保有量与人口的关系，我们发现日本人均乘用车保有量达到 0.3 左右时，乘用车销量到达顶峰，后续销量波动较大，更多依赖于更新需求。到 2006 年之后，日本汽车保有量基本没有增长，年平均增长率仅 0.66%，由此可判断，需求基本来源于更新需求。

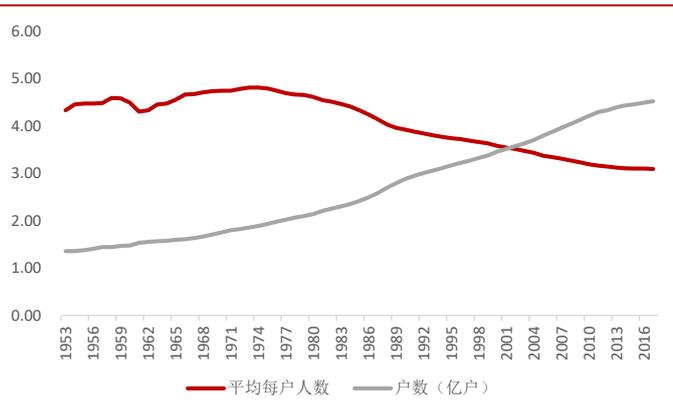
图表 8: 日本汽车保有量与人口关系、新车销量路径



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

为什么人均拥有量达到约 0.3 台之后,销量达到顶峰?其实不难理解,按照一般情况,平均每家人口数量约 3 人,如果每家均拥有 1 台车,那么未来需求更多会来源于更新需求,整体需求增速会放缓。参考日本等发达国家,我们假设中国未来 10 年-15 年达到一个稳定期,分别在假设稳定状态(假设需求基本来源于更新需求时为稳定状态)下千人保有量为 300 台及 400 台时的情形,推算出未来中国乘用车市场销量复合增速约 2%~3% 左右,保有量仍具备翻倍空间,但未来整体增速会变得更加缓慢,波动性预计增大。

图表 9: 中国人口多,拥有庞大的内需市场



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图表 10 中国乘用车销量预计未来 10-15 年复合增速 2%-3%

| | 德国 | 美国 | 日本 | 备注 |
|---------------------|-------|-------|-------|--------------------------|
| 更新周期(年) | 13.46 | 14.46 | 14.39 | 参考2015年数据,假设所有需求均来源于更新需求 |
| 中国人口数量(亿人) | 13.95 | | | 参考2018年底数据 |
| 假设人均需求(辆/人)① | 0.30 | | | 一家一辆 |
| 假设人均需求(辆/人)② | 0.40 | | | |
| 稳态对应需求(万辆)① | 3,109 | 2,894 | 2,908 | 人口数量*假设人均需求/更新周期 |
| 稳态对应需求(万辆)② | 4,146 | 3,859 | 3,878 | 人口数量*假设人均需求/更新周期 |
| 假设未来10年达到稳态复合增速-情形① | 3% | 2% | 2% | 2018年乘用车销量2371万辆 |
| 假设未来15年达到稳态复合增速-情形② | 4% | 3% | 3% | |

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

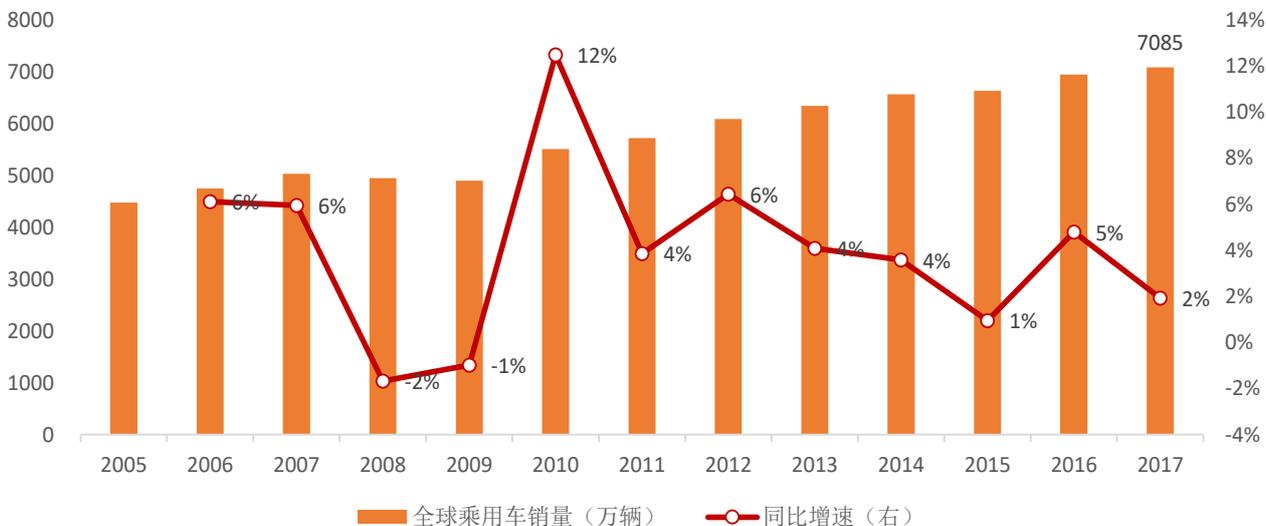
二问: 面向未来, 如何择股?

根据我们上文判断,中国乘用车市场销量预计未来 10 年-15 年复合增速约 2%~3%,增速显著放缓,周期性更加明显,要重视研究周期,但我们判断不乏个股能够穿越周期,股价持续走高,核心逻辑在于集中度提升,能够提升市场份额是择股的关键标准,我们认为中国汽车市场进入淘汰赛。

全球车企：CR5 约 50%，格局相对稳定

全球乘用车 2017 年销量约 7085 万辆(Wind 数据),全球汽车销量约 9169 万辆(marklines 数据),乘用车占比约 77%。从 2005 年-2017 年,全球汽车销量复合增速约 4%,与全球 GDP 增速相当。

图表 11: 全球乘用车历史销量数据



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

根据 MarkLines 数据,全球主要的汽车集团销量如下表,2018 年大众集团、丰田汽车全球市场份额约为 11%,通用、雷诺-日产约 9%,现代-起亚、福特分别为 7.7%、6%,前十大集团占据约 72.2%的市场份额,CR5 为 49%,且最近 5 年基本维持稳定。根据中汽协数据,中国 2018 年前十大集团占据 89.16%的市场份额,其中上汽集团(含合资)占据 25%,东风集团为 14%,一汽集团为 12%,北汽集团为 9%。

图表 12: 全球主要汽车集团销量 (辆) 及市场份额

| 集团 | 2018年 | 2018年市场份额 | 同比增速 |
|---------|------------|-----------|---------|
| 大众集团 | 10,399,719 | 11.34% | 1.46% |
| 丰田集团 | 10,010,461 | 10.91% | 1.69% |
| 通用集团 | 8,693,306 | 9.48% | -12.86% |
| 雷诺-日产联盟 | 8,640,936 | 9.42% | -1.61% |
| 现代-起亚集团 | 7,043,610 | 7.68% | 2.49% |
| 福特集团 | 5,574,895 | 6.08% | -10.34% |
| 本田 | 5,255,958 | 5.73% | -0.20% |
| FCA | 4,617,553 | 5.03% | 0.26% |
| 铃木 | 3,226,338 | 3.52% | 5.54% |
| 戴姆勒 | 2,767,348 | 3.02% | 0.75% |
| 全球 | 91,727,174 | 100% | 0.04% |

资料来源: MarkLines, 东莞证券研究所 注: 雷诺日产不含三菱

图表 13 中国主要汽车集团销量及市场份额 (2018 年)



资料来源: Wind, 中汽协, 东莞证券研究所

中国车企：仍有向上空间，但竞争加剧

从全球主要汽车集团营收及利润指标来看，中国车企具备仍具备较好的发展空间，第一中国具备极大的内需市场，第二，根据我们上文分析，中国车市保有量仍具备翻倍空间。因此，我们认为中国整车厂仍然具备向上的空间，但是未来竞争会更加激烈，目前中国自主品牌竞争格局分散，未来需要具备优秀管理基因、技术储备、资金及研发优势的企业才能突围。

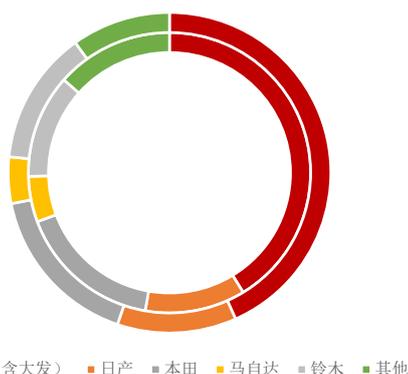
图表 14：全球主要汽车集团财务指标比较（2018 年）

| 国别 | 代码 | 简称 | 营收(亿人民币) | 净利润 (亿人民币) | 同比增速 | 市值 (亿人民币) |
|----|-----------|-----------------------------|----------|------------|--------|-----------|
| 德系 | Op6n.l | VOLKSWAGEN | 18,508 | 952 | 4.4% | 10,300 |
| | DDAIF.OO | 戴姆勒 | 13,133 | 569 | -31.1% | 7,356 |
| | 0o0u.l | BAYERISCHE MOTOREN WERKE | 7,650 | 558 | -17.4% | 2,883 |
| 日系 | TM.N | 丰田汽车 | 18,397 | 1,137 | -24.5% | 12,811 |
| | NSANY.OO | NISSAN MOTOR CO LTD-SPON AD | 7,059 | 441 | 12.6% | 2,009 |
| | HMC.N | 本田汽车 | 9,671 | 371 | -42.4% | 2,954 |
| 美系 | GM.N | 通用汽车(GENERAL MOTORS) | 10,092 | 543 | 307.4% | 3,966 |
| | F.N | 福特汽车(FORD MOTOR) | 11,004 | 252 | -52.4% | 2,644 |
| | FCAU.N | 菲亚特克莱斯勒汽车 | 8,664 | 283 | 3.4% | 1,796 |
| 法系 | TSLA.O | 特斯拉 | 1,473 | -67 | 50.2% | 2,952 |
| | 0NQ9.L | PEUGEOT | 5,809 | 222 | 46.6% | 2,843 |
| | 0NQF.L | 雷诺汽车 | 4,506 | 259 | -35.4% | 2,382 |
| 中国 | 600104.SH | 上汽集团 | 8,947 | 360 | 4.6% | 2,848 |
| | 601238.SH | 广汽集团 | 724 | 109 | -1.0% | 968 |
| | 0175.HK | 吉利汽车 | 1,068 | 126 | 18.1% | 903 |
| | 601633.SH | 长城汽车 | 956 | 52 | 3.6% | 616 |
| | 000625.SZ | 长安汽车 | 640 | 7 | -90.5% | 317 |
| | 002594.sz | 比亚迪 | 1,230 | 25 | -31.6% | 1,281 |

资料来源：Wind，雅虎财经，东莞证券研究所

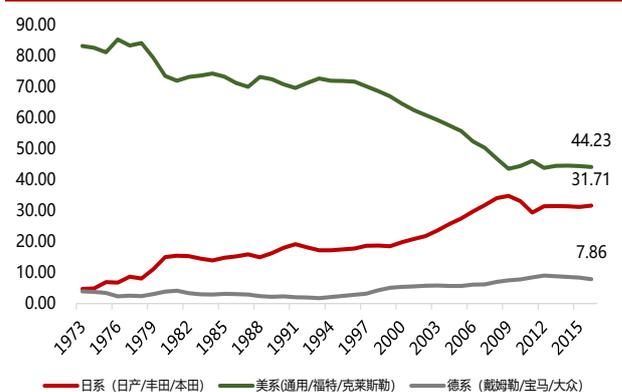
日本乘用车市场主要被日本品牌占据，2018 年丰田（含大发）占据约 43% 的市场份额，日产占约 12%，本田占 17%，马自达占 5%，铃木占 13%，5 大品牌占约 90% 市场份额。再看美国市场，在 2008 年金融危机之后，各系别占比基本稳定，2016 年美系含 FCA、通用、福特占据约 44% 的市场份额，日系含日产、丰田、本田占据约 32% 市场份额，德系含戴姆勒、宝马、大众占约 8% 市场份额。

图表 15：日本乘用车市场品牌集中度高（外环 2018，内环 2015 年）



资料来源：MarkLines，wind，东莞证券研究所

图表 16 美国汽车市场主要品牌市场份额（%）

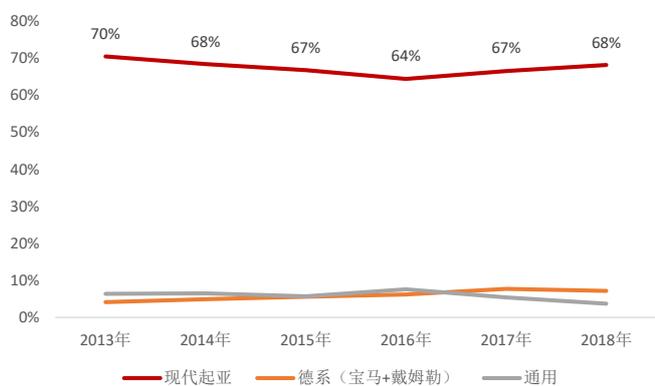


资料来源：Wind，中汽协，东莞证券研究所

我们再看韩国及德国市场，2018 年韩国市场约 68% 的市场份额被现代起亚占据，其他仅

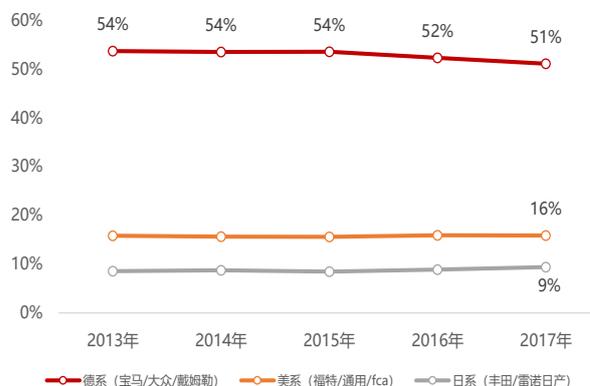
德系的宝马、戴姆勒（合计占约 7%）和美系的通用（占约 4%）占据一定市场份额。德国市场，德系占据半壁江山，2018 年宝马（占约 7%）+大众（占约 33%）+戴姆勒（占约 10%）占据 51%的德国市场份额，美系的福特+通用+fca 占据约 16%，日系的丰田+雷诺-日产占据约 9%。

图表 17: 韩国汽车市场主要被现代起亚占据



资料来源: MarkLines, 东莞证券研究所

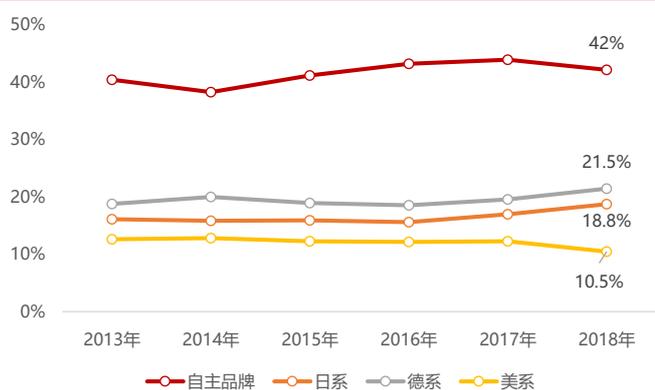
图表 18 德国汽车市场主要品牌市场份额 (%)



资料来源: MarkLines, 东莞证券研究所

从以上市场各国品牌结构占比来看，中国自主品牌 2018 年占据约 42%市场份额处于相对合理水平，但目前中国整车厂商仍较多，美国目前主要三个（福特+通用+fca），日本主要被六大整车厂占据（丰田含大发+本田+日产+铃木+马自达+斯巴鲁），德国三个（戴姆勒+宝马+大众），韩国一个（现代起亚）。2018 年中国自主品牌厂商前十占据自主品牌总量约 89%市场份额，CR5 为 64.5%，CR3 为 49%，比较发达国家，集中度仍较低，伴随车市增长放缓，未来集中度提升是主旋律。

图表 19: 中国乘用车市场各系别占比



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图表 20 中国自主品牌市场竞争格局分散 (2018 年)

| 企业 | 销量(万辆) | 市场份额 |
|------|--------|---------|
| 上汽 | 239.54 | 24.00% |
| 吉利 | 152.31 | 15.26% |
| 长安 | 95.32 | 9.55% |
| 长城 | 91.5 | 9.17% |
| 东风 | 65.07 | 6.52% |
| 奇瑞 | 61.15 | 6.13% |
| 北汽 | 56.4 | 5.65% |
| 广汽 | 53.82 | 5.39% |
| 比亚迪 | 50.2 | 5.03% |
| 湖南江南 | 25.54 | 2.56% |
| 合计 | 890.85 | 89.26% |
| 全国 | 998 | 100.00% |

资料来源: 中汽协, 东莞证券研究所

全球资本市场比较：集中度提升是选股核心标准

为了更好的判断中国汽车行业未来市值增长相对潜力，我们比较了主要典型资本市场，包括日本、美国、德国、英国等资本市场汽车行业市值占全部市值的比重，由此可为判断一个市场汽车行业市值是否到了一个合理比重提供参考。汽车发达国家德国、日本汽车行业市值分别占比为 7.1%、8.7%，美国为 1.6%，英国为 3.1%，香港为 1.2%，目前中国为 2.8%，从结构上来看，我们认为中国汽车行业市值结构比较合理，这与我们上文

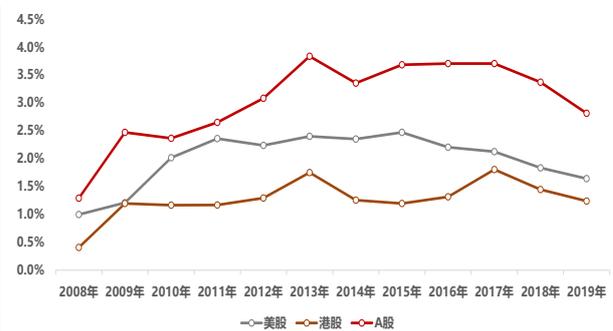
判断中国汽车市场进入缓慢增长时代一致。未来增长预计维持 2%-3% 复合增速，排除小的周期性波动，当然我们认为抓周期也极为重要，但长期（10 年以上）主要投资机会在于结构性机会，寻找能够持续提升集中度的标的才能穿越周期。

图表 21：全球主要资本市场汽车行业上市市值比重

| 市场/国家 | 汽车行业上市公司数量 (家) | 汽车行业市值 (亿人民币) | 汽车行业市值占全部市值比重 | 单家市值 (亿人民币) | 1000亿以上占比 | 500亿以上占比 | 200亿以上占比 | 100亿元以上占比 |
|-------------|----------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 德国 | 17 | 26,067 | 7.1% | 1,533 | 29.4% | 29.4% | 35.3% | 35.3% |
| 日本 | 120 | 33,729 | 8.7% | 281 | 6.7% | 10.0% | 15.8% | 22.5% |
| 英国 | 22 | 46,103 | 3.1% | 2,096 | 40.9% | 54.5% | 63.6% | 72.7% |
| 美国 | 57 | 50,084 | 1.6% | 879 | 17.5% | 17.5% | 29.8% | 49.1% |
| 香港 | 39 | 6,646 | 1.2% | 170 | 2.6% | 15.4% | 25.6% | 30.8% |
| 中国A股 | 170 | 15,486 | 2.8% | 91 | 1.8% | 3.5% | 7.1% | 14.7% |
| 韩国 | 10 | 2,857 | 3.7% | 286 | 10.0% | 20.0% | 40.0% | 40.0% |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 22 中国 VS 美国及香港市场汽车行业市值比重比较



资料来源：Wind，东莞证券研究所

德国是汽车强国，汽车是支柱产业，拥有三大整车集团，包括大众、戴姆勒、宝马，市值排名分别在全球第 2 位、3 位、7 位。日本汽车工业强大，拥有丰田、日产、本田等知名品牌，日本目前拥有 9 家汽车厂，其中千亿市值以上的有 5 家，分别是丰田（第 1 位）、本田（第 5 位）、日产（第 13 位）、斯巴鲁（第 15 位）、铃木（第 17 位）。

图表 23：全球主要汽车整车厂商财务指标比较（2018 年，按市值排名）

| 排序 | 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿人民币) | 营收 (亿元) | 净利润 (亿元) | 毛利率 | PE(ttm) | 国家 |
|----|------------------|----------------------|--------------|--------------|------------|--------------|------------|-----------|
| 1 | 7203.T | 丰田汽车 | 12,830 | 18,397 | 1,137 | 18.0% | 10 | 日本 |
| 2 | VOW.F | VOLKSWAGEN AG | 10,362 | 18,508 | 952 | 20.1% | 11 | 德国 |
| 3 | DAI.F | 戴姆勒 | 7,356 | 13,133 | 569 | 19.8% | 6 | 德国 |
| 4 | GM.N | 通用汽车(GENERAL MOTORS) | 3,966 | 10,092 | 543 | 17.9% | 6 | 美国 |
| 5 | 7267.T | 本田 | 2,980 | 9,671 | 371 | 20.8% | 8 | 日本 |
| 6 | TSLA.O | 特斯拉 | 2,952 | 1,473 | -67 | 18.8% | -64 | 美国 |
| 7 | BMW.F | 宝马集团 | 2,950 | 7,650 | 558 | 19.0% | 5 | 德国 |
| 8 | 600104.SH | 上汽集团 | 2,848 | 8,947 | 360 | 12.5% | 8 | 中国 |
| 9 | 0N9.L | PEUGEOT | 2,843 | 5,809 | 222 | 20.0% | 6 | 法国 |
| 10 | RACE.N | 法拉利 | 2,789 | 268 | 62 | 52.6% | 42 | 意大利 |
| 11 | F.N | 福特汽车(FORD MOTOR) | 2,644 | 11,004 | 252 | 15.0% | 17 | 美国 |
| 12 | 0NQF.L | 雷诺汽车 | 2,382 | 4,506 | 259 | 20.9% | 5 | 法国 |
| 13 | 7201.T | 日产汽车 | 2,009 | 7,059 | 441 | 17.9% | 4 | 日本 |
| 14 | FCAU.N | 菲亚特克莱斯勒汽车 | 1,796 | 8,664 | 283 | 13.9% | 3 | 美国 |
| 15 | 7270.T | SUBARU | 1,398 | 1,924 | 90 | 18.9% | 14 | 日本 |
| 16 | 002594.SZ | 比亚迪 | 1,281 | 1,230 | 25 | 14.8% | 41 | 中国 |
| 17 | 7269.T | 铃木 | 1,272 | 2,356 | 109 | 29.3% | 11 | 日本 |
| 18 | 601238.SH | 广汽集团 | 968 | 724 | 109 | 15.9% | 11 | 中国 |
| 19 | 0175.HK | 吉利汽车 | 903 | 1,068 | 126 | 20.2% | 7 | 中国 |
| 20 | 7202.T | 五十铃汽车 | 632 | 1,308 | 69 | 17.9% | 8 | 日本 |
| 21 | 601633.SH | 长城汽车 | 616 | 956 | 52 | 14.4% | 19 | 中国 |
| 22 | 0489.HK | 东风集团股份 | 521 | 1,055 | 130 | 12.8% | 4 | 中国 |
| 23 | TTM.N | 塔塔汽车 | 408 | 1,482 | 亏损 | | na | 印度 |
| 24 | 7272.T | YAMAHA MOTOR | 399 | 1,035 | 58 | 27.2% | 6 | 日本 |
| 25 | 7261.T | 马自达 | 386 | 2,170 | 39 | 22.2% | 9 | 日本 |
| 26 | HOG.N | 哈雷戴维森 | 372 | 392 | 36 | 36.1% | 12 | 美国 |
| 27 | 1114.HK | 华晨汽车 | 323 | 45 | 58 | 6.5% | 5 | 中国 |
| 28 | 1958.HK | 北汽汽车 | 319 | 1,520 | 43 | 24.4% | 8 | 中国 |
| 29 | 000625.SZ | 长安汽车 | 317 | 640 | 7 | 11.6% | -13 | 中国 |
| 30 | 7211.T | 三菱汽车 | 286 | 1,531 | 81 | 18.2% | 3 | 日本 |
| 31 | 600066.SH | 宇通客车 | 280 | 316 | 23 | 24.9% | 12 | 中国 |
| 32 | 600733.SH | 北汽蓝谷 | 255 | 164 | 2 | 11.5% | 134 | 中国 |
| 33 | NIO.N | 蔚来 | 231 | 50 | -233 | -5.2% | -1 | 中国 |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：由于各国财务规则有差异，部分数据并不一致指 2018 年度；部分 pe (ttm) 数据为市值/2018 年利润。

美国目前汽车厂商主要有 4 家，分别是通用汽车（排名第 4 位）、特斯拉（排名第 6 位）、

福特汽车（排名第 11 位）、克莱斯勒（排名第 14 位）。中国目前近千亿美元市值的汽车上市公司 4 家，分别是上汽（排名第 8）、比亚迪（排名第 16）、广汽（排名第 18）、吉利（排名第 19）。整体上，相较于发达国家，中国汽车厂商较多，预计未来整合是大趋势。

从零部件角度来看，中国汽车零部件公司众多，但真正在国际上具备竞争力的企业还比较少，行业集中度提升是未来大趋势。我们梳理了全球主要零部件公司，筛选出近 200 亿元市值以上的上市公司，合计 33 家，按照市值排名，A 股有 4 家，港股有 2 家，合计 6 家，占比约 18%。德国 2 家，包括大陆集团、海拉。日本 9 家，占 27%，包括日本电装、普利司通、住友、小系等。法国 3 家，包括米其林、弗吉亚、法雷奥。美国 9 家，包括伊坎、李尔、博格华纳、真泰克、固特异等。中国零部件企业中小市值偏多，未来随着中国车市需求增长，产业进一步向中国转移，中国零部件企业会有进口替代及全球化机会，成长空间依旧较大。

图表 24：全球主要汽车零部件厂商财务指标比较（2018 年，按市值排名）

| 排序 | 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿人民币) | 营收 (亿元) | 净利润 (亿元) | 毛利率 | PE(ttm) | 国家 |
|----|------------------|------------------|------------|--------------|-----------|--------------|-----------|-------------|
| 1 | CON.F | 德国大陆 | 3,703 | 3,485 | 227 | 25.0% | 8 | 德国 |
| 2 | 00FM.L | MICHELIN | 2,697 | 1,729 | 132 | 32.3% | 10 | 法国 |
| 3 | 6902.T | 日本电装 | 2,320 | 3,264 | 155 | 15.5% | 14 | 日本 |
| 4 | 5108.T | 普利司通 | 2,046 | 2,259 | 180 | 37.8% | 11 | 日本 |
| 5 | APTV.N | 安波福(APTIV) | 1,501 | 991 | 73 | 18.9% | 22 | 泽西岛(英) |
| 6 | 6201.T | 丰田工业公司 | 1,178 | 1,348 | 93 | 23.1% | 12 | 日本 |
| 7 | MGA.N | 曼格纳国际 | 1,143 | 2,802 | 158 | 14.1% | 7 | 加拿大 |
| 8 | IEP.O | 伊坎企业 | 1,062 | 808 | 103 | 24.0% | 15 | 美国 |
| 9 | 0MGR.L | FAURECIA | 850 | 1,574 | 48 | 10.5% | 9 | 法国 |
| 10 | 600741.SH | 华域汽车 | 682 | 1,566 | 80 | 13.5% | 10 | 中国 |
| 11 | 5802.T | 住友电气工业 | 645 | 1,934 | 72 | 18.4% | 8 | 日本 |
| 12 | 7259.T | AISIN SEIKI | 612 | 2,461 | 67 | 12.3% | 8 | 日本 |
| 13 | OFFY.L | NOKIAN RENKA | 570 | 125 | 23 | 45.8% | 12 | 芬兰 |
| 14 | 7276.T | 小系制作所 | 525 | 503 | 44 | 17.9% | 11 | 日本 |
| 15 | 600660.SH | 福耀玻璃 | 515 | 203 | 41 | 41.5% | 13 | 中国 |
| 16 | 0RH5.L | VALEO | 506 | 1,492 | 43 | 18.7% | 11 | 法国 |
| 17 | LEA.N | 李尔 | 490 | 1,451 | 78 | 11.0% | 8 | 美国 |
| 18 | BWA.N | 博格华纳(BORGV | 490 | 723 | 64 | 21.2% | 9 | 美国 |
| 19 | GNTX.O | 真泰克 | 486 | 126 | 30 | 37.6% | 16 | 美国 |
| 20 | 5101.T | 横滨橡胶 | 426 | 402 | 22 | 33.2% | 18 | 日本 |
| 21 | 0DZC.L | CIE AUTOMOTIV | 423 | 301 | 17 | | 12 | 西班牙 |
| 22 | ALV.N | 奥托立夫 | 418 | 596 | 13 | 19.7% | 34 | 美国 |
| 23 | ALSN.N | 艾里逊变速箱 | 366 | 186 | 44 | 52.4% | 8 | 美国 |
| 24 | HLE.F | 海拉 | 362 | 528 | 29 | 27.9% | 12 | 德国 |
| 25 | 6923.T | Stanley Electric | 294 | 264 | 25 | 22.9% | 11 | 日本 |
| 26 | VVV.N | VALVOLINE | 294 | 157 | 11 | 35.3% | 19 | 美国 |
| 27 | 0868.HK | 信义玻璃 | 277 | 142 | 37 | 36.7% | 7 | 中国香港 |
| 28 | 5334.T | 日本特殊陶业 | 260 | 259 | 26 | 33.9% | 9 | 日本 |
| 29 | 601966.SH | 玲珑轮胎 | 228 | 152 | 12 | 23.1% | 17 | 中国 |
| 30 | 601799.SH | 星宇股份 | 217 | 50 | 6 | 22.0% | 33 | 中国 |
| 31 | 0425.HK | 敏实集团 | 207 | 126 | 17 | 32.0% | 12 | 中国 |
| 32 | FOXF.O | Fox Factory Hold | 199 | 42 | 6 | 33.2% | 35 | 美国 |
| 33 | GT.O | 固特异轮胎橡胶(C | 199 | 1,062 | 48 | 22.7% | 6 | 美国 |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

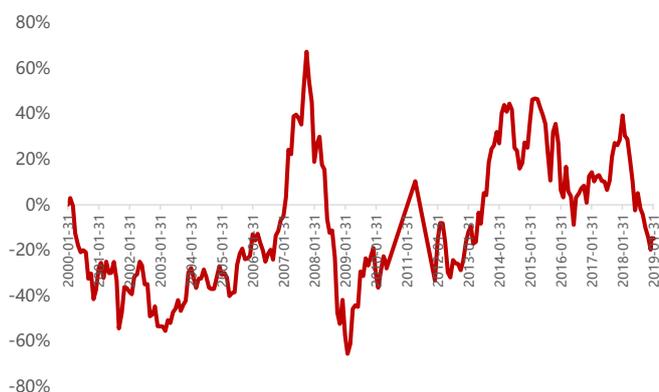
注：由于各国财务规则有差异，部分数据并不一致指中国会计准则下的 2018 年度；部分 pe (ttm) 数据为市值/2018 年利润。

三问：站在当下，如何看待 A 股汽车行业？

整车：核心在于抓周期及提升市占率

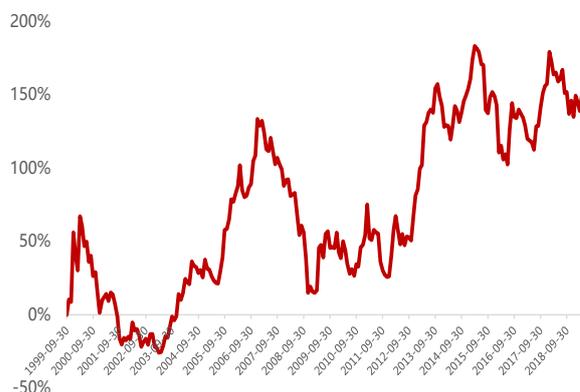
我们在谈当前 A 股汽车股投资机会前，先来看看全球主要整车厂商的股价走势，对我们的判断会起到参考。从戴姆勒、丰田、通用、福特等全球国际车企股价走势来看，波动较大，抓周期较为重要。此外，优秀车企比如丰田等伴随其研发投入，顺应行业趋势，股价整体呈现向上趋势。但如果忽略周期因素，做长期投资，戴姆勒从 2000 年至今收益率为负，丰田近 20 年复合收益率约 3%，通用近 9 年复合收益率约 4.5%，福特近 39 年复合收益率约 6.7%。我们认为，伴随中国汽车销量进入稳定增长态势，抓准周期成为投资汽车整车股的重要因素。当然，中国自主品牌目前竞争格局分散，未来市占率提升亦是重要变量。

图表 25：戴姆勒过去近 20 年股价走势



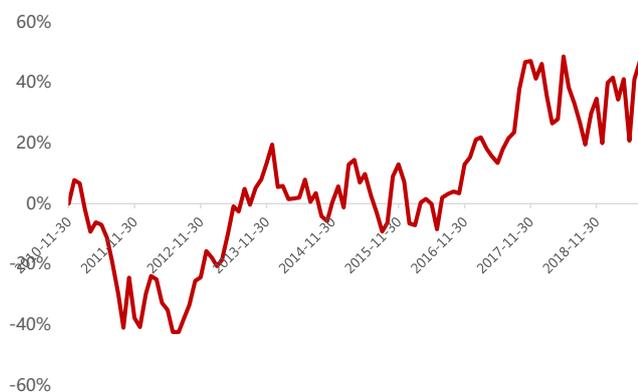
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 26 丰田汽车近 20 年股价走势



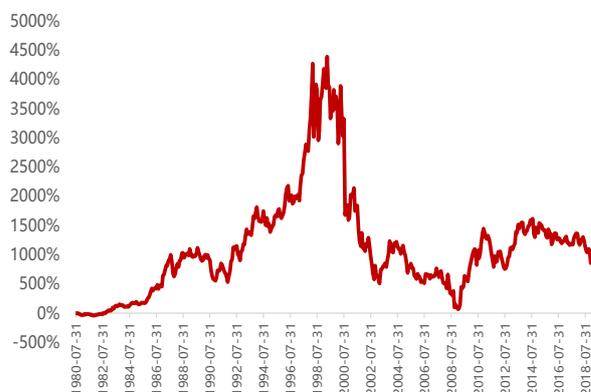
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 27：通用汽车近 9 年股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 28 福特汽车近 40 年股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

汽车行业属于重资产行业，对资金需求大，对产业链整合能力要求高。从各大整车厂研发投入情况来看，每年研发投入占据利润的很大一部分。我们认为，伴随汽车行业竞争加剧，产品迭代加快，对各大整车厂挑战较大，若没有持续的研发投入，很难成为“常胜将军”。因此，我们认为龙头企业至少在资金层面具备成功的基础条件。

图表 29: 全球主要车企研发费用情况 (2018 年)

| 排序 | 证券代码 | 证券简称 | 营收 (亿元) | 净利润 (亿元) | 毛利率 | 研发投入 (亿元) | 研发强度 |
|----|----------|-----------|---------|----------|-------|-----------|-------|
| 1 | DAIF | 戴姆勒 | 13,133 | 569 | 19.8% | 511 | 3.9% |
| 2 | 7267.T | 本田 | 9,671 | 371 | 20.8% | 491 | 5.1% |
| 3 | TSLA.O | 特斯拉 | 1,473 | -67 | 18.8% | 100 | 6.8% |
| 4 | 600104.S | 上汽集团 | 8,947 | 360 | 12.5% | 154 | 1.7% |
| 5 | ONQ9.L | PEUGEOT | 5,809 | 222 | 20.0% | 195 | 3.4% |
| 6 | RACE.N | 法拉利 | 268 | 62 | 52.6% | 50 | 18.8% |
| 7 | ONQF.L | 雷诺汽车 | 4,506 | 259 | 20.9% | 204 | 4.5% |
| 8 | FCAU.N | 菲亚特克莱斯勒汽车 | 8,664 | 283 | 13.9% | 239 | 2.8% |
| 9 | 002594.S | 比亚迪 | 1,230 | 25 | 14.8% | 85 | 6.9% |
| 10 | 601238.S | 广汽集团 | 724 | 109 | 15.9% | 49 | 6.7% |
| 11 | 601633.S | 长城汽车 | 956 | 52 | 14.4% | 40 | 4.1% |
| 12 | 0489.HK | 东风集团股份 | 1,055 | 130 | 12.8% | 39 | 3.7% |
| 13 | 000625.S | 长安汽车 | 640 | 7 | 11.6% | 38 | 5.9% |
| 14 | 7211.T | 三菱汽车 | 1,531 | 81 | 18.2% | 40 | 2.6% |
| 15 | NIO.N | 蔚来 | 50 | -233 | -5.2% | 40 | 80.7% |

资料来源: Wind, 东莞证券研究所 注: 研发强度=研发投入/营收

零部件: 中国零部件公司成长空间大

我们认为中国零部件公司相较于整车成长性更大, 一方面, 中国零部件企业可以伴随优秀的自主品牌成长, 另外一方面, 零部件公司具备进口替代、全球化成长路线, 优秀的企业天花板较高, 反应到股价上, 预计优秀零部件企业周期属性相对更弱, 成长属性更强。

比如博格华纳, 公司是汽车动力系统领先企业, 近 26 年股价年化复合收益率为 11%, 超过标普 500 指数约 7% 的复合年化收益率。博格华纳股价在 2014 年 6 月创历史新高, 近几年波动有所加大, 其成长周期跨度好于整车。普利司通年化收益率约 6%, 日经 225 年化收益率约 2%, 远高于指数。

图表 30: 博格华纳近 26 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图表 31 普利司通近 12 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

曼格纳国际主营动力、座椅等模块及系统, 是全球领先的汽车零部件公司, 公司近 33 年股价复合收益率约 11%, 超过标普 500 指数约 8% 复合年化收益率。李尔是全球领先的座椅制造厂商, 公司 2018 年实现营收 1451 亿元, 同比增长 3.33%, 实现净利润 78.9 亿元, 同比下降 12.5%。公司近 10 年股价复合收益率约 15%, 高于标普 500 指数约 11% 的收益率。

图表 32: 曼格纳国际近 33 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图表 33 李尔近 10 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

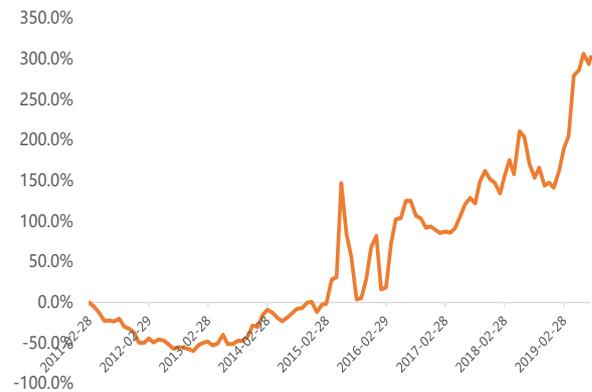
小系制作所是日本领先的车灯制造商, 公司 2018 年营收约 503 亿元, 同比下降约 3%, 实现归母净利润 44.37 亿元, 同比下降约 10%。公司股价近 13 年复合年化收益率约 9%, 远高于日经 225 约 1.5% 的年化复合收益率。对应国内厂商, 星宇股份是典型的进口替代代表, 公司通过不断切入大众供应链, 抓住 LED 灯替代卤素灯、疝气灯的行业升级机会, 公司股价一路走高, 近 9 年复合收益率约 18%, 远高于沪深 300 指数约 3% 的复合收益率。

图表 34: 小系制作所近 13 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图表 35 星宇股份近 9 年股价走势

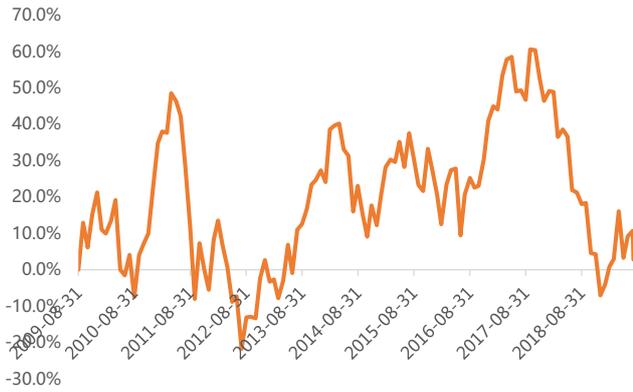


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

此外, 相较于发达国家, 中国仍具备人力成本优势, 伴随汽车产业不断向中国转移, 未来中国企业在全球化方面具备潜力, 目前已经初见端倪, 比如福耀玻璃。根据前瞻研究院数据, 福耀玻璃 2017 年国内市场份额约 60%, 全球市场份额约 20%。福耀玻璃 2010 年营收仅 85 亿元, 净利润约 18 亿元, 2018 年公司营收超过 200 亿元, 同比增长 8%, 净利润为 41 亿元, 同比增长约 31%。福耀玻璃过去 10 年股价年化收益率约 13%, 远远跑赢沪深 300 指数。而法国圣戈班股价近 10 年呈现横盘波动态势。

图表 36: 圣戈班近 10 年股价走势

图表 37 福耀玻璃近 10 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

零部件企业扩张路径较广,前期可以伴随自主品牌持续成长,在储备一定资金实力与技术实力之后,可以打入合资供应链,实现进口替代,最后利用规模、技术、成本等优势实现全球化扩张。长期来看,企业要持续的成长离不开技术创新,单一同质化产品生命周期有限,研发投入极为重要,对管理层的管理能力也是巨大的挑战。

图表 38: 全球主要零部件公司研发费用情况 (2018 年)

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿人民币) | 营收 (亿元) | 净利润 (亿元) | 毛利率 | 国家 | 研发支出 (亿元) | 研发强度 |
|----|-----------|----------------|-----------|---------|----------|-------|----|-----------|------|
| 1 | CON.F | 德国大陆 | 3,703 | 3,485 | 227 | 25.0% | 德国 | 336 | 9.6% |
| 2 | 00FM.L | MICHELIN | 2,697 | 1,729 | 132 | 32.3% | 法国 | 51 | 2.9% |
| 3 | 5108.T | 普利司通 | 2,046 | 2,259 | 180 | 37.8% | 日本 | 64 | 2.8% |
| 4 | 600741.SH | 华域汽车 | 682 | 1,566 | 80 | 13.5% | 中国 | 51 | 3.3% |
| 5 | 600660.SH | 福耀玻璃 | 515 | 203 | 41 | 41.5% | 中国 | 9 | 4.4% |
| 6 | 0RH5.L | VALEO | 506 | 1,492 | 43 | 18.7% | 法国 | 122 | 8.2% |
| 7 | GNTX.O | 真泰克 | 486 | 126 | 30 | 37.6% | 美国 | 7 | 5.8% |
| 8 | ALV.N | 奥托立夫 | 418 | 596 | 13 | 19.7% | 美国 | 28 | 4.8% |
| 9 | ALSN.N | 艾里逊变速箱 | 366 | 186 | 44 | 52.4% | 美国 | 9 | 4.8% |
| 10 | HLE.F | 海拉 | 362 | 528 | 29 | 27.9% | 德国 | 52 | 9.8% |
| 11 | 601966.SH | 玲珑轮胎 | 228 | 152 | 12 | 23.1% | 中国 | 6 | 3.6% |
| 12 | 601799.SH | 星宇股份 | 217 | 50 | 6 | 22.0% | 中国 | 2 | 3.6% |
| 13 | 0425.HK | 敏实集团 | 207 | 126 | 17 | 32.0% | 中国 | 6 | 4.7% |
| 14 | FOXF.O | Fox Factory Ho | 199 | 42 | 6 | 33.2% | 美国 | 2 | 4.2% |

资料来源: Wind, 东莞证券研究所 注: 研发强度=研发投入/营收; 由于数据可获取性原因, 该图表仅代表部分公司。

伴随中国强大的内需市场,持续的研发投入及技术升级,深耕细作,中国零部件企业成长速度惊人。我们按照当前市值进行排序,筛选出全球市值在约 200 亿元人民币以上的零部件公司,并比较全球主要零部件公司过去 4-5 年市值及营收变化情况,可以发现中国零部件公司成长速度非常快。比如星宇股份 2018 年营收 50 亿元,2014 年营收仅 20 亿元,增长约 150%。福耀玻璃 2018 年营收约 203 亿元,较 2014 年增长 57%。华域汽车 2018 年营收约 1566 亿元,较 2014 年增长 112%。横向对比其他全球领先的零部件企业,中国企业的成长速度非常快,但在绝对规模体量上,还与全球领先的零部件企业有差距,这意味着中国零部件企业成长空间大。

图表 39: 中国零部件公司成长速度快, 全球地位逐渐凸显

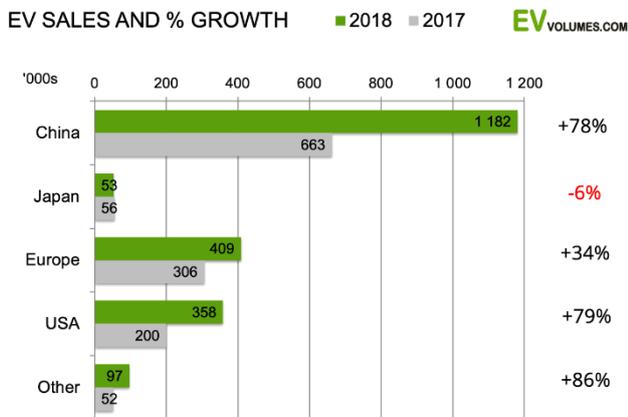
| 排序 | 证券代码 | 证券简称 | 当前市值 | 2014年市值 | 市值变化 | 2018年营收 | 2014年营收 | 营收变化 |
|----|-----------|---------------------|-------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 1 | CON.F | 德国大陆 | 3,703 | 2,626 | 41.0% | 3,485 | 2,573 | 35.4% |
| 2 | 0OFM.L | MICHELIN | 2,697 | 1,880 | 43.5% | 1,729 | 1,458 | 18.6% |
| 3 | 6902.T | 日本电装 | 2,320 | 2,546 | -8.9% | 3,264 | 2,210 | 47.7% |
| 4 | 5108.T | 普利司通 | 2,046 | 1,740 | 17.6% | 2,259 | 1,887 | 19.7% |
| 5 | APTV.N | 安波福(APTIV) | 1,501 | 1,298 | 15.7% | 991 | 1,042 | -4.9% |
| 6 | 6201.T | 丰田工业公司 | 1,178 | 1,031 | 14.3% | 1,348 | 1,111 | 21.4% |
| 7 | MGA.N | 曼格纳国际 | 1,143 | 1,364 | -16.3% | 2,802 | 2,242 | 25.0% |
| 8 | IEP.O | 伊坎企业 | 1,062 | 697 | 52.5% | 808 | 1,172 | -31.0% |
| 9 | 0MGR.L | FAURECIA | 850 | 286 | 197.4% | 1,574 | 1,404 | 12.1% |
| 10 | 600741.SH | 华域汽车 | 682 | 400 | 70.6% | 1,566 | 738 | 112.3% |
| 11 | 5802.T | 住友电气工业 | 645 | 612 | 5.3% | 1,934 | 1,447 | 33.7% |
| 12 | 7259.T | AISIN SEIKI | 612 | 654 | -6.4% | 2,461 | 1,520 | 61.9% |
| 13 | 0FFY.L | NOKIAN RENKAAT | 570 | 404 | 41.0% | 125 | 104 | 20.9% |
| 14 | 7276.T | 小糸制作所 | 525 | 304 | 73.0% | 503 | 362 | 38.8% |
| 15 | 600660.SH | 福耀玻璃 | 515 | 243 | 111.8% | 203 | 129 | 56.7% |
| 16 | LEA.N | 李尔 | 490 | 468 | 4.7% | 1,451 | 1,085 | 33.8% |
| 17 | BWA.N | 博格华纳(BORGWALD) | 490 | 761 | -35.7% | 723 | 508 | 42.2% |
| 18 | GNTX.O | 真泰克 | 486 | 326 | 48.9% | 126 | 84 | 49.6% |
| 19 | 0DZC.L | CIE AUTOMOTIVE | 423 | 108 | 290.3% | 301 | 173 | 74.1% |
| 20 | ALV.N | 奥托立夫 | 418 | 576 | -27.4% | 596 | 565 | 5.3% |
| 21 | ALSN.N | 艾里逊变速箱 | 366 | 372 | -1.7% | 186 | 130 | 43.0% |
| 22 | 6923.T | Stanley Electric | 294 | 237 | 24.1% | 264 | 184 | 43.2% |
| 23 | 0868.HK | 信义玻璃 | 277 | 121 | 129.3% | 142 | 86 | 65.2% |
| 24 | 5334.T | 日本特殊陶业 | 260 | 419 | -37.8% | 259 | 178 | 45.1% |
| 25 | 601799.SH | 星宇股份 | 217 | 45 | 386.8% | 50 | 20 | 151.1% |
| 26 | 0425.HK | 敏实集团 | 207 | 139 | 48.2% | 126 | 67 | 87.0% |
| 27 | FOXF.O | Fox Factory Holding | 199 | 37 | 441.6% | 42 | 19 | 126.4% |
| 28 | GT.O | 固特异轮胎橡胶(GOODYEAR) | 199 | 470 | -57.6% | 1,062 | 1,110 | -4.3% |

资料来源: Wind, 东莞证券研究所 注: 部分零部件公司 2014 年市值数据无, 将该部分公司剔除。

电动车: 2020 年或抢装, 2021 年海外接力

全球上半年新能源车销量维持较高增速, 根据 EVsales 数据, 全球上半年新能源车销量达 111.75 万辆, 同比增长 47%, 维持高速增长, 新能源车占汽车销量比重达 2.4%。中国新能源乘用车上半年销量 56.3 万辆, 同比增长 58.7%, 维持高速增长。我们预计中国新能源汽车(含商用车) 2019 年销量 150 万辆左右。

图表 40: 全球新能源车销量维持快速增长(千辆)



资料来源: EVsales, 东莞证券研究所

图表 41 全球新能源车厂商销量排名前 10

| 排名 | 厂商 | 2019H1销量(辆) | 2019H1占比 | 2018年销量(辆) | 占比 |
|----|-----|-------------|----------|------------|----------------|
| 1 | 特斯拉 | 160,009 | 14% | 特斯拉 | 245,240 12% |
| 2 | 比亚迪 | 141,459 | 13% | 比亚迪 | 227,364 11% |
| 3 | 北汽 | 68,933 | 6% | 北汽 | 164,958 8% |
| 4 | 上汽 | 64,506 | 6% | 宝马 | 129,398 6% |
| 5 | 宝马 | 56,533 | 5% | 日产 | 96,949 5% |
| 6 | 日产 | 47,504 | 4% | 上汽 | 92,790 5% |
| 7 | 吉利 | 47,235 | 4% | 奇瑞 | 65,798 3% |
| 8 | 大众 | 39,587 | 4% | 现代 | 53,114 3% |
| 9 | 现代 | 34,528 | 3% | 雷诺 | 53,091 3% |
| 10 | 江淮 | 32,099 | 3% | 大众 | 51,774 3% |
| 11 | 其他 | 425,094 | 38% | 其他 | 837,771 42% |
| 合计 | | 1,117,487 | 100% | 合计 | 2,018,247 100% |

资料来源: EVsales, 东莞证券研究所

电动化大势所趋, 工信部预计到 2025 年新能源车销量占比提升到 20%, 国际化车企持续发力, 2020 年将密集投放新能源车型。根据 Marklines 数据, 国际化车企尤其是德系将在 2020 年持续推出新车型, EV 数量增多, 特斯拉年底投产。此外, 大众计划到 2025

年新能源车占比提升到 20%-25%，戴姆勒集团计划到 2022 年新能源车销量占比提升到 15%-25%，国际化车企引领。预计 2020 年将是中国新能源车补贴的最后一年，我们对 2020 年销量数据相对乐观。当前时点，行业预期低，估值低，是新能源车产业链布局时点，2020 年行业预计将向好。

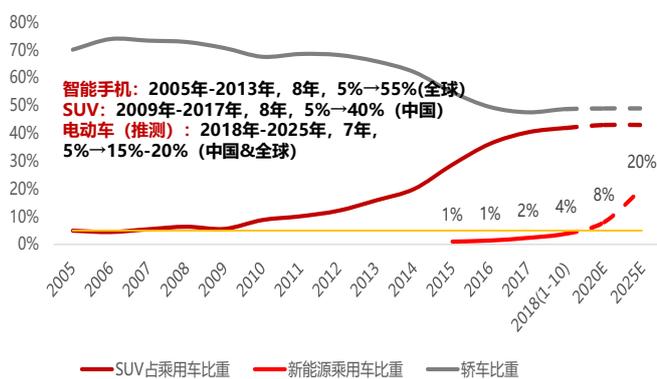
图表 42：全球主要整车厂商新能源车规划

| 公司 | 目前在售情况 | | | | 开发阶段 | | | 规划 |
|-----------|--------------|------|-----|-----|-------------------------|-----------------|-----------------|---|
| | EV | phev | 混动 | fcv | EV | phev | 混动 | |
| 大众 (不含奥迪) | 2款 | 3款 | | | 10款开发阶段, 2019-2020年投入5款 | 5款 | | 计划到2025年发售30多款ev, 年销量200-300万辆, 占20%-25% |
| 奥迪 | 1款 (2019年) | 4款 | 6款 | | 4款 (2款2019年, 1款2020年) | 2款 | 3款 (2019年) | |
| 宝马 | 1款 | 9款 | | | 2款 (2020年) | 2款 (2019-2020年) | | 到2025年推出25款电动车, 其中12款ev, 预计到2025年, phv销量占min的15%-25% |
| 戴姆勒 | 2款 (2019年1款) | 7款 | 3款 | | 4款 | 2款 | 2款 (2019年) | 到2022年投放10款ev, 全球销量的15%-25%将是ev. |
| 日产 | 3款 | | 9款 | | 1款 | | | 雷诺日产三菱计划2022年电动车销量占比30%, 其中12款ev |
| 雷诺 | 4款 | | | | 2款 (2019年) | | | |
| 福特 | 1款 | 2款 | 5款 | | | 4款 (2019-2020年) | 3款 (2019-2020年) | 计划到2022年投资110亿美元, 在全球市场投放16款ev在内的40款新能源车 |
| 通用 | 2款 | 3款 | 4款 | | | | | 计划到2023年至少投放20款全新电动车 |
| 特斯拉 | 3款 | | | | 3款 (2020年) | | | 上海工厂2019年底投产, 一期规划15万辆 |
| 丰田 | | 2款 | 数量多 | 3款 | | | 2款 | 计划到2025年为所有车型推出相应的混动、插混及纯电动车型, 2030年新能源车销量达550万辆, 其中ev+fcv在100万辆以上。 |
| 本田 | 1款 | 1款 | 数量多 | 1款 | 1款 (2019年) | | | 2030年新能源车占比65%, 其中fcv+ev占15%, hev+phev占50% |

资料来源: Marklines, 东莞证券研究所 注: 以上在售及开发阶段新能源车数量仅供参考。

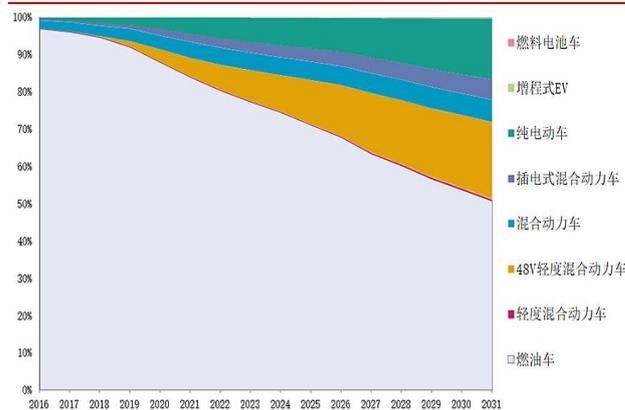
参考智能手机替代传统手机路径, SUV 替代轿车路径, 智能手机占比从 2005 年的 5% 提升到 2013 年的 55% (全球), SUV 从 2009 年占比 5% 提升到 2017 年的 40% (中国), 结合国际整车厂商规划、工信部规划及 LMC Automotive 预测, 预计到 2025 年全球新能源车占比由目前约 2% 提升到 15%-20%。

图表 43：预计到 2025 年中国新能源车占比提升到 20%



资料来源: Wind, 中汽协, 东莞证券研究所

图表 44 全球新能源车销量占比展望



资料来源: LMC Automotive, Marklines, 东莞证券研究所

投资建议：恰逢中期底部，积极布局核心资产

我们通过全球视角，对整个汽车行业进行了梳理，我们认为中国汽车保有量仍有翻倍空间，但增速会放缓，周期属性预计更加明显，对于整车的投资把握周期性极为重要，能够持续提升市场份额的整车厂将超越周期。对于零部件，通过对比全球零部件企业，我

们认为中国零部件企业成长空间大，可扩张路径较多（包括进口替代，全球化等），部分环节成长属性将强于整车（比如汽车电子等）。横向对比全球资本市场，中国零部件企业数量众多，但单家企业市值仍偏小，结合中国未来汽车销量增速放缓，我们判断市占率提升是择股核心逻辑，当然，公司所在赛道是择股的重要条件，天花板要足够高。站在当前，结合产业资本大幅回购，基本面预计下半年好于上半年，明年好于今年，估值（PB）处于历史底部，我们判断 2019 年预计是新一轮周期的底部，建议战略性布局汽车行业。电动车是未来 10 年核心赛道，目前市场预期、估值处于低位，2019 年预计是行业最为艰难的一年，2020 年行业将走出困境，维持 2019 年是价值洼地形成期判断。

传统车：精选赛道，以龙为首，战略性布局

根据我们以上分析，我们认为中国汽车零部件企业成长空间大，对于二级市场投资，寻找具备进口替代或全球化发展路径的标的，当然这个前提是公司所在赛道必须具有一定前景（包括电动化、智能化、互联网化等），拥有较大的市场空间。在核心赛道一致前提下，龙头公司得益于其资本优势，胜出概率更大。而对于整车的投资，在中国汽车销量增速放缓背景下，预计周期属性更强，建议把握周期，顺势而为，兼顾寻找市占率能够提升的优质标的。

图表 45：中国 A 股零部件行业 100 以上市值公司情况

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿元) | 主营业务 | 2018年营收 (亿元) | 国外公司 | 简称 | 市值 (2018年) | 市值比重 | 营收 (2018年) | 营收比重 |
|----|-----------|------|---------|---------|--------------|---|------|------------|------|------------|------|
| 1 | 600741.SH | 华域汽车 | 682 | 内外饰 | 1,572 | MGA.N | 曼格纳 | 1,021 | 67% | 2,802 | 56% |
| 2 | 600660.SH | 福耀玻璃 | 515 | 汽车玻璃 | 202 | 5201.T | 旭硝子 | 483 | 107% | 942 | 21% |
| 3 | 601966.SH | 玲珑轮胎 | 228 | 汽车轮胎 | 153 | ML.PA | 米其林 | 2,438 | 9% | 1,729 | 9% |
| 4 | 601799.SH | 星宇股份 | 217 | 车灯 | 51 | 7276.T | 小系 | 565 | 38% | 503 | 10% |
| 5 | 600699.SH | 均胜电子 | 182 | 汽车安全系统 | 562 | alv.n | 奥托立夫 | 420 | 43% | 596 | 94% |
| 6 | 002920.SZ | 德赛西威 | 128 | 汽车电子 | 54 | APT.V.N | 安波福 | 1,099 | 12% | 991 | 5% |
| 7 | 000887.SZ | 中鼎股份 | 108 | 非轮胎橡胶制品 | 124 | 中鼎股份2018年全球非轮胎橡胶营收排名第13名，第一名德国大陆营收68亿美元，中鼎50强市场份额约3%。 | | | | | |
| 8 | 601689.SH | 拓普集团 | 100 | 隔音、减震系统 | 60 | 全球规模约1500亿元，国内450亿元，公司2018年营收约60亿元，国内市场份额约13%。 | | | | | |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

注 1：营收比重=A 股公司营收/国外对比公司营收，市值比重类似，对标公司选择仅供参考。

注 2：目前 A 股汽车零部件行业 100 亿元以上市值 11 家，选择以上 8 家作为参考，其余三家分别是万丰奥威，威孚高科、万向钱潮。

站在当前，我们判断 2019 年将是新一轮汽车周期的底部，建议积极布局。我们认为从以下几个特征可以判断当前处于汽车行业景气周期低点。

第一，产业资本大幅回购，本轮回购公司多，数量较大。上一轮大幅回购是 2012 年，恰逢汽车行业景气周期底部。

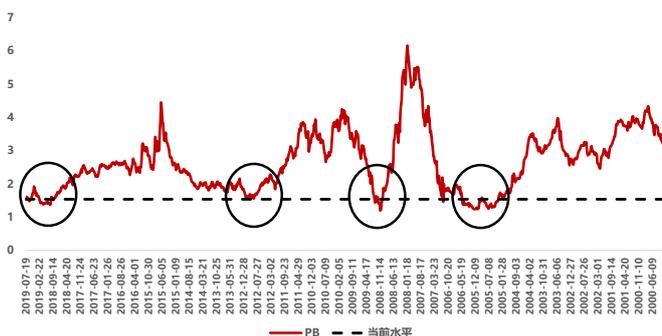
图表 46: 产业资本持续回购, 且力度大

| 代码 | 简称 | 截止日期 | 已回购数量 (万股) | 占总股本比 重 | 回购金额(万 元) | 回购价格 (元/ 股) | 当前价格 (元/ 股) | 当前价格相较于回 购价格涨跌幅 |
|-----------|------|------------|---------------|------------|--------------|----------------|----------------|--------------------|
| 000030.SZ | 富奥股份 | 2019-07-31 | 6,266 | 3.46% | 31,668 | 5.05 | 4.55 | -9.97% |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 2019-01-09 | 6,336 | 0.80% | 49,991 | 7.89 | 11.05 | 40.06% |
| 000887.SZ | 中鼎股份 | 2019-07-31 | 759 | 0.62% | 8,244 | 10.86 | 8.69 | -19.96% |
| 000903.SZ | 云内动力 | 2019-07-31 | 3,865 | 1.96% | 10,001 | 2.59 | 2.56 | -1.07% |
| 002085.SZ | 万丰奥威 | 2019-07-31 | 3,002 | 1.37% | 22,443 | 7.48 | 7.02 | -6.11% |
| 002126.SZ | 银轮股份 | 2019-07-31 | 763 | 0.95% | 5,997 | 7.86 | 6.90 | -12.18% |
| 002434.SZ | 万里扬 | 2019-03-20 | 3,740 | 2.79% | 28,001 | 7.49 | 6.00 | -19.86% |
| 002448.SZ | 中原内配 | 2019-07-31 | 1,239 | 2.04% | 8,819 | 7.12 | 5.12 | -28.05% |
| 002488.SZ | 金固股份 | 2019-06-04 | 36 | 0.04% | 300 | 8.36 | 6.73 | -19.51% |
| 002593.SZ | 日上集团 | 2019-05-31 | 420 | 0.60% | 1,599 | 3.81 | 3.50 | -8.10% |
| 002611.SZ | 东方精工 | 2019-05-31 | 3,000 | 1.63% | 13,693 | 4.56 | 4.13 | -9.52% |
| 300611.SZ | 美力科技 | 2019-03-16 | 31 | 0.17% | 293 | 9.56 | 8.54 | -10.68% |
| 300707.SZ | 威唐工业 | 2019-04-25 | 70 | 0.45% | 1,147 | 16.38 | 12.88 | -21.39% |
| 600166.SH | 福田汽车 | 2019-07-31 | 10,549 | 1.58% | 25,005 | 2.37 | 2.03 | -14.36% |
| 603129.SH | 春风动力 | 2019-07-31 | 350 | 2.60% | 7,066 | 20.19 | 18.07 | -10.49% |
| 603158.SH | 腾龙股份 | 2019-07-31 | 429 | 1.98% | 7,143 | 16.66 | 13.36 | -19.82% |
| 603586.SH | 金麒麟 | 2019-08-08 | 426 | 2.09% | 6,654 | 15.63 | 16.00 | 2.34% |
| 603788.SH | 宁波高发 | 2019-07-31 | 304 | 1.32% | 4,333 | 14.27 | 13.21 | -7.40% |
| 002906.sz | 华阳集团 | 2019-07-31 | 280 | 0.59% | 3,123 | 11.17 | 10.24 | -8.34% |
| 603611.sh | 诺力股份 | 2019-07-31 | 704 | 2.63% | 12,797 | 18.19 | 14.85 | -18.36% |
| 600469.sh | 风神股份 | 2019-07-31 | 694 | 1.23% | 3,067 | 4.42 | 4.98 | 12.66% |
| 002516.sz | 旷达科技 | 2019-07-05 | 3,155 | 2.10% | 9,999 | 3.17 | 2.77 | -12.59% |

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

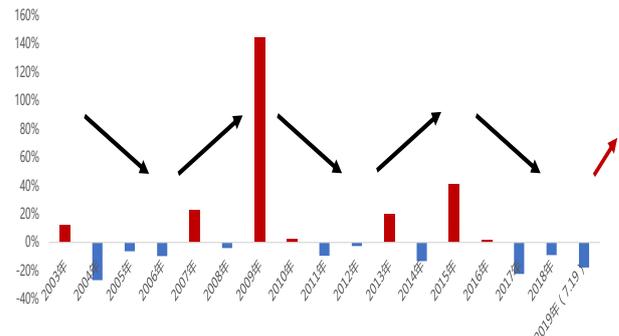
第二, 汽车股估值目前非常便宜, 便宜是硬道理, 代表安全边际高, 向下风险小于向上机会。历史统计特征表现, 过去 15 年汽车指数连续 4 年跑输沪深 300 概率为零。

图表 47: 汽车指数过去 20 年 pb 走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图表 48 汽车指数相对于沪深 300 历史表现



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

第三, 基本上, 我们认为汽车销量下半年好于上半年, 明年好于今年。中汽协的数据给予参考, 中汽协预计全年销量同比下降约 5%, 按此推测下半年明显好于上半年。此外, 上半年由于去库存, 国五升级国六影响, 价格折扣力度大, 下半年价格有望回升, 盈利恢复正常水平。购置税优惠政策透支消费经历了 2018 年、2019 年两年缓冲, 2020 年销量预计好于 2019 年, 行业整体边际改善。

图表 49: 购置税优惠对汽车指数 (相对指数) 的影响



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

注: 以上指数=申万汽车指数/沪深 300 指数; 以上购置税优惠仅针对小排量车型

电动车: 10 年核心赛道, 2019 年或是价值洼地形成期

中国电动车产业链齐全, 具备完善的上下游产业链基础, 在全球竞争力较强。宁德时代 2018 年成为全球最大的动力电池厂商, 目前市值 1600 多亿元, 比竞争对手松下、三星 SDI、LG 等均高, 其他环节, 中国均具备全球竞争力的企业。

图表 50: 中国电动车产业链齐全, 竞争力较强

| 领域 | 代码 | 简称 | 市值 (亿元) | 全球对比 | 简称 | 市值 (亿元) |
|-----|-----------|------|---------|--------------------|---------|---------|
| 电池 | 300750.SZ | 宁德时代 | 1,612 | 051910.ks | LG CHEM | 1,302 |
| | | | | 006400.ks | 三星SDI | 990 |
| | | | | 6752.T | 松下电器 | 1,357 |
| 整车 | 002594.SZ | 比亚迪 | 1,248 | tsla.o | 特斯拉 | 2,952 |
| 设备 | 300450.SZ | 先导智能 | 299 | 中国企业竞争力强, 供应特斯拉等 | | |
| 钴 | 603993.sh | 洛阳钼业 | 741 | glen.l | 嘉能可 | 2,679 |
| 锂 | 002466.SZ | 天齐锂业 | 265 | alb.n | 美国雅宝 | 522 |
| 隔膜 | 002812.SZ | 恩捷股份 | 244 | 中国企业竞争力强, 优秀公司产品出口 | | |
| 负极 | 603659.SH | 璞泰来 | 230 | | | |
| 回收 | 002340.SZ | 格林美 | 184 | | | |
| 电解液 | 300037.SZ | 新宙邦 | 89 | | | |
| 正极 | 688005.SH | 容百科技 | 236 | umi.br | 优美科 | 527 |
| 充电桩 | 300001.SZ | 特锐德 | 169 | | | |

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

受 2019 年补贴退坡影响, 产业链价格承压, 上市公司盈利在 2019 年有一定压力, 但部分环节略好, 龙头公司盈利表现较好。宁德时代上半年受益于动力电池出货量高增长, 市场份额持续提升, 上半年预计净利润 20 亿元-23 亿元, 同比增长 120%-150%; 比亚迪受益于上半年新能源车热销, 预计上半年实现归母净利润 14.5 亿元-16.5 亿元, 同比增长 202%-244%; 新宙邦上半年实现归母净利润 1.34 亿元, 同比增长 11%, 扣非同比增

长约 23%，表现强于行业。

我们认为 2019 年是行业最艰难的时间，目前估值、市场预期等仍处于较低位置。2020 年预计是国内补贴的最后一年，我们对销量不悲观，补贴退坡影响边际改善。2019 年底特斯拉上海工厂投产，预计将对产业链起到带动作用；2020 年之后，全球电动化发力，宝马、大众等国际化车企新产品持续投入，带动产业走向市场化正轨，实现产业自我造血。

图表 51：电动车产业链代表公司估值及上半年业绩情况

| 领域 | 代码 | 简称 | 市值 (亿元) | 上半年业绩或预告情况 | pe (ttm) | pe-2019e |
|-----|-----------|------|---------|---|----------|----------|
| 电池 | 300750.SZ | 宁德时代 | 1,612 | 净利润约200409.94万元~227738.57万元,增长120%~150% | 40 | 36 |
| 整车 | 002594.SZ | 比亚迪 | 1,248 | 净利润约145,000万元~165,000万元,增长202.65%~244.40% | 39 | 37 |
| 设备 | 300450.SZ | 先导智能 | 299 | 上半年净利润3.93亿元,同比增长约20% | 37 | 28 |
| 钴 | 603993.sh | 洛阳钼业 | 741 | 净利润同比仍会出现一定幅度下降 | 24 | 24 |
| 锂 | 002466.SZ | 天齐锂业 | 265 | 上半年归母净利润约2亿元,同比下降约84% | 24 | 19 |
| 隔膜 | 002812.SZ | 恩捷股份 | 244 | 净利润约37925.24万元~45991.77万元,增长135.08%~185.08% | 35 | 29 |
| 负极 | 603659.SH | 璞泰来 | 230 | | 39 | 30 |
| 回收 | 002340.SZ | 格林美 | 184 | | 25 | 19 |
| 电解液 | 300037.SZ | 新宙邦 | 89 | 上半年1.34亿元,同比增长11%,扣非增长约23% | 27 | 24 |
| 正极 | 688005.SH | 容百科技 | 236 | 净利润约9600万元~12000万元,增长-9.43%~13.21% | 111 | 64 |
| 充电桩 | 300001.SZ | 特锐德 | 169 | 净利润约6755.06万元~9211.45万元,下降25%~45% | 107 | 40 |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

综上，我们认为 2019 年预计是新一轮汽车周期的底部，战略性布局；对于电动车，预计 2019 年是价值洼地形成期，电动车是未来 10 年核心赛道。建议重点关注宁德时代、上汽集团、德赛西威、拓普集团、星宇股份、新宙邦、华域汽车、中国汽研。

风险提示

- (1) 宏观经济继续承压，影响汽车消费，导致汽车产销不及预期，进而影响上市公司业绩；
- (2) 贸易摩擦升级；整体来看，对于中国汽车行业，贸易摩擦直接影响相对有限，但贸易摩擦会影响到市场情绪，尽管汽车行业估值处于低位，但不排除继续杀估值的可能性；此外，贸易摩擦或将影响居民收入预期，进而影响汽车消费；
- (3) (新能源) 汽车安全事故风险，燃油车技术相对成熟，而新能源车处于高速发展期，不排除安全事故发生，或影响到产业发展，进而影响股价；
- (4) 本文对 Wind、Marklines 数据库依赖度较高，相关结论由数据作为支撑，若数据准确度与实际情况出现较大差异，将对本文结论形成重要影响。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--------------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| 风险等级评级 | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn