

汽车行业 2020 年度投资策略

推荐 (维持)

行走的周期——汽车投资中的确定与不确定

- ❖ **销量增速反弹、存货增速寻底、中低端需求开始修复。**当前汽车行业销量增速下行 30 个月后开始触底回升, 存货增速下行 27 个月仍在触底中。本轮景气回落主要原因是中低端需求受宏观经济、贸易摩擦等外部因素影响而低迷, 中高端需求处于换购释放空挡使得总量略有不足。但近期销量数据发出积极信号显示中低端需求开始有所修复, 0-15 万元级车型 3Q19 批发增速较 2Q19 回升 12PP 至 -9%, 这一点应该引起我们重视。初步预计 2019 全年上险 -1%、批发 -8%, 2020 全年上险 +3%、批发 +5%, 2020 年的销量增长料将为行业纾解价格压力。
- ❖ **产能出清仍需时间, 但部分车企盈利能力可能已经位于中长期底部。**在本轮景气下行中, 前 20 车企份额提升 6.5 个百分点至 86.3%, 速度略超预期, 车企不断洗牌份额变动更剧烈。尽管需求端正在发生较大变化, 但我们对产能出清速度并不乐观, 有意愿、有能力做价格竞争且中国市场不再稳固的车企估计还需要 1-2 个景气下行来确认退出市场。产能出清前, 行业利润率波动难以避免, 会对投资热情和估值产生影响。但当前部分自主车企的盈利能力可能已经实现一个中长周期的触底, 再到下一轮景气回落时, 我们预计竞争结构将上移, 反倒部分主流合资车企盈利能力可能仍有下降空间。
- ❖ **汽车基本面边际变化靠跟踪, 投资依然把握周期波动中的风险收益比。**市场当前核心关注点在于销量增速能否尽快突破 0% 并持续向上。虽然基本面角度这种短波动只能靠跟踪边际变化, 但投资角度看历史上销量增速反弹、存货增速寻底往往是汽车最佳投资时段。汽车高增速不再、有效产能短期难出清的背景下, 行业周期波动带来的投资机会反而凸显。目前汽车板块估值、相对走势、持仓也都回到了底部, 建议积极把握低估值状态。
- ❖ **乘用车超预期依托新车, 零部件把握三个选择思路。**对乘用车而言, 2020 年销量恢复正增长对板块量价形成支撑, 短时间尺度内公司个体表现突出/超预期之源依然是新车型的成功。对零部件而言, 我们依然看好细分龙头超越下游景气波动的成长, 2020 年标的选择可以从新订单、下游销量弹性、正规规模效益三个思路出发, 其中新订单条线除公司定点订单以外, 还可关注新投产的特斯拉产业链、近年加速切换供应商的大众及新投产的大众 MEB 产业链, 下游销量弹性主要把握吉利产业链, 正规规模效益主要折旧摊销占比较高+营收重回增长的公司, 后两个思路主要适用于景气修复时期。
- ❖ **投资建议:**汽车基本越过低谷, 预计 2020 年恢复增长, 积极信号已出现。汽车投资须把握风险收益比, 虽然基本面短期波动不确定, 但板块估值、相对走势、持仓重回底部区间是较确定的。推荐 1) 大市值行业配置: 上汽集团、华域汽车; 2) 乘用车板块弹性标的长安汽车, 港股长城汽车、吉利汽车、广汽集团; 3) 零部件板块爱柯迪、精锻科技、继峰股份、新坐标等。
- ❖ **风险提示:**宏观经济低于预期、贸易摩擦升级、车企新车型推出速度及受欢迎程度低于预期、原材料价格上涨、汇率波动较大等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
长安汽车	8.05	0.02	0.93	1.06	402.5	8.66	7.59	0.84	强推
上汽集团	23.75	2.44	2.73	3.0	9.73	8.7	7.92	1.18	强推
华域汽车	25.66	2.23	2.39	2.65	11.51	10.74	9.68	1.78	强推
长城汽车	9.88	0.47	0.6	0.67	21.02	16.47	14.75	1.72	强推
广汽集团	11.66	0.8	0.97	1.14	14.58	12.02	10.23	1.56	推荐
爱柯迪	11.58	0.52	0.65	0.68	22.27	17.82	17.03	2.61	强推
精锻科技	9.89	0.65	0.89	1.06	15.22	11.11	9.33	2.13	强推
继峰股份	8.05	0.43	0.54	0.62	18.72	14.91	12.98	2.75	强推
新坐标	34.78	1.53	2.11	2.77	22.73	16.48	12.56	4.07	强推

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 8 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 张程航

电话: 021-20572543

邮箱: zhangchenghang@hcyjs.com

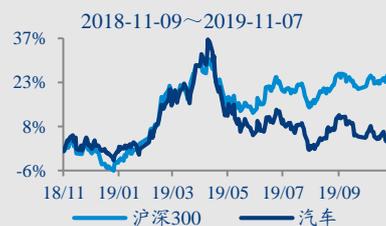
执业编号: S0360519070003

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	113	5.44
总市值(亿元)	14,245.43	2.95
流通市值(亿元)	11,367.32	3.14

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.41	-6.39	6.14
相对表现	-2.74	-13.17	-17.17



相关研究报告

《汽车行业 9 月销量点评: 一波三折结束 3 季度》
2019-10-13

《汽车行业重大事件点评: 从菲克与 PSA 合并我们应该看到什么?》

2019-11-01

《汽车行业跟踪报告: 汽车板块重回预期底部、基本面起点》

2019-11-03

目录

1. 销量：本轮汽车下行周期会有多长？	5
1.1. 回顾：销量增速反弹，存货增速寻底	5
1.2. 归因：中低端-经济、中高端-结构	6
1.3. 明年预期：批发+5%、上险+3%	10
2. 竞争格局：利润率波动关键	13
2.1. 需求端：头部车企份额加速提升	13
2.2. 供给端：有效产能出清仍较漫长	15
3. 利润波动：盈利能力可能也已见底	17
3.1. 乘用车：寻找匹配景气周期的车企周期	17
3.2. 零部件：重回增长，依然看订单驱动	19
4. 板块估值：经历两波行情后再回底部	23
5. 投资建议	25
5.1. 上汽集团	25
5.2. 华域汽车	25
5.3. 长安汽车	26
5.4. 长城汽车	26
5.5. 吉利汽车	26
5.6. 广汽集团	26
5.7. 爱柯迪	26
5.8. 精锻科技	26
5.9. 继峰股份	27
5.10. 新坐标	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 狭义乘用车月度批发增速与 M1 月度增速 (%)	5
图表 2: 汽车制造业产成品存货增速与汽车销量增速 (%)	5
图表 3: 狭义乘用车月度批发销量同比增速 (%)	5
图表 4: 狭义乘用车交强险月度注册量同比增速 (%)	5
图表 5: 狭义乘用车年度批发销量占比, 按指导价 (%)	6
图表 6: 狭义乘用车年度批发销量占比, 按级别 (%)	6
图表 7: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按指导价 (% , 万元)	7
图表 8: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按级别 (%)	7
图表 9: 狭义乘用车年度批发销量季度同比增速, 按指导价合并 (% , 万元)	7
图表 10: 狭义乘用车年度批发销量季度环比增速, 按指导价合并 (% , 万元)	7
图表 11: 0-15 万元汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)	8
图表 12: 15-30 万元汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)	8
图表 13: 30 万元以上汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)	8
图表 14: 进口+30 万元以上汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)	8
图表 15: 历年狭义乘用车销量增量 (万辆)	9
图表 16: 狭义乘用车当年销量、5 年换购量、12 年换购量 (万辆)	9
图表 17: 北京市私家车保有量及需求变化 (万辆)	10
图表 18: 渠道库存月度变化, 按批发-交强险-出口 (万辆)	10
图表 19: 经销商库存预警指数 (最新为 10 月)	11
图表 20: 经销商库存系数预计略降 (最新为 9 月)	11
图表 21: GAIN 行业整体月度终端优惠指数 (最新为 8 月)	11
图表 22: GAIN 整体月度价格变化指数 (最新为 8 月)	11
图表 23: 狭义乘用车 2020 年分季度批发与上险增速预估	12
图表 24: 狭义乘用车行业集中度变化	13
图表 25: 狭义乘用车批发份额前 20 车企	14
图表 26: 狭义乘用车上险份额前 20 车企	14
图表 27: 主流车企 2H19-2020 新车数量统计 (款)	15
图表 28: 国内汽车品牌 2019 年前 9 月产能份额、批发份额、产能利用率	15
图表 29: 尾部车企、头部车企产能利用率变化	16
图表 30: 规上汽车制造业月度营收增速	17
图表 31: 规上汽车制造业月度利润总额增速	17
图表 32: 乘用车板块单季营收同比增速明显改善 (整体法)	17

图表 33: 乘用车板块单季净利同比增速改善 (整体法)	17
图表 34: 中国自主车企与海外普通车企毛利率情况	18
图表 35: 中国自主车企、合资车企、海外普通车企净利率情况	18
图表 36: 4Q19 盈利环比持平的折扣测算 (元)	19
图表 37: 零部件板块单季营收同比增速改善	19
图表 38: 零部件板块单季净利同比增速改善	19
图表 39: 狭义乘用车季度产量与同比增速 (万辆, %)	20
图表 40: 狭义乘用车季度产量与同比增速, 12-2、3-5、6-8、9-11 月为当季 (万辆, %)	20
图表 41: 汽车零部件关键产业链供应商一览	20
图表 42: 折旧摊销占比前 20 的零部件公司	22
图表 43: PB 角度看乘用车估值在历史底部: 中信乘用车指数历史 PB	23
图表 44: PB 角度看零部件估值在历史底部: 中信零部件指数历史 PB	23
图表 45: 行业下行周期 PE 失真, 乘用车 PE 位于历史中枢: 中信乘用车指数 PE TTM (整体法, 剔除负值)	23
图表 46: 零部件 PE 偏低: 中信零部件指数 PE TTM (整体法, 剔除负值)	23
图表 47: 中信乘用车相对沪深 300 走势	24
图表 48: 中信零部件相对创业板指走势	24
图表 49: 基金汽车持仓占比近十年来最低 (季度)	24
图表 50: 基金汽车持仓排名近十年来最低 (季度)	24

1. 销量：本轮汽车下行周期会有多长？

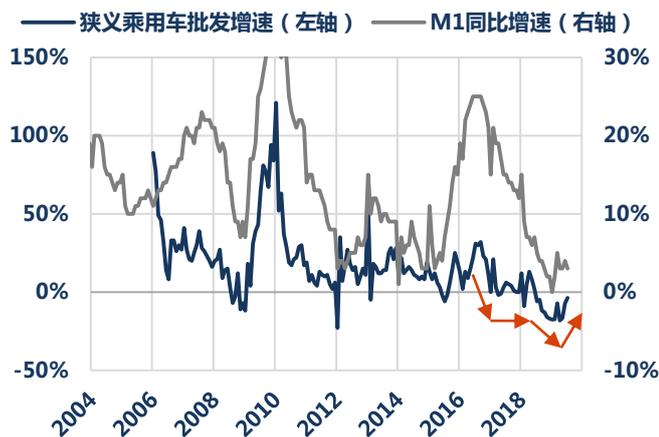
1.1. 回顾：销量增速反弹，存货增速寻底

销量增速下行 30 个月后开始触底回升。从销量端看，本轮乘用车景气从 2016 年 9 月增速高点下来已经持续 3 年，2017 年-2018 上半年增速在 0% 附近波动，3Q18 加速下滑，到 3Q19 增速触底回升。

存货增速下行 27 个月仍然在触底过程中。从库存端看，汽车制造业产成品存货增速高点滞后销量 9 个月出现于 2017 年 6 月，随后持续下行 27 个月，近三个月以来进入负增长，库存真正开始去化。历史上看，销量增速反弹、存货增速寻底的时段是最佳左侧时段。

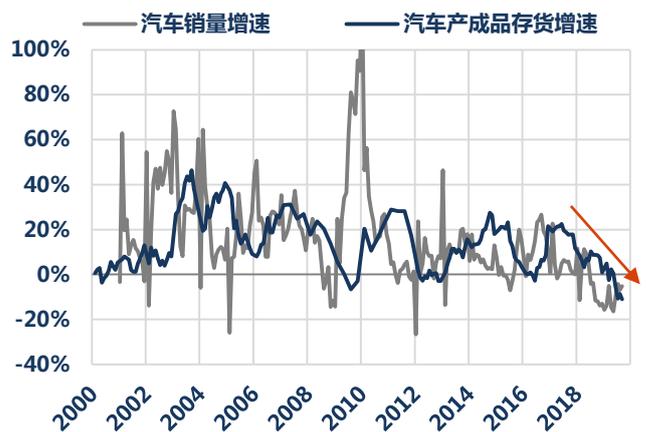
市场核心关注点在于销量增速能否尽快突破 0% 并持续向上。2019 年市场对汽车销量的预期，以及预期与实际情况的差距反复波动，整体上 1-2Q19 超预期，3Q19 低于预期。但即便 3Q19 低于预期，行业销量增速依然凭借 3Q18 基数走低+需求逐步回到恢复通道开始触底反弹。目前市场重点关注销量增速能否延续向上趋势尽快回到正增长，并超越基数效应体现景气回暖的增长。

图表 1：狭义乘用车月度批发增速与 M1 月度增速 (%)



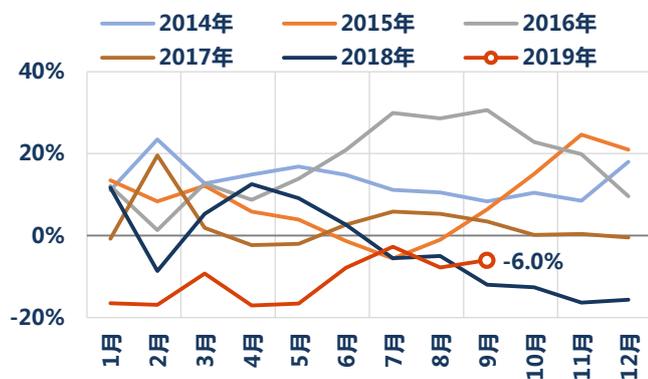
资料来源：乘联会、华创证券

图表 2：汽车制造业产成品存货增速与汽车销量增速 (%)



资料来源：中汽协、统计局、华创证券

图表 3：狭义乘用车月度批发销量同比增长 (%)



资料来源：乘联会、华创证券

图表 4：狭义乘用车交强险月度注册量同比增长 (%)



资料来源：银保监会、华创证券

1.2. 归因：中低端-经济、中高端-结构

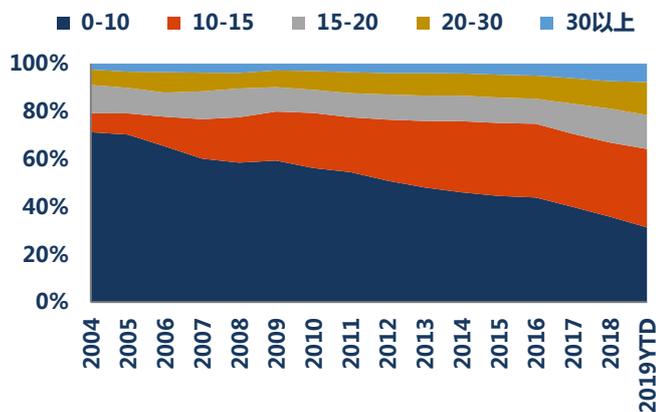
要判断销量增速能否持续回升，首先需要理解本轮汽车下行的驱动因素有哪些。

汽车消费从无到顶将经历“渗透为主”、“渗透+更新”、“更新为主”三个阶段，目前我们已经进入“渗透+更新”阶段，销量构成中既有首购，也有换购和增购。目前没有三类需求占比的权威数据，但其各自消费特征还是比较明显：

- 1) 首购主要为代步需求，追求性价比，以 A 级以下、15 万元以下、自主品牌车居多，主要为中低端需求；
- 2) 换购+增购主要为消费升级拓展，追求品牌溢价和舒适性，以 B 级以上、15 万元以上、合资进口车居多，主要为中高端需求。

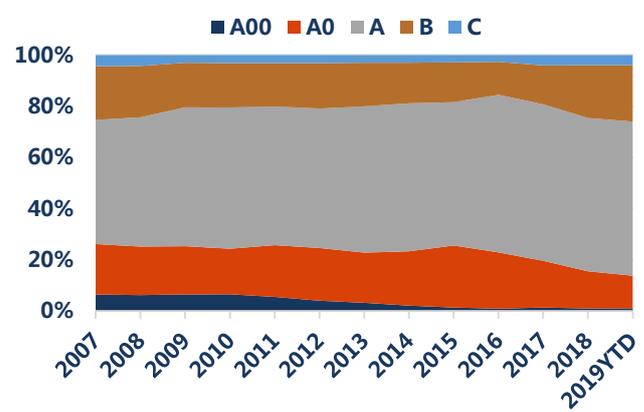
2018 年及 2019 年前 9 月，0-15 万元级车型批发销量占行业分别 67%、64%，A00-A 级车占行业分别 76%、74%，我们可以由此大致判断目前首购需求占汽车总需求七成左右。

图表 5：狭义乘用车年度批发销量占比，按指导价（%）



资料来源：乘联会、华创证券

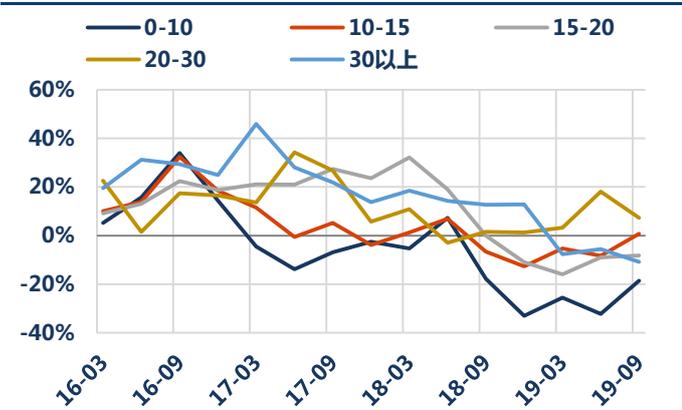
图表 6：狭义乘用车年度批发销量占比，按级别（%）



资料来源：乘联会、华创证券

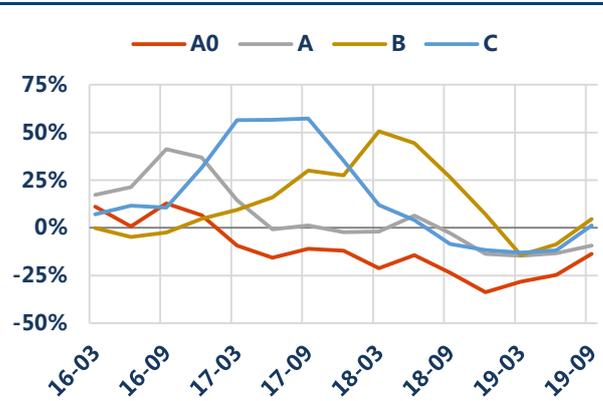
占总需求七成左右的首购/中低端需求是本轮景气下行中拖累数据最主要原因。从季度增速可以看到，0-10 万元、10-15 万元级车型销量增速分别在 3Q16 和 2Q18 实现阶段性增速高点后便加速下行，合计最低达到过-25%（4Q18），增速下滑幅度大于 15 万元以上车型。30 万元以上需求在进入 2019 年之后才进入负增长。

图表 7: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按指导价(%, 万元)



资料来源: 乘联会, 华创证券

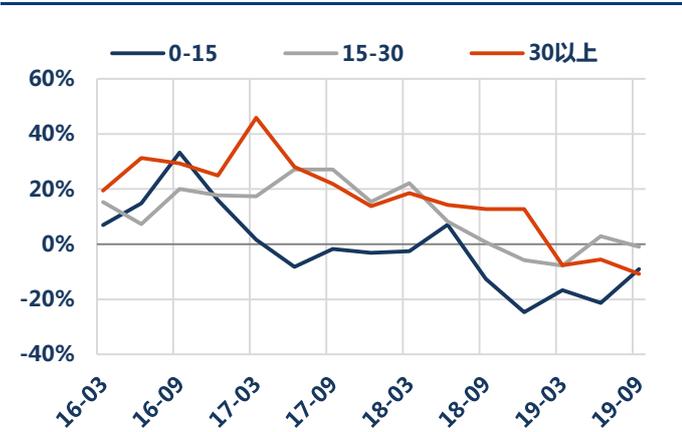
图表 8: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按级别(%)



资料来源: 乘联会, 华创证券

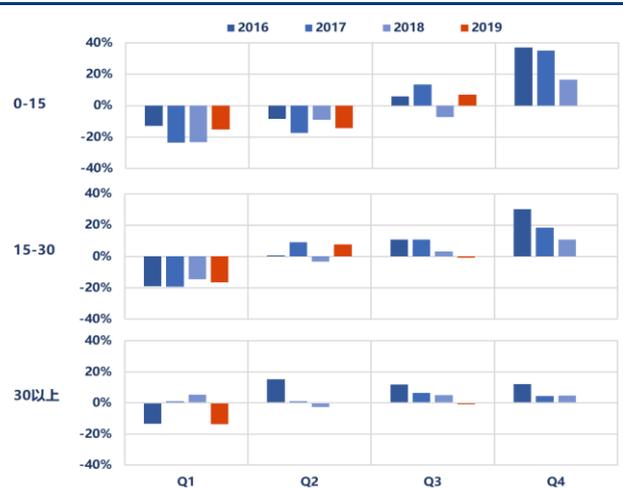
注: A00 级占比较小, 波动较大, 因此在此图中剔除 A00 级

图表 9: 狭义乘用车年度批发销量季度同比增速, 按指导价合并(%, 万元)



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 10: 狭义乘用车年度批发销量季度环比增速, 按指导价合并(%, 万元)



资料来源: 中汽协, 华创证券

中低端需求的不确定性可能主要来自于宏观经济。而 0-10 万元、10-15 万元级车型销量下滑时点与 M1 增速见顶(3Q16, 指征经济)、贸易摩擦加剧(2Q18, 影响收入预期), 乃至棚改货币化降速(3Q18, 透支中低端需求)时点吻合度较高。有较大可能性, 在中国私家车千人保有量达到一定量以后, 首次购车这样的中低端需求对宏观经济波动的敏感性、对收入预期的敏感性体现得更强。

这一部分需求或者渗透是不是已经见顶了? 我们仍然没有这么悲观。私家车千人保有量 2018 年末为 134 辆(私人小客车/每千常住人口), 59 岁以下人口占比 69%, 折算为 59 岁以下潜在消费人群的千人保有量也仅为 194 辆; 并且区域异质性依然较高, 高如浙江、北京、江苏已经达到 218 辆、212 辆、182 辆(全年龄人口), 低如江西、湖南、广西也仅 93 辆、95 辆、96 辆, 仅为发达省份一半。所以首购渗透空间仍然存在, 只是速率可能取决于经济等其它因素。

但近期销量数据发出积极信号，显示中低端需求开始有所恢复。进入 3Q19，0-10 万元、10-15 万元级车型销量增速数据明显改善，合并批发增速 3Q19 较 2Q19 回升 12PP 至 -9%，单月看 9 月回到 -7%。而 15-30 万、30 万元以上车型销量增速受国五促销影响 3Q19 反而回落。占比较大的中低端需求实现恢复对于行业总销量回升至关重要，近期数据开始发出积极信号，这一点需要引起重视并持续跟踪。

图表 11: 0-15 万元汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)



资料来源: 中汽协、国家统计局、华创证券

图表 12: 15-30 万元汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)



资料来源: 中汽协、国家统计局、华创证券

图表 13: 30 万元以上汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)



资料来源: 中汽协、国家统计局、华创证券

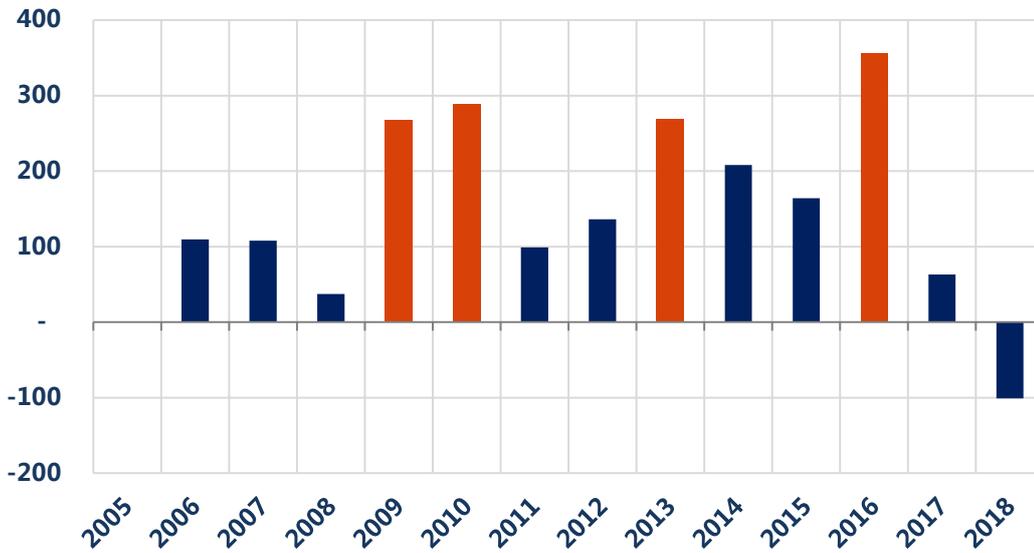
图表 14: 进口+30 万元以上汽车批发增速与 M1 同比增速 (%)



资料来源: 中汽协、国家统计局、华创证券

换购需求受到结构性扰动。经验数据消费者购入新车大约 5、6 年后可能会进行一次换购(手上的车进入二手车市场)，再久一点则按保有量数据测算的 12 年报废周期换购(彻底退出)。因此历史上的销量高峰在一定程度上会支撑后续对应年份的换购需求。2005 年以来，乘用车销售增量居前的年份是 2009 年、2010 年、2013 年、2016 年，分别达到了 268 万、288 万、269 万、356 万辆，当这些年份售出的新车开始置换时，将有力拉动当年的销量增速。

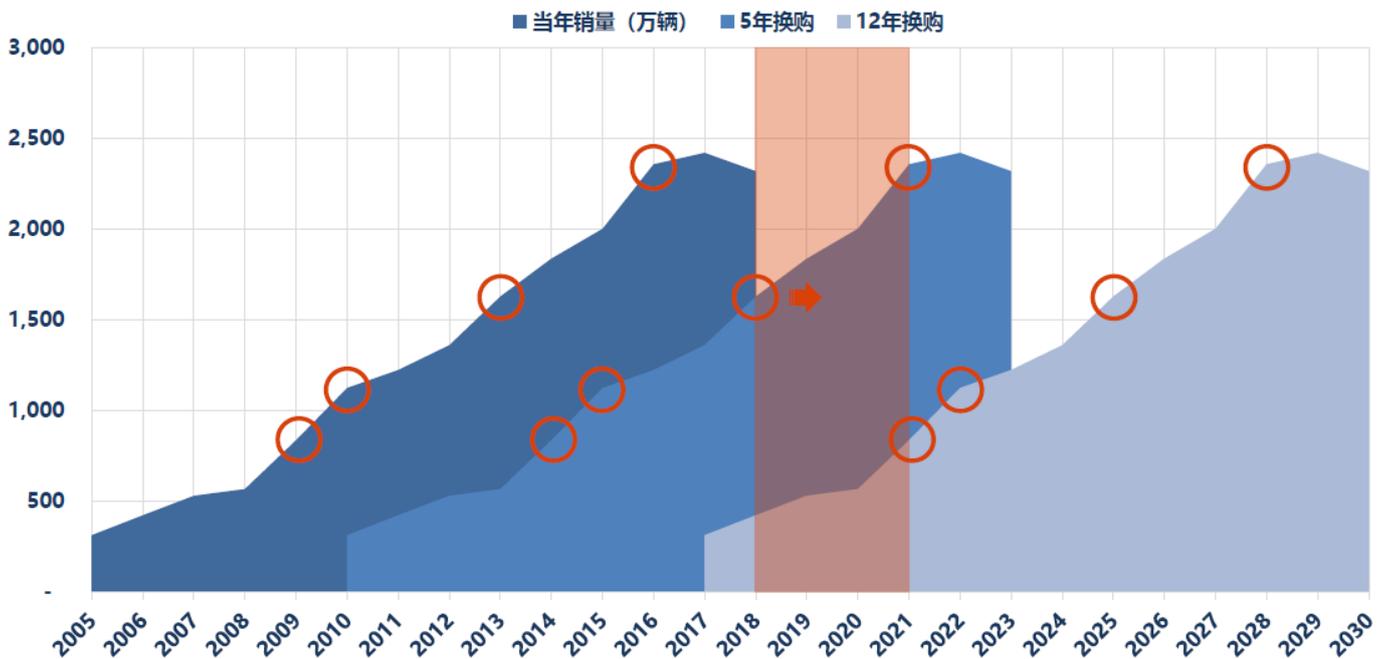
图表 15: 历年狭义乘用车销量增量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华创证券

当前换购需求对总销量增速的支撑可能不足, 2021 年换购需求释放的确定性料将明显增强。如果我们按 5 年的换购、12 年的报废周期来看, 2019-2020 年刚好处于换购(相对)低谷, 而 2021 年却是一个极为强劲的高峰, 一方面有 2016 年的 5 年换购需求, 另一方面还有 2009 年的 12 年报废需求。当然这种估算是存在误差的, 因为换购周期是一个波动数据, 经济波动、新车供给、消费情绪等等都可以影响人们的换车意愿, 比如北京 2017-2018 年换购意愿就有所下降, 这是不确定性, 但显著的增量高峰依然是结构性的确定性。

图表 16: 狭义乘用车当年销量、5 年换购量、12 年换购量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 17: 北京市私家车保有量及需求变化 (万辆)

年份	①私家车保有量	②私家车保有量增量	③当年牌照配额 (首购)	④报废+转移	⑤上险	⑥换购	⑦当年换购周期
计算		②-①		③-②		⑤-③	前一年①/当年⑥
2002	50						
2003	73	23					
2004	91	17					
2005	114	23					
2006	141	27					
2007	173	32					
2008	209	36					
2009	264	55					
2010	338	74	0				
2011	354	17	24	7.5			
2012	374	20	24	4.0			
2013	397	23	24	1.5			
2014	410	13	15	1.9			
2015	421	11	15	3.8	63	48	8.6
2016	434	13	15	2.3	74	59	7.2
2017	447	13	15	1.6	50	35	12.3
2018	456	9	10	0.9	43	33	13.5

资料来源: 国家统计局、银保监会、北京交通委、华创证券

1.3. 明年预期: 批发+5%、上险+3%

综合考虑宏观不确定性、换购需求结构变化所带来的潜在负面影响, 以及中低端需求逐步恢复、产业库存负增长的正面信号, 我们对 4Q19 和 2020 年行业终端需求以及批发销量预期持乐观预期。其中:

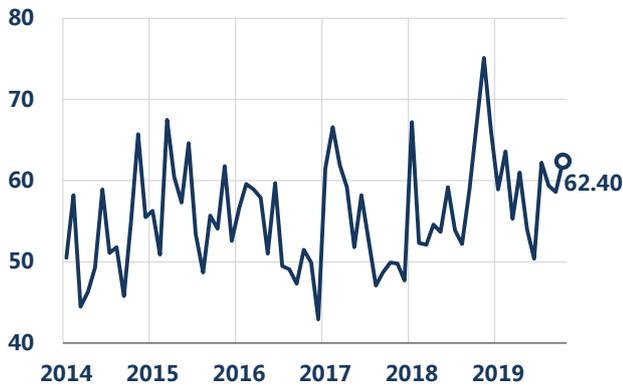
4Q19: 我们初步预计上险+5%、批发-1%, 对应全年上险-1%、批发-8%。其中 10-11 月库存保持微增, 12 月一次性去化。价格端承受相对温和压力, 车企与经销商逐月温和加大促销力度。

图表 18: 渠道库存月度变化, 按批发-交强险-出口 (万辆)



资料来源: 中汽协、银保监会、华创证券

图表 19: 经销商库存预警指数 (最新为 10 月)



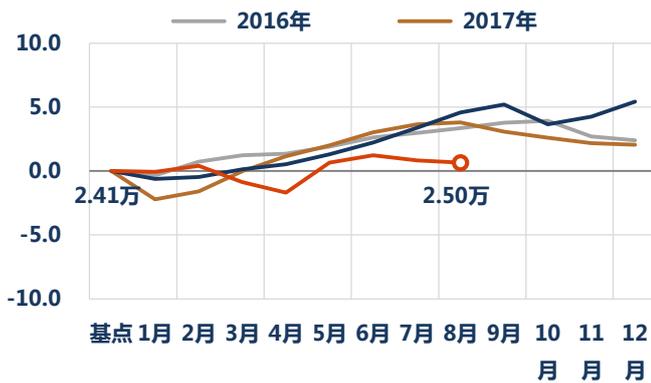
资料来源: 中国汽车流通协会、华创证券

图表 20: 经销商库存系数预计略降 (最新为 9 月)



资料来源: 中国汽车流通协会、华创证券

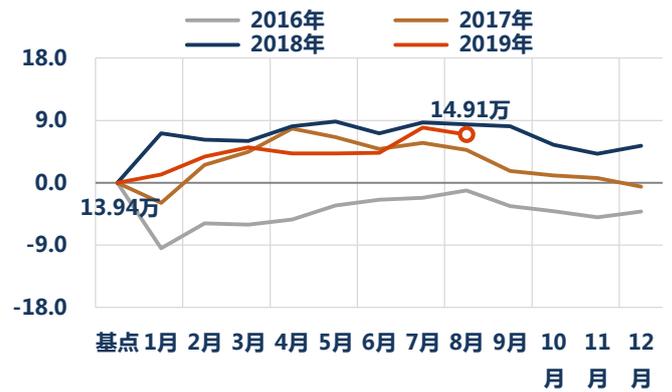
图表 21: GAIN 行业整体月度终端优惠指数 (最新为 8 月)



资料来源: 安路勤、华创证券

注: 以样本车型成交折扣 (MSRP-成交价) 按销量加权平均计算行业月度优惠幅度, 标签数字为当月平均优惠, 折线数据为标准化指数 (当月平均优惠-基点平均优惠) / 基点成交均价 * 100

图表 22: GAIN 整体月度价格变化指数 (最新为 8 月)

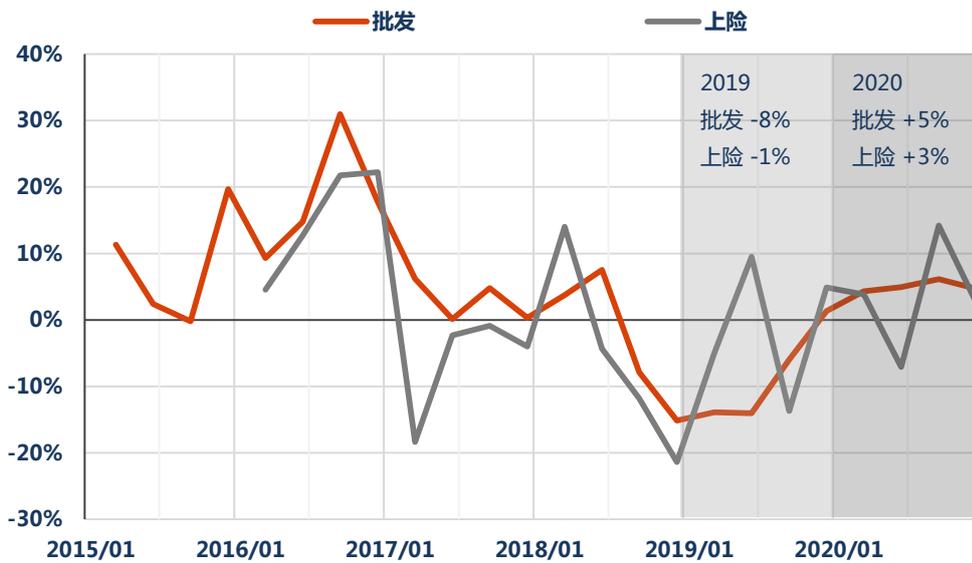


资料来源: 安路勤、华创证券

注: 以样本车型成交价按销量加权平均计算行业月度成交均价, 标签数字为当月均价, 折线数据为标准化指数 (当月均价/基点均价-1) * 100

2020: 我们初步预计全年上险+3%、批发+5%。其中批发季度增速变化比上险平稳, 全年库存大致持平, 价格压力较 2019 年缓解, 但 10-15 万元级车型竞争可能加大。年度数据有一个不确定性在于 12 月-1 月的数据跨期问题, 车企财报周期 1-12 月, 但销售周期往往春节-春节, 有的车企在这这两个月的数据统计上有一定波动, 影响 19 年和 20 年分别的增速。

图表 23: 狭义乘用车 2020 年分季度批发与上险增速预估



资料来源: 中汽协、银保监会、华创证券

2. 竞争格局：利润率波动关键

2.1. 需求端：头部车企份额加速提升

本轮景气下行中前 20 车企份额提升 6.5 个百分点至 86.3%。市场前 20 车企是最主流的车企，具备竞争能力和竞争意愿，也是二级市场投资中关注的车企；剩余 13.7% 的市场份额由 30 家以上车企共同构成，但竞争力偏弱。行业相对不景气时，行业集中度进一步提升，自 2016 年算起截至 2019 年前 9 月 CR5、CR10、CR20 分别提升了 4.0PP、3.3PP、6.5PP，过去一年中则分别提升了 0.1PP、1.2PP、3.7PP。

图表 24：狭义乘用车行业集中度变化

排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 前 9 月	2019 前 9 月	16-19 前 9 月 Δ
1-5	37.7%	40.4%	42.3%	40.1%	39.8%	37.0%	35.2%	36.4%	38.3%	39.0%	39.1%	+4.0%
6-10	21.9%	20.0%	18.9%	18.7%	20.7%	21.4%	21.0%	20.3%	20.0%	19.2%	20.3%	-0.7%
11-20	25.6%	25.0%	23.3%	25.5%	23.7%	24.4%	23.7%	23.3%	24.6%	24.4%	26.9%	+3.2%
21-30	11.1%	11.1%	11.3%	10.3%	9.9%	11.6%	13.0%	12.2%	10.8%	11.0%	9.3%	-3.7%
31-40	2.9%	3.0%	3.5%	4.5%	4.5%	4.3%	5.1%	5.1%	4.2%	4.3%	3.1%	-1.9%
41-50	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.1%	1.7%	2.1%	1.6%	1.6%	1.0%	-0.7%
50 后	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.2%	-0.2%
增速	34.4%	8.4%	8.4%	23.2%	12.7%	9.1%	18.2%	1.1%	-4.0%	0.5%	-10.8%	

资料来源：中汽协、华创证券

车企不断洗牌，各自份额变动更剧烈。集中度提升是一回事，同时还需要注意到车企相对位次在不断发生变化，竞争格局变动大于份额数据的体现。吉利、日系、豪华份额的上升，以及长福、起亚等份额的下降市场已经充分了解，2019 年还需要关注到上通五菱和上汽通用份额的下滑。后者主要指征了中低端需求的萎缩，前者主要是行业竞争导致，尤其自主品牌对别克品牌形成较大的竞争。

接下来竞争结构料将上移，利空二线合资。这一轮景气下行中，10 万元级车型（首购为主）无论轿车还是 SUV 的竞争已经基本白热化，车型性价比达到一个较高水平，二线合资和二线自主在竞争格局中的位置或趋势已基本清晰，21-30 名车企洗牌明显。我们判断下一个竞争主战场将上移到 15 万元级（首购为主、换购为辅），品牌溢价（如有）将被压缩，二线合资/5-20 名车企进一步洗牌。

图表 25: 狭义乘用车批发份额前 20 车企

#	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018前9月	2019前9月
1	上汽通用 9.0%	上汽通用 9.7%	上汽通用 10.3%	上汽通用 9.5%	一汽大众 9.7%	上汽大众 9.0%	上汽大众 8.4%	上汽大众 8.6%	上汽大众 8.9%	上汽大众 9.0%	一汽大众 9.4%
2	上汽大众 8.9%	上汽大众 9.5%	一汽大众 10.0%	上汽大众 9.4%	上汽大众 9.4%	上汽通用 8.6%	上汽通用 7.9%	上汽通用 8.3%	一汽大众 8.8%	一汽大众 8.9%	上汽大众 9.2%
3	一汽大众 7.7%	一汽大众 8.5%	上汽大众 9.7%	一汽大众 9.3%	上汽通用 9.4%	一汽大众 8.2%	一汽大众 7.9%	一汽大众 8.2%	上汽通用 8.5%	上汽通用 8.5%	上汽通用 8.1%
4	北京现代 6.2%	东风日产 6.6%	北京现代 6.5%	北京现代 6.3%	北京现代 6.1%	通用五菱 5.9%	通用五菱 6.0%	通用五菱 6.1%	吉利汽车 6.5%	吉利汽车 6.7%	吉利汽车 6.4%
5	东风日产 5.9%	北京现代 6.1%	东风日产 5.8%	东风日产 5.7%	东风日产 5.2%	北京现代 5.3%	长安汽车 4.9%	东风日产 5.2%	通用五菱 5.6%	东风日产 5.4%	东风日产 6.0%
6	奇瑞汽车 5.5%	奇瑞汽车 4.9%	奇瑞汽车 4.0%	长安福特 4.2%	通用五菱 5.1%	东风日产 5.1%	北京现代 4.8%	吉利汽车 5.2%	东风日产 5.6%	通用五菱 5.8%	通用五菱 4.8%
7	比亚迪 4.6%	一汽丰田 4.3%	一汽丰田 3.7%	通用五菱 3.9%	长安福特 4.4%	长安汽车 4.7%	东风日产 4.7%	长安汽车 4.4%	长城汽车 4.0%	长城汽车 3.4%	长城汽车 4.2%
8	一汽丰田 4.5%	比亚迪 3.7%	长安福特 3.7%	长城汽车 3.8%	长安汽车 3.9%	长安福特 4.3%	长城汽车 4.1%	长城汽车 4.0%	长安汽车 3.7%	长安汽车 3.9%	东风本田 3.8%
9	吉利汽车 3.7%	吉利汽车 3.5%	吉利汽车 3.7%	一汽丰田 3.4%	神龙汽车 3.8%	长城汽车 3.8%	长安福特 4.0%	长安福特 3.5%	北京现代 3.5%	广汽本田 3.1%	广汽本田 3.8%
10	长安福特 3.7%	悦达起亚 3.5%	长城汽车 3.7%	神龙汽车 3.4%	悦达起亚 3.5%	神龙汽车 3.5%	吉利汽车 3.4%	北京现代 3.3%	广汽本田 3.2%	一汽丰田 3.1%	长安汽车 3.7%
11	广汽本田 3.4%	长安福特 3.4%	悦达起亚 3.6%	吉利汽车 3.4%	长城汽车 3.3%	悦达起亚 3.1%	悦达起亚 2.7%	东风本田 2.9%	东风本田 3.1%	东风本田 2.9%	一汽丰田 3.5%
12	神龙汽车 3.3%	神龙汽车 3.3%	比亚迪 3.4%	悦达起亚 3.4%	一汽丰田 3.2%	一汽丰田 3.0%	一汽丰田 2.7%	广汽本田 2.9%	上汽自主 3.0%	北京现代 3.3%	广汽本田 3.3%
13	悦达起亚 3.0%	长城汽车 3.0%	神龙汽车 3.3%	长安汽车 3.2%	广汽本田 2.6%	广汽本田 2.9%	广汽本田 2.7%	一汽丰田 2.9%	一汽丰田 3.0%	广汽本田 2.5%	上汽自主 3.1%
14	一汽轿车 2.8%	广汽本田 3.0%	广汽本田 2.4%	比亚迪 3.1%	奇瑞汽车 2.4%	吉利汽车 2.8%	神龙汽车 2.5%	广汽自主 2.6%	广汽自主 2.6%	上汽自主 3.0%	北京现代 3.1%
15	长城汽车 2.6%	一汽轿车 2.3%	东风本田 2.1%	广汽本田 2.7%	比亚迪 2.4%	奇瑞汽车 2.4%	奇瑞汽车 2.5%	奇瑞汽车 2.3%	广汽本田 2.5%	北京奔驰 2.2%	北京奔驰 2.8%
16	广汽丰田 2.4%	广汽本田 2.2%	广汽本田 1.9%	奇瑞汽车 2.6%	吉利汽车 2.3%	比亚迪 2.2%	东风本田 2.4%	上汽自主 2.2%	奇瑞汽车 2.3%	华晨宝马 2.0%	奇瑞汽车 2.7%
17	东风本田 2.3%	东风本田 2.1%	长安汽车 1.7%	东风本田 2.0%	东风汽车 2.1%	东风汽车 2.2%	东风汽车 2.3%	东风汽车 2.2%	比亚迪 2.2%	奇瑞汽车 2.2%	华晨宝马 2.6%
18	一汽夏利 2.2%	一汽夏利 2.1%	一汽轿车 1.7%	广汽丰田 1.9%	广汽丰田 2.0%	东风本田 2.0%	比亚迪 2.1%	广汽本田 1.8%	北京奔驰 2.1%	比亚迪 2.1%	比亚迪 2.2%
19	江淮汽车 1.8%	长安铃木 1.8%	江淮汽车 1.5%	一汽轿车 1.8%	一汽轿车 1.7%	广汽丰田 2.0%	广汽自主 1.9%	北京奔驰 1.8%	华晨宝马 2.0%	广汽自主 2.7%	广汽自主 1.9%
20	长安铃木 1.8%	江淮汽车 1.8%	上汽自主 1.5%	东风汽车 1.6%	东风本田 1.7%	江淮汽车 1.7%	广汽本田 1.8%	比亚迪 1.6%	东风汽车 1.7%	东风汽车 1.7%	东风汽车 1.5%

资料来源: 中汽协、华创证券

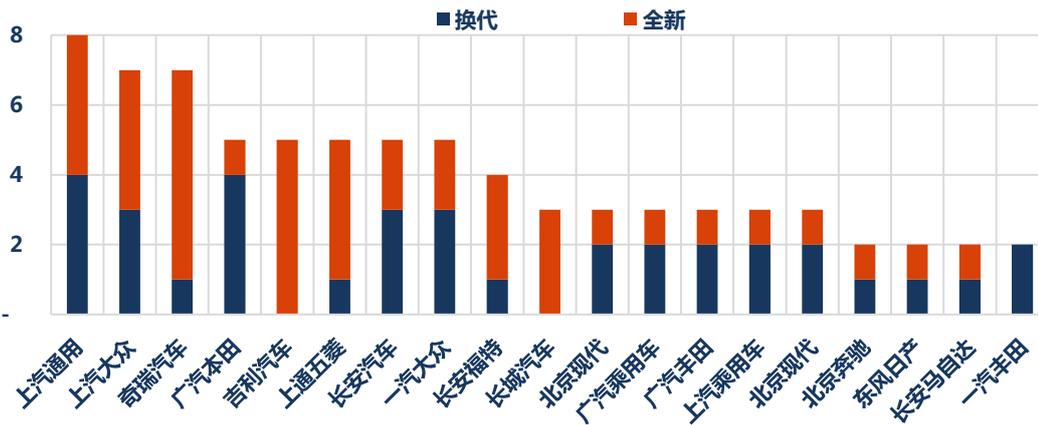
图表 26: 狭义乘用车上险份额前 20 车企

#	2015	2016	2017	2018	2018前9月	2019前9月
1	上汽大众 8.9%	上汽大众 8.8%	上汽大众 8.7%	一汽大众 9.1%	一汽大众 9.1%	一汽大众 9.8%
2	上汽通用 8.7%	一汽大众 8.4%	一汽大众 8.4%	上汽大众 9.1%	上汽大众 9.1%	上汽大众 9.5%
3	一汽大众 8.6%	上汽通用 8.1%	上汽通用 8.2%	上汽通用 8.1%	上汽通用 8.1%	上汽通用 7.4%
4	通用五菱 5.7%	通用五菱 6.1%	通用五菱 7.4%	通用五菱 6.5%	通用五菱 6.8%	吉利汽车 6.3%
5	北京现代 5.4%	北京现代 5.1%	吉利汽车 5.3%	吉利汽车 6.4%	吉利汽车 6.6%	东风日产 6.2%
6	东风日产 5.2%	东风日产 5.1%	东风日产 5.3%	东风日产 5.9%	东风日产 5.8%	通用五菱 5.4%
7	长安汽车 4.6%	长安汽车 4.5%	长安汽车 4.5%	长城汽车 3.8%	长安汽车 3.9%	长城汽车 4.1%
8	长安福特 4.4%	长安福特 4.2%	长城汽车 3.9%	长安汽车 3.8%	长城汽车 3.7%	东风本田 4.0%
9	长城汽车 3.7%	长城汽车 3.9%	长安福特 3.5%	北京现代 3.5%	北京现代 3.4%	广汽本田 3.8%
10	神龙汽车 3.6%	吉利汽车 3.5%	北京现代 3.4%	广汽本田 3.3%	一汽丰田 3.3%	一汽丰田 3.8%
11	一汽丰田 3.3%	广汽本田 3.0%	东风本田 3.1%	一汽丰田 3.2%	广汽本田 3.1%	长安汽车 3.7%
12	悦达起亚 3.2%	一汽丰田 2.9%	广汽本田 3.1%	东风本田 3.2%	东风本田 3.0%	北京现代 3.4%
13	广汽本田 3.0%	悦达起亚 2.8%	一汽丰田 3.1%	上汽自主 2.7%	上汽自主 2.6%	广汽本田 3.3%
14	吉利汽车 2.7%	神龙汽车 2.7%	上汽自主 2.1%	广汽丰田 2.7%	广汽丰田 2.6%	北京奔驰 2.9%
15	广汽丰田 2.2%	东风本田 2.6%	广汽自主 2.1%	北京奔驰 2.2%	北京奔驰 2.4%	上汽自主 2.9%
16	北京汽车 2.1%	北京汽车 2.5%	广汽丰田 1.9%	广汽自主 2.2%	长安福特 2.3%	华晨宝马 2.7%
17	东风本田 2.1%	广汽丰田 1.9%	北京奔驰 1.8%	华晨宝马 2.2%	广汽自主 2.2%	广汽自主 2.1%
18	比亚迪 2.0%	奇瑞汽车 1.8%	神龙汽车 1.8%	长安福特 2.0%	华晨宝马 2.1%	比亚迪 2.0%
19	奇瑞汽车 1.8%	比亚迪 1.7%	悦达起亚 1.8%	比亚迪 2.0%	比亚迪 1.9%	奇瑞汽车 1.8%
20	江淮汽车 1.5%	广汽自主 1.6%	华晨宝马 1.6%	悦达起亚 1.7%	悦达起亚 1.6%	悦达起亚 1.6%

资料来源: 银保监会、华创证券

尽管车企综合管理能力决定了中长期竞争格局，但新车型的推出依然对短期销量至关重要。国内车型换代更新速度快于国外、自主快于合资，主要因为竞争激烈，车型很快在市场中显得过时和老化。推出新车型未必能获得成功，并且近年来一举成为爆款车型的可能性越来越小，但新车型依旧是潜在的格局变化驱动因素，因为新车型是销量提升、价格提振的必要条件，新车型相对较多的车企，发生销量和利润结构变化的概率也相应会大一些。根据我们收集整理，2H19-2020 年主流车企中计划推出换代及全新车型最多的是上汽通用 8 款、上汽大众 7 款、奇瑞汽车 7 款，广本、吉利、五菱、长安、一汽大众紧随其后各有 5 款。

图表 27: 主流车企 2H19-2020 新车数量统计 (款)



资料来源: 盖世汽车、搜狐汽车等, 华创证券

2.2. 供给端: 有效产能出清仍较漫长

价格竞争核心看前 20 车企产能利用率情况。产能利用率快速回落通常是车企发起价格竞争的关键原因。由于 20 名开外车企对主流车企、投资标的影响较小，核心我们仍然关注有能力和意愿竞争的前 15 品牌 (按品牌合并车企，如南北大众合并至大众)，他们 2019 年前 9 月总产能 2041 万辆，占行业 62%，批发量 1248 万辆，占行业 83%，产能利用率 82%，距离 100% 产能利用率有 18 个百分点的提升空间，距离 110% 的产能利用率有 28 个点的提升空间。

图表 28: 国内汽车品牌 2019 年前 9 月产能份额、批发份额、产能利用率

批发排名	品牌	个体					累计					批发排名	品牌	个体					累计				
		万辆	产能	批发	UR	产能%	批发%	产能	批发	UR	产能%			批发%	产能	批发	UR	产能%	批发%	产能	批发	UR	产能%
1	大众	456	281	82%	14%	19%	456	281	82%	14%	19%	16	广汽	65	29	60%	2%	2%	2,106	1,277	81%	64%	85%
2	通用	191	122	85%	6%	8%	646	403	83%	20%	27%	17	东风	124	28	30%	4%	2%	2,229	1,305	78%	68%	87%
3	本田	114	115	134%	3%	8%	760	518	91%	23%	34%	18	起亚	89	22	33%	3%	1%	2,318	1,327	76%	71%	88%
4	丰田	109	103	126%	3%	7%	869	621	95%	27%	41%	19	一汽	40	21	71%	1%	1%	2,358	1,348	76%	72%	90%
5	吉利	211	96	61%	6%	6%	1,080	717	88%	33%	48%	20	北汽	65	18	37%	2%	1%	2,423	1,366	75%	74%	91%
1-5	合计	1,080	717	88%	33%	48%						15-20	合计	383	118	41%	12%	8%					
6	日产	124	90	97%	4%	6%	1,204	807	89%	37%	54%	21	众泰	30	13	60%	1%	1%	2,453	1,380	75%	75%	92%
7	五菱	176	73	55%	5%	5%	1,380	880	85%	42%	58%	22	福特	146	13	12%	4%	1%	2,599	1,393	71%	79%	92%
8	长城	120	63	70%	4%	4%	1,500	942	84%	46%	63%	23	江淮	50	13	34%	2%	1%	2,649	1,405	71%	81%	93%
9	长安	136	56	55%	4%	4%	1,636	998	81%	50%	66%	24	沃尔沃	23	11	66%	1%	1%	2,672	1,417	71%	82%	94%
10	上汽	58	47	108%	2%	3%	1,694	1,045	82%	52%	69%	25	三菱	10	10	129%	0%	1%	2,682	1,426	71%	82%	95%
5-10	合计	614	329	71%	19%	22%						21-25	合计	259	60	31%	8%	4%					
11	现代	143	46	43%	4%	3%	1,837	1,092	79%	56%	72%	26	金杯	38	10	34%	1%	1%	2,720	1,436	70%	83%	95%
12	奔驰	50	43	113%	2%	3%	1,887	1,134	80%	58%	75%	27	马自达	22	10	58%	1%	1%	2,742	1,445	70%	84%	96%
13	奇瑞	60	41	91%	2%	3%	1,947	1,175	80%	59%	78%	28	PSA	20	9	61%	1%	1%	2,762	1,455	70%	84%	97%
14	宝马	40	40	133%	1%	3%	1,987	1,215	82%	61%	81%	29	菲克	33	5	21%	1%	0%	2,795	1,460	70%	85%	97%
15	比亚迪	54	33	82%	2%	2%	2,041	1,248	82%	62%	83%	30	福田	10	5	70%	0%	0%	2,805	1,465	70%	86%	97%
11-15	合计	347	203	78%	11%	13%						26-30	合计	123	39	42%	4%	3%					
												31-55	合计	473	41	12%	14%	3%	3,278	1,506	61%	100%	100%

资料来源: 中汽协、公司公告、盖世汽车等, 华创证券

注: 1) 产能按 2018 年末统计, 为全年满产产能; 2) UR 为产能利用率, 产能%为产能份额, 批发%为批发份额

尽管需求端正在发生较大变化，但我们对产能出清速度并不乐观。达到一个不需要做价格竞争的产能利用率，要么提产销，要么降产能。产销提升速度方面，行业本身可能每年 2-3 个点增长，向下扩张每年 2 个点，提 18 个点大致要 5 年，且中间不能有回调。降产能则更慢，头部车企如合资的大众、丰田，自主的吉利、长城，仍在产能扩张通道中，即便后端车企退出，可能也需要 1-2 个景气下行来确认不再继续参与这个行业（一汽夏利花了 4 年决定停掉夏利品牌，力帆 4 年左右售出一个资质）。

产能出清前，利润率波动较大，影响板块投资。如果明年行业有所修复，今年蓄积的尾部车企掉队的势能将有所缓解，如果依然负增长，估计会有车企进一步退出，但主流车企仍然在战。未来 1-2 个景气周期中，这样的产能格局使得车企利润率未必会进一步恶化，但利润率的波动一定是相对较大的，对板块估值形成一定影响。

图表 29: 尾部车企、头部车企产能利用率变化



资料来源：中汽协、公司公告、盖世汽车等、华创证券

注：1) 尾部车企产能按 2017 年不变，头部车企按每年产能（但 1H19=2018）；2) 尾部车企主要为 2018 年批发后 30 车企；3) 头部车企为 2018 年批发前 15 车企。

3. 利润波动：盈利能力可能也已见底

汽车行业业绩增速开始反弹。3Q19 受汽车批发降幅收窄，乘用车折扣收回影响，规模以上汽车制造业营收及利润增速延续反弹趋势，8-9 月恢复至正增长，结束同比下行。

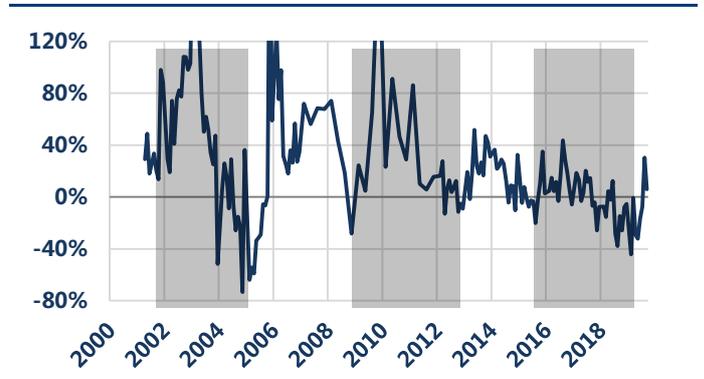
图表 30：规上汽车制造业月度营收增速



资料来源：国家统计局、华创证券

注：增速 1、增速 2 主要来自于统计局数据口径切换

图表 31：规上汽车制造业月度利润总额增速



资料来源：国家统计局、华创证券

3.1. 乘用车：寻找匹配景气周期的车企周期

A 股乘用车板块 3Q19 营收增速延续回升趋势，净利数据反弹不明显。净利数据未见反弹主要受到新能源车企（北汽蓝谷、比亚迪）以及切换国六后压力加大的尾部车企（力帆等）拖累。

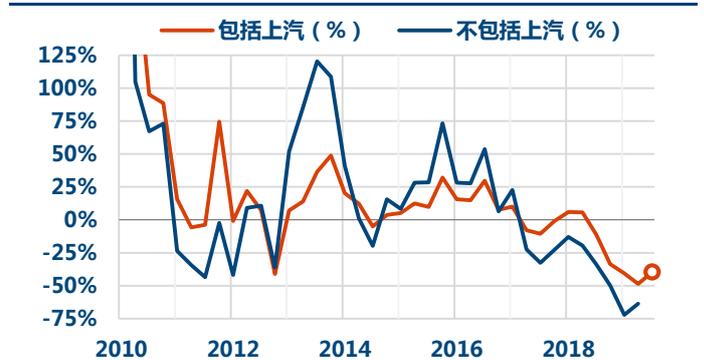
图表 32：乘用车板块单季营收同比增速明显改善（整体法）



资料来源：Wind、华创证券

注：13 家乘用车 A 股公司。

图表 33：乘用车板块单季净利同比增速改善（整体法）



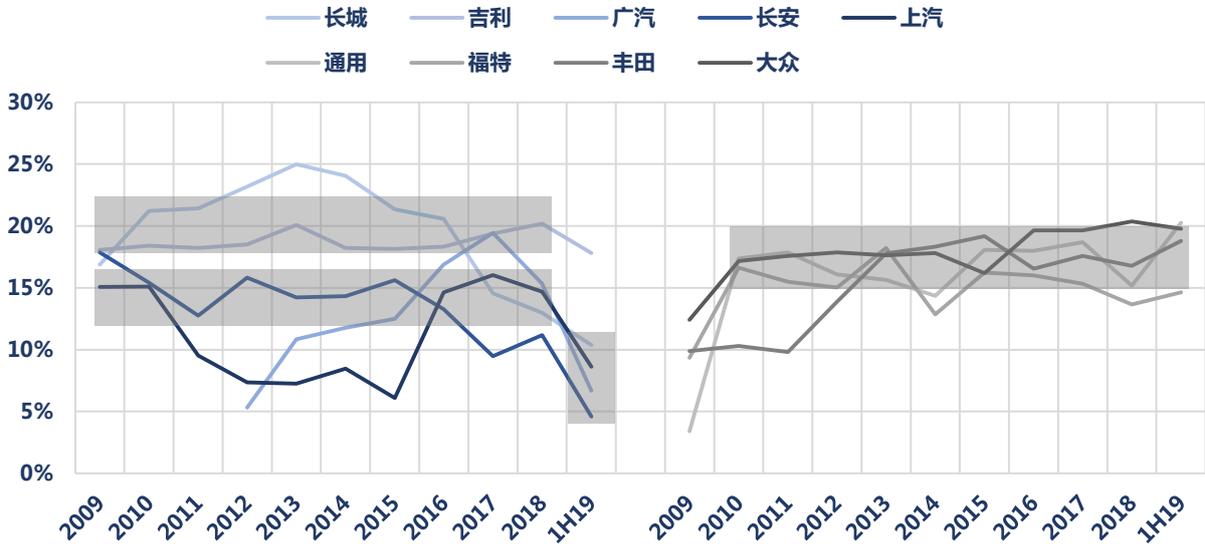
资料来源：Wind、华创证券

注：不含上汽，3Q19 转盈为亏，无同比数据

但对主流自主车企如吉利、长城而言，盈利能力可能已在 1H19 触底。车企毛利率核心是个产品定价问题。从历史数据看，海外普通车企（通用、福特、丰田、大众）在市场没有高增速、充分竞争之后，定价平稳相对平稳，毛利率基本稳定在 15%-20% 区间，而国内自主车企此前要么在 20% 左右（吉利、长城），要么在 15% 左右（上汽、长安），且波动较大，如 1H19 受竞争加大、国五促销影响，毛利率滑至 5%-10%，低于历史表现，也低于海外车企。未来伴随景气恢复，甚至竞争格局稳定后，我们预计国内自主车企毛利率中枢也将在 15%-20%。从净利率角度看，自主与海外普通车企的关系基本与毛利率一致，差额主要体现在费用管控上。当前优秀自主车企的财务表现包括净资产回报率一定是长周期中的低位。

中长期主流合资车企盈利能力可能仍有下降空间。合资车企过去净利率高于海外车企，主要在于定价和费用都好于海外市场。就 1H19 情况来看，自主车企净利率水平已较低，但合资仍有下降空间，我们预计 15 万元级车型继 10 万元级车型成为平价车后，合资的盈利水平将伴随品牌溢价的收窄而下降。

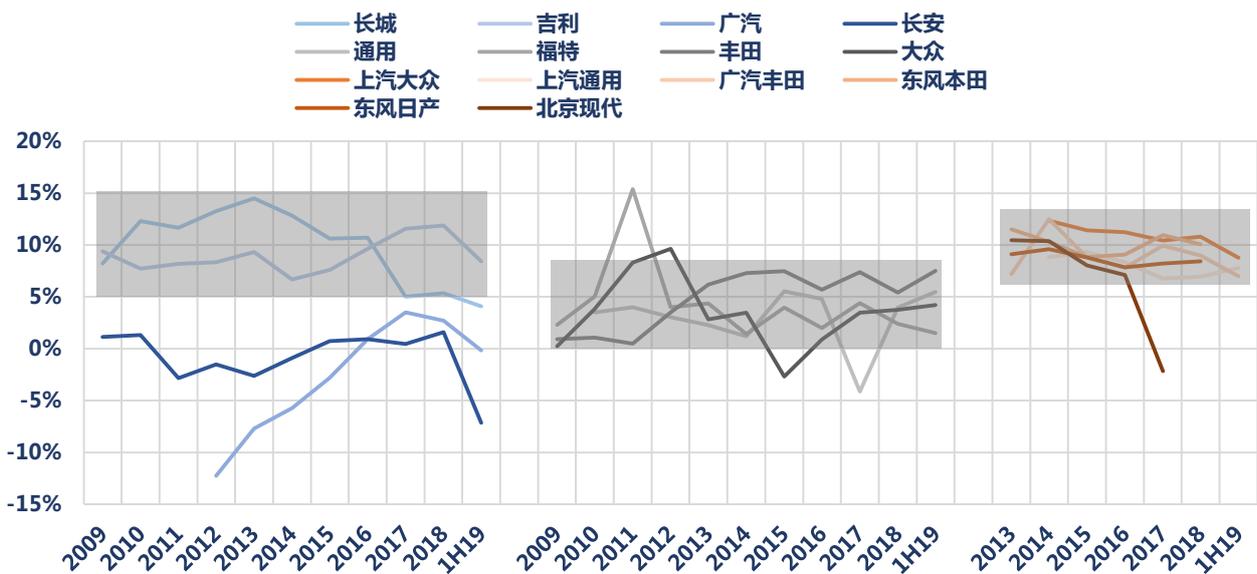
图表 34: 中国自主车企与海外普通车企毛利率情况



资料来源: 公司公告、华创证券

注: 毛利不含税金

图表 35: 中国自主车企、合资车企、海外普通车企净利率情况



资料来源: 公司公告、华创证券

注: 毛利不含税金

短期看 4Q19，预计板块利润保持平稳。4 季度车企盈利环比增加的正向因素主要是销量环比增加、补贴，负项因素主要是折扣增加、各类年底新增费用。不考虑产能利用率对毛利率的影响、产品结构的变化（包括新车），其它收支损益，4Q19 销量环比增长 25% 的情况下，要保持利润环比持平，单车盈利 5 千的车企平均只能给 1 千/车的折扣，1 万的车企 2 千/车的折扣。头部车企可能在 4Q19 受销量增长、新车推出的带动盈利及盈利同环比数据有所改善，中后部车企估计仍然在底部，整个板块利润和同环比数据平稳。

图表 36: 4Q19 盈利环比持平的折扣测算（元）

分类	销量环比	单车盈利	折扣	利润环比
自主区间	25%	1,000	200	0%
		3,000	600	
		5,000	1,000	
合资区间		7,000	1,400	
		9,000	1,800	
		11,000	2,200	

资料来源：华创证券测算

注：不考虑产能利用率、产品结构变化，以及其它收益、支出等科目影响。

2020 年销量恢复正增长对板块量价形成支撑，短时间尺度内公司个体表现超预期之源来自于新车型的成功。虽然行业压力纾解对车企量价回升提供有利环境，但某一车企老车型单独折扣显著收回却不损失销量的可能性相对较小，更多是板块整体效应。对车企个体而言，超预期的核心仍然是推出有竞争力、撑得住定价进而盈利的全新车型，实现一阶段销量超预期、二阶段利润超预期的两连击。前期经营砸坑的公司，超预期的概率相对大；推中大型车的公司，利润超预期的概率相对大。当车企自身经营/产品周期与行业景气周期一致时，增长/波动的幅度会更高。

3.2. 零部件：重回增长，依然看订单驱动

中长期看，零部件料将保持较好的成长趋势。零部件公司，尤其细分领域龙头具备成本管控、商务开拓维系等中国 2B 制造业的核心优势，由此带来产品品类扩张、外资替代、进军海外等多成长途径，进而对冲行业景气波动，保持高于汽车行业终端增速成长。

图表 37: 零部件板块单季营收同比增速改善



资料来源：Wind、华创证券

注：152 家零部件 A 股公司。

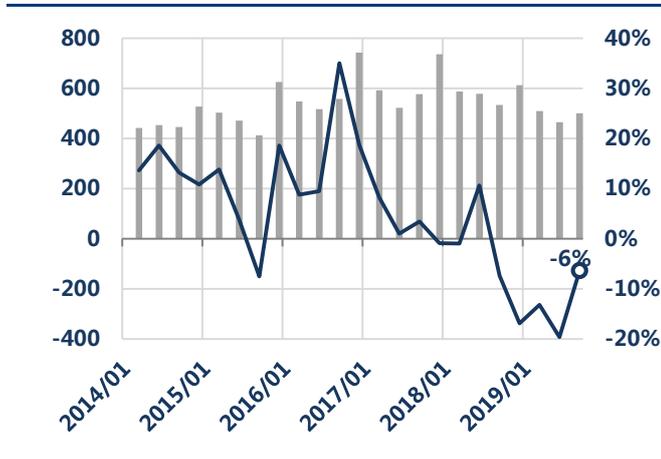
图表 38: 零部件板块单季净利同比增速改善



资料来源：Wind、华创证券

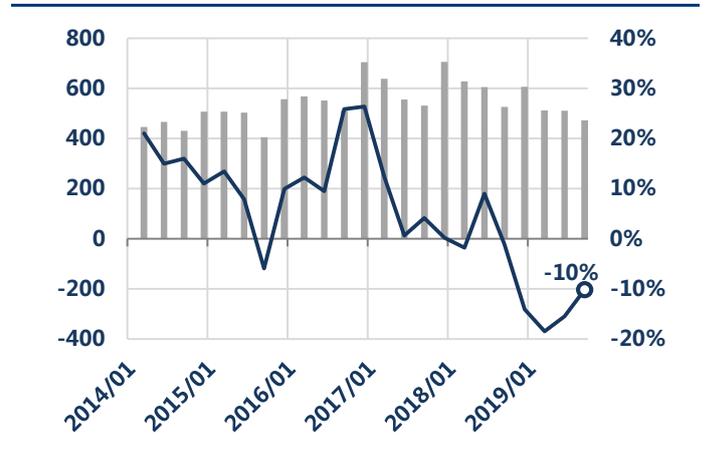
短期看 4Q19，乘用车产量增速回升将进一步拉动板块财务数据。零部件板块营收及净利增速在 3Q19 掉头向上回到正增长。3Q19 零部件公司产能利用率不及 2Q19（对利润的影响程度比乘用车大），对盈利能力有一定制约，我们预计 4Q19 汽车生产同环比皆改善，零部件产能利用率将进一步回升推动毛利率修复，带来正向规模效益。

图表 39: 狭义乘用车季度产量与同比增速（万辆，%）



资料来源：乘联会、华创证券

图表 40: 狭义乘用车季度产量与同比增速，12-2、3-5、6-8、9-11 月为当季（万辆，%）



资料来源：乘联会、华创证券

2020 年标的选择可以把握新订单、下游销量反弹、正规规模效益三个思路。多数情况下，中小零部件投资关键点是把把握短期基本面较大边际变化。展望 2020 年：

- 1) 有确定性新订单的公司料将实现更好增长：除公司披露定点订单以外，还应关注新投产的特斯拉供应链、大众及大众 MEB 产业链，相关公司包括特斯拉产业链的旭升股份、文灿股份、拓普集团、岱美股份、广东鸿图、三花智控等，大众及大众 MEB 产业链的精锻科技、奥特佳、凯众股份等，以及科博达、一汽富维、富奥股份、星宇股份、新坐标、继峰股份等，具体可参考下表。
- 2) 有下游增长弹性料将实现更好增长：假设行业恢复，自主弹性可能大于行业，自主供应链表现将不错，相关公司包括吉利产业链的万里扬、新泉股份、拓普集团等，具体可参考下表。
- 3) 有正规规模效益的公司料将实现更好增长：假设行业恢复，折旧摊销在成本中占比较高的公司，也将随行业恢复而体现更强劲的正规规模效益即利润率提升，相关公司包括精锻科技、爱柯迪、贝斯特、豪能股份、常熟汽饰等，具体可参考下表。

此外还有汽车电子零部件供应商，料将继续享受一定估值溢价，包括德赛西威、保隆科技、科博达等。

图表 41: 汽车零部件关键产业链供应商一览

分类	公司	归母净利（亿元）			归母净利增速		PE（倍）		PEG	PB	总市值（亿元）	年初至今涨跌幅
		2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2020E	当前		
特斯拉产业链	旭升股份	2.9	2.4	3.0	-19%	27%	53.8	42.3	1.6	8.8	128	8%
	文灿股份	1.3								1.9	39	-19%
	中科三环	2.5	2.7	3.3	7%	24%	36.5	29.3	1.2	2.1	97	25%
	安洁科技	5.5	5.1	5.7	-8%	12%	20.3	18.0	1.4	1.5	102	34%
	长信科技	7.1	9.3	11.9	30%	28%	18.2	14.2	0.5	3.2	169	71%
	宏发股份	7.0	7.6	9.0	8%	19%	27.0	22.6	1.2	4.3	204	22%

	岱美股份	5.6	6.6	8.0	18%	21%	16.8	13.9	0.7	3.1	111	35%
	拓普集团	7.5	4.8	6.7	-36%	40%	28.4	20.3	0.5	1.8	132	30%
	广东鸿图	3.4	3.0	3.5	-11%	17%	12.9	11.0	0.6	0.8	39	-6%
	均胜电子	13.2	12.0	14.8	-9%	23%	16.3	13.3	0.6	1.5	196	-9%
	先导智能	7.4	9.9	13.3	33%	34%	31.1	23.2	0.7	8.0	308	21%
	春兴精工	0.4								3.3	82	37%
	大富科技	0.2	1.9	3.8	687%	94%	64.0	32.9	0.3	2.3	124	76%
	联创电子	2.5	3.2	4.6	30%	43%	33.7	23.6	0.6	4.8	107	126%
	中鼎股份	11.2	8.5	10.2	-24%	20%	11.5	9.6	0.5	1.1	98	-19%
	凌云股份	2.7	1.9	2.9	-32%	56%	19.2	12.3	0.2	0.8	36	-12%
	奥特佳	0.4								1.0	54	-16%
	三花智控	12.9	14.1	16.5	9%	17%	28.2	24.1	1.4	4.4	397	50%
	长盈精密	0.4	4.2	6.2	995%	47%	31.8	21.6	0.5	3.0	134	81%
	沪电股份	5.7	11.1	14.7	95%	33%	34.2	25.7	0.8	8.0	379	214%
	海利得	3.5	3.7	4.5	5%	21%	11.5	9.5	0.4	1.6	43	-4%
	天汽模	2.1								1.4	37	13%
大众 MEB 产业链	华域汽车	80.3	69.1	74.8	-14%	8%	11.3	10.4	1.3	1.6	781	44%
	得润电子	2.6								1.7	48	4%
	富奥股份	8.8	9.9	11.2	12%	13%	8.2	7.3	0.6	1.3	81	26%
	松芝股份	1.8	2.4	2.7	34%	14%	12.4	10.8	0.8	0.8	29	15%
	精锻科技	2.6	2.6	3.6	1%	38%	15.2	11.0	0.3	2.0	40	-19%
	宁德时代	33.9	45.0	54.9	33%	22%	37.2	30.5	1.4	4.5	1,676	2%
	其它：奥特佳、三花智控（见特斯拉产业链）											
大众产 业链	科博达	4.8	5.1	5.9	5%	16%	35.4	30.6	2.0	5.8	179	19%
	一汽富维	4.9	5.4	6.3	9%	16%	10.5	9.1	0.6	1.2	57	18%
	继峰股份	3.0	2.7	3.4	-9%	25%	18.7	14.9	0.6	2.7	50	9%
	星宇股份	6.1	7.6	9.6	25%	26%	31.4	24.9	0.9	5.2	239	83%
	宁波华翔	7.3	9.0	10.3	23%	14%	10.2	8.9	0.6	1.0	92	44%
	新坐标	1.0	1.2	1.7	19%	37%	22.5	16.4	0.4	3.8	28	32%
	凯众股份	1.3	0.9	1.1	-27%	23%	20.2	16.5	0.7	2.2	19	-1%
	其它：富奥股份、精锻科技（见大众 MEB 产业链）											
吉利产 业链	新泉股份	2.8	2.0	2.7	-28%	34%	15.7	11.7	0.3	2.1	32	-9%
	万里扬	3.5	4.9	6.8	38%	40%	23.4	16.7	0.4	1.9	114	35%
	宁波高发	2.2	2.0	2.4	-5%	19%	16.3	13.7	0.7	1.8	33	10%
	浙江仙通	1.2								2.7	26	-5%
	其它：拓普集团（见特斯拉产业链）、凯众股份（见大众产业链）											

资料来源：Wind、华创证券

注：拓普集团、精锻科技、继峰股份、新坐标为华创汽车预测值，其余为 Wind 一致预期。截至 2019 年 11 月 7 日收盘。

图表 42: 折旧摊销占比前 20 的零部件公司

亿元, %	折旧摊销占营收 2018	折旧摊销占营收 1H19	总市值	归母净利 2018	归母净利增速 3Q19 累计	ROE 3Q19 累计	PE TTM	PB
西菱动力	11.4%	12.5%	18	0.7	-75%	1.3%	78	1.6
光启技术	9.9%	12.3%	239	0.7	133%	1.0%	208	3.1
精锻科技	11.2%	12.2%	40	2.6	-27%	8.6%	20	2.0
浩物股份	7.1%	12.0%	27	0.8	-6%	6.5%	26	1.9
贝斯特	10.1%	12.0%	30	1.6	6%	8.2%	18	2.0
豪能股份	9.6%	11.9%	20	1.6	-28%	4.7%	15	1.3
文灿股份	9.1%	11.4%	35	1.3	-55%	2.3%	52	1.7
巨轮智能	9.8%	11.3%	45	0.5	97%	2.9%	46	1.4
朗博科技	8.7%	11.2%	19	0.3	-42%	2.8%	93	3.9
光洋股份	10.3%	10.8%	36	-0.9	-81%	0.3%	-33	2.6
双环传动	8.1%	10.3%	37	2.0	-47%	2.8%	35	1.1
福达股份	10.9%	10.2%	33	1.1	9%	4.1%	28	1.6
常熟汽饰	7.4%	9.9%	27	3.4	-34%	7.9%	11	1.0
爱柯迪	7.9%	9.9%	99	4.7	-20%	7.5%	25	2.5
登云股份	8.9%	9.5%	14	0.1	-56%	0.8%	258	2.9
中马传动	7.8%	9.1%	21	0.6	10%	3.8%	35	1.5
富临精工	9.2%	9.0%	30	-23.2	75%	12.1%	-1	2.1
华懋科技	6.8%	9.0%	40	2.8	-26%	6.7%	18	1.7
旷达科技	7.0%	9.0%	40	2.3	-35%	3.9%	26	1.1
天润曲轴	8.3%	8.6%	41	3.4	8%	5.9%	11	0.9

资料来源: Wind、华创证券

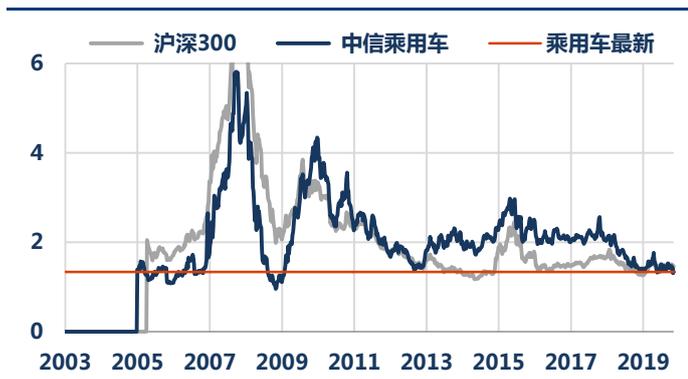
4. 板块估值：经历两波行情后再回底部

汽车板块估值、相对走势、持仓回到底部。2019 年汽车经过两波行情之后，由于 3Q19 销量不及预期，投资情绪变差，关注度下降，板块调整显著，延续到 11 月初：

- 1) 相对市场走势，近 3 个月乘用车跑输大盘（沪深 300）12%，零部件（vs 创业板指）跑输 8%；近 1 年乘用车跑输 27%，零部件跑输 19%。
- 2) 估值方面，乘用车 PE TTM 14 倍，受近期业绩影响位于历史中枢以上，但 PB 1.3 倍依然处于历史低位（最低 1.3 倍）；零部件 PE TTM 19.1 倍，低于 2009 年以来 82% 时段估值，PB 2.0 倍低于 95% 时段估值。
- 3) 截至 3Q19 末，基金对汽车板块持仓占比再降，回落 0.8PP 至 1.8%（标配大致 2.7%），其中乘用车 0.37%，回落 0.43PP；零部件 1.16%，回落 0.27PP；商用车 0.17%，回落 0.07PP。低估值、低持仓反而给予板块安全边际。

由于汽车行业整体高增长不再、竞争格局短期无法快速优化导致利润率有波动，汽车尤其乘用车的关键投资机会一定在行业周期波动与企业周期波动中共同产生，短期把握板块风险收益比，中长期从净资产回报角度看，当前估值依然偏低。

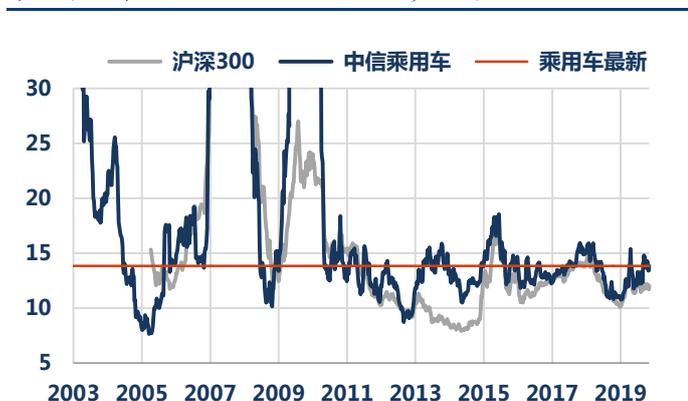
图表 43: PB 角度看乘用车估值在历史底部: 中信乘用车指数历史 PB



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2019 年 11 月 5 日收盘

图表 45: 行业下行周期 PE 失真, 乘用车 PE 位于历史中枢: 中信乘用车指数 PE TTM (整体法, 剔除负值)



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2019 年 11 月 5 日收盘

图表 44: PB 角度看零部件估值在历史底部: 中信零部件指数历史 PB



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2019 年 11 月 5 日收盘

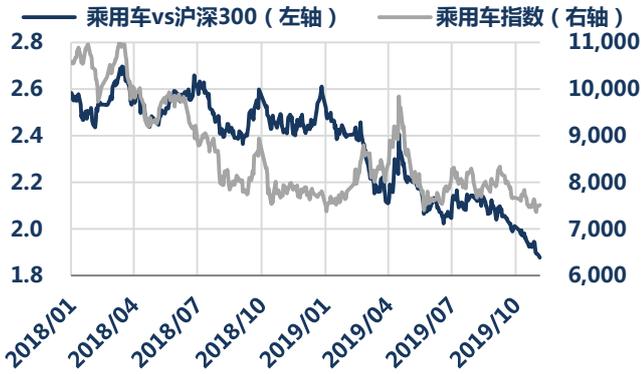
图表 46: 零部件 PE 偏低: 中信零部件指数 PE TTM (整体法, 剔除负值)



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2019 年 11 月 5 日收盘

图表 47: 中信乘用车相对沪深 300 走势



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2019 年 11 月 5 日收盘

图表 48: 中信零部件相对创业板指走势



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2019 年 11 月 5 日收盘

图表 49: 基金汽车持仓占比近十年来最低 (季度)



资料来源: Wind、华创证券

图表 50: 基金汽车持仓排名近十年来最低 (季度)



资料来源: Wind、华创证券

5. 投资建议

销量增速反弹、存货增速寻底、中低端需求开始修复。当前汽车行业销量增速下行 30 个月后开始触底回升，存货增速下行 27 个月仍在触底中。本轮景气回落主要原因是中低端需求受宏观经济、贸易摩擦等外部因素影响而低迷，中高端需求处于换购释放空挡使得总量略有不足。但近期销量数据发出积极信号显示中低端需求开始有所修复，0-15 万元级车型 3Q19 批发增速较 2Q19 回升 12PP 至-9%，这一点应该引起我们重视。初步预计 2019 全年上险-1%、批发-8%，2020 全年上险+3%、批发+5%，2020 年的销量增长将为行业纾解价格压力。

产能出清仍需时间，但部分车企盈利能力可能已经位于中长期底部。在本轮景气下行中，前 20 车企份额提升 6.5 个百分点至 86.3%，速度略超预期，车企不断洗牌份额变动更剧烈。尽管需求端正在发生较大变化，但我们对产能出清速度并不乐观，有意愿、有能力做价格竞争且中国市场不再稳固的车企估计还需要 1-2 个景气下行来确认退出市场。产能出清前，行业利润率波动难以避免，会对投资热情和估值产生影响。但当前部分自主车企的盈利能力可能已经实现一个中长周期的触底，再到下一轮景气回落时，我们预计竞争结构将上移，反倒部分主流合资车企盈利能力可能仍有下降空间。

汽车基本面边际变化靠跟踪，投资依然把握周期波动中的风险收益比。市场当前核心关注点在于销量增速能否尽快突破 0% 并持续向上。虽然基本面角度这种短波动只能靠跟踪边际变化，但投资角度看历史上销量增速反弹、存货增速寻底往往是汽车最佳投资时段。汽车高增速不再、有效产能短期难出清的背景下，行业周期波动带来的投资机会反而凸显。目前汽车板块估值、相对走势、持仓也都回到了底部，建议积极把握低估值状态。

乘用车超预期依托新车，零部件把握三个选择思路。对乘用车而言，2020 年销量恢复正增长对板块量价形成支撑，短时间尺度内公司个体表现突出/超预期之源依然是新车型的成功。对零部件而言，我们依然看好细分龙头超越下游景气波动的成长，2020 年标的选择可以从新订单、下游销量弹性、正规规模效益三个思路出发，其中新订单条线除公司定点订单以外，还可关注新投产的特斯拉产业链、近年加速切换供应商的大众及新投产的大众 MEB 产业链，下游销量弹性主要把握吉利产业链，正规规模效益主要折旧摊销占比较高+营收重回增长的公司，后两个思路主要适用于景气修复时期。

汽车基本越过低谷，预计 2020 年恢复增长，积极信号已出现。汽车投资须把握风险收益比，虽然基本面短期波动不确定，但板块估值、相对走势、持仓重回底部区间是较确定的。推荐：

- 1) 大市值行业配置：上汽集团、华域汽车；
- 2) 乘用车板块弹性标的长安汽车，港股长城汽车、吉利汽车、广汽集团；
- 3) 零部件板块弹性标的爱柯迪、精锻科技、继峰股份、新坐标。

5.1. 上汽集团

公司整体 3Q19 经营业绩改善，上汽自主环比减亏，合资车企表现稳定，上汽通用 2020 年新车储备较丰富。我们预计公司 2019-2020 年归母净利 286、319 亿元，同比-21%、+12%，对应当前 PE 为 10、9 倍，PB 1.1、1.0 倍。公司过去三年 PE 中枢为 9.4 倍，考虑汽车行业景气有望恢复，公司为行业龙头，给予 2020 年 10 倍目标 PE，对应目标价 27.3 元，维持“强推”评级。

5.2. 华域汽车

行业下行压力下，公司表现出极强的韧性。而公司在新能源、智能驾驶等新趋势方向，产品储备丰富，长期成长确定性较强。我们预计公司 2019-2020 年归母净利 70、75 亿元，同比-13%、+7%，对应当前 PE 为 12、11 倍。考虑到

公司业绩确定性较高，高股息低估值，维持目标价 28 元，对应 2020 年 12 倍 PE，维持“强推”评级。

5.3. 长安汽车

长安汽车重点把握行业周期变化，以及长福带来的公司自身周期变化。公司目前重回估值底部，预计年底行业销量及数据不断改善，长安尤其自主基本面表现强劲，CS75 Plus、欧尚 X7、CS55 Plus 三车型将对自主 4Q19 形成有力支撑。我们维持预计公司 2019-2020 年归母净利 1、45 亿元，同比-85%、+4214%，对应当前 PE 为 372、9 倍，PB 0.8 倍、0.8 倍。维持公司 2019 年目标 PB 1.2 倍（板块中枢），维持 11.47 元目标价，维持“强推”评级。

5.4. 长城汽车

公司在过去一轮景气下行中，进行了关键战略、营销体系、商务政策、组织结构等多方位调整，全面提升经营能力。预计行业景气回归时，公司销量、盈利能力将再上台阶。我们维持预计公司 2019-2020 年归母净利 43、55 亿元，同比-18%、+29%，对应当前 A 股 PE 21、16 倍，PB 1.6、1.4 倍、H 股 PE 13、10 倍，PB 0.9、0.9 倍。给予 A 股 2019 年目标 PB 2.0 倍，目标价 12.5 元，维持“强推”评级。给予 H 股 2019 年目标 PB 1.2 倍，目标价 8.4 港元，维持“强推”评级。

5.5. 吉利汽车

吉利作为自主龙头，国内份额、中高端车型、海外市场皆有充足成长空间，10 月批发销量重回正增长。我们维持预计公司 2019-2020 年归母净利 92 亿、143 亿人民币，同比-27%、+55%，对应 PE 14 倍、9 倍，PB 2.6 倍、2.0 倍。给予 2019 年目标 PE 15 倍，目标价 16.9 港元，对应 2020 年 PE 9.7 倍，维持“强推”评级。

5.6. 广汽集团

公司日系产品力和管理能力扎实，在市场下行中依然保持增长。自主品牌则在等待调整结束发挥效益。维持预计公司 2019-2020 年归母净利 82 亿、99 亿元，对应增速-25%、+21%，对应当前 A 股 PE 15 倍、12 倍，PB 1.5、1.4 倍，H 股 PE 10 倍、8 倍，PB 1.0、0.9。考虑行业景气有望修复、日系处于竞争优势地位，分别给予 A、H 股 2020 年目标 PE 15 倍、10 倍，对应目标价 14.5 元人民币（较此前 12 元上调）、10.7 港元，维持“推荐”评级。

5.7. 爱柯迪

三季度公司净利虽下滑，但主要受到汇率影响，公司经营状况仍在改善轨道上，我们依然认为随新订单释放，公司将迎来收入和毛利率双升。维持预计公司 2019-2020 年归母净利 4.4 亿、5.6 亿元，增速分别为-6%、+27%，对应 PE 22 倍、18 倍，考虑国内汽车行业有望回暖、公司毛利率提升快于预期，给予公司 2020 年 20 倍 PE，给予目标价 13.1 元，维持“强推”评级。

5.8. 精锻科技

公司 2019 年受行业下游、新单较少、新工厂投用等因素影响，但历史经营稳健，目前位于新产能和订单释放周期起点，未来成长也有充足空间，2020 年有望重新体现正规模效益。我们维持预计公司 19-20 年归母净利 2.6 亿、3.6 亿元，同比+1%、+38%，对应 PE 15、11 倍，给予 2020 年 16 倍 PE，目标价 14.6 元，维持“强推”评级。

5.9. 继峰股份

继峰主业稳健，全球化势头良好，并购格拉默即将完成，进入全新发展时期。不考虑并购，我们维持预计公司 19-20 年净利 2.7 亿、3.4 亿元，同比-9%、+25%，对应当前 PE 19 倍、15 倍。考虑并购（配套融资增发价按 7.6 元/股），2019-2020 全年备考净利预计 4.4 亿、6.2 亿元，可转债摊薄后对应 PE 为 21 倍、15 倍。给予 2020 年备考摊薄 PE 目标 20 倍，目标价 10.5 元，对应 2019-2020 备考摊薄 PE 为 28 倍、20 倍，维持“强推”评级。

5.10. 新坐标

2019 年增速拐点已出现，公司传动组产品出口、重卡配套、非大众客户配套进一步加速，我们预计出口业务提速趋势将在明年延续，公司迎来新一轮订单驱动。我们维持预计公司 2019-2020 年归母净利润 1.2 亿、1.7 亿元，同比+19%、+38%，对应当前 PE 23 倍、16 倍，给予 2020 年目标 PE 18 倍，维持目标价 38.3 元，维持“强推”评级。

图表 51: 重点推荐标的盈利预测与估值一览

公司	EPS (元)			PE (倍)			PB 当前	总市值 (亿元)	年初至今 涨跌
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E			
上汽集团	3.20	2.44	2.73	7.4	9.7	8.7	1.1	2,775	-6%
华域汽车	2.57	2.23	2.39	10.0	11.5	10.7	1.7	809	46%
长安汽车	0.52	0.02	0.93	15.5	372.3	8.6	0.9	387	22%
长城汽车 A	0.67	0.47	0.60	14.8	21.2	16.5	1.7	902	83%
长城汽车 H	0.67	0.47	0.60	9.2	13.1	10.2	1.1	0	56%
吉利汽车	1.44	1.01	1.56	9.6	13.8	8.9	2.7	0	14%
广汽集团 A	1.14	0.80	0.97	10.2	14.6	12.1	1.5	1,194	17%
广汽集团 H	1.16	0.80	0.97	6.7	9.8	8.1	1.0	0	14%
爱柯迪	0.57	0.52	0.65	20.5	22.5	17.7	2.5	99	55%
精锻科技	0.73	0.65	0.89	13.5	15.3	11.1	2.0	40	-18%
继峰股份	0.48	0.43	0.54	16.8	18.8	15.0	2.7	51	9%
新坐标	1.39	1.53	2.11	25.0	22.7	16.5	3.7	28	33%

资料来源: Wind、华创证券预测

截至 2019 年 11 月 8 日收盘

6. 风险提示

宏观经济低于预期、贸易摩擦升级、车企新车型推出速度及受欢迎程度低于预期、原材料价格上涨、汇率波动较大等。

汽车组团队介绍

组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪莉琼	销售经理		wangliqiong@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500