

底部已过，优质龙头和成长公司可见盈利和估值双升

——2020 年汽车行业投资策略

核心观点

- **多维度分析：预计 2020 年是未来几年增速起点。**一方面，国际比较，通过比较美国、日本、韩国汽车产业进入稳定阶段后销量出现下滑持续时间分析，基本维持在 2-3 年左右，之后销量将重回增长。另一方面，国内分析：拖累行业近 2 年销量下滑主要是中西部区域需求下滑，但今年 3 季度已看到中西部需求边际改善趋势；2009 年至 2018 年间，自主品牌市场份额均值 42.2%，最高为 44.7%，2018 年来自主品牌市场份额下滑明显，2019 年 7 月下滑至 34.4% 的新低，但 8、9、10 月市场份额触底反弹。国际比较和国内分析，随着中西部区域需求逐步释放及自主品牌市场份额企稳，预计行业整体企稳向上。
- **整车：集中度提升，龙头和优势自主市场份额将继续提升，低基数叠加中西部延后需求释放，企稳趋势确立。**近 10 年行业集中度上升，强势企业市场份额提升更快，从提升幅度的情况来看，排名靠前的汽车集团分别是上汽集团、广汽集团、长城汽车、吉利汽车等。分品牌分析，德系、日系维持强势。行业调整期将加快产能出清，弱势自主品牌市场份额将被优势自主品牌重新分配，吉利、长城市场份额将继续提升。预计 2020 年在低基数及中西部区域乘用车延后需求有望逐步释放，若中西部需求释放幅度好于预期，则行业销量增速有望好于预期。
- **零部件：看好受益自主复苏叠加产品结构升级、进口替代的公司。**在全球及国内整车降成本背景下，国内零部件进口替代及全球配套是趋势所在，部分零部件公司在此过程中将逐步成长为做大做强全球化零部件公司。看好产品、技术升级带来新增长空间的公司：华域汽车、星宇股份，关注科博达；受益自主复苏叠加进口替代，盈利弹性大的公司：新泉股份、拓普集团；毛利率、ROE 出现拐点公司：爱柯迪、精锻科技、银轮股份；关注收购公司产业链整合、全球配套的公司：岱美股份、继峰股份；智能驾驶：德赛西威、均胜电子。关注细分龙头：潍柴动力、福耀玻璃。
- **新能源汽车：产业格局重塑，看好特斯拉、大众 MEB 产业链。**新能源乘用车：预计明年仍将保持增长。随着特斯拉、大众 MEB 平台等在中国市场持续推进，国内新能源乘用车竞争格局将重塑。看好特斯拉、MEB 产业链相关公司机会：华域汽车、三花智控、拓普集团，关注宁德时代。新能源客车：继续向龙头集中。

投资建议与投资标的：行业 PE、PB 估值目前处于历史低位，机构持仓历史相对低位，2020 年预计部分优质公司将看到盈利和估值双升。建议关注标的：华域汽车、长安汽车、上汽集团、广汽集团、拓普集团、爱柯迪、三花智控、新泉股份、银轮股份、星宇股份、科博达、岱美股份、德赛西威、精锻科技、继峰股份、潍柴动力、福耀玻璃、宁德时代。

风险提示

宏观经济下行影响汽车需求、新能源汽车需求低于预期、上游原材料成本压力。

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

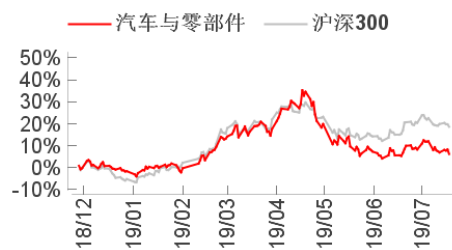


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 汽车与零部件行业
报告发布日期 2019 年 11 月 27 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

标题	日期
行业盈利季度改善，预计 4 季度改善趋势有望持续：——行业前 3 季度经营分析及投资策略	2019-11-04
新能源车格局重塑下，特斯拉国产产业链机会：	2019-10-28
国内零部件在全球供应链体系重塑下的机会：	2019-09-05
去库存后盈利改善，中西部需求决定复苏幅度：	2019-08-15
供给侧加速出清，头部公司更强：	2019-08-08

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

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

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

目 录

1 多维度分析：预计 2020 年是未来几年增速起点	6
1.1 国际比较：销量增速下滑时间段在 2-3 年左右，之后恢复增长	6
1.2 区域需求比较：中西部区域需求边际改善	9
1.3 自主品牌市场份额触底反弹	11
2 2019 年汽车市场回顾：整体跑输市场	13
3 整车：集中度提升，低基数叠加中西部延后需求释放，企稳向上趋势确立	14
3.1 近 10 年集中度上升，强势企业市场份额提升更快	14
3.2 日系、德系持续强势	16
3.3 弱势自主品牌出清，优势自主品牌市场份额将继续提升	17
3.4 乘用车销量：低基数叠加中西部延后需求释放，向上趋势确立	19
3.5 重卡：预计增速回落	20
4 零部件：看好受益自主复苏叠加产品结构升级、进口替代的公司	21
4.1 受益自主复苏叠加进口替代，盈利弹性大	21
4.2 毛利率、ROE 出现拐点的公司	23
4.3 产品、技术升级带来新的增长空间	24
4.4 收购公司产业链整合、全球配套的公司	26
5 新能源汽车：产业格局重塑，看好特斯拉、大众 MEB 产业链	28
5.1 新能源乘用车：预计明年仍将保持增长	28
5.2 预计明年开始格局将重塑	29
5.3 看好特斯拉、MEB 产业链相关公司机会	30
5.4 新能源客车：继续向龙头集中	31
6 主要投资策略	33
6.1 行业 PE、PB 估值：目前处于历史低位	33
6.2 机构持仓：历史相对低位	34
6.3 三条投资主线	35
6.3.1 华域汽车：综合实力强，特斯拉及大众 MEB 平台产业链受益者	35
6.3.2 上汽集团：受益于行业企稳后盈利改善，市场份额将继续提高	36

6.3.3 长安汽车：自主盈利大幅改善，期待长福反转	36
6.3.4 拓普集团：受益于特斯拉、吉利产业链，盈利改善	36
6.3.5 新泉股份：受益于吉利、捷达产业链，从自主到合资盈利和估值将双升	37
6.3.6 星宇股份：拓展新客户及产品升级保障盈利增长	37
6.3.7 三花智控：持续获得车企全球订单，未来盈利将持续增长	37
6.3.8 爱柯迪：毛利率企稳+产能扩张保障盈利较高增长	38
6.3.9 岱美股份：由单一产品拓展多个产品，收购整合 MOTUS 提升盈利能力	38
6.3.10 银轮股份：持续获得新订单保障未来业绩增长	39
6.3.11 精锻科技：预计盈利能力将逐步改善	39
7. 主要风险	39

图表目录

图 1: 美国乘用车历年销量情况.....	6
图 2: 日本乘用车历年销量情况.....	7
图 3: 韩国乘用车历年销量情况.....	8
图 4: 不同地区汽车产量季度同比情况.....	10
图 5: 整体汽车产量当月同比情况.....	10
图 6: 东部地区汽车产量当月同比情况.....	10
图 7: 中部地区汽车产量当月同比情况.....	11
图 8: 西部地区汽车产量当月同比情况.....	11
图 9: 自主品牌市场份额年度情况.....	12
图 10: 2018 年来自主品牌市场份额月度情况.....	12
图 11: 沪深 300 与各行业涨跌幅比较 (1.1-11.22).....	13
图 12: 子行业涨跌幅比较 (1.1-11.22).....	13
图 13: 零部件公司股价表现比较 (1.1-11.22).....	14
图 14: 整车公司股价表现比较 (1.1-11.22).....	14
图 15: 国内乘用车市场 CR5 和 CR10 变动情况.....	15
图 16: 2019 年 1-9 月乘用车市场 CR5 和 CR10 变动情况.....	15
图 17: 2005 年至 2019 年 Q3 主要汽车集团市场份额变动情况.....	15
图 18: 各系别乘用车市场份额年度变化情况.....	16
图 19: 2018 年来德系品牌市场份额月度情况.....	17
图 20: 2018 年来日系品牌市场份额月度情况.....	17
图 21: 自主品牌龙头公司历年市场份额情况.....	17
图 22: 自主品牌龙头公司 2019 年 1-9 月市场份额变化.....	17
图 23: 自主品牌内部 CR5 和 CR10 情况.....	18
图 24: 2019 年 1-9 月自主品牌内部 CR5 和 CR10 变动情况.....	18
图 25: 自主品牌乘用车内部前十大公司市场份额情况.....	19
图 26: 自主品牌乘用车内部公司市场份额情况(2011-2019Q3).....	19
图 27: 狭义乘用车月度销量及增速.....	20
图 28: 狭义乘用车年度销量及增速预测.....	20
图 29: 地产新开工增速 VS 重卡月度销量增速.....	21
图 30: 重卡行业年度销量及增速.....	21
图 31: 重卡行业月度销量及增速.....	21
图 32: 自主品牌复苏与进口替代推进将带来较大的盈利弹性.....	22
图 33: 新泉股份 2018 年客户仍以自主品牌为主.....	22

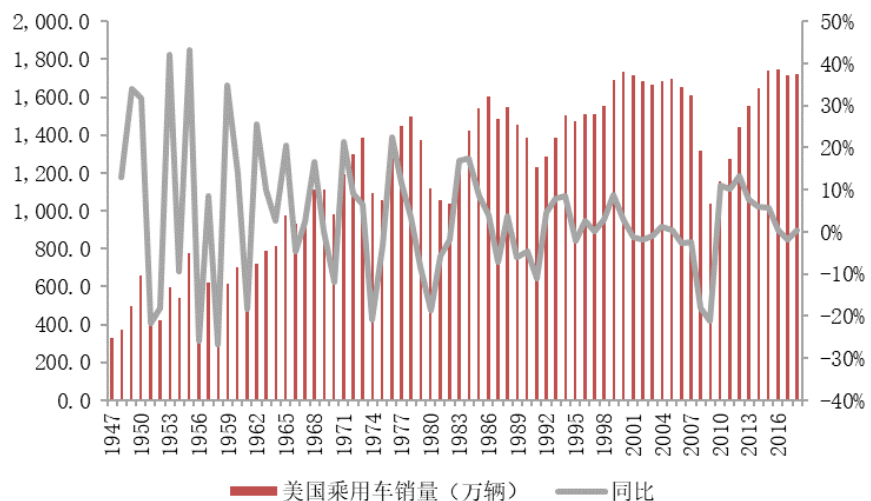
图 34: 新泉股份持续拓展合资客户推进进口替代	22
图 35: 部分零部件公司单季度毛利率变化情况	24
图 36: 零部件企业产品结构升级路线	24
图 37: 车灯产品技术升级带动星宇股份毛利率提升	25
图 38: 华域汽车从传统零部件拓展到电动化智能网联产品领域	26
图 39: 全球配套与产业链整合将带来巨大的营收盈利增长空间	26
图 40: 岱美股份收购 Motus 带来多方面收益	27
图 41: 岱美股份和 Motus 净利率情况	27
图 42: 继峰股份主要国际下游客户	27
图 43: 继峰股份和格拉默净利率情况	27
图 44: 新能源乘用车 2019 年月度销量及增速	29
图 45: 历年新能源乘用车销量及增速	29
图 46: 国内新能源乘用车市场未来格局变化	29
图 47: 特斯拉国产产业链供应商情况	30
图 48: 新能源客车 2019 年月度销量及增速	32
图 49: 历年新能源客车销量及增速	32
图 50: 2018 年新能源客车市场份额情况（6 米以上）	32
图 51: 2019 年 1-9 月新能源客车市场份额情况（6 米以上）	32
图 52: 汽车零部件 PE 估值（1.1-11.22）	33
图 53: 汽车零部件 PB 估值（1.1-11.22）	33
图 54: 整车 PE 估值	33
图 55: 整车 PB 估值	33
图 56: 机构持仓汽车市值比重比较	34
图 57: 汽车持仓占基金权益类净值的比重	34
表 1: 美国乘用车市场进入成熟期后历次下滑情况	7
表 2: 日本乘用车市场历次下滑情况	8
表 3: 韩国乘用车市场历次下滑情况	9
表 4: 部分竞争力较弱的车企近年来销量情况	19
表 5: 部分零部件公司资本开支情况（亿元）	23
表 6: 部分零部件公司折旧占营业收入比重情况	23
表 7: 部分零部件公司折旧占营业成本比重情况	23
表 8: 国内零部件公司的国际客户情况	28
表 9: 大众 MEB 平台产业链国内受益上市公司	31
表 10: 主要汽车公司估值表	35

1 多维度分析：预计 2020 年是未来几年增速起点

1.1 国际比较：销量增速下滑时间段在 2-3 年左右，之后恢复增长

从美国乘用车历年销量情况来看，二战后到 1970 年代初整体经历了一段稳定增长期。从 1947 年至 1973 年的 27 年间，美国乘用车销量年均增速在 6% 左右；至 1973 年，年销量达到 1400 万辆左右。自 1974 年受第一次石油危机影响乘用车销量出现大幅下滑之后，美国乘用车市场由成长期向成熟期逐渐转变，中间出现了多次销量下滑情况。但整体而言，每次下滑持续时间不超过 4 年，而下滑之后销量均会快速回升。2018 年，美国乘用车销量 1721.4 万辆，较 1973 年增长 24%。

图 1：美国乘用车历年销量情况



资料来源：CEIC，东方证券研究所

美国汽车市场进入成熟期第一次销量大幅下滑发生在 1974 年至 1975 年间，持续时间 2 年，主要受第一次石油危机影响，整体下滑幅度达到 24%；1975 年销量见底之后快速回升，至 1978 年年均增速达到 12%。受第二次石油危机影响，1979 年至 1982 年美国乘用车销量再次大幅下滑，持续时间 4 年，整体下滑幅度达到 31%；下滑结束后 1983 年至 1986 年销量快速回升，年均增速达到 12%。1989 年至 1991 年，受第三次石油危机和美国适度紧缩的财政政策影响，美国乘用车销量连续 3 年下滑，下滑幅度 20%；之后在 1992 年至 1994 年间销量回升，年均增速 7%。2001 年至 2003 年间，受恐怖袭击等影响，市场消费信心受到一定冲击，美国乘用车销量出现小幅下滑。2006 年至 2009 年之间，受美国次贷危机引发金融危机影响，美国乘用车下滑 39%；之后在 2010 年至 2016 年间连续 7 年销量回升，年均增速达到 8%。

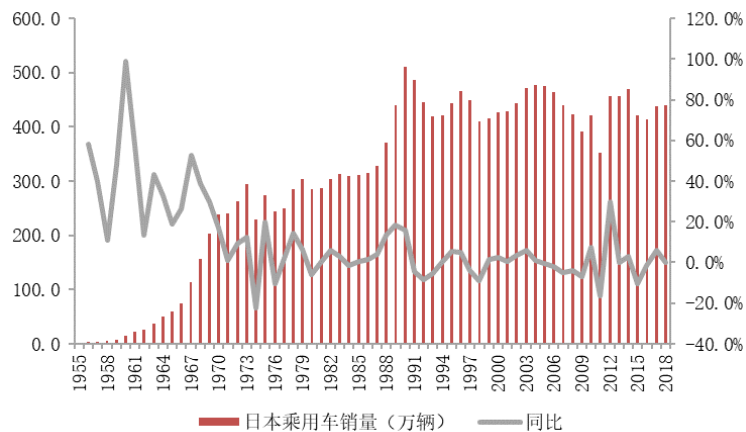
从美国市场来看，乘用车销量连续下滑的时间最长不会超过 4 年；市场出现大幅下滑之后均跟着较长时间的销量快速回升，销量回升阶段的年均增速达到 7% 至 12%。

表 1：美国乘用车市场进入成熟期后历次下滑情况

序号	下滑区间	下滑年数 (年)	下滑幅度	主要下滑原因	下滑后情况
1	1974-1975	2	-24%	第一次石油危机	1976 年至 1978 年销量快速回升，年均增速达到 12%
2	1979-1982	4	-31%	第二次石油危机	1983 年至 1986 年销量快速回升，年均增速达到 12%
3	1989-1991	3	-20%	第三次石油危机，美国适度紧缩的财政政策	1992 年至 1994 年销量快速回升，年均增速达到 7%
4	2001-2003	3	-4%	恐怖袭击影响市场信心等	2004 年小幅回升
5	2006-2009	4	-39%	美国次贷危机引发金融危机	2010 年至 2016 年销量持续 7 年回升，年均增速达到 8%

资料来源：CEIC，东方证券研究所

从历史上来看，日本乘用车销量在 1974 年首次出现负增长，在此之前的 1955 年至 1973 年的 19 年间连续高速增长，年均增速达到 32%。1974 年至 1980 年间，日本乘用车销量出现 3 次较大的调整；此后在 1981 年至 1990 年间整体仍稳定增长，年均增速达到 6%。1990 年后，日本乘用车市场正式进入成熟期，销量呈现周期波动的形态。

图 2：日本乘用车历年销量情况


资料来源：CEIC，东方证券研究所

在经历连续快速增长后，1974 年至 1980 年，日系乘用车市场经历了三次销量调整，主要受第一和第二次石油危机影响，在 1974、1976 和 1980 年分别下滑 23%、11% 和 6%。经过这几次调整后，日本乘用车市场在 1980 年代再次稳定增长，直到 1990 年后完全进入成熟期。

进入成熟期后，受第三次石油危机影响，日本乘用车市场在 1991 至 1993 年间连续 3 年下滑，下滑幅度 18%，之后在 1994 年至 1996 年销量回升。1997 至 1998 年，受亚洲金融危机影响，日本乘用车销量连续 2 年下滑，下滑幅度 12%，之后在 1999 年至 2004 年间连续 6 年回升。2005 年

至 2009 年间,受经济下滑以及全球金融危机影响,日本乘用车销量连续 5 年下滑,下滑幅度 18%。2011 年受日本大地震影响,销量下滑 16%,但 2012 年快速回升 30%。2015 年至 2016 年,受日本微型车购置税上调影响,连续两年销量下滑。

从日本乘用车市场的历次下滑情况来看,除 2005 年至 2009 年间因为受全球金融危机影响导致连续下滑年数达到 5 年,其他几次下滑均低于 3 年,主要以 1-2 年的短期下滑为主。

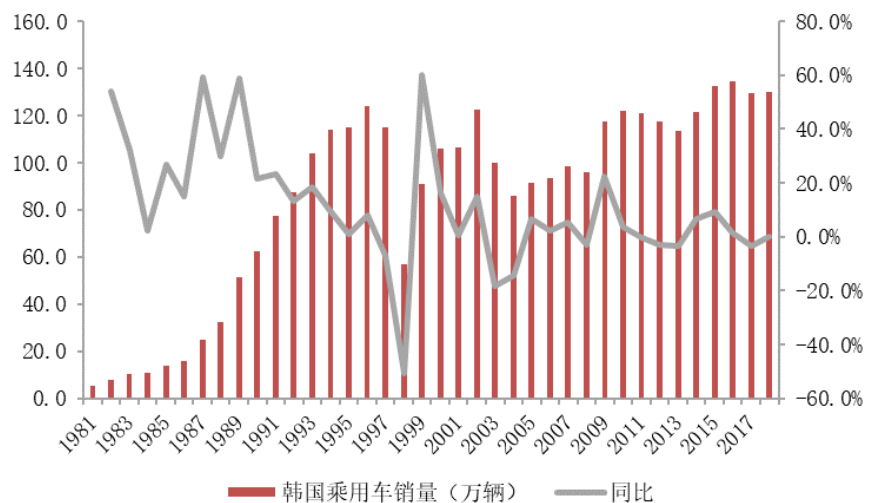
表 2: 日本乘用车市场历次下滑情况

序号	下滑区间	下滑年数 (年)	下滑幅度	主要下滑原因	下滑后情况
1	1974、1976、1980	3 次出现 1 年的下滑	分别为-23%、-11%、-6%	第一、第二次石油危机	销量调整后开启 80 年代的长期增长区间
2	1991-1993	3	-18%	第三次石油危机	1994 年至 1996 年销量回升,年均增速 4%
3	1997-1998	2	-12%	亚洲金融危机	1999 年至 2004 年销量持续 6 年回升,年均增速 3%
4	2005-2009	5	-18%	经济下滑及全球金融危机	2010 年增长 7%
5	2011	1	-16%	日本大地震	2012 年增长 30%
6	2015-2016	2	-12%	购置税上调	2017 年增长 6%

资料来源: CEIC, 东方证券研究所

韩国汽车发展史相对美国和日本较短,从 1981 年至 1996 年间,韩国乘用车市场经历了长达 16 年的高速增长期,此阶段的销量年均增速达到 24%。1997 年起受亚洲金融危机影响,韩国乘用车销量大幅下滑,并由此从成长期进入成熟期。从 1997 年至今,韩国乘用车市场共经历了 5 次主要的下滑,销量周期波动明显。

图 3: 韩国乘用车历年销量情况



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

1997年至1998年，受亚洲金融危机影响，韩国汽车销量大幅下滑54%，持续2年时间；危机结束后的1999年至2002年之间，销量持续回升，年均增速达到21%。2003年至2004年，韩国乘用车市场连续2年下滑，下滑幅度30%。2008年，受全球金融危机影响，韩国乘用车销量出现下滑，但整体下滑幅度较小，并在之后的2009年实现23%的大幅增长。2011年至2013年，受国内经济增速放缓的影响，韩国乘用车销量连续三年小幅下滑；2017年，韩国乘用车再次出现3%的小幅下滑，呈现明显的波动性。

从历史情况来看，韩国乘用车市场的下滑周期都较短，除一次持续3年时间，其余均为在1至2年，并在每次下滑结束后均有较强的恢复增长期。

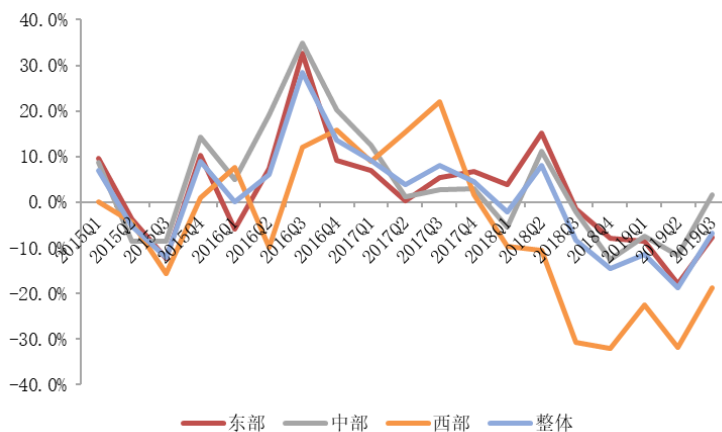
表 3：韩国乘用车市场历次下滑情况

序号	下滑区间	下滑年数 (年)	下滑幅度	主要下滑原因	下滑后情况
1	1997-1998	2	-54%	亚洲金融危机	1999年至2002年销量持续回升，年均增速21%
2	2003-2004	2	-30%	国内经济低迷	2005年至2007年销量持续回升，年均增速5%
3	2008	1	-3%	全球金融危机	2009年增长23%
4	2011-2013	3	-7%	经济增速放缓	2014、2015年分别增长7%、9%
5	2017	1	-3%	经济增速放缓	

资料来源：CEIC，东方证券研究所

1.2 区域需求比较：中西部区域需求边际改善

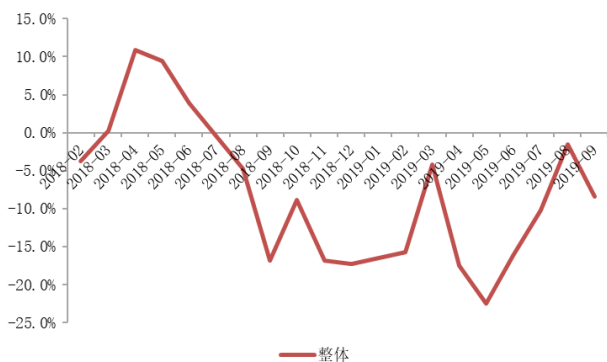
从季度情况来看，3季度整体汽车产量同比下滑6.9%，下滑幅度较2季度收窄11.9个百分点，改善明显。分地区来看，东部地区同比下滑7.7%，下滑幅度收窄10.3个百分点；中部地区同比实现1.7%的增长，增速环比改善12.3个百分点，为2018年Q3以来首次实现正增长；西部地区同比下滑18.9%，下滑幅度收窄13个百分点。整体而言，各地区3季度销量增速均实现改善，其中中部地区同比实现增长成为行业向上改善的重要拉动力。

图 4：不同地区汽车产量季度同比情况


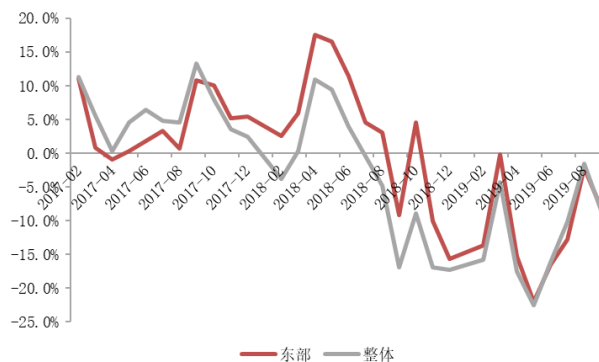
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

从整体产量的月度情况来看，7-9 月的产量下滑幅度分别为 10.2%、1.6%和 8.5%，较 4-6 月 16%至 23%的下滑幅度收窄明显。9 月，整体产量下滑幅度为 8.5%，较 8 月扩大 6.9 个百分点，但环比仍实现了 11%的增长。9 月，汽车销量下滑幅度继续收窄，车企产量安排仍较为谨慎，市场需求继续好转后产量改善空间较大。

东部地区的产量变动情况与整体情况基本保持一致，7-9 月的产量下滑幅度分别为 12.7%、2.1%和 8.0%，较 4-6 月整体改善明显。9 月，东部地区产量环比增长 11.3%，边际保持改善。

图 5：整体汽车产量当月同比情况


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

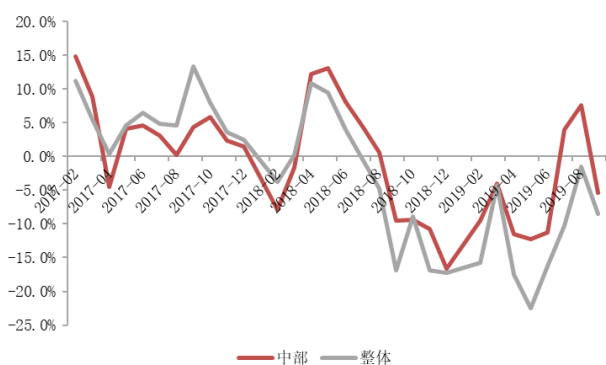
图 6：东部地区汽车产量当月同比情况


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

中部地区汽车产量增速情况明显好于整体情况，7-9 月的产量增速分别达到 4.0%、7.6%和-5.4%，较整体产量增速分别高 14.2、9.1 和 3.1 个百分点。中部地区在 7 月和 8 月连续两个月实现产量同比正增长，显示出较强的转正迹象。中部地区目前人均汽车保有量相对东部地区仍较低，同时居民

购买力相对较强，因此其产销量提升是整体行业幅度的重要一环；目前中部地区整体趋势较好，预计 4 季度产销情况将进一步改善，拉动整体产销提升。

西部地区汽车产量下滑幅度在 3 季度仍大于整体产量的下滑幅度，7-9 月的下滑幅度分别为 28.1%、15.1%、14.6%。但从趋势来看，西部地区汽车产量下滑幅度持续收窄，在 9 月份整体产量下滑幅度扩大的情况下，西部地区下滑幅度仍环比收窄 0.5 个百分点，产量环比则大幅增长 25.5%。2018 年 Q4，西部地区产量同比下滑幅度达到 32.2%，为 2018 年来的最大下滑幅度，导致其基数相对较低，预计 2019Q4 将受益于此，产销情况有望将保持目前的改善趋势。

图 7：中部地区汽车产量当月同比情况


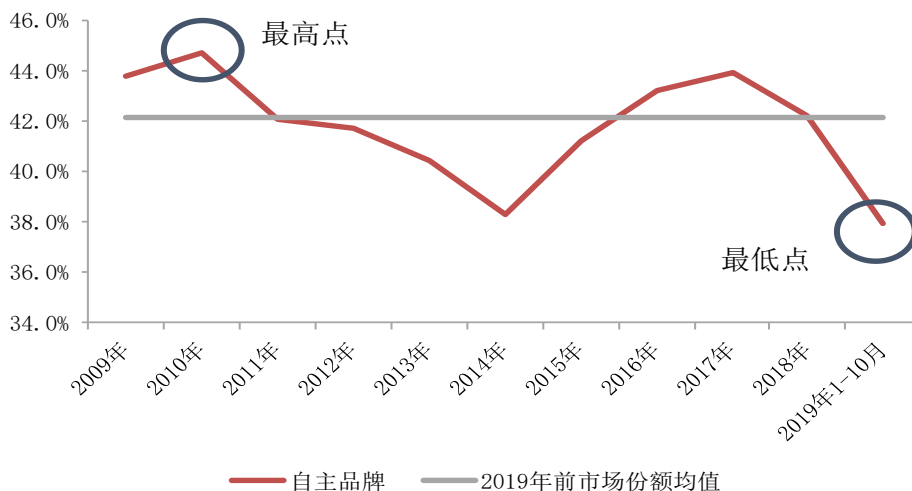
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 8：西部地区汽车产量当月同比情况


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

1.3 自主品牌市场份额触底反弹

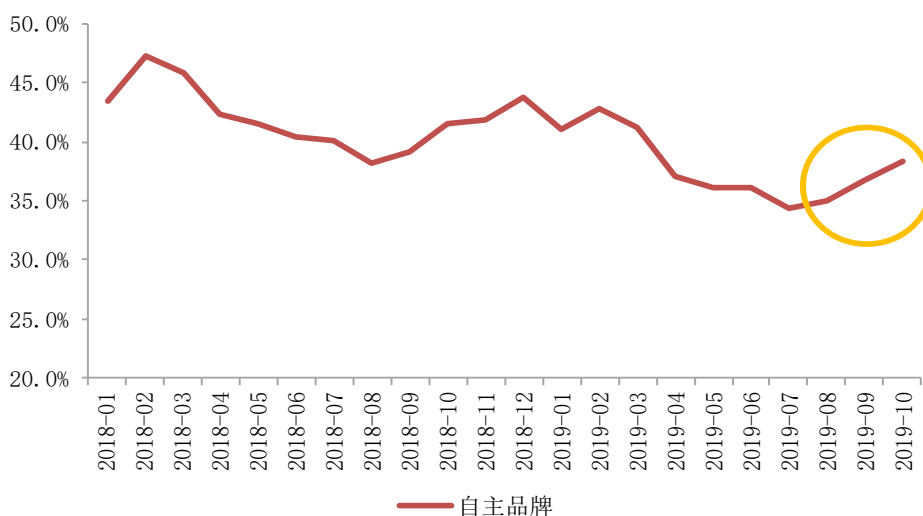
从年度历史情况来看，自主品牌市场份额目前处于历史的低位。自主品牌市场份额最高点出现在 2010 年，达到 44.7%，之后持续下滑至 2014 年的 38.3%；2015 年起受购置税减半政策等因素的影响，市场份额逐年提升，至 2017 年恢复到 43.9%。2018 年来，在行业下滑的背景下，自主品牌市场份额持续下降，2019 年 1-9 月为 37.9%，为 2009 年来最低水平。2009 年至 2018 年间，自主品牌市场份额平均水平为 42.2%，目前较历史平均水平低 4.2 个百分点。

图 9：自主品牌市场份额年度情况


资料来源：Wind，中国汽车工业信息网，东方证券研究所

从月度情况看，自主品牌市场份额 2019 年 3 季度开始企稳回升。2018 年来自主品牌市场份额整体下滑明显，2019 年 2 月份至 7 月份自主品牌市场份额持续下滑，从 42.9%持续下降至 34.4%的低点。随着行业整体下滑幅度进一步收窄，8 月和 9 月自主品牌市场份额开始出现回升，分别达到 35.0%和 36.7%，环比分别改善 0.6 个百分点和 1.7 个百分点。

与 2018 年相比，自主品牌市场份额同比下滑幅度自 8 月以来明显收窄，从 7 月的同比下滑 5.7 个百分点收窄至 9 月份的 2.4 个百分点。随着行业企稳，自主品牌市场份额有望持续改善。

图 10：2018 年来自主品牌市场份额月度情况


资料来源：Wind，中国汽车工业信息网，东方证券研究所

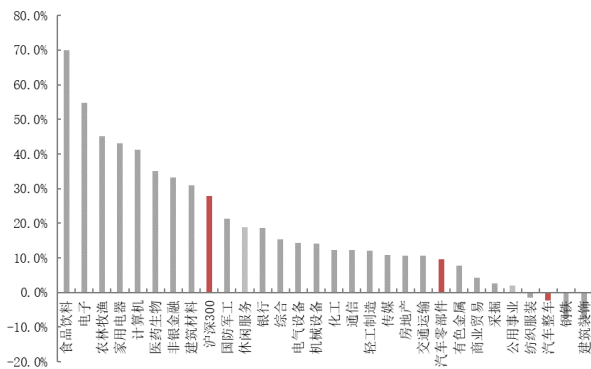
2 2019 年汽车市场回顾：整体跑输市场

回顾 2019 年汽车行业资本市场的表现：因行业景气向下，汽车零部件和整车整体跑输沪深 300 行业指数。

零部件公司中，星宇股份受益产品结构升级，盈利能力较强，其股价表现较好；龙头潍柴动力、华域汽车股价表现相对较好，其它爱柯迪等走势相对较强，其它盈利增速低于预期或者抗风险能力差的公司表现较弱。

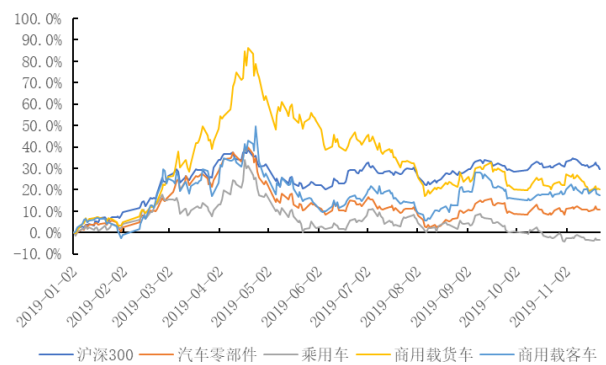
整车公司方面，长城汽车、中国重汽、长安汽车等股价表现较好，受行业整体下滑及上汽通用销量下降影响等，上汽集团股价跑输行业指数。

图 11：沪深 300 与各行业涨跌幅比较（1.1-11.22）



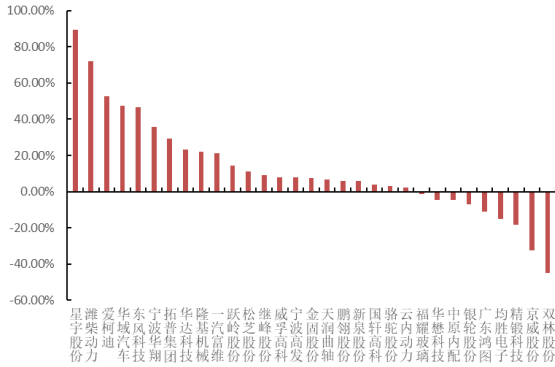
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 12：子行业涨跌幅比较（1.1-11.22）



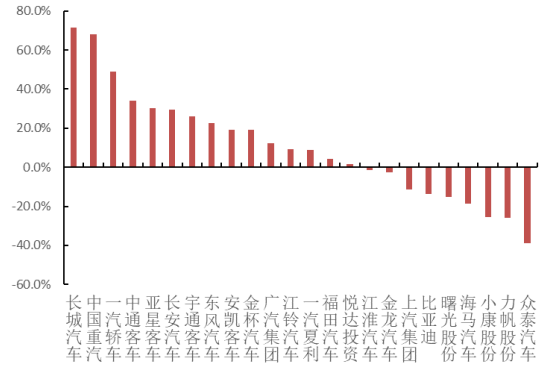
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 13：零部件公司股价表现比较（1.1-11.22）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 14：整车公司股价表现比较（1.1-11.22）



资料来源：Wind，东方证券研究所

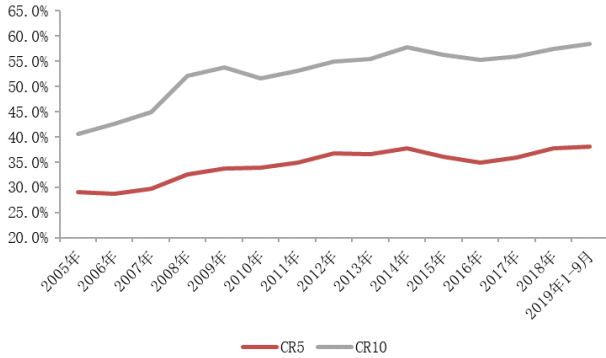
3 整车：集中度提升，低基数叠加中西部延后需求释放，企稳向上趋势确立

3.1 近 10 年集中度上升，强势企业市场份额提升更快

随着行业持续发展，各车企之间的竞争加剧，国内乘用车市场集中度不断提升。以上汽大众、一汽大众、上汽通用等汽车品牌为单位，国内乘用车市场 CR5 从 2005 年的 29.0% 逐渐提升至 2018 年的 37.8%，整体提升 8.8 个百分点，2019 年 1-9 月 CR5 为 38.1%，继续提升；CR10 从 2005 年的 40.6% 提升至 2018 年的 57.5%，整体提升 16.9 个百分点，2019 年 1-9 月 CR10 为 58.5%，继续提升 1 个百分点。

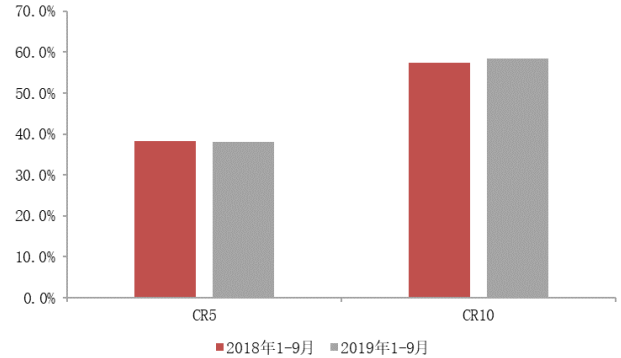
2019 年，行业整体持续下滑，1-9 月乘用车累计销量同比下滑 11.5%，在行业下滑的情况下，龙头企业的市场竞争优势凸显。与 2018 年 1-9 月情况相比，CR5 基本持平，CR10 同比提升 1.1 个百分点。

图 15：国内乘用车市场 CR5 和 CR10 变动情况



资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

图 16：2019 年 1-9 月乘用车市场 CR5 和 CR10 变动情况

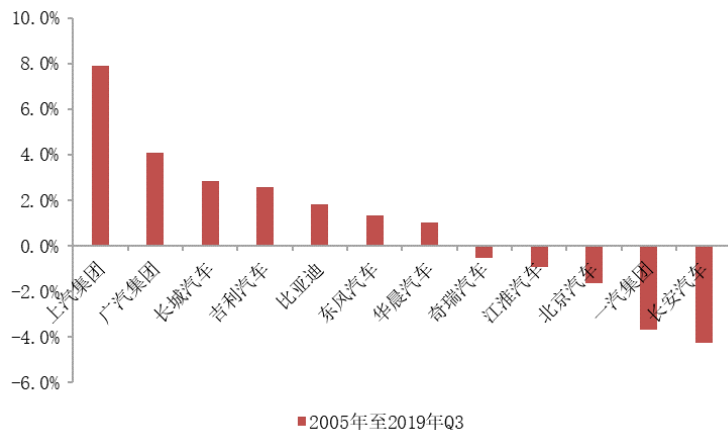


资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

2005 年至 2019 年 Q3 间，主要汽车集团中头部竞争力较强公司的市场份额提升较多。从提升幅度的情况来看，排名靠前的汽车集团分别是上汽集团、广汽集团、长城汽车、吉利汽车和比亚迪等，市场份额分别提升 7.9、4.1、2.8、2.6 和 1.8 个百分点。上汽集团中上汽大众、上汽通用和上汽自主品牌市场份额均提升较多，广汽集团中广汽丰田、广汽本田和广汽乘用车市场份额均提升，长城汽车、吉利汽车和比亚迪作为一线自主品牌近年来市场份额增长较快。

部分汽车集团市场份额出现下滑，与竞争力较强的公司出现明显分化。长安汽车、一汽集团、北京汽车、江淮汽车、奇瑞汽车的市场份额在 2005 年至 2019 年 Q3 之间出现明显下滑。其中长安汽车、一汽集团和北京汽车的市场份额下滑较大，分别下滑 4.3、3.7 和 1.6 个百分点。长安汽车市场份额下滑主要受近年来长安福特销量下滑幅度较大拖累，一汽集团市场份额下滑主要受一汽轿车、天津一汽等自主品牌的销量下滑拖累，北京汽车主要受北京现代及北京汽车自主品牌销量下滑影响。

图 17：2005 年至 2019 年 Q3 主要汽车集团市场份额变动情况



资料来源：中汽协，东方证券研究所

3.2 日系、德系持续强势

从各系别的年度市场份额情况来看，德系和日系品牌近年来提升较多，美系、韩系和法系品牌下滑明显，自主品牌市场份额 2018 年来出现下降，目前为历史低位。

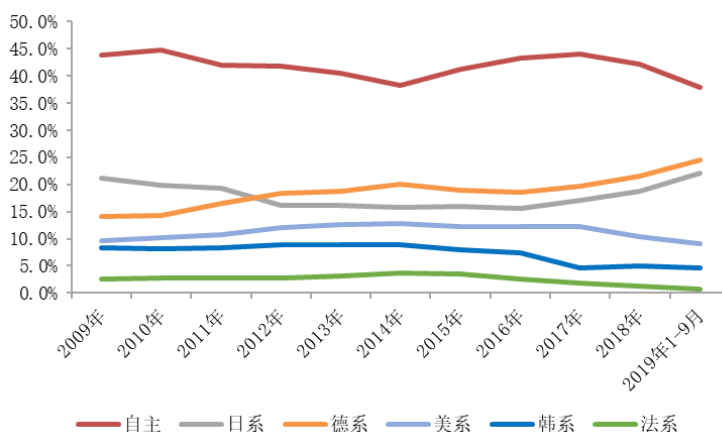
德系和日系品牌自 2016 年来市场份额提升较快。德系品牌从 2016 年的 18.6% 提升至 2018 年的 21.5%，整体提升 2.9 个百分点，2019 年 1-9 月继续提升至 24.4%；日系品牌市场份额从 2016 年的 15.6% 提升至 2018 年的 18.8%，整体提升 3.1 个百分点，2019 年 1-9 月达到 22.1%。

美系品牌市场份额 2017 年来下滑明显，2019 年 1-9 月为 9.2%；韩系品牌自 2015 年来持续下滑，2017 年后维持在 4.8% 左右；法系品牌自 2015 年来持续下滑，目前市场份额不足 1%。

德系品牌市场份额 2019 年来稳中有升的趋势，从 1 季度平均 22.7% 稳步提升至 3 季度平均 26.5%。德系品牌市场份额稳步提升，主要因为一汽大众、上汽大众销量下滑幅度低于行业平均水平，同时华晨宝马和北京奔驰的销量同比仍正增长拉动。

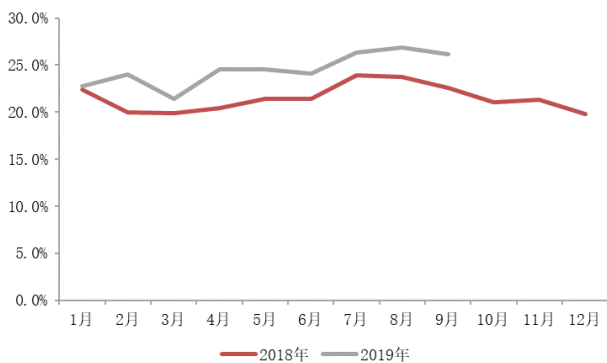
2019 年来，日系品牌市场份额持续提升，与 2018 年相比，日系品牌每个月的市场份额同样均同比增加，主要日系品牌中，东风日产、东风本田、广汽本田和广汽丰田等销量均同比正增长，拉动日系市场份额提升。

图 18：各系别乘用车市场份额年度变化情况



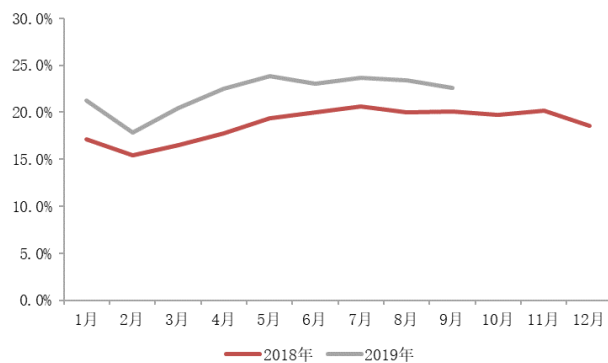
资料来源：Wind，中国汽车工业信息网，东方证券研究所

图 19：2018 年来德系品牌市场份额月度情况



资料来源：Wind，中国汽车工业信息网，东方证券研究所

图 20：2018 年来日系品牌市场份额月度情况



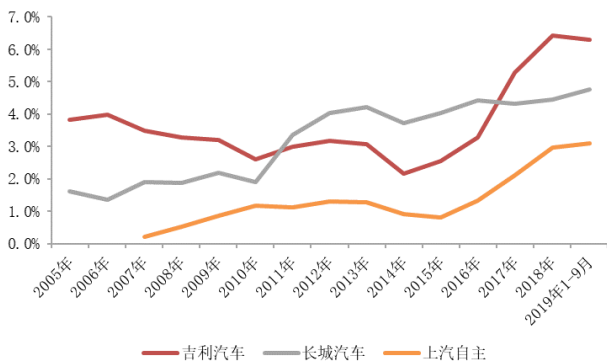
资料来源：Wind，中国汽车工业信息网，东方证券研究所

3.3 弱势自主品牌出清，优势自主品牌市场份额将继续提升

自主品牌龙头公司中，吉利汽车、长城汽车和上汽乘用车近年来市场份额提升明显；其中吉利汽车 2015 年后进入快速发展期，市场份额从原来的 2% 至 3% 的水平发展到 2018 年的 6.4%；长城汽车市场份额整体稳步提升，2018 年达到 4.4%；上汽乘用车市场份额同样稳步增加，2018 年达到 3.0%。

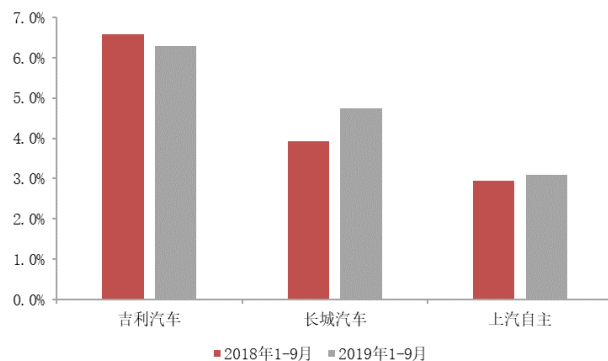
2019 年 1-9 月，在行业持续下滑的情况下，长城汽车和上汽乘用车的市场份额逆市提升，分别达到 4.8%、3.1%；同比提升 0.8 和 0.1 个百分点。吉利汽车市场份额出现小幅下降，但 10 月销量增速已经转正，预计全年市场份额将逐步改善。

图 21：自主品牌龙头公司历年市场份额情况



资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

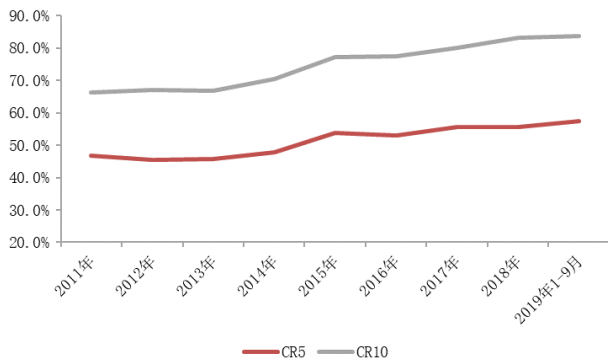
图 22：自主品牌龙头公司 2019 年 1-9 月市场份额变化



资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

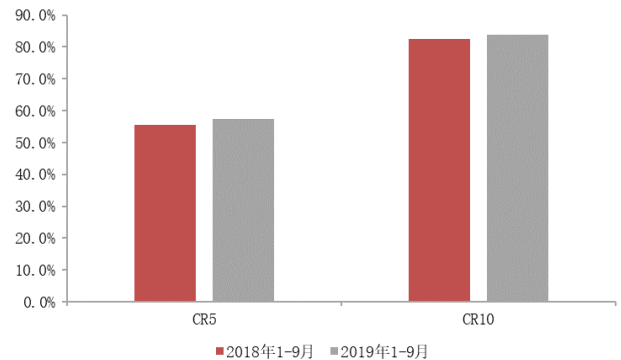
自主品牌乘用车内部市场份额集中度近年来持续提升。自主品牌内部 CR5 从 2011 年的 46.7% 持续提升至 2018 年的 55.6%，整体提升 8.9 个百分点，2019 年 1-9 月达到 57.4%。自主品牌内部 CR10 从 2011 年的 66.3% 提升至 2018 年的 83.3%，整体大幅提升 17.0 个百分点，2019 年 1-9 月继续提升至 83.7%。

图 23：自主品牌内部 CR5 和 CR10 情况



资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

图 24：2019 年 1-9 月自主品牌内部 CR5 和 CR10 变动情况

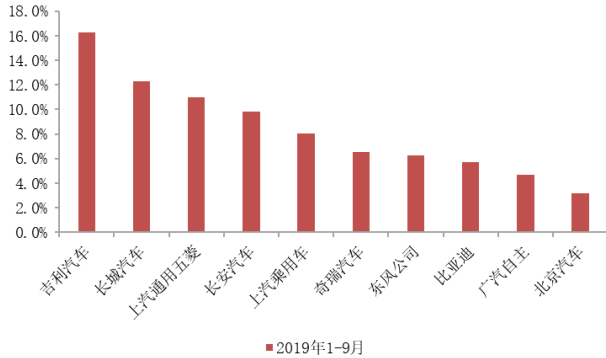


资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

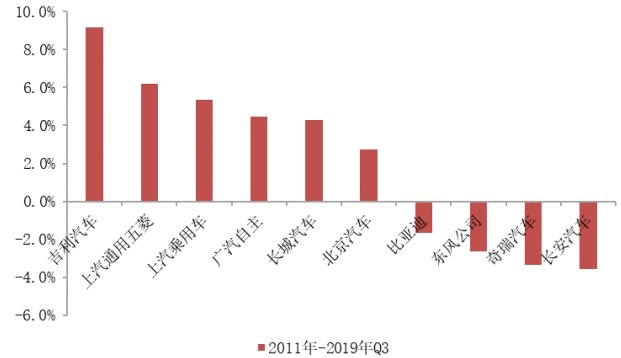
自主品牌乘用车内部市场份额排名前列的公司包括吉利汽车、长城汽车、上汽通用五菱、长安汽车和上汽乘用车等，2019 年 1-9 月的市场份额分别为 16.3%、12.3%、11.0%、9.8% 和 8.0%。

自主品牌内部，竞争力较强的公司的市场份额提升较多。从 2011 年至 2019 年 Q3 的市场份额变化情况来看，吉利汽车、上汽通用五菱、上汽乘用车、广汽自主和长城汽车的市场份额提升幅度靠前，分别提升 9.2、6.2、5.3、4.4 和 4.3 个百分点。

部分公司市场份额则出现下滑，整体表现出现分化。其中，长安汽车、奇瑞汽车、东风公司的市场份额下滑较多，分别下降 3.6、3.4 和 2.6 个百分点。

图 25：自主品牌乘用车内部前十大公司市场份额情况


资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

图 26：自主品牌乘用车内部公司市场份额情况(2011-2019Q3)


资料来源：中汽协，盖世汽车，东方证券研究所

2018 年行业出现首次下滑；2019 年来，行业下滑幅度继续扩大，以及国五国六升级对车企车型更新换代带来的技术要求，行业竞争格局加速出清。自主品牌中竞争力较弱的众泰汽车、华泰汽车、猎豹汽车、海马汽车、力帆股份、观致汽车等公司出现经营情况恶化、销量大幅下滑的困境，2019 年 1-9 月销量与去年同期相比出现 33%至 86%的下滑幅度，远高于行业平均下滑幅度，行业出清加速。

以 2017 年为例，这些车企的乘用车销量合计达到 100.6 万辆左右，占据了当年约 9.3%的市场份额。这部分市场份额在市场逐渐出清后有望被优势自主品牌龙头公司所分享，优势自主市场份额将继续提升。

表 4：部分竞争力较弱的车企近年来销量情况

年份	众泰	华泰	猎豹	海马	力帆	观致	昌河	东南	合计	占自主品牌比重
2015 年	21.6	7.1	4.1	11.0	13.3	1.4	2.5	6.8	67.8	7.8%
2016 年	33.0	7.3	9.3	15.1	10.4	2.4	6.5	11.4	95.5	9.1%
2017 年	31.6	13.0	12.7	10.1	10.9	1.5	5.7	15.1	100.6	9.3%
2018 年	23.4	12.1	8.6	4.5	5.3	6.2	4.7	8.9	73.7	7.4%
2018 年 1-9 月	19.7	4.9	6.9	3.7	3.8	4.8	2.9	7.0	53.7	7.4%
2019 年 1-9 月	13.2	2.1	3.1	0.5	1.1	1.6	1.4	2.3	25.3	4.3%
同比	-33%	-58%	-55%	-86%	-72%	-67%	-50%	-68%	-53%	

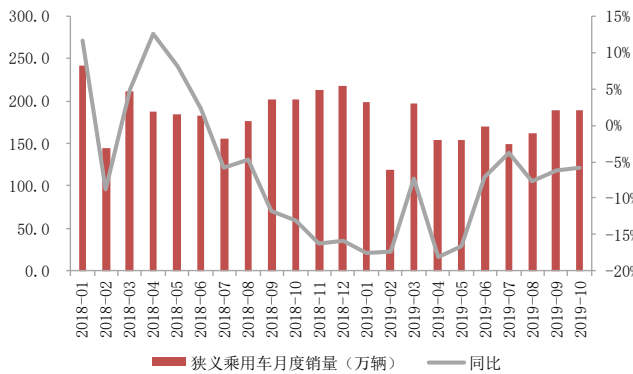
资料来源：盖世汽车，东方证券研究所

3.4 乘用车销量：低基数叠加中西部延后需求释放，向上趋势确立

受三、四、五线城市需求下滑及今年国五切换国六事件冲击，今年 1-10 月狭义乘用车销量同比下降 10.83%，从 3 季度开始基本呈现月度下降幅度收窄现象，预计 4 季度销量同比下滑幅度有望继续收窄。

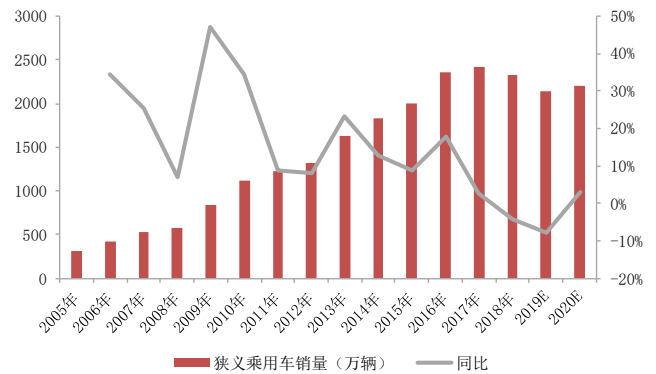
对于 2020 年，在今年低基数下，预计 2020 年中西部区域乘用车延后需求有望逐步释放，将促进自主品牌市场份额继续回升，二者叠加，预计 2020 年狭义乘用车销量增速将同比增长 3% 左右，若中西部需求释放幅度好于预期，则行业销量增速有望好于市场预期。

图 27：狭义乘用车月度销量及增速



资料来源：中汽协，东方证券研究所

图 28：狭义乘用车年度销量及增速预测



资料来源：中汽协，东方证券研究所

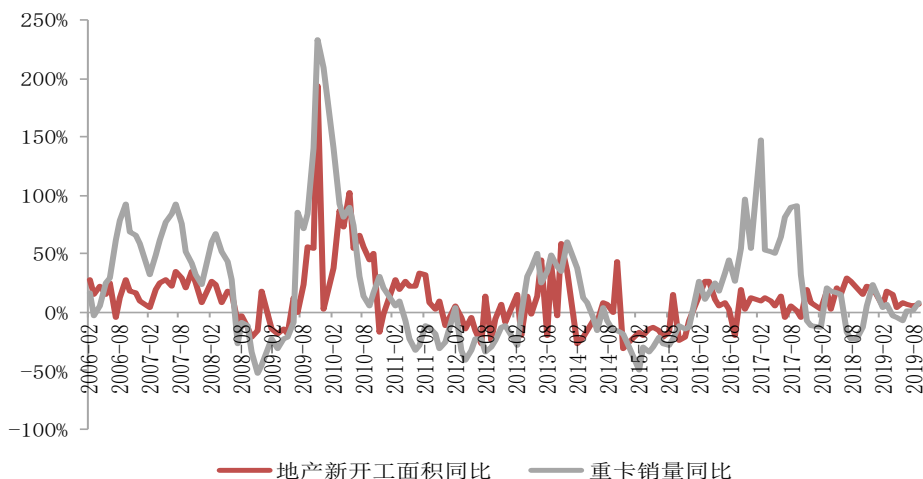
3.5 重卡：预计增速回落

重卡行业今年以来表现出较强的韧性，在 2 季度销量出现同比下滑后，3 季度销量逐月同比转正，预计全年销量在 120 万辆左右，同比增长 4% 左右。

对比房地产新开工增速与重卡、工程车销量增速可以看到：重卡销售与地产周期波动相关性较高，重卡需求波动受到房地产周期影响。

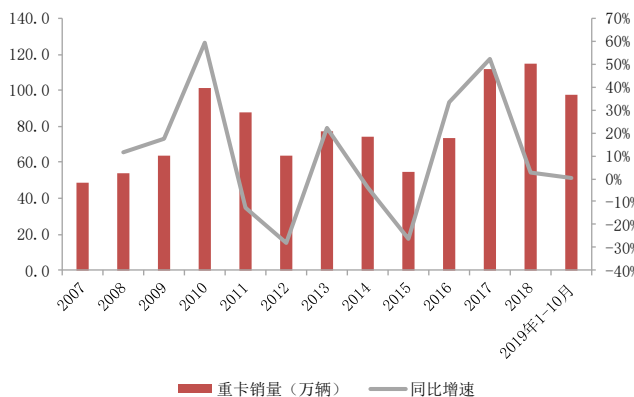
若 2020 年地产新开工投资等增速下降，预计将影响重卡销量增速，预计 2020 年增速将回落。

图 29： 地产新开工增速 VS 重卡月度销量增速



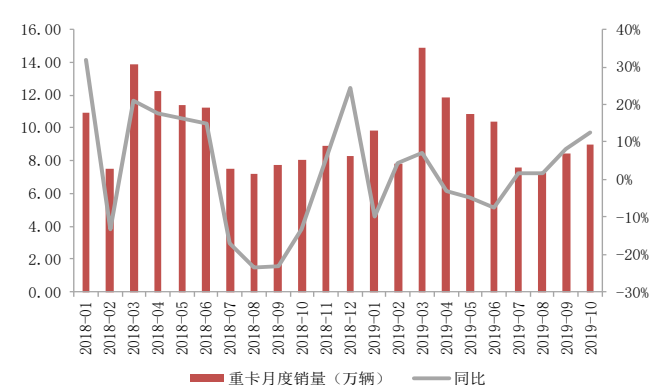
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 30： 重卡行业年度销量及增速



资料来源：第一商用车网，东方证券研究所

图 31： 重卡行业月度销量及增速



资料来源：第一商用车网，东方证券研究所

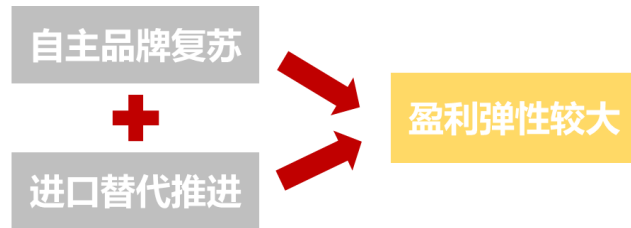
4 零部件：看好受益自主复苏叠加产品结构升级、进口替代的公司

4.1 受益自主复苏叠加进口替代，盈利弹性大

随着国内零部件企业产品技术水平的提升，同时凭借较高的成本优势，逐步对进口零部件进行国产替代。国内零部件企业的客户从自主品牌逐步拓展到合资品牌客户，不断提升渗透率，带来长期业

绩增长的驱动力。另一方面，在行业整体出现下滑的情况下，自主品牌汽车销量受冲击较大，自主品牌客户占比较高的零部件企业受影响较大。随着行业企稳复苏，自主品牌销量恢复弹性较大，结合进口替代推进，将为相关零部件公司带来较大的盈利弹性。

图 32：自主品牌复苏与进口替代推进将带来较大的盈利弹性

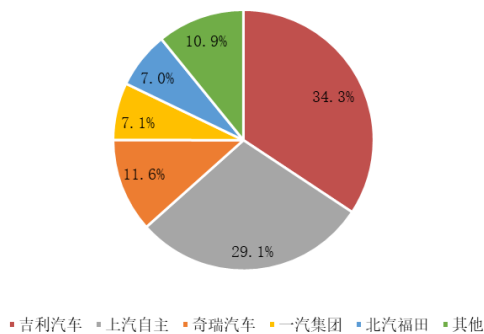


资料来源：东方证券研究所

近年来新泉股份持续拓展合资品牌客户，积极推动进口替代，预计将受益于自主品牌复苏和进口替代带来的较大盈利弹性。从 2018 年的客户结构来看，目前新泉股份的客户主要仍以自主品牌为主，其中吉利汽车、上汽集团是主要客户，行业下滑中自主品牌受冲击相对较大，随着行业整体企稳复苏，自主品牌销量有望形成较大的反弹，其中吉利汽车 3 季度销量下滑幅度已经大幅缩小，上汽乘用车 3 季度销量已经恢复转正。

另一方面，公司近年来在合资品牌客户拓展和进口替代方面取得重要进展，2018 年进入一汽捷达供应链，2019 年取得上汽大众部分新车型项目定点。2019 年 9 月，一汽捷达新品牌车型正式上市，首月销量即达到 11080 辆，随着其销量继续提升，将为公司带来重要盈利增长点，有效增强公司的盈利弹性。

图 33：新泉股份 2018 年客户仍以自主品牌为主



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：新泉股份持续拓展合资客户推进进口替代



资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 毛利率、ROE 出现拐点的公司

随着行业逐步企稳，部分零部件公司因受资本开支下降，盈利能力有望出现拐点，这样的公司值得关注。

从资本开支情况来看，部分零部件公司的近年来主要项目已经建设完成，资本开支 2019 年来大幅下降，未来其固定资产增速将大幅下降，因此其折旧增速也将下降，将带来毛利率上升。

具体公司中，精锻科技新能源汽车电机轴、铝合金涡盘精锻件制造项目和天津工厂项目已经建设完成；爱柯迪上市后的主要募投项目将在 2019 年基本完成，少部分项目 2020 年将完成；华懋科技最新定增募投项目将在 2019 年完成。随着主要资本开支的结束，这些公司由固定资产折旧带来的毛利率压力将大幅降低。

表 5：部分零部件公司资本开支情况（亿元）

代码	公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q3
300258.SZ	精锻科技	1.7	2.1	2.6	5.0	3.8
600933.SH	爱柯迪	2.5	4.6	5.0	6.6	2.6
603306.SH	华懋科技	0.8	1.6	1.9	2.1	0.8
600114.SH	东睦股份	1.7	2.2	2.9	2.6	1.1

资料来源：公司公告，东方证券研究所

这部分零部件公司的折旧占营业收入和营业成本的比重较大。2019 年 H1，精锻科技、爱柯迪、华懋科技、福耀玻璃和东睦股份的折旧占营业收入比重分别达到 11.7%、9.7%、8.8%、8.0%和 8.5%，占营业成本比重分别达到 18.4%、14.4%、13.3%、12.7%和 11.6%，在所有零部件公司中排名靠前。因此这些公司由固定资产投资减少带来的毛利率边际改善幅度较大，随着行业整体企稳回升和折旧增速下降，有望见到毛利率的明显好转。

表 6：部分零部件公司折旧占营业收入比重情况

代码	公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 H1
300258.SZ	精锻科技	12.0%	11.5%	11.0%	10.7%	11.7%
600933.SH	爱柯迪	5.8%	6.1%	6.2%	7.6%	9.7%
603306.SH	华懋科技	5.0%	4.2%	5.9%	6.7%	8.8%
600114.SH	东睦股份	7.9%	6.9%	6.3%	6.8%	8.5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 7：部分零部件公司折旧占营业成本比重情况

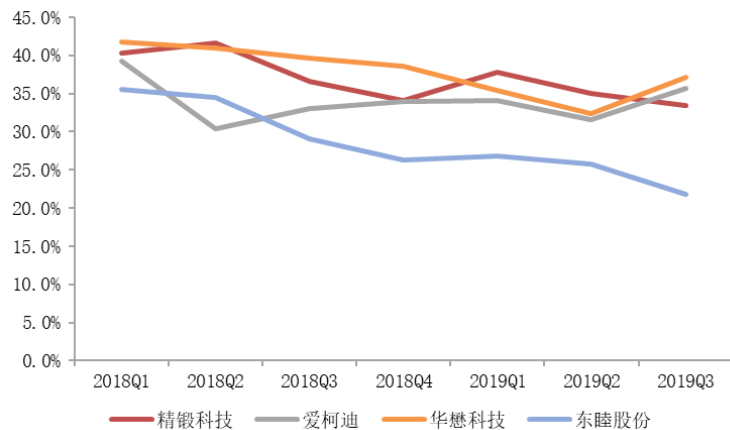
代码	公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 H1
300258.SZ	精锻科技	19.8%	19.4%	18.7%	17.4%	18.4%
600933.SH	爱柯迪	10.1%	10.6%	10.4%	11.6%	14.4%
603306.SH	华懋科技	8.5%	7.9%	10.2%	11.2%	13.3%

600114.SH	东睦股份	11.7%	10.6%	9.8%	9.9%	11.6%
-----------	------	-------	-------	------	------	-------

资料来源：公司公告，东方证券研究所

从单季度毛利率情况来看，爱柯迪和华懋科技已经出现毛利率改善的迹象。精锻科技和东睦股份目前毛利率处于低点；其中精锻科技 3 季度毛利率 33.5%，同比环比均下降；华懋科技毛利率自 2018 年来持续下降。爱柯迪和华懋科技的毛利率预计有望延续目前的改善趋势，预计精锻科技在 2020 年下游客户订单维持稳定下，毛利率有望触底反弹。

图 35：部分零部件公司单季度毛利率变化情况

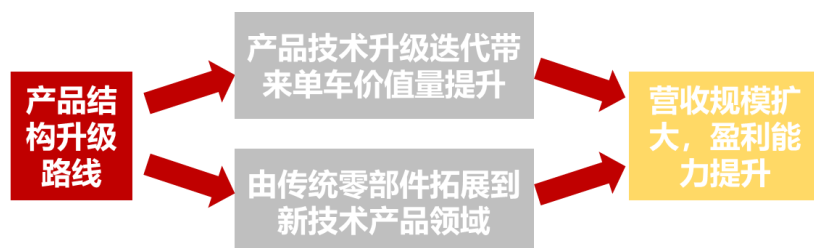


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.3 产品、技术升级带来新的增长空间

产品结构升级将是零部件企业未来实现营收规模扩大，盈利能力提升的重要发展路径。产品结构升级的路线包括固有产品技术升级迭代带来单车价值量的提升、由传统零部件产品拓展到新技术产品领域等。通过以上方式，零部件企业推动自身产品结构不断升级变化，达到扩大营收规模，提升盈利能力的目的。

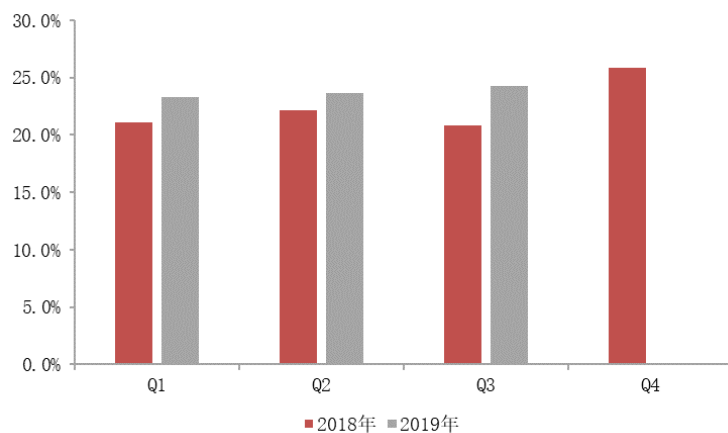
图 36：零部件企业产品结构升级路线



资料来源：东方证券研究所

产品技术升级迭代带来单车价值量提升将有效提升零部件企业产品单车价值量，提升盈利能力。车灯产品目前正在践行这一发展路线，从早期以卤素灯为主，发展到氙气灯，目前 LED 灯渗透率逐步提升，未来还有望向激光灯发展。国内以星宇股份为代表的零部件企业在车灯产品技术升级迭代的过程中营收规模不断扩大，盈利能力持续提升。2019 年来在行业出现下滑的情况下，星宇股份单季度毛利率分别同比提升 2.2、1.5 和 3.4 个百分点，主要受益于车灯产品的技术升级的拉动。

图 37：车灯产品技术升级带动星宇股份毛利率提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

以华域汽车为代表的零部件企业则由传统零部件产品逐步拓展到新技术产品领域。华域汽车传统零部件产品主要包括内外饰件、金属成型与模具、功能件、电子电器件和热加工件等。近年来公司积极推动电动化、智能网联、智能座舱等产品领域拓展，目前已经取得重要进展。其中，华域麦格纳将在 2020 年开支为大众 MEB 平台供货，华域电动将为 MEB 平台供应驱动电机；智能驾驶领域 24GHZ 后向毫米波雷达和 77GHZ 前向毫米波雷达已经量产供货，并积极拓展前向毫米波雷达的乘用车订单；智能座舱领域打造面向未来的智能座舱整体解决方案，产品已得到客户认可。随着公司在电动化智能网联产品领域的逐步推荐，产品结构将进一步升级，为未来营收和盈利增长奠定良好基础。2019 年前三季度，公司毛利率为 14.5%，同比增加 0.7 个百分点，好于行业平均水平，体现了公司向新技术领域转型的效果。

图 38：华域汽车从传统零部件拓展到电动化智能网联产品领域

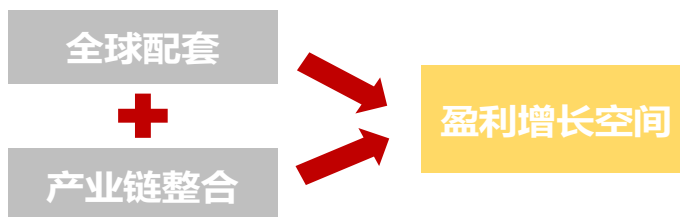


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.4 收购公司产业链整合、全球配套的公司

国内部分零部件公司在产品研发制造上已经具备全球领先的水平，同时凭借较低的生产成本等优势，已经进入全球零部件配套体系。另一方面，随着全球汽车行业增速放缓，同时国外汽车产业较为发达地区的人力成本较高等，国外整车及零部件龙头企业的盈利逐渐下滑。为了提升盈利性，整车企业开始寻求成本更低的零部件供应商，零部件龙头企业开始逐步剥离或出售部分盈利性相对较弱的业务，全球零部件产业链进入整合重塑阶段。国内零部件公司参与全球产业链整合，为公司打开营收盈利增长空间。

图 39：全球配套与产业链整合将带来巨大的营收盈利增长空间



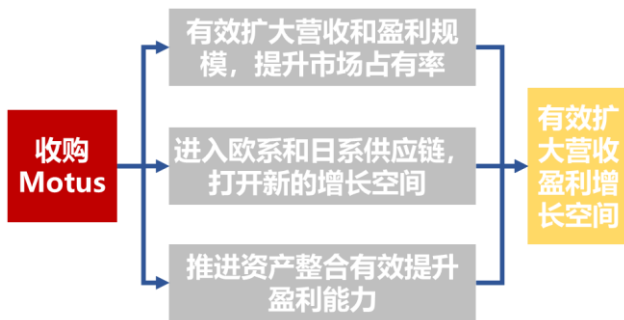
资料来源：东方证券研究所

岱美股份是以全球配套为主的零部件公司，主要产品包括遮阳板、头枕、顶棚中央控制器等。岱美股份下游客户包括通用、福特、克莱斯勒、大众、奔驰、宝马、丰田、本田等整车企业，以及江森自控、安通林、李尔、佛吉亚等全球知名一级零部件供应商。

2018 年岱美股份完成对全球领先的遮阳板供应商 Motus 的收购。通过收购 Motus，公司有效扩大营收和盈利规模，提升遮阳板产品市场占有率，目前全球市占率稳居第一。收购 Motus 后，公司快速切入宝马、奔驰、保时捷等欧系客户以及丰田、本田等日系客户供应链，在原有美系为主的客户体系基础上打开重要增长空间。

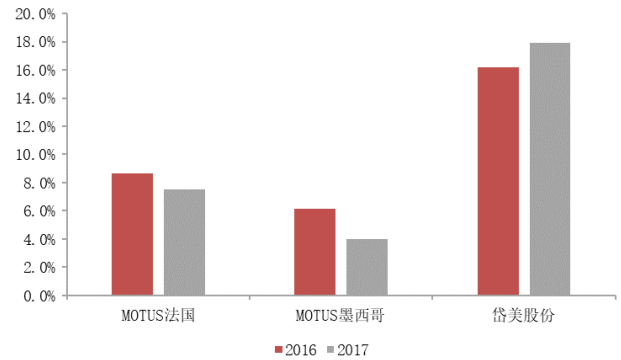
Motus 净利率在 4%至 9%左右，远低于公司 17%左右的水平。岱美股份通过原材料及配件采购渠道整合、模具设备优化互补以及全球布局生产等手段推动 MOTUS 的产业链整合，未来盈利能力有望改善，将带动公司盈利持续增长。

图 40：岱美股份收购 Motus 带来多方面收益



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：岱美股份和 Motus 净利率情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年，继峰股份完成对全球领先的汽车座椅和内饰供应商格拉默的收购，为公司继续拓展全球市场奠定坚实基础。格拉默的下游客户包括大众、戴姆勒、宝马、菲亚特克莱斯勒、通用汽车等国际重要整车企业，2018 年实现营业收入 164 亿元。

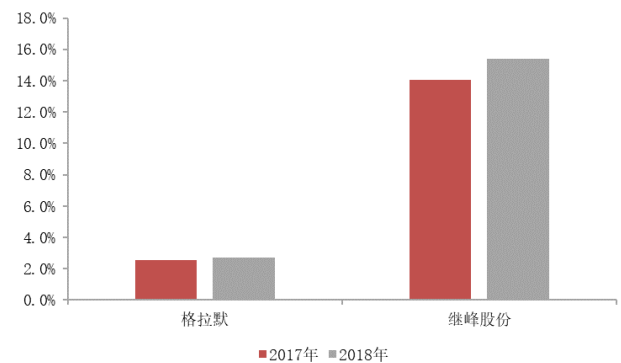
从盈利能力上来看，格拉默 2017 年和 2018 年的净利率分别为 2.5%和 2.7%，而继峰股份为 14.1%和 15.4%，差距较大。格拉默净利率较低主要受被收购前成本控制力相对较弱、海外人力成本较高导致毛利率偏低等因素影响。收购完成后，继峰股份有望稳步推进产业链整合，发挥协同效应，降低格拉默的生产成本，稳步提升其盈利能力，未来盈利增长空间较大。

图 42：继峰股份主要国际下游客户



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：继峰股份和格拉默净利率情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

国内还有其他较多零部件公司参与全球配套，并有望在产业链整合中持续受益，包括华域汽车、福耀玻璃、三花智控等。

随着国内零部件公司产品技术水平不断提升，同时成本相对较低，未来参与国际配套的比例预计将不断提升。在全球零部件产业链不断整合的背景下，国内零部件公司将获得较大的营收盈利发展空间。

表 8：国内零部件公司的国际客户情况

公司	主要供应产品	国际客户
华域汽车	内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、电驱动系统、驱动电机等	奔驰、宝马、福特、大众、通用等
福耀玻璃	汽车玻璃	丰田、大众、通用汽车、福特、现代等
银轮股份	热管理产品	通用、福特、沃尔沃、捷豹路虎、雷诺等
三花智控	热力膨胀阀、电子水泵、水冷板等热管理产品	大众、奔驰、宝马、沃尔沃、特斯拉、通用等
旭升股份	新能源汽车传动系统、悬挂系统、电气系统、电池系统、液压系统等产品	特斯拉、北极星等

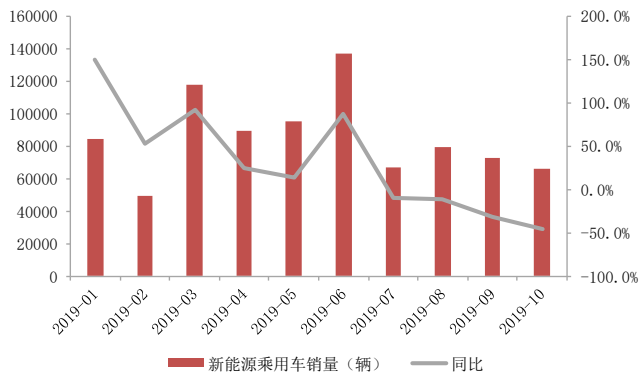
资料来源：公司公告，东方证券研究所

5 新能源汽车：产业格局重塑，看好特斯拉、大众 MEB 产业链

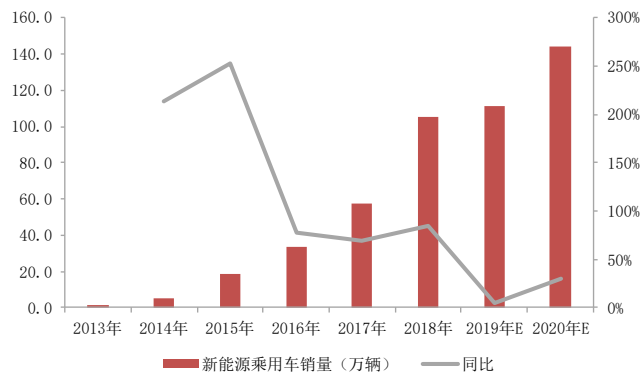
5.1 新能源乘用车：预计明年仍将保持增长

新能源乘用车销量近年来整体保持快速增长的趋势。2013 年至 2015 年之间，新能源乘用车年销量从 1.7 万辆快速增长到 19 万辆，年均增速达到 232.4%。2015 年至 2018 年间，新能源乘用车销量进入稳定增长阶段，年度增速在 77%左右，至 2018 年销量达到 105.3 万辆。

受政府补贴退坡的影响，2019 年 7-9 月新能源乘用车销量出现下滑；预计 4 季度销量同比将继续下滑，预计 2019 年行业销量同比增长 5%左右；考虑到 2020 年是补贴执行的最后一年及部分城市出租车存在更新为新能源车、特斯拉国产带来增量的可能，预计 2020 年行业仍将实现增长，预计增速在 30%左右。

图 44：新能源乘用车 2019 年月度销量及增速


资料来源：中汽协，东方证券研究所

图 45：历年新能源乘用车销量及增速


资料来源：中汽协，东方证券研究所

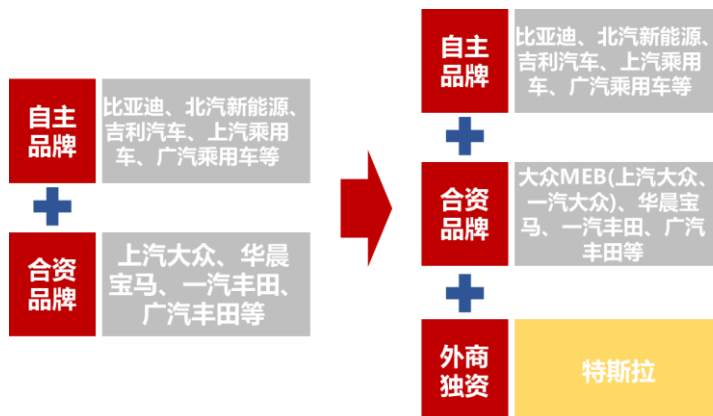
5.2 预计明年开始格局将重塑

随着特斯拉、大众 MEB 平台等在中国市场的持续推进，国内新能源乘用车市场竞争格局未来将发生重要变化。

目前国内新能源乘用车市场主要仍以自主品牌为主，同时合资品牌占据少部分市场份额。自主品牌中比亚迪、北汽新能源、吉利汽车、上汽乘用车、广汽乘用车等市场份额位居前列；合资品牌中上汽大众、华晨汽车、一汽丰田、广汽丰田等市场份额逐渐提升，但是整体份额仍较小。

特斯拉国产化后，凭借其车型的强大产品竞争力，未来其在国内新能源乘用车市场的份额有望快速提升，成为自主品牌和合资品牌以外的重要一部分。大众 MEB 平台 2020 年在国内市场投产后，上汽大众和一汽大众的市场份额有望快速提升，从而拉动合资品牌整体市场份额的提升。

综合而言，新能源乘用车市场现阶段自主品牌为主、合资品牌为辅的格局将发生变化。

图 46：国内新能源乘用车市场未来格局变化


资料来源：东方证券研究所

5.3 看好特斯拉、MEB 产业链相关公司机会

特斯拉产业链涉及范围广，国内外众多公司成为其供应商，特斯拉的快速发展为进入其供应链的国内上市公司提供了增长机会。

在电池系统，目前特斯拉主要采用松下和 LG 化学供应的动力电池。国内上市公司中，旭升股份供应电池组外壳、箱体、冷却系统组件等产品，华域汽车供应电池盒等产品。

在电驱动系统，国内上市中旭升股份供应变速箱箱体、变速箱悬挂、电动机端盖、电动机壳体等产品；东睦股份供应逆变器粉末冶金零件等；中科三环供应钕铁硼磁体产品。

在热管理系统，国外供应商主要包括德纳、高华公司等。国内公司中，三花智控为特斯拉供应膨胀阀、水冷板等热管理产品。

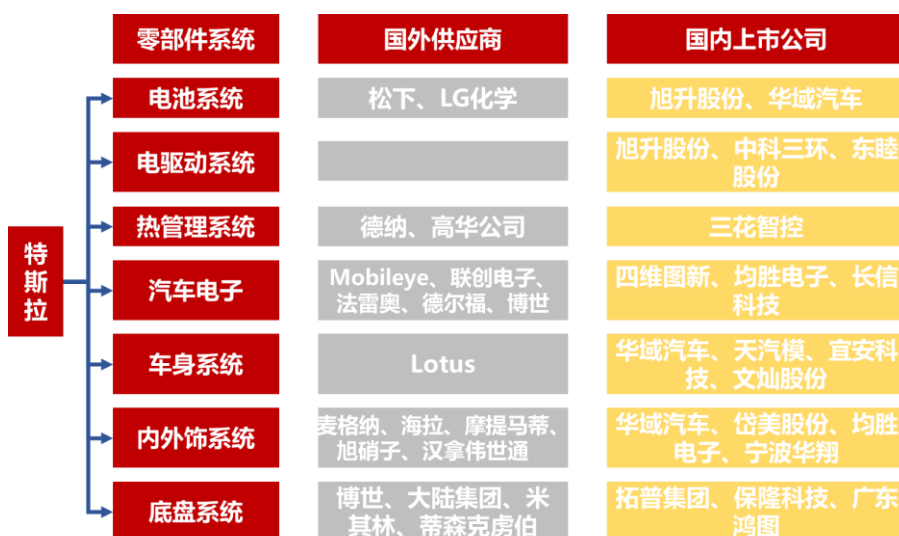
在汽车电子部分，国外供应商主要包括 Mobileye、联创电子、德尔福、法雷奥、博世等。国内上市公司中，均胜电子主要供应人机交互产品 HMI，四维图新为特斯拉独家导航地图供应商，长信科技供应中控屏模组产品。

在车身系统部分，国外供应商包括 Lotus 等。国内上市公司中，华域汽车供应车身分拼总成件、侧围、后盖模具等产品；文灿股份供应铝合金车身结构件等产品。

在内外饰系统领域，国外供应商主要包括麦格纳、海拉、摩提马蒂、旭硝子、汉拿伟世通等。国内上市公司中，华域汽车供应座椅整椅、保险杠等产品；岱美股份供应遮阳板等产品；均胜电子供应驾驶员安全气囊、方向盘等汽车安全系统产品；宁波华翔供应饰条等产品。

在底盘系统，国外供应商主要包括博世、大陆集团、米其林、蒂森克虏伯等。国内上市公司中，拓普集团为特斯拉供应轻量化铝合金底盘结构件、大型车身结构件等；保隆科技供应 TPMS 产品。

图 47：特斯拉国产产业链供应商情况



资料来源：公开资料整理，公司公告，东方证券研究所

大众 MEB 平台将是大众集团未来电动汽车战略下最重要的汽车平台，基于 MEB 平台大众将生产销售大量纯电动汽车，给产业链上下游的上市公司带来重要发展机遇。

在电驱动系统领域，华域汽车旗下华域麦格纳将给大众全球 MEB 平台供应电驱动系统总成相关产品，同时华域电动将为华域麦格纳生产的 MEB 平台电驱动系统总成相关产品提供全部驱动电机部件的配套供货。精锻科技将为 MEB 平台供应变速器齿轮、电机轴、从动轴主动轴等电驱动部件。

在电池系统领域，宁德时代将为大众 MEB 平台提供动力电池产品。

在热管理系统部件领域，三花智控的膨胀阀等热管理产品已经进入 MEB 平台供应链。

均胜电子将为 MEB 平台供应新能源电池管理系统 (BMS) 和车联网车载信息系统等，涉及热管理系统和汽车电子系统。

此外，中鼎股份将为 MEB 平台供应减振底盘系统产品；得润电子将供应高压线束业务、低压电池包线束等整车线束产品；奥特佳供应电动空调压缩机等空调系统部件产品；富奥股份将供应电驱动总成核心逆变器总成等部件。

表 9：大众 MEB 平台产业链国内受益上市公司

序号	代码	公司	供应产品	产品所属系统
1	600741.SH	华域汽车	华域麦格纳供应电驱动系统总成相关产品，华域电动为华域麦格纳提供驱动电机部件的配套供货	电驱动系统
2	300750.SZ	宁德时代	动力电池	电池系统
3	002050.SZ	三花智控	膨胀阀等热管理产品	热管理系统部件
4	300258.SZ	精锻科技	变速器齿轮、电机轴、从动轴主动轴等	电驱动部件
5	600699.SH	均胜电子	车联网车载信息系统、新能源电池管理系统 (BMS)	热管理和汽车电子系统
6	000887.SZ	中鼎股份	减振底盘系统产品	底盘产品
7	002055.SZ	得润电子	高压线束业务、低压电池包线束等	整车线束
8	002239.SZ	奥特佳	电动空调压缩机	空调系统部件
9	000030.SZ	富奥股份	电驱动总成核心逆变器总成部件	电驱动部件

资料来源：公司公告，东方证券研究所

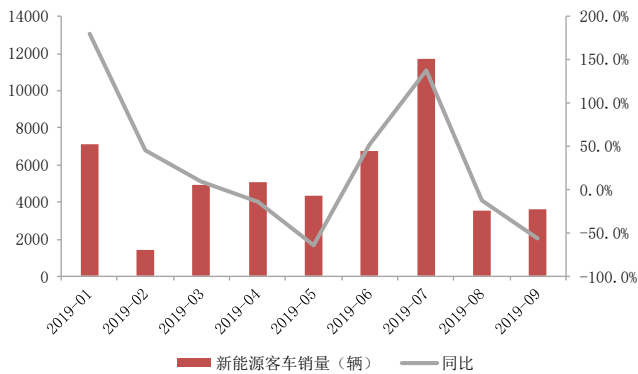
5.4 新能源客车：继续向龙头集中

新能源客车（6米以上）在 2014 年至 2016 年增长较快，从 2.4 万辆快速增长到 11.8 万辆，年均增速达到 123%。2017 年受补贴大幅退坡的影响，新能源客车销量出现大幅下滑，全年销量为 8.7 万辆，同比下滑 26%。2018 年，新能源客车销量与 2017 年相比小幅增长 5%至 9.1 万辆。2019 年 1-9 月，新能源客车销量受补贴继续退坡等因素影响，销量继续小幅下滑 3%至 4.8 万辆。

今年来新能源客车（6米以上）月度销量波动较大，主要受补贴政策变动影响较大。年初，受 2019 年新能源汽车补贴退坡政策尚未落地，2018 年的补贴政策持续执行的影响，行业抢装效应明显，其中 1 月销量达到 7,124 辆，同比大幅增长 180%。此后几个月销量降低明显，4 月和 5 月销量同

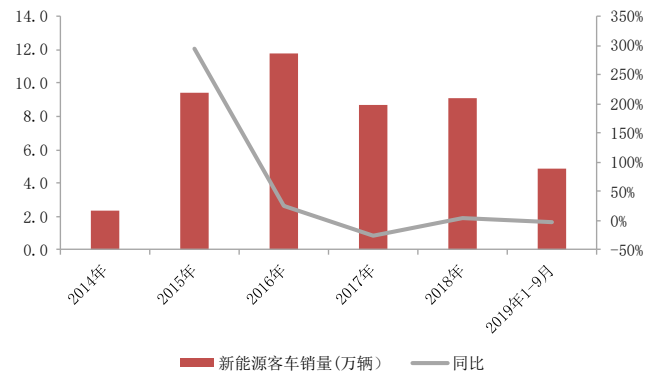
比出现下降。6月和7月，新能源公交车仍处于补贴过渡期，8月之后新的补贴政策正式执行，因此行业再次出现抢装情况，销量大幅增长。8月和9月，新的补贴政策正式执行，受退坡影响，销量出现大幅下滑，其中9月销量3614辆，同比下滑57%。

图 48：新能源客车 2019 年月度销量及增速



资料来源：中国客车信息网，东方证券研究所

图 49：历年新能源客车销量及增速

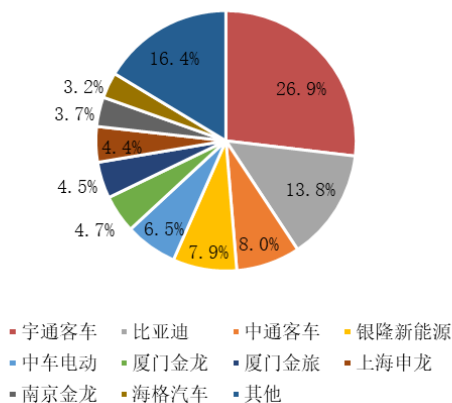


资料来源：中国客车信息网，东方证券研究所

从新能源客车（6米以上）市场竞争格局情况来看，头部公司中宇通客车凭借较强的竞争力，市场份额稳步提升，2019年1-9月市场份额达到30.8%，较2018年提升4个百分点。

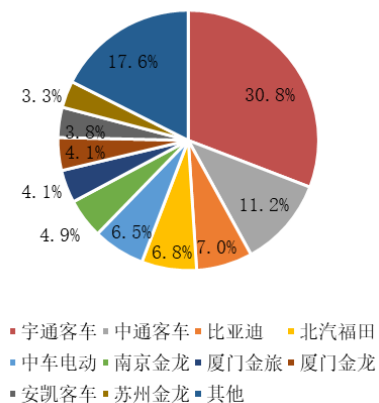
在补贴继续取消后，预计未来新能源客车仍将向龙头集中。

图 50：2018 年新能源客车市场份额情况（6 米以上）



资料来源：中国客车信息网，东方证券研究所

图 51：2019 年 1-9 月新能源客车市场份额情况（6 米以上）



资料来源：中国客车信息网，东方证券研究所

6 主要投资策略

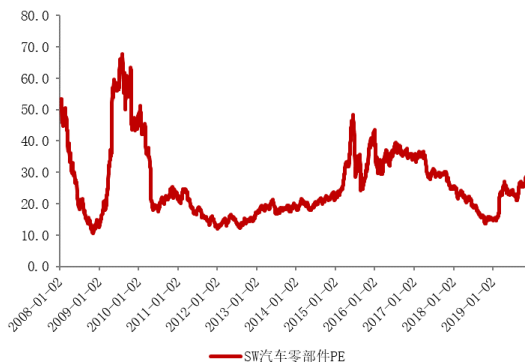
6.1 行业 PE、PB 估值：目前处于历史低位

截至到 11 月 22 日，受部分整车企业亏损影响，整车行业整体净利润较低，导致测算整车行业市盈率偏高，目前达到 19.3 倍左右；在剔除长安汽车、海马汽车、一汽轿车、力帆股份、小康股份和安凯客车等亏损严重的公司之后，整车市盈率约为 13.4 倍，2008 年来整车平均市盈率约为 15.7 倍，目前低于历史平均水平。

从零部件行业市盈率计算来看，目前的市盈率（TTM）分母中仍包含 2018 年 Q4 的单季度 EPS，而 2018 年 Q4 受东方精工、富临精工等公司因计提商誉减值准备和坏账准备等导致巨额亏损影响，行业整体的 EPS 是负的，因此导致目前市盈率（TTM）计算中分母偏小。另一方面，受行业下滑影响，今年来零部件行业单季度 EPS 呈现逐步下滑的趋势，这也导致分母变小。以上两方面原因导致零部件行业的市盈率（TTM）28 倍，若扣除东方精工和富临精工两家公司的影响，则目前零部件行业市盈率为 24 倍左右。2008 年来零部件平均市盈率约为 26 倍，2015 年来零部件平均市盈率约为 28.4 倍，24 倍的市盈率低于历史平均水平。

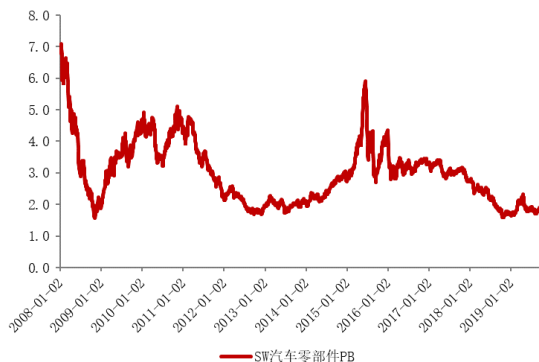
从市净率的角度来看，目前零部件行业 PB 为 1.8 倍，目前处于历史低位。

图 52：汽车零部件 PE 估值（1.1-11.22）



数据来源：WIND，东方证券研究所

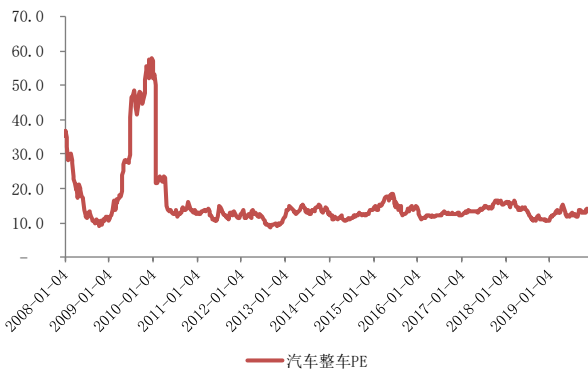
图 53：汽车零部件 PB 估值（1.1-11.22）



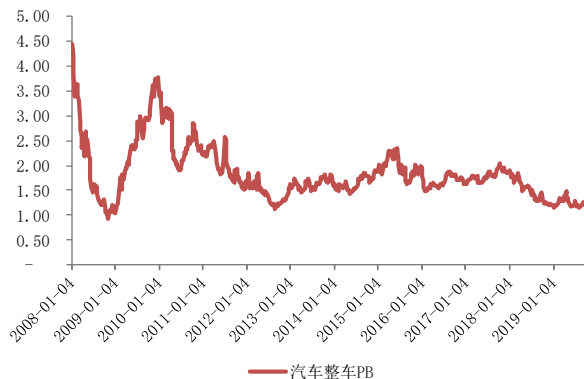
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 54：整车 PE 估值

图 55：整车 PB 估值



数据来源：WIND，东方证券研究所



数据来源：WIND，东方证券研究所

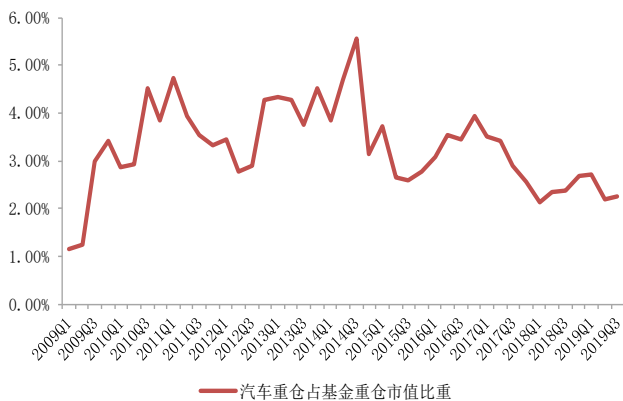
6.2 机构持仓：历史相对低位

通过对单季度的基金重仓股与 SW 汽车行业的 180 家公司进行统计，可以梳理出：

汽车重仓股市值占全部基金重仓股市值比重情况来看，2018Q1 至 2019Q1 呈逐渐上升趋势，从 2.14% 提升至 2.70%；2019Q2 该比重下降至 2.20%；2019Q3 有所回升，达到 2.27%。从历史持仓水平来看，目前汽车重仓股仍处于历史较低水平，2009Q1 至 2019Q3 的历史平均持仓水平为 3.28%，目前较平均水平低 1.01 个百分点。

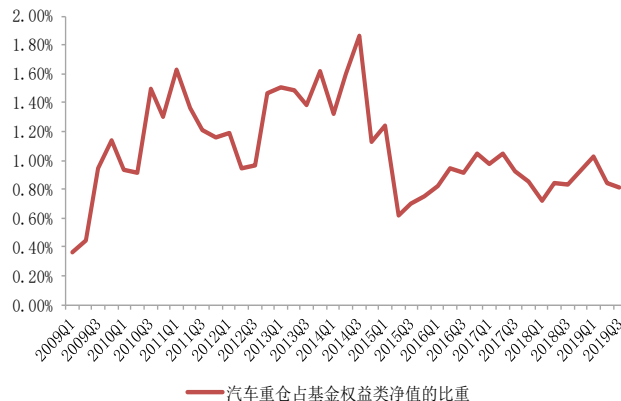
以全部基金市值剔除债权类和货币类的权益类基金市值作为基础，计算重仓股占基金权益类净值的比重，则在 2018Q1 至 2019Q1 期间，该比重整体上升，从 0.72% 提升至 1.03%；2019Q2 和 2019Q3 持续下降至 0.81%。2009Q1 至 2019Q3 该比重的平均历史水平为 1.07%，2019 年 Q3 距离平均水平 0.26 个百分点，处于历史较低位置。

图 56：机构持仓汽车市值比重比较



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 57：汽车持仓占基金权益类净值的比重



资料来源：WIND 东方证券研究所

6.3 三条投资主线

从投资策略上，2020年预计部分优质公司将先看到估值修复，随着行业销量下滑幅度逐步收窄及企稳，公司盈利将见到季度同比、环比改善，优质整车和零部件公司将见到盈利和估值双升。

我们认为2020年主要有三条主线：

主线一：整车：上汽集团(600104, 买入)、长安汽车(000625, 买入)、广汽集团(601238, 买入)；
 主线二：零部件公司：产品、技术升级带来新的增长空间：华域汽车(600741, 买入)、星宇股份(601799, 买入)、科博达(603786, 未评级)；受益自主复苏叠加进口替代：新泉股份(603179, 买入)、拓普集团(601689, 买入)；毛利率、ROE出现拐点的公司：爱柯迪(600933, 买入)、精锻科技(300258, 买入)、银轮股份(002126, 买入)；产品、收购公司产业链整合、全球配套的公司：岱美股份(603730, 未评级)、继峰股份(603997, 未评级)；细分行业龙头：潍柴动力(000338, 未评级)、福耀玻璃(600660, 未评级)、智能驾驶：德赛西威(002920, 买入)、均胜电子(600699, 未评级)。
 主线三：特斯拉及大众MEB平台产业链：华域汽车(600741, 买入)、三花智控(002050, 买入)、拓普集团(601689, 买入)、宁德时代(300750, 未评级)。

表 10：主要汽车公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价(11-27)	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600104.SH	上汽集团	23.35	3.08	2.61	2.87	3.11	7.58	8.96	8.14	7.50
600741.SH	华域汽车	26.60	2.55	2.19	2.37	2.57	10.45	12.16	11.24	10.34
601799.SH	星宇股份	85.73	2.21	2.75	3.48	4.27	38.78	31.14	24.66	20.08
603730.SH	岱美股份	26.56	1.36	1.65	1.98	2.28	19.53	16.13	13.40	11.65
600660.SH	福耀玻璃	22.07	1.64	1.33	1.53	1.74	13.46	16.59	14.41	12.71
002920.SZ	德赛西威	24.40	0.76	0.46	0.64	0.87	32.11	53.19	38.32	28.05
603179.SH	新泉股份	17.35	1.37	0.87	1.18	1.50	12.66	19.95	14.67	11.59
601238.SH	广汽集团	11.61	1.07	0.81	1.00	1.13	10.85	14.36	11.67	10.23
603197.SH	保隆科技	25.36	0.94	1.08	1.41	1.72	26.98	23.51	17.93	14.74
601689.SH	拓普集团	14.12	1.04	0.49	0.62	0.74	13.58	29.11	22.94	19.14
603788.SH	宁波高发	15.08	1.09	0.87	1.03	1.19	13.83	17.36	14.59	12.65
000338.SZ	潍柴动力	13.35	1.08	1.21	1.32	1.40	12.36	11.05	10.15	9.50
002074.SZ	国轩高科	12.31	0.51	0.63	0.74	0.87	24.14	19.49	16.55	14.11
300258.SZ	精锻科技	9.78	0.64	0.60	0.72	0.84	15.31	16.42	13.50	11.62
002050.SZ	三花智控	15.21	0.61	0.51	0.60	0.69	24.93	29.91	25.50	22.15
600114.SH	东睦股份	6.20	0.51	0.47	0.54	0.61	12.16	13.29	11.39	10.20
603997.SH	继峰股份	7.88	0.48	0.43	0.54	0.64	16.53	18.24	14.66	12.39
600699.SH	均胜电子	14.89	1.43	0.91	1.13	1.42	10.41	16.28	13.19	10.52
002126.SZ	银轮股份	6.90	0.44	0.44	0.52	0.63	15.68	15.61	13.20	10.87
300750.SZ	宁德时代	87.25	1.64	2.03	2.48	3.02	53.16	42.93	35.15	28.85
002594.SZ	比亚迪	43.90	0.93	0.82	1.08	1.38	47.20	53.25	40.83	31.77
000625.SZ	长安汽车	8.48	0.14	-0.07	0.60	1.01	60.57	-121.49	14.12	8.38
000550.SZ	江铃汽车	14.07	0.11	0.40	1.02	2.14	127.91	34.78	13.85	6.58
600933.SH	爱柯迪	11.31	0.55	0.54	0.66	0.80	20.56	20.99	17.14	14.18
603596.SH	伯特利	19.18	0.60	0.92	1.08	1.29	31.97	20.90	17.73	14.92
603786.SH	科博达	47.60	1.34	1.27	1.46	1.75	35.46	37.61	32.52	27.20

资料来源：Wind，东方证券研究所

6.3.1 华域汽车：综合实力强，特斯拉及大众MEB平台产业链受益者

公司进入特斯拉及大众新能源车MEB平台配套，预计未来新能源车配套业务将是重要增长点。随着年底特斯拉新能源车上市，公司给特斯拉配套的座椅总成、车身分拼总成件、侧围、后盖模具等将逐步开始供货。华域麦格纳电驱动系统总成将于2020年下半年给德国大众MEB平台欧洲工

厂供货，后续将给上汽大众、一汽大众新能源车供货。随着特斯拉及大众 **MEB** 平台新能源车销量提升，公司新能源车业务盈利贡献将逐步体现。

智能座舱产品和智能网联业务稳步推进。延锋汽饰通过与京东、歌尔股份等合作，打造面向未来的智能座舱整体解决方案，产品已得到客户认可。在智能驾驶领域，公司积极拓展前向毫米波雷达的乘用车订单。公司在智能网联领域持续加大投入，整体稳步发展。

公司盈利稳定增长，稳定分红。在今年行业下滑下，公司毛利率逆市增长，表明公司较强的抗风险能力，随着行业逐步企稳，预计公司盈利稳定增长，公司分红稳定，股息率较高。

6.3.2 上汽集团：受益于行业企稳后盈利改善，市场份额将继续提高

行业调整后，公司市场份额将继续提升。2005 年至 2019 年 Q3 间，主要汽车集团中头部竞争力较强公司的市场份额提升较多，其中上汽集团市场份额分别提升 7.9 个百分点。上汽集团中上汽大众、上汽通用和上汽自主品牌市场份额均提升较多。上汽近 10 年间，为拓展新产品和掌握核心技术，研发费用复合增速 15% 左右。13 年到 17 年，研发费用全部费用化。假设研发费用部分资本化，则这几年公司盈利增速将提升，采取费用化对未来盈利形成实质性正面影响。

预计上汽通用有望边际改善。受行业下滑及通用三缸发动机影响，上汽通用 19 年销量下滑幅度高于行业平均水平，随着新车逐步上市，预计 20 年上汽通用销量和盈利均有望得到改善。

行业企稳后，公司盈利改善。预计随着行业逐步企稳，公司盈利将逐步改善。目前估值低，股息率较高。

6.3.3 长安汽车：自主盈利大幅改善，期待长福反转

长安自主盈利能力大幅改善，CS75 PLUS 热销拉动销量增长。3 季度毛利率 18.8%，环比增加 6.9 个百分点，盈利能力大幅改善。CS75 PLUS 9 月上市后持续热销，目前订单量已突破 3 万辆；预计合肥工厂产能爬升后 11、12 月销量有望继续攀升。长安欧尚 X7 有望成为 CS75 PLUS 之后又一热销产品，10 月开启预售目前订单量已经超过 1 万辆，11 月将正式上市。自主品牌持续推出爆款车型，预计 4 季度及 20 年自主盈利将继续改善

长安福特新车上市，盈利改善。基于改善长安福特的市场地位及盈利能力，福特推出“2025 计划”，根据“中国 2025 计划”，福特汽车计划到 2025 年底，在中国推出超过 50 款新车。2018 年底推出全新福克斯、2019 年推出中期改款锐界和金牛、换代翼虎；林肯车型有望在 19 年 4 季度国产，其国产化后有望提升长安福特单车盈利能力。锐志及林肯首款国产 SUV 年内投产上市后将有望拉动长福销量增长，预计 20 年将见销量和盈利改善。

6.3.4 拓普集团：受益于特斯拉、吉利产业链，盈利改善

公司将受益于特斯拉上海工厂投产。公司轻量化底盘产品已经进入特斯拉、比亚迪等新能源汽车龙头企业供应链，特斯拉上海工厂已经进入试生产阶段，即将正式投产，未来有望拉动公司配套量提

升和盈利改善。公司汽车电子业务中多款电子真空泵产品量产供货，并积极开发汽车电子新产品，长期发展向好。随着行业整体企稳，预计公司经营业绩有望进一步改善。

吉利产业链受益者。随着吉利汽车销量逐步改善，公司给吉利配套产品订单将同比提升，预计 20 年有望见到收入和毛利率均出现同比改善。

6.3.5 新泉股份：受益于吉利、捷达产业链，从自主到合资盈利和估值将双升

从自主配套进入捷达品牌产业链配套。公司主要产品包括乘用车仪表板总成和门内护板总成。通过单价和市场配套量测算市场规模，预计 2022 年乘用车仪表板总成和门板总成市场空间分别为 251 亿元、206 亿元左右。公司在 9 月进入捷达品牌新车型配套。2013 年至 2018 年捷达老车型月均销量在 2.2 万辆至 2.9 万辆之间。9 月 VA3 和 SUV 车型 VS5 上市，当月销量 1.1 万辆。随着捷达产能爬坡，预计 4 季度给公司收入贡献将逐步提升。假如捷达品牌 2020 年销量为 30 万辆左右，预计捷达收入在公司门板收入比重在 15% 左右。进入捷达供应链将有效拉动公司合资产品收入和盈利比重提升。

吉利产业链的受益者。吉利现阶段是公司第一大客户，主要车型均配套。2012 年至 2018 年公司给吉利配套收入收入比重从 21.2% 增加到 34.3%。2019 年受行业下滑影响，吉利 1-9 月销量同比下滑 16%，10 月同比转正。随着 2020 年行业逐步企稳，预计吉利销量有望实现同比正增长，吉利销量企稳预计将会带来较大的盈利弹性。至 2018 年公司吉利汽车有 13 个在研项目，在研项目有望保障未来订单增长。

客户：从自主配套有望拓展更多合资车企配套。自主客户中有望拓展更多客户，吉利、上汽自主后，2019 年开始为比亚迪、广汽蔚来、广汽新能源等自主品牌新车型项目配套。2019 年公司与上汽大众达成合作关系，取得了部分新车型项目的定点开发和制造，未来将成为公司重要盈利增长点。

6.3.6 星宇股份：拓展新客户及产品升级保障盈利增长

受益于车灯产品结构升级，毛利率持续提升。在行业销量下滑下，公司前三季度毛利率为 23.7%，同比增加 2.4 个百分点，其中 3 季度毛利率为 24.2%，同比增加 3.4 个百分点，环比增加 0.6 个百分点，盈利能力持续增强，预计主要与车灯产品结构升级有关。

海外建厂增加新盈利增长点。公司加大研发投入，持续推进产品结构升级，拉动毛利率稳步提升。公司稳步推进产能扩张，除国内产能项目外，公司在塞尔维亚投资建厂，预计 2023 年达产后将新增 570 万只车灯产能。随着汽车行业整体企稳，预计公司盈利有望进一步提升。

6.3.7 三花智控：持续获得车企全球订单，未来盈利将持续增长

持续获得车企全球订单，公司汽零业务有望持续增长。公司持续获得国际重要客户订单，国际整车客户包括大众、奔驰、宝马、沃尔沃、通用、特斯拉等，国际知名零部件供应商客户包括法雷奥、马勒等。优质的下游客户为公司持续提供订单，2018 年来公司先后公告获得沃尔沃、宝马、上汽

大众、通用汽车等订单，保障未来盈利增长。公司为特斯拉供应膨胀阀、水冷板等产品，特斯拉上海工厂投产后有望进一步促进公司盈利增长。在全球零部件供应体系重塑的背景下，持续进入国际知名客户供应链，并稳步推进国际化，公司汽零业务有望持续增长。

特斯拉产业链受益者。公司为特斯拉供应膨胀阀、水冷板等产品，特斯拉上海工厂进入试产阶段并即将投产，随着特斯拉新能源车销量逐步释放，未来有望进一步拉动公司产品销量增长。

6.3.8 爱柯迪：毛利率企稳+产能扩张保障盈利较高增长

毛利率：预计逐步企稳向上。近年来汽车类毛利率呈现下滑趋势，从 2013 43.9%下降至 2018 年 33.4%，2017 年至 2019 年上半年毛利率下滑主要固定资产折旧增速超过收入增速。随着产能扩张项目结束，今年上半年资本开支为 1.97 亿元，同比下降 37.3%，固定资产为 14.28 亿元，较 2018 年末下滑 1.5%。随着募投项目中大部分产能扩张项目在 2019 年建设完毕，预计 2020 年固定资产折旧增速将较 2019 年降低，预计 2020 年毛利率有望企稳回升。2021 年及之后固定资产折旧增速继续下降，折旧压力继续减轻；毛利率有望持续回升。

专注中小件，盈利能力高，新能源汽车配套产品是未来增长点。公司专注中小件，中小件产品单价高，附加值更高，毛利率相对也更高。公司建立了完善产业链布局和精益生产管理。公司加大在新能源汽车电控、电驱动系统上的产品开发力度，已获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒等新能源汽车项目。预计新能源汽车项目成为重要盈利增长点。

下游客户质地优秀，主要是国际龙头企业。公司前五大客户均为国际零部件供应商，包括法雷奥、博世、格特拉克、克诺尔、麦格纳、电产和耐世特等。公司凭借竞争优势及和客户长期稳定的合作关系，持续获得新项目订单。

6.3.9 岱美股份：由单一产品拓展多个产品，收购整合 MOTUS 提升盈利能力

遮阳板具备全球竞争力，未来市场份额仍有提升空间。公司遮阳板产品具备全球竞争力，收购 MOTUS 后市场份额达到 37%，全球第一。收购整合 MOTUS，客户将逐步从北美客户拓展至欧系、日系客户，遮阳板业务仍有较大增长空间。

以遮阳板为核心提升头枕、扶手、顶棚控制器产品渗透率，预计未来盈利比重进一步提升，产品结构持续优化。在遮阳板为核心业务的前提下，头枕和扶手、顶棚中央控制器产品快速增长，渗透率提升。头枕项目预计 2020 年新项目逐步达产后，盈利比重将提升。

收购 MOTUS 拓展客户群体，降低采购成本，提升 MOTUS 盈利能力。MOTUS 公司在高端汽车遮阳板领域具有一定的竞争优势，其客户包括劳斯莱斯，奔驰，宝马，保时捷等高端客户以及丰田，本田，斯巴鲁等日系客户，收购完成后公司将有效拓展高端和欧系、日系客户。MOTUS 净利率在 5-6%左右，与公司净利率（13%）存在较大差距，未来收购的公司采购成本下降将促进盈利能力提升。19 年 MOTUS 受墨西哥工厂质量问题影响当期盈利，预计 20 年将恢复正常盈利水平。

6.3.10 银轮股份：持续获得新订单保障未来业绩增长

公司持续获得新订单保障未来业绩增长。公司订单包括通用 BEV3 项目产品、沃尔沃新能源乘用车 SPA2 平台 BEV（纯电）项目等国际客户订单；同时国际热管理产品巨头摩丁制造宣布出售乘用车业务为公司拓展国际业务提供了重要机遇。随着行业整体企稳回升，以及国际业务发展，公司盈利有望逐步改善。

公司将回购股票用于股权激励。公司公告股票回购计划，将在未来 12 个月内以 5000 万至 10000 万元的金额回购股票，回购价格不超过 9 元/股；以 9 元的价格计算，回购股份数量将在 556 万股至 1111 万股，占公司总股份的 0.7%至 1.4%。回购股票将用于股权激励，有利于调动员工积极性，彰显公司对未来业务发展的信心。

6.3.11 精锻科技：预计盈利能力将逐步改善

受行业下滑和资本开支加大的双重影响，今年毛利率下滑，预计明年将改善。1 到 3 季度的单季度毛利率分别为 37.8%、35.0%和 33.5%，同比分别下滑 2.4、6.5 和 3.1 个百分点，目前单季度毛利率是近年来新低。2019 年 H1，折旧占营业收入和营业成本的比重分别达到 11.7%和 18.4%，折旧对盈利影响较大。目前精锻科技主要的资本开支项目包括新能源汽车电机轴、铝合金涡盘精锻件制造项目和天津工厂项目，随着这些项目的结束，由固定资产折旧带来的毛利率压力将大幅降低，预计未来毛利率有望逐步改善。

公司新项目和新客户开拓取得进展，保障盈利增长。本部和宁波电控分别新立项的新产品项目 10 项和 5 项，公司获得大众汽车自动变速器（天津）工厂 DL382 锥齿轮项目的提名。随着 2020 年天津传动产能逐渐释放以及新产品项目投产，将逐步消化投资成本压力；宁波电控继续加大市场拓展，订单有望回升；本部进一步扩大销售降低成本，预计 2020 年盈利有望改善。

7. 主要风险

宏观经济下行影响汽车需求。若 2020 年宏观经济低于预期，消费者推迟购车，则将影响乘用车需求，进而影响行业整体盈利能力。

政府补贴政策低于预期，导致新能源汽车需求低于预期。若 2020 年新能源汽车补贴政策低于预期，则将制约新能源汽车需求的释放。

上游原材料成本压力。若 2020 年上游原材料价格上涨，则将影响汽车行业产业链整体盈利能力，进而影响到相关公司盈利增长。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有潍柴动力(000338)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

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

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

