

汽车行业

2020 年投资策略：乘商或比翼齐飞

核心观点：

- **乘用车：底部逐渐明朗、乐观看待需求。**过去十几年乘用车呈现出长期增长，每隔 3-4 年复合增速逐渐放缓的趋势，当下复合增速并不低，07-11、12-14、15-18 年复合增速分别为 25.6%、15.2%、11%。中波周期看刺激政策带来 16-17 年需求透支负面影响 18 年需求，均值回归角度而言 18 年终端销量基数较低为明后年增长提供向上空间，中性偏乐观假设下我们预计 2020 年乘用车终端同比增速为 5%~10%。批发端的表现同时受行业库存影响，各主要 OEM 对 2020 年的市场策略是关键变量之一，目前乘用车总库存水平处于合理略高，国五库存占比基本合理，若 20 年库存总体表现平稳，则 2020 年批发销量增速有望和终端销量增速相当，2020 年龙头车企有望迎库存周期、需求周期共振，其盈利能力有望得到改善。
- **卡车：2020 年重卡有望连续第五年景气超预期。**本轮周期重卡销量稳定性提高是经历大起大落后企业经营理念趋于保守，风险偏好变低，而保有量也不再过剩，我们估计重卡 2020 年销量同比增长 5%-10%，21 年也会有不错的景气度，主要考虑几点：1、受“大吨小标”整治、水泥搅拌车新规短空长多的影响，今年工程车销量较低，明年会有恢复性增长，21 年以后由于单车运力下降，工程车销量弹性更大，保守估计提升未来重卡稳态保有量 15%-25%。2、明年是国三车 19-20 年淘汰 100 万的收官之年，将对物流车销量有积极影响。重卡行业长期的阿尔法体现在行业规范化以后，排量和功率升级带来的单价和净利润率提高。
- **新能源：电气化是行业确定性的方向。**我们几个判断：1、小型车和豪华车或将加速电动化，其他车型则可能先行电气化；2、7 月 9 日工信部发布双积分修正案（征求意见稿），对 2021-2023 年作出指引，未来或形成行业新一轮“供给侧改革”，建议关注 48V/混动等领域。
- **零部件：结合估值寻找性价比高的公司。**龙头公司有较高的壁垒和较好的供需关系，普通零部件企业相对议价能力较弱，谨防价格的下降对盈利能力的影响。零部件板块建议关注具有核心竞争力、供需关系边际改善、盈利能力稳定、估值相对较低或合理的龙头企业。
- **投资建议：**目前 SW 汽车 PE 估值约 17-18 倍，相比年初上涨约 40%，主要是业绩下滑导致估值被动上行，龙头公司具有较高性价比，有望迎戴维斯双击。我们估计 2020 年部分乘用车龙头公司盈利有望恢复至与 2018 年相当水平，乘用车我们推荐业绩稳健、低估值高分红蓝筹**华域汽车**、**上汽集团**以及有望迎库存、需求周期的**广汽集团 (A/H)**、**吉利汽车 (H)**；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的**中国重汽**，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的**潍柴动力 (A/H)**及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的**威孚高科 (A/B)**；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头**万里扬**；汽车服务板块推荐**中国汽研**；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕 ROE 上升逻辑作调整的**福田汽车**。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；汽车行业景气度下降；行业竞争加剧等。

行业评级

买入

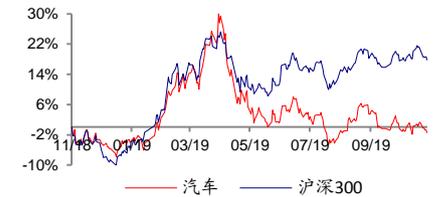
前次评级

买入

报告日期

2019-12-02

相对市场表现



分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

汽车行业：全面治超是重卡行业长期的实质性利好 2019-10-28

汽车行业：关于乘用车若干问题的再认识 2019-08-29

汽车行业：2019 年中中期策略：枕戈待旦 2019-06-20

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	CNY	23.3	2019/10/31	买入	30.0	2.61	3.00	8.91	7.75	6.88	4.76	11.9	12.0
华域汽车	600741.SH	CNY	25.9	2019/10/30	买入	27.2	2.09	2.29	12.40	11.32	5.62	4.10	14.0	14.4
广汽集团	601238.SH	CNY	11.8	2019/11/3	买入	12.0	0.79	0.92	14.95	12.84	-	46.02	9.5	10.0
中国汽研	601965.SH	CNY	7.1	2019/10/29	买入	11.3	0.49	0.58	14.51	12.26	9.82	8.00	9.6	10.2
中国重汽	000951.SZ	CNY	18.9	2019/10/27	买入	26.9	1.79	2.32	10.58	8.16	9.20	7.04	16.3	17.5
威孚高科	000581.SZ	CNY	18.6	2019/10/30	买入	30.9	2.06	2.14	9.03	8.69	16.08	14.29	12.4	12.4
潍柴动力	000338.SZ	CNY	13.2	2019/10/31	买入	18.2	1.22	1.34	10.81	9.84	4.04	3.34	21.0	20.8
万里扬	002434.SZ	CNY	8.7	2019/10/29	买入	9.3	0.37	0.57	23.43	15.21	15.78	12.52	7.7	10.4
广汽集团	02238.HK	HKD	8.4	2019/11/3	买入	8.3	0.79	0.92	9.56	8.21	-	18.71	9.5	10.0
潍柴动力	02338.HK	HKD	13.4	2019/10/31	买入	20.0	1.22	1.34	10.21	9.30	3.79	3.11	21.0	20.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 港股收盘价及合理价值单位为港币, EPS 单位为人民币。

目录索引

乘用车：底部逐渐明朗、乐观看待需求.....	6
今年以来乘用车终端销量边际改善趋势相对确定但有反复.....	6
刺激政策透支需求，均值回归角度看为明后年增长提供向上空间.....	8
业绩下滑拖累乘用车板块市场表现，库存风险释放后基本面有明显改善.....	12
2020年头部优秀车企有望迎库存周期、需求周期共振.....	14
卡车：2020年有望连续第五年景气超预期.....	16
19年重卡销量总体保持平稳，需求有韧性、营运依然稳健.....	16
全面治超是长期的实质性利好，重卡稳态保有量中枢未来有望上升15%-25%.....	17
长期的阿尔法：重卡产品升级在提速，单价和净利润率有较大弹性.....	19
纵向及横向对比来看，重卡龙头股PE估值处于低位.....	23
新能源：电气化是行业确定性方向，双积分或迎变革.....	25
新能源乘用车销量短期承压，电气化仍是长期趋势.....	25
双积分修正案征求意见稿发布，关注48V/混动等领域.....	28
汽车零部件：结合估值寻找性价比高的公司.....	29
下游整车景气度下降影响零部件公司业绩，建议关注具有核心竞争力、供需关系边际改善、估值相对偏低的企业.....	29
汽车零部件估值与国际零部件公司相比仍有溢价.....	30
汽车服务：精选国内稀缺独立汽车研发咨询检测机构中国汽研.....	31
投资建议.....	33
风险提示.....	33

图表索引

图 1: 2018-2019 年乘用车批发 (剔除出口)、终端实销月度同比增速	6
图 2: 狭义乘用车行业库存走势图 (万辆) 及 2019 年同比增速	7
图 3: 乘用车产量、批发销量单月同比增速 (%)	7
图 4: 2015-2018 年狭义乘用车终端销量实际值与按累计复合增速测算值 (万辆)	8
图 5: 2006-2018 年 11、12 月狭义乘用车单月销量占二者合计比重	9
图 6: 19 年初至今 SW 乘用车指数及 PE TTM (倍) (截止日: 2019 年 11 月 18 日)	12
图 7: 乘用车板块单季度营收及归母净利润同比增速	12
图 8: SW 乘用车 PE TTM (倍)	13
图 9: 国内外乘用车企业 PE TTM、PB LF (倍, 截至 11 月 28 日)	13
图 10: 主流自主品牌 19 年 7-10 月单月终端销量同比增速	14
图 11: 我国重卡月度批发销量 (含出口) 及同比情况 (万辆)	16
图 12: 我国工程类、物流类重卡月度销量同比增速情况	16
图 13: 我国重卡国内终端 (不含出口) 月度销量及同比情况 (万辆)	17
图 14: 重卡行业库存绝对值 (万辆)	17
图 15: 重卡行业动态库销比	17
图 16: 我国重卡发动机分马力占比变化情况	20
图 17: 我国重卡发动机分排量占比变化情况	20
图 18: 欧洲中重卡分排量结构	21
图 19: 2016 年美国重卡分发动机排量结构情况	21
图 20: 美国八级卡车均价 (美元)	21
图 21: 中国重汽重卡整车税后平均价格 (万元)	21
图 22: 中国重汽重卡发动机分产品占比变化情况	22
图 23: 潍柴动力重卡发动机分产品占比变化情况	22
图 24: 重汽、潍柴 9L 以上重卡发动机市占率情况	23
图 25: 重汽、潍柴重卡发动机市占率情况	23
图 26: 中国重汽 A 股 PE TTM 估值情况	24
图 27: 潍柴动力 A 股 PE TTM 估值情况	24
图 28: 2011 年来康明斯 PE TTM 估值及 2012-2018 年 GAAP 净利润 (百万美元)	24
图 29: 五十铃 PE TTM 估值变动情况及历年归母净利润 (百万美元)	25
图 30: 日野 PE TTM 估值变动情况及历年归母净利润同比 (百万美元)	25
图 31: 15-19 年新能源乘用车月度批发销量 (辆)	25
图 32: 16-19 年新能源乘用车月度合格证产量 (辆)	25
图 33: 一二线城市等新能源乘用车出租租赁用途占比	26
图 34: HEV 年度终端销量 (辆)	26
图 35: 广汽本田、广汽丰田 HEV 终端销量占比	27
图 36: 纯电动乘用车分级别市场份额	27

图 37: 插电混动乘用车分级别市场份额.....	27
图 38: A00+A0 级别乘用车中燃油车与纯电动占比.....	27
图 39: C+D 级别中燃油车与纯电动、插电混动等占比.....	27
图 40: 主流车企油耗应对路径及其相应的供需格局初判.....	28
图 41: 汽车零部件子板块单季度营业收入增速.....	29
图 42: 汽车零部件子板块单季度归母净利润增速.....	30
图 43: SW 汽车零部件 2011 年以来 PE TTM 估值 (倍).....	30
图 44: 国内外汽车零部件企业 PE TTM、PB LF (倍, 截至 11 月 28 日).....	31
图 45: 公司合并口径营业收入、母公司营业收入 (百万元) 及同比增速.....	32
图 46: 公司合并口径归母净利润、母公司净利润 (百万元) 及同比增速.....	32
图 47: 中国汽研历史 PE TTM 估值水平 (倍).....	33
表 1: 2019 年 M11-M12 狭义乘用车终端销量增速预测推算表.....	8
表 2: 2019 年 M11、M12 狭义乘用车终端销量增速预测推算表.....	9
表 3: 2020 年狭义乘用车终端销量同比增速测算表.....	10
表 4: 按照历史上正常年份各季度销量占比均值测算 2020 年各季度终端增速.....	10
表 5: 2020 年狭义乘用车批发销量同比增速测算表 (单位: 万辆).....	11
表 6: 乘用车分系列当年累计渠道库存变化与当年月均终端销量比值 (单位: 月) 及同比增速.....	14
表 7: 重卡治理影响弹性测算.....	18
表 8: 近期重卡治理给部分车企带来销量中枢增幅测算.....	18
表 9: 普通长途物流、高效长途物流对比.....	19

乘用车：底部逐渐明朗、乐观看待需求

今年以来乘用车终端销量边际改善趋势相对确定但有反复

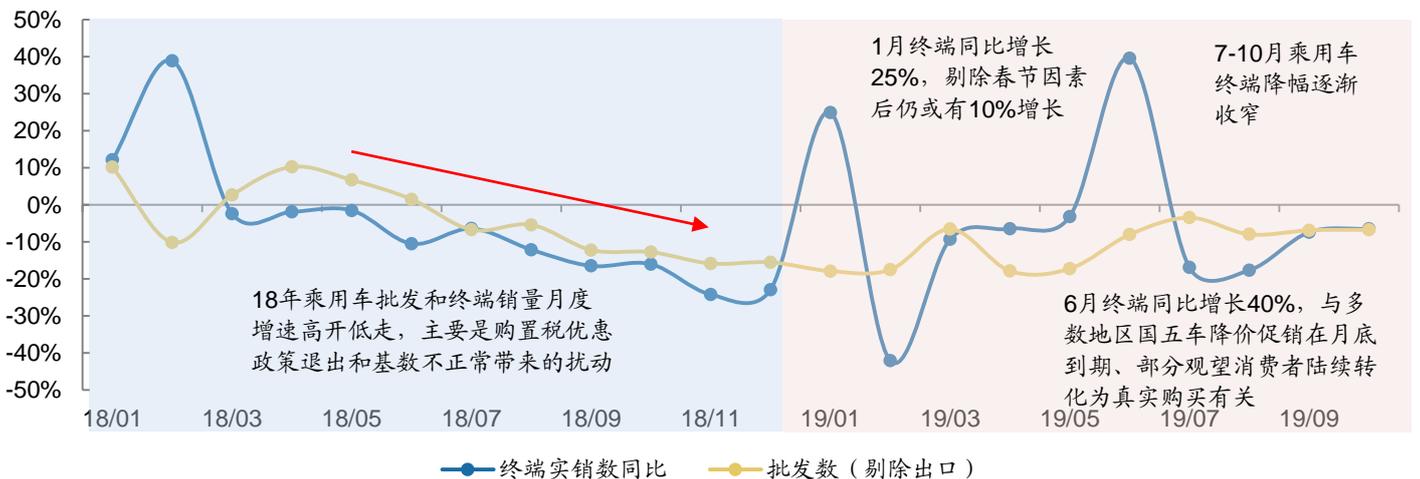
2018年我国乘用车批发、终端销量首次双降，市场反映十分悲观，乘用车板块PE TTM估值从18年年初的19.5倍下降至年末的12.7倍；2019年前10月乘用车批发、终端销量仍持续同比下降，与18年不同的是，乘用车板块PE TTM估值从12.7倍上升至17.9倍（截至2019年11月28日）。

尽管市场对乘用车市场表现分歧仍然较大，但边际改善趋势比较确定，批发、终端销量同比降幅有收窄趋势，同时受刺激政策预期和降价预期等短期因素影响，乘用车终端表现仍有反复。回顾前10月乘用车终端数据表现：

1、上半年的扰动变量主要是刺激政策预期和降价预期。1月份剔除春节因素扰动后仍有终端销量10%左右增长；2-5月终端销量持续同比下降或与市场对促进汽车消费政策出台预期、国五车降价促销带来的观望情绪有关；6月终端大幅增长40%主要由于多数区域国五车降价促销在6月底到期，部分持币观望情绪陆续转化为真实的消费需求。

2、Q2库存结构基本完成调整，Q3及后续随国6及年型款新车的不断推出，车价温和回升、持币待购者在“买涨不买跌”的心理下逐渐转为实际购买，具体表现为7-10月乘用车终端销量同比增速逐步改善。

图1：2018-2019年乘用车批发（剔除出口）、终端实销月度同比增速

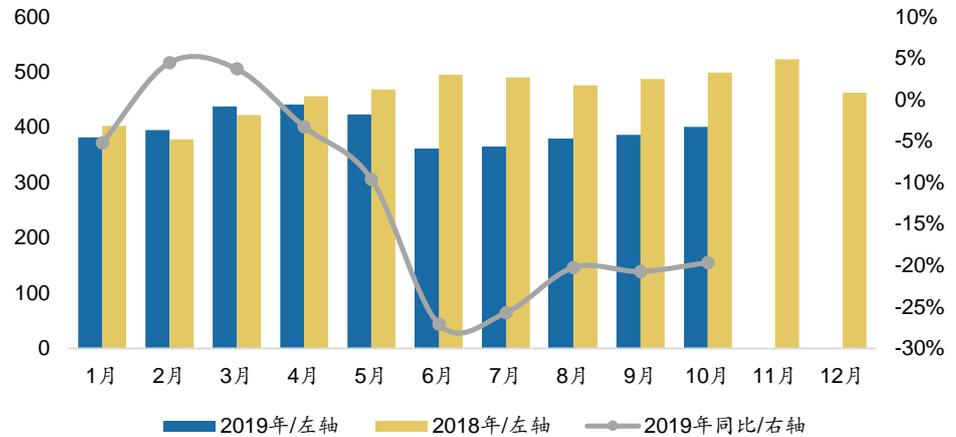


数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

库存方面，上半年去库存后乘用车行业国五库存占比过高的问题已经基本解决，7-10月狭义乘用车行业库存绝对水平环比小幅上升，但仍显著低于去年同期水平，基本符合我们在报告《关于乘用车若干问题的再认识（2019/8/29）》中判断：目前库存绝对水平相比最高位已有明显下降，考虑到部分整车厂采取“市占率为导向”

的销售策略，下半年行业库存变化或将在加库与去库中寻求一个动态平衡，而不是简单的单边趋势性变化。

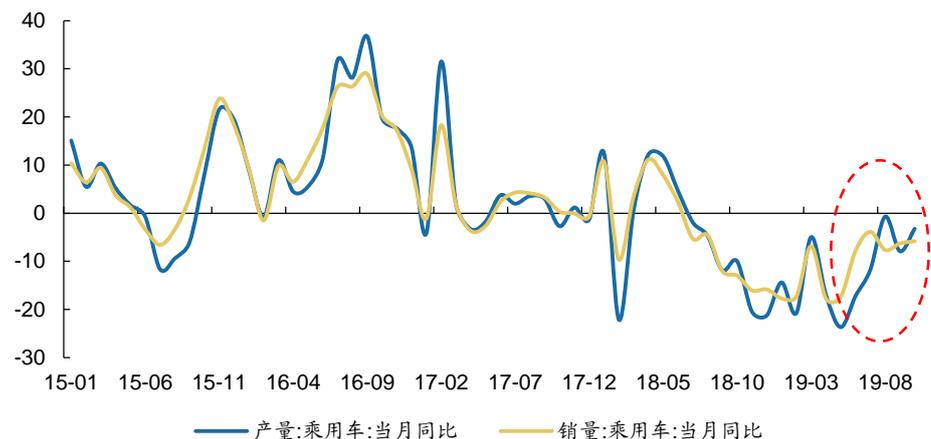
图2: 狭义乘用车行业库存走势图 (万辆) 及2019年同比增速



数据来源: 中机中心、合格证、广发证券发展研究中心

批发及产量方面，根据中汽协今年前10月乘用车批发销量、产量分别同比下降11.0%、12.1%，但每个月环比改善较为明显。考虑到目前行业库存处于合理偏高水平，库存仍有小幅下降的空间，但由于国六库存并不高，估计下半年总库存保持动态平衡是中性的判断，终端销量同比增速改善也有望在批发销量上得到体现，这与上半年两者背离有所不同。

图3: 乘用车产量、批发销量单月同比增速 (%)

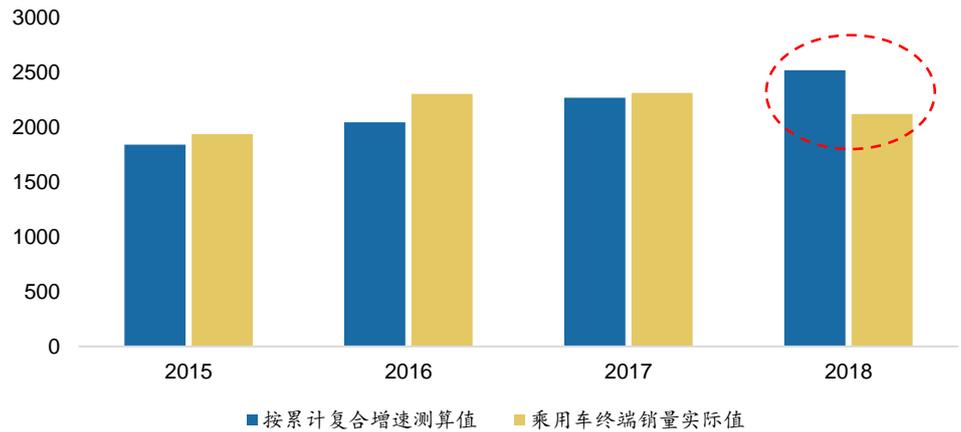


数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

刺激政策透支需求，均值回归角度看为明后年增长提供向上空间

尽管乘用车终端销量复合增速持续下行，但当下需求潜力可能比市场想象中的缺乏增长能力要乐观。中波周期看乘用车购置税优惠政策带来的16、17年需求透支拉低了18、19年需求，从均值回归角度看，为明后年终端销量增长提供了向上空间。

图4：2015-2018年狭义乘用车终端销量实际值与按累计复合增速测算值（万辆）



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

注：详细测算内容可参见本小组2019年8月29日发布的《关于乘用车若干问题的再认识》

预测2020年乘用车终端、批发销量同比增速之前，我们先对19年11、12月情况进行模拟测算。19年1-10月乘用车终端累计同比增速为-3.7%，其中10月终端增速-6.4%，较9月降幅收窄约1个百分点，剔除季节性因素后10月份乘用车终端增速环比有14%-15%的改善，我们预计11-12月乘用车终端销量同比增速有望继续回升。

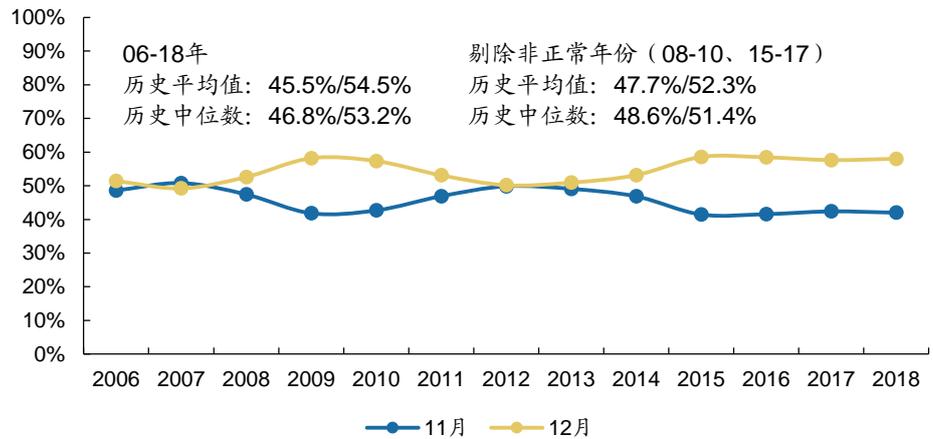
若假设19年狭义乘用车终端销量增速为-3~0%，则测算得M11+M12狭义乘用车终端销量同比增速为0.3%~15.3%；若假设19年狭义乘用车终端销量增速为0%~3%，则测算得M11+M12狭义乘用车终端销量同比增速为15.3%~30.2%。

表1：2019年M11-M12狭义乘用车终端销量增速预测推算表

2019年狭义乘用车终端同比增速 (E)	2019年狭义乘用车终端销量 (E, 辆)	2019年前10月狭义乘用车终端销量 (辆)	2019年11-12月狭义乘用车终端销量 (E, 辆)	2019年11-12月狭义乘用车终端销量同比增速 (E)
-3%	20591492	16317121	4274371	0.3%
-2%	20803775	16317121	4486654	5.3%
-1%	21016059	16317121	4698937	10.3%
0%	21228342	16317121	4911221	15.3%
1%	21440625	16317121	5123504	20.3%
2%	21652909	16317121	5335788	25.2%
3%	21865192	16317121	5548071	30.2%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图5：2006-2018年11、12月狭义乘用车单月销量占二者合计比重



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

我们根据历史占比数据对19年11、12月终端销量进行测算，分别考虑以下几种情形：

1、若按照历史正常年份（剔除08-10、15-17年）占比均值测算（M11/M12占比分别为47.7%/52.3%），若19年全年增速为-3%~3%，则11、12月份同比增速分别为14.0%~48.0%、-9.6%~17.4%。

2、若按照政策周期比较类似的2012年占比测算（M11/M12占比分别为49.8%/50.2%），若19年全年增速为-3%~3%，则11、12月份同比增速分别为19.0%~54.5%、-13.2%~12.6%。

3、考虑到年末冲刺效应及春节因素，我们在历史均值基础上对11、12月销量占比进行微调，假设M11/M12占比分别为46%/54%、45%/55%，具体测算结果如下：

表2：2019年M11、M12狭义乘用车终端销量增速预测推算表

2019年狭义乘用车终端同比增速（E）	按2012年M11/M12占比49.8%/50.2%		按正常年份均值M11/M12占比47.7%/52.3%		M11/M12占比46%/54%		M11/M12占比45%/55%	
	M11同比	M12同比	M11同比	M12同比	M11同比	M12同比	M11同比	M12同比
-3%	19.1%	-13.2%	14.0%	-9.6%	9.9%	-6.6%	7.5%	-4.9%
-2%	25.0%	-8.9%	19.7%	-5.1%	15.4%	-2.0%	12.8%	-0.1%
-1%	30.9%	-4.6%	25.3%	-0.6%	20.8%	2.7%	18.2%	4.6%
0%	36.8%	-0.3%	31.0%	3.9%	26.3%	7.3%	23.5%	9.3%
1%	42.7%	4.0%	36.7%	8.4%	31.7%	12.0%	28.9%	14.0%
2%	48.7%	8.3%	42.3%	12.9%	37.2%	16.6%	34.2%	18.8%
3%	54.6%	12.6%	48.0%	17.4%	42.6%	21.2%	39.5%	23.5%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

预测2020年乘用车终端销量及同比增速——

我们沿用《关于乘用车若干问题的再认识（2019/8/29）》中的累计复合增速法对2020年全年乘用车终端销量同比增速进行预判。首先假设2015-2020年累计复合增速，然后对2019年终端销量增速进行假设可以得到2020年终端销量，测算结果如下：

表3：2020年狭义乘用车终端销量同比增速测算表

2019 年终端增速	2015-2020 年累计复合增速				
	6%	5.5%	5%	4.5%	4%
2020 年狭义乘用车终端增速					
-3%	35.2%	27.0%	18.9%	10.9%	3.0%
-2%	32.8%	24.7%	16.7%	8.7%	0.9%
-1%	30.5%	22.4%	14.5%	6.6%	-1.1%
0%	28.2%	20.2%	12.3%	4.6%	-3.1%
1%	25.9%	18.0%	10.2%	2.5%	-5.1%
2%	23.7%	15.9%	8.2%	0.6%	-7.0%
3%	21.5%	13.8%	6.1%	-1.4%	-8.8%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

中性偏乐观假设条件下（2019年终端增速0%~3%，2015-2020年累计复合增速为5%），我们预计2020年狭义乘用车终端同比增速区间范围为5%~10%。我们按照历史上正常年份各季度销量占比均值对2020年各季度终端增速进行测算，结果如下：

表4：按照历史上正常年份各季度销量占比均值测算2020年各季度终端增速

2020 年终端增速 (E)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
假设 2019 年狭义乘用车终端同比增速为 -3%				
3%	6.9%	-4.6%	16.9%	-4.2%
5%	9.0%	-2.8%	19.2%	-2.3%
8%	12.1%	0.0%	22.6%	0.5%
10%	14.1%	1.9%	24.9%	2.3%
假设 2019 年狭义乘用车终端同比增速为 0%				
3%	9.8%	-2.1%	20.2%	-9.9%
5%	11.9%	-0.2%	22.5%	-8.2%
8%	15.1%	2.7%	26.0%	-5.5%
10%	17.2%	4.6%	28.3%	-3.8%
假设 2019 年狭义乘用车终端同比增速为 3%				
3%	12.7%	0.5%	23.4%	-14.6%
5%	14.9%	2.4%	25.8%	-13.0%
8%	18.2%	5.4%	29.4%	-10.5%
10%	20.4%	7.3%	31.8%	-8.8%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

由于2020年春节相比去年时间较早，预计明年1月份乘用车终端表现整体偏弱，2月份考虑到19年低基数原因增速或较好，考虑到19年6月高基数影响，2季度增速相对偏低或主要受6月拖累。

预测2020年乘用车批发销量及同比增速——

2020年乘用车批发销量增速预测的关键在于对行业库存策略的判断。2019年上半年乘用车行业库存下降102万辆，按月均200万辆计算库销比下降0.5个月，7月份起行业库存小幅上升，截至10月份行业库存大约在2个月左右。若19年11、12月终端需求明显好转，行业库存水平或有所下降，则对2020年来说库存压力不会太大，

这里我们考虑一种可能的情形，即：假设2019年终端销量增速为-3%，其中11、12月份终端增速分别为9.9%、-6.6%，同时假设2019年批发销量增速为-9%，因此11-12月份渠道库存大约下降9.7万辆，那么2019年底行业库存绝对水平略高但相对历史峰值已有明显下降。

以2019年狭义乘用车批发销量为基数，假设单月销量为180万辆，2020年出口75万辆，利用上述预测的2020年终端销量情况，做2020年批发销量对行业去库存月数的敏感性测试：

表5：2020年狭义乘用车批发销量同比增速测算表（单位：万辆）

2020 年终端增速	加库存月数（正号表示加库存，负号表示去库存）						
	-1.0	-0.8	-0.5	-0.2	0	0.2	0.5
2020 年狭义乘用车批发销量（万辆）							
3%	2,016	2,052	2,106	2,160	2,196	2,232	2,286
5%	2,057	2,093	2,147	2,201	2,237	2,273	2,327
8%	2,119	2,155	2,209	2,263	2,299	2,335	2,389
10%	2,160	2,196	2,250	2,304	2,340	2,376	2,430
2020 年狭义乘用车批发销量同比增速							
3%	-4.6%	-2.9%	-0.3%	2.2%	4.0%	5.7%	8.2%
5%	-2.6%	-0.9%	1.6%	4.2%	5.9%	7.6%	10.2%
8%	0.3%	2.0%	4.6%	7.1%	8.8%	10.5%	13.1%
10%	2.3%	4.0%	6.5%	9.1%	10.8%	12.5%	15.0%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

悲观情况：若2020年行业库存下降0.8个月，则终端增速5%-10%对应批发增速-0.9%-4.0%；

中性偏悲观情况：若2020年行业库存下降0.2个月，则终端增速5%-10%对应批发增速4.2%-9.1%；

中性偏乐观情况：若2020年行业库存不增不减，则终端增速5%-10%对应批发增速5.9%-10.8%；

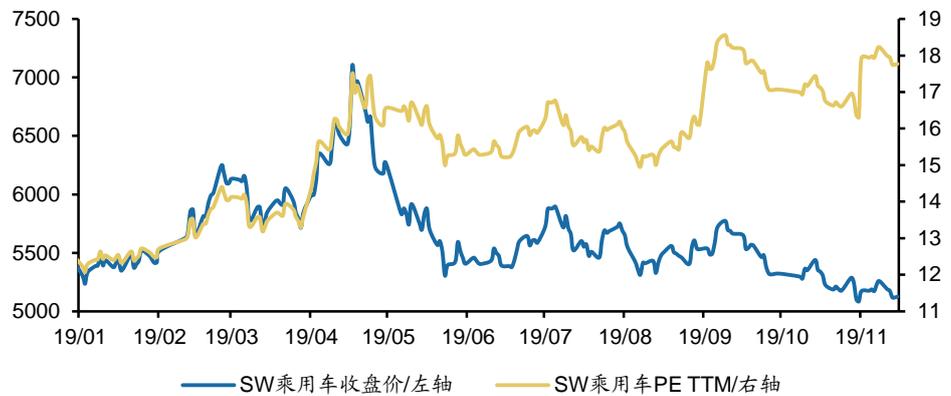
乐观情况：若2020年行业库存上升0.2个月，则终端增速5%-10%对应批发增速7.6%-12.5%。

业绩下滑拖累乘用车板块市场表现，库存风险释放后基本面有明显改善

我们在《汽车行业2019年中期策略：枕戈待旦》中指出，乘用车板块的核心矛盾是行业未来相对比较确定的边际改善与尚未完全触底的基本面及估值背后隐含的较高预期之间的矛盾，目前来看库存风险释放后基本面已有明显的边际改善，底部趋势逐渐明朗。

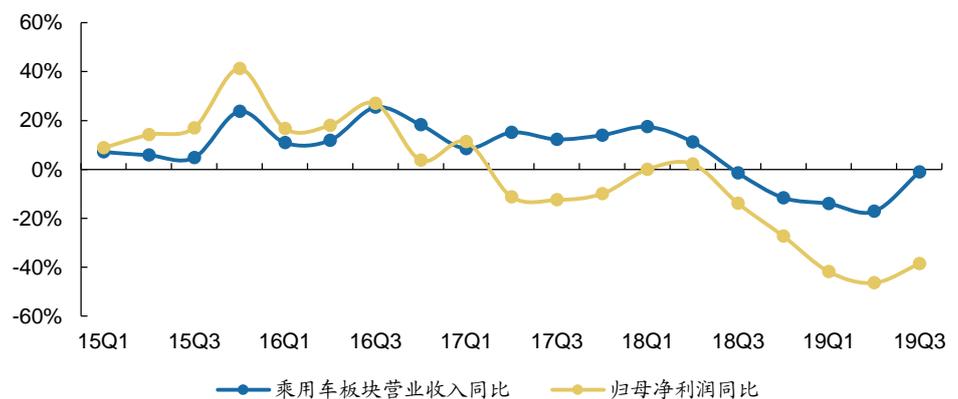
今年年初以来（截至2019年11月28日）SW乘用车指数下跌约6%：（1）估值方面，板块PE TTM估值水平由年初的12-13倍上升至17-18倍，PE估值涨幅约40%；（2）业绩方面，乘用车板块今年前3季度营收和业绩同比仍持续下滑，但随着库存风险的释放，Q3降幅已有所收窄，具体而言Q1-Q3乘用车营收分别同比下降14.0%、17.2%、1.1%，归母净利润同比下降41.8%、46.4%、38.6%。

图6：19年初至今SW乘用车指数及PE TTM（倍）（截止日：2019年11月18日）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7：乘用车板块单季度营收及归母净利润同比增速



数据来源：公司财务报告、Wind、广发证券发展研究中心

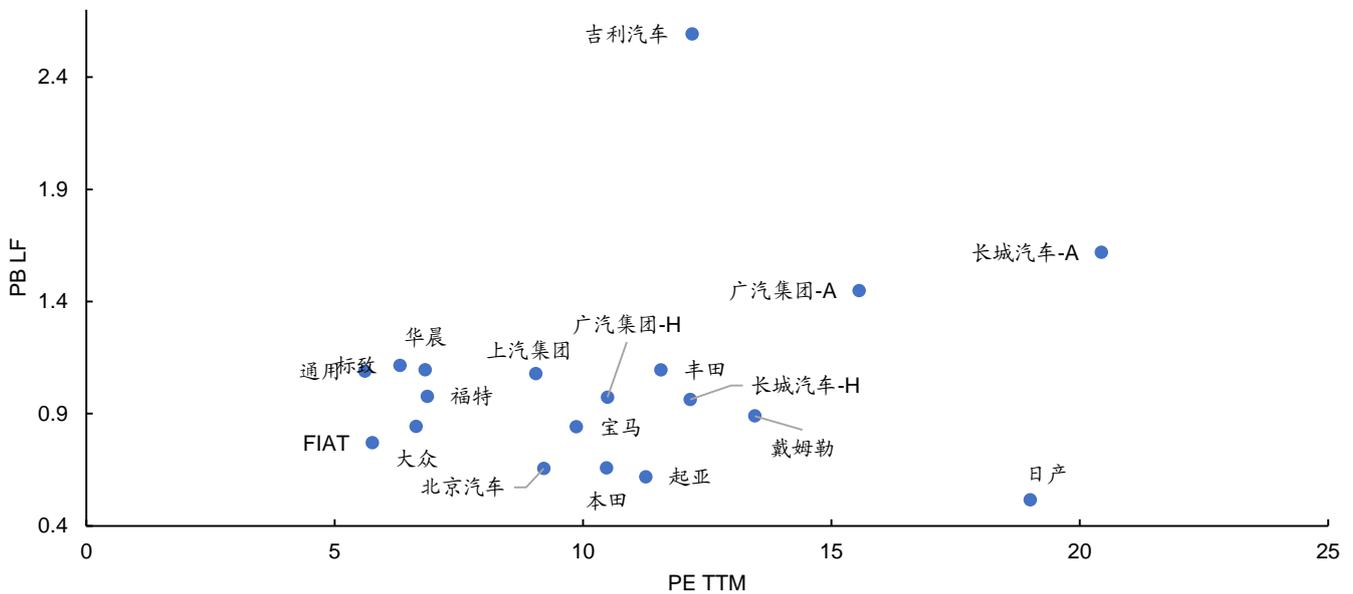
目前SW乘用车PE TTM估值约为17-18倍，2011年以来PE TTM估值均值为12-13倍。13家主流国际乘用车企业PE TTM估值算术平均值为8.7倍，中位数为8.13倍；PB LF算术平均值为0.73倍，中位数为0.70倍。

图8: SW乘用车PE TTM (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 国内外乘用车企业PE TTM、PB LF (倍, 截至11月28日)

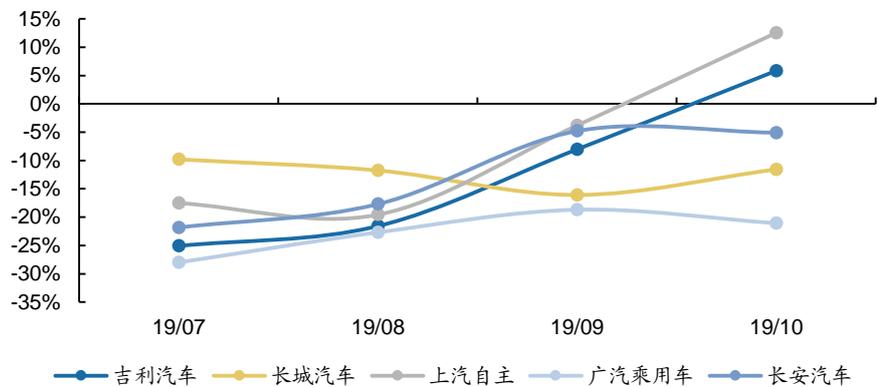


数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

2020 年头部优秀车企有望迎库存周期、需求周期共振

头部自主品牌车企：今年上半年渠道库存水平均有不同程度下降，7月份以来表现有所差异，主要与各自主品牌车企库存节奏及市场策略有关。库存变化也要结合各车企终端销量表现具体分析：以上汽乘用车为例，7-10月上汽乘用车终端销量同比增速改善明显，其中9月同比增速由负转正至3.8%，10月同比增长12.5%，在终端需求好转的情况下渠道库存水平上升带给车企的压力相对较小。类似的，吉利汽车7-10月份终端销量同比增速也有明显改善，长城汽车、长安汽车、广汽乘用车终端跌幅也逐步收窄。

图10：主流自主品牌19年7-10月单月终端销量同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

主流合资品牌企业：（1）德系品牌中，上汽大众、一汽-大众今年前10月渠道库存分别小幅上升0.07个月、0.32个月，终端累计增速分别为0.7%、5.2%，北京奔驰渠道库存下降0.28个月，主要由于终端需求较好；（2）日系品牌中，广汽本田、广汽丰田前10月渠道库存分别小幅上升0.08个月、0.25个月，终端累计增速分别达到16.2%、20.8%，表明需求旺盛；（3）美系品牌中，今年前10月上汽通用渠道库存小幅上升，长安福特渠道库存有所下降，而美系车终端表现均偏弱。

表6：乘用车分系列当年累计渠道库存变化与当年月均终端销量比值（单位：月）及同比增速

	2015		2016		2017		2018		2019.1-10	
	动态 库销比	销量增 速								
自主品牌										
吉利汽车	0.05	29.8%	-0.58	61.7%	0.51	51.7%	1.03	13.8%	-0.06	-4.6%
长城汽车	0.23	23.0%	0.72	24.5%	0.18	0.6%	0.93	-10.0%	0.17	4.6%
上汽自主	-0.34	0.6%	0.53	74.9%	0.64	61.4%	1.64	16.9%	-0.05	9.4%
广汽自主	-0.37	47.4%	0.12	90.4%	0.49	29.7%	1.42	-3.5%	-1.26	-8.1%
长安汽车	0.52	14.4%	0.02	12.8%	0.09	-8.7%	0.07	-23.8%	-0.27	-7.9%

德系品牌										
上汽大众	0.58	4.7%	-0.12	16.6%	0.38	0.0%	0.81	-4.7%	0.07	0.7%
一汽-大众	-0.10	-7.3%	-0.25	14.9%	0.08	1.6%	0.82	-0.9%	0.32	5.2%
北京奔驰	0.56	72.0%	-0.02	33.6%	0.24	30.3%	0.39	13.3%	-0.28	19.4%
华晨宝马	-0.17	3.0%	-0.22	8.1%	0.40	18.3%	0.13	23.2%	0.23	19.4%
日系品牌										
广汽本田	-0.15	20.8%	-0.96	17.4%	-0.30	4.8%	0.41	-0.9%	0.08	16.2%
广汽丰田	-0.89	7.8%	-0.14	1.0%	-0.03	3.7%	0.31	27.4%	0.25	20.8%
美系品牌										
上汽通用	0.01	0.1%	-0.27	9.5%	-0.03	3.1%	0.66	-9.7%	0.30	-12.8%
长安福特	0.32	7.8%	-0.16	13.1%	0.21	-15.1%	-1.71	-47.2%	-2.44	-52.3%
韩系品牌										
北京现代	0.16	-5.1%	-0.20	10.7%	-0.16	-31.5%	0.90	-5.8%	-0.76	-5.1%

数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

注：2015年销量增速为批发口径，16年之后为终端口径；动态库销比为当年渠道库存增减变化水平与当年月均销量之比

通过持续和紧密地跟踪乘用车行业终端和库存数据，我们估计，2020年部分乘用车龙头公司盈利有望恢复至与2018年相当水平，乘用车我们推荐业绩稳健、低估值高分红蓝筹华域汽车、上汽集团以及有望迎库存、需求周期共振的广汽集团(A/H)、吉利汽车(H)。

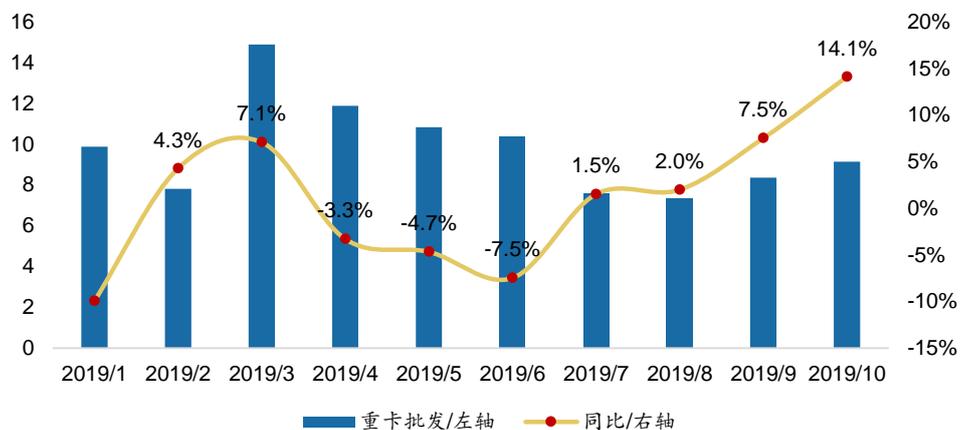
卡车：2020 年有望连续第五年景气超预期

19 年重卡销量总体保持平稳，需求有韧性、营运依然稳健

根据中汽协数据，19年前10月我国重卡累计销售98.0万辆，累计同比增长0.4%。受工程车“大吨小标”整治、水泥搅拌车新规影响，19年5、6月份我国工程类重卡销量分别下滑30.0%、44.2%，受此影响，根据中汽协数据，19年5、6月份我国重卡批发销量分别下滑4.7%、7.5%。

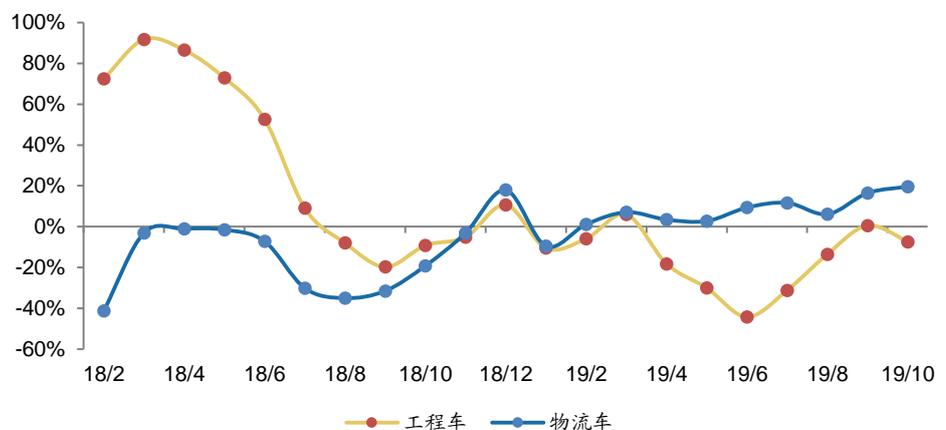
随着工程车生产端调整到位，7、8月份我国工程类重卡降幅持续收窄，7-10月我国重卡批发销量增速分别回升至1.5%、2.0%、7.5%、14.1%，销量持续正增长也好于年中市场对下半年销量下滑10-15%的预期。从需求端来看，19年9月份我国国内重卡终端销量增速也已转正，10月重卡终端同比增长12.1%

图11：我国重卡月度批发销量（含出口）及同比情况（万辆）



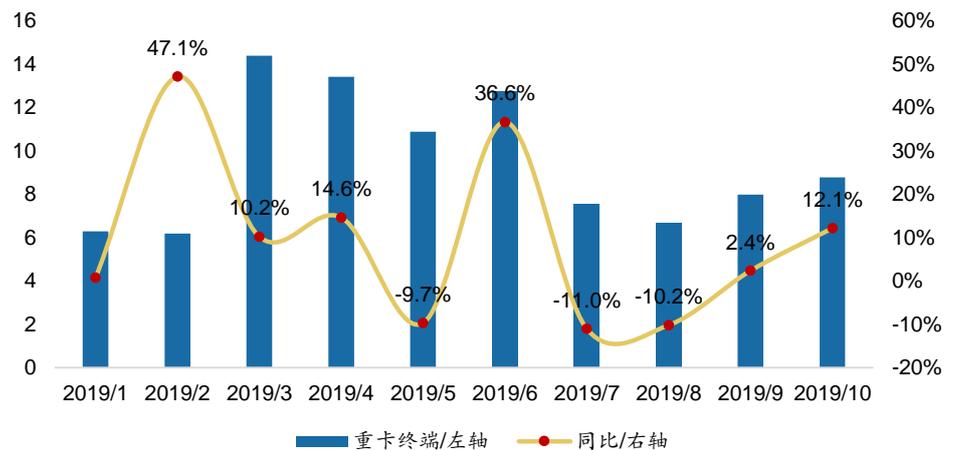
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图12：我国工程类、物流类重卡月度销量同比增速情况



数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

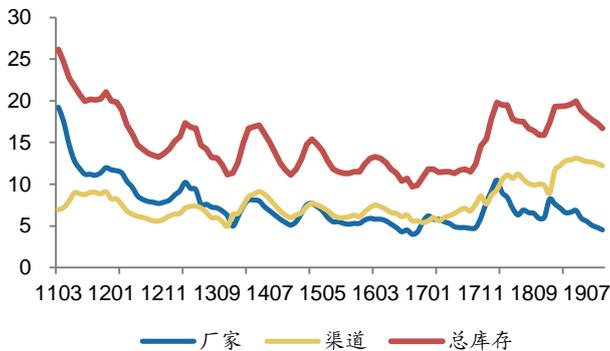
图13: 我国重卡国内终端(不含出口)月度销量及同比情况(万辆)



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

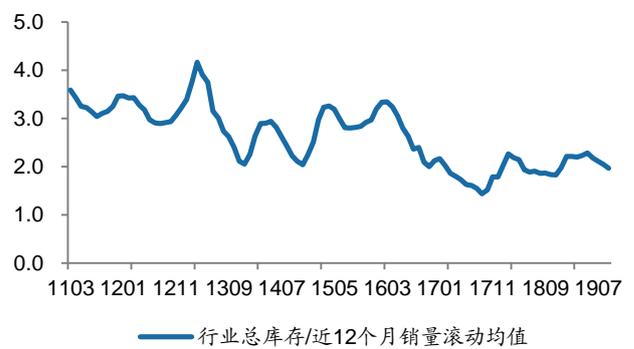
库存问题基本得到解决, 目前库存深度处于低位。上一轮重卡行情中车企产能的大幅扩充等带来了产能的严重过剩, 形成的高库存也严重影响了车企的营运、盈利能力, 车企深刻汲取了教训, 面对本轮重卡行情, 其供给更偏谨慎。

图14: 重卡行业库存绝对值(万辆)



数据来源: 专家交流、广发证券发展研究中心

图15: 重卡行业动态库销比



数据来源: 专家交流、广发证券发展研究中心

全面治超是长期的实质性利好, 重卡稳态保有量中枢未来有望上升15%-25%

超载既影响公共安全, 又对商用车行业供需格局、产品升级和提高国际竞争力有着长期负面影响。今年工程车、非高速公路物流车的整治表明重卡行业的规范化一直在持续进行, 且从每次行业规范化整治来看, 其长期影响都是正面的, 且尤其利好行业龙头。

综合考虑重卡不同细分市场的应用场景不同, 治超的手段、阶段不一样, 弹性有所不同。高速公路通过多年的市场化治超, 超载的情况已经并不严重, 但工程车

或不上高速公路，或昼伏夜出，超载问题相对严重，其次是非高速公路的物流车超载。

1) 自卸车和水泥搅拌车销售的新车相比之前的单车载重保守下降30-50%：上牌环节源头治超是有效整理超载的好办法，5月央视焦点访谈报道蓝牌轻卡超载问题，上牌环节生产一致性监管变得非常严格（为了提升运力，非合规车辆自重会显著高于合格证参数），超重不再被允许上牌；2) 非高速道路物流重卡与高速公路上的物流重卡单车运力分别下降10-20%、3-5%。

根据我们的测算，保守估计，自卸车、搅拌车、高速及非高速公路物流车治理带来的运力下滑，或将重卡稳态保有量提升15%-25%左右。搅拌车、自卸车、高速公路行驶物流车、非高速公路行驶物流车分别占重卡总保有量的6%、24%、49%、21%左右，各细分车型稳态保有量增幅测算如下：

（详细测算过程参考《全面治超是重卡行业长期的实质性利好(2019/10/28)》）

表7：重卡治理影响弹性测算

车型	保有量占比	其中：细分车型	其中：细分车型占比	细分车型占重卡总量比例	治理后运力下滑幅度		保有量理论增长幅度	对重卡保有量总影响
工程车	30%	搅拌车	20%	6%	30%-50%	罐体变小	43%-100%	2.6%-6%
		自卸车	80%	24%	60%	乐观假设：车型不变	150%	36%
					40%	中性假设：部分8×4替代6×4	67%	16%
					20%-30%	保守假设：车型改装	25%-43%	6%-10%
物流车	70%	高速公路	70%	49%	3%-5%	计重收费改按轴收费	3%-5%	1.5%-2.5%
		非高速公路行驶	30%	21%	10%-20%	即本次发生无锡事故的省道	11%-25%	2.3%-5.3%

数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

展望2020年——国三车19-20年淘汰100万的收官之年，考虑到今年整治及明年高速公路计重收费改为按轴收费带来的运力的下滑，我们估计明年重卡销量增速或在5%-10%左右。

车企层面，中国重汽等工程车占比较高的企业尤为受益。受工程车治理影响，中国重汽、上汽红岩等工程车占比较高的车企销量有所下滑，随着产品端调整到位，中国重汽重卡销量在持续恢复。从长期来看，由于重卡特别是工程重卡稳态保有量的上行，中国重汽由于工程车占比较高将尤为受益。

表8：近期重卡治理给部分车企带来销量中枢增幅测算

企业	车型	细分行业弹性-保守	公司销量中枢涨幅	细分行业弹性-中性	公司销量中枢涨幅	细分行业弹性-乐观	公司销量中枢涨幅
一汽解放	搅拌车	43.0%	7.8%	71.5%	14.7%	100.0%	25.6%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	

中国重汽	搅拌车	43.0%	19.6%	71.5%	38.6%	100.0%	68.2%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	
陕西重汽	搅拌车	43.0%	12.8%	71.5%	27.5%	100.0%	53.0%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	
北汽福田	搅拌车	43.0%	12.5%	71.5%	27.2%	100.0%	53.0%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	

数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

本轮治理与16年略有不同，利好会持续释放。16年921新政实际上是GB1589新规使得存量重卡运力平均下滑20%，带来了重卡行业过剩保有量的快速出清，重卡更新率快速回归均值；19年的多项治理措施则主要是针对新车，随着规范化持续推进，20、21年都有望维持不错的景气。

长期的阿尔法：重卡产品升级在提速，单价和净利润率有较大弹性

从价的角度，长期来看，规范化还能引导产品升级，提升行业技术水准和国际竞争力。不同于强消费属性的乘用车，单位用户、个人用户购买重卡基本看重的是该车带来的经济效益。整治之前，用户通过采购“大吨小标”提升产品运载能力、用户运营过程中通过多拉超载提升运货量，以此来提升经济效益；而整治之后，用户要从效率中要收益。

中高端重卡产品具有更好的产品性能、更高的可靠性，是对高效物流的保证。中高端重卡越来越迎合用户的需求，因为对于重卡用户而言，他们往往看重：1) 车辆的燃油经济性；2) 车型的可靠性：高可靠性才能保证大里程持久运营；3) 车辆的舒适性：司机驾驶时间长，长途物流往往还需要给两个司机提供睡眠区，加之“90后”司机占比的提升，车辆舒适性愈发成为重要卖点。

表9：普通长途物流、高效长途物流对比

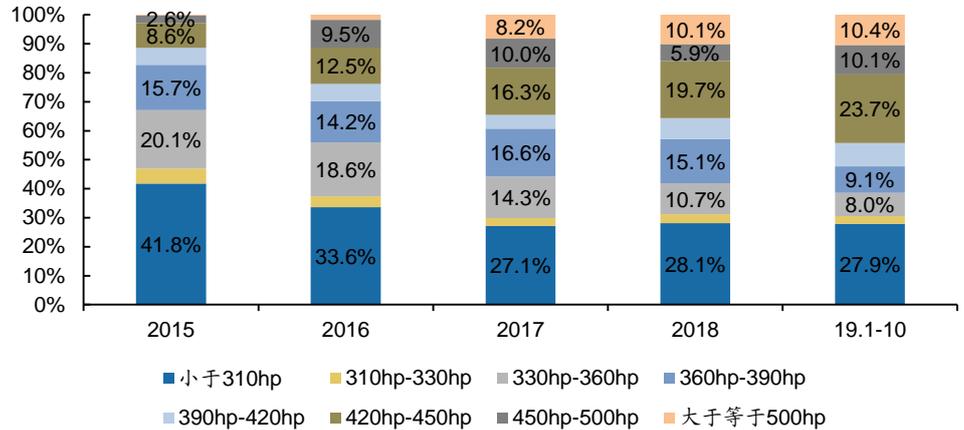
项目	普通长途物流	高效长途物流	效率提升
常用车速 (km/h)	70-80	80-90	
平均车速 (km/h)	56.7	63.6	12.2%
日运行时间 (h)	13.9	14.7	5.8%
出勤天数 (天)	19	26	36.8%
月行驶里程 (km)	13324	21865	64.1%

数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

中高端重卡产品往往需要大排量、大功率发动机。功率升级的好处在于发动机可以较大的排量、较低的转速实现单位内时间较少的做功次数，从而实现较低的油

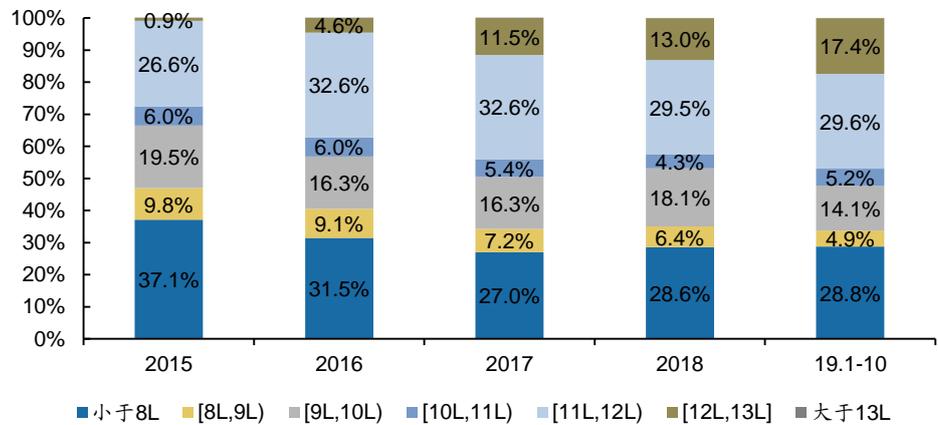
耗、更高的可靠性。**16年“921”以来重卡发动机功率、大排量渗透率均快速提升。**根据中机中心，15年至19年前10月，功率在310马力的重卡发动机占比由41.8%下滑至27.9%，420马力以上发动机占比由11.4%提升至44.2%。15-19年前10月，我国排量在12升以上的重卡发动机渗透率由0.9%提升至17.4%。

图16: 我国重卡发动机分马力占比变化情况



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图17: 我国重卡发动机分排量占比变化情况

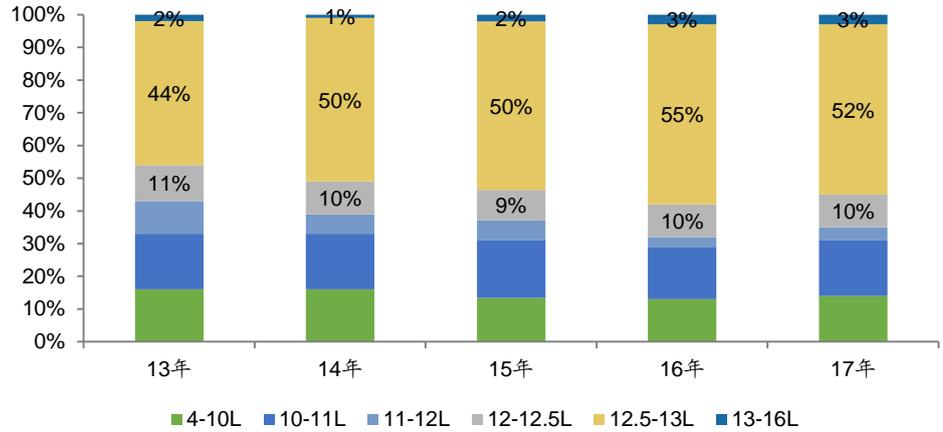


数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

对比国外，我国重卡发动机排量仍显著偏低，仍有巨大提升空间。根据NADA数据，16年美国8级卡车12升以上排量占比超过60%，根据康明斯统计的数据，17年欧洲总质量大于等于6吨的中重卡中12升以上排量占比约65%，而19年前10月我国重卡中12升以上重卡占比仅17.4%。

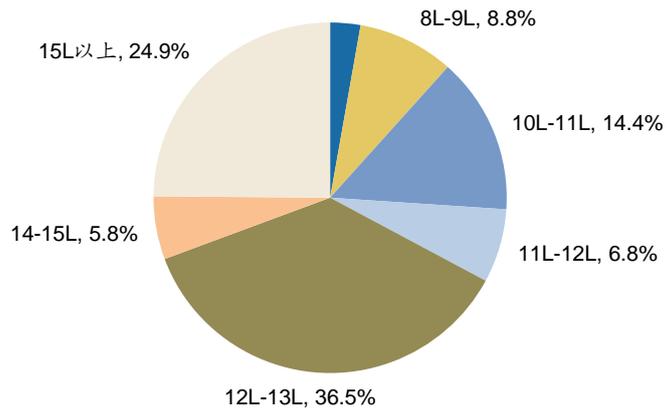
我国发动机排量偏低也直接体现在重卡整车售价上，从单价来看，国内重卡售价仅相对国外高端重卡售价的22%-33%。根据National Appraisal Guides公布的数据，美国8级以上卡车平均零售价为12万美元，而国内绝大多数重卡售价在30万元以下。

图18: 欧洲中重卡分排量结构



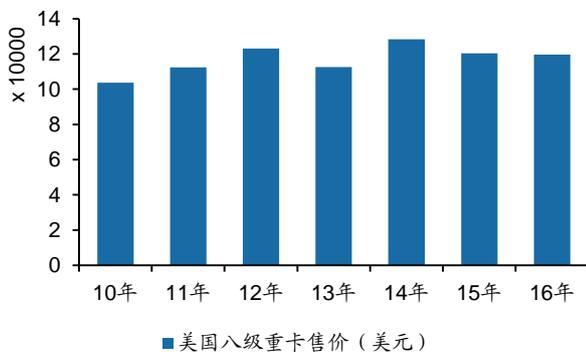
数据来源: 康明斯、广发证券发展研究中心

图19: 2016年美国重卡分发动机排量结构情况



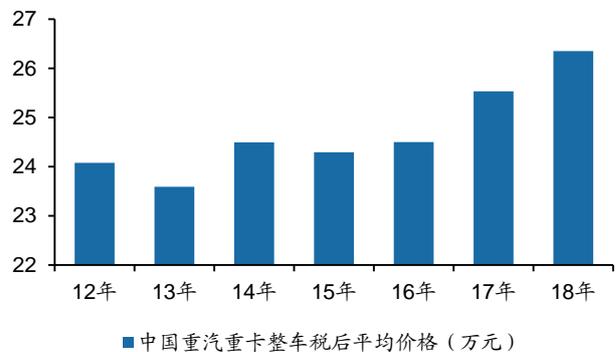
数据来源: NADA、广发证券发展研究中心

图20: 美国八级卡车均价 (美元)



数据来源: NADA、广发证券发展研究中心

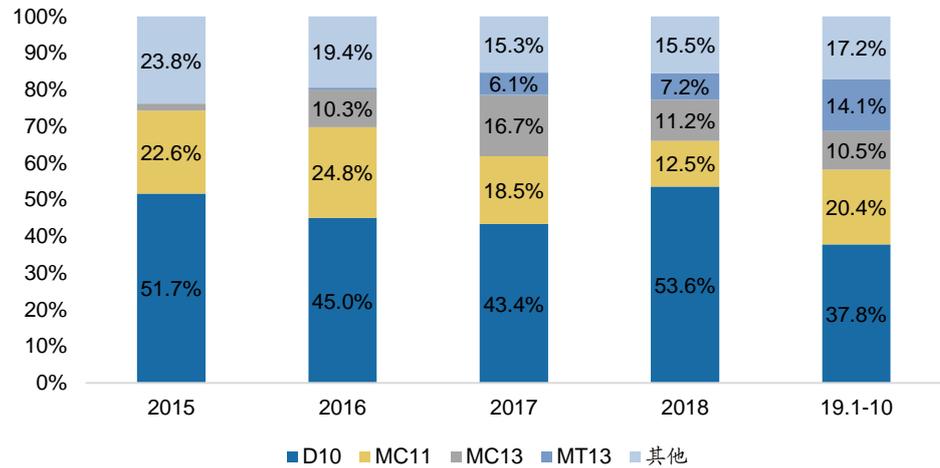
图21: 中国重汽重卡整车税后平均价格 (万元)



数据来源: 中国重汽公司财报、广发证券发展研究中心

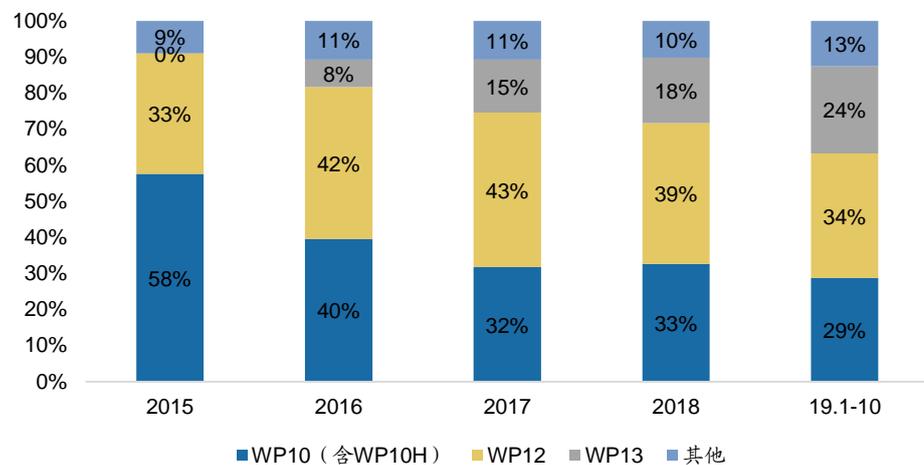
产品升级下的潍柴动力、中国重汽显著具有阿尔法。15年-19年前10月，潍柴动力大排量发动机占其销量比例在显著提升，中国重汽曼系列发动机同比实现大幅增长。

图22: 中国重汽重卡发动机分产品占比变化情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

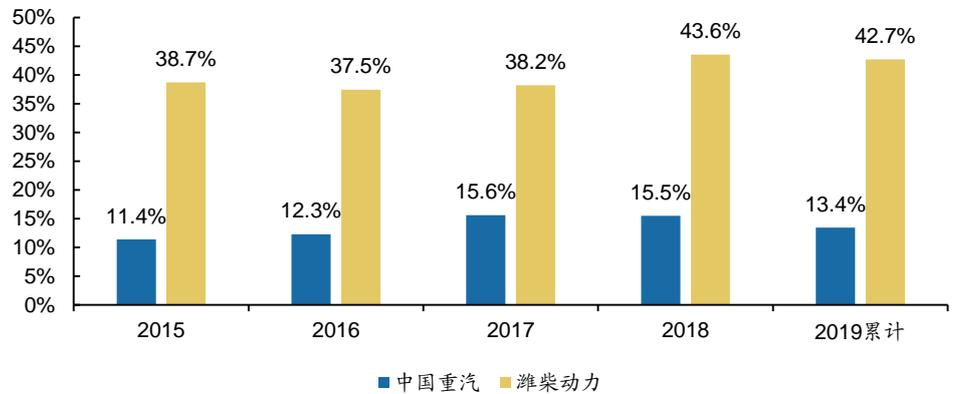
图23: 潍柴动力重卡发动机分产品占比变化情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

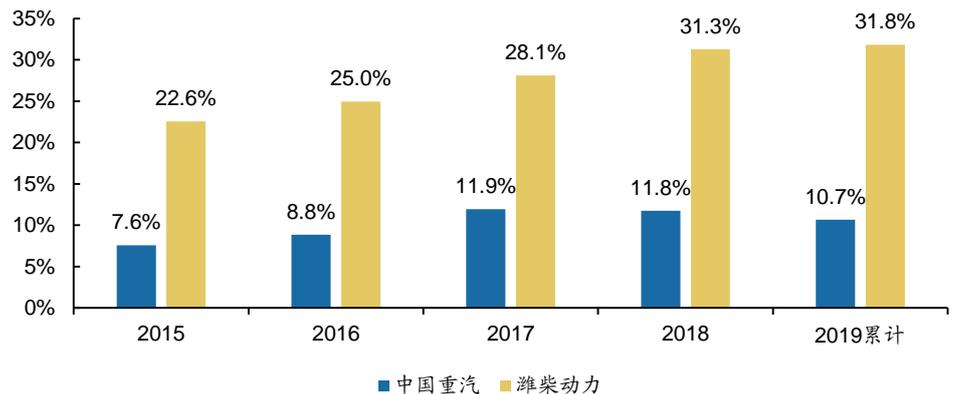
中国重汽、潍柴动力市占率提升非常明显:重卡发动机市场,中国重汽国内民品终端市占率已由15年的7.6%提升至19年1-10月份的10.7%左右,潍柴动力市占率则由15年的22.6%,提升至19年1-10月份的31.8%左右;而在9L以上重卡发动机市场,中国重汽市占率由15年的11.4%提升至19年1-10月份的13.4%左右,潍柴动力市占率由15年的38.7%,提升至19年1-10月份的42.7%左右。

图24: 重汽、潍柴9L以上重卡发动机市占率情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图25: 重汽、潍柴重卡发动机市占率情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

从车企的角度, 规范化尤其利好行业龙头。在整治之前, 若尾部企业通过生产与公告不一致的车型提升产品运力, 而龙头企业按规定生产, 那么往往前类产品更受市场欢迎, 造成“劣币驱逐良币”, 恶性竞争下车企普遍违规生产, 阻碍了产品升级。而整治之后, 由于龙头企业在中高端产品端的显著优势, 尾部企业会被逐渐出清, 长期来看有利于行业集中度的提升。

纵向及横向对比来看, 重卡龙头股 PE 估值处于低位

景气维持的时间越长, 估值则越有望逐渐向正常水平回归。重卡公司隐含的稳健增长与市场的悲观预期形成了预期差, 而当公司盈利能力的稳定性在业绩上持续兑现、持续超市场预期后, 股价将迎来戴维斯双击。

2019年11月28日, 中国重汽、潍柴动力A股 PE TTM估值分别为13.1、10.7倍, 纵向来看PE估值处于历史较低水平。(说明: 考虑到中国重汽PE TTM估值12年10

月26日与13年8月30日在70-2000多倍不等影响图表显示，予以剔除)

图26: 中国重汽A股PE TTM估值情况

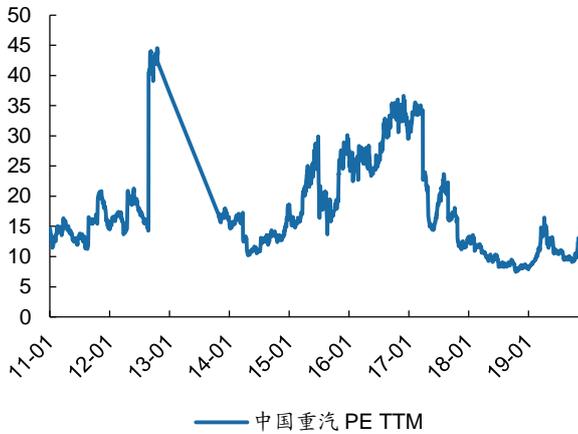


图27: 潍柴动力A股PE TTM估值情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

与国际商用车零部件龙头公司相比，潍柴动力估值相对较低。我们参考龙头康明斯PE TTM估值，2011年至今，康明斯PE TTM估值基本在10-20倍的区间内波动。

图28: 2011年来康明斯PE TTM估值及2012-2018年GAAP净利润(百万美元)

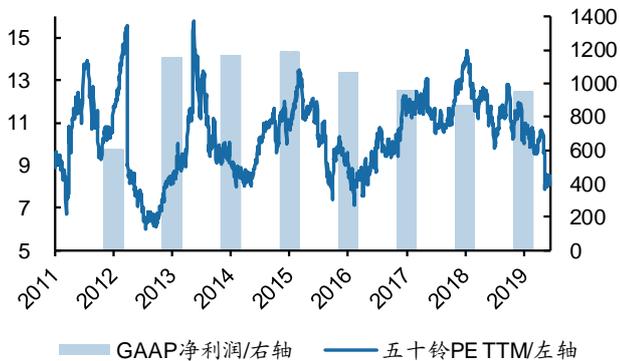


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

与国际商用车整车公司相比，中国重汽估值也相对较低。

我们可参考斯堪尼亚、帕卡、五十铃、日野的估值变动情况: 2012年至退市前，斯堪尼亚PE TTM估值维持在10-25倍左右; 2018年年初至今，曼PE TTM估值维持在30-48倍左右; 2012年至今，日野、帕卡、五十铃PE TTM估值基本维持在10-20倍左右。

图29: 五十铃PE TTM估值变动情况及历年归母净利润 (百万美元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图30: 日野PE TTM估值变动情况及历年归母净利润同比 (百万美元)



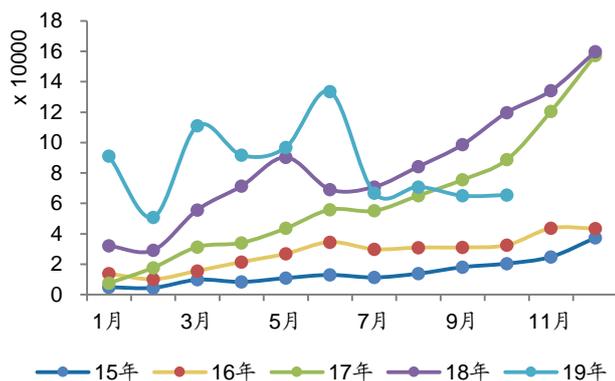
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

新能源: 电气化是行业确定性方向, 双积分或迎变革

新能源乘用车销量短期承压, 电气化仍是长期趋势

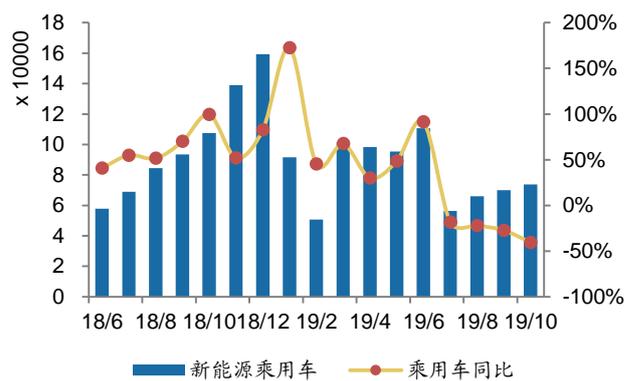
新能源乘用车短期连续出现调整。根据中汽协及中机中心统计, 19年10月新能源乘用车批发销量为6.6万, 同比-45.3%, 累计84.3万辆, 同比+16.9%; 10月新能源乘用车合格证产量7.4万, 同比-40.5%, 累计83.4万辆, 累计同比增长16.4%。

图31: 15-19年新能源乘用车月度批发销量 (辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图32: 16-19年新能源乘用车月度合格证产量 (辆)

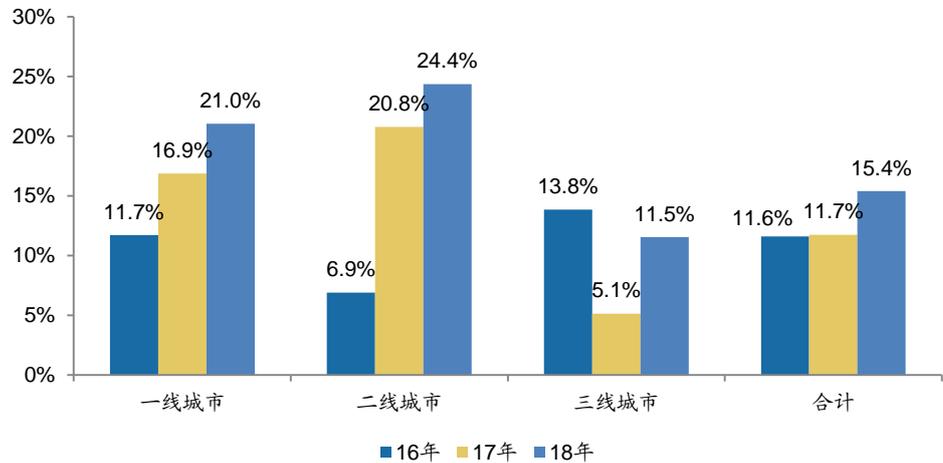


数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

新能源调整受补贴退坡影响, 也与C端真实需求占比有限有关。根据我们统计, 近五年来限牌地区贡献了新能源乘用车终端销量的一半左右, 出租租赁车型占比在不断提升。对于大部分C端用户而言, 电动车便捷性上仍低于燃油车, 后续随着价差的逐步收窄, 配套设施的逐步完善以及日益增强的产品力, 后续市场会逐步走强, 尤其是对于豪华车及小型电动车领域。而普混、48V汽车则在不改变用户使用习惯

的基础上，在全生命周期来看具有一定的经济性。同时，未来在新的双积分政策指引下，48V/混动车型在供给端和C端的关注度也会逐步提升，比如丰田、本田逆势增长也部分归因于其主推的双擎动力不断被消费者认可。

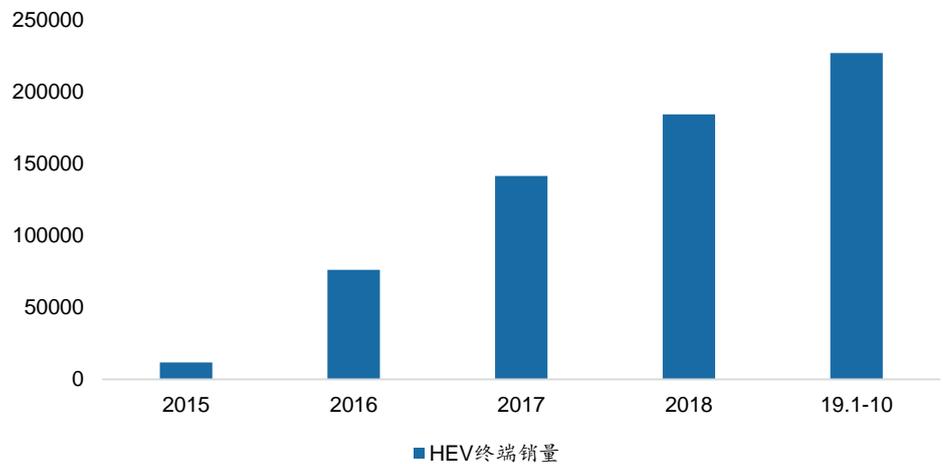
图33：一二线城市等新能源乘用车出租租赁用途占比



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

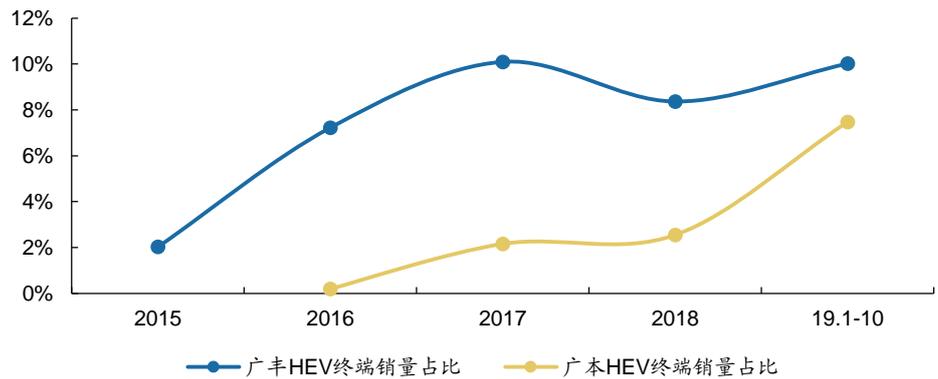
注：未被统计在出租租赁用途的车型，尚有一部分被私人购买用于网约车等

图34：HEV年度终端销量（辆）



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

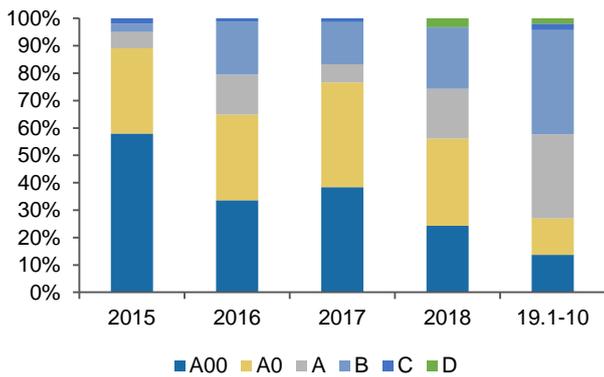
图35: 广汽本田、广汽丰田HEV终端销量占比



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

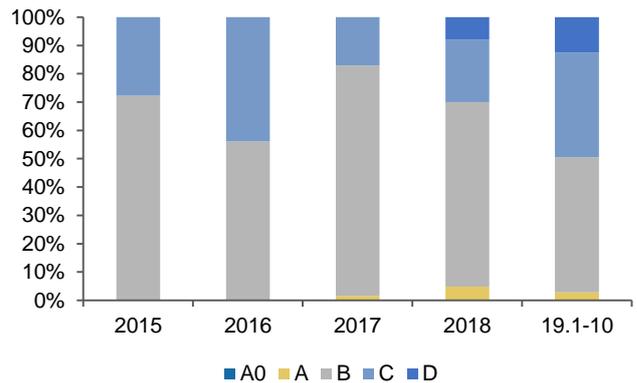
新能源汽车发展已成行业共识, 长远来看双积分政策有望接力补贴, 在供给端支撑新能源汽车产业的发展。基于对当前需求及法规推动下的供给情况的跟踪, 我们的判断是, 小型车和豪华车将加速电动化, 其他车型则先行电气化。

图36: 纯电动乘用车分级别市场份额



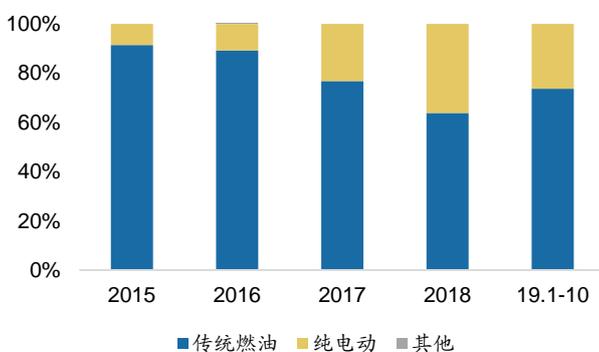
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图37: 插电混动乘用车分级别市场份额



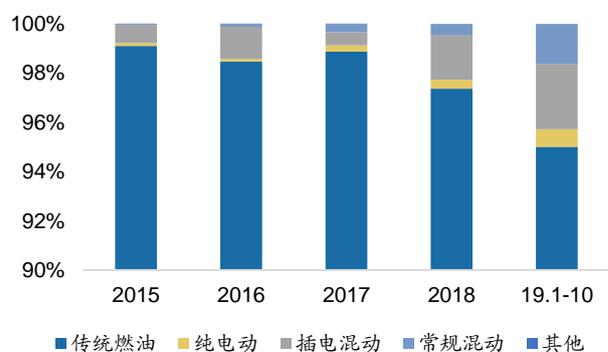
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图38: A00+A0级别乘用车中燃油车与纯电动占比



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图39: C+D级别中燃油车与纯电动、插电混动等占比



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

双积分修正案征求意见稿发布，关注 48V/混动等领域

油耗压力是摆在大部分车企前的严峻课题。根据我们对过去几年油耗积分情况的统计，即使有新能源汽车的正面影响，但随着油耗限值的逐渐加严，大量车企油耗积分在过去两年下滑显著，大部分车企下一阶段油耗限值已很难完成。

7月9日工信部发布了双积分修正案(征求意见稿)，对2021-2023年作出指引，未来或形成行业新一轮“供给侧改革”。征求意见稿建立了企业传统能源乘用车节能水平与新能源汽车正积分结转的关联关系，同时设置低油耗乘用车核算新能源汽车积分达标值时仅按一定权重计算，将引导车企主动降低传统能源乘用车燃料消耗水平。

主流车企油耗应对的典型路径有：1) 发动机技术：涡轮增压、缸内直喷、VVT(可变气门正时)、VVL(可变气门升程)、三缸机、电控热管理；2) 变速箱技术：DCT、CVT、更高档位AT；3) 其他技术：制动能量回收、电动助力转向等，其中制动能量回收后续将会被更多使用；4) 轻量化技术：会被普遍使用；5) 混合和电池电动技术：12V启停、48V系统、普混、插混、纯电动。

我们认为，未来供需格局改善且存国产替代可能的下述子领域值得关注：插混、普混、48V、CVT、制动能量回收、轻量化技术。

图40：主流车企油耗应对路径及其相应的供需格局初判

相关技术		大众	通用	丰田	本田	福特	奔驰	宝马	奥迪	上汽乘用车	广汽乘用车	长安自主	吉利	长城	上汽通用五菱	供需格局变化	国产替代可能
发动机技术	涡轮增压	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	●
	缸内直喷	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
	可变气门正时	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	●
	可变气门升程	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↑	●
	三缸	↓	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓		
	电控热管理	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
变速箱技术	DCT	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓	●
	AT	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↓	↓	↑	●
	CVT	↓	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	●
其他技术	制动能量回收	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
	电动助力转向	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	●
轻量化技术		↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
混合和电池电动技术	12V怠速启停	↑	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↓	●
	48V系统	↑	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↑	●
	普混	↓	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↑	↑	↓	↑	●
	插混	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↑	●
	纯电动	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	●

数据来源：各公司资料、广发证券发展研究中心；备注：红色箭头、绿色箭头、蓝色横线分别代表上升(变好)、下降(变差)、不变，红色圆点、灰色圆点分别代表有、无国产替代可能

汽车零部件：结合估值寻找性价比高的公司

下游整车景气度下降影响零部件公司业绩，建议关注具有核心竞争力、供需关系边际改善、估值相对偏低的企业

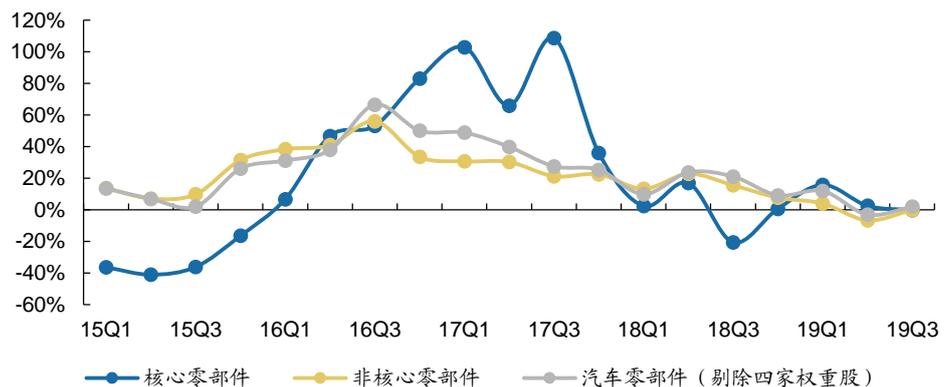
我们沿用季报综述研究框架中的汽车行业分类标准，核心零部件公司包括潍柴动力母公司、上柴股份、威孚高科和万里扬等具有关键技术的上市公司，其他汽车零部件公司则纳入非核心零部件统计。

汽车零部件企业19年前3季度营业收入同比下降0.4%，归母净利润同比下降20.6%，其中1-3季度营业收入同比增速分别为5.3%/-5.8%/-0.2%，归母净利润同比增速分别为-12.1%/-28.1%/-19.9%，分子领域看：

核心零部件板块19年前3季度营收同比增长6.3%，归母净利同比增长8.2%；其中，1-3季度营业收入同比增速分别为15.7%/2.5%/-0.3%，归母净利润同比增速分别为18.1%/-3.8%/17.8%。**非核心零部件板块**19年前3季度营收同比下降1.2%，归母净利同比下降28.2%；其中，1-3季度营业收入同比增速分别为4.0%/-6.7%/-0.2%，归母净利润同比增速分别为-21.1%/-35.7%/-26.3%。**若剔除潍柴母公司、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科几家归母净利润权重较大的龙头公司**，汽车零部件行业1-3季度营业收入同比增速分别为11.9%/-3.1%/1.9%，归母净利润同比增速分别为-15.4%/-40.6%/-29.1%。

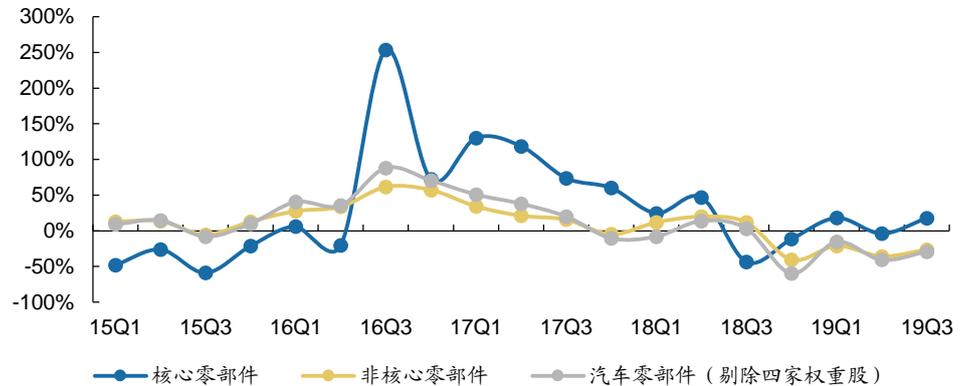
龙头公司有较高的技术壁垒和利润空间，普通零部件企业相对议价能力较弱，要谨防价格的下降对盈利能力的影响。

图41：汽车零部件子板块单季度营业收入增速



数据来源：各公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

图42: 汽车零部件子板块单季度归母净利润增速

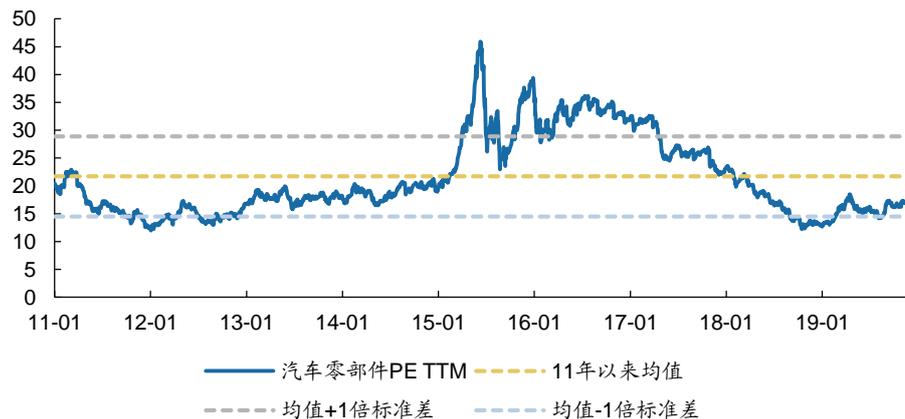


数据来源: 各公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

汽车零部件估值与国际零部件公司相比仍有溢价

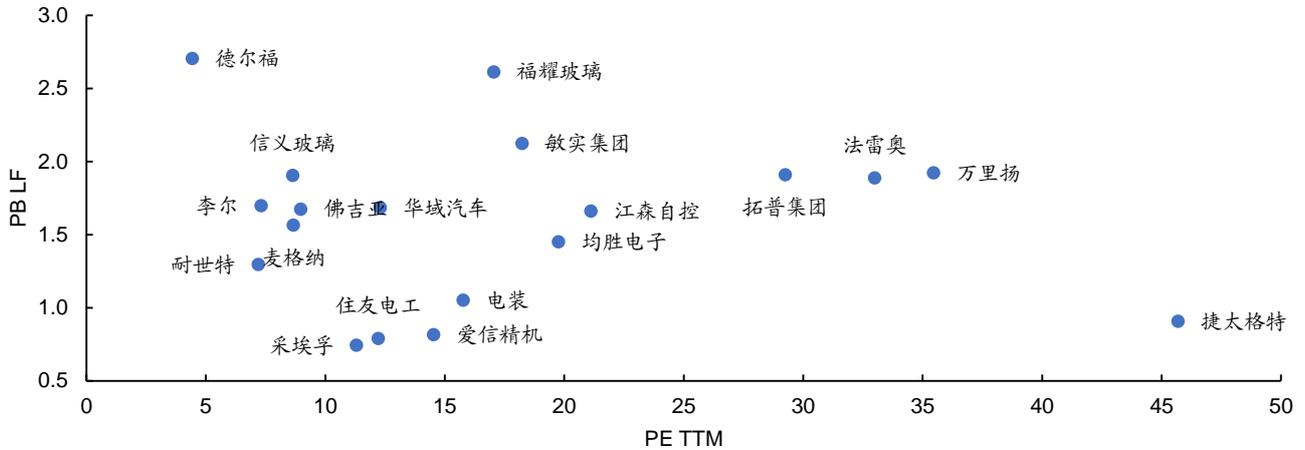
零部件龙头有较高壁垒和较好的供需格局, 在整车销量增速下降的背景下, 普通零部件企业相对议价能力较弱, 需谨防价格下降对盈利能力的影响。截至2019年11月28日, SW汽车零部件PE TTM估值为17-18倍, 与国际汽车零部件PE估值算术平均水平(10倍左右)相比仍有溢价, 建议关注具有核心竞争力、盈利能力稳定、估值相对偏低的企业。

图43: SW汽车零部件2011年以来PE TTM估值(倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图44: 国内外汽车零部件企业PE TTM、PB LF (倍, 截至11月28日)



数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

汽车服务：精选国内稀缺独立汽车研发咨询检测机构 中国汽研

盈利与估值中长期走势基本一致，汽车行业所处阶段决定了行业估值中枢向国际靠拢，行业系统性机会难觅，因此盈利能力稳定性向好、估值有折价的公司具有良好的风险收益比，我们认为商业模式良好、具有核心竞争力的公司盈利稳定性更有保证。

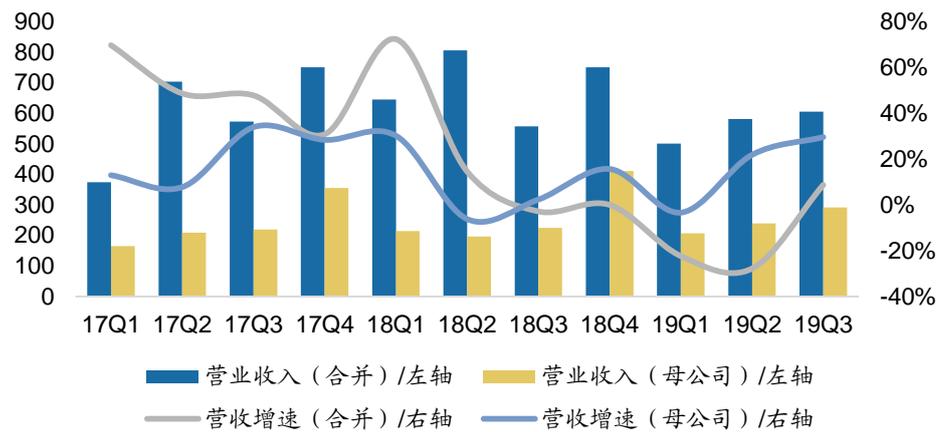
中国汽研的核心逻辑是：汽车行业增长中枢放缓后行业竞争加剧，汽车企业更有意愿和动力推陈出新提高市场竞争力，同时汽车法规标准的升级或新法规标准的出台比如新能源汽车的推广将带来公司检测业务量价齐升。

● 中国汽研是盈利模式独特、穿越周期的汽车股，天然高壁垒、有护城河

长期来看，汽车行业的销量复合增速中枢已经显著下降，汽车检测类公司收入与汽车销量关系不大，与汽车品种、汽车标准法规的数量与变化有关。中国汽研是六家国家级汽车检测中心之一，检测业务有别于传统的汽车制造和汽车服务，除需要具备必要的试验检测条件外还需获得政府授权或许可，具有很高的进入壁垒，因而对汽车整车企业具有较强的议价能力。

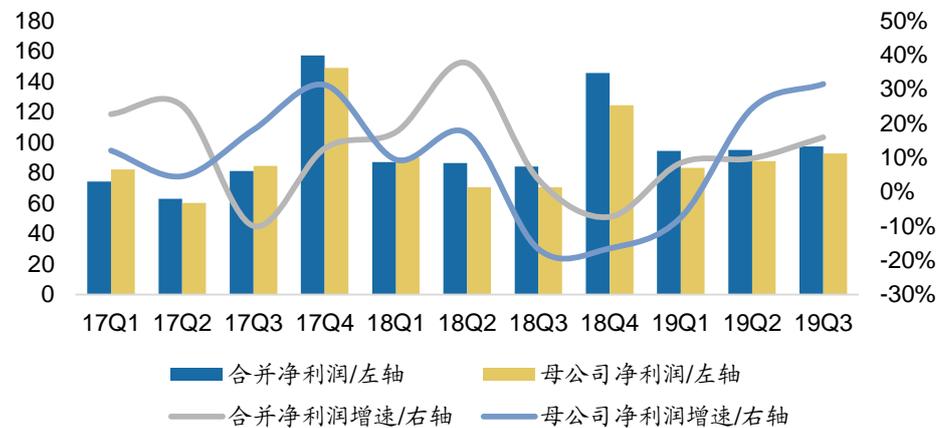
我国汽车检测行业的竞争格局相对较为稳定，集中度较高，竞争相对不激烈。公司具有产业链完整的汽车测试评价能力，是我国汽车测试评价及质量监督检验技术服务的主要提供商，在我国汽车服务领域拥有较高的行业地位。

图45: 公司合并口径营业收入、母公司营业收入(百万元)及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 公司合并口径归母净利润、母公司净利润(百万元)及同比增速



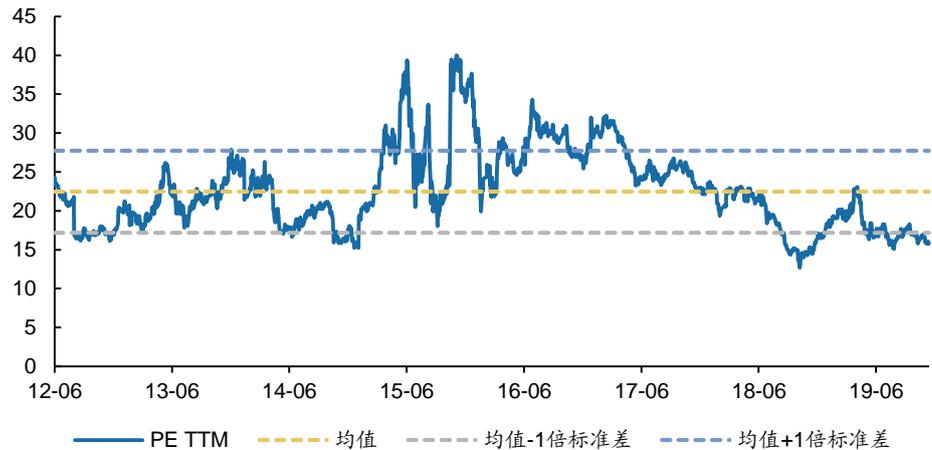
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司中长期业绩看点在于转型数据服务商以及4+1指数平台的建立,能够进一步提高公司对下游客户的溢价能力和公司的市占率。公司推出汽车四大指数测评体系,分别从安全、健康、智能、体验等角度对车辆进行评测,其中C-IASI(汽车保险指数)目前处于市场培育阶段,有望成为未来车险参考标准。公司将利用多年积累的行业数据进行分析挖掘,衍生出更多数据服务类的商业模式。

● 公司财务状况良好,盈利稳定,估值有折价

公司现金含量高且有息负债率低,近几年分红率持续提升,未来仍或有提升空间。公司历史PE TTM平均估值水平为23倍,目前PE TTM估值仅15-16倍左右,处于上市以来平均估值的70%分位,估值再次具有了良好的吸引力。

图47：中国汽研历史PE TTM估值水平（倍）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议

目前SW汽车PE估值约17-18倍，相比年初上涨约40%，主要是业绩下滑导致估值被动上行，龙头公司具有较高性价比，有望迎戴维斯双击。我们估计2020年部分乘用车龙头公司盈利有望恢复至与2018年相当水平，乘用车我们推荐业绩稳健、低估值高分红蓝筹华域汽车、上汽集团以及有望迎库存、需求周期的广汽集团（A/H）、吉利汽车（H）；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科（A/B）；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头万里扬；汽车服务板块推荐中国汽研；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕ROE上升逻辑作调整的福田汽车。

风险提示

宏观经济增速不及预期，行业景气度下降：汽车行业与宏观经济走势密切相关，宏观经济若走弱将会影响汽车行业下游需求，基建及投资增速将会对商用车产生影响。此外，汽车政策推进力度不及预期，补贴政策退坡或对新能源汽车带来影响。

广发汽车行业研究小组

- 张乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽**：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静**：海外汽车行业高级分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。