

谨慎推荐（维持）

峰回路转

风险评级：中风险

汽车行业 2020 年投资策略

2019 年 12 月 4 日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理

黎江涛

S0340117110042

电话：0769-22119416

邮箱：

lijiangtao@dgzq.com.cn

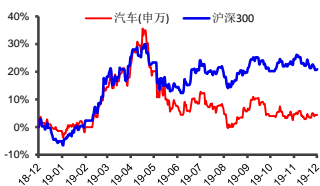
细分行业评级

整车：谨慎推荐

零部件：谨慎推荐

锂电池：推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **2019 年复盘：筑底&分化。**根据中汽协数据，2019 年 1-10 月，中国汽车销量 2065 万辆，同比下降 9.7%。分季度来看，Q1、Q2、Q3 分别同比下降 11.32%、13.56%、5.85%，降幅逐渐收窄。截止到 2019 年 12 月 3 日，年初至今有 101 家取得正收益率，占 58%。从涨幅排名靠前的个股来看，主要集中在重卡产业链（如潍柴动力、中国重汽）、车灯（如星宇股份）、优质零部件（如华域汽车、爱柯迪、拓普集团等）等。这些公司均有较好的产品力或所在细分领域景气度好于行业整体。

■ **2020 年展望：峰回路转。**放眼全球，中国汽车行业大而不强，未来仍具备成长空间，零部件尤甚，过去 5 年中国零部件公司成长速度显著高于全球主要零部件公司；我们认为站在当前，对汽车行业无需悲观，最坏的情况预计已过，继续边际改善有望；长期来看，便宜是硬道理，目前安全垫高，放眼全球，考虑到增长潜力，中国汽车上市公司目前估值处于低位；此外，我们观察到机构投资者已经开始重视汽车行业投资机会；以及我们对历史汽车指数相对收益进行复盘，结合基本面判断，认为 2020 年有望迎来峰回路转，拿相对收益确定性高，建议重视。电动车，我们认为 2020 年需乐观，来源于供给端产品丰富，需求端购买动力将推动 2020 年电动车增速向上，看好尤其是由车型高端化、5G 手机带动的锂电池产业链。

■ **投资建议：精选赛道，以“龙”为首。**整车我们认为在未来增速降档背景下，核心在于抓周期，而零部件成长性预计好于整车。长期来看，电动车大势所趋。2020 年我们看好锂电池、优质零部件公司及优质整车。电动车建议重点关注华友钴业、天齐锂业、宁德时代、新宙邦等。整车建议关注上汽集团等。零部件建议关注华域汽车、均胜电子、中国汽研等。

■ **风险提示：**汽车销量低预期；电动车销量低预期；贸易摩擦等。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	简称	收盘价 (元)	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600104.sh	上汽集团	23.2	3.1	2.7	2.9	7.5	8.6	8.0	谨慎推荐
300750.sz	宁德时代	86.4	1.5	2.0	2.5	56.3	43.0	34.7	谨慎推荐
600741.sh	华域汽车	25.1	2.5	2.2	2.4	9.9	11.5	10.6	推荐
300037.sz	新宙邦	29.6	0.8	1.0	1.2	35.0	30.6	24.4	推荐
600699.sh	均胜电子	15.0	1.0	0.9	1.1	14.8	16.4	13.3	推荐
601965.sh	中国汽研	7.6	0.4	0.5	0.6	18.3	15.8	13.6	推荐
603799.SH	华友钴业	30.0	1.4	0.3	0.9	21.2	113.9	32.5	推荐
002466.SZ	天齐锂业	29.6	1.9	0.5	1.0	15.4	60.6	28.9	推荐
300450.sz	先导智能	37.2	0.8	1.1	1.5	44.2	33.4	24.8	推荐

数据来源：wind，东莞证券研究所

目 录

2019 年复盘：筑底&分化	4
销量降幅逐渐收窄，业绩环比改善	4
2019 年汽车指数跑输大盘，个股分化	4
电动车：前高后低，个股分化，强者恒强	6
2020 年展望：峰回路转	8
长期仍具备空间，零部件成长空间大	8
便宜是硬道理，PB 处于历史底部	12
最坏的情况预计已过，2020 年继续修复	14
统计历史数据，汽车股 2020 年迎来相对收益确定性高	16
电动车：2020 年需乐观	16
投资策略：精选赛道，以“龙”为首	18
风险提示	19

插图目录

图 1：汽车月度销量同比数据（单位：%）	4
图 2：汽车行业样本公司营收及利润情况	4
图 3：汽车行业业绩在全 A 行业之中比较优势不明显（扣非归母净利润）	5
图 4：申万汽车 2019 年表现排名 22/28（20191203）	6
图 5 申万汽车涨幅前 20 名（20191203）	6
图 6：新能源车销量数据（单位：辆）	6
图 7：锂电池板块主要公司 2019 年前三季度业绩情况	7
图 8：电动车产业链主要个股涨跌幅	8
图 9：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间	9
图 10：中国是全球第一大汽车生产国	9
图 11 中美资本市场汽车行业上市公司比较	9
图 12：全球主要资本市场汽车股情况	10
图 13：全球汽车零部件公司对标，中国快速追赶	10
图 14：戴姆勒过去近 20 年股价走势	11
图 15 丰田汽车近 20 年股价走势	11
图 16：通用汽车近 9 年股价走势	11
图 17 福特汽车近 40 年股价走势	11
图 18：博格华纳近 26 年股价走势	12
图 19 普利司通近 12 年股价走势	12
图 20：曼格纳国际近 33 年股价走势	12
图 21 李尔近 10 年股价走势	12
图 22：申万 28 个行业当前 pb 处于历史（10 年）分位数位置	13
图 23：申万汽车指数当前 pb 处于历史底部区间（周线）	13
图 24：全球主要汽车整车估值情况（20191203）	13
图 25：全球主要零部件公司估值情况（20191203）	14
图 26：汽车指数相对沪深 300 走势	15
图 27：城镇居民人均可支配收入（实际累计）同比	15
图 28 上一轮购车高峰进入换购期	15

图 29：产业资本开始回购（不完全统计）	16
图 30：汽车指数历年相对沪深 300 表现	16
图 31：全球新能源车销量维持快速增长（千辆）	17
图 32 全球新能源车厂商销量排名前 10	17
图 33：全球主要整车厂商新能源车规划	17
图 34：预计到 2025 年中国新能源车占比提升到 20%	18
图 35 全球新能源车销量占比展望	18

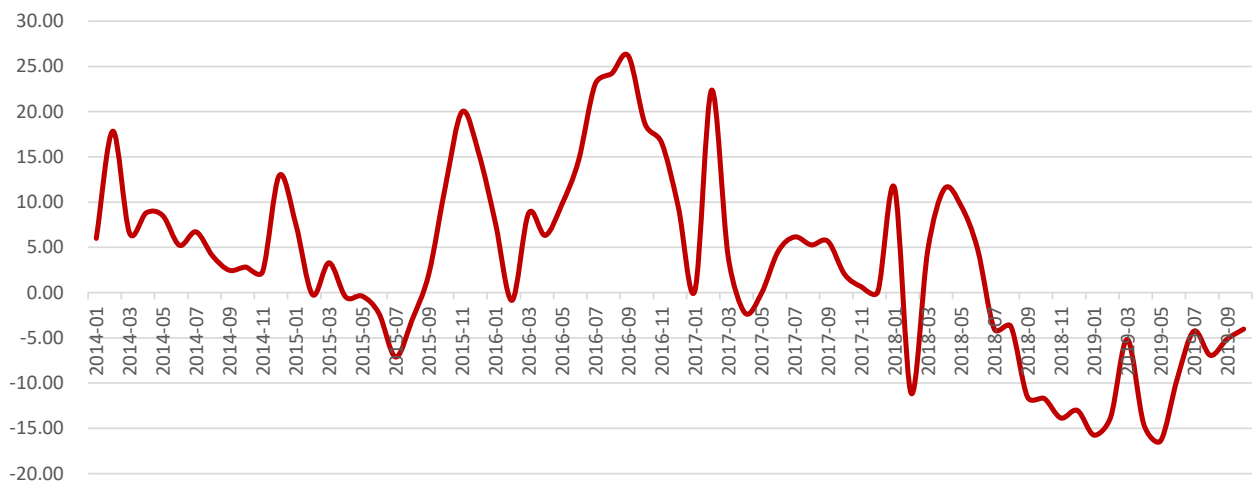
—

2019 年复盘：筑底&分化

销量降幅逐渐收窄，业绩环比改善

预计 2019 年中国汽车销量筑底，2020 年向上继续修复。根据中汽协数据，2019 年 1-10 月，中国汽车销量 2065 万辆，同比下降 9.7%。分季度来看，Q1、Q2、Q3 分别同比下降 11.32%、13.56%、5.85%，降幅逐渐收窄。8、9、10 月汽车销量同比下降约 7%、5%、4%。

图 1：汽车月度销量同比数据（单位：%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

反应到业绩，Q1、Q2 汽车销量压力较大，叠加折扣力度大，上市公司业绩表现承压，根据我们的样本数据，Q1、Q2 营收同比下降 6%、12%，但 Q3 同比下降 1%，改善明显；利润端，2019 年 Q1、Q2、Q3 分别同比下降 32%、40%、18%，降幅收窄明显，主要源于销售数据好转，降幅收窄，叠加国六 7 月执行，折扣力度收窄。

图 2：汽车行业样本公司营收及利润情况

日期	2019Q1	Q1同比	2019Q2	Q2同比	2019Q3	Q3同比	Q3环比
样本公司营收（亿元）							
样本合计	5248	-6%	4993	-12%	5176	-1%	4%
整车	3585	-11%	3321	-15%	3594	-1%	8%
零部件	1664	6%	1671	-5%	1582	-2%	-5%
样本公司扣非归母净利润（亿元）							
样本合计	162	-32%	131	-40%	132	-18%	1%
整车	80	-46%	48	-58%	64	-26%	33%
零部件	82	-8%	82	-19%	68	-9%	-18%

资料来源：Wind，东莞证券研究所 见《汽车行业 2019 年 Q3 业绩总结：同比降幅收窄，布局正当时-20191108》

2019 年汽车指数跑输大盘，个股分化

根据申万行业分类，我们统计了全部 28 个申万行业扣非业绩表现，对比来看，汽车行

业前三季度业绩在全部 A 股中表现弱势。根据申万分类，2019 年前三季度汽车行业实现营收 18529 亿元，同比下降 4%，较上半年同比下降 8% 的降幅明显收窄。利润端，前三季度实现扣非归母净利润 454 亿元，同比下降 32%，降幅收窄。

图 3：汽车行业业绩在全 A 行业之中比较优势不明显（扣非归母净利润）

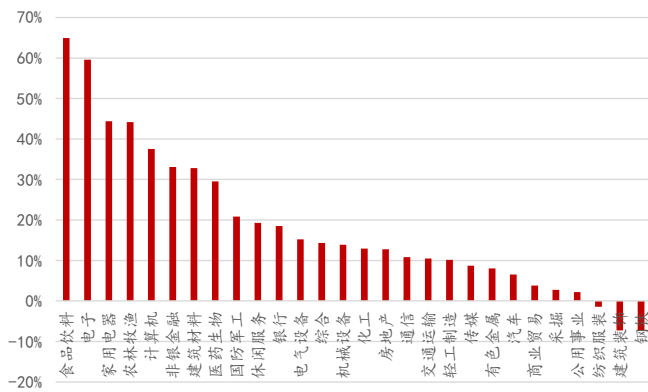
行业	营收 (亿元)				归母扣非净利润 (亿元)			
	2019H1	2019H1同比	2019前三季度	同比	2019H1	2019H1同比	2019前三季度	同比
农林牧渔	2,493	10%	3,785	3%	84	132%	233	105%
国防军工	1,283	0%	2,367	29%	28	-19%	65	98%
非银金融	20,041	38%	28,662	40%	2,201	70%	3,182	75%
机械设备	5,817	0%	8,839	13%	313	18%	485	39%
建筑材料	2,278	25%	4,295	44%	305	26%	520	32%
公用事业	6,791	16%	10,757	15%	510	21%	921	28%
食品饮料	3,461	16%	5,241	18%	622	23%	905	22%
电气设备	4,483	12%	6,681	11%	199	0%	323	20%
房地产	9,475	23%	14,713	23%	887	22%	1,226	19%
交通运输	10,810	-1%	19,533	29%	593	16%	964	18%
计算机	2,890	9%	4,710	13%	100	1%	174	12%
银行	23,784	14%	35,578	13%	8,896	8%	13,118	8%
医药生物	8,107	18%	12,864	21%	587	5%	879	8%
建筑装饰	25,054	17%	37,909	16%	687	0%	1,027	2%
家用电器	5,652	-6%	8,478	-8%	386	2%	569	1%
电子	9,764	51%	15,805	16%	289	2%	537	1%
休闲服务	721	11%	1,070	-3%	50	12%	80	-3%
采掘	18,459	10%	28,557	10%	887	7%	1,323	-5%
传媒	2,840	7%	4,696	11%	177	-16%	299	-5%
商业贸易	8,283	12%	12,233	3%	146	9%	171	-6%
化工	25,222	13%	37,586	6%	846	-17%	1,217	-18%
轻工制造	2,276	-2%	3,572	0%	109	-27%	188	-18%
纺织服装	1,335	-8%	1,916	-4%	73	-27%	92	-27%
汽车	12,088	-8%	18,529	-4%	315	-38%	454	-32%
有色金属	7,815	6%	12,509	13%	146	-40%	208	-42%
钢铁	7,426	3%	12,027	6%	297	-38%	438	-43%
通信	3,423	0%	5,071	-2%	26	-64%	66	-52%
综合	2,510	15%	602	-82%	45	37%	6	-87%

资料来源：wind，东莞证券研究所 注：按照上半年扣非归母净利润增速排序。

年初至今，从二级市场表现来看，汽车股整体表现与业绩排名较匹配，指数涨幅排名第 22/28。重点公司中，涨幅靠前的是，年初至今星宇股份（+80%）、潍柴动力（+83%）、长城汽车（+72%）、爱柯迪（+58%）、华域汽车（+43%）、拓普集团（+40%）。

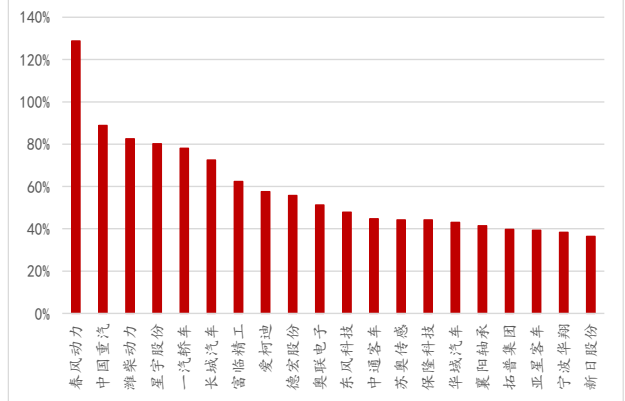
根据申万分类，合计 174 家上市公司，截止到 2019 年 12 月 3 日，年初至今有 101 家取得正收益率，占 58%。从涨幅排名靠前的个股来看，主要集中在重卡产业链（如潍柴动力、中国重汽）、车灯（如星宇股份）、优质零部件（如华域汽车、爱柯迪、拓普集团等）等。这些公司均有较好的产品力或所在细分领域景气度好于行业整体。

图 4：申万汽车 2019 年表现排名 22/28（20191203）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 5 申万汽车涨幅前 20 名（20191203）

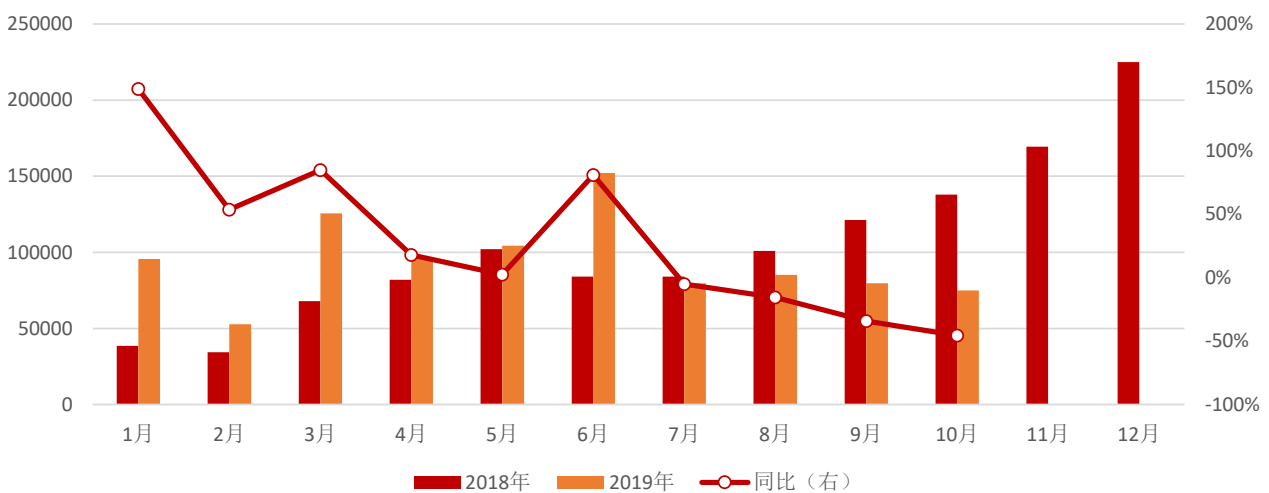


资料来源：wind，东莞证券研究所

电动车：前高后低，个股分化，强者恒强

1-10 月新能源车销量约 95 万辆，同比增长约 11%，下半年受补贴大幅下降，新能源车销量承压。

图 6：新能源车销量数据（单位：辆）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

由于Q3新能源车销量承压，整体来看，产业链相关公司业绩表现不佳，部分细分领域仍有亮点，龙头呈现较强的韧性。上游钴、锂由于价格同比仍下降，2019年前三季度业绩同比仍然承压，但钴三季度由于价格反弹，相关公司业绩改善。华友钴业2019年前三季度实现扣非归母净利润0.44亿元，同比下降98%，Q3单季度实现扣非归母净利润0.85亿元，盈利能力环比改善。电解液领域的新宙邦业绩表现稳定，Q3实现扣非归母净利润1.04亿元，同比增长约20%，表现强劲。电池领域，宁德时代Q3实现扣非归母净利润11.46亿元，同比下降11%，前三季度累计实现扣非归母净利润约30亿元，同比增长49%。璞泰来前三季度实现归母净利润（扣非）4.21亿元，同比增长25.5%，其中Q3实现扣非归

母净利润1.81亿元，同比增长58%，收入端同比增长45%，盈利能力有一定提升。设备领域，先导智能Q3实现扣非归母净利润2.36亿元，同比增长9.81%，前三季度实现扣非归母净利润6.21亿元，同比增长约15%。整体来看，在Q3新能源车产销承压背景下，细分领域龙头仍然表现出较强的韧性。

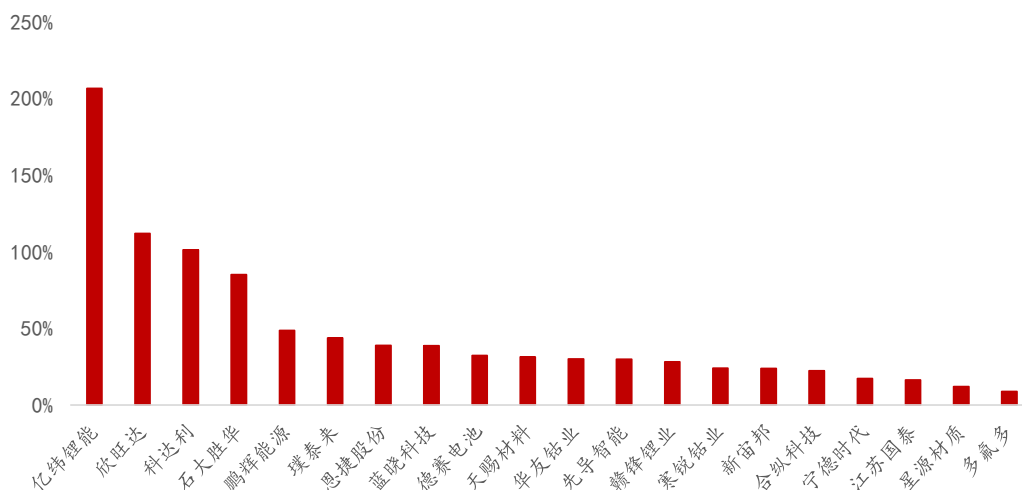
图 7：锂电池板块主要公司 2019 年前三季度业绩情况

领域	证券代码	证券简称	营收 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	Q3单季度同比	毛利率	净利率	
上游	钴	300618.SZ	寒锐钴业	12.43	-42%	-0.40	-106%	-79%	8%	-3%
		603799.SH	华友钴业	140.23	39%	0.93	-95%	-85%	11%	1%
	锂	002460.SZ	赣锋锂业	42.11	17%	3.29	-70%	-86%	24%	8%
		002466.SZ	天齐锂业	37.97	-20%	1.39	-92%	-114%	59%	16%
中游	正极	300073.SZ	当升科技	18.40	-26%	2.20	7%	-26%	19%	12%
		600884.SH	杉杉股份	65.15	2%	2.88	-73%	-88%	22%	6%
		688005.SH	容百科技	30.98	50%	1.59	3%	7%	13%	5%
	负极	603659.SH	璞泰来	35.01	53%	4.58	7%	13%	28%	13%
	电解液	300037.SZ	新宙邦	16.97	9%	2.39	15%	21%	36%	14%
	隔膜	002812.SZ	恩捷股份	21.06	30%	6.32	96%	51%	45%	33%
		300568.SZ	星源材质	5.15	22%	1.96	9%	-8%	48%	37%
	设备	300457.SZ	赢合科技	13.82	1%	2.38	14%	36%	41%	19%
300450.SZ		先导智能	32.17	19%	6.35	16%	10%	41%	20%	
下游	电池	300438.SZ	鹏辉能源	24.95	41%	2.70	0%	18%	26%	11%
		002074.SZ	国轩高科	51.52	26%	5.78	-12%	17%	31%	11%
		300750.SZ	宁德时代	328.56	72%	34.64	46%	-7%	29%	11%
		300014.SZ	亿纬锂能	45.77	52%	11.59	206%	199%	29%	26%
	整车	002594.sz	比亚迪	938.22	5%	15.74	3%	-89%	16%	2%
		600733.sh	北汽蓝谷	174.84	79%	-2.70	-304%	-899%	5%	-2%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2019 年产业链涨幅分化也较大，但优质个股仍有不错表现，亿纬锂能、欣旺达、科达利等受电子产业链复苏，叠加电动车预期向好，涨幅居前。其他产业链优质个股如新宙邦、璞泰来、恩捷股份、先导智能、华友钴业也有不错表现。

图 8：电动车产业链主要个股涨跌幅



资料来源：Wind，东莞证券研究所

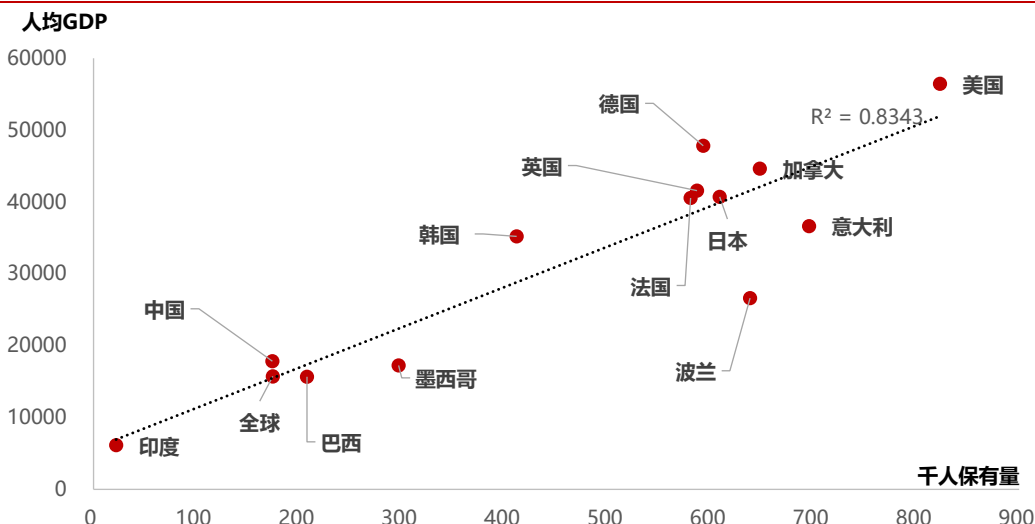
2020 年展望：峰回路转

放眼全球，中国汽车行业大而不强，未来仍具备成长空间，零部件尤甚，过去 5 年中国零部件公司成长速度显著高于全球主要零部件公司；我们认为站在当前，对汽车行业无需悲观，最坏的情况预计已过，继续边际改善有望；长期来看，便宜是硬道理，目前安全垫高，放眼全球，考虑到增长潜力，中国汽车上市公司目前估值处于低位；此外，我们观察到机构投资者已经开始重视汽车行业投资机会；以及我们对历史汽车指数相对收益进行复盘，结合基本面判断，认为 2020 年有望迎来峰回路转，拿相对收益确定性高，建议重视。

长期仍具备空间，零部件成长空间大

长期来看，中国汽车潜在需求仍存空间。我们比较了全球主要经济体汽车千人保有量情况，2015 年千人保有量美国为 823 辆，日本为 609 辆，德国为 593 辆，韩国为 411 辆，预计中国 2018 年为 174 辆。整体上来看，中国汽车保有量仍存在空间。但预计周期属性更强，成长属性相对变弱。长期来看，一个国家汽车保有量与 GDP 高度相关，中国未来汽车保有量很大程度上取决于中国经济发展速度与质量。

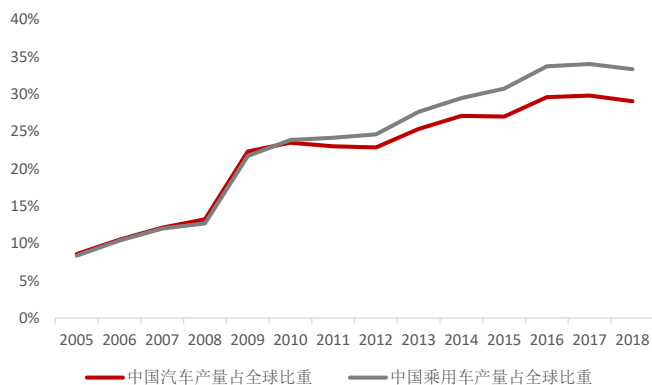
图 9：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间



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

2018 年中国汽车产量占全球约 30%，是当之无愧的汽车生产大国。2018 年全球汽车产量约 9563 万辆，中国产量为 2781 万辆，占全球比重 29%。乘用车中国 2018 年产量为 2353 万辆，占全球比重为 33%，产量全球第一。

图 10：中国是全球第一大汽车生产国



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 11 中美资本市场汽车行业上市公司比较

板块-中国	序号	证券代码	证券简称	市值 (亿元)	主要业务
汽车 (合计170家, 含B股)	1	600104.SH	上汽集团	2894	整车
	2	002594.SZ	比亚迪	1255	新能源车
	3	601238.SH	广汽集团	1113	整车
	4	600741.SH	华域汽车	774	内外饰零部件
	5	601633.SH	长城汽车	647	整车
	6	600660.SH	福耀玻璃	556	汽车玻璃
	7	000625.SZ	长安汽车	345	整车
	8	600066.SH	宇通客车	321	客车
	9	601966.SH	玲珑轮胎	244	轮胎
	10	600733.SH	北汽蓝谷	241	新能源车
板块-美国	序号	证券代码	证券简称	市值 (亿元)	主要业务
汽车 (合计63家)	1	TM.N	丰田汽车	13805	整车
	2	DDAIF.OO	戴姆勒	7863	整车
	3	GM.N	通用汽车	3867	整车
	4	HMC.N	本田汽车	3359	整车
	5	TSLA.O	特斯拉	3101	新能源车
	6	RACE.N	法拉利	2725	豪华跑车
	7	F.N	福特汽车	2619	整车
	8	NSANY.OO	日产	2120	整车
	9	FCAU.N	菲亚特克莱斯勒汽车	1900	整车
	10	APTIV.N	安波福 (APTIV)	1624	汽车电子零部件
	11	MGA.N	曼格纳国际	1247	座椅等内饰
	12	IEP.O	伊坎企业	956	汽车零部件等
	13	BWA.N	博格华纳	563	汽车动力系统

资料来源：wind，东莞证券研究所 时间 20190918

但是，我们纵观全球主要资本市场与核心汽车强国，中国汽车行业大而不强，缺乏具备竞争力的企业，数量众多。根据我们的初步统计，汽车强国如德国、日本、美国等，这些国家所在资本市场汽车股数量明显少于中国 A 股，但大市值公司居多，中国在这方面还具备空间，中国 A 股汽车行业千亿市值公司占比不到 2%。

图 12：全球主要资本市场汽车股情况

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

资料来源：wind，东莞证券研究所

值得重视的是，过去几年，中国汽车行业公司正在崛起。我们以零部件行业为例，统计全球主要零部件公司过去 5 年市值变化及营收变化，我们发现中国零部件企业成长速度惊人，明显快于全球主要零部件公司。我们认为中国零部件公司成长空间大。

图 13：全球汽车零部件公司对标，中国快速追赶

排序	证券代码	证券简称	当前市值	2014年市值	市值变化	2018年营收	2014年营收	营收变化
1	CON.F	德国大陆	3,703	2,626	41.0%	3,485	2,573	35.4%
2	00FML	MICHELIN	2,697	1,880	43.5%	1,729	1,458	18.6%
3	6902.T	日本电装	2,320	2,546	-8.9%	3,264	2,210	47.7%
4	5108.T	普利司通	2,046	1,740	17.6%	2,259	1,887	19.7%
5	APT.V.N	安波福(APTIV)	1,501	1,298	15.7%	991	1,042	-4.9%
6	6201.T	丰田工业公司	1,178	1,031	14.3%	1,348	1,111	21.4%
7	MGA.N	曼格纳国际	1,143	1,364	-16.3%	2,802	2,242	25.0%
8	IEP.O	伊坎企业	1,062	697	52.5%	808	1,172	-31.0%
9	0MGR.L	FAURECIA	850	286	197.4%	1,574	1,404	12.1%
10	600741.SH	华域汽车	682	400	70.6%	1,566	738	112.3%
11	5802.T	住友电气工业	645	612	5.3%	1,934	1,447	33.7%
12	7259.T	AISIN SEIKI	612	654	-6.4%	2,461	1,520	61.9%
13	OFFY.L	NOKIAN RENKAAT ORD SHS	570	404	41.0%	125	104	20.9%
14	7276.T	小糸制作所	525	304	73.0%	503	362	38.8%
15	600660.SH	福耀玻璃	515	243	111.8%	203	129	56.7%
16	LEA.N	李尔	490	468	4.7%	1,451	1,085	33.8%
17	BWA.N	博格华纳 (BORGWARNER)	490	761	-35.7%	723	508	42.2%
18	GNTX.O	真泰克	486	326	48.9%	126	84	49.6%
19	0DZC.L	CIE AUTOMOTIVE	423	108	290.3%	301	173	74.1%
20	ALV.N	奥托立夫	418	576	-27.4%	596	565	5.3%
21	ALSN.N	艾里逊变速箱	366	372	-1.7%	186	130	43.0%
22	6923.T	Stanley Electric	294	237	24.1%	264	184	43.2%
23	0868.HK	信义玻璃	277	121	129.3%	142	86	65.2%
24	5334.T	日本特殊陶业	260	419	-37.8%	259	178	45.1%
25	601799.SH	星宇股份	217	45	386.8%	50	20	151.1%
26	0425.HK	敏实集团	207	139	48.2%	126	67	87.0%
27	FOX.F.O	Fox Factory Holding	199	37	441.6%	42	19	126.4%
28	GT.O	固特异轮胎橡胶 (GOODYEAR)	199	470	-57.6%	1,062	1,110	-4.3%

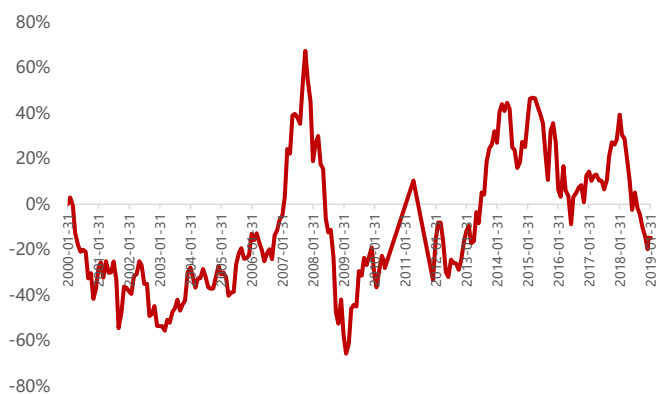
资料来源：wind，东莞证券研究所

整车在于抓周期，零部件长期成长空间或更优。

从戴姆勒、丰田、通用、福特等全球国际车企股价走势来看，波动较大，抓周期较为重要。此外，优秀车企比如丰田等伴随其研发投入，顺应行业趋势，股价整体呈现向上趋

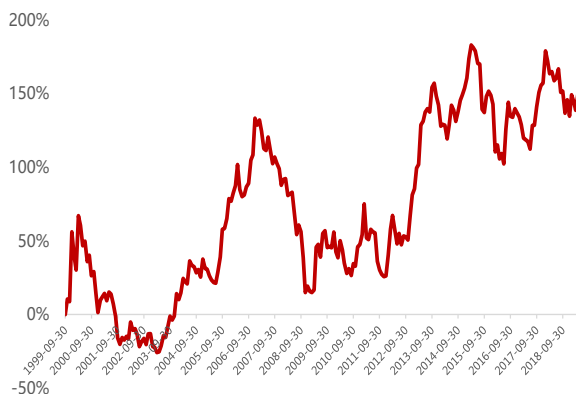
势。但如果忽略周期因素，做长期投资，戴姆勒从 2000 年至今收益率为负，丰田近 20 年复合收益率约 3%，通用近 9 年复合收益率约 4.5%，福特近 39 年复合收益率约 6.7%。我们认为，伴随中国汽车销量进入稳定增长态势，抓准周期成为投资汽车整车股的重要因素。当然，中国自主品牌目前竞争格局分散，未来市占率提升亦是重要变量。

图 14：戴姆勒过去近 20 年股价走势



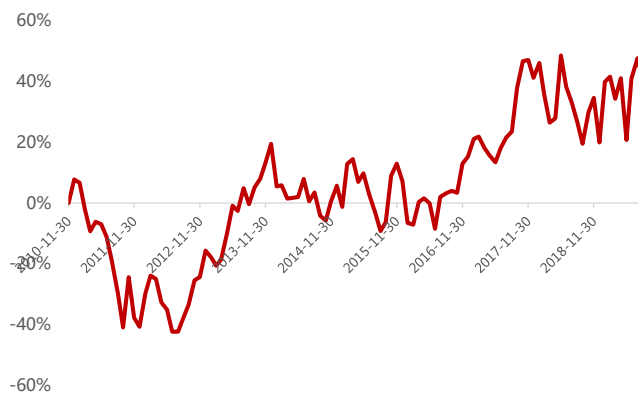
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 15 丰田汽车近 20 年股价走势



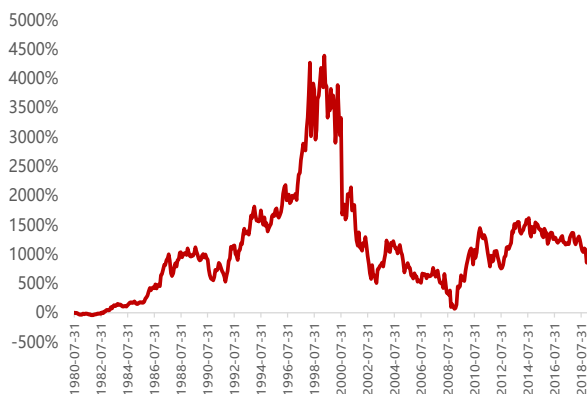
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 16：通用汽车近 9 年股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 17 福特汽车近 40 年股价走势

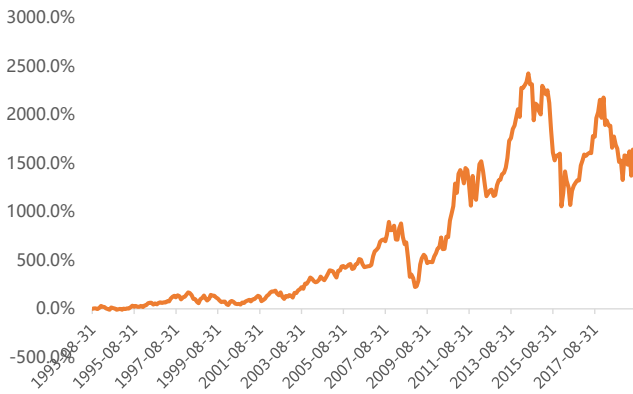


资料来源：Wind，东莞证券研究所

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

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

图 18: 博格华纳近 26 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 19 普利司通近 12 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

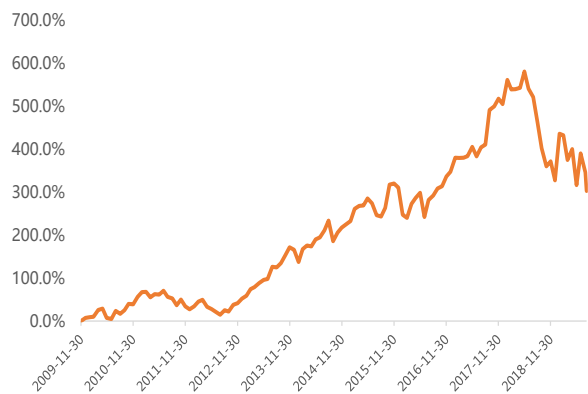
曼格纳国际主营动力、座椅等模块及系统, 是全球领先的汽车零部件公司, 公司近 33 年股价复合收益率约 11%, 超过标普 500 指数约 8% 复合年化收益率。李尔是全球领先的座椅制造厂商, 公司 2018 年实现营收 1451 亿元, 同比增长 3.33%, 实现净利润 78.9 亿元, 同比下降 12.5%。公司近 10 年股价复合收益率约 15%, 高于标普 500 指数约 11% 的收益率。

图 20: 曼格纳国际近 33 年股价走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 21 李尔近 10 年股价走势

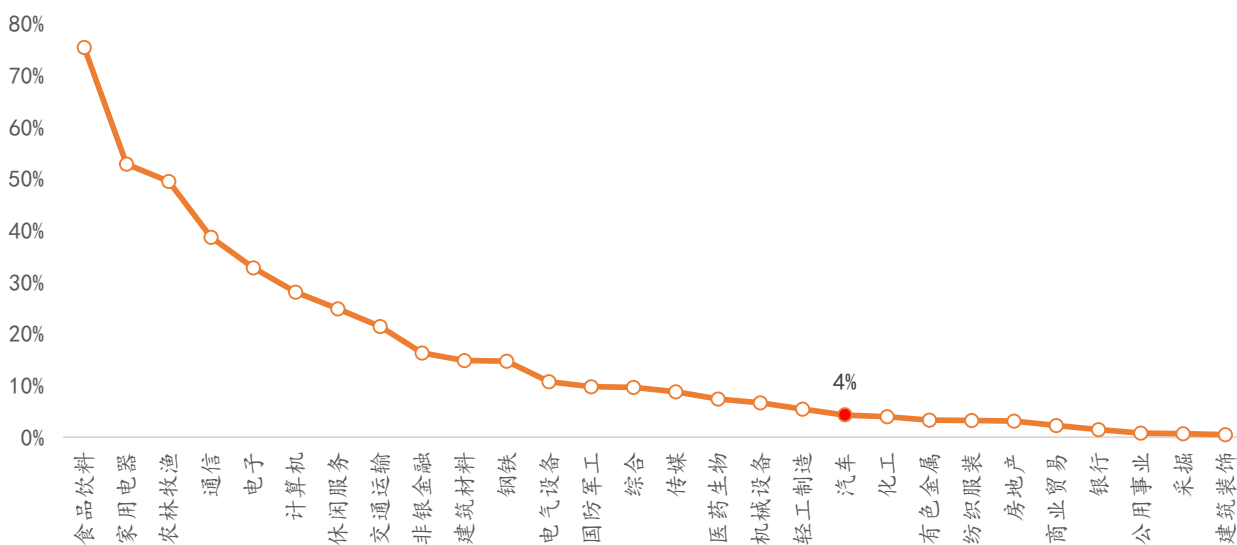


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

便宜是硬道理, PB 处于历史底部

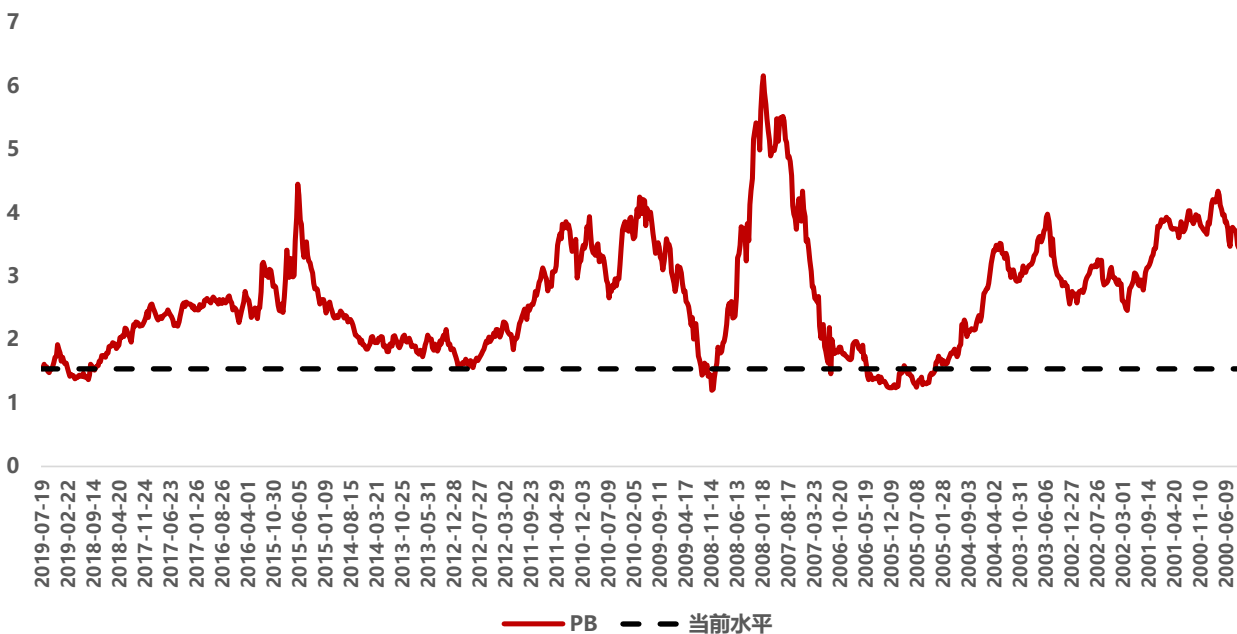
我们梳理了 A 股申万 28 个行业, 目前申万汽车在 28 个行业里面, PB 处于较低位置, 从过去 10 年 PB 分位数来看, 目前汽车指数 PB 处于历史 4% 分位数, 低估值, 安全边际高。

图 22：申万 28 个行业当前 pb 处于历史（10 年）分位数位置



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 23：申万汽车指数当前 pb 处于历史底部区间（周线）



资料来源：wind，东莞证券研究所

截止到 2019 年 12 月 3 日，申万汽车二级行业分类中，汽车零部件 PB 为 1.82 倍，汽车整车 PB 为 1.35 倍，均处于历史底部。对比全球整车厂商来看，中国资本市场整车厂商估值已经靠近全球主要资本市场整车厂。目前上汽集团 PB 为 1.11 倍，广汽集团（H）为 1.03 倍，A 股广汽集团为 1.53 倍，长城汽车（H/A）分别为 0.94 倍/1.61 倍，长安汽车（A 股）为 0.95 倍。

图 24：全球主要汽车整车估值情况（20191203）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE (TTM)	PB
TM.N	丰田汽车	13,958	11.25	1.05
TSLA.O	特斯拉	4,241	-72.98	9.99
GM.N	通用汽车(GENERAL MOTORS)	3,602	5.81	1.15
HMC.N	本田汽车	3,470	10.15	0.64
0NQ9.L	PEUGEOT	3,015	6.89	1.14
RACE.N	法拉利	2,891	52.27	27.06
600104.SH	上汽集团	2,712	9.31	1.11
F.N	福特汽车(FORD MOTOR)	2,510	22.29	1.01
FCAU.N	菲亚特克莱斯勒汽车	2,028	4.13	0.96
0NQF.L	雷诺汽车	1,981	3.88	0.36
0175.HK	吉利汽车	1,222	12.12	2.58
1211.HK	比亚迪股份	1,100	35.41	1.61
2238.HK	广汽集团	1,096	11.16	1.03
2333.HK	长城汽车	731	11.90	0.94

资料来源: wind, 东莞证券研究所 注: 由于数据可获得性, 部分国际整车厂没有统计在内。

对标全球主要零部件公司来看, 中国零部件公司目前处于估值底部, 具备估值优势。华域汽车目前 PB 为 1.64 倍, PE (TTM) 为 12 倍, 福耀玻璃 (A/H) PB 分别为 2.63 倍/2.51 倍, PE (TTM) 分别为 17.12 倍/16.35 倍, 对标全球主要汽车零部件公司来看, 中国零部件公司未来成长空间大, 估值处于相对低估水平。

图 25: 全球主要零部件公司估值情况 (20191203)

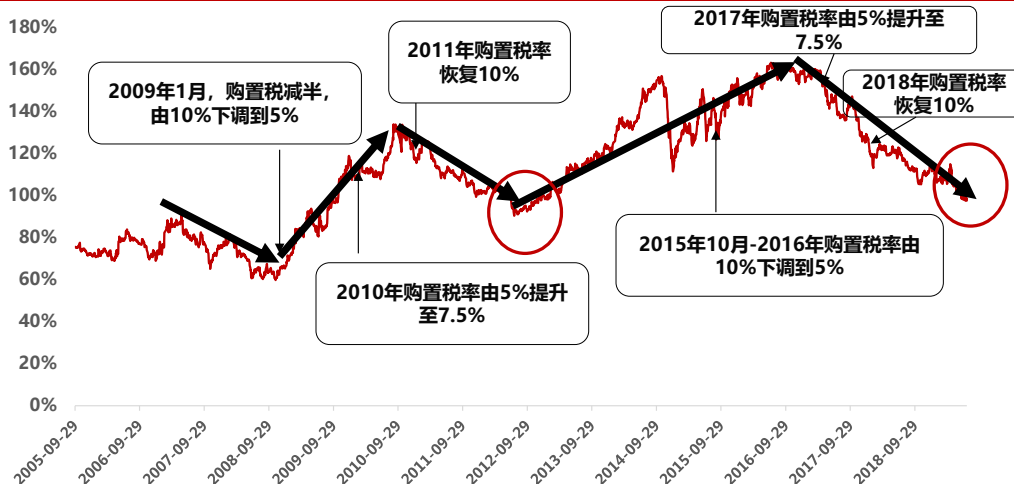
证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE (TTM)	PB
0LQ1.L	CONTINENTAL	3,616	8.05	1.51
0OFM.L	MICHELIN	2,985	11.54	1.58
APT.V.N	安波福(APTIV)	1,695	23.96	6.77
MGA.N	曼格纳国际	1,190	7.89	1.69
0MGR.L	FAURECIA	1,009	9.30	1.76
IEP.O	伊坎企业	910	13.20	2.22
600741.SH	华域汽车	791	12.01	1.64
0RH5.L	VALEO	653	15.39	1.84
BWA.N	博格华纳(BORGWARNER)	616	11.60	1.97
3606.HK	福耀玻璃	543	16.35	2.51
600660.SH	福耀玻璃	543	17.12	2.63
LEA.N	李尔	518	8.62	1.75
OFFY.L	NOKIAN RENKAAT ORD SHS	518	11.38	2.26
GNTX.O	真泰克	508	16.90	3.76
0DZC.L	CIE AUTOMOTIVE	429	7.00	4.08
ALSN.N	艾里逊变速箱	402	8.88	7.69
0MI0.L	AUTOLIV INC DEPOSITORY RECEI	339	15.86	3.66
ALV.N	奥托立夫	339	15.33	3.54
0868.HK	信义玻璃	330	8.45	1.87
2105.TW	正新	310	37.91	1.73

资料来源: wind, 东莞证券研究所 注: 由于数据可获得性, 部分国际厂商没有统计在内。

最坏的情况预计已过, 2020 年继续修复

我们认为 2020 年购置税透支影响, 国五升级国六因素消除等, 2020 年将继续修复。

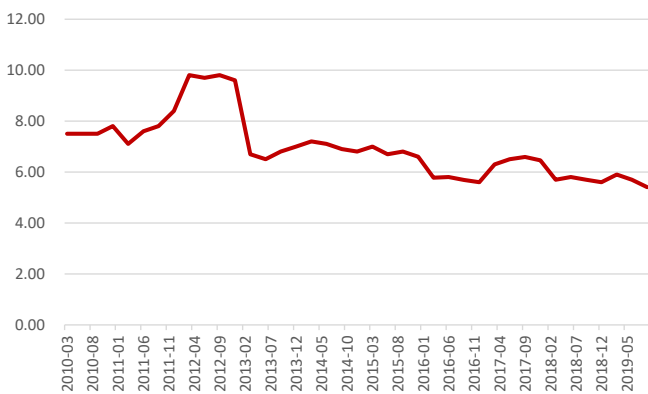
图 26：汽车指数相对沪深 300 走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

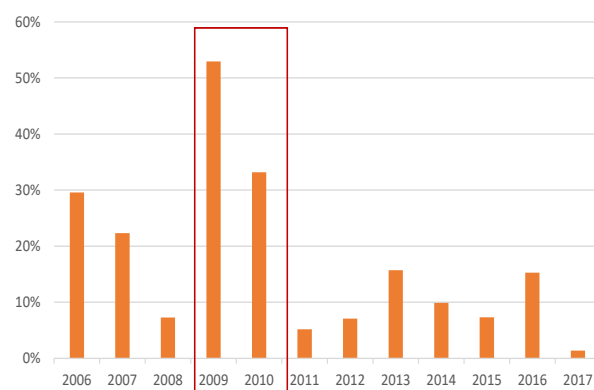
影响购车的核心要素包括有需求及有购买力，从长期来看，中国的需求空间还比较大，理性来讲，中国三口之家每家拥有一台车比较合理，这么计算还有近翻倍空间。那么，影响短期需求的重要因素就是购买力。中国经济放到全球仍然一枝独秀，虽然增速降档，但增长质量提升，房主不炒的理念传达，控制房价快速上涨，提升居民的幸福感和降低社会生活成本，有利于消费，尤其是可选消费。此外，中国上一轮购车高峰是在 2009 年-2010 年，这些阶段购车的车主进入密集的换购期，有望为 2020 年销量贡献增量。

图 27：城镇居民人均可支配收入（实际累计）同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 28 上一轮购车高峰进入换购期



资料来源：wind，东莞证券研究所

此外，产业资本拿出真金白银回购，上一轮产业资本大幅回购是在 2012 年，而上一轮的底部是在 2012 年出现，产业资本动态对指数判断起到一定参考作用。

图 29：产业资本开始回购（不完全统计）

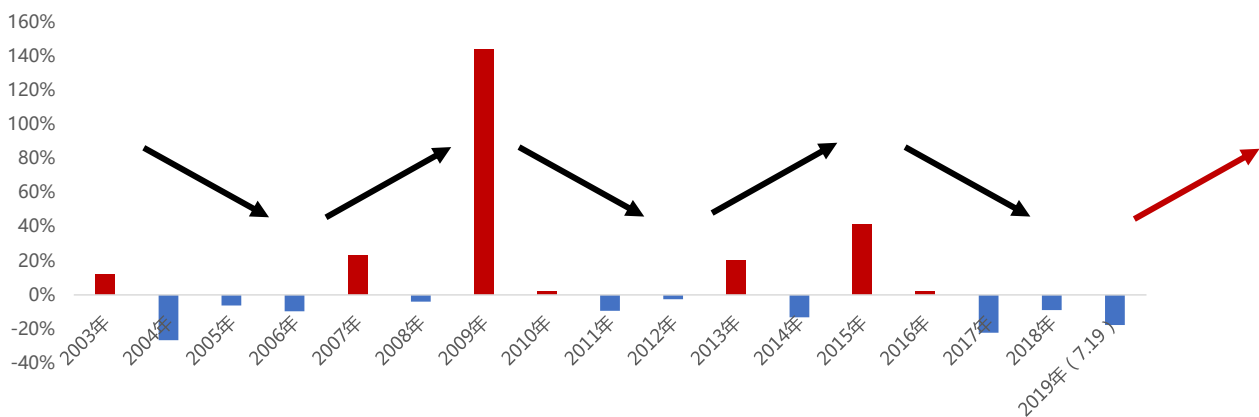
代码	简称	截止日期	已回购数量(万股)	占总股本比重	回购金额(万元)	回购价格(元/股)	当前价格(元/股)	当前价格相较于回购价格涨跌幅
000030.SZ	富奥股份	2019-06-03	6004	3.32%	30494	5.08	4.71	-7.26%
000338.SZ	潍柴动力	2019-01-09	6336	0.80%	49991	7.89	11.36	43.99%
000887.SZ	中鼎股份	2019-05-31	759	0.62%	8244	10.86	9.18	-15.45%
000903.SZ	云内动力	2019-05-31	3865	1.96%	10001	2.59	2.69	3.95%
002085.SZ	万丰奥威	2019-05-31	2495	1.14%	18850	7.55	7.51	-0.59%
002126.SZ	银轮股份	2019-05-31	629	0.79%	4998	7.94	7.27	-8.46%
002434.SZ	万里扬	2019-03-20	3740	2.79%	28001	7.49	6.46	-13.72%
002448.SZ	中原内配	2019-05-31	1239	2.04%	8819	7.12	5.44	-23.56%
002488.SZ	金固股份	2019-06-04	36	0.04%	300	8.36	8.24	-1.45%
002593.SZ	日上集团	2019-05-31	420	0.60%	1599	3.81	5.05	32.60%
002611.SZ	东方精工	2019-05-31	3000	1.63%	13693	4.56	4.15	-9.08%
300611.SZ	美力科技	2019-03-16	31	0.17%	293	9.56	9.63	0.72%
300707.SZ	威唐工业	2019-04-25	70	0.45%	1147	16.38	13.56	-17.24%
600166.SH	福田汽车	2019-05-31	8287	1.24%	19989	2.41	2.27	-5.89%
603129.SH	春风动力	2019-05-31	293	2.18%	5844	19.95	19.00	-4.78%
603158.SH	腾龙股份	2019-05-31	429	1.96%	7143	16.66	16.45	-1.27%
603586.SH	金麒麟	2019-04-30	563	2.69%	7527	13.37	13.63	1.98%
603788.SH	宁波高发	2019-05-24	304	1.32%	4333	14.27	13.67	-4.17%

资料来源：wind，东莞证券研究所

统计历史数据，汽车股 2020 年迎来相对收益确定性高

我们过去 16 年（2003 年-2018 年）汽车指数相对沪深 300 表现，历史上连续 3 年跑输沪深 300 出现过 1 次，连续 4 年跑输沪深 300 没有出现过。而 17 年、18 年汽车股已经 2 年连续跑输沪深 300，截止到 2019 年 11 月，汽车指数仍大幅跑输沪深 300，我们认为汽车指数在 2020 年拿相对收益确定性高。

图 30：汽车指数历年相对沪深 300 表现



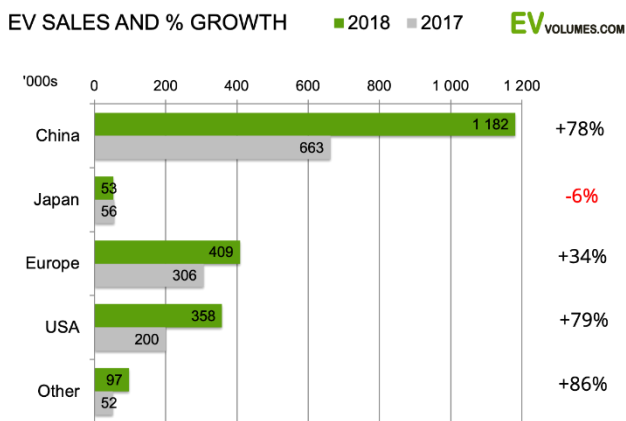
资料来源：wind，东莞证券研究所

电动车：2020 年需乐观

电动车，我们认为 2020 年需乐观，来源于供给端产品丰富，需求端购买动力将推动 2020 年电动车增速向上，看好尤其是由车型高端化、5G 手机带动的锂电池产业链。大众 MEB 平台、特斯拉产业链值得关注。

全球上半年新能源车销量维持较高增速，根据 EVsales 数据，全球上半年新能源车销量达 111.75 万辆，同比增长 47%，维持高速增长，新能源车占汽车销量比重达 2.4%。中国新能源乘用车上半年销量 56.3 万辆，同比增长 58.7%，维持高速增长。

图 31：全球新能源车销量维持快速增长（千辆）



资料来源：EVsales，东莞证券研究所

图 32 全球新能源车厂商销量排名前 10

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

资料来源：Evsales，东莞证券研究所

电动化大势所趋，工信部预计到 2025 年新能源车销量占比提升到 20%，国际化车企持续发力，2020 年将密集投放新能源车型。根据 Marklines 数据，国际化车企尤其是德系将在 2020 年持续推出新车型，EV 数量增多，特斯拉年底投产。此外，大众计划到 2025 年新能源车占比提升到 20%-25%，戴姆勒集团计划到 2022 年新能源车销量占比提升到 15%-25%，国际化车企引领。预计 2020 年将是中国新能源车补贴的最后一年，我们对 2020 年销量数据相对乐观。

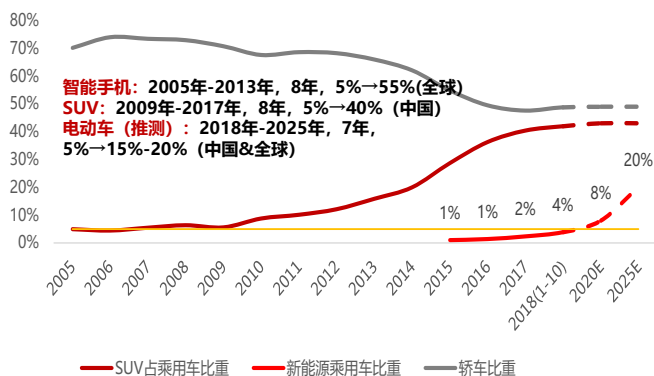
图 33：全球主要整车厂商新能源车规划

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

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

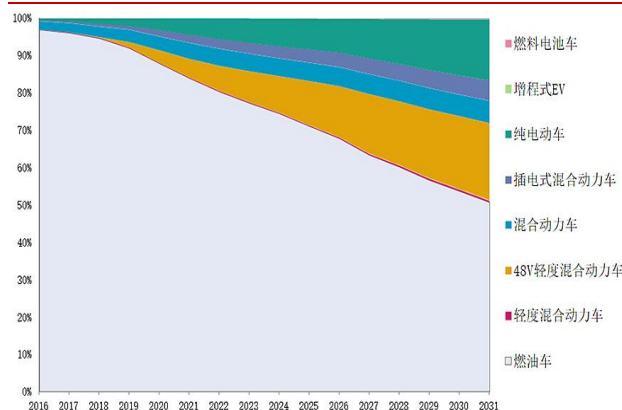
参考智能手机替代传统手机路径，SUV 替代轿车路径，智能手机占比从 2005 年的 5% 提升到 2013 年的 55%（全球），SUV 从 2009 年占比 5% 提升到 2017 年的 40%（中国），结合国际整车厂商规划、工信部规划及 LMC Automotive 预测，预计到 2025 年全球新能源车占比由目前约 2% 提升到 15%-20%。

图 34：预计到 2025 年中国新能源车占比提升到 20%



资料来源：Wind，中汽协，东莞证券研究所

图 35 全球新能源车销量占比展望



资料来源：LMC Automotive，Marklines，东莞证券研究所

投资策略：精选赛道，以“龙”为首

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

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

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

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

第三，基本上，中国经济有韧性，房住不炒，汽车进入新一轮换购期，维持我们汽车销量下半年好于上半年，明年好于今年的判断。

建议重点关注：华域汽车、上汽集团、精锻科技、中国汽研、德赛西威、中鼎股份等。

中国电动车产业链齐全，具备完善的上下游产业链基础，在全球竞争力较强。我们认为明年电动车需乐观看待，主要基于以下几方面：

第一，全球电动车进入快速投放期，供给端丰富消费者选择。国际化车企进入，减少消费者担忧电动车，提升消费者的信心。

第二，德国将补贴提升 50% 这个动作值得思考，抢占下一轮汽车变革的制高点进入争夺战。特斯拉上海工厂投产，有望带动产业链。

第三，以上两点预计将使得整车厂商竞争加剧，但将显著受益于中国零部件厂商，尤其是锂电池产业链。高端车型投放将拉动单车带电量提升；此外，明年 5G 手机有望上量，带动手机销量修复，此外，5G 手机带电量有所增加，同样将带动电池需求量向上。

基于以上，我们看好以锂电池为代表的电动车产业链企业。建议重点关注：华友钴业、天齐锂业、宁德时代、新宙邦、当升科技、璞泰来、恩捷股份。

风险提示

- (1) 宏观经济承压，影响汽车消费。
- (2) 新能源车销量不及预期，及产业链价格超预期下跌。

东莞证券研究报告评级体系：

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

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

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

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn