

结构性机会，寻找从预期牛到业绩牛

2020 年 1 月 10 日

刘伟浩 (分析师)

电话: 020-88832824
 邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517040001

投资要点

● 乘用车行业：产品持续更新、具有平台化优势的企业

受宏观经济下行、中美贸易战等因素影响，乘用车行业自 18 年 7 月开始下滑，截至 19 年 12 月共历时 18 个月，我们判断下行周期即将结束，新的周期即将开启。从库存来看，18 年四季度和 19 年二季度两度去库存，使得渠道库存回归健康水平，为后续补库存奠定基调。19 年三季度以来乘用车批发量降幅逐月收窄亦验证此推断。从需求来看，城市限购政策松绑，M2 货币增速和房地产销售逐步企稳，也有汽车需求的复苏提供了创造有利条件。19 年以来，汽车行业板块估值先于业绩修复，板块估值从年初 13 倍上升至年末的 19 倍 PE，我们认为 20 年是业绩重回增长轨道的一年。我们推荐：吉利汽车 (0175.HK)。

● 卡车行业：集中度提升，紧跟龙头

1) 受基础设施建设及房地产开发投资于 19 年回暖，推动重卡行业销量保持增长并带动发动机需求。19 年重卡销量超预期，全年销量达到 117 万辆，同比增 2%，创重卡市场年销量新高。2) 新排放标准等将加速行业整合，国三淘汰、国六实施及全面治超等将推动 20 年重卡持续增长。我们预计 20/21 年全年的重卡销量分别为 124/131 万辆，对应增速分别是 6%/5.7%。我们推荐：潍柴动力 (000338)。

● 汽车零部件：受益于轻量化、电气化、智能化需求的标的

汽车轻量化、电气化、智能化大势所趋。以特斯拉为首的新能源厂商引领行业的趋势，传统造车巨头亦加快推动电气化、智能化的步伐。零部件供应商积极切入特斯拉或者传统巨头的供应链，从此前的概念到客户订单落地，明确的需求带动产能的投放和产能利用率的爬升。我们推荐：爱柯迪 (600933)、旭升股份 (603305)、文灿股份 (603348)、三花智控 (002050)、星宇股份 (601799)、拓普集团 (601689)、德赛西威 (002920)、玲珑轮胎 (601966)。

● 汽车经销商：选择品牌组合理想和周转快效率高的企业

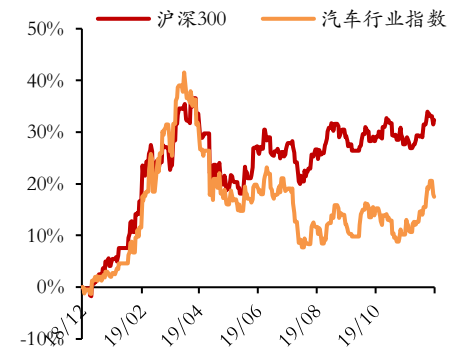
受益于汽车更新需求，以及豪华车往三四线城市下沉，豪华车渗透率持续提升，19 年在乘用车整体下滑背景下，豪华车市场仍维持 9% 增速。我们认为品牌组合、周转速度、精细化管理是分辨豪车经销商的几个重要维度，其最终结果将反应到公司盈利能力和成长性。我们推荐：中升控股 (0881.HK)、美东汽车 (1268.HK)。

● **风险提示：**整车板块复苏进程较慢，盈利能力复苏或低于预期；新能源汽车面临价格中枢下移的压力；零部件个股估值继续走高而业绩无法兑现的风险；经销商板块提防销售目标过高导致压库风险。

强烈推荐 (上调)

汽车行业

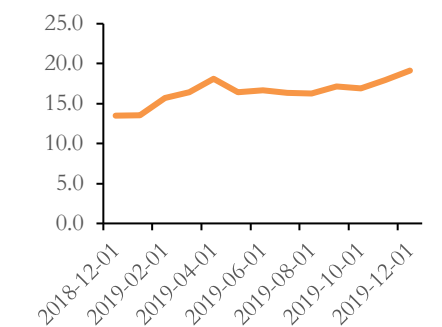
行业指数走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
汽车行业	13.00	13.93	11.74
沪深 300 指数	7.43	6.45	2.40
相对表现	5.57	7.48	9.34

行业估值走势



行业估值

当期估值	20.39
平均估值	19.49
历史最高	31.63
历史最低	11.77

重点公司推荐

公司	股价	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
吉利汽车	15.54	1.14	1.31	1.53	13.63	11.86	10.16
潍柴动力	14.77	1.35	1.48	1.63	10.94	9.98	9.06
爱柯迪	14.93	0.48	0.58	0.67	31.10	25.74	22.28
旭升股份	45.10	0.94	1.20	1.59	47.98	37.58	28.36
文灿股份	26.32	0.37	0.58	0.77	71.14	45.38	34.18
三花智控	19.53	0.49	0.58	0.68	39.86	33.67	28.72
德赛西威	33.85	0.51	0.76	1.04	66.37	44.54	32.55
星宇股份	97.90	2.79	3.42	4.13	35.09	28.63	23.70
拓普集团	21.74	0.48	0.62	0.73	45.29	35.06	29.78
玲珑轮胎	22.40	1.29	1.59	1.79	17.36	14.09	12.51
中升控股	31.40	2.20	2.59	3.10	14.27	12.12	10.13
美东汽车	10.94	0.55	0.73	0.92	19.89	14.99	11.89

目录

1.2019 年回顾与 2020 年展望.....	1
1.1 销量降幅逐月收窄，调整接近尾声.....	1
1.2 板块估值 19 年先行修复，业绩预计在 20 年修复.....	5
1.3 M2 和房地产销售增速已接近底部，汽车销售在 20 年恢复增长.....	7
2.整车板块.....	9
2.1 乘用车市场：复苏是主基调.....	9
2.1.1 乘用车批发、零售逐月回升，库存压力缓和.....	9
2.1.2 乘用车自主品牌份额下降，德系日系品牌份额上升.....	11
2.1.3 乘用车头部企业销售、库存情况与自身产品更新力度有关.....	12
2.2 重卡行业：集中度上升，新排放标准实施是主要催化剂.....	16
2.2.1 行业销量回暖，19 年重卡销量保持高景气度.....	16
2.2.2 重卡行业个股推荐.....	21
3.新能源汽车.....	22
3.1 新能源汽车大势所趋，不因短期起伏而停止.....	22
3.1.1 加快新能源、电气化步伐已经成为各国政府和车企巨头的共识.....	22
3.1.2 补贴退坡对 19 年销量影响较大，20 年回归市场化自然增长.....	23
3.2 特斯拉产生巨大鲑鱼效应，国产化进程带动产业链需求.....	25
3.3 国内、国外企业加快推出新能源车型.....	27
3.3.1 国际车企巨头新能源车型规划.....	27
3.3.2 国内车企新能源车型规划.....	28
3.3.3 造车新势力仍在接受市场考验.....	30
4.汽车零部件：三条主线优选汽车零部件个股.....	31
4.1 第一条主线：汽车轻量化.....	31
4.2 第二条主线：汽车热管理.....	35
4.3 第三条主线：汽车智能化（辅助驾驶技术）.....	36
4.4 汽车零部件行业个股推荐.....	38
5.经销商板块.....	41
5.1 看好豪车经销商业务：豪车下沉，渗透率持续提升.....	41
5.2 经销商竞争格局：行业集中度提高、前十分化.....	42
5.3 经销商个股推荐.....	43
5.3.1 中升控股.....	43
5.3.2 美东汽车.....	45

图表目录

图表 1. 汽车行业历年销量增速.....	1
图表 2. 汽车月度销量及变化.....	1
图表 3. 乘用车行业历年销量增速.....	2
图表 4. 乘用车分类别月度销量增速.....	2
图表 5. 乘用车分排量月度销量变化.....	3
图表 6. 商用车历年累计销量和同比增速.....	3
图表 7. 商用车月度销量和同比增速.....	4
图表 8. 商用车分类别同比增速.....	5
图表 9. 商用车分类别同比增速.....	5
图表 10. 各板块业绩增速与股价表现.....	6
图表 11. 汽车行业估值水平回升.....	6
图表 12. 汽车行业各板块最新估值.....	6
图表 13. 国内车企估值与发达国家成熟市场车企估值对比.....	6
图表 14. 乘用车销量增速与 M2 增速对比 (%).....	8
图表 15. 乘用车销量增速与商品房销售面积增速对比 (%).....	9
图表 16. 狭义乘用车批发量 (万辆).....	9
图表 17. 狭义乘用车 2019 年零售量大多数月份低于去年同期.....	10
图表 18. 经销商库存变化.....	10
图表 19. 11 月份库存深度最高的 5 个品牌.....	11
图表 20. 各品牌月度市场份额.....	11
图表 21. 各品牌 1-11 月累计销量占比.....	12
图表 22. 吉利汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比.....	12
图表 23. 吉利和领克 2019 年 1-11 月品牌销量对比.....	12
图表 24. 吉利汽车 2019 年 1-11 月批发销量及同比.....	13
图表 25. 吉利汽车 2019 年 1-11 月库存系数变化.....	13
图表 26. 长城汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比.....	13
图表 27. 长城汽车 2019 年各品牌零售量对比.....	13
图表 28. 长城汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比.....	13
图表 29. 长城汽车 2019 年 1-11 月库存系数变化.....	13
图表 30. 比亚迪 2019 年 1-11 月批发销量及同比.....	14
图表 31. 比亚迪 2019 年 1-11 月零售销量及同比.....	14
图表 32. 上汽集团 2019 年 1-11 月零售销量及同比.....	14
图表 33. 上汽集团 2019 年各品牌零售量对比.....	14
图表 34. 上汽集团 2019 年 1-11 月批发销量及同比.....	15
图表 35. 上汽集团 2019 年 1-11 月库存系数变化.....	15
图表 36. 广汽集团 2019 年 1-11 月零售销量及同比.....	15
图表 37. 广汽集团 2019 年各品牌零售量对比.....	15
图表 38. 广汽集团 2019 年 1-11 月批发销量及同比.....	16
图表 39. 广汽集团 2019 年 1-11 月库存系数变化.....	16
图表 40. 长安汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比.....	16
图表 41. 长安汽车 2019 年 1-11 月批发销量及同比.....	16
图表 42. 中国重卡销量及增速.....	17
图表 43. 固定资产投资完成额及增速.....	17

图表 44. 基础设施投资 (亿元) 及增速 (%)	17
图表 45. 房地产开发投资额 (亿元) 及增速 (%)	17
图表 46. 行业重卡月度销量 (万台)	18
图表 47. 国五 (柴油) 与国六排放标准限值对比	18
图表 48. 国六标准增加车企费用	19
图表 49. 中国重卡保有量 (万台) 及增速 (%)	20
图表 50. 各重卡品牌市占率及对比 (%)	20
图表 51. 重卡企业销售市占率 (%)	21
图表 52. 近年来多个国家陆续宣布其禁售燃油车时间表	22
图表 53. 全球乘用车市场增速放缓	23
图表 54. 全球新能源乘用车高速增长	23
图表 55. 中国新能源乘用车快速增长	23
图表 56. 美国新能源乘用车快速增长	23
图表 57. 新能源汽车 2017-2019 年月度销量图	24
图表 58. 新能源汽车 2019 年 1-11 月产销量变化图 (辆)	24
图表 59. 新能源汽车 2018 年 1-11 月产销量变化图	25
图表 60. 新能源汽车 2019 年 1-11 月产量结构图	25
图表 61. 新能源汽车 2019 年 1-11 月销量结构图	25
图表 62. 特斯拉上海超级工厂时间表	26
图表 63. 特斯拉 Model 3 现有供应商 BOM	26
图表 64. 不同部件单车价值	27
图表 65. 国外车企 2019 年上市车型	28
图表 66. 传统车企 2019 年上市 EV 车型	29
图表 67. 目前各大车企规划上市车型	30
图表 68. 造车新势力 2019 年上市 EV 车型	31
图表 69. 汽车行业及汽车节能环保材料相关行业的扶持及鼓励政策	31
图表 70. 主要国家和地区燃油排放标准规划	32
图表 71. 汽车节能的主要方式	33
图表 72. 车辆减重后, 续航效果显著	33
图表 73. 乘用车减重 10% 和 15% 分别对应的能效提升效果	33
图表 74. 铝合金在提高汽车续航里程上具有高性价比	33
图表 75. 未来铝合金在车身和覆盖件上的渗透率	34
图表 76. 北美汽车单车用铝量连续 40 年上升	34
图表 77. 全球汽车铝制压铸件市场容量测算	34
图表 78. 国内汽车铝制压铸件市场容量测算	34
图表 79. 传统汽车热管理零部件 2020 年市场规模预测	35
图表 80. 新能源车热管理零部件 2020 年及 2025 年市场规模预测	36
图表 81. 国家提出智能汽车、车联网未来发展的“三步走”及“两步走”战略	36
图表 82. 美国汽车工程师学会制定的智能驾驶等级划分	37
图表 83. 全球车企巨头无人驾驶技术推进时间表	38
图表 84. 豪车 2007-2019 年 11 月销量及占比情况	41
图表 85. 豪车 2015-2019 年月度销量走势图	41
图表 86. 国内豪车品牌 2017 年-2019 年 11 月销量及销量占比	41
图表 87. 豪车 2007-2019 年 11 月销量及占比情况	42
图表 88. 豪车 2015-2019 年月度销量走势图	42

图表 89. 售价 30 万元以上乘用车 2015-2019 年市场份额情况	42
图表 90. 分品牌豪车 2015-2019 年月度销量走势图	42
图表 91. 百强门店数量占比情况	43
图表 92. 国内百亿以上经销商销量集中情况	43
图表 93. 百强门店数量占比情况	43
图表 94. 中升控股 2015-2019H1 新车收入、售后收入及增速	44
图表 95. 中升控股 2010-2019H1 营收结构年度变化及售后收入占比变化	44
图表 96. 中升控股 18 年及 19 年 1H 按品牌的门店数	44
图表 97. 中升控股门店数及豪华车销量全国占比	44
图表 98. 中升控股 2018 及 2019H1 在各地的门店数	45
图表 99. 中升控股 2017-2019H1 按品牌收入占比	45
图表 100. 中升控股 2010 年-2019 年毛利占比及毛利增速年度变化	45
图表 101. 中升控股 14 年至 19 年 1H 零服吸收率的变化	45
图表 102. 美东汽车 2013-2019H1 营收及增速情况	46
图表 103. 美东汽车 2013-2019H1 归母净利润及增速情况	46
图表 104. 美东汽车 2013-2019H1 营收及增速情况	46
图表 105. 美东汽车 2013-2019H1 归母净利润及增速情况	46
图表 106. 美东汽车 2010-2019H1 豪车收入、增速及占比情况	47
图表 107. 美东汽车 2014-2019H1 各品牌豪车收入构成情况	47
图表 108. 美东汽车 2016-2019H1 细分毛利率对比情况	47
图表 109. 美东汽车 2014-19H1 库存周转天数情况	47

1.2019 年回顾与 2020 年展望

1.1 销量降幅逐月收窄，调整接近尾声

2019 年 1-11 月汽车累计销量出现负增长，受多方面因素影响。2019 年 1-11 月，汽车累计销量 2310 万辆，同比下降 8.99%；其中，乘用车累计销量 1922 万辆，同比下降 10.35%，商用车累计销量 388 万辆，同比下降 1.59%。受宏观经济下行、中美贸易战、国五国六切换导致观望情绪等因素影响，乘用车销量相比去年出现较大幅度的下降，自 2018 年以来连续两年下降。

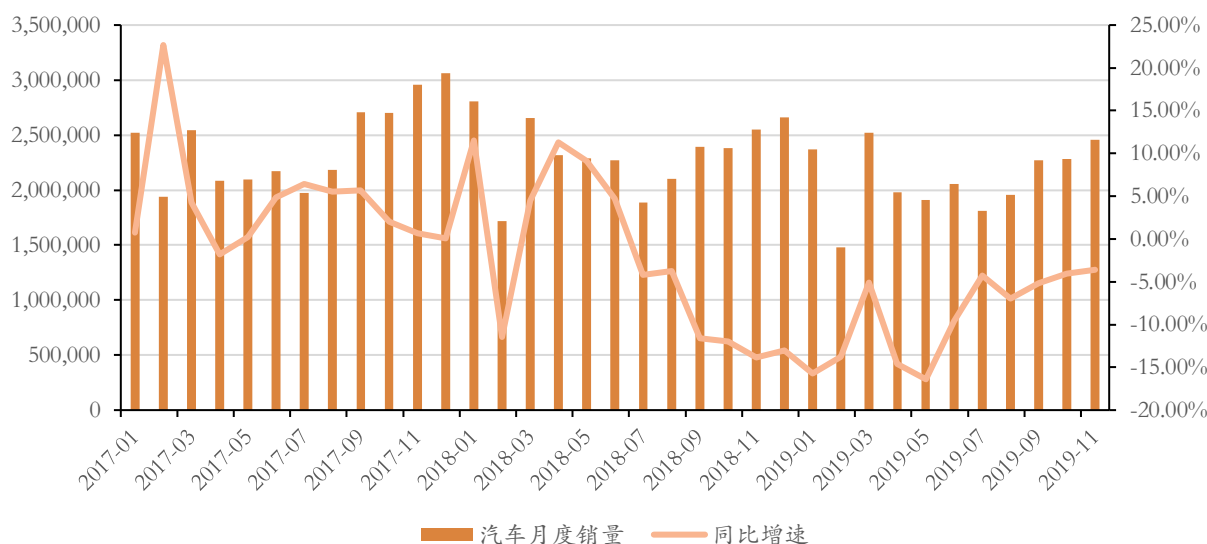
图表 1. 汽车行业历年销量增速

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 年 1-11 月
汽车	6.59%	45.48%	32.45%	2.72%	4.15%	13.94%	6.79%	4.57%	13.74%	3.59%	-3.12%	-8.99%
乘用车	7.14%	52.88%	33.29%	5.45%	6.87%	15.71%	9.88%	7.15%	15.08%	1.86%	-4.33%	-10.35%
商用车	5.19%	26.39%	29.85%	-6.00%	-5.59%	6.72%	-6.82%	-8.83%	5.57%	15.10%	4.05%	-1.59%

资料来源：中汽协，广证恒生

2019 年 7-11 月，汽车月度销量依次分别是 181 万辆 (-4.27%)、196 万辆 (-6.93%)、227 万辆 (-5.15%)、228 万辆 (-4.03%)、246 万辆 (-3.57%)。汽车月度销量自 2018 年 7 月以来持续出现负增长，历时接近 1 年半时间，2019 年春节前厂家主动去库存，一季度销量回升，二季度由于国五国六切换，渠道清理国五库存车型，批发销量急剧下降，而零售量快速增长。二季度末渠道库存降至低位，三季度汽车厂商开始补库存，三季度以来汽车批发销量降幅逐月收窄。

图表 2. 汽车月度销量及变化



数据来源：中汽协，广证恒生

乘用车：受市场整体行情影响，乘用车行业内各个子行业销量增速均呈现下降趋势。轿车子行业销量与去年同比下降 11.69%。SUV 降幅均小于其他细分板块，但 2019 年 1-11 月仍下降 6.86%。受六座/七座中大型 SUV 挤占市场影响，MPV 销量仍呈现大幅下滑态势，在 2019 年 1-11 月销量下降 20.4%。

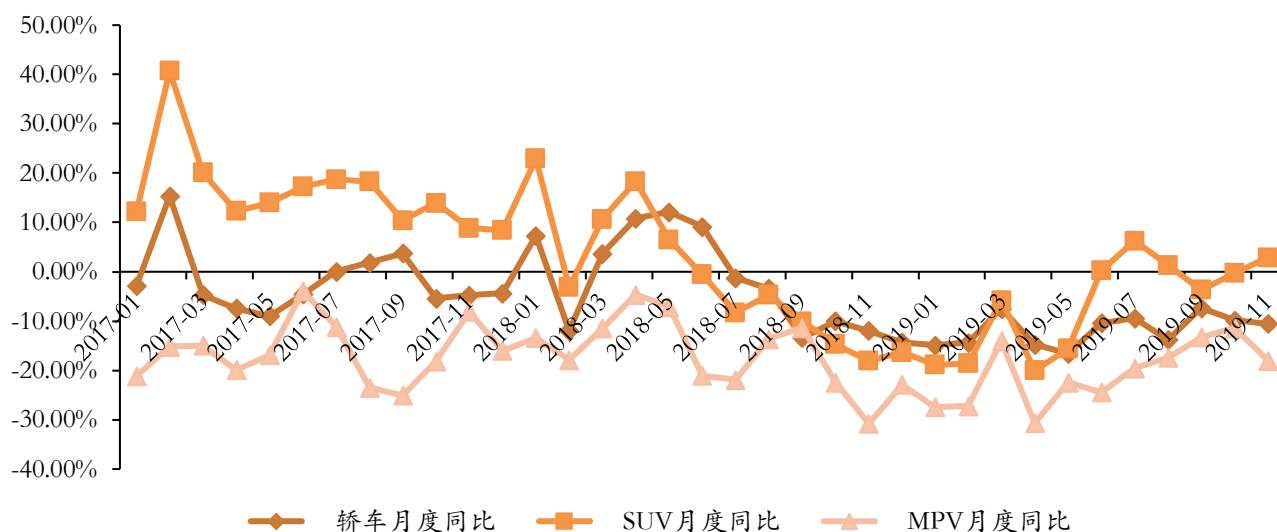
图表 3. 乘用车行业历年销量增速

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 年 1-11 月
乘用车	7.14%	52.88%	33.29%	5.45%	6.87%	15.71%	9.88%	7.15%	15.08%	1.86%	-4.33%	-10.35%
狭义乘用车	7.04%	47.21%	34.54%	8.73%	8.15%	23.15%	12.67%	8.94%	17.78%	2.67%	-4.07%	-10.27%
其中：轿车	6.63%	48.02%	27.26%	6.64%	6.14%	11.75%	3.05%	-5.48%	3.77%	-2.39%	-2.80%	-11.69%
SUV	24.83%	47.38%	100.39%	22.76%	23.54%	49.58%	36.46%	52.17%	43.98%	14.87%	-2.87%	-6.86%
MPV	-12.54%	26.12%	78.91%	11.69%	-0.83%	164.46%	46.79%	10.00%	18.41%	-16.38%	-17.15%	-20.40%
交叉型乘用车	7.67%	83.18%	27.89%	-9.36%	-0.10%	-27.92%	-18.09%	-17.49%	-34.08%	-24.50%	-16.24%	-14.55%

资料来源：中汽协，广证恒生

2019 年下半年以来，乘用车三大分类月度销量下降幅度略有收窄。2019 年 1-11 月，乘用车累计销量 1922 万辆 (-10.35%)，其中轿车累计销量 926 万辆 (-11.69%)，SUV 累计销量 837 万辆 (-6.86%)，MPV 累计销量 124 万辆 (-20.4%)。2019 年 7 月以来，SUV 增速有缓慢上升的趋势，增速开始大于轿车增速。SUV 销量增速变化最高，一方面是由于去年 SUV 市场下滑严重，形成了相对较低的基数；另一方面，供给端提供了更多性价比高的产品，推动了 SUV 市场有更好表现。

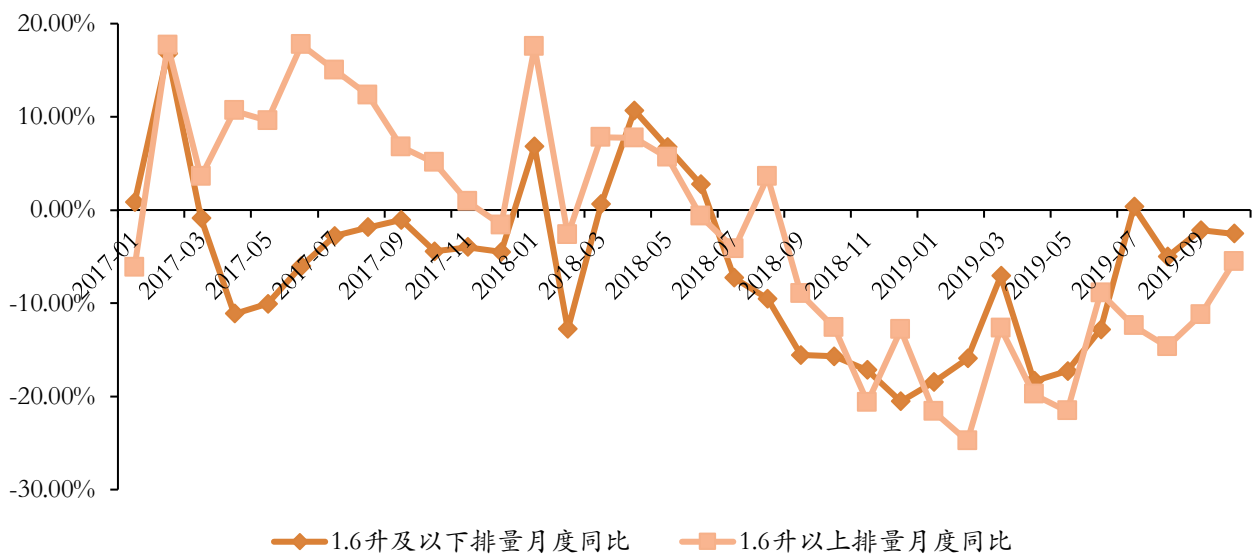
图表 4. 乘用车分类别月度销量增速



数据来源：中汽协，广证恒生

2018 年以来乘用车购置税优惠政策的影响已经完全消除，小排量 (1.6L 及以下排量) 乘用车和 1.6L 以上乘用车的销量增速趋于相同。

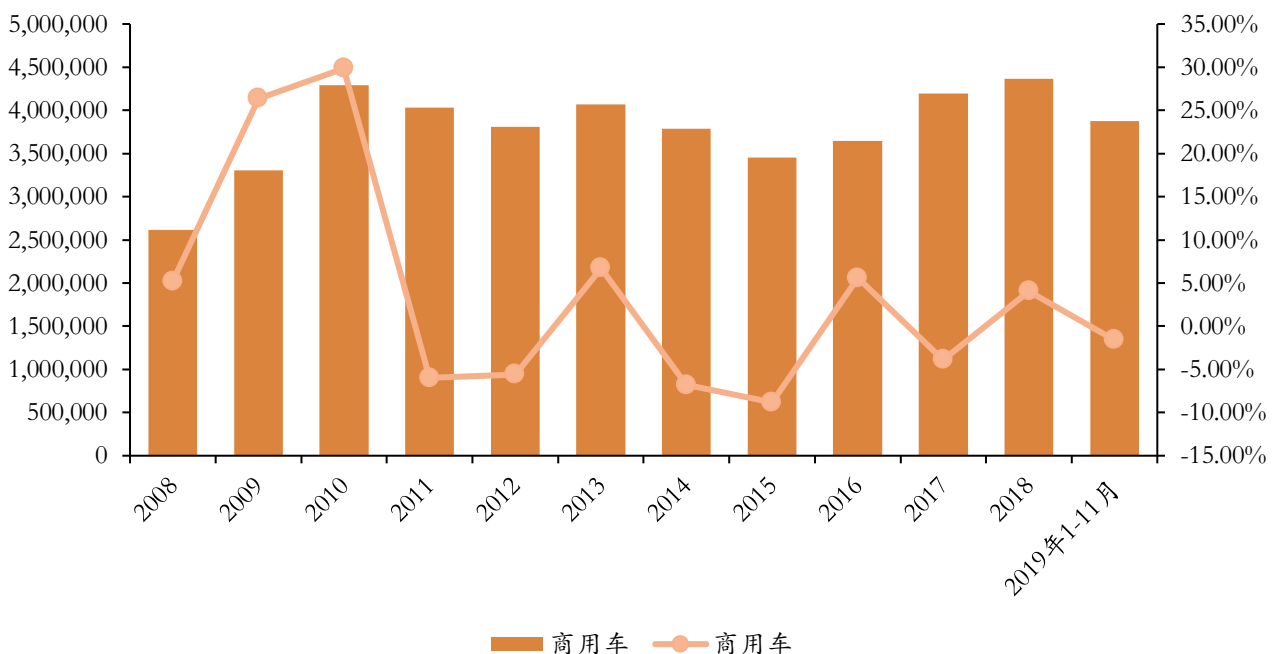
图表 5. 乘用车分排量月度销量变化



数据来源：中汽协，广证恒生

商用车：受行业整体影响，商用车总体销量也呈下降趋势。从商用车历年累计销量和同比增速上看，2019 年商用车累计销量有所下降，1-11 月总销量为 388 万辆，市场份额占比为 16.78%，同比增速-1.59%，较上年下降 2.46 个百分点。

图表 6. 商用车历年累计销量和同比增速

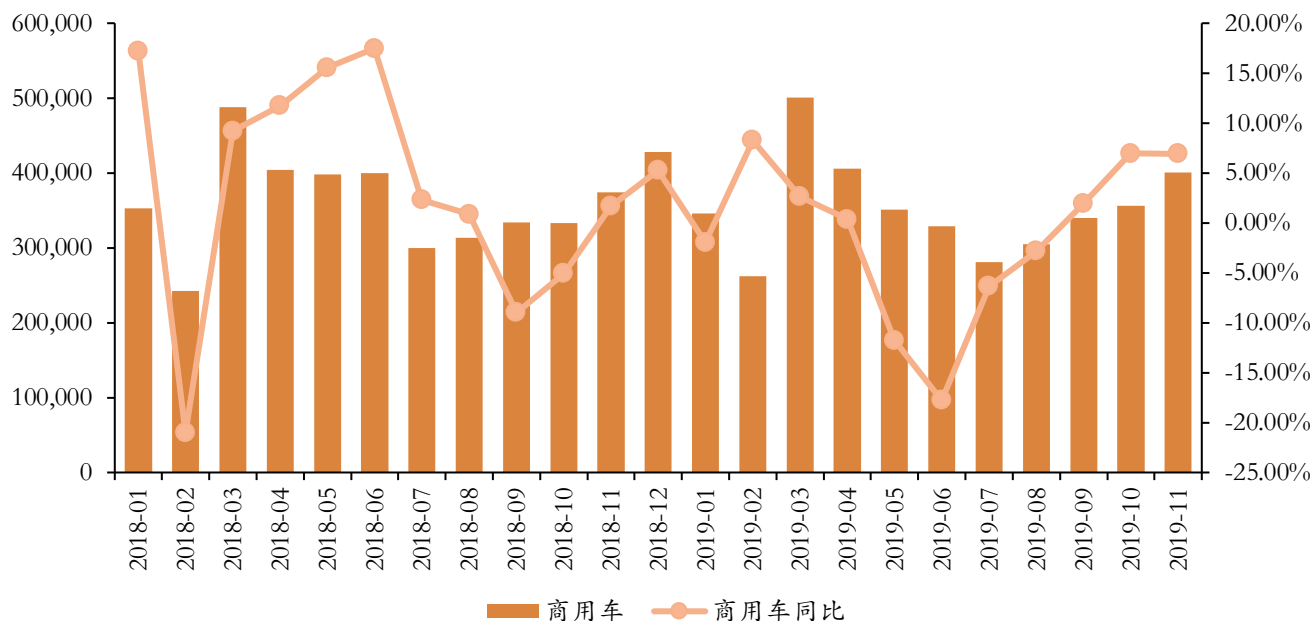


数据来源：中汽协，广证恒生

2019 年上半年商用车月度销量持续下降，同比增速不断下降，下半年上商用车月度销量回暖，销量开始逐步上升，11 月份销量为 40 万辆，同比增速不断上升，11 月份同比增速为 6.91%。其中货车贡献了大部分销量，

2019 年下半年货车销量也呈现回暖的趋势。

图表 7. 商用车月度销量和同比增速

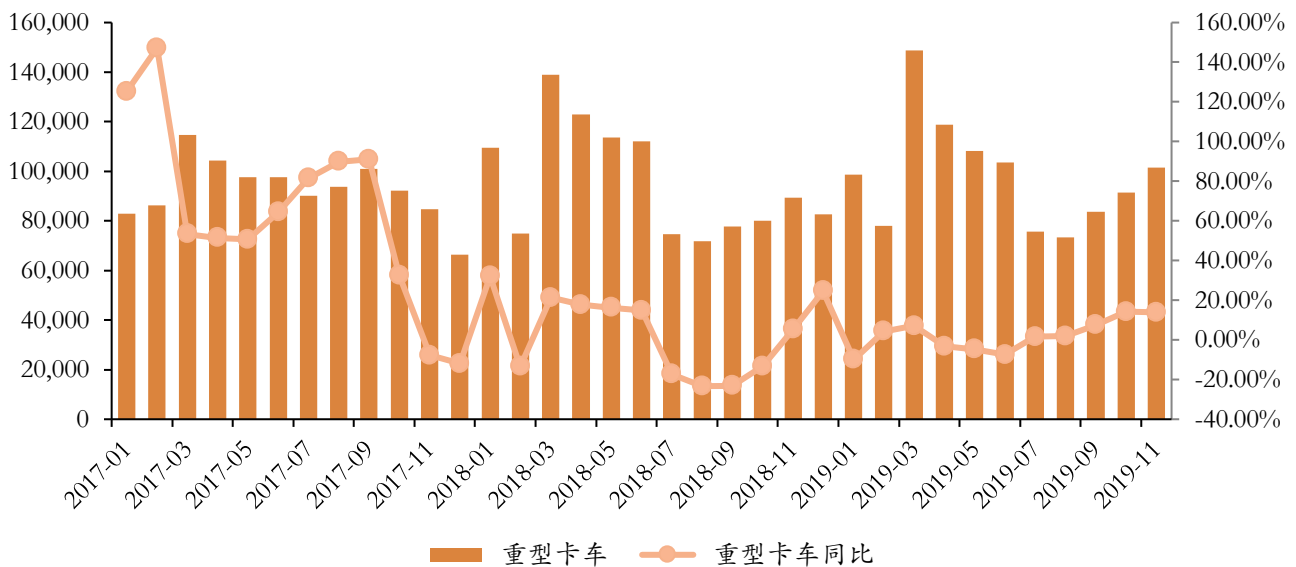


数据来源：中汽协，广证恒生

2019 年 1-11 月，商用车中卡车累计销量为 347 万辆，累计同比增速为-1.27%；其中重卡累计销量 108 万辆，累计同比增长 1.53%，重卡 11 月销量为 10 万辆，同比增长 13.81%，主要由半挂牵引车贡献了大部分销量，其同比增速达到 16.39%。由于治超带来物流车的增长，基建带来的工程车销量增长，国六切换和国三车提前淘汰，市场对于重卡的预期仍较高。

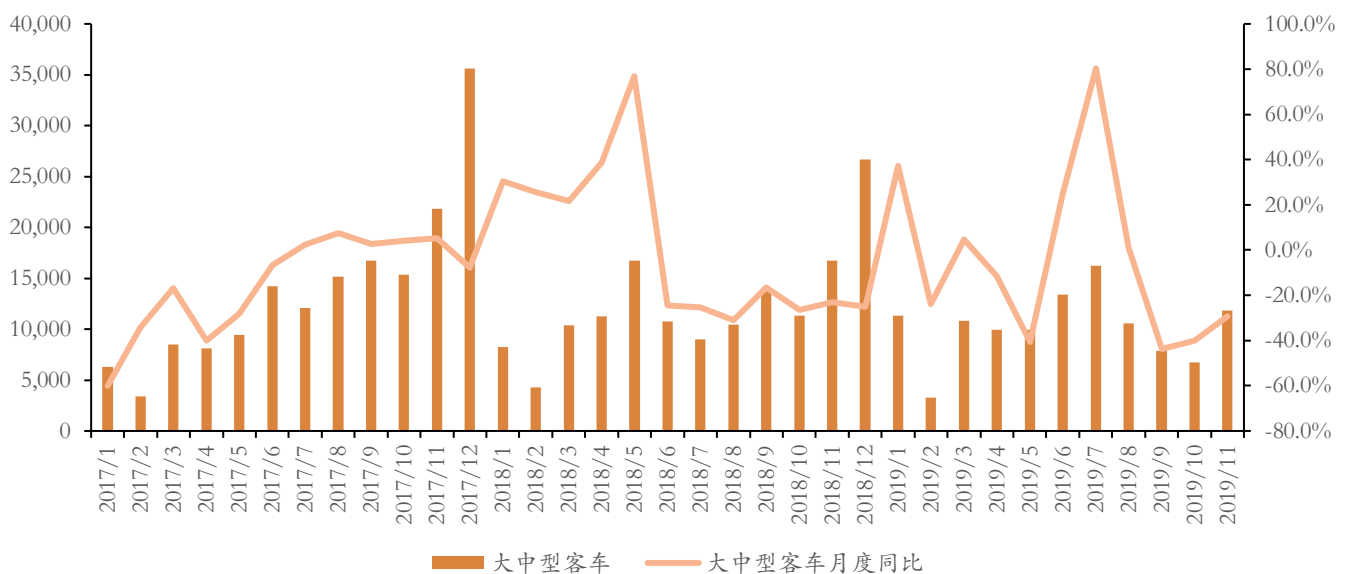
商用车中客车 1-11 月累计销量为 41 万辆，累计同比增速为-4.21%，客车 11 月销量为 4.9 万辆，同比增长 1.32%；其中大中型客车累计销量为 10.9 万辆，累计同比增速为 32.7%，11 月份销量为 1.2 万辆，同比增速为-20.71%；轻型客车 11 月累计销量 27.4 万辆，累计同比增速为-0.71%，11 月销量为 3.3 万辆，同比增速 13.62%。客车行业自 2015 年销量开始逐渐放缓，同时今年新能源客车补贴下降，客车行业领域增速缓慢。

图表 8. 商用车分类别同比增速



数据来源：中汽协，广证恒生

图表 9. 商用车分类别同比增速



数据来源：中汽协，广证恒生

1.2 板块估值 19 年先行修复，业绩预计在 20 年修复

业绩：整车与汽车服务业绩负增长，零部件增速相比去年有大幅度提高。2019 年前三季度，汽车行业营收同比下降 6.51%，归母净利润下降 30.26%。细分板块增速不一。2019 年前三季度，整车板块收入下降 8.32%，净利润增速下降幅度为 36.95%，显示整车企业盈利水平下降。汽车零部件板块 2019 年前三季度收入下滑 1.8%，而净利润下滑 19.91%。汽车服务板块 2019 年前三季度收入下滑 10.48%。受权重大的广汇集团利润下滑，以及 ST 庞大亏损严重影响，板块净利润下滑 64.05%。

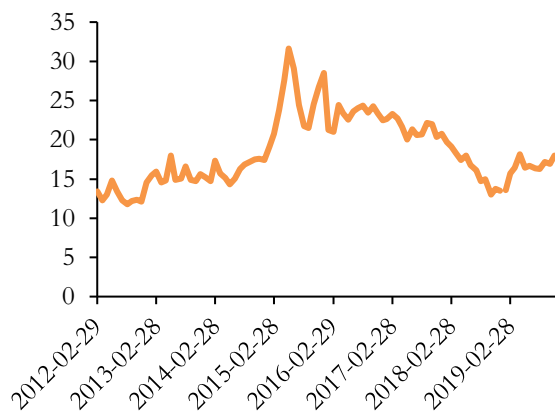
图表 10. 各板块业绩增速与股价表现

	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	2017 年	2018 年	2019Q1-Q3	2017 年	2018 年	2019Q1-Q3
SW 汽车	16.28	2.17	-6.51	4.58	-24.52	-30.26
SW 汽车整车	12.01	0.97	-8.32	-7.56	-19.60	-36.95
SW 汽车零部件 II	31.71	9.66	-1.80	28.00	-21.74	-19.91
SW 汽车服务 II	10.08	-8.05	-10.48	4.97	-92.50	-64.05

资料来源: Wind, 广证恒生

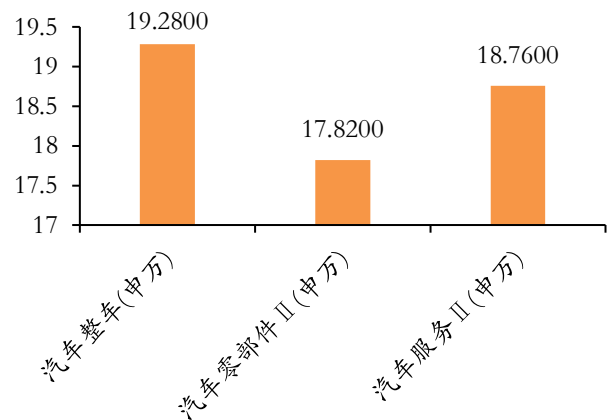
估值: 板块估值有所回升, 中枢上移, 但仍处于历史均值附近。根据 Wind 整理的 PE 估值 (历史 TTM, 整体法), 汽车行业整体估值于 2015 年 5 月达到最高值 28.5 倍 PE, 15 年以来行业估值呈现逐年缓慢下降的趋势, 至 2018 年 12 月末, 汽车板块估值低至 12.98 倍 PE, 今年以来估值有所修复, 截至 2019 年 11 月末, 板块估值上升至 17.96 倍。其中, 整车板块估值从年初的 13.14 倍一路上升至 11 月末的 18.75 倍 PE。零部件板块方面, PE 从年初的 12.94 倍上升到 11 月末的 17.17 倍, 而汽车服务板块从年初的 19.75 倍下降至 11 月末的 18.76 倍。

图表 11. 汽车行业估值水平回升



资料来源: Wind, 广证恒生

图表 12. 汽车行业各板块最新估值



资料来源: Wind, 广证恒生

对比国内车企和发达国家成熟市场车企的估值, 我们发现: 1) 从整体来看, 几家大型传统车企在 A 股的估值, 处于 10-20 倍 PE 区间, 而在港股的估值也处于 10-15 倍 PE 区间, A 股的估值已经接近国际同行的估值, 而港股的估值更是低于国际同行。2) 今年几家传统企业估值表现正常, 几家车企长安汽车、北汽蓝谷、特斯拉和蔚来的市盈率出现负值, 特斯拉由于市值较高, 其 PS 估值也较高, 但是由于发生亏损, 影响了 PE 估值。比亚迪在 A 股和 H 股均享受了高估值, 而同样为新能源车企的北汽蓝谷由于公司经营出现亏损导致 PE 估值出现负值, 造车新势力蔚来在美股的 PE 估值水平也为负。

图表 13. 国内车企估值与发达国家成熟市场车企估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	市净率 PB(MRQ)
沪深				
600104.SH	上汽集团	2760	9.47	1.13
002594.SZ	比亚迪	1276	45.14	2.43
601238.SH	广汽集团	1156	15.67	1.46

601633.SH	长城汽车	798	19.00	1.51
000625.SZ	长安汽车	464	-14.77	1.07
600733.SH	北汽蓝谷	204	-82.72	1.2
600066.SH	宇通客车	313	12.87	1.97
香港				
1211.HK	比亚迪股份	917	35.45	1.62
0175.HK	吉利汽车	1220	12.05	2.56
2238.HK	广汽集团	862	11.71	1.09
0489.HK	东风集团股份	570	4.15	0.45
1958.HK	北京汽车	308	8.78	0.62
1114.HK	BRILLIANCE CHI	358	6.37	1.02
美国				
TM.N	丰田汽车	14024	11.34	1.06
TSLA.O	特斯拉	5371	-93.81	12.69
HMC.N	本田汽车	3533	10.36	0.65
GM.N	通用汽车	3662	5.93	1.17
F.N	福特汽车	2631	23.42	1.06
FCAU.N	菲亚特克莱斯勒汽车	2030	4.15	0.96
RACE.N	法拉利	2933	53.19	27.54
NIO.N	蔚来	187	-1.12	-19.06

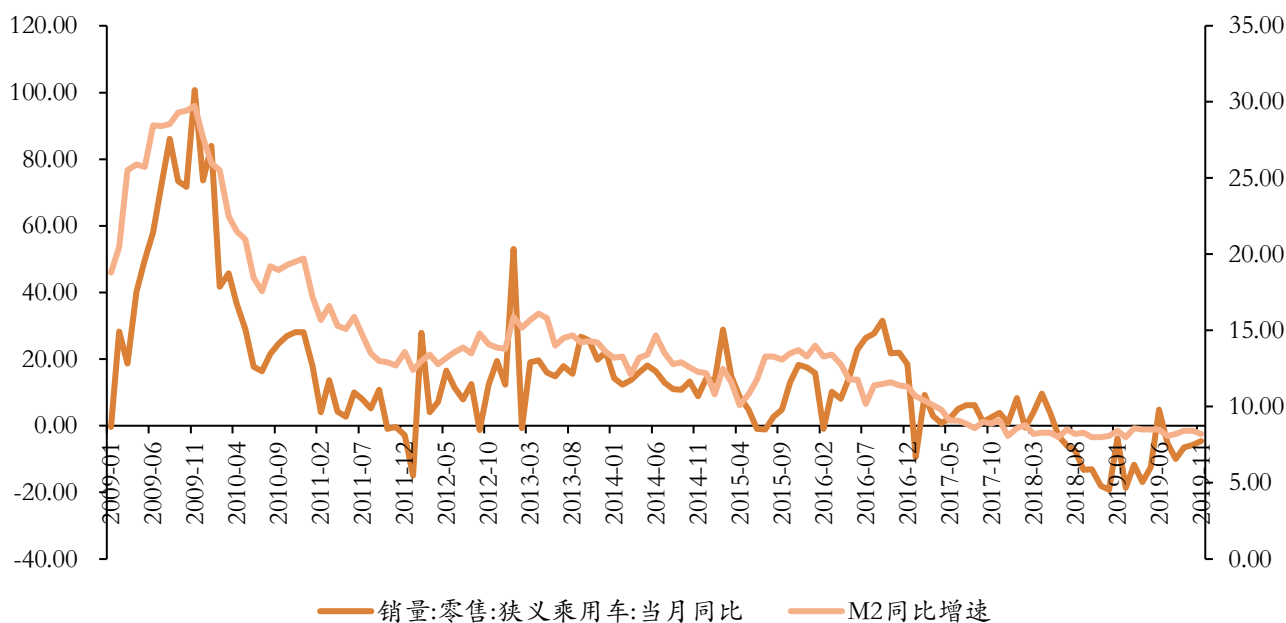
资料来源: wind, 广证恒生, 截至 2019 年 12 月 25 日

1.3 M2 和房地产销售增速已接近底部, 汽车销售预计 20 年恢复增长

汽车行业的短期需求受宏观经济因素影响, M2 下行与汽车销量增速下降有较大相关性。宏观经济变化是对汽车销量最直接的影响因素, 而 M2 增速与汽车销量增速有高度的相关性, 主要是汽车销量和居民中长期贷款(车贷)有关。M2 表示货币的供给, 反映银行传统渠道释放的货币量, 由现钞加活期存款、定期存款、储蓄存款等构成, 而增发货币通过影响实体经济的存量资金, 进而影响银行贷款和企业经营, 最后影响资本价格和工人工资, 以致整个社会收入。当 M2 增速下跌, 就表示货币供应偏紧。回看过往 M2 增速和汽车销量增速的关系, 可发现 M2 自 2009 年底开始下降至 2011 年底, 当时汽车销量增速也跟随着持续往下行, 随后 M2 回升至 2013 年, 汽车销量增速也有所反弹, 整体的走势交易一致, M2 增速领先乘用车销量增速约几个月。

自 2016 年以来, M2 增速持续往下行, 主要是资金在金融体系内流转减少, 是中国去杠杆、资金使用效率提高、美元走强等因素形成的结果。在 2019 年 11 月, M2 余额为 196.1 万亿元, 同比增长 8.2%, 较 19 年初下降 0.2 个百分点。2018 年以来, M2 增速总体趋稳, 保持在 8% 以上, 与名义 GDP 相匹配, 宏观杠杆率保持稳定, 预计到 2020 年, 社融与 M2 走势将延续 2019 年的走势, 汽车行业也已经从成长期过渡到了成熟期, 汽车销量增速接近底部, 龙头企业优势越发明显。

图表 14. 乘用车销量增速与 M2 增速对比 (%)

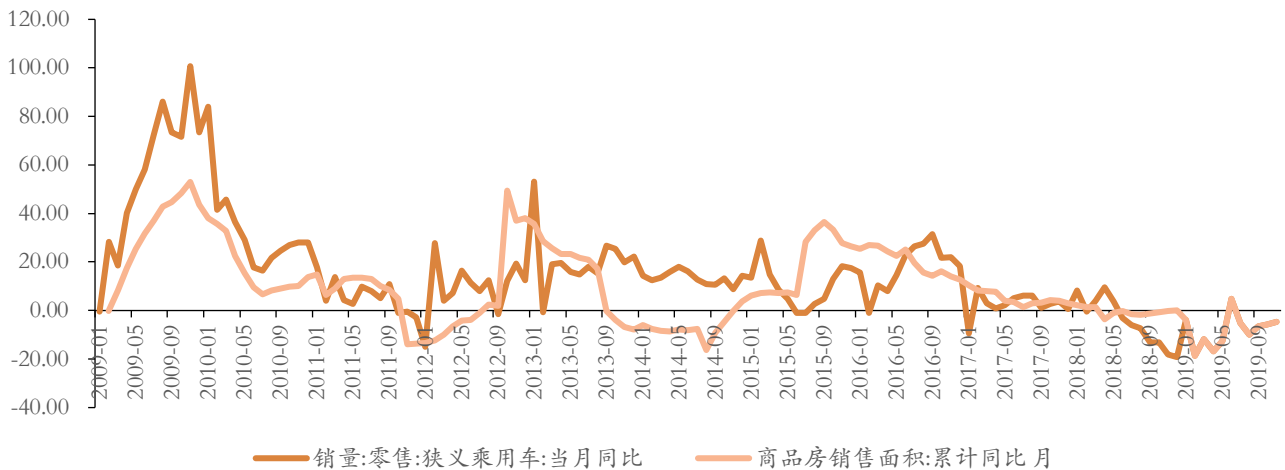


数据来源: Wind, 广证恒生

汽车销售除了受宏观数据影响外,也会受房地产销售增速影响,近 10 年趋势变化基本一致。M2 与下游房地产和汽车销量数据有较大的相关性,在近 10 年的趋势变化基本一致。M2 增速受房价走势拉动,在房价下跌的过程中会影响 M2 放缓,尤其是一线城市房价涨跌。M2 如处于高增长,资金流动性宽松使得房贷较为宽松,购房者房贷资金流向开发商或个人形成存款,存款进一步提供房贷。汽车行业为周期性行业,景气度除了受到宏观经济数据影响外,也会受房地产市场走势影响。从过往数据看,商品房销售增速上升时,会带动汽车销量增速回升,整体房地产销售走势约领先汽车销售半年时间左右,凸显出传统家庭资产配置是先买房,再买车,也反映居民消费支出增速与居住支出增速有一定相关性。

M2 增速持续回落并创历史新低,房地产市场也从 2016 年中开始显现出增速回落的走势,2018 年房地产增速接近底部,预计 2020 年房地产增速或将回暖,2019 年 11 月,商品房销售面积累计同比增速为-4.6%,较 2019 年初的-3.9%增速下降 0.7 个百分点。与此同时,乘用车销量增速也从 19 年 1 月的-17.6%上升至 19 年 11 月的-5.33%,销量有所回暖。

图表 15. 乘用车销量增速与商品房销售面积增速对比 (%)



数据来源: Wind, 广证恒生

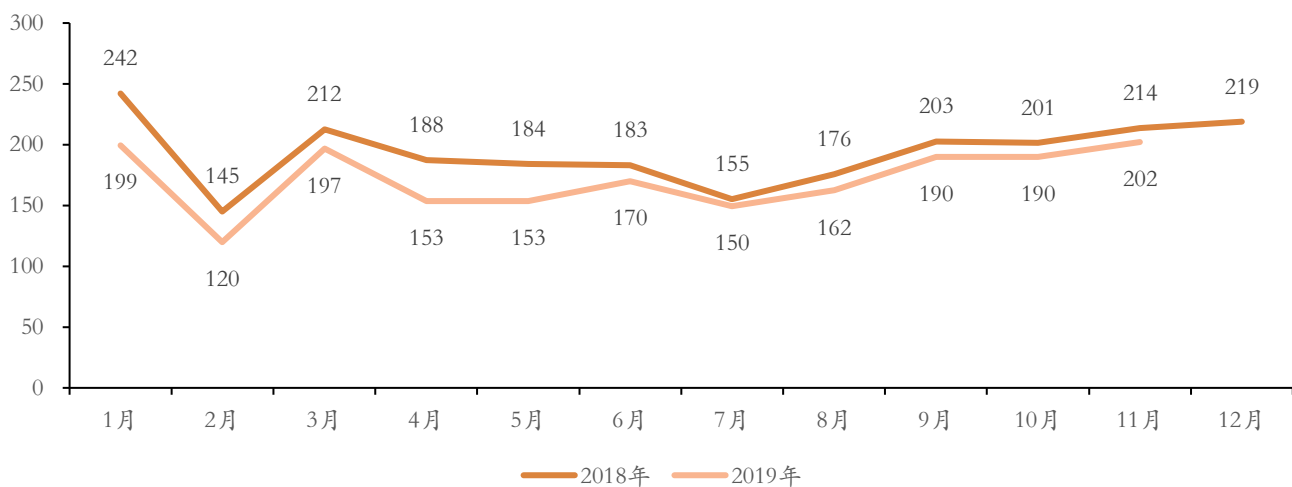
2. 整车板块

2.1 乘用车市场: 复苏是主基调

2.1.1 乘用车批发、零售逐月回升, 库存压力缓和

根据中汽协数据, 2019 年 1-11 月乘用车累计销量 1922 万辆, 同比下降 18.8%, 各细分板块均有不同程度的下降。但是下半年开始, 乘用车批发量和零售量开始逐步回升。11 月份乘用车批发量创下今年新高, 达到 202 万辆, 2019 年整年乘用车批发量均少于去年去年同期。

图表 16. 狭义乘用车批发量 (万辆)

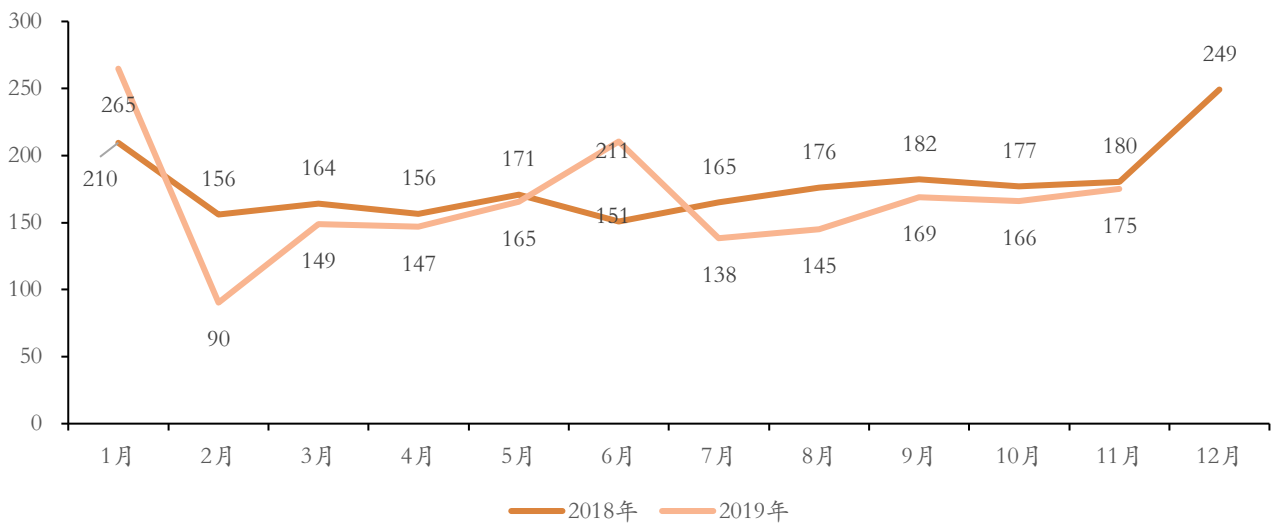


数据来源: Wind, 广证恒生

2019 年 1-11 月乘用车累计零售量为 1819 万辆, 同比下降 3.8%, 2019 年下半年开始零售量开始回升, 但是

均少于去年同期。

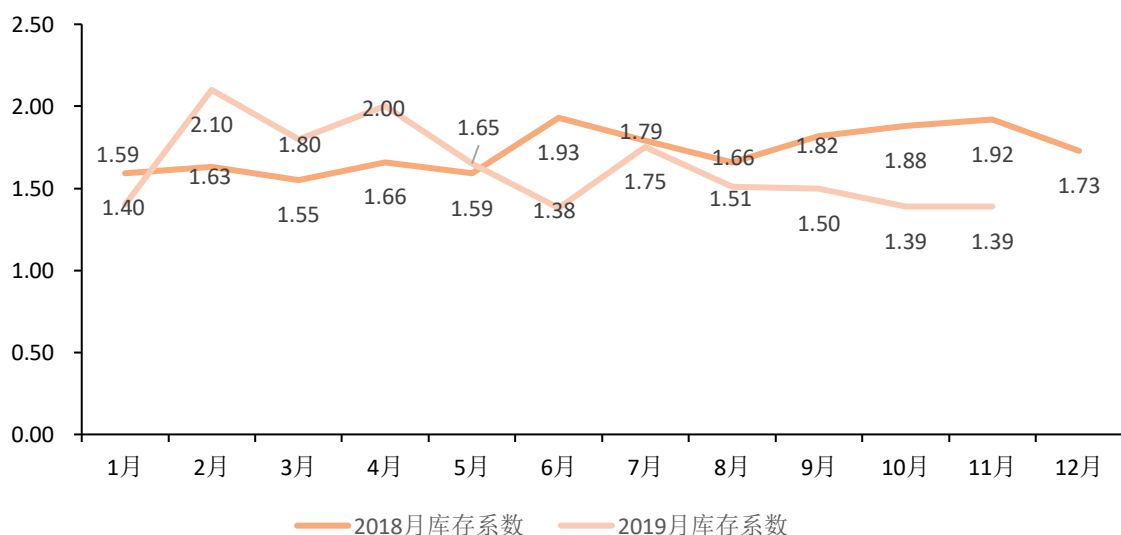
图表 17. 狭义乘用车 2019 年零售量大多数月份低于去年同期



数据来源: Wind, 广证恒生

2019 年汽车库存系数持续走低, 11 月份汽车经销商综合库存系数为 1.39, 库存水平位于警戒线以下。2019 年上半年经历了国五去库存和汽车销量增速缓和的影响, 经销商库存系数不断降低, 库存预警指数位于警戒线之上, 已连续 11 个月均处于警戒线之上。二季度初, 由于国五国六切换导致消费者观望, 库存系数超过 2。5-6 月各个厂家积极促销促库存, 使得 6 月库存系数 6 月末降至 1.38 的水平。7 月之后开始补库存, 8-11 月库存系数总体上维持在健康水平, 为明年的复苏打下良好基础。

图表 18. 经销商库存变化



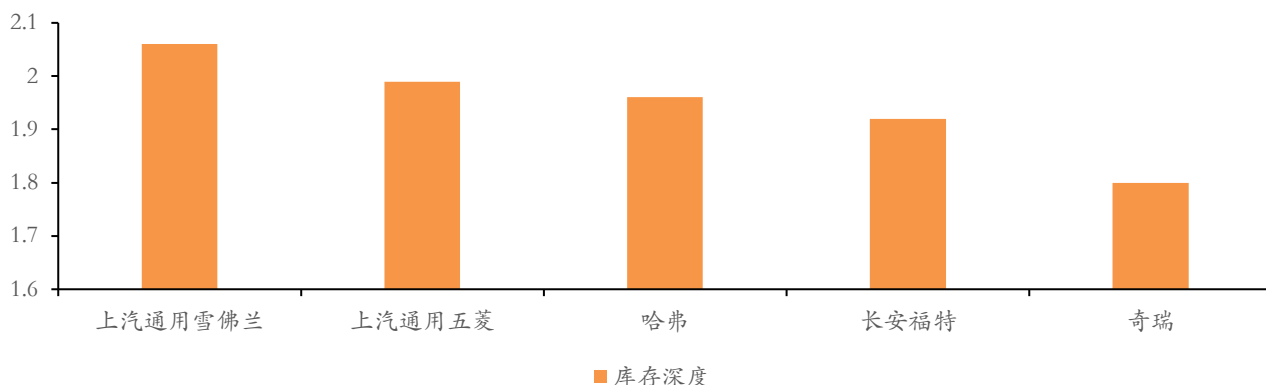
数据来源: Wind, 广证恒生

注: 库存系数指标来自中国汽车流通协会, 库存系数=期末库存量/当期销售量, 统计对象与广证恒生有所不同。其使用的本月经销商库存调查对象主要为 2017 年度中国汽车流通行业百强经销商集团。覆盖全国大部分省份千余家 4S 店, 并具有广泛的品牌覆盖面, 在原有国内市场上主要量产销售的汽车品牌基础上, 已增至 55 个汽车品牌。其中: 广证恒生库存系数=累计库存/当期零售销量, 反映经销商对六家企业乘用车的库存水平。

根据中国汽车流通协会的数据, 具体来看, 11 月份, 库存深度最高的 5 个品牌为: 上汽通用雪佛兰、上汽通

用五菱、哈弗、长安福特、奇瑞。库存深度最高的仅为 2.06，相比去年同期的 3.8 有了大幅度的下降，去年 11 月份库存深度在两个月以上的就有 21 个，而今年仅有一个。

图表 19. 11 月份库存深度最高的 5 个品牌

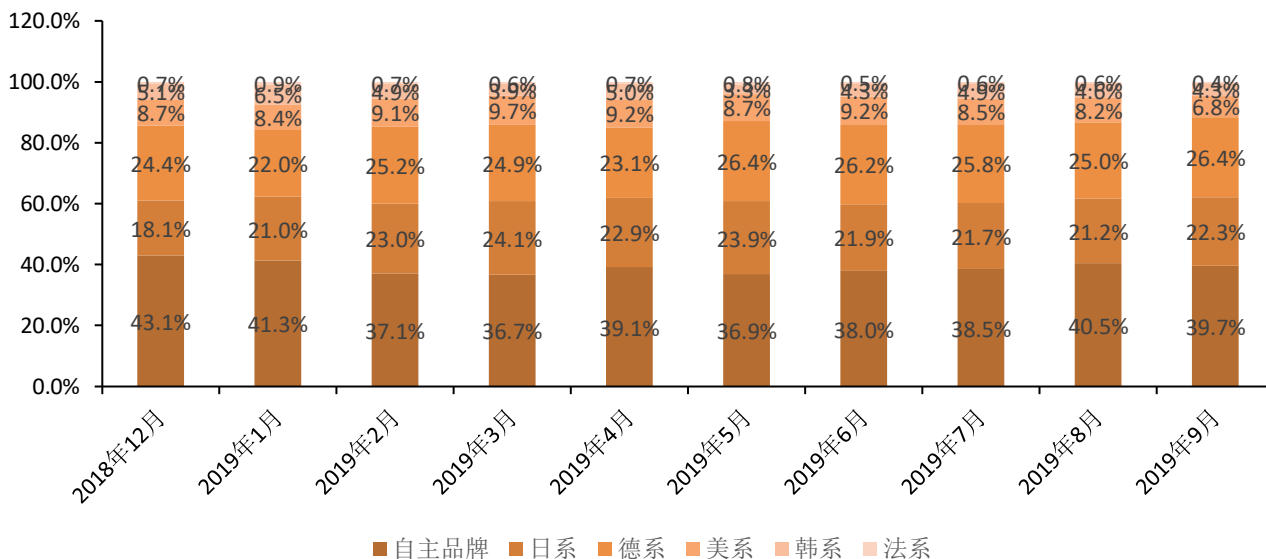


数据来源：中国汽车流通协会，广证恒生

2.1.2 乘用车自主品牌份额下降，德系日系品牌份额上升

从乘用车各品牌市场份额的月度数据看，自主品牌从年初的 44% 下降到 11 月的 39%，主要受低线城市销量下滑所致。日系品牌由 19% 上升到 22%，德系品牌由 20% 上升到 26%，美系品牌由 8.7% 降到 6.8%，韩系品牌由 7.3% 降到 4.3%，法系品牌由 0.7% 降到 0.4%。今年一二线城市销量跌幅小，而三至六线城市销量跌幅大，导致了自主品牌乘用车市场份额，而德系和日系品牌的乘用车份额都有所上升，而美系、韩系和法系的市场份额都有所收缩。

图表 20. 各品牌月度市场份额

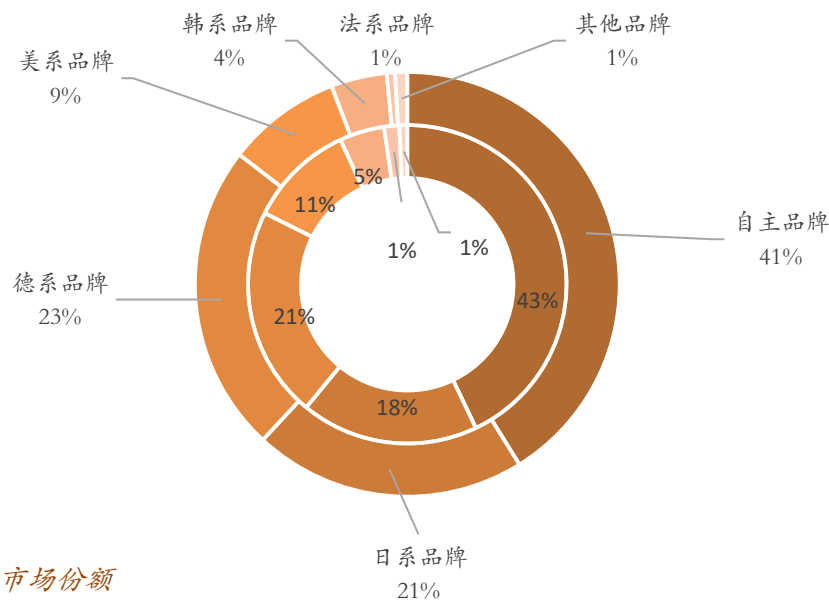


数据来源：中国汽车流通协会，广证恒生

2019 年 1-11 月各品牌累计销量自主品牌占比最大为 41%，其次是德系品牌占比 24%，日系品牌占比 21%。其中德系品牌市场份额相比去年增长 2%，德系新品牌大众 SUV 销量、份额双增加；日系品牌市场份额增长 3%，日系在轿车 SUV 领域增长突出，本田和丰田销量优势仍在；国内自主品牌自今年 4 月份以来，份额占比持续低于 40%，各细分领域销售量均低于去年同期；美系、韩系、法系市场份额变化分别为 -2%、-0.3%、-0.8%，美系

通用福特销量大幅下降、韩系基本稳定、法系则全面奔溃，PSA 和雷诺的销量完全被边缘化。

图表 21. 各品牌 1-11 月累计销量占比



外环：2019年各品牌市场份额

内环：2018年各品牌市场份额

数据来源：中国汽车流通协会，广证恒生

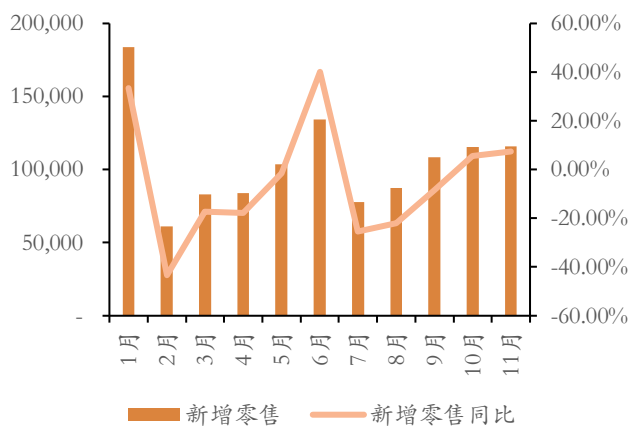
2.1.3 乘用车头部企业销售、库存情况与自身产品更新力度有关

从几家乘用车头部企业的批发、零售情况来看，19 年下半年库存水平较上半年有明显改善。分企业来看，各家企业去库存有时间先后差异，库存水平也有高低差异。

吉利汽车 19 年 1-11 月实现批发销量 117.6 万辆，同比下滑 15%，同期零售销量 115.5 万辆，同比下滑 3.9%，零售销量的变动好于批发销量。批发量、零售量增速月度之间有波动，但下半年开始逐渐回升，10 月、11 月零售量连续两个月正增长。据公司最新公告，12 月零售销量达到 17 万辆，创历史新高。

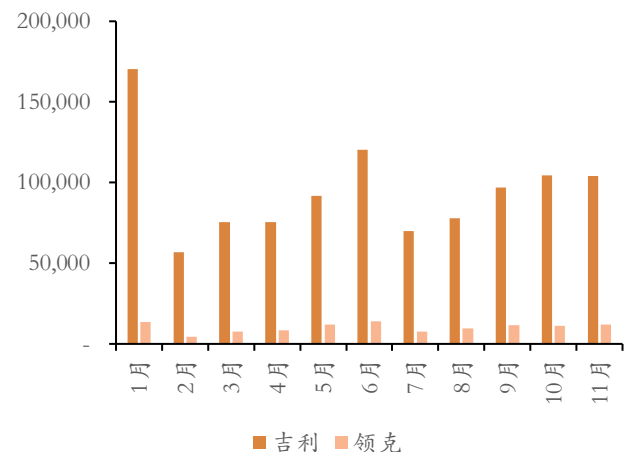
库存方面，19 年 2-3 月份公司库存较高，库存系数在 2 以上。二季度主动去库存效果显著，下半年库存保持在健康水平。

图表 22. 吉利汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比

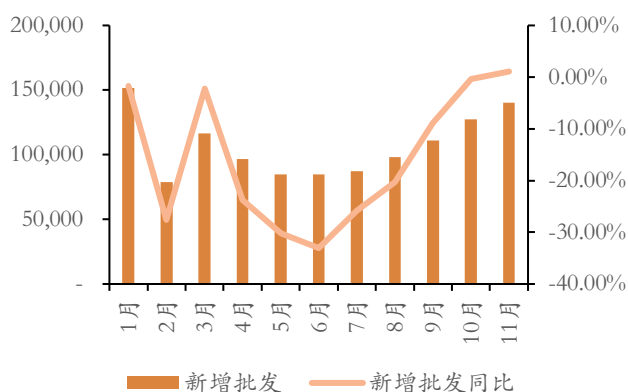


资料来源：Wind、广证恒生

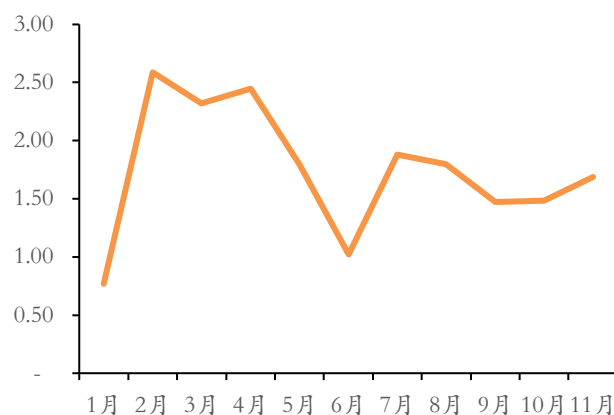
图表 23. 吉利和领克 2019 年 1-11 月品牌销量对比



资料来源：Wind、广证恒生

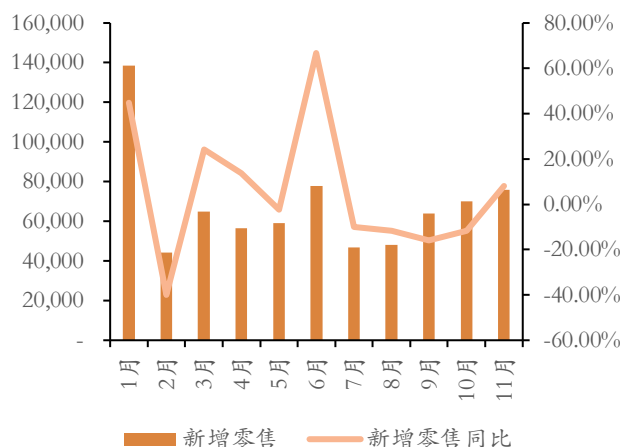
图表 24. 吉利汽车 2019 年 1-11 月批发销量及同比


资料来源: Wind、广证恒生

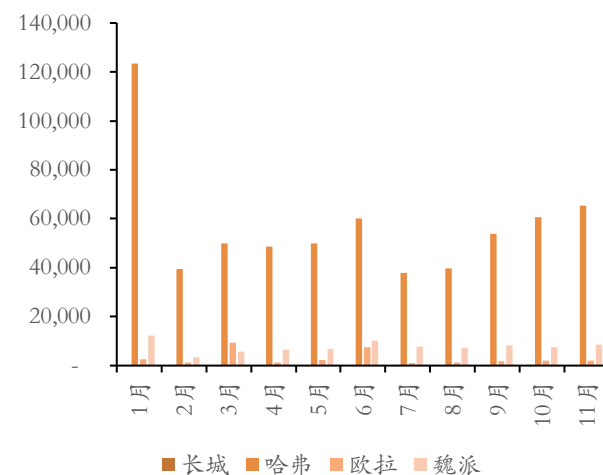
图表 25. 吉利汽车 2019 年 1-11 月库存系数变化


资料来源: 广证恒生测算, 并非汽车流通协会数据

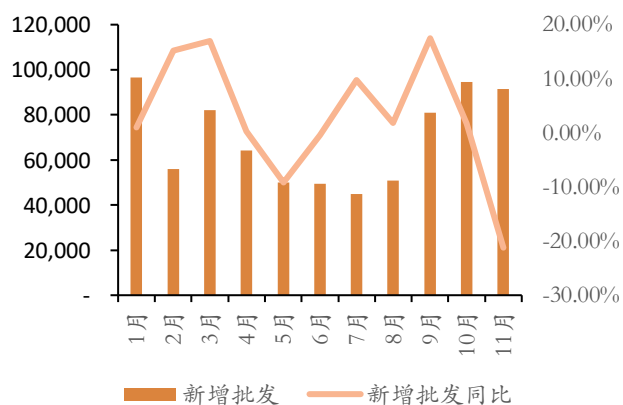
长城汽车 2019 年 1-11 月实现批发销量 95.4 万辆, 同比增长 3.8%。扣除皮卡, 只看乘用车, 2019 年 1-11 月累计批发量同比增长 1.23%, 2019 年 1-11 月累计零售量同比增长 4.99%。分月度来看, 公司的零售量在 2019 年上半年表现较好, 但三季度表现较为疲软, 年底有所回升。

图表 26. 长城汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比


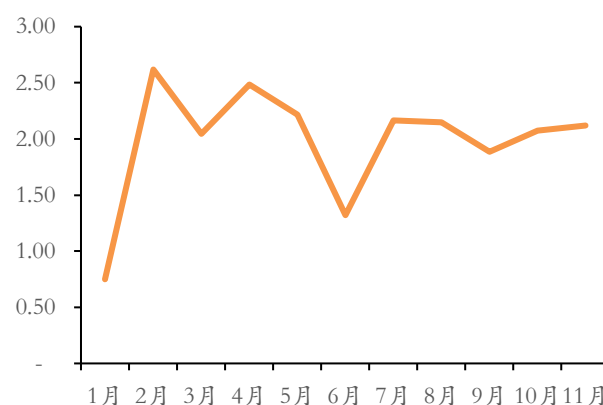
资料来源: Wind、广证恒生

图表 27. 长城汽车 2019 年各品牌零售量对比


资料来源: Wind、广证恒生

图表 28. 长城汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比


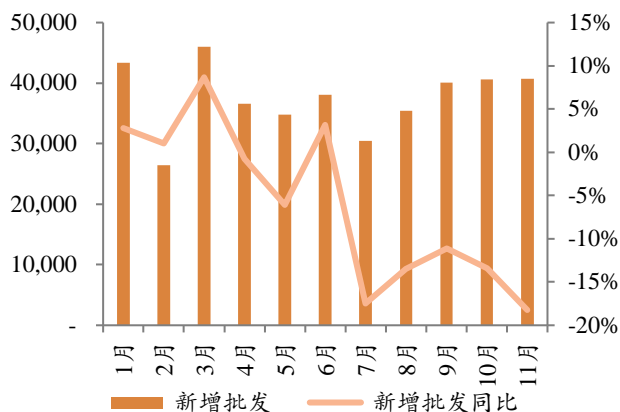
资料来源: Wind、广证恒生

图表 29. 长城汽车 2019 年 1-11 月库存系数变化


资料来源: 广证恒生测算, 并非汽车流通协会数据

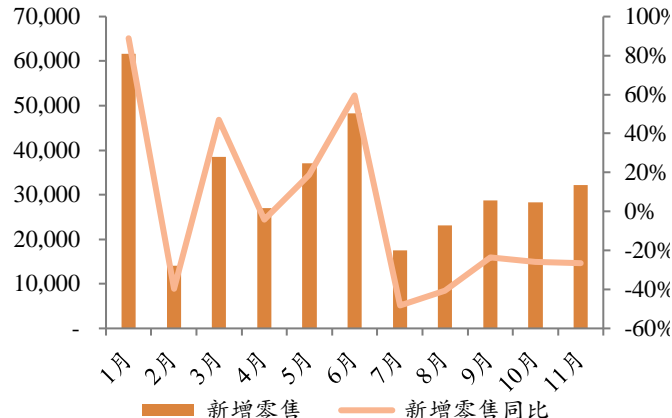
比亚迪 2019 年上半年批发量和零售量增速明显，下半年受新能源汽车补贴退坡影响批发量和零售量均急剧下滑，企业库存系数相比同行处于较高水平。

图表 30. 比亚迪 2019 年 1-11 月批发销量及同比



资料来源: Wind、广证恒生

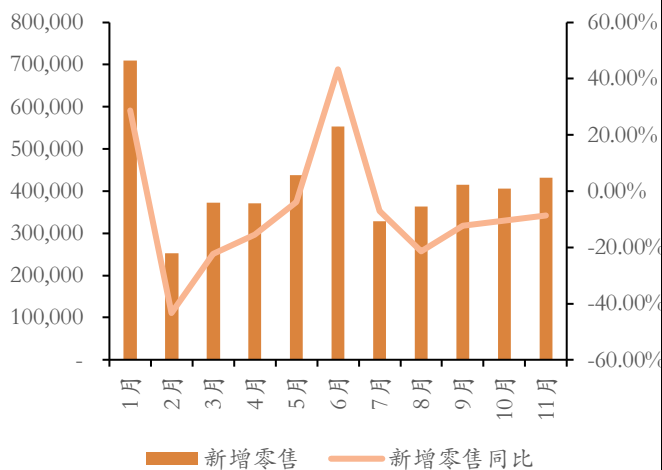
图表 31. 比亚迪 2019 年 1-11 月零售销量及同比



资料来源: Wind、广证恒生

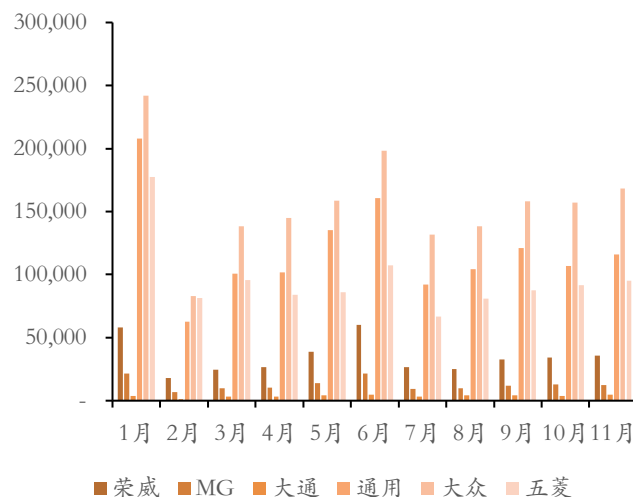
上汽集团 2019 年 1-11 月累计批发销量 554 万辆，同比下滑 12.7%。扣除商用车，只看乘用车，2019 年 1-11 月累计批发量下滑 14.8%，累计零售量同比下滑 6.7%，零售好于批发。分品牌来看，上汽乘用车、上汽大众、上汽通用五菱库存情况较为健康，上汽通用库存系数较高，需要注意控制库存。

图表 32. 上汽集团 2019 年 1-11 月零售销量及同比



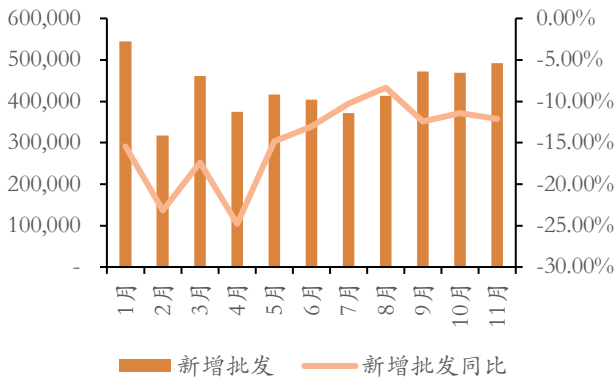
资料来源: Wind、广证恒生

图表 33. 上汽集团 2019 年各品牌零售量对比



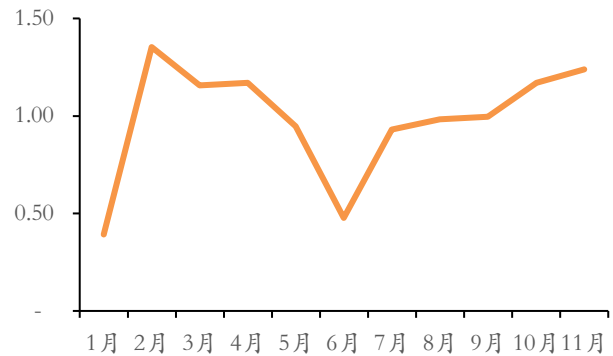
资料来源: Wind、广证恒生

图表 34. 上汽集团 2019 年 1-11 月批发销量及同比



资料来源: Wind、广证恒生

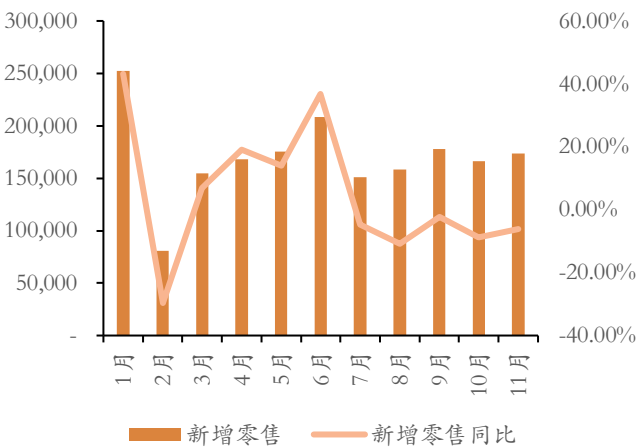
图表 35. 上汽集团 2019 年 1-11 月库存系数变化



资料来源: 广证恒生测算, 并非汽车流通协会数据

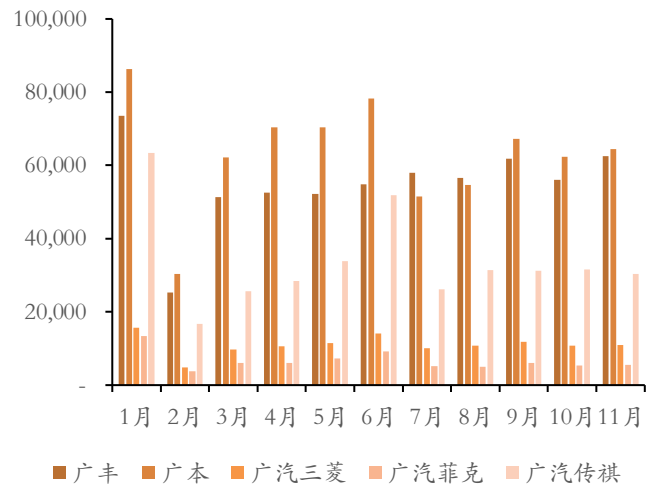
上汽集团 2019 年 1-11 月累计批发量 187.6 万辆, 同比下滑 4.3%。同期, 累计零售同比增速为 5.5%, 零售销量表现优异。分品牌来看, 2019 年 1-11 月上汽乘用车累计批发销量同比下滑 28.8%, 而累计零售销量仅下滑 10%。同期, 广汽本田、广汽丰田累计批发销量增长 5.3%、16%。广汽三菱、广汽菲克批发销量分别下滑 8.6%、44.5%。广汽菲克拖后腿, 年内推动改革, 实施产销一体化。

图表 36. 广汽集团 2019 年 1-11 月零售销量及同比



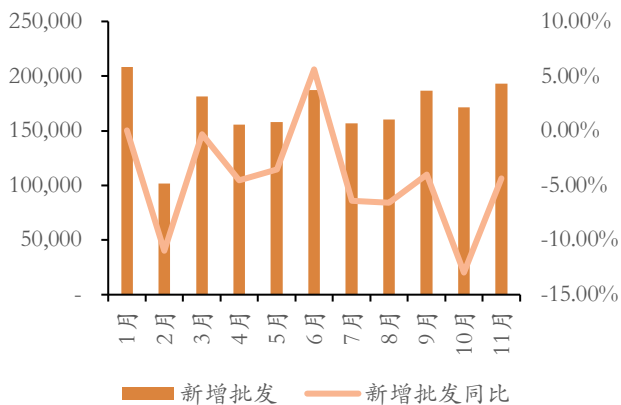
资料来源: Wind、广证恒生

图表 37. 广汽集团 2019 年各品牌零售量对比



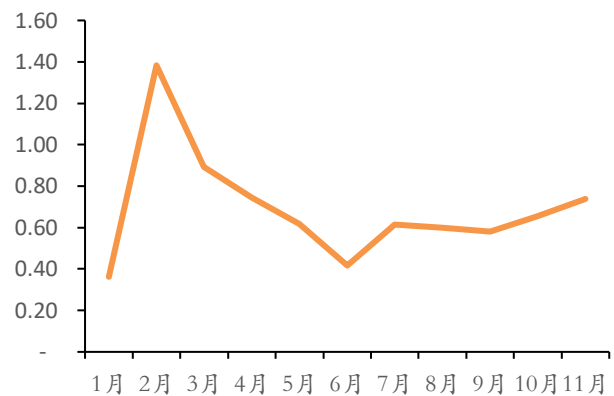
资料来源: Wind、广证恒生

图表 38. 广汽集团 2019 年 1-11 月批发销量及同比



资料来源: Wind、广证恒生

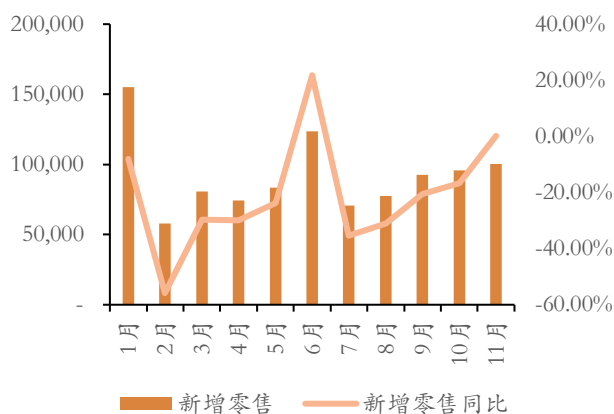
图表 39. 广汽集团 2019 年 1-11 月库存系数变化



资料来源: 广证恒生测算, 并非汽车流通协会数据

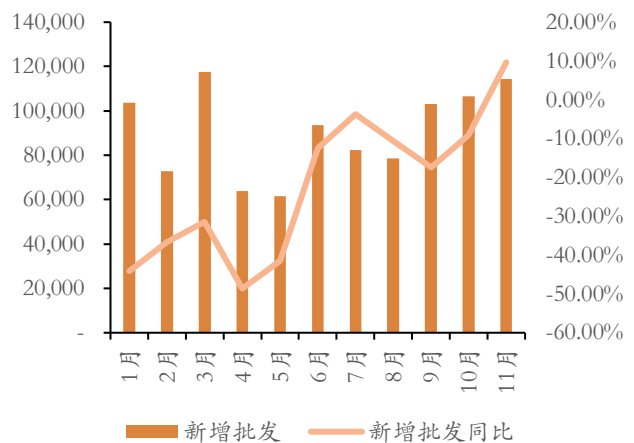
长安汽车集团 2019 年 1-11 月累计批发销量 156.6 万辆, 同比下滑 18.7%。只看乘用车, 2019 年 1-11 月累计批发销量下降 24.8%, 同期零售量下滑 21.26%。长安自主品牌从 2018 年下半年开始主动去库存, 19 年渠道库存清理完毕, CS75 plus 等新车发力, 四季度回升较为明显, 11 月批发销量同比 12%, 复苏趋势明显。

图表 40. 长安汽车 2019 年 1-11 月零售销量及同比



资料来源: Wind、广证恒生

图表 41. 长安汽车 2019 年 1-11 月批发销量及同比



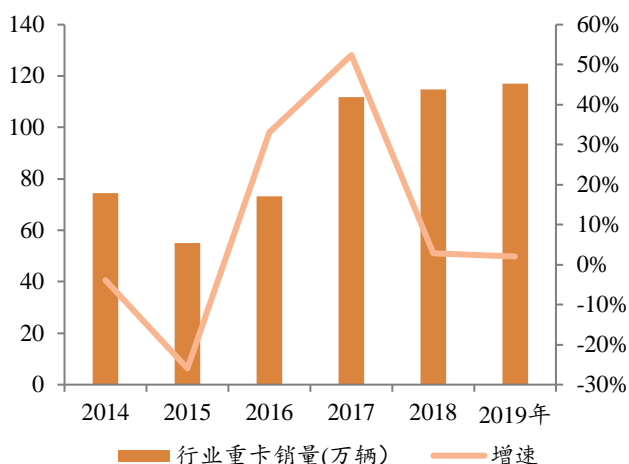
资料来源: Wind、广证恒生

2.2 重卡行业: 集中度上升, 新排放标准实施是主要催化剂

2.2.1 行业销量回暖, 19 年重卡销量保持高景气度

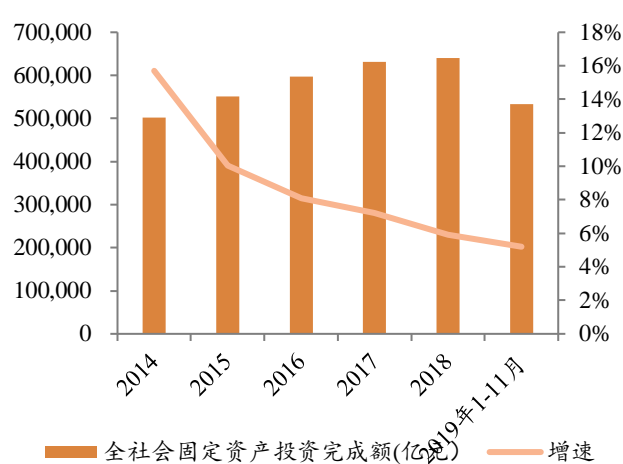
1) 受基础设施建设及房地产开发投资于 19 年回暖, 预计将推动重卡行业销量保持增长并带动发动机需求。从 2018 年我国的宏观经济环境看, 当年全社会固定资产投资完成额增速持续下降, 从 2014 年的 15% 放缓到 2018 年的 1.32%。因为固定资产投资额会影响第二产业的发展, 进而一定程度上会推动发动机需求量, 在这种大环境影响下全国发动机产量增速近几年也呈下降趋势, 18 年开始产量速度开始放缓。同时, 下游的重卡需求也会影响发动机的销量, 18 年重卡销量同比增速下降至 2.78% 至 114.8 万台。另外, 我国基础设施投资额 2019 年 1-11 月为 153213 亿元, 增速从 2013 年开始逐步回落, 但到 2019 年 1-11 月有所回升, 增速升至 3.47%, 较 18 年底的 1.79% 回升; 房地产开发投资额增速也处于近年较高水平, 19 年 1-11 月累计 110083 亿元, 同比 9.7%, 配合 18 年年底政府提出加大城际交通、物流及市政等基础设施建设力度, 预计有助带动重卡的需求, 并进一步带动柴油发动机或工程机械用发动机的销量。

图表 42. 中国重卡销量及增速



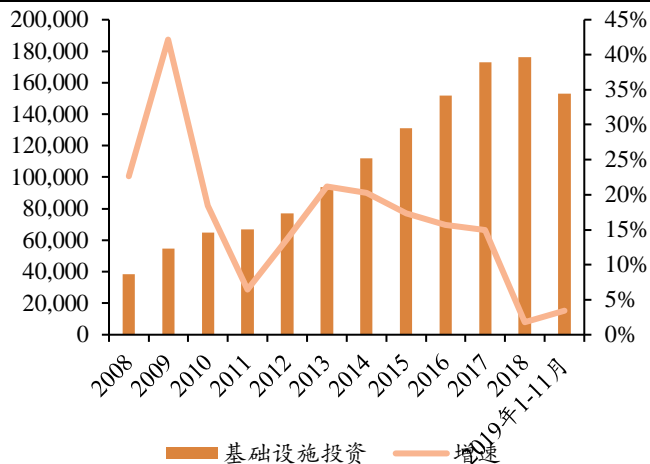
资料来源: Wind、广证恒生

图表 43. 固定资产投资完成额及增速



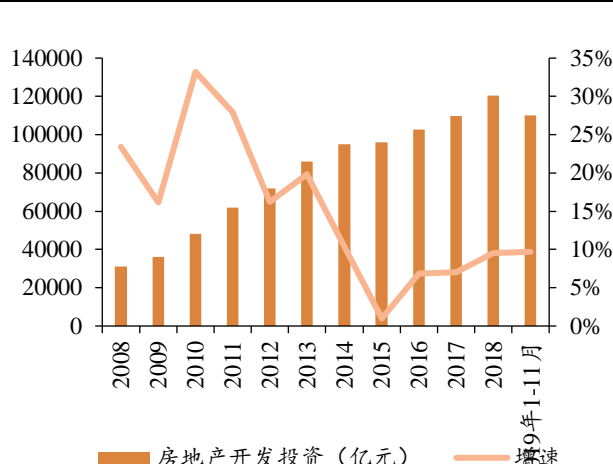
资料来源: Wind、广证恒生

图表 44. 基础设施投资(亿元)及增速(%)



资料来源: Wind、广证恒生

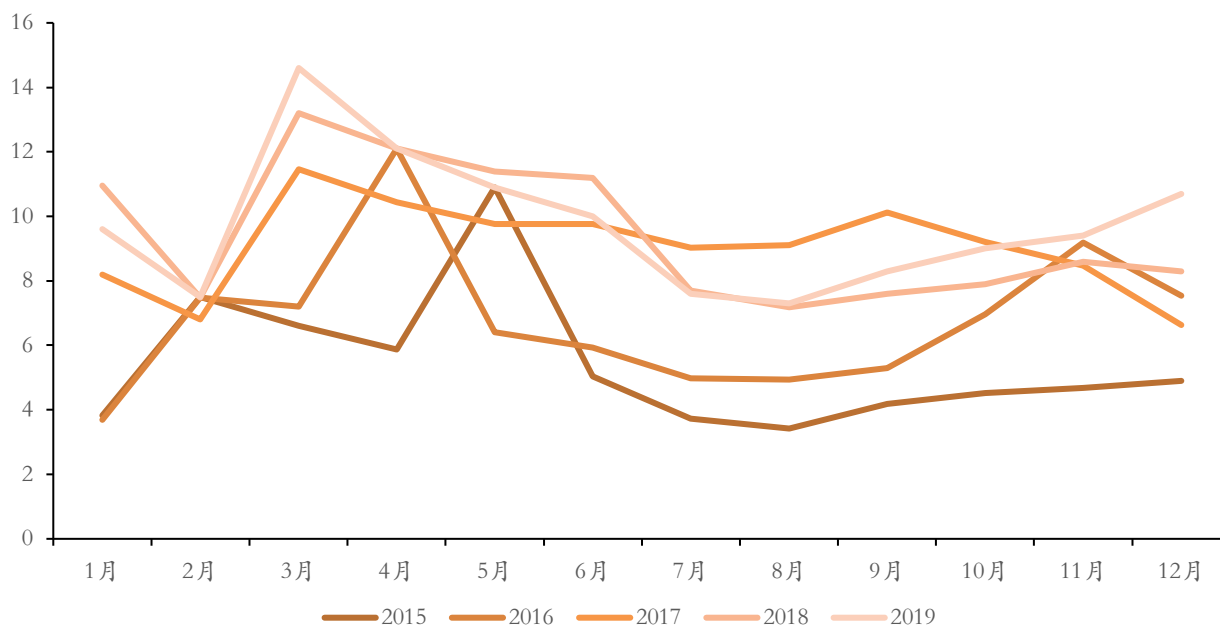
图表 45. 房地产开发投资额(亿元)及增速(%)



资料来源: Wind、广证恒生

19 年重卡销量保持高景气, 19 年 1-11 月累计增速 1%, 全年销量达到 117 万辆, 同比增 2%, 创重卡市场年销量新高。通从历年的重卡销量情况来看, 月度销量波动性较大。2019 年 3 月份重卡突破历史同期新高, 达到了 14.6 万台, 整体 19 年 4-8 月的销量与 18 年相约, 而 8 月后销量提升明显且高于 18 年同期销量。销量同比上涨的八个月份分别是: 2 月 (4.3%)、3 月 (7.1%)、7 月 (1.5%)、8 月 (2%)、9 月 (7.5%)、10 月 (14.1%) 和 11 月 (13.8%), 12 月 (9%)。随着各地近期纷纷加大对国三车限行、禁行的力度, 对重卡换购的需求有所增加, 加上无锡高架侧翻事故使进一步推动国家全面治超的力度, 并限制了单车的运输量, 预计将提高了对运输车辆的更新需求。2020 年春节来得比较早, 各个重卡品牌经销商做库存和备货的时间也因此提前了, 这对 11 月和 12 月的重卡企业车辆订单增加有一定的促进效果。

图表 46. 行业重卡月度销量 (万台)



数据来源：中商情报网，广证恒生

2) 新排放标准等将加速行业整合，带来的更新需求将推动重卡销量提升。

国六标准实施即将到来，龙头企业技术竞争优势将会越发明显。2016年6月和2018年6月国家分别发布《轻型车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》、《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，后者提出了重型车限制标准实施的两阶段：国六a—燃气车、城市车和所有重型柴油车分别于2019年7月1日、2020年7月1日以及2021年7月1日开始实施；国六b—燃气车及所有车辆于2021年1月1日和2023年7月1日实施。但有多省份已经开始提前实施国六排放标准。

图表 47. 国五（柴油）与国六排放标准限值对比

标准	CO(g/km)	THC(g/km)	NMHC(/km)	NO _x (g/km)	N ₂ O(g/km)	PM(mg/km)	PN(#/km)
国五	500	—	—	180	—	4.5	6*10 ¹¹
国六(a)	700	100	68	60	20	4.5	6*10 ¹¹
国六(b)	500	50	35	35	20	3	6*10 ¹¹

数据来源：汽车之家，广证恒生

国六标准的新要求给车企造成一定的研发难度，行业门槛进一步提高预计将加快市场集中度。要满足国家发布的第六阶段排放法则，主要要处理的排放物是氮氧化物和微粒。在前期研发中，需要投入一定的费用以及较长的时间去进行标定，给企业带来更多的研发成本和技术要求。另外，在机外净化方面，简单的高压共轨的机内净化已经无法满足排放的要求，制造商需要安装微粒捕集器；对于氮氧化物的处理，需要厂家进行对氮氧化物生产的抑制，通常使用的技术为EGR（废气再循环）。此外，还有一系列的后处理装置费用、质保费用等，给企业带来一定的技术难度。通过对比国五和国六排放标准的区别，国六标准对发动机的要求更加严格，给车企造成一定的难度，技术门槛更高，开发和认证会需要更多时间，预计将造成行业龙头利用其资金和技术优势进一步提升产品，淘汰落后企业从而吸纳市场份额，使得行业集中度提高。

图表 48. 国六标准增加车企费用

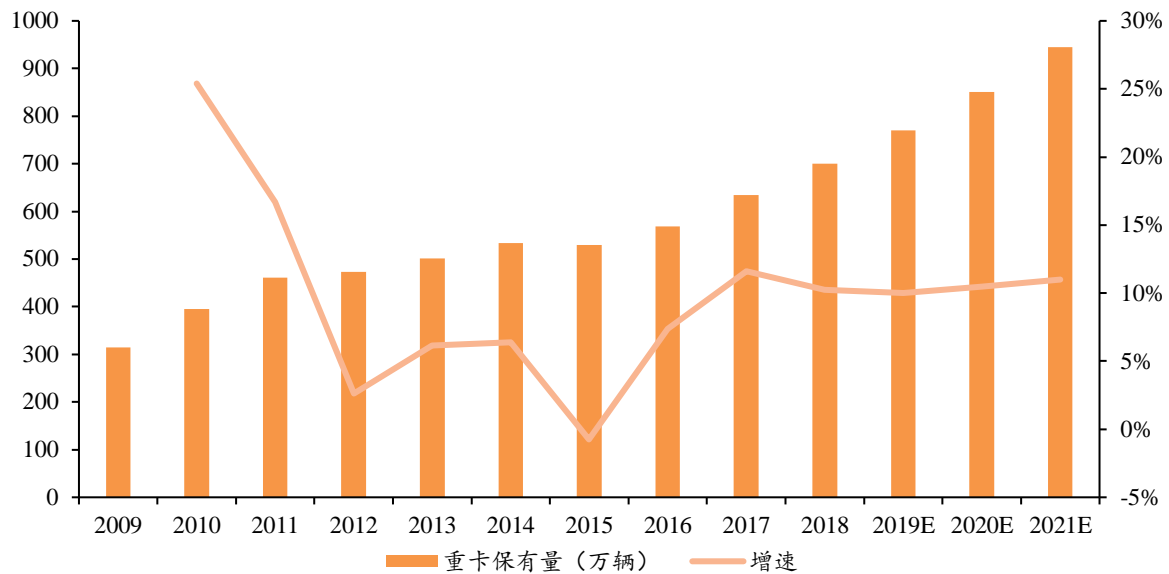
1. 增加前期研发测试费用	<ul style="list-style-type: none"> • 多款机型需全新开发以满足要求 • 需一段时间标定
2. 增加优化费用	<ul style="list-style-type: none"> • 提升燃油喷射压力 • 调整喷油规律、优化进排气及燃烧设计等
3. 增加机外净化费用	<ul style="list-style-type: none"> • 选择性催化还原系统 • 柴油氧化催化器
4. 增加排放质保费用	<ul style="list-style-type: none"> • 部分排放质保需由厂家负责 • 排放系统更换费用较高

数据来源：威尔森监测，广证恒生

国六实施前预计明年中下旬将迎来新的需求释放，行业景气度将持续并带动重卡发动机销量提升。随着新的排放标准实施，重卡需要升级及加装零部件，售价也会有所上升，同时厂家也会促销旧排放标准的车型。从消费者角度看，需要考虑买减价促销的国五车型，还是直接提早买国六车型，但从行业整体看，随着越来越接近正式实施国六，将会有较大的更新需求。从过往每次实施新排放标准对销量的影响看，重卡销量大致在正式实施前半年会提升，预示着 20 年中下旬或会出现重卡销量提升的情况，更新需求或提前释放，从而带动发动机销量提升。

预计行业需求持续，更新需求、国三淘汰、国六实施及全面治超等将推动重卡销量增加。重卡保有量在近 3 年持续上升，18 年同比增 10.2% 至 700 万辆。当年的保有量主要是按照上一年的保有量，加上当年的销量，减去报废或淘汰的量，而按照重卡 7-8 年的更换周期，我们预计 19-21 年的年度更新需求将达到 75-80 万辆。从需求端看，根据 2018 年 7 月国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2020 年底前京津冀等地区淘汰国三以下中、重型柴油货车 100 万辆以上。而无锡超载事件将推动国家全面治超的力度，并限制了单车的运输量，预计将带动重卡需求进一步提升，我们预计 20/21 年全年的重卡销量分别为 124/131 万辆，对应增速分别是 6%/5.7%。

图表 49. 中国重卡保有量 (万台) 及增速 (%)



数据来源：国家统计局，广证恒生

重卡行业集中度高 (CR4 为 76%)。现今重卡行业大致分为三梯队，解放、东风、重汽以及陕汽为第一梯队，福田和红岩为第二梯队，而其他为第三梯队。2019 年 1-11 月第一梯队总共占了超过一半的市场份额，达到 75.6%，行业集中度较高，也较 10 年提升 3.7 个点。

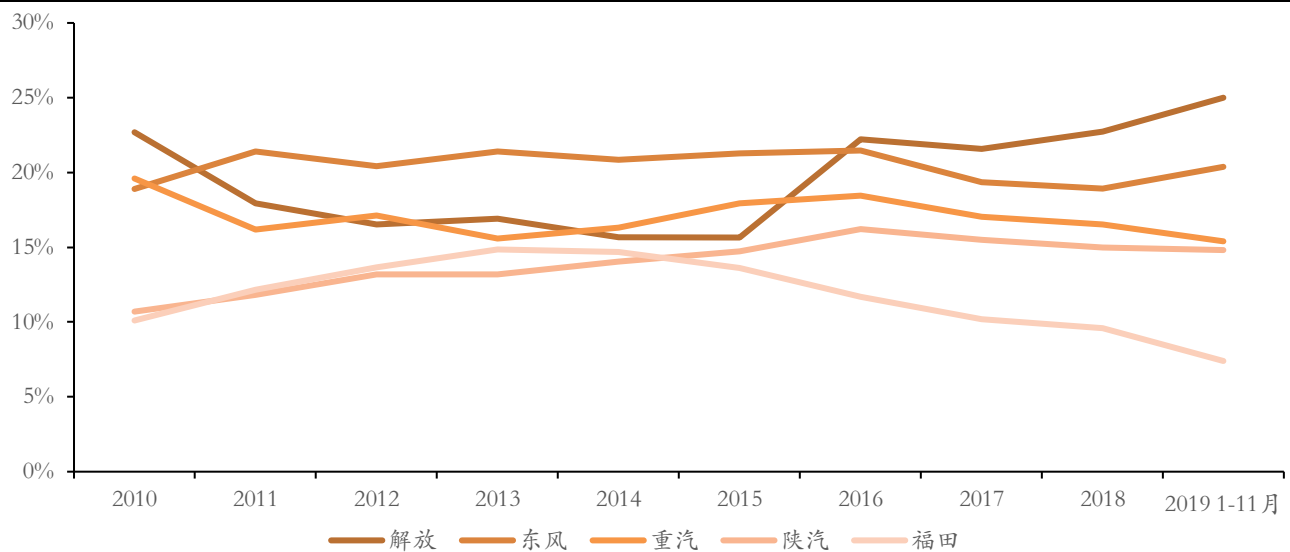
图表 50. 各重卡品牌市占率及对比 (%)

厂家	2010 年	2019 年 1-11 月	变动
解放	22.70%	25.00%	2.30%
东风	18.90%	20.40%	1.50%
重汽	19.60%	15.40%	-4.20%
陕汽	10.70%	14.80%	4.10%
福田	10.10%	7.40%	-2.70%
红岩	3.30%	4.90%	1.60%
江淮	2.50%	3.20%	0.70%
大运	0.50%	2.70%	2.20%
徐工	0.20%	1.70%	1.50%
华菱	3%	1.70%	-1.30%

数据来源：广证恒生

分企业看，头部企业销量增速持续。一汽解放 11 月份销售重卡 1.75 万辆，1-11 月，累计销售重卡 26.91 万辆，同比增长 7%，市场份额为 25%。东风重卡 11 月份销售 2.15 万辆，同比增长 27%。1-11 月，东风重卡累计销售 21.97 万辆，同比增长 12%，市场份额 20.4%。中国重汽 11 月份销售重卡 1.45 万辆，1-11 月累计销售重卡 16.59 万辆，市场份额为 15.4%。陕汽集团 11 月份销售重卡约 1.49 万辆，1-11 月累计销售 15.90 万辆，同比持平，市场份额为 14.8%。福田汽车 11 月份销售重卡约 7900 辆，1-11 月累计销售 7.92 万辆，市场占有率为 7.4%。

图表 51. 重卡企业销售市占率 (%)



数据来源：广证恒生

2.2.2 重卡行业个股推荐

潍柴动力 (000338.SZ) 投资要点:

1) 受益于新排放标准带来的技术门槛及持续的更新需求，潍柴将进一步巩固重卡发动机市场的地位。潍柴是行业内最早完成全系列国六发动机开发、认证，并推出多款符合国六排放标准的发动机。随着重型汽车的国六标准于 2020 年 7 月起逐步实施，其大幅提高技术要求，行业门槛将进一步提高，公司将受益于提早布局及行业集中度提高。同时，今年基础设施投资及房地产开发投资增速已较 18 年有所回暖，19 年 1-11 月分别同比增 3.5% 和 9.7%，加上国六实施前预计明年中旬将迎来新的需求释放，行业景气度将持续并带动重卡发动机销量提升，我们预计重卡销量 19-21 年为 116/124/131 万辆，叠加未来进入配套重汽带来的增量，预计公司现时 33.2% 市占率预计将进一步提高，至 22 年或将达到 36%，进一步稳固其行业地位。

2) 发动机：市占率持续提升，产品多样性+技术领先将逐步优化产品结构及降低受重卡周期波动的影响。随着柴油机行业集中度进一步提升，潍柴的柴油机市占率近年也持续上升，从 16 年的 10.95% 到 19 年 1H 的 19.6%，几年间提升了 8.7 个点且提升幅度大幅领先同行。除了持续重视及投入研发，公司坚持全产品及全系列布局，近年大力发展非道路用发动机，并受益于行业的工程用及农用发动机销量持续增长。随着公司重卡销量占比下降至 55%，非道路发动机销量在 19 年 1H 已占约 30%，工程用和农用发动机销量同比分别增 7.5% 和 23.8% 至 7.4 和 2.6 万台。公司也大力发展装载机和天然气发动机，销量增速明显，随着公司逐渐全方位及多元化将优化产品结构，将有助降低受对重卡销量及周期波动的影响，提高抗风险能力，增加带动营收增长的来源。

3) 动力总成提早布局，拥有重卡黄金产业链将逐渐发挥协同效应。潍柴的黄金产业链主要体现在：母公司的发动机尤其是重卡发动机已成为行业龙头；陕重汽的重卡跻身于第一梯队；法士特的重卡变速箱也稳居龙头地位；掌控林德液压领先的液压技术。陕重汽近年持续布局细分市场，产品研发优势使得单价持续上升，19 年 1H 同比增 6.1% 至 35.1 万元，加上费用控制效率提高，近年净利率逐步上升，未来有望达到 3-4%。法士特销量持续每年增长，19 年 1H 同比增 11.3% 至 58.2 万台，龙头地位进一步巩固，市占率从 18 年底增加 4.8 个点至 19 年 1H 的 80.5%，净利率逐步提升至近期的 10% 水平。林德液压收入增速保持高速增长，受益于下游工程机械应用增长，加上逐步实现“德国技术+中国生产”，新工厂年底建好后将带动国内收入进一步提升。

3. 新能源汽车

3.1 新能源汽车大势所趋，不因短期起伏而停止

3.1.1 加快新能源、电气化步伐已经成为各国政府和车企巨头的共识

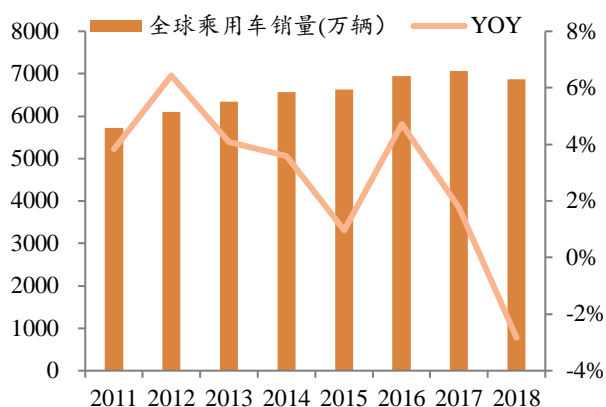
内燃机淘汰渐行渐近，乘用车将进入新能源时代。多国政府已计划于 21 世纪中叶前禁售内燃机汽车。早在 1997 年，日本已根据《京都议定书》中针对减少二氧化碳排放的目标，制定了清洁能源汽车发展计划，之后的《巴黎协定》进一步表明了各国控制温室气体排放的决心。截至 2019 年 1 月，以欧盟成员国为主的共 9 个国家正式作出了限制或终止内燃机汽车销售与注册的承诺并通过有关法案，部分国家的发达地区也已制定了有关计划。

图表 52. 近年来多个国家陆续宣布其禁售燃油车时间表

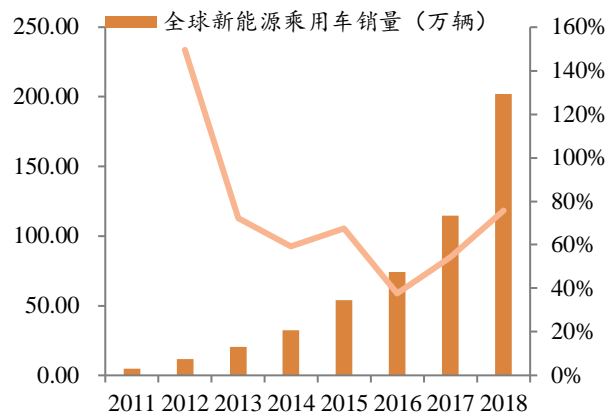


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

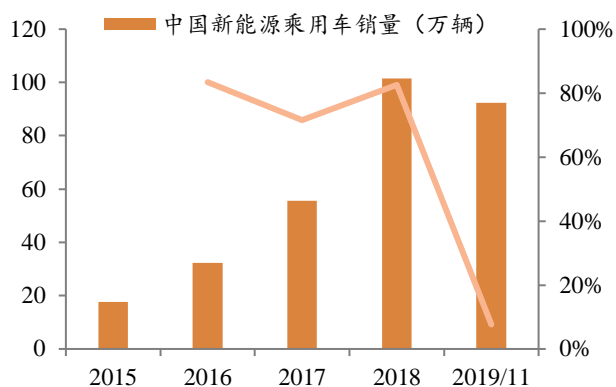
燃油乘用车销量萎靡，新能源乘用车异军突起。2018 年全球乘用车销量为 6869 万辆，同比下滑 2.84%，自 2010 年来首次出现负增长。但是在各国政府的共同扶持之下，新能源乘用车销量保持高速增长，2018 年销量为 201.82 万辆，增速达 75.69%。作为全球最大的两个市场，中国和美国 2018 年新能源乘用车销量分别贡献增速 82.61% 和 79.30%。在全球乘用车销量不景气的情况下，新能源车表现突出，新能源汽车正加速进行对燃油车的替代。2019 年新能源汽车补退坡的背景下，中国新能源乘用车 1-11 月累计销量仍保持 7.65% 的增速，预计 2020 年新能源汽车市场将迎来更旺盛的需求。

图表 53. 全球乘用车市场增速放缓


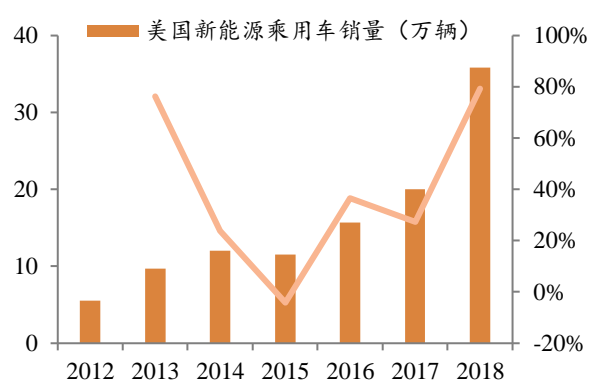
资料来源：国际汽车制造商协会、广证恒生

图表 54. 全球新能源乘用车高速增长


资料来源：IEA、广证恒生

图表 55. 中国新能源乘用车快速增长


资料来源：乘联会、广证恒生

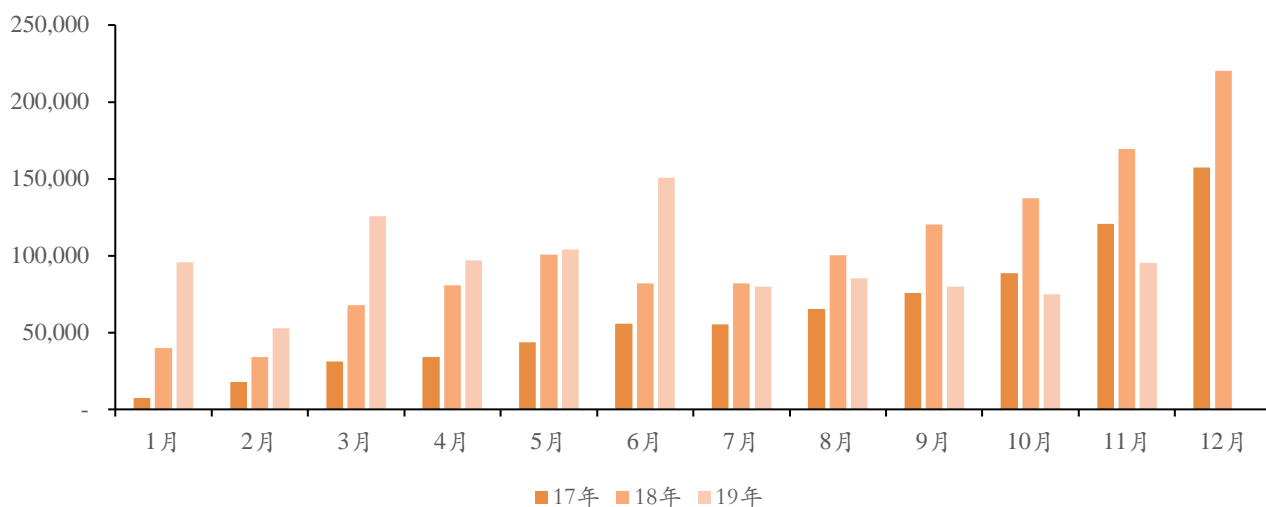
图表 56. 美国新能源乘用车快速增长


资料来源：中汽协、广证恒生

3.1.2 补贴退坡对 19 年销量影响较大，20 年回归市场化自然增长

补贴退坡，新能源汽车销量迅速回落。2019 年补贴新政大幅下调了补贴金额，相比 2018 年退坡幅度均值超过 50%。加上地补取消，2019 年补贴相比 2018 年退坡则远超 50%。2019 年新能源汽车 1-11 月总销量为 104.3 万辆，比 2018 年 1-11 月总销量的 103 万辆，同比增长 1.3%，整体销量基本持平。纵观 2019 全年的月度销量，2019 年 1-11 月我国新能源汽车销量分别为 9.6、5.3、12.6、9.7、10.4、15.1、8.0、8.5、8.0、7.5 和 9.5 万辆，同比+139.0%、+55.4%、+67.3%、+20.4%、+3.1%、+83.6%、-2.7%、-15.1%、-33.8%、-45.7%、-43.7%。2019 年 6 月，新能源汽车市场迎来补贴退坡前的“狂欢”，当月新能源汽车销量达到了 15.1 万辆的今年最高点。但从 7 月开始，新能源汽车销量迅速回落。8、9、10 月连续环比下滑，市场持续探底。11 月环比+27.07%，有所回暖。同比-43.7%，比起 10 月降幅有所收窄。

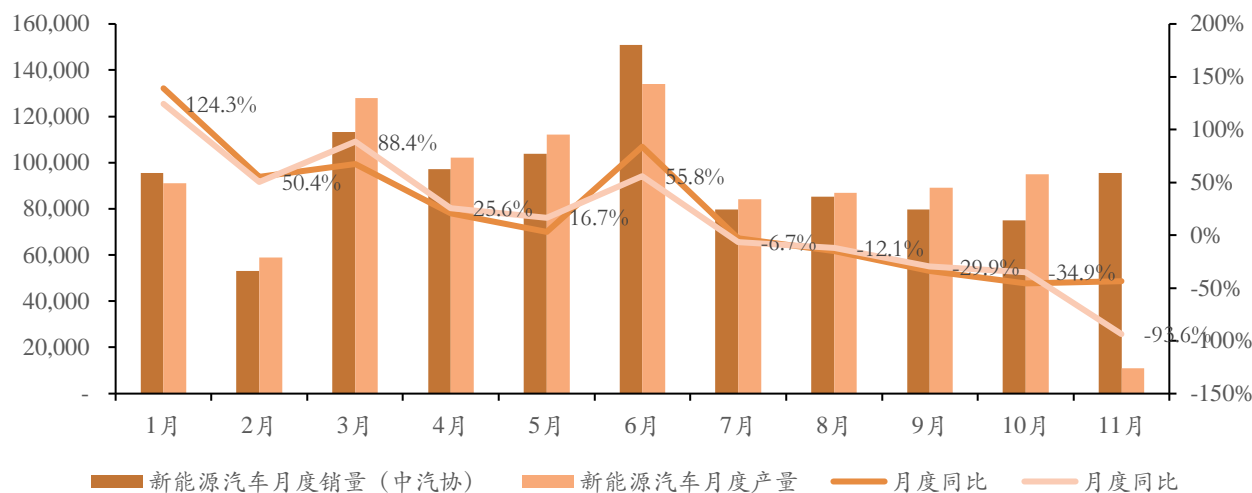
图表 57. 新能源汽车 2017-2019 年月度销量图



数据来源：中汽协，广证恒生

新能源汽车产量和销量双降。2019年11月，新能源汽车产量为1.1万辆，环比下降88.4%，同比下降93.6%，且同比下降幅度自7月起不断扩大。

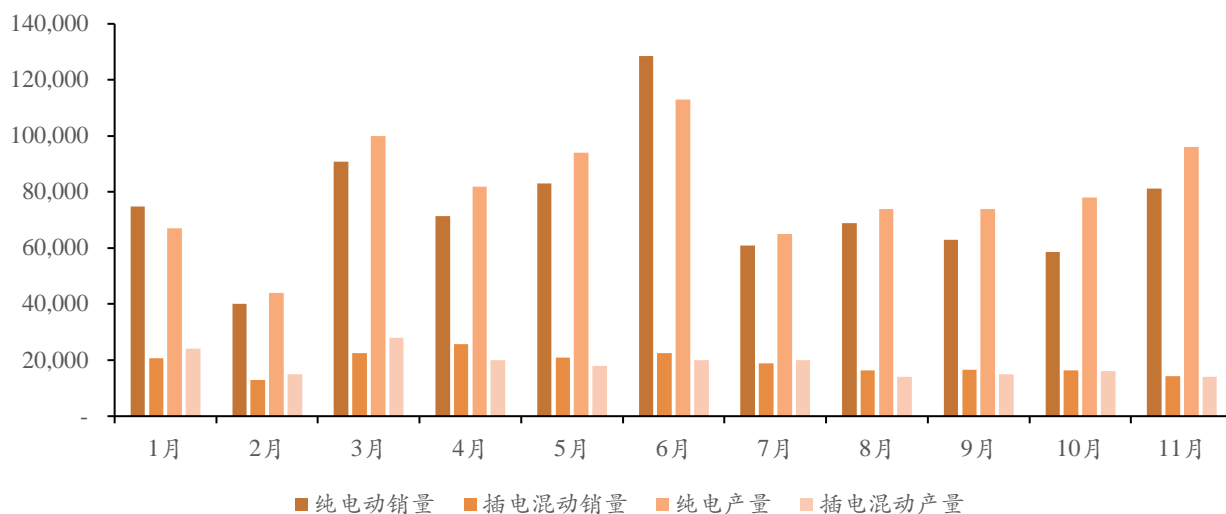
图表 58. 新能源汽车 2019 年 1-11 月产销量变化图 (辆)



数据来源：中汽协，中商产业研究院，广证恒生

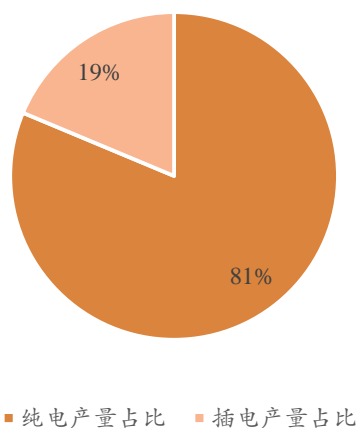
纯电动汽车和插电式混动汽车产销量同时回落使新能源汽车产销量下跌。2019年11月，纯电动汽车产销分别完成9.6万辆和8.1万辆，比上年同期分别-28.9%和-41.2%；1-11月纯电动汽车产销分别完成88.7万辆和83.2万辆，比上年同期分别+10.5%和+5.2%。插电式混合动力汽车11月产销分别完成1.4万辆和1.4万辆，比上年同期分别-64.1%和-54.4%；1-11月插电式混合动力汽车产销分别完成20.4万辆和21.0万辆，比上年同期分别增长-15.8%和-12.1%。新能源汽车产销量中纯电动汽车占比均为80%左右，是新能源汽车产销量的主要影响因素。

图表 59. 新能源汽车 2018 年 1-11 月产销量变化图



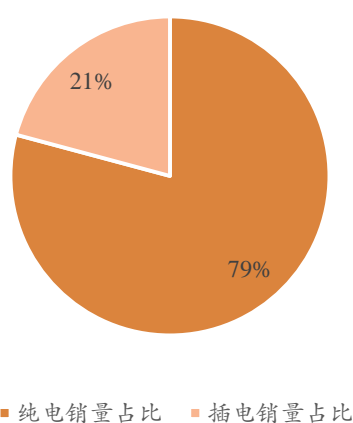
数据来源：中汽协，中商产业研究院，广证恒生

图表 60. 新能源汽车 2019 年 1-11 月产量结构图



资料来源：中汽协，广证恒生

图表 61. 新能源汽车 2019 年 1-11 月销量结构图



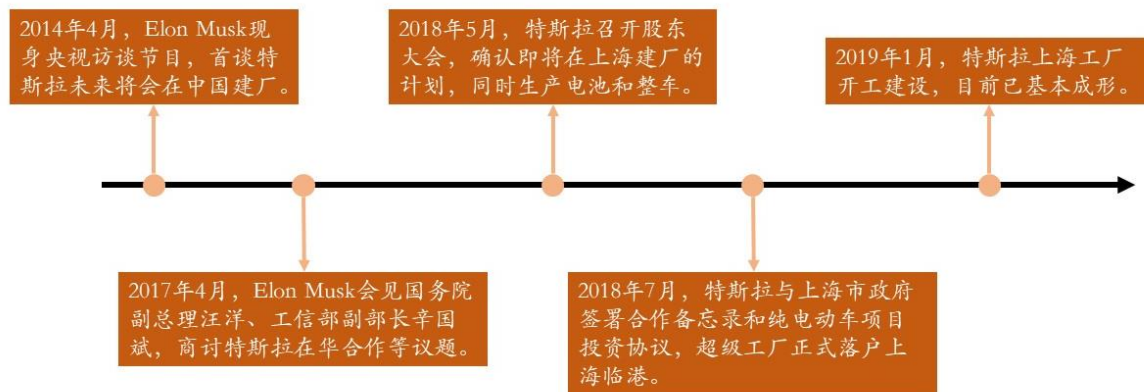
资料来源：中汽协，广证恒生

3.2 特斯拉产生巨大鲑鱼效应，国产化进程带动产业链需求

1) **上海工厂进展顺利**。特斯拉中国工厂 Gigafactory 3，在 5 月份完成一期工程建设后，在 6 月份进行地面硬化处理，在 10 个月内竣工并投产，达到每星期 3000 台的生产速度。2019 年 12 月 30 日，特斯拉交付上海工厂生产的首批 Model 3，从开工建设到正式交付车辆，用时不到一年。同时启动国产 Model Y 项目，并开启预订。Model Y 是特斯拉的第五款电动车型，在 2019 年 3 月中旬已正式发布，起售价为 3.9 万美元，预计上市时间为 2020 年秋季。

根据特斯拉公告披露的计划表，特斯拉上海工厂在 1 月份开工建设，项目预计在 2019 年 9 月完成四大车间建设，到 2020 年 3 月，完成动力系统车间、座椅生产区域、电机车间的建设。对于上海工厂产能，计划 2019 年底实现每周 3000 辆的初步目标，一期规划产能 15 万辆，总产能 50 万辆，项目总投资达 500 亿元。生产车型为 Model 3 和 3 月份发布的基于 Model 3 平台生产的紧凑型 SUV Model Y。

图表 62. 特斯拉上海超级工厂时间表



资料来源：Wind、广证恒生

2) Model 3 上市以来广受追捧，中国供应商凭借优质产品进入特斯拉产业链。根据特斯拉 2019 年一季度公开数据显示，一季度生产了约 9.62 万辆电动汽车，包括 79837 辆 Model 3，16318 辆 Model X 和 Model S；交付了 9.71 万辆电动汽车，其中 Model 3 约为 79703 辆，Model S 和 Model X 为 17400 辆。Model 3 作为当下特斯拉主推的定位大众消费市场的车型，并且将作为特斯拉中国工厂的首批生产车型，产业链各主要供应商有望实现增长超预期。2019 年 12 月 13 日，该车型进入了新能源车型补贴目录，其获得 2.475 万元的国家财政补贴，该车型同时进入免征购置税目录，将购车价进一步降低。国产版本 Model 3 的基础车价从 35.58 万元下调至 29.9 万元，选装配置价格也相应下调，有望刺激国产 Model 3 销量，官网数据表明全球 Model 3 第四季度销量达 92,550 辆，同比增加 46.6%，全年销量达 367,200 辆，提升了 Model 3 在同级别电动车和燃油车市场的份额。通过梳理特斯拉的供应链关系，可以挖掘增长潜力和发展方向，以及中国厂商未来有可能进入特斯拉产业链的机会。

上海超级工厂的建成推动特斯拉未来进一步在中国开拓市场，国产化将带动中国消费者对于电动车的认知和热情，必将还会降价。而降价空间很大程度将来自于供应链的国产化，通过采购更多的国内零部件来降低成本，从而减少零件进口以避免关税成本，目前，零部件国产化率在 30%，越来越多的中国供应链企业将会获分享特斯拉本土采购的红利，这包括了电池、电机、电控、充电桩、内饰等一大批细分零部件。

汽车零部件种类繁多，按照不同的标准分类也不一样，在这里我们可以将所有的零部件分为三大类：动力总成系统，汽车电子系统，汽车车身与结构零部件。

图表 63. 特斯拉 Model 3 现有供应商 BOM

零部件		现供应商	单车价值	Model 3 成本占比	2018 年 Model 3 收入占比	
动力总成系统	锂电池组	电池组	松下	50,000	21.19%	1.52%
		壳体	旭升股份	2,000	0.85%	22.35%
	热管理系统		三花智控	1,500	0.64%	2.12%
	电驱系统	电机磁体	中科三环	1,800	0.76%	6.60%
		变速箱箱体	旭升股份	2,000	0.85%	22.35%
		高压继电器	宏发股份	450	0.19%	1.00%
		驱动电机	长鹰信质	-	-	-
汽车电子系统	高精度地图		四维图新	2,000	0.85%	-
	摄像头		联创电子	1,250	0.53%	3.97%
	雷达		法雷奥	-	-	-
	GPU		自研芯片	40,000	16.95%	-
	中控屏		长信科技	6,000	2.54%	3.18%
车身与内外饰	模具	天汽模	-	-	-	

汽车 车身 与结 构零 件	底盘	铝板	南山铝业	2,000	0.85%	0.75%
		轮胎	米其林	4,000	1.69%	0.36%
		刹车系统	博世	10,000	4.24%	0.24%
		铝合金压铸件	旭升股份	2,000	0.85%	22.35%
		NVH、底盘件	拓普集团	5,000-6,000	0.32%	1.80%

资料来源：Marklines、广证恒生

注：1) Model 3 成本根据 Elon Musk 公布的数据，单车成本为 3.5 万美元（约合人民币 23.6 万元）。

2) 特斯拉贡献收入占比估算方式为：(单车价值*份额*2018 年 Model 3 产量) / 公司全年营业收入。

3) 旭升股份单车价值为配套总价值。

其中动力总成系统是一辆汽车最关键的部分，有单车价值高、供应商毛利率高的特点。动力总成系统可细分为锂电池组、电池管理系统、热管理系统、电驱系统。汽车电子系统包括地图服务、摄像头、雷达、中控屏。汽车车身与结构零部件包括底盘结构零部件、车身及内外饰零部件。

图表 64. 不同部件单车价值



资料来源：公开资料整理、广证恒生

3.3 国内、国外企业加快推出新能源车型

3.3.1 国际车企巨头新能源车型规划

1) 大众集团

2016 年 6 月，大众集团发布“TOGETHER - Strategy 2025 || 战略（简称“2025 战略”），调整核心汽车业务，将电动化作为未来 10 年里最核心的战略基石之一，以期开发新竞争力，重振旗鼓。“2025 战略”提出将重点关注新能源汽车的研发，在未来十年将推出超过 30 款纯电动车型（BEV）预期 2025 年其纯电动车的销量将在 200 万辆至 300 万辆之间，占总销量的 20%-25%。

2017 年 9 月，大众集团正式提出“Roadmap E”战略，到 2025 年，大众电动车的年产销量将达 300 万辆，集团旗下各品牌将推出共计超过 80 款全新的电动车型，包括 50 款纯电动车型及 30 款插电式混合动力车型。最迟

至 2030 年，集团旗下覆盖全球各级别市场的 300 余款车型均将推出至少一款电动版本。“Roadmap E”战略是对“2025”战略中电动产品规划的延伸与升级，不仅将推动大众集团的电动化产品规划，还会大幅加速集团旗下车型阵容的电动化进程。

从 2020 年起，MEB 平台作为主要为纯电动车型打造，并兼顾插电混动车型的平台，将成为新能源汽车的主要生产平台。根据大众集团规划，MEB 平台项目将满足未来中国和欧洲的油耗法规要求，MEB 平台生命周期 8 年，全球销量预计将达到 650 万台。

2) 戴姆勒奔驰

戴姆勒发布了 CASE 瞰思战略，四个字母分别代表智能互联，自动驾驶，共享出行和电动驱动。在电气化方面，戴姆勒表示，将投资 100 亿欧元，到 2022 年为每款车型都引入电气化基础，推出 50 多款新能源汽车，其中包括 10 款以上的纯电动车。

奔驰投资 20 亿欧元，开发 MEA 全新纯电动模块化平台（Mercedes Electric Architecture），并先基于该平台推出四款纯电动车型。这个项目被称为 Ecoluxe 项目：先是基于 MEA 平台打造的车型打造与 C 级和 S 级相同级别的 EQ 纯电动轿车。接着与 GLC 和 GLE 处于同一细分市场的 EQ 纯电动 SUV 也将接踵而至。

3) 宝马

宝马将在 2023 年前实现 25 款新能源车型的布局；这 25 款新能源车型中超过一半将是纯电动车。

2019 年，大众有宝来、高尔夫和朗逸纯电动，宝马、奔驰、奥迪、保时捷都各有两款纯电动车型上市。奔驰、宝马、奥迪相继发布电气化战略的开山之作并进入中国市场。

图表 65. 国外车企 2019 年上市车型

车企	车型	价格
大众	宝来·纯电	13.68-14.68
	高尔夫·纯电	14.77-16.88
	朗逸纯电动	14.89
宝马	530Le	49.99-53.69
	531Le Iperformance 先锋版	53.99
奔驰	EQC	56.38-60.68
	E 300 EI	50.98
奥迪	e-teon	69.28-80.08
	Q2L 纯电版	22.68-23.73
保时捷	Tayan 4S	149.8179.8
	Tayan	114.8
别克	微蓝	17.78-19.98

数据来源：汽车之家，易车网，广证恒生

除了通过自有品牌加码新能源市场，外资车企与国内车企也强强联盟。长城与宝马形成光束汽车、丰田与比亚迪强强联手将于 2020 年成立新公司、雷诺通过增资方式与江铃合作进军中国新能源市场。

3.3.2 国内车企新能源车型规划

传统车企顺应新能源汽车格局变化浪潮，纷纷推出纯电动车型，其中比亚迪、北汽新能源和上汽在 EV 车型中拥有较为完整的产品布局。2019 年是 EV 车型爆发式增长的一年，比亚迪在一年之内推出 e1、e2、e3、全新秦 Pro、唐、宋、和腾势 X 等多款纯电动车型，价格覆盖 5-30 万元，提供给车主多种选择。同时其电池技术由自主解决，在产业链布局或者电池成本方面更有优势。北汽新能源专注 EV 市场，2019 年以 EU/EX 系列强势进军 EV 市场，上汽也推出了均价 15 万左右的多款车型。除此之外，吉利、广汽、长安、江淮、奇瑞和江铃也都顺应新能源改革浪潮，在 2019 年有序推出了两到三款 EV 车型。

图表 66. 传统车企 2019 年上市 EV 车型

车企	车型	价格
比亚迪	e1	5.99-7.99
	e2	8.98-11.98
	e3	10.38-11.98
	全新秦 EV	12.99-13.99
	唐 EV	25.99-35.99
	宋 ProEV	17.98-25.99
	腾势 X	31.98-35.78
北汽新能源	EU7	15.99-17.59
	EU5 R600	15.89-17.19
	EX5	16.99-19.99
	EX3	12.29-16.39
上汽	新款 Ei5	12.88-15.88
	Ehs	18.98-21.98
	EZS	10.98-13.98
	eMG6	14.98-16.88
	EUNIQ5	16.98-21.38
	EV30	12.69-18.17
吉利	几何 A	15-19
	帝豪 GSE	10.98-15.98
广汽	Aion S	13.98-20.58
	Aion LX	24.96-34.96
	广汽丰田 iA5	16.98-19.28
长安	E-Pro	10.69-12.69
	逸动 ET	13.29-14.29
江淮	Ievs4	12.95-15.95
	江淮大众思皓 E20X	12.8-13.8
	IEVA50	13.95
奇瑞	捷途 X70S EV	14.98-16.98
	瑞虎 e	10.99-14.39
	艾瑞泽 e	12.68-14.38
江铃	易至 EV3	6.68-8.38
长城	欧拉 R1	6.98
	风骏 7EV	25.68-6.68
宝骏	E100	4.98-5.98
	E200	5.48-6.48
一汽	红旗 E-HS3	22.58-26.58
	奔腾 X40EV 460	18.78-19.38
东风	风光 E3 EV	12.98-14.98
	启辰 D60 EV	13.78-15.38
	启辰 T60 EV	13.88-15.68

数据来源：汽车之家，易车网，广证恒生

2020 新款纯电动车型续航里程大幅提高，注重轻量化。长安 E-Rock 续航里程将达到 605km。小鹏 P7 续航里程为 550+km，提供后驱长续航、超长续航版和四驱高性能版三种版本车型。北京现代菲斯塔 EV 续航里程为 490km。雷克萨斯 UX 300e 是其旗下首款纯电动车型，NEDC 综合续航里程 400km。奇瑞新能源旗舰 SUV (S61) 作为奇瑞新能源 LFS 平台推出的第二款搭载轻量化全铝车身的纯电 SUV，S61 是继小蚂蚁 eQ1 之后的又一核心战略车型。在车身尺寸方面，S61 轴距达到 2805mm，属于 A 级纯电 SUV。2019 年 H2 纯电动汽车销量下滑，但市场仍然巨大，国内传统车企、造车新势力以及国外车企将在 2020 为市场注入新鲜血液。

图表 67. 目前各大车企规划上市车型

车企	车型	时间	价格
一汽奔腾	C105	2020 年 4 月	预计 11 万
长安	E-Rock	2020 年 1 月	预计 14 万
吉利	icon	2020 年 1 月	预计 9 万
奇瑞	新能源旗舰 SUV (S61)	2020 年 3 月	
一汽丰田	奕泽 E 擎	2020 上半年	预计 18 万
上汽大众	途岳 EV	2020 年初	预计 20 万
长城	欧拉 rR2	2020 上半年	预计 9 万
比亚迪	汉	2020 年 6 月	预计 30 万
雪佛兰	畅巡	2020 上半年	预计 17 万
东风标致	e-2008	2020 年 3 月	
北京现代	菲斯塔 EV	2020 年一季度	预计 17 万
大众	I.D. 3	2020 年初	预计 3 万美元
	I.D. CROZZ	2020 年	
	I.D. BUZZ	2022 年	
宝马	iX3	2020 年	
	ARCFOX ECF 量产版	2020 年 7 月	
沃尔沃	XC40 纯电版	2020 年	预计不到 5 万美元
雷克萨斯	UX 300e	2020 年二季度	
奥迪	新款 Q7 e-tron	2020 年 5 月	
广汽丰田	C-HR EV	2020 年 4 月	
合众	哪吒 U		预计 15-21 万
拜腾	M-Byte	2020 年年中	
小鹏	P7	2020 年 3 月	预计 27-37 万
天际汽车	ME7	2020 年一季度	

数据来源：汽车之家，易车网，广证恒生

3.3.3 造车新势力仍在接受市场考验

2019 年造车新势力多个纯电动 EV 车型量产，预计 20 年将也会有多款的新款和升级版 EV 车型陆续上市。2019 年上市的车型中蔚来售价要高于其他新势力品牌，ES6 系列售价在 35 万以上，与广汽合作的车型合创 HYCAN 007 在 2019 年年底发布，售价在 26-40 万之间。其他新势力品牌大致在 15-20 万之间。目前合众、拜腾、小鹏汽车、天际汽车都有计划在 2020 年上市的新车型。

图表 68. 造车新势力 2019 年上市 EV 车型

车企	车型	上市时间	价格
蔚来	ES6 COUPE	2019.12.28	35.8-54.8
	合创 HYCAN 007	2019.12.27	26-40
	ES6	2019 年	35.8-54.8
威马	EX5 智行 2.0 版本/pro/520		13.98-18.98
	EX6 PLUS		23.99
云度	π1 Pro		10.38-11.38
	π3 Pro		12.38-13.68
小鹏汽车	G32020 款		14.38-19.68
爱驰亿维	爱驰 U5		19.79-29.221
零跑汽车	S01		10.99-14.98
合众	哪吒 N01		6.68-7.99

数据来源：汽车之家，易车网，广证恒生

新势力企业面临严峻考验，蔚来估值大幅下跌。1-10 月造车新势力企业累计销售新车 5.06 万辆，同比增长 376%。而有销量的企业仅存 10 家，这其中依然有 4 家销量不足百辆，市场淘汰率超 9 成。造车新势力企业呈现两极分化的格局，蔚来、威马、小鹏 3 家头部企业销量均过万，累计占有总销量的超 8 成市场份额，合众公司亦有超 6000 的销量紧随其后，其余 6 家销量不足千辆亦在生死存亡中挣扎。整个 2019 年，蔚来几乎损失了 40% 的市值。

4. 汽车零部件：三条主线优选汽车零部件个股

4.1 第一条主线：汽车轻量化

1) 汽车节能环保政策支持

我国中央及地方相继出台了一系列对汽车行业及汽车节能环保材料相关行业的扶持及鼓励政策。目前汽车工业向新能源汽车转型，而新能源汽车由于电池续航里程不足，必须通过减轻车身重量达到提高用户体验目的。因此，新能源汽车发展将推动车用铝合金部件发展。此外，我国汽车排放标准不断提高，更轻的车身重量将减轻发动机动力提升压力，有效满足节能减排标准。

图表 69. 汽车行业及汽车节能环保材料相关行业的扶持及鼓励政策

文件名称	发布时间	发布部门	行业相关主要内容
《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	2017年9月	工信部	再次强调《乘用车燃料消耗量限值》中的油耗限定。并针对新能源汽车与燃油汽车的油耗限制采用双积分并行管理办法。
《工业“四基”发展目录（2016年版）》	2016年11月	国家制造强国建设战略咨询委员会	将“金属型压力铸造技术”、“铝及镁合金压力下铸造成形工艺（低压、半固态、高真空压铸）”、“高强度铸铝合金材料”列入核心基础零部件（元器件）、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础的发展目录。

《有色金属工业展规划（2016-2020年）》	2016年9月	工信部	提出重点发展“汽车发动机和内部结构件用铝合金精密锻件和铝硅合金压铸件”。此外，“在全社会积极推广轻量化交通运输工具”，如“铝合金新能源汽车、铝合金乘用车等”，“到2020年，实现铝在建筑、交通领域的消费用量增加650万吨”。
《高新技术企业认定管理办法》	2016年2月	科技部、财政部、国家税务总局	将“铝、铜、镁、钛合金清洁生产与深加工技术”列为国家重点支持的高新技术领域，为高精度、高性能铝合金压铸件的生产提供了市场支持。
《国家发展改革委关于实施增强制造业核心竞争力重大工程包的通知》	2015年7月	发改委	提出重点发展“镁、铝合金真空压铸和液压成形等先进工艺技术。开展轻量化材料加工及整车、零部件成型生产和检测能力建设”。
《乘用车燃料消耗量限值》	2014年12月	工信部	将于2016年1月1日起执行，每年将设置油耗达标值，直至到2020年乘用车平均油耗降至5.0升/100公里。愈趋严格的油耗法规，促使所有汽车制造企业不遗余力地开发汽车轻量化技术。
《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》	2012年6月	工信部	将“加强新能源汽车关键核心技术研究，大力推进动力电池技术创新，重点开展动力电池系统安全性、可靠性研究和轻量化设计”作为2012年-2020年的主要发展任务，明确了我国汽车节能标准的整体目标，要求2020年当年乘用车新车平均燃料消耗量达到5.0L/100Km。

资料来源：公开信息、招股说明书、广证恒生

目前各国政府针对汽车能源消耗和污染排放制定高压限制政策。基于环境压力和缓解原油对外依赖，中国汽车工程学会发布《节能与新能源汽车技术路线图》提出标准：至2020年，乘用车新车平均油耗5.0L/100km，2025年4.0L/100km，2030年3.2L/100km。同时，国务院印发的《节能与新能源汽车产业发展规划》也指出到2020年，乘用车平均燃料消耗量降至5.0L/100km。2020年欧盟、日本汽车100km油耗目标降到3.8L、4.9L，而美国2025年将达到4.84L。2017年欧盟、美国、日本、中国乘用车销量占全球销量的72.14%，这些国家和地区的政策，影响着全球的汽车发展趋势，因此降低油耗是汽车制造行业发展的重要方向，车身轻量化迫在眉睫。

图表 70. 主要国家和地区燃油排放标准规划

国家地区	2015年	2020年	2025年	油耗降幅	
				2015-2020年	2020-2025年
中国	6.9L/100km	5.0L/100km	-	6.20%	-
日本	5.9L/100km	4.9L/100km	-	3.60%	-
美国	6.7L/100km	6.0L/100km	4.8L/100km	2.20%	4.40%
欧盟	5.2L/100km	3.8L/100km	3L/100km	6.10%	4.60%

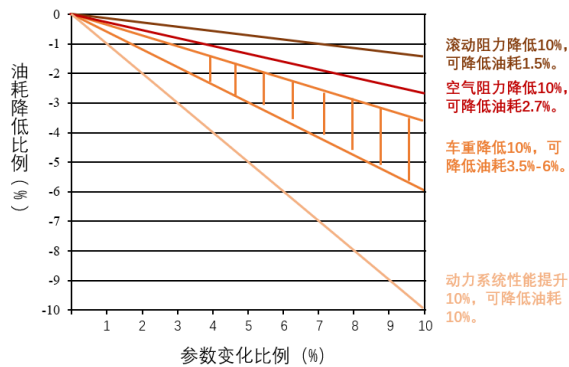
资料来源：中国产业信息网、广证恒生

2) 新能源汽车续航问题仍然突出，动力电池的单位比能量与液体燃料的单位比能量差距巨大。

虽然2018年三元锂电池能量密度可达到200Wh/kg，但相对于汽油在汽车上应用所转化出的“等效能量密度”3000Wh/kg，仍然存在巨大差距。因此，为实现一定的续航里程，纯电动汽车通常需要携带400-500kg的动力电池，占整车总质量的30%~40%。这就决定了新能源乘用车整备质量往往要高于传统汽车。

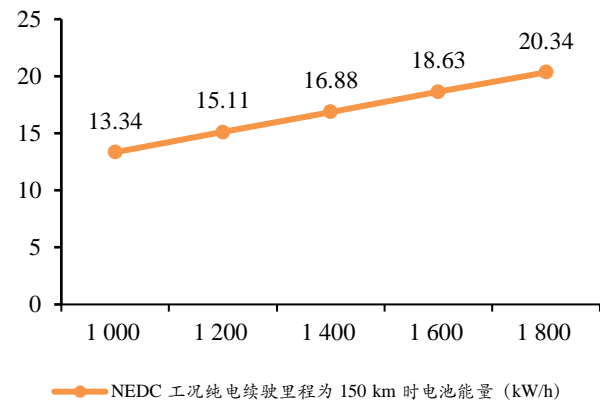
新能源汽车整备质量减重100kg，续航里程增加5.5%。轻量化的概念最先起源于赛车运动，轻量化的设计可

以带来更好的操控性、起步加速性能以及更短的刹车制动距离。随着“节能环保”成为了广泛关注的话题，轻量化也广泛应用到普通汽车领域，在节油表现出色的同时还能提高操控性。据菲尔特公司的研究结果显示，若汽车整车重量降低 10%，可降低油耗 3.5%-6%，在主要的节能方法中效果较佳。结合学界对新能源汽车轻量化的研究，汽车整备质量每减重 100kg，在无制动能量回收的情况下，NEDC 工况百公里耗电量将下降 5.5%，续航里程提升 7.97 公里，电池容量节省 0.885kW/h。轻量化是提高新能源汽车续航里程的重要措施。

图表 71. 汽车节能的主要方式


注：减重对应效果为汽油 3.3%、柴油 3.9%、EV6.3%

资料来源：工信部、广证恒生

图表 72. 车辆减重后，续航效果显著


资料来源：中国知网、广证恒生

3) 铝合金材料是汽车轻量化的理想材质。

轻量化作为汽车节能的关键技术之一，有显著的节能效果。汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗，减重 15%可以减少 5%的油耗；对于柴油乘用车，则可以分别相应减少 3.9%和 5.9%的油耗。轻量化同样对电动车（包括插电式混合动力车）有良好的节能效果。减重 10%和 15%分别可以达到 6.3%和 9.5%的电能消耗。

图表 73. 乘用车减重 10%和 15%分别对应的能效提升效果

	减重 10%的能效提升效果		减重 15%的能效提升效果	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.30%	6.50%	5.00%	10%
柴油	3.90%	6.30%	5.90%	9.50%
EV	6.30%	-	9.50%	-
PHEV	6.30%	-	9.50%	-

资料来源：招股说明书、广证恒生

汽车轻量化减重降耗效果显著。汽车轻量化能在保证汽车强度和安全性能的前提下，通过降低整车的质量来提升汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。减轻车身、内外饰、动力系统等不同零部件的质量，有助于减少汽车行驶过程中能耗。铝合金材料具有轻质、可回收和易成型的特点，因此被广泛运用于汽车的车身及零部件上。理论上铝制汽车可以比钢制汽车减轻重量达 30%-40%，其中铝质发动机可减重 30%，铝散热器比铜的轻 20%-40%，全铝车身比钢材减重 40%以上，汽车铝轮毂可减重 30%。因此，铝合金材料是汽车轻量化的理想材质。

增加铝合金在车辆中的运用为提高汽车续航里程的较优解。目前主要采用材料替代的方式进行汽车的轻量化设计。在主流的材料中，碳纤维减重效果最好，但价格高企，只适合运用于高端车型。高强度钢虽然价格便宜，但减重幅度较小，单车用量有限，主要用于白车身以及车架上，如特斯拉 model 3 以及奥迪 A8。相对而言，铝合金的成本以及减重幅度均为较优水平，根据我们测算，其 100kg 的减重成本为最低的 796 元，低于能够实现相同续航效果的锂电池成本。

图表 74. 铝合金在提高汽车续航里程上具有高性价比

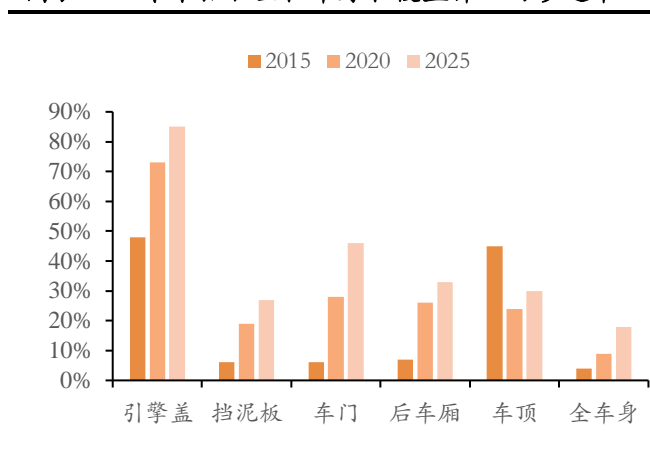
材料	减重效果	最大减重幅	原材料参考价	100kg 减重材	100kg 减重	100kg 减重节省锂
----	------	-------	--------	-----------	----------	-------------

		度 (kg)	格 (kg/元)	料成本 (元)	节油成本	电池成本
普通钢	—	—	4.2	—	—	—
高强度钢	20%	200	6	900	441	1233.69
铝合金	45%	450	40	796		
镁合金	55%	500	100	1742		
碳纤维	70%	700	120	1654		

资料来源：互联网、广证恒生

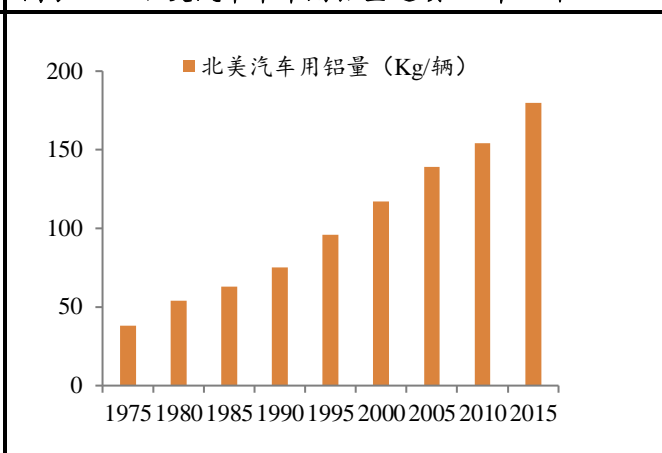
减轻车重可以减小发动机负荷,提高汽车行驶性能,有效降低刹车距离,使得转向和过弯的过程中更加灵活,因而使汽车更稳定,在受冲击时铝合金结构能吸收分散更多的能量,因而更具舒适性和安全性。受此影响,在未来十年内汽车的各个主要部件用铝渗透率都将明显提高,预计铝制引擎盖的渗透率会从 2015 年的 48%提升到 2025 年的 85%,铝制车门渗透率会从 2015 年的 6%提升到 2025 年的 46%。具体反映在平均单车用铝量上,1975 年北美地区每辆车平均用铝量为 38kg,到 2015 年增长到 180kg,40 年北美单车用铝量持续增长,复合增长率为 4%。

图表 75. 未来铝合金在车身和覆盖件上的渗透率



资料来源：Ducker Worldwide、广证恒生

图表 76. 北美汽车单车用铝量连续 40 年上升



资料来源：Ducker Worldwide、广证恒生

根据测算,预计 2020 年全球汽车铝制压铸件市场容量为 3231.9 亿元,国内汽车铝制压铸件市场容量为 953.32 亿元。

图表 77. 全球汽车铝制压铸件市场容量测算

全球	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
新车销量 (万辆)	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59	9505.59
单车铝用量 (kg/辆)	120.00	130.00	140.00	150.00	160.00	170.00	180.00
总铝用量 (万吨)	1140.67	1235.73	1330.78	1425.84	1520.89	1615.95	1711.01
铝合金产品单价 (元/吨)	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
汽车用铝合金市场容量 (亿元)	4562.68	4942.91	5323.13	5703.36	6083.58	6463.80	6844.03
铝制压铸件占比	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
铝制压铸件市场容量(亿元)	2281.34	2471.45	2661.57	2851.68	3041.79	3231.90	3422.01

资料来源：中国铸造协会、广证恒生测算

图表 78. 国内汽车铝制压铸件市场容量测算

国内	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
新车销量 (万辆)	2793.89	2894.14	2803.89	2663.70	2743.61	2825.92
单车铝用量 (kg/辆)	130.00	140.00	150.00	160.00	170.00	180.00

总铝用量(万吨)	363.21	405.18	420.58	448.62	476.66	504.70
铝合金单价(元/吨)	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
汽车用铝合金市场容量(亿元)	1452.82	1620.72	1682.34	1794.49	1906.65	2018.80
铝制压铸件占比	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
铝制压铸件市场容量(亿元)	726.41	810.36	841.17	897.25	953.32	1009.40

资料来源:中国铸造协会、广证恒生测算

4.2 第二条主线:汽车热管理

1) **汽车销量增长及高效节能要求,带来传统汽车热管理系统部件需求提升。**根据 IHS 对全球主要汽车市场的统计及预测,2015 年全球汽车一级供应商及整车厂共生产汽车空调总成系统 8607.22 万套,2021 年将达到 9993.60 万套,而热力膨胀阀、贮液器和控制器作为汽车空调系统必须的部件,同样会随着汽车销量的增加而增加。此外,随着对汽车高效节能要求的提高,在传统汽车热管理系统中,越来越多的汽车系统会采用调温阀(TBV)、水冷式油冷器、电子水泵和电子水阀等新产品,从而会带来此类新产品新的市场需求。

根据测算,传统汽车热管理单车价值量在 3000 元左右,预计 2020 年国内市场空间近 900 亿元,全球市场空间接近 3000 亿。

图表 79. 传统汽车热管理零部件 2020 年市场规模预测

零部件	单车价值量(元)	中国市场(亿元)	全球市场(亿元)
压缩机	300-600	116	375
冷凝器	100	29	94
贮液器	30	9	28
热力膨胀阀	30	9	28
蒸发器	150	43	141
水泵	100	29	94
调温阀	60	18	56
油冷器	80	24	75
热交换器	600-1500	231	751
控制器传感器	300	87	281
箱体支架	300-1000	116	375
管路风道	300-600	116	375
风扇鼓风机	100-300	58	188
合计	2500-3500	885	2861
三花汽零供应	200-400	89	281

数据来源:互联网公开资料,广证恒生

2) **复杂的热系统及高精度要求,带来新能源汽车热管理系统部件升级及单车价值量提升。**在新能源汽车行业,复杂的热系统要求使得每辆汽车搭载的空调用零部件需求量远高于传统汽车,对热管理系统的部件需求也进一步增加,技术要求进一步提升,形成新的电子膨胀阀、带电磁阀的膨胀阀和电池冷却器、冷却板、电子水泵和电子水阀等部件的需求,此类产品的需求随新能源市场需求的增加而增加。

新能源汽车过去 3 年销量直线上升,成为未来汽车行业发展的重要趋势,2017 年全球新能源汽车销售总量达到 121.8 万辆,同比增长 57%;2017 年中国新能源汽车共销售 77.7 万辆,同比增长 53%,2018 年销量将达到 125.6 万辆,同比增长 62%;根据国务院“十三五”国家战略性新兴产业发展规划,到 2020 年电动车实现产销 200 万辆。**新能源汽车的快速发展为汽车空调和热管理系统控制部件带来了巨大的新市场空间。**

根据测算,新能源汽车热管理单车价值量在 6000 元左右,预计 2025 年国内市场空间近 500 亿元,全球市场空间接近 1000 亿。

图表 80. 新能源车热管理零部件 2020 年及 2025 年市场规模预测

零部件	单车价值量 (元)	2020 年中国 市场 (亿元)	2020 年全球 市场 (亿元)	2025 年中国 市场 (亿元)	2025 年全球 市场 (亿元)
电动压缩机	1500	34	75	110	251
冷凝器	100	2	5	7	17
贮液器	30	1	2	2	5
热力膨胀阀	100	2	5	7	17
蒸发器	150	3	8	11	25
PTC 加热器	200	5	10	15	33
电子水泵 X3	750	17	38	55	125
电池冷却器	250	6	13	19	41
冷却板	600	14	30	44	100
电子膨胀阀	300	7	15	22	50
阀门	100	2	5	7	17
油冷器	80	2	4	6	13
低温散热器	300	7	15	22	50
压块	300	7	15	22	50
导热材料	350	8	18	24	52
控制器传感器	300	7	15	22	50
管路	450	10	23	30	65
合计	5860	134	296	425	961
三花汽零供应	1500-2200	45	100	147	334

数据来源：互联网公开资料，广证恒生

4.3 第三条主线：汽车智能化（辅助驾驶技术）

智能汽车，又称智能网联汽车、自动驾驶汽车、无人驾驶汽车等，是指通过搭载先进传感器、控制器、执行器等装置，运用信息通信、互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术，具有部分或完全自动驾驶功能，由单纯交通运输工具逐步向智能移动空间转变的新一代汽车。未来智能汽车的发展方向是由单纯的交通运输工具转变为智能移动空间，具有移动办公、移动家居、娱乐休闲、数字消费等功能，被称为继家庭、办公地点之后人类生活的第三大场景。随着智能汽车的深入普及，当代汽车社会面临的道路拥堵、能源消耗、环境污染等问题将得到深度解决。

我国高度重视智能汽车产业发展，推出智能汽车未来发展“三步走”战略。近三年来，国家陆续出台了促进智能汽车和汽车电子行业发展的相关政策。2018 年 1 月，发改委发布《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》，是国家层面发布的首个面向智能汽车领域政策文件，文件详细阐述了我国智能汽车发展的战略态势、战略意义、战略任务和实施途径，并提出智能汽车发展“三步走”战略，要求于 2025 年全面形成智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系。2018 年 12 月工信部发布的《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》，同样提出车联网未来发展的“两步走”战略。

图表 81. 国家提出智能汽车、车联网未来发展的“三步走”及“两步走”战略

阶段	具体时间	我国智能汽车未来发展规划	我国车联网未来发展规划
第一阶段	2020 年	中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系框架基本形成。智能汽车新车占比达到 50%，中高级别智能汽车实现市	将实现车联网（智能网联汽车）产业跨行业融合取得突破，具备高级别自动驾驶功能的智能网联汽车实现特定场景规模应用，车联网用户渗透率达到 30%以上，智

		场化应用，重点区域示范运行取得成效。智能道路交通系统建设取得积极进展，大城市、高速公路的车用无线通信网络(LTE-V2X)覆盖率达到90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖。	能道路基础设施水平明显提升。
第二阶段	2025年	中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系全面形成。新车基本实现智能化，高级别智能汽车实现规模化应用。“人-车-路-云”实现高度协同，新一代车用无线通信网络(5G-V2X)基本满足智能汽车发展需要。	技术创新、标准体系、基础设施、应用服务和安全保障体系将全面建成，高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和5G-V2X逐步实现规模化商业应用，“人-车-路-云”实现高度协同，人民群众日益增长的美好生活需求得到更好满足。
第三阶段	2035年	中国标准智能汽车享誉全球，率先建成智能汽车强国，全民共享“安全、高效、绿色、文明”的智能汽车社会。	

资料来源：各部委公告、广证恒生

全球智能驾驶技术研发尚处于初步阶段。根据美国汽车工程师学会制定的智能汽车分级标准，智能汽车按照智能化程度由低到高依次划分为 L1-L5 五个等级（有时也认为包含 L0，即无自动驾驶）。其中狭义的自动驾驶即指 L5 级别，在这种最理想的场景下，自动驾驶车辆无需人类驾驶员，无需方向盘，可以由人类的语言及手势自由操控。L0 到 L5 之间的过渡所用的各类驾驶辅助技术均可归类为 ADAS，即高级驾驶辅助系统（Advanced Driving Assistant System）。目前 L2 级别的智能汽车已经实现量产，各大汽车制造厂商和研发团队正抓紧进行 L3 以上级别产品的研发。

图表 82. 美国汽车工程师学会制定的智能驾驶等级划分

智能级别	实现时间	自动化程度	定义	功能实现
L1	2016-2017	辅助驾驶	驾驶系统只能进行车道保持或加减速操作，其他驾驶操作仍由人完成，该等级智能汽车一般可在车道内实现自动驾驶。	<ul style="list-style-type: none"> · 自适应导航 · 自动紧急制动 · 车道保持 · 泊车辅助
L2	2018-2019	部分自动驾驶	驾驶系统能够进行方向控制和加减速等多项操作，其他驾驶操作仍由人完成，该等级智能汽车一般可实现换道行驶、环岛绕行、拥堵跟车等自动驾驶。	<ul style="list-style-type: none"> · 车道内自动驾驶 · 换道辅助 · 自动泊车
L3	2020-2022	有条件自动驾驶	即驾驶系统能够完成生产厂商设计工况下的所有操作，驾驶员根据驾驶系统请求还需要提供适当的干预，该等级智能汽车一般可在高速公路实现自动驾驶。	<ul style="list-style-type: none"> · 高速自动驾驶 · 城郊公路驾驶 · 编队行驶 · 交叉路口
L4	2025+	高度自动驾驶	驾驶系统能够完成生产厂商设计工况下的所有操作，特定环境下驾驶系统会向驾驶员提出请求，驾驶员可以不予响应，驾驶系统仍能实现安全操作，该等级智能汽车一般可在高速公路、市区道路实现自动驾驶。	<ul style="list-style-type: none"> · 车路协同 · 城市自动驾驶
L5		完全自动驾驶	可在所有道路环境下实现自动驾驶，完全替代人驾驶	

资料来源：盖世汽车、广证恒生

全球车企巨头纷纷推出无人驾驶技术时间表，Tier1 厂商加速跟进。奥迪于 2017 年推出的全新 A8 车型已经实现了 L3 级别的自动驾驶，目前已推出 L4 级别概念车 Elaine、L5 级别概念车 Aicon 等；通用宣布将于 2019 年推出无人驾驶汽车 Cruise AV，直接实现 L5 级别的无人驾驶；福特计划在 2020 年末于底特律郊区工厂开启首批无人驾驶汽车的制造，并宣布将于 2021 年直接销售全自动驾驶汽车；本田宣布将于 2020 年推出 L3 级、于 2025 年推出 L4 级自动驾驶车辆；大众已在美国进行了 3000 英里的自动驾驶测试，并宣称将于 2021 年左右产出 L3-L4 级自动驾驶车辆。在智能驾驶热潮的推动下，全球 Tier1 巨头厂商，包括电子产业巨头与零部件巨头，几乎全部跟进并投入巨额研发支出。如英伟达于 2017 年推出支持 L2-L5 级别自动驾驶技术并且即将量产的 Drive Autopilot，且于今年宣布将于丰田建立合作关系，伟世通于去年的 CES 展上展示了全新自动驾驶系统 DriveCore 等。

图表 83. 全球车企巨头无人驾驶技术推进时间表


资料来源：财新网莫尼塔研究频道、广证恒生

4.4 汽车零部件行业个股推荐

爱科迪 (600933.SH) 投资要点:

1) **公司专注铝合金精密压铸件行业，在中小件领域建立了竞争壁垒。**公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，公司产品包括汽车类产品（营收占比 95%），工业类产品（营收占比 5%）。汽车类产品包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统。公司产品以中小件为主，品类多，销量大，折合按吨计算的单价高，产品附加值高，毛利率高。公司在中小件领域建立了竞争壁垒，形成了差异化优势。

2) **公司客户优质，境外收入占比较大，外销毛利率更高。**公司主要客户是法雷奥、博世、麦格纳、电产、耐世特等全球知名一级供应商，前五名客户占比在 60% 左右。公司国内、境外收入分别占 1/3 和 2/3，形成了中国、欧洲、美洲三足鼎立的收入结构。海外客户需求相对稳定，公司抗风险能力更强。外销毛利率高于内销毛利率，因此公司整体毛利率高于同行。

3) **短期投资逻辑：拐点反转，盈利能力回升。**受国内汽车市场下行影响，公司 Q1 收入下滑 1.6%，而 Q2、Q3 收入分别实现 4.2%、6.2% 的增长。由于国内汽车市场跌幅收窄，而国外市场对铝合金轻量化需求旺盛，公司 2020 年有望加速增长。公司固定资产 17-18 年快速增加，而收入增速低于固定资产增速，导致固定资产周转率下降。公司 18 年 H2 和 19 年 H1 受制造费用（含折旧摊销）大幅增加的影响，公司毛利率下滑。随着募投项目大部分投产以及产能利用率提升，19Q3 公司毛利率触底回升，预计明年毛利率继续改善，盈利能力提升。

4) **中期投资逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线。**汽车轻量化已经成为了全球不可逆转的趋势，汽车用铝量稳步提升。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，获得博世、大陆、联合电子、

麦格纳、马勒、三菱电机、李尔等新能源汽车项目。随着新能源工厂投产，有望扩大销售收入，提升单车配套价值。

5) 长期投资逻辑：行业集中度提升。根据我们的测算，目前国内铝合金压铸件市场规模约 840 亿元，未来 2-3 年有望突破 1000 亿元。国内压铸企业市场集中度较低，行业尚未进入整合阶段，A 股上市的单一铝合金压铸企业市场份额没有超过 5%。国外同行市场集中度较高，龙头企业市场份额较高。规模最大企业市场份额超过 10%。参考国际发展历史，国内铝合金压铸市场行业集中度有望提升。

旭升股份 (603305.SH) 投资要点：

1) 携手特斯拉，占领新能源汽车行业先机。新能源汽车的崛起将带来传统汽车供应链格局的松动及变更，由此释放巨大的行业红利。公司为特斯拉 Model S/X，Model 3 提供驱动单元壳体、散热器壳体等零部件，其中 Model S/X 的配套价值在 3500-4000 元，Model 3 配套价值在 2000 元左右。紧跟特斯拉，公司业绩实现快速增长。

2) 客户群扩张，始于特斯拉而不止于特斯拉，从特斯拉延伸至传统汽车巨头（新能源项目），从高端品牌延伸至中高端品牌。近几年公司不断夯实主业和提升竞争壁垒，目前在生产设备、工艺、产能利用率等方面均为行业领先水平，具备针对新能源汽车客户的同步研发能力和快速服务能力。特斯拉占公司销售收入比例在 50%至 60%之间，公司对其他客户的开拓力度不断加大。目前公司已经与国内新能源汽车客户展开了不同程度的合作，包括北极星、蔚来、宁德时代、长城汽车等；公司也与大众、保时捷、宝马、奔驰等车企的新能源项目有直接或间接的合作，随着订单落地，有望形成新的业绩增长点。

3) 产品线从铝压铸件拓宽至铝锻件，有望实现进口替代。公司 18 年 11 月完成发行 4.2 亿可转债，资金用于进行汽车悬挂铝锻件的开发，产品主要为连接汽车车轮和底盘系统所需的连杆、扭臂、转向节、下摆臂等，项目投产后能够满足 25 万辆至 40 万辆整车配套。该产品主要用于高端车型，产值集中于国外企业，目前只有少数国际厂商具备供货能力，产品长期处于供不应求的状态。公司凭借过硬的技术能力，有望切入这部分市场，从而不断提升其单车配套价值。

文灿股份 (603348.SH) 投资要点：

1) 主营铝合金精密压铸件，形成合理产能布局。公司成立于 1998 年，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售。主营业务为汽车类压铸件（营收占比 90%）和模具，产品主要应用于中高档汽车的发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件。公司总部设在广东省佛山市，并在江苏省南通市、江苏省宜兴市和天津市设有生产基地，实现了珠三角、长三角、环渤海地区的合理布局。

2) 掌握先进压铸技术，配套全球知名一级供应商和整车厂。技术方面：公司吸收掌握了现代压铸行业的多种最先进的工艺，掌握高真空压铸技术、层流铸造技术等先进压铸技术。公司开发出了可以替代铸钢的铝合金材料及配套压铸技术，并为德国格特拉克供应对耐磨要求特别高的变速箱换挡拨鼓。公司掌握车身结构件铝合金材料的制备技术，为特斯拉汽车、蔚来汽车、奔驰汽车供应铝合金车身结构件。客户方面：公司客户包括采埃孚、威伯科、法雷奥、格特拉克等一批全球知名一级汽车零部件供应商，以及大众、通用、奔驰、特斯拉、蔚来、长城汽车、吉利汽车等整车厂商。

3) 业绩处于拐点，子公司产能爬坡，季度好转迹象显现。受下游乘用车销量下滑影响，2019 年前三季度公司业绩下滑。天津雄邦处于逐步达产期、江苏文灿处于试生产阶段使得其各项管理费用增加，对净利率产生了一定的影响。天津雄邦主要给大众集团供应变速箱壳体和阀体，其在投产初期投入较大、产出率较低，导致产品生产成本较高，未实现盈利。天津雄邦于 2017 年开始试生产，2018 年和 2019 年上半年录得亏损 4659 万元、1400 万元，2019 年第四季度出货量环比提升 40%，预计 2020 年实现盈利。江苏文灿 2017 年 8 月设立，目前对此前收购的工厂进行技改，预计 2021 年有望实现盈利。随着天津工厂和无锡工厂逐渐走上正轨，公司业绩有望迅速提升。

4) 收购法国百炼集团，优势互补，助力全球化布局。公司 2019 年 12 月 8 日公告，拟 2.513 亿欧元(约合人民币 19.54 亿元)收购法国百炼集团 100%的股权。我们认为：1) 百炼集团过去三年盈利能力稳定，兼具成长性。公司以 9 倍 PE、1.5 倍 PB 收购，与收购国内的企业相比具有较高的性价比。2)、百炼集团核心产品包括汽车制

动系统（营收占比 66%）、进气系统、底盘及车身结构件等产品领域的精密铝合金铸件产品，其核心工艺重力铸造，与公司现有的高压铸造工艺，形成优势互补，丰富公司产品类型，将整合成完整的铸造工艺链。3）、百炼集团在全球共有 12 处制造基地，欧洲营收占比 64%。公司在国内已有的布局和资源能与百炼集团的全球化生产、销售、供应体系产生多维度的协同效应，使得并购后的公司整体更快更好地发展。

三花智控 (002050.SZ) 投资要点:

1) **家电与汽车零部件行业双轮驱动，家电业务稳增长，新能源汽车业务高增长。**公司拥有制冷业务、微通道业务、亚威科业务、汽车零部件业务四大业务板块。公司在家电零部件行业具有稳固的市场地位和领先的市场份额。公司在新能源汽车热管理领域具有技术领先、客户优质、全球配套的特点，占领市场先机。

2) **公司作为新能源汽车热管理专家，获得全球知名车企订单，价量齐升推动收入快速增长。**公司从传统汽车的热管理系统延伸至新能源汽车的热管理系统，不但扩产了产品线，而且显著提升了单车配套价值。公司在传统汽车热管理配套价值 200-400 元，而新能源汽车热管理配套价值达到 1500 元。公司新能源汽车热管理系统受到国际豪华汽车客户的认可，先后获得特斯拉、戴姆勒、宝马、沃尔沃、上汽大众、蔚来等整车厂商的订单，生命周期内预计销售额合计约 45 亿元，年化销售额超过 6 亿元。公司是特斯拉 model S/X/3 热管理部件供应商，18 年来自特斯拉的收入约 2 亿元。随着 model 3 于 19 年扩产，model Y 于 20 年量产，来自特斯拉的配套收入翻倍增长。戴姆勒、宝马、沃尔沃等客户订单预计于 19/20 年量产，驱动公司汽零业务中长期持续增长，成为公司增长最快的板块。

3) **制冷业务总体稳健增长，产品结构变化带来细分产品机遇。得益于变频空调渗透率提升，电子膨胀阀较快速度增长。**制冷业务，截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀等主要产品在全球具有较高市占率，四通阀(60%+)、电子膨胀阀(50%+)；截止阀(30%+)。变频空调中，电子膨胀阀的渗透率仅为 30%，随着变频空调和电子膨胀阀的渗透率双双提升，电子膨胀阀有望保持 20%以上增速。18 年下半年以来，制冷行业增速放缓，公司通过全球化的客户覆盖以及灵活的价格策略，使得制冷业务营收高于下游行业增速。19 年前三季度发展较稳，实现营收 74.2 亿元，同比增速 2.9 个点，净利润 8.2 亿元，增速为 0.3%。我们预计 20 年国内空调行业逐步回升。

德赛西威 (002920.SZ) 投资要点:

1) **德赛西威是国内汽车座舱电子市场龙头：**公司前身是中德合资企业，2010 年德赛集团收购外资 70% 股份成为本土企业。公司主营业务为车载信息娱乐系统、车载空调控制器、驾驶信息显示系统（合计占比 90%+），客户为国内一线的合资品牌与自主品牌，包括长城汽车、一汽大众、长安马自达、广汽集团、上汽通用等（前五名客户营收占比 60%）。在国内同业中，公司具有研发投入领先、营收规模大、客户覆盖全、前装业务比例高（99%）的优势。

2) **受配套车型影响，短期业绩承压，着眼未来加大研发投入：**公司依靠公司稳定的客户群、持续的研发投入和强大的市场竞争力，13-17 年间实现业绩快速增长（5 年营收 CAGR36%，5 年净利润 CAGR57%）。受部分客户配套车型销量下滑等因素影响，公司 18-19 年业绩出现下滑，2019 年前三季度营收-12.70%，净利润-59.91%。在市场承压的背景下，公司加大研发投入，加快新技术新产品落地。公司在惠州、南京、成都和新加坡都设有研发团队，19 年前三季度累计投入研发支出 4.64 亿元，同比增长 15.14%。

3) **深耕智能驾驶赛道，新产品逐步量产：**1) 积极开拓新客户导入新车型，海外销售占比持续上升。公司坚持“本土国际化”战略，于日本、欧洲、新加坡等地设立子公司开拓海外市场，目前公司海外客户包括马自达、沃尔沃、卡特彼勒等，且正在逐渐全面走入日本丰田的供应商体系。2) 公司发展天平向智能汽车领域倾斜，调整业务群为智能驾驶舱、智能驾驶、车联网三大板块，三大板块的新产品均处于量产初期或即将量产阶段。目前液晶中控、全液晶仪表盘、360 度环视系统、全自动泊车系统已经量产。24G 毫米波雷达将在年内量产，77G 毫米波雷达预计在年内达到可量产状态。智能驾驶舱和车联网 V2X 已获得项目订单。3) 公司与英伟

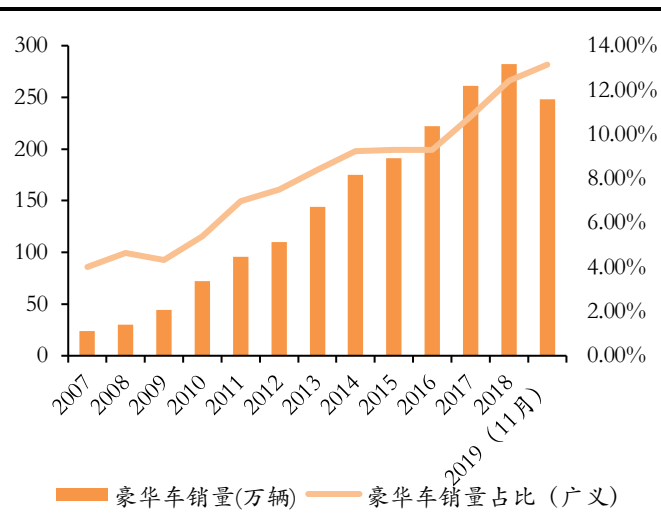
达、小鹏汽车三方合作，L3 级别自动驾驶产品正在研发中，将于 2020 年量产。伴随订单落地，预计明年业绩重回增长轨道。

5. 经销商板块

5.1 看好豪车经销商业务：豪车下沉，渗透率持续提升

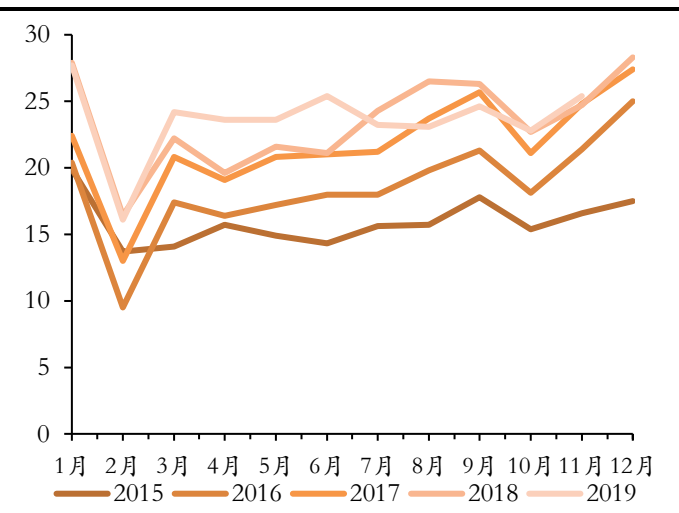
豪华车销售占比持续提高，其增速更是高于乘用车整体的增速。各豪华品牌车型都有不同程度的销量增长，车型占比集中在奔驰、奥迪和宝马 (>75%)。在汽车行业销量增速下行下，豪华车销量维持较高增长，增速一直维持高个位数至双位数，19 年 11 月同比增 8.8% 至 247.92 万辆。近 8 年，豪华车销量占比上升 8 个百分点至 19 年 11 月的 13.14%，上升趋势及幅度明显。而三大品牌（奔驰、宝马、奥迪）在 19 年截止 11 月为止占据豪车市场约 77% 的市场份额，其中，宝马、奔驰和奥迪的占比分别同比上升 4.2%、2.3%、1.9%。

图表 84. 豪车 2007-2019 年 11 月销量及占比情况



资料来源：公开资料整理，广证恒生

图表 85. 豪车 2015-2019 年月度销量走势图



资料来源：公开信息整理、广证恒生

过去十年国内豪华车表现基本强于市场整体。国内豪车销量近 5 年 CAGR 为 14.4%，且高乘用车约 7 个百分点，18 年乘用车销量下降 5.78%，而豪华车增速仍有 8%。

中国豪华车渗透率从 10 年的 5.4% 提升到 18 年的 12.4%，对比欧美仍有一定提升空间。对标欧盟近年来 19% 和美国 14% 的渗透率，国内豪华车销量仍有增长空间，尤其人均可支配收入持续增长及三四线城市长尾市场渗透率仍处于较低水平。

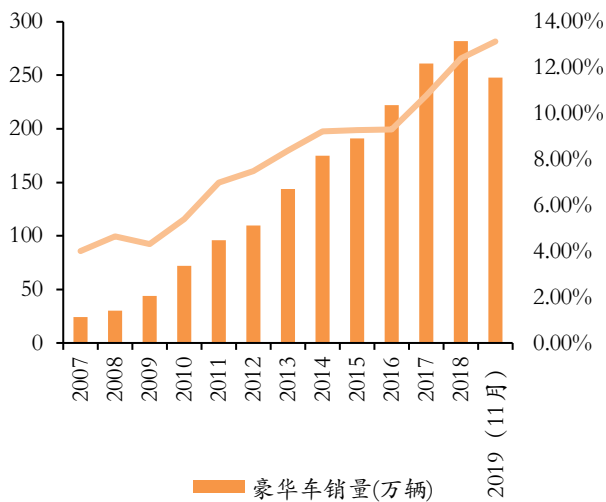
图表 86. 国内豪车品牌 2017 年-2019 年 11 月销量及销量占比

品牌	2017			2018			2019		
	销量	增速	市占率	销量	增速	市占率	1-11 月销量	1-11 月同比	1-11 月市占率
奔驰	587868	26%	23.20%	670898	11%	23.60%	640933	6.30%	25.85%
奥迪	597866	1.10%	23.20%	651995	7.70%	23.10%	618596	3.50%	24.95%
宝马	594388	15.10%	21.20%	625755	13.40%	22.30%	655783	13.60%	26.45%
凯迪拉克	175489	51%	6.70%	201525	15%	7.10%	194848	-5.70%	7.86%
雷克萨斯	132864	22.00%	5.00%	164707	26.50%	5.70%	180239	21.00%	7.27%
沃尔沃	114410	25.80%	4.30%	124625	10.90%	4.40%	138053	16.30%	5.57%

资料来源：公开信息整理、广证恒生

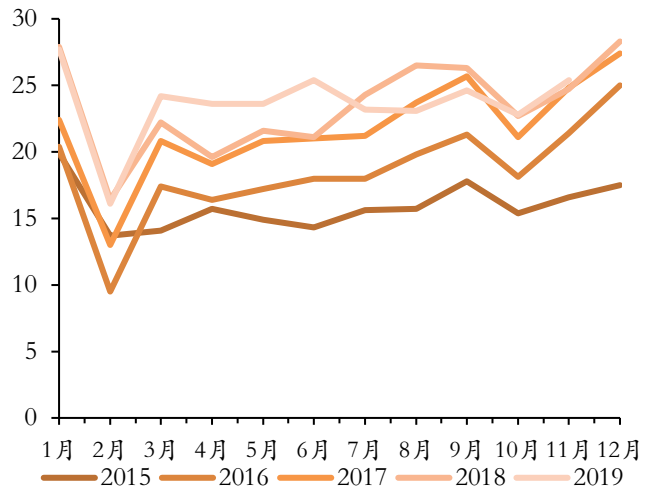
30 万以上汽车销售份额在逐步提升，高端豪车库存系数处于警戒线以下。从售价高于 30 万元乘用车的市场份额看，从 15 年 3.5% 上升至 19 年 1-11 月的 7.5%，消费趋势的升级更加明显，高端品牌市场份额正在加速扩张。库存方面，19 年除 2 月~5 月外，豪华及进口品牌的库存系数均在警戒线的 1.5 以下，11 月只有 1.2 水平。

图表 87. 豪车 2007-2019 年 11 月销量及占比情况



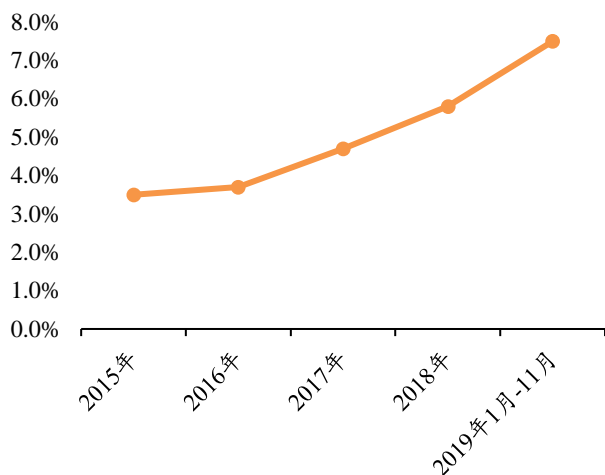
资料来源：公开资料整理，广证恒生

图表 88. 豪车 2015-2019 年月度销量走势图



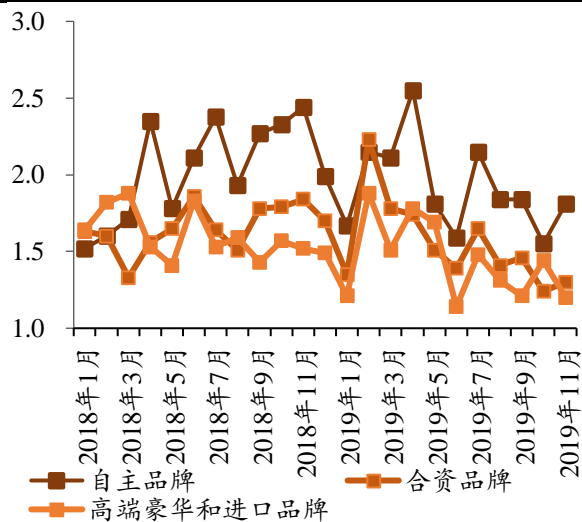
资料来源：公开信息整理、广证恒生

图表 89. 售价 30 万元以上乘用车 2015-2019 年市场份额情况



资料来源：乘联会综合表，广证恒生

图表 90. 分品牌豪车 2015-2019 年月度销量走势图

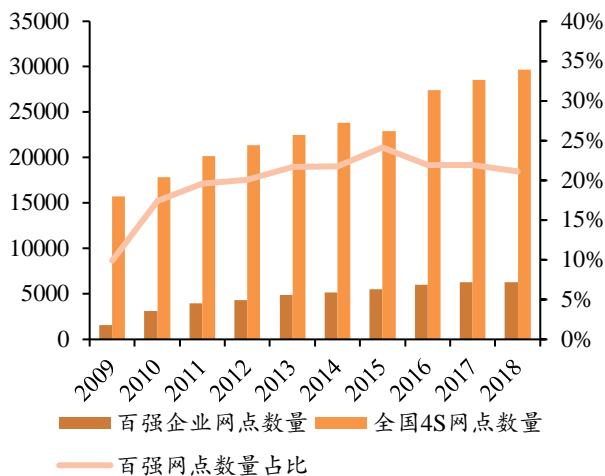


资料来源：Wind，广证恒生

5.2 经销商竞争格局：行业集中度提高、前十分化

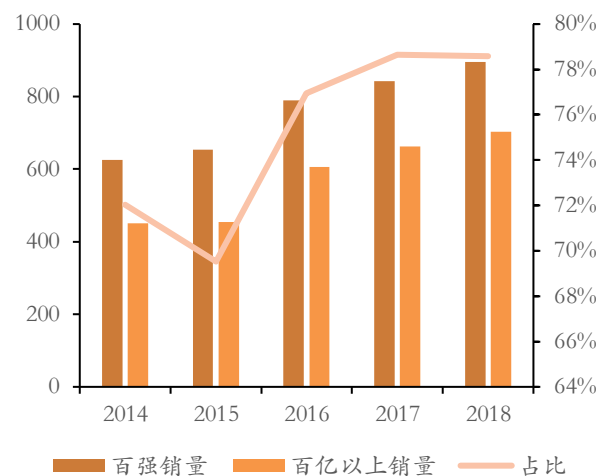
百强经销商的网点、销量及收入占比逐步上升，行业集中度有所提高。2018 年全国 4S 点数量为 2.97 万家，而百强经销商一共有 6259 家，网点占比从 09 年的 9.9% 提升到 2018 年的 21.1%，在 9 年间提升了 11.2 个百分点。百强经销商中的百亿以上大集团的规模效应明显，近 80% 销量及收入集中在百亿以上的集团之中，且相关占比在逐年稳步提高。18 年销量（含二手车）同比增 6.2% 至 704 万台，占百强榜里 78.6%。

图表 91. 百强门店数量占比情况



数据来源：公开资料整理，广证恒生

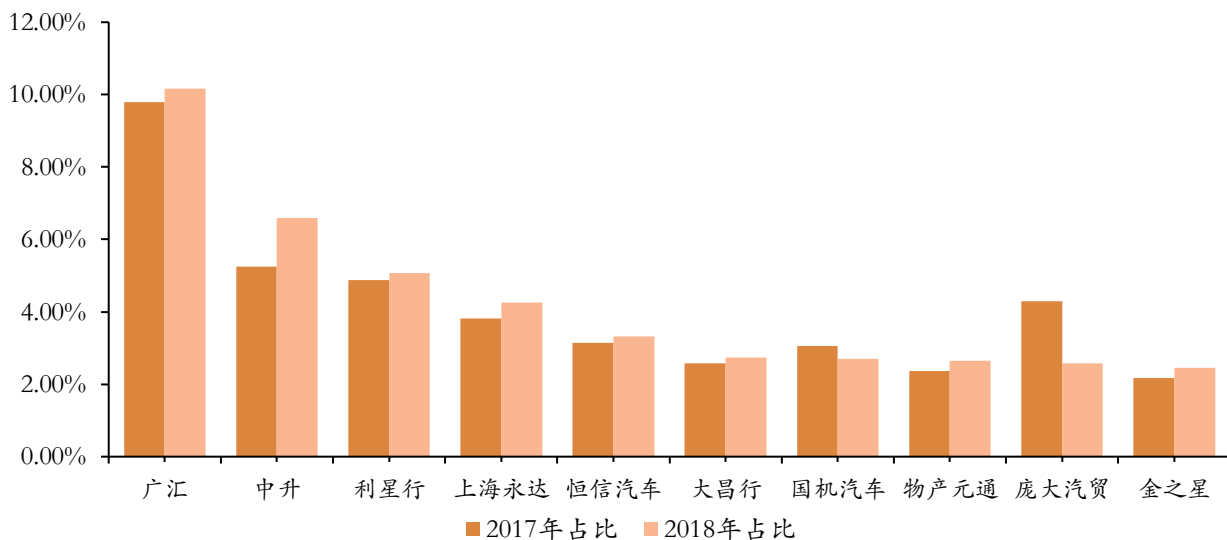
图表 92. 国内百亿以上经销商销量集中情况



数据来源：公开资料整理，广证恒生

经销商龙头企业集中度进一步提升，前5企业市占率有所增加。国内汽车经销商排名前十企业在18年市占率为42.52%，同比增加1.19个百分点，集中度进一步提升。其中，排名前五的企业市占率都有所增加，排名第二的中升市占率份额提升幅度最高，18年同比增1.34个百分点至6.59%，与第三的差距增加1.5个百分点，而排名第一的广汇也达到10.2%的市占率。

图表 93. 百强门店数量占比情况



数据来源：公开资料整理，广证恒生

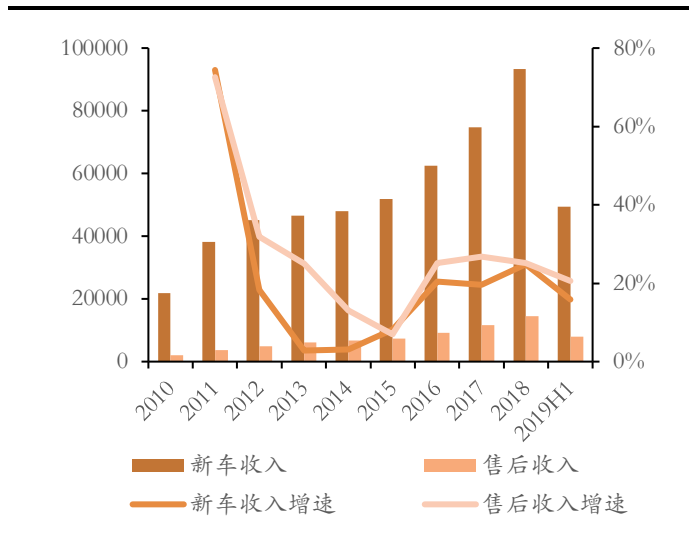
5.3 经销商个股推荐

5.3.1 中升控股

中升控股：1) 规模优势在同行中明显领先，销量及门店占比近年持续提升，且领先的差距均逐步扩大；2) 中升新车收入保持高增长，加上费用管理能力提升，盈利能力近年领先于同行；3) 售后收入占比在5年内提升1.01

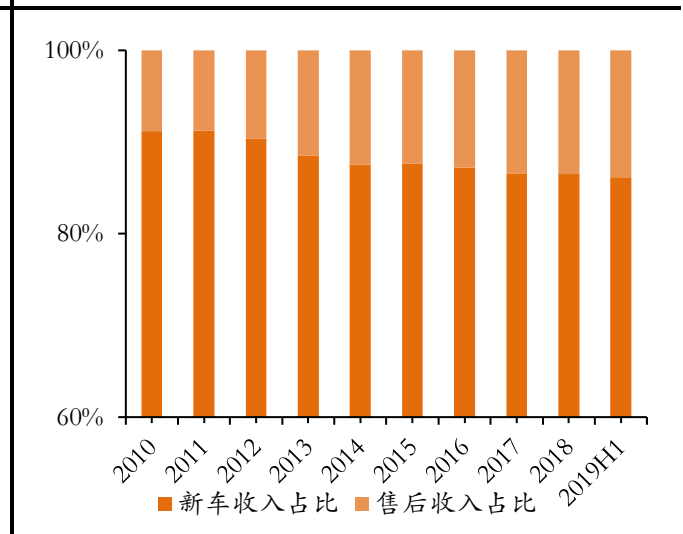
个点至 13.5%，占比处于行业前列且规模及增速大幅高于同行，占比提升将优化毛利结构，加上零服吸收率持续领先同行，有助提高业绩稳定性及抗风险能力。

图表 94. 中升控股 2015-2019H1 新车收入、售后收入及增速



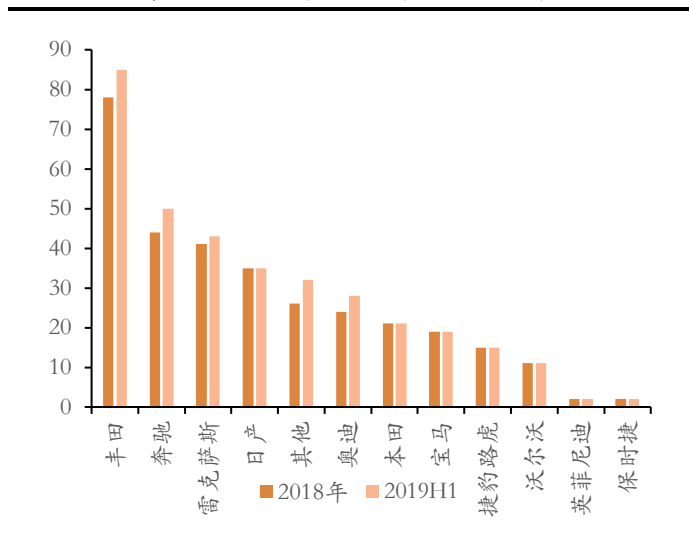
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 95. 中升控股 2010-2019H1 营收结构年度变化及售后收入占比变化



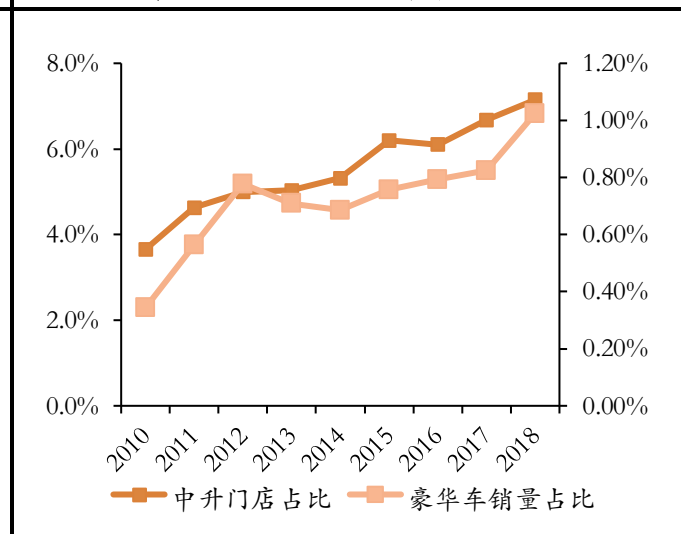
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 96. 中升控股 18 年及 19 年 1H 按品牌的门店数



数据来源：公司公告，广证恒生

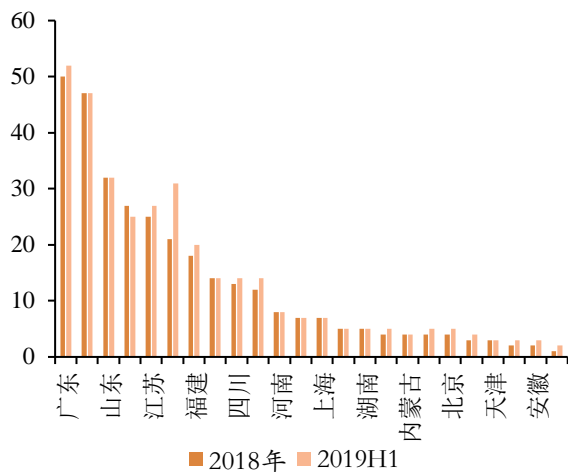
图表 97. 中升控股门店数及豪华车销量全国占比



数据来源：公司公告，广证恒生

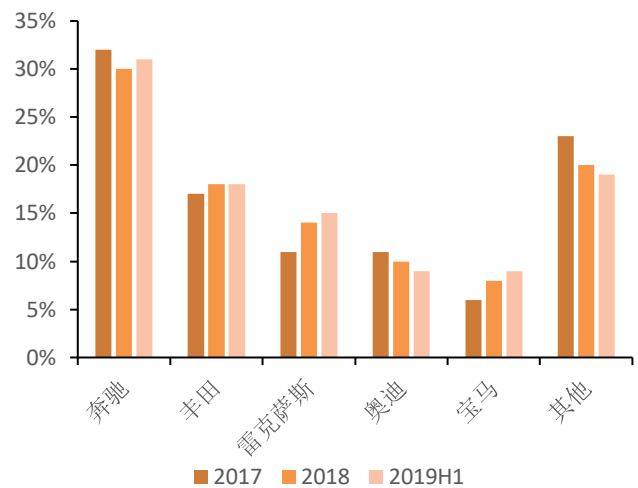
受益于品牌组合优化、持续扩店以及宝马和雷克萨斯正处于强产品周期，豪华销量保持高增速，预计今年新车销量增速仍能维持双位数。豪车方面，19 年 1H 销量同比增 19.1% 至 10.6 万台，占比提升 0.8 个百分点至 49.4%，主要是公司在上半年扩张了 25 家店，其中奔驰、奥迪和雷克萨斯分别增加 6、4、2 家店，以及主要豪车品牌在 19 年 1H 录得一定增速所致。公司豪车收入占比排名前四的宝马、雷克萨斯、奔驰和奥迪保时捷在国内 19 年 1H 的累计销量分别同比增约 16.8%、36%、1.3% 和 2.1%，而雷克萨斯和宝马处于国内豪车品牌销量增速前三的位置，正处于强产品周期阶段，占公司收入比例分别提升 1 和 2 个百分点至 9% 和 15%。随着宝马和雷克萨斯在下半年维持较高增速，加上奔驰和奥迪在下半年将推出的多个强劲车款，以及公司将继续扩店，预计将有助带动公司收入保持增长，19 年整体新车销量增速仍能维持双位数。

图表 98. 中升控股 2018 及 2019H1 在各地区的门店数



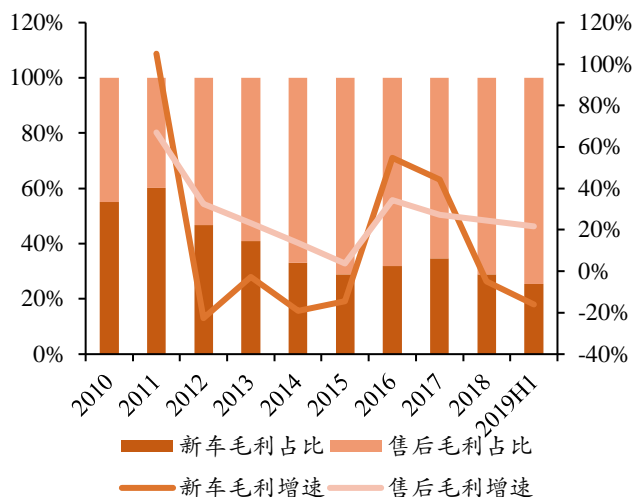
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 99. 中升控股 2017-2019H1 按品牌收入占比



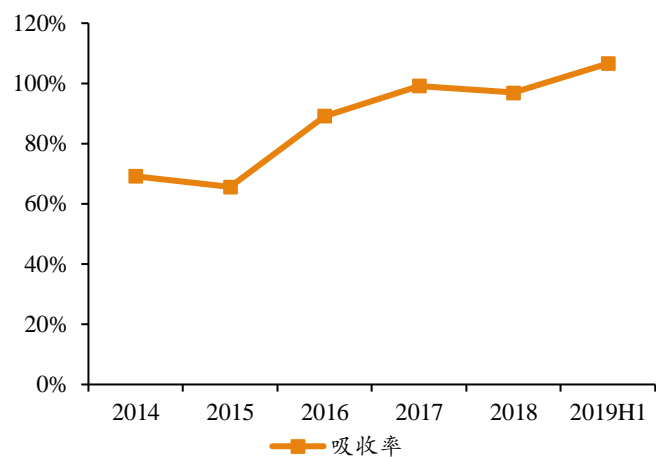
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 100. 中升控股 2010 年-2019 年毛利占比及毛利增速年度变化



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 101. 中升控股 14 年至 19 年 1H 零服吸收率的变化



数据来源：公司公告，广证恒生

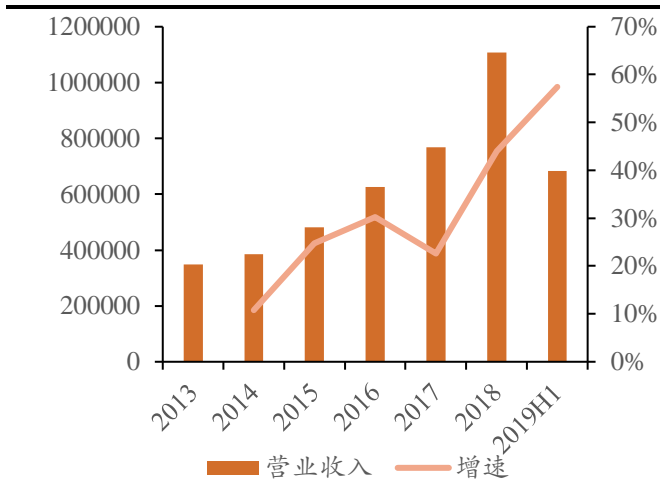
毛利结构进一步优化，售后服务及增值服务毛利占比提高有助增强业绩稳定性。公司售后业务贡献明显，19 年 1H 售后收入同比增 20.5%至 79.3 亿元，而占总毛利比例也同比升 5.2 个点至 60.6%，主要是累计客户保有量持续上升、售后管理能力提高，以及豪车销量占比提升所致，整体使得毛利结构进一步优化，预计 19 年增速仍可保持~20%。19 年 1H 零服吸收率同比增 8.7 个点至 106.6%，售后毛利基本覆盖所有运营成本后，加上增值服务利润贡献持续增加（金融渗透率提升 1.1 个点至 49.5%以及二手车交易量同比增 32.6%），可提高公司抗周期性和抗风险能力，降低受新车市场景气度的影响，有助稳定毛利率。

5.3.2 美东汽车

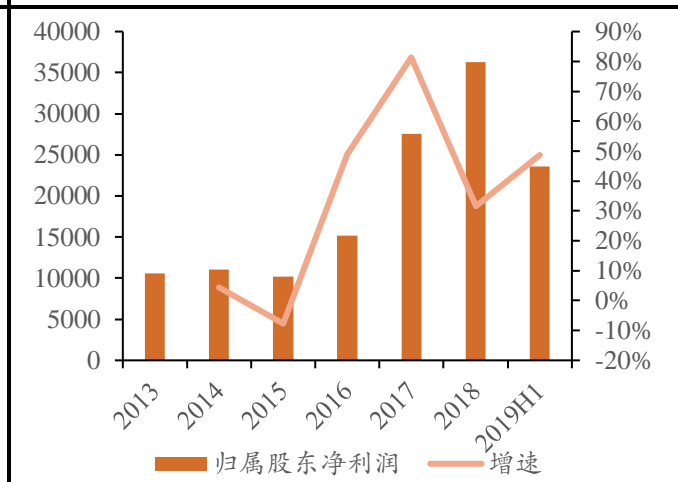
美东汽车：1) 单城单店策略成功抢占了二三线地区的市场份额，贡献了一半以上的营业收入，加上专注优秀豪车品牌，整体为收入增长提供一定保障；2) 存货周转天数为行业最低，经营效率持续提升并在同行中处于领先水平；3) 收入及利润增速均领先于同行，盈利能力和经营效率近年持续提升，纳入港股通指日可待。

豪车占比提高及门店逐步成熟将推动售后增长，新车毛利率预计将回升。售后收入 19 年 H1 同比增 45.9%至 8.28 亿元，占收入比例同比降 0.9 个点至 12.1%，主要是同店售后增速 26.3%较同店新车收入增速的 33.9%低以

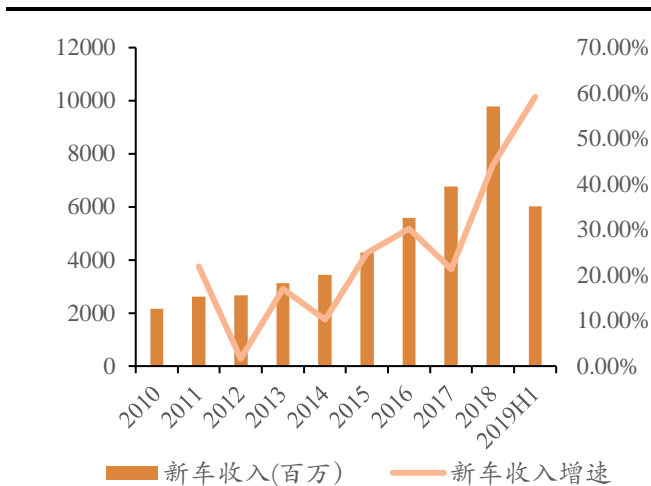
及店龄较低所致。豪车占售后收入比例同比增 7.1 个点至 79.4%，随着占比提升、门店逐步成熟及单城单店数上升，将有助带动售后收入占比进一步提升。售后毛利率跌 1 个点至 47.4%，而新车毛利率同比降 0.3 个点至 5%，但已较 18 年 H2 的 4.2% 上升，其中豪车和中高端毛利分别同比降 0.7 个点至 5.1% 和增 0.5 个点至 4.4%，随着公司经营品牌将推出多个新款，豪车毛利率在 H2 预计将会继续好转，带动新车毛利率上升。19 年 H1 售后吸收入同比增 10.4 个点至 98.4%，而增值业务佣金收入同比增 50% 至 4652 万元，进一步提高公司抗风险能力。

图表 102. 美东汽车 2013-2019H1 营收及增速情况


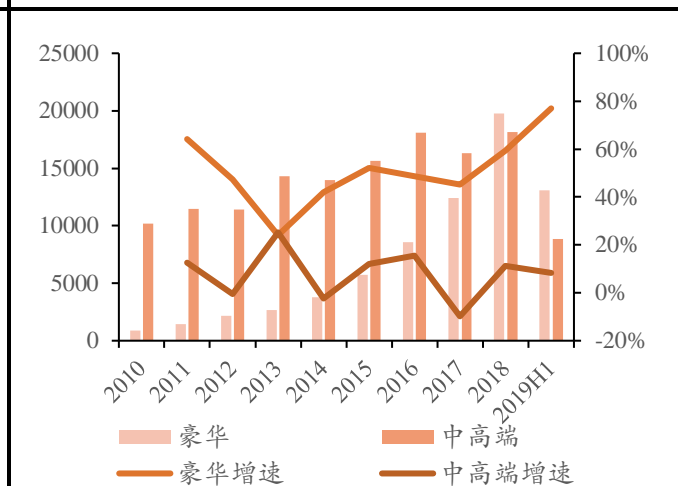
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 103. 美东汽车 2013-2019H1 归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，广证恒生

图表 104. 美东汽车 2013-2019H1 营收及增速情况


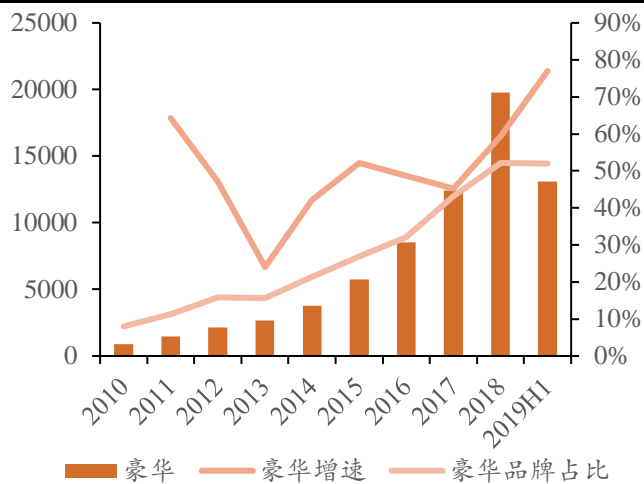
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 105. 美东汽车 2013-2019H1 归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，广证恒生

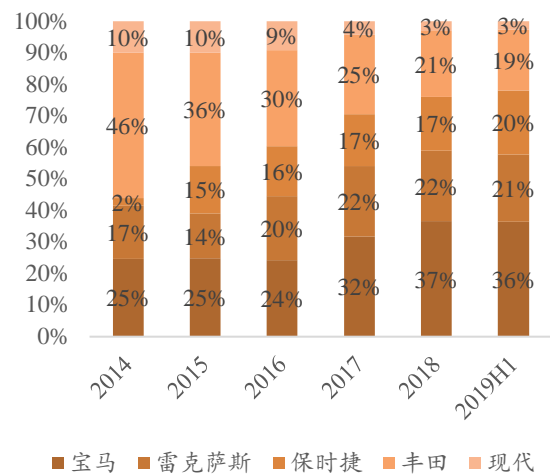
豪车品牌组合优势及持续扩店带动销量大幅增长。公司 19 年 H1 三个豪车品牌合计占新车收入比例首次达到 80%，同比增 7 个点，其中宝马、雷克萨斯和保时捷分别占新车收入 39.3%、21.7% 和 19%，剩下的丰田和现代分别占 18.6% 和 1.4%，品牌结构进一步优化。今年上半年宝马、雷克萨斯和保时捷在华累计销量分别同比增约 16.8%、36% 和 28%，为国内豪车品牌销量中增速最高的三个品牌，而公司收入于其品牌组合优势及上半年保持扩店，相应销量增速分别为 82.6%、47.4% 和 165.8%。公司在 19 年下半年计划新增 1 家保时捷、2 家宝马和 4 家雷克萨斯店，19 年全年预计将较 18 年底增加 12 家店或 24.5%，将继续带动新车销量提升，为营收增长带来持续动力。

图表 106. 美东汽车 2010-2019H1 豪车收入、增速及占比情况



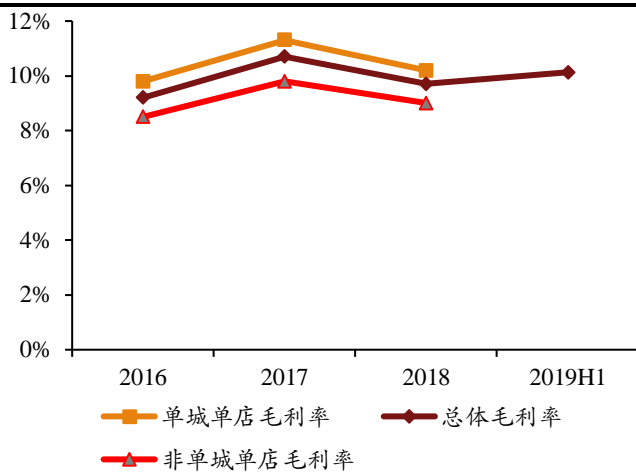
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 107. 美东汽车 2014-2019H1 各品牌豪车收入构成情况



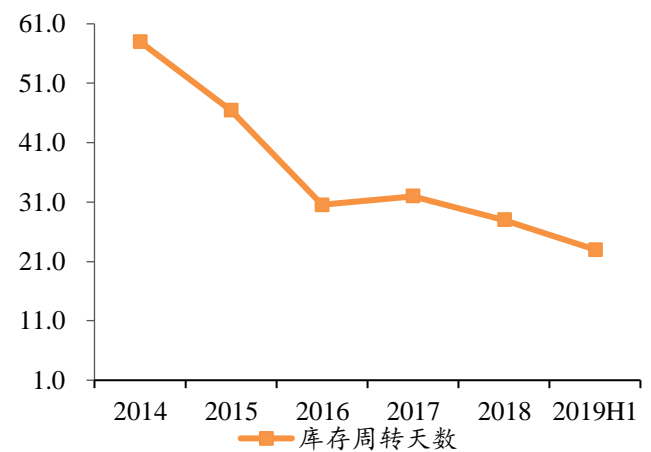
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 108. 美东汽车 2016-2019H1 细分毛利率对比情况



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 109. 美东汽车 2014-2019H1 库存周转天数情况



数据来源：公司公告，广证恒生

- **风险提示**

整车板块：复苏进程较慢，盈利能力复苏或低于预期；

新能源汽车：面临价格中枢下移的压力；

零部件板块：个股估值继续走高而业绩无法兑现的风险；

经销商板块：提防销售目标过高导致压库风险。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。