投资策略

行业研究

证券研究报告

谨慎推荐（维持）

群雄逐鹿，拥抱创新与周期，寻找 α

风险评级：中风险

汽车行业 2021 年投资策略

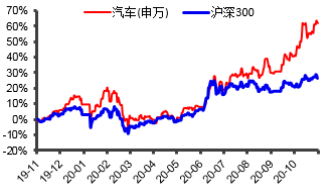
2020 年 11 月 26 日

分析师：黎江涛
SAC 执业证书编号：
S0340519120001
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

汽车行业 2020 年投资策略：峰回路转-20191204

投资要点：

- **创新：电动智能互联浪潮全球开启。**2020 年 1-9 月全球新能源车销量约 166 万辆，同比增长 15%左右，其中 2020Q3 全球销量约 77 万辆，同比增长 71%。华为、谷歌、苹果等等巨头入局智能互联，加速行业发展。整车厂+科技巨头+制造业标杆加码造车，如华为+长安汽车+宁德时代强强联合，打造电动智能汽车。全球车型供应不断丰富，需求端近年来被市场教育，认可度不断提高。中国在合资（大众 MEB 为代表）、自主品牌（比亚迪为代表）、新势力（蔚来、小鹏、理想为代表）等不断供应丰富车型背景下，2021 年销量向上。海外，欧洲严格的碳排放叠加大众、宝马、戴姆勒等全球巨头加码电动车，欧洲 2021 年有望维持高速增长。特斯拉在中国、欧洲产能不断释放，为 2021 年提供增量，确定性高。

- **周期：国内销量强势复苏，重视海外弹性。**根据中汽协披露的数据，2020 年 10 月国内汽车销量同比增长 12.49%，增速显著修复。全球新冠每日新增数据还在不断提升，美国贡献明显，部分国家经济活动受到影响。从全球汽车主要销量国家或地区来看，主要集中在中国及欧盟、美国。中国率先强势修复，海外虽然有所改善但修复力度较弱，建议重视海外业务占比较高的企业伴随海外修复带来的投资机会。

- **投资建议：拥抱创新与周期，寻找 α。**整体来看，无论是传统车还是电动车整体估值当前处于较高水平，对于 2021 年赚钱难度较 2020 年预计要大，市场分化或更高，基本面预期向好，能够获得不断验证的个股在 2021 年仍有不错的投资机会。我们建议从以下角度把握投资机会。对于传统车，我们建议寻找海外业务占比较高的头部优质企业，比如中鼎股份、福耀玻璃等。当前估值尚处于相对较低位置的整车及头部零部件企业，比如上汽集团、广汽集团、华域汽车、玲珑轮胎、中国汽研等；弹性品种建议继续关注长城汽车、长安汽车、吉利汽车、星宇股份等。对于电动车，2021 年继续看好。产业链基本面在 2021 年确定性高，长期来看，产业链赛道优质，正处于爆发期，建议把握长期投资机会。我们建议重点关注特斯拉、大众、LG、CATL、新势力产业链及具有弹性的品种包括 SK 产业链等。过去几年，上游资源品资本开支不断下滑，而下游需求在不断增长，动力电池资本开支维持高景气度，在 2021 年需要非常重视紧平衡环节，部分细分领域或迎来价格弹性。建议重点关注天赐材料、新宙邦、宁德时代、恩捷股份、璞泰来、先导智能、当升科技、亿纬锂能、华友钴业、赣锋锂业等，重点跟踪天齐锂业、北汽蓝谷等。

- **风险提示：**汽车销量低预期；电动车销量低预期；贸易摩擦等。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

一、创新：电动智能互联浪潮全球开启 **4**
1.1 电动化：海内外共振，2021 年国内外齐发力 4
1.2 智能互联：合纵连横，巨头介入 5
二、周期：国内销量强势复苏，重视海外弹性 **8**
2.1 国内：新一轮周期向上，销量强势复苏 8
2.2 海外：重视疫情之后的修复弹性 9
2.3 全球整车集团：中国区恢复明显，海外恢复较慢 10
三、投资策略：拥抱创新与周期，寻找 α **16**
3.1 2020 年回顾：表现亮眼 16
3.2 估值：申万汽车 PB 处于近 10 年中位数上方 17
3.3 盈利：2020 年业绩底，2021 年上行周期 19
3.4 投资策略：拥抱创新与周期，寻找 α 21
四、风险提示 **22**

插图目录

图表 1：中国新能源乘用车销量（辆） 4
图表 2：欧洲新能源车销量（辆） 4
图表 3：全球电动车销量（辆） 4
图表 4：特斯拉销量（辆） 4
图表 5：欧洲、中国、特斯拉销量占比 5
图表 6：全球智能手机渗透率路径 5
图表 7：Mobileye 收入情况 6
图表 8：英伟达汽车相关业务收入 6
图表 9：英飞凌收入结构 6
图表 10：智能驾驶对汽车半导体需求飙升 6
图表 11：德赛西威收入增速 7
图表 12：德赛西威毛利率走势 7
图表 13：中国汽车销量月度同比（%） 8
图表 14：中国乘用车销量增速（%） 8
图表 15：中国商用车销量增速（%） 8
图表 16：全球主要国家汽车保有量与人均 GDP 9
图表 17：全球新冠每日新增数据 9
图表 18：全球乘用车产量占比 9
图表 19：欧洲汽车注册量同比（%） 9
图表 20：欧洲主要国家每日新增数据 9
图表 21：美国汽车销量同比（%） 10
图表 22：美国每日新增新冠数据 10
图表 23：通用汽车 2020 年 Q1-3 分地区销量 10
图表 24：通用汽车 2020Q1-3 分品牌销量 10
图表 25：福特汽车 2020Q1-3 销量（千辆）及市场份额 11
图表 26：克莱斯勒 2020Q1-3 分地区销量（千辆） 11
图表 27：克莱斯勒 2020Q3 核心财务指标 11

图表 28：大众汽车 2020 年 1-10 月分地区交付量 12
图表 29：大众汽车 2020 年 1-10 月分品牌交付量 12
图表 30：宝马 2020Q1-3 交付量分布 12
图表 31：宝马 2020Q1-3 各品牌交付量 12
图表 32：2020Q1-3 戴姆勒销量表现 13
图表 33：2020Q1-3 奔驰乘用车销量分布 13
图表 34：2020 年 4-9 月丰田汽车销量表现 13
图表 35：丰田汽车上调预期 13
图表 36：本田集团 2021 年销量情况（2020.4-2020.9；千辆） 14
图表 37：2020 年 Q3 现代汽车销量 14
图表 38：2020 年 Q3 现代汽车销售结构 14
图表 39：2020 年 Q1-3 标致全球销量 14
图表 40：2020 年 Q1-3 标致按能源类型销量 14
图表 41：特斯拉 Q3 电动车交付量 15
图表 42：特斯拉产能 15
图表 43：年初至今（20201125）申万汽车行业表现 16
图表 44：年初至今（20201125）申万汽车涨幅靠前的个股 16
图表 45：年初至今（20201125）新能源车相关指数表现 17
图表 46：年初至今（20201125）重点新能源车标的表现 17
图表 47：申万汽车近 10 年 PB 17
图表 48：福耀玻璃近 10 年 PB 走势 18
图表 49：华域汽车近 10 年 PB 走势 18
图表 50：上汽集团近 10 年 PB 走势 18
图表 51：长城汽车近 10 年 PB 走势 18
图表 52：锂电池指数近 10 年 PE（TTM） 18
图表 53：宁德时代上市以来 PE（TTM）走势 19
图表 54：新宙邦近 10 年 PE(TTM)走势 19
图表 55：恩捷股份近 3 年 PE（TTM）走势 19
图表 56：璞泰来上市以来 PE(TTM)走势 19
图表 57：SW 汽车行业收入同比增速（%） 19
图表 58：SW 汽车归母净利润同比增速（%） 19
图表 59：SW 汽车毛利率走势（%） 20
图表 60：长城汽车收入增速及毛利率 20
图表 61：市场对电动车产业链主要公司业绩预期 20

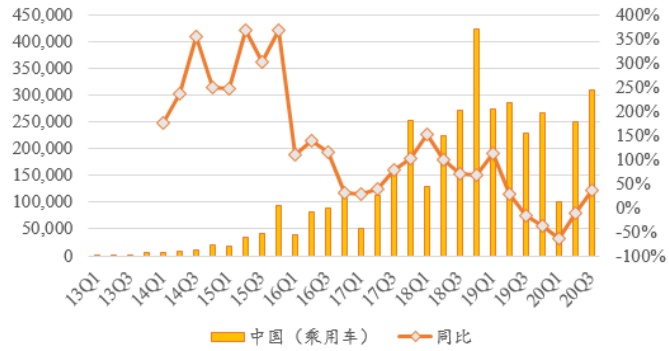
一、创新：电动智能互联浪潮全球开启

1.1 电动化：海内外共振，2021 年国内外齐发力

截止到 2020 年 10 月，中国新能源车累计销量 90.12 万辆，同比下降约 5%。10 月销量 16 万台，同比增长 113%，销量高速增长。

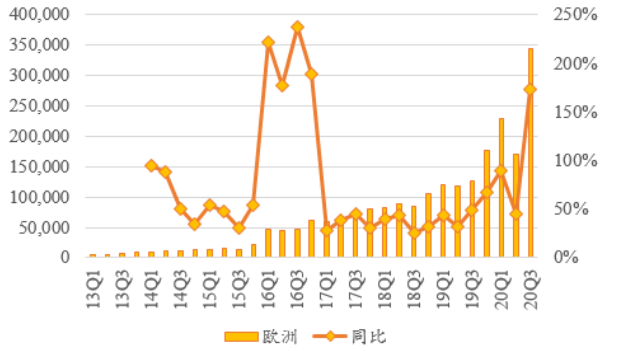
欧洲 2020 年前三季度销量 74 万辆，同比大幅增长 104%，2020Q3 销量 34 万辆，同比增长 173%。

图表 1：中国新能源乘用车销量（辆）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 2：欧洲新能源车销量（辆）

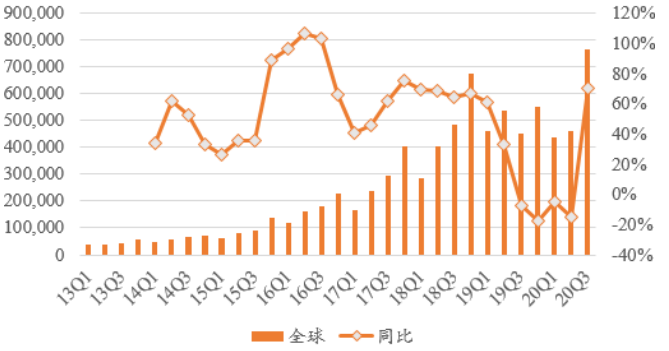


资料来源：wind，东莞证券研究所

特斯拉继续引领全球，销量持续高增长。特斯拉 2020Q3 销量约 14 万辆，同比增长 44%，目前特斯拉订单充足，伴随中国、欧洲产能瓶颈突破，销量有望维持高速增长。

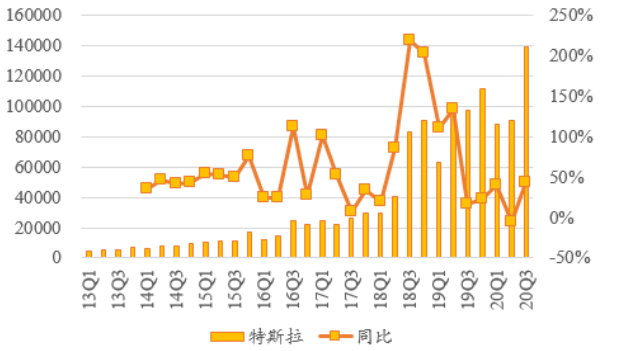
全球 2020 年 1-9 月新能源车销量约 166 万辆，同比增长 15%左右，其中 2020Q3 全球销量约 77 万辆，同比增长 71%。

图表 3：全球电动车销量（辆）



资料来源：wind，东莞证券研究所

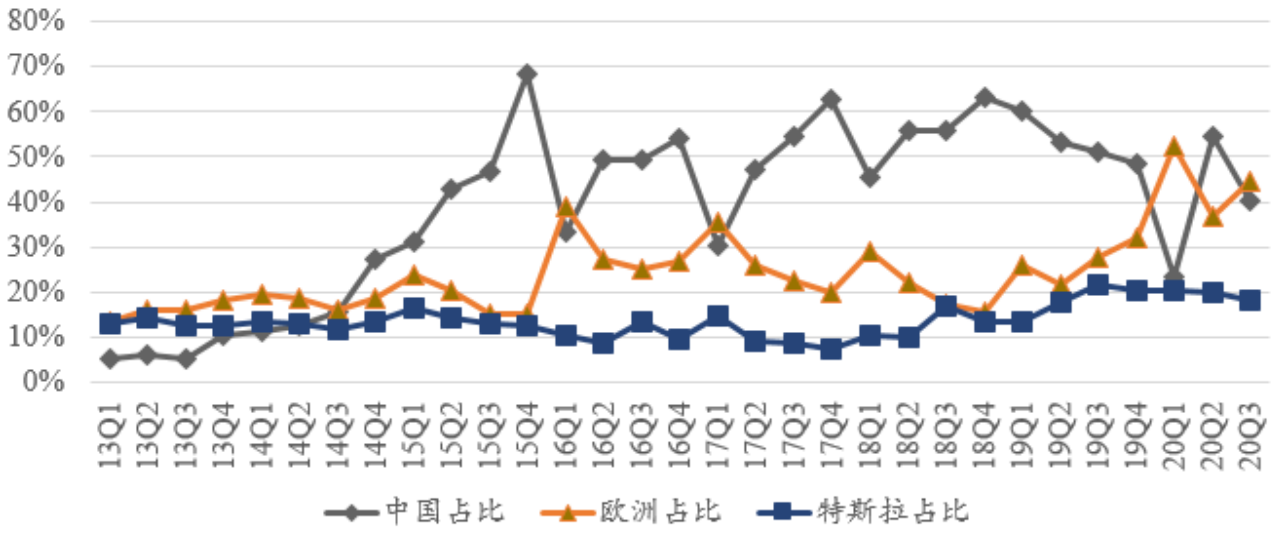
图表 4：特斯拉销量（辆）



资料来源：wind，东莞证券研究所

中国、欧洲是全球电动车主要销量国。2020Q3 中国电动车销量占全球比重约 40%，欧洲占比约 45%，特斯拉占比约 18%。特斯拉在全球市场份额在 10%-20%之间波动，近 2 年维持在 20%左右。2020 年欧洲贡献全球电动车主要增量，中国 Q1 受疫情影响较大，Q3 销量崛起。

图表 5：欧洲、中国、特斯拉销量占比

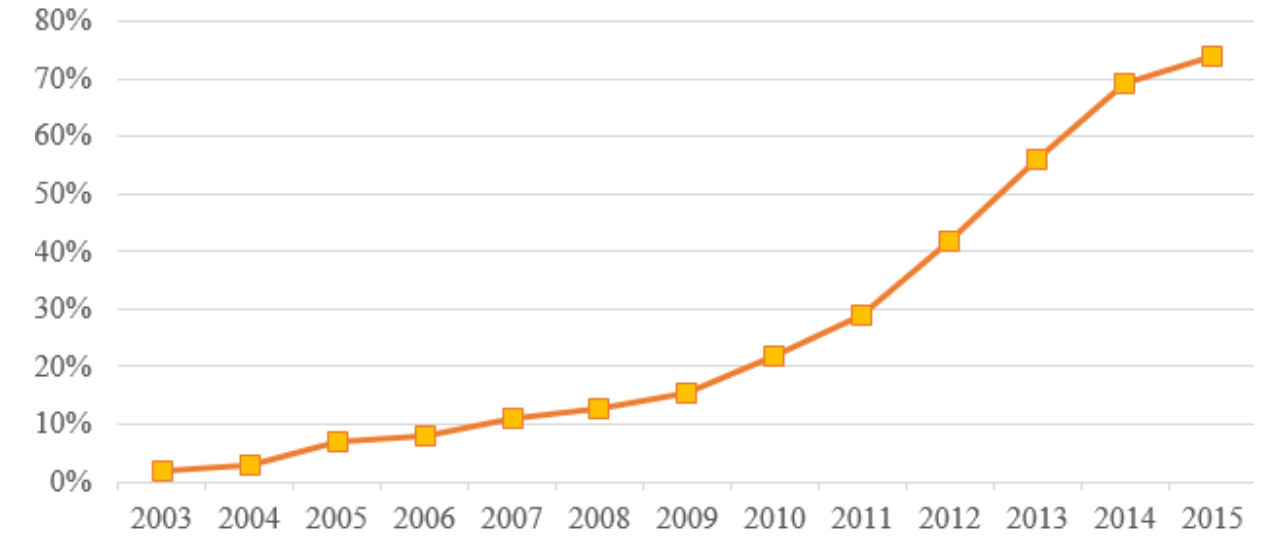


资料来源：ACEA，中汽协，Tesla，东莞证券研究所

展望 2021 年，全球车型供应不断丰富，需求端近年来被市场教育，认可度不断提高。中国在合资（大众 MEB 为代表）、自主品牌（比亚迪为代表）、新势力（蔚来、小鹏、理想为代表）等不断供应丰富车型背景下，预计 2021 年销量迎来拐点向上。海外，欧洲严格的碳排放叠加大众、宝马、戴姆勒等全球巨头加码电动车，欧洲 2021 年有望维持高速增长。特斯拉在中国、欧洲产能不断释放，为 2021 年提供增量，确定性高。

参考智能手机历史渗透率路径，预计 2020 年全球电动车渗透率约 4%，当前电动车渗透率正在迈向加速阶段，未来空间巨大。

图表 6：全球智能手机渗透率路径



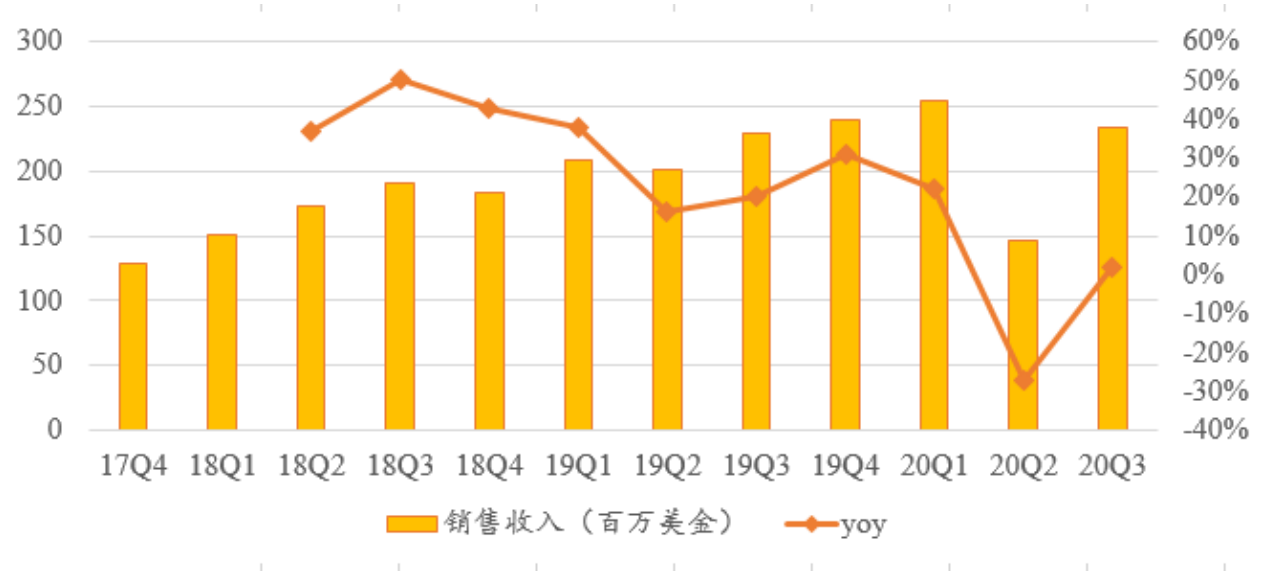
资料来源：IDC，wind，东莞证券研究所

1.2 智能互联：合纵连横，巨头介入

华为、谷歌、苹果等等巨头入局智能互联，加速行业发展。整车厂+科技巨头+制造业标杆加码造车，如华为+长安汽车+宁德时代强强联合，打造电动智能汽车。

根据英特尔财报，2020Q3 旗下 mobileye 收入 2.34 亿美金，yoy 为+2%，较 2020Q2 的-27%大幅恢复。近年来，mobileye 增长较快，今年新冠之前基本维持在 30%+增长。

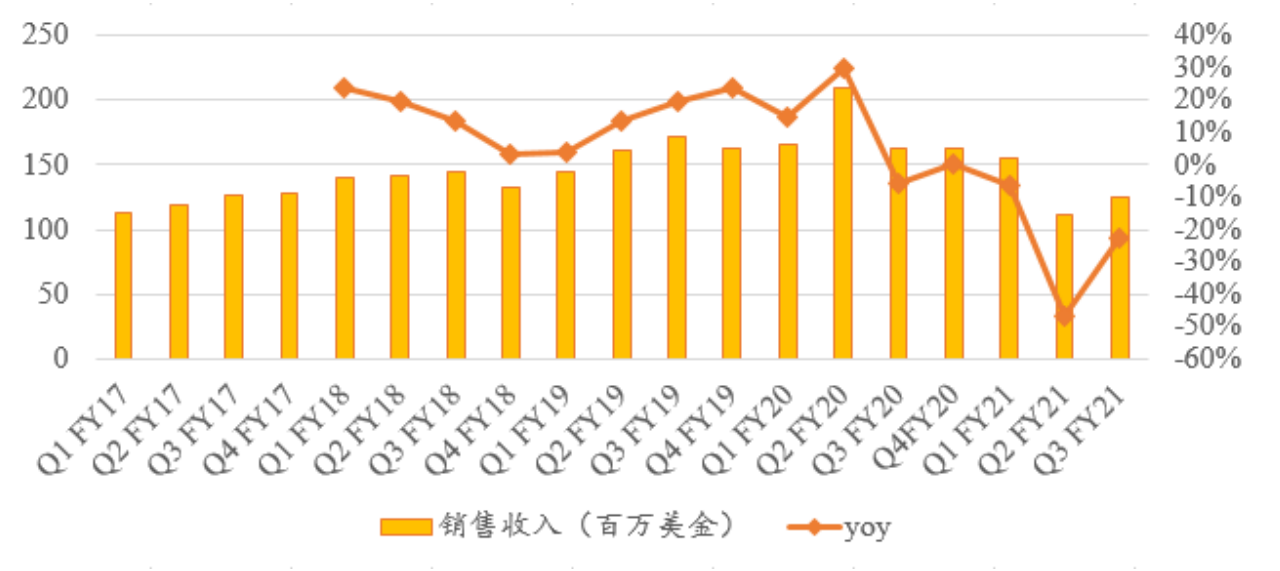
图表 7：Mobileye 收入情况



资料来源：英特尔，东莞证券研究所

根据英伟达披露的财务信息，英伟达 Q3FY21 汽车业务销售收入为 1.25 亿美金，同比下降 23%，但较 Q2FY21 的同比下降 47%明显改善。

图表 8：英伟达汽车相关业务收入

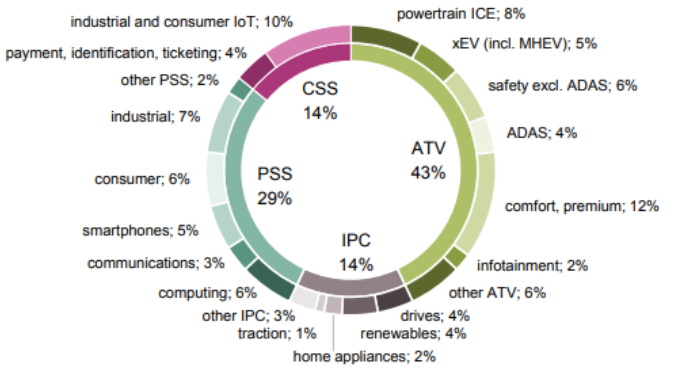


资料来源：英伟达，东莞证券研究所

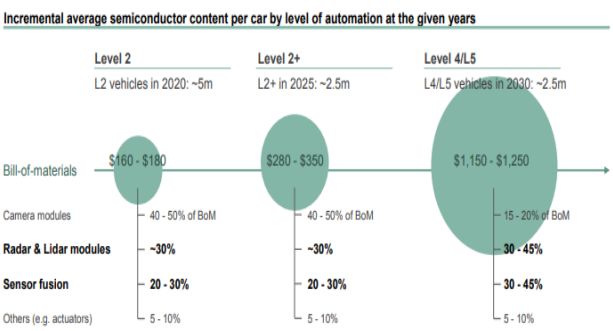
根据英飞凌提供的财务报告，Q4FY20 汽车半导体占比为 43%，其中 xEV 占比 5%，ADAS 占比 4%。根据英飞凌的预测，预计伴随自动驾驶等级的提升，对汽车半导体的需求将大幅提升，L2 级使用半导体约 160-180 美金/车，L4/L5 级将提升到 1150-1250 美金/车。此外，电动化也将带动汽车半导体需求大幅提升，根据英飞凌科技预测，传统车用汽车半导体约 400 美金/车，但是电动车单车价值将提升到 834 美金/车。智能互联的快速发展将推动相关软硬件需求快速增长。

图表 9：英飞凌收入结构

图表 10：智能驾驶对汽车半导体需求飙升



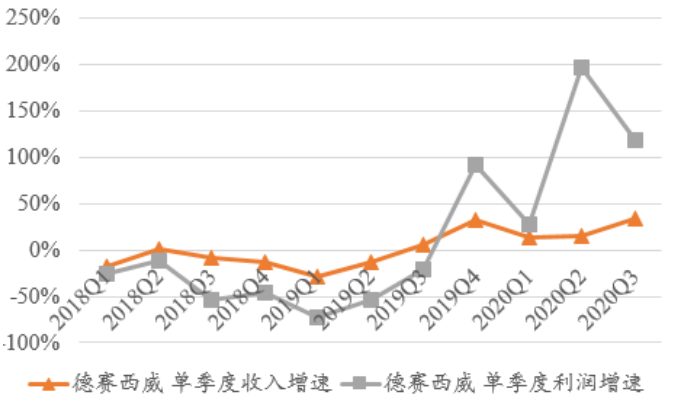
资料来源：英飞凌科技，东莞证券研究所



资料来源：英飞凌科技，东莞证券研究所

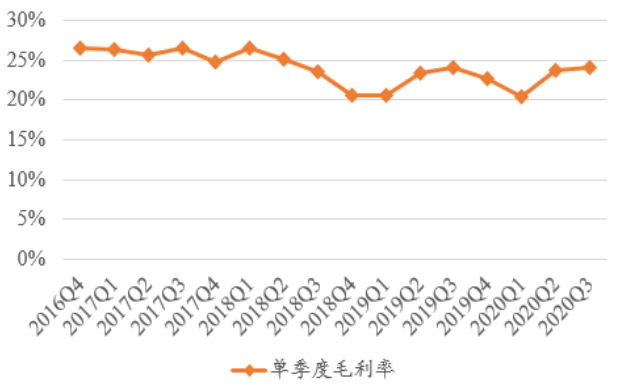
根据德赛西威披露的财务数据，2020 年业绩迎来明显的拐点。2020Q3 公司收入同比增长约 34%，单季度扣非归母净利润实现 1.2 亿元，同比增长 9 倍+。毛利率方面，公司 2020Q3 毛利率为 24%，近 3 个季度呈现稳中有升态势。

图表 11：德赛西威收入增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 12：德赛西威毛利率走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

整体来看，电动智能互联大势所趋，是未来 10 年黄金投资赛道。汽车进入明显的创新周期，不亚于智能手机替代传统手机。新势力+合资+传统车企+互联网巨头发力，加速行业发展。

展望 2021 年，智能互联将在巨头的引领下高歌猛进，从 L2 向 L2+迈进。智能互联与电动车相较于燃油车更具有良好的共生基础，OTA、联网化，用软件定义汽车。电动车的发展反过来也将加速智能互联的发展。

二、周期：国内销量强势复苏，重视海外弹性

2.1 国内：新一轮周期向上，销量强势复苏

根据中汽协披露的数据，2020 年 10 月国内汽车销量同比增长 12.49%，增速显著修复，新一轮向上周期开启。

图表 13：中国汽车销量月度同比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

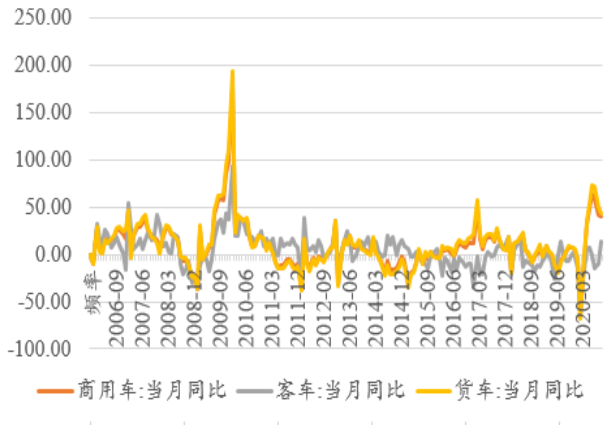
分类别来看，10 月乘用车销量同比增长 9.25%，商用车销量同比增长 30%，其中客车同比增长 21%，货车同比增长 31%。分车企来看，上汽集团 10 月销量同比+10%，累计同比-15%；广汽集团 10 月销量同比+21%，累计销量同比约-4%；长安汽车 10 月销量同比+30%，1-10 月累计同比增长 14%。目前正处于新一轮上行周期。

图表 14：中国乘用车销量增速（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

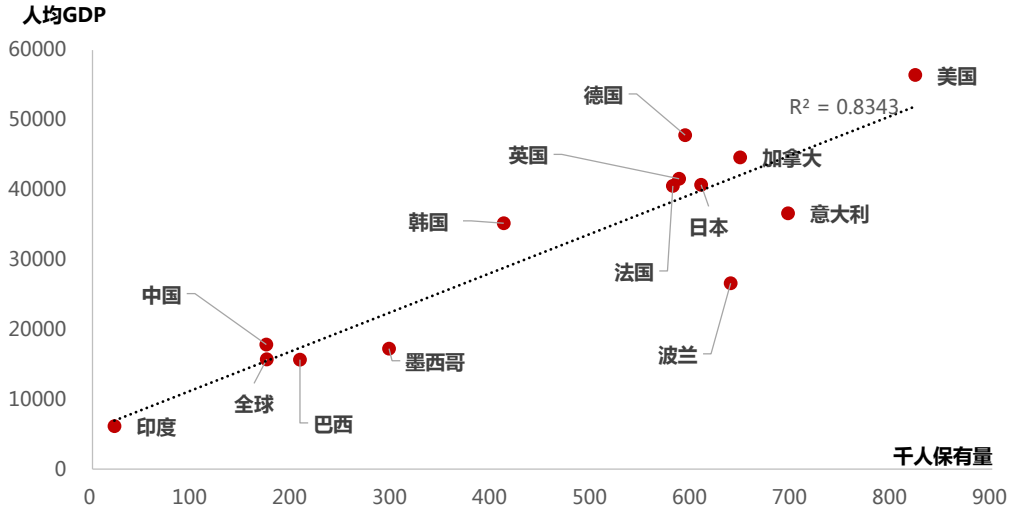
图表 15：中国商用车销量增速（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

中长期来看，中国汽车保有量仍有空间。对比美国、德国、日本、韩国、英国、法国、意大利等主要国家，中国汽车千人保有量仍有翻倍空间。但以何种速度达到这种水平，更大程度上取决于 GDP 发展速度，而长期天花板由人口数量决定。

图表 16：全球主要国家汽车保有量与人均 GDP

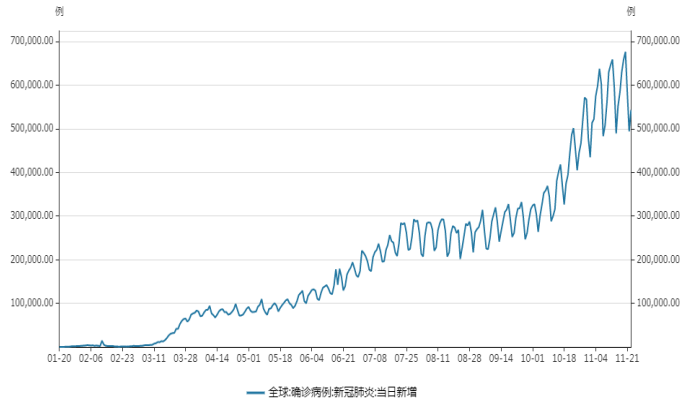


资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 海外：重视疫情之后的修复弹性

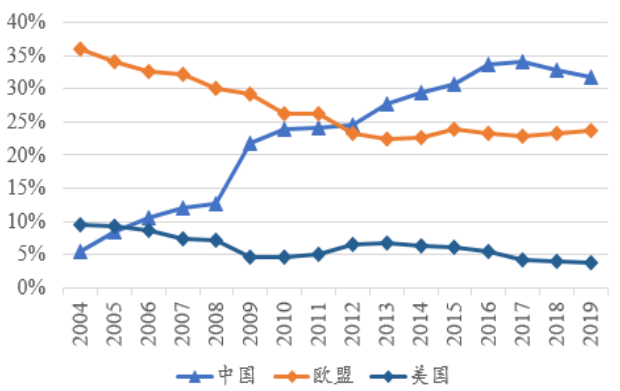
全球新冠每日新增数据还在不断提升，美国每日新增数据还在不断飙升，部分国家经济活动受到影响。从全球汽车主要产量国家或地区来看，主要集中在中国及欧盟，2019 年分别占 32%、24%。

图表 17：全球新冠每日新增数据



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 18：全球乘用车产量占比

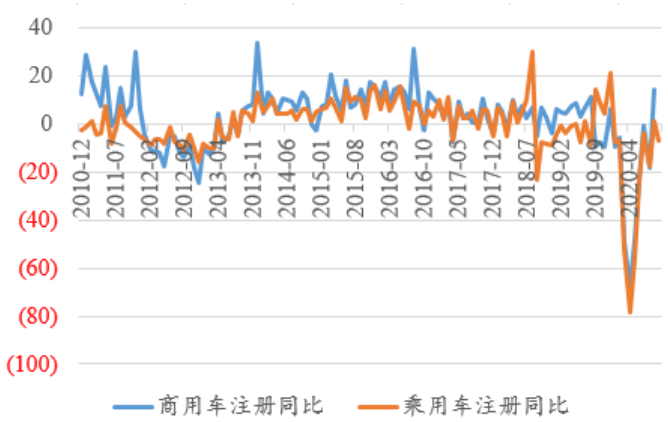


资料来源：wind，东莞证券研究所

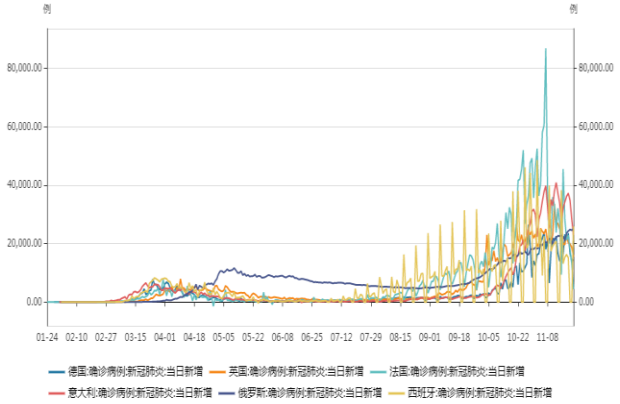
欧洲疫情从当前来看，得到显著的控制。欧洲 9 月乘用车注册量同比增长 1.1%，10 月注册量同比下降 7.1%。商用车方面，欧洲 9 月同比增长 14.5%，恢复明显。

图表 19：欧洲汽车注册量同比（%）

图表 20：欧洲主要国家每日新增数据



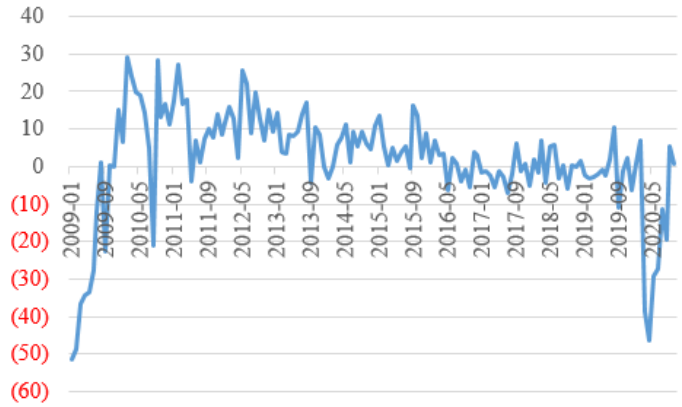
资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

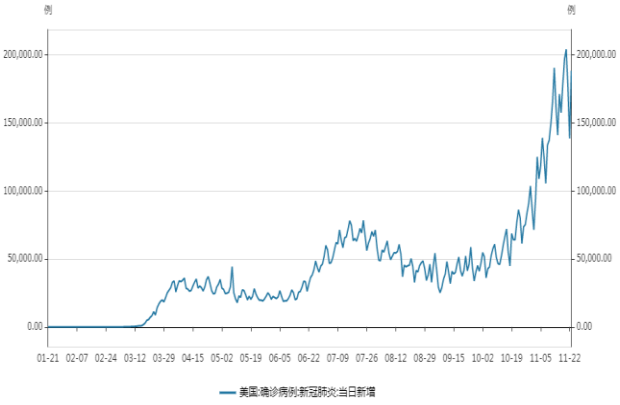
美国疫情数据不断飙升，美国疫情数据表现依旧比较严峻。美国 10 月汽车销量同比+0.7%，9 月同比+6%，明显在改善。但是修复力度整体还比较弱。

图表 21：美国汽车销量同比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 22：美国每日新增新冠数据



资料来源：wind，东莞证券研究所

2.3 全球整车集团：中国区恢复明显，海外恢复较慢

通用汽车 2020Q1-3 销量为 471.64 万辆，同比下降 17.0%。分地区来看，中国区销量 194.68 万辆，下降 13.8%，但 Q3 中国区销量明显回升，同比增长约 12%；北美 2020Q1~Q3 销量 204.92 万辆，下降 18.5%，Q3 北美销量同比下降 11.4%，修复力度仍弱。具体到品牌上，雪佛兰销量 228.38 万辆，下降 20.5%，拖累明显；另外影响较大的有，宝骏销量下降约 35.4%，GMC 同比下降 15.2%，别克下降约 8.6%。

图表 23：通用汽车 2020 年 Q1-3 分地区销量

图表 24：通用汽车 2020Q1-3 分品牌销量

Region	Quarter 3 Total Sales	YOY Change	Pct Change	Calendar Year-to-Date Total Sales	YOY Change	Pct Change
GM North America	765,001	(98,480)	(11.4%)	2,049,213	(464,820)	(18.5%)
GM Europe	135	(1,163)	(89.6%)	318	(2,982)	(90.4%)
GM International	133,839	(4,069)	(3.0%)	407,954	(7,700)	(1.9%)
China	771,425	81,894	11.9%	1,946,777	(310,653)	(13.8%)
GM South America	122,911	(52,714)	(30.0%)	312,187	(180,986)	(36.7%)
Total	1,793,311	(74,532)	(4.0%)	4,716,449	(967,141)	(17.0%)

资料来源：通用汽车，东莞证券研究所

Sales by Brand	Quarter 3 Total Sales	YOY Change	Pct Change	Calendar Year-to-Date Total Sales	YOY Change	Pct Change
Chevrolet	838,877	(144,547)	(14.7%)	2,283,840	(588,386)	(20.5%)
Buick	307,059	51,473	20.1%	727,275	(68,662)	(8.6%)
GMC	158,444	(10,310)	(6.1%)	424,215	(76,003)	(15.2%)
Cadillac	104,329	7,744	8.0%	251,123	(42,110)	(14.4%)
Holden	3,528	(9,412)	(72.7%)	21,663	(21,657)	(50.0%)
Baojun	100,089	(22,811)	(18.6%)	276,373	(151,700)	(35.4%)
Wuling	278,293	53,326	23.7%	725,130	(16,987)	(2.3%)
All Others	2,692	5	0.2%	6,830	(1,636)	(19.3%)
Total	1,793,311	(74,532)	(4.0%)	4,716,449	(967,141)	(17.0%)

资料来源：通用汽车，东莞证券研究所

福特汽车 2020 前三季度销量 294.9 万辆，同比下降 26.87%。欧洲销量 68.1 万辆，同比下降约 35.11%，北美销量 154.1 万辆，同比下降 35.30%。福特汽车 2020 前三季度全球市场份额为 6%，同比下降 0.1 个百分点。北美市场份额为 13.8%，同比上升 0.5 个百分点。欧洲市场份额约 7.3%，与去年同期持平。从 20Q3 来看，福特中国销量同比增长 22%，北美同比增长 2%，欧洲同比下降 20%。整体来看，福特在中国修复明显，北美改善，欧洲仍然承压。

图表 25：福特汽车 2020Q1-3 销量（千辆）及市场份额

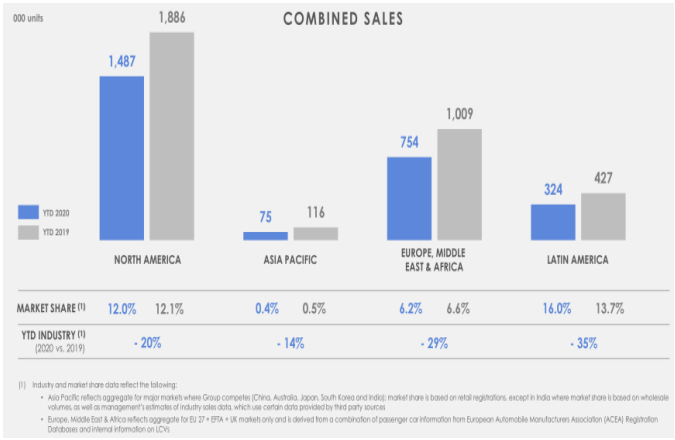
	WHOLESALE UNITS (000)						MARKET SHARE (%)					
	Q3 2019	Q3 2020	2020 B / (W) 2019	2019 YTD	2020 YTD	2020 B / (W) 2019	Q3 2019	Q3 2020	2020 B / (W) 2019	2019 YTD	2020 YTD	2020 B / (W) 2019
North America	639	651	11	2,085	1,541	(544)	12.6 %	13.6 %	1.0 ppts	13.3 %	13.8 %	0.5 ppts
South America	79	48	(30)	222	122	(100)	7.1	5.7	(1.4)	7.4	6.3	(1.1)
Europe	298	239	(60)	1,048	681	(368)	7.3	7.8	0.5	7.3	7.3	0.0
China	134	164	30	375	415	40	2.3	2.4	0.1	2.2	2.4	0.2
International Markets Group	93	76	(17)	303	191	(112)	1.8	1.7	(0.1)	2.0	1.7	(0.3)
Total Automotive	1,244	1,178	(66)	4,034	2,949	(1,084)	6.0 %	6.0 %	- ppts	6.1 %	6.0 %	(0.1) ppts

资料来源：福特汽车，东莞证券研究所

菲亚特克莱斯勒 2020 年 Q1-3 销量约 264 万辆，同比下降 23.21%。北美地区销量 2020Q1-3 销量 148.7 万辆，同比下降 21.16%，占约 56.33%，市场份额为 12%，较 2019Q1-3 的 12.1% 有所下降。欧洲、中东、非洲地区销量约 75.4 万辆，同比下降 25.27%，占比约 28.56%，市场份额为 6.2%，较 2019Q1-3 下降约 0.4 个百分点。

图表 26：克莱斯勒 2020Q1-3 分地区销量（千辆）

图表 27：克莱斯勒 2020Q3 核心财务指标



资料来源：FCA，东莞证券研究所



€ million, except as otherwise stated

RESULTS FROM CONTINUING OPERATIONS	Q3 2020	Q3 2019	
COMBINED SHIPMENTS (1) (000 units)	1,026	1,059	- 3%
CONSOLIDATED SHIPMENTS (1) (000 units)	967	1,031	- 6%
NET REVENUES (€ billion)	25.8	27.3	- 6%
ADJUSTED EBIT*	2,276	1,959	+ 16%
ADJUSTED EBIT MARGIN*	8.8%	7.2%	+ 160 bps
ADJUSTED NET PROFIT*	1,530	1,262	+ 21%
ADJUSTED DILUTED EARNINGS PER SHARE (EPS)* (€)	0.97	0.81	+ 20%
INDUSTRIAL FREE CASH FLOWS*	6,740	178	n.m.
AVAILABLE LIQUIDITY (2) (€ billion)	27.1 (at Sep 30 2020)	17.5 (at Jun 30 2020)	+ 55%

(1) Combined shipments include shipments by the Group's consolidated subsidiaries and unconsolidated JVs, whereas consolidated shipments only include shipments by the Group's consolidated subsidiaries
(2) Excludes €1.1 B and €4.5B undrawn portion of new €6.3B Intesa Sanpaolo credit facility at Sep 30 2020 and Jun 30 2020, respectively
* Refer to Appendix for definitions of supplemental financial measures and reconciliations to applicable IFRS metrics

资料来源：FCA，东莞证券研究所

大众汽车 2020 年 1-10 月累计交付量为 740.78 万辆，同比下降约 17.3%。分地区来看，中国区交付量为 303.65 万辆，同比下降 9.2%；西欧交付量为 236.34 万辆，同比下降 25.1%，形成明显拖累。分品牌来看，1-10 月大众乘用车销量下降 17.4%，奥迪销量下降 10.3%。从 10 月数据来看，大众全球交付量同比下降 5%，降幅明显收窄，其中中国同比下降 3.3%，西欧同比下降 6.4%，都在明显改善。奥迪 10 月交付量同比增长 10%，较 1-10 月同比下降 10%明显改善。

图表 28：大众汽车 2020 年 1-10 月分地区交付量

Deliveries to customers by markets	Oct. 2020	Oct. 2019	Delta (%)	Jan. – Oct. 2020	Jan. – Oct. 2019	Delta (%)
Western Europe	280,500	299,800	-6.4	2,363,400	3,154,000	-25.1
Central and Eastern Europe	65,300	70,800	-7.7	545,400	659,100	-17.3
North America	72,500	80,400	-9.8	621,500	783,300	-20.7
South America	53,000	53,800	-1.6	387,600	500,800	-22.6
China (incl. HK)	376,500	389,300	-3.3	3,036,500	3,344,400	-9.2
Asia-Pacific Rest	25,200	24,400	+3.3	218,000	239,500	-9.0
Middle East/Africa	30,300	31,600	-4.1	235,500	274,400	-14.2
Worldwide	903,200	950,100	-4.9	7,407,800	8,955,500	-17.3

资料来源：大众汽车，东莞证券研究所

图表 29：大众汽车 2020 年 1-10 月分品牌交付量

Deliveries to customers by brands	Oct. 2020	Oct. 2019	Delta (%)	Jan. – Oct. 2020	Jan. – Oct. 2019	Delta (%)
Volkswagen Passenger Cars	521,100	562,400	-7.4	4,195,300	5,077,300	-17.4
Audi	163,800	149,200	+9.8	1,351,000	1,506,300	-10.3
ŠKODA	98,300	105,300	-6.6	820,200	1,019,000	-19.5
SEAT	38,900	43,900	-11.4	355,800	498,700	-28.7
Porsche	23,300	25,600	-8.8	214,900	227,900	-5.7
Volkswagen Commercial Vehicles	35,600	39,800	-10.4	307,700	409,600	-24.9
MAN	12,800	13,000	-1.1	92,700	117,300	-21.0
Scania	7,700	9,500	-19.4	55,400	84,200	-34.2
Others*	1,700	1,400	+15.5	14,800	15,200	-2.1
Volkswagen Group (total)	903,200	950,100	-4.9	7,407,800	8,955,500	-17.3

*Others includes Bentley, Lamborghini and Bugatti

资料来源：大众汽车，东莞证券研究所

宝马集团 2020Q1-3 交付量 163.82 万辆，同比下降 12.5%，其中中国大陆交付量 56.04 万辆，同比上升 6.4%；欧洲交付量 64.85 万辆，同比下降 19.7%；美国交付量 20.03 万辆，同比下降 24.6%。分品牌来看，宝马交付量 142.74 万辆，同比下降 11.3%；mini 品牌交付量 20.81 万辆，同比下降 20.0%。

图表 30：宝马 2020Q1-3 交付量分布

图表 31：宝马 2020Q1-3 各品牌交付量

Deliveries of automobiles*		YTD-09/2020	YTD-09/2019	Change in %
Europe		648,494	807,780	-19.7
thereof	Germany	203,442	238,222	-14.6
	United Kingdom	118,652	177,443	-33.1
Americas		251,936	339,201	-25.7
thereof	USA	200,286	265,694	-24.6
Asia		705,789	685,293	+3.0
thereof	China Mainland	560,367	526,802	+6.4
	thereof BBA retail sales	437,549	392,394	+11.5
Rest of the World		31,948	40,177	-20.5
Total		1,638,167	1,872,451	-12.5

资料来源：宝马集团，东莞证券研究所



资料来源：宝马集团，东莞证券研究所

戴姆勒集团 2020Q1-3 销量 195.89 万辆，同比下降 20%。其中奔驰乘用车销量 144.61 万辆，同比下降 17%；奔驰商务车销量 25.49 万辆，同比下降 17%；戴姆勒卡车销量 24.46 万辆，同比下降 34%；大巴车销量 1.33 万辆，同比下降 42%。奔驰乘用车分地区来看，前三季度欧洲销量约 53.24 万辆，同比下降 27%，北美销量约 18.96 万辆，同比下降 26%，中国销量 54.16 万辆，同比上升 5%。中国地区明显改善，维持较好增长。

图表 32：2020Q1-3 戴姆勒销量表现

	January-September		
(in units)	2020	2019	Change
Mercedes-Benz Cars & Vans	1,700,989	2,044,094	-17%
Mercedes-Benz Cars	1,446,086	1,735,606	-17%
Mercedes-Benz Vans	254,903	308,488	-17%
Daimler Trucks & Buses	257,863	390,694	-34%
Daimler Trucks	244,554	367,776	-34%
Daimler Buses	13,309	22,918	-42%
Daimler Group	1,958,852	2,434,788	-20%

资料来源：戴姆勒，东莞证券研究所

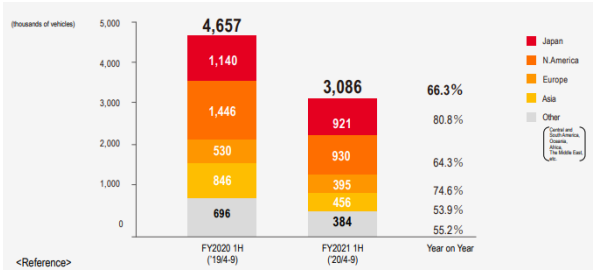
图表 33：2020Q1-3 奔驰乘用车销量分布

D.05			Q1-3
Unit sales Mercedes-Benz Cars	Q1-3 2020	Q1-3 2019	% change
Total	1,446,086	1,735,606	-17
Europe	532,388	733,299	-27
thereof Germany	184,724	245,689	-25
North America	189,554	254,573	-26
thereof United States	162,975	215,422	-24
Asia	678,373	686,215	-1
thereof China	541,585	514,786	+5
Other	45,771	61,519	-26

资料来源：戴姆勒，东莞证券研究所

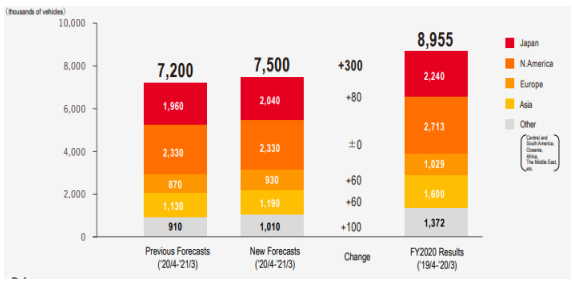
丰田汽车 2021 财年的半年报显示， 2020 年 4-9 月销量 436.6 万辆，同比下降 19.95%。2020 年 4-9 月日本销量 92.1 万辆，同比下降 19.21%；北美地区销量 93 万辆，同比下降 35.69%；欧洲销量 39.5 万辆，同比下降 25.47%；亚洲销量 45.6 万辆，同比下降 46.10%。丰田汽车在 2021H1 财报上调了 2021 财年销量预期 30 万辆，证明对后市较为乐观。

图表 34：2020 年 4-9 月丰田汽车销量表现



资料来源：丰田汽车，东莞证券研究所

图表 35：丰田汽车上调预期



资料来源：丰田汽车，东莞证券研究所

本田集团2021财年的半年报显示，2020年4-9月汽车销量204.5万辆，同比下降约20.18%，其中日本地区销量27.2万辆，同比下降25.27%；北美地区销量61.9万辆，同比下降33.30%，形成主要拖累；亚洲地区销量105.4万辆，同比下降3.66%。

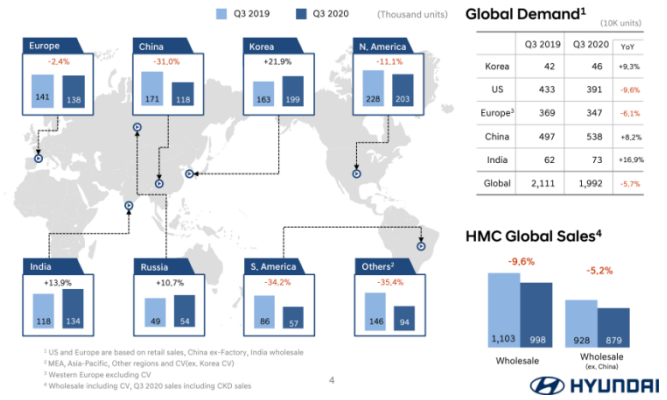
图表 36：本田集团 2021 年销量情况（2020.4-2020.9；千辆）

Honda Group Unit Sales	QTD FY20 1Q	2Q	3Q	4Q	QTD FY21 1Q	2Q	3Q	4Q	Change	YTD FY20 Results	YTD FY21 Results	Change
Motorcycles	4,921	5,098	5,019	4,302	1,855	4,467			- 631	10,019	6,322	- 3,697
Japan	51	61	42	51	50	59			- 2	112	109	- 3
North America	74	75	72	109	61	80			+ 5	149	141	- 8
Europe	84	57	45	53	61	63			+ 6	141	124	- 17
Asia	4,378	4,575	4,500	3,809	1,572	3,930			- 645	8,953	5,502	- 3,451
Other Regions	334	330	360	280	111	335			+ 5	664	446	- 218
Automobiles	1,321	1,241	1,247	981	792	1,253			+ 12	2,562	2,045	- 517
Japan	181	183	125	183	129	143			- 40	364	272	- 92
North America	495	433	474	423	159	460			+ 27	928	619	- 309
Europe	34	34	35	30	16	34			- 0	68	50	- 18
Asia	554	540	561	297	473	581			+ 41	1,094	1,054	- 40
Other Regions	57	51	52	48	15	35			- 16	108	50	- 58
Life Creation	1,280	1,155	1,195	2,071	1,083	1,370			+ 215	2,435	2,453	+ 18
Japan	74	80	64	94	80	78			- 2	154	158	+ 4
North America	605	504	552	1,187	524	647			+ 143	1,109	1,171	+ 62
Europe	198	154	150	343	170	176			+ 22	352	346	- 6
Asia	347	346	345	337	257	383			+ 37	693	640	- 53
Other Regions	56	71	84	110	52	86			+ 15	127	138	+ 11

资料来源：本田集团，东莞证券研究所

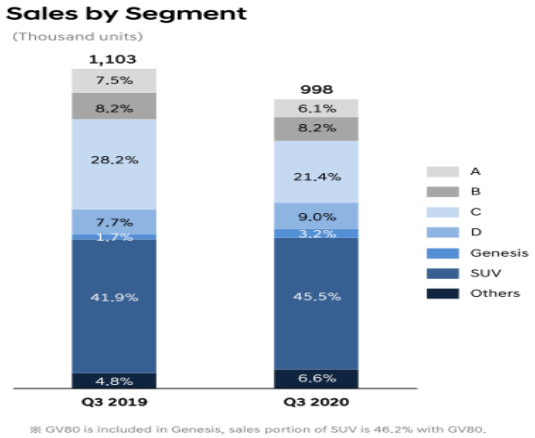
现代汽车第三季度销售99.8万辆，同比下降9.6%。其中韩国销量19.9万辆，同比上升21.9%；北美销售20.3万辆，下降11.1%；中国销售11.8万辆，下降31.0%。

图表 37：2020 年 Q3 现代汽车销量



资料来源：现代汽车，东莞证券研究所

图表 38：2020 年 Q3 现代汽车销售结构



资料来源：现代汽车，东莞证券研究所

标致集团2020年前三季度销量162.18万辆，同比下降约37.1%，欧洲销量138.01万辆，同比下降38.6%，是主要的拖累；中东和非洲销量11.81万辆，同比上升12.5%；中国销量3.12万辆，同比下降64.1%。根据标致汽车1-9月份不同动力系统来看，新能源车销量增长明显，2020Q1-3销量约7.44万辆，同比增长约12倍。

图表 39：2020 年 Q1-3 标致全球销量

图表 40：2020 年 Q1-3 标致按能源类型销量

Consolidated World Sales Estimates	Q3 2019	Q3 2020	Δ Q3	YTD 2019	YTD 2020	Δ YTD
EUROPE *	568 869	495 581	- 12,9%	2 246 995	1 380 105	- 38,6%
PEUGEOT	214 891	216 062	+ 0,5%	854 276	583 655	- 31,7%
CITROEN	158 344	137 110	- 13,4%	614 199	389 802	- 36,5%
DS	10 068	7 015	- 30,3%	38 869	24 403	- 37,2%
OPEL VAUXHALL	185 566	135 394	- 27,0%	739 651	382 245	- 48,3%
MIDDLE EAST & AFRICA	33 726	46 824	+ 38,8%	105 009	118 109	+ 12,5%
PEUGEOT	15 602	19 236	+ 23,3%	55 532	51 284	- 7,6%
CITROEN	9 615	12 478	+ 29,8%	27 536	32 754	+ 18,9%
DS	428	485	+ 13,3%	1 197	1 065	- 11,0%
OPEL VAUXHALL	8 081	14 625	+ 81,0%	20 744	33 006	+ 59,1%
LATIN AMERICA	33 052	25 299	- 23,5%	102 388	62 453	- 39,0%
PEUGEOT	20 007	17 069	- 14,7%	61 525	40 231	- 34,6%
CITROEN	12 464	7 823	- 37,2%	39 434	21 236	- 46,1%
DS	226	91	- 59,7%	569	317	- 44,3%
OPEL VAUXHALL	355	316	- 11,0%	860	669	- 22,2%
CHINA	27 469	8 827	- 67,9%	87 003	31 239	- 64,1%
PEUGEOT	14 214	5 406	- 62,0%	43 271	15 868	- 63,3%
CITROEN	12 944	3 311	- 74,4%	41 701	15 148	- 63,7%
DS	311	110	- 64,6%	2 031	223	- 89,0%
INDIA & ASIA PACIFIC	7 537	7 325	- 2,8%	25 816	19 189	- 25,7%
PEUGEOT	5 263	4 884	- 7,2%	18 737	13 624	- 27,3%
CITROEN	1 820	1 779	- 2,3%	5 829	4 365	- 25,1%
DS	443	432	- 2,5%	1 018	904	- 11,2%
OPEL VAUXHALL	11	230	+ 1990,9%	232	296	+ 27,6%
EURASIA	3 810	4 720	+ 23,9%	10 214	10 734	+ 5,1%
PEUGEOT	2 036	2 275	+ 11,7%	5 734	5 491	- 4,2%
CITROEN	1 586	2 023	+ 27,6%	4 108	4 320	+ 5,2%
DS	11	54	+ 390,9%	20	88	+ 340,0%
OPEL VAUXHALL	177	368	+ 107,9%	352	835	+ 137,2%
Total Consolidated World Sales	674 463	588 576	- 12,7%	2 577 425	1 621 829	- 37,1%
PEUGEOT	272 013	264 932	- 2,6%	1 039 075	710 153	- 31,7%
CITROEN	196 773	164 524	- 16,4%	732 807	467 625	- 36,2%
DS	11 487	8 187	- 28,7%	43 704	27 000	- 38,2%
OPEL VAUXHALL	194 190	150 933	- 22,3%	761 839	417 051	- 45,3%

* Europe = EU + EFTA + Albania + Bosnia + Croatia + Kosovo + Macedonia + Montenegro + Serbia

资料来源：标致，东莞证券研究所

Worldwide Sales by type and energy

PCD TYPE	ENERGY	9M 2019 Volume	9M 2020 Volume	%Var
PC		1 500 137	968 674	-35,4%
LCV		315 449	235 958	-25,2%
AMI ONE		0	146	++
PC + LCV		**1 815 586**	**1 204 778**	**-33,6%**
	PETROL	964 956	551 118	-42,9%
	DIESEL	846 896	598 824	-29,3%
	ELECTRIC	3 699	32 055	766,6%
	HYBRID	35	22 781	++

OV TYPE	ENERGY	9M 2019 Volume	9M 2020 Volume	%Var
PC		682 910	363 322	-46,8%
LCV		78 929	53 729	-31,9%
PC + LCV		**761 839**	**417 051**	**-45,3%**
	PETROL	556 442	250 799	-54,9%
	DIESEL	201 942	146 711	-27,3%
	ELECTRIC	2 032	12 283	504,5%
	HYBRID	0	7 254	++
	CNG/GAZ	1 423	4	-99,7%

资料来源：标致，东莞证券研究所

特斯拉维持高增长，继续引领电动车行业。2020Q3 特斯拉交付量为 13.96 万辆，同比增长 44%，环比增长 54%；产量为 14.50 万辆，同比增长 51%，环比增长 76%。尽管受疫情影响，但公司销量依旧维持高增长。2020 年公司产能为 84 万辆，增长车型主要来源于 model 3 及 Y。

图表 41：特斯拉 Q3 电动车交付量

OPERATIONAL SUMMARY
(Unaudited)

	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	Q2-2020	Q3-2020	QoQ	YoY
Model S/X production	16,318	17,933	15,390	6,326	16,992	169%	4
Model 3/Y production	79,837	86,958	87,282	75,946	128,044	69%	60
Total production	96,155	104,891	102,672	82,272	145,036	76%	51
Model S/X deliveries	17,483	19,475	12,230	10,614	15,275	44%	-13
Model 3/Y deliveries	79,703	92,620	76,266	80,277	124,318	55%	56
Total deliveries	97,186	112,095	88,496	90,891	139,593	54%	44
of which subject to operating lease accounting	9,086	8,848	6,104	4,716	10,014	112%	10
Total end of quarter operating lease vehicle count	44,241	49,901	53,159	54,519	61,638	13%	39
Global vehicle inventory (days of supply)[1]	18	10	25	17	14	-18%	-22
Solar deployed (MW)	43	54	35	27	57	111%	33
Storage deployed (MWh)	477	530	260	419	759	81%	59
Store and service locations	417	433	438	446	466	4%	12
Mobile service fleet	719	743	756	769	780	1%	8
Supercharger stations	1,653	1,821	1,917	2,035	2,181	7%	32
Supercharger connectors	14,658	16,104	17,007	18,100	19,437	7%	33

资料来源：特斯拉，东莞证券研究所

图表 42：特斯拉产能

Installed Annual Capacity		Current	Status
Fremont	Model S / Model X	90,000	Production
	Model 3 / Model Y	500,000	Production
Shanghai	Model 3	250,000	Production
	Model Y	-	Construction
Berlin	Model 3	-	In development
	Model Y	-	Construction
Texas	Model Y	-	Construction
	Cybertruck	-	In development
United States	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development

Installed capacity ≠ Current production rate. Production rate depends on pace of factory ramp, supply chain ramp, downtime related to factory upgrades, national holidays and other factors.

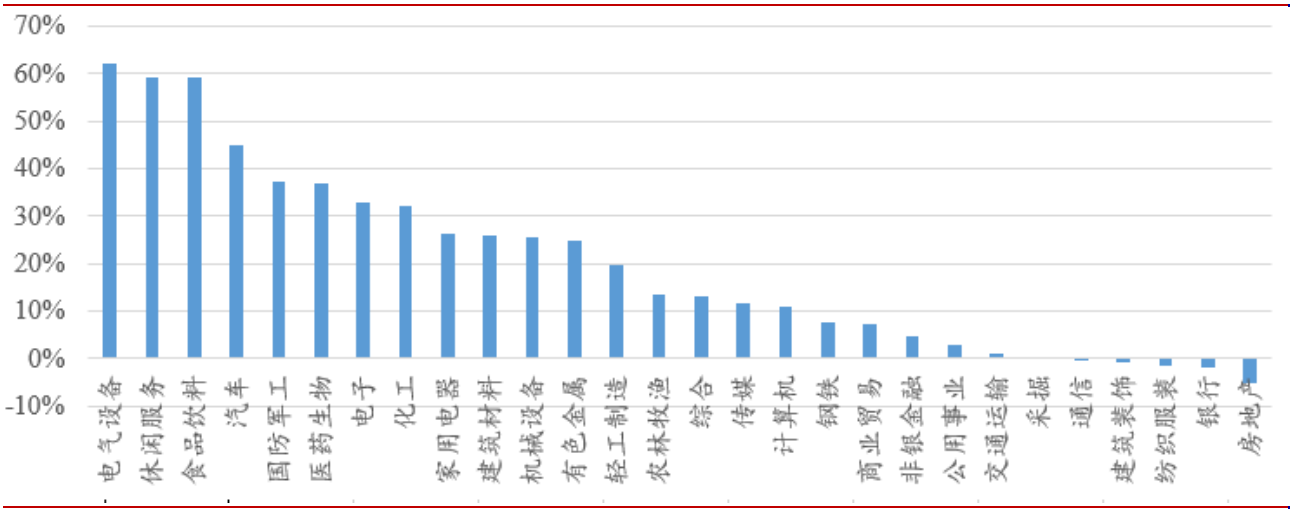
资料来源：特斯拉，东莞证券研究所

三、投资策略：拥抱创新与周期，寻找 α

3.1 2020 年回顾：表现亮眼

截止到 2020 年 11 月 25 日，申万汽车在 2020 年表现靠前，涨幅排名仅次于电气设备、休闲服务、食品饮料，排名第四。申万汽车在上半年表现一般，但从 Q3 开始表现亮眼，主要源于行业销量持续复苏叠加低估值，受到市场青睐。

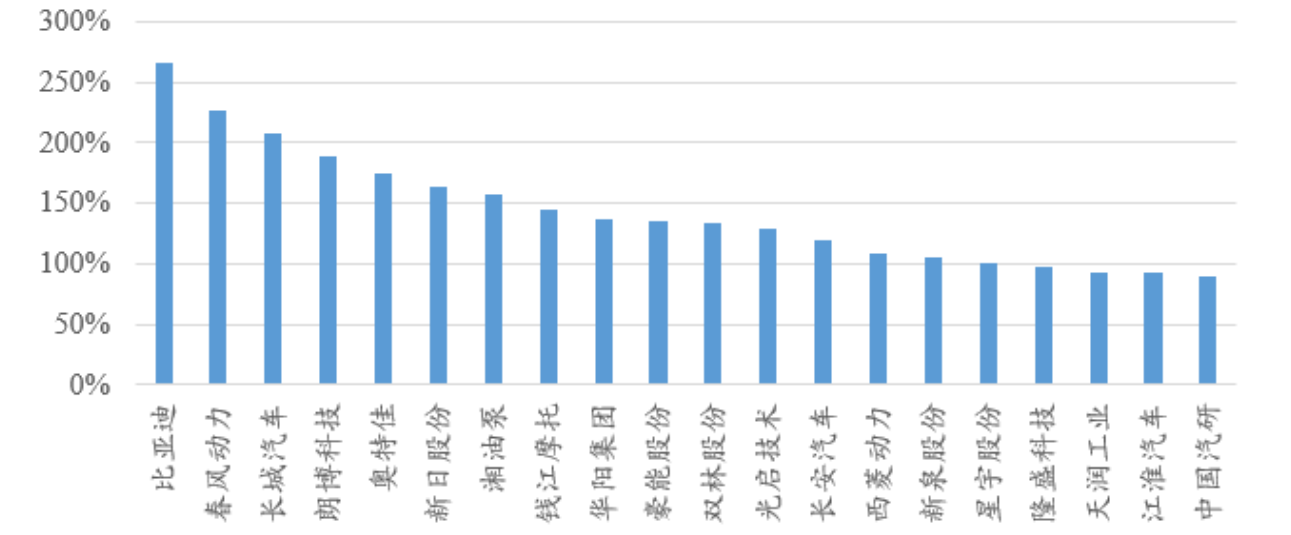
图表 43：年初至今（20201125）申万汽车行业表现



资料来源：wind，东莞证券研究所

从重点公司来看，年初至今涨幅靠前的有比亚迪、春风动力、长城汽车、华阳集团、长安汽车、星宇股份、新泉股份、中国汽研等，主要集中在电动车（如比亚迪）、智能互联升级（如星宇股份、华阳集团）、具有高 α 的拐点型企业如长城汽车等。

图表 44：年初至今（20201125）申万汽车涨幅靠前的个股



资料来源：wind，东莞证券研究所

电动车方面，根据 wind 新能源车指数及锂电池指数可以看到，今年电动车产业链表现也非常不错，新能源车指数涨幅约 40%。

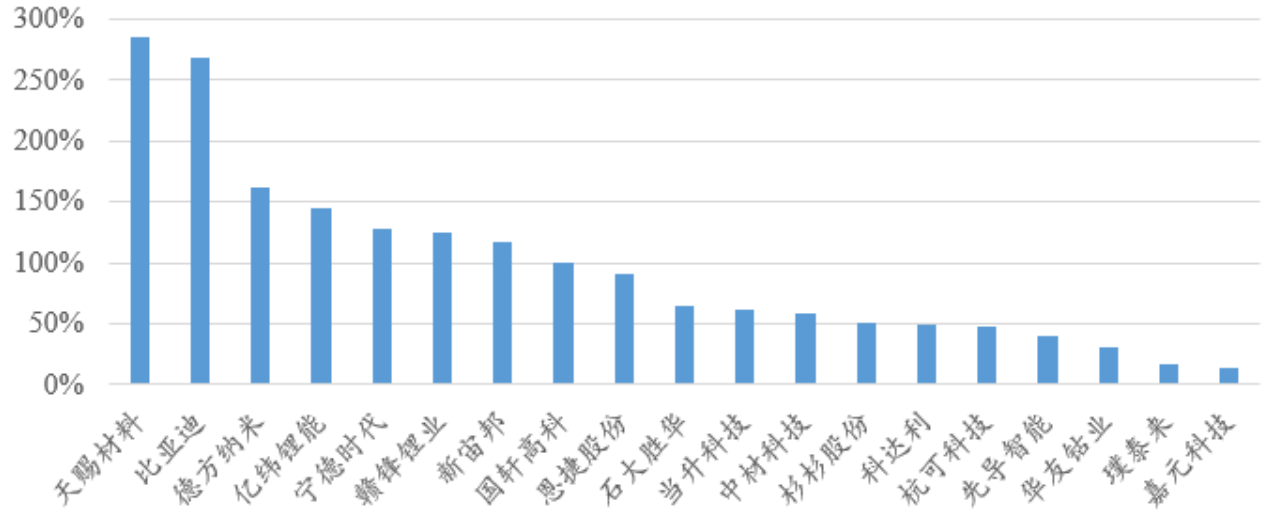
图表 45：年初至今（20201125）新能源车相关指数表现



资料来源：wind，东莞证券研究所

公司分化较大，头部企业获得明显的估值溢价，表现非常好。表现较好的公司主要集中在电解液（天赐材料、新宙邦）、整车（比亚迪）、铁锂正极（德方纳米）、动力电池（宁德时代、亿纬锂能）、上游资源（赣锋锂业）、隔膜（恩捷股份）。

图表 46：年初至今（20201125）重点新能源车标的表现

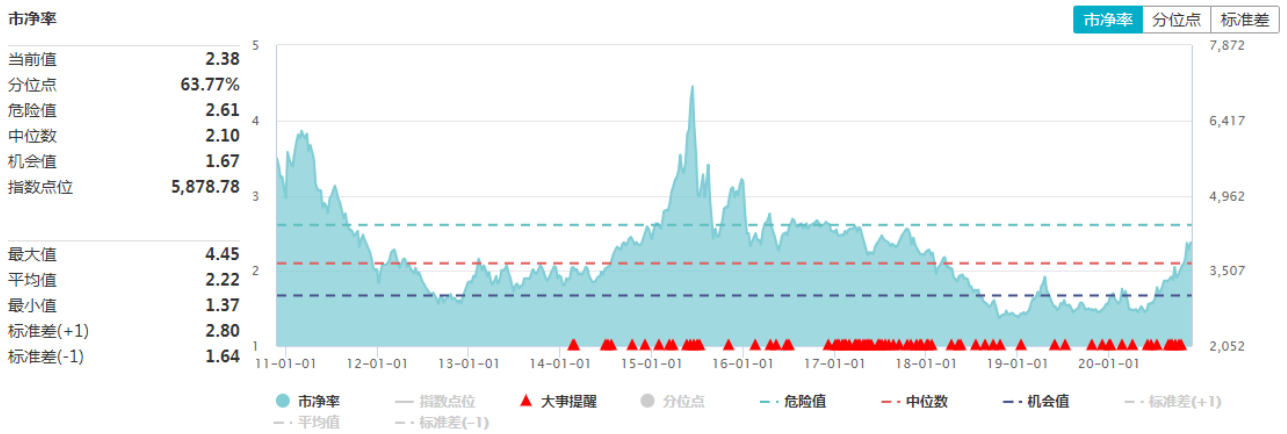


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 估值：申万汽车 PB 处于近 10 年中位数上方

当前申万汽车行业 PB 为 2.38 倍，处于近 10 年中位数（2.1 倍）的上方，但距离历史高点仍有较大差距。

图表 47：申万汽车近 10 年 PB



资料来源：Wind，东莞证券研究所

从重点个股来看，福耀玻璃（A 股）目前 PB 为 4.85 倍，处于近 10 年 1 倍标准差上方。华域汽车目前 PB 为 2.02 倍，处于近 10 年 1 倍标准差上方。

图表 48：福耀玻璃近 10 年 PB 走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 49：华域汽车近 10 年 PB 走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

上汽集团当前 PB 为 1.2 倍，处于近 10 年平均值的下方，长城汽车当前 PB 为 4.67 倍，处于近 10 年 1 倍标准差的上方。

图表 50：上汽集团近 10 年 PB 走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

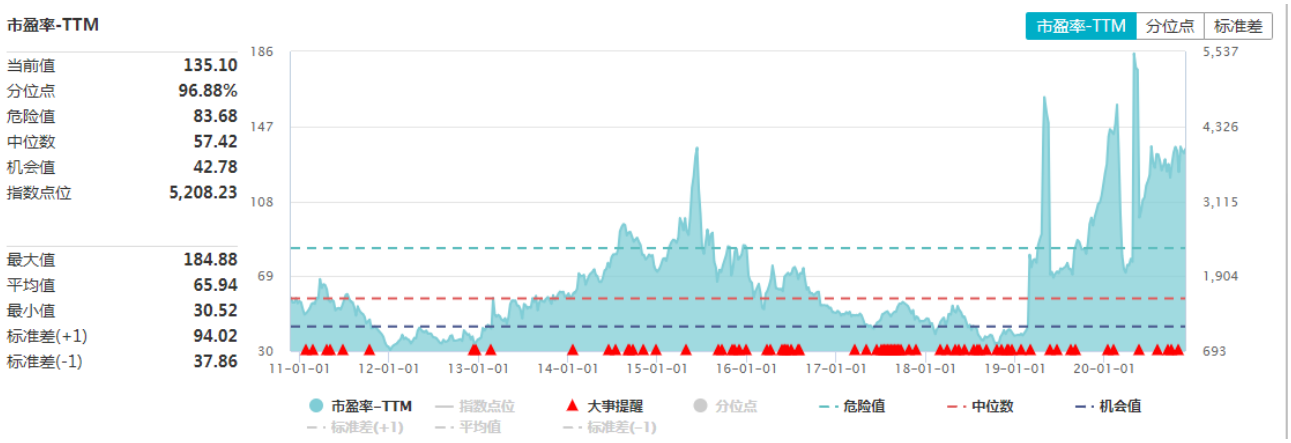
图表 51：长城汽车近 10 年 PB 走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

WIND 锂电池指数当前 PE（TTM）为 135 倍，处于近 10 年来相对高位，分位点在 96.88%。

图表 52：锂电池指数近 10 年 PE（TTM）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

重点个股方面，宁德时代当前 PE（TTM）为 129 倍，恩捷股份当前 PE（TTM）为 101 倍，新宙邦当前 PE（TTM）为 75 倍，璞泰来当前 PE（TTM）为 70 倍。整体来看，电动车产业链头部企业在 2020 年估值提升较大，收益率核心源于估值拉升。

图表 53：宁德时代上市以来 PE（TTM）走势



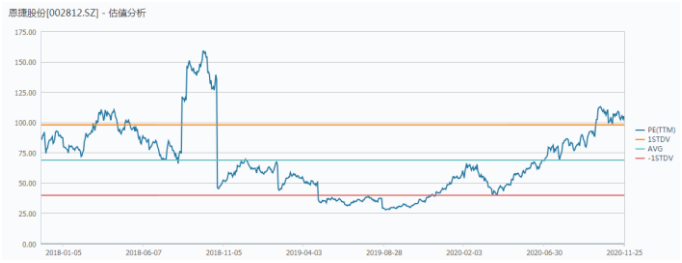
资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 54：新宙邦近 10 年 PE(TTM)走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 55：恩捷股份近 3 年 PE（TTM）走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 56：璞泰来上市以来 PE(TTM)走势



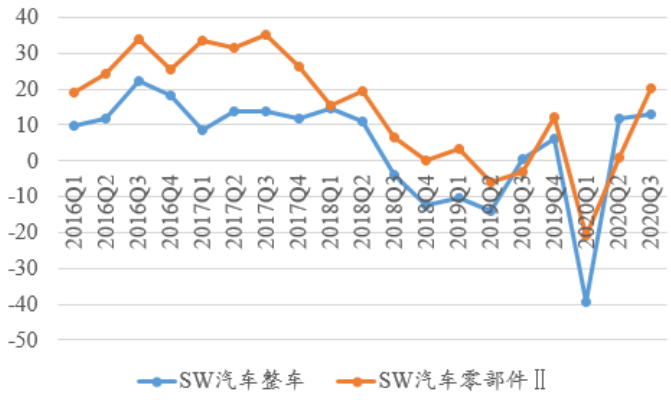
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.3 盈利：2020 年业绩底，2021 年上行周期

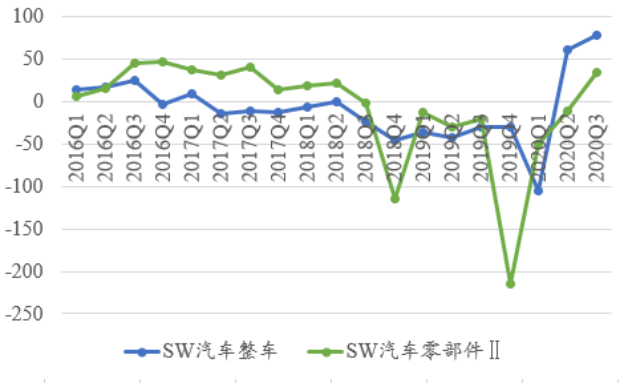
传统车 2020Q2 销量拐点已现，业绩在 2020Q2/Q3 显著改善。电动车产业链也是一样，Q2 已经见底，Q3 显著改善。

图表 57：SW 汽车行业收入同比增速（%）

图表 58：SW 汽车归母净利润同比增速（%）



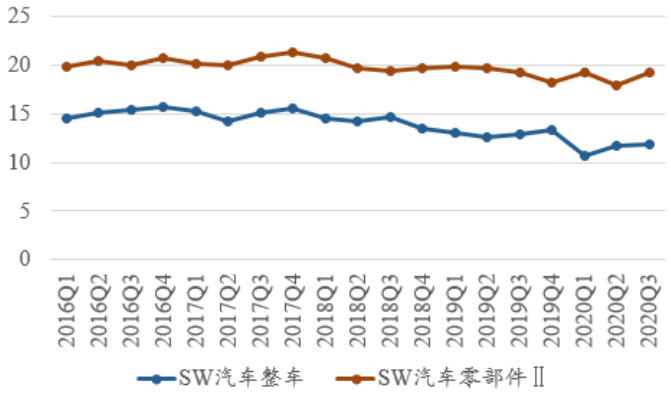
资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

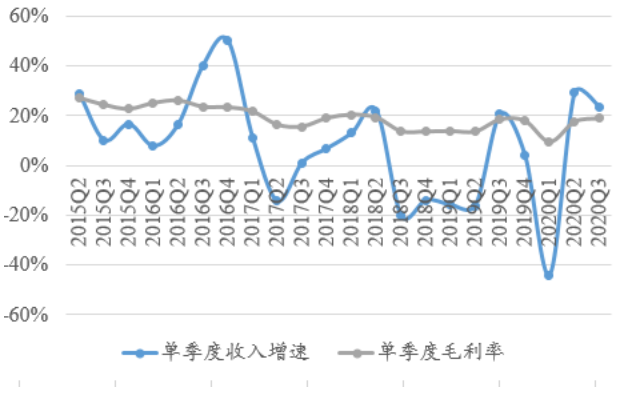
盈利能力修复，申万汽车零部件毛利率修复到 20%左右，整体呈现上升趋势。长城汽车、长安汽车、上汽集团、广汽集团等收入/业绩增速在 Q2/Q3 明显改善。

图表 59：SW 汽车毛利率走势（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 60：长城汽车收入增速及毛利率



资料来源：wind，东莞证券研究所

对应 2021 年，市场预期进入上行周期。根据 wind 一致预期，市场对相关头部企业 2021 年业绩一致看好，整体来看，明年确定性高，部分环节仍有超市场预期的可能性，比如电解液、上游资源品等紧平衡环节。

图表 61：市场对电动车产业链主要公司业绩预期

代码	公司	20 年收入预期增速	21 年收入预期增速	20 年利润预期增速	21 年利润预期增速
002709.SZ	天赐材料	53%	33%	3989%	23%
002594.SZ	比亚迪	15%	18%	164%	22%
300769.SZ	德方纳米	1%	63%	-38%	146%
300014.SZ	亿纬锂能	44%	44%	22%	51%
300750.SZ	宁德时代	11%	37%	14%	38%
002460.SZ	赣锋锂业	1%	37%	60%	104%
300037.SZ	新宙邦	29%	30%	56%	29%
002074.SZ	国轩高科	23%	21%	830%	35%
002812.SZ	恩捷股份	28%	36%	22%	45%
603026.SH	石大胜华	-9%	20%	-41%	149%
300073.SZ	当升科技	37%	60%	270%	51%
002080.SZ	中材科技	24%	7%	46%	16%

600884.SH	杉杉股份	0%	25%	30%	32%
002850.SZ	科达利	9%	47%	-7%	72%
300450.SZ	先导智能	16%	32%	18%	44%
603799.SH	华友钴业	13%	18%	663%	52%
603659.SH	璞泰来	16%	33%	12%	43%

资料来源：Wind 一致预期，东莞证券研究所

3.4 投资策略：拥抱创新与周期，寻找 α

整体来看，无论是传统车还是电动车整体估值当前处于较高水平，对于 2021 年赚钱难度较 2020 年预计要大，市场分化或更高，基本面预期向好，能够获得不断验证的个股在 2021 年仍有不错的投资机会。我们建议从以下角度把握投资机会。

第一、对于传统车而言，中国复苏力度较大，相关公司估值修复快，下一步需要业绩的验证。而海外业务占比较高的公司受新冠影响较大，修复力度较弱，但是向上改善趋势不变，我们建议寻找海外业务占比较高的头部优质企业，比如中鼎股份、福耀玻璃等。当前估值尚处于相对较低位置的整车及头部零部件企业，比如上汽集团、广汽集团、华域汽车、玲珑轮胎、中国汽研等；弹性品种建议继续关注长城汽车、长安汽车、吉利汽车、福耀玻璃、星宇股份等。

第二、对于电动车，2021 年继续看好。产业链基本面在 2021 年确定性高，长期来看，产业链赛道优质，正处于爆发期，建议把握长期投资机会。我们建议重点关注特斯拉产业链、大众产业链、LG 产业链、CATL 产业链及具有弹性的品种包括 SK 产业链等。过去几年，上游资源品资本开支不断下滑，而下游需求在不断增长，动力电池资本开支维持高景气度，在 2021 年需要非常重视紧平衡环节，部分细分领域或迎来价格弹性。建议重点关注天赐材料、新宙邦、宁德时代、恩捷股份、璞泰来、先导智能、当升科技、亿纬锂能、华友钴业、赣锋锂业等。

四、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。本报告清晰准确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