2020 年 11 月 01 日
行业研究●证券研究报告

汽车

行业季度策略

周期底部向上，增配各领域龙头

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票		评级
601633	长城汽车	买入-B
002050	三花智控	买入-B
000951	中国重汽	买入-A
300750	宁德时代	增持-A
601799	星宇股份	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.85	19.44	36.11
绝对收益	12.21	19.45	54.91

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S0910518007000 4
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

相关报告

汽车：第 44 周周报：10 月第 3 周零售同比+18%，消费潜力释放 2020-10-25

汽车：第 43 周周报：9 月销量同比高增长，行业进入复苏性周期 2020-10-18

汽车：皮卡 9 月销量点评：头部效应明显，首推长城汽车 2020-10-16

汽车：9 月汽车产销分析：“金九”销量高增长，期待“银十”表现 2020-10-14

汽车：《新能源汽车产业发展规划》通过，突出强调快充技术地位 2020-10-11

投资要点

◆ **行情回顾：2020 年 1 月至今汽车板块上涨 31.7%，SW 乘用车板块涨幅较大，**同期沪深 300 指数上涨 16.6%。细分板块来看，乘用车板块涨幅最大，上涨 55.17%，商用载货车、零部件、客车、汽车服务分别上涨 38.61% 、22.32% 、11.98% 和 3.23%。个股来看，新能源和重卡产业链领涨行业。2020 年重卡销量持续超预期，重卡产业链国六相关标的艾可蓝、云内动力、隆盛科技等领涨行业。受益于特斯拉销量持续增长，特斯拉产业链拓普集团、奥特佳持续上涨。**年初至今行业总体估值上行，各细分板块均处于上升状态。**2020 年 1 月 1 日至-2020 年 10 月 27 日，SW 汽车行业 PE 由年初的 19 倍上升至 10 月 27 日的 36 倍。细分板块来看，其中 SW 乘用车由 14 倍升至 31 倍，SW 商用载客车由 19 倍上升到 30 倍，SW 载货车从年初 25 倍上升到 30 倍。SW 汽车零部件由 19 倍上升至 27 倍。

◆ **行业周期反转向上，拐点已现：需求恢复，销量连续 6 个月增速为正，预计全年同比下滑 4%。**从 3 月份开始国内疫情逐渐受控，各地纷纷推出促汽车消费政策，国内需求逐渐恢复，产销增速均于四月份开始转正，销量已经连续 6 个月实现正增长。今年 1-9 月汽车行业实现销量 1711.6 万辆，同比下降 6.9%，降幅较 1-6 月收窄 10 个百分点，产销持续向好，预计全年实现销量 2474 万辆，同比下降 4%。**重卡高景气度基调奠定，全年有望达到 160 万辆。**2020 年 1-9 月重卡行业累计销量 123.7 万辆，同比增长 39%，行业持续高景气度。重卡高景气度的核心推动力来自治理超载、国三淘汰以及基建发力带来的增量，呈现出淡季不淡的现象。全年重卡行业销量有望达到 160 万辆，同比增长 36.8%。**新能源汽车销量环比改善，预计全年实现销量 100 万辆。**2020 年 1-9 月，新能源汽车实现销量 73.4 万辆，同比下降 17.7%，降幅较 1-6 月收窄 23.3 个百分点，下半年销量有望同比转正，预计全年实现销量 100 万辆。政策端来看，短期内新能源汽车下乡政策为市场带来增量。2.0 版技术路线图明确新能源汽车渗透率目标，明确长期发展方向。**内循环逐步改善，行业利润增幅高于营收，**在市场需求回暖、产销快速恢复等有利因素驱动下，利润先于营收增速转正，且增幅高于营收水平。其中 Q3 行业营收增幅为 11.7%，利润增幅为 35.7%。

◆ **投资建议：**行业周期反转，从季度数据来看，20Q2 为行业销量和盈利增速反转向上的起点，建议增配各领域龙头。乘用车领域推荐处于强新车周期销量有望超越行业的**长城汽车**；重卡领域推荐产品改善和管理能力向上的**中国重汽**；零部件领域推荐新能源汽车产业链的**宁德时代、三花智控**和优质车灯供应商**星宇股份**；建议关注国内新能源汽车优质标的**比亚迪**和智能网联标的**德赛西威**。

◆ **风险提示：**新能源汽车政策推广不及预期；汽车消费刺激政策进度不及预期；原材料价格出现大幅上涨；海外疫情影响超预期。

内容目录

一、行情回顾 4
（一）涨跌幅分析：涨幅位于前位，乘用车涨幅最大 4
（二）估值回顾：细分板块估值稳步上升 5
二、行业周期反转向上，拐点已现 6
（一）需求恢复，产销持续回暖 6
（二）内循环逐步改善，行业利润增幅高于营收 11
三、推荐标的 13
（一）长城汽车 13
（二）三花智控 14
（三）中国重汽 15
（四）宁德时代 16
（五）星宇股份 17
（六）比亚迪（关注） 18
（七）德赛西威（关注） 19
四、风险提示 20

图表目录

图 1：2020 年 1 月初至今（10 月 27 日）申万一级行业涨跌幅情况 4
图 2：2020 年 1 月初至今（10 月 27 日）细分板块涨跌幅情况 4
图 3：2020 年 1 月初至今细分板块涨跌幅 5
图 4：2015 年至今 SW 汽车行业估值 5
图 5：2020 年初至今 SW 汽车细分行业估值 6
图 6：年度汽车行业销量（万辆）及增速 6
图 7：月度汽车行业销量（万辆）及增速 6
图 8：重卡行业销量（万辆）及增速 7
图 9：重卡月度销量（万辆）及增速 7
图 10：2016 年-2020 年重卡月度销量（万辆） 7
图 11：乘用车年度销量（万辆）及增速 8
图 12：乘用车月度销量（万辆）及增速 8
图 13：乘用车细分车型销量增速 8
图 14：新能源汽车年度销量（万辆）及增速 9
图 15：新能源汽车月度销量（万辆）及增速 9
图 16：国产特斯拉 Model 3 销量及在 EV 中占比 9
图 17：A00 级纯电动车销量及在 EV 中占比 9
图 18：蔚来、理想、小鹏月度销量 10
图 19：蔚来、理想、小鹏总销量在新能源车中占比 10
图 20：产能利用率逐季提升 12
图 21：汽车工业增加值：当月同比 12
图 22：2020Q1-Q3 新注册登记机动车（万辆）及同比 12
图 23：车辆购置税（亿元）及同比 12
图 24：汽车行业分季度收入（亿元）及增速 13
图 25：汽车行业分季度利润及增速 13

图 26：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 16
图 27：公司近 5 年净利润（亿元）及增速 16
图 28：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 14
图 29：公司近 5 年净利润（亿元）及增速 14
图 30：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 17
图 31：公司近 5 年净利润（亿元）及增速 17
图 32：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 15
图 33：公司近 5 年净利润（亿元）及增速 15
图 34：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 18
图 35：公司近 5 年净利润（亿元）及增速 18
图 36：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 19
图 37：公司近 5 年净利润（亿元）及增速 19
图 38：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 20
图 39：公司近 5 年净利润（亿元）及增速 20

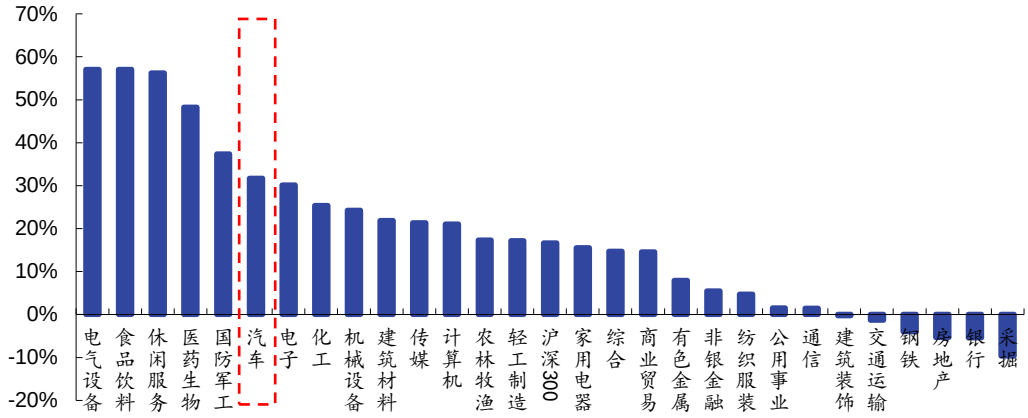
表 1：新能源汽车下乡具体车型总结 10
表 2：节能与新能源汽车技术路线图主要里程碑设定 11

一、行情回顾

（一）涨跌幅分析：涨幅位于前位，乘用车涨幅最大

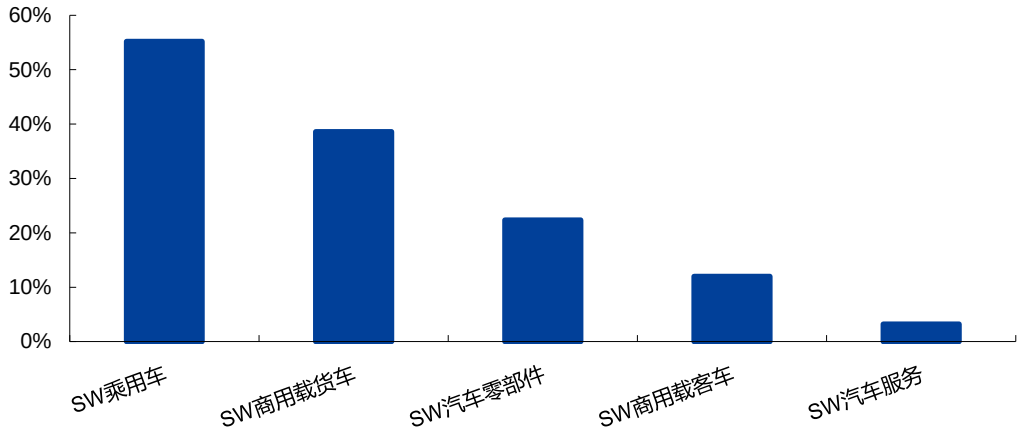
2020 年 1 月至今汽车板块上涨 31.7%，SW 乘用车板块涨幅较大。2020 年 1 月至今 SW 汽车指数上涨 31.7%，同期沪深 300 指数上涨 16.6%。细分板块来看，乘用车板块涨幅最大，上涨 55.17%，商用载货车、零部件、客车、汽车服务分别上涨 38.61% 、22.32% 、11.98% 和 3.23%。

图 1：2020 年 1 月初至今（10 月 27 日）申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：wind，华金证券研究所

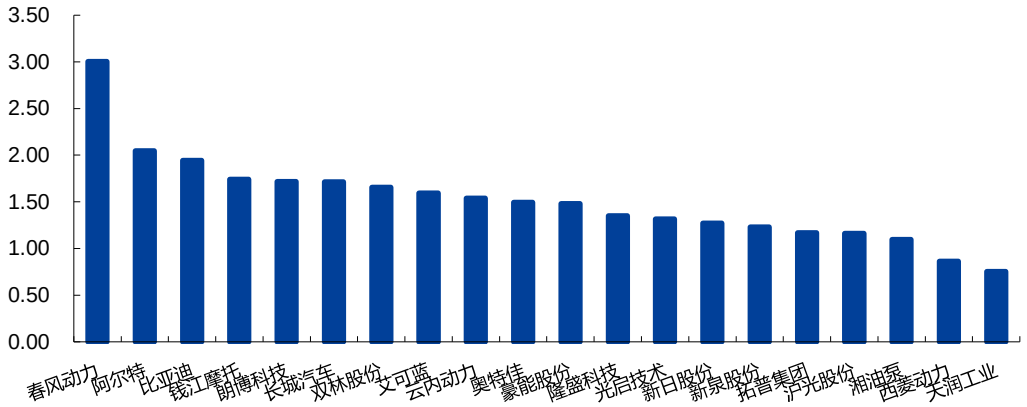
图 2：2020 年 1 月初至今（10 月 27 日）细分板块涨跌幅情况



资料来源：wind，华金证券研究所

个股来看，新能源和重卡产业链领涨行业。2020 年重卡销量持续超预期，2020 年 9 月重卡销量为 15.1 万辆，同比上涨 80.2%，环比增长 16.2%；2020 年 1-9 月重卡累计销售 123.6 万辆，同比增长 39%，行业持续高景气度。重卡产业链国六相关标的艾可蓝、云内动力、隆盛科技等领涨行业。受益于特斯拉销量持续增长，特斯拉产业链拓普集团、奥特佳持续上涨。

图 3：2020 年 1 月初至今细分板块涨跌幅

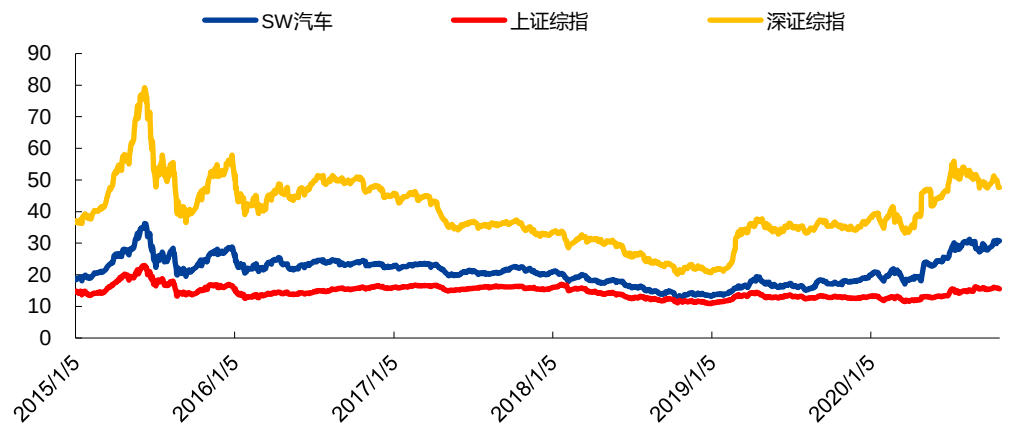


资料来源：wind，华金证券研究所

（二）估值回顾：细分板块估值稳步上升

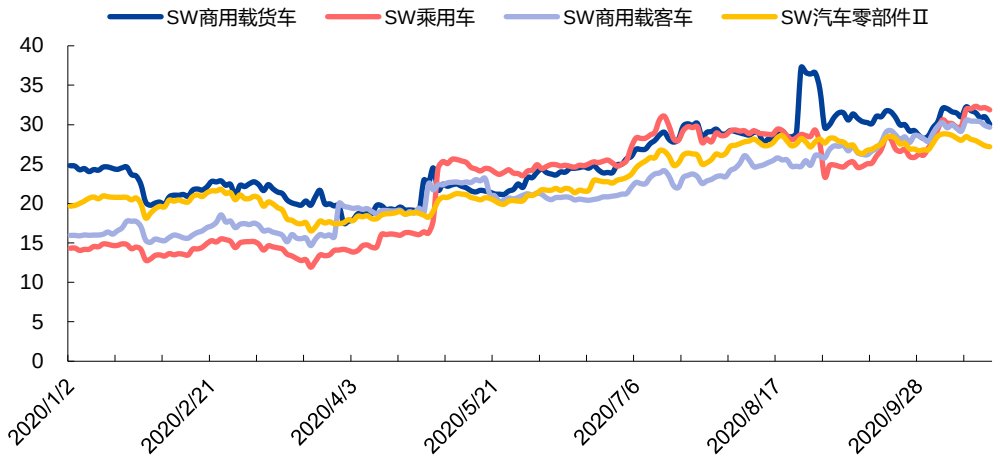
年初至今行业总体估值上行，各细分板块均处于上升状态。2020 年 1 月 1 日至-2020 年 10 月 27 日，SW 汽车行业 PE 由年初的 19 倍上升至 10 月 27 日的 36 倍。细分板块来看，其中 SW 乘用车由 14 倍升至 31 倍，SW 商用载客车由 19 倍上升到 30 倍，SW 载货车从年初 25 倍上升到 30 倍。SW 汽车零部件由 19 倍上升至 27 倍。

图 4：2015 年至今 SW 汽车行业估值



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：2020 年初至今 SW 汽车细分行业估值



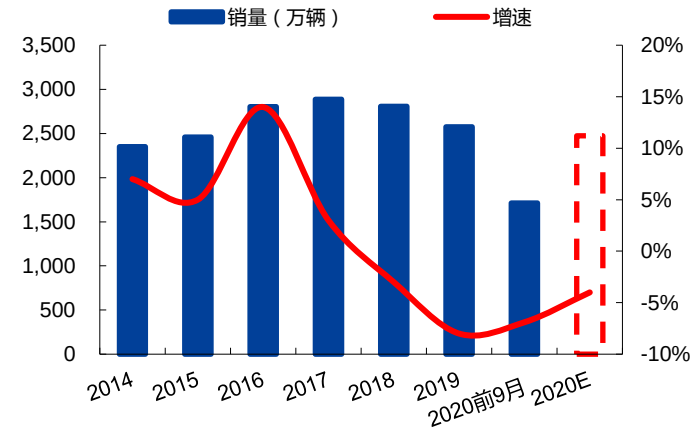
资料来源：wind，华金证券研究所

二、行业周期反转向上，拐点已现

（一）需求恢复，产销持续回暖

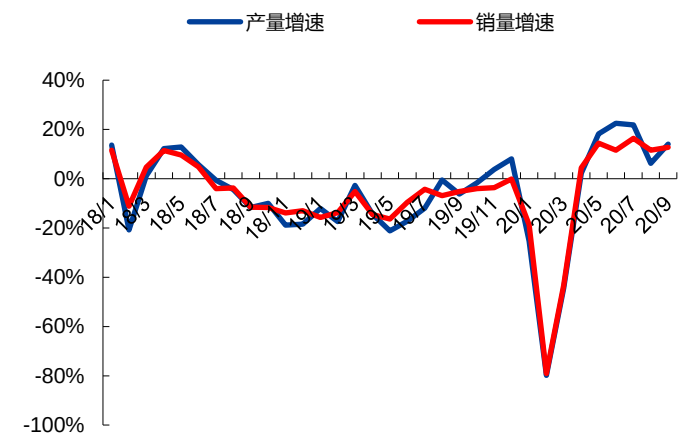
需求恢复，销量连续 6 个月增速为正，预计全年同比下滑 4%。从 3 月份开始国内疫情逐渐受控，各地纷纷推出促汽车消费政策，国内需求逐渐恢复，产销增速均于四月份开始转正，销量已经连续 6 个月实现正增长。今年 1-9 月汽车行业实现销量 1711.6 万辆，同比下降 6.9%，降幅较 1-6 月收窄 10 个百分点，产销持续向好，预计全年实现销量 2474 万辆，同比下降 4%。

图 6：年度汽车行业销量（万辆）及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 7：月度汽车行业销量（万辆）及增速

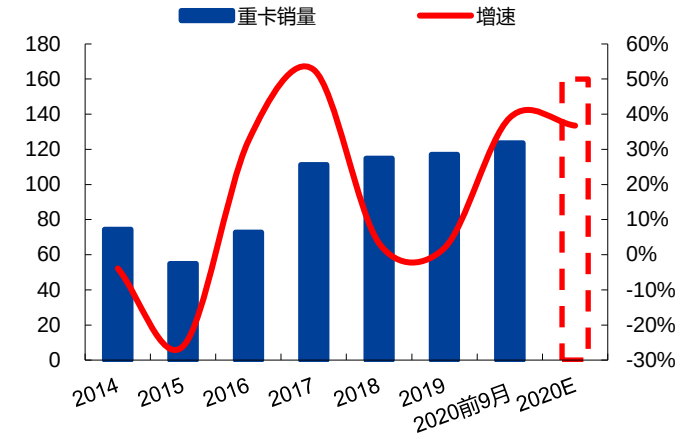


资料来源：中汽协，华金证券研究所

重卡高景气度基调奠定，全年有望达到 160 万辆。2020 年 9 月重卡行业销量实现 15.1 万辆，同比上涨 80.2%，环比增长 16.2%。2020 年 1-9 月重卡行业累计销量 123.7 万辆，同比增长 39%，行业持续高景气度。2020 年重卡销量持续超预期，自今年 4 月份以来行业销量持续刷

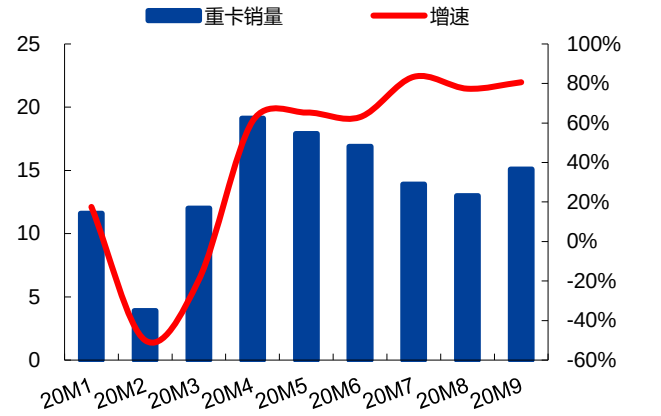
新历史销量纪录，同比增速均保持在 60%以上。重卡高景气度的核心推动力来自治理超载、国三淘汰以及基建发力带来的增量，呈现出淡季不淡的现象。重卡全年高景气度基调基本奠定，全年重卡行业销量有望达到 160 万辆，同比增长 36.8%。

图 8：重卡行业销量（万辆）及增速



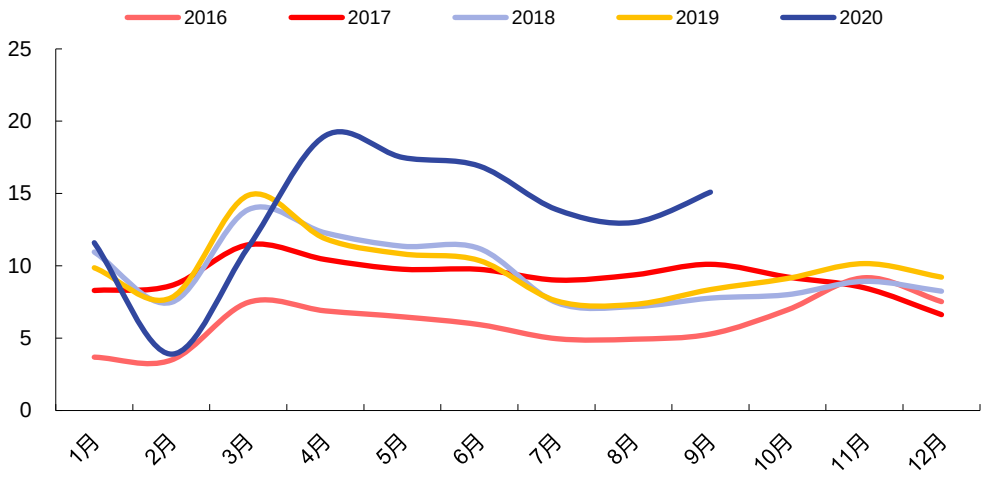
资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 9：重卡月度销量（万辆）及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

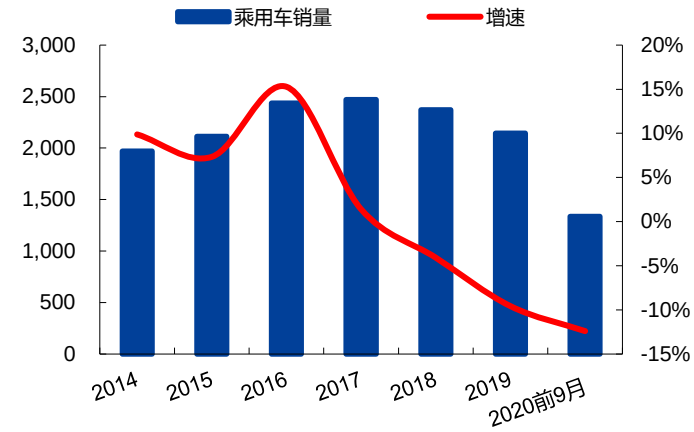
图 10：2016 年-2020 年重卡月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

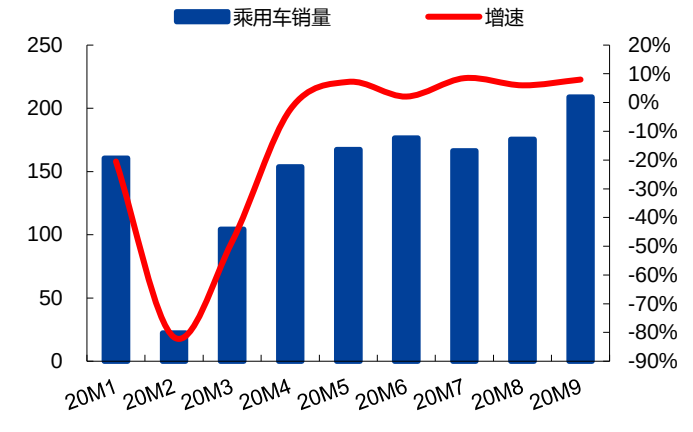
乘用车行业景气周期回升，SUV 细分领域保持高增速。2020 年 1-9 月乘用车实现销量 1337.6 万辆，同比下降 12.4%，降幅较 1-6 月收窄 10 个百分点。Q3 单季销量增速已经同比转正，Q3 实现销量 550.8 万辆，同比增长 7.8%。

图 11：乘用车年度销量（万辆）及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

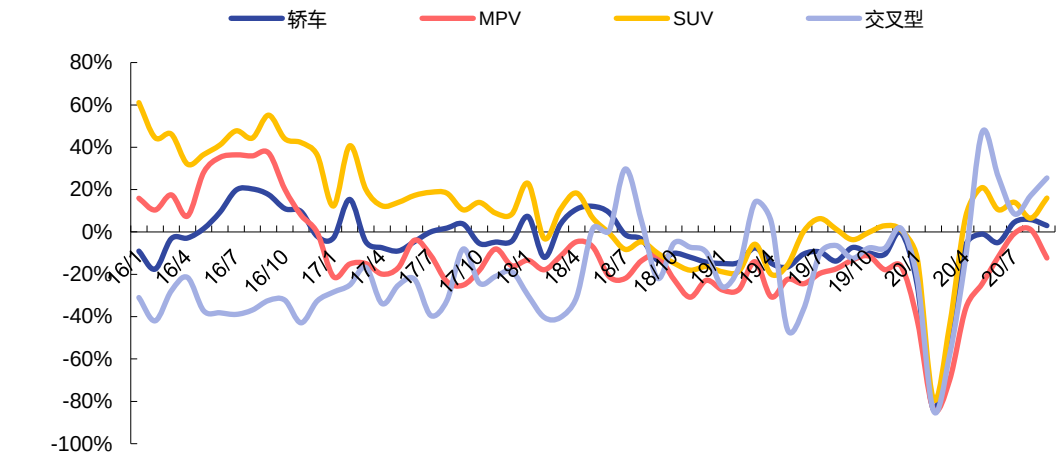
图 12：乘用车月度销量（万辆）及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

从乘用车细分车型来看，SUV 仍保持高增速。SUV 增速率先于 4 月转正，增速领先轿车及 MPV 车型，并且在其带动下，乘用车总体增长动力较强。促进 SUV 增长的主要动力在于新品的及时推出以及消费者购买力的回升。

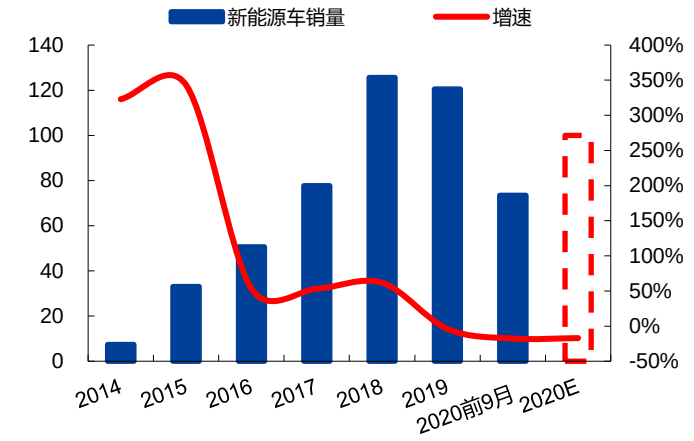
图 13：乘用车细分车型销量增速



资料来源：wind，华金证券研究所

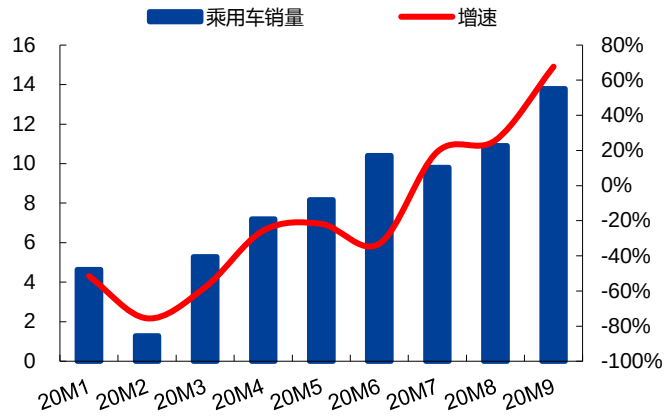
新能源汽车销量环比改善，预计全年实现销量 100 万辆。2020 年 1-9 月，新能源汽车实现销量 73.4 万辆，同比下降 17.7%，降幅较 1-6 月收窄 23.3 个百分点。从月度销量数据可以看出，从 7 月开始呈现逐月环比改善现象，下半年销量有望同比转正，预计全年实现销量 100 万辆。

图 14：新能源汽车年度销量（万辆）及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 15：新能源汽车月度销量（万辆）及增速

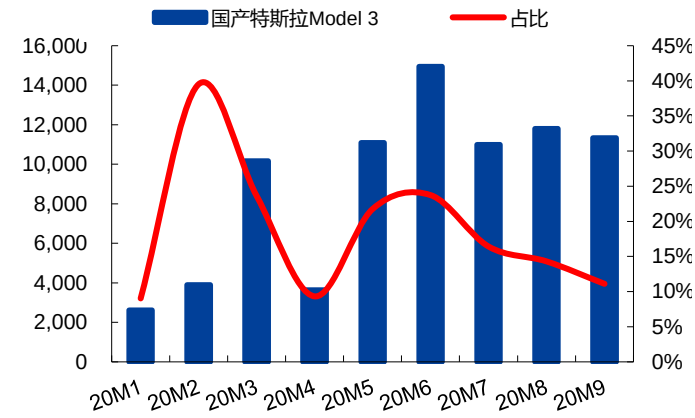


资料来源：中汽协，华金证券研究所

今年新能源汽车市场呈现两个现象：

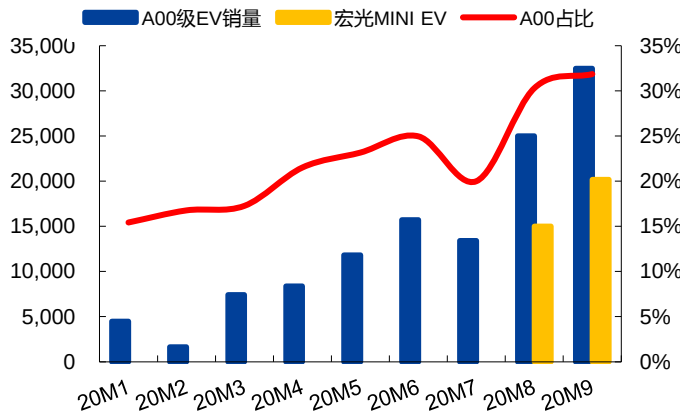
1、高低两端齐发力。9 月电动车高低两端强势增长趋势明显，高端车以特斯拉 Model 3 为代表，主要受一二线城市青睐，9 月国产特斯拉 Model 3 销量实现 11329 台，占纯电动车 11.1%。低端车宏光 MINI EV 入市后深受三四线市场喜爱，7 月上市，8 月销量达到 15000 辆，9 月份销量实现 20200 辆。A00 级电动车 9 月销量 3.25 万，份额提升到纯电动的 32%。9 月新能源车市多元化发力，上汽通用五菱 24386 台、比亚迪 19048 台、特斯拉中国 11329 台，分列新能源三强。

图 16：国产特斯拉 Model 3 销量及在 EV 中占比



资料来源：中汽协，华金证券研究所

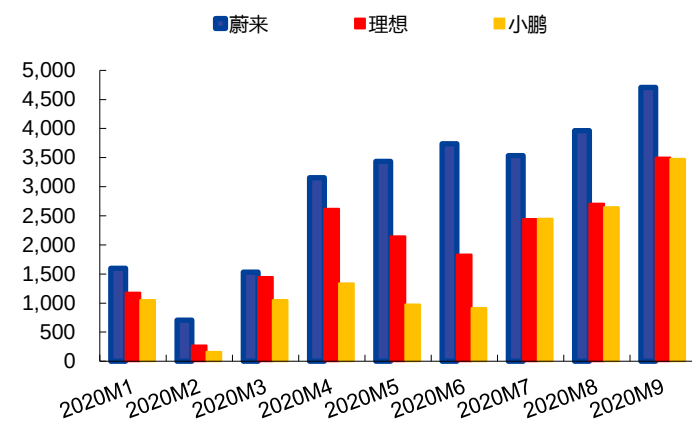
图 17：A00 级纯电动车销量及在 EV 中占比



资料来源：中汽协，华金证券研究所

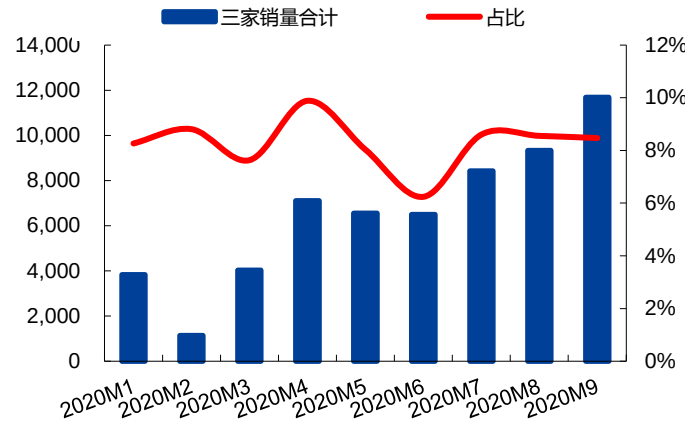
2、“造车新势力”表现亮眼。蔚来、理想、小鹏等新势力车企表现优秀，9 月份分别实现销量 4708、3504 和 3478 辆，合计达到 11690 辆，在新能源汽车销量占比达到 8.5%。

图 18：蔚来、理想、小鹏月度销量



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 19：蔚来、理想、小鹏总销量在新能源车中占比



资料来源：公司官网，华金证券研究所

新能源汽车下乡政策为市场带来增量。新能源汽车下乡活动自从今年 7 月末正式启动，总体销量快速增长，微型电动车下乡具有较广的市场前景。在 A00 级电动车销量较好的三四线城市和农村地区，可能会释放较高的机动化出行的需求，这可能会成为中国新能源汽车发展的新动力。随着城镇化进程的加快以及农民消费水平的提升，农村居民对出行交通工具的需求将增多，目前农村市场三轮车和低速车保有量达到 760 万辆，微型电动车将对其进行升级替换，新能源汽车下乡活动将促进电动车农村市场的普及。

表 1：新能源汽车下乡具体车型总结

批次	车企	车型
第一批	北京新能源汽车股份有限公司	北汽新能源 EC3、长城欧拉 R1、欧拉 IQ
	上汽通用五菱汽车股份有限公司	宝骏 E100、宝骏 E200、宏光 MINI EV
	重庆长安新能源汽车有限公司	长安奔奔 E-star
	奇瑞新能源汽车技术有限公司	奇瑞 EQ1
	安徽江淮汽车集团股份有限公司	江淮 IEV6E
	比亚迪股份有限公司	比亚迪元、E1、E2、E3
	东风汽车集团有限公司	新能源 EX1
	一汽奔腾轿车有限公司	奔腾 E01
	浙江合众新能源汽车有限公司	哪吒 N01
第二批	长城汽车股份有限公司	欧拉白猫
	上汽通用五菱汽车股份有限公司	五菱宏光电动车、新宝骏 E300、新宝骏 E300Plus
	重庆长安新能源汽车有限公司	欧尚 A600EV、S15E-pro、欧尚尼欧、睿行 EM80、长安之星 9EV、跨越 X1EV、跨越 V5EV
	奇瑞新能源汽车技术有限公司	开瑞 K60EV、开瑞优优 EV、开瑞优劲 EV
	比亚迪股份有限公司	比亚迪 S2
	东风汽车集团有限公司	风神 E70、东风风光 E3、风光 E1、启辰 e30、启辰 D60EV、启辰 T60EV、菱智 M5EV、风行 S50EV
	威马汽车科技集团有限公司	威尔马斯特 EX5
	江西江铃集团新能源汽车有限公司	新能源 EV3
	上海汽车集团股份有限公司	上汽荣威 Ei5、科莱威
	浙江吉利控股集团有限公司	枫叶 30X
	四川（野马）汽车工业股份有限公司	雷丁 i3、雷丁 i5
	海马汽车股份有限公司	爱尚 EV、爱尚 360/E1

批次	车企	车型
	厦门金龙旅行车有限公司	厦门金旅龙运 GLE850、厦门金旅龙运 GLE550、厦门金旅龙运 GLE650
	云度新能源汽车股份有限公司	云度π1
第三批	比亚迪股份有限公司	比亚迪元 EV535、比亚迪秦 EV
	东风汽车集团有限公司	风神奕炫 EV500
	云度新能源汽车股份有限公司	云度π3 Pro 远行版
	浙江零跑科技有限公司	T03
	江苏吉麦新能源有限公司	凌宝 BOX
	成都大运汽车集团有限公司	大运悦虎 3
	国机智骏汽车有限公司	国机智骏 GC1
	中通客车控股股份有限公司	开阳系列 EV

资料来源：盖世汽车，华金证券研究所

长期政策支撑，发展方向不变。10 月 27 日，由工信部指导、中国汽车工程学会组织全行业 1000 余名专家历时一年半修订编制的《节能与新能源汽车技术路线图（2.0 版）》（以下简称“2.0 版路线图”）正式发布。

2.0 版技术路线图明确新能源汽车渗透率目标，助力行业电动化转型。2.0 版技术路线图分别以 2025 年、2030 年、2035 年为关键节点，设立了产业总体发展里程碑。具体阶段性发展目标为：到 2025 年、2030 年、2035 年，新能源汽车销量占比分别达到 **20%**、**40%**和 **50%**，混动汽车在传统乘用车中销量占比分别为 **50%**、**75%**和 **100%**，燃料电池汽车保有量 2020 年将达到 **10** 万辆、2030 年达到 **100** 万辆。汽车产业实现电动化转型，商用车将实现氢动力转型，各类网联式高度自动驾驶汽车车辆在国内广泛运行。

表 2：节能与新能源汽车技术路线图主要里程碑设定

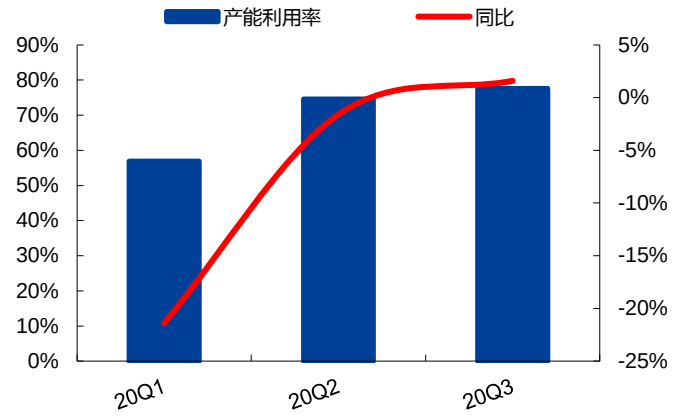
		2025 年	2030 年	2035 年
主要里程碑	乘用车	乘用车（含新能源）新车油耗达到 **4.6L**/100km(WLTC)	乘用车（含新能源）新车油耗达到 **3.2L**/100km(WLTC)	乘用车（含新能源）新车油耗达到 **2.0L**/100km(WLTC)
	商用车	货车油耗较 2019 年降低 **8%**以上 客车油耗较 2019 年降低 **10%**以上	货车油耗较 2019 年降低 **10%**以上 客车油耗较 2019 年降低 **15%**以上	货车油耗较 2019 年降低 **15%**以上 客车油耗较 2019 年降低 **20%**以上
	节能汽车	传统能源乘用车新车平均油耗 **5.6L**/100km(WLTC) 混动新车占传统能源乘用车的 **50%**以上	传统能源乘用车新车平均油耗 **4.8L**/100km(WLTC) 混动新车占传统能源乘用车的 **75%**以上	传统能源乘用车新车平均油耗 **4L**/100km(WLTC) 混动新车占传统能源乘用车的 **100%**
	新能源汽车	新能源汽车占销量 **20%**左右 氢燃料电池汽车保有量达到 **10** 万辆左右	新能源汽车占销量 **40%**左右 氢燃料电池保有量达到 **100** 万辆左右	新能源汽车成为主流（占总销量 **50%**以上）
	智能网联汽车	PA/CA 级智能网联汽车占汽车年销量的 **50%**以上， HA 级汽车开始**进入市场**， C-V2X 终端新车装备率达 **50%**	PA/CA 级智能网联汽车占汽车年销量的 **70%**， HA 级汽车开始 **20%**， C-V2X 终端新车装备基本普及	各类网联式高度自动驾驶车辆**广泛运行**于中国广大地区， 中国方案智能网联汽车于智慧能源、智能交通、智慧城市**深度融合**。

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，华金证券研究所

（二）内循环逐步改善，行业利润增幅高于营收

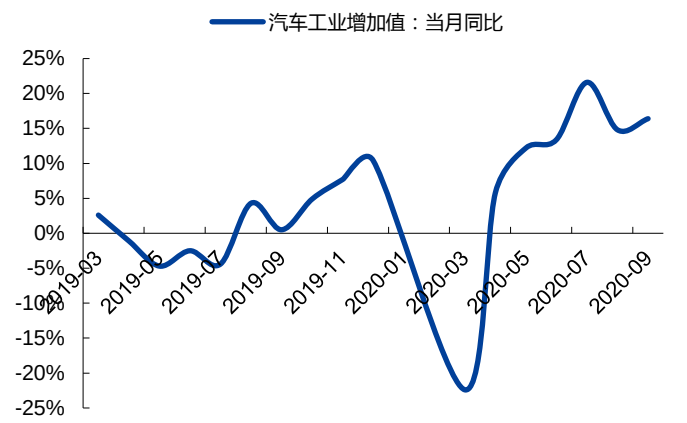
产能利用率逐季提升。疫情后汽车业复产水平持续好转，在内循环逐步改善的情况下，产能利用率呈现逐渐提升势态。其中一季度产能利用率达到 56.9%(-21.4%)，二季度 74.6%(-1.6%)，三季度 77.6%，同比（+1.6%），三季度较二季度提升 3 个百分点。汽车工业增加值从 4 月起恢复正增长，并且连续 4 保持两位数增长。

图 20：产能利用率逐季提升



资料来源：乘联会，华金证券研究所

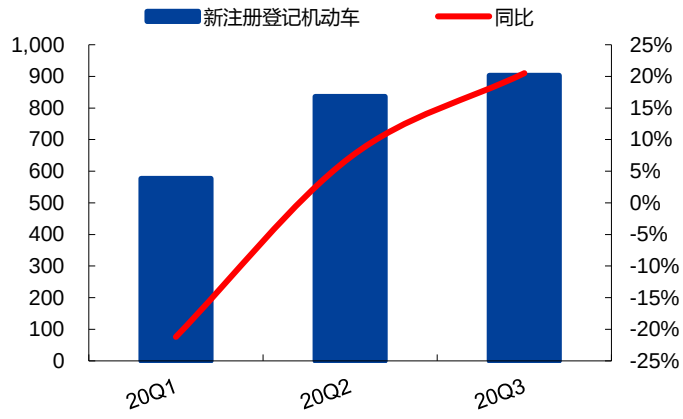
图 21：汽车工业增加值：当月同比



资料来源：wind，华金证券研究所

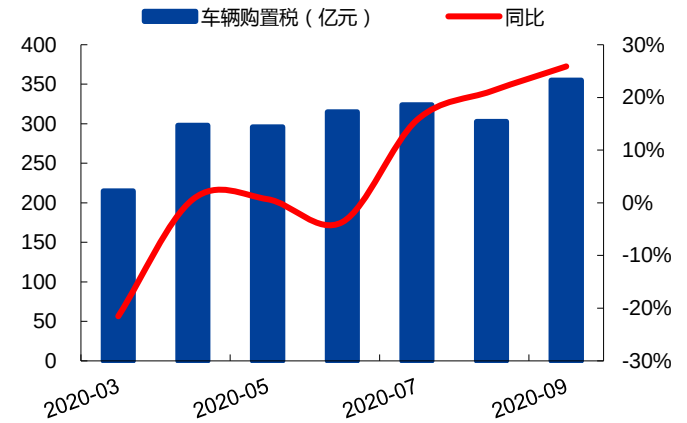
新注册登记机动车强劲反弹，Q3 车辆购置税实现同比增长。一季度新注册登记机动车 577 万辆（-21.2%），二季度 836 万辆（+7.2%），三季度 903 万辆（+20.5%）。其中三季度新注册登记的卡车为 109 万辆，同比增幅达到 46.1%，刷新历史记录。车辆购置税来看，Q3 三个月购置税同比正增长，增速恢复到两位数，其中 9 月份实现购置税 355 亿元，同比增长 25.9%。

图 22：2020Q1-Q3 新注册登记机动车（万辆）及同比



资料来源：乘联会，华金证券研究所

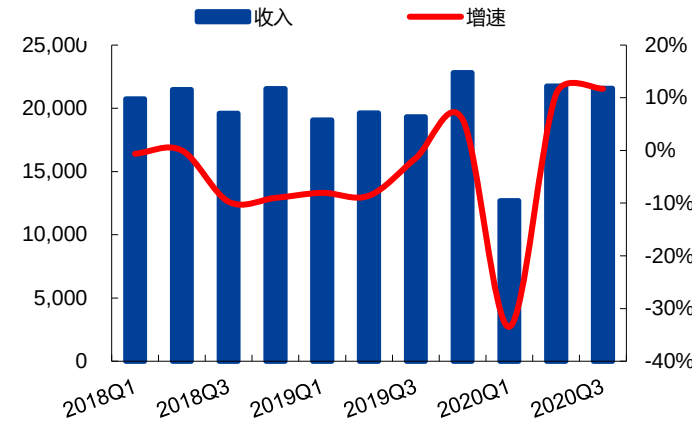
图 23：车辆购置税（亿元）及同比



资料来源：wind，华金证券研究所

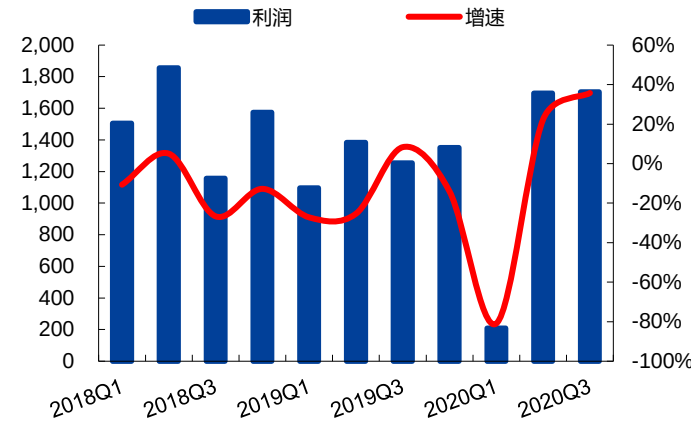
需求强劲反弹，行业利润增幅高于营收。在市场需求回暖、产销快速恢复等有利因素驱动下，利润先于营收增速转正，且增幅高于营收水平。其中 Q3 行业营收增幅为 11.7%，利润增幅为 35.7%。

图 24：汽车行业分季度收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

图 25：汽车行业分季度利润及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

三、推荐标的

（一）长城汽车

推荐逻辑：

（1）**国内 SUV 行业龙头，持续研发投入。**公司是国内 SUV 行业的龙头企业，2019 年 SUV 销量国内第一，市场占有率达 9.5%。在技术研发上，公司坚持采取“过度投入、精准研发”的策略，近年来公司的研发支出持续增长，研发中心布局全球，研发业务围绕关键零部件布局全面。

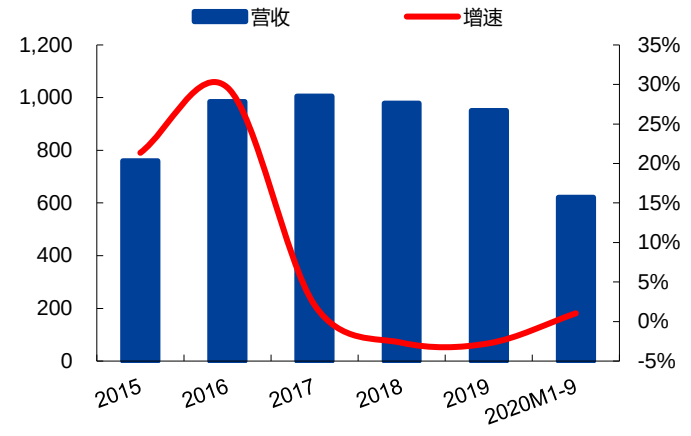
（2）**基于新平台，开启 SUV 产品强周期。**推出全新“柠檬+坦克”两大全球智能模块化技术平台，模块化平台的推出有望缩短公司新车研发周期，提升研发效率，促进零部件通用化率，毛利率有望增长。公司核心动力系统全面升级，动力性经济性进一步提升，年内量产配套新车型，增强公司产品竞争力。模块化平台配合全新升级动力系统，公司下半年迎来新产品周期，神车哈弗 H6 全新换代，大狗/白猫/坦克 300 全新上市，伴随新平台渗透率提升，公司有望开启销量与单车盈利双升的强劲新产品周期。

（3）**皮卡渗透率有望提升，龙头首先受益。**长城汽车以皮卡起家，深耕皮卡市场，于 2019 年上市长城炮弥补了国内高端乘用化皮卡的空白，皮卡销量位居行业第一，市占率达到将近 50%。目前国内皮卡渗透率仅为 2%，远低于全球 6%~7%的渗透率水平。从需求端来看，商用需求有望受益于消费升级，对微卡，微型货车进行替代，乘用需求来看，皮卡有望成为多用途乘用车，拓展到一至三线城市消费人群，满足城市中收入较高人群的户外活动需求。预计皮卡行业 2025 年销量有望达到 104 万辆，渗透率约为 3.6%。在皮卡行业渗透率提升的情况下，公司作为皮卡行业的龙头企业将首先受益。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 46.7 亿元、64.7 亿元和 82.6 亿元。维持公司“买入-B”的投资评级。

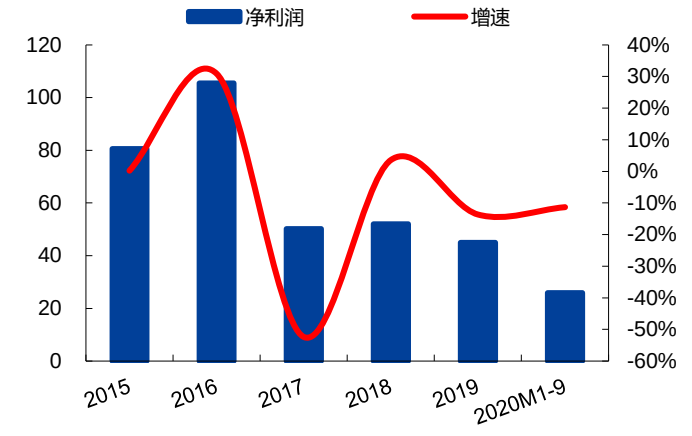
风险提示：乘用车行业需求复苏低于预期；新车销量低于预期；新平台降本不及预期；汇率波动造成损失。

图 26：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind，华金证券研究所

图 27：公司近 5 年净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）三花智控

推荐逻辑：

（1）**制冷部件龙头企业，各业务之间协同发展：**公司成立三十年来一直专注于生产和研发热冷转换、智能控制的环境热管理核心零部件。公司依托制冷技术的优势，拓展了业务范围，公司现有业务包括汽车空调及热管理、微通道换热器以及洗碗机零配件等业务。公司业务多元化，但是主要核心技术仍然是制冷技术，依托制冷技术各业务之间可以协同发展。

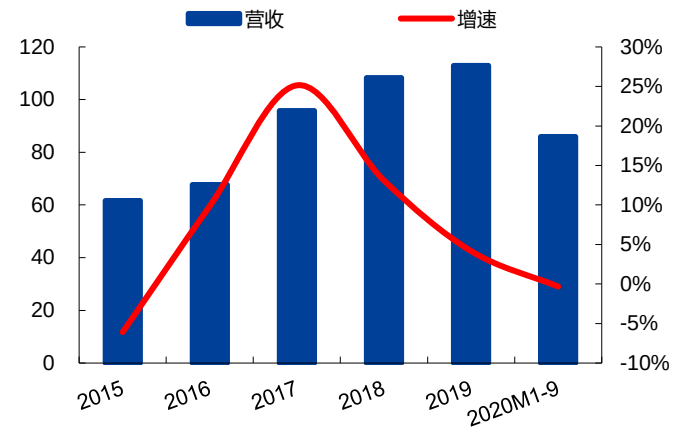
（2）**汽零业务放量明显，成长性确定：**Q1-Q3 汽零业务实现营收 16.0 亿元，同比增长 33.0%，其中 Q3 汽零业务实现营收 6.5 亿元，同比增长 48.0%，汽零业务单季度营收实现同比高增长。核心客户方面，特斯拉 Q3 交付 13.9 万辆，同比增长 44.0%；蔚来 Q3 实现销量 12206 辆，上半年日系客户破冰，大众 MEB 平台产品开始放量，全年汽零业务营收增速有望实现高增长。在供应产品方面，公司逐渐转向组件供应方式，积极推动模块集成化项目，可以提升公司单车价值量，并且加强与主机厂的粘性，保持住新能源热管理领域的领先优势。

（3）**公司传统制冷业务市占率第一，业绩增长稳健：**公司的主要阀类产品截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀市占率全球第一，分别达到 35%、66%和 58%。三花微通道因其特有的优势，市占率达到 45%，位居全球第一。我国洗碗机普及率较低，但是随着人口老龄化以及年轻一代对生活品质的追求，普及率有望提升，亚威科业务有着较大的成长空间。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 15.3 亿元、19.4 亿元和 23.8 亿元。维持公司“买入-B”的投资评级。

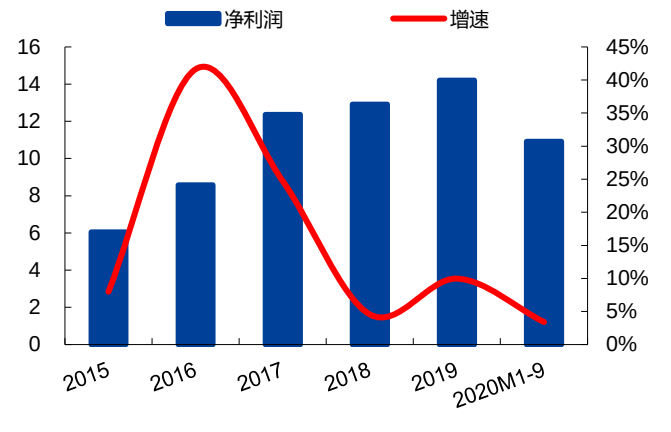
风险提示：新能源热管理业务发展不及预期；空调行业回暖不及预期；原材料价格上涨风险；特斯拉销量不及预期；募投项目进展进度不及预期。

图 28：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind,华金证券研究所

图 29：公司近 5 年净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（三）中国重汽

推荐逻辑：

（1）**国内重卡龙头企业之一，销量排名稳居前三：**中国重汽集团重卡 1-9 月销量 18.29 万辆，同比上涨 32%，行业排名第三，龙头地位稳固。重卡行业市场集中度一直维持于高位，2010 年-2019 年，我国重卡行业 CR5 一直维持在 82%-83%，CR8 从 2010 年的 92%提升到 2019 年的 94%，这表示重卡行业销量被前八大厂商占有，头部企业有较高优势，公司重卡销量将受益于行业集中度的提升。

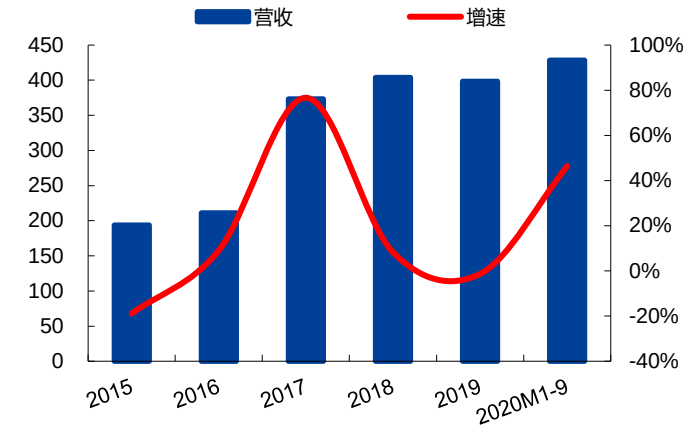
（2）**业绩保持稳健，降本增效成果已现：**2019 年公司营收水平下降 1.33%，但归母净利润同比增长 35.16%，净利润增幅高于收入增幅，公司的盈利能力进一步增强。公司 2019 年公司毛利率为 10.50%，相较于 2018 年的 8.86%增长了 1.64 个百分点；2019 年净利率为 3.99%，相较于 2018 年的 3.00%增长了 0.99 个百分点，降本增效改革成果显现。

（3）**重卡高景气度，全年有望实现 160 万辆销量：**2020 年 9 月重卡行业销量实现 15.1 万辆，同比上涨 80.2%，环比增长 16.2%。2020 年 1-9 月重卡行业累计销量 123.7 万辆，同比增长 39%，行业持续高景气度。2020 年重卡销量持续超预期，自今年 4 月份以来行业销量持续刷新历史销量纪录，同比增速均保持在 60%以上。重卡高景气度的核心推动力来自治理超载、国三淘汰以及基建发力带来的增量，呈现出淡季不淡的现象。重卡全年高景气度基调基本奠定，全年重卡行业销量有望达到 160 万辆，同比增长 36.8%。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 18.1 亿元、17.9 亿元和 18.0 亿元。维持公司“买入-A”投资评级。

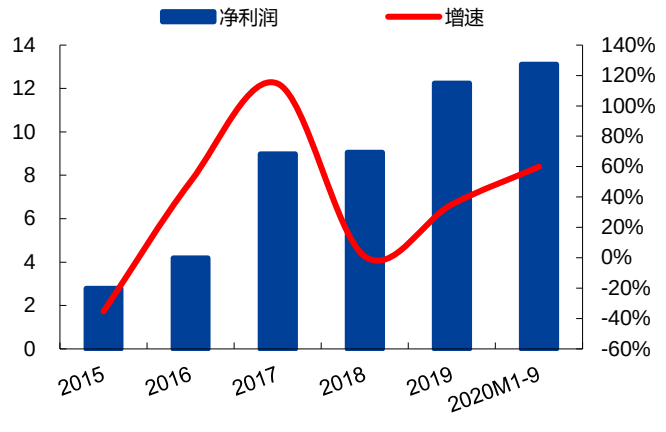
风险提示：重卡行业产销量增长低于预期；公司降本增效改革效果低于预期；治超执行力度低于预期。

图 30：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind，华金证券研究所

图 31：公司近 5 年净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（四）宁德时代

推荐逻辑：

（1）**动力电池独角兽，7 年登顶全球第一位：**宁德时代成立于 2011 年，在过去 7 年间公司随我国新能源汽车产业高速发展，根据招股说明书，公司 2017 年动力电池系统销量 11.84GWh，首次 超越松下成为动力电池行业全球第一。同时，公司已经进入宝马、大众等国际一流整车企业的供应体系，优质客户资源丰富。

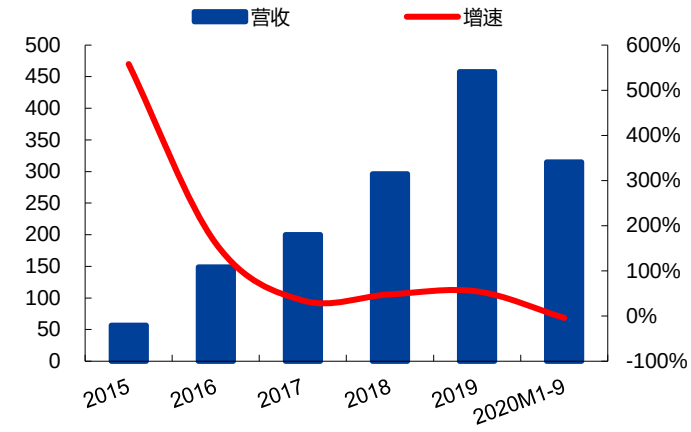
（2）**市场份额稳居国内第一，全年有望重回全球龙一：**根据动力电池产业联盟数据，7 月-9 月宁德时代装机分别为 2.26GW（占比 45.1%）、2.46GW（占比 47.9%）、3.12GW（占比 47.4%），1 月-9 月宁德时代国内装机 16.75GW（占比 49%），稳居国内第一。10 月 5 日，SNE Research 数据显示，8 月全球动力电池装机量为 10.8GWh，宁德时代以 2.8GWh 的装机量排名全球第一，市场份额为 25.9%。今年一季度，得益于特斯拉 Model 3、雷诺 Zoe 和保时捷电动汽车的订单，LG 化学装机量赶超宁德时代，这一势头一直维持到 7 月。1-8 月，LG 化学的全球装机量为 15.9GWh，占同期总量(64.7GWh)的 24.6%；宁德时代为 15.5GWh，占同期总量的 24%，预计全年出货量重回龙一位置。

（3）**研发投入持续加强，费用管控能力进一步优化，盈利能力有望提升：**2019 年研发投入 29.9 亿元，同比增长 50%。公司持续加强研发投入，截至 2019 年底，公司共拥有 2369 项境内专利及 115 项境外专利，分别同比增长 46%和 203%。公司 2019 年三项费用率合计 13.5%，同比下降 2.3pct，其中管理费用率和财务费用率分别同比下降 1.4pct、0.8pct。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 53.2 亿元、70.9 亿元、94.1 亿元，维持公司“增持-A”投资评级。

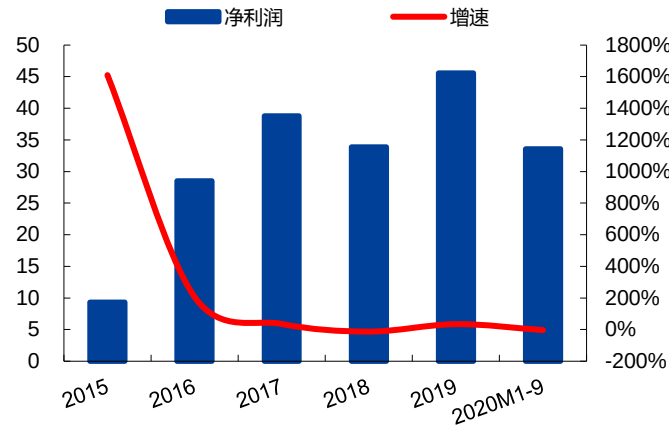
风险提示：新能源汽车需求恢复不及预期，原材料价格大幅上涨；新能源车政策变化的风险。

图 32：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind,华金证券研究所

图 33：公司近 5 年净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（五）星宇股份

推荐逻辑：

（1）**稳健成长的内资车灯龙头，将继续受益于行业竞争格局带来的国产替代大空间。**公司上市以来实现了营收和净利润年均 24.97%和 15.95%的稳健增长，快速成长为内资车灯龙头，成为国内车灯“一超多强”之一。与外资车灯企业相比，星宇拥有成本优势，在国内整车企业间竞争加剧的市场格局下，产品有望加速实现国产替代。

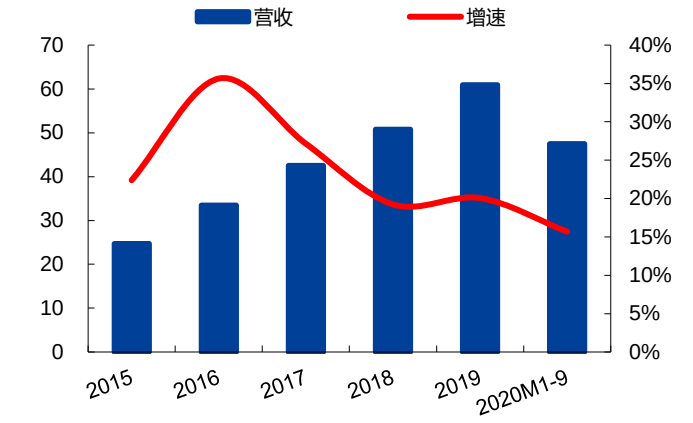
（2）**主要客户销量强势回归，公司出货量增加：**在上半年汽车行业销量同比下滑的情况下，公司营收逆势增长，主要原因在于核心客户销量回升。公司主要客户为一汽大众和一汽丰田。这两个客户分别占据营收的 40%和 13%左右。其中一汽大众上半年实现销量 84.4 万辆，夺得国内汽车市场销量冠军，市场份额达到 11.0%；一汽丰田上半年实现销量 34.7 万辆，市场份额为 4.5%。同时公司的第一款 ADB 大灯量产客户红旗于上半年实现销量 7 万辆，同比增长 110.7%。在主要客户销量回升的带动下，营收同比增长 6.3%。

（2）**产品结构改善，毛利水平持续提升：**上半年毛利水平为 24.9%，比去年同期提升 1.5 个百分点。公司毛利率水平提升原因主要在于：1）产品结构改善，技术壁垒高、毛利水平高的前照灯和后组合灯收入占比提升；2）LED 大灯产品上量，车灯均价不断提高，带动毛利率水平提升；3）客户结构高端化，公司的核心客户逐渐由自主品牌（一汽、奇瑞等）升级至合资品牌（一汽大众、一汽丰田和奥迪等），公司还新增了北京奔驰、宝马、捷豹路虎、沃尔沃等豪华车客户，客户结构高端化也有助于公司盈利能力提升。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 9.2 亿元、11.7 亿元和 14.9 亿元。维持公司“买入-A”的投资评级。

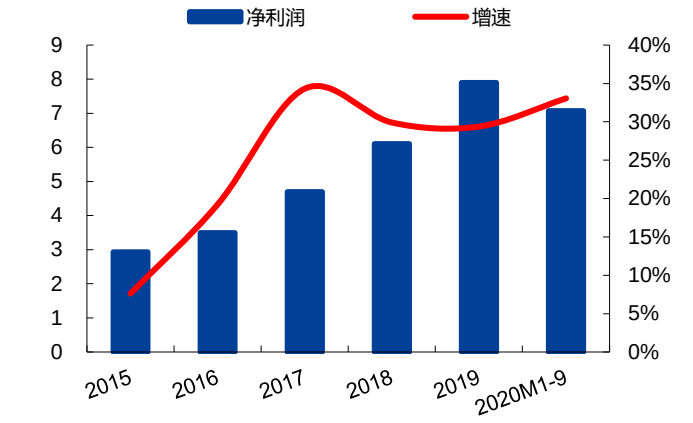
风险提示：LED 车灯出货量增长不及预期；公司下游客户销量增速低于预期；新工厂产能投放进度不及预期。

图 34：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind,华金证券研究所

图 35：公司近 5 年净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（六）比亚迪（关注）

推荐逻辑：

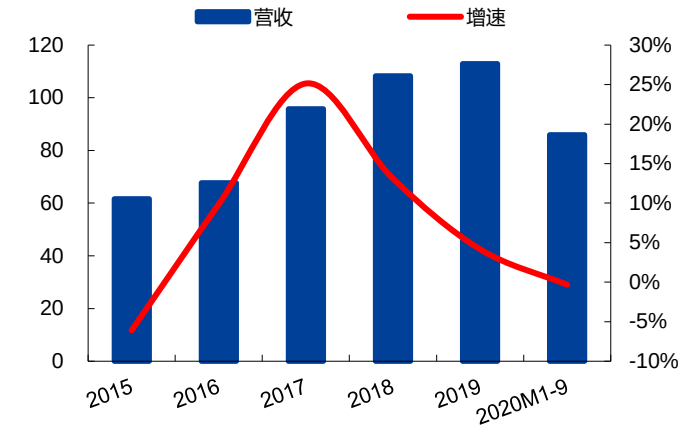
（1）**业务高度垂直整合，唯一掌握三电、IBGT 等新能源汽车产业链核心技术的车企：**公司采取高度垂直整合的经营模式，掌握三电等核心技术。发布刀片电池，并实现量产搭载在汉车型上，安全性能及性价比提升明显，成本下降。同时，公司是国内唯一拥有 IGBT 完整产业链的整车企业，技术达到领先水平，打破海外垄断。

（2）**发布全新升级插混平台，产品竞争力进一步提升：**公司发布全新升级插混平台，分别为 DM-p 和 DM-i 两个版本。DM-p 沿用了三擎四驱或双擎四驱平台，提升了 BSG 电机和发动机的融合。DM-i 以节能为主要特点，续航里程提高，油耗降低，成本进一步下降，产品竞争力提升。

（2）**主力车型汉、唐销量发力，盈利水平提升：**分车型看，汉、唐销量表现强劲，新品汉于 7 月上市，9 月实现销量 0.56 万辆，环比增长 40%，Q3 总销量为 1.08 万辆，高配版本占比较高。唐 DM 上市带来新增需求，9 月唐家族实现销量 5,085 辆，环比增长 211%，Q3 销量共 8314 辆，环比增速翻番。

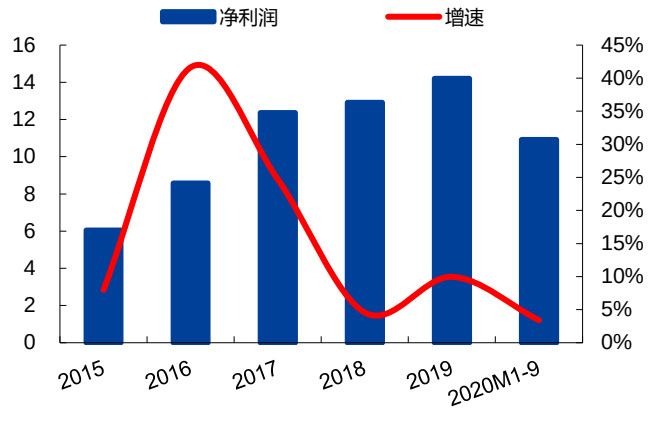
风险提示：行业复苏不及预期；新车销量不及预期；电池外供进程不及预期。

图 36：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind，华金证券研究所

图 37：公司近 5 年净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（七）德赛西威（关注）

推荐逻辑：

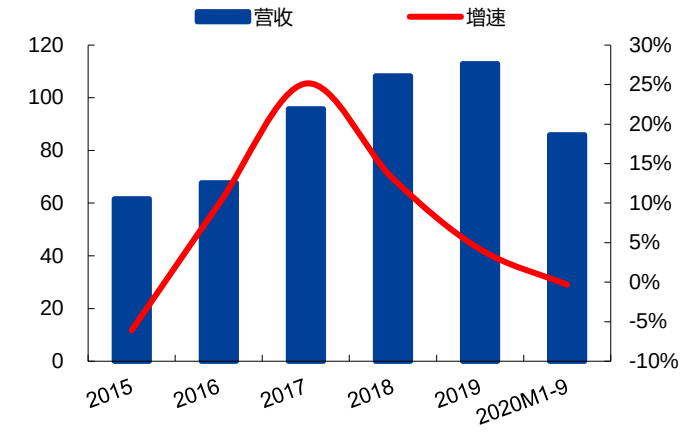
（1）**汽车电子龙头，基本面改善：**公司是国内汽车电子领导者，业务由智能座舱向智能驾驶延伸。公司以车载娱乐系统、信息系统、空调控制器等产品起家，国内前装导航市场份额超过 20。伴随整车内部架构升级演进，公司业务升级跟进，目前主要业务以智能座舱、智能驾驶、车联网为主要核心业务。

（2）**营收环比增长，毛利率改善：**2020 年 Q1-Q3 营收分别为 11.5 亿元、14.5 亿元、17.0 亿元，营收逐季环比增长，同比分别为+14.2%、+14.4%、+33.5%。前三季度毛利率为 22.9%，同比增加 0.16pct。费用管理方面，Q1-Q3 期间费用率为 17.2%，同比下降 2.8pct，总体来看伴随营收规模的增长，盈利能力逐步提升。

（3）**业务进入回报期，贡献增量：**公司智能驾驶、智能座舱等新产品在多家核心客户的众多车型中配套供货。多屏互动智能驾驶座舱产品已在理想、长安、奇瑞等车型上配套量产，大屏显示模组已获得一汽大众、上汽大众、吉利、上汽通用五菱等主机厂项目订单，持续放量。

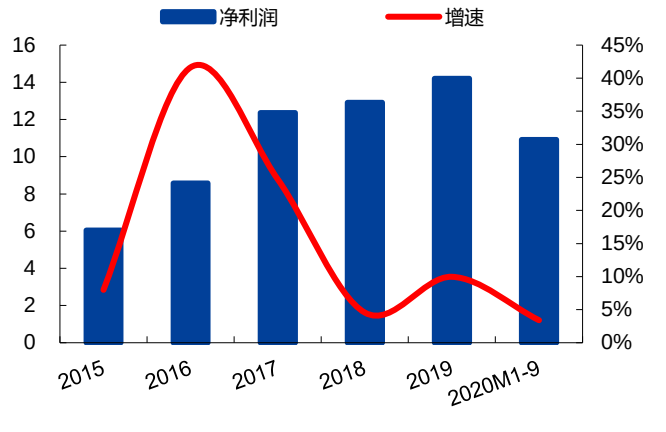
风险提示：汽车销量不及预期；客户拓展不及预期；智能网联业务拓展不及预期。

图 38：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind,华金证券研究所

图 39：公司近 5 年净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

四、风险提示

新能源汽车政策推广不及预期；汽车消费刺激政策进度不及预期；原材料价格出现大幅上涨；海外疫情影响超预期。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn