东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

汽车专题报告

周期向上的力量，全面拥抱整车

2020 年 11 月 1 日

增持（维持）

证券分析师 黄细里
执业证号：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

投资要点

- **Q3 汽车行业全面复苏，产批零同比增速均为正。**随国内疫情逐渐被控制，汽车消费逐步进入复苏轨道。Q3 产批同比涨幅扩大，零售同比转正，依次为+7.10%/+7.59%/+11.98%。细分月份来看，7-9 月份批发&零售同比连续为正，产量方面除 8 月同比基本持平外，7/9 月均同比均双位数增长。库存层面 Q3 企业库存减少，渠道库存增加，分别变化-3.8/+17.9 万辆。价格层面 Q3 折扣率逐步扩大，整体+1.32pct。

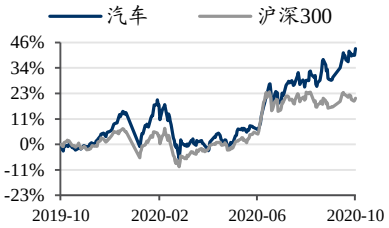
- **2020 年三季报反应出了什么？**2017-2019 年产业链持续经受了周期下行带来的阵痛，而 2019Q4 报表已有见底企稳的迹象，疫情突至下被打乱了节奏，2020Q1 进一步承压。随着产业链复工复产+车企促销+相关政策出台，Q2 各项指标开始好转，**整体板块三季报超预期，盈利能力明显向好，主要原因在于：Q3 汽车产销数据超预期+零部件海外业务恢复明显+去年同期基数较低。2020 年三季报具体分析来看：①成长能力：**1）随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策出台，行业需求回暖，在 2019Q3 低基数下，2020Q3 营收同比为正。2）面对需求下行产业链 2020Q3 投资放缓明显，在建工程微幅下降。**②盈利能力：**随着产业链复工复产顺利，产能利用率逐渐恢复，2020Q3 产业链毛利率快速回升，期间费用率下降明显，净利率也实现快速回升。**③营运能力：**需求下行+疫情影响导致产业链库存周转天数拉长，零部件产业链经营性现金流净额 2020Q3 年明显回升，整车和汽车服务仍有所下降。

- **2020Q1 是业绩最差时点，Q2 如期环比改善，Q3 改善超预期，Q4 无论同比还是环比将进一步改善。**2019Q3 行业进入渠道小幅补库阶段，Q4 渠道继续补库，整体行业需求见底企稳并有所回暖，但净利润因周期性下滑的惯性依然处于底部。**2020Q4 国内乘用车量-库-价运行情况预计：1）产销层面：**疫情影响逐步消退+地方刺激政策+经济逐步复苏，2020Q4 乘用车产销预计进一步复苏，产批预计有望实现同比正增长 5-10%（偏中上限概率较大），交强险口径的零售预计同比约+10%（基数低）。**2）库存层面：**自 2018 年以来产业持续去库存，加上疫情叠加影响，产业目前仍处于较为谨慎状态，预计 Q4 企业库存维持在 0 附近，渠道库存季节性小幅增加 10 万左右。**3）价格层面：**Q4 虽然是旺季，但基于库存整体处于较为健康，折扣率稳中小升。关于 2020 全年国内乘用车产销预测，基于 Q3 产销实际运行超出我们预期（相比二季报综述时所做预测），且海外疫情影响逐步减弱，基于这个假设前提，**我们预计全年产量/批发/零售（交强险）同比下滑收窄分别至：-7.4%/-7%/-7.9%。**

- **投资建议：坚定全面看多，Q4 整车更优于零部件。全面看多整车板块理由：**1）景气复苏逻辑正在验证！长期国内乘用车销量依然可创新高！2）从周期到成长股估值体系的变化。未来汽车是“电动+智能”共同定价，会成为下一个移动终端，软件持续收费成为主盈利模式。数据积累构建长期护城河，形成强者恒强的局面。3）新一轮自主崛起将成为未来 3 年整车股核心主线。电动智能车带动自主品牌进一步跨越 20 万价格带，市占率进一步提升。**Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的"长城+比亚迪+长安”，还是底部蓄力的”吉利+广汽+上汽”。看多核心零部件理由：**1）下游国内乘用车需求复苏逻辑正在验证！2）海外疫情加速了中国具备成本优势的零部件订单长期转移至国内。3）“电动-智能”汽车趋势带来了中国零部件全球产业地位提升的历史性机遇。**优选"前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件推荐排序如下：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。**

- **风险提示：**疫情控制进展低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

行业走势



相关研究

1、《汽车专题报告：再论乘用车复苏之逻辑》2020-09-04
2、《汽车专题报告：为什么汽车配置时机已至？》2020-05-06
3、《汽车专题报告：疫情之下乘用车还能复苏吗？》2020-02-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 7-9 月乘用车量-库-价实际运行如何？ 4
1.1. 产销层面：Q3 产批同比涨幅扩大，零售同比转正，超预期 4
1.2. 库存层面：Q3 企业库存减少，渠道库存季节性增加 4
1.3. 价格层面：7-9 月折扣率整体稳中微增 5
2. 2020 三季报反应出了什么？ 6
2.1. 成长能力：营收回升，资本开支收紧 7
2.2. 盈利能力：毛利率恢复，盈利能力回升明显 8
2.3. 营运能力：整体存货周转小幅改善 12
3. 2020 四季度业绩如何展望？ 15
4. 投资建议：全面看多，建议超配 16
5. 风险提示 16

图表目录

图 1：2020/9 狭义乘用车产量同比+10.0%（万辆）.....4
图 2：2020/9 狭义乘用车批发同比+8.5%（万辆）.....4
图 3：2020/9 狭义乘用车零售同比+8.5%（万辆）.....4
图 4：2020/9 新能源乘用车批发同比+92.3%（万辆）.....4
图 5：2020 年 9 月传统乘用车企业库存增加 4 万辆.....5
图 6：2020 年 9 月企业累计库存为-44 万辆.....5
图 7：2020 年 9 月传统乘用车渠道库存增加 10 万辆.....5
图 8：2020 年 9 月渠道累计库存为 359 万辆.....5
图 9：2020Q3 整车营业收入同比+17.7%.....7
图 10：2020Q3 零部件营业收入同比+11.4%.....7
图 11：2020Q3 汽车服务营业收入同比+1.6%.....7
图 12：20Q3 整车固定资产小幅回升，在建工程小幅下降.....8
图 13：20Q3 零部件固定资产&在建工程微幅下降.....8
图 14：20Q3 整车/零部件无形资产同比+8.6%/+5.2%，环比-0.1%/-0.9%.....8
图 15：2020Q3 整车归母净利润同比+95.6%.....9
图 16：2020Q3 零部件归母净利润同比+8.2%.....9
图 17：2020Q3 汽车服务归母净利润同比+10.1%.....9
图 18：2020Q3 整车行业投资收益同比+33.4%.....10
图 19：2020Q3 零部件行业投资收益同比-18.7%.....10
图 20：2020Q3 整车毛利率同比下降，净利率同比上升.....10
图 21：2020Q3 零部件毛利率同比上升，净利率同比下降.....10
图 22：2020Q3 汽车服务毛利率同比下降，净利率同比上升.....11
图 23：2020Q3 整车期间费用率同比下降 2.0pct.....11
图 24：2020Q3 零部件期间费用率同比下降 0.5pct.....11
图 25：2020Q3 汽车服务期间费用率同比下降 1.0pct.....12
图 26：2020Q3 整车经营性现金流净额同比-43%.....12
图 27：2020Q3 零部件经营性现金流净额同比+17%.....12
图 28：2020Q3 汽车服务经营性现金流净额同比-201%.....13
图 29：2020Q3 整车应收/应付同比+13.5%/+21.0%.....13
图 30：2020Q3 零部件应收&应付同比+14.0%/+18.5%.....13
图 31：2020Q3 汽车服务应收&应付同比-5.2%/+5.1%.....14
图 32：2020Q3 整车存货周转同比上升 0.6 天.....14
图 33：2020Q3 零部件存货周转同比下降 0.1 天.....14
图 34：2020Q3 汽车服务存货周转同比上升 4.9 天.....15

表 1：车企 Q3 折扣率变化.....6

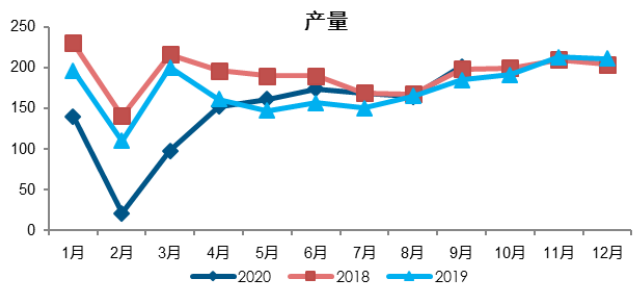
1. 7-9 月乘用车量-库-价实际运行如何？

随国内疫情逐渐被控制，汽车消费逐步进入复苏轨道。Q3 产批同比涨幅扩大，零售同比转正，依次为+7.10%/+7.59%/+11.98%。细分月份来看，7-9 月份批发&零售同比连续为正。库存层面 Q3 企业库存减少，渠道库存增加，分别变化-3.8/+17.9 万辆。价格层面 Q3 折扣率逐步扩大，9 月下环比 6 月下旬+1.32pct。

1.1. 产销层面：Q3 产批同比涨幅扩大，零售同比转正，超预期

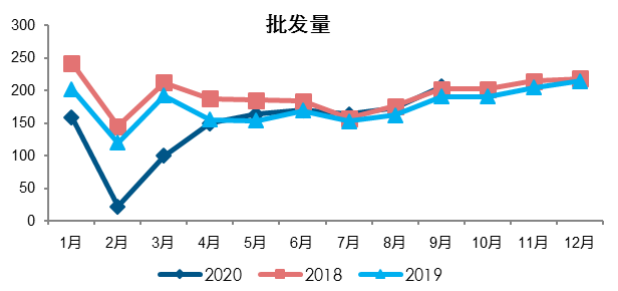
随疫情影响逐渐消退+车企促销+各地车展刺激+逐步进入消费旺季下游需求回暖，2020Q3 乘用车产量批发零售同比持续向好，略超预期。2020Q3 乘联会口径：狭义乘用车产量实现 534 万辆(同比+7.10%，环比+9.59%)，批发销量实现 544 万辆(同比+7.59%，环比+12.32%)，新能源乘用车批发销量 30.8 万辆(同比+50.24%，环比+40.64%)。**2020Q3 交强险口径：**狭义乘用车零售销量实现 514 万辆（同比+11.98%，环比+16.82%）。

图 1：2020/9 狭义乘用车产量同比+10.0%（万辆）



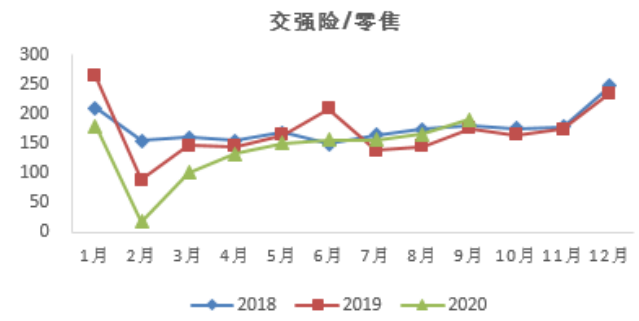
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 2：2020/9 狭义乘用车批发同比+8.5%（万辆）



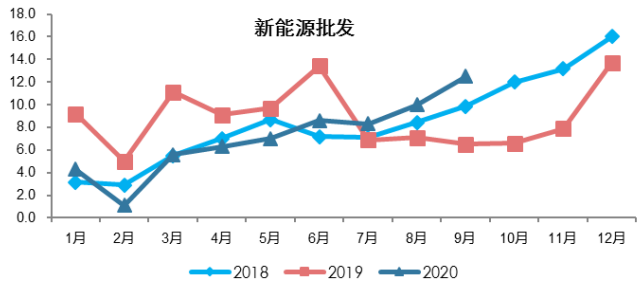
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 3：2020/9 狭义乘用车零售同比+8.5%（万辆）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图 4：2020/9 新能源乘用车批发同比+92.3%（万辆）

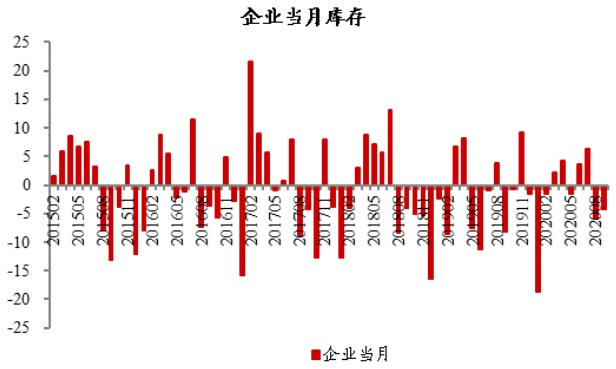


数据来源：乘联会，东吴证券研究所

1.2. 库存层面：Q3 企业库存减少，渠道库存季节性增加

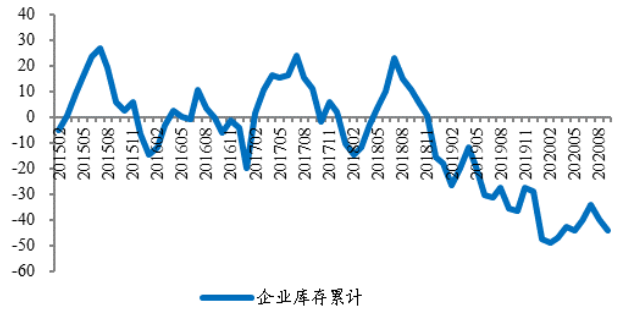
2020Q3 传统车企业库存减少 3.8 万辆，截止 2020 年 9 月（2015 年 1 月以来）累计为-44 万辆；传统车渠道库存增加 17.9 万辆，截止 2020 年 9 月（2015 年 1 月以来）累计为 359 万辆，9 月渠道库存系数为 2.1 月，处于历史同期最低位。

图 5：2020 年 9 月传统乘用车企业库存增加 4 万辆



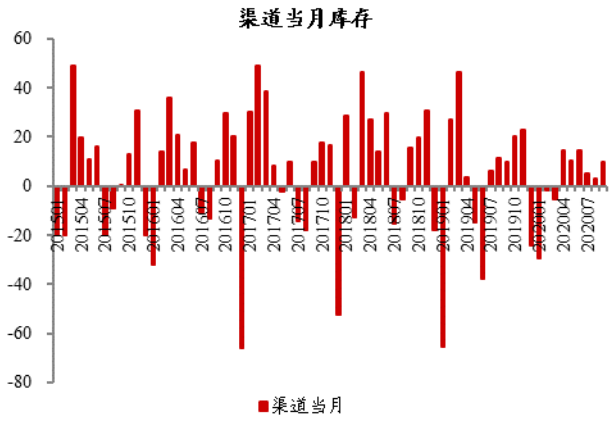
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图 6：2020 年 9 月企业累计库存为-44 万辆



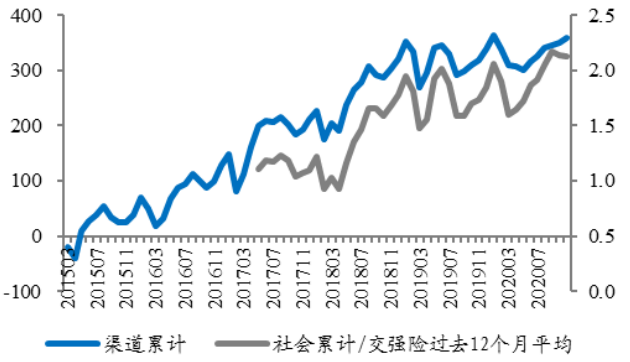
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图 7：2020 年 9 月传统乘用车渠道库存增加 10 万辆



数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

图 8：2020 年 9 月渠道累计库存为 359 万辆



数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

1.3. 价格层面：7-9 月折扣率整体稳中微增

价格层面 Q3 折扣率逐步扩大，剔除新能源的乘用车 9 月下旬整体折扣率 13.9%，自 4 月以来整体继续扩大，9 月下环比 6 月下旬+1.32pct。结构端来看，合资/豪华品牌折扣率增加幅度较大，自主品牌增幅较小。

表 1：车企 Q3 折扣率变化

		7 月变动	8 月变动	9 月变动	Q3 合计
豪华品牌	北京奔驰	+1.00pct	+0.52pct	+0.77pct	+2.29pct
	华晨宝马	+0.53pct	+0.44pct	+0.23pct	+1.2pct
	一汽奥迪	+1.10pct	+0.65pct	+0.46pct	+2.21pct
合资品牌	一汽大众	+0.30pct	+0.61pct	+0.48pct	+1.39pct
	一汽捷达	+0.00pct	+0.00pct	+0.08pct	+0.08pct
	上汽大众	+0.31pct	+0.44pct	+1.51pct	+2.26pct
	上汽通用	+1.09pct	+0.79pct	+1.13pct	+3.01pct
	长安福特	+0.03pct	+0.67pct	+0.25pct	+0.95pct
	广汽丰田	+0.93pct	+0.13pct	+0.62pct	+1.68pct
	广汽本田	+0.38pct	+0.07pct	+0.58pct	+1.03pct
	东风本田	+0.81pct	+1.83pct	+0.97pct	+3.61pct
	东风日产	-0.04pct	+0.46pct	+4.82pct	+5.24pct
自主品牌	吉利汽车	+0.47pct	+0.15pct	+0.74pct	+1.36pct
	长城汽车	+0.97pct	+0.23pct	+0.96pct	+2.16pct
	上汽集团	+0.47pct	+0.23pct	+0.69pct	+1.39pct
	广汽乘用车	+0.49pct	+0.32pct	+1.26pct	+2.07pct
	长安汽车	+0.11pct	+0.19pct	+0.11pct	+0.41pct

数据来源：thinkcar，东吴证券研究所

2. 2020 三季报反应出了什么？

2017-2019 年产业链持续经受了周期下行带来的阵痛，而 2019Q4 报表已有见底企稳的迹象，疫情突至下被打乱了节奏，2020Q1 进一步承压。随着产业链复工复产+车企促销+相关政策出台，Q2 各项指标开始好转，三季报超预期，盈利能力明显向好，主要原因在于：Q3 汽车产销数据超预期+零部件海外业务恢复明显+去年同期基数较低。具体分析来看：

①成长能力：1）随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策出台，行业需求回暖，在 2019Q3 低基数下，2020Q3 营收同比为正。2）面对需求下行产业链 2020Q3 投资放缓明显，在建工程微幅下降。

②盈利能力：随着产业链复工复产顺利，产能利用率逐渐恢复，2020Q3 产业链毛利率快速回升，期间费用率下降明显，净利率也实现快速回升。

③营运能力：Q1 需求下行+疫情影响导致产业链库存周转天数拉长，随着疫情恢复+需求回暖，Q3 行业整体存货周转小幅改善。

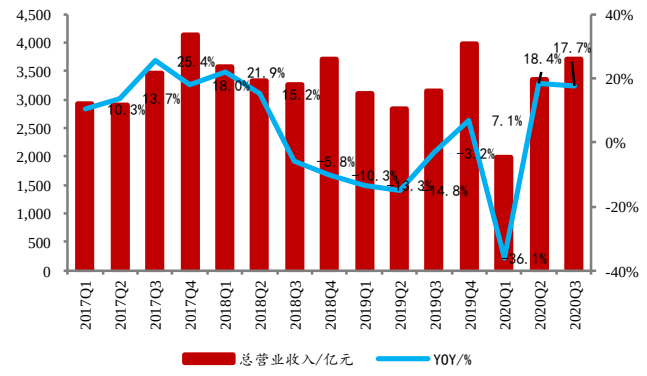
本次三季度总结的所取样本：整车采用申万乘用车指数包括的 11 家乘用车整车企

业；零部件采用申万汽车零部件Ⅲ指数包含的 135 家汽车零部件企业；汽车服务采用广汇汽车；乘用车行业整体即为整车-零部件-汽车服务的并集。

2.1. 成长能力：营收回升，资本开支收紧

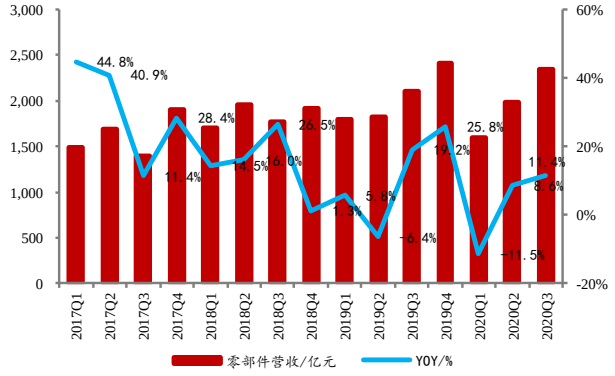
2020Q3 年行业整体营收同比继续回升，综合表现最佳是整车，最差是汽车服务。我国乘用车行业经历了近十年的持续快速增长，自 2018Q3 行业需求下行，带来营收同比增速下行，自下而上传到整个产业链，2019Q4 逐渐好转，但疫情影响下 2020Q1 再次恶化。随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策出台，行业需求逐渐回暖，2020Q3 行业整体营收同比增速为+14.2%。分子行业看，2020Q3 整车、零部件和汽车服务营收同比增速分别为+17.7%、+11.4%、+1.6%。

图 9：2020Q3 整车营业收入同比+17.7%



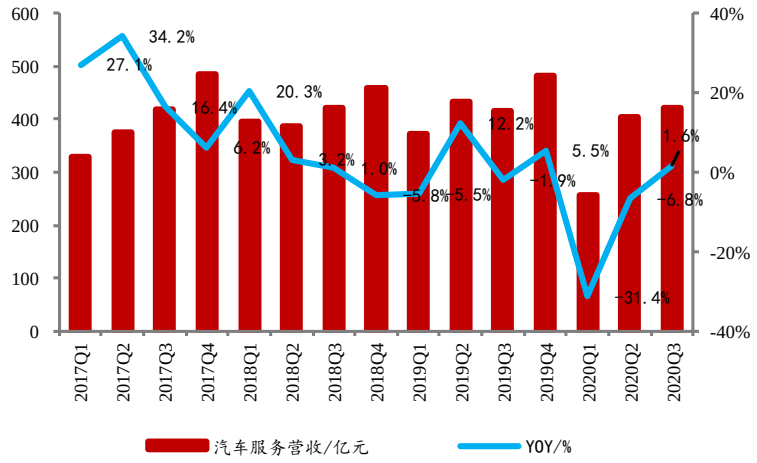
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2020Q3 零部件营业收入同比+11.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2020Q3 汽车服务营业收入同比+1.6%

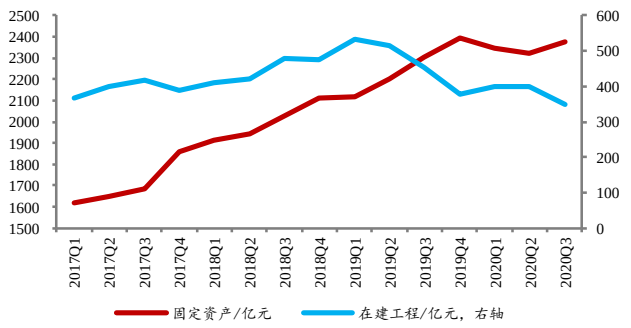


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

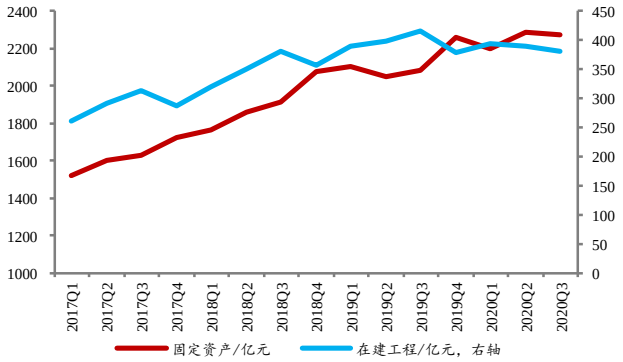
2020Q3 行业整体投资收紧，在建工程环比小幅下降。整车行业 2020Q3 固定资产环比小幅上升，环比+2.3%；在建工程小幅下降，环比-13.0%。零部件行业 2020Q3 年固定资产环比微幅下降，环比-0.6%；在建工程环比微幅下降，环比-2.0%。

图 12：20Q3 整车固定资产小幅回升，在建工程小幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

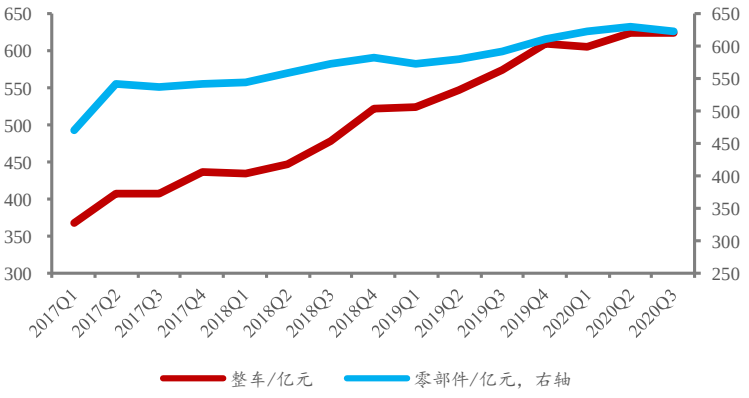
图 13：20Q3 零部件固定资产&在建工程微幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020Q3 行业整体无形资产继续提升，环比微幅下降。近年来我国整车行业无形资产持续快速增长，整车行业从 2017Q1 的 376 亿元提升至 2020Q3 的 624.0 亿元，其中 Q3 无形资产继续增长，同比+8.6%，环比-0.1%。零部件从 2017Q1 的 542 亿元提升至 2020Q3 的 623.9 亿元，Q3 无形资产同比+5.2%，环比-0.9%。

图 14：20Q3 整车/零部件无形资产同比+8.6%/+5.2%，环比-0.1%/-0.9%



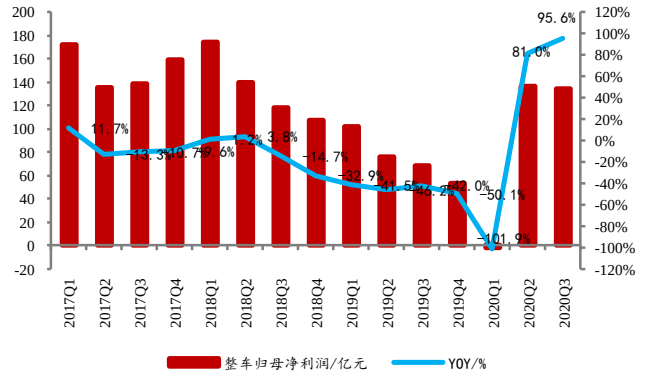
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 盈利能力：毛利率恢复，盈利能力回升明显

2020Q3 年行业整体归母净利润同比回升，综合表现最佳是整车。2018Q4 以来需求

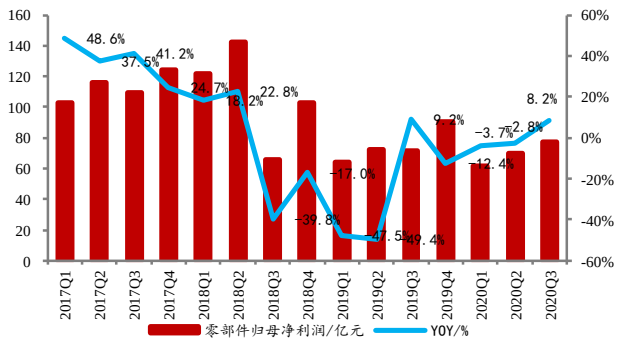
下行带来行业盈利能力减弱，归母净利润同比增速持续下行，疫情影响下 2020Q1 进一步恶化，整车行业首次归母净利润为负。随着国内疫情控制下产业链复工复产顺利+车企促销+刺激政策出台，需求回暖下，整车行业盈利能力逐渐恢复，2020Q3 整车行业归母净利润同比+95.6%。国内部分出口型零部件企业受海外疫情影响，导致 2020Q2 零部件行业归母净利润同比增速仍为负，随着疫情逐渐得到控制，2020Q3 归母净利润同比增速转正，为+8.2%。

图 15：2020Q3 整车归母净利润同比+95.6%



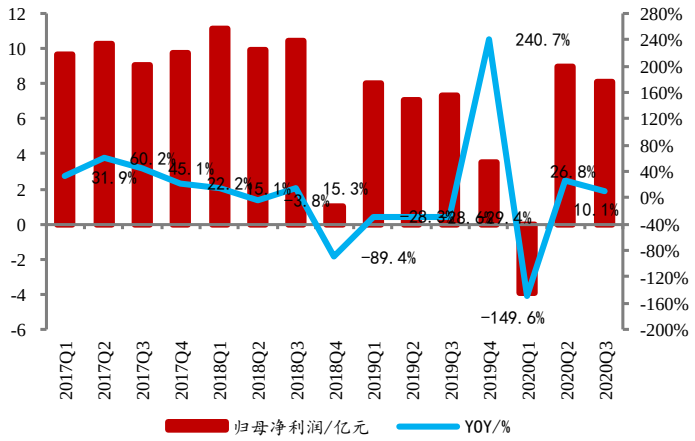
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：2020Q3 零部件归母净利润同比+8.2%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

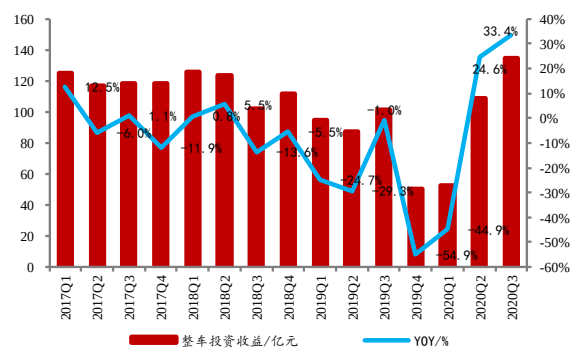
图 17：2020Q3 汽车服务归母净利润同比+10.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

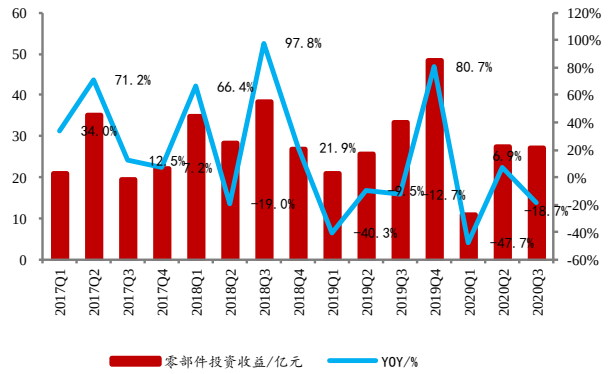
2020Q3 行业整体投资收益快速回升。自 2018Q3 以来，整车投资收益同比增速连续 7 个季度为负，在 2020Q2 整车行业实现投资收益同比增速首次转正，2020Q3 继续高增长，同比增速为+33.4%，绝对值为 135 亿元。2020Q3 零部件实现投资收益 27.2 亿元，同比-18.7%。

图 18：2020Q3 整车行业投资收益同比+33.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

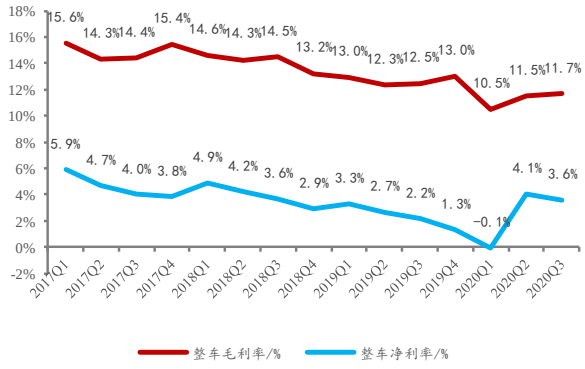
图 19：2020Q3 零部件行业投资收益同比-18.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

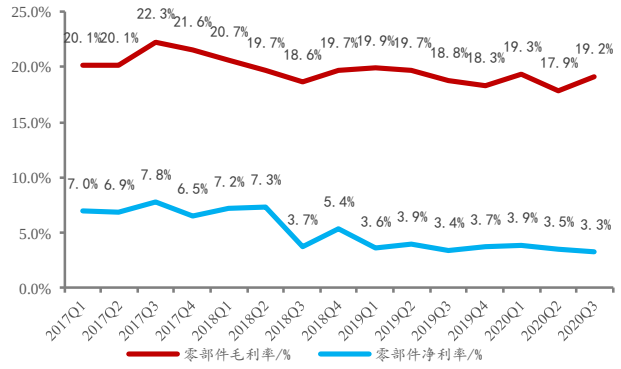
2020Q3 行业整体毛利率环比小幅回升，整车/汽车服务净利率同比小幅提升。从毛利率方面来看，汽车服务行业表现较好。整车行业毛利率从 2020Q1 的 10.5%回升至 2020Q3 的 11.7%，但与上年同期相比仍低 0.8pct；零部件行业毛利率为 19.2%，环比上升 1.3pct，与上年同期相比上升 0.4pct；汽车服务行业毛利率 8.5%，同/环比均有所下降。**从净利率方面来看**，受疫情影响，2020Q1 整车和汽车服务净利率均为近年来首次转负，随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策，2020Q2 起实现快速回升，2020Q3 分别为 3.6%、1.9%，高于上年同期的 2.2%、1.8%。部分出口型零部件企业受海外疫情影响，零部件净利率为 3.3%，环比小幅下降。

图 20：2020Q3 整车毛利率同比下降，净利率同比上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

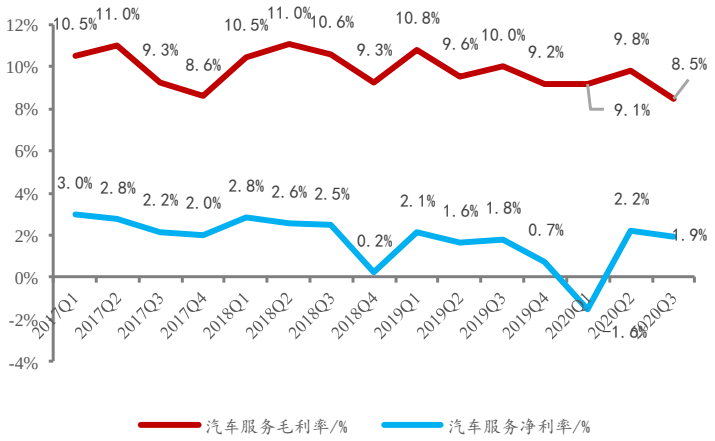
图 21：2020Q3 零部件毛利率同比上升，净利率同比下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

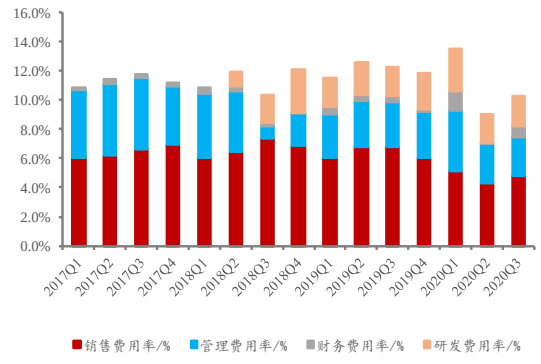
图 22：2020Q3 汽车服务毛利率同比下降，净利率同比上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

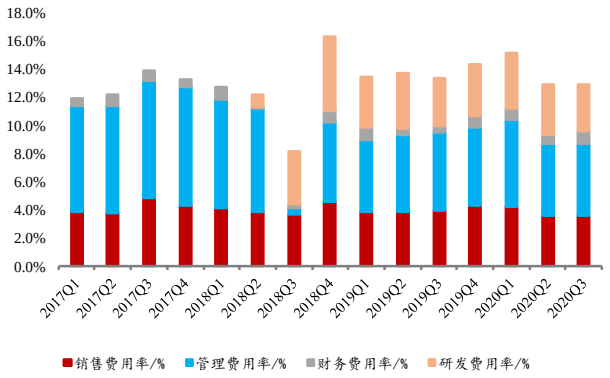
2020Q3 行业整体期间费用率同比下降，整车表现最佳，零部件表现最差。分子行业来看，2020Q3 整车、零部件、汽车服务期间费用率为 10.3%、12.9%、6.1%，与去年同期相比分别-2.0pct、-0.5pct、-1.0pct。

图 23：2020Q3 整车期间费用率同比下降 2.0pct



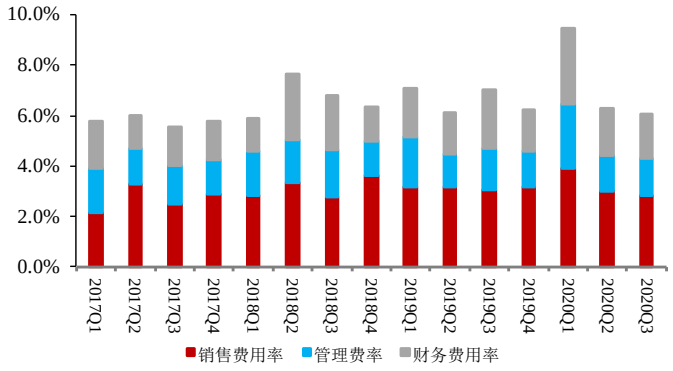
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：2020Q3 零部件期间费用率同比下降 0.5pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：2020Q3 汽车服务期间费用率同比下降 1.0pct

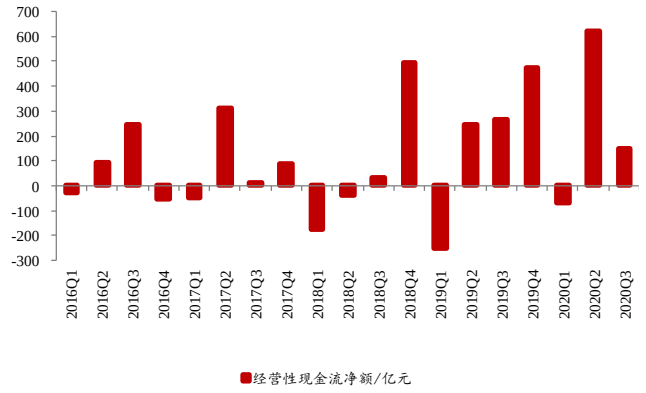


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 营运能力：整体存货周转小幅改善

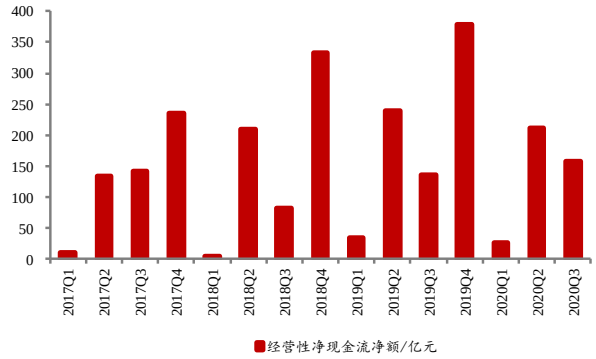
2020Q3 零部件经营性现金流净额表现最佳，汽车服务表现最差。整车行业除 Q1 疫情影响，2019Q2-2020Q3 经营性现金流净额同比均为正，2020Q3 经营性现金流净额为 151 亿元，同比-43%；零部件经营性现金流净额 158 亿元，同比+17%；汽车服务经营性现金流净额-23 亿元，同比-201%。

图 26：2020Q3 整车经营性现金流净额同比-43%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

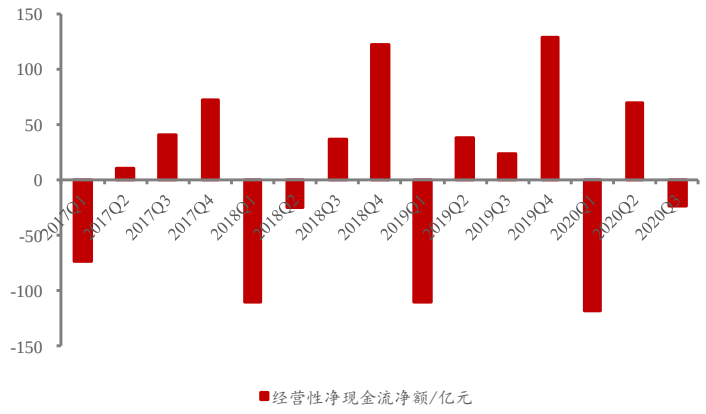
图 27：2020Q3 零部件经营性现金流净额同比+17%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

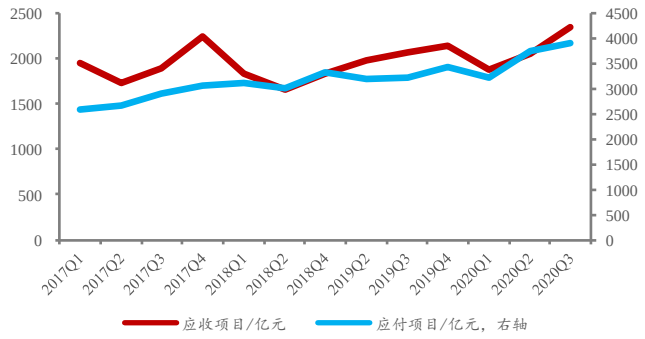
图 28：2020Q3 汽车服务经营性现金流净额同比-201%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

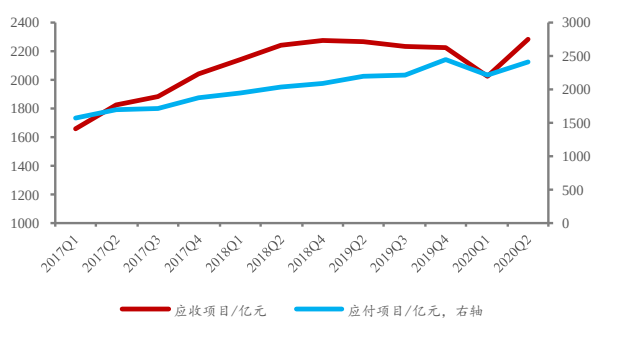
2020Q3 行业整体应收&应付项目绝对值同比上升。整车应收项目统计包含应收票据+应收账款+应收融资款项，应付项目统计包括应付票据+应付账款。**整车方面来看，**在 2020Q3 营收同比+17.7%的条件下，应收/应付项目同比分别为+13.5%/+21.0%，即整车应收项目周转天数同比加快，整车应付项目周转天数同比放慢。**零部件方面来看**，在 2020Q3 营收同比+11.4%的条件下，应收/应付项目同比分别为+14.0%/+18.5%，即零部件应收项目和应付项目周转天数同比均放慢。**汽车服务方面来看**，在 2020Q3 营收同比+1.6%的条件下，应收/应付项目同比分别为-5.2%/+5.1%，即汽车服务应收项目周转天数同比加快，汽车服务应付项目周转天数同比放慢。

图 29：2020Q3 整车应收/应付同比+13.5%/+21.0%



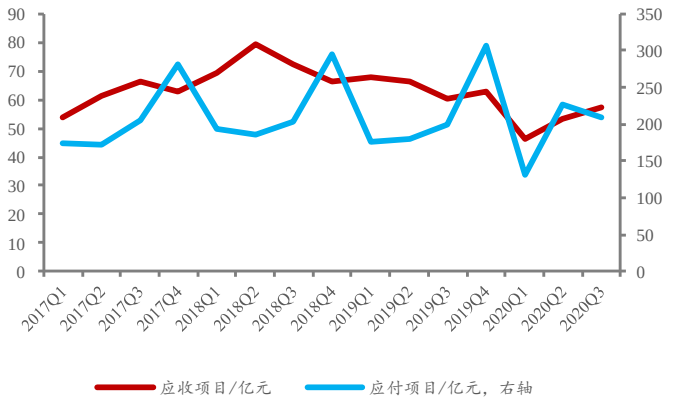
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：2020Q3 零部件应收&应付同比+14.0%/+18.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

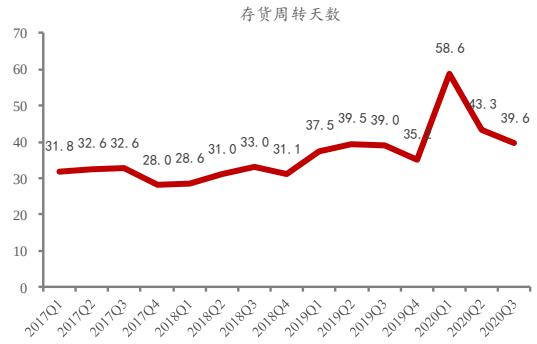
图 31：2020Q3 汽车服务应收&应付同比-5.2%/+5.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

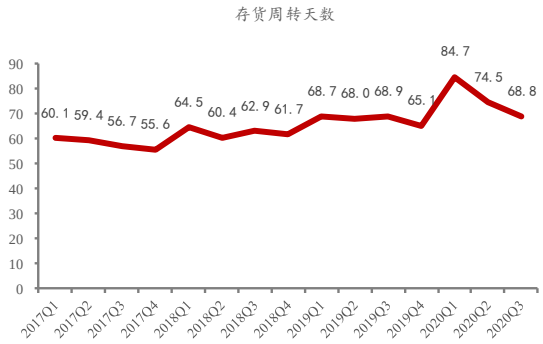
2020Q3 行业整体存货周转天数环比持续加快，与上年同期相比仍处于高位。从存货周转方面来看，分子行业来看，整车 2019Q3-Q4 存货周转有所改善，2020Q3 环比改善，但较上年同期上升 0.6 天。零部件 2020Q3 存货周转较上年同期下降 0.1 天，汽车服务 2020Q3 存货周转较上年同期上升 4.9 天。

图 32：2020Q3 整车存货周转同比上升 0.6 天



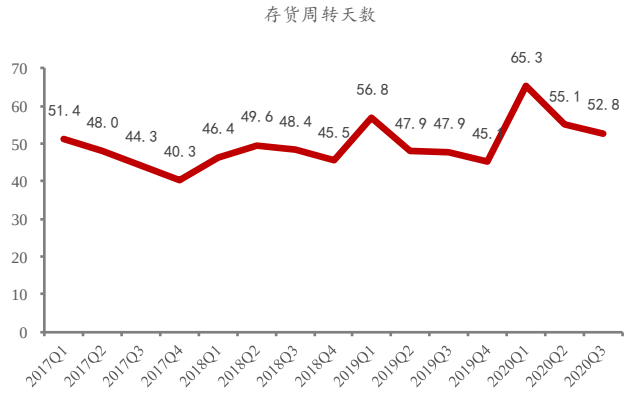
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 33：2020Q3 零部件存货周转同比下降 0.1 天



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：2020Q3 汽车服务存货周转同比上升 4.9 天



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 2020 四季度业绩如何展望？

影响我们做四季度汽车行业业绩判断的因素在于：1）2019Q4 汽车行业运行基数情况如何？2）2020Q4 国内乘用车量-库-价运行情况如何？

2019Q4 汽车行业运行基数情况如何？2019Q4 产销进一步收窄且局部出现转正，汽车板块业绩整体收入端出现改善，业绩端企稳迹象。**1）产销层面：**2019Q3 行业进入渠道小幅补库阶段，Q4 渠道继续补库。产量同比转正，为+0.31%，批发同比-3.69%，相比 Q3 较大幅度收窄，整体行业需求见底企稳并有所回暖。**2）库存层面：**Q4 行业渠道库存增加 19 万辆，企业库存增加 7 万辆，小幅补库。**3）价格层面：**Q4 行业折扣率延续 Q3 企稳状态，小幅提升 0.2pct。**4）业绩层面：**整车板块营收去年 Q4 因批发销量进一步回暖同比增速转正至 7.1%，但净利润因周期性下滑的惯性依然处于底部。零部件板块趋势同于整车，同比幅度大于整车。

2020Q4 国内乘用车量-库-价运行情况如何？1）产销层面：疫情影响逐步消退+地方刺激政策+经济逐步复苏，2020Q4 乘用车产销预计进一步复苏，产批预计有望实现同比正增长 5-10%（偏中上限概率较大），交强险口径的零售预计同比约+10%（基数低）。**2）库存层面：**自 2018 年以来产业持续去库存，加上疫情叠加影响，产业目前仍处于较为谨慎状态，预计 Q4 企业库存维持在 0 附近，渠道库存季节性小幅增加 10 万左右。**3）价格层面：**Q4 虽然是旺季，但基于库存整体处于较为健康，折扣率稳中小升。关于 2020 全年国内乘用车产销预测，基于 Q3 产销实际运行超出我们预期（相比二季报综述时所做预测），且海外疫情影响逐步减弱，基于这个假设前提，我们预计全年产量/批发/零售（交强险）同比下滑收窄分别至：-7.4%/-7%/-7.9%。

综上所述，我们认为对于乘用车产业链而言，2020Q1 是业绩最差时点，2020Q2 如期环比改善，2020Q3 改善超预期，2020Q4 无论同比还是环比将进一步改善。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 投资建议：全面看多，建议超配

坚定全面看多，Q4 整车更优于零部件。全面看多整车板块理由：1）景气复苏逻辑正在验证！长期国内乘用车销量依然可创新高！2）从周期到成长股估值体系的变化。未来汽车是“电动+智能”共同定价，会成为下一个移动终端，软件持续收费成为主盈利模式。数据积累构建长期护城河，形成强者恒强的局面。3）新一轮自主崛起将成为未来 3 年整车股核心主线。电动智能车带动自主品牌进一步跨越 20 万价格带，市占率进一步提升。**Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的"长城+比亚迪+长安”，还是底部蓄力的”吉利+广汽+上汽”。看多核心零部件理由：**1）下游国内乘用车需求复苏逻辑正在验证！2）海外疫情加速了中国具备成本优势的零部件订单长期转移至国内。3）“电动-智能”汽车趋势带来了中国零部件全球产业地位提升的历史性机遇。**优选"前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐标的排序如下：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。**

5. 风险提示

疫情控制进展低于预期。疫情控制进展越慢，企业复工越晚。

乘用车需求复苏低于预期。需求复苏低于预期，则会带来业绩不达预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn