专题研究

行业研究

证券研究报告

谨慎推荐（维持）

产销修复，资产重估在路上

风险评级：中风险

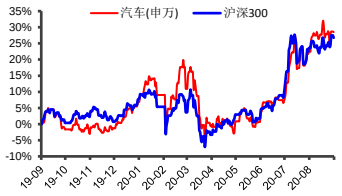
汽车及汽车零部件行业专题报告

2020 年 9 月 1 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

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **全球汽车产销持续修复。**2020 年 7 月中国汽车产量同比增长 21.93%，当月产量达 220 万辆左右，超过 2018 年同期水平。2020 年 7 月中国汽车销量达 211 万辆，同比增长 16.37%。根据乘联会数据，7 月乘用车销量同比增长 7.9%。根据统计局数据，2020 年 7 月汽车零售额同比增长 12.30%，终端修复较为明显。从全球乘用车产量分布来看，2019 年中国区占 32%，欧盟 27 国占 24%。全球汽车大国或强国主要包括日本、美国、欧洲（德国等）、中国。而这些国家疫情目前已经控制较为良好，经济活动呈现积极恢复态势。

- **近年来产能扩张谨慎，新增产能有限。**汽车行业属于重资产行业，2019 年汽车零部件（申万分类）固定资产占总资产比重为 20%，处于较高水平。从在建工程/固定资产趋势上来看，整车资本支出强度呈现下降趋势，零部件较为稳定。至少从数据上来看，近年来汽车行业资本支出较为稳定，产能扩张有限。从资本支出/折旧摊销指标来看，2014 年-2019 年整车该指标呈现稳中有降趋势，零部件呈现明显的下降趋势，说明近年来汽车行业资本投入较为谨慎。

- **产销修复，资产面临重估。**由于汽车行业的重资产属性，在行业不景气的时候，固定开支较大，行业承压严重。但是，我们目前已经明显观察到汽车行业产销不断修复，产能利用率提升，我们认为汽车行业面临资产重估，建议重视重资产品种。为了更好的说明该问题，我们以福耀玻璃为例来说明。福耀玻璃属于典型的重资产公司，折旧比较刚性，2019H1 公司折旧为 8.19 亿元，占收入比重为 7.96%，2020H1 为 8.92 亿元，占收入比重为 10.98%，提升约 3 个百分点。如果假设其他条件不变，那么对毛利率的影响也约 3 个百分点。伴随着产销恢复，我们认为公司毛利率有望恢复到历史正常水平，提升的趋势已经在 2020 年 Q2 开始呈现，由 Q1 的 34.45%提升到 Q2 的 37.1%。

- **投资建议：资产重估逻辑理顺，关注核心标的。**建议重点关注福耀玻璃、华域汽车、长城汽车、星宇股份、精锻科技、比亚迪等。

- **风险提示：**宏观经济不及预期；汽车销量不及预期；海外疫情持续恶化

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、全球汽车产销持续改善 4
二、产销修复，资产面临重估 6
三、风险提示 9

插图目录

图表 1：中国汽车产量同比增速显著回暖（%）.....4
图表 2：中国汽车产量已经显著恢复（辆）.....4
图表 3：中国汽车销量同比增速显著回暖（%）.....4
图表 4：中国汽车销量已经显著恢复（辆）.....4
图表 5：中国乘用车销量增速（%）.....4
图表 6：中国汽车零售额同比增速（%）.....4
图表 7：美国轻型车销量增速（%）.....5
图表 8：欧洲汽车注册量同比增速（%）.....5
图表 9：全球乘用车产量分布.....5
图表 10：全球主要国家新冠每日新增数据（人）.....5
图表 11：固定资产占总资产比重.....6
图表 12：在建工程占固定资产比重.....6
图表 13：汽车整车资本支出/折旧摊销走势.....6
图表 14：汽车零部件资本支出/折旧摊销走势.....6
图表 15：福耀玻璃折旧占收入比重.....7
图表 16：福耀玻璃毛利率走势.....7
图表 17：重点建议关注公司.....7

一、全球汽车产销持续改善

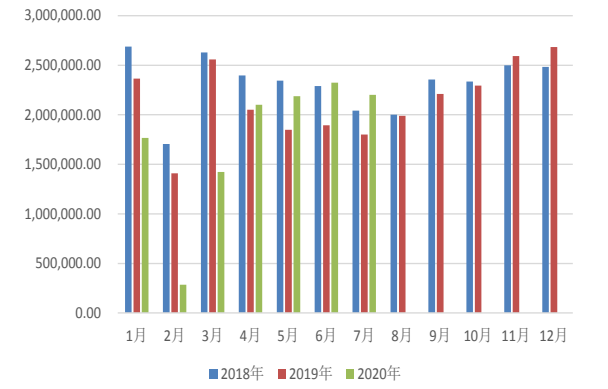
中国汽车产量修复明显。2020 年 7 月中国汽车产量同比增长 21.93%，当月产量达 220 万辆左右，超过 2018 年同期水平。

图表 1：中国汽车产量同比增速显著回暖（%）



资料来源：中汽协，wind，东莞证券研究所

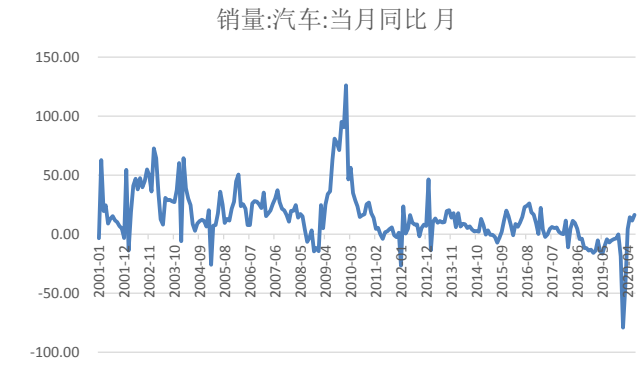
图表 2：中国汽车产量已经显著恢复（辆）



资料来源：中汽协，wind，东莞证券研究所

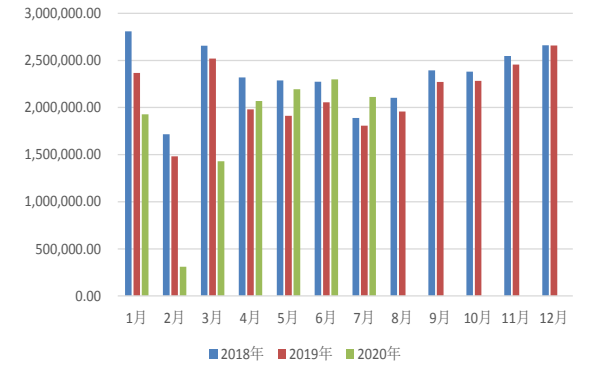
中国汽车销量端也显著修复。2020 年 7 月中国汽车销量达 211 万辆，同比增长 16.37%，该销量超过 2018 年同期水平。

图表 3：中国汽车销量同比增速显著回暖（%）



资料来源：中汽协，wind，东莞证券研究所

图表 4：中国汽车销量已经显著恢复（辆）



资料来源：中汽协，wind，东莞证券研究所

从乘用车终端销量来看，根据乘联会数据，7 月乘用车销量同比增长 7.9%。根据统计局数据，2020 年 7 月汽车零售额同比增长 12.30%，终端修复较为明显。

图表 5：中国乘用车销量增速（%）

图表 6：中国汽车零售额同比增速（%）



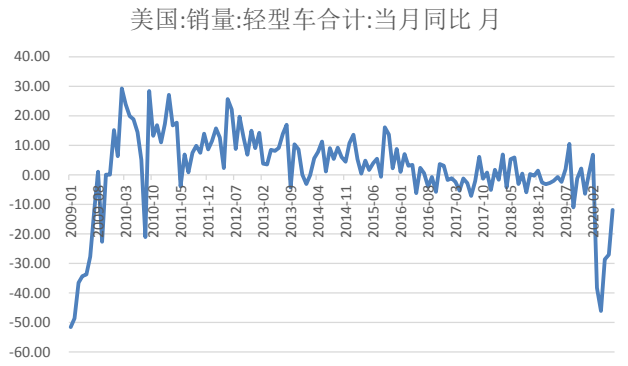
资料来源：乘联会，wind，东莞证券研究所



资料来源：统计局，wind，东莞证券研究所

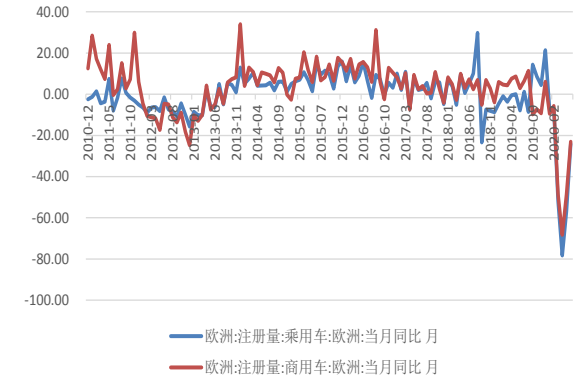
从海外核心经济体来看，降幅在明显收窄。美国 7 月轻型车销量同比下降 11.86%，较 6 月下降约 27%显著收窄。从欧洲数据来看，欧洲 6 月乘用车注册量同比下降约 24%，降幅显著收窄。

图表 7：美国轻型车销量增速（%）



资料来源：Wards Auto，wind，东莞证券研究所

图表 8：欧洲汽车注册量同比增速（%）

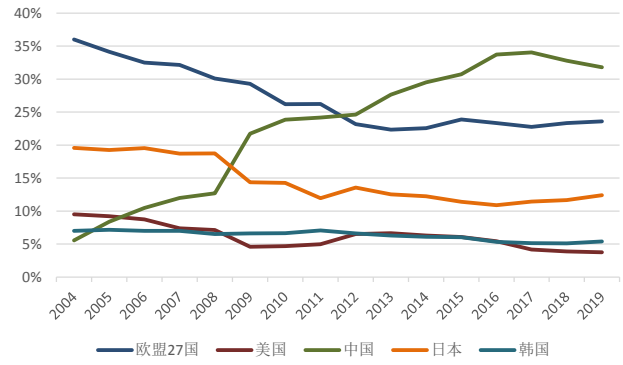


资料来源：中汽协，wind，东莞证券研究所

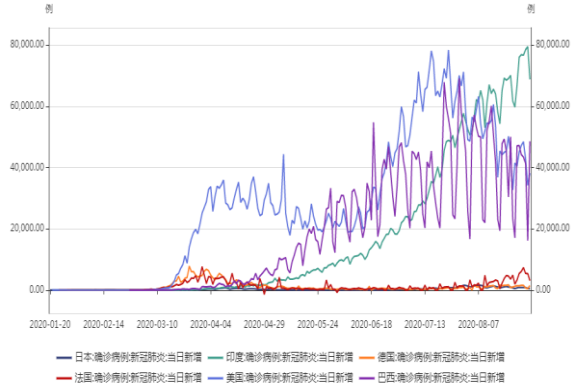
从全球乘用车产量分布来看，2019 年中国区占 32%，欧盟 27 国占 24%。全球汽车大国或强国主要包括日本、美国、欧洲（德国等）、中国。而这些国家疫情目前已经控制较为良好，经济活动呈现积极恢复态势。

图表 9：全球乘用车产量分布

图表 10：全球主要国家新冠每日新增数据（人）



资料来源：Wards Auto，wind，东莞证券研究所

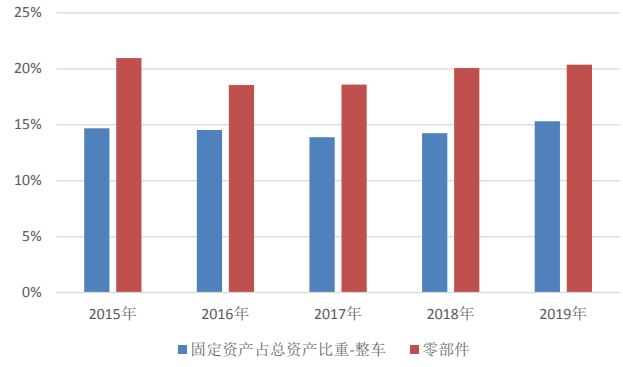


资料来源：wind，东莞证券研究所

二、产销修复，资产面临重估

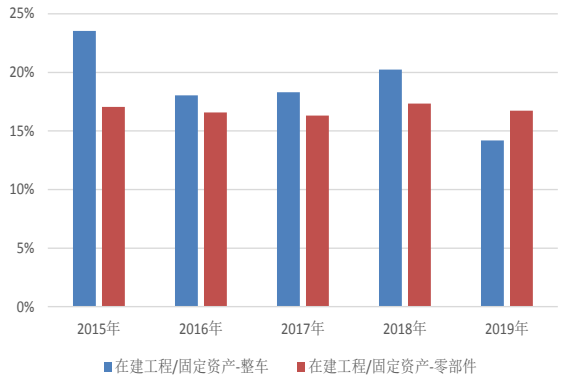
汽车行业属于重资产行业，2019 年汽车零部件（申万分类）固定资产占总资产比重为 20%，处于较高水平。从在建工程/固定资产趋势上来看，整车资本支出强度呈现下降趋势，零部件较为稳定。至少从数据上来看，近年来汽车行业资本支出较为稳定，产能扩张有限。

图表 11：固定资产占总资产比重



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 12：在建工程占固定资产比重

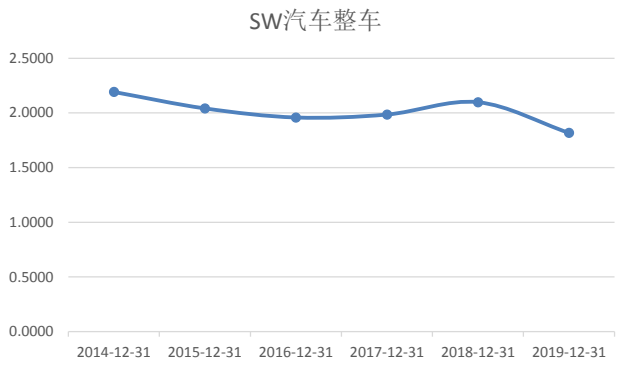


资料来源：wind，东莞证券研究所

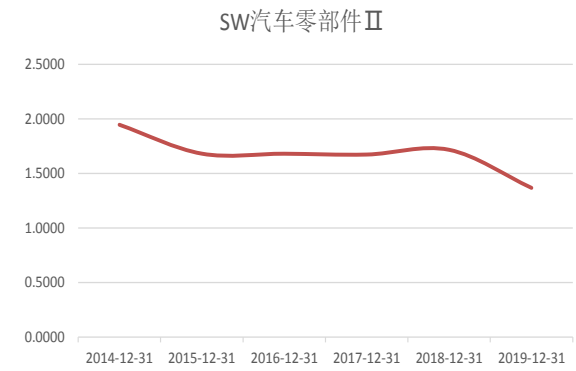
从资本支出/折旧摊销指标来看，2014 年-2019 年整车该指标呈现稳中有降趋势，零部件呈现明显的下降趋势，说明近年来汽车行业资本投入较为谨慎。

图表 13：汽车整车资本支出/折旧摊销走势

图表 14：汽车零部件资本支出/折旧摊销走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

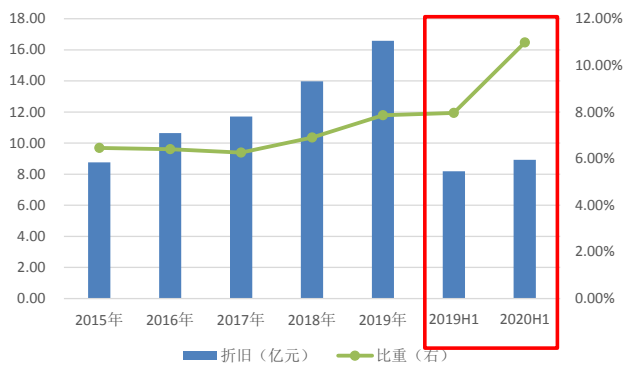


资料来源：wind，东莞证券研究所

由于汽车行业的重资产属性，在行业不景气的时候，固定开支较大，行业承压严重。但是，我们目前已经明显观察到汽车行业产销不断修复，产能利用率提升，我们认为汽车行业面临资产重估，建议重视重资产品种。为了更好的说明该问题，我们以福耀玻璃为例来说明。

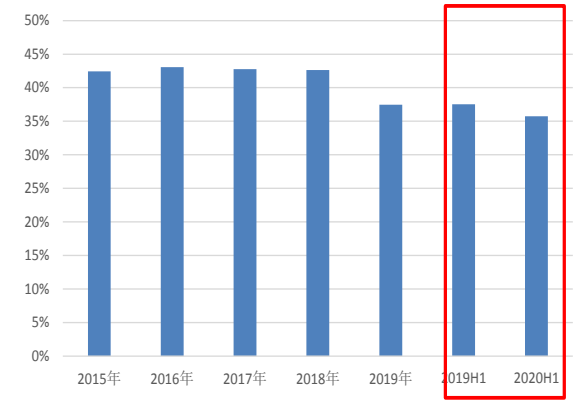
福耀玻璃属于典型的重资产公司，折旧比较刚性，2019H1 公司折旧为 8.19 亿元，占收入比重为 7.96%，2020H1 为 8.92 亿元，占收入比重为 10.98%，提升约 3 个百分点。如果假设其他条件不变，那么对毛利率的影响也约 3 个百分点。伴随着产销恢复，我们认为公司毛利率有望恢复到历史正常水平，提升的趋势已经在 2020 年 Q2 开始呈现，由 Q1 的 34.45%提升到 Q2 的 37.1%。

图表 15：福耀玻璃折旧占收入比重



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 16：福耀玻璃毛利率走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

因此，我们认为汽车行业面临资产重估，建议积极重视相关优质资产，我们建议重点关注福耀玻璃、华域汽车、长城汽车、精锻科技、星宇股份等。

图表 17：重点建议关注公司

序号	证券代码	证券简称	折旧（亿元）-2019	营收（亿元）-2019	折旧比重	PE（ttm）	市值（亿元）	2020H1归母净利润（亿元）	同比增长率
1	300258.SZ	精锻科技	1.51	12.29	12%	56	59	0.57	-55%
2	600933.SH	爱柯迪	2.45	26.27	9%	29	112	1.43	-29%
3	600660.SH	福耀玻璃	16.58	211.04	8%	31	692	9.64	-36%
4	601689.SH	拓普集团	3.41	53.59	6%	95	439	2.16	3%
5	002594.SZ	比亚迪	81.07	1277.39	6%	127	2,165	16.62	14%
6	000625.SZ	长安汽车	30.16	705.95	4%	26	490	26.02	216%
7	601633.SH	长城汽车	39.10	962.11	4%	31	1,078	11.46	-24%
8	002126.SZ	银轮股份	2.18	55.21	4%	35	111	2.04	1%
9	600699.SH	均胜电子	22.22	616.99	4%	(251)	284	(5.39)	-205%
10	000338.SZ	潍柴动力	61.88	1743.61	4%	14	1,157	46.80	-11%
11	601238.SH	广汽集团	19.70	597.04	3%	26	924	23.18	-53%
12	000800.SZ	一汽解放	8.86	276.64	3%	30	650	21.50	20%
13	002048.SZ	宁波华翔	5.46	170.93	3%	13	112	3.23	-22%
14	603786.SH	科博达	0.91	29.22	3%	64	304	2.09	-1%
15	603179.SH	新泉股份	0.92	30.36	3%	52	98	0.99	6%
16	600741.SH	华域汽车	38.67	1440.24	3%	18	784	13.07	-61%
17	603596.SH	伯特利	0.81	31.57	3%	40	151	1.67	-12%
18	603730.SH	岱美股份	1.09	48.18	2%	30	145	1.61	-48%
19	601799.SH	星宇股份	1.27	60.92	2%	54	457	3.91	15%

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：市值是 2020 年 8 月 31 日收盘数据。

三、风险提示

（1）宏观经济承压。

（2）海外疫情持续扩散。

（3）汽车销售不及预期。

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