全面看多，核心三条主线
—汽车行业2020H2投资策略

证券分析师 ：黄细里
执业证书编号：S0600520010001
联系邮箱：hxlhust@126.com
联系电话：021-60199793
2020年07月12日

报告核心结论

◆ **乘用车：看好估值性修复机会**

✓ **估值处于历史低位。**Q2以来，乘用车/零部件PB估值Q2延续下降趋势，为1.38/2.08，**处于历史同期绝对低位，较年初分别-4%/-3%。**

✓ **需求逐步进入复苏轨道，长期产销有望再创新高。**乘用车产批零均逐步复苏。**核心结论：**1）零售（交强险）乘用车2020E同比下滑5.4%，Q1为-40.1%，Q2E为-14.3%，Q3E为+17.7%，Q4E为+13.2%。2）批发销量乘用车2020年同比下滑7.1%，Q1为-40.6%，Q2为+1.4%，Q3E为+5.1%，Q4E为+8.4%。3）产量乘用车2020年同比下滑9.1%，Q1为-41.9%，Q2为+4.9%，Q3E为+2.6%，Q4E为+3.3%。长期产销有望创新高。对照日本，GDP增速/人口出生率/消费观念影响汽车消费，未来市场或将达到3000万辆。

✓ **刺激政策逐步落地。**国务院常务会议确定：三个汽车刺激方向。1）延长2年补贴，助推新能源汽车产业良性发展；2）以奖代补淘汰国三及以下货车，利好重卡市场；3）二手车增值税由2%降至0.5%，利好二手车市场。已出台主要地区补贴政策对汽车拉动：**测算核心结论：**10个城市+1个省份销量占全国比例约为26.4%，按照现有补贴测算，对2020全国销量拉动+3.7%，76.3万辆。北京效果最为明显。

◆ **零部件：看好特斯拉/英伟达/华为三大产业链**

◆ **特斯拉全面引领产业链。核心结论：拓普**轻量化业务在新能源催化下快速增长，特斯拉客户放量成为最大亮点。

◆ **英伟达/华为或在软件定义汽车大变革中成功切入智能汽车领域，并构建庞大的生态体系。核心结论：**1）德赛ADAS业务产品放量进行时，通过深度绑定英伟达带来ASP提升。2）华阳借助自身软硬一体化的适配优势，与华为有望实现共赢。3）车路协同设备落地+国六催化下带来检测业务量价齐升+风洞及智能网联测试基地业务助力中国汽研业绩长期稳步增长。

◆ **二季度业绩前瞻：**2020Q2乘用车行业产量预计同比增长4.9%，批发预计同比增长1.4%。在此前提下，整车业绩表现或略差于零部件。整车个股存在差异性，部分重点车企业绩或率先转正，零部件整体表现较好，重点个股或可实现业绩转正。

◆ **投资建议：汽车正处于大周期下底部位置，配置时机已至。**1）无论PE还是PB角度，乘用车及零部件估值均接近历史最低位置。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均GDP及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，**重点推荐【长城汽车+广汽集团】，受益【长安汽车+上汽集团】**。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商**【拓普集团】**；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐**英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】**；3)自主CVT变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的**【万里扬】**。

◆ **风险提示：疫情控制低于预期，乘用车需求复苏低于预期，法律法规限制自动驾驶发展**

目录



- 乘用车：看好板块性估值修复机会
- 零部件：特斯拉/英伟达/华为三大产业链
- 中报业绩前瞻
- 投资建议
- 风险提示

乘用车：看好板块性估值修复机会

1. 估值处于历史低位

- **纵向比较，乘用车板块和汽车零部件板块PB估值处于低位，PE值较高（估值被动上升引起失真）。**Q2以来，乘用车/零部件PB估值Q2延续下降趋势，为1.38/2.08，**处于历史同期绝对低位，较年初分别-4%/-3%。**乘用车PE出现逆势上扬，进入5月份以来PE估值相比4月份增加并维持25倍。汽车零部件PE值Q2延续上涨趋势，历史同期来看处于较低水平。
- **横向比较来看，乘用车/汽车零部件PE/PB估值低于白酒/家电/计算机/传媒等行业。**白色家电PE（历史TTM，整体法）是乘用车的0.78倍，白酒PE（历史TTM，整体法）**是乘用车的1.48倍**；白色家电PB（整体法，最新）**是乘用车的2.52倍**，白酒PB（整体法，最新）是**乘用车的7.09倍。**计算机PE（历史TTM，整体法）**汽车零部件的2.98倍**，传媒PE（历史TTM，整体法）**是汽车零部件的1.85倍**；计算机PB（整体法，最新）是**汽车零部件的2.63倍**，传媒PB（整体法，最新）**是汽车零部件的1.59倍。**

图1：乘用车PE（历史TTM，整体法）横/纵比较

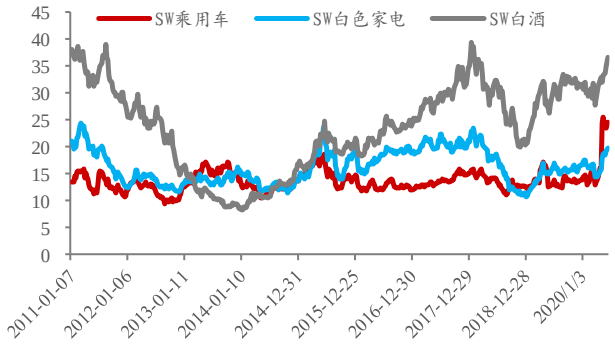


图2：乘用车PB（整体法，最新）横/纵比较

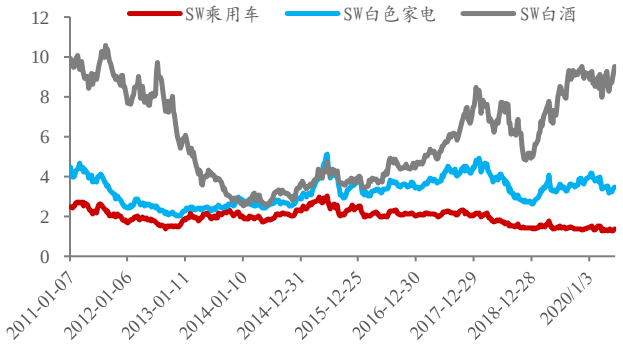
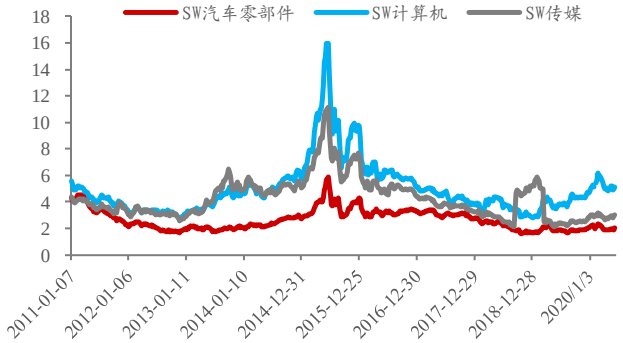


图3：汽车零部件PE（历史TTM，整体法）横/纵比较



图4：汽车零部件PB（整体法，最新）横/纵比较



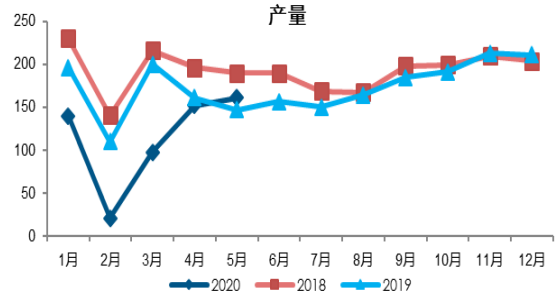
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 需求进入复苏轨道

◆**乘用车产量、批发销量及零售销量均逐步复苏。**在经历了2018-2019年两年的车市下滑后，2020年以来在疫情的影响下车市又出现大幅暴跌。2月份同比去年产批零分别下滑80.5%、81.8%、79%，为2007年以来同比最低值。其后，随疫情影响逐渐消退，**产业链复工复产恢复正常+车企促销+中央/地方政府刺激政策**逐渐落地生效，汽车市场触底回升出现一定反弹，2-4月份同比降幅不断收窄，产量同比依次为-80.5%/-51.0%/-5.5%，批发同比依次为-81.8%/-47.9%/-3.2%，零售（交强险）同比依次为-79%/-31%/-8%。5月份**产量/批发销量同比均转正，产量同比分别为+9.6%/+11.2%，批发同比分别为+6.5%/+0.8%，国内乘用车市场逐步复苏。**

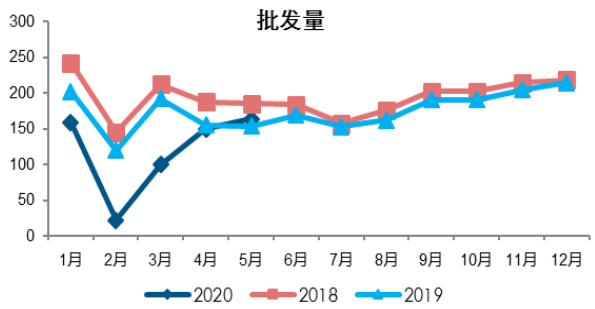
◆**二季度总体来看，产销同比去年微幅增加**，同比分别为+4.9%/+1.4%，预计终端零售（交强险）同比-13.1%。三季度乘用车产批零售量预计继续提升，**同比持续进入转正**，下半年总体处于上升通道。全年来看，**2020年产量/批发/零售（交强险）分别为1878/1951/1940万辆，同比分别为-9.9%/-7.4%/-5.4%。**

图5：狭义乘用车产量同比变化



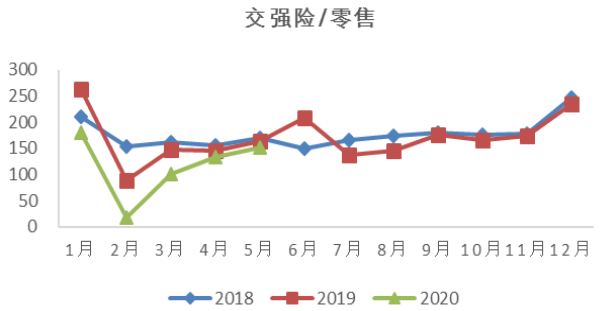
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图6：狭义乘用车批发同比变化



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图7：狭义乘用车零售同比变化



数据来源：交强险，东吴证券研究所

2. 需求进入复苏轨道

➢ **国务院常务会议确定：三个汽车刺激方向**

◆ **3月31日，国务院常务会议确定：为促进汽车消费，会议确定：**

✓ 一是将年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年。

✓ 二是中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。

✓ 三是对二手车经销企业销售旧车，从5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。

◆ **延长2年补贴，助推新能源汽车产业良性发展。**

✓ 原计划新能源汽车2020年后补贴政策退出，现会议确定将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年。假设2019单车补贴1.6万元，以2019年新能源乘用车销量100万辆测算，我们测算出全国新能源购置补贴约为160亿元。假设以新能源单车不含增值税价格为12万元，购置税比例为10%计算，测算出2019年新能源购置税减免的补贴分别为120亿元。预计2020年新能源乘用车批发销量有望实现130万辆。

◆ **以奖代补淘汰国三及以下货车，利好重卡市场。**

✓ 2018年仅京津冀地区柴油货车保有量已超过100万辆，其中国三及以下货车已超70万辆，占比超过65%，规模大，急需淘汰。会议指出将采用以奖代补即事后补助的方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车，将促进货车淘汰更新，利好重卡市场需求增长。

◆ **二手车增值税由2%降至0.5%，利好二手车市场。**

✓ 根据中国汽车流通协会数据，2019年全国二手车交易1492.28万辆，同比增长7.96%，全年交易金额为9356.86亿元，同比增长8.76%。二手车交易增值税由销售额的2%降到0.5%，我们预计2020年减税额总计约150亿元。因增税比例高导致“劣币驱逐良币”是二手车行业多年发展的痛点，此举将有望促进二手车行业优秀企业做大做强。

2. 需求进入复苏轨道

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

➢ **已出台主要地区补贴政策对汽车拉动如何？**

◆ **中央稳定汽车消费基调下，商务部多次表态各地主管部门加强研究汽车相关刺激政策下，部分主要地区已经出台刺激政策。**

◆ **测算核心结论：10个城市+1各省份销量占全国比例约26.4%，按照现有补贴测算，对2020全国销量拉动+3.7%，76.3万辆。北京效果最明显。**

表1：已出台10城市+1省刺激政策对汽车拉动测算

核心结论：10个城市+1省销量占全国比例约26.4%，按照现有补贴测算，对全国销量拉动+3.7%，76.3万辆								
核心假设1		单车补贴1000元，可以增加10%购车意愿						
核心假设2		单车补贴3000元，可以增加20%购车意愿						
核心假设3		全国测算拉动比例以2019年交强险2050万为基数，销量均为交强险						
单位：万辆	政策受用时间	增加限购指标	单车补贴金额	针对车型	针对品牌	2019年销量	拉动增量测算	对今年全国拉动比例
广州	2020/3-2020/12	-	传统车3000元，新能源1万元	购买国六车型，新能源	不限制	49.2	9.8	0.5%
长沙	2020/3-2020/6	-	裸车价3%优惠，最高3000元	当地生产并销售的车型	上汽大众/比亚迪/广三菱/广菲克	28.7	1.1	0.1%
杭州	2020/3-2020/12	2万个	-	不限	不限	34.1	2.0	0.1%
湘潭	2020/3-2020/12	0.35万个	3000元	指定车企	吉利缤越和全新远景	3.0	0.4	0.0%
南昌	2020/3-2020/12	-	1000元	不限	不限	15.4	1.5	0.1%
宁波	2020/3-2020/9	每企业限制0.6万个	6000元	当地生产并销售的车型	上汽大众，吉利，知豆	23.5	1.8	0.1%
长春	2020/3-2020/6		新车裸车价3%最高4000元，置换最高5000元	当地生产并销售的车型，新车或置换	一汽大众/一汽丰田等	16.3	1.5	0.1%
北京	2020/3-2021/12		报废单车1万元，转出单车0.8万元	不限	不限	48.7	18.64	0.9%
上海	2020/3-2020/12	4+05出租车	4000元，用电补贴5000元继续免费新能源牌照	不限	不限	61.0	19	0.9%
广东	2020/5-2020/12		新能源车1万，燃油车5千	60款车型	限定品牌	219.5	12~24	0.6%~1.2%
重庆	2020/5-2020/6	2.5万	2000元	不限	不限	42.3	2.5	0.1%
10个城市+1省合计						541.8	76.3	3.7%

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

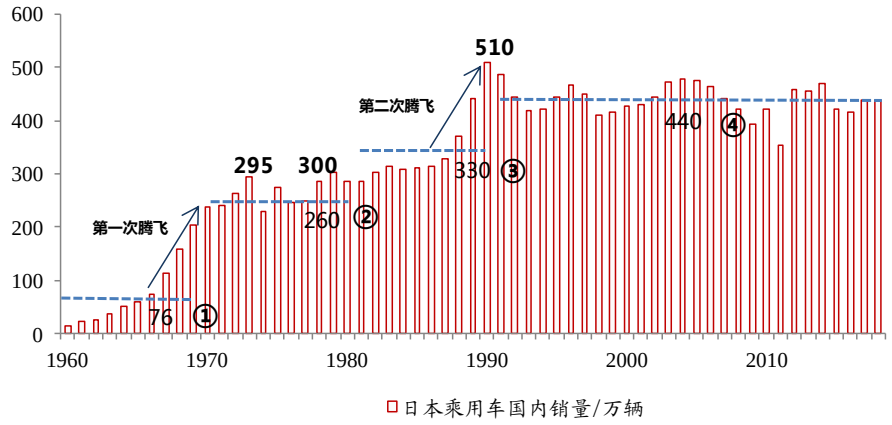
3. 长期产销创新高

◆未来十年中国乘用车大概率会出现第二次峰值（或达到3000万辆）

- **借鉴日本乘用车市场发展历程，四大阶段风雨变化。1）乘用车销量复合增速34%**，峰值295万辆。国内GDP高增长（平均约9%），人均GDP从479增加至2038美元。**“别人家有的，我家也要有”第二消费观念兴起。2）乘用车销量复合增速2.7%**，中枢260万辆。国内GDP增速换挡（平均4%），面临两次石油危机+日美贸易战升级+经济转型的三重压力。“别人有的，我也要有且个性化”第三消费观念萌芽。**3）乘用车销量复合增速4.9%**，1988-1990年平均增速15%+，峰值510万辆创新高。第三消费观念盛行期，进入“买买买”节奏。**4）一直在350-500万辆之间波动**，平均值是440万辆，平均增速-0.23%。日本GDP增速平均1%，少子化及老龄化现象日益突显，而且崇尚极简主义的第四消费观念兴起，乘用车消费核心来自报废更新需求。

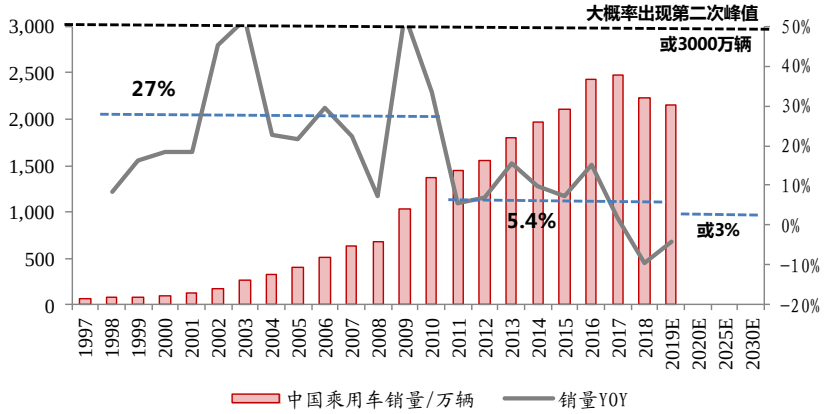
- **未来10年中国乘用车的趋势研判：①进入低增长时代，销量增长中枢或3%，仍然有上升空间，还没到日本30年零增长的时期。②大概率会出现第二次销量峰值，或为3000万辆。**总结日本得出2条规律：**【GDP增速】根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏。【人口出生率+消费观念变迁】影响乘用车出现峰值的次数及间隔时间。**三大支撑点：①中国经济增长仍具有韧性。②全面放开二胎助于缓解中国新生人口数量下降速度。③中国正处于第二消费观念到第三消费观念的转换时期，个性化消费潜力仍强劲。

图8：1960年至今日本国内乘用车消费四个阶段划分



数据来源：JAMA，东吴证券研究所

图9：未来十年中国乘用车消费趋势判断

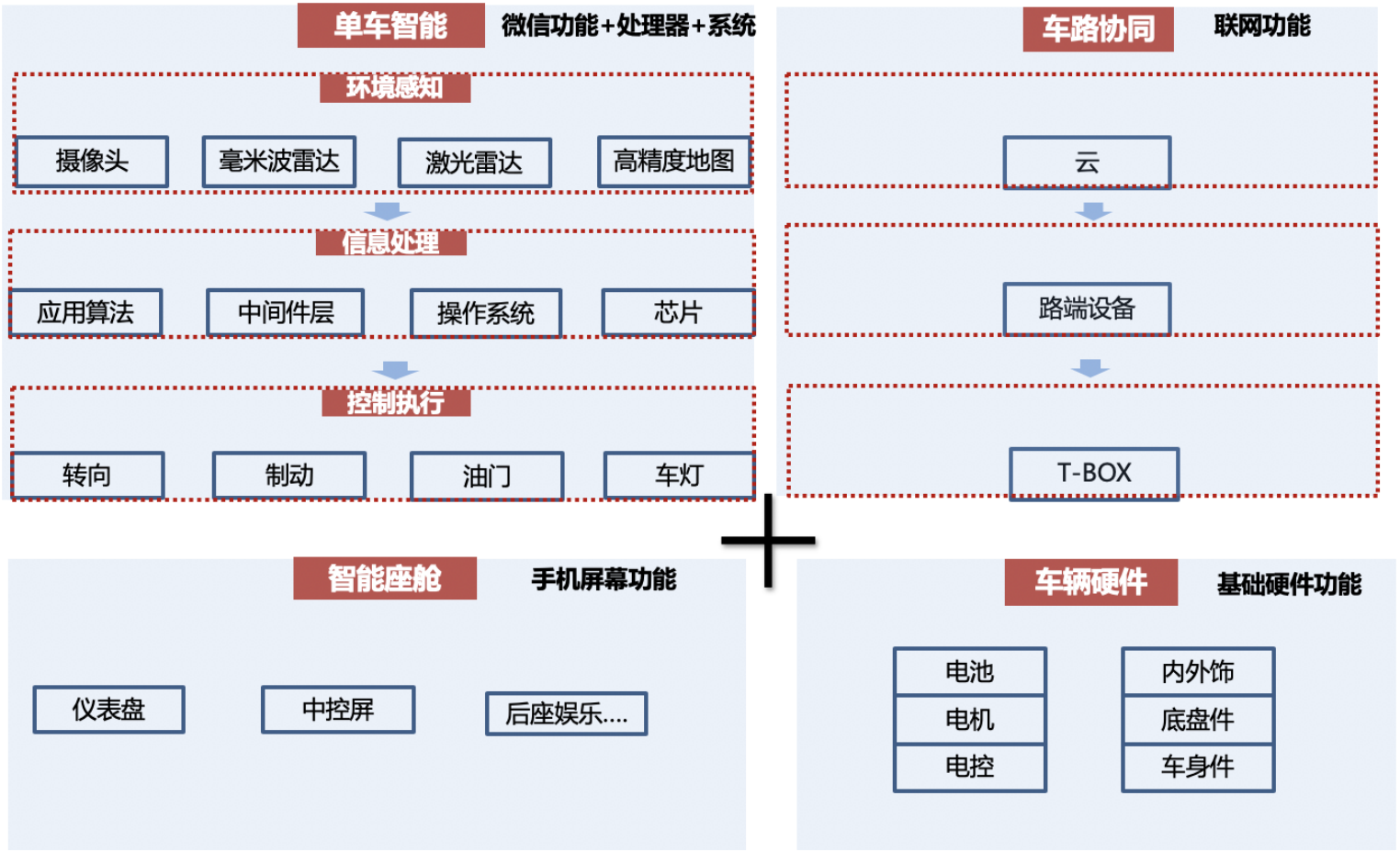


数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 软件定义汽车长期提价可期

◆ **未来汽车可以和智能手机进行类比。1）单车智能**包括环境感知、信息处理、控制执行三个环节，类似于智能手机**微信功能+处理器+系统**；**2）车路协同**需要云、路端设备、车端T-BOX，类似于智能手机**联网功能**；**3）智能座舱**有仪表盘、中控屏、后座娱乐等设施，类似于智能手机**屏幕功能等**；**4）车辆硬件**则类似于智能手机**基础硬件功能。**

图10：未来汽车类比智能手机的分布图



数据来源：东吴证券研究所绘制

4. 软件定义汽车长期提价可期

- **未来汽车和智能手机对比：**

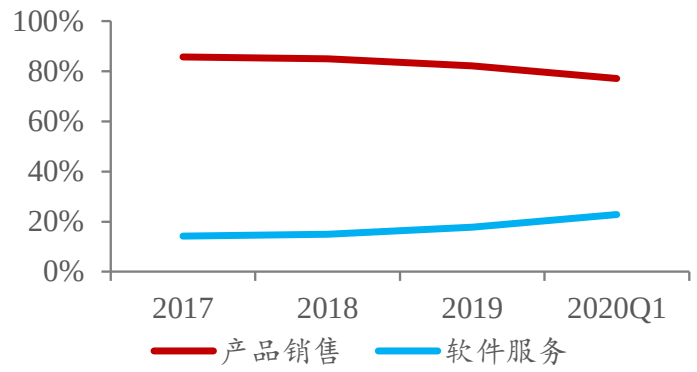
✓ **最大相同点：都会经历从硬件主导变成软件主导的颠覆性革命，供应链发生巨变，软件价值量持续提价（类似于软件服务在苹果公司营收和毛利中的占比持续提升）。**

✓ **最大不同点：手机更多是满足人类娱乐欲望，而汽车是要解放人的手/脚/眼，安全最为重要。**

✓ **汽车变革特点：1）智能汽车渗透率/提价过程会慢一些。2）供应链机会更多且更复杂。**

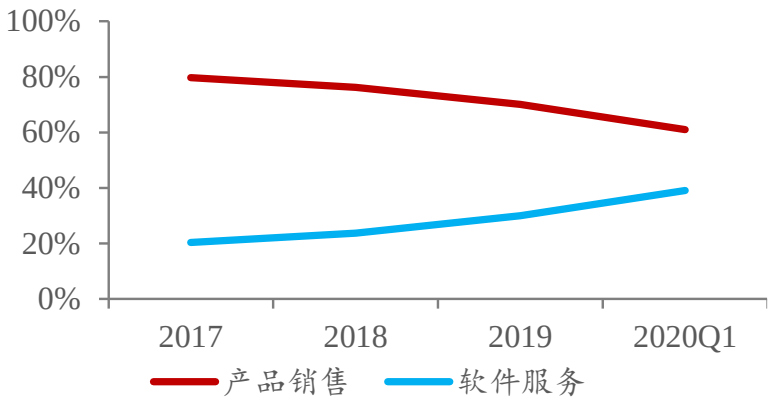
✓ **最终格局：特斯拉作为软件定义汽车的标杆，E/E架构处于绝对领先地位，为垂直一体化的供应链体系，类似于手机界的苹果。而谁能成为汽车界的安卓目前并不明朗。**

图11：苹果营收中软件服务比例持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：苹果毛利中软件服务比例持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

长城汽车：新一轮改善周期开启

◆ **哈弗SUV有望迎来市占率+利润率双升。**

✓ 需求复苏带动下2020-2022年传统车SUV总容量有望企稳小幅回升，但受合资品牌2017-2020年SUV新车集中上市影响，自主SUV市占率将有望稳中微降至50%。行业红利消失+产业升级压力下，自主SUV内部淘汰赛继续，前3名行业集中度有望持续提升至50%，自主龙头市占率有望实现提升到20%。**三重优势将助推长城稳坐自主SUV龙头地位，有望实现100万辆：1）SUV产品线最全最丰富。2）哈弗品牌在自主SUV中已经建立良好口碑。3）始终维持良好的厂商关系。**国五库存逐步出清+产能利用率企稳回升+零部件供应链开放+新平台提高零件共享度，哈弗SUV利润率有望企稳回升。

◆ **皮卡业务贡献稳定现金流。**

✓ 受益皮卡进城政策逐步放开，皮卡市场未来稳健增长可期。长城稳坐皮卡市场龙头地位。**皮卡市场竞争格局相对稳定，长城一直保持第一位置（2019年份额32%）**，江铃皮卡排名第二，郑州日产排名第三。前五名集中度达到近68%，格局稳定。长城炮兴起皮卡乘用车化第一线，相比风骏系列产品性能进一步升级，上市四个月累计销量近2.4万辆，有望带动皮卡业务量价齐升。

◆ **战略业务：海外生产+新能源有序推进。**

✓ 2019年6月5日俄罗斯图拉工厂正式投产（年产8万辆），首款全球车哈弗F7在此工厂下线并在海外上市，预示着海外业务从出口模式到海外生产转变。2020年1-2月份相继从通用汽车收购了印度及泰国工厂，预计下半年实现交割。2016-2019年长城出口业务持续恢复，未来随着三大海外工厂，将有望持续增长。新能源汽车定位于精品小型电动车，基于ME平台，先后推出了欧拉iQ-R1，以及未来新推出R2等新车型，蜂巢能源科技（动力电池）+光束汽车（与宝马合资电动）积极推进。

◆ **盈利预测与投资评级**

✓ **汽车行业重新步入复苏轨道+汽车新平台催化**，依然看好长城汽车，维持“买入”评级。

✓ 预计2020-2022年**归母净利润44.26/53.62/70.54亿元，同比-1.6%/+21.1%/+31.6%**。对应EPS为0.48/0.58/0.77元，对应PE为20.21/16.69/12.68倍。

◆ **风险提示：**疫情控制不达预期，乘用车需求复苏低于预期

广汽集团：日系依然强势，自主改善可期

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

◆ **三重因素叠加【广丰+广本】仍处于向上周期。**

✓ 因素1：GDP增速放缓且车市低增长存量博弈的大趋势下，**“政府油耗约束+市场品质消费”正双重驱动国内乘用车从扩张型消费转变成集约型消费，**日系车优势日益彰显。因素2：**中美贸易战背景下中日关系的缓和**为日资企业在华投资提供良好环境。因素3：**日系车自身处于良性改善周期。**2008年经济危机给日系车企带来了重创，但也开启了他们新一轮变革的起点，重新审视原有组织架构体系的不足，聚焦于“模块化架构建立+供应链适度对外开放+重视中国市场发展”。**1）**丰田有意放慢步伐经过多年调整通过TNGA发布，开启新一轮征程，广汽丰田正迎新一轮产品周期，威兰达是核心亮点，新增12万台产能将助力销量提升，实现100万辆目标。**2）**本田虽仍受机油门+失速门的余波影响，但广汽本田目前正处于新一轮产品周期，CR-V姐妹车皓影成为未来核心看点（2020年1月批发销量已超过1万辆），新增产能12万台及第三代I-MMD混动系统搭载将助力销量提升实现100万辆目标。**3）**广汽三菱核心看本土化研发中心和零部件产业园2020年落地，计划每年推出2-3款新车型（含改款）弥补当下产品线不足，长期有望突破20万辆。

◆ **广汽自主：第二代GS4开启新十年。**

✓ **车市周期下行+清理国五库存+渠道升级费用**，三重因素导致广汽自主2019年量价齐跌业绩承压。展望未来这三重因素将消失，且全新第二代GS4已经2019年底上市，具备四大亮点：**1)**基于全新GPMA平台打造；**2)**采用了家族最新的光影雕塑3.0语言设计，外观设计上动感十足；**3)** 搭载了广汽集团最新研发的ADiGO（智驾互联）生态系统，集成车载微信功能。**4）**新车中控台以X型元素为设计灵感，匹配双12.3寸大屏，打造“五感舒适座舱”。随着GS4销量改善，有望带来自主业绩恢复。

◆ **广汽菲克：长期有望见底企稳。**

✓ SUV行业红利消失+自身经营管理不善+产品质量问题综合导致广菲克JEEP国产化2018年以来遭遇断崖式下滑。随着**组织架构重新调整，引入新的高管团队，以及将生产与销售一体化运营，改善经销商关系，强调品质**等诸多措施，长期有望见底企稳。

◆ **盈利预测与投资评级**

✓ **汽车行业逐步复苏，看好广汽集团**长期发展，维持“买入”评级。

✓ 预计2020-2022年**归母净利润分别为67.31/94.64/113.66亿元，同比+1.7%/+40.6%/+20.1%**。对应EPS分别为0.66/0.92/1.11元，对应PE分别为14.66/10.43/8.68倍。

◆ **风险提示：**疫情控制不达预期，乘用车需求复苏低于预期

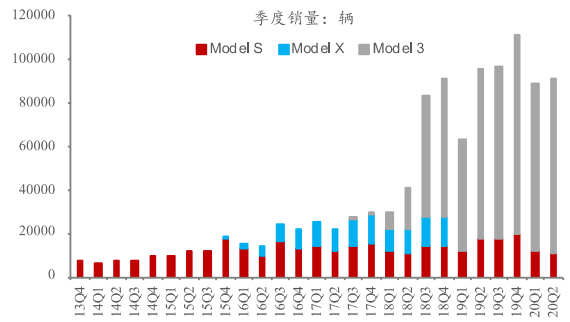
零部件：特斯拉/英伟达/华为三大产业链

特斯拉全面引领汽车产业链

- **CASE革命催化出了“特立独行”的特斯拉模式：1）战略上**瞄准私人消费市场且从高端切入逐步平民化，从Roadster-Model S-Model X- Model 3- Model Y依次推向市场。**2）电动化领域**选择依靠“电池管理系统+热管理系统”构建自身通用性的电池平台，跟随着自身产品市场定位需求变化，从而在全球范围内动态筛选最适合自己的电池供应商。**3）智能化领域**以“硬件先行—软件OTA更新升级—用户数据反馈—修正改进系统”良性循环方式推进，坚持用车主实际测试数据优先，从依赖供应商到自主研发芯片，不断优化AutoPilot自动驾驶系统，快速推进L2-L3-L4-L5功能的升级。**4）向上**采用较为扁平化的供应链采购模式且非核心系统零部件外包程度高，**向下**采用直营模式进行全球销售，兼顾“高效率+低成本”的运营体系支撑产销规模扩张。特斯拉引领汽车盈利模式从硬件到软硬结合的创新。

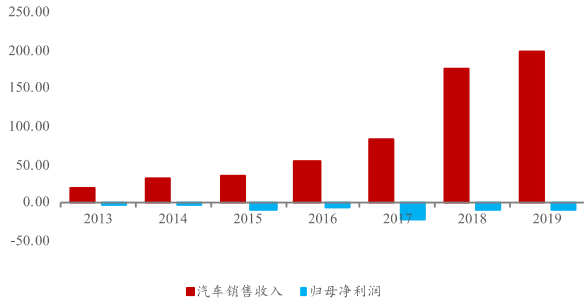
- **车型销量向好驱动特斯拉营收不断创新高，净利润指标2019Q3以来实现扭亏为盈：**
- 从年度数据来看，**新能源EV销量**从2013年2.24万辆上升至2019年36.7万辆，复合增速59.4%。对应**汽车销售收入**从20亿美元不断攀升至200亿美元，复合增速47%。对应**净利润**（不含少数股东权益）持续处于亏损状态。2017年达到亏损最高值22亿美元，2019年亏损下降至7亿美元。
- 从单季度数据来看，20Q2**新能源EV销量**90,650 辆，同比-4.8%，环比+2.4%。20Q1**营业总收入**59.85亿美元，同比+31.8%，环比-19.0%。从2017年以来实现**净利润**转正分别是2018Q3，2018Q4和2019Q3至今。

图13：特斯拉销量持续快速增长（单位：辆）



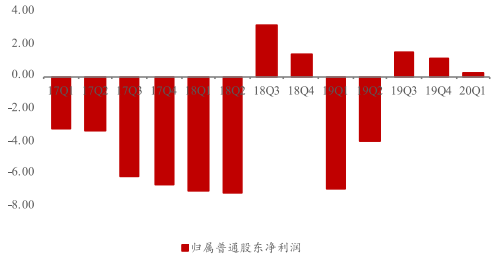
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：特斯拉收入和净利润走势（单位：亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：特斯拉净利润单季度走势（单位：亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

特斯拉产业链核心受益标的【拓普集团】

◆ **特斯拉产业链无疑是关注的重点。由于软件层面供应链机会不多，需要核心关注硬件层面。格外需要重视的是硬件模块化的产业趋势，【拓普集团】的价值！**

◆ **三大核心竞争力促进公司持续突破**

✓ **1）持续重视内部技术创新。**公司是汽车零部件民营企业中少数坚持职业经理人模式，内部鼓励自主创业文化。2011-2019年公司研发核心数据：人员数量从365人增加至1385人，年度研发支出从6086万元增加至3.14亿元，年度研发支出占收入比例从3.6%提升至5.9%。**2）持续增强模块化供应能力。**从1983-2000年核心布局“减震+隔音”两大拳头产品，到2000年以来公司重点布局轻量化+汽车电子两大领域，公司始终跟随国际一流零部件企业的战略，顺应产业趋势不断推出新品，且持续增强自身模块化供应能力。**3）持续拓展优质客户能力。**从通用—吉利—特斯拉，始终跟随产业趋势变化，从绑定合资到抓住自主崛起再到紧抓新能源趋势，不断拓展下游优秀客户。

◆ **新能源催化轻量化业务快速增长**

✓ **能源安全+温室效应+大气污染**三重因素驱动下，全球禁止销售燃油车成为未来大趋势，我们预计全球新能源EV+PHV到2025年销量1588万辆，复合增速36%。汽车新四化革命催化出了“特立独行”的特斯拉模式，引领全球新能源汽车市场。我们预计特斯拉全球产量2020年达到55.7万辆。续航里程焦虑下减轻车身整备质量，加大用铝比例成为产业趋势，覆盖件及车身结构件是未来汽车用铝渗透率快速提升的重要领域。拓普从锻铝控制臂-副车架-转向节-结构件等不断延伸方式拓展轻量化铝合金底盘件布局，于2016年获得特斯拉供应商定点，随着model 3国产化，公司配套价值不断攀升，助推轻量化将迎持续快速增长。

◆ **NVH+汽车电子长期复苏可期，疫情对公司短期影响有限**

✓ **公司“减震+内饰+汽车电子”与国内汽车产量直接相关，且与美系+自主相关度更高（尤其是通用+吉利）。**这三项业务2018-2019年跟随行业景气下行而迎来周期性调整。从2019Q4数据看，除了上汽通用+五菱，其余主要下游车企产量同比增速降幅收窄。展望2020-2021年国内汽车需求逐步复苏可能性依然较大，这三项业务有望跟随行业迎来复苏。今年年初突发的新型肺炎疫情对公司短期造成影响但幅度有限，主要是配套上汽通用武汉工厂的产能利用率处于低位+公司整体复工时间推迟。

◆ **盈利预测与投资建议**

✓ **拓普是汽车零部件多品类路径的典型代表，新的一轮成长有望开启。核心看点：**

✓ **1）新能源催化下带来轻量化业务快速增长，特斯拉客户放量成为最大亮点。**

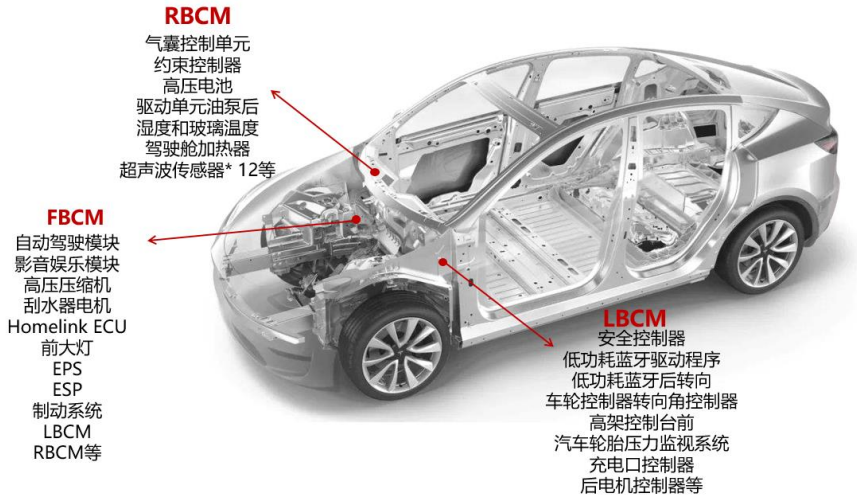
✓ **2）跟随行业需求复苏传统业务业绩改善可期。我们预计2020-2022年归母净利润6.47/8.60/11.15亿元，同比增速+41.9%/+32.9%/+29.6%，PE：60.33/45.39/35.01，给予“买入”评级。**

◆ **风险提示：**疫情控制不达预期，乘用车需求复苏低于预期，法律法规限制自动驾驶发展

特斯拉对软件定义汽车的标杆作用

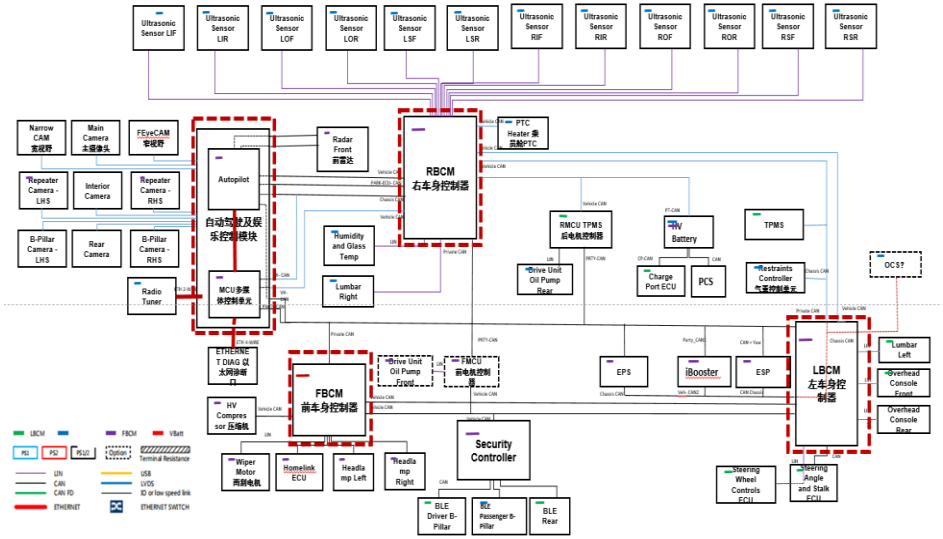
- **特斯拉E/E架构处于绝对领先地位。**
- ✓ **硬件架构已发展为中央集中式架构，即CCM中央计算平台+三大区控制器方案**，CCM为整车最高决策模块，而区控制器是按照车的位置划分，主要接受CCM的统一指挥。
- ✓ **软件架构采用开源软件平台，用户即为研发一份子模式，实现不断OTA升级。1）感知资源共用：**特斯拉没有按照基于功能进行软件开发的模式，而是资源共用的开发模式，各种感知数据均可服务所有上层应用。感知数据的充分利用，有效减少硬件资源的需求。**2)开源软件平台：**特斯拉并未采用传统汽车主机厂主导的AutoSAR的软件架构，而是采用开源软件平台，其操作系统基于Linux深层次改造，以及深度学习框架、后台均采用开源软件架构。开源架构即开放软件的源代码，以求共同更新软件，以维护汽车系统的安全。**3）数据驱动下，用户为研发一份子：**随着人工智能时代的到来，软件迭代由工程师堆叠模式逐渐演变为数据驱动模式，特斯拉智能汽车年产销量已初具规模，用户即为研发的一份子，不断丰富数据库，从而在整个生命周期不断进行Bug修复以及软件优化、新功能导入。而传统主机厂虽然年产销量基数较大，但是智能汽车基数却几乎为0，传统主机厂数据劣势凸显。
- ✓ **通信架构部分应用以太网，核心控制器之间环状连接实现冗余。**Model 3的通信网络同时采用以太网和传统CAN/LIN总线，其中CCM内通过以太网连接，其他控制器主要基于传统总线网络连接到CCM。各主要控制器之间环状链接，关键功能互为备份，从而产生冗余。

图16：Model 3控制器主要负责单元



数据来源：冷酷的冬瓜公众号，东吴证券研究所绘制

图17：Model 3网络拓扑图（2020年2月）



数据来源：冷酷的冬瓜公众号《解码特斯拉电子电气架构》，东吴证券研究所整理绘制

E/E架构如何升级？

自动驾驶功能繁荣表面之下，到底内部技术核心如何变迁？

■硬件架构升级：分布式向域控制/中央集中式发展。

✓其主要好处在于：**a、算力利用率更高，减少算力设计总需求。**汽车在实际运行过程中，大部分时间仅部分芯片执行运算工作，而且并未满负荷运算，导致对于整车大部分运算处理能力处于闲置中，算力有效利用率较低。采用域控制器方式，可以在综合情况下，设计较低的总算力。**b、统一交互，实现整车功能协同。**实现真正意义上的高级自动驾驶，不仅需要多传感器共同感知外部环境，还需要对车内部各运行数据进行实时监控，统一综合判断，并且执行机构协同操作。**c、缩短线束，降低故障率，减轻质量。**采用分布式架构，ECU增多后线束会更长，错综复杂的线束布置会导致互相电磁干扰，故障率提升，此外也意味着更重。

图18：汽车硬件架构升级



数据来源：地平线，东吴证券研究所

◆**软件架构升级：软件架构分层解耦，促使软件通用性，便于管理供应商。**

✓ 其主要好处在于：**a、软硬件解耦分层，利于实现软件/固件OTA升级、软件架构的软实时、操作系统可移植。 b 、采集数据信息多功能应用，有效减少硬件需求量，真正实现软件定义汽车。**若未实现软硬件解耦，一般情况下增加一个应用功能则需要单独增加一套硬件装置，采集的数据信息仅一个应用功能可以利用。现阶段，自动泊车雷达和自适应巡航的摄像头、雷达采集数据不可交互，若打通整个汽车软件架构，各数据特征有效利用，实现多个应用共用一套采集信息，有效减少硬件需求数量。

◆ **通信架构升级：LIN/CAN向以太网发展。**

✓ 其主要好处在于：**a、LIN/CAN总线向以太网方向发展，满足高速传输、低延迟等性能需求。b 、以太网方案线束更短，同时也可减少安装、测试成本。**

图19：Adaptive AutoSAR面向复杂的软件系统，Classic AutoSAR面向简单的执行机构，升级后优势明显



数据来源：CNDS，东吴证券研究所绘制

其他车企/Tier1 做的怎么样？

◆**E/E架构排名：特斯拉>传统强外资>国内自主/造车新势力。**

✓ **1）特斯拉的发展最为领先**，Model 3采用中央集中式（CCM+区控制器），自研的操作系统，可实现整车OTA，具有部分以太网。

✓ **2）大众、奥迪、通用等强外资车企**最新（或近期规划）（跨）域集中E/E架构类型，通信架构方面采用核心高速Can骨干总线且具有软件部分在线升级能力。

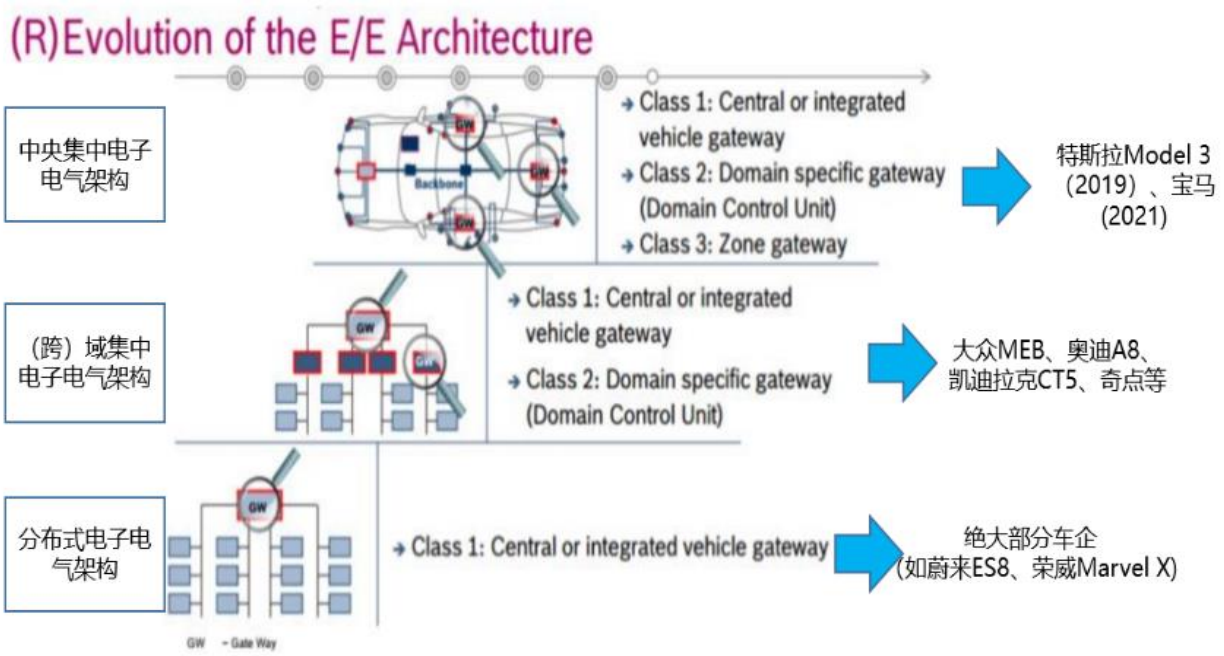
✓ **3）国内自主品牌和造车新势力**，分布式E/E架构；软件OTA较弱或无在线升级能力；通信仍为传统Can总线。

◆**1）宝马下一代E/E架构，中央集中式构架，计划于2021年左右量产。**硬件方面采用英特尔的至强服务器CPU+3颗EyeQ5共同组成一个中央计算平台；在软件方面开发基于Classic AutoSAR和Adaptive AutoSAR混合的通用软件框架，自研操作系统。

◆**2）丰田则将采用中央集中+区控制器。**此硬件方案类似特斯拉硬件方案，全新架构将具备空间优势、ECU集成降低成本、车型覆盖多、可扩展性、轻量化等特点。软件架构方面车端仍主要使用Classic AutoSAR和Adaptive AutoSAR混合的通用软件框架，云端或将使用非AutoSAR软件架构。此外，

◆**3）大众ID.3将搭载名为E3的跨域融合式架构（又称车载订阅服务构架），计划于2020年左右量产。**

图20：特斯拉E/E架构领先



数据来源：佐思车研，东吴证券研究所绘制

为何要重视英伟达和华为产业链？

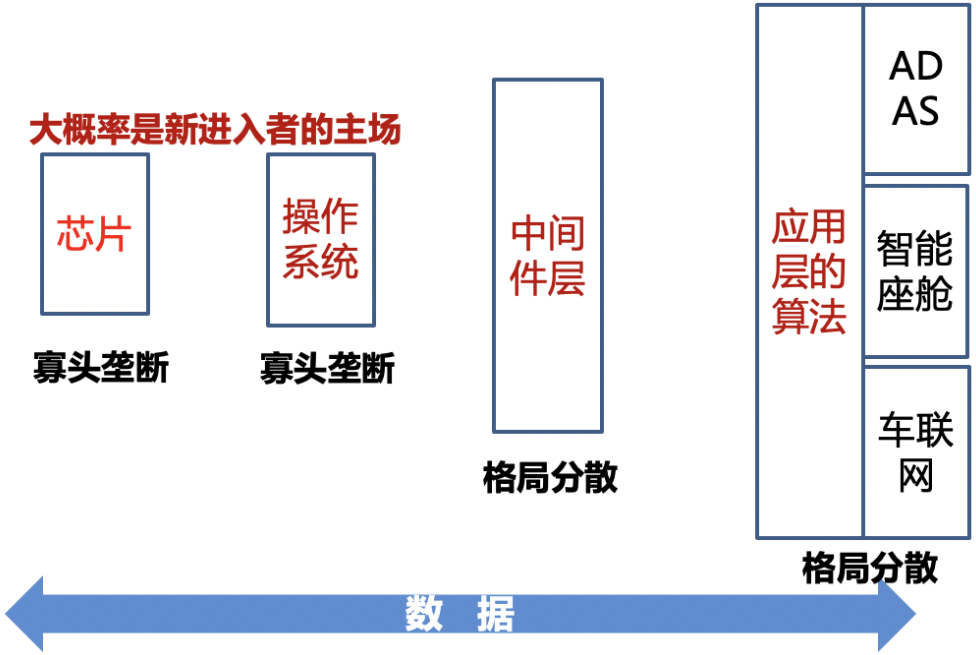
◆**软件定义汽车背景下，芯片是汽车核心技术生态循环的基石**

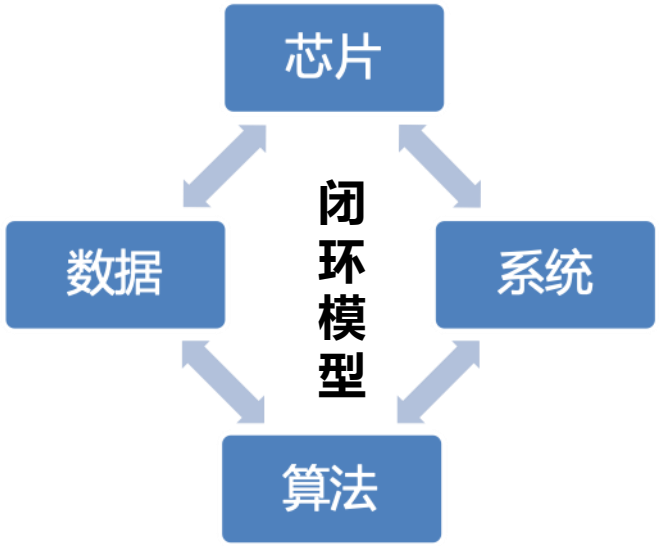
✓**在智能网联汽车产业大变革下，软件定义汽车理念已成为共识。**传统汽车采用的分布式E/E架构因计算能力不足、通讯带宽不足、不便于软件升级等瓶颈，不能满足现阶段汽车发展的需求，E/E架构升级已成为智能网联汽车发展的关键。

✓**拥有某一项或多项核心技术优势的玩家（特斯拉、华为、英伟达、英特尔、BAT等）或在此次大变革中成功切入智能汽车领域，并构建庞大的生态体系。**

✓E/E架构升级包括硬件、软件、通信架构三大升级，硬件架构升级表现为分布式ECU向域控制器/中央计算平台方向发展。芯片+操作系统+应用算法+数据构建核心技术闭环，汽车芯片是软件定义汽车生态循环发展的基石。

图21：未来产业链上下游关系





数据来源：东吴证券研究所绘制

为何要重视英伟达和华为产业链？

- **域控制器AI芯片呈现三强多极竞争格局**
- **特斯拉**FSD芯片自研自用，引领产业发展，属于独立一级；全球GPU领域AI龙头**英伟达**和背靠英特尔的汽车AI芯片龙头**Mobileye**属于第一阵列；**华为**技术强劲自建生态体系属于1.5阵列，有望快速突围进入第一阵列；国内智能驾驶AI芯片新锐**地平线**、云边端全领域覆盖AI新兴**寒武纪**等处于第二阵列；**传统汽车电子厂商及其他潜在进入者**处于第三阵列。

- **NIVIDA：作为通用AI芯片龙头，占据L3级及以上市场，对外提供芯片级产品，而非芯片+算法的解决方案，是合资品牌的优选。**
  - **主要优势：1）中立第三方，最丰富的生态体系。**定位Tier 2供应商，提供芯片或开发平台，具备最完善的软件工具链和应用生态；**2）算力高（但利用率仍有待提升）**，Xavier 芯片的30TOPS高于Eye Q4的2.5TOPS，Orin芯片的200TOPS高于Eye Q5的24 TOPS；**3）支持各类传感器数据融合**，可提供摄像头+雷达等各类传感器数据融合处理；**4）提供云服务**，有望获取数据实现优化。
  - **主要劣势**：主要系GPU通用芯片，有大量的非必要软硬件模块，**1）成本价格较贵**，浪费资源，后续有望规模量产后实现快速下降；**2）能效比差，**后续产品开发加入更多的DLA深度学习加速器模块，能效比有望改善。

表2：主要自动驾驶计算平台芯片

	特斯拉	英伟达		Mobileye	华为	地平线	
芯片名称	FSD	Xavier	Orin(2022 量产)	EyeQ5	Ascend 310	征程 2 代	J5(2023 量产)
功能安全	/	ASIL-D	/	ASIL-D	ASIL-D	/	ASIL B(D)
工艺	14 nm	12nm	7nm	7nm	12nm	28nm	7nm
AI 算力	2*36TOPS	30TOPS	200TOPS	2*12TOPS	16TOPS	4 TOPS	96TOPS
功耗	36W	30W	75W	2*5W	8W	2 W	15W
能效比	2TOPS/W	1TOPS/W	约 3TOPS/W	2.4TOPS/W	2TOPS/W	2TOPS/W	6.4TOPS/W
对应市场	Model S\X\3 应用	全球六家 Tier 和小鹏等	/	绝大部分主机厂、Tier 1 供应商	适配中	UNI-T 座舱域，ADAS 适配中	/
总结	专用化算力高，能耗低	生态丰富;GPU 有大量非必要软硬件模块导致高功耗		L2 及以下市场;黑盒难定制开发	国内优选;华为生态	生态有待提升	/

数据来源：佐思车研，公司官网，东吴证券研究所

为何要重视英伟达和华为产业链？

- **华为提出基于计算和通信的CC架构，由智能座舱、整车控制、智能驾驶三大域控制器构成，为跨域融合架构方案。华为在智能互联汽车领域的布局或者潜在优势包括：**

✓ **1）硬件方面：a、华为域控制芯片**属于第1.5阵列，凭借强劲的技术实力有望快速进入第一阵列，主要针对L2+及以上市场，模式与NVIDIA类似，现阶段对外提供平台类产品（开发平台），而非解决方案，是国产品牌的优选。主要优势：算力高，能效优；支持各种传感器融合处理；华为整体技术雄厚，生态体系有望迅速完善；4）提供云服务，有望获取数据实现优化。**b.此外还布局雷达、摄像头等传感器。**

✓ **2）软件方面：a.鸿蒙操作系统：**区别于普通的基于Linux的系统浅层次改造，其改造十分深层次，与其硬件适配度更高，目前消费电子领域尚未搭载，汽车领域会稍慢，但代表其技术实力强劲（具备深层次改造操作系统的玩家必是微软、google、BAT等国际大厂），目前阶段其可先行采用开源Linux的系统，后期再上鸿蒙。**b.核心算法：**即基于车道线识别、红绿灯识别等的算法应用，机器学习AI算法方面实力强劲，但因涉及汽车动力学等，传统BAT、华为等新进入者还需在汽车专用领域多下功夫，其算法才会更优。**c.地图方面:**甲级地图测绘资质, 基于华为河图技术,布局AR地图。

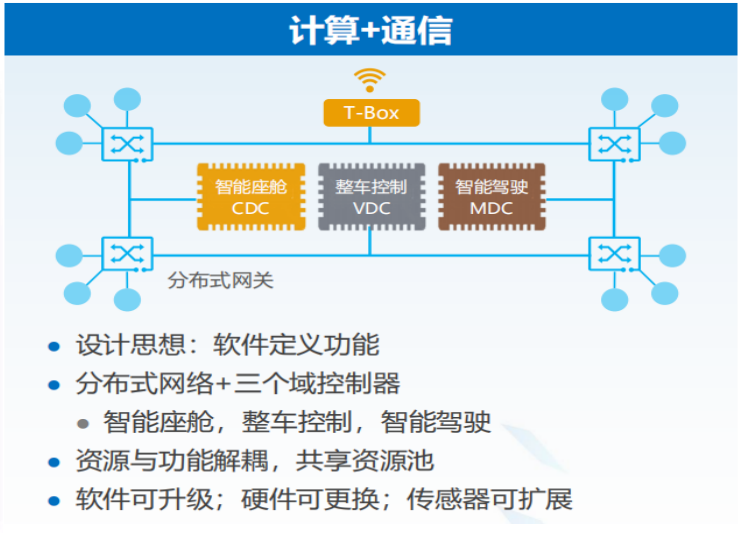
✓ **3）通信方面：a.网关：**巴龙通信芯片,未来数据实现V2X互联，需要5G、无线通信等。**b.云服务：**为智能网联汽车提供数据服务、训练服务、模拟仿真服务，华为昇腾910 AI芯片即为云计算平台芯片，此类玩家为（英伟达、华为等），云计算资源应用服务提供商为（BAT、微软、华为等）。

图22：华为MDC计算平台



数据来源：华为，东吴证券研究所

图23：华为基于计算和通信的CC架构



数据来源：华为，东吴证券研究所

英伟达产业链【德赛西威】

■ **持续突破自我不断勇攀高峰**

✓ **德赛脱胎于**中欧电子，注入了德国文化因子，现惠州市国资委控股。**三大产品模块：**拳头业务智能座舱（营收占比97%+），战略业务智能驾驶+网联服务。**核心商业模式：**对接纯软件与主机厂之间的需求，处于中间层角色，需具备软硬件一体化能力。**核心竞争力：**持续加大研发投入构建技术壁垒，且保证优良制造工艺及成本管控能力。**受国内乘用车需求下行+战略业务研发持续投入，2018-2019年业绩进入下行周期。**

◆ **智能座舱业务：国产替代加速+一芯多屏升级，量价齐升可期**

✓ **技术进步推动**智能座舱沿着机械化-电子化-智能化不断升级带来单车价值上升。基于**安全娱乐诉求**消费者愿意买单推动下主机厂积极提升智能座舱渗透率。**我们测算2019年国内市场规模567亿元，2025年1030亿元，复合增速15.2%**；其中车载信息娱乐系统和驾驶信息系统规模比例分别为46.4%/34.4%。**德赛卡位于智能座舱产业链中游一级供应商角色**，全球车载娱乐系统（中控屏为主）市占率4%（伟世通2015年测算数据），国内车载信息娱乐系统（中控屏+软件解决方案）2018年市占率约13.9%（我们测算数据）。

✓ **德赛智能座舱业务的核心增长逻辑：1）凭借技术+成本+客户优势，加速车载娱乐系统国产替代，逐步淘汰尾部竞争对手，市占率有望持续上升。2）一芯多屏融合，由分布式离散控制向座舱域控制高度集成是智能座舱当下最重要升级方向，下游主机厂自身研发实力仍在布局中，中短期对一级供应商依赖度较高，为德赛成长提供良好时间窗口。**

◆ **ADAS业务：产品放量进行时，车联网平台积极推进**

✓ **安全诉求下，**ADAS驾驶辅助/识别预警/倒车辅助类功能渗透率正处于快速提升阶段，尤其是15万元以下中低端车型。**我们预计国内乘用车ADAS总市场规模2019年844亿元，2025年2250亿元，复合增速21.3%，正迎来高速成长期。**

✓ **德赛**2016年成立了专门ADAS事业单元，**360度高清环视系统+全自动泊车系统+24G/77G毫米波雷达先后量产，成为未来3年新增盈利点。**5G商用化+11部委联合下发政策推动智能汽车发展，V2X车联网应用加速，德赛2018年成立了专门车联网事业单元，**T-Box+V2X+车联网平台逐步落地商业化。**

✓ **2020年4月德赛首款基于英伟达Xavier L3级自动驾驶域控制器产品IPU03于小鹏P7上配套量产，通过深度绑定英伟达带来ASP提升。**

◆ **盈利预测与投资评级**

✓ 我们预计**2020-2022年归母净利润4.52/6.47/9.34亿元，同比增长+54.8%/+42.9%/+44.5%，**对应EPS为0.82/1.18/1.70元，对应PE为90.06/63.01/43.61倍。考虑到智能网联高景气度+卡位稀缺性+未来业绩高增长，德赛有望享受更高估值溢价，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**疫情控制不达预期，乘用车需求复苏低于预期，法律法规限制自动驾驶发展

华为产业链【华阳集团】

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

◆ **华阳是国内优秀汽车电子标的之一**

✓ 华阳地处惠州，于1993年成立。公司产品四大类：汽车电子（63.03%，核心是智能座舱+ADAS），精密压铸（15.76%），精密电子部件（12.63%），LED照明部件（4.81%）。**汽车电子业务模式：对接纯软件与主机厂之间的需求，处于中间层角色，需具备软硬件一体化能力。公司核心竞争力在于持续高研发投入**，即使在2017-2019年行业需求下行+尾部客户经营困境的情况下，资产负债率维持低位且始终坚持每年研发投入3亿元及以上。公司也不断加强优秀自主品牌+合资品牌的客户拓展。

◆ **智能座舱/ADAS业务：天时地利人和将迎量价齐升**

✓ **看点一：行业红利正当时。**基于效率+安全+娱乐需求，消费者愿意买单推动下游主机厂积极提升智能座舱+ADAS渗透率。渗透率/单车价值：智能座舱由19年的50%/4500元→25年的80%/6000元；ADAS由19年的25%/1.5万元→25年的40%/3万元；2019年我国智能座舱+ADAS市场规模567亿元+844亿元，2025年1030亿元+2250亿元，CAGR分别为15.2%、21.3%。

✓ **看点二：国产替代正加速。**在高性价比+快速响应能力的双重优势下，国内智能座舱/ADAS提供商整体客户质量处于改善通道中，华阳亦是核心受益企业。

✓ **看点三：HUD产品终迎放量期。**长达8年研发储备，受益成本下行，HUD渗透率加速提升。

✓ **看点四：与华为全方面合作开启，打开长远期成长空间。**软件定义汽车之下，凭借通信+手机领域积累优势，进入汽车产业的华为或将成为核心玩家，华阳借助自身软硬一体化的适配优势，与华为有望实现共赢。

◆ **其他业务：精密压铸持续向好+LED稳健+精密电子收缩**

✓ **精密压铸业务：**凭借制造技术先进和服务支持优势，公司在专业领域内优势明显，有望随着下游行业复苏和市场集中度提升实现业务收入稳步增长。**LED业务：**LED照明取代白炽灯是发展大趋势，LED市场规模持续扩大，虽市场竞争激烈，公司凭借多年耕耘积累丰富经验，业务发展将保持整体稳健。**精密电子部件业务：**随着网络技术和替代存储技术的发展，视盘机市场缩减，公司对应的视盘机相关零部件市场也相应缩减，公司该领域或面临业务转型。

◆ **盈利预测与投资评级**

✓ 预计2020-2022年营收34.3/39.6/46.1亿元，同比+1.3%/+14.6%/+15.7%，**归母净利润0.84/1.69/3.08亿元，同比+13.4%/+99.6%/+82.9%，**对应EPS为0.18/0.36/0.65元，对应PE为112.5/56.3/30.9倍，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**疫情控制不达预期，乘用车需求复苏低于预期，法律法规限制自动驾驶发展

华为产业链【中国汽研】

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

◆ **中国汽研是国内领先的智能汽车检测龙头**

✓ **中国汽研是一家国家级科研院所转制设立的股份公司**，实际控制人是国务院国资委，第一大股东是通用技术集团。主要经营范围包括**技术服务和产业化制造**两类。2019年公司实现收入27.6亿元，同比-1.3%，客户涵盖国内外主流主机厂。

◆ **立足汽车检测领域，智能网联业务小步快跑**

✓ **2018-2019年为车企提供高壁垒的技术服务营收占比从39%提升至54%，已成为公司核心资产。**技术服务的盈利结构经估算：50%强制性检测，30%研发性检测，20%研究咨询。检测中心需严格资质认证且资金&人才密集型，壁垒高。

✓ **汽车ADAS系统主要聚焦智能端，已经投入使用。**i-Vista是中国汽研联合长安、一汽、中国移动、华为、大唐等单位共同建设的基于宽带移动互联网的智能汽车和智慧交通应用示范工程及产品工程化公共服务平台，定位于向国内外政府机构、企业、高校和行业组织提供测试服务、政策咨询及活动支持。2019年围绕ADAS、i-VISTA示范区建设，完成了5G 自动驾驶运营基地建设，并引入3家企业进行商业化运营。此外，重庆双桥智能网联汽车综合性能试验基地、智能网联汽车示范区等重大基础设施相继建成投入使用，进一步增强了公司测试研发水平。在智能网联汽车测试设备工具研发方面，2019年完成了2代新产品的研发和发布以及1代设备的技术完善和迭代，并获取了订单。

◆ **盈利预测及投资建议**

✓ **车路协同设备落地+国六催化下带来检测业务量价齐升+风洞及智能网联测试基地业务**助力公司业绩长期稳步增长。我们预计**2020-2022年归母净利润5.4/6.23/7.27亿元，同比增长15.7%/15.3%/16.8%，**对应PE为18.67/16.19/13.87倍。看好公司未来发展前景，且估值具有较好吸引力，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**疫情控制不达预期，乘用车需求复苏低于预期，法律法规限制自动驾驶发展

中报业绩前瞻

二季度各家车企产批情况

◆ **2020Q2乘用车整体产量同比+4.9%，批发同比+1.4%。**

◆ **2020Q2主要上市车企产量/批发预测：上汽集团产量/批发同比变化分别为+0.14%/-2.44%。长安集团产量/批发同比变化分别为+39.53%/+34.85%。广汽集团产量/批发同比分别为+11.79%/+2.71%。吉利汽车产量/批发同比变化分别为+16.06%/+13.79%。长城汽车产量/批发同比变化分别为+15.84%/+16.34%。**

表3：2020Q2乘用车行业及主要上市车企产销预测（单位：辆）

	产量					批发				
	2019Q2	2020Q1	2020Q2	同比	环比	2019Q2	2020Q1	2020Q2	同比	环比
上汽集团	1332965	657424	1334848	0.14%	103.04%	1404291	679028	1370088	-2.44%	101.77%
上汽自主	138664	86363	144897	4.50%	67.78%	161660	99397	142078	-12.11%	42.94%
上汽大众	456122	201270	379868	-16.72%	88.74%	451209	183010	394375	-12.60%	115.49%
上汽通用	390136	149061	376052	-3.61%	152.28%	407151	179184	377022	-7.40%	110.41%
上汽通用五菱	283601	168086	340580	20.09%	102.62%	315700	165040	366000	15.93%	121.76%
长安集团	389403	275145	543322	39.53%	97.47%	376397	303078	507581	34.85%	67.48%
长安自主	130080	111798	163464	25.66%	46.21%	121385	122189	147943	21.88%	21.08%
长安福特	40535	12565	73739	81.91%	486.86%	38361	33166	69269	80.57%	108.86%
广汽集团	476245	264641	532403	11.79%	102.50%	504826	305962	518482	2.71%	71.86%
广汽自主	75784	54531	78598	3.71%	43.53%	98909	62468	75503	-23.66%	24.09%
广汽丰田	149536	110411	199138	33.17%	80.36%	149400	122600	198288	32.72%	61.74%
广汽本田	198860	84190	222141	11.71%	161.19%	206814	101018	215747	4.32%	112.89%
吉利汽车	280866	205272	325961	16.06%	58.79%	285092	206027	324419	13.79%	57.46%
长城汽车	211727	145766	245267	15.84%	68.26%	209696	150332	243955	16.34%	62.28%
行业整体	4645000	2580020	4872513	4.90%	88.86%	4777000	2811518	4843350	1.39%	72.27%

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

二季度各家车企库存预测

- **5月情况：**传统车企业库存降低了2万辆，2015年1月以来累计为-44万辆（2015年以来历史同期最低值）。5月渠道库存增加了10万辆，2015年1月以来累计为326万辆，渠道库存系数为1.9月，处历史中高位。新能源乘用车5月库存降低了0.8万辆，2015年1月以来累计为45.0万辆，仍在历史高位。**主流自主品牌微幅去库，主流合资品牌微幅去库。自主中奇瑞/比亚迪/上汽自主库存系数较高，合资中上汽大众库存系数较高。**

- **6月情况：季节性加库月份，但今年由于受疫情影响，6月产销预计难以快速增长，预计小幅加库。**

图24：2020年5月企业累计库存为-44万辆

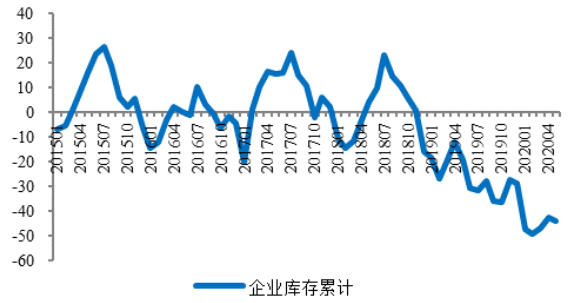


图25：2020年5月渠道累计库存为336万辆

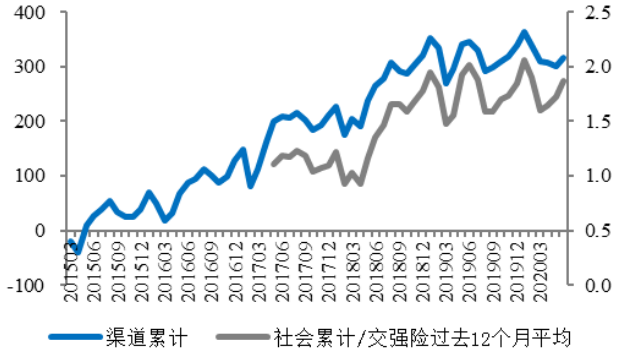


图26：自主品牌5月渠道库存系数（单位：月）

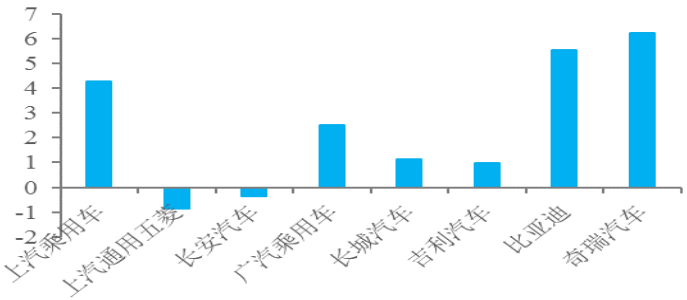
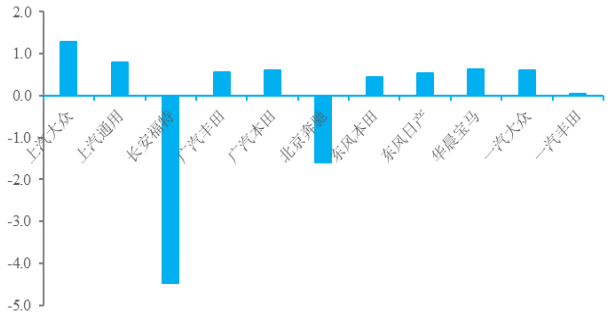


图27：合资品牌5月库存系数（单位：月）



数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

二季度各家车企价格/折扣率

- **2020Q2乘用车行业及主要车企折扣率持续上升，尤其是豪华和合资品牌。**相比较于3月份，4-6月份行业及主要车企折扣率均持续升高，整体二季度行业成交价格下滑。6月下旬乘用车整体折扣率12.5%，环比3月下旬+1.1%。
- 主要车企折扣率均有所上升，其中幅度较大的是上汽通用+一汽大众+东风日产+广汽丰田+长安福特。综合来看，二季度豪华品牌/合资品牌折扣率上涨幅度相比于自主品牌更大。

图28：乘用车行业折扣率走势

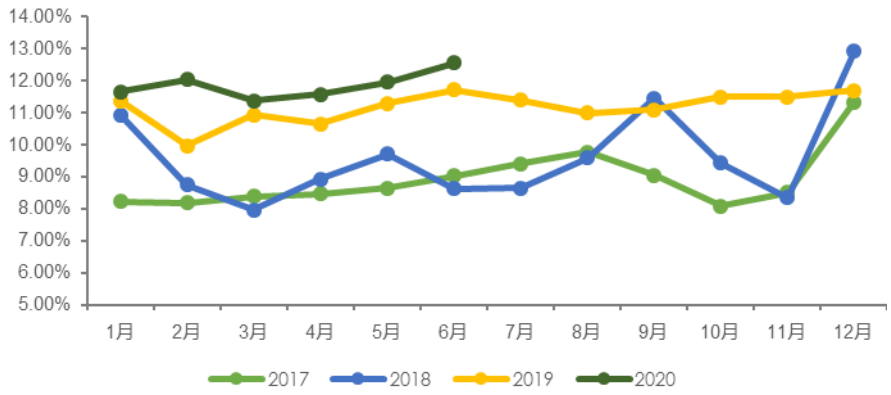


表4：核心车企的折扣率情况

		2020年3月下	2020年4月下	2020年5月下	2020年6月上
豪华车	北京奔驰	9.48%	9.96%	10.88%	11.45%
	华晨宝马	14.78%	16.14%	17.38%	18.03%
	一汽奥迪	21.43%	19.90%	19.16%	19.57%
合资	一汽大众	16.22%	16.38%	16.35%	16.58%
	一汽捷达	0.37%	0.36%	0.37%	0.37%
	上汽大众	14.39%	13.66%	13.19%	12.73%
	上汽通用	17.00%	15.88%	15.05%	16.12%
	长安福特	10.66%	11.02%	9.99%	10.52%
	广汽丰田	3.22%	3.55%	3.66%	4.28%
	广汽本田	5.94%	4.70%	5.26%	4.44%
	东风本田	8.45%	8.74%	8.79%	7.72%
	东风日产	13.20%	13.00%	11.86%	11.65%
自主	吉利汽车	9.69%	10.55%	10.21%	10.23%
	长城汽车	9.09%	9.23%	9.04%	8.60%
	上汽集团	13.07%	14.40%	14.39%	14.90%
	广汽乘用车	8.16%	8.26%	7.61%	7.68%
	长安汽车	6.34%	6.51%	6.25%	6.32%

数据来源：thinkcar，东吴证券研究所

重点覆盖个股二季度业绩前瞻

- **行业整体假设：1）2020Q2乘用车行业整体产量同比上涨4.9%，批发同比上涨1.4%。2）由于汽车行业重资产属性，归母净利润波动幅度远大于营业收入，尤其是整车公司。**
- **上汽集团假设：**2020Q2产量/批发同比变化分别为+0.14%/-2.44%。**长城汽车假设：**2020Q2产量/批发同比变化分别为+15.84%/+16.34%。**广汽集团假设：**产量/批发同比变化分别为+11.79%/+2.71%。
- **拓普集团假设：**下游主要客户吉利Q2产量同比+16.06%，环比+58.79%，上汽通用产量同比-3.61%，环比+152.28%。特斯拉国产配套有增量贡献。
- **万里扬假设：**下游主要客户吉利产量Q2同比+16.06%，环比-58.79%。CVT为增量逻辑。
- **德赛西威假设：**下游主要客户一汽大众Q2产量同比+31.56%，环比+82.47%，吉利Q2产量同比+16.06%，环比-58.79%。新增客户订单较多对冲部分影响。
- 华阳集团假设：精密电子部件+LED照明业务+精密压铸（因疫情因素）收入端下滑，汽车电子业务稳步发展。
- 中国汽研假设：疫情恢复后公司加快检测业务的推进及收入的确认。

表5：重点覆盖个股2020二季度业绩前瞻（单位：亿元）

	营业收入前瞻						
上市公司	**2019A**	**2020E**	**2019Q2**	**2020Q2E下限**	**2020Q2E上限**	**Q2同比下限**	**Q2同比上限**
上汽集团	8433.2	7565.5	3762.9	3574.8	3762.9	-5%	0%
长城汽车	962.1	913.1	413.8	475.8	496.5	+15%	+20%
广汽集团	597.0	588.5	283.5	226.8	241.0	-20%	-15%
拓普集团	53.6	61.6	24.4	26.0	28.0	+7%	+15%
万里扬	51.0	58.6	20.8	23.0	25.0	+10%	+20%
德赛西威	53.4	63.4	22.7	25.0	28.0	+10%	+23%
华阳集团	33.8	34.3	16.2	10.0	13.0	-38%	-20%
中国汽研	27.5	30.3	10.8	11.0	12.0	+2%	+11%
	归母净利润前瞻						
上市公司	**2019A**	**2020E**	**2019Q2**	**2020Q2E下限**	**2020Q2E上限**	**Q2同比下限**	**Q2同比上限**
上汽集团	256.0	223.9	55.13	45.00	55.00	-18%	0%
长城汽车	45.0	44.3	7.44	8.50	9.50	+14%	+28%
广汽集团	66.2	67.3	21.41	15.00	20.00	-30%	-7%
拓普集团	4.6	6.5	0.97	1.20	1.40	+24%	+44%
万里扬	4.0	6.0	1.16	1.50	1.60	+29%	+37%
德赛西威	2.9	4.5	0.59	1.45	1.75	+147.0%	+198.1%
华阳集团	0.7	0.8	0.31	0.30	0.32	-2.6%	+3.9%
中国汽研	4.7	5.4	0.95	1.00	1.20	+5%	+26%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

投资建议及风险提示

积极看多汽车板块，建议超配！

◆ **汽车正处于大周期下底部位置，配置时机已至。**1）无论PE还是PB角度，乘用车及零部件估值均接近历史最低位置。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均GDP及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，**重点推荐【长城汽车+广汽集团】，受益【长安汽车+上汽集团】**。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商**【拓普集团】**；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐**英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】**；3)自主CVT变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的**【万里扬】**。

表6：乘用车及零部件PE均处于历史低位

证券代码	公司简称	EPS（元）				P/E（X）				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
600104	上汽集团	2.19	1.92	2.11	2.28	8.64	9.88	8.99	8.30	买入
601633	长城汽车	0.49	0.48	0.58	0.77	19.90	20.21	16.69	12.68	买入
601238	广汽集团	0.65	0.66	0.92	1.11	14.91	14.66	10.43	8.68	买入
601689	拓普集团	0.43	0.61	0.82	1.06	85.56	60.33	45.39	35.01	买入
002434	万里扬	0.30	0.45	0.58	0.76	31.50	21.01	16.30	12.38	买入
002920	德赛西威	0.53	0.82	1.18	1.70	139.45	90.06	63.01	43.61	买入
002906	华阳集团	0.16	0.18	0.36	0.65	127.5	112.5	56.3	30.9	买入
601965	中国汽研	0.47	0.55	0.63	0.74	21.59	18.67	16.19	13.87	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所

风险提示

◆**海外疫情控制低预期：**海外新型肺炎疫情如果控制效果低于预期，导致企业复工实际复工推迟，对三季度行业的宏观经济影响加大，从而影响乘用车需求复苏。

◆**乘用车复苏低预期：**2020年是乘用车需求复苏的关键年份。如果乘用车复苏幅度低于预期，进而会影响整车业绩，且零部件板块订单及年降幅度，从而影响零部件板块业绩。

◆**法律法规限制自动驾驶发展：**道路测试、运行安全、驾驶规则、信息安全、责任划分等都需要法律法规的支持。要想推动智能汽车行业发展，完善立法是核心要素之一。

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

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园