投资策略

行业研究

证券研究报告

谨慎推荐（维持）

继续关注电动智能互联，重视传统车修复机会

风险评级：中风险

汽车行业 2020 年下半年投资策略

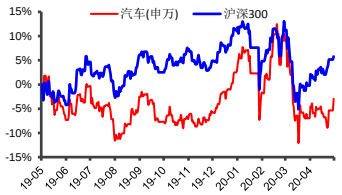
2020 年 06 月 19 日

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：

- **2020 年上半年复盘：电动智能互联引领，车市筑底。**欧洲：欧洲乘用车 1/2/3/4/5 月注册量同比分别表现为下降 7.43%/7.20%/51.8%/78.3%/57%。3 月开始受疫情影响注册量大幅下滑。美国：美国轻型车 1/2/3/4/5 月销量同比+0.77%/+6.87%/-38.48%/-46.80%/-29.40%。美国 3 月份开始受疫情影响，销量大幅下滑。中国：2020 年 1/2/3/4/5 汽车销量同比分别为-18%/-79%/-43%/+4.4%/+14.5%，乘用车销量分别同比为-21%/-82%/-48%/-2.6%/+7%。中国 2 月、3 月份汽车销量受疫情影响比较严重，4 月开始明显好转。中国 1-4 月份新能源车累计销量约 18 万辆，同比下降约 50%。1/2/3/4 月销量同比下降 52%/76%/58%/26%，下降较为明显，但降幅在 4 月份开始收窄。欧盟新能源车销量维持高增长，2020Q1 欧盟合计新能源车销量约 16.7 万辆，同比增长约 100%。欧盟 2020Q1 电动车渗透率达到约 7%，2019 年 Q1 为 2.5%，渗透率大幅提升。从资本市场表现来看，上半年电动智能互联引领，传统车产业链表现较差。

- **2020 年下半年展望：峰回路转。**放眼全球，中国汽车行业大而不强，未来仍具备成长空间，零部件尤甚，过去 5 年中国零部件公司成长速度显著高于全球主要零部件公司；我们认为站在当前，对汽车行业无需悲观，最坏的情况预计已过，继续边际改善有望；长期来看，便宜是硬道理，目前安全垫高，放眼全球，考虑到增长潜力，中国汽车上市公司目前估值处于低位；以及我们对历史汽车指数相对收益进行复盘，结合基本面判断，维持 2020 年年度策略报告观点“峰回路转”。继续维持对 2020 年“电动车需乐观”观点。电动化大势所趋，欧洲发展如火如荼，特斯拉引领，中国政策温和。

- **投资建议：继续关注电动智能互联，重视传统车修复机会。**中国电动车产业链齐全，具备完善的上下游产业链基础，在全球竞争力较强。尽管目前相关公司估值处于较高位置，但长期我们仍然坚定看好，下半年及明年基本面确定性较高，建议积极把握估值切换机会。建议重点关注：赣锋锂业、宁德时代、新宙邦、当升科技、璞泰来、恩捷股份、华友钴业。站在当前，2020 年疫情成为干扰项，但不改中国汽车产业复苏趋势。我们判断全球汽车销量在 Q3 预计出现修复，中国 Q2 已经明显修复。建议重点关注：华域汽车、广汽集团、三花智控、中国汽研、拓普集团、长安汽车等。

- **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

2020 年上半年总结：资本市场分化，车市筑底 4
汽车销量：中国 Q1 承压，海外 Q2 承压 4
新能源车销量：中国承压，欧洲表现靓丽 4
全球整车集团：Q1 受中国区拖累，Q2 受欧美影响大 6
资本市场表现：高度分化，资本青睐电动智能互联 11
2020 下半年展望：维持峰回路转判断 12
长期仍具备空间，零部件成长空间大 12
便宜是硬道理，PB 处于历史底部 16
电动车：维持“2020 年需乐观”观点 17
投资策略：精选赛道，以“龙”为首 17
风险提示 19

插图目录

图表 1：欧洲乘用车注册量同比 4
图表 2：美国轻型车销量同比 4
图表 3：中国汽车销量月度同比 4
图表 4：中国乘用车销量月度同比 4
图表 5：中国新能源车销量走势 5
图表 6：欧盟主要国家新能源车销量高增长 5
图表 7：德国 5 月新车注册结构 5
图表 8：德国 4 月新车注册结构 5
图表 9：英国 5 月新车注册结构 5
图表 10：英国 1-5 月新车注册结构 5
图表 11：法国新车二氧化碳排放趋势 6
图表 12：法国 1-5 月新车注册结构 6
图表 13：全球主要主机厂 2019 年销量及中国占比 6
图表 14：通用汽车 2020Q1 分地区销量 7
图表 15：通用汽车 2020Q1 分品牌销量 7
图表 16：福特汽车 2020Q1 分地区销量（千辆） 7
图表 17：福特汽车市场份额趋势 7
图表 18：克莱斯勒 2020Q1 分地区销量（千辆） 7
图表 19：克莱斯勒 2020Q1 核心财务指标 7
图表 20：大众汽车 2020 年 1-4 月分地区交付量 8
图表 21：大众汽车 2020 年 1-4 月分品牌交付量 8
图表 22：宝马 2020Q1 交付量分布 8
图表 23：宝马 2020Q1 各品牌销量 8
图表 24：2020Q1 戴姆勒销量表现 9
图表 25：2020Q1 奔驰乘用车销量分布 9
图表 26：2020Q1 戴姆勒销量表现 9
图表 27：2020Q1 奔驰乘用车销量分布 9
图表 28：本田集团 2020 财年销量情况（2019.4-2020.3） 9
图表 29：2020 年 1-4 月现代汽车销量 10

图表 30：2020 年 1-4 月现代汽车销售结构 10
图表 31：2020 年 1-4 月标致全球销量 10
图表 32：2020 年 Q1 标致按能源类型销量 10
图表 33：特斯拉 Q1 电动车交付量同比 40% 11
图表 34：特斯拉产能继续扩张 11
图表 35：年初至今申万行业指数涨跌幅 12
图表 36：年初至今汽车行业重点公司表现 12
图表 37：年初至今动力电池产业链重点公司表现 12
图表 38：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间 13
图表 39：中国是全球第一大汽车生产国 13
图表 40：中美资本市场汽车行业上市公司比较 13
图表 41：全球主要资本市场汽车股情况 13
图表 42：全球汽车零部件公司对标，中国快速追赶 14
图表 43：戴姆勒过去近 20 年股价走势 15
图表 44：丰田汽车近 20 年股价走势 15
图表 45：通用汽车近 9 年股价走势 15
图表 46：福特汽车近 40 年股价走势 15
图表 47：博格华纳近 26 年股价走势 15
图表 48：普利司通近 12 年股价走势 15
图表 49：曼格纳国际近 33 年股价走势 16
图表 50：李尔近 10 年股价走势 16
图表 51：申万汽车指数当前 pb 处于历史底部区间 16
图表 52：预计到 2025 年中国新能源车占比提升到 20% 17
图表 53：全球新能源车销量占比展望 17
图表 54：全球新冠每日新增数据 18
图表 55：全球新冠每日新增分国家数据 18
图表 56：全球汽车销量分布 18

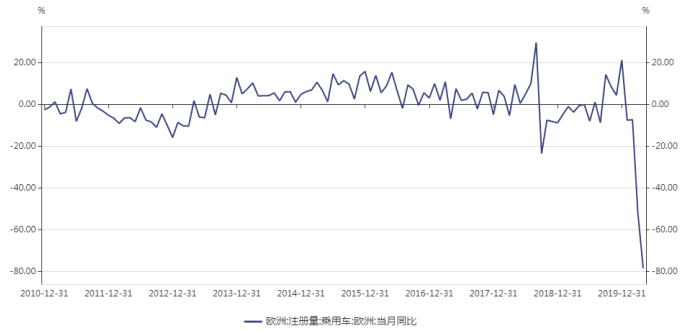
2020 年上半年总结：资本市场分化，车市筑底

汽车销量：中国 Q1 承压，海外 Q2 承压

欧洲：欧洲乘用车 1/2/3/4 月注册量同比分别表现为下降 7.43%/7.20%/51.8%/78.3%。3 月开始受疫情影响注册量大幅下滑。

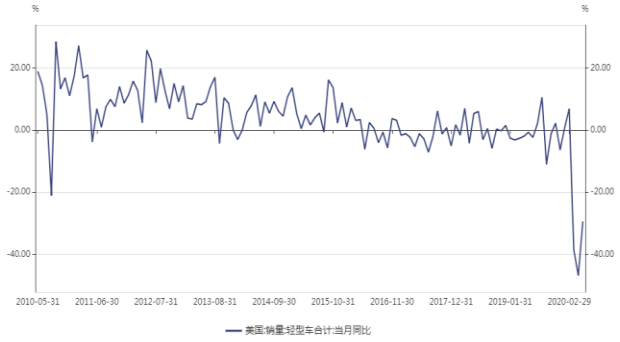
美国：美国轻型车 1/2/3/4/5 月销量同比+0.77%/+6.87%/-38.48%/-46.80%/-29.40%。美国 3 月份开始受疫情影响，销量大幅下滑。

图表 1：欧洲乘用车注册量同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

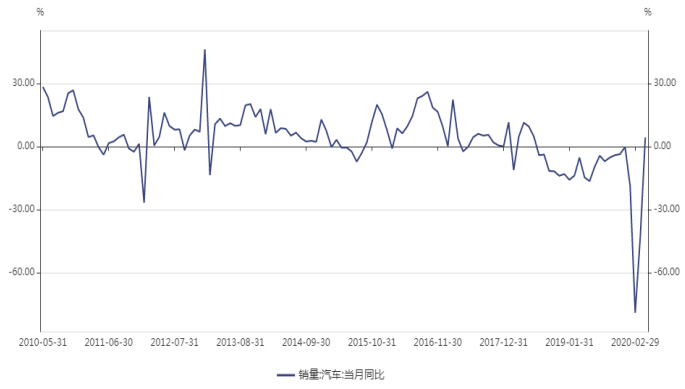
图表 2：美国轻型车销量同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

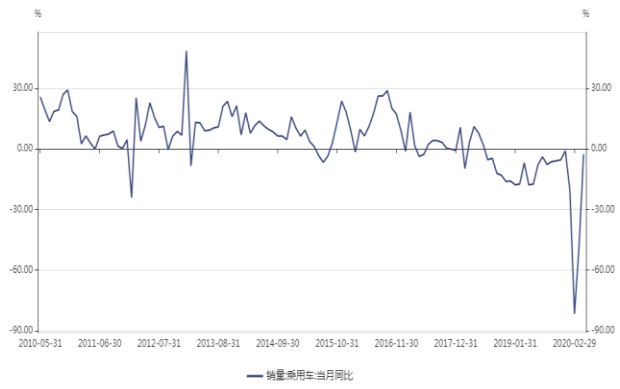
中国：2020 年 1/2/3/4 汽车销量同比分别为-18%/-79%/-43%/+4.4%，乘用车销量分别同比为-21%/-82%/-48%/-2.6%。中国 2 月、3 月份汽车销量受疫情影响比较严重，4 月开始明显好转。

图表 3：中国汽车销量月度同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 4：中国乘用车销量月度同比



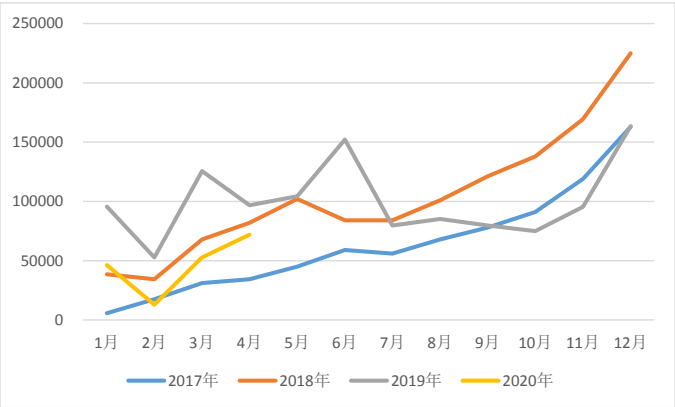
资料来源：wind，东莞证券研究所

新能源车销量：中国承压，欧洲表现靓丽

中国 1-4 月份新能源车累计销量约 18 万辆，同比下降约 50%。1/2/3/4 月销量同比下降 52%/76%/58%/26%，下降较为明显，但降幅在 4 月份开始收窄。

欧盟新能源车销量维持高增长，2020Q1 欧盟合计新能源车销量约 16.7 万辆，同比增长约 100%。2020Q1 电动车渗透率达到约 7%，2019 年 Q1 为 2.5%，渗透率大幅提升。

图表 5：中国新能源车销量走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 6：欧盟主要国家新能源车销量高增长

	Q1 2020	Q1 2019	% Change	Q1-Q1 2020	Q1-Q1 2019	% Change
AUSTRIA	3,623	3,030	19.6	3,623	3,030	19.6
BELGIUM	7,691	4,203	83.0	7,691	4,203	83.0
CZECH REPUBLIC	1,320	197	570.1	1,320	197	570.1
DENMARK	4,159	2,228	86.7	4,159	2,228	86.7
FINLAND	4,560	1,809	152.1	4,560	1,809	152.1
FRANCE	35,383	14,503	144.0	35,383	14,503	144.0
GERMANY	52,449	23,326	124.9	52,449	23,326	124.9
HUNGARY	1,004	613	63.8	1,004	613	63.8
IRELAND	2,687	2,051	31.0	2,687	2,051	31.0
ITALY	8,350	2,266	268.5	8,350	2,266	268.5
NETHERLANDS	11,971	10,344	15.7	11,971	10,344	15.7
POLAND	1,278	634	101.6	1,278	634	101.6
PORTUGAL	4,777	3,050	56.6	4,777	3,050	56.6
SPAIN	7,254	4,482	61.8	7,254	4,482	61.8
SWEDEN	18,473	9,837	87.8	18,473	9,837	87.8
EUROPEAN UNION	167,132	83,281	100.7	167,132	83,281	100.7

资料来源：ACEA，东莞证券研究所

2020 年 4 月/5 月，德国电动车销量依旧维持高增长，2020 年 4 月插电式注册量 0.56 万台，同比增长 87%，纯电动注册量 0.46 万台，同比下降约 3%，表现显著好于整个汽车市场。2020 年 5 月，德国插电式销量 0.67 万辆，同比增长 107%，纯电动销量 0.56 万台，同比增长 21%。

图表 7：德国 5 月新车注册结构

Neuzulassungsbarometer
Personenkraftwagen im Mai 2020 nach ausgewählten Kraftstoffarten

Kraftstoffart	Anzahl Mai 2020	Anteil in %	Veränderung gegenüber Mai 2019 in %	Anzahl Januar bis Mai 2020	Anteil in %
Benzin	85.904	51,1	-56,3	505.628	51,1
Diesel	53.218	31,6	-52,0	316.100	31,9
Flüssiggas (LPG)	200	0,1	-78,4	568	0,1
Erdgas (CNG)	378	0,2	-50,7	2.801	0,3
Hybrid	22.844	13,6	+18,3	128.957	13,0
darunter Plug-in	6.755	4,0	+106,6	38.792	3,9
Elektro	5.578	3,3	+20,5	36.188	3,7

资料来源：KBA，东莞证券研究所

图表 8：德国 4 月新车注册结构

Neuzulassungsbarometer
Personenkraftwagen im April 2020 nach ausgewählten Kraftstoffarten

Kraftstoffart	Anzahl April 2020	Anteil in %	Veränderung gegenüber April 2019 in %	Anzahl Januar bis April 2020	Anteil in %
Benzin	60.295	49,9	-67,1	419.724	51,0
Diesel	38.836	32,1	-62,7	262.882	32,0
Flüssiggas (LPG)	191	0,2	-75,8	368	0,0
Erdgas (CNG)	286	0,2	-61,3	2.423	0,3
Hybrid	16.573	13,7	-1,4	106.113	12,9
darunter Plug-in	5.618	4,6	+87,1	32.037	3,9
Elektro	4.635	3,8	-2,8	30.610	3,7

资料来源：KBA，东莞证券研究所

英国 5 月新车注册量为 2 万台，同比下降 89%，而插电式注册量为 825 辆，同比下降 65%，纯电动注册 0.24 万台，同比增长 22%。5 月英国电动车渗透率提升到 16%，而同期渗透率约 2%。1-5 月，英国纯电动注册量为 2.2 万辆，同比增长 132%，插电式 1.46 万辆，同比增长 13.3%，而 1-5 月英国新车注册量同比下降约 51%。电动车注册量增速明显高于整个英国汽车市场增速，渗透率由 2%提升到 7%。

图表 9：英国 5 月新车注册结构

图表 10：英国 1-5 月新车注册结构

May

	2020	2019	% change	Mkt share -20	Mkt share -19
Diesel	3,448	49,100	-93.0%	17.0%	26.7%
Petrol	11,150	117,072	-90.5%	55.1%	63.7%
BEV	2,424	1,995	21.5%	12.0%	1.1%
PHEV	825	2,362	-65.1%	4.1%	1.3%
HEV	651	7,411	-91.2%	3.2%	4.0%
MHEV diesel	767	1,801	-57.4%	3.8%	1.0%
MHEV petrol	982	3,983	-75.3%	4.9%	2.2%
TOTAL	20,247	183,724	-89.0%		

Year to date

	YTD 2020	YTD 2019	% change	Mkt share -20	Mkt share -19
Diesel	95,946	282,059	-66.0%	18.9%	27.0%
Petrol	304,712	676,213	-54.9%	60.0%	64.7%
BEV	22,054	9,514	131.8%	4.3%	0.9%
PHEV	14,582	12,866	13.3%	2.9%	1.2%
HEV	29,089	40,421	-28.0%	5.7%	3.9%
MHEV diesel	17,991	7,301	146.4%	3.5%	0.7%
MHEV petrol	23,751	17,450	36.1%	4.7%	1.7%
TOTAL	508,125	1,045,824	-51.4%		

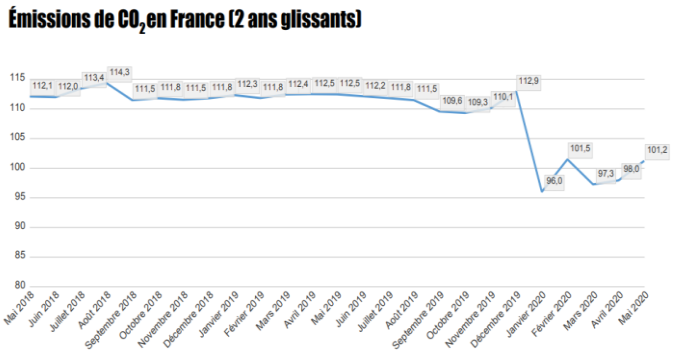
BEV - Battery Electric Vehicle; **PHEV** - Plug-in Hybrid Electric Vehicle; **HEV** - Hybrid Electric Vehicle, **MHEV** - Mild Hybrid Electric Vehicle

资料来源：SMMT，东莞证券研究所

资料来源：SMMT，东莞证券研究所

法国 5 月乘用车注册量为 96310 辆，纯电动汽车注册量为 4112 辆，同比增长 34%；插电混动汽车注册量为 3064 辆，同比增长 134%，渗透率 3%；新能源车整体渗透率 7%。

图表 11：法国新车二氧化碳排放趋势



资料来源：ccfa，东莞证券研究所

图表 12：法国 1-5 月新车注册结构

	5 mois 2019		5 mois 2020	
	unités	%	unités	%
Essence	549 246	58,7	240 885	50,0
Diesel	321 590	34,4	155 963	32,4
Hybrides*	46 566	5,0	52 646	10,9
dont hybrides rechargeables**	6 556	0,7	12 914	2,7
Electricité	16 510	1,8	31 244	6,5
Bicarburation : essence + GPL + GNV	1 502	0,2	1 168	0,2
Superéthanol	10	0,0	2	0,0
GNV	54	0,0	78	0,0

Source : CCFA/AAA DATA

*Hybride : véhicule dont la propulsion est assurée par l'énergie provenant d'un carburant et d'une batterie ou tout autre dispositif de stockage d'énergie électrique.
**Hybride rechargeable : véhicule hybride rechargeable de l'exterieur, disposant d'une autonomie déclarée en mode électrique simple.

资料来源：ccfa，东莞证券研究所

全球整车集团：Q1 受中国区拖累，Q2 受欧美影响大

我们在这里主要分析全球核心主机厂 2020 年 H1 销量数据，整体来看，2020 年 Q1 在中国区占比较大的受拖累比较明显，而 2020 年 Q2 欧美等地占比较大的受拖累比较明显。

图表 13：全球主要主机厂 2019 年销量及中国占比

主机厂	销量（2019/万辆）	中国销量	中国占比
大众	1097.5	423.36	39%
丰田	1074.2	162.07	15%
雷诺-日产-三菱	1015.5	186.27	18%
通用	774.47	309	40%
现代-起亚	719	96.9	13%
福特	538.6	56.79	11%
本田	517.8	155.4	30%
FCA	441.8	7.39	2%
PSA	348.89	11.36	3%
戴姆勒	334.49	70.2	21%
宝马	252.03	72.37	29%

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

首先美系，通用汽车 2020Q1 销量为 146 万辆，同比下降 22.4%。分地区来看，中国区

销量下降 43.3%，北美销量下降 7.2%，受中国区拖累比较明显。具体到品牌上，主要受宝骏、别克、五菱、卡迪拉克拖累比较明显。其中，宝骏销量下降约 51.5%，别克下降约 40.6%，五菱同比下降约 33.8%。

图表 14：通用汽车 2020Q1 分地区销量

Region	Quarter 1 Total Sales	YOY Change	Pct Change
GM North America	719,122	(55,922)	(7.2%)
GM Europe	133	(698)	(84.0%)
GM International	143,525	10,811	8.1%
China	461,716	(352,257)	(43.3%)
GM South America	132,185	(23,290)	(15.0%)
Total	1,456,681	(421,356)	(22.4%)

资料来源：通用汽车，东莞证券研究所

图表 15：通用汽车 2020Q1 分品牌销量

Sales by Brand	Quarter 1 Total Sales	YOY Change	Pct Change
Chevrolet	815,407	(94,391)	(10.4%)
Buick	167,048	(114,298)	(40.6%)
GMC	141,907	(6,993)	(4.7%)
Cadillac	60,875	(24,431)	(28.6%)
Holden	11,206	(3,539)	(24.0%)
Baojun	82,189	(87,191)	(51.5%)
Wuling	176,098	(90,060)	(33.8%)
All Others	1,951	(453)	(18.8%)
Total	1,456,681	(421,356)	(22.4%)

资料来源：通用汽车，东莞证券研究所

福特汽车 2020Q1 销量 142.5 万辆，同比下降 21%，中国区占比较小，受拖累不是很明显。欧洲销量占比约 26%，同比下降约 25%，北美占比约 55%，同比下降 18%。福特汽车 2020Q1 全球市场份额为 6%，与 2019 年持平。北美市场份额为 13.6%，较 2019Q1 持平。欧洲市场份额约 6.9%，较 2019Q1 的 7.6%下降明显。

图表 16：福特汽车 2020Q1 分地区销量（千辆）

	2019Q1	2020Q1	yoy
North America	753	619	-18%
South America	68	59	-13%
Europe	382	288	-25%
China	115	81	-30%
International Markets Group	107	78	-27%
Total	1,425	1,126	-21%

资料来源：福特汽车，东莞证券研究所

图表 17：福特汽车市场份额趋势

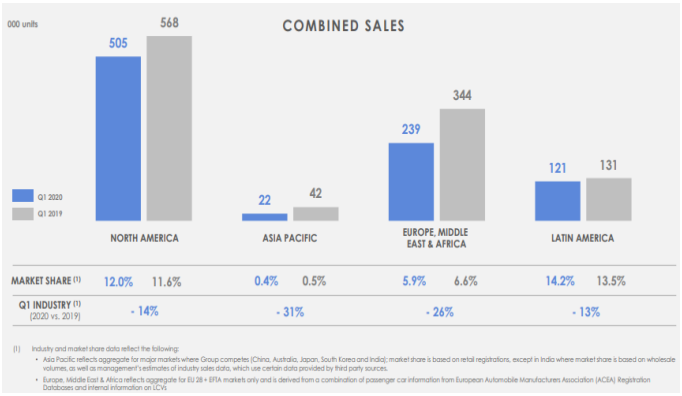
	MARKET SHARE (%)					
	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020
North America	12.8 %	13.6 %	13.8 %	12.6 %	12.8 %	13.6 %
South America	7.6	7.7	7.4	7.1	6.9	6.9
Europe	7.8	7.6	7.0	7.3	7.4	6.9
China	2.3	2.1	2.3	2.3	2.0	2.2
International Markets Group	2.2	1.9	2.1	1.8	1.9	1.5
Total Automotive	5.9 %	6.0 %	6.2 %	6.0 %	5.7 %	6.0%

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 交付量约 81.8 万辆，同比下降 21%。北美地区销量 2020Q1 销量 50.5 万辆，占约 57%，同比下降 14%，市场份额为 12%，较 2019Q1 的 11.6%有所提升。欧洲、中东、非洲地区销量约 23.9 万辆，占比约 27%，同比下降 26%，市场份额为 5.9%，较 2019Q1 下降约 0.7 个百分点。拉美地区销量约 12.1 万辆，占比约 14%，同比下降 13%，市场份额约 14%，较同期略有提升。

图表 18：克莱斯勒 2020Q1 分地区销量（千辆）

图表 19：克莱斯勒 2020Q1 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	Q1 2020	Q1 2019	
COMBINED SHIPMENTS (1) (000 units)	818	1,037	- 21%
CONSOLIDATED SHIPMENTS (1) (000 units)	796	1,000	- 20%
NET REVENUES (€ billion)	20.6	24.5	- 16%
ADJUSTED EBIT*	52	1,067	- 95%
ADJUSTED EBIT MARGIN*	0.3%	4.4%	- 410 bps
ADJUSTED NET PROFIT/(LOSS)*	(471)	570	- 183%
ADJUSTED DILUTED EARNINGS/(LOSS) PER SHARE (EPS)* (€)	(0.30)	0.36	- 183%
INDUSTRIAL FREE CASH FLOWS*	(5,074)	(270)	n.m.
AVAILABLE LIQUIDITY (€ billion)	18.6 (2) (at Mar 31 2020)	23.1 (at Dec 31 2019)	- 19%

(1) Combined shipments include shipments by the Group's consolidated subsidiaries and unconsolidated joint ventures, whereas consolidated shipments only include shipments by the Group's consolidated subsidiaries
(2) Excludes €3.38 new incremental bridge credit facility syndicated in Apr '20
* 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 1-4 月累计交付量为 248 万辆，同比下降约 28.6%。分地区来看，中国区交付量为 92 万辆，同比下降 26.4%，4 月中国区强势复苏，交付量为 31 万辆，同比增长 1%。而 4 月西欧销量大幅下降，同比下降 76.7%，形成明显拖累。分品牌来看，奥迪 1-4 月销量下降 26%，大众乘用车销量下降 28%，保时捷下降 14.2%。

图表 20：大众汽车 2020 年 1-4 月分地区交付量

Volkswagen Group – Deliveries to customers

Deliveries to customers by markets	Apr. 2020	Apr. 2019	Delta (%)	Jan. – Apr. 2020	Jan. – Apr. 2019	Delta (%)
Western Europe	75,800	325,100	-76.7	846,100	1,289,900	-34.4
Central and Eastern Europe	26,800	69,700	-61.5	191,200	256,800	-25.6
North America	36,200	76,600	-52.8	224,800	293,300	-23.3
South America	10,900	48,600	-77.6	137,800	180,000	-23.4
China (incl. HK)	305,600	302,600	+1.0	919,500	1,249,200	-26.4
Asia-Pacific Rest	11,900	19,400	-39.0	75,000	90,900	-17.5
Middle East/Africa	6,400	24,400	-73.7	85,100	111,800	-23.9
Worldwide	473,500	866,400	-45.4	2,479,500	3,472,000	-28.6

资料来源：大众汽车，东莞证券研究所

图表 21：大众汽车 2020 年 1-4 月分品牌交付量

Deliveries to customers by brands	Apr. 2020	Apr. 2019	Delta (%)	Jan. – Apr. 2020	Jan. – Apr. 2019	Delta (%)
Volkswagen Passenger Cars	300,500	487,400	-38.3	1,392,000	1,943,800	-28.4
Audi	82,400	140,300	-41.3	435,400	587,600	-25.9
ŠKODA	41,600	95,900	-56.6	274,500	403,500	-32.0
SEAT	10,000	51,000	-80.4	140,300	202,600	-30.8
Porsche	16,300	25,200	-35.4	69,400	80,900	-14.2
Volkswagen Commercial Vehicles	14,400	44,500	-67.7	109,200	170,100	-35.8
MAN	4,400	11,800	-62.6	32,200	45,300	-29.0
Scania	3,000	8,900	-66.6	21,200	32,500	-34.8
Others*	1,100	1,500	-30.4	5,400	5,800	-6.7
Volkswagen Group (total)	473,500	866,400	-45.4	2,479,500	3,472,000	-28.6

*Others includes Bentley, Lamborghini and Bugatti

资料来源：大众汽车，东莞证券研究所

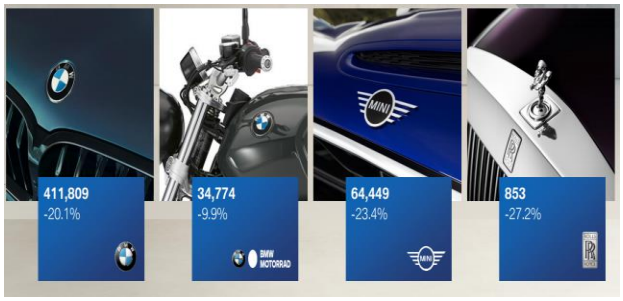
宝马集团 2020Q1 交付量 47.7 万辆，同比下降 20.6%，其中中国大陆交付量 11.6 万辆，同比下降 30.9%，欧洲交付量 22 万辆，同比下降 18%，美国交付量 8.2 万辆，同比下降 17.6%。分品牌来看，宝马交付量 41 万辆，同比下降 20.1%，mini 品牌交付量 6.4 万辆，同比下降 23%。宝马集团 Q1 销量主要受中国区拖累，Q2 预计受欧美拖累。

图表 22：宝马 2020Q1 交付量分布

Deliveries of automobiles*		Q1 2020	Q1 2019	Change in %
Europe		**220,812**	270,393	-18.3%
thereof	Germany	**67,882**	74,632	-9.0%
	Great Britain	**44,408**	62,254	-28.7%
Americas		**81,791**	99,320	-17.6%
thereof	USA	**64,692**	78,299	-17.4%
Asia		**162,604**	216,932	-25.0%
thereof	China Mainland	**116,452**	168,433	-30.9%
	thereof BBA retail sales	**87,443**	128,653	-32.0%
Rest of the World**		**51,709**	57,899	-10.7%
Total		**477,111**	**600,614**	**-20.6%**

资料来源：宝马集团，东莞证券研究所

图表 23：宝马 2020Q1 各品牌销量



资料来源：宝马集团，东莞证券研究所

戴姆勒集团 2020Q1 销量 64.4 万辆，同比下降 17%。集团 Q1 合计销量 64 万辆，同比下降 17%，其中奔驰乘用车销量 47 万辆，同比下降 15%，奔驰商务车销量 7.6 万辆，同比下降 22%，戴姆勒卡车 Q1 销量 9 万辆，同比下降 20%，大巴车销量 5106 辆，同比下降 8%。奔驰乘用车分地区来看，欧洲销量约 19 万辆，同比下降 20%，北美销量约 8 万辆，同比增长 5%，中国销量 13 万辆，同比下降 24%。

图表 24：2020Q1 戴姆勒销量表现

	Q1 2020	Q1 2019	% change
Daimler Group	644,316	773,796	-17
Mercedes-Benz Cars	470,581	555,312	-15
Mercedes-Benz Vans	76,161	97,038	-22
Daimler Trucks	92,468	115,920	-20
Daimler Buses	5,106	5,526	-8

资料来源：戴姆勒，东莞证券研究所

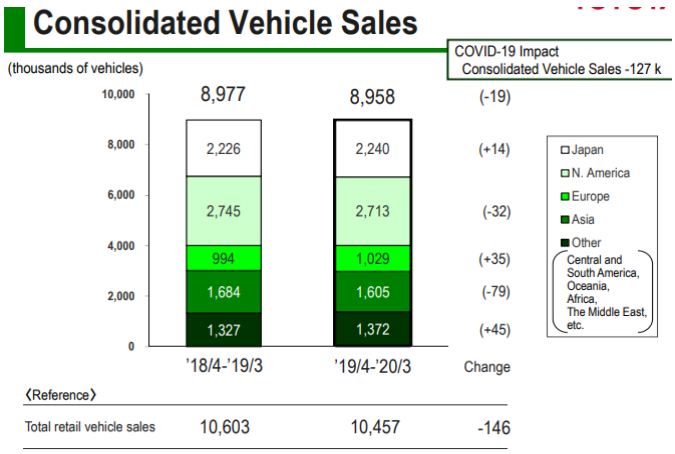
图表 25：2020Q1 奔驰乘用车销量分布

D.02 Unit sales Mercedes-Benz Cars	Q1 2020	Q1 2019	Q1 % change
Total	470,581	555,312	-15
Europe	189,190	235,298	-20
thereof Germany	61,025	78,084	-22
North America	79,757	75,961	+5
thereof United States	68,525	64,259	+7
Asia	180,898	221,649	-18
thereof China	131,566	173,152	-24
Other markets	20,736	22,404	-7

资料来源：戴姆勒，东莞证券研究所

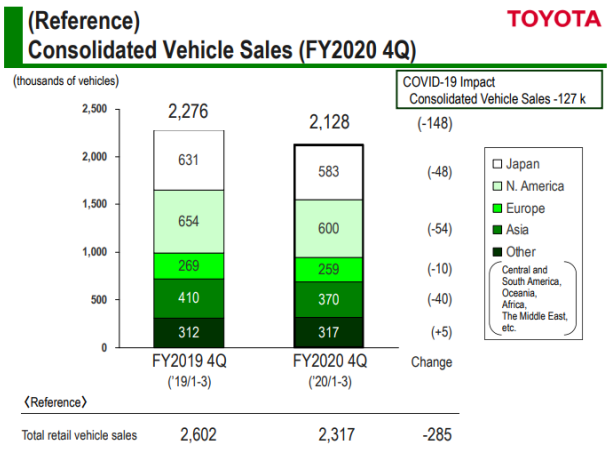
丰田汽车 2020 财年（201904-202003）销量 896 万辆，同比基本持平。2020Q1 丰田汽车销量 213 万辆，同比 7%。2020Q1 日本占比 27%，同比下降 8%；北美地区占比 28%，同比下降 8%；亚洲销量占比 17%，同比下降 10%。

图表 26：2020Q1 戴姆勒销量表现



资料来源：丰田汽车，东莞证券研究所

图表 27：2020Q1 奔驰乘用车销量分布



资料来源：丰田汽车，东莞证券研究所

本田集团 2020 财年（2019.4-2020.3）汽车销量 479 万台，同比下降约 10%，其中 2020Q1 销量 98 万辆，同比下降约 28%，主要受亚洲地区拖累。2020Q1 日本地区销量占比 19%，北美地区销量占比 43%，亚洲地区占比 30%，亚洲地区 2020Q1 销量同比下降约 44%形成拖累。

图表 28：本田集团 2020 财年销量情况（2019.4-2020.3）

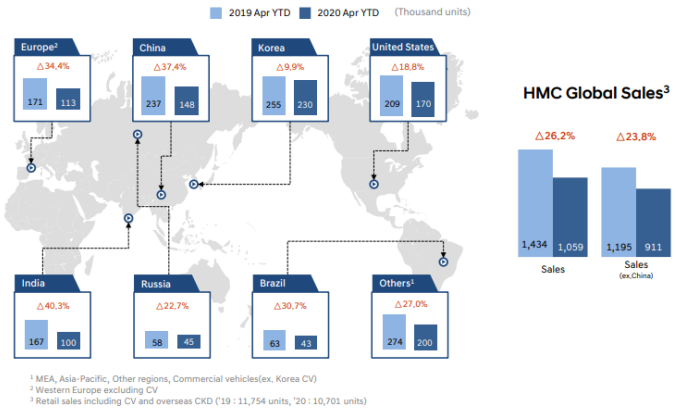
Unit (thousand)

Honda Group Unit Sales	QTD FY19 1Q	2Q	3Q	4Q	QTD FY20 1Q	2Q	3Q	4Q	Change	YTD FY19 Results	FY20 Results	Change
Motorcycles	5,352	5,315	5,013	4,558	4,921	5,098	5,019	4,302	- 256	20,238	19,340	- 898
Japan	49	55	53	50	51	61	42	51	+ 1	207	205	- 2
North America	72	78	66	85	74	75	72	109	+ 24	301	330	+ 29
Europe	80	61	40	68	84	57	45	53	- 15	249	239	- 10
Asia	4,840	4,824	4,523	4,037	4,378	4,575	4,500	3,809	- 228	18,224	17,262	- 962
Other Regions	311	297	331	318	334	330	360	280	- 38	1,257	1,304	+ 47
Automobiles	1,305	1,246	1,408	1,364	1,321	1,241	1,247	981	- 383	5,323	4,790	- 533
Japan	162	170	183	204	181	183	125	183	- 21	719	672	- 47
North America	518	428	498	510	495	433	474	423	- 87	1,954	1,825	- 129
Europe	42	38	41	48	34	34	35	30	- 18	169	133	- 36
Asia	520	551	627	535	554	540	561	297	- 238	2,233	1,952	- 281
Other Regions	63	59	59	67	57	51	52	48	- 19	248	208	- 40
Life Creation	1,341	1,262	1,351	2,347	1,280	1,155	1,195	2,071	- 276	6,301	5,701	- 600
Japan	72	89	85	90	74	80	64	94	+ 4	336	312	- 24
North America	575	548	658	1,268	605	504	552	1,187	- 81	3,049	2,848	- 201
Europe	229	173	198	384	198	154	150	343	- 41	984	845	- 139
Asia	395	376	309	479	347	346	345	337	- 142	1,559	1,375	- 184
Other Regions	70	76	101	126	56	71	84	110	- 16	373	321	- 52

资料来源：本田集团，东莞证券研究所

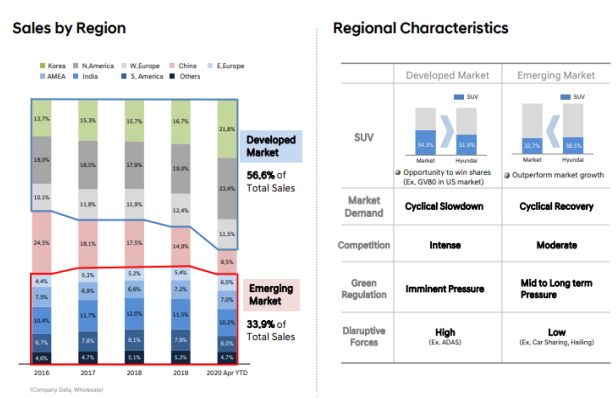
现代汽车 1-4 月零售 106 万辆，同比下降 26%。其中韩国下降 10%，占比 22%；美国下降 19%，占比 23%；中国销量下降 37%，占比约 10%。4、5 月份受美国疫情影响，销量下降明显。

图表 29：2020 年 1-4 月现代汽车销量



资料来源：现代汽车，东莞证券研究所

图表 30：2020 年 1-4 月现代汽车销售结构



资料来源：现代汽车，东莞证券研究所

标致集团 2020 年 1-4 月销量 68 万辆，同比下降约 43%，欧洲销量占比 85%，同比下降 44.4%，其中欧洲 4 月销量仅 3 万辆，同比下降 88%。看标致汽车 2020Q1 不同动力系统结构，电动车销量增长明显，2020Q1 销量达 1.4 万辆，同比增长约 7 倍，渗透率达 2%。

图表 31：2020 年 1-4 月标致全球销量

图表 32：2020 年 Q1 标致按能源类型销量

Consolidated World Sales Estimates	Avr. 2019	Avr. 2020	Δ Month	YTD 2019	YTD 2020	Δ YTD
EUROPE *	261 706	32 649	- 87,5%	1 045 158	581 280	- 44,4%
PEUGEOT	99 123	13 127	- 86,8%	389 774	229 217	- 41,2%
CITROEN	69 913	9 500	- 86,4%	273 817	155 788	- 43,1%
DS	3 735	793	- 78,8%	13 082	11 708	- 10,5%
OPEL VAUXHALL	88 935	9 229	- 89,6%	368 485	184 567	- 49,9%
MIDDLE EAST & AFRICA	12 644	11 733	- 7,2%	39 092	49 836	+ 27,5%
PEUGEOT	6 501	5 446	- 16,2%	22 092	22 894	+ 3,6%
CITROEN	3 146	2 708	- 13,9%	8 886	13 642	+ 53,5%
DS	98	116	+ 18,4%	292	496	+ 69,9%
OPEL VAUXHALL	2 899	3 463	+ 19,5%	7 822	12 804	+ 63,7%
LATIN AMERICA	11 835	2 312	- 80,5%	44 035	26 149	- 40,6%
PEUGEOT	7 506	1 159	- 84,6%	26 180	16 037	- 38,7%
CITROEN	4 205	1 130	- 73,1%	17 320	9 716	- 43,9%
DS	29	12	- 58,6%	226	103	- 54,4%
OPEL VAUXHALL	95	11	- 88,4%	309	293	- 5,2%
CHINA	8 934	5 005	- 44,0%	42 394	11 139	- 73,7%
PEUGEOT	3 347	2 818	- 15,8%	21 548	6 495	- 69,9%
CITROEN	5 378	2 186	- 59,4%	20 034	4 582	- 77,1%
DS	209	1	- 99,5%	812	62	- 92,4%
INDIA & ASIA PACIFIC	3 170	1 400	- 55,8%	11 203	8 436	- 24,7%
PEUGEOT	2 349	981	- 58,2%	8 524	6 145	- 27,9%
CITROEN	772	372	- 51,8%	2 139	1 929	- 9,8%
DS	33	47	+ 42,4%	383	329	- 14,1%
OPEL VAUXHALL				141	33	- 76,6%
EURASIA	1 339	503	- 62,4%	3 697	3 786	+ 2,4%
PEUGEOT	787	256	- 67,5%	2 234	1 945	- 12,9%
CITROEN	511	229	- 55,2%	1 372	1 592	+ 16,0%
DS		2	+ 100,0%	3	22	+ 633,3%
OPEL VAUXHALL	41	16	- 61,0%	88	227	+ 158,0%
Total Consolidated World Sales	299 628	53 602	- 82,1%	1 185 579	680 626	- 42,6%
PEUGEOT	119 613	23 787	- 80,1%	470 352	282 733	- 39,9%
CITROEN	83 925	16 125	- 80,8%	323 568	187 249	- 42,1%
DS	4 104	971	- 76,3%	14 798	12 720	- 14,0%
OPEL VAUXHALL	91 986	12 719	- 86,2%	376 861	197 924	- 47,5%

* 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	Q1 2019 Volume	Q1 2020 Volume	Q1 2020 %Var
PC		494 270	358 053	-27,6%
LCV		106 806	83 766	-21,6%
PC + LCV		601 076	441 819	-26,5%
	PETROL	324 025	202 204	-37,6%
	DIESEL	275 654	221 758	-19,6%
	ELECTRIC	1 397	10 099	622,9%
	HYBRID	0	7 758	++

OV TYPE	ENERGY	Q1 2019 Volume	Q1 2020 Volume	Q1 2020 %Var
PC		252 375	160 792	-36,3%
LCV		32 500	24 413	-24,9%
PC + LCV		284 875	185 205	-35,0%
	PETROL	208 181	108 707	-47,8%
	DIESEL	75 373	68 741	-8,8%
	ELECTRIC	428	3 777	782,5%
	CNG/GAZ	893	0	-100,0%
	HYBRID	0	3 980	++

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。2020Q1 特斯拉交付量为 8.8 万辆，同比增长 40%，产量为 10 万辆，同比增长 33%，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 79 万辆，增长车型主要来源于 model 3 及 Y。

图表 33：特斯拉 Q1 电动车交付量同比 40%

OPERATIONAL SUMMARY
(Unaudited)

	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	QoQ	YoY
Model S/X production	14,163	14,517	16,318	17,933	15,390	-14%	9%
Model 3/Y production	62,975	72,531	79,837	86,958	87,282	0%	39%
Total production	77,138	87,048	96,155	104,891	102,672	-2%	33%
Model S/X deliveries	12,091	17,722	17,483	19,475	12,230	-37%	1%
of which subject to lease accounting	1,363	1,820	2,588	2,807	1,940	-31%	42%
Model 3/Y deliveries	50,928	77,634	79,703	92,620	76,266	-18%	50%
of which subject to lease accounting	–	4,322	6,498	6,041	4,164	-31%	N/A
Total deliveries	63,019	95,356	97,186	112,095	88,496	-21%	40%
Global inventory (days of supply)[1]	30	18	17	11	20	82%	-33%
Solar deployed (MW)	47	29	43	54	35	-35%	-26%
Storage deployed (MWh)	229	415	477	530	260	-51%	14%
Store and Service locations	377	402	413	429	434	1%	15%
Mobile service fleet	550	651	719	743	756	2%	37%
Supercharger stations	1,490	1,587	1,653	1,821	1,917	5%	29%
Supercharger connectors	12,767	13,881	14,658	16,104	17,007	6%	33%

Our finished vehicle inventory levels increased to 20 days of supply[1] at the end of Q1 as we were unable to deliver cars at a normal pace towards the end of the quarter.

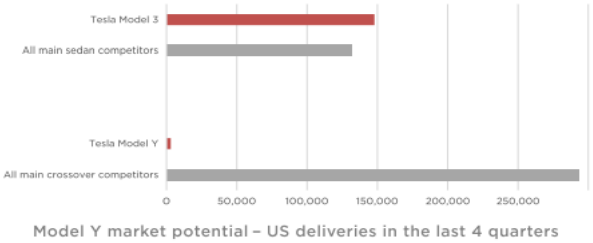
Our fast-charging Supercharger network is currently approaching 2,000 stations worldwide.

资料来源：特斯拉，东莞证券研究所

图表 34：特斯拉产能继续扩张

Installed Annual Capacity		Current	Status
Fremont	Model S / Model X	90,000	Production
	Model 3 / Model Y	* 400,000	Production
Shanghai	Model 3	200,000	Production
	Model Y	-	Construction
Berlin	Model 3	-	In development
	Model Y	-	Construction
United States	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Cybertruck	-	In development

* Model 3/ Model Y installed capacity in Fremont will extend to 500,000 in 2020



Model Y market potential – US deliveries in the last 4 quarters

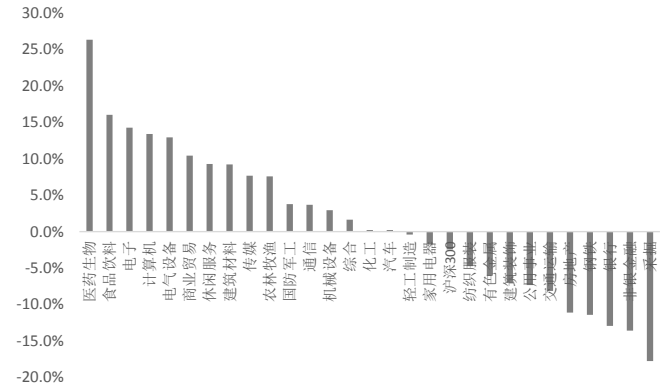
Main sedan competitors: Mercedes C-class, BMW 3-series, Audi A4/S4, Lexus IS, Jaguar XE
Main crossover competitors: Mercedes GLC, BMW X3, Audi Q5, Lexus NX, Jaguar F-pace, Porsche Macan

资料来源：特斯拉，东莞证券研究所

资本市场表现：高度分化，资本青睐电动智能互联

年初至今（截止到 20200611），申万汽车上涨 0.20%，沪深 300 指数下跌 2.46%，与我们年初的判断一致，我们认为，2020 年汽车指数大概率跑赢沪深 300 指数。从重点公司来看，表现分化非常严重。与电动智能互联相关的公司涨幅靠前，绝对收益明显，比如热管理的三花智控、银轮股份（包括国六影响）；智能座舱的德赛西威；电子电气化的科博达、伯特利、均胜电子、星宇股份等。

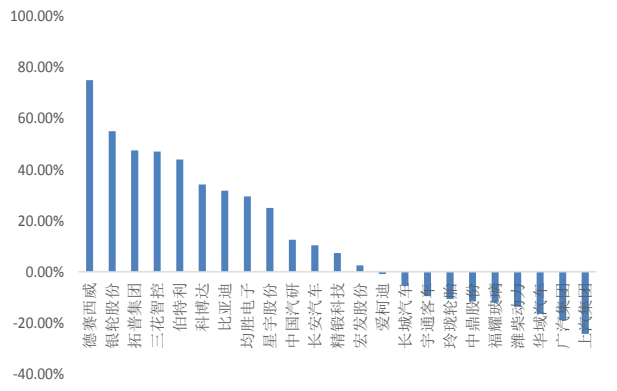
图表 35：年初至今申万行业指数涨跌幅



资料来源：wind，东莞证券研究所

注：截止到 20200611。

图表 36：年初至今汽车行业重点公司表现

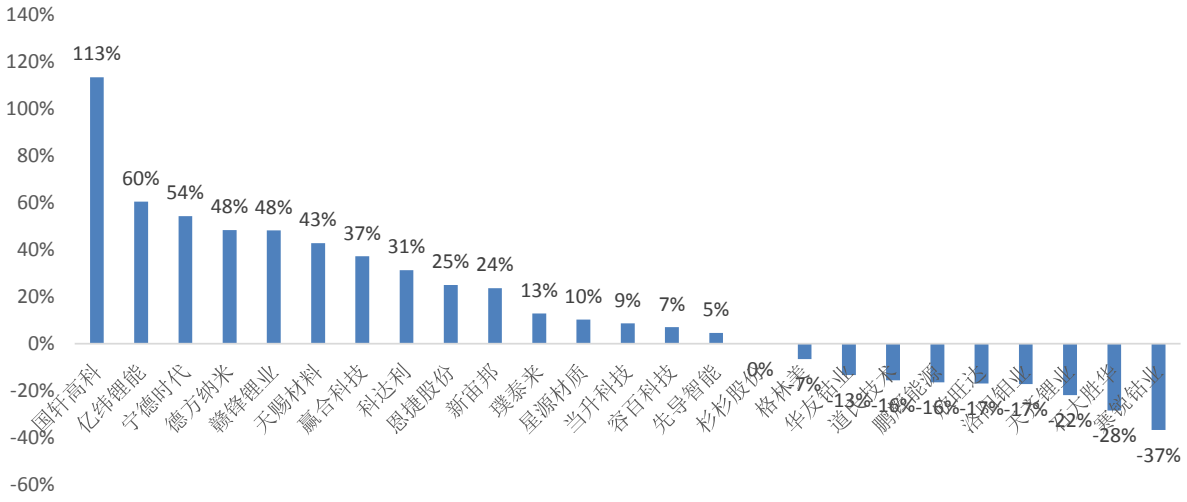


资料来源：wind，东莞证券研究所

注：截止到 20200611。

年初至今（截止到 20200611），动力电池产业链表现也有所分化，动力电池、负极、隔膜、铁锂、电解液环节表现较好，钴、三元正极环节表现一般，主要受钴价下跌以及特斯拉无钴电池预期影响。整体来看，龙头的表现好于二线公司，呈现强者恒强局面。

图表 37：年初至今动力电池产业链重点公司表现



资料来源：wind，东莞证券研究所　注：截止到 20200611。

2020 下半年展望：维持峰回路转判断

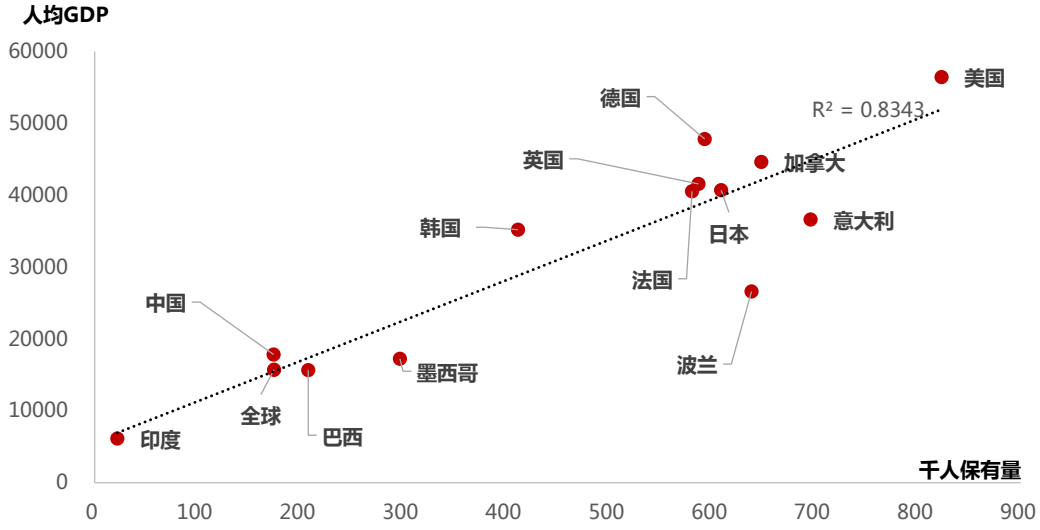
放眼全球，中国汽车行业大而不强，未来仍具备成长空间，零部件尤甚，过去 5 年中国零部件公司成长速度显著高于全球主要零部件公司；我们认为站在当前，对汽车行业无需悲观，最坏的情况预计已过，继续边际改善有望；长期来看，便宜是硬道理，目前安全垫高，放眼全球，考虑到增长潜力，中国汽车上市公司目前估值处于低位；以及我们对历史汽车指数相对收益进行复盘，结合基本面判断，维持 2020 年年度策略报告观点“峰回路转”。

长期仍具备空间，零部件成长空间大

长期来看，中国汽车潜在需求仍存空间。我们比较了全球主要经济体汽车千人保有量情

况，2015 年千人保有量美国为 823 辆，日本为 609 辆，德国为 593 辆，韩国为 411 辆，预计中国 2018 年为 174 辆。整体上来看，中国汽车保有量仍存在空间。但预计周期属性更强，成长属性相对变弱。长期来看，一个国家汽车保有量与 GDP 高度相关，中国未来汽车保有量很大程度上取决于中国经济发展速度与质量。

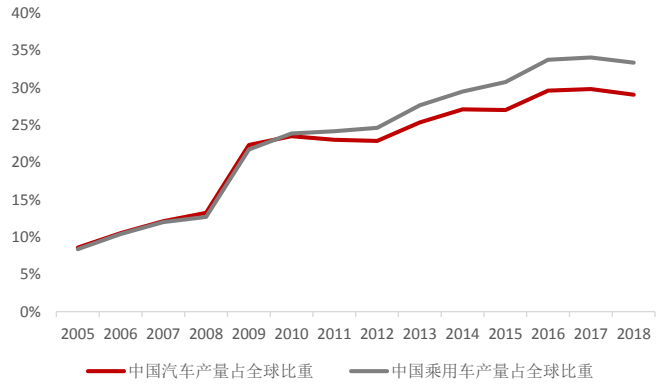
图表 38：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间



资料来源：世界银行，Wind，东莞证券研究所　　备注：中国是 2018 年预测数据，其他国家是 2015 年数据，人均 GDP 单位是世界银行采用的国际元。

2018 年中国汽车产量占全球约 30%，是当之无愧的汽车生产大国。2018 年全球汽车产量约 9563 万辆，中国产量为 2781 万辆，占全球比重 29%。乘用车中国 2018 年产量为 2353 万辆，占全球比重为 33%，产量全球第一。

图表 39：中国是全球第一大汽车生产国



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 40：中美资本市场汽车行业上市公司比较

板块-中国	序号	证券代码	证券简称	市值（亿元）	主要业务
汽车（合计170家，含8股）	1	600104.SH	上汽集团	2894	整车
	2	002594.SZ	比亚迪	1255	新能源车
	3	601238.SH	广汽集团	1113	整车
	4	600741.SH	华域汽车	774	内外饰零部件
	5	601633.SH	长城汽车	647	整车
	6	600660.SH	福耀玻璃	556	汽车玻璃
	7	000625.SZ	长安汽车	345	整车
	8	600066.SH	宇通客车	321	客车
	9	601966.SH	玲珑轮胎	244	轮胎
	10	600733.SH	北汽蓝谷	241	新能源车
板块-美国	**序号**	**证券代码**	**证券简称**	**市值（亿元）**	**主要业务**
汽车（合计63家）	1	TM.N	丰田汽车	13805	整车
	2	DDAIF.OO	戴姆勒	7863	整车
	3	GM.N	通用汽车	3867	整车
	4	HMC.N	本田汽车	3359	整车
	5	TSLA.O	特斯拉	3101	新能源车
	6	RACE.N	法拉利	2725	豪华跑车
	7	F.N	福特汽车	2619	整车
	8	NSANY.OO	日产	2120	整车
	9	FCAU.N	菲亚特克莱斯勒汽车	1900	整车
	10	APTV.N	安波福(APTIV)	1624	汽车电子等零部件
	11	MGA.N	曼格纳国际	1247	座椅等内外饰
	12	IEP.O	伊坎企业	956	汽车零部件等
	13	BWA.N	博格华纳	563	汽车动力系统等

资料来源：wind，东莞证券研究所　时间 20190918

但是，我们纵观全球主要资本市场与核心汽车强国，中国汽车行业大而不强，缺乏具备竞争力的企业，数量众多。根据我们的初步统计，汽车强国如德国、日本、美国等，这些国家所在资本市场汽车股数量明显少于中国 A 股，但大市值公司居多，中国在这方面还具备空间，中国 A 股汽车行业千亿市值公司占比不到 2%。

图表 41：全球主要资本市场汽车股情况

市场/国家	汽车行业上市公司数量（家）	汽车行业市值（亿人民币）	汽车行业市值占全部市值比重	单家市值（亿人民币）	1000亿以上占比	500亿以上占比	200亿以上占比	100亿元以上占比
德国	17	26,067	7.1%	1,533	29.4%	29.4%	35.3%	35.3%
日本	120	33,729	8.7%	281	6.7%	10.0%	15.8%	22.5%
英国	22	46,103	3.1%	2,096	40.9%	54.5%	63.6%	72.7%
美国	57	50,084	1.6%	879	17.5%	17.5%	29.8%	49.1%
香港	39	6,646	1.2%	170	2.6%	15.4%	25.6%	30.8%
中国A股	**170**	**15,486**	**2.8%**	**91**	**1.8%**	**3.5%**	**7.1%**	**14.7%**
韩国	10	2,857	3.7%	286	10.0%	20.0%	40.0%	40.0%

资料来源：wind，东莞证券研究所

值得重视的是，过去几年，中国汽车行业公司正在崛起。我们以零部件行业为例，统计全球主要零部件公司过去 5 年市值变化及营收变化，我们发现中国零部件企业成长速度惊人，明显快于全球主要零部件公司。我们认为中国零部件公司成长空间大。

图表 42：全球汽车零部件公司对标，中国快速追赶

排序	证券代码	证券简称	当前市值	2014年市值	市值变化	2018年营收	2014年营收	营收变化
1	CON.F	德国大陆	3,703	2,626	41.0%	3,485	2,573	35.4%
2	0OFM.L	MICHELIN	2,697	1,880	43.5%	1,729	1,458	18.6%
3	6902.T	日本电装	2,320	2,546	-8.9%	3,264	2,210	47.7%
4	5108.T	普利司通	2,046	1,740	17.6%	2,259	1,887	19.7%
5	APTV.N	安波福(APTIV)	1,501	1,298	15.7%	991	1,042	-4.9%
6	6201.T	丰田工业公司	1,178	1,031	14.3%	1,348	1,111	21.4%
7	MGA.N	曼格纳国际	1,143	1,364	-16.3%	2,802	2,242	25.0%
8	IEP.O	伊坎企业	1,062	697	52.5%	808	1,172	-31.0%
9	0MGR.L	FAURECIA	850	286	197.4%	1,574	1,404	12.1%
10	**600741.SH**	**华域汽车**	**682**	**400**	**70.6%**	**1,566**	**738**	**112.3%**
11	5802.T	住友电气工业	645	612	5.3%	1,934	1,447	33.7%
12	7259.T	AISIN SEIKI	612	654	-6.4%	2,461	1,520	61.9%
13	0FFY.L	NOKIAN RENKAAT ORD SHS	570	404	41.0%	125	104	20.9%
14	7276.T	小糸制作所	525	304	73.0%	503	362	38.8%
15	**600660.SH**	**福耀玻璃**	**515**	**243**	**111.8%**	**203**	**129**	**56.7%**
16	LEA.N	李尔	490	468	4.7%	1,451	1,085	33.8%
17	BWA.N	博格华纳(BORGWARNER)	490	761	-35.7%	723	508	42.2%
18	GNTX.O	真泰克	486	326	48.9%	126	84	49.6%
19	0DZC.L	CIE AUTOMOTIVE	423	108	290.3%	301	173	74.1%
20	ALV.N	奥托立夫	418	576	-27.4%	596	565	5.3%
21	ALSN.N	艾里逊变速箱	366	372	-1.7%	186	130	43.0%
22	6923.T	Stanley Electric	294	237	24.1%	264	184	43.2%
23	**0868.HK**	**信义玻璃**	**277**	**121**	**129.3%**	**142**	**86**	**65.2%**
24	5334.T	日本特殊陶业	260	419	-37.8%	259	178	45.1%
25	**601799.SH**	**星宇股份**	**217**	**45**	**386.8%**	**50**	**20**	**151.1%**
26	**0425.HK**	**敏实集团**	**207**	**139**	**48.2%**	**126**	**67**	**87.0%**
27	FOXF.O	Fox Factory Holding	199	37	441.6%	42	19	126.4%
28	GT.O	固特异轮胎橡胶(GOODYEAR)	199	470	-57.6%	1,062	1,110	-4.3%

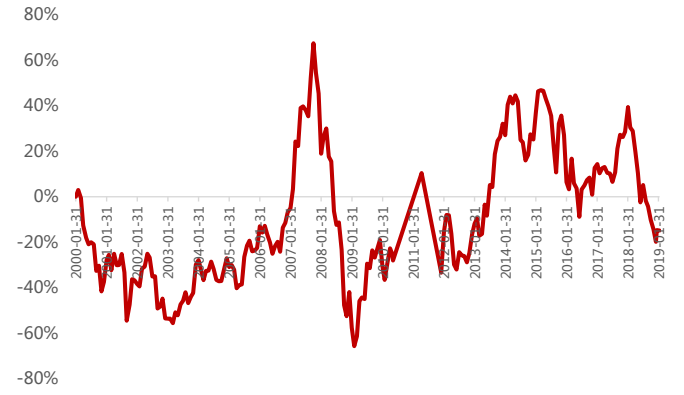
资料来源：wind，东莞证券研究所

整车在于抓周期，零部件长期成长空间或更优。

从戴姆勒、丰田、通用、福特等全球国际车企股价走势来看，波动较大，抓周期较为重要。此外，优秀车企比如丰田等伴随其研发投入，顺应行业趋势，股价整体呈现向上趋势。但如果忽略周期因素，做长期投资，戴姆勒从 2000 年至今收益率为负，丰田近 20

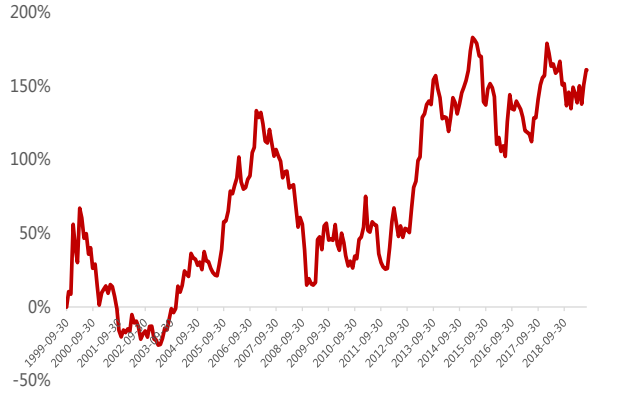
年复合收益率约 3%，通用近 9 年复合收益率约 4.5%，福特近 39 年复合收益率约 6.7%。我们认为，伴随中国汽车销量进入稳定增长态势，抓准周期成为投资汽车整车股的重要因素。当然，中国自主品牌目前竞争格局分散，未来市占率提升亦是重要变量。

图表 43：戴姆勒过去近 20 年股价走势



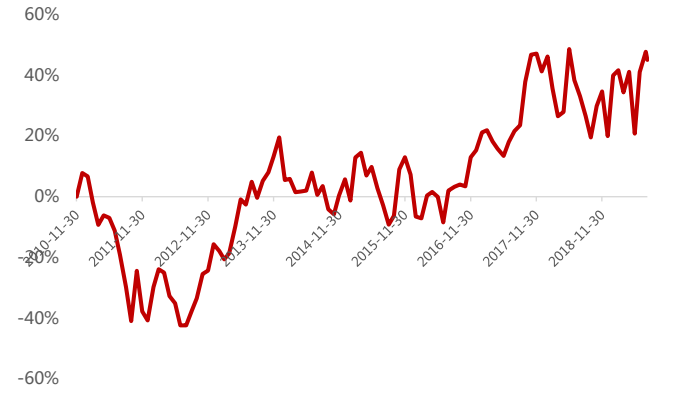
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 44：丰田汽车近 20 年股价走势



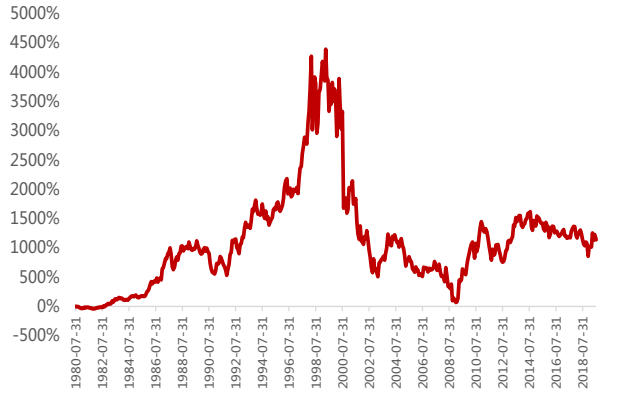
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 45：通用汽车近 9 年股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 46：福特汽车近 40 年股价走势

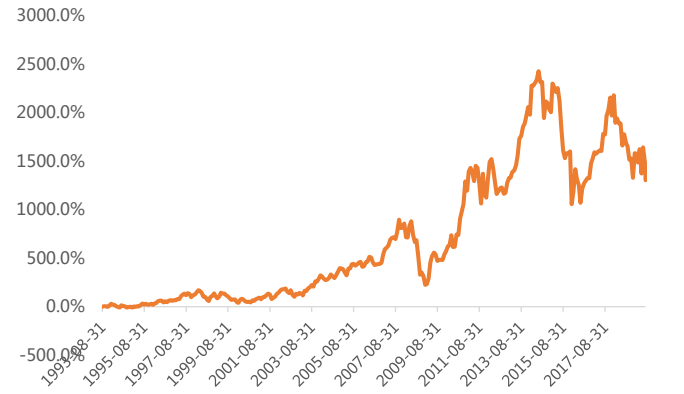


资料来源：Wind，东莞证券研究所

我们认为中国零部件公司相较于整车成长性更大，一方面，中国零部件企业可以伴随优秀的自主品牌成长，另外一方面，零部件公司具备进口替代、全球化成长路线，优秀的企业天花板较高，反应到股价上，预计优秀零部件企业周期属性相对更弱，成长属性更强。比如博格华纳，公司是汽车动力系统领先企业，近 26 年（考虑到疫情，统计到 2019 年下半年，下同）股价年化复合收益率为 11%，超过标普 500 指数约 7%的复合年化收益率。博格华纳股价在 2014 年 6 月创历史新高，近几年波动有所加大，其成长周期跨度好于整车。普利司通年化收益率约 6%，日经 225 年化收益率约 2%，远高于指数。

图表 47：博格华纳近 26 年股价走势

图表 48：普利司通近 12 年股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

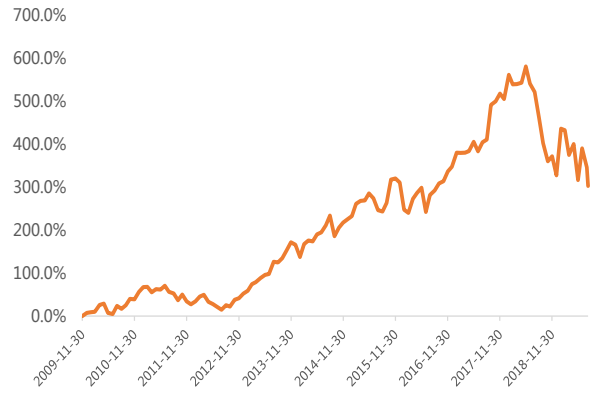
曼格纳国际主营动力、座椅等模块及系统，是全球领先的汽车零部件公司，公司近 33 年股价复合收益率约 11%，超过标普 500 指数约 8%复合年化收益率。李尔是全球领先的座椅制造厂商，公司 2018 年实现营收 1451 亿元，同比增长 3.33%，实现净利润 78.9 亿元，同比下降 12.5%。公司近 10 年股价复合收益率约 15%，高于标普 500 指数约 11%的收益率。

图表 49：曼格纳国际近 33 年股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 50：李尔近 10 年股价走势

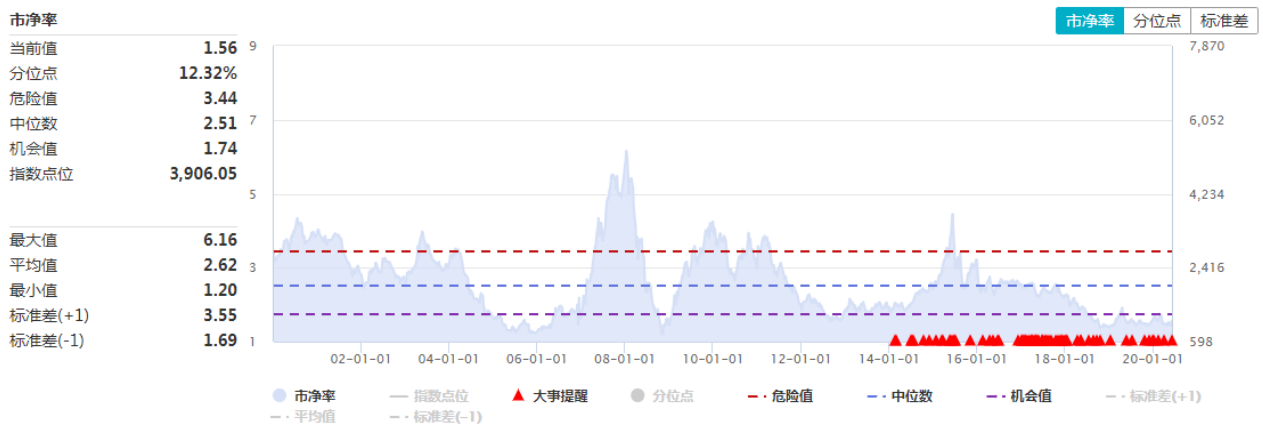


资料来源：Wind，东莞证券研究所

便宜是硬道理，PB 处于历史底部

目前申万汽车行业 PB 为 1.56 倍，处于历史底部区间，历史分位数 12%位置。

图表 51：申万汽车指数当前 pb 处于历史底部区间



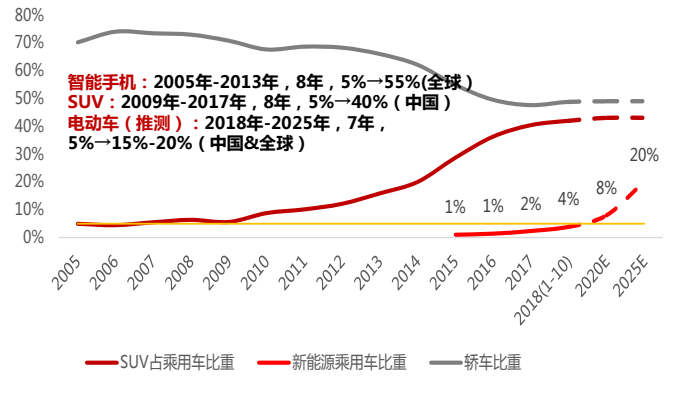
资料来源：wind，东莞证券研究所

电动车：维持“2020 年需乐观”观点

正如我们在 2020 年年度策略报告中所论述：“电动车，我们认为 2020 年需乐观，供给端产品丰富，看好尤其是锂电池产业链。大众 MEB 平台、特斯拉产业链值得关注。”

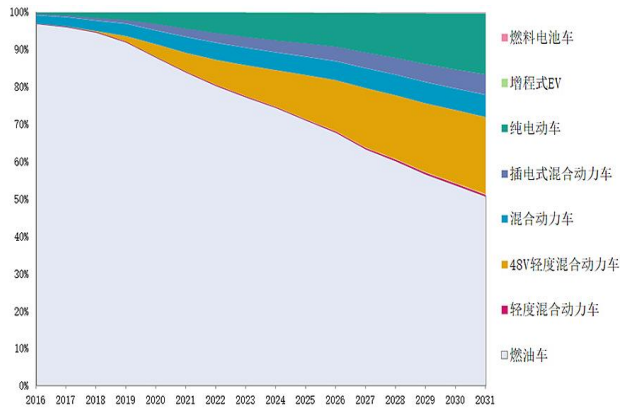
电动化大势所趋，工信部预计到 2025 年新能源车销量占比提升到 20%，国际化车企持续发力，欧洲销量维持乐观。大众计划到 2025 年新能源车占比提升到 20%-25%，戴姆勒集团计划到 2022 年新能源车销量占比提升到 15%-25%，国际化车企引领。参考智能手机替代传统手机路径，SUV 替代轿车路径，智能手机占比从 2005 年的 5%提升到 2013 年的 55%（全球），SUV 从 2009 年占比 5%提升到 2017 年的 40%（中国），结合国际整车厂商规划、工信部规划及 LMC Automotive 预测，预计到 2025 年全球新能源车占比由目前约 2%提升到 15%-20%。2021 年欧洲碳排放严格要求及特斯拉，中国补贴延长引领，欧洲加大补贴力度，维持对未来 1 年电动车产业链的乐观预期。

图表 52：预计到 2025 年中国新能源车占比提升到 20%



资料来源：Wind，中汽协，东莞证券研究所

图表 53：全球新能源车销量占比展望



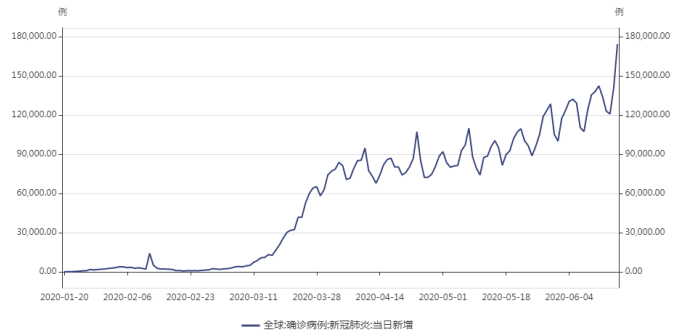
资料来源：LMC Automotive，Marklines，东莞证券研究所

投资策略：精选赛道，以“龙”为首

我们认为中国汽车零部件企业成长空间大，对于二级市场投资，寻找具备进口替代或全球化发展路径的标的，当然这个前提是公司所在赛道必须具备一定前景（包括电动化、智能化、互联网化等），拥有较大的市场空间。在核心赛道一致前提下，龙头公司得益

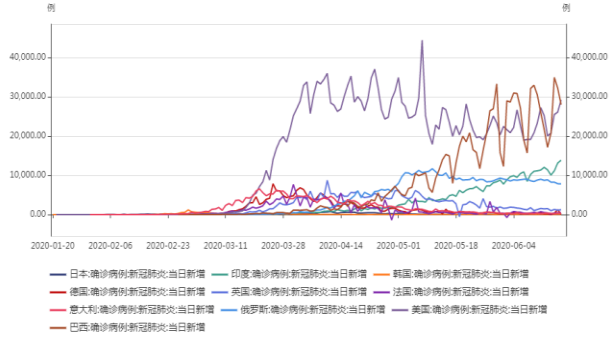
于其资本优势，胜出概率更大。而对于整车的投资，在中国汽车销量增速放缓背景下，预计周期属性更强，建议把握周期，顺势而为，兼顾寻找市占率能够提升的优质标的。

图表 54：全球新冠每日新增数据



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图表 55：全球新冠每日新增分国家数据



资料来源：wind，东莞证券研究所

站在当前，2020 年疫情成为干扰项，但不改复苏趋势，我们判断全球汽车销量在 Q3 预计出现修复，中国 Q2 已经明显修复。建议重点关注：华域汽车、广汽集团、三花智控、中国汽研、德赛西威、拓普集团等。

图表 56：全球汽车销量分布



资料来源：wind，东莞证券研究所

中国电动车产业链齐全，具备完善的上下游产业链基础，在全球竞争力较强。尽管目前相关公司估值处于较高位置，但长期我们仍然坚定看好，基本面确定性较高，建议积极把握估值切换机会。建议重点关注：赣锋锂业、宁德时代、新宙邦、当升科技、璞泰来、恩捷股份、华友钴业。

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