

# 汽车行业大规模普及期第三库存周期研究

## ——疫情后光大汽车时钟 2020 年板块配置节奏观点更新

行业深度

◆**周期定位：**我国汽车行业处于第二产能周期下第三库存周期复苏中继。我们引入行业渗透率模型研究了日韩行业大规模普及期内第三库存周期，参考日韩的产业普及扩散规律，以及中国人均 GDP 的水平及人口的增速，预计中国于 2019 年 Q4 开启的大规模普及期内第三库存周期，乘用车潜在需求增速中枢约为-5%，并最终完成行业大规模普及期下销量复合增速中枢向 2% 的回归。

◆**预期较为积极的产业政策仅对汽车自身周期复苏起“加速器”作用，难以改变汽车行业本轮周期“供需双弱”的特征。**“疫情”下 3 月或将成为行业复苏时区内的二次拐点，行业再次进入刺激政策出台预期升温窗口期。在行业“供需双弱”的压制下，预期较为积极的产业政策对时钟切换至复苏有积极作用，但较难推动时钟进一步切换至过热。

◆**受疫情影响 2020 年 3 月或将确认为复苏期内第二拐点，光大汽车时钟于 2020 年 6 月前后会开始形成两种可能的运转路径——复苏夭折或复苏继续但切换至过热受阻。**预计 2020 年 4 月乘用车销量恢复至预测值 90% 以上，假设下半年疫情对汽车周期的影响消除，行业景气度将由自身库存周期和行业刺激政策决定，我们对后续行业趋势的变化建立了量化监测系统，并分析了不同情景下行业的潜在增速中枢变化。

◆**预计本轮周期内汽车板块有三次配置机会，5 月板块或将继续上行，带来复苏期内二次拐点下的交易性机会，2020 年三季报后零部件板块或成为配置主线。**光大汽车时钟系列报告对 2019 年汽车板块的配置节奏有良好的预测性，我们曾经预测了 2019 年四季度的汽车时钟复苏，20 年 5 月或为复苏期内的第二次配置机会，预计 2020 年三季报后零部件板块将成为配置主线，产生显著超额收益。

◆**投资建议：**我们判断汽车行业目前仍运转于本轮周期的复苏中继，随着 2020 年 5 月上旬对 4 月行业销量数据的披露，预计此次疫情令 2020 年 3 月形成行业复苏阶段的二次拐点。汽车板块经历估值“颠簸期”后将继续复苏阶段的估值修复，而 2020 年 6 月前后或为“复苏”是否向“过热”切换的重要观察窗口，三季报前后零部件子板块或成为配置主线。

**A 股汽车方面，**建议标配汽车板块，维持“买入”评级，个股推荐**长安汽车**和**广汇汽车（A）**，建议关注行业龙头**上汽集团**。零部件板块建议关注行业龙头**华域汽车**及新能源汽车供应商**德联集团**以及未来有望受益于进口替代的**兆丰股份**。

**港股及海外汽车：**维持需求或将逐步修复、以及 2Q20E-3Q20E 行业有望边际改善的观点不变，维持行业“中性”评级。1) 看好 2Q20E 基本面拐点向上趋势，推荐**广汽集团（2238.HK）**；2) 看好 2H20E 销量/盈利持续爬坡、以及长期市值空间较大标的，推荐**特斯拉（TSLA.O）**。

◆**风险分析：**1) 疫情冲击下行业增长不及预期。2) 宏观经济因素对行业的扰动。3) 行业刺激政策力度不及预期。

**汽车（A 股）：买入（维持）**

**汽车（H 股）：中性（维持）**

### 分析师

邵将（执业证书编号：S0930518120001）

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

倪昱婧 CFA（执业证书编号：S0930515090002）

021-52523852

niyj@ebsecn.com

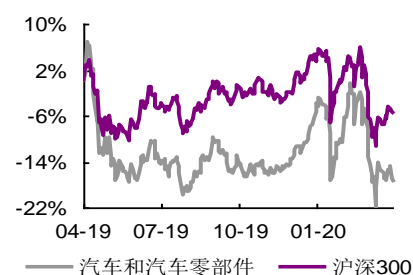
### 联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

如何把握新一轮汽车周期的配置性机会——汽车股周期轮回启示录系列

.....2019-11-07

汽车时钟复苏尚需时日，板块或将抢跑超额收益——光大汽车时钟五问五答板块配置节奏

.....2019-04-08

光大汽车时钟解构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列二

.....2019-03-05

站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录系列一

.....2018-12-21

## 投资聚焦

### 我们的创新之处

我们首次对汽车行业的周期做了量化定义：我国汽车行业处于第二产能周期下第三库存周期复苏中继。我们在汽车行业中建立了库存周期和产业渗透率模型，利用上述模型研究了日韩乘用车大规模普及期内的第三库存周期。参考日韩的产业普及扩散规律，以及中国人均 GDP 的水平及人口的增速，预计中国于 2019 年 Q4 开启的大规模普及期内第三库存周期，乘用车潜在需求增速中枢约为-5%，并最终完成行业大规模普及期下销量复合增速中枢向 2%的回归。

我们对预期较为积极的产业政策持中性观点，源于我们对本轮汽车周期“供需双弱”特征的分析。认为产业政策仅仅对汽车自身库存周期起“加速器”作用，仅仅对汽车时钟向复苏切换有积极作用，但较难推动时钟进一步切换至过热，最终实施效果为在-5%的行业潜在销量增速中枢上实现一定程度的拉动。

最后我们量化分析了疫情影响下行业景气度后续的变化趋势以及下半年存在两种可能的运转路径。结合我们对行业量化系统的监测，我们认为本轮汽车周期存在三次配置性机会。光大汽车时钟系列报告对 2019 年汽车板块的配置节奏有良好的预测性，我们曾经预测了 2019 年四季度的汽车时钟复苏，5 月或为复苏期内的第二次配置机会，预计 2020 年三季报后零部件板块将成为配置主线，产生显著超额收益。

### 投资观点

我们判断汽车行业目前仍运转于本轮周期的复苏中继，随着 2020 年 5 月上旬对 4 月行业销量数据的披露，预计此次疫情令 2020 年 3 月形成行业复苏阶段的二次拐点。汽车板块经历估值“颠簸期”后将继续发生复苏阶段的估值修复，而 2020 年 6 月前后或为“复苏”是否向“过热”切换的重要观察窗口，三季报前后零部件子板块或成为配置主线。

A 股汽车方面，建议标配汽车板块，维持“买入”评级，个股推荐长安汽车和广汇汽车（A），建议关注行业龙头上汽集团。零部件板块建议关注行业龙头华域汽车及新能源汽车供应商德联集团以及未来有望受益于进口替代的兆丰股份。

港股及海外汽车：维持需求或将逐步修复、以及 2Q20E-3Q20E 行业有望边际改善的观点不变，维持行业“中性”评级。1) 看好 2Q20E 基本面拐点向上趋势，推荐广汽集团（2238.HK）；2) 看好 2H20E 销量/盈利持续爬坡、以及长期市值空间较大标的，推荐特斯拉（TSLA.O）。

# 目 录

1、汽车行业大规模普及期下的第三库存周期启动.....	6
1.1、光大汽车时钟历史观点有效性回溯 .....	6
1.2、汽车行业库存周期及产能周期嵌套下的再定位 .....	7
1.3、我国乘用车大规模普及期第三库存周期的潜在需求增速中枢为-5% .....	8
1.4、限购政策放开仅对复苏时区切换起“加速器”作用 .....	9
2、“疫情”后光大汽车时钟将如何运行 .....	11
2.1、“新冠”疫情发生于汽车时钟复苏中继 .....	11
2.2、疫情冲击下 3 月或将确认为复苏期内的第二拐点 .....	12
2.3、光大汽车时钟后续运转存在两种路径——复苏夭折 or 复苏切换至过热受阻 .....	13
2.4、6 月前后为两种运行路径分化的重要观察期 .....	16
3、本轮周期汽车板块的三次配置机会 .....	17
3.1、第一次源于由衰退向复苏的拐点确认（已被证实） .....	17
3.2、第二次源于复苏时区中的二次拐点确认（正在发生） .....	18
3.3、预计第三次配置机会主要在零部件板块（有待验证） .....	20
4、投资建议 .....	24
4.1、板块估值水平处于行业复苏期的底部区域 .....	24
4.2、5 月板块估值有望继续上行 .....	24
5、重点公司推荐 .....	25
5.1、兆丰股份（300695.SZ） .....	25
5.2、长安汽车（000625.SZ） .....	33
5.3、华域汽车（600741.SH） .....	33
5.4、上汽集团（600104.SH） .....	33
5.5、特斯拉（TLSE.O） .....	33
5.6、广汽集团（2238.HK、601238.SH） .....	33
5.7、德联集团（002666.SZ） .....	33
6、风险分析 .....	34

## 图表目录

图 1：光大汽车时钟历史观点回溯（时间截止于 2020 年 4 月 30 日）	6
图 2：光大汽车时钟下三轮汽车周期分布	7
图 3：光大汽车时钟下三轮汽车周期分布	7
图 4：汽车行业两轮产能周期及驱动力	8
图 5：新能源为载体的智能网联车或带动企业投资增速开启朱格拉周期	8
图 6：日韩乘用车渗透率普及过程中行业的销量复合增速中枢降至 2%	8
图 7：日韩乘用车渗透率普及过程人均 GDP 均达到 11000-12000 美金	8
图 8：“疫情”下 3 月开始再次进入购置税等刺激政策出台预期升温窗口期	9
图 9：本轮轻型汽油车排放标准实施时间异于历史，抑制光大汽车时钟 2019 年的切换	10
图 10：居民住房支出对消费行为挤压测算	11
图 11：汽车行业投资增速和库存增速	11
图 12：两次疫情分布在光大汽车时钟的不同时区，对时钟产生不同影响	12
图 13：谨慎假设下乘用车销量相对预测销量百分比逐渐恢复至 100%	13
图 14：谨慎假设下预测 2020 年 3 月至 5 月行业年化需求增速企稳	13
图 15：疫情影响的需求若在下半年未发生回补，则复苏夭折	14
图 16：此次疫情若令本轮汽车周期复苏夭折，将加速行业潜在需求增速中枢向 2% 的回归，令未来汽车周期再次启动具备更为扎实的基础	14
图 17：无疫情且 2020 年乘用车销量-5% 增长假设下，2020 年全年汽车时钟难以由复苏切换至过热	14
图 18：日本 80 年代中期汽车周期显著变长	15
图 19：2020 年下半年政策刺激有效对冲疫情对销量的负面影响，时钟继续运行在复苏时区但较难切换至过热	15
图 20：预计 2020 年 6 月前后为汽车时钟是否由复苏向过热切换的观察窗口	16
图 21：光大汽车时钟系统预测的第一次板块配置机会已被证实（时间截止于 2020 年 4 月 30 日）	17
图 22：汽车时钟复苏和过热时区是板块产生超额收益的两个重要时间窗口	17
图 24：2019 年 11 月确认了 2019 年 9 月光大汽车时钟正式切换至复苏时区	18
图 25：2012 年二季度末汽车板块发生复苏时期内的调整，调整 1-2 个月后板块估值再次上行	19
图 26：2016 年一季度末汽车板块发生复苏时期内的调整，调整 1-2 个月后板块估值再次上行	19
图 27：2012 和 2016 年两轮汽车周期复苏期内板块的调整均对应了行业需求增速边际的走弱和走强	19
图 28：疫情下预计 2020 年 3 月为复苏时区内二次拐点	20
图 29：2020 年 5 月有望开启本轮汽车周期的第二次配置机会（时间截止于 2020 年 4 月 30 日）	20
图 30：行业大规模普及期第二库存周期开始“先乘用车再零部件”的子行业轮动配置策略效果不显著（时间截止于 2020 年 4 月 30 日）	21
图 31：本轮周期是新旧产能周期的转折点，汽车和新能源汽车需求增速的潜在中枢将开始持续分化	22
图 32：零部件行业利润增速滞后乘用车年化销量增速拐点一个季度	22
图 33：预计汽车零部件板块年化利润增速于 2020 年中报触底，并在 2020 年三季报至 2021 年中报阶段性改善	23
图 34：本轮汽车周期复苏，乘用车板块估值已接近历史高点，而零部件板块估值相较于大规模普及期前两轮库存周期，仍有较大提升空间	23

图 35：预计 2020 年三季报前后零部件板块迎来重要配置性机会.....	24
图 36：汽车板块经过调整后 PB 再次进入复苏时区底部区域（截至 2020 年 4 月 30 日）.....	24
图 37：兆丰公司可比公司 ROE 及 PB.....	27
表 1：2019 年下半年以来汽车行业政策梳理 .....	10
表 2：兆丰股份业务拆分预测（单位：百万）.....	26



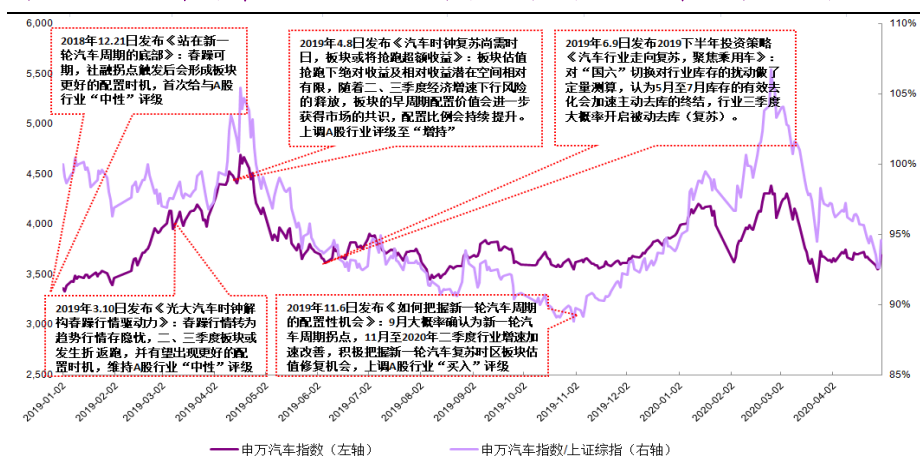
# 1、汽车行业大规模普及期下的第三库存周期启动

## 1.1、光大汽车时钟历史观点有效性回溯

光大汽车团队于2018年12月21日以来发布了板块配置节奏系列报告，我们用库存周期的系统来构建汽车时钟的描述体系。于2018年底判断行业2019年一季度复苏期未到，并于2019年3月10日判断春躁行情转为趋势行情存隐忧，在2019年二、三季度会迎来板块更好的配置时机。

我们于2019年11月6日发布报告《如何把握新一轮汽车周期的配置性机会》中首次将A股汽车行业评级上调至“买入”评级，判断2019年11月披露的10月销量数据大概率确认9月为新一轮汽车周期拐点，2019年11月至2020年二季度行业销量增速有望加速上行，建议积极把握新一轮汽车周期复苏时区板块估值修复性机会。

图1：光大汽车时钟历史观点回溯（时间截止于2020年4月30日）



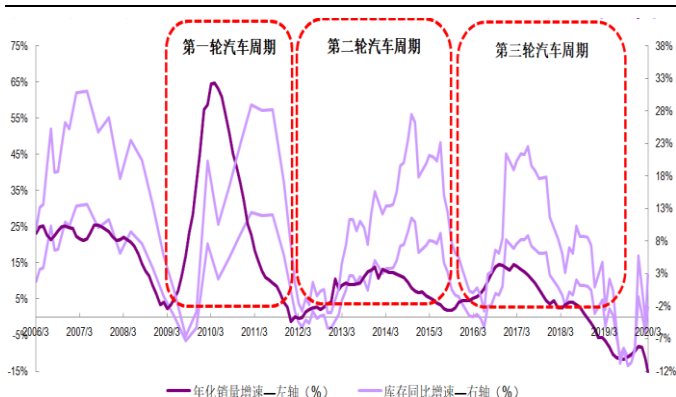
资料来源：Wind，光大证券研究所

我们通过量化方式建立了光大汽车时钟，该系统自2018年底以来对行业景气度及板块的配置节奏的判断有良好的预测性。展望2020年，本文将重点讨论以下问题：1) 2020年汽车行业的在历史上的周期如何定位？2) “疫情”冲击对光大汽车时钟的运转有怎样的扰动？3) 历史上看，在行业大规模普及期内的第三库存周期存在哪些特征？4) 政策刺激会对行业有怎样的影响？5) 2020年汽车板块的配置节奏和配置主线将怎样演绎？

## 1.2、汽车行业库存周期及产能周期嵌套下的再定位

为了精确的描述汽车行业景气周期的位置及趋势，我们类比库存周期框架，用汽车行业年化销量增速和库存增速构建汽车时钟描述体系，并定义销量增速上升、库存增速下降为行业复苏期；销量增速上升、库存增速上升为行业过热期；销量增速下行，库存增速上升为行业滞胀期，销量增速下行，库存增速下行为行业萧条期。

图 2：光大汽车时钟下三轮汽车周期分布



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：光大汽车时钟下三轮汽车周期分布

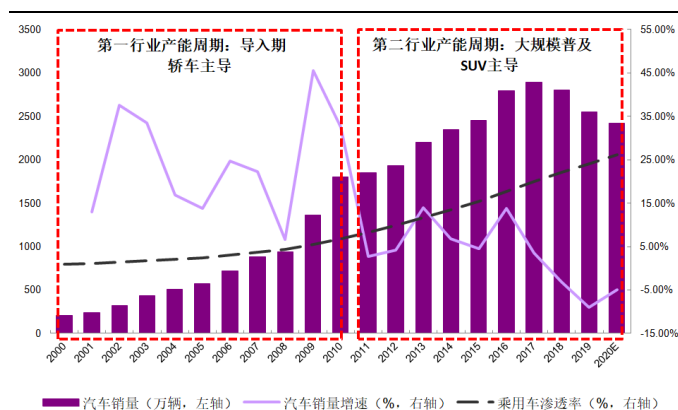
序号	周期起始时间	复苏期(月)	过热期(月)	滞胀期(月)	衰退期(月)	完整周期(月)
1	2009.04-2012.01	5	8	10	11	34
2	2012.02-2015.09	11	12	10	11	44
3	2015.10-2019.08	9	4	8	26	47
	均值	8.3	8.0	9.3	16.0	41.7
4	2019.09-?					

资料来源：Wind，光大证券研究所

我们在 2018 年 12 月 21 日发布的报告《站在新一轮汽车周期的底部》中认为乘用车作为居民非金融资产构成项，存在朱格拉周期。如果把 2001 年中国加入 WTO 作为中国汽车元年，轿车在很长一段时间是私家车的代表，轿车作为乘用车行业的主流产品形态主导了行业第一轮产能周期释放，令乘用车行业跨越“导入期”。而 2011 年 SUV 在乘用车行业的销量占比首次超过 10%，该需求开始加速普及。主流厂家为了迎合市场，无论合资还是自主品牌在车型研发储备上都加大了 SUV 车型投入，企业对该领域资本开支的投入属于行业而非个体行为，因此 2011 年以来 SUV 的快速普及是乘用车行业产能周期的再一次释放，驱动了行业从“导入期”到“大规模普及期”。

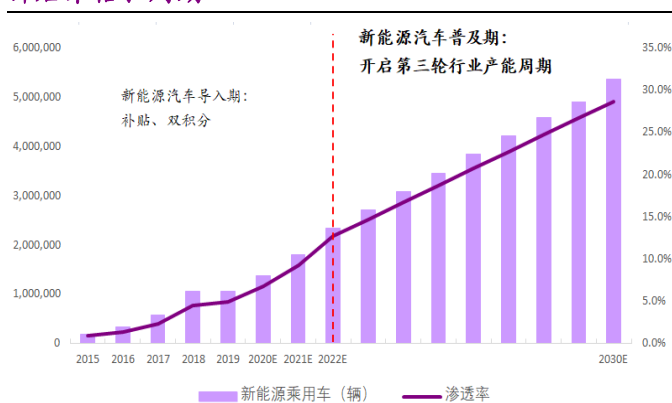
本轮汽车周期的历史定位取决于库存周期和产能周期的嵌套关系。汽车行业目前处于 2012 年以来大规模普及内的第三轮库周期复苏阶段，预计 2020-2023 或是下一轮朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点。因此本轮汽车行业的周期历史定位为大规模普及期内第三周期复苏期，行业第二轮产能周期末期，第三轮产能周期伊始。

图 4：汽车行业两轮产能周期及驱动力



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 5：新能源为载体的智能网联车或带动企业投资增速开启朱格拉周期



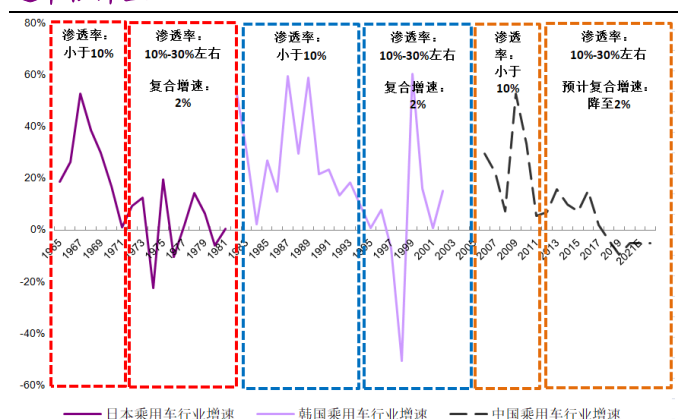
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

### 1.3、我国乘用车大规模普及期第三库存周期的潜在需求增速中枢为-5%

我们于2019年11月6日发布报告的《如何把握新一轮汽车周期的配置性机会——汽车股周期轮回启示录系列三》中定义的乘用车的产业渗透率，并比较了日韩乘用车大规模普及期内的销量增速。我们发现日韩在历史上均经历过行业从导入期过渡到大规模普及期的阶段。这个过程均伴随着乘用车复合销量增速中枢降至2%左右，同时人均GDP达到11000-12000美金。

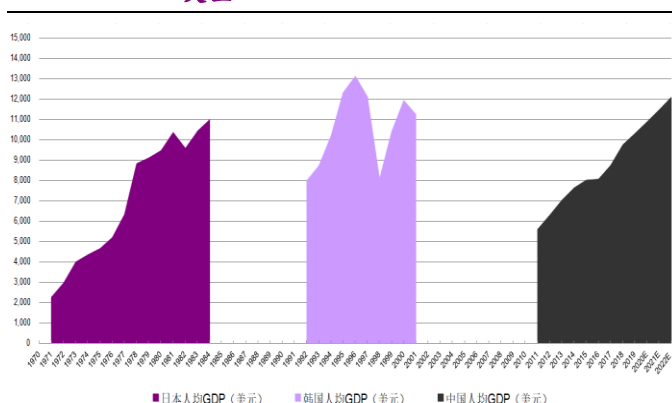
参考日韩的产业普及扩散规律，以及中国人均GDP的水平及人口的增速，预计中国于2019年Q4开启的大规模普及期内第三库存周期，乘用车潜在需求增速中枢约为-5%，并最终完成行业大规模普及期下销量复合增速中枢向2%的回归。

图 6：日韩乘用车渗透率普及过程中行业的销量复合增速中枢降至2%



资料来源：CEIC，光大证券研究所预测

图 7：日韩乘用车渗透率普及过程人均GDP均达到11000-12000美金



资料来源：Wind，IMF，联合国贸易和发展会议，光大证券研究所预测

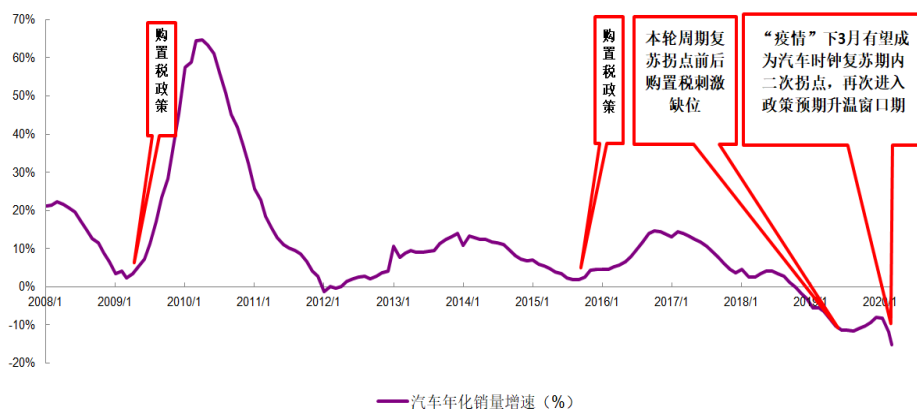


## 1.4、限购政策放开仅对复苏时区切换起“加速器”作用

2019 年四季度光大汽车时钟切换至复苏时区，切换期内缺乏有效的刺激政策，而“国六”升级实施时间异于历史的分布对时钟的切换形成抑制，预计疫情冲击下，3 月或将成为行业复苏时区内的二次拐点，行业再次进入刺激政策出台预期升温窗口期。政策作为平抑行业周期波动的中介，其出台时点和行业自身的景气周期有一定相关性，历史上看往往在行业复苏拐点前后出台强刺激政策（2009 年 1 月和 2015 年 10 月我国实施 1.6L 及以下排量乘用车购置税减半征收政策），对时钟衰退期向复苏期实现“助推式切换”。而在行业景气度见顶后（滞涨期）实施排放标准升级，实现产业结构优化。

而本轮汽车行业库存周期已于 2019 年 9 月形成拐点向上，本轮汽车库存周期拐点的确立类似 2012 年，在复苏拐点确认前后缺乏购置税优惠的强力刺激政策，更多是通过产业自身库存周期均值回归推动至复苏。新冠疫情下，预计 3 月为光大汽车时钟复苏期内第二拐点，行业刺激政策也将再次进入出台预期升温阶段。

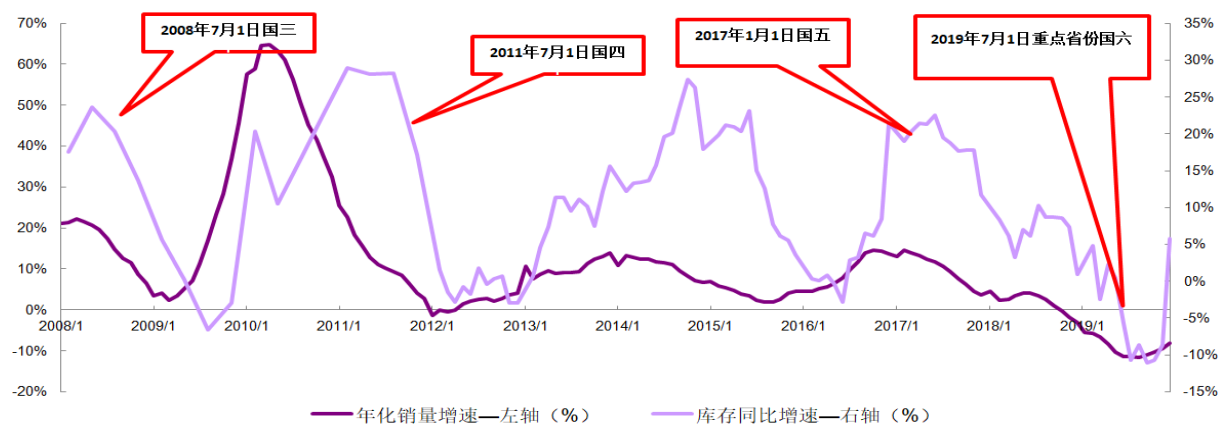
图 8：“疫情”下 3 月开始再次进入购置税等刺激政策出台预期升温窗口期



资料来源：Wind，光大证券研究所

同时，2019 年“国六”升级对汽车库存周期底部拐点的触发起了负向作用，过去三次轻型汽油车排放标准切换时间点均位于汽车库存周期中被动补库阶段的滞胀阶段末期，位于行业景气顶部区域，而此次重点省份轻型车油品升级的时点位于行业景气度底部。国务院于 2018 年 6 月 27 日发布《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，要求自 2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。推广使用达到国六排放标准的燃气车辆。据统计，在 2019 年年中有 15 个省市于 2019 年 7 月 1 日提前实施国六排放标准。这些省市是国内汽车销量大省占全国销量的 70% 左右。而历史上对汽车时钟产生助推式切换的汽车购置税政策，其施加的对象为 1.6L 及以下排量乘用车，这部分需求占乘用车总需求的 60%-70%。因此重点城市提前实施国六排放升级对行业总需求有一定负面影响，对光大汽车时钟 2019 年的切换起到抑制作用。

图 9：本轮轻型汽油车排放标准实施时间异于历史，抑制光大汽车时钟 2019 年的切换



资料来源：中汽协,光大证券研究所

预期较为积极的产业政策受行业自身周期阶段“供需双弱”的压制，“政策加速器”仅仅对汽车时钟向复苏切换有积极作用，但较难推动时钟进一步切换至过热，最终实施效果为在-5%的行业潜在销量增速中枢上实现一定程度的拉动。我们在报告《站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录系列一》中讨论过，产业政策作为平抑周期波动的中介，其出台时点和行业的景气拐点有内在的相关性，历史上几轮汽车周期看，政策最终的出台均对行业从萧条到复苏期起到了助推式切换。本轮汽车周期于 2019 年 Q4 切换至复苏，复苏前后行业的政策主要体现为“地方版”的限购放开及购车补贴而非全国性的购置税减免。

表 1：2019 年下半年以来汽车行业政策梳理

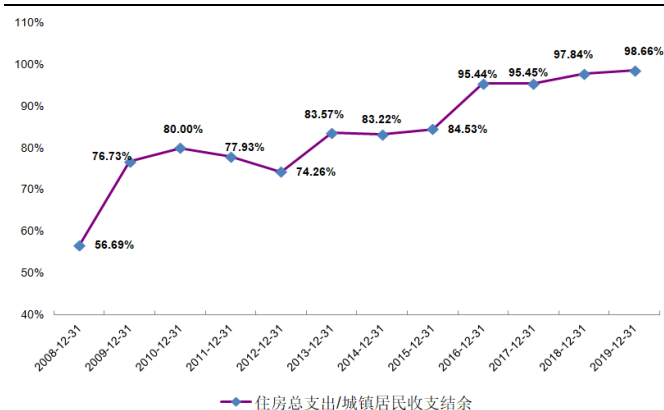
日期	政策类型	政策简述
2019.6.2	放开限购	广州市 2019 年 6 月至 2020 年 12 月，增加 10 万个中小客车增量指标额度
2019.6.2	放开限购	深圳市 2019 年 6 月起，在原定每年普通小汽车增量指标 8 万个的基础上，2019 年至 2020 年每年增加投放指标 4 万个。
2019.8.7	放开限购	海南省自 2019 年 7 月 1 日—2020 年 12 月 31 日，放开新能源小客车增量指标申请资格条件及数量
2019.9.10	放开限购	贵阳市人民政府决定废止政府规章《贵阳市小客车号牌管理暂行规定》
2019.9.24	放开限购	海南省 2019 年 8 月至 12 月，在原定指标数量的基础上，每月适量增加增量指标；盘活逾期未使用的废弃普通小客车增量指标。
2020.1.29	汽车以旧换新	佛山市：自 2020 年 3 月 1 日对购买“国六”汽车给予资金补助。以旧换新：每辆给予 3000 元补助；购买新车，每辆给予 2000 元补助。有效期 1 年。
2020.3.3	放开限购，购车补贴	广州市：2020 年 3 月至 12 月底购买新能源汽车最高补贴 1 万元，二手车置换 3000 元补助。落实 2019 年 6 月明确的新增 10 万个购车指标工作，视情况研究推出新增指标。
2020.3.14	购车补贴	长沙市：2020 年 6 月 30 日前，消费者在指定经销商购买本地车企生产的车辆，并在长沙上牌落户，可获得裸车价款 3% 的一次性补贴，每辆车最高补贴不超过 3000 元。
2020.3.25	放开限购	杭州市：2020 年一次性增加 2 万个小客车指标。
2020.3.30	汽车以旧换新	北京市：2020 年 4 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日期间，报废或转出本市的高排放老旧机动车可享受政府补助；对报废或转出本市的高排放老旧机动车并更换新车的车主给予企业奖励，企业奖励不低于政府补助。
2020.4.3	购车补贴，以旧换新，放开限购	广州市：2020 年 3 月至 12 月底，购买新能源汽车给予每车 1 万元补贴；2020 年 12 月 31 日前，新增 5000 个巡游出租车、网约车运营车辆指标。对于新增巡游出租车购买纯电动高级车型，每辆给予 1 万元补贴；2020 年 12 月 31 日前，置换二手车购国六补 3000 元，节油车补 6000 元，报废购置节油车/高级电动车最高 2.3 万元；2020 年 12 月 31 日前，每月配置不少于 1 万个中小客车竞价指标；鼓励本市整车企业补贴消费者竞价费用。

资料来源：光大证券研究所整理，各省、市政府官网

我们在报告《站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录系列一》以及《如何把握新一轮汽车周期的配置性机会——汽车股周期轮回启示录系列三》分别讨论了在“需求端”和“供给端”，本轮汽车周期均较弱。我们测算了居民购房支出对人均收支结余的比例关系，来表征房地产对居民消费端的压力大小。我们认为居民端高杠杆率会影响居民消费，尤其是汽车这样金额较大的可选消费，对汽车行业成长中枢是一个偏长期的压抑，预计本轮汽车周期的需求端潜在增速中枢值为-5%。

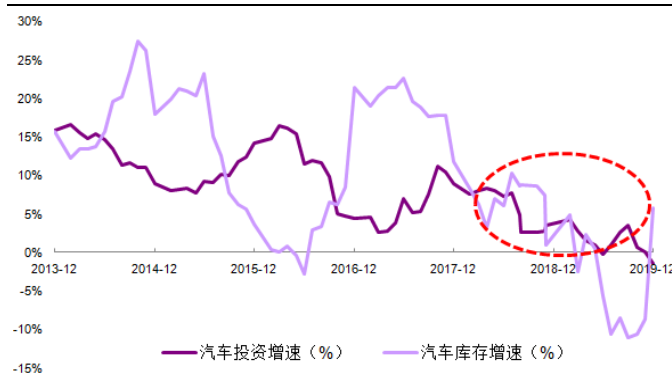
而从“供给端”上看，面对行业销量增速中枢的进一步下滑，企业 2018 年以来投资意愿不足。可以看到 2013 年以来行业的投资增速和库存增速趋势基本是相反的：在库存增速上行期，行业景气度好转，而行业的投资增速下行；行业景气度下行期，行业投资增速上行布局下一轮周期中符合市场需求的产品。而 2017 年年底伴随行业的衰退，企业投资增速和行业景气度共振下行，行业资本开支并没有持续上行，显示出产业对本轮汽车需求偏弱下供给意愿不足。因此我们判断在行业“供需双弱”的压制下，预期较为积极的产业政策对时钟切换至复苏有积极作用，但较难推动时钟进一步切换至过热，最终实施效果为在-5%的行业潜在销量增速中枢上实现一定程度的拉动，并最终引导乘用车需求增速中枢实现大规模普及期内向 2% 的回归。

图 10：居民住房支出对消费行为挤压测算



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：汽车行业投资增速和库存增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、“疫情”后光大汽车时钟将如何运行

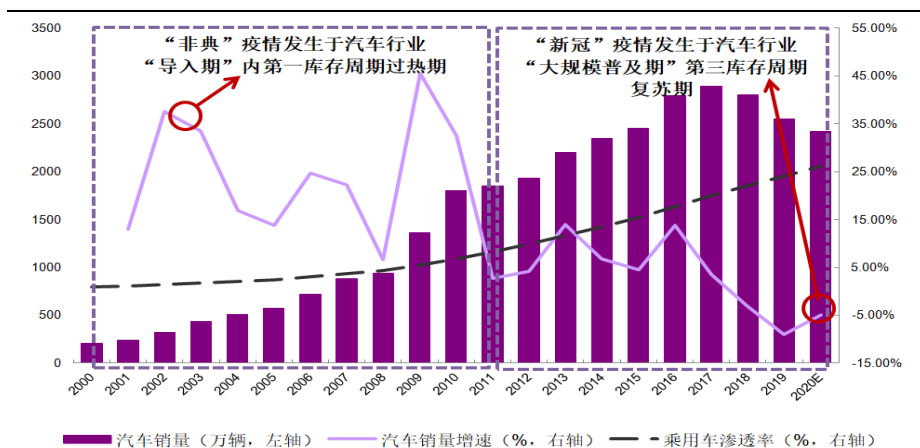
### 2.1、“新冠”疫情发生于汽车时钟复苏中继

2020 年 1-3 月汽车行业累计销量增速同比下滑 42.4%，此次“新冠”疫情作为一次事件性的冲击，阻碍了汽车时钟的运转。光大汽车时钟的建立就是为了区隔行业自身的库存周期和政策、事件等外部因素对行业景气度变化的影响。市场有部分研究把历史上“非典”后汽车行业的变化趋势作为探讨此次疫情冲击下行业景气度变化的参考系，我们认为简单把“新冠”和“非典”对行业的冲击做类比，试图寻找疫情后行业的变化趋势，可能面临事件性因素分布时钟时区异化的影响。

历史上“非典”疫情集中暴露在2003年上半年，该阶段是汽车时钟主动补库的过热阶段，疫情会加速行业从“过热期”向“滞胀期”切换。而此次“新冠”发生在行业的被动去库中继，疫情阻碍了时钟从“复苏期”向“过热期”的运转。

此外，“非典”发生在行业“导入期”内的第一库存周期，该阶段行业的渗透率仅为1.7%，而此次“新冠”发生在行业“大规模普及期”内第三库存周期，行业的渗透率预计为24%左右，已经处于大规模普及末期。我们在报告《光大汽车时钟解构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列二》中讨论过光大汽车时钟的不同时区下汽车板块的驱动要素是不同的。因此简单把“新冠”和“非典”对行业的冲击做类比，试图寻找疫情后行业的变化趋势，会面临由于不同时区导致的归因谬误。那么此次“新冠”疫情会对汽车时钟及汽车板块产生怎样的影响呢？——我们认为疫情下光大汽车时钟或于3月出现复苏时区内的第二拐点，并在6月前后分化出两种潜在的运转路径。

图 12：两次疫情分布在光大汽车时钟的不同时区，对时钟产生不同影响



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

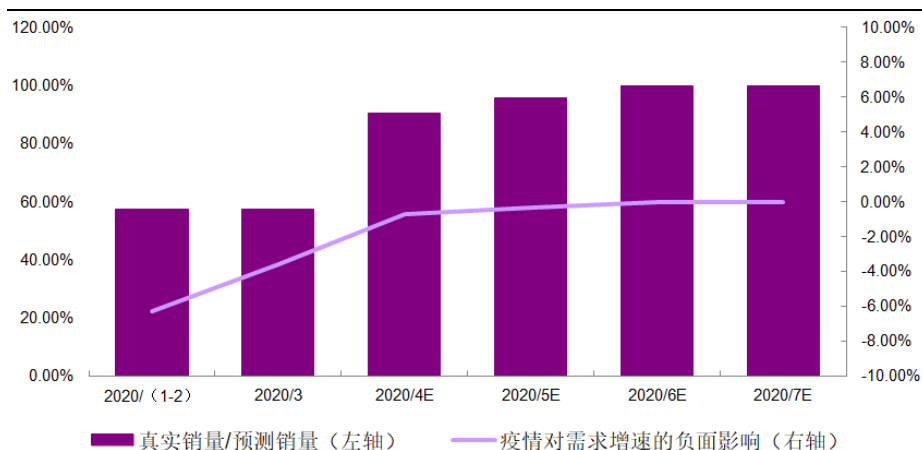
## 2.2、疫情冲击下3月或将确认为复苏期内的第二拐点

2019年11月上旬披露了2019年10月的汽车销量，对2019年9月为新一轮汽车周期复苏拐点做了确认，标志着光大汽车时钟正式运转自复苏时区，同时板块开始产生复苏期内较为确定的估值修复。

此次“新冠”疫情对行业销量的影响始于2月。受疫情影响，2月开始行业的真实销量和我们预测销量开始分化，3月行业的销量仅为我们预测值的60%左右，一季度乘用车行业同比增速下滑45.4%。随着疫情在中国的进一步控制，预计4月疫情对销量的负面影响或将减弱。乘联会预计4月狭义乘用车单月下滑约8%，则对应4月需求恢复至我们预测值约90%水平。我们谨慎假设2020年4月至6月行业需求端逐渐摆脱疫情的负面影响，行业真实销量相对我们预测值的百分比由2020年3月的60%逐渐恢复至100%，即6月后行业需求端的变化将不再受疫情的影响，则会看到光大汽车时钟在2020年3月至5月，年化需求增速的阶段企稳，2020年3月或为本轮汽车周期复苏时区内的二次拐点。

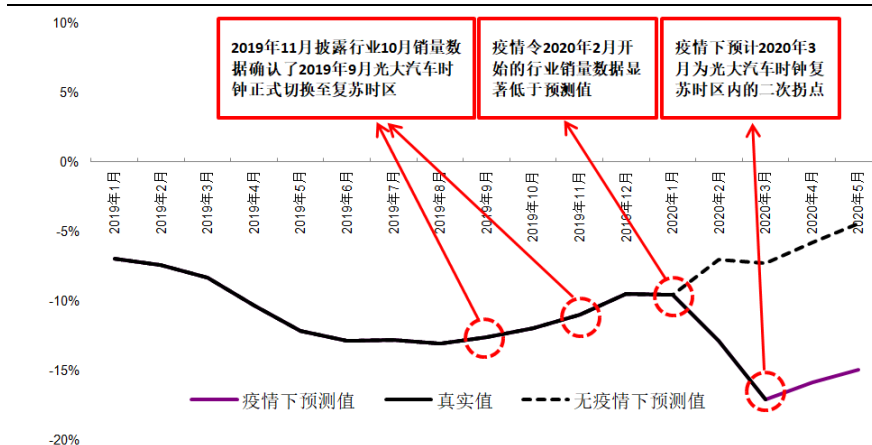


图 13：谨慎假设下乘用车销量相对预测销量百分比逐渐恢复至 100%



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 14：谨慎假设下预测 2020 年 3 月至 5 月行业年化需求增速企稳



资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：2020 年的销量预测参考日韩乘用车大规模普及期内需求增速中枢值，中性假设下预计中国 2020 年乘用车下滑 5%

根据上述假设，预计随着疫情对行业销量的负面影响消退，2020 年二季度乘用车单季度销量增速下滑 6.8%，较 2020 年一季度单季度增速下滑 45.4% 降幅收窄。仅考虑此次疫情的负面影响（剔除政策刺激的影响），预计乘用车 2020 年需求增速由 -5% 下探至 -15.9%。

## 2.3、光大汽车时钟后续运转存在两种路径——复苏夭折或复苏切换至过热受阻

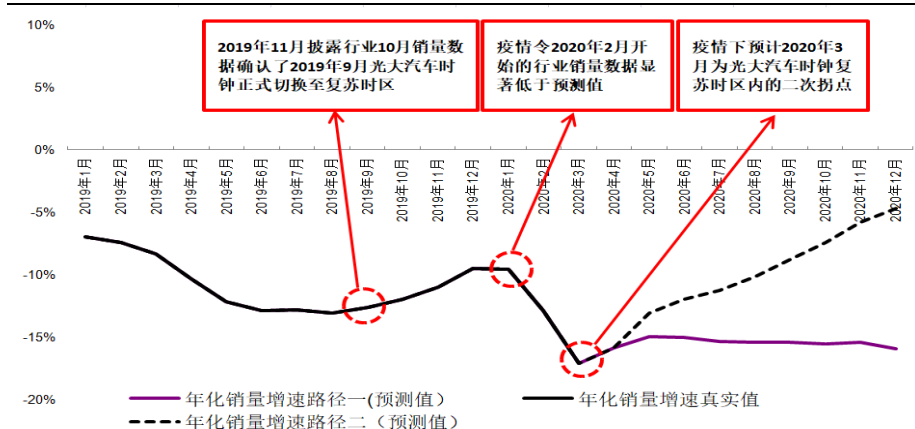
我们认为此次疫情令 3 月成为汽车时钟复苏期内二次拐点后，后续运转存在两种潜在路径——复苏夭折复苏向过热切换受阻

路径一：2019 年 9 月启动的新一轮汽车周期复苏夭折，时钟逆转进入衰退，失去一轮“有复苏，难有过热”的汽车周期，但复苏夭折后若新一轮周期再次启动，有望迎来一轮“既有复苏，又有过热”的汽车周期。



我们假设此次疫情在 2020 年下半年对汽车行业需求的负面影响解除，行业销量恢复至无疫情下的预测值，但 2020 年上半年受疫情影响的需求未能在政策刺激下回补，则意味疫情令 2019 年 9 月确认的汽车复苏夭折，2020 年下半年将再次确认新一轮汽车复苏的拐点。

图 15：疫情影响的需求若在下半年未发生回补，则复苏夭折

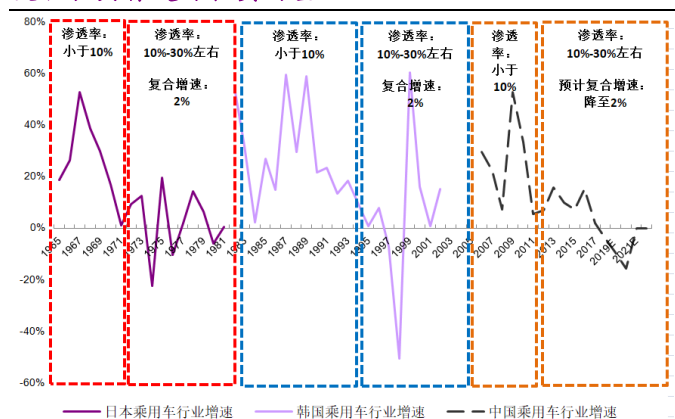


资料来源：Wind，光大证券研究所预测

但我们认为，汽车行业自 2017 年下半年进入主动去库以来已经历了 3 年的调整，此次疫情令原本已进入景气上行的周期复苏夭折。未来行业增速拐点若得到再次确认，有望迎来一轮更具业绩弹性的汽车周期。若疫情对行业的影响未能在下半年有效回补，则预计 2020 年乘用车销量增速为 -15.9%，将加速行业潜在需求增速中枢向 2% 回归，令未来汽车周期再次启动具备更为扎实的基础，2021-2022 年的潜在需求增速中枢均值由 -5% 上修至 0%。

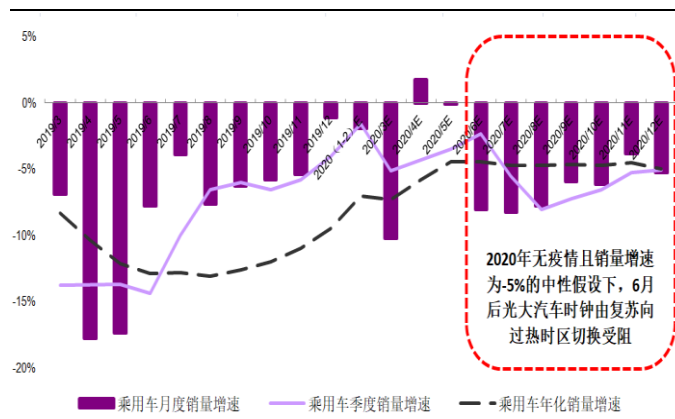
（2020-2021 年的真实增速在 0% 的潜在中枢下发生主动补库的概率大为增加）。若无此次疫情我们大概率会迎来一轮“有复苏，难有过热”的汽车周期，但复苏夭折后若新一轮周期再次启动，有望迎来一轮“既有复苏，又有过热”的汽车周期。

图 16：此次疫情若令本轮汽车周期复苏夭折，将加速行业潜在需求增速中枢向 2% 的回归，令未来汽车周期再次启动具备更为扎实的基础



资料来源：CEIC，光大证券研究所预测

图 17：无疫情且 2020 年乘用车销量-5% 增长假设下，2020 年全年汽车时钟难以由复苏切换至过热

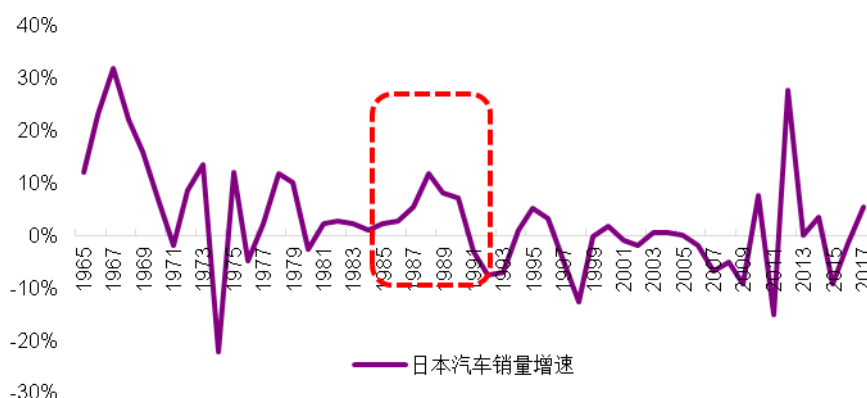


资料来源：Wind，光大证券研究所预测

路径二：随着疫情对销量的负面影响消除，若刺激政策对需求正向拉动，可以有效对冲疫情在上半年的影响，则行业复苏持续，但年内行业较难由复苏切换至过热。

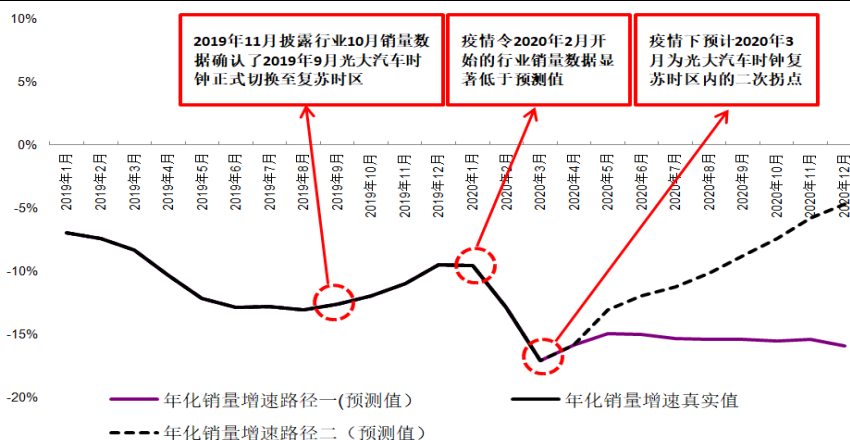
随着疫情对汽车需求的负面影响消除，政策刺激的第一步首先是令2020年上半年受疫情影响的销量有效回补，若该部分受影响的需求全部被汽车刺激政策对冲，则2019年9月确认的新一轮周期复苏依然有效，但我们认为受行业自身周期阶段“供需双弱”的压制，“政策加速器”仅仅对汽车时钟向复苏切换有积极作用，但较难推动时钟进一步切换至过热。时钟受到疫情扰动后仍然运转在复苏时区，但潜在需求增速中枢仍有下行压力，令复苏较难切换至过热，库存周期存在被拉长的可能性。我们于2019年3月10日发布报告《光大汽车时钟解构春躁行情驱动力》讨论过日本80年代中期汽车增速中枢接近零增长阶段，汽车周期显著变长这一现象，并分析了背后的原因。

图 18：日本 80 年代中期汽车周期显著变长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：2020 年下半年政策刺激有效对冲疫情对销量的负面影响，时钟继续运行在复苏时区但较难切换至过热



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.4、6 月前后为两种运行路径分化的重要观察期

若无此次疫情我们中性假设下预计 2020 年乘用车增速为-5%，这意味着 2020 年光大汽车时钟将无法从“复苏”切换至“过热”时区，验证这一判断重要的窗口期在 2020 年 6 月前后。我们观察了中国汽车行业大规模普及期内的两轮库存周期，被动去库下的复苏时区均值为 10 个月，自 2019 年 9 月时钟进入复苏时区以来，已经运转至第 8 个月，疫情下预计 3 月成为复苏时区内的二次拐点。这意味着 2020 年 6 月前后光大汽车时钟已经达到复苏时区的运行均值，开始向过热时区试图切换。6 月前后为本轮汽车周期复苏向过热切换重要的观察窗口期。

图 20：预计 2020 年 6 月前后为汽车时钟是否由复苏向过热切换的观察窗口

序号	周期起始时间	复苏期(月)	过热期(月)	滞涨期(月)	衰退期(月)	完整周期(月)
1	2012.02-2015.09	11	12	10	11	44
2	2015.10-2019.08	9	4	8	26	47
	均值	10	8	9	18.5	46
3	2019.09-?	或截止于6月?				

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们在报告《如何把握新一轮汽车周期的配置性机会——汽车股周期轮回启示录系列三》中讨论过：2020 年在没有疫情的情况且行业销量增速在 3% 的假设下，汽车时钟在四季度存在一定概率由复苏向过热时区切换；在 4%-5% 的销量增速假设下时钟在 6 月后存在一定概率向过热切换；若中性假设 2020 年乘用车销量增速-5%，则 2020 年若无疫情影响下全年难以看到汽车时钟由复苏切换至过热时区。

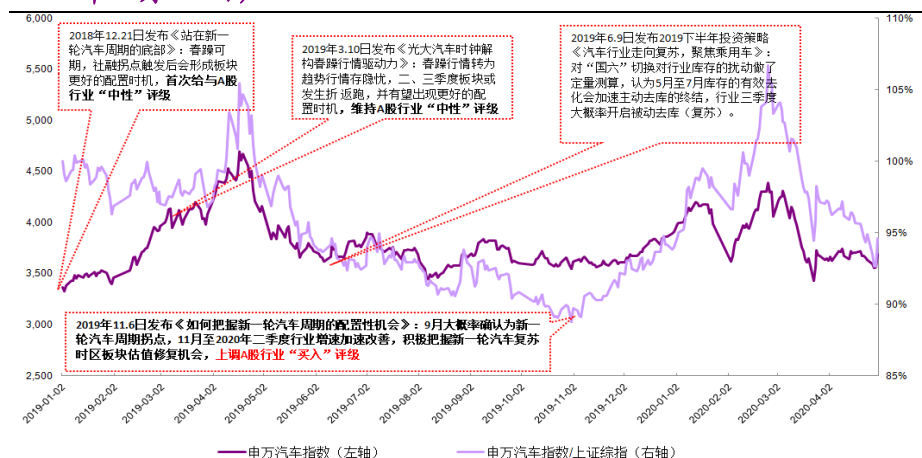
随着疫情的可控，预计 2020 年下半年行业需求增速将会受汽车自身的库存周期及刺激政策共同决定。汽车时钟在疫情后逆转至衰退时区？还是继续运转在复苏时区，但难以向过热切换？2020 年 6 月后将成为重要的观察窗口，受疫情影响的汽车需求预计部分或全部在后续月度中回补。虽然疫情的可控和政策的时点仍具一定不确定性，对后续月度行业的增速有一定扰动，但全年看我们认为乘用车按照-5% 的中性需求假设下，在 6 月前后汽车时钟大概率由复苏向过热时区切换受阻，除非政策的“加速器”可以令全年的汽车需求达至 5% 以上。

### 3、本轮周期汽车板块的三次配置机会

#### 3.1、第一次源于由衰退向复苏的拐点确认（已被证实）

对于中国乘用车大规模普及期内开启的这轮第三库存周期，我们认为对汽车板块而言有三次配置机会。我们在 2019 年 11 月 6 日发布报告《如何把握新一轮汽车周期的配置性机会》中首次将 A 股汽车行业评级上调至“买入”评级，并提示了第一次买入机会。自 2019 年 11 月上旬汽车板块开始产生较为持续的超额收益并在 2 月下旬开始震荡调整。

图 21：光大汽车时钟系统预测的第一次板块配置机会已被证实（时间截止于 2020 年 4 月 30 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

光大汽车时钟对汽车板块第一次买点的准确预测源于我们团队 2019 年对汽车库存周期一系列的研究报告。我们认为汽车板块的超额收益在光大汽车时钟的不同时区分布有一定规律，“复苏时区”（被动去库）和“过热时区”（主动补库）是两个板块产生超额收益的重要时间窗口。

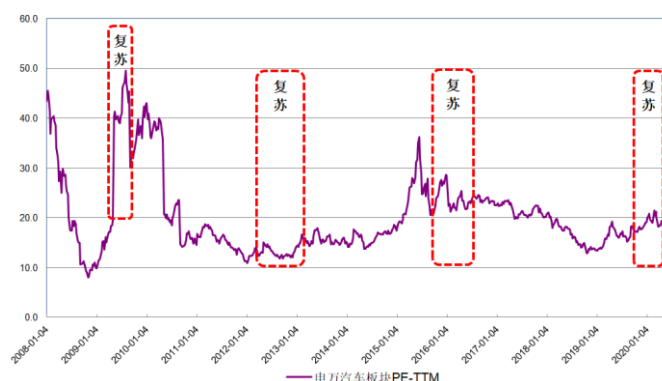
图 22：汽车时钟复苏和过热时区是板块产生超额收益的两个重要时间窗口

		行业净利增速	指数收益	胜率	超额收益	超额收益胜率	期数
季频	主动补库	130%	10.7%	85.7%	1.1%	57.1%	7
	被动补库	40%	9.4%	71.4%	0.3%	64.3%	14
	主动去库	-5%	-1.3%	31.6%	-1.0%	42.1%	19
	被动去库	61%	7.5%	62.5%	1.1%	75.0%	8
月频	主动补库	-	2.8%	70.8%	0.4%	54.2%	24
	被动补库	-	3.2%	59.2%	0.0%	46.5%	71
	主动去库	-	-4.7%	27.1%	-0.7%	37.5%	48
	被动去库	-	4.1%	72.9%	0.4%	54.2%	48

资料来源：Wind，季频统计时间为 2007-01-01 至 2018-11-30；月频统计时间为 2003-01-01 至 2018-11-30）光大证券研究所金工团队《汽车：周期律动，先知先觉——行业景气度研究系列报告之一》

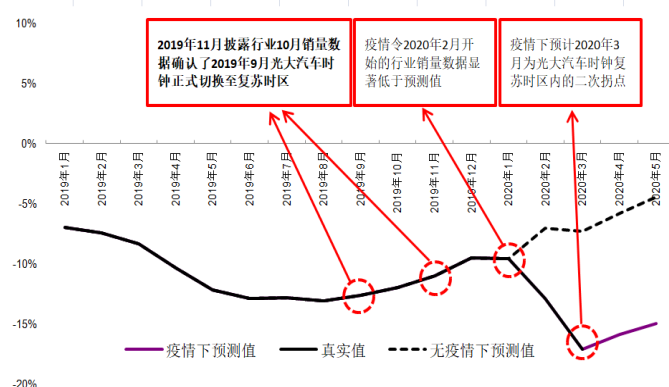
而复苏时区汽车行业缺乏业绩弹性，主要以板块的估值修复驱动超额收益的产生。2019年11月披露的10月行业数据确认了2019年9月光大汽车时钟正式切换至复苏时区。随着汽车行业运行至复苏时区，板块的估值修复带动了其自2019年11月上旬开始产生的超额收益。

图 23: 光大汽车时钟复苏时区内汽车板块估值较为确定性发生修复 (时间截止于 2020 年 4 月 30 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 24: 2019 年 11 月确认了 2019 年 9 月光大汽车时钟正式切换至复苏时区



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 3 月销量预测参考乘联会; 2020 年的销量预测参考日韩乘用车大规模普及期内需求增速中枢值, 中性假设下预计中国 2020 年乘用车下滑 5%

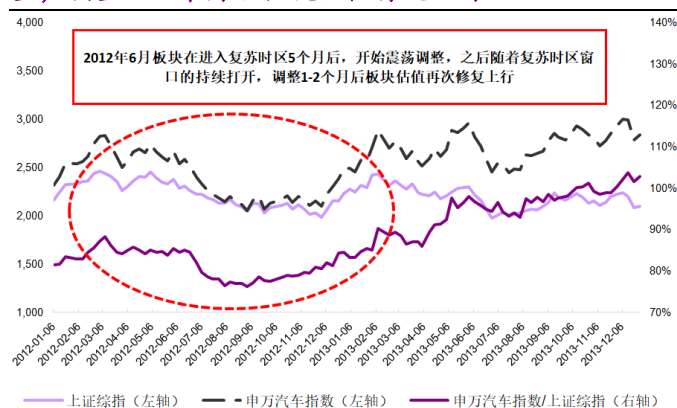
### 3.2、第二次源于复苏时区中的二次拐点确认 (正在发生)

我们认为随着 2020 年 5 月份对行业 2020 年 4 月数据的披露, 将确认 2020 年 3 月为光大汽车时钟复苏时区内的第二拐点, 板块即将迎来复苏时区内的超跌反弹, 反弹的空间及持续性有赖于 2020 年 6 月后行业是否可以由复苏顺利切换至过热的预期。

受疫情影响, 2020 年 2 月下旬汽车板块开始震荡调整, 针对这次调整我们认为, 疫情的事件性影响并没有打破复苏时区的确立, 但会令行业销量增速在复苏时区内形成第二拐点。实际上, 汽车板块在复苏时区内发生估值修复, 并在复苏时区一个季度左右后发生板块估值修复过程中的震荡调整是一个普遍现象。可以看到 2012 年二季度和 2016 年 1 季度汽车板块都发生了复苏时区内的震荡调整, 而随着复苏时区窗口的持续打开, 调整 1-2 个月后续板块的估值再次迎来上行。

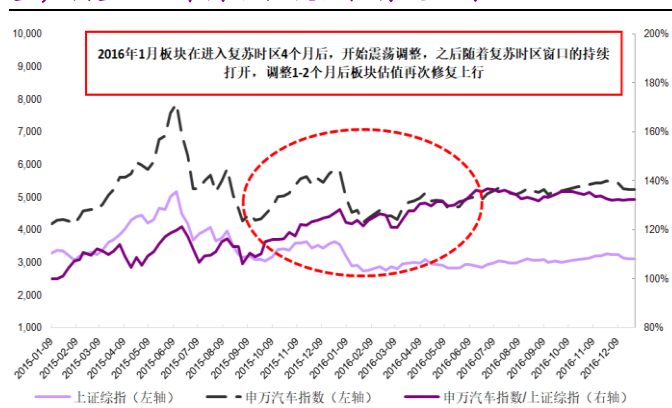


图 25：2012 年二季度末汽车板块发生复苏时期内的调整，调整 1-2 个月后板块估值再次上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：2016 年一季度末汽车板块发生复苏时期内的调整，调整 1-2 个月后板块估值再次上行

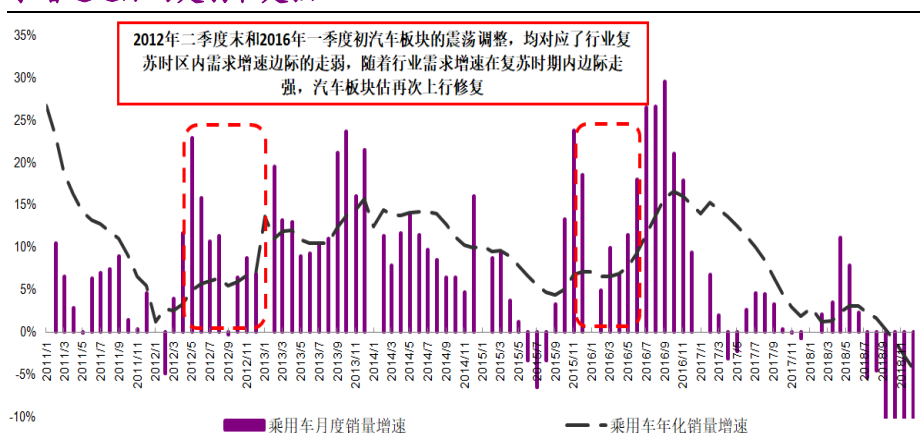


资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为复苏时区内板块容易发生震荡的原因：复苏时区内拐点确认主要源于基数带来的红利，而行业的真实需求扩张带动行业景气度加速改善发生在行业主动补库的过热时区。因此，在复苏时区内行业的需求出现边际的走弱时，板块的估值修复对主动补库是否触发，以及主动补库下行业需求的上行幅度预期产生分化和摇摆，这直接影响了板块复苏时区估值修复的潜在空间。而随着行业需求边际的再次上行，时钟复苏的再确认会强化行业拐点的预期，以及复苏期后行业发生主动补库的预期，并最终驱动板块估值再次发生修复。

可以看到在 2012 年二季度末期和 2016 年一季度初期汽车板块发生震荡调整的时间，均对应了汽车行业需求增速边际走弱的阶段，而随着复苏时区的持续，以及复苏期内行业需求增速再次边际走强，板块的估值将再次发生修复上行。

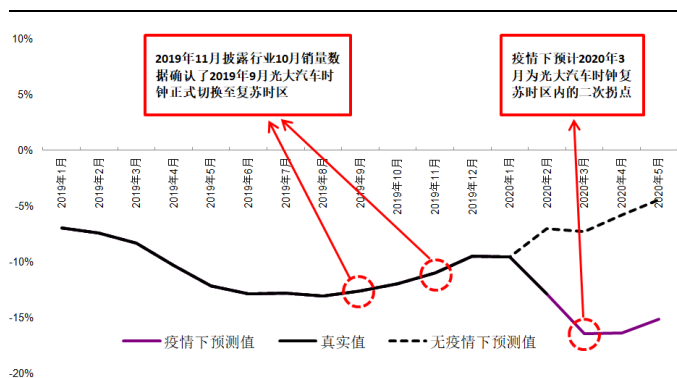
图 27：2012 和 2016 年两轮汽车周期复苏期内板块的调整均对应了行业需求增速边际的走弱和走强



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为，随着3月即将被确立为行业复苏期内的第二拐点，汽车板块2月下旬以来的震荡调整在5月有望结束并再次上行，板块复苏时期内的估值修复有望继续，修复的空间及持续性有赖于2020年6月后行业是否可以由复苏顺利切换至过热的预期。

图 28：疫情下预计 2020 年 3 月为复苏时区内二次拐点



资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：3 月销量预测参考乘联会；2020 年的销量预测参考日韩乘用车大规模普及期内需求增速中枢值，中性假设下预计中国 2020 年乘用车下滑 5%

图 29：2020 年 5 月有望开启本轮汽车周期的第二次配置机会（时间截止于 2020 年 4 月 30 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

### 3.3、预计第三次配置机会主要在零部件板块（有待验证）

我们在 2019 年 11 月 6 日发布报告《如何把握新一轮汽车周期的配置性机会》中认为 2019 年 11 月披露的 10 月销量数据大概率确认 9 月为新一轮汽车周期拐点，2019 年 11 月至 2020 年二季度行业销量增速有望加速提升，建议积极把握新一轮汽车周期复苏时区板块估值修复性机会。同时我们判断，随着行业“大规模普及期”内第三库存周期的启动，行业投资意愿不足及需求增速中枢下滑导致的成长性缺位。申万汽车板块内乘用车板块中利润大幅增长的公司较为稀缺，难以推动乘用车行业盈利端大幅增长，基于盈利端轮动形成的“先乘用车后零部件”的配置顺序将不显著。自 2019 年 11 月 6 日截至 2020 年 4 月 30 日，汽车板块内零部件板块和乘用车没有明显的强弱关系，验证了我们之前的判断。

图 30：行业大规模普及期第二库存周期开始“先乘用车再零部件”的子行业轮动配置策略效果不显著（时间截止于 2020 年 4 月 30 日）



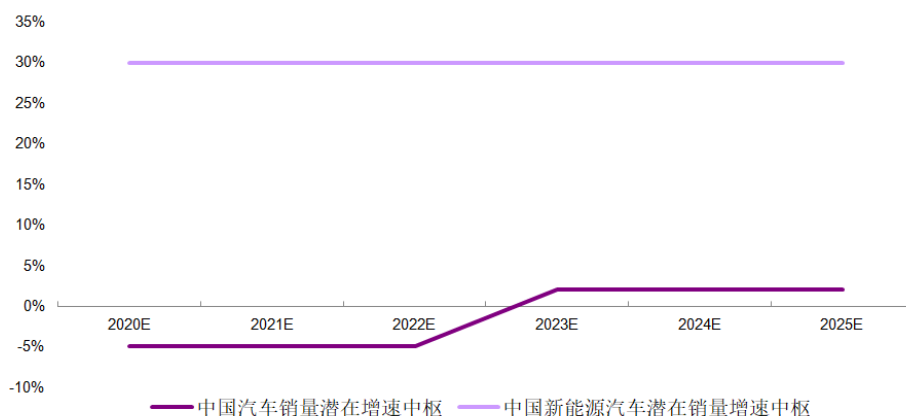
资料来源：Wind，光大证券研究所

我们针对行业大规模普及期第三库存周期的特点，预计 2020 年汽车板块三季报前后会出现本轮周期的第三次配置机会，而零部件板块细分领域龙头，尤其是开始积极寻求下一轮行业产能周期启动前转型的公司有望成为汽车板块第三买点的配置主线，产生显著的超额收益。

参考日韩可比阶段我们认为中国乘用车本轮周期的需求潜在中枢为-5%，而行业进入成熟期后需求增速中枢值进一步回落至 2%。同时以新能源为载体的智能网联车有望在 2020-2023 年带动行业开启下一轮产能周期，新能源汽车的需求复合增速中枢为 30%。

这意味着，本轮汽车周期乘用车行业或将无业绩弹性，而下一轮汽车周期的开启行业也随之进入成熟期，2%的中长期增速令乘用车行业业绩弹性有限，而新能源汽车 30%的增速中枢将带来行业型成长机会。我们认为智能网联技术驱动行业下一轮产能周期本质上是汽车供应链升级重塑，汽车零部件细分领域众多，在新能源替换性普及的过程中，细分领域龙头且转型较为积极的公司有望出现中长期成长股。

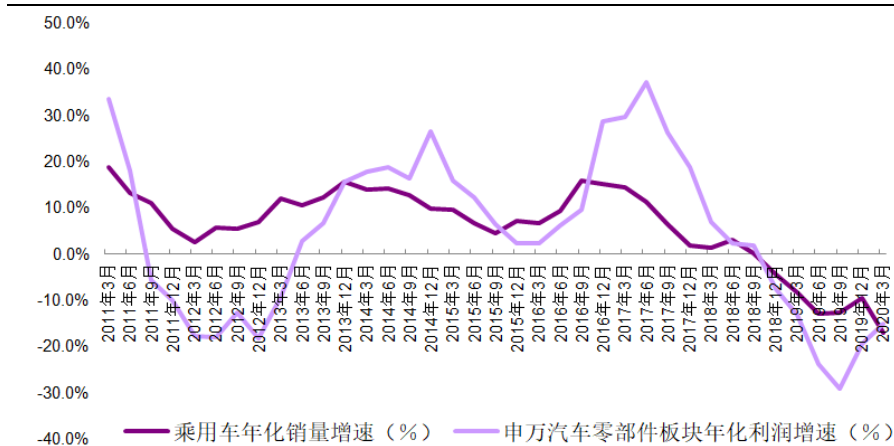
图 31：本轮周期是新旧产能周期的转折点，汽车和新能源汽车需求增速的潜在中枢将开始持续分化



资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：2020-2022 年汽车销量复合增速中枢为 -5%，2023-2025 年汽车销量复合增速中枢为 2%，2020-2025 新能源销量复合增速中枢为 30%，实际每一年的销量增速围绕该中枢上下波动

我们在报告《如何把握新一轮汽车周期的配置性机会》中还得到一个结论：历史上看零部件板块归母净利润增速触底滞后乘用车年化销量增速拐点一个季度。

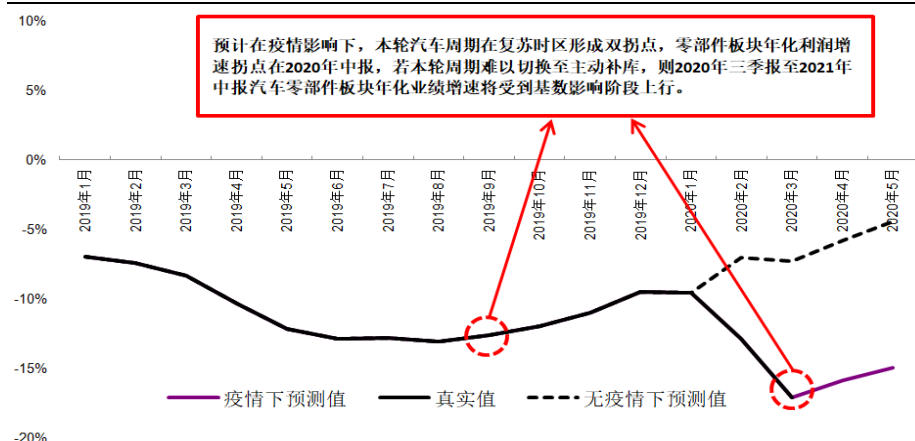
图 32：零部件行业利润增速滞后乘用车年化销量增速拐点一个季度



资料来源：Wind，光大证券研究所

在此次疫情的影响下，汽车时钟或将在去年 8 月和今年 3 月形成复苏时区内的双拐点，这意味着：1) 零部件子行业的年化利润增速预计在 2020 年中报完成触底；2) 本轮周期若销量增速无法达到 4%-5% 将难以开启稳定的主动补库过程，行业的景气度变化将主要取决于基数的变化；3) 参考汽车时钟的双重拐点，零部件板块年化利润增速受到基数影响将在 2020 年三季报至 2021 年中报阶段性改善。

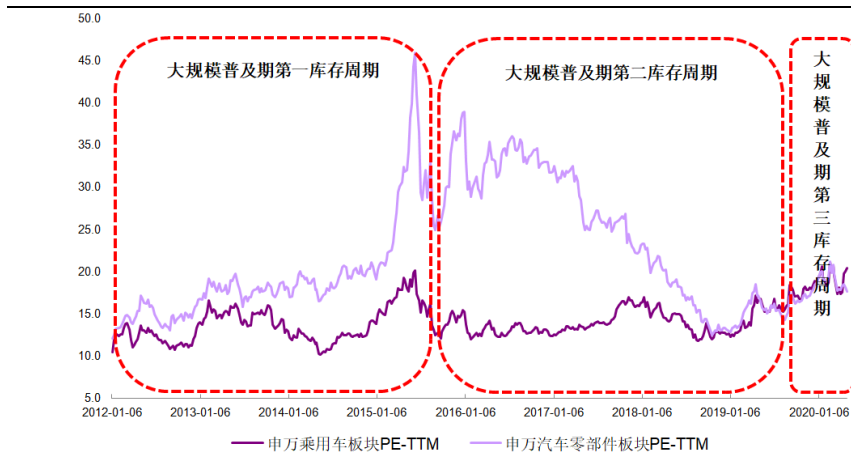
**图 33：预计汽车零部件板块年化利润增速于 2020 年中报触底，并在 2020 年三季报至 2021 年中报阶段性改善**



资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：3 月销量预测参考乘联会；2020 年的销量预测参考日韩乘用车大规模普及期内需求增速中枢值，中性假设下预计中国 2020 年乘用车下滑 5%

从估值层面上看，自本轮汽车时钟切换至复苏时区后汽车板块实现估值修复以来，零部件和乘用车均发生了一轮估值修复，但参考行业大规模普及期内细分板块的估值水平，乘用车板块已经接近历史高点，而零部件板块估值水平相较于前两轮汽车周期仍有较大提升空间。

**图 34：本轮汽车周期复苏，乘用车板块估值已接近历史高点，而零部件板块估值相较于大规模普及期前两轮库存周期，仍有较大提升空间**



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截至时间为 2020 年 4 月 30 日

我们综合以上的判断，认为本轮汽车周期的第三次配置机会在 2020 年的三季报前后，届时会看到汽车零部件行业的业绩增速阶段性改善至 2021 年中报，同时板块的估值在下一轮行业产能周期的推动下仍有较大修复的空间。



图 35：预计 2020 年三季报前后零部件板块迎来重要配置性机会



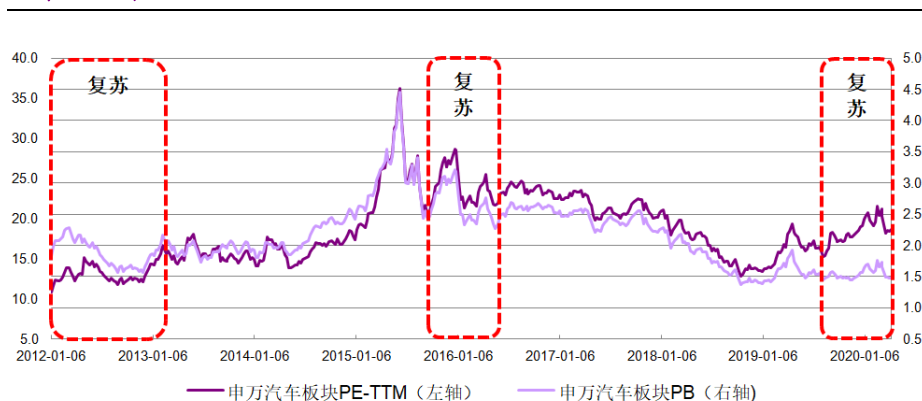
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4、投资建议

### 4.1、板块估值水平处于行业复苏期的底部区域

汽车行业于 2019 年四季度进入“大规模普及期”内复苏阶段，汽车板块的 PB 和 PE-TTM 均发生了复苏时区内的修复。自 2020 年 2 月下旬板块震荡调整以来，汽车板块 PB 已经再次接近历史底部区域，同时我们认为 2020 年 3 月会成为汽车时钟复苏时区内的二次拐点，板块仍运行在复苏时区，预计 2020 年 6 月前后是复苏时区是否可以切换至过热的观察窗口，当下经过震荡调整后汽车板块估值将再次上行。

图 36：汽车板块经过调整后 PB 再次进入复苏时区底部区域（截至 2020 年 4 月 30 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 4.2、5 月板块估值有望继续上行

我们判断汽车行业目前仍运转于本轮周期的复苏中继，随着 2020 年 5 月上旬对 4 月行业销量数据的披露，预计此次疫情令 2020 年 3 月形成行业复苏阶段的二次拐点。汽车板块经历估值“颠簸期”后将继续发生复苏阶段

的估值修复，而 2020 年 6 月前后或为“复苏”是否向“过热”切换的重要观察窗口，三季报前后零部件子板块或成为配置主线。

**A 股汽车方面**，建议标配汽车板块，维持行业“买入”评级，个股推荐长安汽车和广汇汽车（A），建议关注行业龙头上汽集团。零部件板块建议关注行业龙头华域汽车及新能源汽车供应商德联集团以及未来有望受益于进口替代的兆丰股份。

**港股及海外汽车**：维持需求或将逐步修复、以及 2Q20E-3Q20E 行业有望边际改善的观点不变，维持行业“中性”评级。1) 看好 2Q20E 基本面拐点向上趋势，推荐广汽集团（2238.HK）；2) 看好 2H20E 销量/盈利持续爬坡、以及长期市值空间较大标的，推荐特斯拉（TSLA.O）。

## 5、重点公司推荐

### 5.1、兆丰股份（300695.SZ）

#### ◆ 轮毂轴承单元售后出口龙头制造商，客户结构“背书”产品竞争力

公司主营业务为汽车轮毂轴承单元的研发、生产和销售。汽车轮毂轴承单元是传统轮毂轴承进一步与轮速传感器、汽车行驶系统和制动系统等元件集成的模块化产品，是包括未来的新能源汽车在内的汽车不可缺少的关键零部件。公司主营产品中集成了 ABS 传感器的第三代轮毂轴承单元已经广泛应用于欧美品牌车型。公司通过贸易商出口到北美的产品，已经进入到了美国 AutoZone、NAPA 和 Advance 等大型汽车零部件经销商。同时，公司取得了辉门、斯凯孚、德尔福、通用等独立品牌零部件制造商的订单为其贴牌生产，间接进入到出口和售后高端市场。

#### ◆ 北美 AM 市场深耕多年稳健增长，OEM 有望实现进口替代，“售前售后”双轮驱动公司开启一轮成长

公司深耕北美后市场多年，拥有引领市场的新品迭代创新能力，成为市场龙头客户的“战略供应商”。在中美贸易不确定的大环境中，公司凭借其多年的客户粘性构筑了强大的业务壁垒，通过加快新品的迭代及新客户的持续开拓有效分散了经营风险，北美售后市场进入换车周期形成的上升期，为公司现有 AM 业务的稳健增长提供了良好的发展环境。同时，公司凭借在北美出口市场多年积累的技术优势和研发能力，选择性开拓 OEM 中高端客户，参与到全球轮毂轴承先进企业的竞争格局，实现汽车重点零部件的进口替代，打开公司中长期的成长空间，从“小而美”延伸至抽成“大而强”。在国内汽车行业增速中枢下移的过程中，北美 AM 业务和良好的竞争格局对公司的业绩形成稳定支撑，OEM 业务成为公司未来打开市值空间的重要看点，并为公司进一步拓展至工业高端轴承领域夯实基础，“售前售后”双轮驱动公司开启一轮成长周期。

#### ◆ 后疫情时代下，“数字新基建”引领公司开启高质量发展

国内外疫情叠加悲观的需求预期下，汽车零部件企业的资金和运营压力加大，供应链的快速响应、数字化精益制造能力是保证行业中低端产能出清过程中，头部公司提升份额的关键。公司是行业内率先推行“机器换人”并成功将机器人用于汽车轮毂轴承单元制造领域的企业。同时，公司积极推进数

字工厂建设和企业大数据应用，以及 5G 的应用开发。产品生产节拍达到国际先进水平，并大幅缩短了产品交货期，同时也显著降低了制造能耗和产品不良率。公司目前资产负债率低，现金流充裕，现有产能以及募投项目能够满足公司未来业务扩张的需要，同时公司投资建设垂直产业链，精密锻车件智能化工厂的建设可以保证把控产品质量和控制关键成本。后疫情时代下，公司数字化基础设施建设的投入引领高质量发展。

表 2：兆丰股份业务拆分预测（单位：百万）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	497.39	559.20	654.26	817.83	1,063.18
YOY	-18.26%	12.4%	17.0%	25.0%	30.0%
AM	460.49	516.24	604.00	724.80	869.76
YOY		12.1%	17.0%	20.0%	20.0%
OEM	24.25	26.00	30.42	69.22	164.84
YOY		7.2%	17.0%	127.5%	138.2%
其他	12.65	16.96	19.84	23.81	28.57
YOY		34.1%	17.0%	20.0%	20.0%
主营业务成本	277.79	292.54	343.49	434.55	587.02
AM		270.05	317.10	380.52	456.62
OEM		14.63	15.97	41.53	115.39
其他		12.22	10.42	12.50	15.00
主营业务毛利	208.87	266.68	310.78	383.28	476.16
AM		246.19	286.90	344.28	413.14
OEM		12.40	14.45	27.69	49.45
其他		8.09	9.43	11.31	13.57
毛利率	44.15%	47.69%	47.50%	46.87%	44.79%
AM		47.7%	47.5%	47.5%	47.5%
OEM		47.7%	47.5%	40.0%	30.0%
其他		47.7%	47.5%	47.5%	47.5%
收入构成		100%	100%	100%	100%
AM		92.32%	92.32%	88.62%	81.81%
OEM		4.65%	4.65%	8.46%	15.50%
其他		3.03%	3.03%	2.91%	2.69%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

#### ◆ 关键假设及盈利预测

**AM 业务：**北美售后市场进入换车周期形成的上升期，公司深耕北美售后市场，预计 2020-2022 年收入增速 17%、20%、20%，毛利率平稳在 47.5%。

**OEM 业务：**公司有望在未来两年重点突破 OEM 业务，预计 2020-2022 年收入增速 17%、128%、138%，考虑到 OEM 的规模化效应，预计 2020-2022 年毛利率为 47.5%、40%、30%。

**其他业务：**其他业务为转向节、分离轴承等对公司主营业务收入影响有限，预计 2020-2022 年收入增速 17%、20%、20%，毛利率平稳在 47.5%。

公司 2019 年收入 5.59 亿，归母净利润 2.14 亿；2020Q1 收入 1.23 亿，归母净利润 0.42 亿。我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 6.54、8.18、10.63 亿元，对应同比增速分别为 17%、25%、30%；公司 2020-2022 年的毛利率为 47.5%、46.9%、44.8%；公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 2.4、2.8、3.4 亿元，对应净利率分别为 37.1%、34.6%、31.8%。

#### ◆ 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.64、4.24、5.07 元，当前股价对应 PE 分别为 17、15、12 倍。由于公司目前收入以北美售后市场为主，且产品价值量较高，在汽车零部件公司中缺乏可比公司，同时汽车行业目前在周期底部，采用 PB 更为合理。我们选取汽车零部件公司中 ROE 均值和兆丰股份相当的公司做为可比公司，可比公司 2020 年 PB 均值 3.1 倍。公司作为轮毂轴承单元出口龙头企业，北美 AM 业务确保公司业绩稳健增长，OEM 有望实现进口替代，打开市值空间，“售前售后”双轮驱动公司开启一轮成长。我们按公司 2020 年 3.1 倍 PB 给予公司 89.1 元目标价，对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 24/21/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 37：兆丰公司可比公司 ROE 及 PB

代码	上市公司	股价(元)	ROE (%)			PB		
		2020/4/30	2020	2021	2022	2020	2021	2022
300580.SZ	贝斯特	17.4	11.1	11.9	12.4	2.1	1.9	1.7
600660.SH	福耀玻璃	19.8	12.6	14.2	14.5	2.2	2.0	1.8
600933.SH	爱柯迪	11.5	10.3	11.6	12.1	2.2	2.0	1.9
601689.SH	拓普集团	24.3	8.1	9.9	11.0	3.2	3.0	2.8
603040.SH	新坐标	27.1	14.6	15.9	16.5	2.4	2.0	1.6
603179.SH	新泉股份	25.2	12.6	14.4	15.4	3.0	2.6	2.3
603239.SH	浙江仙通	12.6	14.4	15.8	15.9	3.3	2.9	2.5
603730.SH	岱美股份	29.8	16.1	17.2	16.3	2.8	2.4	2.2
603786.SH	科博达	57.5	14.0	15.2	16.6	6.3	5.5	4.6
	平均值		12.6	14.0	14.5	3.1	2.7	2.4
300695.SZ	兆丰股份	62.9	12.7	14.3	16.4	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind 一致预测，光大证券研究所，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

**风险提示：**“新冠”疫情对行业影响致全球车市复苏不及预期；OEM 拓展周期较长，新品销售不及预期；中美贸易摩擦升级；汇率波动风险。

#### ◆ 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	497	559	654	818	1,063
营业收入增长率	-18.26%	12.43%	17.00%	25.00%	30.00%
净利润（百万元）	196	214	242	283	338
净利润增长率	-4.41%	9.32%	13.20%	16.72%	19.38%
EPS（元）	2.94	3.21	3.64	4.24	5.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.37%	11.43%	12.65%	14.29%	16.37%
P/E	21	20	17	15	12
P/B	2.4	2.2	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

## 5.2、长安汽车（000625.SZ）

### ◆ 自主品牌：改革聚焦重点，新品销量逐步兑现

公司推进“第三次创业”，聚焦核心业务，开启新品周期，实现量价齐升。19Q4 销量复苏显著，自主品牌销量同比+27.5%。CS75plus 等新品打开华东地区市场（18 年销量 top2 省份为四川和河南，19Q4 为浙江和广东），同时提升单车价值量（19 年 ASP 为 7.08 万元，同比+0.69 万元）。2020 年自主品牌全新系列产品 UNI-T 上市，拓宽产品矩阵，挖掘细分消费市场；逸动 plus 于 3 月上市，有望助力逸动系列销量提升。自主品牌本轮新品周期实现产品结构和客户结构升级，有望形成量价齐升之势。

### ◆ 合资品牌：主力新品 2020 年上市，盈利有望改善

受产品老化等因素影响，19 年长安福特销量同比-51.3%，业绩下滑显著（19 年亏损 38.6 亿元）。2020 年长安福特开启新品周期（投放全新车型锐际、探险者、林肯冒险家、飞行家和航海家），销量有望实现边际改善。与上一轮产品周期不同，福特本轮新品周期以高 ASP 车型为主，有望实现单车利润提升驱动业绩改善的逻辑。长安马自达 19 年销量同比-19.7%，净利润同比下滑 26%至 18.7 亿元，但单车利润仍保持在相对高的水平，2020 年新品 CX-30 上市有望提供销量增量。同时，未来公司将整合马自达在国内的资源，或有助于提升马自达运营效率和产能利用率，推动业绩提升。

### ◆ 拟实施定增，用于自主产能升级和研发等，对 EPS 摊薄影响有限

公司定增拟募投资金 60 亿元，控制人兵装等 3 家机构认购超募集资金 50%，发行股票不超过 14.4 亿股（占发行前 30%）。募集资金将用于新品、新发动机的产能升级等用途。定增对利润摊薄影响有限（若 20E 归母净利润为 71.4 亿元，定增后 EPS 将被摊薄约 3.3%，ROE 下降 0.46pct）。本次增发时点正值公司和行业业绩低点，募集资金用于已得到市场认可的产品项目。相比于 2010 年非定向增发和 2016 年定增，本轮定增项目有望助力公司市占率提升，推动业绩提升。

### ◆ 19 年业绩筑底，拐点初现，维持公司盈利预测和“买入”评级

2019 年公司营业收入 706 亿元（同比+6.5%），归母净利润亏损 26.5 亿元（vs. 2018 年盈利 6.8 亿元），销量下滑致使公司业绩亏损。20Q1 受疫情影响，营业收入同比下滑 28%至 116 亿元，但因新能源子公司引入战投事项产生非经损益，公司实现盈利 6.3 亿元（vs.19Q1 亏损 21 亿元）。

2019 年“加减法”举措逐步兑现，Q4 业绩环比改善，业绩筑底回升初现。公司本轮新品周期强势，部分车型需求强劲。疫情短期扰动销量数据，中长期新品周期驱动公司基本面改善逻辑不变，业绩弹性或将显现。维持公司 20E~22E 归母净利润 34.6/48.7/58.1 亿元的盈利预测，对应 EPS 0.72/1.01/1.21 元，维持“买入”评级。（注：20E 利润预测不含新能源子公司和 CAPSA 事项产生的非经收益）

### ◆ 风险提示：

1. “新冠”疫情对行业影响致车市复苏不及预期；
2. 新品销售不及预期；
3. 子公司处置事项不及预期。



## 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	66,298	70,595	80,431	85,997	91,487
营业收入增长率	-17.14%	6.48%	13.93%	6.92%	6.38%
净利润（百万元）	681	-2,647	3,457	4,874	5,811
净利润增长率	-90.46%	-	-	40.98%	19.23%
EPS（元）	0.14	-0.55	0.72	1.01	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.47%	-6.01%	7.28%	9.44%	10.38%
P/E	64	-	13	9	8
P/B	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 04 月 30 日

## 5.3、华域汽车（600741.SH）

## ◆ 国产 Model3 和大众 MEB 核心供应商

公司汽车零部件产品种类齐全，多个品类国内市场份额领先。作为国内零部件龙头，公司已经获得特斯拉国产 Model3 座椅、保险杠、电池盒及车身分拼总成件，侧围、后盖模具等业务定点。我们测算公司为国产 Model3 配套单车价值量或达 1 万元，处于行业前列。同时公司获得了大众 MEB 平台和通用 BEV3 平台全球电驱系统项目定点。在电动空调压缩机、电动转向机、电池托盘等业务方面公司已获得上汽大众 MEB、MQB、上汽通用 BEV3 等多个平台的新能源汽车定点。全面的产品线和扎实的产品力使公司获得国内影响力最大的特斯拉和大众新能源汽车项目订单，未来有望深度受益汽车电动化趋势。

## ◆ 业务自主化进程加速

公司近年在多个业务板块中实现了 100%控股，提升经营决策灵活性，减少少数股东损益对净利润的稀释。（1）2018 年 3 月公司完成对国内最大车灯供应商、原公司 50% 合资企业上海小糸 100% 控股收购；（2）2020 年 2 月公司与安道拓达成协议，公司全资子公司延锋内饰收购安道拓持有的延锋内饰 30% 股权，公司实现对延锋内饰 100% 控股。我们预计 100% 控股延锋内饰或增厚公司归母净利润约 3%~4%；（3）2019 年 12 月，公司公告将从公司与 KSS 的合资公司延锋百利得购买相关业务及资产。交易完成后，公司汽车被动安全业务将集中至全资子公司延锋智能安全。业务自主化使公司经营摆脱外资股东的束缚，为进一步拓展海外市场等举措打下基础，利于打开利润和估值空间。

## ◆ 产品结构升级，打开估值修复空间，维持盈利预测和评级

2019 年公司实现营业收入 1440 亿元（同比-8.4%），归母净利润 64.6 亿元（同比-19.5%），终端市场需求下行致公司利润下滑。20Q1 营业收入 240 亿元（同比-32.6%），归母净利润 1.3 亿元（同比-92.7%），短期疫情冲击，业绩承压，但现金流稳健，现金充足。疫情对业绩的冲击是暂时性的，随着疫情影响消除，收入端和费率端有望恢复正常水平。中长期，公司在电动化、智能化布局领先，有望在未来 2~3 年贡献业绩。公司估值低于汽零板块整体水平，随着“中性化”进程推进及电动、智能领域贡献业绩，公司估值中枢有向上空间。维持公司 20E~22E 归母净利润 60/69/73 亿元的盈利预测，对应 EPS 为 1.91 / 2.17 / 2.32 元，维持“增持”评级。

## ◆ 风险提示：

1. “新冠”疫情对行业影响，致国内车市/新能源车市复苏不及预期；2. 公司配套整车新品销量不及预期；3. 海外市场推进不及预期；4. 汇率风险。

## 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	157,170	144,024	128,578	140,095	151,087
营业收入增长率	11.88%	-8.36%	-10.72%	8.96%	7.85%
净利润（百万元）	8,027	6,463	6,021	6,855	7,299
净利润增长率	22.48%	-19.48%	-6.84%	13.85%	6.47%
EPS（元）	2.55	2.05	1.91	2.17	2.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.69%	13.08%	11.31%	12.05%	12.11%
P/E	8	10	11	9	9
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 04 月 30 日

## 5.4、上汽集团（600104.SH）

## ◆ 2019 年&amp;2020Q1 业绩承压

2019 年受经济增速下行、外贸环境形势变化、排放法规切换和新能源汽车补贴退坡等因素的叠加影响，公司总营业收入同比下降 6.5%至 8433 亿元，归母净利润同比下降 28.9%至 256 亿元（扣非归母净利润同比下降 33.4%至 216 亿元）。20Q1 因疫情影响，营业总收入和归母净利润分别同比下降 47%和 86%，公司经营面临较大挑战。

## ◆ 2019 年海外布局成果显著，新能源逆势增长，2020 年新车加码稳份额

19 年公司海外市场销量 35 万辆，同比+27%，MG 品牌顺利开拓英国等欧洲市场。随着旗下合资品牌入局，公司新能源车销量 18.5 万辆，同比+30%（行业同比-1.3%），逆市增长。公司 19 年报表示 2020E 销量力争达 600 万辆，同比-3.8%。我们认为未来业绩驱动力为：1）上汽大众：确定性增量将来自奥迪品牌的导入和 MEB 车型的国产。奥迪和 MEB 升级产品结构，对盈利的提升或更加显著。2）上汽通用：18~19 年部分全系标配三缸车型销量下滑明显，市场份额丢失。2020 年公司调整产品配置，四缸车型回归，产品口碑有望修复。随着 2018 年底 XT4 上市，凯迪拉克启动产品更新换代，品类逐步补全，凯迪拉克销量有望改善。3）上汽自主：主力产品 RX5 迎来更新，先后推出 MAX 和 plus 版。同时荣威 logo 更新体现公司未来对品牌和产品更加精细的耕耘。4）上汽通用五菱：新宝骏品牌驱动产品结构升级，实现“商”转“乘”。

## ◆ 估值历史低位+高股息率，维持“增持”评级

公司 2019 年分红比例 40.2%，仍维持较高水平，对应股息率约 4.7%。考虑疫情影响逐步减弱、刺激政策出台、新能源汽车补贴退坡幅度较小等因素，预期 Q2 起行业逐步复苏回暖。维持公司 20E~22E 归母净利润 229 / 270 / 326 亿元，对应 EPS 1.96/2.32/2.79 元的预测。近期股价下探，悲观情绪逐步释放，中长期公司加速布局“新四化”领域，新品上市有望助业绩触底回升。当前公司 PE/PB 估值位于底部、较高股息率使公司具备较高的投资性价比，维持“增持”评级。

## ◆ 风险提示：

1. “新冠”疫情对行业影响，致国内车市/新能源车市复苏不及预期；2. 公司新品销量不及预期；3. 受疫情影响海外市场销量不及预期；4. 汇率风险。

## 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	902,194	843,324	782,781	807,360	842,685
营业收入增长率	3.62%	-6.53%	-7.18%	3.14%	4.38%
净利润（百万元）	36,009	25,603	22,950	27,065	32,645
净利润增长率	4.65%	-28.90%	-10.36%	17.93%	20.62%
EPS（元）	3.08	2.19	1.96	2.32	2.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.36%	10.25%	8.75%	9.73%	11.01%
P/E	6	9	10	8	7
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 04 月 30 日

## 5.5、特斯拉（TLSE.O）

## ◆ 1Q20 业绩超预期

1Q20 特斯拉总收入同比增长 31.8%至 59.9 亿美元,Non-GAAP 归母业绩由去年同期亏损约 4.9 亿美元转正至盈利约 2.3 亿美元（vs. 我们预期亏损约 0.5 亿美元，市场一致预期亏损约 0.1 亿美元）。我们判断 1Q20 业绩超预期主要由于，Model 3 国产车型/Model Y 首季毛利率表现好于预期。

## ◆ 汽车业务稳健增长，融资缓解自由现金流压力

1) 汽车业务方面，1Q20 收入同比增长 37.8%至 51.3 亿美元（总收入占比约 85.8%）；其中，交付量同比增长 40.4%至 8.8 万辆，ASP 同比下降 1.8%至 5.8 万美元。2) 利润率爬坡方面，1Q20 扣除积分收入后的汽车业务毛利率同比上升 4.7 个百分点至 20.0%（环比微降 0.9 个百分点），Non-GAAP EBITDA 利润率同比上升 12.5 个百分点至 15.9%（环比持平）。3) 现金流方面，受益于增发融资约 23 亿美元，1Q20 在手现金约 80.8 亿元（vs. Capex 增加/停产造成库存增加，导致的 1Q20 自由现金流出约 9.0 亿美元）。

## ◆ 持续看好 2H20E 销量与业绩爬坡趋势

我们判断，1) 持续看好 2H20E 销量与业绩爬坡趋势，疫情或导致 2Q20E 海外市场承压，下调全年交付量至 48.1 万辆。2) Model 3 国产低配车型价格或下探至≤人民币 30 万元，提振销量。3) 上海工厂产能已爬坡至 4,000 辆/周，我们预计 4Q20E 或爬坡至 6,000 辆/周（Model Y 国产或提前交付）。4) 维持 Model 3 国产车型爬坡后的毛利率有望达 30%+的观点不变，持续看好特斯拉产品结构日趋完善/产能爬坡对应的长期业绩与市值增长空间。

## ◆ 维持“买入”评级

2019 年公司营业收入同比增长 14.5%至 245.8 亿美元，净利润亏损 8.6 亿美元，亏损幅度收窄。我们维持 2020E/2021E Non-GAAP 归母净利润至 9.2 亿美元/30.3 亿美元，预计 2022E Non-GAAP 归母净利润约 38.2 亿美元；我们看好公司长期业绩与市值增长前景，维持目标价 954.82 美元（对应约 6.1x 2020E PS），维持“买入”评级。

◆ 风险提示：

2Q20E 业绩承压；海外工厂复工延迟；交付量/毛利率爬坡不及预期；成本控制不及预期；疫情加剧导致的基本面与市场风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入（百万美元）	21,461	24,578	29,181	47,174	54,867
总收入增长率	82.5%	14.5%	18.7%	61.7%	16.3%
Non-GAAP 归母净利润/亏损（百万美元）	-227	36	918	3,031	3,817
Non-GAAP 归母净利润增长率	NA	NA	24.5x	2.3	25.9%
Non-GAAP EPS（美元，摊薄）	8	0.20	4.96	15.95	19.08
Non-GAAP ROE	-4.6%	0.5%	9.1%	22.3%	22.6%
Non-GAAP P/S	6.3	5.7	5.0	3.2	2.9
Non-GAAP PE	27.1	20.9	14.4	10.9	9.3

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价截止至 2020/4/30

## 5.6、广汽集团（2238.HK、601238.SH）

◆ 1Q20 受疫情影响

1Q20 总收入同比下降 24.3%至约人民币 108.8 亿元，毛利率同比下降 7.9 个百分点至约 2.5%（其中，由于会计科目调整导致的毛利率拖累影响约 2 个百分点），扣非后归母净利润同比下降 103.6%至亏损约人民币 0.8 亿元（其中，应占合营/联营公司投资收益同比下降 64.9%至约人民币 8.9 亿元）；1Q20 业绩回落主要由于疫情的因素影响。

◆ 广丰表现稳健，广本有望逐步恢复

1Q20 广汽总销量同比下降 38.1%至 30.6 万辆（vs. 乘用车市场下降约 45.4%）；分品牌来看，广丰同比下降 24.2%至 12.3 万辆（销量占比约 40.1%），广本同比下降 46.2%至 10.1 万辆（销量占比约 33.0%），广汽传祺销量同比下降 29.0%至 6.2 万辆（销量占比约 20.4%）；其中，3 月广丰销量同比下降 9.9%（vs. 1-2 月同比下降约 31.6%）。鉴于公司海外零配件配套储备相对充分、以及湖北地区的零配件供应链逐步恢复，我们预计广丰稳健表现有望延续，广本有望逐步恢复。

◆ 2Q20E 有望边际改善，持续看好广本/广丰贡献

我们判断，1）随着市场 3 月开始逐步恢复、叠加近期各省市的扶持政策陆续出台或提振短期汽车消费，预计 2Q20E 行业边际改善前景可期；但 2H20E 行业基本面修复情况或仍待观望（包括国内乘用车市场需求修复程度的不确定性/2H20E 折扣促销让利风险、以及二次疫情风险等）。2）受益于 GS4 换代/销量改善，预计自主仍有望减亏；结合广本/广丰两款新车型皓影/威兰达的新增销量与盈利贡献，预计广汽修复情况或优于行业整体。

◆ 维持 H 股“买入”评级，维持 A 股“增持”评级

2019 年公司实现营业收入 597 亿元（同比-17.5%），归母净利润 66.2 亿元（同比-39%）。受疫情影响，20Q1 营收、利润进一步承压。鉴于疫情风险，我们维持 2020E/2021E/2022E 归母净利润至人民币 85.7 亿元/98.0 亿元/104.5 亿元。我们维持 H 股“买入”评级；维持 A 股“增持”评级。



### ◆ 核心风险提示：

行业需求修复不及预期；刺激政策不及预期；改款/新款车型销量爬坡与业绩贡献不及预期；疫情加剧导致的市场与金融风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（人民币，百万元）	72,380	59,704	56,303	62,072	65,757
营业收入增长率	1.1%	-17.5%	-5.7%	10.2%	5.9%
归母净利润（人民币，百万元）	10,900	6,616	8,567	9,799	10,450
归母净利润增长率	-1.0%	-39.3%	29.5%	14.4%	6.7%
EPS（人民币）（摊薄）	1.06	0.65	0.83	0.95	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.2%	8.3%	10.0%	10.5%	10.4%
P/E（H股）	5.9	9.7	7.6	6.6	6.2
P/E（A股）	9.2	15.1	11.8	10.3	9.7

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测

注：1）数据截止至 2020/4/30；2）汇率：1 港币=0.9 人民币

## 5.7、德联集团（002666.SZ）

◆公司 2019 年年报 2020 年一季报逆势增长非偶然现象。公司 2019 扣非归母净利润 2.1 亿（同增 38.29%），2020Q1 扣非归母净利润 0.18 亿（同增 13.48%）。自 2017 年下半年汽车行业进入光大汽车时钟衰退时区以来，公司收入增速持续好于行业收入增速。2019 年年报和 2020 年一季报收入增速好于行业销量下滑幅度并非偶然。

◆公司是否仅仅是一家代工企业缺乏竞争壁垒？公司经过多年的“自主研发+对外合作”模式持续保证产品的先进性，目前已经和德国巴斯夫等化工行业巨头保持深度合作，公司自主品牌机油产品已经获得全球整车厂的认证。“贴厂基地”卡位核心地块，覆盖国内主流合资及自主品牌主机厂，JIT（just in time）供应能力具备强客户粘性，仓储能力确保成本控制能力。

◆投资收益占比大幅提升是否意味着公司对主业缺乏聚焦？公司作为汽车行业领先的平台型公司，依托多年深耕的汽车产业资源，携手上汽、广汽产业资本布局汽车产业新业态和新技术，积极应对行业的新机遇和变化，有效对冲了 2017 年以来的行业衰退，并强化公司现有产品的市占率及业务壁垒，投资业绩具备持续性及和主业的协同性。

◆作为行业龙头目前市值较小是否意味着公司所处行业空间有限？汽车行业目前正处于新一轮朱格拉周期启动初期，以新能源为载体的智能网联或成为带动企业投资增速的重要抓手，新能源汽车替换性普及的过程中汽车产品形态和供应链的重构有望大幅提高汽车单车精细化学品采购金额，进而打开公司所处行业的市场空间，预计公司粘胶类产品会成为未来业务开拓重点，新产品或将再造一个“德联”。

◆估值与评级：光大汽车时钟已于 2019 年四季度运行至复苏时区，疫情下行业复苏受阻，预计随着疫情得到控制及行业刺激政策的出台，后续行业增速边际改善。展望 2020 年预计公司销售与利润将持续逆势增长。维持公司 20E~22E 归母净利润 2.4/3.1/3.7 亿元的盈利预测，对应 EPS 0.32 / 0.41 / 0.49 元，维持“买入”评级。



◆**风险提示：**汽车市场复苏不及预期；材料成本上升导致毛利率不及预期；粘胶产品放量不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,729	3,851	4,003	4,682	5,491
营业收入增长率	18.57%	3.26%	3.95%	16.96%	17.27%
净利润（百万元）	145	218	244	312	373
净利润增长率	-5.80%	50.84%	11.59%	27.83%	19.71%
EPS（元）	0.19	0.29	0.32	0.41	0.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.87%	7.31%	7.61%	9.02%	9.95%
P/E	28	19	17	13	11
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

## 6、风险分析

1. **行业增长不及预期：**房地产对消费挤压效应超预期，疫情影响超预期，政策刺激力度低预期，消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险，这会令企业和经销商库存高企，消费持续低迷，行业库存迟迟未能去化。
2. **宏观经济因素对行业的扰动：**中美贸易摩擦趋紧，经济需求预期偏弱，导致企业没有投资意愿；原材料成本超预期上升，令行业毛利率低预期恢复。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼