

# 汽车消费缓慢上行，产业升级促进成长

## ——汽车行业 2020 年下半年投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2020 年 06 月 10 日

### 行业核心观点：

随着稳汽车消费政策持续发力、基建投资加码拉动及居民消费意愿逐渐恢复，汽车产销有望缓慢上行，行业业绩有望持续修复，其中更看好商用车、零部件板块恢复弹性。从成长角度，外资加速布局新能源车、国六标准的执行及汽车产业的转型升级为零部件公司提供新的发展机遇，建议把握高景气赛道的优质零部件供应商的投资机会。

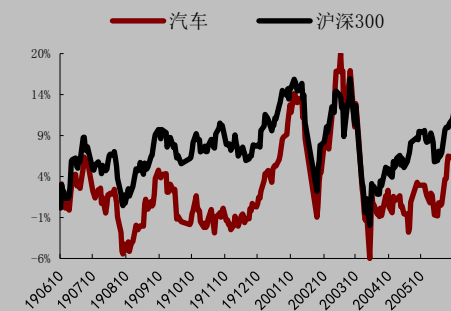
### 投资要点：

- **产销初现 V 型反转，业绩有望探底回升：**受抑制性消费回补、地方刺激汽车消费落地生效、基建投资拉动等多因素影响，汽车产销出现 V 型反转，预计后续有望逐季改善。其中商用车表现率先反弹，传统客车受高铁挤兑客运需求持续下行，新能源客车将成为未来客车市场的主要增长点，货车因工程开工递延、企业弥补一季度亏损需要运力需求短期存在爆发式增长，各地超载治理趋严导致单车货运减少扩容商用车保有量，叠加老旧货车淘汰，货车复苏有望持续，其中重卡表现最为亮眼，建议关注商用车的恢复弹性。乘用车行业竞争加剧，自主品牌经历低谷，各方面得到提升，随着居民消费意愿恢复及行业景气上行，自主品牌有望再次崛起。由销量传导至业绩端，预计行业各细分板块业绩均有望探底回升。
- **转型升级跨越周期，景气赛道助力腾飞：**海内外新能源车迎来成长共振，尤其是欧洲在碳排放法规倒逼、政策加码支撑下，迎来爆发式增长的“元年”，国内新能源汽车在地方政策刺激，特斯拉、大众外资合资发挥的鲶鱼效应带动下，预计下半年有望明显改善，在欧洲、中国市场带动下全球电动车高增长趋势依然不变，建议关注新能源汽车产业链，其中新能源热管理值得重点关注。另外，国六标准即将全面执行，相比国五来看，国六标准需综合运用尾气后处理技术，配套升级成本提升 90%-150%，市场空间具有翻倍增长，尾气后处理领域景气度有望明显提升。
- **投资策略及个股推荐：**建议围绕两方面选股：（1）、整车板块，一线自主乘用车及重卡优质标的；（2）、细分领域优质零部件供应商，产业转型升级为零部件公司提供新的高成长机遇，如新能源汽车热管理、特斯拉供应商、重卡产业链、发动机尾气后处理等。个股方面，推荐关注拓普集团（601689）、三花智控（002050）、银轮股份（002126）、德赛西威（002920）、伯特利（603596）、艾可蓝（300816）。
- **风险提示：**汽车销量不及预期、全球疫情持续扩散、政策效果不及预期、新能源汽车销量不及预期。

### 盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	20PE	评级
拓普集团	0.43	0.53	49.1	增持
三花智控	0.52	0.56	34.5	增持
银轮股份	0.40	0.45	26.0	增持
德赛西威	0.53	0.65	79.1	增持
伯特利	0.98	1.24	25.7	增持
艾可蓝	1.72	1.41	62.3	增持

### 汽车行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 06 月 09 日

### 相关研究

万联证券研究所 20200518\_行业专题报告\_AAA\_汽车行业年报&一季报总结暨投资策略  
万联证券研究所 20200512\_行业动态跟踪\_AAA\_4 月汽车销量数据点评  
万联证券研究所 20200511\_行业周观点\_AAA\_汽车行业周观点

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

## 目录

1、2020 年上半年行情回顾.....	4
1.1 指数表现落后.....	4
1.2 估值依然偏低.....	5
1.3 机构持仓历史低配.....	6
2、产销初现 V 型反转，业绩有望探底回升.....	7
2.1 疫情影响汽车销量，多因素促进车市逐季回升.....	7
2.2 乘用车：各品牌竞争差异明显，自主品牌份额降低.....	9
2.3 商用车：客车持续承压，货车有望快速反弹.....	10
2.4 疫情打乱复苏进程，业绩有望探底回升.....	12
3、转型升级跨越周期，景气赛道助力腾飞.....	13
3.1 海内外成长共振，新能源汽车爆发在望.....	13
3.2 全球电动化大趋势，新能源热管理成长空间广阔.....	16
3.3 国六标准执行，尾气后处理景气度上升.....	18
4、投资策略及个股推荐.....	22
5、风险提示.....	25
图表 1：年初至 5 月中旬汽车行业涨幅位列申万 28 个行业中第 16 位.....	4
图表 2：年初至 5 月中旬汽车子行业指数涨跌幅.....	4
图表 3：年初至 5 月中旬汽车概念指数涨跌幅.....	4
图表 4：汽车行业 PE 估值略高于历史均值.....	5
图表 5：汽车行业 PB 估值明显低于历史均值.....	5
图表 6：各细分行业 PE 估值情况.....	5
图表 7：各细分行业 PB 估值情况.....	5
图表 8：2020Q1 汽车行业持仓配置位列第 17 位.....	6
图表 9：汽车行业持仓配置比例创近年来新低.....	6
图表 10：汽车行业持仓明显低配.....	6
图表 11：汽车细分行业配置情况.....	7
图表 12：外资对汽车行业持股情况.....	7
图表 13：汽车销量（月：万辆）.....	8
图表 14：乘用车销量（月：万辆）.....	8
图表 15：地方陆续实施促进汽车消费政策.....	8
图表 16：自主品牌市场份额持续下降.....	9
图表 17：汽车上市集团销量不同程度承压.....	9
图表 18：客车销量（年：万辆）.....	10
图表 19：新能源客车销量（月：辆）.....	10
图表 20：新能源客车销量（月：辆）.....	10
图表 21：新能源客车渗透率有望提升.....	10
图表 22：商用车销量（年：万辆）.....	11
图表 23：重卡销量（月：万辆）.....	11
图表 24：部分地区国三柴油车提前报废补贴政策.....	11
图表 25：汽车行业季度营收及增速（亿元）.....	12
图表 26：汽车行业季度净利润及增速（亿元）.....	12
图表 27：汽车细分行业单季度营收同比.....	13

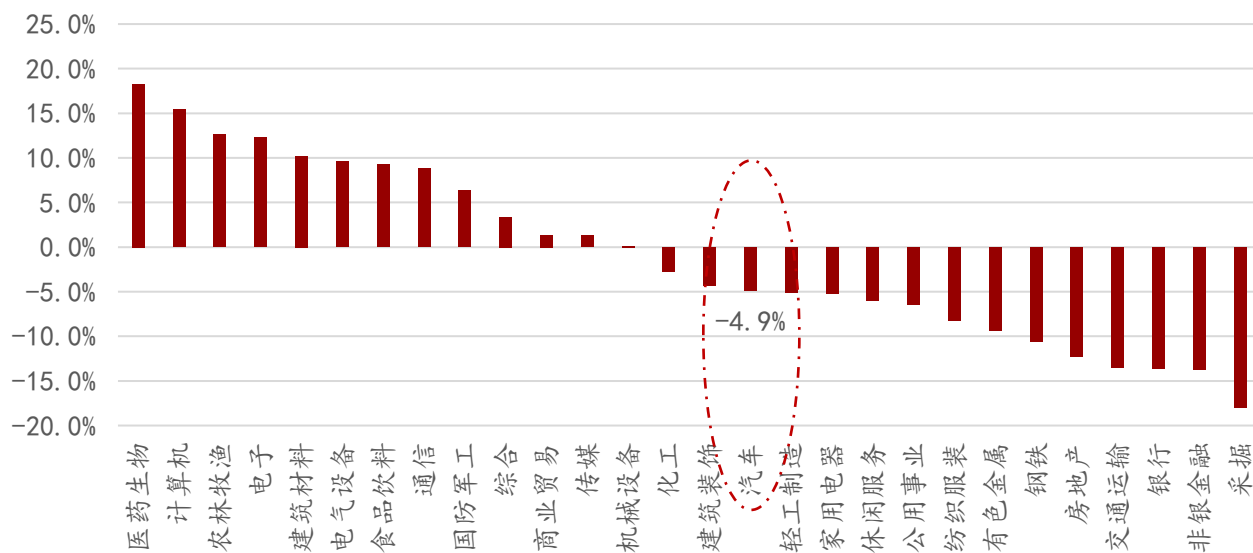
图表 28: 汽车细分行业单季度净利润同比 .....	13
图表 29: 新能源汽车销量 (月: 万辆) .....	14
图表 30: 新能源乘用车及商用车销量 (月: 万辆) .....	14
图表 31: 全球新能源乘用车销量预测 (万辆) .....	15
图表 32: 特斯拉交付量 (万辆) .....	15
图表 33: 大众电动车规划 .....	16
图表 34: 汽车热管理系统价值量对比 .....	16
图表 35: 国内新能源热管理市场规模预测 (亿元) .....	17
图表 36: 全球新能源热管理市场规模预测 (亿元) .....	17
图表 37: 新能源汽车热管理企业布局情况 .....	18
图表 38: 轻型车国六标准执行时间表 .....	18
图表 39: 重型柴油车国六标准执行时间表 .....	19
图表 40: 部分城市提前实施国六标准 .....	19
图表 41: 轻型车国六标准变化 .....	20
图表 42: 国六比欧六更严 .....	20
图表 43: 柴油车尾气后处理技术介绍 .....	21
图表 44: 国六标准汽车尾气后处理市场空间规模预测 (亿元) .....	21

## 1、2020 年上半年行情回顾

### 1.1 指数表现落后

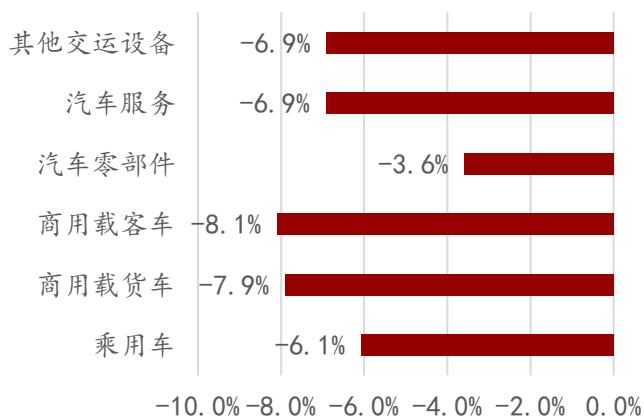
指数落后大盘，特斯拉概念表现较好。开年至5月中旬，由于汽车行业受疫情的冲击较大，行业指数表现也明显落后大盘，汽车（申万）行业指数下跌4.9%，跑输沪深300指数0.4pct，涨幅位列申万28个行业中第16位，而涨幅靠前的行业分别是医药生物（+18.3%）、计算机（+15.4%）、农林牧渔（+12.6%）、电子（+12.3%）和建筑材料（+10.2%）等。从汽车细分板块指数行情来看，各子版块均有所下跌，其中零部件下跌3.6%，表现相对较好，而整车板块下跌较多，其中乘用车下跌6.1%、商用载货下跌7.9%、商用载客下跌8.1%。从汽车主题板块行情来看，特斯拉主题明显好于行业，其WIND指数上涨11.2%，智能汽车、汽车后市场表现居中，指数分别上涨6.5%和3.0%，而新能源汽车、锂电池等指数分别下跌2.9%和5.9%，表现相对靠后。

图1：年初至5月中旬汽车行业涨幅位列申万28个行业中第16位



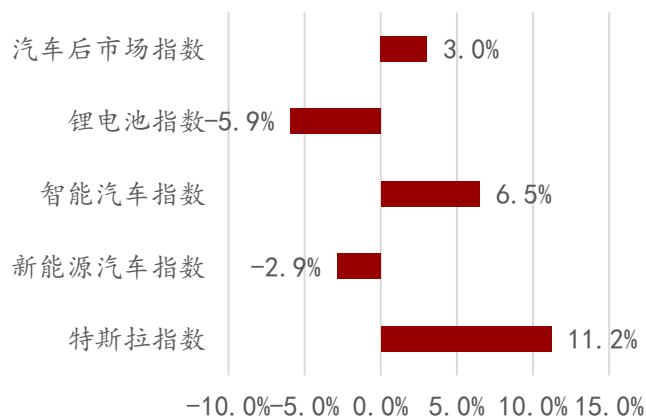
资料来源：WIND，万联证券

图2：年初至5月中旬汽车子行业指数涨跌幅



资料来源：WIND，万联证券

图3：年初至5月中旬汽车概念指数涨跌幅



资料来源：WIND，万联证券

## 1.2 估值依然偏低

**估值依然具有提升空间。**从估值情况来看，年初至今行业PE估值处于上升修复态势，年初行业估值17.1倍，低于2011年以来的历史均值17.5倍水平，而5月中旬汽车行业估值PE达到23.0倍，位列行业自2011年以来的历史PE估值57%的分位水平；但行业PB估值依然处于历史底部区间，5月中旬行业PB估值1.5倍，明显低于历史均值2.3倍的水平。

图表4：汽车行业PE估值略高于历史均值



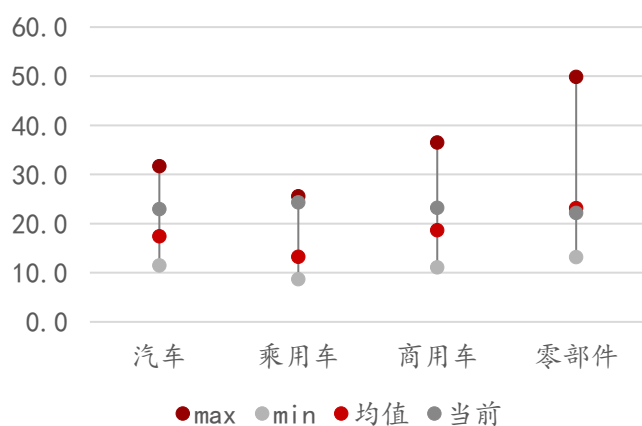
资料来源：WIND，万联证券

图表5：汽车行业PB估值明显低于历史均值



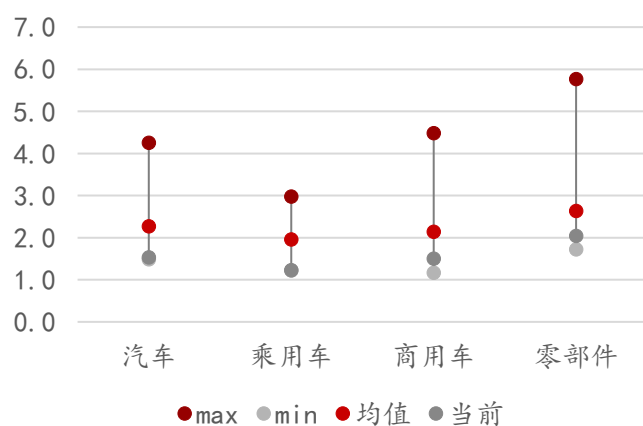
资料来源：WIND，万联证券

图表6：各细分行业PE估值情况



资料来源：WIND，万联证券

图表7：各细分行业PB估值情况



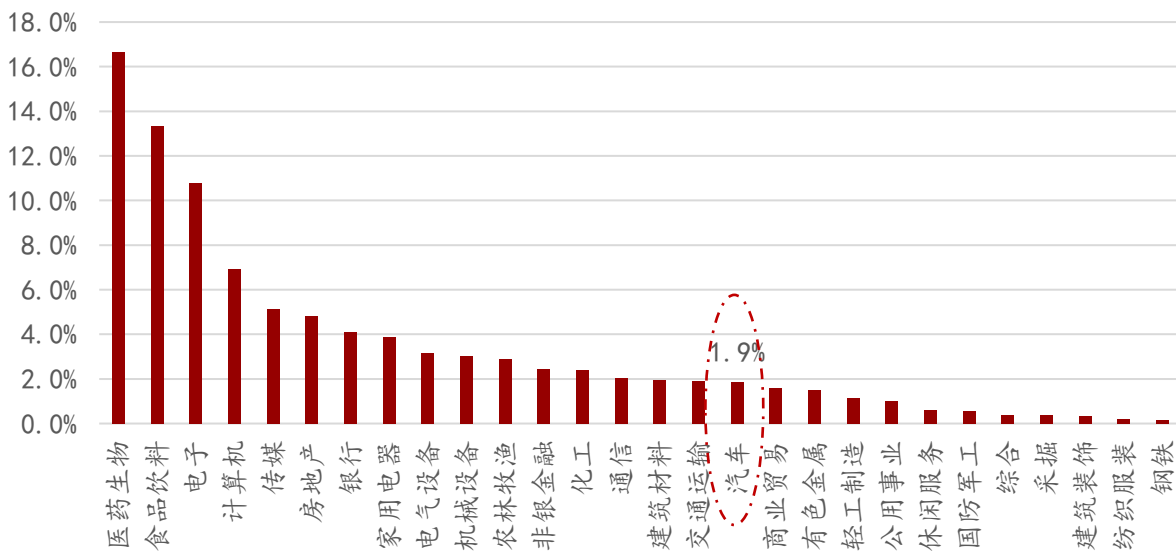
资料来源：WIND，万联证券

**零部件估值明显偏低。**从细分行业估值情况来看，乘用车、商用车等整车板块PE估值均高于历史均值，其中乘用车、商用车PE估值分别为24.4倍、23.2倍，其历史PE均值分别为13.3倍、18.7倍，但零部件PE估值依然偏低，目前零部件PE估值为22.2倍，低于其历史PE均值23.2倍的水平。另外，各细分行业PB估值也同样徘徊于历史底部区间，乘用车、商用车、零部件PB估值分别为1.2倍、1.5倍、2.0倍，各低于其历史PB估值2.0倍、2.1倍和2.6倍的水平。总体上，我们认为受一季度疫情影响导致行业EPS探底，PE估值略高于历史均值，但PB估值明显偏低，后续随着汽车产销量的缓慢上升及各板块业绩的修复，行业估值依然有提升空间。

### 1.3 机构持仓历史低配

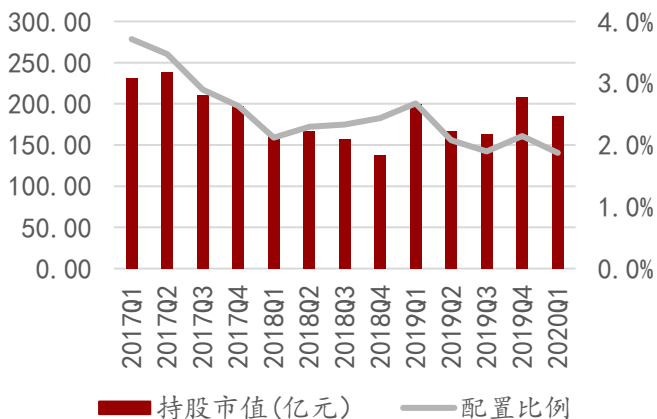
**公募基金对汽车行业配置创历史新低。**2020年一季度，公募机构对汽车行业的持仓总市值为184.7亿元，持仓市值占比1.87%，环比去年四季度下降0.27个百分点，持仓配置比例创近年来的历史新低，主要原因在于机构普遍认为汽车作为可选消费受疫情的影响较大从而尽量规避行业风险。机构对汽车行业的配置比例排名位列申万28个一级行业中第17位，排名比去年四季度下降4位，而持仓配置排名靠前的主要是医药生物、食品饮料、电子、计算机等热板板块。我们按行业自由流通市值占比作为标配来衡量机构对行业的超低配置情况，2020年一季度公募机构对行业整体配置依然处于低配状态，低于标配约0.48个百分点。从细分行业配置情况来看，整车配置比例0.77%，较去年四季度上升0.22个百分点，而零部件配置比例0.96%，较去年四季度下降0.50个百分点。

图表8：2020Q1汽车行业持仓配置位列第17位



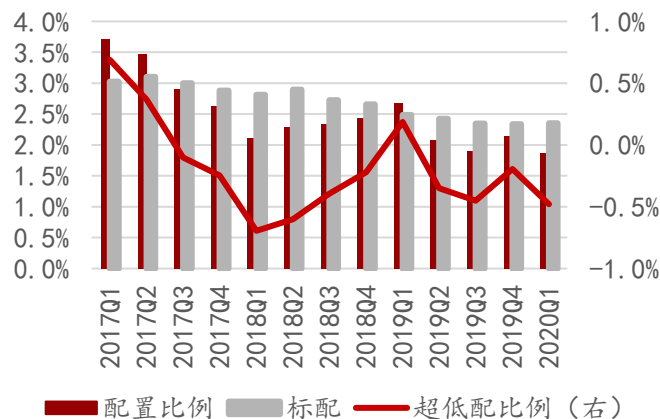
资料来源：WIND，万联证券

图表9：汽车行业持仓配置比例创近年来新低



资料来源：WIND，万联证券

图表10：汽车行业持仓明显低配



资料来源：WIND，万联证券



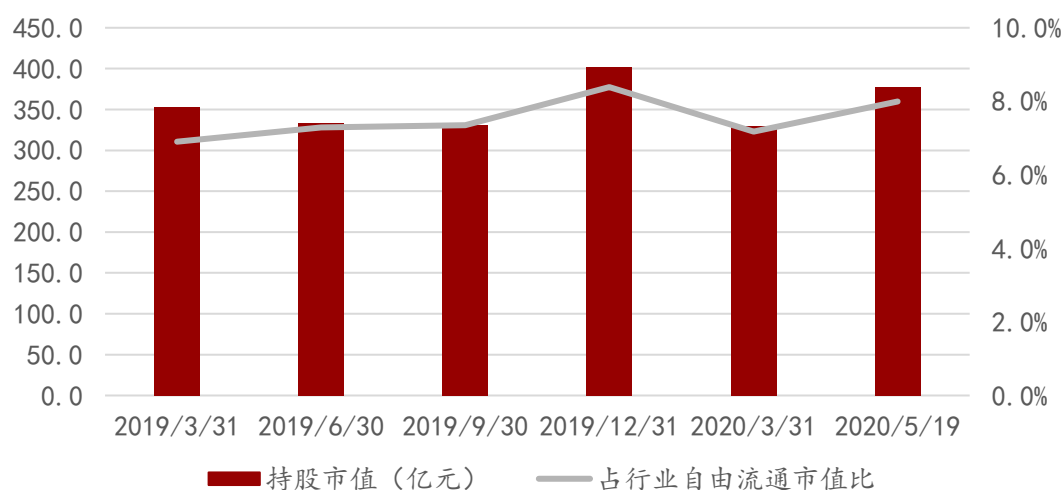
图表11：汽车细分行业配置情况

配置比例	19Q3	19Q4	20Q1	19Q4 环比	20Q1 环比
汽车整车	0.41%	0.55%	0.77%	0.14%	0.22%
汽车零部件	1.33%	1.46%	0.96%	0.14%	-0.50%
汽车服务	0.12%	0.08%	0.14%	-0.05%	0.06%
其他交运设备 II	0.03%	0.05%	0.00%	0.02%	-0.05%
合计	1.90%	2.14%	1.87%	0.25%	-0.27%

资料来源：WIND，万联证券

外资资金逐渐流入A股汽车行业。随着国内金融市场的开放，外资可充当A股的风向标，其资金流向一定程度上反应海外机构对国内A股核心资产的投资价值观点。2020年一季度末，外资通过陆股通、QFII\ROFII持A股汽车行业市值达到330.0亿元，占汽车行业自由流通市值比例7.2%，相对2019年末下降1.2个百分点。由于国内疫情得到良好控制及内需可选消费逐步恢复，外资资金逐渐流入A股汽车行业，截止2020年5月19日，外资持A股汽车行业市值达到377.0亿元，占汽车行业自由流通市值比例提升至8.0%，进一步表明外资对A股汽车行业后续行情的看好。

图表12：外资对汽车行业持股情况



资料来源：WIND，万联证券

## 2、产销初现V型反转，业绩有望探底回升

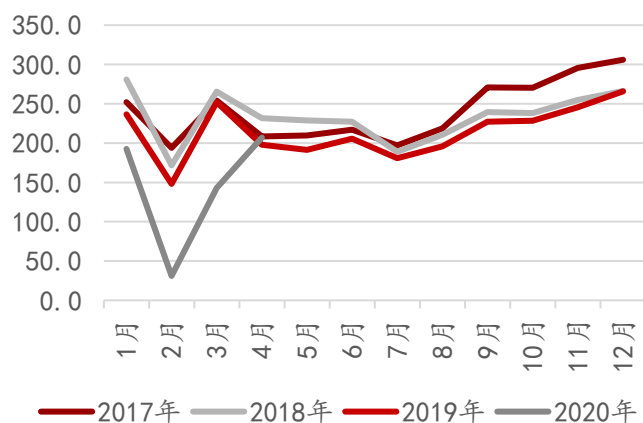
### 2.1疫情影响汽车销量，多因素促进车市逐季回升

疫情导致2月销量探底，3、4月呈逐步恢复态势。2020年一季度因疫情导致企业开工复工延缓，汽车消费需求低迷，2020年前3月汽车月销量同比分别为-18.7%/-79.1%/-43.3%，一季度汽车产销量同比下降42.4%，创历史新低。随着疫情在国内得到良好的控制，汽车消费呈现探底回升的V型反转趋势，2020年4月汽车销量207.0万辆，同比增长4.4%，环比增长43.5%，这也是自2018年7月以来连续21个月负增长后的首次转正增长，疫情之后国内经济表现缓慢复苏，汽车消费主要受补偿性消费、基建投资拉动及地方刺激汽车消费政策的落地生效的影响，销量表现平稳回升，其中乘用车销量

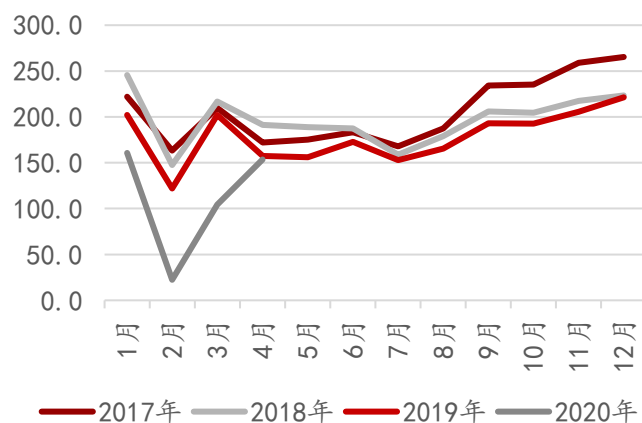
153.6万辆，同比增长-2.6%，降幅较3月的-48.3%具有明显的收窄；商用车销量53.4万辆，同比增长31.6%，表现亮眼，其中重卡销量19.1万辆，同比大增61.0%，刷新近年来的4月份最高记录，主要是因疫情导致国内开工旺季递延及基建投资的拉动所致。

车市初步呈V型反转态势，全年销量预计降幅10%。截止2020年4月末，汽车累计销量576.1万辆，同比增长-31.1%，其中乘用车累计销量443.3万辆，同比增长-35.3%，商用车累计销量132.8万辆，同比增长-12.4%，降幅均进一步收窄，车市初步表现出V型回暖态势，由于中央及地方政策多措施提振汽车消费，叠加基建投资加码刺激商用车需求及疫情之后居民消费意愿逐渐恢复，我们预计后续车市有望保持逐季改善的趋势，全年汽车销量降幅预计在10%左右。国内车市暂时性调整并不意味着中国车市见顶，从全球经济增长与汽车销量关系、人均可支配收入发展潜力等因素来看，国内车市依然具备年产销4,000万辆的潜力，由于疫情因素导致今年销量见底，相对来说更看好明年汽车销量的恢复弹性。

图表13：汽车销量（月：万辆）



图表14：乘用车销量（月：万辆）



资料来源：中汽协，万联证券

资料来源：中汽协，万联证券

图表15：地方陆续实施促进汽车消费政策

城市	政策实施时间	增加小客车指标	购车补贴	适用车型	适用品牌
广州	2020. 3-2020. 12	视情况研究推出新增指标	传统车 3000 元、新能源车 1 万元综合性补贴	国六车型、新能源车	不限
长沙	2020. 3-2020. 6	-	裸车价款 3%、最高补贴不超过 3000 元	当地生产并销售的车型	上汽大众/比亚迪/广汽三菱/广汽菲克
杭州	2020. 3-2020. 12	2 万	-	-	-
湘潭	2020. 3-2020. 12	限定 0.35 万个	3000 元	指定吉利车企	吉利缤越和全新远景，限额前 0.35 万个
南昌	2020. 3-2020. 12	-	1000 元	-	-



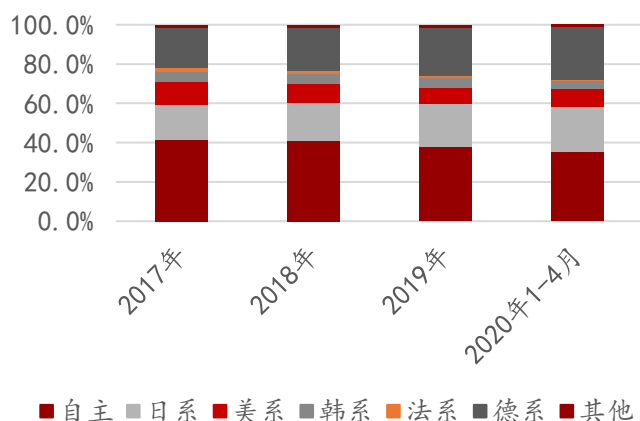
宁波	2020. 3-2020. 12	每企业限制 0.6 万个	6000 元	当地生产并销售的车型	上汽大众/吉利/知豆
长春	2020. 3-2020. 6	-	新车裸车价 3% 优惠, 最高 4000 元, 置换最高 5000 元	当地生产并销售的车型	一汽大众/一汽丰田等
北京	正在研究制定促进汽车消费政策措施				
上海	2020. 3-2020. 12	4 万	购置国六车型 4000 元补贴、使用新能源车充电费 5000 元补贴	国六车型、新能源车	-
山西	2020. 4-2020. 12	-	中重卡 8000 元, 乘用车 6000 元, 微型客车 4000 元	本省生产并销售的国六车型	吉利/比亚迪/大运汽车/江铃汽车

资料来源: 地方政府官网, 万联证券

## 2.2 乘用车: 各品牌竞争差异明显, 自主品牌份额降低

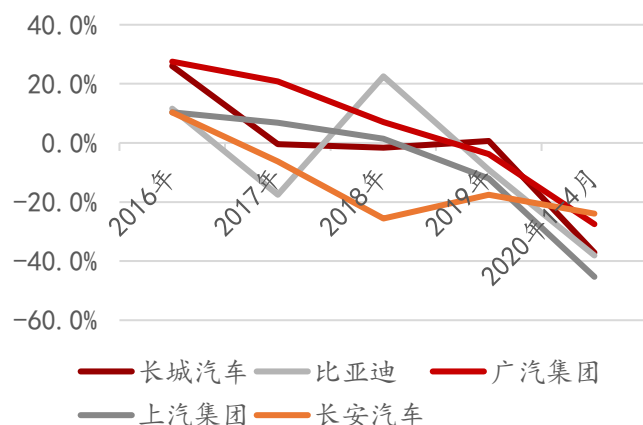
繁华落尽, 自主品牌将脱茧化蝶。历经小排量乘用车购置税税率优惠5%到逐步退坡, 国内乘用车经历了繁荣到低谷的周期轮回, 而在景气下行过程中, 自主品牌承受的压力更大, 相关数据显示, 2017-2019年自主品牌市场份额由41.4%降至37.9%, 而德系、日系市场份额分别由20.3%和18.1%提升至24.9%和21.9%, 一方面, 国内自主品牌的发展得益于SUV市场红利的兴起, 在合资不断完善SUV车型之后, 部分自主品牌面临竞争实力不足的窘境; 另一方面, 自主品牌面向高端领域突破依然较为艰难, 并不能够完全抓住汽车消费升级趋势从而享受高端市场带来的量价齐升, 而德、日系等合资品牌价格却进一步下探侵蚀自主品牌市场份额。2020年一季度, 受疫情影响, 自主品牌销量降幅更大, 市场份额降至35.5%, 创近年来的新低, 我们认为优质自主品牌经历繁华落尽之后, 各方面得到一定的锤炼和提升, 最终有望脱茧化蝶、再次腾飞。

图表16: 自主品牌市场份额持续下降



资料来源: 乘联会, 万联证券

图表17: 汽车上市集团销量不同程度承压



资料来源: 中汽协, 万联证券

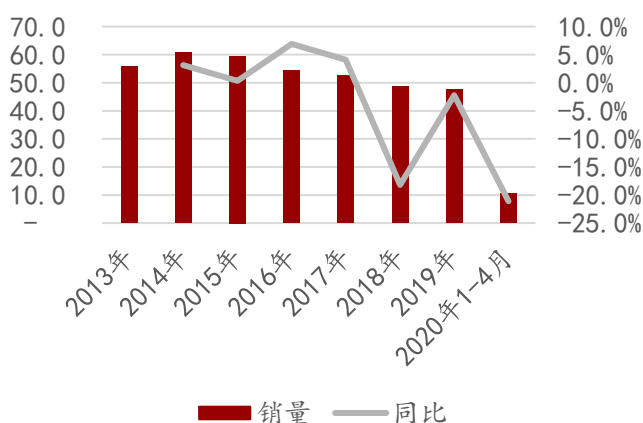
适者生存, 国内汽车集团或仅存几家。从国内A股汽车集团销量情况来看, 无论是国

企还是民营企业，各大汽车集团销量在行业景气度下行中均承受不同程度销量下滑的压力，但是在行业低谷中，各大汽车集团采取的战略措施或者布局的节奏不同，在一定程度上会影响其受行业的影响程度大小，如在国六切换之际，提前清除国五车型库存的企业或许受影响会更小，疫情期间，提前布局线上销售的企业或许影响程度更小；中长期来看，由于全球车市进入低增长阶段，成熟的市场更考验企业的品牌战略，劣者淘汰、适者生存，顺势提升产品、品牌竞争力才是正道，步步为营、方能久久为功，相对国外市场来说，国内汽车企业依然众多，未来几十年或许如吉利汽车董事长所言，传统汽车企业活下来的或仅存几家，国内汽车集团大部分也将归为历史。

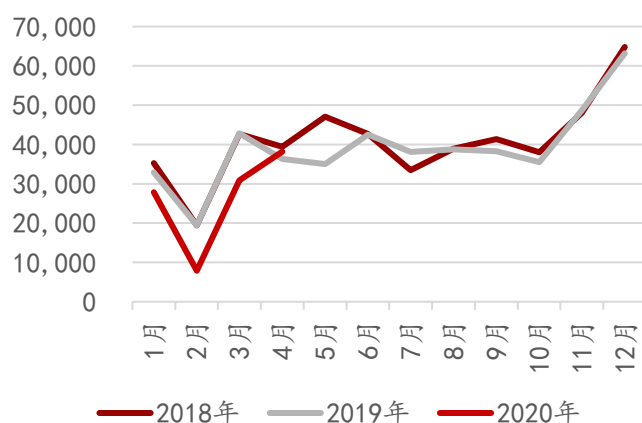
## 2.3 商用车：客车持续承压，货车有望快速反弹

**客车持续承压，新能源客车渗透率有望提升。**2019年国内客车销量达到47.4万辆，同比下降2.2%，连续5年下滑，其中新能源客车销量9.7万辆，同比下降17.5%，主要原因在于，一方面国内经济增速放缓和高铁覆盖面持续增长挤兑公路客运市场导致客车总体需求呈下滑趋势，另一方面新能源客车受补贴政策退坡的影响较为严重，尤其是大中型客车在政策加速退坡之际，承受较大的成本压力，销量增速及市场份额均出现较大幅度的下滑，如2019年大型客车销量同比下降2.8%、中型客车销量同比下降9.1%，而轻型客车销量同比仅微降0.6%。2020年1-4月，受疫情影响，客车销量10.5万辆，同比下降21.1%，其中新能源客车销量1.1万辆，同比下降46.9%。由于传统客车遭遇经济增速放缓及外部竞争挤兑压力，预计将持续承压，部分细分车型满足消费升级的需要，或存在较大的提升空间，如房车，随着国家旅游营地基础设施和配套管理法规的完善，房车市场具有较大的潜力，而新能源客车将成为未来客车市场的主要增长点，一方面，新能源客车渗透率依然有较大的提升空间，截止2019年末新能源客车渗透率达到20.4%，受部分城市公共领域考核目标时点临近，地方政府推广新能源客车的力度有望进一步加大，预计2020年渗透率有望达到22.0%，2023年有望提升至30.0%；另一方面，海外新能源客车依然是蓝海市场，疫情之后新能源客车出口有望进一步回升。

图表18：客车销量（年：万辆）



图表19：新能源客车销量（月：辆）

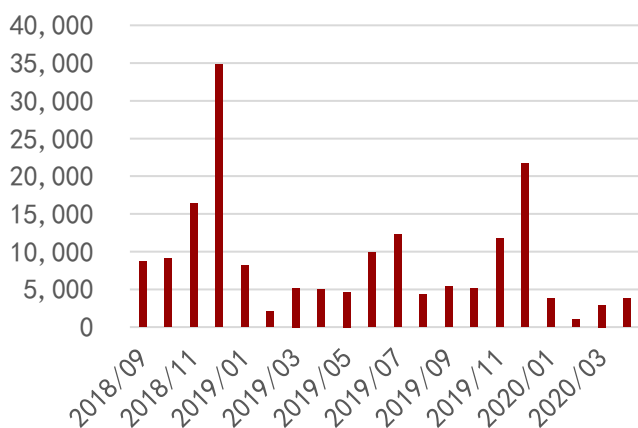


资料来源：中汽协，万联证券

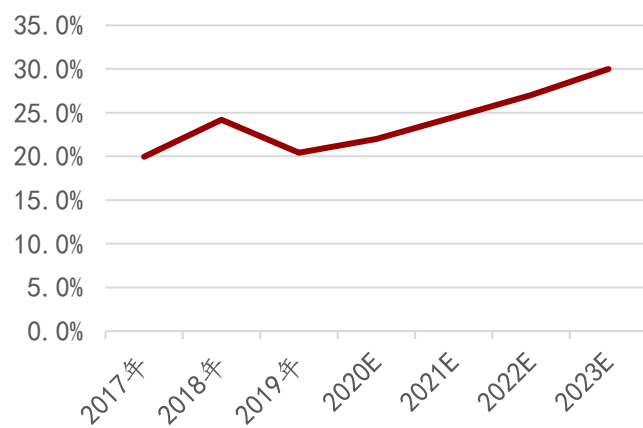
资料来源：中汽协，万联证券

图表20：新能源客车销量（月：辆）

图表21：新能源客车渗透率有望提升



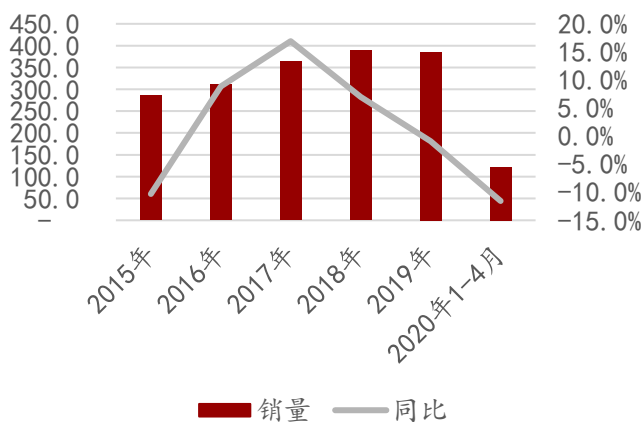
资料来源: 中汽协, 万联证券



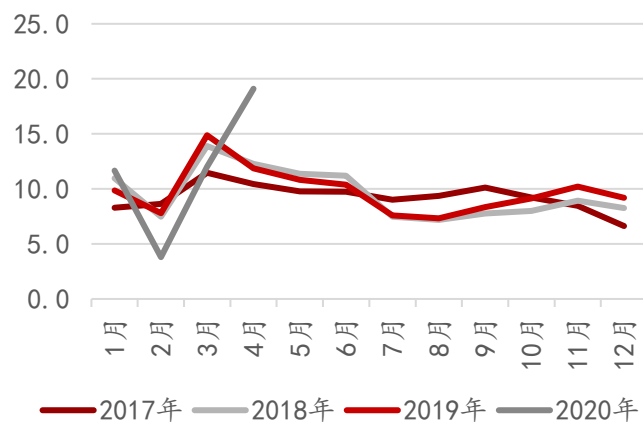
资料来源: 中汽协, 万联证券

**基建投资拉动货车快速反弹, 重卡维持高景气。**2018年货车销量385.0万辆, 同比下降0.91%, 其中重卡表现优异, 销量117.4万辆, 刷新历史新高, 同比增长2.3%。2020年1-4月, 受疫情影响, 货车销量122.3万辆, 同比虽然下降11.6%, 但降幅却是汽车细分市场中最小的, 尤其是4月货车单月销量49.5万辆, 同比大幅增长34.2%, 率先反弹复苏, 一方面商用需求与私人需求影响略有不同, 私人需求受不确定性因素影响部分换购需求可能递延时间较长, 而商用需求只要运力缺口存在就会采购消费, 更何况工程开工、物流运输旺季递延至二季度, 为了弥补一季度亏损, 企业订单需求会在短期内爆发式增长; 另一方面, 环保政策趋严各地超载治理防控手段严厉, 单车货运量减少进一步扩容商用车保有量, 叠加国三燃油车淘汰, 各地围绕老旧货车淘汰更新出台了更多国三限行及提前淘汰奖励补贴政策进一步促进商用车率先复苏, 其中重卡表现最为亮眼, 2020年1月重卡取得开门红, 销量创历史新高, 同比增长18.2%, 2、3月受疫情影响, 连续大跌, 同比分别下降51.8%和19.3%, 4月随着疫情影响因素逐渐消退, 市场呈现快速恢复性反弹, 当月销量刷新了重卡月销量纪录, 达到19.1万辆, 同比增幅高达61.0%, 从终端订单需求及车企开工情况来看, 预计二、三季度重卡高景气有望延续。

图表22: 商用车销量 (年: 万辆)



图表23: 重卡销量 (月: 万辆)



资料来源: 中汽协, 万联证券

资料来源: 中汽协, 万联证券

图表24: 部分地区国三柴油车提前报废补贴政策

地区	政策	报废补贴时间段	重卡补贴额度 (万元)
上海	《上海市鼓励国三柴油车提前报废补贴实施办法》	2019. 10. 1-2020. 12. 31	2. 20-6. 80
武汉	《国III柴油车提前淘汰补助实施方案》	2019. 8. 1-2020. 12. 31	2. 60-3. 80
深圳	《深圳市老旧车提前淘汰奖励补贴办法 (2018-2020 年) 》	2020. 1. 1-2020. 6. 30	2. 10-6. 65
南京	《关于对国二汽油车和国三柴油车实施淘汰补贴的通告》	2018. 8. 1-2020. 12. 31	1. 00-3. 80
陕西	《西安市促进高排放老旧机动车淘汰更新补助暂行办法》	2018. 9. 21-2020. 12. 31	2. 60-3. 30
海南	《海南省老旧车淘汰和污染治理实施方案》	2018. 8. 17-2020. 12. 31	2. 5
北京	《北京市促进高排放老旧柴油货运车淘汰方案》	2019. 7. 1-2019. 10. 31	1. 20-6. 00
杭州	《杭州市国三柴油车淘汰补助实施细则》	2018. 6. 10-2019. 12. 31	2. 60-3. 80
济南	《济南市老旧柴油车报废更新资金补贴实施方案》	2018. 1. 1-2019. 12. 31	2. 00-4. 00

资料来源：各地方政府官网，万联证券

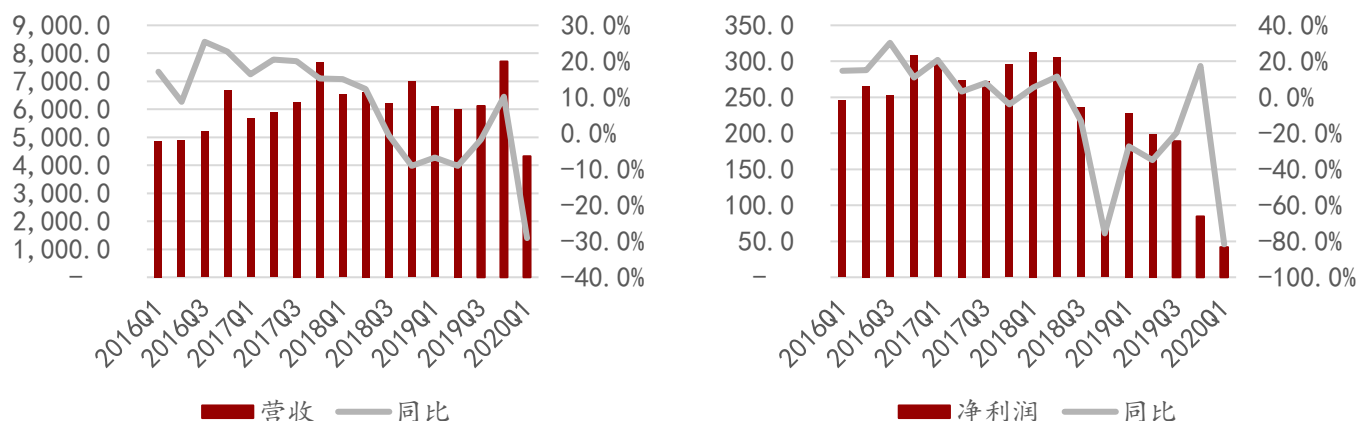
## 2.4 疫情打乱复苏进程，业绩有望探底回升

**疫情打乱行业复苏进程。**根据A股汽车行业171家上市公司业绩情况，2019年汽车行业总体实现营业总收入合计25,949.7亿元，同比微降1.9%，归属于上市公司股东的净利润合计701.1亿元，同比下降24.7%，整体业绩虽然延续上年下滑态势，但是季度业绩却呈现出探底回升趋势，分季度来看，2019年Q1\Q2\Q3\Q4分别实现营业总收入为6,094.8亿元、6,017.1亿元、6,116.8亿元和7,702.4亿元，同比分别增长-6.7%、-9.0%、-1.7%和10.2%，实现归属于上市公司股东的净利润分别为228.0亿元、199.0亿元、189.0亿元和84.7亿元，同比分别增长-27.2%、-34.9%、-19.9%和17.3%，可以看出去年去年二季度业绩处于阶段底部，随后逐季提升，主要原因在于去年三季度国六扰动因素基本消退，行业库存回归合理水平，“金九银十”消费旺季经销商加大促进及年末冲量带动行业销量回升。受疫情影响，2020年一季度汽车行业实现营业总收入4,319.9亿元，同比增长-29.1%，归属于上市公司股东的净利润41.8亿元，同比增长-81.7%，疫情对行业造成较大冲击，完全打乱行业复苏的进程。

**疫情之后行业业绩有望逐渐回升。**从细分板块季度业绩情况来看，2019年行业整体大致呈现二季度业绩见底，三、四季度同比向上的趋势，尤其是四季度，同比增速转正增长体现出明显的改善迹象。因疫情2020年一季度业绩创历史新低，其中乘用车、客车、货车板块营收同比增速（以中位数口径，由于上市公司数量较少，个别公司2018年亏损极大的原因）分别为-41.9%、-36.8%和-30.7%，可以看出整车板块受疫情影响最大，而零部件板块营收同比增长为-17.3%，受疫情的影响相对较轻。疫情之后，得益于国内良好的控制行为，企业复工复产进展良好，经济状态平稳回升，促消费、加大基建投资等政策落地对冲疫情对国民经济造成的影响，从而尽可能减缓部分购车需求长时间延迟甚至消失的局面，汽车销量V型反转也将验证居民消费信心逐步恢复，由销量传导至业绩端预计行业各细分板块业绩有望逐季上升。

图表25：汽车行业季度营收及增速（亿元）

图表26：汽车行业季度净利润及增速（亿元）



资料来源: WIND, 万联证券

资料来源: WIND, 万联证券

图表27: 汽车细分行业单季度营收同比

分类	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
乘用车	-22.2%	-17.2%	-11.4%	-6.1%	-41.9%
客车	17.5%	2.4%	53.7%	-25.0%	-36.8%
货车	24.8%	-2.7%	-7.9%	8.8%	-30.7%
零部件	-2.3%	-7.8%	-0.7%	10.8%	-17.3%

资料来源: WIND, 万联证券

图表28: 汽车细分行业单季度净利润同比

分类	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
乘用车	-25.5%	-47.2%	-6.8%	60.7%	-110.6%
客车	64.4%	-17.7%	144.5%	62.8%	-237.6%
货车	-6.0%	-19.6%	-27.5%	92.2%	-93.4%
零部件	-14.3%	-30.2%	-8.8%	11.4%	-23.3%

资料来源: WIND, 万联证券

### 3、转型升级跨越周期，景气赛道助力腾飞

全球经济缓慢增长，传统汽车产业持续低迷，边缘企业进入洗牌期、兼并重组时有发生，汽车制造行业迫切需要转型升级，而汽车新技术、新趋势为行业的发展带来新的机遇与挑战，面对一场百年不遇的变革，只有抓住时代潮流、坚持变革创新才能引领汽车新时代。过去，由于国内传统汽车零部件领域的产业链并不完善导致中国虽为“汽车大国”却非“汽车强国”，而汽车电动化、智能化等新趋势却为国内汽车产业提供弯道超车的机会，也唯有坚持“转型升级”，企业能够打破僵局，跨越传统汽车产业低迷周期。从成长角度来看，卡位高景气赛道的公司因市场规模的扩大更容易实现快速发展，因此建议重点关注高景气赛道的汽车细分领域。

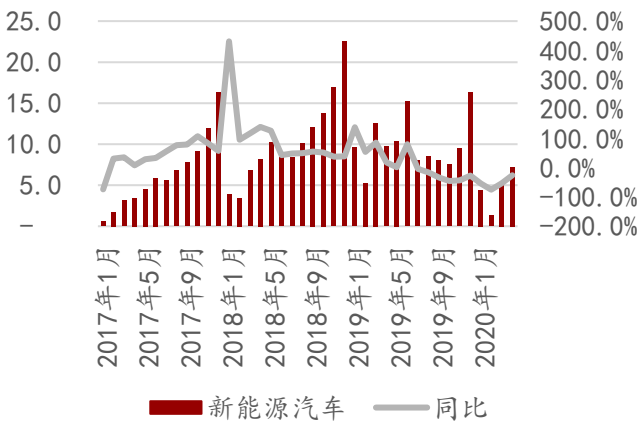
#### 3.1 海内外成长共振，新能源汽车爆发在望

国内新能源汽车恢复较为缓慢，预计下半年有望爆发。2019年，国内新能源车销量



120.6万辆，同比下降4.0%，其中新能源乘用车销量106.0万辆，同比增长0.7%，新能源商用车销量14.6万辆，同比下降28.3%。新能源汽车销量的低迷，主要由于补贴严重退坡导致，尤其是去年下半年过渡期后，新能源汽车月销量出现连月下降的窘境。2020年，受疫情影响，前4月新能源汽车销量20.5万辆，同比下降43.1%，其中新能源乘用车销量18.4万辆，同比下降44.3%，新能源商用车销量2.1万辆，同比下降29.2%。国内疫情虽然在3月中下旬已经得到良好的控制，但新能源汽车销量恢复依然较为缓慢，其中4月新能源汽车销量7.2万辆，同比增长-26.5%，表现差于传统燃油车，主要原因在于国内新能源车补贴政策今年退坡10%，力度较往年平缓很多，上半年过渡期内抢装动力不强，叠加低油价、限购城市燃油车牌号的放松等等因素导致消费者观望态度较浓。我们认为下半年国内新能源车有望出现环比爆发式增长，一方面国家对新能源车的支持政策依然较大，“两会”期也是重点强调发展新能源汽车，各地陆续出台促进新能源汽车消费政策及完善充电设施建设，预计政策效果有望在下半年得到一定的体现，尤其是受抑制的公交、出租、运营等公共领域新能源车将会得到明显的恢复；另一方面，特斯拉、大众等外资合资品牌加速布局国内新能源车市场发挥鲶鱼效应，国内车企不甘落后会相继推出众多新能源车型，随着市场产品系列的不断完善，消费者对新能源汽车的购买意愿及认可度将会明显提升，私人领域新能源汽车消费将会明显的改善。总体上，我们预计2020年国内新能源销量有望达到130万辆左右，相比去年增速或许不高，但是中长期确定性高增长趋势依然不变，根据工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），明确2025年新能源汽车销量占比达到25%，对应2023年国内新能源汽车销量规模约700万辆（预计2025年汽车总量约2,800万辆），2020-2025年复合增速高达40.0%。

图表29：新能源汽车销量（月：万辆）



图表30：新能源乘用车及商用车销量（月：万辆）



资料来源：中汽协，万联证券

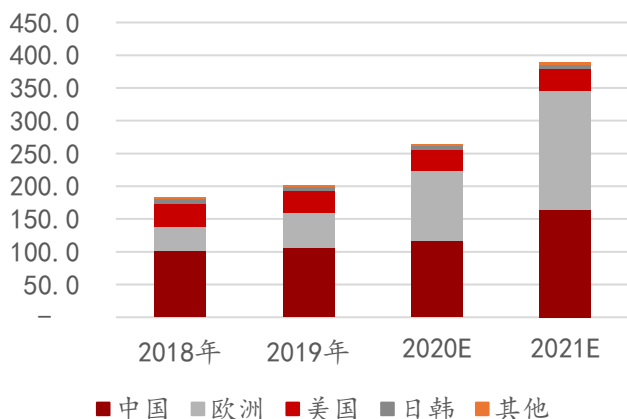
资料来源：中汽协，万联证券

**海外欧洲加速电动进程，全球电动车爆发在望。**欧盟碳排放法规要求2020年起，欧盟境内95%的新登记乘用车平均二氧化碳排放量降至95g/km（相当于4.1L汽油/100km），2021年所有新车须达到此要求，若汽车制造商无法满足上述标准，超出碳排放标准1g/km的车辆将受到欧盟每辆车95欧元罚款，且欧盟计划到2030年使汽车和货车的二氧化碳排放量分别比2021年减少37.5%和31.0%，按此预计2030年欧盟三分之一的新车将采用零排放汽车，因此严格的碳排放法规将倒逼车企加速布局新能源汽车。实际上，2020年一季度，欧洲主要市场德、英、法等地区新能源车销量增速均超过100%，二季

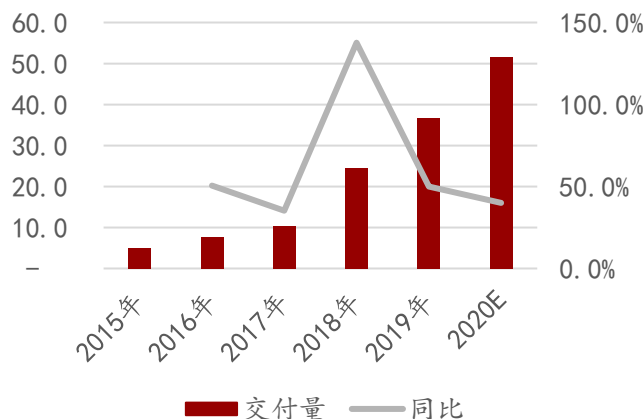


度因海外疫情的原因，众多国家进入停工停产状态，预计二季度欧洲新能源车存在较大幅度下降，但欧洲对新能源车对发展新能源的支持力度依然超出市场预期，5月19日，欧盟提案将电动车纳入绿色经济复苏计划，具体包括：(1)、在未来2年推动200亿欧元的清洁能源汽车采购计划；(2)、建立400-600亿欧元的清洁能源汽车投资基金；(3)、2025年之前新建200万个公共充电桩；(4)、对零排放汽车免征增值税等。继欧盟之后，法国、德国分别先后拟加大新能源汽车投资，其中法国总统马克龙于5月26日宣布为该国汽车产业增加80亿欧元援助计划，针对新能源车措施主要为购买电动车的消费者提供7,000欧元政府补贴，同时适用于新车购买及以旧车换购新能源车。6月4日，据彭博社报道，德国政府拟推出1,300亿欧元的经济刺激计划。方案中涉及电动车的措施包括：(1)、售价4万欧元以内的纯电动汽车政府补贴额上调50%（即单车补贴增加3,000欧元至9,000欧元，截止至2021年底）；(2)、增值税率降低3pct，即由此前的19%降低至16%（同时适用于燃油车，截止至2020年底）；(3)、电动车税收减免上限从4万欧元提升至6万欧元，免税期从2025年延长至2030年；(4)、500亿欧元将用于电动车、氢能、智能化等领域技术发展。在疫情导致欧洲经济衰退期，加大新能源汽车等新兴领域投资既能够发挥政策边际效果拉动经济增长，又能够帮助国家抢占产业发展先机、巩固原有汽车产业优势，后续会相继看到欧洲主要国家刺激新能源汽车政策的逐步落地。从产销方面来看，5月开始海外疫情逐步好转，各大车企复工复产，预计在强政策刺激下，欧洲新能源汽车有望筑底回升，由于中国、欧洲占据全球新能源汽车75%的市场份额，因此随着中国、欧洲新能源车的高速发展，全球新能源汽车市场爆发在望，预计2020年全球新能源乘用车有望达到265万辆，同比增长30%左右，其中中国、欧洲成主要的增量市场。

图表31：全球新能源乘用车销量预测（万辆）



图表32：特斯拉交付量（万辆）



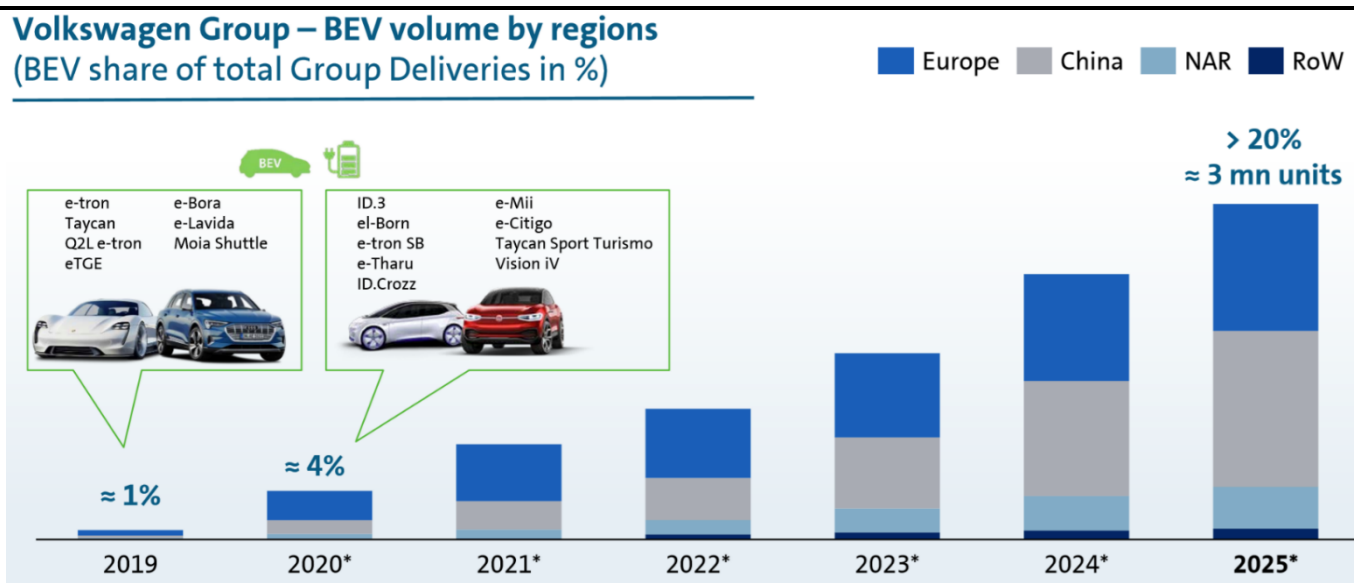
资料来源：GGII，万联证券

资料来源：特斯拉公告，万联证券

**车企规划方面，大众、特斯拉有望引领市场。**从车企规划方面来看，大众、特斯拉电动化最为激进且增长潜力最大。大众方面，根据最新规划，大众预计2020-2024年间在混合动力、电动出行以及数字化领域投资600亿欧元；在2025年之前，推出超过30款纯电车型，年销量目标达到200-300万辆，占总销量的20-25%；2029年将推出75款纯电动车、60款混合动力车型，电动车销量达2,600万辆，其中包括混合动力车型600万辆。在中国，大众计划2019年底推出14款新能源车，2020年全面发起新能源产品攻势，2025年前推出30款新能源车，完成150万辆新能源车销量目标。特斯拉方面，2019年特斯拉实现新能源车交付量36.8万辆，同比增长50%，2020年一季度特斯拉实现交付量8.8万辆，同比增长40%，均超出市场预期。特斯拉在全球加速扩建产能，尤

其是特斯拉国产进展屡超预期，如提前交付Model 3长续航版，二期工厂及Model Y投产的时间也有望提前。2020年1-4月，特斯拉已占据国内新能源汽车11.4%的市场份额，仅次于比亚迪位列第二，由于Model 3标准续航价格已降至30万以下，表现出极高的性价比，且随着国产配套率的100%化，降价趋势依然有望继续，特斯拉有望凭借其良好的品牌优势及性价比优势保障其在国内市场份额进一步提升。

图表33：大众电动车规划



资料来源：大众官网，万联证券

### 3.2 全球电动化大趋势，新能源热管理成长空间广阔

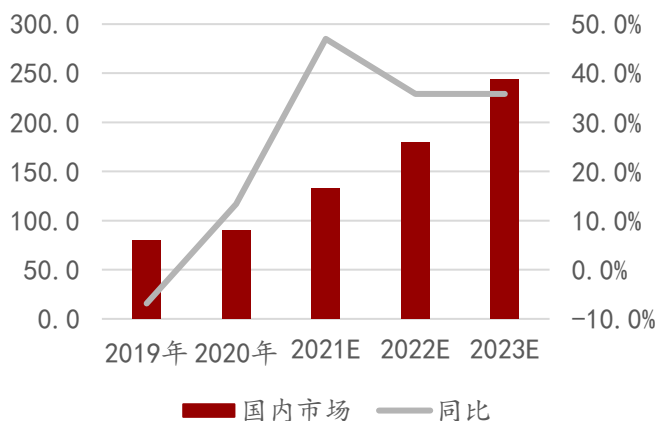
除核心三电系统外，新能源汽车热管理也有望成为高景气的细分市场。一方面，随着新能源汽车的快速发展，电动车安全性重要程度不言而喻，而热管理涉及新能源车动力电池、电机、电控、空调等温度调控、监控及失控报警，是电动车不可或缺的重要组成部分，热管理性能已成为电动车安全性重要指标，工信部5月13日发布GB 18384-2020《电动汽车安全要求》、GB 38032-2020《电动客车安全要求》和GB 38031-2020《电动汽车用动力电池安全要求》三项强制性国家标准，其中涉及热管理方面要求增加了电池系统热扩散试验，要求电池单体发生热失控后，电池系统在5分钟内不起火不爆，同时对高压部件阻燃和电池系统最小管理单元热失控提出了更高的要求，三项标准是我国电动汽车领域首批强制性国家标准，强制标准的出台有望进一步加强及提升新能源热管理技术应用。另一方面，下游新能源汽车产销量的爆发式增长直接驱动新能源热管理高速增长，尤其是复杂程度更高的新能源汽车热管理系统赋予单车更高的价值量，相对于传统燃油车，新能源车热管理单车价值量扩大3倍左右。我们预计2020年国内新能源热管理市场规模约90亿元，2023年有望达到244亿元，三年复合增速高达39%，而国内新能源汽车约占全球新能源汽车40%-55%左右，据此预计2020年全球新能源汽车热管理市场规模约200亿元，2023年市场规模约570亿元，三年复合增速高达40%。

图表34：汽车热管理系统价值量对比

传统汽车		价格 (元)	新能源汽车	价格 (元)
空调系统	普通压缩机	500	电动空调压缩机	1500
	控制器	100	控制器	110
	冷凝器	150	冷凝器	150
	蒸发器	150	蒸发器	150
	储液罐	20	储液罐	20
	膨胀阀	25	电子膨胀阀	200
	其他	150	其他	150
	合计	1095	合计	2280
发动机		价格 (元)	电池系统	价格 (元)
电池系统	散热器 (水箱)	250	电池冷却板	600
	冷却风扇	150	电子膨胀阀	200
	水泵	100	电子水泵*3	900
	节温器	50	冷凝器	150
	油冷器	200	蒸发器	150
	中冷器	200	散热器	200
	管路	150	PTC 加热\热泵	1500
	其他	200	其他	200
	合计	1300	合计	3900
	综合	2000-3000	综合	6000-8000

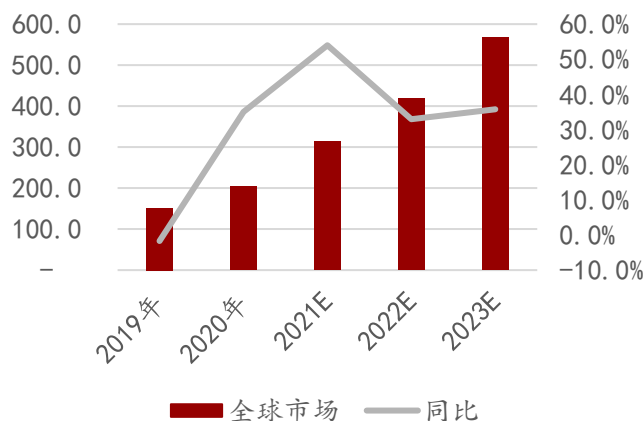
资料来源：网络资料整理，万联证券

图表35：国内新能源热管理市场规模预测（亿元）



资料来源：万联证券

图表36：全球新能源热管理市场规模预测（亿元）



资料来源：万联证券

热管理市场呈寡头垄断格局，国内热管理供应商蓄势待发。全球汽车热管理市场呈现寡头垄断格局，日本电装、法国法雷奥、韩国翰昂和德国马勒等四大巨头合计占据了汽车热管理55%的全球市场份额，且其在系统集成上具备较大的技术优势。国内热管理供应大多处于二级零部件供应商，但由于国内新能源汽车与全球同步发展，市场规模较大且倾向于培育自主新能源产业链，给予国内热管理供应商较多的发展机遇，凭借坚定不移的研发投入、低成本、快速响应的售后服务等优势，国内热管

理供应商也相应取得了较快的发展，尤其是在模块化、系统化方面提升较快，部分企业已实现向全球知名车企供货，总体来看随着全球新能源汽车高速发展，国内热管理供应商蓄势待发。

图表37：新能源汽车热管理企业布局情况

类型	企业	系统			部件				
		电池热管理系统	空调系统	热泵空调系统	冷却板	电池冷却器	电子水泵	电子膨胀阀	电动空调压缩机
国际	电装		●	●					●
	法雷奥	●	●	●					●
	翰昂	●	●	●					●
	马勒	●	●						●
国内	三花智控			●	●	●	●	●	
	银轮股份	○		●	●	●			
	中鼎股份	●							
	奥特佳	○	●	●					●
	松芝股份	○	●	○		●			○
	航天机电		●						
	飞龙股份						●		

资料来源：万联证券 注意：实心圆代表已批量生产的技术，空心圆代表正在研发或者小批量生产的技术

### 3.3 国六标准执行，尾气后处理景气度上升

**国六标准即将全面执行。**按生态环境部发布的《轻型汽车污染物排放标准限值及测量方法（中国第六阶段）》政策，原定于2020年7月1日和2023年7月1日分别执行国六a和国六b标准，同时按《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》要求，所有重型车辆2021年7月1日开始执行国六a标准，2023年7月1日执行国六b标准。实际上，由于2018年7月3日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出，重点地区、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准，目前国内已有19个城市于2019年7月1日开始提前实施国六标准。受疫情影响，生态环境部及工信部联合发布《调整轻型车国六排放标准实施有关要求的公告》，其中对于在2020年7月1日前生产的机动车、进口的符合国五排放标准的轻型汽车增加六个月的销售过渡期。也就是说，上述车型可以在2021年1月1日前尚未实施国六排放标准的地区进行销售和注册登记。同时，轻型汽车的国六排放标准颗粒物数量截止日期也被调整至2021年1月1日前。即意味着，轻型车国六标准推迟半年，但影响不大，因为全国范围内销售国六排放标准的覆盖率占据大部分，且半年预留时间略短，车企大部分还是按时生产。

图表38：轻型车国六标准执行时间表

实施时间	适用标准	内容
------	------	----

2020 年 7 月 1 日	《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》	所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准，其中 I 型实验应符合 6a 阶段限制要求。
2023 年 7 月 1 日	《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》	所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准，其中 I 型实验应符合 6b 阶段限制要求。

资料来源：生态环境部，万联证券

图表39：重型柴油车国六标准执行时间表

实施时间	标准阶段	车辆类型	适用标准
2019 年 7 月 1 日	6a 阶段	燃气车辆	《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》
2020 年 7 月 1 日		城市车辆	
2021 年 7 月 1 日		所有车辆	
2021 年 1 月 1 日	6b 阶段	燃气车辆	
2023 年 7 月 1 日		所有车辆	

资料来源：生态环境部，万联证券

图表40：部分城市提前实施国六标准

序号	地区	国六实施时间	国六政策
1	北京	2019 年 7 月 1 日	燃气、公交、环卫执行重型柴油车国六 b
		2020 年 1 月 1 日	其余车辆实施国六 b
2	上海	2019 年 7 月 1 日	轻型车提前实施国六 b，国五、国六 a 全部禁售
3	河南	2019 年 7 月 1 日	轻型车、燃气车实施国六；过渡期 1 个月
		2020 年 7 月 1 日	公交、邮政、环卫执行重型柴油车国六 a
		2021 年 7 月 1 日	重型柴油车实施国六 a
4	广东	2018 年 11 月 1 日	深圳地区执行重型柴油车国六 b
		2019 年 7 月 1 日	广州地区实施轻型车国六 b，过渡期 2 个月
		2019 年 7 月 1 日	包括深圳在内的其他城市实施轻型车国六 b
5	海南	2019 年 7 月 1 日	轻型车实施国六 b
6	天津	2019 年 7 月 1 日	轻型车实施国六 b
7	山东	2019 年 7 月 1 日	轻型车实施国六 a，禁售非国六轻型汽车
		2023 年 7 月 1 日	轻型车实施国六 b
8	河北	2019 年 7 月 1 日	轻型车实施国六
9	杭州	2019 年 7 月 1 日	轻型车实施国六
10	南京	2019 年 7 月 1 日	轻型车实施国六
11	陕西	2019 年 7 月 1 日	轻型车实施国六
12	山西	2019 年 7 月 1 日	8 个市区轻型车实施国六
13	云南	2020 年 7 月 1 日	轻型车实施国六
14	其他	2019 年 7 月 1 日	安徽、成都、江苏、四川、浙江、重庆等轻型车实施国六



资料来源：各地方政府官网，万联证券

**国六标准堪称史上最严。**国六标准分阶段执行，但标准相较于国五来看明显更严，如轻型车国六a的CO排放限值相较于国五下降30%，而国六b阶段的重要排放污染物（CO\THC\NMHC\NOx\PM）等相较于国五下降33%-50%左右，且新增颗粒物(PN)要求。实际上，我们对比国六标准与欧六标准可以看出，国六b相较于欧六更为严格，国六在重要污染物排放限值上要求比欧六降低50%左右。

图表41：轻型车国六标准变化

项目	国五	国六 a	国六 b	国六 a 相比国五	国六 b 相比国五
CO (mg/km)	1000	700	500	-30.0%	-50.0%
THC (mg/km)	100	100	50	0.0%	-50.0%
NMHC (mg/km)	68	68	35	0.0%	-48.5%
NOx (mg/km)	60	60	35	0.0%	-41.7%
N2O (mg/km)	-	20	20	新增要求	新增要求
PM (mg/km)	4.5	4.5	3.0	0.0%	-33.3%
PN (个/km)	-	$6 \times 10^{11}$	$6 \times 10^{11}$	新增要求	新增要求

资料来源：生态环境部，万联证券，注：标准为第一类车型

图表42：国六比欧六更严

项目	欧六	国六 a	国六 b	国六 a 相比欧六	国六 b 相比欧六
CO (mg/km)	1000	700	500	-30.0%	-50.0%
THC (mg/km)	100	100	50	0.0%	-50.0%
NMHC (mg/km)	68	68	35	0.0%	-48.5%
NOx (mg/km)	60	60	35	0.0%	-41.7%
N2O (mg/km)	-	20	20	-	-
PM (mg/km)	4.5	4.5	3.0	0.0%	-33.3%
PN (个/km)	$6 \times 10^{11}$	$6 \times 10^{11}$	$6 \times 10^{11}$	0.0%	0.0%

资料来源：生态环境部，万联证券

**满足国六标准需综合运用尾气处理技术。**尾气处理装置按应用对象的不同，可分为柴油机尾气后处理和汽油机尾气后处理两大类。一般的柴油机排放的有害气体高于汽油机，尤其是 NOx和PM的含量显著高于汽油机，主要是因为柴油机的燃烧环境为富氧环境，高温高压下容易产生较强氧化性的NOx，且柴油分子较汽油大，熔点较汽油高，在喷油压力不足够大时，雾化效果不佳，容易燃烧不完全并产生较多的PM，因此柴油机尾气后处理主要针对的是NOx和PM。柴油机尾气处理装置主要有SCR（选择性催化还原）、DPF（柴油颗粒捕捉器）、DOC（柴油氧化催化器）、POC（颗粒物催化氧化器）、ASR（氨逃逸催化器）等。汽油机尾气排放的污染物主要是一氧化碳（CO）、碳氢化合物（HC）和氮氧化物（NOx），一般采用TWC（三元催化器）尾气处理装置，同时要满足国六标准需增配GPF（汽油颗粒捕捉器）。无论是轻型柴油车，还是重型柴油车，要满足国六标准尾气后处理技术路线均是DOC+DPF+SCR+ASC，其中轻型柴油车国六尾气后处理系统配套成本大约9,000-10,000元；重型柴油车国六尾气后处理系统配套成本大约20,000元；轻型汽油车国六标准尾气后处理技术路线为TWC+GPF，系统配套成本大约



1,500元，总体来看国六标准尾气处理系统成本相比国五提升90%-150%。

图表43：柴油车尾气后处理技术介绍

序号	后处理技术装备	适用范围	特点
1	DOC+DPF+SCR+ASC	国六（轻、中、重卡）	具备较高的NO <sub>x</sub> 转化率（>92%）和PM（>90%）转化率，NH <sub>3</sub> 逃逸较少，还可以降低PN。但OBD要求高，标定周期长、难度大，零部件数量多、集成度高，需要添加尿素，对硫敏感。
2	SCR	国五（轻、中、重卡）、国四（中重卡）	较高的NO <sub>x</sub> 转化率（>80%），需要添加尿素，对硫敏感，系统零部件多，发动机燃油经济性好。
3	DOC+DPF（主动式）	国五（轻卡）	较高的PM转化率（70%-90%），不需要额外加入介质，但需要额外添加燃油再生，发动机燃油经济性差，不易堵塞，系统标定复杂，对硫敏感。
4	DOC+DPF（被动式）	国五（轻卡）	较高的PM转化率（70%-90%），不需要额外加入介质或额外添加燃油，售后成本较高，燃油经济性差，对硫敏感，易堵塞，系统标定较主动简单。
5	DOC+POC	国四（轻卡）	较低的PM转化率（60%左右），成本较低，体积较小，有出现间歇性黑烟的情况，对硫敏感，偶尔堵塞，故障率高。

资料来源：凯龙高科招股说明书，万联证券

国六尾气后处理市场规模有望翻倍增长。我们简单的按中汽协公布的汽车数据测算国六标准空间，假设中重卡、大中型客车及70%的轻卡数据作为重型柴油车的统计数据，而30%的轻卡、轻客作为轻型柴油车统计数据，及国内乘用车全部作为轻型汽油车统计数据，那么若2020年上述车型全部满足国六车型，则轻型汽油车、轻型柴油车及重型柴油车市场规模分别为283亿元、146亿元和528亿元，综合来看国六尾气后处理市场规模整体可达1,000亿元左右，市场空间广阔且相对国五具有翻倍的提升空间。

图表44：国六标准汽车尾气后处理市场空间规模预测（亿元）

产量(万辆)	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E	2023E
重型柴油车	275.2	282.4	274.8	275.7	276.8	278.0
轻型柴油车	152.7	155.5	152.7	155.6	158.5	161.5
轻型汽油车	2,353.9	2,136.0	1,965.1	2,024.1	2,084.8	2,147.3
配套均价（元）						
重型柴油车	20,000	19,600	19,208	18,824	18,447	18,078
轻型柴油车	10,000	9,800	9,604	9,412	9,224	9,039
轻型汽油车	1,500	1,470	1,441	1,412	1,384	1,356
尾气后市场空间（亿元）						
重型柴油车	550.4	553.6	527.8	519.1	510.6	502.6
轻型柴油车	152.7	152.4	146.7	146.4	146.2	146.0

轻型汽油车	353.1	314.0	283.1	285.8	288.4	291.2
合计	1,056.2	1,020.0	957.6	951.2	945.3	939.7

资料来源：中汽协，万联证券

#### 4、投资策略及个股推荐

**投资策略：**我们认为下半年汽车行业仍以结构性机会为主，需要把握细分高景气领域，重点选择个股。核心观点主要如下：(1)、汽车消费缓慢上行，疫情导致一季度销量探底，得益于国内疫情的良好控制，国内企业基本恢复往年状态，在政策刺激、基建投资加码及疫情之后居民消费意愿逐渐恢复等多种因素下，汽车销量有望探底回升，但全年销量挑战压力依然较大。(2)、业绩逐渐修复，2019年三、四季度行业业绩处于改善通道，但受突发疫情的影响，行业慢复苏进程中断，2020年一季度业绩再次刷新历史新低，随着后期汽车消费水平的恢复，行业业绩有望逐渐修复至常态水平。(3)、估值处于历史均值之上，目前行业估值已达到历史57%的分位水平，略高于历史均值，但ROE的改善能够重新修正估值，因此需重点关注业绩预期持续改善的企业。投资方面，建议围绕两方面选股：(1)、整车板块，一线自主乘用车及重卡优质标的，乘用车终端产销降幅收窄及持续慢复苏有望带动乘用车企业业绩回升，尤其对于竞争实力较强的一线自主品牌在低基数效应下有望迎来产销周期的反转；重卡高景气延续，国六标准之下重卡竞争格局或存变动，品牌、成本优势明显的企业有望脱颖而出。(2)、细分领域优质零部件供应商，零部件公司相对下游整车来看具备更强的韧性及更高的成长性，尤其是在合资渗透、国际开拓方面，国内零部件公司已取得了较大的进步，整车产销慢复苏有望带动零部件公司业绩回升，同时产业升级新趋势带来新的高成长机遇，优质零部件公司明显具有较强的投资价值，建议选择高景气赛道的优质零部件公司，如新能源汽车热管理、特斯拉供应商、重卡产业链、发动机尾气后处理等等，个股方面，推荐关注拓普集团（601689）、三花智控（002050）、银轮股份（002126）、德赛西威（002920）、伯特利（603596）、艾可蓝（300816）。

##### 拓普集团（601689）

**NVH龙头企业，市场份额有望稳步提升：**公司为国内NVH龙头企业，技术经验丰富，是国内少数具备设计、验证、系统开发能力的OEM零部件企业，深度绑定吉利、通用、福特等优质客户，由于下游重点客户产销量于今年四季度已具有明显好转，预计随着行业持续复苏，公司NVH业务有望快速恢复高增长水平。长期来看，国内NVH市场较为成熟但行业集中度较低，公司NVH技术实力领先且国际化拓展良好，预计NVH业务市场份额有望稳步提升。

**底盘与轻量化系统，促进公司中长期成长：**汽车底盘由传动系、行驶系、转向系和制动系四部分组成，占汽车制造成本的25%价值含量较高，公司底盘业务包括减震器、悬架、副车架、转向节、IBS等，按行业配套信息来看，价值量最高可达万元以上，可提升空间较大。车身及底盘是汽车轻量化重要领域，公司掌握先进轻量化技术，且并购福多纳后能够提供高强度钢、铝合金等多种轻量化底盘方案，从客户角度来看，自主品牌、新能源客户对轻量化底盘需求殷切，公司在吉利、特斯拉、蔚来、比亚迪等优质客户的示范带动下，轻量化底盘能持续为公司贡献业绩弹性。

**IBS成功卡位智能驾驶赛道，节能汽车带动EVP高增长：**公司为国内少的自主研发掌握

IBS技术的企业，由于智能刹车系统是高度自动驾驶汽车的标配，以IBS技术为代表的主动安全技术能够积极保障汽车行驶安全和预防事故发生，行业前期广阔，预计2022年国内IBS乘用车市场规模有望达到200亿左右，随着L3及以上自动驾驶车型的量产，行业高增长可期。另外，公司第三代EVP已开始投产，EVP在涡轮增压车型及新能源车应用上应用较为普遍，随着EVP募投项目产能的逐步释放，有望贡献另一业绩增量。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年EPS分别0.53、0.70和0.92元/股，对应的PE分别为49.1、37.1和28.3倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游客户销量严重下滑，轻量化底盘业务拓展不及预期。

### 三花智控（002050）

**传统制冷业务市场地位突出，行业增长空间仍在：**公司是全球制冷空调电器零部件领军企业，传统制冷元器件如电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega泵等多产品市场占有率位居全球第一，短期根据空调、冰箱与地产周期的相关性判断，我们认为公司制冷空调元器件业务有望于2020年下半年开始跟随主机逐步回暖，另外在空调保有量稳步提升、存量更新及节能升级趋势下，电子膨胀阀、微通道热换等传统制冷业务长期成长空间依然较为广阔。公司有望凭借其先进的研发实力、业务全球化布局及优质的客户资源，进一步巩固及提高其制冷业务全球市场的领先地位。

**新能源热管理前景广阔，汽配业务有望高速增长：**公司是国内较早布局新能源热管理领域的企业之一，子公司三花汽配专注于新能源汽车空调及热管理产品的研发近十年，是全球少有的同时具备电子膨胀阀、电子水泵、水冷板和冷却器零部件供应商，产品已进入欧美一线汽车厂商新能源汽车平台，先后拿到大众、戴姆勒、特斯拉、宝马、通用、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎等新能源车平台订单，尤其是作为特斯拉重要供应商，为特斯拉Model 3 供应电子膨胀阀、电子油泵、油冷器、水冷板、电池冷却器等，随着特斯拉Model 3 国产销量的进一步提升有望进一步增厚汽配业务规模。不仅仅是特斯拉，海外众多新能源平台订单也将于2020年开始集中放量，因此中长期来看，新能源车热管理有望成为公司未来业绩的重要增长点。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年EPS分别0.56、0.66和0.80元/股，对应的PE分别为34.5、29.3和24.2倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游客户销量严重下滑，热管理业务拓展不及预期，家电制冷业务拓展不及预期。

### 银轮股份（002126）

**热管理行业前景广阔，订单放量有望贡献业绩增量：**全球电动化大趋势催生新能源热管理广阔成长空间，公司深耕汽车热管理领域，具备电池深冷器、电池冷却板、电机冷却器PTC加热器、热泵空调系统等核心产品，客户覆盖通用、沃尔沃、福特、宁德时代、吉利、广汽、比亚迪、宇通、威马、江铃、特斯拉等，新能源热管理订单较为充裕，在手订单预估能为公司新增年销售收入近35亿元，随着全球新能源车的快速发展，热管理将有望贡献公司业绩的主要增量。

**国六排放标准执行，尾气后处理有望受益。**国六标准执行，公司尾气后处理产品EGR、

SCR等将充分受益，2019年公司尾气后处理业务营收和毛利率均处于上升通道，预计随着重型柴油车国六标准的全面执行，柴油车尾气后业务有望再上台阶；另外，公司乘用车EGR产品也具备量产条件，2019年8月获得了广汽乘用车订单。总体来看，得益于国六标准的执行，公司尾气处理业务有望贡献另一增长极。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年EPS分别0.45、0.55和0.71元/股，对应的PE分别为26.0、21.2和16.5倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游客户销量严重下滑，热管理业务拓展不及预期。

#### 德赛西威 (002920)

**座舱电子领军企业，产品渗透率有望提升：**公司为国内座舱电子领军企业，三十年来专注汽车驾驶座舱领域，现有产品包括车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、空调控制器等座舱电子产品。由于汽车向智能化、网联化发展加速座舱产品迭代升级，从渗透率角度来看，汽车座舱产品中除中控屏外，其他产品渗透率仍有较大的提升空间，另外相对传统座舱产品，典型的智能驾驶座舱配套价值量有4-6倍的提升空间。公司深耕座舱电子领域，技术比肩国际一流零部件企业，产品结构完善，客户资源丰富，在乘用车持续复苏及座舱产品良好拓展下，公司业绩有望好转。

**积极推进智能网联产品，三大业务有望交融发展：**公司基于现有的座舱产品，积极布局智能驾驶、车联网业务，由于自动驾驶与智能驾驶座舱是未来汽车两大核心运算单元，两者相辅相成共同构成智能汽车终端形态，从各国及各大车企规划布局来看，汽车实现自动驾驶进程有望加速，预计2020年之后可看到众多L3级别及以上自动驾驶车型量产，智能驾驶座舱将逐步由高端豪车向大众车型普及，行业高增长可期。公司智能网联业务订单逐步落地，如自主研发的360度高清环视系统、驾驶员行为监控和身份识别系统均已实现量产，全自动泊车系统及代客泊车产品获得国内领军企业下一代平台化项目定点并计划于2021年量产，车联网平台、OTA、情景智能等项目分别获得一汽大众、奇瑞捷豹路虎、长安等客户订单，未来随着自动驾驶车型逐步量产，公司有望实现智能驾驶座舱、智能驾驶、车联网三大业务相互融合协同发展。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年EPS分别0.65、0.80和1.01元/股，对应的PE分别为79.1、64.2和50.9倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**汽车销量不及预期，座舱电子产品发展不及预期。

#### 伯特利 (603596)

**轻量化制动部件快速发展，客户结构有望逐步优化：**公司为国内整车制动优质供应商，具有机械制动、电控制动及轻量化制动零部件完整的产品系列。从收入结构来看，轻量化制动零部件及电控制动产品为公司营收增量的主要贡献点，尤其是轻量化制动零部件订单饱满，2019年年初与通用汽车签署供货协议荣升为一级供应商，11月再与通用三家工厂签署供货协议，获得全生命周期18亿订单，铸铝轻量化制动零部件获得国际客户的佐证，证明其技术、品质优异，有望在国际客户的示范带动下进一步拓展其他客户从而优化客户结构。

**EPB渗透率有望提升，线控制动处于国内前列：**从国内电控制动渗透率来看，EPB目前



渗透率约35%，相对ABS、ESC等明显偏低，公司电控制动产品市占率居本土前列，凭借“技术+成本”优势有望加速渗透自主品牌电控制动产品份额。长期来看，汽车制动产品由机械制动到气压/液压电控制动，最终技术演变为线控制动，而公司已完成线控制动系统(WCBS)样件研发及相关试验，且计划2020年上半年将完成生产线建设，进展位于国内自主前列，且线控制动是高度自动驾驶的理想执行机构，随着L3以上车型推出，公司线控制动产品有望率先量产。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年EPS分别1.24、1.60和2.00元/股，对应的PE分别为25.7、19.9和15.9倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**汽车销量不及预期，电控制动业务拓展不及预期。

#### 艾可蓝(300816)

**自主优质发动机尾气后处理企业，充分受益于排放标准升级：**公司是国内少有的专业从事发动机尾气后处理产品的研发与产业化的自主品牌企业，主要产品包括SCR、DPF、TWC等，受益于国四、国五排放标准升级，公司业绩增长良好，2015年-2019年营收和净利润年复合增速分别高达37.6%和83.1%，目前公司已实现国六柴油车产品少批量生产，随着国六标准的全面执行，公司业绩有望维持高增长。

**行业成长空间广阔，竞争格局一定程度优化：**国六尾气后处理市场规模整体可达1,000亿元左右，空间相对国五具有大幅度提升，且不同汽油车尾气后处理市场竞争激烈且格局稳定，在柴油车尾气后处理方面自主品牌技术发展较快，且成本优势明显、产品质量可靠、售后服务较快，一定程度上能够实现进口替代，市场红利的支撑及竞争格局的优化有利于公司快速发展。公司轻型车SCR市场份额12%，预计在进口替代趋势下，市场份额有望稳步提升。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年EPS分别1.41、1.80和2.46元/股，对应的PE分别为62.3、48.8和35.7倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**汽车销量不及预期，尾气后处理业务拓展不及预期。

## 5、风险提示

汽车销量不及预期、全球疫情持续扩散、政策效果不及预期、新能源汽车销量不及预期。

汽车行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2020年06月09日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘 价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		19A	20E	21E			19A	20E	21E		
601689.SH	拓普集团	0.43	0.53	0.70	7.09	26.00	60.47	49.06	37.14	3.67	增持
002050.SZ	三花智控	0.52	0.56	0.66	2.53	19.32	37.15	34.50	29.27	7.63	增持
002126.SZ	银轮股份	0.40	0.45	0.55	4.83	11.68	29.20	25.96	21.24	2.42	增持
002920.SZ	德赛西威	0.53	0.65	0.80	7.56	51.39	96.96	79.06	64.24	6.79	增持
603596.SH	伯特利	0.98	1.24	1.60	5.76	31.85	32.50	25.69	19.91	5.53	增持
300816.SZ	艾可蓝	1.72	1.41	1.80	8.58	87.90	51.10	62.34	48.83	10.25	增持

资料来源: WIND, 万联证券

万联证券



## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场