

汽车零部件

危中藏机，把握龙头成长的长线低点

投资建议：受疫情影响，出口占比较高的全球细分领域龙头短期承压，Q2 业绩或出现 4-7 成下滑（成为中长期低点），但均有望实现盈利。而随疫情缓解，加之车企的降本诉求，此类公司有望加速全球渗透进入新一轮快速增长期，目前或为 3-5 年的低点。推荐拥有“定价权”的细分领域龙头【**岱美股份、爱柯迪、科博达、敏实集团、福耀玻璃**】，以及正加速走向海外的【**玲珑轮胎、精锻科技**】等。

摘要：

① 国内零部件供应商全球供货何时恢复？节奏如何？

全球产能复苏在即，5 月底全球供应链有望恢复正常。据盖世汽车统计，大部分车企有望于 5 月 18 日前恢复生产（欧洲基本已实现复工、美洲延期至 5 月中下旬），全球供应产业链复苏在即。目前全球供应中使用最多的贸易模式为 FOB 和 DDP，由于两种模式的交货方式和时间不同，我们预计 FOB 模式或比 DDP 模式晚开始供货约 2-3 周。对于国内零部件供应商而言：1) DDP 模式下：各区域大部分客户已开始供货；2) FOB 模式下：欧洲区域大部分客户已开始供货，美洲区域 5 月底有望大规模恢复供应。

② 短期影响：疫情对出口型龙头 Q2 业绩的影响有多大？

Q2 业绩承压，依旧有望实现盈利。由于 4 月全球大部分地区处于停工状态，而 5 月正全面迎接复苏。若保守假设海外汽车产销下滑 50%，国内产销持平，拥有轻资产、强成本管控的全球细分领域龙头 Q2 依旧有望实现盈利。以 19 年海外营收占比分别为 84%和 72%的岱美股份和爱柯迪为例，其利润率（毛利率-三费率）虽分别或下滑 7%和 8%，但依旧有望维持在 7%和 12%的较高水平，净利率或分别有望维持在 5%+和 10%+。

③ 长期展望：疫情过后，国内供应链将受何影响？

危中藏机，国内零部件企业或迎来全球替代时代 2.0。2008 金融危机后，国内零部件企业加速全球替代，主要原因为：①优秀的产品及其高性价比；②海外车企急迫的降本诉求，对原供应商保护力度大幅削弱；③部分竞争对手破产。如岱美股份，2008 年前全球级别客户仅有通用一家；此后两年快速拓展了大众、福特等客户。而疫情之下，中短期内波及范围更广，对产业冲击更剧烈，车企的降本诉求或再次提升，加之国内企业产品力及全球配套经验较之前大幅提升。我们认为，国内零部件企业有望复制 2008 年，再次加速全球渗透的步伐，进入全球替代 2.0 时代。

风险提示：疫情持续扩散、全球汽车产销不及预期、客户拓展不及预期等。

重点标的推荐

代码	股票名称	收盘价 2020-05-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603730.SH	岱美股份	30.40	买入	1.56	1.72	2.32	2.75	19.49	17.67	13.10	11.05
600933.SH	爱柯迪	11.51	买入	0.51	0.55	0.68	0.80	22.57	20.93	16.93	14.39
603786.SH	科博达	58.44	增持	1.19	1.30	1.63	2.02	49.11	44.95	35.85	28.93
600660.SH	福耀玻璃	19.78	买入	1.16	1.04	1.32	1.57	17.05	19.02	14.98	12.60
00425.HK	敏实集团	17.22	增持	1.47	1.46	1.68	1.91	11.41	11.49	10.03	8.79
601966.SH	玲珑轮胎	21.44	买入	1.39	1.53	1.77	2.01	16.50	14.04	12.11	10.64
300258.SZ	精锻科技	9.95	买入	0.43	0.52	0.68	0.82	23.14	19.13	14.63	12.13

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS。玲珑轮胎为 wind 一致预期，其余为天风汽车预测。日期截止至 05/06。其中敏实集团单位均为人民币。



证券研究报告
2020 年 05 月 07 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

邓学

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

娄周鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《汽车零部件-行业专题研究:疫情全球扩散 对汽车零部件影响几何?》 2020-03-01
- 2 《汽车零部件-行业点评:科创立国 电动智能先行》 2019-03-03

内容目录

1. 短期：海外车企复工在即，供应链稳步复苏	3
2. 长期：降本诉求下，全球渗透有望二次提速	7
3. 投资建议：把握龙头成长的长线低点	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1：常见贸易术语在交易地点、买卖方费用与责任划分等方面的区别	5
图 2：疫情下的全球供应链盈利能力测算：岱美股份&爱柯迪	6
图 3：2005-2019 年全球车企销量变化	7
图 4：2005-2019 年美国汽车销量变化	7
图 5：美国零部件进口额及中国占比	9
图 6：敏实集团海外营收及占比	9
图 7：福耀玻璃海外营收及占比	9
图 8：科力远海外营收及占比	9
表 1：欧洲地区车企复工规划（截至 4 月 30 日）	3
表 2：美洲地区车企复工规划（截至 4 月 30 日）	4
表 3：亚非地区车企复工规划（截至 4 月 30 日）	4
表 4：上海港出口到国外各大港口海运时间	5
表 5：金融危机下海外车企遭受重创	7
表 6：08 金融危机期间海外车企降本措施	8
表 7：2020 年疫情与 2008 年金融危机冲击的对比	9
表 8：零部件商金融危机后业务拓展与近年的业务表现	10
表 9：细分领域龙头业绩&估值测算	12

1. 短期：海外车企复工在即，供应链稳步复苏

海外车企复工计划逐步明确，全球产能复苏在即。受疫情影响停工数周后，海外车企有望逐步复工。其中，欧洲地区最先恢复生产，起亚的欧洲工厂于4月6日复工，大众、奥迪、沃尔沃等车企的欧洲工厂也于4月中旬陆续复工；美洲地区整体计划5月起陆续复工；亚非地区也计划5月开始复工。随着海外车企复工时间表的明确，全球汽车&零部件企业产能复苏在即。

表 1：欧洲地区车企复工规划（截至 4 月 30 日）

车企	工厂	复工时间
起亚	斯洛伐克工厂	4 月 6 日复工
大众集团零 部件公司	德国布伦瑞克、卡塞尔工厂	4 月 6 日复工
	德国萨尔茨基特、开姆尼茨汉诺威工厂、波兰工厂	4 月 14 日复工
PSA	斯洛伐克工厂	停产至 4 月 13 日
现代	捷克诺索维希工厂	4 月 14 日复工
雷诺	俄罗斯工厂	4 月 13 日起逐步复工
	法国 Flins 工厂	4 月 28 日复工
奥迪	匈牙利乔尔工厂	4 月 14 日复工
	德国内卡苏姆、比利时布鲁塞尔工厂	4 月 20 日复工
	德国英戈尔施塔特工厂	4 月 27 日复工
	瑞典乌洛夫斯特伦车身部件工厂	限量生产中
沃尔沃汽车	瑞典托斯兰达工厂、舍夫德动力总成工厂、比利时根特（预计）	4 月 20 日复工
大众	德国兹威考、斯洛伐克布拉迪斯拉发工厂	4 月 20 日复工
	德国沃尔夫斯堡	4 月 27 日复工
	法国瓦朗谢纳工厂	4 月 21 日复工
丰田汽车	英国工厂	停产至 5 月 4 日
	波兰发动机工厂	4 月 22 日起复工
	捷克 TPCA 合资公司（与 PSA 的合资工厂）	停产至 5 月 4 日
戴姆勒	德国发动机工厂、法国 Hambach 工厂	4 月 20 日复工
	德国辛德芬根、不莱梅工厂	4 月 28 日复工
	匈牙利凯奇凯梅特工厂	4 月 28 日复工
	芬兰代工制造商 Valmet	停产至 5 月 5 日
保时捷	德国莱比锡、Stuttgart-Zuffenhausen 工厂	停产至 4 月 27 日
斯柯达	捷克工厂	4 月 27 日复工
西雅特	西班牙工厂	4 月 27 日复工
铃木	匈牙利 Esztergom 工厂	4 月 27 日复工
	意大利法拉利马拉内洛和摩德纳工厂	停产至 5 月 3 日
FCA	意大利 Sevel 工厂	4 月 27 日复产
	意大利阿泰赛工厂、意大利梅尔菲工厂	4 月 27 日复工
	塞尔维亚克拉古耶瓦茨工厂	5 月 4 日复产
日产	英国桑德兰工厂	4 月 27 日复工
	西班牙巴塞罗那工厂	5 月 4 日复产
Dacia	罗马尼亚工厂	5 月 4 日复工
福特汽车	欧洲大部分整车和发动机生产工厂	停产至少至 5 月 4 日
阿斯顿马丁	英国 St Athan 工厂	5 月 5 日复产
宝马集团	牛津 Mini 工厂、古德伍德劳斯莱斯工厂	5 月 4 日复工
	德国丁格芬	5 月 11 日复工

	德国慕尼黑、雷根斯堡、莱比锡工厂	5月18日后复工
宾利	英格兰克鲁郡工厂	5月11日复工
本田汽车	美国林肯工厂、格林斯堡工厂、East Liberty 和 Marysville 工厂	5月11日复工
捷豹路虎	英国索利哈尔工厂	5月18日复工
	斯洛伐克 Nitra 工厂	5月18日复工

资料来源：盖世汽车、天风证券研究所

表 2：美洲地区车企复工规划（截至 4 月 30 日）

车企	工厂	复工时间
起亚	美国西点工厂	4月13日复工
戴姆勒	美国阿拉巴马万斯工厂、查尔斯顿工厂	4月27日复工
	巴西工厂	至少停产至4月底
大众	阿根廷	5月复工
	美国查特努加工厂	尚未公布
	墨西哥普埃布拉工厂	停产至5月18日
宝马集团	美国斯帕坦堡工厂	5月1日复工
	墨西哥圣路易斯波托西工厂	5月11日复工
FCA	美国 Belvidere 工厂、底特律工厂、Toledo North 工厂（FCA）	5月3日后复工
现代	美国蒙哥马利工厂	5月4日复工
麦格纳	北美工厂	5月4日复工
特斯拉	美国弗里蒙特工厂	5月底复工
	美国纽约工厂	转产呼吸机
斯巴鲁	美国拉斐特工厂	5月11日复工
本田汽车	美国林肯工厂、格林斯堡工厂、East Liberty 和 Marysville 工厂	5月11日复工
	美国普林斯顿工厂、乔治敦工厂、Blue Springs 工厂、圣安东尼奥工厂	5月11日复工
	巴西工厂	6月22日前停产
沃尔沃汽车	美国里奇维尔工厂	5月11日复工
日产	美国坎顿、Smyrna 工厂	5月中复工
福特汽车	美国所有工厂	5月18日部分复工
通用	美国所有工厂	5月18日部分复工
	巴西工厂	至少停产至5月21日

资料来源：盖世汽车、天风证券研究所

表 3：亚非地区车企复工规划（截至 4 月 30 日）

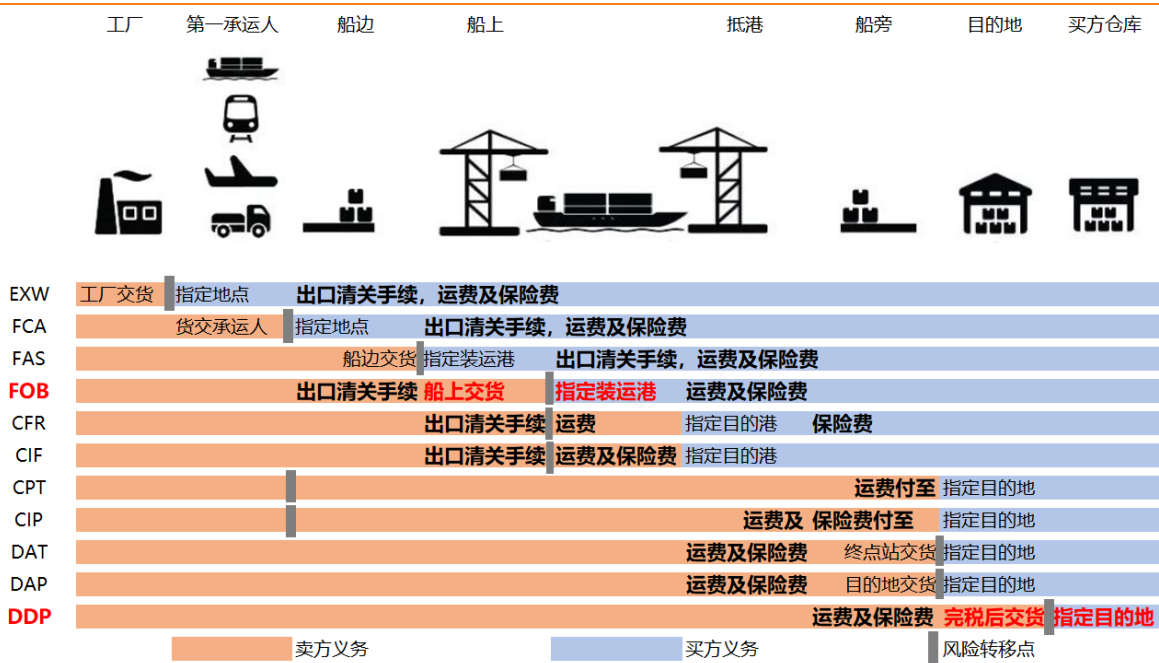
车企	工厂	复工时间
普利司通	日本 11 家工厂	4月底至5月初停产
FCA	土耳其 Tofas 合资工厂	停产至5月4日
丰田汽车	土耳其工厂	停产至5月4日
大众	南非	5月复工

资料来源：盖世汽车、天风证券研究所

FOB 和 DDP 为国际供应链中主要贸易模式。在国际贸易中，通常用不同的贸易术语表示外贸商品的交易地点、买卖方费用与责任划分等问题，如：FOB、DDP、CFR、CIF 等。在出口汽车零部件时，使用最多的两种模式为 FOB 和 DDP：1）部分车企不愿意办理出口清

关手续，且希望自主控制运费及保险费，因此选择指定装运港船上交货的方式，即 FOB；2）部分车企希望尽可能地转移进口贸易的风险，减少不必要的麻烦，因此选择指定目的地完税后交货的方式，即 DDP。这两种模式相比，交货地点上有很大不同：1）FOB 模式下，零部件企业将货物运送至指定国内装运港即可交货；2）DDP 模式下，零部件企业需将货物运送至指定国外目的地方可交货。

图 1：常见贸易术语在交易地点、买卖双方费用与责任划分等方面的区别



资料来源：智库、天风证券研究所

注：由于 1）CPT 模式下：卖方将货物交给第一承运人后，风险由卖方转移至买方，但卖方有订立运输合同、负担货物到指定目的地的运费的义务；2）CIP 模式下：卖方将货物交给第一承运人后，风险由卖方转移至买方，但卖方有订立运输合同和保险合同、负担货物到指定目的地的运费和保险费的义务；因此图中 CPT 和 CIP 模式下风险转移点和买卖双方负担义务节点相差较大。

DDP 模式下供货重启或早于 FOB 模式 2-3 周，5 月底全球汽车供应链有望初步恢复至正常状态。由于 FOB 和 DDP 交货地点的不同导致：1）DDP 模式下车企库存较少，恢复供应的时间将早于复产；2）FOB 模式下车企库存（在途&在库）较多，恢复供应的时间将略晚于复产。以国内上海港出发为例，到达美西约 16 天；美东约 30 天；欧洲约 35 天。而在此紧急状况下，供货时间间隔或有所缩短，我们推测 FOB 模式或比 DDP 模式晚开始供货约 2-3 周。对于国内零部件企业而言：1）DDP 模式下：大部分或开始恢复供货；2）FOB 模式下：欧洲区域大部分客户或开始供货，美洲区域 5 月底有望大规模恢复供应。

表 4：上海港出口到国外各大港口海运时间

航线	目的地	航程时间
上海港-美西基本港	洛杉矶	11-18 天
	长滩	11-21 天
	西雅图	13-22 天
上海港-美东基本港	纽约	26-37 天
	波士顿	29-30 天
上海港-英国基本港	费利克斯托	29-37 天
	南安普顿	28-37 天
上海港-荷兰基本港	鹿特丹	27-45 天
上海港-德国基本港	汉堡	31-35 天
上海港-西班牙基本港	巴塞罗那	30-46 天
上海港-瑞典基本港	哥德堡	37 天
上海港-比利时基本港	安特卫普	29-38 天

上海港-南非基本港

德班

22-26 天

上海港-土耳其基本港

伊斯坦布尔

29-31 天

资料来源：维运网、天风证券研究所

拥有轻资产、强成本管控的全球细分领域龙头 Q2 依旧有望实现盈利。综上考虑，全球汽车供应链大部分于 4 月份处停工状态，而 5 月份正逐步复苏。我们对海外汽车海外产销进行两类情景分析（暂不考虑份额提升等），以海外占比分别为 84%和 72%的细分领域龙头岱美股份和爱柯迪为例（均保守假设国内 Q2 产销持平）：1）乐观情形-海外产销下滑 30%：利润率（毛利率-三费费用率）有望维持在 9%和 15%。2）中性情形-海外产销下滑 50%：虽分别有约 7%和 8%的利润率下滑，但利润率（毛利率-三费费用率）水平依旧有望维持在 7%和 12%的较高水平，净利率或有望分别维持 5%+和 10%+。虽整体净利润水平较正常情况或下降近 7 成（营收下降 5 成*盈利能力下降约 5 成），但依旧有望实现盈利。

图 2：疫情下的全球供应链盈利能力测算：岱美股份&爱柯迪

岱美股份			
国外产量/销量减少	0%	30%	
总营收下滑	0%	25%	
国外收入	84%	0.84	0.59
国内收入	16%	0.16	0.16
成本占比			
原材料	51%	25.56	25.56
人工	20%	9.79	12.25
折旧&摊销	3%	1.31	1.64
其他	26%	12.99	12.99
合计	100%	49.65	52.45
售价（元/件）		71.36	71.36
毛利（元/件）		21.72	18.92
毛利率	30.4%	26.5%	
毛利率差值		3.9%	
收入占比			
销售费用	5.9%	4.21	4.21
管理费用	6.5%	4.65	5.47
研发费用	3.7%	2.67	2.67
财务费用	-0.1%	-0.06	-0.06
三费费用（元/件）		11.46	12.29
三费费用率	16.1%	17.2%	
毛利率-三费率	14.4%	9.3%	
营业利润率差值		5.1%	
爱柯迪			
国内产量/销量减少	0%	30%	
总营收下滑	0%	22%	
国外收入	72%	0.72	0.51
国内收入	28%	0.28	0.28
成本占比			
原材料	41%	4.51	4.51
人工	17%	1.88	2.29
折旧&摊销	14%	1.49	1.82
其他	28%	3.01	3.01
合计	100%	10.89	11.62
售价（元/件）		16.44	16.44
毛利（元/件）		5.55	4.82
毛利率	33.8%	29.3%	
毛利率差值		4.5%	
收入占比			
销售费用	4%	0.70	0.70
管理费用	6%	1.03	1.19
研发费用	4%	0.73	0.73
财务费用	-1%	-0.21	-0.21
三费费用（元/件）		2.25	2.41
三费费用率	13.7%	14.7%	
毛利率-三费率	20.0%	14.6%	
营业利润率差值		5.4%	

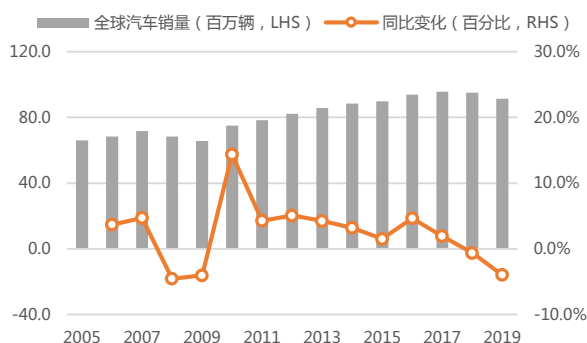
岱美股份			
国外产量/销量减少	0%	50%	
总营收下滑	0%	42%	
国外收入	84%	0.84	0.42
国内收入	16%	0.16	0.16
成本占比			
原材料	51%	25.56	25.56
人工	20%	9.79	13.90
折旧&摊销	3%	1.31	1.86
其他	26%	12.99	12.99
合计	100%	49.65	54.31
售价（元/件）		71.36	71.36
毛利（元/件）		21.72	17.05
毛利率	30.4%	23.9%	
毛利率差值		6.5%	
收入占比			
销售费用	5.9%	4.21	4.21
管理费用	6.5%	4.65	5.24
研发费用	3.7%	2.67	2.67
财务费用	-0.1%	-0.06	-0.06
三费费用（元/件）		11.46	12.05
三费费用率	16.1%	16.9%	
毛利率-三费率	14.4%	7.0%	
营业利润率差值		7.4%	
爱柯迪			
国内产量/销量减少	0%	50%	
总营收下滑	0%	36%	
国外收入	72%	0.72	0.36
国内收入	28%	0.28	0.28
成本占比			
原材料	41%	4.51	4.51
人工	17%	1.88	2.56
折旧&摊销	14%	1.49	2.03
其他	28%	3.01	3.01
合计	100%	10.89	12.11
售价（元/件）		16.44	16.44
毛利（元/件）		5.55	4.33
毛利率	33.8%	26.3%	
毛利率差值		7.4%	
收入占比			
销售费用	4%	0.70	0.70
管理费用	6%	1.03	1.14
研发费用	4%	0.73	0.73
财务费用	-1%	-0.21	-0.21
三费费用（元/件）		2.25	2.37
三费费用率	13.7%	14.4%	
毛利率-三费率	20.0%	11.9%	
营业利润率差值		8.1%	

资料来源：公司公告、天风证券研究所 注：该值为测算值（以单位售价&成本方式测算，不考虑市占率提升、单价提升、OEM 和 AM 的需求复苏不同步等因素），部分数据来自于招股说明书、部分来自于最新年报。

2. 长期：降本诉求下，全球渗透有望二次提速

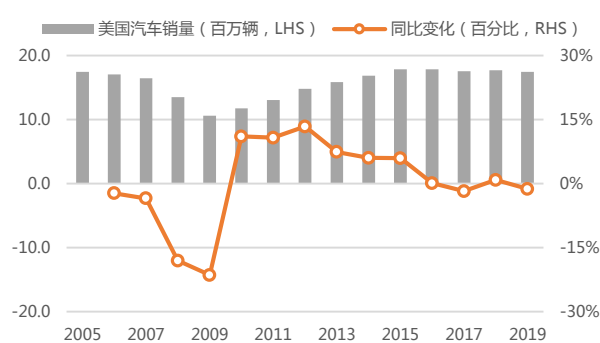
复盘 2008 年，金融危机重创汽车行业。回顾 2008-2010 年间，受金融危机影响，实体经济表现低迷，汽车行业也受到了严重的影响。全球范围内各大车企面临多方挑战：**(1) 财务方面：**由于汽车销量连年下滑，部分车企出现大额亏损；美国车企更是遭遇寒冬，连续两年销量巨幅下降约 20%，营业利润呈现断崖式下跌，通用、克莱斯勒均在 2009 年申请破产保护。**(2) 经营方面：**生产运营设备大范围关停，车企进行大规模降薪、停工、裁员。**(3) 产品方面：**旗下盈利性较差产品相继被出售，行业内部出现整合。

图 3：2005-2019 年全球车企销量变化



资料来源：OICA，天风证券研究所

图 4：2005-2019 年美国汽车销量变化



资料来源：OICA，天风证券研究所

表 5：金融危机下海外车企遭受重创

车企	员工薪酬	生产运营	财务	产品/行业整合
通用	2009 年裁员 1 万名，管理层减薪 3%-10%，减少甚至取消养老保险	1) 2008-2012 年关闭冲压、装配等 12 个车间 2) 2008 年度，授权经销商数量减少 475 个	1) 2008 年销售收入减少 310 亿美元 2) 2009 年申请破产保护	关闭旗下盈利较差的品牌，包括 Saturn, Saab 等
美国车企	福特	2008 年北美地区降薪 15%，通过提前退休计划在美国工厂裁员 9000 人	2008 年第二季度关闭两家工厂，并将于 2009 年-2011 年关闭另外 4 家工厂	1) 2008 年亏损 146 亿美元 2) 整体销售额下降 6%，其中北美地区下降 22%
	克 莱 斯 勒	2007 年裁员 13000 名，2008 年继续裁员千名	1) 2009 年 2 月 9 日起北美四家工厂停工一周 2) 2010 年关闭 5 家工厂	2009 年 4 月申请破产
亚洲车企	本田	裁员 490 名临时员工；重设高官薪酬	2018 年日本、欧洲减产 6.1 万辆，北美减产 17.5 万辆	2008 年 Q4 净利润大幅下滑 89.88%，全年销售额下降 31.6%
	丰田	2008 年对日本本部 6000 名临时工中的 50%进行裁员	1) 关闭与通用汽车合资的 NUMMI 工厂 2) 日本全部工厂 2009 年 2-3 月停工 11 天	70 年来的首次经营亏损，年度亏损约达 17 亿美元，与上年营业利润额相较，共计减少 280 亿美元
欧洲车企	戴 姆 勒	关闭位于加拿大和美国俄勒冈州的工厂，裁员 3500 名	从 2018 年 12 月 11 日至次年 1 月 11 日全线停产	2009 年放弃旗下卡车品牌 Sterling
	大众	在 2008 年底裁减员工 6000 名	2008 年 12 月 18 日至次年 1 月 11 日关闭德国总部工厂	2009 年公司利润比上年暴跌 80%
	宝马	2008 年底裁员 5600 人	2008 年 12 月 8 日至次年 1 月 7 日暂停德国工厂	被迫削减售价，2008 年营业利润下降 90%

资料来源：公司年报、盖世汽车、天风证券研究所

海外车企降本需求显著，供应链全球性调整。在金融危机重创之下，各大车企降本诉求日益迫切，国际汽车巨头供应链进入重要调整期。受削减成本压力的影响，包括福特、通用、大众、本田在内的多数车企均着眼于供应链的优化，采取大幅度减少供应商数量、提高中国等新兴市场零部件采购比例、进行联合采购与生产等措施，力求达成供应链条上综合成本的降低。

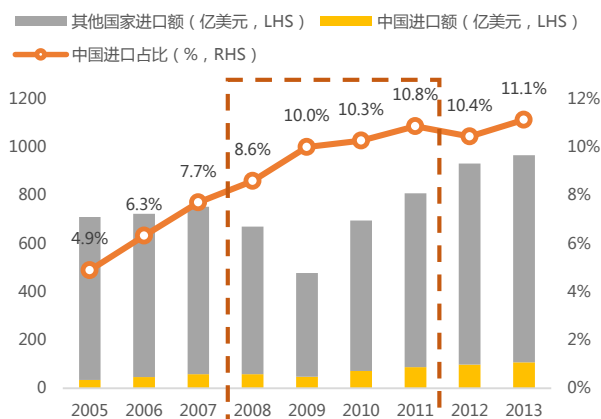
表 6：08 金融危机期间海外车企降本措施

时间	车企	降本措施
2009 年	通用汽车	1) 由于卡车销量严重萎缩，采购部门筛选后仅留下最具竞争力的必要留存供应商
2009 年		2) 2009 年 6 月，北美供应商由 1700 家削减至 1500 家；2010 年年底前进一步降低至 1100 家
2011 年		3) 采用新的战略采配流程，零部件供应商若能满足事先合同中的定价要求，则自动与其签订下一代车型相同部位的零件合同，旨在使用鼓励手段降低采购成本
2009 年	福特汽车	1) 推进 横向一体化 ，企业只注重核心的产品方向与市场，生产部分有望全部委托其他企业
2009 年		2) 将其全球采购订单的三分之二交给福特的首选零部件供应商
2010 年		3) 大幅削减 26% 的供应商，在 2008 年 1600 家基础上减去 419 家，至 2010 年，福特目标将 全球供应商数目削减至 750 家
2009 年	克莱斯勒汽车	1) 三年内将供应链上的成本降低 25%，五年内降低采购成本 29 亿美元
2009 年		2) 裁减非核心供应商 ，克莱斯勒的 300 家大的供应商将 削减到 100 家
2009 年		3) 采购部门开始在世界各地寻找新的供应商
2009 年		4) 克莱斯勒和菲亚特联合采购供应商比例将上升，计划到 2014 年，将共享供应商比例从 2010 年的 52% 上升至 65%，并在 全球范围内寻找零部件共享的新机会
2010 年		5) 制定 中国零部件供应商能力提升计划 ，用 3 年时间就质量管理、研发等内容进行培训，并解决中国零部件供应商在研发方面的部分经费需求，帮助其尽快达到质量要求
2010 年	大众汽车	由于提高的中国进口关税水平，大众汽车计划在中国采购中国工厂生产所需要的所有汽车零部件， 逐步实现国产率 100%
2010 年	PSA	把 在华采购量 从 2007 年的 3.5 亿欧元在 2010 年 提升至 6.5 亿欧元
2009 年	宝马	与奔驰汽车进行 在中国的联合采购 ，预期在第一年即可为双方 节省 3.5 亿欧元 的采购成本
2008 年	戴姆勒	在 2008 年后的 4 年内将大幅增加在华采购额，到 2012 年，预计 在中国为本地业务的零部件采购额 将从 2008 年的 28 亿元 增至 220 亿元以上
2010 年	菲亚特	2010 年 在华采购额超过 15 亿欧元
2010 年	本田	1) 将汽车零部件采购转移至新兴市场，从低成本地区 3-4 家工厂采购， 削减 10% 的成本费用
2010 年		2) 计划在不同款车型汽车上采用相同的零部件
2008 年	丰田	1) 以 中国等新兴市场国家 的工厂为对象，到 2010 年使本地采购率从目前的 7 成 提高到 9 成
2008 年		2) 从 2008 年起，把每年的 成本削减规模 由 1700 亿日元提高到 2000 亿日元以上
2008 年		3) 丰田北美公司对当地零部件供应商施压，要求 向海外低成本国家供应商的综合成本看齐
2010 年	雷诺-	1) 雷诺-日产计划为中型 SUV 和四门轿开发新的共同生产平台，以此降低成本
2010 年	日产	2) 标准化 车窗、刹车在内的 70 个关键零部件。通过 联合采购零部件、原料 ，节约 2.1 亿美元
2010 年	联盟	3) 削减供应商数目，同时还计划 将生产成本降低 30% 以上

资料来源：盖世汽车、天风证券研究所

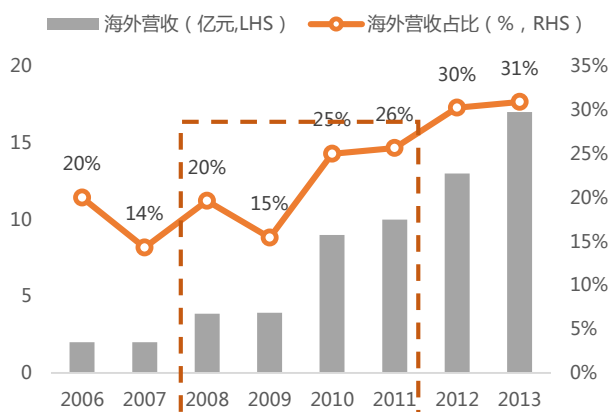
国内零部件供应商迎来历史性机遇，加速渗透全球供应链。在车企降本压力下，成本较低、性价比较高的中国零部件制造商备受瞩目，迎来历史性机遇，开始加速渗透全球汽车产业链。2008-2010 年间，在面临严重危机、整体零部件进口额呈现下滑态势的背景下，美国持续加大对中国零部件的进口比重，从金融危机前的 7% 左右提升至 10% 以上。其中，国内出口型零部件供应商龙头，如福耀玻璃、敏实集团、科力远等海外营收占比均实现了较为明显的提升。

图 5：美国零部件进口额及中国占比



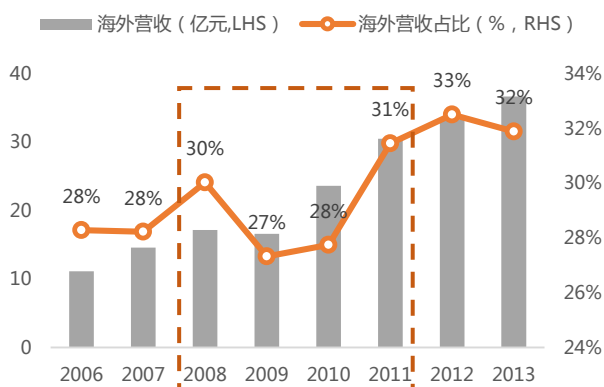
资料来源：DataWeb、天风证券研究所

图 6：敏实集团海外营收及占比



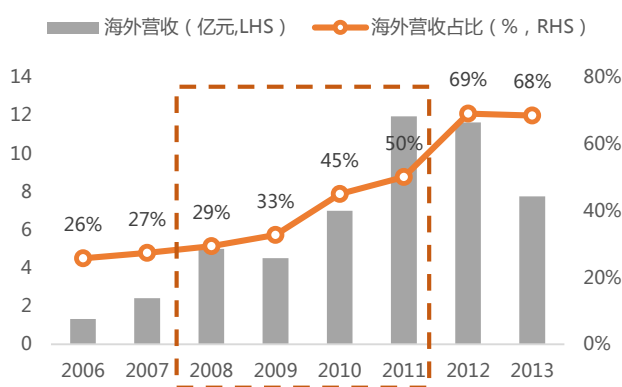
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：福耀玻璃海外营收及占比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：科力远海外营收及占比



资料来源：wind、天风证券研究所

当前疫情之下，全球汽车产业链或面临更大调整。着眼当下，2020 年初开始蔓延的新冠肺炎疫情使得全球制造业受到冲击，而相较于 2008 年的金融危机，中短期内汽车行业或面临更严峻的挑战。各国下达的“居家隔离令”使得消费端需求锐减；而供给方面，全球范围内整车厂出现长时间的停工、停产。供需双方的疲软导致 2020 年 1-3 月汽车销量下降幅度远超 2008 年，并且，由于国外疫情出现较晚，我们预计 2020 年第二季度全球汽车行业或遭受更剧烈的冲击。此外，虽然各国政府已实施多项较 2008 年针对性和力度更强的经济刺激手段，但中短期内汽车产业仍面临较为严峻的考验。对于车企而言，新一轮的降本&供应链整合或更快来临。

表 7：2020 年疫情与 2008 年金融危机冲击的对比

对比方面	2008 年金融危机 (2008-2010)	2020 年疫情 (2020 年 1-4 月)
全球贸易	世界贸易量下滑 12%	WTO 4 月 8 日预测：今年全球贸易将缩水 13%~32%
PMI	1) 09 年美国产出 PMI 达到最低值 30.8 2) 09 年欧元区产出 PMI 达到最低值 36.2 3) 09 年英国产出 PMI 达到最低值 38.1	1) 美国 4 月产出 PMI 指数跌至 27.4 (历史最低) 2) 欧元区 4 月产出 PMI 指数为 13.5 (历史最低) 3) 英国 4 月产出 PMI 指数跌至 12.9 (历史最低)
美股表现	2008-2009 年间道琼斯工业指数最大单日跌幅为 6.98%	1) 2020 年 3 月美股熔断 4 次; 2) 2020 年 Q1 道琼斯工业指数最大单日跌幅 12.93%
全球汽车销量	2008 年同比销量变化: 1) 美国: 下降 18% 2) 日本: 下降 4% 3) 意大利: 下降 15% 4) 西班牙: 下降 30%	2020 年 1-3 月同比销量变化: 1) 美国: 下降 27% 2) 日本: 2020 年 3 月同比下降 9.3% 3) 意大利: 2020 年 3 月同比下降 85.4% 4) 西班牙: 下降 31%

	5) 德国: 下降 2%	5) 德国: 下降 20%
政策支持	1) 美国: 车企主动寻求援助, 随后政府对口援助通用、克莱斯勒 174 亿美元 2) 欧盟: 向遭受重创的欧洲汽车业提供 50 亿欧元的额外注资	1) 美国: 4 月政府通过了 2 万亿美元的全面经济刺激计划 2) 法国: 为雷诺、PSA 等企业提供 3 千亿欧元的贷款担保 3) 韩国: 为汽车行业提供物流和财政支持, 加快清关和安排货运的速度, 同时为企业提供流动性资金支持 4) 日本: 经济产业省、汽车工业协会与零部件工业委员会建立针对疫情的联合委员会, 应对其对本国汽车工业的影响
停工停产	1) 范围小 (北美工厂受到最大影响) 2) 时间短 (停工时间多为一周至半月)	1) 范围大 (截至 3 月 25 日, 海外共有二十大车企以及 13 大零部件巨头关闭工厂超 150 座) 2) 时间长 (关停时间多在 1-2 个月) 3) 不确定性强, 多次出现复工延迟

资料来源: IHS Markit、Capital IQ、盖世汽车、天风证券研究所

危中藏机, 国内零部件供应商或迎来全球替代时代 2.0。从金融危机时刻看出, 危机过后是国内企业快速拓展全球市场的重要时期。例如, 岱美股份, 08 年之前仅有通用汽车一家海外车企巨头客户; 随后两年间, 其凭借优异的产品及性价比快速拓展了大众、福特等客户。我们认为, 随疫情缓解, 国内零部件供应商全球替代步伐或再次加速。主要由于: 1) **外因-疫情带来的替代机遇:** ①部分竞争对手或难以生存, 带来份额的转移; ②车企降本诉求提升, 对原供应商保护力度大幅削弱, 高性价比产品竞争力加强。2) **内因-产品品质 & 客户关系的沉淀:** 经过多年发展, 国内零部件企业产品品质、与全球车企的配套经验 & 关系均大幅提升。

表 8: 零部件商金融危机后业务拓展与近年的业务表现

零部件商	2008 年金融危机前客户	2008 年金融危机后新拓展客户	2019 年现有客户 & 新增客户
福耀玻璃	-	1) 2008 年: 通用全球业务 2) 2008 年: 取得宝马、奔驰国际配套业务; 取得世界八大汽车厂商的认证	截止 2019 年年末, 配套客户包括全球前二十大汽车生产商如丰田、大众、通用、福特、现代等, 以及中国前十大乘用车生产商, 如上汽通用、一汽大众、上海大众、北京现代、东风日产等(均为全球前二十大汽车制造商所运营的附属公司或合营企业)
敏实集团	本田、日产、通用、克莱斯勒、宝马、大众等在国内的合资工厂	1) 2008 年取得 40 个海外项目 2) 2008 年首次进入欧洲 PSA, 欧洲 Fiat, 北美 Ford, 北美 Nissan 及 PACCAR 的供应体系	截止 2019 年年末, 已进入欧系、日系、美系以及中系等多家主机厂的电动车供应商体系, 客户涵盖雷诺、宝马、菲亚特、PSA、戴姆勒、沃尔沃、捷豹路虎、日产、本田、福特等
岱美股份	通用汽车; 一汽轿车等	1) 2008 年: 克莱斯勒战略供应商 2) 2008 年: 江森自控 3) 2009 年: 安通林 4) 2009 年: 弗吉亚北美 5) 2009 年: 丰田纺织株式会社 6) 2009 年: 神龙公司 7) 2010 年: 韩国 KM&I Co., Ltd 8) 成为福特全球 Q1 供应商 9) 成为大众全球 A 级供应商	截止 2019 年年末, 客户包括奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、克莱斯勒、大众、标致雪铁龙、特斯拉、丰田、本田、日产等国外主流整车厂商, 以及上汽、一汽、东风、长城、蔚来、小鹏等国内优势汽车企业。
爱柯迪	法雷奥、马勒、博世、耐世特、大陆、电产、哈金森	1) 2010 年: 格特拉克 2) 2010 年: 吉凯恩	截止 2019 年末, 业务覆盖美欧亚的汽车工业发达地区, 主要客户为知名大型跨国汽车零部件供应商, 包括法雷奥、博世、麦格纳、格特拉克、电产、耐世特、大陆、克诺尔、马勒、吉凯恩、哈金森、博格华纳、上汽集团、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚等
科博达	上汽大众; 奥迪公司	2010 年: 一汽大众	2019 年首次获得福特定点项目; 截止 2019 年年末, 公司核心客户包括大众集团(包括其下属子公司)

玲珑轮胎	-	-	奥迪、保时捷、宾利和兰博基尼)、戴姆勒、捷豹路虎、一汽集团及上汽大众等数十家全球知名整车厂商。 2019 年进入广汽传祺、三菱等主机厂的配套体系。 截止 2019 年年末,覆盖国内外 60 多家知名车企。截至目前已为大众(含奥迪)、通用、福特、雷诺日产、广汽三菱、一汽集团、吉利汽车、比亚迪、奇瑞、长城、中国重汽、福田汽车、东风股份等多家知名主机厂 100 多个生产基地提供配套
精锻科技	约翰迪尔	1) 2008 年: GKN 2) 2009 年: 大众汽车、麦格纳公司、比亚迪汽车、长安汽车和长城汽车等	截止 2019 年年末,公司产品主要为大众、通用、福特、奔驰、奥迪、宝马、丰田、日产、克莱斯勒、菲亚特、长安、长城、奇瑞、吉利、沃尔沃、江淮、上汽、比亚迪等公司众多车型配套,同时进入了 GKN、MAGNA、AAM、DANA、JOHNDEERE、Valeo、BorgWarner、Schaeffler、EATON 等全球知名客户的配套体系; 截止 2019 年末,主要客户包括一汽-大众、吉利、沃尔沃、宝马、保时捷、PSA、奔驰等
得润电子	-	-	截止 2019 年年末,主要客户已涵盖宝马、戴姆勒、大众、奥迪、特斯拉、通用、福特、丰田、本田、日产和马自达等全球整车厂商与国内一线自主品牌如吉利、沃尔沃、上汽集团、一汽集团等
均胜电子	-	-	2019 年进入比亚迪汽车和宝腾汽车的供应商体系; 截止 2019 年年末,客户主要为国内各大汽车厂商,包括奇瑞汽车、长城汽车、吉利汽车、一汽集团、观致汽车、比亚迪、佛吉亚、东风汽车、江铃汽车、长安汽车、摩比斯等等; 同时拥有宝马汽车、奔驰汽车的高端国际品牌业务
万里扬	无国际业务, 主要供货北汽福田与东风汽车	2008 年: 中国一汽 未拓展国际业务	截止 2019 年年末,主要客户包括: 1) 一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、上汽通用、奇瑞捷豹路虎、奇瑞汽车、吉利汽车、一汽轿车、北汽等国内知名整车厂 2) 特斯拉、奔驰 EQB 平台、华晨宝马 3 系电动版、英国捷豹路虎、越南 Vinfast、北美 ZOOX、理想汽车、爱驰汽车、恒大国能等新能源车及伟巴斯特、恩坦华等知名汽车零部件一级供应商
常熟汽饰	-	-	

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

3. 投资建议：把握龙头成长的长线低点

短期承压，重视长线低点。若以第一章节方式计算，在海外下滑 50%，国内持平的中性情形下测算，各细分领域龙头 Q2 业绩将受到不同程度的影响，业绩或下滑 4-7 成不等。但各公司均有望实现盈利，无须过分担忧出现亏损。此外，考虑疫情影响下调各公司盈利预测后，相较历史平均估值水平，依旧处于偏低估状态。而随疫情缓解，经济稳步复苏、新订单加速落地，2021 年开始各龙头有望进入新一轮快速增长期，目前或为 3-5 年的低点。推荐拥有“定价权”的细分领域龙头【**岱美股份、爱柯迪、科博达、敏实集团、福耀玻璃**】，以及正加速走向海外的【**玲珑轮胎、精锻科技**】等。

表 9：细分领域龙头业绩&估值测算

公司名称	领域	海外营收占比	Q2 业绩影响 (下滑)猜想	归母净利润(亿元)		市值(亿元)	PE		历史估值均值
				20E	21E		20E	21E	
岱美股份	全球遮阳板、头枕、扶手龙头	84%	70%	6.9	9.3	119.4	17.3	12.9	20.5
爱柯迪	全球小型铝精密压铸件龙头	72%	60%	4.7	5.9	98.4	21.0	16.8	21.1
科博达	全球车灯控制器全球龙头	33%	50%	5.2	6.5	230.1	44.3	35.2	45.7
敏实集团	全球内外饰龙头	42%	65%	17.2	19.8	214.3	12.5	10.8	14.4
福耀玻璃	全球汽车玻璃龙头	49%	40%	26.1	33.0	475.3	18.2	14.4	13.8
玲珑轮胎	国内汽车轮胎龙头	52%	45%	18.3	21.2	259.9	14.2	12.2	22.2

资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所 注：1) 玲珑轮胎盈利预测为 wind 一致预期，其余公司为天风汽车预测；2) 业绩猜想仅为初步估算，不考虑市占率提升、单价提升、OEM 和 AM 的需求复苏不同步等因素。3) 历史估值为近 10 年（不足 10 年，则为上市至今）至今 PE-TTM 均值。4) 日期截止：4/30。

4. 风险提示

- 1、疫情持续扩散：若疫情持续扩散，复工将推迟，将对出口型零部件企业造成较大负面影响。
- 2、全球汽车产销不及预期。
- 3、客户拓展速度不及预期等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com