

## 需求仍在，部分公司有望见到季度盈利增长弹性



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 疫情控制后，乘用车需求有望叠加释放，预计 1 季度末释放需求有望在 2、3 季度体现。1 季度受疫情影响被抑制的购车需求及疫情刺激部分消费者提前购车，叠加地方政府刺激汽车需求政策出台，预计 2 季度乘用车需求有望回暖。1 季度行业销量 283 万辆，同比下降 45.2%。从两个角度进行考虑测算，1 季度抑制需求释放销量，且考虑假设其中部分刚需消费者可能放弃购车，经过测算，预计约 150 万辆销量有望在 2、3 季度体现。1 季度需求释放叠加地方政策刺激，预计 2 季度狭义乘用车销量增速有望环比大幅改善。
- 库存分析：厂商和经销商压力趋缓。厂商角度分析，2018 年以来，车企持续去库存，库存率下降到今年 1 月的 20.06%。若无疫情发生，则 1 季度行业库存仍将是正常水平，受疫情影响 2 月库存率达到 139% 非正常值，但在 3 月需求逐步改善下，行业库存回落至 26.5%。目前车企整体库存处于正常水平中。经销商角度，经销商库存系数在 18 年 6 月达到高点 1.93，之后行业整体去库存，库存系数下降，在今年 2 月达到高点，3 月回落。经销商预警指数持续下降，2 月该指数攀升，3 月快速下降至 59.3，经销商库存压力逐步减小。
- 预计部分零部件公司 2 季度可见盈利弹性。从收入、净利润及毛利率分析，尽管疫情影响导致 1 季度行业销量大幅下滑，但部分零部件公司经营情况远好于行业平均水平。这些公司主要是靠新产品、新客户及产品结构升级等，实现逆市增长。如银轮股份，1 季度受益于重卡 EGR 产品及新能源热管理产品配套大幅增长；拓普集团下游客户特斯拉需求向好，新泉股份新增大众客户配套量等。若 2 季度行业企稳，以内需为主、新客户、新订单是增量背景下，预计部分公司可见到单季盈利弹性。如拓普集团、新泉股份、银轮股份、德赛西威等。
- 继续看好特斯拉及大众 MEB 产业链配套公司。特斯拉 1 季度国内和海外销量均逆市增长，今年 1 季度特斯拉实现收入 59.85 亿美元，同比增长 31.8%，净利润连续 3 个季度实现盈利，给其配套供应商将持续受益。大众 MEB 平台稳步推进。国内方面，上汽大众及一汽大众 MEB 工厂合计产能 60 万台；国际方面，2022 年之前大众将会在全球范围内打造 8 座 MEB 工厂。MEB 平台覆盖车型从 A 级到 D 级，涵盖轿车、SUV、MPV 等，计划 2025 年在全球量产 33 款 MEB 车型，其中将有近一半的车型来自中国。2020 年 ID.3 和 ID.4 将陆续上市。大众 MEB 平台给产业链上下游的上市公司带来发展机遇。受益公司如华域汽车、精锻科技、新泉股份、三花智控等。

**投资建议与投资标的：**在疫情得到控制后，预计 2 季度乘用车行业有望企稳，其中具备新订单、新客户、产品结构升级零部件公司 2 季度盈利弹性较大；继续看好特斯拉及 MEB 平台产业链配套公司；看好低估值及业绩弹性大的整车公司。建议关注标的：华域汽车、长安汽车、上汽集团、广汽集团、拓普集团、新泉股份、银轮股份、德赛西威、星宇股份、伯特利等；其它关注：爱柯迪、三花智控、岱美股份、科博达、精锻科技、潍柴动力、均胜电子。

## 风险提示

宏观经济下行影响汽车需求、新能源汽车需求低于预期、上游原材料成本压力。

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

## 国家/地区

中国

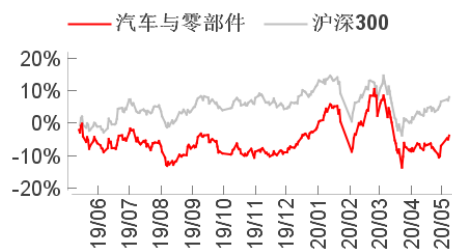
## 行业

汽车与零部件行业

## 报告发布日期

2020 年 05 月 10 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

姜雪晴

021-63325888\*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

## 相关报告

智能网联汽车公司的突破点及布局：—— 2020-03-22

智能网联汽车系列报告之一

若出台刺激需求政策，疫情控制后将加强需 2020-02-24

## 目 录

1 疫情控制后，乘用车需求有望叠加释放 .....	5
2 库存分析：厂商和经销商压力趋缓 .....	6
2.1 厂商库存：目前整体处于正常水平 .....	6
2.2 经销商库存：库存压力逐步下降 .....	7
3 预计 1 季度未释放需求有望在 2、3 季度体现 .....	7
4 预计部分零部件公司 2 季度可见盈利弹性 .....	9
4.1 疫情下部分零部件公司盈利能力远好于行业平均水平 .....	9
4.2 部分零部件公司逆势向上的逻辑推理 .....	12
4.3 行业若企稳，预计部分零部件公司单季盈利弹性较大 .....	13
5 继续看好特斯拉及大众 MEB 产业链配套公司 .....	14
5.1 特斯拉销量逆市增长，配套供应商受益 .....	14
5.2 大众 MEB 平台稳步推进 .....	16
6 主要投资策略 .....	18
7 主要风险 .....	19

## 图表目录

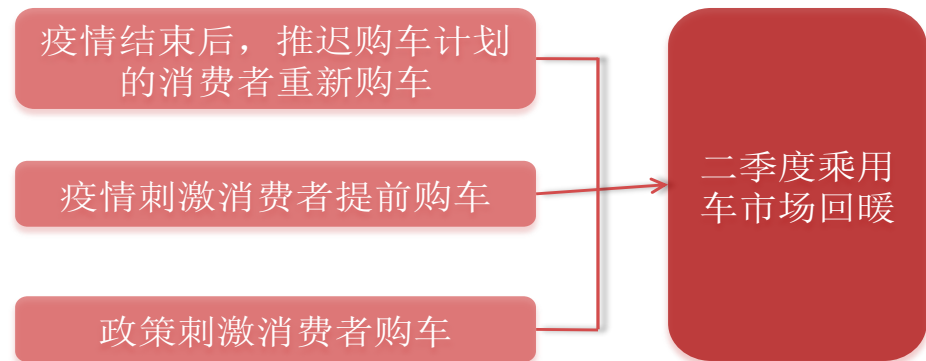
图 1：疫情对乘用车需求和销量影响关系分析.....	5
图 2：轿车行业库存率（2018—2020（1—3 月））.....	6
图 3：轿车行业库存量（2018—2020（1—3 月））（辆）.....	6
图 4：经销商库存系数（2018—2020（1—3 月））.....	7
图 5：经销商库存预警指数（2018—2020（1—3 月））.....	7
图 6：狭义乘用车月度批发销量情况.....	8
图 7：狭义乘用车季度批发销量情况.....	8
图 8：20201Q 销量与近几年 1Q 销量比重比较.....	9
图 9：1Q 销量及在历年狭义乘用车年销量比重.....	9
图 10：零部件公司收入增速比重分布情况.....	9
图 11：零部件公司收入增速分布情况.....	9
图 12：零部件公司收入同比正增长.....	10
图 13：零部件公司收入同比下滑 20%以内.....	10
图 14：零部件公司归母净利增速比重分布情况.....	11
图 15：零部件公司归母净利增速分布情况.....	11
图 16：零部件公司归母净利同比正增长.....	11
图 17：零部件公司归母净利同比下滑 20%以内.....	11
图 18：零部件公司毛利率增速比重分布情况.....	12
图 19：零部件公司毛利率增速分布情况.....	12
图 20：零部件公司毛利率同比增速小于-0.05 个百分点.....	12
图 21：零部件公司逆市增长逻辑.....	13
图 22：预计部分零部件公司 2 季度盈利弹性较大.....	13
图 23：部分零部件单季归母净利润比较（亿元）.....	14
图 24：特斯拉汽车交付量情况.....	14
图 25：特斯拉单季度汽车交付量情况.....	14
图 26：特斯拉季度营业收入情况.....	15
图 27：特斯拉季度净利润情况.....	15
图 28：特斯拉配套公司营业收入比重.....	16
图 29：2022 年全球 8 座 MEB 工厂.....	17
图 30：MEB 平台发展进程.....	17
表 1：各地政府出台一系列刺激汽车消费政策.....	5
表 2：特斯拉国产产业链受益公司 2020 年和 2021 年净利润弹性测算.....	16

表 3：大众发布的 ID.系列车型.....	17
表 4：大众 MEB 平台产业链国内受益上市公司 .....	18
表 5：主要汽车公司估值表 .....	19

## 1 疫情控制后，乘用车需求有望叠加释放

受疫情影响，1 季度需要购车的消费者将推迟购车，导致 1 季度乘用车需求受到负面影响。疫情控制后，一方面受疫情影响推迟购车计划的消费者将进行购车；另一方面，疫情将会刺激部分消费者提前购买私家车，因为私家车可以有效提供独立空间，避免使用公共交通。在两方面因素作用下，2 季度乘用车需求有望回暖，销量有望反弹。

图 1：疫情对乘用车需求和销量影响关系分析



资料来源：东方证券研究所

近期陆续出台的地方政府政策也将刺激汽车需求的释放。

商务部引导各地政府出台汽车消费政策。受疫情影响，汽车行业下滑严重，2020 年 2 月 20 日，商务部指出正研究出台一系列稳定汽车消费措施。自此，各地政府密集出台一系列相关政策，2 月至 5 月期间，超 20 个省市出台汽车消费刺激政策。

地方政府出台措施，大力刺激汽车消费。上海发布多项政策刺激汽车消费，包括新增 4 万个客车额度、国 4 置换国 6 四千元补贴、新能源车充电费五千元补助、新能源公交车及纯电动出租车置换 7500 辆等。广东同样针对购置新能源车给予补贴，比如广州针对新能源车使用环节给予 1 万元综合补贴，鼓励淘汰国 3 及以下车辆，鼓励为征信良好的消费者提供无抵押贷款。重庆沙坪坝区针对消费者购车提供 500 元—3000 元不等的补贴，浙江宁波针对消费者购买地产车提供一次性让利五千元，杭州增加 2 万个小客车指标，各地政府积极出台措施，稳定汽车行业发展。

地方政府刺激汽车需求政策出台，预计在 2 季度将逐步见到效果。

表 1：各地政府出台一系列刺激汽车消费政策

时间	省市	政策名称	主要措施
2020/1/29	佛山	《佛山市促进汽车市场消费升级若干措施（试行）》	1、佛山号牌车主/消费者购买新车可获每辆车补助 3000 元/2000 元； 2、消费者购买 5 辆及以上大中重型客运等，每辆车补助 5000 元；
2020/2/21	广东	《广东省进一步稳定和促进就业若干政策措施》	老旧汽车报废更新补贴政策，鼓励广州、深圳放宽汽车摇号和竞拍指标。

2020/3/2	湘潭	《关于出台促进吉利地产车在长株潭消费升级鼓励措施》	前 3500 名长株潭市民购买吉利汽车，可获 3000 元/台的补贴
2020/3/4	广州	《广州市人民政府关于印发广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》	1、视情况研究推出新增中小客车指标；
2020/3/6	重庆	重庆沙坪坝区出台促进汽车消费政策	2、对个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴；
2020/3/11	珠海	《珠海市人民政府关于有效降低疫情影响促进经济平稳运行的实施意见》	3、消费者置换或报废二手车并购买国 6，每辆给予 3000 元补助。
2020/3/14	长沙	长沙市出台促进汽车消费政策	针对不同裸车价，给予不同层次补贴。
2020/3/24	北京	《北京正在研究出台刺激汽车消费措施》	1、对购买国 6 的消费者给予补助；
2020/3/25	杭州	《关于 2020 年一次性增加小客车指标的配置公告》	2、对符合规定的车展布展企业等给予场地、宣传投入补助和销售奖励；
2020/3/25	宁波	《宁波市人民政府办公厅关于推进工业扩能稳增长若干意见》	消费者购买指定车型并上牌，获裸车价款 3% 补贴，不超过 3000 元。
2020/4/1	南昌	《南昌市引导汽车消费升级补贴办法》	1、尽快推出高排放老旧汽车淘汰更新政策，释放老旧车存量指标；
2020/4/15	广东	《广东省关于促进农村消费的若干措施》	2、通过设置补贴奖励及购车时限，在年内转化为新购汽车消费贡献；
2020/4/23	上海	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	3、本市无车且在轮候范围的新能源车需求家庭，上半年释放不少于 10 万个购车指标。
			2020 年一次性增加 2 万个小客车指标。
			1、消费者购买地产车并上牌，补贴 5000 元，每家企业限让利 6000 辆；
			2、符合要求的本地汽车企业累计产量突破 1 万辆后，产量每超过 10% 给予 50 万元补助，每家企业不超过 500 万元。
			购买 1 辆新车补贴 1000 元人民币。
			1、消费者购买新能源车或燃油车，可给予补贴，并提供金融支持；
			2、鼓励淘汰国 3 及以下车辆，鼓励汽车企业对农村居民车辆以旧换新；
			1、从 3 月起到底，新增 4 万个非营业性客车额度投放量；
			2、消费者报废或转出国 4 及以下，新购置国 6，每辆车 4000 元补助；
			3、消费者购买新能源汽车，针对充电费给予 5000 元补助；
			4、置换新能源公交车 2500 辆左右，纯电动出租车 5000 辆左右等；

资料来源：政府网站、汽车之家、网页资料整理、东方证券研究所

## 2 库存分析：厂商和经销商压力趋缓

### 2.1 厂商库存：目前整体处于正常水平

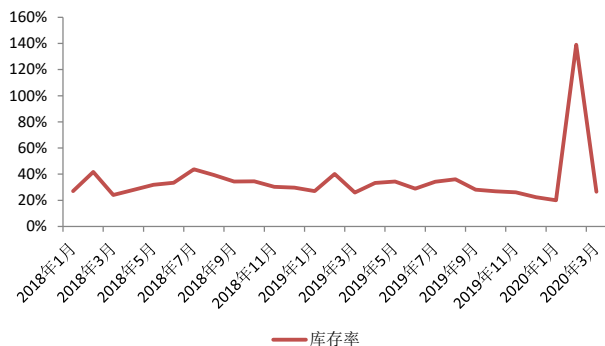
我们对轿车行业历史数据进行统计分析：

2018 年以来，乘用车行业持续去库存，2018 年 7 月库存率达到当年高点 43.8%，之后持续下降到今年 1 月库存率 20.06%。正常情况下，若没有疫情发生，则 1 季度行业库存仍将是正常水平，因为受到疫情影响，2 月库存率达到 139% 非正常值，但在 3 月疫情压力减缓下，需求逐步改善下，行业库存又回落至 26.5%。

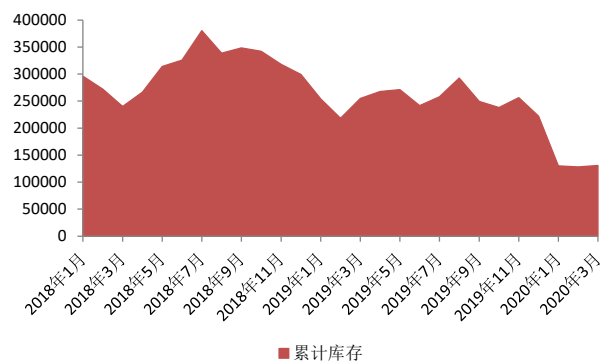
现阶段，目前车企整体库存处于正常水平中。

图 2：轿车行业库存率（2018–2020（1–3 月））

图 3：轿车行业库存量（2018–2020（1–3 月））（辆）



数据来源：中汽协、东方证券研究所



数据来源：中汽协、东方证券研究所

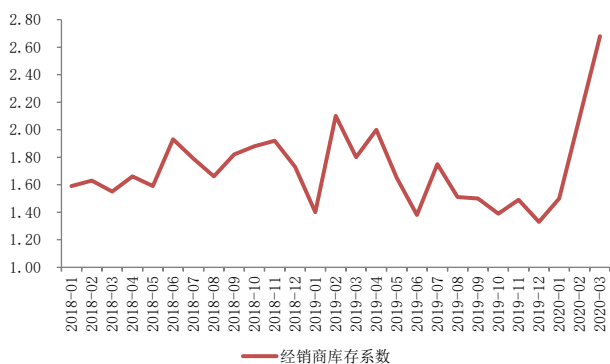
## 2.2 经销商库存：库存压力逐步下降

上文中我们主要分析厂商库存情况，在此继续分析经销商库存情况。

2018 年在行业需求向下时，经销商库存系数上升，在 18 年 6 月达到高点 1.93，之后行业整体去库存，库存系数下降，在今年 2 月达到高点，3 月开始回落。

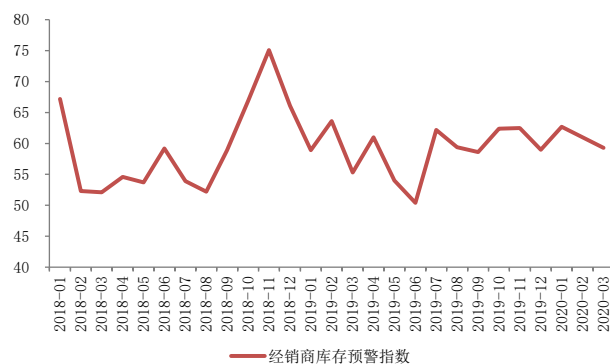
经销商预警指数持续下降，在 18 年 11 月达到高点 75.1 后，持续逐月向下，今年 2 月该指数受疫情影响攀升，3 月快速下降至 59.3，经销商库存压力逐步减小。

图 4：经销商库存系数（2018–2020（1–3 月））



数据来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

图 5：经销商库存预警指数（2018–2020（1–3 月））



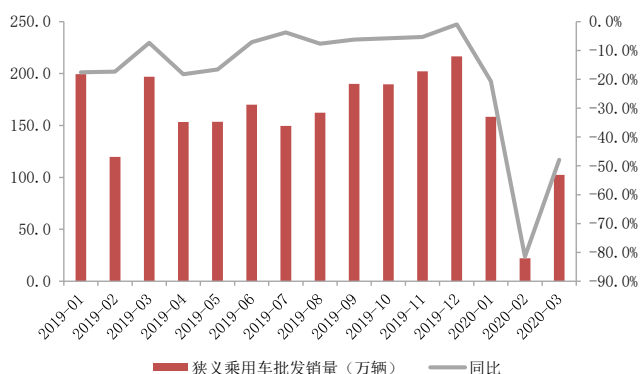
数据来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

## 3 预计 1 季度末释放需求有望在 2、3 季度体现



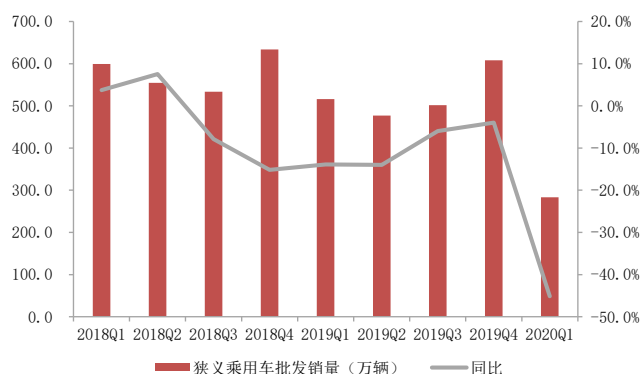
狭义乘用车 2019 年月度销量增速自 8 月份以来，随着下游需求逐步企稳，狭义乘用车批发销量下滑幅度持续收窄，从 8 月的 7.7% 收窄至 12 月的 1%，增速接近转正。受疫情影响，今年 1 月开始，又出现下滑趋势。从季度销量来看，狭义乘用车批发销量呈现同样的趋势；2019 年 Q2 至 2019 年 Q4 的下滑幅度分别为 14%、6% 和 4%，持续收窄明显，但 1 季度仍出现大幅下滑，若无疫情影响，预计消费者需求在 1 季度仍将正常释放。

图 6：狭义乘用车月度批发销量情况



资料来源：中汽协、东方证券研究所

图 7：狭义乘用车季度批发销量情况



资料来源：中汽协、东方证券研究所

今年 1 季度受疫情影响，居民外出减少、各行业开工延期，导致汽车销售活动受到较大影响，2、3 月狭义乘用车销量大幅下滑，2、3 月销量分别同比下滑 81.5%、47.9%；导致 1 季度行业销量 283 万辆，同比下降 45.2%。

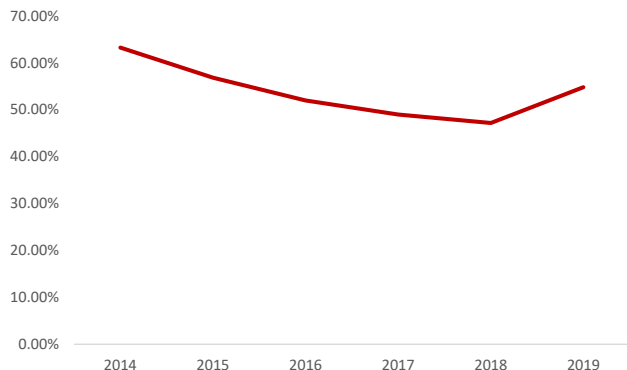
根据 2014 年至 2019 年的近 6 年狭义乘用车销量数据，1 季度销量平均水平在 500 万辆左右，今年 1 季度销量与历史平均数据比较，仅占 50% 左右，即约 247 万辆左右销量受疫情影响，未在 1 季度体现。预计这部分需求有望在今年后面几个季度体现出来。

另外，我们考虑历年 1 季度销量在年销量中比重，假设今年行业销量同比下降 10% 左右，则预计 1 季度销量在 457 万辆左右，而实际受疫情影响，1 季度销量 283 万辆，相差 174 万辆，假设其中部分刚需消费者放弃购车，则经过以上两方面测算，预计约 150 万辆销量有望在 2、3 季度体现。

1 季度需求释放叠加地方政策刺激，预计 2 季度狭义乘用车销量增速有望环比大幅改善。

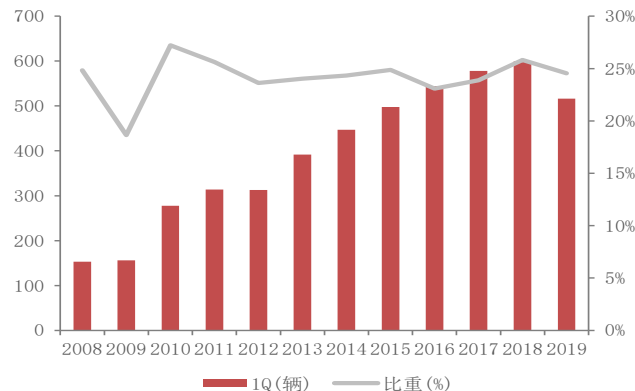


图 8：2020 1Q 销量与近几年 1Q 销量比重比较



资料来源：中汽协、东方证券研究所

图 9：1Q 销量及在历年狭义乘用车年销量比重



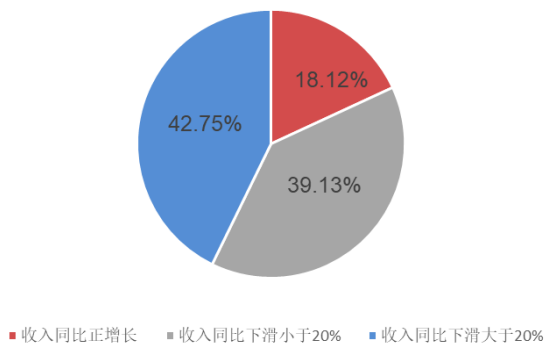
资料来源：中汽协、东方证券研究所

## 4 预计部分零部件公司 2 季度可见盈利弹性

### 4.1 疫情下部分零部件公司盈利能力远好于行业平均水平

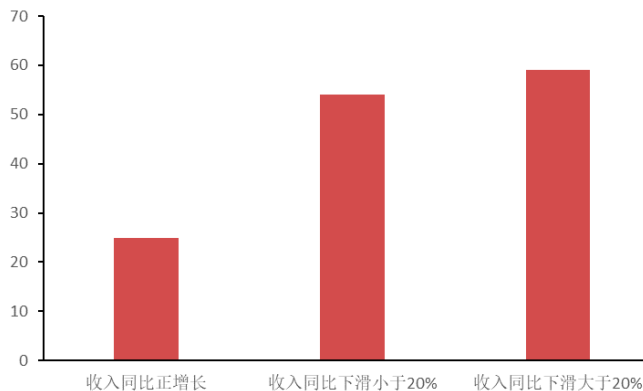
从 1 季度收入分析，疫情对部分零部件公司收入影响较小。2020 年一季度，138 家零部件公司仅有 25 家公司收入同比增速为正，去年同期为 62 家，分化明显。54 家公司收入同比增速下滑小于 20%，59 家公司收入同比下滑超 20%。从百分比情况来看，收入同比正增长占比 18.12%，下滑 20%以内占比 39.13%，下滑超 20%占比最大达到 42.75%，整体而言，部分企业收入表现更佳。

图 10：零部件公司收入增速比重分布情况



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 11：零部件公司收入增速分布情况

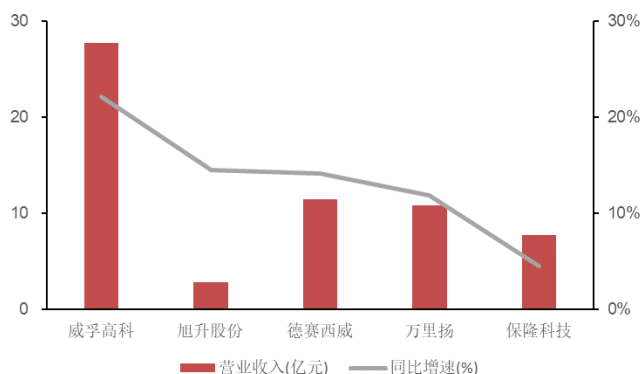


资料来源：Wind、东方证券研究所

收入同比正增长企业中，威孚高科一季度收入 27.72 亿元，受益于下游重卡车企销量较好，逆势同比增长 22.11%，收入表现情况好。旭升股份一季度收入 2.88 亿元，同比增长 14.54%，公司作为铝合金轻量化行业龙头，成功切入特斯拉产业链，2017 年-2019 年，特斯拉对公司业务贡献均超 50%，一季度良好表现受益于特斯拉销量火爆。

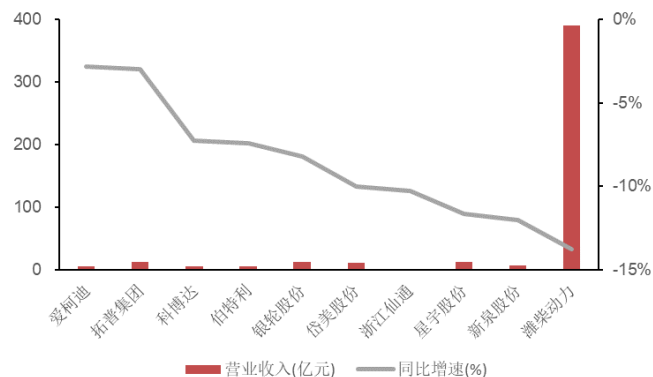
部分企业存在相对竞争优势，收入表现相对良好。收入同比下滑小于 20% 企业中，拓普集团一季度收入 12.08 亿元，同比增速小幅下滑 2.98%，疫情影响较小，主要是下游特斯拉及吉利表现较好，贡献增量收入，拓普在零部件企业中增速排名第 30 位，去年同期排名 104 位，行业地位得到体现。银轮股份作为汽车热管理头部企业，一季度营收 12.75 亿元，同比增速小幅下滑 8.20%，新能源车热管理及重卡 EGR 是增量，未来营收仍有提升空间。

图 12：零部件公司收入同比正增长



资料来源：Wind、东方证券研究所

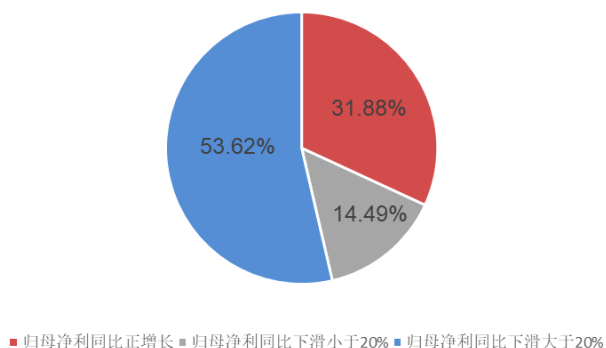
图 13：零部件公司收入同比下滑 20% 以内



资料来源：Wind、东方证券研究所

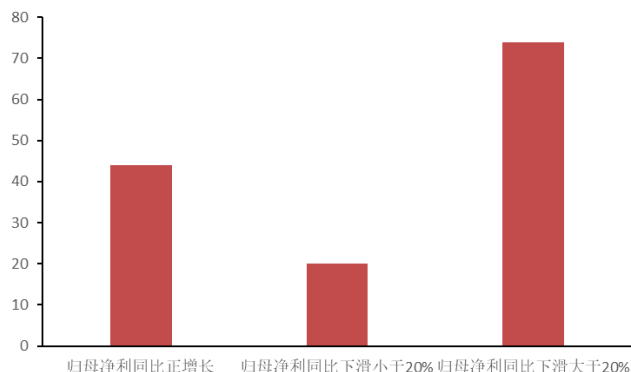
疫情对大部分零部件公司盈利能力影响大，但部分零部件公司抗风险能力强。2020 年一季度，零部件公司中有 44 家公司归母净利同比增速为正，去年同期为 47 家，零部件企业一方面通过行业内的领先地位保持盈利水平，另一方面通过新客户、新订单等提升销售规模，受疫情冲击影响较小。20 家公司归母净利同比增速下滑小于 20%，部分优质企业表现优于行业平均水平，74 家公司归母净利同比下滑超 20%。从百分比情况来看，净利润同比正增长占比 31.88%，下滑 20% 以内占比 14.49%，下滑超 20% 占比达到 53.62%，优质企业盈利能力稳定性较好。

图 14：零部件公司归母净利增速比重分布情况



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 15：零部件公司归母净利增速分布情况

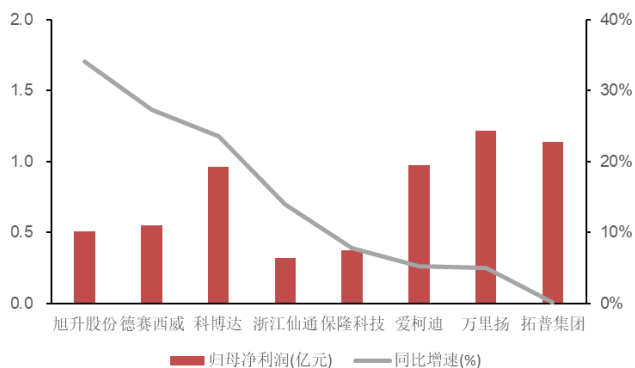


资料来源：Wind、东方证券研究所

归母净利同比增长企业中，万里扬一季度归母净利 1.21 亿元，同比增长 4.98%，公司强势产品 G 变速器和 CVT 的增长带动公司盈利逆势上扬。科博达一季度归母净利 0.96 亿元，同比增长 23.47%，作为国内汽车电子领先企业，客户全球性拓展至大众、奥迪、保时捷等国际车企，公司在疫情压力下表现出较强的抗风险能力。

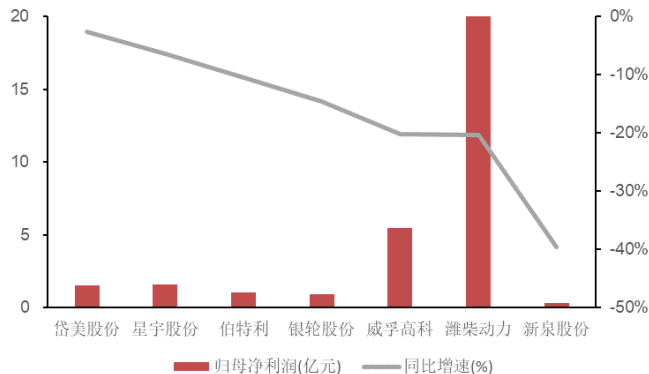
领先企业盈利能力相对较好。归母净利同比下滑小于 20% 企业中，星宇股份一季度归母净利 1.60 亿元，同比小幅下滑 6.38%，下游客户产量下滑较少，车灯领域的主导地位使公司盈利表现稳定。伯特利一季度归母净利 1.04 亿元，同比小幅下滑 10.52%，公司是国内转向节头部企业，产能利用率较高，为稳定盈利能力做出较大贡献。

图 16：零部件公司归母净利同比正增长



资料来源：Wind、东方证券研究所

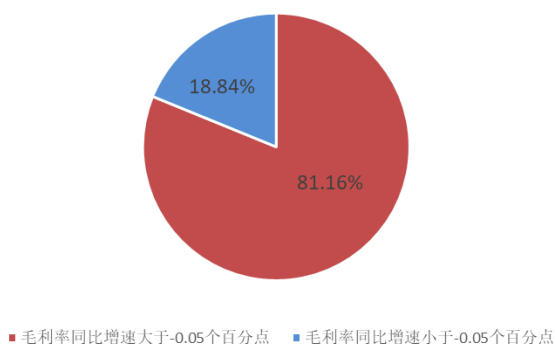
图 17：零部件公司归母净利同比下滑 20% 以内



资料来源：Wind、东方证券研究所

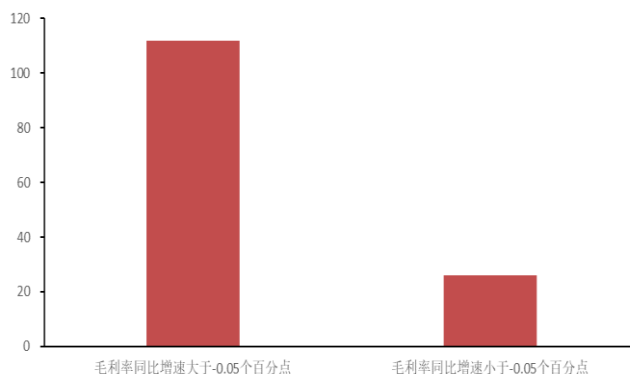
2020 年一季度，零部件公司有 112 家公司毛利率同比增速大于-0.05 个百分点，毛利率同比增速小于-0.05 个百分点的仅有 26 家，毛利率同比增速中位数为-0.01 个百分点，从百分比情况来看，毛利同比增速大于-0.05 个百分点的公司占比 81.16%，大部分企业毛利率处于历史底部，预计继续向下空间不大。

图 18：零部件公司毛利率增速比重分布情况



资料来源：Wind、东方证券研究所

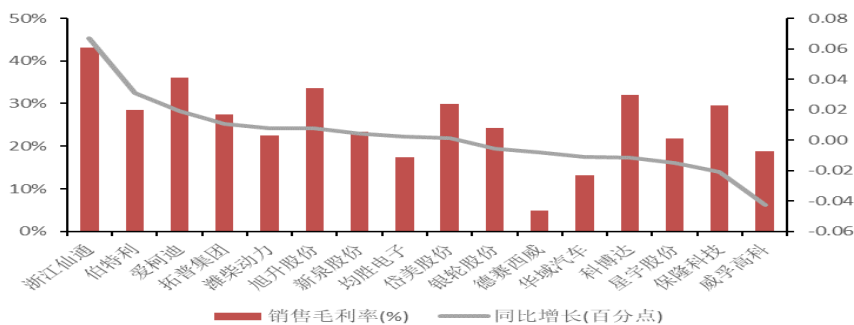
图 19：零部件公司毛利率增速分布情况



资料来源：Wind、东方证券研究所

毛利率同比增速大于-0.05 个百分点企业中，爱柯迪一季度毛利率 36.03%，毛利率同比增长 0.02 个百分点，公司作为精密压铸件龙头企业，出口比重高，1 季度受疫情影响小。潍柴动力一季度毛利率 22.44%，毛利率同比增长 0.01 个百分点，作为国内重卡发动机制造商龙头地位和重卡整车制造商的领先地位为公司的毛利水平保驾护航，有效保证了公司的盈利能力。

图 20：零部件公司毛利率同比增速小于-0.05 个百分点

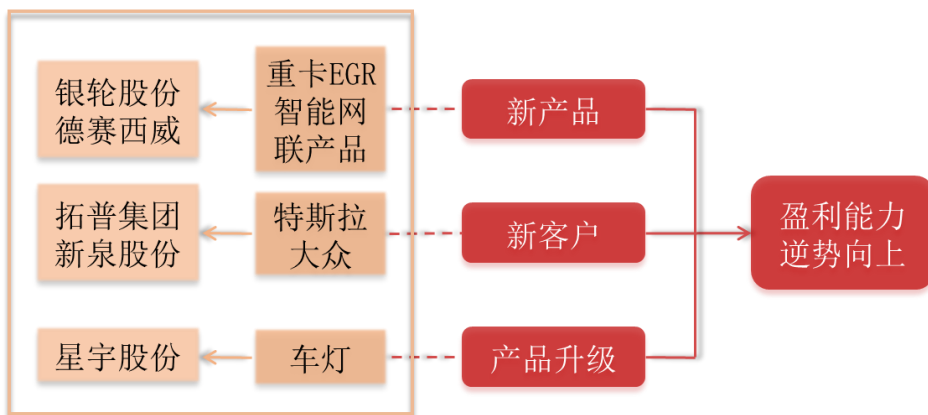


资料来源：Wind、东方证券研究所

## 4.2 部分零部件公司逆势向上的逻辑推理

1 季度受疫情影响，行业产销量大幅度下滑，在此背景下，仍有部分零部件公司盈利同比实现增长或者小幅下滑，远好于行业平均水平。分析来看，这些公司主要是靠新产品、新增客户及产品结构升级等，实现逆市增长。如银轮股份，1 季度受益于重卡 EGR 产品及新能源热管理产品配套大幅增长；拓普集团下游客户特斯拉需求向好，新泉股份新增大众客户配套量等。

图 21：零部件公司逆市增长逻辑

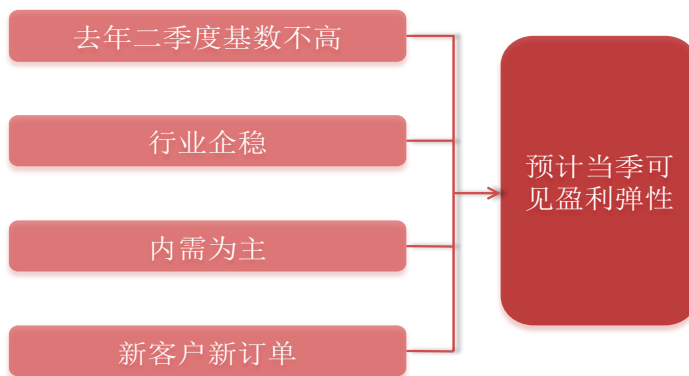


资料来源：公司公告、东方证券研究所

#### 4.3 行业若企稳，预计部分零部件公司单季盈利弹性较大

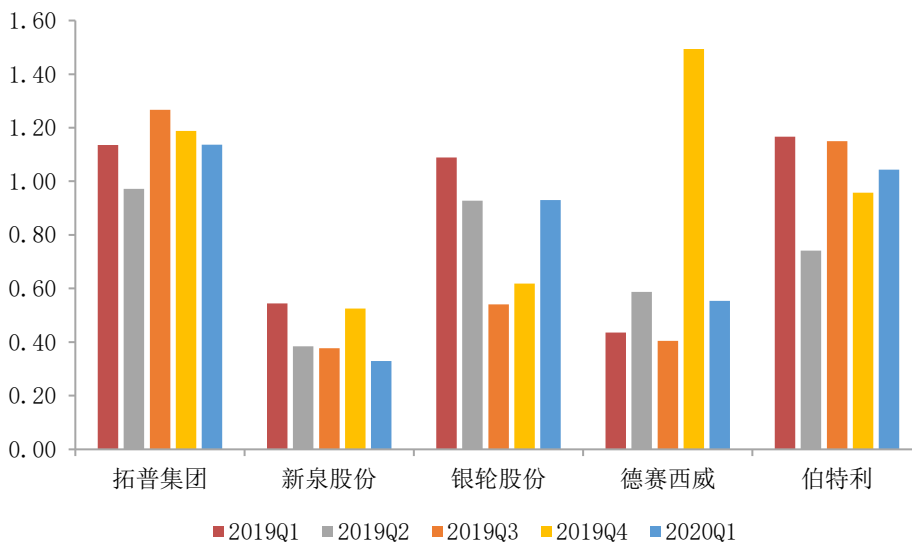
上文中分析部分零部件公司在 1 季度疫情影响下，其收入和盈利均远好于行业平均水平；若 2 季度行业企稳，以内需为主、新客户、新订单是增量背景下，预计这部分公司可见到单季盈利弹性。如拓普集团、新泉股份、银轮股份、德赛西威等。

图 22：预计部分零部件公司 2 季度盈利弹性较大



资料来源：东方证券研究所

图 23：部分零部件单季归母净利润比较（亿元）



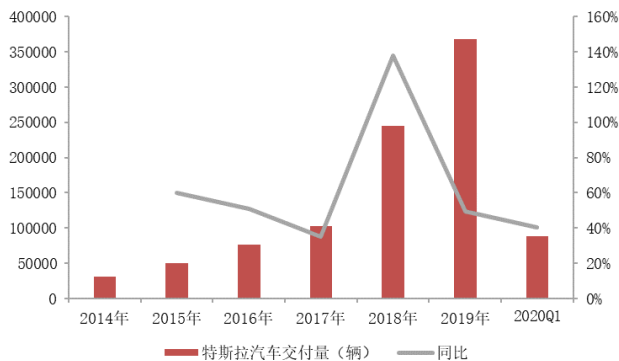
资料来源：Wind、东方证券研究所

## 5 继续看好特斯拉及大众 MEB 产业链配套公司

### 5.1 特斯拉销量逆市增长，配套供应商受益

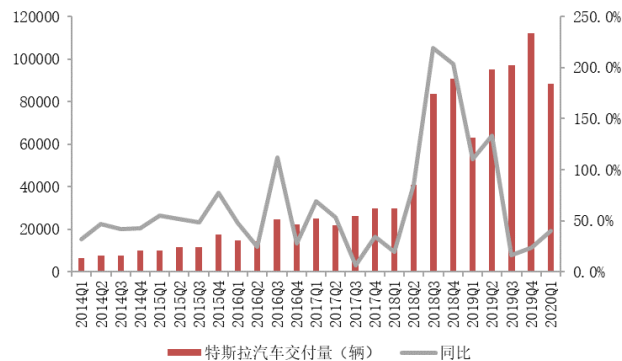
特斯拉 2019 年全年交付量达到 36.75 万辆，同比大幅增长 50%，2014 年至 2019 年年均增速达到 63%。单季度销量情况来看，2020 年一季度，特斯拉交付汽车 8.84 万辆，同比增长 40.3%，创造一季度交付量历史新高。

图 24：特斯拉汽车交付量情况



资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

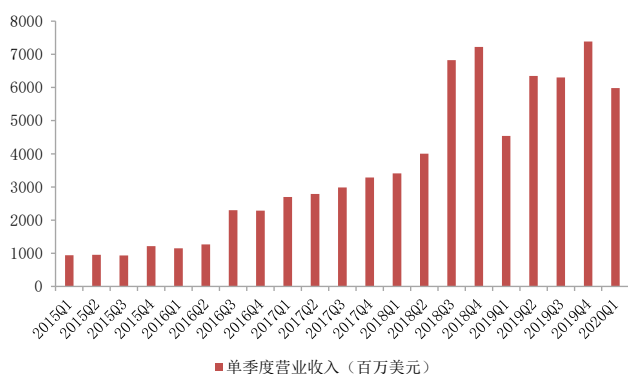
图 25：特斯拉单季度汽车交付量情况



资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

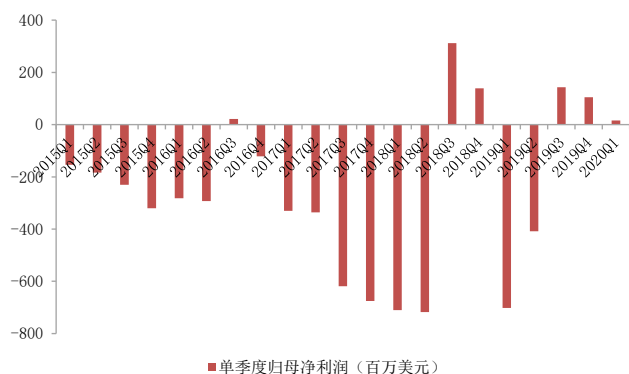
今年 1 季度，特斯拉实现收入 59.85 亿美元，同比增长 31.8%，净利润在 19 年 3 季度实现盈利后，连续 3 个季度实现盈利。

图 26：特斯拉季度营业收入情况



资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

图 27：特斯拉季度净利润情况



资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

今年国产 Model 3 目前稳步推进，产能持续爬坡，国内配套零部件供应商有望充分受益。

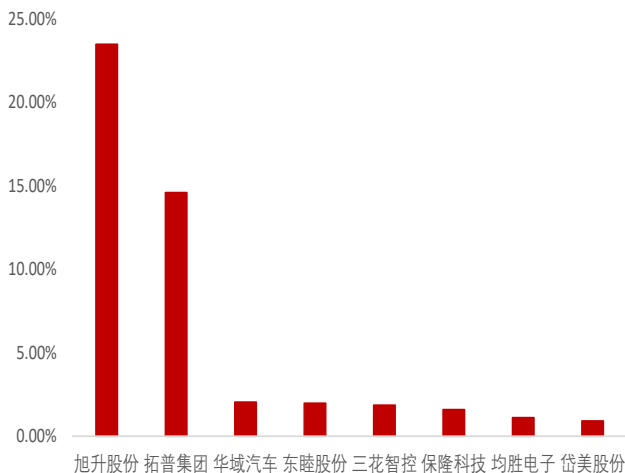
特斯拉产业链中，华域汽车单车价值量最高；拓普集团配套轻量化底盘结构件等，单车价值量仅次于华域汽车；国产 Model 3 产能持续爬升，有望有效拉动产业链零部件公司盈利增长。

从收入比重比较，假设今年特斯拉国产销量在 15 万辆左右，则给旭升股份配套收入比重为 23.5%，拓普集团收入比重为 14.6%，华域汽车收入比重为 2.03%。

从特斯拉国产化带来的净利润弹性来看，旭升股份和拓普集团的净利润弹性较大，东睦股份、华域汽车、保隆科技和三花智控等公司的净利润弹性也较大，有望获得 2%~3% 的净利润弹性。



图 28：特斯拉配套公司营业收入比重



资料来源：Wind、东方证券研究所

表 2：特斯拉国产产业链受益公司 2020 年和 2021 年净利润弹性测算

证券简称	2019年预计归母净利润 (亿元)	2020年预计归母净利润 (亿元)	特斯拉2020、2021年国产新增产量为10万情况下的利润弹性		特斯拉2020、2021年国产新增产量为15万情况下的利润弹性	
			2020年	2021年	2020年	2021年
旭升股份	2.07	2.73	25.8%	18.5%	38.7%	27.8%
拓普集团	4.56	6.31	19.7%	9.5%	29.6%	14.3%
东睦股份	3.08	3.46	1.8%	1.3%	2.7%	1.9%
华域汽车	64.63	59.06	2.5%	2.7%	3.8%	4.1%
保隆科技	1.74	2.09	1.9%	1.6%	2.8%	2.4%
三花智控	14.21	15.43	1.3%	1.2%	2.0%	1.8%
岱美股份	6.25	6.48	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%
均胜电子	9.40	9.97	3.8%	3.6%	5.7%	5.4%
银轮股份	3.18	3.57		1.4%		2.10%

资料来源：Wind、东方证券研究所（19-20 年净利润均是 WIND 一致预期。说明：此表中仅测算特斯拉国内车型销量，不含海外销量；后一年利润弹性以前一年为基础，2020 年部分公司盈利已包含特斯拉带来的盈利增量）

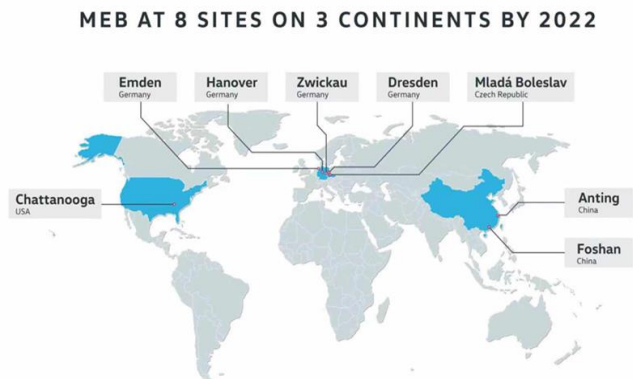
## 5.2 大众 MEB 平台稳步推进

MEB 工厂建设持续推进。国内方面，2019 年 11 月，上汽大众安亭 MEB 工厂落成，该工厂是大众集团在全球范围内首个新建的纯 MEB 工厂，投资约 140 亿元，规划产能 30 万台，一汽佛山 MEB 工厂经过 1 年多改造，也于 2020 年初改造完成。安亭工厂将在 2020 年 10 月正式投产，届时，两座 MEB 工厂合计产能 60 万台，ID.系列车型将投入生产，新车预计将于 2020 年下半年正式亮相。国际方面，2022 年之前，大众将会在全球范围内打造 8 座 MEB 工厂，其中欧洲 5 座、中国 2 座、美国 1 座。欧洲德国工厂已于 2019 年 11 月开始量产，美国工厂目前仍在建设当中，预计 2022 年投产。

大众 MEB 平台覆盖车型从 A 级到 D 级，涵盖轿车、SUV、MPV 等。车型方面，大众计划 2025 年在全球量产 33 款 MEB 车型，其中，将有近一半的车型来自中国，将在中国推出至少 10 款国产车型。除一汽大众、上汽大众合资两家公司国产之外，还会有跨界轿车、两厢车等以进口的方式引进到中国。

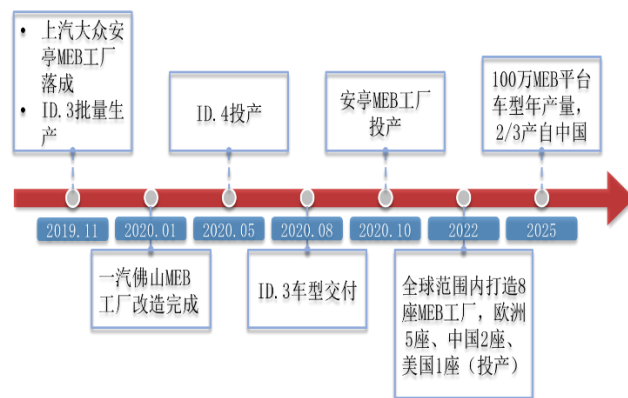
MEB 平台 ID.3 因软件问题，不断调整交付时间。大众 MEB 平台电动化的主力是 ID.系列，2019 年 11 月，大众 ID.3 批量被送下产线，其中，ID.3 Pure 入门款车型在德国售价 3 万欧元（约合 23 万元），续航里程可达 330km。ID.3 是 MEB 平台下 ID 家族首款车，最初预计在 2019 年年底交付，后因软件问题，不断调整交付时间。2020 年 1 月，ID.3 交付延期说明会议表示，该车型交付可能延期到 8 月底。

图 29：2022 年全球 8 座 MEB 工厂



资料来源：汽车之家、东方证券研究所

图 30：MEB 平台发展进程



资料来源：证券日报、汽车之家、网页整理、东方证券研究所

大众已经发布了大众 ID.4、ID.Space Vizzion、ID.Ruggerdzz、ID.Crozz、ID.Buzz、ID.BUGGY、ID.ROOMZZ、ID.Lounge、ID.初见、ID.R 纯电动跑车等车型。大众子品牌奥迪和保时捷正在研发高端电动汽车平台，未来携手 MEB 平台，形成覆盖各个级别车型的纯电家族。

ID.4 已投产，未来有望迎来更多同平台车型投产。2020 年值得期待的产品是 ID.4，ID.4 是基于大众 MEB 平台打造的首款国产纯电动跨界 SUV 车型，不同于 ID.3 只供欧洲市场，ID.4 将在欧洲、中国和美国生产和销售。ID.4 对标特斯拉 Model Y，起价为 4 万美元（约合 28.38 万元），续航里程可达 500km，目前已投产。与 ID.4 同平台的还有斯柯达 VISION iV，它将于 2020 年在海外投产，随后国产。

表 3：大众发布的 ID.系列车型

型号	车型	电池组容量(kWh)	电机数	最大输出功率(kW)	续航里程(km)
ID.3	SUV	45/58/77	单电机	150	WLTP 330/420/550
ID.4	SUV	83	双电机	225	综合 500
ID.Ruggerdzz	SUV	未公布	双电机	未公布	未公布
ID.Crozz	SUV	83	双电机	225	综合 500
ID.Buzz	MPV	未公布	双电机	345	无说明标准 600
ID.BUGGY	沙滩车	未公布	单电机	150	无说明标准 250
ID.ROOMZZ	SUV	82	双电机	225	NEDC 475
ID.Lounge	SUV	111	双电机	300	无说明标准 500
ID.AEROe	轿跑	未公布	未公布	未公布	未公布
ID.Space Vizzion	SUV	82	未公布	未公布	EPA 480
ID.初见	SUV	未公布	未公布	未公布	未公布
ID.R 纯电动跑车	跑车	未公布	未公布	未公布	未公布

资料来源：OK 特斯拉、东方证券研究所

大众 MEB 平台将是大众集团未来电动汽车战略下最重要的汽车平台，基于 MEB 平台大众将生产销售大量纯电动汽车，给产业链上下游的上市公司带来重要发展机遇。受益公司如华域汽车、精锻科技、新泉股份、三花智控等。

**表 4：大众 MEB 平台产业链国内受益上市公司**

序号	代码	公司	供应产品	产品所属类别
1	600741.SH	华域汽车	华域麦格纳供应电驱动系统总成相关产品，华域电动为华域麦格纳提供驱动电机部件的配套供货	电驱动系统
2	300750.SZ	宁德时代	动力电池	电池系统
3	002050.SZ	三花智控	膨胀阀等热管理产品	热管理系统部件
4	300258.SZ	精锻科技	变速器齿轮、电机轴、从动轴主动轴等	电驱动部件
5	600699.SH	均胜电子	车联网车载信息系统、新能源电池管理系统（BMS）	热管理和汽车电子系统
6	000887.SZ	中鼎股份	减振底盘系统产品	底盘产品
7	002055.SZ	得润电子	高压线束业务、低压电池包线束等	整车线束
8	002239.SZ	奥特佳	电动空调压缩机	空调系统部件
9	000030.SZ	富奥股份	电驱动总成核心逆变器总成部件项目	电驱动部件
10	603179.SH	新泉股份	汽车内饰件	汽车内饰件

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 6 主要投资策略

从投资策略上，在疫情得到控制后，预计 2 季度乘用车行业有望企稳，整车和零部件公司盈利 2 季度均有望迎来环比改善；其中具备新订单、新客户、产品结构升级的零部件公司有望在行业企稳后，2 季度单季盈利弹性较大；继续看好特斯拉及 MEB 平台产业链配套公司；看好低估值及业绩弹性大的整车公司。

整车：上汽集团(600104, 买入)、长安汽车(000625, 买入)、广汽集团(601238, 买入)；零部件公司：华域汽车(600741, 买入)、拓普集团(601689, 买入)、三花智控(002050, 买入)、星宇股份(601799, 买入)、科博达(603786, 未评级)；新泉股份(603179, 买入)、岱美股份(603730, 买入)；伯特利(603596, 未评级)、爱柯迪(600933, 买入)、精锻科技(300258, 买入)、银轮股份(002126, 买入)；潍柴动力(000338, 未评级)、德赛西威(002920, 买入)、均胜电子(600699, 买入)。

**表 5：主要汽车公司估值表**

证券代码	证券简称	收盘价（5-8）	EPS				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600104.SH	上汽集团	20.29	2.19	2.07	2.43	2.60	9.26	9.81	8.35	7.81
600741.SH	华域汽车	22.28	2.05	1.87	2.14	2.31	10.87	11.89	10.40	9.63
601799.SH	星宇股份	108.21	2.86	3.34	4.19	5.15	37.83	32.42	25.84	20.99
603730.SH	岱美股份	29.85	1.54	1.62	2.00	2.26	19.38	18.46	14.95	13.21
600660.SH	福耀玻璃	20.66	1.16	1.08	1.32	1.53	17.81	19.17	15.68	13.49
002920.SZ	德赛西威	44.33	0.53	0.70	0.99	1.24	83.64	63.21	44.86	35.89
603179.SH	新泉股份	25.24	0.80	1.07	1.39	1.69	31.55	23.64	18.09	14.92
601238.SH	广汽集团	10.47	0.65	0.78	0.98	1.08	16.11	13.35	10.67	9.65
601689.SH	拓普集团	24.40	0.43	0.60	0.79	0.94	56.74	40.80	31.07	25.85
603788.SH	宁波高发	15.43	0.78	0.91	1.07	1.27	19.78	16.92	14.38	12.17
000338.SZ	潍柴动力	14.38	1.15	1.25	1.37	1.50	12.50	11.54	10.51	9.57
002074.SZ	国轩高科	24.28	0.05	0.58	0.68	0.69	485.60	41.95	35.55	35.29
300258.SZ	精锻科技	10.28	0.43	0.50	0.64	0.74	23.95	20.45	16.18	13.96
002050.SZ	三花智控	22.02	0.52	0.55	0.67	0.76	42.35	39.88	32.86	29.00
600114.SH	东睦股份	10.19	0.49	0.56	0.71	0.80	20.80	18.13	14.34	12.66
603997.SH	继峰股份	7.50	0.29	0.39	0.51	0.64	25.86	19.43	14.70	11.80
600699.SH	均胜电子	20.75	0.77	0.81	1.10	1.25	26.95	25.74	18.83	16.64
002126.SZ	银轮股份	9.45	0.40	0.45	0.57	0.69	23.63	20.98	16.70	13.75
300750.SZ	宁德时代	144.08	2.09	2.43	3.12	4.04	68.82	59.27	46.12	35.68
002594.SZ	比亚迪	59.78	0.50	0.85	1.18	1.54	119.56	69.96	50.64	38.89
000625.SZ	长安汽车	10.68	-0.55	0.75	1.01	1.21	-19.42	14.17	10.62	8.84
000550.SZ	江铃汽车	12.33	0.17	0.40	0.54	1.04	72.53	30.67	22.92	11.81
600933.SH	爱柯迪	11.84	0.52	0.53	0.65	0.74	22.77	22.39	18.21	15.92
603306.SH	华懋科技	16.12	0.76	0.87	1.04	1.27	21.21	18.61	15.55	12.74
603035.SH	常熟汽饰	11.50	0.94	1.07	1.40	1.92	12.23	10.74	8.21	5.98
603596.SH	伯特利	27.92	0.98	1.21	1.49	1.83	28.49	23.10	18.71	15.29
603786.SH	科博达	58.06	1.30	1.34	1.66	2.11	44.83	43.41	35.01	27.50

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 7 主要风险

**宏观经济下行影响汽车需求。**若 2020 年宏观经济低于预期，消费者推迟购车，则将影响乘用车需求，进而影响行业整体盈利能力。

**政府补贴政策低于预期，导致新能源汽车需求低于预期。**若 2020 年新能源汽车补贴政策低于预期，则将制约新能源汽车需求的释放。

**上游原材料成本压力。**若 2020 年上游原材料价格上涨，则将影响汽车行业产业链整体盈利能力，进而影响到相关公司盈利增长。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

