

研究部

报告摘要

文姬

jwen@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

- **多家整车厂确认复工时间，复工时间超预期：**经产业链各方确认，特斯拉临港超级工厂将于 18 号开工，恢复低速生产状态，蔚来、上汽等相继宣布 4 月中下旬将复工复产，以下表格滚动统计上海、吉林各主机厂最新复工时间。**产业链调研显示，目前的产能恢复依然是一个低功率的逐步复工、结合零部件企业复工逐级推进，预计到 5 月中旬才能完全恢复到疫情之前产能。**然而，尽管 Q2 供需依然疲弱，复工复产是板块一个积极的反转信号，也一定程度上缓解了环沪核心零部件短缺向非疫区车企的进一步恶化蔓延，提前复工超预期对市场情绪是一个较好的提振。
- **汽车下乡刺激政策或出台，边际效果仍需观望：**与 2009-2010 第一次汽车下乡的明显刺激效果不同，后续的一系列汽车下乡主要由车企给与一定的优惠，并无国家财政支持。结合车市已由增量转变为存量，在传统整车下行周期中，2019 年开始的一系列汽车下乡对汽车销量的边际刺激效果非常有限（历次刺激内容与效果下表梳理）。我们认为，汽车作为重要经济支柱与受损行业，后续推出刺激的可能性较大，具体政策依然值得期待，对板块情绪和估值的提振依然具备一定的作用。
- **板块情绪触底，超跌修复反弹为主：**受制于对疫情产销扰动担忧、汽车板块过去两周下跌明显，3 月底至今汽车板块下跌近 7%，受停产影响的零部件受到较大波及，汽车零部件和整车 PE 估值下探到 21 倍和 27 倍（接近去年 5 月初的水平）。伴随复工复产，情绪见底改善，Q3 环比边际改善，有望迎来复苏反弹。**然而值得注意的是：**首先，汽车下乡政策并未落地，预期仅对情绪有提振作用，并无实质 EPS 变化。本次疫情对经济和需求的影响依然不明确，全年产销均有望下修，零部件的表现一般滞后整车半年，目前整车需求未见明确好转。观测历史汽车整车与零部件板块的历史估值水平，市盈率依然未至底部，因此本轮反弹我们认为小级别的基于情绪与超跌的估值修复，板块大级别复苏的拐点并未真正确立。
- **后续观点：**周五部分个股出现了较大幅度的反弹，提前透支了一部分超跌的修复，后续布局建议关注以下几条主线：**PE 趋近历史底部+新赛道成长布局稳健**，我们自上而下选取 1) PE(2022E)逼近 5 年历史底部；2) 前期回调较多，疫情后有望环比恢复；3) 较好布局新赛道和高成长下游客户；4) 未来两年市场预期复合增长率中等偏上的个股。此外，建议关注**传统超跌估值低位公司与板块的边际修复**。



一、多家整车厂确认复工时间

多家整车厂确认复工时间，复工时间超预期：经产业链各方确认，特斯拉临港超级工厂将于 18 号开工，恢复低速生产状态，蔚来、上汽等相继宣布 4 月中下旬将复工复产，以下表格滚动统计上海、吉林各主机厂最新复工时间。**产业链调研显示，目前的产能恢复依然是一个低功率的逐步复工、结合零部件企业复工逐级推进，预计到 5 月中旬才能完全恢复到疫情之前产能。**然而，尽管 Q2 供需依然疲弱，复工复产是板块一个积极的反转信号，也一定程度上缓解了环沪核心零部件短缺向非疫区车企的进一步恶化蔓延，提前复工超预期对市场情绪是一个较好的提振。

图表 1：车企复工复产时间预期（持续更新中）

车企名称	复工复产时间
特斯拉	4 月 18 日
蔚来	4 月 14 日
上汽大众	4 月 18 日-22 日
上汽通用	4 月 18 日-22 日
上汽乘用车	4 月 18 日-22 日
一汽大众	4 月 15 日
一汽丰田	4 月 15 日

来源：莫尼塔研究整理

二、后续或出台汽车下乡政策刺激销量

汽车下乡刺激政策或出台，边际效果仍需观望：与 2009-2010 第一次汽车下乡的明显刺激效果不同，后续的一系列汽车下乡主要由车企给与一定的优惠，并无国家财政支持。结合车市已由增量转变为存量，在传统整车下行周期中，2019 年开始的一系列汽车下乡对汽车销量的边际刺激效果非常有限（历次刺激内容与效果下表梳理）。我们认为，汽车作为重要经济支柱与受损行业，后续推出刺激的可能性较大，具体政策依然值得期待，对板块情绪和估值的提振依然具备一定的作用。

图表 2：历次汽车下乡政策及实施效果

时间	政策概要	效果
2009 年至 2010 年	每台排量 1.3L 以下的微型车享受 10%-15% 的财政补贴，1.6L 以下排量汽车享受车辆购置税给以 5 折优惠	销量显著增长，2009 和 2010 年较前一年增长 45.48% 和 32.45%
2019 年	围绕“国三”汰换；推广新能源；促进农村汽车换代；放宽皮卡进城；繁荣二手车市场以及优化车管措施六个方面展开，基本靠主机厂自身政策，缺少国家层面补贴	效果不明显，2019 年较前一年销量下降 8.15%
2020 年	新能源汽车购置税免税，主机厂给与一定补贴。与第二次汽车下乡一样，基本靠主机厂自身政策给与一定优惠，缺少国家层面补贴	效果不明显，2020 年较前一年销量下降 1.89%
2021 年	新能源汽车购置税免税，主机厂给与一定补贴。与第二次汽车下乡一样，基本靠主机厂自身政策给与一定优惠，缺少国家层面补贴	效果不明显，2020 年较前一年销量微增 3.88%

来源：公开资料，莫尼塔研究

图表 3：两次汽车下乡对比

	2009 年至 2010 年	2019 年至 2021 年
通知发布单位	国务院	工信部等
中央资金支持	50 亿	无
补贴车型	微型客车、轻型货	新能源车、微型客车
补贴车型占比当年总销量比例	约 17%	约 2%

来源：公开信息，莫尼塔研究

图表 3：2009 年至 2020 年汽车下乡政策时间点

日期	政策类型	政策简述
2009. 1. 14	汽车产业规划	国务院常务会议审议并原则通过了《汽车产业调整和振兴规划》，提出通过减征购置税、开展“汽车下乡”、加大报废老旧汽车补贴、补贴节能与新能源汽车等措施刺激汽车产业的发展。
2009. 1. 16	减购置税	对 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日购置 1.6 升及以下排量乘用车，暂减按 5% 的税率征收车辆购置税。
2009. 3. 10	汽车下乡	七部委下发《汽车摩托车下乡实施方案》，对农民换购轻型货车和购买微型客车最高给与 5000 元的补助。
2009. 5. 19	汽车以旧换新	国务院常务会议研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。
2009. 6. 1	汽车以旧换新	汽车“以旧换新”实施方案出台并开始实行。
2009. 6. 4	汽车下乡	加大汽车下乡政策实施力度，在《汽车摩托车下乡实施方案》的基础上，放宽补贴条件、增加补贴车型。
2009. 6. 4	汽车下乡	公布《汽车摩托车下乡操作细则》，细化了“汽车下乡”的实施措施。
2009. 7. 13	汽车以旧换新	财政部等部委下发汽车以旧换新实施办法，报废老旧客车、货车最高补贴金额 6000 元，报废“黄标车”最高补贴金额 6000 元。
2009. 12. 25	汽车以旧换新	提高汽车以旧换新补贴金额，相较之前的补贴标准，此次补贴金额范围从 3000-6000 元提高到 5000-18000 元；同时，新增了对报废“黄标”轿车的补贴。
2009. 12. 22	减购置税	对 2010 年 1 月 1 日至 12 月 31 日购置 1.6 升及以下排量乘用车，暂减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。
2010. 1. 4	汽车以旧换新、减购置税	允许汽车以旧换新补贴与车辆购置税减征政策同时享受
2010. 1. 8	汽车下乡	汽车下乡政策实施延长一年，至 2010 年 12 月 31 日止。
2010. 5. 26	节能汽车推广补贴	三部委下发《“节能产品惠民工程”节能汽车（1.6 升及以下乘用车）推广实施细则》，自 2010 年 6 月 1 日起，对购买列入节能汽车推广目录的汽车给予一次性 3000 元/辆的补助。
2010. 6. 18	汽车以旧换新	汽车以旧换新政策实施期限由 2010 年 5 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日。
2010. 12. 27	减购置税	1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税减征政策到期停止执行。
2010. 12. 29	汽车下乡	汽车下乡政策到期后停止执行。
2010. 12. 31	汽车以旧换新	2010 年 12 月 31 日汽车以旧换新政策实施将如期结束。

来源：工信部官网，莫尼塔研究

2009 和 2010 年的汽车下乡活动由国务院牵头，并划拨了 50 亿元专项资金用于补贴汽车售价。结合当

时农村市场较低的汽车保有量，补贴车型广泛等因素，2009 年和 2010 年汽车销量分别为 1362 和 1804 万辆，相较于上年增长 45.48%和 32.45%。

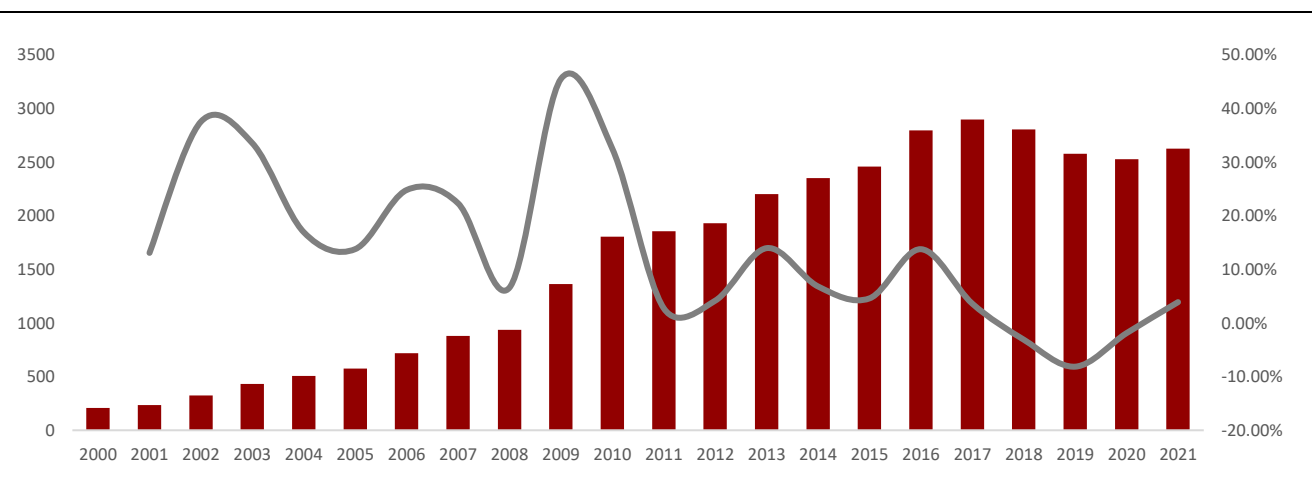
图表 4：2019 年至 2021 年汽车下乡政策时间点

日期	政策类型	政策简述
2019. 1. 29	汽车下乡	国家十部委印发的《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》（下称：二次下乡）旨在扭转颓势，令汽车销量重现增长。与第一次下乡不同，二次下乡围绕：“国三”汰换；推广新能源；促进农村汽车换代；放宽皮卡进城；繁荣二手车市场以及优化车管措施六个方面展开。
2020. 7. 15	汽车下乡、名单发布	工业和信息化部办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅关于开展新能源汽车下乡活动的通知
2020. 9. 1	新增名单发布	新能源汽车下乡活动第二批企业车企及车型名单公布
2020. 10. 19	新增名单发布	新能源汽车下乡活动第三批企业车企及车型名单公布
2021. 1. 5	汽车下乡	关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费力若干措施的通知
2021. 3. 31	汽车下乡、名单发布	四部门关于开展 2021 年新能源汽车下乡活动的通知
2021. 8. 30	新增名单发布	新能源汽车下乡活动第二批企业车企及车型名单公布

来源：工信部官网，莫尼塔研究

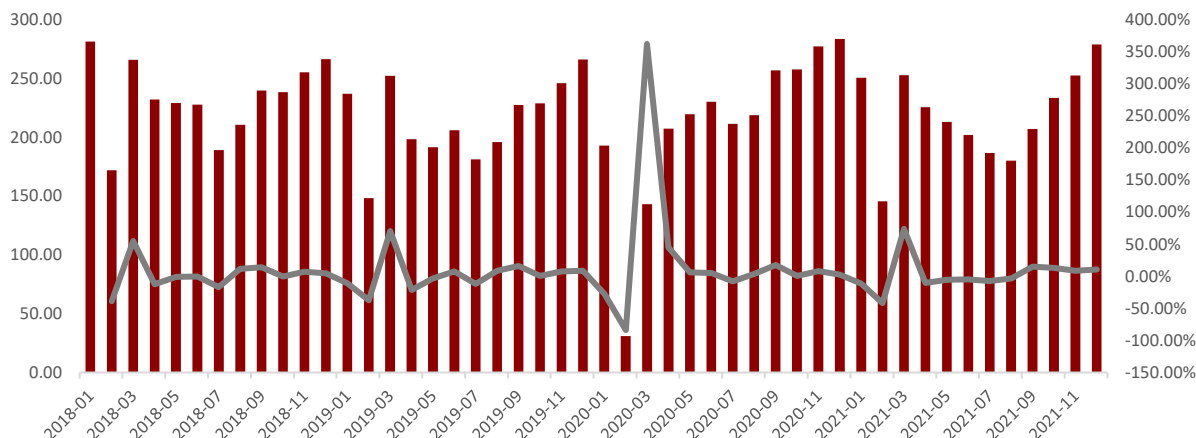
2019年开始的一系列汽车下乡活动无国家财政支持，仅靠企业自身发起的一系列补贴活动，结合当时汽车市场已从增量市场转变为存量市场，对汽车销量并无强烈推动作用。2019年、2020年及2021年汽车销量分别是2575万辆、2527万辆、2625万辆，相比于上一年增长分别为-8.15%、-1.89%、3.88%。

图表 6：历年汽车销量（万辆）及增速



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：2018 年至 2021 年汽车月度销量（万辆）及增速



来源：Wind，莫尼塔研究

三、板块情绪触底，超跌修复反弹

情绪触底复苏，超跌修复为主：受制于对疫情产销扰动担忧、汽车板块过去两周下跌明显，3 月底至今汽车板块下跌近 7%，受停产影响的零部件受到较大波及，汽车零部件和整车 PE 估值下探到 21 倍和 27 倍（接近去年 5 月初的水平）。伴随复工复产，情绪见底改善，Q3 环比边际改善，有望迎来复苏反弹。**然而值得注意的是：**首先，汽车下乡政策并未落地，预期仅对情绪有提振作用，并无实质 EPS 变化。本次疫情对经济和需求的影响依然不明确，全年产销均有望下修，零部件的表现一般滞后整车半年，目前整车需求未见明确好转。观测历史汽车整车与零部件板块的历史估值水平，市盈率依然未至底部，因此本轮反弹我们认为属于小级别的基于情绪与超跌的估值修复，板块大级别复苏的拐点并未真正确立。

图表 8：汽车整车指数



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：汽车零部件指数



来源：Wind，莫尼塔研究

四、布局策略与观点建议

周五部分个股出现了较大幅度的反弹，提前透支了一部分超跌的修复，后续布局建议关注以下几条主线：**PE 趋近历史底部+新赛道成长布局稳健**：我们自上而下选取 1) PE (2022E) 逼近 5 年历史底部；2) 前期回调较多，疫情后有望环比恢复，3) 较好布局新赛道和高成长下游客户（比亚迪、特斯拉，蔚小理等）4) 未来两年市场预期复合增长率中等偏上的个股。建议关注：银轮股份（热管理）、文灿股份（一体化压铸）、泉峰汽车、欣锐科技（比亚迪产业链）、常熟汽饰、恒帅股份（特斯拉产业链）、福耀玻璃（天幕玻璃）；此外，依然坚定看好比亚迪、拓普集团，并关注新势力造车头部的小鹏、理想汽车。

估值低位个股边际修复：上汽集团、华域汽车、宁波华翔。对应 2022 年 PE（Wind 一致预期）分别仅为 6.7/ 8.3/8.0 倍。

图表 10：整车及零部件低估值个股梳理（备注：标红为 2022E PE 逼近 5 年历史低位的个股）

证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅	近 2 周跌幅	市值	PE (TTM)	PE (LYR)	PE 2022E	2015 至今最低 PE	一致预期未来 2 年复合增长率 (%)	预测 PEG (FY2)
600104.SH	上汽集团	-18.3%	-0.9%	2150	8.2	9.6	6.7	5.47	20.4%	0.33
000625.SZ	长安汽车	-31.6%	-8.3%	1013	28.0	23.9	13.8	5.49	31.3%	0.44
600741.SH	华域汽车	-29.0%	0.8%	802	9.0	11.7	8.3	6.58	18.9%	0.44
000338.SZ	潍柴动力	-29.3%	-5.2%	1343	11.9	11.9	10.8	7.06	11.0%	0.88
601633.SH	长城汽车	-47.1%	-6.3%	3399	35.3	35.3	25.4	7.54	38.0%	0.48
002048	宁波华翔	-28.2%	-4.4%	144	10.7	-0.1	8.0	7.87	38.1%	0.21
603035.SH	常熟汽饰	-25.7%	-2.1%	69	11.7	13.5	9.5	7.98	19.2%	0.49
601238.SH	广汽集团	-21.6%	6.1%	1371	17.0	16.6	12.7	8.97	26.5%	0.40
887	中鼎股份	-36.4%	-7.5%	245	18.1	5.7	15.0	9.32	57.8%	0.26
000591.SZ	中国重汽	-33.0%	-14.4%	300	19.1	19.1	12.8	9.59	42.8%	0.22
603730.SH	岱美股份	-48.1%	-15.6%	128	20.2	22.3	11.4	10.71	40.1%	0.28
603179.SH	新泉股份	-36.0%	-20.6%	153	36.5	36.5	20.6	11.08	55.9%	0.27
600660.SH	福耀玻璃	-25.6%	-1.4%	1159	29.0	29.1	21.6	11.24	29.3%	0.59
601689	拓普集团	-5.4%	-11.7%	667	54.3	0.0	34.2	12.73	43.9%	0.58
600933.SH	爱柯迪	-41.6%	-4.4%	145	31.3	31.3	17.8	13.07	52.1%	0.26
603997	继峰股份	-52.3%	-16.0%	145	67.9	0.0	20.7	0.00	133.8%	0.09
002126	银轮股份	-32.3%	-7.6%	83	30.6	-4.0	16.1	15.13	60.1%	0.20
603197.SH	保隆科技	-38.5%	-12.2%	105	28.0	40.8	22.2	15.99	35.6%	0.62
002050	三花智控	-37.8%	-5.4%	734	33.5	0.0	25.0	16.51	30.2%	0.66
603982.SH	泉峰汽车	-56.6%	-16.0%	60	33.7	34.0	18.7	18.80	65.9%	0.19
300745	欣锐科技	-50.4%	-18.8%	63	-28.4	0.0	23.1	21.00	0.0%	0.00
300680.SZ	隆盛科技	-37.7%	-11.1%	51	40.2	73.2	17.9	26.09	86.5%	0.13
603348.SH	文灿股份	-46.5%	-19.7%	124	104.3	97.7	21.0	26.81	116.0%	0.18
603305.SH	旭升股份	-43.2%	-8.9%	205	30.6	30.6	20.5	27.72	42.8%	0.35
300969.SZ	恒帅股份	-45.0%	-13.8%	62	38.3	66.3	16.9	32.46	97.9%	0.17

来源：Wind，莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: sales.list@cebm.com.cn