

汽车行业2018年中期策略： 龙头扩张+新能源中高端

汽车与汽车零部件

分析师 邓学

SAC执业证书编号：S1110518010001

联系人 张程航、周沐、娄周鑫

证券研究报告 · 2018/7/17

投资评级：强于大市（维持评级）

风险提示：行业销售不及预期、中美贸易战力度超预期、原材料汇率波动超预期等



投资建议：龙头扩张+新能源中高端

- **汽车**：2018年中国汽车市场平稳发展，消费大潮来临下，龙头强者恒强率先获益。推荐龙头车企【**上汽集团、吉利汽车**】。
- **电动化**：“补贴”周期结束，“高端”周期开启，新能源汽车正迈入新一轮“三年十倍”成长期，看好高端链条的核心龙头公司，先论产业地位，再论业绩弹性，后论产品赛道。推荐【**旭升股份、三花智控（家电覆盖）、银轮股份、中鼎股份、宏发股份（电新）**】，以及客车寡头【**金龙汽车**】，建议关注【**欣锐科技、耐世特**】。
- **零部件**：优质零部件公司进入低估值区间，推荐二季度高增速的【**新泉股份、宁波高发、精锻科技、银轮股份**】。





1. 乘用车——龙头扩张



2. 电动智能——中高端周期开启



3. 零部件——优质公司进入低估区间



4. 投资建议

全球产业转移的必然——中国自主崛起，龙头扩张

- 维持全年小年预期，龙头公司股份扩张

—上半年需求偏弱，低基数+新能源推高批发增速

—上汽、吉利份额继续快速提升，显示龙头实力

- 中国汽车工业优势——自主崛起、消费升级

—消费升级是中国汽车产业未来长期主基调，龙头盈利提升仍具潜力

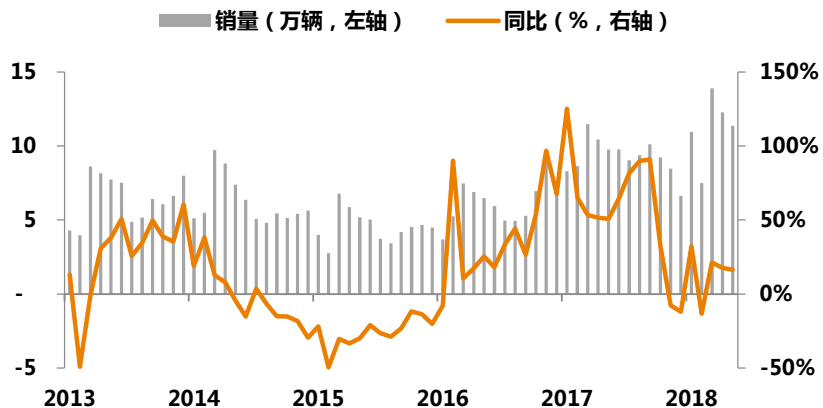
—低估值，高股息，龙头强势

2018全年预期：维持小年判断

- 2018H1整体汽车销量1407万，同比+5.6%
- 乘用车销量1155万，同比+6%，
- 重卡销量67万辆，同比+15%
- 大中客销量6.4万辆，同比+19%

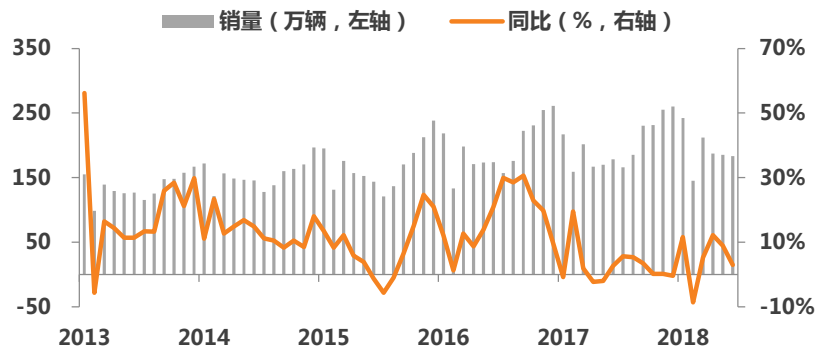
- 展望2018年，没有刺激政策背景下，预计增速2%
- 2H18增速数据表现预计弱于1H18，3Q18预计为低点

图：重卡月度销量及同比增速（%）



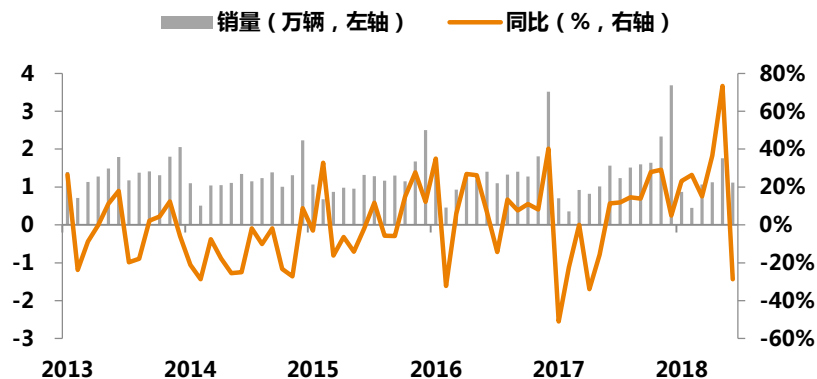
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图：乘用车月度销量及同比增速（%）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

图：大中客月度销量及同比增速（%）

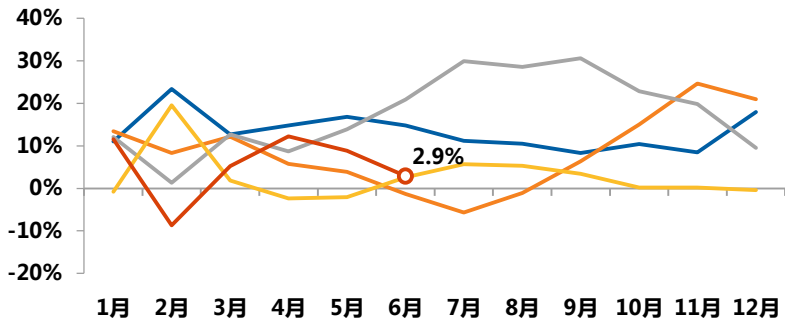


资料来源：中汽协、天风证券研究所

2018上半年：淡季需求偏弱，2季度批发高增速由于低基数+新能源

图：乘用车月度批发销量同比增速（%）

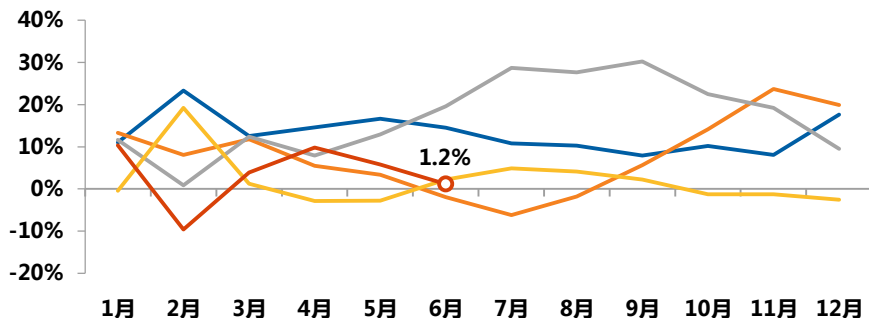
— 2014年 — 2015年 — 2016年 — 2017年 — 2018年



资料来源：乘联会、天风证券研究所

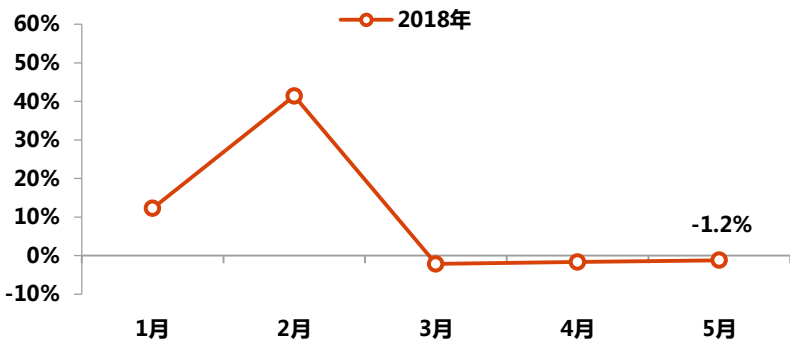
图：传统乘用车（剔除新能源）月度批发销量同比增速（%）

— 2014年 — 2015年 — 2016年 — 2017年 — 2018年



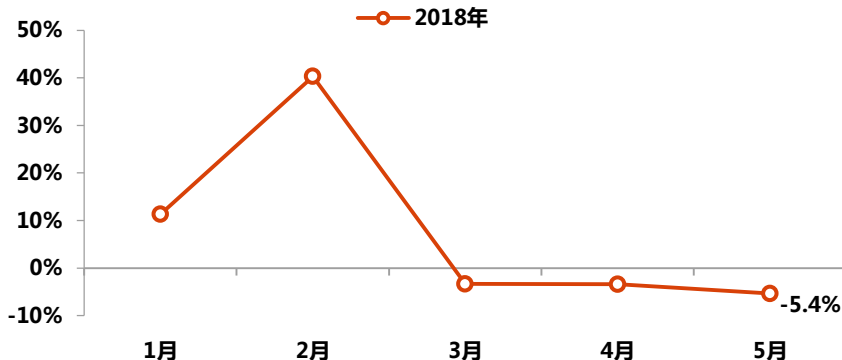
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图：乘用车交强险月度注册量同比增速（%）



资料来源：保监会、天风证券研究所

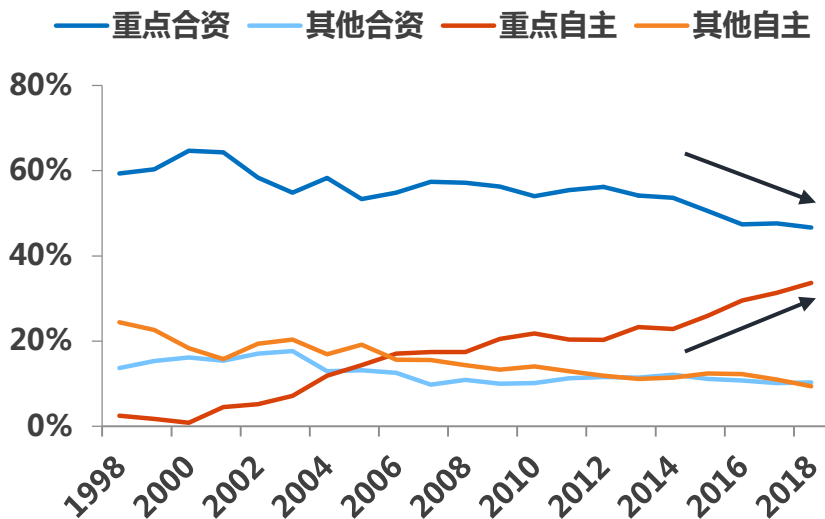
图：传统乘用车（剔除新能源）交强险月度注册量同比增速（%）



资料来源：保监会、天风证券研究所

车系份额：重点自主向上（支撑自主阵营）、重点合资向下的趋势显著

图：中国1998-2018重点自主/合资市场份额（%）



注：2018年为前5月累计销量份额

资料来源：中汽协、天风证券研究所

注：五菱2013年将部分微车纳入狭义乘用车口径，导致当年五菱市占率明显上升

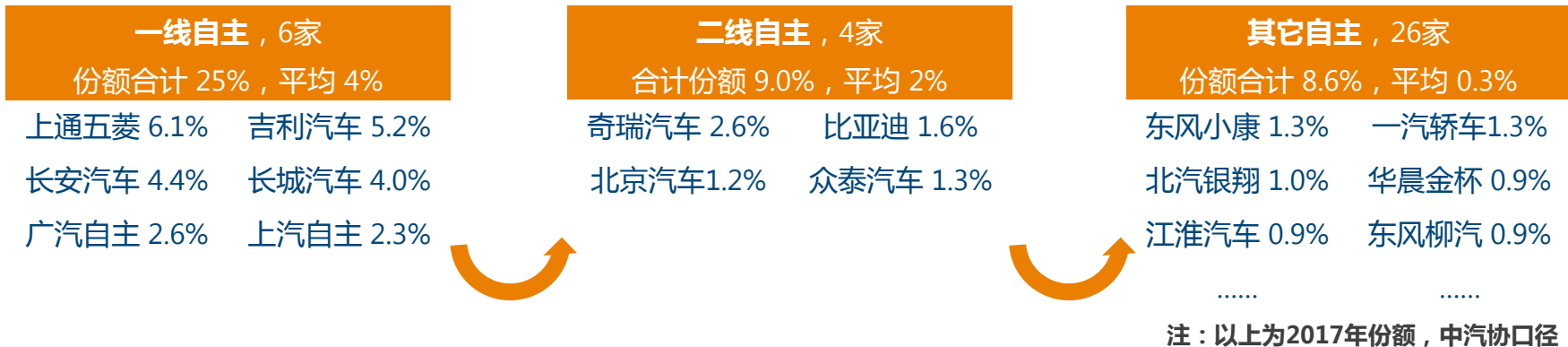
重点车企

重点自主		重点合资	
上汽通用五菱	吉利汽车	一汽大众	上汽大众
长安汽车	长城汽车	上汽通用	东风日产
上汽乘用车	广汽乘用车	长安福特	北京现代
奇瑞汽车	比亚迪	东风本田	广汽本田
北京汽车	众泰汽车	一汽丰田	广汽丰田

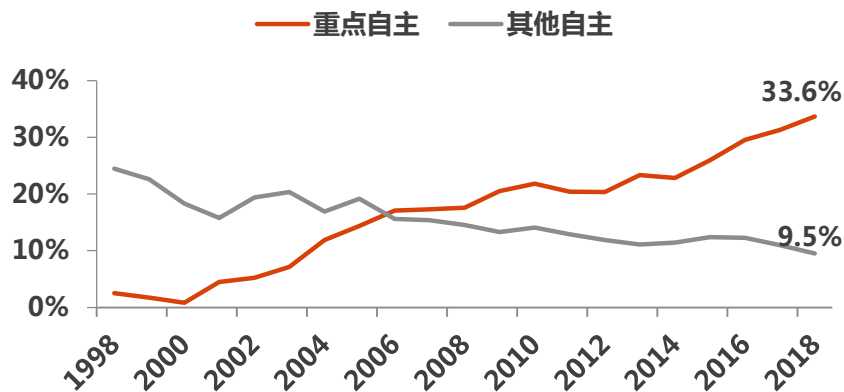
- **重点自主**上升势头明确，2004至今上升22个百分点，2014至今上升11个百分点
- **重点合资**下行趋势显著，2004至今下降12个百分点，2014至今下降7个百分点
- **其它自主/合资**多年来均呈下行趋势，且份额接近，但自主随行业增速波动更大



一线自主：2013年左右开始走势独立于二线和其它自主

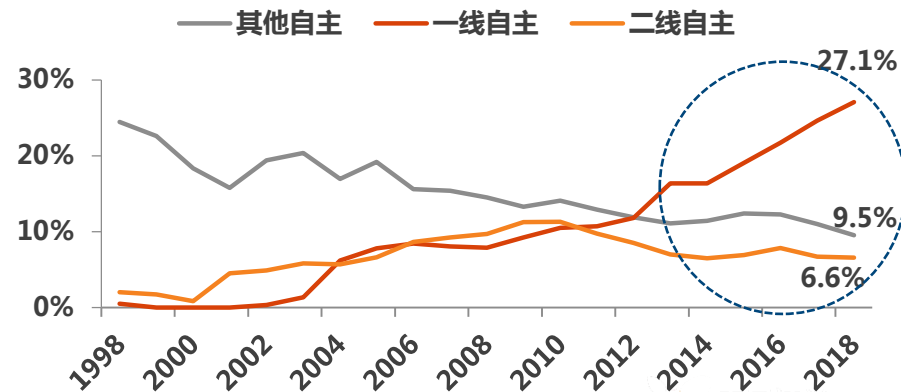


图：中国1998-2018重点自主市场份额（%）



注：2018年为前5月累计销量份额
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图：中国1998-2018一线自主份额迅速提升（%）



注：2018年为前5月累计销量份额
资料来源：中汽协、天风证券研究所
注：五菱2013年将部分微车纳入狭义乘用车口径，导致当年市占率明显上升

一线自主：强者愈强，份额提升空间大

预计随行业增速下移，竞争压力加剧，大小洗牌平行进行，强者愈强

- 排名41-50、31-40车企将让出份额，2017年合计约8%（中汽协数据口径，下同）
- 之后21-30车企也将逐渐让出份额，2017年合计约12%
- 前20名车企排名也将发生变化，其中不乏处于下坡路的车企，也将让出份额
- 体制活、产品力强、升级快的车企排名上移，集中度进一步上收

一线自主车企份额提升空间大

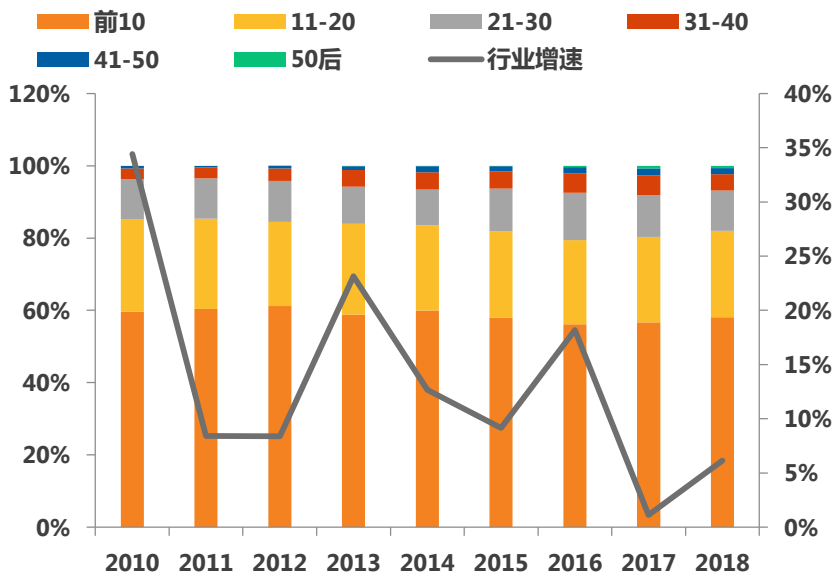
- 以吉利为例，目前为份额最高的自主车企，但也仅5.2%
- 距离第一有3.4个百分点差距
- 是20名以外车企合计份额的1/4不到



行业集中度：大洗牌阶段将至，行业增速确定下行

- 行业集中度远未至行业稳定状态
- 过去5年，行业增速仍保持在相对高位，前10、11-20、21-30名合计份额变化不大
- 随行业增速下移，竞争加剧，尾部车企将逐步退出，大洗牌阶段到来

图：中国2010-2018年车企合计份额与当年总销量增速



资料来源：中汽协、天风证券研究所 注：2018年为前5月累计销量份额

表：中国2010-2018年车企合计份额与当年总销量增速

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
前10	59.6%	60.4%	61.2%	58.8%	60.0%	58.0%	56.1%	56.7%	58.1%
11-20	25.6%	25.0%	23.3%	25.2%	23.6%	23.9%	23.3%	23.7%	23.9%
21-30	11.1%	11.1%	11.3%	10.3%	9.9%	11.7%	13.1%	11.6%	11.2%
31-40	2.9%	3.0%	3.5%	4.6%	4.8%	4.8%	5.3%	5.4%	4.5%
41-50	0.7%	0.5%	0.7%	1.1%	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%	1.7%
50后	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	0.6%
行业增速	34.4%	8.4%	8.4%	23.2%	12.7%	9.1%	18.2%	1.1%	6.1%

资料来源：中汽协、天风证券研究所

注：2018年为前5月累计销量份额

车企排名：更替不断进行，小洗牌持续，吉利、上汽龙头扩张

图：中国2010-2018年前20名车企所占市场份额（%）（2018为前5月累计）

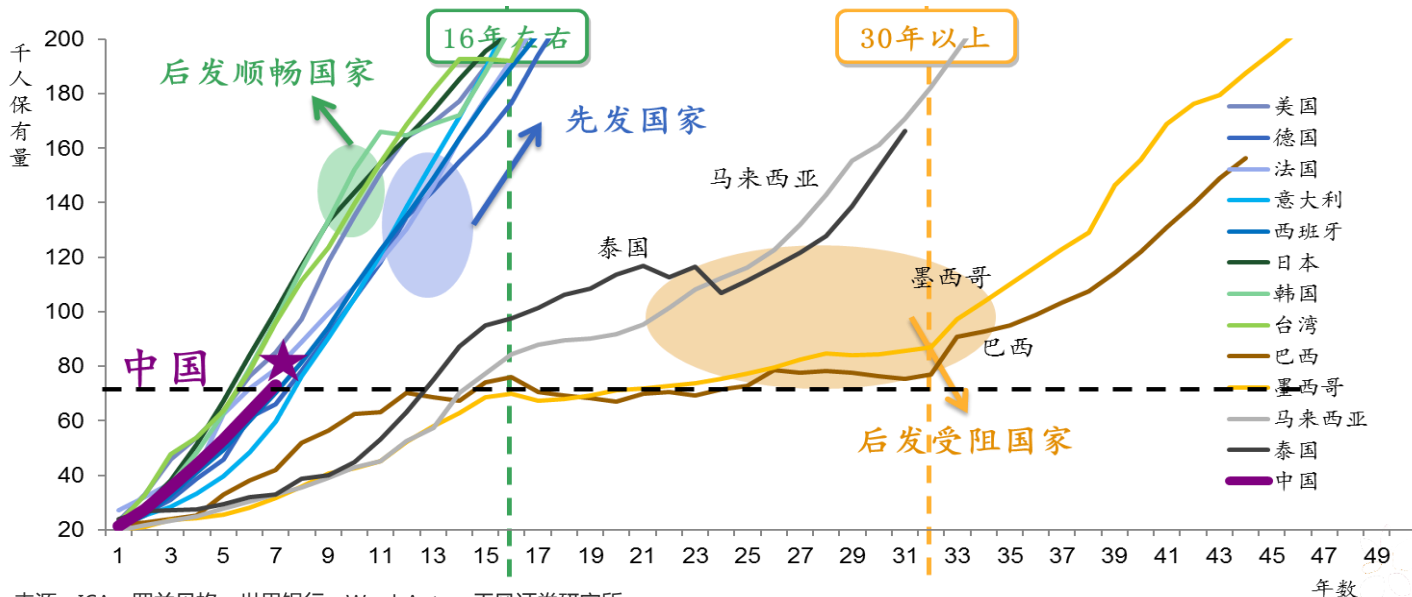
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1 上汽通用	8.98%	上汽通用 9.71%	上汽通用 10.30%	上汽通用 9.46%	一汽大众 9.70%	上汽大众 9.01%	上汽大众 8.44%	上汽大众 8.60%	上汽大众 8.69%
2 上汽大众	8.89%	上汽大众 9.54%	一汽大众 10.04%	上汽大众 9.35%	上汽大众 9.39%	上汽通用 8.60%	上汽通用 7.93%	上汽通用 8.27%	一汽大众 8.56%
3 一汽大众	7.72%	一汽大众 8.47%	上汽大众 9.67%	一汽大众 9.28%	上汽通用 9.39%	一汽大众 8.23%	一汽大众 7.90%	一汽大众 8.17%	上汽通用 8.42%
4 北京现代	6.24%	东风日产 6.62%	北京现代 6.49%	北京现代 6.32%	北京现代 6.10%	上汽通用 5.90%	上汽通用 6.03%	上汽通用 6.10%	吉利汽车 6.57%
5 东风日产	5.87%	北京现代 6.06%	东风日产 5.84%	东风日产 5.68%	东风日产 5.19%	北京现代 5.30%	长安汽车 4.85%	东风日产 5.22%	上汽通用 6.42%
6 奇瑞汽车	5.48%	奇瑞汽车 4.92%	奇瑞汽车 4.01%	长安福特 4.19%	上汽通用 5.08%	东风日产 5.12%	北京现代 4.82%	吉利汽车 5.21%	东风日产 5.16%
7 比亚迪	4.61%	一汽丰田 4.33%	一汽丰田 3.74%	上汽通用 3.87%	长安福特 4.39%	长安汽车 4.68%	东风日产 4.72%	长安汽车 4.40%	长安汽车 4.35%
8 一汽丰田	4.49%	比亚迪 3.67%	长安福特 3.73%	长城汽车 3.85%	长安汽车 3.87%	长安福特 4.33%	长城汽车 4.09%	长城汽车 3.97%	长城汽车 3.64%
9 吉利汽车	3.69%	吉利汽车 3.54%	吉利汽车 3.71%	一汽丰田 3.40%	悦达起亚 3.52%	长城汽车 3.76%	长安福特 3.98%	长安福特 3.46%	上汽自主 3.25%
10 长安福特	3.65%	悦达起亚 3.54%	长城汽车 3.68%	吉利汽车 3.37%	长城汽车 3.33%	悦达起亚 3.07%	吉利汽车 3.37%	北京现代 3.28%	一汽丰田 3.08%
11 广汽本田	3.43%	长安福特 3.43%	悦达起亚 3.63%	悦达起亚 3.35%	神龙汽车 3.21%	一汽丰田 3.03%	悦达起亚 2.74%	东风本田 2.95%	北京现代 3.02%
12 神龙汽车	3.31%	神龙汽车 3.31%	比亚迪 3.44%	长安汽车 3.16%	一汽丰田 3.17%	广汽本田 2.89%	一汽丰田 2.71%	广汽本田 2.93%	广汽自主 2.84%
13 悦达起亚	2.96%	长城汽车 2.99%	神龙汽车 3.32%	比亚迪 3.10%	广汽本田 2.61%	吉利汽车 2.80%	奇瑞汽车 2.71%	一汽丰田 2.88%	广汽本田 2.81%
14 一汽轿车	2.85%	广汽本田 2.97%	广汽本田 2.39%	神龙汽车 3.05%	奇瑞汽车 2.43%	神龙汽车 2.63%	广汽本田 2.70%	广汽自主 2.63%	东风本田 2.74%
15 长城汽车	2.61%	一汽轿车 2.31%	东风本田 2.13%	广汽本田 2.67%	比亚迪 2.38%	奇瑞汽车 2.39%	东风本田 2.41%	奇瑞汽车 2.56%	奇瑞汽车 2.31%
16 广汽丰田	2.39%	广汽丰田 2.25%	广汽丰田 1.89%	奇瑞汽车 2.64%	吉利汽车 2.32%	比亚迪 2.22%	东风汽车 2.32%	上汽自主 2.30%	北京奔驰 2.17%
17 东风本田	2.31%	东风本田 2.09%	长安汽车 1.74%	东风本田 1.97%	东风汽车 2.06%	东风汽车 2.21%	比亚迪 2.10%	东风汽车 2.17%	广汽丰田 2.10%
18 一汽夏利	2.22%	一汽夏利 2.07%	一汽轿车 1.70%	广汽丰田 1.86%	广汽丰田 2.04%	东风本田 2.03%	广汽自主 1.94%	广汽丰田 1.85%	长安福特 2.05%
19 江淮汽车	1.78%	长安铃木 1.80%	江淮汽车 1.53%	一汽轿车 1.77%	一汽轿车 1.68%	广汽丰田 2.01%	神龙汽车 1.86%	北京奔驰 1.76%	东风汽车 1.95%
20 长安铃木	1.78%	江淮汽车 1.78%	上汽自主 1.51%	东风汽车 1.64%	东风本田 1.68%	江淮汽车 1.73%	广汽丰田 1.78%	比亚迪 1.64%	比亚迪 1.90%

资料来源：中汽协、天风证券研究所

中国汽车消费升级——长期主基调

- 中低收入人群的“长尾”，普及不足+消费升级
- 中国汽车市场发展速度，比肩发达国家
- 中国正在从“大”国走向“强”国

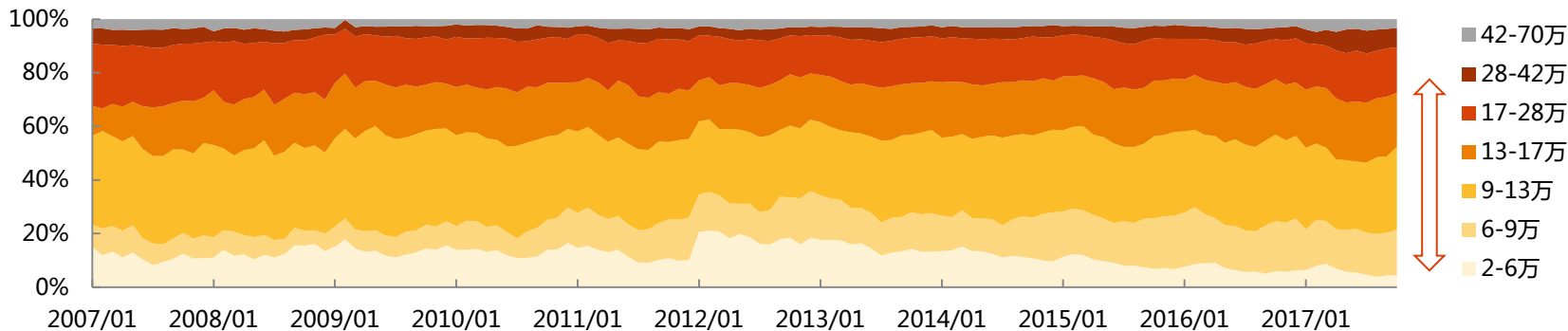
图：中国正进入汽车消费升级趋势，各国历史千人汽车保有量增长曲线



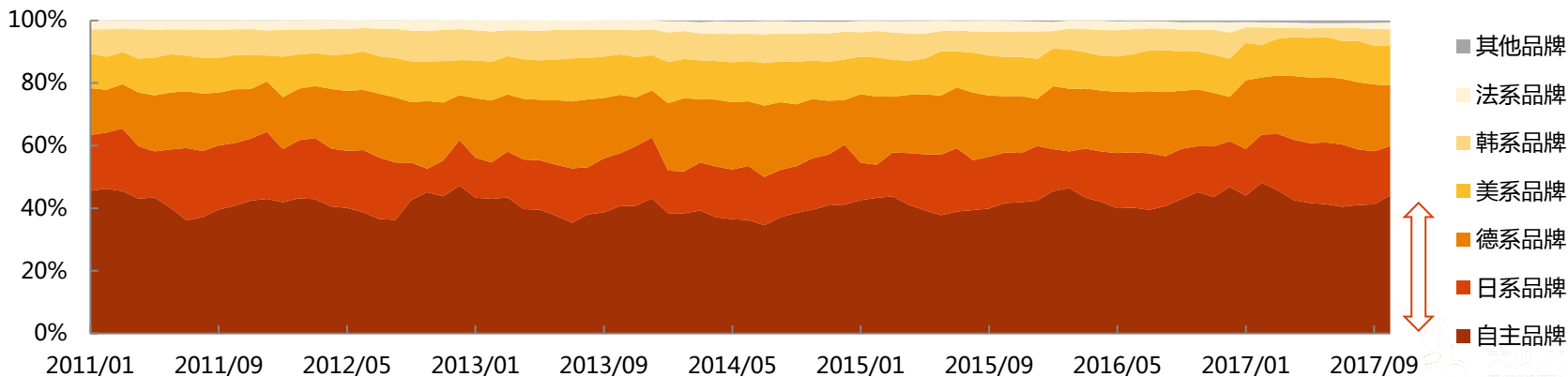
来源：ICA、罗兰贝格、世界银行、WardsAuto、天风证券研究所

中国乘用车仍处明显消费升级

图：中国汽车消费的价格分布

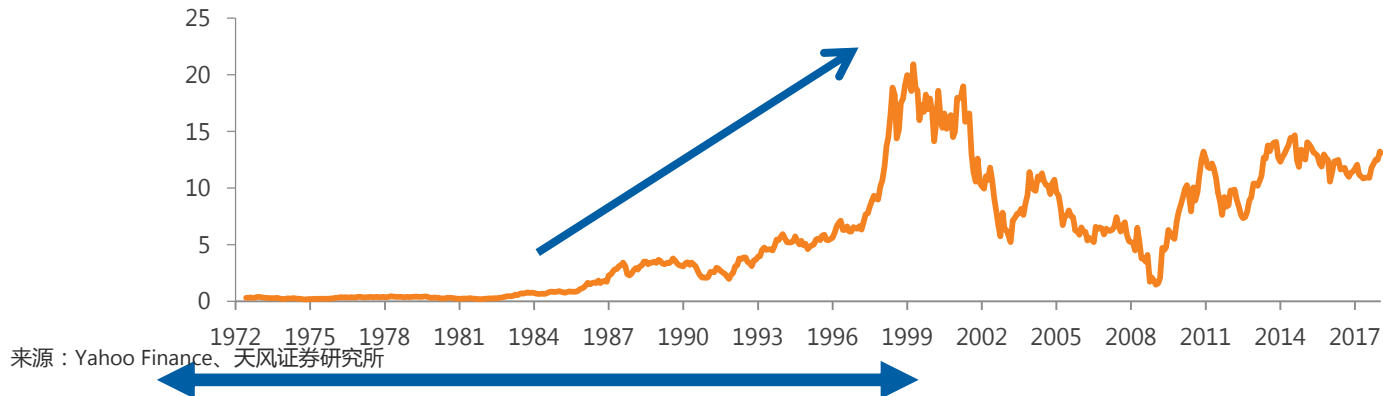


图：中国汽车市场分国别的市占率情况



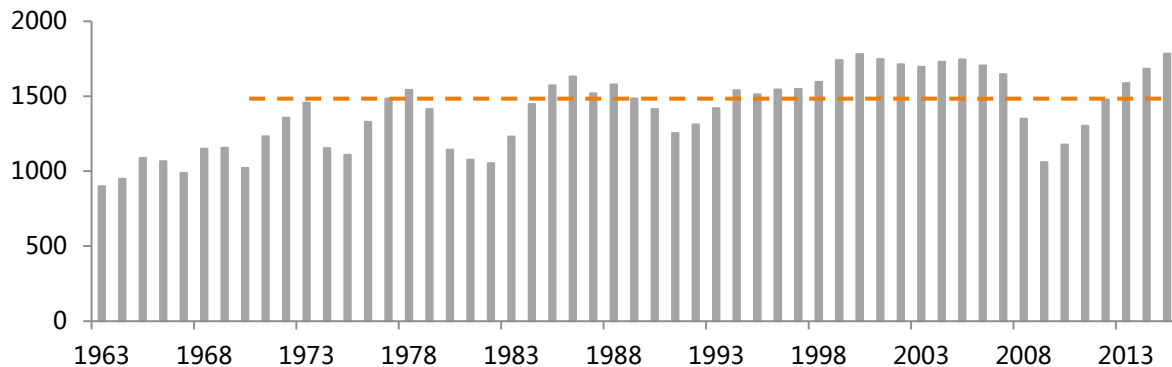
行业销量平台期，消费升级和份额扩张仍将持续驱动龙头车企盈利

图：福特汽车1972-2018股价走势（美元）



- 美国汽车股涨幅最大的阶段是70-90年代消费升级阶段
- 三大巨头崛起，享受品牌消费的红利阶段

图：美国汽车年度汽车销量（万辆）



美国汽车市场过去40年平均销量



1. 乘用车——龙头扩张



2. 电动智能——中高端周期开启



3. 零部件——优质公司进入低估区间



4. 投资建议

新能源汽车中高端周期全面开启

- **中高端周期开启——三年十倍需求**

- 补贴旧周期结束，需求从公共部门转向私人部门

- 中高端新周期开始，三年十倍需求放量在即

- **中高端产业链公司将迎戴维斯双击**

- 周期起步的核心龙头，处于“盈利占比低、业绩弹性大、估值预期低”的状态

- 在周期高点呈现“盈利占比高、业绩弹性小、估值预期高”

- 预计未来三年核心龙头将进入业绩（1-3倍）和估值（15-30倍）的“戴维斯双击”

双积分的深意——加速补贴退出，龙头时代开启

- 欧洲限卖燃油车、中国双积分制度等，政府政策驱动→车企产品驱动，消费意愿被动→主动
- 2019年开始全面考核，并逐年提升标准

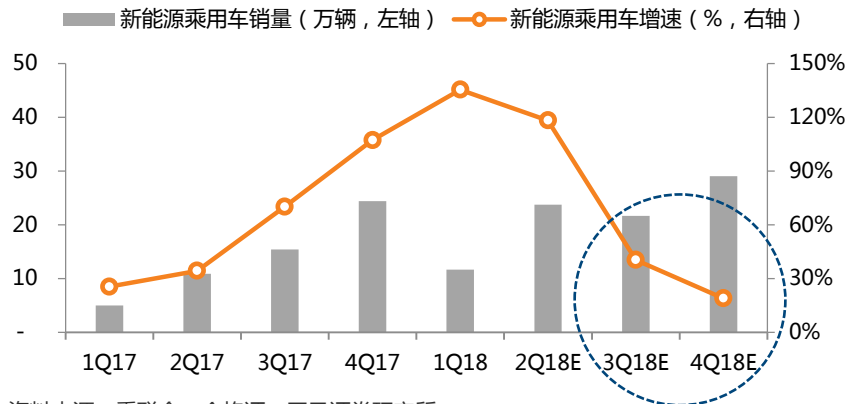
图：全球主流整车新能源战略规划

品牌	销量目标	新车规划	中国战略
大众	2025年总销量20~25%	2020年新能源车型20款，2025年30款纯电动,2030年全线车型有电动版	2020年40万辆，2025年150万辆
奔驰	2025年总销量15~25%	发布EQ子品牌，2025年前10款，首款18年投产	大部分车型将国产
宝马	2018年销量15万，2025年总销量15~25%	发布BMW i子品牌，2020年之前，所有车系具备电动选项	已推出6款新车，并发布之诺品牌，已推出2款新车
福特	2020年总销量10~25%	2020年前推出13款	2020年前推出国产蒙迪欧Energi和纯电小型SUV，未来全系引入中国
通用	2025年销量50万	2020年至少10款，2020年新电动车平台，至少11款。	2020年前推出10款以上车型，涵盖雪佛兰、别克、凯迪拉克、宝骏品牌
本田	2030年总销量2/3	2018年北美推出一款插电混车型，然后推出主要车型的插电式版本，并增加车型数量	2020年混动车占比50%，并推出PHEV车型，2025年推出20款以上
丰田	2050年HEV、PHEV占总销量70%，FCV、EV占30%	2016年推出Prius PHEV，2020年量产EV车型，2025年10款以上纯电动，所有车型均有电动版本	2018年国产卡罗拉、雷凌PHEV，合资自主推EV
日产	2020年EV占总销量20%	优先EV，目标大众市场，日产LEAF、雷诺Zoe，2025年一半车型新能源	以启辰为重心，推出多款廉价EV车型
现代	2020年销量30万	2020年之前推出26款（12款HEV、6款PHEV、2款EV、2款FCV），2025年前38款	2020年，销量占比10%，推9款车型
PSA	2020年销量10万（估计） 2023年总销量80%	2020年前，推7款PHEV和4款EV，2023年增27款，2025年全面电动化	2020年前推出5款车型，2款EV

来源：第一电动网、天风证券研究所

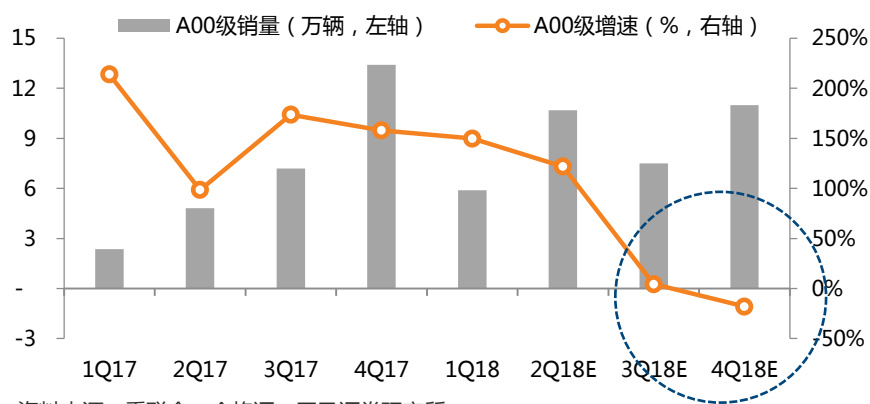
2018年展望：1H18高增速，2H18布局时点，销量结构开始切换

图：中国2017-2018季度新能源汽车产销测算（万辆，%）



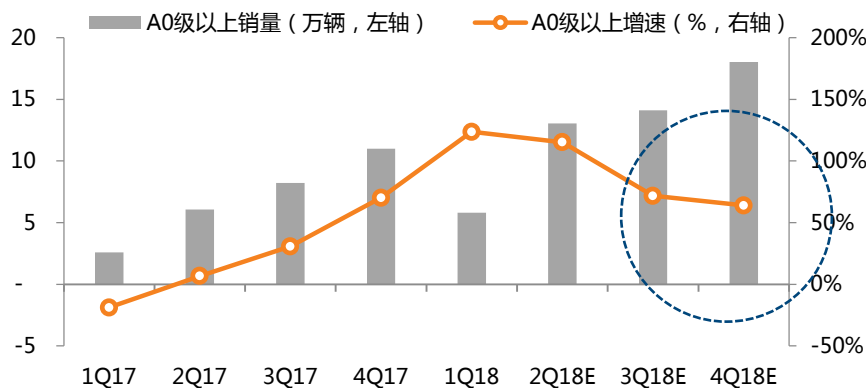
资料来源：乘联会、合格证、天风证券研究所

图：中国2017-2018季度A00级新能源汽车产销测算（万辆，%）



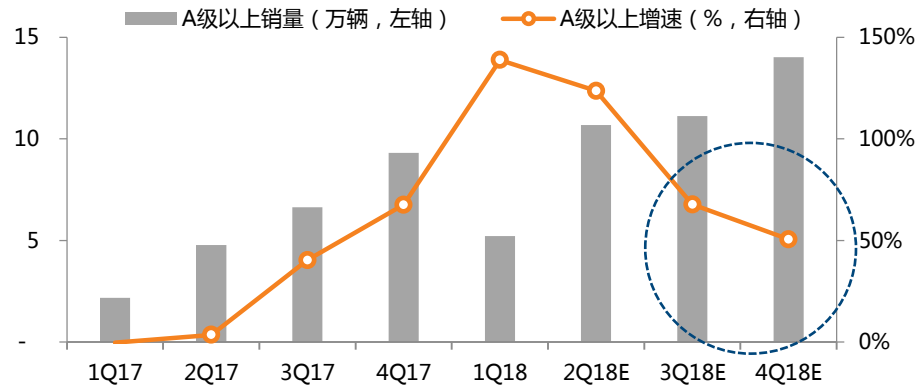
资料来源：乘联会、合格证、天风证券研究所

图：中国2017-2018季度A0级以上新能源汽车产销测算（万辆，%）



资料来源：乘联会、合格证、天风证券研究所

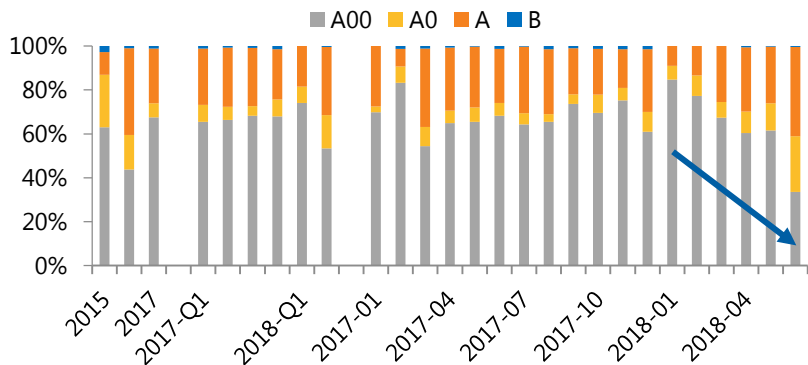
图：中国2017-2018季度A级以上新能源汽车产销测算（万辆，%）



资料来源：乘联会、合格证、天风证券研究所

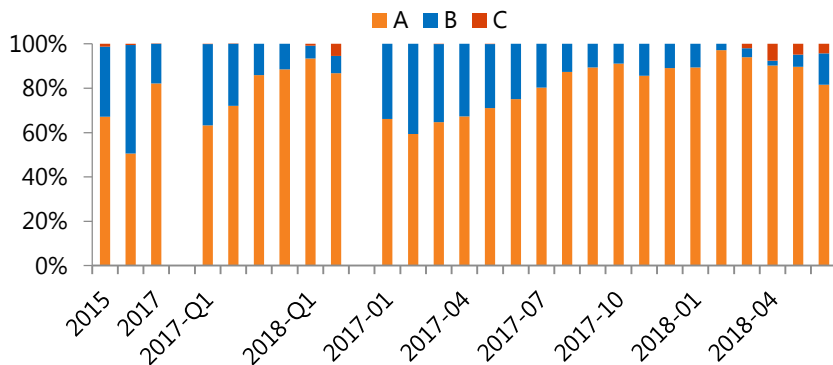
级别结构：6月A00级BEV占比开始大幅回落

图：BEV各级别销量占比（占BEV车型）



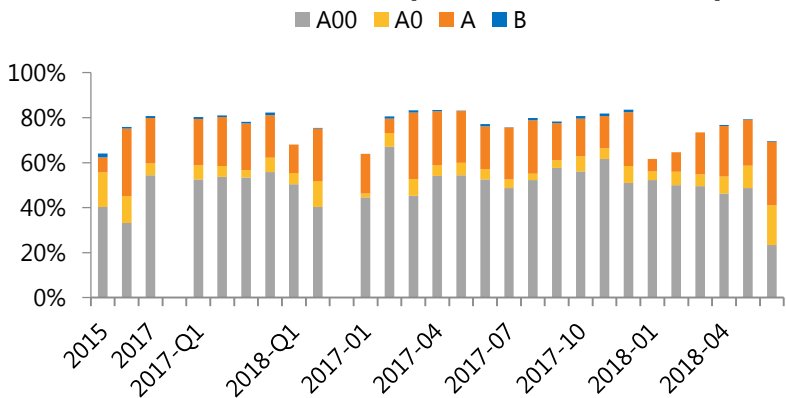
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图：PHEV各级别销量占比（占PHEV车型）



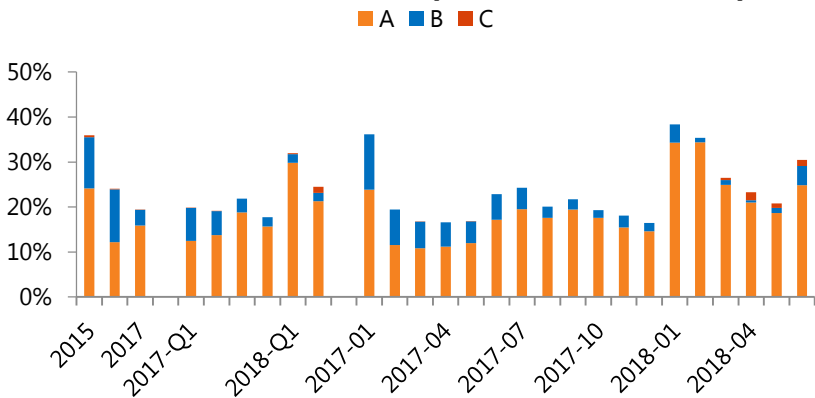
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图：BEV各级别销量占比（占所有新能源车型）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

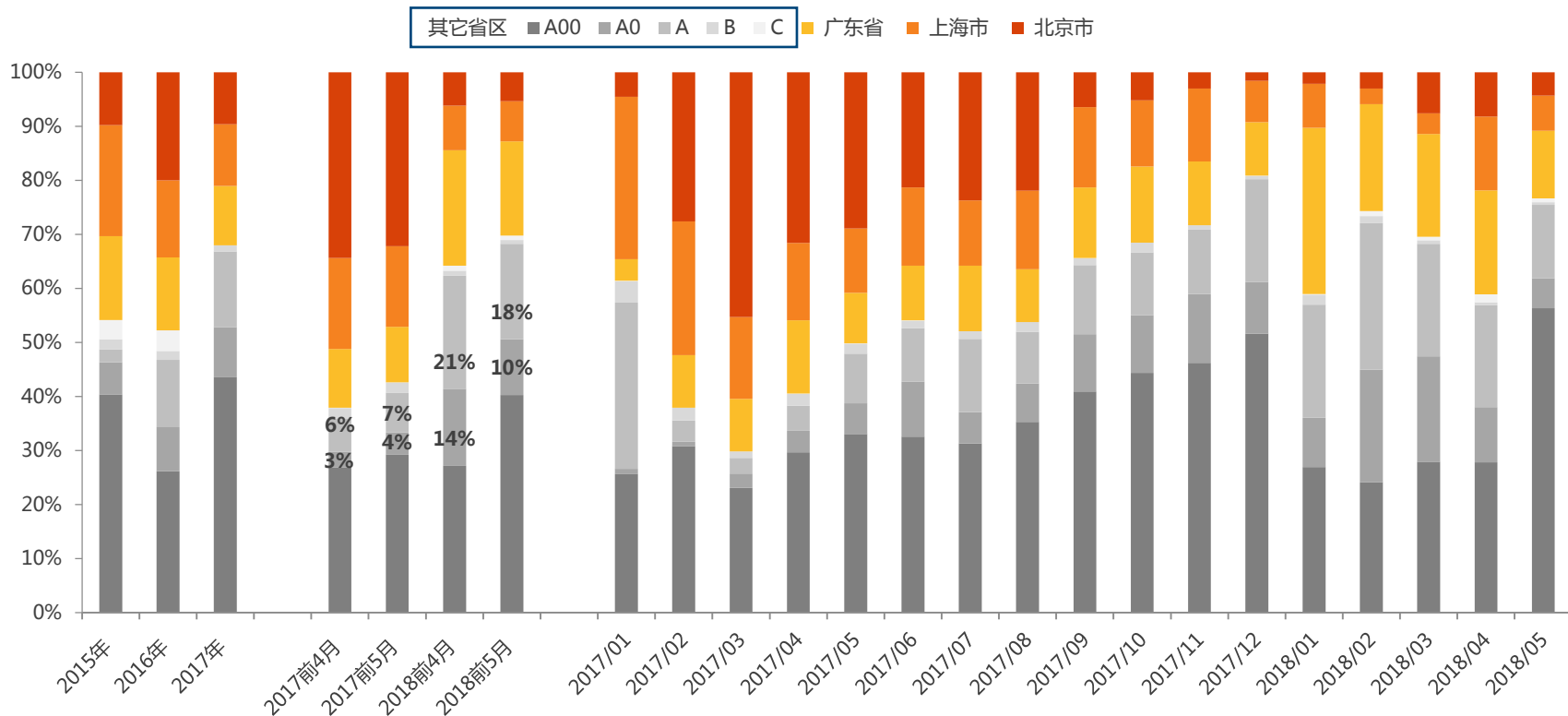
图：PHEV各级别销量占比（占所有新能源车型）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

地域结构：北上广占比下降，其它省区A0级以上需求开始释放

图：2015-2018年度北京、上海、广东以及其它省份新能源汽车交强险注册量占比



数据来源：保监会、天风证券研究所

全新A0、A级车全面上市，推动下半年销量结构走向中高端

品牌	车型	燃料类型	上市时间	种类	级别	续航 (km)
北汽新能源	EU5	BEV	北京车展期间	CAR	A	416
北汽新能源	EX360	BEV	2018/3/26	SUV	A	318
北汽新能源	ET400	BEV	2018/7/1	SUV	A	350
北汽新能源	EC3	BEV	2018年第三季度	SUV	A0	261
比亚迪	秦EV450	BEV	2018/3/31	CAR	A	400
比亚迪	e5450	BEV	2018/3/31	CAR	A	400
比亚迪	腾势500	BEV	2018/3/26	CAR	B	451
比亚迪	元EV360	BEV	2018/4/25	SUV	A0	305
比亚迪	宋EV400	BEV	2018/3/31	SUV	A	360
比亚迪	唐DM	PHEV	2018/6/26	SUV	B	80/100
比亚迪	唐EV500	BEV	2018/12/1	SUV	C	500
东风日产	聆风	BEV	2018年	CAR	A	400
东风日产	轩逸EV	BEV	2018下半年	CAR	A	338
广汽三菱	祺智	PHEV	2018/3/10	SUV	A	58
广汽菲克	Jeep大指挥官	PHEV	2019年	SUV	B	
广汽丰田	ix4EV	BEV	2018年年中	SUV	A	
广汽丰田	雷凌	PHEV		CAR	A	50
华晨宝马	宝马530Le	PHEV	2018/3/30	CAR	C	61
吉利	帝豪EV450	BEV	2018/3/29	CAR	B	400
吉利	帝豪Gse	BEV	2018/6/9	SUV	A	353
吉利	博瑞	PHEV	2018/5/28	CAR	B	58
吉利	领克01PHEV	PHEV	2018/6/28	SUV	B	51
上汽通用	别克VELITE6	PHEV	2018年6月底	CAR	A	700
上汽乘用车	荣威Ei5	BEV	2018/3/21	SUV	A	301
上汽乘用车	名爵6	PHEV	2018/4/17	CAR	A	53
上汽乘用车	荣威ei5	BEV	2018/3/21	MPV	A	301
上汽乘用车	荣威MarvelX	BEV	2018年	SUV	B	403
江淮	iEVA50	BEV	2018/4/25	CAR	A	400
江淮	iEV75	BEV	2018/3/12	SUV	A0	280
江淮	江淮全新iEV6	BEV	2018/6/26	SUV	A00	310
江淮	iEVA50	BEV		CAR	A	400
一汽丰田	卡罗拉	PHEV		CAR	A	
一汽新特	DEV1	BEV	2018年	CAR	A0	350

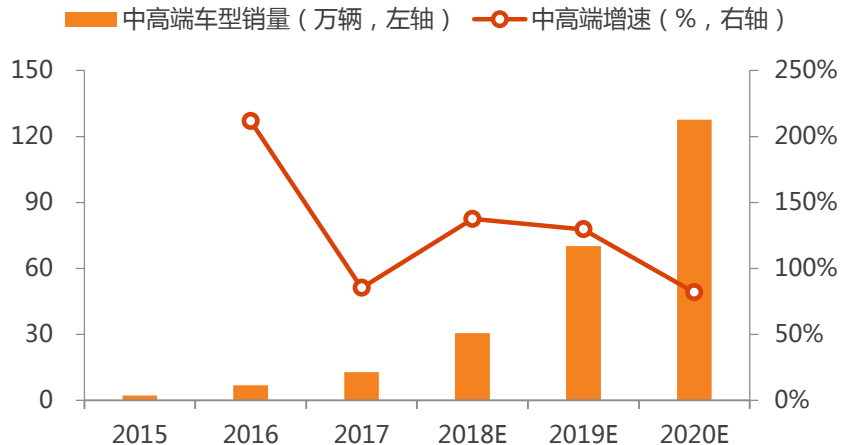
品牌	车型	燃料类型	上市时间	种类	级别	续航 (km)
江铃	E400	BEV	2018/5/4	SUV	A	252
开瑞	K50EV	BEV	2018/5/19	MPV	A	256
力帆	330EV	BEV	2018/1/1	CAR	A0	180
力帆	650EV	BEV	2018/6/6	CAR	A	305
奇点	iS6	BEV	2018年底	SUV	B	400
奇瑞	eQ1/小蚂蚁300	BEV	2018/3/20	CAR	A00	251
奇瑞	瑞虎3xe400	BEV	2018/3/28	SUV	A0	351
奇瑞	捷途x70	BEV		SUV	B	
奇瑞	捷途x70s	BEV		SUV	B	
起亚	Stonic	BEV	2018年	SUV	A	322
前途汽车	K50	BEV	2018年	跑车	A	300
华泰	圣达菲7XEV520	BEV		SUV	A	400
华泰	圣达菲5NEV480	BEV		SUV	A	380
汉腾	X7PHEV	PHEV	2018/6/6	SUV	A	52
汉腾	X5EV	BEV	2018第三季度	SUV	A	252
汉腾	汉腾mpv	BEV		MPV	B	400
威马	EX5	BEV	2018/4/20	SUV	A	450
威马	EX6	BEV	2019年	SUV	B	600
蔚来	ES8 (6座版)	BEV	2019年上半年底	SUV	C	355
拜腾	拜腾Concept	BEV		SUV	B	400/520
东南汽车	DX3	BEV	2018/4/10	SUV	A0	310
云度	云度π3	BEV	2018/3/28	SUV	A0	251
云度	π7	BEV	2019年	SUV	A	400
长安	新奔奔EV260	BEV	2018/2/26	CAR	A00	251
长安	长安CS15EV	BEV	2017/10/19	SUV	A	300
长安	逸动EV460	BEV	2018年四季度	CAR	A	405
长安	CS75	PHEV	2018/6/1	SUV	A	60
长安福特	蒙迪欧Energi	PHEV	2018/3/27	CAR	B	52
长城	C30EV	BEV	2018/4/11	CAR	A	270
长城	WEV P8	PHEV	2018/4/25	SUV	C	50
长城	欧拉R1	BEV	2018年底	CAR	A00	
众泰	芝麻eZ	BEV	2018/4/18	CAR	A00	210
众泰	T300EV	BEV	2018/4/25	SUV	A0	250

资料来源：第一电动、盖世汽车、公司官网、天风证券研究所

补贴旧周期结束，高端新周期开始，三年十倍需求

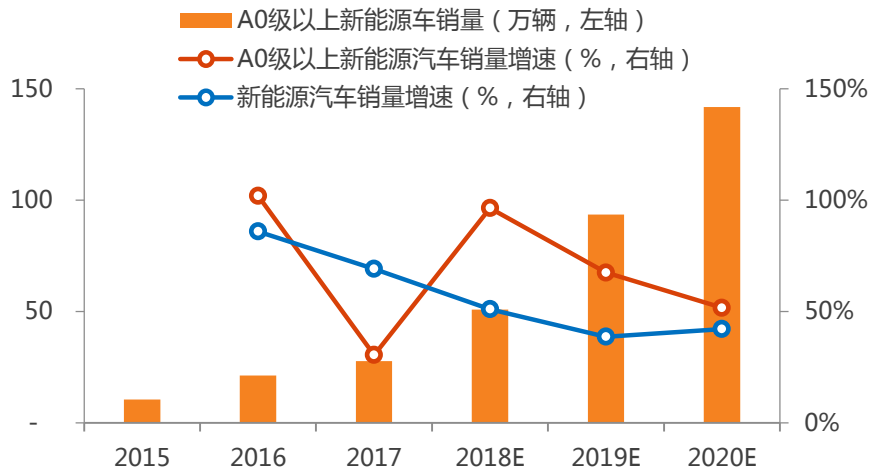
- 补贴周期16年底结束，众多3年5倍以上涨幅的投资机遇已趋白马化
- 随双积分压力、补贴退坡带来的新能源乘用车高端化周期刚刚开启
- 未来三年左右会形成接近十倍的新市场空间
- 补贴旧周期高端供给和需求没有释放，产业链相关公司对应体量和占比小，股价表现弱
- 新能源高端产业链起点越低，弹性越大，未来3年迎戴维斯双击

图：2015-2020年新能源中高端车型销量及增速预测（万辆，%）



来源：乘联会、天风证券研究所

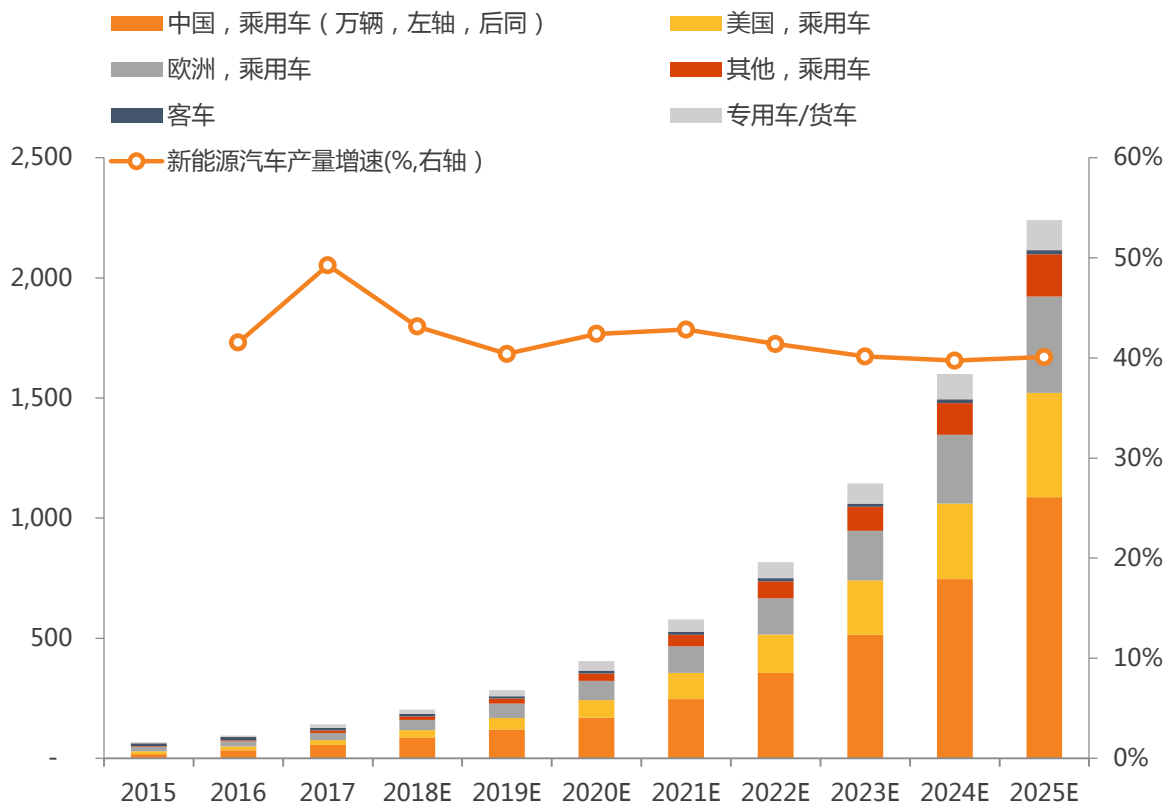
图：2015-2020年A0级以上新能源车型销量及增速预测（万辆，%）



来源：乘联会、天风证券研究所

2020年开始车企投放纯电平台车型，推动全球实现2025年2241万辆

图：预计到2025年，全球新能源汽车产销2241万辆（万辆，%）



资料来源：乘联会、合格证、EVSales、天风证券研究所

- **总量**：预计2025年2,241万辆，为2016年的**24倍**
- 按2016全球年9,500万辆总产量CAGR1.5%算，渗透率**21%左右**
- **乘用车**：未来新能源汽车的绝对主力市场，预计2025年全球共2,098万辆，为2016年的**28倍**
- 按2016年全球6,847万辆乘用车CAGR 3%算，渗透率**23%左右**
- **中、欧、美**：2025年在新能源乘用车市场中的占比分别**52%、21%、19%**



产能的结构性短缺——实际高端紧缺，低端过剩

图：全球锂电池需求与产能匹配情况（GWh，%）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
需求					
中国	28	36	48	72	109
海外	16	22	32	51	74
全球	44	58	80	124	183
产能					
CATL（除时代上汽）	8	16	24	32	40
中国龙头	18	32	58	84	115
海外龙头	25	41	64	88	116
龙头合计	43	73	122	172	231
中国其它	53	113	176	229	268

注：

中国龙头包括：CATL、时代上汽、比亚迪

海外龙头包括：LG、三星、松下、Gigafactory

资料来源：高工锂电，真锂研究、公司公告等，天风证券研究所

以中国为例：

高端紧缺

- 2018年开始，需求将加速高端化
- 48GWh总需求，对应58GWh龙头规划总产能
- 考虑实际扩产速度没那么快、BYD、时代上汽主要自供，CATL单独产能仅24GWh，供给将吃紧

低端过剩

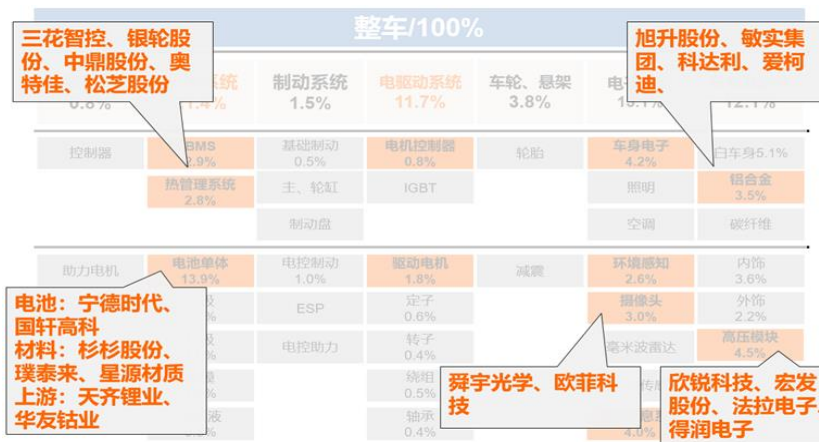
- 与此同时，中国非龙头电池厂2018年规划总产能176GWh，远大于48GWh预期总需求



中高端产业链七大板块迎新机遇

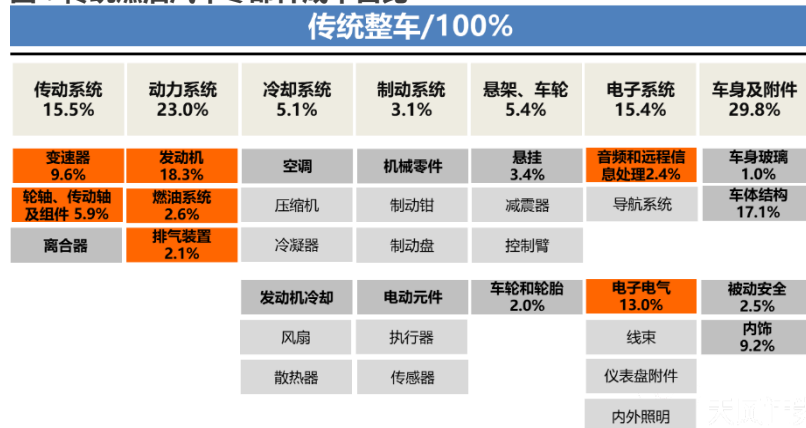
- 传统燃油汽车中，动力和传动系统成本占比近40%，该两大板块将随汽车新能源化被取代
- 驱动电机、动力电池、热管理、智能座舱、轻量化、高压模块、充电模块等增量器件系统迎来业绩加速期
- 预计未来三年其高端器件市场分别增长895%、1081%、891%、905%、893%、902%和882%

图：新能源汽车零部件主要供应商



资料来源：天风证券研究所估计

图：传统燃油汽车零部件成本占比



资料来源：天风证券研究所估计

图：新能源汽车零部件成本占比



资料来源：天风证券研究所估计

高端产业链将迎戴维斯双击

- 周期起步的核心龙头，处于“盈利占比低、业绩弹性大、估值预期低”的状态
- 在周期高点呈现“盈利占比高、业绩弹性小、估值预期高”
- 预计未来三年核心龙头将进入业绩（1-3倍）和估值（15-30倍）的“戴维斯双击”

表：国内新能源汽车产业链核心公司业绩弹性预测

上市公司	主要产品	单车价值量 (元)	已配套客户	潜在配套客户	市场地位	营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
						2017	2020E	增幅	2017	2020E	增幅
宁德时代	锂电池	40,000	宇通、上汽、宝马等	远景汽配、奇达动力等	国际领先	200.0	514.2	157%	38.8	55.7	44%
天齐锂业	锂产品	2,884	当升材料、国安盟固利	北大先行、杉杉股份等	国内领先	54.7	148.2	171%	21.5	68.6	220%
华友钴业	钴产品	1,118	北大先行、北京当升等	杉杉股份、宁辰新能源、泰丰先行等	国内领先	96.5	288.8	199%	19.0	52.7	178%
杉杉股份	正负极材料、电解液	22,000	CATL、BYD、国轩高科等		国内领先	82.7	182.9	121%	9.0	15.6	74%
璞泰来	负极材料、涂布	2,250	宁德时代、中航锂电比亚迪等	瑞发新材、捷力新能源、珠海光宇等	国内领先	22.5	51.3	128%	4.5	10.3	128%
汇川技术	动力总成系统	10,000	宇通、海马、东风、众泰等	佳明机器、明科电子等	国内领先	47.8	104.3	118%	10.6	20.9	98%
宏发股份	新能源继电器	1,800	一汽、吉利、比亚迪、通用等		国际领先	60.2	102.2	70%	6.8	12.8	86%
欣锐科技	车载充电机	4,200	北汽新能源、长安、汇川技术等	大郡动力、远景汽配等	国内领先	4.9	13.1	168%	0.9	1.8	100%
三花智控	膨胀阀、电子水泵、冷却板	1,500	特斯拉、沃尔沃、蔚来等		国内领先	95.8	159.1	66%	12.4	22.2	79%
中鼎股份	密封及降噪橡胶件、冷却胶管	2,000	戴姆勒、通用、宝马等	蔚来、宁德时代、比亚迪等	国内领先	117.7	182.5	55%	11.3	18.3	62%
银轮股份	电池深冷器、电机电控冷却器	2,000	卡特彼勒、通用等	GDI、锡柴、云内动力等	国内领先	43.2	76.1	76%	3.1	6.4	105%
旭升股份	铝合金压铸	2,500	特斯拉、麦格纳、采埃孚	宁德时代、长城、江淮	国内领先	7.4	23.7	221%	2.2	6.6	196%
耐世特	EPS(REPS/CEPS/SPEPS)	2,000	宝马、福特、通用等	长安、重庆比速、塔塔汽车等	国际领先	254.1	318.83	25%	23.0	30.06	31%



资料来源：Wind、天风证券研究所 注：2020年财务数据为天风证券研究所预期（如覆盖）或Wind一致预期。



1. 乘用车——龙头扩张



2. 电动智能——中高端周期开启



3. 零部件——优质公司进入低估区间



4. 投资建议

优质零部件公司开始迈入低估区间

- **优质零部件公司成长空间广阔**

- 继续沿自主+合资+全球三条主线发展，国内大市场提供全球竞争基础

- 电动化、智能化带来变革机遇和增量

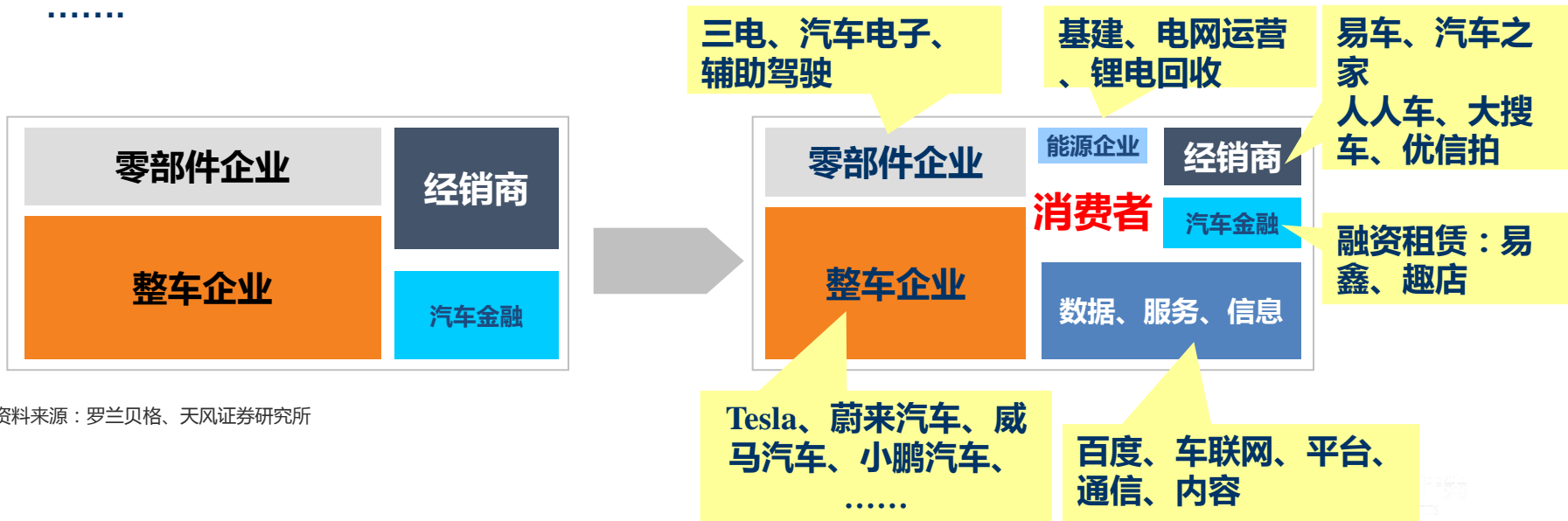
- **板块估值连续两年下行，优质公司进入低估区间**

- 板块估值2年间从40倍回落到20倍

- 优质公司未来三年25%的复合业绩增速，但估值已在17倍以下

汽车产业链变革孕育巨大投资价值

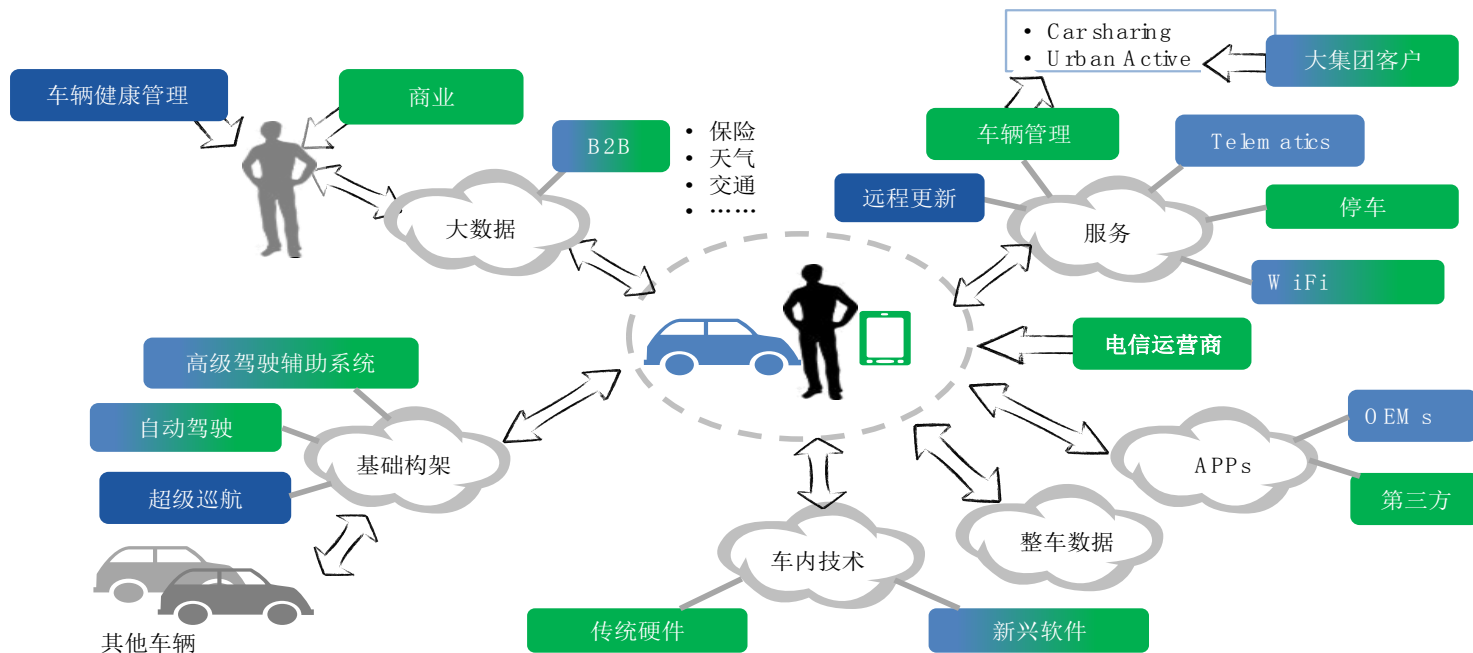
- 发动机+变速箱 VS 电池、电机、电控、电子技术
- 品牌力 VS 粉丝经济
- 经销渠道4S店 VS 直销、网上交易
- 生产牌照 VS 电动汽车独立牌照
-



资料来源：罗兰贝格、天风证券研究所

智能化：体验升级，需求爆发，硬件先行

电信运营商、大数据/云平台服务商、内容和服务提供商、软件开发商、网络完全服务商



'Owned' by OEM
Competitor/3rd party

整车厂
竞争者/第3方开发者

资料来源：通用中国、天风证券研究所

座舱电子+ADAS已成新车核心卖点

	电子配置	上汽荣威RX5	吉利博越	别克昂科威	Jeep自由光
动力系统	发动机喷油	直喷	直喷	直喷	多点电喷
	发动机启停			•	•
底盘系统	防抱死制动系统 (ABS)	•	•	•	•
	制动力分配 (EBD/CBC)	•	•	•	•
	牵引力控制 (ASR/TCS/TRC)	•	•	•	•
	车身稳定控制 (ESC/ESP/DSC/VSC)	•	•	•	•
	上坡辅助	•	•	•	•
	自动驻车	•	•		•
	胎压监测	•	•	•	•
	自动泊车			•	
车身电子	电动天窗	•	•	•	•
	电动车窗	•	•	•	•
	电动后视镜	•	•	•	•
	雨量感应雨刮		•		
	日间行车灯	•	•	•	•
	车内氛围灯	•		•	
	电动后备厢			•	
	自动空调	•	•	•	•
座舱电子	全液晶仪表		•		
	中控屏	10.4英寸	7英寸	8英寸	5英寸
	GPS导航	•	•		
	语音控制	•			•
	倒车影像	•	•	•	
	定位互动服务	•	•	•	
	HUD				
ADAS	全景摄像头		•		
	定速巡航	•	•	•	•
	前后泊车雷达	后	•	后	•
	车道偏离预警				
	自适应巡航				

资料来源：汽车之家、易车网、公司官网、天风证券研究所

智能座舱——车载信息娱乐系统

卡带收音机



CD收音机



DVD导航



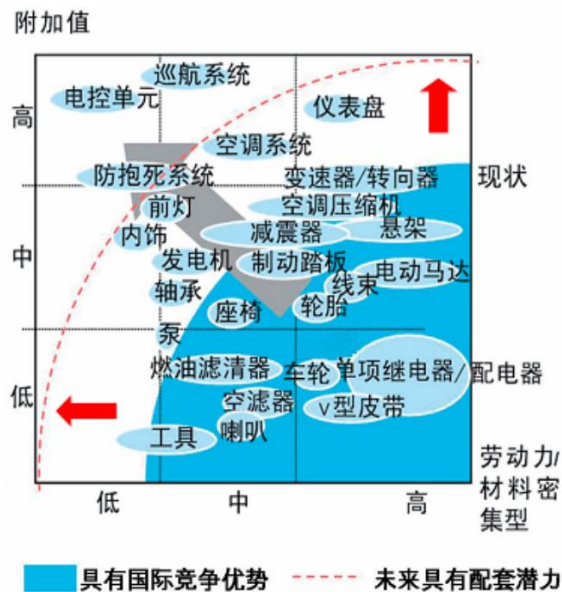
智能触控



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

中国零部件的产品和品牌升级

- 从投资的语言出发，零部件投资机遇要寻找，由劳动力/原材料密集类型向技术密集/高附加值类型过渡，产品形态也由原来原材料和零散配件，到提供核心零部件甚至模块组件
- 技术突破创造的投资价值，最好的投资时点在技术突破的临界期，相关新产品订单和合作伙伴的出现表明新领域的成功开拓，以精加工和机电一体化为代表的模块化、系统化产品是未来最值得关注的细分行业



资料来源：罗兰贝格、天风证券研究所

零部件——集团化、多元化、规模化

零部件龙头扩张：自主+合资+全球三条主线

福耀玻璃、华域汽车、三花智控、
爱科迪、均胜电子、中鼎股份



海外新建+收购



全球扩张机遇

精锻科技、银轮股份、得润电子、
拓普集团、广东鸿图、继峰股份



自主崛起



集中度提升+新产品

星宇股份、宁波高发、浙江仙通



自主向上、外资向下



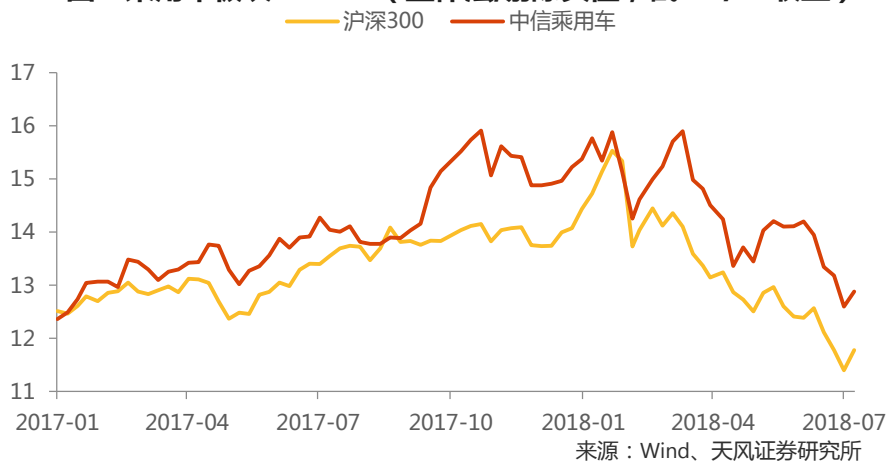
加速进口替代

板块估值已降至历史低位

图：乘用车板块PE TTM（整体法,剔除负值,截至7/13收盘）



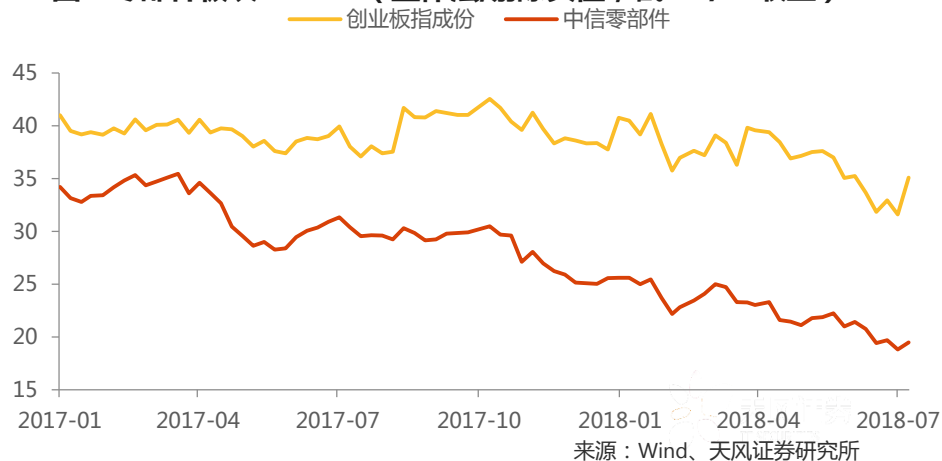
图：乘用车板块PE TTM（整体法,剔除负值,截至7/13收盘）



图：零部件板块PE TTM（整体法,剔除负值,截至7/13收盘）



图：零部件板块PE TTM（整体法,剔除负值,截至7/13收盘）





1. 乘用车——龙头扩张



2. 电动智能——中高端周期开启



3. 零部件——优质公司进入低估区间

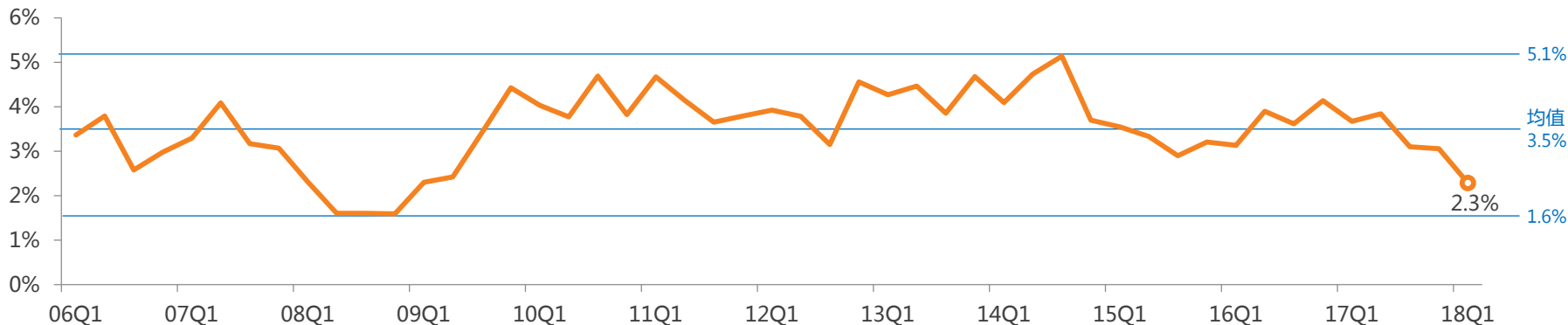


4. 投资建议

汽车板块基金持仓比例18Q1继续下降

- 进入2018年市场对行业景气谨慎预期不改，叠加贸易摩擦引发的关税下调、股比放开等行业政策变化，汽车板块基金持仓比例（占基金总持仓）Q1继续**下降**，从Q4的3.0%降至2.3%，所持标的数从158只降为91只，其中零部件标的减少51只
- 其中，**乘用车**由0.76%降至0.61%，**商用车**由0.25%降至0.11%，**零部件**由1.73%降至1.37%，**汽车服务**由0.25%降至0.18%

图：2006-2018Q1汽车板块基金持仓占比（%）



来源：Wind、天风证券研究所

投资建议：龙头扩张+新能源中高端

- **汽车**：2018年中国汽车市场平稳发展，消费大潮来临下，龙头强者恒强率先获益。推荐龙头车企【**上汽集团、吉利汽车**】。
- **电动化**：“补贴”周期结束，“高端”周期开启，新能源汽车正迈入新一轮“三年十倍”成长期，看好高端链条的核心龙头公司，先论产业地位，再论业绩弹性，后论产品赛道。推荐【**旭升股份、三花智控（家电覆盖）、银轮股份、中鼎股份、宏发股份（电新）**】，以及客车寡头【**金龙汽车**】，建议关注【**欣锐科技、耐世特**】。
- **零部件**：优质零部件公司进入低估值区间，推荐二季度高增速的【**新泉股份、宁波高发、精锻科技、银轮股份**】。



声明

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。

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
		强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
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	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

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。