



中性

汽车行业 2018 年半年报综述

分化延续，Q3 承压

公司名称	股票代码	评级
上汽集团	600104.SH	买入
华域汽车	600741.SH	买入
福耀玻璃	600660.SH	买入
双环传动	002472.SZ	买入
银轮股份	002126.SZ	买入
中鼎股份	000887.SZ	买入
拓普集团	601689.SH	买入
凯众股份	603037.SH	买入
宇通客车	600066.SH	买入

资料来源：万得，中银证券
以 2018 年 8 月 31 日当地货币收市价为标准

汽车行业上市公司已公布了 2018 年中报，我们根据中信汽车二级行业区分为乘用车、卡车、客车、零部件、销售及服务等五大板块进行分析，具体观点如下：

要点

- **乘用车销量高速增长，商用车销量增速放缓。**2018 年上半年全行业销售各类汽车 1,407 万辆，同比增长 5.6%，增幅高于去年同期 1.8 个百分点。其中乘用车上半年销售 1,178 万辆，同比增长 4.6%，增幅高于去年同期 3.0 个百分点；商用车上半年销售 229 万辆，同比增长 10.6%，增幅高于去年同期 6.8 个百分点。小排量乘用车购置税优惠政策 2018 年退出变动影响较去年同期大为减弱，汽车行业景气迎来短暂回暖。我们预计 2018 年全行业共销售汽车 2,948 万辆，同比增长 2.1%，其中乘用车 2,520 万辆，同比增长 1.9%；商用车 428 万辆，同比增长 2.9%。
- **乘用车、客车和汽车零部件板块上半年均快速增长。**上半年上市公司汽车主要板块中，乘用车板块收入实现小幅增长，客车板块、零部件板块收入同比增幅较高，卡车板块二季度收入增幅转正，汽车销售及服务板块收入同比出现较大幅度下滑。预计 2018 年行业景气度回暖，乘用车销量增速将有所提升，同比增长约 1.9%，乘用车板块收入将实现小幅增长。零部件板块和乘用车板块相关性较大，预计 2018 年零部件板块收入也将实现小幅增长。基建加码加之多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车拉动重卡新车购买需求；受益部分微卡需求转化为轻卡与皮卡在部分省市解禁需求释放，轻卡增长强劲，由于同期基数较高，预计 2018 年卡车板块收入将实现小幅增长。同期基数较低加之新能源补贴政策过渡期带来的拉动效应，客车行业景气度回暖，预计 2018 年客车行业收入将小幅增长。
- **各汽车板块利润分化，卡车利润大幅下跌。**2018 年上半年上市公司各板块营业利润同比增速差别较大。乘用车与汽车零部件营业利润同比均实现较好增长，汽车销售及板块营业利润同比有所下滑，卡车板块 2 季度营业利润同比降幅大幅收窄，客车板块 2 季度营业利润同比转正。乘用车 2018 年销量维持小幅增长，板块营业利润预计将保持小幅增长态势。但在行业整体增速放缓，竞争加剧，原材料成本上涨及整车厂降本的压力下，零部件板块营业利润同比增幅或有所回落，销售及板块营业利润也将承压。卡车由于 2017 年基数较高，预计 2018 年板块营业利润增长压力较大。新能源客车补贴大幅下降，成本及利润率面临一定压力，客车板块营业利润 2018 年或将出现下滑。
- **公司业绩分化明显，外延并购与细分子行业爆发的上市公司收入和利润增长较好。**乘用车中上汽集团与众泰汽车分别由于小系车灯并表华域与重大资产重组、长城汽车产品结构提升、卡车中东风汽车剥离郑州日产、客车中金龙汽车苏州金龙资质恢复业绩表现较好；长安汽车、江淮汽车等由于没有强有力的新品，宇通客车等客车企业则由于新能源补贴退坡等因素导致其盈利表现不佳；零部件板块中，华域汽车、均胜电子、德尔股份等公司受益并表收入业绩高速增长，潍柴动力、宁波高发、新泉股份、星宇股份、精锻科技等公司受益细分行业或下游客户销量爆发业绩呈现高速增长。7/8 月是车市传统淡季，预计 Q3 销量同比或将出现下滑，加之主要原材料钢材等涨价较多，中美贸易战持续升级，三季度汽车板块公司业绩将承压。
- **投资建议：**2018 上半年汽车行业景气回暖，但在竞争加剧，汽车关税与外资股比将逐步放开背景下，行业步入整合阶段，仍需坚守业绩确定性较强、细分行业高增长个股，重点推荐上汽集团、华域汽车、福耀玻璃、双环传动、银轮股份、中鼎股份、拓普集团、凯众股份、宇通客车。
- **风险提示：**1) 贸易冲突持续升级；2) 汽车销量不及预期；3) 原材料等价格上涨。

相关研究报告

《汽车行业 2018 年一季报分析——销量平稳增长，个股分化加剧》2018.5.4

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

目录

乘用车销量增速提升，商用车销量增幅放缓.....	4
乘用车、客车和汽车零部件板块营收均快速增长.....	6
各汽车板块利润分化，卡车利润大幅下跌	8
现金流及资本结构.....	10
主要上市公司分析.....	11
投资建议.....	14
投资评级.....	16
风险提示.....	17

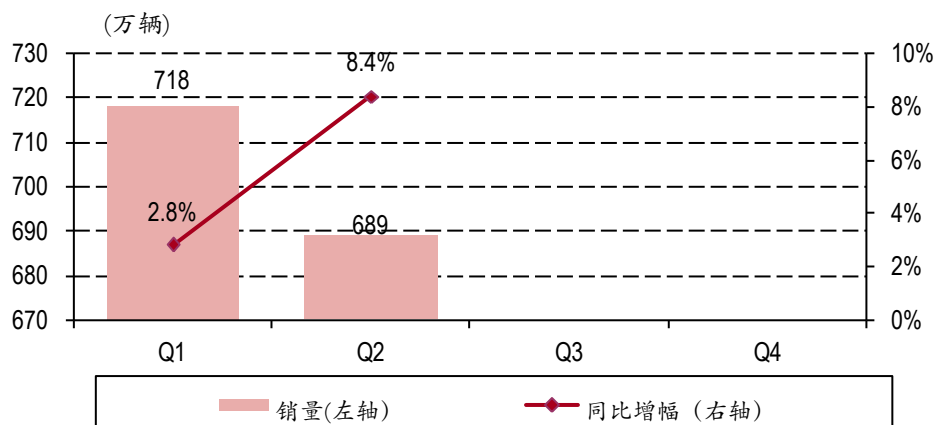
图表目录

图表 1. 2018 年上半年汽车行业销量同比增速有所提升.....	4
图表 2. 2018 年上半年乘用车销量同比增幅较大.....	4
图表 3. 2018 年上半年商用车行业销量同比增速放缓.....	4
图表 4. 2018 年上半年新能源汽车销量同比大幅增长.....	5
图表 5. 预计 2018 年乘用车与商用车销量都将小幅增长	5
图表 6. 2018 年上半年重点汽车工业企业营业收入累计增速.....	6
图表 7. 2018 年上半年汽车上市公司分板块收入同比增幅	6
图表 8. 汽车经销商库存系数.....	7
图表 9. 2018 年上半年重点汽车工业企业利润总额累计增速.....	8
图表 10. 2018 年上半年汽车上市公司分板块季度营业利润同比增幅	8
图表 11. 2018 年上半年分板块季度毛利率及三项费用率同比变化 ...	9
图表 12. 2018 年上半年分板块销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	10
图表 13. 2018 年上半年分板块资本结构及同比变化	10
图表 14. 2018 年上半年主要上市公司营业总收入及归母净利润同比增幅	12
图表 15. 2018 年上半年主要上市公司毛利率和净资产收益率.....	13
图表 16. 重点推荐公司及盈利预测.....	16

乘用车销量增速提升，商用车销量增幅放缓

2018年上半年全行业销售各类汽车 1,407 万辆，同比增长 5.6%，增幅高于去年同期 1.8 个百分点。其中 1 季度销售 718 万辆，同比增长 2.8%；2 季度销售 689 万辆，同比增长 8.4%，二季度回暖明显。

图表 1. 2018 年上半年汽车行业销量同比增速有所提升

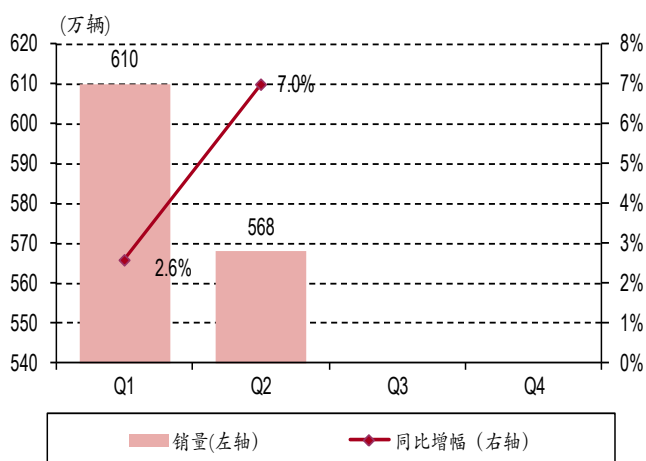


资料来源：中汽协，中银证券

乘用车上半年销售 1,178 万辆，同比增长 4.6%，增幅高于去年同期 3.0 个百分点。其中 1 季度销售 610 万辆，同比增长 2.6%，略低于去年同期 4.6% 的同比增速；2 季度销售 568 万辆，同比增长 7.0%，增幅较去年同期明显提升。

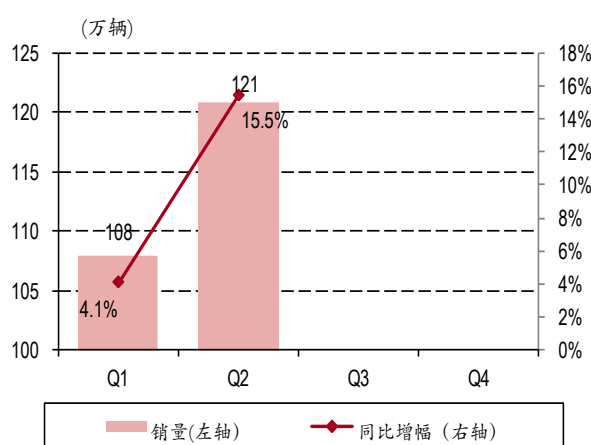
商用车上半年销售 229 万辆，同比增长 10.6%，增幅低于去年同期 6.8 个百分点。其中 1 季度销售 108 万辆，同比增长 4.1%，远低于去年同期 22.9% 的同比增速；2 季度销售 121 万辆，同比增长 15.5%，增幅较去年同期提升 2.8 个百分点。

图表 2. 2018 年上半年乘用车销量同比增幅较大



资料来源：中汽协，中银证券

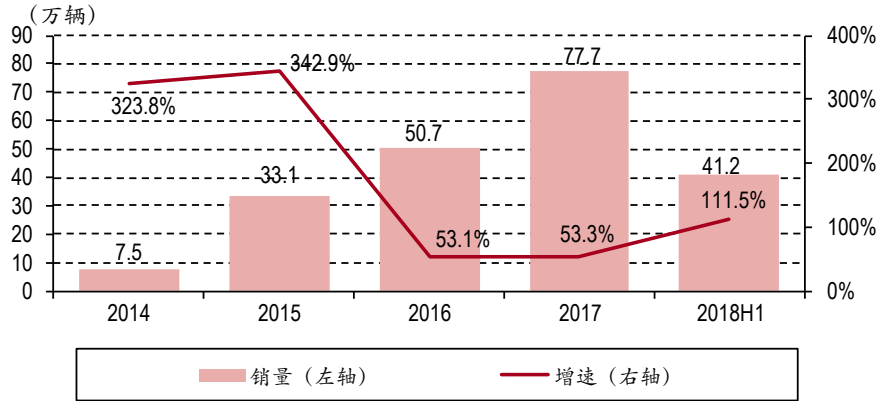
图表 3. 2018 年上半年商用车行业销量同比增速放缓



资料来源：中汽协，中银证券

中汽协数据显示, 2018年上半年新能源汽车生产41.3万辆, 销售41.2万辆, 比上年同期分别增长94.9%和111.5%。2018年新能源汽车补贴政策设置过渡期, 部分车型冲量, 补贴目录延续性较好, 加之双积分政策推动车企大力发展新能源, 推动2018年上半年新能源汽车产销量大幅增长。在能源安全、环境保护等因素推动下, 汽车新能源化的长期趋势不会改变。在购置补贴、运营补贴、牌照支持、双积分考核等种种积极因素推动下, 新能源汽车有望长期保持高速增长。

图表 4. 2018 年上半年新能源汽车销量同比大幅增长



资料来源: 中汽协, 中银证券

小排量乘用车购置税优惠政策 2018 年退出变动影响较去年同期大为减弱, 对 2018 年销量透支作用有限, 上半年汽车行业景气迎来回暖。我们预计 2018 年全行业共销售汽车 2,948 万辆, 同比增长 2.1%, 其中乘用车 2,520 万辆, 同比增长 1.9%; 商用车 428 万辆, 同比增长 2.9%。

图表 5. 预计 2018 年乘用车与商用车销量都将小幅增长

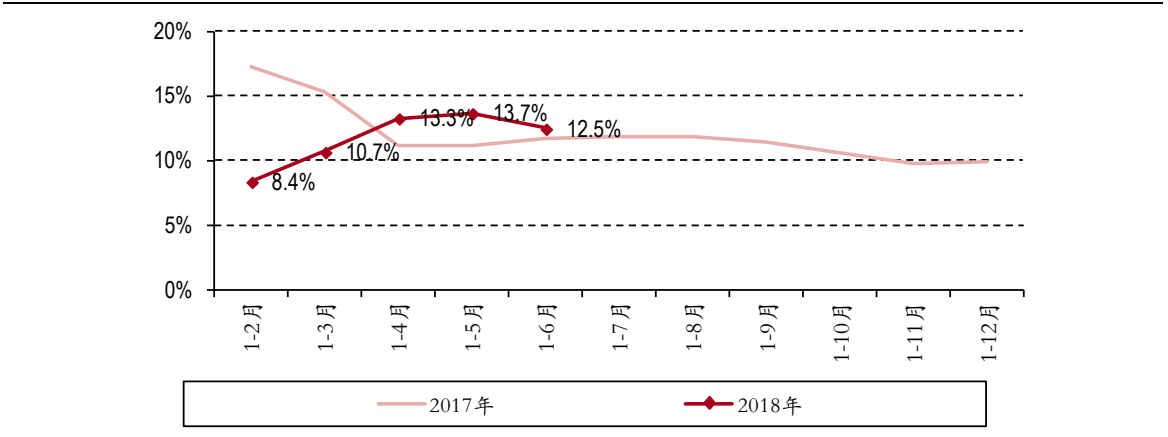
(万辆)	2014	2015	2016	2017	2018E
汽车总计	2,349	2,460	2,803	2,888	2,948
同比(%)	6.9	4.7	13.7	3.0	2.1
其中: 乘用车	1,970	2,115	2,438	2,472	2,520
同比(%)	9.9	7.3	14.9	1.4	1.9
商用车	379	345	365	416	428
同比(%)	(6.5)	(9.0)	5.8	13.9	2.9

资料来源: 中汽协, 中银证券

乘用车、客车和汽车零部件板块营收均快速增长

根据中汽协数据，全国重点汽车工业企业营业收入 2018 年 1-6 月累计增速 12.5%，增幅略高于去年同期，受益 2 季度汽车销量同比提升较快，2 季度较 1 季度累计增幅提升明显。

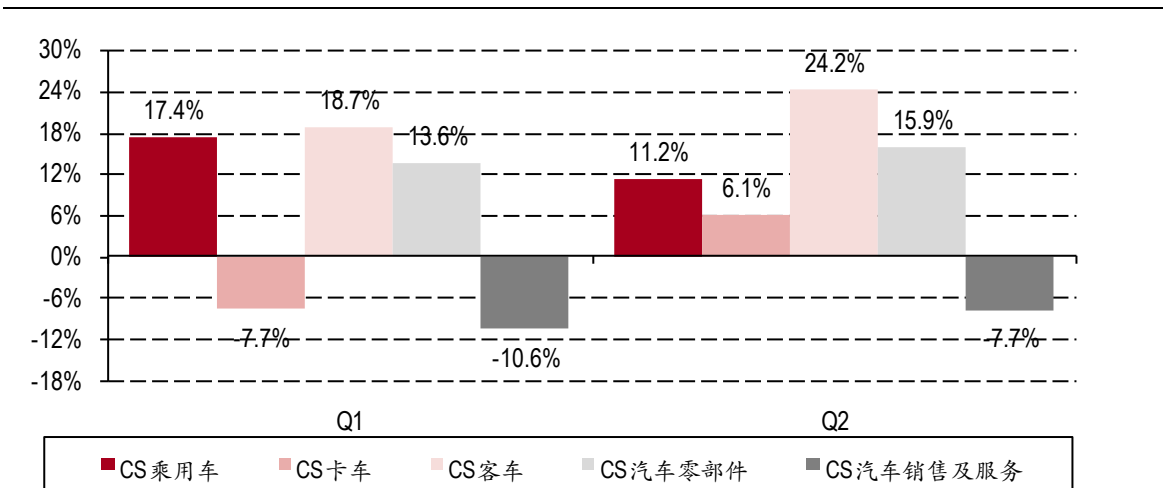
图表 6. 2018 年上半年重点汽车工业企业营业收入累计增速



资料来源：中汽协，中银证券

上半年上市公司汽车主要板块中，乘用车板块、客车板块、零部件板块收入同比增幅均较高，其中乘用车板块 2 季度增幅较 1 季度有所回落，客车和零部件板块 2 季度增幅较 1 季度出现不同程度的上涨。随着基建类固定资产投资增速持续处于高位加之多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车带动重卡新车购买需求与轻卡行业回暖，卡车板块 2 季度收入增幅转正，汽车销售及服务板块上半年收入同比出现较大幅度下滑，2 季度降幅有所收窄。

图表 7. 2018 年上半年汽车上市公司分板块收入同比增幅

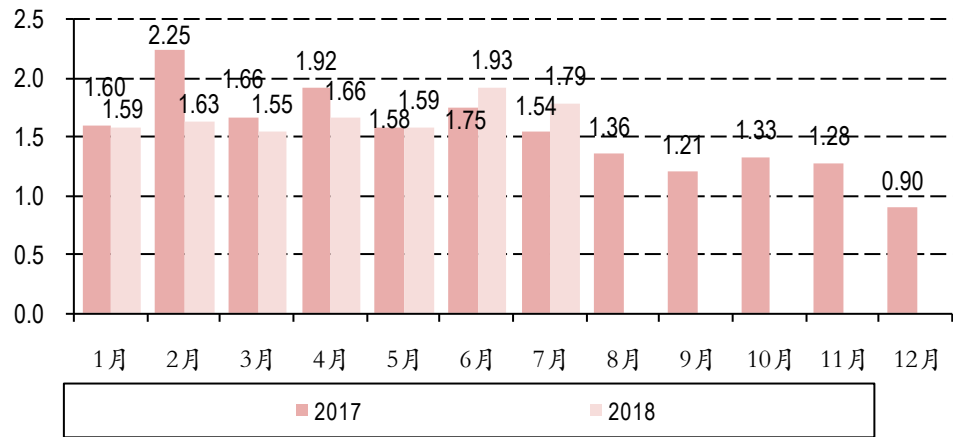


资料来源：万得，中银证券

2018 年以来经销商库存系数持续位于警戒线以上，小排量减税政策退出影响减弱，2018 年 1-4 月汽车经销商库存系数较去年同期有所回落，但 5-7 月库存系数有所攀升。预计 2018 年行业景气度回暖，乘用车销量增速将有所提升，同比增长约 1.9%，乘用车板块收入将实现小幅增长。

零部件板块和乘用车板块相关性较大，预计 2018 年零部件板块收入也将实现小幅增长。

图表 8. 汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，中银证券

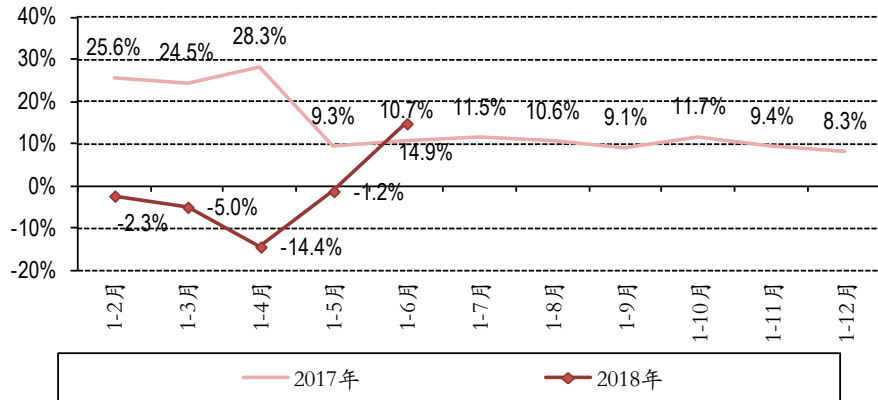
基建加码，工程重卡销量有望持续高增长，多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车，也拉升了重卡新车购买需求，维持重卡全年超 100 万辆的预测。受益部分微卡需求转化为轻卡与皮卡在部分省市解禁需求释放，轻卡增长强劲，由于同期基数较高，预计 2018 年卡车板块收入将实现小幅增长。

由于同期基数较低加之新能源补贴政策过渡期带来的拉动效应，客车行业上半年景气度回暖，新能源客车渗透率持续提升，补贴过渡期后增速放缓，但由于 2017 年总体基数较低，预计 2018 年客车行业收入将小幅增长。

各汽车板块利润分化，卡车利润大幅下跌

根据中汽协数据，全国重点汽车工业企业利润总额 2018 年 1-6 月累计增速 14.9%，增幅高于去年同期 4.2 个百分点，其中 2 季度增幅快速回升。

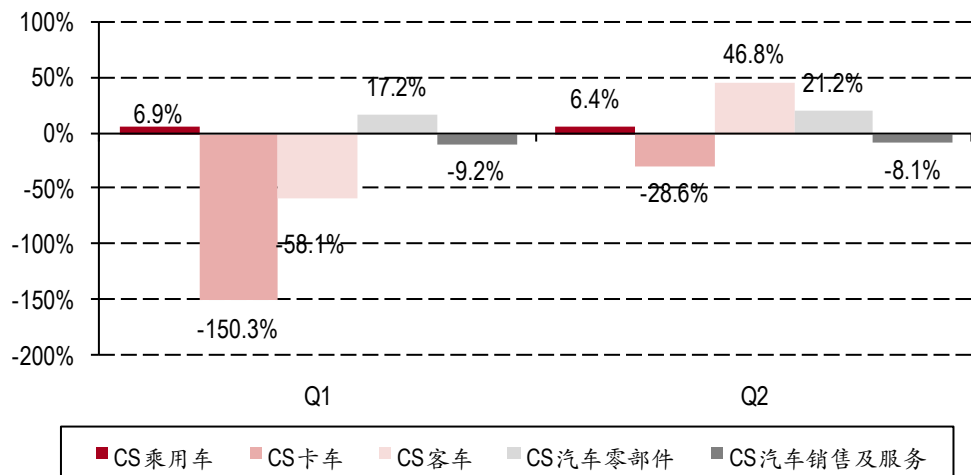
图表 9. 2018 年上半年重点汽车工业企业利润总额累计增速



资料来源：中汽协，中银证券

2018 年上半年上市公司各板块营业利润同比增速差别较大。乘用车板块营业利润同比小幅增长，2 季度同比增幅较 1 季度略有回落；汽车零部件板块营业利润同比实现较快增长，2 季度较 1 季度有所回升；卡车和客车板块 1 季度在整个商用车市增速放缓影响下营业利润同比大幅下跌，但随着多地限制或鼓励淘汰更新国三柴油车和新能源汽车过渡期影响，2 季度卡车营业利润同比降幅大幅收窄，客车营业利润同比大幅增长；汽车销售及服务板块上半年营业利润同比下滑较快。

图表 10. 2018 年上半年汽车上市公司分板块季度营业利润同比增幅



资料来源：万得，中银证券

乘用车 2018 年销量维持小幅增长，板块营业利润预计将保持小幅增长态势。但在行业整体增速放缓，竞争加剧，原材料成本上涨及整车厂降本的压力下，零部件板块营业利润同比增幅或有所回落，销售及服务板块营业利润也将承压。卡车由于 2017 年基数较高，预计 2018 年板块营业利润增长压力较大。新能源客车补贴大幅下降，成本及利润率面临一定压力，客车板块营业利润 2018 年或将出现下滑。

从毛利率及三项费用率等指标来看，乘用车板块 2 季度虽毛利率有所增加且管理费用率、财务费用率都有所下降，营业利润同比小幅增长；卡车板块 2 季度毛利率降幅收窄，管理、财务费用率下滑，营业利润降幅较 1 季度大幅收窄；客车板块虽毛利率有所下滑，但管理、财务费用率大幅下滑，2 季度营业利润同比大幅增长；零部件板块管理费用率与财务费用率下滑推助了营业利润增速提升；销售及服务板块的毛利率虽然在 2018 上半年实现了大幅增长，但销售、管理和财务费用率持续保持在较高水平导致其营业利润下滑。

图表 11.2018 年上半年分板块季度毛利率及三项费用率同比变化

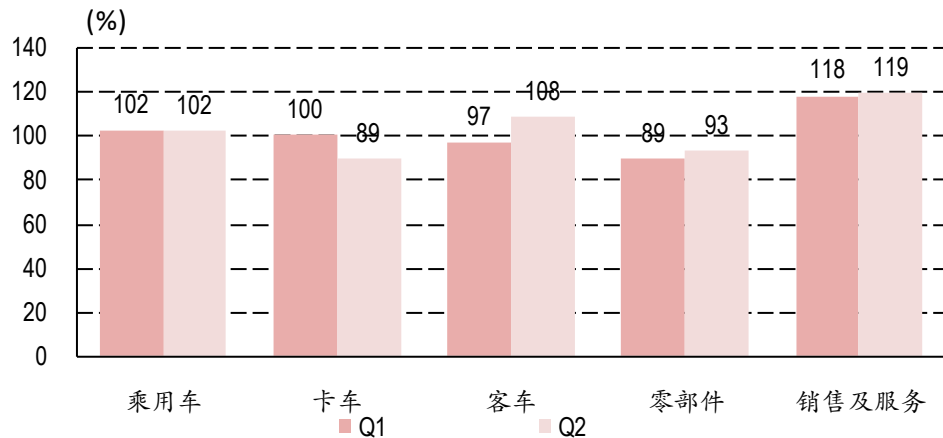
	毛利率 (同比增加百分点)		销售费用率 (同比增加百分点)		管理费用率 (同比增加百分点)		财务费用率 (同比增加百分点)	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
	乘用车	(0.6)	0.5	0.2	0.6	(0.2)	(0.4)	0.2
卡车	(2.6)	(1.0)	(0.9)	(0.9)	0.2	(0.7)	0.7	0.2
客车	(0.6)	(2.4)	(0.5)	0.6	(1.3)	(0.3)	0.8	(2.2)
零部件	0.8	0.2	0.2	0.2	0.0	(0.2)	0.4	(0.7)
销售及服务	4.3	5.7	1.2	1.9	1.6	1.1	1.1	1.4

资料来源：万得，中银证券

现金流及资本结构

2018年上半年乘用车、客车和汽车销售及服务板块现金流较为健康，收款情况较好；卡车板块1季度现金流较好，但2季度现金流情况转差；零部件板块现金流情况较差，但2季度较1季度均有所好转。

图表 12. 2018 年上半年分板块销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：万得，中银证券

截止到2018上半年，资产负债率方面，乘用车、卡车、零部件板块小幅提升，客车和汽车销售及服务板块降幅较大。流动资产/总资产方面，汽车销售及服务板块下降较快，卡车小幅下降，乘用车、客车和零部件板块有所提升。

图表 13. 2018 年上半年分板块资本结构及同比变化

板块	资产负债率			流动资产/总资产		
	18年上半年 (%)	17年上半年 (%)	同比增加百分点	18年上半年 (%)	17年上半年 (%)	同比增加百分点
乘用车	60.6	59.8	0.9	56.1	55.6	0.5
卡车	68.7	66.5	2.2	62.1	62.5	(0.4)
客车	71.1	74.2	(3.1)	78.9	77.3	1.6
零部件	52.2	51.7	0.5	57.0	56.4	0.5
销售及服务	66.1	70.9	(4.7)	59.6	65.8	(6.2)

资料来源：万得，中银证券

主要上市公司分析

上半年，车市整体压力仍较大，分化明显，拥有众多强有力新品企业和处在细分行业景气度向上的公司业绩表现较好，如推出一系列热销 SUV 的上汽集团和广汽集团，而无重量级新产品和新产品表现乏力以及处在行业景气度大幅下行的公司业绩大多表现不佳，如长安汽车、江淮汽车等。各大板块中，零部件板块上市公司收入和净利润增长表现较好，乘用车、卡车、客车、汽车销售及服务板块上市公司则表现不佳。

乘用车板块中，上汽集团（小系车灯并表华域，自主销量高增长）、长城汽车（同期基数较低，优化产品结构，WEY 品牌销量占比提升）、众泰汽车（重大资产重组）表现优异，营业收入和净利润增长较快。没有强有力新品推出的公司在车市增速放缓、促销加大、竞争加剧的背景下，大多表现不佳，江淮汽车、长安汽车、一汽轿车净利润出现明显下滑。

卡车板块中，受益于重卡行业高景气度，中国重汽收入高速增长，东风汽车由于郑州日产剥离利润高速增长，江铃汽车（产品结构调整）、福田汽车（乘用车业务投入大、商用车销量下滑）营收和净利润均出现较大幅度下滑。

客车板块中，受新能源补贴退坡过渡期冲量影响，亚星客车、宇通客车、金龙汽车上半年收入高速增长，金龙汽车（苏州金龙资质恢复）、金杯汽车（零部件销售增长，政府补助增加）利润同比大幅增长，但由于补贴下滑对盈利影响较大，宇通客车、比亚迪、中通客车、安凯客车净利润下滑幅度较大。

零部件板块中，华域汽车（小系车灯并表）、福耀玻璃（汇兑收益与美国业务好转）、潍柴动力（重卡销量增长强劲）、威孚高科（重卡与轻卡销量增长较好，持续受益排放升级）、精锻科技（配套自动变速箱齿轮放量）、宁波高发（受益自动变速箱渗透率提升变速操纵杆产品高增长，汽车拉索、电子油门踏板持续增长）、银轮股份（商用车、工程机械行业高增长，乘用车业务拓展）、凯众股份（新项目陆续投产、拿到新车型订单）、星宇股份（产品结构提升，拓展新客户，一汽大众产业链）、新泉股份（前两大客户吉利汽车、上汽集团车型热销）、均胜电子（高田收购完成并表）、德尔股份（德国卡酷思并表、募投新产品增速较快）等公司业绩实现高速增长。宁波华翔（原材料涨价、行业景气度下降、热成型新产品前期投入较大并尚未实现批量销售）、万里扬（汽车变速器业务和汽车内饰业务收入有所下降，原材料成本上升）、方正电机（新能源补贴变动电机盈利承压、海能业务下滑）、德赛西威（配套车型销量下滑、研发投入加大）业绩下滑幅度较大。

图表 14. 2018 年上半年主要上市公司营业总收入及归母净利润同比增幅

公司名称	营业总收入 同比增幅(%)	归母净利润同 比增幅(%)	公司名称	营业总收入 同比增幅(%)	归母净利润 同比增幅(%)
上汽集团	17.3	18.9	华域汽车	19.3	47.7
长城汽车	18.0	52.7	福耀玻璃	15.7	34.8
海马汽车	(46.0)	(1228.9)	一汽富维	6.4	(11.4)
长安汽车	6.2	(65.2)	万向钱潮	6.3	1.4
乘用车			宁波华翔	(2.5)	(24.2)
广汽集团	7.0	11.8	均胜电子	72.9	33.4
一汽轿车	0.6	(70.1)	中鼎股份	13.3	12.4
*ST 夏利	17.3	7.0	天成自控	42.9	7.7
众泰汽车	77.1	37.0	万里扬	(19.6)	(33.8)
江淮汽车	(6.3)	(52.6)	万里扬	(19.6)	(33.8)
小康股份	3.8	(39.4)	万丰奥威	5.1	15.8
力帆股份	(5.1)	3.0	宁波高发	25.1	32.2
江铃汽车	(8.8)	(42.3)	方正电机	9.5	(21.8)
卡车			零 德赛西威	(8.8)	(19.8)
中国重汽	23.1	1.0	部 云内动力	9.5	5.9
东风汽车	(28.9)	116.1	件 广东鸿图	25.9	15.3
福田汽车	(5.5)	(986.2)	新泉股份	17.2	39.6
安凯客车	(37.2)	(393.8)	星宇股份	22.4	32.3
客车			新坐标	22.2	15.7
中通客车	5.4	(50.4)	继峰股份	22.4	3.9
宇通客车	29.0	(23.4)	凯众股份	25.5	18.5
亚星客车	29.3	25.9	银轮股份	30.8	21.2
比亚迪	20.2	(72.2)	潍柴动力	13.8	65.8
金杯汽车	8.2	114.4	威孚高科	4.9	16.5
金龙汽车	57.2	106.4	德尔股份	131.1	55.9
销售服务			精锻科技	23.0	27.0
广汇汽车	11.2	5.2	拓普集团	31.6	12.9
庞大集团	(17.7)	(12.8)	双环传动	42.7	12.1
亚夏汽车	(3.8)	(11.4)			
国机汽车	(24.2)	(24.2)			
东方时尚	(10.0)	1.1			

资料来源：万得，中银证券

从毛利率及净资产收益率来看，乘用车板块中，产品结构符合市场趋势，处于新品周期的企业毛利率及净资产收益率较高，如长城汽车、广汽集团、上汽集团等。

卡车板块中，福田汽车的毛利率较为出色，中国重汽由于重卡持续热销净资产收益率表现优异。

客车板块中，宇通客车毛利率与净资产收益率均处于领先地位，金杯汽车净资产收益率较高主要是由于其营业外收入较高。

零部件板块中，产品技术含量高、竞争格局稳定的企业毛利率相对较高，如福耀玻璃、新坐标、凯众股份、精锻科技等，华域汽车、潍柴动力、凯众股份、新泉股份的净资产收益率表现出色。

汽车销售及服务板块中，东方时尚毛利率与净资产收益率均较高，主要是其业务为驾驶员培训，经销商中广汇汽车毛利率与净资产收益率均较高。

图表 15. 2018 年上半年主要上市公司毛利率和净资产收益率

公司名称	毛利率(%)	净资产收益率 (%) (加权)	公司名称	毛利率(%)	净资产收益率 (%) (加权)		
上汽集团	13.1	8.1	华域汽车	13.6	11.1		
长城汽车	19.9	7.3	福耀玻璃	42.0	9.5		
海马汽车	5.3	(4.3)	一汽富维	8.0	5.5		
长安汽车	14.1	3.4	万向钱潮	19.3	9.0		
乘用车	广汽集团	22.3	9.6	宁波华翔	19.1	3.8	
	一汽轿车	20.6	1.0	均胜电子	15.1	6.0	
	*ST 夏利	(23.3)	-	中鼎股份	28.5	8.8	
	众泰汽车	17.9	1.8	天成自控	26.9	3.0	
	江淮汽车	9.2	1.2	万里扬	26.5	4.5	
	小康股份	23.7	5.0	万丰奥威	21.7	9.0	
	力帆股份	13.4	1.7	宁波高发	33.4	8.1	
	江铃汽车	14.1	2.7	方正电机	20.4	1.8	
卡车	中国重汽	9.2	8.5	零部件	德赛西威	25.8	7.5
	东风汽车	12.4	4.3		云内动力	14.7	3.2
	福田汽车	14.6	(4.9)		广东鸿图	25.3	4.0
	安凯客车	4.9	(13.9)		新泉股份	23.3	10.9
	中通客车	14.6	1.1		星宇股份	21.6	7.2
客车	宇通客车	21.4	4.0		新坐标	64.5	8.4
	亚星客车	17.4	9.4		继峰股份	32.1	8.2
	比亚迪	15.9	0.7		凯众股份	45.2	10.4
	金杯汽车	12.5	16.2		银轮股份	25.0	5.9
	金龙汽车	12.6	1.8		潍柴动力	21.8	11.8
	广汇汽车	10.8	5.9		威孚高科	21.6	9.9
销售服务	庞大集团	8.8	1.9		德尔股份	29.7	5.8
	亚夏汽车	7.3	2.0		精锻科技	40.9	9.1
	国机汽车	7.4	5.0		拓普集团	28.0	6.5
	东方时尚	50.4	6.4		双环传动	21.4	3.8

资料来源：万得，中银证券

投资建议

我们认为 2018 年在行业将稳定发展，但在竞争加剧，汽车关税与外资股比将逐步放开的背景下，汽车行业步入整合阶段，仍需坚守业绩确定性较强、细分行业高增长个股：

- 1) 整车领域，乘用车销量稳步增长，分化延续，龙头市占率有望持续提升，重点推荐产品周期持续向上的上汽集团；重卡淡季销量下滑，但后续中置轴轿运车替换、基建加码、国六排放实施等有望带来持续更新需求，建议关注潍柴动力、威孚高科、中国重汽。
- 2) 零部件领域，建议布局节能减排、消费升级、国产替代、客户突破等高增长细分领域，重点推荐银轮股份、双环传动、拓普集团、中鼎股份、福耀玻璃、华域汽车，建议关注宁波高发、新泉股份。
- 3) 新能源汽车领域，新能源汽车产销量仍将快速增长，重点关注龙头车企、三元电池及宁德时代产业链。
- 4) 智能驾驶领域，智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，ADAS 与智能座舱有望先行爆发，建议关注德赛西威。

上汽集团：合资自主新品周期延续，业绩稳定增长

公司是国内汽车行业龙头企业，旗下合资公司上汽大众和上汽通用近两年均将全面迎来新产品上市周期，2018 年自主乘用车有荣威 RX8、Marvel X、MG HS 等新车，上汽大众新增大众 Tharu、斯柯达 Karoq/Kamiq 等多款 SUV 产品，上汽通用新增别克凯越、凯迪拉克 XT4 等多款产品。2019 年自主乘用车有全新 MPV、MG HS 插电等新车，上汽大众有 T-Cross、途昂 Coupe、Kamii Sport 等新车，上汽通用别克和雪佛兰各有两款 SUV，凯迪拉克有 3 款新车。上汽奥迪持续推进，有望完善上汽大众豪华车领域布局，并成为公司未来业绩增长点。合资自主新品周期延续，2018 年业绩增长确定性高。此外公司估值水平较低，股息率较高，是配置首选。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 3.23 元、3.53 元和 3.86 元，维持**买入**评级，持续推荐。

华域汽车：新能源智能驾驶完善布局，三化推进估值提升

公司是国内汽车零部件行业龙头企业，主要客户为上汽集团，自主品牌新品推动销量增长 70%，后续推出 RX8、光之翼等车型，有望持续热销。上汽大众新增斯柯达 Karoq、大众 Tharu 等多款 SUV 车型，上汽通用新增凯迪拉克 SUV 等多款车型。上汽合资自主新品周期延续，2018 年公司业绩增长确定性高。同时公司完成小糸车灯收购并更名华域视觉并表，带动公司营收快速增长。新能源和智能驾驶是汽车行业未来发展方向，公司布局完善，发展前景看好。公司目前市值对应 2018 年 9xPE，估值水平存在较大提升空间。“零级化、国际化、中性化”初见成效，估值中枢有望逐步上升。此外公司股息率近 5%，加上业绩增长确定性高，未来收益有保障。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 2.32 元、2.56 元和 2.82 元，维持**买入**评级。

福耀玻璃：国内积极扩产，海外盈利改善，前景看好

公司是国内汽车玻璃行业龙头企业，市场份额超过 65%，并计划在苏州、天津和本溪扩产，未来市场份额有望进一步提升。公司在美国已建成汽车玻璃产能 300 万套，后续 250 万套将于 2019 年完全投产。美国工厂上半年实现盈利 1.3 亿元，较去年同期亏损 0.7 亿元有大幅改善，随着产能利用率逐渐提升，美国工厂有望贡献更多利润。俄罗斯工厂扣除汇率影响后全年有望实现盈利。公司在工艺设备和生产方式等方面具有较大竞争优势，随着未来产能利用率逐步提升，美国等海外工厂收入和盈利有望持续提升，推动公司业绩快速增长。高附加值占比逐步提升，单车玻璃面积逐步增长，带来单车价值量持续提升。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.62 元、1.84 元和 2.06 元，维持**买入**评级。

双环传动：国产自动变速箱上位，核心供应商迎来爆发

公司是国内知名的齿轮传动部件企业，主要产品有机械传动齿轮等，制造精度及技术水平国内领先，多用于高端领域，主要客户包括博世、采埃孚、上汽、盛瑞等国内外知名企业。自主品牌乘用车崛起，消费升级有望带动国产自动变速箱爆发，产业链相关公司如齿轮等有望大幅受益。公司与上汽变、盛瑞传动、吉利等知名自动变速箱企业建立紧密合作关系，有望分享行业及客户高增长红利，迎来业绩爆发。新能源汽车是未来发展方向，对于齿轮精度要求较高，公司具有较大技术优势，并与汇川、方正电机、精进、法雷奥西门子建立稳定合作关系，发展前景看好。RV减速机业务发展顺利，公司已与埃夫特签订《关节减速机战略合作协议》并收获大单，发展前景光明。随着产能利用率提升及一次性费用减少，公司业绩有望快速提升，长期发展持续看好。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.43 元、0.58 元和 0.77 元，维持**买入**评级。

银轮股份：乘用车业务拓展顺利，新能源及尾气处理保长期增长

公司是国内汽车零部件散热器行业龙头企业，其主导产品机油冷却器、中冷器产销量连续十年国内第一。新能源汽车热管理是保障电动车续航和安全的核心零部件，新能源汽车产销量持续高速增长，公司新能源热管理业务有望长期受益。公司募投电池冷却器、水冷板等零部件，发展前景光明。国六排放标准预计将于 2020 年实施，公司尾气处理业务单车价值量有望大幅提升。公司近期被确定为通用雪佛兰、凯迪拉克等车型的铝水空中冷器供应商，并已通过德国大众供应商审核，乘用车业务客户拓展顺利，发展前景看好。全球布局完成加管理能力提升，内外兼修保障公司长期发展。此外公司拟实施员工持股及计划股票回购，有望奠定股价坚实基础。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.51 元、0.65 元和 0.81 元，维持**买入**评级，持续推荐。

中鼎股份：主业已成霸业，智能电动新领军企业

公司是国内非轮胎橡胶行业龙头，主要产品有密封件、特种橡胶制品等，出货量国内第一，全球排名前列。公司先后收购德国 KACO、WEGU、TFH 公司，在密封系统、降噪减振底盘系统、冷却系统和空气悬挂及电机系统四大领域确定了行业领先地位，并将先进技术工艺引入国内生产，国产化带来巨大成长空间，打造全球非轮胎橡胶领域龙头。公司近年来积极开拓新能源汽车、智能汽车等领域，不断整合国内外优势资源，完善延伸产业链，收购德国 AMK，获得世界先进的新能源汽车和智能驾驶核心技术，并将整合其底盘控制系统、空气悬架、底盘减振系统，为新能源汽车降噪减振提供全方位底盘系统服务。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.05 元、1.22 元和 1.41 元，维持**买入**评级，持续推荐。

拓普集团：减震隔音今日龙头，底盘轻量化明日之星

公司是国内橡胶减震和隔音产品的龙头企业，主要产品为减震器、内饰功能件、智能刹车系统及锻铝控制臂等，客户群覆盖了全球主流整车企业，主要客户包括宝马、奔驰、奥迪、保时捷、大众、通用、福特、吉利等。在燃油车节能减排及电动车增加续航等因素大力推动下，汽车轻量化势在必行，而铝是汽车轻量化最佳材料，有望迎来爆发。公司大力发展锻铝控制臂业务，有望大幅受益。公司是减震和隔音产品国内龙头，自主车企崛起有望带动公司相关业务持续快速增长。此外公司 EVP、IBS 等智能刹车系统产品国内领先，收购福多纳大力发展底盘件业务，未来有望成为公司新的增长点。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.23 元、1.52 元和 1.89 元，维持**买入**评级。

凯众股份：减震缓冲块优势明显，新项目及新能源推动长期增长

公司的减震元件业务规模在同行业居领先地位，主要包括缓冲块、弹簧垫、减震支撑以及防尘罩等，其中缓冲块竞争优势明显，国内市场占有率排名前列，技术水平和产品质量达到行业领先水平，大客户资源丰富包括上汽集团、长安汽车、上汽通用、东风集团等。在新能源汽车领域，公司在减震元件、轻量化踏板总成等领域进展顺利，看好新能源业务长期发展。公司此前发布五年战略规划，力争在 5 年内实现缓冲块、踏板总成国内市场份额第一，并通过外延在主动悬架系统、刹车辅助系统、汽车新材料等领域寻找新的增长点，内生外延前景可期。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.57 元、2.08 元和 2.71 元，维持**买入**评级。

宇通客车：大中型客车生产领先企业，市占率有望持续提升

公司是在客车产品研发、制造与销售域的领先企业，拥有底盘车架电泳、车身电泳、机器人喷涂等国际先进的客车电泳涂装生产线，是目前世界单厂规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地。补贴过渡期结束，公司上半年完成产品与技术升级，下半年主要产品大都可获 1.21 倍标准补贴，且“三电”重新议价降本将在下半年集中体现，毛利率有望大幅改善。公司是行业龙头，拥有技术和资金优势，并具有较强的议价能力，市占率有望持续提升，预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.43 元、1.61 元和 1.78 元，维持**买入**评级。

图表 16. 重点推荐公司及盈利预测

公司名称	证券代码	EPS			PE			投资评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
上汽集团	600104.SH	3.23	3.53	3.86	9.0	8.3	7.6	买入
华域汽车	600741.SH	2.32	2.56	2.82	8.8	8.0	7.2	买入
福耀玻璃	600660.SH	1.62	1.84	2.06	15.7	13.8	12.3	买入
双环传动	002472.SZ	0.43	0.58	0.77	17.0	12.6	9.5	买入
银轮股份	002126.SZ	0.51	0.65	0.81	14.5	11.4	9.1	买入
中鼎股份	000887.SZ	1.05	1.22	1.41	11.0	9.5	8.2	买入
拓普集团	601689.SH	1.23	1.52	1.89	13.5	10.9	8.8	买入
凯众股份	603037.SH	1.57	2.08	2.71	13.0	9.8	7.5	买入
宇通客车	600066.SH	1.43	1.61	1.78	10.6	9.4	8.5	买入

资料来源：万得，中银证券，股价为 2018 年 8 月 31 日收盘价

风险提示

- 1) 贸易冲突持续升级。汽车是贸易战重要筹码，在美方和中方前期公布的拟加征关税目录中，汽车均在列，若后续贸易冲突持续升级，双方加税将对汽车市场销量与价格体系产生一定冲击。
- 2) 汽车销量不及预期。经济增速放缓，居民消费放缓，汽车是主要的社会消费品，或受影响导致销量不及预期。
- 3) 原材料等成本上涨。整个车市面临增速放缓，竞争加剧，若原材料等成本持续上涨，将对汽车行业利润产业较大的挤压。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371