

增持

——维持

日期：2018年09月26日

行业：汽车



分析师：黄涵虚

Tel: 021-53686177

E-mail: huanghanxu@shzq.com

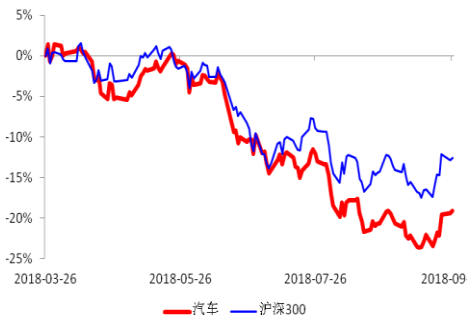
SAC证书编号：S0870518040001

证券研究报告/行业研究/季度策略

# 行业估值底部，关注龙头企业

## —2018年四季度汽车行业投资策略

近6个月行业指数与沪深300比较



报告编号：QCJDCL-3

首次报告日期：2018年9月26日

相关报告：

### ■ 主要观点

#### 乘用车消费低迷拖累下半年汽车销量增速，细分市场需求转弱

今年汽车市场累计增量来自于上半年，下半年受到乘用车消费低迷拖累汽车销量同比增速转为负数，7、8月同比下降4.02%、3.75%。各细分市场的需求均有转弱，7、8月乘用车销量同比下降5.30%、4.55%，客车市场需求由上半年过渡期结束前抢装透支，同比下降6.63%、9.16%，货车市场增速快速回落至4.75%、2.76%。

#### 一线自主、豪华品牌受益新品周期、消费升级，实现逆势增长

自主品牌方面，新车型持续贡献同比增量，1-8月上汽乘用车销量达45.7万辆，增长46.8%，市场份额由去年的2.2%上升至3.2%；吉利汽车累计销量达101.2万辆，增长41.0%，市场份额由去年的5.2%上升至7.1%。比亚迪受益于改款车型和新车型的密集投放，销量实现触底反弹，累计销量达29.9万辆，增长23.6%。豪华品牌方面，1-8月累计销量127.0万辆，增长15.3%，远高于同期乘用车销量增速，同时市场份额由去年的7.4%进一步上升至8.9%。

#### 汽车零部件行业龙头效应突出，龙头公司增长远高于行业平均

在下游需求较弱的环境下零部件行业的龙头效应进一步强化，营收在100亿以上的4家公司潍柴动力、华域汽车、均胜电子、福耀玻璃等上半年共计实现营业总收入1966.10亿元，增长20.98%，实现归母净利润118.56亿元，增长50.37%，增速远高于行业平均增速。同时，龙头企业盈利能力也有所提升，四家公司ROE水平均有显著上升。

#### 过渡期结束后新能源汽车销量仍实现快速增长，消费结构不断优化

1-8月新能源累计销量为60.1万辆，增长88%。乘用车中比亚迪、北汽新能源、上汽乘用车累计销量达11.1万辆、7.6万辆、6.6万辆，增长89%、72%、204%，客车中宇通、比亚迪、厦门金旅销量达8753辆、3607辆、2739辆，增长195%、43%、484%。同时新能源汽车消费结构不断优化，高级别车型比例上升、续航里程普遍提升，三元电池装机比例和电池能量密度也在持续提高。

### ■ 投资建议

#### 未来十二个月内，维持汽车行业“增持”评级

维持汽车行业“增持”评级，主要理由是：长期来看我国汽车市场仍有较大发展空间，汽车配置的提高、零部件国产化比例的提高和电动化、智能化、互联化等新技术的发展以及国内汽车产业的扩大开放都将有助于汽车产业的升级，部分优质的企业仍然可以在行业趋势下而获得快速的发展。建议持续关注各细分行业的龙头企业，以及部分下游需求景气度较高的领域，如优质自主、豪华品牌、新能源汽车等。

### ■ 风险提示

汽车销售不及预期；相关产业政策变化；行业竞争加剧等。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

## ■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

| 公司名称 | 股票代码   | 股价    | EPS  |      |      | PE   |      |      | PBR  | 投资评级 |
|------|--------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|      |        |       | 18E  | 19E  | 20E  | 18E  | 19E  | 20E  |      |      |
| 精锻科技 | 300258 | 13.19 | 0.77 | 0.98 | 1.21 | 17.2 | 13.5 | 10.9 | 3.01 | 增持   |
| 三花智控 | 002050 | 13.27 | 0.66 | 0.81 | 0.98 | 20.2 | 16.4 | 13.5 | 3.51 | 增持   |
| 银轮股份 | 002126 | 7.59  | 0.5  | 0.6  | 0.7  | 15.7 | 12.8 | 10.6 | 1.73 | 增持   |

资料来源：上海证券研究所 股价数据为 2018 年 9 月 25 日收盘价

## 目 录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>一、汽车市场动态概述</b> .....          | <b>6</b>  |
| 1.1 汽车市场整体增速放缓，乘用车销售压力较大 .....   | 6         |
| 1.2 一线自主、豪华品牌维持增长，重卡销量回落 .....   | 8         |
| 1.3 汽车零部件行业龙头效应突出 .....          | 11        |
| <b>二、新能源汽车市场动态概述</b> .....       | <b>12</b> |
| 2.1 车船税优惠延续，各省市地补政策陆续发布 .....    | 12        |
| 2.2 补贴过渡期结束后新能源汽车销量快速增长 .....    | 14        |
| 2.3 消费结构向高级别车型转移，续驶里程普遍提升 .....  | 15        |
| 2.4 核心零部件装机量快速增长，市场集中度持续提高 ..... | 17        |
| <b>三、汽车板块表现综述</b> .....          | <b>19</b> |
| 3.1 年初至今汽车板块累计下跌幅度较大 .....       | 19        |
| 3.2 子行业均为下跌，乘用车、汽车服务板块跌幅较小 ..... | 20        |
| 3.3 整体估值处于历史低位，有望迎来估值修复 .....    | 20        |
| <b>四、投资策略</b> .....              | <b>21</b> |
| 4.1 未来十二个月内，维持汽车行业“增持”评级 .....   | 21        |
| 4.2 投资策略 .....                   | 21        |
| <b>五、重点公司</b> .....              | <b>21</b> |
| 5.1 精锻科技（300258） .....           | 21        |
| 5.2 三花智控（002050） .....           | 22        |
| 5.3 银轮股份（002126） .....           | 22        |
| <b>六、风险及不确定因素提示</b> .....        | <b>23</b> |

图

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1 汽车累计销量 (辆) 及增速 (%) .....          | 6  |
| 图 2 乘用车、客车、货车累计销量增速 (%) .....         | 6  |
| 图 3 轿车、SUV、MPV 累计销量增速 (%) .....       | 6  |
| 图 4 自主、日系、德系、美系等累计销量增速 (%) .....      | 6  |
| 图 5 重型、中型、轻型、微型货车累计销量增速 (%) .....     | 7  |
| 图 6 大型、中型、轻型客车累计销量增速 (%) .....        | 7  |
| 图 7 2018 年 1-8 月乘用车企业累计销量 (万辆) .....  | 7  |
| 图 8 2018 年 1-8 月商用车企业累计销量 (万辆) .....  | 7  |
| 图 9 上汽乘用车、广汽乘用车、吉利汽车市场份额 (%) ..       | 8  |
| 图 10 上汽乘用车新车型月销量 (辆) .....            | 8  |
| 图 11 广汽乘用车新车型月销量 (辆) .....            | 9  |
| 图 12 吉利汽车新车型月销量 (辆) .....             | 9  |
| 图 13 2017-2018 年比亚迪月销量 (辆) .....      | 9  |
| 图 14 比亚迪新车型/改款车型月销量 (辆) .....         | 9  |
| 图 15 2015-2018 年豪华品牌市场份额 (%) .....    | 10 |
| 图 16 2018 年 1-8 月主要豪华品牌销量 (万辆) .....  | 10 |
| 图 17 2010-2018 年重卡累计销量 (万辆) .....     | 10 |
| 图 18 2017-2018 年重卡月销量 (万辆) .....      | 10 |
| 图 19 2018 年 1-8 月主要厂商重卡销量 (万辆) .....  | 11 |
| 图 20 2018 年 1-8 月主要厂商牵引车销量 (万辆) ..... | 11 |
| 图 21 2018H1 不同规模公司营业总收入增速 (%) .....   | 11 |
| 图 22 2018H1 不同规模公司归母净利润增速 (%) .....   | 11 |
| 图 23 2018H1 零部件龙头企业营业总收入增速 (%) .....  | 12 |
| 图 24 2018H1 零部件龙头企业归母净利润增速 (%) .....  | 12 |
| 图 25 新能源汽车免征车船税政策发布时间 .....           | 12 |
| 图 26 乘用车企业平均燃料消耗量实际值 (升/100 公里) ..    | 14 |
| 图 27 乘用车企业新能源汽车正积分 (万分) .....         | 14 |
| 图 28 2016 -2018 年新能源乘用车销量 (万辆) .....  | 14 |
| 图 29 2016 -2018 年新能源商用车销量 (万辆) .....  | 14 |
| 图 30 2017 年新能源乘用车市场份额 (%) .....       | 15 |
| 图 31 2018 年 1-8 月新能源乘用车市场份额 (%) ..... | 15 |
| 图 32 2017 年新能源客车市场份额 (%) .....        | 15 |
| 图 33 2018 年 1-8 月新能源客车市场份额 (%) .....  | 15 |
| 图 34 纯电动乘用车级别分布 (%) .....             | 16 |
| 图 35 插混乘用车级别分布 (%) .....              | 16 |
| 图 36 新能源推广目录乘用车续航里程 (km) .....        | 16 |
| 图 37 新能源推广目录客车续航里程 (km) .....         | 16 |
| 图 38 新能源汽车单车带电量 (KWh) .....           | 17 |
| 图 39 三元电池装机比例 (%) .....               | 17 |
| 图 40 新能源推广目录乘用车电池能量密度 (Wh/kg) .....   | 17 |
| 图 41 新能源推广目录客车电池能量密度 (Wh/kg) .....    | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 图 42 2015-2018 年新能源汽车电机企业装机量 (万台) ..... | 18 |
| 图 43 电机装机量前十企业合计市场份额 (%) .....          | 18 |
| 图 44 2017 年、2018 年动力电池月装机量 (Gwh) .....  | 18 |
| 图 45 宁德时代、比亚迪市场占有率 (%) .....            | 18 |
| 图 46 年初至今汽车行业指数涨跌幅 (%) .....            | 19 |
| 图 47 年初至今各行业指数涨跌幅 (%) .....             | 19 |
| 图 48 年初至今各子行业涨跌幅 (%) .....              | 20 |
| 图 49 年初至今涨幅较大个股 (%) .....               | 20 |
| 图 50 汽车行业 PE (TTM) .....                | 20 |
| 图 51 2011-2018 年子行业 PE (TTM) 变动范围 ..... | 20 |

## 表

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1 近期公布的各省市新能源汽车地方补贴政策 ..... | 13 |
| 表 2 上市公司新能源汽车热管理定点情况 .....    | 19 |

## 一、汽车市场动态概述

### 1.1 汽车市场整体增速放缓，乘用车销售压力较大

下半年汽车市场整体增速放缓，各细分市场需求进一步转弱。1-8月汽车累计销量为1809.6万辆，累计同比增长3.5%；其中乘用车、客车、货车累计销量分别为1519.3万辆、22.7万辆、206.5万辆，累计同比增长2.6%、-0.3%、9.8%。

图 1 汽车累计销量 (辆) 及增速 (%)

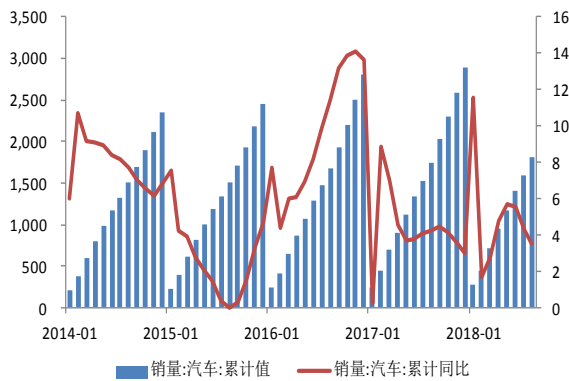
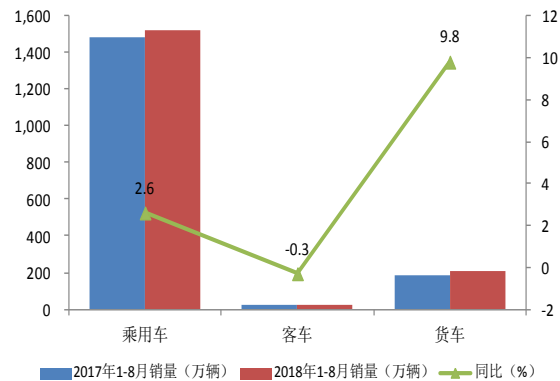


图 2 乘用车、客车、货车累计销量增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

乘用车下半年销售压力较大，7月起销量转为负增长且无明显好转迹象。狭义乘用车1-8月累计综合销量1427.4万辆，同比增长1.3%；轿车、MPV、SUV累计销量为713.2万辆、109.9万辆、604.4万辆，同比增长2.6%、-12.0%、2.8%。德系(+8.2%)、日系(+4.3%)相对强势，韩系(+20.0%)同比回升，自主(+0.8%)基本持平，美系(-10.2%)表现较弱。

图 3 轿车、SUV、MPV 累计销量增速 (%)

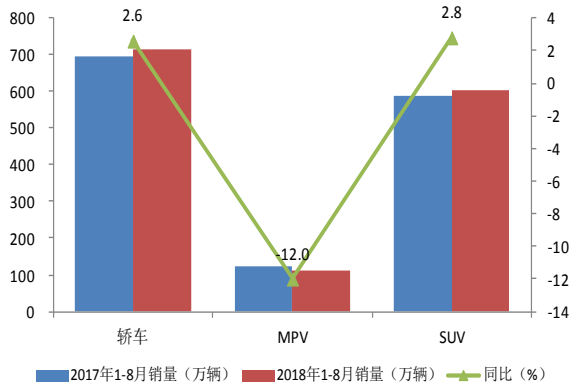
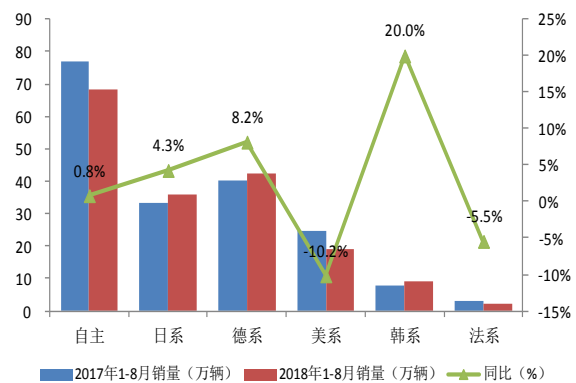


图 4 自主、日系、德系、美系等累计销量增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

货车销量增幅收窄，目前增长主要来自于上半年。各细分领域均实现增长，重型卡车贡献较大。1-8月重型、中型、轻型、微型货车累计销量为23.1万辆、10.2万辆、115.1万辆、42.5万辆，增长52.9%、5.1%、13.8%、8.9%。

客车市场由于补贴过渡期结束前的抢装行情透支下半年需求，6月起同比增速转负。销量增长集中在中客和大客领域，轻客销量微幅增长，1-8月大型、中型、轻型客车销量分别为4.4万辆、3.7万辆、19.7万辆，同比增长6.4%、16.8%、1.6%。

图 5 重型、中型、轻型、微型货车累计销量增速 (%)

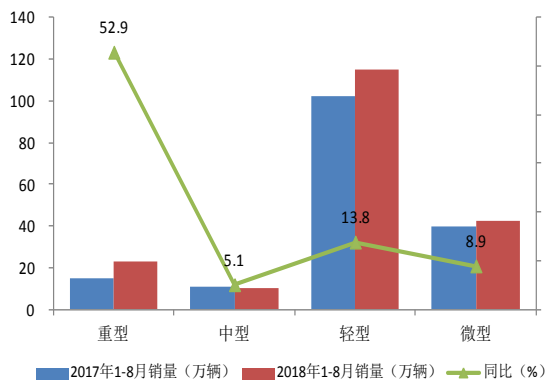
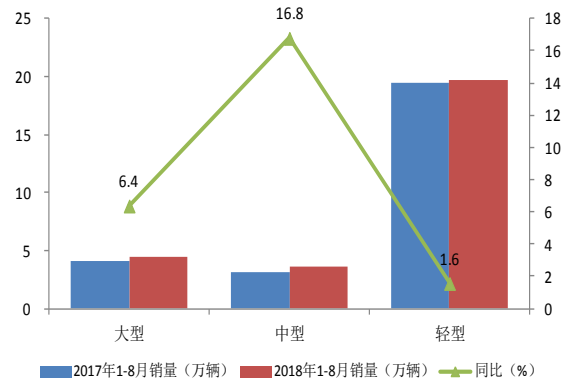


图 6 大型、中型、轻型客车累计销量增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

上市车企中，累计销量实现增长的公司集中在乘用车龙头如上汽集团 (453.2 万辆, +9.1%)、广汽集团 (136.0 万辆, +6.3%)、吉利汽车 (101.2 万辆, +41.0%) 等，重卡龙头如中国重汽 (10.1 万辆, +12.2%)，客车龙头如金龙汽车 (3.9 万辆, +19.7%)，但重卡和客车下半年出现回落，目前仍有增长的公司以乘用车龙头为主。

图 7 2018 年 1-8 月乘用车企业累计销量 (万辆)

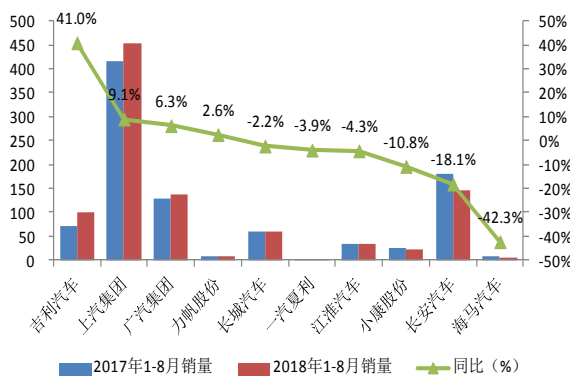
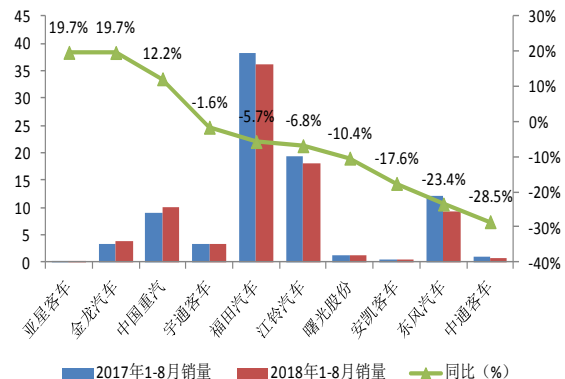


图 8 2018 年 1-8 月商用车企业累计销量 (万辆)



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

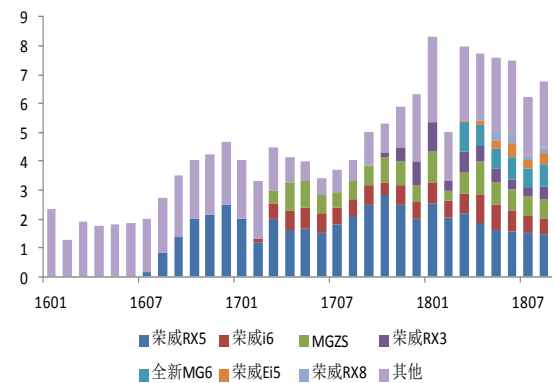
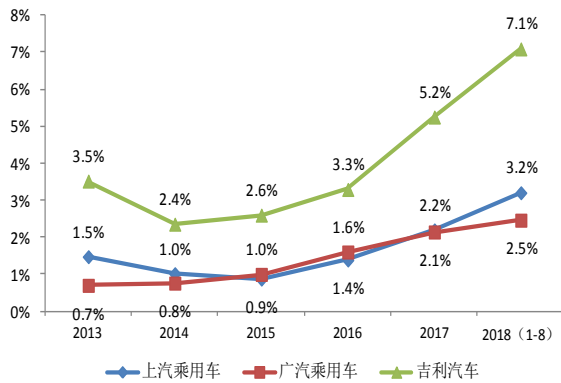
## 1.2 一线自主、豪华品牌维持增长，重卡销量回落

乘用车市场结构分化，除包括一线自主、豪华品牌等在内的少数车企仍能实现增长以外，多数车企出现销量的下滑。

自主品牌方面，一线自主新车型持续贡献同比增量，市场份额显著提高。1-8月自主品牌整体销量增速为0.8%，其中上汽乘用车、广汽乘用车、吉利汽车累计销量达到45.7万辆、35.1万辆、101.2万辆，增长46.8%、6.4%、41.0%。相对稳健的销量表现使其市场份额持续提高，1-8月市场份额分别由去年的2.2%、2.1%、5.2%上升至3.2%、2.5%、7.1%，合计市场份额由9.5%上升至12.8%。

以上车企的销量增速主要来自于去年年底及今年推出的新车型贡献的同比增量。上汽乘用车推出的荣威RX3、荣威RX8、荣威Ei5、全新MG6等近几个月合计增量在每月1.5万辆至2万辆左右；广汽乘用车月销量在4万辆上下，与去年同期水平相近，新车型中GS3表现较好，GS3、GM8、GA4近几个月合计增量在每月1万辆至1.5万辆左右，抵消了旧车型销量的下降；吉利汽车3月起月销量基本稳定在12万辆至13万辆，增量主要来自于新车型远景X3、远景S1和领克01、领克02，近几个月合计增量每月接近3万辆。

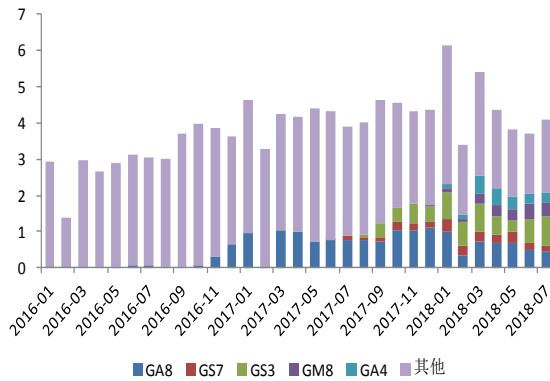
图 9 上汽乘用车、广汽乘用车、吉利汽车市场份额 (%) 图 10 上汽乘用车新车型月销量 (辆)



数据来源：产销快报 上海证券研究所

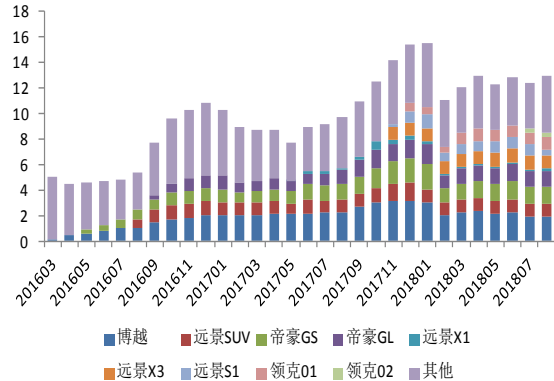
数据来源：公开信息 上海证券研究所

图 11 广汽乘用车新车型月销量 (辆)



数据来源: 公开信息 上海证券研究所

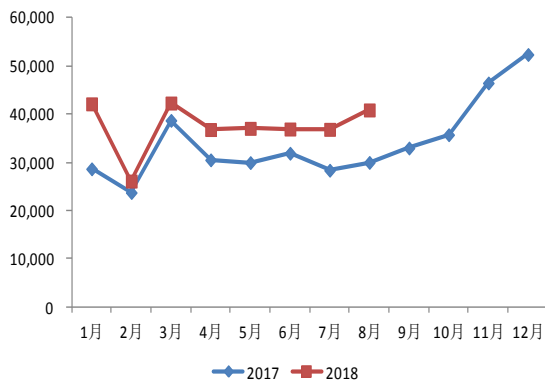
图 12 吉利汽车新车型月销量 (辆)



数据来源: 公开信息 上海证券研究所

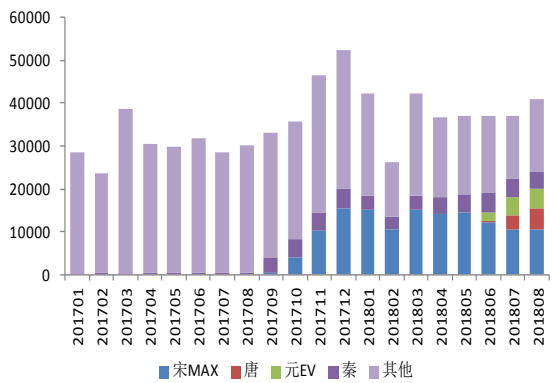
受益于改款车型和新车型的密集投放, 比亚迪销量触底反弹。1-8 月比亚迪累计销量达 29.9 万辆, 同比增长 23.6%, 月销量基本恢复至 2016 年水平。主要增量来自于采用全新设计语言“Dragon Face”的多款改款车型和新车型, 包括宋 MAX、唐、秦 Pro、元 EV 等, 目前宋 MAX、秦月销量已分别爬坡至 1~1.5 万辆水平和 4000~4500 辆水平, 6 月上市的唐和元 EV 仍处于爬坡过程中。

图 13 2017-2018 年比亚迪月销量 (辆)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 比亚迪新车型/改款车型月销量 (辆)



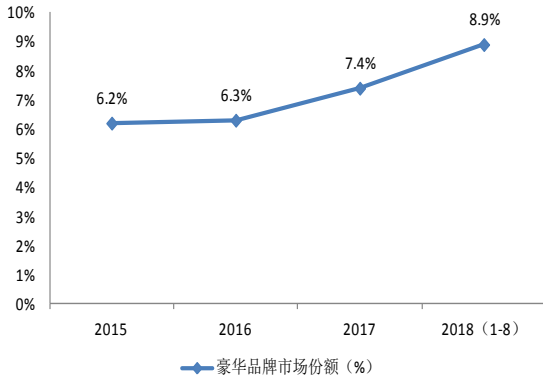
数据来源: 搜狐汽车 上海证券研究所

豪华品牌方面, 豪华车市场在国内汽车市场消费升级的背景下维持较快增长, 市场份额不断提升。据乘联会数据, 1-8 月豪华品牌累计销量 127.0 万辆, 累计同比增长 15.3%, 远高于同期乘用车销量增速, 同时市场份额由去年的 7.4% 进一步上升至 8.9%。

主流豪华品牌中, 一线品牌的奔驰 (44.6 万辆, +13.9%)、奥迪 (41.7 万辆, +15.8%)、宝马 (40.0 万辆, +4.2%), 二线品牌的凯迪拉克 (14.3 万辆, +31.4%)、雷克萨斯 (10.2 万辆, +17.6%)、

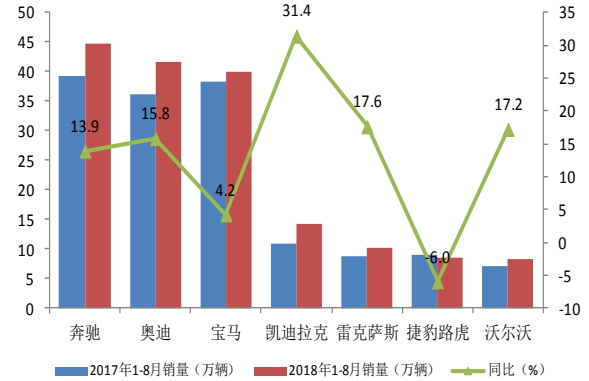
沃尔沃（8.3万辆，+17.2%）等均有较好增长，仅捷豹路虎（8.5万辆，-6.0%）累计销量出现下降。

图 15 2015-2018 年豪华品牌市场份额 (%)



数据来源：乘联会 上海证券研究所

图 16 2018 年 1-8 月主要豪华品牌销量 (万辆)

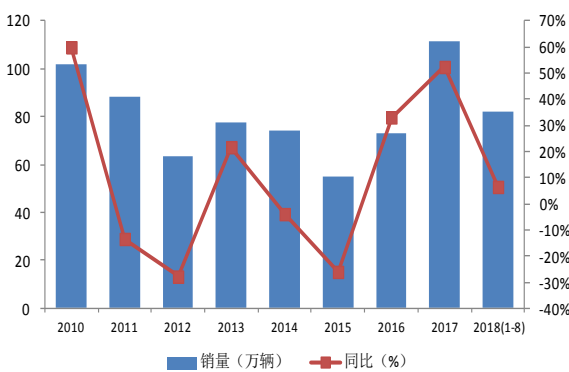


数据来源：买车网 上海证券研究所

重卡市场下半年销量显著回落。从单月销量来看，在上半年重卡销量持续超预期之后，下半年销量增速出现显著回落，7月和8月销量分别为7.7万辆和7.2万辆，同比下降15%和23%。1-8月重卡累计销量为81.8万辆，累计同比增长6.5%，预计全年销量在100万辆左右，略低于去年水平。

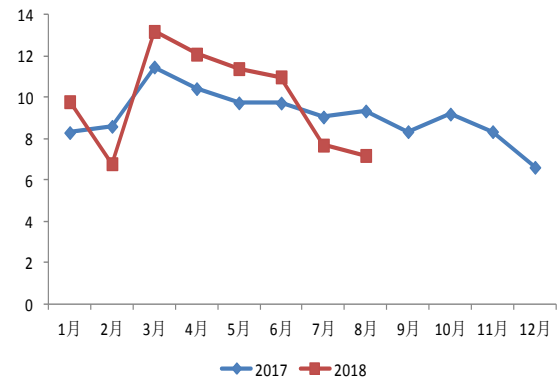
主要厂商中，一汽解放、东风集团、中国重汽、陕汽集团、北汽福田等累计销量分别达到19.4万辆、14.8万辆、13.6万辆、12.1万辆、7.9万辆，累计同比增长11%、4%、3%、2%、5%。

图 17 2010-2018 年重卡累计销量 (万辆)



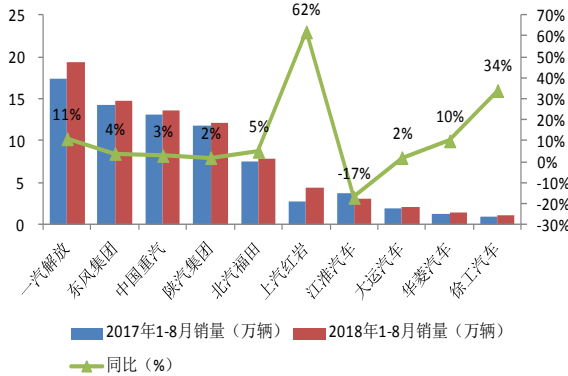
数据来源：公开信息 上海证券研究所

图 18 2017-2018 年重卡月销量 (万辆)



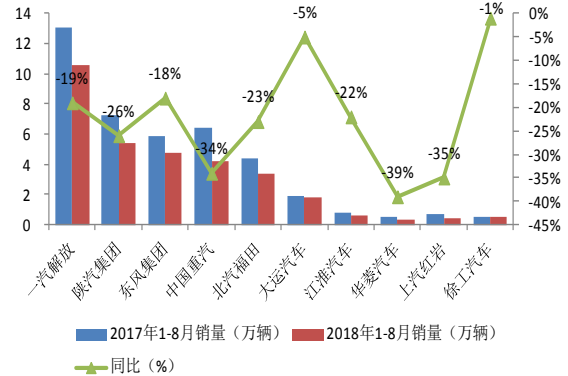
数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

图 19 2018 年 1-8 月主要厂商重卡销量 (万辆)



数据来源: 第一商用车网 上海证券研究所

图 20 2018 年 1-8 月主要厂商牵引车销量 (万辆)

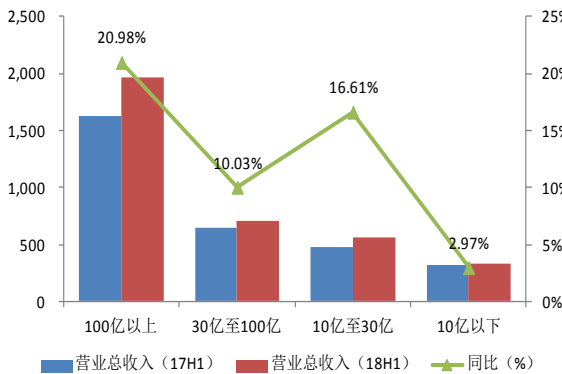


数据来源: 第一商用车网 上海证券研究所

### 1.3 汽车零部件行业龙头效应突出

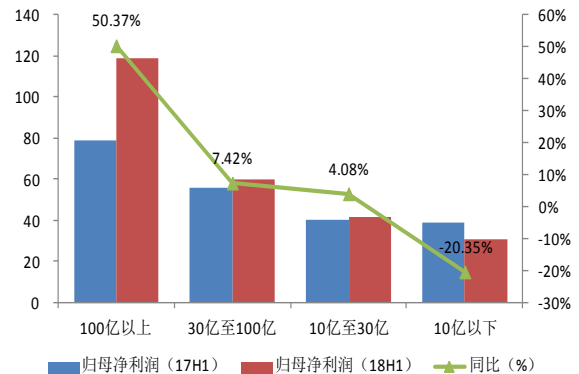
汽车零部件行业龙头效应突出, 龙头公司整体增长远高于行业平均。统计汽车零部件行业 123 家公司的中报情况, 按照营业总收入分为 100 亿以上 (4 家)、30 亿至 100 亿 (15 家)、10 亿至 30 亿 (31 家)、10 亿以下 (73 家) 四类, 营收在 100 亿以上的 4 家公司上半年实现营业总收入 1966.10 亿元, 同比增长 20.98%, 实现归母净利润 118.56 亿元, 同比增长 50.37%, 收入和利润增速均远高于行业平均增速 16.14% 和 17.61%, 也高于其他类别。

图 21 2018H1 不同规模公司营业总收入增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 22 2018H1 不同规模公司归母净利润增速 (%)

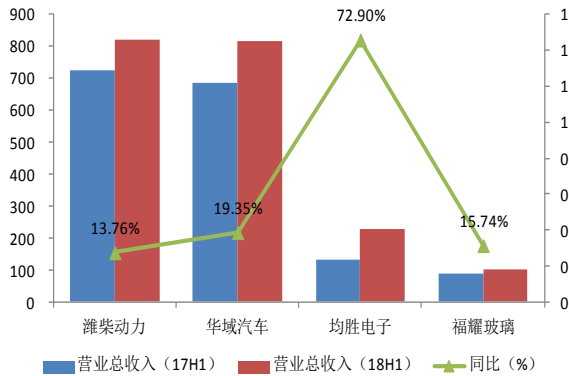


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

龙头企业普遍业绩较好, 盈利能力也有所提升, 如潍柴动力 (营业总收入+13.76%, 归母净利润+65.76%)、华域汽车 (营业总收入+19.35%, 归母净利润+47.67%)、均胜电子 (营业总收入+72.90%, 归母净利润+33.39%)、福耀玻璃 (营业总收入+15.74%, 归母净利润+34.80%) 等, 其中华域汽车、均胜电子虽有并表因素, 内生增

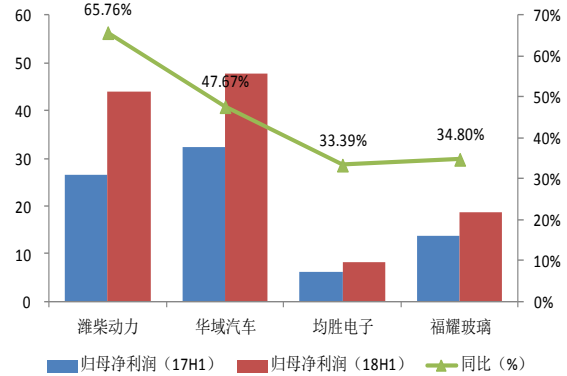
长仍然较好；四家公司 ROE 水平也均有显著上升。

图 23 2018H1 零部件龙头企业营业总收入增速 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 24 2018H1 零部件龙头企业归母净利润增速 (%)



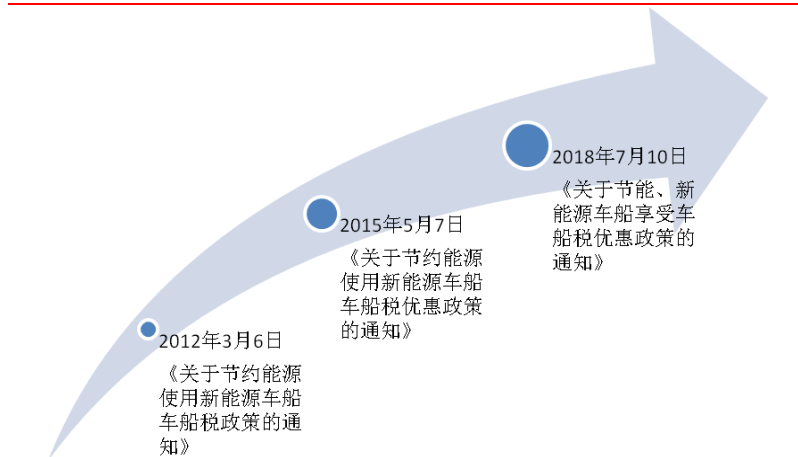
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 二、新能源汽车市场动态概述

### 2.1 车船税优惠延续，各省市地补政策陆续发布

新能源汽车车船税优惠政策延续。7月31日，财政部发布《关于节能、新能源车船享受车船税优惠政策的通知》，新能源车船继续免征车船税，而纯电动乘用车和燃料电池乘用车不属于车船税征税范围，对其不征车船税。符合标准的车型通过工信部和税务总局发布的《享受车船税减免优惠的节约能源 使用新能源汽车车型目录》公告。新能源汽车免征车船税优惠始于 2012 年发布的《关于节约能源 使用新能源车船车船税的通知》，并于 2015 年延续优惠。

图 25 新能源汽车免征车船税政策发布时间



数据来源: 工信部 上海证券研究所

各省市新能源汽车地方补贴标准相继发布。上半年西安、广州、河南、重庆等地发布 2018 年新能源汽车地方补贴政策，下半年北京、广州、合肥、深圳、云南、广西等地也发布了地补标准。多数地区按照中央财政补贴金额的 50% 进行补贴，同时也有部分地区如广州、合肥等地方补贴向纯电动车型倾斜，插混车型补贴力度低于纯电动车型。

**表 1 近期公布的各省市新能源汽车地方补贴政策**

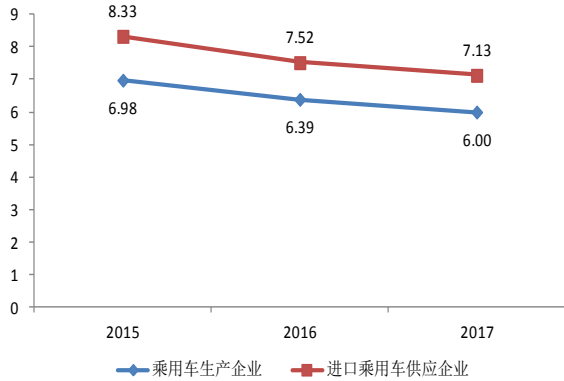
| 时间       | 省市 | 补贴标准  |
|----------|----|---|
| 7 月 19 日 | 北京 | 《关于调整完善北京市新能源汽车推广应用财政补助政策的通知》：对新能源汽车按照中央与地方 1:0.5 比例安排市级补助。对私人购买新能源小客车不作运营里程要求，对其他类型新能源汽车，在车辆运营满 2 万公里后，给予市级补助。   |
| 7 月 19 日 | 广州 | 《广州市推动新能源汽车发展的若干意见》：除燃料电池汽车按照不超过国家补贴 1:1 的比例给予地方补贴外，对续航里程及电池能量密度符合要求的纯电动汽车按照不超过国家补贴 1:0.5 的比例给予地方补贴，对插电式混合动力（含增程式）汽车按照不超过国家补贴 1:0.3 的比例给予地方补贴，且国家补贴和地方补贴资金总额最高不超过车辆销售价格的 60%。 |
| 8 月 22 日 | 合肥 | 《关于进一步做好我市新能源汽车推广应用工作的通知（征求意见稿）》：对单位和个人轴距 $\geq 2.2$ 米，纯电续航里程（工况法） $\geq 250$ 公里的纯电动乘用车，按照中央财政补助标准 1:0.5 的比例给予地方配套补助；其他规格类型新能源汽车上按中央财政补助标准 1:0.2 的比例给予地方配套补助。                 |
| 8 月 27 日 | 深圳 | 《深圳市 2018 年新能源汽车推广应用财政支持政策（征求意见稿）》：2018 年 6 月 12 日至 2018 年 12 月 31 日上牌的新能源乘用车、纯电动客车、纯电动货车和专用车按照财建〔2018〕18 号文对应标准的 0.5 倍补贴，燃料电池汽车按照财建〔2018〕18 号文对应标准的 1 倍补贴。                   |
| 9 月 11 日 | 云南 | 《云南省加快新能源汽车推广应用方案》：省财政按照中央财政同期补贴标准，对省内上牌的新能源汽车配套补贴 25%，州、市政府再配套补贴 25%，对公共充电桩按直流桩 500 元/千瓦，交流桩 200 元/千瓦进行补贴，省财政和州、市财政各补贴 50%。  |
| 9 月 19 日 | 广西 | 《关于印发支持新能源汽车发展若干措施的通知》：2018-2020 年，对消费者购置新能源汽车产品的，自治区本级财政按国家标准一半的 40%，及国家标准的 20% 给予补贴。  |

数据来源：公开信息 上海证券研究所

双积分交易平台正式上线。9 月 2 日起乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分交易平台开始上线运行，9 月进行集中交易。有关企业可通过交易平台开展平均燃料消耗量积分转/受让、新能源汽车积分交易、提交平均燃料消耗量负积分抵偿报告等工作。从历年乘用车企业双积分数据来看，企业平均燃料消耗量实际值不断下降，乘用车生产企业由 2016 年的 6.39 升/100 公里下降到 2017 年的 6.00 升/100 公里，进口乘用车供应企业由 2016 年的 7.52 升/100 公里下降到 2017 年的 7.13 升/100 公里；新能源汽车正积分显著上升，

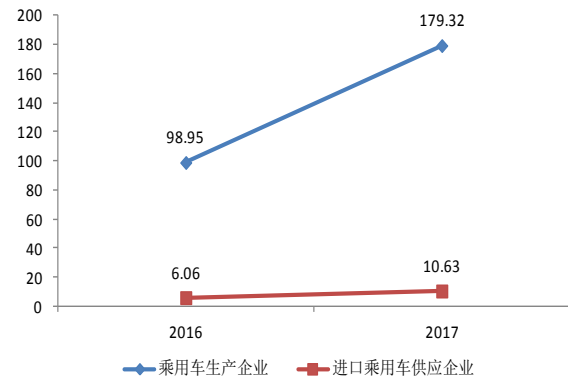
乘用车生产企业由 2016 年的 92.89 万分上升到 2017 年的 168.69 万分，进口乘用车供应企业由 2016 年的 6.06 万分上升到 10.63 万分。

图 26 乘用车企业平均燃料消耗量实际值(升/100 公里)



数据来源：工信部 上海证券研究所

图 27 乘用车企业新能源汽车正积分(万分)

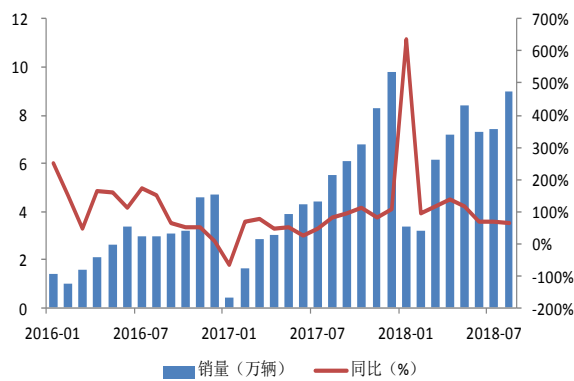


数据来源：工信部 上海证券研究所

## 2.2 补贴过渡期结束后新能源汽车销量快速增长

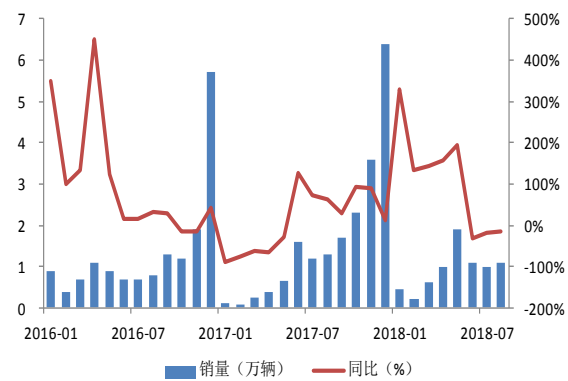
在上半年补贴过渡期之后新能源汽车销量仍实现快速增长。据中汽协，新能源汽车 1-8 月累计销量为 60.1 万辆，同比增长 88%。其中纯电动汽车、插电式混合动力汽车累计销量为 44.7 万辆、15.4 万辆，同比增长 71.6%、159.7%。

图 28 2016-2018 年新能源乘用车销量(万辆)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

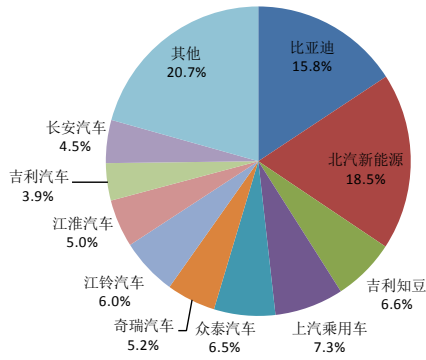
图 29 2016-2018 年新能源商用车销量(万辆)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

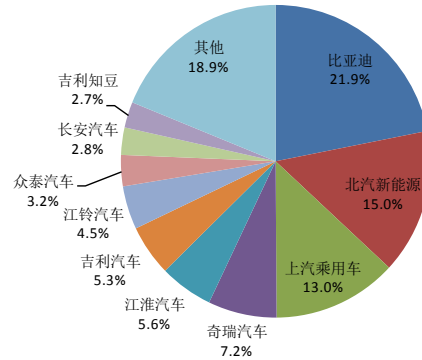
新能源乘用车企业普遍实现销量的高速增长，比亚迪、上汽乘用车份额扩大。比亚迪、北汽新能源、上汽乘用车、奇瑞汽车、江淮汽车 1-8 月累计销量分别达到 11.1 万辆、7.6 万辆、6.6 万辆、3.7 万辆、2.8 万辆，较去年同期增长 89%、72%、204%、142%、96%，市场份额分别达到 21.9%、15.0%、13.0%、7.2%、5.6%，与去年相比，比亚迪、上汽乘用车等市场份额快速扩大。

图 30 2017 年新能源乘用车市场份额 (%)



数据来源: 达示数据 上海证券研究所

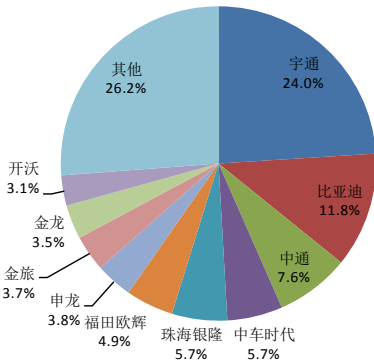
图 31 2018 年 1-8 月新能源乘用车市场份额 (%)



数据来源: 乘联会 上海证券研究所

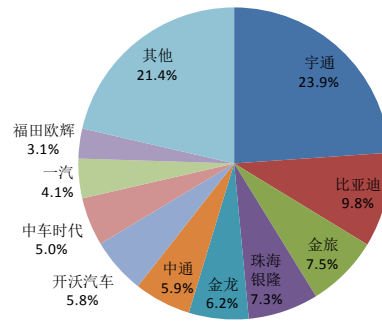
新能源客车龙头厂商补贴过渡期间销量大幅增长。宇通、比亚迪、厦门金旅 1-8 月累计销量分别达到 8753 辆、3607 辆、2739 辆，增长 195%、43%、484%。从市场份额来看，宇通保持稳定，比亚迪略降，金龙及金旅显著恢复。

图 32 2017 年新能源客车市场份额 (%)



数据来源: OFweek 上海证券研究所

图 33 2018 年 1-8 月新能源客车市场份额 (%)



数据来源: 盖世汽车 上海证券研究所

### 2.3 消费结构向高级别车型转移，续驶里程普遍提升

新能源汽车消费结构不断优化，整车方面表现在高级别车型在总销量中的比例上升、续驶里程的普遍提升，而动力电池方面表现在三元电池装机比例和电池能量密度的不断提高。

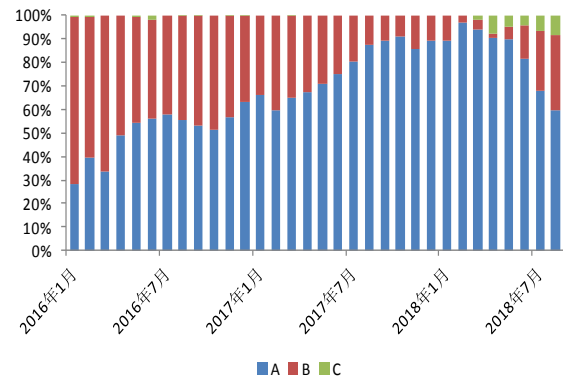
高级别车型比例上升。纯电动乘用车中 A00 级销量占比由去年同期的 59.65% 下降至目前的 51.52%，A0 级和 A 级销量占比分别由 11.51% 和 28.00% 上升至 16.12% 和 31.40%。插混乘用车 B 级和 C 级也较去年下半年有显著回升。

图 34 纯电动乘用车级别分布 (%)



数据来源：乘联会 上海证券研究所

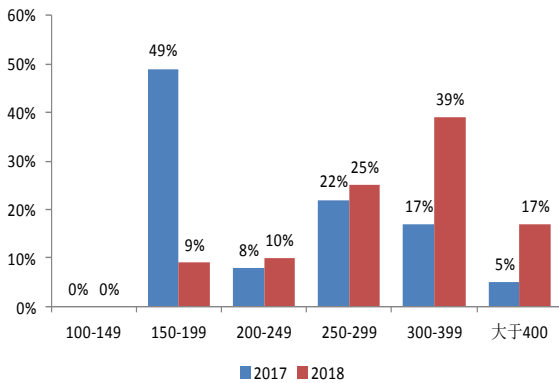
图 35 插混乘用车级别分布 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

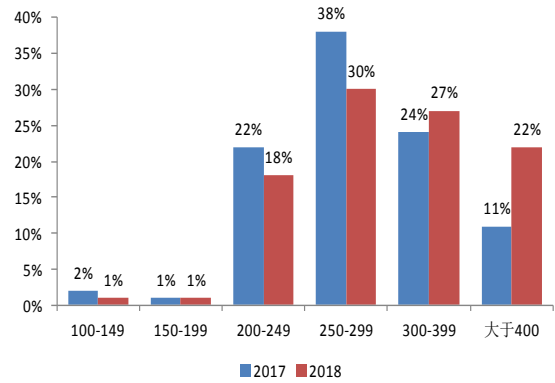
新能源汽车续航里程上升。根据今年第 1-9 批推广目录数据，今年新能源乘用车和新能源客车续航里程在 300 公里以上的车型占比已分别达到 56%和 49%，去年这一比例仅为 22%和 35%，同时分别有 17%和 22%的车型续航里程超过 400 公里。而续航里程在 200 公里以下的乘用车车型占比由去年的 49%下降到 9%。

图 36 新能源推广目录乘用车续航里程 (km)



数据来源：乘联会 上海证券研究所

图 37 新能源推广目录客车续航里程 (km)

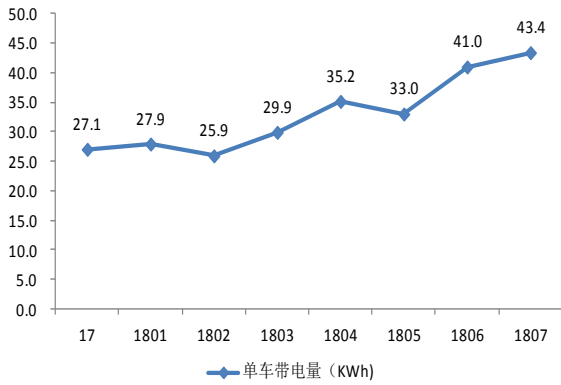


数据来源：乘联会 上海证券研究所

单车带电量上升。提高单车带电量是提升新能源汽车续航里程的主要途径之一，据 GGII 数据，新能源汽车单车带电量由去年的 27.1KWh 上升至今年 7 月的 43.4KWh，增幅超过 50%。

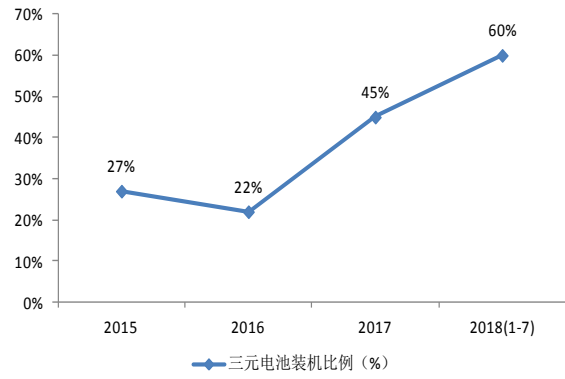
三元电池装机比例上升。提高动力电池能量密度是提升新能源汽车续航里程的另一主要途径，三元电池能量密度较磷酸铁锂电池更高，已逐步成为国内动力电池的主流技术路线。据 GGII 数据，新能源汽车三元电池装机比例由去年的 45%提高到了目前的 60%。

图 38 新能源汽车单车带电量 (KWh)



数据来源: GGII 上海证券研究所

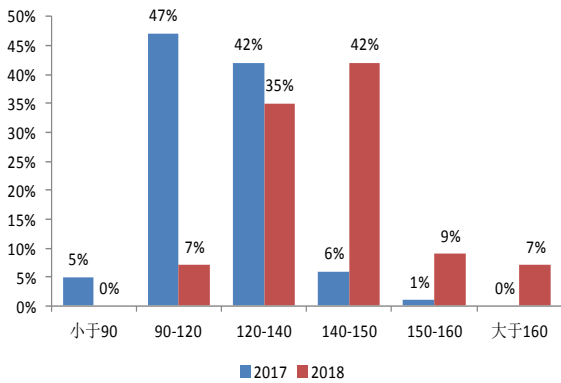
图 39 三元电池装机比例 (%)



数据来源: GGII 上海证券研究所

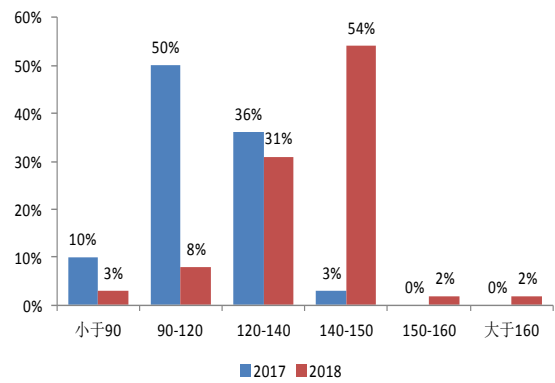
动力电池能量密度上升。根据今年第 1-9 批推广目录数据,今年新能源乘用车和新能源客车电池能量密度在 140Wh/kg 以上的车型占比均已达到 58%, 去年这一比例低于 10%, 仅为 7%和 5%。而能量密度在 120Wh/kg 以下的车型占比已分别达到 7%和 11%, 去年这一比例高于 50%。

图 40 新能源推广目录乘用车电池能量密度 (Wh/kg)



数据来源: 乘联会 上海证券研究所

图 41 新能源推广目录客车电池能量密度 (Wh/kg)

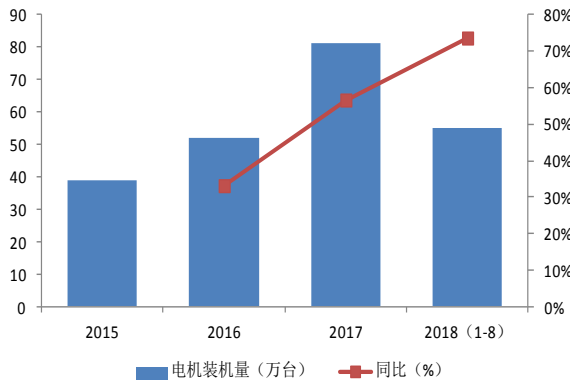


数据来源: 乘联会 上海证券研究所

## 2.4 核心零部件装机量快速增长, 市场集中度持续提高

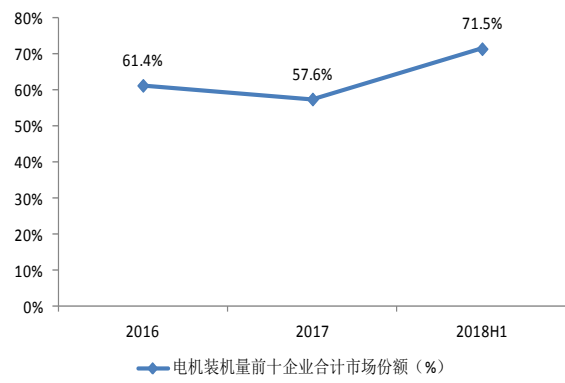
今年驱动电机装机量与新能源汽车销量同步增长, 同时市场集中度显著提高。据起点研究, 2018年 1-8月新能源汽车电机装机量达到 55.1万台, 同比增长 73.6%。驱动电机的主要生产企业包括比亚迪、北汽新能源、联合汽车电子、安徽巨一、精进电动等, 上半年出货量排名前十的企业市场份额总计达到 71.53%, 较去年有较大幅度提升。

图 42 2015-2018 年新能源汽车电机企业装机量 (万台)



数据来源: 起点研究 上海证券研究所

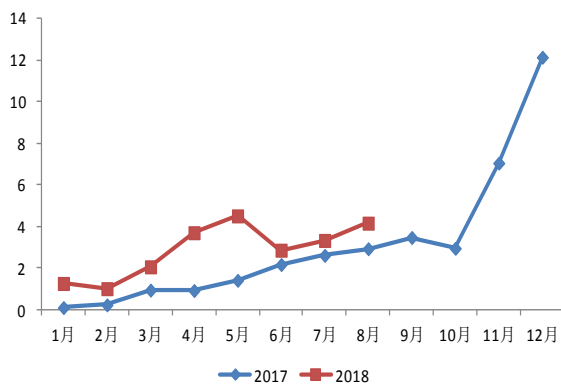
图 43 电机装机量前十企业合计市场份额 (%)



数据来源: GGII 上海证券研究所

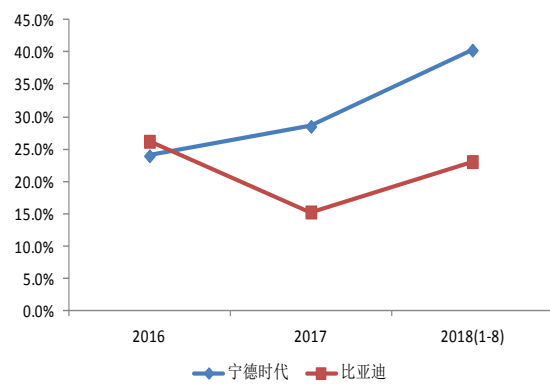
抢装行情下动力电池装机量高速增长。据中国化学与物理电源行业协会动力电池应用分会数据, 2018 年 1-8 月新能源汽车动力电池装机量总计 22.97Gwh。新能源汽车单车带电量的提高使动力电池装机量增速远高于同期新能源汽车销量增速。5 月的新能源汽车抢装行情也使得 5 月动力电池装机量成为上半年的高点, 达到 4.52Gwh。两家龙头企业宁德时代、比亚迪市场占有率持续攀升, 1-8 月占有率约 40%和 23%, 较去年大幅上升近 12 个百分点和 8 个百分点, 合计市场占有率超过 60%。

图 44 2017 年、2018 年动力电池月装机量 (Gwh)



数据来源: 动力电池应用分会 上海证券研究所

图 45 宁德时代、比亚迪市场占有率 (%)



数据来源: GGII 上海证券研究所

新能源汽车的发展提升了热管理系统的重要性, 由于新能源汽车热管理系统整体价值远高于传统汽车, 其市场规模将快速扩大。新能源汽车的电池、电机、电子器件、整车控制系统均需要热管理, 空调的制热系统也有所不同。据中国产业信息网, 传统乘用车热管理系统价值约 3500 元, 而新能源汽车液冷型热管理系统价值约 7000

元，风冷型热管理系统价值约 4900 元。按 2020 年新能源乘用车销量 150 万辆计算，预计当年市场空间将达到 130 亿元。

表 2 上市公司新能源汽车热管理定点情况

| 公司名称 | 公告时间    | 客户名称  | 项目名称             | 产品名称         | 预计供货时间 |
|------|---------|-------|------------------|--------------|--------|
| 银轮股份 | 2018.05 | 吉利新能源 | PMA 纯电动平台        | 热交换总成产品      | 2021   |
| 三花智控 | 2018.01 | 沃尔沃   | 新能源电动汽车平台        | 水冷板          |        |
|      | 2018.01 | 蔚来    | 新能源汽车第二代量产车      | 热管理部件        | 2019   |
|      | 2017.11 | 蔚来    | 新能源汽车第二代量产车      | 热管理部件        | 2018   |
|      | 2017.10 | 沃尔沃   | 新能源电动汽车平台        | 热管理部件        |        |
|      | 2017.10 | 戴姆勒   | 电动汽车、传统汽车平台      | 电子水泵         | 2019   |
| 中鼎股份 | 2018.05 | 特斯拉   |                  | 电池冷却系统密封类产品  |        |
|      | 2018.02 | 吉利新能源 | MPC-1 新能源汽车项目    | 新能源汽车冷却系统    |        |
|      | 2017.12 | 车和家   | M01 新能源 SUV 汽车项目 | 整车冷却管路及中冷管总成 |        |

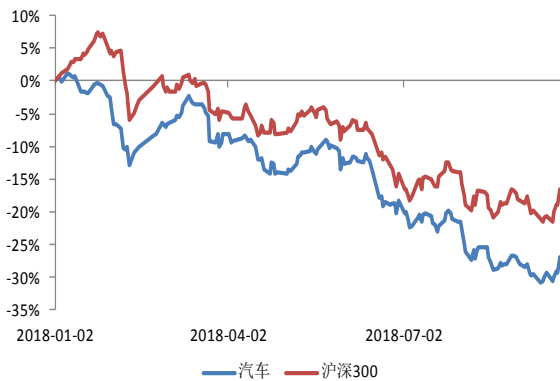
数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 三、汽车板块表现综述

#### 3.1 年初至今汽车板块累计下跌幅度较大

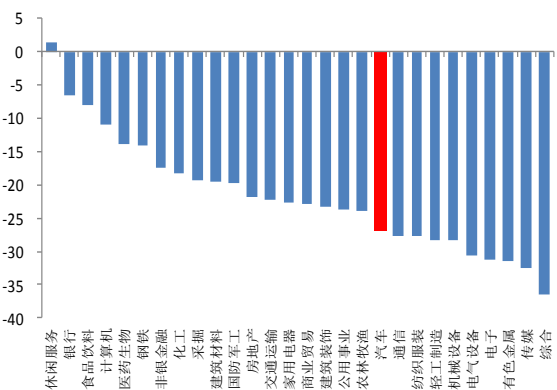
截至 9 月 21 日，沪深 300 指数累计下跌 16.56%，汽车行业指数累计下跌 27.07%，跑输大盘 10.51 个百分点，在各个行业中处于中游水平。

图 46 年初至今汽车行业指数涨跌幅 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 47 年初至今各行业指数涨跌幅 (%)

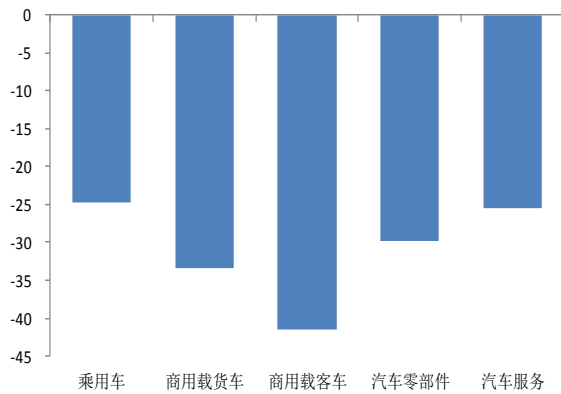


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

### 3.2 子行业均为下跌，乘用车、汽车服务板块跌幅较小

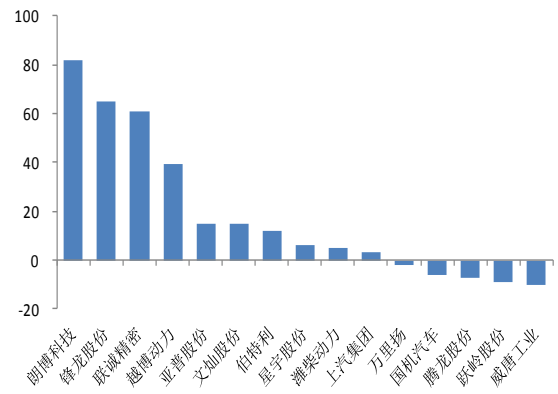
今年各个子行业均为下跌，其中乘用车、汽车服务板块跌幅相对较小，分别下跌 24.7%、25.4%，其次为汽车零部件、商用载货车板块，分别下跌 29.8%、33.5%，商用载客车板块跌幅较大，今年已下跌 41.5%。除去年年底及今年上市的个股外，仅星宇股份、潍柴动力、上汽集团等少数几家公司上涨。

图 48 年初至今各子行业涨跌幅 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 49 年初至今涨幅较大个股 (%)

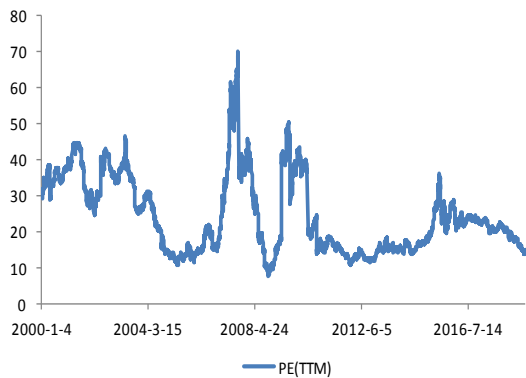


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

### 3.3 整体估值处于历史低位，有望迎来估值修复

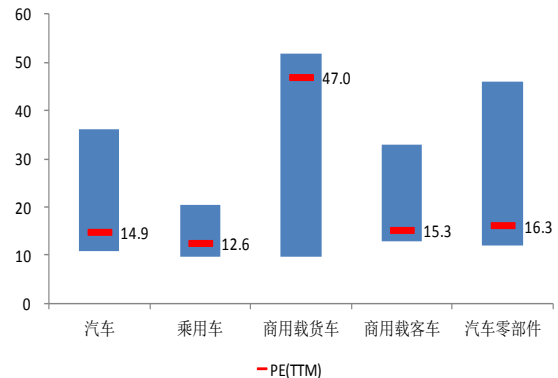
汽车行业估值水平已处于历史低位，有望迎来估值修复机会。今年行业估值由去年的 20-25 倍水平不断下探，目前 PE (TTM) 仅为 14.9 倍，接近 2011-2014 年底部水平，乘用车、商用载客车、汽车零部件等 PE (TTM) 均已在 20 倍以下，分别为 12.6 倍、15.3 倍、16.3 倍，处于 2011 年后的历史低位。

图 50 汽车行业 PE (TTM)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 51 2011-2018 年子行业 PE (TTM) 变动范围



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 四、投资策略

### 4.1 未来十二个月内，维持汽车行业“增持”评级

下半年汽车销售压力较大，全年销量若无相关刺激政策预计增长有限，但乘用车中的优质自主品牌、豪华品牌仍将是结构性的亮点，凭借高性价比或高品牌溢价持续开拓市场，占有率有望持续提高；汽车零部件领域的细分行业龙头企业竞争优势较强，或可同样实现逆势增长。新能源汽车方面，过渡期结束后市场从四五月份的抢装行情恢复到稳步增长状态，同时在消费结构、产品性能上不断优化，质与量同步提升。

维持汽车行业“增持”评级，主要理由是：长期来看我国汽车市场仍有较大发展空间，汽车配置的提高、零部件国产化比例的提高和汽车电动化、智能化、互联化等新技术的发展以及国内汽车产业的扩大开放都将有助于汽车产业的升级，部分优质的企业仍然可以在行业趋势下而获得快速的发展。

### 4.2 投资策略

建议持续关注各细分行业的龙头企业，以及部分下游需求景气度较高的领域，如优质自主、豪华品牌、新能源汽车等。

## 五、重点公司

### 5.1 精锻科技（300258）

国内乘用车自动变速器渗透率不断提升，市场需求增长速度远高于整车的增长速度，DCT 是自动变速器的重要技术路线之一，由于传动效率高、换挡品质好等优点广泛用于大众等品牌车型。公司是国内乘用车精锻齿轮行业龙头，为大众、GKN、格特拉克等重要变速器生产商提供配套。上半年公司为 DCT 配套产品销售收入同比增长超过 50%，持续支撑公司业绩增长。

公司主要客户大众 2018 年-2020 年将密集投放 37 款全新/换代车型，2020 年国内销量有望达到 560 万辆，三年增长约 40%。公司为大众在国内和欧洲六个工厂进行配套，为其 DQ200、DQ380、DQ381、DQ500、DL382 等变速器型号提供齿轮或轴产品，去年年底至今已获得大众大连 DQ200 结合齿 140 万台套的 80%份额、大众天津 DQ381 一档结合齿 100 万台套的 80%份额的提名信，有望

持续受益大众强产品周期。

公司积极布局新能源汽车领域，目前产品主要包括新能源汽车中央电机轴和差速器总成等。其中公司新能源汽车差速器总成具有自主知识产权，上半年销售收入约 696 万元，同比增长 67.52%，业务发展顺利，并有利于公司开拓乘用车自动变速器用差速器总成市场。

## 5.2 三花智控（002050）

公司主业为制冷业务，主要产品市场占有率位居全球第一，2017 年三花汽零成为公司全资子公司，再添新增长点。三花汽零专注于汽车空调及新能源车热管理系统，热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀等产品规模优势显著，目前客户包括法雷奥、马勒贝洱等一级供应商，以及奔驰、通用、特斯拉、沃尔沃、比亚迪、吉利、蔚来、长城、江铃、上汽、一汽、广汽等整车厂商。上半年公司汽零业务保持良好增长，实现营业收入 6.90 亿元，增长 18.78%。

三花汽零热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀等产品规模优势显著，也是行业内首先将电子膨胀阀技术应用于汽车热管理系统的厂商，随着新能源汽车快速普及，汽车热管理系统重要性不断提升，三花汽零技术壁垒高、产品竞争力强，在新能源汽车逐步普及、汽车热管理系统重要性提升的行业趋势下三花汽零的成长逻辑已得到验证，丰富的在手订单将有望支撑公司汽零业务持续快速发展。

## 5.3 银轮股份（002126）

公司是国内领先的汽车热交换器生产企业，在商用车热交换器领域优势显著，产品配套于美国康明斯、卡特彼勒、福特、道依茨、通用、法雷奥、玉柴、东风、重汽、北汽福田、锡柴、潍柴、上柴等企业。近年来公司积极拓展乘用车热交换器业务，配套福特、通用、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪等优质乘用车企业，乘用车业务快速发展。

上半年公司持续开拓新能源汽车热管理和乘用车高端品牌热管理市场，成功成为吉利 PMA 纯电动平台热交换总成、捷豹路虎英国工厂 D4、P4 发动机油冷器、德国采埃孚公司变速箱油冷器供应商，新能源汽车电池水冷板通过全球通用体系审核。同时公司推进模块化、系统化产品供货，通过收购江苏朗信 55% 股权增强公司在乘用车冷却模块、新能源汽车冷却模块的系统配套能力。

## 六、风险及不确定因素提示

汽车销售不及预期；相关产业政策变化；行业竞争加剧等。

## 分析师承诺

黄涵虚

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                |
|------|-------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                     |
|------|------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。