

中性（维持）

守正待时，“新”“龙”为首

风险评级：中风险

汽车行业 2019 年上半年投资策略

2018 年 12 月 3 日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理

黎江涛

S0340117110042

电话：0769-22119416

邮箱：

lijiangtao@dgzq.com.cn

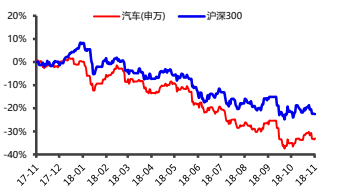
细分行业评级

汽车零部件 中性

汽车整车 中性

锂电池 推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **大势：总量增速中枢降档，电动车一枝独秀。**通过分析发达国家比如日本、德国、美国等，对比中国当前人均 GDP 水平所处发达国家的大致阶段，比照该阶段之后发达国家汽车销量情况，可以发现，整体汽车销量增速放缓，成长属性弱化，周期属性更强，且在几年至 10 年左右时间达到销量顶峰。趋势上，政策、技术、国际化车企引领等多因素推动新能源车进入未来 10 年成长周期，也即是电动车引领行业进入第三轮成长周期，我们在 2018 年初提出重视电动车全球化，在此重申重视全球化。
- **短期：预计整体业绩压力仍存，新能源以量补价、全球化逻辑继续。**站在当前时点，展望未来 1 年，由于对宏观经济未来不确定性担忧，汽车消费预计仍疲软。乘联会预计 2019 年中国乘用车销量同比略增长 1.2%，全年汽车整体增长与 2018 年持平。乘联会预计 2019 年新能源车增长 30% 以上，达到 160 万辆左右。我们判断 2019 年汽车销量同比较 2018 年略有好转，但考虑到 2019 年宏观经济不确定性较大，消费预计较为谨慎，在没有政策刺激前提下，反弹强度预计低于 2012 年，因此我们对汽车行业整体定调依旧为小年。市场传言新能源车补贴在 2019 年下降 30%-40%，全球化方兴未艾，竞争加剧，降本提质仍是行业主旋律，产业链盈利能力预计进一步下降。
- **投资策略：守正待时，“新”“龙”为首。**回顾 2018 年，申万汽车下跌 33%，排名 23/28，跌幅巨大，目前申万汽车 PE (TTM) 约 14 倍，估值调整已经到位，但我们认为仍需提防业绩不达预期带来的风险。展望 2019 年，在没有政策刺激前提下，预计汽车整体消费相较于 2018 年虽有修复，但依旧疲软，我们对汽车指数整体较为谨慎，预计上半年压力大于下半年。我们对相关细分领域比如新能源车相关环节（电解液、高镍三元等）、车灯、变速箱、整车龙头等依据保持乐观，恰逢市场调整，进入布局良机。综上，对于 2019 年，看好新能源车，对于传统车建议守正待时，把握调整后带来的布局良机；标的选择上，建议选择新能源车产业链价格压力相对较小、技术迭代环节及车灯、变速箱等龙头企业，即“新”“龙”为首。建议重点关注新宙邦、当升科技、道氏技术、上汽集团、精锻科技等。
- **风险提示：汽车产销不及预期；贸易战；锂电池及材料价格不及预期等。**

重点公司盈利预测及评级 (20181130)

代码	简称	股价	EPS			PE			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
600104	上汽集团	24.85	3.16	3.39	3.70	7.86	7.32	6.71	谨慎推荐
300258	精锻科技	12.08	0.79	0.99	1.21	15.29	12.20	10.00	谨慎推荐
601799	星宇股份	48.78	2.23	2.89	3.60	21.87	16.88	13.55	谨慎推荐
300037	新宙邦	25.12	0.83	1.12	1.43	30.27	22.43	17.57	推荐
300073	当升科技	27.75	0.62	0.92	1.18	44.76	30.16	23.52	推荐
300750	宁德时代	80.03	1.60	2.01	2.52	50.02	39.82	31.76	谨慎推荐
300073	道氏技术	15.08	0.83	1.08	1.25	18.17	13.96	12.06	推荐

目 录

1. 大势：总量增速降档，电动车一枝独秀	4
1.1 总量：增速下台阶，周期属性愈加明显	4
1.2 结构：电动车引领行业进入第三轮成长周期	6
1.3 趋势：全球电动化浪潮来袭，中国是核心主战场	7
2. 短期：预计整体业绩压力仍存，新能源以量补价	10
2.1 燃油车：汽车消费整体不容乐观，业绩预计仍承压	10
2.2 电动车：销量高速增长确定性高，降本提质仍是主旋律	13
3. 复盘：10 年维度看汽车行业成长与周期	15
4. 策略：守正待时，“新”“龙”为首	19
4.1 守正待时：整体估值调整已到位，静待业绩底	19
4.2 “新”“龙”为首：顺势而为，优选景气度向上领域	21
4.3 重点公司推荐	23
5. 风险提示	26

插图目录

图 1：中国汽车历年销量及增速	4
图 2：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间	5
图 3：中国汽车销量增速与人均 GDP 增速	5
图 4 全球主要经济体每万国际元对应千人保有量	5
图 5：日本汽车历年销量走势（单位：万辆）	5
图 6 美国汽车历年销量走势（单位：万辆）	5
图 7：德国汽车历年销量走势（单位：万辆）	6
图 8 韩国汽车历年销量走势（单位：万辆）	6
图 9：电动车有望引领汽车行业进入第三轮成长周期	6
图 10：长城汽车股价走势	7
图 11 SUV 历年销量及长城汽车市场份额	7
图 12：新能源车将引领汽车行业进入第三轮成长周期	7
图 13：全球主流车企电动化规划时间表	8
图 14：中国新能源汽车进入补贴驱动向市场驱动过渡阶段	9
图 15：中国新能源汽车产业链布局完善，配套齐全	9
图 16：中国历年汽车（包括乘用车及商用车）销量按季度占比	11
图 17：汽车行业 2018 年前三季度分季度业绩拆分	11
图 18：汽车行业历年扣非利润及增速（单位：亿元）	11
图 19 汽车行业毛利率走势（单位：%）	11
图 20：创业板商誉及利润对比（单位：亿元）	12
图 21 当年归母净利润与当年账面商誉比值比较	12
图 22：中国出口美国汽车商品金额及比重	12
图 23 A 股汽车（零部件）行业海外收入比重	12
图 24：历年新能源车按季度销量结构	13
图 25：历年新能源车销量及预测	14

图 26: 不同地区、时间新能源车型销量排名及比较.....	14
图 27: 不同动力电池正极材料成本结构.....	15
图 28: 2018Q1-Q3 锂电池产业链业绩情况	15
图 29 2018Q1-Q3 锂电池产业链毛利率情况.....	15
图 30: 汽车行业兼具成长属性与周期属性.....	15
图 31: 汽车指数在过去 15 年在全部 A 股行业表现.....	16
图 32: 过去 10 年 (200809-201809) A 股涨幅前十行业分布.....	17
图 33 过去 10 年 (200809-201809) 汽车涨幅前 20 个股.....	17
图 34: 汽车零部件可能的成长路径	17
图 35: 新泉股份前五大客户 (2017 年)	17
图 36 新泉股份营收、利润及增速 (单位: 亿元)	17
图 37: 精锻科技由自主到合资逐渐成长.....	18
图 38 精锻科技营收、利润及增速	18
图 39: 福耀玻璃利润及毛利率情况	18
图 40 福耀玻璃股价 25 年复合收益率 17%	18
图 41: 新能源需要关注政策、量、价三要素.....	19
图 42: 申万汽车今年跌幅大, 跑输沪深 300 约 12pct.....	20
图 43: 年初至今 (20181127) 汽车股涨幅前 20 名.....	20
图 44: 汽车股业绩在 Q3 大幅下跌, 在全部 A 股中比较优势不明显.....	20
图 45: 汽车股估值相对沪深 300 比较优势渐显.....	21
图 46: 汽车行业 PB 处于历史底部	21
图 47: 锂电池产业链年初至今涨幅前十 (20181128)	21
图 48: 锂电池指数今年跌幅较大	21
图 49: 锂电池产业链主要环节代表公司业绩变化及原因.....	22
图 50: A 股主要汽车标的 2018 年业绩情况.....	22
图 51: 上汽集团抢占大部分行业利润	23
图 52: 潍柴+华域+福耀抢占行业利润 50%.....	23

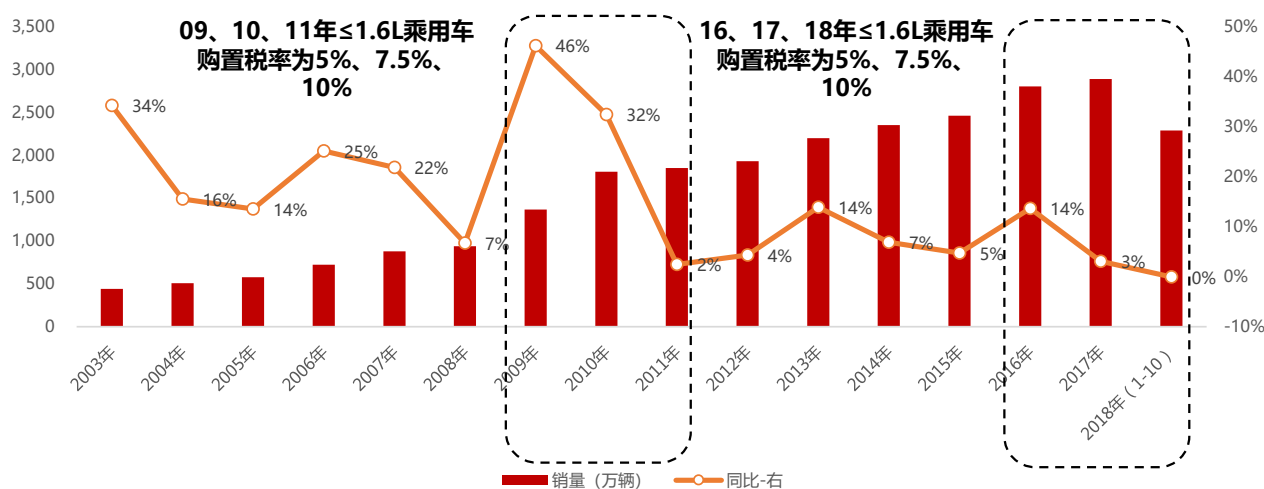
1. 大势：总量增速降档，电动车一枝独秀

中国汽车保有量在过去 10 年呈现快速增长态势，预计 2018 年千人保有量约 170 辆。对比发达国家，中国千人保有量远期来看仍然具有翻倍空间，但这取决于中国经济的增长质量与速度。通过分析发达国家比如日本、德国、美国等，对比中国当前人均 GDP 水平所处发达国家的大致阶段，比照该阶段之后发达国家汽车销量情况，可以发现，整体汽车销量增速放缓，成长属性弱化，周期属性更强，且在几年至 10 年左右时间达到销量顶峰。趋势上，政策、技术、国际化车企引领等多因素推动新能源车进入未来 10 年成长周期，也即是电动车引领行业进入第三轮成长周期。

1.1 总量：增速下台阶，周期属性愈加明显

多因素交杂导致 2018 年汽车销量增速放缓。2018 年 1-10 月中国汽车销量 2287 万辆，同比下降-0.1%。2018 年汽车销量在 7、8、9、10 月连续四个月负增长，中国车市压力凸显。主要原因我们认为包括：第一、去年购置税优惠导致一定高基数效应；第二、中国经济内忧外患，市场对未来不确定性充满担忧；第三、房地产挤压，P2P 暴雷等因素影响个人财富，拖累汽车消费。

图 1：中国汽车历年销量及增速

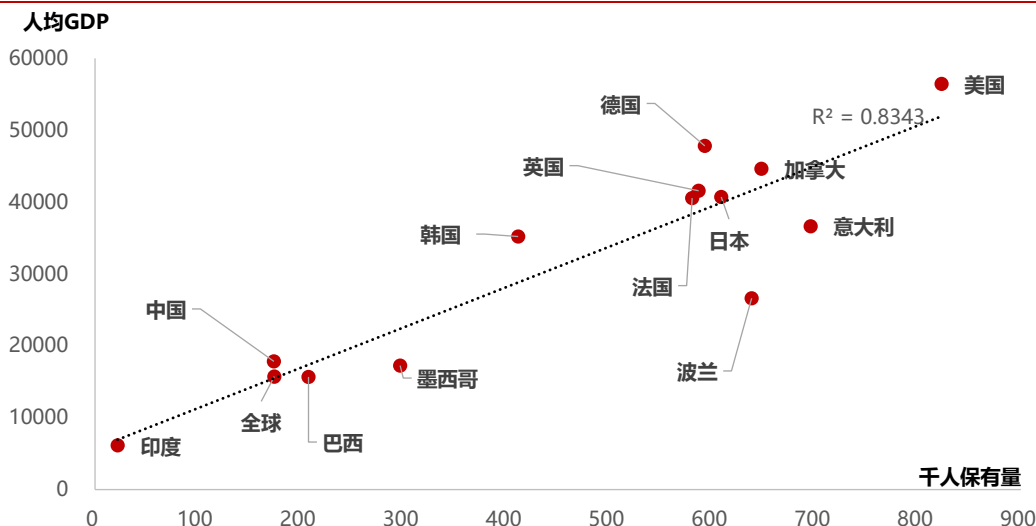


资料来源：中汽协，东莞证券研究所

长期来看，中国汽车潜在需求仍存空间。我们比较了全球主要经济体汽车千人保有量情况，2015 年千人保有量美国为 823 辆，日本为 609 辆，德国为 593 辆，韩国为 411 辆，预计中国 2018 年为 174 辆。整体上来看，中国汽车保有量仍存在空间。

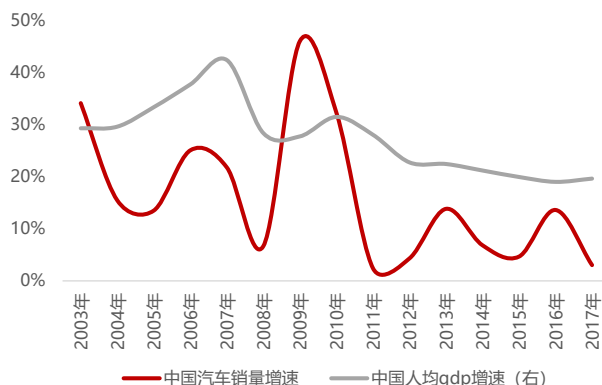
但取决于中国未来经济增长速度与质量。通过线性回归发现，人均 GDP 与一个国家的千人保有量高度相关，相关系数约 83%。通过计算国际主要经济体每万国际元（世界银行）对应的千人保有量，中国 2018 年预计为 98，德国、美国、日本、韩国分别为 124、141、150、117（2015 年）。中国目前与这些国家还存在一定差距，这也说明中国还具有一定空间。但这依赖于中国未来经济的发展速度与质量，高质量、较快的经济发展将推动中国汽车保有量逐渐提升。

图 2：站在全球发达国家来看，中国千人保有量还有空间



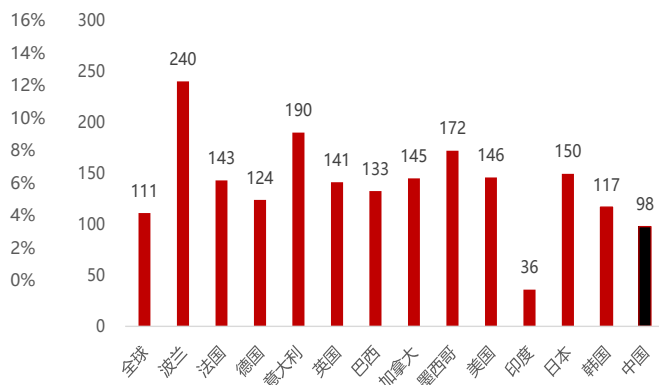
资料来源：世界银行，Wind，东莞证券研究所 备注：中国是 2018 年预测数据，其他国家是 2015 年数据，人均 GDP 单位是世界银行采用的国际元。

图 3：中国汽车销量增速与人均 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中汽协，东莞证券研究所

图 4 全球主要经济体每万国际元对应千人保有量

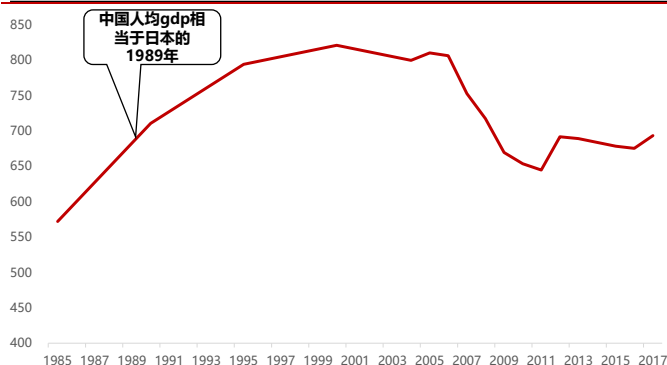


资料来源：世界银行，Wind，东莞证券研究所

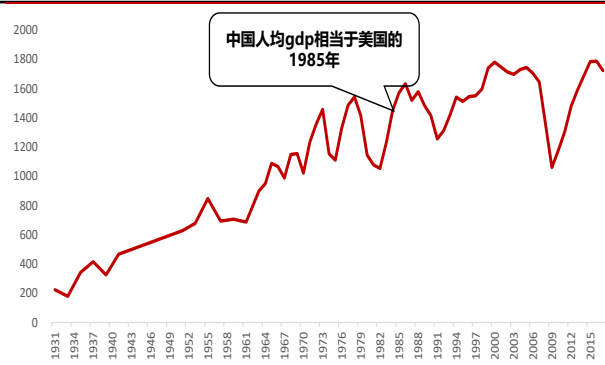
参考发达国家，预计未来中国汽车销量周期属性更加明显。参考世界银行公布的全球主要经济体基于购买力平价计算的人均 GDP，中国 2017 年人均 GDP 相当于日本的 1989 年、美国的 1985 年、德国的 1989 年、韩国的 1999 年。比照日本、美国、德国、韩国各时点之后汽车销量走势，增速放缓，且周期属性更加明显，并在未来几年到 10 年左右销量到达顶峰。

图 5：日本汽车历年销量走势（单位：万辆）

图 6 美国汽车历年销量走势（单位：万辆）

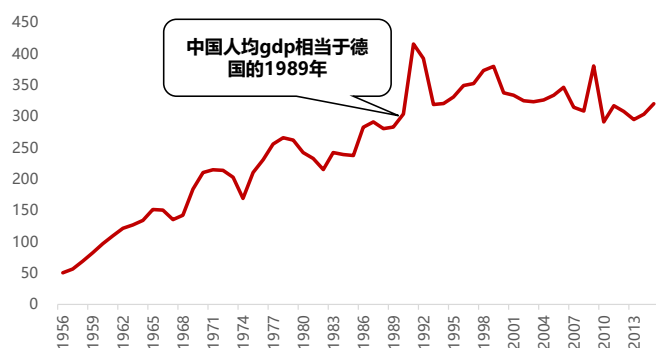


资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。



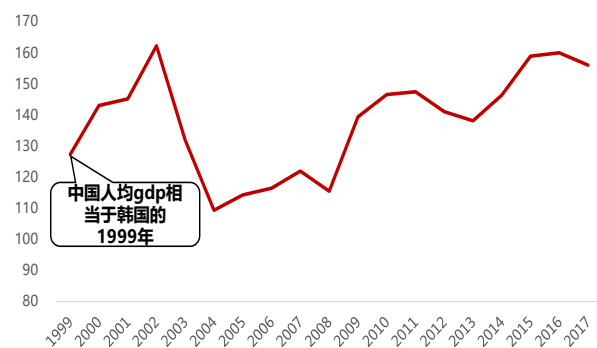
资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。

图 7：德国汽车历年销量走势（单位：万辆）



资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。

图 8 韩国汽车历年销量走势（单位：万辆）

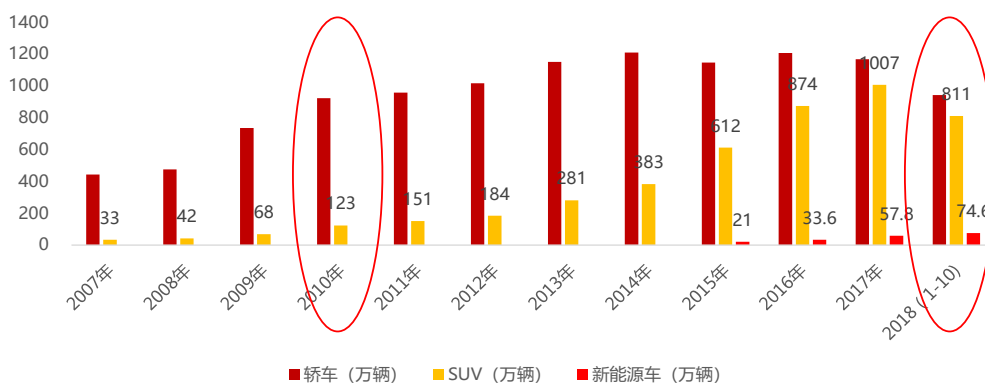


资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：以上人均 GDP 按照世界银行公布的基于购买力平价计算比较。

1.2 结构：电动车引领行业进入第三轮成长周期

第一轮（2011 之前）：轿车及其他车型（不包括 SUV）的快速增长。简单划分，我们可以将中国汽车市场历史上划分为三轮周期，目前正在进入第三轮周期。第一轮是轿车及其他车型（不包括 SUV）的快速普及，大致时间是 2011 年及之前，带领产业快速的发展，江淮汽车、长安汽车等股价也表现非常靓丽。

图 9：电动车有望引领汽车行业进入第三轮成长周期



资料来源：Wind，中汽协

第二轮（2011-2017 年）：SUV 的快速增长。伴随 SUV 在中国市场的兴起，到 2011 年 SUV

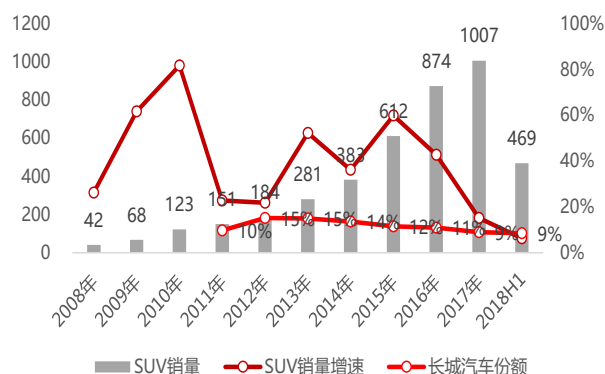
占乘用车比重达到 10%，之后迅速发展，截止到 2017 年底，SUV 占乘用车比重达到 40%。SUV 红利的普及，该期间造就了以长城汽车为代表的优秀公司。

图 10：长城汽车股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

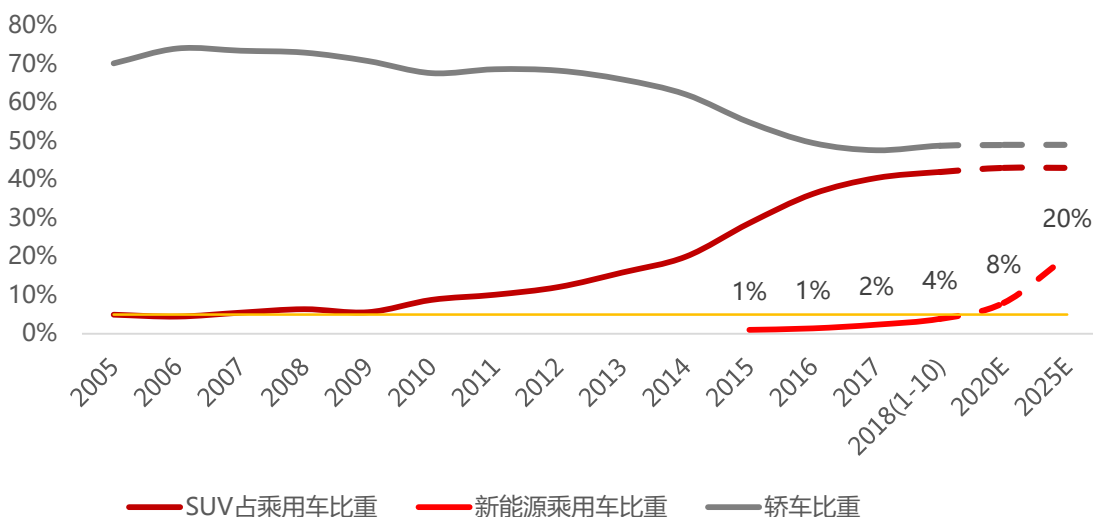
图 11 SUV 历年销量及长城汽车市场份额



资料来源：Wind，东莞证券研究所

第三轮（2018 年及之后）：电动车引领行业进入新一轮成长。截止到 2018 年前 10 个月，中国汽车销量同比增速与去年基本持平，新能源汽车 1-10 月累计销量达 86 万辆（包括商用车），同比增长 76%，维持高速增长，占汽车总量比重约 4%，是增量贡献的主要来源。预计 2020 年中国新能源汽车产销超过 200 万辆，占比约 7%-8%。根据工信部等 2017 年发布的《汽车产业中长期发展规划》，2025 年新能源汽车占比将达 20%，行业空间巨大。

图 12：新能源车将引领汽车行业进入第三轮成长周期



资料来源：中汽协，Wind，东莞证券研究所 备注：虚线是预测数据。

1.3 趋势：全球电动化浪潮来袭，中国是核心主战场

全球电动化浪潮来袭，势不可挡。全球部分国家燃油车禁售时间表相继出台，国际化车企纷纷出台电动车长期规划时间表，引领行业进入高速发展阶段。特斯拉 2018 年 Q3 盈利给行业注入了一剂强心剂，好产品、好技术是有需求、有价值的，势必会给公司带利润。宝马计划到 2025 年推出 25 款电动车。戴姆勒计划到 2022 年投放 10 款 EV，还将扩

大 PHV 和 FCV 阵容。大众在 2017 年秋季公布《Roadmap E》计划，计划到 2025 年发售 50 多款 EV、30 款 PHV，年销售达到 200-300 万辆，EV 占年销售比重达到 20%-25%，年电池需求达到 150GWH，并在 2018 年 3 月与 LG、三星 SDI 及 CATL 签订了总额约 200 亿欧元的合同。伴随 LG、三星、特斯拉纷纷在中国建产，进一步验证全球电动化浪潮势不可挡。

图 13：全球主流车企电动化规划时间表

各整车厂电动化技术路线图

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
宝马集团	发布 Strategy Number One > Next, 计划致力于开发 EV 与自动驾驶技术 ⇒⇒⇒									到 2025 年, 总销量的 15~25% 将是 PHV ⇒ 形成 25 款电动车 (12 款 EV) ⇒
宝马	7 系 PHV	5 系 PHV	i8 Roadster		X3 EV	iNext				
MINI		Countryman PHV		MINI 的 EV		i Vision Dynamics				
戴姆勒集团	发布 EV 专用子品牌 EQ						到 2022 年为止投放 10 款 EV ⇒ 全球销量的 15~25% 将是 EV ⇒			
梅赛德斯奔驰	E-Class PHV GLC-Class PHV		Vito EV 4 门桥跑 PHV	EQC EQA	SUV 桥跑 EV ⇒					
smart		fortwo EV forfour EV			从 2020 年在欧洲和美国只发售 EV					
大众集团	发布中期经营战略 Volkswagen Strategy 2025 ⇒⇒⇒	发布大众品牌战略 Transform 2025+ ⇒⇒⇒					到 2022 年为止投资 228 亿欧元, 向市场投放电动车产品 ⇒		到 2025 年为止投放 30 多款 EV, 年销售 200~300 万辆 EV ⇒	到 2025 年为止发售 23 款 EV ⇒
大众							I.D. I.D. CROZZ			
奥迪		Q7 PHV	e-tron quattro	e-tron Sportback			I.D. BUZZ			
雷诺日产三菱联盟		发布新 6 年计划 Alliance 2022 ⇒⇒⇒					到 2022 年为止发售 12 款 EV, 全球销量的约 30% 将是电动车 ⇒			
雷诺				到 2020 年将实现 EV 专用共享平台的正式应用 ⇒			70% 的 EV 将采用共享平台 ⇒			
日产		发布新中期计划 日产 M.O.V.E to 2022 ⇒⇒⇒		到 2022 年将全部销售 EV, e-POWER 配套车型将合计年销售 100 万辆 ⇒						
三菱										
雷诺日产三菱联盟	Note e-POWER	新款 LEAF	Serena e-POWER		到 2022 年为止, 日本与欧洲的电力驱动车型比例将达 40% ⇒			到 2023 年, 日本与欧洲将达 50%, 美国将在 20~30%, 中国将在 35~40% ⇒		到 2025 年, 全球销量的半数以上将是电力驱动车型 ⇒
加入联盟			停售 i-MiEV	新款 Outlander PHEV	小型 SUV EV					
PSA 集团	发布 EV 化战略, 将开发 2 种电动车平台 ⇒⇒⇒						到 2021 年为止发售 7 款 PHV, 4 款 EV ⇒			
标致		Partner EV	⇒ 2018 年起, 发售小型 SUV PHV							
雪铁龙		Berlingo EV								
DS				DST PHV						
特斯拉	中期计划 (Part 2) 中宣布将扩大 EV 阵容									
特斯拉		Model 3		Model Y Semi	新款 Roadster					

资料来源: MarkLines 根据各整车厂公告、各类报道制作 (截至 2018 年 3 月)

各整车厂电动化技术路线图

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
本田		发布车辆电动化计划 ⇒⇒⇒					2020-2025 年将 EV 增加至至少 10 款				2030 年计划销售 550 万辆电动车, 其中 EV、FCV 计划销售至少 100 万辆 ⇒
		与马自达开展业务资本合作, 共同开发 EV		⇒⇒⇒							
		新款 Prius PHV	卡罗拉与雷凌的 PHV (中国)	卡罗拉与雷凌的 EV (中国)							
本田		发布 2030 年愿景 ⇒⇒⇒									2030 年全球销量的 2/3 将是电动车 ⇒
	Clarity 的 FCV 版	Clarity 的 EV 版	EV (中国)	EV 城市通勤车 EV 跑车							2025 年欧洲销量的 2/3 将是电动车 ⇒
现代	Ionic 的 HV、EV 版	Ionic 的 PHV 版 Elantra 的 EV 版 (中国)	Kona 的 EV 版 NEXO (FCV)								到 2025 年为止将投放 18 款电动车 ⇒
起亚	Niro 的 HV 版 Optima 的 PHV 版	Niro 的 PHV 版	发布 Niro 的 EV 版		FCV						到 2025 年为止将投放 13 款电动车 ⇒
通用			2020 年将在中国投产 EV, 到 2020 年为止将发售 10 款 EV、HV ⇒								
		欧洲业务 (Opel/Vauxhall) 转让给 PSA		2020 年在中国年销售 15 万辆 NEV ⇒							2023 年中国市场 NEV 年销量达到 50 万辆 ⇒
	新款雪佛兰 Volt										
福特			到 2020 年为止投放 13 款新电动车, 全部车型的 40% 将是电动车 ⇒								
			家迪欧的 PHV 版 (中国)	小型 SUV 的电动车系列 新款 Focus EV Transit Custom 的 PHV 版 林肯 Aviator 的 PHV 版	用于拼车业务的 HV						
					F-150 的 HV 版 Mustang 的 HV 版						

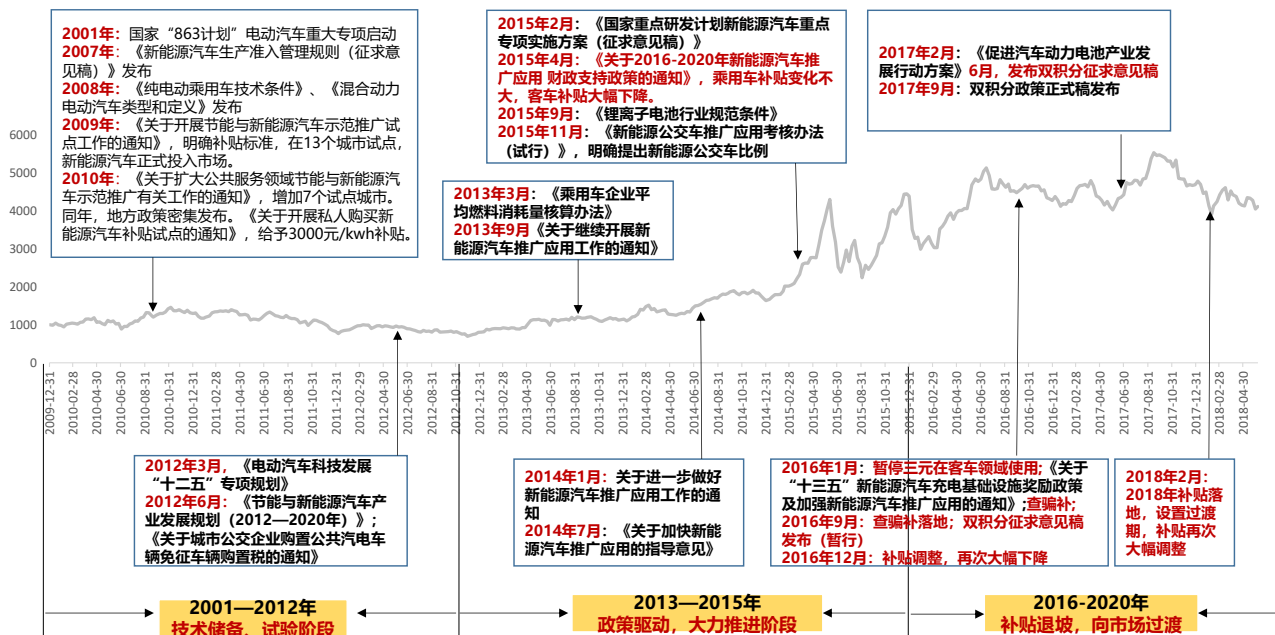
资料来源: MarkLines 根据各整车厂公告、各类报道制作 (截至 2018 年 3 月)

资料来源: MarkLines, 东莞证券研究所

政策保驾护航, 中国引领全球电动车发展。缓解中国原油对外依赖度高问题、实现中国

汽车工业弯道超车愿景以及减少环境污染三大因素共同作用下，中国出台了一系列关键政策扶植中国新能源车的发展。2012 年 6 月，国务院发布《节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020 年)》，目标到 2020 年新能源车产销达 200 万台。2017 年 4 月，工信部、科技部等发布《汽车产业中长期发展规划》，计划到 2020 年新能源车产销达 200 万辆，2025 年占 20%以上。2017 年 9 月，工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，提出 2019、2020 年新能源汽车积分要求为 10%、12%。

图 14：中国新能源汽车进入补贴驱动向市场驱动过渡阶段



资料来源：工信部，Wind，东莞证券研究所 备注：以上是锂电池指数。

中国是全球电动化核心主战场，产业链布局完善。伴随中国关键材料、设备包括隔膜、锂电池设备等纷纷国产化，中国新能源汽车占据全球半壁江山，引领行业发展。目前中国已经形成了完整产业链，且具备较好的技术基础。在上游钴、锂出现了天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业、寒锐钴业等龙头企业，在中游培育了宁德时代、当升科技、璞泰来、新宙邦、上海恩捷等知名企业，下游整车企业包括比亚迪、北汽新能源等均在全球具备一定竞争力。

图 15：中国新能源汽车产业链布局完善，配套齐全

领域	代表公司	成立时间	上市时间	市值
锂电池设备	 先导	2002年	2015年	225亿元
正极	 杉杉企业 Shanshan Corporation	1992年	1996年	169亿元
负极	 璞泰来 PUTAILAI	2012年	2017年	205亿元
隔膜	 SEM CORP POWER YOUR FUTURE	2010年	2018年	221亿元
电解液	 新宙邦 CAPCHEM	2002年	2010年	86亿元
电池	 宁德时代 CATL	2011年	2018年	1710亿元
钴	 华友钴业 HUAYOU COBALT	2002年	2015年	291亿元
锂	 天齐锂业 TIANCI LITHIUM	1995年	2010年	348亿元
电力系统	 越博动力 YUEBOO	2012年	2018年	39亿元
电控	 英博尔 Enpower	2005年	2017年	31亿元
轻量化产品	 宁波旭升 NINGBO XUSI	2003年	2017年	118亿元
整车	 新能源汽车 引领者 BYD	1995年	2011年	1509亿元

资料来源：各公司官网，Wind，东莞证券研究所 备注：以上市值截止到 20181122 收盘。

2. 短期：预计整体业绩压力仍存，新能源以量补价

站在当前时点，展望未来 1 年，由于对宏观经济未来不确定性担忧，汽车消费预计仍疲软。乘联会预计 2019 年中国乘用车销量同比略增长 1.2%，全年汽车整体增长与 2018 年持平。乘联会预计 2019 年新能源车增长 30% 以上，达到 160 万辆左右。我们判断 2019 年汽车销量同比较 2018 年略有好转，但考虑到 2019 年宏观经济不确定性较大，消费预计较为谨慎，在没有政策刺激前提下，反弹强度预计低于 2012 年，因此我们对汽车行业整体定调依旧为小年。市场传言新能源车补贴在 2019 年下降 30%-40%，全球化方兴未艾，竞争加剧，降本提质仍是行业主旋律，产业链盈利能力预计进一步下降。整体来看，预计 A 股申万汽车在 2019 年业绩压力仍较大，锂电池产业链以量补价，部分环节预计维持相对较好的增长，但整体分化较为明显。

2.1 燃油车：汽车消费整体不容乐观，业绩预计仍承压

预计 2018 年汽车销量同比下降 2.5%，2019 年同比亦略有下降。我们按照历年汽车季节性分布，测算 2018 年汽车销量约 2816 万辆，同比下降 2.5%。参考 2011 年、2012 年汽车消费及经济增长情况，2011 年、2012 年汽车销量同比增长 2.45%、4.33%，人均 GDP 分别同比增长 9%、7.3%，2012 年汽车消费较 2011 年有所好转。我们判断 2019 年汽车销量同比较 2018 年略有好转，但考虑到 2019 年宏观经济不确定性较大，消费预计较为谨慎，在没有政策刺激前提下，反弹强度预计低于 2012 年，因此我们对汽车行业整体定调依旧为小年。我们预计 2019 年汽车销量同比下降 1% 左右，且增速呈现前低后高态势。

图 16: 中国历年汽车（包括乘用车及商用车）销量按季度占比

年度	Q1	Q2	Q3	Q4
2009年	19.63%	25.06%	26.12%	29.18%
2010年	25.53%	24.39%	22.82%	27.26%
2011年	26.93%	23.46%	23.28%	26.33%
2012年	24.82%	24.89%	23.28%	27.01%
2013年	24.67%	24.37%	23.20%	27.75%
2014年	25.21%	24.52%	22.64%	27.63%
2015年	25.01%	23.16%	21.17%	30.66%
2016年	23.29%	22.49%	23.30%	30.93%
2017年	24.25%	21.99%	23.79%	29.97%
平均	24.37%	23.82%	23.29%	28.52%
2018年E	25.51%	24.45%	22.81%	27.24%

资料来源：中汽协，Wind，东莞证券研究所

汽车销量整体疲软背景下，上市公司业绩预计在 2019 年仍承压。2018 年新能源车、专用车股比放开，进口车关税下调（美国除外）等导致中国汽车市场竞争加剧，叠加行业景气度向下，上市公司盈利承压。根据我们汇总的样本数据计算（具体样本详见《汽车行业 2018 年三季度综述—车市压力凸显，Q3 业绩大幅下滑-20181105》），2018 年汽车行业 Q1、Q2、Q3 扣非利润分别为 238 亿元、218 亿元、160 亿元，同比变化-7%、+4%、-28%，Q3 业绩显著下降。一方面由于去年基数较高，另外一方面也凸显汽车行业压力较大。由于我们判断 2019 年汽车销量增速疲软，预计零部件毛利率压力仍然存在，上半年压力大于下半年，提防盈利能力下降带来的业绩不及预期风险。

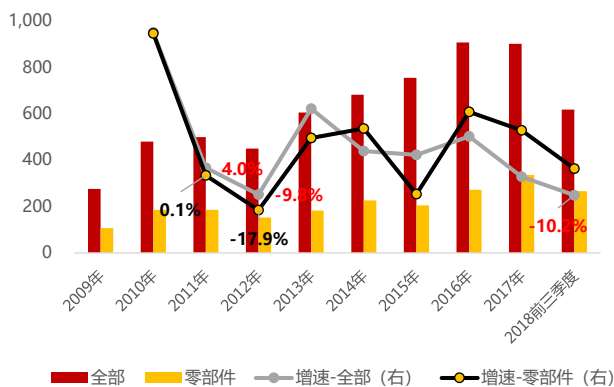
图 17: 汽车行业 2018 年前三季度分季度业绩拆分

板块	2018年扣非利润 (亿元)							2018年营收(亿元)						
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	Q3环比	2018Q1	2018Q2	2018Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	Q3环比
样本合计	238	218	160	-7%	4%	-28%	-27%	5583	5681	5234	14%	14%	0%	-8%
整车	150	116	86	-13%	-4%	-37%	-26%	4013	3913	3618	15%	11%	-4%	-8%
其中-乘用车	151	112	94	-10%	-3%	-24%	-16%	3626	3380	3208	17%	11%	-1%	-5%
其中-货车	-2.9	1.4	-11.2	-207%	22%	-740%	-911%	276	367	275	-8%	5%	-22%	-25%
其中-客车	1.6	2.6	3.1	35%	-40%	-73%	22%	111	167	136	20%	26%	-27%	-18%
零部件	89	102	74	5%	17%	-12%	-27%	1571	1767	1615	12%	21%	10%	-9%

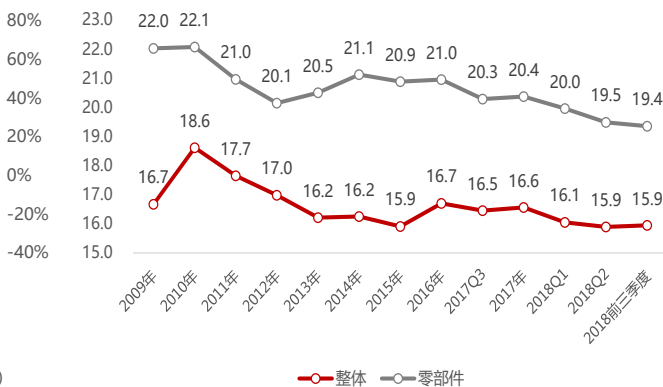
资料来源：东莞证券研究所 备注：样本数据请参考《汽车行业 2018 年三季度综述—车市压力凸显，Q3 业绩大幅下滑-20181105》

图 18: 汽车行业历年扣非利润及增速（单位：亿元）

图 19 汽车行业毛利率走势（单位：%）



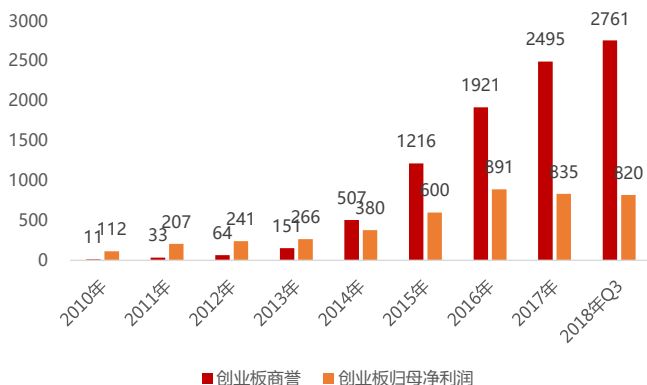
资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

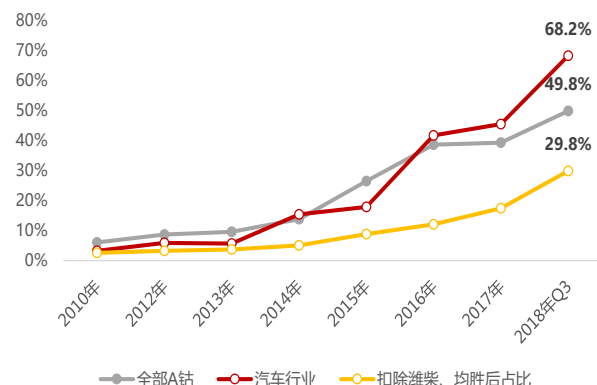
汽车行业商誉减值风险整体可控，显著低于创业板水平。通过测算 A 股各层次资本市场商誉与其利润体量比重，可以发现创业板 2017 年商誉约为其当年归母净利润的 3 倍。截止到 2018 年 Q3，全部 A 股商誉占当期 A 股归母净利润的 49.8%，汽车行业（114 家样本数据）为 68.2%，扣除潍柴动力、均胜电子后为 29.8%，对比创业板，汽车行业商誉整体处于相对合理区间，减值风险可控。

图 20: 创业板商誉及利润对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 21 当年归母净利润与当年账面商誉比值比较

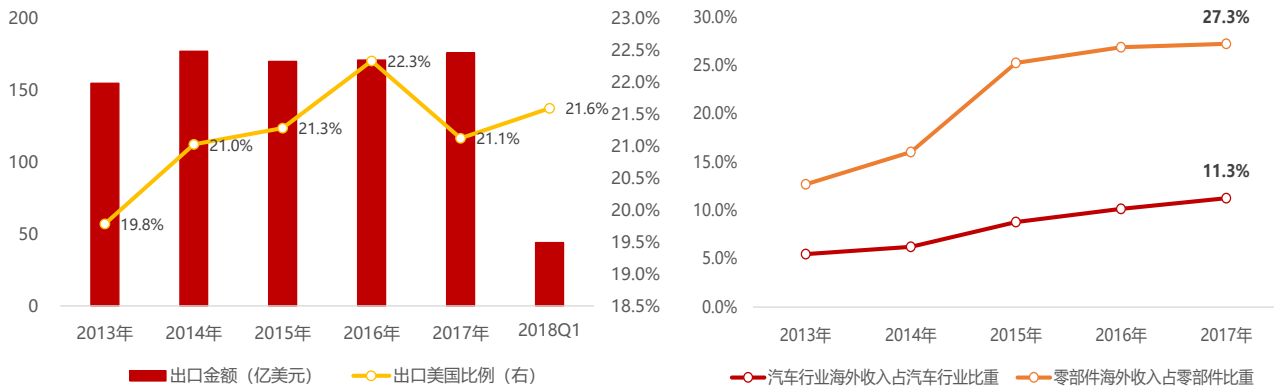


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

贸易战对零部件板块预计存在一定负面影响。中国出口美国汽车商品 2017 年为 176 亿美金，占全部出口比重的 21%。中国汽车相关出口商品主要以零部件为主，整车占比较小。我们计算 A 股汽车（114 家样本数据）海外收入占比，零部件占比较大，2017 年约 27% 的收入来源于海外，如果简单假设其中出口美国占 20%，且美国对中国汽车商品全部加征关税，那么美国加征关税会涉及到约 5% 的收入，存在一定负面影响，但整体可控。目前相关零部件厂商通过海外建产、共同承担关税等模式维持较好的合作。

图 22: 中国出口美国汽车商品金额及比重

图 23 A 股汽车（零部件）行业海外收入比重



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 电动车：销量高增速确定性强，降本提质仍是主旋律

2018年1-10月新能源车销量高速增长，预计全年销量达124万辆。1-10月，中国新能源汽车销量达到86万辆，同比增长75.6%。根据历年销量结构及近几个月销售情况，预计2018年新能源车销量124万辆，同比增长60%，上半年占约35%，下半年占约65%。

图 24：历年新能源车按季度销量结构

	Q1	Q2	Q3	Q4
2015年	8.03%	13.93%	19.34%	58.70%
2016年	11.46%	22.07%	23.47%	43.00%
2017年	7.20%	17.90%	26.13%	48.78%
2018年E	11.51%	21.64%	24.90%	41.95%

资料来源：中汽协，东莞证券研究所

多因素助力电动车 2019 年有望维持高增长。补贴下降在 2019 年基本确定，只不过是幅度问题，目前市场对明年补贴下降预期较为充分，基本预期 30%左右下降幅度。目前电动车市场正从补贴驱动转向市场驱动，个人购买占比提升。我们认为 2019 年以下因素将助力电动车维持高增长：

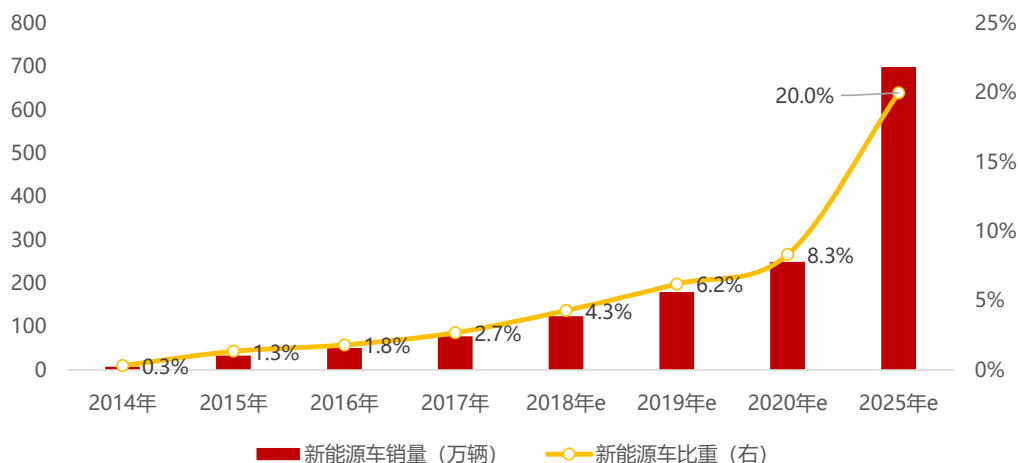
(1) 政策端，首先新能源汽车积分要求 2019 年达到 10%；其次补贴虽然整体有所下降，但预计依旧对高续航、优质产品给予一定鼓励，且上游原材料价格有较大幅度下降，叠加技术进步，预计 2019 年电池成本亦有可观的下降，一定程度上对冲补贴下降带来的产业链盈利压力。

(2) 供给端，产品升级趋势明显，智能化配置，吸引力较强。但随着越来越多的新进入者加速布局该领域，产品投入市场，预计 2019 年行业竞争加剧，也进一步丰富了整个市场，为消费者提供更加多元化产品。

(3) 需求端，目前非限购城市对新能源车需求也逐渐提升，电动车续航里程基本能够满足市场需求，痛点逐渐解决，此外，分时租赁、网约车、快递物流等多种使用场景对新能源车需求形成支撑。

综上，预计 2019 年新能源车销量达 180 万辆，占整车销量比重由 2018 年的 4%提升到 2019 年的 6%左右。

图 25：历年新能源车销量及预测



资料来源：中汽协，《汽车产业中长期发展规划》，东莞证券研究所

电动车全球化方兴未艾，国内股比放开、部分关税下降，倒逼国内企业提质。电动车全球化趋势不可逆，宝马、大众等国际化车企纷纷重金投入该领域，特斯拉引领行业走向高速发展阶段，电动车渗透率有望快速实现由 1% 提升到 10%。根据第一电动车网数据，9 月全球新能源车销量达 20 万辆，同比增长 63%，其中特斯拉 Model 3 销量遥遥领先，达 2.36 万辆，占比约 12%。排在第二、第三、第四、第五的分别是日产聆风、特斯拉 S、特斯拉 X、比亚迪唐。比较 2017 年 9 月全球销量排名数据，会发现国际化车型销量逐渐上台阶，进一步验证全球化逻辑，同时也反映出行业竞争加剧。此外，我们比较 2018 年 9 月与 2017 年 9 月中国新能源车销量排名，会发现低级别/低续航车型逐渐被高级别/高续航车型取代，显示出行业提质趋势明显，供给端产品优化，竞争力进一步提升。

图 26：不同地区、时间新能源车型销量排名及比较

2018年9月全球新能源车销量排名			2017年9月全球新能源车销量排名			2018年9月中国新能源车销量排名			2017年9月中国新能源车销量排名		
排行	车型	销量	排行	车型	销量	排行	车型	销量	排行	车型	销量
1	特斯拉Model 3	23582	1	北汽EC180	9143	1	比亚迪唐PHEV	6019	1	北汽EC180	9143
2	日产聆风	9623	2	特斯拉Model S	8110	2	奇瑞eQ	5310	2	知豆D2 EV	5084
3	特斯拉Model S	8074	3	特斯拉Model X	6123	3	比亚迪元EV	5008	3	比亚迪宋PHEV	3745
4	特斯拉Model X	7115	4	知豆D2 EV	5084	4	华泰路盛S1 EV160	4780	4	比亚迪秦	3554
5	比亚迪唐PHEV	6019	5	丰田普锐斯Prime/PHEV	4255	5	江淮 iEV S/E	4621	5	江淮iEV6s	3021
6	奇瑞 eQ EV	5310	6	比亚迪宋PHEV	3745	6	比亚迪e5	4265	6	奇瑞eQ	2652
7	比亚迪元EV	5008	7	比亚迪秦PHEV	3554	7	北汽EU系列	4138	7	长安奔奔EV	2586
8	三菱欧蓝德PHEV	4952	8	宝马i3	3116	8	北汽EC系列	3943	8	帝豪EV	2437
9	宝马530e	4839	9	江淮iEV6s	3021	9	比亚迪秦PHEV	3866	9	比亚迪e5	2288
10	华泰EV160	4780	10	日产聆风	2886	10	北汽EX系列	3350	10	荣威eRX5	1940
11	其他车型总计	121208	11	其它车型	73823	11	其他车型总计	59604	11	其它车型	22536
	总计	200510		总计	122860		总计	104904		总计	58986
	前10占比	39.55%		前10占比	39.91%		前10占比	43.18%		前10占比	61.79%

资料来源：第一电动网，东莞证券研究所 备注：销量单位是辆。

上游原材料价格下跌，利好中游崛起。年初至今，国内金属钴价下跌约 26%，从 4 月高点至今下跌约 42%，碳酸锂年初至今下跌约 40%，跌幅大。电池正极占电池成本比重约 30%-40%，按照目前价格计算，锂钴原材料成本占正极售价比重约 30%-50%，随着原材料价格下跌，电池原材料成本有所下降，这样对 2019 年中游环节因补贴退坡带来的盈利压力有一定程度对冲。

图 27：不同动力电池正极材料成本结构

简式	化学式	原子质量	钴含量	钴成本占售价比重	锂含量	锂成本占售价比重	钴锂合计
NCM811	LiNi _{0.8} Co _{0.1} Mn _{0.1} O ₂	97.28	6.06%	10.64%	7.13%	16.88%	27.51%
NCM622	LiNi _{0.6} Co _{0.2} Mn _{0.2} O ₂	96.93	12.16%	21.35%	7.16%	22.55%	43.90%
NCM523	LiNi _{0.5} Co _{0.2} Mn _{0.3} O ₂	96.55	12.21%	28.53%	7.19%	22.64%	51.17%
LFP	LiFePO ₄	157.75			4.40%	39.03%	39.03%

资料来源：东莞证券研究所测算 备注：数据截止到 20181126。

以量补价，2019 年锂电池产业链部分环节预计仍然可维持较好增长。2018 年前三季度，根据我们汇总的 36 家锂电池产业链主要上市公司财务数据，前三季度实现营收 1459 亿元，同比增长 30%，实现归母净利润 212 亿元，同比增长 38.5%。前三季度产业链毛利率为 30.8%，其中 Q3 为 28%，同比下降 3pct。在新能源车补贴预期下调 30%-40%背景下，我们预计产业链盈利能力在 2019 年将进一步下降。以动力电池环节为例，Q3 毛利率约 28%，我们在假设价格下跌 20%，成本下跌 15%（原材料成本下降及技术进步等）情况下，该环节毛利率将下降到 24%，此外，只需要动力电池出货量增长高于 48%，毛利即可与 2018 年大致持平，而 2019 年达到这个增速确定性较高。我们认为 2019 年电解液、高镍正极及特斯拉、宁德时代等龙头产业链相关领域预计可获得超越行业的增长。

图 28：2018Q1-Q3 锂电池产业链业绩情况

板块	2018年营收 (亿元)							2018年归母净利润 (亿元)						
	Q1	Q2	Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	Q3环比	Q1	Q2	Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	Q3环比
合计	411.6	508.9	538.1	50%	28%	21%	6%	63.1	80.3	68.4	107%	20%	23%	-15%
钴	123.4	116.8	109.1	56%	38%	14%	-7%	27.2	25.8	16.6	197%	223%	18%	-36%
锂	33.1	38.7	35.6	57%	26%	2%	-8%	10.7	12.3	6.7	86%	13%	-35%	-46%
隔膜	27.4	35.6	44.2	20%	4%	15%	24%	2.7	12.6	6.8	10%	166%	9%	-46%
电解液	31.8	36.1	34.1	13%	7%	10%	-5%	6.2	2.4	2.1	88%	-30%	-31%	-15%
正极	96.0	136.9	125.4	46%	33%	10%	-8%	4.2	10.4	9.7	3%	-1%	74%	-7%
负极	5.7	8.0	9.1	42%	46%	53%	14%	1.3	1.3	1.7	61%	11%	34%	34%
电池	76.1	114.5	157.5	75%	27%	48%	38%	8.2	12.4	21.9	139%	-52%	72%	77%
设备	18.0	22.5	23.1	96%	53%	43%	3%	2.7	3.1	2.9	69%	30%	21%	-5%

资料来源：东莞证券研究所，《锂电池行业 2018 年三季度报综述—板块业绩分化，个股强者恒强-20181108》

图 29 2018Q1-Q3 锂电池产业链毛利率情况

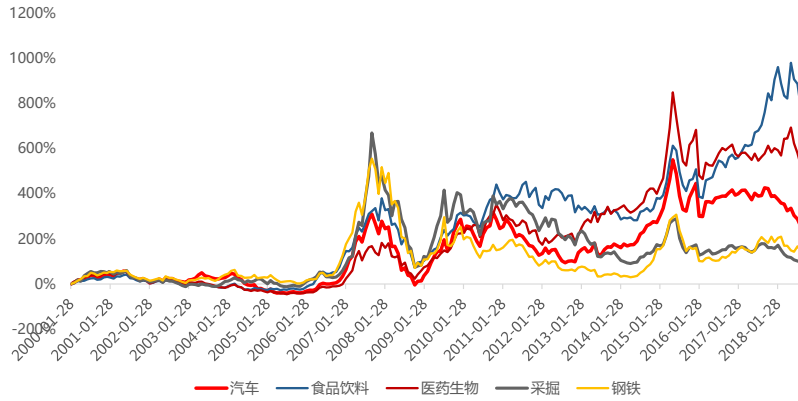
板块	毛利率								
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3	Q3同比(pct)	Q3环比(pct)	
合计	33%	32%	31%	33%	31%	28%	-3%	-3%	
钴	36%	34%	35%	42%	42%	32%	-4%	-11%	
锂	51%	50%	53%	57%	52%	44%	-9%	-8%	
隔膜	39%	38%	38%	38%	35%	37%	-1%	2%	
电解液	25%	22%	24%	24%	20%	24%	0%	4%	
正极	25%	24%	20%	20%	21%	18%	-2%	-3%	
负极	37%	37%	39%	37%	35%	30%	-9%	-5%	
电池	33%	34%	31%	29%	28%	28%	-3%	0%	
设备	31%	34%	28%	31%	30%	31%	3%	1%	

资料来源：东莞证券研究所，《锂电池行业 2018 年三季度报综述—板块业绩分化，个股强者恒强-20181108》

3. 复盘：10 年维度看汽车行业成长与周期

汽车行业具备成长与周期双重属性。与医药等成长性行业相比，汽车行业成长性相对较弱，周期属性更加明显，但与煤炭、钢铁、有色等相比，汽车行业又具备较好的成长属性。买得起叠加有需求，才能够转化成有效需求，伴随中国汽车保有量逐渐提升，人均 GDP 提升，两者对汽车消费相互影响，此消彼长，最终使得中国汽车销量在未来几年进入成熟期，低增长是常态，但在这几万亿市场空间里面也不乏结构性机会。

图 30：汽车行业兼具成长属性与周期属性



资料来源：Wind，东莞证券研究所

成长属性叠加周期属性，汽车指数在全部 A 股里面表现中规中矩。参考申万行业分类，汽车行业过去 15 年加权平均排名在 15 名左右，且汽车指数走势在 12 年之后呈现一定收敛情况，即大起大落情况相对更少。我们认为今年的汽车股可以类比 2011 年，表现较差，这与汽车股业绩在 A 股排名相关。

图 31：汽车指数在过去 15 年在全部 A 股行业表现

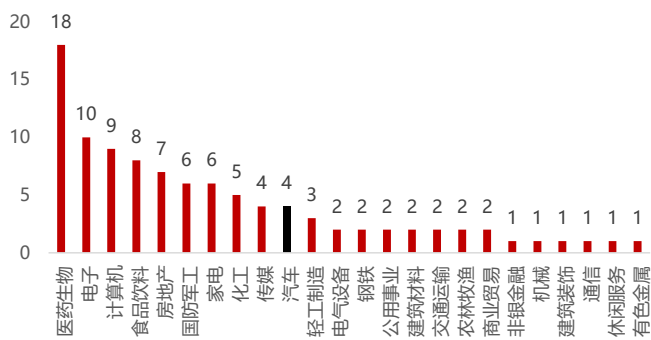
2018年汽车股类似于2011年																
排名	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
1	钢铁	传媒	银行	非银金融	采掘	电气设备	汽车 (+241%)	电子	银行	房地产	传媒	非银金融	计算机	食品饮料	食品饮料	休闲服务
2	采掘	交通运输	国防军工	银行	有色金属	医药生物	有色金属	医药生物	食品饮料	非银金融	计算机	建筑装饰	轻工制造	建筑材料	家用电器	银行
3	公用事业	采掘	休闲服务	食品饮料	国防军工	农林牧渔	采掘	机械设备	房地产	建筑装饰	电子	钢铁	纺织服装	建筑装饰	沪深300 (+22%)	食品饮料
4	汽车 (+20%)	电气设备	食品饮料	房地产	电气设备	建筑装饰	家用电器	计算机	传媒	家用电器	家用电器	房地产	休闲服务	家用电器	钢铁	计算机
5	通信	通信	电气设备	机械设备	家用电器	通信	电子	有色金属	公用事业	银行	医药生物	交通运输	传媒	银行	非银金融	医药生物
6	交通运输	计算机	商业贸易	有色金属	综合	计算机	休闲服务	农林牧渔	休闲服务	有色金属	通信	银行	通信	采掘	有色金属	钢铁
7	银行	电子	房地产	国防军工	建筑材料	公用事业	国防军工	食品饮料	家用电器	医药生物	国防军工	公用事业	电子	有色金属	电子	沪深300 (-15%)
8	有色金属	钢铁	沪深300 (-8%)	商业贸易	商业贸易	家用电器	建筑材料	电气设备	沪深300 (-25%)	沪深300 (+8%)	电气设备	国防军工	综合	化工	银行	非银金融
9	沪深300 (+8%)	商业贸易	有色金属	沪深300 (+121%)	医药生物	传媒	综合	国防军工	纺织服装	公用事业	轻工制造	沪深300 (+52%)	农林牧渔	钢铁	交通运输	化工
10	传媒	休闲服务	建筑装饰	钢铁	纺织服装	商业贸易	机械设备	综合	综合	休闲服务	休闲服务	综合	电气设备	农林牧渔	建筑材料	采掘
11	非银金融	化工	通信	汽车 (+111%)	化工	食品饮料	轻工制造	建筑材料	采掘	汽车 (+5%)	农林牧渔	建筑材料	医药生物	汽车 (-10%)	医药生物	建筑材料
12	电气设备	食品饮料	化工	建筑材料	汽车 (+184%)	建筑材料	纺织服装	休闲服务	钢铁	建筑材料	商业贸易	机械设备	化工	沪深300 (-11%)	房地产	国防军工
13	化工	轻工制造	采掘	建筑装饰	非银金融	机械设备	房地产	纺织服装	通信	化工	汽车 (+13%)	通信	汽车 (+47%)	电子	采掘	房地产
14	计算机	沪深300 (-16%)	交通运输	休闲服务	公用事业	纺织服装	化工	建筑装饰	轻工制造	电子	综合	计算机	机械设备	综合	汽车 (-1%)	交通运输
15	建筑材料	房地产	家用电器	电气设备	钢铁	银行	食品饮料	商业贸易	医药生物	食品饮料	公用事业	汽车 (+38%)	商业贸易	医药生物	通信	家用电器
16	电子	医药生物	医药生物	化工	轻工制造	房地产	商业贸易	轻工制造	化工	轻工制造	机械设备	有色金属	房地产	商业贸易	化工	商业贸易
17	家用电器	建筑装饰	传媒	农林牧渔	交通运输	化工	计算机	家用电器	农林牧渔	综合	纺织服装	休闲服务	家用电器	纺织服装	休闲服务	建筑装饰
18	食品饮料	纺织服装	汽车 (-14%)	轻工制造	机械设备	电子	非银金融	传媒	非银金融	交通运输	化工	纺织服装	交通运输	轻工制造	建筑装饰	公用事业
19	机械设备	家用电器	机械设备	综合	建筑装饰	轻工制造	银行	采掘	建筑装饰	采掘	交通运输	商业贸易	国防军工	非银金融	公用事业	农林牧渔
20	综合	有色金属	农林牧渔	通信	房地产	综合	医药生物	通信	建筑材料	计算机	非银金融	电气设备	建筑材料	通信	电气设备	汽车 (-27%)
21	建筑装饰	银行	公用事业	家用电器	农林牧渔	沪深300 (-66%)	沪深300 (+97%)	汽车 (-10%)	交通运输	钢铁	食品饮料	轻工制造	食品饮料	机械设备	机械设备	通信
22	国防军工	公用事业	非银金融	传媒	沪深300 (+162%)	采掘	钢铁	交通运输	国防军工	农林牧渔	沪深300 (-8%)	化工	公用事业	电气设备	计算机	纺织服装
23	纺织服装	农林牧渔	计算机	交通运输	计算机	非银金融	农林牧渔	公用事业	商业贸易	传媒	建筑材料	采掘	有色金属	公用事业	农林牧渔	轻工制造
24	医药生物	综合	钢铁	医药生物	电子	交通运输	交通运输	沪深300 (-13%)	汽车 (-34%)	机械设备	银行	家用电器	建筑装饰	房地产	轻工制造	机械设备
25	房地产	建筑材料	轻工制造	计算机	食品饮料	休闲服务	电气设备	化工	计算机	国防军工	房地产	电子	沪深300 (+6%)	国防军工	商业贸易	电气设备
26	轻工制造	机械设备	建筑材料	纺织服装	通信	汽车 (-70%)	通信	银行	机械设备	纺织服装	建筑装饰	传媒	钢铁	休闲服务	国防军工	电子
27	商业贸易	非银金融	综合	采掘	休闲服务	钢铁	传媒	房地产	电子	商业贸易	钢铁	农林牧渔	采掘	交通运输	综合	有色金属
28	休闲服务	国防军工	纺织服装	公用事业	传媒	国防军工	公用事业	非银金融	有色金属	有色金属	电气设备	食品饮料	银行	计算机	传媒	有色金属
29	农林牧渔	汽车 (-43%)	电子	电子	银行	有色金属	建筑装饰	钢铁	电气设备	通信	采掘	医药生物	非银金融	传媒	纺织服装	综合

资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：数据截止到 20180925。

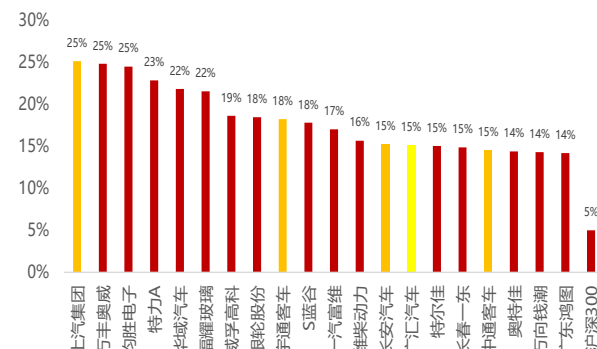
但汽车行业也不乏牛股。我们统计了全部 A 股（剔除区间上市新股）过去 10 年涨幅排

前 100 个股（复合收益率约 20%）行业分布，汽车股占 4%，与其股票数量与市值基本匹配，排名相对靠前。过去 10 年（截止到 2018 年 9 月），上汽集团（复合年化+25%）、华域汽车（+22%）、福耀玻璃（+22%）、威孚高科（+19%），显著跑赢沪深 300 的 5%收益率。

图 32：过去 10 年（200809-201809）A 股涨幅前十行业分布 图 33 过去 10 年（200809-201809）汽车涨幅前 20 个股



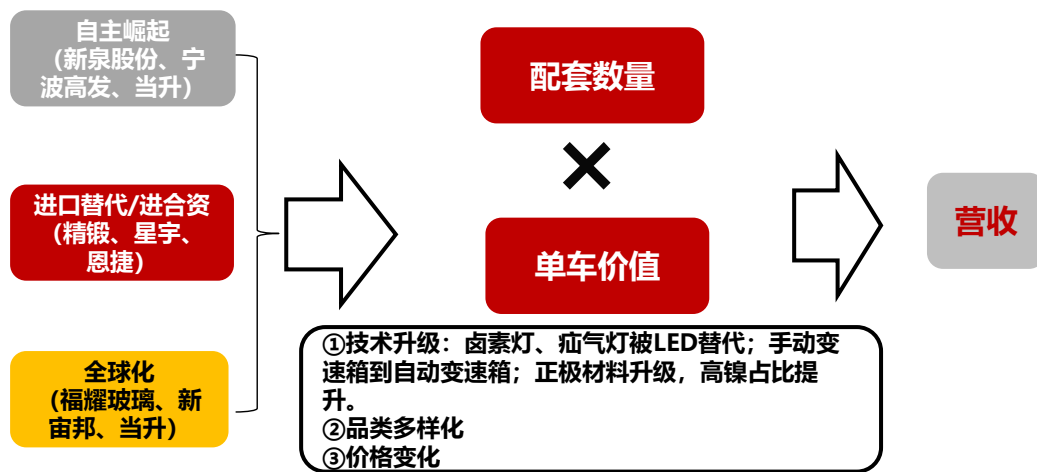
资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

未来把握蓝筹的确定性与细分领域成长性机会。汽车行业属于资本密集、技术密集型行业，进入门槛相对较高，而中国汽车市场未来稳健增长机会仍在，上汽集团、福耀玻璃等通过提升市占率预计仍然可以取得超越行业的增长，股息率高。细分领域，中国在汽车零部件包括锂电池领域具备比较优势，未来有望通过自主配套抢占合资，最终踏上实现全球化配套的成长道路。

图 34：汽车零部件可能的成长路径



资料来源：Wind，东莞证券研究所

具体而言，我们认为汽车零部件公司可以有以下几条成长路径：

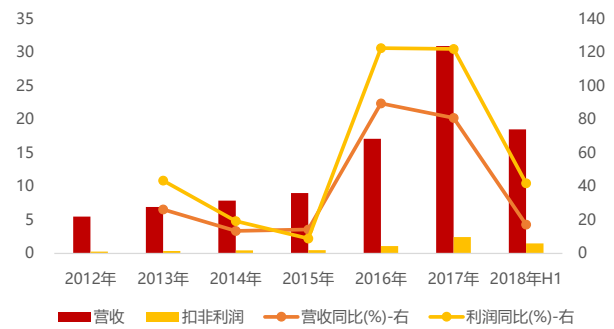
路径一、跟随自主崛起，比如新泉股份、当升科技。新泉股份 2017 年第一大客户是吉利汽车，第二大客户是上汽，两者占 51% 的营收，是伴随自主崛起的典范。

图 35：新泉股份前五大客户（2017 年）

图 36 新泉股份营收、利润及增速（单位：亿元）

客户	营收 (百万元)	营收占比(%)
吉利	958.95	31%
上汽自主	626.25	20%
北汽福田	254.51	8%
一汽	251.59	8%
广汽菲亚克	204.75	7%

资料来源：公司年报，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

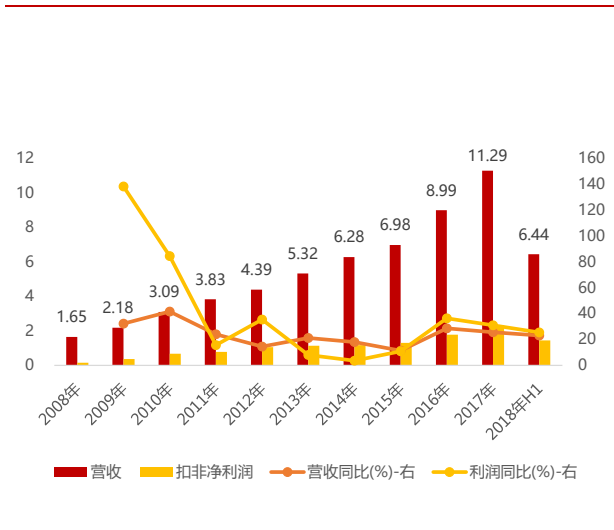
路径二、进入合资，深度替代，比如精锻科技、星宇股份。精锻科技进入到大众合资供应商体系之后，通过不断深度替代，实现业绩的高速增长，2017 年营收达到 2008 年的 7 倍。

图 37：精锻科技由自主到合资逐渐成长

2008年精锻科技前五大客户		
客户	营收 (万元)	终端客户
哈尔滨东安汽车动力	2,360	哈飞汽车、东安发动机
柳州五菱	1,892	上汽通用五菱
约翰迪尔(西班牙)	1,655	迪尔美国、迪尔巴西、迪尔德国
天津一汽夏利	1,588	一汽夏利
南方工业	1,507	长安汽车、上汽通用五菱
合计占比	55%	
2011年上半年精锻科技前五大客户		
吉凯恩扭矩技(上海)	2,237	上海通用、墨西哥通用、韩国通用、烟台东岳通用
吉凯恩鲍林格林	1,839	北美通用
柳州五菱	1,564	上汽通用五菱
上汽汽车变速器(山东)	1,180	上海通用、烟台东岳通用
大众汽车自动变速器(大连)	1,066	上海大众、一汽大众
合计占比	45%	

资料来源：精锻科技招股说明书，东莞证券研究所

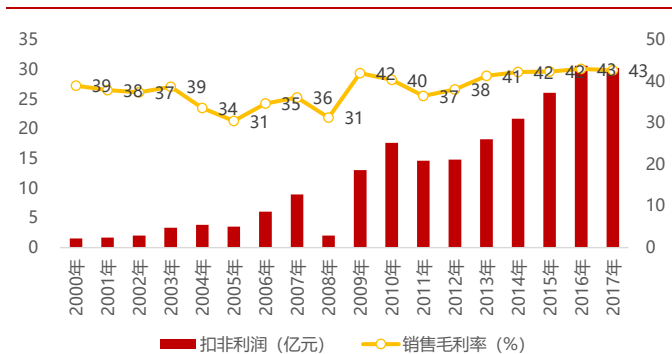
图 38 精锻科技营收、利润及增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

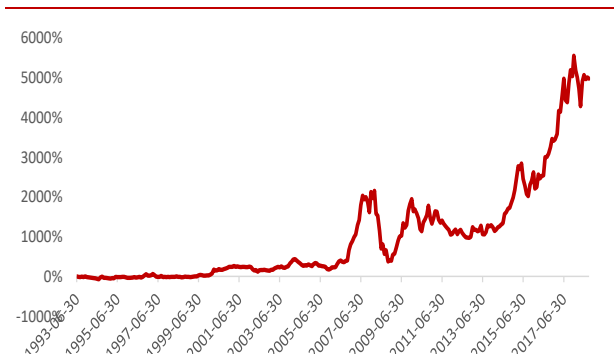
路径三、全球化扩张，比如福耀玻璃、宁德时代、新宙邦。福耀玻璃是汽车蓝筹股代表之一，扎根汽车玻璃业务，做深做透，国内稳居龙头地位，在此基础上，全球化扩张。伴随公司业绩持续增长，公司股价在过去 25 年复合收益率达到 17%。

图 39：福耀玻璃利润及毛利率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 40 福耀玻璃股价 25 年复合收益率 17%



资料来源：Wind，东莞证券研究所

新能源车研究框架，关注政策、量、价“铁三角”要素。政策尤其是补贴政策利空出尽是启动新一轮反弹的前提；高频销量数据验证景气度是否继续延续；价格是决定哪个环节能够取得超额收益的核心要素。

图 41：新能源需要关注政策、量、价三要素

“铁三角”要素	锂电池指数 (884039.WI) 相对沪深300指数涨跌幅							
		2015年	2016年	2016新能源车销量同比	2017年	2017新能源车销量同比	2018年	2018新能源车销量同比
<p>政策 (核心是补贴政策) (备注: 逐渐弱化)</p> <p>↓ ↓</p> <p>产能 (转固周期)</p> <p>↓ ↓ ↓</p> <p>量 (车产销) ↓ 量 (三电) ↓ 量 (材料)</p> <p>↓</p> <p>价格</p> <p>直接影响 PE, 间接影响 EPS 直接影响 PE 与 EPS 价 直接影响 EPS, 间接影响 PE</p>	1月	12.41%	-11%	283%	-4%	-74%	-14%	430%
	2月	8.56%	1%	133%	4%	29%	4%	95%
	3月	2.37%	15%	64%	5%	35%	8%	117%
	Q1	28.21%	-2%	131%	4%	-8%	0%	154%
	4月	1.20%	8%	220%	-5%	6%	-5%	138%
	5月	33.04%	7%	150%	-8%	29%	-3%	127%
	6月	-9.71%	15%	86%	3%	44%	-2%	42%
	Q2	21.77%	33%	135%	-11%	28%	-9%	94%
	7月	0.86%	-7%	118%	8%	51%	-1%	50%
	8月	5.35%	-1%	111%	1%	79%	-6%	49%
	9月	11.02%	-3%	52%	9%	77%	-4%	55%
	Q3	14.00%	-11%	86%	19%	70%	-11%	52%
10月	15.45%	1%	26%	-9%	107%	-4%	51%	
11月	21.15%	-7%	25%	-8%	83%	9%		
12月	3.36%	-1%	24%	-3%	56%			
Q4	49.29%	-6%	25%	-19%	75%			
行情表现	普涨 (2015)	三元/电解液/锂 (2016)	钴/设备/锂 (2017)	高镍、铝塑膜、部分业绩预期拐点的 (2018)				

备注：(1) 市场预期2016年销量45-50万辆，将2016年新能源汽车销量增速大于50%标注为红色，低于50%标注为绿色；
 (2) 市场预期2017年销量70万辆，同比增速40%，将2017年新能源汽车销量增速大于40%标注为红色，否则，上同；
 (3) 市场预期2018年销量100-110万辆，同比增长约35%，将2018年新能源汽车销量增速大于35%标注为红色，否则，上同

资料来源：Wind，中汽协，东莞证券研究所

4. 策略：守正待时，“新”“龙”为首

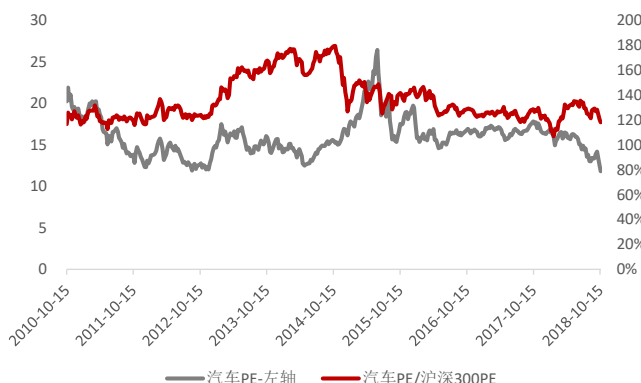
回顾 2018 年，申万汽车下跌 33%，排名 23/28，跌幅巨大，目前申万汽车 PE (TTM) 约 14 倍，估值调整已经到位，但我们认为仍需提防业绩不达预期带来的风险。展望 2019 年，在没有政策刺激前提下，预计汽车整体消费相较于 2018 年虽有修复，但依旧疲软，我们对汽车指数整体较为谨慎，预计上半年压力大于下半年。但在这个几万亿市场中，不乏结构性机会，我们对相关细分领域比如新能源车相关环节（电解液、高镍三元等）、车灯、变速箱、整车龙头等依据保持乐观，恰逢市场调整，进入布局良机。综上，对于 2019 年，看好新能源车，对于传统车建议守正待时，把握调整后带来的布局良机；标的选择上，建议选择新能源车产业链价格压力相对较小、技术迭代环节及整车、车灯、变速箱等龙头企业，即“新”“龙”为首。

4.1 守正待时：整体估值调整已到位，静待业绩底

2018 年回顾，汽车股跌幅较深。申万汽车在 2018 年跌幅达 33%，跑输沪深 300 约 12pct。年初至今，上汽集团下跌 19%，精锻科技下跌 17%，比亚迪下跌 12%，潍柴动力下跌 6%，星宇股份下跌 4%，这些优质个股均跑赢沪深 300。

价值凸显。

图 45：汽车股估值相对沪深 300 比较优势渐显



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 46：汽车行业 PB 处于历史底部



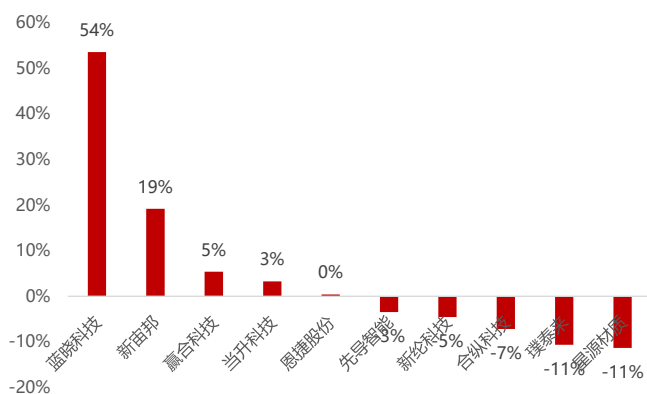
资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.2 “新”“龙”为首：顺势而为，优选景气度向上领域

“新”“龙”为首即优选新能源产业链环节及细分领域龙头。整体汽车消费不景气背景下，我们认为汽车股不乏结构性机会，部分环节依旧可以走出独立行情。对于 2019 年，看好以下三条主线：

主线一：坚定看好新能源车产业链细分领域。今年以来，我们重点推荐个股新宙邦表现亮眼。对于 2019 年，依旧看好电解液、高镍三元及宁德时代、特斯拉产业链等标的，重申重视全球化，看好新宙邦、当升科技等。

图 47：锂电池产业链年初至今涨幅前十（20181128）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 48：锂电池指数今年跌幅较大



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 49：锂电池产业链主要环节代表公司业绩变化及原因

领域	证券代码	证券简称	前三季度累计扣非业绩	同比	Q3扣非业绩	同比	变动原因
电池	300750.SZ	宁德时代	19.85	88%	12.88	125%	(1) 电池需求增加；(2) 产能释放；(3) 费用优化。
电解液	300037.SZ	新宙邦	1.89	-1.50%	0.87	17.39%	电解液价格下降，其他业务经营向好
正极	300073.SZ	当升科技	1.96	133.45%	0.90	159.88%	需求旺，新产能逐渐释放
锂	002466.SZ	天齐锂业	16.43	5.26%	3.58	-43.54%	量同比提升，价格下降
设备	300457.SZ	赢合科技	1.85	41.05%	0.27	11.41%	订单较好
隔膜	300568.SZ	星源材质	0.86	2.35%	0.02	-92.08%	新产能释放；隔膜价格下降
设备	300450.SZ	先导智能	5.41	107.19%	2.15	118.86%	订单较好
钴	300618.SZ	寒锐钴业	6.99	125%	1.71	-2%	三元发展对钴需求较大，价格下降
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	1.57	72.30%	1.23	276.71%	合并恩捷导致

资料来源：Wind，东莞证券研究所

主线二：顺应产业趋势，看好车灯及变速箱等升级机会。我们对汽车产业升级趋势较为明显的细分领域包括车灯、变速箱保持乐观，关注星宇股份、精锻科技等。

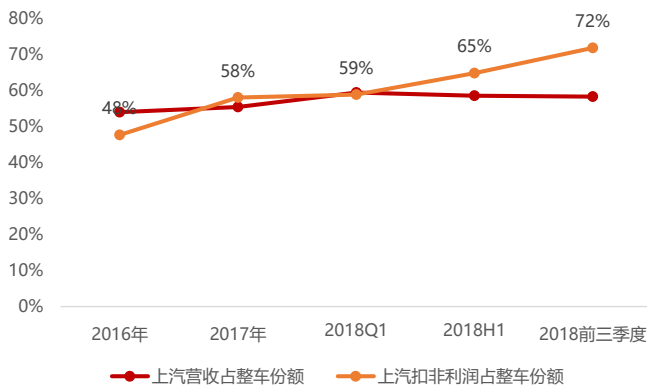
图 50：A 股主要汽车标的 2018 年业绩情况

分类	代码	名称	2018年扣非净利润 (亿元)							2018年营收(亿元)						
			Q1	Q2	Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	Q3环比	Q1	Q2	Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	Q3环比
乘用车	601633.SH	长城汽车	21.2	14.5	0.5	16%	446%	-85%	-97%	265.7	221.1	179.7	13%	22%	-20%	-19%
	600104.SH	上汽集团	88.3	84.3	80.6	8%	12%	-1%	-4%	2,388.3	2,260.2	2,098.9	22%	13%	-1%	-7%
	000625.SZ	长安汽车	9.0	-2.0	-7.1	-61%	-116%	-166%	254%	200.1	156.3	142.1	13%	-2%	-21%	-9%
	002594.SZ	比亚迪	-3.3	-3.4	5.1	-174%	-152%	-40%	-247%	247.4	294.1	348.3	18%	23%	21%	18%
	601238.SH	广汽集团	38.0	28.3	25.8	0%	22%	-6%	-9%	194.5	177.5	163.1	14%	-1%	-4%	-8%
货车	600006.SH	东风汽车	1.2	1.4	1.0	75%	134%	547%	-27%	24.6	33.3	34.5	-36%	-23%	-29%	4%
	000951.SZ	中国重汽	1.9	2.7	2.4	13%	-10%	12%	-11%	92.4	133.0	86.8	29%	19%	-13%	-35%
客车	600066.SH	宇通客车	2.7	2.5	5.0	-4%	-45%	-50%	104%	46.6	73.6	73.6	20%	35%	-24%	0%
零部件	600699.SH	均胜电子	0.1	4.4	2.5	-92%	107%	125%	-44%	69.8	156.5	167.9	7%	138%	166%	7%
	600660.SH	福耀玻璃	5.9	12.3	9.9	-13%	86%	34%	-20%	47.5	53.4	50.4	13%	18%	8%	-6%
	603788.SH	宁波高发	0.7	0.7	0.4	40%	21%	-23%	-39%	3.8	3.5	2.8	29%	22%	4%	-21%
	600742.SH	一汽富维	1.1	1.4	1.3	-22%	0%	16%	-10%	30.0	35.1	33.9	0%	13%	11%	-4%
	000887.SZ	中鼎股份	3.6	3.0	3.3	15%	4%	9%	8%	30.4	30.6	26.5	25%	4%	8%	-13%
	002048.SZ	宁波华翔	1.0	1.7	2.0	-46%	-16%	-8%	18%	32.2	37.2	37.7	-12%	7%	4%	1%
	601311.SH	骆驼股份	1.1	1.5	0.5	89%	81%	-57%	-64%	19.7	22.6	23.2	32%	33%	13%	2%
	002126.SZ	银轮股份	1.0	0.9	0.8	31%	4%	8%	-14%	12.0	14.2	11.9	30%	32%	10%	-16%
	601689.SH	拓普集团	1.9	2.0	1.7	10%	21%	14%	-17%	15.0	15.8	13.8	28%	35%	15%	-12%
	000030.SZ	富奥股份	1.9	2.5	1.7	-14%	13%	-8%	-30%	17.4	20.8	18.7	1%	22%	12%	-10%
	000338.SZ	潍柴动力	19.9	21.9	15.1	71%	59%	-22%	-31%	392.1	430.5	359.2	12%	15%	-8%	-17%
	000559.SZ	万向钱潮	2.4	1.6	1.1	6%	-23%	-31%	-29%	29.0	29.8	26.9	-1%	15%	7%	-10%
	000581.SZ	威孚高科	6.9	6.9	4.5	20%	8%	-6%	-34%	23.9	25.7	19.0	-3%	13%	4%	-26%
	600741.SH	华域汽车	16.0	17.4	15.1	7%	10%	2%	-13%	402.5	413.8	371.7	18%	20%	5%	-10%
	300258.SZ	精锻科技	0.6	0.8	0.7	16%	34%	18%	-17%	3.2	3.2	3.1	22%	24%	12%	-4%
	601799.SH	星宇股份	1.2	1.5	1.2	34%	31%	55%	-20%	11.8	12.8	12.7	22%	23%	27%	0%
	002101.SZ	广东鸿图	0.5	1.0	1.1	-9%	25%	27%	3%	13.2	13.6	15.5	68%	1%	12%	14%
603179.SH	新泉股份	0.7	0.7	0.8	34%	50%	25%	1%	9.7	8.8	7.8	19%	16%	18%	-11%	

资料来源：Wind，东莞证券研究所

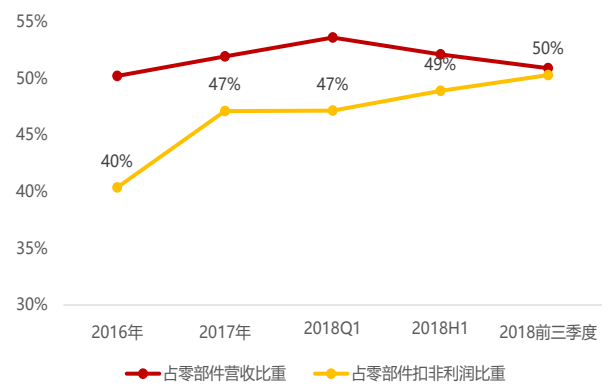
主线三：汽车蓝筹相对收益明显，抗风险能力强，股息率高。整体汽车消费疲软背景下，龙头依靠其强大的资金实力、品牌、渠道、技术等扩张逻辑依旧成立，关注上汽集团等蓝筹股。

图 51：上汽集团抢占大部分行业利润



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 52：潍柴+华域+福耀抢占行业利润 50%



资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.3 重点公司推荐

新宙邦（300037）：修炼内功，脚踏实地，进入业绩兑现期

沿革：在变革中成长，持续整合与创新。2002 年成立，2002 年~2004 年，充分享受电容器化学品行业高增长红利；2005~2011 年，锂离子电解液发力，电容器化学品市场份额持续提升，造就电容器化学品与锂离子电解液双轮驱动；2012~2015 年，公司所在行业逐渐成熟，电容器化学品与电解液业务此消彼长，增速放缓，公司业绩承压，2015 年并购医药中间体厂商海斯福；2016 年，新能源汽车发展给公司带来了新一轮机遇，电解液价格上涨，在毛利率稳定前提下，公司充分享受价格弹性；2017 年，电解液价格伴随六氟磷酸锂价格回落，随着下游降本压力在补贴退坡背景下大增，行业成长性再一次面临挑战；2018 年公司股价坚挺，全球化扩张预期逐渐兑现；2019 年，新能源汽车提质背景下，电解液持续升级，预计六氟磷酸锂价格下跌空间有限，电解液价格有望企稳，业绩反转可期。

当下：时代的红利与修炼内功，造就电解液龙头。汽车电动化大势所趋，新能源汽车渗透率从 1%迈向 10%，持续高增长，给公司带来了巨大的行业红利。公司在研发实力、客户方面处于行业领先地位。正是由于公司孜孜不倦，脚踏实地，稳健的经营风格，难能可贵的一致行动人高度一致经营理念，为公司带来了全球优质客户及领先的行业地位。虽然短期公司电解液业绩面临一些压力，但长远来看，我们不可否认公司的行业地位与公司所在行业未来极大的发展潜力，电动化只是刚刚开始，重视全球化，远未到终点。

未来：技术推动产品创新、迭代，新产能、新项目注入新动力。电解液被市场认为是没有核心门槛的领域，在补贴退坡、降本诉求提升背景下，电解液厂商快速升级，满足高能量密度、高安全性需求成为考验电解液厂商的重要因素，定制属性强，新宙邦依托在消费类拥有的国际客户，在全球电动化浪潮下打开动力类海外市场。公司核心团队稳定且基本持股，为公司持续的技术输出提供保障。此外，公司在新产能、早期项目方面有更多的储备，为公司注入新动力。

投资建议：维持“推荐”评级。新宙邦是我们 2018 年初至今一直重点推荐的标的，公司股价在 2018 年兑现了市场预期，估值实现提升，我们预计公司有望在 2019 年兑现业绩。预计公司 2018、2019 年实现 EPS 为 0.83 元、1.12 元，对应 PE 分别为 30 倍、22 倍，维持推荐评级。

风险提示：新能源汽车产销不及预期，电解液价格超预期下滑。

当升科技（300073）：厚积薄发，顺势而为，高镍正当时

复盘：厚积薄发，深度受益汽车电动化浪潮。（1）公司在 2010 年上市之后，股价大幅跑输创业板指数，究其原因，可以总结为：①2015 年之前，新能源汽车市场发展处于起步阶段，多元材料贡献有限。②2010 年前后，公司产品主要用于传统手机，伴随智能手机兴起，传统手机领域业务萎缩。③2010 至 2014 年，钴酸锂比重较大。而期间 MB 金属钴价呈下行趋势，公司以公式定价的产品售价大幅下降，毛利率承压。（2）2015 年-至今，获得资本市场高度认可。统计最近 3 年 A 股个股累计涨幅排名，当升科技位居全部 A 股前 0.83%，这得益于新能源汽车市场的兴起，多元材料快速增长。

当下：深耕锂电池正极材料，囊括国际化客户。公司管理层兢兢业业，高管入职公司年均 10 年左右，在该领域有较好的沉淀。领导层重视研发，年均研发费用率约 5%，专利技术丰富，在研项目多，前瞻性技术储备走在行业前列。公司产品性能优异，目前已经拿下 LG、三星、比亚迪、宁德时代、比克等知名客户。得益于近 3 年新能源车高速发展，公司现金流充沛，截止 2018 年上半年，公司账面现金 20 亿元，占总资产的 42%。

未来：政策倒逼，高镍化大势所趋，进入成长 2.0。补贴越来越倾向于高能量密度、高续航里程型，而高镍三元作为提升能量密度的重要技术路线，由于当前高镍产品渗透率低，未来 2 年行业需求将维持高速增长。此外，高镍化本身可以减少钴的使用量，成本压力更小，且带有技术溢价属性，毛利率相较于一般性的 NCM523 更高，对于正极材料厂商而言，何乐而不为。公司目前产能 1.6 万吨处于满产状态，供不应求，伴随 2019 年约 8000 吨及 2020 年 1 万吨高镍三元投产，将推动公司业绩持续放量。

投资建议：维持“推荐”评级。预计公司 2018 年、2019 年、2020 年实现 EPS 分别为 0.62 元、0.92 元、1.18 元，对应 PE 分别为 45 倍、30 倍、24 倍。从估值上来讲，对比锂电材料上市公司，相对估值优势不明显。纵向比较，公司 PE（TTM）处于历史相对底部。鉴于公司技术领先，业绩增长快，估值应有一定溢价，维持“推荐”评级。

风险提示：高镍需求不佳；商誉减值；原材料价格波动；产能释放节奏低预期。

道氏技术（300409）：冉冉升起的锂电核心材料新星

极强的资源整合能力及前瞻性布局眼光。①内生方面，公司拥有较强的募资能力，实现内生增长；2014 年上市，IPO 募资 2.54 亿元（净额），用于陶瓷材料业务扩产；2016 年定增募资 5.03 亿元（净额），用于陶瓷墨水三期（7000 吨陶瓷墨水，于 2017 年 4 月投产）、增资佳纳能源等；2017 年发行可转债，募资 4.69 亿元（净额），加码 1 万吨锂云母综合开发项目，预计达产后实现净利润约 3 亿元。②外延方面，道氏技术围绕锂电池上游核心材料，积极布局优质资产；2016 年收购青岛昊鑫（55%），布局石墨烯导电剂、碳纳米管导电剂。2017 年增资佳纳能源（合计 51%），介入钴相关业务；同年，佳纳能源旗下全资子公司香港佳纳 100%收购 MJM（刚果金），此次收购将进一步保障佳纳能源在钴资源的获得性。本次收购佳纳能源剩余 49%股权及青岛昊鑫剩余 45%股权，收购完成后，将显著增厚公司业绩。

优秀的管理团队及健全的激励机制。公司管理团队稳定，高管团队成员均持股（包括股票期权），且持股稳定。公司 2017 年授予三次股权激励，合计授予 980 万股股票期权，

占总股本的 4.56%。2017 年 1 期/2 期/3 期股权激励行权价格分别为 35/37/53 元/股（考虑 2018 年 7 月 12 日 10 转 8 后分别为 19/21/29 元/股）。此外，公司此次发行股份收购佳纳能源剩余 49% 股权，定价 24.18 元/股，目前股价具备较高安全边际。

陶瓷材料稳步增长，锂电池核心材料（钴+锂+新型导电剂）平台渐成。陶瓷材料系列产品营收稳步增长，陶瓷墨水装机量快速提升；收购 MJM，完善上游钴资源布局，产业链深度布局；石墨烯、碳纳米管导电剂快速渗透，潜在空间 2017 年达 10 亿元，2020 年或近 30 亿元；锂云母综合开发利用产业化项目稳步推进，从 0→1，为公司发展提供后劲。

投资建议：维持“推荐”评级。目前，公司已形成了陶瓷材料+锂电核心材料两大业务的布局，我们认为，公司陶瓷材料有望实现稳增长，锂电核心材料有望发起进攻。预计公司 2018~2020 年实现 EPS 为 0.83、1.08、1.25 元（暂不考虑本次发行股份收购佳纳能源 49% 股权、青岛昊鑫 45% 股权及可转债转股情形），对应 PE 为 18 倍、14 倍、12 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：商誉减值；新能源汽车推广不及预期；钴价下跌风险等。

精锻科技（300258）：顺应变速箱升级趋势，深度打入合资供应链

国内领先的精锻齿轮供应商，大众产业链核心标的。公司成立于 1992 年，主营汽车精锻齿轮及其它精密锻件的研发、生产与销售，是全球一流水平的精锻齿轮供应商。是国内同行企业中唯一一家同时与大众汽车、通用汽车、福特汽车、丰田汽车、宝马、奔驰、北京现代、长城汽车等公司众多车型配套精锻齿轮的企业。根据规划，2018-2020 年，大众将密集投放 37 款全新/换代车型，开启新一轮强势产品周期，公司目前已经配套大众全球 6 个工厂（国内三个，欧洲三个），有望受益于大众超级周期。

行业低增长背景下，得益于客户优质，公司维持稳健增长。1-9 月汽车行业销量同比增长 1.49%，其中 9 月、10 月销量同比下降超过 10%，行业进入低增长，竞争加剧。在行业低增速背景下，拥有持续投入能力的车企才能抵抗行业弱周期。公司客户结构良好，囊括大众、通用、丰田、福特、吉利、奔驰等国际化车企。公司前三季度实现营收 9.53 亿元，同比增长 19%，实现归母净利润 2.29 亿元，同比增长 26%，实现扣非归母净利润 2.1 亿元，同比增长 23%。

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。公司在大众的配套份额上有望逐渐提升，分享大众新一轮新车投放带来的红利。此外，公司在新能源领域积极布局，为长期发展做好充分储备。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.79 元、0.99 元，对应 PE 分别为 15 倍、12 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：客户开拓不及预期；竞争加剧；汇率波动；贸易战。

星宇股份（601799）：车灯升级趋势明显，业绩维持高速增长

业绩维持高速增长，Q3 扣非同比+55%。公司前三季度实现营收 37.24 亿元，同比增长 24%，实现归母净利润 4.39 亿元，同比增长 36%，实现扣非业绩 3.9 亿元，同比增长 39%。单季度来看，公司 Q3 实现营收 12.74 亿元，同比增长 27%，环比基本持平；Q3 实现扣非归母净利润 1.22 亿元，同比增长 55%，环比下降 20%。公司 Q3 毛利率为 20.82%，较 Q2 下降 1.32pct，同比下降 1.19pct。公司 Q3 经营活动现金流净额为+3.41 亿元，回款质量高。

车灯升级趋势明显，公司卡位优质赛道。随着对汽车安全、配置等日益提升，LED 车灯取代卤素灯、疝气灯成为趋势。公司专注于车灯的研发生产销售，在车灯领域有深厚的项目开发能力，经验丰富，客户优质。LED 车灯单车价值较传统的卤素灯、疝气灯显著提升，公司占据优质赛道，成长路径清晰。

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。公司客户优质，卡位优质赛道。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 2.23 元、2.89 元，对应 PE 分别为 22 倍、17 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：客户开拓不及预期；汽车产销不景气导致下游需求不及预期；竞争加剧。

上汽集团（600104）：跨越周期，逆势扩张

Q3 扣非业绩同比-1.5%，环比-4.5%。公司 2018 年前三季度实现营收 6747 亿元，同比+11%，实现归母净利润 276.7 亿元，同比+12%，扣非归母净利润为 253.2 亿元，同比+6%。弱周期背景下份额持续扩张，新能源车持续热销，使得公司业绩高于行业增长。

弱周期背景下份额持续扩张。公司前三季度实现整车销售 514.66 万辆，同比+6.74%，销量增速为市场平均增速的 4.5 倍。上汽乘用车 1-9 月销售 50.9 万辆，同比+41%。合资企业中，前三季度上汽大众乘用车销量 151.66，同比+2.99%，上汽通用销售 143.43 万辆，同比+5.3%，上汽通用五菱销售 150.27 万辆，同比+0.96%。公司 1-9 月市场份额为 25.12%，同比提升 1.3pct，行业不景气背景下逆势扩张。此外，公司在智能互联、汽车金融、分时租赁、汽车电商、核心零部件如 IGBT 等领域积极布局，打造汽车生态圈。

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。复盘 2011、2012 年汽车股表现，我们认为以业绩为王为核心主线，寻找低估值个股是 2018 年、2019 年择股逻辑。鉴于此，选择以上汽等股息率高、增长确定性高、抗风险能力强的蓝筹股打底仓是较好的选择，历史数据表明弱周期背景下选择蓝筹相对收益明显。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 3.16、3.39 元，对应 PE 分别为 7.9、7.3 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：汽车产销不及预期；竞争加剧，盈利能力下降风险。

5. 风险提示

(1) **汽车产销不及预期。**我们判断 2019 年汽车行业依旧为小年，增速预计为-1%，若实际产销增速低于预期，将影响我们的判断。

(2) **贸易战升级。**如果贸易战升级，本文判断贸易战将对零部件公司会有一定负面影响。

(3) **原材料价格上涨。**原材料价格若超预期上涨，将对上市公司盈利能力造成压制。

(4) **新能源车推广不及预期。**我们看好 2019 年新能源车的增长，预计在 45%左右增长。若增速低于预期，将对业绩产生影响。

(5) **新能源中游环节价格及技术升级不及预期。**我们判断电解液价格下降空间相对有限，高镍三元是 2019 年趋势，若电解液价格大幅下跌或高镍三元推广不及预期，将影

响我们的预测。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn