

11月销量走势略微改善 继续看好行业龙头

核心观点:

● 一周行业热点

事件: 根据乘联会数据显示, 11月第三周零售达到日均5.23万台水平, 同比下降24%, 销量较第二周微增, 但1-3周的总体增速仍相对较弱。11月的批发销量走势相对偏低, 第三周的厂家批发达到日均5.5万台水平, 同比下降22%。

点评: 由于历史高基数因素和中西部居民购房潮的消费挤压, 今年4季度车市运行压力加大, 持续承压。市场消费热情在今年4季度仍然偏低, 而去年同期的消费热情在11月就已逐步体现。相较于17年11月持续走强的零售数据以及10月底厂商冲量带来的较高批发数据, 我们认为11月市场表现相对较弱在预期范围内。

投资建议: 行业小年, 龙头公司凭借其较强的成本控制能力以及持续的研发投入能力使其保持强劲的产品力, 2018年行业向头部企业靠拢趋势已形成, 我们推荐行业龙头公司上汽集团(600104.SH)、比亚迪(002594.SZ)、以及广汽集团(601238.SH), 看好其新车强周期以及未来新能源领域表现。同时推荐有个股逻辑的优质零部件标的, 福耀玻璃(600660.SH), 旭升股份(603305.SH)等。

● 上周核心组合表现

股票代码	股票名称	权重	周涨幅 (%)	年初至今涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率 (%) (入选至今)
600104.SH	上汽集团	25%	-1.07	-18.17	-18.17	15.26
600660.SH	福耀玻璃	25%	0.00	-21.17	-21.17	-11.35
000338.SZ	潍柴动力	25%	1.21	-5.09	-5.09	-6.27
601799.SH	星宇股份	25%	3.79	0.16	0.16	8.71

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

● 风险提示:

- (1) 汽车销量不达预期;
- (2) 进口车关税降低打压国产车利润空间;

汽车

谨慎推荐 维持评级

分析师

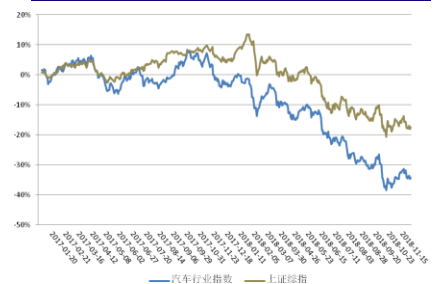
李泽晗

☎: (8621) 68597610

✉: lizehan@chinastock.com.cn

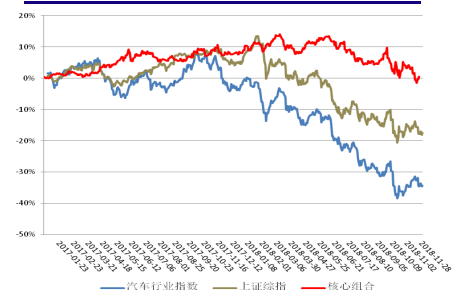
执业证书编号: S0130518110001

汽车行业近一年表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

核心组合近一年表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

目录

一、最新研究观点	2
(一) 一周热点动态跟踪	2
(二) 核心观点	4
(三) 核心组合	10
(四) 国内外行业公司估值对比	11
(五) 风险提示	13
二、附录	14
(一) 汽车板块行情回顾	14
(二) 国外行业相关上市公司行情	16

一、最新研究观点

(一) 一周热点动态跟踪

事件:

根据乘联会数据显示, 11月第三周零售达到日均 5.23 万台水平, 同比下降 24%, 销量较第二周微增, 但 1-3 周的总体增速仍相对较弱。11 月的批发销量走势相对偏低, 第三周的厂家批发达到日均 5.5 万台水平, 同比下降 22%。

点评:

由于历史高基数因素和中西部居民购房潮的消费挤压, 今年 4 季度车市运行压力加大, 持续承压。市场消费热情在今年 4 季度仍然偏低, 而去年同期的消费热情在 11 月就已逐步体现。相较于 17 年 11 月持续走强的零售数据以及 10 月底厂商冲量带来的较高批发数据, 我们认为 11 月市场表现相对较弱在预期范围内。

投资建议:

行业小年, 龙头公司凭借其较强的成本控制能力以及持续的研发投入能力使其保持强劲的产品力, 2018 年行业向头部企业靠拢趋势已形成, 我们推荐行业龙头公司上汽集团 (600104.SH)、比亚迪 (002594.SZ)、以及广汽集团 (601238.SH), 看好其新车强周期以及未来新能源领域表现。同时推荐有个股逻辑的优质零部件标的, 福耀玻璃 (600660.SH), 旭升股份 (603305.SH) 等。

行业热点事件	我们的理解
<p>1.通用汽车关闭多家工厂大幅裁员</p> <p>通用汽车(General Motors)准备关闭密歇根州、俄亥俄州、马里兰州和加拿大的工厂，淘汰几款轿车并削减 15% 的受薪劳动力。该公司还将停止在北美生产雪佛兰科鲁兹、雪佛兰 Volt 和雪佛兰 IMPALA 汽车，因为美国人纷纷涌向大型车辆，包括跨界车、SUV 和皮卡。</p>	<p>我们认为此次裁员关厂的主要原因是为了节约成本，这项全面削减成本的计划旨在提高利润，从而加大在电气化和自动驾驶领域的投资。</p> <p>而美国总统特朗普对于通用的关厂和裁员计划表示愤怒，称将考虑对进口汽车加征关税。</p>
<p>2. 沃尔沃与吉利联手，二代电动车对标特斯拉</p> <p>由吉利控股和沃尔沃共同投资成立的电动车品牌 Polestar(北极星)宣布，2019 年将实现量产交付，公司 CEO 称第二代产品能对标特斯拉 Model 3。Polestar 1 在纯电动模式下可以行驶 150 公里。作为旗舰车型，售价预计在 15.5 万欧元左右，仅生产 500 辆。而将紧随其后推出的 Polestar 2，是一款完全由电力驱动的车辆，预计定价从 4 万欧元起。</p>	<p>限量的 Polestar 1 作为其第一代产品，市场的表现并不能作为抗衡特斯拉的依据。未来走量的纯电动轿车 Polestar 2 和纯电动 SUV Polestar 3 应该才是决定成败的关键，分别对标特斯拉 Model 3 和 Model X。面对已经完成资本、技术和口碑积累特斯拉，Polestar 作为全新品牌又有传统豪华品牌沃尔沃的加持，或有一战之力。</p>
<p>3. 大众拟在北美新建一家电动汽车工厂与特斯拉竞争</p> <p>大众汽车(Volkswagen)正在决定北美电动车新工厂的选址，该工厂面向美国市场。新工厂生产大众品牌即将发布的一款新车。产品将于 2020 年发布，售价在 3 万-4 万美元。为实现 2020 年上市的时间表，新款电动车初期将在美国以外地区采购，之后将在新选定的工厂生产。</p>	<p>我们认为大众计划凭借其传统车企的庞大规模，大举进军新能源汽车市场，以削弱特斯拉早期在电动车领域优势。</p> <p>这款新电动车将与特斯拉 Model 3 展开竞争，是大众汽车的电动车大规模投资计划的一部分，同时也是在为大众的转型计划铺路。</p>
<p>4. 比亚迪搁置加拿大的电动卡车生产厂计划，原因不明</p> <p>中国比亚迪股份原计划今年开设其首家加拿大电动卡车生产厂，按计划，该工厂将位于安大略省、员工人数约为 40 人。但目前，比亚迪已搁置其在加拿大建厂的计划。比亚迪方面并未给出搁置该计划的具体原因，但指出该公司在赢得加拿大巴士订单方面的进展大于卡车订单。</p>	<p>比亚迪加拿大副总裁 Ted Dowling 上周四称，“只是现在不会启动，我们也不是在等什么，当这个商业案例变得有意义时，我们会去做。”同时他还指出比亚迪的决定与安大略省在 7 月 3 日取消对环保汽车的激励及碳排放“总量管制和交易”(cap and trade)制度无关</p>

(二) 核心观点

汽车行业 2018 年三季度报情况总结

2018 年 Q3，SW 汽车单季营业总收入同比下降 1.89%，环比下降 6.58%；Q3 销售毛利率达 15.34%；净利润同比下降 13.36%，环比下降 22.92%。

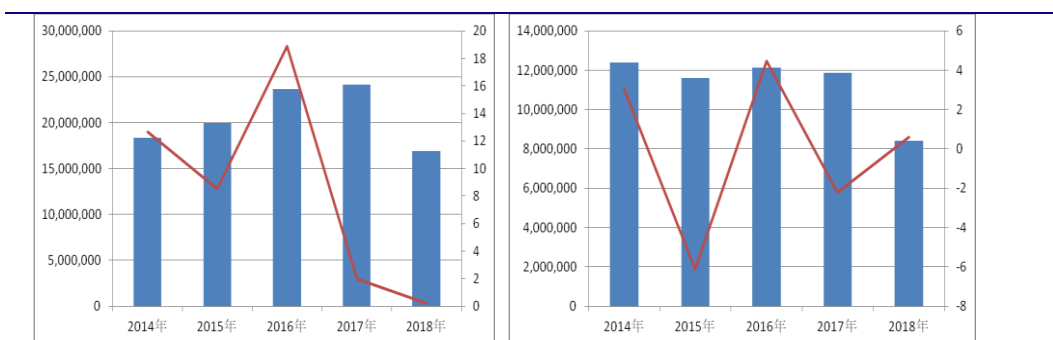
其中整车零部件细分板块业绩分化明显。整车板块的 Q3 营收同比下降 4.74%，零部件板块 Q3 营收同比上升 7.56%；整车板块毛利率为 14.68%，零部件板块毛利率为 19.39%；整车板块净利润同比下降 23.53%，零部件板块净利润同比上升 2.10%。就 Q3 总体情况而言，整车板块和零部件板块出现明显的业绩分化，零部件板块整体表现好于整车板块，主要系汽车销量下行影响，增速不及预期。

2018 年 Q1-Q3，我国狭义乘用车产量累计为 1696.87 万辆，同比增长 0.2%；销量为 1617.89 万辆，同比减少 0.6%；其中轿车销量累计为 810.03 万辆，同比上升 0.6%；MPV 销量累计为 123.17 万辆，同比下降 12.5%；SUV 销量累计为 684.68 万辆，同比上升 0.4%。

从今年 Q1-Q3 的市场看，车市增长动力分化，主力车企表现优秀。轿车板块出现恢复性增长，头部车企依然全面领先；MPV 市场已连续两年下滑，市场需求向头部靠拢；SUV 首次出现个位数增长，但市场集中度仍然提高。今年火爆的楼市，透支了居民的消费力，价格敏感型的西部车市明显受到抑制，厂商压力巨大，低价频现，自主品牌所受压力偏大。

图 1：乘用车 14-18 年销量及增速情况

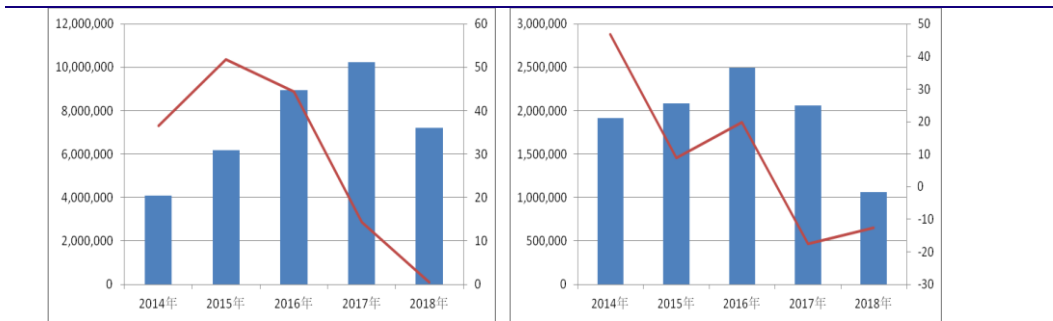
图 2：轿车 14-18 年销量及增速情况



资料来源：中国汽车工业协会，中国银河证券研究院

图 3: SUV14-18 年销量及增速情况

图 4: MPV14-18 年销量及增速情况

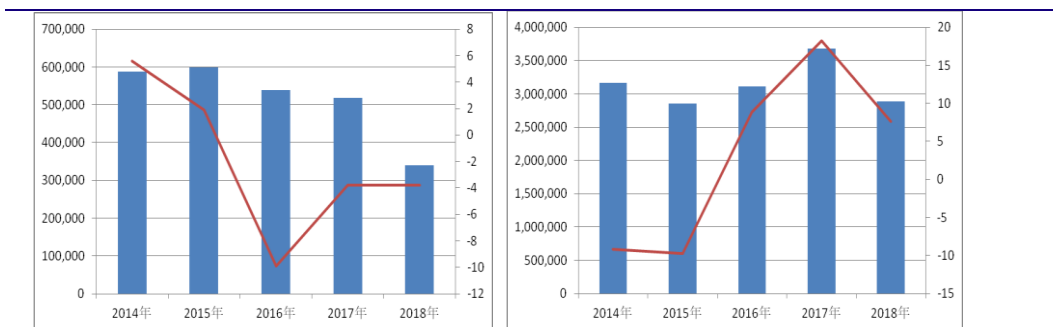


资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究院

2018Q3, 乘用车行业营收下滑 2.46%; 净利润同比下滑 15.59%; 毛利率为 14.64%, 同比下滑 0.17 个百分点; 期间费用率 12.78%, 同比增加 0.73 个百分点。商用卡车营收下滑 21.52%; 净利润同比下滑 253.08%; 毛利率为 12.91%, 同比下滑 1.09%; 期间费用率 15.41%, 同比增加 2.98 个百分点。商用客车营收下滑 26.70%; 净利润同比下滑 66.82%; 毛利率为 20.50%, 同比下滑 3.01%; 期间费用率 15.75%, 同比增加 3.19 个百分点。Q3 汽车行业表现整体较弱, 盈利承压, 主要系经济下行与去年同期基数过大影响。

图 5: 客车 14-18 年销量及增速情况

图 6: 卡车 14-18 年销量及增速情况



资料来源: 中国汽车工业协会, 中国客车网, 中国银河证券研究院

三季度以来行业销量持续负增长, 反映了市场对未来经济悲观预期, 汽车上市公司业绩增速或将放缓, 分化进一步加剧, 行业龙头依靠其产品、规模、成本等方面的优势, 业绩表现稳健。乘用车方面上汽集团和广汽集团对行业增速贡献巨大, 需求也拉动了上游的华域汽车、均胜电子等企业的业绩, 零部件行业也积极并购技术细分行业处于领先地位的海外公司, 力争向全球市场扩展。客车方面, 受补贴退坡以及加大新能源研发投入的影响, 盈利出现同比下滑, 以宇通客车为首的主要客车上市公司收入同比均出现了不同程度下滑。

1. 轿车方面:

上汽集团(600104.SH)前三季度实现营业总收入 6747.41 亿元, 同比增长 10.97%; 归属母公司净利润 276.72 亿元, 同比增长 12.31%; 扣非后归属母公司净利润为 253.20 亿元, 同比增长 6.13%。(一)业绩符合预期 2018Q3, 公司实现营收 2098.9 亿元, 同比下降 0.83%。归母净利润 86.9 亿元, 同比增长 0.12%。去除控股公司华域汽车收购小系车灯带来的一次性溢价, 扣非归母净利润为 80.58 亿元, 同比下降 1.5%。Q3 在乘用车行业销量整体下滑的背景下, 公司盈利仍实现增长, 好于行业平均水平。(二)毛利率环比向上公司前三季度毛利率为 13.4%, 同比增长 0.2%, 其中 Q3 毛利率为 13.9%, 同比, 环比各增长 0.1%, 0.7%, 毛利率环比向上。前三季度, 公司研发费用总计达 94.10 亿元, 同比增加 23.08 亿元, 主要原因为: (1) 公司之子公司华域汽车本期因华域视觉纳入合并报表范围, 研发支出增加; (2) 公司进一步增加自主品牌产品和新能源, 智能网联等技术的研发投入。由于子公司上汽财务汽车贷款资金流出较多, Q3 经营现金流净流量为 37.12 亿元, 同比下降 29.44%。但与 Q2 经营性现金净流量-174.79 亿元相比, 已逐步收窄。(三)自主品牌表现良好积极布局新能源公司自主品牌规模效应下扭亏为盈, Q3 自主品牌销量同比增加 17.5%, 亏损 6.5 亿, 同比减亏 4.4 亿元。前三季度自主品牌销量 50.9 万辆, 同比增长 40.9%, 增速领跑行业。随着 9 月 MarvelX 和名爵 I5 的上市, 预计 Q4 公司自主品牌销量仍将保持稳定增长。上汽大众新能源工厂开工, 积极布局新能源汽车, 有利于未来上汽大众销量维持增长。

广汽集团(601238.SH)前三季度实现营业收入为 535 亿元, 同比增长 3.64%; 归母净利润为 98.6 亿元, 同比增长 10.02%。(一)营收增长符合预期, 毛利率环比下降公司第三季度营收 163.1 亿, 同比减少 3.4%, 归母净利润 29.47 亿元, 同比增长 6.0%。公司 Q3 共销售汽车和 57.1 万台。其中, 广丰销量 16.6 万台, 同比增长 39.2%; 广本销量 18.2 万台, 同比持平; 广三菱销量 3.2 万台, 同比增长 19.6%; 广菲克销量 2.7 万台, 同比下滑 37.6%; 广乘销量 12.6 万台, 同比增长 0.8%。Q3 公司毛利率为 18.9%, 同比下降 9%, 主要是三季度广乘终端促销活动导致。(二)日系汽车迎来强周期, 弱市凸显强劲增长汽车销量整体下行, 丰田汽车逆市迎来强周期, 汉兰达、全新凯美瑞, C-HR 等车型销售持续强劲, 维持无优惠提车, 为公司带来大部分毛利的来源; 广汽本田销量的增速同样可观, 雅阁和飞度等车型能够在同样较低的优惠下完成 3.8% 的增长。日系车整体需求量领先整体狭义乘用车的需求量。(三)自主研发车型发布, 研发费用增加强化核心竞争力公司在 10 月发布新款车型 GS5, 以及随后即将推出的 GM6, 四季度将迎来自主研发车型放量期, 传祺有望与日系车型维系强周期。公司也加大了研发力度, 三季度研发费用已达 6.2 亿, 同比增长 37.65%。同时, 广汽新能源工厂将在年底投产, 并且将在 2019 年推出 2 款新车型。公司的核心竞争力会不断加强, 未来盈利空间可期。

2. 客车方面:

宇通客车(600066.SH)前三季度实现营业收入 193.7 亿元, 同比增长 2.0%; 归母净利润 11.9 亿元, 同比下滑 37.04%。(一)销量提前透支降低营收, 毛利率环比回升公司第三季度营收 70.6 亿, 同比减少 24.01%, 归母净利润 5.8 亿元, 同比下降 47%, 主要原因是公司在三季度的客车销量有明显下降, 三季度客车销量为 14761 量, 同比去年同期下降 23.9%, 由于三季度销量仍旧大于去年 1-9 月销量, 认为销量降低是上半年销量透支了三季度的需求。公司三季度毛利率较二季度上升了 2.22%, 系 Q3 的电池成本降低以及终端产品配置提升所致。(二)加大研发投入, 放眼新能源发展公司三季度研发费用达 4.68 亿元, 同比增加 82.5%, 公司大力投资新能源汽车的研发, 一方面说明目前新能源汽车政策补贴退坡严重, 另一方面体现公司未来稳固客车行业龙头的决心。现阶段而言电池成本的降低能够有效帮助毛利率回升, 预计在 19、20 年时, 公司研发的新款新能源客车将持续适应于门槛较高的政策补贴, 预计毛利率将继续上行。(三)新能源客车市占率高, 发展产能面向全球市场公司三季度销售新能源客车 3475 台, 前三季度市占率为 23%, 公司将持续受益于低成本和规模成本带来的效益。公司

在九月底签订了 21 亿元的新能源项目，用于投资建厂，产能将继续放大，年产可达 6 万辆纯电动商用车。同时公司的海外业务发展良好，在非洲各国已经成为了第一大客车品牌，公司也不断加大在俄罗斯、古巴、委内瑞拉等地的客车出口，作为龙头企业，国际市场会给公司带来更大的发展空间。。

3. 零部件方面：

华域汽车(600741.SH)前三季度实现营业收入 1187.99 亿元，同比增长 14.51%；归属母公司净利润 63.64 亿元，同比增长 32.13%；扣非后归属母公司净利润为 48.52 亿元，同比增长 6.40%。（一）华域视觉并表增厚公司利润前三季度，公司总营收同比增长 14.51%，归母净利润与上年同期相比增长 32.13%，归母净利润大幅增长原因主要系公司原持有的华域视觉 50% 股权在购买日按公允价值进行重新计量后，一次性溢价 9.18 亿元人民币（未经审计）确认为当期投资收益所致。如剔除上述股权收购交易带来的非经常性损益及其他非经常性损益后，公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比增长 6.40%。（二）毛利率季度环比向上，业绩增速放缓前三季度毛利率季度环比向上。2018 年前三个季度的毛利率分别为 13.06%，14.15%，14.32%，在行业景气度整体下行的情况下，认为毛利率环比提升主要受益于 LED 智能车灯等单品价值高，小系车灯的收购将助力业绩增速。公司前三个季度费用率为 9.6%，同比上升 0.4%，其中管理费用（不含研发）同比上升 0.3%，第三季度单季同比上升 1.6%，主要与华域视觉并表增加管理费用有关。（三）传统汽车基础稳健，积极布局“电动化、智能化”公司受益于上汽集团的强产品周期，上汽集团未来销量增速将高于行业平均增速水平，作为上汽核心供应商，华域汽车业绩将会持续增长。从中长期看，除了传统零部件（延锋内外饰，小系车灯）带来的增长外，更看好公司在智能驾驶以及以及电动车领域方面的发展。国内首款 24GHz 后向毫米波雷达实现量产，77GHz 角雷达完成样件开发，77GHz 前向毫米波雷达正在加紧研发。未来凭借强大技术支持，公司将在智能驾驶领域成为行业龙头。同时华域汽车积极研发新能源汽车三电核心技术，部分产品已经开始向上汽乘用车新能源车型配套，而目前上汽大众新能源工厂在建，预计 2020 年投产，随着新能源车型的不断开发，未来公司将在新能源业务领域收益。

均胜电子(600699.SH)前三季度实现营业收入 394.2 亿元，同比增长 103.1%；归母净利润 10.58 亿元，同比增长 19.28%。（一）主营业务增速可观，三费短期提升公司 1-9 月实现营收 394.2 亿元，其中第三季度营业收入 167.9 亿元，同比增长 165.6%；归母净利润 10.58 亿元，其中第三季度归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 12.8%，主要由于三费同比增长 106.76%，其中，本年度均胜安全获得约 75 亿美元新订单，销售费用同比增长 204.99%。（二）整合推进顺利拉升毛利率公司第三季度单季收入实现 165.6% 的增长，主要由于 18 年 4 月对高田的收购完成后，该资产对应产能释放产生绩效和整合顺利推进所致，虽然受到业务拓展的影响导致归母净利润增长不及预期，但是毛利率环比二季度已经由 14.23% 提升至 16.36%，表示其汽车安全业务整合后效果稳定，业务有望继续回升。（三）积极研发保持核心竞争力，全球业务前景光明公司一直以“更安全，更智能，更环保”作为发展的三大主题，已成为汽车安全和汽车电子领域全球顶级供应商。在公司将高田优良资产与 KSS 公司整合为均胜安全之后，其研发实力得到进一步加强，18 年第三季度研发费用达 8.6 亿，超过 18 年 1-9 月的 50%，同比增长 150.12%。同时，均胜电子和宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特等全球整车厂商与国内一线自主品牌的合作关系继续稳固，丰田、本田等日系品牌将随着收购高田后成为其主要客户之一。伴随着规模扩大获得更高数量的订单数和未来管理费用方面完全摆脱并购事宜的影响，公司未来几个季度的销售收入和净利润将会增长。

福耀玻璃(600660.SH)前三季度公司实现营业收入 151.22 亿元，同比增长 12.88%；营业利润 39.53 亿元，同比增长 50.87%；归属母公司净利润 32.62 亿元，同比增长 52.18%。（一）公司营收逆势增长公司 Q3 实现营业收

入 50.37 亿元，同比增长 7.51%；归属上市公司股东净利润 13.9 亿元，同比增长 84%。在国内车市增速回落背景下，公司净利润增长较大，主要源于公司全球化经营战略取得实质性成果，美国工厂进展顺利。2018 年 Q3 国内乘用车销量同比下滑 7.9%，美国车市同比下滑 2.0%，欧洲车市同比下滑 1.7%，欧美车市行情均好于国内同期水平。因此受国内车市销量疲软影响，三季度营收环比下降 5.62%，但受益于美国工厂爬坡顺利，公司三季度营收同比仍增长 7.51%。（二）当期汇兑收益提振净利公司 Q3 受益于人民币汇率波动带来的汇兑收益，成本费用率明显下降。公司成本费用率（营业成本，税金及附加，管理费用，销售费用，财务费用合计占营业收入比率）为 70.96%，同比下降 6.5%。前三季度共获得汇兑收益 3.04 亿元（去年同期汇兑损失人民币 3.04 亿元），对业绩提振较多。（三）海外市场将持续助力业绩增长公司 2017 年美国出货 190 万套，2018 年规划 330 万套。目前美国汽车玻璃一期已基本达产，二期爬坡稳中有有序进行，持续贡献利润增量。同时，公司俄罗斯工厂也步入良性发展轨道，德国工厂建设开始启动，公司全球化布局初见成效，海外产能逐渐释放。

星宇股份(601799.SH)前三个季度实现营收 37.24 亿元，同比增长 23.84%；归母净利润 4.39 亿元，同比增长 35.76%。公司 Q3 实现营收 12.74 亿元，同比增长 26.64%；Q3 归母净利润 1.39 亿元，同比增长 43.85%。（一）一汽新车强周期，主营业务增长国内 Q3 汽车行业整体销量同比下降 9.2%，然而公司 Q3 主营业务收入仍旧保持了 26.64% 的增速。公司主要下游客户一汽大众在三季度迎来新车批产高峰，速腾和迈腾在整体车市不力的情况下销量依旧较为稳定，同时 19 年下半年将是探歌、宝来等主力车型不断放量的时期，9 月探歌的销量为 9494 台仍低于预期，伴随着新款 SUV 探岳在 10 月底发布，未来数季度 LED 大灯业务的销量将继续领跑行业。（二）三费管控良好，报表质量较高。前三季度，公司毛利率同比-2.86%，认为是原材料短期成本上升所致。而净利润增速超过营收增速 9.2%，主要原因是三费较去年同期下低 4.4%，体现了公司优秀的成本管理能力和三季报公司报表中，销售商品提供劳务收到现金同比+45%，预收账款同比+200%，达到 900 万；资产减值增加计提 1225 万，同比+350%，报表质量较高。（三）技术渗透降低成本，产能释放推动规模增长 LED 大灯较氙气大灯优势明显，替代氙气大灯为必然趋势。三季度中 LED 灯在探歌等车型上的应用表示 LED 大灯已经顺利渗透至 15-25 万车型，渗透率将在未来不断增长，其规模上的效益将降低成本拉升毛利率。此外，下半年将会陆续落实 16 年承接的 138 个车灯新项目，公司正在订单释放的高峰之中，公司第四季度的业绩将持续亮眼。公司也着眼于宝马、奔驰等豪华品牌，加之在佛山等地的产能在 19 年 Q2 和 Q4 的释放，公司将会不断扩大自己的市场规模。

4. 新能源车方面

比亚迪(002594.SZ)前三季度实现营业总收入 889.8 亿元，同比增长 20.4%；前三季度归母净利润 15.3 亿元，同比下降 45.3%；扣非后归母净利润亏损 1.7 亿元，同比下降 108.4%。（一）Q3 业绩环比大幅增长 Q3 实现营业收入 348.3 亿元，同比增长 20.5%；Q3 实现归属母公司净利润 10.5 亿元，同比下降 1.9%；扣非后归属母公司净利润为 5.1 亿元，同比下降 40.5%。Q3 业绩较 Q2 环比大幅增长 178.0%，回升势头强劲。预计主要原因是六月底全新唐上市，带动 Q3 销量环比提升 12.7%；同时秦 Pro，改款宋，元 360 等车型持续热销带动公司业绩持续改善。根据公司业绩预告，Q4 有望实现归母净利润 12.0-16.0 亿元，环比预计将继续改善。（二）毛利率环比向上公司 Q3 毛利率为 17.2%，同比下降 1.9%，环比上升 2.3%。同比下降主要系 2018 年新能源补贴退坡所致，环比提升系 2018 年下半年新能源补贴进入正式期后单车补贴增加以及 Q3 销量环比增加摊薄单车成本所致。公司 Q3 费用率 13.5%，同比持平；其中研发费用率 4.0%，同比增长 0.6%；管理费用率 2.6%，同比下降 0.6%；销售费用率和财务费用率同比均基本持平。（三）新车周期和电池外供助推公司业绩公司王朝系列热销车型迭代。2018 年 1-9 月，公司累计汽车销量达 351,571 辆，9 月汽车销量达 47,913 辆，其中新能源汽车销量达 27,903 辆，同比增长 138%，环比增长 28%；公司积极布局动力电池，加速对外供应。除了与长安汽车签订战略合作协议，供应未来长安汽车的动力电池需求外，电池外供还在稳步推进。看好动力电池外供带来的外延增长，有望

带动公司整体估值提升。

今年以来乘用车行业需求持续下行，整车厂盈利能力减弱，优质品牌销量将保持增长，业绩保持稳健上行；商用卡车市场，重卡行业高基数压制四季度增长。客车板块在面临补贴门槛提升、补贴金额退坡背景下，预计行业整合将加速，龙头公司有望提升市占率；零部件板块受整车厂四季度促销影响或有价格压力。个股方面，仅仅对题材和热点的关注是无效的，而应该是针对符合产业趋势，具有长期竞争力龙头公司是重点挖掘的个股。无论是产业链上中下游，未来都是围绕着品牌、企业管理与资源等多方面的竞争力的研究。从行业趋势来看，客车行业的寡头竞争趋势正在快速形成，乘用车看好上汽集团、比亚迪。

(三) 核心组合

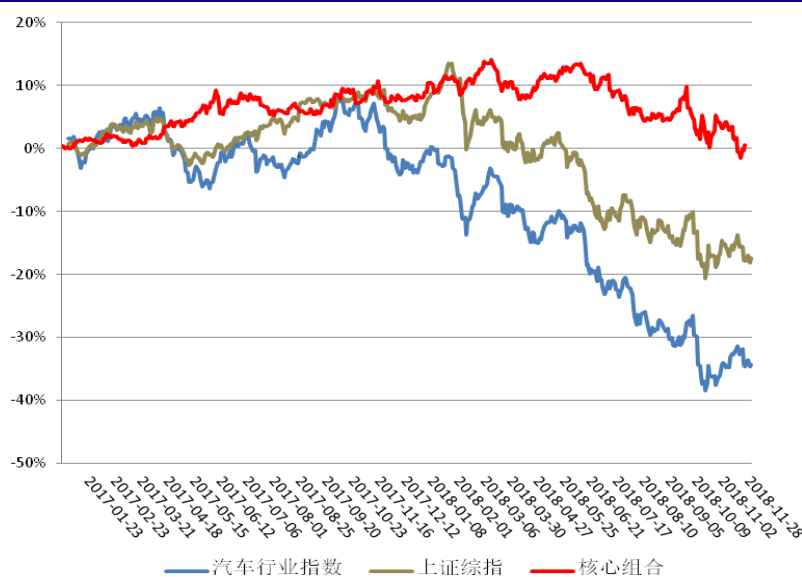
截止到11月30日周五收市, 汽车行业指数本周上升0.0014%, 报3462.71点; 上证综指上升0.34%, 报2588.19点; 沪深300指数上升0.93%, 报3172.69点。本周重点覆盖个股有涨有跌, 其中上汽集团呈下降趋势(000338.SZ), 周降幅为1.07%; 其余三股均呈上升趋势, 福耀玻璃(600660.SH)本周涨跌幅为0; 潍柴动力(000338.SZ)周涨幅为1.21%; 星宇股份(601799.SH)周涨幅最大, 为3.79%。总体来看, 本周汽车行业板块表现略弱于大市。

表 1: 汽车核心组合行情回顾

股票代码	股票名称	权重	周涨幅 (%)	年初至今涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率(%, 入选至今)
600104.SH	上汽集团	25%	-1.07	-18.17	-18.17	15.26
600660.SH	福耀玻璃	25%	0.00	-21.17	-21.17	-11.35
000338.SZ	潍柴动力	25%	1.21	-5.09	-5.09	-6.27
601799.SH	星宇股份	25%	3.79	0.16	0.16	8.71

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 1: 核心推荐组合近一年收益率变动(等权重)

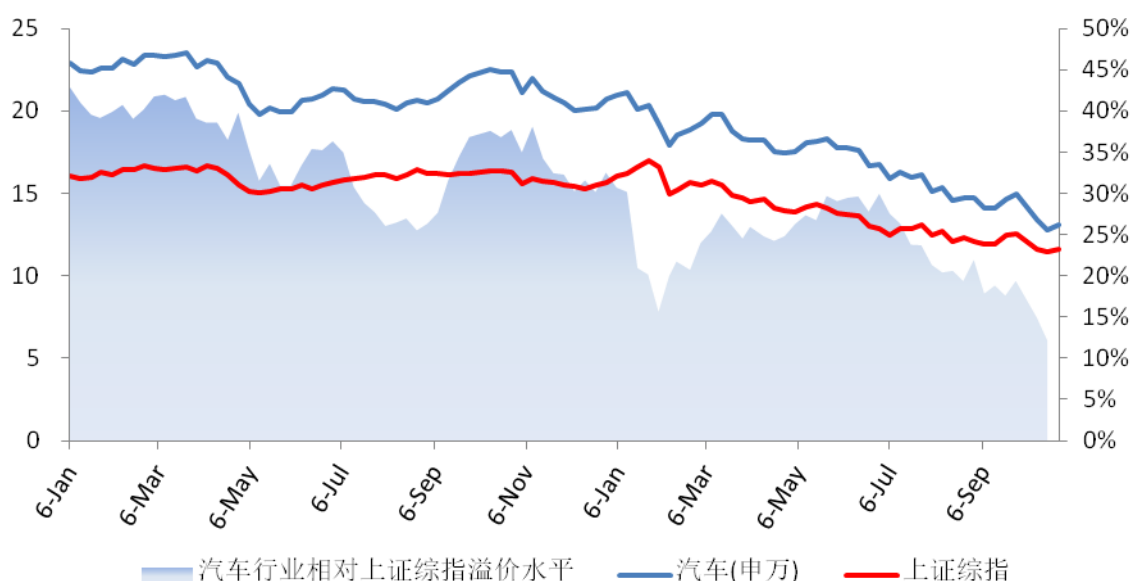


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 国内外行业公司估值对比

我们对汽车板块自 2012 年以来的绝对估值与 A 股市场估值的差异。汽车行业估值近三年来从高点的 30-35 倍 PE 左右回归至目前相对合理的 15 倍 PE，与大盘整体 PE 价差从 2012 年的 2 倍 PE 溢价增加至 2015 年高点的 10 倍 PE 溢价，此后缓慢降低至目前的 5 倍溢价水平。汽车板块估值回归的原因是汽车购置税减免政策导致了 2012 年-2016 年的汽车透支消费，销量增速持续下降，主机厂盈利增速下降所致。

图 2：核心推荐组合近一年收益率变动（等权重）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们筛选了全球主要的 30 家国际汽车龙头公司，计算了其 2017 年的收入、净利润同比增速、市值以及估值。从收入角度看，德国上市公司 17 年的营收同比增速平均值为 5.31%，中位数为 5.48%，多数处在 3%~10% 之间；美国上市公司 17 年营收同比增速平均值为 9.45%；中位数为 6.73%，多数处在 0%~20% 之间。从利润角度看，德国上市公司 2017 年净利润同比增速平均值为 19.75%，中位数为 15.98%，多数处在 -10%~50% 之间；美国上市公司净利润同比增速平均值为 -25.73%，中位数为 -9.74%，多数处在 -100%~40% 之间。而德国上市的汽车行业公司市盈率（2017 年 12 月 31 日为准）的平均数为 12.37 倍 PE，多数处于 5~20 倍区间。美国上市的汽车行业公司市盈率（2017 年 12 月 31 日为准）的平均数为 14.97 倍 PE。多数处于 10~30 倍区间。

对比目前国内汽车行业 168 家上市公司整体 PE 为 16.5 倍，主要位于 5~50 倍区间。2017 年主营收入同比平均增长率为 16.37%，中值为 18.54%；净利率平均增长率为 7.29%，中值为 9.01%。

表 2: 德国上市汽车相关行业估值对比

代码	名称	营业收入同比 (%, 2017 年)	净利润同比 (%, 2017 年)	总市值 (M, 交易 币种: EUR)	市盈率 PE (TTM)
BMW. F	BMW	4.79	25.60	52,120	7.33
DEX. F	DELTA COM AG	8.36	41.03	106.69	22.38
NSU. F	AUDI AG	1.54	-52.78	12,700	6.40
CON. F	CONTINENTAL	8.53	6.50	40,160	13.46
ZIL2. F	ELRINGKLINGER AG	3.33	-14.22	705.83	8.99
HLE. F	HELLA GMBH & CO. KGAA	3.67	27.27	5,400	15.81
SFQ. F	SAF-HOLLAND SA	9.30	-2.53	609.2	14.20
SHA. F	SCHAEFFLER	0.41	45.35	1,900	2.21
DAI. F	DAIMLER CHRYSLER	7.22	23.45	125,450	5.97
VOW. F	VOLKSWAGEN AG	6.17	126.05	84,720	6.44
NOEJ. F	NORMA GROUP SE	0.20	2.81	1,830	24.19
RHM. F	RHEINMETALL AG	10.21	8.51	4,200	21.00

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

表 3: 美国上市汽车相关行业估值对比

代码	名称	营业收入同比 (%, 2017 年)	净利润同比 (%, 2017 年)	总市值 (M, 交易 币种: USD)	市盈率 PE (TTM)
SMP. N	STANDARD MOTOR PRODUCTS INC	5.45	-37.16	1,133	29.83
ADNT. N	ADIENT	-3.44	-215.66	4,672	29.02
VVV. N	VALVOLINE	8.04	-60.14	4,221	19.36
DORM. O	DORMAN PRODUCTS INC	5.07	5	2,387	22.09
CTB. N	COPPER TIRES&RUBBER	-2.4	-72.89	1,403	19.18
WBC. N	威伯科	17.59	24.78	6,226	14.61
LKQ. O	LKQ	13.43	12.24	10,075	18.3
GT. O	GOODYEAR	1.44	7.47	5,708	22.38
F. N	FORD MOTOR	3.28	9.05	44,074	5.69
CAAS. O	中汽系统	8.01	-24.54	130	-6.27
LEA. N	李尔	10.29	15.66	12,428	9.34
HOG. N	HARLEY DIVIDSON	-5.82	-6.23	7,055	13.83
DLPH. N	DELPHI TECHNOLOGIES	1.79	-13.24	3,808	16.13
DAN. N	达纳	23.74	-81.37	2,965	20.59
GM. N	GENERAL MOTORS	-2.41	-140.99	55,186	-10.11
RACE. N	FERRARI	10.04	34.26	33,224	48.27
BWA. N	BORGWARNER	8.03	271.22	9,368	19.69
TSLA. O	TESLA	67.98	-190.61	52,449	-22.41

资料来源: Wind, bloomberg, 中国银河证券研究院

(五) 风险提示

- (1) 汽车销量不达预期；
- (2) 进口车关税降低打压国产车利润空间；

二、附录

(一) 汽车板块行情回顾

截止到11月30日周五收市,汽车行业指数本周上升0.0014%,报3462.71点;上证综指上升0.34%报2588.19点;沪深300指数上升0.93%,报3172.69点。2018年以来,汽车行业指数下跌33.43%,同期上证综指下跌21.74%,沪深300指数下跌21.29%,总体来看,今年汽车行业板块弱于大市。

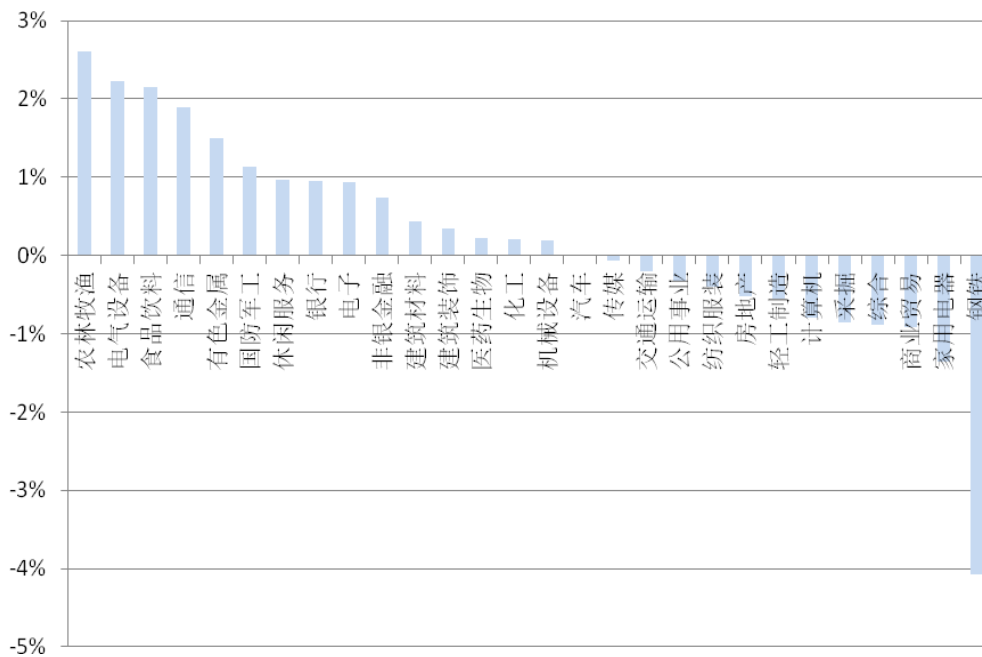
表4: 汽车与A股综合指数行情回顾

证券代码	证券简称	最新股价	5日涨跌幅(%)	20日涨跌幅(%)	年初至今涨跌幅(%)
801880.SI	汽车(申万)	3,462.71	0.00	-0.03	-33.43
000001.SH	上证综指	2,588.19	0.34	-3.30	-21.74
000300.SH	沪深300	3,172.69	0.93	-3.57	-21.29
399006.SZ	创业板指	1,329.39	1.58	-1.40	-24.15
399001.SZ	深证成指	7,681.75	0.59	-2.36	-30.42

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

在A股28个一级行业中,本周汽车板块不升不降,涨跌幅排名第16名。

图3: A股一级行业周涨跌幅(%)

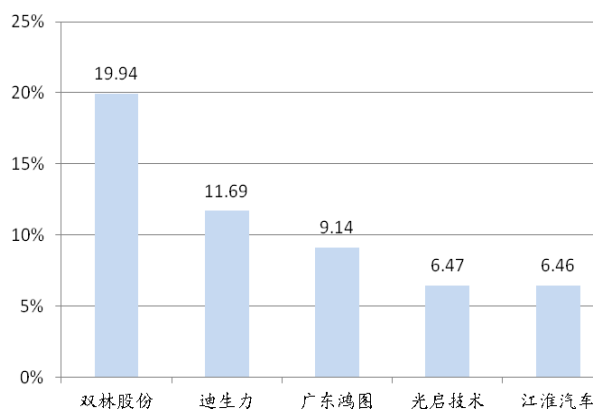


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

本周汽车行业涨幅前五名个股为：双林股份(300100.SZ)、迪生力(603335.SH)、广东鸿图(002101.SZ)、光启技术(002625.SZ)、江淮汽车(600418.SH)；

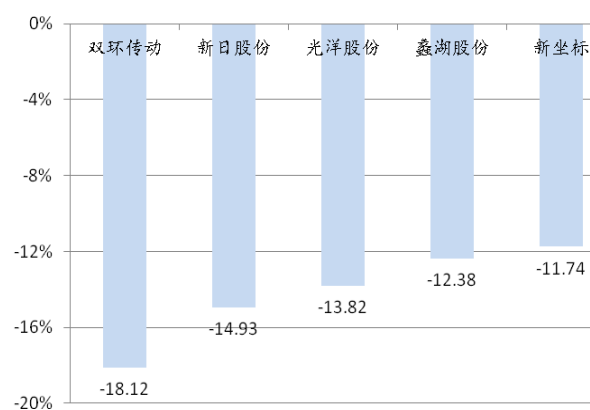
跌幅前五名个股为：双环传动(002472.SZ)、新日股份(603787.SH)、光洋股份(002708.SZ)、鑫湖股份(300694.SZ)、新坐标(603040.SH)。

图 4：汽车行业本周涨幅前五名



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

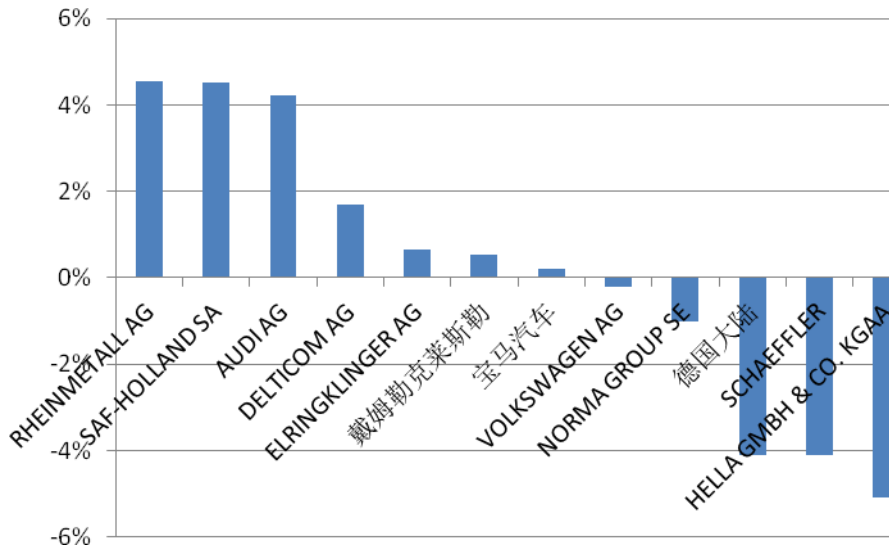
图 5：汽车行业本周跌幅前五名



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

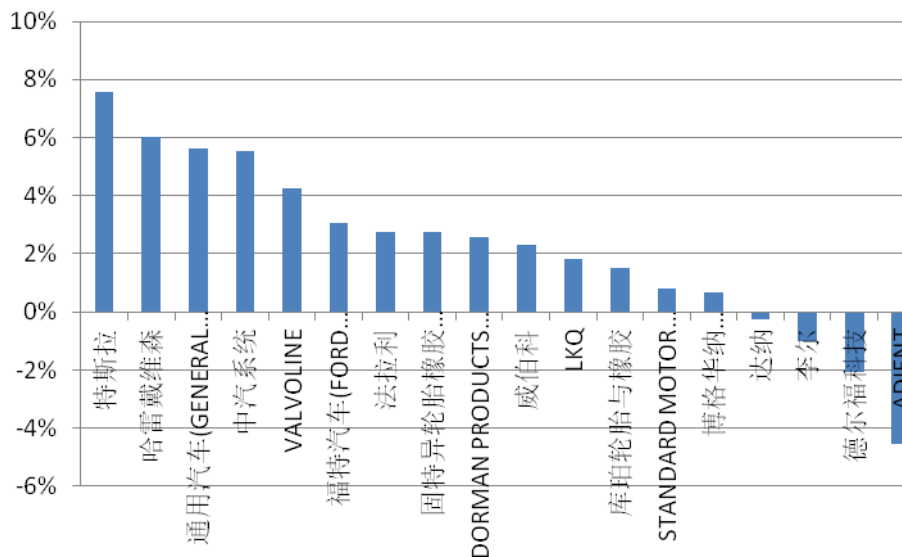
(二) 国外行业相关上市公司行情

图 6: 本周德国汽车相关行业个股涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 本周美国汽车相关行业个股涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李泽晗，汽车行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn