

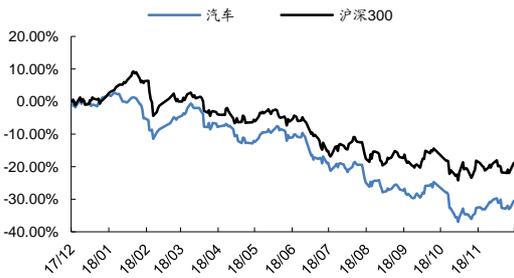
研究所

证券分析师: 周绍倩 S0350516070001
021-60338122 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人: 王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

增速换挡产业发展从量到质,看零部件细分龙头成长

——汽车行业 2019 年度策略

最近一年行业走势



行业相对表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|------|------|-------|
| 汽车 | 3.2 | -4.3 | -31.3 |
| 沪深 300 | -0.7 | -1.6 | -18.3 |

相关报告

《汽车行业周报:车市下滑持续,行业压力不减》——2018-11-25

《汽车行业周报:车市寒意不减,广州车展拉开序幕》——2018-11-18

《汽车行业周报:10月车市持续低迷,累计销量增速由正转负》——2018-11-11

《汽车行业 2018 年三季报总结分析:行业增速由正转负,长期仍看好零部件自主替代》——2018-11-05

《汽车行业周报:车市周销量增速进一步下滑,“银十”压力较大》——2018-11-04

投资要点:

■ **乘用车:车市增速换挡叠加股比放开背景,市场化竞争使得自主品牌多级分化** 2018年1-10月汽车累计销量2287.09万辆,同比下降0.1%。自2000年以来,中国汽车市场经历了长达十年的高速增长期,而在2011年小排量汽车购置税优惠退出后行业增速中枢逐步下移,复合增速从2000-2010间的24.1%下降至2010-2017间的6.9%,行业进入增速换挡期。完全放开的市场化竞争将倒逼自主强势车企崛起,未来股比开放将使得外资方进一步在华投放技术、车型,这对于整个行业的发展是一种催化,弱者淘汰的同时自主强势车企有望提升集中度。现阶段,自主车企对于中国国情更为了解,利用本土品牌的优势上主打性价比和热门车型(SUV),但我们认为下一个阶段车型品类的全布局是一大趋势,长期看品牌向上是迎接外资挑战的有力武器,看好自主龙头车企市场集中度的提升。

■ **零部件:技术升级路线背景下,细分领域龙头崛起** 2018年前三季度申万汽车零部件板块上市公司实现营业收入合计5421.72亿元,同比+13.4%;归属于上市公司股东净利润合计360.99亿元,同比+11.5%。汽车零部件板块无论是收入还是利润都领先行业,主要还是因为国内与海外市场的替代效应不断加强。若看国际零部件巨头,其营收体量在200亿美元以上,产品囊括汽车电子、动力系统、变速器类高价值产品,并在某些特定领域具备技术、产品的不可替代性。我国汽车产业核心技术的自主化相对还比较低,走量的产品大多集中于一些劳动力密集型行业,进入壁垒相对较低。对那些未来能够成长起来的公司而言,产品升级、客户优化是必经之路。目前自主零部件厂商主要选择两条路线进行技术的升级,一条是依靠自主研发自我迭代,从现有的技术上不断延伸;另一条就是通过并购海外优质标的实现技术的引进。我们认为未来技术升级背景下,零部件细分领域龙头将持续维持一个超越行业增速的发展水平,成长性依旧。

■ **新能源:车企加速电动化布局,新能源热管理充分受益** 国内市场方面,补贴政策持续退坡趋势不会变,地方补贴力度也在下降,而2019年新能源汽车积分核算的实行将进一步推动新能源汽车产业的市场化。迫于双积分压力合资车企纷纷加大在中国新能源产业的投入,与自主车企合资建厂引入新能源车型。海外市场方面,特斯拉凭借Model 3的产能顺利爬坡在2018Q3实现单季度盈利,旗下车型销量

在美国市场已经直追 BBA 等品牌，新能源车企的强势和电动化的趋势促使主流传统车企纷纷转型。我们认为：对车企而言，合资、自主、造车新势力的充分竞争使得新能源汽车进入市场化出清的阶段，只有产品技术先行、规模效应强、品牌溢价能力高的车企才将存活，因此龙头效应将会加强；对零部件厂商而言，新能源汽车零部件产业将充分受益，作为增量市场的新能源热管理将迎来快速的发展，订单强周期下业绩成长较快。

- **推荐个股：维持行业评级“推荐”。**大方向上我们坚定的相信汽车行业正处于产业升级的初级阶段，结构性升级领域涵盖整车厂商和零部件厂商，技术升级支撑行业长期发展，细分市场具有革命性机会。从近年来汽车零部件产品技术升级，进口替代不断推进的角度，我们推荐：德尔股份，西泵股份，星宇股份，宁波高发；从新能源热管理行业成长性的角度，推荐：中鼎股份，三花智控，银轮股份。
- **风险提示：**宏观经济持续下行，汽车销量大幅下降，行业技术进步不达预期，政策落地不达预期，公司相关项目推进不达预期。

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 代码 | 股票 名称 | 2018-12-04 股价 | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E | |
| 000887.SZ | 中鼎股份 | 11.1 | 0.91 | 1.01 | 1.15 | 12.2 | 10.99 | 9.65 | 买入 |
| 002050.SZ | 三花智控 | 14.2 | 0.58 | 0.65 | 0.78 | 24.48 | 21.85 | 18.21 | 增持 |
| 002126.SZ | 银轮股份 | 7.62 | 0.39 | 0.45 | 0.55 | 19.54 | 16.93 | 13.85 | 买入 |
| 002536.SZ | 西泵股份 | 11.16 | 0.72 | 0.72 | 0.82 | 15.5 | 15.5 | 13.61 | 增持 |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 56.32 | 1.49 | 1.1 | 1.39 | 37.8 | 51.2 | 40.52 | 增持 |
| 300258.SZ | 精锻科技 | 12.61 | 0.62 | 0.74 | 0.93 | 20.34 | 17.04 | 13.56 | 增持 |
| 300473.SZ | 德尔股份 | 38.0 | 1.25 | 2.14 | 2.85 | 30.4 | 17.76 | 13.33 | 买入 |
| 600114.SH | 东睦股份 | 7.16 | 0.69 | 0.61 | 0.7 | 10.38 | 11.74 | 10.23 | 买入 |
| 600297.SH | 广汇汽车 | 4.47 | 0.48 | 0.6 | 0.75 | 9.31 | 7.45 | 5.96 | 买入 |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 22.32 | 1.26 | 1.49 | 1.71 | 17.71 | 14.98 | 13.05 | 增持 |
| 601689.SH | 拓普集团 | 15.07 | 1.01 | 1.14 | 1.43 | 14.92 | 13.22 | 10.54 | 增持 |
| 601799.SH | 星宇股份 | 49.52 | 1.7 | 2.2 | 2.93 | 29.13 | 22.51 | 16.9 | 买入 |
| 603040.SH | 新坐标 | 27.18 | 1.72 | 1.48 | 1.8 | 15.8 | 18.36 | 15.1 | 中性 |
| 603197.SH | 保隆科技* | 20.69 | 1.48 | 1.08 | 1.35 | 13.93 | 19.21 | 15.28 | 未评级 |
| 603305.SH | 旭升股份* | 34.8 | 0.55 | 0.84 | 1.17 | 62.76 | 41.59 | 29.77 | 未评级 |
| 603730.SH | 岱美股份* | 21.88 | 1.43 | 1.63 | 1.99 | 15.34 | 13.46 | 10.98 | 未评级 |
| 603788.SH | 宁波高发 | 15.58 | 1.42 | 1.3 | 1.58 | 10.97 | 11.98 | 9.86 | 增持 |

资料来源：Wind，国海证券研究所（*为 wind 一致预测）

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1、 2018年汽车及零部件行业回顾 | 6 |
| 1.1、 汽车行业供需及市场表现分析 | 6 |
| 1.2、 汽车板块估值分析 | 9 |
| 2、 整车板块 | 11 |
| 2.1、 车市现状：销量持续下滑，品牌出现分化 | 11 |
| 2.2、 多方因素导致购车需求下降 | 17 |
| 2.3、 未来看点：全新竞争格局下自主品牌将多级分化 | 21 |
| 3、 汽车零部件板块 | 25 |
| 3.1、 传统零部件：细分领域龙头的崛起 | 26 |
| 3.2、 产品不断升级，“自主研发+海外并购”双线并进 | 30 |
| 4、 新能源汽车板块 | 38 |
| 4.1、 国内补贴退坡乃趋势，双积分开启市场化 | 38 |
| 4.2、 特斯拉盈利刺激传统车企，全球电动化浪潮已来 | 42 |
| 4.3、 新能源热管理——全新增量市场蓄势待发 | 49 |
| 5、 行业评级及重点推荐个股 | 52 |
| 5.1、 产品升级标的 | 52 |
| 5.2、 新能源热管理标的 | 53 |
| 6、 风险提示 | 55 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: M1 同比增速、乘用车销量同比增速、商用车销量同比增速 (单位%) | 6 |
| 图 2: 2013 年以来乘用车销量增速及售价变动幅度 | 7 |
| 图 3: 经销商库存预警指数 | 7 |
| 图 4: 年初以来各行业市场表现 | 8 |
| 图 5: 年初以来成交量变化幅度 (百万股) | 8 |
| 图 6: 2009 年来沪深 300、汽车及零部件行业 PE | 9 |
| 图 7: 2009 年来沪深 300、汽车及零部件行业 PB | 9 |
| 图 8: 近五年沪深 300、汽车及零部件行业 PE | 9 |
| 图 9: 近五年沪深 300、汽车及零部件行业 PB | 9 |
| 图 10: 近五年来汽车及零部件各子行业动态 P/E | 10 |
| 图 11: 近 5 年来汽车及零部件各子行业 P/B | 10 |
| 图 12: 历年中国汽车销量及同比增速 (万辆/%) | 11 |
| 图 13: 乘用车月度销量增速 | 11 |
| 图 14: 商用车月度销量增速 | 12 |
| 图 15: 乘用车不同车系的市场份额变化趋势 | 12 |
| 图 16: 乘用车不同车型的市场份额变化趋势 | 14 |
| 图 17: 乘用车不同车型销量增速 | 14 |
| 图 18: 不同价格区间车型销量增速 | 16 |
| 图 19: 不同价格区间车型市场份额 | 16 |
| 图 20: 小排量乘用车购置税减半政策对销量的影响 | 18 |
| 图 21: 2009-2011 年间乘用车月度销量增速 | 18 |
| 图 22: 2015-2018 年间乘用车月度销量增速 | 19 |
| 图 23: 中国居民部门杠杆率 | 19 |
| 图 24: 中国与其他国家居民杠杆率对比 | 19 |
| 图 25: 金融机构新增居民户贷款结构 (亿元) | 20 |
| 图 26: 个人购房贷款余额 (亿元) | 20 |
| 图 27: 可选消费品零售金额当月同比在 2015 年之后位于低速区间 | 21 |
| 图 28: 领克品牌各车型上市以来月销量 (辆) | 23 |
| 图 29: WEY 品牌各车型上市依赖月销量 (辆) | 23 |
| 图 30: 领克 02 车型图 | 24 |
| 图 31: 领克 03 车型图 | 24 |
| 图 32: WEY P8 车型图 | 24 |
| 图 33: 上汽荣威 Marvel X 车型图 | 24 |
| 图 34: 汽车零部件板块收入及增速 (亿元/%) | 25 |
| 图 35: 汽车零部件板块归母净利润及增速 (亿元/%) | 25 |
| 图 36: 汽车零部件板块 2018Q3 毛利率及净利率 | 25 |
| 图 37: 汽车零部件板块 2018Q3 三项费用率 | 25 |
| 图 38: 历年汽车零部件进口金额及同比增速 (亿美元/%) | 26 |
| 图 39: 星宇股份客户开发时间线 | 32 |
| 图 40: 宁波高发变速操纵器及软轴历年单价 (元/台套) | 33 |
| 图 41: 福耀玻璃单位面积汽车玻璃价格 (元/平方米) | 34 |
| 图 42: 中鼎股份非轮胎橡胶业务三大领域 | 36 |
| 图 43: 中鼎股份海外业务收入对应收购事件时间点 (百万元) | 36 |
| 图 44: 新能源汽车月度销量及增速 (辆/%) | 39 |

| | |
|--|----|
| 图 45: 纯电动月度销量及增速 (辆/%) | 39 |
| 图 46: 插电式混动月度销量及增速 (辆/%) | 39 |
| 图 47: 2018 年 1-10 月美国新能源汽车市场份额 | 43 |
| 图 48: 2018 年 1-10 月美国新能源汽车销量前五车型 (辆) | 43 |
| 图 49: 2018 年 1-10 月美国市场特斯拉与 BBA 销量对比 (辆) | 44 |
| 图 50: 特斯拉目前工厂布局 | 45 |
| 图 51: 大众电动概念车 ID Crozz II Concept | 47 |
| 图 52: 奔驰电动车 EQC | 47 |
| 图 53: 宝马 Vision iNEXT 概念车 | 48 |
| 图 54: 奥迪电动车 e-tron | 48 |
| 图 55: 典型新能源汽车核心部件图 | 49 |
| | |
| 表 1: 2018 年 1-10 月不同品牌乘用车销量及增速 | 13 |
| 表 2: 2018 年 1-10 月各车型销量排行前十名单 | 15 |
| 表 3: 历史上我国对于车辆购置税的优惠政策 | 17 |
| 表 4: 自主品牌在 MPV 领域布局车型 | 22 |
| 表 5: 汽车零部件公司市值增长排名 | 26 |
| 表 6: 2018 年全球汽车零部件配套供应商排行榜 (选取前二十名) | 30 |
| 表 7: 汽车大灯主要类型 | 31 |
| 表 8: 电子换挡主要类型 | 33 |
| 表 9: 宁波高发电子换挡器发展情况 | 34 |
| 表 10: 福耀玻璃高附加值汽车玻璃产品 | 35 |
| 表 11: 历年新能源汽车国家补贴政策对纯电动乘用车续航补贴一览 (万元) | 38 |
| 表 12: 已发布地方补贴的省市地区一览 (万元) | 38 |
| 表 13: 新能源乘用车积分计算 | 40 |
| 表 14: 2017 年国内主要合资车企新能源汽车积分情况 | 41 |
| 表 15: 主流新能源合资车企 | 41 |
| 表 16: 特斯拉 2018Q3 主要财务数据 (亿美元) | 42 |
| 表 17: 2018 年 1-10 月美国市场主要豪华品牌销量及市场份额 | 44 |
| 表 18: 特斯拉产业链相关 A 股汽车零部件公司 | 46 |
| 表 19: 全球主要车企新能源汽车计划 | 46 |
| 表 20: 新能源汽车与燃油汽车热管理系统主要区别对比 | 50 |
| 表 21: 国内厂商新能源汽车热管理配套情况 | 50 |

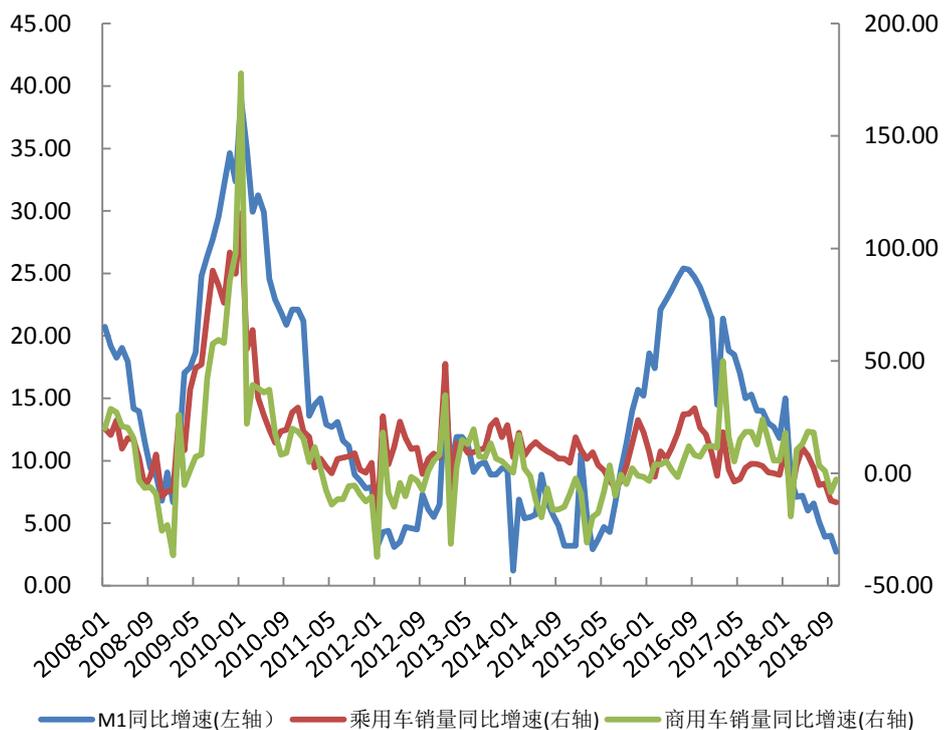
1、2018 年汽车及零部件行业回顾

1.1、汽车行业供需及市场表现分析

2018 年 1-10 月，销量同比出现下降，月度增速持续下滑。根据中汽协数据，2018 年 1-10 月，汽车产销 2282.58 万辆和 2287.09 万辆，同比下降 0.4%和 0.1%，产销量增速持续回落，触及到今年以来的首次负增长。其中：乘用车产销 1935.02 万辆和 1930.40 万辆，均同比下降 1.0%；商用车产销 347.55 万辆和 356.70 万辆，同比增长 3.4%和 5.5%。

从宏观角度来看，目前我国汽车销量增速与 M1 增速具有明显的相关性，在货币政策收紧的情况下，2016 年下半年至今，M1 同比增速持续下降，汽车销量增速也随之放缓。今年下半年开始，汽车月销量增速开始由正转负，车市压力不断加大。

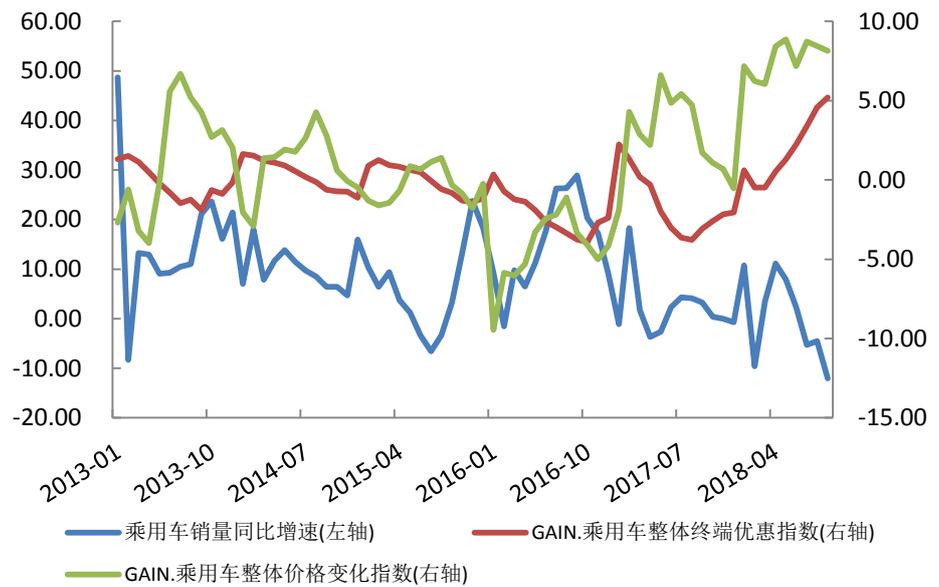
图 1: M1 同比增速、乘用车销量同比增速、商用车销量同比增速 (单位%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

在乘用车领域，2018 年 1-10 月销量合计 1930.40 万辆，同比下降 1.0%。其中：基本型乘用车（轿车）销售 942.20 万辆，与去年基本持平；运动型多用途乘用车（SUV）销售 810.60 万辆，同比增长 1.6%；多功能乘用车（MPV）销售 140.86 万辆，同比下降 14.1%；交叉型乘用车销售 36.74 万辆，同比下降 19.1%。结构调整仍在继续，不过在弱市背景下各车型销量均大幅下滑。目前仅 SUV 在上半年业绩的支撑下还保持着全年累计销量的正增长，全年来看预计各车型销量增速均为负，汽车产业链的压力因终端遇冷而加大。

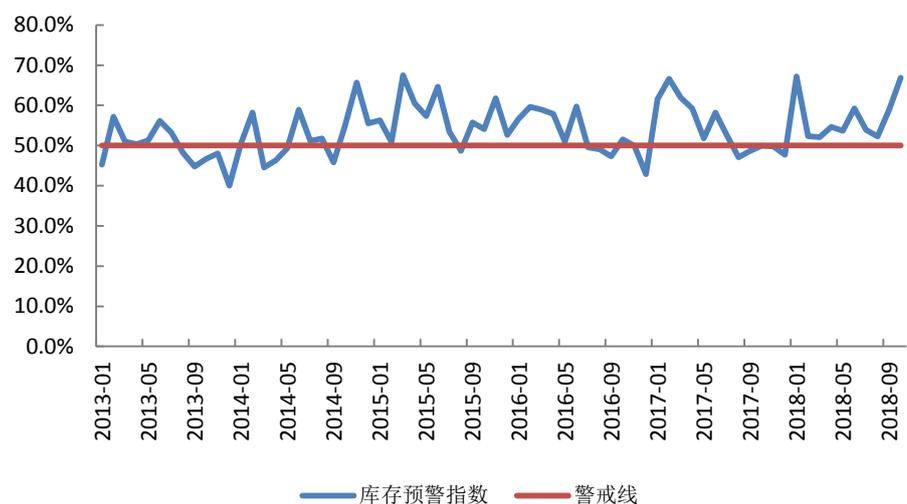
图 2: 2013 年以来乘用车销量增速及售价变动幅度



资料来源: Wind, 国海证券研究所

经销商库存预警指数维持在高位, 库存压力不减。2018 年年初以来经销商库存预警指数已经连续 10 个月维持在 50% 以上, 其中下半年开始大幅攀升, 截至 10 月份, 根据中国汽车流通协会的数据, 该指数已经达到 66.9% 的高位。我们认为终端市场的消费乏力使得整车厂压库存现象比较明显, 经销商端的运营压力显著加大, 虽然临近年底厂家促销力度会加大, 但是对于产业链的利润会造成相应侵蚀, 行业盈利会受到一定影响。

图 3: 经销商库存预警指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

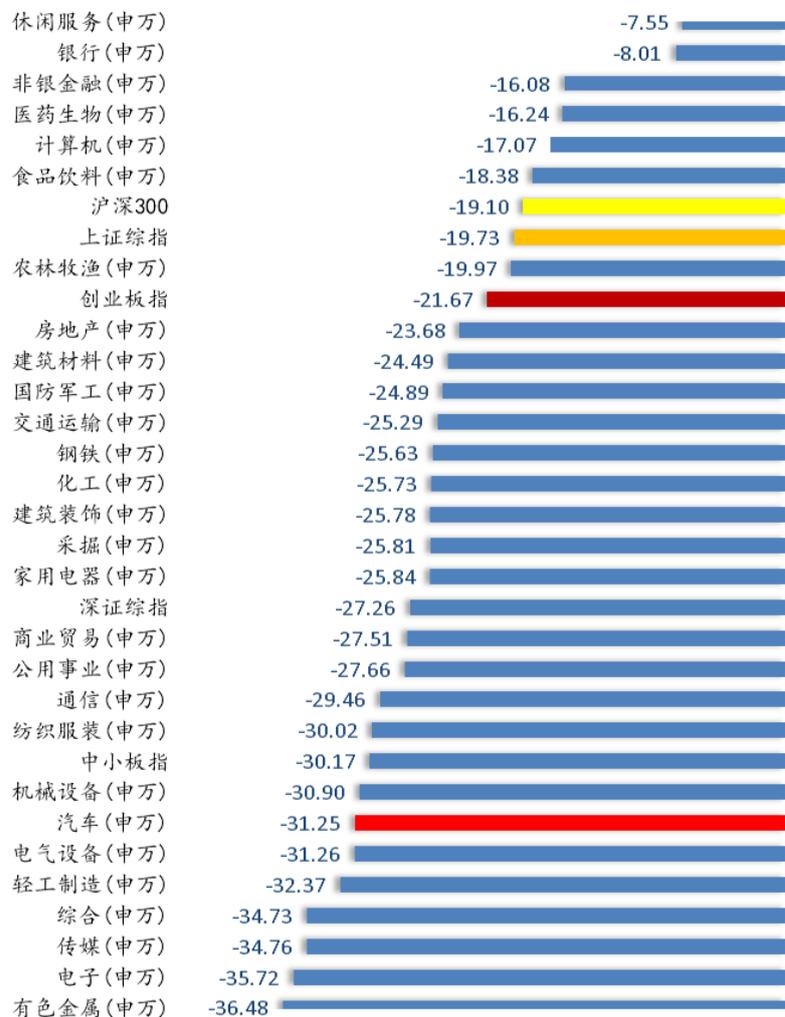
在商用车领域, 2018 年 1-10 月货车产销 309.31 万辆和 319.58 万辆, 同比分别增长 4.5% 和 7.0%。其中: 重型货车产销 92.37 万辆和 97.60 万辆, 产量同比下降 3.5%, 销量增长 1.3%; 中型货车产销 14.61 万辆和 15.04 万辆, 同比分别下降 19.7% 和 17.1%; 轻型货车产销 151.21 万辆和 153.36 万辆, 同比分别增

长 10.2%和 12.5%;微型货车产销 51.11 万辆和 53.58 万辆,同比分别增长 13.6%和 12.3%。

客车产销 38.25 万辆和 37.12 万辆,同比分别下降 4.6%和 6.4%。其中:大型客车产销 5.81 万辆和 5.61 万辆,同比分别下降 7.4%和 9.1%;中型客车产销 5.64 万辆和 5.33 万辆,同比分别下降 0.5%和 4.8%;轻型客车产销 26.79 万辆和 26.17 万辆,同比分别下降 4.8%和 6.1%。

2018 年初以来,截至 12 月 4 日,申万汽车行业指数累计下跌 31.25%,低于上证综指、沪深 300 指数以及创业板指同期水平。其中,乘用车子行业指数下跌 26.61%;商用载货车行业指数下跌 33.30%,商用载客车行业下跌 50.29%;汽车零部件子行业下跌 31.27%;汽车销售及服务子行业下跌 29.84%。

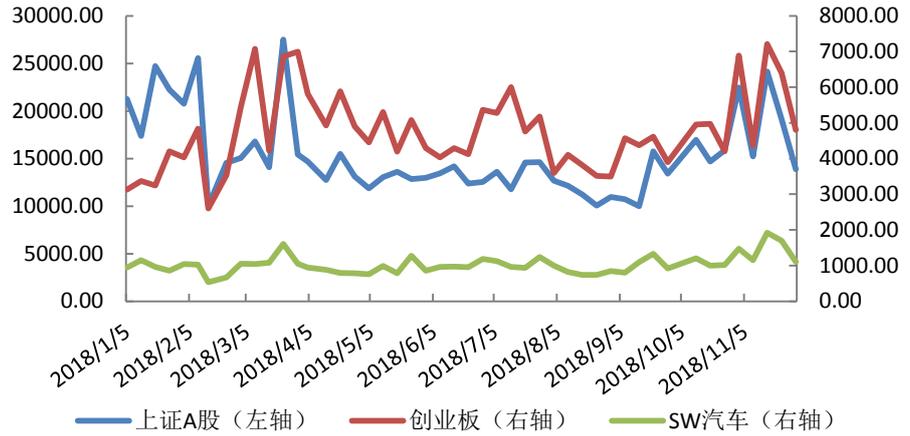
图 4: 年初以来各行业市场表现



资料来源: Wind, 国海证券研究所

从成交量上来看, 2018 年绝大部分时期内, 汽车及零部件板块的活跃度明显较低, 相对于 2017 年市场关注度相对较低。

图 5: 年初以来成交量变化幅度 (百万股)

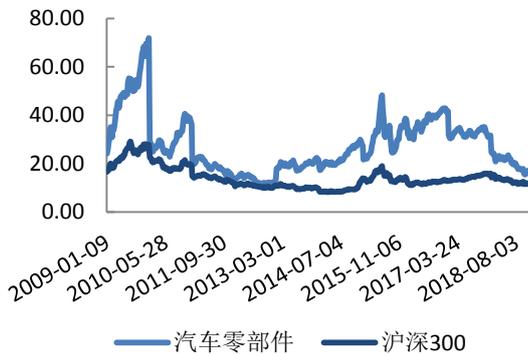


资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.2、汽车板块估值分析

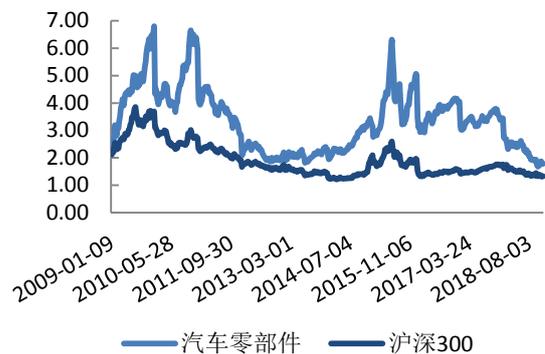
2009年初至2010年底,在M1高增速和1.6升及以下排量乘用车购置税优惠政策的双重驱动下,中国车市迎来了黄金增长期,汽车行业估值提升大幅优于同期沪深300的估值水平,但销量增速趋缓后便迎来近4年的估值徘徊。

图 6: 2009 年来沪深 300、汽车及零部件行业 PE



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 2009 年来沪深 300、汽车及零部件行业 PB



资料来源: Wind, 国海证券研究所

过去一年由于汽车销量增速不断下滑直至为负,汽车行业估值持续回落。2018年以来,行业估值持续下行,公司的估值已经回落至近五年的历史低点。

图 8: 近五年沪深 300、汽车及零部件行业 PE

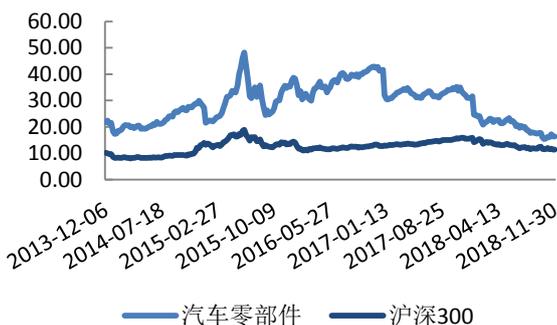
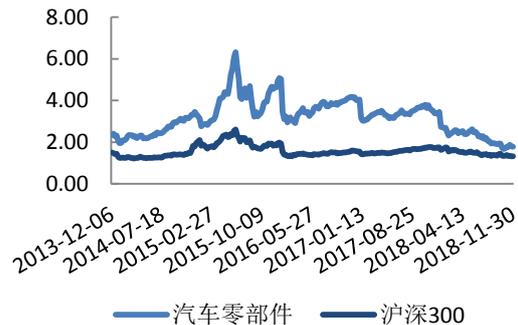


图 9: 近五年沪深 300、汽车及零部件行业 PB

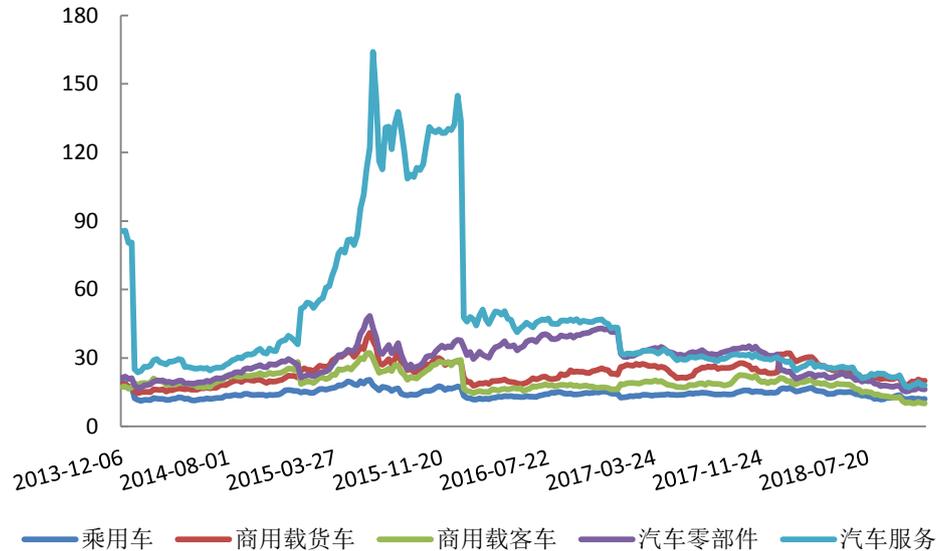


资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

从各子行业近五年的 P/E 来看，乘用车子行业一直较为平稳，目前的估值水平属于合理区间；商用车子行业经历震荡后，2018 年以来估值逐步回落；汽车零部件子行业波动较大，在整车增速放缓的环境下，估值水平的下行趋势较为明显；汽车销售及服务子行业的估值屡次出现大幅震荡，今年以来下行趋势明显。

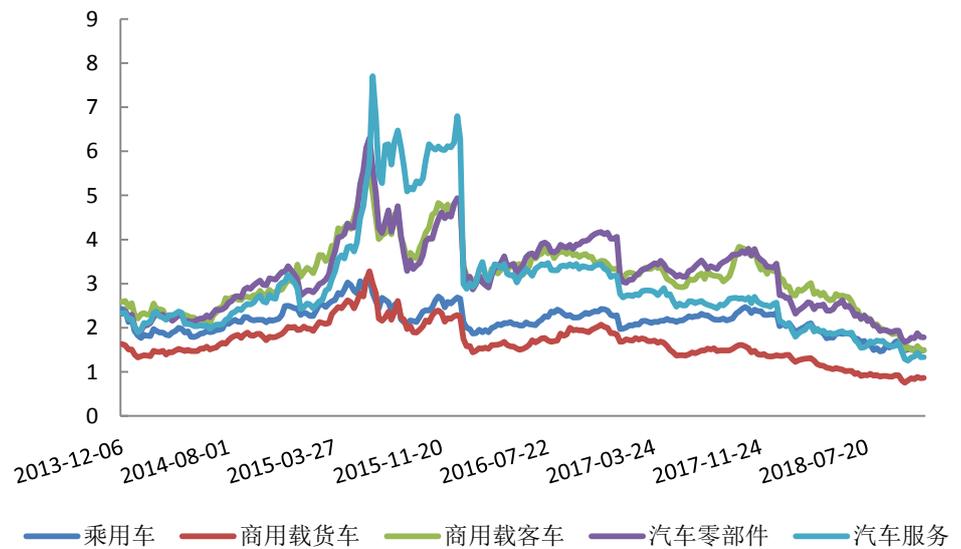
图 10: 近五年来汽车及零部件各子行业动态 P/E



资料来源：Wind，国海证券研究所

从各子行业近五年的 P/B 来看，乘用车子行业处于历史合理估值区间；商用车子行业、汽车零部件子行业以及汽车销售和服务子行业的估值水平都出现不同程度的回落。其中，由于近两年整车销量增速保持在低位，汽车零部件子行业估值持续下行，接近 5 年来的历史低点。

图 11: 近 5 年来汽车及零部件各子行业 P/B



资料来源：Wind，国海证券研究所

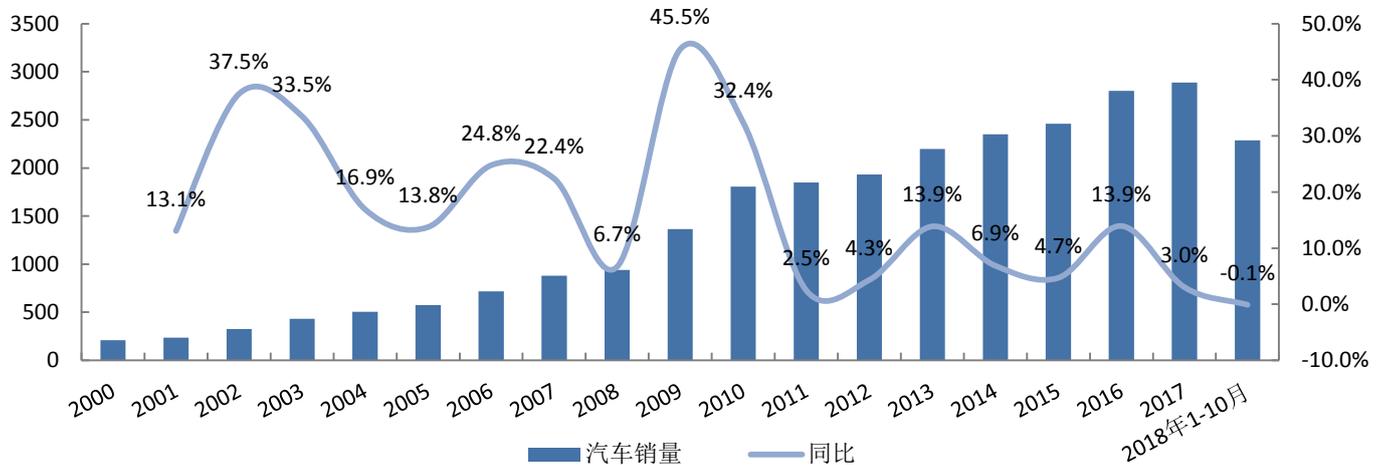
2、整车板块

2.1、车市现状：销量持续下滑，品牌出现分化

1、告别黄金增长期，行业增速换挡

2018年1-10月汽车累计销量2287.09万辆，同比下降0.1%，年初以来首次出现累计销量增速为负的情况，全年来看负增长已成定局。自2000年以来，中国汽车市场经历了长达十年的高速增长期，而在2011年小排量汽车购置税优惠退出后行业增速中枢逐步下移，复合增速从2000-2010间的24.1%下降至2010-2017间的6.9%，行业进入增速换挡期。

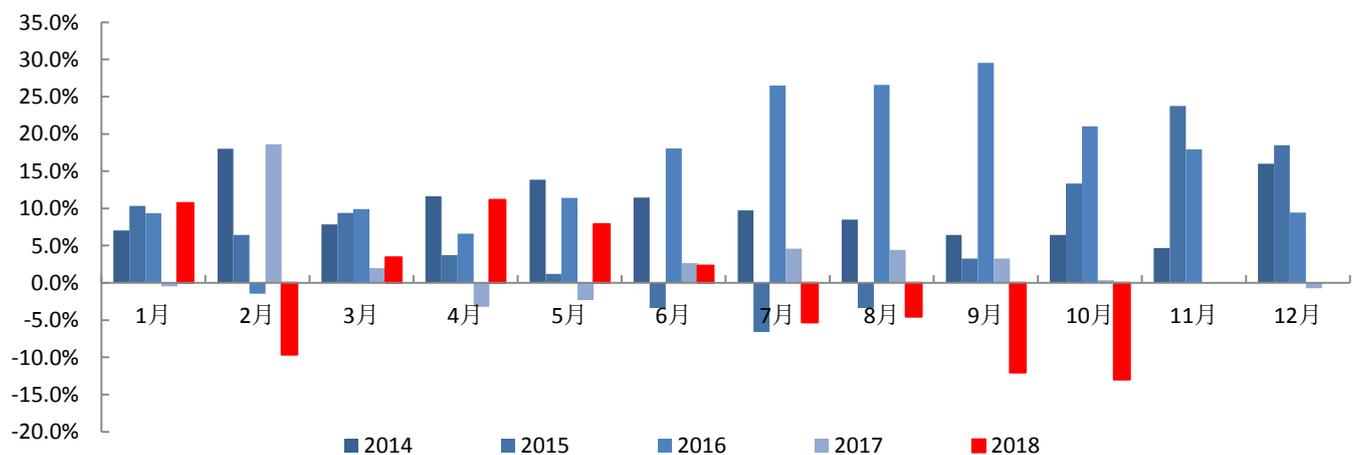
图 12：历年中国汽车销量及同比增速（万辆/%）



资料来源：中汽协，国海证券研究所

乘用车今年前十个月累计销量1930.40万辆，同比下降1.0%。乘用车属于消费品，与经济发展程度以及居民收入密切相关。其中7月份以来月度销量增速开始由正转负，7-10月份销量增速分别为-5.3%、-4.5%、-12.1%、13.0%。

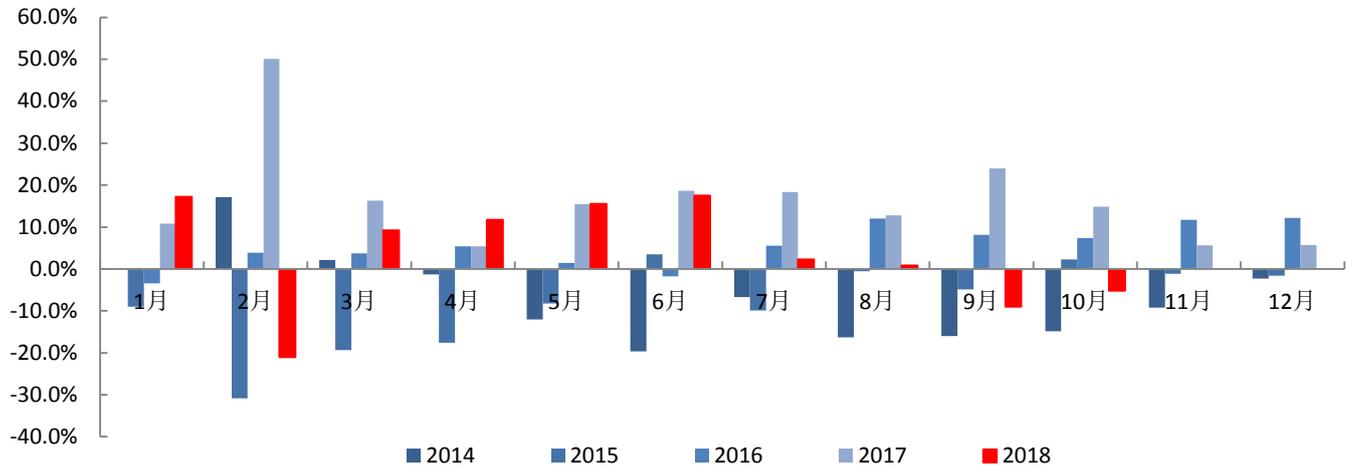
图 13：乘用车月度销量增速



资料来源：中汽协，国海证券研究所

商用车今年前十月累计销量 356.70 万辆，同比增长 5.5%。商用车属于生产资料，与下游地产、基建、工程机械等领域相关度较大。商用车 2018 年销量增速呈现前高后低的趋势，上半年除 2 月份受春节影响外均保持较好的态势，下半年由于去年同期高基数的影响，增速出现下滑并陷入负增长，但全年来看商用车增长仍好于年初预期。

图 14: 商用车月度销量增速

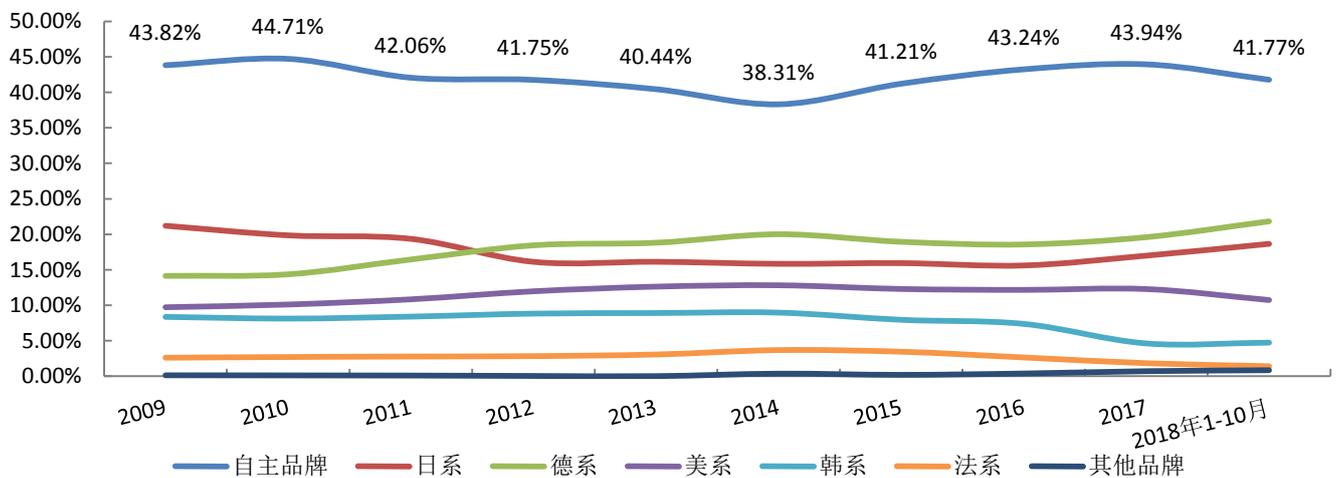


资料来源: 中汽协, 国海证券研究所

2、各品牌分化明显，强势车企仍实现良好增长

自主品牌份额下降，日系德系表现较为突出。2018 年 1-10 月，自主品牌市占率为 41.8% (同比-1.26pct)，车市低迷导致产品力相对较弱的自主受冲击，此外 SUV 市场增速的回落也是一个重要原因。反观日系和德系则表现相对突出，市占率分别为 18.7% (同比+1.10pct) 和 21.8% (同比+1.38pct)，份额提升来源于新车强周期以及车企新构架的运用。美系由于长安福特销量腰斩从而导致市占率同比下降 1.52 个百分点至 10.7%，随着福特全球战略的调整美系销量有望逐步回暖。韩系通过下探价格在去年的低基数上完成较好的增长，从而提升了市场份额，但和萨德事件前的市场地位相比还是差距颇大。

图 15: 乘用车不同车系的市场份额变化趋势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

强势车企实现较好增长，市场集中度提升。自主品牌中，销量排名第一的吉利1-10月销量超过120万辆，增速超过30%，明显高于市场平均水平；位于二三名的长城、长安销量相较去年同期均出现回落；近年来研发投入高企的上汽乘用车不断力行品牌向上，在新四化的趋势下实现了接近40%的增长。合资品牌中，德系品牌中的大众和BBA均保持较好的增长水平，日系品牌中的头部企业东风日产、广汽本田都实现较高的增长，美系品牌中的龙头车企上汽通用依旧保持着3.5%的正增长，而长安福特和广汽菲克均陷入销量大幅度下滑的困境中。车市负增长的背景下，强势车企逆势而上进一步扩大市占率，这对于自主品牌来说是一个较为严峻的挑战，只有提升产品力并贴近用户需求的企业才能获得持续增长。

表 1: 2018 年 1-10 月不同品牌乘用车销量及增速

| 车系 | 品牌 | 2018 年 1-10 月销量 (辆) | 同比增速 |
|----|--------|---------------------|--------|
| 自主 | 吉利 | 1265844 | 32.8% |
| | 长城 | 786756 | -3.3% |
| | 长安 | 739704 | -14.3% |
| | 上汽乘用车 | 569132 | 37.8% |
| | 广汽乘用车 | 440760 | 4.5% |
| | 奇瑞 | 404546 | 4.8% |
| | 比亚迪 | 390386 | 26.7% |
| | 众泰 | 215032 | -0.1% |
| | 江淮 | 166382 | 8.9% |
| 德系 | 上汽大众 | 1696649 | 1.8% |
| | 一汽大众 | 1680122 | 2.3% |
| | 北京奔驰 | 399843 | 14.9% |
| | 华晨宝马 | 375151 | 19.9% |
| 日系 | 东风日产 | 927165 | 7.2% |
| | 广汽本田 | 589643 | 5.1% |
| | 一汽丰田 | 589542 | 0.1% |
| | 东风本田 | 565331 | -2.1% |
| | 广汽丰田 | 477362 | 28.2% |
| | 长安马自达 | 143649 | -7.3% |
| | 广汽三菱 | 118125 | 27.9% |
| | 长安铃木 | 35284 | -48.6% |
| 美系 | 东风英菲尼迪 | 21957 | 0.2% |
| | 上汽通用 | 1617153 | 3.5% |
| | 长安福特 | 335494 | -49.1% |
| 韩系 | 广汽菲克 | 106149 | -36.3% |
| | 北京现代 | 631171 | 10.9% |
| 法系 | 东风悦达起亚 | 277719 | 8.8% |
| | 神龙汽车 | 223134 | -19.7% |
| 其他 | 东风雷诺 | 47398 | -21.1% |
| | 沃尔沃亚太 | 86508 | 17.2% |
| | 奇瑞捷豹路虎 | 58640 | -10.4% |

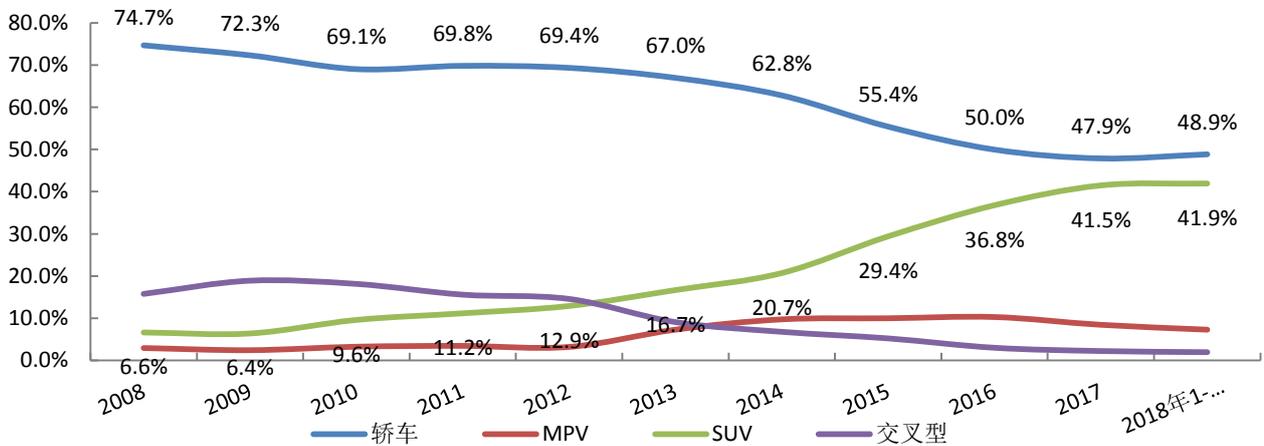
资料来源：相关公司公告，盖世汽车网，国海证券研究所

3、车型结构趋于稳定，消费分级现象日益凸显

1) SUV 市场份额处于高位，结构变化趋于稳定

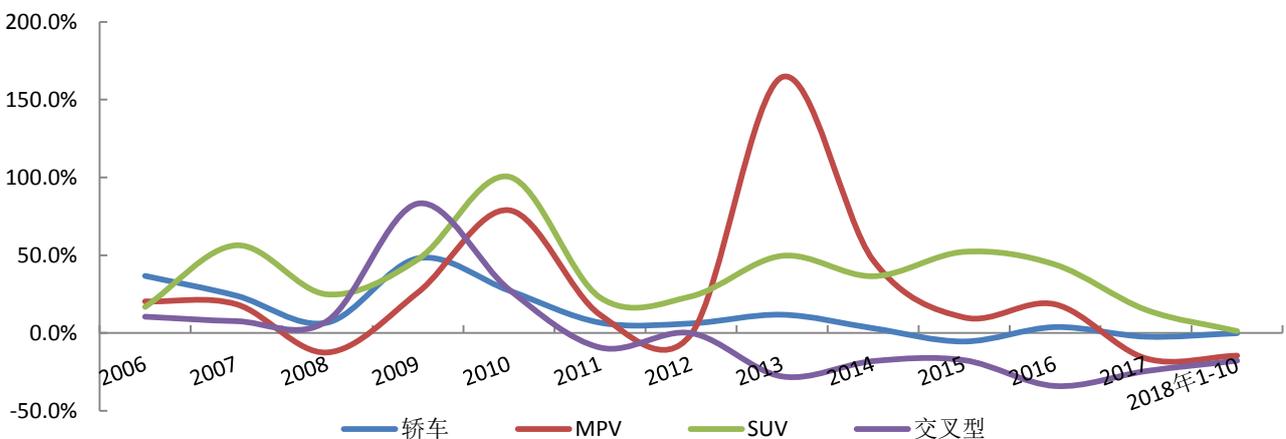
市场份额方面，2018年1-10月轿车、MPV、SUV和交叉型的销量占比分别为48.9%（同比+0.52pct）、7.3%（同比-1.14pct）、41.9%（同比+1.01pct）和1.9%（同比-0.39pct）。过去十年民众购车趋势从轿车产品转向SUV产品，在此过程中部分自主品牌借助大力开发高性价比SUV扩大了市占率，但是从2017年开始SUV的市占率开始稳定，而轿车市场反而出现部分复苏。我们认为长期来看单一车型的高速增长并不会持续，因此全车型系列的布局对车企来说是很有必要的，其中自主品牌在轿车、MPV、SUV中高端车型上的布局还处于初级阶段，随着人均可支配收入的提升，届时购车需求的高端化趋势会带来新的市场机会。

图 16：乘用车不同车型的市场份额变化趋势



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 17：乘用车不同车型销量增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

各车型领域中，自主品牌主打性价比。在SUV、MPV、轿车各自的销量排行前十名中，自主品牌分别占据6、6、1个名额，可以看出在SUV和MPV上自

主品牌具备了一定的市场优势。但若细分具体车型，不难发现自主品牌的主要竞争优势在于同等级别下的“高配置+低价格”。先以 SUV 为例，自主品牌的热销车型基本以 A 级别为主，高配置版本价格在 15-18 万元的价格区间，而这一价格往往是合资 A 级 SUV 的入门版本价格；而在 MPV 方面，自主品牌主要在 10 万元以下的低端区竞争，而主流的合资车型别克 GL8、广汽本田奥德赛等都是定位在 20 万元以上的高端车型。

表 2: 2018 年 1-10 月各车型销量排行前十名单

| 车型 | 车系 | 厂商 | 车型 | 销量(辆) | 同比 | 级别 | 指导价(万元) |
|-----|----|--------|---------|--------|----------|----|-------------|
| SUV | 自主 | 长城 | 哈弗 H6 | 348023 | -12.4% | A | 10.20-14.68 |
| | 自主 | 上汽通用五菱 | 宝骏 510 | 305036 | +17.3% | A0 | 5.48-7.78 |
| | 德系 | 上汽大众 | 途观 | 247695 | -9.6% | B | 19.98-23.78 |
| | 自主 | 吉利 | 博越 | 219048 | -2.6% | A | 9.88-16.18 |
| | 自主 | 广汽乘用车 | 传祺 GS4 | 201482 | -30.5% | A | 8.98-15.18 |
| | 自主 | 上汽乘用车 | 荣威 RX5 | 192717 | +0.2% | A | 9.98-18.88 |
| | 美系 | 上汽通用 | 别克昂科威 | 177637 | -8.9% | B | 21.99-31.99 |
| | 日系 | 东风日产 | 奇骏 | 168007 | +17.1% | A | 18.88-27.13 |
| | 日系 | 东风日产 | 逍客 | 142583 | +12.4% | A | 13.98-18.98 |
| | 自主 | 长安 | CS55 | 140878 | +202.3% | A | 8.49-13.39 |
| 轿车 | 德系 | 上汽大众 | 朗逸 | 382231 | +4.8% | A | 10.99-16.59 |
| | 日系 | 东风日产 | 轩逸 | 368827 | +15.2% | A | 9.98-16.15 |
| | 日系 | 一汽丰田 | 卡罗拉 | 311608 | +10.1% | A | 10.78-17.58 |
| | 德系 | 一汽大众 | 速腾 | 261342 | -4.5% | A | 13.18-21.88 |
| | 德系 | | 捷达 | 258657 | -7.7% | A | 7.99-13.49 |
| | 德系 | 上汽大众 | 桑塔纳 | 221080 | -2.4% | A | 8.49-13.89 |
| | 美系 | 上汽通用 | 别克英朗 | 211622 | -37.4% | A | 10.99-14.49 |
| | 自主 | 吉利 | 帝豪 | 211269 | -0.2% | A | 6.98-10.08 |
| | 美系 | 上汽通用 | 雪佛兰科沃兹 | 199169 | +36.8% | A | 7.99-11.49 |
| | 德系 | 一汽大众 | 迈腾 | 198460 | +15.2% | B | 18.99-31.69 |
| MPV | 自主 | 上汽通用五菱 | 五菱宏光 | 365748 | -12.3% | 微面 | 4.28-6.98 |
| | 美系 | 上汽通用 | 别克 GL8 | 122083 | +2.0% | - | 22.99-44.99 |
| | 自主 | 比亚迪 | 宋 MAX | 121980 | +2599.3% | - | 7.99-12.99 |
| | 自主 | 上汽通用五菱 | 宝骏 730 | 87961 | -57.4% | - | |
| | 自主 | 上汽通用五菱 | 宝骏 360 | 77946 | - | - | 5.68-7.58 |
| | 自主 | 东风柳州 | 风行菱智 | 53935 | -11.9% | - | 5.59-8.99 |
| | 自主 | 长安 | 欧诺 | 47743 | -37.8% | 微面 | 3.99-5.59 |
| | 日系 | 东风本田 | ELYSION | 41636 | +28.3% | - | 24.98-30.98 |
| | 日系 | 广汽本田 | 奥德赛 | 38877 | +31.3% | - | 22.98-35.48 |
| | 德系 | 上汽大众 | 途安 | 33877 | +34.7% | - | 15.58-19.98 |

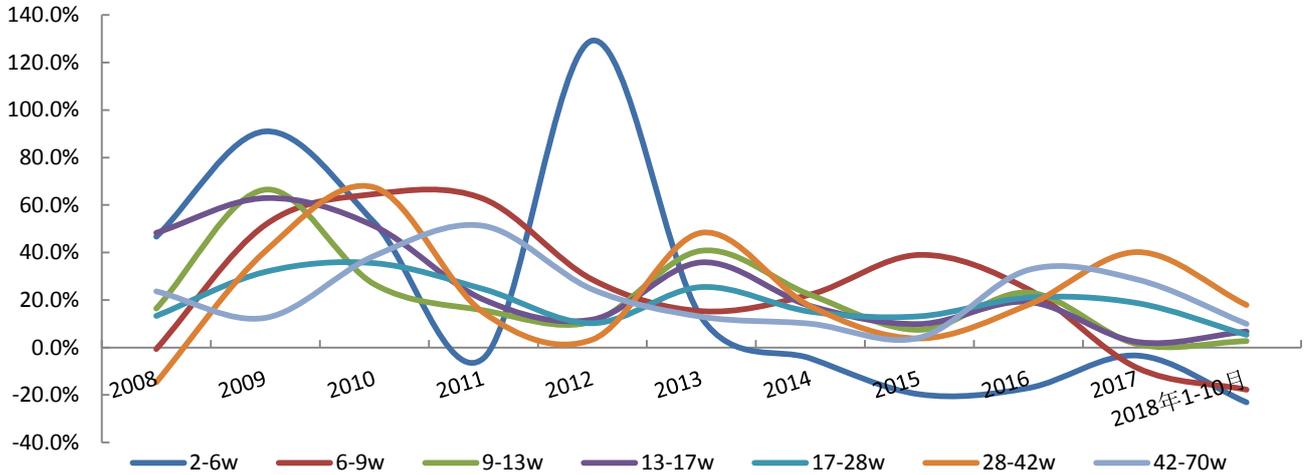
资料来源：搜狐汽车，汽车之家，国海证券研究所

2) 消费分级趋势下汽车价格区间上移

虽然车市整体出现负增长，但是 9 万元以上价格区间的车型均实现了正增长。截至 2018 年 10 月，9-13 万元区间销量达到 522.74 万辆 (+2.7%)，13-17 万元

区间销量为400.47万辆(+6.8%),17-28万元区间销量为349.25万辆(+5.4%),28-42万元区间销量为118.39万辆(+17.9%),42-70万元区间销量为77.20万辆(+9.9%)。而与之相反的是,9万元以下价格区销量则呈现两位数下滑的态势。低价位区间销量的下滑和高价位区间销量的逆势增长构成了鲜明的对比,车市消费分级现象较为明显。

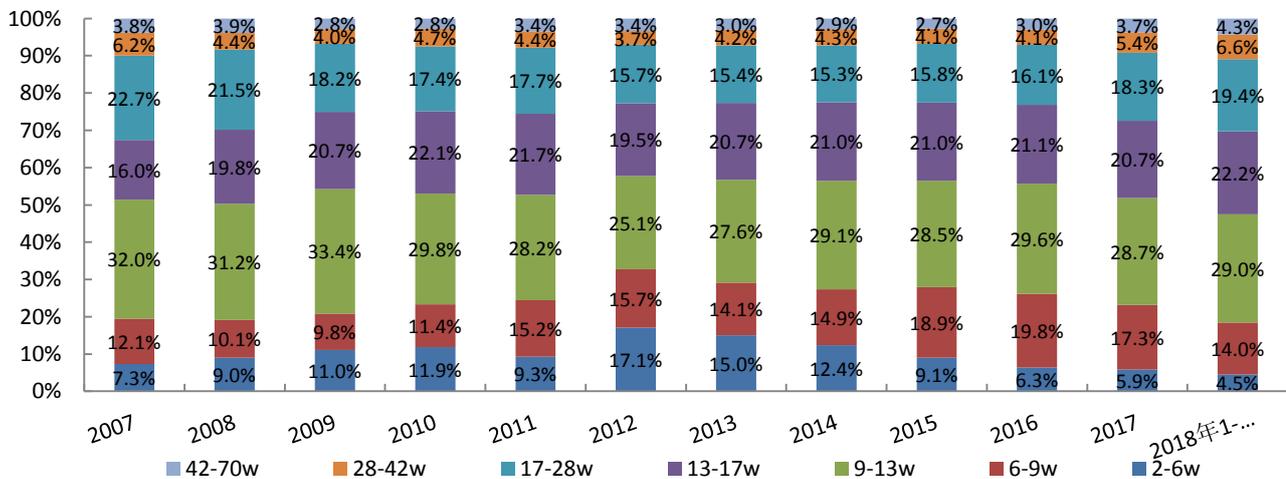
图 18: 不同价格区间车型销量增速



资料来源: 搜狐汽车, 国海证券研究所

目前主流车型价格区间是9-13万元和13-17万元,其份额分别为29.0%和22.2%,较去年同期分别提升0.71和1.37个百分点。存量博弈市场下,低端车型的份额下降非常明显,而高端甚至豪华车型的份额却在快速提升,其中28-42万元和42-70万元的份额分别达到6.6%和4.3%,为2007年以来的最高值。这一趋势在车市高速增长时期并不明显,如在2007-2010之间,17万元以上的车型份额全面下降。汽车消费受经济发展水平与居民收入水平影响较大,过去的高增长动力来源于经济水平提升而催生的首次购车需求,随着换购需求持续提升,对车型升级普遍提出了更高的要求。此外BBA等豪华品牌入门级车型价格的下探也有助于扩大中高端车型市场消费群体。因此我们认为,未来车市增速换挡时期,中高端车型比例将随着经济面改善而持续提升。

图 19: 不同价格区间车型市场份额



资料来源: 搜狐汽车, 国海证券研究所

2.2、多方因素导致购车需求下降

1、小排量汽车购置税优惠退出，部分需求提前透支

本轮小排量汽车购置税优惠政策始于 2015 年 10 月，并在 2018 年彻底退出。其中 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日，对于购买 1.6L 及以下排量乘用车减半征收车辆购置税（调整后税率为 5%）；2017 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对于购买 1.6L 及以下排量乘用车按 7.5% 的税率征收车辆购置税；从 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。

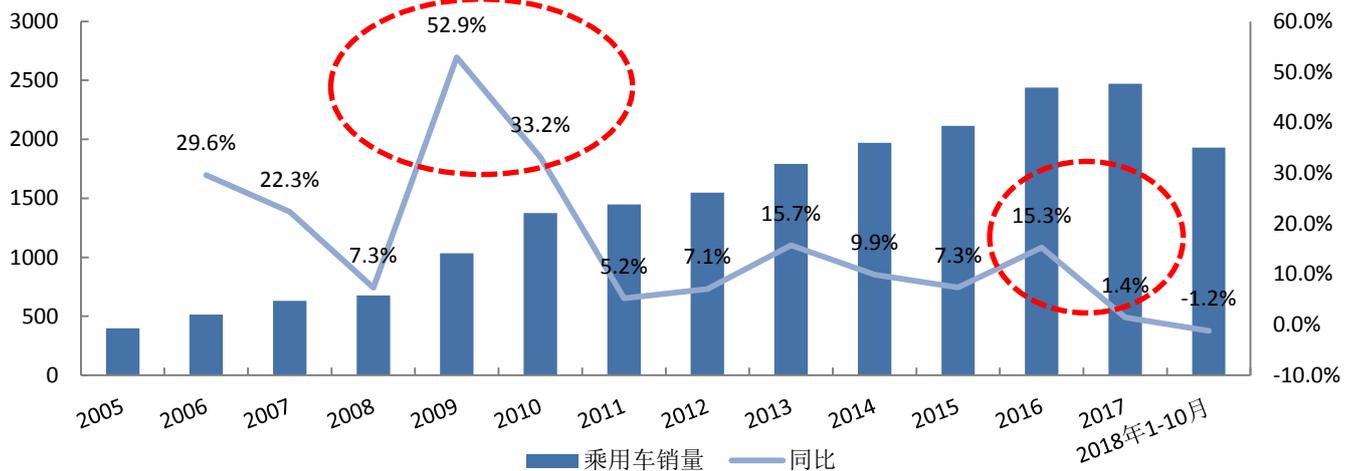
表 3：历史上我国对于车辆购置税的优惠政策

| 时间 | 事件 | 涉及车辆购置税的优惠政策 |
|------------------|---|--|
| 2009 年 1 月 14 日 | 国务院召开常务会议，审议并原则通过汽车产业和钢铁产业调整振兴规划。 | 从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税。 |
| 2009 年 12 月 9 日 | 国务院召开常务会议，研究完善促进消费的若干政策措施。 | 将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减按 7.5% 征收。 |
| 2015 年 9 月 29 日 | 国务院召开常务会议，决定推出新一批简政放权放管结合改革举措，打造公平规范便利的营商环境；部署加快雨水蓄排顺畅合理利用的海绵城市建设，有效推进新型城镇化；确定支持新能源和小排量汽车发展措施，促进调结构扩内需。 | 从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策。 |
| 2016 年 12 月 15 日 | 财政部、国家税务总局联合发文称，自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日，购置 1.6 升及以下排量的乘用车按 7.5% 的税率征收车辆购置税。 | 自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。 |

资料来源：中国政府网，科学技术部，人民网，新华网，国海证券研究所

从政策实施目的来看，“缓解经济下行压力+调整汽车消费结构”是两条较为明晰的主线。2008 年金融危机大环境下，出于对于汽车产业的振兴规划，小排量乘用车购置税减半政策出台；2015 年出于对车市销量的提振以及小排量汽车发展的支持，该政策再次出台。可以说小排量乘用车购置税减半政策在过去扮演了一次又一次的“救市”角色。当前宏观经济下行，车市陷入了负增长，购置税减半政策似乎又有用武之地，但倘若结合历史上的政策后续效果来看，这并非是一剂良药。原因主要两点：第一，该政策将居民购车需求提前透支，以牺牲后续增长来保当前增长；第二，随着我国汽车年销量的不断增长，该政策刺激周期缩短，刺激效果减弱，对于车市的拉动有限。2009 年和 2015 年虽然政策力度一样，但是最后实际效果却有较大差异。

图 20: 小排量乘用车购置税减半政策对销量的影响



资料来源：中汽协，国海证券研究所

2009 年政策刺激效果显著，延续两年后车市回归个位数增长。受金融危机影响，2008 年下半年开始国内车市开始萧条，8 月乘用车销量增速由正转负为-6.2%，随后连续 6 个月乘用车销量增速为负。2009 年 1 月优惠政策出台，1.6 升及以下排量乘用车购置税由 10% 降至 5%，时间范围为从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，次月乘用车销量大幅提升，增速达到 24.2%，2009 全年保持高速增长的态势。2009 年 12 月再次重申优惠政策，税率由 5% 改为 7.5%，时间范围截止到 2010 年底，于是 2010 全年乘用车增速有所降低但仍处于 33.2% 的高位，2011 年增速回落至 5.2%。金融危机下的购置税优惠政策延续期为 2 年，第二年优惠力度退坡一半，整体效果较好，政策退出后车市增长回落至低点。

图 21: 2009-2011 年间乘用车月度销量增速

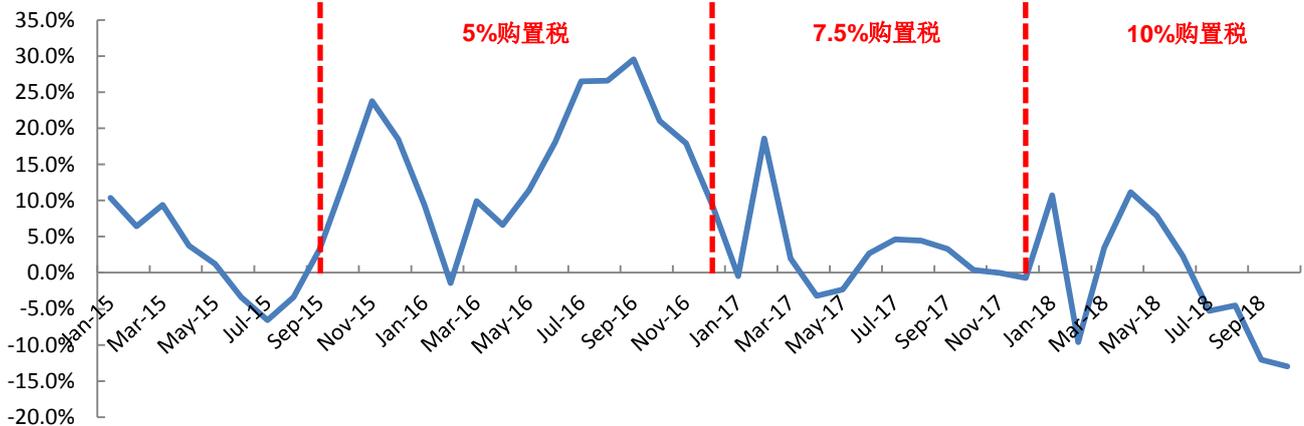


资料来源：中汽协，国海证券研究所

2015 年政策刺激周期缩短，优惠取消后负增长来袭。2015 年 6 月开始车市销量下滑，当年 10 月小排量乘用车购置税优惠政策重启。本轮优惠政策与上一次政策相比，力度和施行时间一样，但是刺激效果显著下降。2016 年乘用车销量增速 15.3%，到了 2017 年仅为 1.4%，2018 年优惠政策彻底取消后车市呈现负增长状态。两轮政策时隔 6 年，汽车销量基数的大幅提升使得政策边际效应减弱，是否频繁利用该政策也值得商榷。此外 2010 年以后中国汽车市场结束两位数增长的局面，一个中低速增长的市场受人为政策的拉动难免在短周期内出现销量的

滑坡，这也能部分解释 2018 年车市动荡的原因了。

图 22: 2015-2018 年间乘用车月度销量增速

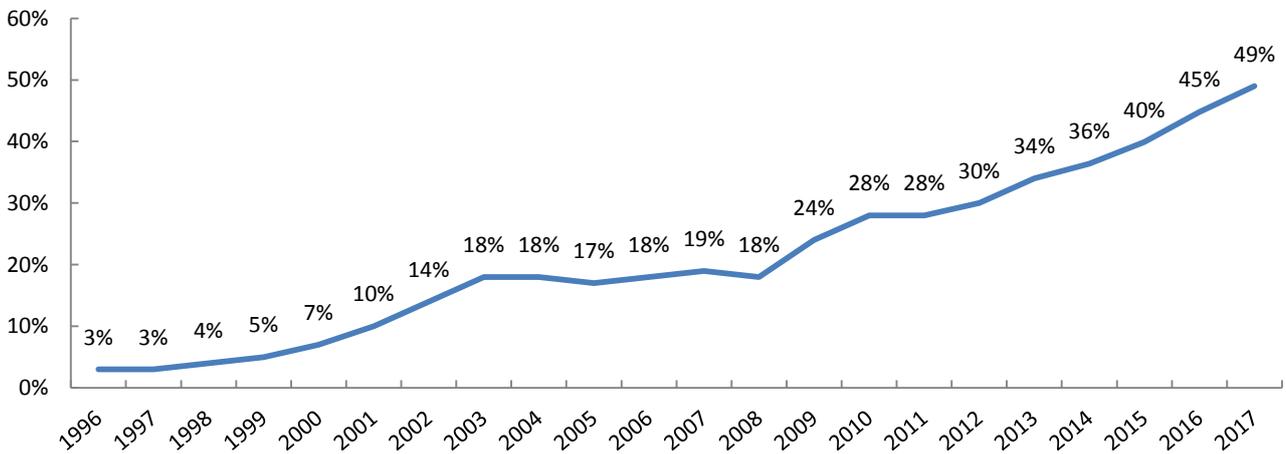


资料来源：中汽协，国海证券研究所

2、居民杠杆率提升，房贷挤压汽车消费

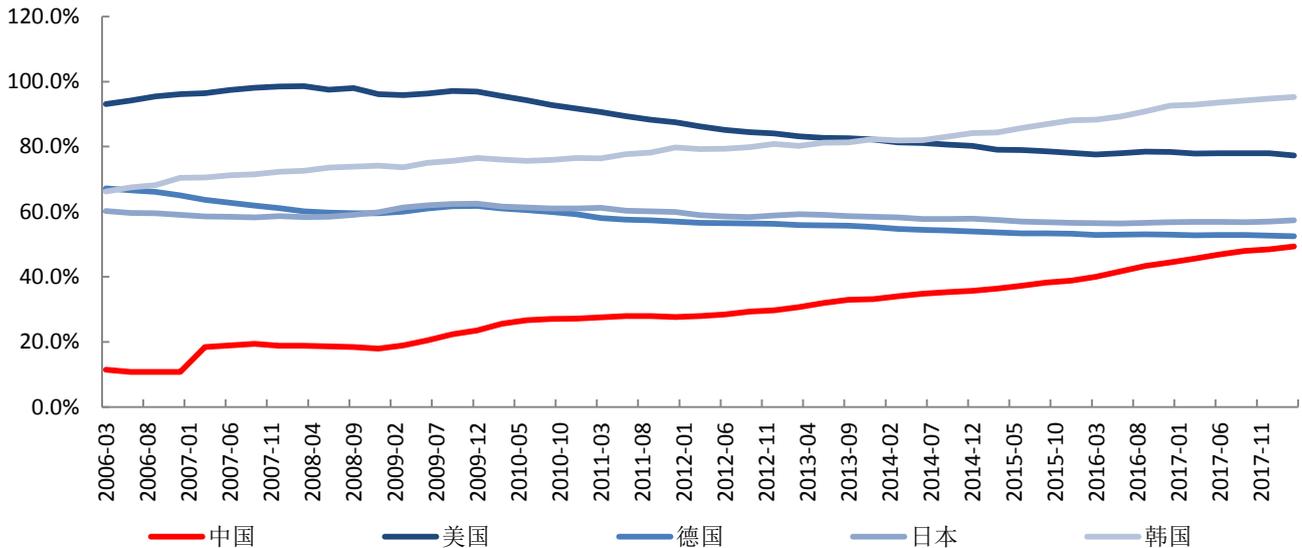
近年来我国居民部门负债率不断上升,2017 年达到 49%,横向与其他国家相比,中国的居民杠杆率并不高。截至 2018 年第一季度,美国居民杠杆率为 77.3%,德国为 52.5%,日本为 57.4%,韩国为 95.2%,均高于我国。但是从杠杆率提升速度来看,2008 年以后我国居民杠杆率提升明显加速,尤其是 2015-2017 这两年时间负债率提升近 10 个百分点。

图 23: 中国居民部门杠杆率



资料来源：Wind，国海证券研究所

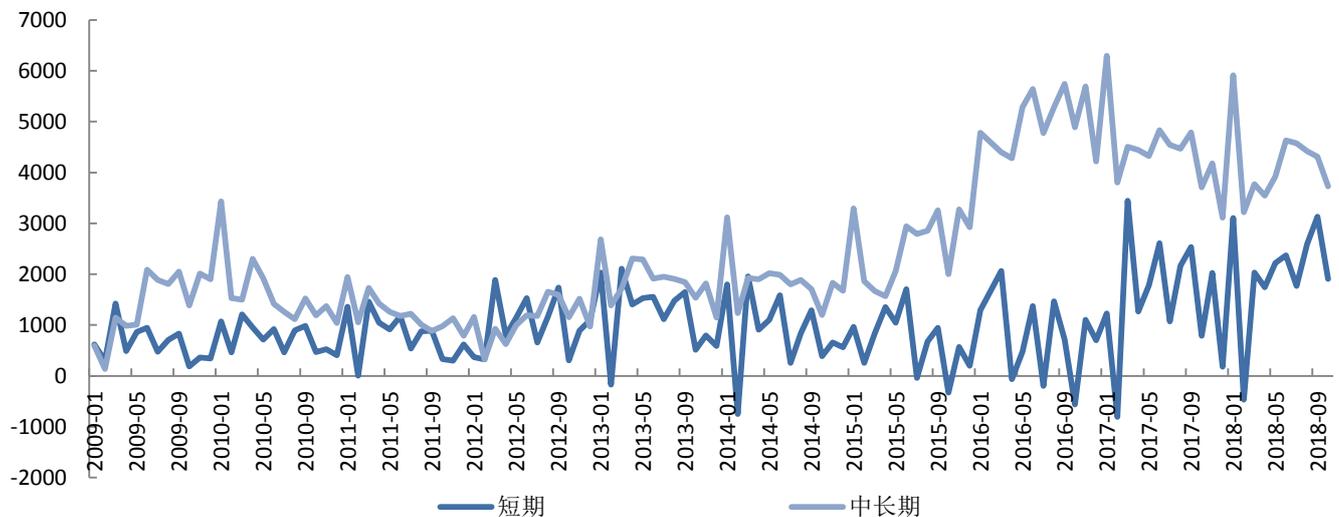
图 24: 中国与其他国家居民杠杆率对比



资料来源：Wind，国海证券研究所

居民贷款从期限来看主要分为短期和中长期，其中中长期贷款以房贷为主。我们从金融机构新增居民户贷款的角度去观察过去几年的数据，发现自 2015 年以后居民贷款结构中短期和中长期的差距不断拉大，中长期贷款增长较为迅猛，结构占比不断加大。

图 25：金融机构新增居民户贷款结构（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

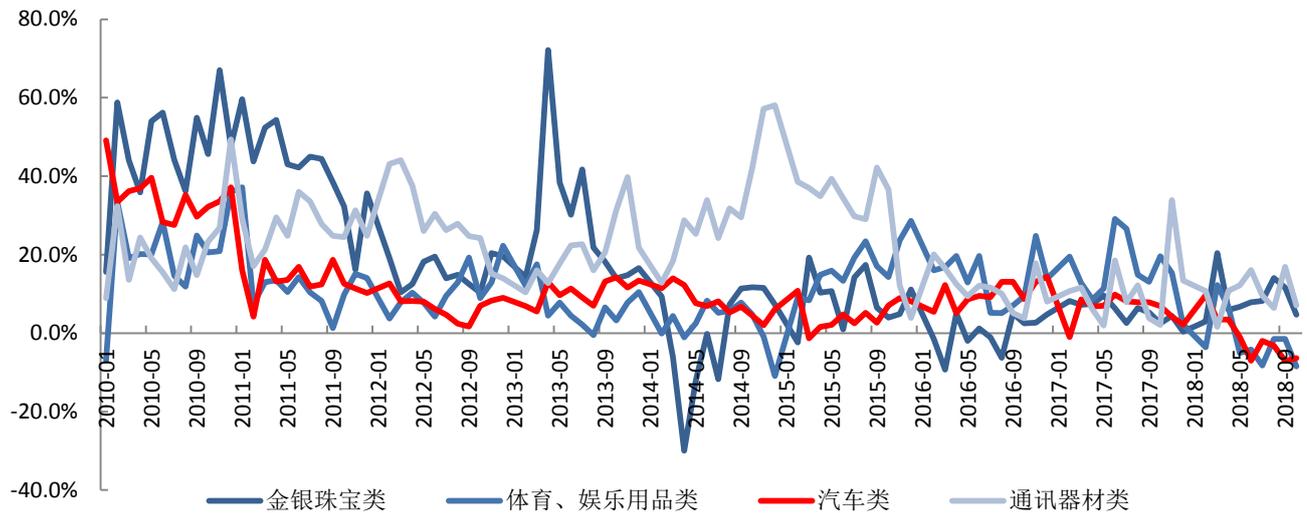
新增居民中长期贷款位于高位，长期来看将快速提升居民贷款余额，其中个人购房贷款余额更为明显。2015 年第三季度开始，个人购房贷款余额同比增速开始大幅提升，从 20.9% 的水平不断拉升，2017 年第一季度增速已经达到 35.7%。近两年增速有所回落但仍维持一个高于 2015 年前的水平。房贷余额的快速增长使得居民杠杆率在短期内拉高，一定程度上削减了居民的日常开支，而汽车作为金额较大的可选消费品受冲击较大。

图 26：个人购房贷款余额（亿元）



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 27: 可选消费品零售金额当月同比在 2015 年之后位于低速区间



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3、未来看点：全新竞争格局下自主品牌将多级分化

1、股比放开驱赶利润奶牛，弱势车企危机四伏

2018年4月17日，中国国家发改委宣布，汽车行业开放将分类型实行过渡期：其中，2018年取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2020年取消商用车外资股比限制；2022年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制；通过5年过渡期，汽车行业将全部取消股比限制。

股比放开对于中国汽车工业的走向影响重大，过去实施的股比限制等保护政策给了众多自主品牌喘息的机会，并从合资工厂的利润中分一杯羹，但这种情况可能以后就一去不复返了。2018年10月11日，宝马官方发布公告称，宝马集团与华晨汽车签署协议，将出资36亿欧元（约288亿人民币）从华晨汽车手中收购

25%股份，所占股份从 50%提高到 75%。宝马公司成为股比放开后的首个受益者，但是它绝不会是最后一个，合资控股双方的力量强弱将决定往后股比分配的博弈结果。

未来弱势自主车企将面临相当大的考验，一方面曾经的合作伙伴极有可能在 2022 年以后提出控股甚至独资的要求，另一方面自主车型规模化效应未显现，难堪重任。合资品牌的利润贡献大幅减少将使得车企经营性现金流紧张，后续的设计研发也会受到影响。目前一些大型国企对于合资品牌依赖较为严重，其中一汽、北汽、东风等车企在自主品牌的培育上相对落后，倘若未来集团对于外资方的把控稍弱，则易出现经营业绩下滑的风险。我们认为，市场换技术已被证明是一个伪命题，依赖合资品牌的弱势车企必须加速自主车型的研发生产，优化车型布局和技术路线，否则市场化出清下的生存危机将较大。

2、市场化重压之下必有勇夫，自主强势车企开始征途

完全放开的市场化竞争，倒逼自主强势车企崛起。绝大多数民营自主车企以及重视自主研发的国营车企，长久以来就一直在市场竞争中厮杀，目前销量排行前列的吉利、长城、长安、上汽乘用车、广汽乘用车等都在消费端确立了市场地位。未来股比开放将使得外资方进一步在华投放技术、车型，这对于整个行业的发展是一种催化，弱者淘汰的同时自主强势车企有望提升集中度。

现阶段，自主车企对于中国国情更为了解，利用本土品牌的优势上主打性价比和热门车型（SUV），但我们认为下一个阶段车型品类的全布局是一大趋势，长期看品牌向上是迎接外资挑战的有力武器。

1) 车型品类扩张，从 SUV 再回到轿车和 MPV

经历高速增长之后，SUV 占到中国乘用车市场的比重已经提升至 40%以上，这属于全球范围中的高位。在越来越高的基数背景下，SUV 的高速增长不可能无限制的持续下去。轿车市场的复苏和 MPV 市场的相对空白给了车企下一个增长源泉。MPV 领域，低端产品逐步边缘化，家庭出游等消费升级带来中高端产品的销售需求。面对 MPV 细分市场的机遇，自主品牌纷纷加大布局。比亚迪于 2017 年 9 月推出比亚迪宋 MAX，凭借优异的产品力以及准确的市场定位，取得了较好的市场成绩，2018 年 1-10 月累计销量达到 12.20 万辆，MPV 细分市场销量排名第三；广汽传祺通过 GM8 进入到中高端市场，并预计在 2018 年底推出 GM6 进一步延申产品范围，覆盖中端市场；吉利紧随其后也将于 2018 年底推出全新 MPV 车型。

表 4: 自主品牌在 MPV 领域布局车型

| 厂家 | 车型 | 车型 | 指导价 (万元) | 上市时间 |
|-----|-------|---|------------|-----------------|
| 比亚迪 | 宋 MAX |  | 7.99-12.99 | 2017 年 9 月 25 日 |

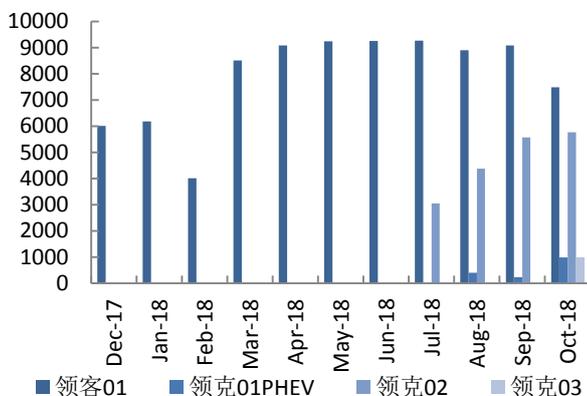
| | | | | |
|-------|--------|---|--------------|------------------|
| 广汽乘用车 | 传祺 GM8 |  | 17.68-25.98 | 2017 年 12 月 30 日 |
| 广汽乘用车 | 传祺 GM6 |  | 预计 11.5-16.5 | 2018 年下半年 |
| 吉利 | 全新 MPV |  | 暂无 | 2018 年下半年 |

资料来源：汽车之家，国海证券研究所

2) 自主高端子品牌接受市场检验，品牌向上是长期战略

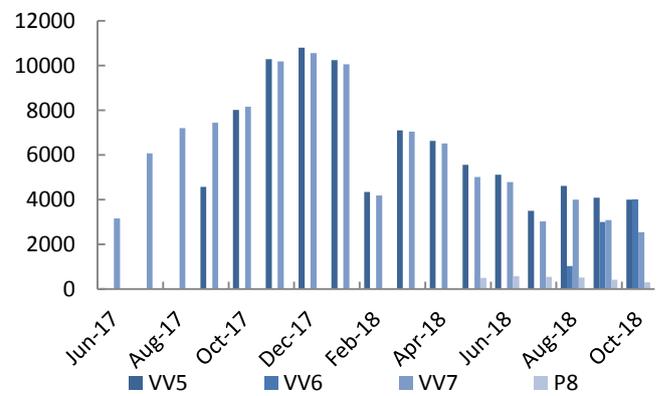
自主头部企业吉利、长城于 2017 年推出高端子品牌领克和 WEY，上汽乘用车于 2018 年推出旗下高端新能源中型 SUV Marvel X，自主车企对于品牌向上战略愈加重视。从市场表现看，领克 01、02、03 月销量合计在 1.3 万辆以上，WEY 品牌的 VV5、VV6、VV7、P8 月销量合计在 1 万辆以上，整体表现稳定。不过和上市初期相比，各车型的市场竞争力都略有下滑，一方面其余车型的补充会分流一部分销量，比如 WEY 的 VV 系列相互之间重合度较高；另一方面，目前自主高端子品牌的产品成熟度还有待提高。自主品牌高端化是直面合资品牌竞争的必然结果，能否将品牌竞争力持续保持下去，将是进一步拓展中高端市场的关键。

图 28: 领克品牌各车型上市以来月销量 (辆)



资料来源：吉利汽车公司公告，国海证券研究所

图 29: WEY 品牌各车型上市以来月销量 (辆)



资料来源：长城汽车公司公告，国海证券研究所

图 30: 领克 02 车型图



资料来源: 汽车之家, 国海证券研究所

图 31: 领克 03 车型图



资料来源: 汽车之家, 国海证券研究所

图 32: WEY P8 车型图



资料来源: 汽车之家, 国海证券研究所

图 33: 上汽荣威 Marvel X 车型图



资料来源: 汽车之家, 国海证券研究所

3、汽车零部件板块

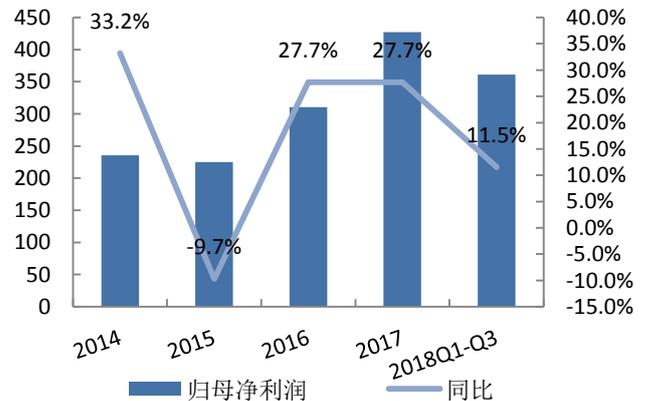
零部件子版块领先，长期仍看好零部件自主替代。2018年前三季度申万汽车零部件板块上市公司实现营业收入合计 5421.72 亿元，同比+13.4%；归属于上市公司股东净利润合计 360.99 亿元，同比+11.5%。汽车零部件版块无论是收入还是利润都领先行业，主要还是因为国内与海外市场的替代效应不断加强。国内车市销售虽然遇冷，但是也为自主零部件打入整车厂提供了机遇，众多整车厂对于成本的把控会将降价压力部分传导至上游，具备技术储备以及成本优势明显的自主零部件厂商将有望扩大市场份额，进一步替代外资及合资零部件供应商；而海外市场方面，随着海外并购和跨国建厂的加速，部分优质零部件逐步实现了“走出去”，在此背景下海外营收有力的支撑了业绩增长；此外新能源汽车的快速发展催生全新的新能源汽车零部件增量市场，自主厂商纷纷加大布局，未来增长弹性较大。综上我们仍然看好零部件板块业绩增长确定性强、客户结构不断升级的优质标的。

图 34: 汽车零部件板块收入及增速 (亿元/%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

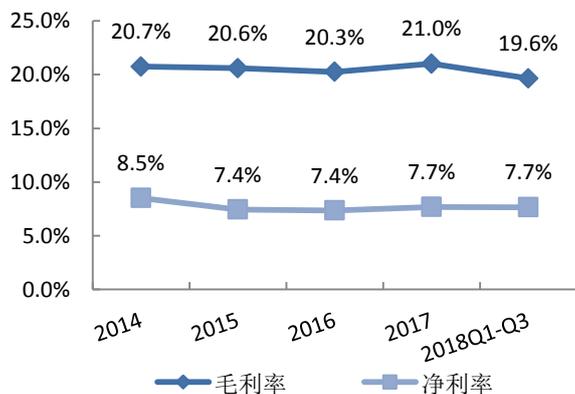
图 35: 汽车零部件板块归母净利润及增速 (亿元/%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

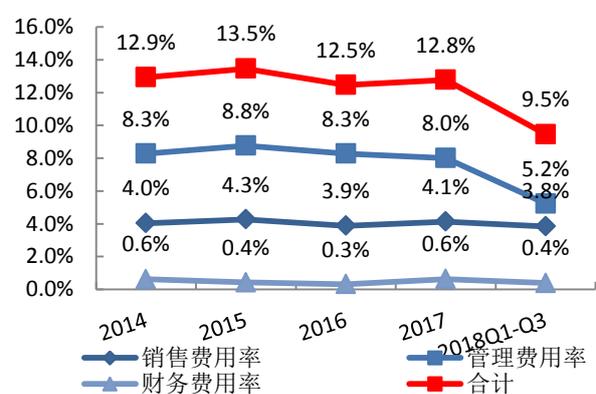
毛利率承压，费用率控制得当。2018年前三季度汽车零部件板块毛利率为 19.6%，同比减少 1.14 个百分点，净利率为 7.7%，同比减少 0.13 个百分点；费用方面，销售费用率为 3.8%，同比减少 0.25 个百分点，财务费用率为 0.4%，同比减少 0.27 个百分点，同口径费用率较去年同期减少 0.52 个百分点。

图 36: 汽车零部件板块 2018Q3 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 37: 汽车零部件板块 2018Q3 三项费用率



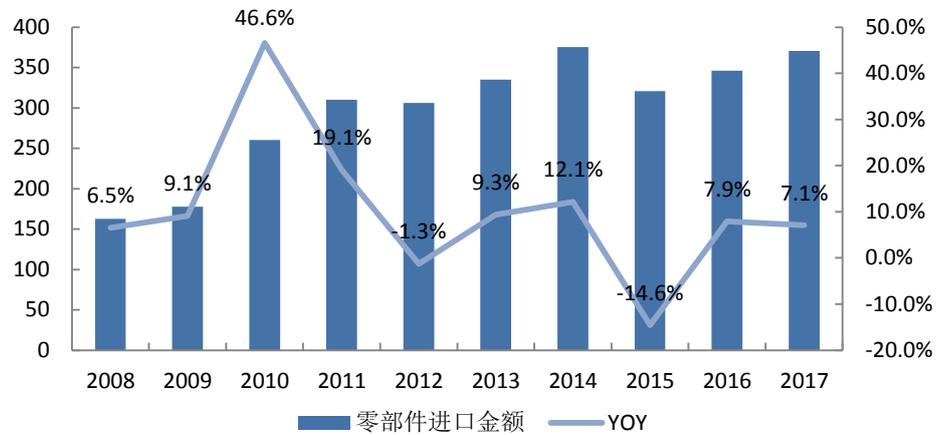
资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.1、传统零部件：细分领域龙头的崛起

1、进口替代稳步推进，自主厂商成长迅速但和国际零部件巨头差距仍大

零部件产业伴随着整车市场的壮大而发展，随着汽车产销量进入低速增长期，汽车零部件行业也进入了新的发展阶段。本土零部件企业经过了多年的技术研发和生产经验积累，在成本控制、产业链转移、价值量提升等方面都实现了长足的发展。2008年到2017年，这十年间汽车销量复合增速为11.9%，而同期的汽车零部件进口金额复合增速为8.6%，低于整车增速。零部件本土化生产是一大趋势，其中一半归功于外国零部件厂商在国内开设的合资企业，另一半则是由于自主零部件厂商的崛起。

图 38：历年汽车零部件进口金额及同比增速（亿美元/%）



资料来源：中商产业研究院，国海证券研究所

自主零部件产业初期呈现小作坊遍布的局面，企业数量多但是普遍规模都不大，其中能够登陆资本市场的基本上都是相应细分领域的佼佼者。我们将 A 股汽车零部件公司按照上市以来市值的增长进行排名，发现净利润超过 10 亿元级别的公司基本都处于市值增长的前列，侧面反映出业绩驱动是汽车零部件公司市值成长的一个基本要素。这些公司从上市初期的小规模逐渐成长行业内的翘楚，进口替代效应不断加强，其中华域汽车成为汽车内外饰件龙头，福耀玻璃成为汽车玻璃龙头并逐步扩张海外市场，中鼎股份是非轮胎橡胶件龙头并积极实现海外并购国内落地的发展战略。

表 5：汽车零部件公司市值增长排名

| | 证券代码 | 证券简称 | 上市日期 | 2017 年营业收入 (亿元) | 2017 年归母净利润 (亿元) | 上市首日市值 (亿元) | 当前市值 (亿元) | 当前市值/上市首日市值 | 年化 |
|---|-----------|------|------------|-----------------|------------------|-------------|-----------|-------------|-----|
| 1 | 600741.SH | 华域汽车 | 1996-08-26 | 1,404.87 | 65.54 | 5.03 | 533.13 | 10602% | 24% |
| 2 | 002050.SZ | 三花智控 | 2005-06-07 | 95.81 | 12.36 | 9.49 | 276.56 | 2914% | 30% |
| 3 | 600699.SH | 均胜电子 | 1993-12-06 | 266.06 | 3.96 | 8.04 | 208.75 | 2597% | 14% |
| 4 | 600660.SH | 福耀玻璃 | 1993-06-10 | 187.16 | 31.49 | 22.90 | 534.83 | 2335% | 13% |
| 5 | 000559.SZ | 万向钱潮 | 1994-01-10 | 111.54 | 8.82 | 9.54 | 149.22 | 1565% | 12% |
| 6 | 002625.SZ | 光启技术 | 2011-11-03 | 3.80 | 0.81 | 14.87 | 192.19 | 1292% | 44% |
| 7 | 002048.SZ | 宁波华翔 | 2005-06-03 | 148.07 | 7.98 | 6.21 | 69.14 | 1113% | 20% |

| | | | | | | | | | |
|----|-----------|------|------------|----------|-------|--------|--------|-------|------|
| 8 | 000581.SZ | 威孚高科 | 1998-09-24 | 90.17 | 25.71 | 17.10 | 173.55 | 1015% | 12% |
| 9 | 002085.SZ | 万丰奥威 | 2006-11-28 | 101.77 | 9.01 | 21.20 | 164.23 | 775% | 19% |
| 10 | 600742.SH | 一汽富维 | 1996-08-26 | 127.33 | 4.68 | 8.11 | 55.28 | 682% | 9% |
| 11 | 000887.SZ | 中鼎股份 | 1998-12-03 | 117.70 | 11.27 | 22.40 | 129.53 | 578% | 9% |
| 12 | 000589.SZ | 黔轮胎A | 1996-03-08 | 69.60 | -2.22 | 5.84 | 27.61 | 472% | 7% |
| 13 | 002101.SZ | 广东鸿图 | 2006-12-29 | 50.03 | 2.91 | 12.93 | 46.91 | 363% | 11% |
| 14 | 000903.SZ | 云内动力 | 1999-04-15 | 59.10 | 2.65 | 15.21 | 54.00 | 355% | 7% |
| 15 | 002239.SZ | 奥特佳 | 2008-05-22 | 51.84 | 3.67 | 19.56 | 68.26 | 349% | 13% |
| 16 | 002684.SZ | 猛狮科技 | 2012-06-12 | 39.05 | -1.34 | 11.25 | 36.88 | 328% | 22% |
| 17 | 600081.SH | 东风科技 | 1997-07-03 | 61.02 | 1.39 | 7.35 | 24.05 | 327% | 6% |
| 18 | 000030.SZ | 富奥股份 | 1993-09-29 | 71.93 | 8.32 | 21.87 | 67.98 | 311% | 5% |
| 19 | 600182.SH | S佳通 | 1999-05-07 | 34.58 | 0.61 | 18.19 | 55.83 | 307% | 6% |
| 20 | 601799.SH | 星宇股份 | 2011-02-01 | 42.55 | 4.70 | 46.71 | 132.67 | 284% | 16% |
| 21 | 002126.SZ | 银轮股份 | 2007-04-18 | 43.23 | 3.11 | 20.44 | 57.04 | 279% | 10% |
| 22 | 600114.SH | 东睦股份 | 2004-05-11 | 17.83 | 3.00 | 16.72 | 44.62 | 267% | 7% |
| 23 | 002488.SZ | 金固股份 | 2010-10-21 | 30.11 | 0.54 | 30.48 | 76.55 | 251% | 12% |
| 24 | 603085.SH | 天成自控 | 2015-06-30 | 7.83 | 0.70 | 10.47 | 24.53 | 234% | 33% |
| 25 | 000760.SZ | 斯太尔 | 1997-06-27 | 1.51 | -1.69 | 12.53 | 28.79 | 230% | 4% |
| 26 | 600960.SH | 渤海汽车 | 2004-04-07 | 24.99 | 2.38 | 17.37 | 38.88 | 224% | 6% |
| 27 | 600480.SH | 凌云股份 | 2003-08-15 | 118.45 | 3.31 | 16.70 | 36.77 | 220% | 5% |
| 28 | 002708.SZ | 光洋股份 | 2014-01-21 | 14.61 | 0.12 | 22.92 | 50.45 | 220% | 22% |
| 29 | 000700.SZ | 模塑科技 | 1997-02-28 | 43.40 | 1.34 | 12.24 | 26.80 | 219% | 4% |
| 30 | 600148.SH | 长春一东 | 1998-05-20 | 7.68 | 0.18 | 9.92 | 21.13 | 213% | 4% |
| 31 | 603009.SH | 北特科技 | 2014-07-18 | 9.13 | 0.73 | 10.76 | 22.84 | 212% | 21% |
| 32 | 300745.SZ | 欣锐科技 | 2018-05-23 | 4.91 | 0.92 | 19.22 | 39.51 | 206% | 106% |
| 33 | 603306.SH | 华懋科技 | 2014-09-26 | 9.89 | 2.78 | 24.36 | 46.89 | 192% | 18% |
| 34 | 000338.SZ | 潍柴动力 | 2007-04-30 | 1,515.69 | 68.08 | 312.01 | 599.29 | 192% | 6% |
| 35 | 002590.SZ | 万安科技 | 2011-06-10 | 22.75 | 1.28 | 17.20 | 32.76 | 190% | 10% |
| 36 | 000757.SZ | 浩物股份 | 1997-06-27 | 6.11 | 0.47 | 12.17 | 22.90 | 188% | 3% |
| 37 | 603305.SH | 旭升股份 | 2017-07-10 | 7.39 | 2.22 | 64.94 | 119.06 | 183% | 83% |
| 38 | 002931.SZ | 锋龙股份 | 2018-04-03 | 3.13 | 0.48 | 15.82 | 28.38 | 179% | 79% |
| 40 | 002865.SZ | 钧达股份 | 2017-04-25 | 11.53 | 0.67 | 15.64 | 27.62 | 177% | 77% |
| 41 | 601058.SH | 赛轮轮胎 | 2011-06-30 | 138.07 | 3.30 | 37.88 | 65.92 | 174% | 8% |
| 42 | 603655.SH | 朗博科技 | 2017-12-29 | 1.87 | 0.35 | 9.86 | 17.10 | 173% | 73% |
| 43 | 000678.SZ | 襄阳轴承 | 1997-01-06 | 15.22 | 0.12 | 14.55 | 25.19 | 173% | 3% |
| 44 | 603788.SH | 宁波高发 | 2015-01-20 | 12.08 | 2.33 | 20.25 | 34.26 | 169% | 19% |
| 45 | 002265.SZ | 西仪股份 | 2008-08-06 | 9.04 | 0.20 | 16.73 | 28.07 | 168% | 5% |
| 46 | 002434.SZ | 万里扬 | 2010-06-18 | 50.30 | 6.43 | 53.06 | 87.75 | 165% | 6% |
| 47 | 600523.SH | 贵航股份 | 2001-12-27 | 33.91 | 1.94 | 21.76 | 35.90 | 165% | 3% |
| 48 | 603158.SH | 腾龙股份 | 2015-03-20 | 9.04 | 1.31 | 22.32 | 36.51 | 164% | 18% |
| 49 | 002921.SZ | 联诚精密 | 2017-12-27 | 6.10 | 0.47 | 13.30 | 21.16 | 159% | 59% |
| 50 | 002664.SZ | 长鹰信质 | 2012-03-16 | 24.19 | 2.56 | 30.00 | 47.20 | 157% | 8% |
| 51 | 603006.SH | 联明股份 | 2014-06-30 | 10.16 | 1.14 | 11.44 | 17.98 | 157% | 12% |

| | | | | | | | | | |
|----|-----------|------|------------|-------|-------|--------|--------|------|-----|
| 52 | 002355.SZ | 兴民智通 | 2010-02-09 | 18.68 | 0.62 | 30.72 | 47.80 | 156% | 6% |
| 53 | 300707.SZ | 威唐工业 | 2017-10-10 | 4.37 | 0.85 | 17.08 | 26.41 | 155% | 55% |
| 54 | 603335.SH | 迪生力 | 2017-06-20 | 7.81 | 0.12 | 13.20 | 19.83 | 150% | 50% |
| 55 | 300680.SZ | 隆盛科技 | 2017-07-25 | 1.50 | 0.18 | 8.50 | 12.47 | 147% | 47% |
| 56 | 300304.SZ | 云意电气 | 2012-03-21 | 6.42 | 1.41 | 22.50 | 32.62 | 145% | 6% |
| 57 | 300432.SZ | 富临精工 | 2015-03-19 | 23.28 | 3.71 | 24.14 | 34.61 | 143% | 13% |
| 58 | 603040.SH | 新坐标 | 2017-02-09 | 2.71 | 1.05 | 14.20 | 20.12 | 142% | 42% |
| 59 | 002863.SZ | 今飞凯达 | 2017-04-18 | 25.80 | 0.61 | 17.48 | 24.29 | 139% | 39% |
| 60 | 002284.SZ | 亚太股份 | 2009-08-28 | 39.64 | 0.83 | 24.78 | 34.30 | 138% | 4% |
| 61 | 300643.SZ | 万通智控 | 2017-05-05 | 3.20 | 0.35 | 12.38 | 17.00 | 137% | 37% |
| 62 | 300100.SZ | 双林股份 | 2010-08-06 | 42.79 | 1.82 | 34.74 | 47.36 | 136% | 4% |
| 63 | 300681.SZ | 英搏尔 | 2017-07-25 | 5.36 | 0.84 | 19.01 | 25.70 | 135% | 35% |
| 64 | 603319.SH | 湘油泵 | 2016-11-30 | 8.14 | 1.11 | 12.19 | 16.39 | 135% | 16% |
| 65 | 300694.SZ | 鑫湖股份 | 2018-10-15 | 9.04 | 0.98 | 30.66 | 41.02 | 134% | 34% |
| 67 | 600698.SH | 湖南天雁 | 1993-12-06 | 5.83 | -0.84 | 28.86 | 37.89 | 131% | 1% |
| 68 | 300258.SZ | 精锻科技 | 2011-08-26 | 11.29 | 2.50 | 37.64 | 49.41 | 131% | 4% |
| 69 | 300585.SZ | 奥联电子 | 2016-12-29 | 3.95 | 0.59 | 11.36 | 14.58 | 128% | 13% |
| 70 | 603286.SH | 日盈电子 | 2017-06-27 | 3.18 | 0.34 | 10.06 | 12.80 | 127% | 27% |
| 71 | 300742.SZ | 越博动力 | 2018-05-08 | 9.00 | 0.94 | 26.38 | 32.47 | 123% | 23% |
| 72 | 603179.SH | 新泉股份 | 2017-03-17 | 30.95 | 2.50 | 32.15 | 38.15 | 119% | 19% |
| 73 | 603023.SH | 威帝股份 | 2015-05-27 | 1.99 | 0.69 | 15.26 | 17.89 | 117% | 5% |
| 74 | 300547.SZ | 川环科技 | 2016-09-30 | 6.48 | 1.14 | 19.00 | 22.23 | 117% | 8% |
| 75 | 600469.SH | 风神股份 | 2003-10-21 | 73.04 | -4.75 | 18.84 | 21.88 | 116% | 1% |
| 76 | 603701.SH | 德宏股份 | 2016-04-12 | 5.09 | 0.81 | 15.24 | 17.64 | 116% | 8% |
| 77 | 603239.SH | 浙江仙通 | 2016-12-30 | 7.32 | 1.70 | 28.38 | 32.68 | 115% | 7% |
| 78 | 002765.SZ | 蓝黛传动 | 2015-06-12 | 12.15 | 1.26 | 22.96 | 25.95 | 113% | 4% |
| 79 | 601311.SH | 骆驼股份 | 2011-06-02 | 76.18 | 4.83 | 73.78 | 80.51 | 109% | 1% |
| 80 | 603997.SH | 继峰股份 | 2015-03-02 | 19.02 | 2.93 | 48.22 | 51.62 | 107% | 2% |
| 81 | 603197.SH | 保隆科技 | 2017-05-19 | 20.81 | 1.74 | 28.92 | 30.88 | 107% | 7% |
| 82 | 300611.SZ | 美力科技 | 2017-02-20 | 4.02 | 0.48 | 15.43 | 15.94 | 103% | 3% |
| 83 | 603178.SH | 圣龙股份 | 2017-03-28 | 15.76 | 0.94 | 21.68 | 22.37 | 103% | 3% |
| 84 | 603037.SH | 凯众股份 | 2017-01-20 | 4.50 | 1.14 | 18.44 | 18.95 | 103% | 3% |
| 85 | 603089.SH | 正裕工业 | 2017-01-26 | 8.43 | 0.72 | 17.87 | 18.35 | 103% | 3% |
| 86 | 601500.SH | 通用股份 | 2016-09-19 | 37.65 | 1.48 | 51.47 | 52.70 | 102% | 1% |
| 87 | 603013.SH | 亚普股份 | 2018-05-09 | 70.75 | 3.35 | 85.68 | 86.65 | 101% | 1% |
| 88 | 002725.SZ | 跃岭股份 | 2014-01-29 | 7.83 | 0.16 | 22.12 | 22.09 | 100% | 0% |
| 89 | 601689.SH | 拓普集团 | 2015-03-19 | 50.90 | 7.38 | 106.26 | 105.64 | 99% | 0% |
| 90 | 002715.SZ | 登云股份 | 2014-02-19 | 3.42 | 0.09 | 13.46 | 13.27 | 99% | 0% |
| 91 | 300580.SZ | 贝斯特 | 2017-01-11 | 6.71 | 1.40 | 27.62 | 26.90 | 97% | -3% |
| 92 | 002536.SZ | 西泵股份 | 2011-01-11 | 26.66 | 2.42 | 37.04 | 35.32 | 95% | -1% |
| 93 | 603348.SH | 文灿股份 | 2018-04-26 | 15.57 | 1.55 | 48.33 | 45.41 | 94% | -6% |
| 94 | 603166.SH | 福达股份 | 2014-11-27 | 13.34 | 1.36 | 36.20 | 33.83 | 93% | -2% |
| 95 | 300652.SZ | 雷迪克 | 2017-05-16 | 4.95 | 0.75 | 20.13 | 18.47 | 92% | -8% |

| | | | | | | | | | |
|-----|-----------|------|------------|--------|-------|--------|--------|-----|------|
| 96 | 002553.SZ | 南方轴承 | 2011-02-25 | 3.89 | 0.79 | 21.89 | 19.98 | 91% | -1% |
| 97 | 300473.SZ | 德尔股份 | 2015-06-12 | 25.41 | 1.31 | 41.41 | 37.56 | 91% | -3% |
| 98 | 002448.SZ | 中原内配 | 2010-07-16 | 15.04 | 2.79 | 37.00 | 33.30 | 90% | -1% |
| 99 | 300507.SZ | 苏奥传感 | 2016-04-29 | 6.02 | 1.01 | 23.92 | 21.48 | 90% | -5% |
| 100 | 603596.SH | 伯特利 | 2018-04-27 | 24.19 | 2.77 | 88.82 | 78.48 | 88% | -12% |
| 101 | 603917.SH | 合力科技 | 2017-12-04 | 5.39 | 0.82 | 22.94 | 19.91 | 87% | -13% |
| 102 | 002662.SZ | 京威股份 | 2012-03-09 | 56.88 | 3.17 | 64.14 | 55.20 | 86% | -2% |
| 103 | 002472.SZ | 双环传动 | 2010-09-10 | 26.39 | 2.43 | 53.50 | 43.94 | 82% | -2% |
| 104 | 002283.SZ | 天润曲轴 | 2009-08-21 | 30.21 | 3.35 | 47.76 | 39.13 | 82% | -2% |
| 105 | 603035.SH | 常熟汽饰 | 2017-01-05 | 13.39 | 2.28 | 42.08 | 34.33 | 82% | -18% |
| 106 | 300375.SZ | 鹏翎股份 | 2014-01-27 | 11.43 | 1.19 | 25.01 | 20.14 | 81% | -5% |
| 107 | 300733.SZ | 西菱动力 | 2018-01-16 | 6.16 | 1.01 | 29.73 | 22.86 | 77% | -23% |
| 108 | 002593.SZ | 日上集团 | 2011-06-28 | 19.91 | 0.68 | 31.33 | 22.72 | 73% | -4% |
| 109 | 601966.SH | 玲珑轮胎 | 2016-07-06 | 139.18 | 10.48 | 224.28 | 161.52 | 72% | -15% |
| 110 | 603922.SH | 金鸿顺 | 2017-10-23 | 10.42 | 0.91 | 32.33 | 22.34 | 69% | -31% |
| 111 | 002363.SZ | 隆基机械 | 2010-03-05 | 17.25 | 0.56 | 31.66 | 21.60 | 68% | -5% |
| 112 | 002406.SZ | 远东传动 | 2010-05-18 | 15.23 | 1.87 | 46.54 | 31.30 | 67% | -5% |
| 113 | 300695.SZ | 兆丰股份 | 2017-09-08 | 6.08 | 2.05 | 60.17 | 40.19 | 67% | -33% |
| 114 | 603161.SH | 科华控股 | 2018-01-05 | 9.17 | 1.07 | 32.18 | 21.42 | 67% | -33% |
| 115 | 603809.SH | 豪能股份 | 2017-11-28 | 8.42 | 1.50 | 34.39 | 22.89 | 67% | -33% |
| 116 | 002703.SZ | 浙江世宝 | 2012-11-02 | 11.54 | 0.33 | 37.69 | 24.49 | 65% | -7% |
| 117 | 600178.SH | 东安动力 | 1998-10-14 | 18.12 | 0.43 | 34.29 | 20.93 | 61% | -2% |
| 118 | 603767.SH | 中马传动 | 2017-06-13 | 8.81 | 0.78 | 34.37 | 20.16 | 59% | -41% |
| 119 | 002510.SZ | 天汽模 | 2010-11-25 | 19.31 | 0.93 | 60.51 | 35.22 | 58% | -7% |
| 120 | 603730.SH | 岱美股份 | 2017-07-28 | 32.47 | 5.82 | 146.39 | 84.11 | 57% | -43% |
| 121 | 002906.SZ | 华阳集团 | 2017-10-13 | 41.66 | 2.80 | 93.25 | 49.20 | 53% | -47% |
| 122 | 600933.SH | 爱柯迪 | 2017-11-17 | 21.75 | 4.66 | 134.00 | 70.39 | 53% | -47% |
| 123 | 002454.SZ | 松芝股份 | 2010-07-20 | 41.72 | 3.66 | 53.64 | 27.75 | 52% | -8% |
| 124 | 603926.SH | 铁流股份 | 2017-05-10 | 8.52 | 1.09 | 35.26 | 18.03 | 51% | -49% |
| 125 | 603358.SH | 华达科技 | 2017-01-25 | 31.72 | 2.26 | 71.84 | 35.09 | 49% | -51% |
| 126 | 603768.SH | 常青股份 | 2017-03-24 | 19.16 | 1.27 | 47.94 | 22.30 | 47% | -53% |
| 127 | 603586.SH | 金麒麟 | 2017-04-06 | 15.00 | 1.74 | 64.42 | 29.56 | 46% | -54% |
| 128 | 601717.SH | 郑煤机 | 2010-08-03 | 75.48 | 2.84 | 220.08 | 93.97 | 43% | -10% |
| 129 | 603758.SH | 秦安股份 | 2017-05-17 | 12.23 | 1.88 | 68.23 | 27.25 | 40% | -60% |
| 130 | 600609.SH | 金杯汽车 | 1992-07-24 | 57.71 | 1.01 | 96.33 | 36.50 | 38% | -4% |
| 131 | 601163.SH | 三角轮胎 | 2016-09-09 | 79.21 | 4.83 | 254.24 | 94.48 | 37% | -39% |
| 132 | 002328.SZ | 新朋股份 | 2009-12-30 | 39.48 | 0.92 | 78.48 | 25.36 | 32% | -12% |

资料来源: Wind, 国海证券研究所

可以看出自主零部件企业借助中国汽车市场的高速发展逐步扩大营收利润规模,并实现了进口替代,其资本市场价值也得以成长,成长为本土零部件龙头。但若和国际零部件巨头相比,自主零部件需要追赶的还有很多。第一,国际零部件巨头营收体量非常大,全球各地布局完善;第二,国际零部件巨头的产品价值相对较高,存在技术壁垒。根据《美国汽车新闻》(Automotive News)发布的2018

全球汽车零部件配套供应商百强榜单，入围企业共来自 17 个国家和地区，其中日本有 26 家企业，美国有 22 家，德国有 20 家企业，三个汽车强国占据接近 70% 的榜单。中国企业入围的有 6 家，其中营收最高的延峰 2017 年收入 142.78 亿美元。

国际零部件巨头的营收体量在 200 亿美元以上，客户覆盖全球主要品牌，并且在各地开设工厂，真正意义上实现了研发、生产、销售的全球化。另一方面，博世、大陆、采埃孚、爱信精机等公司产品囊括了汽车电子、动力系统、变速器类高价值产品，在某些特定领域具备不可替代性，因此外来竞争者相对难以形成挑战。由于我国汽车产业，尤其是乘用车产业发展的时间比国外差上一大截，因此核心技术的自主化相对还比较低，走量的产品大多集中于一些劳动力密集型行业，进入壁垒相对较低。未来想要能够成长起来的公司，一定会走产品升级、客户优化之路，我们认为细分领域龙头具备这些潜质，有望在中短期内在规模上实现较大的追赶。

表 6: 2018 年全球汽车零部件配套供应商排行榜（选取前二十名）

| 2018 排名 | 公司 | 国别 | 2017 年营收(亿美元) | 2016 年营收(亿美元) | 同比 | 名次变化 |
|---------|--------|-----|---------------|---------------|--------|------|
| 1 | 罗伯特博世 | 德国 | 475.00 | 424.00 | +12.0% | 0 |
| 2 | 电装 | 日本 | 407.82 | 361.84 | +12.7% | 2 |
| 3 | 麦格纳国际 | 加拿大 | 389.46 | 364.45 | +6.9% | 0 |
| 4 | 大陆集团 | 德国 | 359.10 | 326.76 | +9.9% | 1 |
| 5 | 采埃孚 | 德国 | 344.81 | 326.90 | +5.5% | -3 |
| 6 | 爱信精机 | 日本 | 338.37 | 313.89 | +7.8% | 0 |
| 7 | 现代摩比斯 | 韩国 | 249.84 | 272.07 | -8.2% | 0 |
| 8 | 李尔 | 美国 | 204.67 | 185.58 | +10.3% | 1 |
| 9 | 法雷奥 | 法国 | 193.60 | 152.20 | +27.2% | 1 |
| 10 | 佛吉亚 | 法国 | 191.70 | 207.00 | -7.4% | -2 |
| 11 | 安道拓 | 美国 | 162.00 | 168.37 | -3.8% | 0 |
| 12 | 矢崎 | 日本 | 157.54 | 156.00 | +1.0% | 1 |
| 13 | 松下汽车系统 | 日本 | 149.95 | 119.88 | +25.1% | 4 |
| 14 | 住友电工 | 日本 | 148.72 | 134.88 | +10.3% | 2 |
| 15 | 马勒 | 德国 | 144.41 | 136.35 | +5.9% | -1 |
| 16 | 延峰 | 中国 | 142.78 | 129.91 | +9.9% | -1 |
| 17 | 丰田纺织 | 日本 | 134.44 | 96.83 | +38.8% | 7 |
| 18 | 捷太格特 | 日本 | 127.09 | 107.78 | +17.9% | 2 |
| 19 | 蒂森克虏伯 | 德国 | 125.91 | 109.86 | +14.6% | -1 |
| 20 | 巴斯夫 | 德国 | 121.57 | 103.71 | +17.2% | 1 |

资料来源：《美国汽车新闻》，国海证券研究所

3.2、产品不断升级，“自主研发+海外并购”双线并进

产品升级是自主零部件厂商成长的必经之路，但这一过程并不是一两年内就可以完成的，对于研发、设计等环节都提出了资金和时间要求。但同时整车市场的进

步升级日新月异，出于环保、安全、舒适等角度考虑，配套 OEM 的零部件厂商必须不断革新产品系列。自主零部件厂商目前主要选择两条路线，一条是依靠自主研发自我迭代，从现有的技术上不断延伸；另一条就是通过并购海外优质标的实现技术的引进。自主研发的代表有星宇股份、宁波高发、福耀玻璃等，海外并购的代表有中鼎股份等。

1) 车灯：代表企业星宇股份

车灯不断升级换代，LED 和智能化车灯将成为主流。目前车灯分为卤素灯、氙气灯和 LED 灯三大类。卤素灯从 1960 年问世以来，因其价格便宜、结构简单等特点，仍在大规模的应用，目前在市场上的占比最高在 60%左右；氙气灯是 1992 年以后才开始逐步应用的，凭借亮度、使用寿命的提升占据一部分市场；LED 灯应用时间相对较短，普及率不及卤素灯和氙气灯，但是优异的综合性能和时尚外形受到众多主流车厂的青睐，在中高端车型上应用较多。

相比于传统的卤素灯和氙气灯，LED 灯的性能优势明显。在三种车灯中，LED 灯亮度最高、点亮时间最短以及使用寿命最长，可达 6-10 万小时。除此以外，它的能耗值是最低的，在保持高性能的同时也注重节能。照明效果上，LED 灯光色与日光比较接近，不会出现类似于卤素灯偏黄的情况，此外光线误差小无需滤光。

表 7：汽车大灯主要类型

| | 卤素灯 | 氙气灯 | LED 灯 |
|----|---|--|---|
| 图片 |  |  |  |
| 原理 | 卤素灯是在白炽灯的基础上发展而来，白炽灯的寿命短，因此在灯泡内注入卤素气体，高温下升华的钨丝和与卤素进行化学作用，冷却后的钨会重新凝固在钨丝上，形成平衡的循环，避免钨丝过早断裂，提高寿命 | 氙气灯的内部充满包括氙气在内的惰性气体混合物，通过高压击穿氙气从而导致氙气在两个电极之间形成电弧并发光 | LED 是一种电致发光器件，利用固体半导体芯片作为发光材料，通过载流子发生复合引起光子发射而直接发光。LED 大灯就是利用 LED 作为光源制造出的照明器具 |
| 优点 | 造价低、结构简单、灯光穿透力较强（色温较低） | 亮度高（是同等瓦数卤素灯泡的 3 倍）、光色与日光比较接近、寿命较长 | 节能、反应快（点亮时间只需几微妙）、亮度高、体积小（可排列成各种炫酷的形状）、寿命长（可使用 6-10 万小时） |
| 缺点 | 亮度有限、发热较严重、灯光颜色偏黄、寿命相对较短 | 价格高、结构比较复杂（必须有透镜等结构）、启动时间长（点亮后 3-4 秒才能达到额定亮度）、雨雪雾天气穿透力下降严重 | 散热性不好（如长时间使用需要考虑简单的散热装置）、不易维修 |

资料来源：太平洋汽车网，搜狐汽车，国海证券研究所

星宇股份积极布局 LED 车灯，研发、投产、配套稳步进行。公司早在 2003 年就开始自主研发国内第一款 LED 汽车后灯——华普 303 后灯。随后依托于国内 LED 研究技术走在前沿的复旦大学光电研究所，通过研发投入累积了大功率 LED 运用于车灯技术上的经验，拥有《LED 活动型汽车前照灯》、《LED 光源汽车前照灯》和《LED 汽车前照灯》3 项专利技术。2013 年公司总投资 5.88 亿元进行“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”建设，并于 2014 年 6 月投产。2016 年公司的 LED 车灯产品分别进入入奥迪 A3、Q5 前照灯及宝马 F45/F46 后组合灯的配套体系，标志着公司 LED 产品成熟度和客户认可度的提升。

图 39：星宇股份客户开发时间线



资料来源：星宇股份公司公告，国海证券研究所

2) 变速操纵器：代表企业宁波高发

变速操纵器由手动向自动升级。手动变速换挡操作完全遵从驾驶者的意志，而自动变速换挡操作作用电脑控制挡位的调换，因此与手动档相比，自动挡具有操作容易、驾驶舒适、减少驾驶者疲劳并提高行车安全性等优点，极大地方便了非职业驾驶员。随着技术的不断发展，自动挡大幅度地克服了以往的缺点，在油耗、动力传递性能、可靠性、成本等方面已有了长足的进步，达到与手动挡相差无几的水平。所以随着经济发展水平和生活水平的不断提升，以及消费者对驾驶舒适性需求的进一步提升，叠加城市交通拥堵因素，使得操作更加便捷的自动挡车型正受到越来越多消费者的青睐。近年来国内自动变速操纵器的需求量快速提升，自动变速操纵器市场规模不断扩大。目前乘用车自动挡渗透率已经上升至 60%，相对 10 年前不足 30%的水平，提升近一倍。

未来电子换挡器将成为新的发展趋势。线控换挡（Shift By Wire, SBW）简称电子换挡，是一种不需要任何机械结构仅通过电控来实现传动的机构。电子换挡器利用电磁感应原理，在换挡杆的下部或侧面安装永磁体。由于换挡时永磁体跟着运动，在电路板的相对位置处，安装有霍尔传感器，感应不同位置的磁感应强度，从而形成对应的不同触发状态，反映换挡的挡位。最终根据 CAN 通信协议传递给变速箱，实现换挡操作。电子换挡器具备质量轻、体积小、换挡简易等优点，结合电动化行业趋势，有望逐步扩大在市場中的推广。目前电子换挡主要是在豪

华车型以及中高端车型上应用，例如奔驰、宝马、奥迪、路虎等。从在售车型的电子换挡系统操作形式来看，宝马和奥迪旗下部分车型使用拨杆式，捷豹和路虎使用旋钮式，奔驰和别克旗下部分车型使用怀挡式，以及林肯、本田使用按键式。不过随着自主品牌新能源汽车的快速发展，众多自主车型纷纷应用电子换挡。主要原因是新能源汽车相比传统内燃机更适合匹配电子换挡系统，新能源汽车的应用基础更加系统化，可以在早期车辆功能定义阶段就集成电子换挡设备。此外，新能源动力系统为电子换挡技术提供了更为精确的数字控制依据，相比于机械动力更能发挥电子设备的优势。

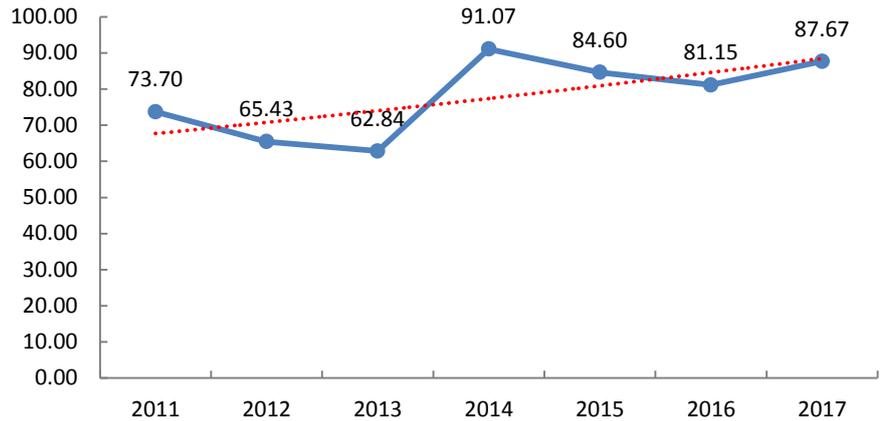
表 8: 电子换挡主要类型

| 类型 | 车型 | 图片 |
|-----|---------------|---|
| 拨杆式 | 奥迪 A8L、宝马 5 系 |  |
| 旋钮式 | 路虎极光、捷豹 |  |
| 怀挡式 | 奔驰 S 级、别克 |  |
| 按键式 | 林肯 MKZ、本田冠道 |  |

资料来源：汽车之家，国海证券研究所

宁波高发初期配套车型中，商用车占据重要比例。由于商用车大多使用手动档变速器，以及早期乘用车自动挡比例相对较低等因素，公司主要生产手动变速操纵器，单车价值较低。随着公司配套乘用车比例加大，以及乘用车自动挡比例提升，公司逐步开发并大批量生产自动变速操纵器。2014 年，公司“AT 自动换挡操纵器总成”被评为国家重点新产品，产品升级稳步推行。2016 年开始，由于自动挡变速操纵器配套比例进一步加大，价格大约是手动档变速操纵器的 2 倍，产品单价处于上行区间。

图 40: 宁波高发变速操纵器及软轴历年单价（元/台套）



资料来源：宁波高发招股说明书，宁波高发公司公告，国海证券研究所（注：平均单价是以变速操纵器及软轴业务的收入，除以变速操纵器销量与软轴销量的加和；因此若只看变速操纵器的单价，上升趋势更明显）

公司对于电子换挡器的研发生产有序进行，根据整车厂商开发新车型的需要，与整车厂商同步研发性能达到国际先进水平的电子变速操纵器。按照国外技术先进的高端电子变速操纵器的技术特点，在变速操纵器产品上进一步提升产品技术含量。公司 2017 年完成非公开发行股票，其中汽车电子换挡系统新建项目投资总额为 23,986 万元，将新建 2 条汽车电子换挡系统产品生产线，项目建成达产后，将新增汽车电子换挡系统产能 40 万套/年。电子换挡器的应用将持续提高公司变速操纵器业务的产品单价，产品结构升级路线清晰。

表 9：宁波高发电子换挡器发展情况

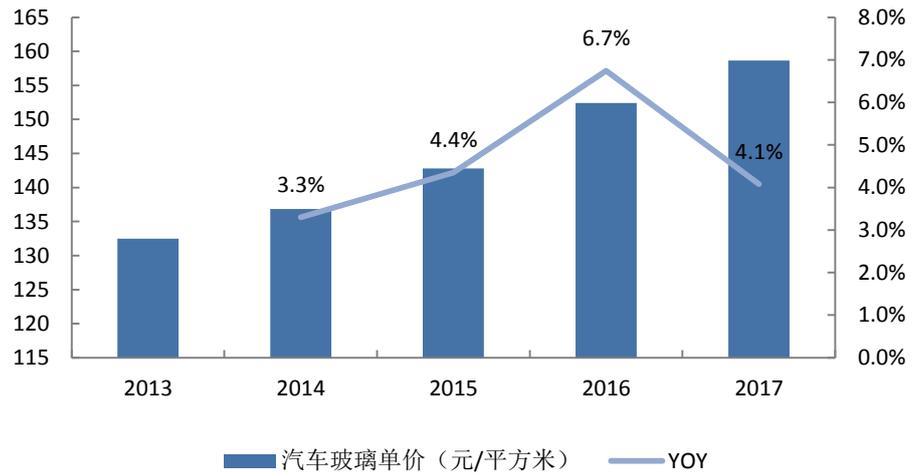
| 时间 | 具体 |
|--------|-------------------------------------|
| 2016 年 | 完成汽车电子换挡系统的试制并开始小批量生产 |
| 2017 年 | 电子换挡器产品开发进展顺利，初步实现了批量供货，累计已实现销售两万多台 |
| 2018 年 | 进一步拓展自主客户群，各大自主品牌均有布局 |

资料来源：宁波高发公司公告，国海证券研究所

3) 汽车玻璃：代表企业福耀玻璃

高附加值产品应用空间大，单位面积汽车玻璃单价呈上行态势。前期的汽车玻璃行业跟随汽车产业发展而快速扩张，其配套量增长与整车市场的产量增速有显著的关系。经历多年的高速增长后，目前中国汽车行业处于一个稳步增长的态势，而欧洲、美洲等地区的汽车行业也趋于低速增长，因此不能单单依靠整车产量的提升来带动汽车玻璃的高增长。随着需求端的偏好改变，汽车玻璃从大小、形状、功能等方面都迎来了新的改变，所以从产品本身来说未来汽车玻璃市场仍有较大的提升空间。其增长除了来自于单车玻璃使用量不断增加外，单位面积汽车玻璃价格不断提升是一个重要因素。

图 41：福耀玻璃单位面积汽车玻璃价格（元/平方米）



资料来源：福耀玻璃公司公告，国海证券研究所

随着新能源、智能、节能汽车的推广，汽车玻璃朝着“安全舒适、智能控制、节能环保、美观时尚、集成总成”方向发展，其附加值在不断地提升。**福耀玻璃积极研发高附加值新产品，保持行业内技术的领导地位。**目前公司高附加值产品中包边玻璃占比较大，由于天窗都需要包边，因此伴随天窗配置率的提升价值量有一个快速的上升。此外，汽车玻璃的不同功能属性可以叠加，比如隔音、隔热、太阳能、镀膜等功能可以根据需求来进行定制选配，因此价值量提升空间较大。长期来看，随着高附加值产品的逐步推广，公司单位面积汽车玻璃价格上升潜力较大。

表 10: 福耀玻璃高附加值汽车玻璃产品

| | 高附加值产品 | 应用 |
|------|---------|------------------------|
| 安全舒适 | 抬头显示玻璃 | 通用、奥迪、宝马、路虎、马自达、本田、吉利 |
| | 半钢化夹层玻璃 | 克莱斯勒、沃尔沃、劳斯莱斯、本田、日产、通用 |
| | 隔音玻璃 | (暂无信息) |
| | 可加热玻璃 | 大众、宝马、路虎、福特 |
| | 憎水玻璃 | 丰田、本田 |
| 智能控制 | 调光玻璃 | 具备量产能力 |
| | 玻璃天线 | 产品认证 |
| 节能环保 | 隔热玻璃 | 已获订单 |
| | 太阳能天窗 | 产品认证 |
| | 轻量化玻璃 | (暂无信息) |
| 美观时尚 | 全景天窗 | 路虎、奔驰、福特、沃尔沃、标志 |
| | 氛围灯玻璃 | 产品认证 |
| | 外饰件 | (暂无信息) |
| | 平齐式玻璃 | (暂无信息) |
| 集成总成 | 玻璃包边总成 | (暂无信息) |
| | 滑动窗总成 | (暂无信息) |

资料来源：福耀玻璃公司官网，国海证券研究所

4) 非轮胎橡胶件：代表企业中鼎股份

中鼎股份目前是国内非轮胎橡胶制品行业龙头，通过海外并购引进吸收欧美的先进技术工艺，打造非轮胎橡胶制品多个细分领域的顶尖企业，在非轮胎橡胶制品的“冷却系统”、“降噪减振底盘系统”、“密封系统”三大领域确定了行业领先地位。冷却系统方面公司拥有中鼎胶管和德国 TFH 等，降噪减振底盘系统方面包含中鼎减震和德国 WEGU 等，密封系统方面有美国 cooper、美国 ACUSHNET、德国 KACO 及法国 FM 等子公司。

图 42：中鼎股份非轮胎橡胶业务三大领域

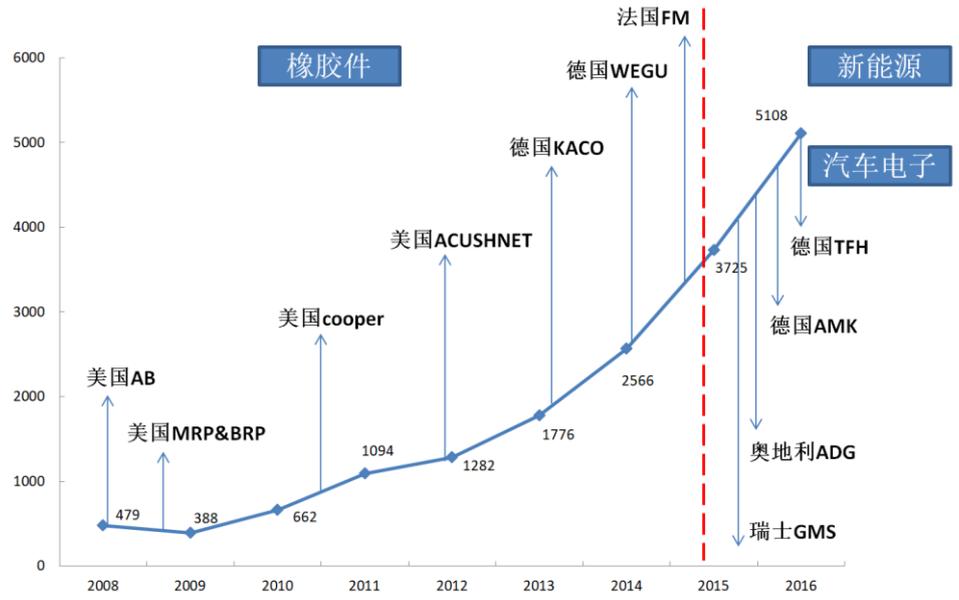


资料来源：中鼎股份公司公告，国海证券研究所

公司的全球化投资战略思路清晰，目标明确。我们将其海外收购分为三个阶段，第一阶段市场导向阶段，起始于 2008 年，公司主要在海外收购与原有非轮胎橡胶件业务相关的标的，引进国外的技术并通过收购标的客户打开国外市场，其中 2008 年到 2011 年依次收购了美国的 AB、MRP&BRP 和 cooper，实现对北美市场的拓展，第二阶段技术导向阶段，2012 年收购美国 ACUSHNET，而 2014 年开始分别收购了德国 KACO、德国 WEGU、法国 FM，进军欧洲市场，同时获取细分领域的高端技术；第三阶段战略导向阶段则始于 2016 年，公司寻求新能源汽车、汽车电子相关标的，比如德国 AMK 主营空气悬挂系统、伺服电机以及电控系统等，同时契合原有橡胶件三大业务，如德国 TFH 包含传统发动机冷却系统和新能源汽车电池冷却系统。

随着海外并购项目的顺利进行，公司的收入规模以及行业地位不断提升。2017 年公司以 11.83 亿美元的收入排在 2017 年度全球非轮胎橡胶制品 50 强排行榜第 18 位。自 2011 年第一次进入榜单以来，公司排名每年都在提升，从 2011 年的 45 名上升到 2017 年的 18 名。公司与行业第一的差距也在缩小，收入规模占比从 2011 年的 7.2% 提升至 2017 年的 21.1%。

图 43：中鼎股份海外业务收入对应收购事件时间点（百万元）



资料来源：中鼎股份公司公告，国海证券研究所

4、新能源汽车板块

4.1、国内补贴退坡乃趋势，双积分开启市场化

2019年新能源汽车补贴政策尚未出台，但补贴门槛提高和补贴金额减少的趋势将会持续。目前的新能源汽车补贴政策于2018年6月12日实施，新政策提高了补贴车型的门槛，并对高续航的产品补贴金额有所提升。我们观察近五年的新能源汽车政策变化趋势，纯电动乘用车补贴门槛从2013年的80公里续航提高到了2018年的150公里，几乎翻了一倍；400公里续航以上的纯电动乘用车补贴金额从6万元降为5万元，退坡了20%。补贴的范围大大缩小，并明显向高续航高能量密度的产品倾斜，低端产品普遍不再享受补贴。究其背后原因，一方面前些年的骗补事件使得补贴政策的扶持初衷被扭曲，另一方面全球的电动化趋势下各大车企均加强新能源汽车的开发，未来只有高技术参数的产品才能在市场化的竞争下存活。因此我们认为未来的补贴政策将持续收紧，A00、A0级别的低续航低技术壁垒的车型将面临补贴退坡甚至取消的局面，产业将向更高质量的方向发展。

表 11：历年新能源汽车国家补贴政策对纯电动乘用车续航补贴一览（万元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------|------|-------|------|------|------|------|
| 80 ≤ R < 100 | 3.5 | 2.825 | 3.15 | 0 | 0 | 0 |
| 100 ≤ R < 150 | 3.5 | 2.825 | 3.15 | 2.5 | 2 | 0 |
| 150 ≤ R < 200 | 5 | 4.75 | 4.5 | 4.5 | 3.6 | 1.5 |
| 200 ≤ R < 250 | 5 | 4.75 | 4.5 | 4.5 | 3.6 | 2.4 |
| 250 ≤ R < 300 | 6 | 5.7 | 5.4 | 5.5 | 4.4 | 3.4 |
| 300 ≤ R < 400 | 6 | 5.7 | 5.4 | 5.5 | 4.4 | 4.5 |
| R ≥ 400 | 6 | 5.7 | 5.4 | 5.5 | 4.4 | 5 |

资料来源：中国新能源网，国海证券研究所

从地方补贴来看，力度也在持续减弱。过去地方政府对于新能源汽车的补贴力度比较大，基本能达到国补水平。目前从已发布的地区来看，地补的水平都不超过国补金额的50%，很多甚至在20%-30%之间。国家补贴往往是风向标，地方补贴基本上是顺应大趋势做一些同步更改，未来“国补+地补”的双重下降将持续加大车企的短期盈利压力，新能源汽车的推广必须进一步从三电成本下降、续航焦虑改善、产品力提升等角度来努力。

表 12：已发布地方补贴的省市地区一览（万元）

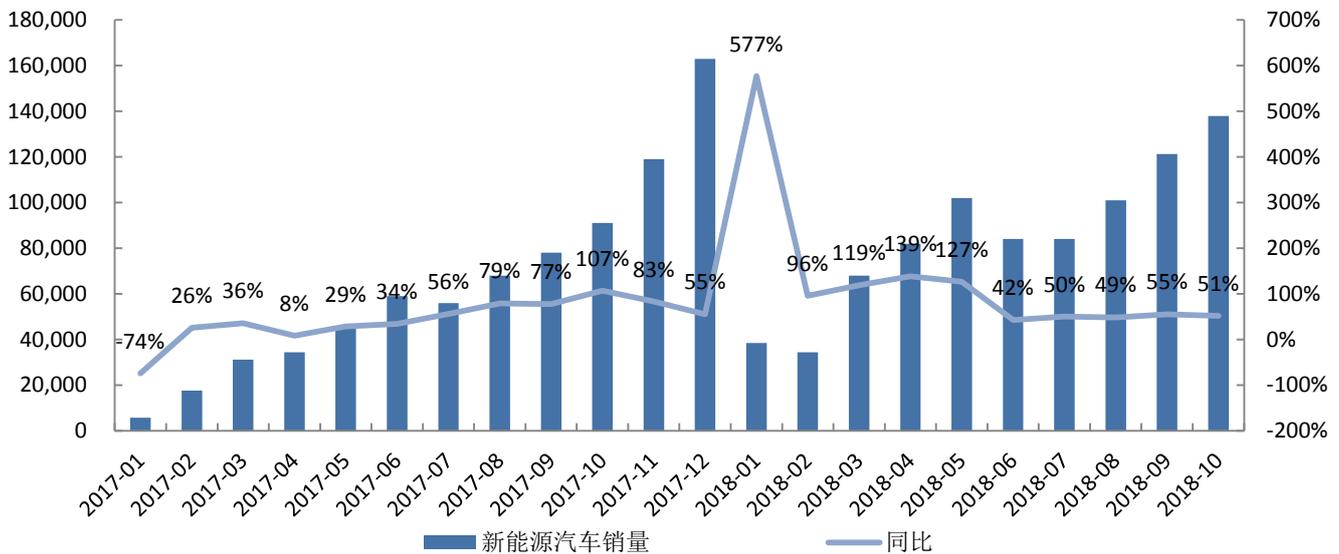
| | 地区 | 有效时间 | 补贴比例（按照国补） |
|------|----|------------|------------|
| 省级城市 | 云南 | 2018-2020年 | 0.5 |
| | 河南 | 2018-2020年 | 0.3 |
| | 广东 | 2017-2020年 | 0.5 |
| | 广西 | 2018-2020年 | 0.2 |
| | 山西 | 2017-2020年 | 0.5 |
| | 青海 | 2018年内 | 0.5 |
| | 海南 | 2018年内 | 0.5 |

| | | | |
|------|------|-------------|---------------------------|
| | 江西 | 2018 年内 | / |
| 市级城市 | 北京 | 2018-2020 年 | 0.5 |
| | 长沙 | 2018-2020 年 | 0.2 |
| | 武汉 | 2018-2020 年 | 0.5 |
| | 上海 | 2018-2020 年 | 纯电动 0.5/插电式混动(含增程式)0.3 |
| | 成都 | 2017-2019 年 | 0.5 |
| | 厦门 | 2017-2020 年 | 0.5 |
| | 福建莆田 | 2018-2020 年 | 0.5 |
| | 四川广元 | 2017-2020 年 | 0.25 |
| | 广西柳州 | 2017-2020 年 | 0.4 |
| | 广东广州 | 2018-2020 年 | 0.5 |
| | 重庆 | 2018 年内 | R>=300 纯电动 0.5, 其余车型 0.46 |
| | 西安 | 2018 年内 | 0.3 |

资料来源：中国新能源网，国海证券研究所

新能源汽车销量维持高增长，插电式混动发展迅猛。由于 2 月 12 日至 6 月 11 日新政过渡期的缘故，新能源车市出现一定的抢装现象。2018 年 1-5 月新能源汽车月度销量基本保持一个翻倍的增长速度，2018 年 6 月以后新政开始实行，新能源汽车增速有所下降，纯电动 6-10 月销量增速分别为 29%、33%、30%、47%、44%，插电式混动 6-10 月销量增速 100%、100%、133%、93%、90%。可以看到，各类型新能源汽车销量增速环比均不断提升，其中插电式混动发展较为迅猛。新能源汽车技术路线目前还并未明确，插电式混动从平台成本改造、排放降低等方面有一定比较优势，因此在前期低基数的基础上有一个较快的增长。

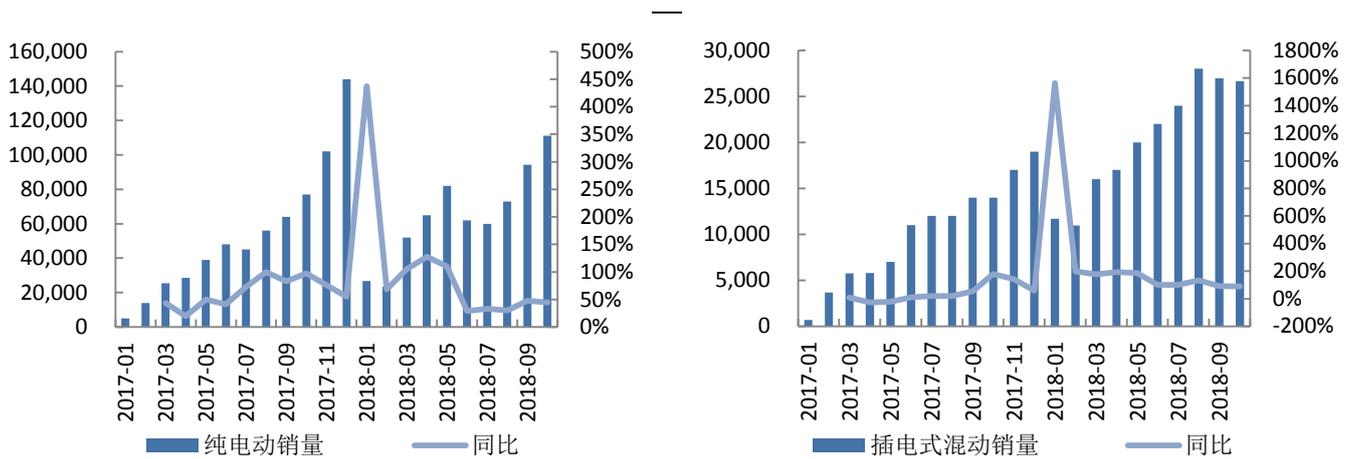
图 44：新能源汽车月度销量及增速（辆/%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 45：纯电动月度销量及增速（辆/%）

图 46：插电式混动月度销量及增速（辆/%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

新能源汽车积分政策 2019 年开始实行。双积分政策从 2018 年 4 月 1 日起执行，其中新能源积分政策从 2019 年开始实施。之前对于新能源汽车积分只进行统计但不进行惩罚，但是从 2019 年开始对于新能源汽车积分不达标企业将给予具体惩处，2019、2020 年新能源积分比例依次为 10%、12%。举一个例子，若一家车企 2019 年生产乘用车 30 万辆，它需要 3 万新能源汽车积分，以单车平均积分 3 分来算，则需要生产 1 万辆纯电动乘用车或是 1.5 万辆插电式混动乘用车，否则就需要用真金白银去市场上购买积分。因此 2019 年开始，新能源汽车产业政策从鼓励式的产业扶持转向奖惩式的积分核算，新能源市场化路线逐步推进。

表 13：新能源乘用车积分计算

| 2019 比例 | 2020 比例 | 车辆类型 | 标准车型积分 | 备注 |
|---------|---------|------------|------------------------|--|
| 10% | 12% | 纯电动乘用车 | $0.012 \times R + 0.8$ | (1) R 为电动汽车续航里程(工况法)，单位为 km (2) P 为燃料电池系统额定功率，单位为 kW (3) 标准车型积分上限为 5 分 (4) 车型积分计算结果四舍五入保留两位小数 |
| | | 插电式混合动力乘用车 | 2 | |
| | | 燃料电池乘用车 | $0.16 \times P$ | |

资料来源：新浪汽车，国海证券研究所

合资车企压力较大，纷纷加快在华布局。2018 年 4 月 10 日，工信部公示《2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分情况》，其中 55 家车企共产生新能源汽车积分 1690447 分，比亚迪产生新能源汽车积分最多，其次是北汽新能源、上汽、吉利等。合资车企的情况就不那么乐观，绝大多数合资车企新能源汽车积分为零，产生的积分的厂商也远远无法满足达标值，其中上汽大众、一汽大众、上汽通用五菱、上汽通用、长安福特、东风本田、广汽本田、一汽丰田、北京奔驰等车企乘用车产量均在 40 万辆以上，未来积分压力较大。

表 14: 2017 年国内主要合资车企新能源汽车积分情况

| 企业名称 | 乘用车产量 (辆) | 企业平均燃料消耗量 (升/百公里) | | 平均燃料消耗量积分 | 新能源汽车积分 |
|------------------|-----------|----------------------|----------|-----------|---------|
| | | 2017 达标值 | 2017 实际值 | | |
| 北京奔驰汽车有限公司 | 432283 | 7.27 | 6.83 | 190205 | 0 |
| 北京现代汽车有限公司 | 799671 | 6.49 | 6.45 | 31987 | 3662 |
| 大庆沃尔沃汽车制造有限公司 | 27118 | 7.39 | 6.97 | 11390 | 0 |
| 东风本田汽车有限公司 | 713889 | 6.62 | 6.36 | 185611 | 0 |
| 东风雷诺汽车有限公司 | 74446 | 6.94 | 7.05 | -8189 | 0 |
| 福建奔驰汽车有限公司 | 21513 | 9.11 | 8.74 | 7960 | 0 |
| 广汽本田汽车有限公司 | 709916 | 6.49 | 6.42 | 49694 | 0 |
| 广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司 | 210777 | 7.00 | 7.67 | -141221 | 0 |
| 广汽丰田汽车有限公司 | 439042 | 6.78 | 6.27 | 223911 | 0 |
| 广汽三菱汽车有限公司 | 122020 | 6.89 | 7.53 | -78093 | 900 |
| 华晨宝马汽车有限公司 | 396587 | 7.09 | 6.17 | 364860 | 4078 |
| 奇瑞捷豹路虎汽车有限公司 | 83744 | 7.78 | 7.94 | -13399 | 0 |
| 上汽大众汽车有限公司 | 2051973 | 6.53 | 6.42 | 225717 | 0 |
| 上汽通用(沈阳)北盛汽车有限公司 | 341633 | 6.62 | 6.69 | -23914 | 0 |
| 上汽通用东岳汽车有限公司 | 324902 | 6.75 | 6.80 | -16245 | 0 |
| 上汽通用汽车有限公司 | 1232217 | 6.69 | 6.43 | 320376 | 10398 |
| 上汽通用五菱汽车股份有限公司 | 1865237 | 6.48 | 6.30 | 335743 | 41406 |
| 神龙汽车有限公司 | 375108 | 6.50 | 6.40 | 37511 | 0 |
| 四川一汽丰田汽车有限公司 | 185722 | 7.30 | 8.07 | -143006 | 0 |
| 天津一汽丰田汽车有限公司 | 516641 | 6.27 | 5.52 | 387481 | 0 |
| 一汽大众汽车有限公司 | 1984152 | 6.62 | 6.31 | 615087 | 328 |
| 长安标致雪铁龙汽车有限公司 | 6030 | 6.78 | 6.54 | 1447 | 0 |
| 长安福特汽车有限公司 | 822351 | 6.80 | 7.15 | -287823 | 0 |
| 长安马自达汽车有限公司 | 190278 | 6.45 | 6.10 | 66597 | 0 |
| 郑州日产汽车有限公司 | 28893 | 6.84 | 7.46 | -17914 | 20 |

资料来源: 搜狐汽车, 国海证券研究所

为了应对新能源积分不足的情况, 很多品牌选择和自主新能源优势车企合资建厂, 以舒缓短期压力。大众、戴姆勒、福特、雷诺日产、宝马等外资品牌纷纷合资建厂, 初期产品也主要是一些走量产品。我们认为, 新能源合资企业在前期主要是承担新能源积分生产任务, 随着市场的成熟, 外方也会逐步引入技术优势较强的车型, 届时新能源合资企业的整体竞争力会更强。全球电动化趋势下, 主流车企都将新能源汽车的发展作为战略, 双积分政策在某种程度上加速了外国车企在华的战略进程。

表 15: 主流新能源合资车企

| 合资方 | 投资总额 | 时间 | 备注 |
|-------|--------------------|------------|--|
| 大众/江淮 | 60 亿元 股比 50: 50 | 2017 年 5 月 | 预计 2018 年底投产, 年产 10 万辆纯电动乘用车 首款车型思皓 E20X 预计 |

| | | | |
|------------|--------------------|------------|--|
| | | | 2018 年三季度上市 |
| 戴姆勒/北汽 | 50 亿元 | 2017 年 7 月 | 加大对北京奔驰投资以引入纯电动汽车产品 |
| 福特/众泰 | 50 亿元 股比 50: 50 | 2017 年 8 月 | 年产 10 万辆纯电动乘用车 |
| 雷诺日产/东风 | 股比 50: 50 | 2017 年 8 月 | 预计 2019 年投产, 年产能 12 万辆 |
| 宝马 MINI/长城 | - | 2018 年 2 月 | 长城汽车或其关联方将是合资公司的多数股东, 宝马或其关联方将是合资公司的少数股东 |

资料来源: 各公司公告, 搜狐汽车, 国海证券研究所

4.2、特斯拉盈利刺激传统车企, 全球电动化浪潮已来

1、特斯拉 2018Q3 单季度实现盈利, 销量直追传统豪华品牌

特斯拉于 2018 年第三季度实现盈利, 营收 68.24 亿美元, 同比增长 128.6%, 归母净利润 3.12 亿美元, 去年同期亏损 6.19 亿美元。这是特斯拉上市以来第三次实现单季度盈利, 与前两次勉强扭亏为盈不同, 这次受益于 Model 3 产能成功爬坡从而使净利润和现金流大幅转正, 经营现状大大改善。2018Q3 单季度特斯拉 Model S、Model X 产量 26903 辆, 出货达到 27660 辆, Model 3 产量 53239 辆, 出货达到 55840 辆。其中 Model 3 平均每周产能达到 4300 辆, Q3 最后一周达到了 5300 辆。根据特斯拉 CEO 马斯克的计划, 弗里蒙特工厂的 Model 3 产能未来将提升至每周 7000 辆, 上海工厂早期产能为每周 3000 辆 Model 3, 整体 Model 3 的产能提升至每周 10000 辆。

我们认为单季度的盈利对于特斯拉意义重大, 短期内缓解现金流压力并提振资本市场信心, 为未来融资提供帮助。长期来看, 随着海外工厂的落地产能的提升, 特斯拉有望借助 Model 3 等基础车型扩大市场占有率, 进一步提升毛利率, 整体盈利能力有望更上一个台阶。

表 16: 特斯拉 2018Q3 主要财务数据 (亿美元)

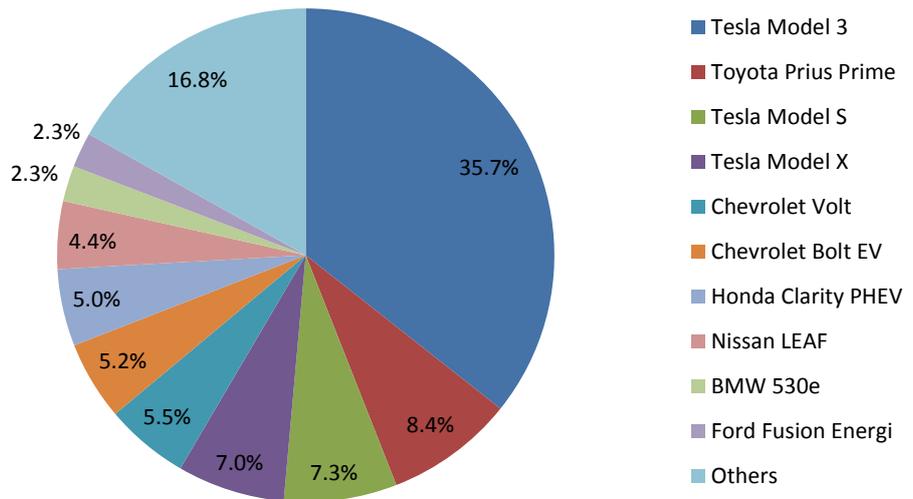
| | 2018Q3 | 2017Q3 | 同比 |
|---------|--------|--------|---------|
| 收入 | 68.24 | 29.85 | +128.6% |
| 汽车销售 | 58.78 | 20.76 | +183.1% |
| 汽车租赁 | 2.20 | 2.86 | -23.0% |
| 能源生产及储存 | 3.99 | 3.18 | +25.8% |
| 服务与其他 | 3.26 | 3.04 | +7.2% |
| 毛利 | 15.24 | 4.49 | +239.2% |
| 汽车销售 | 14.72 | 3.21 | +358.5% |
| 汽车租赁 | 1.01 | 1.11 | -8.8% |
| 能源生产及储存 | 0.69 | 0.80 | -14.3% |
| 服务与其他 | -1.19 | -0.63 | +88.0% |

| | | | |
|---------|--------|--------|-----------|
| 毛利率 | 22.3% | 15.0% | +7.28pct |
| 汽车销售 | 25.0% | 15.5% | +9.59pct |
| 汽车租赁 | 45.9% | 38.8% | +7.13pct |
| 能源生产及储存 | 17.2% | 25.3% | -8.04pct |
| 服务与其他 | -36.4% | -20.7% | -15.62pct |
| 归母净利润 | 3.12 | -6.19 | - |

资料来源：特斯拉公司公告，国海证券研究所

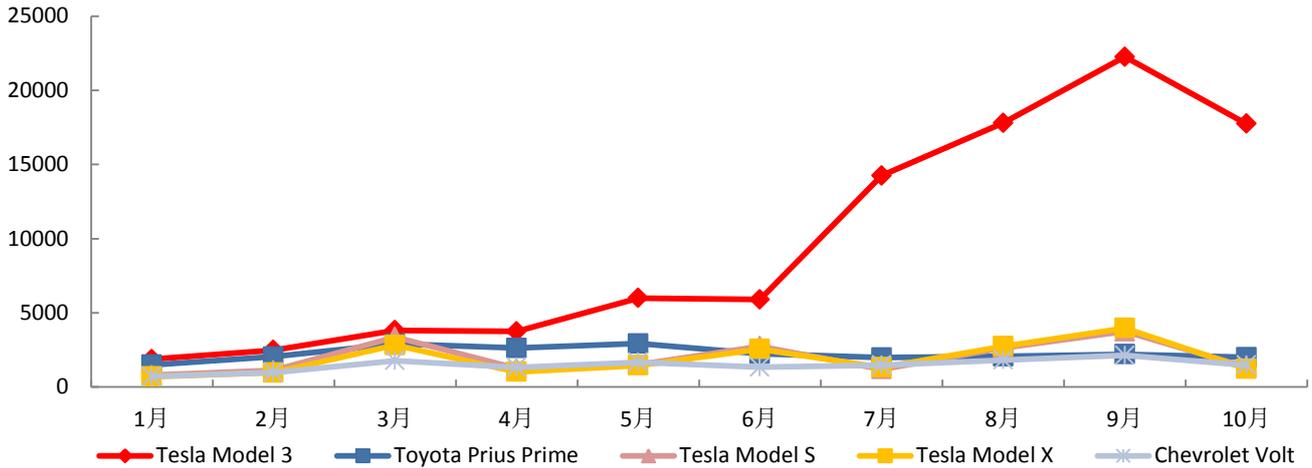
目前美国市场是特斯拉最主要的市场，特斯拉旗下车型的主要购买者是美国消费者。2018年7月开始，受益于工厂产能的爬坡，Model 3的车型销量开始大幅提升，积压订单有效释放。根据 INSIDEEVs 数据，2018年7-10月美国市场 Model 3 销量分别为 14250、17800、22250、17750 辆，销量步步高升，考虑到主要竞争对手丰田普锐斯、雪佛兰 Volt 车型等级，Model 3 的市场竞争力优势较为显著。市场份额方面，截止 2018 年 10 月美国新能源汽车市场 Model 3 市占率达到了 35.7%，若考虑 Model S 和 Model X，特斯拉市占率已经达到 50%，占据半壁江山。在其他车企中高端新能源车型尚未有效推进前，特斯拉面临的竞争压力并不大，未来一段时间特斯拉市占率有望继续提升。

图 47：2018 年 1-10 月美国新能源汽车市场份额



资料来源：INSIDEEVs，国海证券研究所

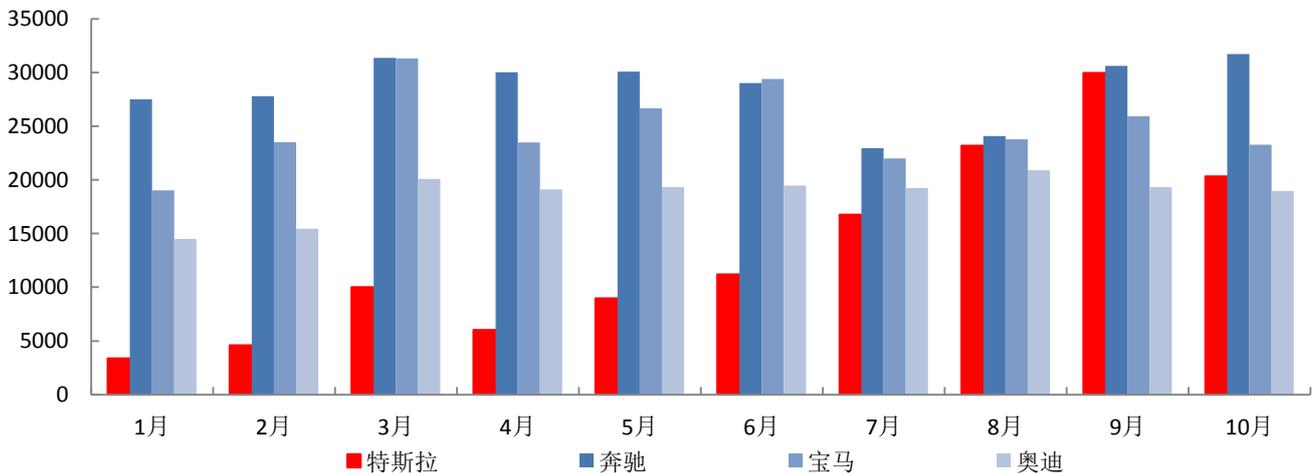
图 48：2018 年 1-10 月美国新能源汽车销量前五车型（辆）



资料来源: INSIDEEVs, 国海证券研究所

不仅是新能源汽车市场被特斯拉占据, 传统豪华车品牌也在不停被特斯拉追赶。传统豪华车品牌奔驰、宝马、奥迪在美国市场正在丧失以往的绝对优势, 特斯拉以电动车的形式展开了一场错位交锋, 而 Model 3 则是特斯拉追赶的有力武器。2018 年以来, 美国特斯拉销量在 8 月和 9 月先后超过奥迪和宝马, 直逼奔驰。而目前特斯拉在售车型仅有 3 款, 竞争对手对应车型从轿车到 SUV 相对丰富, 可以说在入门级豪华品牌的竞争中, 特斯拉正在以迅猛的速度赶超。截止 2018 年 10 月份, 特斯拉美国市场市占率达到 0.9%, 仅次于 BBA, 大幅领先沃尔沃、路虎、保时捷、捷豹等豪华品牌, 而这一切还是在 Model 3 大量积压订单的条件下。可以预见, 传统车企常年稳定的市场格局正在被特斯拉这一搅局者所打乱, 2019 年若特斯拉产能按预期爬坡的话, 超越 BBA 老大奔驰只是时间问题。

图 49: 2018 年 1-10 月美国市场特斯拉与 BBA 销量对比 (辆)



资料来源: Marklines, INSIDEEVs, 国海证券研究所

表 17: 2018 年 1-10 月美国市场主要豪华品牌销量及市场份额

| | 2018 年 1-10 月 (辆) | 2017 年 1-10 月 (辆) | 销量增速 | 2018 年 1-10 月 份额 | 2017 年 1-10 月 份额 | 份额变化 |
|----|----------------------|----------------------|-------|---------------------|---------------------|----------|
| 奔驰 | 285133 | 298878 | -4.6% | 2.0% | 2.1% | -0.10pct |
| 宝马 | 248327 | 243383 | +2.0% | 1.7% | 1.7% | +0.03pct |
| 奥迪 | 186390 | 180339 | +3.4% | 1.3% | 1.3% | +0.04pct |

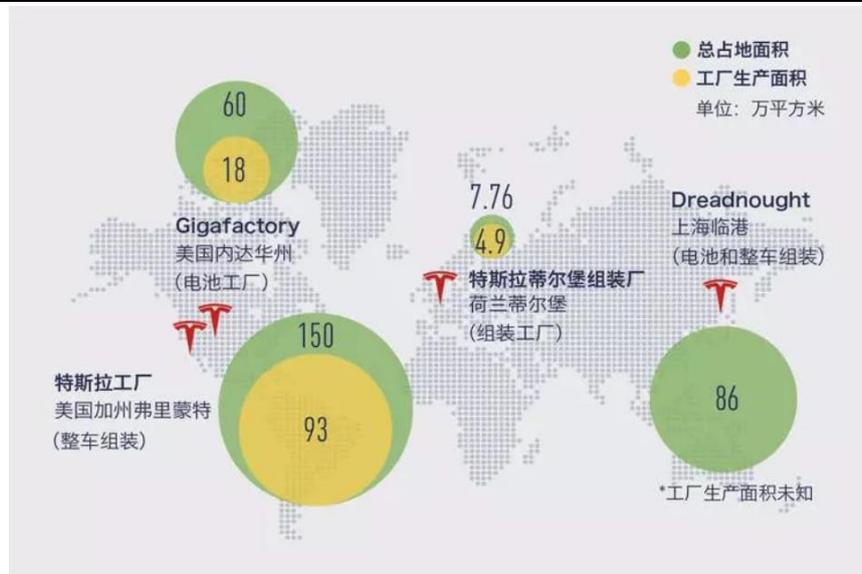
| | | | | | | |
|-----|--------|-------|---------|------|------|----------|
| 特斯拉 | 134427 | 37257 | +260.8% | 0.9% | 0.3% | +0.68pct |
| 沃尔沃 | 81256 | 63974 | +27.0% | 0.6% | 0.4% | +0.12pct |
| 路虎 | 72979 | 59958 | +21.7% | 0.5% | 0.4% | +0.09pct |
| 保时捷 | 47443 | 45952 | +3.2% | 0.3% | 0.3% | +0.01pct |
| 捷豹 | 23824 | 33119 | -28.1% | 0.2% | 0.2% | -0.07pct |

资料来源：Marklines, INSIDEEVs, 国海证券研究所

而在中国市场上，目前特斯拉只能通过进口形式引进，尤其是中美贸易战升级使得特斯拉面临高达 40% 的关税。价格高昂和产量吃紧两方面原因使得特斯拉在华销售陷入僵局。不过一切情况在下半年得到改变，2018 年 7 月，特斯拉公司与上海市临港管委会、临港集团共同签署了纯电动车项目投资协议。特斯拉公司将在临港地区独资建设集研发、制造、销售等功能于一体的特斯拉超级工厂（Gigafactory 3），该项目规划年生产 50 万辆纯电动整车，是上海有史以来最大的外资制造业项目。

中国工厂的建设无疑是特斯拉重要的一步棋，中国作为特斯拉海外最大的销售地区，将很大程度上决定特斯拉未来的走向。投产节点是在 2020 年，目前 Model 3 进口车型分为长续航全轮驱动版和高性能全轮驱动版，价格分别为 54 万和 59.5 万，相对同级别车型溢价过高。如果国产化后价格可以进入到 30-40 万的区间，那么对于奔驰 C 级、宝马 3 系、奥迪 A4 甚至新造车势力蔚来 ES8 形成一定挑战，毕竟特斯拉在电动化、智能化的长期研发投入较大，产品成熟度和体验更佳。

图 50: 特斯拉目前工厂布局



资料来源：凤凰网，国海证券研究所

特斯拉入华，必定将寻求零部件的国产化。临港工厂位于长三角经济区，区域内汽车产业高度集群化，本地供应商可以做到快速响应以及成本的控制，而特斯拉零部件的本地化反过来也可以提升中国新能源零部件整体产业的水平。此外，特斯拉的标杆作用也有利于帮助零部件供应商打入其他合资外资供应体系，进一步提升客户结构扩大规模效应。我们长期看好自主零部件厂商在新能源汽车产业中发挥先行作用，成长为本土细分领域的优质 Tier1。

表 18: 特斯拉产业链相关 A 股汽车零部件公司

| 系统 | 零部件 | 公司 |
|--------|--------|---------------------|
| 动力电池系统 | 热管理组件 | 三花智控 |
| | 传感器原件 | 均胜电子 |
| 电驱动系统 | 电机控制器 | 宏发股份 |
| 车身系统 | 车身铝合金 | 旭升股份 |
| | 车身模具 | 天汽模 |
| 内外饰 | 内饰件 | 宁波华翔 |
| | 遮阳板 | 岱美股份 |
| | 安全气囊 | 均胜电子 |
| | 方向盘原件 | 均胜电子 |
| 车体电子 | 汽车安全系统 | 均胜电子 |
| 其他 | 结构件 | 拓普集团、文灿股份、万丰奥威、东睦股份 |
| | 密封件 | 中鼎股份 |
| | 支架 | 广东鸿图 |

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、传统车企加大转型力度

就在特斯拉实现关键盈利的同时, 传统车企丝毫没有停下电动化的步伐。德系、日系、美系、自主等传统车企纷纷提出未来新能源汽车规划, 力图在电动化浪潮中实现转型。

表 19: 全球主要车企新能源汽车计划

| 车企 | 新能源计划 |
|-----------|---|
| 大众集团 | 2025 年推出 80 余款全新电动车 |
| 丰田 | 2030 年在全球市场销售电动化汽车 550 万辆/年 |
| 雷诺-日产联盟 | 2022 年前推出 12 辆电动车及 40 款自动驾驶的产品 |
| 通用 | 2023 年之前推出至少 20 款全新电动车 |
| 现代-起亚集团 | 2020 年之前使新能源车型的数量扩增至 22 款 |
| 福特 | 2018 年宣布, 5 年内推出 13 款新能源车型 |
| 菲亚特克莱斯勒集团 | 2022 年前 FCA 集团一半以上的产品推出新能源版本 |
| 标致雪铁龙集团 | 2023 年 PSA 集团将总共推出 34 款新能源车型 |
| 奔驰 | 2022 年奔驰品牌旗下车型全部电动化 |
| 宝马 | 2025 年前推出 25 款新能源车型 |
| 吉利 | 2020 年新能源汽车销量占比达到 90%以上, 其中插电式混合与油电混动汽车销量占比达到 65%, 纯电动销量占比达 35% |
| 比亚迪 | 董事长王传福在接受采访时表示, 汽油车退出中国 |
| 长安 | 2025 年正式停止销售燃油车, 做到全面电动化 |
| 北汽 | 2025 年在中国境内全面停止生产和销售自主品牌传统燃油乘用车 |

资料来源: 盖世汽车网, 国海证券研究所

1) 德系: 大众、奔驰、宝马、奥迪

大众: 启动“Roadmap E”, 该计划将推动大众汽车集团的产品规划以及加速集

团旗下车型阵容的电动化进程。到 2025 年，集团旗下各品牌将推出 80 余款全新电动车型，包括 50 款纯电动车型及 30 款插电式混合动力车型。到 2030 年，将有更多电动车型面世，集团旗下覆盖全球各级别市场的 300 余款车型均将推出至少一款电动版本。与此同时，大众也将进一步加大电动汽车领域的资金投入，到 2030 年集团直接投资将超过 200 亿欧元：包括投资两个全新电动汽车平台生产的新车型；对工厂进行升级并加强员工培训，建立充电基础设施，扩大销售和贸易，以及加强集团在电池技术与生产方面实力。电池方面，大众预计到 2025 年每年电动汽车车队运营需要超过 150 千兆瓦时的锂电池容量，因此启动招标程序在中国、欧洲、北美等市场建立长期的战略合作伙伴关系，项目订单总额超过 500 亿欧元，资金将用于基于 MEB 电动车模块化平台的量产车型。此外大众集团也将投入研发固态电池。

奔驰：到 2022 年，梅赛德斯-奔驰将实现全部产品阵容的电动化，涵盖了 50 多款电动车在内的产品阵容。2018 年 9 月 3 日，奔驰正式发布 EQC，这是 EQ 品牌的首款车型，标志着奔驰的全面电动化正式启动。产品参数方面，EQC 所搭载双异步电机，最大功率为 300kW，最大扭矩为 765Nm，NEDC 工况续航达到 450km。插电式混动动力方面，奔驰在 2017 年正式成立了子品牌 EQ Power，未来还将推出对应的高性能插混 AMG EQ Power+ 车型。燃油车电动化方面，奔驰将持续推广 48V 技术，作为电动化进程的补充，国产化方面将陆续投入除了 S 级以外 C 级、E 级的 48V 轻混版车型。

宝马：将在 2025 年前推出包含 12 款纯电动车在内的至少 25 款电动化车型，到 2030 年前将所有 M 车型也将转为电动化车型，届时电动化车型的销售占比达到 15%-25%。2018 年 9 月 16 日发布了 Vision iNEXT 概念车，将未来的电动化理念展示于其中，但是由于宝马宣布 3 以及 i8 不会推出换代车型，并且 iX3 还未进入量产产品阶段，使得宝马在电动化进程上相比另外两家德系豪华品牌稍显落后。不过在国产化进程方面宝马并不迟钝，先前与宁德时代确立 40 亿欧元的电芯采购意向，包括中国市场 25 亿欧元和德国市场 15 亿欧元的计划。从 2020 年开始，华晨宝马生产并销往全球市场的宝马 iX3 将由 CATL 供应电芯。

奥迪：计划在 2025 年投放 12 款电动车以及 8 款电动化车型，包含电动车以及插混车型。而在未来，奥迪还将积极研氢燃料技术，推出相应的燃料电池车型。2018 年 9 月 18 日，奥迪发布纯电动量产车型 e-tron，开始电动化的征程。车型平台方面，A 级别主力车型将使用 MEB 平台，高端车型将使用和保时捷合作开发的高端电动车平台 PPE 平台。燃油车型电动化方面，奥迪同样也将继续推广 48V 轻混车型，另外还将对每个车型配备插电式混合动力版本。

图 51：大众电动概念车 ID Crozz II Concept

图 52：奔驰电动车 EQC



资料来源：新浪汽车，国海证券研究所



资料来源：易车网，国海证券研究所

图 53：宝马 Vision iNEXT 概念车

图 54：奥迪电动车 e-tron



资料来源：易车网，国海证券研究所



资料来源：易车网，国海证券研究所

2) 日系：丰田、本田

丰田：计划到 2025 年左右扩大电动车专用车型，另外在全球销售的所有车型都将推出 HV、PHV 和 EV，成为新能源汽车的全系产品制造商，囊括纯电、混动、燃料电池所有类型新能源汽车。到 2030 年计划销售 550 多万辆电动车，其中 EV 和 FCV 计划销售 100 多万辆。丰田重视研发和供应商的培育，目前已与马自达和电装两家公司签订了关于 EV 基本构想的技术开发协议，成立了 EV C.A. Spirit 股份公司。此外，丰田还针对电池、电机、变频器等主要单元的所需特性向各个开发部门提出要求。电池那方面，丰田与松下就车载方形电池、纯固态电池研发领域开展合作，并计划在 2019~2030 年期间对电池的开发和生产投资 1.5 兆日元。

本田：计划到 2030 年将全球销量的三分之二替换为电动车，其中 FCV 与 EV 占 15%，PHV 与 HV 占 50% 以上。纯电动方面，本田在美国加州与俄勒冈州发售 Clarity Electric，2019 年将在欧洲发售基于 Honda Urban EV Concept 的 EV，2020 年将在日本上市。混动方面，本田投放 Insight、CR-V 等采用双电机 i-MMD 系统的 HV。此外，基于 i-MMD 的 PHV—Clarity PHEV 将在美国与日本上市；搭载单电机 i-DCD 混合动力系统的 Fit 到 2019 年换代也将搭载双电机 i-MMD。

3) 美系：通用、福特

通用：计划在 2021 年推出新一代电动汽车生产平台，在 2023 年推出至少 20 款新能源汽车，包括纯电动汽车和氢燃料电池汽车。中国将是通用电动化进程中最重要市场，通用计划到 2020 年前在中国市场推出 10 款新能源车，到 2023 年达 20 款车型，到 2025 年，别克、雪佛兰和凯迪拉克品牌旗下在华全部车型实现电气化。此外，通用通过关闭工厂、裁减人员来加大电动化投资。2018 年 11 月 26 日，通用汽车公司表示将计划削减部分“滞销”轿车车型的产量，并削减北美工厂员工，将更多投资转向电动化和自动驾驶领域。通用 CEO 表示将投资优先聚焦到下一代电池模块架构的研发上，预计在下一个 10 年中，占据通用汽车全球销量 75% 以上的车型将仅来自于 5 个汽车架构。

福特：2018 年宣布在未来 5 年内将向全球推出 13 款电动汽车的产品投放计划，而且全系福特新能源车都会入华销售。到 2025 年，福特将为中国市场提供包括混合动力（HEV）、插电式混合动力（PHEV）和纯电动（EV）等不同形式的新能源车型，70% 的福特品牌在华销售车型将提供新能源版本。

4) 结语：全球各大车企的电动化计划非常密集，在 2020 年前后将是一个节点，随着特斯拉国产化和传统车企量产车型的上市，新能源汽车市场的竞争将会变的愈加激烈。如果再算上自主车企和造车新势力，市场上的竞争趋于饱和，而各大厂商的产能规划造成供应过剩的局面，新能源汽车将进入市场化出清的阶段。我们认为只有产品技术先行、规模效应强、品牌溢价能力高的车企才将存活，因此龙头效应将会加强。

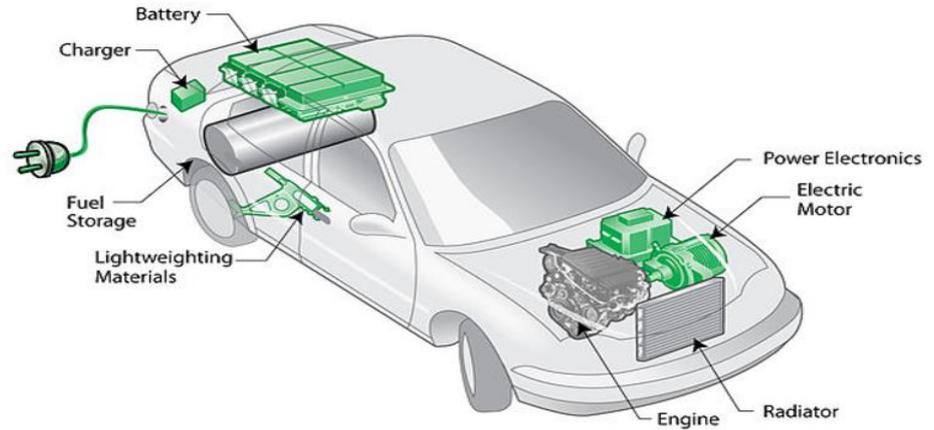
4.3、 新能源热管理——全新增量市场蓄势待发

新能源汽车的发展，对于汽车热管理系统是一场大的变革。传统燃油车的热管理架构主要包括了空调系统以及动力总成热管理系统。新能源汽车由于动力源发生了变化，新增了三电系统，因此要对电池、电机、电控等进行热管理的重新构建。此外，新能源汽车的空调系统因为动力方式的转变也产生较大的变革，从压缩机部件到制暖系统都需要进行技术的升级以及产品的替换。总体而言，从传统燃油车到新能源汽车，汽车热管理系统变得更加复杂，对于整车的重要性愈加提升。

1) 新能源汽车新增三电系统的热管理需求（电池、电机、电控）

传统汽车热管理系统主要包括空调系统、发动机系统冷却、传动系统冷却等。而新能源汽车热管理系统在原有的基础上主要增加了电机电控冷却系统和电池热管理系统，对整车的热管理系统提出了更高的要求。

图 55：典型新能源汽车核心部件图



资料来源：雪佛兰官网，国海证券研究所

2) 新能源汽车空调系统需要进行技术升级以及产品替换

在新能源汽车热管理系统中，空调系统需要进行重新的设计。传统燃油车的空调压缩机由发动机带动，而纯电动车因为没有发动机作为动力源所以需要采用电动压缩机来替代传统压缩机；此外，传统燃油车通暖系统是利用发动机余热来完成工作，对于纯电动汽车而言由于热源不再，大多采用 PTC 加热或者热泵空调的新技术方式。

表 20: 新能源汽车与燃油汽车热管理系统主要区别对比

| | 新能源汽车 | 传统汽车 |
|----------------|-------------|------------|
| 空调制冷系统 | 电动机驱动压缩机 | 发动机驱动压缩机 |
| 空调制热系统 | 热泵技术/PTC 加热 | 发动机余热+机械水泵 |
| 发动机冷却、润滑系统 | 混合动力有 | 有 |
| 电动机（电机控制器）冷却系统 | 有 | 无 |
| 动力电池（加热、冷却） | 有 | 无 |

资料来源：国海证券研究所

3) 新能源热管理零部件供应商进入订单强周期

国内优秀汽车热管理厂商（如银轮，三花，中鼎等）进入新能源领域已经是一个必然趋势。这些厂商的传统业务发展较好，盈利能力较强，因此在新能源热管理系统产品开发的过程中能够提供很大的支持。此外，收购了国外新能源汽车热管理细分领域的龙头公司，有助于它们吸收整合技术并且拓展优质资源。从目前的配套情况来看，国内厂商已经打入众多主流整车厂配套体系，因此随着新能源汽车的放量，它们有望快速成长为新能源汽车热管理领域的全球优质厂商。

表 21: 国内厂商新能源汽车热管理配套情况

| 公司 | 配套情况 |
|------|--|
| 中鼎股份 | 2017 年 4 月 15 日公告：子公司 TFH 收到德国奥迪公司 Q6 平台(首款电动 SUV) 新能源汽车电池冷却系统项目定点书，项目定点书金额为 810 万欧元/年，供货期 6 年 |
| | 2017 年 12 月 25 日公告：公司成为车和家“M01 新能源 SUV 汽车项目”整 |

| | |
|------|--|
| | 车冷却管路及中冷管总成产品的批量供应商 |
| | 2018年2月9日公告: 公司成为吉利新能源“MPC-1 新能源汽车项目”新能源汽车冷却系统的批量供应商。 |
| 三花智控 | 2017年10月13日公告: 三花汽零被确定为德国戴姆勒新能源电动汽车平台和传统汽车平台电子水泵供货商, 即将为德国戴姆勒的全球工厂开发生产及配套电子水泵, 生命周期内全球销量预计达到359万台 |
| | 2017年10月19日公告: 三花汽零再次被确定为沃尔沃新能源电动汽车平台热管理部件的供货商, 生命周期内预计全球销售额累计达人民币6亿元 |
| | 2017年11月8日公告: 三花汽零再次被确定为蔚来新能源电动汽车平台热管理部件的供货商, 生命周期内预计销售额累计逾人民币3亿元 |
| | 2018年1月9日公告: 三花汽零再次被确定为蔚来新能源电动汽车第二代量产车热管理部件的供货商, 生命周期内预计销售额累计逾人民币11亿元 |
| | 2018年1月24日公告: 三花汽零被确定为沃尔沃新能源电动汽车平台水冷板项目的全球供货商, 生命周期内国内部分预计销售额累计逾人民币6亿元 |
| | 2018年11月22日公告: 三花汽零被确定为德国宝马新能源电动汽车平台热管理部件的供货商, 生命周期内全球销售额预计约3000万欧元。 |
| 奥特佳 | 2016年底公司接受蔚来电动汽车空调系统整体设计开发, 包括空调系统和电池冷却模块 |
| | 2017年6月12公告: 南京奥特佳被确定为一汽大众新能源汽车电动压缩机供货商, 南京奥特佳将为一汽大众MQB平台电动车的5个车型开发、生产及供应电动空调压缩机, 相关车型预计于2018年始批量上市 |
| | 2017年9月11日公告: 南京奥特佳被确定为德国大众全球新能源电动汽车平台MEB的欧洲电动压缩机供货商, 将为德国大众MEB电动汽车平台的SEAT、AUDI、SKODA欧洲工厂开发生产及供应电动空调压缩机, 相关车型预计于2019年底批量上市。MEB平台生命周期8年, 全球销量预计将达到650万台 |
| | 2017年11月22日公告: 南京奥特佳被确定为比亚迪相关电动车型电动压缩机供货商 |
| | 2018年11月6日公告: 子公司空调国际(美国)公司收到美国电动汽车生产商特斯拉公司的“供应商定点函”, 空调国际(美国)公司将按最终合同为特斯拉公司的某型号电动汽车供应汽车空调产品(HVAC) |
| 松芝股份 | 比亚迪、湖南南车时代、深圳五洲龙客车、重庆恒通客车、江淮IEV、东南V5、菱石、上汽(荣威750、荣威950、EV68)、江都九龙、厦门金龙 |
| 银轮股份 | CATL、广汽、吉利、比亚迪、宇通等(开发客户有通用、特斯拉、小鹏汽车) |
| | 2018年11月23日公告: 收到长安福特汽车有限公司BEV-A电池冷却水板定点供应商通知, 公司将为该平台车型提供电池冷却水板, 预计2021年开始供货, 生命周期内总供货量预计约为24万套 |

资料来源: 相关上市公司公告, 国海证券研究所

5、行业评级及重点推荐个股

维持行业评级“推荐”。大方向上我们坚定的相信汽车行业正处于产业升级的初级阶段，结构性升级领域涵盖整车厂商和零部件厂商，技术升级支撑行业长期发展，细分市场具有革命性机会。从近年来汽车零部件进口替代进度持续，单车价值量不断走高的角度，我们推荐：德尔股份，西泵股份，星宇股份，宁波高发；从新能源汽车热管理行业成长性的角度，推荐：中鼎股份，三花智控，银轮股份。

5.1、产品升级标的

德尔股份（300473）：电泵产品开始放量，单车配套价值提升

1) 公司的电泵及自动变速箱油泵等新产品经过多年技术储备，四季度开始逐步释放订单。其中，EHPS 在 2018 年将实现对国际知名汽车厂车型 30 万台的采购量，产能供不应求，后续将增加 50 万台 EHPS 产能。自动变速箱油泵今年下半年开始对上汽乘用车、山东盛瑞批量供货，同时还将增加 100 万台变速箱油泵产能。

2) 完成对德国 CCI 公司的收购,今年开始并表。CCI 公司是优质的汽车隔音隔热产品的专业提供商，长期服务于奔驰、宝马、奥迪、福特、大众和雷诺尼桑等世界级汽车集团，此次并购，一方面公司实现产品多样化、增厚公司业绩；其次，获得接触更多高端客户的机会，契合国际化布局战略。

西泵股份（002536）：产品结构和客户结构持续升级，业绩逐步释放

1) 公司经过连续几年的战略调整，乘用车配套零部件占比持续提升，同时产品结构持续优化，高端产品如电子开关水泵、涡轮增压器壳体等产品的销售额占比增加，带动公司业绩提升。

2) 随着水泵和涡轮增压器壳体项目的新建产能逐步落地，单个产品利润率回升，公司的规模投资将持续减少，固定费用不再有明显增加，财务费用降低，利润得以同步提升。

星宇股份（601799）：自主品牌车灯龙头，进入全球供应体系

1) 公司客户涵盖一汽大众（包括后市场）、一汽丰田、广汽乘用车、上海大众、一汽自主、吉利汽车、沃尔沃（中国）和奇瑞捷豹路虎等整车制造商，在国内已经与小系、海拉、法雷奥等国际一线车灯供应商展开正面竞争。通过为宝马、奔驰等中高端豪华车的配套切入全球市场配套体系，2014 年获得奥迪 SUV 后组合灯开发项目，2016 年获得宝马 2 系全球开发项目。

2) 公司产品实现了从小灯到大灯，从传统车灯到 LED 车灯的结构升级。技术壁垒高、毛利水平高的前大灯和后组合灯已经成为公司力推的主要产品，未来公司将处于盈利不断释放的过程。

3) 公司开始向智能化车灯领域进军, 2014 年该公司第一款 AFS 前照灯成功研发并投产, 配套广汽传祺 GS4 高配车型, 实现了智能化产品的量产。公司布局 LED 灯和智能化车灯, 研发、投产、配套稳步进行。整体产品在大灯化、LED 化、智能化三大趋势下不断升级, 单价不断走高。2011 年公司每只车灯平均单价为 35.86 元, 到 2016 年已经上升至 58.50 元, 且单价提升速度仍在加快。在目前的车灯 LED 化和智能化的行业趋势下, 高价值量车灯渗透率将不断提升, 公司凭借产品储备和客户储备有望取得较大的增长, 实现量价齐增。

宁波高发 (603788): 业绩优异稳步成长, 产品结构持续升级

1) 公司核心产品从最开始的汽车变速箱手动换挡操纵系统到自动挡操纵系统, 变速操纵杆自动挡比例持续上升, 再到电子换挡系统, 布局未来的增长空间, 逐步进行产品优化升级, 主动适应市场需求。

2) 2017 年的增长主要来自变速操纵器的结构升级, 自动挡比例继续提升, 以及下游客户吉利汽车销量的高增长。拉索产品成功配套一汽大众奥迪车型, 优质客户将带来持续性的获利增长, 此外电子油门踏板继续突破新客户。

5.2、新能源热管理标的

中鼎股份 (000887) 全球化并购战略持续推行, TFH 国内落地将带动新能源热管理收入增长

1) 国际化战略已进入收获期, 积极开发新能源汽车产品。a) 2014 年公司收购德国 KACO 公司。KACO 在油封领域全球排名前三, 并开发批产新能源车模组密封系统。b) 2015 年公司收购 WEGU 公司, 其在减震降噪领域客户资源优质。c) 2016 年公司收购欧洲 AMK 公司, 其在空气悬架、汽车电机、电子转向系统等汽车电子领域实力强劲。d) 2017 年 3 月份公司以 1.7 亿欧元现金收购了 TFH100% 股权。TFH 公司是全球领先的发动机/新能源汽车电池冷却系统提供商, 已累计沃尔沃、宝马、大众、福特、菲亚特等知名客户, 全球市占率约 13%。通过海外并购和自主研发, 公司在新能源领域配套有了大幅提升, 2017 年全年新能源领域收入为 9.23 亿, 占营收比例达到 7.8%, 同比增速超过 325%。目前新能源领域配套的客户包括上汽、吉利、比亚迪、车和家、易捷特 (东风雷诺日产合资)、蔚来、宁德时代、东风日产等。公司成功进入各新能源主流厂商的配套体系, 随着电动化趋势的加快, 业绩有望保持较快增长, 未来成长空间较大。

2) TFH 国内项目逐渐落地, 未来新能源热管理业务增长将加快。公司收购的 TFH 是发动机及新能源汽车电池冷却系统优秀供应商, 在所处细分领域行业全球排名前三。2018 年 5 月公司拟发行可转债募集资金 15 亿元, 其中 4 亿元用于新能源汽车动力电池温控流体管路系统项目。随着 TFH 国内项目的落地, 其先进技术叠加国内低成本优势将进一步扩大公司新能源热管理业务领先地位。目前 TFH 已经获得德国奥迪 Q6 平台新能源汽车电池冷却系统、车和家“M01 新能源 SUV 汽车项目”整车冷却管路及中冷管总成产品、吉利新“MPC-1 新能源汽车项目”冷却系统等项目的供货资质, 高端品牌的品牌效应以及落地项目的推进将持续助力 TFH 进入国内其他新能源热管理配套体系, 未来增长潜力较大。

三花智控（002536）注入汽零资产，静待再造一个三花

1) 收购三花汽零 100% 股权，同时募投提升产能。公司 2017 年以 21.5 亿元对价，向三花绿能发行股份购买其持有的三花汽零 100% 股权，同时拟向不超过 10 名特定对象发行股份募集配套资金 13.2 亿元，用于新能源汽车零部件项目的产能扩建项目。三花汽零是特斯拉热管理系统零部件独家供应商，技术壁垒构筑长期成长空间。公司主要产品已与特斯拉签订了战略合作协议，从 2013 年开始给特斯拉 Model S 供货，以及后来的 Model X，目前已成为 Model 3 相关热管理系统部件的独家供应商。

2) 产品线持续扩充，新能源热管理单车价值高。三花汽零业务的注入使得公司业绩驱动力大大增强。公司汽车空调及新能源车热管理业务主要产品包括热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀、电子水泵、电子油泵、冷却板、热管理组件等，广泛应用在传统燃油气、混合动力车及纯电动车等乘用车热管理领域，三花汽零技术储备扎实，未来产品线持续扩充潜力大。目前三花汽零配套传统燃油车的产品单车价值量在 400 元左右，配套新能源汽车产品的单车价值量在 2000 元左右。到 2020 年，其配套的传统燃油车相关产品全球市场空间为 460 亿元，新能源汽车相关产品全球市场空间为 83 亿元，成长空间较大。

3) 新能源热管理业务积极发展，不断积累新客户。公司与客户建立了良好的合作关系，新能源热管理产品通过众多国内外知名整车厂商的审核，进入了量产供货阶段，合作的车企包括戴姆勒、沃尔沃、特斯拉、蔚来汽车等知名厂商。2018 年 11 月，三花汽零被确定为德国宝马新能源电动汽车平台热管理部件的供应商，生命周期内全球销售额预计约 3000 万欧元，实力再次受到客户认可。热管理技术核心竞争力再加上优质客户资源的积累，将助力公司热管理业务高速增长。

银轮股份（002536）国内汽车热交换器龙头，布局新能源汽车热管理

1) 国内汽车热交换器龙头，持续全球化战略布局。公司主营产品包括油冷器、中冷器、EGR 冷却器、商用车冷却模块、工程机械冷却模块、后处理板块的 SCR、DPF 等；其中，机油冷却器、中冷器国内市场占有率分别达到 50% 和 30%。国内客户包括上汽、广汽、长城、长安、厦门金龙、宇通、等一线合资及自主整车厂，柳工、厦工、徐工等一线工程机械公司；国际客户包括卡特彼勒，康明斯，福特等一线发动机制造商及整车厂。2015 年公司先后收购美国热动力公司 (TDI) 100% 股权和德国普锐 70% 股权；2016 年先后与佛吉亚和皮尔博格签订合资协议，海外并购持续推进，储备热交换系统及尾气处理系统的全球领先技术。

2) 新项目不断开发，新客户持续拓展。2017 年公司新争取项目数量达到 175 个，获得新客户定点主要有 Linamar (变速箱油冷器)、马瑞丽 (水空中冷器)、全球通用 (水空中冷器)、沃尔沃 (发动机油冷器)、广汽菲亚特 (加热器)、宁德时代 (电池水冷板)、威马汽车 (电池水冷板) 等。公司与各国内外战略合作伙伴保持稳固合作关系，为将来进一步的发展奠定了良好的基础。

3) 传统热交换器业务商乘并举, 新能源热管理增长空间大。公司传统热交换器产品在商用车和乘用车领域保持较好的增长态势, 预计商用车、工程机械、乘用车业务将持续为公司贡献稳定利润。此外公司产品价值量不断提升, 从油冷器到油冷器总成, 从中冷器到前端模块, 逐渐实现从单件供应到模块总成供应的转变。新能源热管理方面, 公司具备新能源换热系统主要零部件产品开发生产能力, 同时具备热管理系统设计集成能力, 宁德时代、广汽、吉利、比亚迪、宇通、威马等部分项目已与公司开展合作。随着客户的持续拓展, 公司新能源热管理收入未来有望迎来放量, 成为公司业绩的重要增长点。

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 代码 | 股票 名称 | 2018-12-04 股价 | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E | |
| 000887.SZ | 中鼎股份 | 11.1 | 0.91 | 1.01 | 1.15 | 12.2 | 10.99 | 9.65 | 买入 |
| 002050.SZ | 三花智控 | 14.2 | 0.58 | 0.65 | 0.78 | 24.48 | 21.85 | 18.21 | 增持 |
| 002126.SZ | 银轮股份 | 7.62 | 0.39 | 0.45 | 0.55 | 19.54 | 16.93 | 13.85 | 买入 |
| 002536.SZ | 西泵股份 | 11.16 | 0.72 | 0.72 | 0.82 | 15.5 | 15.5 | 13.61 | 增持 |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 56.32 | 1.49 | 1.1 | 1.39 | 37.8 | 51.2 | 40.52 | 增持 |
| 300258.SZ | 精锻科技 | 12.61 | 0.62 | 0.74 | 0.93 | 20.34 | 17.04 | 13.56 | 增持 |
| 300473.SZ | 德尔股份 | 38.0 | 1.25 | 2.14 | 2.85 | 30.4 | 17.76 | 13.33 | 买入 |
| 600114.SH | 东睦股份 | 7.16 | 0.69 | 0.61 | 0.7 | 10.38 | 11.74 | 10.23 | 买入 |
| 600297.SH | 广汇汽车 | 4.47 | 0.48 | 0.6 | 0.75 | 9.31 | 7.45 | 5.96 | 买入 |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 22.32 | 1.26 | 1.49 | 1.71 | 17.71 | 14.98 | 13.05 | 增持 |
| 601689.SH | 拓普集团 | 15.07 | 1.01 | 1.14 | 1.43 | 14.92 | 13.22 | 10.54 | 增持 |
| 601799.SH | 星宇股份 | 49.52 | 1.7 | 2.2 | 2.93 | 29.13 | 22.51 | 16.9 | 买入 |
| 603040.SH | 新坐标 | 27.18 | 1.72 | 1.48 | 1.8 | 15.8 | 18.36 | 15.1 | 中性 |
| 603197.SH | 保隆科技* | 20.69 | 1.48 | 1.08 | 1.35 | 13.93 | 19.21 | 15.28 | 未评级 |
| 603305.SH | 旭升股份* | 34.8 | 0.55 | 0.84 | 1.17 | 62.76 | 41.59 | 29.77 | 未评级 |
| 603730.SH | 岱美股份* | 21.88 | 1.43 | 1.63 | 1.99 | 15.34 | 13.46 | 10.98 | 未评级 |
| 603788.SH | 宁波高发 | 15.58 | 1.42 | 1.3 | 1.58 | 10.97 | 11.98 | 9.86 | 增持 |

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 宏观经济持续下行;
- 2) 汽车销量大幅下降;
- 2) 行业技术进步不达预期;
- 3) 政策落地不达预期;
- 4) 公司相关项目推进不达预期;

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学，四年实业，四年证券行业研究经验，2016年加入国海证券研究所，现负责汽车及家电行业研究组

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。