

暗夜即逝，黎明将至

投资要点:

最近一年行业指数走势



联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001 pengy@ctsec.com	
吴鹏	分析师
SAC 证书编号: S0160518110001 wupeng@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	
管正月	联系人
gzzy@ctsec.com	
葛成伟	联系人
gecw@ctsec.com	

相关报告

● 优惠政策完全退出，2018 年负增长属情理之中

2018 年汽车行业将迎来首个年度负增长，1-11 月行业销量 2542.0 万辆，同比下滑 1.7%。我们预计 2018 年行业销量增速为-3.4%，符合我们此前预期。2018 年行业负增长主要原因为购置税优惠政策退出导致前期基数较高以及经济疲弱下汽车消费需求不振。1-11 月重卡销量 106.5 万辆，同比增长 1.6%，预计全年重卡同比增长 3.0%，亦符合年初我们对 2018 年重卡微增的判断。1-11 月新能源汽车销量 103.0 万辆，同比增长 68.0%，成为 2018 年唯一逆势高增长的细分市场。受行业景气度整体下行的影响，行业各版块估值纷纷下行，整车及零部件估值均已处于底部区间。

● 2019 年行业或迎来复苏，复苏强度看政策刺激与否

车市经过 2018 年充分调整拉低基数后，2019 年有望迎来复苏，反弹力度需看政策刺激与否。若政府在行业持续下行后出台购置税优惠等刺激政策，行业有望于 2019 年迎来强势复苏，预计全年汽车销量 3080.0 万辆，同比增长 10.0%。若无政策刺激，2019 年行业或迎来弱复苏，预计全年汽车销量 2856.0 万辆，同比增长 2.0%，其中：乘用车销量 2434.3 万辆，同比增长 2.0%；重卡销量 98.0 万辆，同比下滑 14.0%；客车销量 25.1 万辆，同比增长 0.4%。

● 投资策略：以新车周期为主线布局

2018 年汽车行业迎来首个年度负增长几乎成定局，增长失速将成为长期伴随行业的“新常态”。我们认为，这一阶段处于强产品周期的车企有望跑赢行业，因此更应从产品周期的角度自上而下看行业的投资机会。2019 年仍处强产品周期的车企有一汽大众、比亚迪、上汽集团，整车重点推荐比亚迪、上汽集团；零部件重点推荐一汽大众产业链：一汽富维、宁波华翔、常熟汽饰等。若后续出台汽车消费的刺激政策，可把握行业估值修复机会，重点关注前期跌幅较深的整车股，如长安汽车、长城汽车、广汽集团、江铃汽车等，以及受益产品升级或品类扩张带来阿尔法收益的零部件，如岱美股份、宁波高发、拓普集团、星宇股份等。重卡周期顶点已过，建议谨慎关注。客车持续承压，但龙头凸显竞争优势，适当把握龙头车企阶段性的估值修复机会，建议关注宇通客车、金龙客车。
风险提示：宏观经济下行；汽车行业景气度不及预期；新能源汽车推广不及预期；新能源汽车补贴退坡超预期。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (12.14)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002594	比亚迪	1,563.2	57.3	1.49	1.11	1.43	38.5	51.6	40.1	买入
600104	上汽集团	2,889.3	24.7	2.95	3.33	3.57	8.4	7.4	6.9	买入
600742	一汽富维	55.9	11.0	0.92	1.00	1.47	12.0	11.0	7.5	买入
002048	宁波华翔	68.3	10.9	1.27	1.05	1.64	8.6	10.4	6.7	买入
601799	星宇股份	138.1	50.0	1.70	2.21	2.85	29.4	22.6	17.5	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、政策扰动+需求不振，2018年行业负增长属情理之中	4
1.1 政策退出后市场需要调整，全年销量或下滑 2.7%	4
1.2 行业景气度下行，汽车行业整体业绩或下滑	4
1.3 乘用车：高基数下增长乏力，全年销量或下滑 3.4%	5
1.4 客车：政策调整干扰未尽，行业持续承压	6
1.5 2018年重卡增速前高后低，全年销量有望保持微增	8
1.6 新能源：全年销量超预期，乘用车表现亮眼	9
1.7 汽车板块下跌幅度超大盘，零部件子版块下跌相对较少	12
2、2019年行业或迎来复苏，若有政策刺激将放大复苏力度	14
2.1 乘用车：政策透支已充分消化，2019年复苏在即	14
2.2 客车：基本面难言改善，2019年行业持续承压	15
2.3 重卡销量 2019年或延续下行趋势，蓝天保卫战有望对冲	16
2.4 零部件：行业估值跌至历史低位，价值洼地初显	17
2.5 新能源：政策与市场双驱动，明年行业高景气持续	19
3、投资建议：以新车周期为主线布局	21
3.1 乘用车：强产品周期确定性高，低估值修复弹性强	21
3.2 客车：紧握龙头，期待估值修复	22
3.3 重卡：行业稳定增长，市场表现谨慎观望	22
3.4 零部件：“估值陷阱”需警惕，业绩才是硬道理	23
3.5 新能源：关注下游优质新能源乘用车，把握电池龙头	30
4、风险提示	32

图表目录

图 1：2018 年行业或实现 2810 万销量，同比下滑 2.7%	4
图 2：汽车行业营收增速放缓	4
图 3：汽车行业业绩同比下滑	4
图 4：乘用车在高基数下增长乏力，全年销量或下滑 3.4%	5
图 5：SUV 增速放缓，下半年开始负增长	5
图 6：SUV 份额短期内难超轿车	5
图 7：自主、美系份额下滑，德系、日系份额增长	6
图 8：大中轻型客车历年销量	7
图 9：大中轻型客车历年销量同比增速	7
图 10：座位和公交客车历年销量	7
图 11：座位和公交客车历年销量同比增速	7
图 12：新能源客车销量	8
图 13：重卡销量及同比增速	8
图 14：2018 年非完整车辆销量同比增速	9
图 15：2018 年半挂牵引车销量同比增速	9
图 16：新能源汽车每月销量	9
图 17：新能源汽车每月销量同比增速	9
图 18：新能源乘用车每月销量	9
图 19：新能源商用车每月销量	9
图 20：新能源乘用车插混走强	10
图 21：新能源乘用车 A0/A 级车占比提升	10
图 22：各车企新能源乘用车 2018 年前 11 月销量	11
图 23：各车企新能源积分情况（2018 年前 10 月）	11
图 24：特斯拉每季度交付量	11
图 25：汽车板块下跌幅度超上证综指，零部件子版块下跌相对较少	12
图 26：若出台政策，2019 行业有望实现 10% 增长	14
图 27：若无政策，2019 年行业或实现 2% 的增速	14
图 28：若有政策刺激，乘用车复苏幅度较强	14

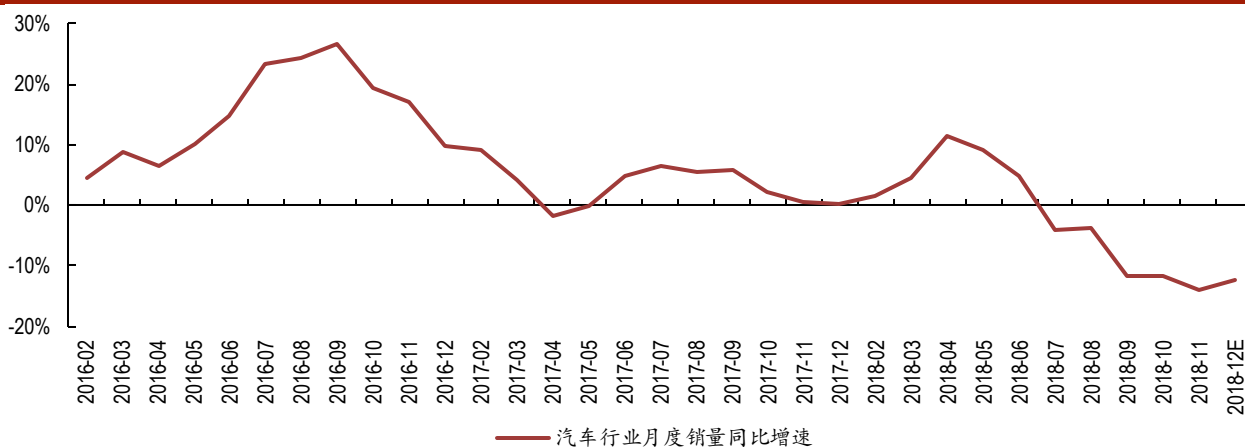
图 29: 若无政策刺激, 乘用车或弱复苏	14
图 30: 我国客车行业历年销量	15
图 31: 2019 年重卡销量将有所回落	16
图 32: 人民币的中长期贷款增速下滑, 重卡增速或见顶	16
图 33: GB1589 政策对半挂车销量影响	17
图 34: 历年公路货运总量	17
图 35: 零部件行业历史 PE (TTM)	18
图 36: 零部件行业历史 PB (最新财报数据)	18
图 37: 零部件行业历史归母净利润同比增速	19
图 38: 新能源汽车历年销量及预测	20
图 39: 购置税优惠政策退出后, 2018 年乘用车板块收益下行	21
图 40: 整车股 PB 持续下杀, 已处于底部区间	21
图 41: 部分标的 PE (TTM) 升高系业绩下滑	21
图 42: 一汽大众新一轮产品周期	23
图 43: 一汽大众产能规划	24
图 44: 一汽大众销量预测	24
图 45: 一汽大众周期与一汽富维收入相关性	24
图 46: 一汽大众周期与一汽富维 ROE 相关性	24
图 47: 一汽大众周期与宁波华翔收入相关性	25
图 48: 一汽大众周期与宁波华翔 ROE 相关性	25
图 49: 一汽大众周期与星宇股份收入相关性	25
图 50: 一汽大众周期与星宇股份 ROE 相关性	25
图 51: 对一汽大众强产品周期收入弹性最大的 A 股零部件企业 (2017 年)	26
图 52: 零部件企业成长路径	27
表 1: 我国客车行业 2018 年 1-10 月累计销量情况	6
表 2: 造车新势力中已交卷企业和尚未交卷企业	11
表 3: 汽车行业 2018 年涨跌幅靠前上市公司	12
表 4: 非快充类纯电动客车国补标准比较	15
表 5: 主要车企 2019 年上市的新能源车型	19
表 6: 精选市占率可快速提升的零部件企业	27
表 7: 精选单车配套价值量可快速提升的零部件企业	28
表 8: 重点公司盈利预测及评级	31

1、政策扰动+需求不振，2018 年行业负增长属情理之中

1.1 政策退出后市场需要调整，全年销量或下滑 2.7%

2018 年 1-11 月行业累计实现销量 2542.0 万辆，累计同比下滑 1.7%，我们预计全年行业或实现销量 2810.0 万辆，同比下滑 2.7%，符合我们在 2018 年度策略中“行业景气度下行，2018 年市场增速或首次下滑”的判断。造成行业负增长的原因一方面是购置税优惠政策退出带来的高基数和销量透支的扰动，另一方面则是房价上涨形成了楼市对车市的挤出效应以及 P2P 暴雷导致的需求端不振。

图 1：2018 年行业或实现 2810 万销量，同比下滑 2.7%

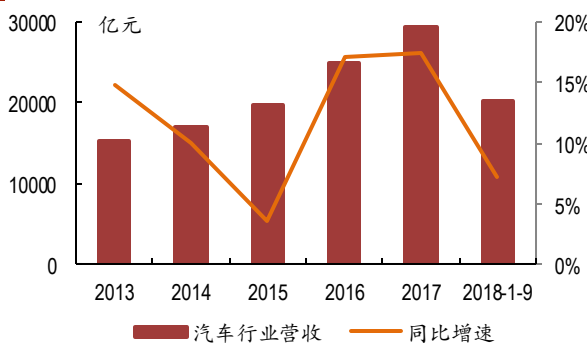


数据来源：中汽协，财通证券研究所

1.2 行业景气度下行，汽车行业整体业绩或下滑

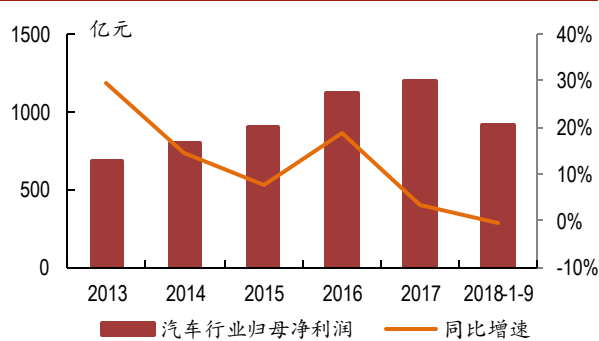
销量下滑导致终端竞争加剧，优惠促销及官降影响了企业业绩。前三季度行业实现总营收 20313.3 亿元，同比增长 7.3%，增速明显放缓；前三季度行业实现归母净利润 910.4 亿元，同比下滑 0.4%。我们认为四季度行业销量或延续第三季度的下滑趋势，汽车行业 2018 年全年业绩或同比下滑。

图 2：汽车行业营收增速放缓



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 3：汽车行业业绩同比下滑

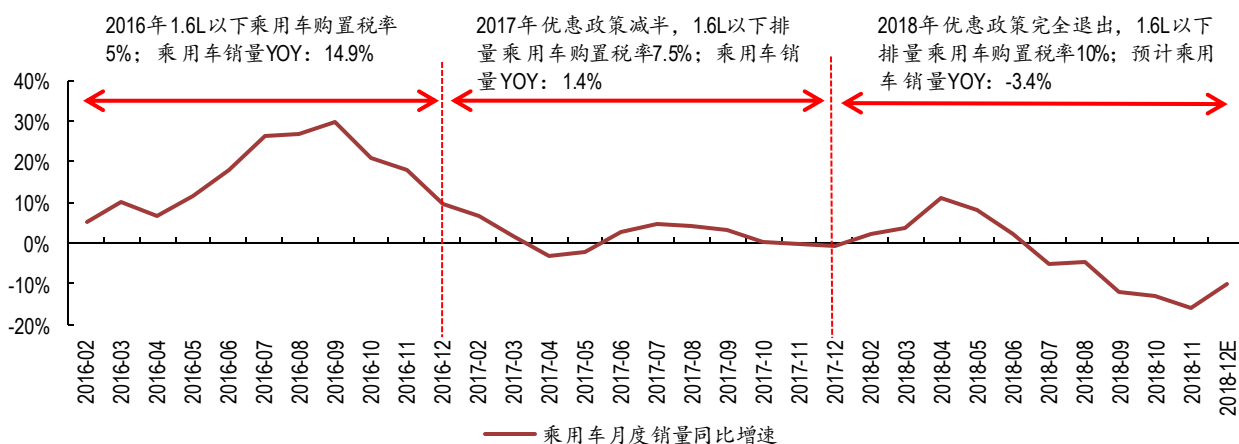


数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3 乘用车：高基数下增长乏力，全年销量或下滑 3.4%

今年 1-11 月乘用车累计实现销量 2147.8 万，同比累计下滑 2.8%。全年预计实现销量 2386.7 万，同比下滑 3.4%。我们认为下滑的原因为：(1) 同期基数过高，小排量乘用车购置税优惠政策大幅推高了 2016 年的销量，2017 年政策虽然有所退坡，但销量仍在高基数上实现了增长，进一步推高了基数，2018 年政策完全退出后，乘用车市场在高基数下增长乏力。(2) 需求不振，今年三四线城市房价上涨对车市的挤出效应十分明显，叠加下半年互金大规模暴雷，二者共同抑制了今年的购车需求。

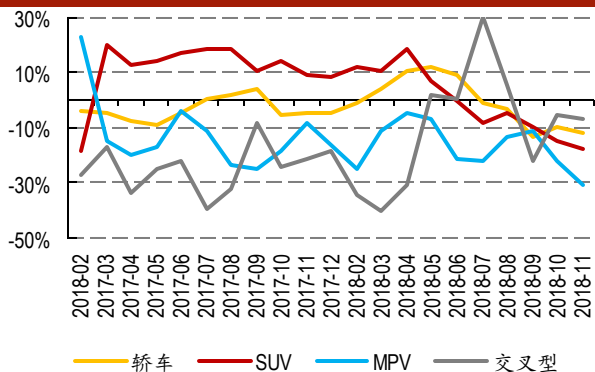
图 4：乘用车在高基数下增长乏力，全年销量或下滑 3.4%



数据来源：中汽协，财通证券研究所

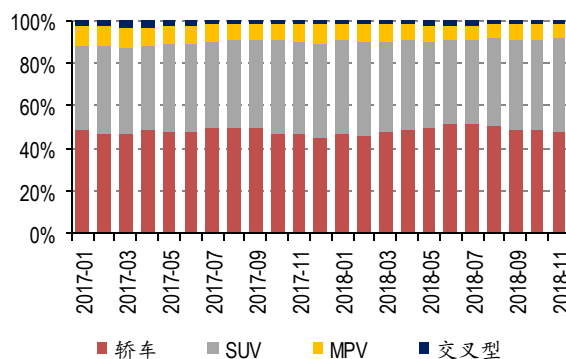
SUV 高增长后踩下刹车，中国品牌市场份额下滑。SUV 的增速在 4 月达到高点后开始持续下行，下半年进入负增长区间。我们认为 SUV 增速下滑的原因为：(1) 供给端新上市车型较少，新车效应对销量的提振不明显，叠加原有爆款车型老化后销量下滑严重。(2) 需求低迷，在房价上涨和互金暴雷的双重压力下，居民购车动力下降，对低端 SUV 市场的冲击尤为明显。

图 5：SUV 增速放缓，下半年开始负增长



数据来源：中汽协，财通证券研究所

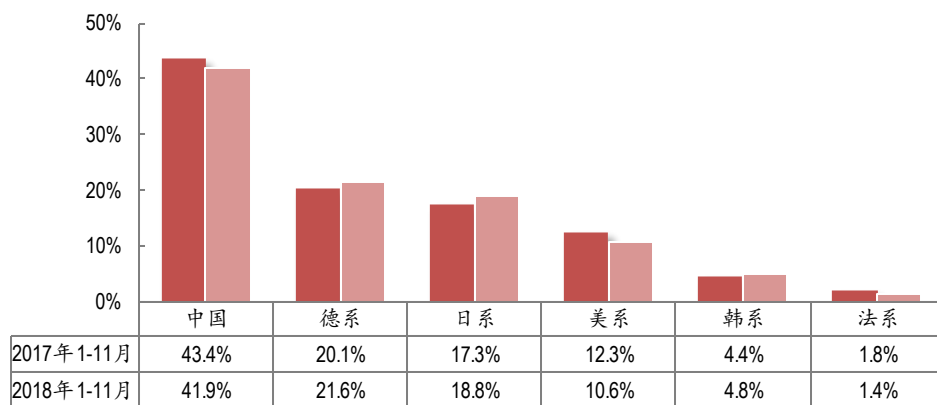
图 6：SUV 份额短期内难超轿车



数据来源：中汽协，财通证券研究所

1-11月中国品牌市场份额下滑1.5pct，主要系中国品牌SUV占比较高，SUV增速大幅下滑导致了中国品牌市场份额下降。美系份额下滑显著主要受福特和JEEP销量下滑的拖累。韩系份额回暖系受政治因素影响导致同期基数较低，今年几款高性价比新车上市后销量有所回暖。德系和日系录得份额提升主要系大众和丰田的表现优异。

图7：自主、美系份额下滑，德系、日系份额增长



数据来源：中汽协，财通证券研究所

1.4 客车：政策调整干扰未尽，行业持续承压

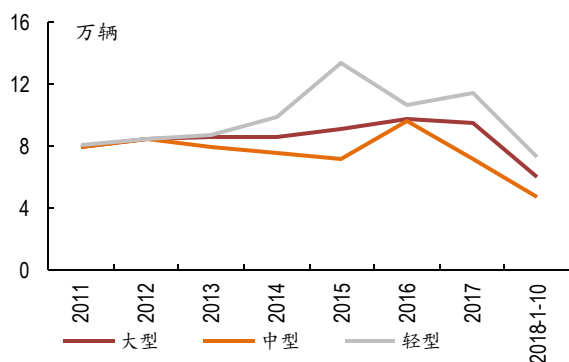
行业景气度下行，客车行业销量承压。2018年1-10月，我国客车行业累计销量18.1万辆（同比-6.3%），其中座位客车8.6万辆（同比-13.8%），公交车6.4万辆（同比+11.4%）。

表1：我国客车行业2018年1-10月累计销量情况

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅
座位客车	23,244	-18.3%	17,177	-16.4%	46,055	-10.2%	86,476	-13.8%
校车	1,137	139.9%	5,253	-14.4%	8,175	-33.0%	14,565	-22.6%
公交客车	35,379	2.9%	24,638	26.7%	3,632	10.2%	63,649	11.4%
卧铺与其它	342	56.2%	879	2.0%	14,716	-4.7%	15,937	-3.5%
合计	60,102	-5.4%	47,947	2.0%	72,578	-11.7%	180,627	-6.3%

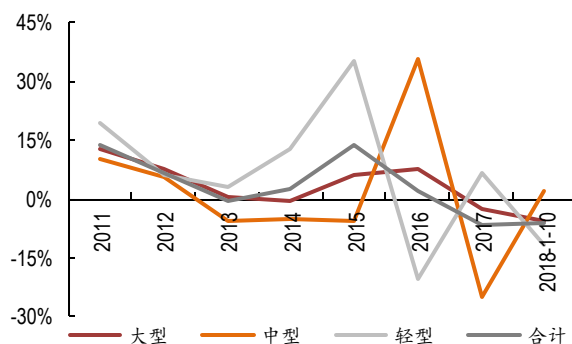
数据来源：中客网，财通证券研究所

图8：大中轻型客车历年销量



数据来源：中客网，财通证券研究所

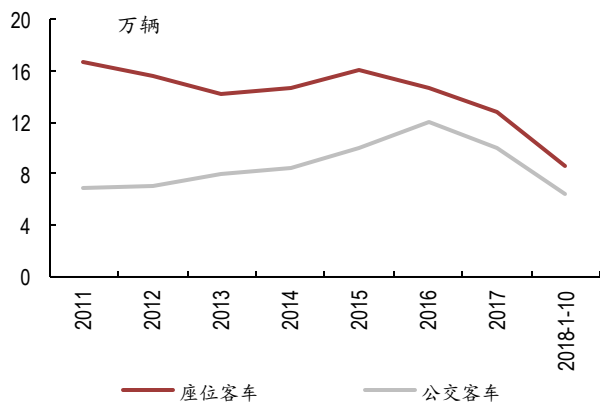
图9：大中轻型客车历年销量同比增速



数据来源：中客网，财通证券研究所

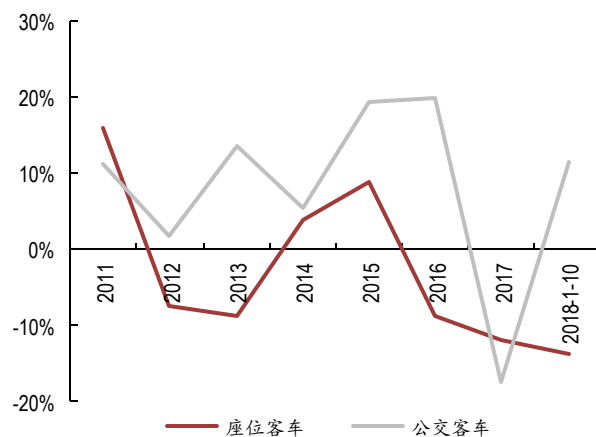
座位客车持续下滑，公交客车表现不强。受私家车拥有量上升和高铁影响，中长途客运班线下滑，城际客运班线逐渐由城际公交替代，2018年座位客车市场持续萎缩。公交车有新能源公交销量支撑，1-10月累计销量保持正增长。受补贴政策过渡期影响，新能源客车5-6月销量增长较猛，但也透支下半年部分需求，造成6-10月行业走势较弱，新能源客车全年总体表现不强，1-10月累计销售6.0万辆，同比增长5.4%。

图10：座位和公交客车历年销量



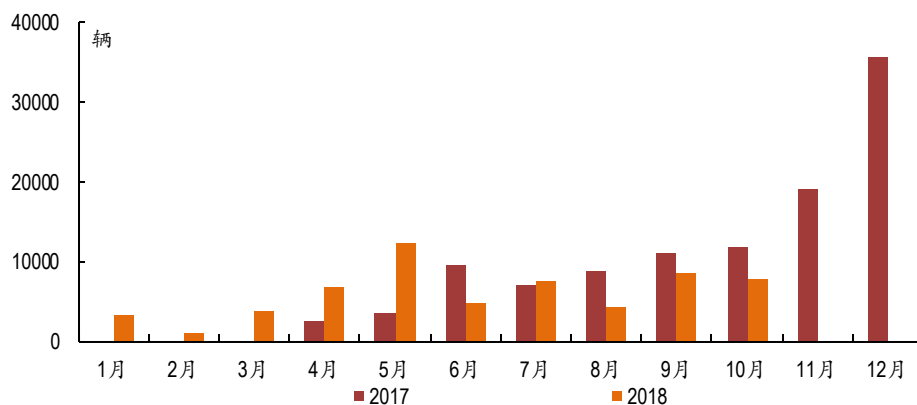
数据来源：中客网，财通证券研究所

图11：座位和公交客车历年销量同比增速



数据来源：中客网，财通证券研究所

图12：新能源客车销量

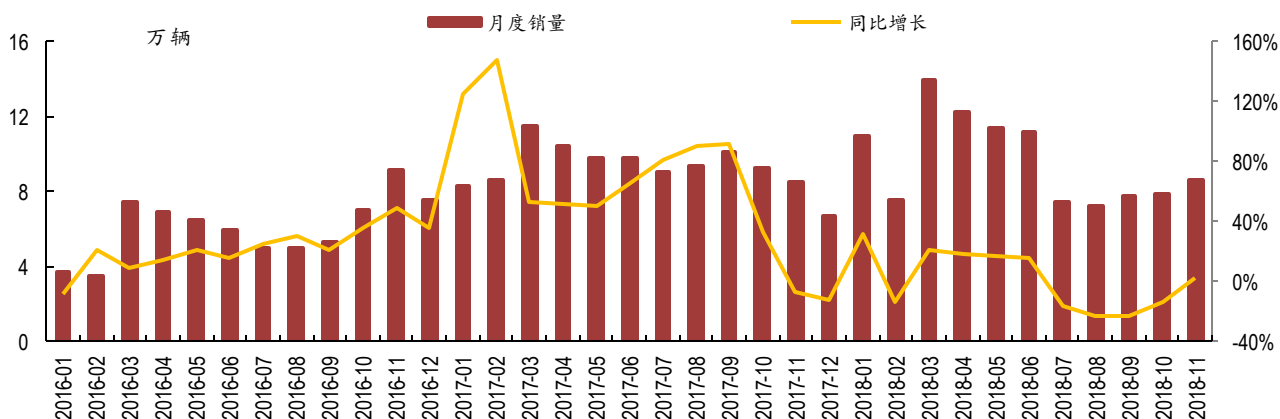


数据来源：中客网，财通证券研究所

1.5 2018年重卡增速前高后低，全年销量有望保持微增

2018年1-11月累计销量106.53万辆，同比增长1.64%。预计全年有望实现114万辆，同比增长3.0%。

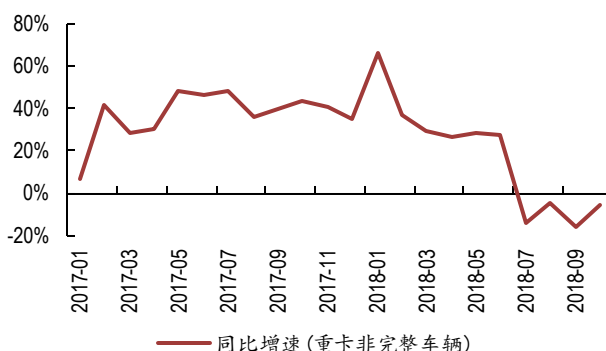
图13：重卡销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

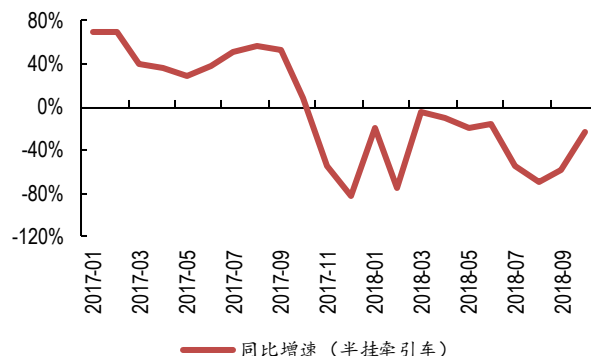
我们认为今年重卡销量走势前高后低，在去年高基数上仍实现微增的原因是：上半年基建工程开工率较高，带动工程类重卡销量在上半年保持高速增长。三季度后基建工程开工率下降，工程类重卡销量出现下滑。此外随着治超对牵引车销量促进的边际效应不断减弱，牵引车受同期高基数的影响全年销量双位数下滑。

图14：2018年非完整车辆销量同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图15：2018年半挂牵引车销量同比增速

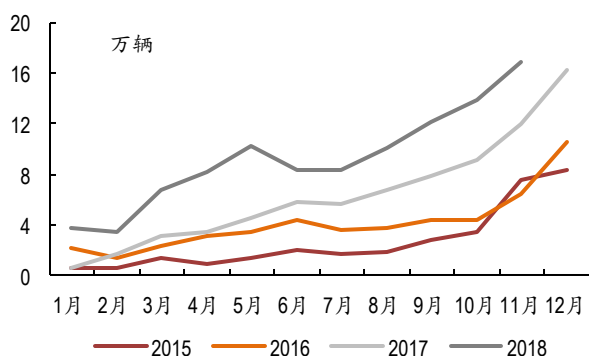


数据来源：中汽协，财通证券研究所

1.6 新能源：全年销量超预期，乘用车表现亮眼

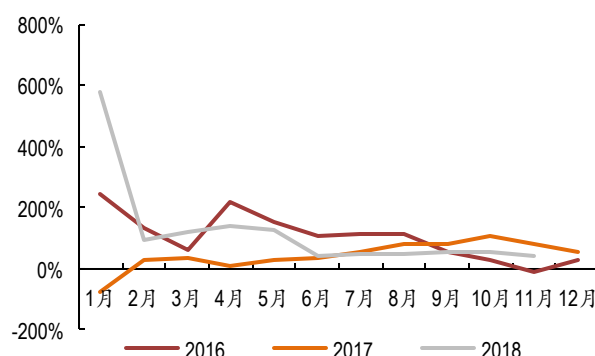
新能源汽车行业逆势增长，乘用车表现强势。2018年11月，新能源汽车销量16.9万辆（同比37.6%），其中乘用车单月销量14.0万辆（同比68.7%），持续保持高景气；1-11月累计销量103.0万辆（同比68.0%），其中乘用车累计销量88.7万辆（同比68.7%）。

图16：新能源汽车每月销量



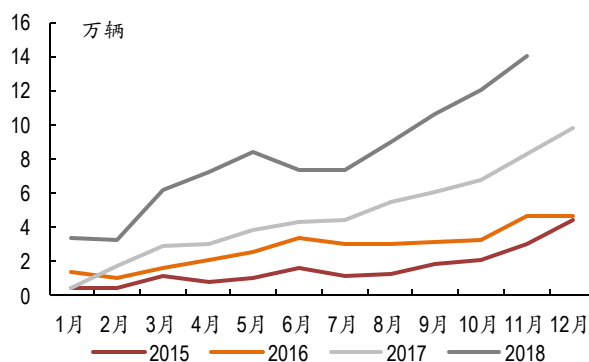
数据来源：中汽协，财通证券研究所

图17：新能源汽车每月销量同比增速



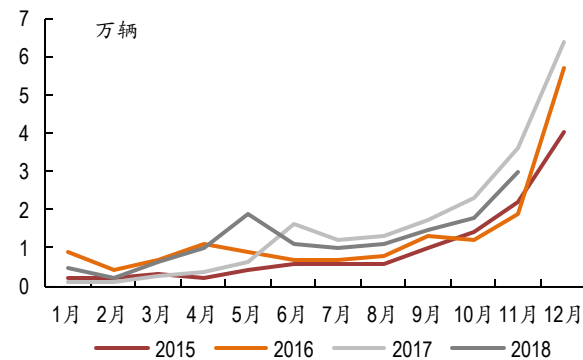
数据来源：中汽协，财通证券研究所

图18：新能源乘用车每月销量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

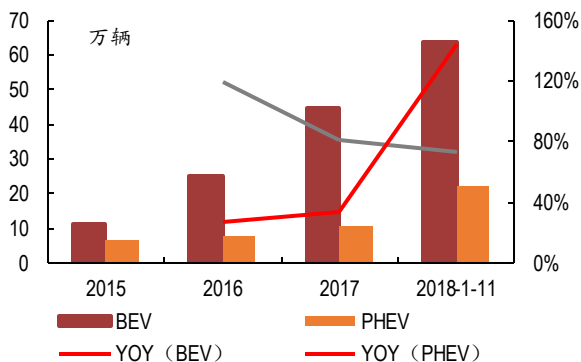
图19：新能源商用车每月销量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

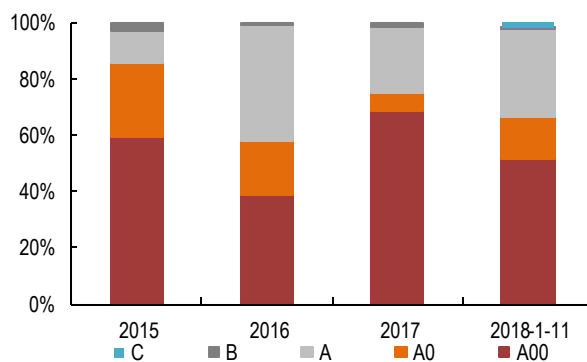
政策扶优扶强，乘用车产品结构分化，插混走强，A0/A级车型爆发。2018年1-11月，乘联会统计的PHEV累计销量22.3万辆，同比增长144.4%，在新能源乘用车销量比例由2017年的19.2%提升至26.0%。国家补贴政策更倾向BEV，但随着补贴大幅退坡，BEV相对于PHEV补贴产生的价差优势减少，而PHEV仍然享有免购置税和不限购、不限行的路权优势，导致终端市场对PHEV的需求快速增长。2018年新能源车市场产品结构变化的另一特征是纯电动乘用车中A0/A级车销量比重提升。11月，BEV中A00级车销量5.2万辆，同比增长2%，占纯电动乘用车49%份额，较17年11月下降28个百分点，A0/A级车销量占比由去年的5%/17%提升至15%/32%，1-11月累计销量占比由7%/23%提升至15%/32%。过渡期后，低续航车型补贴下降较多，A00级微型电动车优势消退，车企推出高续航版本车型有一定空窗期，A0/A级车成为市场新的增长契机，迎来爆发。

图20：新能源乘用车插混走强



数据来源：乘联会，财通证券研究所

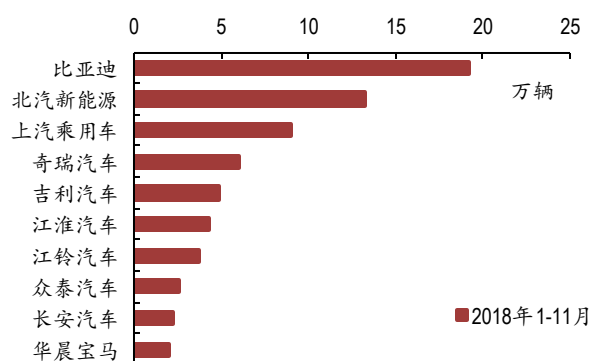
图21：新能源乘用车A0/A级车占比提升



数据来源：乘联会，财通证券研究所

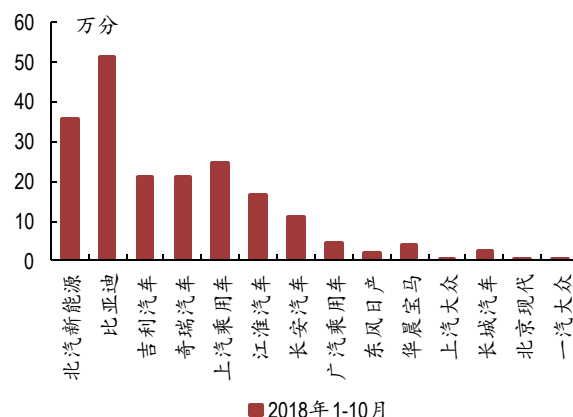
自主新能源表现领先，双积分大考来临，合资积分压力大。2018年1-11月，国内新能源汽车乘用车销量前十车企以自主为主，合资车企发展新能源的动力仍然较弱。2019年起，新能源积分设定核算比例，大考来临，合资车企积分状况堪忧，预计明后年合资车企在积分压力下势必加快电动化步伐，进一步推动行业发展。

图22：各车企新能源乘用车2018年前11月销量



数据来源：乘联会，财通证券研究所

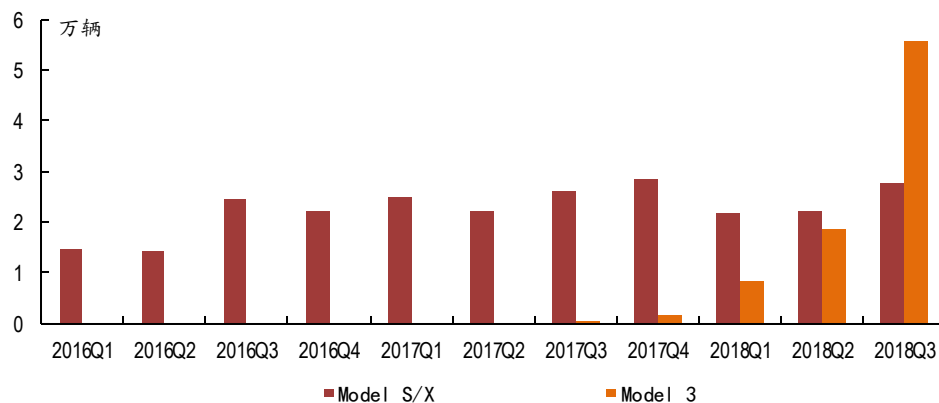
图23：各车企新能源积分情况（2018年前10月）



数据来源：乘联会，财通证券研究所

特斯拉放量提振新能源板块，国内造车新势力陆续交卷。特斯拉自 Q2 起交付量连续超预期，并于 Q3 实现单季度盈利，大大提振市场对新能源造车的信心。11 月广州车展合众新能源、小鹏汽车以及电咖首款量产车正式亮相，造车新势力们纷纷交卷。传统车企与新势力共振之下，国内新能源零部件企业迎来机遇，关注特斯拉产业链核心标的旭升股份。

图24：特斯拉每季度交付量



数据来源：特斯拉年报，财通证券研究所

表2：造车新势力中已交卷企业和尚未交卷企业

造车进度	车企名称	车型	价格（补贴前）	发布时间
首款量产车已经上市交卷	蔚来汽车	ES8	44.80-54.80 万元	2017 年 12 月
	小鹏汽车	G3	20.00-28.00 万元	2017 年 11 月
	威马汽车	EX 5	18.66-29.88 万元	2018 年 9 月
	云度汽车	π 1	12.78-17.98 万元	2018 年 7 月
		π 3	17.08-20.48 万元	2018 年 7 月

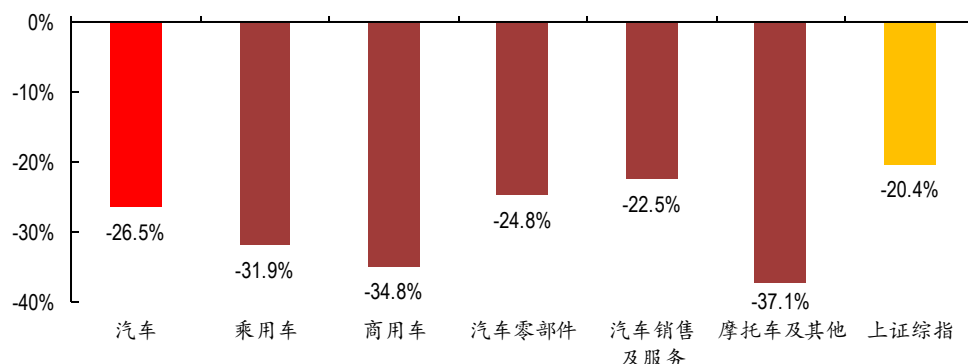
尚未交卷企业	电咖	EV 10	13.38-14.18 万元	2017 年 11 月
	国金集团	GM 3	22.98-24.98 万元	2017 年 11 月
	新特	DEV 1	13.99-16.49 万元	2018 年 9 月
	合众新能源	哪吒 01	12.68-13.68 万元	2018 年 11 月
	奇点	iS6	25-35 万元	最快 2018 年年底上市
	正道	H600	——	2020 年
	爱驰	U5 ION	——	2019 年下半年
	拜腾	Concept	30 万元起 (预售价)	2019 年上市
	零跑	S01	20 万元	——
	合众	E-TAKE	——	2019 年底
	游侠	X	——	——

数据来源：汽车之家，财通证券研究所

1.7 汽车板块下跌幅度超大盘，零部件子板块下跌相对较少

年初至今股市总体呈现下行局势，上证综指跌幅达 20.4%。中信汽车指数下跌 26.5%，跑输大盘 6.1 个百分点。从汽车行业各细分板块表现来看，零部件板块下跌幅度相对较小，约 25% 的跌幅。乘用车、商用车板块跌幅均超 30%。

图 25：汽车板块下跌幅度超上证综指，零部件子板块下跌相对较少



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：数据截止至 2018 年 12 月 13 日收盘

从个股表现来看，涨幅居前的主要为次新股。今年大盘蓝筹及成长股受行业景气度下行的影响下跌幅度较多，已处于底部区间。

表 3：汽车行业 2018 年涨跌幅靠前上市公司

代码	名称	涨跌幅	子板块	备注
300750.SZ	宁德时代	126.8%	汽车零部件	次新股
603655.SH	朗博科技	79.0%	汽车零部件	次新股
000622.SZ	恒立实业	51.4%	汽车零部件	
300644.SZ	南京聚隆	43.2%	汽车零部件	次新股
002921.SZ	联诚精密	41.6%	汽车零部件	次新股
603895.SH	天永智能	40.4%	汽车零部件	次新股

300694.SZ	鑫湖股份	34.3%	汽车零部件	次新股
300742.SZ	越博动力	28.6%	汽车零部件	次新股
002708.SZ	光洋股份	19.6%	汽车零部件	
300176.SZ	鸿特科技	9.7%	汽车零部件	
603013.SH	亚普股份	9.4%	汽车零部件	次新股
002537.SZ	海联金汇	7.8%	汽车零部件	
002725.SZ	跃岭股份	4.7%	汽车零部件	
601799.SH	星宇股份	2.7%	汽车零部件	
603596.SH	伯特利	1.8%	汽车零部件	次新股
603348.SH	文灿股份	1.4%	汽车零部件	次新股
600623.SH	华谊集团	0.9%	汽车零部件	
000338.SZ	潍柴动力	-2.6%	汽车零部件	大盘蓝筹
002592.SZ	八菱科技	-2.7%	汽车零部件	
002863.SZ	今飞凯达	-4.1%	汽车零部件	
002865.SZ	钧达股份	-4.8%	汽车零部件	
300473.SZ	德尔股份	-7.3%	汽车零部件	
002488.SZ	金固股份	-7.9%	汽车零部件	
002328.SZ	新朋股份	-8.5%	汽车零部件	
603158.SH	腾龙股份	-9.3%	汽车零部件	
002594.SZ	比亚迪	-9.9%	乘用车	大盘蓝筹
603305.SH	旭升股份	-10.1%	汽车零部件	
300258.SZ	精锻科技	-10.3%	汽车零部件	
601965.SH	中国汽研	-10.6%	汽车销售及服务	
300733.SZ	西菱动力	-12.2%	汽车零部件	次新股
000550.SZ	江铃汽车	-14.8%	商用车	
603035.SH	常熟汽饰	-15.8%	汽车零部件	
601127.SH	小康股份	-16.2%	乘用车	
000581.SZ	威孚高科	-16.7%	汽车零部件	
600742.SH	一汽富维	-18.1%	汽车零部件	
600104.SH	上汽集团	-18.3%	乘用车	大盘蓝筹
000753.SZ	漳州发展	-18.4%	汽车销售及服务	
603787.SH	新日股份	-18.5%	摩托车及其他	
600660.SH	福耀玻璃	-20.2%	汽车零部件	大盘蓝筹

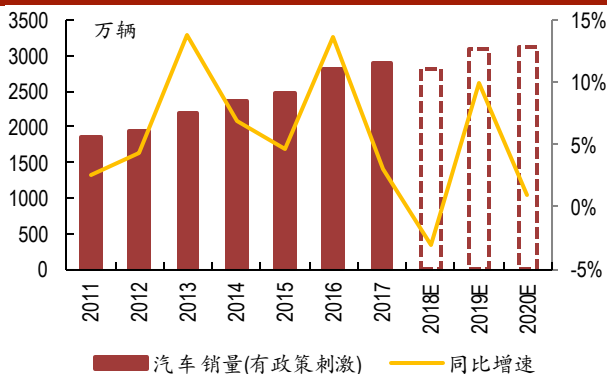
数据来源：Wind，财通证券研究所

注：数据截止 2018 年 12 月 13 日收盘

2、2019 年行业或迎来复苏，若有政策刺激将放大复苏力度

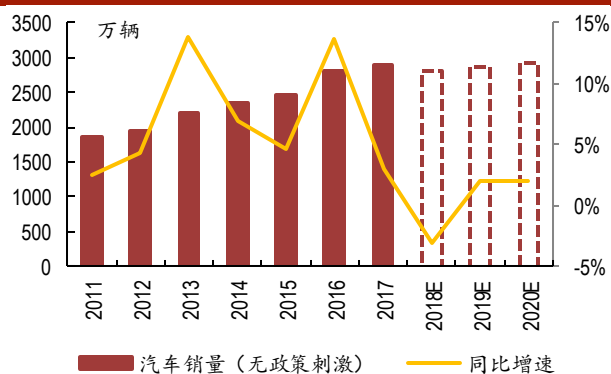
我们认为行业在经过 2018 年的调整后有望在 2019 年实现复苏。复苏的力度还看是否有政策支持。(1) 若 2019 年政府出台针对汽车消费的专项刺激政策，叠加个税减免落地，行业景气度有望快速回暖。在政策的刺激下 2019 年行业或实现销量 3080.0 万，同比增长 10.0%；(2) 若无政策刺激，行业在今年短暂调整消化掉之前的透支后，2019 年有望实现销量 2856.0 万，同比增长 2%，在今年的低基数上迎来一个弱复苏。

图 26: 若出台政策, 2019 行业有望实现 10% 增长



数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

图 27: 若无政策, 2019 年行业或实现 2% 的增速

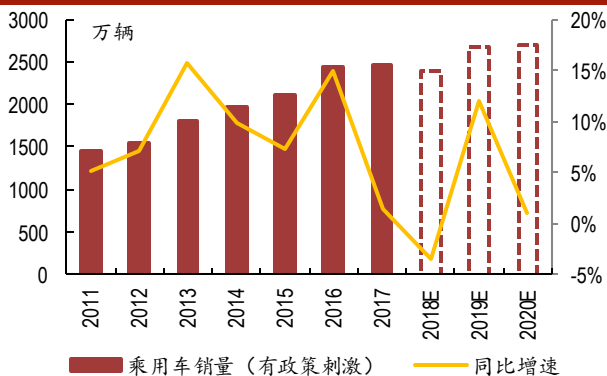


数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

2.1 乘用车: 政策透支已充分消化, 2019 年复苏在即

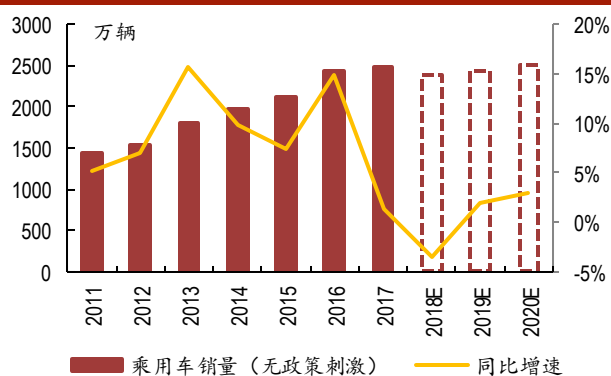
我们认为 2018 年乘用车行业已经充分消化了 2017 年政策作用下透支的销量, 2019 年行业将在低基数上实现复苏。考虑我国乘用车市场已经进入了低速增长的新常态, 若 2019 年没有刺激政策的扰动, 我们认为乘用车全年有望实现销量 2434.3 万, 同比增长 2%; 若政府在 2019 年重启诸如小排量购置税优惠等刺激政策, 那么乘用车行业将再度迎来一波“政策性”高增长, 预计全年销量有望达到 2673.0 万, 同比增长 12.0%。

图 28: 若有政策刺激, 乘用车复苏幅度较强



数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

图 29: 若无政策刺激, 乘用车或弱复苏

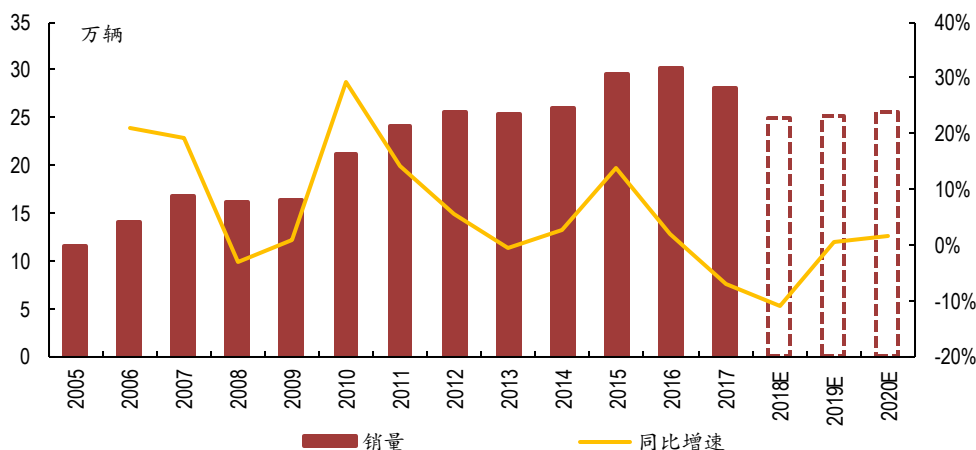


数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

2.2 客车：基本面难言改善，2019 年行业持续承压

补贴退坡影响未尽，客车全年销量大概率下滑，预计明年销量持平。2018 年补贴政策较上年退坡接近 40%，以 12 米长大客为例，2017 年单车顶格补贴可达 36 万，2018 年补贴下降至 21.8 万，单车利润大幅减少，行业销量和盈利双承压。补贴过渡期导致上半年出现抢装潮，透支部分需求，造成下半年旺季不旺，全年销量大概率下滑。明年补贴退坡压力仍在，行业基本面难言改善，预计与今年持平。

图 30：我国客车行业历年销量



数据来源：中客网，财通证券研究所

2019 年补贴或继续退坡，利好高配置、带电量较多车型。我们预计 2019 年补贴上限不变，但是单位电量补贴金额下降 33.3%，对于 10 米以上的车型，如果单车带电量超过 225 度电即可顶格拿到补贴，且补贴金额与 2018 年持平。我们认为，若新政的补贴政策持续下降，将利好具备生产高配置车型能力的龙头企业。

表 4：非快充类纯电动客车国补标准比较

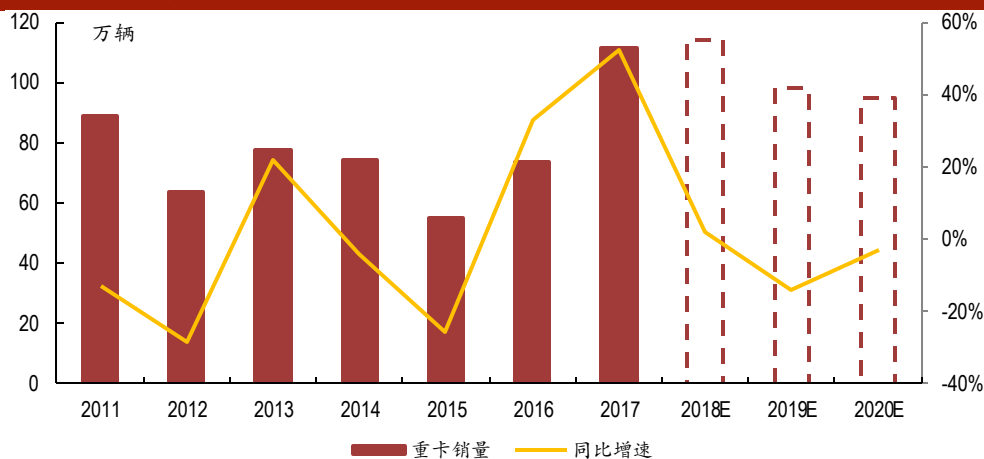
	单位电量补贴金额 (元/kWh)	国补调整系数			国补上限(万元)		
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
2017年	1800	系统能量密度 (Wh/kg)			9	20	30
		85-95 (含)	95-115 (含)	115以上			
		0.8	1.0	1.2			
2018年	1200	系统能量密度 (Wh/kg)			5.5	12	18
		115-135 (含)		135以上			
		1.0		1.1			
		单位载质量能量消耗量 (Wh/km·kg)					
0.15-0.21 (含)		0.15以下					
1.0		1.1					
2019年 (预计)	800	-			5.5	12	18

数据来源：电车汇，财通证券研究所

2.3 重卡销量 2019 年或延续下行趋势，蓝天保卫战有望对冲

我们认为，2019 年重卡有望实现销量 98.0 万，同比下滑 14.0%。主要原因为：(1) 受宏观经济、基建等指标下滑及 2018 年上半年重卡高基数影响，2019 年上半年重卡工程类用车数据将持续下滑。(2) 牵引车辆摆脱 2017 年政策刺激更替需求之后，2019 年物流车辆将会回归正常销量。(3) 《蓝天保卫战》及部分重点城市提前实施国六 B 排放法规将加速淘汰中、重型柴油货车，对冲部分重卡行业下行。

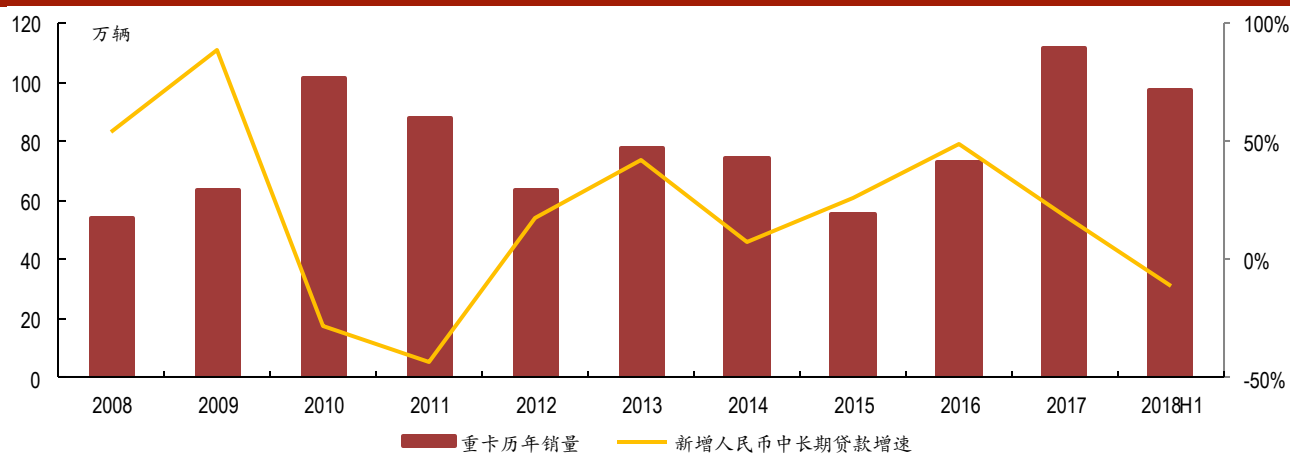
图 31：2019 年重卡销量将有所回落



数据来源：中汽协，财通证券研究所

人民币的中长期贷款是用来判重卡销量的前置性指标。因为重卡的购买方式往往以金融贷款为主，主要用途为长途运输和工程，与新开工项目相关度高。根据过去十年历史数据观察，基建等项目开工前银行新增中长期贷款增速会提升。截止 2018 年 10 月，我国新增人民币中长期贷款金额同比下滑 20%，支撑我们对明年重卡销量会进一步下滑的判断。

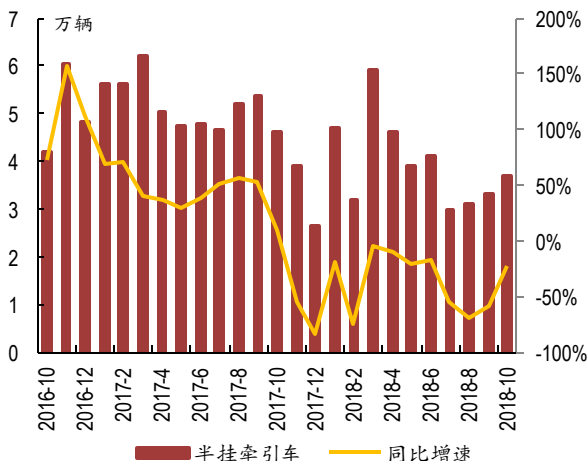
图 32：人民币的中长期贷款增速下滑，重卡增速或见顶



数据来源：Wind，财通证券研究所

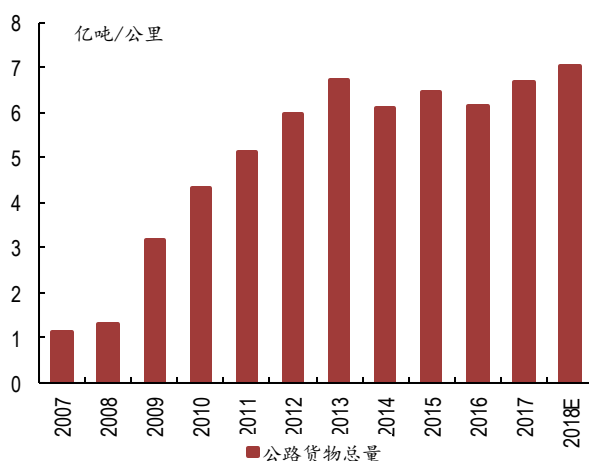
我们认为 2019 年物流车销量将会回归均值，大致与 2018 年持平。从 2018 年数据显示，物流车销售增量已经出现下滑。相关数据显示自 2017 年 10 月始，半挂牵引车销量出现陡然提升并于 2017 年下半年开始下滑。此现象显示超治政策导致的半挂牵引车新增需求已经基本完成。之后半挂牵引车的销量将取决于重卡更新周期与公路货运总量。

图33: GB1589政策对半挂车销量影响



数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

图34: 历年公路货运总量



数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

根据2018年7月国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2020 年底前京津冀等地区淘汰国三以下中、重型柴油货车100 万辆以上。2019年7月北京、上海、广州深圳等重点城市将会实施国六b排放法规。在政策实施之前，重卡可能会出现一批需求提前释放情况。这一政策有望对冲部分重卡行业下行。

2.4 零部件：行业估值跌至历史低位，价值洼地初显

我们以中信零部件行业的 PE-TTM（整体法，剔除负值）、PB(整体法，剔除负值)为指标，以 2010 年 1 月至 2018 年 11 月为时间窗口，跟踪了零部件行业历史的估值变化。

零部件行业 PE (TTM) 的历史底部出现在 2012 年 1 月的 13.1 倍。彼时行业景气度处于绝对低位，2012 年 1-2 月汽车销量增速为-6.5%，随后恢复性增长带来行业基本面改善，确认 2012 年 1-2 月为行业底部，从零部件行业估值来看，也是 2012 年 1 月触底，两者在时点上非常吻合。本轮零部件行业估值从 2016 年 7 月开始趋势走低，一度由 PE (TTM) 高点的 38.6 倍跌至当前的 16.5 倍，跌幅达 57.3%。剔除零部件行业结构调整的影响，当前行业 PE (TTM) 已处历史绝对低位，部分优质零部件企业 PE(TTM)甚至跌至 10 倍附近。

图 35：零部件行业历史 PE (TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

零部件行业 PB (LF) 的历史底部出现在 2012 年 11 月的 1.7 倍，而行业 PE (TTM) 触及历史底部的 2012 年 1 月，行业的 PB (LF) 为 2.1 倍。当前行业 PB (LF) 已跌至 1.9 倍，处于历史相对较低位置。由于零部件行业是重资产行业，净资产较为扎实，PB 这一指标具有较强的适用性，因此从 PB 的角度更能衡量行业的安全边际。从历史上看，零部件行业 PB 基本处于 2 倍以上，当前 1.9 倍基本确立行业较为安全的底部。

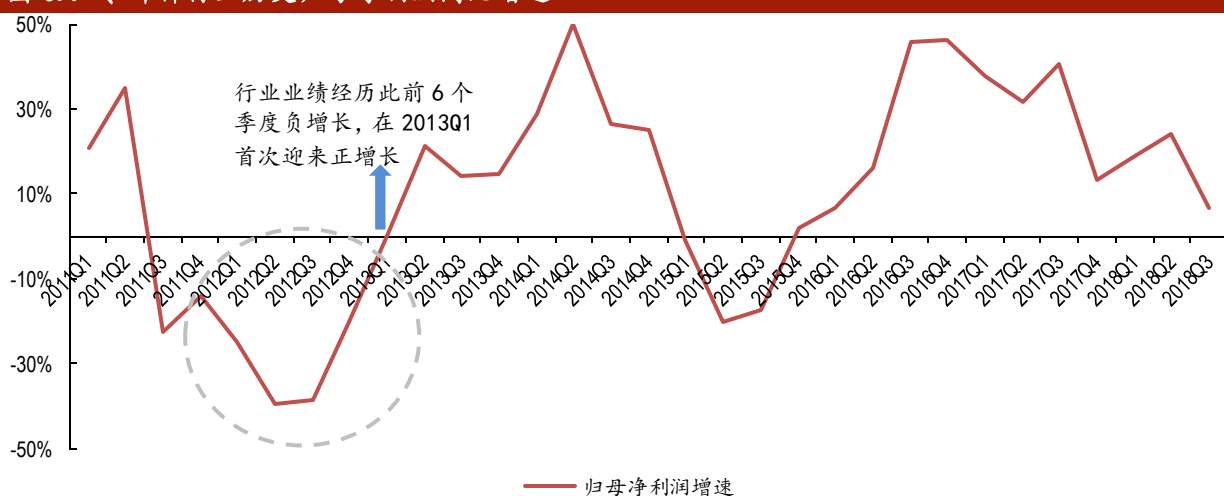
图 36：零部件行业历史 PB (最新财报数据)



数据来源：Wind，财通证券研究所

为什么行业 PE 底部不是行业 PB 底部？由于 PE 与 PB 分别是市值相对于业绩和净资产的比值，业绩的变化比净资产的变化更为活跃。在 2012 年 1 月零部件行业 PE (TTM) 触及历史底部 13.1 倍时，行业业绩尚未触底，一直到 2013 年一季度行业净利润增速才由负转正。也就是说，2012 年 1 月以后，并不是股价触底反弹导致行业 PE 修复，而是行业利润下滑，导致 PE 被动抬升，彼时行业掉入了典型的“估值陷阱”。在此期间零部件企业的股价继续下挫，由此导致行业 PB 进一步走低，直到 2012 年 11 月才触及历史底部 1.7 倍，比 PE 触底晚了 10 个月。根据历史推演，我们可以判断，此轮零部件的 PE 将先见底，但行业业绩难言触底，PB 仍有可能进一步走低。

图 37：零部件行业历史归母净利润同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

2.5 新能源：政策与市场双驱动，明年行业高景气持续

供给端，双积分接力补贴政策驱动行业中长期发展。政策延续优扶强思路，将促进车企中高端车型供给增加。从车企规划上市的车型看，2019 年新上市纯电动车型续航多在 300km 以上，主流车企大多车型普遍超过 400km，部分车企甚至推出 600km 以上的车型，用户的里程焦虑大大缓解。

表 5：主要车企 2019 年上市的新能源车型

车企	车型	级别	技术路线	续航里程	性质	上市时间
上汽大众	朗逸 EV	B 级轿车	EV	270km	合资	2019 年 4 月
	斯柯达明锐纯电	A 级轿车	EV		合资	2019 年 7 月
上汽通用	别克 Velite 6	A 级轿车	PHEV/EV	EV: 300km 左右	合资	2019 年
	别克英朗 PHEV	A 级轿车	PHEV		合资	2019 年
上汽乘用车	名爵 ZS 纯电	A0 级 SUV	EV	335km	自主	2019 年上半年
	名爵 HS 插电	A 级 SUV	PHEV		自主	2019 年
比亚迪	唐 EV600	B 级 SUV	EV	500km	自主	2018 年底
吉利汽车	GE11	A 级轿车	EV		自主	2019 年
	缤越 PHEV	A0 级 SUV	PHEV	50-100km	自主	2019 年

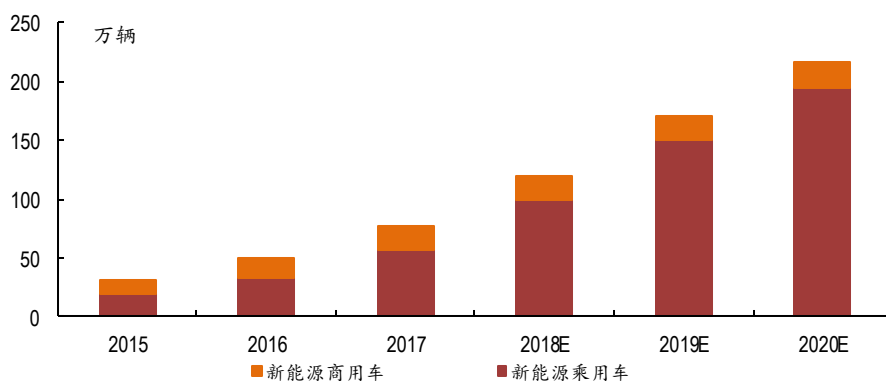
	帝豪 GS PHEV	A 级 SUV	PHEV		自主	2019 年
	嘉际 PHEV	MPV	PHEV	56km	自主	2019 年 Q1
	领克 02 PHEV	A 级 SUV	PHEV		合资	2018 年底
	领克 03 PHEV	A 级轿车	PHEV		合资	2018 年底
长安汽车	CS55 纯电	A 级 SUV	EV		自主	2019 年
广汽丰田	雷凌 PHEV	A 级轿车	PHEV	55km	合资	2019 年上半年
广汽传祺	Aion S	A 级轿车	EV	预计 600km 以上	自主	2019 年 5 月
长城汽车	欧拉 R1	A00 级轿车	EV	300-350km	自主	2019 年 1 月
	欧拉 R2	A01 级轿车	EV	300-350km	自主	2019 年 8 月
一汽大众	宝来 EV	A 级轿车	EV		合资	2019 年 3 月
	迈腾 PHEV	B 级轿车	PHEV	50km	合资	2019 年

数据来源：汽车之家等，财通证券研究所

需求端，优质车型密集投放激发私人领域购买需求。中上游规模效应之下降本加速，新能源汽车单车性价比提高，补贴退坡的负面影响边际递减，消费者接受度提升导致市场因素对行业的影响增强。

我们认为，在政策和市场因素的双驱动下，2018 年新能源乘用车销量大概率超预期，全年预计新能源乘用车实现 100 万辆销量，新能源汽车行业整体销量 120 万辆；2019 年，新能源乘用车持续爆发，预计销量 150 万辆，行业总销量 170 万辆。

图 38：新能源汽车历年销量及预测



数据来源：中汽协，财通证券研究所

3、投资建议：以新车周期为主线布局

3.1 乘用车：强产品周期确定性高，低估值修复弹性强

若政府重启刺激政策，建议关注低估值标的的修复。上一轮车市增速放缓甚至负增长发生在 2015 年，随后政府在 2015 年 10 月出台了小排量购置税减半的政策，刺激了汽车销量在 2016 年高速增长。板块收益方面，受行业景气度改善及市场风格切换的影响，乘用车板块在 2016 和 2017 年的收益大幅跑赢上证综指。2018 年起受优惠政策退出的影响，乘用车板块逐渐收益下行，若 2019 年有新的政策刺激，板块收益有望再度回暖。

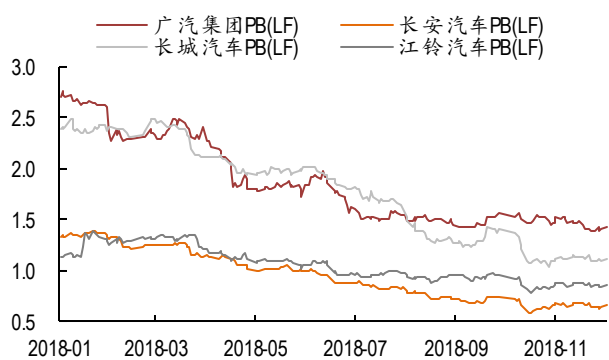
图 39：购置税优惠政策退出后，2018 年乘用车板块收益下行



数据来源：Wind，财通证券研究所

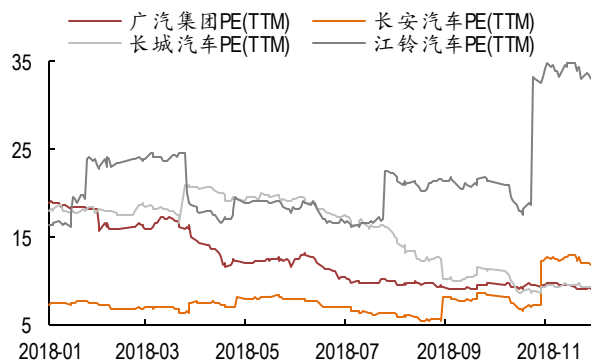
年初至今乘用车板块受行业景气度下行的影响估值下杀较大。从 PB 的角度来看，多数标的 PB 已经处于 1.5 倍以下，长安、江铃甚至已破净，安全边际较高。从 PE 的角度看，广汽、长城的估值受行业景气度下行的影响持续下杀，从年初的 18 倍左右下行到当前的不足 10 倍。若 2019 年政府出台汽车消费刺激政策推动行业销量回暖，企业的业绩将迎来明显的边际改善，估值下杀较大的标的有望迎来快速修复。建议重点关注：广汽集团、长安汽车、长城汽车等。

图 40：整车股 PB 持续下杀，已处于底部区间



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 41：部分标的 PE (TTM) 升高系业绩下滑



数据来源：Wind，财通证券研究所

若无政策刺激，强产品周期企业确定性最高。若 2019 年刺激政策仍未出台，乘用车销量或将在 2018 年的低基数上实现 2% 左右的微增长。在行业进入缓增长的新常态下，处于强产品周期企业的销量增速有望大幅跑赢行业平均水平，成为行业阿尔法。我们持续推荐受益于“王朝”系列强产品周期的比亚迪以及合资增速稳健，自主高增长持续的上汽集团。

比亚迪：“王朝”系列强产品周期+动力电池外供稳步推进，业绩和估值有望双升

整车业务：强产品周期持续，唐二代、秦 Pro、改款宋、元 EV 等主力车型均采用“Dragon Face”家族化设计语言大幅提升颜值，且推出燃油版、DM 和纯电动三种动力车型，助力销量大幅提升。预计 2019 年公司销量有望延续高增长态势，实现销量 62 万，同比增长 25%。动力电池业务方面：除了已经与长安汽车成立合资公司外，与国内外 OEM 的谈判进展还在稳步推进中，中性化的动力电池业务有望得到价值重估带动公司整体估值提升。

上汽集团：合资迎新产品大年，自主高增长延续

合资企业方面：上汽大众、上汽通用在 2019 年将有多款 SUV 上市，进一步改善产品结构，提升利润。其中上汽大众 2019 年的新车 T-Cross、途昂 GT 以及 2018 年 10 月底上市的途岳有望带动上汽大众在 2019 年销量和利润稳健增长。上汽通用 2019 年预计会有四款全新及换代 SUV 投放，新车型上市有望提升销量并回收终端价格。自主品牌方面：MG HS 和荣威 i5 分别在 2018 年 9 月中旬和 10 月底上市，MG HS 为 RX5 的同平台车型，但是定位更加年轻。荣威 i5 的起步价 5.6 万在自主轿车市场具有强大的竞争力，有望与 MG HS 一起成为带动自主品牌销量持续增长的全新发动机。此外公司近年来分红居高不下，一直维持 50% 以上水平。优秀业绩+高股息率为公司股价提供较强安全边际。

3.2 客车：紧握龙头，期待估值修复

公交车电动化比例高企，行业未来增长动力有限，补贴退坡影响未尽，叠加地方财政紧张，外部不确定性增加，行业需求减弱，下行压力较大。弱市之下，经营低效的中小企业加速出清，龙头企业凭借强大的技术优势、成本管控能力和资金垫付能力凸显竞争优势，强者恒强，建议关注前期跌幅较深的行业龙头宇通客车，公司作为行业老人在低景气周期有较强的抗风险能力，当前估值来到历史底部区间，具备一定的性价比，存在估值修复的机会。

3.3 重卡：行业稳定增长，市场表现谨慎观望

重卡在经历了 2015 年底部之后连续三年销量屡创新高。这其中因素有三方面：(1) 低基数带来的同比增长；(2) 更替周期带来的替换需求；(3) 政策刺激带来的增量需求。展望 2019 年，我们看到政策影响的边际效果已经减弱，更替需求如今

已走过一半。因此，我们认为重卡销量在 2019 年将会进入一个相对平稳阶段，需求来自于市场的真实反应。由于前期基数过于高，因此 2019 年的同比增速降为负数。我们对 2019 年重卡行业的投资观点为谨慎关注。

3.4 零部件：“估值陷阱”需警惕，业绩才是硬道理

行业整体业绩难言触底，如何选股？我们认为，由于净资产变化比业绩变化更为稳定，因此股价与 PB 走势的同步性高于股价与 PE 走势的同步性，即 PB 处于绝对低位的企业，股价的安全边际更高，从这一角度我们的选股需以 PB 较低为重要考量。此外，若零部件企业自身有强成长动力，足以抵抗行业的景气下滑，净利润始终可保持正增长甚至不错增速，则不会掉入“估值陷阱”，股价具备向上动力，从这一角度我们需挑选自身的阿尔法收益足以抵抗行业贝塔下行的企业。我们认为，下游配套车企仍处强产品周期的零部件企业有望跑赢行业，业绩能维持正增长甚至具有较大向上弹性，一汽大众此轮强周期下的产业链红利是目前为数不多的阿尔法机会。基于以上标准，我们重点推荐一汽大众产业链机会，尤其值得关注的是，受益一汽大众强周期且 PB 处于低位的企业。

一汽大众开启强产品周期

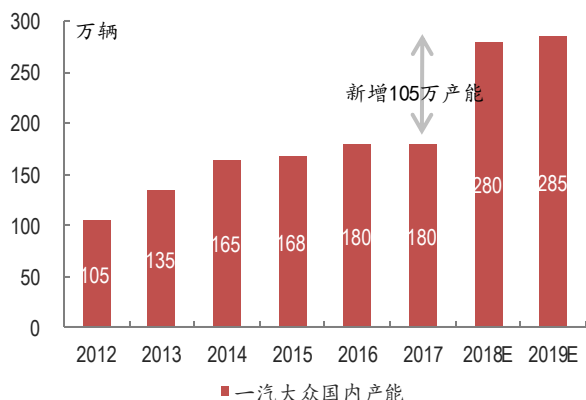
2018-2020 年一汽大众将密集投放 16 款全新/换代车型，本轮一汽大众强周期的重点在于补齐 SUV 短板，首款 SUV 车型 T-ROC 已于 2018 年 7 月上市。为应对此轮强产品周期，一汽大众加大产能布局，国内产能将于 2018-2019 年增加 105 万辆，较原有 180 万辆产能提升 58%。我们认为，一汽大众产品力强，品牌认可度高，本轮加大此前空白的 SUV 市场布局有望为其带来销量的大幅提升，我们预计一汽大众三年（2018-2020 年）销量有望增长 50%。

图 42：一汽大众新一轮产品周期

厂商	品牌	车型	级别	车身形式	燃油形式	平台	上市时间
一汽大众	奥迪	Q5L	B	SUV	汽油	MLB	2018 年 6 月
		Q2L	A0	跨界 SUV	汽油	MQB	2018 年 11 月
		Q2L EV	A0	跨界 SUV	纯电	MQB	2019 年 Q1
		Q3 换代	A	SUV	汽油	MQB	2019 年
		e-tron	B	SUV	纯电	MLB	2020 年
		Q4	A	跨界 SUV	汽油	MQB	2020 年
		A3 换代	A	轿车	汽油	MQB	2020 年
一汽大众	大众	CC 换代	B	轿车	汽油	MQB	2018 年 8 月
		宝来换代	A	轿车	汽油	MQB	2018 年 6 月
		探歌	A0	SUV	汽油	MQB	2018 年 7 月
		TAYRON	A	SUV	汽油	MQB	2018 年 9 月
		T-Cross(一汽大众版)	A0	跨界 SUV	汽油	MQB	2019 年
		SMV	B	SUV	汽油	MQB	2020 年
		DY	DY	DY NB	A	轿车	汽油
DY A SUV	A			SUV	汽油	PQ25/26	2020 年
DY A+ SUV	A			SUV	汽油	PQ25/26	2020 年

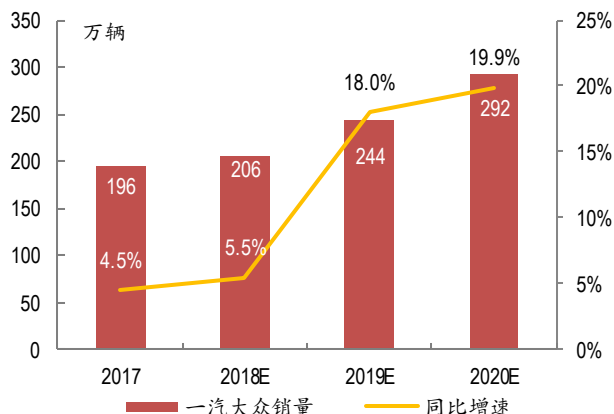
数据来源：财通证券研究所

图 43：一汽大众产能规划



数据来源：公司公告，财通证券研究所

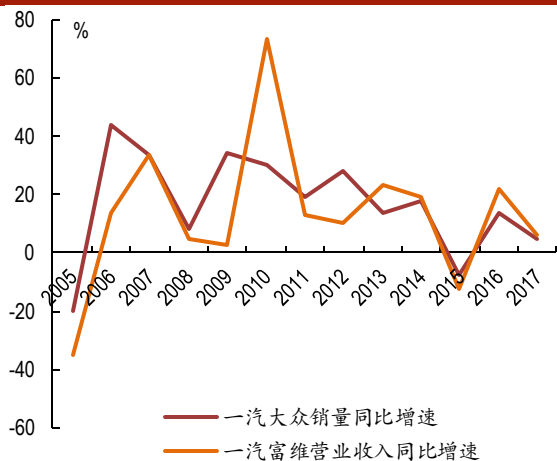
图 44：一汽大众销量预测



数据来源：公司公告，财通证券研究所

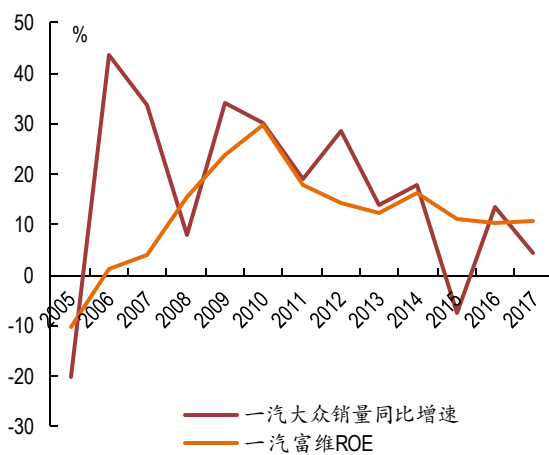
一汽大众强周期释放，产业链企业显著受益。我们统计了一汽富维、宁波华翔等一汽大众产业链企业的收入增速与 ROE，并与一汽大众的销量增速做拟合对比。从历史上看，一汽富维、宁波华翔的收入增速、ROE 与一汽大众销量增速有高度相关性。我们有理由相信，此轮一汽大众强周期将为一汽富维、宁波华翔等产业链企业带来巨大红利。

图 45：一汽大众周期与一汽富维收入相关性



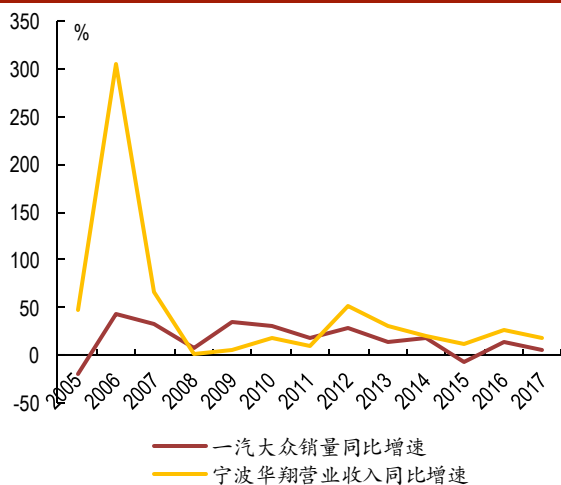
数据来源：中汽协，公司公告，财通证券研究所

图 46：一汽大众周期与一汽富维 ROE 相关性



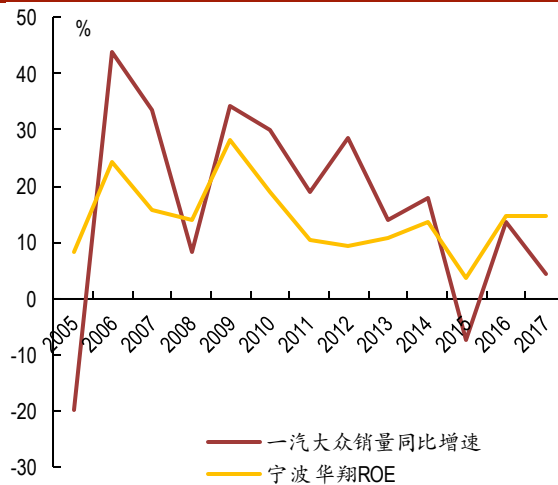
数据来源：中汽协，公司公告，财通证券研究所

图 47：一汽大众周期与宁波华翔收入相关性



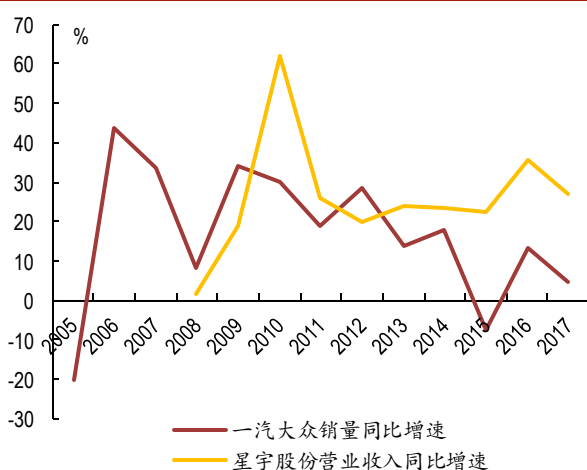
数据来源：中汽协，公司公告，财通证券研究所

图 48：一汽大众周期与宁波华翔 ROE 相关性



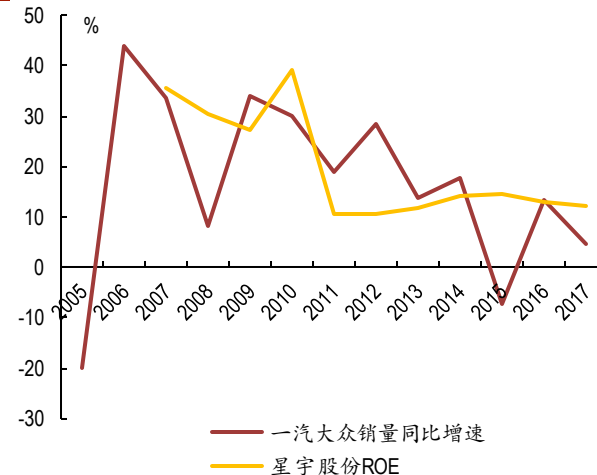
数据来源：中汽协，公司公告，财通证券研究所

图 49：一汽大众周期与星宇股份收入相关性



数据来源：中汽协，公司公告，财通证券研究所

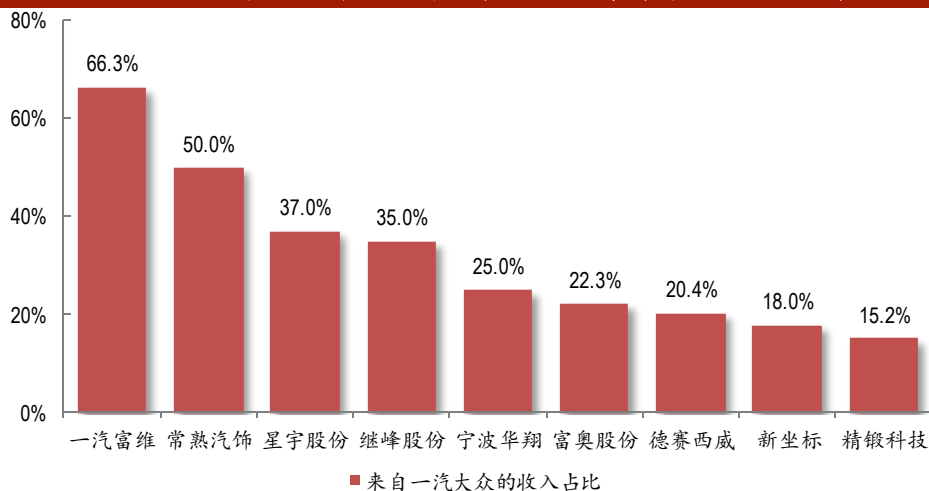
图 50：一汽大众周期与星宇股份 ROE 相关性



数据来源：中汽协，公司公告，财通证券研究所

把握一汽大众产业链红利，精选高弹性品种。我们筛选了一汽大众产业链的零部件企业，并统计了相应企业来自一汽大众的收入占比，其中：一汽富维来自一汽大众的收入占比为 66.3%，常熟汽饰(50.0%)、星宇股份(37.0%)、继峰股份(35.0%)、宁波华翔(25.0%)等来自一汽大众的收入占比均处于较高水平。

图 51：对一汽大众强产品周期收入弹性最大的A股零部件企业（2017年）



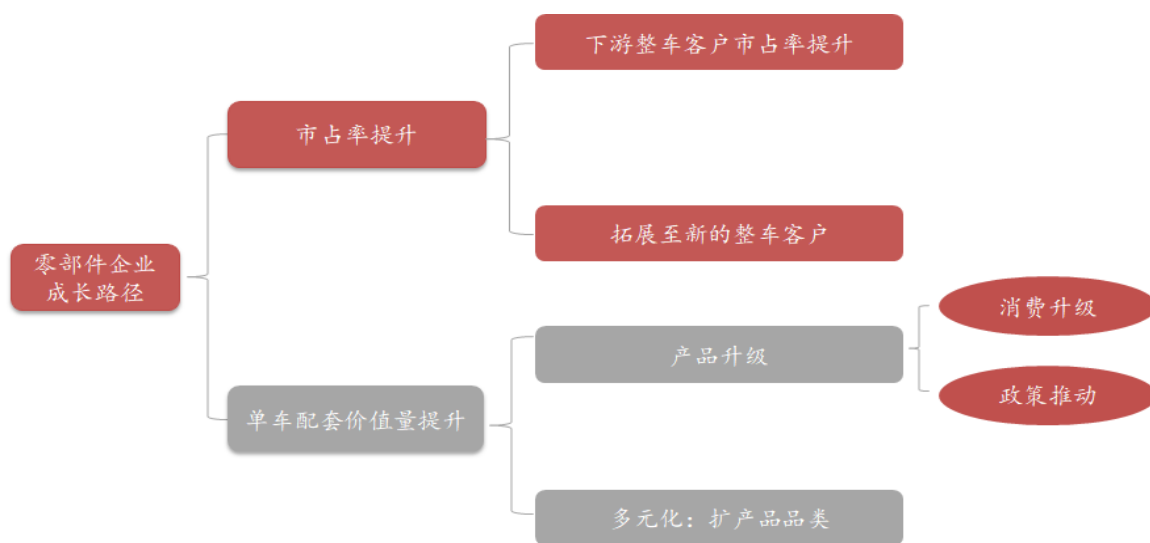
数据来源：公司公告，财通证券研究所
 注：精锻科技收入占比为南北大众合并统计

随着一汽大众强周期走向深入，其零部件供应商将显著受益产业链红利，业绩具备较高弹性。我们认为，一汽大众强周期是明年汽车行业高确定性的投资主线，重点推荐一汽富维、宁波华翔、常熟汽饰、星宇股份。同时结合PB考虑，宁波华翔（0.9倍PB）、一汽富维（1.2倍PB）处于低位，具备高安全边际同时业绩弹性十足，强烈推荐。

博弈政策，可布局优质超跌品种。我们认为，当前汽车行业景气度低迷，市场对刺激政策预期强烈，若近期针对汽车消费的刺激政策出台，则行业存在估值修复机会，而修复力度较大的将是跌幅较深，且未来具备较强成长性的企业。

未来具有较强成长性的零部件企业势必要在以下两个方面有所建树：一是市占率提升；二是单车配套价值量提升。市占率提升的具体实现途径主要包括两种：1) 下游整车客户市占率提升。2) 拓展至新的整车客户。单车配套价值量提升的具体实现途径主要包括两种：1) 产品升级。2) 扩产品品类。

图 52：零部件企业成长路径



数据来源：财通证券研究所

因此我们基于以上路径筛选了未来在市占率和单车配套价值量两个维度有所提升，进而可获得超越行业成长的零部件企业。

表 6：精选市占率可快速提升的零部件企业

下游整车客户市占率提升		一汽大众强产品周期带动产业链相关企业市占率提升
一汽富维	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比达66.3%； 一汽大众主要供应商，为其配套车灯、保险杠、座椅、内外饰等零部件产品； 作为一汽大众产业链最纯标的，一汽大众强产品周期对公司的业绩弹性贡献巨大； 	
常熟汽饰	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比约50.0%； 为一汽大众（包括奥迪）主流车型迈腾、奥迪A4L、A6L、Q3、Q5等配套门内护板、仪表板、天窗遮阳板、衣帽架等内外饰件，配套中高端化； 公司来自参股公司的投资收益占公司净利润63.7%，参股公司主要为一汽大众、宝马、奔驰配套； 	
星宇股份	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比达37.0%； 未来一汽大众车灯供应商只有星宇和富维海拉：已进入一汽大众首款SUV T-Roc前后大灯配套； 当前在国内车灯市场市占率约8%，可借一汽大众强周期快速提升至10%，长期有望提升至20%； 	
继峰股份	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比达35.0%； 为一汽大众供应座椅头枕，公司头枕占一汽大众配套车型的供货量占比近50%； 2018年新获奥迪Q2及两款SUV座椅头枕订单； 国内头枕龙头，国内市占率达12%； 	
宁波华翔	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比约25.0%； 为一汽大众配套内饰件、后视镜、顶棚等零部件产品； 未来公司来自一汽大众的收入占比将显著提升：已进入一汽大众全系车型热成型件配套，单车价值量1500-2000元，现有6条产线，短期内再投2条产线，天津、青岛、成都、佛山各2条产线。到2021年，达到10-11条产线。 	
富奥股份	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比达22.3%； 主要为一汽大众配套底盘系统、制动和传动系统等零部件产品； 公司来自参股公司的投资收益占公司净利润的56.7%，参股公司主要为一汽大众配套。 	
德赛西威	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比达20.4%； 主要为一汽大众配套车载娱乐系统，单车价值量约1000元，另外还配套少部分车载空调控制器； 为一汽大众主流车型迈腾、速腾、高尔夫、新宝莱、捷达等配套，对一汽大众配套车型的供货量占比近70%。 	
新坐标	<ul style="list-style-type: none"> 来自一汽大众的收入占比约18.0%； 	

拓展至新的整车客户	精锻科技	<ul style="list-style-type: none"> 为一汽大众配套气门组精密冷锻件、气门传动组精密冷锻件； 来自大众（一汽大众、上汽大众）的收入占比达15.2%； 为大众供应差速器和变速箱齿轮； 差速器锥齿轮国内市占率超30%，全球市场超10%； 结合齿市占率相对较低，公司对DQ500（天津）结合齿配套份额为50%，DQ200（大连）已提名给公司结合齿配套份额为80%。随着逐渐提升来自大众的收入占比，公司结合齿市占率有望提升。
	岱美股份	<ul style="list-style-type: none"> 收购全球遮阳板第二大厂商Motus，共享Motus市场与客户，公司遮阳板全球市占率提升至37%。
	万里扬	<ul style="list-style-type: none"> 在原来绑定奇瑞的基础上，开拓新客户吉利，预计2018年底CVT25 开始配套吉利远景等车型； 计划在锁定奇瑞和吉利的基础上，加大客户拓展力度，力争进入比亚迪、长安、广汽配套体系；
	银轮股份	<ul style="list-style-type: none"> 开拓新客户捷豹路虎，被指定为捷豹路虎英国工厂D4、P4发动机油冷器供应商；D4为柴油发动机，2020年开始供货，P4为汽油发动机，2021年开始供货，两款产品合计供货量约225万台； 进入吉利新能源体系，成为吉利PMA纯电动平台热交换总成产品指定供应商，为10余款新车型提供冷却器、膨胀阀、水阀等产品，预计2021年开始供货，合计供货量约338万套； 成为美国通用、上海通用指定供应商，为雪佛兰、凯迪拉克等车型供应铝水空中冷器，预计2021年年底开始批量供货约264万台。
	常熟汽饰	<ul style="list-style-type: none"> 拓展海外新客户捷豹路虎，成为捷豹路虎NVH Jacket项目一级供应商，NVH项目专注研发油电混动车型，是公司获得的首批海外订单，长期业绩释放可期； 开拓国产新能源汽车市场，参股公司常熟安通林成为蔚来汽车的一级供应商，为纯电动SUV车型ES8供货，公司将为常熟安通林配套提供生产门板、仪表板、副仪表板产品的主要零部件。
中鼎股份	<ul style="list-style-type: none"> 成为新能源汽车龙头特斯拉批量供应商，子公司美国ACUSHNET将为特斯拉新能源车型供货电池冷却系统密封类产品； 获大量吉利新能源订单，为吉利PMA纯电动平台供货衬套类产品，预计2020年前后开始供货，同时为吉利MPC-1新能源汽车项目供货汽车冷却系统； 获得蔚来汽车订单，为其主流新能源车型ES8供货新能源汽车电桥密封总成产品； 开拓新客户宁德时代，为其新能源车提供电池包内冷却系统减振类产品； 子公司获东风日产新订单，为其“322EV&331EV”新能源项目提供电机悬置总成类产品； 开拓新客户比亚迪，成为“SCEB”、“5AEC”、“EL”三个新能源项目悬置总成类产品供应商。 	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 7：精选单车配套价值量可快速提升的零部件企业

消费升级驱动		
产品升级	万里扬	<ul style="list-style-type: none"> 消费升级趋势下，国内汽车市场自动挡占比由2009年的28.0%上升至2017年的51.2%； 公司顺应消费升级趋势，产品由手动变速器向自动变速器升级，公司CVT产品单价约9200元，带来单车配套价值量显著提升；
	双环传动	<ul style="list-style-type: none"> 公司为变速箱齿轮核心供应商，顺应国内自动挡替代手动挡趋势，加大自动挡齿轮配套； 公司自动变齿轮单套价格（约1800元）是手动变齿轮单套价值量（约500元）的3倍以上，受益产业升级，公司产品结构优化带来单车配套价值量显著提升；
	精锻科技	<ul style="list-style-type: none"> 受益消费升级趋势下DCT渗透率快速提升，公司变速箱齿轮等产品市场需求旺盛； 公司结合齿、齿圈、变速箱轴单车配套价值量约1000元，带来单车价值量显著提升；
	星宇股份	<ul style="list-style-type: none"> 受益消费升级，公司前大灯正由卤素灯、氙气灯向LED灯升级：LED大灯价值量800-1200元/支，是卤素灯（200-300元/支）的4倍，氙气大灯（400-500元/支）的2倍，带动公司单车配套价值量上升至2000元；
	德赛西威	<ul style="list-style-type: none"> 消费升级、汽车智能化趋势下，车载信息娱乐系统需求旺盛，渗透率快速提升； 公司是国内汽车电子龙头，车载娱乐信息系统在大屏化趋势下，单车配套价值量显著提升至2000-3000元。
	福耀玻璃	<ul style="list-style-type: none"> 消费升级趋势下，汽车天窗玻璃渗透率提升，带来单车配套价值量提升； 单车玻璃平均用量约4平方米，加配天窗玻璃后，单车玻璃用量可达4.5平方米，按汽车玻璃单价150元/平方米计算，单车配套价值量可提升至670元。
	政策驱动	
银轮股份	<ul style="list-style-type: none"> 尾气减排法规升级，将于2020年开始逐步实施的“国六标准”较旧标准收紧较多：重卡的氮氧化物排放下降77%、颗粒物排放下降66.7%，轻型车增加氮氧化物限值，对SCR系统提出更高要求，同时重卡必须加入排放物颗粒限值（PN限值），要求柴油车加装DPF； 公司全面布局尾气处理领域，新规将推动EGR+SCR+DPF模块化供货，随着国六标准新车上市，单车价值量预计显著提升。 	
威孚高科	<ul style="list-style-type: none"> 受尾气排放新规趋紧影响，重卡、轻型车两种车型的氮氧化物排放物标准收紧较多，同时新加入排放物颗粒限值标准要求柴油机加配DPF； 	

		<ul style="list-style-type: none"> 公司深耕尾气后处理系统业务，多地要求国三保有重卡加装DPF将为公司尾气处理业务带来新发展契机，单车价值量将有较大提高。
	精锻科技	<ul style="list-style-type: none"> 最严尾气减排法规国六标准即将落地，VVT（发动机可变气门正时技术）作为非常有效的节能减排解决方案广受欢迎，节油率达到约5%，已成为部分高端车型发动机标配，市场空间广阔； 公司通过收购宁波诺依克切入VVT业务领域，目前客户主要为国内品牌吉利、比亚迪、江淮等，排放法规升级下公司VVT产品有望加速放量，带来单车价值量提升。
扩产品品类	岱美股份	<ul style="list-style-type: none"> 以遮阳板起家，遮阳板全球市占率已达37%，近年来逐渐拓展至新业务领域，进入头枕、顶棚中央控制器、扶手等新产品领域。
	华域汽车	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：1) 汽车内外饰件；2) 功能件；3) 金属成型和模具；4) 电子电器件；5) 热加工件； 拓展产品领域：1) 备战智能驾驶蓝海，自主研发车载毫米波雷达，目前24GHZ毫米波雷达产品已投入量产；2) 收购上海小系为其全资子公司，切入汽车智能照明业务，意在布局汽车照明智能化领域，未来有望于ADAS业务形成协同效应；3) 进军车载视觉系统领域，与韩国企业Cammsys积极开展合作，投入研发契合ADAS体系的车载摄像头；4) 与麦格纳科技设立合资企业，积极切入新能源汽车动力领域，专营新能源汽车驱动系统总成，目前已获大众系订单。
	均胜电子	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：1) 智能汽车电子业务，主要包括人机交互HMI产品、汽车安全系统（普瑞）；2) 汽车安全产品（KSS）；3) 汽车功能件：方向盘总成（Quin）、后视镜、加油小门等。 拓展产品领域：1) 深入布局汽车安全业务，收购全球汽车安全巨头高田的主要资产（硝酸铵气体发生器除外），全球安全气囊市占率提升至30%，世界第二；2) 凭借子公司德国普瑞在BMS方面的技术积累，切入新能源动力领域，成为宝马i3、i5、active E等车型的独家供应商。
	拓普集团	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：NVH领域橡胶减震与隔音产品； 拓展产品领域：1) 自主研发智能刹车系统（IBS），预计2019年迎来量产，有望打破博世、大陆、天合等巨头垄断；2) 收购福多纳，切入高强度钢底盘业务，并与自身高端铝底盘业务实现系统，助力轻量化底盘业务成为公司新增长点；
	德赛西威	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：1) 车载娱乐信息系统；2) 车载空调控制器；3) 驾驶信息显示系统； 拓展产品领域：提前布局辅助驾驶，公司已经掌握了 ADAS 系统中的自动紧急刹车、自动巡航、自动泊车等技术，2D/3D全景泊车系统已实现量产，2017年公司发布ADAS集成功能的智能驾驶舱，未来ADAS系统有望大量投产；ADAS 系统目前主要由国外厂商垄断，德赛西威或将是国内首家能独立提供 ADAS 系统的公司。
	继峰股份	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：乘用车座椅头枕、座椅扶手等； 拓展产品领域：通过收购全球商用车座椅龙头格拉克，进入商用车座椅领域，同时扩展海外市场。
	银轮股份	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：1) 热交换器（油冷器、中冷器），汽车空调；2) 尾气处理（SCR、EGR）； 拓展产品领域：1) 近几年布局新能源车热管理零部件（散热器、冷却器）；2) 2017年定增募集0.9亿元用于DPF国产化建设项目，备战国六标准，预计2018年可形成年产2.1万套DPF系统的能力。
	宁波华翔	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：汽车内外饰件，包括门内饰板总成、车门模块系统、胡桃木饰件等； 拓展产品领域：1) 进入热成型件业务领域，现已建成6条产线，短期内再投建2条产线，其中天津、青岛、成都、佛山各2条产线。预计到2021年，达到10-11条产线。成为一汽大众热成型件A点供应商，配套一汽大众全系车型，单车配套价值量高达1500-2000元。2) 布局新能源业务领域，拟通过认购GSR electirc不超过1亿美元价值份额参与动力电池龙头企业尼桑电池并购，探索专业汽车电池包解决方案，有望受益新能源浪潮打开新增长点。
	精锻科技	<ul style="list-style-type: none"> 原产品领域：差速器齿轮、变速器齿轮、齿圈、变速箱轴； 拓展产品领域：1) 通过收购宁波诺依克切入VVT业务领域，带来业绩新增长点；2) 布局新能源汽车业务领域，现阶段新能源汽车电机轴、电桥传动系统小总成等已实现量产。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

经过从市占率或单车价值量提升的维度筛选，结合各零部件企业当前估值等综合考量，建议关注以下优质零部件企业：1) 收购Mbus后遮阳板全球市占率提升至37%，拓展头枕、扶手带来单车价值量大幅提升，在市占率与单车价值量双成长路径上均有提升的岱美股份；2) 受益消费升级及政策刺激带来产品升级的零部件企业：宁波高发、银轮股份；3) 受益品类扩张带来单车配套价值量提升的继峰股份、拓普集团。

小结：我们认为，若后续没有针对汽车行业的政策刺激，2019 年行业大概率是弱复苏，在此背景下我们坚守一汽大众强周期下的确定性投资机会，重点推荐一汽大众产业链：一汽富维、宁波华翔、常熟汽饰、精锻科技、星宇股份。若后续有针对汽车行业的政策刺激，亦可把握超跌零部件中的优质品种，重点推荐岱美股份（收购 Motus 遮阳板全球市占率提升至 37%，拓展头枕、扶手新品带来单车价值量显著提升）；建议关注产品升级和品类扩张带来单车配套价值显著提升的宁波高发、银轮股份、继峰股份、拓普集团。

3.5 新能源：关注下游优质新能源乘用车，把握电池龙头

下游：双积分接力补贴政策，引导新能源汽车行业往高质量、高速度方向发展，传统车企与造车新势力共振，新能源汽车产品结构上移，优质车型加速投放，激发行业消费层面的需求。我们认为，明年新能源汽车行业的增量主要来自乘用车，把握具备推出爆款车型潜质的自主车企比亚迪和上汽集团；补贴退坡影响未尽，地方财政压力和外部环境的不确定性压制公交和出口需求，客车行业基本面难言改善，预计明年的新补贴力度持续下降有利于高配置、单车带电量高的车型，关注技术实力强的客车龙头宇通客车。

中上游：遵循以量补价逻辑，寻找竞争格局明朗的优质标的，推荐动力电池龙头宁德时代。新能源汽车核心零部件主要是三电，电机电控竞争格局分散，动力电池行业集中度高，行业 1-11 月累计装机量 CR10 超过 80%，CR2 超过 60%，宁德时代 1-11 月累计装机量市占率超过 40%。下游新能源整车销量与单车带电量双重提升之下，电池需求加速增长，中游产业链崛起，推荐确定性最高的“芯”龙头宁德时代。

零部件：特斯拉 Model 3 超预期放量，国产化进程加速，国内新能源零部件企业迎来成长机遇，关注特斯拉产业链核心标的旭升股份。

表 8：重点公司盈利预测及评级

证券代码	公司名称	价格 2018.12.14	EPS			PE			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
600104.SH	上汽集团	24.8	3.33	3.57	3.87	7.4	6.9	6.4	买入
002594.SZ	比亚迪	58.4	1.11	1.43	1.70	52.6	40.8	34.4	买入
600742.SH	一汽富维	10.9	1.00	1.47	1.74	10.9	7.4	6.3	买入
002048.SZ	宁波华翔	11.2	1.05	1.64	2.06	10.7	6.8	5.4	买入
603730.SH	岱美股份	21.5	1.49	1.86	2.11	14.4	11.6	10.2	买入
603035.SH	常熟汽饰	12.9	1.29	1.37	1.52	10.0	9.4	8.5	买入
300258.SZ	精锻科技	13.3	0.74	0.94	1.17	18.0	14.2	11.4	买入
601799.SH	星宇股份	50.0	2.21	2.85	3.58	22.6	17.5	14.0	买入
002126.SZ	银轮股份	7.8	0.46	0.55	0.66	16.9	14.1	11.8	买入
600741.SH	华域汽车	18.2	2.56	2.58	2.74	7.1	7.1	6.6	买入
300750.SZ	宁德时代	82.1	1.64	1.95	2.52	50.1	42.1	32.6	买入
603788.SH	宁波高发	15.4	1.27	1.58	1.93	12.1	9.7	8.0	增持
600660.SH	福耀玻璃	22.1	1.66	1.82	2.03	13.3	12.1	10.9	增持
603997.SH	继峰股份	8.4	0.49	0.56	0.66	17.2	15.0	12.8	增持
601689.SH	拓普集团	15.1	1.16	1.37	1.62	13.0	11.0	9.3	增持
603305.SH	旭升股份	34.1	0.88	1.24	1.50	38.8	27.5	22.7	增持
002920.SZ	德赛西威	18.9	0.78	1.01	1.14	24.2	18.7	16.6	增持
601238.SH	广汽集团	10.6	1.18	1.28	1.40	9.0	8.3	7.6	增持
600066.SH	宇通客车	12.2	1.13	1.46	1.62	10.8	8.4	7.6	增持
000625.SZ	长安汽车	6.5	0.32	0.49	0.80	20.2	13.2	8.1	中性
000338.SZ	潍柴动力	7.7	1.01	1.09	1.16	7.6	7.1	6.7	中性
000550.SZ	江铃汽车	11.8	0.37	0.40	0.43	31.9	29.5	27.4	中性
601633.SH	长城汽车	6.0	0.56	0.63	0.72	10.7	9.5	8.3	中性

数据来源：Wind，财通证券研究所

4、风险提示

- (1) 宏观经济下行；
- (2) 汽车行业景气度下行；
- (3) 新能源汽车政策推广不及预期；
- (4) 新能源补贴退坡幅度超预期；
- (5) 企业市场及产品拓展不及预期。

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。