

中性（维持）

进入调整下半场，静待业绩底

风险评级：中风险

汽车行业专题研究报告

2018年12月20日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理

黎江涛

S0340117110042

电话：0769-22119416

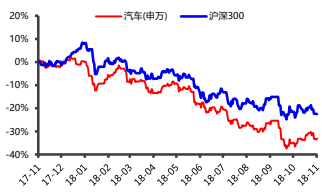
邮箱：

lijiangtao@dgzq.com.cn

细分行业评级

汽车零部件	中性
汽车整车	中性
锂电池	推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

汽车行业 2019 年上半年投资策略
略—守正待时，“新”“龙”为首
-20181130

■ **以史为鉴：调整下半场，估值已到位，静待业绩底。**2018 年基本面、政策面类似 2011 年。我们分析了 2018 年汽车指数与 2011 年汽车指数，拆分其估值（PE, TTM）贡献与业绩贡献，可以发现 2011 年汽车指数下跌更多源于估值的下杀，2011 年指数下跌 30%，估值（PE-TTM）下跌 28%；这与 2018 年非常类似，汽车指数下跌 32%，估值（PE-TTM）下跌 28%，估值调整幅度深。经过 2011 年估值深度调整，2012 年估值下杀动力衰弱，伴随车市基本面预期向上，2012 年 Q4 迎来估值修复行情。由于 2018 年指数调整幅度够大，估值调整幅度够深，当前无论 PE 或 PB 均处于历史底部区间。我们认为估值目前调整已到位，但指数向上需要静待业绩底出现。伴随业绩底的到来，届时有望迎来估值先行修复行情。放到更长维度来看，随着业绩增长不断确认，有望迎来戴维斯双击。

■ **年报预告（修正）窗口期：提防业绩不达预期带来的下杀。**中小板上市公司在公布季报时同步公布了全年业绩预告，但若年底预计业绩出现较大变化时，将在 1 月 31 日前公布业绩修正报告。而创业板公司强制要求在 1 月 31 日前公布全年业绩预告。深交所主板若在年度业绩预计出现比如利润为负、变动超过 50%等情况下需要在 1 月 31 日前披露业绩预告。上交所要求在净利润为负、同比变动超过 50%等时需要在 1 月 31 日前发布业绩预告。目前约 28%共 58 家披露了业绩预告，其中 54 家是中小板公司，存在业绩修正可能性。我们判断 2019 年汽车销量增速前低后高，上半年月度高频数据预计承压。叠加目前进入业绩预告（修正）窗口期，从第四季度销量来看，预计上市公司第四季度业绩压力较大，避免因为业绩不及预期带来的股价下杀。为了尽可能避免该风险，我们通过分析前三季度业绩占全年业绩预告或分析师一致预期比重（定义为业绩完成率），龙头完成率较高，整体风险可控，但仍需提防部分业绩完成率较低个股因业绩不达预期引发股价下挫。

■ **投资建议：在不确定性中寻找相对确定性。**结合前面分析，我们认为汽车指数进入调整的第二阶段，杀估值动力衰弱，进入杀业绩阶段。估值底部已现，业绩底部有望在 2019 年 Q2 末出现。2019 年上半年，我们对汽车指数仍然较为谨慎，寻找业绩确定性更为重要。电动车分析框架有差异，当前需要重点关注补贴政策。顺应产业趋势，寻找预期向上的细分板块。建议重点关注电动车产业链的电解液、高镍三元、电池龙头以及车灯、变速箱、整车蓝筹。重点关注新宙邦、当升科技、宁德时代、亿纬锂能、星宇股份、精锻科技、上汽集团、道氏技术。

■ **风险提示：**电动车补贴退坡风险；汽车产销不及预期；贸易战；锂电池及材料价格不及预期等。

目 录

以史为鉴：调整下半场，估值已到位，静待业绩底	3
年报（预告）窗口期：提防业绩不达预期带来的下杀	5
投资建议：在不确定性中寻找相对确定性	8
新宙邦（300037）：修炼内功，脚踏实地，进入业绩兑现期	8
当升科技（300073）：厚积薄发，顺势而为，高镍正当时	9
道氏技术（300409）：冉冉升起的锂电核心材料新星	10
精锻科技（300258）：顺应变速箱升级趋势，深度打入合资供应链	10
星宇股份（601799）：车灯升级趋势明显，业绩维持高速增长	11
上汽集团（600104）：跨越周期，逆势扩张	11
风险提示	11
附录 1：已公布业绩预告的 57 家上市公司情况	12
附录 2：分析师覆盖 73 家前三季度业绩完成率	13
附录 3：用于业绩测算的具体样本	14

插图目录

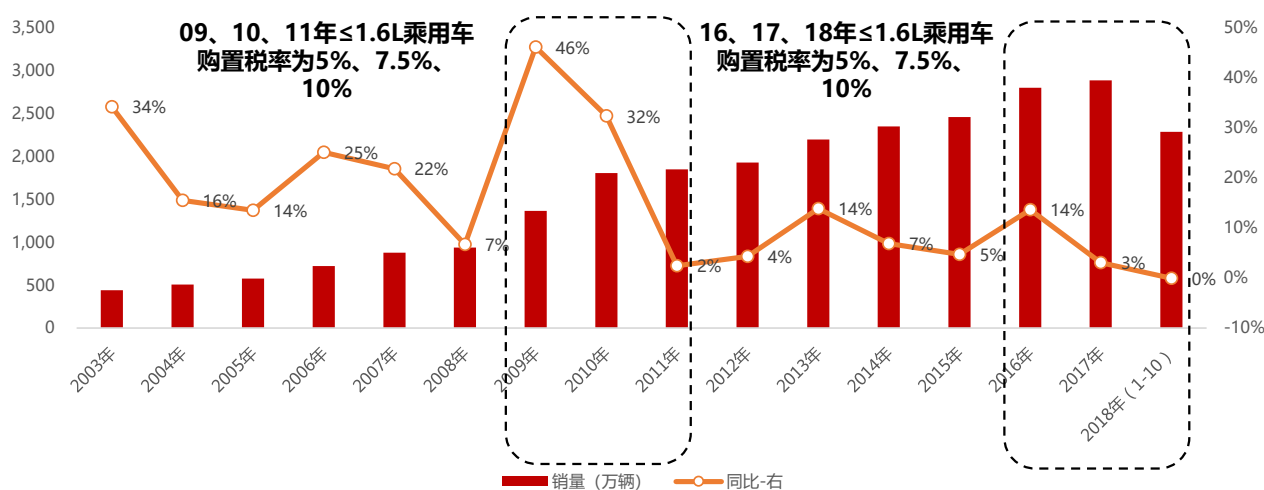
图 1：中国汽车历年销量及增速，2018 年类似 2011 年	3
图 2：2018 年汽车行业基本面（扣非业绩增速）与 2011 年类似	3
图 3：Wind 汽车与汽车零部件指数 PE（TTM）、PB 均进入历史低位	4
图 4：2018 年类似 2011 年，大幅杀估值	4
图 5 2012 年 Q4 迎来估值修复行情	4
图 6：汽车历年分季度销量增速	5
图 7：历年前三季度利润、销量占全年比重	6
图 8：银轮股份股价相对申万汽车指数走势	6
图 9：交易所关于业绩预告（修正）相关规则	7
图 10：汽车股（包括锂电池产业链 34 家）上市板块分布	7
图 11：已公布业绩预告的重点标的业绩完成率情况	7
图 12：分析师所覆盖重点公司业绩完成率情况	8
图 13：已公布业绩预告的 57 家上市公司前三季度业绩完成率情况	12
图 14：分析师覆盖个股前三季度业绩完成率	13
图 15：用于计算业绩变化的 114 家、67 家样本具体情况	14

以史为鉴：调整下半场，估值已到位，静待业绩底

2018 年作为汽车行业优惠政策退出的第一年，类似历史上的 2011 年，为了判断 2019 年汽车指数可能走势，通过分析 2011 年-2012 年汽车指数表现，拆分业绩因素及估值因素，我们预计汽车指数进入调整的下半场，估值调整已经到位，进入考验业绩时刻。伴随业绩底的到来，届时有望迎来估值先行修复行情。放到更长维度来看，随着业绩增长不断确认，有望迎来戴维斯双击。

以史为鉴，政策面 2018 年类似 2011 年。2018 年是车市小排量车型购置税优惠退出的第一年，历史上可对比 2011 年。由于购置税优惠透支消费，2011 年优惠退出后，当年汽车销量同比增长 2.45%，2010 年为 32.37%。2012 年汽车销量有所修复，同比增长 4.33%。2018 年购置税优惠退出，消费者对宏观经济担忧等多因素交杂，导致 1-11 月汽车销量累计同比下降 1.65%，且 9、10、11 月跌幅超过 10%。

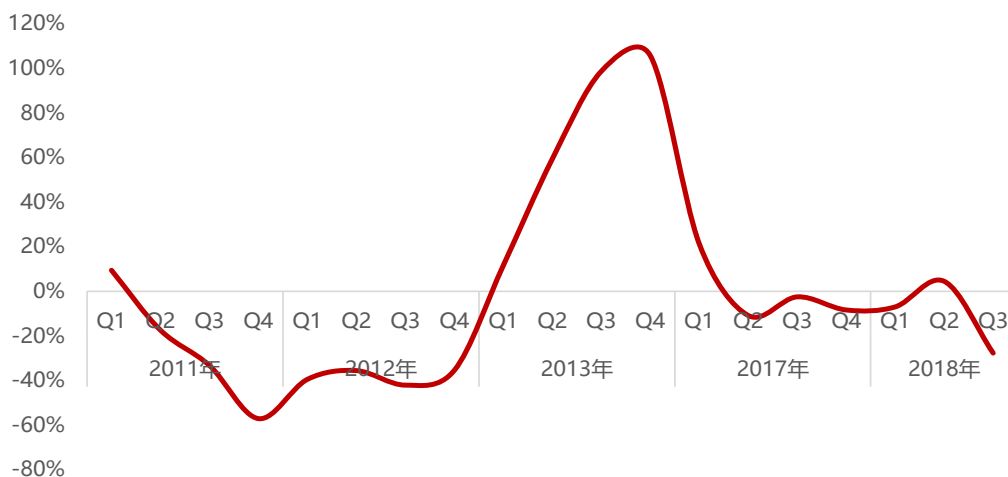
图 1：中国汽车历年销量及增速，2018 年类似 2011 年



资料来源：中汽协，东莞证券研究所

2018 年基本面与 2011 年类似。考虑到数据的可获得性，我们选择了 67 家（具体样本可见附录）上市公司（不包括上汽集团）为样本，分析其 2011 年、2012 年业绩走势。2011 年 Q3 该样本业绩（扣非归母净利润）同比下降 33%，跌幅巨大。而 2018 年，我们扩大了样本，选择 114 家（具体样本见附录）上市公司，测算其 2018 年 Q1、Q2、Q3 扣非业绩同比分别为 -7%、+4%、-28%。2018 年基本面与 2011 年类似。

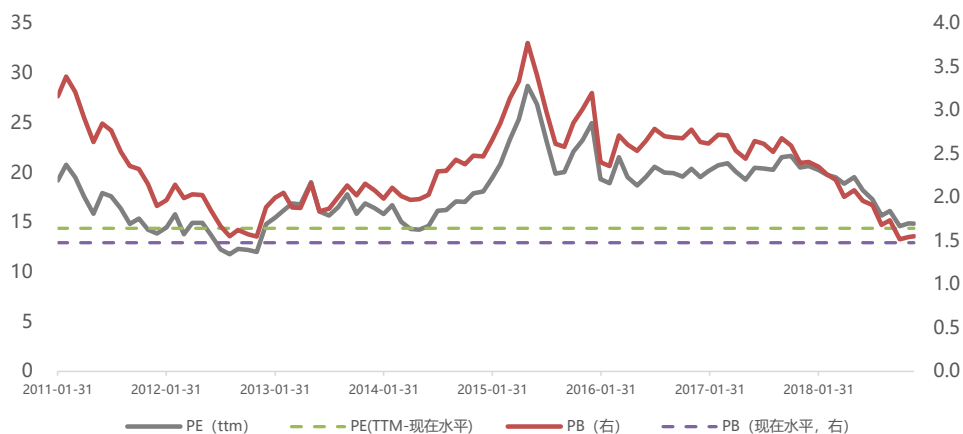
图 2：2018 年汽车行业基本面（扣非业绩增速）与 2011 年类似



资料来源：Wind，东莞证券研究所；2011-2013 年样本为 67 家，2018 年为 114 家。

当前汽车指数估值调整已经到位，静待业绩底。分析考察 2011 年至今汽车指数（月线）PE（TTM）及 PB 情况，当前均处于历史底部区间，其中 PE（TTM）历史底部出现在 2011 年 8 月 31 日，约为 12X，目前为 14.4 倍；而 PB 目前为 1.5 倍，已达到 2011 年 8 月 31 日底部。整体来看，我们认为汽车指数 PE（TTM）及 PB 均调整到位，接下来需要面对业绩的考核，伴随业绩风险释放，有望迎来一波估值修复行情。

图 3：Wind 汽车与汽车零部件指数 PE（TTM）、PB 均进入历史低位

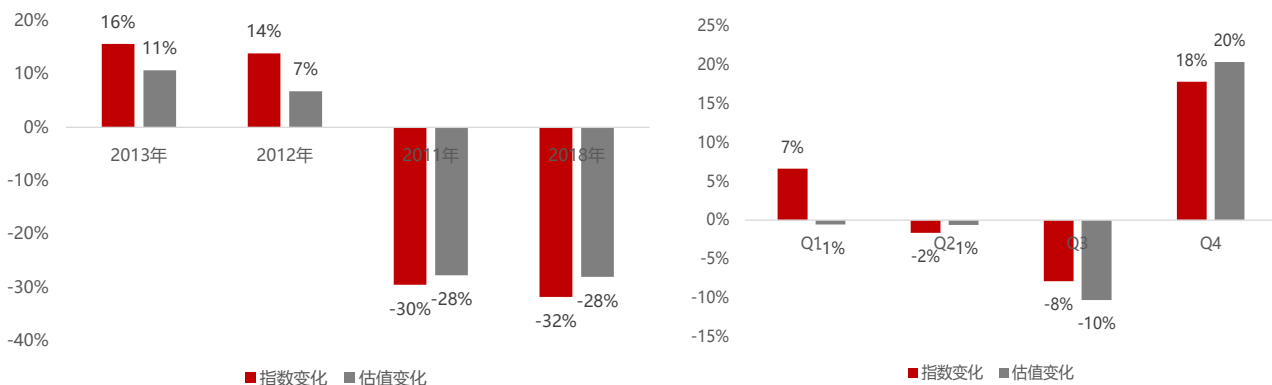


资料来源：Wind，东莞证券研究所；数据截止 20181218。

类比 2011 年，拆分指数驱动因素，也可得出类似的结论。虽然 2018 年汽车消费低预期在原因上与 2011 年略有差别，但结果都类似，因此，研究 2011、2012 年汽车指数走势，对 2019 年资本市场可能的演绎路径判断具有一定的参考性。我们分析了 2018 年汽车指数与 2011、2012 年汽车指数，拆分其估值（PE, TTM）贡献与业绩贡献，可以发现 2011 年汽车指数下跌更多源于估值的下杀，2011 年指数下跌 30%，估值（PE-TTM）下跌 28%，这与 2018 年非常类似，截止到 2018 年 12 月 18 日，2018 年汽车指数下跌 32%，估值（PE-TTM）下跌 28%，估值调整幅度深。经过 2011 年估值深度调整，2012 年估值下杀动力衰弱，伴随车市基本面预期向上，2012 年 Q4 迎来估值修复行情。由于 2018 年指数调整幅度够大，估值调整幅度够深，我们认为估值目前调整已经到位，但指数的向上需要静待业绩底出现。

图 4：2018 年类似 2011 年，大幅杀估值

图 5 2012 年 Q4 迎来估值修复行情



资料来源: Wind, 东莞证券研究所; 截止到 20181218

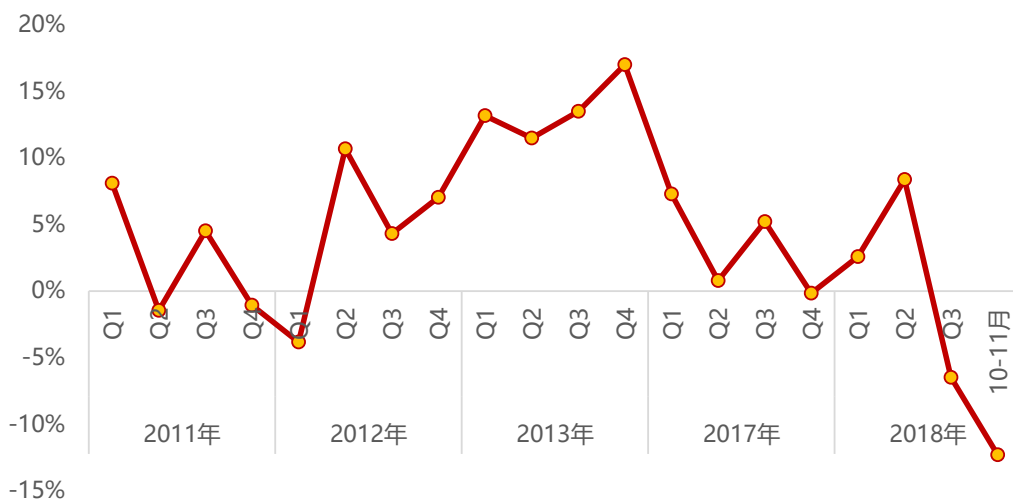
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

年报（预告）窗口期：提防业绩不达预期带来的下杀

中小板上市公司在公布三季报时同步公布了全年业绩预告，但若年底预计业绩出现较大变化时，将在 1 月 31 日前公布业绩修正报告。而创业板公司强制要求在 1 月 31 日前公布全年业绩预告。深交所主板若在年度业绩预计出现比如利润为负、变动超过 50% 等情况下需要在 1 月 31 日前披露业绩预告。上交所要求在净利润为负、同比变动超过 50% 等时需要在 1 月 31 日前发布业绩预告。我们判断 2019 年汽车销量增速前低后高，上半年月度高频数据预计承压。叠加目前进入 2018 年业绩预告披露窗口期，从第四季度销量来看，预计上市公司第四季度业绩压力较大。汽车股进入调整的下半场，估值调整已经到位，当前寻找业绩确定性至关重要，避免因为业绩不及预期带来的股价下杀。

第四季度汽车销量疲软，上市公司业绩承压。2018 年 Q3 汽车销量同比下降 6%，10-11 月销量同比下降 12%，降幅巨大，Q4 业绩承压。由于 2018 年上半年汽车销量不错，预计 2019 年上半年销量压力较大，全年呈现前低后高态势。

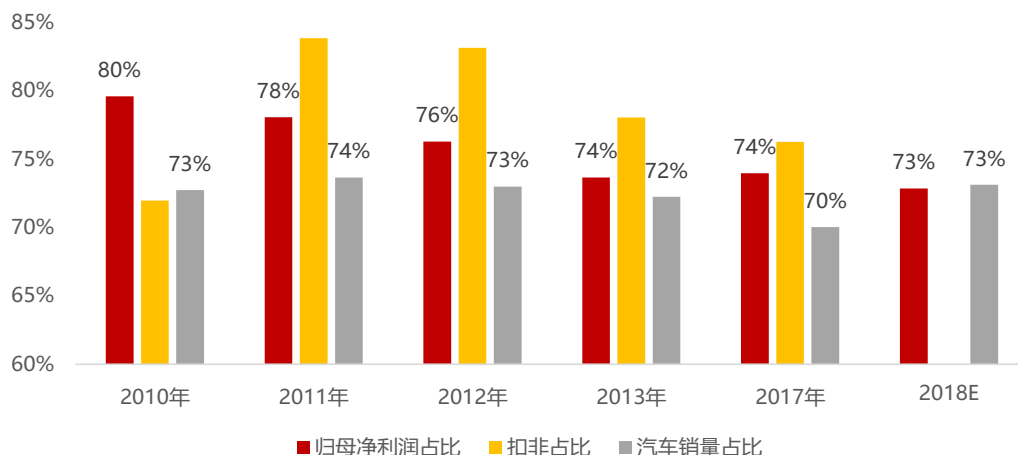
图 6: 汽车历年分季度销量增速



资料来源: 中汽协, 东莞证券研究所

分析师预期并不高，整体风险可控。在我们统计的 114 家样本数据中，有 56 家被分析师覆盖，计算这 56 家具有盈利预测的标的，前三季度已经实现归母净利润占分析师全年业绩预测的 73%，比较历年前三季度业绩占比情况，我们认为市场对 2018 年业绩预期整体处于合理范围之内。

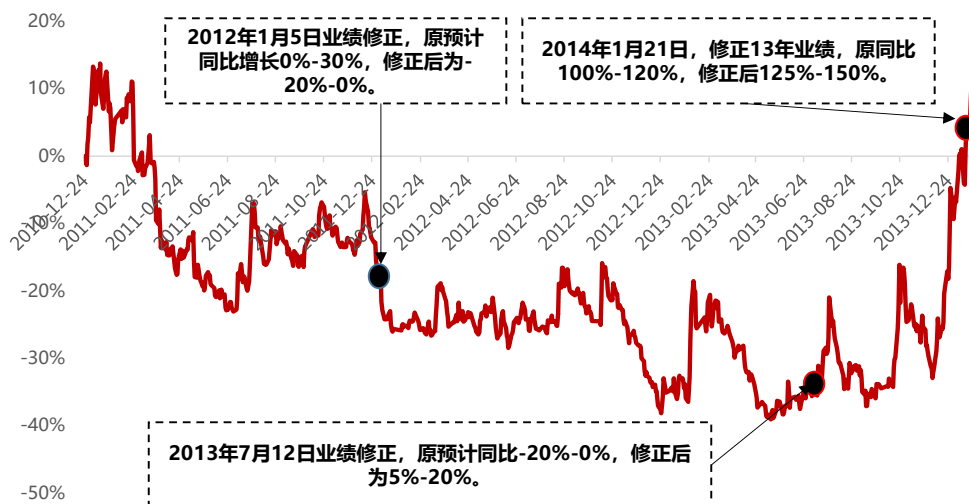
图 7：历年前三季度利润、销量占全年比重



资料来源：Wind，东莞证券研究所；注：2018 年是 56 家具有分析师盈利预测标的；2017 年是 114 家样本数据；2010-2013 年是 67 家样本数据。

但仍需提防个股业绩不达预期带来的股价下杀。虽然整体预期较为合理，但个股业绩低预期风险仍需防范。比如 2011 年银轮股份在前三季度实现归母净利润 0.94 亿元，同比增长约 2%，公司在三季报中预计全年实现业绩增长 0%-30%，但公司在 2012 年 1 月 5 日发布业绩修正公告，修正后预计业绩同比下降 0%-20%，当日股价跌停。此后，伴随市场逐渐好转，公司分别在 2013 年 7 月 12 日、2014 年 1 月 21 日发布两次业绩修正预告，超预期，此后公司股价显著跑赢指数。

图 8：银轮股份股价相对申万汽车指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

当前正处于业绩预告（修正）窗口期。查阅深交所、上交所关于业绩预告、修正相关细则，创业板在 1 月 31 号之前需要披露年度业绩预告；中小板在披露三季报时对全年业绩进行了预告，若有业绩修正，需要在 1 月 31 日前发布修正公告；深交所主板在业绩出现比如净利润为负、业绩变化超过 50%，基数较低者除外、期末净资产为负等情况下需要在 1 月 31 日前披露年度业绩预告。上交所对业绩预告披露没有强制要求，但当年度业绩出现净利润为负、同比变化超过 50%、实现扭亏为盈等情况时，需要在 1 月 31 日前披露年度业绩预告。

图 9：交易所关于业绩预告（修正）相关规则

交易所	板块	年报预告	三季报预告	半年报预告	一季报预告	披露要求
深交所	创业板	1月31日之前	10月15日之前	7月15日之前	年报预约在3月31日之前的，最晚在披露年报时披露一季报预告。年报预约在4月的，应当在4月10日前披露。	强制披露
	中小板	披露一季报、半年报、三季报时，需披露年初至下一报告期末业绩预告。业绩修正分别不晚于1月31日、10月15日、7月15日。			不晚于3月31日，在3月底前披露年报的，应同时披露一季度业绩预告。	第一季度业绩出现以下情形之一时披露：（1）归母净利润为负；（2）净利润同比变化超过50%；（3）扭亏为盈，金额变动较小的除外。其他强制披露。
	主板	1月31日之前	10月15日之前	7月15日之前	4月15日前	出现以下情形之一时披露：（1）净利润为负；（2）盈利，且同比变化超过50%，基数较低者可经交易所同意后豁免；（3）期末净资产为负；（4）年度营收低于1千万。
上交所		1月31日之前				出现以下情形之一时需披露年报预告，其他无强制要求：（1）净利润为负；（2）同比变化超过50%，基数较低者可经交易所同意后豁免；（3）实现扭亏为盈。

资料来源：深交所、上交所、东莞证券研究所

汽车股（包括锂电池产业链 34 家）约 44%在上交所上市。我们汇总了汽车股包括锂电池产业链 36 家，合计 206 家，约 44%在上交所上市；创业板上市 35 家，占 17%；中小板上市 54 家，占 26%；深交所主板上市 26 家，占 13%。

图 10：汽车股（包括锂电池产业链 34 家）上市板块分布

交易所	板块	整车 (家数)	零部件 (家数)	其他 (家数)	锂电池产业链	合计	占比
深交所	创业板		20		15	35	17%
	中小板	1	39	2	12	54	26%
	主板	8	13	5		26	13%
上交所		14	53	15	7	89	44%
合计		23	125	22		204	100%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

58 家（全部 54 家中小板+3 家创业板+1 家深市主板）已公布年度业绩预告。目前有 58 家公布了业绩预告，占 28%，其中亿纬锂能、星源材质是最新公布业绩预告，业绩风险释放。中小板股票是在三季报发布时公布的业绩预告，存在修正的可能性。我们以前三季度已经实现的归母净利润/预告利润均值（上下限和/2）代表利润完成率，具体可见附录。从重点公司来看，完成率低于 70%的有恩捷股份（受并表时点影响）、赣锋锂业等。

图 11：已公布业绩预告的重点标的业绩完成率情况

证券代码	证券简称	预告上限 (亿元)	预告下限 (亿元)	预告日	前三季度实现归母净利润 (亿元)	前三季度实现率
300568.SZ	星源材质	2.11	2.01	2018-12-15	1.79	87%
002126.SZ	银轮股份	3.89	3.58	2018-10-27	2.84	76%
002709.SZ	天赐材料	5.04	4.74	2018-10-30	4.73	97%
002812.SZ	恩捷股份	5.28	4.50	2018-10-24	3.23	66%
300014.SZ	亿纬锂能	5.85	5.36	2018-11-27	3.79	68%
002340.SZ	格林美	8.24	6.41	2018-10-29	5.18	71%
002074.SZ	国轩高科	9.50	8.50	2018-10-26	6.59	73%
002460.SZ	赣锋锂业	17.63	14.69	2018-10-30	11.07	68%
002466.SZ	天齐锂业	22.50	20.00	2018-10-24	16.89	79%
002594.SZ	比亚迪	31.27	27.27	2018-10-30	15.27	52%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

从分析师业绩预期来测算其他标的业绩完成情况，分化较大。剔除已公布业绩预告的个

股，为了衡量业绩风险，我们以前三季度累计实现的归母净利润/分析师一致预期来代表业绩完成率，共计 73 家，具体情况见附录。从筛选的重点公司来看，基本都在 70% 以上的完成率，宇通客车、道氏技术（受并表时点因素影响）等完成率较低。广汽集团、中鼎股份等业绩完成率较高。从 73 家分析师覆盖的标的业绩完成率来看，部分细分领域龙头完成率较高，整体分化较大。

图 12：分析师所覆盖重点公司业绩完成率情况

证券代码	证券简称	前三季度实现归母净利润 (亿元)	分析师一致预期 (均值)	前三季度实现率	证券代码	证券简称	前三季度实现归母净利润 (亿元)	分析师一致预期 (均值)	前三季度实现率
000338.SZ	潍柴动力	60.01	76.93	78%	600104.SH	上汽集团	276.72	374.17	74%
000581.SZ	威孚高科	20.56	26.88	76%	600660.SH	福耀玻璃	32.62	41.07	79%
000887.SZ	中鼎股份	10.51	12.84	82%	600741.SH	华域汽车	63.64	79.71	80%
300037.SZ	新宙邦	2.08	3.16	66%	600884.SH	杉杉股份	10.54	10.47	101%
300073.SZ	当升科技	2.05	2.88	71%	601238.SH	广汽集团	98.60	123.14	80%
300258.SZ	精锻科技	2.29	3.10	74%	601689.SH	拓普集团	6.17	8.34	74%
300409.SZ	道氏技术	2.12	4.83	44%	601799.SH	星宇股份	4.39	6.16	71%
300438.SZ	鹏辉能源	2.69	3.52	77%	603179.SH	新泉股份	2.28	3.35	68%
300450.SZ	先导智能	5.47	8.39	65%	603305.SH	旭升股份	2.30	3.35	69%
300618.SZ	寒锐钴业	7.01	9.66	73%	603659.SH	璞泰来	4.29	5.93	72%
300750.SZ	宁德时代	23.79	35.32	67%	603788.SH	宁波高发	2.06	2.97	69%
600066.SH	宇通客车	11.98	28.32	42%	603799.SH	华友钴业	19.12	25.18	76%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

投资建议：在不确定性中寻找相对确定性

结合前面分析，我们认为汽车指数进入调整的第二阶段，杀估值动力衰弱，进入杀业绩阶段。估值底部已现，业绩底部有望在 2019 年 Q2 末出现。2019 年上半年，我们对汽车指数仍然较为谨慎，寻找业绩确定性更为重要。顺应产业趋势，寻找预期向上的细分板块，不与趋势作对。建议重点关注电动车产业链的电解液、高镍三元、电池龙头以及车灯、变速箱、整车蓝筹。重点关注新宙邦、当升科技、宁德时代、亿纬锂能、星宇股份、精锻科技、上汽集团、道氏技术。

新宙邦（300037）：修炼内功，脚踏实地，进入业绩兑现期

环比持续改善，Q3 扣非归母净利润环比+36%。公司前三季度实现营收 15.51 亿元，同比+22%，实现归母净利润（扣非）1.89 亿元，同比-1.5%。单季度来看，Q3 实现营收 5.65 亿元，同环比+16%/+5%；Q3 实现扣非归母净利润 0.87 亿元，同环比+17%/+36%，公司扣非归母净利润呈现持续改善状态。Q3 毛利率为 34.76%，基本与 Q2 持平，略有提升，Q3 期间费用（管理费包括研发费用+财务费用+销售费用）率与 Q2 相比基本稳定。Q3 环比利润增速显著大于营收增速，主要是 Q3 资产减值损失率较 Q2 下降约 2pct 及 Q3 有效所得税率下降所致。

各业务持续向好，电解液有望迎来拐点。公司业绩环比显著持续改善，业绩拐点可期。公司 Q3 业绩持续改善得益于①电容器化学品、有机氟化学品业务拓展顺利，销售业绩较大幅度提升，贡献主要业绩增量；②锂离子电池电解液行业竞争加剧，价格同比较大跌幅度下跌，但 Q3 价格显著企稳，经营业绩有所改善。电解液价格在溶剂价格企稳反弹

背景下有望企稳，此外，理论上讲六氟磷酸锂厂商目前盈利微弱，降价空间有限，对电解液价格形成支撑，电解液业务或将在 2019 年迎来拐点。

研发力度维持高位，技术储备充分，新产能投放在即。受补贴政策引导，高镍渗透率有望持续提升，高压电解液成为必要配套。公司前三季度研发费用为 1.02 亿元，占营收的 6.6%，维持高位。公司惠州二期项目土建工作全部完成，设备安装基本完成，已完成土建验收，部分取得试生产许可备案，整个项目预计不晚于 2018 年 12 月 31 日达到预定可使用状态，符合预期推进。

投资建议：维持“推荐”评级。预计公司 2018、2019 年实现 EPS 为 0.83 元、1.12 元，对应 PE 分别为 29 倍、22 倍，维持推荐评级。

风险提示：新能源汽车产销不及预期，电解液价格超预期下滑。

当升科技（300073）：厚积薄发，顺势而为，高镍正当时

Q3 业绩增长强劲，归母净利润同、环比增长 141%、26%。公司前三季度实现营收 24.78 亿元，同比增长 72.6%，归母净利润 2.05 亿元，同比增长 12%，扣非归母净利润 1.96 亿元，同比增长 133%。Q3 单季度实现营收 8.48 亿元，同比增长 41%，环比下降 12%，实现扣非归母净利润 0.9 亿元，同比增长 160%，环比增长 29%。公司业绩维持强劲增长，主要源于正极材料销量增长及公司盈利能力提升，公司 Q3 毛利率为 19.71%，较 Q2 提升 5.95pct。公司 Q3 经营活动现金流净额为+0.44 亿元，继续保持净流入。存货方面，Q3 账面存货为 3.88 亿元，较期初增长 49%，主要是正极材料委外加工物资增加及中鼎高科提前备货。公司 Q3 在建工程 0.23 亿元，较年初增长近 0.2 亿元，主要是江苏当升投入增加。

公司正极材料热销，高镍蓄势待发。公司目前正极材料产能约 1.6 万吨，产能利用率高。补贴越来越倾向于高能量密度、高续航里程，而高镍三元作为提升能量密度的重要技术路线，由于当前高镍产品渗透率低，未来 2 年行业需求将维持高速增长。此外，高镍化本身可以减少钴的使用量，成本压力更小，且带有技术溢价属性，毛利率相较于一般性的 NCM523 更高，对于正极材料厂商而言，何乐而不为。伴随公司 2019 年约 8000 吨及 2020 年 1 万吨高镍三元投产，将推动业绩持续放量。

重视研发，前瞻布局，技术先行，研销联动。公司前三季度研发投入 0.99 亿元，同比+39%，占营收比重约 4%。公司集中研发力度，加快高镍多元材料新品开发，形成了高容量、高电压、高压实、单晶形貌且性能稳定的多系列高镍产品。公司 NCM811 多项性能优于行业，受到客户高度评价。此外，加大固态电池及富锂锰基材料的开发，公司富锂锰基材料实验室样品比容量可达 290mAh/g。积极布局国际市场，加强与特斯拉、宝马、大众等车企交流合作，配套的正极材料已经获得了部分国际车企的认证，预计 2019 年逐步实现放量。储能方面，公司加大与三星 SDI、LG 等国际大客户的战略合作，储能多元材料报告期内销量大幅增长，牢牢占据国际储能高端供应链。

盈利预测及投资建议：维持“推荐”评级。公司技术国内领先，客户优质，2019 年高镍 811 需求有望快速增长。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.62 元、0.92 元，对应 PE 分别为 45 倍、30 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：高镍需求不佳；商誉减值；原材料价格波动；产能释放节奏低预期；新能源车推广不及预期。

道氏技术（300409）：冉冉升起的锂电核心材料新星

Q3 扣非归母净利润同比增长 64%。公司前三季度实现营收 26.13 亿元，同比增长 135%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比增长 91%。前三季度期权费用约 3960 万元，Q3 为 1091 万元，对利润有一定影响。Q3 单季度实现营收 9.35 亿元，同比增长 38%，环比与 Q2 持平；Q3 实现扣非归母净利润 0.71 亿元，同比增长 64%，环比与 Q2 基本持平。公司 Q3 毛利率为 31.31%，较 Q2 下降 3.43pct，Q3 扣非业绩与 Q2 基本持平主要原因是 Q3 有效税率下降。现金流方面，公司 Q3 经营活动现金流净额为+2.37 亿元，回款质量较好。报告期内，公司加大研发创新力度，陶瓷材料龙头地位稳固，石墨烯和碳纳米管导电剂及钴材料业务高速增长，新材料业务贡献主要业绩增量。

强大的资源整合能力，打造锂电核心材料平台。公司在 2017 年 6 月 30 日并表佳纳能源 51% 股权，进入钴产业链，2017 年 12 月 31 日并表 MJM（刚果金）100% 股权。公司 2017 年实行 3 次股权激励，绑定核心员工。通过多次整合，公司目前已经形成了石墨烯、碳纳米管导电剂和钴材料为主的新材料平台。公司收购佳纳能源与青岛昊鑫少数股东权益，增厚公司业绩。

公司目前估值低，具备一定安全边际。2017 年 1 期/2 期/3 期股权激励行权价格分别为 35/37/53 元/股（考虑 2018 年 7 月 12 日 10 转 8 后分别为 19/21/29 元/股）。此外，公司发行股份收购佳纳能源剩余 49% 股权，定价 24.18 元/股，公司股价为 14.68 元/股，具备较高安全边际。

盈利预测及投资建议：维持“推荐”评级。暂不考虑收购佳纳能源及青岛昊鑫剩余少数股东权益，预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.83 元、1.08 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：新能源车产销不及预期；原材料价格波动风险；股权质押风险。

精锻科技（300258）：顺应变速箱升级趋势，深度打入合资供应链

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

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

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。公司在大众的配套份额上有望逐渐提升，分享大众新一轮新车投放带来的红利。此外，公司在新能源领域积极布局，为长期发展做好充分储备。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.79 元、0.99 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：客户开拓不及预期；竞争加剧；汇率波动；贸易战。

星宇股份（601799）：车灯升级趋势明显，业绩维持高速增长

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

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

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

风险提示：客户开拓不及预期；汽车产销不景气导致下游需求不及预期；竞争加剧。

上汽集团（600104）：跨越周期，逆势扩张

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

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

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。复盘 2011、2012 年汽车股表现，我们认为以业绩为王为核心主线，寻找低估值个股是 2018 年、2019 年择股逻辑。鉴于此，选择以上汽等股息率高、增长确定性高、抗风险能力强的蓝筹股打底仓是较好的选择，历史数据表明弱周期背景下选择蓝筹相对收益明显。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 3.16、3.39 元，对应 PE 分别为 8、7.5 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：汽车产销不及预期；竞争加剧，盈利能力下降风险。

风险提示

- (1) 汽车产销不及预期；

- (2) 贸易战升级;
- (3) 原材料价格上涨;
- (4) 新能源车补贴退坡风险及推广不及预期风险;
- (5) 新能源中游环节价格及技术升级不及预期。

附录 1：已公布业绩预告的 57 家上市公司情况

图 13：已公布业绩预告的 57 家上市公司前三季度业绩完成率情况

证券代码	证券简称	预告上限 (亿元)	预告下限 (亿元)	预告日	前三季度实 现归母净利润 (亿元)	前三季度实 现率	证券代码	证券简称	预告上限 (亿元)	预告下限 (亿元)	预告日	前三季度实 现归母净利润 (亿元)	前三季度实 现率
002684.SZ	猛狮科技	-10.00	-14.00	2018-10-24	-5.87	49%	300568.SZ	星源材质	2.11	2.01	2018-12-15	1.79	87%
002265.SZ	西仪股份	-0.10	-0.20	2018-10-20	0.01	-8%	002488.SZ	金固股份	2.30	1.70	2018-10-18	1.26	63%
002703.SZ	浙江世宝	-0.09	-0.18	2018-10-29	-0.05	40%	002407.SZ	多氟多	2.82	1.54	2018-10-25	1.69	77%
002192.SZ	融捷股份	0.05	0.01	2018-10-27	-0.07	-229%	002472.SZ	双环传动	2.91	1.94	2018-10-25	1.90	78%
002213.SZ	特尔佳	0.11	0.06	2018-10-30	0.02	29%	002454.SZ	松芝股份	2.93	1.10	2018-10-20	0.66	33%
002708.SZ	光洋股份	0.12	0.09	2018-10-23	0.22	211%	002664.SZ	长鹰信质	3.07	2.30	2018-10-23	1.99	74%
002715.SZ	登云股份	0.15	0.12	2018-10-24	0.09	64%	002497.SZ	雅化集团	3.10	2.38	2018-10-24	1.77	64%
002105.SZ	信隆健康	0.18	0.05	2018-10-27	0.05	45%	002536.SZ	西泵股份	3.14	2.42	2018-10-18	1.88	68%
002725.SZ	跃岭股份	0.38	0.30	2018-10-30	0.27	78%	002406.SZ	远东传动	3.18	2.43	2018-10-30	1.83	65%
002921.SZ	联诚精密	0.52	0.45	2018-10-24	0.39	82%	002245.SZ	澳洋顺昌	3.19	2.13	2018-10-26	2.21	83%
002592.SZ	八菱科技	0.54	0.14	2018-10-30	0.13	39%	002448.SZ	中原内配	3.35	2.51	2018-10-25	1.96	67%
002931.SZ	锋龙股份	0.55	0.36	2018-10-22	0.33	73%	002126.SZ	银轮股份	3.89	3.58	2018-10-27	2.84	76%
002607.SZ	亚夏汽车	0.66	0.44	2018-10-31	0.40	73%	002283.SZ	天润曲轴	4.02	3.02	2018-10-23	2.36	67%
002284.SZ	亚太股份	0.67	0.33	2018-10-29	0.35	71%	002101.SZ	广东鸿图	4.22	3.35	2018-10-30	2.85	75%
002906.SZ	华阳集团	0.70	0.40	2018-10-29	0.38	69%	002108.SZ	沧州明珠	4.36	2.73	2018-10-20	3.10	87%
002355.SZ	兴民智通	0.75	0.56	2018-10-26	0.54	83%	002709.SZ	天赐材料	5.04	4.74	2018-10-30	4.73	97%
002765.SZ	蓝黛传动	0.75	0.38	2018-10-27	0.27	48%	002434.SZ	万里扬	5.14	3.86	2018-10-31	3.68	82%
002759.SZ	天际股份	0.76	0.65	2018-10-25	0.49	70%	002662.SZ	京威股份	5.25	4.25	2018-10-25	7.78	164%
002863.SZ	今飞凯达	0.79	0.69	2018-10-30	0.56	75%	002812.SZ	恩捷股份	5.28	4.50	2018-10-24	3.23	66%
000757.SZ	浩物股份	0.81	0.81	2018-10-30	0.78	96%	002239.SZ	奥特佳	5.51	4.04	2018-10-24	4.27	89%
002625.SZ	光启技术	0.85	0.44	2018-10-24	0.33	51%	300014.SZ	亿纬锂能	5.85	5.36	2018-11-27	3.79	68%
002865.SZ	钧达股份	0.88	0.67	2018-10-24	0.39	50%	002611.SZ	东方精工	6.52	5.50	2018-10-30	3.46	58%
002363.SZ	隆基机械	0.90	0.73	2018-10-24	0.75	92%	002048.SZ	宁波华翔	7.98	6.79	2018-10-30	5.04	68%
002593.SZ	日上集团	1.02	0.68	2018-10-25	0.62	73%	002340.SZ	格林美	8.24	6.41	2018-10-29	5.18	71%
002328.SZ	新朋股份	1.06	0.78	2018-10-24	0.73	79%	002074.SZ	国轩高科	9.50	8.50	2018-10-26	6.59	73%
300694.SZ	鑫湖股份	1.09	1.00	2018-10-12	0.81	78%	002085.SZ	万丰奥威	11.71	9.46	2018-10-19	7.85	74%
002590.SZ	万安科技	1.26	0.63	2018-10-25	0.77	82%	002460.SZ	赣锋锂业	17.63	14.69	2018-10-30	11.07	68%
002553.SZ	南方轴承	1.31	1.07	2018-10-23	0.95	80%	002466.SZ	天齐锂业	22.50	20.00	2018-10-24	16.89	79%
002510.SZ	天汽模	1.87	1.40	2018-10-31	1.02	63%	002594.SZ	比亚迪	31.27	27.27	2018-10-30	15.27	52%

资料来源：Wind，东莞证券研究所 业绩完成率=前三季度实现归母净利润/年报预告上下限均值

附录 2：分析师覆盖 73 家前三季度业绩完成率

图 14：分析师覆盖个股前三季度业绩完成率

证券代码	证券简称	前三季度实 现归母净利润 (亿元)	分析师一致 预期 (均 值)	前三季度实 现率	证券代码	证券简称	前三季度实 现归母净利润 (亿元)	分析师一致 预期 (均 值)	前三季度实 现率
000030.SZ	富奥股份	6.61	8.51	78%	600686.SH	金龙汽车	0.86	4.85	18%
000338.SZ	潍柴动力	60.01	76.93	78%	600699.SH	均胜电子	10.58	12.34	86%
000550.SZ	江铃汽车	2.19	2.11	104%	600733.SH	北汽蓝谷	1.33	1.68	79%
000559.SZ	万向钱潮	5.80	7.85	74%	600741.SH	华域汽车	63.64	79.71	80%
000581.SZ	威孚高科	20.56	26.88	76%	600742.SH	一汽富维	3.88	5.08	76%
000625.SZ	长安汽车	11.63	21.95	53%	600884.SH	杉杉股份	10.54	10.47	101%
000887.SZ	中鼎股份	10.51	12.84	82%	600933.SH	爱柯迪	3.66	5.06	72%
000951.SZ	中国重汽	7.32	9.31	79%	601127.SH	小康股份	0.49	2.39	21%
000980.SZ	众泰汽车	4.15	11.90	35%	601238.SH	广汽集团	98.60	123.14	80%
300037.SZ	新宙邦	2.08	3.16	66%	601311.SH	骆驼股份	3.78	6.18	61%
300073.SZ	当升科技	2.05	2.88	71%	601633.SH	长城汽车	39.27	57.91	68%
300258.SZ	精锻科技	2.29	3.10	74%	601689.SH	拓普集团	6.17	8.34	74%
300340.SZ	科恒股份	0.51	1.12	45%	601799.SH	星宇股份	4.39	6.16	71%
300375.SZ	鹏翎股份	0.83	1.52	55%	601965.SH	中国汽研	2.58	4.14	62%
300409.SZ	道氏技术	2.12	4.83	44%	603026.SH	石大胜华	1.70	2.82	60%
300438.SZ	鹏辉能源	2.69	3.52	77%	603035.SH	常熟汽饰	3.12	3.67	85%
300450.SZ	先导智能	5.47	8.39	65%	603037.SH	凯众股份	1.03	1.48	70%
300457.SZ	赢合科技	2.08	3.15	66%	603040.SH	新坐标	0.79	1.24	64%
300473.SZ	德尔股份	1.49	2.22	67%	603085.SH	天成自控	0.41	0.84	48%
300477.SZ	合纵科技	0.81	2.01	40%	603129.SH	春风动力	0.97	1.36	71%
300510.SZ	金冠股份	1.15	2.60	44%	603158.SH	腾龙股份	0.82	1.32	63%
300580.SZ	贝斯特	1.11	1.49	74%	603179.SH	新泉股份	2.28	3.35	68%
300618.SZ	寒锐钴业	7.01	9.66	73%	603197.SH	保隆科技	1.23	1.80	68%
300648.SZ	星云股份	0.25	0.81	30%	603305.SH	旭升股份	2.30	3.35	69%
300681.SZ	英搏尔	0.54	0.87	63%	603306.SH	华懋科技	2.14	3.16	68%
300707.SZ	威唐工业	0.81	1.14	71%	603319.SH	湘油泵	0.74	1.24	59%
300750.SZ	宁德时代	23.79	35.32	67%	603377.SH	东方时尚	1.91	2.80	68%
600066.SH	宇通客车	11.98	28.32	42%	603528.SH	多伦科技	1.07	1.49	72%
600081.SH	东风科技	1.21	1.46	83%	603596.SH	伯特利	2.25	3.41	66%
600104.SH	上汽集团	276.72	374.17	74%	603659.SH	璞泰来	4.29	5.93	72%
600297.SH	广汇汽车	31.53	42.92	73%	603730.SH	岱美股份	4.45	6.67	67%
600327.SH	大东方	2.41	3.06	79%	603766.SH	隆鑫通用	6.10	9.69	63%
600335.SH	国机汽车	4.89	6.34	77%	603788.SH	宁波高发	2.06	2.97	69%
600418.SH	江淮汽车	0.48	2.67	18%	603799.SH	华友钴业	19.12	25.18	76%
600480.SH	凌云股份	2.20	3.68	60%	603993.SH	洛阳钼业	41.37	56.06	74%
600549.SH	厦门钨业	4.50	6.52	69%	603997.SH	继峰股份	2.33	3.19	73%
600660.SH	福耀玻璃	32.62	41.07	79%					

资料来源：Wind，东莞证券研究所 业绩完成率=前三季报业绩/分析师年度一致预期，剔除业绩预告个股。

附录 3：用于业绩测算的具体样本

图 15：用于计算业绩变化的 114 家、67 家样本具体情况

114家详细样本						67家详细样本			
富奥股份	宁波华翔	西泵股份	鹏翎股份	金杯汽车	常熟汽饰	富奥股份	宗申动力	天汽模	福耀玻璃
潍柴动力	万丰奥威	南方轴承	德尔股份	福耀玻璃	凯众股份	潍柴动力	宁波华翔	西泵股份	交运股份
江铃汽车	广东鸿图	万安科技	苏奥传感	交运股份	新坐标	江铃汽车	万丰奥威	南方轴承	金龙汽车
万向钱潮	银轮股份	八菱科技	川环科技	金龙汽车	天成自控	万向钱潮	广东鸿图	万安科技	湖南天雁
海马汽车	特尔佳	日上集团	贝斯特	湖南天雁	正裕工业	海马汽车	银轮股份	日上集团	均胜电子
威孚高科	奥特佳	比亚迪	奥联电子	均胜电子	腾龙股份	威孚高科	特尔佳	比亚迪	华域汽车
恒立实业	西仪股份	光启技术	美力科技	华域汽车	福达股份	恒立实业	奥特佳	双林股份	一汽富维
长安汽车	天润曲轴	京威股份	东风汽车	一汽富维	圣龙股份	长安汽车	西仪股份	东风汽车	渤海汽车
襄阳轴承	亚太股份	长鹰信质	宇通客车	渤海汽车	新泉股份	襄阳轴承	天润曲轴	宇通客车	力帆股份
模塑科技	新朋股份	浙江世宝	东风科技	小康股份	浙江仙通	模塑科技	亚太股份	东风科技	星宇股份
浩物股份	兴民智通	光洋股份	上汽集团	广汽集团	华懋科技	浩物股份	新朋股份	长春一东	
斯太尔	隆基机械	登云股份	长春一东	骆驼股份	湘油泵	斯太尔	兴民智通	福田汽车	
一汽轿车	远东传动	跃岭股份	福田汽车	长城汽车	华达科技	一汽轿车	隆基机械	东安动力	
安凯客车	万里扬	蓝黛传动	东安动力	拓普集团	金麒麟	安凯客车	远东传动	亚星客车	
中鼎股份	中原内配	今飞凯达	亚星客车	力帆股份	德宏股份	中鼎股份	万里扬	曙光股份	
云内动力	松芝股份	钧达股份	曙光股份	星宇股份	常青股份	云内动力	中原内配	江淮汽车	
一汽夏利	双环传动	双林股份	江淮汽车	黎明股份	宁波高发	一汽夏利	松芝股份	凌云股份	
中国重汽	金固股份	精锻科技	凌云股份	北特科技	继峰股份	中国重汽	双环传动	贵航股份	
中通客车	天汽模	云意电气	贵航股份	威帝股份	宗申动力	中通客车	金固股份	金杯汽车	

资料来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

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

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

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

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn