

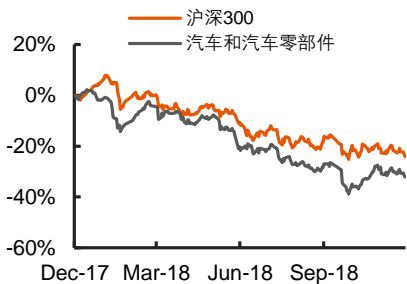
## 年度猜新/猜心系列报告之

# 2019年汽车和汽车零部件行业十大猜想

### 中性（维持）

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《行业快评\*汽车和汽车零部件\*整合加剧, 变革在即》 2018-12-19
- 《行业年度策略报告\*汽车和汽车零部件\*边际改善, 降速提质》 2018-12-10
- 《行业专题报告\*汽车和汽车零部件\*汽车势力三国杀 破而后立 VS 守正出奇》 2018-11-26
- 《行业专题报告\*汽车和汽车零部件\*改革开放四十周年系列研究(汽车和汽车零部件篇): 从师夷长技到自主崛起》 2018-11-23
- 《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*3Q低谷仍有亮点、利润向龙头集中》 2018-11-02

#### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

**曹群海** 投资咨询资格编号  
S1060518100001  
021-38630860  
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**肖潇** 一般从业资格编号  
S1060118050036  
XIAOXIAO718@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

汽车业目前处于大变革时期, 行业整体增速放缓, 电动化与智能化技术异军突起, 全球车企加速重组与转型。国内重大行业政策频出, 将促使我国汽车行业向高质量发展阶段转变。

- **猜想 1: 合资车企迎来股比变动。**我们认为弱自主的合资企业尤其是豪华车企如北京奔驰等, 其股比规划预计在 2019 年会发生较大变动。而中方较强的合资企业股比预计发生较小变动。
- **猜想 2: 特斯拉零部件国产化。**特斯拉上海工厂预计从 2019 年底开始投产, 并在 3 年内形成产能。特斯拉供应商有望提升配套量, 国内优质企业有望借助特斯拉国产契机进入特斯拉供应链, 打开新的成长空间。
- **猜想 3: 丰田、吉利合作推广混动技术。**丰田强混技术核心专利即将过期, 丰田汽车加大其混合动力技术的推广, 我们预计两者将通过采购或技术交换模式进行合作, 此举有助于扩大混动的市场认知度和规模。
- **猜想 4: 雷克萨斯国产化落地。**随着中日关系改善和股比放开, 雷克萨斯国产化有望落地, 预计采取独资形式或日方持大部分股份。
- **猜想 5: 自动驾驶商业化落地加速。**2020 年是车企自动驾驶量产元年, 各大车企和科技巨头将在 2019 年加快自动驾驶商业化落地速度, 预计 2019 年自动驾驶将实现商业化落地。
- **猜想 6: 行业兼并重组等新型合作加速。**合资股比放开以及新的投资管理政策鼓励多元化合作, 传统车企抱团取暖, 国有车企整合恰逢其时。
- **猜想 7: 造车新势力进入退潮期。**造车新势力窗口期即将结束, 融资难度加剧, 单一产品风险敞口扩大, 2019 年造车新势力或将进入退潮期。
- **猜想 8: 潍柴和重汽全面合作。**潍柴和重汽或将在国六重卡、重卡出口、新能源重卡以及轻卡领域全面合作。
- **猜想 9: 国内电动客车占领欧洲市场。**欧洲多国启动禁售燃油车计划, 国内电动客车优势显著, 优质客车企业或将抢占欧洲客车市场。
- **猜想 10: 燃料电池在重卡领域开始量产。**我国重卡发动机龙头潍柴动力深度布局燃料电池, 或将从 2019 年开始实现燃料电池重卡量产。
- **投资建议与推荐个股:**乘用车看好日系新周期与新能源高成长, 推荐广汽集团(日系新周期)、上汽集团(合资稳健+自主电动化领先), 关注吉利汽车(自主龙头+品牌高端化); 零部件强烈推荐星宇股份(产品+客户升级)、中鼎股份(非轮胎橡胶件龙头+单车价值升级), 推荐银轮

股份，关注三花智控。商用车推荐宇通客车（客车出口新空间）、潍柴动力、威孚高科（具备很强产业链定价权、受益柴油车排放升级）。

- **风险提示：**1) 新能源汽车销量不及预期。新能源补贴退坡可能导致整车企业成本提高，产品竞争力下降，销量下滑。2) 原材料涨价风险：如果上游原材料价格快速上涨，则将提高企业的原材料采购成本，影响零部件企业的盈利能力。3) 客车出口不及预期：若全球经济下行，将导致客车出口量下滑，可能影响客车企业利润和销量。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2018-12-21	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
中鼎股份	000887	10.20	0.91	0.99	1.14	1.31	11.2	10.3	8.9	7.8	强烈推荐
星宇股份	601799	47.42	1.70	2.17	2.89	3.76	27.9	21.9	16.4	12.6	强烈推荐
宇通客车	600066	11.88	1.41	1.14	1.50	1.77	8.4	10.4	7.9	6.7	推荐
上汽集团	600104	25.60	2.95	3.11	3.27	3.43	8.7	8.2	7.8	7.5	推荐
广汽集团	601238	10.35	1.05	1.12	1.21	1.46	9.8	9.2	8.6	7.1	推荐
福耀玻璃	600660	22.36	1.26	1.65	1.83	2.03	17.7	13.6	12.2	11.0	推荐
银轮股份	002126	7.35	0.39	0.46	0.56	0.69	18.8	16.0	13.1	10.7	推荐
长城汽车	601633	5.61	0.55	0.51	0.64	0.67	10.2	11.0	8.8	8.4	推荐
潍柴动力	000338	7.81	0.85	0.98	1.01	1.13	9.2	8.0	7.7	6.9	推荐
均胜电子	600699	23.41	0.42	1.35	1.37	1.57	55.7	17.3	17.1	14.9	推荐
拓普集团	601689	14.63	1.01	1.14	1.40	1.67	14.5	12.8	10.5	8.8	推荐
威孚高科	000581	18.23	2.55	2.56	2.86	3.26	7.1	7.1	6.4	5.6	推荐
吉利汽车*	0175.HK	12.17	1.16	1.61	2.12	2.65	10.5	7.6	5.7	4.6	未评级

注：\*为 WIND 一致预期，吉利股价与 EPS 均为人民币。

# 正文目录

一、	猜想一：合资企业股比变动.....	5
二、	猜想二：特斯拉零部件国产化.....	6
三、	猜想三：丰田、吉利合作推广混动技术.....	7
四、	猜想四：雷克萨斯国产化落地.....	7
五、	猜想五：自动驾驶商业化落地加速.....	8
六、	猜想六：行业兼并重组等新型合作加速.....	9
七、	猜想七：造车新势力进入退潮期.....	10
八、	猜想八：潍柴和重汽全面合作.....	12
九、	猜想九：国内电动客车占领欧洲市场.....	14
十、	猜想十：燃料电池在重卡领域开始量产.....	15
十一、	投资建议.....	16
十二、	风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1	中国汽车合资企业与股比限制历史政策回顾 .....	5
图表 2	全球主流汽车市场合资企业放开股比案例 .....	5
图表 3	特斯拉分车型销量预测 单位：万辆 .....	6
图表 4	特斯拉国内零部件供应商和潜在供应商 .....	6
图表 5	丰田混合动力驱动桥 .....	7
图表 6	混合动力 PCU（电压转换） .....	7
图表 7	国内豪华车销量 单位：万辆 .....	8
图表 8	各公司自动驾驶实力对比 .....	9
图表 9	国内智能驾驶路测牌照 .....	9
图表 10	全球汽车 OEM 联盟 .....	10
图表 11	主要国内造车新势力简要情况 .....	11
图表 12	国内造车新势力头部企业融资情况（截至 2018 年 10 月） .....	11
图表 13	重汽港股重卡出口销量情况 单位：万辆 .....	13
图表 14	重汽港股重卡出口与内销单价 单位：万元 .....	13
图表 15	重汽港股轻卡销量与同比增幅 单位：万辆 .....	13
图表 16	重汽港股轻卡与重卡营业利润率对比 .....	13
图表 17	欧洲多国已启动禁售燃油车计划 .....	14
图表 18	国内氢燃料电池技术指标与国际水平差异显著 .....	15
图表 19	陕汽德龙 L3000 燃料电池洒水车 .....	15
图表 20	重汽豪沃燃料电池环卫车 .....	15

汽车业目前处于大变革时期，行业整体增速放缓，并向电动化与智能化深入发展，全球车企加速转型与重组。国内重大行业政策频出，我国汽车产业进入全面开放时代，将促使我国汽车行业向高质量发展阶段转变，也将对全球汽车产业格局产生深远影响。

## 一、猜想一：合资企业股比变动

从改革开放至 2018 年初，我国政策规定生产汽车、摩托车整车和发动机产品的中外合资、合作企业的中方所占股份比例不得低于 50%。2018 年 4 月 8 日，习近平总书记在博鳌亚洲论坛表示：下一步要尽快放宽外资股比限制特别是汽车行业外资限制，而后发改委正式发布取消股比限制时间表。

图表1 中国汽车合资企业与股比限制历史政策回顾

时间	事件
1982 年	邓小平在中汽公司的报告上批示：“轿车可以合资”。
1984 年	批准上海大众，北京吉普，广州标致成立。
1994 年	颁布实施《汽车工业产业政策》。该政策规定，生产汽车、摩托车整车和发动机产品的中外合资、合作企业的中方所占股份比例不得低于 50%
2017 年 4 月	国家发改委、工信部、科技委三部委联合印发《汽车产业中长期发展规划》，提出将完善内外资投资管理制度，有序放开合资企业股比限制。
2017 年 6 月	国家发展改革委、商务部发布《外商投资产业指导目录(2017 年修订)》，取消了对汽车电子和动力电池的股比限制以及放宽纯电动汽车合资企业限制。
2018 年 4 月 8 日	习近平总书记在博鳌亚洲论坛表示：下一步要尽快放宽外资股比限制特别是汽车行业外资限制。
2018 年 4 月 17 日	发改委宣布：汽车行业将分类实行过渡期开放，2018 年取消专用车、新能源车外资股比限制，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。

资料来源：wind、平安证券研究所

图表2 全球主流汽车市场合资企业放开股比案例

合资企业所在国	美国	韩国	印度	中国
合资企业名称	NUMMI	韩国通用	玛鲁蒂铃木	上海大众
成立时间	1984 年	1972 年	1982 年	1985 年
目的	政治目的	以市场换技术	以市场换技术	以市场换技术
性质	引入丰田汽车，成立美日第二家汽车合资企业	引入美国通用汽车，成立韩国第一家汽车合资企业	引入日本铃木，成立印度第一家汽车合资企业	引入德国大众，成立中国第二家汽车合资企业
股比	美：日=50：50	韩：美=50：50	印：日=74：26 (印度承诺实现业绩后合资股比降至 60：40)	中：德=50：50
后续发展	丰田成为北美第三大汽车品牌；2008 年通用汽车破产，丰田 NUMMI 开始独资建厂	1991 年现代汽车造出第一辆国产化率 100% 汽车，1992 年韩国主动回购合资企业。1994 年韩国取消贸易保护政策。	1987 年铃木获得 40% 股比；1991 年印度实施“改革开放”取消股比限制；1992 年铃木股比升至 50%；2010 年铃木于二级市场增持股比至 56.2%。	1991 年桑塔纳国产化率达到 90%

资料来源：中国汽车工业协会，CARSALESBASE，平安证券研究所

参考华晨宝马股比变动比例，我们认为部分合资企业尤其是中方话语权偏弱的豪华合资车企如北京奔驰等，其股比预计在 2019 年会发生较大变化。而较强自主的合资企业如上汽通用、广汽丰田等，其股权比例变化概率较小。

长期来看，合资企业终将走向两极，一种是外资强势如宝马，不对等的合作关系使华晨宝马走向由宝马控股，中方沦为小股东。另一种是外资弱势如铃木，长安铃木与昌河铃木产品失去竞争力，最终只能贱卖给合资中方，然后黯然退出中国市场。

**放开股比限制将进一步激发和磨砺民营企业活力。**合资企业在抢占中国市场的同时，客观上促进了中国本土品牌的孕育和发展，优秀的民营自主品牌从发展之初就没有合资企业“输血”，生存环境相比国企更加恶劣，放开股比将为民营企业的发展提供更加公平的竞争环境，有利于自主品牌更快的崛起。

**放开股比限制将进一步推动外资扩产。**放开股比限制后，我们预计外资品牌更有动力在华加大投资和本土化，加快车型引进速度，加大产能投放，在华国产车价格有望降低，利好消费者。

## 二、猜想二：特斯拉零部件国产化

2018 年 7 月，特斯拉宣布将在上海建设第三个超级工厂，初始的产能规划是年产 25 万辆整车（Model 3 和 Model Y）和电池组，初始投资额 20 亿美元。该工厂预计从 2019 年底开始投产，并在 3 年内形成产能，工厂建设资金将来自当地贷款。

特斯拉国产化落地，已经成为特斯拉供应商的企业有望借助特斯拉产能扩张提升配套量，而尚未成为特斯拉供应商的国内优质企业，有望借助特斯拉国产化的契机，进入特斯拉供应链，打开新的成长空间。

图表3 特斯拉分车型销量预测 单位：万辆

销量	Model X	Model Y	Roadster 2	Model S	Model 3	Semi	汇总
2018E	5.1	0	0	5.1	15.7	0	25.9
2019E	8	0.5	0	8	40	0.1	56.6
2020E	10	15	0.05	10	40	0.4	75.5

资料来源：平安证券研究所

图表4 特斯拉国内零部件供应商和潜在供应商

供应商	配套产品	是否已进入供应体系	供应车型	单车价值量
旭升股份	铝合金压铸件	是	Model 3、Model S、Model X	2000 元
三花智控	电子膨胀阀、冷却器等热管理类零部件	是	Model 3、Model S、Model X	1000-1500 元
拓普集团	铝合金底盘结构件	是	Model 3	3-500 元
中鼎股份	电池冷却系统密封件	是	--	--
岱美股份	遮阳板	是	Model 3	300 元

银轮股份	冷却器、冷却板等	否	1000 元+
星宇股份	车灯	否	3000 元+

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

### 三、 猜想三：丰田、吉利合作推广混动技术

中日关系有所转暖, 将在未来谋求进一步的合作, 汽车产业的技术合作预计将成为重要一环。

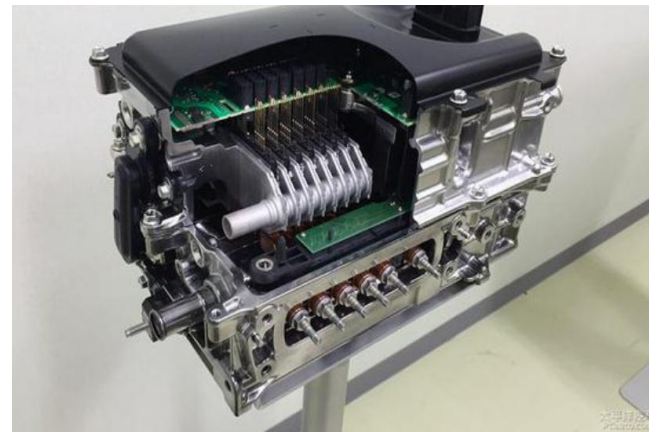
欧洲自 2018 年 9 月改用 WLTP 测试标准, 新标准更加符合实际工况, 现有的小排量涡轮增压技术的碳排放、污染物、油耗都难以达标。中国也对照欧盟, 2020 年将开始实施轻型车国六 A, 在这之前部分省市将会提前实施国六排放标准, 同时也会采用更适合真实工况的 WLTP 循环, 丰田强混路线是最适合这一代检测法规的技术路径, 自主品牌有动力谋求与丰田的技术合作。

图表5 丰田混合动力驱动桥



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

图表6 混合动力 PCU (电压转换)



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

丰田强混技术核心专利在欧洲和美国已经过期, 在中国申请的专利到 2023 年也即将过期, 新能源汽车的快速发展也使得丰田的混动技术受到部分威胁, 丰田汽车有动力与其他车企合作加大其混合动力技术的推广。

吉利汽车一直谋求多技术路径发展, 而强混是未来主流技术之一, 有助于吉利汽车应对 2020 年油耗积分要求。吉利、丰田有很强的技术合作基础, 我们预计合作方式将会是吉利采购丰田 THS 系统或者进行技术交换, 搭载量产然后逐步进行技术突破, 此举有助于扩大混动的市场规模和消费者认知。

我们预计随丰田专利即将到期, 新能源技术快速发展, 油耗限制愈加严格, 丰田强混与其他车企的技术合作将会不断增多, 强混市场有望扩大, 消费者认知度有望提高, 有望扩大国内强混车的市场规模。

### 四、 猜想四：雷克萨斯国产化落地

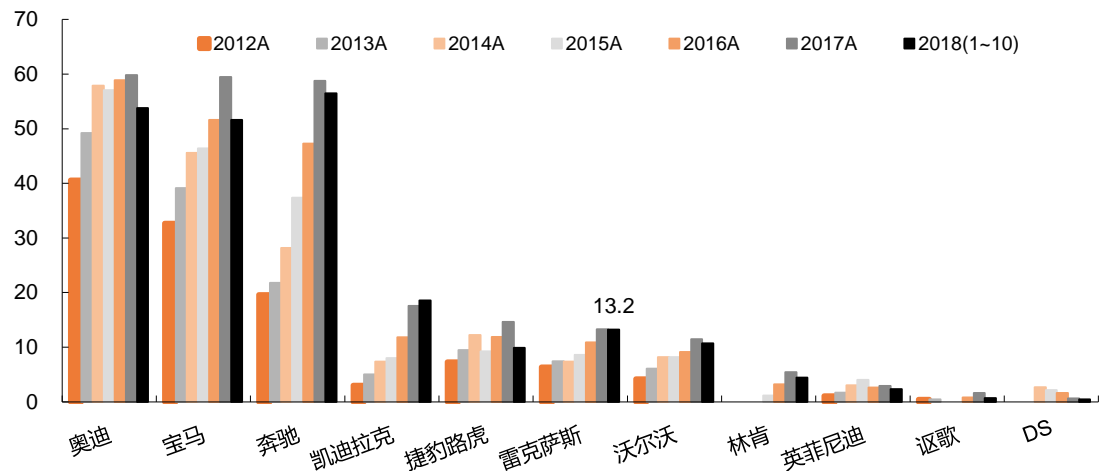
一直以来雷克萨斯在华都是以进口车的身份进行销售, 销量稳坐日系豪华品牌的头把交椅。且雷克萨斯作为丰田旗下最为赚钱的汽车品牌, 其单车利润与同类车型相比拥有绝对优势, 不国产也就不

需要与合资伙伴分享利润，所以不论是从销量还是利润层面来看，丰田集团过去十年都有不实现国产的理由。

但是随着中外合资企业股比放开，我国豪华车渗透率不断提升，其他豪华品牌重点车型加快引进，雷克萨斯品牌为了缩小与其他重点豪华品牌奥迪、宝马等的销量差距，国产化将成为其未来在国内的重要选择。

图表7 国内豪华车销量

单位：万辆



资料来源:中国汽车工业协会, 平安证券研究所

随着规模的不断扩大，市场需求又还没有达到饱和之际，豪华品牌的国产化路线仍可作为其抢占这一市场有利地位的策略之一。雷克萨斯实现国产化以后，不仅可以降低生产成本，规避进口税费及仓储物流成本，用更具优势的价格吸引消费者，还可以扩大产能，加快车企的市场反应速度。

随着中日关系的改善，以及中外合资企业股比的放开，雷克萨斯若实现国产，则其中外方股比将较为合理，不需要额外分配利润给予中方合作伙伴，预计中外方股比将为 25:75，亦不排除成立独资企业的可能。

## 五、猜想五：自动驾驶商业化落地加速

随 2020 年车企自动驾驶量产元年不断临近，各大车企和科技巨头将在 2019 年加快自动驾驶商业化落地速度，我们预计 2019 年自动驾驶将以示范化运营、网约车运营等方式实现，商业化落地将迎来加速。

科技巨头中，Waymo 的自动驾驶打车服务于 2018 年底已经开始在凤凰城运营，打车项目 2019 年可能还会进军山景城、旧金山、底特律和亚特兰大等城市，进入商业化的早期阶段。

传统车企中，大众集团和 Mobileye 合资，2019 年将在以色列推商业自动驾驶打车服务，大众提供电动车，Mobileye 负责自动驾驶套件，运营由色列第二大汽车进口和分销商 Champion Motors 承担。车队部署时间定在 2019 年年初，起初车队拥有数十辆车，到 2022 年规模则会扩展到数百辆。

国内整车企业中，2018 年一汽集团与百度合作，启动 L4 级自动驾驶量产计划，预计在 2019 年小批量下线示范运行、2020 年大批量投放更多城市运营。



图表8 各公司自动驾驶实力对比

排名	公司	车队规模(辆)	路测里程(英里)	人为干预次数	每千英里干预次数
1	Waymo	75	352545	63	0.18
2	通用 Cruise	94	131676	105	0.84
3	日产	5	5007	24	4.79
4	ZOOX	11	2255	14	6.21
5	Drive AI	7	6015	92	15.3
6	百度	4	1949	43	22.06
7	德尔福	1	1810	82	45.3
8	英伟达	2	505	109	215.84
9	博世	3	1454	598	411.28
10	奔驰	3	1087	652	599.82

资料来源: DMV, 平安证券研究所

智能驾驶政策端已经做好充分铺垫。2017-2018年,国内不断出台智能网联汽车法规,针对汽车道路测试、测试主体、测试车辆等进行了规范,目前在北京、上海、重庆、长沙等地区已经发放若干道路测试牌照,为自动驾驶车辆测试和运营做了一定铺垫。

图表9 国内智能驾驶路测牌照

城市	号牌数量	发放企业
北京	35张	百度、蔚来汽车、北汽蓝谷、奔驰、腾讯、滴滴
上海	5张	上汽、蔚来汽车、宝马
长春	3张	一汽
重庆	8张	一汽、东风、长安、广汽、吉利、百度
深圳	1张	腾讯
无锡	2张	上汽、奥迪
杭州	2张	阿里巴巴
长沙	4张	百度、中车

资料来源:汽车之家,平安证券研究所

2019年自动驾驶的加速落地将推动技术更快的发展,扩大规模效应,加速数据迭代,有利于上游产业链扩大产能,降低生产成本。

## 六、猜想六:行业兼并重组等新型合作加速

**开放时代创造新型市场化合作模式。**近年来,国际贸易环境恶化与国内车企大而弱的问题日益突出,因此发改委逐步放开外资股比限制,之后特斯拉宣布在华建厂,成为新能源汽车合资企业股比限制正式放开后首家外商独资车企,国内新能源汽车自主独大的局面将被打破。2018年12月最新版《汽车产业投资管理规定》要求“推动国有汽车企业与其他各类企业强强联合,组建具有世界一流水平的汽车企业集团”,即政策鼓励更加多元化的合资合作。

在市场与政策的双重刺激下,国内汽车产业迸发出大量市场化的合资合作。宝马集团将增持华晨宝马股份,成为国内首家获得合资车企控股权的外方股东,长城与宝马合资成立光束汽车,江淮与大众合资布局廉价电动车,蔚来与江淮合作代工,车和家以6.5亿元收购力帆汽车子公司,造车新势力以不同的方式获得造车资质,登上历史舞台。在产业链上,宁德时代与上汽、广汽、吉利成立合

资企业，爱信与吉利等主机厂合作生产变速箱。更开放的时代同样意味着优胜劣汰加剧，铃木等外资品牌无法适应国内汽车消费趋势的变迁，被迫退出中国市场。

**变革时代传统车企抱团取暖。**新能源与智能网联是汽车技术发展的必然趋势，汽车行业的历史巨变吸引了无数新进入者，除了背景各异的造车新势力，以谷歌、百度为首的互联网企业凭借高精地图与自动驾驶技术切入汽车领域，试图掌控汽车核心技术与数据，以 Uber、滴滴为首的出行服务公司抢夺终端客户，试图让车企沦为代工厂。传统车企受困于旧有的研发管理体系与产能布局，面临艰难转型，在内忧外患的形势下，全球大型主机厂纷纷以成立联盟的形式，以尽可能低的成本和风险快速提升电气化、自动驾驶等相关技术，同时扩大新能源零部件采购的规模，降低采购成本，通用和福特甚至以大规模裁员和关闭工厂的激进方式节约资金投入前瞻领域。

2018 年以来，福特与大众达成战略合作，将共同研发自动驾驶技术；丰田则联合电装、马自达、铃木、斯巴鲁、大发和日野等日本汽车中坚力量，组建国家 EV 联盟，共同开发纯电动汽车，以弥补混合动力+燃料电池技术路线“耽误”的岁月。在国内，一汽、东风、长安三方宣布将在前瞻共性技术创新、汽车全价值链运营、联合出海“走出去”、新商业模式等四大领域开展全方位合作，共同致力于推动中国汽车市场发展和中国汽车品牌综合实力提升，未来不排除进一步合并重组的可能性。

图表10 全球汽车 OEM 联盟

合作方	协议内容	其他
雷诺日产—戴姆勒	研发新一代电池技术	探讨自动驾驶领域合作
大众—宝马—戴姆勒—福特	Ionity, 大功率充电网络建设	探讨进一步加深公司股权关系的可能性
通用—本田联盟	研发新一代电池技术	携手 Cruise 研发自动驾驶技术
丰田—马自达—电装国家 EV 联盟	研发电动车基础技术	交叉持股研发自动驾驶技术
大众福特协议	电动架构共享	预计自动驾驶技术共享

资料来源: 新浪汽车, 平安证券研究所

**国有车企整合恰逢其时，找准突破口是关键。**我们认为，现在展开国有大型汽车集团之间整合恰逢其时，变革时代预期维持现状不如主动调整，但国有车企之间的合并重组在操作方面仍存在诸多困难和风险，首先国有车企的管理层级多、业务杂，企业文化、管理体系、运转机制等软资源的整合都具有很高挑战性，一旦未做好加法，车企之间相互的拼凑相加反而会削弱企业的竞争力，也浪费大量的人力、物力成本。在前瞻技术方面的合作或将成为国有车企改革重组的最佳突破口。在新能源领域，一汽、东风、长安均缺乏核心优势，三方合作的本质是打通企业资源，共同提升核心价值，若三方能整合研发实力实现技术突破，未来或将诞生我国最大汽车集团。

## 七、 猜想七：造车新势力进入退潮期

**造车新势力的大规模兴起与我国新能源汽车产业的蓬勃发展息息相关。**汽车能源结构和技术路线日渐丰富，为造车新势力提供了进入汽车行业的机遇，而国家产业政策的扶持，则为造车新势力的成长提供了沃土。目前我国造车新势力品牌已超过 49 个，成立时间多集中在 2014-2015 年，股东主要来自互联网企业、传统车企、零部件经销商企业等。在资本、资质（或代工）、品牌和产品设计、

量产准备等各方面积累较为深厚且进展较为顺利的新势力包括蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车、拜腾汽车等。

图表11 主要国内造车新势力简要情况

新势力	成立时间	造车阵营	自建	代工	产品研发/生产进度
蔚来汽车	2014.11	互联网造车	√	江淮	ES8\EP9, ES8 已经批量交付, ES6 2018 年底发布
车和家	2015.07	互联网造车	X	华晨	微型车 SEV 取消, 大型 SUV NEDC 发布
小鹏汽车	2015.01	互联网造车	√	海马	G3 预计 2018 年底交付
奇点汽车	2014.12	互联网造车	√	无	iS6 北京车展发布, 预计 2018 年底投产
威马汽车	2015.12	传统汽车人	√	无	EX5 2018 年 9 月交付
电咖汽车	2015.06	传统汽车人	X	-	EV10 于 2017 年底小批量交付
爱驰亿维	2016.10	传统汽车人	√	-	2018 年北京车展发布 SUV 车型 USION, GES 跑车预计 2019 年底上市
拜腾汽车	2016.3	传统汽车人	√	无	南京工厂预计 2019 年投产, 届时首款大型电动 SUV 将量产
前途汽车	2015.02	跨界造车	√	无	轿跑 K50 于 2017 年小批量量产, 预计 2018 年下半年交付
零跑汽车	2017.01	跨界造车	X	-	S01 将于 2018 年底上市, 2019 年中量产
合众新能源	2014.10	跨界造车	√	无	首款“哪吒汽车”预计 2018 年三季度上市

资料来源: 公司网站、平安证券研究所

### 2019 年造车新势力或将进入退潮期

首先是新能源汽车龙头特斯拉与传统车企巨头留给造车新势力的窗口期即将结束。对于造车新势力来讲, 其体量较小没有燃油车业务包袱, 无需维护传统车业务, 可以以更快的速度推进电气化和自动驾驶相关技术, 但是传统整车联盟也在加速新技术的研发和应用, 且其具备更强的资金实力和研发资源。近年来, 传统车企巨头陆续发布了停产燃油车时间表, 较为激进的沃尔沃将从 2019 年起正式停产燃油车。而新能源汽车龙头特斯拉在上海的超级工厂亦将于 2019 年开始投产, 目前造车新势力在三电技术、自动驾驶技术、车型布局、量产经验、品牌价值等方面与特斯拉仍不具备可比性, 特斯拉国产后, 二者的产品价格差异也将显著缩小, 留给新势力的窗口期已然不多。

融资难度加剧, 单一产品风险敞口扩大。新势力头部企业蔚来汽车背后几乎集齐了大部分明星投资机构, 并成为国内第一家赴美上市的造车新势力, 然而按照目前的资本支出节奏, 蔚来或仍面临约 700 亿元的资金短缺, 随着全球贸易摩擦加剧, 国内经济增速放缓, 造车新势力的融资难度显著提高, 大部分造车新势力目前只发布了一款车, 单一产品风险极高, 未来的研发持续性以及能否量产均存在较大不确定性。

图表12 国内造车新势力头部企业融资情况 (截至 2018 年 10 月)

新势力	投资方	累计融资额	估值
蔚来汽车	腾讯、京东、红杉、百度、高瓴、华夏基金等	234 亿元	79 亿美元
威马汽车	远景能源、百度、腾讯、红杉等	200 亿元	未知
小鹏汽车	微光创投、神州优车、阿里巴巴、IDG、富士康、春华资本等	100 亿元	250 亿元
拜腾汽车	一汽集团、宁德时代等	未知	未知
爱驰亿维	上饶政府、沙钢集团等	70 亿元	未知
车和家	李想、利欧股份、经纬中国等	58 亿元	130 亿元
奇点汽车	光信资本、产业投资基金等	170 亿元	未知

资料来源: 公司网站、平安证券研究所

汽车产业政策调整给新势力带来了较大的压力。根据最新版《汽车产业投资管理规定》，新建独立纯电动汽车企业投资项目要达到“研制的产品主要技术指标达到行业领先水平”，这一新增要求对于部分从低端电动车起步的新势力形成沉重打击。此外，管理规定增加了“或上两个年度纯电动汽车产品累计销售额大于 30 亿元”这一或有选项，体现出政策对高端车型的鼓励，相对有利于蔚来汽车等品牌定位较高的企业。整体来看，汽车产业政策调整将使造车新势力之间产生分化，有利于结束资本扎堆入局的乱象，减少社会资源浪费。

我们认为，未来新能源补贴完全退出之后，只有少数头部新势力能存活下来，随着合资品牌新能源车型的不断导入以及外资品牌在华独立建厂，留给新势力的市场空间将会越来越小，大部分造车新势力将在未来 3~5 年将被越来越激烈的市场竞争环境所淘汰。

## 八、猜想八：潍柴和重汽全面合作

### 强强联手共同面对国际竞争

重卡价格中枢上移，国内外重卡同台竞争成为可能。随着重卡大排量趋势延续以及驾驶员对驾乘舒适性要求提高，我国重卡价格中枢不断上移，重卡企业旗舰车型价格屡创新高，汕德卡与德龙 X6000 售价达到 50 万，汕德卡主打进口替代市场，售价已逐渐趋近国外车型，2017 年汕德卡 C7/C5 两款车型销量达到一万多台，同比增长约 200%。

政策全面开放，国内外市场都将面临国际巨头竞争。伴随股比放开、关税下调等政策实施，我国汽车市场进入全面开放时代。目前 MAN 在华所售车型均为进口，如曼 TGX 牵引车在华售价 86~97 万，价格处于劣势。2018 年 9 月 18 日，重汽集团与 MAN 签订了进一步扩大合作的意向，未来双方或将组建合资公司，引入 MAN 品牌重卡国产，届时 MAN 重卡在华售价或将大幅下调，与国产重卡展开竞争。在海外市场，重汽集团 2018 年重卡出口或将突破 3.6 万辆，出口销量提升也意味着我国自主品牌重卡开始参与全球市场竞争，但目前我国重卡出口主要以偏低端的工程类重卡为主，单车价值较低，只有尽快提升产品力才能突破海外高端市场获得更高利润。

强强联手是增强国际竞争力的最快途径。为适应我国汽车工业全面对外开放的新形势，山东省委省政府和济南市委市政府全力推进山东重工（潍柴动力母公司）与中国重汽集团战略重组，以实现全省资源高效配置。其目的是将中国重汽打造成为与戴姆勒、斯堪尼亚、沃尔沃等国际化强企并驾齐驱的世界一流品牌。2018 年 9 月，济南市委书记任命潍柴董事长谭旭光兼任重汽董事长，两大集团重组迈出第一步。

### 全面合作，打造重卡第一品牌

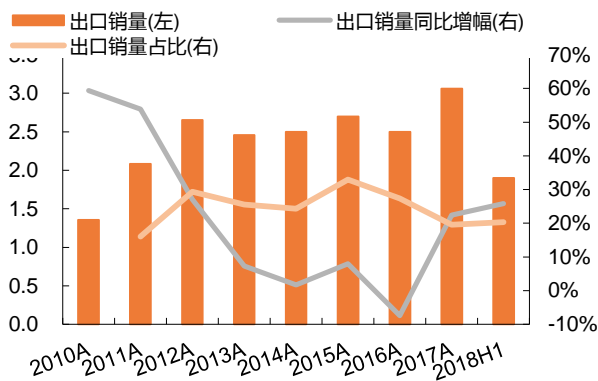
重汽将引进潍柴国六阶段发动机取代斯太尔发动机。目前重汽集团发动机主要为曼 MC 系列和源于斯太尔技术的 D 系列，定位由高到低，预计 D 系列发动机将不会升级到国六排放标准，因此目前重汽国六发动机储备基本由曼 MC 系列改造升级而来，未来公司将引入潍柴 WP 系列发动机，补充重汽 D 系列发动机份额，WP 系列发动机价格较 MC 系列低 2~3 万元，二者有望实现互利共赢。

出口重卡搭载潍柴发动机进行高端突破。重汽港股 2018 年重卡出口约 3.6 万辆，同比增长超过 16%，占我国重卡出口量过半份额，优势显著。未来全球重卡市场融合将是大势所趋，公司搭载斯太尔发动机的重卡受限于技术老旧，只能出口低端市场，而曼系列发动机成本较高亦难具竞争力，相比而言，潍柴发动机性价比优势突出，与 AVL 合作开发的 WP12/13 蓝擎系列发动机性能优异不输于 MAN。此外，潍柴发动机在海外市场广泛布局，未来双方或将结合重卡整车和发动机的海外布局优势，不断提升出口产品档次，逐步实现海外市场从低端到高端的逆袭。

重汽或与潍柴在新能源领域合作。潍柴通过参股弗尔赛、巴拉德，深耕氢燃料电池，参股锡里斯动力，布局固态燃料电池，引进西港 HPDI 技术，强化天然气发动机优势。而新能源动力的研发离不开全产业链的支持，整车对新能源发动机开发起到试验认证、需求导入、应用推广等作用。尽管陕重汽为潍柴动力控股子公司，但由于地理上的隔离——陕重汽位于陕西，其 49% 的股份归属于陕西省国资委，包括董事长在内的核心高管基本由陕西省国资委任命，相比而言，潍柴动力与重汽集团均归山东省国资委管辖，双方更容易在顶层战略上达成一致。在重汽集团干部大会上，谭总指出，“将为重汽带来三份新能源大礼”，因此，重汽集团或将与潍柴动力在新能源领域展开深度合作，使公司在未来新能源时代仍保持较强的竞争力。

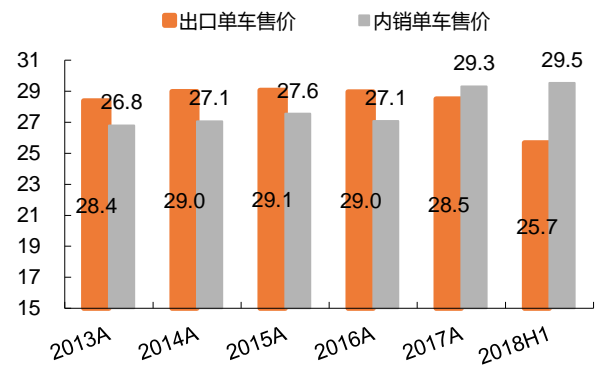
重汽轻卡未来存在引入“扬柴”配套的可能。2017 年重汽港股轻卡利润率大幅提升 2.1 个百分点至 2.6%，2018H1 利润率则高达 3.8%，公司轻卡盈利能力与市占率持续提升。目前重汽港股偏轻型的发动机仅有 MC04 与 MC05 两个系列，由杭发生产，排量偏大，其小排量发动机主要采购自云内、玉柴、福田康明斯等第三方企业。潍柴子公司扬柴主要覆盖 2L~4L 轻型柴油机，目前主打产品是以 WP2.3、WP3 和 WP4.1 为代表的“锐动力”系列发动机。与重汽 MC04/05 相比，扬柴发动机在 2~4L 小排量发动机领域覆盖更加全面，可与 MC04/05 形成较好的互补。

图表13 重汽港股重卡出口销量情况 单位：万辆



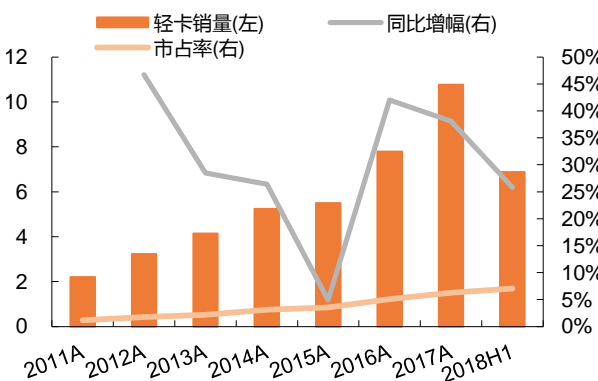
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 重汽港股重卡出口与内销单价 单位：万元



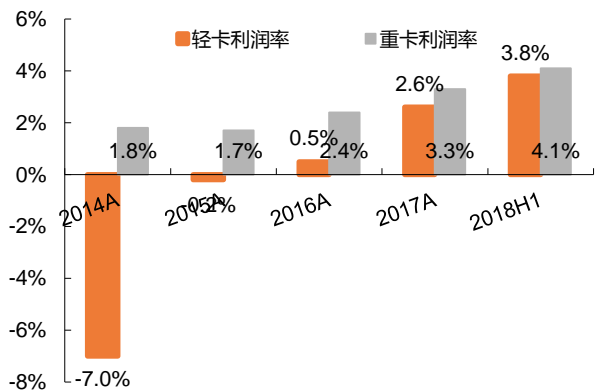
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表15 重汽港股轻卡销量与同比增幅 单位：万辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 重汽港股轻卡与重卡营业利润率对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：重汽港股 2017 年以前的轻卡营收与利润包含客车业务。

## 九、猜想九：国内电动客车占领欧洲市场

### “黄马甲”运动不改欧洲客车市场电动化趋势

为应对日益严峻的空气污染和石油短缺问题，几乎欧洲所有国家都签定了《巴黎气候协议》，多国已经制定了燃油车退出时间表并稳步推进。2018年法国总统马克龙为履行《巴黎气候协议》，将柴油的燃油税每公升上调了6.2%。燃油税的上调导致了油价暴涨，引发“黄马甲”运动，成为巴黎50年来最大的骚乱。最终法国政府被迫下调燃油税，多国跟随，欧洲电动化进程放缓。

“黄马甲”运动表面原因是新能源变革较激进，但根源在于欧洲贫富差距扩大，引发中下层人民与政府对立，我们认为，稀缺的石油和污染的空气最终将由全体人民买单，汽车电动化趋势无可逆转。欧洲市场每年客车更新量8~10万台，市场潜力巨大。据海关数据统计，2017年，我国向欧洲出口客车1587辆，销售金额1.71亿美元。2017年，我国共计出口新能源车10.6万辆。其中，纯电动乘用车102,931辆，纯电货车775辆，纯电客车303辆。

图表17 欧洲多国已启动禁售燃油车计划

英国：将于2040年开始全面禁售，此计划用于国内的空气环保。

法国：将于2040年停止燃油车销售，该计划是履行巴黎气候协定承诺五年大计的一部分。

德国：将于2030年起禁止销售燃油车上路。

挪威：计划于2025年起禁止燃油车销售。

荷兰：提案从2025年开始禁止在荷兰本国销售传统的燃油车，之后所有新车都以新能源汽车为主。

资料来源:wind, 平安证券研究所

### 客车电动化时代，国内客车企业在欧洲市场优势显著

国内电动客车自主掌握核心产业链。此前燃油客车出口至欧美市场较为困难，主要是核心配件难以达到目标市场标准，在欧洲市场只能采购当地企业的动力总成，导致整车利润被核心配件侵蚀。但电动大巴不存在此类现象，宇通、比亚迪等优质客车企业深度参与三电系统研发，掌握核心技术，比亚迪自主生产电池，宇通电池主要采购自CATL，凭借规模优势亦获得较低的采购成本，反观欧洲企业，动力电池技术储备短缺，电池主要从韩国采购，且规模较小，成本远高于国内企业，在生产成本、产能、开发周期上均处于劣势。

国内电动客车技术成熟，经验丰富。得益于社会主义制度的优越性，我国新能源客车起步更早、普及更快，国内客车企业具备丰富的量产经验，在技术成熟度、规模上已经领先全球，具备极强的竞争力，据了解，目前海外竞争对手的电动大巴产品不仅价格高昂，而且多处于样车阶段，此次“黄马甲”运动亦可能导致欧洲客车企业奔驰、大众、沃尔沃等电动化转型放缓，以比亚迪、宇通客车为代表的国内客车头部企业已经摩拳擦掌，准备在电动客车出口上大展拳脚。

电动客车出口将带来成长新空间。宇通客车出口车型以大中客为主，我们估计燃油大客车出口单价约50万元以上，电动客车出口单价约200万元以上，均大幅高于国内均价。宇通客车将于2019年推出两款针对欧洲等发达市场的高端电动客车（其中包括T12高端旅游客车），目前正在参与英法新能源客车的招标工作，公司将采用KB（零部件组装）的方式在当地生产，投入较低（建厂仅在千万人民币级别），若中标成功，预计在2019年10月前交付。预计宇通客车出口盈利能力远高于国内，电动大巴较海外对手产品具备更高的性价比优势。我们相信，宇通、比亚迪等优质客车企业将抢占欧洲电动客车市场。

## 十、猜想十：燃料电池在重卡领域开始量产

### 燃料电池是重卡最理想的能量来源

在我国石油严重依赖进口的大背景下，使用新能源是解决和调整传统能源结构的重要组成部分，在部分区域和市场甚至具备替代传统燃料的潜力，重卡作为油耗大户，具备较强的新能源转型动力，因此，我国重卡发动机龙头潍柴动力积极布局新能源领域。

尽管锂离子电池已大量用在乘用车、客车等领域，但受限于物理能量密度，锂离子电池难以应用中重型卡车领域，而环保高效、长续航里程的燃料电池发动机是最佳替代品。根据国际氢能委员会发布的《氢能未来发展趋势调研报告》，到 2030 年，全球燃料电池乘用车将达到 1000 万辆至 1500 万辆，到 2050 年，氢能需求将是目前的 10 倍。

**加氢站数量快速增长，燃料电池车亟待加速普及降低成本。**2016 年我国加氢站数量仅 3 座，至 2018 年三季度，我国加氢站数量已达到 18 座，在建的数量超过 40 座，根据《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》规划，2020 年我国加氢站数量将达到 100 座，加氢难的问题正在逐步解决。

目前我国燃料电池普及的主要障碍在于技术水平较国外仍有差距，工程化能力不足，导致零部件的工艺质量低、产品一致性、可靠性和耐久性不足，不能满足大规模量产的要求。由于我国氢燃料电池产业链还比较薄弱，整车企业还没有形成稳定的零部件供应体系，供应链薄弱，导致氢气和燃料电池车的成本较高，目前燃料电池物流车补贴前售价超过 90 万元，普及难度大。

图表18 国内氢燃料电池技术指标与国际水平差异显著

	国内水平	国际先进水平
电堆功率密度	2kW/L	3kW/L
催化剂效率（每千瓦铂用量）	0.3k	0.06k 以下
膜电极耐久性（动态工况）	3000 小时	9000 小时
空气压缩机	低压压缩机	高压空气压缩机

资料来源：中国氢能及燃料电池产业创新战略联盟，平安证券研究所

目前国内燃料电池汽车集中于轻型客车与专用车领域，根据节新网数据，2017 年，国内燃料电池乘用车产量为零，客车领域仅上汽商用车、北汽福田、佛山飞驰、金华青年生产了燃料电池客车，产量分别为 197 辆、30 辆、30 辆、5 辆，专用车领域东风汽车、金华青年产量分别为 533 辆、401 辆，2018 年以来，陕汽与重汽等分别推出了燃料电池洒水车与环卫车，受限于技术与成本，燃料电池汽车尚未进入重卡领域。

图表19 陕汽德龙 L3000 燃料电池洒水车



资料来源：中国卡车网，平安证券研究所

图表20 重汽豪沃燃料电池环卫车



资料来源：中国卡车网，平安证券研究所

## 潍柴动力加强国际合作，加速燃料电池车量产

潍柴动力是我国重卡发动机龙头，公司选择以固态氧化物燃料电池、氢燃料电池为突破口，通过引进国际先进技术推动国家新能源汽车产业的高端升级。

与加拿大巴拉德动力在氢燃料电池领域展开战略合作。2018年8月，潍柴动力宣布与全球氢燃料电池领军企业加拿大巴拉德动力系统有限公司在山东济南签署战略合作协议。潍柴动力将认购巴拉德19.9%的股份，成为其最大单一投资者。此外，两家公司还宣布在山东成立一家合资企业，研发生产氢燃料电池动力系统产品，提供给中国市场。合资公司注册资本不低于10亿元人民币，其中潍柴动力持股51%，巴拉德持股49%。

作为合资企业技术交流项目的一部分，巴拉德将花费9000万美元获得在中国设立巴拉德LCS燃料电池堆的独家生产权。此外，该合资企业将使用巴拉德燃料电池的核心组件-燃料电池膜电极组件（MEA）。该战略合作伙伴关系要求潍柴动力到2021年，在中国生产和交付至少2000辆燃料电池电动汽车。

参股锡里斯动力，布局固态燃料电池。固态氧化物燃料电池（SOFC），作为燃料电池技术的一种，属于新一代燃料电池技术，具有成本低、效率高、燃料适用灵活等潜在优势，可从传统的天然气、汽油、柴油、可再生的沼气或氢气中产生能量。

5月16日，潍柴动力与全球领先的固态氧化物燃料电池（SOFC）供应商英国锡里斯动力控股有限公司签署战略合作协议，潍柴动力拟通过认购其部分发行股份的方式，投资4000余万英镑，持锡里斯20%股权。同时，双方将在2020年前在中国潍坊成立合资公司，推动实现SOFC技术在中国市场的商业化。锡里斯将在中国市场独家授权合资公司使用SteelCell技术，产销燃料电池系统、电堆和电池片，应用于客车、卡车和特定发电市场。

为加快产业化进程，潍柴动力与锡里斯将首期合作联合开发以CNG为燃料的30kW燃料电池，用于电动客车增程系统，预计2019年上半年完成验证。本次战略合作将有助于潍柴动力在山东打造新能源动力总成系统，为国内商用车公司提供一流的燃料电池动力解决方案，助推公司产业结构调整，在新能源技术上实现引领。因此，我们预测潍柴燃料电池技术将从2019年开始在重卡领域初步量产，并逐步普及。

## 十一、投资建议

目前我国汽车行业正处于大变革时期，行业整体增速放缓，电动化与智能化技术异军突起，全球车企加速重组与转型。国内重大行业政策频出，将促使我国汽车行业向高质量发展阶段转变。

我们预计，从2019年开始，合资车企继续迎来股比变动；；特斯拉国产化利好国内新能源汽车相关零部件企业；丰田、吉利合作推广混动技术；雷克萨斯国产化落地；自动驾驶商业化落地加速；行业兼并重组及新型合作加速；造车新势力开始进入退潮期；潍柴和重汽开始全面合作；国内电动客车优势显著或将占领欧洲市场；燃料电池将在重卡领域实现量产。

因此，在乘用车领域，我们看好日系新周期与新能源高成长，推荐广汽集团（日系新周期）、上汽集团（合资稳健+自主电动化领先），关注吉利汽车（自主龙头+品牌高端化）、特斯拉、比亚迪；零部件强烈推荐星宇股份（产品升级+打开日系客户）、中鼎股份（非轮胎橡胶件龙头+单车价值升级），推荐银轮股份，关注三花智控。商用车推荐宇通客车（利润率拐点已出现，短期低迷不改长期成长逻辑）、潍柴动力（具备很强产业链定价权）、威孚高科（受益柴油车排放升级，非道路国四升级带来新空间）。



## 十二、 风险提示

- 1) 新能源汽车销量不及预期。新能源补贴退坡将是大势所趋，若“三电”系统成本下降幅度无法跟上补贴下降的幅度，可能导致整车企业成本提高，产品竞争力下降，销量下滑。
- 2) 原材料涨价风险：如果上游原材料价格快速上涨，则将提高企业的原材料采购成本，影响零部件企业的盈利能力。
- 3) 若投资和基建增速下降，可能影响重卡销量，导致重卡类企业利润下滑。
- 4) 客车出口不及预期：若全球经济下行，将导致客车出口量下滑，可能影响客车企业利润和销量。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033