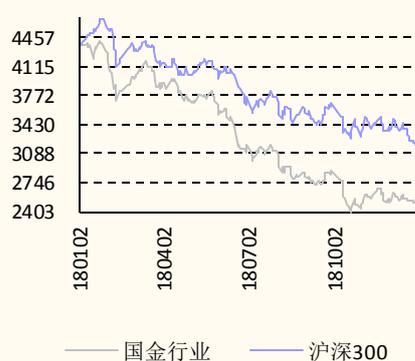


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金汽车和汽车零部件指数	2516.64
沪深300指数	3010.65
上证指数	2493.90
深证成指	7239.79
中小板综指	7336.11



## 相关报告

1. 《简政放权，规范体系，提升产业集中度重点发展电动化、高端制造...》，2018.12.19
2. 《静待美联储加息，继续建议配置黄金-有色金属行业周报》，2018.12.17
3. 《进入年末冲刺阶段，新能源乘用车全年销量百万辆可期-11月新能...》，2018.12.12
4. 《联储官员转鸽，继续建议配置黄金-汽车上游资源周报》，2018.12.9
5. 《年末冲量，关注中游机会-2018年12月新能源汽车产业链观察》，2018.12.6

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人  
zhoujunhong@gjzq.com.cn

徐立人 联系人  
xuliren@gjzq.com.cn

## 新能源汽车，寒冬中的暖阳

### 汽车与汽车零部件行业 2019 年策略

#### 基本面角度：产业集中进程加快，新能源汽车驱动力转向自主消费

- **总量：汽车行业总量增长时代结束，产业集中度提升进程加快**
  - 2018 年乘用车负增长成定局，渠道承压。2018 前 11 月乘用车累计销量 2144 万辆，预计全年同比-3.5%。2019 年车市步入“存量时代”。
  - 产业投资新规加速集中进程，股比放开打开全面竞争时代。2018 年优势自主车企（吉利/上汽/广汽等）增速领先行业，集中趋势显现。12 月出台的汽车产业投资新规要求清退落后产能，股比政策放开加剧市场竞争，预计市占率加速向龙头车企集中，形成整车及零部件大型集团。
- **结构：新能源汽车增速领先，驱动力转向自主消费并由低端向中端上探**
  - 新能源汽车是最大增量市场，向高续航、大型化演变。2018 前 11 月新能源汽车乘用车销售 85.7 万辆，同比+87%。A00 车型占比降至 51% (vs 2017 年 69%)，续航 300km 以上车型占比升至 55% (vs 2017 年 17%)。
  - 需求从运营转向自主消费，由低端向中端上探。新能源车需求分为个人消费、出租和网约车平台、分时租赁三个维度。2019 年主要 5 个趋势——限牌限行城市电动车加速渗透、低端需求向中端上探、自主消费与运营市场或将逐渐分离、合资品牌密集投放 18 万~30 万元车型、国产化特斯拉及蔚来对 30 万以上豪华燃油车形成挑战。
- **下游零部件：新能源车增量零部件放量，特斯拉中国量产增厚供应链业绩**
  - 新能源汽车增量零部件市场（热管理/高压零部件）随下游放量。热管理和高压零部件是新能源汽车边际技术迭代的新增市场，提升单车价值。随着下游整车的逐渐放量，受益确定性增强。
  - 特斯拉中国量产提升现有供应商业绩弹性，本土潜在供应商有望进入供应体系。特斯拉中国工厂预计于 2019 年量产，本土供应商将充分受益。
  - 自动驾驶产品渗透率提升。L2~L3 级自动驾驶逐渐成为标配，新增需求。

#### 投资面角度：估值触底，新能源汽车板块享受估值溢价

- 当前汽车板块估值处于底部区间，其中新能源汽车板块估值高于整体汽车板块估值，新能源零部件的估值也较整体零部件享受估值溢价。未来，随着新能源汽车继续放量，零部件和整车企业业绩兑现，估值有望修复。

#### 投资建议：关注优质车企和零部件领域龙头

- **行业层面**，1) 整车板块，关注新能源汽车增量市场；2) 零部件板块，关注热管理、高压零部件市场，特斯拉产业链以及智能驾驶行业细分行业进展。
- **个股层面**，1) 整车板块关注优势自主车企，受益于产业集中度提升的上汽集团以及新能源汽车龙头比亚迪，2) 零部件板块：关注热管理行业细分龙头银轮股份，特斯拉产业链现有及潜在核心标的，如旭升股份，智能驾驶产品布局领先的拓普集团。

#### 风险提示

- 汽车、新能源汽车产销量低于预期；补贴退坡、竞争加剧使车企利润大幅下降；供应链竞争加剧；自动驾驶发展较慢；特斯拉建厂及国产化不及预期。

## 内容目录

一、总论 .....	5
二、汽车行业整体增速放缓，关注行业内部调整机会 .....	10
2.1 乘用车：销量增速放缓，预计 2018 年同比-3.5%，终端渠道压力加大 .....	10
2.2 格局：自主品牌头部集中趋势明显，日德系亮眼，韩法系或出局 .....	12
2.3 客车：市场继续低迷，新能源客车成为增长重点 .....	13
2.4 政策端：预计个税改革对销量刺激不大，国六实施或加大库存压力 .....	15
2.5 投资逻辑：推荐优势自主车企，受益于行业集中度提升 .....	16
三、新能源汽车步入高速增长、需求驱动时代，关注补贴扰动 .....	18
3.1 新能源汽车：乘用车高歌猛进，商用车现复苏迹象 .....	18
3.2 电动车 2019 年演变：从运营转向自主消费，需求从低端向中端上探 .....	21
3.3 政策端：退补对高续航乘用车影响有限，双积分效果尚未显现 .....	27
3.4 爆款车型：由燃油车推演，怎样的电动车将脱颖而出？ .....	29
四、零部件环节逐步分化，关注新兴增量市场及特斯拉产业链 .....	32
4.1 传统汽车零部件承压，估值处于低位 .....	32
4.2 新能源汽车零部件增量空间大，盈利能力相对较强 .....	34
4.3 特斯拉产业链：特斯拉上海工厂将改变什么？ .....	41
五、自动驾驶：时代已来，关注决策层与车载芯片 .....	45
六、风险提示 .....	47

## 图表目录

图表 1：国内汽车销量（万辆）及增长率情况 .....	5
图表 2：预计 2019 年电动车销量增长 43% .....	6
图表 3：纯电动汽车销量—售价气泡图 .....	6
图表 4：2018 年前 11 月纯电动乘用车销量向续航 300km 以上车型倾斜 .....	7
图表 5：各档位车型以战略、设计、性价比等有效卖点迅速抢占市场 .....	7
图表 6：比亚迪产品布局完善 .....	8
图表 7：特斯拉现供应商与国产化潜在供应商 .....	9
图表 8：国内乘用车销量增长放缓 .....	10
图表 9：2018 年国内乘用车月度同比跌幅扩大 .....	10
图表 10：国内乘用车市场未来销量预测 .....	10
图表 11：2018 年汽车经销商库存预警指数大幅提升 .....	11
图表 12：2018 年汽车经销商库存系数长期位于警戒线上 .....	11
图表 13：自主品牌库存系数压力高于合资品牌 .....	11
图表 14：汽车经销商库存深度（2018 年 11 月） .....	11
图表 15：汽车经销商整体终端优惠指数大幅提升 .....	11
图表 16：自主品牌份额 .....	12
图表 17：2018 年自主品牌占比略有下滑 .....	12

图表 18: 2016 年开始, 合资品牌内部出现分化.....	12
图表 19: 五大自主品牌销量增速高于行业.....	13
图表 20: 五大自主品牌集中度不断提升.....	13
图表 21: 国内客车销量情况.....	14
图表 22: 轻型客车占比回升.....	14
图表 23: 轻型客车增速领先行业.....	14
图表 24: 2018 年前 11 月客车销量分布 (按燃料类型) .....	14
图表 25: 5 米以上公交车销量分布 (按燃料类型) .....	14
图表 26: 国内客车未来销量预测.....	15
图表 27: 单独的个税政策对于乘用车销量刺激的作用不大.....	15
图表 28: 1.6 升及以下乘用车销量及其占比情况.....	16
图表 29: 各类排量乘用车销量同比增速变化情况.....	16
图表 30: 新能源乘用车销量情况.....	18
图表 31: 2018 年现两次冲量行情.....	18
图表 32: A00 级轿车、A 级轿车、A0 级 SUV 仍为主流车型.....	18
图表 33: 1~11 月城市电动车销量分布 (左图纯电动, 右图插混) .....	19
图表 34: 1~11 月累计纯电动厂商占比.....	19
图表 35: 1~11 月累计插混厂商占比.....	19
图表 36: 电动车消费端情况.....	20
图表 37: 新能源客车销量情况 (辆) .....	20
图表 38: 新能源客车产量情况 (辆) .....	20
图表 39: 新能源客车产量预测 (万辆) .....	20
图表 40: 国内新能源专用车产量情况 (辆) .....	21
图表 41: 2018 年新能源专用车月产量情况 (辆) .....	21
图表 42: 新能源专用车产量预测 (万辆) .....	21
图表 43: 电动车消费端情况.....	21
图表 44: 纯电动车消费受限牌限行政策拉动.....	22
图表 45: 截至 2018 年 11 月 A00 汽车销量分布情况.....	22
图表 46: 部分作为运营车的车型.....	23
图表 47: 限牌及限牌潜在城市纯电渗透率.....	24
图表 48: 限牌及限牌潜在城市插混渗透率.....	24
图表 49: 主流运营平台布局新能源汽车.....	24
图表 50: 28 万以上的汽车市场增长高于其他价位.....	25
图表 51: 比亚迪优势车型情况.....	25
图表 52: 比亚迪车型销量城市占比.....	26
图表 53: 2018 年纯电动车型市占率提升, 居 TOP1.....	26
图表 54: 插电车型占据市场半壁江山.....	26
图表 55: 网传补贴方案对高续航车型的影响较小 (万元) .....	27
图表 56: 2018 年前 11 月纯电动乘用车销量向续航 300km 以上车型倾斜.....	27

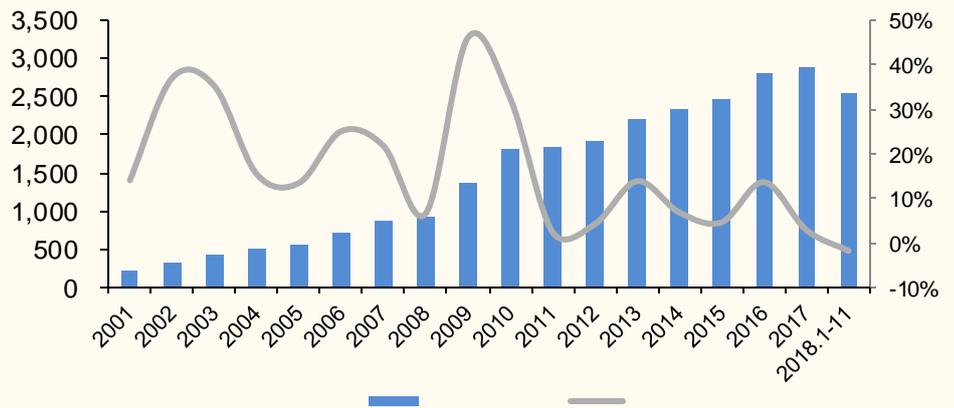
图表 57: 2016 年新能源乘用车补贴详情.....	28
图表 58: 预计 2019 年新能源乘用车补贴升高 (国补) .....	28
图表 59: 2016 年新能源客车补贴详情.....	29
图表 60: 各档位车型以战略、设计、性价比等有效卖点迅速抢占市场.....	30
图表 61: 各个价格区间内轿车市场特点.....	30
图表 62: 各个价格区间内 SUV 市场特点.....	30
图表 63: 行业表现情况.....	32
图表 64: 汽车零部件板块估值.....	32
图表 65: 汽车与汽车零部件板块估值.....	32
图表 66: 新能源汽车板块 PE 高于汽车板块整体 PE.....	35
图表 67: 新能源汽车零部件 PE 高于整体零部件 PE.....	35
图表 68: 新能源车热管理市场增量 (2020 年) 与受益公司.....	35
图表 69: 新能源车空调系统市场规模 (亿元) .....	36
图表 70: 热管理行业相关标的.....	37
图表 71: 汽车线束系统及零部件市场空间.....	38
图表 72: 我国线束厂配套情况.....	39
图表 73: 整车厂企业对当地 GDP 带动作用强.....	41
图表 74: Tesla 对加州及弗里蒙特市的经济贡献.....	42
图表 75: 特斯拉建厂及产量上升对其直接供应商的影响.....	42
图表 76: 特斯拉现供应商与国产化潜在供应商.....	43
图表 77: 特斯拉主要地区营收占比情况.....	44
图表 78: Model 3 国产化售价拆分 .....	44

## 一、总论

### ■ 汽车总行业：销量增速势微，渠道库存承压，由“增量”转为“存量”

- **乘用车市场：**一方面，行业增速放缓，市场趋于饱和。我国汽车行业在经历高速发展期（2001-2010年，销量CAGR为24%）和稳步发展期（2011-2017年，销量CAGR为7%）后，囿于需求端饱和及消费疲软影响，由增量时代步入存量时代，预计2018年同比-3.5%。同时乘用车市场趋于饱和，SUV（结构占比42%，自主品牌扎堆投放区）、轿车、MPV、交叉型等车型销量均趋于下降态势。另一方面，经销商库存高企，其库存预警持续位于警戒线（50%）之上，且自主品牌库存压力高于合资品牌。

图表 1：国内汽车销量（万辆）及增长率情况

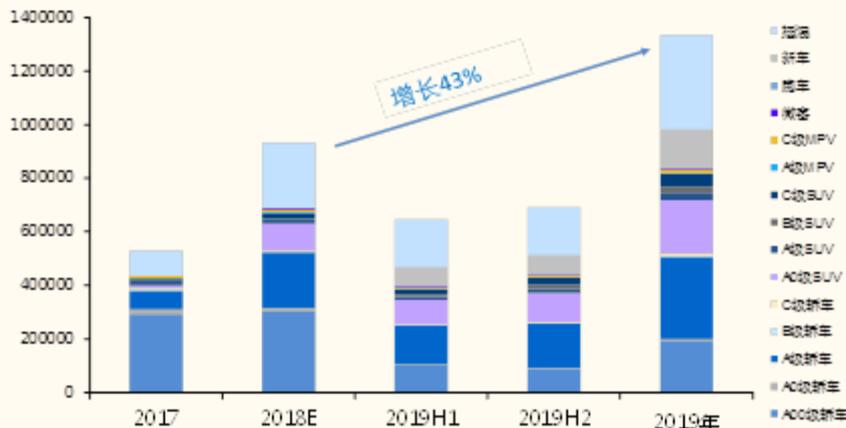


来源：中汽协、国金证券研究所

- **乘用车市场格局：**预计2019年开启的乘用车置换需求集中在15万以上市场，优势品牌开启寡头增长时代。自主品牌以中低端品牌（15万元以下）起家，在30多年的积累后以四成市占率站稳脚跟，开始尝试上探深入合资品牌腹地（20万元以上），但在置换需求下有下滑风险。优势车企上汽集团/广汽集团/吉利汽车/长城汽车/比亚迪销量增速远高于行业，预计未来头部企业将凭借资金/产品/品牌/渠道等多重优势加速行业洗牌，弱势自主品牌亏损扩大，或并购重组重生，或退出市场。
- **商用车市场：**持续低迷，新能源化明显。预计2018年客车销量下滑5%，2019年持平。且客车新能源渗透率提升，公交新能源趋势明显。
- **政策刺激：**短期见效不明显，任重道远。第一，个税改革释放的消费对汽车市场影响有限，无法有效提振汽车消费力。第二，现阶段若施行购置税优惠，在汽车进入阶段性饱和，且居民消费水平受经济疲软及房地产挤压影响下，难以企及2015年的效应；同时，刺激的需求大多为透支性需求。第三，国六标准实施将促使经销商加大优惠清理库存，但同时也存在消费者持币观望国五车型贬值空间，从而短期抑制销量增长的风险。
- **投资逻辑：**产业投资新规加速行业集中进程，股比放开打开全面竞争时代，推荐优势自主车企，受益于行业集中度提升。建议关注：上汽集团（增速领先行业，积极布局智能网联和新能源）、吉利汽车（自主销量龙头，模块化架构生产开启）及广汽集团（多款产品完成换代，日系产品销量超预期）。
- **新能源汽车：**步入高增长、自主需求驱动时代，关注补贴扰动
  - **新能源汽车市场：**乘用车方面，2018年新能源乘用车在车市总体低迷的逆势中保持强势增长，前11月同比增长87%。结构上，A00级轿车、A级轿车、A0级SUV成为纯电动支柱车型（80%纯电份额），插混占

据 2~3 成稳定份额；消费区域上，较为集中；厂商上，纯电厂商集中度提升，插混厂商寡头格局。从趋势上，新能源汽车历经三个阶段——补贴驱动拉动小车型、运营需求创造稳定 A 级车销量、自主需求利好 A0 级 SUV 及中高端车型，未来仍是与燃油车竞争，渗透率不断增大的过程，而电动车企之间的竞争主要集中在成本导向的单车盈利上，部分优势车型将脱颖而出。预计新能源汽车仍将维持高速增长，2018 年乘用车全年销量达 93 万辆，预计 2019 年达 133 万辆，同比增长 43%。而商用车方面，主要受补贴影响。

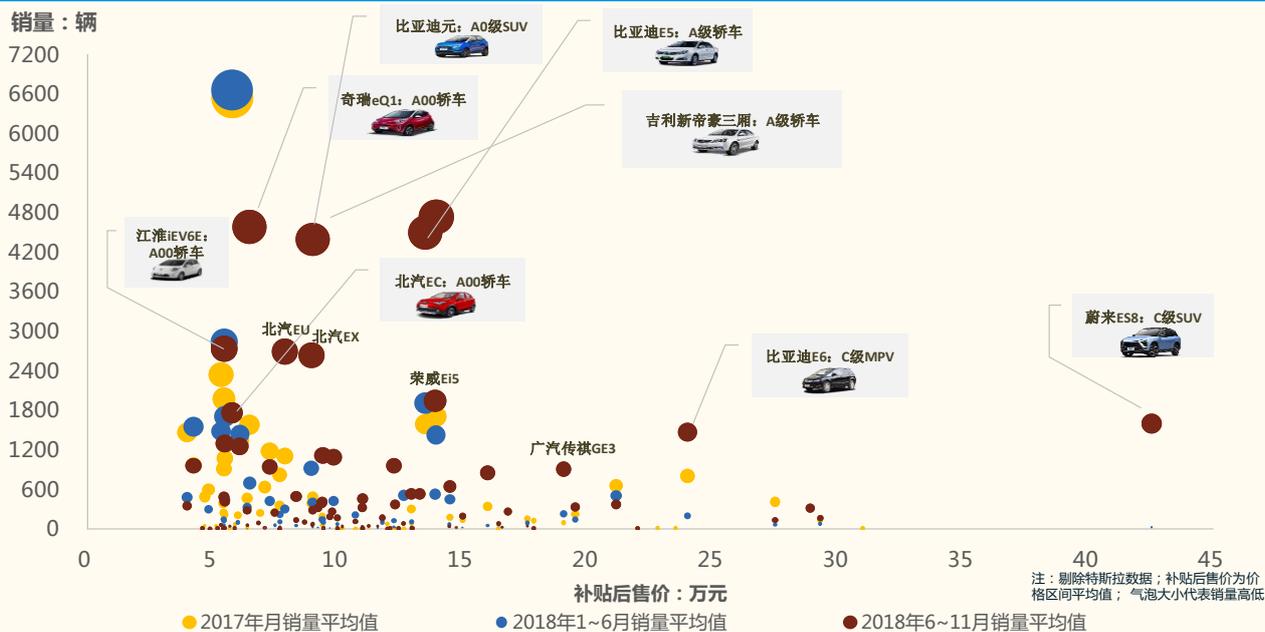
图表 2：预计 2019 年电动车销量增长 43%



来源：第三方数据，国金证券研究所

- 电动车 2019 年演变：从运营转向自主消费，需求从低端向中端上探。首先，电动车需求拆分为个人消费、出租和网约车平台、分时租赁三个维度，其中个人消费呈性价比及品牌多元化，主要受牌照和路权、一线城市续航及二、三线城市性价比拉动；出租和网约车平台追求续航及运营中的极致性价比；分时租赁由于重资产制约及用户的廉价短途代步需求，倾向中低端车型。其次，未来主要有 5 个趋势，即限牌限行城市新能源汽车加速渗透、电动车低端需求向中端上探、自主消费与运营市场或将逐渐分离、18 万~30 万元价格区间为合资品牌密集投放区和特斯拉及蔚来对 30 万以上豪华车型的挑战。

图表 3：纯电动汽车销量—售价气泡图

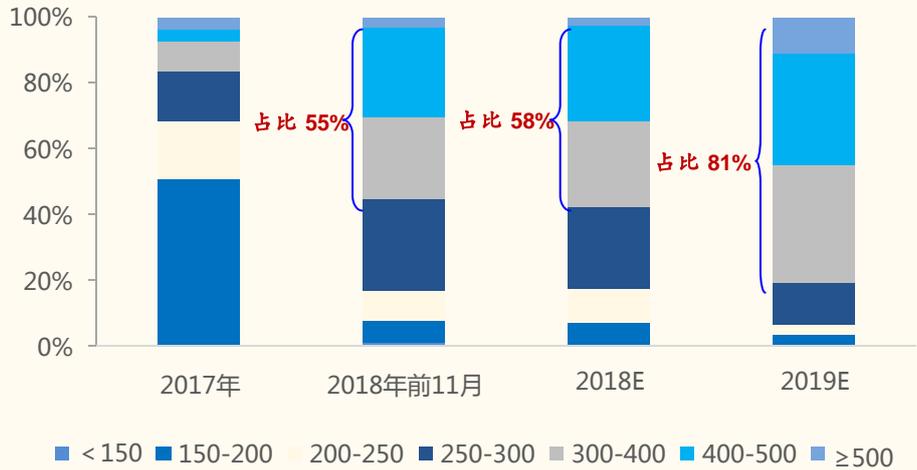


来源：第三方数据，国金证券研究所

注：剔除特斯拉数据；补贴后售价为价格区间平均值；气泡大小代表销量高低

- **新能源汽车政策端：补贴政策调整对高续航乘用车影响有限，双积分效果尚未显现。**其一，补贴，新能源汽车放量增大补贴车型基数，预计2018/2019年国补为401/461亿元，同比上升12%/15%。2018年乘用车销售结构已向高续航转移，部分缓解退坡影响。而网传方案中商用车单位电量补贴下调已被市场反映。其二，双积分，目前受负积分比正积分1:4的供求关系影响，交易价格低于1000元；未来可能随考核指标严格化，供求关系回升1:1.3-1.5，积分价格将有提升。

图表4：2018年前11月纯电动乘用车销量向续航300km以上车型倾斜



来源：第三方数据、国金证券研究所

- **爆款车型：由燃油车推演，怎样的电动车将脱颖而出？**从整体出发，续航里程300~450公里、售价8~10万和13~15万元两档、外观“合眼缘”、驱动/高压系统/智能配置等综合性能强、具几个区别于燃油车体验感亮点的电动车最有可能成为主流消费车型。从单一车型出发，纯电动优势车型集中度高，将其分为五档——**第一，A00微型轿车**，售价4~7万，主打价格优势。**第二，A0级SUV**，售价8~12万，在性价比优势基础上拓展外观、配置等1~2个亮点。**第三，A级轿车**，售价12~16万，以高续航及快充优势从运营车切入。**第四，中型车**，售价18~30万，空间大，配置亮眼。目前车厂还是以补贴为导向，仅少数车厂布局中型车区间，未来与合资厂竞争。**第五，以蔚来ES8为代表的从高端切入的车型**，售价高于30万。而对于插混，售价高于同级别燃油车3~8万，为未来合资品牌发力点。

图表5：各档位车型以战略、设计、性价比等有效卖点迅速抢占市场

纯电动汽车：热卖车型分为五档



插电混动汽车：售价高于燃油车3~8万（除华晨宝马5系Le外），合资品牌发力点之一

- **主要亮点：**牌照属性（以上海为代表）、续航增大以及部分电动车体验感的溢价
- **代表车型：**比亚迪唐、华晨宝马5系Le

来源：公司公告，国金证券研究所

- **重点关注比亚迪：**比亚迪连续 4 年位居全球新能源汽车销量第一，2018 年来公司多款爆款产品（唐 DM、元 EV 等）投放市场，产品竞争力（外观、配置、动力）边际提升明显，全新车型打开新的产品周期。其存在四大优势：**第一，总销量向非限牌、非限行城市下沉；第二，纯电、插电市占率均居龙头地位；第三，产品布局完善，兼顾纯电和插电；第四，技术实力领先，产品竞争力长期向上。**

图表 6：比亚迪产品布局完善

电动类别	轿车						SUV					MPV	
	插混		纯电				插混		纯电			插混	纯电
	A级	B级	A00级	A0级	A级	B级	A级	B级	A0级	A级	B级		
比亚迪	秦DM				e5		宋DM	唐DM	元EV	宋EV	唐EV	宋MAX 新能源	e6
北汽			EC系列	EU系列		EH300			EX360				
奇瑞			EV系列		艾瑞泽5e								
江淮			eQ1						瑞虎3xe				
			eQ		iEVA50								
			iEV6E	iEV4	iEV7				iEV7S				
上汽	名爵6新能源				荣威ei5		RX5 混动版	荣威 e950		ERX5 EV400	Marve l X		
	荣威ei6												
广汽	传祺GA3S PHEV	传祺GA5 新能源					传祺 GS4新能源		传祺GE3				
吉利	帝豪PHEV	博瑞GE 新能源			帝豪EV					帝豪 Gse			
长城	长城C30新能源						WEY P8						

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

■ **零部件环节：逐步分化，关注新兴增量市场及特斯拉产业链**

- **传统汽车零部件承压，汽车零部件板块估值处十年以来的低位。**受传统汽车市场低迷拖累，传统汽车零部件企业出货承压。投资逻辑为**把握下游客户+新能源/智能驾驶布局两条投资主线**。零部件与优质客户的绑定和深化合作能够缓解行业下行带来的业绩下滑。此外，技术领先的公司有望在“三化”变革中提升议价能力，收获中长期的增长。如**华域汽车、精锻科技、福耀玻璃、敏实集团、星宇股份、拓普集团**。
- **新能源汽车零部件集中度提升，关注热管理及高压线束行业。**新能源汽车新增子行业供应链为投资重点。下游整车厂产销量进一步提升后，出于成本控制，零部件厂商存在毛利率下降风险，但部分企业能以大批量产销实现的规模优势冲抵。现阶段以热管理、高压零部件为代表的纯增量市场以及细分领域的龙头为投资重点，市场格局将在 1~2 年内逐渐分化，建议关注行业龙头标的，如**三花智控、银轮股份、中鼎股份、中航光电、立讯精密**。
- **2019 年投资重点：特斯拉产业链。**特斯拉将快速推进中国市场，于 2019 年在上海临港将建成部分 Model 3 产线，并打算启用本地采销模式，能够盘活一大批国内本土零部件供应商（特别是江浙沪汽车产业链集群）；也将填补国内 25~40 万元电动车价格区间产品线。以**目前已进入特斯拉的 12 家一级供应商**看，增量 EPS 最大者为**旭升股份**，未来将受益于 Model 3 上量利好，同时也存在毛利率降低及特斯拉开发二供的风险。对于**潜在供应商**，特斯拉供应链的新进入者能获得纯增量业绩；此外，进入特斯拉供应链意味着可能得到国际及国内新能源整车厂认可，带来增量新订单。
- **自动驾驶：**自动驾驶在部分领域的商业模式逐渐建立，L2~L3 级自动驾驶贡献标配化需求，L4~L5 级尚待成熟，**建议关注决策层、芯片和传感器、控制执行等关键子行业。**关注**德赛西威、拓普集团、四维图新**。

图表 7：特斯拉现供应商与国产化潜在供应商

零部件		现供应商	潜在供应商	
动力电池组	电池	松下	CATL	
	负极	日立化学	杉杉股份、贝瑞特	
	正极	住友	华友钴业、天齐锂业	
	电解液	三菱化学	长园集团、天赐材料、新宙邦	
	隔膜	住友	恩捷股份	
	电池铜牌	长盈精密	立讯精密	
	设备	先导智能		
	壳体	旭升股份		
动力总成系统	集成电路	意法半导体 (sic 功能元器件)		
	接触器	泰科		
	PCB 板	沪电股份	东山精密	
	FPC 柔性电路	东山精密		
热管理系统	冷却液	高华		
	热管理系统部件	三花智控	三花智控、银轮股份、中鼎股份	
电驱系统	电机磁体	中科三环	银河磁体	
	减速器	和大工业	双环传动	
	电机控制器	宏发股份 (继电器)	蓝海华腾、英博尔	
	驱动电机	信质电机	华域汽车	
	变速箱箱体	旭升股份	万里扬、精锻科技	
充电桩	磁性材料	天通股份	特锐德	
	逆变器	春兴精工		
	线缆	智慧能源、万马股份		
汽车电子	地图	四维图新	高德、百度	
	摄像头	Mobileye、联创电子、德尔福	欧菲光、金固股份、舜宇光学	
	雷达	法雷奥	德赛西威、华域汽车	
	中控屏	长信科技、蓝思科技	欧菲光	
	GPU	英伟达	景嘉微、全志科技	
	模具	天汽模	旭升股份	
车身、内外饰	铝板	美国铝业、南山铝业		
	雨刮器	博世	贵航股份	
	空调	汉拿伟世通	奥特佳、松芝股份	
	座椅	富卓	继峰股份、天成自控	
	内后视镜	镜泰		
	外后视镜	ADAC		
	方向盘	天合	均胜电子	
	玻璃	旭硝子	福耀玻璃	
	保险杠	摩缇马帝	模塑科技、一汽富维	
	车灯	海拉	星宇股份	
	门锁	德尔福、宜安科技		
	饰条	宁波华翔	京威股份	
	底盘	刹车系统	博世	拓普集团、亚太股份
		NVH	拓普集团	
铝合金压铸件		旭升股份	鸿特精密、万丰奥威、春兴精工、爱柯迪	
轮胎	米其林	玲珑轮胎		

来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、汽车行业整体增速放缓，关注行业内部调整机会

### 2.1 乘用车：销量增速放缓，预计 2018 年同比-3.5%，终端渠道压力加大

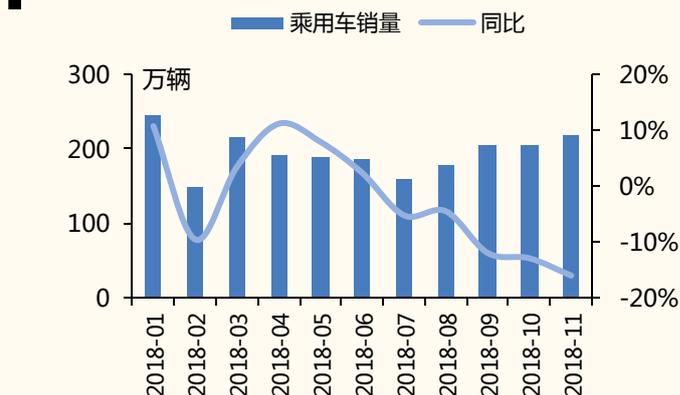
- **2018 年乘用车市场总体弱势，预计全年销量同比-3.5%。**2017 年来，随着国内经济增速放缓、社会消费走低、政策重大调整叠加前期行业较快发展逐渐饱和，居民购车需求逐渐减少，2018 前 11 月，国内乘用车累计销量 2144 万辆，同比-3%。11 月销量同比-16.1%，跌幅扩大。预计 12 月在厂家/经销商优惠和购车需求双重刺激下，销量有望环比+12%左右（其中 SUV 环比增长 15%），预计全年乘用车销量为 2387 万辆，同比降低 3.5%。

图表 8：国内乘用车销量增长放缓



来源：中汽协，国金证券研究所

图表 9：2018 年国内乘用车月度同比跌幅扩大



来源：中汽协，国金证券研究所

- **预计 2019 年乘用车销量约 2394 万辆，同比微增 0.3%。**当前车市持续低迷，需求不旺，库存高企，经销商难以在短期内消化，影响到整车厂产能规划。我们认为 2019 年上半年出现改善的可能性较小。但下半年将由于 2018 年同期基数相对较小，以及厂家进入新年适时调整战略规划、产品线以及和经销商的策略，外加国六车型增多将吸引消费者选购，预计同比有望略有改善。

图表 10：国内乘用车市场未来销量预测

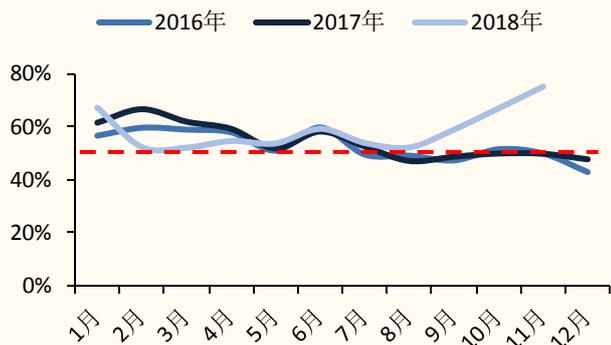
	2016	2017	2018 年 1-11 月	2018E	2019E
全部乘用车销量 (万辆)	2429.22	2474.40	2143.79	2387.37	2393.50
同比		1.9%	-3.0%	-3.5%	0.3%
轿车销量 (万辆)	1213.78	1184.76	1048.74	1167.10	1167.10
同比		-2%	-1.5%	-1.5%	0.0%
占比	50%	48%	49%	49%	49%
MPV 销量 (万辆)	249.46	208.59	155.20	171.70	154.53
同比		-16.4%	-16.4%	-17.7%	-10.0%
占比	10%	8%	7%	7%	6%
SUV 销量 (万辆)	893.53	1026.36	898.75	1003.28	1033.38
同比		14.9%	-1.1%	-2.2%	3.0%
占比	37%	41%	42%	42%	43%
交叉型乘用车销量 (万辆)	72.45	54.70	41.10	45.28	38.49
同比		-24.5%	-17.0%	-17.2%	-15.0%
占比	3%	2%	2%	2%	2%

来源：中汽协，国金证券研究所

■ 终端经销商压力加剧，优惠力度加大，自主品牌压力更为明显

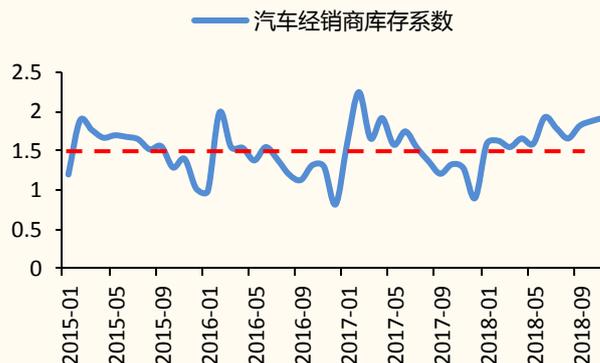
- 1) 从库存来看：2018 年国内汽车经销商库存预警持续位于警戒线（50%）之上，11 月达历史新高（75%）。库存系数同样持续位于警戒线（1.5）以上。分品牌来看，自主品牌的压力高于合资品牌，东风标致/东风雷诺/奇瑞/长安轿车/长安福特位列库存深度前五名。
- 2) 从终端优惠来看：历史上 9、10 月是传统汽车市场旺季，优惠幅度收窄，但 2018 年 9 月优惠力度却创下了历史新高，优惠幅度扩大促进了单月销量的环比增长，但同比降幅仍旧扩大。

图表 11：2018 年汽车经销商库存预警指数大幅提升



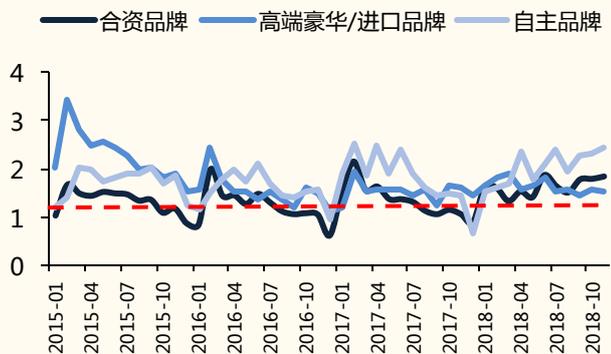
来源：中国汽车流通协会，国金证券研究所

图表 12：2018 年汽车经销商库存系数长期位于警戒线上



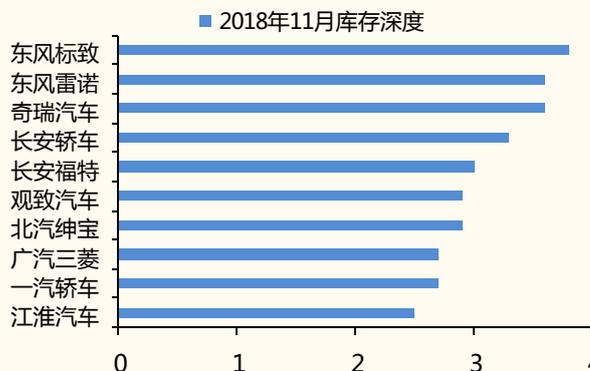
来源：中国汽车流通协会，国金证券研究所

图表 13：自主品牌库存系数压力高于合资品牌



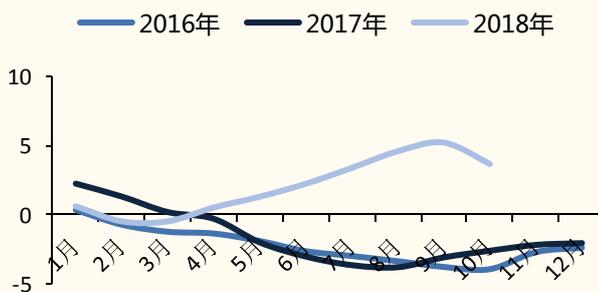
来源：中国汽车流通协会，国金证券研究所

图表 14：汽车经销商库存深度（2018 年 11 月）



来源：中国汽车流通协会，国金证券研究所

图表 15：汽车经销商整体终端优惠指数大幅提升

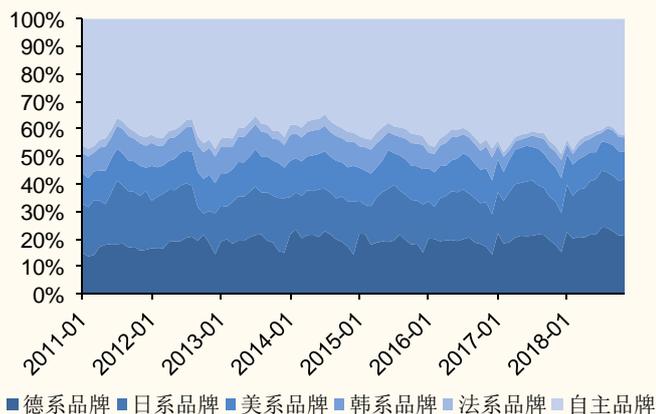


来源：中国汽车流通协会，国金证券研究所

## 2.2 格局：自主品牌头部集中趋势明显，日德系亮眼，韩法系或出局

- **自主品牌份额渐稳，置换需求下存在下滑风险，合资品牌内部分化。**自主品牌以中低端品牌（15 万元以下）起家，经过 30 多年的技术积累和工艺进步市场地位逐渐稳固，2018 前 11 月市占率达 42%，但由于市场低迷相比 2017 占比下降 2pct；开始尝试上探深入合资品牌腹地（20 万元以上），但在置换需求下有下滑风险。合资品牌自 2016 年开始分化，北京现代/东风神龙等韩/法系合资车企及长安福特销量开始下滑，而上海大众/上汽通用/广汽本田等表现亮眼。日德系受益于品牌知名度及高质量口碑仍会占据一定市场份额；而韩法系最先以高颜值+高性价比打入中国市场，缺乏品牌影响力，为自主品牌首要对手，存在出局可能性。

图表 16：自主品牌份额



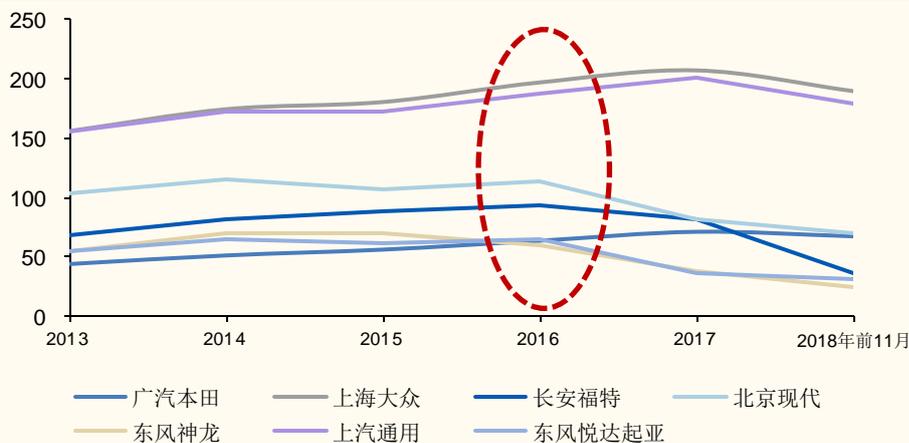
来源：中汽协，国金证券研究所

图表 17：2018 年自主品牌占比略有下滑



来源：中汽协，国金证券研究所

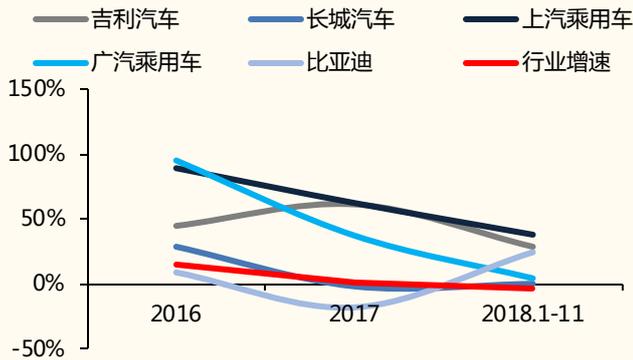
图表 18：2016 年开始，合资品牌内部出现分化



来源：中汽协，国金证券研究所

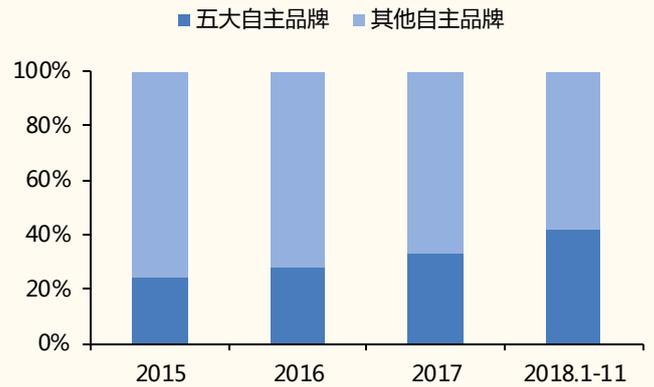
- **自主品牌内部向头部企业集中。**汽车行业整体增速放缓、竞争加剧也带来自主品牌内部的分化，市场向优质自主品牌集中。上汽集团/广汽集团/吉利汽车/长城汽车/比亚迪 2018 年销量增速高于行业，5 家企业在 2018 前 11 月在自主品牌的市占率达 40%（2015 为 20%+），而长安/一汽/北汽自主品牌销量萎缩。预计未来头部企业将凭借资金/产品/品牌/渠道等多重优势加速行业洗牌，弱势自主品牌亏损将扩大，或并购重组重生，或退出市场。

图表 19: 五大自主品牌销量增速高于行业



来源: 中汽协, 国金证券研究所

图表 20: 五大自主品牌集中度不断提升



来源: 中汽协, 国金证券研究所

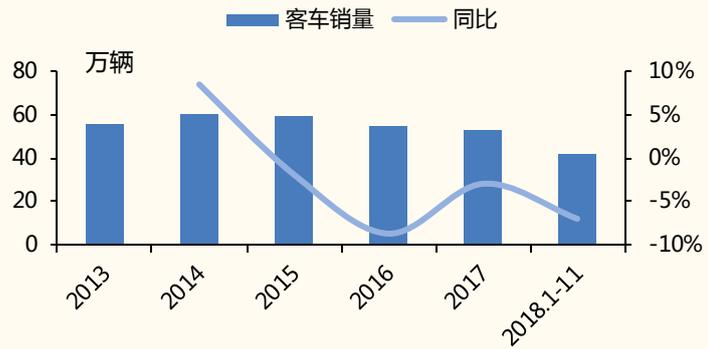
■ 产业投资新规加速行业集中进程, 利好龙头车企。

- 新规要求清退落后产能, 支持集团内部产能调节, 鼓励行业兼并。1) 燃油车方面: 新规对于燃油车投资有严格限制, 产能利用率低的车企未来将关停或转向插电混动车生产, 燃油车产能将向配套更为全面、优势更为明显的集团集中; 2) 新能源车方面: 新建纯电汽车产能的门槛提高, 要求企业具有整车及核心零部件开发、制造和验证、售后服务保障能力等, 要求股东股本在项目达产前不得撤出, 推动有核心竞争力的车企发展; 3) 鼓励企业兼并重组和战略合作, 意在打造有竞争力的整车集团和零部件集团。
- 预计汽车行业集中度提升进程加快。一汽改革正在持续推进, 可能与东风、长安合并成为大整车集团, 预计未来或将形成上汽/广汽/一汽三大国有汽车集团和吉利/长城/比亚迪三大民营汽车集团并存的格局。
- 股比放开打开全面竞争时代。汽车行业对外开放力度不断加大, 特斯拉已在国内独资建厂, 德国宝马对华晨宝马持股比例将提高至 75%。有实力的外资车企逐步考虑在华建厂。合资车企的外方存在提升持股比例的可能, 能否落地仍需要中外双方深度谈判、权衡和博弈, 但行业竞争加剧是必然趋势。

2.3 客车: 市场继续低迷, 新能源客车成为增长重点

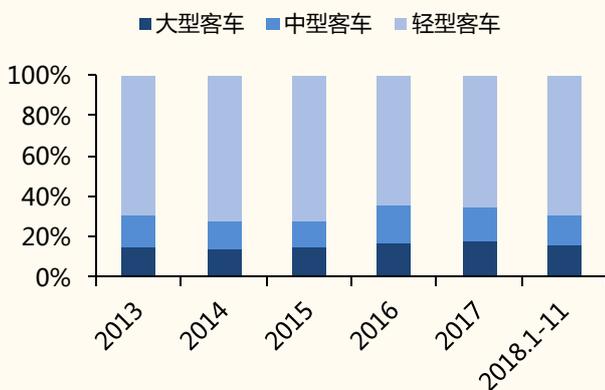
- 客车市场延续销量下滑趋势 (同比-7%), 轻客占比略有提升。2018 前 11 月客车销量为 41.9 万辆, 同比减少 7%。其中, 大客销量增速下滑更为明显, 2018 年前 11 月销量同比下降 12%, 主要系新能源大型客车由于补贴退坡销量下滑; 轻客需求相对稳定, 降幅较小, 占比回升至 70%。

图表 21：国内客车销量情况



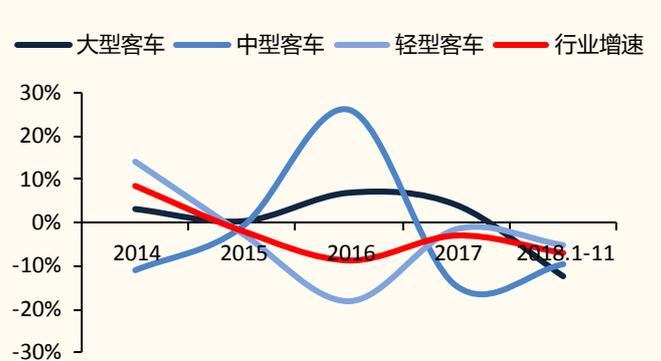
来源：中汽协，国金证券研究所

图表 22：轻型客车占比回升



来源：中汽协，国金证券研究所

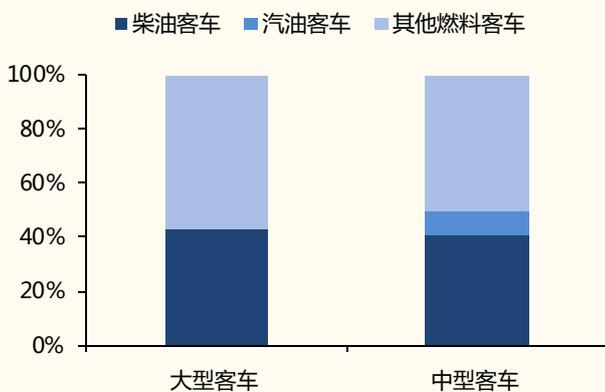
图表 23：轻型客车增速领先行业



来源：中汽协，国金证券研究所

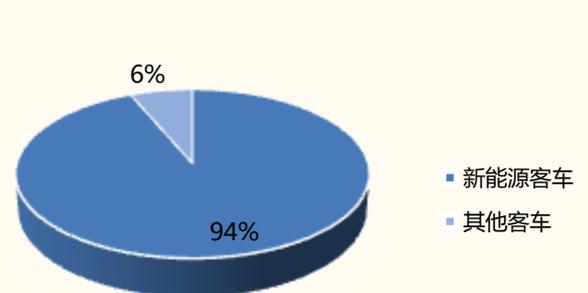
■ 大中客车新能源渗透率不断提升，公交领域新能源趋势明显，成为增长重要驱动力。大中客车新能源化进程持续推进，汽柴油车型销量占比保持在50%以下。随着各大城市公交电动化的推进（如深圳实现100%公交电动化，珠三角2020年实现公交电动化），新能源客车在公交领域的渗透率正在不断提升，2018年前10月新能源客车在公交、公路领域的渗透率分别达到93.6%和7.3%，成为增长的重要驱动力。

图表 24：2018 年前 11 月客车销量分布（按燃料类型）



来源：中汽协，国金证券研究所

图表 25：5 米以上公交车销量分布（按燃料类型）



来源：方得网，国金证券研究所

- 预计 2018 年销量同比下降 5%，2019 年基本持平。我们预计 12 月客车迎来一波抢装热潮，但 2018 年国内客车市场整体销量下跌已基本确定，预计全年客车销量为 50 万辆，同比下降 5%，2019 年预计行业低迷持续，但公交电动化推进下预计销量基本维持。

图表 26：国内客车未来销量预测

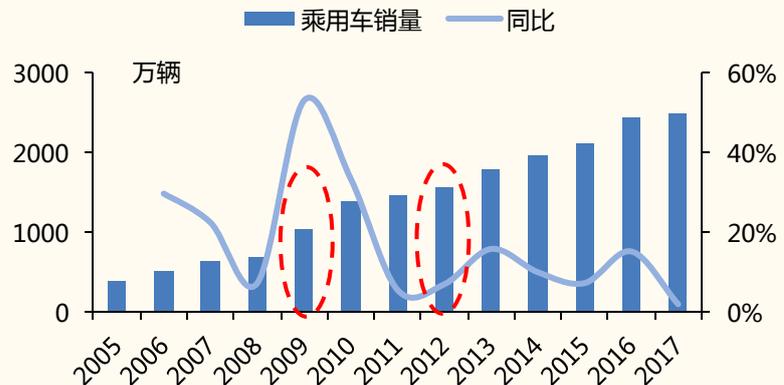
	2016	2017	2018.1-11	2018E	2019E
客车（万辆）	54.34	52.72	41.92	50.06	49.57
同比	-9%	-3%	-7%	-5%	-1%
大型客车（万辆）	9.04	9.41	6.47	8.47	8.21
同比	7%	4%	-12%	-10%	-3%
占比	17%	18%	15%	17%	17%
中型客车（万辆）	9.94	8.49	6.08	7.81	7.58
同比	26%	-15%	-10%	-8%	-3%
占比	18%	16%	15%	16%	15%
轻型客车（万辆）	35.36	34.83	29.37	33.78	33.78
同比	-18%	-2%	-5%	-3%	0%
占比	65%	66%	70%	67%	68%

来源：中汽协，国金证券研究所

#### 2.4 政策端：预计个税改革对销量刺激不大，国六实施或加大库存压力

- 个税改革对汽车消费市场影响有限。我国曾两次上调个税起征点，2008 年上调至 2000 元（原 1600 元），2011 年又上调至 3500 元，上调后次年销量均出现了一定幅度增长。其中，2009 年汽车销量大增主要系受税起征点上调和购置税减半优惠双重刺激。仅仅依靠个税起征点上调，并未对 2011 年之后的乘用车市场带来明显改观。新个税法将于 2019 年实施，预计仅依靠这一政策难以扭转乘用车市场低迷状态。

图表 27：单独的个税政策对于乘用车销量刺激的作用不大

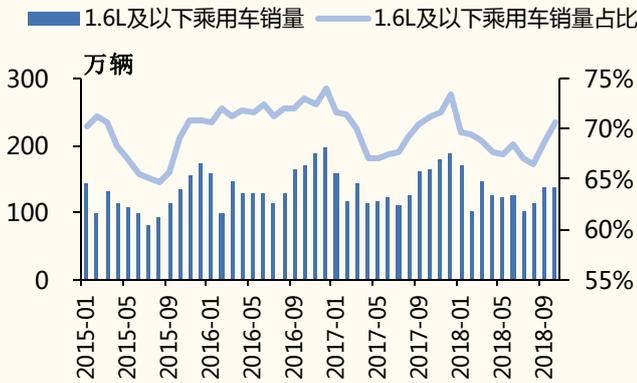


来源：中汽协，国金证券研究所

- 购置税率调整对销量刺激更为明显，但即使再次出台，预计效果不再显著。
  - 2009 年 1.6 升及以下排量乘用车购置税率为 5%，2010 年调为 7.5%，2015 年 10 月-2016 年为 5%，2017 年为 7.5%，2018 年恢复 10%。2015 年购置税率降低使得 2016 年乘用车销量增长 15%，小排量车型占比提升至 72%。2017 年购置税率上调叠加前期高基数，小排量车型销量同比-2.8%。2018 年购置税优惠完全退出外加需求不足、前期基数过大，以小排量为首的车型销量同比大幅下滑，销量同比-3.8%。

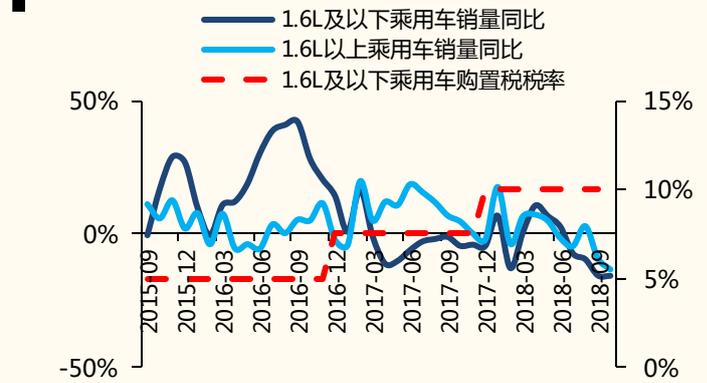
- 尽管历史上“购置税优惠+个税起征点调高”的组合拳带来了 2009 年的销量大幅增长，但我国汽车市场经过多年快速发展已进入阶段性饱和和状态，即使购置税优惠再度出台，其效果也不会明显。1) 经济增速放缓和房地产价格上涨一定程度挤压居民购车需求。2) 2015 年 10 月以来的购置税优惠透支了对后续年份的需求。3) 相比小排量乘用车购置税优惠，新能源乘用车购置税优惠受到国家更大力度的支持。

图表 28：1.6 升及以下乘用车销量及其占比情况



来源：中汽协，国金证券研究所

图表 29：各类排量乘用车销量同比增速变化情况



来源：中汽协，国金证券研究所

- 国六标准实施或提升渠道压力，部分需求或待 2019 年 7 月释放。国六排放标准将于 2020 年 7 月全面实施，部分城市提前实施。截止 2018 年 12 月 13 日，共 54 家企业 838 个车型满足国六排放标准（其中国内 41 家 623 个，国外 13 家 226 个）。国六标准的实施将促使经销商加大优惠清理库存，但同时也存在消费者持币观望情绪，避免国五车型未来保值率大幅缩水的风险，抑制了销量增长，加大国五车型库存。2019 年 7 月全国主要汽车消费区域城市（京津冀及周边/长三角和汾渭平原/珠三角/成渝地区）提前实施国六，预计部分购车需求逐步得到释放。

## 2.5 投资逻辑：推荐优势自主车企，受益于行业集中度提升

- 上汽集团：增速领先行业，积极布局智能网联和新能源
  - 销量增速承压，但仍旧高于行业，新能源车逐渐成为销量的重要支撑。上汽 11 月销量 64.4 万辆，同比+3.15%、环比+7%，高于行业增速（同比-19%，环比+7%），市占率提升。公司新能源汽车前 11 月累计销量 11.4 万辆，同比 +137%，增长迅猛。前 11 月混动车型荣威 i6 为 3.2 万辆，同比+344%；荣威 eRX5 为 2.2 万辆，同比+32%。
  - 拥抱汽车新四化（电动化、网联化、智能化、共享化），积极推动战略合作。公司与阿里巴巴合作推出斑马智能系统，搭载斑马系统的车型销量走高（RX5 销量稳居 1 万辆以上）；与英飞凌合作研发新能源汽车驱动系统核心零件 IGBT，与 TTTech 合作开发、制造高级驾驶辅助系统和自动驾驶的电子控制组件，并且公司是国内首家拿到自动驾驶公共道路测试牌照汽车企业，目前已实现自动泊车、自适应巡航等技术，汽车科技的布局领先行业。
- 广汽集团：智能网联和新能源布局深化，日系产品销量超预期
  - 牵手腾讯和宁德时代等名企，智能网联和新能源领域合作不断深化。2017 年开始，公司陆续与腾讯/科大讯飞/蔚来汽车/伟世通等互联网和汽车及零部件企业就智能网联业务和新能源领域展开合作。2018 年 7 月公司与宁德时代成立合资公司，以满足旗下公司对新能源汽车电池产品的需求。

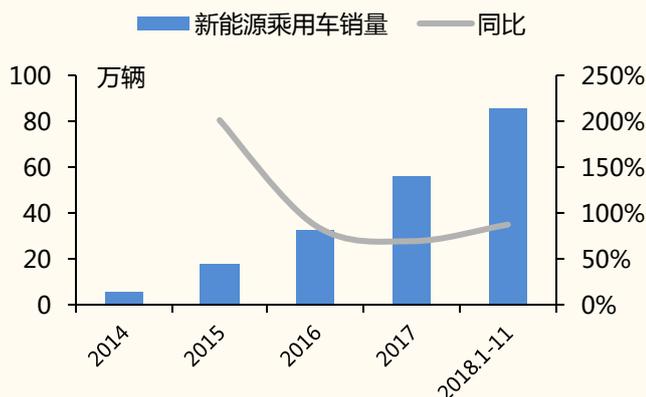
- **日系车型表现亮眼，带来公司销量超预期。** 广汽前 11 月总销量 196 万辆，同比+8%，领先行业。11 月单月销量 20.4 万辆，同比+13%，环比+3%。其中，自主品牌销售 4.4 万辆，同比+2%；广汽本田销售 7.6 万辆，同比+12%；广汽丰田销售 6 万辆，同比+65%，日系车型表现优异，预计景气度短期内持续，支撑销量增长。
  
- **吉利汽车：自主销量龙头，模块化架构生产开启**
  - **销量增速领先行业，新款车型陆续投放。** 受行业景气度下降影响，公司 11 月月销增速放缓（同比+0.3%）；但前 11 月累计销量达 140 万辆，同比增长 29%，领先行业增速（-2.6%）。公司 5 月以来先后投放博瑞 GE、领克 02、缤瑞系列车型，四季度投放缤越、领克 03。缤瑞 9 月上市后 11 月销量环比增长 34.5%至 10197 辆，支撑销量。
  - **与沃尔沃深化合作，平台化战略打造精品车型，长期增长动力有支撑。** 公司借助沃尔沃进行全球研发，成立 CEVT 整合双方技术并联合开发出 CMA 架构，独立开发 KC（大型车）/FE（紧凑型车）/CV（MPV）三大平台，领克（基于 CMA 架构推出）与博族系列车型（基于 KC/FE 平台推出）的畅销印证平台化生产的优势。未来还将与沃尔沃推出 PMA 新能源车平台，强化新能源汽车产品布局。

### 三、新能源汽车步入高速增长、需求驱动时代，关注补贴扰动

#### 3.1 新能源汽车：乘用车高歌猛进，商用车现复苏迹象

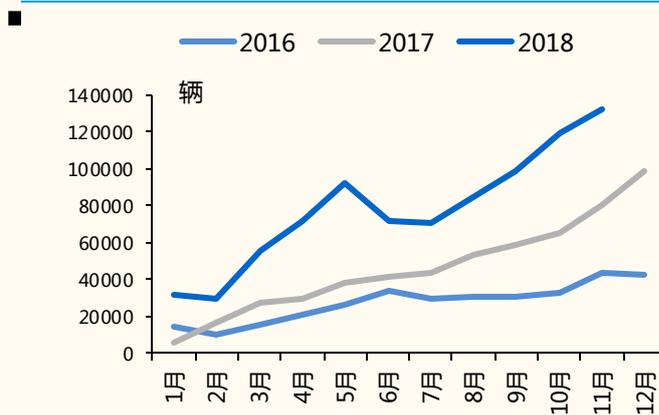
- 新能源乘用车在逆势中强势增长，年中、年末现两次冲量行情。2018 年新能源乘用车在车市总体低迷的逆势中保持强势增长，前 11 月共计销售 85.7 万辆，同比增长 87%。且由于补贴扰动，2018 年出现年中、年末两次抢装。后期随重磅车型逐渐退出，自主需求接棒运营需求，车企上探中高端市场，销量结构进一步优化，新能源乘用车有望维持高景气。

图表 30：新能源乘用车销量情况



来源：乘联会，国金证券研究所

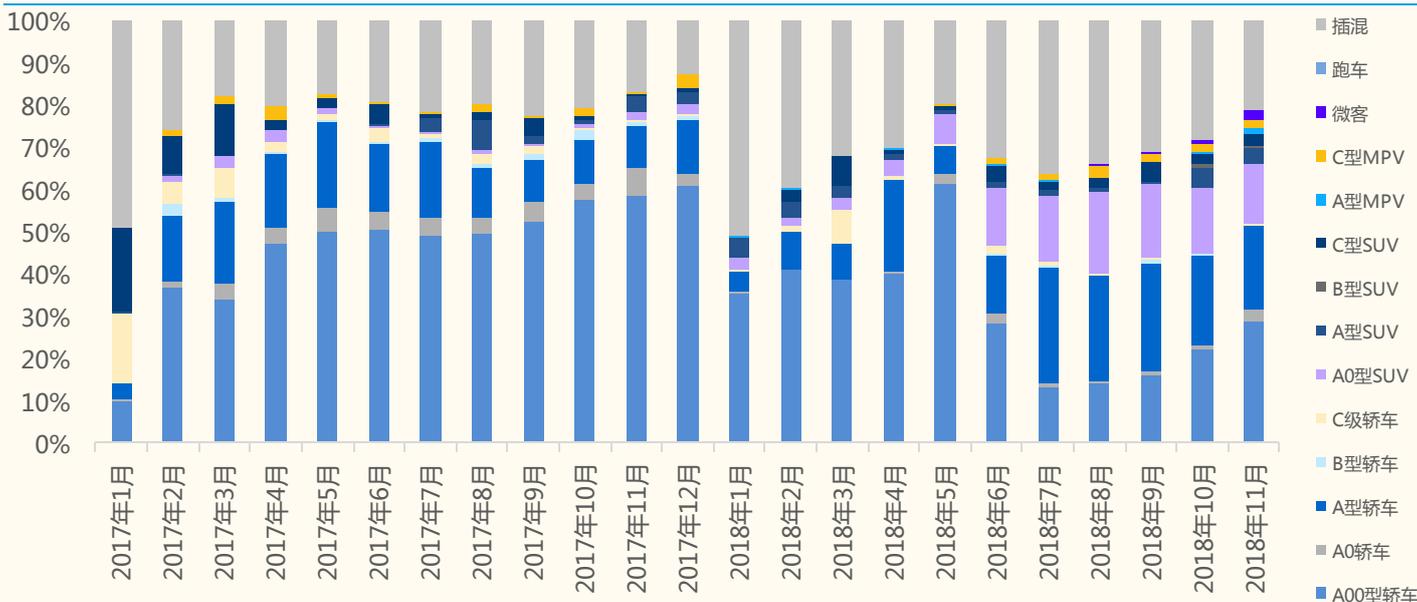
图表 31：2018 年现两次冲量行情



来源：乘联会，国金证券研究所

- 结构：A00 级轿车/A 级轿车/A0 级 SUV 成为纯电动支柱车型（占比 80%），插混占据 2~3 成稳定份额。前期补贴驱动的 A00 仍占据部分短途通勤市场，逐步向二三线城市下探；A 级车以运营需求切入，在保证稳定销量后，逐步推向个人消费；以元为代表的 A0 级 SUV 主打高性价比，主要由自主需求拉动。插混较为稳定，预计未来仍会占据稳定份额，但由于其技术要求高（能量分配回收及自动变速箱），有实力资源的大厂商（比亚迪/上汽/吉利等）才能实现车型配备。

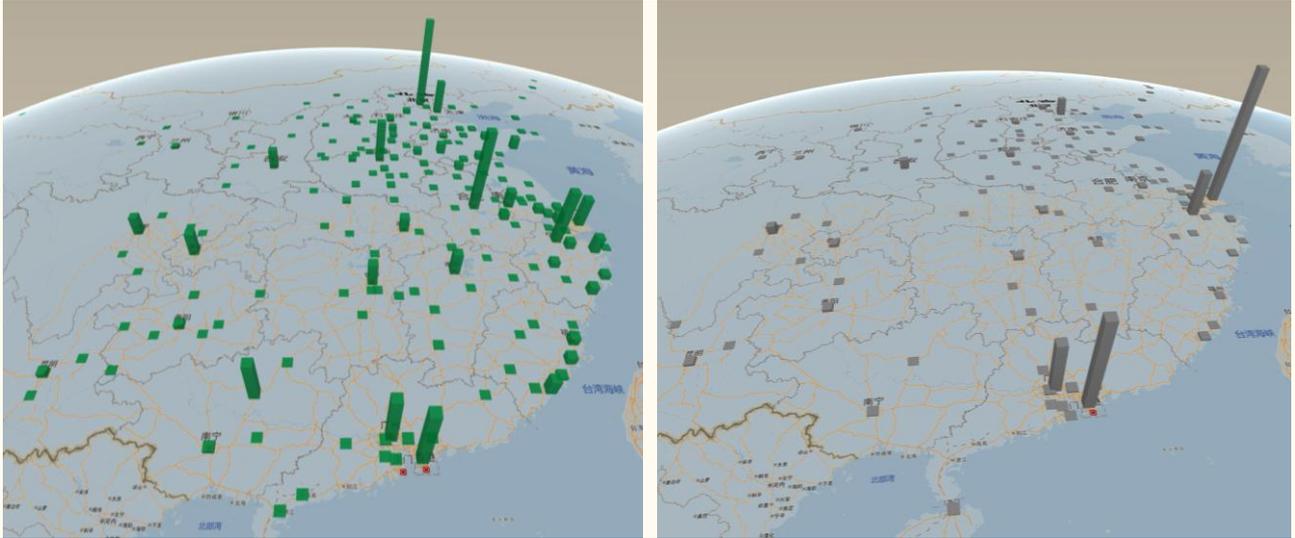
图表 32：A00 级轿车、A 级轿车、A0 级 SUV 仍为主流车型



来源：第三方数据，国金证券研究所

- **消费地域：纯电和插电消费区域较为集中。**纯电消费区域主要是北京、上海、广州、深圳、杭州、成都、西安、重庆等限牌及一线城市，以及柳州（宝骏系）、合肥（江淮系）以及郑州等地方电动车车企所在地；其中河南、山东地区占据了 A00 级小车的主要份额，同时也是消费者自发消费纯电动汽车的区域；插混消费主要由牌照驱动，上海、深圳、广州和杭州占据销量 TOP4，合计占比达 70%，整体保持稳定。

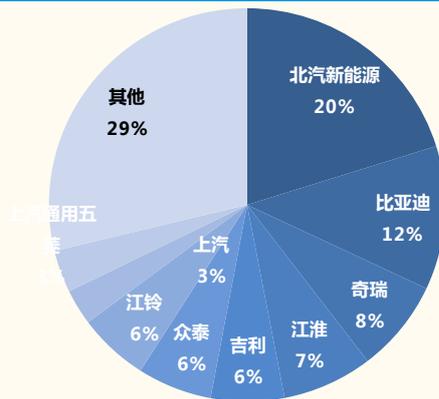
图表 33：1~11 月城市电动车销量分布（左图纯电动，右图插混）



来源：第三方数据，国金证券研究所

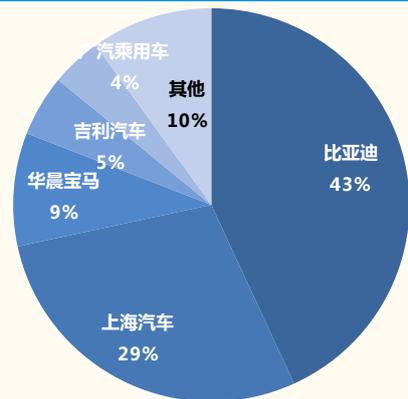
- **厂商：纯电厂商集中度提升，插混厂商寡头格局。**纯电厂商市占率与车型景气度相关。1~11 月北汽/比亚迪/奇瑞/江淮/吉利居 TOP5，未来随造车新势力及传统车企进入密集交付期，市占率有望向比亚迪/吉利等优势车企集中，而造车新势力若顺利通过交付考验，有望分一杯羹。插混厂商寡头集中，1~11 月比亚迪/上汽合计占比达 72%，吉利/广汽积极布局，其中吉利凭借 7 月热卖的博瑞 GE 实现市占率从 0~N 增长，并与丰田达成混动合作意向。

图表 34：1~11 月累计纯电动厂商占比



来源：第三方数据，国金证券研究所

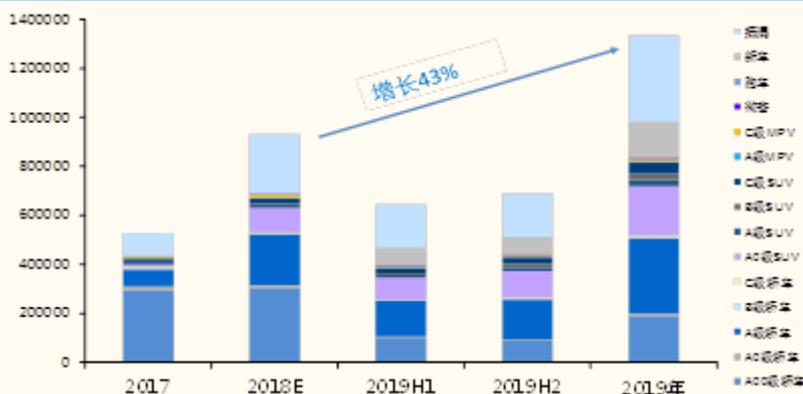
图表 35：1~11 月累计插混厂商占比



来源：第三方数据，国金证券研究所

- **未来趋势：新能源汽车发展经历三个阶段——补贴驱动拉动小车型、运营需求创造稳定 A 级车销量、自主需求利好 A0 级 SUV 及中高端车型。**未来新能源汽车仍是与燃油车竞争，渗透率不断增大的过程，而电动车企之间的竞争主要集中在成本导向的单车盈利上，部分优势车型将脱颖而出。预计新能源汽车仍将维持高速增长，2018 年乘用车全年销量达 93 万辆，达 133 万辆，同比增长 43%。

图表 36：电动车消费端情况



来源：第三方数据，国金证券研究所

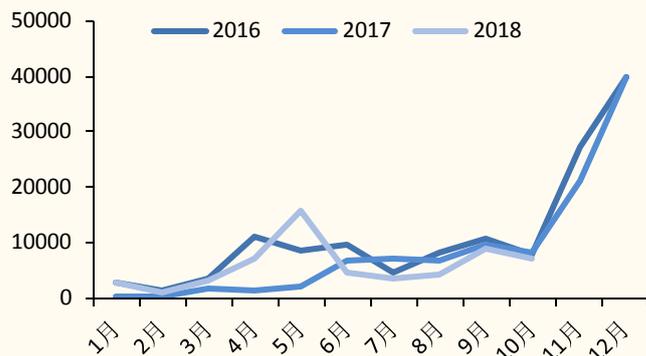
- **新能源客车抢装效应明显。**2018 年上半年过渡期的抢装透支了下半年需求（销量同比增长 181%），6 月起新能源客车产量大幅下降。而年末补贴退坡预期加大，企业抢装效应明显，但总体力度不及去年，预计 2018 年产量约 9.2 万辆，同比下降 12%。2019 年起，《打赢蓝天保卫战三年行动计划》进入关键期，2020 年前重点区域的直辖市、省会城市、计划单列市建成区公交车将更换为新能源汽车，有望支撑需求。

图表 37：新能源客车销量情况 (辆)



来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所

图表 38：新能源客车产量情况 (辆)



来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所

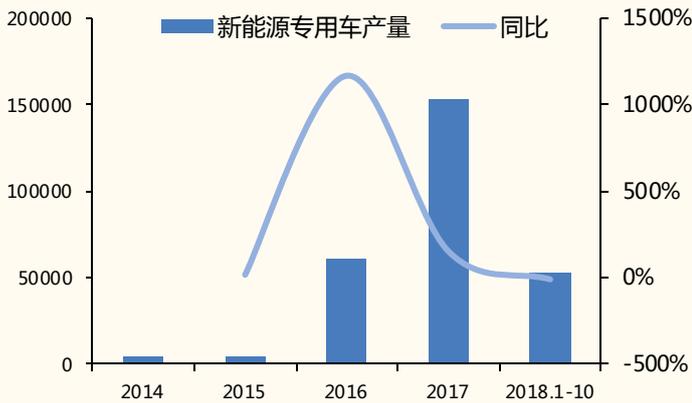
图表 39：新能源客车产量预测 (万辆)

		2017 年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018E	2019E
纯电动客车	大型客车	3.9	0.3	1.3	0.8	1.9	4.3	4.5
	中型客车	2.9	0.2	1.1	0.4	1.2	2.9	3.0
	轻型客车	2.0	0.0	0.1	0.4	0.7	1.3	1.3
插电客车	大型客车	1.6	0.1	0.3	0.1	0.2	0.7	0.7
客车小计 (纯电+插电)		10.5	0.7	2.8	1.7	4.1	9.2	9.5

来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所

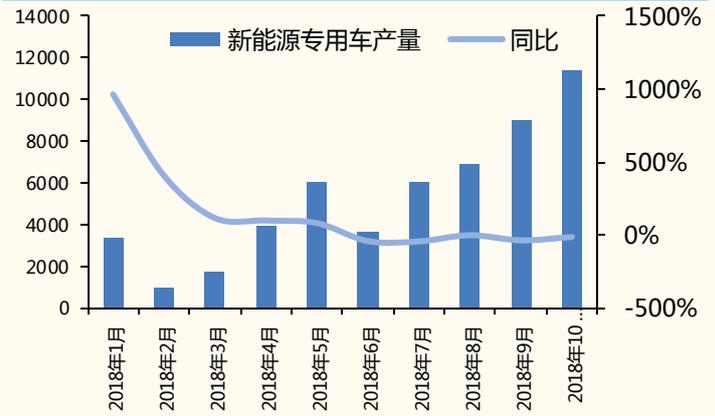
- **新能源专用车主要受补贴影响。**2018 年新能源专用车补贴较 2017 年大幅下滑，仅为 2017 年的 0.4 倍，过渡期后补贴较 2017 年退坡幅度高达 43%。预计 2018 年新能源专用车产量约 10.4 万辆，同比下降 32%。而受益于将在 2020 年实现的物流集散地加强新能源物流车配套服务，同时新能源物流车拥有路权便利，有望拉动其需求，预计 2019 年超产量增长 3%。

图表 40：国内新能源专用车产量情况（辆）



来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所

图表 41：2018 年新能源专用车月产量情况（辆）



来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所

图表 42：新能源专用车产量预测（万辆）

	2017 年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018E	2019E
电动货车	轻型货车	14.1	0.6	1.2	1.9	5.6	9.5
	中型货车	1.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5
	重型货车	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.6
	微型货车	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
专用车（货车）小计	15.4	0.6	1.4	2.2	6.2	10.4	10.7

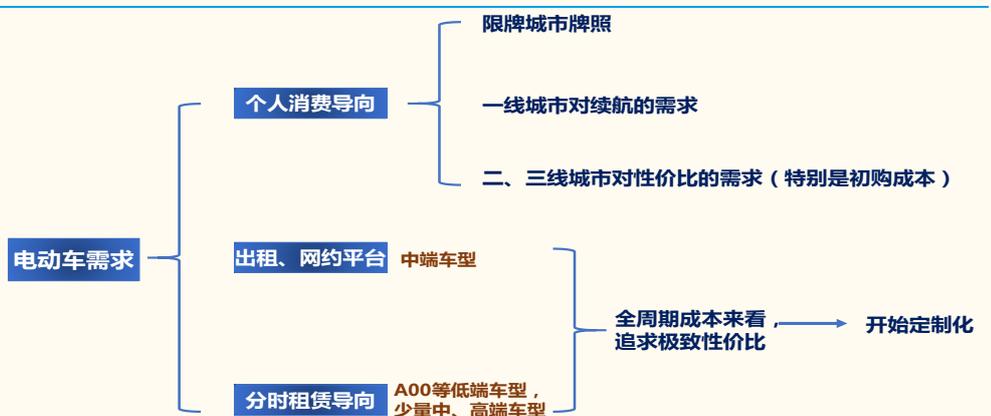
来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所

### 3.2 电动车 2019 年演变：从运营转向自主消费，需求从低端向中端上探

#### 3.2.1 市场拆分：个人消费、出租和网约车、分时租赁各取所需

- 电动车需求分为三个维度——个人消费导向、出租和网约车导向、分时租赁导向。各维度主流车型略有差别——个人消费呈性价比及品牌多元化；出租和网约车追求续航及运营中的极致性价比；分时租赁由于重资产制约及用户的廉价短途代步需求，倾向中低端车型。此外，电动车牌照和路权优势不可忽视，为一线城市自主消费最看重属性，同时也为运营车大批量获得牌照的主要途径。而截至 2017 年底，滴滴平台活跃 26 万辆新能源汽车，对比 2017 年 77.7 万辆的电动车销量，运营车需求不可忽视，大胆假设，电动车发展是由运营用途向自主需求延伸的过程。

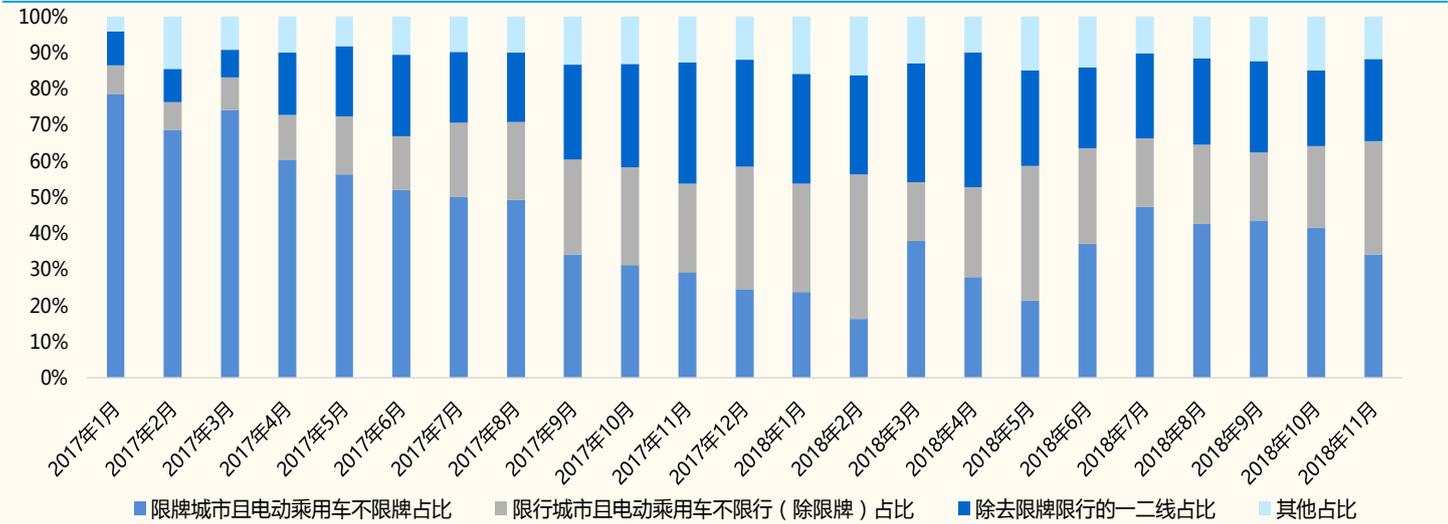
图表 43：电动车消费端情况



来源：国金证券研究所

- 个人消费导向：牌照和路权、一线城市续航及二、三线城市性价比。
  - 限牌限行城市由于牌照、路权需求，更愿意接受电动车差价。截至2018年11月，限行限牌城市需求占比达65%，一方面，显示电动车消费在初期仍主要受牌照、路权等政策拉动；另一方面，非限行限牌城市的需求逐渐显现。而以插混消费验证，其七成销量在限牌城市，主要原因即为插混具有电动车和燃油车双重属性，续航占优(以上汽大众途观L为例，综合续航达862km)，在上海、广州等地具牌照优势。

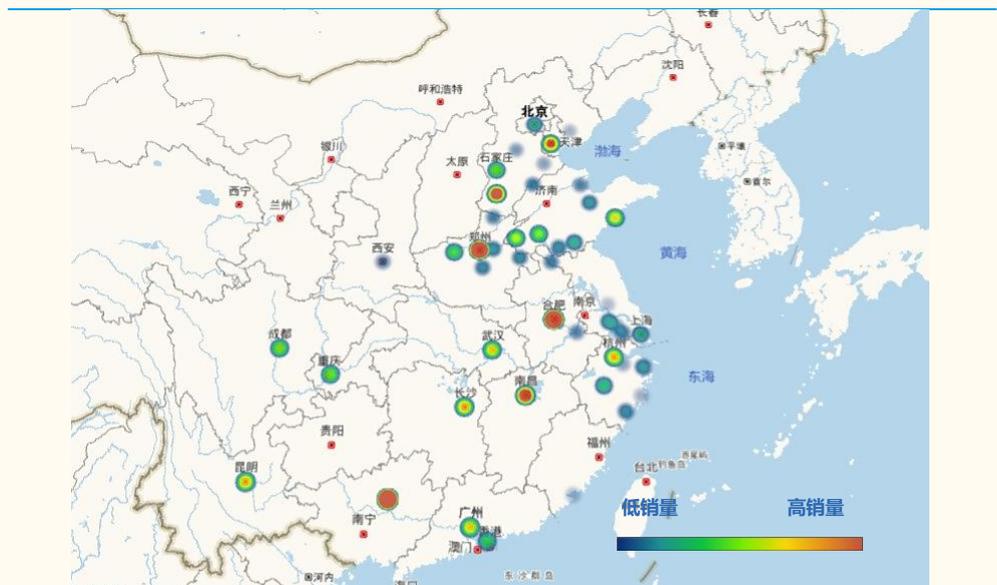
图表 44：纯电动车消费受限牌限行政策拉动



来源：第三方数据，国金证券研究所

- 二、三线城市受消费能力所限，看中性价比。A00级电动车以低价优势，替代低速电动车趋势愈发明显。以燃油车经验来看，电动车价格尤其初购价格对二三线市场影响较大。以A00级车为例，其以4~7万的售价，近几月在二、三线城市销量近四成。此外，河南、河北、山东等低速电动车主要消费地开启A00替代之路；而雷丁、御捷等低速电动车厂商开始布局A00，御捷E行2018年11月销售3000多辆，集中在河北邢台和河南郑州。

图表 45：截至2018年11月A00汽车销量分布情况



来源：第三方数据，国金证券研究所

- 出租和网约车平台导向：续航为基础，全周期运营成本为核心。**首先，充足的续航为运营车首要满足条件，目前比亚迪 E5、吉利新帝豪三厢等 A 级电动车以 400km 名义续航受出租和网约车平台认可，但续航需求仍有向上空间。以上海网约车纯电动车为例，其日运营里程约 300~500km，夜间为 200 km，若考虑日间订单较多或日夜交替跑运营情况，可能需中间充电一次。若电动车实现 500~550km 的续航，或能全天候无充电运营。其次，相同里程下，电价低于油价（尤其在晚上用电低谷），曹操专车曾试验 40 多辆燃油车跑运营，营收平衡较难实现。此外，电动车作为运营车，在限行限牌地区具牌照和路权优势，也作为被选择的原因之一。

**图表 46：部分作为运营车的车型**

车型	运营情况
荣威 ei5	2018 年 9 月作为上海首批新能源出租车上线
比亚迪 e5	有出租版
比亚迪 e6	有出租版
腾势	与首汽约车合作，1000 辆腾势纯电动车正式投入使用，数千辆腾势纯电动车还将陆续在杭州等地上线
帝豪 EV	有出租车版，2018 年首批 20 辆吉利帝豪 EV 纯电动出租车在北仑投运；EV450 一半用途是网约车
北汽 EU260	旧版（2017 年款）用于出租车
北汽 EU5	多地网约车选择
北汽 EU220	主打出租车
长安逸动 EV	2017 年底，投放 500 辆于重庆
长安 CS15 EV	在杭州等地作为网约车首选
东风风神 E70	有出租版

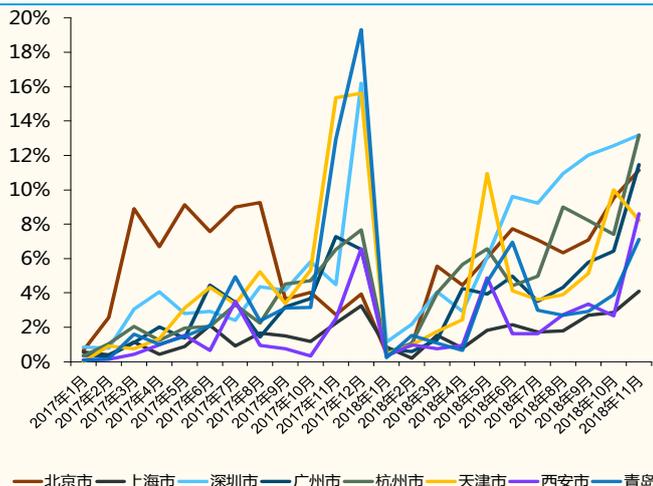
来源：汽车之家，搜狐汽车，国金证券研究所

- 分时租赁导向：高资产+高运营能力属性决定现阶段车型仍偏向中低端。**分时租赁以弱化司机成本，提供短途便利为导向，目前车型以奇瑞 eQ1、北汽新能源 EC/EV 系列、江淮 IEV 等中低端车型为主。主要原因为两点：一是分时租赁前期资产投入高，中低端车型能降低初期成本压力，二是低端车型具价格优势，更符合消费者短途代步需求。目前国内近 400 余家分时租赁注册企业，一定程度上支撑中低端车型销量。

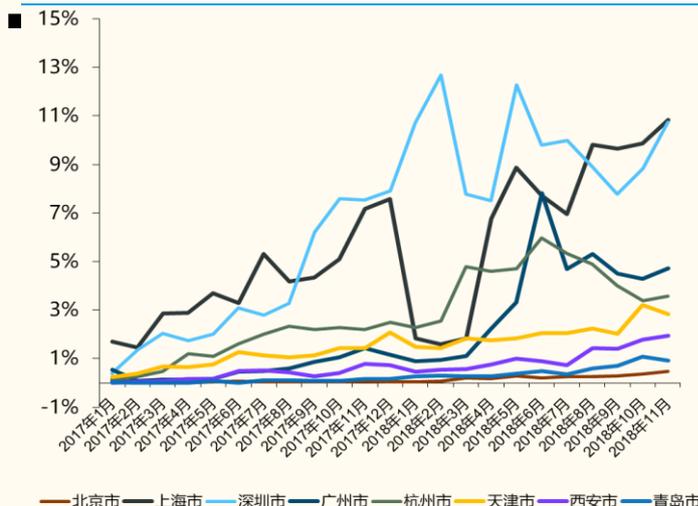
### 3.2.2 未来演变：需求逐步多元化，中高端竞争处初期

- 限牌限行城市新能源汽车加速渗透。**行业总体新能源汽车渗透率不足 5%，而目前深圳、杭州、北京和广州等限牌城市纯电渗透率超 11%；深圳、上海插混乘用车占其总乘用车销量一成。未来随基础设施铺设到位，政策进一步以牌照、路权优惠方式向电动车倾斜，限牌限行城市的电动车有望步入加速渗透期。

图表 47: 限牌及限牌潜在城市纯电渗透率



图表 48: 限牌及限牌潜在城市插混渗透率



来源: 第三方数据, 国金证券研究所

来源: 第三方数据, 国金证券研究所

■ **电动车低端需求向中端上探。**在我国大基数、城市分级背景下, 自主需求本身呈多元性。目前大部分电动车自主需求集中在 12 万元以下价格区间, 以 A00 级车、A0 级 SUV 等小型车为主, 主打经济实惠。低价领域电动车与燃油车情况相近, 一是 12 万元以下车型对品牌力的依赖不高, 自主品牌大有可为; 二是低价车型能快速推广到二三四线城市。而中端需求对功能性和配置要求更高, 此前燃油车市场份额被合资品牌抓牢, 自主品牌仍在向上探深入合资品牌腹地的过程中(如传祺 GS8、领克等), 电动车作为新增量市场, 提供弯道超车可能性。电动车需求由低端向多元化推进, 车型重心由价格优势向性能、品质转移。

■ **自主消费与运营市场或将逐渐分离。**相较于复杂的自主需求市场, 运营市场评价维度较单一。在运营出行下, 大多初购成本低、运营成本低、内饰外观不差的车型都将纳入选择, 例如燃油车的轩逸、雷凌双擎以及朗逸等, 而电动车仅多了续航因素。现阶段, 以滴滴出行、神州专车、曹操专车为代表的运营平台开始布局新能源汽车, 以期开发定制版出行电动车, 在成本和整车布置上实现最优。未来自主消费与运营市场或将逐渐分离, 出行版电动车可简化自主消费版配置, 提高续航, 目标导向更为明确。

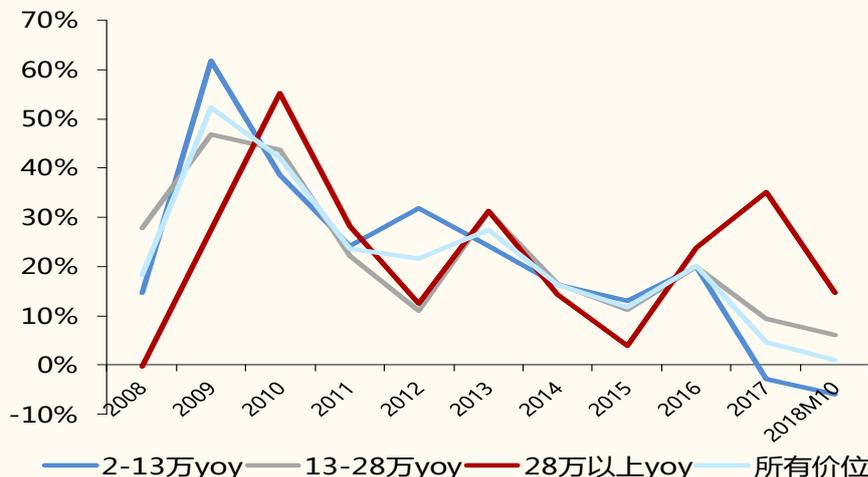
图表 49: 主流运营平台布局新能源汽车

	用车现状	未来规划
滴滴出行	有燃油车、混动、纯电动等不同车型, 同时包括私人自有车辆、租赁车辆。2017 年渗透率 59%	战略投资时空电动; 2018 年 3 月, 与北汽达成合作, 共同推进电动车运营 18 年 4 月, 与 31 家汽车企业成立洪流联盟 与大众成立合资公司, 计划合作 10 万辆运营车
神州专车	B2C 重资产模式为主(自备司机、车辆), 兼具 C2C 模式; 前期以燃油车起家, 后导入电动车。	2017 年 6 月, 成立 100 亿产业基金, 投资小鹏汽车 22 亿。 2018 年 7 月, 神州租车宣布将控股五龙电动车 22% 股权(具新能源商用车和乘用车制造牌照)。 未来将再投资 4-5 家造车新势力。
首汽约车	B2C 重资产模式为主(自备司机和车辆), 兼具 C2C 模式, 电动车有北汽新能源 EU300 等。	2018 年 1 月, 与腾势达成战略合作, 在广州、杭州等投放数千台腾势纯电动车。 与百度和蔚来结成战略联盟
曹操专车	由吉利战略投资, 主要是新帝豪三厢 EV	计划做电动车出行平台, 可引入吉利以外车辆。 吉利占曹操专车 90% 股权。
易到专车	以平台轻资产 C2C 模式为主(车辆、司机由租赁公司提供, 或源于私家车挂靠)	--
美团打车	基本为平台轻资产 C2C 模式	--

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **特斯拉及蔚来对 30 万以上豪华燃油车的挑战。**在燃油车领域，30 万以上的市场对品牌黏性极高，消费者对价格的低敏感性造就 BBA 的地位难以撼动。而在电动车领域，以特斯拉为代表的造车势力迅速占领高端市场。从汽车市场价格分层看，28 万以上的中高端市场并未受汽车整体下滑影响，2018 年仍为增长态势。Model 3 在美国市场已超 BBA 同价位车型销量，若 2019 年上海工厂建造顺利，有望与燃油车直面竞争，赢得 30~50 万价格区间市场。

图表 50：28 万以上的汽车市场增长高于其他价位

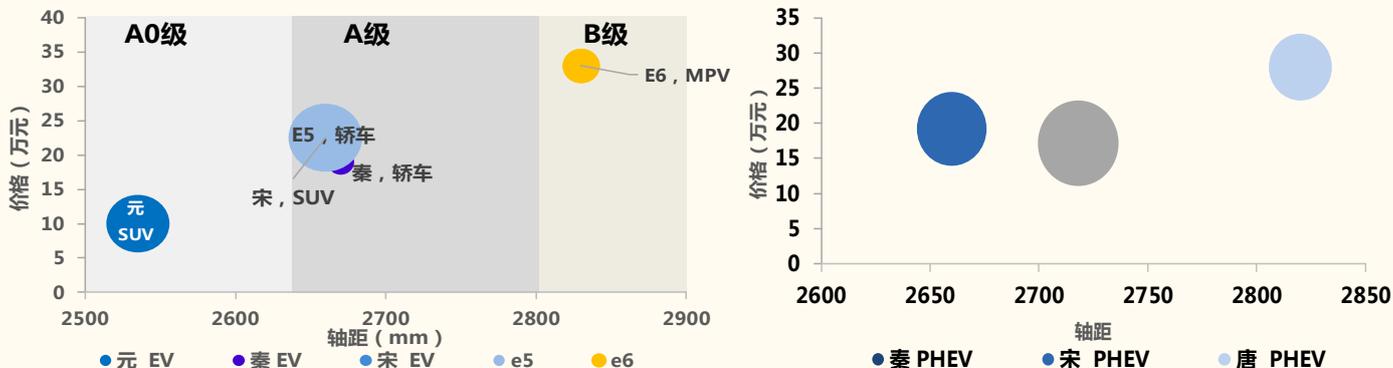


来源：搜狐汽车，国金证券研究所

### 3.2.3 相关公司：重点关注比亚迪

- **新能源汽车行业龙头，销量持续超预期。**比亚迪连续 4 年位居全球新能源汽车销量第一，2018 年来公司多款爆款产品（唐 DM、元 EV 等）投放市场，带动新能源汽车月销跃居 2 万以上，超过燃油车型。2018 年 1-11 月公司新能源乘用车销量达 19 万辆，同比增长 104%。
- **公司产品竞争力（外观、配置、动力）边际提升明显，全新车型打开新的产品周期。**全新外观“Dragon Face”搭载于全系王朝车型，第三代 DM 技术应用于唐二代插混产品，Dilink 智能网联系统搭载于唐、元新款车型，公司产品竞争力全面提升。2018 年来，多款改款车型（唐、宋）和新款车型（秦 Pro 和元 EV）上市打开新的产品周期，预计公司凭借完善的产品布局依旧在市场居于领先地位。

图表 51：比亚迪优势车型情况



注：气泡大小代表2018年销量规模，宋的气泡被E5覆盖

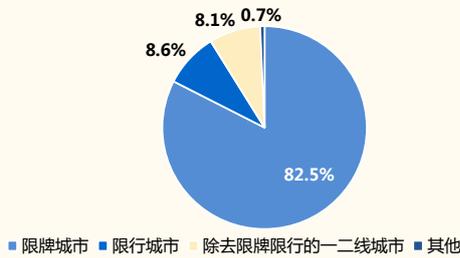
注：气泡大小代表2018年销量规模

来源：公司公告，第三方数据，国金证券研究所

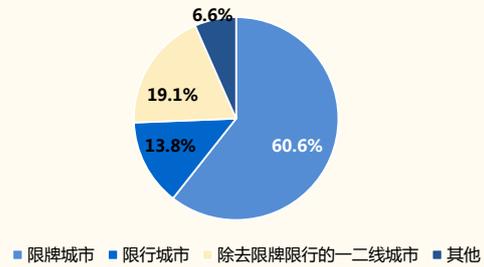
- 优势之一：总销量向非限牌、非限行城市下沉，纯电车型更明显。

图表 52：比亚迪车型销量城市占比

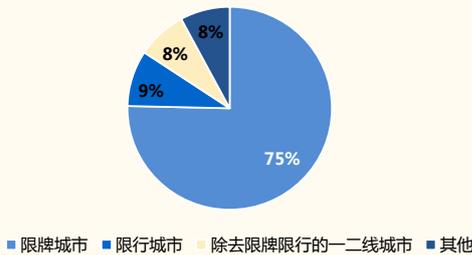
2017纯电：限牌城市占比82.5%



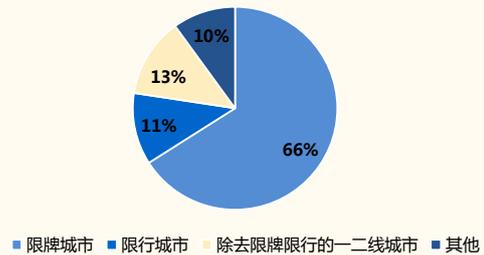
2018前11月纯电：限牌城市60.6%



2017插电：限牌城市占比75%



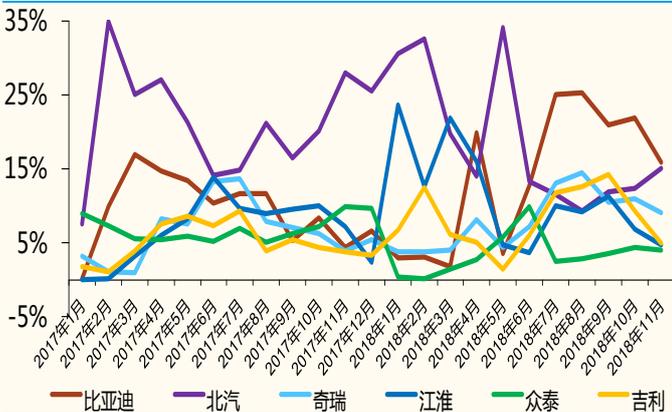
2018前11月插电：限牌城市占比66%



来源：第三方数据，国金证券研究所

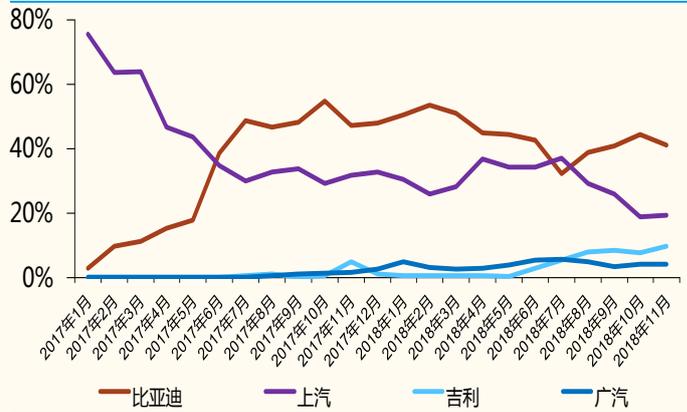
- 优势之二：纯电/插电市占率均居龙头地位。在市占率上，插电车型市占率长期居于 50% 以上，龙头地位稳固；纯电车型市占率约 10-20%，相比 2017 年大幅提升。

图表 53：2018 年纯电动车型市占率提升，居 TOP1



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：插电车型占据市场半壁江山



来源：公司公告，国金证券研究所

- 优势之三：产品布局完善，兼顾纯电和插电。公司当前新能源车型已全面覆盖轿车、SUV 和 MPV 车型，且兼顾纯电和插电市场。未来将未来还计划推出 B 级汉系列轿车及 C 级明系列 SUV 车型。
- 优势之四：技术实力领先，产品竞争力长期向上。其一，牢牢把控三电技术并不断迭代，核心零部件技术实力领先。2017 年比亚迪专利强度领先侧面印证技术实力。其二，电控 IGBT 技术进展取得突破，支撑产品力提升。IGBT 是用于控制电路通断的机关，是新能源汽车电控的核心零件（占电控总成本 41%），我国 IGBT 国产化率仅 10%。比亚迪目前推出 IGBT 4.0 芯片，目前搭载至唐 EV 上。

### 3.3 政策端：退补对高续航乘用车影响有限，双积分效果尚未显现

#### 3.3.1 补贴退坡驱动下，车型向高续航、大型化发展

- 新能源汽车放量增大补贴车型基数，预计 2019 年国补规模同比上升 15%。2016 年新能源车累计国补 411 亿元（乘用车 80 亿/客车 326 亿/专用车 4 亿），根据我们的补贴拆分测算，预计 2018/2019 年国补为 401/461 亿元，同比上升 12%/15%。

#### 乘用车：高续航车型影响有限

- 网传补贴方案对高续航车型影响较小。2019 年网传补贴方案中续航 200km 以下车型补贴将取消，200~250km 车型退坡 38%，250~300 退坡 29%，300~400km 车型退坡 24%，400~500km 车型退坡 10%，500km 以上车型补贴不退坡，高续航车型的销量相对较小。

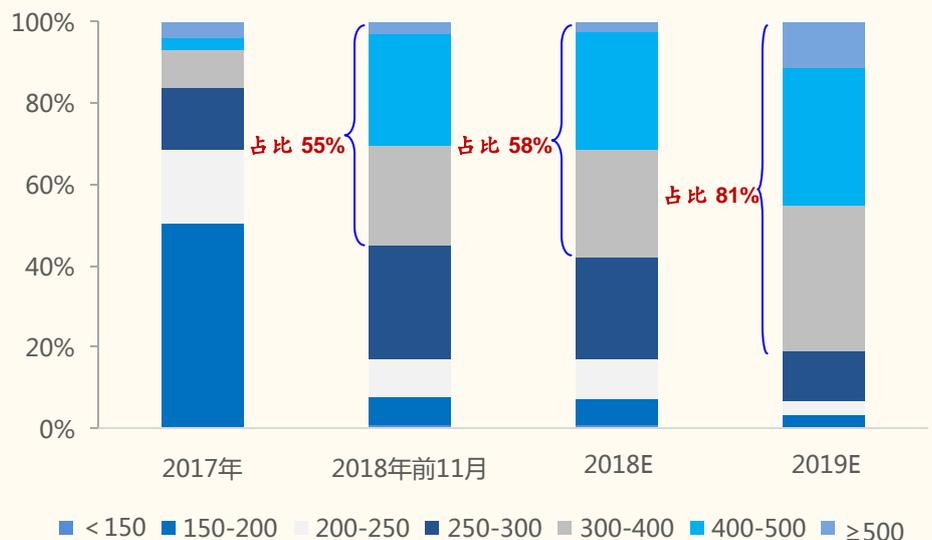
图表 55：网传补贴方案对高续航车型的影响较小（万元）

	100≤R<150	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	400≤R<500	R≥500
2015 年	3.15	4.5	4.5	5.4	5.4	5.4	5.4
2016 年	2.5	4.5	4.5	5.5	5.5	5.5	5.5
2017 年	2	3.6	3.6	4.4	4.4	4.4	4.4
2018 年过渡	1.4	2.5	2.5	3.1	3.1	3.1	3.1
2018 年		1.5	2.4	3.4	4.5	5	5
<b>2019E</b>		<b>0</b>	<b>1.49</b>	<b>2.41</b>	<b>3.42</b>	<b>4.5</b>	<b>5</b>
变动幅度							
2017 年	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
2018 年过渡	-30%	-31%	-31%	-30%	-30%	-30%	-30%
2018 年	-100%	-58%	-33%	-23%	2%	14%	14%
<b>2019E</b>		<b>-100%</b>	<b>-38%</b>	<b>-29%</b>	<b>-24%</b>	<b>-10%</b>	<b>0%</b>

来源：工信部，国金证券研究所预测

- 2018 年销售结构已向高续航转移，部分缓解退坡影响。2017 年续航 200km 以下车型占比 50%，2018 年前 11 月比例降至 8%，续航 200~250km 车型占比为 9%，续航 300km 以上车型上升至 55%（vs 2017 年 17%），销售结构趋于良好。

图表 56：2018 年前 11 月纯电动乘用车销量向续航 300km 以上车型倾斜



来源：第三方数据，国金证券研究所

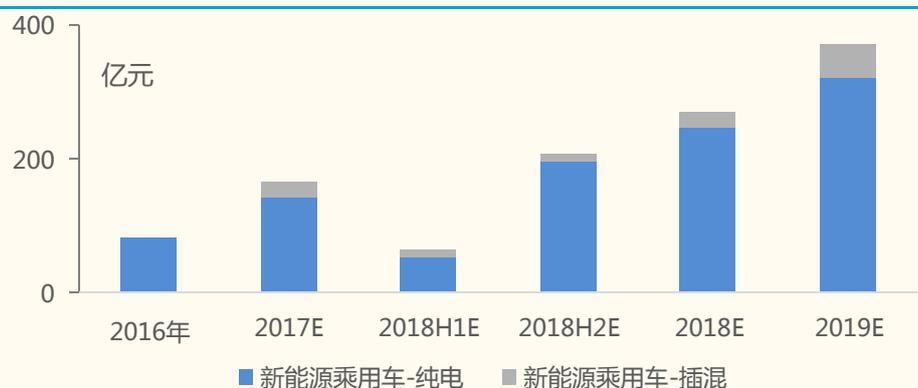
- 随着高续航车型的渗透率提升，预计 2019 年新能源乘用车国补增长。2016 年新能源乘用车累计获得补贴 80 亿，补贴数量约 19 万辆（占当年新能源乘用车销量的 55%），单车补贴约 4.34 万元。根据补贴退坡趋势，我们假定：
  - 1) 2017/2018/2019 新能源乘用车补贴车型数量占销量的比例分别为 85%/89.5%/89%。
  - 2) 2019 年纯电动乘用车补贴方案按照网传方案，不设过渡期，插电混动车型补贴退坡 20%，标准补贴为 1.76 万元。
  - 3) 2017 年各车型销量采用实际值，2018/2019 年终端销量预测分别为 74/97 万辆，2018/2019 年  $100 \leq R < 150$ 、 $150 \leq R < 200$ 、 $200 \leq R < 250$ 、 $250 \leq R < 300$ 、 $300 \leq R < 400$ 、 $400 \leq R < 500$ 、 $R \geq 500$  分别销售结构占比为 1%/6%/9%/22%/23%/26%/2% 和 0%/4%/4%/17%/47%/45%/15%。
  - 基于以上假定，我们预计 2017/2018/2019 年新能源乘用车补贴分别同比+106%/+48%/+38%，2019 年乘用车补贴实际呈增长态势。

图表 57：2016 年新能源乘用车补贴详情

	1 批	2 批	3 批	合计
数量 (万辆)	15	2	2	19
金额 (亿元)	64	8	9	80
单车补贴 (万元)	4.32	4.19	4.7	4.34

来源：工信部，国金证券研究所

图表 58：预计 2019 年新能源乘用车补贴升高（国补）



来源：工信部，国金证券研究所预测 注：2016 年数据不区分纯电和插电混动

#### 商用车：单位电量补贴下调已被市场反映

- 网传方案单车补贴上限不变，单位电量补贴下调。网传补贴方案中非快充类纯电动客车补贴标准由 1200 元/wh 降至 800 元/wh，但单车补贴上限维持不变，相比 2017 年/2018 年近 40% 的退坡幅度变化较小。
- 随着高续航车型的渗透率提升，预计 2019 年新能源客车国补同比下降 22%。2016 年新能源客车累计获得补贴 327 亿，补贴数量约 9 万辆（占当年新能源客车销量的 61%），单车补贴约 36.8 万元。根据补贴退坡趋势，我们假定 2017/2018/2019 年新能源客车补贴车型数量占销量的比例分别为 88%/86%/85%，2018/2019 年销量分别为 9.2/9.5 万辆，2019 年补贴方案参照网传方案上限不变，预计 2019 年补贴金额同比下降 22%。

**图表 59：2016 年新能源客车补贴详情**

	1 批	2 批	3 批	合计
数量 (万辆)	1	5	3	9
金额 (亿元)	26	190	111	327
单车补贴 (万元)	31.63	36.05	39.74	36.81

来源：工信部，国金证券研究所

### 3.3.2 双积分效应暂未显现，价格未来或将上涨

- **现状：受供求关系影响，目前双积分交易价格低于 1000 元。**目前的积分交易平台只是满足了 2016、2017 年积分交易的需要，两年合计 CAFC 负积分为 311.89 万分，可用于交易的 NEV 正积分为 277.95 万分，两者比例约为 1.12:1。在企业充分转让和受让积分之后，负积分总额将降至在 80 万左右，与正积分形成约的 1:4 的供求关系，对价格造成了一定的压力。
- **未来：或将涨价，成为新能源汽车产业推手。**2019 年后，里程、电耗水平、百公里电耗门槛约束及电池能量密度等指标均有可能纳入双积分考核指标。随着考核指标的严格化，负积分的交易需求量或将增长，届时，交易市场的供求关系会发生变化，供求关系回升 1:1.3-1.5，积分价格将有提升

### 3.4 爆款车型：由燃油车推演，怎样的电动车将脱颖而出？

- **电动车消费现状：各市场维度格局雏形已现，优势车型持续推出。**
  - **从整体出发，热销车型具哪些特点？**成为具竞争优势的热销车型，有两点特征，一是战略明晰，在确定目标客户群体基础上做最佳性价比策略；二是，相比对应的燃油车竞争对手有自身的闪光点。**目前续航里程 300~450 公里、售价 8~10 万和 13~15 万元两档、外观“合眼缘”、驱动/高压系统/智能配置等综合性能强、具几个区别于燃油车体验感亮点的电动车最有可能成为主流消费车型。**
  - **从单一车型车发，探究不同档位车型卖点。**纯电动车型可分为五档。**第一，A00 微型轿车，**售价 4~7 万，主打价格优势，代表车型北汽 EC、奇瑞 eQ1 等。**第二，A0 级 SUV，**售价 8~12 万，在性价比优势基础上拓展外观、配置等 1~2 个亮点，代表车型为比亚迪元 EV。**第三，A 级轿车，**售价 12~16 万，以高续航及快充优势从运营车切入，代表车型为吉利新帝豪、比亚迪 E5 等。**第四，中型车，**售价 18~30 万，以 Marvel X、拟推出的唐 EV 为代表，空间大，配置亮眼。目前车厂还是以补贴为导向，仅少数车厂布局中型车区间，未来与合资厂竞争。**第五，以蔚来 ES8 为代表的从高端切入的车型，**售价高于 30 万。而对于插混，售价高于同级别燃油车 3~8 万，为未来合资品牌发力点。

图表 60：各档位车型以战略、设计、性价比等有效卖点迅速抢占市场

纯电动汽车：热卖车型分为五档



插电混动汽车：售价高于燃油车3~8万（除华晨宝马5系Le外），合资品牌发力点之一

- 主要亮点：牌照属性（以上海为代表）、续航增大以及部分电动车体验感的溢价
- 代表车型：比亚迪唐、华晨宝马5系Le

来源：公司公告，国金证券研究所

- 燃油车消费现状：中低价位 SUV 受到热捧，自主品牌受到认可。
  - 我国汽车消费市场逐步走向成熟，总量上增速显著放缓外，结构上呈现出消费群体年轻化、购车价格总体向上突破显现、SUV 车型受青睐程度增加三大趋势。自主品牌近年来产品实力增强，也成为消费者重点选择。
  - 自主品牌在中低价位车型市场持续热销，中高价位仍然是合资品牌天下。价格越高，消费者对品牌和品质的追求越发强烈，二胎放开产生了 7 座大 SUV 市场的热销，但仍不敌豪华品牌带来的品牌溢价和豪华舒适感。具体体现为：9 万元以下的低价车型消费者对价格极为敏感，9-15 万元的消费者对实用性和口碑有更高要求，15-30 万元的消费者则更注重空间和品质，30 万元以上的消费者则极为注重品牌。

图表 61：各个价格区间内轿车市场特点

价格区间	细分市场消费者特征	热销车型	热销车型特点
9 万元以下	对品牌关注度不高，但对性价比、配置极为关注	宝骏 310	价格实惠、配置更高
9-15 万元	对价格依旧敏感，合资领先车型前期保有量大、口碑好，具有吸引力	大众朗逸	保有量大、口碑好、动力不俗、配置相对较高
15-30 万元	追求更大、更新、更有品质的车型	大众迈腾	外观大气时尚、技术较新、整车品质相对较高
30 万元以上	对品牌关注度高，空间要求不高	奔驰 C 级	奔驰品牌价值凸显，豪华感突出

来源：国金证券研究所

图表 62：各个价格区间内 SUV 市场特点

价格区间	细分市场消费者特征	热销车型	热销车型特点
9 万元以下	对品牌关注度不高，对性价比、配置、空间较大要求和轿车市场相比对品牌要求不高，价格敏感度较高，但对大空间和配置要求高	宝骏 510	价格实惠、配置高、空间大
9-15 万元		哈弗 H6	同价位 SUV 中空间最大，动力不俗，配置符合消费者喜好
15-30 万元	对空间、功能性和产品品质有更高要求	大众途观/途观 L	保有量大、口碑好、空间大、产品相对更新
30 万元以上	相比大 7 座普通 SUV 更有市场更青睐豪华 SUV，品牌价值与豪华感的重要性优于空间表现	奔驰 GLC	空间一般，但奔驰品牌价值凸显，豪华感突出

来源：国金证券研究所

- **燃油车向电动车推演：**为价格、外观、性能、内饰、品牌五个属性的综合得分，其中价格为先导因素，优势车型为在各价格档位实现其他四个属性的最佳搭配。而对于未来趋势，合资及国外品牌进入及自主品牌上探将填补中高端市场空白，A级 SUV 及豪华车竞争蓄势待发，车型重心由价格优势向性能、品质转移，电动车车型评价走向多元化。

#### 四、零部件环节逐步分化，关注新兴增量市场及特斯拉产业链

##### 4.1 传统汽车零部件承压，估值处于低位

- **车市低迷下，传统汽车及汽车零部件厂商承压。**在新能源汽车渗透率仍较低的前提下，汽车整体板块受传统汽车市场低迷拖累，近一年跑输大盘，从 2018 年近一年变动来看，汽车与汽车零部件指数低于沪深 300 指数 9pct。大行业背景下，传统汽车零部件企业出货承压；而若主攻进口替代的渗透率提升路线，在国外零部件厂商技术较成熟情况下，国内零部件厂商需在成本和技术上达到平衡，进展相对缓慢。

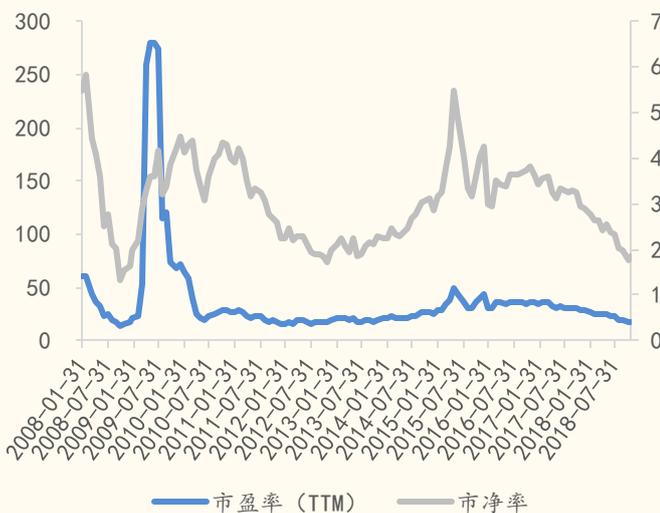
图表 63：行业表现情况

指数	最新价	一月变动 (%)	三月变动 (%)	一年变动 (%)
WIND 汽车与汽车零部件指数	6,306.12	2.55	-7.49	-31.82
汽车零部件指数	4,757.97	3.25	-7.45	-31.58
沪深 300	3,128.43	0.60	-4.85	-22.39
WIND 汽车与汽车零部件指数-沪深 300		1.95	-2.64	-9.43
汽车零部件指数-沪深 300		2.65	-2.60	-9.19

来源：wind，国金证券研究所

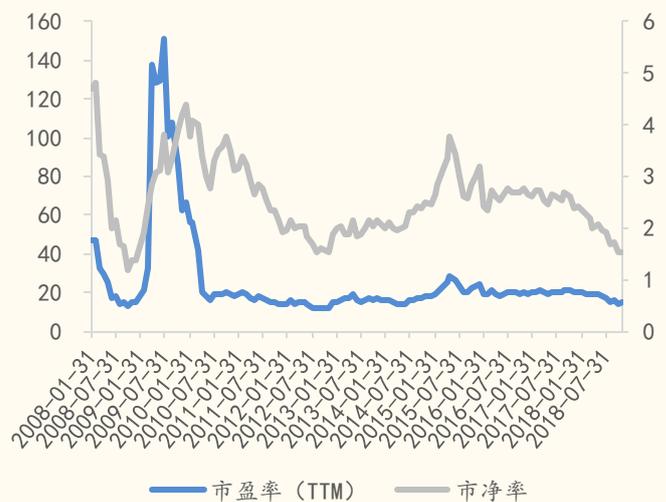
- **汽车零部件板块估值处十年以来的低位。**从历史来看，零部件板块估值在经历 2009-2010 年急剧拉升后，从 2011 年起进入较为平缓的阶段；2015-2016 年由于电动车、自动驾驶概念的行情拉动，有小幅震荡，PE 在 30 倍左右；而 2017-2018 年随车市增速放缓、贸易战影响，汽车零部件板块估值进一步下行，截至 2018 年年底，PE 接近 17-18 倍、PB1.8-1.9 倍，处十年以来的低位。

图表 64：汽车零部件板块估值



来源：wind，国金证券研究所

图表 65：汽车与汽车零部件板块估值



来源：wind，国金证券研究所

- **偏传统零部件投资逻辑：把握下游客户+新能源/智能驾驶布局两条投资主线。**零部件作为整车上游企业，其业绩与客户销量挂钩，优质客户的绑定和深化合作能够缓解行业下行带来的业绩下滑，降低周期性波动。此外，技术领先、布局前瞻的公司有望在“电动化、智能化、网联化”的行业变革中提升自身议价能力，重塑竞争格局，收获中长期的增长。因此，基于“下游客户+新能源智能驾驶布局”的投资逻辑，我们推荐下游客户质地优异或在新能源和智能驾驶领域布局领先的公司。

### ■ 华域汽车

- **客户质地优异，结构向多元化发展。**公司客户集中在上汽集团下属企业，2017 年上汽系企业收入占比近 48%。与此同时，公司积极拓展集团外客户合作，与一汽大众、广汽等企业建立合作，客户结构逐渐多元化。
- **新能源汽车和智能驾驶布局加速推进，成为新的增长点。**公司下属公司全面覆盖新能源汽车核心零部件，华域电动（驱动电机等零件）已获得大众全球 MEB 平台定点意向。自动驾驶领域，2016 H1 公司完成 24GHz 后向毫米波雷达的功能样件开发和 77GHz 前向毫米波雷达的原理样机开发，2017 年底 24GHz 后向毫米波雷达实现量产。2016 年 10 月，与韩国摄影镜头模块专业制造商与半导体设备供货商 Cammsys 签署协议在车载前视系统领域开展技术合作，在智能驾驶领域布局领先。

### ■ 精锻科技

- **需求端：充分受益于大众产品周期，订单持续增加。**大众为公司最大客户（占比 40%以上），2018-2020 年大众将投放 30 余款改款/新款车型，公司充分受益产品周期订单释放。2017 年公司在大众（大连）DQ200 双离合自动变速器（DCT）供货份额上升至 140 万套的 80%（原 90 万套的 40%），2018 年又收到大众（天津）DQ381 双离合自动变速器 100 万台套 80%配套份额，预计 2019 年下半年批量供货。此外，预计 2020 年起配套上汽变速器 DCT280 差速器总成项目（上汽荣威系列）。
- **供给端：产能扩张打开增长空间。**2015 年至今公司受制产能订单完成率仅 70%，公司积极布局新产能，建设本部第四厂区来生产电机轴和铝合金涡盘等，于天津新设工厂并在宁波收购宁波诺依克扩张产能，天津工厂预计与 2019 年投产，预计产能瓶颈打破市场业绩增量。

### ■ 福耀玻璃

- **优质而分散的客户结构降低了经营风险。**公司客户几乎覆盖了所有国内外主流汽车品牌，包括丰田、大众、福特、通用、现代，以及国内领先厂商，如上汽、北汽、东风汽车等。公司与最大客户的业务仅占收入的 4.76%，前五大客户占比 16.04%，并与多数客户保持长达 20 年的合作关系，市占率全球第二的行业地位，给了公司一定的议价能力。
- **美国工厂扭亏为盈，产销量逐渐爬坡。**前三季度美国工厂实现净利润 3231 万美元，公司海外业务收入同比增长 22.31%，远高于国内业务增速。2018 全年美国项目预计销量 310 万套，2019 年达 390 万套。福耀在美国市场占有率约为 16%，上升空间较大，随着美国二期项目建成，且俄罗斯工厂将来可能进军欧洲市场，海外业务有望成为新的利润增长点。

### ■ 敏实集团

- **客户辐射全球，增长更稳健。**敏实于 1998 年打入通用及大众。随后 1999-2002 年先后进入马自达、本田、福特、铃木采购系统。目前其客户销售占全球汽车市场销售的 80%。生产方面，公司在全球经营 40 余家工厂，主要 6 处位于德国、墨西哥、美国及泰国，生产的全球化提升了公司的服务能力。
- **新能源与汽车电子业务业绩逐渐释放。**1) 新能源业务方面：2016 年 8 月敏实与美国克林威孚成立合资公司开发电驱动系统，2017 年 4 月电驱动系统 M 系列试产。2) 汽车电子业务方面：2016 年 2 月公司成

立宁波敏实汽车电子负责汽车摄像头模块生产制造。2016年7月宁波春晓基地正式投入使用，规划产能600万颗。此外，新产品ACC雷达天线罩，已接到大众、本田订单，在2017年陆续交付。

#### ■ 星宇股份

- **客户资源优质，在手订单充足，带动产能释放。**2017年公司新增吉利、上汽通用五菱、众泰、奇瑞和捷豹路虎五家重要客户，随着第一大客户一汽大众的新车周期爆发，对公司收入形成有力支撑。2017年及2018年上半年星宇股份各承接车灯项目72和35个，新接订单将在2019年集中批产释放。产能方面，佛山星宇二期工程正按计划推进建设，预计于2019年二季度投产；星宇智能制造产业园项目一期工程已动工，预计于2019年四季度投产。
- **LED灯渗透率持续上升，将成为营收新增长点。**随着T-ROC车系（全系配备LED）上市，LED灯的使用已下沉至15万元车型。预计LED灯市占率每年保持4%的增长，到2020年LED灯渗透率将达到20%。公司LED前照灯均价为1000元，是卤素灯价格的2倍以上。公司提前布局AFS、ADB灯的研发，已完成高分辨率成像式智能前照灯系统、矩阵式ADB自适应远光灯两款智能车灯的研发工作，未来将受益于LED向智能车灯升级的趋势。

#### ■ 拓普集团

- **NVH业务随行业增速放缓承压，但凭借与优质客户（吉利、通用）的同步开发与绑定，预计增长稳健。**公司减震器和内饰功能件主要供货于吉利、通用、上汽等优质客户，吉利2018年逆势增长支撑2018年业绩，通用全球项目订单逐渐兑现，支撑业绩稳健增长。吉利计划在2020年实现年产销200万辆，上海通用则目标实现在国内乘用车市场占有率超过10%，公司将充分收益下游客户成长。
- **中期轻量化铝合金产品和福多纳高强度钢底盘产品逐步放量。**公司轻量化主要产品有控制臂/电池包与大型车身结构件/转向节/轻量化底盘等，供货于吉利/北汽/一汽/广汽乘用车/长城等，并陆续进入特斯拉和国内造车新势力（蔚来/威马）供应链，已经进入收获期。2017年底公司收购福多纳（主营高强度钢底盘）100%股权，与原有铝合金底盘构成两大底盘轻量化产品布局。当前福多纳产能不能满足吉利需求，预计被收购后产能扩张业绩增长提速。

### 4.2 新能源汽车零部件增量空间大，盈利能力相对较强

- **相比传统汽车零部件，新能源汽车零部件增量空间更大，毛利率更高，其享受更高的估值。**1) 从行业层面来看，新能源汽车增长保持强势给零部件提供较大增量空间。2) 从盈利能力看，新能源汽车零部件面临的技术环境更加复杂，制造工艺要求更高，因而其毛利率高于传统汽车。例如：电动涡旋压缩机毛利率（约30%+）高于传统的涡旋及斜盘压缩机（约20%+）。3) 从估值看，截至2018年年底，新能源汽车板块PE为23，新能源汽车零部件板块PE为20，高于汽车及汽车零部件整体板块。

图表 66: 新能源汽车板块 PE 高于汽车板块整体 PE



图表 67: 新能源汽车零部件 PE 高于整体零部件 PE



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

- **新能源汽车新增子行业供应链为投资重点。**新能源汽车崛起，全球汽车零部件制造产业洗牌加剧，未来是优势企业不断提升其集中度的过程。同时，下游整车厂产销量进一步提升后，出于成本控制，零部件厂商存在毛利率下降风险，但部分企业能以大批量产销实现的规模优势冲抵。现阶段以热管理、高压零部件为代表的纯增量市场以及细分领域的龙头为投资重点。我们认为热管理行业、高压零部件作为边际技术迭代的新增市场，市场格局将在 1~2 年内逐渐分化，建议关注行业龙头标的。

#### 4.2.1 热管理：高续航化趋势带动新增量

- **热管理是新能源汽车产业高速成长的子行业之一。**目前电动车单车热管理系统价值 5000 元，市场超 100 亿。
  - 高续航趋势推动热管理重要性提高。热管理系统影响安全、电池寿命和电动车的续航能力，随着电动车单车载电量的增加和电池能量密度的提高，热管理重要性不断提升。
  - 热管理行业有一定门槛。电动车热管理的范围、实现方式及零部件都发生了很大的改变，对于行业外的企业而言，技术难度和门槛较高；
  - 市场规模方面，我国新能源车 2017 年产量 79.4 万辆，2018 年约 120 万辆；预计 2020 年产量达到 225 万辆，市场达 113 亿；
  - 电动车热管理新生零部件，如电动压缩机、电子水泵、电池冷却器、冷却板、电子膨胀阀等，合计单车价值超 3000 元，新增市场近 70 亿。

图表 68: 新能源车热管理市场增量 (2020 年) 与受益公司

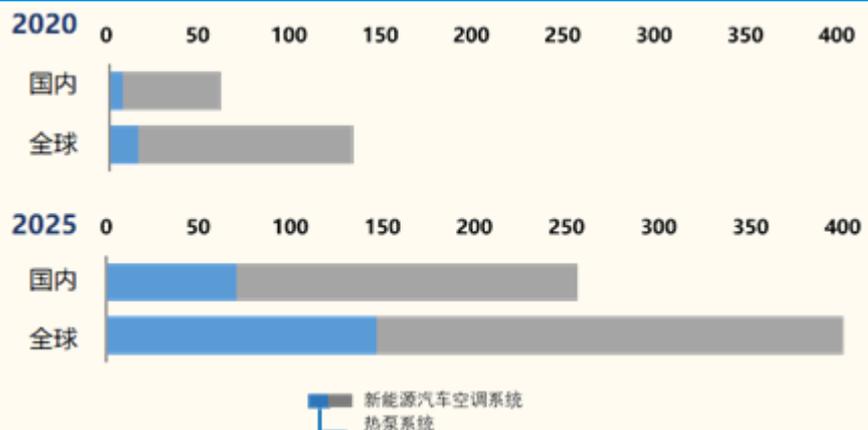
新能源车热管理		价值 (元)	中国市场 (亿元)	全球市场 (亿元)	国产 渗透率	国外厂商	国内厂商
全系统	整车热管理	5000	113	250	40%	电装,汉拿,马勒,法雷奥	整车厂、奥特佳
	空调	2300	47	104	50%	电装,汉拿,马勒,法雷奥	奥特佳,华域,协众,松芝
	热泵空调	3300	7	17	10%	电装,汉拿,法雷奥	奥特佳
子系统	电驱和元件	700	16	35	70%	电装,汉拿,马勒,法雷奥	奥特佳,三花,银轮,八菱科技
	电池热管理	2000	45	100	20%	电装,汉拿,马勒,法雷奥	奥特佳
零部件	电动压缩机	1500	34	75	60%	电装,汉拿,三电,松下	奥特佳,海立,华域,重庆建设
	冷凝器	100	2	5	80%	电装,汉拿,马勒,三电,	松芝,威乐,江苏鑫通
	热膨胀阀	50	1	3	80%	电装,一鹭宫,不二工机	三花,宁波松鹰,威乐,浙江新劲
	蒸发器	150	3	8	80%	电装,马勒,法雷奥,康奈可	三花,银轮,松芝,威乐,康宝

PTC 加热器	200	5	10	50%	博格华纳,法雷奥,马勒,	银轮,八菱科技
电子水泵	750	17	38	40%	马勒	西泵,三花
电池冷却器	200	5	10	50%	马勒,康奈可	三花,银轮
冷却板	600	14	30	60%	法雷奥	银轮,三花
电子膨胀阀	150	3	8	80%	不二工机,丹佛斯,艾默生	三花
阀门	150	3	8	80%	不二工机,电装,一鹭宫	三花,宁波松鹰,
低温散热器	300	7	15	70%	电装,马勒,康奈可	银轮,八菱科技
导热材料	250	6	13	80%	杜邦,霍尼韦尔,大金	巨化
控制器传感器	300	7	15	60%	博世,大陆,森萨塔	联合电子,航天机电
管路	300	7	15	80%	电装,邦迪	中鼎、腾龙,锦飞,赛特

来源：中汽协，国金证券研究所

- **从趋势看，热泵空调是纯电动汽车制热最佳解决方案。**在动力电池没有突破性进展的情况下要保证低能耗制热，热泵空调是为数不多的可行技术，效能系数比 PTC 加热高出 2-3 倍，可以有效延长 20% 以上的续航里程。
  - 当前电装、法雷奥、翰昂、马勒等国际热管理巨头均已推出车载热泵空调系统且有多款车型问世，国内零部件企业也已形成供应体系。
  - **热泵空调在电动汽车领域深度替代趋势已经显现。**国外搭载技术已经过 5 年验证，日产 Leaf、丰田普锐斯、宝马 i3、大众电动高尔夫均已量产装车；国产电动汽车完成热泵装载从 0 到 1 的突破，荣威 Ei5、荣威 MARVEL X、长安 CS75 PHEV 等三款车型覆盖纯电和混动。
  - **热泵空调的发展为行业带来哪些机会？从趋势上，**国产电动汽车完成热泵装载从 0 到 1 的突破，荣威 Ei5、荣威 MARVEL X、长安 CS75 PHEV 等三款车型覆盖纯电和混动，其中荣威 Ei5 年底销量有望突破 3 万。到 2020 年热泵渗透率可达 10%，2025 年可达 30%。**从单车价值上，**为 3300 元左右，比传统空调高出 1000 元。2017 年电动车空调国内市场规模为 18.3 亿元，预计到 2020 年翻三倍达到 54 亿元；全球市场规模 2017 年为 40.6 亿元，预计 2020 年达到 117 亿元。**从市场空间上，**以 2020 年热泵系统 10% 的替代率计算则有超过 16 亿空间，2025 年 30% 渗透率市场空间将近 150 亿元。

图表 69：新能源车空调系统市场规模（亿元）



来源：中汽协，国金证券研究所

- **热管理行业前三季度业绩平均增长 15%，成长远景可期。**受传统汽车销量不佳及未来销售预期承压拖累，前三季度热管理相关企业业绩平均增幅在 15%。**现阶段来看，**国外整车厂热管理系统延续与一级供应商合作的趋势，通常交由供应商外购散件，而自身做设计组装。**而未来液冷系统随渗透率、**

总量提升，将进一步向平台化趋势发展，整车厂将与一级供应商加深合作或完全转移到供应商。热管理是完全新生的纯增量市场，建议关注具备热管理整车系统或子系统配套能力的供应商，以及关键零部件配套能力的供应商，如三花智控、银轮股份、中鼎股份。

图表 70：热管理行业相关标的

相关标的	新能源汽车热管理相关业务	前 3 季度营收增长	前 3 季度净利润增长
银轮股份	热交换器、车用空调	23.4%	18.1%
三花智控	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	15.0%	4.5%
中鼎股份	电池冷却系统、胶管、管路总成、水箱	11.6%	10.5%
西泵股份	水泵、电子泵、可变流量机油泵、电子真空泵、电子压缩机泵等	11.4%	5.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

### ■ 三花智控

- 系全球制冷控制元器件龙头，切入新能源车热管理领域。电子膨胀阀、四通换向阀、微通道换热器市占率全球第一，截止阀全球第二；汽车热膨胀阀市占率国内第一、全球第二，新能源汽车热管理系统为未来主要增长点。
- 配套新能源车热管理零部件价值 1500-2200 元，新增市场超 300 亿。
- 最主要的增长来源于电子膨胀阀，凭借规模效应、技术以及质量的优势保证了维持较高的市场占有率和毛利率。预计 2025 年公司膨胀阀市场空间约 11 亿元，对应净利润约 1.3 亿元，有翻倍的增长空间。
- 绑定热管理一级供应商稳定发展，国际前五大热管理供应商其中四家法雷奥、马勒、汉拿、空调国际都是三花汽零的主要客户。
- Model 3 产量对于公司至关重要。公司独家供应特斯拉 Model 3 热管理零部件，单车价值 2000 元，11 万产量带来营收约 2.33 亿元，20 万产量带来营收 4.08 亿元。
- 逐步进入各大整车厂供应链，预计 2020 年新增营收 12 亿元，2025 年新增 41 亿元，对应净利润分别约为 1.7 亿、5.7 亿元。
- 预计 2018-2020 年净利润分别为 12.7 亿、14.9 亿、15.8 亿元。给予目标价 16.83 元，对应 2018 年 28x 估值，买入评级。

### ■ 银轮股份

- 热交换器随着自主品牌的高速增长而发展。乘用车热交换器营收占比为主要增长来源，前五大客户福特、吉利、广汽、长城、长安，有望继续随自主品牌的高速增长而发展。中冷器增量主要来自乘用车涡轮增压发动机的渗透率提升，新增订单长安 40 万套、广汽 20 万套，且有美国通用和上汽通用订单释放。升级冷却模块配套供应吉利，提高利润率，提升市占率。
- 热管理业务持续开拓新用户。2018 年热管理业务全面开花，在合资品牌及国外供应商实现 5 大突破：第一，打入吉利领克平台，于 2021 年量产，338 万套供货量；第二，成为捷豹路虎（顶级品牌）D4、P4 发动机油冷器供应商，2020-2021 年开始供货，共 225 万台；第三，电池水冷板通过 GM（全球通用）审核；第四，成为德国采埃孚变速箱油冷器供应商。第五，被确定为东风雷诺发动机机油冷却器供应商，预计于 2020 年供货，订单总额约为 1 个亿（127 万台）。

- 预计 2018-2020 年净利润分别为 3.7 亿、4.5 亿、5.0 亿元。给予目标价 11.65 元，对应 2018 年 25 倍估值，买入评级。

#### ■ 中鼎股份

- **车用非轮胎橡胶件行业龙头，新能源车业务快速增长。**公司分别占据国内国际 10%与 3.84%的市场份额，营收位列全球非轮胎橡胶件企业第 13 位，国内第一。新能源车业务占比 8.5%，获得核心密封技术，升级冷却管路总成供应商，直接受益于液冷系统渗透加速，获特斯拉、宁德时代订单认可。
- **新产能上马在即，10 倍估值凸显投资价值。**公司拟发行 12 亿可转债新建年产 1,500 万标米冷却系统管路总成产线、177 万件/年控制臂部件产线及升级减震橡胶产线。
- 预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 12.36 亿、13.86 亿、15.98 亿，给予目标价 15.18 元，对应 2018 年 15x 估值，买入评级。

#### 4.2.2 高压零部件：100 亿高压线束市场值得关注

- **高压线束是新能源汽车高速成长的子行业之一。**汽车线束市场规模已达千亿。传统汽车线束发展较为成熟，与整车厂绑定紧密，属于劳动密集型产业，乘用车线束单车价值在 2500 - 4500 元。而新能源车线束系统单车价值 5000 元，高压线束价值 2500 元，市场超 100 亿。

图表 71：汽车线束系统及零部件市场空间

系统	零部件	单车价值(元)	中国市场(亿元)		全球市场(亿元)		国外厂商	国内厂商
			2020	2025	2020	2025		
传统车低压线束		3500	1012	947	3441	3313		天海,金亭(永鼎),得润, 昆山沪光,长城灯泡厂,
<b>新能源车线束</b>		<b>5000</b>	<b>112</b>	<b>367</b>	<b>173</b>	<b>585</b>	矢崎,住电,德尔福, 莱尼,李尔,古河, 藤仓,Kroschu	南通友星,柳州双飞, 保定曼德,比亚迪线束, 吉利豪达
新能源车低压线束		2500	56	183	125	418		
<b>新能源车高压线束</b>		<b>2500</b>	<b>56</b>	<b>183</b>	<b>125</b>	<b>418</b>		
	高压线缆	1000	23	73	50	167	克洛普,莱尼,Kroschu,住电	亨通光电,鑫宏业,无锡 华澄,宝兴电缆
	高压连接器	1500	34	110	75	251	泰科,安费诺,德尔福, 矢崎,菲尼克斯,	中航光电,永贵,得润,南 京康尼,巴斯巴

来源：中汽协，国金证券研究所

#### ■ 从现状来看：

- **低压线束为竞争激烈的“红海市场”，高压线束壁垒和盈利水平高于低压线束。**低压线束零部件多而杂，70%人工制成导致了较低的毛利和生产效率。我国自主品牌线束厂数量多，单体规模小，集中度低，处于发展的上升阶段。高压线束少了许多零部件，复杂性较低，但定价高、毛利率远高于低压线束。我国企业依托国内新能源车的快速发展而抢占市场。未来则是规模化效应向线束厂集中的趋势，对于产品的毛利及质量都是提升。
- **线束厂、线缆厂以及连接器厂都在进行线束组装的生产，会打包供应给整车厂。**一方面从外资厂来看，主要是由传统低压线束厂及连接器供应商扩展而来，如住电、矢崎、德尔福、泰科、安费诺等，优势在于产品质量高、制成稳定，但价格较高。另一方面从国内厂来看，有从低压线束延伸到高压线束来的如天海集团、昆山沪光，其长期从事线束制造，产线管控优于连接器产商且规模大；其他大多往往是根据整车厂需要进而提供连接器加线束的全套高压系统解决方案，如得润电子、力达、康尼、中航光电、永贵、巴斯巴、八达光电等，由于掌握了核心连接器产品，能够应对小批量线束的生产，在线束总成的价

格和毛利上较有优势；并且与国内整车厂联系紧密，依托国内新能源汽车的快速发展而抢占市场。

图表 72：我国线束厂配套情况

	大众	宝马	戴姆勒	通用	福特	沃尔沃	丰田	本田	日产	马自达	现代	上汽	一汽	东风	广汽	长安	吉利	长城	奇瑞	江淮
矢崎	X			X	X		X	X	X	X	X									
住友电气	X	X	X	X	X		X	X	X	X			X		X	X				X
德尔福	X	X	X	X	X				X		X	X		X				X	X	X
莱尼	X	X	X	X																
李尔	X	X		X	X	X			X					X		X	X		X	
藤仓	X						X	X	X	X										
古河	X		X	X	X		X		X	X										
京信									X	X	X									
比克希	X			X	X		X	X												
Kroschu	X	X	X	X	X															
裕罗											X									
克洛普	X	X		X	X						X									
天海集团				X									X	X				X	X	
得润电子	X	X	X									X	X	X						
上海金亭	X			X		X						X								
长春灯泡	X										X		X	X		X		X		
南通友星					X											X	X			
柳州双飞												X		X						
昆山沪光	X		X	X															X	X
湖北正奥									X					X	X	X		X	X	X

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

#### ■ 从长期趋势来看：

- **高压线束增量主要由连接器贡献，国产化正处进行时。**2017 年我国汽车连接器市场规模约 180 亿元，2025 年可达 270 亿元，增量主要是由高压连接器贡献。国外厂商只有泰科研发投入早、产品全，但国产化还在进行中，价格较贵；国内厂商将其他行业高压大电流连接器应用于电动车，迅速抢占市场占得了先机，下一步要做的就是逐步做成完整的产品系列，加强与整车厂的绑定关系。
- **高压硅橡胶线缆是未来发展方向。**高压硅橡胶线缆具布线的便利性以及耐高温的安全性，目前外资厂商在我国都没有产线，汽车硅胶线都是进口，货期长、价格贵，国内厂商都在加紧开发来弥补技术和产能的空白。
- 我们看好具备线束及零部件综合设计能力且与整车厂绑定的企业，如**中航光电**。看好由消费电子转向新能源汽车连接器且具备设计能力和优秀产线管控能力的潜在企业，如**立讯精密**。

#### ■ 中航光电

- **具军工基因，系中高端连接器龙头。**公司由军工配套厂发展而来，为国内规模最大的军工防务以及互连技术解决方案的供应商，其产品涵盖军品和民品，其中军品占 6 成，业务细分较广且总体市占率达 30%，在连接器领域市场份额较高；民品占 4 成，包括新能源汽车连接器业务（超 25%）和轨交连接器业务。公司军品有望受益于武器装备升级及前期积压订单释放，于 2018 年下半年进入爆发期。

- **新能源汽车连接器市占率超 40%**。公司看好新能源汽车前景，积极布局，营收占公司民品约 35%。其新能源汽车连接器产品附加值高，涵盖单个元组件至连接器集成，已配套比亚迪、江淮、吉利、北汽、雷诺、奇瑞、宇通、中通等国内知名客户群。现阶段其新能源汽车线缆总成产业化项目已启动，近年新能源汽车领域的市场份额有望持续提升。

#### ■ 立讯精密

- **连接器主业实现多元化，居国内第一、全球第八**。公司深耕连接器并围绕其进行多元化布局，产品覆盖声学、Airpods 无线耳机、无线充电、线性马达、FPC 等消费电子类产品。各项业务在 2018 年有望实现全面开花：公司参与 Type C 定制标准，将配合快充技术在三星、华为等机型上应用，有望受益于其推广加速红利；Airpods 产品销量第一，市占率超 28% 并呈持续增长态势；而无线充电业务具利用碎片化时间充电优势，于 2018 年切入 Apple 新机，增量可观；电声器件和线性马达业务有望在下半年集中放量。
- **前瞻布局汽车线束连接器行业**。公司于 2012 年收购源光电装 55% 股权切入汽车电子领域，2013 年收购 SuK 100% 股权拓展汽车结构件业务。产品涵盖汽车线束及 ETC 连接器、雨刮器等结构件，汽车业务营收占比 5%。目前已经配套客户长城、吉利、长安，在高压连接器方面也有布局，有望成为新的业绩爆发点。

#### ■ 永贵电器

- **围绕轨道交通连接器纵向布局，形成多元化发展格局**。公司在国内轨道交通连接器细分领域占据龙头地位，于 2010 年切入新能源汽车领域，于 2016 年收购翊腾电子进军通信连接器，形成轨道交通、新能源汽车、通信、军工四大领域齐头并进的发展格局。在轨交连接器领域，随着 2018-2020 迎来轨交通车里程高峰，公司业务有望实现超 30% 的增速；通信连接器领域未来有望受益于 5G 时代的推进；军工领域主要覆盖主要包括连接器、线缆组件等业务，其军品资质已获取齐全，随军民融合改革、民参军、军转民等方面的步伐不断加快，军工连接器有望成为新业绩增长点。
- **持续完善新能源汽车连接器领域布局**。新能源汽车连接器方面，公司在西南、华东、华南、华中和华北等地设厂布局产能，其产品涵盖连接器、充电枪、充电桩、配电箱、和 BMS 管理系统等核心产品，目前研发的高电压、大电流、小体积电动汽车专用 2 芯、3 芯功率连接器计划逐步推向市场，并切入北汽、比亚迪、奇瑞、东风等优质客户供应链，未来将加速渗透合资车厂，力争其市占率超 20%，未来增速可观。

#### ■ 得润电子

- **深耕电子连接器，系家电连接器龙头，近年向汽车领域拓展布局**。公司是家电连接器的核心供应商，其中在 Type-C 拥多项技术优势。近年积极由传统的消费电子领域（家电连接器、电脑连接器、LED 连接器、FPC、通讯连接器等）向汽车领域拓展（汽车连接器及线束、安全和告警传感器、车载充电模块和车联网等），布局新能源与车联网业务。并通过外延并购扩张提升竞争力，于 2016 年底收购柳州双飞 60% 股权，打入上汽通用五菱供应链；收购 Meta 切入车载充电机全球市场，相继获得中国南北大众 MQB 平台、东风、神龙和宝马 MINI Cooper 电动汽车订单，并于 2018 年开始集中交付，有望增厚业绩

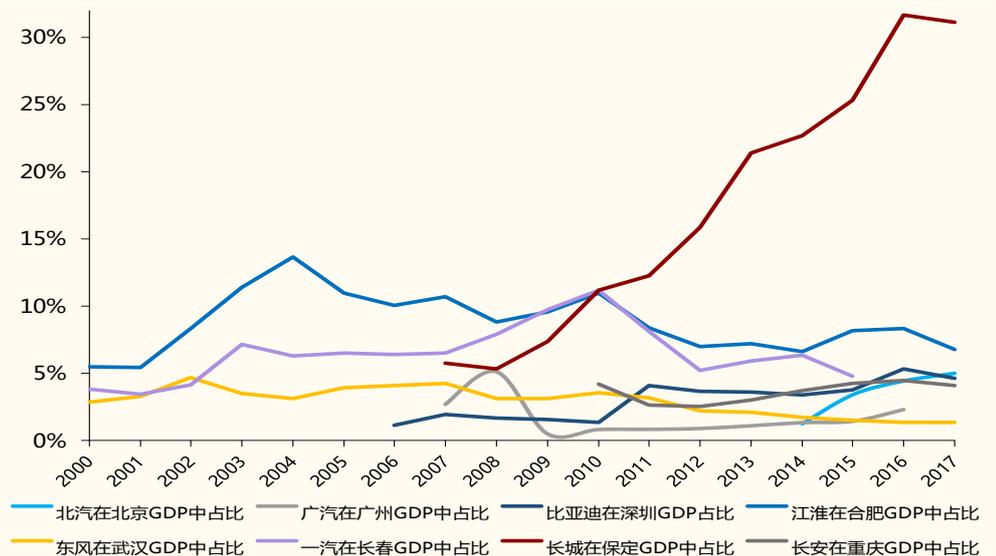
### 4.3 特斯拉产业链：特斯拉上海工厂将改变什么？

- **特斯拉已来。**7月10日，特斯拉（Tesla）与上海临港管委会、临港集团共同签署纯电动车项目投资协议，规划年产50万辆整车的超级工厂——Gigafactory 3落地，具研发、制造、销售功能。特斯拉成为首家独资入华车企。特斯拉将快速推进中国市场，于2019年将建成部分Model 3产线，并打算启用本地采销模式，但也存在在加州完成车身、底盘、电池，在中国进行总装的可能性。以上海项目环评披露的25万辆整车目标来看，将盘活一大批国内本土零部件供应商；也将填补国内25~40万元电动车价格区间产品线，蚕食部分国内电动车企份额。

#### 4.3.1 对于上海：带动当地经济，利好长三角汽车产业链集群

- **整车厂及其产业链对地方GDP带动能力强。**汽车与房地产被并称为保障地方经济、税收和就业的两座山峰，以长城为例，其对保定的GDP贡献近三成；而在汽车制造业量级最大的上海，汽车制造产值占GDP比例达25%。整车及其能带动的上百家零部件产业链仍是各地政府引资的香饽饽。

图表 73：整车厂企业对当地GDP带动作用强



来源：公司公告，国家统计局，国金证券研究所

注：总产值=当期产量\*市价，实务中总产值=当期营收+Δ库存商品市价。由于库存商品市价难以估计，此处只计各企业当期营收

- **特斯拉工厂落地对上海意味着什么？**以特斯拉对加州及弗里蒙特的经济贡献为例，主要包括三个方面：**直接运营项目、一级供应商及多级供应商、特斯拉及供应商员工消费所产生的经济贡献。**特斯拉的业务支持加州超过5.1万个工作岗位（直接业务涉及2.0万人，供应链及人员消费贡献3.1万人）；与2650多家一级供应商合作，交易额达进行20亿美元。而以**整车工厂所在地弗里蒙特**来看，其与一级供应商交易额达1.7亿美元。上海工厂包括25万辆产能，20亿美元投资（不包括电池投资），可能约三分之二以3%~5%的利率由上海政府债务形式资助。上海工厂落地，有利于盘活上海新能源汽车市场、拉动经济，此外，江浙沪地区形成的汽车产业链集群有望受益于此。

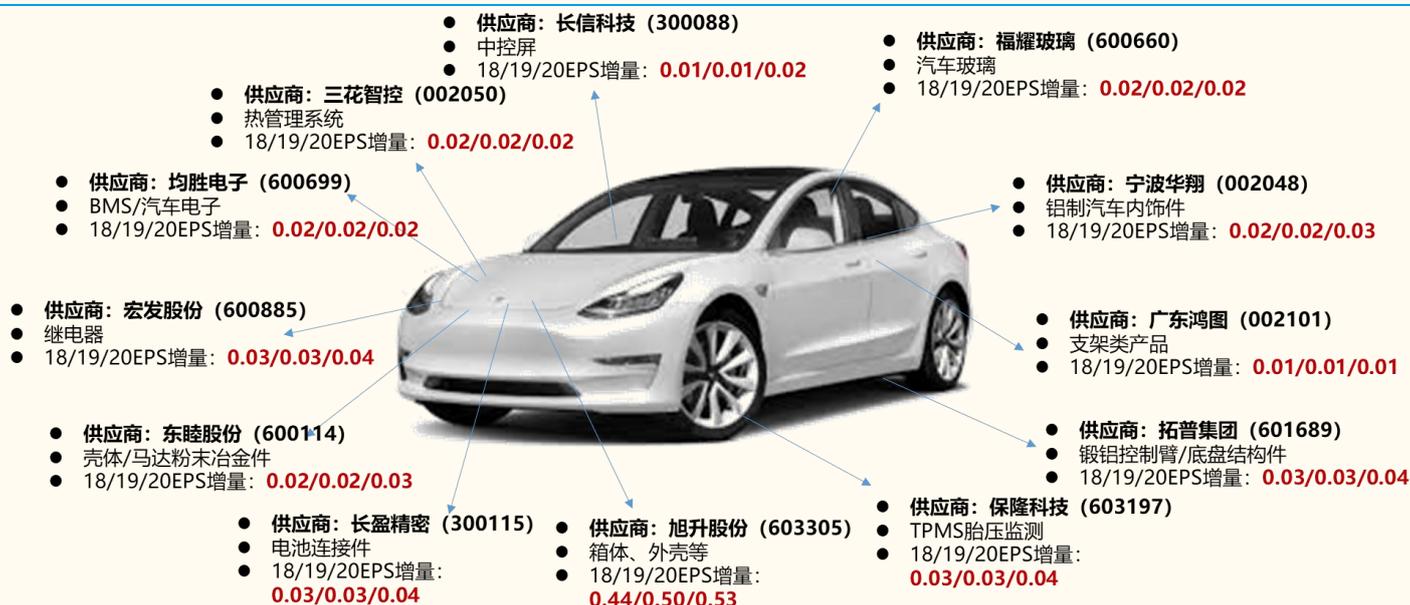
图表 74：特斯拉对加州及弗里蒙特市的经济贡献

特斯拉对加州经济的贡献度				
	员工 (人)	销售活动 (百万美元)	GDP/GSP (百万美元)	工资支付 (百万美元)
直接运营	20189	\$10642	\$2010	\$2106
本地供应链				
一级供应商	10601	\$1994	\$982	\$665
其他级供应商	4108	\$813	\$471	\$301
员工消费活动				
特斯拉员工消费	11504	\$1856	\$1136	\$635
供应商员工消费	5211	\$844	\$516	\$288
<b>总计</b>	<b>51613</b>	<b>\$16150</b>	<b>\$5114</b>	<b>\$3995</b>

来源：IHS，国金证券研究所

- 特斯拉国产化对供应商的业绩增量贡献？上海工厂可能最初以组装业务呈现——即从弗里蒙特运输车身，从 Gigafactory 运输电池 pack 和动力总成，在中国组装。
- 以目前已进入特斯拉的 12 家一级供应商看，假设 2018/2019/2020 年供应特斯拉的汽车数量分别为 25/40/55 万辆，增量 EPS 旭升股份（特斯拉业务占比最高）最大，达 0.44/0.50/0.43，增量 EPS 变动百分比分别为 75%/60%/46%。对于此部分供应商，未来将受益于 Model 3 上量，同时也存在毛利率降低及特斯拉开发二供的风险。

图表 75：特斯拉建厂及产量上升对其直接供应商的影响



来源：特斯拉官网，公司公告，国金证券研究所

注：假设特斯拉 2018/2019/2020 年产量分别为 25/40/55 万辆；另有 31 家间接供应商无法供应量

- 对于潜在供应商，特斯拉供应链的新进入者能获得纯增量业绩。此外，进入特斯拉供应链意味着可能得到国际及国内新能源整车厂认可，带来增量新订单。

图表 76：特斯拉现供应商与国产化潜在供应商

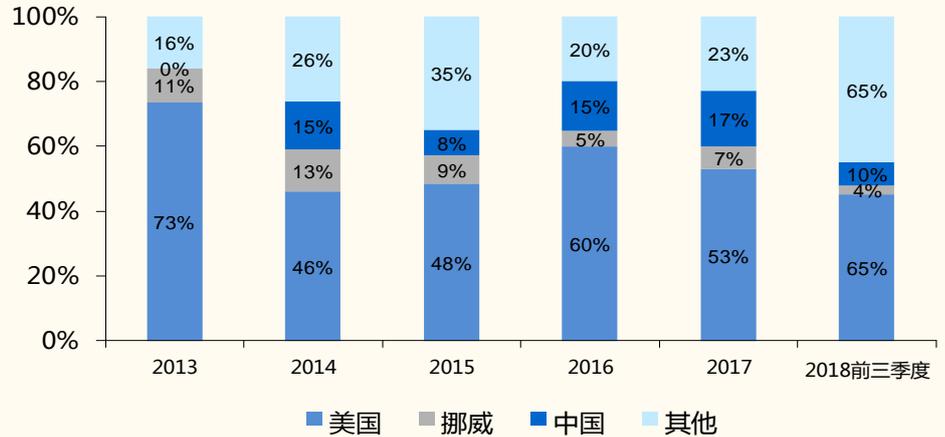
零部件		现供应商	潜在供应商	
锂电池组	电池	松下	CATL	
	负极	日立化学	杉杉股份、贝瑞特	
	正极	住友	华友钴业、天齐锂业	
	电解液	三菱化学	长园集团、天赐材料、新宙邦	
	隔膜	住友	恩捷股份	
	电池铜牌	长盈精密	立讯精密	
	设备	先导智能		
	壳体	旭升股份		
动力总成系统	集成电路	意法半导体 (sic 功能元器件)		
	接触器	泰科		
	PCB 板	沪电股份	东山精密	
	FPC 柔性电路	东山精密		
热管理系统	冷却液	高华		
	热管理系统部件	三花智控	三花智控、银轮股份、中鼎股份	
电驱系统	电机磁体	中科三环	银河磁体	
	减速器	和大工业	双环传动	
	电机控制器	宏发股份 (继电器)	蓝海华腾、英博尔	
	驱动电机	信质电机	华域汽车	
	变速箱箱体	旭升股份	万里扬、精锻科技	
充电桩	磁性材料	天通股份	特锐德	
	逆变器	春兴精工		
	线缆	智慧能源、万马股份		
汽车电子	地图	四维图新	高德、百度	
	摄像头	Mobileye、联创电子、德尔福	欧菲光、金固股份、舜宇光学	
	雷达	法雷奥	德赛西威、华域汽车	
	中控屏	长信科技、蓝思科技	欧菲光	
	GPU	英伟达	景嘉微、全志科技	
车身、内外饰	模具	天汽模	旭升股份	
	铝板	美国铝业、南山铝业		
	雨刮器	博世	贵航股份	
	空调	汉拿伟世通	奥特佳、松芝股份	
	座椅	富卓	继峰股份、天成自控	
	内后视镜	镜泰		
	外后视镜	ADAC		
	方向盘	天合	均胜电子	
	玻璃	旭硝子	福耀玻璃	
	保险杠	摩缇马帝	模塑科技、一汽富维	
	车灯	海拉	星宇股份	
	门锁	德尔福、宜安科技		
	饰条	宁波华翔	京威股份	
	底盘	刹车系统	博世	拓普集团、亚太股份
		NVH	拓普集团	
铝合金压铸件		旭升股份	鸿特精密、万丰奥威、春兴精工、爱柯迪	
轮胎		米其林	玲珑轮胎	

来源：公司公告，国金证券研究所

### 4.3.2 对于特斯拉：抢占战略地，国产化降本冲量

- **中国市场为特斯拉存活的关键战略地。**不同于日韩市场被本地车企占据情形，中国尚未在豪华车领域有绝对竞争力的日主品牌，且在燃油车领域，30 万以上的市场对品牌黏性极高，消费者对价格的低敏感性造就 BBA 的地位难以撼动，中国具绝对的豪华车消费能力。特斯拉有望占领中国电动车高端市场，为盘活需求带来稳定销量的重要一环。

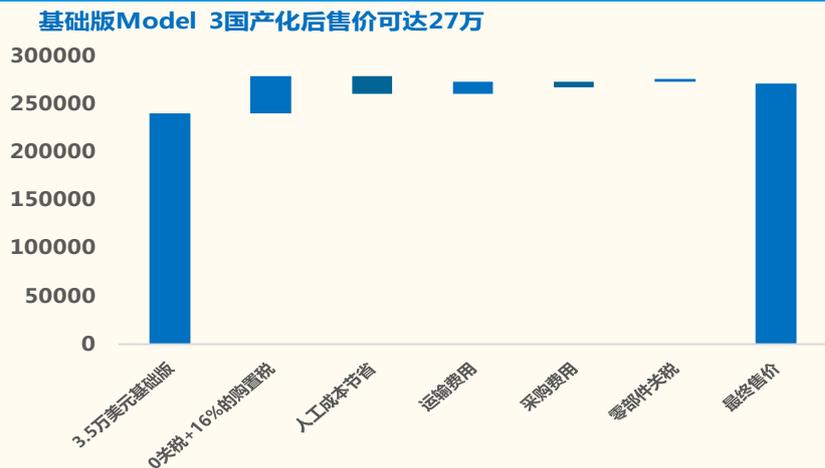
图表 77：特斯拉主要地区营收占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **Model 3 国产化后基础版价格有望降至 30 万下。**国产化后影响对特斯拉售价影响在 4 点：(1) 40%的关税；(2) 中国廉价的劳动成本 (3) 本土采购零部件和原材料的价格优势 (4) 整车运费变为价格更低的零部件运费。经测算，model 3 基础版、中程续航电池版、长续航电池全轮驱动版以及高性能全轮驱动版国产化售价分别为 27 万、35 万、40 万、49 万元。

图表 78：Model 3 国产化售价拆分



	最终售价 (万元)
model 3 标准续航电池版	27.1
model 3 中程续航电池版	35.3
model 3 长续航电池全轮驱动版	40.5
model 3 performance高性能全轮驱动版	48.6

来源：公司公告，国金证券研究所

## 五、自动驾驶：时代已来，关注决策层与车载芯片

- **自动驾驶时代来临。**对于智能驾驶有两点值得肯定，一是**自动驾驶改变汽车产业格局和出行方式**。相比与传统的汽车行业，电动车在系统控制与执行层面更适合自动驾驶，而自动驾驶与车联网、共享化结合的趋势，能够有效的预防交通事故、同时减少拥堵、提高道路的通行效率，使其容纳不断上升的通流量。全球近 20 万亿美元的汽车产业将面临前所未有的变革，行业更迭催生巨大投资机会，预计我国 2030 年自动驾驶汽车会占据整体出行里程 40% 以上；目前在 ADAS 基础上，L2~L3 级自动驾驶贡献标配化需求，为目前主要的投资机会；L4~L5 级尚待成熟化。二是**自动驾驶在部分领域的商业模式逐渐确立**。行业发展沿着基础理论、传感器、芯片和解决方案逐步传导，发展关键点集中于降本、优化及数据积累。
- **决策层：(1) 控制系统是智能汽车的大脑**，它收集来自感知层的大量传感器的信息，将其处理分析，感知周围环境，规划驾驶线路；在车辆行驶时需要根据周边变化，控制执行层的设备对车辆进行相应的控制；(2) 自动驾驶控制器需要接受、分析、处理的信号大量且复杂，从而为路径规划和驾驶决策提供支持**的多域控制器是发展的趋势**。
- **芯片：(1) 汽车电子发展初期以分布式 ECU 架构为主流**，芯片与传感器一一对应，随着汽车电子化程度提升，传感器增多、线路复杂度增大，中心化架构 DCU、MDC 逐步成为了发展趋势；(2) 随着汽车辅助驾驶功能渗透率越来越高，传统 CPU 算力不足，难以满足处理视频、图片等非结构化数据的需求，而 GPU 同时处理大量简单计算任务的特性在自动驾驶领域取代 CPU 成为了主流方案；(3) 从 ADAS 向自动驾驶进化的过程中，激光雷达点云数据以及大量传感器加入到系统中，需要接受、分析、处理的信号大量且复杂，定制化的 ASIC 芯片可在相对低水平的能耗下，将车载信息的数据处理速度提升更快，并且性能、能耗和大规模量产成本均显著优于 GPU 和 FPGA，随着自动驾驶的定制化需求提升，ASIC 专用芯片将成为主流。
- **感知层：激光雷达、毫米波雷达和摄像头为代表的传感器在当前 ADAS 的应用情况，未来 L4/L5 自动驾驶系统中的展望以及多传感器融合解决方案的趋势**。目前随着 ADAS 功能模块渗透率不断提升，短期内传感器市场的需求将主要被摄像头和毫米波雷达所驱动；而 L3 级别自动驾驶的奥迪 A8 量产给了整个汽车行业一剂强心剂，自动驾驶的进程比想象中来的要早，各个传感器以及控制系统都在迅速迭代中；2020 年前后，L4 级别自动驾驶量产上路，激光雷达的场将会迅速扩大。
- **执行层：汽车制动、转向和传动系统随着电子化、电动化及自动驾驶而逐步升级，由此带来的控制执行系统的发展趋势**。在现代汽车系统及模块电子化的趋势下，电子控制执行系统的渗透率不断提升；随着电动车发展，由于传统发动机的消失，传动、转向、制动的动力源与执行方式发生了根本性的转变，电动控制执行系统则是成为了基本配置；进入自动驾驶时代，控制系统收集来自感知层的大量传感器的信息，将其处理分析，感知周围环境，规划驾驶线路，最终通过线控执行系统操纵车辆。
- **自动驾驶产业链投资逻辑：自动驾驶在部分领域的商业模式逐渐建立，L2~L3 级自动驾驶贡献标配化需求，L4~L5 级尚待成熟，建议关注决策层、芯片和传感器、控制执行等关键子行业。**
- **德赛西威**
  - **国内座舱电子龙头，立足车载娱乐信息系统主业**。公司以带屏中控为主业，拳头产品为车载娱乐系统和车载信息系统，在车载娱乐信息系统前装市场市占率居首位，凭借性价比及快速迭代能力抢占市场，客户涵盖自主厂商 TOP10 中的 5 家，以及合资车厂 TOP3，与新能源车企蔚来、车和家、国能汽车的合作项目稳步推进，有力支撑业绩。

- **大力投入研发，布局自动驾驶领域，系统级产品量产抢占先机。**公司在自动驾驶领域布局较早，技术上具备较强竞争力，是唯一全部参与百度三款专用计算平台 BCU 产品研发的厂商。此外，高清摄像头及高清环视系统已量产，获多个国际和自主品牌订单；全自动泊车系统预期在年内量产并交付客户，毫米波雷达产线已搭建完成达可量产状态；募投项目新增 400 余万套自动驾驶产品产能，公司有望打破国外厂商在自动驾驶领域的垄断。
- 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80 元、0.87 元、1.07 元，给予目标价 20.0 元，对应 2018 年 PE 为 25x，增持评级。

#### ■ 拓普集团

- **电动真空泵产品储备历史较长，逐步贡献营业收入，产能释放贡献长期增量。**公司电子真空泵已于 2013 年完成研发并投入试生产，2014 年小批量供货，2015 年逐步放量带来营业收入的大幅增长。2017 年，公司电子真空泵完成升级换代，进入市场推广和量产阶段。公司非公开发行投资 4.33 亿元于电动真空泵项目，规划产能为 260 万套，建设时间为 2 年，预计项目量产进一步增厚收入。
- **公司智能电子刹车系统研发国内领先，最早可于 2019 年量产，预计随智能驾驶发展释放业绩增量。**公司在上海/深圳/宁波设立研发中心，分别负责 ECU 模块、电机、ESC 模块及 IBS 机械部分及总装的研发。2017 年公司非公开发行计划投入 19.6 亿元用于智能刹车系统建设，规划产能为 150 万套。目前 IBS 样品已试制成功，但仍需完善算法并进行台架试验，最早量产时间为 2019 年。随着国内智能驾驶的发展，预计公司 IBS 量产后有望打破博世大陆等外资垄断，抢占市场份额，释放业绩增量。
- 预计 2018-2020 年 EPS 为 1.09、1.23、1.37 元，给予目标价 21.86，对应 2018 年 20x 估值，“买入”评级

#### ■ 四维图新

- **国内地图行业龙头，向 ADAS 和自动驾驶进军。**公司是国内首家获导航地图制作资质的企业（目前仅 13 家），为领先的数字地图内容、车联网与动态交通信息服务、基于位置的大数据垂直应用服务的提供商之一。其拳头业务——地图业务，以国内 60% 的份额稳居垄断地位。2017 年以来，公司收购杰发科技、入股中寰卫星与禾多科技，“高精度地图+芯片+算法+软件”的自动驾驶产业链全方位布局雏形已现。
- **芯片：收购杰发科技布局汽车芯片。**杰发科技（2017 年 3 月完成收购）脱胎于联发科，主攻车载信息娱乐系统芯片。现阶段在国内后装市场市占率超 70%，前装超 30%（主要为吉利、丰田等车企），其车规级 IVI 芯片被多家国际主流零部件厂商采用，并计划推出 AMP、MCU 及 TPMS（胎压监测）芯片等新一代产品。公司通过收购杰发科技，具备了为车厂提供高性能汽车电子芯片的能力，打通从软件到硬件的关键性关卡。
- **软件：FunDrive 与 MineData 亮眼。**车联网业务是公司核心业务之一，于 2011 年推出车联网业务品牌“趣驾”FunDrive。公司已经或即将为丰田、奥迪、大众、沃尔沃、长城等国内外主流车厂的车联网项目提供服务。2017 年发布的 MineData 可为各行业提供深度定制的解决方案。依托 MinData 大数据平台，相继推出交警大数据平台、公安地图大数据平台、城市交通画像大数据平台、车联网大数据平台。

## 六、风险提示

- **宏观经济持续低迷，需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期。**当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，社会消费品零售总额增速放缓，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。
- **补贴政策扰动，新能源汽车产销量大幅低于预期。**2019年补贴政策尚未落地，若大幅退坡，可能导致2019年新能源汽车产销量大幅低于预期。
- **补贴退坡、竞争加剧导致整车企业盈利能力下降超预期。**当前新能源车企对补贴仍旧比较依赖，随着补贴的逐步退出及行业内竞争的家具，企业的盈利能力可能受到较大冲击。
- **供应链子行业竞争加剧。**国产企业可能受到合资品牌或国外企业挤压，进而企业业绩出现下滑。整车企业竞争压力传导至零部件，带来供应链公司的压价超预期，影响公司盈利。
- **自动驾驶及车联网行业发展不及预期。**可能出现自动驾驶及车联网行业技术发展较慢，或出现相关事故使发展停滞情况。
- **特斯拉建厂项目周期较长及国产化不及预期风险。**若特斯拉上海工厂建厂不及预期，或短期未启用本土化产业链，会对特斯拉产业链造成影响。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH