



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
比亚迪	002594.SZ	51.00	买入
上汽集团	600104.SH	26.67	买入
潍柴动力	000338.SZ	7.70	买入
华域汽车	600741.SH	18.40	买入
继峰股份	603997.SH	7.65	买入
星宇股份	601799.SH	47.50	买入
德赛西威	002920.SZ	17.35	买入
保隆科技	603197.SH	20.66	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以2018年12月28日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

汽车销量复苏；  
产业政策出台。

### 相关研究报告

《汽车行业周报》20181224  
《汽车行业点评》20181217  
《汽车行业周报》20181217

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 汽车

朱朋  
(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

### 魏敏

(8621)20328306  
min.wei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

# 汽车行业 2019 年年度策略

## 春华秋实，静待转机

受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、消费者信心下降、购置税优惠退出等因素影响，2018年1-11月汽车销量同比下降1.7%，我们预计2018年汽车销量同比下降2.8%，其中乘用车下降3.8%，商用车增长3.6%，2018年新能源汽车销量有望达到122万辆。我们预计2019年汽车销量为2807万辆，同比基本持平，整体走势前低后高；新能源汽车销量有望达到160万辆，同比增长31%。国内汽车人均保有量仍较低，行业空间依旧广阔。政策调整推动产业变革，行业集中度有望提升。1) 整车领域，乘用车销量有望逐步回暖，分化延续，龙头市占率有望持续提升，推荐产品周期持续向上的上汽集团，关注边际有望改善的长安汽车等。重卡行业有望保持较高景气度，推荐潍柴动力；2) 零部件领域，建议布局节能减排、消费升级、国产替代、客户突破等高增长细分领域，重点推荐继峰股份、星宇股份、华域汽车；3) 新能源汽车产销量仍将快速增长，推荐龙头车企比亚迪，关注特斯拉、高镍及软包产业链；4) 智能汽车领域，辅助驾驶有望进入加速渗透期，推荐德赛西威、保隆科技。考虑到汽车板块估值水平处于历史较低水平，行业基本面有望逐步回暖，且新能源及智能汽车等领域具有较好的发展前景，将板块评级由“中性”上调至“强于大市”。

### 支撑评级的要点

- 乘用车有望逐步回暖，重卡保持较高景气度。国内汽车人均保有量仍较低，行业空间依旧广阔。政策调整推动产业变革，行业集中度有望提升。我们预计2019年乘用车销售2,400万辆，同比增长1.0%，整体走势前低后高。乘用车投资关注两条主线，1) 集中度提升，推荐上汽集团，关注吉利汽车H及广汽集团H；2) 边际改善，关注长安汽车、长城汽车等。受排放升级及基建托底等因素影响，我们预计2019年重卡销量为95万辆，行业有望保持较高景气度，推荐潍柴动力，关注威孚高科。
- 零部件关注高增长细分领域零部件个股。汽车零部件板块估值水平经过大幅调整，目前申万汽车零部件板块整体估值仅为13x PE TTM，处于历史较低水平。但部分优质零部件公司发展情况良好，产品和客户端持续向好，短期材料成本下降利于业绩改善，长期看仍有较好成长机会。重点关注受行业整体增速影响较小的高增长细分市场，如节能减排、消费升级、国产替代以及客户突破等，重点推荐继峰股份、星宇股份、华域汽车、银轮股份等。
- 新能源持续看好，关注整车龙头及高镍软包产业链。2018年新能源汽车销量有望达到122万辆，乘用车是增长主力，产品结构升级，续航里程大幅提升。我们预计2019年新能源汽车销量有望达到160万辆，同比增长约31%；其中乘用车140万辆，同比增长36%；商用车20万辆，同比增长5%。补贴政策尚未落地，但预计利好技术优势企业。重点推荐产销量遥遥领先的龙头车企比亚迪，关注特斯拉国产化及Model Y发布、大众MEB定点及逐步量产、高镍及软包产业链等投资机会。
- 辅助驾驶有望加速渗透，关注相关投资机会。国家发改委2018年初发布《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿），提到2020年智能汽车新车占比达到50%。智能汽车领域，需求侧消费者意愿强烈，供给侧车企L1/2车型大幅增加，国家积极推进相关产业支持政策，辅助驾驶有望加速渗透，相关产业链有望受益，重点推荐德赛西威、保隆科技。

### 评级面临的主要风险

- 1) 汽车销量不及预期；2) 贸易冲突升级；3) 产品降价及毛利率下滑。

### 重点推荐

- 整车：乘用车推荐龙头上汽集团，关注估值较低且边际有望改善的长安汽车、长城汽车等。重卡行业有望保持较高景气度，推荐潍柴动力，关注威孚高科。
- 零部件：关注消费升级、国产替代、节能减排、客户突破等细分行业高增长机会，推荐继峰股份、星宇股份、华域汽车等。
- 新能源：新能源汽车销量持续高增长，推荐整车龙头比亚迪，关注特斯拉、高镍及软包产业链等投资机会。
- 智能汽车：智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，辅助驾驶有望加速渗透，推荐德赛西威、保隆科技。



## 目录

2018 年汽车行业景气度下行.....	6
2019 年乘用车有望逐步回暖，重卡销量有望维持高位.....	11
零部件关注大众产业链、产品升级和国际化 .....	19
新能源持续看好，关注整车龙头及高镍软包产业链.....	29
辅助驾驶进入加速渗透期，车联网迎发展新阶段 .....	41
重点推荐.....	50
风险提示.....	52
比亚迪.....	54
上汽集团 .....	56
潍柴动力 .....	58
华域汽车 .....	60
继峰股份 .....	62
星宇股份 .....	64
德赛西威.....	66
保隆科技.....	68



## 图表目录

图表 1. 汽车行业景气度下行.....	6
图表 2. 月度销量同比增幅.....	6
图表 3. 1-11 月乘用车景气度下降.....	6
图表 4. 1-11 月商用车销量增势良好.....	6
图表 5. 1-11 月乘用车细分车型销量同比均现下滑.....	7
图表 6. SUV 销量占狭义乘用车总销量比例持续提升.....	7
图表 7. 自主品牌市占率微降, 德系、日系提升较快.....	7
图表 8. 卡车分类销量情况.....	8
图表 9. 客车行业 2018 年 1-11 月分车型销量.....	8
图表 10. 2018 年汽车行业分板块指数表现不佳.....	9
图表 11. 新能源汽车指数.....	9
图表 12. 智能汽车指数.....	9
图表 13. 汽车行业 2018 年涨幅前 20 名上市公司.....	10
图表 14. 汽车千人保有量与人均 GDP 关系.....	11
图表 15. 2005-2017 年国内城镇居民人均可支配收入.....	12
图表 16. 2000-2017 年我国总人口与城镇化率.....	12
图表 17. 国内私人汽车拥有量和汽车驾驶员人数.....	12
图表 18. 2017 年各省/直辖市私人汽车千人拥有量.....	12
图表 19. 中美贸易摩擦进展.....	13
图表 20. 2017 年各国汽车集团销量市场集中度.....	14
图表 21. 预计 2019 年乘用车小幅增长, 商用车小幅下滑.....	15
图表 22. SUV 与轿车将共同推动乘用车 2019 年小幅增长.....	15
图表 23. 2018 年重卡仍将维持高景气度, 轻卡小幅增长.....	16
图表 24. 重卡分类别历年销量及同比增速.....	16
图表 25. 重卡排放标准逐步升级.....	17
图表 26. 不同地区重卡政策要求.....	17
图表 27. 重卡销量测算.....	18
图表 28. 2019 年客车销量预测 (中客网统计口径).....	18
图表 29. 2017 年客车市场占比分析.....	18
图表 30. 2018 年 1-11 月客车市场占比分析.....	18
图表 31. 汽车零部件增长解析.....	19
图表 32. 新能源汽车产业链变化.....	19
图表 33. 智能汽车产业链变化.....	20



图表 34. 2019-2020 年乘用车企业油耗压力增大.....	20
图表 35. 近年来国内汽车行业平均燃油消耗量变化趋势.....	20
图表 36. 汽车排放标准逐步升级.....	21
图表 37. 节能减排带来新产品及单车价值量提升.....	21
图表 38. 变速箱由手动到自动, 价值量大幅提升.....	22
图表 39. 国内制造乘用车自动挡占比快速提升.....	22
图表 40. 车灯持续进化, 价值量大幅提升.....	22
图表 41. 零部件模块化提升价值量.....	23
图表 42. 汽车零部件企业全球化空间巨大.....	23
图表 43. 部分汽车零部件企业陆续获得全球订单.....	23
图表 44. 大众迎来 SUV 新品周期.....	24
图表 45. 南北大众产业链相关标的公司配套信息.....	25
图表 46. 汽车零部件国产化空间巨大.....	26
图表 47. 沪铝近月价格下行.....	26
图表 48. 聚丙烯(塑料)价格下行.....	26
图表 49. 汽车零部件营业成本中材料占比情况.....	27
图表 50. 汽车零部件营业成本中材料占比较高企业有望受益.....	27
图表 51. 汽车零部件公司 PE 分布.....	28
图表 52. 汽车零部件公司 PB 分布.....	28
图表 53. 汽车零部件重点低估值个股.....	28
图表 54. 历年新能源汽车销量情况.....	29
图表 55. 2018 年 1-11 月新能源销量持续高增长.....	29
图表 56. 新能源乘用车销量分布.....	30
图表 57. 2018 年 1-11 月新能源销量车企排名.....	30
图表 58. 2018 年 1-11 月新能源销量车型排名.....	30
图表 59. 新能源乘用车需求分析.....	31
图表 60. 新能源汽车销售区域分布.....	31
图表 61. 自主品牌 2019 年新能源汽车规划.....	32
图表 62. 合资车企积极推进新能源汽车发展.....	32
图表 63. 造车新势力车型逐步开始量产.....	33
图表 64. 纯电动乘用车补贴变化情况.....	33
图表 65. 新能源推荐目录续航里程分布.....	33
图表 66. 2018 年 6-12 批目录纯电动乘用车电池能量密度分布.....	34
图表 67. 满足积分要求的新能源乘用车销量估算.....	34
图表 68. 新能源客车(5 米以上)销量走势.....	35



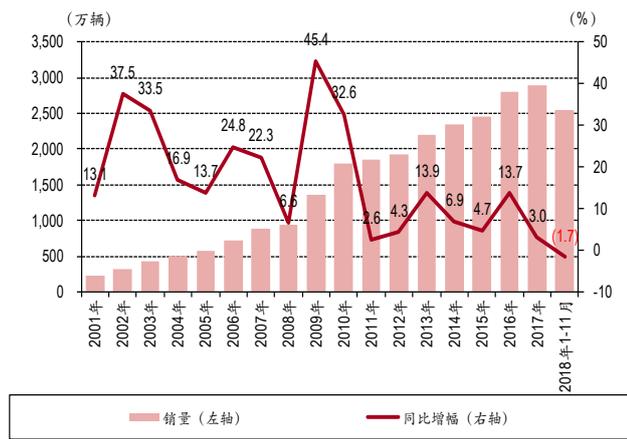
图表 69. 2018 年 1-11 月新能源客车市场格局 .....	35
图表 70. 新能源客车销量及占比 .....	35
图表 71. 非快充纯电动客车补贴变化情况 .....	36
图表 72. 新能源专用车 1-11 月累计产量下滑 .....	36
图表 73. 2018 年 1-11 月新能源专用车市场格局 .....	36
图表 74. 2019 年新能源汽车销量有望达到 160 万辆 .....	37
图表 75. 国际车企新能源汽车发展规划 .....	37
图表 76. Model 3 推动特斯拉产量爆发 .....	38
图表 77. Model Y 有望较快在中美量产 .....	38
图表 78. 特斯拉相关供应商 .....	38
图表 79. 大众中国市场新能源销量规划 .....	39
图表 80. 大众 MEB 车型规划 .....	39
图表 81. 大众新能源汽车相关供应厂商 .....	39
图表 82. 2018 年 1-11 月动力电池装机量类型及占比 .....	40
图表 83. 智能汽车驾驶层次示意图 .....	41
图表 84. 全球自动驾驶渗透率 .....	41
图表 85. 我国主要智能汽车相关政策 .....	42
图表 86. 消费者对不同水平自动驾驶技术的偏好比例 .....	43
图表 87. 愿意为自动驾驶技术付超过 500 美元消费者比例 .....	43
图表 88. ADAS 市场渗透率不断提升 .....	43
图表 89. 各品牌车型配置 ADAS 功能统计 .....	44
图表 90. 自主品牌车企 L3 级别推出计划 .....	45
图表 91. ADAS 级别零部件成本结构 .....	45
图表 92. L4 级别零部件成本结构 .....	45
图表 93. 科技公司无人驾驶发展规划和进展 .....	46
图表 94. 国内外无人驾驶商用车应用情况 .....	47
图表 95. 目前厂商处于集中探索 V2P 阶段 .....	48
图表 96. 各大车企与互联网巨头在车联网领域展开合作 .....	48
图表 97. 国内车联网行业市场规模及渗透率预测 .....	49
图表 98. 重点推荐公司及盈利预测 .....	51
附录图表 99. 报告中提及上市公司估值表 .....	53

## 2018 年汽车行业景气度下行

### 乘用车销量增速前高后低，卡车小幅增长

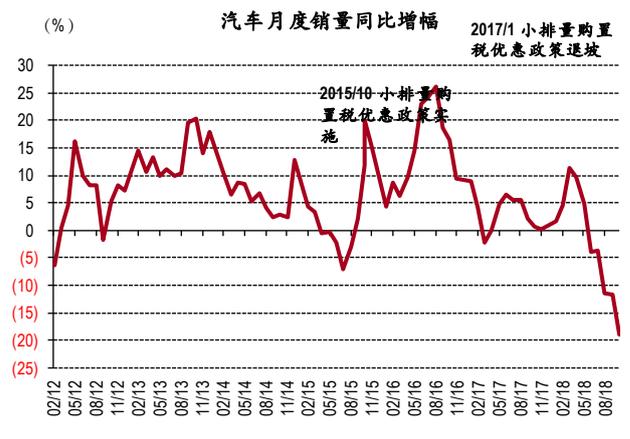
2018 年 1-11 月汽车行业累计销量 2542.0 万辆，同比下降 1.7%，较 2017 年同期小幅下降，其中乘用车销售 2147.8 万辆，同比下降 2.8%；商用车销售 394.1 万辆，同比增长 5.0%。我们预计 2018 年全行业共销售汽车 2,808 万辆，同比下滑 2.8%，其中乘用车 2,377 万辆，同比下滑 3.8%；商用车 431 万辆，同比增长 3.6%。

图表1.汽车行业景气度下行



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表2.月度销量同比增幅



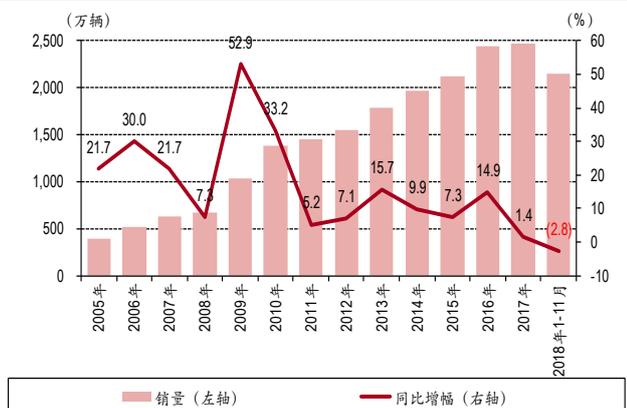
资料来源：中汽协，中银国际证券

注：考虑到春节影响，1-2月数据合并计算

受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、消费者信心下降等因素影响，下半年乘用车市场景气度明显下行，加之去年同期由于购置税优惠政策退出提前消费形成的较高基数，导致车市 9 至 11 月连续 3 月同比出现双位数下滑。1-11 月乘用车销量同比减少 2.8%，其中 SUV 与轿车销量小幅下滑，MPV 与交叉型乘用车销量仍呈现较大幅度下滑。

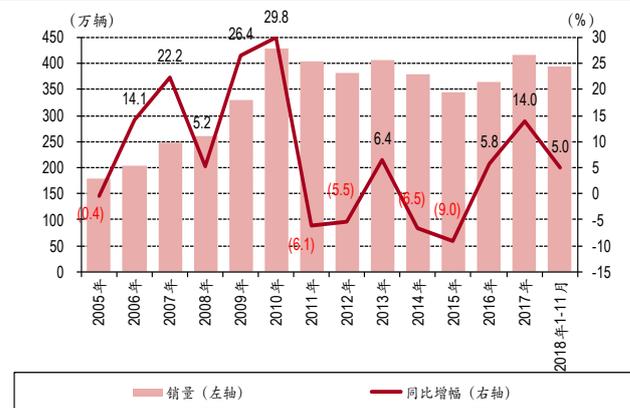
卡车行业增势良好推动商用车销量小幅增长。蓝天保卫战与重点省市陆续提前实行国六排放标准拉动重卡需求，重卡市场在较高基数下 1-11 月仍实现 1.6% 增长。受益部分微卡需求转化为轻卡、皮卡在部分省市解禁需求释放，轻卡 1-11 月同比增长 11.0%。分阶段补贴政策导致上半年新能源客车销量有所透支，下半年销量较为低迷，1-11 月客车销量同比下降 7.0%。

图表3.1-11月乘用车景气度下降



资料来源：中汽协，中银国际证券

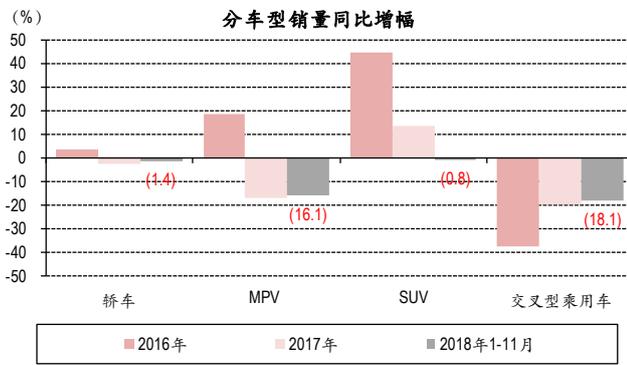
图表4.1-11月商用车销量增势良好



资料来源：中汽协，中银国际证券

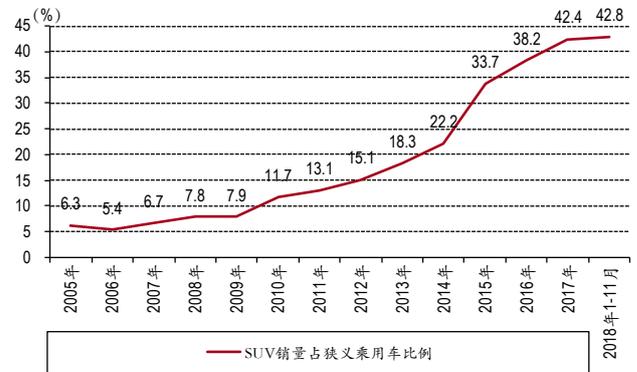
轿车、SUV 车型销量小幅下降，自主品牌市场份额有所下滑。1-11 月乘用车四类车型中均呈现不同程度的下滑，其中轿车和 SUV 销量小幅下滑，同比分别下降 1.4% 和 0.8%，SUV 销量占狭义乘用车总销量比例继续提升至 42.8%，MPV 与交叉型乘用车销量下滑较大，分别下降 16.1% 和 18.1%。

图表5.1-11月乘用车细分车型销量同比均现下滑



资料来源：中汽协，中银国际证券

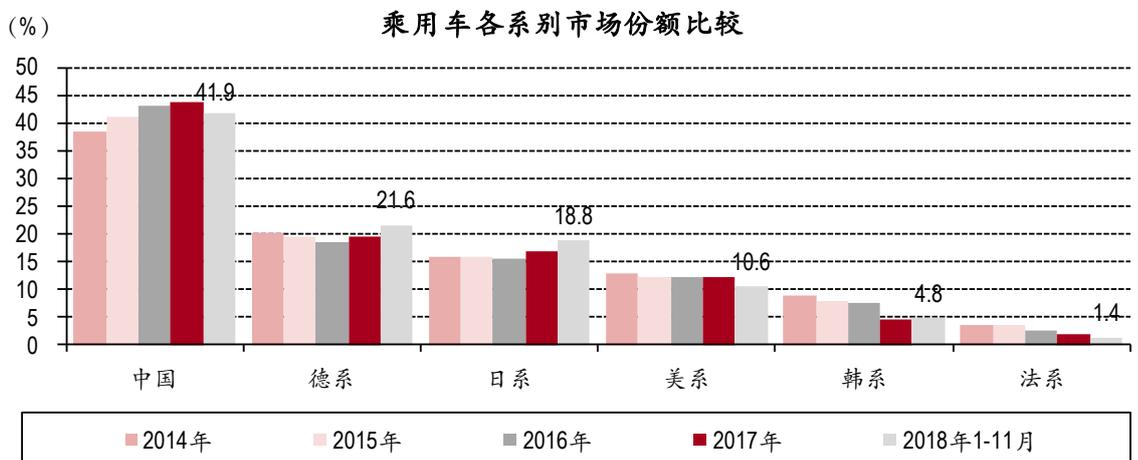
图表6.SUV 销量占狭义乘用车总销量比例持续提升



资料来源：中汽协，中银国际证券

随着小排量购置税优惠政策退出与 SUV 车型逐渐进入低增长区间，加上低价车型滞销，2018 年 1-11 月自主品牌乘用车市占率为 41.9%，与上年同期相比下降了 1.5 个百分点，自主品牌市场份额有所缩减。受大众品牌换代和多款有竞争力车型陆续上市影响，德系品牌份额有较为显著的提升，预计市占率仍会继续提升；日系品牌市占率也提升较快；美系品牌受贸易战和福特品牌的影响，市占率出现较大的下滑；韩系品牌由于终端促销较大，市场份额有所提升；法系车市场持续低迷。

图表7.自主品牌市占率微降，德系、日系提升较快

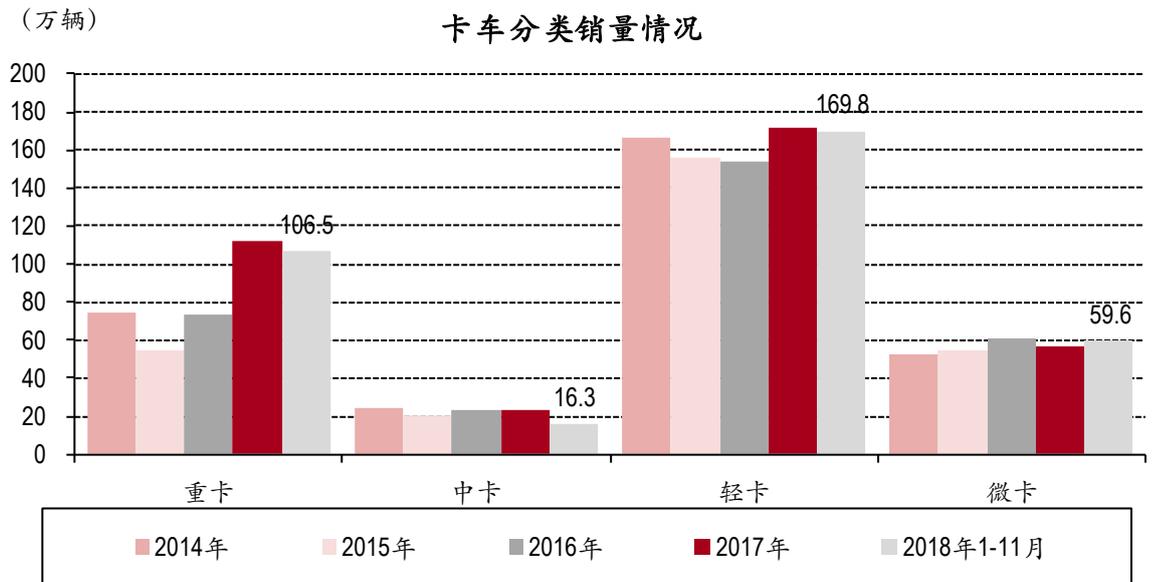


资料来源：中汽协，中银国际证券

重卡市场表现强劲。2018 年 1-11 月重卡累计销量为 106.5 万辆，同比增长 1.6%。国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车，也拉升了重卡新车购买需求，市场表现强劲，预计 2018 全年销量有望再创新高达 114 万辆左右。

2018 年 1-11 月轻卡累计销量 169.8 万辆，同比增长 11.0%，受益部分微卡需求转化为轻卡与皮卡在部分省市解禁需求释放，轻卡增长强劲。

图表8.卡车分类销量情况



资料来源：中汽协，中银国际证券

**客车市场表现低迷。**根据中汽协数据，2018年1-11月，客车累计销量41.9万辆，同比下降7.0%，其中大型客车、中型客车和轻型客车销量同比分别下降12.4%、9.6%和5.2%。我们预计2018年客车销量约48.1万辆，同比下滑8.7%。

根据中客网数据（统计口径与中汽协略有差异，尤其是在轻客上），2018年1-11月客车行业销量为20.7万辆，同比下滑8.6%。新能源汽车分阶段补贴政策导致上半年新能源客车销量有所透支，客车行业下半年增速有所下滑，2019年补贴政策或将进一步退坡并设置过渡期，预计12月销量环比上升，但全年销量预计同比仍将有所下滑。我们预计2018年客车销量约25.0万辆（中客网口径），同比下滑约4.0%。

图表9.客车行业2018年1-11月分车型销量

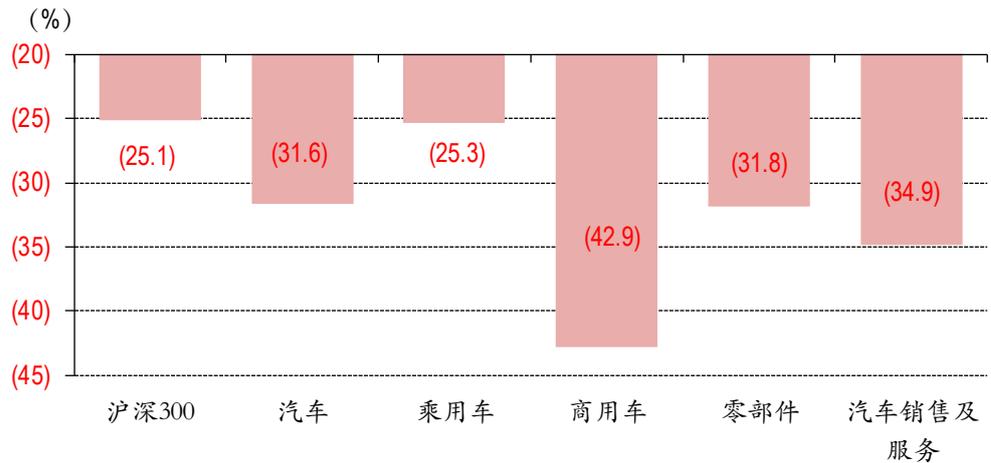
(辆)	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比(%)	销量	同比(%)	销量	同比(%)	销量	同比(%)
座位客车	25,702	(19.6)	18,978	(17.1)	51,340	(8.7)	96,020	(13.6)
校车	1,193	132.6	5,498	(15.7)	8,740	(32.4)	15,431	(22.7)
公交客车	42,805	0.6	29,155	9.2	4,481	23.5	76,441	4.9
卧铺与其它	373	56.7	1,109	17.7	17,401	(17.3)	18,883	(15.0)
合计	70,073	(6.9)	54,740	(4.0)	81,962	(12.7)	206,775	(8.6)

资料来源：中客网，中银国际证券

### 大盘走势较弱，汽车板块表现不佳

2018年以来股市总体呈现震荡下跌，沪深300下跌25.1%，中信汽车下跌31.6%，跑输大盘6.5个百分点。从细分板块表现来看均表现不佳，乘用车、商用车、零部件与汽车销售与服务板块跌幅均较大。

图表10.2018年汽车行业分板块指数表现不佳



资料来源：万得，中银国际证券，注：对应2018年12月28日收盘价

2018年以来股市整体表现不佳，风格仍侧重业绩增长确定性较高的个股，受整体行情走弱影响，新能源指数和智能汽车指数2018年以来表现均较弱。

图表11.新能源汽车指数



资料来源：万得，中银国际证券

图表12.智能汽车指数



资料来源：万得，中银国际证券

从个股表现来看整体表现较弱，涨幅居前的主要为概念股与次新股等，此外星宇股份、潍柴动力、精锻科技、比亚迪等行业龙头个股表现相对出色。



图表13.汽车行业 2018 年涨幅前 20 名上市公司

代码	名称	涨跌幅(%)	子板块	备注
002607.SZ	亚夏汽车	81.3	汽车销售及服务	借壳上市
603655.SH	朗博科技	68.5	汽车零部件	次新股
000622.SZ	恒立实业	60.1	汽车零部件	-
603895.SH	天永智能	38.6	汽车零部件	次新股
300644.SZ	南京聚隆	37.2	汽车零部件	次新股
002921.SZ	联诚精密	29.2	汽车零部件	次新股
002708.SZ	光洋股份	11.5	汽车零部件	股权变更
002592.SZ	八菱科技	6.8	汽车零部件	热管理、股权变更
300176.SZ	鸿特科技	6.0	汽车零部件	-
002537.SZ	海联金汇	5.3	汽车零部件	智能网联
601799.SH	星宇股份	(2.5)	汽车零部件	一汽大众、智能汽车
000338.SZ	潍柴动力	(2.8)	汽车零部件	重卡产业链
600623.SH	华谊集团	(4.4)	汽车零部件	上海国资改革
000550.SZ	江铃汽车	(7.8)	商用车	-
603158.SH	腾龙股份	(9.6)	汽车零部件	热管理
002725.SZ	跃岭股份	(10.1)	汽车零部件	-
600104.SH	上汽集团	(12.2)	乘用车	龙头车企
002865.SZ	钧达股份	(12.4)	汽车零部件	海南板块
601965.SH	中国汽研	(13.5)	商用车	智能汽车
601127.SH	小康股份	(13.6)	乘用车	股权重组、新能源

资料来源：万得，中银国际证券，注：对应 2018 年 12 月 28 日收盘价

## 2019 年乘用车有望逐步回暖，重卡销量有望维持高位

我们预计 2019 年全行业共销售汽车 2,807 万辆,同比基本持平,其中乘用车 2,400 万辆,同比增长 1.0%;商用车 407 万辆,同比下滑 5.6%。汽车进口关税下降,合资股比将放开,汽车产业投资管理规定发布,推动行业整合。在市场与政策双重推动下,预计汽车行业集中度进一步提升,龙头车企的市占率将会进一步提升。

乘用车领域,销量表现继续分化,关注集中化与边际改善:1) 有较多新品推出的龙头企业,市场份额有望持续提升,推荐上汽集团,建议关注广汽集团(H股)、吉利汽车(H股);2) 目前估值水平较低,2019 年预计边际将有所改善的个股,建议关注长安汽车、江铃汽车、长城汽车。商用车领域,预计 2019 年重卡销量有望达到 95 万辆,销量中枢上移且重卡周期性弱化,推荐潍柴动力,关注威孚高科。客车销量短期承压,龙头车企市占率有望持续提升。

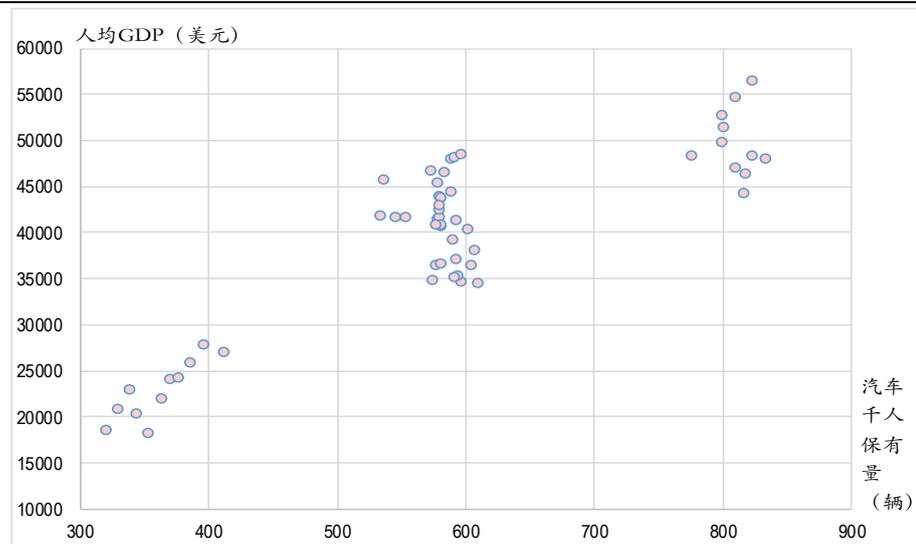
### 国内汽车人均保有量仍较低,行业空间依旧广阔

人口总数、经济发展水平与千人保有量(剔除经济水平)是乘用车销量的决定性影响因素,人口数决定了一国汽车需求的基数,千人保有量决定了发展阶段与未来的空间,经济发展水平则是制约乘用车达到保有量上限的重要因素。保有量随着销量的增长而增长,其水平又反过来影响汽车销量,随着乘用车保有量的提升,保有量带来的更新需求将逐渐超越首购需求成为购车的主要影响因素。

根据国务院印发的《国家人口发展规划(2016-2030年)》,2020 年全国总人口达到 14.2 亿人左右,2030 年达到峰值约 14.5 亿人左右。在一国人口数保持稳定或较低增速的情况下,人口对于乘用车销量的影响将趋于稳定,此时经济发展水平将决定其乘用车销量水平。根据各国统计局与中国汽车工业年鉴数据,韩国千人保有量约在 300-400 辆,德日法三国千人保有量约在 500-600 辆,美国则在 800 辆左右,全球主要汽车生产国家千人保有量与人均 GDP 两者呈现明显的正线性相关。

我国是世界上最大的发展中国家,目前仍处于工业化和城镇化快速发展阶段,经济增速较快,未来经济发展具有巨大的空间。从中长期看,汽车市场也仍有巨大的潜力,以中等发达国家水平或发达国家平均水平测算,未来我国汽车千人保有量达到 300-500 辆左右,汽车保有量有望达到 4.35-7.25 亿辆。考虑到乘用车报废周期一般在 10-15 年,预计未来销量峰值约在 3600-4800 万辆左右。

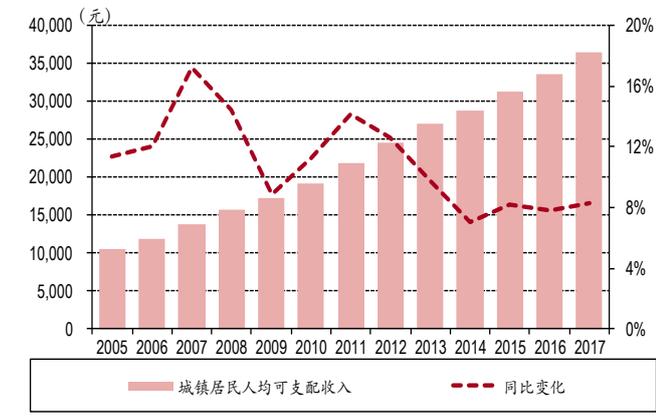
图表14.汽车千人保有量与人均 GDP 关系



资料来源:世界银行,中国汽车工业年鉴、各国统计局,中银国际证券  
注:数据选取 2005-2015 年美、日、德、韩、法数据。

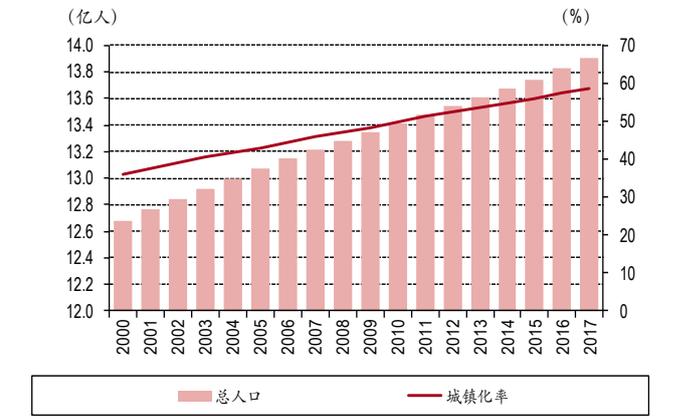
人均可支配收入则直接决定了居民的购买能力。根据国家统计局数据, 2017年我国总人口达13.9亿, 城镇化率达58.5%, 我国城镇居民人均可支配收入36396元, 同比增长8.3%。未来随着国家经济发展和人民收入提高, 个税的调整也将激发消费活力, 人口持续稳定的增长与城镇化率的持续提升也将带来持续的购车群体, 汽车仍有较大增长空间。

图表15.2005-2017年国内城镇居民人均可支配收入



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

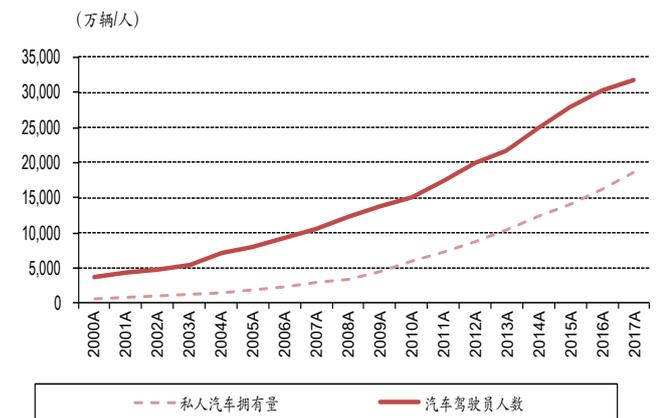
图表16.2000-2017年我国总人口与城镇化率



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

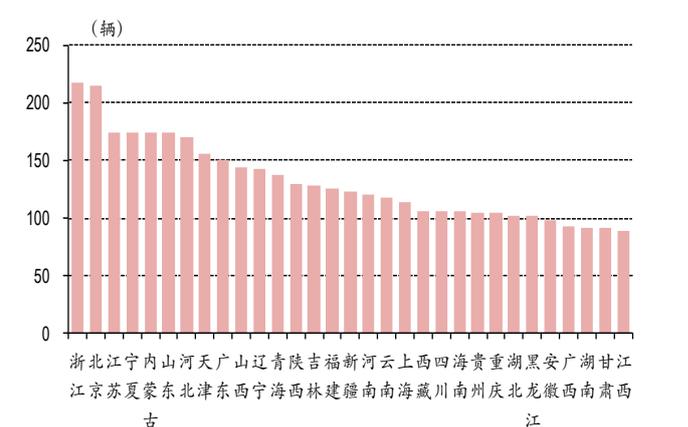
截至2017年底, 国内私人汽车拥有量1.85亿辆, 根据国家统计局披露的2017年13.9亿的总人口数测算, 国内私人汽车千人拥有量约133辆, 远远低于欧美日等国家500-800辆的水平, 仍有较大增长空间。从区域来看, 除直辖市外, 仍有20个省私人汽车千人拥有量在150辆以下, 5个省私人汽车千人拥有量在100辆以下, 三四线城市与农村地区保有量仍较低, 渗透率仍有较大提升空间, 汽车行业销量仍有望持续增长多年, 未来高的保有量带来的更新需求也将成为购车的主要影响因素。

图表17.国内私人汽车拥有量和汽车驾驶员人数



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表18.2017年各省/直辖市私人汽车千人拥有量



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

**政策调整推动产业变革, 行业集中度有望提升**

股比放开, 利好新能源国产, 对行业总体影响有限。国家发改委宣布, 汽车行业将分类型实行过渡期开放, 2018年取消专用车、新能源汽车外资股比限制; 2020年取消商用车外资股比限制; 2022年取消乘用车外资股比限制, 同时取消合资企业不超过两家的限制。通过5年过渡期, 汽车行业将全部取消限制。



新能源汽车股比 2018 年放开后，据盖世汽车等媒体报道，特斯拉正式落户上海临港，独资建设特斯拉超级工厂（Gigafactory3），初步规划年生产 25 万辆纯电动整车；国内新能源领域合资企业或将增多，特斯拉等车企有望早日国产，推动行业健康快速发展，但新能源整车盈利或受到一定影响。

商用车股比 2020 年放开后，对于国内主流市场影响较小。商用车领域，客车、重卡等车型国内外车价差较大，国内车企具备较强的成本和价格优势，宇通客车、金龙汽车、中国重汽等均有大量车型出口海外。

乘用车股比 2022 年放开，双方实力对比决定合资未来。目前全球主流车企均已在国内设立 1-3 家合资公司，主流合资车企的合资协议多在 2028-2032 年到期，且变更股比需要股东双方同意，若企业经营情况良好，预计变更难度较大。且根据《关于完善汽车投资管理项目意见》，外资车企新设合资或独资企业的新建产能等也将受到较大限制，选择收购现有产能是可能途径，预计不会对行业形成大量新增供给，影响相对有限。如若自主企业较为弱势，与外资品牌长期地位悬殊，外资品牌或将谋求提高股比，如华晨宝马、北汽奔驰等。

**关税下调，利好进口车销售，市场价格体系将有小幅调整。**国务院关税税则委员会发布公告，自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%。

进口汽车税种包括关税、消费税和增值税，目前关税为 25%、增值税 16%、消费税根据发动机排量征收 0%-40% 不等。根据我们测算，汽车进口关税若由 25% 降至 15%，进口车成本预计下降 8%。根据乘联会及海关数据，2017 年中国市场进口整车 125 万辆，占比仅约 4.3%，并主要集中于豪华车与小众车型。根据我们统计，目前豪华车宣布官降降幅整体在 5%-7%，相对较小，且目前主流豪华车品牌除雷克萨斯外，大都已经实现国产化，进口车型的降价对于整体市场的冲击相对有限。

目前汽车零部件进口税率多为 10%，税率降至 6%，大部分零部件进口成本有望降低 3.6%。根据乘联会及海关数据，2017 年中国进口汽车零部件 370 亿美元，与国内汽车零部件整体市场规模相比占比比较小，国产零部件与进口零部件大都在不同品类竞争，因此进口关税降低对国内零部件市场总体影响较小。此外进口零部件关税的同步降低，有望缓解整车企业的成本压力。

**中美贸易摩擦反复，暂停加税关税有利于美国进口汽车市场修复。**2018 年 12 月 1 日，在二十国集团领导人布宜诺斯艾利斯峰会期间，中美两国领导人就经贸问题达成了重要共识，美方暂停加征新关税，与中方进行 90 天双方磋商协议。2018 年 12 月 14 日，国务院关税税则委员会决定从 2019 年 1 月 1 日起，对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税 3 个月，涉及 211 个税目。

图表19.中美贸易摩擦进展

时间	美方	中方
6 月 15 日	将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税	决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中对汽车、农产品等 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税
9 月 17 日	宣布实施对从中国进口的约 2000 亿美元商品加征关税的措施，自 2018 年 9 月 24 日起加征关税税率为 10%，2019 年 1 月 1 日起加征关税税率提高到 25%	决定对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品，加征 10% 或 5% 的关税，自 2018 年 9 月 24 日 12 时 01 分起实施
12 月 14 日	暂停加征新关税，90 天双方磋商协议	国务院关税税则委员会决定对原产于美国的汽车及零部件，从 2019 年 1 月 1 日起暂停此加征关税 3 个月，涉及 211 个税目。

资料来源：中银国际证券、搜狐汽车、盖世汽车



目前中国对美国进口汽车产品征收关税为 40%，本次暂停期间关税降至 15%，美国进口汽车等成本降幅约为 18%，终端售价有望大幅降低，利好美国进口汽车销售。根据乘联会及海关数据，2017 年中国进口整车 125 万辆，其中自美国进口整车约 28 万辆，占比约 22%，主要包括特斯拉、福特林肯、克莱斯勒、奔驰、宝马等品牌车型。目前特斯拉、宝马等已开始下调部分进口车型售价，后续美国进口汽车销量将得到修复，国机汽车、特斯拉产业链等有望受益。本次暂停加征关税时间为 3 个月，后续政策需关注两国贸易谈判结果。从中美贸易摩擦表现来看，双方贸易冲突或将是长期过程，不排除后续政策会出现反复。

**汽车产业投资管理规定即将实行，控制产能扩张，推动行业整合，加大简政放权。**国家发改委发布《汽车产业投资管理规定》，自 2019 年 1 月 10 日起施行。规定总体思路是有序发展新能源，严控燃油车产能，抑制整车及零部件的低水平产能建设，鼓励行业兼并整合，并加大简政放权力度，取消汽车投资项目核准事项，全面改为地方备案管理，其中整车类投资项目由省级发展改革部门备案，有助于明晰地方政府的权责，加强监管。

新能源汽车方面，在投资项目区域、企业法人、投资项目等方面提出了较高要求，明确企业法人承担车用动力电池回收利用生产者责任，新增研发技术与团队、设施、技术指标等要求，造车门槛提高，推动产业健康发展；燃油汽车方面，规定明确提出禁止新建独立燃油汽车整车企业等投资项目，并对扩产项目提出了较高要求，抑制低水平产能重复建设，区域集中度有望提升。规定中明确提出鼓励企业通过股权投资开展兼并重组和战略合作，提升产业集中度，并重点提出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，鼓励多元化合作，做大做强汽车产业，行业整合时代即将来临，民营企业中发展较好的车企如吉利汽车等有望获得较好的整合机会。

从市场集中度上来看，2017 年日本前三家（丰田、本田、雷诺-日产）汽车集团销量的市场占有率达 71.6%，德国前三家（大众、戴姆勒、标致雪铁龙）的市场占有率达 56.2%，美国前三家（通用、福特、菲亚特克莱斯勒）的市场占有率达 46.5%，我国前三家（上汽、东风、一汽）的市场占有率达 49.8%，略高于美国，但与德、日仍有一定差距。从前十家的市场占有率来看，我国前十家市占率为 88.5%，美国、德国、日本均在 90% 以上，我国龙头企业的市占率仍有向上提升的空间。

**图表 20.2017 年各国汽车集团销量市场集中度**

	中国	美国	日本	德国
前十家	88.5%	95.6%	98.8%	91.2%
前五家	68.5%	68.4%	88.3%	72.9%
前三家	49.8%	46.5%	71.6%	56.2%

资料来源：中汽协、focus2move、V.D.A.、V.D.I.K.，中银国际证券

**国企改革有望加速推进，关注相关投资机会。**国务院于 2018 年 8 月 3 日下发《国企改革“双百行动”工作方案》，将在 2018-2020 年期间实施国企改革“双百行动”，在“双百企业”的改革政策上给以最大支持和倾斜，未来两年国企改革将继续成为中央政府工作的重要内容。一汽富维于 2018 年 8 月 17 日公告公司被纳入本次“双百企业”名单，2018 年 11 月 15 日公告董事会通过“双百行动”工作方案，并就股权多元化混合所有制改革、健全激励机制等制定了具体的时间表，计划 2018 年 12 月完成引入各类战略投资者，实现股权多元化和混合所有制。历时不足 3 个月便落定方案，改革进度加快，超市场预期。

近期国有资本投资、运营公司试点，也是央企改革提速的主要标志。2018 年 12 月 21 日，国机汽车公告，收到控股股东国机集团通知，国机集团成为国有资本投资公司试点企业之一，未来一汽集团、东风汽车等多家汽车央企有望入围混改名单。即将实行的《汽车产业投资管理规定》明确提出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，预计随着国企改革企业相继披露与持续推进改革进程，未来两年国企改革有望成为汽车板块的一大投资主题，建议关注一汽富维、一汽轿车。



### 乘用车销量有望逐步回暖，关注集中化与边际改善

近日中美两国领导人就经贸问题达成重要共识，双方暂停加征关税并提出 90 天谈判计划，中美在贸易问题上态度趋于缓和，个税的调整也将促进居民消费，预计 2019 年乘用车市场将有所回暖，商用车销量由于基数较高或有小幅下滑，我们预计 2019 年全行业共销售汽车 2,807 万辆，同比基本持平，其中乘用车 2,400 万辆，同比增长 1.0%；商用车 407 万辆，同比下滑 5.6%。

图表21.预计 2019 年乘用车小幅增长，商用车小幅下滑

(万辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
汽车总计	2,198	2,349	2,460	2,803	2,888	2,808	2,807
同比(%)	13.9	6.9	4.7	13.7	3.0	(2.8)	(0.0)
其中：乘用车	1,793	1,970	2,115	2,438	2,472	2,377	2,400
同比(%)	15.7	9.9	7.3	14.9	1.4	(3.8)	1.0
商用车	406	379	345	365	416	431	407
同比(%)	6.4	(6.5)	(9.0)	5.8	14.0	3.6	(5.6)

资料来源：中汽协，中银国际证券

2018 年 1-11 月 SUV 销量减少 0.8%，占狭义乘用车比例为 42.8%，预计广州车展之后随着各家厂商新推出的 SUV 车型陆续上市，SUV 销量增速将有所提升，SUV 与轿车将共同助力乘用车市场回暖。我们预计 2019 年乘用车销量达 2,400 万辆，同比增长 1.0%。车型方面，预计 SUV 1,020 万辆，同比增长 2.0%；轿车 1,170 万辆，同比增长 0.9%；MPV 168 万辆，同比下降 2.3%；交叉型乘用车 42 万辆，同比下降 6.7%。

图表22.SUV 与轿车将共同推动乘用车 2019 年小幅增长

(万辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
乘用车总计	1,793	1,970	2,115	2,438	2,472	2,377	2,400
同比(%)	15.7	9.9	7.3	14.9	1.4	(3.8)	1.0
其中：轿车	1,201	1,238	1,172	1,215	1,185	1,160	1,170
同比(%)	11.8	3.1	(5.3)	3.4	(2.5)	(2.1)	0.9
MPV	131	191	211	250	207	172	168
同比(%)	164.5	46.7	10.1	18.4	(17.1)	(16.9)	(2.3)
SUV	299	408	622	905	1,025	1,000	1,020
同比(%)	49.4	36.4	52.4	44.6	13.3	(2.5)	2.0
交叉型乘用车	163	133	110	68	55	45	42
同比(%)	(28.0)	(18.1)	(17.5)	(37.8)	(20.0)	(17.7)	(6.7)

资料来源：中汽协，中银国际证券

2018 年乘用车销量承压，车企分化加剧。根据中汽协数据，从车系来看，1-11 月德系、日系份额同比均增加 1.5%，预计是由于主要车企换代或推出多款重磅新车（德系大众换代，并推出 T-roc、TAYRON、Tharu、奥迪 Q2L 等多款 SUV，日系广丰凯美瑞换代、C-HR 上市，广本雅阁换代等）。自主份额由于 SUV 销量下滑有所收缩，但 1-11 月上汽乘用车（+35.3%）、广汽乘用车（+4.3%）、吉利汽车（+29%）由于有多款新产品布局，逆势实现较快增长。预计未来随着乘用车市场销量增速放缓，分化格局延续，处于强产品周期的优势龙头企业份额有望提升。

**乘用车投资关注集中化与边际改善。**随着乘用车市场销量增速放缓，处于强产品周期的优势龙头企业份额有望提升，分化格局延续。整车领域，投资关注集中化与边际改善：1) 有较多新品推出的龙头企业，市场份额有望持续提升，推荐上汽集团，建议关注广汽集团（H 股）、吉利汽车（H 股）；2) 目前估值水平较低，2019 年预计边际将有所改善的个股，建议关注长安汽车、江铃汽车、长城汽车等。

### 重卡销量仍有望维持较高水平，客车行业预计承压



上一轮重卡销量在 2010、2011 年时达到顶峰，距今车龄已有 8-9 年，近两年也正是重卡更新的高峰期，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车，也拉升了重卡新车购买需求，重卡市场在 2018 年表现强劲。目前经济体量大，重卡保有量高，仍有较大更新需求基础，预计 2019 年重卡销量有望达 95 万辆。

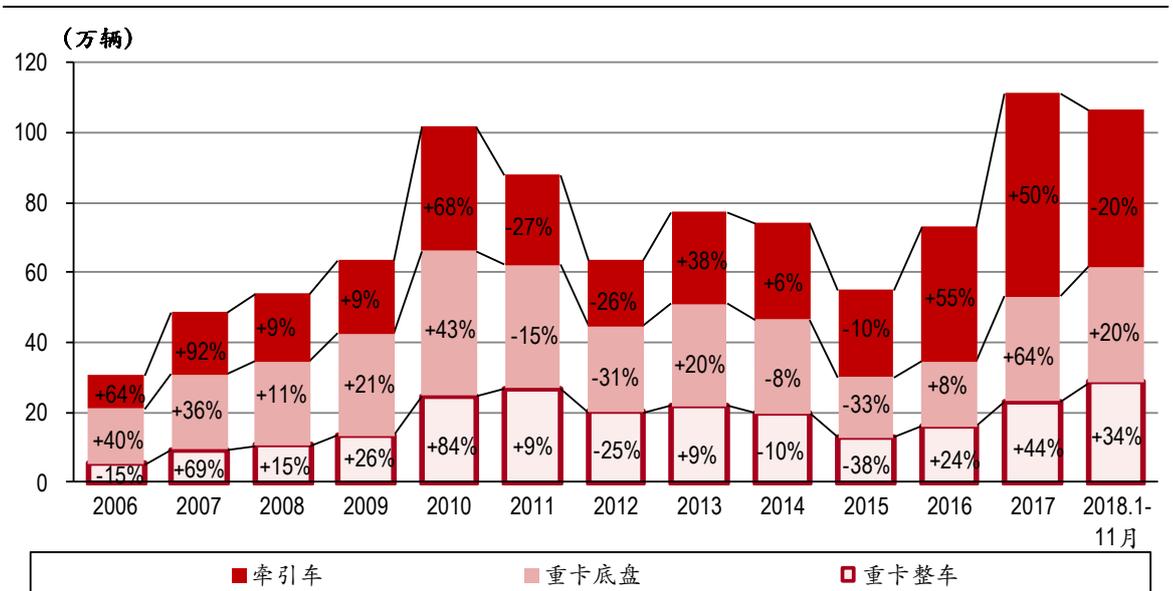
图表23.2018 年重卡仍将维持高景气度，轻卡小幅增长

(万辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
卡车总计	350	318	286	311	363	383	360
同比(%)	15.7	(8.9)	(10.3)	8.8	16.9	5.4	(5.9)
其中：重卡	77	74	55	73	112	114	95
同比(%)	21.7	(3.9)	(26.0)	33.1	52.4	1.8	(16.7)
中卡	29	25	20	23	23	17.7	16
同比(%)	(1.2)	(13.6)	(19.1)	14.3	0	(23.0)	(9.6)
轻卡	191	166	156	154	172	186	183
同比(%)	3.6	(12.9)	(6.3)	(1.2)	11.6	8.1	(1.6)
微卡	53	53	55	61	57	65	66
同比(%)	(1.5)	0.5	3.1	11.0	(6.2)	14.0	1.5

资料来源：中汽协，中银国际证券

2016 年 7 月底颁布并实施新 GB1589 政策，根据我们测算单台重卡运力普遍下降 10%-20%，加上 2016 年 9 月开始交通部、公安部联合制定治超政策并对超载超限严厉打击，2016 年四季度开始物流重卡（半挂牵引车与部分重卡整车）销量大幅增长，2017 年多地基建启动与开工好转，带动 2017 年工程重卡（重卡底盘与部分重卡整车）也实现高增长。2018 年以来，由于前期透支较多，半挂牵引车销量有所下滑，但重卡整车与底盘在较高的基数上仍实现较高的增长。未来随着基建加码、环保升级，预计 2019 年重卡销量仍将维持在较高水平，但由于基数较高，物流重卡与工程重卡或出现小幅下滑。

图表24.重卡分类别历年销量及同比增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

2017年7月1日起重卡全面实施国五，2020年重卡或将全面实施国六排放法规，2020年7月1日与2023年7月1日起轻卡全面实施国六a与国六b排放法规，排放标准逐步升级是大势所趋。为满足国六排放标准，预计DPF将被重卡与轻卡大规模使用。国六政策实施后，国三车将面临加速淘汰，带来大量更新需求，推动重卡销量维持高位。

图表25.重卡排放标准逐步升级

标准	实施日期*	车辆类型	范围
国三	2008年1月1日	最大总质量>3500Kg的柴油车、天然气汽车和液化石油气汽车	全国
国四	2015年1月1日	所有制造、进口、销售和注册登记的柴油车	全国
国五	2017年7月1日	所有制造、进口、销售和注册登记的柴油车	全国
国六 a	2019年7月1日	燃气车辆	全国
	2020年7月1日	城市车辆（城市公交车、环卫车、邮政车等）	全国
	2021年7月1日	所有车辆	全国
国六 b	2021年7月1日	燃气车辆	全国
	2023年7月1日	所有车辆	全国

资料来源：卡车之家，生态环境部，中银国际证券，\*上述为全国实施时间，部分地区或提前实施。

各地为达到环保要求出台多项政策，北京、郑州、深圳等地陆续发布国三车禁令或必须加装DPF，深圳市提前实施国六排放标准，预计未来将有更多城市出台类似政策。根据我们调研数据显示国三车加装DPF的成本在2-3万元左右，而在国六政策实施后或又面临报废，预计将促进国三车报废进程。根据我们测算，目前全国重卡保有量中国三车约有250万辆左右，排放升级有望加快更新过程，重卡高景气度有望延续。

图表26.不同地区重卡政策要求

地区	时间	文件	主要内容
山东	2017.8	《2017年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》	实行范围：在济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽7个通道城市； 具体规定：自2017年8月1日起，未安装DPF的国III标准重型柴油营运货车，将不予环检；自2018年1月1日起，对达不到排放标准及没有加装DPF的国III排放标准重型柴油营运货车，和私自停止DPF运行等行为的重型柴油营运货车，将注销车辆营运证。
	2017.2	《天津市2017年大气污染防治重点工作》	对高排放重型柴油货车加装DPF；
天津	2017.11	《关于天津市国III中型重型柴油货车加装颗粒物捕集器(DPF)的通告》	自2018年2月1日期，禁止本市和外地区未加装DPF的国III中型、重型柴油货车进入外环线(含)以内区域道路通行。
	2017.2	《深圳市大气环境质量提升计划(2017-2020)》	2018年起禁止未加装DPF的国II及以下标准燃油非道路移动机械在原特区内及宝安中心区、龙岗中心区内使用； 2018年1月1日起，在深圳市销售、注册和转入的重型柴油车(牵引车2018年12月31日起实施)应选用DPF的国五及以上标准的车型。
深圳	2018.3	《关于轻型汽车执行第六阶段国家机动车大气污染物排放标准的通告(征求意见稿)》	从2018年7月1日起，深圳市销售、注册和转入的轻型柴油车应当符合国六标准；2019年1月1日起，深圳市销售、注册和转入的轻型汽油车应当符合国六标准。
	2015.5	《关于实施重型柴油车第五阶段排放标准的公告》	自2016年1月1日起，本市行政区域内使用的新增重型柴油车(公交车、环卫车、旅游车、邮政车、渣土车、班车、校车、机场巴士等)应选用安装DPF的车型。

资料来源：各省/市政府部门官网，中银国际证券

在治超及环保等多重因素推动下，重卡销量中枢有望提升至90-100万辆左右。重卡持续热销为产业链公司带来较大盈利弹性，潍柴动力、威孚高科有望持续受益。

图表27.重卡销量测算

	保有量 (万辆)	GDP (亿元)	GDP/保有量	销量 (万辆)	保有量增量 (万辆)	更新需求 (万辆)
2009A	315	349,081	1,108	64	-	-
2010A	395	413,030	1,046	102	80	22
2011A	461	489,301	1,062	88	66	22
2012A	473	540,367	1,144	64	12	52
2013A	502	595,244	1,186	77	29	48
2014A	534	643,974	1,207	74	32	43
2015A	530	689,052	1,300	55	-4	59
2016A	569	744,127	1,308	73	39	34
2017A	600	792,495	1,320	112	31	81
2018E	635	844,007	1,330	114	34	80
2019E	669	896,336	1,340	95	34	61

资料来源：国家统计局，公安部，中汽协，中银国际证券

2019年客车行业预计仍将承压，龙头车企市占率有望提升。新能源补贴政策退坡较大，导致2018年客车行业销量有所下滑，从电车汇此前报道2019年新能源补贴政策来看，新能源客车补贴退坡幅度仍较大，加之前几年客车部分透支，预计2019年客车行业仍将承压，我们预计2019年客车销量约24.0万辆（中客网口径），同比下滑约4.0%。

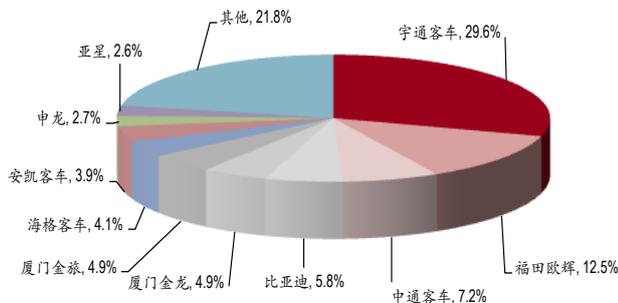
图表28.2019年客车销量预测（中客网统计口径）

(辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
座位客车	142,001	147,349	160,162	146,140	128,759	111,700	107,000
校车	28,429	24,663	24,740	23,815	21,118	16,300	15,000
公交客车	79,984	84,291	100,688	120,773	99,641	98,000	95,000
其它	3,059	3,956	10,520	10,853	32,345	24,000	23,000
合计	253,473	260,259	296,110	301,581	281,863	250,000	240,000

资料来源：中客网，中银国际证券

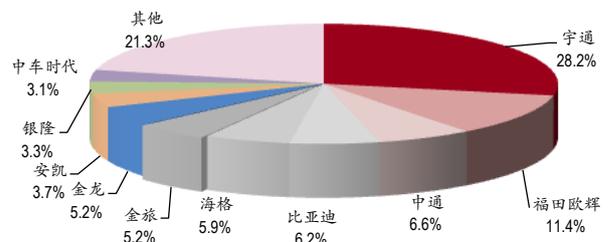
根据中客网数据，2018年1-11月5米以上客车企业中销量前五与前十的企业市占率分别为58.3%与78.7%，宇通客车排名稳居第一，福田欧辉、中通客车、比亚迪稳居前五，龙头企业地位稳固。未来随着新能源客车渗透率提升及购车补贴持续退坡、技术要求加严的影响下，客车市场份额有望逐步向龙头集中。

图表29.2017年客车市场占比分析



资料来源：中客网，中银国际证券

图表30.2018年1-11月客车市场占比分析



资料来源：中客网，中银国际证券

## 零部件关注大众产业链、产品升级和国际化

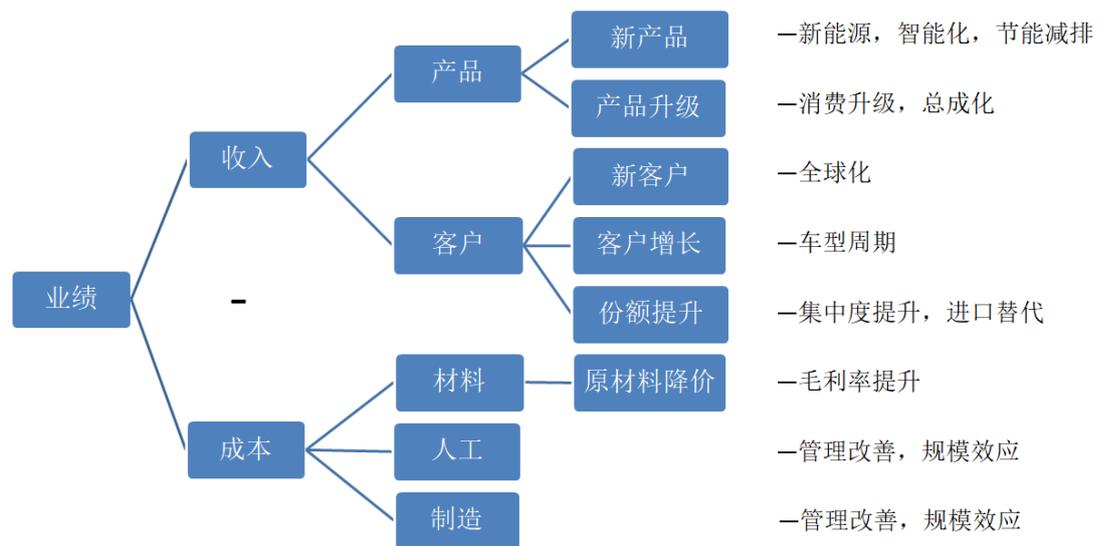
汽车销量短期下滑，零部件公司业绩承压。经过大幅调整后，目前申万汽车零部件板块整体估值仅为 13xPE TTM，处于历史较低水平。但部分优质零部件公司发展情况良好，产品和客户端持续向好，竞争格局持续改善，长期看仍有较好成长机会，建议积极布局。

产品端，关注新能源、智能化、节能减排等新产品以及消费升级、总成化带来产品价值提升的投资机会。客户端，新客户（全球化）、客户增长（主要客户车型周期）及份额提升（国产化）是重点方向，关注大众产业链继峰股份、星宇股份。成本端，原材料降价利于华域汽车等业绩增长。估值端，建议关注华域汽车、宁波华翔等低估值个股。

### 产品端关注节能减排等新产品及产品升级的投资机会

汽车零部件收入增长可以分解为产品和客户两个部分，产品方面，可以分为新增产品以及产品升级，前者主要包括新能源、智能化、节能减排等，后者主要包括消费升级、总成化及模块化等。

图表31. 汽车零部件增长解析



资料来源：中银国际证券

**新产品推动增长。**在新能源、智能化及节能减排等趋势的推动下，诞生了很多新的零部件产品，成为很多公司增长的源泉。

- 1) 新能源。新能源汽车时代逐渐到来，传统发动机和变速箱零部件企业将面临需求慢慢减少，而电池电机电控等需求将大幅增加。整车制造和销售环节变化不大，而服务环节面临内容的变化。

图表32. 新能源汽车产业链变化

	零部件	整车制造	销售	服务
传统汽车	发动机、变速箱、排气系统	燃油汽车	燃油汽车	发动机变速箱维修保养、机油机滤更换等、加油服务
新能源汽车	电池、电机、电控、减速器、充电机等	新能源汽车	新能源汽车	电池电机维修保养、充换电服务

资料来源：中银国际证券



2) 智能化。辅助驾驶乃至无人驾驶的时代到来，摄像头、雷达、芯片等零部件需求将大幅增加，整车制造和销售环节变化不大，而服务环节或将面临内容的巨大变化。

图表33.智能汽车产业链变化

	零部件	整车	销售	服务
传统汽车	无	传统汽车	面向普通消费者，销售传统汽车	传统维修保养服务
辅助驾驶汽车	少量摄像头、毫米波雷达、处理芯片等	带有 ADAS 等辅助驾驶功能的汽车	面向普通消费者，销售带有 ADAS 等辅助驾驶功能的汽车	传统维修保养服务
无人驾驶汽车	大量摄像头、毫米波雷达、激光雷达、处理芯片、线控转向及制动等执行机构	无人驾驶汽车	面向服务运营商，销售无人驾驶汽车	无维修保养服务，无人驾驶运营服务

资料来源：中银国际证券

3) 节能减排。汽车能源未来的发展方向是新能源，但目前在相当长一段时间内汽车销量主体还会是传统能源。针对传统汽车，未来的趋势就是节能减排。

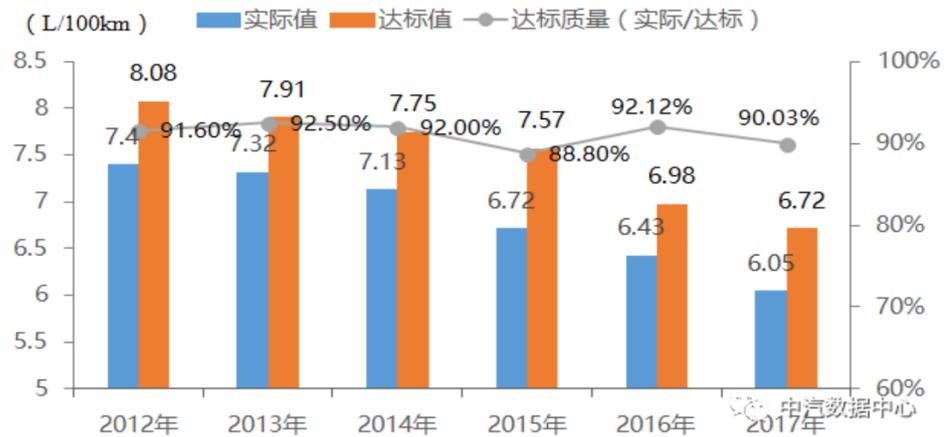
油耗方面，乘用车企业需要满足 2020 年 5L 的油耗限值，2019-2020 年要求降幅较大。汽油机采用 EGR 技术可以降低油耗约 3%-8%，渗透率有望大幅提升，相关供应商有望受益。

图表34. 2019-2020 年乘用车企业油耗压力增大

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
CAFC/TCAFC	134%	128%	120%	110%	100%
对应目标 (L/100km)	6.7	6.4	6	5.5	5

资料来源：工信部，中银国际证券

图表35.近年来国内汽车行业平均燃油消耗量变化趋势



资料来源：中汽数据中心，中银国际证券

排放方面，轻型汽车及重型柴油车的第六阶段排放法规均已发布，部分地区已提前开始实施。排放升级将提升单车排放及尾气处理的零部件价值量，相关供应商有望受益。

**图表36.汽车排放标准逐步升级**

	标准	实施日期*	车辆类型
轻型	国六 a	2020 年 7 月 1 日	所有销售和注册登记的轻型汽车
	国六 b	2023 年 7 月 1 日	所有销售和注册登记的轻型汽车
重型	国六 a	2019 年 7 月 1 日	燃气车辆
		2020 年 7 月 1 日	城市车辆
		2021 年 7 月 1 日	所有车辆
	国六 b	2021 年 7 月 1 日	燃气车辆
		2023 年 7 月 1 日	所有车辆

资料来源：生态环境部、中银国际证券。\*上述为全国实施时间，部分地区或提前实施。

汽油机领域，油耗方面四阶段要求逐年加严，除了增加新能源销量外，汽油机可以通过使用 EGR 技术降低油耗；排放方面，国六标准在不同地区逐步开始实施，颗粒物排放标准加严，部分汽油机需要加装 GPF；增加了排放质保期、油箱蒸发排放控制等要求，需要新增油箱蒸汽压力等传感器。

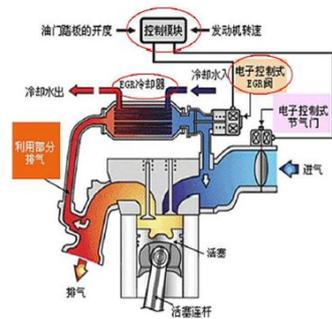
柴油机领域，排放升级同样带来产品增加。国五阶段国内柴油机多为 SCR 方案，国六标准各项排放要求大都加严，需要同时使用 SCR 和 DPF 等技术以满足排放法规要求。

**重点推荐银轮股份、保隆科技。**银轮股份是国内汽车热处理领域的龙头企业，在 EGR、DPF、SCR 等领域全面布局，有望受益于乘用车及商用车排放升级。保隆科技是国内 TPMS 龙头企业，近年来大力拓展传感器业务，已拿到部分乘用车企业国六压力传感器订单，有望受益于乘用车排放升级。

**图表37.节能减排带来新产品及单车价值量提升**

• 节能

- 汽油机增加EGR降低油耗

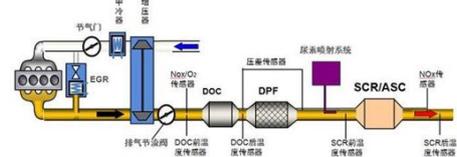


• 减排

- 汽油机国六增加GPF、传感器等



- 柴油机国六增加DPF等（国五多为SCR方案）

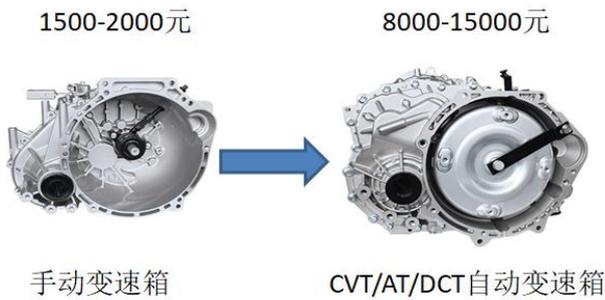


资料来源：威孚高科、银轮股份、保隆科技官网，中银国际证券

**产品升级带来价值提升。**在消费升级、新能源和智能化等趋势推动下，汽车零部件产品功能逐步升级，单车价值量也快速提升，带来业绩的持续增长。

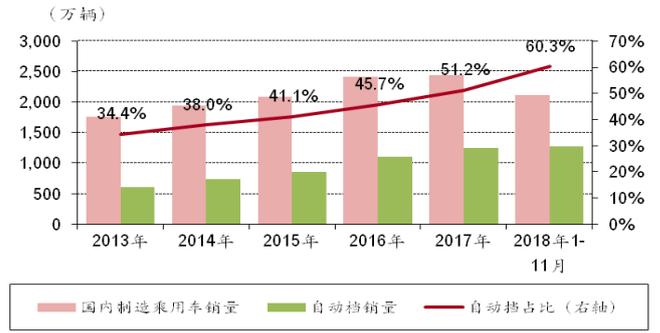
1) **消费升级。**随着收入和生活水平的提升，人们对于车辆的配置等要求也越来越高，配置升级同时带来价值提升，如变速箱由手动到自动，车灯由卤素到氙气到 LED 等。

图表38. 变速箱由手动到自动，价值量大幅提升



资料来源：万里扬官网，中银国际证券

图表39.国内制造乘用车自动挡占比快速提升



资料来源：中汽协，万得，中银国际证券

手动变速箱单价约为 1500-2000 元，而自动变速箱单车价值量约一万元，市场空间超过千亿，其中齿轮价值量占比约 20%，市场空间巨大。换挡机构由手动到自动挡，单车价值量大幅提升。随着国内自动变速箱企业的快速崛起，相关产业链有望迎来高速发展期。重点推荐双环传动、精锻科技，建议关注万里扬、宁波高发。

车灯由卤素到氙气再到 LED，大灯的单车价值量由 400-600 元上升至 1600-2400 元，调研数据显示渗透率有望从目前的 15%左右上升至 2020 年的 40%左右，市场空间超过 200 亿元。重点推荐星宇股份，国内车灯领域的领头羊，配套一汽大众、宝马等国内外知名车企，业绩持续高速增长。

图表40. 车灯持续进化，价值量大幅提升



资料来源：汽车之家，中银国际证券

2) 总成化及模块化。零部件供货总成化及模块化主要有两方面的驱动因素，一方面是全球车企推行平台化战略，带来零部件供应向模块化方向发展；另一方面国内汽车零部件企业经过多年技术积累，研发能力快速提升，产品逐步由元器件向总成方向发展。

在总成化和模块化的驱动下，零部件价值量得以大幅提升。以银轮股份产品为例，总成化之前，油冷器单价约 60-80 元，而机油滤清器总成供货价格达 150 元。模块化之前，散热器单价约 300 元，而前端冷却模块价值高达近 1000 元。

图表41. 零部件模块化提升价值量



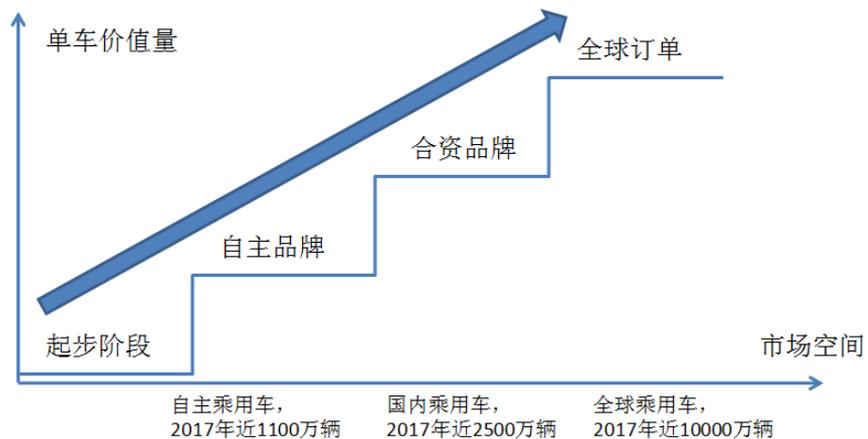
资料来源：银轮股份官网，中银国际证券

### 客户端关注大众产业链、全球化及进口替代

从客户端出发，零部件企业增长的途径主要有新增客户、老客户销量增长及份额提升等。

1) **新增客户推动业绩持续增长。**从汽车零部件企业成长的三部曲来看，由自主品牌到合资品牌再到全球订单，每上一个台阶，相应的市场空间扩大数倍。国内零部件企业在人力成本、产业链整合等多个环节具有较大全球竞争优势，随着技术逐渐进步，未来有望逐步走出中国，迈向全球。

图表42. 汽车零部件企业全球化空间巨大



资料来源：中汽协，中银国际证券

尽管国内汽车行业销量增速放缓，但部分优秀零部件企业大都已经实现全球配套，未来发展值得期待。此外中美贸易摩擦或对国内零部件出口造成一定的扰动，具有全球布局和生产能力的企业将在竞争中占据一定优势。

图表43. 部分汽车零部件企业陆续获得全球订单

公司	相关公告	全球客户	主要产品
银轮股份	公司被确定为捷豹路虎英国工厂 D4、P4 发动机油冷器供应商	捷豹路虎	发动机油冷器
奥特佳	南京奥特佳被确定为德国大众全球新能源电动汽车平台 MEB 的欧洲电动压缩机供货商，将为德国大众 MEB 电动汽车平台的 SEAT、AUDI、德国大众 SKODA 欧洲工厂开发生产及供应电动空调压缩机	德国大众	电动压缩机
松芝股份	江淮松芝将从 2018 年底开始为日本本田汽车的燃油车和电动车供应冷凝器等汽车空调产品。	本田汽车	冷凝器等汽车空调产品
拓普集团	公司将与通用汽车同步研发 GM GEM 全球平台汽车 NVH 减震器，并预计于 2019 年 3 月开始在全球逐步量产	通用汽车	减震器、电子真空泵

资料来源：各公司公告，中银国际证券



2) 现有客户高增长。零部件业务与整车客户息息相关，部分重大客户产销量规模庞大，对供应商业绩可以产生巨大的影响。一汽大众开启 SUV 新品周期，相关供应商有望大幅受益。此外广汽丰田等日系车企、吉利汽车、上汽乘用车等自主品牌销量表现优异，相关配套企业也有望持续受益。

大众迎来 SUV 产品周期，相关产业链有望爆发。2017 年以前，一汽大众没有大众品牌 SUV 车型，上汽大众仅有途观和斯柯达 Yeti 两款 SUV。2017 年起，上汽大众先后上市途观 L、途昂、斯柯达科迪亚克，率先开启 SUV 新品周期。一汽大众 2018 年上市探歌 T-Roc 和探岳 Tayron，2019 年将上市小型 SUV T-Cross，迎来持续的 SUV 新品周期。而上汽大众 2018 年上市斯柯达 Karoq/Kamiq、大众途岳 Tharu 等车型，2019 年也将上市小型 SUV T-Cross，进一步强化 SUV 产品布局。

图表44.大众迎来 SUV 新品周期

车企	车型	上市时间	车型信息
一汽大众	大众探歌 T-Roc	2018 年	MQB 平台紧凑型 SUV
	大众探岳 Tayron	2018 年	MQB 平台中型 SUV
	大众 T-cross	2019 年	MQB 平台小型 SUV
	DY A+SUV	2019 年	DY 品牌 A+级 SUV
	DY A SUV	2019 年	DY 品牌 A 级 SUV
	SMV	2020 年	SUV 和 MPV 结合
上汽大众	斯柯达 Karoq	2018 年	MQB 平台紧凑型 SUV
	斯柯达 Kamiq	2018 年	MQB 平台小型 SUV
	大众途岳 Tharu	2018 年	MQB 平台紧凑型 SUV
	斯柯达 Kodiaq GT	2018 年	MQB 平台中型 SUV
	大众 T-cross	2019 年	MQB 平台小型 SUV
	大众 Tiguan-L Coupe	2019 年	MQB 平台中型 SUV
	SMV	2020 年	SUV 和 MPV 结合

资料来源：买车网，中银国际证券

SUV 在国内销量依旧火热，大众具有极高的品牌价值，SUV 新品有望获得较好销量，相关供应商有望爆发，重点关注继峰股份、星宇股份、宁波华翔、一汽富维等。

图表45. 南北大众产业链相关标的公司配套信息

简称	主营业务	配套产品	配套大众产品新周期车型	一汽·大众占营 收比例 (2017年)	上汽大众营 收比例 (2017年)
宁波华翔	汽车内外饰件、底盘附件、发动机附件、消声器等	风道、顶棚、冲压件金属件、后视镜、流水槽、IMD	大众 TAYRON、大众 T-cross、e-Q2、奥迪 Q3、奥迪 Q2L、新宝来、新宝来 BEV、CC(Arteon)、DYA SUV、e-GOLF、新迈腾、全口径 17%左右 新速腾、大众 T-Roc 等	13%左右	14.21%
星宇股份	汽车车灯及总成	车灯	新宝来、T-ROC、奥迪 A3、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、奥迪 A6L、新速腾、新迈腾等	36%	8-10%
一汽富维	车轮及轮胎总成、保险杠、车灯	车轮及装配、保险杠、车灯	大众 TAYRON、大众 T-cross、奥迪 Q2L、新宝来、大众 T-Roc、高尔夫、奥迪 Q4 等	66%	-
富奥股份	转向及安全系统、制动和传动系统、发动机附件系统、底盘系统、转向柱、弹零部件环境系统、紧固件产簧、稳定杆、减震器、品、底盘系统和汽车电子电器	转向器	新宝来、新速腾、奥迪、DY 项目、T-roc、TAYRON 等	22%	-
继峰股份	汽车座椅头枕、头枕支杆、座椅头枕、座椅后排扶手、座椅扶手	用于差速器、变速器的结合齿圈、半轴齿轮、行星齿轮	T-roc、TAYRON、新速腾、奥迪 Q2L 等	30%	-
精锻科技	汽车精锻齿轮	用于差速器、变速器的结合齿圈、半轴齿轮、行星齿轮	新迈腾、新帕萨特、奥迪 Q3、奥迪 Q5L 等	大众收入占比超过 30%	
常熟汽饰	门内护板、仪表板、行李箱内饰、衣帽架、天窗遮阳板、立柱等汽车内饰	门内护板总成、衣帽架总成等汽车内饰	奥迪 Q3、奥迪 Q5L、新迈腾、T-roc、TAYRON	本部 15%左右，全口径 40%左右	-
新坐标	气门组精密冷锻件、气门传动组精密冷锻件	液压挺柱和滚轮摇臂	大众 EA211 发动机配套车型	上汽大众加一汽大众营收占比约 50%	

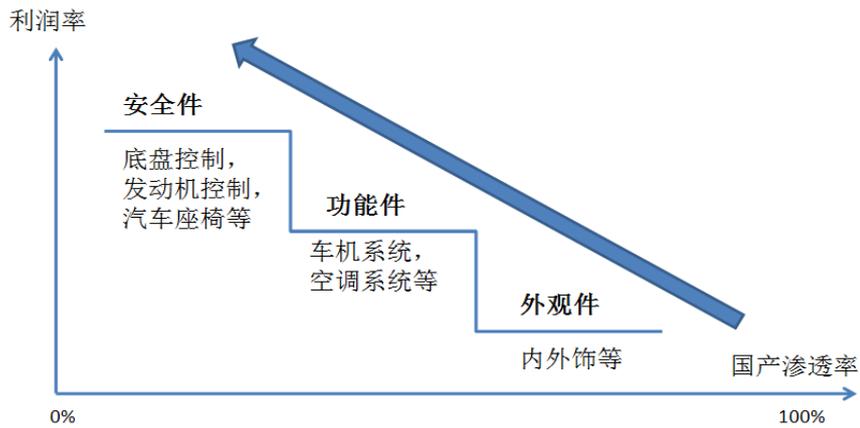
资料来源：各公司公告，中银国际证券

**3) 市场份额提升。**集中化和国产化是两大趋势，重点关注细分领域的龙头企业，如福耀玻璃等；以及优秀的进口替代企业，如德赛西威等。

**集中化。**一般而言，龙头企业具有较强的技术和资金实力，在弱势市场环境下，有望取得更大市场份额。整车企业的销量集中度提升，也对零部件龙头市场份额提升形成了一定的助力。汽车行业销量增速放缓，但以福耀玻璃为代表的优秀零部件公司凭借成本、技术等竞争优势，逐步扩大市场份额，长期增长确定性高。

**国产化。**随着国内汽车工业的发展，汽车零部件的国产化替代也经历了从外观件到功能件，再到安全件的快速进化过程。在部分技术含量较高的领域，原由国际巨头所把控，近年来国内零部件企业技术快速进步，逐渐开始进口替代，市场份额逐步提升。汽车的内外饰等外观件国产化替代已卓有成效，但车机系统、空调系统等功能件、底盘控制、发动机控制、汽车座椅等安全件的国产替代还有广阔市场空间。

图表46.汽车零部件国产化空间巨大



资料来源：中银国际证券

### 原材料价格下行，利好成本中材料占比较高的企业

利润等于收入减成本，而成本主要包括原材料、人工、制造费用等，因此原材料的价格与企业的毛利率及业绩息息相关。随着环保影响的减弱以及国际原油价格回落，钢铁、铝、塑料等原材料价格近期均有不同程度下降。

图表47. 沪铝近月价格下行



资料来源：万得，中银国际证券  
注：数据截止日 2018 年 12 月 28 日

图表48. 聚丙烯（塑料）价格下行

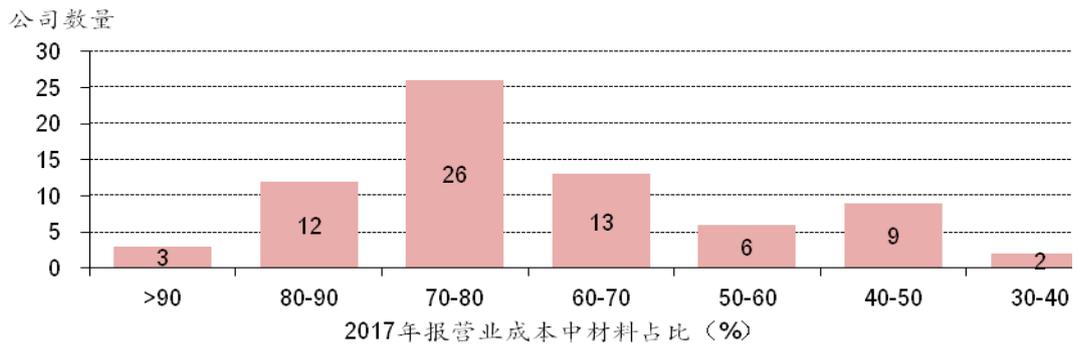


资料来源：万得，中银国际证券  
注：数据截止日 2018 年 12 月 28 日

我们统计了汽车零部件企业 2017 年年报情况，其中 71 家公布了营业成本中材料费用占比，大部分处于 60%-80%之间，具体分布如下图。



图表49. 汽车零部件营业成本中材料占比情况



资料来源：各公司年报，中银国际证券

原材料价格的下降有望形成对毛利率的正面贡献。按照公司来看，一汽富维、华域汽车、新泉股份、银轮股份等公司的营业成本中材料费用占比较高，材料价格下降对于毛利率及业绩的弹性较大，建议关注。

图表50. 汽车零部件营业成本中材料占比较高企业有望受益

代码	公司	2017年毛利率 (%)	营业成本中材料占比
600742.SH	一汽富维	6.65	92.11%
600741.SH	华域汽车	14.47	84.25%
603179.SH	新泉股份	24.57	82.53%
002126.SZ	银轮股份	26.16	79.69%
603035.SH	常熟汽饰	22.03	79.54%
603358.SH	华达科技	19.35	78.36%
002454.SZ	松芝股份	28.25	76.90%
002434.SZ	万里扬	22.93	76.07%
601689.SH	拓普集团	29.03	75.60%

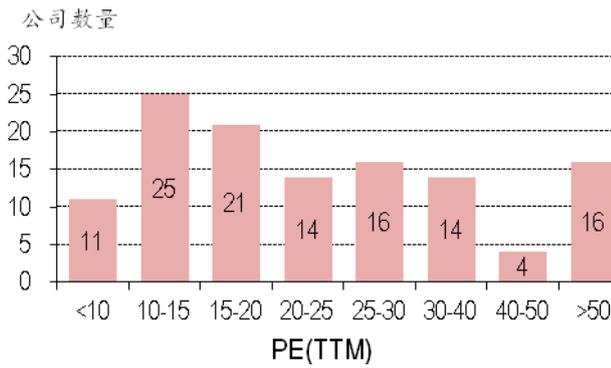
资料来源：各公司年报，中银国际证券

### 估值已处于历史较低水平，有望逐步恢复

历史纵向比较来看，自2017年11月以来，汽车零部件个股经历大幅调整，目前申万汽车零部件板块PE-TTM仅为13x，估值已处于历史较低水平。

全球横向比较来看，国际零部件公司估值多在8-20倍PE TTM之间，已与较多国内零部件企业相当。这些国际巨头大都技术水平高于国内同行，但从增长速度、发展前景、产业转移等角度来看，国内汽车零部件企业更有发展潜力，并且技术方面不断进步，部分企业未来有望进化成为国际巨头。

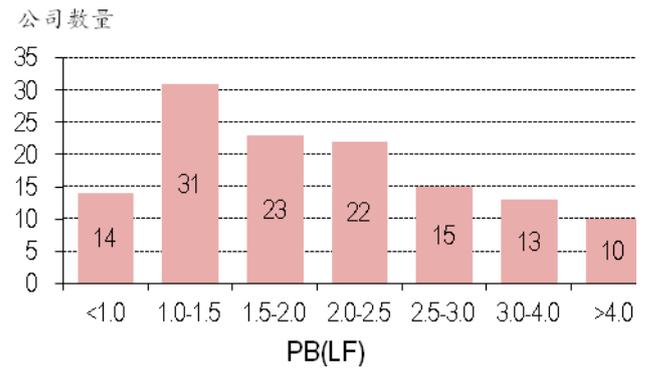
图表51. 汽车零部件公司 PE 分布



资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2018 年 12 月 28 日, 剔除亏损 PE 为负值 7 家

图表52. 汽车零部件公司 PB 分布



资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2018 年 12 月 28 日

短期汽车销量低迷, 零部件估值承压。后续行业回暖, 估值有望修复。建议关注低估值零部件个股, 推荐华域汽车、潍柴动力、宁波华翔, 关注威孚高科、一汽富维等。

图表53. 汽车零部件重点低估值个股

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
600741.SH	华域汽车	买入	18.40	580	2.08	2.32	8.9	7.9	13.94
000338.SZ	潍柴动力	买入	7.70	615	0.85	0.97	9.0	7.9	4.67
002048.SZ	宁波华翔	买入	10.43	65	1.27	1.20	8.2	8.7	12.76
000887.CH	中鼎股份	买入	10.12	124	0.92	1.05	11.0	9.6	6.79
000581.SZ	威孚高科	未有评级	17.66	178	2.55	2.66	6.9	6.6	15.46
600742.SH	一汽富维	未有评级	9.98	51	0.92	1.00	10.8	10.0	9.34

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2018 年 12 月 28 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

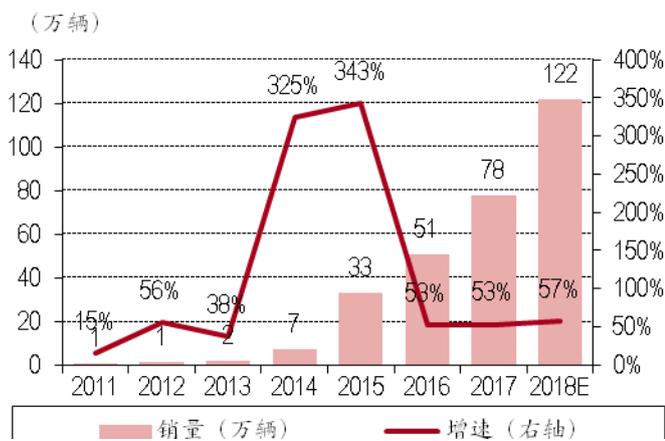
## 新能源持续看好，关注整车龙头及高镍软包产业链

### 新能源乘用车销量高速增长且结构升级，推荐整车龙头

乘用车推动新能源销量高速增长。根据中汽协数据，2018年1-11月新能源汽车产销分别完成105.4万辆和103.0万辆，同比分别增长63.6%和68.0%。其中新能源乘用车共销售88.6万辆，同比增长84.8%；新能源商用车共销售14.4万辆，同比增长7.8%。乘用车是新能源汽车增长的主要动力，我们预计2018年新能源汽车销量122万辆，同比增长57%，其中乘用车销量将达到103万辆，同比增长78%。

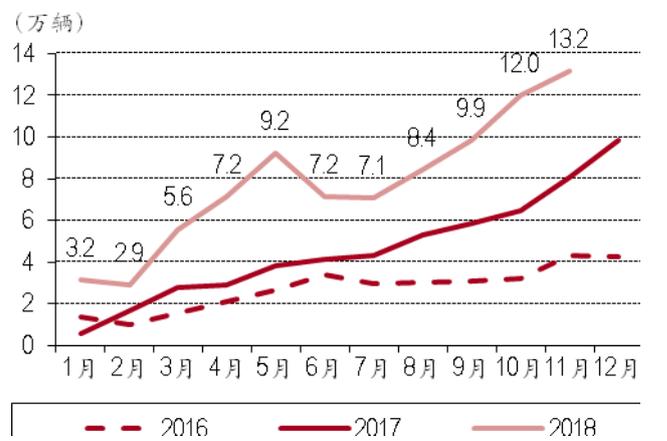
根据乘联会数据，2018年1-11月新能源乘用车销售85.8万辆，累计同比增长87.3%。其中纯电动63.5万辆，同比增长73.1%；插电式22.3万辆，同比增长144.4%。

图表54.历年新能源汽车销量情况



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表55.2018年1-11月新能源销量持续高增长



资料来源：乘联会，中银国际证券

**产品结构优化升级。**在分段补贴政策以及市场供给等因素的影响下，新能源乘用车呈现了四大变化。

- 1) 纯电动产品明显升级。按照车型结构来看，补贴过渡期结束前，A00级纯电动占比约50%，而到11月，占比下降至38%；而A级纯电动占比则由17%上升至23%。
- 2) SUV占比大幅提升。比亚迪元EV等大批性价比极高的A0级SUV上市并取得热销，推动纯电动SUV占比由2017年的4%迅速提升至17%。
- 3) 插混销量占比恢复。比亚迪唐、秦、宋、上汽荣威ei6、eRX5等插混车型热销，插混占比由2017年19%恢复至26%。
- 4) 续航里程大幅提升。2018年共发布12批新能源汽车推荐车型目录，从续航里程的分布来看，第7批起，300公里以上车型占比基本都在80%以上。

图表56. 新能源乘用车销量分布

国产	类别	2015年	2016年	2017年	2018年5月累	2018年11月累
纯电动车型	CAR	64%	76%	75%	64%	57%
	SUV	0%	2%	4%	9%	17%
	MPV	0%	0%	1%	0%	0%
级别	A00	40%	34%	55%	50%	38%
	A0	15%	13%	5%	7%	11%
	A	7%	29%	19%	17%	23%
	B	2%	1%	1%	0%	0%
	C	0%	0%	0%	0%	1%
纯电动合计		64%	76%	81%	74%	74%
插混车型	CAR	26%	15%	7%	13%	13%
	SUV	10%	10%	12%	14%	13%
	MPV	0%	0%	0%	0%	0%
级别	A	24%	12%	16%	24%	19%
	B	11%	12%	3%	1%	5%
	C	0%	0%	0%	1%	2%
	插混合计		36%	24%	19%	26%
总计		100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：乘联会，中银国际证券

从车企的角度来看，2018年前11个月新能源汽车销量排名前五的分别为比亚迪、北汽新能源、上汽乘用车、奇瑞汽车和华泰汽车，其中华泰汽车增速高达459.2%。

从车型角度来看，纯电动领域，北汽EC系列销量遥遥领先，插混领域，比亚迪和上汽销量排名靠前。

图表57. 2018年1-11月新能源销量车企排名

排名	企业	2018年1-11月	累计同比增速
1	比亚迪	192235	99.0%
2	北汽新能源	132789	54.3%
3	上汽乘用车	90180	137.3%
4	奇瑞汽车	59467	148.3%
5	华泰汽车	49190	459.2%
6	吉利汽车	48833	123.2%
7	江淮汽车	42374	60.6%
8	江铃汽车	36876	46.9%
9	众泰汽车	26085	-14.7%
10	长安汽车	22032	-3.0%

资料来源：乘联会，中银国际证券

图表58. 2018年1-11月新能源销量车型排名

纯电动车型		销量	插混车型		销量
1	北汽EC系列	82230	1	比亚迪秦	42771
2	奇瑞eQ	42235	2	比亚迪宋	34774
3	江淮IEV6E	38779	3	上汽荣威i6	31874
4	比亚迪e5	37979	4	比亚迪唐	30339
5	江铃E200	33801	5	荣威eRX5	22136
6	华泰EV160	29258	6	宝马5系PHEV	13042
7	吉利帝豪EV	28618	7	吉利博瑞GE	10003
8	比亚迪元EV	27678	8	广汽传祺GS4	9143
9	北汽EX系列	25273	9	宝马X1 PHEV	6834
10	荣威Ei5	22707	10	名爵eMG6	4141

资料来源：乘联会，中银国际证券

展望2019年，在需求侧、供给侧、政策等因素的推动下，新能源乘用车销量有望持续高速增长。

### 1) 需求侧，非限购市场开始爆发。

从需求端来看，新能源乘用车的需求主要分为两种，2C端的消费和2B端的运营。随着电动汽车售价不断下降，消费端有望持续高速增长。而分时租赁、网约车等运营端发展如火如荼，同样提供了大量新能源汽车需求。

图表59. 新能源乘用车需求分析

分类	主要销售车型	市场空间	驱动因素
2C	限购限牌城市	A 级纯电动、插电等	北上广深杭等地新车销量，增量空间有限
	非限购城市	A00/A0 级纯电动等	除限购城市外市场需求，增量空间巨大
2B	分时租赁	A00 纯电动	到 2017 年底，仅 30 家企业投入运营的电动汽车总数达到 13.9 万辆，其中分时租赁的电动汽车约 8.9 万辆。到 2020 年，这 30 家运营商计划投运车辆总数接近 140 万，其中电动汽车分时租赁在 90 万辆以上。
	出租车网约车	A 级纯电动、插电等	2017 年底国内巡游出租车总量为 140 万辆，目前纯电动车占比较低，但深圳等地已发布计划，未来全面替换为纯电动车。截至 2017 年底，国内网约车用户规模已达 2.25 亿，滴滴网约车日订单已突破 3 千万单，存在巨大的新能源换车市场。

资料来源：动力电池网，搜狐网，中银国际证券

目前国内实施汽车限购限牌的城市包括北京、上海、广州、天津、杭州和深圳等，这些城市大都对新能源汽车有相应的扶持政策，也是新能源汽车的主力销售区域。随着新能源汽车成本和价格的快速下降及技术的成熟，部分畅销车型的出现，非限购城市新能源汽车销量开始爆发。

根据乘联会及达示数据测算，2017 年限牌限购城市新能源乘用车渗透率约为 6.4%，而非限购城市仅有 1.5%。2018 年 1-10 月限牌限购城市新能源乘用车渗透率上升至 8.2%，而非限购城市快速上升至 3.0%，实现翻倍增长。非限购限牌城市乘用车销量占比约为 85%，打开非限购市场，也将为新能源乘用车打开广阔的成长空间。

图表60. 新能源汽车销售区域分布

地区	2017 年	占比	2018 年 1-10 月	占比
总计	555793		725816	
非限购地区	321956	57.9%	486973	67.1%
限牌地区合计	233837	42.1%	238843	32.9%
其中：北京	58745	10.6%	39489	5.4%
上海	55279	9.9%	49774	6.9%
深圳	40029	7.2%	61546	8.5%
杭州	26303	4.7%	33014	4.5%
广州	22133	4.0%	29534	4.1%
天津	31348	5.6%	25486	3.5%

资料来源：乘联会，交强险，中银国际证券

## 2) 供给侧，自主、合资、新势力共同发力。

新能源汽车领域，自主品牌车企发展较早，目前也收获了丰硕成果，在销量排行上名列前茅。展望 2019 年，各大主流自主车企在新能源汽车领域都有较好的规划。

图表61.自主品牌 2019 年新能源汽车规划

公司	2018 年 1-11 月 新能源销量	2019 年新能源 销量规划	2019 年新能源 车型规划
比亚迪	192235	40 万	唐 EV, 宋 MAX DM, 宋 EV/DM (换代)
北汽新能源	132789	17 万	EX5、EX3 纯电动 SUV
上汽乘用车	90180	16-20 万	名爵 ZS 纯电、名爵 HS 插混、分时租赁车型 EX21
奇瑞汽车	59467	-	捷途 X70 EV
吉利汽车	48833	-	GE11 纯电轿车、缤越 PHEV、帝豪 GS PHEV、嘉际 PHEV
长安汽车	22032	-	CS55 纯电
江淮汽车	42374	7 万	江淮 S4 纯电动版等
长城汽车	7262	-	欧拉 R1、欧拉 R2
广汽传祺	16945	-	纯电动轿车 Aion S, 纯电动 SUV

资料来源: 乘联会, 搜狐汽车, 中银国际证券

合资品牌目前新能源汽车销量占比较低, 但受新能源汽车积分政策实施以及 2019-2020 年积分目标约束, 合资车企也将在 2019-2020 年大举发力, 并有大批新能源车型入市。

图表62.合资车企积极推进新能源汽车发展

车企	国内新能源发展规划	2019 年新能源车型规划
大众	至 2020 年, 大众汽车品牌在中国市场的新能源汽车矩阵将包括约 10 款车型, 并且计划至 2020 年国产新能源汽车达 30 万辆; 与江淮合资生产新能源汽车, 一期产能 10 万辆;	一汽大众 2019 年上市 e-Golf、Bora BEV、探岳 GTE、迈腾 GTE、奥迪 Q2L e-tron; 上汽大众 2018 年上市帕萨特 PHEV、途观 LPHEV, 2019 年上市朗逸 BEV; 江淮大众 2018 年发布思皓 EX20;
通用	计划到 2020 年在中国市场发布 10 款电动及油电混动车型, 旗下凯迪拉克、别克和雪佛兰三大品牌的新能源汽车年销量总计或达 15 万辆, 而到 2025 年或达 50 万辆。	上汽通用现有凯迪拉克 CT6 插混及别克 Velite5, 2019 年上市插混 Velite 6、K227 以及纯电动 K228
福特	计划在 2025 年前, 在华推出 50 款新车型, 其中包括至少 15 款福特和林肯品牌的电动车型; 与众泰合资生产新能源汽车, 一期产能 10 万辆。	长安福特 2018 年上市蒙迪欧插混版;
丰田	自 2020 年起, 以中国市场为开端加速导入纯电动车型。计划 2025 年旗下所有产品将实现全面电气化, 不再提供只配备传统发动机的车型。	一汽丰田 2019 年上市卡罗拉 PHEV, 2020 年电动奕泽; 广汽丰田 2018 年上市广汽 ix4, 2019 年上市雷凌 PHEV, 2020 年电动 C-HR
本田	计划在 2030 年实现混动车、电动车以及零排放车型的销量占到全球汽车销量的 2/3。	广汽本田 2018 年理念 VE-1 纯电动 SUV、世锐 PHEV; 东风本田 2019 年纯电动小型 SUV 思铭 DE1, 未来五年将拥有 10 款以上的电动化车型。
雷诺日产	东风日产计划到 2022 年时将拥有 4 款搭载 e-POWER 技术的车型以及 3 款 Zero Emission 全新纯电动汽车; 雷诺、日产和东风合资成立易捷特, 2019 年量产电动车; 东风雷诺 2022 年前导入 9 款国产车型, 其中 3 款电动车。	东风日产 2018 年上市轩逸纯电
现代起亚	北京现代 2016 年发布“NEW”新能源战略, 到 2020 年北京现代将打造四大新能源平台, 同时推出 9 款新能源产品, 并将实现十三五末期实现新能源车销量占比超过 10% 的目标。 东风悦达起亚规划到 2020 年将推出共 5 款新能源汽车。	北京现代 2018 年上市领动插混, 2019 年上市领动 PHEV、ENCINO 昂希诺、菲斯塔纯电动版本; 东风悦达起亚 2018 年发布 K5 插混。

资料来源: 盖世汽车, 中银国际证券

以蔚来、威马、小鹏为代表的造车新势力开始登台亮相, 蔚来 2018 年产量过万, 威马、小鹏、爱驰等也都发布了量产车型。2019-2020 年都将迎来大批产品发布及量产, 并接受市场的考验。

图表63.造车新势力车型逐步开始量产

车企	量产车型	车型规划	制造/产能
蔚来汽车	2018年5月开始量产交付ES8,全年预计交付过万辆	ES6已发布并计划2019年6月量产	江淮代工产能10万辆,自有上海工厂在建
威马汽车	2018年9月开始交付EX5,计划2018年完成交付1万辆,2019年交付10万辆。	未来规划两个整车平台8款新车型	温州自建产能一期10万辆(计划20万辆)
小鹏汽车	2018年12月小鹏G3已上市并开始量产交付		海马代工,肇庆自建产能一期10万辆
爱驰汽车	2018年5月发布首款量产车爱驰U5,计划2019年9月量产	规划两个产品平台(GES MAS),未来每30个月就有一款量产新车落地	上饶自建产能一期15万辆,未来计划30万辆
天际汽车	2017年已量产交付EV10,2018年12月发布ME7,计划2019年下半年交付	规划五年推6款新车	东南代工,绍兴自建产能计划2019年18万辆

资料来源:盖世汽车,中银国际证券

### 3) 政策方面,补贴政策有待落地,双积分政策保障长期发展

**2019年新能源补贴政策有待落地。**根据此前电车汇等媒体报道,大体趋势是补贴下降,但高续航里程车型补贴降幅较小,同时电池能量密度等技术要求持续提升,高续航里程车型及技术优势企业相对受益。

1) 高续航里程车型补贴降幅较小。按照电车汇报道版本,纯电动乘用车补贴降幅根据电池续航里程,从20%~100%不等,其中300km以上续航里程的补贴降幅较小,影响相对较小,而续航300km以下的多为A00级,受补贴调整的影响较大。

图表64.纯电动乘用车补贴变化情况

续航里程(km)	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400
2018年正式期	1.5	2.4	3.4	4.5	5.0
2019年*	0	1.5	2.4	3.4	4.0
补贴降幅	100%	38%	29%	24%	20%

资料来源:电车汇,\*注:并非最终版本,后续或有调整。

2018年共发布12批新能源汽车推荐车型目录,从续航里程的分布来看,第7批起续航300公里以上车型占比基本都在80%以上。同时2018年补贴正式期主打车型比如A级轿车、A0级SUV等,续航里程也大都在300km以上,这些车型补贴降幅相对较小,有望通过电池降价等降低补贴下降的影响。

图表65.新能源推荐目录续航里程分布

续航(km)/批次	1	2	3	4&5	6	7	8	9	10	11	12
150-200	1	1	0	41	0	1	3	0	0	0	0
200-250	7	0	6	30	4	1	7	2	0	0	1
250-300	12	0	12	90	6	5	6	5	4	2	3
300-400	7	4	13	101	23	18	19	29	16	15	19
R>400	0	2	8	32	13	13	12	8	8	8	15
合计	27	7	39	294	46	38	47	44	28	25	38
R>300占比	25.9%	85.7%	53.8%	45.2%	78.3%	81.6%	66.0%	84.1%	85.7%	92.0%	89.5%

资料来源:工信部,中银国际证券

2) 电池能量密度等技术要求提升。电池能量密度的门槛或将从2018年120Wh/kg提高到140Wh/kg,同时160-180Wh/kg补贴倍率为1.1倍,180Wh/kg以上为1.2倍。考虑到宁德时代及比亚迪等企业的电池技术水平逐年提升,预计拿到1.0/1.1/1.2补贴的车型数量占比分布与2018年类似,影响相对较小,拥有技术优势的电池和整车企业有望受益。



根据工信部发布的补贴新政实施后的第6-12批目录，在256款纯电动乘用车车型中，动力电池系统能量密度在105（含）-120Wh/kg的车型有5款，按0.6倍补贴；120（含）-140Wh/kg的车型有46款，按1倍补贴；140（含）-160Wh/kg的车型有172款，按1.1倍补贴；160Wh/kg及以上的车型有33款，按1.2倍补贴。从上述数据可以看出，可以拿到1.1倍及以上补贴的占比为80%，占比较高。

图表66. 2018年6-12批目录纯电动乘用车电池能量密度分布

电池系统能量密度 (Wh/kg)	105≤R<120	120≤R<140	140≤R<160	R≥160
2018年正式期补贴系数	0.6	1.0	1.1	1.2
车型数量	5	46	172	33
占比	2.0%	18.0%	67.2%	12.9%

资料来源：高工锂电，中银国际证券

**双积分政策保障新能源汽车持续发展。**《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》已于2018年4月1日开始实行，其中2019年度至2020年度乘用车企业的新能源汽车积分比例要求分别为10%、12%。

根据规定，新能源标准车单车积分2-5分，2018年1-11月的新能源乘用车平均积分为3.5分。以单车平均3.5分计算，要满足当年的新能源汽车积分要求，加上预计需抵偿的油耗负积分，2019年和2020年则分别需要生产111万辆和156万辆新能源乘用车。双积分政策实施，有力保障新能源汽车持续快速发展。

图表67. 满足积分要求的新能源乘用车销量估算

	2019E	2020E
乘用车销量（万辆）	2,400	2,520
新能源汽车积分比例要求(%)	10	12
新能源汽车积分要求（万分）	240	302
需抵偿油耗负积分（万分，工信部预估）	147	242
合计所需新能源汽车积分（万分）	387	544
	3	129
单车平均积分	3.5	111
	4	97
	5	77

资料来源：工信部，中银国际证券

总体来看，需求侧，非限购城市销量快速增长，网约车合规化也将带来巨大增量，新能源乘用车需求持续高速增长。供给端，自主、合资、新势力共同推动，产品供给大幅增加。新产品续航快速提升，价格持续降低，进而推动需求快速转化为销量。政策方面，补贴政策尚未确定，但预计利好高续航车型及技术优势企业；双积分政策开始考核实施，推动新能源汽车快速发展。

我们预计2019年新能源乘用车销量有望达到140万辆，同比增长36%；并且随着2019年新能源汽车积分考核开始，新能源乘用车销量有望保持高速增长。

### 新能源商用车短期销量承压，关注补贴政策

根据中汽协发布数据，2018年1-11月国内新能源商用车销售14.4万辆，累计同比增长7.8%。考虑到新能源客车销量短期有所透支，新能源专用车产业链资金紧张，预计2018年新能源商用车销量为19万辆，同比下滑4%。

**新能源客车销量短期承压。**根据中客网数据，2018年1-11月国内新能源客车（5米以上）销售73401辆，同比增长2.4%。上半年受补贴分段补贴影响销量增速较快，下半年销售有所放缓，预计2018年新能源客车销量有望达到9万辆。

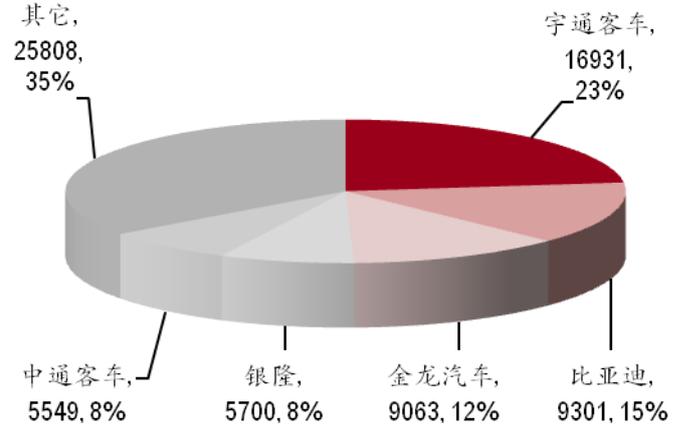
从市场格局来看，宇通客车、比亚迪、金龙汽车新能源客车销量排名位居前三，CR5市场份额为63.2%，市场集中度较高。2018年6月12日起新补贴政策正式实施，补贴金额与电池系统能量密度、单位载质量能量消耗量(Ekg)等技术指标紧密挂钩，龙头企业技术水平较高，有望获得较高补贴金额，并在市场竞争中获得有利地位，市场份额有望逐步提升。但新能源公交客车多为政府采购，非市场因素影响较大，因此市场份额集中的速度或低于预期。

图表68.新能源客车（5米以上）销量走势



资料来源：中客网，中银国际证券

图表69.2018年1-11月新能源客车市场格局



资料来源：中客网，中银国际证券

2018年1-11月新能源客车（5米以上）共计销售73401辆，其中公交65171辆，同比增长21.3%，其余车型8230辆，同比下降54.1%。从新能源渗透率来看，公交渗透率达到85%左右，已处于较高水平，而其它车型仅有8%，还有较大拓展空间。

图表70.新能源客车销量及占比

	2017年			2018年11月		
	销量	新能源	占比	销量	新能源	占比
公交车	99640	75991	76.3%	76441	65171	85.3%
其它车型	146908	29529	20.1%	102393	8230	8.0%

资料来源：中客网，中银国际证券

**补贴政策有待落地。**根据此前电车汇报版本，2019年非快充客车度电补贴由1200元/度电降至800元/度，单车补贴上限保持不变。但考虑到财政压力较大，后期政策出台或有调整。

2018年度电补贴为1200元/度，据我们测算，8米、10米纯电动客车补贴效率最高的装电量为100度和150度。根据电车汇报的补贴标准，2019年8米、10米客车补贴效率最高的装电量为150度和225度。节能网数据显示2018年前三季度纯电动客车生产约4.7万辆，主要为8米和10米客车，电池装机量为8.7GWh，单车带电量为184度电，意味着2019年电池的补贴效率将大幅提高，利好客车企业盈利改善。

图表71.非快充纯电动客车补贴变化情况

非快充客车	度电补贴 (元/度)	中央单车补贴上限 (万元)		
		6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
2018年正式期	1,200	5.5	12	18
2019年*	800	5.5	12	18
降幅	33%	0%	0%	0%

资料来源：电车汇，中银国际证券\*注：并非最终版本，后续或有调整。

新能源客车市场主要有国内公交、公路及海外出口等，其中公交市场相对稳定，公路客车等新能源渗透率有待提升，而海外市场开拓需循序渐进，因此我们预计2019年新能源客车稳中有进，全年销量有望达到10万辆，同比略有增长。

#### 产业链资金紧张，新能源物流车销量短期低迷。

据电车资源网报道，2018年1-11月，国内新能源专用车累计生产7.3万辆，同比下滑24.0%；累计销售仅有5.2万辆。受沃特玛事件及补贴运营里程要求等因素影响，产业链资金较为紧张，因此产销量较为低迷。我们预计2018年新能源专用车产量约为10万辆，较2017年大幅下滑。

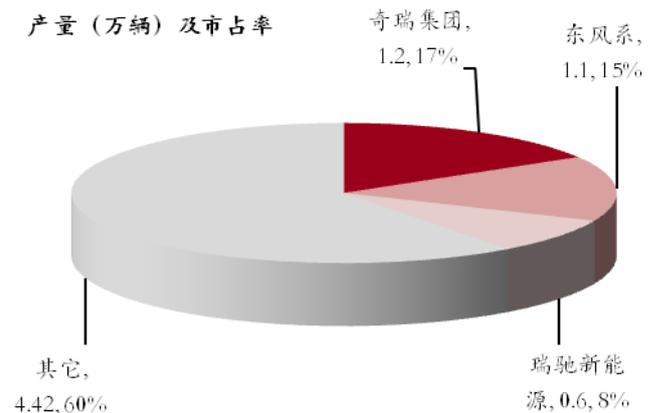
市场格局方面，前11月产量排名靠前的主要有奇瑞集团、东风集团、瑞驰新能源。随着补贴对技术要求的不提高，运营里程要求增加资金压力，具有技术和资金优势的头部企业相对占优。

图表72.新能源专用车1-11月累计产量下滑



资料来源：第一商用车网，中银国际证券

图表73.2018年1-11月新能源专用车市场格局



资料来源：第一商用车网，中银国际证券

**短期销量低迷，长期市场空间广阔。**根据电动汽车资源网等报道，国内城配物流车辆存量在1,000万辆左右，新能源存量占比较低，替换市场巨大。电动物流车具有路权、运营成本低等优点，在中央和各地方政策推动下，长期发展前景可观。2017年12月26日交通运输部办公厅、公安部办公厅、商务部办公厅发布《关于组织开展城市绿色货运配送示范工程的通知》，决定联合组织开展城市绿色货运配送示范工程，加快标准化新能源城市货运配送车辆推广应用。此外深圳等地陆续发布政策，支持新能源物流车推广应用。

**纯电动物流车购置补贴2019年或取消，销量承压。**根据电车汇报道，2019年纯电动物流车购置补贴或将取消，并以运营补贴支持新能源物流车推广。由于此前受沃特玛事件及补贴发放时间较晚影响，新能源物流车产业链资金较为紧张，导致新能源物流车销量低迷。若本次报道政策属实，后续销量将会受到较大影响，预计2019年新能源专用车产销量约为10万辆。

**新能源汽车2019年有望突破160万辆。**根据上述对新能源乘用车及商用车分析，我们预计2019年新能源汽车销量有望达到160万辆，同比增长约31%；其中乘用车140万辆，同比增长36%；商用车20万辆，同比增长5%。

图表74.2019年新能源汽车销量有望达到160万辆

	2015	2016	2017	2018E	2019E
新能源汽车	33.1	50.7	77.7	122	160
新能源乘用车	20.8	33.6	57.8	103	140
纯电动	14.7	25.7	46.8	77	105
插电式混合动力	6.1	7.9	11.1	26	35
新能源商用车	12.4	17	19.8	19	20
纯电动	10.1	15.2	18.4	18.5	19.5
插电式混合动力	2.3	1.9	1.4	0.5	0.5

资料来源：中汽协，中银国际证券

关注龙头车企比亚迪、上汽集团。新能源汽车销量有望高速增长，但受补贴政策影响，利润或承压。

- 1) 乘用车领域，销量预计快速增长，但补贴预计下滑，续航里程增加导致电池等成本或将增加，此外竞争加剧导致价格逐步下降，因此单车利润承压。重点关注技术及资本实力较强的龙头企业，推荐比亚迪、上汽集团。
- 2) 客车领域，预计2019年新能源销量有望回暖，但预计补贴下滑导致单车盈利承压。龙头市场份额有望提升，且较强的技术可以获得更高的补贴。建议关注宇通客车。
- 3) 专用车领域，预计2019年销量基本持平，但购置补贴或以运营补贴替代，企业盈利承压。关注运营端布局较好的龙头企业。

### 大众及特斯拉等巨头新能源全力以赴，相关产业链有望受益

特斯拉、大众等新能源战略执行坚决。在能源、环保、政策等因素的推动下，全球各大汽车集团纷纷加大新能源汽车领域投入，并制定了各自的产销及车型规划，其中特斯拉伴随着Model 3量产而销量爆发，大众集团新能源有望随着MEB平台量产而新能源销量爆发。

图表75.国际车企新能源汽车发展规划

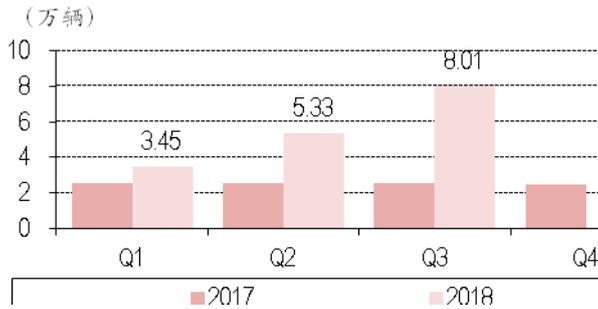
车企	销量规划	车型规划
特斯拉	2020年100万辆	现有Model 3/X/Y，计划发布Model Y及皮卡、重卡等
大众	2025年300万辆，销量占公司总销量的20%—25%	到2025年各品牌将推出共计超过80款全新的电动车型，包括50款纯电动车型及30款插电式混合动力车型
宝马	2025年30-50万辆，销量占公司总销量15%-25%	2020年所有车系具备电动选项
奔驰	2025年45-75万辆，销量占公司总销量15%-25%	2025年前10款，推出EQ子品牌
沃尔沃	2025年新能源销量100万辆	2019年起所有新款车型都具备EV或PHEV版本
PSA	2020年新能源销量10万辆	2020年前，推出7款PHEV和4款EV（中国5款，其中2款EV），2025年前推40款新能源车
福特	2020年65-165万辆，新能源销量占公司总销量10%-25%	2020年40%车型提供电动版
通用	到2020年旗下凯迪拉克、别克和雪佛兰三大品牌的新能源汽车在在华销量总计或达15万辆，到2025年或达50万辆。	2025年几乎全部车型提供电动版
本田	2030年实现混动车、电动车以及零排放车型的在华销量占到全球汽车销量的2/3。	2020年在中国混动车占比50%以上
丰田	2030年电动车超总产量的一半，全球年销550万台，其中纯电动及燃料电池车超过100万	2020年投放十多款电动汽车车型，到2025年，每款丰田车型和豪华品牌雷克萨斯车型都将拥有电动版本，2050年HEV、PHEV占总销量70%，FCV、EV占30%
现代-起亚	2020年新能源销量占公司总销量10%	2020年前26款新能源车型（12款HEV、6款PHEV、2款EV、2款FCV）在中国推出9款车型
雷诺-日产	到2022财年日产汽车计划将其电动汽车年销量提升至100万辆	2017年起五年内12款纯电动车型

资料来源：搜狐汽车，网易汽车，各公司公告，中银国际证券

**特斯拉国内建厂及 Model Y 亮相，关注产业链投资机会。** 特斯拉 Model 3 自 2016 年 4 月 1 日发布以来已获得超过 40 万辆的订单，2018 年以来产能快速提升，推动销量持续爆发。

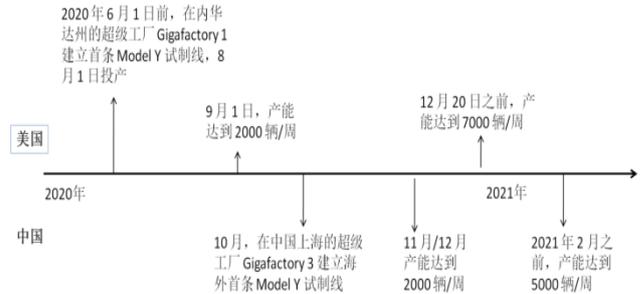
据盖世汽车等媒体报道，2018 年 10 月 17 日，特斯拉以 9.73 亿元获得上海临港重装备产业区地块的国有建设用地使用权，并计划建厂投产 Model 3 和 Model Y 两款车型，初期产能目标为 25 万辆/年。Model Y 有望于 2019 年 3 月发布，美国工厂将于 2020 年 8 月投产，上海工厂将于 2020 年 10 月投产。与 Model 3 同平台的车型 Model Y 也将是一款走量车型，有望推动特斯拉销量持续高速增长。

**图表76.Model 3 推动特斯拉产量爆发**



资料来源: InsideEVs, 中银国际证券

**图表77.Model Y 有望较快在中美量产**



资料来源: 盖世汽车, 中银国际证券

Model 3 量产带来销量爆发，Model Y 未来量产有望推动销量高速增长，产业链有望持续受益，建议关注旭升股份、三花智控及松下电池产业链。

**图表78.特斯拉相关供应商**

公司	供应产品	配套车型
旭升股份	变速箱箱体、传动系统、悬挂系统等零件	Model S/X/3
三花智控	膨胀阀、水冷板、油冷器、油泵等	Model S/X/3
拓普集团	锻铝控制臂等	Model 3/S/X
广东鸿图	小支架等	Model S/X

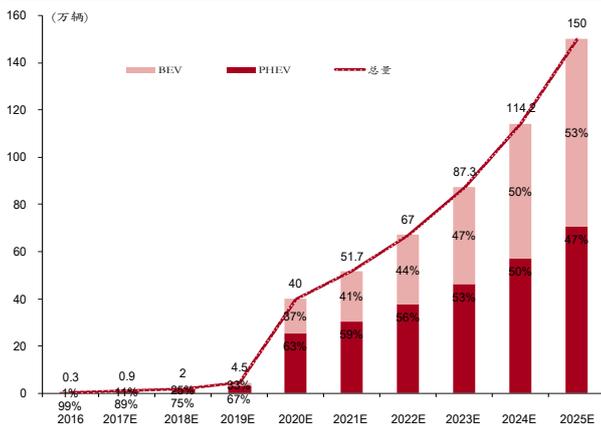
资料来源: 各公司公告, 中银国际证券

**大众 MEB 产业链长期投资机会巨大。** 2017 年 11 月，大众集团发布了中国市场的新能源产品规划，规划是“2025 战略”和“Roadmap E”在中国市场的具体体现。计划到 2020 年，生产 40 万辆新能源汽车，五年后提升至 150 万辆。到 2025 年，大众中国将推出近 40 款本土化新能源汽车。

大众集团中国新能源汽车产品将基于以下几个平台实现：在 MQB 平台上推出纯电(纯电高尔夫)和插电产品(途观 PHEV)，在 MLB 平台推出插电式混合动力产品(奥迪 A6 e-tron PHEV 和辉昂 PHEV)；在 MEB 平台上推出纯电产品(I.Q 和续航 500 公里以上的纯电动车)，与江淮合作平价纯电动汽车。为实现 2025 年销售 150 万辆销售目标，大众集团除了加大进口和借助一汽大众、上汽大众合资公司以外，借助江淮汽车的产能和开发平台也是必然选择。

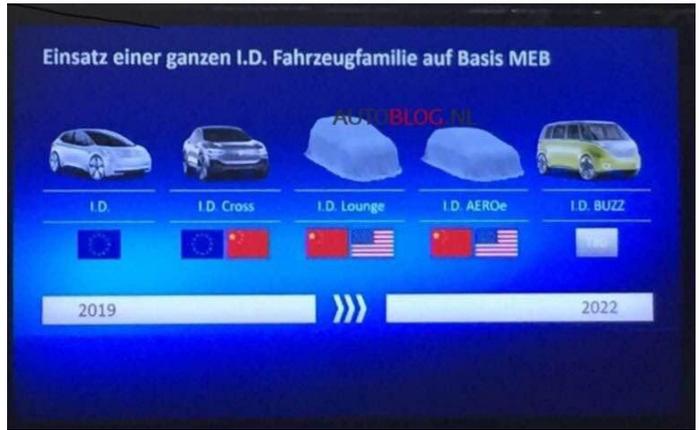
I.D.系列将作为在 MEB 平台上生产的首款车型。目前，I.D.系列已亮相了 4 款概念车，分别是 I.D. (紧凑型两厢车)、I.D.BUZZ (MPV)、I.D.CROZZ (紧凑型 SUV)、I.D.Vizzion 概念车 (三厢轿车)，其中 I.D.CROZZ 将成为 I.D 系列中首款在华投产的车型。I.D.系列还会有两款车型 I.D.Lounge 和 I.D.AEROe, I.D Lounge 或有望是一款中型纯电动 SUV, I.D AEROe 则有望定位于一款中型轿车，在 2019 年到 2022 年陆续在北美市场和中国市场推出，并有望国产化。

图表79. 大众中国市场新能源销量规划



资料来源: 大众集团, 中银国际证券

图表80. 大众 MEB 车型规划



资料来源: 搜狐汽车, 中银国际证券

大众 MEB 规划产销量巨大, 有望给产业链带来巨大投资机会, 推荐华域汽车、中鼎股份, 建议关注宁德时代。

图表81. 大众新能源汽车相关供应厂商

公司名称	产品名称	平台	合作企业	供应状况	公告日期
宁德时代	动力电池	MEB	德国大众	中国境内唯一、全球内优先采购	2018年3月6日
华域汽车	电驱动系统总成	MEB	上汽大众、一汽大众	华域麦格纳获大众全球电动汽车平台 (MEB 平台) 电驱系统总成相关产品定点, 华域电动将提供全部驱动电机部件的配套供货	2017年10月19日
中鼎股份	新能源车电池冷却系统	MLB	德国大众奥迪	奥迪 Q6 (奥迪首款电动 SUV) 项目, 协议年金额 810 万欧元/年, 供货期 6 年, 并已成为宁德时代电池包内冷却系统减振类产品供应商, 有望进入 MEB 平台	2017年4月15日
松芝股份	冷凝器	MEB	上汽大众、德国大众	上汽大众部分车型冷凝器批量供货并通过德国大众 MEB 平台供应商审核	2017 年年报
均胜电子	电池管理系统 (BMS)	MQB	上汽大众、一汽大众	国内南、北大众新能源 MQB 平台车型项目订单, 有望进入 MEB 平台	2017 年三季报
奥特佳	电动压缩机	MQB、MEB	一汽大众、德国大众	已经确定为一汽大众 MQB 平台的 5 款电动车型提供电动压缩机, 并将为大众集团包括 SEAT、AUDI、SKODA 等欧洲工厂生产的 MEB 平台车型供应, 生命周期 8 年, 全球销量预计将达到 650 万台	2017年9月8日
得润电子	高压线束 (科世得润)	MEB	一汽-大众	该项目生命周期产量超过 260 万辆, 计划于 2020 年量产, 生命周期内预计产品销售额将超过 41 亿元人民币	2018年3月21日
	充电机 (美达电器)	MQB	一汽大众、上汽大众	MQB 平台 PHEV 和 BEV 车型平台车载充电机 (OBC) 项目核心供应商, 未来有望进入 MEB 平台	2017年2月7日
三花智控	电池冷却器	MQB	上汽大众、一汽-大众	已进入 MQB 平台, 为一汽大众、上汽大众供应电池冷却器	2017年6月9日
	热管理产品	MEB	德国大众	为德国大众 MEB 平台热管理产品 5 个项目的供应商	2018年1月23日
银轮股份	热交换器		德国大众	通过德国大众供应商审核, 公司将有资格参与大众相关采购项目的竞标	2017年11月7日
宁波华翔	-	-	-	已为南北大众供应门内饰板总成、仪表盘等众多产品, 有望进入 MEB 平台配套	-
富奥股份	逆变器总成部件	MEB	德国大众	中国区电驱动总成核心逆变器总成部件	2017 年年报

资料来源: 各公司公告, 中银国际证券



### 电池能量密度等要求提升，关注高镍软包和宁德时代产业链

供需结构方面，据真锂研究报道，2018年1-11月动力电池装机总电量约44.1GWh，同比增长80.3%。根据我们测算，2018年、2019年动力电池需求分布为54、74GWh。根据高工锂电数据，2018年年底中国动力电池总产能将达到230GWh，总体电池产能供给短期严重过剩，但优质电池仍供不应求。

市场格局方面，目前动力电池呈现出两超多强的局面。真锂时代数据显示，2018年1-11月宁德时代装机量为18.1GWh，市场份额高达41.1%；比亚迪装机量为9.7GWh，市场份额为22.0%；国轩高科、孚能科技、力神等位列其后。宁德时代国内龙头地位稳固，国际客户开拓卓有成效，相关产业链有望持续受益。比亚迪后续有望开展电池外销，市场份额有望提升。此外孚能科技、亿纬锂能等获得大量订单，市场份额有望提升，发展前景可期。

图表 84. 2018 年 1-11 月动力电池装机量及市场份额

排名	公司	装机量 (GWh)	市场份额
1	宁德时代	18.12	41.1%
2	比亚迪	9.68	22.0%
3	国轩高科	2.27	5.2%
4	孚能科技	1.76	4.0%
5	力神	1.53	3.5%
6	比克	1.35	3.1%
7	亿纬锂能	0.97	2.2%
8	北京国能	0.59	1.3%
9	鹏辉	0.55	1.3%
10	万向	0.54	1.2%
	其它	6.70	15.1%

资料来源：真锂研究，中银国际证券

从电池类型来看，2017年磷酸铁锂电池装机量16.3GWh，占比48.7%；三元电池搭载量15.3GWh，占比45.6%。随着电池能量密度要求逐步提升，乘用车销量快速增长，三元电池将成为主导。2018年1-11月三元电池装机量27.0GWh，占比61%，已大幅超过了磷酸铁锂的16.1GWh和37%占比。

图表82. 2018年1-11月动力电池装机量类型及占比

	2017年		2018年1-11月	
	装机量 (GWh)	市场份额	装机量 (GWh)	市场份额
磷酸铁锂	16.3	48.7%	16.1	36.6%
三元锂	15.3	45.6%	27.0	61.2%
锰酸锂	1.4	4.2%	0.7	1.5%
钛酸锂	0.5	1.6%	0.3	0.7%

资料来源：真锂研究，中银国际证券

电池材料领域，受能量密度要求持续提升影响，高镍和软包有望成为未来发展方向，建议关注相关产业链投资机会。

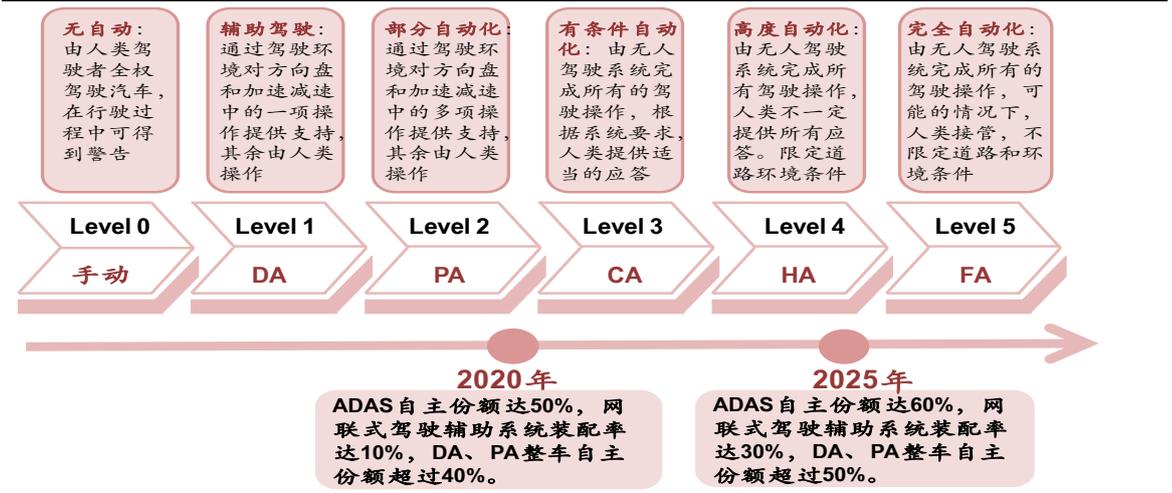
电机电控领域，近年来主要发展趋势是一体化，电机电控减速器三合一产品应用日益增多，但德尔福等国际巨头加入市场竞争，对产品价格及企业盈利产生了较大压力。

## 辅助驾驶进入加速渗透期，车联网迎发展新阶段

### 辅助驾驶进入加速渗透期，相关产业链有望受益

智能汽车是指通过搭载传感器、控制器等装置，实现汽车与车外环境信息的智能交换与共享，能够对复杂的车外环境进行感知与评测，具有部分或完全自动驾驶功能的新一代汽车。按照美国汽车工程师学会（SAE）分类，无人驾驶分为六个阶段：手动驾驶、辅助驾驶、部分自动化驾驶、有条件自动驾驶、高度自动化驾驶和完全自动化驾驶，分别对应 L0-L5 六个层次。

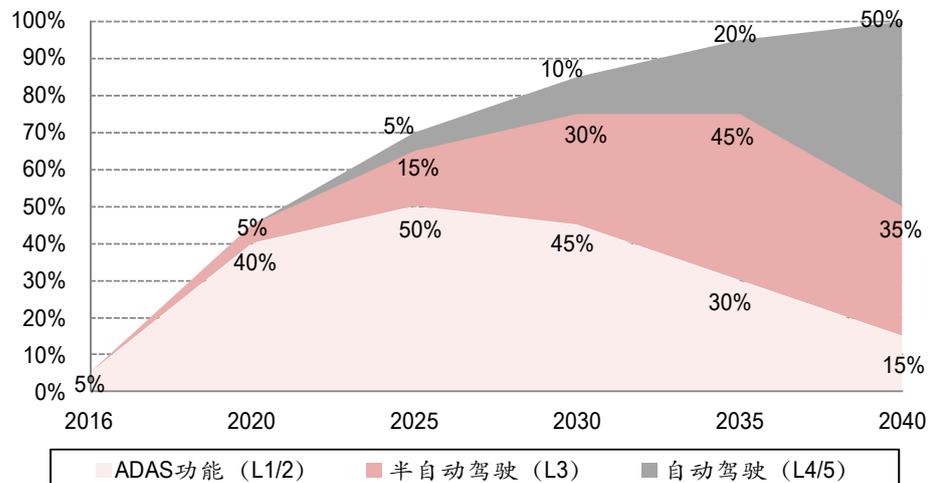
图表83.智能汽车驾驶层次示意图



资料来源：美国汽车工程师学会（SAE），节能与新能源汽车技术路线图，中银国际证券

从各大车企与互联网巨头公布的计划以及多项政策来看，ADAS 系统将呈现爆发增长，2019、2020 年有望成为无人驾驶车辆商业化元年。根据 IHS 预测，全球自动驾驶渗透率将快速提升，2016 年 L1/L2 级功能渗透率约为 5%，2020 年将达 40%；L3 级功能也逐渐开始量产，2020 预计渗透率将达 5%；L4/L5 级功能将在 2025 年左右实现量产，渗透率有望达 5%；至 2040 年，所有新车都将配备自动驾驶功能，其中 L4/L5 级自动驾驶渗透率将达 50%。

图表84.全球自动驾驶渗透率



资料来源：IHS，中银国际证券

当前辅助驾驶与部分自动化驾驶技术（L1/L2）在欧美等部分发达国家已较为成熟，随着国内产业政

策扶持、消费者需求提升、车企车型供给增多，辅助驾驶有望进入加速渗透期。

**产业政策扶持。**智能汽车是汽车产业转型升级的战略方向，加快智能汽车产业布局有利于我国抢占汽车产业未来战略的制高点。2018年1月5日，国家发改委发布《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿），其中提到2020年智能汽车体系框架基本形成，智能汽车新车占比达到50%，到2025年，体系全面形成，新车基本实现智能化，高级别智能汽车实现规模化应用。2018年11月14日，工信部制定了《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》，到2020年，突破自动驾驶智能芯片、车辆智能算法、自动驾驶、车载通信等关键技术，实现智能网联汽车达到有条件自动驾驶等级水平。智能汽车产业目标的进一步升级与细化，充分彰显我国构建智能汽车强国的雄心，将推动智能汽车技术和产业迎来高速发展。

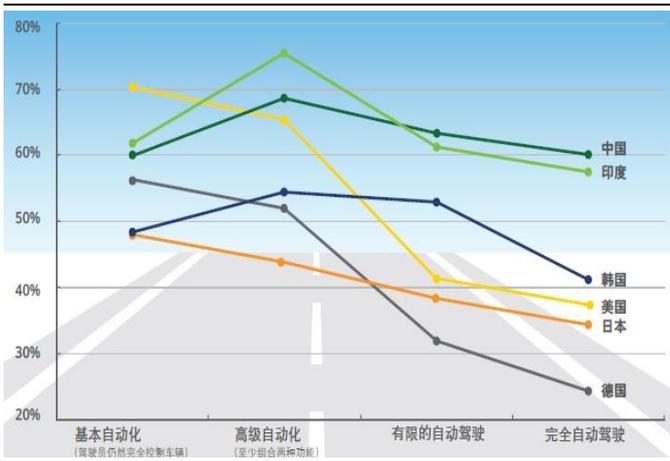
图表85.我国主要智能汽车相关政策

时间	出台部门	文件	主要内容
2016.4	质检总局、国家标准委、工信部	《装备制造业标准化和质量提升规划》	明确提出开展智能网联汽车标准化工作
2016.7	交通部	《推进“互联网+”便捷交通促进智能交通发展的实施方案》	推动智能交通前沿技术研发和对新兴战略产业支持，如新一代国家交通控制网、车路协同、智能汽车、列车自动运行、综合枢纽协同、高速宽带无线互联和高速无线局域网等
2016.10	中国汽车工程学会	《节能与新能源汽车技术路线图》	2020年：有条件自动驾驶及以下级(DA、PA、CA)新车装备率50%，交通事故减少30%，交通效率提升10%，油耗与排放降低5%；2030年：DA、PA、HA、CA、FA新车装备率达80%，汽车交通事故减少80%，普通道路的交通效率提升30%，油耗与排放均降低20%。
2017.4	发改委、工信部、科技部	《汽车产业中长期发展规划》	加大技术研发支持，协调制定相关标准法规，推动宽带网络基础设施建设和多产业共建智能网联汽车大数据交互平台，加快网络信息安全和车辆行驶安全保障体系建设
2017.6	国家标准委、工信部	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	确立我国发展智能网联汽车将“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的总体思路，建立智能网联汽车标准体系，并逐步形成统一、协调的体系架构。
2017.7	国务院	《新一代人工智能发展规划》	构建开放协同的人工智能科技创新体系，培育高端高效的智能经济，建设安全便捷的智能社会，明确提出发展自动驾驶汽车等智能运载工具
2018.1	发改委	《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿）	提出2020年国内智能汽车新车占比达到50%，中高级别智能汽车实现市场化应用，重点区域示范运行取得成效
2018.3	工信部	《2018年智能网联汽车标准化工作要点》	提出加快重点标准制修订，推进ADAS、自动驾驶、汽车信息安全、汽车网联等标准的研究制定。
2018.4	工信部、公安部、交通部	《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》	对测试主体、测试驾驶人及测试车辆，测试申请及审核，测试管理，交通违法和事故处理等进行了明确规定。
2018.10	工信部	《车联网（智能网联汽车）直连通信使用5905-5925MHz频段管理规划》	规划了5905-5925MHz频段共20MHz带宽的专用频率资源，用于基于LTE演进形成的V2X智能网联汽车的直连通信技术；同时，对相关频率、台站、设备、干扰协调的管理作出了规定。
2018.11	工信部	《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》	到2020年，突破自动驾驶智能芯片、车辆智能算法、自动驾驶、车载通信等关键技术，实现智能网联汽车达到有条件自动驾驶等级水平。
2018.12	工信部	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	到2020年，车联网用户渗透率达到30%以上，新车驾驶辅助系统(L2)搭载率达到30%以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到60%以上，构建能够支撑有条件自动驾驶(L3级)及以上的智能网联汽车技术体系，完成车联网（智能网联汽车）关键标准制定，大幅增加标准有效供给，健全产业标准体系，实现LTE-V2X在部分高速公路和城市主要道路的覆盖，开展5G-V2X示范应用，建设窄带物联网(NB-IoT)网络，构建车路协同环境，提升车用高精度时空服务的规模化应用水平，为车联网、自动驾驶等新技术应用提供必要条件。

资料来源：各部委网站，车云网，中银国际证券

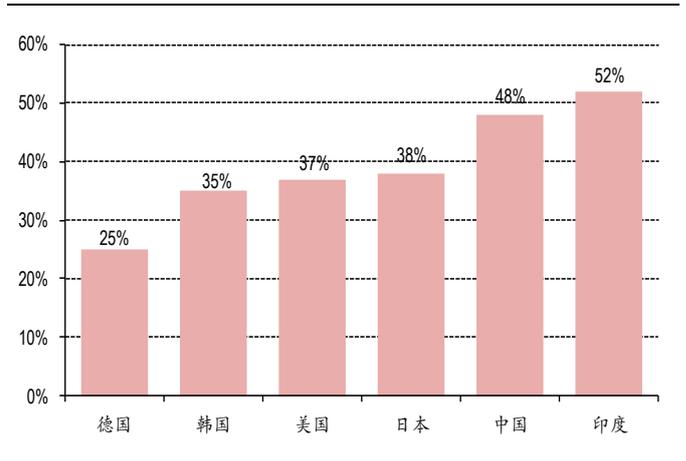
消费者需求强烈。随着 ADAS 技术逐步走向成熟与产品价格逐渐下降，ADAS 功能正逐渐从豪华车向中低端车型渗透。消费者的消费理念也在逐渐变化，除了关注外观、空间、价格等关键参数，也越来越关注产品安全与智能化配置，更注重驾乘体验。根据德勤对全球消费者的调研结果显示，全球市场消费者对不同水平的自动驾驶技术各有喜好，其中印度和中国对自动驾驶技术最感兴趣，愿意为自动驾驶技术支付超过 500 美元消费者的比例也较高，调研的中国消费者有约 48% 的比例愿付超过 500 美元。

图表86.消费者对不同水平自动驾驶技术的偏好比例



资料来源：德勤，中银国际证券

图表87.愿意为自动驾驶技术付超过 500 美元消费者比例



资料来源：德勤，中银国际证券

车企车型供给增多。ADAS 系统既是车企切入无人驾驶的渐进式道路，也是现阶段无人驾驶成果的商业化产品，在保证行车安全、防止交通事故上起到突出的作用，汽车厂商通过在现有的车型上添加 ADAS 功能，使其获得 L1、L2 级部分自动驾驶能力。根据中国汽研统计数据，2018 年仅 1-7 月装配 ADAS 功能的车型总量达 889 款，超过了 2017 年全年总量，装配率上升至 16.42%；单项功能中，目前装配率最高的是 BSM，装配率为 7.53%，其次是 LDW、FCW、AEB，装配率分别为 7.4%、6.83%、6.48%。根据《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》，到 2020 年中国智能新车占比达到 50%，预计 2019 年、2020 年 ADAS 系统将加速在新车上普及。

图表88.ADAS 市场渗透率不断提升

时间	ADAS 功能车型上险量 (辆)	车型总量 (辆)	装配率
2017 年	2,869,361	728	13.00%
2018 年 1-7 月	1,808,483	889	16.42%

资料来源：中国汽研，中银国际证券

目前大部分主流乘用车企在量产车型上前装 L1 级功能，在部分高端车型或高配上前装部分 L2 级功能，上汽、广汽、吉利、领克、长安等车企均有 2018 年或 2019 年推出 L2 级量产车型计划，造车新势力蔚来、小鹏、威马等都具备 L2 级量产能力，合资车企也在积极准备进入 L2 量产阶段。我们对 2018 年上市的多款热销车型配置的 ADAS 功能（部分功能为选配）进行统计，不论从合资品牌、自主品牌、造车新势力来看，ADAS 功能配置率都较高，已成为吸引消费者的重要因素。

图表89.各品牌车型配置 ADAS 功能统计

厂商	品牌车型	CCS/ACC	LKA	BSM	FCW/AEB	DFM	APS	AHS	HAC	HDC	VCS	
自主品牌	上汽 荣威 RX5 2019 款	✓	●	●	✓	●	●	✓	✓	✓	✓	
	上汽 Marvel X 2018 款	✓	✓	✓	✓	●	✓	✓	✓	✓	✓	
	广汽 GS4 2018 款	✓	●	●	●	●	●	✓	✓	✓	✓	
	吉利 博越 2018 款	✓	✓	✓	✓	✓	●	✓	✓	✓	✓	
	吉利 领克 01 2018 款	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	长城 哈弗 H6 2019 款	✓	✓	✓	✓	●	✓	✓	✓	✓	✓	
	长城 WEY VV5 2019 款	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	长安 CS75 2018 款	✓	✓	✓	✓	●	✓	✓	✓	✓	✓	
	蔚来 ES8	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	威马 EX5	✓	●	●	●	●	●	✓	✓	✓	✓	
	小鹏 G3	✓	✓	✓	✓	✓	●	✓	✓	✓	✓	
	合资品牌	上汽大众 朗逸 2019 款	✓	●	●	✓	●	●	✓	✓	●	✓
		上汽大众 途观 L 2019 款	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	●	✓
一汽大众 新宝来 2019 款		✓	●	●	✓	✓	●	✓	●	●	✓	
一汽大众 探岳 2019 款		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
一汽丰田 RAV4 荣放 2019 款		✓	●	●	●	●	●	●	✓	●	✓	
上汽通用 别克英朗 2019 款		✓	●	✓	●	●	●	●	✓	●	✓	
上汽通用 别克昂科威 2018 款		✓	✓	✓	✓	●	✓	●	✓	✓	✓	
广汽本田 雅阁 2018 款		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	●	✓	
广汽丰田 汉兰达 2018 款		✓	✓	✓	✓	●	●	●	✓	✓	✓	
东风日产 轩逸 2019 款		●	✓	✓	✓	●	●	●	●	●	✓	
长安福特 福睿斯 2019 款		✓	●	●	●	●	●	●	✓	●	✓	
北京奔驰 奔驰 C 级 2019 款		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	●	✓	
华晨宝马 宝马 5 系 2019 款		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	●	✓	

资料来源：易车网，中银国际证券

注：CCS-定速巡航；ACC-自适应巡航；LKA-车道保持；BSM-盲区监测（并线辅助）；FCW-碰撞报警；AEB-自动紧急制动；DFM-疲劳提醒；

APS-自动泊车系统；AHS-自动驻车系统；HAC-上坡辅助系统；HDC-陡坡缓降（斜坡控制）；PAS-倒车辅助系统（这里包括前后倒车雷达、倒车影像）。

✓为有该项功能，●为没有该项功能

根据中国汽研 2018 年发布的 3 批 i-VISTA 中国智能汽车指数测评结果来看，接受测评的 25 款车型 AEB（自动紧急制动系统）搭载率达 100%，优秀等级占比达 85%。从综合得分来看，总体得分靠前的车辆中，CS75、VV5、H5 均为自主品牌，自主品牌在 ADAS 产品性能方面的表现已不落后合资品牌，且自主品牌产品迭代较快，更能快速抓住消费者需求，ADAS 市场有望在市场与政策等多重因素推动下迎来爆发，建议关注德赛西威、保隆科技。

**L3 逐渐进入量产阶段。**根据 SAE 分类，L3 级自动驾驶具备在类似于高速公路这样的限定环境下完整执行动态驾驶任务（DDT）的能力，面对自动驾驶系统、车辆故障或其他突发情况，驾驶员要尽可能以最小风险接管，L3 成为 L1/L2 辅助驾驶技术和 L4/L5 级自动驾驶技术之间的桥梁，各厂商主要规划 2020 年前后实现 L3 级量产。

据车云网报道，2017 年 7 月 11 日在西班牙巴塞罗那举行的奥迪首届全球品牌峰会上新一代奥迪 A8 正式发布，成为全球首款实现 L3 级别自动驾驶的量产车。新车引入了一个“Audi AI”操作按钮来开启自动驾驶功能，允许车辆在低于时速 60km 的情况下由系统完全接管驾驶，双手离开方向盘，汽车将自主完成加速、刹车、转向等驾驶操作。如果车辆判断这一情况下不能自主完成安全驾驶，会提醒驾驶员接管方向盘。奥迪通过新 A8 奠定了其自动驾驶的先锋地位，但将顺从地方相关要求，在法规允许的前提下开放这一功能，目前德国与美国的几个州已经在法律层面允许 L3 级别的 A8 上路。

自主品牌在发展节奏上，技术和战略定位等仍处在跟随国际巨头步伐阶段，L3 落地商业化殊为不易。一方面，L3 的技术存在诸多不确定性，实现 L2 到 L3 的跨越，不仅仅要在 L2 的基础上增强系统的感知能力，同时对地图、定位精度也有了更高的要求。另一方面，由于法律法规的约束，现行条件下还不允许驾驶员放开双手驾驶车辆。

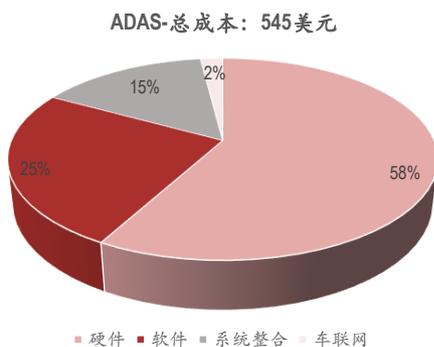
图表90.自主品牌车企 L3 级别推出计划

车企	推出计划
一汽集团	将于 2019 年推出 L3 级自动驾驶量产车型。
广汽集团	将在 2019 年向市场量产 L3 级别的自动驾驶车。
长安汽车	将于 2020 年前实现车型搭载 L3 技术，包括全自动巡航、车道对中、交通拥堵辅助、自动换道等七大核心功能。
奇瑞汽车	预计在 2020 年实现 L3 有条件自动驾驶。奇瑞和百度 L3 级别的自动驾驶车合作的原型艾瑞泽 5e，已经实现了高速场景下的自主巡航、自主变道、车道保持及城市开发低速场景下的 FSRA（实现 Stop & Go 功能）以及自行开发的自主泊车 APA。
吉利汽车	首款带 L3 自动驾驶车型将会在 2020 年下半年量产。Autoliv 称其将与自动驾驶公司 Zenuity 共同为吉利汽车研发和生产第一代 L3 高级驾驶辅助系统。
比亚迪	将在 2020 年推出一款实现 L3 级自动驾驶的电动车。
长城汽车	将于 2020 年后陆续推出 i-pilot 智慧领航系统，i-pilot1.0 是基于高速公路以及城市快速路为特定的场景，智能化水平高于 SAE 规定的 L3 级别，到 2020 年年底完成系统的商品化开发。
小鹏汽车	与 NVIDIA、德赛西威签订三方战略合作协议，共同研发适配中国交通环境和驾驶场景的 L3 级自动驾驶技术，计划从 2020 年开始，新款车型分阶段实现 L3 级中国式自动驾驶功能，逐步实现城市间多种路况的全自动驾驶、停车场内自动寻找车位并泊车、早晚高峰拥堵巡航、高速公路自动切换最佳车道并保持连续自动驾驶以及基于导航最佳路线，个性化定制路线的自动驾驶。

资料来源：GGAI，中银国际证券

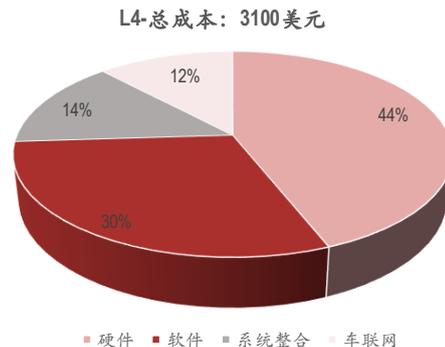
**L4 或将在商用车领域率先落地，L5 任重道远。**根据 SAE 分类，L4 级别车辆将全部交给系统，L4、L5 的区别主要在于是特定场景还是全场景应用。在技术实现方面，L4 级别以上的无人驾驶车载摄像头数量将明显提升（从 L1/2 的每车 2 个增加到每车 8-12 个），激光雷达成本也需大幅下降，据盖世汽车等媒体报道，目前谷歌 Waymo 通过自行打造全套传感器设备，将激光雷达成本从 8 万美元下降到 7500 美元。对比 ADAS 级别，L4 级别以上的单车零部件中硬件成本占比明显下降，软件及车联网部件成本占比明显提升，但整体上来看，L4 级别单车系统零部件总支出仍会增长 470%，从 545 美元/车提升到 3100 美元/车。

图表91.ADAS 级别零部件成本结构



资料来源：2018 汽车无人驾驶行业趋势洞察报告，中银国际证券

图表92.L4 级别零部件成本结构



资料来源：2018 汽车无人驾驶行业趋势洞察报告，中银国际证券

L3 级别需要人机共驾，要克服的不仅是技术难题，且驾驶员需要随时做好接管车辆的准备，增加了很多不确定因素，多家互联网公司与车企也主张直接由 L4 级别切入。从各厂商披露的计划来看，百度、谷歌等科技公司更注重 L4/L5 级别，旨在直接实现无人驾驶。

图表93.科技公司无人驾驶发展规划和进展

公司	发展规划	主要进展
Waymo/Google	2020年实现2万辆自动驾驶汽车投入运营。	开发出L5级完全自动驾驶汽车；2018年启动自动驾驶卡车试点项目；2017年购入500辆克莱斯勒进行自动驾驶汽车测试；谷歌共有58辆无人驾驶汽车，累计行驶距离已经超过180万英里（约290万公里）；获得加州自动驾驶测试牌照。
百度	2018年实现自动驾驶汽车的商业化；2020年实现自动驾驶汽车的量产。	2018在雄安启动了L4无人车测试；2018年6月在重庆试运营搭载了百度Apollo开放平台Valet Parking（代客泊车系统）的自动驾驶共享汽车；2016年获得加州自动驾驶路测牌照；至2018年4月获得北京、福建、重庆三地自动驾驶测牌照。
Tesla	新车均将搭载Autopilot2.0平台；实现在生产车型配备L5级自动驾驶硬件设备；2016年底搭载Autopilot 2.0硬件车型实现量产。	实现L2-L3级别的辅助驾驶（ES8搭载NIO Pilot系统）；2016年获得加州无人驾驶牌照；2018年4月获得北京自动驾驶车辆道路测试牌照；2018年4月获上海首批自动驾驶路测牌照。
蔚来汽车	2020年在北美量产L4级别汽车	实现L2-L3级别的辅助驾驶（ES8搭载NIO Pilot系统）；2016年获得加州无人驾驶牌照；2018年4月获得北京自动驾驶车辆道路测试牌照；2018年4月获上海首批自动驾驶路测牌照。
Uber	以最快的速度，把Uber公司下的100万名司机替换为机器人。	与沃尔沃达成合作，将在美国匹兹堡推出自动驾驶出租车沃尔沃XC90 SUV，2016年9月已试运行；已并购无人驾驶货车公司otto；2016年8月宣布将投入5亿美元进行地图的开发工作。
滴滴	在多个城市运营自己的自动驾驶出租车，打造全球最大的一站式出行平台。	设立无人驾驶实验室，针对未来交通的智能驾驶系统和基于人工智能的安全开展研究；聘请Waymo、Uber工程师，吸引AI人才，投资GrabTaxi、Lyft、Careem、Taxify等各国出行服务商，与戴姆勒、大众等车企合作，2018年5月取得加州自动驾驶路测牌照。
英伟达	自动驾驶汽车将在2020年上路。	英伟达研发的汽车超级计算机Nvidia Drive PX2已被超过1200家硬件公司和汽车制造商采用；2018年推出模拟环境和开发系统，2019年推出机器人出租车，2020年推出自动驾驶汽车。
英特尔	计划在2019年将无人驾驶系统提供给汽车厂商。	将在2018年底前推出由25辆L4级别自动驾驶汽车组成的车队，用于测试。

资料来源：易车网，中银国际证券

目前国内已知的L4/5级自动驾驶项目基本上处在测试阶段。一方面L4级别软硬件成本依旧高昂，另一方面技术水平未达到在城市一般道路的复杂环境中实现自动驾驶，L4/5级别应用于乘用车尚需时日。但在可预见的未来，L4/5级别的无人驾驶将在环卫、物流、（半）封闭园区等可控场景内率先实现商业化落地。目前国外多家商用车企业已实现L3、L4级技术，沃尔沃已经达到L5级别。国内无人驾驶商用车行业技术最高已经达到了L4级，如重汽T5G电动卡车、一汽解放J7、东风天龙重卡，福田、陕汽等企业也已达L3级别。

图表94.国内外无人驾驶商用车应用情况

时间	车型	应用情况
国内	2018年2月 福田 EST-A 超级卡车	福田在北京通过一辆无人驾驶轻卡演示了 L3 级别无人驾驶技术。该车辆在传感器方面，采用摄像头+雷达的组合传感器；另外采用高精度地图实现车辆定位及路线规划。
	2018年2月 陕汽德龙 X6000 重卡	德龙 X6000 重卡演示了 L3 级别无人驾驶技术，完成了障碍物躲避的自动驾驶演练，并演示了启动、加减速、转向、障碍物识别和刹车等驾驶行为。该车辆配有 9 个摄像头以及 1 个前方雷达、高精度地图，可以检测车身周围 250 米以内的情况。
	2018年4月 重汽 T5G 电动卡车	中国重汽 L4 级别无人驾驶电动卡车在天津港开启试运营，完成了道路行驶、精确停车、集装箱装卸、障碍物响应等指定操作，实现了集装箱从岸边到堆场的全程自动驾驶水平运输。
	2018年4月 一汽解放 J7 重卡	一汽解放 J7 在青岛港完成了 L4 级别无人驾驶测试，演示了智能编队技术。该车辆配备“挚途”高级驾驶辅助系统，具有自适应巡航、紧急自动刹车及车道保持辅助功能；可以通过传感器识别红绿灯、行人及车辆，控制系统完成变道、加减速的操作。
	2018年4月 东风 天龙重卡	两辆配有东风风神 WindLink3.0 人工智能车机系统的 L4 级别无人驾驶东风天龙重卡在武汉试运行，实现了协同编组、自动跟车以及自动转向的操作，这是继阿尔法巴自动驾驶客运巴士在深圳福田保税区试运行后的一次在商用车领域的突破。
国外	2017年12月 奔驰半自动卡车 Euro-X	半自动卡车 Euro-X 采用独特的低风阻车头设计，有效减少风阻，提高续航能力。虽然看不见挡风玻璃，但里面十分宽敞，驾驶员处于车头靠上部分。这辆车并不能实现无人监管全自动运行，驾驶员仍需在特殊情况下接管控制车辆。
	2018年3月 特斯拉 Tesla Semi	2017年11月，特斯拉在美国发布电动半挂式卡车 Tesla Semi。2018年3月，semi 第一次被试用，从内华达州开往加州，完成了约 435 公里的行程。为了降低成本，延长续航里程，特斯拉开发子弹头型及平坦底层与侧面。在最大载重、时速 60 英里/小时情况下，特斯拉 semi 的成本为 1.26 美元/英里，低于 1.51 美元/英里的燃油机。
	2018年9月 沃尔沃 Vera	沃尔沃公司推出一款自动驾驶电动卡车 Vera，该款卡车可以实现自主车辆通信，每辆 vera 都连接到了一个控制中心，控制中心实时监控一切参数并调整每辆车需要控制的行驶速度。沃尔沃的这项产品没有驾驶室，可以连接任何普通拖车，荷载重 32 吨。Vera 的推出，并不是针对长途物流运输市场，相反，它专门制作于短距离定点与重复性的枯燥工作，比如港口及大型物流中心区域。
	2018年9月 曼恩 aFAS	曼恩 aFAS 项目获卡车创新奖，高票领先奔驰、沃尔沃、雷诺。此项目中的车辆配备摄像头和雷达系统，提供全方位视野。车道检测系统可以分析道路与交通路况数据，为后部的车辆提供安全引导。

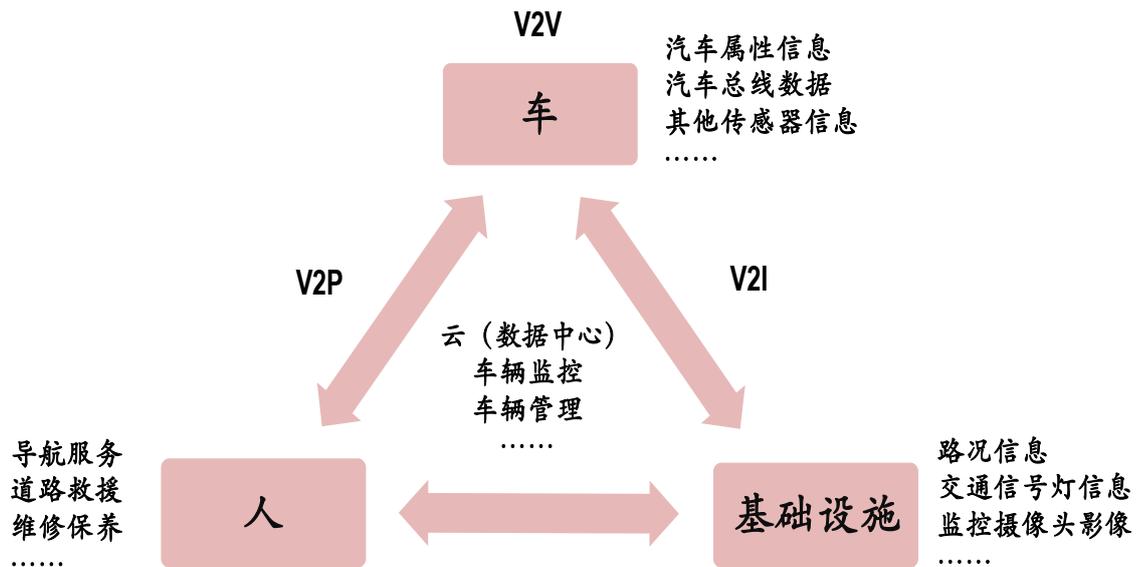
资料来源：易车网，中银国际证券

从 L4 到 L5 级别，是实现全自动驾驶从特定场景到全场景的跨越。实现全场景的应用需要应对现实中复杂的交通网络，技术方面，目前主要的制约因素是缺少性能强大的人工智能系统以及高可靠性和灵敏度的传感器；另外，从研发到真正落地，还需适应于 V2I 的基础设施建设相配合以及相关法律法规的完善与消费者对完全自动驾驶的接受度。近几年来 Uber、Tesla、Waymo 等频陷“自动驾驶风波”，暴露出当前全自动驾驶技术的不成熟，引发了公众对自动驾驶商业化的担忧，而部分车企也开始放缓对 L5 级别自动驾驶的规划，根据各公司披露的计划，L5 级自动驾驶预计至少需要到 2025 年前后才能实现量产。

### 产业体系逐渐走向规范，车联网迎发展新阶段

车联网是指是以车内网、车际网和车载移动互联网为基础，在车与车(V2V)、车与道路基础设施(V2I)、车与行人(V2P)、车与云端(V2C)等之间，进行无线通讯和信息交换的大系统网络，是能够实现智能化交通管理、智能动态信息服务和车辆智能化控制的一体化网络。实现自动驾驶，除通过各类传感器感知车外的道路状态，通过 V2V 确保安全行车之外，还需要不断获取实时路况进行规划 (V2I)，满足用户需求与记录用户习惯等 (V2P)，因此车联网是无人驾驶的基础，使无人驾驶更安全，并可作为车辆提供娱乐、智能交通、紧急救助等全方位的服务，全面提升驾驶的安全性和舒适性。

图表95.目前厂商处于集中探索 V2P 阶段



资料来源: 易观智库, 中银国际证券

早在 2010 年, 我国交通部便提出推动车联网建设, 并将车联网列为国家重大专项中的项目之一。2018 年 6 月工信部与国家标准委联合印发了《国家车联网产业标准体系建设指南》, 进一步推动车联网产业标准化、规范化, 规划到 2020 年基本建成国家车联网产业标准体系, 产业标准制定上升至国家层面, 车联网行业供给端标准滞后的发展阻碍逐步解决。2018 年 10 月, 工信部印发了《车联网 (智能网联汽车) 直连通信使用 5905-5925MHz 频段管理规定 (暂行)》, 规划了 5905-5925MHz 频段共 20MHz 带宽的专用频率资源, 用于基于 LTE 演进形成的 V2X 智能网联汽车的直连通信技术。一系列政策支持, 将有力促进新一代信息通信技术与传统汽车产业深度融合, “互联网+车企”的结盟模式也正在如火如荼地开展。

图表96.各大车企与互联网巨头在车联网领域展开合作

时间	合作企业	合作内容
2018.10	长城 百度	百度将为长城汽车提供手机端、智能音箱、智能家居等全方位互联互通, 提供智能家居设备和车机之间音视频通话和双向控制等车家互联技术, 覆盖长城汽车车主室内外 24 小时生活场景。另外, 长城汽车还将采用百度开发的行业领先的车载信息安全解决方案。
2018.10	长安 腾讯	双方成立合资公司, 专注于在车联网、大数据、云计算等领域打造面向行业的开放平台, 其首款深度搭载腾讯车联智能生态系统的 CS35 PLUS 也已经正式上市。
2018.11	上汽通用五菱 华为	双方将在智能化转型方面展开深入研究与合作, 将 ICT 技术与智能网联汽车深度融合, 并积极探索用户、生态和产业链融合等领域的合作。此外, 双方还将在工业互联网、智慧园区和 ICT 基础设施等领域继续展开深度合作, 加速布局柳州智能车联网。
2018.11	吉利 高通	吉利汽车则宣布将在 2019 年与高通展开更加紧密的战略合作, 双方将围绕 5G NR、LTE-V2X、智能网联等领域携手探索, 开发满足吉利汽车用户出行所需智能网联化产品。
2018.11	一汽轿车 阿里巴巴	双方将在车联网、V2X、编组驾驶等领域共同探讨, 推动车路协同相关业务、技术、标准等的落地。

资料来源: 易车网, 中银国际证券

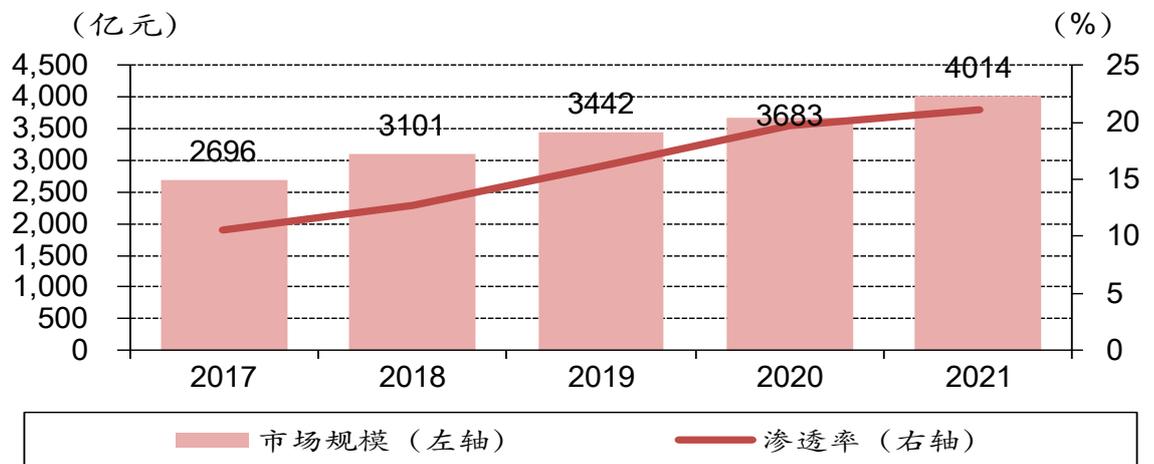
尽管布局车联网的公司很多, 但实际上车联网在汽车市场上渗透率还很低, 根据智研咨询预测, 2018 年我国车联网行业渗透率仅为 12.7%。目前车联网发展重点集中在车载导航、车辆紧急报警、车队管理、车内娱乐等应用方面, 车联网场景中的安全驾驶辅助、汽车共享等市场空间开发缓慢。



车联网产业覆盖领域宽泛，产业链涉及企业类型众多，主要环节有汽车厂商、车载信息服务提供商、车载设备提供商、通信运营商、内容和服务提供商等，运营早期需要大量的资金、人力的投入，且需要强有力的跨界研发与整合能力，且目前车联网缺少统一标准，各厂商使用的处理器、操作系统、传感器不同，软硬件也没有统一的标准，难以通用，导致当前仍有相当数量的车联网商业模式还处于比较简单的初级阶段，车联网可持续发展的盈利的商业模式还需要相对较长的投入过程。

由阿里和上汽共同投资组建而成的斑马网络是国内领先的互联网汽车整体解决方案提供商，公司兼具互联网与汽车基因，探索开放式的商业模式，除了阿里系生态，斑马网络还汇集了 70 余家出行生态企业，覆盖 Tier1、TSP、经销商、软件方案提供商、芯片制造商、智能硬件、以及停车、加油等多项内容和服务商，并广泛服务于汽车行业，陆续与荣威、名爵、福特、东风雪铁龙、观致等企业签约合作，现已有 16 款车型搭载斑马智行，推动多方合作共赢。随着越来越多的车企、服务与内容提供商、用户加入其中，平台实力将不断增强，先发优势将日益明显，有望逐步探索出盈利的商业模式。随着产业标准落地，跨界融合不断深入，预计车联网市场规模及渗透率将进一步提升。

图表97.国内车联网行业市场规模及渗透率预测



资料来源：智研咨询，中银国际证券

从供给端来看，政策推动与技术助力对车联网企业来说是持续利好，车联网相关企业将迎来新的发展阶段。但需求端用户碎片化，未形成规模效应，短时间内无法满足车联网的大数据分析要求，存在诸多不确定性。从目前车联网产业发展来看，2C 商业模式尚在摸索，车联网硬件及 2B 业务有望率先获益，建议关注德赛西威。

## 重点推荐

### 比亚迪：销量爆发叠加经营拐点，新能源龙头再起航

公司是国内新能源汽车龙头企业，主要业务包括汽车、手机部件及二次充电电池等，其中新能源汽车销量长期位居国内第一。2018年1-11月公司新能源销量高达20.1万辆，2019年新能源规划产销量达到40万辆，唐DM等新能源车型月销量持续超5000辆，产销量高增长有望带来巨大业绩弹性。公司动力电池装机量长期位居国内前二，2018年1-11月市场份额超过20%，产能扩张加未来外部供货，有望再造一个比亚迪。公司近年来推行经营改革，多项措施铸就经营拐点。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为1.12元、1.69元和2.15元，公司新能源汽车销量爆发叠加经营拐点，前景光明，首次覆盖给予**买入**评级。

### 上汽集团：合资自主新品周期延续，低估值高股息配置首选

公司是国内汽车龙头企业，旗下上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱多年位居国内乘用车销量排名前四。2018年1-11月公司汽车销量达到639.2万辆，同比增长3.2%，市场份额高达25.1%。公司合资自主新品周期延续，有望推动业绩持续增长。公司在新能源智能化领域布局完善，长期发展持续看好。公司行业龙头地位稳固，业绩增长确定性强，估值较低且股息率高，是行业配置首选。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为3.23元、3.53元和3.86元，维持**买入**评级。

### 潍柴动力：重卡高景气延续，多点布局助增长

公司是重卡发动机龙头企业，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车，预计2019年重卡销量有望达90-100万辆，重卡维持高景气公司将显著受益，排放标准的升级也将助力市占率提升。公司先后收购凯傲、林德液压部分股权，凯傲全资收购德马泰克，在液压、叉车、智能物流等多领域布局，未来有望成为公司重要增长点，重卡周期性将逐渐弱化。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.97、1.05元和1.18元，首次覆盖给予**买入**评级。

### 华域汽车：汽车零部件龙头，新能源智能化全面布局

公司是国内汽车零部件行业龙头企业，公司主要客户上汽集团收入占比近6成，2019年上汽合资自主新品周期延续，有望推动公司业绩稳步提升。公司完成收购上海小糸车灯，近期收购上海萨克斯及出售上海天合，业务组合不断优化。新能源和智能驾驶是汽车行业未来发展方向，公司相关领域布局完善，发展前景看好。公司目前市值对应2018年7.9xPE，股息率高达5.7%，“零级化、国际化、中性化”初见成效，估值中枢有望逐步上升，具有较高的配置价值。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.32元、2.56元和2.82元，维持**买入**评级。

### 继峰股份：受益大众新品周期，收购格拉默前景可期

公司是国内乘用车座椅头枕及扶手龙头企业，为安道拓、李尔、大众、吉利等国内外知名汽车座椅与整车厂商配套。一汽大众是公司第一大客户，2017年业务占比约30%，并将为一汽大众T-roc、TAYRON、奥迪Q2L等多款新车型配套，并新增宝马X3、吉利领克、长城WEY等多款车型订单。海外订单逐渐开始放量，德国继峰亏损逐渐缩减，2020年有望实现扭亏为盈。公司拟收购全球领先的车辆座椅内饰供应商格拉默，有望与其在成本端、产品端、销售端等多方面形成良好的协同效应，拓展全球化业务布局。暂不考虑收购格拉默，我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.50元、0.59元和0.71元，首次覆盖给予**买入**评级。



**星宇股份：自主车灯龙头，量价齐升照亮未来**

公司是最大的自主汽车车灯总成供应商，产品主要包括前照灯、后组合灯、尾灯、转向灯等，客户涵盖南北大众、一汽丰田、德国宝马、吉利汽车等国内外主要车企。一汽大众是公司第一大客户，2017年业务占比超36%，一汽大众进入新车密集投放期，公司将深度受益。公司LED大灯已供货一汽大众T-roc、新宝来、东风日产蓝鸟等车型，并将于四季度末供货2019款帝豪，迈腾和速腾也将于2019年开始逐步切换成LED大灯。随着新项目陆续批产，公司业绩有望持续高增长。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.24元、2.89元和3.63元，考虑到公司不断拓展新客户，LED大灯进入放量期，首次给予**买入**评级。

**德赛西威：汽车电子龙头，自动驾驶前景广阔**

公司是汽车电子行业龙头，主要产品有车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统等，主要客户包括一汽-大众、广汽集团、MAZDA等国内外整车厂，国内前装业务市占率超过10%。公司产品不断升级，单价持续提升，并逐渐由自主渗透合资与国际品牌，客户不断拓展，将成为未来公司业绩主要增长点。公司前瞻布局自动驾驶业务，ADAS系统有望在2019、2020年进入加速渗透期，公司产品逐渐量产有望显著受益。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.79元、0.92元和1.10元，首次覆盖给予**买入**评级。

**保隆科技：受益TPMS法规实施，ADAS及国六带来新机遇**

公司是国内知名汽车电子企业，主要产品包括TPMS（胎压监测系统）、气门嘴、排气系统管件等，客户涵盖国内外知名整车企业。法规强制2020年新车安装TPMS，将推动其市场翻倍增长。公司国内市场份额超过20%，并与霍富成立合资公司开拓全球市场，发展前景可期。公司较早起步研究ADAS产品，环视及毫米波雷达逐步量产，布局ADAS前景光明。国六排放标准逐步实施，公司传感器业务已获得多家车企定点，未来有望爆发。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为1.07元、1.49元和1.88元，业绩持续高速增长，发展前景良好，首次覆盖给予**买入**评级。

图表98.重点推荐公司及盈利预测

公司名称	证券代码	EPS			PE			投资评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
比亚迪	002594.SZ	1.12	1.69	2.15	45.5	30.2	23.7	买入
上汽集团	600104.SH	3.23	3.53	3.86	8.3	7.6	6.9	买入
潍柴动力	000338.SZ	0.97	1.05	1.18	7.9	7.3	6.5	买入
华域汽车	600741.SH	2.32	2.56	2.82	7.9	7.2	6.5	买入
继峰股份	603997.SH	0.50	0.59	0.71	15.3	13.0	10.8	买入
星宇股份	601799.SH	2.24	2.89	3.63	21.2	16.4	13.1	买入
德赛西威	002920.SZ	0.79	0.92	1.10	22.0	18.9	15.8	买入
保隆科技	603197.SH	1.07	1.49	1.88	19.3	13.9	11.0	买入

资料来源：万得，中银国际证券，股价截止2018年12月28日收盘价



## 风险提示

- 1) **汽车销量不及预期。**2018年下半年车市下滑较快，若2019年车市持续快速下行，可能导致汽车行业的利润下滑较快。
- 2) **贸易冲突升级。**汽车是贸易战重要筹码，若后续贸易冲突持续升级，将对汽车行业产生一定冲击。
- 3) **产品降价及毛利率下滑。**目前车市增速放缓，竞争加剧，若产品大幅降价、毛利率大幅下滑，将对相关企业的利润产生较大压力。



附录图表 99. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002594.SZ	比亚迪	买入	51.00	1,323.6	1.49	1.12	34.2	45.5	18.54
600104.SH	上汽集团	买入	26.67	3,116.0	2.95	3.23	9.1	8.3	19.75
000338.SZ	潍柴动力	买入	7.70	614.8	0.85	0.97	9.0	7.9	4.67
600741.SH	华域汽车	买入	18.40	580.1	2.08	2.32	8.9	7.9	13.94
603997.SH	继峰股份	买入	7.65	48.9	0.46	0.50	16.7	15.3	2.83
601799.SH	星宇股份	买入	47.50	131.2	1.70	2.24	27.9	21.2	15.20
002920.SZ	德赛西威	买入	17.35	95.4	1.12	0.79	15.5	22.0	7.08
603197.SH	保隆科技	买入	20.66	34.5	1.04	1.07	19.8	19.3	8.30
002126.SZ	银轮股份	买入	7.44	59.6	0.39	0.47	19.2	15.8	4.44
601689.SH	拓普集团	买入	14.78	107.5	1.01	1.23	14.6	12.0	9.74
002101.SZ	广东鸿图	买入	8.09	43.1	0.55	0.71	14.8	11.4	8.48
600066.SH	宇通客车	买入	11.85	262.4	1.41	1.13	8.4	10.5	6.59
002048.SZ	宁波华翔	买入	10.43	65.3	1.27	1.20	8.2	8.7	12.76
600660.SH	福耀玻璃	买入	22.78	571.5	1.26	1.62	18.1	14.1	7.57
000887.CH	中鼎股份	买入	10.12	123.5	0.92	1.05	11.0	9.6	6.86
002472.SZ	双环传动	买入	5.71	39.2	0.35	0.40	16.2	14.3	4.81
002434.SZ	万里扬	买入	6.59	89.0	0.48	0.49	13.8	13.4	4.55
300258.SZ	精锻科技	买入	12.23	49.5	0.62	0.75	19.8	16.3	4.56
002050.SZ	三花智控	买入	12.69	270.4	0.58	0.70	21.9	18.1	3.93
000800.SZ	一汽轿车	买入	6.62	107.7	0.17	0.3	38.3	22.1	4.96
601633.SH	长城汽车	增持	5.60	511.1	0.55	0.53	10.2	10.6	5.62
000581.SZ	威孚高科	未有评级	17.66	178.2	2.55	2.82	6.9	6.3	15.46
000625.SZ	长安汽车	未有评级	6.59	316.5	1.49	0.46	4.4	14.3	9.76
600742.SH	一汽富维	未有评级	9.98	50.7	0.92	1.01	10.8	9.9	9.34

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2018 年 12 月 28 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



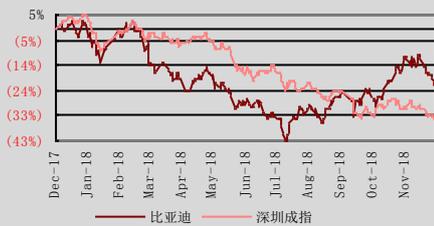
002594.SZ

买入

市场价格：人民币 51.00

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(22.3)	(11.5)	3.9	(22.1)
相对深证成指	12.9	(4.9)	17.7	11.9

发行股数(百万)	2,728
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	58,232
3个月日均交易额(人民币 百万)	564
净负债比率(%) (2018E)	75
主要股东(%)	
HKSCC NOMINEES LIMITED	25

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏

(8621)20328306  
min.wei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

# 比亚迪

## 销量爆发叠加经营拐点，新能源龙头再起航

公司是国内新能源汽车龙头企业，主要业务包括汽车、手机部件及二次充电电池等，其中新能源汽车销量长期位居国内第一。2018年1-11月公司新能源销量高达20.1万辆，2019年新能源规划产销量达到40万辆，唐DM等新能源车型月销量持续超5000辆，产销量高增长有望带来巨大业绩弹性。公司动力电池装机量长期位居国内前二，2018年1-11月市场份额超过20%，产能扩张加未来外部供货，有望再造一个比亚迪。公司近年来推行经营改革，多项措施铸就经营拐点。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为1.12元、1.69元和2.15元，公司新能源汽车销量爆发叠加经营拐点，前景光明，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **2019年新能源销量规划40万辆，有望带来巨大业绩弹性。**公司长期位居国内新能源产销量首位，新能源龙头地位稳固。2018年1-11月新能源销量达到20.1万辆，且非限购地区销量占比超过60%，证明销售潜力巨大，公司2019年新能源规划产销量达到40-50万辆，有望实现翻倍增长。产品方面，唐插电混月销量持续超过5000辆，短期受困于电池等产能供不应求，后期将推出唐EV等车型，动力和续航性能突出，有望再创佳绩。唐新能源版本售价大都超过25万元，产销量高增长及成本下降有望为公司带来巨大业绩弹性。
- **动力电池外供潜力巨大。**公司动力电池装机量长期位居国内前二，2018年1-11月市场份额超过20%，质量、成本等处于国内领先水平。近年来，公司动力电池产能快速扩张，2019年有望达到40GWh，并积极开拓外部客户，目前与长安、东风等合作持续推进，未来有望开始外供。公司计划将动力电池业务分拆上市，外供发展潜力巨大，有望再造一个比亚迪。
- **多项措施铸就经营拐点。**公司近两年来经营思路发生巨大改变，实施效果立竿见影并迎来经营拐点。整车方面，公司聘请的原奥迪设计总监奥格对公司外形设计等提升巨大，带来宋MAX过万月销量，以及唐等销量高增长。零部件层面，公司对下属零部件公司分拆、出售、合资并行，有望提升效率并降低成本，推动公司业绩快速增长。

### 评级面临的主要风险

- 1) 销量不及预期；2) 补贴政策不及预期；3) 新能源降本不及预期。

### 估值

- 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为1.12元、1.69元和2.15元，新能源汽车销量爆发叠加经营拐点，发展前景光明，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	103,470	105,915	123,772	167,946	187,428
变动(%)	29	2	17	36	12
净利润(人民币 百万)	5,052	4,066	3,059	4,617	5,855
全面摊薄每股收益(人民币)	1.852	1.491	1.121	1.692	2.146
变动(%)	78.9	(19.5)	(24.8)	50.9	26.8
全面摊薄市盈率(倍)	27.5	34.2	45.5	30.1	23.8
价格/每股现金流量(倍)	(75.4)	21.8	14.9	11.9	29.9
每股现金流量(人民币)	(0.68)	2.33	3.43	4.28	1.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	12.3	13.9	10.7	9.7
每股股息(人民币)	0.545	0.136	0.112	0.169	0.215
股息率(%)	1.1	0.3	0.2	0.3	0.4

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 损益表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	103,470	105,915	123,772	167,946	187,428
销售成本	(83,913)	(87,105)	(103,96)	(140,23)	(156,50)
经营费用	(4,577)	(4,870)	(7,077)	(11,394)	(12,482)
息税折旧前利润	14,980	13,940	12,727	16,317	18,443
折旧及摊销	(7,028)	(7,084)	(7,333)	(7,884)	(8,435)
经营利润(息税前利润)	7,953	6,856	5,394	8,433	10,009
净利息收入(费用)	(1,222)	(2,314)	(3,020)	(3,107)	(3,074)
其他收益(损失)	(162)	1,079	1,626	709	719
税前利润	6,568	5,621	3,999	6,036	7,653
所得税	(1,088)	(704)	(600)	(905)	(1,148)
少数股东权益	(428)	(850)	(340)	(513)	(651)
净利润	5,052	4,066	3,059	4,617	5,855
核心净利润	5,149	4,093	3,089	4,647	5,885
每股收益(人民币)	1.852	1.491	1.121	1.692	2.146
核心每股收益(人民币)	1.887	1.500	1.132	1.703	2.157
每股股息(人民币)	0.545	0.136	0.112	0.169	0.215
收入增长(%)	29	2	17	36	12
息税前利润增长(%)	134	(14)	(21)	56	19
息税折旧前利润增长(%)	70	(7)	(9)	28	13
每股收益增长(%)	79	(20)	(25)	51	27
核心每股收益增长(%)	76	(21)	(25)	50	27

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	7,694	9,903	18,566	25,192	28,114
应收帐款	48,694	59,679	66,156	89,983	95,544
库存	17,378	19,873	25,510	33,284	33,605
其他流动资产	4,474	13,230	6,839	8,764	9,548
流动资产总计	78,240	102,684	117,071	157,223	166,811
固定资产	46,440	50,981	50,240	49,000	47,259
无形资产	12,056	14,199	13,206	12,163	11,069
其他长期资产	5,044	5,911	5,766	5,869	5,849
长期资产总计	63,540	71,091	69,213	67,032	64,177
总资产	145,071	178,099	189,900	227,995	234,847
应付帐款	35,244	40,274	49,665	68,354	65,775
短期债务	25,010	35,775	46,739	49,626	52,912
其他流动负债	18,064	28,948	19,614	30,543	26,459
流动负债总计	78,318	104,997	116,017	148,523	145,146
长期借款	9,339	10,862	14,544	15,319	19,446
其他长期负债	2,005	2,283	2,135	2,141	2,186
股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728
储备	43,782	47,120	49,182	53,478	58,884
股东权益	46,510	49,848	51,910	56,207	61,612
少数股东权益	4,153	4,953	5,293	5,806	6,457
总负债及权益	145,071	178,099	189,900	227,995	234,847
每股帐面价值(人民币)	17.05	18.27	19.03	20.60	22.58
每股有形资产(人民币)	12.63	13.07	14.19	16.14	18.53
每股净负债(现金)(人民币)	8.12	11.82	14.01	12.93	14.57

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	6,568	5,621	3,999	6,036	7,653
折旧与摊销	7,028	7,084	7,333	7,884	8,435
净利息费用	1,222	2,314	3,020	3,107	3,074
运营资本变动	(14,981)	(5,469)	(3,082)	3,999	(12,079)
税金	(661)	147	(600)	(905)	(1,148)
其他经营现金流	(1,022)	(3,329)	(1,306)	(8,448)	(1,281)
经营活动产生的现金流	(1,846)	6,368	9,364	11,672	4,654
购买固定资产净值	190	2,144	5,600	5,600	5,600
投资减少/增加	(1,082)	(1,026)	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(12,550)	(17,081)	(9,987)	(11,419)	(11,459)
投资活动产生的现金流	(13,443)	(15,964)	(4,387)	(5,819)	(5,859)
净增权益	(1,487)	(370)	(306)	(462)	(585)
净增债务	4,618	14,242	12,863	4,199	7,650
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	13,139	(2,730)	(8,924)	(3,067)	(3,158)
融资活动产生的现金流	16,270	11,168	3,686	773	4,127
现金变动	982	1,572	8,663	6,626	2,922
期初现金	6,596	7,694	9,903	18,566	25,192
公司自由现金流	(15,288)	(9,596)	4,977	5,853	(1,205)
权益自由现金流	(9,448)	6,960	20,861	13,159	9,519

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.5	13.2	10.3	9.7	9.8
息税前利润率(%)	7.7	6.5	4.4	5.0	5.3
税前利润率(%)	6.3	5.3	3.2	3.6	4.1
净利率(%)	4.9	3.8	2.5	2.7	3.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	6.5	3.0	1.8	2.7	3.3
净权益负债率(%)	52.6	67.0	74.7	64.1	65.0
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	27.5	34.2	45.5	30.1	23.8
核心业务市盈率(倍)	27.0	34.0	45.0	29.9	23.6
市净率(倍)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	(75.4)	21.8	14.9	11.9	29.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	12.3	13.9	10.7	9.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	72.1	78.0	79.7	76.5	78.0
应收帐款周转天数	136.7	186.7	185.5	169.7	180.6
应付帐款周转天数	117.7	130.1	132.6	128.2	130.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	29.4	9.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	13.5	8.4	6.0	8.5	9.9
资产收益率(%)	5.1	3.7	2.5	3.4	3.7
已运用资本收益率(%)	1.7	1.1	0.7	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



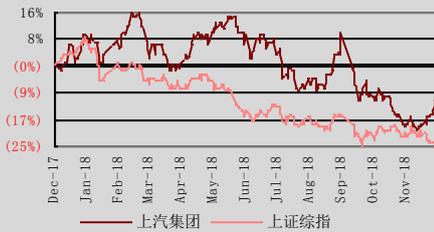
600104.SH

买入

市场价格：人民币 26.67

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.4)	7.0	(19.9)	(9.8)
相对上证指数	14.1	11.1	(8.3)	14.5

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	306,797
3个月日均交易额(人民币 百万)	568
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	71

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

## 上汽集团

### 合资自主新品周期延续，低估值高股息配置首选

公司是国内汽车龙头企业，旗下上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱多年位居国内乘用车销量排名前三。2018年1-11月公司汽车销量达到639.2万辆，同比增长3.2%，市场份额高达25.1%。公司合资自主新品周期延续，有望推动业绩持续增长。公司在新能源智能化领域布局完善，长期发展持续看好。公司行业龙头地位稳固，业绩增长确定性强，估值较低且股息率高，是行业配置首选。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为3.23元、3.53元和3.86元，维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **合资自主新品周期延续，推动业绩持续增长。**2018年上汽大众新增大众途岳、斯柯达Karoq/Kamiq等多款SUV产品，上汽通用新增别克凯越、雪佛兰沃兰多、凯迪拉克XT4等多款产品，自主乘用车有荣威RX8、Marvel X、MG HS等新上市，共同推动销量增长，表现优于行业。2019年上汽大众有T-Cross等新上市，上汽通用别克和雪佛兰各有两款SUV，凯迪拉克有3款新车，自主乘用车有全新MPV、MG HS插电等新车。合资及自主强势新品周期延续，产品布局更加完善，有望热销并推动公司业绩持续增长。此外上汽奥迪持续推进，有望完善上汽大众豪华车领域布局，并成为公司未来业绩增长点。
- **新能源智能化布局完善，长期发展持续看好。**公司积极推进“新四化”战略，电动化方面，公司掌握国内领先的三电等核心技术，在IGBT、电池电芯和电池系统、电驱动系统等核心部件的业务布局已启动运营。智能化方面，MARVEL X车型将在年底搭载“最后一公里”自主泊车功能并率先实现量产，此外公司在智能制动和转向、ADAS智能感知系统、车用高精电子地图、V2X车联网通讯等关键领域实现领先布局。完善的技术储备及业务布局，确保公司竞争力保持领先，长期发展持续看好。
- **龙头地位稳固，低估值高股息配置首选。**国家发改委近日发布《汽车产业投资管理规定》，或将拉开汽车行业整合序幕。公司作为行业龙头，旗下合资自主品牌均具有较强的竞争力，龙头地位稳固，市场份额有望持续提升。公司当前股价对应2018年8.3倍市盈率，股息率高达6.9%，是行业配置首选。

#### 评级面临的主要风险

- 1) 市场竞争加剧，销量和利润率下滑；2) 原材料及人工成本大幅上涨。

#### 估值

- 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为3.23元、3.53元和3.86元，当前股价对应2018年8.3倍市盈率，维持买入评级，持续推荐。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	756,416	870,639	975,116	1,072,628	1,158,438
变动(%)	13	15	12	10	8
净利润(人民币 百万)	32,009	34,410	37,703	41,259	45,078
全面摊薄每股收益(人民币)	2.740	2.945	3.227	3.531	3.858
变动(%)	7.4	7.5	9.6	9.4	9.3
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	9.1	8.3	7.6	6.9
价格/每股现金流量(倍)	25.8	12.8	10.3	7.5	6.1
每股现金流量(人民币)	1.03	2.08	2.58	3.56	4.38
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	6.5	5.4	4.1	2.8
每股股息(人民币)	1.748	1.830	1.936	2.119	2.315
股息率(%)	6.6	6.9	7.3	7.9	8.7

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	756,416	870,639	975,116	1,072,6	1,158,4
销售成本	(657,73)	(750,26)	(841,52)	(925,14)	(998,57)
经营费用	(71,487)	(87,569)	(98,783)	(106,67)	(113,10)
息税折旧前利润	27,191	32,807	34,808	40,812	46,757
折旧及摊销	(7,484)	(8,594)	(6,870)	(8,284)	(9,682)
经营利润(息税前利润)	19,706	24,213	27,938	32,528	37,075
净利息收入/(费用)	332	(143)	(163)	(75)	(50)
其他收益/(损失)	32,640	30,974	31,607	32,528	33,969
税前利润	52,678	55,044	59,382	64,981	70,994
所得税	(6,530)	(7,145)	(7,717)	(8,445)	(9,227)
少数股东权益	(11,953)	(12,706)	(13,945)	(15,260)	(16,673)
净利润	32,009	34,410	37,703	41,259	45,078
核心净利润	32,009	34,410	37,911	41,435	45,218
每股收益(人民币)	2.740	2.945	3.227	3.531	3.858
核心每股收益(人民币)	2.740	2.945	3.245	3.547	3.870
每股股息(人民币)	1.748	1.830	1.936	2.119	2.315
收入增长(%)	13	15	12	10	8
息税前利润增长(%)	20	23	15	16	14
息税折旧前利润增长(%)	22	21	6	17	15
每股收益增长(%)	7	7	10	9	9
核心每股收益增长(%)	7	7	8	9	9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	105,933	121,611	134,605	156,219	188,710
应收帐款	67,661	73,524	88,996	89,776	103,297
库存	37,040	50,042	46,999	59,683	55,466
其他流动资产	120,312	144,772	137,920	161,809	152,693
流动资产总计	330,946	389,949	408,519	467,487	500,165
固定资产	60,320	74,704	80,629	85,218	88,499
无形资产	10,796	11,747	12,643	13,090	13,633
其他长期资产	89,650	101,630	108,503	115,158	121,548
长期资产总计	160,766	188,080	201,774	213,466	223,680
总资产	590,628	723,533	730,040	806,448	853,208
应付帐款	116,472	137,661	144,218	165,667	168,813
短期债务	8,728	15,717	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	172,282	237,594	234,682	255,413	262,255
流动负债总计	297,481	390,973	383,900	426,080	436,068
长期借款	18,446	13,966	12,072	12,072	12,072
其他长期负债	39,604	46,489	49,278	51,742	53,812
股本	11,026	11,683	11,683	11,683	11,683
储备	168,855	197,310	212,391	228,894	246,925
股东权益	179,880	208,993	224,074	240,578	258,609
少数股东权益	43,175	46,771	60,715	75,976	92,648
总负债及权益	590,628	723,533	730,040	806,448	853,208
每股帐面价值(人民币)	16.31	17.89	19.18	20.59	22.13
每股有形资产(人民币)	15.34	16.88	18.10	19.47	20.97
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.43)	(8.47)	(10.67)	(12.52)	(15.30)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	52,678	55,044	59,382	64,981	70,994
折旧与摊销	7,484	8,594	6,870	8,284	9,682
净利息费用	(332)	143	163	75	50
运营资本变动	(9,851)	10,590	(7,437)	15,337	3,755
税金	3,237	4,778	(7,734)	(8,462)	(9,243)
其他经营现金流	(41,840)	(54,848)	(21,092)	(38,574)	(24,101)
经营活动产生的现金流	11,377	24,301	30,152	41,641	51,137
购买固定资产净值	2,431	951	13,691	13,321	13,506
投资减少/增加	26,710	25,934	25,113	26,282	28,000
其他投资现金流	(2,704)	(37,796)	(5,280)	(35,733)	(33,840)
投资活动产生的现金流	26,437	(10,912)	33,523	3,870	7,666
净增权益	0	658	0	0	0
净增债务	10,406	17,860	(11,595)	898	754
支付股息	(19,278)	(21,381)	(22,622)	(24,755)	(27,047)
其他融资现金流	2,730	2,371	(16,465)	(39)	(20)
融资活动产生的现金流	(6,142)	(491)	(50,682)	(23,897)	(26,313)
现金变动	31,672	12,898	12,994	21,614	32,491
期初现金	72,673	105,933	121,611	134,605	156,219
公司自由现金流	37,813	13,389	63,676	45,511	58,803
权益自由现金流	47,887	31,393	52,243	46,483	59,607

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	3.6	3.8	3.6	3.8	4.0
息税前利润率(%)	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2
税前利润率(%)	7.0	6.3	6.1	6.1	6.1
净利率(%)	4.5	4.0	3.9	3.8	3.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	169.0	171.3	433.7	741.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.7	9.1	8.3	7.6	6.9
核心业务市盈率(倍)	8.5	8.8	8.2	7.5	6.9
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	25.8	12.8	10.3	7.5	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	6.5	5.4	4.1	2.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	20.6	21.2	21.0	21.0	21.0
应收帐款周转天数	33.4	29.6	30.4	30.4	30.4
应付帐款周转天数	53.8	53.3	52.8	52.7	52.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	56.4	60.8	60.0	60.0	60.0
净资产收益率(%)	19.9	18.1	17.4	17.8	18.1
资产收益率(%)	3.1	3.2	3.3	3.7	3.9
已运用资本收益率(%)	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



000338.SZ

买入

市场价格：人民币 7.70

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.2)	2.3	(7.9)	(2.8)
相对深证成指	29.0	8.9	5.9	31.2

发行股数(百万)	7,997
流通股(%)	54
流通股市值(人民币 百万)	33,188
3个月日均交易额(人民币 百万)	276
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算代理人有限公司	24

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

## 潍柴动力

### 重卡高景气延续，多点布局助增长

公司是重卡发动机龙头企业，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车，预计2019年重卡销量有望达90-100万辆，重卡维持高景气公司将显著受益，排放标准的升级也将助力市占率提升。公司先后收购凯傲、林德液压部分股权，凯傲全资收购德马泰克，在液压、叉车、智能物流等多领域布局，未来有望成为公司重要增长点，重卡周期性将逐渐弱化。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.97、1.05元和1.18元，首次覆盖给予买入评级。

#### 支撑评级的要点

■ **重卡市场有望延续高景气度，公司将持续受益。** 国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车，预计2019年重卡销量有望达90-100万辆。公司是重卡发动机龙头企业，重卡领域主要布局发动机、变速器、车桥和重卡整车四大细分市场。2018上半年，公司重卡用发动机市占率28.9%，法士特齿轮重卡用变速箱市占率约75.2%，行业内持续领先；陕西重汽重卡销量市占率12.5%，位居国内重卡企业第一梯队。重卡维持高景气公司将显著受益。

■ **重卡发动机市占率有望持续提升，积极拓展新方向。** 重型车国六标准将于2019年7月1日起分步实施，目前公司已完成所有国六b标准准备，拥有国内水平最高的动力系统，自主研发度高，未来随着排放标准升级，有望配套中国重汽，公司市占率将继续提升。公司在2015年之后确定重卡、客车、工程机械、农业机械、工业动力、船用六大发动机配套方向，非重卡用发动机近年来销量持续高速增长，随着非道路国四标准到来，低端发动机有望逐渐退出，非道路领域有望成公司未来重要盈利点。

■ **液压、叉车、智能物流等多领域布局，助力公司稳健增长。** 2012年开始公司先后收购全球叉车龙头德国凯傲45%股权及拥有全球领先液压技术的林德液压公司90%股权；2016年凯傲全资收购全球智能物流领先者德马泰克。公司整合“林德液压+潍柴发动机”，打造液压力总成系统，未来工程机械配套将助力其快速发展。凯傲叉车定位于中高端市场，随着非道路四阶段排放标准升级以及电动叉车需求提升，凯傲将率先受益。凯傲和德马泰克有望优势互补，进一步开拓北美与欧洲市场，并加速国产落地，庞大的客户群和数据库将助力公司成为智能物流整体解决方案的全球领导者。凯傲未来将成为公司业绩增长一大支柱，弱化公司重卡周期性。公司陆续参股弗尔赛、巴拉德、锡里斯动力等，并与德国博世签署战略合作协议，前瞻布局氢燃料电池、固态燃料电池等，有望在新能源领域率先取得突破。

#### 评级面临的主要风险

■ 1)重卡行业销量不及预期；2)海外业务整合不及预期。

#### 估值

■ 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.97元、1.05元和1.18元。考虑到重卡行业有望维持较高景气，公司多领域布局前景广阔，首次覆盖给予买入评级。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	93,184	151,569	161,876	169,970	181,018
变动(%)	26	63	7	5	6
净利润(人民币 百万)	2,441	6,808	7,749	8,410	9,403
全面摊薄每股收益(人民币)	0.305	0.851	0.969	1.052	1.176
变动(%)	75.6	178.9	13.8	8.5	11.8
全面摊薄市盈率(倍)	25.2	9.0	7.9	7.3	6.5
价格/每股现金流量(倍)	7.5	3.8	5.0	3.4	2.9
每股现金流量(人民币)	1.03	2.03	1.54	2.28	2.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	2.6	2.0	1.1	0.1
每股股息(人民币)	0.175	0.046	0.194	0.210	0.235
股息率(%)	2.3	0.6	2.5	2.7	3.1

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	93,184	151,569	161,876	169,970	181,018
销售成本	(72,551)	(119,20)	(127,70)	(134,25)	(142,44)
经营费用	(10,341)	(14,617)	(14,995)	(15,917)	(17,223)
息税折旧前利润	10,292	17,747	19,177	19,794	21,352
折旧及摊销	(5,940)	(7,273)	(7,107)	(7,124)	(7,142)
经营利润(息税前利润)	4,352	10,474	12,070	12,670	14,210
净利息收入/(费用)	(199)	(591)	(324)	(510)	(543)
其他收益/(损失)	485	639	275	886	918
税前利润	4,638	10,522	12,021	13,045	14,585
所得税	(1,041)	(1,344)	(1,563)	(1,696)	(1,896)
少数股东权益	(1,155)	(2,370)	(2,709)	(2,940)	(3,286)
净利润	2,441	6,808	7,749	8,410	9,403
核心净利润	2,558	6,826	7,765	8,429	9,422
每股收益(人民币)	0.305	0.851	0.969	1.052	1.176
核心每股收益(人民币)	0.320	0.854	0.971	1.054	1.178
每股股息(人民币)	0.175	0.046	0.194	0.210	0.235
收入增长(%)	26	63	7	5	6
息税前利润增长(%)	46	141	15	5	12
息税折旧前利润增长(%)	25	72	8	3	8
每股收益增长(%)	76	179	14	9	12
核心每股收益增长(%)	66	167	14	9	12

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	27,123	34,222	41,676	58,775	79,551
应收帐款	28,900	39,721	35,507	45,121	41,016
库存	16,091	19,851	27,600	19,753	28,951
其他流动资产	4,292	6,546	5,115	5,096	5,980
流动资产总计	76,406	100,340	109,898	128,744	155,497
固定资产	27,445	28,287	23,529	18,712	13,912
无形资产	25,809	24,356	22,316	20,260	18,188
其他长期资产	10,462	13,194	11,556	12,089	12,280
长期资产总计	63,716	65,837	57,402	51,061	44,380
总资产	163,991	189,638	190,663	203,060	223,067
应付帐款	30,657	43,016	47,285	42,989	51,854
短期债务	4,772	3,175	4,300	4,200	4,100
其他流动负债	23,552	32,282	26,634	30,852	29,604
流动负债总计	58,980	78,474	78,219	78,041	85,558
长期借款	32,972	26,138	20,401	21,539	23,300
其他长期负债	27,476	28,671	25,385	27,178	27,078
股本	3,999	7,997	7,997	7,997	7,997
储备	27,936	28,651	34,837	41,542	49,084
股东权益	31,935	36,649	42,835	49,539	57,081
少数股东权益	12,823	21,115	23,824	26,764	30,050
总负债及权益	163,991	189,638	190,663	203,060	223,067
每股帐面价值(人民币)	3.99	4.58	5.36	6.19	7.14
每股有形资产(人民币)	1.53	1.54	2.57	3.66	4.86
每股净负债/(现金)(人民币)	1.97	(1.92)	(2.92)	(4.95)	(7.50)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	4,638	10,522	12,021	13,045	14,585
折旧与摊销	5,940	7,273	7,107	7,124	7,142
净利息费用	199	591	324	510	543
运营资本变动	665	3,242	6,169	(10,098)	10,488
税金	114	1,026	(1,563)	(1,696)	(1,896)
其他经营现金流	(3,304)	(6,395)	(11,709)	9,376	(9,591)
经营活动产生的现金流	8,250	16,258	12,348	18,261	21,270
购买固定资产净值	12,482	(1,453)	310	250	270
投资减少/增加	(15,229)	(486)	400	420	450
其他投资现金流	(16,884)	(3,099)	63	(648)	(669)
投资活动产生的现金流	(19,630)	(5,037)	773	22	51
净增权益	(1,400)	(370)	(1,550)	(1,682)	(1,881)
净增债务	24,121	(15,163)	(994)	870	567
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(10,980)	8,909	(3,176)	(475)	547
融资活动产生的现金流	11,742	(6,598)	(5,667)	(1,184)	(546)
现金变动	362	4,623	7,454	17,099	20,776
期初现金	24,601	27,123	34,222	41,676	58,775
公司自由现金流	(11,380)	11,221	13,121	18,283	21,321
权益自由现金流	12,940	(3,351)	12,451	19,663	22,431

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.0	11.7	11.8	11.6	11.8
息税前利润率(%)	4.7	6.9	7.5	7.5	7.9
税前利润率(%)	5.0	6.9	7.4	7.7	8.1
净利率(%)	2.6	4.5	4.8	4.9	5.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	21.9	17.7	37.3	24.8	26.2
净权益负债率(%)	23.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.4	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	25.2	9.0	7.9	7.3	6.5
核心业务市盈率(倍)	24.1	9.0	7.9	7.3	6.5
市净率(倍)	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	7.5	3.8	5.0	3.4	2.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	2.6	2.0	1.1	0.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	70.3	55.0	67.8	64.4	62.4
应收帐款周转天数	92.9	82.6	84.8	86.6	86.8
应付帐款周转天数	98.3	88.7	101.8	96.9	95.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	57.3	5.4	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	7.6	19.9	19.5	18.2	17.6
资产收益率(%)	2.4	5.2	5.5	5.6	5.8
已运用资本收益率(%)	0.9	2.0	2.2	2.2	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



600741.SH

买入

市场价格：人民币 18.40

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(32.1)	7.2	(18.2)	(34.1)
相对上证指数	(6.6)	11.3	(6.6)	(9.8)

发行股数(百万)	3,153
流通股(%)	91
流通股市值(人民币 百万)	52,744
3个月日均交易额(人民币 百万)	176
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车集团股份有限公司	58

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋  
(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏  
(8621)20328306  
min.wei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

# 华域汽车

## 汽车零部件龙头，新能源智能化全面布局

公司是国内汽车零部件行业龙头企业，公司主要客户上汽集团收入占比近6成，2019年上汽合资自主新品周期延续，有望推动公司业绩稳步提升。公司完成收购上海小系车灯，近期收购上海萨克斯及出售上海天合，业务组合不断优化。新能源和智能驾驶是汽车行业未来发展方向，公司相关领域布局完善，发展前景看好。公司目前市值对应2018年7.9x PE，股息率高达5.7%，“零级化、国际化、中性化”初见成效，估值中枢有望逐步上升，具有较高的配置价值。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.32元、2.56元和2.82元，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **新能源智能驾驶布局完善，发展前景看好。**在新能源汽车领域，华域电动获得大众MEB平台定点意向，华域麦格纳获得上汽大众、一汽大众MEB平台电驱动系统总成定点意向书，华域三电电动压缩机批量已供货5.5万台。在智能驾驶领域，2017年底国内首款自主研发、具有独立知识产权的24GHz后向毫米波雷达实现量产，前视摄像头完成综合工况道路验证测试。公司在新能源、智能驾驶等领域布局完善，发展前景看好。
- **完成上海小系收购，持续优化业务结构。**2018年3月底公司完成上海小系车灯收购及交割，上海小系成为公司全资子公司并更名“华域视觉”。通过内外部资源整合，公司积极推进华域视觉从现有汽车照明产品向汽车照明信息系统和视觉感知系统的升级发展。公司近期收购上海萨克斯，出售上海天合，业务组合不断优化，并在核心领域的掌控力逐渐提升，长期发展看好。
- **低估值加高股息，三化推进有望提升估值。**公司目前股价对应2018年7.9xPE，股息率达到5.7%，与国内外汽车零部件龙头相比估值较低，存在较大提升空间。公司业绩增长确定性高，未来收益有保障。公司推行“零级化、国际化、中性化”初见成效，估值中枢未来有望逐步上升，具有较高的配置价值。

### 评级面临的主要风险

- 1) 汽车销量和利润下滑；2) 产品价格大幅下降，原材料等成本上涨。

### 估值

- 不考虑小系车灯一次性股权溢价，我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.32元、2.56元和2.82元，目前股价对应2018年7.9x PE，股息率达到5.7%，维持买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	124,296	140,487	157,346	173,080	190,388
变动(%)	36	13	12	10	10
净利润(人民币 百万)	6,076	6,554	7,317	8,057	8,898
全面摊薄每股收益(人民币)	1.927	2.079	2.321	2.556	2.822
变动(%)	4.1	7.9	11.6	10.1	10.4
全面摊薄市盈率(倍)	9.5	8.9	7.9	7.2	6.5
价格/每股现金流量(倍)	5.1	6.8	7.0	4.0	5.2
每股现金流量(人民币)	3.61	2.69	2.63	4.63	3.57
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.7	3.4	2.6	1.5	0.9
每股股息(人民币)	1.000	1.050	1.160	1.278	1.411
股息率(%)	5.4	5.7	6.3	6.9	7.7

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	124,296	140,487	157,346	173,080	190,388
销售成本	(106,62)	(120,76)	(135,16)	(148,64)	(163,37)
经营费用	(9,351)	(10,766)	(11,371)	(12,346)	(13,478)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>8,321</b>	<b>8,956</b>	<b>10,815</b>	<b>12,093</b>	<b>13,538</b>
折旧及摊销	(2,534)	(2,999)	(3,323)	(3,693)	(4,084)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>5,788</b>	<b>5,957</b>	<b>7,492</b>	<b>8,399</b>	<b>9,455</b>
净利息收入/(费用)	105	92	111	133	138
其他收益/(损失)	3,968	4,065	4,412	4,698	5,019
<b>税前利润</b>	<b>9,861</b>	<b>10,113</b>	<b>12,015</b>	<b>13,230</b>	<b>14,611</b>
所得税	(1,278)	(1,361)	(1,562)	(1,720)	(1,899)
少数股东权益	(2,507)	(2,577)	(3,136)	(3,453)	(3,814)
<b>净利润</b>	<b>6,076</b>	<b>6,554</b>	<b>7,317</b>	<b>8,057</b>	<b>8,898</b>
<b>核心净利润</b>	<b>6,134</b>	<b>6,580</b>	<b>7,343</b>	<b>8,084</b>	<b>8,927</b>
每股收益 (人民币)	1.927	2.079	2.321	2.556	2.822
核心每股收益 (人民币)	1.946	2.087	2.329	2.564	2.831
每股股息 (人民币)	1.000	1.050	1.160	1.278	1.411
收入增长(%)	36	13	12	10	10
息税前利润增长(%)	30	3	26	12	13
息税折旧前利润增长(%)	35	8	21	12	12
每股收益增长(%)	4	8	12	10	10
核心每股收益增长(%)	4	8	12	10	10

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	9,861	10,113	12,015	13,230	14,611
折旧与摊销	2,534	2,999	3,323	3,693	4,084
净利息费用	(105)	(92)	(111)	(133)	(138)
运营资本变动	4,948	2,058	(5,415)	10,321	(5,414)
税金	1,228	1,594	(1,562)	(1,720)	(1,899)
其他经营现金流	(7,090)	(8,186)	54	(10,782)	3
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>11,375</b>	<b>8,486</b>	<b>8,304</b>	<b>14,610</b>	<b>11,246</b>
购买固定资产净值	578	197	4,034	3,243	3,639
投资减少/增加	1,285	2,575	2,448	2,956	3,150
其他投资现金流	(4,129)	(6,590)	(8,189)	(6,644)	(7,416)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(2,267)</b>	<b>(3,818)</b>	<b>(1,706)</b>	<b>(445)</b>	<b>(627)</b>
净增权益	570	0	0	0	0
净增债务	788	5,822	(1,309)	217	228
支付股息	(3,153)	(3,310)	(3,658)	(4,029)	(4,449)
其他融资现金流	3,106	(4,427)	(1,701)	177	185
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>1,311</b>	<b>(1,915)</b>	<b>(6,668)</b>	<b>(3,634)</b>	<b>(4,036)</b>
现金变动	10,419	2,753	(70)	10,531	6,583
期初现金	15,574	29,895	32,588	32,518	43,049
公司自由现金流	9,108	4,668	6,598	14,165	10,619
权益自由现金流	9,791	10,398	5,179	14,250	10,709

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	29,895	32,588	32,518	43,049	49,632
应收帐款	28,245	33,335	34,293	40,009	42,330
库存	7,343	9,944	6,106	12,802	8,381
其他流动资产	2,349	2,896	3,461	3,117	3,904
<b>流动资产总计</b>	<b>67,832</b>	<b>78,763</b>	<b>76,379</b>	<b>98,978</b>	<b>104,247</b>
固定资产	18,029	20,284	20,894	20,465	20,024
无形资产	2,603	2,799	2,900	2,879	2,875
其他长期资产	14,711	17,245	19,393	21,317	23,350
<b>长期资产总计</b>	<b>35,342</b>	<b>40,328</b>	<b>43,188</b>	<b>44,661</b>	<b>46,249</b>
<b>总资产</b>	<b>107,612</b>	<b>123,373</b>	<b>123,695</b>	<b>147,608</b>	<b>154,340</b>
应付帐款	37,576	45,551	39,786	55,770	51,075
短期债务	1,519	4,055	2,500	2,500	2,500
其他流动负债	12,634	17,117	19,461	19,586	22,412
<b>流动负债总计</b>	<b>51,729</b>	<b>66,723</b>	<b>61,747</b>	<b>77,856</b>	<b>75,987</b>
长期借款	4,083	633	633	633	633
其他长期负债	5,957	6,083	6,448	6,770	7,109
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
储备	32,848	36,269	39,927	43,956	48,405
<b>股东权益</b>	<b>36,001</b>	<b>39,422</b>	<b>43,080</b>	<b>47,109</b>	<b>51,558</b>
少数股东权益	7,747	8,651	11,787	15,240	19,053
<b>总负债及权益</b>	<b>107,612</b>	<b>123,373</b>	<b>123,695</b>	<b>147,608</b>	<b>154,340</b>
每股帐面价值 (人民币)	11.42	12.50	13.66	14.94	16.35
每股有形资产 (人民币)	10.59	11.62	12.74	14.03	15.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.59)	(8.85)	(9.32)	(12.66)	(14.75)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.7	6.4	6.9	7.0	7.1
息税前利润率(%)	4.7	4.2	4.8	4.9	5.0
税前利润率(%)	7.9	7.2	7.6	7.6	7.7
净利率(%)	4.9	4.4	4.7	4.7	4.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.0	1.1	1.1	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.5	8.9	7.9	7.2	6.5
核心业务市盈率(倍)	9.5	9.4	7.9	7.2	6.5
市净率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	5.1	6.8	7.0	4.0	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.7	3.4	2.6	1.5	0.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	21.9	26.1	21.7	23.2	23.7
应收帐款周转天数	76.6	80.0	78.4	78.3	78.9
应付帐款周转天数	95.5	108.0	99.0	100.8	102.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	51.9	53.6	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	20.0	16.4	17.7	17.9	18.0
资产收益率(%)	5.4	4.5	5.3	5.4	5.4
已运用资本收益率(%)	3.6	3.2	3.3	3.3	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



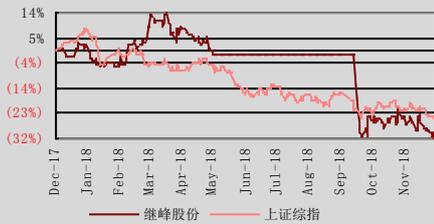
603997.SH

买入

市场价格：人民币 7.65

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(30.8)	(8.5)	(29.6)	(30.8)
相对上证指数	(5.3)	(4.4)	(18.0)	(6.4)

发行股数(百万)	640
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	4,820
3个月日均交易额(人民币 百万)	31
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
宁波继弘投资有限公司	49

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋  
(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏  
(8621)20328306  
min.wei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

# 继峰股份

## 受益大众新品周期，收购格拉默前景可期

公司是国内乘用车座椅头枕及扶手龙头企业，为安道拓、李尔、大众、吉利等国内外知名汽车座椅与整车厂商配套。一汽大众是公司第一大客户，2017年业务占比约30%，并将为一汽大众T-roc、TAYRON、奥迪Q2L等多款新车型配套，并新增宝马X3、吉利领克、长城WEY等多款车型订单。海外订单逐渐开始放量，德国继峰亏损逐渐缩减，2020年有望实现扭亏为盈。公司拟收购全球领先的车辆座椅内饰供应商格拉默，有望与其在成本端、产品端、销售端等多方面形成良好的协同效应，拓展全球化业务布局。暂不考虑收购格拉默，我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.50元、0.59元和0.71元，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **绑定优质客户，收入持续快速增长。**公司是国内乘用车座椅头枕及扶手领域龙头企业，主要客户包括安道拓、李尔等国际知名座椅厂商与一汽大众、东风日产、吉利汽车、长城汽车、华晨宝马、长安福特等整车厂商，成为国内少数能同时为欧系、美系、日系及自主品牌配套的供应商，并具备和客户同步开发的能力。一汽大众是公司第一大客户，2017年业务占比约30%，公司为一汽大众T-roc、TAYRON、奥迪Q2L等多款新车型配套，同时2018年公司新增宝马X3、吉利领克、长城WEY、一汽丰田卡罗拉、广汽丰田C-HR等多款车型订单，随着新项目车型上量，将推动公司收入快速增长。
- **海外业务推进顺利，斩获多款车型订单。**公司2014年成立德国继峰作为公司在欧洲的研发和商务平台，并成立捷克继峰作为生产基地，目前已获得德国大众、宝马、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷等多款车型订单，成功进入高端市场。随着海外订单逐渐放量，预计德国继峰今年亏损将缩至约2000万元，2020年有望实现扭亏为盈，欧洲市场将成为未来重要增长点。宁波继峰的研发团队也与美国福特、通用主机厂进行直接同步设计，继峰美国分公司也于2017年12月成立，未来公司也将在美国市场进行本地化同步设计和配套，有望成功打开美国市场。
- **拟收购德国格拉默，拓展全球化战略布局。**继峰投资通过要约收购格拉默84.23%股权，公司拟作价31.25亿元，通过增发及支付现金购买继峰投资100%股权，交易完成后公司将持有格拉默84.23%股权。格拉默是全球领先的车辆座椅内饰细分行业供应商，主营乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统及商用车座椅系统，有着先进的生产技术与广阔的海外渠道，整合后有望发挥各自优势，在成本端（集中采购，提高格拉默产品自制率）、产品端（公司在头枕领域领先，格拉默在商用车领域与乘用车中控技术领先）、销售端（公司主要客户集中国内，格拉默在欧美）等多方面实现良好的协同效应，推进公司全球化布局，进一步向成为全球领先汽车内饰供应商的目标迈进。

### 评级面临的主要风险

- 1) 配套车型销量不及预期。2) 收购格拉默进度不及预期。

### 估值

■ 暂不考虑收购格拉默，我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.50元、0.59元和0.71元。考虑到公司多个新项目逐渐批产上量，拟收购格拉默拓展全球业务前景广阔，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,466	1,902	2,314	2,774	3,296
变动(%)	40	30	22	20	19
净利润(人民币 百万)	250	293	317	380	452
全面摊薄每股收益(人民币)	0.390	0.458	0.496	0.594	0.707
变动(%)	41.6	17.3	8.4	19.8	19.0
全面摊薄市盈率(倍)	19.6	16.7	15.4	12.9	10.8
价格/每股现金流量(倍)	114.0	19.0	26.1	15.2	12.4
每股现金流量(人民币)	0.07	0.40	0.29	0.50	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.6	11.3	10.7	9.1	7.7
每股股息(人民币)	0.158	0.579	0.199	0.238	0.283
股息率(%)	2.1	7.6	2.6	3.1	3.7

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,466	1,902	2,314	2,774	3,296
销售成本	(960)	(1,294)	(1,590)	(1,908)	(2,268)
经营费用	(186)	(213)	(286)	(340)	(397)
息税折旧前利润	320	395	438	526	631
折旧及摊销	(39)	(49)	(66)	(80)	(96)
经营利润(息税前利润)	280	346	373	446	535
净利息收入/(费用)	9	(2)	2	(3)	(3)
其他收益/(损失)	13	14	18	27	29
税前利润	303	357	393	471	561
所得税	(52)	(59)	(69)	(82)	(99)
少数股东权益	(1)	(6)	(6)	(8)	(9)
净利润	250	293	317	380	452
核心净利润	251	293	317	380	452
每股收益(人民币)	0.390	0.458	0.496	0.594	0.707
核心每股收益(人民币)	0.393	0.458	0.496	0.594	0.707
每股股息(人民币)	0.158	0.579	0.199	0.238	0.283
收入增长(%)	40	30	22	20	19
息税前利润增长(%)	52	23	8	20	20
息税折旧前利润增长(%)	48	23	11	20	20
每股收益增长(%)	42	17	8	20	19
核心每股收益增长(%)	40	17	8	20	19

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	303	357	393	471	561
折旧与摊销	39	49	66	80	96
净利息费用	(9)	2	(2)	3	3
运营资本变动	(134)	(52)	(21)	(91)	(69)
税金	(51)	(53)	(69)	(82)	(99)
其他经营现金流	(105)	(47)	(179)	(58)	(97)
经营活动产生的现金流	43	258	187	322	395
购买固定资产净值	(5)	21	310	250	270
投资减少/增加	4	1	(2)	5	5
其他投资现金流	(24)	29	(620)	(500)	(540)
投资活动产生的现金流	(26)	51	(312)	(245)	(265)
净增权益	(101)	(370)	(127)	(152)	(181)
净增债务	0	39	117	147	132
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	58	178	(42)	(106)	(224)
融资活动产生的现金流	(42)	(127)	1	(8)	(52)
现金变动	(25)	182	(124)	69	78
期初现金	253	232	471	347	416
公司自由现金流	17	309	(124)	77	130
权益自由现金流	8	350	(9)	227	266

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	232	471	347	416	494
应收帐款	696	692	889	991	1,243
库存	315	374	470	551	658
其他流动资产	114	20	102	81	71
流动资产总计	1,357	1,556	1,808	2,039	2,466
固定资产	448	489	654	758	880
无形资产	72	93	173	239	291
其他长期资产	45	43	45	46	45
长期资产总计	566	626	872	1,042	1,215
总资产	1,934	2,192	2,687	3,085	3,683
应付帐款	317	321	498	512	692
短期债务	0	39	156	303	435
其他流动负债	72	68	66	68	72
流动负债总计	389	429	720	882	1,199
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	3	1	1	2
股本	420	630	640	640	640
储备	1,109	1,091	1,282	1,510	1,782
股东权益	1,529	1,721	1,922	2,150	2,421
少数股东权益	16	37	44	51	61
总负债及权益	1,934	2,192	2,687	3,085	3,683
每股帐面价值(人民币)	2.39	2.69	3.00	3.36	3.79
每股有形资产(人民币)	3.47	2.58	2.73	2.99	3.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.55)	(0.69)	(0.30)	(0.18)	(0.09)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	21.8	20.7	18.9	19.0	19.2
息税前利润率(%)	19.1	18.2	16.1	16.1	16.2
税前利润率(%)	20.7	18.8	17.0	17.0	17.0
净利率(%)	17.0	15.4	13.7	13.7	13.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.5	3.6	2.5	2.3	2.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	146.8	n.a.	160.9	162.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	2.8	1.9	1.7	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19.6	16.7	15.4	12.9	10.8
核心业务市盈率(倍)	19.5	16.7	15.4	12.9	10.8
市净率(倍)	3.2	2.8	2.6	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	114.0	19.0	26.1	15.2	12.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.6	11.3	10.7	9.1	7.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	98.7	97.0	96.8	97.6	97.2
应收帐款周转天数	136.4	133.2	124.7	123.7	123.7
应付帐款周转天数	61.4	61.3	64.6	66.4	66.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	40.4	126.5	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	17.4	18.0	17.4	18.7	19.8
资产收益率(%)	13.3	14.0	12.6	12.8	13.0
已运用资本收益率(%)	4.3	4.4	4.0	4.1	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



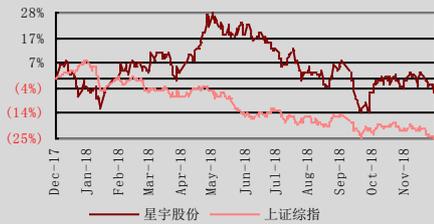
601799.SH

买入

市场价格：人民币 47.50

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.1)	(1.2)	(9.3)	(1.7)
相对上证指数	17.4	2.9	2.3	22.7

发行股数(百万)	276
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	13,117
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
周晓萍	37

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏

(8621)20328306  
min.wei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

# 星宇股份

## 自主车灯龙头，量价齐升照亮未来

公司是最大的自主汽车车灯总成供应商，产品主要包括前照灯、后组合灯、尾灯、转向灯等，客户涵盖南北大众、一汽丰田、德国宝马、吉利汽车等国内外主要车企。一汽大众是公司第一大客户，2017年业务占比超36%，一汽大众进入新车密集投放期，公司将深度受益。公司LED大灯已供货一汽大众 T-roc、新宝来、东风日产蓝鸟等车型，并将于四季度末供货2019款帝豪、迈腾和速腾也将于2019年开始逐步切换成LED大灯。随着新项目陆续批产，公司业绩有望持续高增长。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.24元、2.89元和3.63元，考虑到公司不断拓展新客户，LED大灯进入放量期，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **从配套自主到合资车企，客户升级打开广阔市场。** 公司是国内最大的自主车灯供应商，市占率约8%，公司早期主要为奇瑞汽车等自主车企配套前大灯，近几年来逐渐进入合资车企产业链迅速扩张，目前公司主要客户包括一汽大众、一汽丰田、上汽大众、奇瑞汽车等国内外主要车企，并为德国宝马2系供应后组合灯。2017年公司在稳定原有客户基础上，又新增了吉利汽车、众泰汽车、上汽通用五菱、奇瑞捷豹路虎等客户，客户不断拓展升级，公司市占率有望持续提升。
- **新项目逐渐批产，绑定优质客户持续受益。** 公司2016、2017年分别承接138、72个车灯新项目，一般新项目批产周期约1-2年，新订单从18年开始集中释放。2018年前三季度公司受益迈腾、奥迪A3、广汽传祺GS4改款、宝骏530、奥迪Q5L等前大灯项目贡献，公司营收与利润都实现高速增长。公司LED大灯二季度开始小批量供货一汽大众T-roc，三季度开始供货新宝来、东风启辰T90、东风日产蓝鸟等车型，并将于四季度末供货2019款帝豪、迈腾和速腾也将于2019年开始逐步切换成LED大灯。随着新项目陆续批产，公司业绩有望持续高增长。
- **大灯占比提升叠加产品升级，配套价值量持续提升。** 公司2013年前照灯和后组合灯收入占比约57%，2017年提升至75%，其中前照灯收入占比约40%，产品结构不断提升。汽车车灯未来的技术发展方向是智能化、环保化，LED车灯的运用是行业发展趋势。目前卤素大灯约200-300元/支；氙气大灯400-500元/支；LED大灯800-1200元/支，LED尾灯约1200元/套（4只），LED车灯较传统的卤素灯和氙气灯价值量提升明显。公司LED车灯进入放量时期，成长路径明确，单车配套价值量将持续提升。同时公司积极布局智能车灯，第一代、第二代ADB前照灯研发成功并量产，目前小批量供货奇瑞，AFS供货传祺GS系列高配车型与众泰T800，ADB与AFS单套价格约2000-3000元，价值量高，未来将逐步拓展客户，打开新成长空间。

### 评级面临的主要风险

- 1) 配套车型销量不及预期。2) 新项目进展与毛利率低于预期。

### 估值

- 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.24元、2.89元和3.63元，考虑到公司不断拓展客户，LED大灯逐渐放量，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,347	4,255	5,294	6,445	7,743
变动(%)	36	27	24	22	20
净利润(人民币 百万)	350	470	617	798	1,002
全面摊薄每股收益(人民币)	1.267	1.702	2.235	2.889	3.629
变动(%)	19.2	34.3	31.3	29.3	25.6
全面摊薄市盈率(倍)	37.5	27.9	21.3	16.4	13.1
价格/每股现金流量(倍)	38.6	15.0	13.9	16.2	24.9
每股现金流量(人民币)	1.23	3.16	3.43	2.94	1.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.0	22.9	17.0	12.9	10.5
每股股息(人民币)	0.720	1.341	1.341	1.733	2.177
股息率(%)	1.5	2.8	2.8	3.6	4.6

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,347	4,255	5,294	6,445	7,743
销售成本	(2,664)	(3,367)	(4,174)	(5,038)	(6,009)
经营费用	(261)	(326)	(383)	(452)	(533)
息税折旧前利润	422	563	737	954	1,200
折旧及摊销	(89)	(95)	(106)	(120)	(135)
经营利润 (息税前利润)	334	468	631	835	1,065
净利息收入/(费用)	2	(7)	(4)	(5)	(6)
其他收益/(损失)	63	97	98	106	114
税前利润	399	558	725	937	1,174
所得税	(50)	(89)	(109)	(141)	(174)
少数股东权益	1	1	1	2	2
净利润	350	470	617	798	1,002
核心净利润	352	470	617	798	1,002
每股收益 (人民币)	1.267	1.702	2.235	2.889	3.629
核心每股收益 (人民币)	1.275	1.702	2.235	2.889	3.629
每股股息 (人民币)	0.720	1.341	1.341	1.733	2.177
收入增长(%)	36	27	24	22	20
息税前利润增长(%)	20	40	35	32	28
息税折旧前利润增长(%)	18	33	31	30	26
每股收益增长(%)	19	34	31	29	26
核心每股收益增长(%)	19	34	31	29	26

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	399	558	725	937	1,174
折旧与摊销	89	95	106	120	135
净利息费用	(2)	7	4	5	6
运营资本变动	139	496	(122)	413	17
税金	(50)	(90)	(109)	(141)	(174)
其他经营现金流	(235)	(193)	344	(522)	(630)
经营活动产生的现金流	340	874	947	811	528
购买固定资产净值	(9)	(3)	310	250	270
投资减少/增加	46	86	90	95	103
其他投资现金流	(1,531)	(875)	(619)	(500)	(540)
投资活动产生的现金流	(1,494)	(791)	(219)	(155)	(167)
净增权益	(199)	(370)	(370)	(479)	(601)
净增债务	(127)	400	(100)	0	350
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,497	128	(57)	(107)	(227)
融资活动产生的现金流	1,171	185	(475)	(483)	(257)
现金变动	16	267	253	173	103
期初现金	370	448	632	885	1,058
公司自由现金流	(1,155)	82	728	656	360
权益自由现金流	(1,284)	489	631	661	716

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	448	632	885	1,058	1,161
应收帐款	871	835	1,463	1,279	1,975
库存	921	1,058	1,470	1,550	2,041
其他流动资产	2,077	2,521	1,831	2,172	2,221
流动资产总计	4,317	5,046	5,649	6,059	7,398
固定资产	854	963	1,087	1,152	1,234
无形资产	122	120	200	265	318
其他长期资产	15	261	95	124	160
长期资产总计	992	1,343	1,382	1,541	1,712
总资产	5,371	6,458	7,063	7,628	9,138
应付帐款	1,483	1,787	2,312	2,552	3,294
短期债务	0	400	300	300	650
其他流动负债	80	145	107	112	124
流动负债总计	1,562	2,332	2,719	2,964	4,068
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	101	74	76	83
股本	276	276	276	276	276
储备	3,475	3,746	3,992	4,311	4,712
股东权益	3,751	4,022	4,268	4,588	4,989
少数股东权益	5	3	2	0	(2)
总负债及权益	5,371	6,458	7,063	7,628	9,138
每股帐面价值 (人民币)	13.58	14.56	15.46	16.61	18.06
每股有形资产 (人民币)	13.14	14.13	14.73	15.65	16.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.62)	(0.84)	(2.12)	(2.75)	(1.85)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.6	13.2	13.9	14.8	15.5
息税前利润率(%)	10.0	11.0	11.9	13.0	13.8
税前利润率(%)	11.9	13.1	13.7	14.5	15.2
净利率(%)	10.5	11.0	11.7	12.4	12.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.8	2.2	2.1	2.0	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	66.2	165.5	185.1	188.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.2	1.7	1.5	1.5	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	37.5	27.9	21.3	16.4	13.1
核心业务市盈率(倍)	37.3	27.9	21.3	16.4	13.1
市净率(倍)	3.5	3.3	3.1	2.9	2.6
价格/现金流(倍)	38.6	15.0	13.9	16.2	24.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.0	22.9	17.0	12.9	10.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	110.4	107.3	110.5	109.4	109.1
应收帐款周转天数	80.5	73.2	79.2	77.6	76.7
应付帐款周转天数	137.1	140.2	141.3	137.7	137.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	56.8	78.8	60.0	60.0	60.0
净资产收益率(%)	12.0	12.1	14.9	18.0	20.9
资产收益率(%)	6.7	6.6	7.9	9.7	10.8
已运用资本收益率(%)	2.9	2.9	3.4	4.2	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



002920.SZ

买入

市场价格：人民币 17.35

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(59.4)	(13.5)	(19.1)	(50.8)
相对深证成指	(24.1)	(6.8)	(5.3)	(16.8)

发行股数(百万)	550
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	2,122
3个月日均交易额(人民币 百万)	54
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
广东德赛集团有限公司	58

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

## 德赛西威

### 汽车电子龙头，自动驾驶前景广阔

公司是汽车电子行业龙头，主要产品有车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统等，主要客户包括一汽-大众、广汽集团、MAZDA等国内外整车厂，国内前装业务市占率超过10%。公司产品不断升级，单价持续提升，并逐渐由自主渗透合资与国际品牌，客户不断拓展，将成为未来公司业绩主要增长点。公司前瞻布局自动驾驶业务，ADAS系统有望在2019、2020年进入加速渗透期，公司产品逐渐量产有望显著受益。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.79元、0.92元和1.10元，首次覆盖给予买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **中国汽车电子行业领导者，龙头地位稳固。**公司主要产品为车载信息娱乐系统、车载空调控制器、驾驶信息显示系统等，在公司发展前期由外资控股，通过与飞利浦、曼内斯曼以及西门子的合作，产品品质与世界接轨，德系豪门基因也使得公司顺利打开合资整车厂与前装市场，目前公司已成为德系、日系、美系等合资整车厂供应商，主要客户为一汽-大众、广汽集团、通用五菱、长城汽车、MAZDA等。公司前装业务占总业务超99%，国内汽车前装市场市占率超10%，近几年持续保持国内第一，是中国汽车电子产业的领先者和前装市场的领导者。
- **产品不断升级，客户由自主逐渐渗透合资与国际品牌。**随着用户对多媒体娱乐要求逐步提高和汽车电子软硬件技术发展，车载信息娱乐系统逐渐集成了行驶信息、辅助倒车、车载导航等多种功能，仪表盘也逐渐由传统机械仪表盘向全液晶数字仪表发展，公司车载信息娱乐系统单价由2014年577元提升至2017年890元，驾驶信息显示系统由2014年155元提升至2017年211元，产品不断升级，单价有望持续提升。公司产品性价比高、服务及时到位，客户不断拓展，获得多个新老客户的新项目订单，包括一汽-大众、上汽通用、吉利汽车、长安汽车等，并获得了马自达新平台项目、沃尔沃全球项目、德国大众的新项目定点，并开拓了蔚来汽车、车和家等新能源车企，未来一至三年将逐渐量产，将成为公司业绩的主要增长点。
- **前瞻布局自动驾驶，产品蓄势待发。**公司利用自身在汽车电子软硬件的研发、系统集成与制造优势，加大研发投入布局自动驾驶，目前公司高清摄像头及高清环视系统已量产并获得多个国际和自主品牌订单；全自动泊车系统预期将在年内量产并交付，高度自动化的毫米波雷达生产线已经搭建完成并达到可量产状态。随着国内消费者需求提升、车企车型供给增多以及产业政策扶持，ADAS系统有望在2019、2020年进入加速渗透期，公司产品逐渐量产有望显著受益。公司是Apollo计划成员，与百度联合开发的BCU-MLOC（高精定位）、BCU-MLOP（高精定位+环境感知）产品已完成开发，预计2020年实现量产。公司与NVIDIA及小鹏汽车签订三方战略合作协议，共同研发适应于中国交通环境和驾驶场景的L3级自动驾驶技术，计划2020年起小鹏新车分阶段实现L3级自动驾驶功能。公司把握先发与技术优势，未来在自动驾驶领域发展前景广阔。

#### 评级面临的主要风险

- 1) 车市销量不及预期；2) 自动驾驶产品研发与量产进度不及预期。

#### 估值

- 预计公司2018-2020年每股收益分别为0.79元、0.92元和1.10元，考虑到公司不断拓展新客户，自动驾驶领域前景广阔，首次覆盖给予买入评级。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	5,678	6,010	5,344	5,864	6,658
变动(%)	55	6	(11)	10	14
净利润(人民币 百万)	590	616	437	508	607
全面摊薄每股收益(人民币)	1.073	1.121	0.794	0.924	1.103
变动(%)	64.5	4.4	(29.1)	16.2	19.4
全面摊薄市盈率(倍)	16.2	15.5	21.8	18.8	15.7
价格/每股现金流量(倍)	17.1	14.8	11.5	15.7	19.2
每股现金流量(人民币)	1.01	1.17	1.50	1.10	0.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	9.5	12.0	9.8	7.9
每股股息(人民币)	0.000	0.080	0.079	0.092	0.110
股息率(%)	n.a.	0.5	0.5	0.5	0.6

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	5,678	6,010	5,344	5,864	6,658
销售成本	(4,182)	(4,501)	(4,058)	(4,436)	(5,019)
经营费用	(706)	(686)	(715)	(766)	(848)
息税折旧前利润	790	824	571	663	790
折旧及摊销	(68)	(99)	(121)	(139)	(156)
经营利润(息税前利润)	722	725	450	524	635
净利息收入/(费用)	(64)	(12)	(11)	(12)	(13)
其他收益/(损失)	14	(22)	51	59	60
税前利润	672	692	491	570	681
所得税	(82)	(76)	(54)	(63)	(75)
少数股东权益	(0)	1	0	0	0
净利润	590	616	437	508	607
核心净利润	592	617	437	508	607
每股收益(人民币)	1.073	1.121	0.794	0.924	1.103
核心每股收益(人民币)	1.076	1.122	0.795	0.924	1.104
每股股息(人民币)	0.000	0.080	0.079	0.092	0.110
收入增长(%)	55	6	(11)	10	14
息税前利润增长(%)	58	0	(38)	16	21
息税折旧前利润增长(%)	54	4	(31)	16	19
每股收益增长(%)	64	4	(29)	16	19
核心每股收益增长(%)	64	4	(29)	16	19

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	435	2,375	3,124	3,527	3,800
应收帐款	1,933	1,773	1,760	1,759	2,188
库存	1,196	919	1,199	1,042	1,463
其他流动资产	47	199	90	116	134
流动资产总计	3,611	5,266	6,173	6,444	7,586
固定资产	525	567	701	737	777
无形资产	137	158	214	248	263
其他长期资产	108	108	104	106	106
长期资产总计	770	834	1,019	1,092	1,146
总资产	4,483	6,221	7,233	7,539	8,736
应付帐款	1,853	1,209	1,678	1,466	2,049
短期债务	755	676	450	480	500
其他流动负债	309	308	289	285	334
流动负债总计	2,917	2,193	2,417	2,230	2,883
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	290	314	247	283	281
股本	450	550	550	550	550
储备	832	3,170	4,025	4,482	5,028
股东权益	1,282	3,720	4,575	5,032	5,578
少数股东权益	(5)	(6)	(6)	(6)	(7)
总负债及权益	4,483	6,221	7,233	7,539	8,736
每股帐面价值(人民币)	2.33	6.76	8.32	9.15	10.14
每股有形资产(人民币)	2.54	6.48	7.93	8.70	9.66
每股净负债/(现金)(人民币)	0.71	(3.09)	(4.86)	(5.54)	(6.00)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	672	692	491	570	681
折旧与摊销	68	99	121	139	156
净利息费用	64	12	11	12	13
运营资本变动	94	(420)	505	(251)	214
税金	(82)	(76)	(54)	(63)	(75)
其他经营现金流	(260)	340	(247)	200	(493)
经营活动产生的现金流	558	646	827	608	496
购买固定资产净值	82	22	310	210	210
投资减少/增加	0	(26)	34	39	40
其他投资现金流	(474)	(338)	(602)	(421)	(419)
投资活动产生的现金流	(392)	(342)	(258)	(172)	(169)
净增权益	0	(44)	(44)	(51)	(61)
净增债务	65	(79)	(226)	30	20
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(222)	1,843	398	(115)	(235)
融资活动产生的现金流	(158)	1,748	181	(33)	(54)
现金变动	8	2,051	749	403	273
期初现金	308	435	2,375	3,124	3,527
公司自由现金流	165	304	568	435	327
权益自由现金流	294	237	353	477	361

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	13.9	13.7	10.7	11.3	11.9
息税前利润率(%)	12.7	12.1	8.4	8.9	9.5
税前利润率(%)	11.8	11.5	9.2	9.7	10.2
净利率(%)	10.4	10.3	8.2	8.7	9.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	2.4	2.6	2.9	2.6
利息覆盖率(倍)	11.2	60.9	42.1	44.6	47.7
净权益负债率(%)	25.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	2.0	2.1	2.4	2.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	16.2	15.5	21.8	18.8	15.7
核心业务市盈率(倍)	16.1	15.5	21.8	18.8	15.7
市净率(倍)	7.4	2.6	2.1	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	17.1	14.8	11.5	15.7	19.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	9.5	12.0	9.8	7.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	95.4	85.8	95.2	92.2	91.1
应收帐款周转天数	98.8	112.5	120.7	109.5	108.2
应付帐款周转天数	98.6	93.0	98.6	97.8	96.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	7.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	54.8	24.6	10.5	10.6	11.4
资产收益率(%)	16.8	12.1	6.0	6.3	6.9
已运用资本收益率(%)	8.2	4.8	2.3	2.4	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



603197.SH

买入

市场价格：人民币 20.66

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(47.4)	9.1	13.4	(48.5)
相对上证指数	(21.9)	13.2	25.0	(24.1)

发行股数(百万)	167
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	2,033
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
陈洪凌	22

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏

(8621)20328306  
min.wei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

# 保隆科技

## 受益 TPMS 法规实施，ADAS 及国六带来新机遇

公司是国内知名汽车电子企业，主要产品包括 TPMS（胎压监测系统）、气门嘴、排气系统管件等，客户涵盖国内外知名整车企业。法规强制 2020 年新车安装 TPMS，将推动其市场翻倍增长。公司国内市场份额超过 20%，并与霍富成立合资公司开拓全球市场，发展前景可期。公司较早起步研究 ADAS 产品，环视及毫米波雷达逐步量产，布局 ADAS 前景光明。国六排放标准逐步实施，公司传感器业务已获得多家车企定点，未来有望爆发。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.07 元、1.49 元和 1.88 元，业绩持续高速增长，发展前景良好，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **TPMS 市场空间有望翻倍增长，公司大幅受益。** TPMS 系统是汽车重要的安全配置，公司估计 TPMS 目前国内渗透率约 40% 左右。国家法规强制 2020 年后出厂新车安装 TPMS，推动市场空间翻倍增长。公司是国内领先 TPMS 供应商，市占率达 20% 以上，拟联手霍富开拓全球市场，发展前景可期。
- **环视及毫米波雷达逐步量产，布局 ADAS 前景光明。** 智能驾驶是汽车发展必然方向，摄像头、环视、毫米波雷达等产品市场广阔。公司较早起步研究 ADAS 产品，视觉方面，环视系统已获得吉利及奔腾订单并即将量产，产品单价高达千元，国内配套比例快速上升，市场前景广阔。毫米波雷达是自动驾驶必备传感器，公司 77G 毫米波雷达研发顺利，近期有望定点，2019 年有望开始量产，发展前景光明。
- **国六排放标准逐步实施，传感器业务有望爆发。** 乘用车国六排放标准逐步实施，大部分城市将于 2019 年 7 月开始实施。相对于国五车型，要满足国六排放标准必需新增油箱压力等传感器，单车价值量约 200 元，乘用车销量近 2500 万辆，市场空间广阔。公司传感器技术国内领先，已获得上汽等多家车企定点，未来有望爆发并推动公司业绩增长。

### 评级面临的主要风险

- 1) 汽车销量不及预期；2) 中美贸易摩擦升级；3) 新业务不及预期。

### 估值

- 我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.07 元、1.49 元和 1.88 元，考虑到公司 TPMS、ADAS、传感器等领域前景良好，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,679	2,081	2,393	3,039	3,799
变动(%)	21	24	15	27	25
净利润(人民币 百万)	132	174	178	248	314
全面摊薄每股收益(人民币)	0.792	1.041	1.066	1.488	1.879
变动(%)	94.6	31.4	2.4	39.5	26.3
全面摊薄市盈率(倍)	26.1	19.8	19.4	13.9	11.0
价格/每股现金流量(倍)	10.5	11.3	16.0	14.6	25.5
每股现金流量(人民币)	1.97	1.83	1.29	1.42	0.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	8.5	7.9	6.9	5.6
每股股息(人民币)	0.000	0.234	0.107	0.149	0.188
股息率(%)	n.a.	1.1	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,679	2,081	2,393	3,039	3,799
销售成本	(1,097)	(1,363)	(1,627)	(2,097)	(2,659)
经营费用	(293)	(339)	(385)	(523)	(621)
息税折旧前利润	288	379	380	419	519
折旧及摊销	(44)	(52)	(55)	(64)	(73)
经营利润(息税前利润)	244	327	325	355	446
净利息收入/(费用)	(16)	(20)	(18)	(16)	(15)
其他收益/(损失)	10	17	10	10	10
税前利润	238	324	317	349	440
所得税	(62)	(99)	(79)	(87)	(110)
少数股东权益	(43)	(51)	(59)	(13)	(17)
净利润	132	174	178	248	314
核心净利润	135	172	180	250	315
每股收益(人民币)	0.792	1.041	1.066	1.488	1.879
核心每股收益(人民币)	0.808	1.030	1.076	1.494	1.886
每股股息(人民币)	0.000	0.234	0.107	0.149	0.188
收入增长(%)	21	24	15	27	25
息税前利润增长(%)	46	34	(1)	9	26
息税折旧前利润增长(%)	41	31	0	10	24
每股收益增长(%)	95	31	2	40	26
核心每股收益增长(%)	88	27	4	39	26

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	238	324	317	349	440
折旧与摊销	44	52	55	64	73
净利息费用	16	20	18	16	15
运营资本变动	(11)	(24)	(68)	204	(250)
税金	(19)	(48)	(79)	(87)	(110)
其他经营现金流	(95)	(109)	(28)	(309)	(33)
经营活动产生的现金流	173	215	215	237	135
购买固定资产净值	(0)	7	73	92	82
投资减少/增加	(1)	(14)	5	5	5
其他投资现金流	(117)	(220)	(147)	(183)	(165)
投资活动产生的现金流	(118)	(227)	(68)	(87)	(77)
净增权益	0	29	50	0	0
净增债务	24	(59)	(26)	2	2
支付股息	0	(27)	(18)	(25)	(31)
其他融资现金流	(67)	500	41	(16)	(15)
融资活动产生的现金流	(43)	443	47	(39)	(45)
现金变动	12	430	194	111	13
期初现金	178	178	600	794	905
公司自由现金流	55	(13)	147	150	58
权益自由现金流	95	(51)	139	168	75

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	178	600	794	905	918
应收帐款	458	586	636	855	1,011
库存	398	464	516	819	839
其他流动资产	30	75	53	54	75
流动资产总计	1,064	1,725	1,998	2,633	2,843
固定资产	431	534	552	578	587
无形资产	32	39	39	41	41
其他长期资产	77	107	96	99	101
长期资产总计	540	680	687	717	729
总资产	1,617	2,416	2,696	3,360	3,582
应付帐款	284	400	392	798	714
短期债务	163	205	100	100	100
其他流动负债	309	131	121	142	148
流动负债总计	756	735	613	1,041	962
长期借款	91	173	250	250	250
其他长期负债	45	54	50	50	51
股本	88	117	167	167	167
储备	495	1,193	1,407	1,631	1,914
股东权益	583	1,310	1,575	1,798	2,081
少数股东权益	136	149	209	222	238
总负债及权益	1,617	2,416	2,696	3,360	3,582
每股帐面价值(人民币)	6.64	11.18	9.43	10.77	12.46
每股有形资产(人民币)	6.27	10.85	9.19	10.52	12.21
每股净负债/(现金)(人民币)	0.87	(1.90)	(2.66)	(3.32)	(3.40)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.2	18.2	15.9	13.8	13.7
息税前利润率(%)	14.5	15.7	13.6	11.7	11.7
税前利润率(%)	14.2	15.6	13.2	11.5	11.6
净利率(%)	7.9	8.4	7.5	8.2	8.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	2.3	3.3	2.5	3.0
利息覆盖率(倍)	15.3	16.2	17.7	22.3	28.9
净权益负债率(%)	10.6	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.7	2.4	1.7	2.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	26.1	19.8	19.4	13.9	11.0
核心业务市盈率(倍)	25.6	20.1	19.2	13.8	11.0
市净率(倍)	3.1	1.8	2.2	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	10.5	11.3	16.0	14.6	25.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	8.5	7.9	6.9	5.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	123.9	115.4	109.9	116.2	113.8
应收帐款周转天数	89.2	91.5	93.2	89.5	89.6
应付帐款周转天数	57.7	60.0	60.4	71.5	72.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	15.8	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	24.5	18.4	12.4	14.7	16.2
资产收益率(%)	12.0	11.3	9.5	8.8	9.6
已运用资本收益率(%)	3.3	3.1	2.2	2.8	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371