

汽车行业

行业研究/投资策略报告

国内视角关注三大“调整”进程、国际视角看好零部件企业出海

—2019 年汽车行业投资策略

投资策略报告/汽车

2019 年 1 月 2 日

报告摘要

● 2018行情回顾：当前板块估值配置接近历史低位

市净率为1.4倍(LF)，高出09年来低点3.7%，同沪深300比值为1.1，高出09年来低点9.0%，处于历史低位。当前板块市净率已接近09年以来低点。3Q18板块持仓占基金股票仓位1.3%，较市值占比3.1%显著低配。

● 2019投资策略：国内视角关注三大“调整”、全球视角看好零部件企业出海

我们认为板块2019年机会在中国市场内部的三大“节奏调整”和部分零部件企业不可逆地走向全球：1) 乘用车渠道库存调整迎接新周期；2) 新能源汽车供给端改善、市场化进程加速；3) 央企资产加速整合迎接全面开放；4) 国际Tier1厂商致力电气化转型利于国内零部件企业走向全球。

● 国内市场“调整”之一：调整渠道库存，迎接新周期

1) 预计2019零售量稳健增长：在宏观经济保持6.3%（据社科院2019《经济蓝皮书》）的中高速增长及政府降税减负努力下，预计中性偏乐观情况下，19年乘用车月均零售量为190-200万/月，年增速6%-11%。2) 批销量受去库存需求的压制：预计中性偏乐观情况下，19年批销量同比增速为-10%-0%，季度同比走势呈倒V型；3) 综合考虑新车周期及库存情况：今明两年大众处于强换代周期，自主品牌上汽、吉利处于全新车型投放期，我们认为上汽、吉利，零部件中大众配套企业星宇股份有望受益零售回暖。

● 国内市场“调整”之二：新能源供给端改善，市场化进程加速

2019年新能源车补贴预计持续退坡，新能源积分比例考核开始实施；新能源汽车供给端改善，市场化进程加速，进入产品力竞争时代。当前，我们认为中国厂商具备4大竞争力：1) 当前自主品牌掌控市场（自主品牌BEV/PHEV市场份额约为100%/90%）；2) 总成级零部件可控；3) 核心零部件逐步突破；4) 平台化布局稳步推进。总体上，新能源产业链布局较完整、产品力较强的上汽、比亚迪及新能源热管理企业银轮股份有望在新能源车市场的产品力竞争时代持续成长。

● 国内市场“调整”之三：央企资产加速整合迎接全面开放

我国将于18年/20年/22年逐步开放新能源汽车/商用车/乘用车股比，预计央企内部资源整合梳理将提速。2019年关注一汽整体上市：1) 2016年一汽股份（一汽整车控股平台）提议将同业竞争问题推迟3年解决（被否），按2016年一汽股份提议时点计算，2019年7月是规划中的另一同业竞争问题解决节点；2) 2H18一汽系动作频频，2019年一汽集团的资产梳理和整体上市进程有望加速推进。

● 全球视角：国际Tier1厂商致力电气化转型利于国内零部件企业走向全球

当前国际Tier1厂商致力电气化转型利于国内零部件企业走向全球，具体表现在：1) 传统Tier1供应商转型中财务压力、成本敏感性提升，具有成本优势的国内企业有望挤压海外二级供应商；2) 相关公司转型中将收缩传统业务，国内零部件企业在精密制造、内外饰等领域已从仅具人力成本向兼具技术优势转变，相关企业未来有望承接总成级项目；3) 海外零部件企业业务结构优化可能伴随着资产剥离，国内零部件企业有望收购到传统领域核心资产。

● 风险提示

销量不及预期，突发召回事件，放开整车股比、中美贸易摩擦影响

盈利预测与财务指标

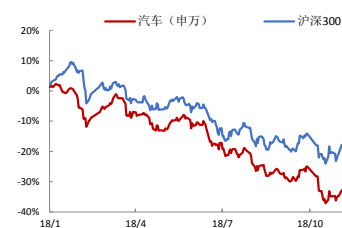
代码	重点公司	现价 12月28日	EPS			PE			评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600104.SH	上汽集团	26.67	3.0	3.2	3.5	9.0	8.4	7.5	推荐
002594.SZ	比亚迪	51.00	1.4	1.1	1.6	36.4	45.9	32.9	推荐
601799.SH	星宇股份	47.50	1.7	2.3	2.9	27.9	21.1	16.6	推荐
002126.SZ	银轮股份	7.44	0.4	0.5	0.6	19.1	13.8	11.6	推荐
603305.SH	旭升股份	30.42	0.6	0.8	1.2	55.3	36.2	25.8	暂无评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院；注：旭升股份EPS取自Wind一致预期

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：徐凌羽

执业证号：S0100517090004

电话：010-85127604

邮箱：xulingyu@mszq.com

研究助理：陈逸同

执业证号：S0100118060035

电话：010-85127785

邮箱：chenyitong@mszq.com

相关研究

【民生汽车】2018年中期策略：竞争分化 聚焦价值 2018.07.02

【民生汽车】2018年年度策略：行业增速常态化 精选强势品牌、新项目落地的个股 2017.11.29

【民生汽车】2017年年度策略报告：优选龙头 把握结构性机会 2016.12.06

【民生汽车】2017年中期策略：行业增速放缓 龙头优势凸显 2017.08.03

目录

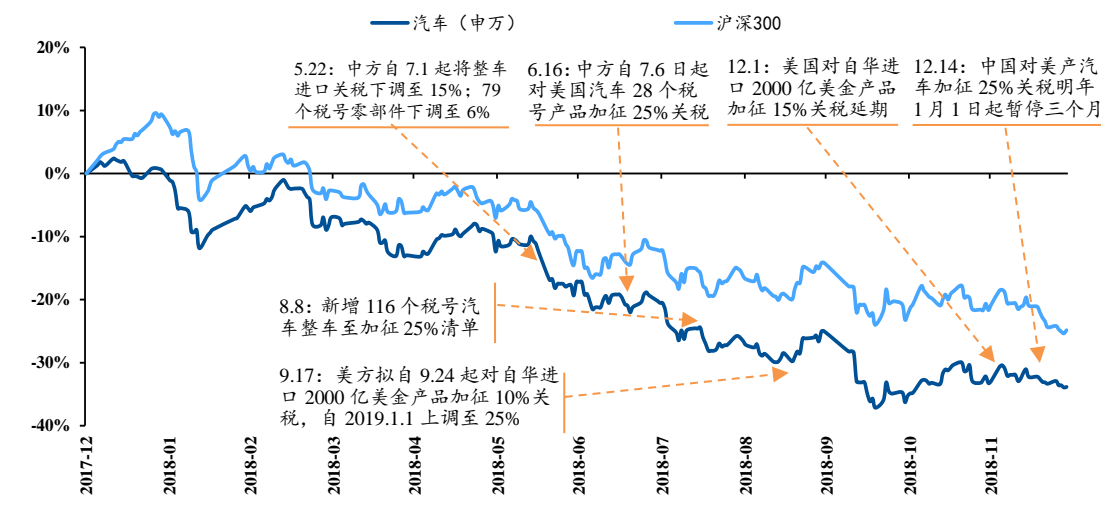
一、2018 行业内外承压，估值配置接近历史低位	3
(一) 行情：受车市销量走软及贸易摩擦影响 板块年累计跌幅 34.3%	3
(二) 估值&配置：市净率接近 09 年以来低位，基金显著低配	3
(三) 政策大年：股比开放进程确定，汽车产业投资全面实施备案制	5
二、19 年投资主线：国内市场机会在于对三大“调整”节奏的把握、全球视角看好外向型零部件企业加速出海	7
三、国内市场“调整”之一：调整渠道库存，迎接新周期	7
(一) 批售：4Q18 批售降幅放大，预计 2018 全年广义乘用车批售跌幅超 4%	7
(二) 零售：2018 年 8-11 月窄幅波动，零售量逐步回归内生驱动	9
(三) 库存：预计 18 年 12 月单月库存冲高，年底累计渠道库存总量超 240 万辆.....	10
(四) 展望 2019：零售回暖、待库存去化迎接批售端回暖，新车周期强势、库存合理的车企有望受益	11
四、国内市场“调整”之二：新能源政策导向调整，迎接供给端量质齐升	14
(一) 全球渗透加速：未来两年有望迎来电动车渗透关键节点，传统巨头布局加速.....	14
(二) 国内政策基调：新能源直接补贴退坡冲击纯电动，双积分政策积分比例考核执行施压合资厂商	15
(三) 供给端变局：预计合资车企加速发力新能源，自主车企迎来市场化考验.....	17
五、国内市场“调整”之三：一汽集团改革提速，迎接车市全面开放	21
六、全球视角：国际 TIER1 供应商致力于电气化转型，国内零部件企业加速走向全球	22
(一) 传统车企产业链：国际 TIER1 供应商致力于电气化转型，具备比较优势的中国零部件企业有望受益	22
(二) 特斯拉产业链：零部件供应全球的典范	26
插图目录	28
表格目录	29

一、2018 行业内外承压，估值配置接近历史低位

(一) 行情：受车市销量走软及贸易摩擦影响 板块年累计跌幅 34.3%

2018 年年初至今汽车（申万）板块跌幅达 34.3%，期间走势多次受到中美贸易摩擦消息扰动。截至 12 月 28 日收盘，汽车板块跌幅达 34.3%，跑输沪深 300 指数 9.0%。行情受中美贸易摩擦因素扰动及车市销量下滑影响（前 11 月乘用车批发量累计增速-3.0%）。

图 1：汽车板块年初至今跌幅达 34.3%，期间走势多次受到中美贸易摩擦消息扰动

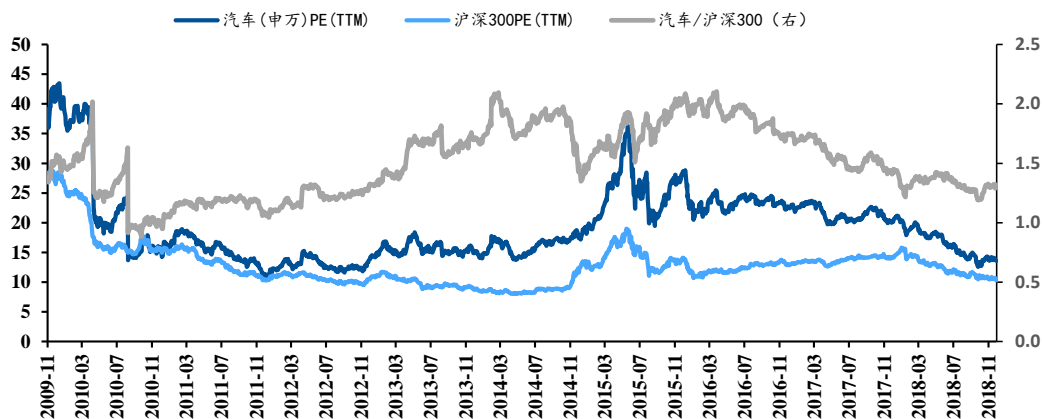


资料来源：Wind，民生证券研究院；注：行情数据截至 2018 年 12 月 28 日

(二) 估值&配置：市净率接近 09 年以来低位，基金显著低配

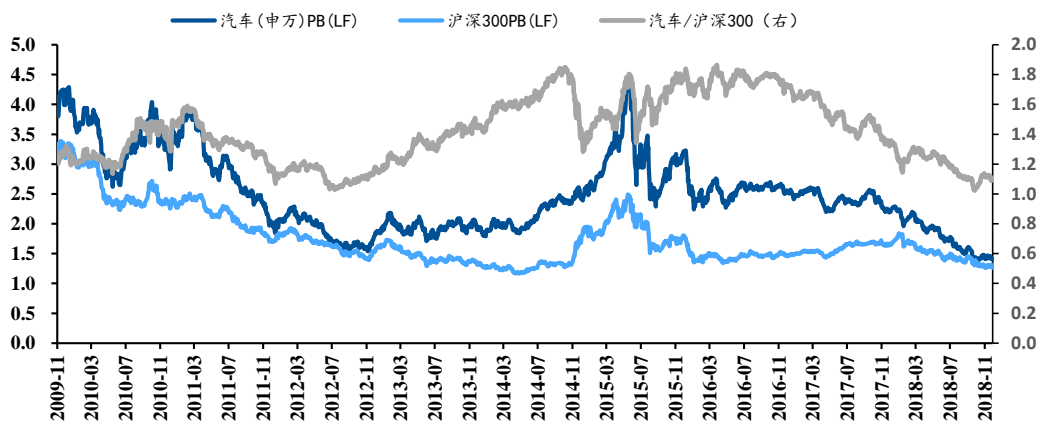
当前汽车板块市净率已接近 09 年以来低位。当前汽车（申万）板块市盈率为 13.5 倍（TTM），高出 09 年来低点 24.1%，同沪深 300 比值为 1.3，高出 09 年来低点 26.2%。市净率为 1.4 倍（LF），高出 09 年来低点 3.7%，同沪深 300 比值为 1.1，高出 09 年来低点 9.0%。当前板块市净率已接近 09 年以来低点。

图 2：当前汽车市盈率绝对值高出近 09 年以来低点 24.1%，相对值高出低点 26.2%



资料来源：Wind，民生证券研究院

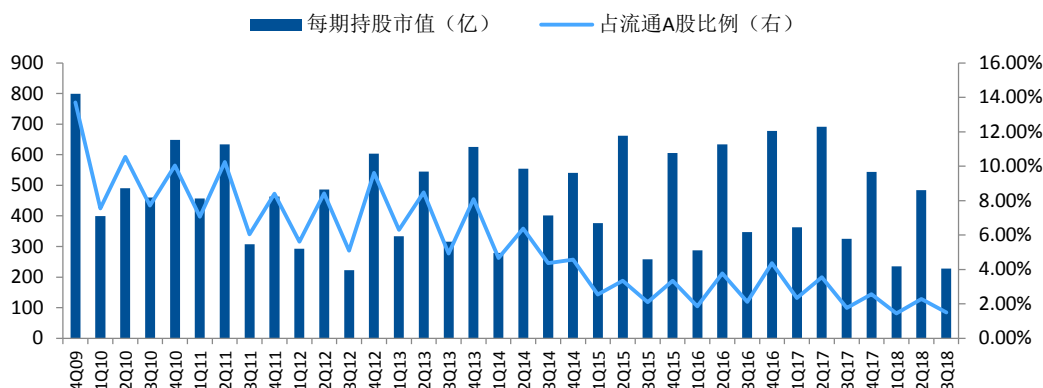
图 3：当前汽车市净率绝对值高出近 09 年以来低点 3.7%，相对值高出低点 9.0%



资料来源：Wind，民生证券研究院

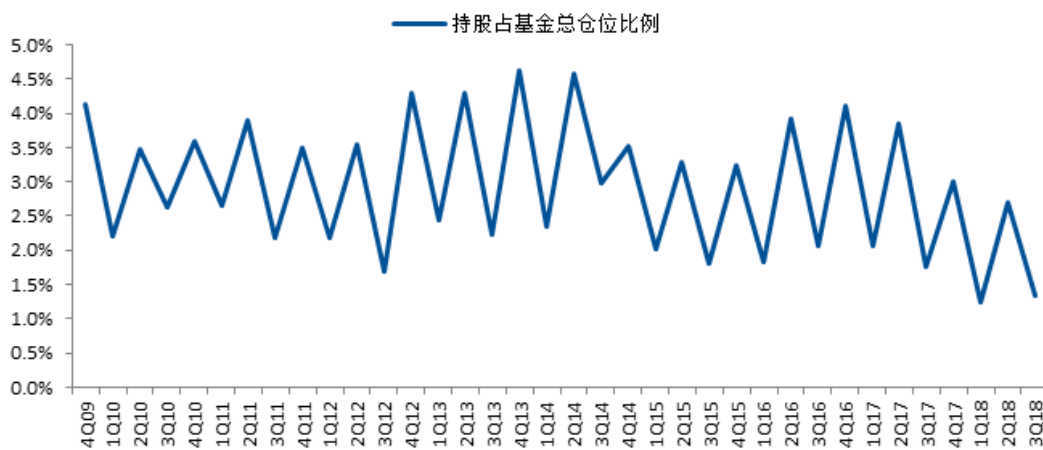
基金持仓处于历史低位，显著低配：1) 3Q18 基金持仓占汽车板块流通市值的比达历史最低位。2018 年基金三季报，汽车（申万）的持仓市值为 229 亿元，较二季度下降 256 亿，占板块流通市值 1.5%，降 0.78 个百分点，接近历史低点；2) 3Q18 汽车板块占基金持仓比例达历史低点。3Q18 汽车板块持仓占基金股票仓位比例 1.3%，相较 2Q18 下降 1.4 个百分点，接近历史低点。当前汽车板块总市值占 A 股整体 3.1%，基金显著低配。

图 4：基金持仓占汽车流通市值比例：近十年总体下行，至 3Q18 下降至历史低位 1.5%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：汽车持仓占基金股票总体仓位：近十年总体稳中有降，3Q18 降至历史低位 1.3%



资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）政策大年：股比开放进程确定，汽车产业投资全面实施备案制

1、整车企业股比逐步开放，豪华品牌已先行一步

扩大开放：股比开放进程开启。2018 年/2020 年/2022 年我国将逐次开放新能源汽车/商用车/乘用车股比。**形式判断：弱势中方+强势合资方合资企业遭受冲击较大，强势中方受冲击影响有限。**当前宝马已将在华晨宝马中股权提升至 75%，未来北京奔驰中方控股股权预计承压。强势中方在未来受影响较小：1) 当前政府原则上不在批准新建燃油车企业，现有车企扩产也受到严格限制，若失去强势中方支持外资难以充分释放车型潜力；2) 未来中方企业可能进一步允许外方在运营层面截留利润，以满足其利润诉求（如大众此前在中国已成立控股动力总成公司）。

表 1：当前主要合资公司股比情况

时间	合资对象	股比（外方：中方）	到期时间
大众	一汽	40:60	2041
	上汽	50:50	2030
丰田	一汽	50:50	2030
	广汽	50:50	2034
日产	东风	50:50	2037
本田	东风	50:50	2043
	广汽	50:50	2028
马自达	一汽	40:60	2035
	长安	50:50	2062
通用	上汽	50:50	2027
	上汽五菱	44:56	无固定期限
福特	长安	50:50	2051
PSA	东风	50:50	2065
	长安	50:50	2065
现代	北京	50:50	2032
起亚	东风/悦达	50:50	2032
奥迪	一汽	归属一汽大众	2041
奔驰	北京	49:51	2033
	福建	50:50	2037
宝马	华晨	75:25	2040

资料来源：Wind，公司公告，百度企业信用，民生证券研究院

2、汽车产业投资全面实施备案制，插混、纯电动产能落地更加顺畅

发改委于 12 月 18 日正式发布《汽车产业投资管理规定》，新规将于 2019 年 1 月 10 日起施行。

汽车产业投资全面施行备案制，符合国务院“放管服”大方向：《规定》出台前，中外合资轿车企业/纯电动乘用车企业/其他汽车类核准项目分别由国务院/国务院投资主管部门/省级政府负责审核。全面备案制符合加大简政放权力度，强化事中事后监管大方向。

燃油车产能仍将受到严格控制，兼并重组是政策鼓励方向：1) 《规定》对于新建燃油车产能新增具有“国际竞争力”要求，保证监管机构仍有充足的裁判空间，同时有望激励国内车企加速全球化步伐；2) 同类企业间兼并重组仍受政策支持。

插电混动、纯电动产能投放将更加顺畅：1) 对于企业新增插电混动产能，《规定》取消了对企业历史新能源产销、所在省份产能利用率情况考核，预计合资车企及长城等新能源占比较低自主车企显著受益；2) 对于新建纯电动车产能的企业法人，正式稿删除了对累计研发投入的要求，我们认为该调整有益于创业型团队产品落地。

表 2:《汽车产业投资管理规定》正式稿与征求意见稿对比

政策对象	具体事项	征求意见稿要求	正式稿要求
汽车行业整体	对投资项目的管理方式	实施核准管理的汽车投资项目,按照《政府核准的投资项目目录》等有关规定执行(第六条)	汽车整车和其他投资项目均由地方发展改革部门实施备案管理,其中汽车整车投资项目由省级发展改革部门备案(第六条)
		无	扩大燃油车生产能力投资项目应符合:产品具有国际竞争力(第十二条、(四))
燃油车(发动机驱动)	对于车企扩大燃油车整车投资项目	无	现有汽车企业建设插电式混合动力汽车生产能力投资可不受新能源汽车产量占比、项目所在省份产能利用率占比约束(第十四条)
纯电动车(电机驱动)	对于纯电动汽车项目界定	纯电动汽车、增程式电动汽车、燃料电池汽车等投资项目(第五条,(一))	纯电动汽车(含增程式电动汽车)、燃料电池汽车等投资项目(第五条,(一))
	对于新建独立纯电动汽车企业所在的省份的要求	对于项目所在省份,现有同类产品类别新建纯电动汽车企业投资项目产量达到建设规模80%(第十五条,(三))	对于项目所在省份,现有新建独立同类产品类别企业投资项目均已建成且达到建设规模(第十七条,(二))
	对于申请新建独立纯电动汽车企业投资项目企业法人的要求	上两年度累计研发投入不少于2亿元(第十六条,(五))	无

资料来源:发改委,民生证券研究院

二、19年投资主线:国内市场机会在于对三大“调整”节奏的把握、全球视角看好外向型零部件企业加速出海

我们认为2019年国内市场三大“调整”节奏的把握及零部件外向全球化两大类机会值得关注。

关注国内市场三大“调整”节奏: 1) 乘用车渠道库存调整迎接行业新周期: 2019年乘用车零售量中性偏乐观同比区间为6%-11%,批发量在中性偏乐观预期下同比增速区间预计为-10%至0%,季度同比走势呈倒V型。我们认为新车周期强势、库存合理的整车企业及配套零部件公司有望受益零售端回暖; 2) 国内新能源市场正经历由政策主导向市场主导的转变: 国内新能源车供给端在补贴退坡以及双积分政策影响下有望实现量质齐升,国家政策逐步由直接补贴转向配套设施建设,产品力突出的新能源车企及配套企业将受益于竞争市场化; 3) 央企加速混改迎接汽车市场的进一步对外开放。

外向零部件企业全球化机会: 外向型企业机会主要体现在零部件企业加速走出去步伐,作为外生变量的中美贸易摩擦进展或能够暂时驱动或者阻碍中国零部件企业出海,但是内生趋势并不会发生逆转。我们认为在全球的分工体系中,我国汽车零部件企业主逻辑仍然是在力所能及的领域覆盖全球,而供应全球的最佳体现就是特斯拉产业链。

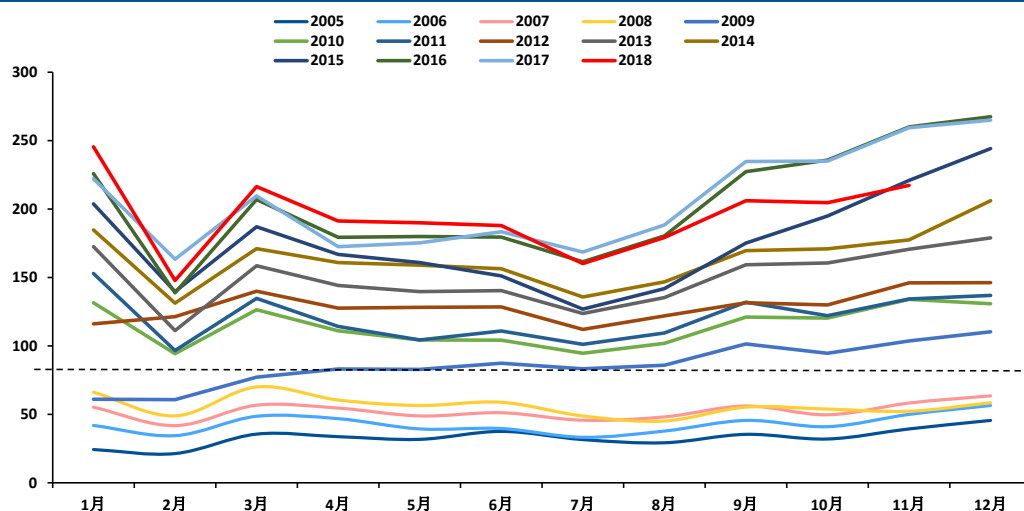
三、国内市场“调整”之一: 调整渠道库存, 迎接新周期

(一) 批售: 4Q18批售降幅放大, 预计2018全年广义乘用车批

售跌幅超 4%

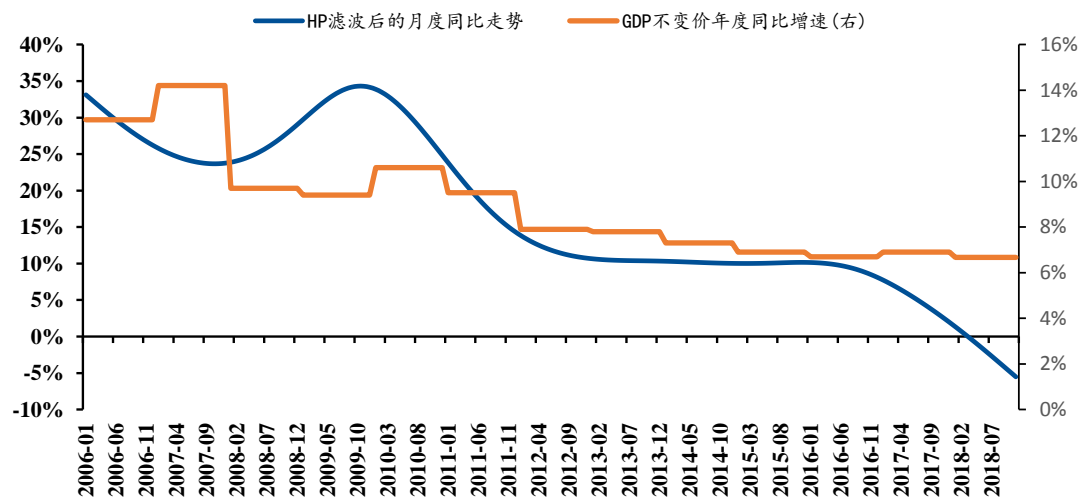
2009 年的宏观经济刺激政策推升乘用车市场批发量中枢：从 2005 年至今的中汽协广义乘用车批发量来看，2009 年宏观经济的刺激政策以及购置税优惠政策的推出推升了我国乘用车市场批发量中枢，2005-2008 年，我国乘用车月度批发量月度峰值为 70 万，2010 年开始我国月度乘用车批发数最低值为 95 万。**从 HP 滤波后的月度同比趋势来看：宏观经济趋势决定长期趋势，购置税优惠政策引导需求平移：**2006 年至今趋势看，2009 年月度同比显著走高（受 4 万亿投资及购置税优惠双重刺激），但 4Q15-1H16 年同比数值走平，基于此我们认为 2009 年月度同比趋势走高主因为宏观经济刺激政策，而购置税优惠政策主要作用是促进购车点平移。

图 6：2009 年的刺激政策将我国乘用车市场体量整体性抬升（万辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院；注：2018 年 12 月数据为预测数据

图 7：2009 年宏观及购置税的双重刺激下月度同比趋势回升，2015 年的购置税下调政策影响并不显著



资料来源：中汽协，民生证券研究院；注：滤波函数中 λ 取 14400，2018 年 GDP 增速用前三季度均值

受购置税优惠退出及宏观经济增微弱下行影响，预计 4Q18 广义乘用车批售降幅达 15.8%，创 2006 年以来最大跌幅：由于 11 月经销商库存系数创下历史新高，整车厂 12 月压货能力有限，假设 12 月批销量与 11 月持平情形下 4Q18 对应的销量增速为-15.8%，将创下 2006 年至今最大单季度跌幅。

表 3：2006-2018E 广义乘用车季度销量占比及增速概览

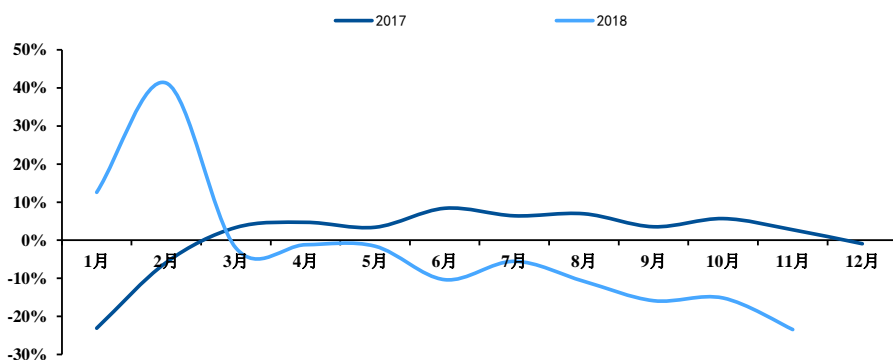
年份	季度占比				季度同比				年度同比增速
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
2006	24.3%	24.4%	22.7%	28.6%	53.8%	22.2%	21.2%	26.1%	29.6%
2007	24.4%	24.6%	23.8%	27.2%	23.0%	22.9%	28.6%	16.3%	22.3%
2008	27.4%	26.1%	22.1%	24.4%	20.4%	13.7%	-0.5%	-4.0%	7.1%
2009	19.3%	24.6%	26.2%	29.9%	7.5%	44.1%	81.3%	87.5%	52.9%
2010	25.6%	23.3%	23.1%	28.0%	77.1%	26.2%	17.4%	24.8%	33.3%
2011	26.5%	22.7%	23.6%	27.1%	9.1%	3.0%	7.9%	2.1%	5.4%
2012	24.4%	24.8%	23.6%	27.3%	-1.8%	16.6%	6.7%	7.4%	6.9%
2013	24.6%	23.6%	23.3%	28.4%	17.2%	10.4%	14.5%	20.8%	15.9%
2014	24.7%	24.2%	23.0%	28.1%	10.1%	12.3%	8.1%	8.7%	9.7%
2015	25.1%	22.7%	21.0%	31.2%	9.0%	0.5%	-1.9%	19.0%	7.3%
2016	23.4%	22.1%	23.3%	31.2%	7.8%	12.5%	28.3%	15.6%	15.6%
2017	24.0%	21.4%	23.9%	30.7%	4.1%	-1.4%	3.9%	-0.5%	1.4%
2018E	25.8%	24.1%	23.1%	27.0%	2.5%	7.1%	-7.8%	-15.8%	-4.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院。注：中汽协销售数据，灰色为购置税优惠时间区间（深灰色为 5% 时间段，浅灰色为 7.5% 时间段），红色数字为假设 12 月批售与 11 月持平假设下的推算数值

（二）零售：2018 年 8-11 月窄幅波动，零售量逐步回归内生驱动

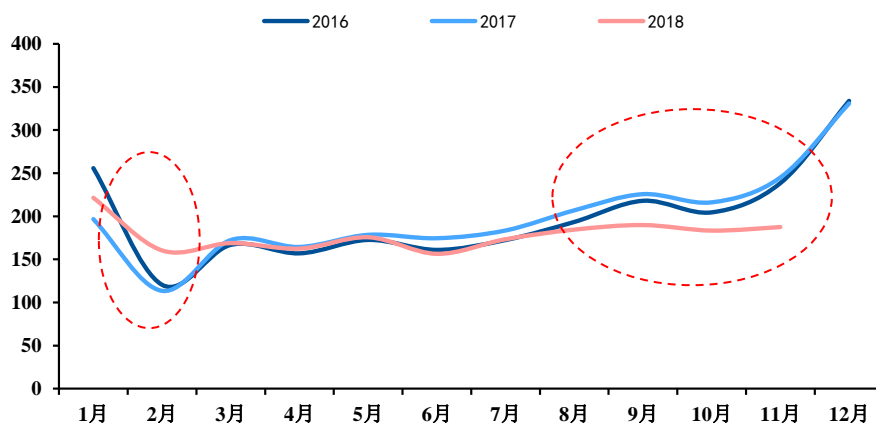
2018 年 11 月/前 11 月我国乘用车上险数分别达 187.5 万/1963.6 万，同比降 23.5%/降 5.5%。1) 从月度同比走势看：上险数自 3 月份起连续 9 个月同比下跌，跌幅整体呈现放大态势，预计 12 月仍将承压；2) 从月度销售绝对值看：2018 年月度上险量波动幅度显著小于 2016、2017 年。2018 年至今的 11 个月中，去除受到购置税影响的 1 月和春节因素影响的 2、3 月，4-11 月上牌量波动范围为 155-190 万之间，其中 8-11 月份上险量绝对值近乎走平，于 180 万-190 万之间窄幅波动。我们认为这种小幅波动趋势揭示了扣除购置税影响及中秋国庆季节性因素之后的市场内生需求。

图 8：2018 年前 11 月累计上险数同比下行 5.5%



资料来源：中汽研，民生证券研究院

图 9：2018 年 8-11 月终端上险量维持在 180-190 万辆区间 (万辆)

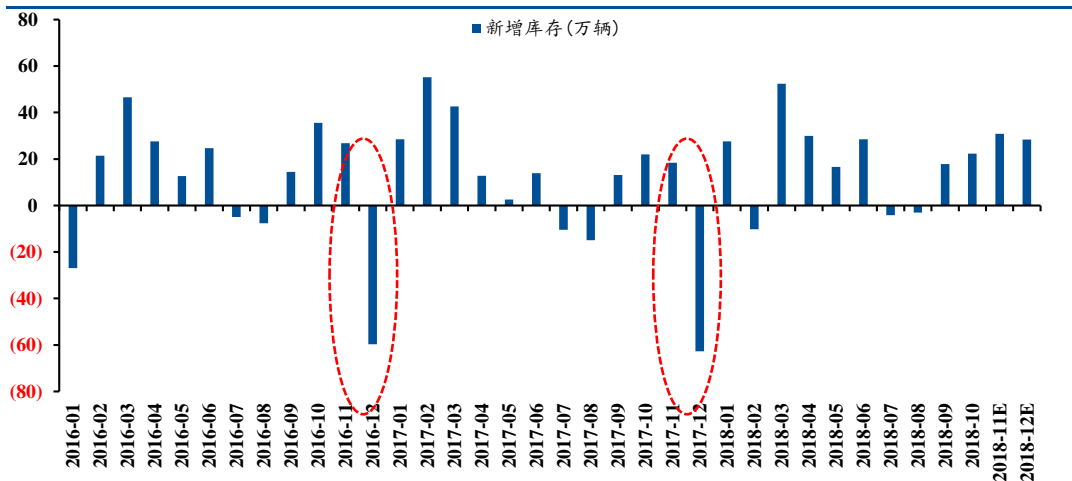


资料来源：中汽研，民生证券研究院

(三) 库存：预计 18 年 12 月单月库存冲高，年底累计渠道库存总量超 240 万辆

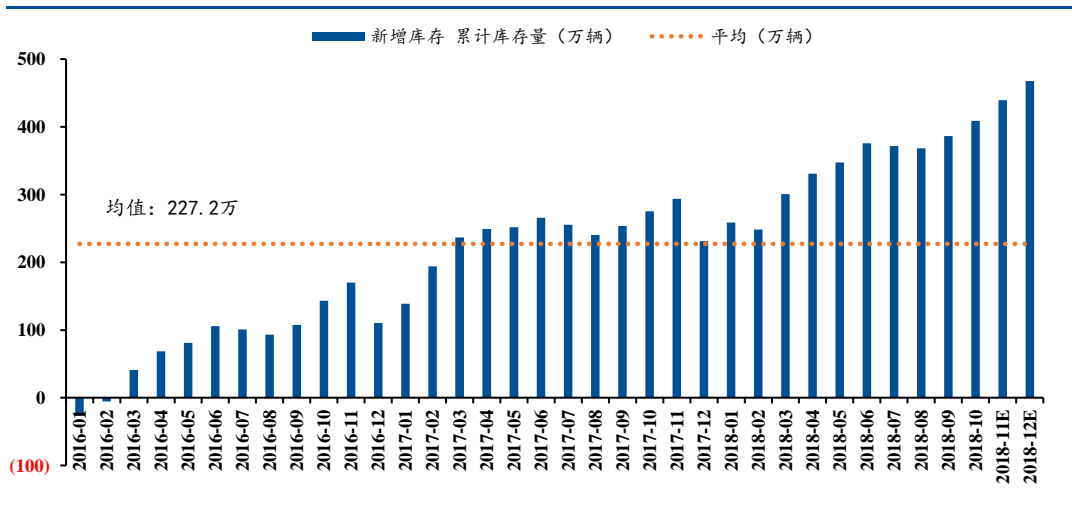
当前库存高于近年均值，库存去化需求超 240 万（按高于近 3 年平均水平计算）：我们将当月库存增量定义为当期中汽协销售量-上险数-海关汽车出口数+海关汽车进口数，累计库存量为 2016 年至今的月度库存增量之和。1) 从月度库存增量来看，由于 2016、2017 年年末受购置税优惠政策影响，当年 12 月库存量大幅降低。2018 年 12 月渠道库存预计新增超 28 万辆；2) 从累计库存看，2018 年整体走高，预计至 2018 年年底渠道库存总量超 240 万辆。

图 10：2016、2017 两年的 12 月受购置税来年调减的销售翘尾效应影响库存大减（辆）



资料来源：中汽协，中汽研，海关数据，民生证券研究院；11月、12月出口数据沿用10月数据

图 11：预计 2018 年 12 月累计库存高于均值约 240.7 万辆



资料来源：中汽协，中汽研，海关数据，民生证券研究院；11月、12月出口数据沿用10月数据

（四）展望 2019：零售回暖、待库存去化迎接批售端回暖，新车周期强势、库存合理的车企有望受益

1、2019 年零售端同比回暖，批发端季度增速呈倒 V 型

2019 年乘用车市场零售量将回暖，批售端在去库存压力下同比下行

1) 我们认为在宏观经济保持 6.3%（据社科院 2019《经济蓝皮书》）的中高速增长及政府降税减负努力下，2019 年乘用车市场有望保持 180 万以上的月均零售量，中性乐观预计 2019 年月零售量有望达 190-200 万/月，同比区间为 6%-11%。

2) 批售端走势取决于零售增速及库存调整节奏的共同作用：假设 2019 年月均零售量悲观/中性/乐观分别为 180/190/200/万每月。若 2019 年末库存调减至 2016-2018 年均值，则全年库存净下调约 240 万辆，对批售端产生较大压制，我们定义该种情形为悲观。假设 2019 年去库存力度分别为 240/120/0 万，则 2019 年批发量在偏乐观预期下同比增速为-10%

至 0%(表格中右下角:零售量处于中高位,去库存量处于中低位)。

表 4: 在不同 2019 年月度零售量(横向,万/月)及去库存量(纵向,万/年)假设下的批售端增速

	180	190	200
240	-20.4%	-15.3%	-10.3%
120	-15.3%	-10.3%	-5.2%
0	-10.3%	-5.2%	-0.1%

资料来源:民生证券研究院整理;注:横向变量为每月零售:万/月;纵向变量全年去库存需求)

2019 年季度批发量同比走势预计呈现倒 V 型。我们认为 2019 年批售量的季度同比走势受到零售量及去库存节奏影响:

1) 总量上,我们假设 2019 年市场月零售 200 万(预计回暖,偏乐观),渠道全年去库存 120 万(中性情况)。

2) 去库存节奏上,我们认为 2012 年(即上一轮购置税优惠取消后的第二年)年的去库存情况对 2019 年具有较大参考价值。由于 2010-2015 年间中汽研未公布上险数,我们用公安部上牌量作为零售量数据来计算库存变化趋势,结果显示 2012 年渠道库存去化累计 78.5 万辆,其中 1Q/2Q/3Q/4Q 分别降 67.9 万/增 27.5 万/降 2.7 万/降 35.4 万。整体来看 1、4 季度是去库存的高峰期,对于 2019 年,我们假设 1Q/2Q/3Q/4Q 分别完成全年去库存的 70%/0%/0%/30%、60%/0%/0%/40%、60%/0%/10%/30% 三种情形。结果显示 1、2、4 季度均将受到高基数影响同比负增长,3 季度在低基数效应下回暖。

表 5: 2019 年季度同比批售同比走势预计呈倒 V 型

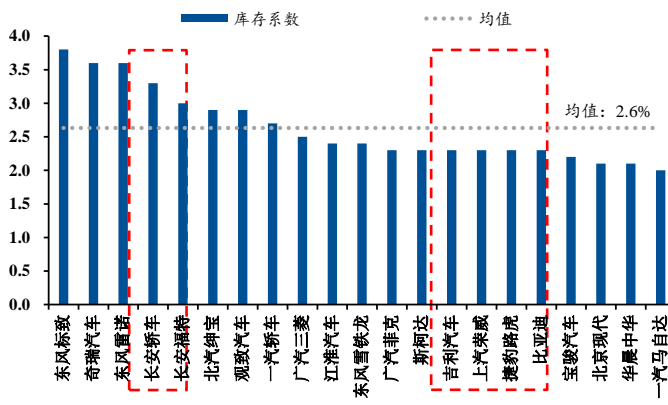
		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	全年
2018 批发量(万)		610	569	545	639 (E)	2364
2019E 零售量(万)		609	533	610	648	2400
出口(万)		15	19	23	27	84
进口(万)		26	32	32	33	123
去库存节奏(每季 度完成的去库存比 例)	情形 1	70.0%	0.0%	0.0%	30.0%	100.0%
	情形 2	60.0%	0.0%	0.0%	40.0%	100.0%
	情形 3	60.0%	0.0%	10.0%	30.0%	100.0%
2019E 批发量(万)	情形 1	513	520	601	606	2241
	情形 2	525	520	601	594	2241
	情形 3	525	520	589	606	2241
同比(%)	情形 1	-15.8%	-8.6%	10.2%	-5.2%	-5.2%
	情形 2	-13.9%	-8.6%	10.2%	-7.1%	-5.2%
	情形 3	-13.9%	-8.6%	8.0%	-5.2%	-5.2%

资料来源:民生证券研究院整理;注:假设 2019 年月均零售 200 万,全年降库存 120 万,终端零售量 1-4 季度的全年占比分别为:

25.37%/22.21%/25.42%/27.01%(取公安部上牌量数据 2012 年季度占比),出口、进口量同 2017 年季节性分布

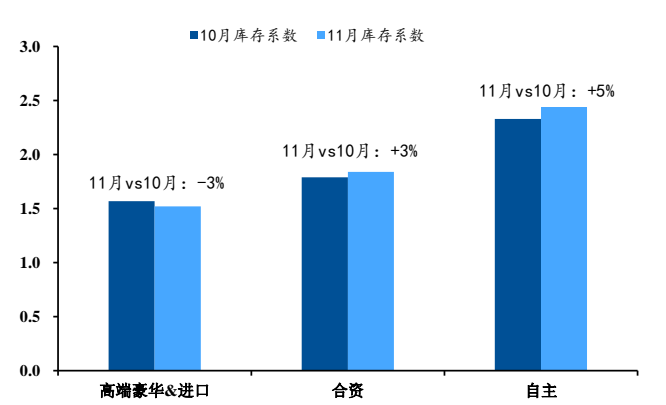
安自主及长安福特库销比双双高于均值, 2019 年仍将承受较大的去库存压力, 上汽荣威、比亚迪库销比低于均值, 库存压力处于中等位置。11 月大众、日系经销商均未上榜, 库销比尚处警戒线以内。

图 15: 11 月库存系数超过 2.0 的车企中自主品牌占 61.9%



资料来源: 中国汽车流通协会, 民生证券研究院

图 16: 11 月自主品牌库存系数显著上升



资料来源: 乘联会, 民生证券研究院

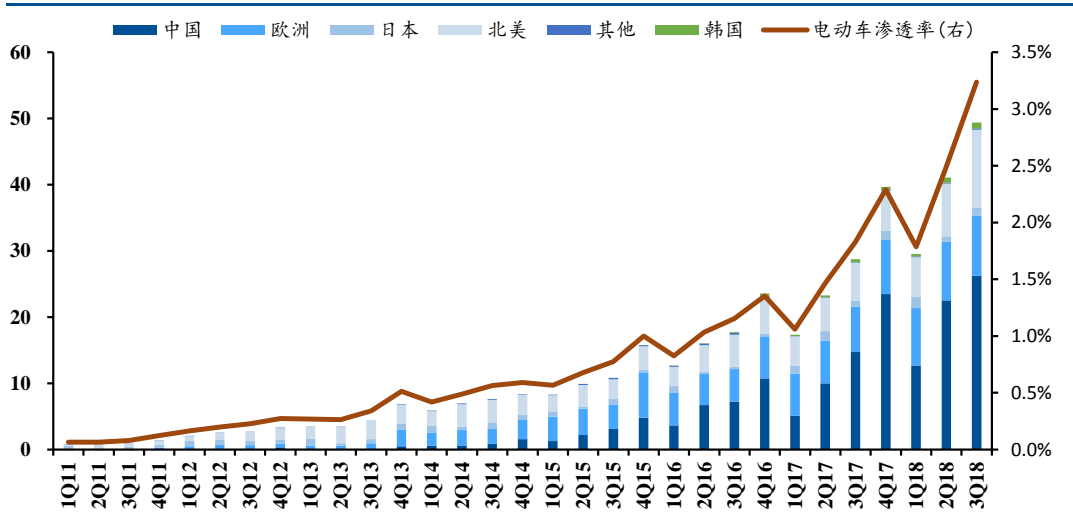
我们认为强势新车周期+库存控制合理企业有望率先回暖。从新车周期及库存控深度方面看我们认为 2019 年合资品牌中大众、自主品牌中上汽、吉利、长城及配套零部件企业将率先受益于行业的整体回暖。

四、国内市场“调整”之二：新能源政策导向调整，迎接供给端量质齐升

(一) 全球渗透加速：未来两年有望迎来电动车渗透关键节点，传统巨头布局加速

近年全球电动车产业接连迈过重要门槛值, 2018 年前三季度全球渗透率达 3.2%: 根据 EVI 统计, 2005 年全球电动车销量仅为 0.19 万辆, 2005-2010 年的年销量均在 1 万辆以下, 2010-2012 年间全球电动车市场都实现了三位数同比增长, 2012 年首次迈过 10 万辆大关, 2017 年同比增长 54.3%, 并首次迈过 100 万辆大关, 从国际汽车制造商联合会 (OICA) 数据看, 2017 年电动车销量占据汽车销量 1.2%, 首次迈过 1% 的门槛, 2018 年前三季度全球电动车销量占比达 2.5%, 渗透率保持高速渗透态势。

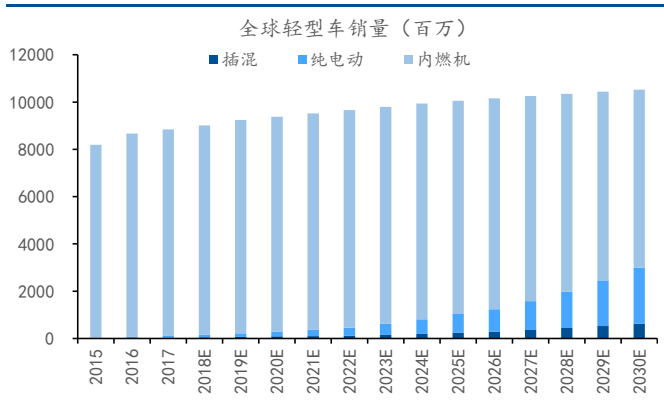
图 17: 18 年全球车市承压, 电动车渗透率逆势快速攀升 (左轴为销量, 万辆)



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

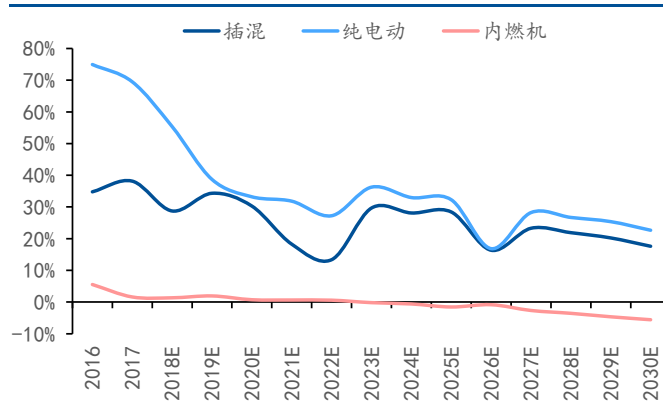
纯电动 (BEV) 或将加速渗透, 未来三年主流全球车企将大规模推出纯电动车型。近年来以来坚持以混动模式为新能源渐进路线的主流传统车企逐步披露激进的 BEV 发展规划。我们认为主要受到如下因素驱动: 1) 特斯拉的热销为传统汽车行业在全球主要市场进行了消费者试验, 消费者的认可逐步打消了传统车企在 BEV 的客户接受度上的疑虑; 2) BEV 的核心部件成本及使用成本逐步进入经济性区间。从彭博预测数据来看, 至 2025 年全球纯电动轻型车/混动车型销量将达 811 万辆/251 万辆, 18 年-25 年 CAGR 分别为 33.2%/25.9%, BEV 在电动车中主导地位持续提升。

图 18: 彭博预计 2025 年全球纯电动轻型车销量超 800 万



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

图 19: BEV 销量增速持续高于插混车型



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

(二) 国内政策基调: 新能源直接补贴退坡冲击纯电动, 双积分政策积分比例考核执行施压合资厂商

预计 2019 新能源国补整体继续退坡, 高续航里程车型补贴力度趋稳: 总体来看, 我国纯电动乘用车的国补贴力度逐年递减。结构来看, 总体上随着续航里程的提升补贴退坡力度递减。从当前网传消息看, 2019 年国补力度整体上大概率持续下行, 但从结构看我们认为国家仍将基本维持对高续航产品的补贴支持。

表 6：各续航里程下纯电动汽车的国家补贴金额（补贴金额单位：万；R 为里程，前后数字单位为 km）

	80<R<100	100<R<150	150<R<200	200<R<250	250<R<300	300<R<400	400<R
2013 年	3.5	3.5	5.0	5.0	6.0	6.0	6.0
2014 年	2.8	2.8	4.8	4.8	5.7	5.7	5.7
2015 年	3.2	3.2	4.5	4.5	5.4	5.4	5.4
2016 年	无	2.5	4.5	4.5	5.5	5.5	5.5
2017 年	无	2.0	3.6	3.6	4.4	4.4	4.4
2018 年	无	无	1.5	2.4	3.4	4.5	5.0
累计退坡幅度	-100.0%	-100.0%	-70.0%	-52.0%	-43.3%	-25.0%	-16.7%

资料来源：民生证券研究院整理

政策将逐步转向规范市场环境和完善市场配套。2018 年 2 月财政部、工业和信息化部、科技部、发改委四部委联合发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》中指出 2018 年起地方应不断加大基础设施建设力度和改善新能源汽车使用环境，新能源汽车地方购置补贴资金将逐渐转为支持充电基础设施建设和运营、新能源汽车使用和运营等环节。在随后的 10 个月中，相关部委陆续发布了针对充电桩建设、低速电动车清理及改善新能源产业投资审批流程的文件，总体上国家对新能源车的政策中心逐步转向完善市场化配套方向。

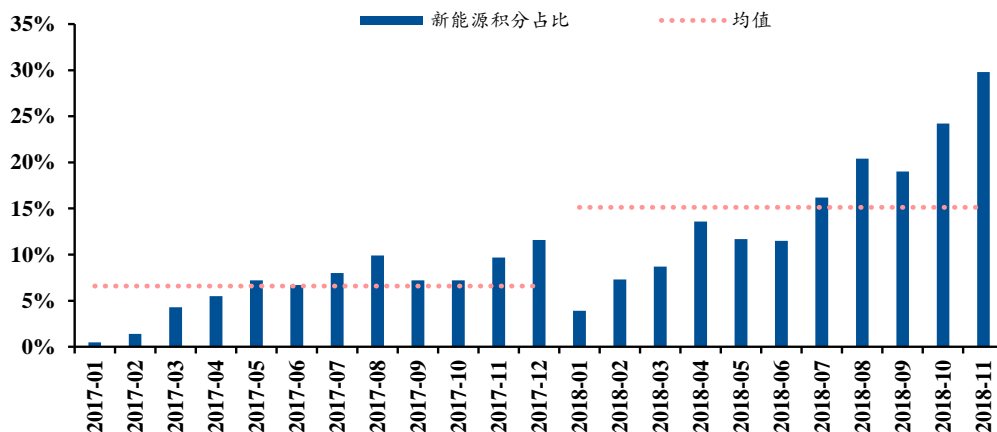
表 7：2018 年主要市场环境和完善市场配套设施政策一览

序号	时间	发布单位	政策	影响
1	2018.12.18	发改委	《汽车产业投资管理规定》	汽车产业投资从由中外合资轿车企业/纯电动乘用车企业/其他汽车类核准项目分别由国务院/国务院投资主管部门/省级政府负责审核转为向省级主管部门备案
2	2018.12.10	发改委等四部委	《提升新能源汽车充电保障能力行动计划》	力争用 3 年时间大幅提升充电技术水平，到 2020 年新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。
3	2018.11.09	工信部等六部委	《六部委关于加强低速电动车管理的通知》	清理整顿现有低速电动车生产企业，严禁新增产能
4	2018.07.02	发改委	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	2025 年底前，对电动汽车集中式充换电设施用电，免收需量（容量）电费。
5	2018.03.07	国家能源局	《2018 年能源工作指导意见》	2018 年计划建成充电桩 60 万个

资料来源：民生证券研究院整理

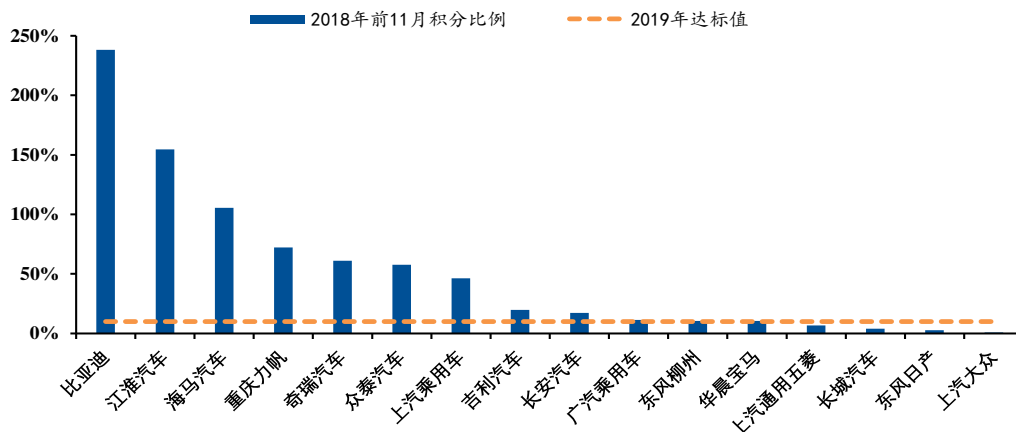
2019 年起新能源积分比例开始考核：2018 年至今行业整体达标，自主品牌中长城落后，合资品牌预计普遍承压。2018 年前 11 个月我国整车企业的新能源积分占比均值达 15.1%，超过了国家规定的 2019/2020 年的要求 10%/12%，可以预见行业整体能够远超政策要求。从具体整车厂来看，自主品牌中比亚迪、上汽积分富余较多，吉利、长安能够达标，长城压力较大；合资品牌方面预计普遍承压，其中东风日产、上汽大众新能源积分比例均在 3% 以下。

图 20: 2018 年前 11 个月我国乘用车企新能源积分占比显著提升



资料来源: 乘联会, 民生证券研究院

图 21: 2018 年前 11 个月部分企业新能源积分比例情况



资料来源: 乘联会, 民生证券研究院

(三) 供给端变局: 预计合资车企加速发力新能源, 自主车企迎来市场化考验

1、挑战: 合资车企加速在中国的新能源车布局, 冲击供给端

全球电动化渗透加速和中国双积分压力双重驱动, 合资车企将加速在中国的新能源车布局。近 2 年来, 大众、丰田、宝马、通用纷纷提出了明确的在华新能源目标, 并纷纷将中国作为电动车型的全球首发地。总体来看, 国内的新能源车市场即将迎来国际车企新能源车型的密集投放。

表 8: 部分国际车企在华新能源布局

企业	在华计划
大众汽车集团	<ul style="list-style-type: none"> 2017~2019 年投放基于现有车型生产的新能源汽车产品 2018 年 10 月上汽大众 MEB 平台新能源工厂投建, 预计 2020 年基于 MEB 平台的纯电动汽车将投产 到 2025 年投放不少于 40 款新能源车型, 2020 新能源车产量达 40 万台
宝马	<ul style="list-style-type: none"> 投放 BMW i3、BMW i8、全新 BMW5 系插电式混合动力、BMW X1 插电式混合动力、BMW X5 插电式混合动力及 BMW7 系插电式混合动力等产品

	<ul style="list-style-type: none"> 开展全新大型客户体验式营销活动 Mission，强化 BMW 电动出行和产品体验 联手国内充电服务企业，布局充电服务市场，计划 2018 年底充电桩数量达 8 万个，覆盖全国超过 100 个城市
丰田	<ul style="list-style-type: none"> 计划推出同时引入并国产插电式混动版雷凌和卡罗拉 2020 年将以北京车展发布的首款 TNGA SUV 车型 C-HR 和 IZOA 为原型车在中国率先发售的丰田品牌纯电动车
特斯拉	<ul style="list-style-type: none"> 特斯拉将于上海临港建设超级工厂，该超级工厂集研发、制造、销售等功能于一体，规划产能 50 万辆
奔驰	<ul style="list-style-type: none"> 加深与比亚迪的合作，推进腾势品牌发展 加强同北汽集团的合作，计划 2019 年实现奔驰 EQC 电动车型国产化，2019 年全年有望落地四款纯电动汽车
通用	<ul style="list-style-type: none"> 2016-2020 年，在中国市场推出 10 款新能源车型

资料来源：汽车蓝皮书，民生证券研究院

表 9：2019 年多款重量级新能源车型预计落地

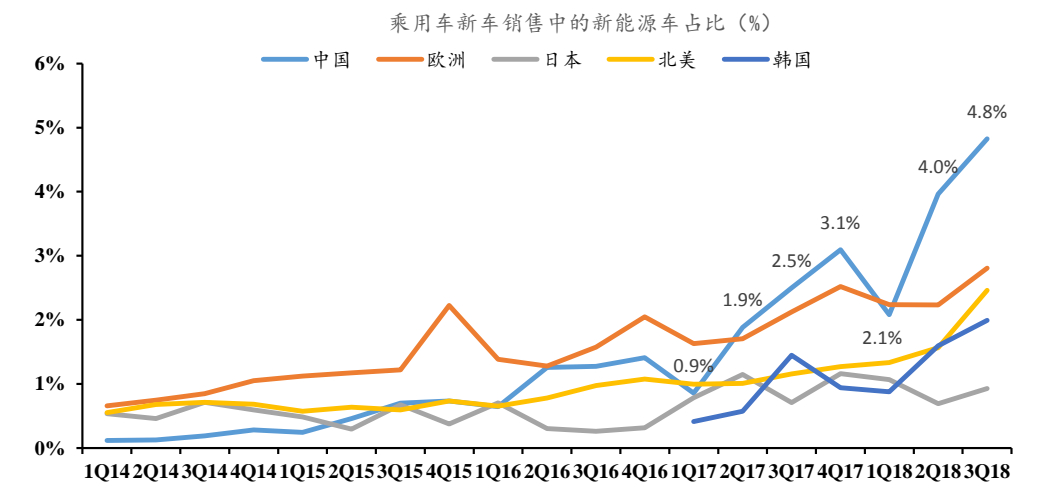
车型	企业	上市时间	价格(万元)	新能源种类	纯电下综合续航里程	车型类型
蔚揽 GTE	大众中国	2019Q1	30.98	插电式混合动力	50KM	轿车
e-tron	奥迪	2019Q2	未透露	纯电动	525KM	SUV
卡罗拉双擎 E+	一汽丰田	2019H1	未透露	插电式混合动力	未透露	轿车
e-Golf	一汽大众	2019H1	未透露	纯电动	超 300KM	轿车
奔驰 EQC	北京奔驰	2019H2	未透露	纯电动	425KM	SUV
国产特斯拉 Model3	特斯拉	2019H2	预计 36 万起	纯电动	498KM	轿车

资料来源：亿欧咨询，汽车之家，民生证券研究院

2、应对：国内新能源车市场由自主品牌掌控+三电总成级部件可控，国际竞争对手到来是挑战也是激励

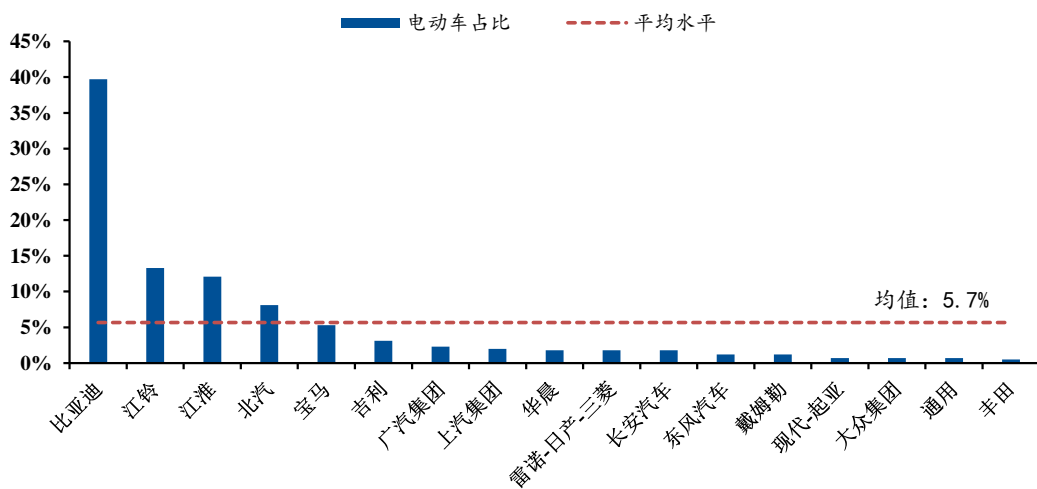
中国乘用车市场的新能源车销售占比全球领先。受益于 2014 年以来政策的坚决助推，当前我国整体及车企的新能源车型占比全球领先。1) 从地区间对比来看，3Q18 我国新车销售中新能源车占比达 4.8%，远超欧洲、北美；2) 从企业间对比来看，比全球电动汽车渗透率最高的 10 家企业中中国企业占 80%，中国车企的新能源销售占比远超大众、通用、丰田等全球性车企。

图 22：3Q18 中国新车销售中新能源车占远高于全球平均水平



资料来源：彭博，民生证券研究院

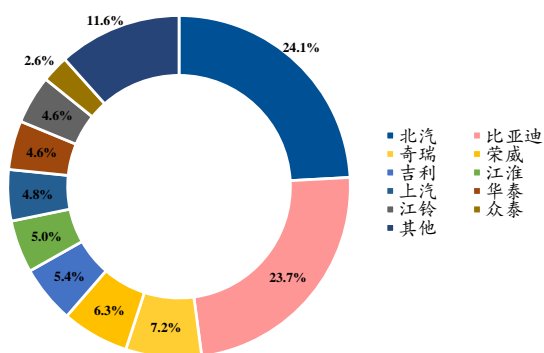
图 23：我国整车企业电动车销量占比显著高于全球主流水平（2018 年前三季度）



资料来源：彭博，民生证券研究院

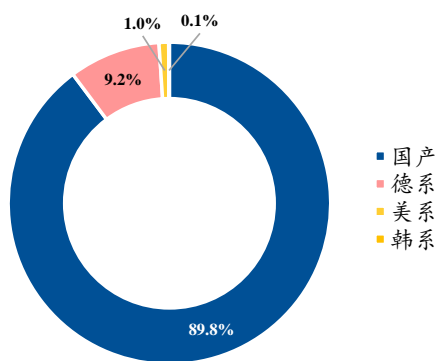
政策护航下国家新能源车市场份额控制在国产厂商手中。在国家新能源补贴政策的保驾护航下，我国的纯电动（BEV）市场完全由国有厂商把控，混动市场则有部分的合资品牌参与市场竞争。2018 年前十月北汽、比亚迪占新能源车市场约 47.8% 的市场份额，市场 CR10 达 88%。纯电动方面：市场悉数为国产车型；混动车型方面，10.3% 份额为国外品牌占据（其中德系占据 9.2% 的市场份额，不含雷凌、卡罗拉双擎），2019 年大众途观/帕萨特 PHEV 车型将进入上量期、奔驰 EQC 车型将在华投产，预计德系车型在 PHEV 中市场份额将进扩大。

图 24：我国新能源(BEV+PHEV)市场 CR10 达 88%(2018.1-10)



资料来源：乘联会，民生证券研究院

图 25：混动车市场中德系车占据约 9.2% 的份额(2018.1-10)

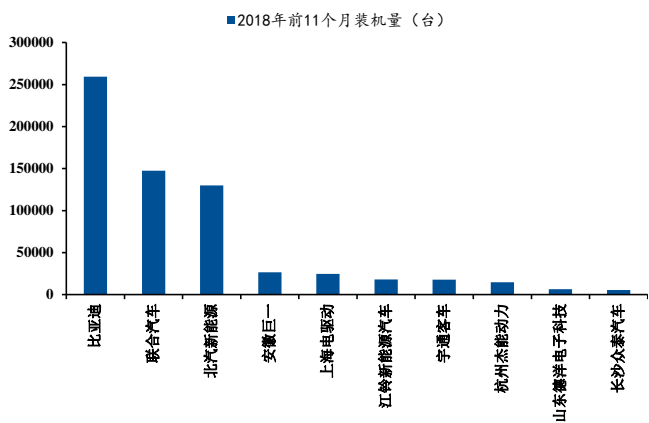


资料来源：乘联会，民生证券研究院

核心三电领域技术逐步走向成熟：总成领域，当前在电动车三电系统均基本实现了总成级零件的自给（电池、电机、电控），核心零部件领域中电驱动高速轴承、控制芯片等基础元器件仍以进口为主，但国内企业正逐步突破。IGBT 领域突破意义重大，SiC 器件打开后续优化空间：当前我国 IGBT 主要依赖进口（约占整车成本 7-10%），是除电池之外成本第二高的元件，并决定着整车的能源效率，该市场当前 CR10>86%（无中国企业）。12 月 10 日比亚迪推出 IGBT4.0 技术并规划于 2019 年起批量应用 SiC 器件，其中 IGBT 4.0

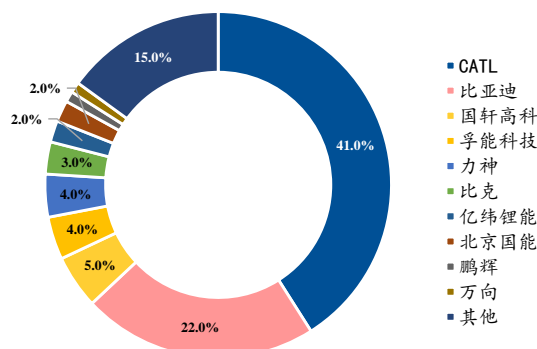
投产将保障比亚迪后续功率半导体的需求，SiC 器件的应用将打开后续电动车效率优化空间。

图 26：2018 年前 11 月部分领先电机企业装机台数



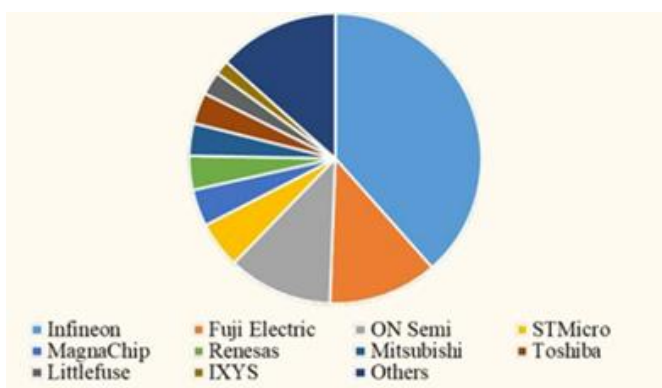
资料来源：高工产研，民生证券研究院

图 27：2018 年前 11 个月我国动力电池装机前十均为本土



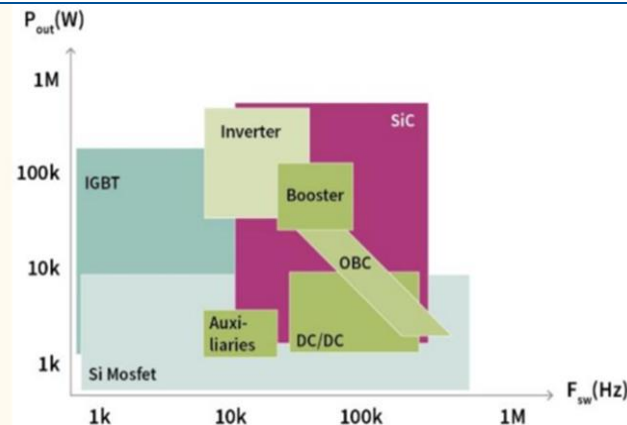
资料来源：真锂研究，民生证券研究院

图 28：2017 年全球 IGBT 市场 CR10>86%



资料来源：Infineon，民生证券研究院

图 29：SiC 器件在频率和功率上均将超过当前 Si 基器件



资料来源：Infineon，民生证券研究院

当前中国厂商当前具备如下四大大竞争力，具备直面合资对手的能力：1) 市场基本盘可控；2) 总成级零部件可控；3) 核心零部件逐步突破；4) 新能源整车平台化稳步推进。当前我国新能源乘用车市场渗透率仅 5%，在该阶段市场由整体性增长发展主导而非挤压式发展主导，我们认为合资车企为市场供给端带来的丰富将加速市场由政策驱动转向市场驱动，国内领先企业如上汽集团、比亚迪、北汽新能源更多的将受益于市场供给端的丰富。

表 10：国内厂商的新能源平台布局

厂商	平台名称	规划车款	投产时间	技术特点
吉利	PMA	10	2019	-
比亚迪	E 平台	-	元 EV360、秦 Pro EV500 已上市	33111 (驱动 3 合 1, 高压 3 合一, 1 块 PCB 板、1 块大屏、1 块大容量电池)
北汽新能源	BE11 小型平台、BE21 紧凑	18	2017	BE21 平台车型全车搭载了

型平台及 BE31 中大型平台	546 个高性能芯, 能够满足 OTA 升级需求
江淮	兼容 MPV/SUV/轿车等产品, 同时具备汽油/插电/纯电等多种动力形式
432 平台	2019

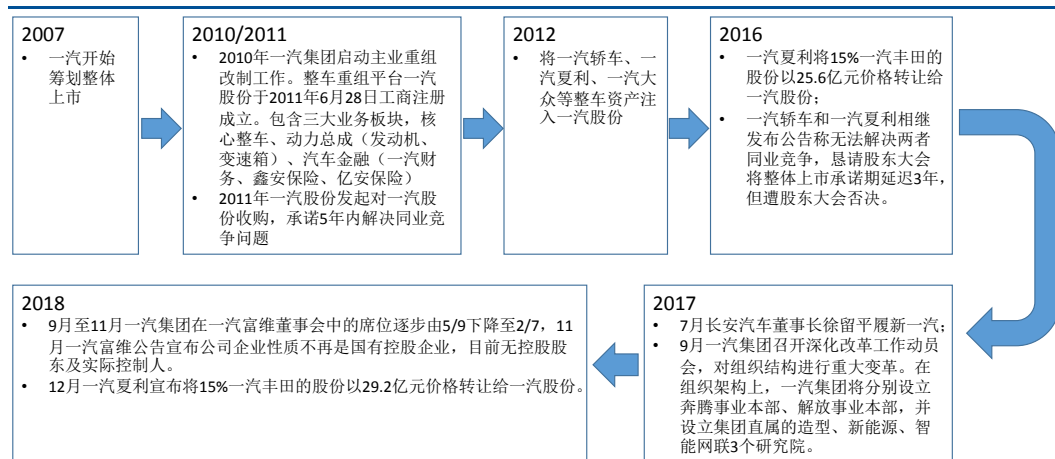
资料来源: 民生证券研究院整理

五、国内市场“调整”之三：一汽集团改革提速，迎接车市全面开放

1、十年波折：一汽轿车、一汽夏利同业竞争问题持续困扰一汽整体上市

同业竞争掣肘一汽股份整体上市：2007 年一汽集团开始筹划整体上市工作，2011 年集团主业改制推动集团整车整合平台一汽股份的诞生（一汽股份于 2011 年收购一汽轿车时曾作出 5 年内解决同业竞争的不可撤销承诺），2016 年一汽股份以一汽轿车&一汽夏利控股股东身份提出的延期三年解决同业竞争问题的提议（遭否决），后续虽然监管部门持续关注集团同业竞争问题但未有明确进展。按 2016 年一汽股份提议时点计算，2019 年 7 月 8 日是规划中的另一个同业竞争问题解决节点。

图 30：一汽集团筹划整体上市至今历程



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、最新进展：一汽夏利丰田股权全数转移，一汽富维混改更进一步

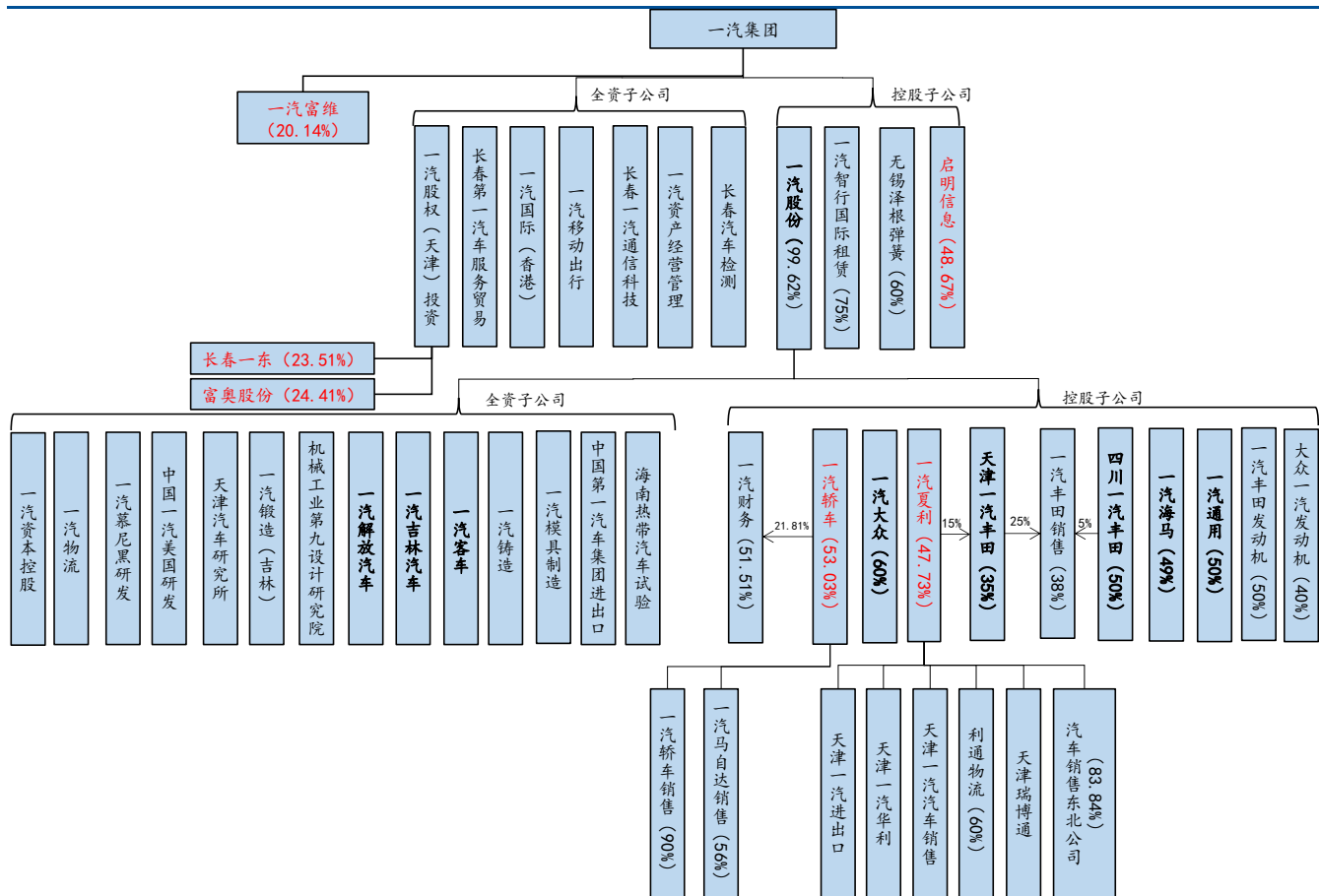
整车：一汽夏利丰田股权全数移出。11 月底一汽夏利着手将 15% 一汽丰田股权转让至一汽股份，至完成后公司不再持有一汽丰田股份。公司自主品牌骏派 2018 年 1-11 月共销售整车 17811 辆，较去年同期下降 23.2%，前三季度一汽夏利母公司净利润为-5.8 亿，连续第六年同期亏损，在集团致力于解决一汽夏利与一汽轿车同业竞争的取向下，可以期待一汽夏利现存的整车资产被处理或者移出体外。

零部件：一汽富维迈出混改第一步。2018 年 8 月一汽富维被纳入国企改革“双百企业”；9 月至 11 月一汽集团在一汽富维董事会中的席位逐步由 5/9 下降至 2/7，11 月一汽富维公告宣布公司企业性质不再是国有控股企业，目前无控股股东及实际控制人。

总体来看一汽系仍在向着整体上市以完善治理结构及优化资产配置的方向推进，

2020/2022 年我国将相继开放商用车/乘用车股比，2H18 一汽系动作频频：一汽集团获得 1 万亿授信，一汽富维混改大进展，一汽夏利完成一汽丰田所有股份转让。我们认为 2019 年一汽集团的资产梳理和整体上市进程大概率加速推进。

图 31：一汽集团主要资产结构图（红色字体为上市公司）



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

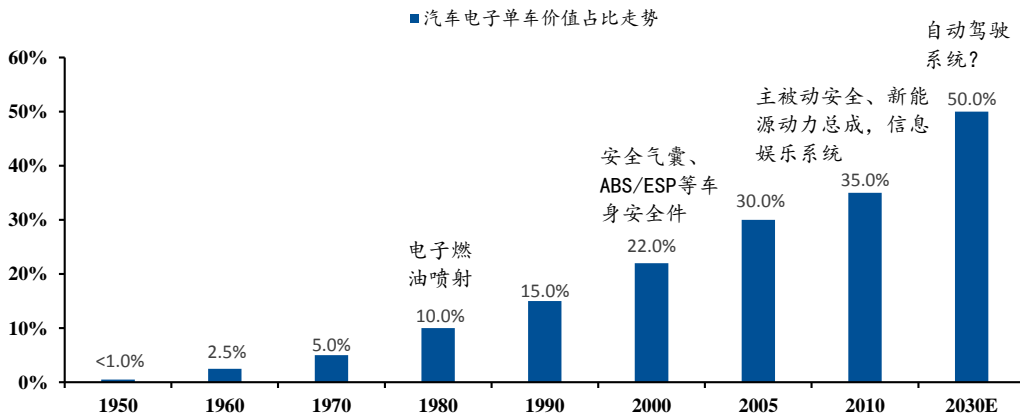
六、全球视角：国际 Tier1 供应商致力于电气化转型，国内零部件企业加速走向全球

(一) 传统车企产业链：国际 Tier1 供应商致力于电气化转型，具备比较优势的中国零部件企业有望受益

1、全球零部件头部企业疲于应对电气化转型，国内零部件厂商全球扩张黄金期

电气化设备在乘用车整体价值量逐步提升。到 2030 年汽车电子部件可能占到单车成本的 50%，电气化零件供应能力将主导零部件厂商发展空间。

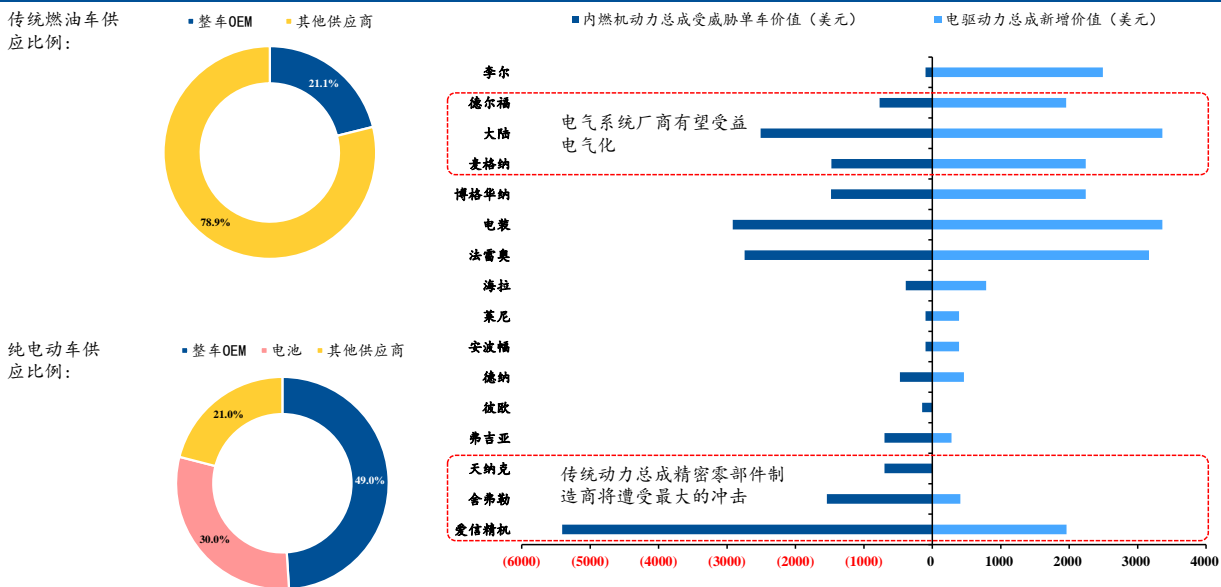
图 32：汽车电子单车占比提升趋势仍然显著



资料来源：麦格里，民生证券研究院

纯电动车供应链中传统厂商占比显著承压。从 UBS 对 Model3 的拆解分析看，传统 Tier 1 厂商在单车中的供货价值量已经从总成本的 78.9% 下降至 21.0%。从具体厂商看，电气系统厂商如德尔福、大陆、麦格纳等有望受益电气化，电气领域的积累保障了其在行业电气化转型中的跟进，精密零部件厂商如天纳克、舍弗勒、爱信等厂商则有可能受到电气化的较大冲击。

图 33：全面电动化趋势下全球供应链格局面临洗牌



资料来源：UBS，民生证券研究院

全球传统 Tier 1 供应商忙于电气化转型。当前国际 Tier1 零部件业务重心逐步向电气化业务倾斜，传统领域业务可能逐步收缩，我们认为对国内供应商存三方面利好：1) 传统 Tier1 供应商转型中财务压力、成本敏感性提升，具有成本优势的国内企业有望挤压海外二级供应商；2) 相关公司转型中将收缩传统业务，国内零部件企业在精密制造、内外饰等领域已从仅具人力成本向兼具技术优势转变，相关企业有望进一步承接总成级项目；

3) 海外零部件企业业务结构优化可能伴随着资产剥离，国内零部件企业有望收购到传统领域核心资产。

表 11: 传统国际 Tier1 供应商企业正积极进行电气化转型

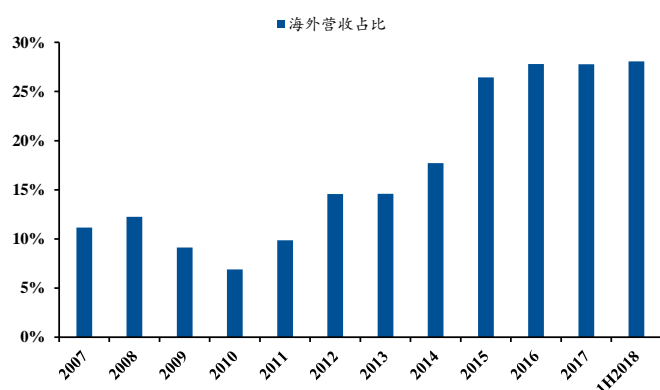
公司	近年电气化转型动作
舍弗勒	从 2018 年 1 月 1 日起在汽车事业部下成立独立的电驱动业务部，整合所有与混合动力和纯电动应用相关的产品和系统解决方案。预计在 2020 年前将电动汽车业务营收占到总营收的 15% 以上。 2015 年已设立专门电动车部门；
采埃孚	2017 年以来陆续与 Nvidia、百度合作，2018 年公司表示将在未来五年在电动化和自动驾驶方面投资约 120 亿欧元（约 140 亿美元）
爱信精机	2018 年二季度投资者会议将当前行业电气化趋势冠之“100 年一次的变革”，成立电驱动、集成式 ECU 合资公司，全面发力电驱动
博世	2018 年 3 月投资总额达 10 亿欧元德累斯顿芯片工厂（基于 300mm 硅片）开工，该工厂将从 2019 年完工，2021 年投产

资料来源：各公司投资者关系文件，网易财经，民生证券研究院

2、中国零部件企业在机械加工、内外饰领域具备全球性比较优势

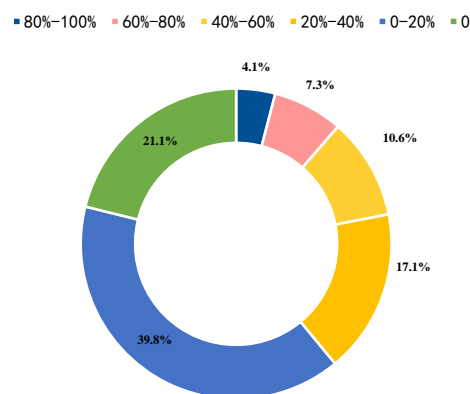
近三年我国上市零部件企业出口营收占比维持在 28%+，企业数量看以传统动力总成零部件为主：从我国上市企业出口零部件金额的营收占比来看，2016 年至今我国汽车零部件出口营收占比保持在 28% 以上，从 1H2018 数据来看：1) 有出口业务的零部件企业占上市企业近 8 成，其中出口业务占比达 20% 以上的企业占比达 39.0%；2) 出口占比较高的零部件公司中（占比>20%）内燃机、金属成型、轮毂等占比较高。从《中国汽车零部件工业的国际比较与发展研究》一文研究成果看，我国企业在车身、内外饰及发动机领域具备较强的国际竞争力，有望持续进行全球渗透。

图 34: 2015 年开始我国企业大举海外扩张，2016 年至今海外营收占比维持在 28%+



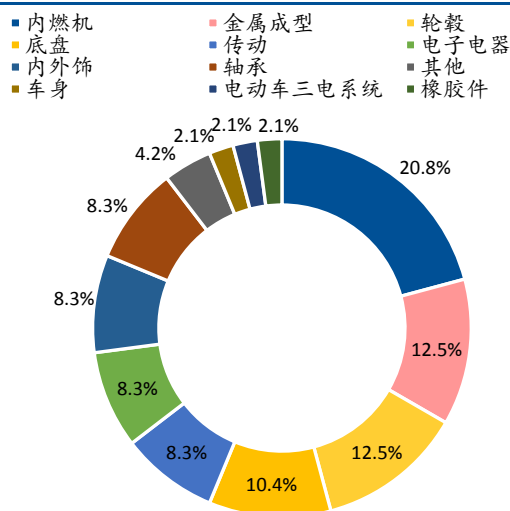
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35: 1H18 有 39% 的上市零部件公司中出口营收占比超过 20%



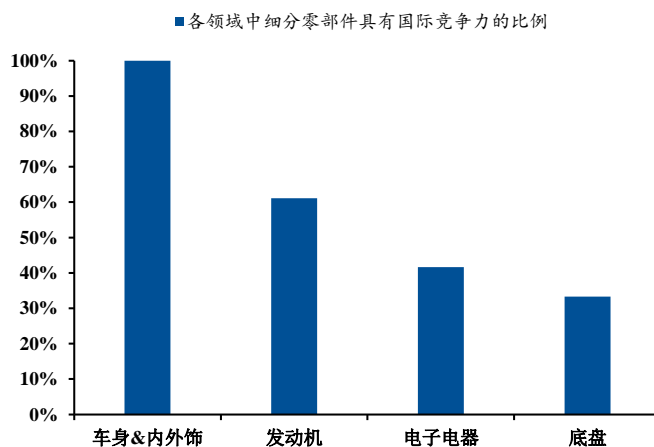
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 36: 出口占比大于 20%的企业中内燃机、金属成型、轮毂占比最多



资料来源: Wind, 民生证券研究院

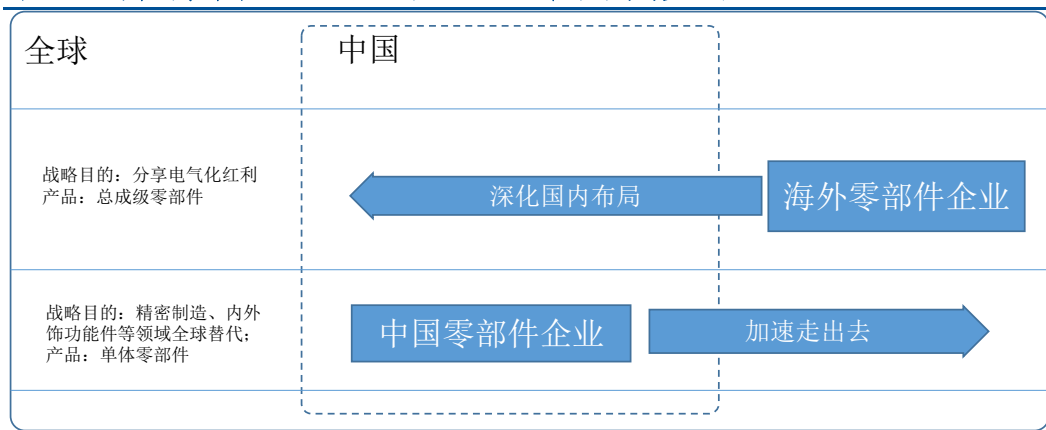
图 37: 我国在车身&内外饰、发动机领域的细分零部件中具有较强的国际竞争力



资料来源: 《中国汽车零部件工业的国际比较与发展研究》, 民生证券研究院

我们认为当前汽车零部件产业整体呈现国内企业加速走出去和外资巨头加速国内布局的局面, 主要由如下因素驱动: 1) 全球的汽车零部件头部公司均投入精力在电气化转型, 中国作为当前全球最大的新能源市场已成为最为核心的战场; 2) 国内零部件企业在精密制造、热学等领域逐步从仅仅具备人力成本优势向具备细分领域技术优势转变, 全球化替代趋势显著。

图 38: 当前中国零部件企业走出去和国际巨头加速布局国内同步进行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 12: 2018 年至今零部件我国成立的部分合资零部件公司

外资企业	合资事项	主营产品
英飞凌	与上汽合资成立上汽英飞凌汽车功率半导体(上海)有限公司	框架式 IGBT 模块 HybridPACK
麦格纳	与北汽、北汽海纳川、中航机电计划或签署合资协议	新能源、车门模块、座椅机构
海拉	与北汽海纳川合资建设汽车电子公司	电子控制单元及辅助驾驶部件
法雷奥	法雷奥&西门子一起在中国常熟建立合资公司	电动汽车的高压零部件产量

大陆	与成飞集成公司在常州金坛组建合资公司	48V 轻混电池系统制造商
博世	和中联汽车电子有限公司合资建立太仓和柳州新厂	新能源产品、电喷系统与控制器

资料来源：汽车头条，腾讯汽车，民生证券研究院

表 13：部分国内零部件企业全球布局进展（主要基于 2018 年中报披露信息）

公司	海外进展	绩效
福耀玻璃	2018 年以来美国产线爬坡，且前三季度美国产线实现盈利。	1H18 汽车玻璃海外业务收入同比增 22.3%，增速大幅高于国内业务增速（7.2%）
中鼎股份	2018 年以来子公司德国 KACO 积极推进新能源布局，（已经开发配套成功高性能新能源电机密封），奥地利 ADG 大型压铸机项目完工	1H18 海外营收增长率 14.5%，高于国内营收增长率 11.5%
德尔股份	2017 年完成收购的 CCI（汽车降噪系统和隔热系统供应商，掌握先进的降噪隔热技术）在全球范围拥有 10 多家生产工厂，实施“本地化生产”战略，使其能够更加贴近当地市场和客户	2017 年年报 CCI 实际净利润为承诺净利润的 129%，大大超过了预期，2018H1 CCI 子公司净利润达 6100 万元，对赌协议 2018 年承诺净利润 1.19 亿元，预计今年业绩会继续超预期
爱柯迪	1H18 推动 AEO 高级认证企业再认证，持续提升公司国际竞争力	1H18 海外营收增长率 22.7%，国内营收增长率 18.0%。海外营收占比 64.9%
迪生力	1H18 中报披露公司在美国拥有 14 家销售子公司，销售范围覆盖全美；在加拿大拥有 1 家销售子公司。	17 年 95%+ 收入来自海外，1H18 营业收入同比减少 6.2%，主要是因为汇率变动所致
兆丰股份	1H18 中报披露公司生产技术、制造工艺和质量控制能力先后通过了辉门、斯凯孚、德尔福、通用、FEBI、GMB 等的考核，接受其指令或定单为其生产轮毂轴承单元产品。	1H18 公司营收 51.3% 来自海外，受贸易战影响，海外营收增速为 -34.1%，国内营收增速为 25.4%
奥特佳	公司预计 2018 年底至 2019 年开始公司 PSA 欧洲 CMP 项目，空调国际与英国捷豹路虎项目将逐步供货，有望实现海外业务的反弹增长。	1H18 汽车空调压缩机及汽车空调系统海外业务收入 4.09 亿，同比减少 46.6%，增速大幅低于国内业务增速（5.1%）

资料来源：Wind，公司公告，上交所 e 互动，深交所互动易，民生证券研究院

（二）特斯拉产业链：零部件供应全球的典范

特斯拉是我国汽车零部件产业链供应全球的典范。当前特斯拉车型全部在美国生产，中国厂商为特斯拉进行配套体现了相关厂商的全球化配套能力。中国厂商当前配套产品集中于精密铝合金压铸件、内外饰等领域，我们认为如旭升股份、文灿股份等企业将充分受益特斯拉 Model3 等走量车型放量。

表 14：A 股中与特斯拉存在业务关系的公司

股票代码	股票简称	与特斯拉合作概述	特斯拉相关业务占公司总体比例
603305.SH	旭升股份	特斯拉是公司的第一大客户，双方合作多年。公司主要为特斯拉提供精密铝合金部件：包括供应传动系统、悬挂系统、电池系统等核心系统零部件，并进一步将零件组装为油泵等总成部件。	2017 年/2018 年上半年，对特斯拉销售收入占主营业务收入的比例为 56.5%/60.1%
603348.SH	文灿股份	特斯拉铝合金件供应商，2018 中报披露已开始批量为特斯拉供应铝合金车身结构件	2017 年，对特斯拉销售收入占主营业务的 7.17%，特斯拉是公司第五大客户。
603730.SH	岱美股份	2018 中报披露：成功切入了特斯拉零部件配套体系。2017 年三季度：取得了特斯拉 Model X、Model 3 和 Model S 车型的遮阳板指定供货单位资质，其中 Model X 已经量产供货，预计年订单销售额为人民币 6500 万元，	2017 年，对特斯拉零配件销售占营收的 2%

		占公司 2016 年营业收入的 2.37%。Model 3 的遮阳板已经开始前期样件供货中，具体的销售订单额将根据整车销量而定。Model S 车型订单的产品正在开发中。	
600335.SH	国机汽车	帮助特斯拉取得 Model S 车型的中国 3C 认证;还与特斯拉正式签署了物流合作协议。	主营为汽车贸易服务，特斯拉是客户之一
002510.SZ	天汽模	2017 年 6 月公告中提及公司是美国特斯拉汽车公司的一级供应商。2018 年 9 月披露公司为 model S 其提供过部分模具订单。	-
300707.SZ	威唐工业	公司冲压模具产品通过国际知名汽车零部件厂商配套进入特斯拉供应终端。2018 年 5 月披露公司曾为特斯拉 Model-S 做过配套模具。	-
002239.SZ	奥特佳	奥特佳子公司空调国际（美国）为特斯拉空调供应商	-
000887.SZ	中鼎股份	收购的 Green motion 在电动车集成充电系统和软件应用等领域客户包含特斯拉;参股公司上海挚达是特斯拉在亚洲最大的充电服务专业提供商;子公司 KACO 为特斯拉供应特种橡胶密封件	-
603197.SH	保隆科技	2017 年 6 月公司披露目前公司与特斯拉有业务往来，少量供货。	-
601689.SH	拓普集团	为特斯拉 Model 3 提供轻量化铝合金底盘结构件,MODEL3 是配套的主力车型。	-
600480.SH	凌云股份	公司河北亚大汽车塑料制品有限公司是特斯拉的一级供应商，产品已开始量产，有供应商认可证明。	-
600699.SH	均胜电子	控股子公司德国普瑞获得美国特斯拉新能源汽车电池管理系统传感器及相关零部件的采购订单，子公司 KSS 为 Model 3 提供最新的安全产品和电子技术。	-
300176.SZ	鸿特科技	已通过特斯拉的供应商资格认定,暂时尚未对其供货。	-
002085.SZ	万丰奥威	公司下属子公司万丰镁瑞丁是特斯拉的轻量化镁合金业务的供应商。	-

资料来源：Wind，民生证券研究院

插图目录

图 1: 汽车板块年初至今跌幅达 34.3%，期间走势多次受到中美贸易摩擦消息扰动	3
图 2: 当前汽车市盈率绝对值高出近 09 年以来低点 24.1%，相对值高出低点 26.2%	4
图 3: 当前汽车市净率绝对值高出近 09 年以来低点 3.7%，相对值高出低点 9.0%	4
图 4: 基金持仓占汽车流通市值比例：近十年总体下行，至 3Q18 下降至历史低位 1.5%	5
图 5: 汽车持仓占基金股票总体仓位：近十年总体稳中有降，3Q18 降至历史低位 1.3%	5
图 6: 2009 年的刺激政策将我国乘用车市场体量整体性抬升（万辆）	8
图 7: 2009 年宏观及购置税的双重刺激下月度同比趋势回升，2015 年的购置税下调政策影响并不显著	8
图 8: 2018 年前 11 月累计上险数同比下行 5.5%	10
图 9: 2018 年 8-11 月终端上险量维持在 180-190 万辆区间（万辆）	10
图 10: 2016、2017 两年的 12 月受购置税来年调减的销售翘尾效应影响库存大减（辆）	11
图 11: 预计 2018 年 12 月累计库存高于均值约 240.7 万辆	11
图 12: 在 2019 年季度去库存比例三种假设情形下季度批售同比走势（数据来自表 5）	13
图 13: 从 18、19 年换代车型数量看大众新车周期强势	13
图 14: 从全新车型推出速度看，自主品牌中上汽、长城、吉利均处于市场前列	13
图 15: 11 月库存系数超过 2.0 的车企中自主品牌占 61.9%	14
图 16: 11 月自主品牌库存系数显著上升	14
图 17: 18 年全球车市承压，电动车渗透率逆势快速攀升（左轴为销量，万辆）	15
图 18: 彭博预计 2025 年全球纯电动轻型车销量超 800 万	15
图 19: BEV 销量增速持续高于插混车型	15
图 20: 2018 年前 11 个月我国乘用车企新能源积分占比显著提升	17
图 21: 2018 年前 11 个月部分企业新能源积分比例情况	17
图 22: 3Q18 中国新车销售中新能源车占远高于全球平均水平	18
图 23: 我国整车企业电动车销量占比显著高于全球主流水平（2018 年前三季度）	19
图 24: 我国新能源（BEV+PHEV）市场 CR10 达 88%（2018.1-10）	19
图 25: 混动车市场中德系车占据约 9.2% 的份额（2018.1-10）	19
图 26: 2018 年前 11 月部分领先电机企业装机台数	20
图 27: 2018 年前 11 个月我国动力电池装机前十均为本土企业	20
图 28: 2017 年全球 IGBT 市场 CR10>86%	20
图 29: SiC 器件在频率和功率上均将超过当前 Si 基器件	20
图 30: 一汽集团筹划整体上市至今历程	21
图 31: 一汽集团主要资产结构图（红色字体为上市公司）	22
图 32: 汽车电子单车占比提升趋势仍然显著	23
图 33: 全面电动化趋势下全球供应链格局面临洗牌	23
图 34: 2015 年开始我国企业大举海外扩张，2016 年至今海外营收占比维持在 28%+	24
图 35: 1H18 有 39% 的上市零部件公司中出口营收占比超过 20%	24
图 36: 出口占比大于 20% 的企业中内燃机、金属成型、轮毂占比最多	25
图 37: 我国在车身&内外饰、发动机领域的细分零部件中具有较强的国际竞争力	25
图 38: 当前中国零部件企业走出去和国际巨头加速布局国内同步进行	25

表格目录

表 1: 当前主要合资公司股比情况.....	6
表 2: 《汽车产业投资管理规定》正式稿与征求意见稿对比	7
表 3: 2006-2018E 广义乘用车季度销量占比及增速概览	9
表 4: 在不同 2019 年月度零售量 (横向, 万/月) 及去库存量 (纵向, 万/年) 假设下的批售端增速.....	12
表 5: 2019 年季度同比批售同比走势预计呈倒 V 型	12
表 6: 各续航里程下纯电动汽车的国家补贴金额 (补贴金额单位: 万; R 为里程, 前后数字单位为 km)	16
表 7: 2018 年主要市场环境和完善市场配套设施政策一览	16
表 8: 部分国际车企在华新能源布局	17
表 9: 2019 年多款重量级新能源车型预计落地	18
表 10: 国内厂商的新能源平台布局	20
表 11: 传统国际 Tier1 供应商企业正积极进行电气化转型	24
表 12: 2018 年至今零部件我国成立的部分合资零部件公司	25
表 13: 部分国内零部件企业全球布局进展 (主要基于 2018 年中报披露信息)	26
表 14: A 股中与特斯拉存在业务关系的公司	26

分析师与研究助理简介

徐凌羽，汽车行业分析师。会计学硕士，CPA，两年从业经验，专注乘用车、智能汽车，新能源汽车领域研究。2015年加入民生证券，2016年“天眼”汽车行业最佳选股分析师第三名。

陈逸同，汽车行业研究员，上海交通大学管理科学与工程硕士。曾任上汽乘用车变速箱部工程师、威尔森咨询研究员。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。