

汽车

 证券研究报告
 2019年01月10日

2019年度策略：周期反转弹性+电动核心成长

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

邓学 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518010001
 dengxue@tfzq.com

张程航 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518070005
 zhangchenghang@tfzq.com

周沐 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518090007
 zhoumu@tfzq.com

娄周鑫 联系人
 louzhouxin@tfzq.com

文康 联系人
 wenkang@tfzq.com

2018年,经济下行、居民消费受压、企业信心不足,同时汽车消费处于去库存周期;特别是叠加地产消费挤出效应、汽车关税下降、贸易战冲击等,全年汽车销量前高后低,销量增速快速下行并出现大幅负增长。

2019年,我们预计,在积极的财政政策和稳健的货币政策背景下,以及相关国家稳定宏观经济背景下,汽车消费需求将回归有效释放,特别是去库存周期将陆续结束,年中将转向加库存,同时全年汽车销量前低后高,预计年中将有望实现销量正增长,呈现弱复苏。

我们认为,汽车板块在2019年将呈现重大的产业结构变迁和投资逻辑转变。首先需求有望迎来**库存周期的底部转折**,同时叠加**电动产能扩张和燃油产能的淘汰**。

汽车投资时钟,2019将由“低配”转向“高配”。目前汽车投资时钟运行至主动去库存一年左右,还有半年观察期。汽车终端库存高企,销量增速大幅下行,整车调降排产和来年计划,是主动去库存的典型特征。当主动去库存转向被动去库存阶段,我们要警觉个股业绩拐点和估值提前到来的买点机遇。当汽车板块超配时点到来时,整车将好于零部件,建议关注弹性的**广汽集团H、长安汽车、吉利汽车、长城汽车**。

成长围绕电动核心。2018年销量表现超预期,核心在于市场对电动车性价比提升推动渗透加速预期不足。当前中国电动乘用车渗透率已超6%,类比2007年智能手机渗透率,电动将加速替代燃油。在电动蓝海、燃油见顶大趋势下,须紧扣电动化领先车企和新兴核心零部件,建议关注**比亚迪**,以及**旭升股份、均胜电子、宁德时代(电新覆盖)、恩捷股份(电新覆盖)、三花智控(家电覆盖)**。

风险提示:宏观经济不及预期、贸易摩擦升级、下游销量不及预期等。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业研究周报:库存预警指数66%,吉利新能源板块或独立——汽车行业周报(2019.1.2-2019.1.4)》
2019-01-05
- 《汽车-行业专题研究:12月新能源汽车月报:超预期的2018,持续成长的2019》
2019-01-03
- 《汽车-行业点评:12月重卡行业销量略超预期,18年销量再创纪录》
2019-01-02



内容目录

1. 传统乘用车：周期反转弹性	6
1.1. 2018 同比-4%，2019 前低后高	6
1.1.1. 2018 下半年宏观环境影响	6
1.1.2. 2019 上半年高基数下大概率负增长	7
1.1.3. 2019 下半年周期拐点	8
1.2. 龙头继续扩张	8
1.3. 天风汽车投资时钟	8
1.3.1. 现在买什么？	8
1.3.2. 未来买什么？	9
2. 新能源车：应更加乐观	12
2.1. 2018 年大超预期	12
2.2. 2019 年市场环境不变	13
2.2.1. 补贴政策稳定终端售价	13
2.2.2. 品质升级推高性价比	14
2.2.3. 继续平价 BEV 和高端车双主线	15
2.2.4. 客车现金流缓解、专用车存在不确定	21
2.3. 中长期看燃油车已见顶	22
3. 零部件：传统等待转暖 新能源发力正酣	25
3.1. 传统零部件：双端承压 优中选优	25
3.2. 新能源高端供应链：新机遇 高增长	28
3.2.1. 板块新机遇，颠覆重置？	28
3.2.2. 五大板块个股业绩弹性测算	29
4. 重卡：掘金预期差	31
4.1. 19 年重卡行业预期差仍在	31
4.1.1. 物流重卡保有量持续增长	31
4.1.2. 工程重卡周期性明显	32
4.1.3. 加总结果	33
4.2. 蓝天保卫战对重卡行业的影响	34
4.2.1. 国六标准时间	34
4.2.2. 国三重卡保有量测算	35
4.2.3. 蓝天保卫战加速国三重卡更新	35
4.3. 国内重卡价格长期将逐步提升	36
5. 客车：逐渐走出低谷	38
5.1. 客车市场并不悲观	38
5.1.1. 公交客车长期仍有增长空间	38
5.1.2. 19-20 补贴影响	39
5.2. 行业集中度持续提升	40
6. 投资建议	42
7. 风险提示	44

图表目录

图 1: 2013-2018 乘用车月度批发销量同比增速 (辆; %)	6
图 2: 2018 年乘用车各月度批发销量及环比增速 (辆; %)	6
图 3: 2016-2018 年各月度汽车消费指数	6
图 4: 2016-2018 年各月度汽车需求分指数及同比 (%)	6
图 5: 2016-2018 各月度汽车进店分指数及同比 (%)	6
图 6: 2016-2018 各月度汽车购买分指数及同比 (%)	6
图 7: 2017-2018 年月度汽车经销商库存系数及环比 (%)	7
图 8: 2017-2018 月度库存预警指数及环比 (%)	7
图 9: 2017-2018 年月度各品牌库存系数 (%)	7
图 10: 2017-2018 月度各品牌库存系数环比 (%)	7
图 11: 2013-2018 年各季度乘用车累计产销比及同比 (%)	8
图 12: 2013-2018 年各季度乘用车库存比年初增长 (%)	8
图 13: 汽车库存周期 (%)	8
图 14: 汽车投资时钟——阶段一	9
图 15: 汽车投资时钟——阶段二	10
图 16: 汽车板块相对大盘走势	11
图 17: 新能源乘用车月度销量 (万辆)	12
图 18: 2018 年分车企新能源新增销量 (预计值, 万辆)	14
图 19: 2018 年新能源乘用车车企销量排名 (预计值, 万辆)	15
图 20: 比亚迪元 EV 月度销量 (辆)	15
图 21: 比亚迪元 EV 2018 年前 10 月注册量区域分布 (辆)	15
图 22: 2015-2018 年剔除北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比 (交强险注册量, 不含 A00 级)	16
图 23: 分区域新能源车月度渗透率 (交强险注册量)	17
图 24: 主流在售 A0 及以上级别新能源车型价格及销量分布 (万元、万辆)	18
图 25: 2015-2018 年北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比 (交强险注册量, 不含 A00 级)	19
图 26: 2018 年比亚迪唐 PHEV 在广东、上海以外省市也出现了明显增量 (辆, 交强险)	20
图 27: 新能源商用车月度销量 (万辆)	22
图 28: 以宇通为例, 2019 年应收账款带来的经营活动现金流压力有望大幅缓解	22
图 29: 新能源乘用车月度批发销量渗透率 (%)	23
图 30: 中国燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年) (单位: 万辆)	23
图 31: 全球燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年) (单位: 万辆)	24
图 32: 全球燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年)	24
图 33: 汽车库存周期与零部件行业营收增速 (单位: %)	25
图 34: 汽车销量增速与零部件行业估值	26
图 35: 传统燃油汽车零部件成本占比	28
图 36: 新能源汽车零部件成本占比	29

图 37: 新能源汽车零部件主要供应商	29
图 38: 重卡分类历史销量	31
图 39: 物流重卡和工程重卡历史保有量	31
图 40: 物流重卡保有量与 GDP 相关性	32
图 41: 工程重卡、挖掘机销量	32
图 42: 物流重卡、挖掘机销量	32
图 43: 工程重卡、挖掘机年度销量相关性	33
图 44: 物流重卡、挖掘机年度销量相关性	33
图 45: 工程重卡与 GDP 相关性弱	33
图 46: 重卡保有量和分类测算的重卡销量	34
图 47: 重卡分省保有量 (2016 年)	35
图 48: 陕重汽, 中国重汽最近五年重卡单车价格走势	37
图 49: 潍柴动力 WP13 发动机占比提高迅速	37
图 50: 2011-2015 公交运营车辆数 (万辆)	39
图 51: 1986-2016 中国每万人拥有公交车辆数 (标台数)	39
图 52: 分省份每万人公交车保有量	39
图 53: 以宇通为例, 2019 年应收账款带来的经营活动现金流压力有望大幅缓解	40
图 54: 大客市占率	40
图 55: 中客市占率	41
图 56: 轻客市占率	41
图 57: 宇通客车近 10 年 PE TTM	41
图 58: 金龙汽车近 10 年 PE TTM	41
图 59: 汽车行业基金持仓占比处于历史低位	42
图 60: 乘用车板块 PE TTM 处于历史底部 (整体法, 剔除负值)	43
图 61: 零部件板块 PE TTM 处于历史底部 (整体法, 剔除负值)	43
表 1: 汽车板块各个阶段的绝对收益和相对收益	11
表 2: 2018 上市及预计上市新能源车型 (含升级版本) (单位: 款)	12
表 3: 2018 年新能源乘用车增量分拆 (预期值, 万辆)	12
表 4: 2019 年补贴政策大概率对新能源车定价冲击不大	13
表 5: 非限购地区 A0 级以上车型增量测算 (% , 辆) (不含广东省)	17
表 6: 北京、上海、广东各燃料级别新能源车占比 (累计, 交强险)	17
表 7: 中高端新能源车呈现出显著的高定价优势	18
表 8: 限购地区 A0 级以上车型增量测算 (% , 辆) (含广东省其它城市)	20
表 9: 2017-2018 年 A00 级新能源主力省份注册量及同比增速	21
表 10: 2019 年新能源乘用车销量预测 (万辆)	21
表 11: 零部件供应商业绩分化	26
表 12: 主要零部件企业客户结构与 PEG (截至 2019 年 1 月 8 日)	27
表 13: 新能源汽车优质零部件供应商弹性测算 (截至 2019 年 1 月 9 日)	30
表 14: 国三到国五时间表	34
表 15: 国三车辆限行政策	36

表 16: 美国重卡单价.....	36
表 17: 公交车市场空间测算（万辆）.....	38
表 18: 重点标的估值情况（截至 2019 年 1 月 9 日）.....	43

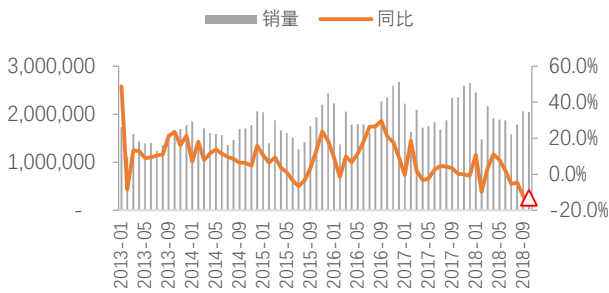
1. 传统乘用车：周期反转弹性

1.1. 2018 同比-4%，2019 前低后高

截止至 2018 年 10 月，汽车销量 2283 万，同比-0.4%；其中，广义乘用车销量 1926 万辆，同比-1%，狭义乘用车销量 1863 万辆，同比+2.3%；本年度前三季广义乘用车销量 1722 万辆，同比+0.4%。

乘用车 2018 全年销量同比预期下调至-4%，2019 年增速前低后高。我们中期策略判断全年乘用车销量增速为 2%，目前下调至-4%；2019 年全年销量同比区间-3%~0%；分阶段来看，2019 年上半年行业景气度大概率继续低迷，叠加 2018 年上半年高基数因素，同比预计-10%；2019 年下半年行业库存周期大概率迎来拐点，同比反弹至 3%~5%。以下从不同阶段、角度剖析分解。

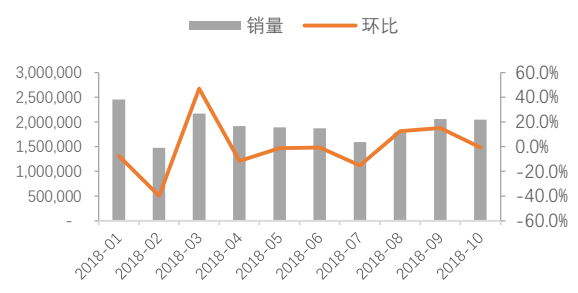
图 1：2013-2018 乘用车月度批发销量同比增速（辆；%）



资料来源：中汽协；天风证券研究所

注：2018 年销量为 1-10 月销量合计。

图 2：2018 年乘用车各月度批发销量及环比增速（辆；%）



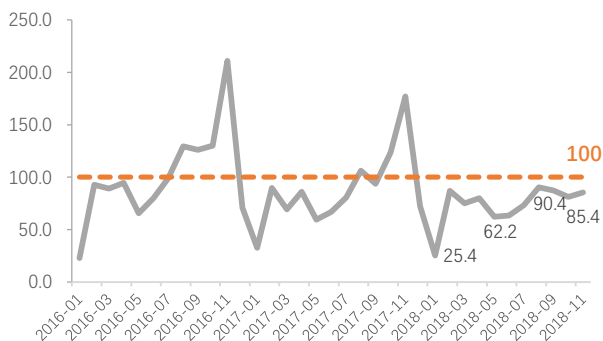
资料来源：中汽协；汽车流通协会,天风证券研究所

1.1.1. 2018 下半年宏观环境影响

2018 下半年宏观经济不确定性影响汽车消费，购车观望情绪一度水涨船高。宏观经济下行，消费者购买力减弱，消费者未来收入预期降低，对大额消费支出持更加谨慎态度，**汽车消费需求不旺盛。**

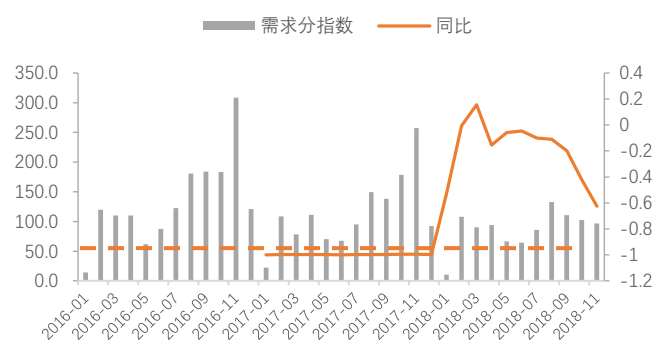
汽车消费指数悲观，市场需求低于基期。从汽车消费指数看，全年消费指数低于 100，创近年最低，反映出市场需求低于基期，市场销量低迷。受宏观经济景气度和消费观望情绪影响，并未出现历史周期性的 Q4 指数大幅反弹现象。从构成的各项分指数看，需求分指数、入店分指数除春节过后出现正增速外均呈现大幅负增长并有持续之势，降幅一度高达 60%；购买分指数增速则在波动中呈下行趋势，原因在于部分消费者受国六政策影响仍在观望国六车型，等待国五车型降价，购买意愿明显下降。

图 3：2016-2018 年各月度汽车消费指数



资料来源：汽车流通协会；天风证券研究所

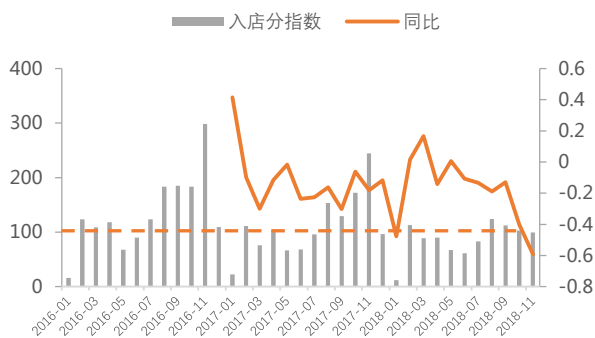
图 4：2016-2018 年各月度汽车需求分指数及同比（%）



资料来源：汽车流通协会；天风证券研究所

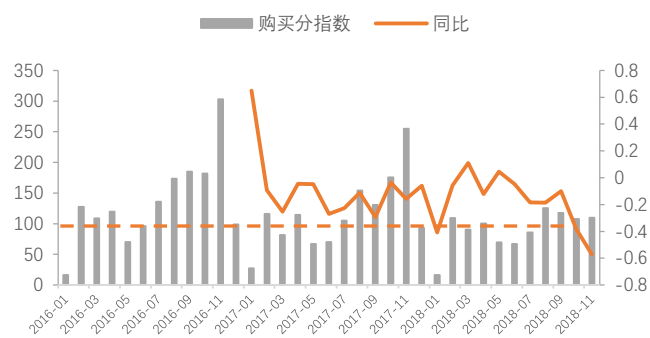
图 5：2016-2018 各月度汽车入店分指数及同比（%）

图 6：2016-2018 各月度汽车购买分指数及同比（%）



资料来源：汽车流通协会；天风证券研究所

注：2018年销量为1-10月销量合计。



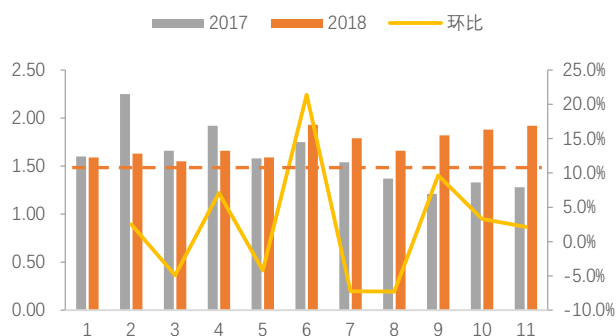
资料来源：汽车流通协会；天风证券研究所

1.1.2. 2019 上半年高基数下大概率负增长

受经济大环境影响，市场需求较为萎靡。经销商集客量下降，到店人数减少；临近年底，来自于厂家的压库使得经销商库存压力进一步增加；资源车商跨区域销售对授权经销商体系形成价格冲击，行业内部竞争进一步加剧，预示着2019年开年库存压力严重。

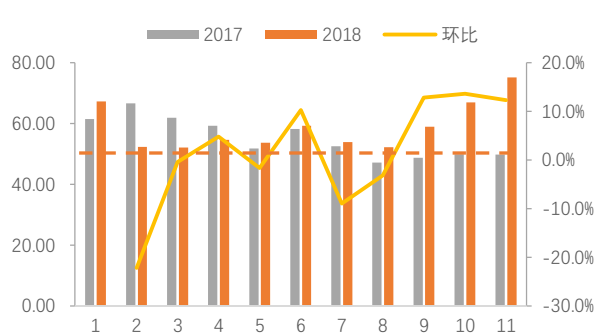
库存始终处于警戒线之上，11月预警指数达18年最高。从汽车经销商库存系数看，2018年连续11个月库存水平均在预警线以上（>1.5），创近三年以来的历史最高。6月汽车经销商综合库存系数创各月最高为1.93，同比+11%，环比+21%；而截止至最近数据，11月经销商库存系数依然为1.92，同比+50%，环比+2%。从库存预警指数看，2018年下半年均处于预警线上50%；11月库存预警指数高达75%，同比+50%，环比+12%，创单月最高。库存预警指数预示2019年开年库存压力和风险较大，叠加2018年上半年乘用车批发数据基数较高，2019年上半年大概率负增长。

图7：2017-2018年月度汽车经销商库存系数及环比（%）



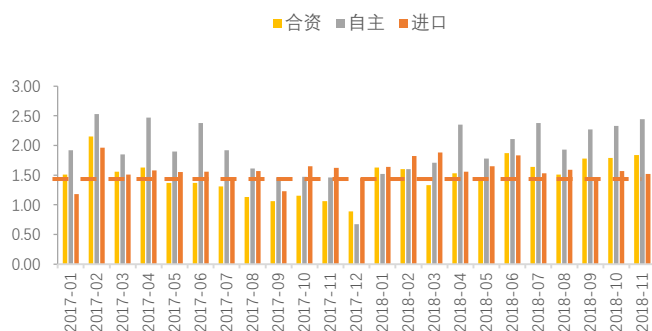
资料来源：Wind；天风证券研究所

图8：2017-2018月度库存预警指数及环比（%）



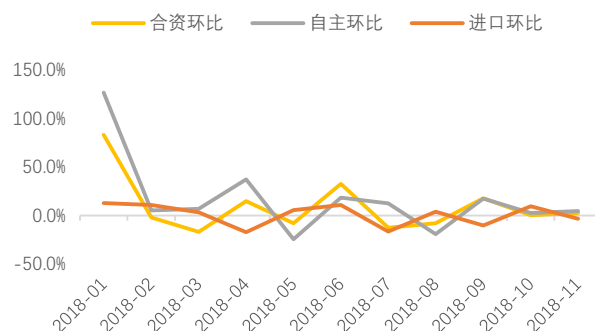
资料来源：Wind；汽车流通协会,天风证券研究所

图9：2017-2018年月度各品牌库存系数（%）



资料来源：Wind；天风证券研究所

图10：2017-2018月度各品牌库存系数环比（%）



资料来源：Wind；汽车流通协会,天风证券研究所

1.1.3. 2019 下半年周期拐点

2018 年库存基数不高，2019 年下半年有望迎来库存周期性拐点。从宏观角度来看，库存周期是影响经济短期波动的主要驱动因素，可以分为被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存几个阶段。我们认为，目前乘用车行业可能处于需求下行，被动加库存已进入尾声，主动去库存开始阶段：乘用车累计产销比率在 2018Q1 迎来历史高点，而后急剧下行，表明库存压力有一定缓解；2018 年乘用车库存比年初增长 4.5%，显著低于历史同期水平（15、16、17 年分别为 11.2%、7.2%、19.2%），表明由于需求不足，经销商纷纷采取降价促销等优惠方式去库存，抢占市场份额。

图 11：2013-2018 年各季度乘用车累计产销比及同比（%）

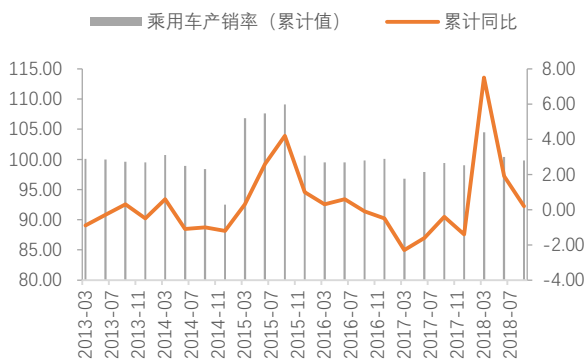
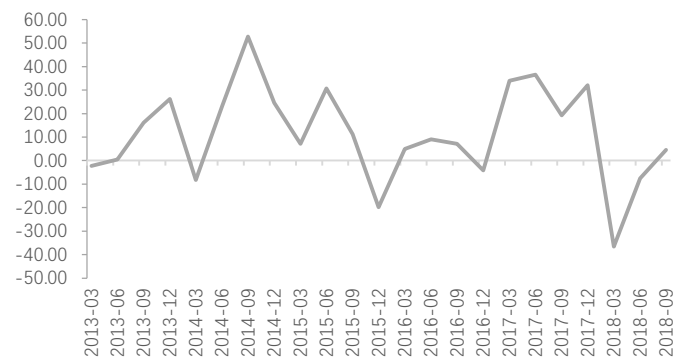


图 12：2013-2018 年各季度乘用车库存比年初增长（%）



资料来源：Wind；天风证券研究所

1.2. 龙头继续扩张

重申汽车产业洗牌观点：行业集中度远未至行业稳定状态，汽车将由去库存转向去产能。过去 5 年，行业增速仍保持在相对高位；随行业增速确定下移趋于常态，品牌间竞争加剧，我们维持 2018 年中期策略判断：尾部车企/低效产能将逐步出清，大洗牌阶段到来，最后龙头有望实现扩张，走向胜者为王、赢家通吃的格局。

上汽、吉利份额快速提升，显示龙头实力。随着中国重点自主品牌市场份额的提升，上汽、吉利抓住发展机遇，彰显龙头实力。待行业洗牌阶段到来，上汽、吉利等龙头份额将会进一步扩大，龙头实力进一步扩张。

未来产品突破将成为车企单车盈利再提升的最大瓶颈，行业整体盈利下行，建议关注现金流健康及地区资源丰富的龙头企业【上汽、吉利、长城、广汽】。

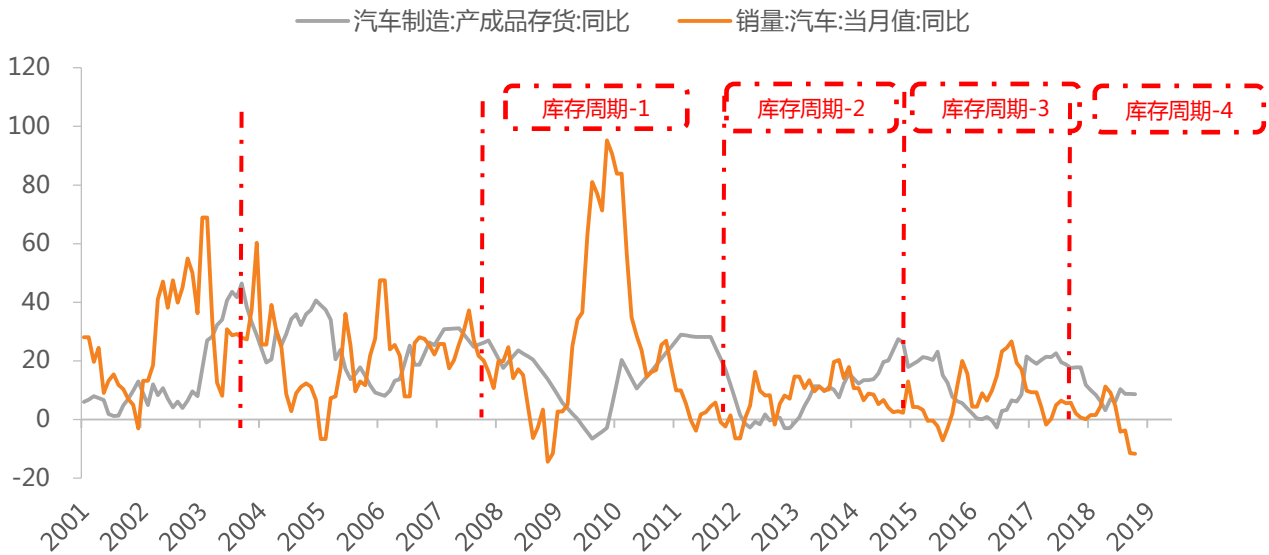
1.3. 天风汽车投资时钟

1.3.1. 现在买什么？

目前汽车投资时钟运行至主动去库存一年左右，仍有半年观察期。汽车终端库存高企，销量增速大幅下行，整车调降来年计划，是主动去库存的典型特征。目前龙头和电动，稳健和逆周期，将有明显优势。建议关注比亚迪、旭升股份、宁德时代、均胜电子等。

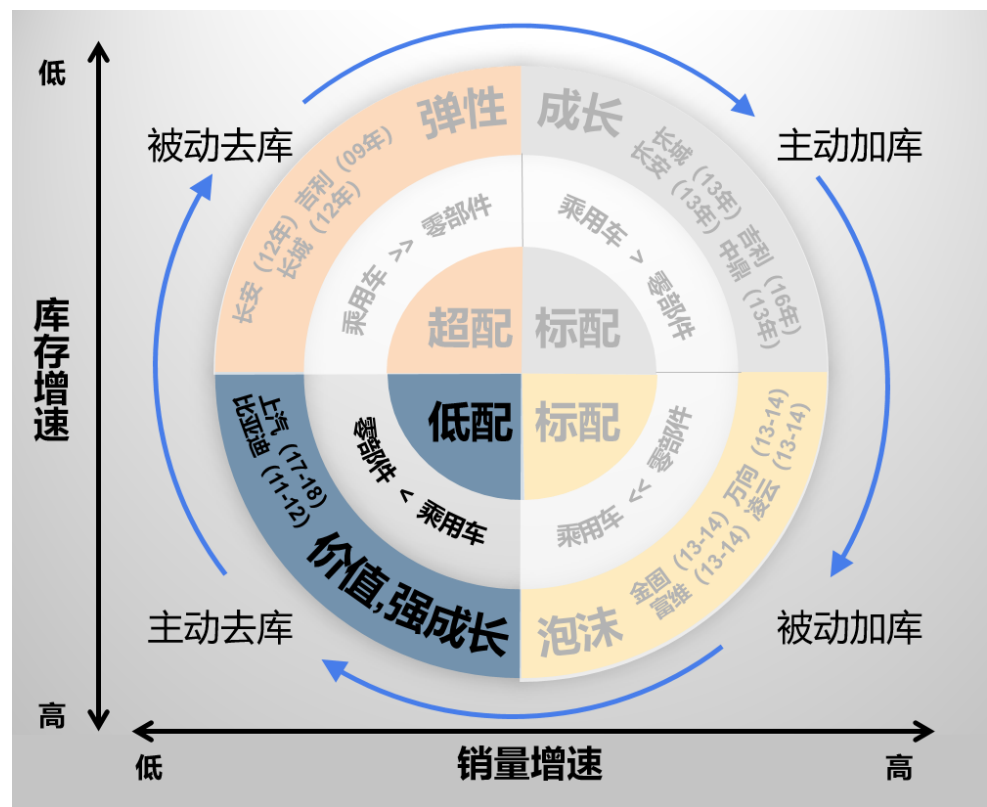
值得强调的是，尽管现在处于汽车行业整体较差的阶段，但超强的成长周期是能够对抗库存周期的，比如过去五年的 SUV 和现在电动汽车在汽车库存周期中都走出了自己的独立走势，在周期下行的时候也能够逆势而上，都属于超强的成长周期。

图 13：汽车库存周期（%）



资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

图 14：汽车投资时钟——阶段一



资料来源：Wind，天风证券研究所

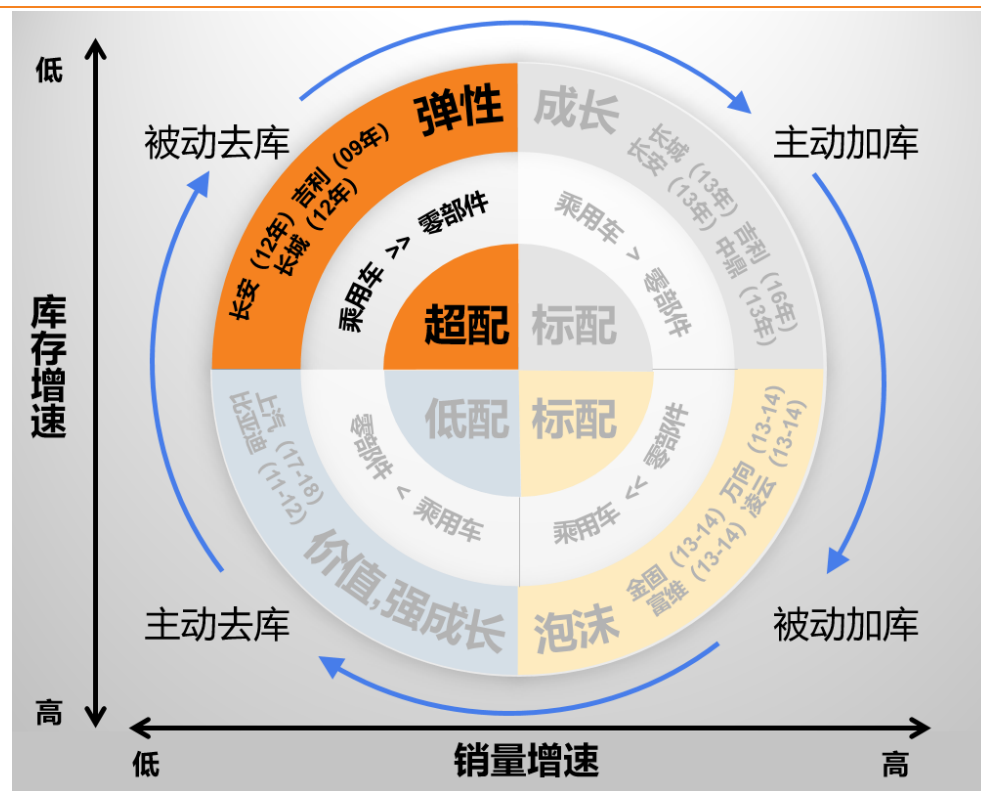
1.3.2. 未来买什么？

当主动去库存转向被动去库存阶段，我们要警觉个股业绩拐点和估值提前到来的买点机遇。

此阶段是汽车终端需求开始转好，下游更先于上游反映景气上行，整车板块标的直面终端消费者，因此在销量由衰转盛的阶段，整车板块会最先受益，股价上的表现也会更好。而这一阶段的投资关键就是选取需求边际改善下的高弹性标的。

当汽车板块超配时点到来时，整车将好于零部件，建议关注弹性的广汽集团 H、长安汽车、吉利汽车、长城汽车。

图 15：汽车投资时钟——阶段二



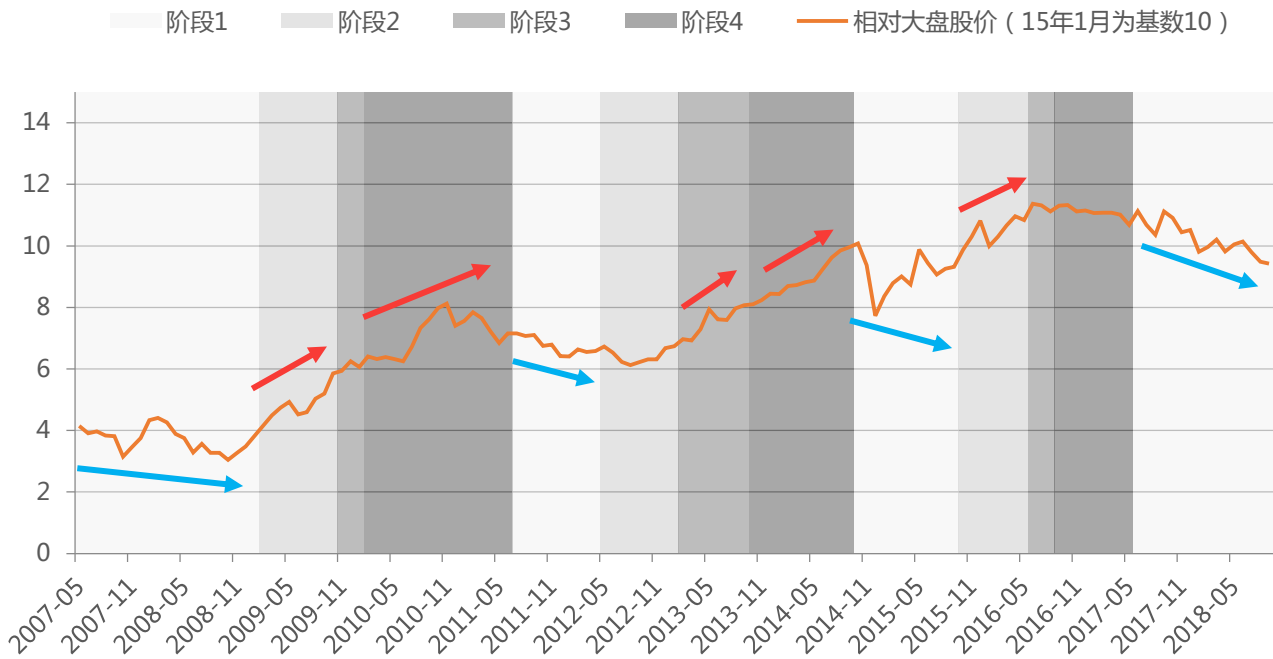
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1: 汽车板块各个阶段的绝对收益和相对收益

汽车	阶段	绝对收益	相对大盘收益	平均相对大盘收益
07年5月-09年1月	1	-55%	-8%	-9%
11年6月-12年4月	1	-19%	-8%	
14年9月-15年9月	1	21%	-6%	
17年5月-18年9月	1	-20%	-12%	
09年1月-09年10月	2	131%	53%	24%
12年4月-13年1月	2	2%	2%	
15年9月-16年5月	2	8%	16%	
09年10月-10年1月	3	3%	4%	10%
13年1月-13年9月	3	10%	22%	
16年5月-16年8月	3	12%	3%	
10年1月-11年6月	4	8%	18%	12%
13年9月-14年9月	4	35%	23%	
16年8月-17年5月	4	-3%	-4%	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 汽车板块相对大盘走势



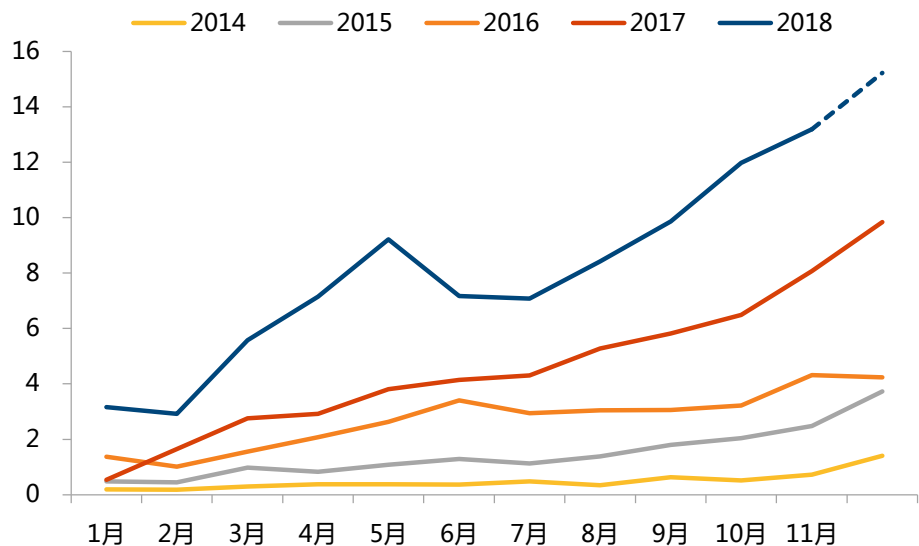
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 新能源车：应更加乐观

2.1. 2018 年大超预期

2018 年新能源乘用车大超市场预期。市场此前预期预计 18 年中国新能源乘用车销量大致在 81 万辆左右，同比增长 45%，但实际每月销量基本都超出预期，1-3 季度实际和预期增速差值达到 26 个、68 个、29 个百分点，尤其下半年，市场销售的动能保持高位。全年我们预计能实现接近 101 万新能源乘用车销量，同比增长 81%。

图 17：新能源乘用车月度销量（万辆）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

注：2018 年 12 月为预期值

短期来看，超预期销量背后实质是政策护航，推动供给刺激需求。2018 年新能源汽车政策最大的一个特征是，通过续驶里程、能量密度的门槛设置来打击车企在 A00 级车型上套利，与之恰好相反的是加大了对高续驶里程车型的补贴力度，最终使得 A0 级以上车型能够保持终端价格和 2017 年大致稳定，但续驶里程普遍提升 50-100km，叠加内外饰、配置升级，对消费者吸引力的提升就非常显著。政策护航的同时，车企和电池厂加速推出这些新车型依旧功不可没，全年就我们统计到的新车型就多达 148 款以上，按级别、按燃料分布与实际销量增量分布情况基本吻合。在当前技术条件下（电动燃油全生命周期平价未至），我们认为如无政策指引，市场中多数车企的积极性远弱于当下，遑论竞争和供给推升需求。

表 2：2018 上市及预计上市新能源车型（含升级版本）（单位：款）

级别	合资	自主	造车新势力	BEV	PHEV	级别合计
A00	1	18	2	19		19
A0	1	20	6	21		21
A	10	60	5	58	12	70
B	9	22	2	18	13	31
C	2	2	1	3	1	4
D	1	2	0	2	1	3
合计	24	124	16	121	27	148

资料来源：爱卡汽车、汽车之家、搜狐汽车等、天风证券研究所

注：不完全统计

表 3：2018 年新能源乘用车增量分拆（预期值，万辆）

级别	合资	自主	造车新势力	BEV	PHEV	级别合计
A00	0.3	5.5		5.8		5.8
A0	0.2	7.8		8.0		8.0
A	2.2	21.2		13.5	9.7	23.4
B	0.4	4.8		1.3	3.9	5.2
C	2.2	1.2	1.2	1.2	2.2	3.4
合计	5.4	40.5	1.2	29.7	15.8	45.8

资料来源：乘联会、天风证券研究所

2.2. 2019 年市场环境不变

核心是，2019 年市场环境可能与 2018 年极为类似。

2.2.1. 补贴政策稳定终端售价

首先补贴政策方面，能够保证终端售价稳定。虽然具有不确定性，但我们认为方向依旧会与政府近年思路一脉相承，即坚定争取产业换道超车，所以支持的立场、力度和侧重点会一如既往（重点支持高续航里程 BEV）。以典型 A 级车为例，我们进行了悲观、中性、乐观三种情形的预期，最差的情况是 2019 年补贴政策退 30%且不区分档位、电池降价仅 10%、而车企还贸然提高 100km 续航里程，这种情形下，不考虑其它情况，我们认为每台车型车企将较 2018 年少赚 1.5 万元。这 1.5 万元，经由其它零部件再消化少部分压力后，剩下的能够由车企承担。而这种情况目前我们认为发生几率较小，即便补贴和电池成本兑现，车企也不太会贸然提里程，反过来较大概率实现的，可能是我们的中性预期。无论是哪种情形，压力都不太可能传导到售价端。

表 4：2019 年补贴政策大概率对新能源车型定价冲击不大

参数	计算								
悲观假设									
补贴政策	补贴全面退坡 30%，不分档位								
电池成本	单价降 10%								
年份	2018			2019 不提续航里程			2019 提升续航里程		
续航里程 (km)	400	450	500	400	450	500	500	550	600
电量 (kWh)	52	59	65	52	59	65	65	72	78
国补 (万元/辆)	5.0	5.0	5.0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
电池单位成本 (元/Wh)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
电池总成本 (万元/辆)	6.8	7.6	8.5	6.1	6.8	7.6	7.6	8.4	9.1
国补-电池总成本 (万元)	-1.8	-2.6	-3.5	-2.6	-3.3	-4.1	-4.1	-4.9	-5.6
差额变化 (多盈利, 万元)				-0.8	-0.7	-0.7	-1.5	-1.5	-1.5
中性假设									
补贴政策	最高补贴额不变，续航里程标准提升 100km								
电池成本	单价降 10%								
年份	2018			2019					
续航里程 (km)	400	450	500	500	550	600			
电量 (kWh)	52	59	65	65	72	78			
国补 (万元/辆)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0			
电池单位成本 (元/Wh)	1.3	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0			
电池总成本 (万元/辆)	6.8	7.6	8.5	6.8	7.4	8.1			
国补-电池总成本 (万元)	-1.8	-2.6	-3.5	-1.8	-2.4	-3.1			
差额变化 (多盈利, 万元)				0	0.2	0.3			

乐观假设

补贴政策 最高补贴额不变，续驶里程标准提升 50km

电池成本 单价降 30%

年份	2018			2019		
	续驶里程 (km)	400	450	500	450	500
电量 (kWh)	52	59	65	59	65	72
国补 (万元/辆)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
电池单位成本 (元/Wh)	1.3	1.3	1.3	0.9	0.9	0.9
电池总成本 (万元/辆)	6.8	7.6	8.5	5.3	5.9	6.5
国补-电池总成本 (万元)	-1.8	-2.6	-3.5	-0.3	-0.9	-1.5
差额变化 (多盈利, 万元)				1.4	1.7	1.9

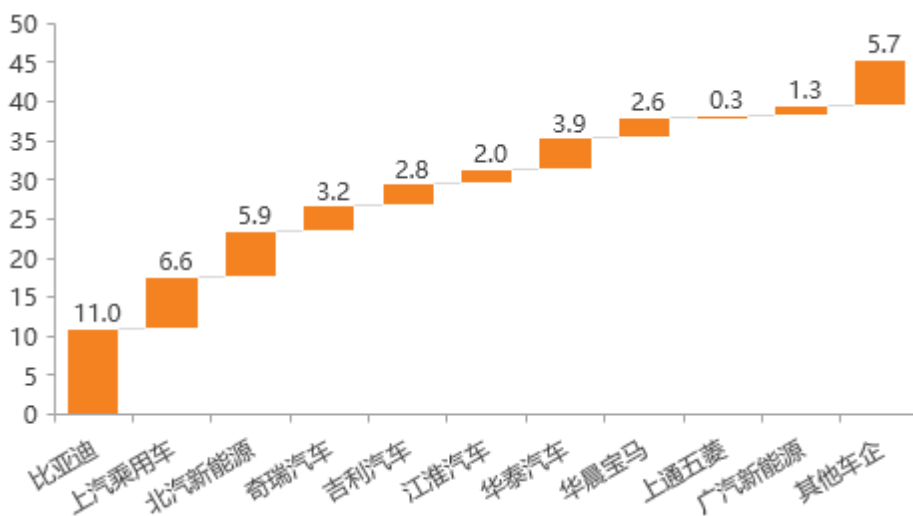
资料来源：统计局、天风证券研究所

2.2.2. 品质升级推高性价比

其次产品品质，竞相推陈出新的局面不会变，性价比持续提升。补贴政策正式发布前，全面披露 2019 年新能源新车规划的车企还较少，总量上无法和 2018 年做直接比较。但从近年车企表态、前期投入、车型投放三个角度来看，伴随补贴政策升级，每一年的新车投放无论在量上还是质上都会只强不弱，否则车企来不及转型、或者前期投入变成沉没成本。结合上述对补贴-终端售价的分析，可以预见 2019 年产品继续保持较大幅度的性价比提升（如售价大致不变，续驶里程再提升 50-100km），市场空间还很大（渗透率低），那么需求曲线一定会继续右移，这是 2018 年已经发生并验证过的事情。

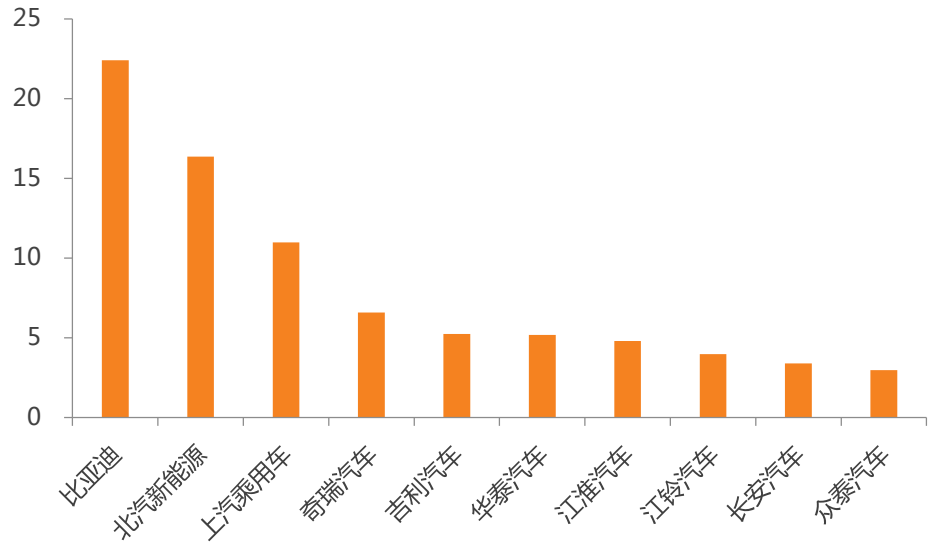
2019 年仍以自主为主，主力车企大致不变。2018 年市场增长，主力车企高度占据主导，其中前五名车企的贡献度分别就达到了 65%，前十名 87%。市场份额也是高度集中，前五和前十分别占据 61%和 81%的市场。值得一提的是，华晨宝马、广汽自主、蔚来汽车虽然总量未进前十，但增量排入前十；被挤出来的车企则是江铃、长安和众泰。根据合资车企的规划，2019 年仍不是它们大规模入场的时点。我们预计 2019 年行业大的竞争格局将保持相对稳定，前五车企继续保持产品和市场优势，但随新势力车企开始交付、后进传统主流车企开始发力、中低端车企逐渐受到挤压，五名以外的格局洗牌仍将持续。

图 18：2018 年分车企新能源新增销量（预计值，万辆）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 19：2018 年新能源乘用车车企销量排名（预计值，万辆）

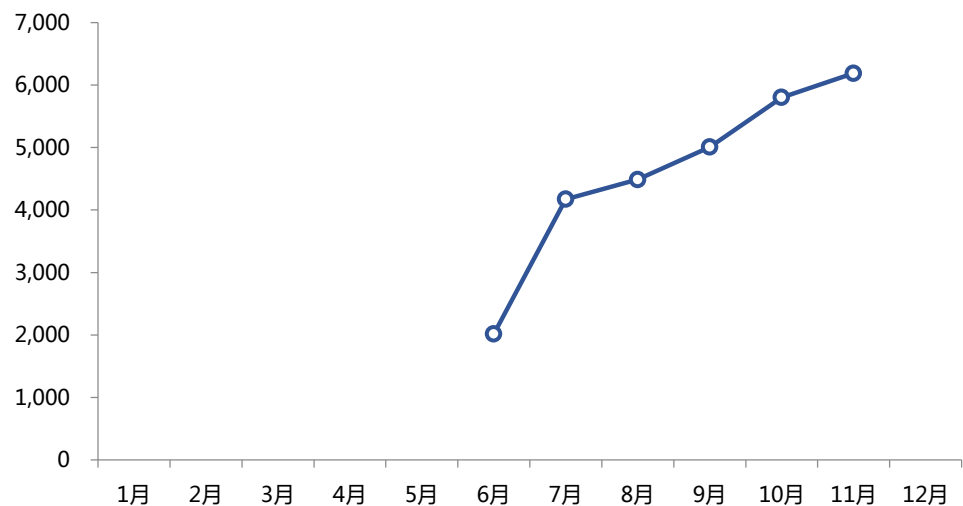


资料来源：乘联会、天风证券研究所

2.2.3. 继续平价 BEV 和高端车双主线

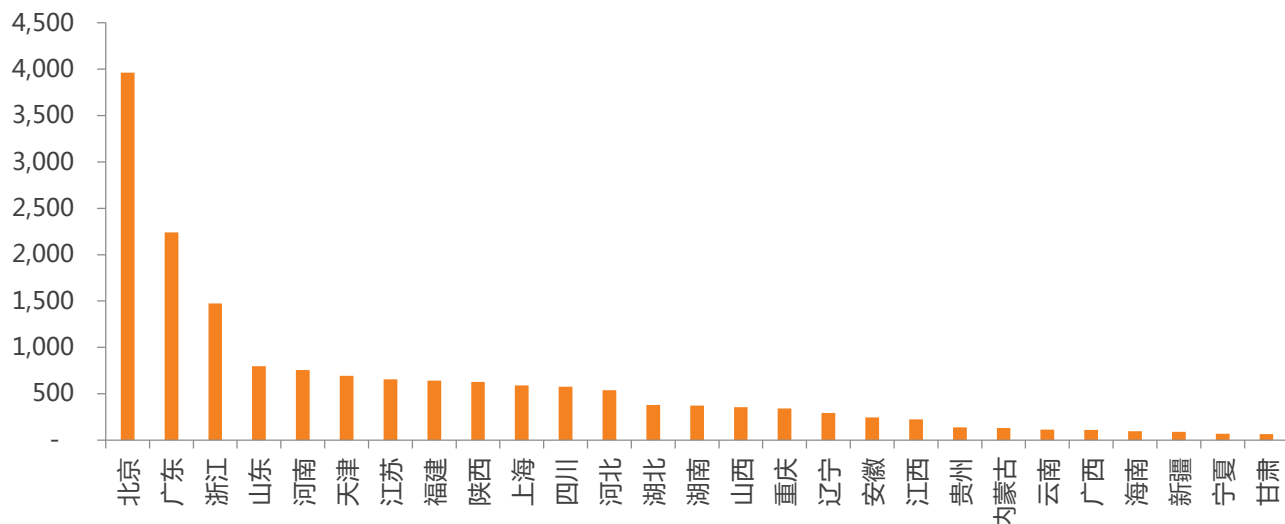
2018 年最显著的市场特征之一就是平价 BEV 进入市场。这其中包括比亚迪元 EV、北汽 EX360、长安 CS15EV、奇瑞 3xeBEV 等，目标 1/2 线城市购车预算较低的消费人群（我们估计月收入五千元左右）。这类车型价格集中在 8-12 万元，定价并不高，终端到手价较对应油车费 2-4 万元不等，但通过全生命周期的电动经济性能能够省回。这类车型之前不是车企主要发力的方向，但 18 年推出之后就很快打入市场。以比亚迪元 EV 为标杆，上市后销量迅速突破 5 千辆，并且销售地域分布相对均匀，非限购省区累计占比已经超过 59%。这类车型体现了新能源车成为主力代步工具的本质要求——性价比。我们认为 2019 年这一块市场的竞争将更加激烈，车企在定价上会有更多考量，将进一步撬动终端市场。

图 20：比亚迪元 EV 月度销量（辆）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

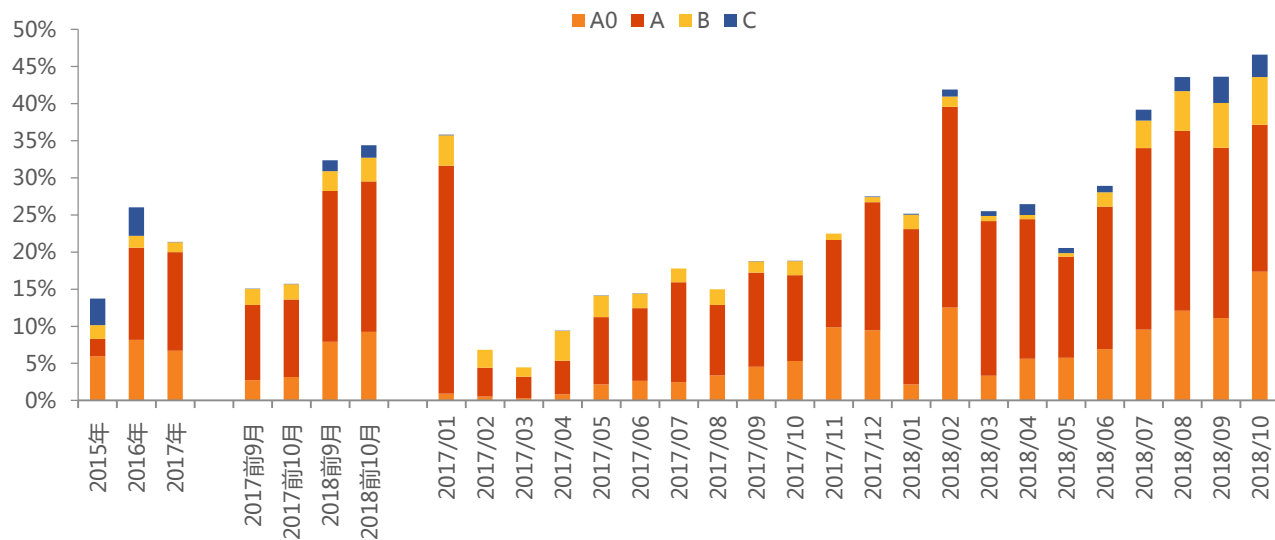
图 21：比亚迪元 EV 2018 年前 10 月注册量区域分布（辆）



资料来源：银保监会、天风证券研究所

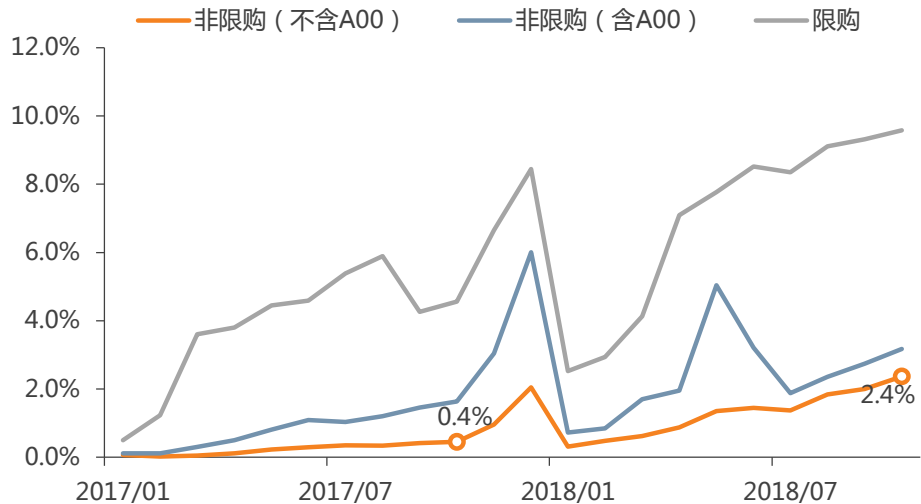
A0-A 级车将加速撬动非限购地区个人需求，渗透率曲线抬升。平价 BEV 叠加 A 级 BEV 和 PHEV 的升级换代，在最终的结果上明显提升了非限购地区 A0 级以上车型注册量占比，18 年 10 月已达 47%，较去年同期提升 28 个百分点，前 10 月受上半年 A00 级冲量影响但累计也大幅提升了 19 个点。这个比例按乘联会批发数据来换算，10 月单月非限购地区 A0 级以上车型带来的增量就有接近 3.4 万辆。从渗透率角度来看，18 年相较 17 年是质的突破，非限购地区非 A00 级新能源前 10 月累计渗透率直接从 0.2% 提升到了 1.3%，且逐月递增，10 月单月达到 2.4%。

图 22：2015-2018 年剔除北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比（交强险注册量，不含 A00 级）



资料来源：银保监会、天风证券研究所

图 23：分区域新能源车月度渗透率（交强险注册量）



资料来源：银保监会、天风证券研究所

预计 2019 年非限购 A0 级以上需求增量达到 40 万辆。这种撬动只是刚刚开始，结合前述分析，渗透率曲线将越来越陡峭，即增量越来越大。那么从这个角度来讲，我们可以通过 18 年的增量来大致估算 19 年的增量。取补贴正式期 7-10 月非限购 A0 级以上新能源车的月均增量（交强险占比 × 乘联会批发）3.1 万辆作为基准，假设补贴政策没有出现超/低预期的情况，那么 2019 年我们有信心看到非限购地区非 A00 级车型月均增长 3 万辆甚至更高，按 3 万-4 万辆来看，全年合计就有 36-48 万增量。2018 年我们中性预计该领域增量在 40 万辆左右，其中 BEV 30 万辆，PHEV 10 万辆，乐观预期总量则超过 50 万辆。

表 5：非限购地区 A0 级以上车型增量测算（%，辆）（不含广东省）

		2017-07	2017-08	2017-09	2017-10	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	7-10月平均
交强险注册量	BEV 占比	9%	8%	11%	12%	26%	31%	32%	35%	
	PHEV 占比	8%	7%	7%	7%	13%	13%	12%	12%	
乘联会批发销量	行业总量	43,117	52,744	58,217	64,931	70,835	84,226	98,667	119,793	
	BEV 销量	4,061	4,048	6,657	7,793	18,223	26,090	31,184	41,731	
	PHEV 销量	3,614	3,867	4,273	4,460	9,532	10,620	11,874	14,078	
	BEV 增量					14,162	22,042	24,527	33,938	23,667
	PHEV 增量					5,918	6,753	7,601	9,618	7,472

资料来源：银保监会、乘联会、天风证券研究所

另一个显著特征是中高端车型下半年开始贡献增量。过去两年北上广深消费者往往遇到的实质问题是，想买一台较好的（比如 20 万元以上的）新能源车，但基本无车可选。今年 C 级 BEV 方面出现了全新车型蔚来 ES8，上市之后到目前月销已经突破 3,000 辆的量级。B 级 PHEV 比亚迪唐带来了新能源车销量的新高度，9-11 月销量都超过了 6,000 辆，成为中国市场上有史以来最畅销的非 A00 级新能源车型。在蔚来 ES8、比亚迪唐、宝马 5 系（以及 4 季度上市的上汽荣威 Marvel X）等车型的带动 B/C 级车占比从下半年开始提升。

表 6：北京、上海、广东各燃料级别新能源车占比（累计，交强险）

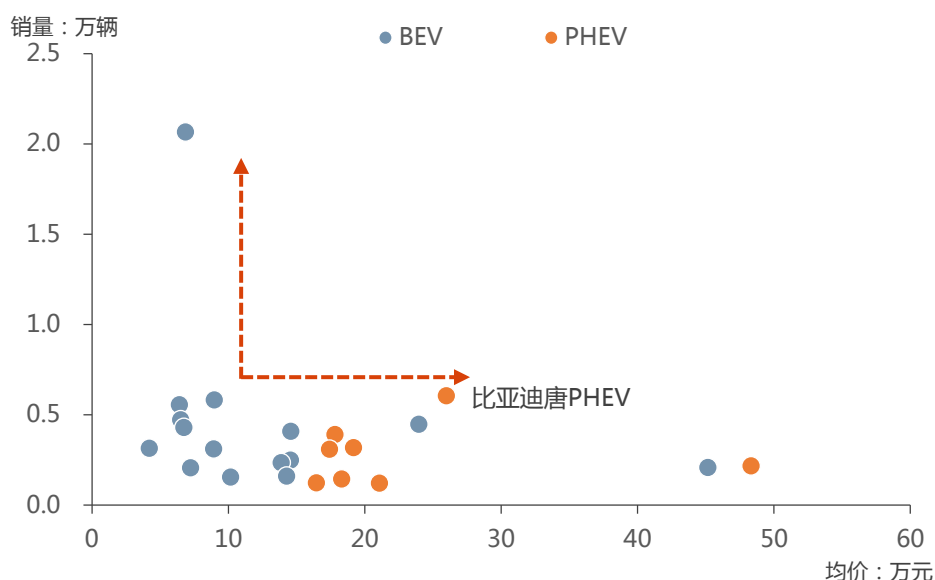
		A00	A0	A		B		C		总计
		BEV	BEV	BEV	PHEV	BEV	PHEV	BEV	PHEV	
北京	10M18	2%	6%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	19%
	10M17	12%	5%	25%	0%	1%	0%	0%	0%	42%
广东	10M18	4%	4%	17%	23%	0%	5%	0%	1%	55%
	10M17	8%	1%	6%	9%	0%	3%	0%	0%	26%

上海	10M18	2%	1%	2%	16%	0%	3%	1%	1%	26%
	10M17	7%	1%	1%	18%	0%	5%	0%	0%	31%
总计	10M18	8%	10%	29%	40%	1%	9%	1%	2%	100%
	10M17	27%	6%	31%	27%	1%	8%	0%	0%	100%

资料来源：银保监会、天风证券研究所

总体来看高端车供给仍处于紧缺状态，市场扩增有空间。我们选择了 10 月销量 1,000 辆以上的车型按终端定价均价（补贴后消费者到手价，最高和最低简单平均）绘制了下图，可以看到，主力新能源车仍集中在左侧，即价格偏低，销量中枢靠下。比亚迪唐 PHEV 之所以独立在右侧，就是因为在当前需求面临释放的时点，在这样一个空白的价位推出了一款满足市场需求的产品。从相对较高的市场定价和积极的市场销量情况来看，也能侧面印证供需失衡的状态。这种情况不是所有车企都能提前预计到的，我们认为 2019 年这种状态还将延续，2020 年该市场竞争可能会显著加剧，但在 2019 年高端车市场空白红利仍将加速释放，消费能力更强的北上广深总销量仍有较大上探空间，尤其新能源车牌照数目暂无限制的上海和深圳。

图 24：主流在售 A0 及以上级别新能源车型价格及销量分布（万元、万辆）



资料来源：乘联会、汽车之家、天风证券研究所

注：均价取消费者终端售价（考虑补贴后）最高和最低价平均值，销量为 10 月销量。

表 7：中高端新能源车呈现出显著的高定价优势

车企	比亚迪		吉利		上汽		
	唐 PHEV	唐燃油	博瑞 PHEV	博瑞 MHEV	荣威 Marvel X	荣威 RX8	
车型	唐 PHEV	唐燃油	博瑞 PHEV	博瑞 MHEV	荣威 Marvel X	荣威 RX8	
燃料	PHEV	燃油	PHEV	燃油	BEV	燃油	
终端售价 (万元)	下限	24	13	17	14	27	17
	上限	28	17	20	18	31	25
补贴 (万元)	2.2	-	2.2	-	6.1	-	
实际指导价 (万元)	下限	26	13	19	14	33	17
	上限	30	17	22	18	37	25
实际指导价差 (万元)	下限	13.2		4.2		11.8	
	上限	13.2		4.2		11.8	
电量 (kWh)	22.8		11.3		52.5		

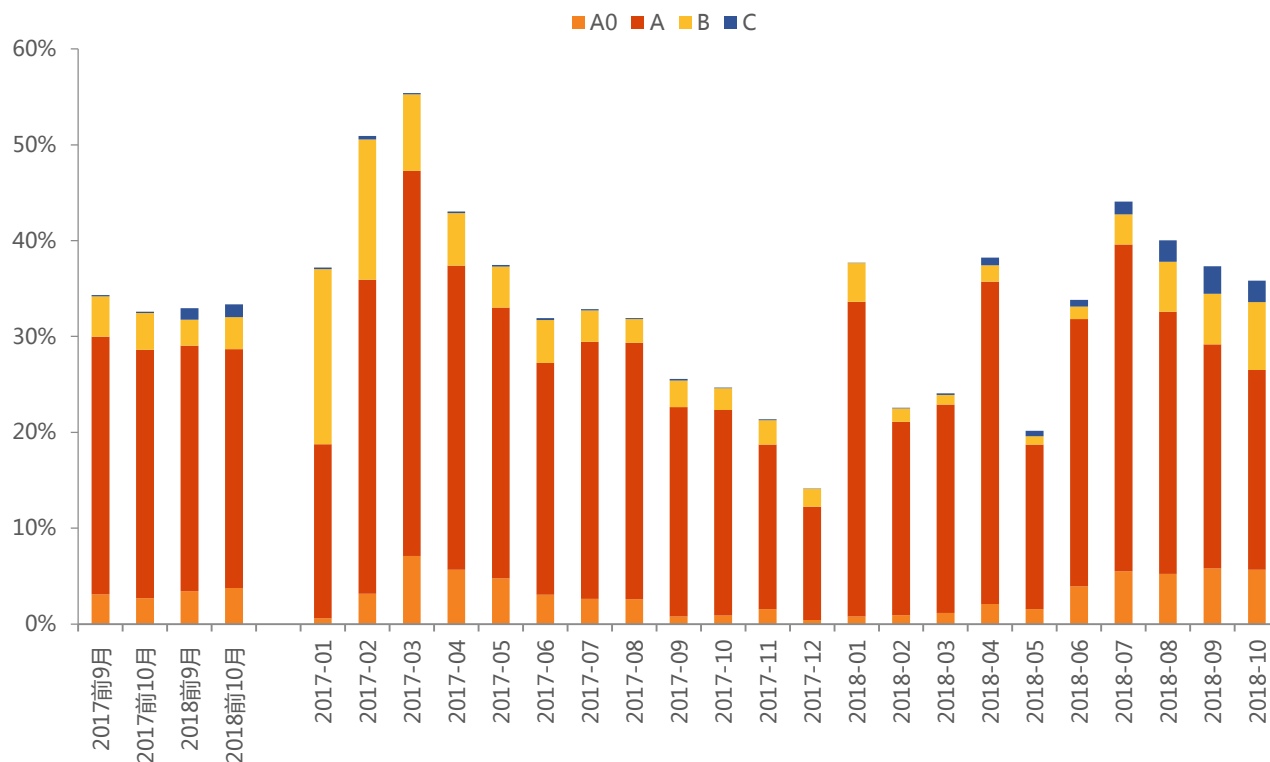
电池成本 (万元)	2.7		1.4		6.3	
近 3 月月均销量 (辆)	5,700	4,480	1,759	2,605	预售中	1,228

资料来源：汽车之家、车企官网、乘联会、天风证券研究所

注：

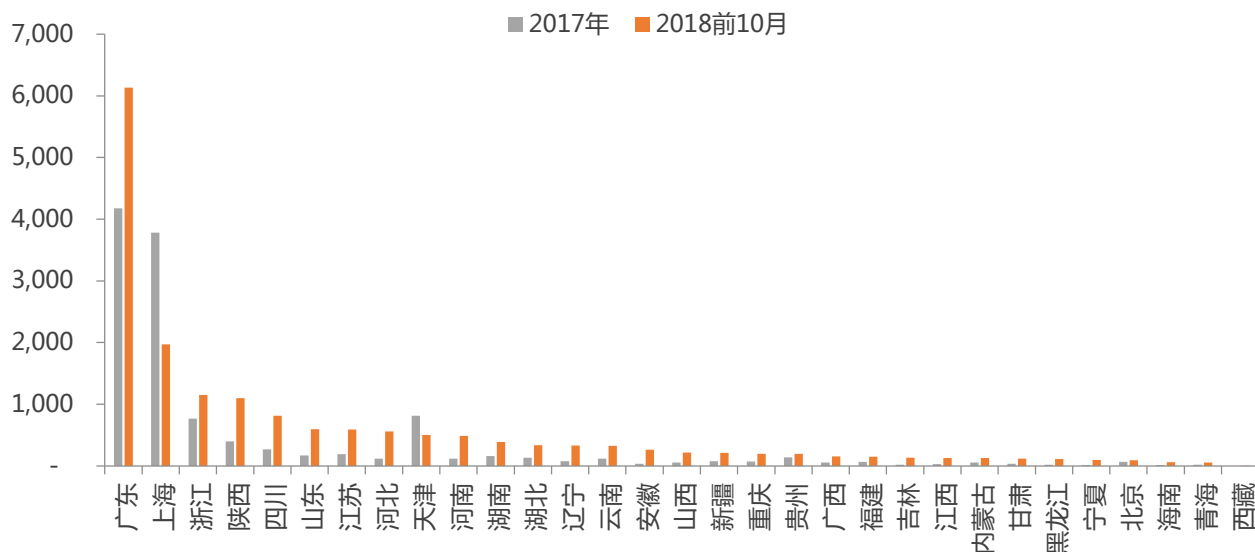
- 1、电池成本统一按 1.2 元/Wh 估算；
- 2、补贴不考虑地补；
- 3、实际指导价是可以直接反推出厂价的价格（扣除税、渠道利润、其它过程费用等）。

图 25：2015-2018 年北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比（交强险注册量，不含 A00 级）



资料来源：银保监会、天风证券研究所

图 26：2018 年比亚迪唐 PHEV 在广东、上海以外省市也出现了明显增量（辆，交强险）



资料来源：银保监会、天风证券研究所

注：2018 年新款唐 PHEV 上市时间较短，交付量相对较小，可能存在一定分布偏差。

预计限购城市需求旺盛。从 18 年 7-10 月来看，北京、上海、广东 A0 级以上 BEV 和 PHEV 销售增量分别在 1 万辆左右。展望 2019 年，北京销量被锁死为一年 6 万纯电动车。上海和深圳我们预计中高端新能源车销量尤其 PHEV 还将受到供给驱动而上升，同时也应考虑对之前在牌照驱动下折衷购买中低端车型的替代量。此外广东省其它城市预计也会受到供给升级（尤其比亚迪和广汽新能源）带来的需求拉动，情况类似于江苏、浙江等其它经济发达省份。总体上，我们中性预计在高端车型的拉动下，该三省市 2019 年 BEV 增量约 10 万辆，PHEV 增量约 5 万辆；乐观预期下分别还有 5 万辆的提升空间。

表 8：限购地区 A0 级以上车型增量测算（%，辆）（含广东省其它城市）

		2017-07	2017-08	2017-09	2017-10	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	7-10月平均
交强险	BEV 占比	20%	19%	9%	8%	21%	18%	20%	21%	
注册量	PHEV 占比	13%	13%	17%	17%	23%	22%	17%	15%	
乘联会	行业总量	43,117	52,744	58,217	64,931	70,835	84,226	98,667	119,793	
批发销量	BEV 销量	8,492	10,163	5,045	5,053	14,713	15,448	19,712	25,201	
	PHEV 销量	5,676	6,666	9,838	10,969	16,499	18,271	17,108	17,711	
	BEV 增量					6,221	5,286	14,667	20,148	11,580
	PHEV 增量					10,823	11,605	7,270	6,742	9,110

资料来源：银保监会、乘联会、天风证券研究所

A00 级车型继续替代低速电动车，预计 2019 年销量平稳或略增。A00 级车 2018 年表现实质也超预期了，超市场预期点主要在于去年是供给端套利逻辑，2018 年本以为受到补贴政策打击逻辑破坏，但没有预期到 A00 级通过提升续航里程做到终端价格稳定之后，反而加速在山东、河南等低速电动车大省实现销量增长，对低速电动车形成替代，成为更可靠的个人需求拉动。A00 级车型为保持定价优势（5 万元左右），电量/里程不能无限上升，在补贴政策标准提档的情况下，我们预计 A00 级车型电量还能再提升 50km 到 300km 左右，拿到和 2018 年相仿的补贴，电量的增加和电池单位成本的下降刚好对冲从而大致稳定。只要终端价格稳定，车企就不会放弃前期对该类车型的研发、产线投入（尤其北汽、五菱、江铃等车企），对低速电动车的替代就会持续。同时此前进入该市场进行套利的小车企在资金压力下继续退出。我们中性预计 2019 年 A00 级车销量与 2018 年大致持平，乐观预期增长 5 万辆左右。

表 9：2017-2018 年 A00 级新能源主力省份注册量及同比增速

地区	2017	10M17	10M18	同比增速
山东	5.1	2.0	3.6	80%
浙江	3.2	1.3	1.7	30%
河南	2.0	0.8	1.8	115%
天津	1.8	0.7	1.4	95%
广东	1.7	0.9	0.8	-13%
江苏	1.5	0.5	0.6	19%
江西	1.5	0.5	1.0	96%
湖南	1.4	0.6	0.7	11%
北京	1.4	1.2	0.4	-70%
上海	1.3	0.7	0.4	-38%
其他	7.8	3.0	4.5	51%
总计	28.6	12.3	16.8	37%

资料来源：银保监会、天风证券研究所

预计 2019 年新能源乘用车销量 157 万辆，同比增长 55%。基于对 2019 年补贴政策车型品质提升、限购/非限购新能源车需求的分析，我们预计 2019 年 A00 级 BEV 在低速电动车需求替代下实现 36 万销量，同比大致稳定；A0-A 级 BEV 销量受到非限购城市需求释放推动，B-C 级销量受到限购城市需求推动，合计达到 79 万辆，同比增长 108%；A-C 级 PHEV 需求在限购和非限购城市继续提升，尤其 B/C 级在限购城市继续走量，合计销售 42 万辆，同比增长 55%。

表 10：2019 年新能源乘用车销量预测（万辆）

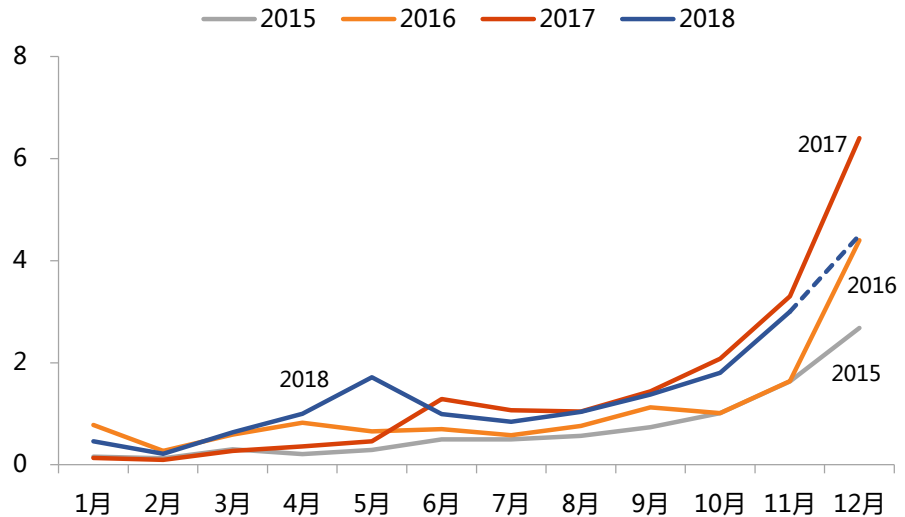
燃料	级别	2016	2017	2018E	2019E			2020E
		销量	销量	销量	销量	增量	备注	销量
BEV	A00	11	30	36	36	0	驱动力为主流车企车型对低速电动车的替代，负面影响为原先落后产能退出	37
	A0	4	3	11	19	8	核心驱动力为非限购省区个人需求的加速释放（供给刺激）	30
	A	9	11	25	43	19		77
	B	0	0	2	12	10	核心驱动力为限购城市的中高端个人需求释放	21
	C	-	-	1	5	4		9
	合计	25	45	74	115	41		173
PHEV	A	4	9	19	27	8	需求相对均匀提升，中高端主要受到比亚迪唐、大众途观 L 等车型拉动	27
	B	4	2	6	12	7		23
	C	0	0	2	3	1		7
	合计	8	11	27	42	15		57
乘用车合计	33	56	101	157	56	-	230	

资料来源：乘联会、天风证券研究所

2.2.4. 客车现金流缓解、专用车存在不确定

2018 年客车符合预期，专用车低于预期。由于补贴缓冲期的设置，客车需求部分被前置到上半年，下半年叠加地方财政吃紧，销售较往年平淡；而专用车补贴标准无论缓冲期还是正式期，退坡幅度都很大，明显受到了政策的打压，对产业链现金流损伤很大，行业套利的供给逻辑消失，需求逻辑受到去化 2017 年库存和新车型有限的影响。总体来看，中汽协口径商用车 2018 年前 11 月销量 13.1 万辆，同比增长 13%，我们预计全年 17.6 万辆，同比-2%。2019 年补贴标准将进一步退坡，幅度和细则有待最终政策敲定。

图 27：新能源商用车月度销量（万辆）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

注：2018 年 12 月为预期值

2019 年客车平稳但现金流压力有望缓解，专用车销量存在不确定性。如果客车延续 2018 年度的思路和趋势，我们预计 2019 年新能源客车市场继续保持平稳，销量和 18 年大致相当。同时需要注意的是，由于连续 3 年大幅退坡，新能源客车 19 年单车补贴额将远远小于 2015、2016 年水平，同时 2017 年以来补贴如果持续正常发放，2019 年客车企业应收账款进而现金流压力会小于之前。专用车补贴标准如果保持和客车相对一致的退坡幅度（对专用车而言，压力依然较大），我们预计销量能上升至至少 5 万辆，但这取决于最终政策，虽然我们预计大概率不会连续两年强力打压（18 年销量疲软，很多专用车厂、小电池厂逐渐退出市场），但政策仍存在不确定性。补贴政策正式推出前，我们的中性预期是新能源商用车总销量有望达到 23 万辆，同比增长 31%。

图 28：以宇通为例，2019 年应收账款带来的经营活动现金流压力有望大幅缓解

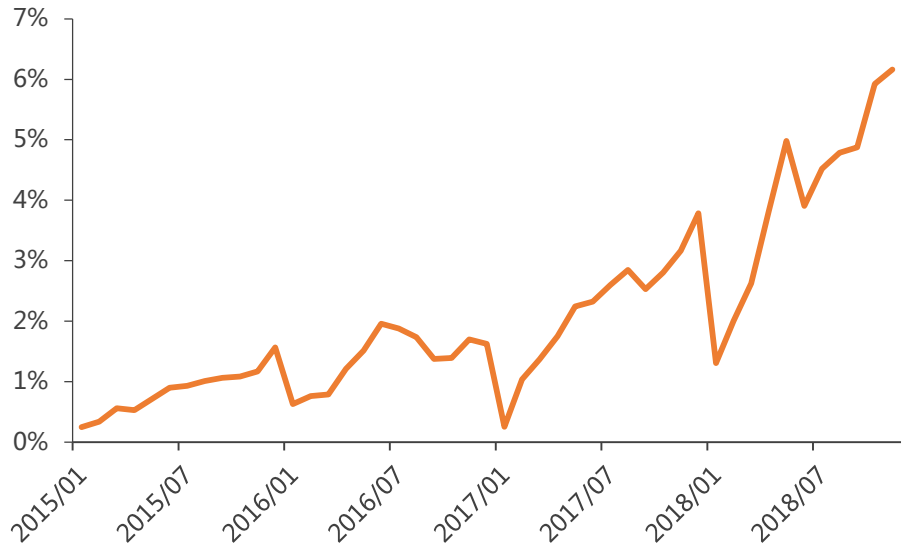
宇通客车	应收账款中的补贴 (亿元)	计提坏账准备 (亿元)	计提平均比例	影响经营现金流 (亿元)	当期经营现金流净值 (亿元)	收到补贴 (亿元)	形成补贴 (亿元)	新能源客车销量 (辆)	对应补贴测算 (亿元)	补贴标准 (万元/辆)		
2016-06	60	3.0	5.0%	-27	-19	-	27	7,500	19	30	25	40
2016-12	102	5.2	5.1%	-69	35	31	73	26,862	77	107		
2017-06	100	6.2	6.1%	1	-45	7	6	2,964	6	9	20	30
2017-12	116	9.0	7.8%	-14	-17	-	47	25,441	51	76		
2018-06	104	7.7	7.4%	12	-12	59	15	8,765	12	18	14	21
2018-12E	96			19		33	25	21,000	28	43	12	18
2019-12E	64			33		50	17	22,000	20	30	8	13
2020-12E	25			38		50	12	23,000	15	22	6	9

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 中长期看燃油车已见顶

需要关注到产业趋势加速已经推动新能源车渗透进入拐点。到 18 年 11 月，新能源乘用车的渗透率（在所有狭义乘用车中）已经 6.2%，同比提升 3 个百分点，且 18 年以来，新能源车渗透率提升趋势非常陡峭，核心在于行业持续受益于技术提升、产品理念完善和政策扶持，18 年大量上市的新车显著拉动了市场需求，非限购地区需求启动尤其明显。考虑非北上广地区市场大、新能源车启动晚，未来销量增长势头将非常强劲。

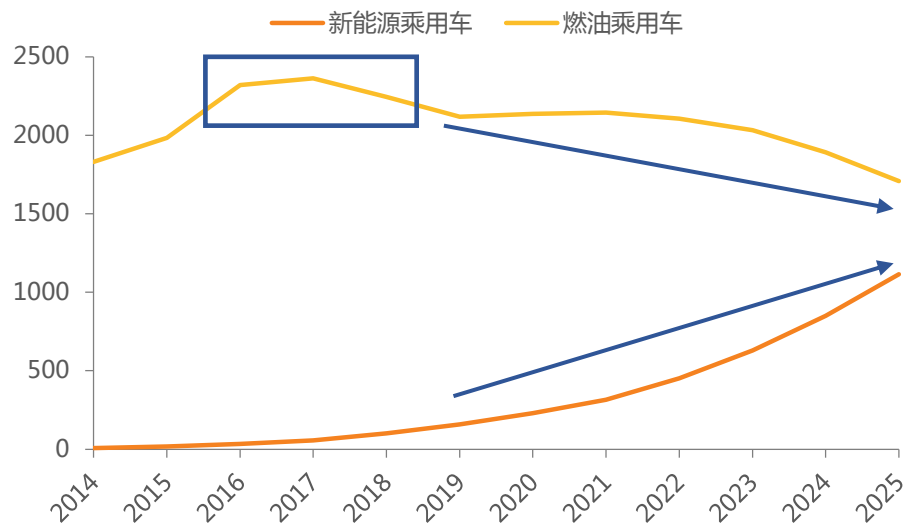
图 29：新能源乘用车月度批发销量渗透率（%）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

未来 5-10 年新能源车蓝海，燃油车消费见顶。 无论是中国还是全球，乘用车消费都已经进入缓慢增长的平台期，在总量有限的情况下，新能源车的强势崛起势必严重挤压传统燃油车市场。我们预计到 2025 年中国新能源乘用车销量将达到 1,114 万辆，2017-2025 年增长 1902%，8 年 CAGR 45%，假设乘用车（燃油+新能源）8 年 CAGR 为 2%，那么 2025 年燃油车销量将下降 26%到 1,709 万辆，为 2017 年的 3/4 不到，2017 年即为燃油车销量的历史顶点。全球范围亦然，假设未来 8 年乘用车销量 CAGR 为 0%，那么 2016 年即为燃油车的销量顶部。在当下，新能源产能布局早的车企将享受领先优势，而不远的未来，布局不足的车企将面临严重的盈利冲击，甚至退出风险。

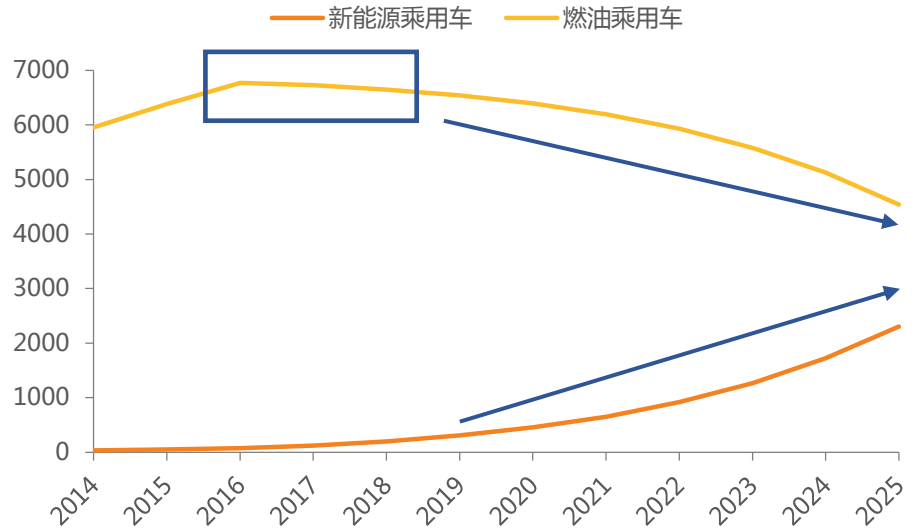
图 30：中国燃油与新能源乘用车市场测算（2014-2025 年）(单位：万辆)



资料来源：乘联会、天风证券研究所

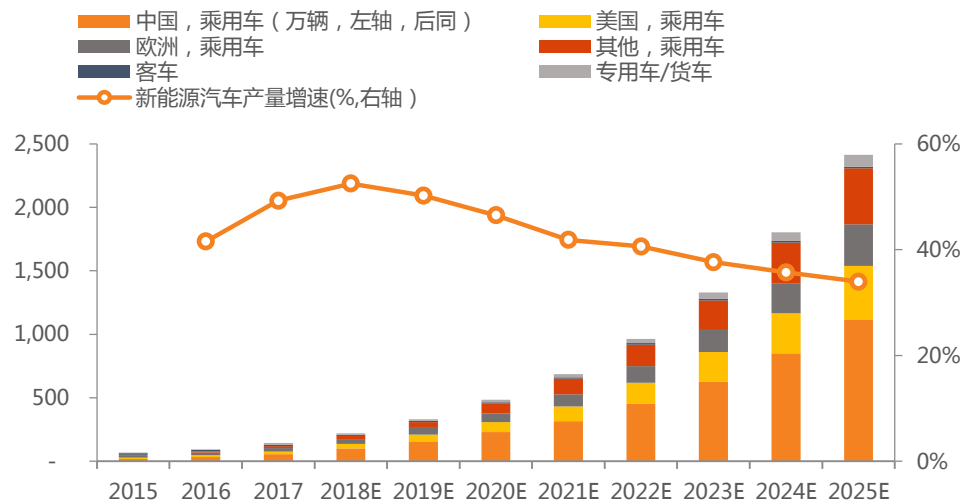
注：18-19 年预计乘用车市场表现较弱，对燃油车影响更显著。

图 31: 全球燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年)(单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、天风证券研究所

图 32: 全球燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年)



资料来源: 乘联会、节新网、EV Sales、天风证券研究所

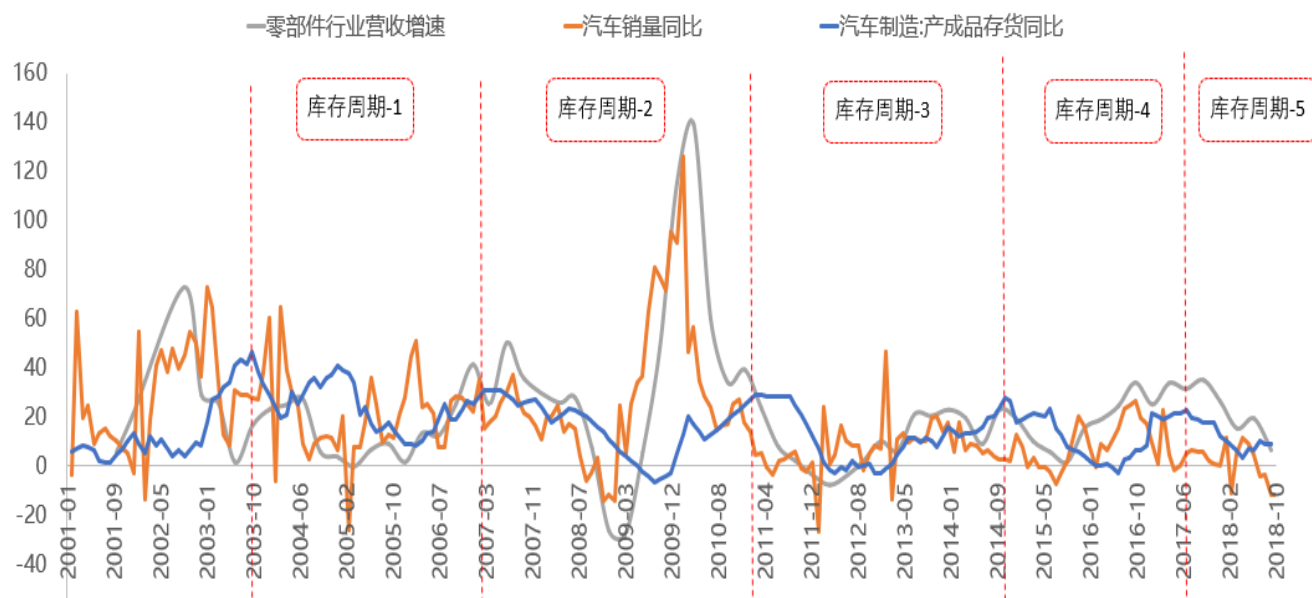
3. 零部件：传统等待转暖 新能源发力正酣

目前传统汽车行业正处于去库存周期，预计 18Q4 至 19Q2 零部件板块也将跟随下游经受利润率和销量下滑的双重压力。但经历 2018 年估值大幅下行，具备 10-15 倍 PE 和 20% 以上增长潜力、PEG 低于 1 的优质零部件个股大面积出现。去库存周期后期和中美争端逐步明朗都意味盈利低谷探明，板块估值有望于 19 年二季度末跟随盈利反转而回升。新能源汽车零部件方面，在下游新一轮“三年十倍”的高速发展中，驱动电机电控、动力电池、车载充电机、热管理、轻量化、汽车电子（HMI、ADAS 等）等模块进入快速上升通道，高端链条的核心龙头公司快速发展，业绩增长空间大。

3.1. 传统零部件：双端承压 优中选优

行业正处于去库存周期，零部件企业双头承压。如下图所示，我们认为库存周期约为 3-4 年。若假设 2003Q4 至 2007Q1 为第一个周期，持续时间约为 3 年半；则随后第二个周期持续时间约为 4 年，至 2011Q2 结束；第三个周期约为 3 年半，至 2014Q3 结束；第四个周期持续时间约为 3 年，至 2017Q2 结束。如今汽车行业正处于新一轮去库存周期，且正逐步触底，零部件行业营收增速也随之下行。我们预计未来 2 个季度（2019Q1-Q2）行业将继续处于去库存周期，零部件企业业绩增速将承受下游销量疲软与车企大幅年降的双重压力。但是我们预计随行业出清和库存压力逐步释放，2 季度末投资时钟的指针有望由“主动去库存”转为“被动去库存”，行业有望拐点向上。

图 33：汽车库存周期与零部件行业营收增速（单位：%）

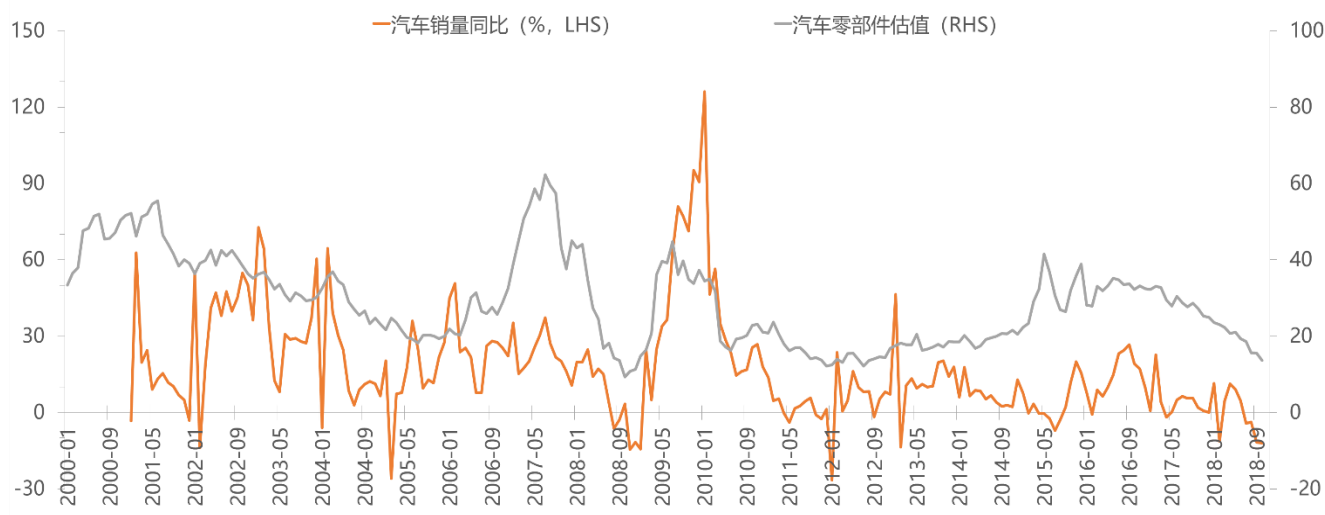


资料来源：中国汽车工业协会、国家统计局、天风证券研究所

注：由于潍柴动力 2007 年上市致使 2007 年四季度零部件行业整体营收同比大幅增长 286.6%，此表中将该值予以剔除。

行业估值至历史低位，有望随行业回升。行业估值一直以来都是行业增速的先行指标。从 2016 年末开始，汽车零部件行业估值中枢随汽车市场景气度预期逐步降至 14 倍，为历史低位。我们预计若无政策刺激的前提下，汽车零部件行业估值中枢将于未来两到三个季度继续承压，但有望随行业景气度恢复而回升。

图 34：汽车销量增速与零部件行业估值



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

零部件行业随下游出清，重铸行业格局。我们从零部件行业中剔除并购对业绩产生较大影响的个股、商用车客户占比居多的个股、因同期基数过小而不能反映真实增速的个股、以及被异常事件所影响的个股。从剩余的个股中选出最具代表性的 14 家公司。我们可以发现 18 年以来：**1) 优质客户带动业绩高增长：**主要客户为国际巨头（大众、丰田、奔驰、宝马、奥迪等）、造车新势力龙头（特斯拉、蔚来等）、或自主龙头（吉利、上汽乘用车等）的零部件企业业绩均能保持较快增速。**2) 行业出清，尾部主机厂竞争乏力：**而下游客户较为分散且未游客户较多的零部件供应商，业绩出现明显下滑。**此外，绑定国际一级供应商巨头或客户较为分散且质地较为不均的企业，业绩相对稳定但增速均有所回落。**

表 11：零部件供应商业绩分化

公司名称	主要客户	业绩增速						
		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
旭升股份	特斯拉、蔚来、宁德时代	0%	0%	-11%	-9%	3%	36%	90%
德尔股份	戴姆勒集团、奥迪、福特	15%	-8%	2%	100%	51%	60%	79%
星宇股份	一汽大众、一汽丰田、上汽大众	32%	31%	42%	34%	32%	33%	44%
广东鸿图	全球性客户	72%	270%	43%	11%	-2%	25%	27%
新泉股份	吉利、上汽乘用车、奇瑞	169%	114%	517%	91%	38%	42%	25%
精锻科技	大众、GKN 集团、格特拉克	34%	36%	30%	26%	16%	36%	23%
一汽富维	一汽大众、一汽轿车、一汽丰田	102%	40%	-33%	-24%	-23%	1%	17%
爱柯迪	法雷奥、博世、麦格纳	2%	-8%	-1%	-6%	11%	-3%	6%
华懋科技	延锋百利得、奥托立夫、比亚迪	5%	7%	-1%	11%	9%	34%	5%
宁波高发	上汽通用五菱、吉利、大众	56%	59%	38%	41%	36%	28%	-2%
新坐标	一汽大众、上汽通用五菱、长安	83%	119%	147%	44%	73%	-15%	-5%
钧达股份	海马汽车、东风日产	18%	-12%	11%	46%	13%	28%	-21%
奥联电子	众泰汽车、上汽大通、上汽通用五菱	26%	11%	40%	-10%	-8%	-3%	-62%
华阳集团	客户较散	0%	0%	1%	-30%	-92%	-87%	-62%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

传统零部件关注：优质客户结构+低 PEG。若二季度末下游景气度开始恢复，零部件择股方面，我们推荐绑定一线客户并且有高增长低估值的个股，如**新泉股份、岱美股份、中鼎股份、精锻科技**等。继续推荐内部管理改善、受行业景气度影响较小且业绩弹性较大的**均胜电子**。此外，建议关注：**一汽富维、广东鸿图**。

表 12：主要零部件企业客户结构与 PEG（截至 2019 年 1 月 8 日）

公司名称	主要产品	主要客户	归母净利润增速			PEG	
			18E	19E	20E	18E	19E
一汽富维	内外饰	一汽大众、一汽轿车、一汽丰田	8.7%	39.0%	22.4%	1.2	0.2
新泉股份*	内饰	吉利、上汽、北汽福田	33.4%	32.0%	24.6%	0.3	0.3
宁波华翔	内外饰	上汽大众、一汽大众、BMW	-12.4%	25.1%	20.3%	-0.8	0.3
广东鸿图	动力、传动系统 压铸件	全球性客户	30.4%	26.3%	16.9%	0.4	0.3
东睦股份	发动机及相关	博格华纳汽车零部件（宁波）、麦格纳动力总成（常州）、加西贝拉压缩机	22.2%	25.7%	23.7%	0.5	0.4
德尔股份	转向系统及相关	戴姆勒集团、奥迪、福特	67.0%	33.1%	26.5%	0.2	0.4
凌云股份	汽车管路系统	吉利、奇瑞、江铃	2.9%	21.7%	17.7%	3.8	0.4
岱美股份*	内饰	通用、福特、菲亚特克莱斯勒	18.2%	23.5%	26.4%	0.7	0.4
西泵股份	发动机及相关	上汽通用、一汽大众、上海大众	9.9%	17.7%	25.7%	1.4	0.6
信义玻璃	玻璃	全球性客户	15.0%	14.0%	17.8%	0.5	0.4
威唐工业	冲压模具	保时捷、特斯拉、奔驰	44.2%	35.2%	23.6%	0.5	0.5
敏实集团	内外饰	丰田、本田、日产	5.7%	19.5%	22.8%	2.0	0.5
万里扬*	传动系统及相 关	奇瑞、吉利、银翔	38.2%	25.8%	21.0%	0.4	0.5
星宇股份	汽车灯具	一汽大众、一汽丰田、上汽大众、奇瑞	31.1%	29.6%	26.2%	0.7	0.5
保隆科技	排气系统管件	大众、奥迪、丰田	4.7%	27.3%	21.5%	4.1	0.6
中鼎股份*	NVH	全球性客户	6.2%	16.0%	13.9%	1.7	0.6
新坐标*	发动机及相关	上汽通用五菱、神龙汽车、一汽大众	4.8%	27.9%	47.7%	4.2	0.6
湘油泵	油泵	福田康明斯、玉柴、潍柴动力	8.2%	20.7%	11.7%	1.7	0.6
天成自控	汽车座椅	徐工、卡特彼勒、龙工、上汽、众泰	20.4%	34.8%	35.8%	1.3	0.6
伯特利	汽车安全系统	长安汽车、奇瑞汽车、上汽通用	23.1%	31.7%	21.2%	1.0	0.6
爱柯迪	雨刮、发动机、 传动系统压铸 件	法雷奥、博世、麦格纳	8.6%	17.7%	17.4%	1.5	0.6
精锻科技*	传动系统及相 关	大众、通用全球、福特全球	20.4%	20.4%	29.3%	0.8	0.6
华懋科技	被动安全	延锋百利得、奥托立夫	13.6%	18.0%	16.1%	1.0	0.7
宁波高发*	变速、加速从控 系统相关	上汽通用五菱、吉利、上汽通用	17.5%	14.1%	13.2%	0.7	0.7
耐世特	转向系统及相 关	宝马、FCA、福特	9.4%	10.0%	10.9%	0.9	0.8
长鹰信质	电机	法雷奥、博世、电装	13.2%	19.2%	33.6%	1.3	0.8
旭升股份*	变速、传动系统 压铸件	特斯拉、蔚来、宁德时代	58.5%	48.2%	13.4%	0.6	0.6
天润曲轴	发动机及相关	潍柴、戴姆勒奔驰、卡特彼勒	8.9%	11.2%	6.2%	1.2	0.8
银轮股份*	热管理及相关	宁德时代、吉利、广汽	16.4%	16.7%	27.1%	1.0	0.9
三角轮胎	轮胎	中国重汽、中国一汽、东风汽车	-8.4%	19.9%	25.4%	-2.5	0.9
拓普集团*	NVH	吉利、上汽通用、通用北美	11.3%	12.9%	13.4%	1.2	0.9
贝斯特	涡轮增压器相 关	霍尼韦尔、康明斯（中国）、博世马勒	6.5%	16.1%	18.6%	2.8	1.0
日上集团	载重车轮	中集、中策、美国蓝鸟	30.2%	20.8%	25.0%	0.8	1.0

英搏尔	电机控制器	众泰、康迪、北汽新能源	2.8%	25.4%	31.9%	11.4	1.0
世纪华通	热管理及相关	上海大众、上海通用、一汽集团	37.9%	31.2%	16.0%	1.1	1.1
中国动力	发动机及相关	奔驰、宝马、吉利	18.6%	17.6%	20.2%	1.1	1.1
继峰股份*	汽车座椅及相关	大众、吉利	3.8%	11.8%	16.6%	4.4	1.2
威孚高科*	发动机及相关	潍柴、锡柴	6.5%	4.9%	13.1%	1.0	1.3
潍柴动力*	发动机及相关	陕重汽、一汽解放	10.9%	5.6%	7.6%	0.7	1.3
欣锐科技	车载电源相关	北汽新能源、江淮新能源、吉利	16.9%	22.4%	39.7%	2.2	1.3
福耀玻璃	汽车玻璃	全球性客户（前三为丰田、大众、通用汽车）	30.0%	8.7%	11.8%	0.4	1.4
万向钱潮	转向系统及相关	上汽通用五菱、青山控股集团、universal international logistics INC	-10.9%	10.7%	19.9%	-1.7	1.6
万丰奥威	轮毂	通用、大众、奇瑞	11.3%	9.2%	7.3%	1.5	1.7
均胜电子*	汽车电子	宝马、戴姆勒、大众	237.4%	8.2%	29.0%	0.1	1.8

资料来源：wind、天风证券研究所

注：*为天风证券预期，其余选取 WIND 一致预期。

3.2. 新能源高端供应链：新机遇 高增长

此章节测算主要基于我们对 2018-2020 年高端新能源乘用车的预测，我们认为新能源高端乘用车销量有望迎“三年十倍”【详见我们 7 月份所发布的行业深度：《“补贴”结束，“高端”开启——新一轮三年十倍》】。我们预测新能源乘用车销量总量有望于 2020 年达 213 万辆，其中高端车型销量有望达 159 万辆，相较于 2017 年 13 万辆，3 年间增幅超 10 倍。而此期间随电动车迎新机遇的电池、电控、热管理、轻量化、汽车电子等板块将迎业绩高速增长长期。

3.2.1. 板块新机遇，颠覆重置？

机械传动渐行渐远，电动颠覆传统。传统燃油汽车中，车身附件、动力系统、传动系统、电子系统成本占比超 80%。其中动力和传动系统成本占比近 40%，而该两大板块将随汽车新能源化被取代。此外，虽电子系统占比超 15%，但与智能网联、HMI 相关的音频处理、导航系统等成本占比仅为 2.4%，而线束、内外照明等传统电子电气占比高达 13%。

图 35：传统燃油汽车零部件成本占比

传统整车/100%						
传动系统 15.5%	动力系统 23.0%	冷却系统 5.1%	制动系统 3.1%	悬架、车轮 5.4%	电子系统 15.4%	车身及附件 29.8%
变速器 9.6%	发动机 18.3%	空调	机械零件	悬挂 3.4%	音频和远程信息处理 2.4%	车身玻璃 1.0%
轮轴、传动轴及组件 5.9%	燃油系统 2.6%	压缩机	制动钳	减震器	导航系统	车体结构 17.1%
离合器	排气装置 2.1%	冷凝器	制动盘	控制臂		
	发动机冷却	电动元件	车轮和轮胎 2.0%	电子电气 13.0%	被动安全 2.5%	
	风扇	执行器		线束	内饰 9.2%	
	散热器	传感器		仪表盘附件		
				内外照明		

资料来源：天风证券研究所估计

高端电动时代来临，新板块，新机遇。相较传统燃油车，电动汽车新增电池系统、电动电

驱系统、充电模块等系统，锂钴资源需求剧增；而热管理、轻量化、汽车电子等领域的成本占比均有不同程度的提升。细分来看，三电系统成本占比最高，约占整车成本 1/3；而热管理、铝合金轻量化、车载信息系统、ADAS 等配套成本远高于配套传统燃油车。

图 36：新能源汽车零部件成本占比

新能源整车/100%						
转向系统 0.8%	电池系统 21.4%	制动系统 1.5%	电驱动系统 11.7%	车轮、悬架 3.8%	电子系统 13.1%	车身及附件 12.1%
控制器	BMS 2.9% 热管理系统 2.8%	基础制动 0.5% 主、轮缸 制动盘	电机控制器 0.8% IGBT	轮胎	车身电子 4.2% 照明 空调	白车身5.1% 铝合金 3.5% 碳纤维
助力电机	电池单体 13.9%	电控制动 1.0%	驱动电机 1.8%	减震	环境感知 2.6%	内饰 3.6%
扭矩传感器	正极 3.1% 负极 1.0% 隔膜 1.4% 电解液 0.8%	ESP 电控助力	定子 0.6% 转子 0.4% 绕组 0.5% 轴承 0.4%		摄像头 3.0% 毫米波雷达 超声波传感器	外饰 2.2% 高压模块 4.5% 车载信息系统 4.0%

资料来源：天风证券研究所估计

图 37：新能源汽车零部件主要供应商

整车/100%						
转向系统 0.8%	电池系统 21.4%	制动系统 1.5%	电驱动系统 11.7%	车轮、悬架 3.8%	电子系统 13.1%	车身及附件 12.1%
控制器	BMS 2.9% 热管理系统 2.8%	基础制动 0.5% 主、轮缸 制动盘	电机控制器 0.8% IGBT	轮胎	车身电子 4.2% 照明 空调	白车身5.1% 铝合金 3.5% 碳纤维
助力电机	电池单体 13.9%	电控制动 1.0%	驱动电机 1.8%	减震	环境感知 2.6%	内饰 3.6%
扭矩传感器	正极 3.1% 负极 1.0% 隔膜 1.4% 电解液 0.8%	ESP 电控助力	定子 0.6% 转子 0.4% 绕组 0.5% 轴承 0.4%		摄像头 3.0% 毫米波雷达 超声波传感器	外饰 2.2% 高压模块 4.5% 车载信息系统 4.0%

三花智控、银轮股份、中鼎股份、奥特佳、松芝股份

旭升股份、敏实集团、科达利、爱柯迪、

电池：宁德时代、国轩高科
材料：杉杉股份、璞泰来、星源材质
上游：天齐锂业、华友钴业

舜宇光学、欧菲科技

欣锐科技、宏发股份、法拉电子、得润电子

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2.2. 五大板块个股业绩弹性测算

基于上文对新能源板块新机遇的结论，动力电池、电控、热管理、轻量化、汽车电子 5 大板块内的公司有望享有较大的业绩弹性，我们将板块内的部分优质公司进行业绩的弹性上限测算（即假设全部配套 159 万辆 A0 级及以上新能源汽车，且暂不考虑产能限制）。

1) **动力电池**：假设到 2020 年推出的高端新能源汽车平均续航里程达 400KM，则电池带电量约为 50KWH。根据宁德时代 2018 年半年报披露数据计算得，目前公司电池单价约为 1,100 元/KWH。我们预计随技术进步和成本下降，2020 年该值降至 1,000 元，则单车价值约为 50,000 元。最大业绩弹性可超 319%。

2) **电控**: 根据公司招股说明书数据计算, 欣锐科技非 A00 级车型配套单车价值约为 4,000 元, 最大业绩弹性可达 871%。

3) **热管理**: 三花智控热管理相关的主要产品包括电子膨胀阀、电子水泵、冷却板 Chiller 等, 银轮股份主要产品有冷凝器、热泵系统、Chiller 等, 根据中国产业信息网热管理系统的组件单价数据, 三花智控、银轮股份单车价值约为 1,900 元、1,700 元。中鼎股份 2017 年收购 TFH 后实现技术升级, 电池冷却系统单车价值达 1,200-2,000 元, 假设为 1,500 元。但三者由于业务较为多样化, 业绩弹性相对较小。

4) **轻量化**: 预计旭升配套 A0 级及以上车型的单车价值略低于 Model3, 约 2,000 元。2017 年广东鸿图铸件制造业营收和销量分别为 32.7 亿元、8.4 万吨, 根据中国产业信息网, 目前中国汽车平均用铝量为 105Kg/辆, 若以估算得到广东鸿图单车价值将超 4,100 元, 假设为 5,000 元。两者最大业绩弹性可达 346%、128%。

5) **汽车电子集成**: 均胜电子产品主要包括 HMI、BMS、ADAS 等。HMI 由于客户结构相比德赛西威较优, 假设均胜电子 HMI 平均单车价值约为 2,500。根据中国产业信息网, 新能源乘用车 BMS 单套价格约为 2,500 元。但由于公司业务体量较大, 业绩弹性相对较小, 最大业绩弹性约为 59%。

表 13: 新能源汽车优质零部件供应商弹性测算 (截至 2019 年 1 月 9 日)

公司	相关产品	主要客户	单车价值 (元)	128 万辆 (亿元) 营收	128 万辆 (亿元) 净利	17 年 (亿元) 营收	17 年 (亿元) 净利	业绩弹性	18 PE	19 PE	净利率
宁德时代	动力锂电池	上汽、吉利、宇通、北汽、广汽等	50,000	638.3	123.8	200.0	38.8	319%	49	39	19.4%
欣锐科技	车载充电机等	北汽、吉利、长安、宇通、金龙等	4,000	51.1	8.0	4.9	0.9	871%	37	30	15.6%
三花智控	汽车空调及新能源车热管理	特斯拉、通用、奔驰、大众、上汽等	1,900	24.3	3.2	95.8	12.5	25%	20	17	13.1%
中鼎股份	新能源热管理	全球性客户	1,500	19.1	1.9	117.7	11.5	16%	10	8	9.8%
银轮股份	新能源热管理	宁德时代、吉利、广汽、比亚迪等	1,700	21.7	1.7	43.2	3.4	50%	16	13	7.9%
旭升股份	铝合金压铸	特斯拉、宝马、宁德时代等	2,000	25.5	7.7	7.4	2.2	346%	39	27	30.1%
广东鸿图	铝合金压铸	全球性客户	5,000	63.8	4.4	50.0	3.4	128%	11	9	6.9%
均胜电子	HMI/BMS 等	大众、宝马、奔驰等全球性客户	5,000	156.0	4.4	266.1	7.4	59%	17	15	2.8%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

4. 重卡：掘金预期差

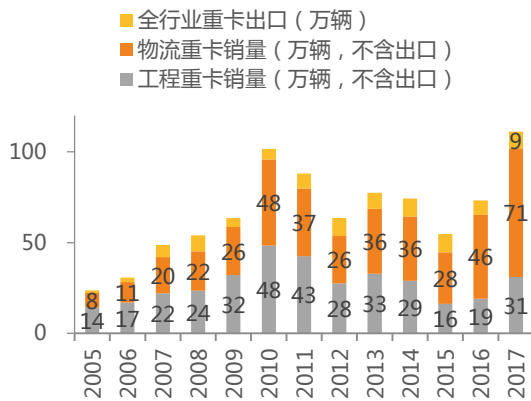
4.1. 19 年重卡行业预期差仍在

2018 年重卡行业的销量超出了市场预期，这一年随着对 2018 年行业销量的预期差逐步收窄，重卡优质标的潍柴动力、威孚高科和中国重汽的相对收益逐步兑现。在目前时间点看 2019 年，我们认为预期差仍然存在且较大，市场普遍预期 19 年行业销量将下行到 90 万辆左右，但我们通过保有量的模型测算，推导出 2019 年重卡行业销量仍然能够超过 100 万辆，重卡标的目前由于对 19 年的悲观预期压制的估值有望上行。

4.1.1. 物流重卡保有量持续增长

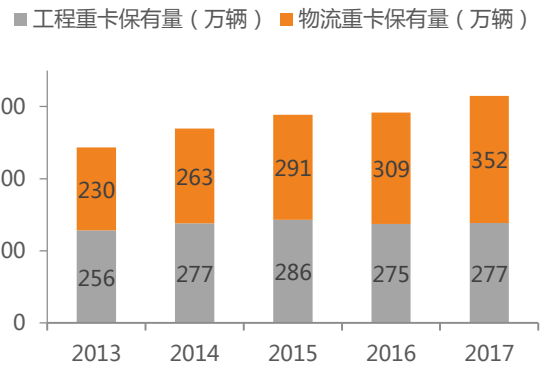
物流重卡保有量上升趋势明显，市场很多人认为重卡发展基本已经到达顶峰，保有量难以再有增长，重卡行业只会随着更新周期波动，客观地说，工程重卡确实符合这样的判断，但物流重卡保有量是在持续不断地上升的，换句话说，就是物流重卡是一直有着新增需求的。这一点也就是重卡行业的成长属性所在，随着行业保有量的增长，重卡行业的销量中枢能够不断上移，市场目前过度关注重卡行业的周期性，而没有看到重卡行业的长期成长性。

图 38：重卡分类历史销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

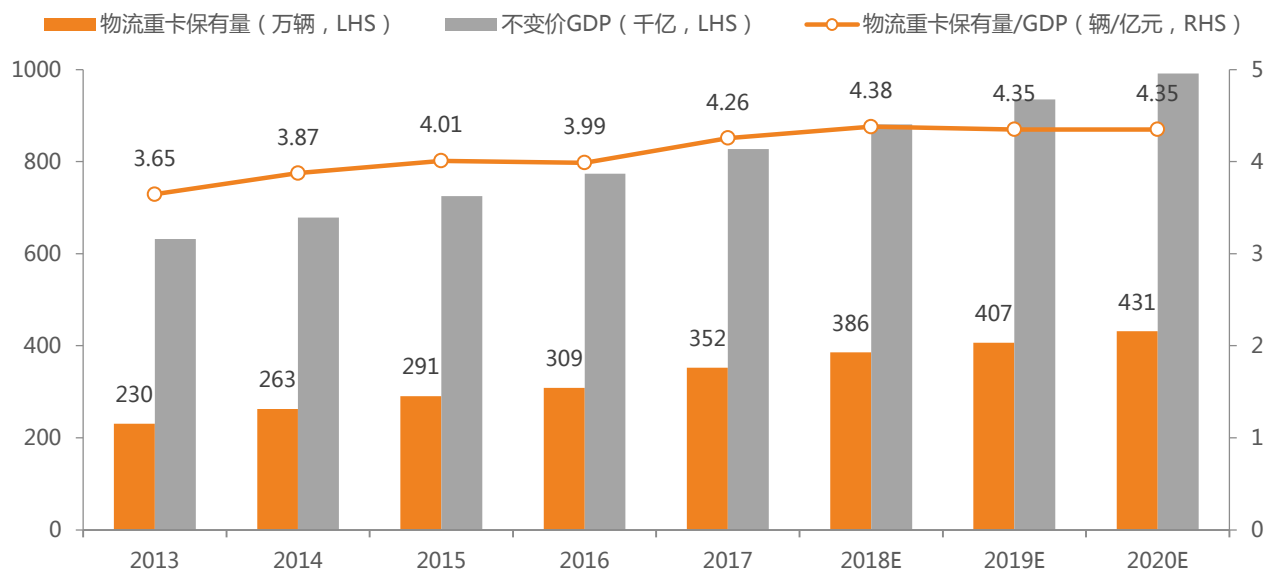
图 39：物流重卡和工程重卡历史保有量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

物流重卡的保有量与 GDP 走势非常接近，保有量随着 GDP 的增长而增长。物流重卡保有量/不变价 GDP（以 2017 年的 GDP 作为不变价的基础）的比值走势稳中有升，在 17 年有一次明显的大幅提高（超限超载治理带来的单车运力下降导致的），根据截止到目前的月度销量数据，我们预计 18 年该比值上升到 4.38，保守地估计之后两年该比值微降到 4.35。可以推算出 18-20 年的内销物流重卡销量分别为 60，69 和 62 万辆。

图 40：物流重卡保有量与 GDP 相关性

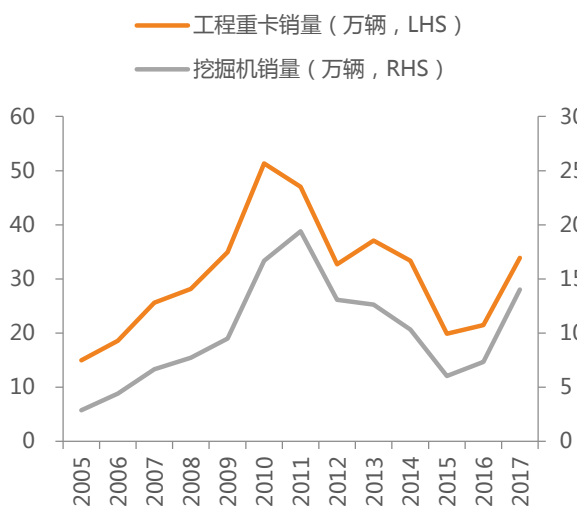


资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

4.1.2. 工程重卡周期性明显

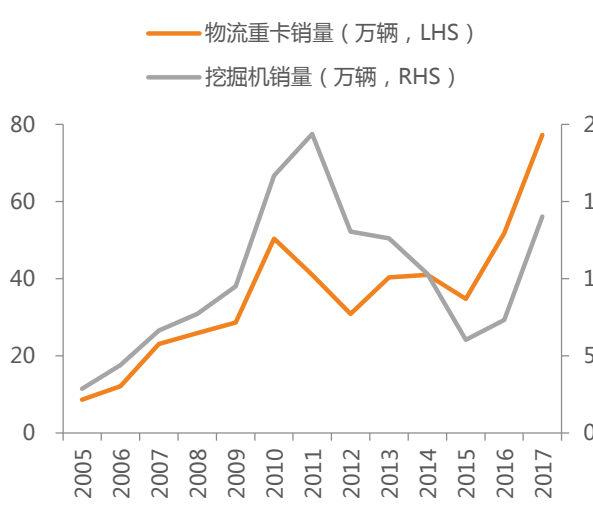
工程重卡跟挖掘机的销量走势更为接近，波动性也更大，而物流重卡的波动性相对较低。定量来看，工程重卡与挖掘机年度销量的可决系数为 0.88，相关性较高，而相较之下，物流重卡与挖掘机销量年销量的可决系数为 0.40，相关性较低，波动性也较小。因此在物流重卡销量占比提升的现在，重卡行业的波动性不会像 2008-2013 年时期那么大，行业出现断崖式下跌的概率也较低。

图 41：工程重卡、挖掘机销量



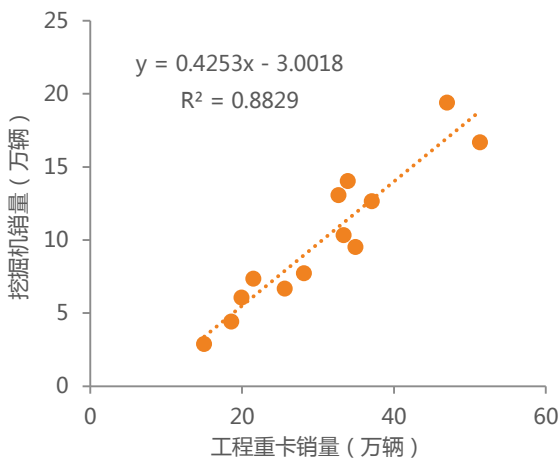
资料来源：中汽协，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

图 42：物流重卡、挖掘机销量



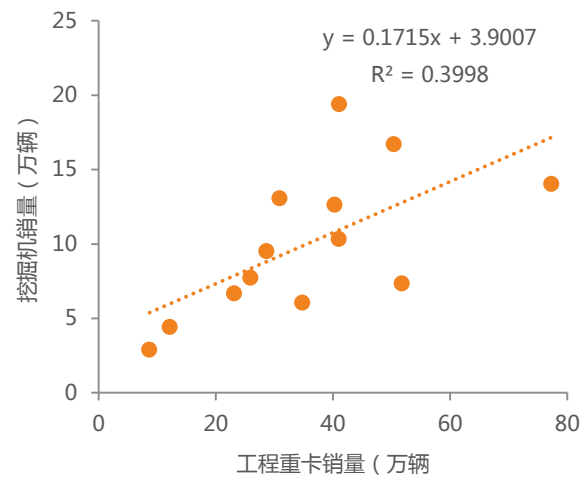
资料来源：中汽协，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

图 43：工程重卡、挖掘机年度销量相关性



资料来源：中汽协，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

图 44：物流重卡、挖掘机年度销量相关性

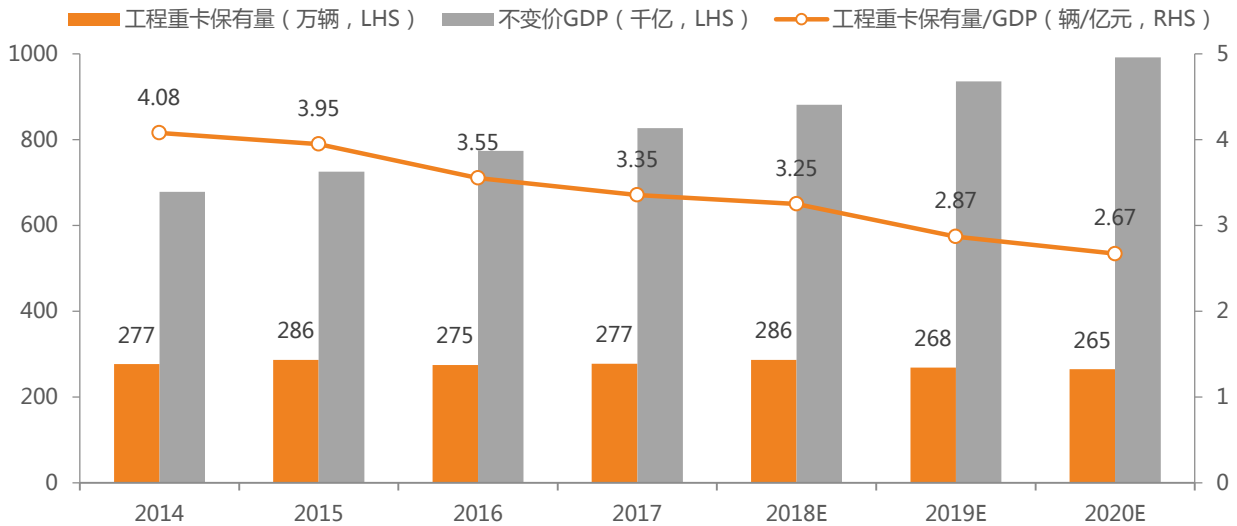


资料来源：中汽协，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

12-17 年之间，GDP 不断上升，而工程重卡的保有量基本没有增加，处于一个上下小幅波动的状态。我们保守地预计未来几年工程重卡的保有量不增加，而是继续维持在 265-290 万辆的区间内。可以测算出 18-20 年内销工程重卡的销量分别为 41、31、39 万辆。

同时我们也注意到工程重卡是具有一定销量弹性的，在物流重卡符合我们此前的预期的前提下，则重卡整体销量大概率突破 105 万辆，若低于预期，重卡整体销量可能下降到 90 万辆左右。

图 45：工程重卡与 GDP 相关性弱



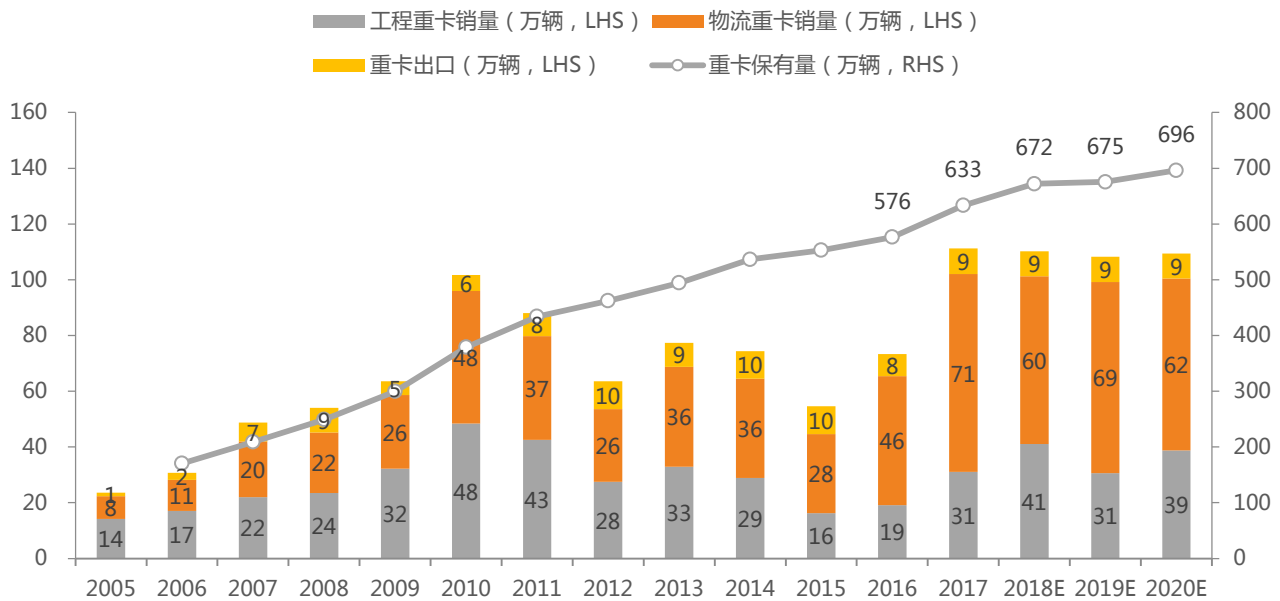
资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

4.1.3. 加总结果

我国 12-17 年重卡出口数量均在 7.9-10.0 万辆的范围内，我们假设 18-20 年重卡出口数量为 9 万辆。

加总物流重卡(不含出口)、工程重卡(不含出口)和重卡出口的测算结果，我们预计 18-20 年重卡的销量分别为 110、108 和 109 万辆。我们判断 105-110 万辆是新的行业销量中枢，而不是行业顶点。而在悲观的前提条件下，90 万辆是重卡行业销量的下限，未来几年重卡销量难以出现市场担心的断崖式下跌。

图 46：重卡保有量和分类测算的重卡销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

4.2. 蓝天保卫战对重卡行业的影响

2018年7月3日由国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》旨在经过3年努力，大幅减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气体排放，进一步明显降低细颗粒物(PM2.5)浓度，明显减少重污染天数，明显改善环境空气质量，明显增强人民的蓝天幸福感。其中重点提出“积极调整运输结构，发展绿色交通体系”，这无疑会对重卡行业产生一定的影响，本文将试分析《打赢蓝天保卫战三年行动计划》影响下，重卡未来三年的销量。

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中对重卡销量影响最大的为：提出大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新。2020年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上。2019年7月1日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。推广使用达到国六排放标准的燃气车辆。

4.2.1. 国六标准时间

我国《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》和《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》均已落地：轻型车国六a、国六b将分别于2020年7月、2023年7月实施；重型车方面，燃气汽车、城市车辆、重型柴油车国六排放标准分别将于2019年7月1日、2020年7月1日、2021年7月1日起实施。

表 14：国三到国五时间表

	国三	国四	国五
重型汽油车	2010.7.1	2013.7.1	
重型燃气车	2008.7.1	2010.7.1	
重型柴油车	2008.1.1	2013.7.1 部分地区实施 2015.1.1 全国实施	2017.7.1

资料来源：环保部，天风证券研究所

4.2.2. 国三重卡保有量测算

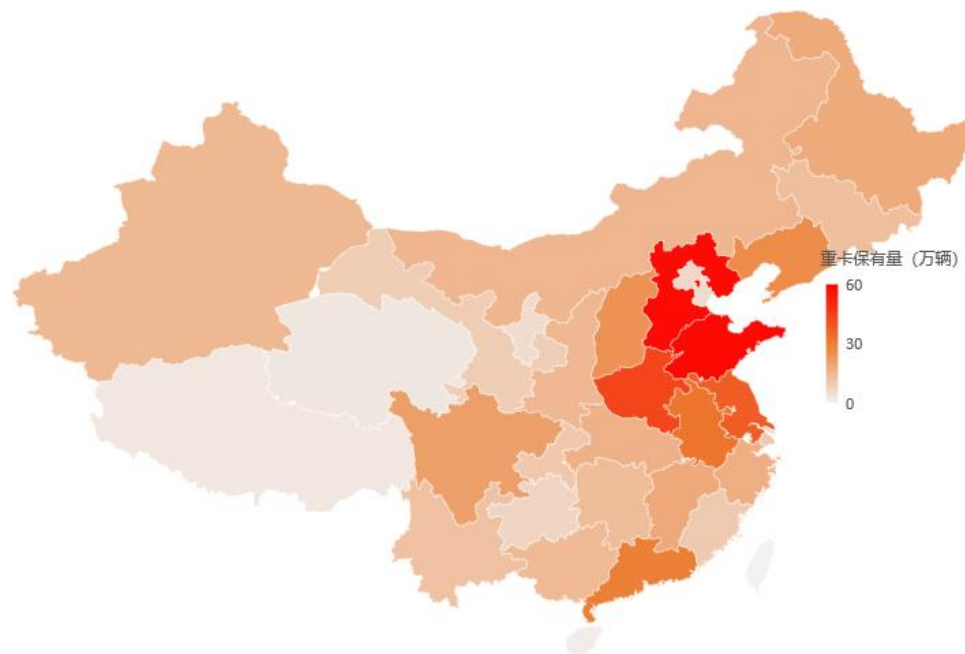
重卡柴油车国三标准开始实施时间为 2008 年 1 月 1 日，国四标准于 2013 年 7 月 1 日起分地区陆续实施并于 2015 年 1 月 1 日开始全国实施。虽然各地区推行时间有所不同，在研究国三重卡现在保有量的时候，我们以 2008 年 1 月 1 日为国三重卡开始销售的时间 2014 年 12 月 31 日为国三重卡停止销售的时间，整体的时间跨度为七年，并保守假设 2013 年 7 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日国三重卡占总体销量的 70%，2014 年重卡销量中，30% 的销量为国三重卡。

依照我们此前发布的研究报告中的更新周期结论，重卡的平均更新周期为九年。因此 2017 年底，国内国三重卡保有量为 09 年到 13 年上半年重卡的销量与 2013 年下半年到 2014 年底重卡销量中国三重卡部分。2017 年底，国三重卡的保有量约为 366 万辆。按照九年更新假设，18 年上半年更新的国三重卡数量为 2009 年上半年重卡的销量 25.3 万辆。所以截止 7 月 1 日，国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》之前，国内国三重卡保有量约为 340.8 万辆。国三重卡将在五年半之后完全退出市场，每年的更新需求大致为 62 万辆。

4.2.3. 蓝天保卫战加速国三重卡更新

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出 2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。下面提出两种假设来探讨国三重卡加速更新的影响。第一种是京津冀与汾渭平原地区按要求更新，另一种则是京津冀及周边地区、汾渭平原按要求更新。

图 47：重卡分省保有量（2016 年）



资料来源：统计局，天风证券研究所

在第一种假设下，假设上述地区国三重卡于 2020 年底强制报废，而全国其他省份国三重卡报废时间为原更新周期，研究蓝天保卫战对国三重卡加速更新的影响。按照 2016 年上述地区重卡保有量占全国重卡保有量计算，上述地区截至 2018 年 7 月 1 日国三重卡保有量约为 56.3 万辆。到 2020 年底，上述地区国三重卡的剩余更新时间为 2.5 年，而按照传统的更新周期，国三重卡将于 5.5 年后完全退出市场。因此 2018、2019 年和 2020 年每年新增国三重卡更新需求分别为 6.1、12.3、12.3 万辆。

在第二种假设下，上述地区截至 2018 年 7 月 1 日国三重卡保有量约为 89.3 万辆。因此推算 2018、2019 年和 2020 年每年新增国三重卡更新需求分别为 9.8、19.5、19.5 万辆。

目前许多地区就国三车辆已经出台限行政策，国三车辆使用便捷性大大降低。随着国六实施日期的日益临近，部分地区已经出台相关政策引导国三重卡报废。因此每年新增的国三重卡更新需求大概率超过 12.3 万辆。

表 15：国三车辆限行政策

地区	时间	限行车辆	限行区域
北京	2017.9.21-2019.9.20(每天 0 点到 6 点) 2019.9.21 起	拥有通行证以外的所有国三排放卡车 所有国三排放卡车	六环及以内道路
上海	2015.11.1(仅凌晨 1 点到 6 点允许通行)	国三柴油货车	中环及以内
深圳	2018.7.1 起	本地国三柴油货车单双号限行，外地 车辆全天限行	全市
天津	2018.2.1 起	未加装 DPF 装置的国 III 中型、重型柴 油货车	外环线及以内
福州	2018.1.1-2018.6.30(22 点至 6 点) 2018.7.1 起	国三及国三以下排放标准的中重型柴 油货车	三环及以内道路
郑州	2017.10.1 起	国三及以下排放标准，未安装污染控 制装置、污染控制装置不符合要求的 国四重型柴油车。	四环及以内道路
济南	2018.1.10 日起	达不到国 IV 排放标准的中重型柴油货车	G35 济广高速公路济南段、G3 京台高速公路济南段、G2001 绕城高速公路南线、G2 京沪 高速公路济南段以内区域(不 含上述道路)及长清区、章丘 区、平阴县、济阳县、商河县 的城市建成区。

资料来源：搜狐汽车、第一商用车网，天风证券研究所

4.3. 国内重卡价格长期将逐步提升

美国重卡单价远远高于国内重卡单价。造成美国重卡单价较高的原因主要为：

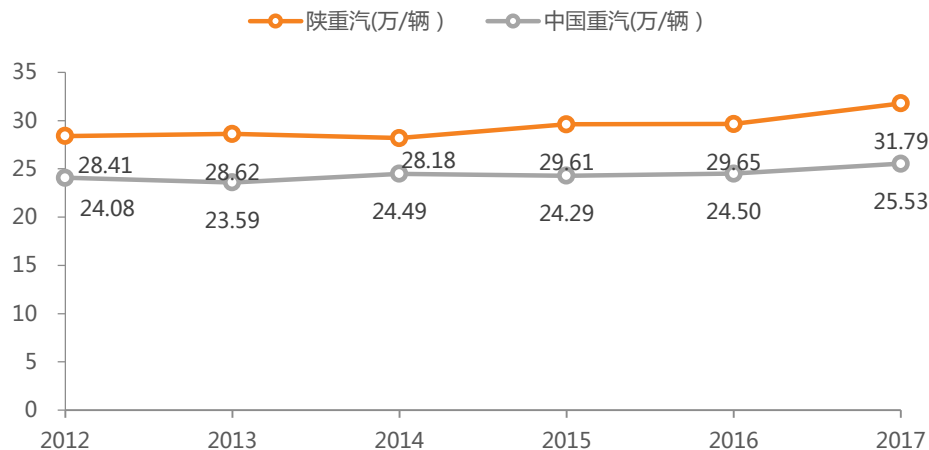
1. 美国重卡中牵引重卡占比较高，这种卡车都是用电来控制制动系统的，制动性很好，车身也更稳，发生事故的概率很小。除了优异的安全性能外，美国重卡的驾驶室更加人性化。美国卡车的驾驶室像个小型卧室，车内各种配置都很齐全。
2. 重卡车型结构朝轻量化发展，且大马力大排量（13L、15L）车型占比较高。

表 16：美国重卡单价

排量	均价
8.8L-9.0L	\$120,423
10L-15.0L	\$145,381

资料来源：Commercial Truck Trader，天风证券研究所

图 48：陕重汽，中国重汽最近五年重卡单车价格走势



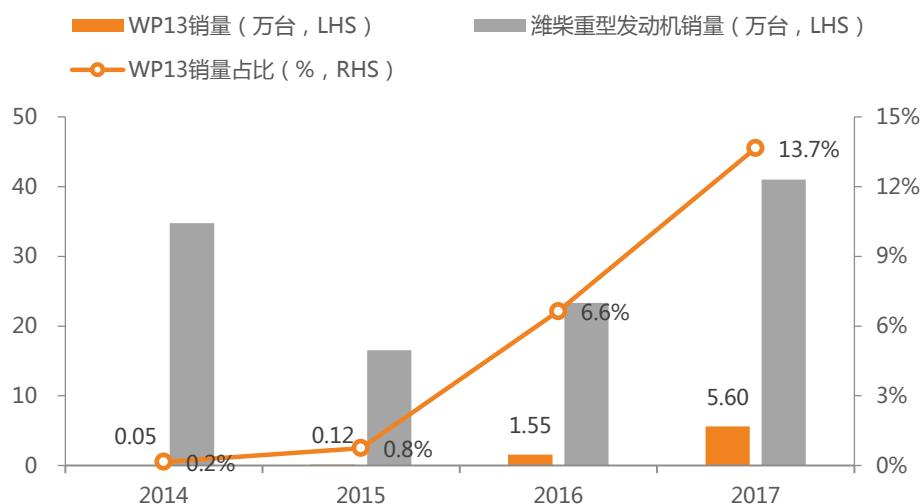
资料来源：公司公告，天风证券研究所

虽然当前市场情况下，国内重卡的单价相对较低，但单价却逐渐上升。推动国内重卡单价上升的原因可以归结为以下 2 点：

- 1、从主力车型上来看，重卡行业朝大马力趋势发展。大马力车型可以有效提高运营效率，增加收入。
- 2、更加严格的排放标准推进产品的不断升级，带来成本的提升。成本的提升大概率导致产品提价。

微观来看，从潍柴公司层面也可以看到很明显的重卡发动机大排量化的趋势：WP13 发动机 15 年销售 1240 台，16 年销售 1.55 万台，17 年上半年销售 2.04 万台，17 年全年销售达到了 5.60 万台，同比增速达到了 174%，在潍柴整个重型发动机的销量中占比也达到了 13.7%。相对来说大排量发动机的盈利更高，潍柴、重汽在 13L 这一档排量的重卡发动机中竞争优势明显，受益大排量化的趋势。

图 49：潍柴动力 WP13 发动机占比提高迅速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前我国主流重卡的价格区间为 20 万到 40 万，不到美国重卡售价的 1/2。随着大马力重卡的提升，产品结构升级，安全配置的不断提升以及配置的不断丰富，中国重卡单价有望进一步提高。

5. 客车：逐渐走出低谷

5.1. 客车市场并不悲观

5.1.1. 公交客车长期仍有增长空间

尽管 18 年客车行业相对低迷，但我们对公交客车的长期销量保持乐观。我们与市场认知不一样的地方主要有两点：（1）保有量高于市场认知；（2）报废年限低于市场认知。

当前市场普遍认为公交车存量市场约 55 万辆，我们估计 2016 年末公交车存量市场达 59 万辆，2017 年末 61 万辆。至 2030 年，公交车存量市场将依然维持 3%-4% 年增幅。

当前市场普遍认为公交车报废年限为 8 年，我们估计，全国公交车平均报废年限约为 7 年。出于成本效益的考量，公交车运营时长超过 6 年后，维修保养成本大幅增加，更新换代是更经济的选择，许多地区公交车报废年限不到 8 年，低者甚至仅为 4 年。

通过测算，以 7 年更新的算法，叠加更新销量（存量替换）和新增销量的结果，当前中国公交车的年需求量为 11 万辆，高于当前销量水平。

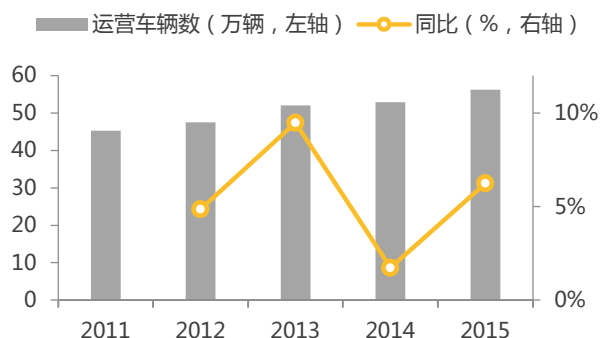
表 17：公交车市场空间测算（万辆）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2025E	2030E	
存量（万辆）	45.3	47.5	52	52.9	56.2	59.0	61.4	63.8	66.4	69.0	81.6	94.6	
存量同比（%）		5%	9%	2%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	
存量替换 （万辆）	5	9.1	9.5	10.4	10.6	11.2	11.8	12.3	12.8	13.3	13.8	16.3	18.9
	6	7.6	7.9	8.7	8.8	9.4	9.8	10.2	10.6	11.1	11.5	13.6	15.8
	7	6.5	6.8	7.4	7.6	8.0	8.4	8.8	9.1	9.5	9.9	11.7	13.5
	8	5.7	5.9	6.5	6.6	7.0	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	10.2	11.8
	渗透率						1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
新增空间 （万辆）	人口		0.65	0.68	0.74	0.76	0.80	0.84	0.88	0.91	0.95	1.13	1.31
	其他						0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
预测销量（万辆）		7.43	8.11	8.30	8.79	10.45	10.83	11.22	11.62	12.03	14.01	16.05	
实际销量（万辆）		6.92	7.9	8.28	9.88	11.96	9.76						

资料来源：中国城市统计年鉴、中国环境统计年鉴、铁路运输部，天风证券研究所

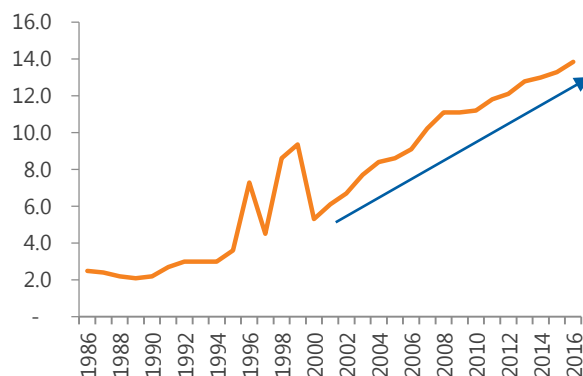
公交车天花板还未达到。根据国家统计局数据，全国每万人公交车保有量自 80 年代以来一直保持上升趋势，11 年到 15 年公交运营的车辆数也保持增长，随着未来中国人口的继续逐步增长，每万人公交车保有量的持续提升，国内公交车的保有量将继续上行。

图 50: 2011-2015 公交运营车辆数 (万辆)



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

图 51: 1986-2016 中国每万人拥有公交车辆数 (标台数)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

全国来看, 每万人公交车保有量持续上升, 公交市场渗透率仍有提升空间。超大型城市: 城市每万人公交车保有量趋于稳定, 公交车运力充足。广东省的深圳为超大型城市, 广州为特大型城市, 近年来每万人公交车保有量上升趋势不明显。18 个省份每万人公交车保有量上升趋势明显, 大部分城市公交存在运力不足的情况 (实际采购取决于财政)。

图 52: 分省份每万人公交车保有量



资料来源: 环境保护部、国家统计局、天风证券研究所

5.1.2. 19-20 补贴影响

2019 年开始客车现金流压力有望缓解。如果客车延续 2018 年度的思路和趋势, 我们预计 2019 年新能源客车市场继续保持平稳, 销量和 18 年大致相当。同时需要注意的是, 由于连续 3 年大幅退坡, 新能源客车 19 年单车补贴额将远远小于 2015、2016 年水平, 同时 2017 年以来补贴如果持续正常发放, 2019 年客车企业应收账款进而现金流压力会小于之前。

图 53：以宇通为例，2019 年应收账款带来的经营活动现金流压力有望大幅缓解

宇通客车	应收账款中的 补贴 (亿元)	计提坏账准 备 (亿元)	计提平 均比例	影响经营现金 流 (亿元)	当期经营现金流 净值 (亿元)	收到补贴 (亿元)	形成补贴 (亿元)	新能源客车 销量 (辆)	对应补贴测算 (亿元)	补贴标准 (万元/辆)		
2016-06	60	3.0	5.0%	-27	-19	-	27	7,500	19	30	25	40
2016-12	102	5.2	5.1%	-69	35	31	73	26,862	77	107		
2017-06	100	6.2	6.1%	1	-45	7	6	2,964	6	9	20	30
2017-12	116	9.0	7.8%	-14	-17	-	47	25,441	51	76		
2018-06	104	7.7	7.4%	12	-12	59	15	8,765	12	18	14	21
2018-12E	96			19		33	25	21,000	28	43	12	18
2019-12E	64			33		50	17	22,000	20	30	8	13
2020-12E	25			38		50	12	23,000	15	22	6	9

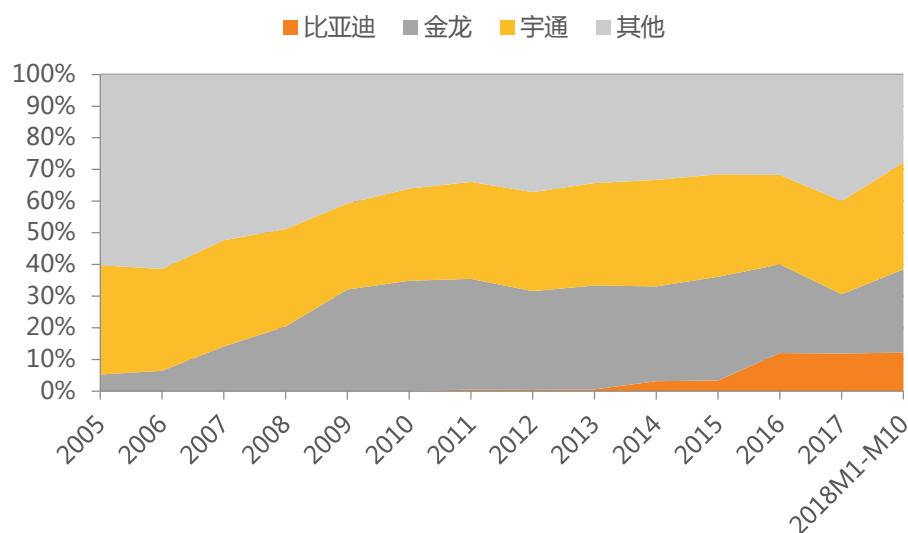
资料来源：公司公告、天风证券研究所

5.2. 行业集中度持续提升

2014-2016 年补贴政策提供的获利空间巨大。2015 年后期，新能源轻客成为最典型的政策套利车型，导致了补贴政策的转向。高额补贴和较低门槛带来了新能源汽车产销量的暴增。由于政策套利空间巨大、技术要求较低带来了激励作用，除了大型客车企业加速一线城市公交电动化，同时，各中小客车厂以及改装车厂，联合大小电池厂积极投入到新能源客车尤其轻型客车的生产销售中。2013 年，中国新能源客车产量不足 0.2 万辆，2014 年增长 641%达到 1.3 万辆，其中中小客车企业贡献了 52%的产销量，2015 年继续保持 595%的高增速达到 8.9 万辆，中小客车企业占比继续提升达 60%，2016 年则形成了 11.6 万辆的高产量，中小客车的贡献度达到 60%。

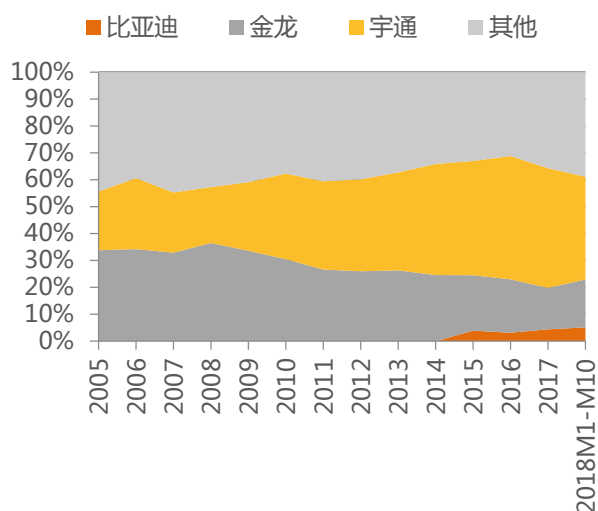
在最近 10 多年的时间维度来看，大客集中度提高，轻客集中度没有明显提升。在大中客方面，宇通和金龙的优势明显，而在轻客方面，宇通和金龙的则没有明显的优势，轻客板块相对较低的壁垒也使得这个板块的竞争相对激烈，市场集中度也没有大中客板块高。

图 54：大客市占率



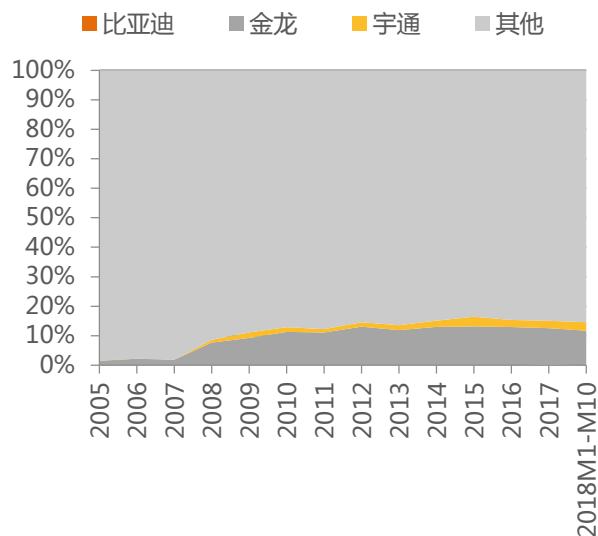
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 55: 中客市占率



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 56: 轻客市占率



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

从估值角度来看, 宇通和金龙估值都已经回到了历史上比较低的位置, 随着未来客车集中度进一步提升, 客车行业的竞争结构有望优化, 行业内的龙头企业盈利能力逐步复苏, 因此从这个角度来看, 目前宇通和金龙估值相对较低, 且具备一定的安全边际。

图 57: 宇通客车近 10 年 PE TTM



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 58: 金龙汽车近 10 年 PE TTM



资料来源: WIND, 天风证券研究所

6. 投资建议

我们认为，汽车板块在 2019 年将呈现重大的产业结构变迁和投资逻辑转变。首先需求有望迎来库存周期的底部转折，同时叠加电动产能扩张和燃油产能的淘汰。

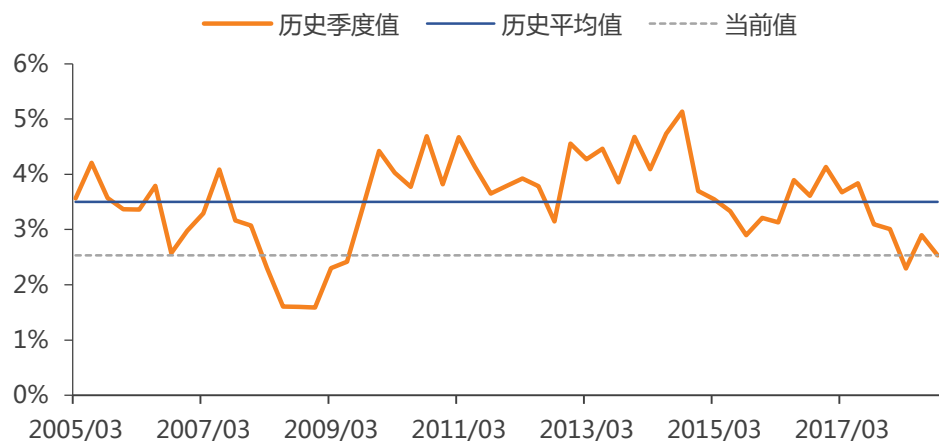
乘用车：2018 全年销量同比预期下调至-4%，2019 年增速前低后高，全年-3%~0。2018 年下半年宏观环境影响诸多消费行业，汽车消费指数悲观，拉低全年增速；2019 年上半年库存压力大，高基数下行业大概率出现负增长；天风汽车投资时钟提示，□汽车需求将从被动去库转向主动加库，转折点在年中，历史看汽车配置从“低配”转向“超配”，而时点很可能在年报一季报压力期，部分个股既有足够安全边际，又有较大的向上空间，推荐**广汽集团 H、上汽集团、吉利汽车**，建议关注**长安汽车**。

新能源车：2018 年乘用车超预期实现 81%增速（预估），核心在于市场低估了新能源车性价比加速提升对非限购地区需求的撬动。我们预计 2019 年市场环境与 2018 年极为相似，中高端车型终端售价稳定、性能较大幅度提升，平价 BEV 和高端车继续撬动需求，全年中性预期乘用车销量 157 万辆/+55%，商用车 23 万辆/+31%。中长期来看，2018 年的变化实质是新能源车从补贴依赖走向龙头扩张，在市场层面进入渗透加速阶段全面迎来蓝海，反思燃油车消费则已见顶。在电动车投资新周期中，推荐龙头整车**比亚迪**以及中高端供应链核心成长标的，见后文零部件部分。

零部件：随行业持续去库存，我们预计 18Q4 至 19Q2 零部件板块也将经受利润率和销量下滑的双重压力。但去库存周期后期和中美争端逐步明朗都意味盈利低谷探明，板块估值有望于 19 年二季度跟随盈利反转而回升。新能源汽车高端零部件方面，在下游新一轮“三年十倍”机遇中，动力电池、车载充电机、热管理、轻量化、汽车电子等模块有望随行业共发展，核心龙头公司业绩弹性巨大。传统零部件推荐：**新泉股份、岱美股份**，建议关注：**广东鸿图、一汽富维**；新能源零部件推荐：**旭升股份、均胜电子、宁德时代（电新覆盖）、恩捷股份（电新覆盖）、三花智控（家电覆盖）**；建议关注：**欣锐科技**。

商用车：我们对 19 年的重卡板块依旧乐观，伴随着国三重卡加速淘汰，基建托底，我们通过对重卡保有量测算，预计 19 年重卡销量依然将超过 100 万辆，板块预期差仍在，重卡标的目前由于对 19 年的悲观预期压制的估值有望上行，继续看好**潍柴动力、威孚高科**。客车也不用过度悲观，公交车中长期仍有提升空间，新能源车补贴近两年大幅退坡加速中小车企退出，19 年开始补贴对龙头车企现金流影响可能转向正面，而估值进入底部区间。建议关注：**宇通客车、金龙汽车**。

图 59：汽车行业基金持仓占比处于历史低位



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 60: 乘用车板块 PE TTM 处于历史底部 (整体法,剔除负值)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 61: 零部件板块 PE TTM 处于历史底部 (整体法,剔除负值)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 18: 重点标的估值情况 (截至 2019 年 1 月 9 日)

板块	上市公司	代码	EPS (元/股)			当前 PE (倍) 截止 2019/1/10		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
乘用车	上汽集团	600104.SH	2.95	3.11	3.34	8.6	8.1	7.5
	吉利汽车	0175.HK	1.19	1.41	1.56	8.2	7.0	6.3
	广汽集团 H	2238.HK	1.05	1.20	1.29	6.6	5.8	3.2
	长安汽车*	000625.SZ	1.49	0.44	0.63	8.5	16.8	11.9
	比亚迪	002594.SZ	1.49	1.24	1.90	33.9	18	26
	新泉股份	603179.SH	1.10	1.47	1.94	15.3	11.5	8.7
零部件	岱美股份	603730.SH	1.42	1.68	2.07	15	12	10
	广东鸿图*	002101.SZ	0.82	0.71	0.90	25.9	11.4	9.0
	一汽富维*	600742.SH	1.11	1.00	1.39	14.9	10.5	7.6
	旭升股份	603305.SH	0.55	0.88	1.30	55.8	36	26
	均胜电子	600699.SH	0.42	1.41	1.52	53.8	16	15
	宁德时代*	300750.SZ	1.98	1.61	2.03	-	48.5	38.5

	恩捷股份*	002812.SZ	1.14	1.10	1.70	90.1	43.7	28.2
	三花智控*	002050.SZ	0.58	0.66	0.77	31.5	20.7	17.6
	欣锐科技*	300745.SZ	1.07	0.93	1.14	-	36.5	29.8
商用车	潍柴动力	000338.SZ	0.85	0.94	1.00	9.1	7.9	7.5
	威孚高科	000581.SZ	2.55	2.71	2.85	6.9	6.5	6.2
	宇通客车*	600066.SH	1.41	1.24	1.40	17.0	10.0	8.9
	金龙汽车	600686.SH	0.79	0.28	0.94	10	28	8.2

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：*为 Wind 一致预期

7. 风险提示

宏观经济不及预期、贸易摩擦升级、下游销量不及预期等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com