

传统车企谋转型，造车新势力进场

2019 年 1 月 10 日

刘伟浩 (分析师)

电话: 020-88832824
 邮箱: liuweihao@gzghs.com.cn
 执业编号: A1310517040001

谨慎推荐 (维持)

汽车行业

投资要点

● 行业首次负增长，业绩与估值双杀，行业触底等待转机

2018 年汽车销量多年以来首次负增长，板块业绩与估值双杀，2018 年前三季度汽车行业净利润零增长，板块估值从 2018 年年初的 20 倍下降至年末的 13 倍。汽车行业的短期需求与 M2、房地产销售、A 股收益率有密切关联。预计 2019 年货币政策将会保持稳健偏宽松，M2 增速或将接近底部，商品房销售零或负增长，但参照过往下行周期时长，相信已较接近周期底部。2019 年 M2 与房地产销售触底后对乘用车增长有稍微提振作用，2019 年三四季度销量增速有望转正。

● 存量市场拼份额，行业集中度小幅回升

与美国、日本相比，中国本土车企市场集中度较低。中国自主品牌 CR3 和 CR5 集中度均在 2014 年开始从 35.19% 和 52.60% 逐年小幅提升至 40.51% 和 57.04%，CR8 和 CR10 集中度在 2017 年也出现了回升，这反映了中国本土车企份额从分散走向集中的趋势。尽管整个汽车市场具备集中的趋势，但由于中国汽车行业特殊产业政策导致的产业结构特殊性，中国本土汽车市场集中度提升的速度将会较为缓慢。推荐：上汽集团 (600104)、吉利汽车 (0175.hk)。

● 增量市场看新能源，传统车企与造车新势力进入同一个赛道

需求端：政策护航+成本助力，运营市场崛起在即。限购+限行“双限”齐发，刺激消费需求上涨。供应端：传统车企积极转向新能源，研发投入与技术积累是胜负关键手。在行业中具有技术优势、品牌优势和供应链优势的企业，获得先发优势。传统车企积极推出 EV、PHEV、MHEV 等车型。PHEV 市场布局，比亚迪、上汽、吉利占据主要份额；EV 市场，比亚迪、北汽新能源产品齐全。推荐：比亚迪 (002594)。造车新势力成为不可忽视的力量，蔚来 ES8、小鹏 G3 等车型 18 年开始交付，19 年将会有更多品牌更多车型交付。造车新势力在性能、配置、模式创新等方面具有优势，而在生产制造与供应链管理等方面缺乏经验。推荐：特斯拉 (TSLA)、蔚来 (NIO)。

● 汽车零部件：细分市场优选标的

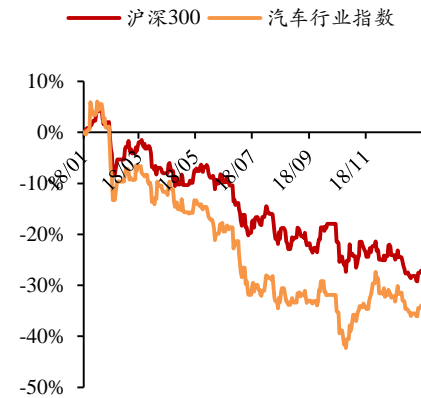
由于行业景气度下行，零部件企业普遍面临客户年降压力，毛利率承压。细分市场扩张并且具有一定行业地位和议价能力的企业，具有抵御风险、逆势增长的能力。我们建议从市场容量、市场份额、客户结构三个维度筛选个股。推荐：精锻科技 (300258)、星宇股份 (601799)、新泉股份 (603179)、福耀玻璃 (600660)。

● 风险提示：整车板块关注渠道库存，慎防终端价格战带来盈利下滑；新能源板块面临补贴退坡风险；零部件板块关注上游成本与下游客户年降压力。

重点公司推荐

公司	股价	EPS			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
上汽集团	24.84	3.19	3.37	3.57	7.79	7.37	6.96
比亚迪	48.85	1.07	1.48	1.69	45.65	33.01	28.91
星宇股份	49.80	2.21	2.83	3.46	22.53	17.60	14.39
精锻科技	11.91	0.74	0.89	1.06	16.09	13.38	11.24
新泉股份	16.50	1.42	1.78	2.19	11.62	9.27	7.53
福耀玻璃	22.42	1.65	1.68	1.85	13.59	13.35	12.12
吉利汽车	HK\$11.00	1.35	1.48	1.55	7.10	6.47	6.19
蔚来	US\$6.63	-9.39	-7.14	-3.94	NA	NA	NA

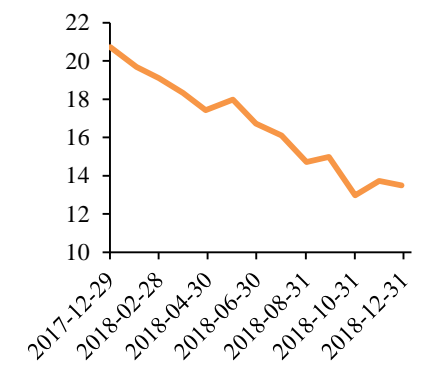
行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
汽车行业	-1.79	1.48	-6.92
沪深 300 指数	-2.29	-6.37	-11.39
相对表现	0.50	7.85	4.46

行业估值走势



行业估值

当期估值	14.10
平均估值	19.44
历史最高	31.63
历史最低	11.77

目录

1.2018 年回顾与 2019 年展望	4
1.1 行业整体出现负增长，车市进入寒冬.....	4
1.2 板块业绩与业绩双杀，车企估值接近成熟市场整车企业估值.....	7
1.3 M2 和房地产销售增速已接近底部，汽车销售在 19 年下半年或将恢复低个位数增长	9
2.存量市场拼份额，汽车行业集中度缓慢提升	11
2.1 借鉴他国历史，集中度提升是汽车行业发展的必经之路.....	11
2.2 中国汽车工业长期分散的格局正面临转折.....	13
3.押注新能源，传统车企与造车新势力进入同一赛道	15
3.1 纯电动汽车是新能源汽车的主要增长点.....	15
3.2 新能源汽车需求端：运营与消费齐发力，新能源市场需求强劲.....	17
3.2.1 政策护航+成本助力，运营市场崛起在即	17
3.2.2 限购+限行“双限”齐发，刺激消费市场需求上涨.....	21
3.3 新能源汽车供应端：传统车企积极转型，造车新势力来势汹汹.....	23
3.3.1 传统车企积极布局 PHEV 和 EV 市场，比亚迪、上汽、吉利表现突出	23
3.3.2 新能源汽车交付潮至，造车新势力崛起，纷纷迈入“独角兽”行列	28
3.4 汽车制造商个股推荐	32
4.汽车零部件：国产替代与海外扩张	34
4.1 三个维度优选汽车零部件企业	34
4.2 汽车零部件企业的两个发展阶段	35
4.3 汽车零部件个股推荐	36

图表目录

图表 1. 汽车行业历年销量增速.....	4
图表 2. 汽车月度销量及变化.....	4
图表 3. 乘用车行业历年销量增速.....	5
图表 4. 乘用车分类别月度销量增速.....	5
图表 5. 乘用车分排量月度销量变化.....	6
图表 6. 经销商综合库存系数.....	6
图表 7. 11 月份 21 个品牌库存深度在 2 个月以上.....	7
图表 8. 各板块业绩增速与股价表现.....	7
图表 9. 汽车行业估值水平下降.....	8
图表 10. 汽车行业各板块最新估值.....	8
图表 11. 国内车企估值与发达国家成熟市场车企估值对比.....	8
图表 12. 乘用车销量增速与 M2 增速对比 (%).....	9
图表 13. 乘用车销量增速与商品房销售面积增速对比 (%).....	10
图表 14. 乘用车销量增速与 A 股涨跌幅对比 (%).....	11
图表 15. 全球部分车企历史收购案例.....	11
图表 16. 美国本土车企 2018 年市场集中度情况.....	12
图表 17. 日本本土车企 2017 年市场集中度情况.....	12
图表 18. 中国本土车企 2017 年市场集中度情况.....	13
图表 19. 美国、日本和中国本土车企市场集中度对比.....	13
图表 20. 中国本土车企 2004-2017 年市场集中度变化.....	13
图表 21. 国内近五年车企收购案例.....	14
图表 22. 中国市场 2018 年车企乘用车销量 TOP15.....	14
图表 23. 2014-2018 年市场份额上升车企.....	15
图表 24. 2014-2018 年市场份额下降车企.....	15
图表 25. 新能源汽车 2016-2018 年月度销量图.....	15
图表 26. 2018 年 1-11 月新能源汽车产销量变化图.....	16
图表 27. 2018 年 1-11 月新能源汽车产销量变化图.....	16
图表 28. 2018 年 1-11 月新能源汽车产量结构图.....	17
图表 29. 2018 年 1-11 月新能源汽车销量结构图.....	17
图表 30. 2015-2018 我国新能源公交车销量情况.....	17
图表 31. 2015-2017 我国新能源公交车保有量及替换率.....	17
图表 32. 部分省市新能源公交车推广目标.....	18
图表 33. 2016-2018H 我国网约车用户规模及使用率.....	18
图表 34. 我国各线城市互联网用车出行渗透率.....	18
图表 35. 部分城市网约车电动化政策计划.....	19
图表 36. 传统燃油车与电动车全生命周期成本对比.....	19
图表 37. 部分网约车平台新能源车使用现状及未来规划.....	20
图表 38. 2018 年上半年我国新能源汽车分城市上牌量情况.....	21
图表 39. 2015-2018 部分限购城市牌照价格变化情况.....	21
图表 40. 2015-2018 部分限购城市摇号中签率变化情况.....	21
图表 41. 9 个限购城市燃油车限购政策情况.....	22
图表 42. 3 个限购城市新能源车摇号中签率情况及排队情况.....	22
图表 43. 部分城市限行政策情况.....	23
图表 44. 传统车企 PHEV 车型规划图.....	24



图表 45. 传统车企 EV 车型规划图	24
图表 46. 传统车企新能源车型价格分布图	26
图表 47. 传统车企研发费用对比图	26
图表 48. 传统车企的新能源汽车产能规划表	27
图表 49. 传统车企营收、利润与市值表	27
图表 50. 造车新势力产品规划表	28
图表 51. 造车新势力创新点	29
图表 52. 2019 年造车新势力交付规划表	29
图表 53. 造车新势力 EV 车型价格分布图	30
图表 54. 传统车企和新势力企业 2017 年研发费用对比	30
图表 55. 新势力车企的新能源汽车产能规划表	31
图表 56. 造车新势力估值表	32
图表 57. 汽车零部件企业竞争力	34
图表 58. 汽车主要零部件单车价值、国内厂商市场份额和代表上市公司	35
图表 59. 部分汽车零部件企业正在实现国产替代	36
图表 60. 部分汽车零部件企业正在实现海外扩张	36

1.2018 年回顾与 2019 年展望

1.1 行业整体出现负增长，车市进入寒冬

2018 年 1-11 月汽车累计销量出现负增长，受多方面因素影响。2018 年 1-11 月，汽车累计销量 2538 万辆，同比下降 1.94%；其中，乘用车累计销量 2144 万辆，同比下降 2.95%，商用车累计销量 394 万辆，同比增长 3.93%。受宏观经济等多方面因素影响，汽车销量多年以来首次出现负增长，标志着我国汽车行业已经结束高速增长期，进入了缓慢增长期。

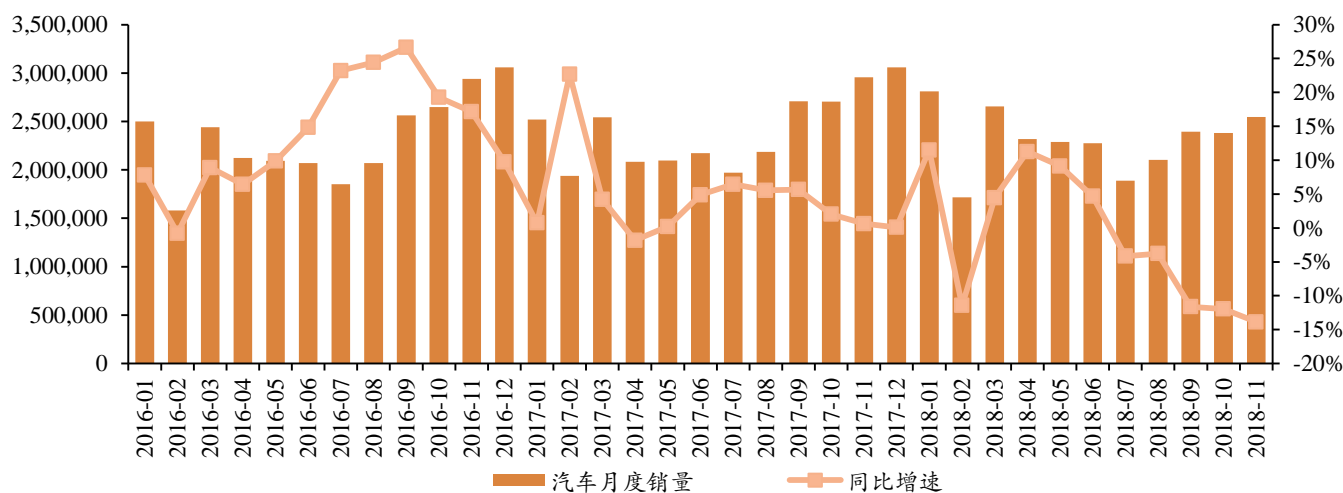
图表 1. 汽车行业历年销量增速

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 1-11 月
汽车	22.38%	6.70%	45.46%	32.37%	2.45%	4.33%	13.87%	6.86%	4.71%	13.58%	3.59%	-1.94%
乘用车	22.32%	7.27%	52.93%	33.17%	5.19%	7.07%	15.71%	9.88%	7.34%	14.88%	1.86%	-2.95%
商用车	22.55%	5.25%	26.23%	29.90%	-6.31%	-5.49%	6.40%	-6.51%	-8.97%	5.66%	15.10%	3.93%

资料来源：中汽协，广证恒生

2018 年 7-11 月，汽车月度销量依次分别是 189 万辆 (-4.16%)、210 万辆 (-3.78%)、239 万辆 (-11.63%)、238 万辆 (-11.97%)、255 万辆 (-13.86%)。自 2018 年 7 月起出现负增长，下半年连续多个月份销量负增长。

图表 2. 汽车月度销量及变化



数据来源：中汽协，广证恒生

受市场整体行情影响，乘用车行业内各个子行业销量增速均呈现下降趋势。轿车子行业销量增速走势较为稳定，销量略有下滑，2018 年 1-11 月下降 1.50%。SUV 方面，近年来保持高速发展，在各子行业中降幅最少，但 2018 年 1-11 月下降 1.14%，我们认为 SUV 的压力来自两个方面：(1) 从总量上来看，汽车消费进入增购、换购阶段，需求多样化，SUV 市场空间趋于饱和。(2) SUV 综合成本高，最先受经济冲击。从车价、油耗上来看，同级别 SUV 明显高于轿车。所以外部经济下行，加上油价增加，SUV 最先受到冲击。受中大型 SUV 挤占市场影响，MPV 销量仍呈现大幅下滑态势，2018 年 1-11 月销量下降 16.45%。

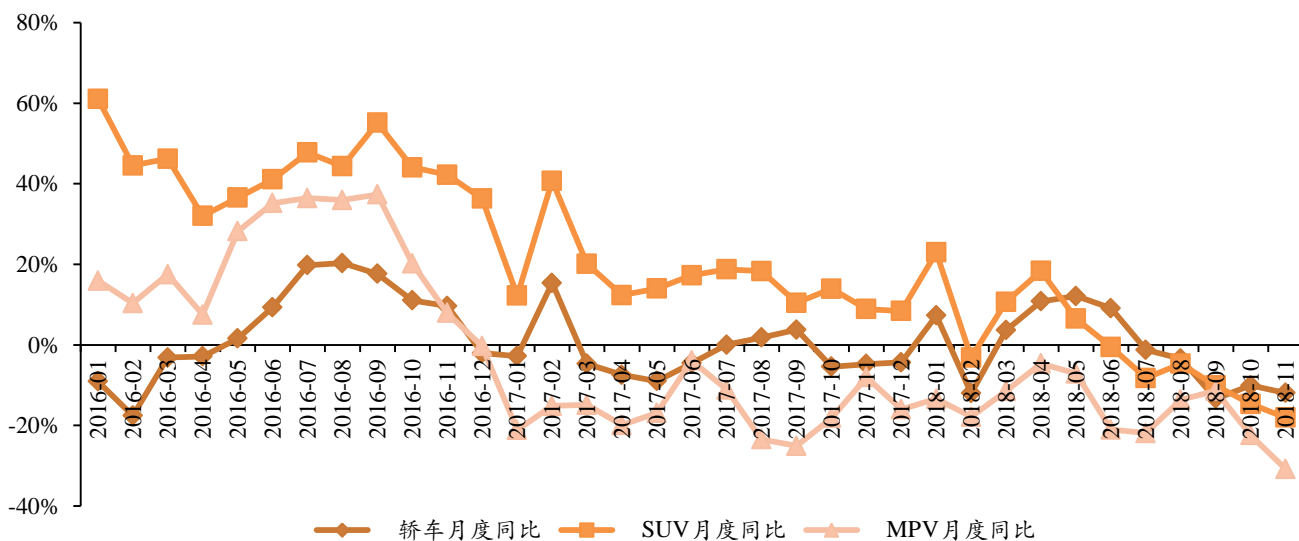
图表 3. 乘用车行业历年销量增速

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 1-11 月
乘用车	22.32%	7.14%	52.88%	33.29%	5.45%	6.87%	15.71%	9.88%	7.15%	15.08%	1.86%	-2.95%
狭义乘用车	25.52%	7.04%	47.21%	34.54%	8.73%	8.15%	23.15%	12.67%	8.94%	17.78%	2.67%	-2.63%
其中：轿车	24.02%	6.63%	48.02%	27.26%	6.64%	6.14%	11.75%	3.05%	-5.48%	3.77%	-2.39%	-1.50%
SUV	56.33%	24.83%	47.38%	100.39%	22.76%	23.54%	49.58%	36.46%	52.17%	43.98%	14.87%	-1.14%
MPV	18.52%	-12.54%	26.12%	78.91%	11.69%	-0.83%	164.46%	46.79%	10.00%	18.41%	-16.38%	-16.45%
交叉型乘用车	7.61%	7.67%	83.18%	27.89%	-9.36%	-0.10%	-27.92%	-18.09%	-17.49%	-34.08%	-24.50%	-16.93%

资料来源：中汽协，广证恒生

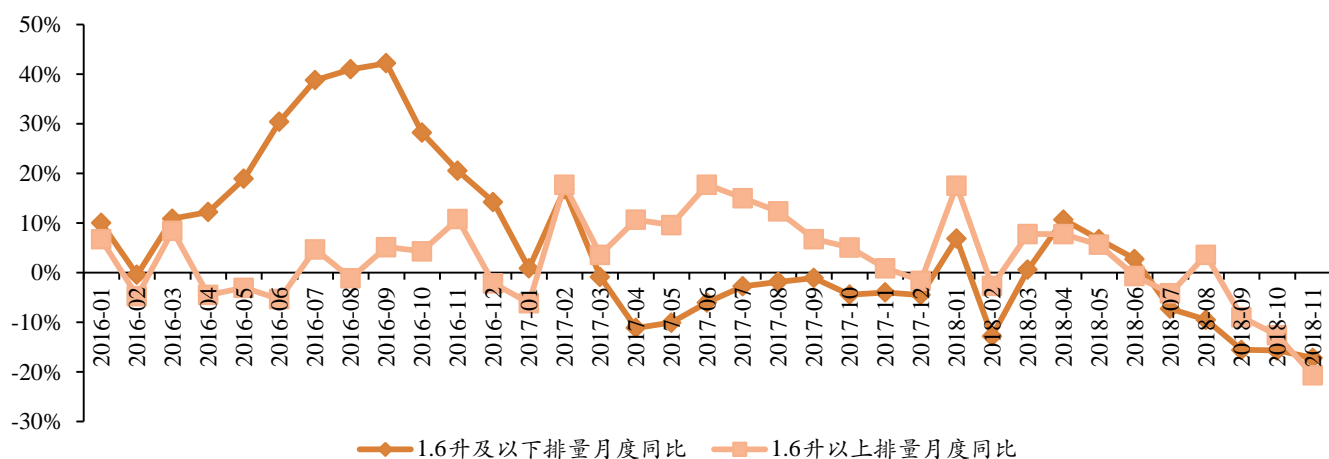
轿车和 SUV 占乘用车比例有所上升，分别为 49.9% 和 42.7%。2018 年 1-11 月，乘用车累计销量 2144 万辆，其中轿车累计销量 1049 万辆(-1.50%)，占乘用车累计销量的 49.88%(+0.91pct)，SUV 累计销量 899 万辆(-1.14%)，占乘用车累计销量的 42.74%(+0.32pct)，MPV 累计销量 155 万辆(-16.45%)，占乘用车累计销量的 7.38%(-1.24pct)。轿车销量增速变化最为稳定，一方面是由于去年市场下滑严重，形成了相对较低的基数；另一方面，供给端提供了更多性价比高的产品，推动了轿车市场有更好表现。而作为增长主要动力的 SUV，自 4 月起销量呈下降趋势，且降幅大于轿车。

图表 4. 乘用车分类别月度销量增速



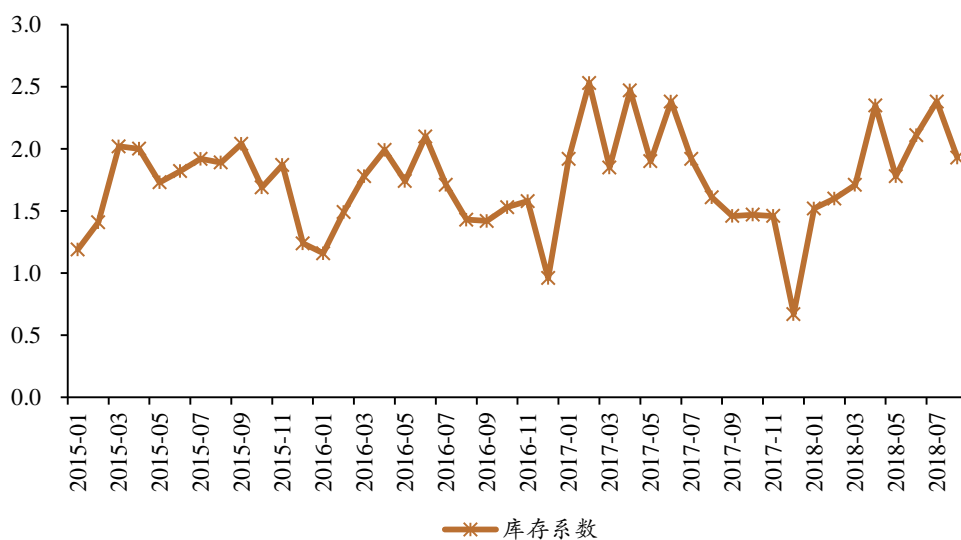
数据来源：中汽协，广证恒生

受乘用车购置税优惠政策的影响，2016 年小排量（1.6L 及以下排量）乘用车增速高于 1.6L 以上。2017 年则相反，小排量增速低。2018 年开始购置税的影响已经完全消除，两者的销量增速趋于相同。

图表 5. 乘用车分排量月度销量变化


数据来源：中汽协，广证恒生

根据中国汽车流通协会的数据，11 月份汽车经销商综合库存系数为 1.92，同比上升 50%，环比上升 2%，库存水平位于警戒线以上。11 月份汽车经销商库存预警指数为 75.1%，环比上升 8.2 个百分点，同比上升 25.32 个百分点，库存预警指数位于警戒线（50%）之上，已连续 11 个月均处于警戒线之上。受经济大环境影响，汽车市场整体需求量降低。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；为清库存，经销商降价销售，利润下降。

图表 6. 经销商综合库存系数


数据来源：中国汽车流通协会，广证恒生

具体来看，11 月份库存深度超过 2 个月的品牌有 21 个，分别为东风标致、奇瑞汽车、东风雷诺、长安轿车、长安福特、北汽绅宝、观致汽车、一汽轿车、广汽三菱、江淮汽车、东风雪铁龙、广汽菲克、斯柯达、吉利汽车、上汽荣威、捷豹-路虎、比亚迪、宝骏汽车、北京现代、华晨中华、一汽马自达。

图表 7. 11 月份 21 个品牌库存深度在 2 个月以上



数据来源：中国汽车流通协会，广证恒生

1.2 板块业绩与业绩双杀，我国车企估值接近成熟市场车企估值

业绩：整车与汽车服务业绩负增长，零部件增速放缓。2018 年 Q1-Q3，汽车行业营收同比增长 8.85%，归母净利润同比持平。细分板块增速不一。2018 年 Q3，整车板块虽然收入增长 7.63%，但净利润增速为-9.91%，显示整车企业盈利水平下降。汽车零部件板块 18 年 Q3 收入增速为 18.73%，较 17 年的 30% 有所下滑，而净利润增速从 17 年的 37.7% 下滑至本期的 17.63%。汽车服务板块收入和净利润增速在 18 年 Q3 双双出现负增长，营收增速从 17 年 13.8% 下降至本期的-5.30%，净利润增速从 17 年 9.1% 下降至-7.45%。

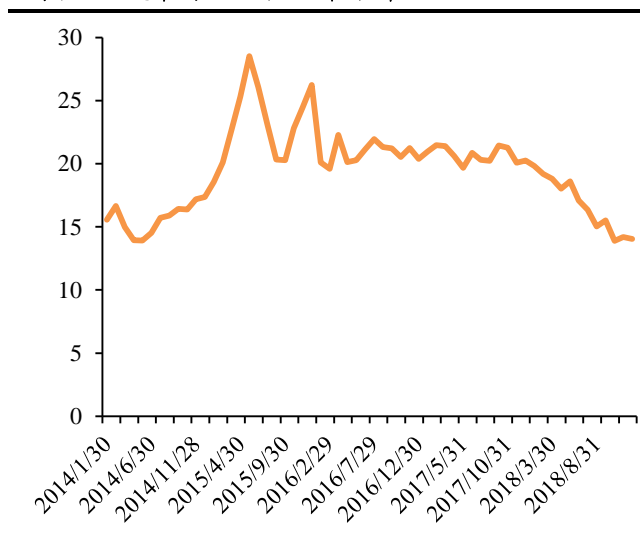
图表 8. 各板块业绩增速与股价表现

	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	2016 年	2017 年	2018Q3	2016 年	2017 年	2018Q3
SW 汽车整车	16.60	11.88	7.63	11.70	-7.70	-9.91
SW 汽车零部件II	39.18	30.39	18.73	37.89	37.66	17.63
SW 汽车服务II	18.45	13.77	-5.30	65.57	9.06	-7.45

资料来源：WIND，广证恒生

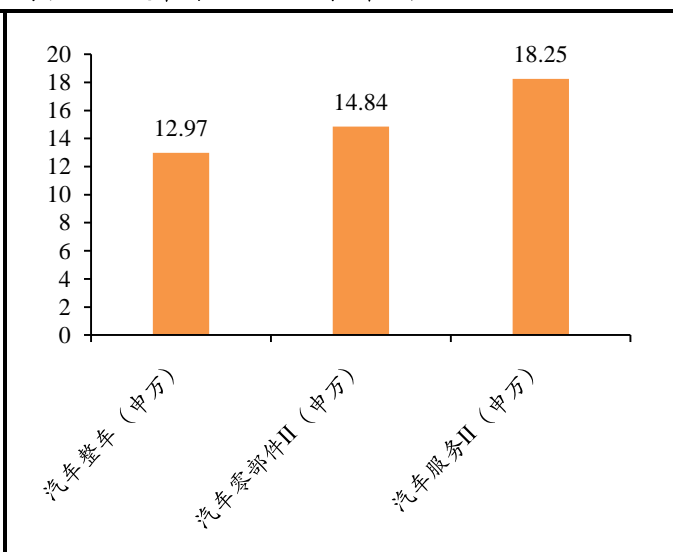
估值：板块估值持续向下，目前车企估值水平接近成熟市场整车企业估值。根据 Wind 整理的 PE 估值（历史 TTM，整体法），汽车行业整体估值于 2015 年 5 月达到最高值 28.5 倍 PE，15 年以来行业估值呈现逐年缓慢下降的趋势，2018 年 12 月末板块估值降至 13 倍。其中，整车板块估值从年初的 16.3 倍下调至年中的 15.8 倍，PE 随后进一步下调至 12 月末的 13 倍 PE。零部件板块方面，PE 从年初的 25.4 倍下调到当前的 14.8 倍，而汽车服务板块从年初的 25.2 倍下调到当前的 18.3 倍。

图表 9. 汽车行业估值水平下降



数据来源: Wind, 广证恒生

图表 10. 汽车行业各板块最新估值



数据来源: Wind, 广证恒生

对比国内车企和发达国家成熟市场车企的估值, 我们发现: 1) 几家大型传统车企在 A 股的估值, 已经到 8-10 倍 PE 区间, 而在港股的估值已经到 4-8 倍 PE 区间, A 股的估值已经接近国际同行的估值, 而港股的估值更是低于国际同行。2) 比亚迪、北汽蓝谷等新能源车企在 A 股享受了高估值, 同样特斯拉、蔚来等造车新势力在美股享受了高估值, 反映了两地市场对新能源车企/造车新势力的高预期。

图表 11. 国内车企估值与发达国家成熟市场车企估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	市净率 PB(MRQ)
沪深				
600104.SH	上汽集团	2944	7.9	1.3
002594.SZ	比亚迪	1377	49.1	2.5
601238.SH	广汽集团	1080	9.2	1.4
601633.SH	长城汽车	570	9.4	1.1
000625.SZ	长安汽车	358	14.4	0.8
600733.SH	北汽蓝谷	284	203.2	1.8
600066.SH	宇通客车	275	11.4	1.8
香港				
1211.HK	比亚迪股份	1144	45	2.1
0175.HK	吉利汽车	870	6.5	2.2
2238.HK	广汽集团	703	5.9	0.9
0489.HK	东风集团股份	565	3.6	0.5
1958.HK	北京汽车	307	7.6	0.6
1114.HK	BRILLIANCE CHI	273	4.7	0.9
美国				
TM.N	丰田汽车	12084	7.5	1.0
TSLA.O	特斯拉	3984	--	12.9
HMC.N	本田汽车	3497	5.1	0.7

GM.N	通用汽车	3403	66.6	1.3
F.N	福特汽车	2377	5.6	0.9
FCAU.N	菲亚特克莱斯勒汽车	2106	8.5	1.2
RACE.N	法拉利	1868	32.0	19.1
NIO.N	蔚来	466	--	5.1

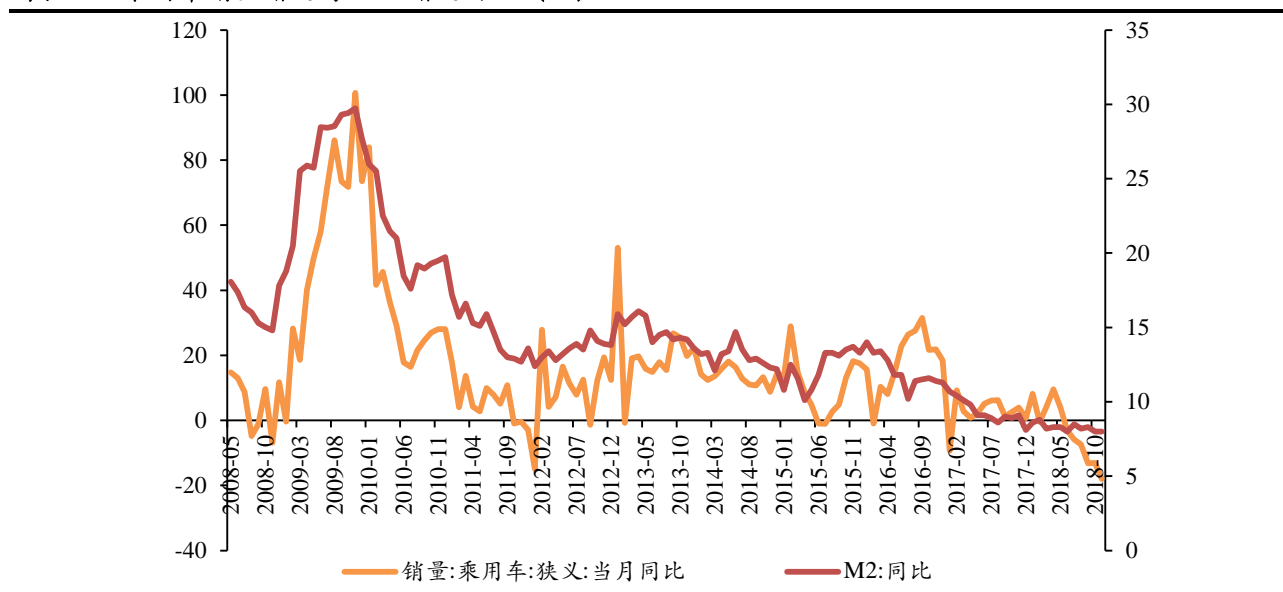
资料来源: wind, 广证恒生, 截至 2018 年 1 月 9 日

1.3 M2 和房地产销售增速已接近底部, 汽车销售在 19 年下半年或将恢复低个位数增长

汽车行业的短期需求受宏观经济因素影响, M2 下行与汽车销量增速下降有较大相关性。宏观经济变化是对汽车销量最直接的影响因素, 而 M2 增速与汽车销量增速有高度的相关性, 主要是汽车销量和居民中长期贷款(车贷)有关。M2 表示货币的供给, 反映银行传统渠道释放的货币量, 由现钞加活期存款、定期存款、储蓄存款等构成, 而增发货币通过影响实体经济的存量资金, 进而影响银行贷款和企业经营, 最后影响资本价格和工人工资, 以致整个社会收入。当 M2 增速下跌, 就表示货币供应偏紧。回看过往 M2 增速和汽车销量增速的关系, 可发现 M2 自 2009 年底开始下降至 2011 年底, 当时汽车销量增速也跟随着持续往下行, 随后 M2 回升至 2013 年, 汽车销量增速也有所反弹, 整体的走势交易一致, M2 增速领先乘用车销量增速约几个月。

自 2016 年以来, M2 增速持续往下行, 主要是资金在金融体系内流转减少, 是中国去杠杆、资金使用效率提高、美元走强等因素形成的结果。在 2018 年 11 月, M2 余额为 181.3 万亿元, 同比增长 8%, 为历史新低, 较 18 年初下降 0.6 个百分点。据人民银行统计师师长盛松成表示, 2019 年的社融和 M2 增速会有所上升, 主要是之前的金融去杠杆已逐渐平稳, 减通道业务已进行得差不多。预计 2019 年货币政策将会保持稳健偏宽松, M2 增速或将接近底部, 加上过去汽车销量增速下行周期约 2.5 年左右, 预计乘用车销量增速将在 2019 年接近进入底部反弹阶段。

图表 12. 乘用车销量增速与 M2 增速对比 (%)

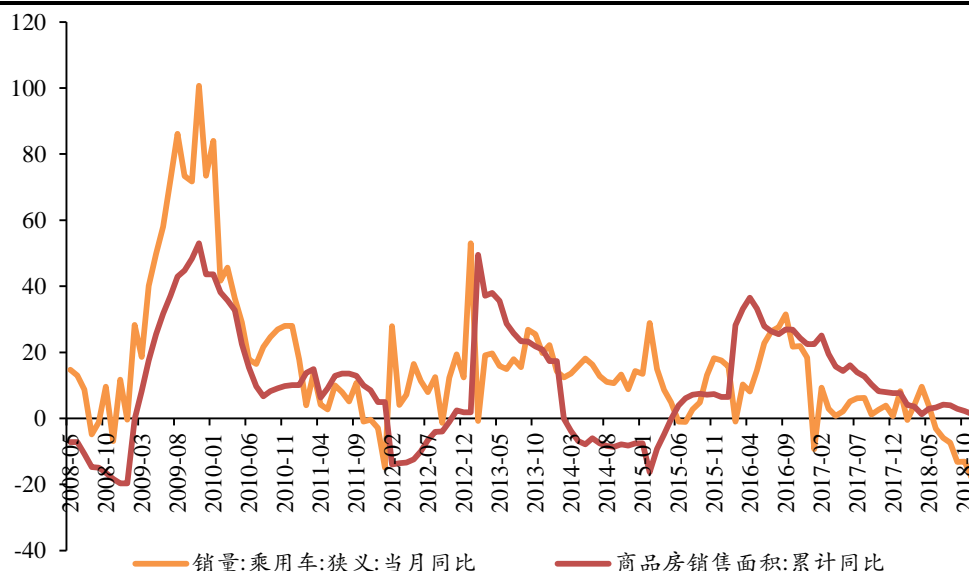


数据来源: Wind, 广证恒生

汽车销售除了受宏观数据影响外，也会受房地产销售增速影响，近 10 年趋势变化基本一致。M2 与下游房地产和汽车销量数据有较大的相关性，在近 10 年的趋势变化基本一致。M2 增速受房价走势拉动，在房价下跌的过程中会影响 M2 放缓，尤其是一线城市房价涨跌。M2 如处于高增长，资金流动性宽松使得房贷较为宽松，购房者房贷资金流向开发商或个人形成存款，存款进一步提供房贷。汽车行业为周期性行业，景气度除了受到宏观经济数据影响外，也会受房地产市场走势影响。从过往数据看，商品房销售增速上升时，会带动汽车销量增速回升，整体房地产销售走势约领先汽车销售半年时间左右，凸显出传统家庭资产配置是先买房，再买车，也反映居民消费支出增速与居住支出增速有一定相关性。

M2 增速持续回落并创历史新低，房地产市场也从 2016 年中开始显现出增速回落的走势，2018 年 11 月，商品房销售面积累计同比增速为 1.4%，是 16 年以来的低位，也较 2018 年初的 7.7% 增速下降 6.3 个百分点。与此同时，乘用车销量增速也从 18 年 1 月的 8.2% 下降至 18 年 11 月的 -18%，也是近年的低位。商品房销售面积或将呈现零或负增长，但参照过往下行周期时长，相信已较接近周期底部，2019 年触底后或对乘用车在 2019 年下半年的销量增长有稍微提振作用。

图表 13. 乘用车销量增速与商品房销售面积增速对比 (%)



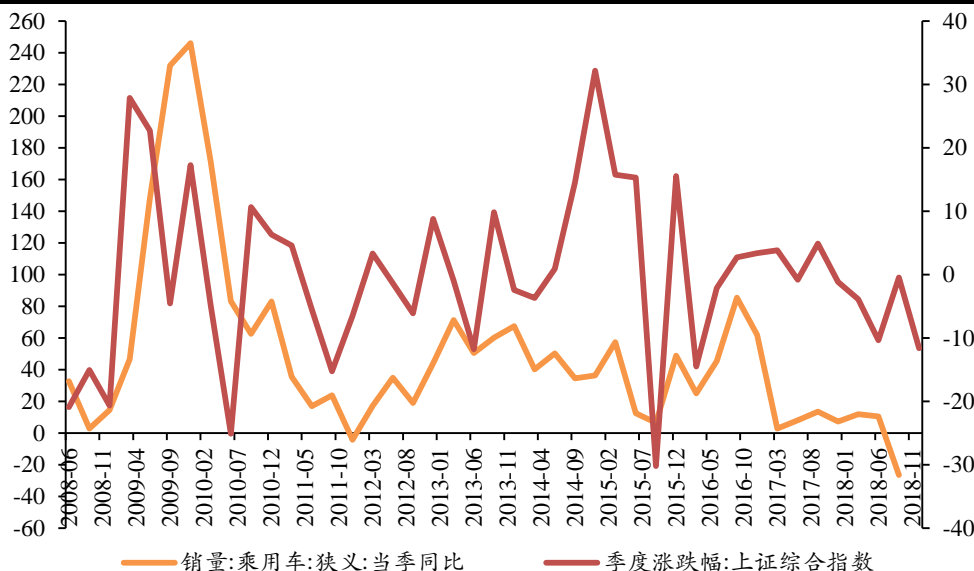
数据来源: Wind, 广证恒生

股市涨跌幅是领先于汽车销量增速半年至一年的，主要透过财富效应影响消费者的意欲和需求。2018 年新增 M2 正处于下行阶段，也是导致股市萎靡不振的重要原因。从过往数据看，M2 高增速往往对应股债的牛市，当 M2 增速持续放缓或下降至个位数，股债牛市便失去了最重要的流动性支撑。而股票市场的走势除了可预测未来经济的发展趋势，也可作为汽车销售增速的一个指标。从过往 A 股上证季度涨跌幅对比乘用车季度销量增速看，股市涨跌幅是领先于汽车销量增速半年至一年的，尤其是在股市上涨时较为明显。其中一个主要因素是财富效应，这会影响居民消费意欲和需求。投资的成果与消费行为存在一定的因果关系，股市形式可直接影响居民的消费能力，此财富效应释放存在一定的滞后效应，将对消费品，尤其汽车是单价较高的产品造成影响。2018 年股市大幅下降，再继续向下空间有限，预计股市或在 19 年见底回升，届时对汽车销售的影响将会有支持作用。

股市处于上涨与下行走势时，对不同消费群和车型会有不同的影响。股市处于上涨阶段时，居民一般会把钱投入股市，在过程中获得一定收益后，财富会有所上升，从而增加对奢侈品如汽车的消费意欲。股市上涨造成的财富效应一般对豪华车和新车型的影响较大，而人群方面主要是首次购车的刺激较大。而股市的持续低迷时，可进一步吞食中产阶层的财富，购车计划可能滞后或取消，从而减少汽车需求量，影响汽车销量增速。股市走弱后

造成的财富效应降低主要影响再次购车的人群，所以对定位于满足二次购车需求的中高级车市场以及相关的二手车市场的影响会较大，中低端二手车的影响相对较少。

图表 14. 乘用车销量增速与 A 股涨跌幅对比 (%)



数据来源：Wind，广证恒生

2. 存量市场拼份额，汽车行业集中度缓慢提升

2.1 借鉴他国历史，集中度提升是汽车行业发展的必经之路

从全球汽车行业的发展历史来看，汽车行业大国都呈现了由分化到集中的趋势，从百花齐放到巨头争霸，是行业发展的必经之路。德国 1901-1908 年 7 年间汽车公司从 12 家增加至 53 家，而后市场竞争加剧行业洗牌，在一系列兼并重组后，戴姆勒、宝马、大众三大巨头占据主要市场；美国汽车市场历史上诞生过上千家车企，最后存活下来的也仅通用、福特、克莱斯勒以及年轻的特斯拉，其中通用和克莱斯勒都经历过破产重整；在成为汽车强国的 70 年代，日本有着比美国和德国更多的知名车企，当时的日本汽车市场基本保持了以丰田、本田、日产、铃木、马自达、三菱、富士重工、大发八家企业为主的市场格局，而后出现的兼并重组、交叉持股等一系列变化，虽然并未明显减少企业数量，但行业初步整合已开启，汽车市场逐渐向丰田、本田、日产三大巨头集中；韩国汽车企业发展于 80 年代，到 90 年代形成现代、起亚、大宇、双龙四大车企称霸，1998 年现代收购起亚后进一步改变市场格局，成为韩国汽车本土企业的绝对代表。

图表 15. 全球部分车企历史收购案例

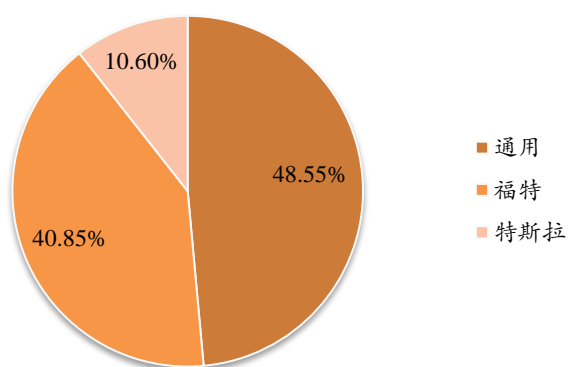
市场	车企	收购时间	收购标的
德国	大众	1991 年	斯柯达 70% 股权，2000 年收购剩余 30% 股权
		1997 年	宾利汽车公司
		1998 年	兰博基尼汽车公司
		2009 年	保时捷 49.9% 股份
	戴姆勒	1998 年	克莱斯勒汽车公司
宝马	2003 年	劳斯莱斯汽车公司	

美国	通用	1909 年	凯迪拉克汽车公司
		1918 年	雪佛兰汽车公司
		1925 年	沃克斯豪汽车公司
		1929 年	欧宝 80% 股权, 1931 年收购剩余 20% 股权
		1931 年	霍顿汽车公司
		1990 年	萨博 50% 股权, 2000 年收购剩余 50% 股权
	福特	1922 年	林肯汽车公司
		1989 年	英国豪华车公司捷豹汽车公司
		2000 年	路虎汽车公司
克莱斯勒	1928 年	道奇汽车公司, 获得道奇品牌	
	1987 年	美国汽车公司, 获得吉普品牌	
日本	日产	1966 年	王子汽车公司
	丰田	1998 年	大发 51.2% 股份
韩国	现代	1998 年	起亚汽车公司

数据来源: 公开资料, 广证恒生

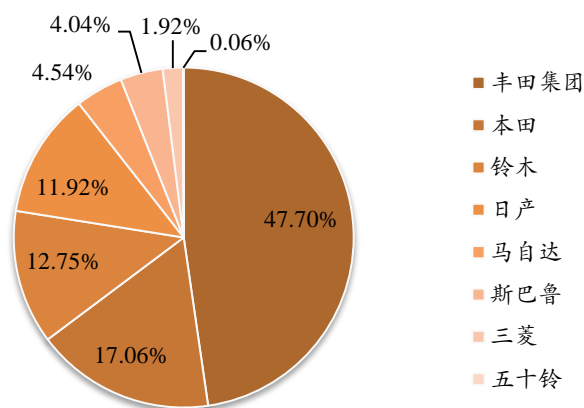
从整车厂角度来看乘用车市场集中度, 目前美国和日本本土车企已呈现高度集中, 中国本土企业市场集中度仍处于较低水平。美国市场除了已被意大利菲亚特汽车公司收购的美国克莱斯勒汽车公司, 本土汽车企业为通用、福特及特斯拉三大巨头垄断, 其中通用和福特 2017 年销量占比分别高达 53.17% 和 43.21%, 特斯拉仅占 3.63%, 2018 年特斯拉份额追赶至 10.6%, 通用和福特分别占比 48.55% 和 40.85%。日本市场则以丰田、本田、铃木和日产四大企业为首, 2017 年合计销量在本土企业中占比 89.28%, 其中丰田占比遥遥领先, 高达 47.7%, 本田占比 17.06%, 铃木与日产分别占比 12.75% 和 11.92%。相比于美国和日本本土车企 CR3 市场集中度高达近 100% 和 78%, 中国本土车企 2017 年 CR3 集中度仅为 41%, 其中销售占比最高只有 16.59%, 为吉利汽车, 其次为长安汽车和长城汽车, 分别占比 12.63% 和 11.29%。

图表 16. 美国本土车企 2018 年市场集中度情况



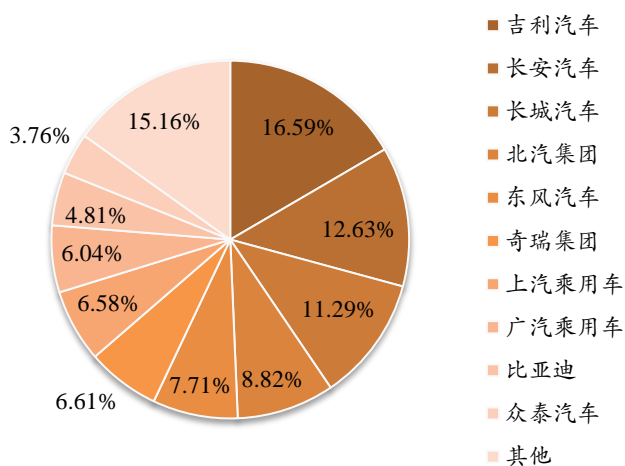
数据来源: Marklines, 广证恒生

图表 17. 日本本土车企 2017 年市场集中度情况



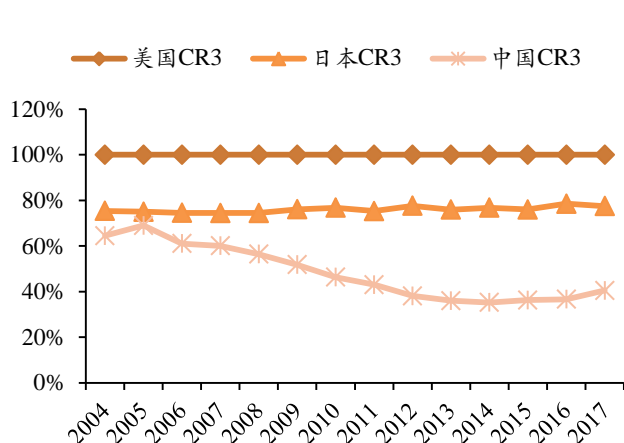
数据来源: Marklines, 广证恒生

图表 18. 中国本土车企 2017 年市场集中度情况



数据来源: Marklines, 广证恒生

图表 19. 美国、日本和中国本土车企市场集中度对比

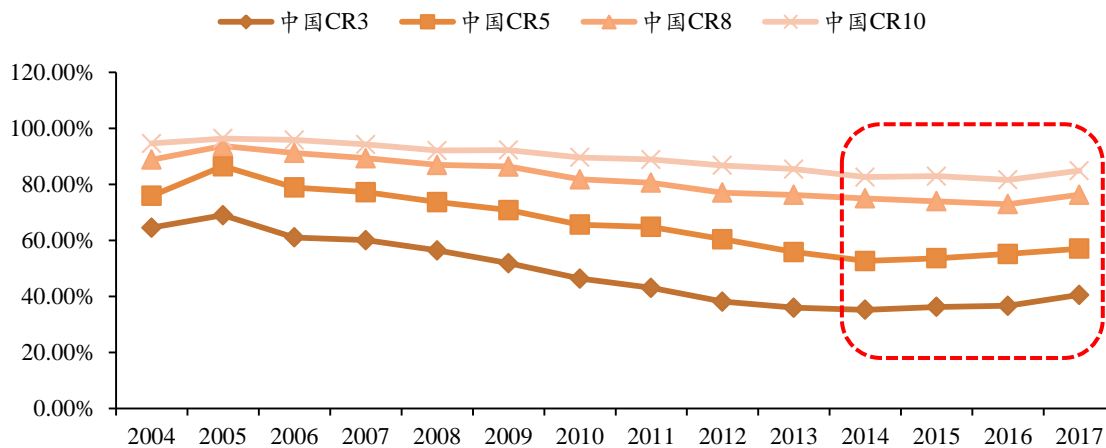


数据来源: Marklines, 广证恒生

2.2 中国汽车工业长期分散的格局正面临转折

回看中国本土车企市场集中度的历史变化, 2005 年以来随着本土车企规模逐渐扩大, 市场集中度呈现逐年下降趋势, CR3 集中度由 2005 年的 68.99% 下降至 2017 年的 40.51%, CR5 集中度由 2005 年的 86.45% 下降至 2017 年的 57.04%, 在整体市场长时间呈现趋于分散的特征下, 我们发现近几年市场集中度已开始企稳并出现小幅回升, CR3 和 CR5 集中度均在 2014 年开始从 35.19% 和 52.60% 逐年小幅提升至 40.51% 和 57.04%, CR8 和 CR10 集中度在 2017 年也出现了回升, 这反映了中国本土汽车市场已到了由百花齐放向巨头争霸方向发展的一个转折点。从全球汽车市场包括美国、日本、韩国、德国等汽车大国本土市场的发展路径来看, 随着整个汽车市场销量增速放缓, 竞争加剧必将带来本土市场洗牌, 弱竞争力的车企将面临淘汰出局, 同时也将促使更多收购整合事件的出现, 这意味着中国在未来较长一段时间将进入本土车企激烈竞争、分化以及并购重组的阶段。

图表 20. 中国本土车企 2004-2017 年市场集中度变化



数据来源: Marklines, 广证恒生

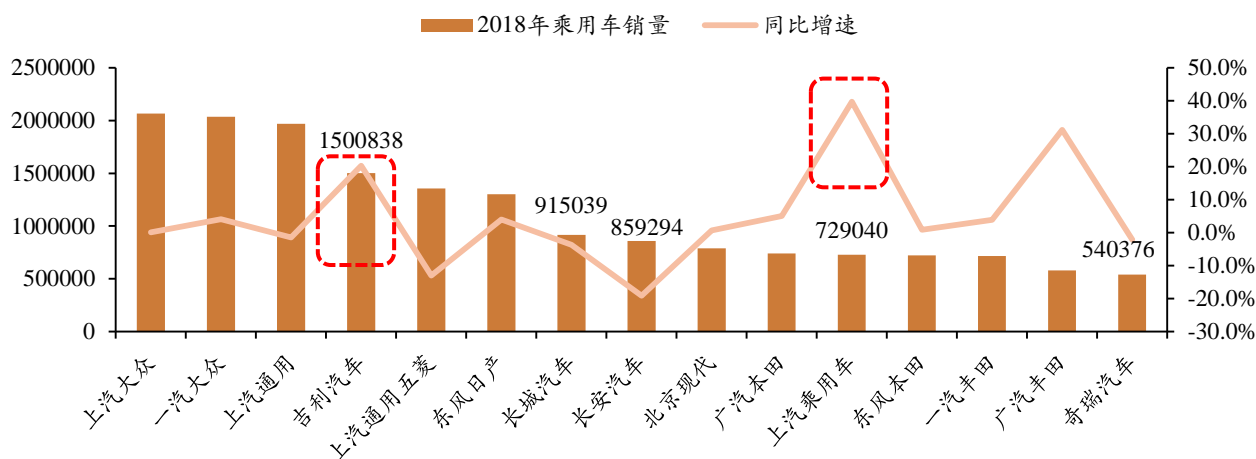
图表 21. 国内近五年车企收购案例

车企	收购时间	收购标的
吉利汽车	2017 年	宝腾汽车 49.9% 股权
	2017 年	沃尔沃集团 8.2% 股权, 2010 年收购沃尔沃汽车 100% 股权
长城汽车	2017 年	河北御捷 25% 股权
长安汽车	2018 年	长安铃木 50% 股权, 收购后持有 100% 股权
东风汽车	2014 年	收购标致雪铁龙集团 14.1% 股权
北京汽车	2016 年	福建奔驰 35% 股权
	2017 年	黄海汽车 100% 股权
威马汽车	2018 年	中顺汽车 100% 股权, 获汽车生产资质
	2018 年	一汽夏利 100% 股权
车和家	2018 年	力帆汽车 100% 股权, 获汽车生产资质
电咖汽车	2018 年	西虎汽车, 获汽车生产资质
宝能集团	2017 年	观致汽车 51% 股权, 获汽车生产资质

数据来源: 公开资料, 广证恒生

值得注意的是, 尽管整个汽车市场具备集中的趋势, 但由于中国汽车行业特殊产业政策导致的产业结构特殊性, 相比于美国和日本等在较短时间内实现几大巨头近乎垄断的市场格局, 中国本土汽车市场集中度提升的速度将会较为缓慢。一方面, 中国的国有车企与外企处于合资经营模式, 合资公司为其贡献了很大部分业绩, 使得其能够在自主品牌不盈利甚至亏损的情况下依然保持产品更新和技术研发, 加上国有企业的并购重组将涉及较多的政策因素约束, 其本身推动行业整合的内在动力并不强劲; 另一方面, 民营优势企业吉利、长城等即便在本土竞争市场中占据优势, 具备企业并购、行业整合的能力和动力, 但由于目前合资品牌在中国市场的领先地位仍旧明显, 民营企业的市场份额提升将会受到约束, 只有当其竞争力真正开始超过合资品牌时, 市场集中度才有可能实现大幅提升, 而这一演变目前来看需要较长时间。

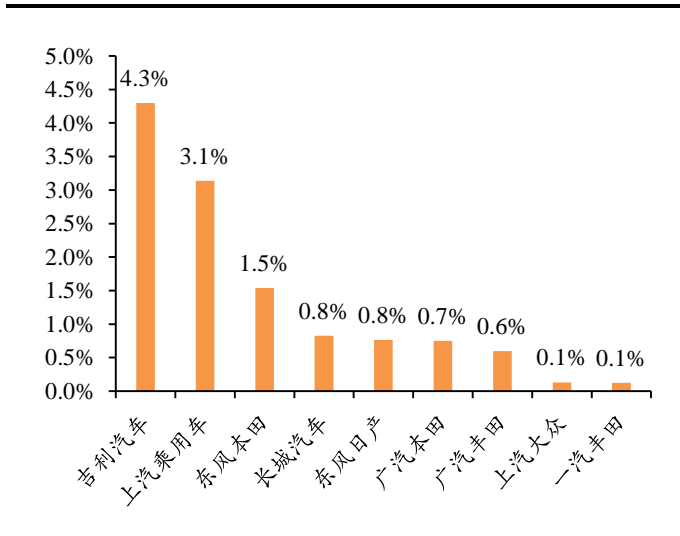
图表 22. 中国市场 2018 年车企乘用车销量 TOP15



数据来源: 乘联会, 广证恒生

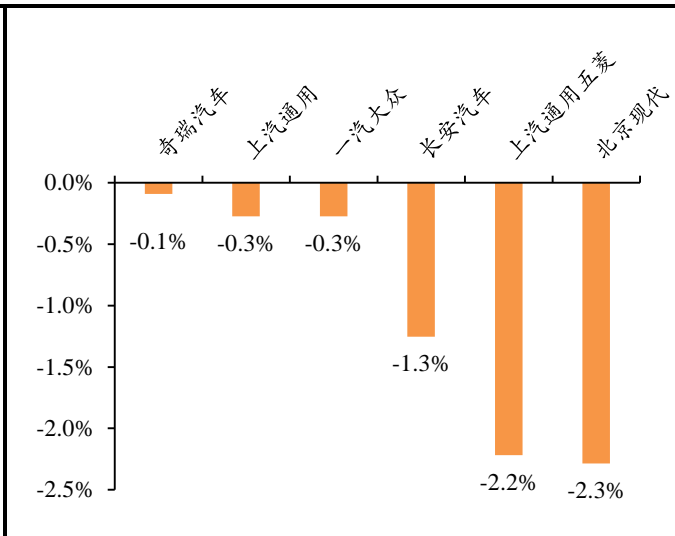
最近两年, 一线自主品牌在巩固中低端 SUV 市场的同时, 尝试进入中高端市场。吉利、上汽荣威、广汽传祺等一线自主品牌的上拓下沉挤掉了二三线合资品牌以及二三线自主品牌的份额。以丰田、本田为首的日系, 加快车型更新, 同样挤占了二三线合资品牌在中国的市场空间。

图表 23. 2014-2018 年市场份额上升车企



数据来源: Wind, 广证恒生 (百分比表示份额变化)

图表 24. 2014-2018 年市场份额下降车企



数据来源: Wind, 广证恒生 (百分比表示份额变化)

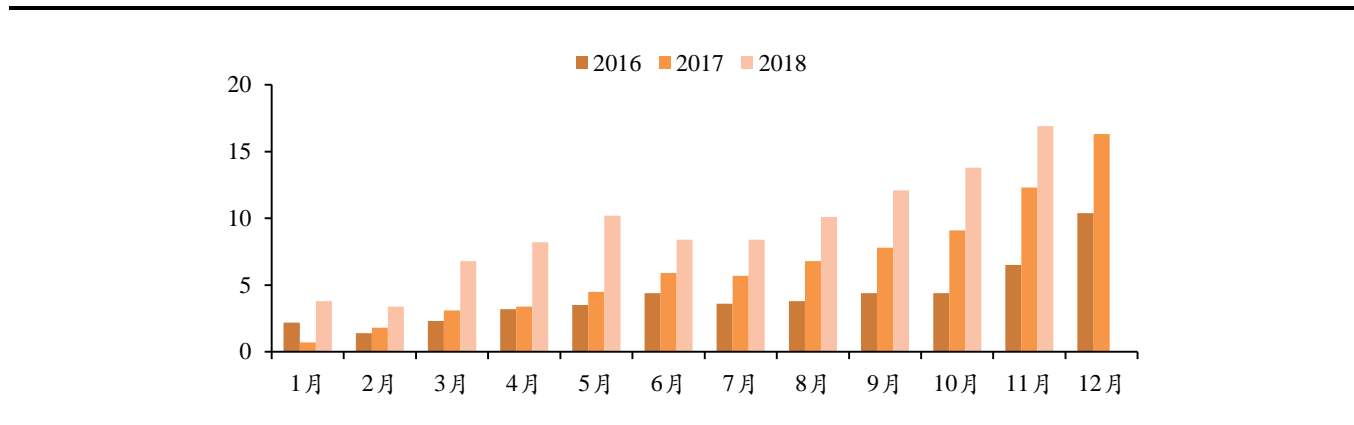
3. 押注新能源，传统车企与造车新势力进入同一赛道

中国汽车销量已经进入低速增长的常态阶段，中国汽车工业从高速成长期进入成熟期，传统燃油汽车成为了存量市场，新能源汽车成为增长较快的增量市场。从近两年的产销数据来看，传统燃油汽车增长缓慢，甚至在 2018 年负增长，而新能源汽车高速增长，成为新的蓝海市场。目前参与市场的主体主要有两大类：第一类是传统车企，明确提出转型新能源的规划，加快新能源车型的投放。第二类是造车新势力，他们是行业的新进入者。

3.1 纯电动汽车是新能源汽车的主要增长点

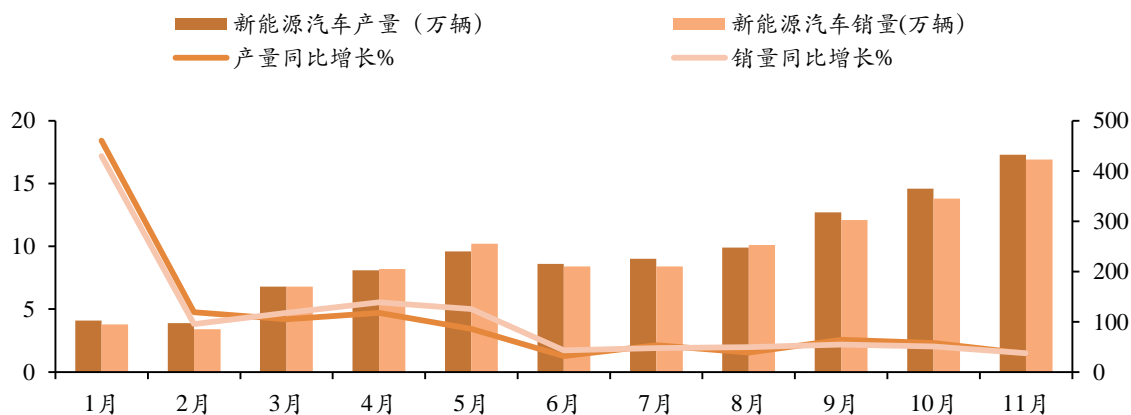
新能源汽车销量维持高增长趋势。2018 年 11 月我国新能源汽车销量为 16.9 万辆，同比上年增长 37.4%，两年复合增长率为 61.2%。2018 年新能源汽车 1-11 月总销量为 102.1 万辆，比 2017 年 1-11 月总销量的 61.1 万辆，同比增长 67.1%，对比 2016 年 1-11 月总销量的 39.7 万辆，两年的复合增长率为 60.4%，均保持一个较高的增速。纵观 2018 全年的月度销量，2018 年 1-11 月我国新能源汽车销量分别为 3.8、3.4、6.8、8.2、10.2、8.4、8.4、10.1、12.1、13.8 和 16.9 万辆，也一直保持着一个增长的趋势。

图表 25. 新能源汽车 2016-2018 年月度销量图



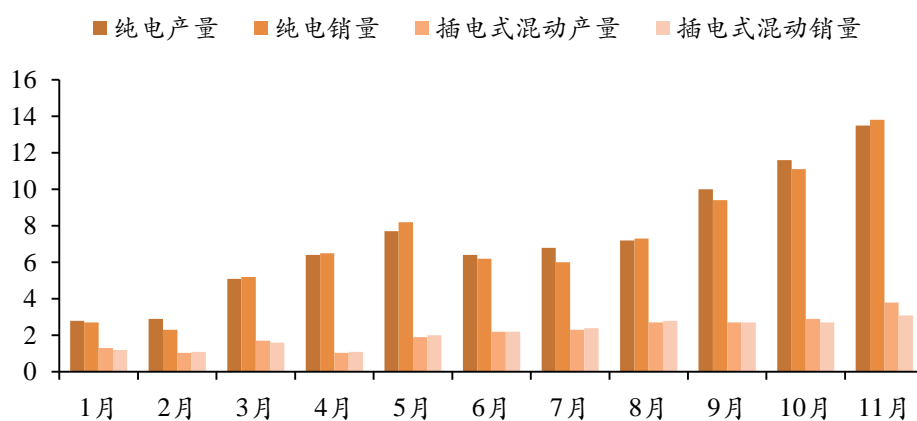
数据来源: 中汽协, 广证恒生

新能源汽车产量和销量维持稳定的双增长趋势。2018 年 11 月，新能源汽车产销分别完成 17.3 万辆和 16.9 万辆，比上年同期分别增长 36.9% 和 37.6%；1-11 月，新能源汽车产销分别完成 105.4 万辆和 103 万辆，比上年同期分别增长 63.6% 和 68%。综合 18 年 1-11 月的产销数据，新能源汽车的产量和销量都维持着较为稳定的增长趋势。

图表 26. 2018 年 1-11 月新能源汽车产销量变化图


数据来源：中汽协，中商产业研究院，广证恒生

纯电动汽车和插电式混合动力汽车产销量同时增长驱动新能源汽车产销量增长。2018 年 11 月，纯电动汽车产销分别完成 13.5 万辆和 13.8 万辆，比上年同期分别增长 23.6% 和 30.3%；1-11 月纯电动汽车产销分别完成 80.4 万辆和 78.8 万辆，比上年同期分别增长 50.3% 和 55.7%。插电式混合动力汽车产销分别完成 3.8 万辆和 3.1 万辆，比上年同期分别增长 121.7% 和 82.5%；1-11 月插电式混合动力汽车产销分别完成 23.58 万辆和 22.9 万辆，比上年同期分别增长 130.3% 和 127.6%。纯电动汽车和插电式混合动力汽车产销量的双增长驱动新能源汽车的产量和销量在 2018 年的 1-11 月与上年相比的同期增长率均为正值，并且保持着较为稳定的增长趋势。

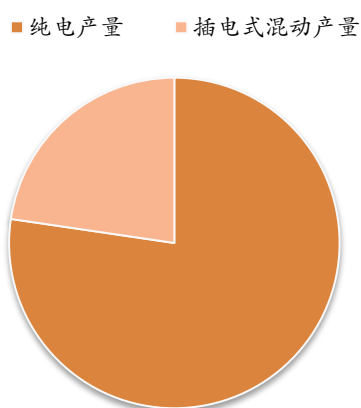
图表 27. 2018 年 1-11 月新能源汽车产销量变化图


数据来源：中汽协，中商产业研究院，广证恒生

新能源汽车产销量中纯电动汽车占比均为 77%，是新能源汽车产销量的主要增长点。2018 年 1-11 月纯电动汽车产销分别完成 80.4 万辆和 78.7 万辆，在新能源汽车总产销量的占比均为 77%。2018 年 1-11 月插电式混合动力汽车产销分别完成 23.58 万辆和 22.9 万辆，在新能源汽车总产销量的占比均为 23%。对比 2017 年 1-11 月新能源汽车产销量中纯电动东汽车的占比均为 83% 和 2016 年 1-11 月新能源汽车销量中纯电动动汽车的占比 79%，虽然 2018 年纯电动

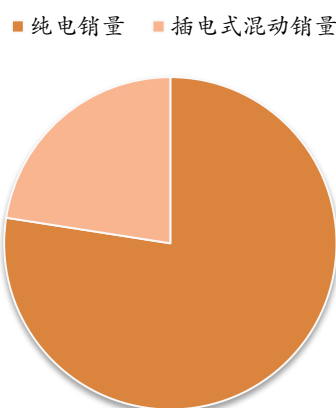
动汽车的产销量占比有所下降，但仍然占据目前我国新能源汽车市场的主要份额，纯电动汽车的产销量变化依旧是新能源汽车市场产销量变化的主要影响因素。

图表 28. 2018 年 1-11 月新能源汽车产量结构图



数据来源：中汽协，广证恒生

图表 29. 2018 年 1-11 月新能源汽车销量结构图



数据来源：中汽协，广证恒生

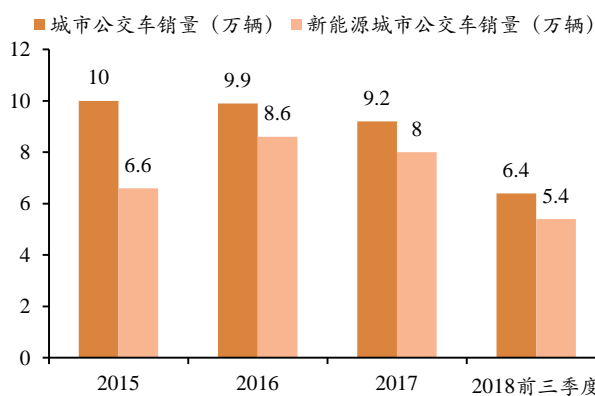
3.2 新能源汽车需求端：运营与消费齐发力，新能源市场需求强劲

3.2.1 政策护航+成本助力，运营市场崛起在即

近几年城市交通逐步升级迭代，汽车运营市场的电动化成为了必不可少的重要一环，交通运输部下发的《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》中也指出要构建清洁低碳、安全高效的能源体系，随着新能源汽车性能提升和痛点逐步改善，运营市场的新能源化已全面提上日程。

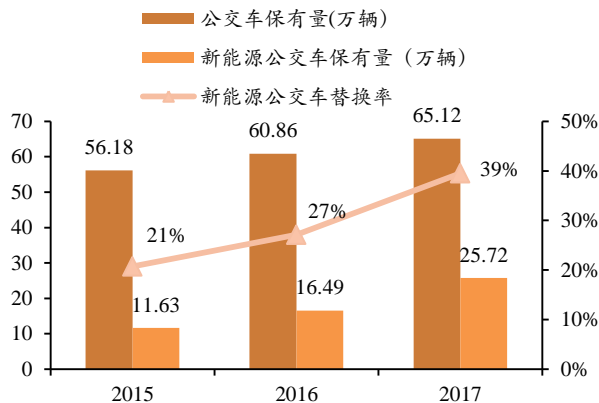
行政主导的公共交通率先实现政策推广，已贡献部分增量。目前我国一二线城市已部分完成了由柴油公交车向纯电动公交车的替换，并逐步向三四线城市蔓延，其中深圳的纯电动公交应用走在世界前沿，早在 2017 年 12 月 27 日深圳市交通运输委举行新闻发布会就宣布全市专营公交车辆全部纯电动化，深圳自此成为全球首个特大型城市中全部纯电动化的城市，累计推广应用纯电动公交车 16359 辆，其中比亚迪占比超过 90%。根据交通运输部计划，到 2020 年底前，重点区域的直辖市、省会城市、计划单列市建成区公交车将全部更换为新能源汽车，而根据交通部发布的《交通运输行业发展统计公报》，2017 年我国新能源公交车替换率已接近 40%，这意味着 2018-2020 年将实现 60% 的新能源公交车替换，预计带来 40-60 万辆的增量需求。

图表 30. 2015-2018 我国新能源公交车销量情况



数据来源：赛迪顾问，中客网，广证恒生

图表 31. 2015-2017 我国新能源公交车保有量及替换率



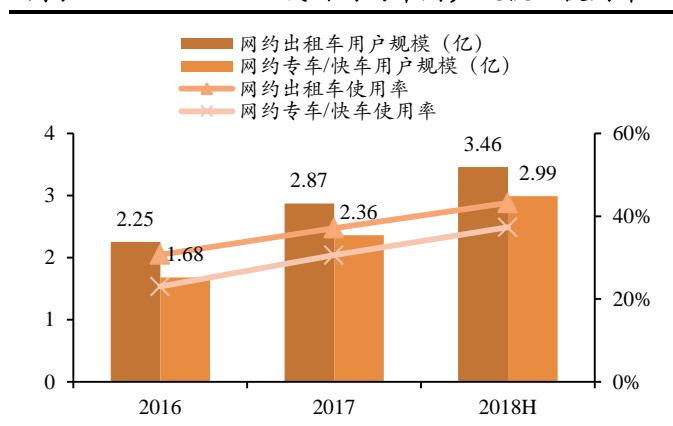
数据来源：交通部，广证恒生

图表 32. 部分省市新能源公交车推广目标

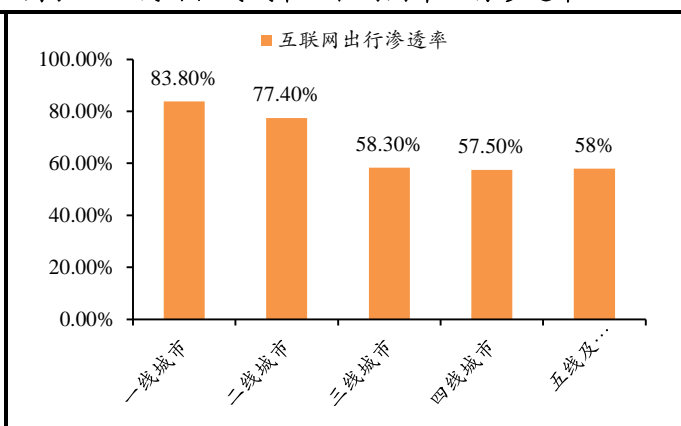
省市	新能源公交车推广目标
北京	在目前 1000 余部的基础上，力争到 2020 年达到 1 万部，纯电动公交车比重由现在的 10% 提升到约 60%
陕西	预计到 2020 年，全省的新能源公交车将达到 7000 辆以上，占到全省公交车保有量的 50%
海南	在 2017-2020 年新增和更换的公交车中新能源公交车的比例分别达到 60%、70%、80%、90%
广东	广州、珠海市 2018 年底实现公交电动化，珠三角其余各市到 2020 年前全部实现公交电动化（其中纯电动公交占比超 85%），粤东西北各市市区到 2020 年电动公交占比超 80%
福建	到 2020 年全省城市公交基本更新为新能源汽车
上海	目前上海累计推广各类新能源公交车 3849 辆，约占全市公交车总量的 23%。至 2020 年崇明岛域内公交车将全部实现纯电动
哈尔滨	到 2020 年，新能源和清洁能源公共交通工具占公交车辆总数比率达到 80%
长沙	截至 2016 年底，长沙共有公交车 6287 辆，其中油电混合动力车 3894 辆，纯电动车 1186 辆。到 2020 年底长沙市公交系统将全部使用新能源车，其中纯电动公交车占比达 50%
天津	2020 年底前，建成区公交车全部更换为新能源汽车
河北	到 2020 年，石家庄市建成区公交车全部更换为新能源汽车
江苏	到 2020 年，新增或更新的公交车中新能源公交车比重达到 80% 以上，南京市基本实现全市主城区、新城新区公交车新能源化
浙江	2020 年底前，杭州市、宁波市建成区公交车全部更换为新能源汽车

资料来源：公开资料，广证恒生

网约车市场规模迅速扩容，新能源需求空间巨大。长期以来，出租车行业在政府的严格管控下牌照受限明显，主要城市出租车牌照数量增速均远小于人口增速及人均可支配收入增速，供给不足而市场需求巨大，这就为网约车的兴起和渗透提供了极大的发展机遇，尤其在 2016 年网约车合法化，市场更是加速扩容。根据 CNNIC 发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，近两年我国网约车用户规模增长迅速，到 2018 年上半年网约出租车市场规模已经高达 3.46 亿人，使用率（占网民比例）高达 43.2%；根据腾讯发布的出行大数据报告，2016 年网约车在一线城市渗透率高达 83.8%，二线城市的渗透率达 77.4%。在 2018 年发生的顺风车安全事件后，政府加大了网约车行业的整治力度，更加严格的监管新政出台倒逼网约车市场加速规范化，而作为产业发展的本质规律，网约车新政也加速推动了行业由 C2C 向 B2C 模式转型。在采用自营车辆的 B2C 模式下，网约车平台公司更加重视车辆采购和运营成本，而电动车凭借着政策护航及自身巨大经济性几乎成为了网约车平台公司的必然之选。

图表 33. 2016-2018H 我国网约车用户规模及使用率


数据来源：CNNIC，广证恒生

图表 34. 我国各线城市互联网用车出行渗透率


数据来源：腾讯出行报告，广证恒生

(1) 新能源推广政策触及网约车市场，加速网约车电动化进程。随着市场规模不断扩大，网约车已逐渐成为城市交通的重要组成部分，在构建清洁低碳、安全高效的能源体系过程中，网约车的新能源化也自然被纳入其中，相比于运营牌照指标配置倾斜、不限牌不限行等政策扶持催生的电动网约车需求，目前不少城市推出的网约车电动化具体政策计划，其产生的巨大需求则更具确定性。如深圳市 2018 年修订的《深圳市网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》规定，2018 年 8 月 1 日起禁止非纯电动车辆新注册为网络预约出租车，这意味着深圳市将率先开启网约车全面电动化进程，此外，结合此前规定，截止至 2020 年底全市网约车必须全部更换为轴距 2650 毫米以上的纯电动汽车，意味着届时将有部分非纯电动网约车退出市场并带来新能源车的又一增量需求。

图表 35. 部分城市网约车电动化政策计划

城市	网约车电动化政策计划
深圳	2018 年 8 月 1 日起禁止非纯电动车辆新注册为网络预约出租车；截止至 2020 年底前，网约车必须全部更换为轴距 2650 毫米以上的纯电动汽车
佛山	2018 年 11 月 1 日起，佛山市更新或新增的网约车须全部使用新能源汽车
东莞	2018 年 10 月 15 日起，东莞市新增或更新出租车、网约车全部使用纯电动汽车
南京	网约车服务的车辆须是 3 年以下新车，且将优先选用新能源汽车
大连	2020 年起，全市新接入平台的网约车将全部使用新能源汽车，并在 2025 年前，实现全市网约车都采用新能源汽车的目标
惠州	只有轴距大于 2650 毫米的新能源汽车才能加入网约车行列

资料来源：公开资料，广证恒生

(2) 全生命周期成本优势明显，巨大经济性加速电动车渗透。由于网约车日均行驶里程远超于一般车主，运营市场相比于消费市场更加追求汽车的高性价比，传统燃油车的日常支出中很大比重为油耗支出，而在高油价时代，电动车的低电费成本优势则越发凸显。我们选取几大主要的网约车车型帝豪 EV、大众帕萨特及荣威 e550 进行全生命周期成本测算，假设私人消费市场年均行驶里程 1.2 万公里，网约车运营市场年均行驶里程 10 万公里，油费和电费分别以 7.5 元/L 和 1.5 元/度计算，可以看到，帝豪 EV450 的全生命周期成本比大众帕萨特和荣威 e550 都低，尤其在较长行驶里程的网约车运营市场，纯电动汽车的运营经济性更加明显。可以预见，随着网约车市场逐步扩容，基于成本经济性考量下纯电动车将迎来更大的需求增量。

图表 36. 传统燃油车与电动车全生命周期成本对比

假设 5 年	私人消费市场			网约车运营市场		
	大众帕萨特	帝豪 EV450	荣威 e550	大众帕萨特	帝豪 EV450	荣威 e550
能源类型	燃油车	纯电动	插电混动	燃油车	纯电动	插电混动
年均行驶里程 (100km)	120	120	120	1000	1000	1000
百公里电耗	-	16.5 kWh	20 kWh	-	16.5 kWh	20 kWh
百公里油耗	5.6L	-	7L	5.6L	-	7L
厂商指导价 (万元)	21.19	21.83	24.29	21.19	21.83	24.29
经销商售价 (万元)	14.54	13.58	18.48	14.54	13.58	18.48
一次性购置费用 (万元)	2.00	0.18	0.19	2.00	0.18	0.19
到手价 (万元)	16.54	13.76	18.67	16.54	13.76	18.67
能源费用 (万元)	2.52	1.49	2.07	21.00	12.42	17.25

保养费用 (万元)	4.5	2.2	3.5	4.5	2.2	3.5
保险费用 (万元)	3.35	3.4	3.6	3.35	3.4	3.6
5 年保值率	46.65%	22%	29.92%	23.33%	11.00%	14.96%
残值 (万元)	9.89	4.80	7.27	4.94	2.40	3.63
全生命周期成本 (万元)	17.02	16.05	20.57	40.45	29.38	39.39

资料来源：汽车之家，广证恒生

(3) 网约车平台加大新能源车投放，需求逐渐变现。按照网约车平台数据库接入行政主管部门监管平台截至 2018 年 7 月已上传完整订单总数排序，排名前 9 的网约车平台分别为滴滴出行、曹操专车、首汽约车、美团打车、易到、AA 租车、神州专车、万顺叫车和巴运出行。其中，由吉利集团投资的曹操专车为 100% 新能源出行平台，并于 2017 年 2 月底拿到了国内首张新能源网约车平台牌照，目前投放新能源车数在 2.7 万辆左右，计划 2020 年前累计投放超 5 万辆；2018 年 4 月滴滴出行和 31 家汽车产业链企业联合发起成立“洪流联盟”，表示将共建汽车运营商平台，推广超过 1000 万辆共享新能源汽车，而目前滴滴出行平台注册的电动汽车数量也已高达 26 万辆，并计划到 2020 年在自营平台投放 100 万辆电动汽车；作为网约车牌照数最多达 158 张的万顺叫车，目前也已和上汽(荣威-名爵)、比亚迪等达成合作关系，近期即将推出新能源汽车。此外，继吉利后传统车企也纷纷以 B2C 模式入局网约车，包括上汽于 2018 年 11 月推出的享道出行，计划全部采用新能源车运营，一汽、东风和长安组成的国家队也于 2018 年 7 月成立了 T3 出行服务公司。可以预见，网约车平台的巨大新能源需求正逐步变现，并将持续贡献增量。

图表 37. 部分网约车平台新能源车使用现状及未来规划

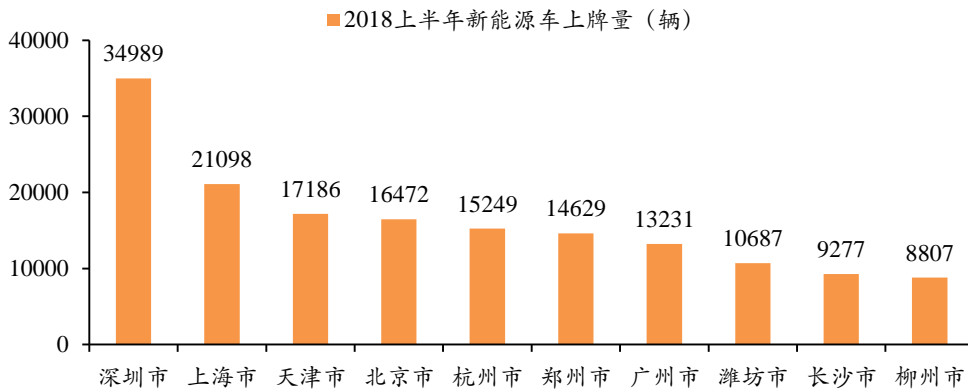
	运营模式	牌照数量	覆盖城市数量	运营车数	使用新能源汽车现状	新能源汽车未来规划
滴滴出行	C2C 转 B2C	91	260 左右	3000 万	滴滴平台目前注册 26 万辆电动汽车，现有滴滴司机中已有 35% 在换车时选择新能源汽车	到 2020 年将在平台投放 100 万辆电动汽车
曹操专车	B2C	71	25 左右	2.7 万	100% 新能源出行平台	未来两年以每年增加十个运营城市的速度递升，2020 年达到 50 个，届时累计投放运营车辆超过 5 万辆
易到用车	C2C	44	190 左右	270 万	2015 年 5 月启动“E-Car 计划”，陆续在北京、上海、广州、深圳等地上线数千辆新能源车，计划三年内新能源汽车在平台中占比至少 50%	2018 年 12 月宣布施行新能源网约车计划，在全国范围内投入运营新能源网约车，并在该计划首个试点城市济南于春节前投入运营 1000 辆新能源车
斑马快跑	B2C	135	200 左右个城市分站	5 万多	100% 新能源出行平台	2018 年 9 月与众泰达成万台新能源汽车投放网约车市场合作计划；未来预计开通 300 个城市，按照当地人口万分之一点六比例配置投放，约 400 万辆

资料来源：公开资料，广证恒生

3.2.2 限购+限行“双限”齐发，刺激消费市场需求上涨

根据高工产研发布的《新能源汽车上牌保险数据库》统计显示，2018 上半年我国新能源汽车销售约 31.4 万辆，同比增长 204%，其中，销量排名前十城市合计约 16.2 万辆，占总销量的 52%。在新能源汽车补贴普遍下调的大环境之下，深圳、上海、天津、北京等城市新能源汽车销量仍旧是一路领跑，我们认为除了发达的经济和更加完善的基础设施建设支持外，限行、限购政策的推行是拉动这些城市新能源车需求快速上涨最主要的因素。

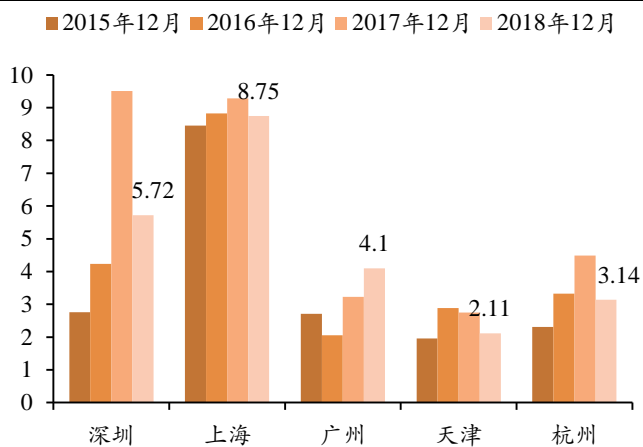
图表 38. 2018 年上半年我国新能源汽车分城市上牌量情况



资料来源：高工产研，广证恒生

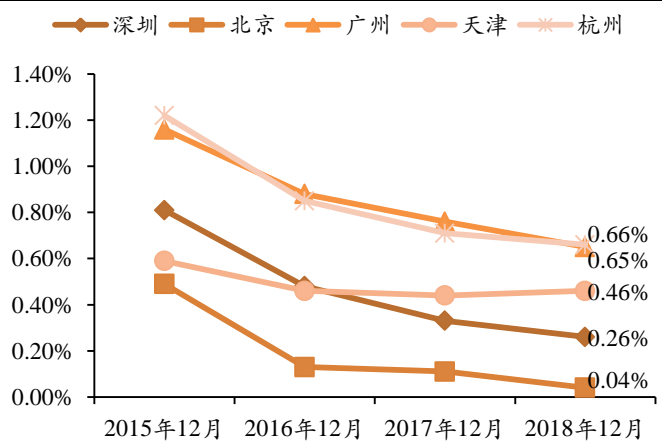
限购政策下牌照价格高企且中签率低，促使刚性需求向新能源车转移。目前我国实行燃油车限购的城市共有 9 个，包括北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、贵阳、石家庄和海南。其中北京采用摇号配置指标（含插电混动），上海采用竞价拍牌配置指标，广州、深圳、天津、杭州与海南均采用摇号和竞价相结合的配置方式，贵阳通过摇号进行区域限制，石家庄则通过限制家庭购买第三辆车的方式实现限购。结合上面分城市新能源车上牌量情况可以看到，2018 年上半年新能源车上牌量前七名中除郑州外其他均为限购城市，也验证了限购城市的高新能源车需求。从各限购城市公布的个人竞价及摇号配置结果来看，各城市牌照价格在 2015-2017 年呈逐年上涨趋势，2018 年虽有所下降但价格仍高企（广州市 2018 年仍为上涨），尤其是上海市牌照价格仍高达 8.75 万元；而各城市的摇号中签率则呈逐年下降趋势，2018 年底均不高于 0.7%，北京市甚至低至 0.04%。从高企的燃油车牌照价格及逐年降低的中签率可以预见，汽车的刚性需求将逐步向新能源车转移。

图表 39. 2015-2018 部分限购城市牌照价格变化情况



数据来源：各市小客车调控管理信息系统，广证恒生

图表 40. 2015-2018 部分限购城市摇号中签率变化情况



数据来源：各市小客车调控管理信息系统，广证恒生

图表 41. 9 个限购城市燃油车限购政策情况

限购城市	政策时间	限购方式
上海	1994 年	只能通过竞拍的方式获得私人牌照
北京	2010 年	通过摇号的方式来获取牌照
贵阳	2011 年	分无偿摇号和普通牌号但区域限行两种
广州	2012 年	分有价竞拍和无偿摇号两种
天津	2013 年	通过摇号或竞价的方式获得牌照
石家庄	2013 年	家庭限购第三辆车
深圳	2014 年	通过摇号或竞价的方式获得牌照
杭州	2014 年	通过摇号或竞价的方式获得牌照
海南	2018 年	通过摇号或竞价的方式获得牌照

资料来源：公开资料，广证恒生

在广州、天津等地纯电动和插电混动汽车均可直接申请获得牌照，而油电混动车型则需参与节能车指标摇号，但摇号中签率还是大幅高于传统燃油车；而北京市则仅将纯电动列为新能源汽车，插电混动仍需同燃油车一样参与摇号，纯电动采用的是排队领号，先到先得的方式。值得注意的是，随着新能源汽车热度逐渐走高，北京市也开始了对新能源汽车总量的控制，从指标配置数占排队总人数之比可以看到，2015 年基本处于免排队状态，到 2017 年纯电动车需求已经远超出指标配置数，获牌人数仅占排队人数的 1.31%，根据北京最新一期配置结果显示，2018 年新能源指标早已用尽，截至 2018 年底北京纯电动排队人数超过 42 万，预计新申请者需轮候至 2026 年才能获得指标。由此可以预见，随着新能源汽车需求扩大到一定程度，燃油车限购政策对需求刺激的边际效用将会逐步递减，目前在已开始新能源汽车总量控制的北京市上已有所体现。

图表 42. 3 个限购城市新能源车摇号中签率情况及排队情况

限购城市	新能源车限购方式	节能车摇号中签率（北京为指标配置数占排队人数比）			
		2015 年 12 月	2016 年 12 月	2017 年 12 月	2018 年 12 月
北京	纯电动需排队，插电混动同燃油车一样需摇号（2014 年起）	100%	13.25%	1.31%	-
广州	纯电动和插电混动直接申请即可，油电混动则需参与节能车指标摇号	40.57%	46.22%	10.37%	6.48%
天津	纯电动和插电混动直接申请即可，油电混动则需参与节能车指标摇号	100%	17.38%	13.48%	11.59%

资料来源：各市小客车调控管理信息系统，广证恒生

限行政策大规模实施并逐步升级，加速汽车存量替代并带来更多新能源增量需求。2018 年以来全国性的大规模限号限行措施进一步蔓延，越来越多城市加入燃油车限行大军，部分城市逐步扩大限行区域，并采取了更加严格的限行方式，而不在限行之列的新能源车无疑成为最大的受益对象。以广州于 2018 年 7 月开始实施的“开四停四”限外新规为例（即非广州车牌在广州市内连续开四天（最长），就得隔四天才能再次开进市内，不够四天的根据实际情况来定），从一些车行的反映来看，新能源车的客流量相比政策公布前翻了 2-3 倍，一家以新能源车为主打车型的汽车品牌 4S 店表示在政策公布的第二天，该店一天就卖出了 50 多台新能源车。从限行政策对新能源

源车需求的刺激来看，一方面表现为存量替代，另一方面为更多的新能源增量需求，即更加严格的限行政策将促使传统燃油车车主或将实现向新能源车的换购，或将新增一辆新能源汽车，而对于首次购买汽车的车主来说则将更多地考虑不限行的新能源汽车。可以预见，各城市推出并逐步升级的限行政策将成为新能源车需求上涨的又一重要推动力。

图表 43. 部分城市限行政策情况

限行城市	限行方式
广州	外地车牌“开四限四”
深圳	高峰期外地车牌限行
上海	高峰期外地车牌限行
杭州	每日高峰期限行 2 个数字尾号车牌
天津	每日 7-19 点限行 2 个尾号
北京	工作日 7-20 点每日限行 2 个尾号
贵阳	工作日 7-20 点一环以内限行 2 个尾号、外地车辆进入一环“开四停四”
石家庄	工作日 7-20 点每日限行 2 个尾号、空气污染预警时升级为单双号限行
西安	每日限行 2 个尾号车牌
成都	工作日 7-20 点每日限行 2 个尾号
济南	每日 7-21 点单双号限行
郑州	每日 7-21 点单双号限行
洛阳	每日 8-19 点部分道路单双号限行
大连	工作日高峰期部分道路单双号限行
太原	重污染天气实施部分尾号限行
兰州	每日 7:30-19:30 部分区域限行 2 个尾号
南昌	每日 7-21 点部分道路单双号限行
哈尔滨	每日 6:30-19 点部分区域单双号限行

资料来源：公开资料，广证恒生

3.3 新能源汽车供应端：传统车企积极转型，造车新势力来势汹汹

3.3.1 传统车企积极布局 PHEV 和 EV 市场，比亚迪、上汽、吉利表现突出

传统车企中，比亚迪、上汽、吉利积极布局并占据 PHEV 的主要市场，混合动力新能源车市场集中度较高。比亚迪 2018 年分别推出秦 Pro DM、唐 DM 和宋 DM，定价为 14.99-20.69 万元、13.29-20.99 万元和 24-33 万元，19 年将继续推出定价为 17.69-24.59 万元的汉系列，完善在 PHEV 的产品布局。上汽继 16/17 年分别推出 23.98 万元的荣威 550、22.28 万元的荣威 Ei6 和 25.59 万元的荣威 950 之后，18 年又推出了价格为 9.68-14.68 万元的中低档名爵 Emg6 和 23.19-28.59 万元的中高档荣威 eRX5，完善了产品的价格体系。吉利新能源 17 年 11 月推出了帝豪 PHEV，18 年推出价格为 9.88-16.18 万元的博越和 16.68-19.98 万元的博瑞 GE，19 年预期上市新帝豪 PHEV 和 SX11 这两款车型，20 年接着推出 DNL-5，以每年 1-2 款车型的速度积极布局 PHEV 市场。除了推出车型种类较多的比亚迪、上汽和吉利外，广汽分别在 17 年和 18 年推出了售价为 16.48-17.48 万元的传祺 GA3S 和 19.68-21.98

万元的传祺 GS4，长安也分别于 17 年和 18 年推出 16.09-16.99 万元的逸动 PHEV 和 9.58-11.48 万元的 GS75，而上汽通用别克于 2018 年 9 月推出的 VELITE6 售价最低，只需 4.98-5.38 万元。

图表 44. 传统车企 PHEV 车型规划图

车企	车型	能源类型	上市时间	价格 (万元)
比亚迪	秦 Pro DM	PHEV	2018.09	14.99-20.69
	唐 DM	PHEV	2018.06	13.29-20.99
	宋 DM	PHEV	2018.08	24-33
	汉	PHEV	2019	17.69-24.59
上汽	荣威 550	PHEV	2016.04	23.98
	荣威 Ei6	PHEV	2017.04	22.28
	荣威 950	PHEV	2017.05	25.59
	名爵 Emg6	PHEV	2018.03	9.68-14.68
	荣威 eRX5	PHEV	2018.06	23.19-28.59
吉利	帝豪 PHEV	PHEV	2017.11	16.58-18.58
	博越	PHEV	2018.03	9.88-16.18
	博瑞 GE	PHEV	2018.07	16.68-19.98
	新帝豪 PHEV	PHEV	2019	
	SX11	PHEV	2019	
	DNL-5	PHEV	2020	
广汽	传祺 GA3S	PHEV	2017.04	16.48-17.48
	传祺 GS4	PHEV	2018.09	19.68-21.98
长安	逸动 PHEV	PHEV	2017.10	16.09-16.99
	GS75	PHEV	2018.09	9.58-11.48
上汽通用别克	VELITE6	PHEV	2018.09	

数据来源：汽车之家，公司官网，易车网，广证恒生

传统车企顺应新能源汽车格局变化浪潮，纷纷推出纯电动车型，其中比亚迪和北汽新能源在 EV 车型中拥有较为完整的产品布局。2018 年是 EV 车型爆发式增长的一年，比亚迪在一年之内推出秦、秦 Pro、唐、宋、元 EV 以及 e5 和腾势 500 等多款纯电动车型，价格覆盖 5-30 万元，提供给车主多种选择。北汽新能源专注 EV 市场，2018 年以 EC/EU/EX 系列强势进军 EV 市场，预计 2019 年还将推出 ET 系列和 ARCFOX 进一步扩展产品种类，完善产品布局。除此之外，上汽、吉利、广汽、长安、江淮、奇瑞和江铃也都顺应新能源改革浪潮，在 2018 年有序推出了一到两款 EV 车型。

图表 45. 传统车企 EV 车型规划图

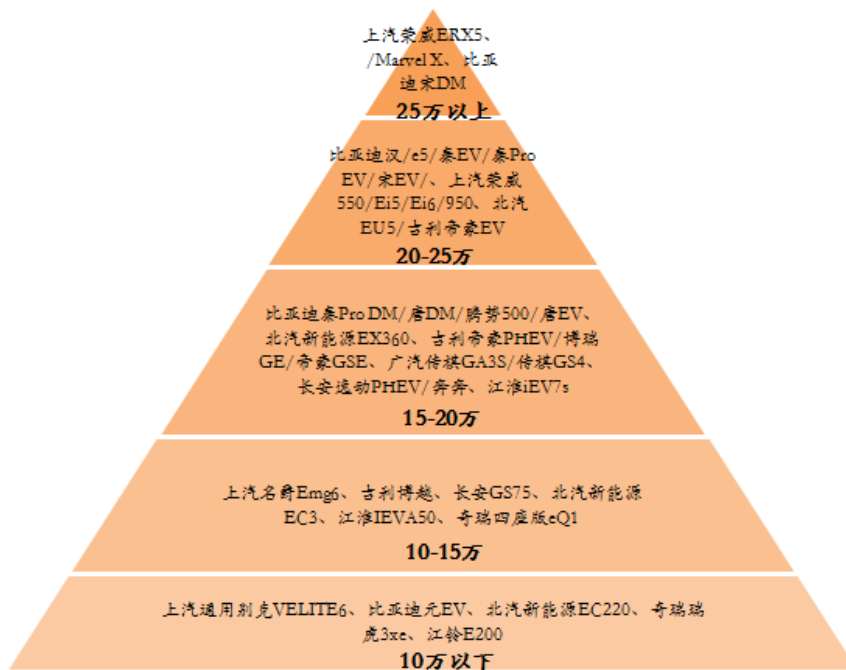
车企	车型	能源类型	上市时间	价格
比亚迪	e5	EV	2018.03	22-23
	秦 EV		2018.03	24-26
	元 EV		2018.05	7.99-9.99
	宋 EV		2018.08	18.99-27.415
	腾势 500		2018.03	18.99-19.99
	秦 Pro EV		2018.09	17-30
	唐 EV		2018 年底	16.99-18.99
	E-SEED		2019 年	

北汽新能源	EU5	EV	2018.04	22.06
	EC3		2018.08	12.19
	EC220		2018.12	5.98
	EX360		2018.03	18.39
	EX5		2019.01	
	ET400		2019	
	ARCFOX		2019	
上汽	Ei5	EV	2018.03	21.38-22.38
	荣威 ERX5		2017.06	27.18-29.68
	Marvel X		2018.04	26.88-30.88
吉利	帝豪 EV	EV	2018.03	19.33-23.83
	帝豪 GSE		2018.06	16.48-19.98
广汽	GE3	EV	2018.08	16.48-17.48
长安	奔奔	EV	2018.10	16.09-16.99
	逸动 EV300		2017.1	8.98-15.18
江淮	iEV7s	EV	2018.03	17.6
	IEVA50		2018.03	11.95
奇瑞	四座版 eQ1	EV	2018.03	12.25
	瑞虎 3xe400		2018.03	5.78-6.18
	瑞虎 3xe480		2018.03	8.98-10.28
江铃	E200	EV		9.38-10.68

数据来源：汽车之家，公司官网，易车网，广证恒生

传统新能源车型定价 15-20 万之间的车型最多，比亚迪和广汽车型占主导，而价格区间范围覆盖最广的是比亚迪和上汽。对比传统车企中新能源车型的定价发现，车型最多、竞争最激烈的定价区间为 15-20 万元，分别有比亚迪秦 Pro DM/唐 DM/腾势 500/唐 EV、北汽新能源 EX360、吉利帝豪 PHEV/博瑞 GE/帝豪 GSE、广汽传祺 GA3S/传祺 GS4、长安逸动 PHEV/奔奔和江淮 iEV7s。车型最少的定价区间是 25 万以上和 10 万以下，25 万以上的高端新能源车型被上汽荣威 eRX5、Marvel X 和比亚迪宋 DM 占领，10 万以下低端市场被上汽通用别克 VELITE6、比亚迪元 EV、北汽新能源 EC220、奇瑞瑞虎 3xe 和江铃 E200 覆盖。从整个产品定价布局来看，上汽新能源以荣威 550/Ei6/950/eRX5 和 Marvel X 主要定位 20 万以上的中高端市场，以上汽名爵 Emg6 补充 10-15 万的中低端市场。比亚迪的秦、汉、唐、宋、元系列均匀布局 10 万至 25 万以上的市场，形成了完整的产品价格布局，满足客户的多种需求。吉利新能源主要以吉利帝豪 PHEV/GSE 和博瑞 GE 布局 15-20 万元新能源汽车市场，辅以 9.88-16.18 万元的博越满足中低端市场需求。广汽新能源的传祺系列定价均在 15-20 万之间，而长安逸动 PHEV、奔奔和 GS75 分别布局 15-20 和 10-15 万元市场。

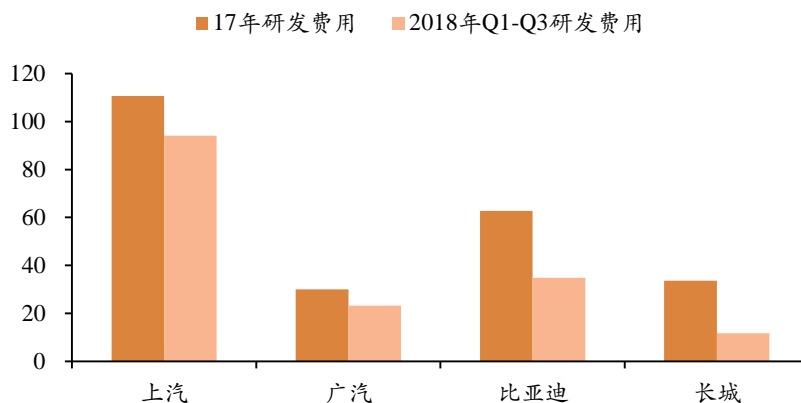
图表 46. 传统车企新能源车型价格分布图



数据来源：汽车之家，公司官网，易车网，广证恒生

上汽集团和比亚迪研发支出最多，新车型研发离不开高投入。通过对比 2017 年传统车企之间的研发费用发现，上汽集团合并报表的研发支出 110.62 亿元，其中母公司研发支出 63.4 亿。2018 年 1-3 季度合并报表的研发支出 90.03 亿元。上汽集团母公司的研发支出，主要是上汽自主乘用车研发支出，也有少部分是商用车研发支出。排在第二的是比亚迪，在 2017 年的研发费用是 62.6 亿元。长城汽车和广汽集团在 2017 年的研发费用分别是 33.65 和 30.03 亿元。在汽车行业格局变化之际，各大车企纷纷转向新能源汽车，而新能源汽车最关键的竞争力就是核心技术的掌握，研发费用的高投入代表着技术的领先。上汽和比亚迪在新能源的技术优势，可以从上汽荣威 Marvel X 和比亚迪唐 DM/唐 EV 等旗舰车型上体现出来。

图表 47. 传统车企研发费用对比图



数据来源：wind，广证恒生

传统车企的新能源汽车工厂投资额已涉及过千亿元，主要工厂年产能已达到 20 万辆以上，持续往新能源汽车

车的投入将带动更多产能在未来几年逐步释放。梳理传统车企在新能源汽车上的产能布局，可发现有较大部分已在 2018 年或之前开始投产，而且大多的产能在满产后都达到年产 20 万辆以上，传统汽车的整体新能源汽车工厂投资额已涉及过千亿元。由于部分新势力造车企业还在初期投入阶段，2018 年或之前的新能源主要来自传统车企。传统新能源车企中，有部分进行品牌业务独立，如北汽新能源、广汽新能源等；而另一部分会在母公司大框架下进行新能源汽车的研发生产，比如上汽；还有一些在规划中并且没有新能源产品推出的车企。我们预计未来几年，传统车企的转型方向仍倾向新能源车倾斜，更多的产能将逐步释放。例如，广汽新能源工厂将会在 2019 年投产，首期生产能力为 20 万辆/年；上汽集团预计投入 200 亿元以完成 2020 年自主和合资新能源汽车年销量超过 60 万辆的目标；吉利计划到 2020 年，旗下 90% 的汽车都为新能源汽车。

图表 48. 传统车企的新能源汽车产能规划表

车企	工厂所在地	投资额 (亿元)	预计投产时间	产能
上汽大众	上海安亭	170	2020 年	30 万辆
江淮-大众	合肥市	51	2018 年	36 万辆
广汽新能源	广州市	50	2019 年	20 万辆
吉利	成都市	138	2017 年	10 万辆
	湖州市	224	2019-2020 年	30 万辆
	杭州	145	2018 年	30 万辆
	湖南湘潭	35	2017 年	30 万辆
	金华市	72	2018 年	10 万辆
	西安市	30	2020 年	10 万辆
上汽通用五菱	青岛市	0.37	2019 年	8 万辆
	柳州市	80	2015 年	20 万辆
北汽新能源	重庆市	30	2019 年	一期 10 万辆, 年产 30 万辆
	九江市	130	2017 年	5 万辆
	青岛市	50	2015 年	15 万辆
北京奔驰	北京顺义区	119	2019 年	一期 15 万辆, 年产 30 万辆
江铃新能源	昆明市	24.5	2020 年	一期 5 万辆, 年产 10 万辆
长安	北京市	4.4	2020 年	16 万辆
奇瑞新能源	石家庄市	30	2018 年	一期 10 万辆, 年产 20 万辆
	济宁市	10	2017 年	10 万辆

数据来源：电车汇，新材料在线，公开资料，广证恒生

图表 49. 传统车企营收、利润与市值表

单位: 亿元	2018 年 Q3 营业总收入	2018 年 Q3 净利润 (亿元)	市值 (亿元)
上汽	6692.55	276.72	2948.91
广汽	515.24	98.60	1051.76
比亚迪	889.54	15.27	1341.43
长城	641.92	39.27	512.04
长安汽车	480.79	11.63	317.94
吉利			1019.10

数据来源：Wind，广证恒生

3.3.2 新能源汽车交付潮至，造车新势力崛起，纷纷迈入“独角兽”行列

2018 年造车新势力 EV 车型大幅增长，造车新势力崛起，纷纷推出量产车型，预计 19 年将会有更多的新款和升级版 EV 车型陆续上市。2017 年上市的车型有蔚来 ES8、云度 π1、电咖 EV10、格力和开云汽车。而 2018 年上市的车型包括：蔚来 ES6、云度 π3、小鹏 G3、前途 K50 等。目前蔚来、威马、云度、拜腾、奇点汽车、车和家、爱驰亿维、游侠汽车、国能新能源、零跑汽车和理想智造都有计划在 19 年上市的新车型，按照这个趋势可以预期 2019 年会有更多的新款和升级版 EV 车型陆续上市。

图表 50. 造车新势力产品规划表

车企	车型	能源类型	上市时间	价格
蔚来	ES8	EV	2017.12	44.8-54.8
	ES6	EV	2018.12	35.8-49.8
	ET7	EV	2019.12	
威马	EX5	EV	2018.04	17.98-29.88
	EX Pro5	EV	2019	
	EX6	EV	2019	
云度	π1	EV	2017.10	13.78-17.98
	π3	EV	2018.07	18.48-20.48
	π7	EV	2019	
拜腾	BYTON concept	EV	2018.04	
	拜腾 BYTON M-Byte	EV	2019	30 万起
乐视汽车	FF91	EV		
车和家	智能 SUV	EV	2019	
奇点汽车	奇点 IS6	EV	2019	20-30
正道汽车	正道 H600	EV	2019	
游侠汽车	游侠 X	EV	2019	
小鹏汽车	小鹏 G3	EV	2018.12	13.58-16.58
电咖汽车	EV10	EV	2017.11	11.59-14.18
前途汽车	Concept 1	EV		
	K20 概念车	EV		
	前途 K50	EV	2018.08	75.43
国能新能源	9-3X	EV	2019	16.98
浙江合众	E-TAKE	EV	2018	
爱驰亿维	爱驰 U5	EV	2019	
格力汽车	SUV/货车	EV	2017	
开云汽车	PICKMAN	EV	2017	
零跑汽车	S01	EV	2019	10-15
新特汽车	SITECH DEV 1	EV		
	摩拜定制款电动汽车	EV		
理想智造	理想智造 ONE	EV		40 万以内

数据来源：汽车之家，公司官网，易车网，广证恒生

图表 51. 造车新势力创新点

造车新势力车企	创新点
蔚来汽车	换电模式、女王副驾、“蔚来 APP”一键加电
小鹏汽车	带远程启动功能的 360°车顶摄像头、太空驾驶座舱
拜腾汽车	49 英寸全面共享屏和手势操作、支持手势交互与生物识别
威马汽车	全车交互智能引擎
电咖汽车	设计加入深度个人定制项
车和家	增程式混动汽车、“小而美”的 SEV
零跑汽车	用指静脉识别技术解锁车门
爱驰汽车	独创的干湿分离“三明治”电池包结构
天际汽车	“五+X”屏幕即时互动

数据来源：公开资料整理，广证恒生

新势力车企交付潮至,除了 18 年已开始交付的五家造车新势力车企外,2019 年将会有更多新势力积极交付,丰富 EV 行业的供给端。2018 年已经实现交付的造车新势力车企包括蔚来、威马、前途、云度和小鹏汽车,他们分别在 2018 年交付了蔚来 ES8、威马 EX5、前途 K50、云度 π1 和小鹏 G3。而在 19 年,蔚来将开始交付 ES6,威马会上市 EX5Pro 和 EX6,云度也会开始交付 π3 并上市 π7。除了这些已经实现交付的企业外,还会有一批新的造车势力涌入市场,于 19 年开始实现交付。例如,零跑汽车的 S01 将于 2019 年交付 1 万辆,奇点 IS6 将于 2019 年交付 2 万辆,理想智造将于 2019 年 4 季度开始交付,电咖汽车天际 ME7 将于 19 年下半年开始交付,爱驰 U5 将于 2019 年 4 季度开始批量交付。这些造车新势力在 19 年实现的交付会给新能源汽车行业注入更多的活力。

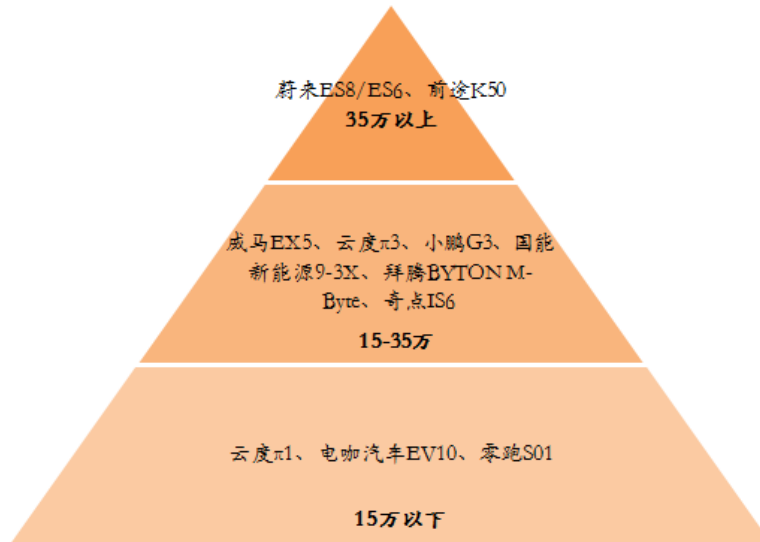
图表 52. 2019 年造车新势力交付规划表

造车品牌	车型	车型定位	预售价	预计上市时间	交付计划	未来规划
蔚来	蔚来 ES6	中型 SUV	39.8-54.8 万	2018 年 12 月	2019 年 6 月	2019 年 12 月上市 ET7 轿车车型
零跑	零跑 S01	电动轿跑	10-15 万 (补贴后)	2019 年 1 月 3 日	2019 年销量 1 万辆	五门四座微型车/紧凑型 SUV
奇点	奇点 iS6	中型 SUV	20-30 万	2019 年春节前后	2019 年交付 2 万辆	-
理想智造	理想智造 ONE	中大型 SUV	40 万以内	2019 年 4 月	2019 年第四季度批量交付	5 座轿车/共享出行车型
天际 (电咖)	天际 ME7	中型 SUV	补贴前 30-50 万	2019 年 4 月开启预售	2019 年下半年	5 年/8 款新车型,包含 2 款轿车,5 款 SUV 以及 1 款 MPV
拜腾	BYTON M-Byte	中型 SUV	起售价 30 万	2019 年 5 月开始生产	-	-
金菓 EV	首款智能电动 SUV	中型 SUV	-	2019 年第三季度	-	-
爱驰	爱驰 U5	中型 SUV	-	2019 年下半年	2019 年第四季度批量交付	-

数据来源：汽车之家，广证恒生

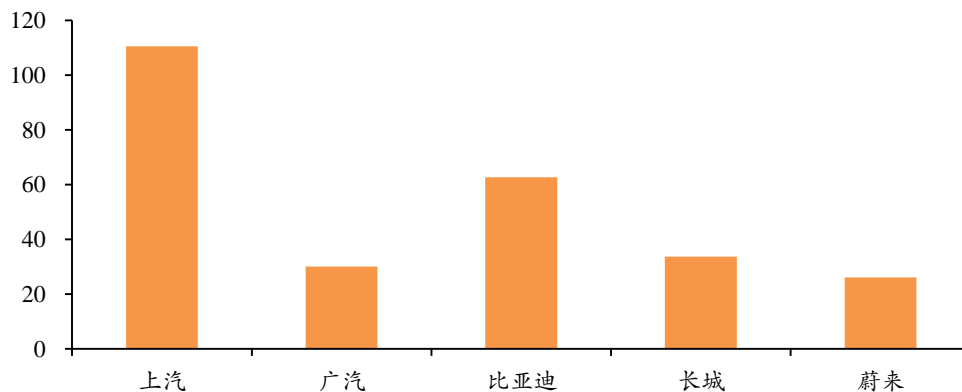
综合现时国内造车新势力 EV 市场,15-35 万的车型最多,竞争激烈,而 35 万以上车型车型较少、蔚来占据

高端市场优势。通过整理目前已上市的造车新势力 EV 车型的售价发现，车型种类较多、竞争较激烈的售价区间是 15-35 万元的中档价位，然后就是 15 万以下的低档售价区间。现时竞争压力最少的是 35 万以上的高档售价区间，只有蔚来和前途的车型。售价为 15-35 万元的造车新势力 EV 车型主要有威马 EX5、云度 π3、小鹏 G3 和国能新能源 9-3X，整体车型种类较多，供给充裕，竞争较为激烈。售价为 15 万元以下的 EV 车型主要有云度 π1、电咖汽车和零跑 S01。售价为 35 万元以上的车型主要有蔚来 ES8/ES6 和前途 K50，车型较少、竞争压力少，而且蔚来的 ES8 和 ES6 是 SUV 车型售价在 35-55 万之间，而前途 K50 是跑车售价为 75.43 万元，对比价格上来说，蔚来更具有竞争优势。

图表 53. 造车新势力 EV 车型价格分布图


数据来源：汽车之家，公司官网，易车网，广证恒生

蔚来汽车虽刚起步但研发费用已接近传统车企如广汽和长城。对比 2017 年蔚来与国内传统企业的研发费用看，上汽的研发费用最高，但是它包括了自主品牌乘用车和商用车的研发费用。蔚来的研发费用为 26.03 亿元，虽不及汽车行业龙头上汽集团的 110.62 亿元，但和广汽的 30 亿元，以及长城汽车的 33.7 亿元较为接近。蔚来虽然成立只有 4 年，上市至今只有几个月，但对研发投入的力度较大，且专注地投入新能源电动车，使得蔚来有可能实现了对传统车企的赶超。

图表 54. 传统车企和新势力企业 2017 年研发费用对比


数据来源：wind，广证恒生

虽然新势力造车刚开始完成交付，但总体产能规划已超过两百万台，工厂投资额总额已达到过千亿元。在 2014 年，小鹏汽车和蔚来先后进入新能源汽车市场，接着是 2015 年进场的威马，随后有多家初创车企陆续进入市场，布局投资新能源汽车的生产制造。但是，汽车行业有一定的入场门槛，初创企业不能像传统车企般迅速形成车型规划、投产和销售，在发展过程中需要逐步形成各环节才能进行交付。在 2018 年，首三家完成了交付的分别是蔚来、威马、小鹏，从他们各自的产能规划看，在满产后都将会达到年产 20 万辆，而宣布在上海建厂的特斯拉更预计满后可达到每年 50 万台。从总体统计到的产能规划数据看，新势力造车企业总体产能将超过两百万台，涉及的工厂投资额达到千亿以上，主要在 2019 年开始投产，预计在未来几年将会有更多新车型陆续进入，与传统车企的新能源汽车车型进行激烈竞争。其中，蔚来（上海和合肥）、奇点（铜陵和苏州）和车和家（常州和重庆）已布局了两个工厂，总体满产产能将可达到 40 万辆或以上。

图表 55. 新势力车企的新能源汽车产能规划表

车企	工厂所在地	投资额 (亿元)	预计投产时间	产能
蔚来	上海自建	16	2020 年	20 年年产 10 万辆, 25 年年产 30 万辆
	合肥整车工厂	100	2017 年下半年	年产 10 万辆
特斯拉	上海 Gigafactory 3	一期 160, 总体 500	2019 年下半年至 2020 年	一期年产 25 万台, 每周 4800 台; 2-3 年建设后年产 50 万台, 每周 9600 台
威马	温州	一期 67	2018 年	20 万辆
前途	苏州	20	2018 年	5 万辆
小鹏汽车	肇庆市	100	2018 年	一期 10 万辆, 年产 20 万辆
零跑汽车	浙江金华	25	2019 年	一期 5 万辆, 年产 25 万辆
游侠汽车	湖州市	115	2018 年	一期 10 万辆, 年产 20 万辆
电咖汽车	绍兴市	55	2019 年	18 万辆
奇点汽车	铜陵市	80	2018 年	20 万辆
	苏州市	150	2019-2020 年	一期 5 万辆, 年产 20 万辆
拜腾汽车	南京	116	2019 年	30 万辆
车和家	常州	50	2019 年	20 万辆
	重庆	110	2021 年	40 万辆
FMC	南京	116	2019 年	一期 15 万辆, 年产 30 万辆

数据来源: 电车汇, 新材料在线, 公开资料, 广证恒生

各路造车新势力崛起并陆续进入“独角兽”名单，但彼此估值仍有一定差距。现时国内唯一成功上市的新能源造车新势力是蔚来汽车，上市前蔚来的 A 轮融资估值达到了 6.3 亿美元、B 轮融资估值上升到 13.7 亿美元，目前在美股估值 64.13 亿美金。除蔚来之外，其他造车新势力也纷纷崛起。独角兽企业一般指估值超过 10 亿美元、且具有巨大发展潜力的未上市企业，从各大造车新势力的估值看，现在超过 200 亿估值的企业有蔚来、威马、游侠、小鹏和奇点汽车。而估值处于 100-200 亿元之间的有车和家、拜腾和电咖汽车，零跑汽车的估值则在 100 亿元以下，只有 80 亿元。综合来看这几家家新势力车企的估值虽然都超过了 10 亿美金，但差距仍比较大。



图表 56. 造车新势力估值表

	A 轮估值	B 轮估值	上市后估值
蔚来汽车	6.3 亿美元/43.31 亿元	13.7 亿美元/94.19 亿元	64.13 亿美金/440.89 亿元
威马汽车	50 亿美元/343.745 亿元	300 亿元	-
游侠汽车	-	33.5 亿美元/230.31 亿元	-
小鹏汽车	50 亿	250 亿	-
车和家	65 亿	120 亿	-
拜腾	-	20 亿美元/137.5 亿元	-
零跑	80 亿	-	-
奇点	60 亿	30 亿美元/206.25 亿元	-
电咖汽车	120 亿	-	-

数据来源：公开资料整理，广证恒生

3.4 汽车制造商个股推荐

比亚迪 (002594.SZ) 投资要点:

1) 从颜值到技术全方位进化, 强劲产品周期开启。(1) 前奥迪设计总监沃尔夫冈·艾格加盟比亚迪, 推出“Dragon Face”全新设计语言, 终结比亚迪“旧颜值时代”。采用该设计语言的首款量产车型比亚迪宋 MAX 成爆款, 2017 年 9 月上市以来月销量持续过万, 同样采用“Dragon Face”设计语言的全新一代唐、宋、秦 pro 相继推出, 有望带动比亚迪传统燃油车销量企稳回升。(2) 新能源乘用车全面切换三元锂电池, 续航里程和电池能量密度大幅提升, 2018 年年底上市的全新一代唐 EV 工况续航里程突破 500km, 60km/h 等速续航里程达 600km, 电池能量密度高达 160.9Wh/kg。(3) 电控系统全面优化, IGBT 领先技术极大降低整车能耗。比亚迪 2017 成功研发并于 2018 年底正式推出的 IGBT4.0, 在诸多关键技术指标上都优于当前市场主流产品, 以全新一代唐为例, 仅此一项技术就成功将百公里电耗降低约 3%。(4) 前奔驰 S 级调校专家汉斯、国际知名 NVH 高级专家车熙范加盟比亚迪, 底盘调校和 NVH 性能优化, 带来驾乘新体验为比亚迪产品赋能。(5) DiLink 智能网联系统定位为“智能、开放的软硬件平台及生态服务”, 包含全球首创的智能自动旋转大屏, 驱动比亚迪全产品矩阵智能车载能力进化。

2) 王朝系列不断推新完善产品布局, 巩固新能源龙头地位。2018 年公司推出了多款新能源车型, 王朝系列实现全面迭代, 元 EV360 完善公司 A0 级市场布局, 秦 pro EV500、秦 pro DM、宋 EV500、宋 DM 等车型陆续上市进一步丰富 A 级市场, 全新一代唐 DM 和唐 EV 以高性能+高颜值继续渗透中高端市场。凭借多款爆款车型, 比亚迪在车市寒冬下销量实现了逆势增长, 2018 年新能源汽车销量 24.78 万辆, 同比劲增 118%, 稳坐了从 2015 年开始连续的全球新能源车企销量冠军宝座。2018 年的高质量发展为 2019 年的再起征程打下了坚实的基础, 尽管竞品逐渐增加及补贴政策影响将给比亚迪带来一定程度的挑战, 但在 2019 年比亚迪也将通过加速产品升级换代, 降低售价、提升性能以及加速渠道下沉等方式继续捍卫其新能源龙头地位。

3) 动力电池产能充足, 开放供应打开盈利新空间。公司已在动力电池领域建立起全球领先的技术优势和成本优势, 并通过动力电池产能的快速扩张建立起领先的规模优势, 2018 年公司动力电池及储能电池装机量为 13.4Gwh, 稳居动力电池行业第二, 电池能量密度不断突破的同时还实现了成本的降低, 有望进一步增厚利润。目前公司动力电池产能 16Gwh, 其中 6Gwh 为三元锂, 10Gwh 为磷酸铁锂, 2019 年青海工厂全部投产后预计动力电池总产能可达 40Gwh, 2020 年预计达 60Gwh。在动力电池已打破自给自足状态下, 比亚迪加快推进其动力电池外供进程, 目前已与长安、东风等整车厂达成合作, 未来有望带来更多业绩增量。



蔚来 (NIO) 投资要点:

1) 蔚来定位纯电动汽车高端品牌, 现时新能源汽车处于高速增长阶段, 但高端纯电动细分领域竞争较少, 蔚来的高效团队及快速量产能力将占得市场先机: 蔚来首款量产车型 ES8 打响头炮, 在上市头半年内预计交付达到 1 万辆, 第二款量产车型 ES6 于 2018 年 12 月推出, 并预计于 2019 年 6 月交付。第三款车型 ET7 预计于 2019 年 12 月发布, 从而构建 SUV 与轿车两大产品类别。整体产品规划自上而下, 接近每年一款新车, 有序扩充产品线。现时中国新能源汽车处于快速增长阶段, 其中在纯电动领域, 中国销量占全球一半以上, 预计未来 5 年销量 CAGR 预计为 40.8%。我们认为, 纯电动市场的高端品牌较少, 在 35 万-60 万价格区间, 蔚来 ES8 和 ES6 的整体竞争对手较少, 在保证产品质量和口碑前提下, 预计公司市占率会逐步增加。

2) 蔚来产品性能配置突出, 相比其他国内品牌有性能优势和品牌溢价, 相比特斯拉有价格优势, 短板如续航里程、软件成熟度和驾驶辅助等问题可升级改善: 蔚来 ES8 性能配置高, 在竞品中拥有更强性能, 主要指标如电池容量、快充百分比、功率、扭矩、最高速度和加速时间都要远远优于这些国内电动汽车, 但在续航能力和软件成熟方面仍有短板。续航问题、NOMI 软件和自动驾驶问题可通过升级改善。ES6 的续航里程已较 ES8 明显提升, ES8 续航里程也可通过电池升级进行改善。整体来看, ES8 的配置和性能 ES8 可以媲美 Model X, 也高于其他国内相关品牌, 价格仅为 Model X 的一半, 性价比非常明显。

3) 蔚来重视用户服务体验, 营造用户社群增加用户粘性, 但同时由于研发费用和三费投入大, 料蔚来的亏损情况仍持续, 需关注销量提升及毛利率转正: 蔚来的商业模式主要是线上 APP+线下 NIO House 营销平台, 形成并建立用户社群; 至 10 月底 APP 用户已增至 62.6 万, 活跃用户约 17 万。蔚来与其他对手主要区别在于更加全面的服务方案, 为客户提供多种选择的充电和售后服务方案。蔚来自 18 年 Q2 开始实现收入以来, Q1-3 营业收入和毛利率随着销量的增加高速增长, 但由于研发费用和三费的增长速度较快, 导致其 Q1-3 的净利润、ROE 和营业现金流量都为负值, 且有持续下滑的趋势。我们预计蔚来在 2020 年前较难实现盈利, 具体需要关注蔚来营收增长情况。我们发现蔚来 2018Q3 的毛利率与特斯拉 2008 年的毛利率接近, 按照特斯拉在第一款车型发布后第二年 (09 年) 时毛利率转正的趋势预计, 随着蔚来的规模效应增加、现金流情况改善、电池成本下降及销量增加, 蔚来在 2019 年的毛利率可转正。

特斯拉 (TSLA) 投资要点:

1) 特斯拉产品线“三步走”战略初步实现, 两大网络优势、三大核心技术构筑护城河。特斯拉的产品线经历了由高端下探的三步走过程, 从跑车 Roadster, 到中高端轿车 Model S 和 SUV Model X, 再到大众市场走量产品 Model 3, 19 年底或 20 年初还将推出 Model Y。Model 3 的推出意味着公司产品从豪华市场下沉至大众市场, 购买门槛降低, 市场容量扩大。公司领先的硬件 (动力电池系统+自动驾驶技术), 持续升级更新的软件 (整车 OTA 技术), 以及不断扩充的充电网络和销售网络布局, 共同构筑了特斯拉的护城河。

2) Model 3 产能爬坡带来毛利率的显著提升, 并在 2018Q3 实现扭亏为盈。(1) 产能: Model 3 产能提升几次延迟, 过多的自动化带来预料不到的问题, 包括: 电池模块组装产线的瓶颈, 物料流动系统, 以及汽车总装线的问题。2018 年各季度产量分别为 9700/28000/53000/61394 辆, 周产量 800/2300/4400/4700 辆, 目前实际日产能已提升至 1000 辆, 未来周产能有望保持 7000 辆。(2) 受 Model 3 影响, 汽车毛利率 2017Q4 低至 14%, 2018Q3 升至 26%, 其中 Model 3 毛利率达到 20%。2018Q3 实现正盈利, 净利润 3.12 亿美元。

3) 短期对特斯拉的关注点, 从产能瓶颈转向为市场需求。我们认为美国市场对 Model 3 的需求受抵减税额的影响会有所减弱, 中国和欧洲市场的需求尚未被挖掘。正面的因素包括以下几点: (1) Model 3 在 2019 年推出中续航后驱版 (4.6 万美元), 将进一步降低购车门槛。(2) 预计于今年 2 月份开始欧洲市场和中国市场的交付;

(3) 中美贸易摩擦后暂停加征关税，中国市场对 Model 3 的需求有望释放。负面因素包括以下几点：(1) 美国抵减税额的减少，增加用户的购买成本。与豪华品牌同级车型相比，Model 3 目前在真实拥有成本上具有优势，在税额优惠退坡后则基本持平。(2) 豪华品牌推出电动车带来的竞争。通过对比豪华品牌纯电动车型，我们发现特斯拉的车型仍然具有领先优势。

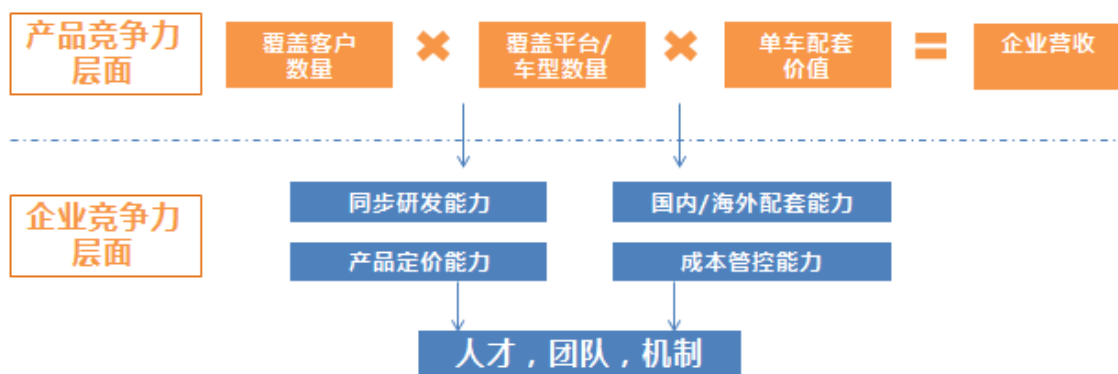
4) 分市场需求判断：(1) 美国市场：Model 3 的销量超过同级别的奔驰 C 级、宝马 3 系等竞品，我们预计 Model 3 美国常态月销量在 1.5-2 万辆之间。Model 3 销量上升带动特斯拉市场份额快速上升，18 年 7-11 月特斯拉在美销量 11.3 万辆，占美国豪车市场份额 13%。我们预期特斯拉美国销量 2 年内达到 30-40 万辆，占豪车市场 15-20% 市场份额，相当于奔驰、宝马的水平。(2) 中国市场：中美贸易摩擦后暂停加征关税，Model 3 中国订单开始增加。Model 3 在中国售价为 49.9 万和 56 万，价格仍然偏高，国产后售价将进一步降低，销量将增加。

4. 汽车零部件：国产替代与海外扩张

4.1 三个维度优选汽车零部件企业

汽车零部件企业的竞争优势，是研发、生产制造、服务、成本各方面叠加的一个综合体。因此，零部件企业的内在能力，包括同步研发能力、生产配套能力、产品定价能力以及成本管控能力。企业的经营结果，是内在能力在水平面以上的一个投射。汽车零部件企业的营业收入，可以看作是客户数量、平台/车型数量、单车配套价值三个因子相乘的结果。

图表 57. 汽车零部件企业竞争力



资料来源：广证恒生

汽车零部件企业的筛选标准，我们认为最重要的有以下三个维度：

1、市场容量：企业所处的市场，是否具有足够大的空间？渗透率的提升，或者单车配套价值的提升，带动市场容量的提升。零部件企业所经营的产品品类，是否存在渗透率提升或者单车配套价值提升的可能？优秀的企业，通过技术创新创造高附加值产品，推动产品升级，优化产品组合，从而带来单车配套价值的提升。

2、市场份额：企业所面对的细分市场，是分散的还是相对集中的，未来是否有集中的趋势？与竞争对手相比有什么优劣势？市场份额是否有提升的空间？

3、下游客户结构：零部件企业的客户认证，是对公司能力和资质的最有效的背书。一个企业能做高端的客户，说明企业的产品在技术和质量上处于领先的地位。零部件企业的销售收入，和客户组合有较大的关联度。客户结构，是自主品牌还是合资品牌客户为主？客户占比有什么特征？客户的增长是否持续？

图表 58. 汽车主要零部件单车价值、国内厂商市场份额和代表上市公司

分类	单车价值 (ASP)(元)	市场空间 (亿)	国内厂商市 场份额	代表上市公司	
发动机	15000	3,750	50-70%	长城汽车、吉利汽车、上汽集团	
变速箱	MT	3000	255	70%	长城汽车、万里扬
	CVT	8000	338	10%	万里扬、银亿股份、上汽集团
	AT	9000	749	10%	双林股份、东安动力
	DCT	9000	362	15%	比亚迪、长城汽车
传动系统	2000	500	60%	万向钱潮	
制动系统	3000	750	20%	万安科技、亚太股份	
外饰件	玻璃	1000	250	40%	福耀玻璃
	大灯	2000	500	20%	星宇股份
	轮毂	1600	400	20%	万丰奥威
	轮胎	600	150	20%	玲珑轮胎、三角轮胎
内饰件	内饰总成	4000	1,000	60%	华域汽车、宁波华翔、拓普集团、新泉股份、常熟汽饰、一汽富维
	座椅	2000	500	10%	继峰股份、岱美股份
	气囊	1500	375	20%	均胜电子
	空调	1000	250	50%	松芝股份、奥特佳
	密封条	400	100	15%	浙江仙通、拓普集团
电子件	ESP	3000	750	-	-
	ADAS 系统	5000	1,250	-	均胜电子、德赛西威
	车机	2500	625	30%	德赛西威、华阳集团
	车载娱乐	1500	375	30%	德赛西威、均胜电子
	48V 系统	5000	1,250	-	郑煤机、大洋电机
	摄像头	800	200	50%	舜宇光学、欧菲科技、均胜电子

资料来源：广证恒生

4.2 汽车零部件企业的两个发展阶段

第一个阶段：国产替代

零部件企业通过自主技术积累，逐步打破垄断进入全球采购体系，为合资品牌或自主品牌客户配套。国产替代背后的驱动因素，是汽车市场竞争激烈，整车厂为了降低成本，提升整车竞争力，寻求更低成本、更高性价比的零部件供应。

国产替代有几种路径：

路径 1：自主品牌配套 → 合资品牌配套，例如：拓普集团、星宇股份

路径 2：商用车品牌配套 → 乘用车品牌配套，例如：银轮股份

图表 59. 部分汽车零部件企业正在实现国产替代

企业	主营产品	客户结构
星宇股份	前照灯、雾灯、后组合灯	一汽大众占 35-40%、一汽丰田占 15%、上汽大众约占 10%、奇瑞约占 5-10%、广汽乘用车约占 5%
精锻科技	差速器锥齿轮、变速箱结合齿齿轮	大众、GKN、格特拉克是前三大客户，外资及合资客户营收占比 90% 以上

资料来源：公司资料，广证恒生

第二个阶段：海外扩张

路径 1：自行海外建厂：部分领先的中国零部件企业，通过在海外建立生产基地，从国内配套业务扩张至全球配套业务。例如：福耀玻璃在美国、俄罗斯建立工厂。敏实集团在德国、美国、泰国、墨西哥、巴西等地建立工厂。

路径 2：收购海外企业获得技术、客户以及产能。例如：均胜电子、中鼎股份、万丰奥威等企业均有海外并购案例。

图表 60. 部分汽车零部件企业正在实现海外扩张

企业	细分领域	海外占比	市场地位
华域汽车	内饰件	22%	国内最大的汽车内饰供应商，多个产品国内市场占有率第一，包括座椅（32%）、仪表板（32%）、内门板（26%）、方向盘（24%）、保险杠（23%）
福耀玻璃	汽车玻璃	35%	全球最大汽车玻璃供应商，国内 65% 市场份额，全球 20% 市场份额
敏实集团	饰件、饰条、车身结构件	40%	主导产品国内市场占有率 30%

资料来源：公司资料，广证恒生

4.3 汽车零部件个股推荐

精锻科技 (300258.SZ) 投资要点：

1) 公司作为精锻齿轮行业龙头企业，具有优质的客户结构和良好的盈利能力。2017 年营收结构中，差速器锥齿轮占整体的 70%，结合齿及其他占整体的 25%，VVT 产品占整体的 4%。差速器锥齿轮在国内市占率 30%，全球市占率 10%。2017 年最终整车客户主要是：大众、通用、福特、丰田、奔驰等，2017 年直接客户主要还是大众(国内+出口)、GKN(国内+出口)、GETRAG、AAM、上汽等。公司整体毛利率一直保持在 40% 左右，EBITDA 保持稳定水平，较高的技术、资金和规模壁垒赋予公司良好的盈利能力。

2) 自动变速箱渗透率提升，市场需求增加。受益外资/合资变速箱企业本土化战略，以及自主品牌加快自动变速箱产能投放以解决供应瓶颈，精锻科技正扩大配套份额，是零部件国产替代的代表企业。外资/合资变速箱企业当中，大众汽车积极推动 DCT 变速箱国产化，规划产能超过 300 万套。与此同时，自主品牌企业如长城、上汽陆续投放 DCT 变速箱的产能。精锻科技作为细分行业龙头，在品牌、技术和经验等方面有领先的优势，有望分享行业扩容带来的红利。

3) 大众、格特拉克配套订单充足，公司短中期业绩增长确定性高。公司目前订单充足，客户需求旺盛。2017



年底公司获得大众（大连）DQ200 双离合变速箱（DCT）结合齿增供提名信，供货份额由原先年需求 90 万台套 40%（即 36 万套）提升至年需求 140 万台套的 80%（即 112 万套）。2018 年 4 月，公司获得大众（天津）关于 DQ381 双离合自动变速器（DCT）一档结合齿齿轮项目 100 万台套 80% 配套份额的提名信，年产值 2-3 亿。2018 年 11 月，公司获得大众汽车自动变速器（天津）有限公司关于 MEB 项目转子轴（电机轴）采购提名，70 万台规模的 50% 份额，即年产 35.5 万套，年产值约 5000 万。同期，公司公告获得上汽变速器 DCT280 自动变速器项目差速器总成“供应商指定合同”。项目规划 40 万台套，年产值约 1 个亿。

星宇股份（601799.SH）投资要点：

1) **车灯行业趋势明朗：LED 车灯渗透率提升，单车配套价值提高，市场空间更大；自动驾驶驱动车灯智能化需求，行业赛道更长。**目前车灯行业以卤素灯和氙气灯为主，LED 车灯的渗透率不足 20%。2017 年市场规模约 470 亿，其中 LED 车灯市场约 143 亿，我们预计，至 2020 年 LED 车灯渗透率有望提升至 30%，国内整个车灯市场规模 603 亿，其中 LED 车灯市场规模 292 亿，LED 车灯市场规模翻倍。车灯智能化加速引入，ADB（自适应大灯）创造新的细分市场。星宇在车灯智能化方面积累较为深厚，已成功研发矩阵式 ADB 自适应远光灯。

2) **客户覆盖全面化，产品结构高端化。**公司现有客户包括一汽大众（包括一汽奥迪）、一汽丰田、上海大众、宝马、奇瑞、一汽轿车、广汽传祺等。近两年，公司新拓展沃尔沃（中国）、奇瑞捷豹路虎、吉利等客户。公司前五名客户销售额占比，从 2014 年的 87% 下降至 2017 年的 65%，新拓展客户的销售额逐渐增多。产品结构高端化：公司推动产品升级、结构优化。2017 年公司前照灯收入占比已经上升到将近 40%，前照灯和后组合等占比合计达到 75%。据公司估计，2018 年前照灯占比将上升至 40% 以上。2016 年/2017 年/2018H1 分别承接车灯新项目 138 个、72 个、35 个。随着全 LED 前照灯项目 2018 年进入批产阶段，未来收入和毛利占比有望稳步提升。

3) **一汽大众、一汽丰田等大客户先后进入产品更新周期，新车型 LED 渗透率明显上升，星宇业绩确定性高。**我们统计了星宇主要客户 2016 款上市车型中 LED 前照灯的渗透率为 12% 左右，2018 款新上市车型中渗透率上升至 30%。2018 年下半年全 LED 车型集中批产，环比持续增长。一汽大众 T-ROC 探歌、全新宝来（换代）、东风日产启辰、吉利等 LED 大灯项目陆续批产。

新泉股份（603179.SH）投资要点：

1) **乘用车饰件领域绑定优质客户，成长性同业最佳；商用车饰件领域龙头企业，市场地位稳固。**公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列，主要产品包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等，并已实现产品在乘用车及商用车应用领域的全覆盖。公司在乘用车饰件领域，覆盖吉利、上汽、奇瑞等自主品牌和广菲克等合资品牌。内资汽车饰件企业，凭借成本低、效率高、快速响应等特点实现进口替代。公司在内资同行中最具成长性。公司的乘用车业务收入从 2012 年的 2.41 亿增至 2017 年的 20.82 亿，五年 CAGR 达到 54%。

2) **内饰系统总成化，单车配套价值提升。**消费者对汽车舒适性的要求越来越高，公司朝着内饰系统总成的方向发展，推动汽车内饰产品的丰富化、高端化，提升内饰产品的单车配套价值。较 2015 年相比，2017 年新泉提供的乘用车仪表板总成、门内护板总成、立柱护板总成配套价值均增长 70% 左右，上述三类总成的单车配套价值达到 2000 元，在荣威 RX5 等车型上甚至达到 2500 元。

3) **受主要客户新车型上市推动，公司配套产品销量仍将强劲增长。**公司前两大客户为吉利汽车和上汽乘用车，分别贡献 2017 年营收的 31% 和 20%。吉利汽车 2017 年销量增长 67.58%，2018 年前十个月销量累计增长 33%；



上汽乘用车同样大幅跑赢市场，2017 年销量增长 62.3%，2018 年前十个月累计增长 37.8%。新泉股份配套吉利缤瑞、缤越和上汽荣威 i5、名爵 HS 等车型，随着新车型上量，新泉股份明年营收增长确定。

福耀玻璃 (600660.SH) 投资要点:

1) 汽车玻璃行业龙头，营业收入增长稳定，高于行业增速。2018 年 1-9 月份收入稳定增长，高于行业增速。得益于海外收入快速增长，公司营业收入同比增长 12.88%。在前三季度国内汽车产量同比增长 0.87% 的背景下，公司国内汽车玻璃收入同比增长 3.7%，高于行业增速。公司海外业务保持快速增长，成为拉动公司收入的主要增长点。前三季度海外收入同比增长 22.9%，其中同比增长 23.9%。

2) 海外扩张进入收获期，美国工厂盈利持续改善。美国工厂前三季度盈利 3231 万美金，去年同期亏损 162 万美金。美国工厂每个季度都在提升，一季度盈利 831 万美金，二季度盈利 1097 万，三季度盈利 1303 万，明年美国项目盈利能力将继续提升。美国项目产能 550 万套，开发占用 15-20% 产能，用于批量生产的产能约 460 万套，2018 年产销量 310 万套，2019 年产销量预计在 390 万套左右，同比增长 25%+。2020 年预计 460 万套左右，预计产值在 45-50 亿元，净利润 7-9 亿元之间。



- 风险提示

整车板块：宏观经济下行，收入预期下降，需求持续下滑，渠道库存积压，慎防终端价格战导致盈利下滑；

新能源板块：新能源补贴退坡，补贴下降幅度大于成本下降幅度，企业盈利能力下滑。

零部件板块：上游原材料涨价，下游客户年降压力，零部件企业盈利受挤压。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；

回避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。