

汽车

汽车行业 2019 年度投资策略

维持评级

报告原因：策略研究

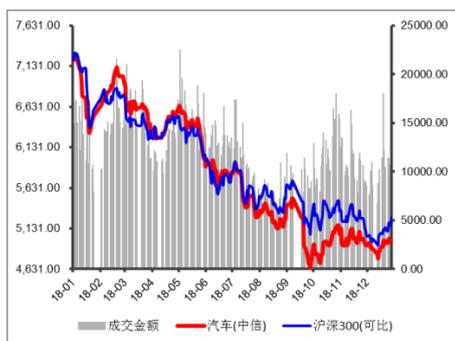
行业持续低迷，关注新能源汽车产业链

中性

2019 年 01 月 21 日

行业研究/策略研究

汽车行业近一年市场表现



分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张湃

电话：0351-8686775

邮箱：zhangpai@sxzq.com

李召麒

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com 0

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际

中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **市场表现低迷，汽车行业整体跑输大盘。**受宏观经济下行等不利因素影响，2018 年 A 股市场整体表现低迷，全年汽车（中信一级）行业指数下跌 32.20%，在 29 个行业中排名第 19，7 个三级子行业不同程度下跌。
- **汽车市场短期需要调整时间，长期仍有投资机会。**短期看，考虑国内经济面临较大压力、二三线居民购买力下降、二手车市场快速发展等多重因素，我们认为汽车行业需要较长的调整时间，汽车销量不佳、整体环境悲观的情况难以在短期内得到改善；长期看，汽车市场仍然存在较大的增长空间，随着政策环境优化、经济情况改善，结构性机会仍然存在，且三四线城市和中西部地区将提供未来汽车市场的主要增长点，但是增速放缓的趋势将继续延续。
- **SUV 趋缓，豪华车有望维持高速增长。**1) SUV 增速趋缓，预计未来以稳定的增量缓慢稳定增长；2) 豪华车 2018 年维持快速增长，消费升级+市场政策推动，豪华车市场市占率仍然有进一步提升的可能性，2019 年有望继续维持高速增长；3) 随着乘用车增速放缓、政策环境趋严、合资股比开放，资金链完善、车型覆盖充分、上下游布局完整的自主品牌龙头有望乘势而起，进一步提升市占率。
- **稳定需求平滑重型货车销售周期，政策导向产品结构升级。**基于环保需求，部分地区将在 2019 年提前实施国六标准，以及房地产固定资产投资额和累计房屋新开工面积同比均持续上升，一方面，重型货车的增量需求比较稳固，有望一定程度上平滑周期，另一方面，有利于提升排放要求，进而推动行业产品结构升级，加快轻型货车电动化步伐。
- **新能源汽车领跑行业，后续增长可期。**1) 双积分政策具有强制性和可交易性，有望从政策端保障新能源汽车行业持续发展；2) 国内外车企纷纷布局新能源汽车，随着行业竞争加剧，政策监管趋严，有望推动新能源汽车行业集中度提升，加速落后产能出清；3) 零部件行业对新能源汽车销量依存度较高，随着行业竞争加剧，中高端产能需求量会持续增加，管理经验丰富、技术积累充分的细分行业龙头有望脱颖而出。

行业评级：汽车行业产销增速放缓的趋势已经形成，行业竞争加剧，未来仍有一定下行压力，全行业缺乏趋势性投资机会，维持行业“中性”评级，但技术提升，新兴产业崛起，汽车行业仍然存在结构性投资机会。

投资建议：我们认为 2019 年汽车行业选股应该遵循三条主线：

- 1) 整车龙头；
- 2) 产品升级空间较大的零部件行业龙头供应商；
- 3) 聚焦新能源汽车产业链。

标的推荐：上汽集团、华域汽车、星宇股份、当升科技、先导智能、比亚迪

风险提示：宏观政策不及预期；汽车行业政策大幅调整；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；股市震荡风险。

目录

1. 市场持续低迷，估值整体下行.....	7
1.1 行情整体欠佳，汽车行业跑输大盘.....	7
1.2 估值回落，处于历史低点.....	8
2. 短期市场持续低迷，长期增长空间仍存.....	9
2.1 短期：市场悲观情况难以改善.....	9
2.2 长期：增长空间仍存.....	13
3. 乘用车：SUV 趋缓，豪华车有望维持高速增长.....	15
3.1 SUV 增势趋弱，预计未来增量趋于稳定.....	15
3.2 消费升级，豪华车市场有望维持高速增长.....	16
3.3 美系车份额下降，自主品牌受到冲击.....	17
4. 商用车：环保需求稳固换车和需求，政策导向产品升级.....	19
4.1 下层需求稳固，有望平滑重型货车下行周期.....	20
4.2 轻型货车、微型货车表现亮眼，产销量有望继续维持高位.....	21
4.3 零部件产品结构升级，布局高端产能的零部件龙头值得关注.....	22
5. 新能源汽车领跑行业，后续增长可期.....	23
5.1 趋势研判：行业快速扩张，新能源乘用车将成为主要增长点.....	23
5.2 政策端：战略性新兴产业，引导行业稳步前行.....	27
5.3 供给端：整车厂路线偏移，行业竞争加剧.....	29
5.4 支持端：技术为先，看好细分行业龙头.....	31
6. 行业评级及投资策略.....	39
6.1 行业评级.....	39
6.2 投资策略.....	39
6.3 标的推荐.....	40
6.3.1 上汽集团 (600104.SH)：大市值整车龙头，业绩稳定增长.....	40



6.3.2 华域汽车 (600741.SH): 盈利稳定性高, 未来估值修复机会大.....	40
6.3.3 星宇股份 (601799.SH): 国内车灯龙头, 份额有望进一步加大.....	41
6.3.4 当升科技 (300073.SZ): 技术优势明显, 产能即将释放.....	41
6.3.5 先导智能 (300450.SZ): 联手国际巨头, 分享新能源产量增长红利.....	42
6.3.6 比亚迪 (002594.SZ): 全产业链优势明显, 掌握多项核心技术.....	42
7. 风险提示.....	43

图表目录

图 1: 2018 年年度行业年涨跌幅 (%)	7
图 2: 2018 年汽车行业与沪深 300 走势对比.....	7
图 3: 2018 年汽车子行业年涨跌幅 (%)	7
图 4: 近五年汽车行业 PE 变化情况 (2014-2018 年)	8
图 5: 中信一级各行业 PE 对比	8
图 6: 2010 年以来全球汽车销量情况.....	9
图 7: 2001 年以来我国汽车销量情况.....	9
图 8: 汽车库存预警指数达 2015 年以来最大值 (%)	10
图 9: 2018 年以来国内汽车产销情况.....	10
图 10: 2015 年以来 GDP 表现情况.....	10
图 11: 2018 年以来 PMI 指数情况.....	10
图 12: 2018 年以来二三线城市房价上涨	11
图 13: 二手车交易情况.....	11
图 14: 2017 年我国省级行政区汽车千人保有量情况 (辆)	14
图 15: 乘用车销量增速中枢下移.....	15
图 16: 2018 年乘用车月产销情况.....	15
图 17: 乘用车分车型增量拆分 (万辆)	16
图 18: 2018 年以来乘用车分车型月销量增速对比 (%)	16
图 19: 乘用车分车系增量拆分 (万辆)	18
图 20: 自主品牌龙头与自主品牌销量增速对比 (%)	18
图 21: 商用车产销情况.....	20
图 22: 房地产业固定资产投资额同比增速.....	20

图 23: 累计房屋新开工面积及同比增速.....	20
图 24: 2018 年皮卡月销量情况.....	21
图 25: 物流业景气指数.....	21
图 26: 2011 年以来新能源汽车销量持续高速增长.....	23
图 27: 新能源汽车销量同比增速远超行业 (%)	23
图 28: 我国新能源汽车分类渗透率情况 (%)	24
图 29: 2018 年 1-11 月新能源客市场销售结构.....	24
图 30: 2018 年以来新能源乘用车销售情况.....	25
图 31: 新能源乘用车和乘用车销售同比增速对比 (%)	25
图 32: 2011 年以来新能源汽车销售结构 (%)	26
图 33: 新能源乘用车所有权分布情况.....	26
图 34: 90 后最看好的汽车发展趋势占比 (%)	26
图 35: 智能汽车为汽车增加了诸多附加功能.....	26
图 36: 双积分政策的实施办法.....	29
图 37: 电动汽车成本结构占比 (2018 年)	31
图 38: 2018 年以来动力电池装机量情况.....	33
图 39: 2018-2020 年国内动力电池隔膜需求量预测 (亿平方米)	36
图 40: 2018 年 9 月电控装机量国内 TOP10 供应商.....	38
图 41: 电机控制器成本构成.....	38
表 1: 汽车行业及其子行业估值情况.....	8
表 2: 2018 年汽车行业重点政策梳理.....	12
表 3: 乘用车分车型销售情况.....	16
表 4: 2018 年 1-11 月零售同比增速对比 (%)	17

表 5：不同车系乘用车销售情况	18
表 6：货车分车型销量情况	19
表 7：试点解禁地区皮卡销售情况.....	22
表 8：新能源客车补贴标准	24
表 9：补贴新政影响测算（乘用车、商用车）	25
表 10：国家战略层面与新能源汽车相关的政策整理	27
表 11：新能源乘用车补贴参数情况（万元）	28
表 12：新能源积分不同车型积分标准.....	28
表 13：国内主要车企新能源汽车规划.....	30
表 14：国外主要车企新能源汽车规划.....	30
表 15：纯电动汽车电池性能参数变化情况.....	32
表 16：2018 年 11 月 TOP2 供应商动力电池配套情况	33
表 17：新能源汽车推广目录装配电池类型变化情况	34
表 18：国外主要电动车车型部电机配套情况.....	37
表 19：2018 年上半年电机装机量 TOP10 的供应商装机情况.....	38
表 20：公司盈利预测、估值及投资评级（2019 年 1 月 18 日）	43

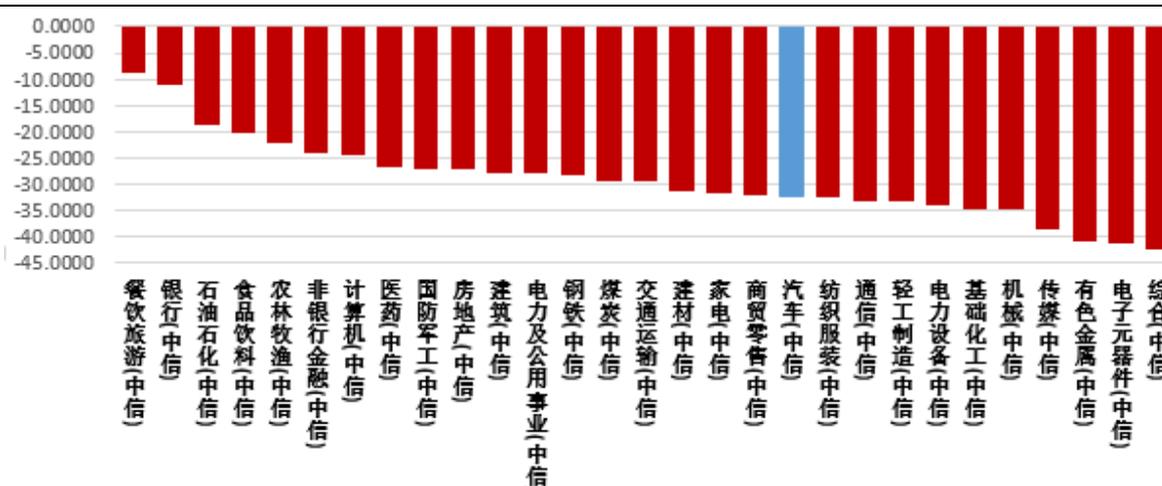
1. 市场持续低迷，估值整体下行

1.1 行情整体欠佳，汽车行业跑输大盘

受宏观经济下行等不利因素影响，2018年A股市场整体表现低迷，沪深300全年下跌25.31%，同期汽车(中信一级)行业指数下跌32.20%，在中信一级29个行业中排名第19位。

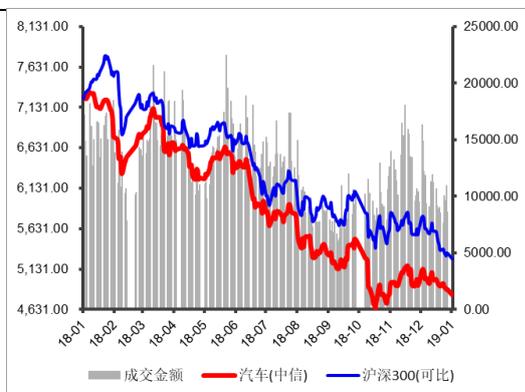
2018年全年，汽车(中信三级)7个子行业呈不同程度下跌，其中摩托车及其他板块和客车板块下跌幅度较大，年跌幅分别为43.84%和50.79%。

图 1：2018 年年度行业年涨跌幅（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：2018 年汽车行业与沪深 300 走势对比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：2018 年汽车子行业年涨跌幅（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2 估值回落，处于历史低点

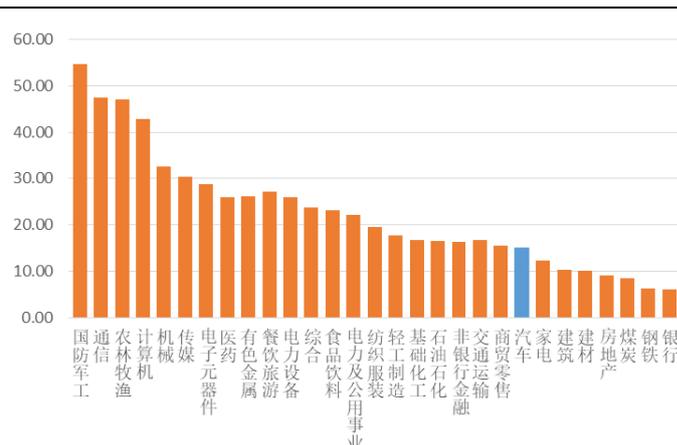
2018 年以来，汽车行业（中信一级）PE 震荡下行。对比历史数据，目前汽车行业 PE 位于历史低位；对比中信一级各行业 PE 水平，汽车行业位于中下游。

图 4：近五年汽车行业 PE 变化情况（2014-2018 年）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：中信一级各行业 PE 对比



数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，各子行业 PE 分化严重，但是均处于历史较低水平。从各公司 PE 情况来看，截止 2018 年 12 月 31 日，PE 水平低于所属行业 PE 水平的有 80 家，其中不乏整体规模较大、市占率领先的细分行业龙头和业绩稳定增长、具有成长性的优质公司。

表 1：汽车行业及其子行业估值情况

	PE (2018-12-28)	沪深 300PE (2018-12-28)	估值溢价率 (%)	近五年平均 PE
汽车	14.99	10.23	97.34	20.20
乘用车	11.77	10.23	37.00	14.02
卡车	3434.76	10.23	1331.69	146.52
客车	14.03	10.23	112.91	21.79
专用汽车	19.09	10.23	254.46	36.28
汽车零部件	17.39	10.23	181.89	28.85
汽车销售及服务	18.00	10.23	315.27	42.50
摩托车及其他	48.60	10.23	374.87	48.60

数据来源：Wind，山西证券研究所

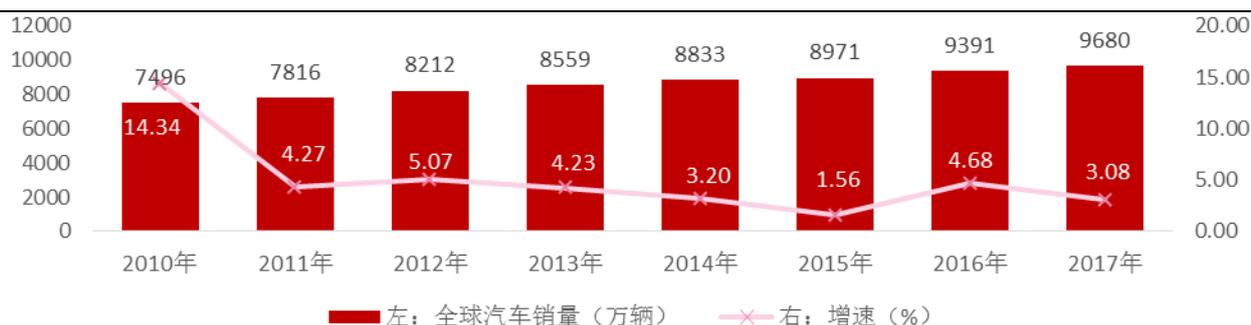
2. 短期市场持续低迷，长期增长空间仍存

2.1 短期：市场悲观情况难以改善

2011 年以来，全球汽车市场表现比较平稳，全球汽车销量以每年 1-6% 的低增速缓慢上升。2018 上半年全球实现汽车销量约 4403 万辆，同比增长 3.6%，全球汽车市场低速增长的趋势并未改变。中国作为全球最大的汽车市场，2018 年销量不佳可能会给全球汽车市场带来负面影响，预计全球汽车销量将出现 2010 年以来首次同比负增长。

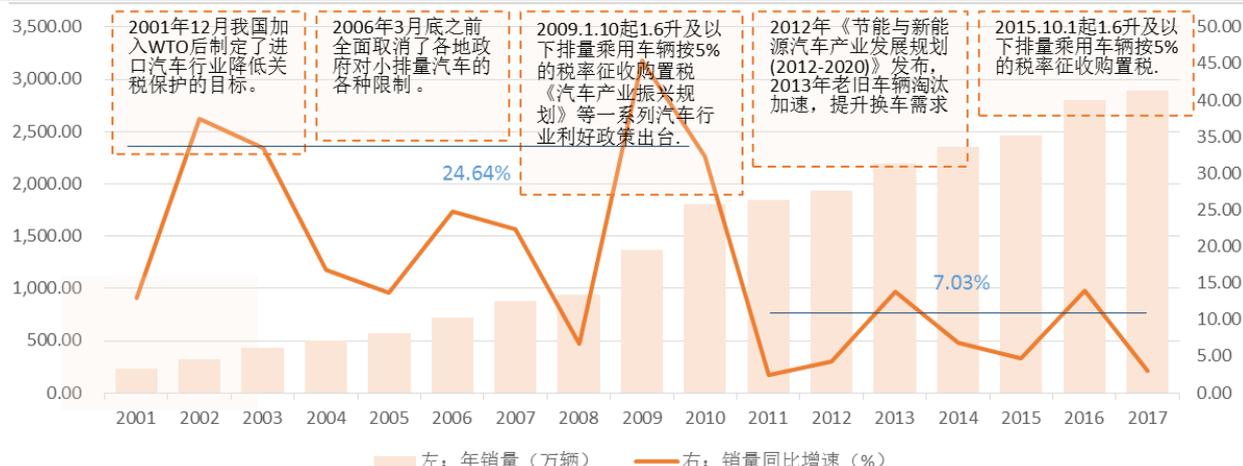
国内汽车市场在 2010 年以后表现出产销增速放缓，增速中枢下移的特征。此外，从图 7 可以看出，国内汽车销量情况表现较强的周期性，基本上每 3-4 年完成一个周期，且每次周期低谷均有明确的利好政策有效拉升汽车销量，但是政策对汽车消费的刺激程度趋弱。

图 6：2010 年以来全球汽车销量情况



数据来源：OICA，山西证券研究所

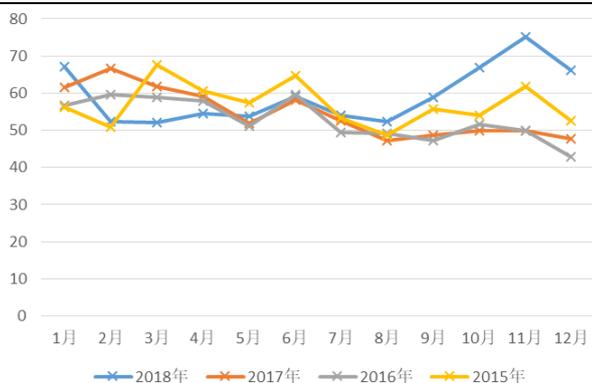
图 7：2001 年以来我国汽车销量情况



数据来源：Wind，中国汽车工业年鉴，公开资料，山西证券研究所

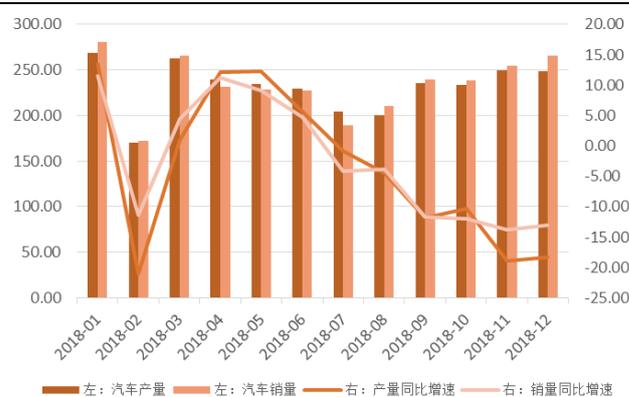
2018年，受低排量乘用车购置税优惠政策退出、中美贸易战、宏观经济下行、二手车高速增长等多重因素影响，汽车行业整体表现低迷。一方面，**汽车库存压力增大**，2018年11月，汽车库存预警指数达到2015年以来最大值，尽管12月库存预警指数略有回升，但是仍然位于历史高位。另一方面，**产销增速持续回落**，下半年汽车产销量持续同比负增长，2018年汽车产销量分别为2780.9万辆和2808.1万辆，同比分别下降4.2%和2.8%。

图 8：汽车库存预警指数达 2015 年以来最大值（%）



数据来源：Choice，山西证券研究所

图 9：2018 年以来国内汽车产销情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

短期看，我们认为汽车销量不佳、整体环境悲观的情况难以在短期内得到改善，其中主要原因如下：

1、2019 年中国经济仍然面临较大的压力。

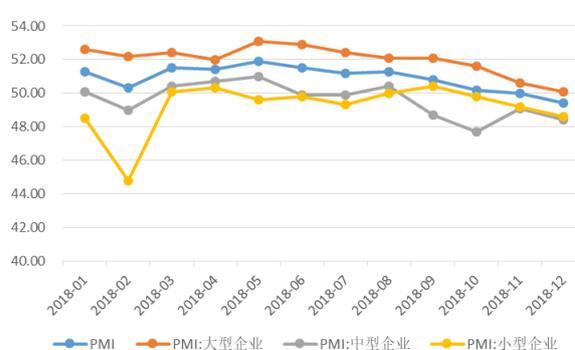
2018 年以来，GDP 同比增速持续下移，宏观经济承压。此外，PMI 指数四季度明显下降，大、中、小型企业都面临下行压力。

图 10：2015 年以来 GDP 表现情况



数据来源：Choice，山西证券研究所

图 11：2018 年以来 PMI 指数情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

2、二三线城市购买力下降。

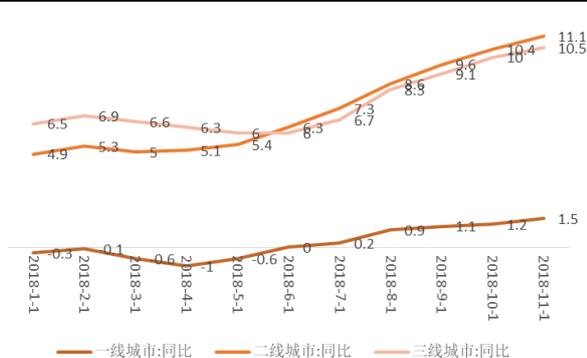
一方面，二三线城市经济下行；另一方面，2018年下半年，二三线城市房价持续上涨，刺激二三线城市购房需求上升，房贷负担加大导致消费者可选消费品购买力下降，一定程度上导致购车需求下降，

3、二手车市场需求强劲，一定程度上挤压了新车购车需求。

近几年，二手车市场认可度逐步提升，2018年二手车销量快速增长，前三季度中国二手车交易量达1014万辆，累计同比增长12.9%，同期我国乘用车销量1725.97万辆，累计同比增长0.64%。

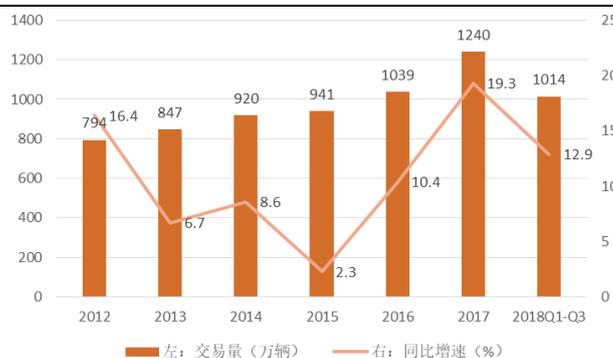
政策层面来看，2018年国务院办公厅发布的《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》中提到全面取消二手车限迁政策，便利二手车交易，该政策的执行有望刺激二手车需求进一步释放，有效推动二手车市场做大做强。市场层面来看，随着二手车市场的快速发展，目前二手车市场机制日趋成熟，市场日渐完善，为二手车市场发展提供了良好的环境，而且国内二手车市场流通性与发达国家存在较大差距，增长空间可观。消费者层面来看，与新车相比，二手车购车门槛相对较低，更有利于刺激购车需求释放。因此，我们认为**2019年二手车市场有望持续做大做强，进而挤压一部分新车的购车需求。**

图 12：2018 年以来二三线城市房价上涨



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 13：二手车交易情况



数据来源：2018 中国汽车流通年会，山西证券研究所

4、政策因素。

回顾 2018 年：我们对 2018 年汽车行业发布的重点政策进行了整理，可以看出 2018 年维持了政策环境趋严的发展态势。整体而言，2018 年低排量乘用车购置税优惠政策退出，导致 2017 年基数较高、2018 年部分购车需求被透支，叠加中美贸易战长期处于胶着状态，为消费者购车带来了一定的负面影响。

展望 2019 年：首先，随着汽车行业发展，国内汽车市场由“做大”逐步向“做强”转换，国内相关政策不断完善，政策环境日趋严格已经成为市场发展的必然选择，在此情况下，国内汽车市场已经由高增长的成长期向稳步发展的成熟期迈进，未来汽车市场的主要趋势也从市场需求的不断扩大向消费结构的持续优化转换；其次，正如前文所说，汽车销量具有较强的周期性，且每次周期低谷均有明确的利好政策有效拉升汽车销量，国家发改委副主任宁吉喆 1 月 8 日接受媒体采访时表示，国家发改委将制定出台稳住汽车、家电等热点产品消费的措施，一方面，政策尚未出台，对汽车行业的影响尚难以估量，另一方面，随着市场规模的逐渐扩大，政策对汽车市场销量的拉升作用边际递减，通过政策刺激大幅拉升汽车销量很难实现。因此，我们认为汽车行业表现低迷情况的扭转仍然需要一定的调整时间。

表 2：2018 年汽车行业重点政策梳理

时间	部门	名称	行业相关重点内容
2018.2	工业和信息化部装备工业司	《关于加强新能源汽车免征车辆购置税目录管理的公告（征求意见稿）》	工业和信息化部、税务总局对 2017 年 1 月 1 日以前列入《目录》后截止公告发布之日无产量的车型(以机动车整车出厂合格证为准)进行公示，2017 年 1 月 1 日及以后列入《目录》后 12 个月内无产量的车型，经公示 5 个工作日无异议后，从《目录》中予以撤销。
2018.2	财政部、工业和信息化部、科技部、国家发展改革委	关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	进一步提高纯电动乘用车能量密度门槛要求。调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。燃料电池汽车补贴力度保持不变，燃料电池乘用车按燃料电池系统的额定功率进行补贴，燃料电池客车和专用车采用定额补贴方式。2018 年起将新能源汽车地方购置补贴资金逐渐转为支持充电基础设施建设和运营、新能源汽车使用和运营等环节。
2018.3	工业和信息化部、财政部、国家税务总局	关于进一步加强《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》管理的公告	对 2017 年 1 月 1 日以前列入《目录》后截止本公告发布之日无产量或进口量的车型、2017 年 1 月 1 日及以后列入《目录》后 12 个月内无产量或进口量的车型经公示 5 个工作日无异议后从《目录》中予以撤销。撤销的车型自公告发布起，机动车合格证信息管理系统将不再接收带有免税标识的撤销车型信息，税务机关不再为其办理免征车辆购置税优惠手续。
2018.4	工业和信息化部、公安部、交通运输部	关于印发《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》的通知	为深入贯彻落实党的十九大精神，加快制造强国、科技强国、网络强国、交通强国建设，推动汽车智能化、网联化技术发展和产业应用，推进交通运输转型升级创新发展，规范智能网联汽车道路测试管理，依据《道路交通安全法》《公路法》等法律法规制定。自 2018 年 5 月 1 日起施行。
2018.5	工业和信息化部	《新能源汽车动力电池回收利用溯源管理暂行规定》（征求意见稿）	建立“新能源汽车国家监测与动力电池回收利用溯源综合管理平台”，对动力电池生产、销售、使用、报废、回收、利用等全过程进行信息采集，对各环节主体履行回收利用责任情况实施监测。
2018.5	国务院关税税则委员会	关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告	2018 年 7 月 1 日起，将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%。
2018.7	财政部、税务总局、工业和信息化部、交通运输部	关于节能 新能源车船享受车船税优惠政策的通知	根据《中华人民共和国车船税法》及其实施条例有关规定，经国务院批准，自本通知发布之日起，对符合标准的节能汽车，减半征收车船税；对符合标准的新能源车船，免征车船税。

2018.8	税则委、商务部	关于对原产于美国约160亿美元进口商品加征关税的公告	经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对《国务院关税税则委员会关于对原产于美国500亿美元进口商品加征关税的公告》（税委会公告[2018]5号）中对美加征关税商品清单二的商品作适当调整后，自2018年8月23日12时01分起实施加征25%的关税。
2018.8	交通运输部	关于加快推进建制村通客车有关工作的通知	省级交通运输主管部门应根据地方实际明确“具备条件的建制村通客车”具体标准，于2018年9月30日前报省级人民政府和部备案并向社会公布，并组织市、县交通运输主管部门对照具体标准深入摸排未通客车建制村情况，建立台账，制定三年工作计划，确保目标实现，对账销号。2019年6月30日前，省级交通运输主管部门要组织市、县级交通运输主管部门向社会公示本辖区到2020年仍不具备通客车条件的建制村情况。
2018.9	国务院	关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）的通知	促进汽车消费优化升级提出，继续实施新能源汽车车辆购置税优惠政策，完善新能源汽车积分管理制度，落实好乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法，研究建立碳配额交易制度。完善新能源汽车充电设施标准规范，大力推动“互联网+充电基础设施”，提高充电服务智能化水平。研究制定促进智能汽车创新发展的政策措施。实施汽车销售管理办法，打破品牌授权单一模式，鼓励发展共享型、节约型、社会化的汽车流通体系。深入推进汽车平行进口试点。全面取消二手车限迁政策。修订报废汽车回收管理办法。深挖汽车后市场潜力。加大停车设施建设资金支持力度。
2018.12	工业和信息化部	关于乘用车燃料消耗量与新能源汽车积分数据报送和提交2019年度积分预报告的通知	自即日起，乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分管理平台数据报送模块正式上线，乘用车企业应当按照要求及时通过平台报送生产或者进口的乘用车燃料消耗量与新能源乘用车相关数据，并提交下一年度乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分预报告。
2018.12	国家发展改革委、国家能源局、财政部、工业和信息化部	关于印发《提升新能源汽车充电保障能力行动计划》的通知	力争用3年时间大幅提升充电技术水平，提高充电设施产品质量，加快完善充电标准体系，全面优化充电设施布局，显著增强充电网络互联互通能力，快速升级充电运营服务品质，进一步优化充电基础设施发展环境和产业格局。重点任务是提高充电设施技术质量、提升充电设施运营效率、优化充电设施规划布局、强化充电设施供电保障、推进充电设施互联互通、完善充电设施标准体系。
2018.12	国家发展改革委	《汽车产业投资管理规定》	依据《行政许可法》《企业投资项目核准和备案管理条例》等相关法律法规制定。对汽车产业投资管理的约束范围、分类、投资方向、燃油汽车整车投资项目、纯电动汽车整车投资项目、其他投资项目、项目备案管理、协同监管、产能监测预警等做出了具体规定。
2018.12	中华人民共和国主席习近平（中华人民共和国主席令第十九号）	《中华人民共和国车辆购置税法》	车辆购置税的税率为百分之十，还明确了5类车辆可免征车辆购置税，包括依照法律规定应当予以免税的外国驻华使馆、领事馆和国际组织驻华机构及其有关人员自用的车辆；中国人民解放军和中国人民武装警察部队列入装备订货计划的车辆；设有固定装置的非运输专用作业车辆；悬挂应急救援专用号牌的国家综合性消防救援车辆；以及城市公交企业购置的公共汽电车辆等，其中，后两类车辆为法律新明确的免税车辆类型。于2019年7月1日起实施

资料来源：公开资料，山西证券研究所

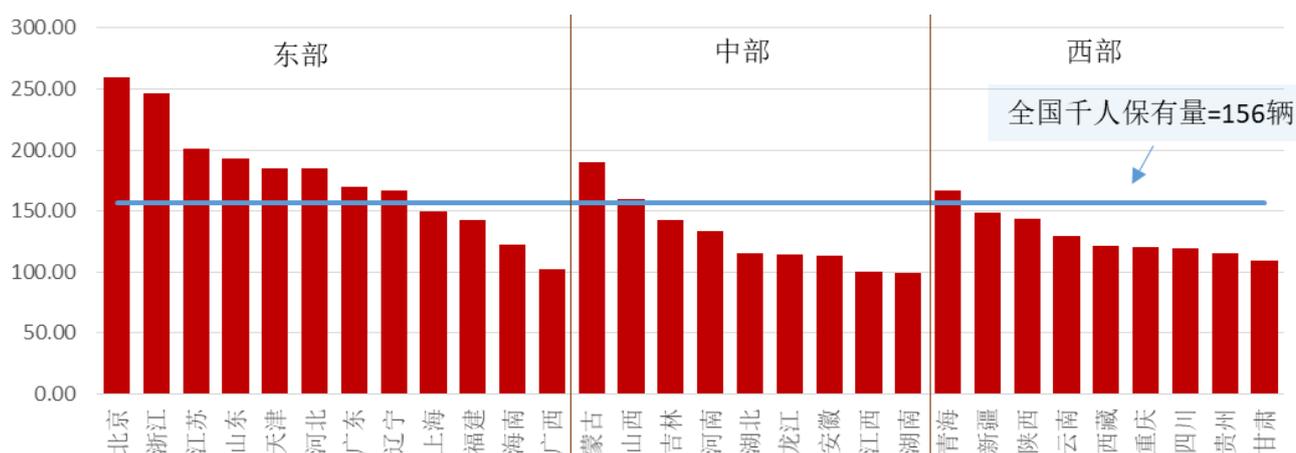
2.2 长期：增长空间仍存

2007年以来，我国汽车千人保有量每年以10%以上的增长率增长。截止2017年底，我国汽车千人保有量为156辆，无论与发达国家相比还是与全球平均水平相比均存在一定差距。长期看，随着宏观经济调整和生活水平不断提高，我们认为我国汽车行业还存在一定的增

长空间。

分区域看，我国各省级行政区的汽车保有量数据存在较大的差异性，北京、浙江遥遥领先，中西部地区汽车千人保有量仍然较低，我们认为未来汽车的主要消费增长点将主要来自于三四线城市和中西部地区。一方面，从政策层面来看，国家推行西部大开发和促进中部地区崛起战略，未来中西部地区将获得更多政策和资源支持，经济发展和城镇化将再提速，进而推动中西部地区汽车渗透程度进一步提升；另一方面，三四线城市以及中西部地区消费人群价格敏感性较高，过去由于房价的上涨，对于汽车消费有一定的抑制，而棚改的实施以及人口的流出，未来三四线城市价格将逐渐回归理性范围内，趋向于小幅波动。

图 14：2017 年我国省级行政区汽车千人保有量情况（辆）



数据来源：国家统计局，公安部，山西证券研究所

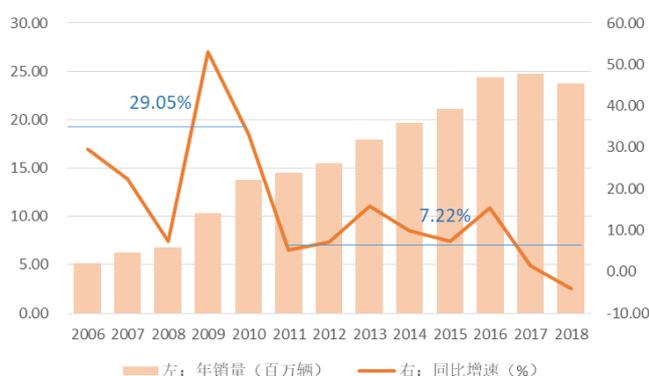
因此，长期看，汽车市场仍然存在较大的增长空间，随着政策环境优化、经济情况改善，结构性机会仍然存在，且三四线城市和中西部地区将提供未来汽车市场的主要增长点，但是增速放缓的趋势将继续延续。

3. 乘用车：SUV 趋缓，豪华车有望维持高速增长

2011 年以后，国内乘用车市场同样表现出销量增速中枢下移的特征，乘用车产销同比增速在 2018 年 6 月进入负区间，后续销量连续负增长，2018 年全年乘用车累计销量 2371 万辆，同比下滑 4.08%，整体情况较为低迷。

同样考虑国内经济面临较大下行压力、二三线居民购买力下降、二手车快速增长挤压一部分新车购车需求、政策环境等多方面因素，我们认为 2019 年乘用车行业整体较为低迷的情况难以在短期内扭转。然而，基于国内消费结构持续优化、乘用车市场日趋成熟，结构性机会仍然存在。

图 15：乘用车销量增速中枢下移



数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

图 16：2018 年乘用车月产销情况



数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

3.1 SUV 增势趋弱，预计未来增量趋于稳定

分车型看，SUV 过去几年是乘用车市场销量增长的主力军，销量、份额均快速提升，2018 年 SUV 销量同比下降，对乘用车市场整体表现产生了较大影响。一方面，随着 SUV 快速侵占乘用车市场份额，SUV 销量在乘用车销量中占比已经达到 40% 以上，为 SUV 份额的进一步提升带来困难；另一方面，过去自主品牌将 SUV 作为突破市场的主要路

径，国内各大整车厂在 SUV 车型开发及技术研发层面投入了大量的资源，SUV 车型在用户认可度、技术积累、性能优越性方面均有明显提升，进而增加了 SUV 在市场中的竞争优势，SUV 车型仍然具有一定的趋势性机会。我们认为未来 SUV 会以稳定的增量缓慢稳定增长，轿车和 SUV 占乘用车主要份额的情况短期不会发生改变。

图 17：乘用车分车型增量拆分（万辆）

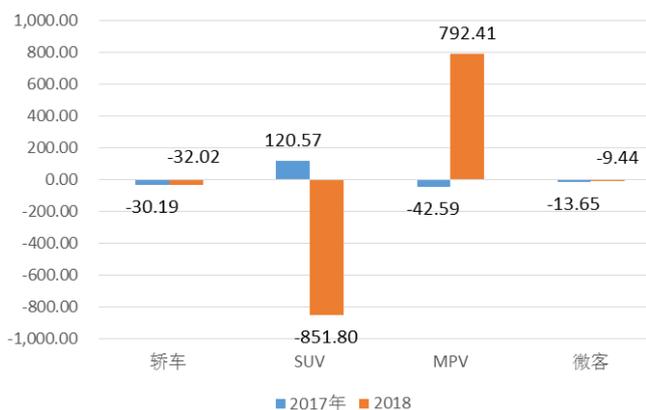
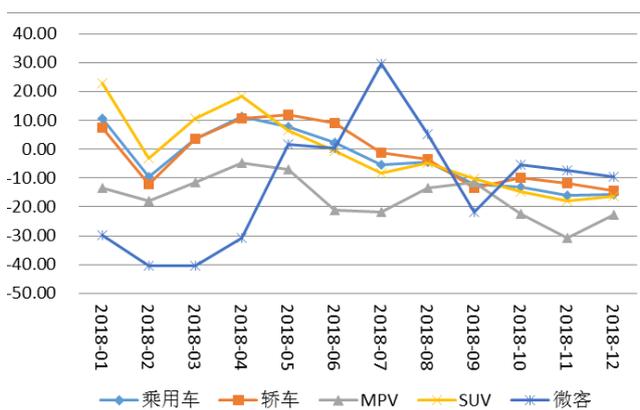


图 18：2018 年以来乘用车分车型月销量增速对比（%）



数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

表 3：乘用车分车型销售情况

	销量（万辆）			销量同比增速			销售份额		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
乘用车	2437.69	2471.83	2370.98	15.28%	1.40%	-4.08%	100.00%	100.00%	100.00%
基本型乘用车(轿车)	1214.99	1184.80	1152.78	3.67%	-2.48%	-2.70%	49.84%	47.93%	48.62%
运动型多用途乘用车(SUV)	904.70	1025.27	173.46	45.44%	13.33%	-83.08%	37.11%	41.48%	42.15%
多功能乘用车(MPV)	249.65	207.07	999.47	18.50%	-17.06%	382.68%	10.24%	8.38%	7.32%
交叉型乘用车（微客）	68.35	54.70	45.26	-37.81%	-19.97%	-17.26%	2.80%	2.21%	1.91%

数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

3.2 消费升级，豪华车市场有望维持高速增长

受到消费升级和关税调整政策影响，2018 年豪华车整体表现明显优于行业。从表 4 中的相关数据可以看出，2018 年 1-11 月，轿车、SUV 和 MPV 豪华车的零售同比增速均明显优于合资和自主。

表 4：2018 年 1-11 月零售同比增速对比（%）

	豪华	合资	自主
轿车	19	-8	9
MPV	36	19	-22
SUV	3	-2	-5
合计	13	-6	-5

数据来源：乘联会，山西证券研究所

从整车厂角度来看，随着中国汽车市场的不断扩大，豪华车品牌越来越重视中国汽车市场，车型投放量明显增加。

从消费者角度来看，汽车金融规模扩大及豪华车品牌入门级车型的推出，导致豪华品牌购车门槛降低，而年轻一代消费者在汽车选购过程中对品牌需求明显提升，刺激豪华车需求进一步释放。

从政策环境来看，2018 年 7 月 1 日起部分汽车整车及零部件进口关税降低，财政部网站 12 月 14 日发布《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税的公告》，决定从 2019 年 1 月 1 日起，对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税 3 个月，涉及 211 个税目，该政策一旦实行，有望推动部分豪华车品牌降价，从价格端增加了豪华车的竞争力。

因此，消费升级+市场政策推动，我们认为豪华车市场市占率仍然有进一步提升的可能性，2019 年有望继续维持高速增长。

3.3 美系车份额下降，自主品牌受到冲击

分车系看：

一是日系车、德系车份额持续上升，美系车、自主品牌份额有所下降，我们认为其主要原因在于品牌战略、产品性能方面的差异性。

二是自主品牌整体销量下滑，主要是因为自主品牌战略导向以 SUV 为主，2018 年 SUV 整体增速下行导致自主品牌产销下滑。

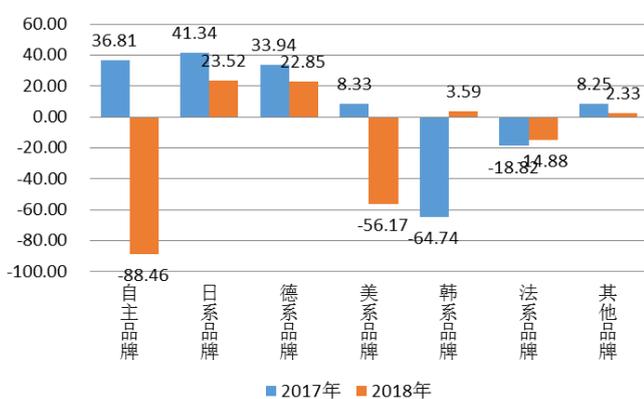
此外，自主品牌两级分化扩大，整车龙头依然表现强劲，整体增速远超行业。

表 5：不同车系乘用车销售情况

	销量（万辆）			同比增速（%）			份额		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
自主品牌	1,050.39	1,087.20	998.74	20.75	3.50	-8.14	43.24%	43.94%	42.19%
日系品牌	379.15	420.49	444.01	12.70	10.90	5.59	15.61%	16.99%	18.76%
德系品牌	451.03	484.97	507.82	12.81	7.52	4.71	18.57%	19.60%	21.45%
美系品牌	295.63	303.96	247.79	13.89	2.82	-18.48	12.17%	12.28%	10.47%
韩系品牌	179.20	114.46	118.05	6.74	-36.13	3.14	7.38%	4.63%	4.99%
法系品牌	64.40	45.58	30.7	-11.82	-29.22	-32.65	2.65%	1.84%	1.30%
其他品牌	9.47	17.72	20.05	123.35	87.12	13.15	0.39%	0.72%	0.85%

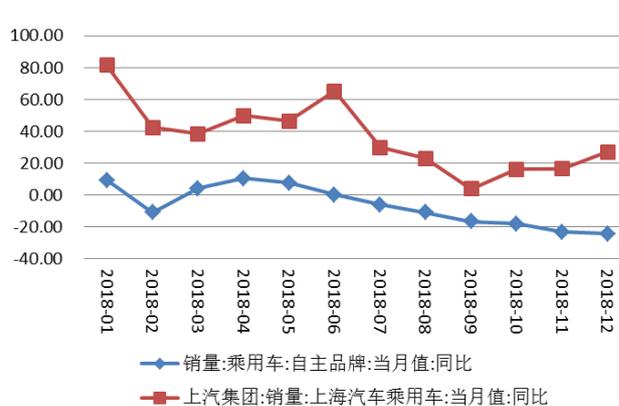
数据来源：中国汽车工业信息网，Wind，山西证券研究所

图 19：乘用车分车系增量拆分（万辆）



数据来源：中国汽车工业信息网，Wind，山西证券研究所

图 20：自主品牌龙头与自主品牌销量增速对比(%)



数据来源：中国汽车工业信息网，Wind，山西证券研究所

从自主品牌整体看：一方面，政策环境趋严，行业竞争加剧，有望推动行业出清落后产能，倒逼国内企业加大技术投入，增强自身的技术优势，将车型布局向高端车领域渗透；另一方面，受益于“一带一路”，国内自主品牌出口量持续加大。因此，市场、政策导向下，有望推动自主品牌优化产品结构，提升集中度，加大自主品牌的整体实力。

从公司层面看：第一，行业竞争不断加剧，龙头企业由于自身技术积累和管理经验更为充分，产业链布局更为完善，能够更有效地压缩成本，为自身创造利润；第二，政策环境导向行业出清落后产能，随着《汽车产业投资管理规定》实行、合资股比开放，有利于从政策端导向行业资源区域化、高端化发展，导向行业落后产能加速出清，优势向龙头集中；第三，龙头企业对车型覆盖更为充分，能够快速响应

市场；第四，龙头企业研发投入较大，技术积累更为充分，助力企业更好地把握市场、扩大优势，持续性地推出“爆款”，形成良性循环。因此，我们认为龙头企业有望乘势由大做强，研发投入较高、产业链布局完善的整车龙头更具竞争优势。

4. 商用车：环保需求稳固换车和需求，政策导向产品升级

2018年，商用车产销同比继续呈现增长，但增速明显回落，年产销量分别为428万辆和437.1万辆，比上年同期分别增长1.7%和5.1%。

分车型看：

客车产销量分别完成48.9万辆和48.5万辆，比上年同期分别下降7%和8%；

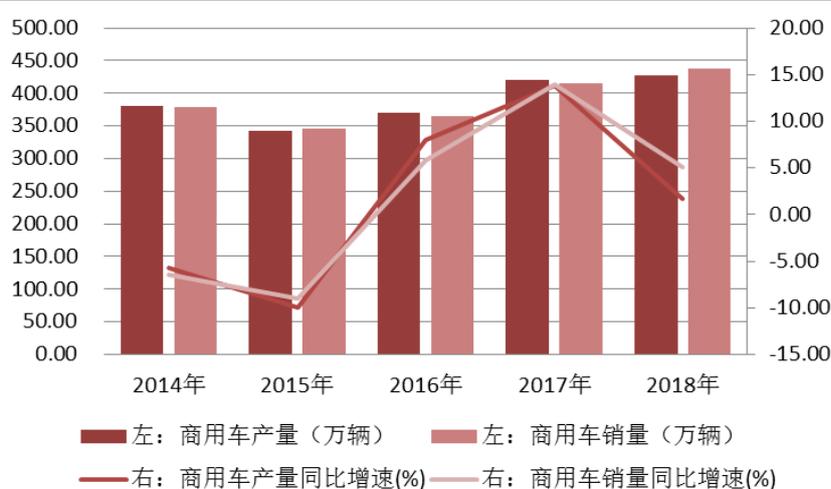
货车产销量分别完成379.1万辆和388.6万辆，比上年同期分别增长2.9%和6.9%，其中重型货车产销量分别为111.2万辆和114.8万辆，销量同比微增2.78%。

表6：货车分车型销量情况

	销量（万辆）			销量同比增速（%）		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
商用车合计	365.13	416.06	437.08	5.80	13.95	5.05
一、客车	54.34	52.72	48.52	-8.73	-2.98	-7.98
1、大型客车	9.04	9.41	7.70	6.91	4.10	-18.21
2、中型客车	9.94	8.49	7.36	26.07	-14.60	-13.28
3、轻型客车	35.36	34.83	33.46	-18.14	-1.52	-3.92
二、货车	310.79	363.34	388.56	8.82	16.91	6.94
1、重型货车	73.29	111.69	114.79	33.08	52.38	2.78
2、中型货车	22.91	22.91	17.72	14.29	0.02	-22.66
3、轻型货车	153.98	171.89	189.50	-1.20	11.63	10.24
4、微型货车	60.61	56.84	66.56	10.96	-6.21	17.08

数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

图 21：商用车产销情况

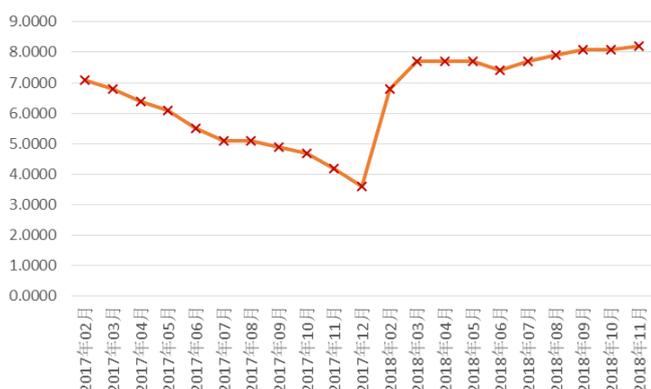


数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

4.1 下层需求稳固，有望平滑重型货车下行周期

尽管重型货车在 2017 年销量基数偏高，2018 年仍然同比增长 1.88%，我们认为其中主要原因有：1) 货车超载治理导致单车运力下降为重型货车带来增量需求；2) 基建需求拉动重型货车需求提升；3) 换车需求。

图 22：房地产业固定资产投资额同比增速



数据来源：Choice，山西证券研究所

图 23：累计房屋新开工面积及同比增速



数据来源：Choice，山西证券研究所

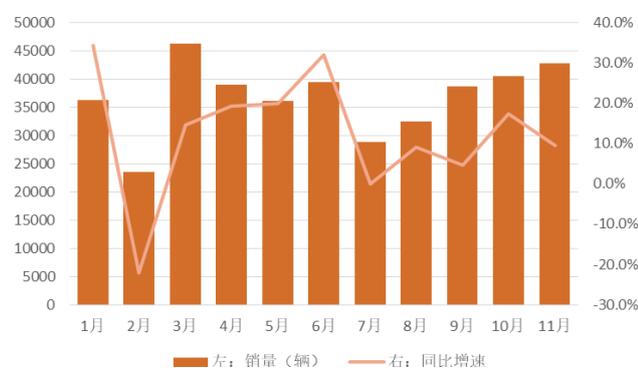
重型货车本身具有较强周期性，连续 2 年产销高基数导致其销售乏力，且根据周期判断，重型货车 2019 年将处于下行周期。但是，2019 年仍然存在一定的增量需求，主要来源于：一是环保需求，《打赢蓝天保

《卫或三年行打动计划》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；二是部分地区将在 2019 年提前实施国六标准，将刺激国三及以下车型淘汰；三是房地产固定投资额和累计房屋新开工面积同比均持续上升，有望提升重型货车需求量。因此，基于以上因素考虑，重型货车的增量需求有望一定程度上平滑周期，预估 2019 年重型货车销量稳中有降。

4.2 轻型货车、微型货车表现亮眼，产销量有望继续维持高位

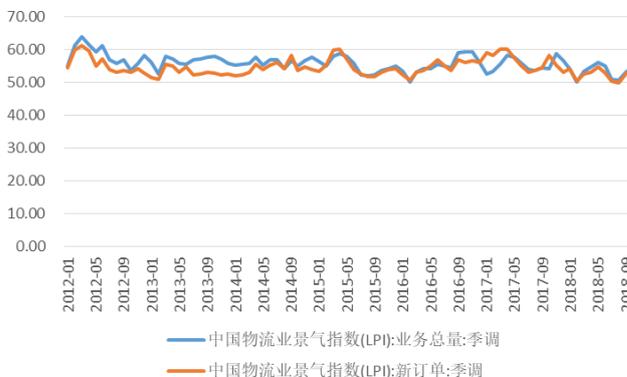
受益于皮卡销量的快速增长和物流业景气度持续维持高位，2018 年轻型货车和微型货车表现亮眼，2018 年累计销量同比增速分别为 10.24% 和 17.08%，分别领先卡车同期累计销量同比增速 3.30 个百分点和 10.14 个百分点。

图 24：2018 年皮卡月销量情况



数据来源：中国皮卡网，山西证券研究所

图 25：物流业景气指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

我们认为，2019 年轻型货车和微型货车仍然有较为稳定的增量需求：第一，过去皮卡受政策影响，需求被挤压，目前云南、河北、河南、湖北、新疆、辽宁六大地区推行试点解禁，很大程度上刺激了皮卡需求释放，2019 年皮卡购车需求有望进一步释放；第二，2018 年 12 月 24 日，交通运输部办公厅发布《交通运输部办公厅关于取消总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆道路运输证和驾驶员从业资格证的通知》，该政策于 2019 年 1 月 1 日起实行，有望进一步刺激皮卡需求释放；第三，

轻型货车和微型货车的主要用途是短途运输，物流业景气度近几年持续维持高位，为轻型货车和微型货车提供了稳定的增量需求；第四，蓝天保卫战和国六对重型货车排放要求的提高，同样有望刺激换车需求释放。因此，我们认为 2019 年轻型货车和微型货车产销量有望继续维持高位。

表 7：试点解禁地区皮卡销售情况

排名	地区	2018 年 1-11 月累计销量（辆）	同比增速（%）	份额（%）
1	云南	24360	6.3	7.54
4	河北	17438	15.9	5.40
9	湖北	13177	-5.5	4.08
10	河南	12400	46.2	3.84
14	新疆	10780	-20.9	3.34
20	辽宁	8159	1.3	2/53

数据来源：中国皮卡网，山西证券研究所

4.3 零部件产品结构升级，布局高端产能的零部件龙头值得关注

蓝天保卫战的实行和部分地区提前实施国六政策，除了拉升换车需求外，还有望转变技术路线，目前国六技术线路主要有 EGR+DOC+DPF+SCR 路线、Hi-eSCR 路线(高效选择性催化还原系统)、EGR+Hi-eSCR 等，其中最普遍的是 EGR+DOC+DPF+SCR 路线，随着政策推进，尾气处理模块的技术壁垒、成本和单车价值量均有所提升，进而推动行业产品结构升级，加快轻型货车电动化步伐，届时积极布局产能、加大研发投入的零部件供应商有望顺势崛起。因此，基于环保需求提升+相关零部件技术壁垒较高，建议关注积极布局高端产能、持续研发投入的国内零部件龙头。

5. 新能源汽车领跑行业，后续增长可期

5.1 趋势研判：行业快速扩张，新能源乘用车将成为主要增长点

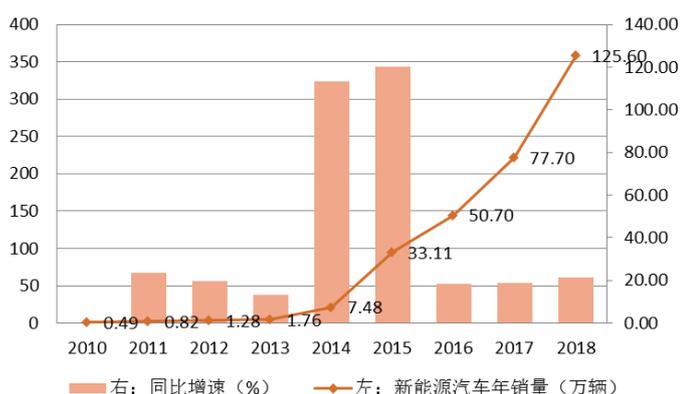
近几年，在政策市场双重导向下，新能源汽车快速发展，新能源汽车销量快速增长，研发投入不断加大，消费者认可度不断提高，但是目前新能源汽车渗透率仍然较低，表现出产销量高速增长，渗透率整体偏低的特点。

产销量：2018年以来，尽管汽车行业整体销量不佳，新能源汽车仍然维持高速增长，销量增速远超行业水平。2018年，新能源汽车产销量分别为127万辆和125.6万辆，比上年同期分别增长59.9%和61.7%。

渗透率：根据相关数据，截止2017年底，全球新能源汽车渗透率为1.0%，我国新能源汽车渗透率为2.7%，仍有很大的提升空间。

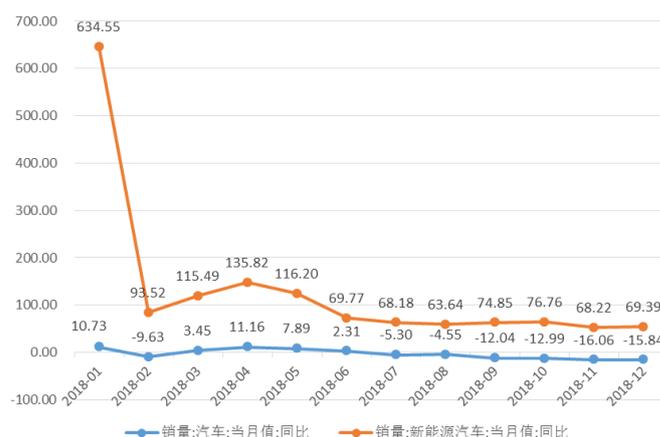
整体而言，基于新能源汽车高产销、低渗透、快发展的特点，我们认为新能源汽车仍然处于规模快速扩张的成长期，在2019年仍将维持高速增长，成为汽车行业的主要增长点。

图 26：2011 年以来新能源汽车销量持续高速增长



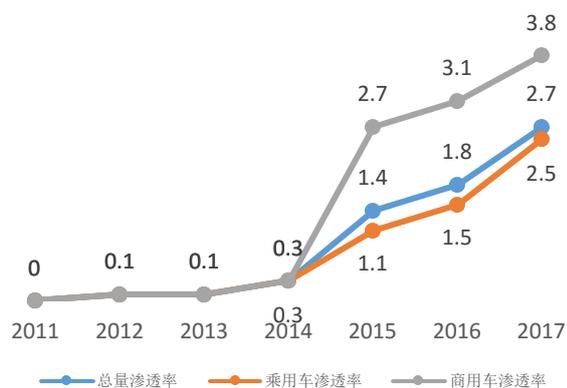
数据来源：中汽协，山西证券研究所

图 27：新能源汽车销量同比增速远超行业 (%)



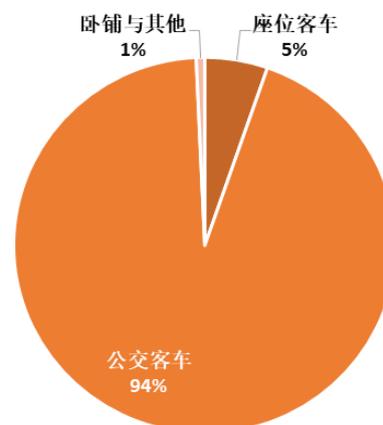
数据来源：中汽协，山西证券研究所

图 28：我国新能源汽车分类渗透率情况（%）



数据来源：国家信息中心，山西证券研究所

图 29：2018 年 1-11 月新能源客市场销售结构



数据来源：第一商用车网，山西证券研究所

新能源客车

短期看，我们认为成本和技术限制导致新能源客车需求增量空间有限，主要原因是：第一，目前新能源客车市场以公交车为主，公交车本身新能源化程度较高，与政策相关性强，短期增量空间有限；第二，点对点长距离客车由于目前耗电量较高，整体新能源化程度较低；第三，2018 年新能源客车补贴较 2017 下降 40% 左右，降幅远超新能源客车，一定程度上影响了新能源客车的购车需求。

长期看，新能源客车整体渗透率较低，份额相对分散，随着新能源客车的成本下降、相关技术提升，未来仍有增长空间，持续研发投入的行业龙头有望脱颖而出。

表 8：新能源客车补贴标准

车辆类型	补贴标准（元/kwh）	调整系数			单车补贴上限（万元）		
		系统能量密度（Wh/kg）		车身长度			
非快充纯电动	1200	115-135（含）	135 以上	6-8m	8-10m	>10m	
		1	1.1	5.5	12	18	
		快充倍率			车身长度		
快充纯电动	2100	3C-5C	5C-15C	15C 以上	6-8m	8-10m	>10m
		0.8	1	1.1	4	8	13
		节油率水平			车身长度		
插电混动	1500	60-65%	65-70%	70%以上	6-8m	8-10m	>10m
		0.8	1	1.1	2.2	4.5	7.5

资料来源：山西证券研究所

表 9：补贴新政影响测算（乘用车、商用车）

车辆类型	续航里程（公里）	能量密度（Wh/kg）	2017年（元）	过渡期（元）	2018年（元）	变化幅度
乘用车	150-200	105-120	36000	25000	9000	-75%
		120-140	39600	27720	15000	-62%
		140-160	39600	27720	16500	-58%
		≥160	39600	27720	18000	-55%
	200-250	105-120	36000	25000	14400	-60%
		120-140	39600	27720	24000	-39%
		140-160	39600	27720	26400	-33%
		≥160	39600	27720	28800	-27%
	250-300	105-120	44000	30800	20400	-54%
		120-140	48400	33880	34000	-30%
		140-160	48400	33880	37400	-23%
		≥160	48400	33880	40800	-16%
	300-400	105-120	44000	30800	27000	-39%
		120-140	48400	33880	45000	-7%
		140-160	48400	33880	49500	2%
		≥160	48400	33880	54000	12%
≥400	105-120	44000	30800	30000	-32%	
	120-140	48400	33880	50000	3%	
	140-160	48400	33880	55000	14%	
	≥160	48400	33880	60000	24%	
客车	/	115-135	2160	1512	1200	-44%
		135 以上	2160	1512	1320	-39%

资料来源：山西证券研究所

新能源乘用车

从销量情况来看，2018年在乘用车市场表现低迷的情况下，新能源汽车仍然保持良好的增长态势，月销量同比增速均在60%以上；从新能源汽车分车型销售结构来看，新能源乘用车份额快速提升，2018年1-11月，新能源乘用车累计销量占新能源汽车累计总销量的86.0%，较2011年提升34.8个百分点。

图 30：2018 年以来新能源乘用车销售情况

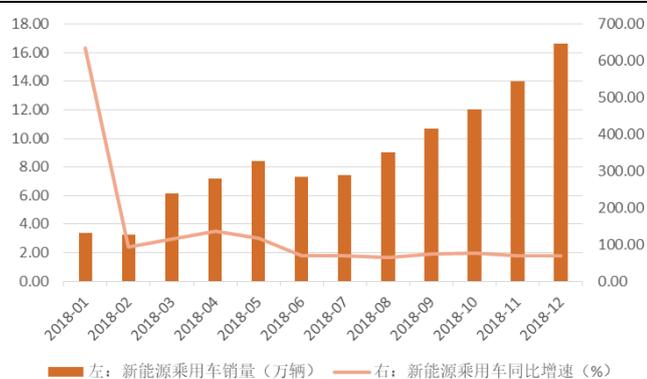
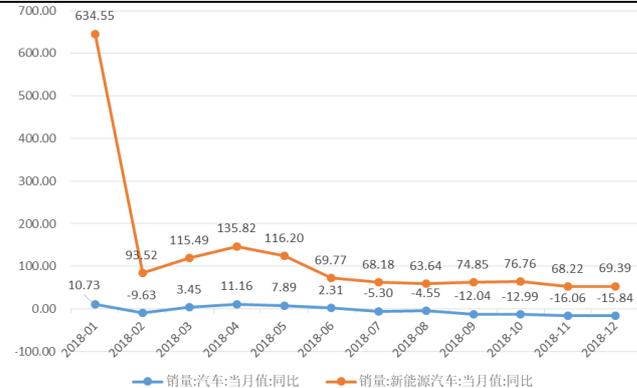


图 31：新能源乘用车和乘用车销售同比增速对比（%）



数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

数据来源：中汽协，Wind，山西证券研究所

图 32：2011 年以来新能源汽车销售结构（%）

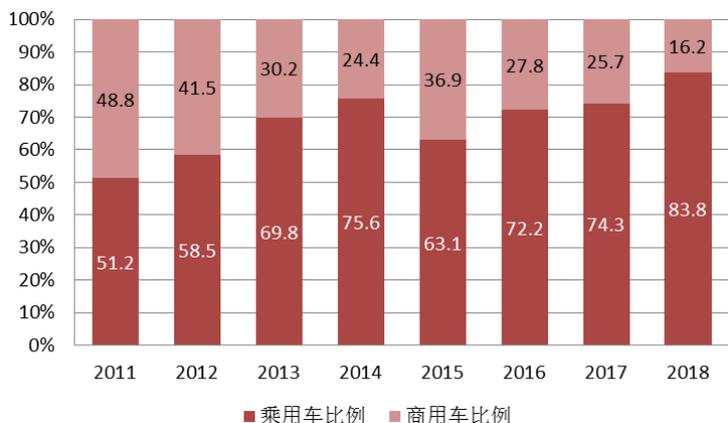
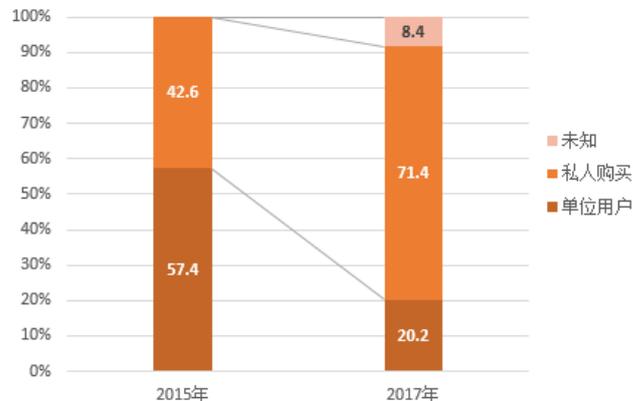


图 33：新能源乘用车所有权分布情况



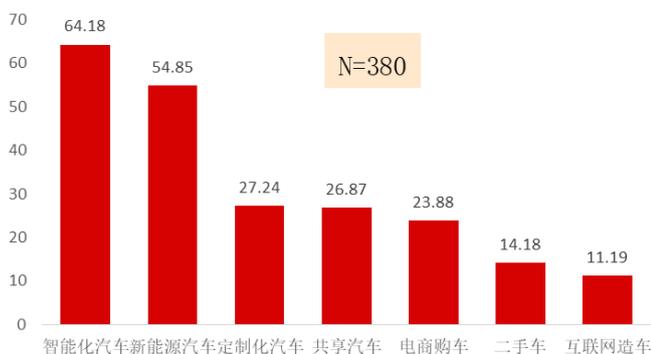
数据来源：国家信息中心，中汽协，山西证券研究所

数据来源：国家信息中心，山西证券研究所

我们认为，2019 年新能源乘用车依然涨势强劲，将成为汽车市场的主要增长点，主要原因如下：

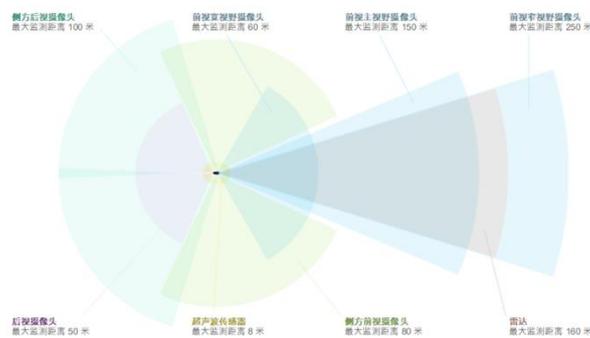
- 1、汽车行业政策环境利好新能源汽车长效、健康发展。
- 2、新能源乘用车认可度提升为新能源汽车提供了可观的增量空间。随着新能源乘用车认可度的提升，私人购买新能源乘用车的份额占比显著提升（图 33），可见新能源汽车市场化发展取得了长足进步。此外，从整个汽车行业的销售结构来看，与单位购车相比，私人购车的市场空间更为广阔，新能源乘用车认可度的提升为新能源乘用车的后续发展提供了更多的可能性。

图 34：90 后最看好的汽车发展趋势占比（%）



数据来源：国家信息中心消费者调查，山西证券研究所

图 35：智能汽车为汽车增加了诸多附加功能



数据来源：Tesla 中国官网，山西证券研究所

3、汽车智能化需求提升拉升新能源汽车购车需求。从消费者角度来看

汽车智能化是打动消费的重要一环。智能汽车融合了运用信息分析、互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术，不仅为汽车增加了诸多附加功能，还能够提升车内用户的体验，颇受消费者青睐。而新能源汽车因其能够快速响应指令的优势，成为了布局汽车智能化的重要一环。

5.2 政策端：战略性新兴产业，引导行业稳步前行

第一，国家从政策端将新能源汽车确定为战略性新兴产业，体现了国家对新能源汽车的高度重视。

表 10：国家战略层面与新能源汽车相关的政策整理

时间	部门	政策	相关内容
2010	国务院	《关于加快培育发展战略性新兴产业的决定》	重点培育新能源汽车产业
2012	国务院	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》	纯电驱动为新能源汽车发展和汽车工业转型的主要战略取向，在大中型城市扩大公共服务领域新能源汽车示范推广范围
2015	国家制造强国建设战略咨询委员会	《中国制造 2025》重点领域技术创新绿皮书	至 2025 年，新能源汽车领域形成自主可控完整的产业链，产品技术水平与国际同步
2017	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	明确提出大力发展新能源与节能环保产业，促使国家朝一个可持续发展的战略进行发展。
2017	工信部、发改委、科技部	《汽车产业中长期发展规划》	列出了汽车行业的八大重点发展工程，其中包括了新能源汽车的研发和推广应用工程，以及先进节能环保汽车的技术提升工程。2025 年新能源汽车销量占比目标为 20%。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

第二，补贴政策助力新能源汽车快速打开市场。

受补贴政策扶持，新能源汽车补贴后售价以 5-20 万为主，符合消费者的购车心理价位，因此可以较快速打开局面。现行补贴政策是 2018 年 2 月发布的《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，对比 2017 年和 2018 年的新能源汽车补贴政策，新能源汽车补贴政策取消了低能量密度、低续航新能源补贴，高能量密度、高续航里程的车型补贴不降反升，补贴阶梯差异更明显，促使消费者选择高续航里程车型，倒逼企业提高车型续航。

表 11：新能源乘用车补贴参数情况（万元）

	分档标准	2017 年补贴金额	2018 年补贴金额	涨跌幅 (%)
续航里程 (km)	$100 \leq R < 150$	2	0	-100
	$150 \leq R < 200$	3.6	1.5	-58.3
	$200 \leq R < 250$	3.6	2.4	-33.3
	$250 \leq R < 300$	4.4	3.4	-22.7
	$300 \leq R < 400$	4.4	4.5	2.3
	$R \geq 400$	4.4	5	13.7
能量密度 (Wh/kg)	$E < 90$	0	0	0
	$90 \leq E < 105$	1	0	-100
	$105 \leq E < 120$	1	0.6	-40
	$120 \leq E < 140$	1.1	1	-9.1
	$140 \leq E < 160$	1.1	1.1	0
	$E > 160$	1.1	1.2	9.1

数据来源：工信部，山西证券研究所

第三，双积分政策继续推动新能源汽车快速发展。

2017 年 9 月，双积分相关政策发布。

首先，双积分政策建立了发展新能源汽车的长效机制，有望从政策层面推动汽车生产商发展新能源汽车，刺激新能源汽车产量进一步增长，2019、2020 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%，预计 2019、2020 年度乘用车产量分别为 2700 万辆、2900 万辆左右，根据测算，要满足相关要求，2019、2020 年度新能源乘用车产量需达到 84.78 万辆、108.75 万辆。

其次，相较于补贴政策，双积分政策具有**强制性**（如负积分不能完全抵扣，车企将面临行政处罚）和**可交易**的特征，有望在新能源补贴政策退出后，保障新能源汽车行业持续发展。

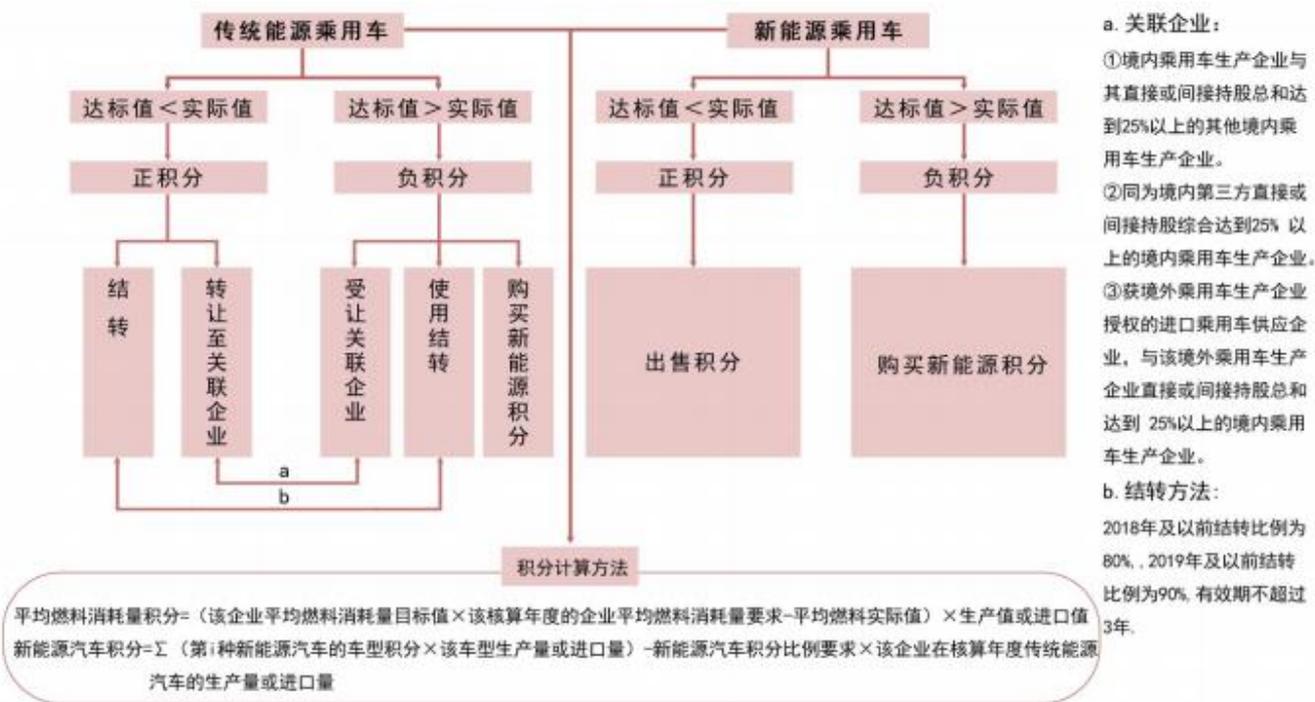
同时，在对纯电动乘用车和燃料电池乘用车的积分进行计算时加入了技术指标（纯电动乘用车的续航里程和燃料电池乘用车的系统额定功率），可见政策层面鼓励企业改进技术，提高新能源汽车的性能。

表 12：新能源积分不同车型积分标准

车辆类型	标准车型积分	备注
纯电动乘用车	$0.012 \times R + 0.8$	(1) R 为电动汽车续驶里程（工况法），单位为 km。 (2) P 为燃料电池系统额定功率，单位为 kW。 (3) 标准车型积分上限为 5 分。 (4) 车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数。
插电式混合动力乘用车	2	
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$	

资料来源：《新能源乘用车车型积分计算方法》，山西证券研究所

图 36：双积分政策的实施办法



资料来源：《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，山西证券研究所

第四，部分城市推行限行、限购政策，有望推动这些地区新能源汽车渗透率提升。

第五，产业投资管理政策引导行业健康发展。

国家发展改革委颁布《汽车产业投资管理规定》，自2019年1月10日起施行，其中对新建独立纯电动整车投资项目的所在地、企业法人、企业法人股东和项目建设内容都做出了明确规定，并强调了持续研发能力、建设规模、工艺装备及售后保障等方面的要求，提高了新能源汽车的造车门槛，推动行业高端化、规模化、优质化发展，引导行业出清落后产能，提升行业集中度。

5.3 供给端：整车厂路线偏移，行业竞争加剧

从供给层面来看，国内外车企对新能源汽车的重视程度不断提升，纷纷布局新能源汽车，主要原因是：1) 世界各国相继宣布禁售传统能源汽车的时间表，刺激各大整车厂着手布局新能源汽车；2) 目前新能源汽车处于销量快速提升、份额快速扩大的发展期；3) 新能源汽车由于

其自身能够快速响应指令，在汽车智能化阶段具有优势，很多整车厂在战略层面将新能源汽车作为汽车智能化布局的重要一环，并行推进汽车智能化、共享化、电动化研发。叠加新能源汽车市场趋于完善，行业监管趋于严格，技术趋于成熟，新能源车型投放不断加大，新能源汽车行业竞争不断加剧，进而有望推动新能源汽车行业集中度提升，加速落后产能出清。

表 13：国内主要车企新能源汽车规划

公司	战略	战略规划
上汽集团	“新四化”战略	未来将推出 30 款新能源产品，其中纯电动汽车 13 款，插电式混合动力汽车 17 款，预计到 2020 年新能源汽车目标年销量将突破 60 万辆，其中自主品牌新能源汽车销量达到 20 万辆。
东风汽车	“十三五”战略规划	到 2020 年在新能源汽车市场的占有率要达到 15%-18%，销量目标要达到 30 万辆。
广汽集团	“153”	“1 个研发平台”，“5 大核心技术”（电池系统、电机系统、电控系统、机电耦合系统和系统集成等），“3 大产品系列”（以纯电驱动和混合动力车型产品作为重点发展方向，形成混动、增程、纯电动三大系列产品）。 到 2020 年广汽集团自主与合资新能源汽车产能规模突破 20 万辆。
长安汽车	“香格里拉计划”	2020 年完成三大新能源车专用平台的打造，2025 年开始全面停止销售传统意义的燃油车，实现全谱系产品的电气化，计划推出多种形态的纯电动车 21 款，插电式混合动力车 12 款。
吉利汽车	“蓝色吉利行动”	到 2020 年，吉利汽车将提前全面实现第四阶段企业平均 5.0L/百公里燃油消耗限值、让消费者实现用传统汽车的成本购买插电式混动汽车梦想、实现新能源汽车销量占吉利整体销量 90% 以上等五项目标。吉利汽车将采用 EV、PHEV 和 HEV 三条技术路线、依托中高端纯电动汽车 FE 平台、小型专属纯电动汽车 PE 和 CMA 中级车基础模块化架构，大力推进新能源战略的快速实施。
北汽新能源	“5615”发展目标	“5”：年产销达到 50 万辆；“6”：年营业收入达到 600 亿元；“1”：企业实现上市，市值达到 1000 亿元；“5”：实施五大战略，包括品质增长、创新发展、服务转型、互联网+、开放合作。
比亚迪	“7+4”全市场战略	七大常规领域（城市公交、出租车、道路客运、城市商品物流、城市建筑物流、环卫车、私家车）、四大特殊领域（仓储、矿山、机场、港口）全国范围内大力推广新能源汽车。

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

表 14：国外主要车企新能源汽车规划

品牌	规划
奔驰	2025 年推出 10 款电动车型，销量将会占据奔驰整体销量的 15-25%。
宝马	2020 年所有车系都具备电动选项，2025 年之前将电动车及插电式混合动力车的销量比例提升至 15-25%。
沃尔沃	2019 年全系车型在中普及电气化，2025 年售出 100 万辆新能源汽车。
大众	2025 年集团旗下各品牌将推出 80 余款全新电动车，2030 年集团旗下覆盖全球各级别市场的 300 余款车型均将推出至少一款电动版本。在中国市场 2020 年实现在华销售新能源汽车 40 万辆，2025 年实现 150 万辆目标。
福特	2020 年全球新能源汽车销量占总销量的 10-25%。2025 年以前为中国消费者提供全面的电气化解决方案。
通用	2020 年至少推出 10 款新能源车型，2025 年别克、雪佛兰和凯迪拉克旗下将令全部产品在华实现不同程度的电气化。
丰田	2020 年实现 3 万辆以上的氢燃料电池车销售，2050 年消除发动机车型，混合动力汽车和插电式混合动力汽车车型占总销量七成，燃料电池车和纯电动汽车占三成。
日产	2020 年日产销售车辆的 20% 均将为零排放汽车。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

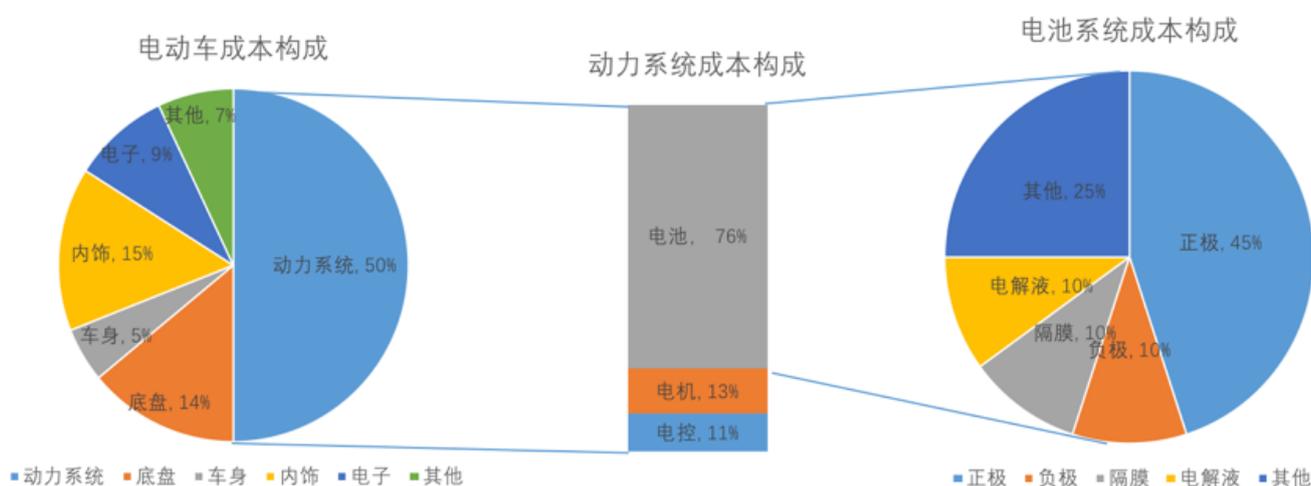
5.4 支持端：技术为先，看好细分行业龙头

在新能源汽车的内部构件中，“三电”（电池、电机和电控）构成了新能源汽车的电动动力总成系统。三电作为新能源汽车的主要零部件，与新能源汽车产销情况密切相关。

电池：动力电池头部效应明显，行业集中度持续提升

在新能源汽车成本构成中，动力电池占到 40% 以上，是新能源汽车中成本占比最高的部分，同样也是新能源汽车提质降价的有效手段。

图 37：电动汽车成本结构占比（2018 年）



数据来源：山西证券研究所

从政策层面看：目前动力电池平均能量与政策指引有较大差距，提高电池能量密度成为重中之重。2017 年 4 月，三部委印发的《汽车产业中长期发展规划》提出，其中要求到 2020 年，动力电池单体比能量达到 300Wh/kg 以上，力争实现 350Wh/kg，系统比能量力争达到 260Wh/kg；而截止目前，目录新能源乘用车及新能源客车平均能量密度仅达到 140Wh/kg，专用车平均能量密度尚不足 130Wh/kg，距离目标仍有较大差距。从动力电池的市场结构来看，表 17 对比了 2017、2018 年新能源车推广目录的相关数据，可以看出电池能量密度和续航里程持续提高。我们认为**提升能量密度将是动力电池的主要发展趋势**，具有高端产能布局能力的下游零部件供应商有望凭借自身的技术优势，进一步

提升市占率，在行业竞争中脱颖而出。

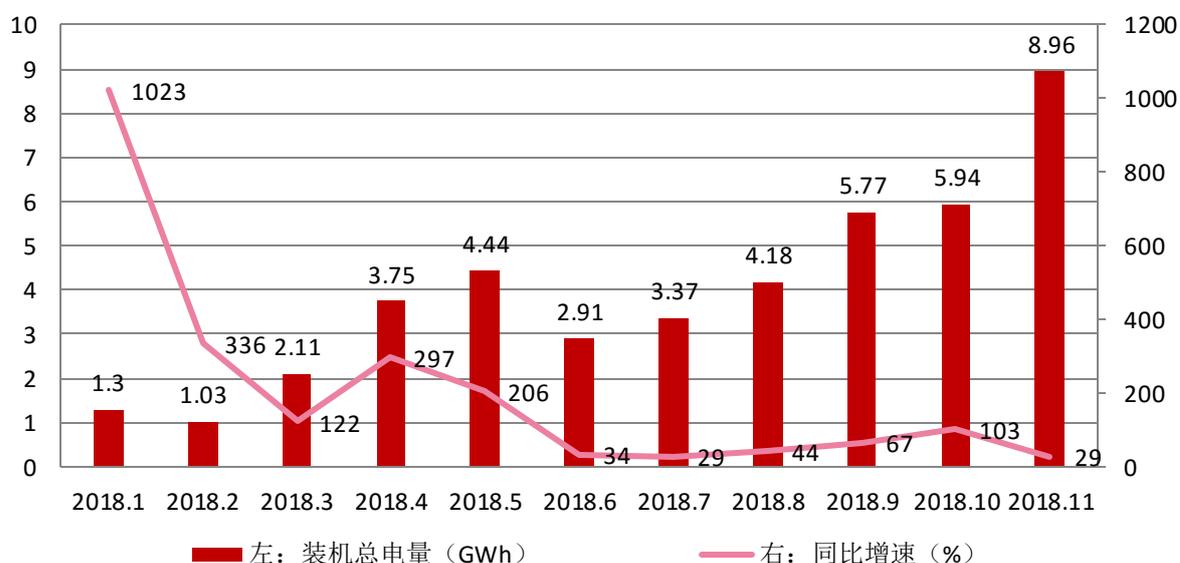
表 15：纯电动汽车电池性能参数变化情况

	续航里程 (km)	车型数量		占比 (%)		能量密度 (Wh/kg)	车型数量		占比 (%)	
		2017	2018 年	2017	2018		2017	2018 年	2017	2018 年
乘用车	100-149					小于 90	19		5	0
	150-199	175	47	48	7	90-120	168	42	47	7
	200-249	27	58	7	9	120-140	152	207	42	32
	250-299	79	146	22	23	140-150	20	281	6	44
	300-399	63	267	17	42	150-160	2	58	1	9
	大于 400	17	122	5	19	大于 160		53	0	8
乘用车汇总		361	641	13	17	乘用车汇总	361	641	13	17
客车	100-149	34	21	2	1	小于 90	136	62	10	3
	150-199	20	20	1	1	90-120	715	140	50	8
	200-249	311	318	22	18	120-140	513	547	36	30
	250-299	526	514	38	28	140-150	49	996	3	55
	300-399	336	495	24	27	150-160		44	0	2
	大于 400	157	438	11	24	大于 160	4	33	0	2
客车汇总		1384	1806	51	48	客车汇总	1417	1822	51	48
专用车	100-149	85	32	9	2	小于 90	15		2	0
	150-199	159	89	16	7	90-120	748	286	76	21
	200-249	298	388	30	29	120-140	193	775	20	57
	250-299	268	358	27	27	140-150	20	218	2	16
	300-399	153	423	16	31	150-160	10	39	1	3
	大于 400	18	58	2	4	大于 160	1	33	0	2
专用车汇总		981	1384	36	36	专用车汇总	987	1351	36	35

数据来源：乘联会，山西证券研究所

从动力电池装配量来看：受益于新能源汽车快速发展，动力电池装机量持续提升。根据盖世汽车统计的相关数据，2018 年 1-11 月，动力电池累计装机量为 43.7GWh，累计同比增长 76.8%。基于新能源汽车快速发展的预判，我们认为动力电池装配量仍然有望维持高速增长。此外，动力电池装配量与相关车型销量情况相关性较强，进入整车厂龙头供应链的供应商有望凭借整车厂“爆款”车型的快速放量提升进一步提升市占率。

图 38：2018 年以来动力电池装机量情况



数据来源：工信部，盖世汽车，山西证券研究所

从企业角度来看：我国动力电池市场宁德时代和比亚迪两家独大的特点。2017 年，我国动力电池装机量最多的动力电池供应商是宁德时代和比亚迪，它们的市场份额分别为 27% 和 16%。2018 年 1-11 月，宁德时代和比亚迪累计装机量分别为 17.77GWh 和 9.3GWh，市场份额分别为 40.61% 和 21.28%，集中度明显提升。宁德时代在乘用车和客车领域的配套量均为第一，且合作的企业包括北汽新能源、奇瑞汽车、吉利汽车、宇通客车、东风汽车等，客户众多。比亚迪虽然有外供部分，但是数量较少，主要还是以内配为主，对自产车型销量表现情况有较高依赖性。

此外，随着我国相关政策逐渐放宽，外资厂商趁势涌入新能源汽车浪潮，日本松下公司及韩国 LG 化学相继宣布将增加在中国的电动车电池产能。随着外资厂商布局中国市场，行业竞争必然加剧，有望倒逼我国动力电池龙头企业加大研发投入，提升电池性能，促进行业正向发展。

表 16：2018 年 11 月 top2 供应商动力电池配套情况

供应商	车辆类型	主要配套企业	配套量 (MWh)
宁德时代	乘用车	北汽新能源、奇瑞汽车、吉利汽车等	1892.5
	客车	宇通客车、中车时代、苏州金龙等	1464.2
	专用车及货车	东风汽车、江铃汽车、上汽大通等	197.7

比亚迪	乘用车	比亚迪	1101.3
	客车	比亚迪	127.4
	专用车及货车	比亚迪。北京华林	59.0

数据来源：工信部，盖世汽车，山西证券研究所

从锂电池上游材料来看，锂电池主要由正极材料、负极材料、电解液和隔膜构成。

正极材料

作为动力电池中成本占比最高的部分，正极材料是目前新能源汽车产业链上技术迭代最快的上游原材料。整体而言，我们认为未来动力电池正极材料的发展趋势是三元材料高镍化。

首先，对比新能源汽车推广目录相关数据，磷酸铁锂电池和三元锂电池并驾齐驱的格局已经显现。其中，客车由于安全性考虑，以磷酸铁锂电池为主，乘用车和专用车由于能量密度考虑，则以三元锂电池为主。长期看，三元材料由于本身在提升单体性能方面有更大的发展空间，仍将是未来发展主流趋势。

表 17：新能源汽车推广目录装配电池类型变化情况

			数量		占比 (%)	
			2017 年	2018 年 1-12 批	2017 年	2018 年 1-12 批
乘用车	纯电动	三元锂	273	524	76	82
		磷酸铁锂	36	27	10	4
		锰酸锂	1	2	0	0
	纯电动汇总		361	641	89	83
	插电混合动力	三元锂	40	122	93	95
		磷酸铁锂	3	2	7	2
	插电混合动力汇总		43	129	11	17
乘用车汇总			404	770	12	18
客车	纯电动	磷酸铁锂	1258	1628	89	89
		锰酸锂	78	129	5	7
		钛酸锂	67	49	5	3
		超级电容	3	7	0	0
	纯电动汇总		1421	1831	77	84
	插电混合动力	锰酸锂	274	208	69	70
		磷酸铁锂	122	62	31	21
超级电容			14		5	
插电混合动力汇总		399	297	22	14	
客车汇总			1839	2187	57	50
专用车	纯电动	三元锂	631	700	64	52

	磷酸铁锂	275	502	28	37
	锰酸锂	34	85	3	6
	纯电动汇总	988	1352	100	98
专用车汇总		991	1377	31	32

数据来源：乘联会，山西证券研究所

其次，电池系统的能量密度主要取决于正负极材料本身的能量密度及其匹配性，目前常用负极材料比容量已达到 300mAh/g 以上，而常用正极材料比容量均在 200mAh/g 以下，缺口主要来自正极材料，因此正极材料比容量的提升是目前提升动力电池性能的重要手段之一。

此外，目前国内大部分三元材料产能为 NCM333、NCM523 低镍材料。一方面，提升镍的占比能有效达到提升动力电池正极材料的比容量，在现有技术水平下，NCM811 动力电池产品相比 NCM523 产品能量密度可能提升 15-20%。另一方面，钴材料成本偏高，降低钴的占比能够有效降低成本。因此，高镍三元材料有望凭借其能够有效提质降本的特点，成为动力电池正极材料的主流发展趋势，随着行业发展，NCM622、NCM811 高镍材料有望逐渐取代 NCM333、NCM523，成为市场主流。

然而，高镍三元材料本身技术壁垒较高，存在容量保持率低，热稳定性差等缺陷，掌握关键技术上游供应商具有较高的议价能力。

负极材料

目前，石墨材料由于成本相对较低，比容量相对较高占据了市场的主导地位。

从国内情况来看，国内负极材料龙头优势较为明显，而且由于降本压力向上游传统，动力类负极材料主流价格下滑，导致负极材料市场均价整体降低。在此情况下，龙头企业有望凭借自身丰富的上游资源、更为成熟的管理经验和更为稳定的客户合作关系，拓宽利润空间，进一步提升自身市占率。

从全球情况来看，目前中日企业占据了全球动力电池负极材料市场的主要份额，相较于日本而言，我国负极材料市场份额较大的原因是丰富的石墨资源，但是随着新能源汽车行业发展，行业对负极材料的性能要求也越来越高，技术可能会成为制约我国负极材料供应提升市场占有率，降低成本的重要因素。

因此，就负极材料而言，持续研发投入、技术优势领先、资源丰富的

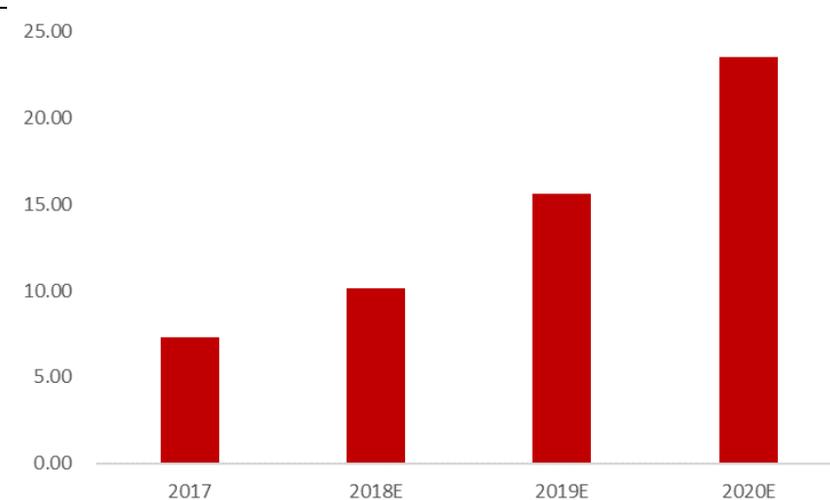
龙头供应商更具有发展优势。

电池薄膜

隔膜是锂电池中技术门槛最高的结构之一，主流的隔膜生产工艺有湿法和干法。在电池薄膜领域，隔膜的热稳定性与锂电池的热安全性能息息相关，湿法薄膜由于其厚度相对较薄，有利于提高电芯能量密度，更符合国家提高能量密度的目标。

随着新建产能持续释放，隔膜材料成本持续下降，隔膜产业的结构性产能过剩不可避免，且国内隔膜市场竞争格局较为分散，争抢市场份额仍将是企业经营重心。

图 39：2018-2020 年国内动力电池隔膜需求量预测（亿平方米）



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

从市占率结构来看，由于新能源汽车高端产能需求增加，龙头企业上海恩捷和星源材质份额快速提升。未来新能源汽车进一步发展，中高端产能需求量会持续增加，而中高端产能对原材料配方、工艺、设备，凭借自身的技术优势发展优质客户，提升自身市占率。

因此，具有明显技术优势且与国外电池龙头企业具有长期合作关系的隔膜企业更易在行业洗牌及切入海外过程中受益。

电解液

整体而言，行业对电解液供应商的管理能力和自身规模具有较高要求。

一方面，电解液由于其本身具有定制属性，对订单的粘性较强；另一

方面，由于电解液是以有机溶剂的化学试剂，本身运输难度大，再加上电解液本身库存周期短，供应商一般会选择在客户附近建厂。

从出货量和产能规模看，国内目前基本形成了天赐材料、新宙邦、国泰华荣三大巨头并列的局面，且三大供应商已经形成相对固定的客户群。随着新能源汽车行业集中度提升，电解液行业集中度也有望进一步加大，而龙头企业凭借其管理经验和稳定的客户有望脱颖而出。

整体而言，动力电池上游零部件行业都表现出行业集中度提升，龙头效应明显的特征。目前，新能源汽车行业快速发展，中国作为全球最大的汽车市场，随着政策放宽，越来越多的海外企业开始布局国内相关产能，行业竞争必然加剧，提质降本压力向上传导，中高端产能需求量也将持续增加。在此情况下，我们认为持续研发投入，具有高端产能，管理经验丰富，客户群稳定的龙头有望进一步扩大自身优势，实现海外替代。

电机：永磁同步电机是市场主流，行业集中度有所提升

电机配套量同样对新能源汽车的销量依赖程度较高。从电机装配类型来看，永磁同步电机因其效率高、功率密度高和体积小等优点成为国内配套的主流，2018年1-10月，永磁同步电机装机量近79万台，占比约91%，较去年同期占比上升15个百分点。从供应商层面来看，国外电机企业在高端领域仍然处于主导地位，国内电机企业份额较为分散，2017年CR3为32.94%，2018年上半年CR3为43.8%，份额明显提升。随着国内新能源汽车高端化发展，研发投入较高，具有核心技术的供应商有望从中受益。

表 18：国外主要电动车车型部电机配套情况

车型	电动机类型	电机供应商
宝马 i3	永磁同步	德国采埃孚
宝马 MINI-E	交流感应	AC Propulsion、台湾富田
日产 Leaf	永磁同步	in-house
Tesla S/Y/3	交流感应	台湾富田
雪佛兰 Spark	永磁电动机	日立汽车系统
福特 Focus Electric	永磁电动机	Magna powertrain
本田 Fit EV	永磁电动机	in-house
丰田 Pruis	交流电动机	in-house

数据来源：伺服与运动控制，山西证券研究所

表 19：2018 年上半年电机装机量 top10 的供应商装机情况

装机量排名	电机企业	装机量（台）	2017 年份额	2018 上半年份额	主要配套车企
1	比亚迪	94533	16.13%	23.33%	比亚迪
2	北汽新能源	50045	11.85%	12.35%	北汽新能源
3	联合汽车电子	33008	3.78%	8.15%	上汽乘用车
4	安徽巨一	23159	3.15%	5.72%	江淮、奇瑞、云度
5	精进电动	21959	4.74%	5.42%	广汽、海马、吉利
6	江铃新能源	17125	4.62%	4.23%	江铃
7	英博尔	15125	-	3.73%	江淮 iEV6E、力帆
8	华域汽车	14520	-	3.58%	上汽乘用车
9	上海电驱动	10630	4.99%	2.62%	奇瑞、智斗
10	方正电机	9748	2.67%	2.41%	吉利、上汽通用五菱

数据来源：产研电动车研究所，山西证券研究所

电控：行业集中度提升，关注核心部件 IGBT

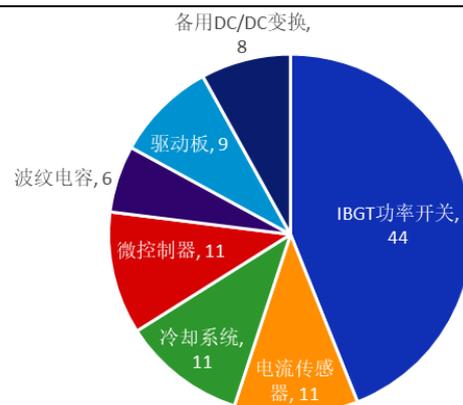
从国内电控行业现状来看，国内龙头整车乘用车以及客车整车企业以自配为主，且表现出比亚迪一家独大的特征。

图 40：2018 年 9 月电控装机量国内 top10 供应商



数据来源：盖世汽车，山西证券研究所

图 41：电机控制器成本构成



数据来源：伺服与运动控制，山西证券研究所

此外，IGBT 作为电控的核心部件，因其成本占比高，技术壁垒高而备受重视。过去中高端 IGBT 市场 90% 的份额被英飞凌、三菱、富士等国际巨头垄断，长期掣肘了我国新能源汽车的发展，12 月 10 日，比亚迪在宁波发布了 IGBT4.0 技术，在诸多关键指标上都由于当前主流市场产品。例如，1、电流输出能力较当前市场主流的 IGBT 高 15%，支持整车具有更强的加速能力和更大的功率输出能力。2、同等工况下，综合损耗较当前市场主流的 IGBT 降低了约 20%。3、温度循环寿命可以做到当前市场主流 IGBT 的 10 倍以上。这项技术的突破有望助力比

亚迪进一步扩大优势，推动国内电控行业集中度进一步提升。

6. 行业评级及投资策略

6.1 行业评级

汽车行业产销增速放缓的趋势已经形成，行业竞争加剧，未来仍有一定下行压力，全行业缺乏趋势性投资机会，维持行业“中性”评级，但技术提升，新兴产业崛起，汽车行业仍然存在结构性投资机会。

6.2 投资策略

综上所述，我们认为 2019 年汽车行业选股应该遵循三条主线：

➤ 一是**整车龙头**：

- ①国内汽车行业已经趋于成熟化，行业需求空间有限；
- ②技术积累雄厚，业绩稳步增长，车型布局较广，更具竞争优势。

➤ 二是**产品升级空间较大的零部件行业龙头供应商**：

- ①技术优势领先，议价能力较强；
- ②行业升级空间较大，单车价值量有进一步拉升的空间，为零部件龙头供应商提供了更大的发展空间；
- ③在成本管控、客户发展、资金链等方面具有优势，自身优势有望进一步扩大。

➤ 三是**聚焦新能源汽车产业链**：

- ①新能源汽车符合国家政策大力扶持，利好条件多；
- ②产业潜在需求大、上升空间足、业绩爆发力强；
- ③上游产业链技术需求高，缺乏中高端产能，技术领先、中高端产能充分的供应商有望依托行业快速扩大规模。

6.3 标的推荐

6.3.1 上汽集团（600104.SH）：大市值整车龙头，业绩稳定增长

业绩回顾：公司前三季度累计实现营业收入 6747.41 亿元，同比增长 10.97%；归母净利润 276.72 亿元，同比增长 12.31%；扣非净利润 253.20 亿元，同比增长 6.13%。

投资逻辑：上汽集团作为传统汽车龙头，业绩遥遥领先，市场认可度较高，车型覆盖广、资金链完善，在新能源汽车、智能网联汽车、移动出行服务等核心技术关键领域进行了全面布局，并努力将创新技术优势向海外溢出实现差异化竞争，整体安全边际较高，竞争力较强。2019 年，旗下荣威插电混动版、名爵插电混动版、纯电版的更新与上市，新能源产品也将逐渐放量，产品结构进一步完善，自主销量持续向好。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2018-2020 年的营业收入分别为 9420.32、10286.99、11367.12 亿元，每股收益分别为 3.14、3.36、3.60 元/股，对应 PE 分别为 8.08、7.56、7.06 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，销量不及预期。

6.3.2 华域汽车（600741.SH）：盈利稳定性高，未来估值修复机会大

业绩回顾：公司 2018 年前三季度实现营业总收入 1187.99 亿元，同比增长 14.51%，实现归母净利润 63.64 亿元，同比增长 32.13%；实现扣非归母净利润 48.52 亿元，同比增长 6.40%。

投资逻辑：公司一直以来推行多维发展模式，积极把握汽车行业“电动化、网联化、智能化、共享化”发展趋势，根据“3+2+1”即智能与互联、电动系统、轻量化 3 个专业板块，内外饰、底盘 2 个集成平台，国际和国内协同作用的 1 个投融资平台的业务体系规划建设要求，并与多家整车厂建立了良好合作关系。多维发展、优质客户和技术优势等多方面因素助力公司在汽车销量增速放缓的情况下，实现业绩快速

增长。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2018-2020 年的营业收入分别为 1594.53、1777.90、1964.58 亿元，每股收益分别为 2.57、2.83、3.09 元/股，对应 PE 分别为 7.71、6.99、6.41 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：原材料价格大幅上涨，汽车行业景气度不及预期，下游客户拓展不及预期。

6.3.3 星宇股份（601799.SH）：国内车灯龙头，份额有望进一步加大

业绩回顾：公司前三季度实现营业收入 37.24 亿元，同比增长 23.84%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.39 亿元，同比增长 35.76%。

投资逻辑：公司作为国内车灯行业龙头，产品线齐全，客户覆盖国内外。整体来看，汽车车灯将逐渐智能化、LED 化，随着 LED、激光大灯的逐渐普及，在此领域有做提前准备的公司有望提前占领市场，收入有望进一步提升。同时，自主品牌质量的逐渐提高，同时受益于进口替代，公司在自主品牌车份额有望进一步扩大。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2018-2020 年的营业收入分别为 53.62、67.02、83.11 亿元，每股收益分别为 2.18、2.67、3.27 元/股，对应 PE 分别为 23.86、19.52、15.96 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，公司下游客户销量增速不及预期。

6.3.4 当升科技（300073.SZ）：技术优势明显，产能即将释放

业绩回顾：2018 年前三季度，公司实现营业收入 24.78 亿元，较上年同期增长 72.60%；实现归母净利润 2.05 亿元，较上年同期增长 12.00%；实现扣非归母净利润 1.96 亿元，较上年同期增长 133.45%。

投资逻辑：公司为国内正极材料的龙头，顺应国家提高能量密度整体要求，2018 年初，较早实现了高端 NCM811 的量产与供给。2018 年期间，公司供给已经供不应求，在 2019 年后，随着与比亚迪合作的逐

渐深入，以及 2019 年新增产能逐渐释放，收入还能进一步提升。随着产品的逐渐高端化，公司利润率也将有进一步的提升。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2018-2020 年的营业收入分别为 38.53、48.53、65.35 亿元，每股收益分别为 0.69、1.01、1.38 元/股，对应 PE 分别为 32.13、22.01、16.18，维持公司“买入”评级。

风险因素：产业链竞争加剧，政策的不确定性，新产能进展不顺利。

6.3.5 先导智能（300450.SZ）：联手国际巨头，分享 新能源产量增长红利

业绩回顾：公司前三季度营收为 26.96 亿元，同比增长 157.26%；归母净利润为 5.47 亿元，同比增长 96.37%；扣非归母净利润为 5.41 亿元，同比增长 107.19%。

投资逻辑：公司在锂电制造设备技术领先，是全球最大的锂电池生产设备厂商，特别是其核心产品全绕机技术优势明显，可替代国外同级别产品。公司与龙头公司 CATL 深度合作，并获得 CATL2018 年设备类唯一优秀供应商，订单有保障，在未来产能扩产中分享红利。同时，在 2018 年底，与特斯拉签订了锂电生产设备的合同，加入其供应链，也从侧面证明了对其技术的认可。目前国内高端电池产能不足，未来需要加大高端电池建设，在高端电池产能建设中，优质的电池设备生产厂商会率先享受红利。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2018-2020 年的营业收入分别为 38.97、52.41、66.30 亿元，每股收益分别为 0.98、1.31、1.65 元/股，对应 PE 分别为 29.27、21.93、17.38，维持公司“买入”评级。

风险因素：产业链竞争加剧，政策的不确定性，扩产进展缓慢。

6.3.6 比亚迪（002594.SZ）：全产业链优势明显，掌 握多项核心技术

业绩回顾：公司公布 2018 年三季报，2018 年前三季度实现营收 889.81 亿元，同比增长 20.35%，实现归属上市公司股东净利润 15.27 亿元，同比下滑 45.30%。

投资逻辑：2018年1月-11月，比亚迪新能源乘用车国内市占率第一，新能源客车市场占有率第二，龙头优势明显。同时，公司具有垂直产业链优势，掌握电池、电机电控、充电设施以及整车技术，新能源整车覆盖乘用车各车型以及新能源客车，产品齐全，性能优异，成本优势明显。在技术方面，比亚迪也获得了多项重大突破，特别是在电机电控邻域，12月10日，比亚迪发布了IGBT4.0技术，领先于市场主流产品，成为国内电控邻域的绝对龙头。此项技术有望应用于明年发布的电动车，将整车性能提升再提高10%。若此技术可以外供，还有望为公司提供新的业绩增长点。

盈利预测及投资建议：预测公司在2018-2020年的营业收入分别为1283.68、1580.60、1967.06亿元，每股收益分别为1.10、1.61、2.28元/股，对应PE分别为46.35、31.59、22.34，首次给予公司“增持”评级。

风险因素：新车型销量不达预期，政策补贴不及预期，双积分政策实施情况一般，其他业务销售情况不佳。

表 20：公司盈利预测、估值及投资评级（2019年1月18日）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PE (TTM)				评级
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
600104	上汽集团	25.39	2.95	3.14	3.36	3.60	8.62	8.08	7.56	7.06	买入
600741	华域汽车	19.77	2.08	2.57	2.83	3.09	9.51	7.71	6.99	6.41	买入
601799	星宇股份	52.11	1.70	2.18	2.67	3.27	30.62	23.86	19.52	15.96	买入
300073	当升科技	26.80	0.57	0.69	1.01	1.38	46.78	38.69	26.50	19.48	买入
300450	先导智能	28.72	1.22	0.98	1.31	1.65	23.52	29.27	21.93	17.38	买入
002594	比亚迪	46.82	1.49	1.10	1.61	2.28	34.22	46.35	31.59	22.34	增持

数据来源：Wind，山西证券研究所

7. 风险提示

- 1) 宏观政策不及预期；
- 2) 汽车行业政策大幅调整；
- 3) 汽车销量不及预期；
- 4) 上游原材料价格大幅波动；
- 5) 股市震荡风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。