

静待行业复苏，布局确定性成长

⑤ 2019 年汽车销量增长有望复苏，增速预计 0~5%

经历多年高速增长后，中国汽车市场增速中枢下移，进入中低速增长期。2018 年优惠政策透支叠加低经济预期和负债增长压制消费，全年销量首现负增长；2019 年优惠政策透支影响减弱、新消费刺激政策或出台，车市有望进入上行周期迎来复苏，预计全年销量增速 0~5%。

⑤ 传统汽车行业分化明显，关注优势企业和细分龙头

政策层面，汽车行业开放加速，2018 年合资企业数量限制和股比开放时间表出台；新版汽车产业投资管理政策发布，整车项目投资由核准改为备案制，产能建设向优势企业优势省份倾斜；进口关税降低。**整车**：销量增速边际下滑，分品牌销量和产能利用率分化明显，部分品牌产能过剩严重或将加速淘汰。优选资源集中的优势企业。**零部件**：汽车库存和销售折扣创新高，行业竞争加剧，整车企业的成本压力将向上游零部件企业传导。零部件产业链毛利率将承压，优选具备量价空间的优质个股。

⑤ 新能源汽车战略方向不变，补贴退坡须优选成长确定性个股

新能源汽车是战略发展方向，国家补贴和双积分政策并行，保障行业高速发展，未来 10-15 年 CAGR 超过 20%。2019 年补贴大概率继续大幅退坡，政策环境与 2018 年相似，细分板块指数或继续承压；补贴退坡和材料扩产降价导致产业链毛利率下滑；中下游外资渗透将成竞争格局新变量。下游看点：2019 年新能源车型将继续丰富，自主车型系列逐步完善，合资车型推出开启，有望出现新爆款车型；关注优势车企和新能源车相关零部件车企；中游看点：CATL 龙头国内地位确定，关注其配套产业链，海外巨头入场加剧二线电池企业变局；上游看点：能量密度提升方向不变，关注电池三元化、高镍化带来的结构性投资机会。

⑤ 投资策略

传统汽车领域重点推荐低估值的优质整车企业上汽集团（600104.sh）、产品具备量价提升空间的星宇股份（601799.sh）；新能源汽车领域推荐具备国际化技术优势和创新能力的国内电池龙头宁德时代（300750.sz）、新能源汽车零部件企业及特斯拉供应商旭升股份（603305.sh）。

⑤ 风险提示

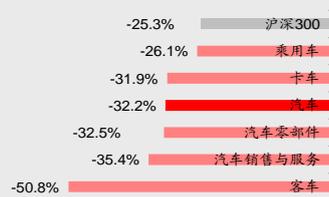
1、汽车行业整体景气度不及预期；2、新能源汽车推广不及预期。

中性（维持）

市场表现 截至 2019.1.20



子板块市场表现 年初-12.29



分析师：俞佳莹

执业证书号：S1490518080001

电话：010-85556186

邮箱：yujiaying@hrsec.com.cn

目录

一、回顾：2018 年汽车销量首年负增长，行业景气度较差.....	4
1、2018 年汽车板块市场表现中等偏下.....	4
2、购置税减免透支+低经济预期压制消费，行业首现负增长.....	5
二、展望：2019 年新刺激+促开放，行业复苏优胜劣汰加剧.....	5
1、整车行业增长中枢下移，进入中低速增长期.....	5
2、购置税优惠透支减弱，新消费刺激或出台，车市将入上行周期.....	6
3、预计 2019 年销量同比增速区间为 0~5%.....	7
三、传统汽车：行业分化明显，关注优势企业和细分龙头.....	9
1、汽车行业开放时间表出台，竞争加剧，行业优胜劣汰.....	9
2、整车：销量和产能利用率分化明显，强者愈强.....	10
3、零部件：产业链利润承压，优选具备量价空间的优质个股.....	11
四、新能源汽车持续高增长，补贴退坡须优选成长确定性个股.....	12
1、新能源汽车是战略发展方向，持续高增长.....	12
(1) 战略发展方向：环保、能源对外依存度、产业弯道超车因素.....	12
(2) 补贴+双积分政策，保障行业高速发展.....	12
(3) 2019-2020 年有望持续高增长.....	13
2、2019 年市场仍受补贴退坡主导，外资将成竞争格局新变量.....	14
(1) 2019 年政策环境与 2018 年相似性高，细分板块指数或将继续承压.....	14
(2) 补贴退坡+供给释放带来上游降价，产业链毛利率下滑.....	14
(3) 中下游外资厂商渗透开始，外资将成竞争格局新变量.....	16
3、2019 年趋势：下游看乘用车，中游看龙头，上游看三元大趋势.....	17
(1) 下游：乘用车为发展重点，优选乘用车企，关注配套零部件.....	17
(2) 中游：CATL 国内龙头地位确定，海外巨头入场加剧二线变局.....	18
(3) 上游：电池三元化、高镍化带来结构性投资机会.....	19
五、投资策略.....	20
六、风险提示.....	23

图表目录

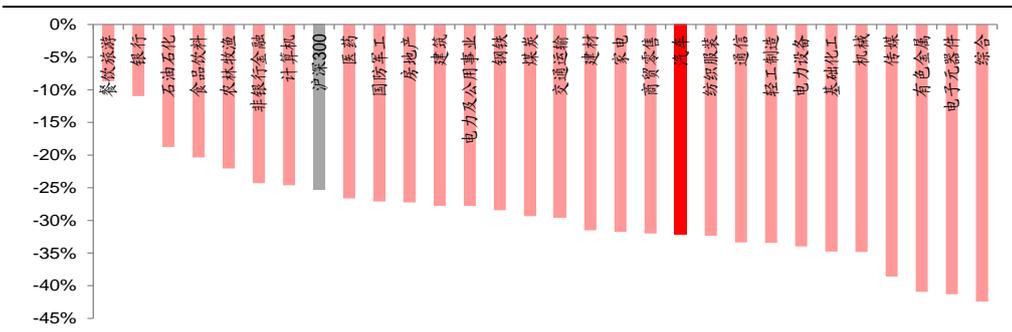
图表 1: 2018 年年初至 12 月 29 日各行业市场表现	4
图表 2: 汽车子板块中乘用车板块跌幅最小	4
图表 3: 汽车各子板块年底 (12.28) 估值水平	4
图表 4: 2011-2018 年分排量汽车销量同比增速	5
图表 5: 2018 年前三季度汽车行业景气度不及 2017 年 (营收和利润为 137 家整车及零部件上市公司均值数据)	5
图表 6: 2000-2018 年国内汽车销量及增速情况	6
图表 7: 汽车行业增长阶段性特征	6
图表 8: 购置税优惠透支效应减弱	7
图表 9: 2019 年行业有望进入上行周期	7
图表 10: 乘用车分车型增速情况	8
图表 11: 2018 年 SUV 车型占比已达 42.1%	8
图表 12: 货运量累计同比	8
图表 13: 客运量累计同比	8
图表 14: 公路货运量增速与货车销量增速关系	9
图表 15: 公路客运量增速与客车销量增速关系	9
图表 16: 2011-2019 年汽车销量预测	9
图表 17: 汽车行业对外开放时间表	10
图表 18: 汽车行业投资管理方式和要求变化	10
图表 19: 汽车分品牌销量增速分化明显	11
图表 20: 2018 年分品牌产能利用率分化明显	11
图表 21: 2018 年乘用车库存和优惠额度均创新高	12
图表 22: 2018 年前三季度整车企业毛利率变化情况	12
图表 23: 新能源汽车销量及其增速	13
图表 24: 未来 15-20 年新能源行业情况	13
图表 25: 板块受政策预期影响波动性减弱	14
图表 26: 新能源汽车细分板块指数相对创业板指涨跌幅	14
图表 27: 补贴退坡对产业链毛利率影响	15
图表 28: 三元锂电池原材料钴价格变化	15
图表 29: 锂电池原材料锂价格变化	15
图表 30: 锂电池正极材料价格变化	16
图表 31: 锂电池负极材料价格变化	16
图表 32: 电解液价格变化	16
图表 33: 隔膜价格变化	16
图表 34: 国际锂电池厂商在华布局	16
图表 35: 主要车企已有新能源车型及 2019 年新车规划情况	18
图表 36: 2015-2018 年中国动力锂离子电池出货量前 10 企业	19

一、回顾：2018 年汽车销量首年负增长，行业景气度较差

1、2018 年汽车板块市场表现中等偏下

2018 年年初至年底（12 月 28 日收盘），按中信行业分类，汽车板块指数下跌了 32.2%，在 29 个行业中排 19 位，市场表现中等偏下。同期，沪深 300 下跌了 25.3%，汽车板块跑输 6.9 个百分点。

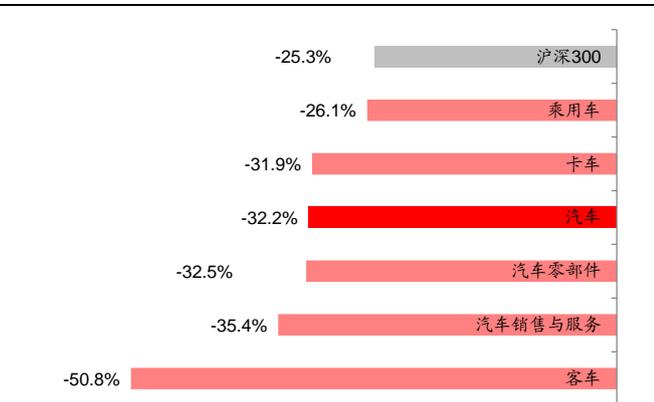
图表 1：2018 年年初至 12 月 29 日各行业市场表现



数据来源：Wind，华融证券整理

各细分板块中，乘用车板块全年的跌幅最小，全年下跌 26.1%；客车板块跌幅最大，全年下跌 50.8%。估值方面，除卡车板块外，汽车整体及各细分板块当前估值低于历史平均水平。

图表 2：汽车子板块中乘用车板块跌幅最小



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 3：汽车各子板块年底（12.28）估值水平



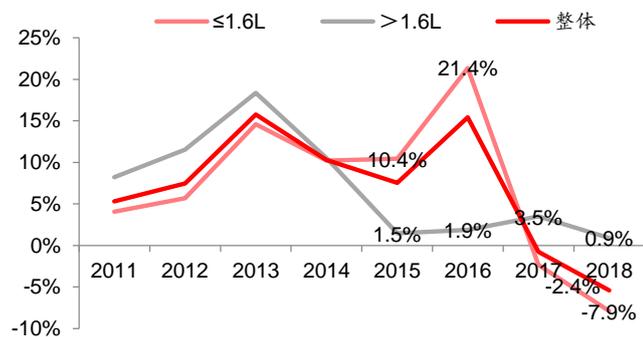
数据来源：Wind，华融证券整理

2、购置税减免透支+低经济预期压制消费，行业首现负增长

2015年10月1日到2017年底，国家对1.6升及以下排量乘用车实施车辆购置税的优惠政策，其中2017年前为5%，2017年7.5%，2018年恢复到原来的10%。2015年10月购置税减半优惠政策实施以来，车市受到明显提振，2015和2016年1.6升以下排量汽车增速分别高于1.6L以上9.0和19.5个百分点，优惠政策分步推出后，1.6升以下排量汽车销量增速受透支影响大幅回落，2017年和2018年分别低于1.6L以上5.8和8.8个百分点。2015年10月-12月、2016年、2017年销量整体同比分别增长15.8%、13.7%和3%。

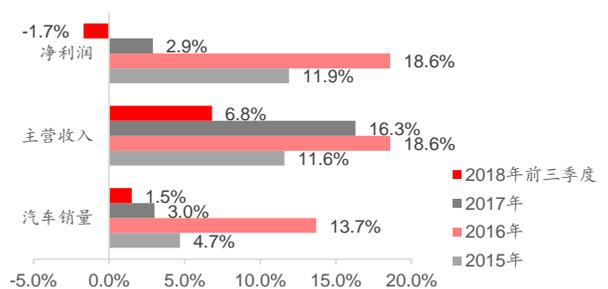
从行业财务指标看，2018年前三季度行业主要公司主营收入增长6.8%，归母净利润增长-1.7%，增速自2016年以来连续2年下滑。

图表4：2011-2018年分排量汽车销量同比增速



数据来源：汽车工业协会，WIND，华融证券整理

图表5：2018年前三季度汽车行业景气度不及2017年（营收和利润为137家整车及零部件上市公司均值数据）



数据来源：汽车工业协会，WIND，华融证券整理

二、展望：2019年新刺激+促开放，行业复苏优胜劣汰加剧

1、整车行业增长中枢下移，进入中低速增长期

2000年以来我国汽车经历了高速发展，但受到经济L型、能源、环保、道路交通资源的限制，2011年以来行业增速出现了较为明显的回落，进入平稳增长期，2000~2010年增速中枢为24.1%，2011~2016年增速中枢为7.5%左右。国外汽车市场除几个新兴经济体增速较高外，整体已进入成熟期，2007~2017年年均复合增速仅为0.9%。另一方面，从千人汽车保有量看，目前我国千人汽车保有量约160辆，远低于美国、德国、日本等发达国家，尚有很大的空间。

根据国家国务院发展研究中心的研究成果，汽车需求增长将经历低速、高速、中速又低速的过程，其增长阶段与千人汽车拥有量和人均 GDP 密切相关。2015 年我国以 1990 年国际元计的人均 GDP 为 16284 元，已超过 16000 元，目前我国千人汽车保有量为约 160，综合两项指标，我国汽车行业进入中低速发展区间，增速在 1-12% 之间。综上所述，未来 5 年，我国汽车行业仍有望保持 5% 左右的增长中枢。

图表 6: 2000-2018 年国内汽车销量及增速情况



资料来源: 汽车工业协会, 华融证券整理

图表 7: 汽车行业增长阶段性特征

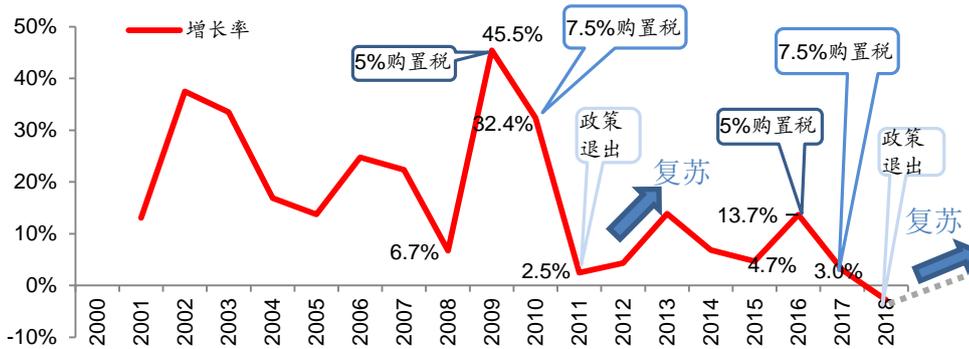
发展阶段	增长特征	千人汽车拥有量	人均 GDP (1990 年国际元)	年均增速 (%)	历时 (年)	
孕育期	低速	0-5	0-3500			
普及期	高速	5~20	3500-4500	18~21	7~9	
		20~100	4500-9000	19~20	8~9	
	中速	中高速	100~200	9000~12000	11~12	5~7
		中低速	200~400	12000~16000	4~5	14~16
饱和期	低速	400~	16000~	1~2		

资料来源: 《老经济与新动能》国务院发展研究中心, 华融证券整理

2、购置税优惠透支减弱，新消费刺激或出台，车市将入上行周期

2000 年以来, 国家共推出两次购置税减免政策, 分别为 2009 年和 2015 年。两次购置税政策的实施节奏和效果具有较高的相似性, 优惠政策均采用分步退出的方式, 购置税减半当年 (5%) 车市增速出现了较大的提高, 分步退出当年 (7.5%) 增速出现回落, 政策完全退出 (恢复 10%) 当年增速继续回落。参考 2012~13 年优惠政策实施后销量增速触底回升, 我们认为购置税优惠政策的透支效应减弱, 2019 年汽车销量增长有望实现复苏。

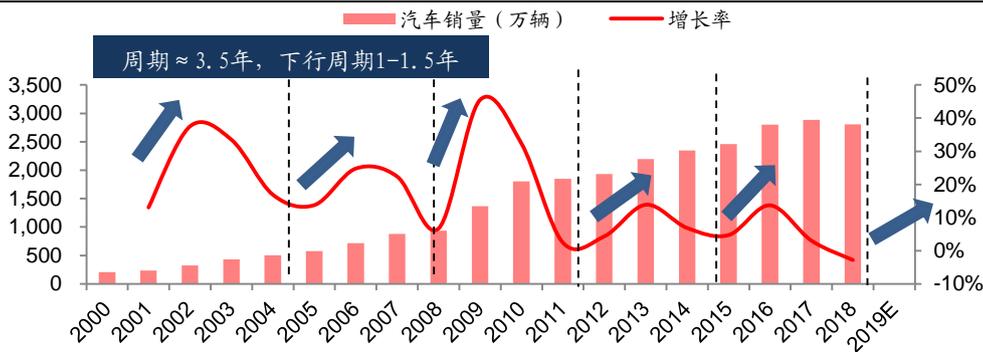
图表 8: 购置税优惠透支效应减弱



数据来源: 中国汽车工业协会, 华融证券整理

2000年以来,汽车销量持续上涨,但其增长率目前呈现较为明显的周期性,一般以3-4年为一个周期。若假设周期性持续,则自2016年以来的下行周期即将结束,2019年有望进入上行周期,销量增速将较2018年上升。

图表 9: 2019 年行业有望进入上行周期



数据来源: 中国汽车工业协会, 华融证券整理

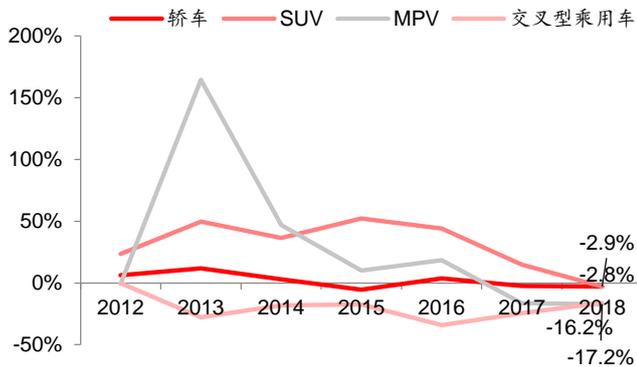
1月8日,国家发改委释放汽车消费促进政策消息,汽车已经从城市进入乡村,已在考虑制定相关政策鼓励农民消费。2009-2010年曾实施汽车下乡政策,此次政策细节尚未出台,但对车市的影响边际向好。

3、预计 2019 年销量同比增速区间为 0~5%

乘用车: 2019 年乘用车整体增速在 0~5%。随着购置税优惠政策的销量透支效应减弱,新汽车消费刺激如汽车下乡等政策出台的前提下,我们预计车市将入上行周期,销量增速迎来复苏。预计 2019 年乘用车整体增速在 0~5%。细

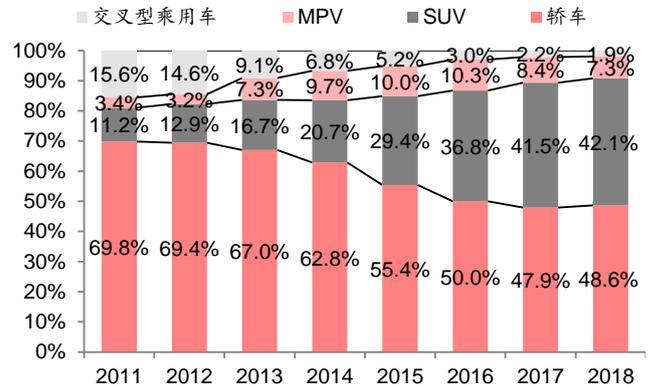
分行业方面，SUV 车型经历多年的高速增长后，随着保有量的提高，相对于其他车型的红利已逐渐消失。

图表 10: 乘用车分车型增速情况



数据来源：中国汽车工业协会，华融证券整理

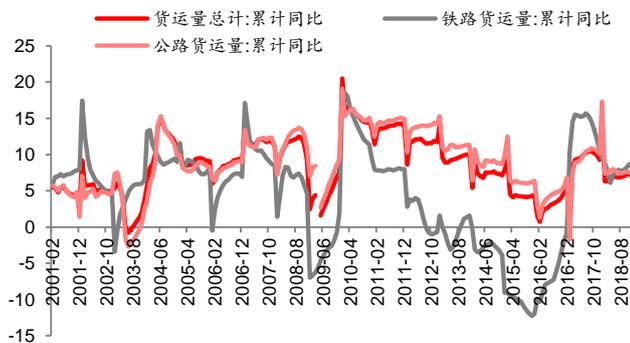
图表 11: 2018 年 SUV 车型占比已达 42.1%



数据来源：中国汽车工业协会，华融证券整理

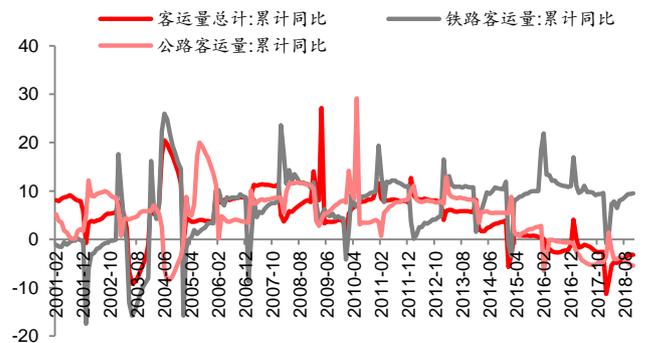
商用车：2019 年整体增速在 0~5%。商用车销量增速与公路货运量和客运量相关性较高。在国务院《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)》要求大宗运输“公转铁、公转水”的政策推动下，预计未来公路货运量增长将有所放缓；公路客运量仍然受到铁路客运和私家车取代较大，预计将持续低迷。预计 2019 年货车销量增速 0~5%，客车销量增速-5%~0%，商用车整体增速 0~5%。

图表 12: 货运量累计同比



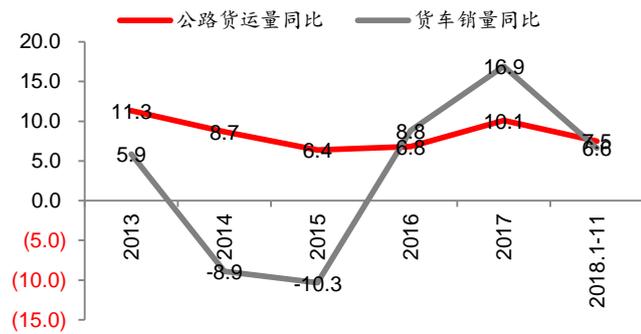
数据来源：WIND，华融证券整理

图表 13: 客运量累计同比



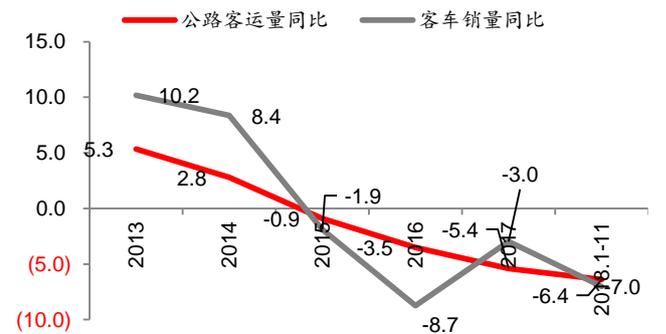
数据来源：WIND，华融证券整理

图表 14: 公路货运量增速与货车销量增速关系



数据来源: 中国汽车工业协会, 华融证券整理

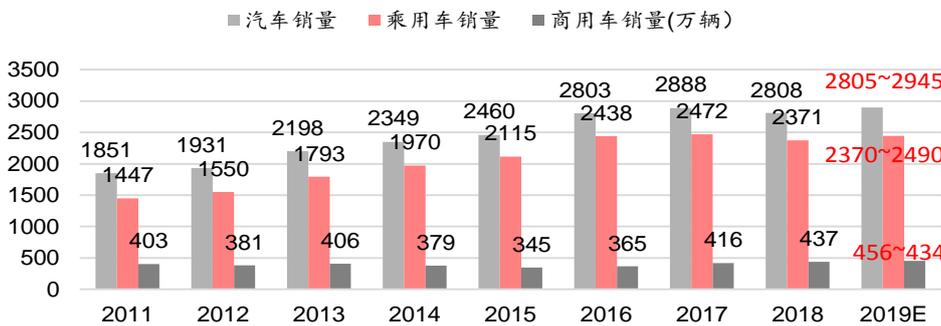
图表 15: 公路客运量增速与客车销量增速关系



数据来源: 中国汽车工业协会, 华融证券整理

整体来看, 2019 年汽车销量预计 2805~2945 万辆, 增速预计 0~5%。

图表 16: 2011-2019 年汽车销量预测



数据来源: 中国汽车工业协会, 华融证券整理

三、传统汽车: 行业分化明显, 关注优势企业和细分龙头

1、汽车行业开放时间表出台, 竞争加剧, 行业优胜劣汰

外资限制方面, 开放时间表出台, 汽车行业开放进程加速。自 1994 年我国第一部汽车产业发布以来, 我国汽车行业经历了 24 年的高速发展, 汽车销量已连续 10 年位居全球第一。1994 版产业政策中, 为了扶持本土汽车行业设置的外商行业投资限制的放开已迫在眉睫, 2017 年以来, 各项限制放开时间终于明确。2017 年外商投资指导目录首先放开了新能源合资企业数量限制, 2018 年总书记在博鳌论坛表示, 2018 年取消专用车、新能源汽车外资股比要求, 2020 年取消商用车外资股比要求, 2022 年取消乘用车外资股比要求, 取消合

资企业不超两家限制。在行业进入中低速稳增长阶段，提升行业的开放程度有利于行业引入新竞争动力，引导行业市场化健康发展。

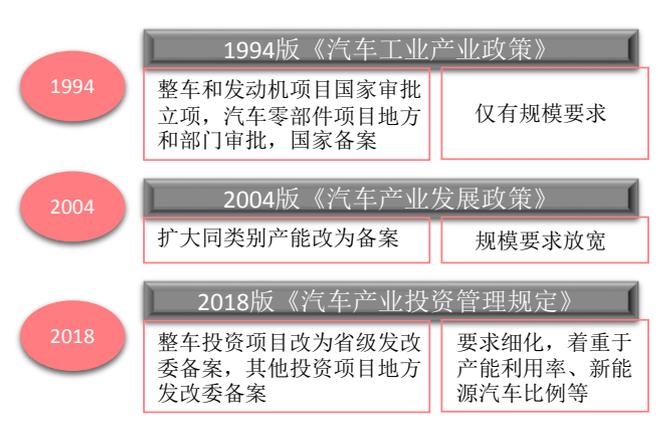
投资管理方面，由审批制改为备案制，行业从粗放的产能建设进入优势企业倾斜式发展阶段。2018年版《汽车产业投资管理规定》，将整车项目投资由审核制改为备案制，同时细化了产能建设要求。具体方向包括：限制燃油车产能建设，禁止新建燃油车企，扩建产能需满足较高的产能利用率、投资规模要求；纯电动汽车项目投资着重要求产能利用率，防止产能的铺张浪费，同时鼓励代工模式。产能建设向优势企业、优势省份倾斜，行业优胜劣汰有望加速，行业集中度将提升。

图表 17: 汽车行业对外开放时间表



数据来源：发改委官网，华融证券整理

图表 18: 汽车行业投资管理方式和要求变化



数据来源：发改委官网，华融证券整理

进口关税降低，降价压力向国内品牌传导。自2018年7月1日起，降低汽车整车及零部件进口关税，汽车整车（乘用车、客车、货车及其他车辆；燃油车、电动车）的关税由25%降至15%，零部件关税由8%-25%降至6%。降进口关税是我国进一步扩大改革开放的重要举措之一。针对关税下调，保时捷、宝马、奥迪、沃尔沃、特斯拉、丰田等均发布官方信息，称将调整相关产品价格，其中特斯拉按照最新关税确认的价格已同步到各销售网点，Model S和X降价5-9万元，降价幅度6.4%-6.8%。其他进口车实际降价也在6-8%左右。虽然降价幅度不大，但降价仍具有向下传导压力，产业链的利润受到一定程度的压缩，产业链将加速进入优胜劣汰。

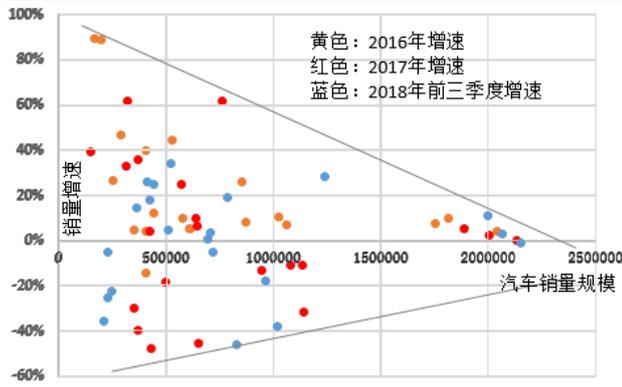
2、整车：销量和产能利用率分化明显，强者愈强

2017-2018年，汽车行业整体销量增速边际下滑，分品牌销量增速分化明

显。2018 年前三季度 30 个主流汽车品牌中，增速前五的企业为东风雪铁龙、上汽乘用车、吉利、比亚迪、广汽丰田，增速分别为 37%、22.8%、28.2%、25.7%和 24.4%；增速后五的企业为长安铃木、长安福特、长安福特马自达、广汽菲亚特和力帆股份，增速分别为-48.8%、-46.2%、-38.4%、-35.9%和-26.5%。

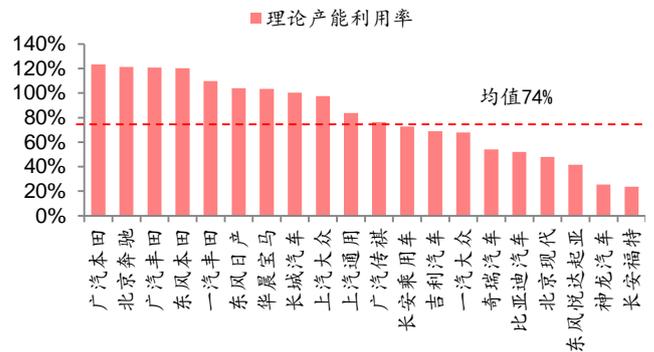
2018 年各车企产能利用率分化明显，合资品牌中日系和德系产能利用率较高，广汽本田、北京奔驰、广汽丰田、东风本田、一汽丰田、东风日产、华晨宝马、上汽大众产能利用率分别为 123%、121%、121%、110%、104%、103%、100%和 97%，自主品牌产能利用率较高的为长城汽车 100%，长安乘用车、吉利汽车分别为 73%和 69%。美系、韩系和部分自主品牌产能利用率较低，如北京现代 48%、东风悦达起亚 42%、神龙汽车 26%、长安福特 24%等。在汽车行业销量增长换挡减速的情况下，产能过剩带来的影响，至少需要经历一个汽车研发周期才能消化。汽车研发周期较长，新车型规划周期往往长达 4-5 年，或将加速产能的出清。

图表 19: 汽车分品牌销量增速分化明显



数据来源: 乘联会, WIND, 华融证券整理

图表 20: 2018 年分品牌产能利用率分化明显

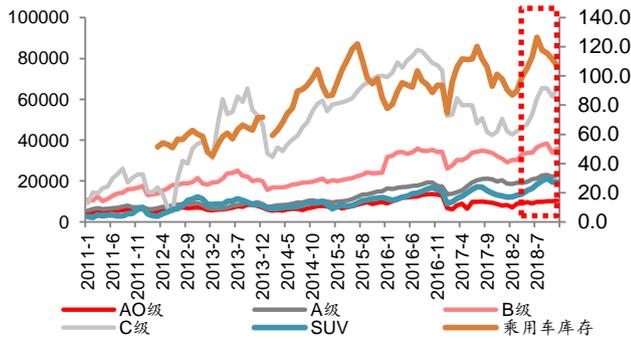


数据来源: 智选车, 华融证券整理

3、零部件：产业链利润承压，优选具备量价空间的优质个股

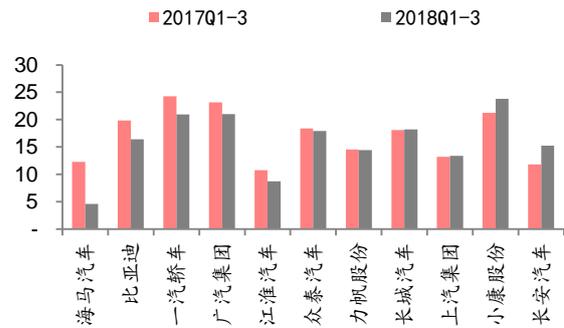
中国汽车流通协会数据显示，2018 年三季度汽车库存和销售折扣均创新高，轿车 A、B、C 级和 SUV 车型的最大优惠额分别达到 22904 元、38272 元、65436 元和 21353 元，乘用车库存最高达到 126.6 万辆。2018 年前三季度，国内 11 家主要上市乘用车企业/集团中，7 家毛利率出现下滑。若行业竞争加剧，整车企业的成本压力将向上游零部件企业传导，产业链利润将承压。传统零部件行业需要关注存在智能化或产品升级可能，具备一定溢价能力，受益集中度提升的优质个股。

图表 21: 2018 年乘用车库存和优惠额度均创新高



数据来源: 中国汽车流通协会, WIND, 华融证券整理

图表 22: 2018 年前三季度整车企业毛利率变化情况



数据来源: WIND, 华融证券整理

四、新能源汽车持续高增长，补贴退坡须优选成长确定性个股

1、新能源汽车是战略发展方向，持续高增长

(1) 战略发展方向: 环保、能源对外依存度、产业弯道超车因素

环境污染、石油对外依存度高等问题日益加剧，发展新能源汽车成为大势所趋；中国汽车产业发展晚于欧美发达国家，产业链上游尤其是核心零部件产业多为他国控制，新能源汽车是实现产业格局调整、产业链回归我国的可行途径，新能源汽车发展已上升至国家战略层面。

(2) 补贴+双积分政策，保障行业高速发展

1) 补贴政策引导车型和技术发展方向，2019 年继续大幅度退坡

我国目前对新能源汽车实行补贴，按补贴标准，对实现销售的《国家新能源汽车推广目录》中的车型，按辆进行补贴。2017 年以来，国家补贴已经历 2017、2018 连续两年的退坡，平均退坡幅度均为 40%左右，补贴退坡幅度高于原规划。2019 年预计补贴将继续退坡，根据网传版本，2019 年 1 月延续 2018 年补贴，2-6 月退坡 30%，7 月起退坡 50%，且新补贴政策对续航里程、电池性能等要求均有大幅提高。目前正式补贴政策未出，传闻可靠性尚待证实，但补贴政策持续大幅退坡概率较大。

补贴退坡一方面是财政压力过大，另一方面是产业链的成本下降为补贴退坡提供了一定的空间、及双积分政策的推出能够接续补贴实现新能源汽车的推

广。因此我们认为，补贴退坡会在短期内影响产业链的盈利，但不会大幅影响长期行业的景气度，反而能够加速行业的优胜劣汰。补贴退坡会在行业可接受范围内实施，国家支持新能源汽车的战略方向不变。

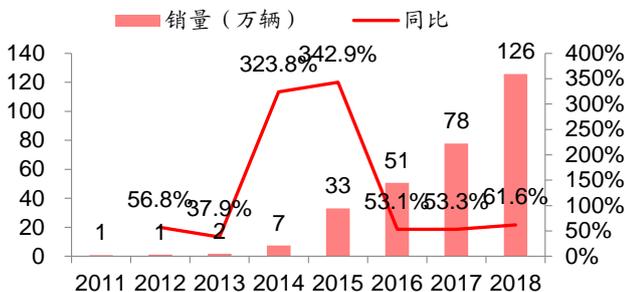
2) 双积分政策

2017年9月，国家正式发布《乘用车企业平均燃油消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，对年生产量或进口量达到3万辆以上的企业，实施双积分管理。管理办法将自2019年正式开始考核，2019-2020年新能源积分比例要求达到10%和12%，2019-2020年可合并考核。管理办法同时考察企业的油耗积分和新能源汽车积分，企业平均油耗高于国家要求将产生油耗负积分，反之产生油耗正积分；新能源汽车积分比例超过国家要求产生新能源正积分，反之产生新能源负积分。企业内部需要将两项积分抵偿为0及以上，油耗负积分和新能源负积分需购买其他企业新能源正积分抵偿。无法抵偿为0的企业将面临不合格原产品停售，新产品无法申请的惩罚。根据乘联会统计，2018年全年新能源汽车积分比例已达到16.5%，较2017年全年的6.8%提高8个百分点。

(3) 2019-2020年有望持续高增长

2018年我国新能源汽车销量125.6万辆，同比增长61.6%，超出市场预期。新能源汽车已连续3年销量增速高于50%，若2019-2020年持续以50%左右的增速发展，2020年将实现汽车销量280万辆，远超过国家“到2020年全国新能源汽车产量达到200万辆，产销保有量将超过500万辆”的规划目标。

图表 23: 新能源汽车销量及其增速



数据来源：中国汽车工业协会，华融证券整理

图表 24: 未来 15-20 年新能源行业情况

	2015年	2020年	2025年	2030年
新能源汽车渗透率	1.5%	7-10%	15-20%	40-50%
充电桩/充电站保有量	5.7万 / 3600	500万 / 1.2万	2000万 / 3.6万	8000万 / 4.8万
新能源销量 / 保有量	50万辆	210万辆 / 500万辆	525万辆 / 2000万辆	1520万辆 / 8000万辆
销量CAGR		40%	20%	20%

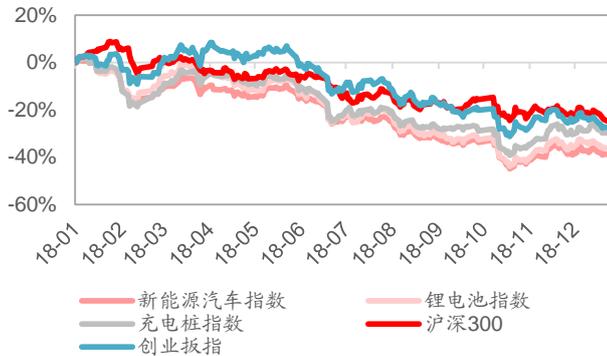
数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，华融证券整理

2、2019 年市场仍受补贴退坡主导，外资将成竞争格局新变量

(1) 2019 年政策环境与 2018 年相似性高，细分板块指数或将继续承压

2018 年以来，政策的波动性减弱，双积分政策正式文件出台，同时市场对补贴持续大幅退坡的预期较为充分，板块受政策影响的波动性也减弱。新能源汽车自 2014 年以来，在政策刺激下获得高速发展，各细分板块指数 2014-2016 年连续 3 年大幅跑赢大盘指数。2017 年起，补贴大幅度退坡叠加前期的预期透支，即使销量持续保持高速增长，细分板块指数承压。2019 年政策环境与 2018 年相似性高，补贴持续大幅度退坡，新能源汽车细分板块指数或将继续面临压力。

图表 25: 板块受政策预期影响波动性减弱



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 26: 新能源汽车细分板块指数相对创业板指涨跌幅



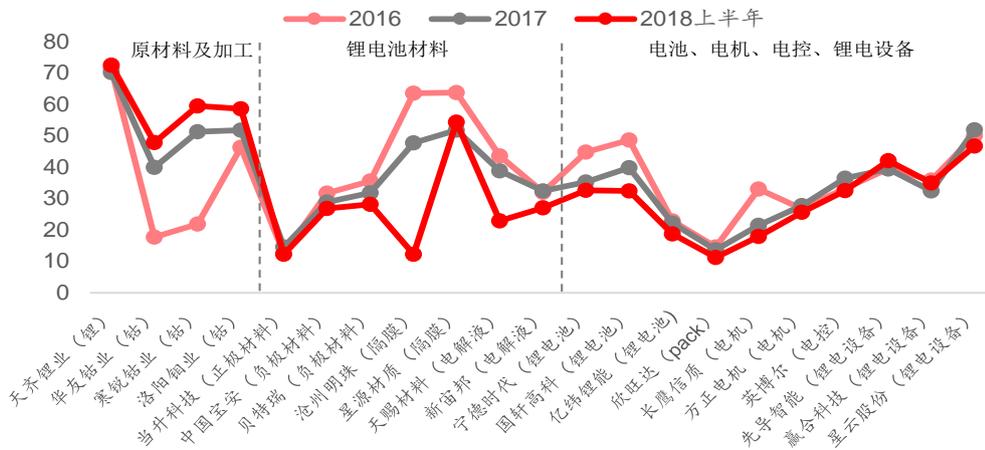
数据来源: WIND, 华融证券整理

(2) 补贴退坡+供给释放带来上游降价，产业链毛利率下滑

2017 年补贴政策乘用车和商用车国补分别有 40%、33%-63%幅度的退坡，2018 年分别有 0-58%、33%-50%幅度的退坡，补贴的退坡由两方面承担消化，分别为产业链成本的降低及产业链毛利率的降低。由于产能的急速扩张，2018 年电池原材料价格下跌由隔膜、电解液、磷酸铁锂正极向三元正极、碳酸锂和金属钴扩张。从 2016 年、2017 年和 2018 年上半年产业链上下游重点企业毛利率变化情况看，原材料如钴由于产能释放较慢，2017 年和 2018 年上半年主要表现为价格上涨，因此毛利率增幅较大，2018 年 4 月起，钴价反转下跌，预计全年毛利率将出现下滑。锂电材料加工类企业如正极材料等因本身的定价方式原因，价格传导通畅，毛利率变化较小；隔膜行业此前毛利率较高，但随着企业快速扩产，毛利率降幅较大；电解液行业由于电解液价格持续下跌，毛利率持续下降。电池行业由于直接配套整车企业，受补贴传导影响最直接。2017 年和 2018 年上半年多家上市公司毛利率均下行。电机行业技术含量不高，产

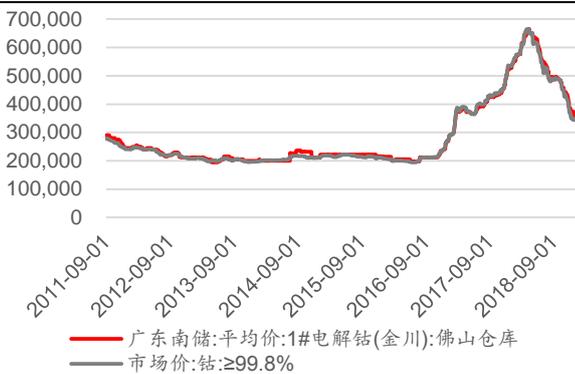
品同质化严重，毛利率也有所下降。部分锂电设备企业毛利率有所上升。若网传的2019年补贴政策实施，产业链毛利率将进一步受到影响。

图表 27: 补贴退坡对产业链毛利率影响



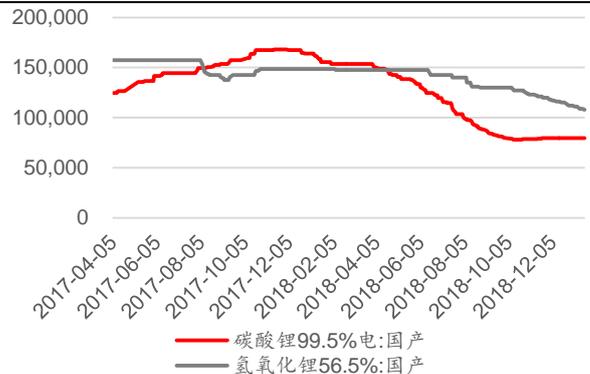
资料来源: WIND, 华融证券整理

图表 28: 三元锂电池原材料钴价格变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 29: 锂电池原材料锂价格变化



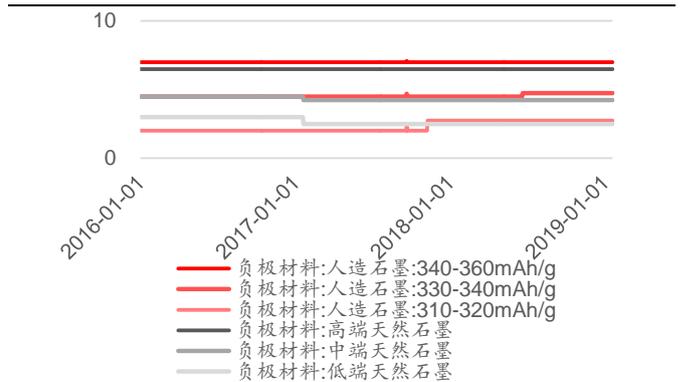
数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 30: 锂电池正极材料价格变化



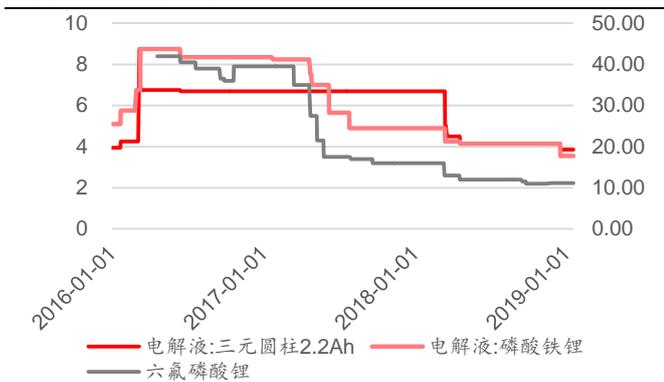
数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 31: 锂电池负极材料价格变化



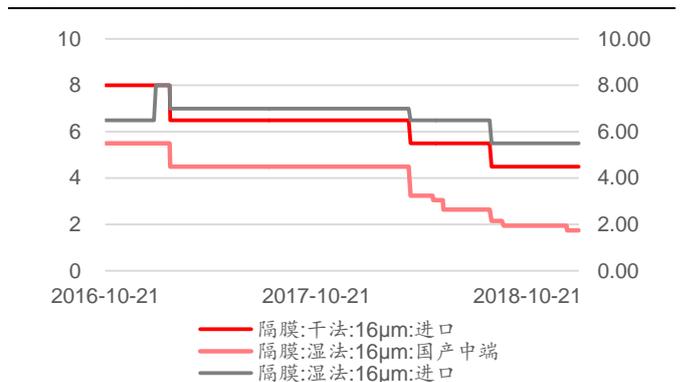
数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 32: 电解液价格变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 33: 隔膜价格变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

(3) 中下游外资厂商渗透开始, 外资将成竞争格局新变量

下游外资整车企业特斯拉上海工厂已正式开工建设, 合资车企纷纷推出新能源车型抢占市场, 中游海外电池巨头 LG 化学、松下、三星 SDI 国内电池厂纷纷开始动工建设。随着补贴逐步退坡带来自主品牌的政策性保护逐步削弱、新能源汽车作为排头兵实施外商投资放开, 中下游外资纷纷布局国内新能源汽车市场。外资的渗透在未来 3-5 年将国内新能源产业链竞争格局带来最大的变量。具备技术实力和技术创新能力的国内企业, 才能在竞争中生存。

图表 34: 国际锂电池厂商在华布局

厂商	在华布局和规划
LG 化学	2018 年 10 月, LG 化学动力电池项目在南京动工建设, 总投资 20 亿美元, 该项目一期预计将于 2019 年四季度实现量产, 2023 年全面达产。项目达产总产能 32GWh。

松下	目前松下在国内有 2 个工厂，分别位于大连和苏州。大连工厂于 2015 年投资 29.6 亿建设，2018 年 3 月投产，方形电池，产能接近 5Gwh，可满足 20 万辆汽车搭载需求；未来计划与特斯拉合作，花费“数亿美元”在其中国大连的电池工厂部署两条新生产线，预计产能增加 80%。江苏工厂与捷星新能源合资，投资数亿美元，生产特斯拉特供 18650 型三元锂离子电池，2017 年下半年投入生产，电芯年产能约为 1 亿支。
三星 SDI	目前三星 SDI 在国内有 2 个工厂，分别位于西安和天津。西安基地一期于 2015 年投产，18 年重启二期，计划投资投资 1.7 万亿韩元（约合 105 亿元人民币），项目建成后将形成 5 条 60Ah 锂离子动力电池生产线。天津工厂建于 2015 年，计划调整产品结构生产用于储能、电动汽车和电动工具的电池，投资 24 亿美元建设。

资料来源：网络资料，华融证券整理

3、2019 年趋势：下游看乘用车，中游看龙头，上游看三元大趋势

（1）下游：乘用车为发展重点，优选乘用车企，关注配套零部件

新能源乘用车发展将好于商用车。商用车中客车以公交车为主，新车渗透率已达 80%，上升空间较小，而公路车受制于续航里程、充电时间，新能源化推广较慢；专用车因补贴依赖性较高，路权等政策尚未放开，市场参与者技术含量较低等原因存在不确定性。相反，新能源汽车双积分政策出台后，为满足双积分标准，自主品牌传统燃油车企业、合资企业纷纷着手布局新能源汽车，推出新能源车型，新能源汽车行业的参与者将大大增加。2018 年新能源车型已大大丰富，2019 年仍有较多新车型将要推出。合资品牌车型规划整体慢于自主品牌，未来 5 年内车型将逐步丰富。根据乘联会数据，限购城市销量占比已由 2017 年的 50.7% 下降为 2018 年的 44.3%，销售进一步市场化。

新能源乘用车市场产品结构受补贴政策影响较大，2017 年 A00 车型大卖，销量占比接近 50%。2018 年以后推动新能源乘用车市场发展的政策将变为双积分政策，其鼓励高续航里程；新补贴政策出台提高补贴车型的续航里程门槛，A00 级车型经济性变差，产品格局移向长续航里程 A 级和高端乘用车。同时随着市场参与者的增加，市场格局或将发生变化，产品优势从“先发”转向“质优”。高速增长的市场中，车企凭借技术实力、工艺能力、智能化互联网化产品概念打造“爆款”的可能性增大，期待市场新龙头的出现。

同时，新能源乘用车相关零部件也将直接受益。包括新能源乘用车新增的零部件产业链如 T-box 数据采集系统、铝制底盘件等；以及新能源汽车相比于传统车升级较多的产业链如智能汽车系统、智能人机交互等。

图表 35: 主要车企已有新能源车型及 2019 年新车规划情况

	已上市车型	已上市合计	2019 年规划新车型	2019 规划合计
上汽乘用车	荣威 MARVEL X、荣威 Ei5、荣威 ei6、荣威 e950、荣威 ERX5、荣威 eRX5、名爵 6 插电混动版	荣威 6, 名爵 1	荣威插混 SUV (尺寸略大于 eRX5)、荣威紧凑级纯电轿车 (尺寸略小于 Ei5)、名爵 ZS 纯电动版、名爵 eHS	荣威 2、名爵 2
广汽	传祺 GA3S PHEV、传祺 GE3 530、传祺 GS4 PHEV	3	AION S (纯电轿车)、Enverge (紧凑型 SUV)	2
北汽新能源	EX360、EC3、EC220、EU5、EU 快充版	5	LITE、ARCFOX-7 (电动超跑)、ET400、EX3、EX5、EX400L	6
吉利汽车	帝豪 EV350、帝豪 EV450、帝豪 Gse、博瑞 GE PHEV、领克 01 PHEV	5	吉利 FY11PHEV、嘉际 PHEV、GE11、新款帝豪 GSe、缤越 PHEV、缤瑞 PHEV、帝豪 GL PHEV、领克 02 PHEV、领克 03 PHEV、Polestar1	10
江淮汽车	iEVA50、iEV6E、iEV7S 长程版、iEV7 长程版	4	iEVA60、iEV7C、iEV7E、iEVS4、iEV8	5
奇瑞汽车	艾瑞泽 EX、奇瑞 eQ1、艾瑞泽 5e、瑞虎 3xe	4	奇瑞 C3e、瑞虎 5xe、奇瑞 eQ、奇瑞 QQ3EV、艾瑞泽 7e	5
长安汽车	逸动 PHEV、逸动 EV460、长安 CS15EV、长安 CS75 PHEV	5	C355 EV、新奔奔 EV、逸动 ET	3
众泰汽车	E200、芝麻、云 100、Z500EV、T300 EV	5	SR9 插电混	1
比亚迪	新款唐、秦 EV500、秦 DM、宋 EV 500、宋 DM、比亚迪 e5 450	6	元 EV 360、宋 MAX 新能源、唐 EV 600、宋 MAX DM、比亚迪 F3 新能源、比亚迪 E1	6
长城汽车	欧拉 iQ 高续航版、C30 EV、欧拉 R1	3	WEY Pi4 VV7X、欧拉 R2	2
一汽大众	奥迪 A6L 混动	1	大众 e-Golf、奥迪 Q2L、奥迪 Q3 新能源、奥迪 e-tron、大众宝来、大众迈腾	大众 3、奥迪 3
上汽大众	途观 L 混动、帕萨特混动	2	柯迪亚克、辉昂 GTE、朗逸 EV、斯柯达速派 PHEV	4
上汽通用	别克 VELITE5 混动、别克君威混动、雪佛兰迈锐宝混动、凯迪拉克 XT5 30E、凯迪拉克 CT6 PLUG-IN	5	别克 VELITE6 纯电版、雪佛兰 Bolt	2
北京现代	索纳塔九 PHEV、K5 PHEV	2	领动 PHEV、ENCINO 昂西诺纯电动版、菲斯塔纯电动版	3

数据来源: 网络资料, 华融证券整理

(2) 中游: CATL 国内龙头地位确定, 海外巨头入场加剧二线变局

动力电池作为新能源汽车的核心部件, 其性能、安全性至关重要, 电池的技术和工艺水平直接影响其性能, 行业洗牌加速。从 2015-2018 年动力锂电池前 10 名单看, CATL 市占率由 15.5% 逐步提高到 41.4%, 集中度逐年提升, 龙头地位确定。CATL 已经绑定上汽、吉利、北汽、广汽等主要车企, 技术积累深

厚，产能充足。相比之下，比亚迪受制于供货客户单一，2018年实现对外供货后，市占率虽有所回升，但仍未达到2016年水平。二线电池方面，2015年以来格局变化较大，仅有国轩高科、天津力神保持前10地位；2017年以来，孚能科技、北京国能、亿纬锂能等进入前10。引起格局变化的原因主要有磷酸铁锂和三元技术路线的变化、乘用车和商用车增速的分化、以及行业成长性相对确认后大资本凭借资金优势进入等。目前，新车型推出仍在继续、国际龙头电池企业纷纷在国内建厂，唯有具备技术和成本优势，并具备技术持续创新能力的企业可以在竞争中生存，建议关注龙头企业CATL及深度绑定CATL产业链的配套企业如锂电设备企业、上游原材料企业等；二线电池企业需持续跟踪其技术实力情况。

图表 36: 2015-2018 年中国动力锂离子电池出货量前 10 企业

序号	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年		
	企业名称	配套量 GWh	市占率									
1	比亚迪	3	19.1%	比亚迪	7.35	26.3%	CATL	9.87	29.4%	CATL	23.54	41.4%
2	CATL	2.43	15.5%	CATL	6.72	24.0%	比亚迪	5.41	16.1%	比亚迪	11.44	20.1%
3	天津力神	1.19	7.6%	沃特玛	2.49	8.9%	沃特玛	2.01	6.0%	国轩高科	3.10	5.4%
4	国轩高科	1.16	7.4%	国轩高科	1.86	6.6%	国轩高科	1.93	5.8%	力神	2.08	3.7%
5	沃特玛	1.06	6.8%	万向	0.78	2.8%	比克	1.45	4.3%	孚能科技	1.93	3.4%
6	万向	0.65	4.1%	天津力神	0.77	2.8%	孚能科技	1.06	3.2%	比克	1.77	3.1%
7	中航锂电	0.59	3.8%	比克	0.7	2.5%	天津力神	0.93	2.8%	亿纬锂能	1.29	2.3%
8	波士顿	0.44	2.8%	光宇	0.49	1.8%	北京国能	0.66	2.0%	国能	0.82	1.4%
9	山东威能	0.33	2.1%	力神	0.49	1.8%	亿纬锂能	0.63	1.9%	中航锂电	0.72	1.3%
10	珠海银隆	0.31	2.0%	中航锂电	0.46	1.6%	苏州星恒	0.56	1.7%	卡耐	0.64	1.1%
合计		15.7	71.1%		28.00	79.0%		33.55	73.1%		56.89	83.2%

数据来源：中国化学与物理电源行业协会、EV-TANK、真锂研究、中国汽车动力电池产业创新联盟，华融证券整理

（3）上游：电池三元化、高镍化带来结构性投资机会

1) 政策引导+市场诉求，电池能量密度提升趋势不变

2017年3月工信部、发改委、科技部、财政部联合发布的《促进汽车动力电池产业发展行动方案》提出发展目标为：2020年动力电池的单体比能量达300Wh/kg，较现有水平提高50%-100%；2025年动力电池单体比能量达500Wh/kg。2016年10月，中国汽车工程学会年会上发布的《节能与新能源汽车技术路线图》计划，2020年的纯电动乘用车动力电池的能量密度目标为300Wh/kg，2025年目标为400Wh/kg，2030年目标为500Wh/kg。

国家的补贴政策也不断提高门槛，对能量密度高的车型给予较高补贴。2016年以来，补贴政策的更新和退坡过程中，对能量密度的要求也在不断提

高，2016年补贴不设置能量密度要求；2017年三类车型开始设置能量密度要求并提供差异化补贴系数；2018年补贴和高补贴系数门槛提高，2019年网传的新政策中，续航里程门槛提高，高续航里程的乘用车补贴退坡幅度小于低续航里程乘用车。

从乘用车的市场诉求上看，里程焦虑一直是新能源乘用车市场推广中消费者担忧的因素，高能量密度车型能够缓解里程效率，促进新能源乘用车消费。

2) 电池能量密度提升技术路线：三元化、高镍化

锂离子电池性能由正极、负极、电解液及隔膜决定。不同锂电池的差异主要存在于选取不同的正极、负极材料，它们对电池的容量、能量密度、循环寿命、安全性、倍率性能等关键指标有较为重要的影响。国内主流的动力锂电池正极材料包括三元材料、磷酸铁锂，其中三元材料又可以分为镍钴锰酸锂 NCM 和镍钴铝酸锂 NCA。磷酸铁锂具有成本低、安全性能好、寿命长等优点，缺点为离子扩散速度差、能量密度低，尤其是其 170mAh/kg 的理论能量密度极限制了其未来的应用。三元材料的优点为能量密度高、缺点为安全性能相对较差。通过调配镍 (Ni)、钴 (Co)、锰 (Mn)/铝 (Al) 的组成比例可以调控比容量、安全性、循环性能等以满足不同的需求。其中增加镍 (Ni) 材料的占比可以提升可逆嵌锂容量，提高电池容量；增加钴 (Co) 材料的占比可以稳定层状结构、减少阳离子混排的情况；增加锰 (Mn)/铝 (Al) 可以提升结构稳定性和安全性，但过高的锰含量会破坏材料的层状结构，使材料的比容量降低。

未来随着乘用车对能量密度的要求升高，三元材料将成为主流，同时三元材料也会以能量密度较高的 NCA 和高镍 NCM 为主。Tesla 电池中的正极材料即为 NCA。目前国内广泛使用的三元正极材料为 NCM 523，NCM622 应用较少，国内企业正在积极开发 NCM811 和 NCA 材料，但以研发阶段为主。可以挖掘三元材料高镍化带来的结构性机会，如高镍材料布局较早的企业。

五、投资策略

经历多年高速增长后，中国汽车市场增速中枢下移，进入中低速增长期。2019年税惠政策透支影响减弱、新消费刺激政策或出台，车市有望进入上行周期迎来复苏，预计全年销量增速 0~5%。

传统整车领域，汽车行业开放加速，产能建设向优势企业优势省份倾斜，销量增速边际下滑，品牌销量和产能利用率分化明显，部分品牌产能过剩严重或将加速淘汰。我们看好资源集中、强者愈强的优势整车企业。

零部件领域，汽车库存和销售折扣均创新高，行业竞争加剧，整车企业的成本压力将向上游零部件企业传导。零部件产业链毛利率将承压，我们推荐优选具备量价空间的优质个股。

新能源汽车领域，新能源汽车是战略发展方向，国家补贴和双积分政策并行，保障行业高速发展，未来 10-15 年 CAGR 超过 20%。2019 年补贴大概率继续大幅退坡，政策环境与 2018 年相似，细分板块指数或继续承压；补贴退坡和材料扩产降价导致产业链毛利率下滑；中下游外资渗透将成竞争格局新变量。下游看点：优选乘用车企，2019 年新能源车型将继续丰富，自主车型系列逐步完善，合资车型推出开启，有望出现新爆款车型；关注优势车企和新能源车相关零部件车企；中游看点：CATL 龙头国内地位确定，关注其配套产业链，海外巨头入场加剧二线电池企业变局；上游看点：能量密度提升方向不变，关注电池三元化、高镍化带来的结构性投资机会。

个股方面，传统汽车领域重点推荐低估值的优质整车企业上汽集团（600104.sh）、产品具备量价提升空间的星宇股份（601799.sh）；新能源汽车领域推荐具备国际化技术优势和创新能力的国内电池龙头宁德时代（300750.sz）、新能源汽车零部件企业及特斯拉供应商旭升股份（603305.sh）。

图表 37：重点公司盈利预测、估值以及投资建议（按 2019.1.18 价格）

序号	重点公司	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB	投资建议
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
1	上汽集团	25.39	2.95	3.20	3.46	3.72	9	8	7	7	1.3	推荐
2	星宇股份	52.11	1.70	2.23	2.89	3.65	31	23	18	14	3.6	推荐
3	宁德时代	75.4	1.77	1.61	2.02	2.53	43	47	37	30	6.7	推荐
4	旭升股份	28.3	0.55	0.84	1.18	1.46	51	34	24	19	9.9	推荐

资料来源：Wind、华融证券整理

1、上汽集团：增速高于行业平均，新车型持续推出

公司看点：①2018 年上汽集团累计销售汽车 705.17 万辆，同比增长 1.75%，高于行业增速 4.5 个百分点。上汽集团作为行业龙头，在行业整体增速放缓时期将体现较强的竞争力，整体销量增速有望长期超越行业增速。②自主品牌持续发力，多款车型推出或助力公司扭亏为盈。2018 年上汽乘用车累计销量 70.19 万辆，同比增长 34.45%，其中互联网中级轿车荣威 i5 于 10 月 26 日上市，上市首月销量便突破 1 万辆。2019 年荣威 i5、RX5L 等新品将持续贡献销量，销量有望维持高增速，有助于公司扭亏。③公司合资品牌 2019 年车型储备也较为充足，2019 年上汽大众途岳、T-cross、途昂 Coupe 将进一步丰富 SUV 车型谱系；上汽通用凯迪拉克将推出 CT3、CT4 和 XT6 三款全新车型；别克和雪佛兰也有新车型推出。④18 年新能源汽车销量 14 万辆，同比增长 120%，

远高于行业增速，体现出了公司新能源产品的产品力，2019年有望持续高增长贡献业绩和销量。

估值与投资建议：预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.2/3.46/3.72 元，对应当前股价 PE 分别为 8/7/7 倍。考虑到公司低估值提供安全边际，分红率高、龙头优势增速高于行业平均、自主品牌销量超预期、上汽大众上汽通用新 SUV 推出打开市场新空间，我们给予公司“推荐”评级。

风险提示：1、汽车行业整体景气度下行超预期；新车型销量不达预期。

2、星宇股份：内资车灯龙头，受益国产化替代和车灯技术升级

公司看点：①车灯行业内资龙头，车灯业务稳定增长。我国车灯行业仍为外资领跑、内资赶超的格局。公司凭借产品高性价比、客户服务响应迅速等优点，正在加速实现产品升级和进口替代，产品配套宝马、一汽大众等高端客户，已达到与外资车灯厂正面竞争的能力。②智能化大灯：公司加大智能化大灯的研发和投产力度，公司自主研发的自适应大灯（AFS）已成功配套广汽热销车型 GS4。随着车型配置升级需求加剧，公司智能化车灯业务有望放量。③LED 大灯：公司掌握 LED 车灯集成技术，星宇全 LED 前大灯已配套一汽大众的首款 SUV 探歌，未来有望继续拓展客户。

估值与投资建议：预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.23 /2.89/3.65 元，对应当前股价 PE 分别为 23/18/14 倍。考虑到公司内资车灯行业龙头，国产化替代逻辑清晰，智能车灯和 LED 车灯提升公司盈利能力可期，给予公司“推荐”评级。

风险提示：1、汽车行业整体景气度下行超预期；2、国产化替代不达预期。

3、宁德时代：国内电池龙头，具备技术和成本控制优势

公司看点：①公司 2018 年国内电池出货量 23.5Gwh，市占率达 41.4%，市占率自 2015 年以来稳步提高。公司为国内几乎所有主流乘用车企的主要电池供应商，与上汽、广汽等建立电池合资工厂，龙头地位稳固。②公司技术实力强，最新一代 811 产品电芯能量密度可达 280wh/kg，与国际三大电池供应商 LG、三星、松下同处于技术第一梯队。③公司自主掌握四大材料技术采取代工模式降低供应成本，产能利用率高，利用国内工程师红利，具备成本控制优势。

估值与投资建议：预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.61/2.02/2.53 元，对应当前股价 PE 分别为 47/37/30 倍。考虑到公司国内龙头地位稳固，与国际电池巨头在技术、成本控制方面具备竞争力，汽车供应商配套关系稳定，给予

公司“推荐”评级。

风险提示：1、新能源汽车增速不达预期；2、补贴退坡幅度超过预期。

4、旭升股份：铝制底盘件龙头，特斯拉一级供应商

公司看点：①深度绑定特斯拉，2018年上半年特斯拉占公司营收已达60%，同时公司产品配套特斯拉比例也逐年提高；特斯拉推出平民版车型Model3后销量高速增长，公司将充分受益特斯拉的成长红利。②特斯拉国内设厂，国产化有利于减少贸易摩擦对公司供货的影响。③铝制底盘件产品是车辆实现轻量化的主要技术之一，在排放标准趋严、新能源汽车比例升高的背景下，汽车轻量化已成为必然趋势，公司将长期受益。

估值与投资建议：预计公司2018-2020年EPS分别为0.84/1.18/1.46元，对应当前股价PE分别为34/24/19倍。考虑到公司产品符合汽车轻量化大趋势、产品受益新能源汽车高速发展、深度绑定享特斯拉成长红利，给予公司“推荐”评级。

风险提示：1、特斯拉销量增速不达预期；2、产品降价幅度超过预期。

六、风险提示

1、汽车行业整体景气度不及预期；2、新能源汽车推广不及预期。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

俞佳莹，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层(100020)

传真：010-85556173

 网址：www.hrsec.com.cn