

# 2019年汽车行业投资策略 —把握“新能源化、智能化”带来的产业链机会

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

# 1.行业现状：增速下行、行业分化

1.1行情回顾：行业低于市场走势

1.2行业处于增长第二阶段

1.3人口红利因素

1.4地域限制因素

# 2. 2019年投资主线-行业龙头

2.1上汽集团[600104.SH]-自主、合资齐发力

2.2广汽集团[601238.SH]-传祺新品可期、日系强势回归

# 3. 智能、电新化带来的零部件机会

3.1华域汽车[600741.SH]-低估值龙头

# I.行业现状：增速下降、行业分化

I.行业现状  
China galaxy securities

I

2

3

## I.I行情回顾：行业低于市场走势

- 市场认为车市将进入长期零增长甚至负增长阶段，汽车行业指数走势大幅低于沪深300。
- 加之2018年贸易战影响，不确定因素增加，跌幅继续扩大。
- 行业格局在熊市下较为清晰，判断未来汽车消费市场趋势成为重点。

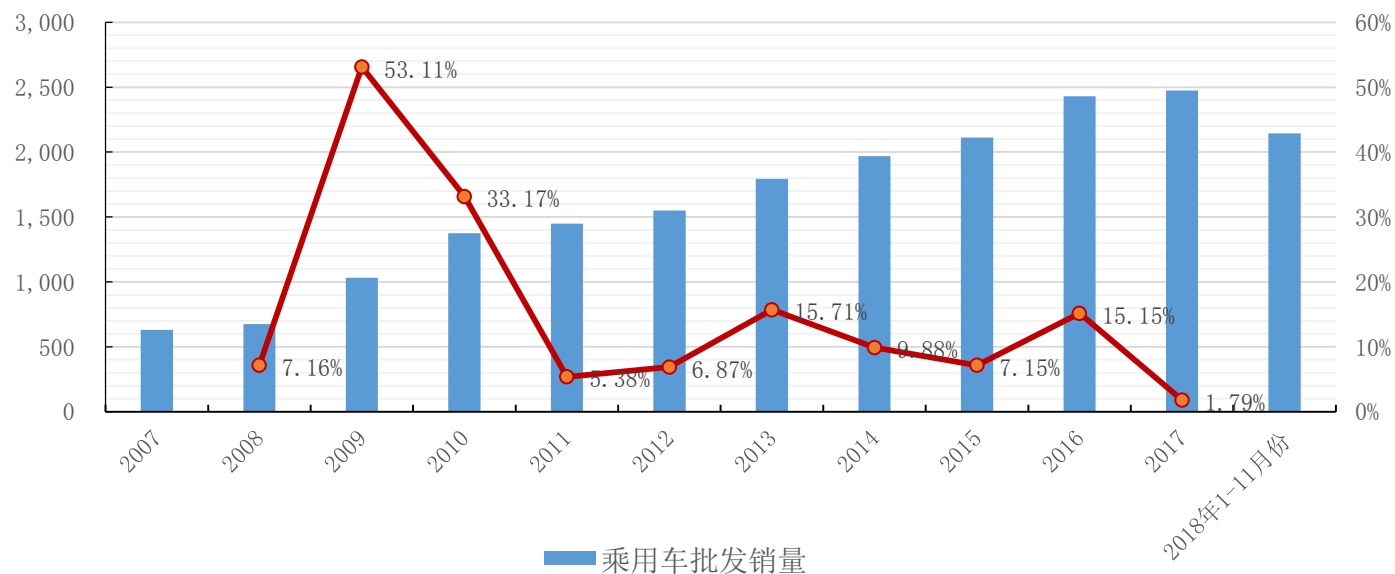


资料来源：Wind、银河证券研究院

## 1.2行业处于增长第二阶段

- 2018年1-11月，我国共销售汽车2287.1万辆，同比减少0.1%，其中乘用车1930.4万辆，同比减少1%。预计2018年全年销量同比负增长。受益于小排量汽车购置税优惠政策，2016、2017年汽车销售维持了较高的景气度，但也提前透支了汽车消费，加之2018H1三四线城市以及中西部地区楼市旺盛影响，2018年汽车消费趋弱。
- 未来中国汽车销量慢增长将成为常态。
- 2019年，三四线城市仍将是增长主力，驱动因素主要为GDP、人均可支配收入的增加。

图2：乘用车批发销量（万台）

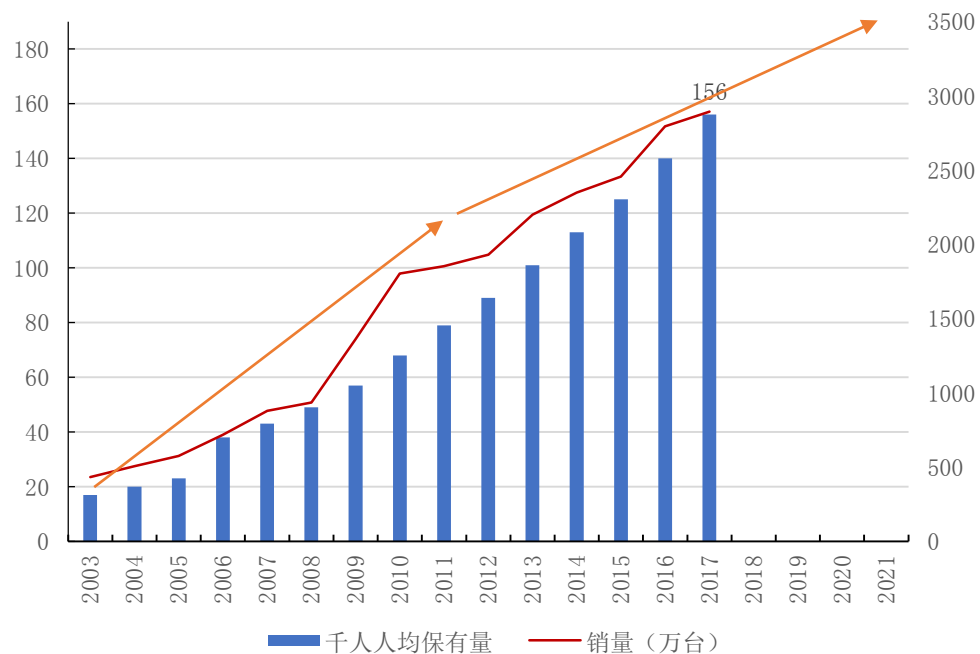


资料来源：乘联会、银河证券研究院

## 1.3人口红利因素：千人保有量仍处于较低水平

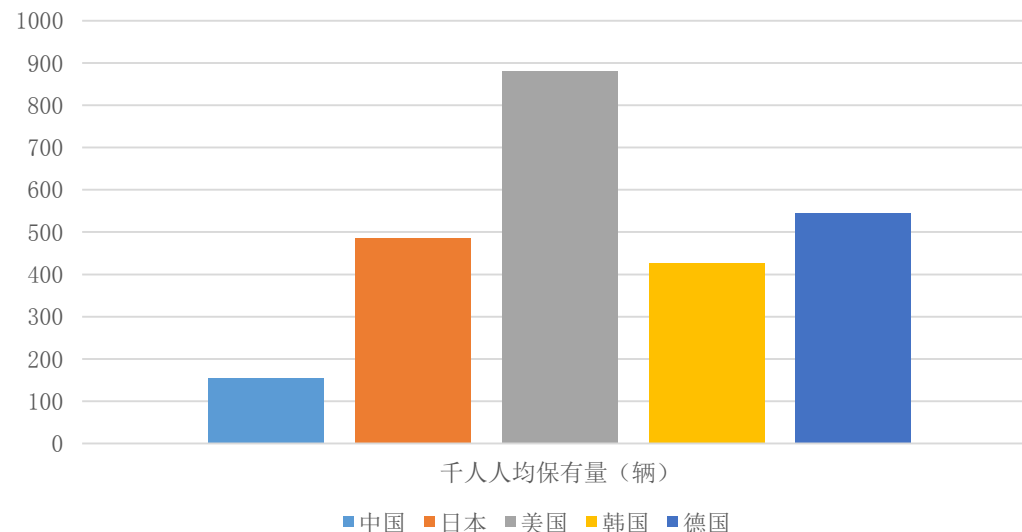
- 2003年至2017年，中国汽车工业飞速发展，CARG达到17%，2017年底，国内汽车保有量达到2.17亿台，汽车千人保有量从2003年的17台达到2017年的156台，用时14年。
- 纵观全球，中国千人人均保有量仍处于较低水平。

图3：中国汽车千人人均保有量增长情况



资料来源：Wind、银河证券研究院

图4：各国千人人均保有量（辆）

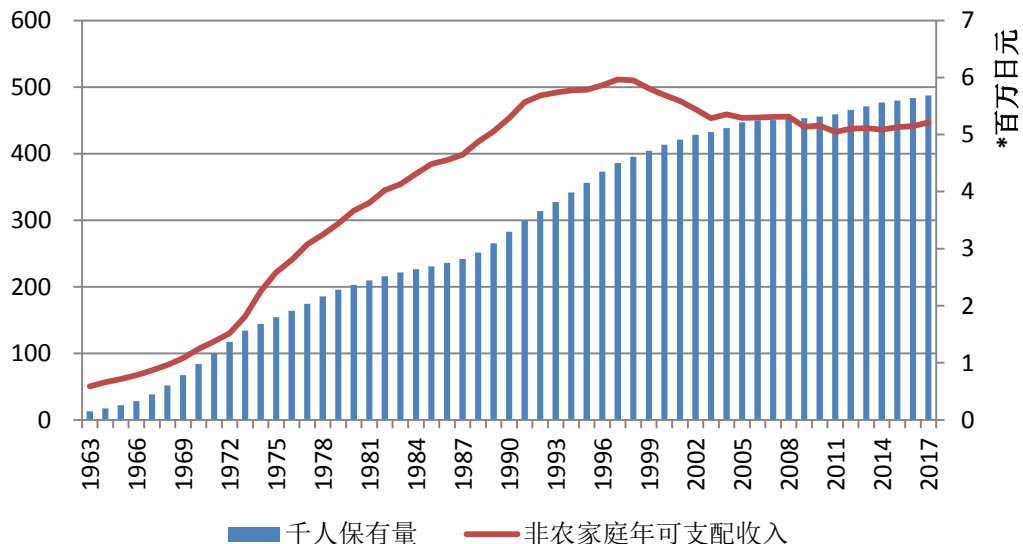


资料来源：Wind、银河证券研究院

# 1.3人口红利因素：可支配收入与千人保有量-日本

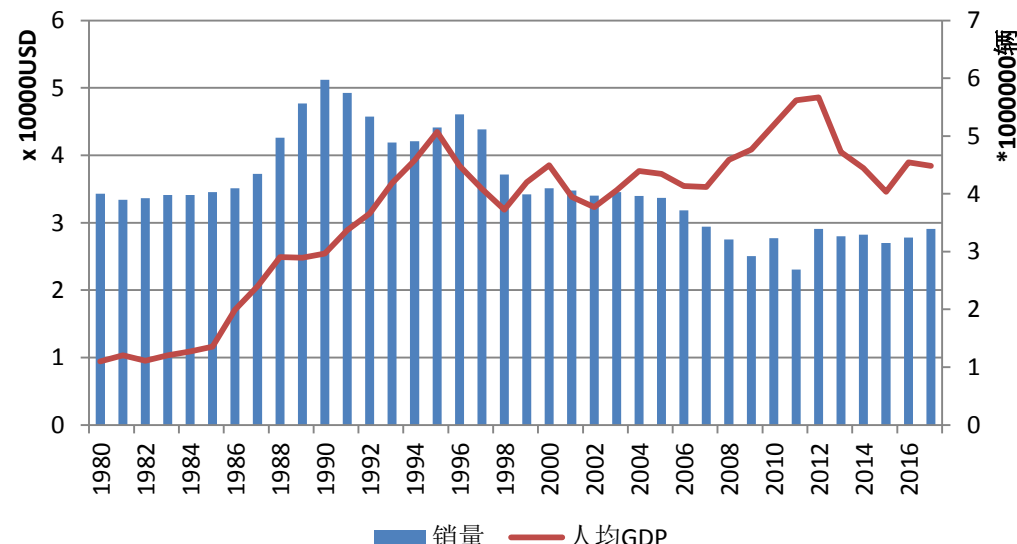
- 中国汽车消费市场同时具有日本与美国市场的特征：东部沿海地区类似于日本，中西部地区类似于美国。
- 日本：中位数城市是销量增长驱动主力。一线城市由于地域限制，销量最先达到饱和。
- 人均GDP与可支配收入的不是限制因素，每平方公里保有量是日本汽车市场的主要限制因素。

图5：日本千人人均保有量随人均可支配收入下降而放缓



资料来源：Wind、银河证券研究院

图6：日本汽车销量与人均GDP关系

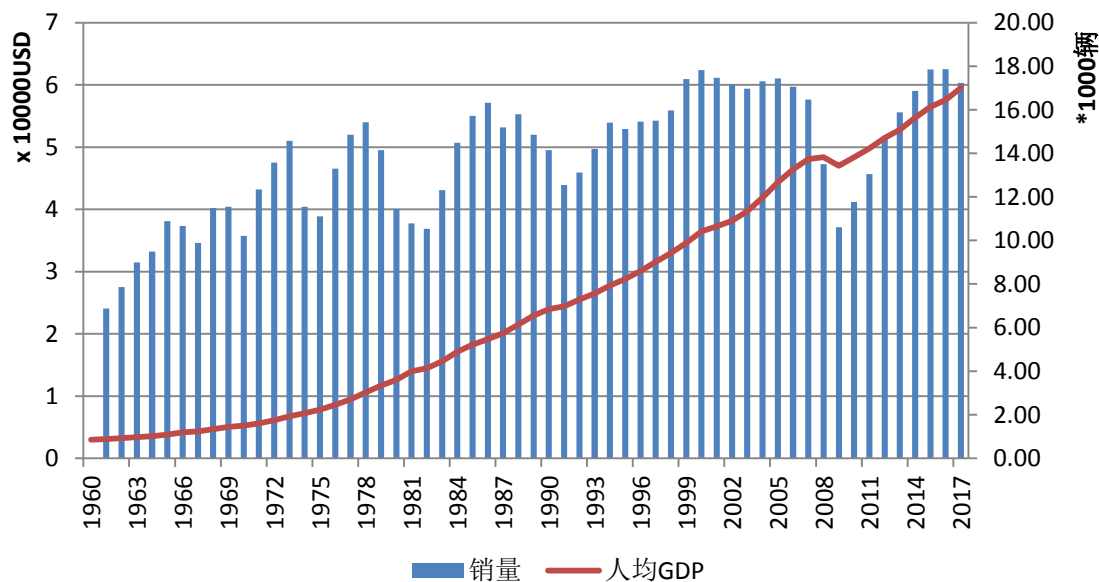


资料来源：Wind、银河证券研究院

# 1.3人口红利因素：可支配收入与千人保有量-美国

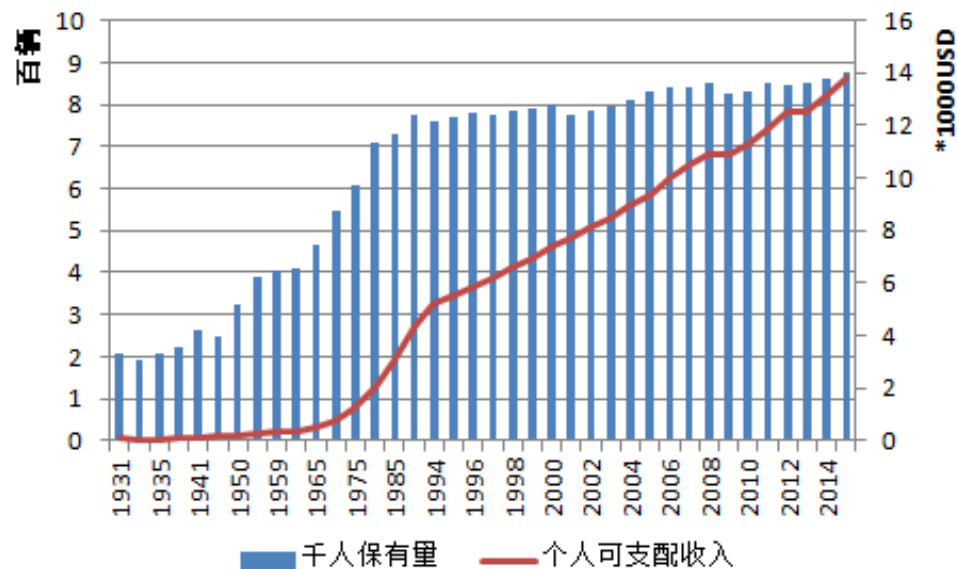
- 美国：地域辽阔，每平方公里保有量不再是主要限制因素。
- 美国汽车销量与人均GDP有较密切的正相关。

图7：美国汽车销量随着人均GDP增加而增加



资料来源：Wind、银河证券研究院

图8：美国千人保有量随人均可支配收入增加而增加

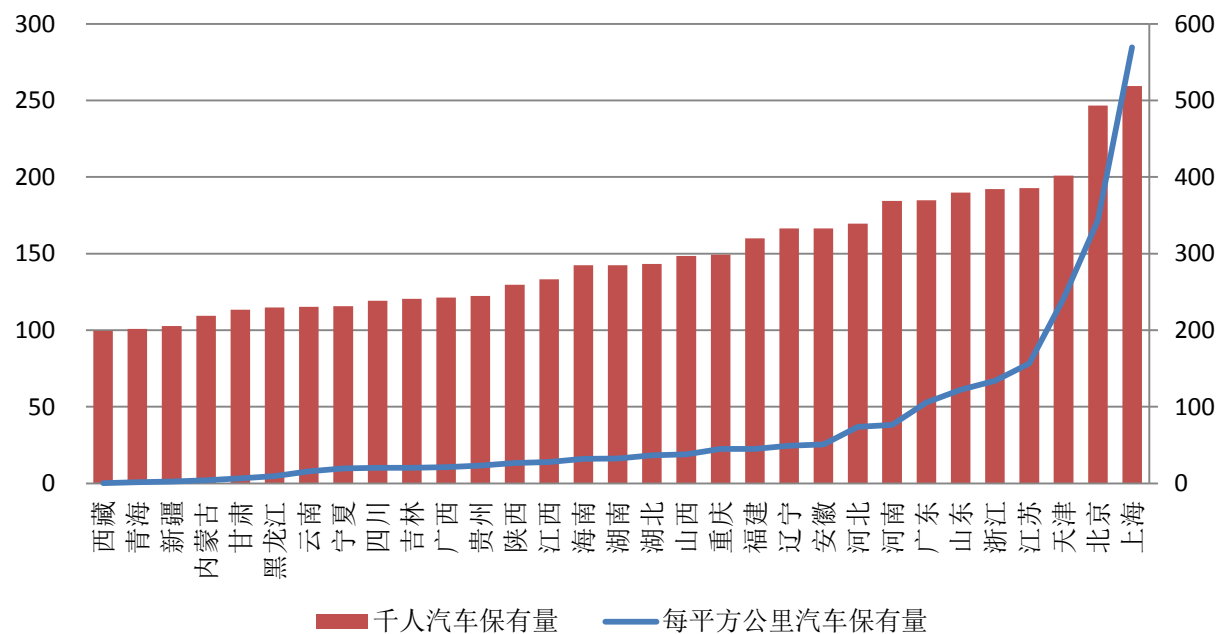


资料来源：Wind、银河证券研究院

## 1.4地域限制因素：中西部地区保有量空间仍然较大

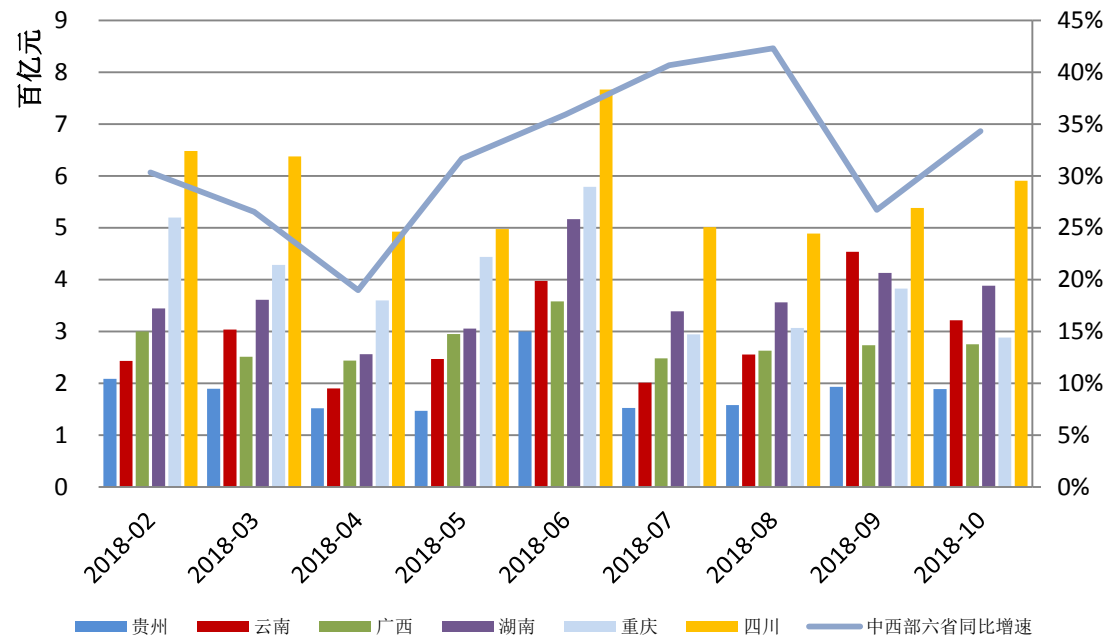
- 中西部地区每平方公里保有量与沿海地区相比差距仍然较大，是未来行业增长主要驱动力。
- 长期看，汽车销量增长的限制因素仍然处于较低水平。驱动增长的必要条件仍然满足，增长趋势不变。
- 短期看，三四线城市及中西部地区房地产投资增速超预期，对汽车消费造成挤压。

图9：各省市汽车保有量



资料来源：Wind、银河证券研究院

图10：中西部各省房地产销售额及增速



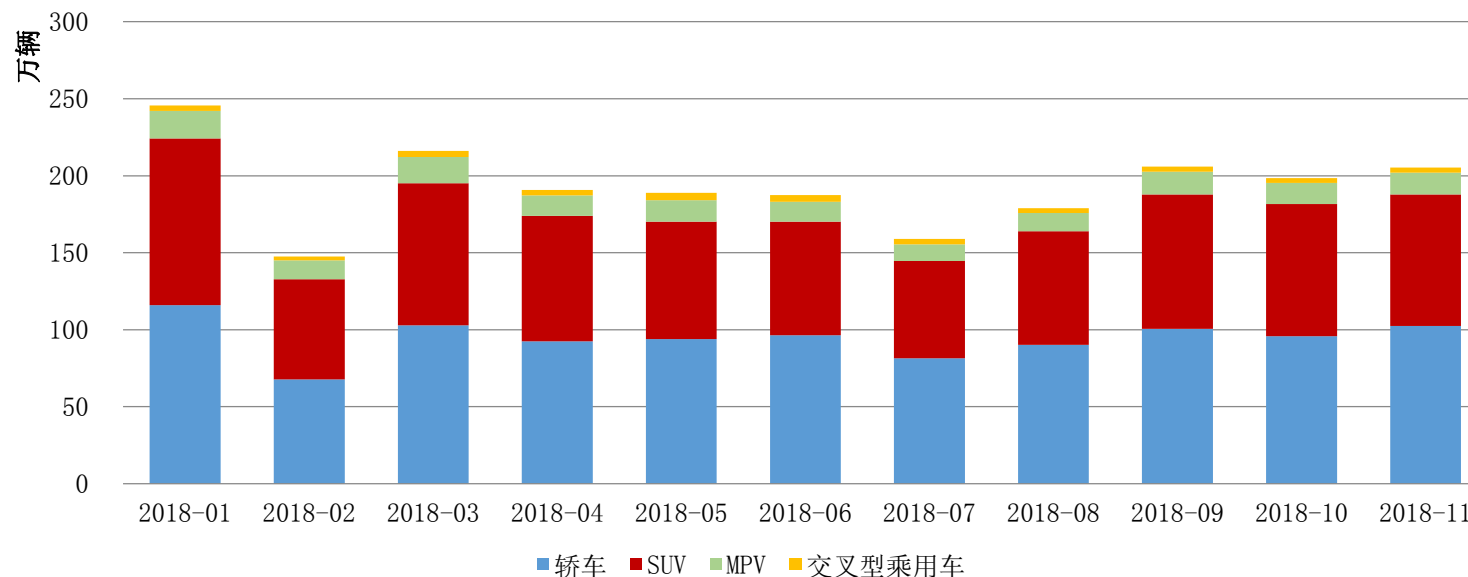
资料来源：Wind、银河证券研究院



## 2. 2019年投资主线-行业龙头

- 2018年1-11月，乘用车总体销量出现了同比负增长。优质龙头市占率不断提升，实现了正增长。
- 上汽、广汽、吉利在去年基数较高前提下仍然实现了4.6%、6.7%与29.3%的增长。华晨和奇瑞分别同比增长11.8%与13.6%。
- 未来落后产能将不断出清

图11：乘用车月度销量

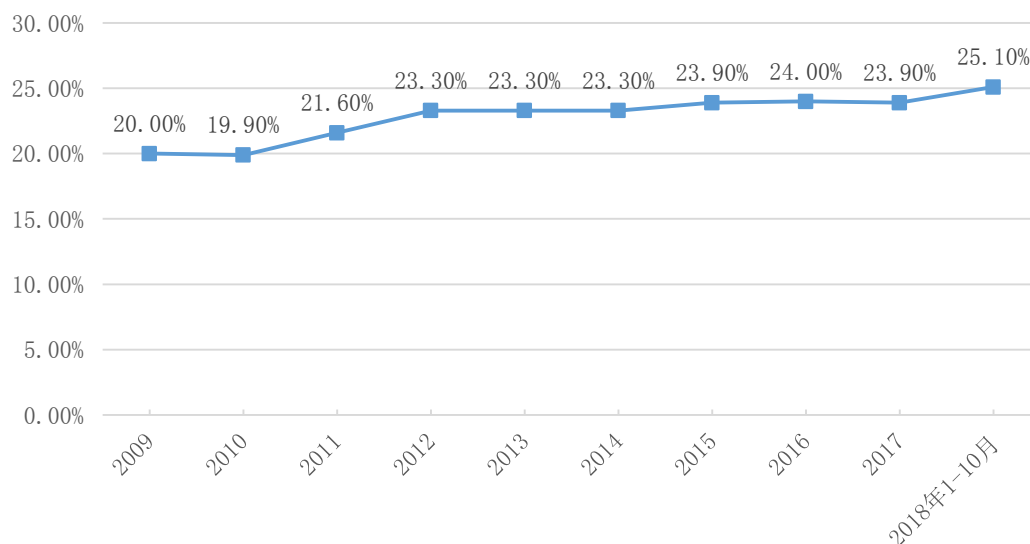


资料来源：中汽协、银河证券研究院

## 2.1 上汽集团[600104.SH]-自主、合资齐发力

- 2018年1-10月公司累计销量为574.8万辆，同比增加4.9%。
- 上汽大众：销量189.5万辆，2019将加速推进新能源、市占率稳步提升。
- 上汽通用：销量179.8万辆，其中凯迪拉克品牌实现较高增长（同比+30.8%），2019年多款新车型可期。
- 上汽乘用车：销量万辆（同比+37.8%），荣威、名爵爆款车型成为增长驱动力。2019年将通过Ei5以及MG ZS纯电版提升新能源市占率。

图12：上汽集团市占率



资料来源：上汽集团[600104.SH]公告、银河证券研究院

表1：上汽集团品牌销量

主要品牌	2018年1-11月累计销量	同比
上汽大众	1,895,049	1.25%
上汽通用	1,798,133	0.99%
上汽乘用车	632,138	35.33%
上汽通用五菱	1,845,832	-3.04%
上汽大通	112,926	16.71%

资料来源：上汽集团公告、银河证券研究院

资料来源：上汽集团公告、银河证券研究院

## 2.1 上汽集团[600104.SH]-加速“四化”布局



- “电动化”、“智能网联化”、“共享化”、“全球化” 自主品牌发展迅速，整体市占率逐渐提升。
- 依托自身优势，携手英特尔、阿里巴巴、华为、移动及宁德时代等产业巨头开启新一轮汽车技术升级道路。

### ● 投资建议：

-中国消费升级，汽车龙头扩张的价值首选；

-优秀的本地化经营管理对抗关税下调、股比放开等不利因素；

-业绩增长稳定，分红预期不减。预计18-20年增速分别为10%/9%/8%，EPS为3.23/3.51/3.79元，对应PE为11/10/9倍。

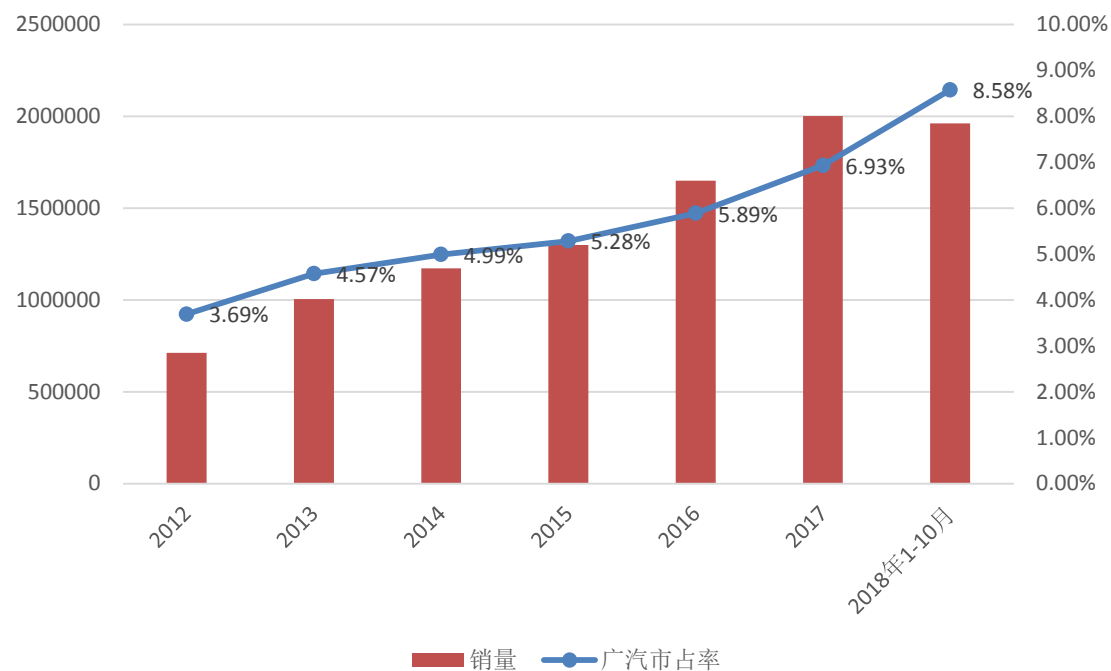
### ● 风险提示：

-汽车市场整体销量不达预期；

## 2.2 广汽集团 [601238.SH] - 传祺新品可期、日系强势回归

- 2018年前10个月，广汽集团市占率达到8.58%，同比提升0.7个百分点。
- 2018年日系表现抢眼，广本、广丰、市占率分别提升0.1、0.5个百分点。广汽三菱销量提升27.9%。
- 广汽乘用车2018年前十个月销量同比增加4.5%，新车型GS5、GM6以及GA6预计在2019年会有较好表现。

图13：广汽历年销量与市占率



资料来源：Wind，银河证券研究院

表2：广汽集团品牌销量

主要品牌	2018年1-11月累计销量	同比
广汽本田	672,479	5.06%
广汽丰田	537,971	31.51%
广汽乘用车	484,926	4.28%
广汽菲亚特克莱斯勒	115,001	-37.67%
广汽三菱	130,645	24.63%
本田汽车（中国）	11,584	-31.62%
广汽日野	3,598	78.47%
广汽比亚迪新能源客车	4,999	1405.72%

资料来源：Wind，银河证券研究院

### 3.智能、电新化带来的零部件机会

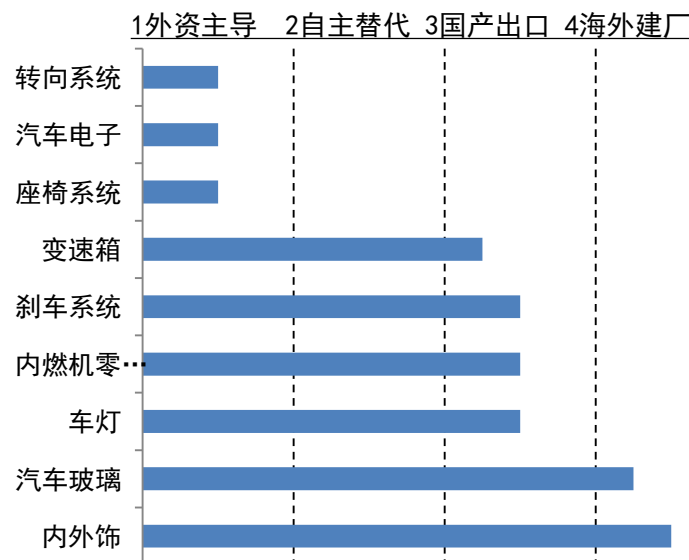
I

2

3

- 纵观全球，欧洲、美国及日本汽车工业起步早，在百余年的发展历程中，汽车零部件产业也同步发展起来，形成了**德尔福、博世、麦格纳**等系列国际零部件巨头。相比之下，中国汽车工业起步晚，海外零部件企业进入国内市场，获得了先发优势，并压制了自主零部件企业。因此，国内零部件企业多从二级代工起步，规模较小，产品简单，格局分散，行业内缺乏具备同步研发能力的一级供应商。
- 但凭借多年专注、依靠成本和规模优势，自主零部件企业逐渐开始在内外饰、汽车玻璃、轮毂、空调系统、车灯和内燃机等成熟的子行业，实现了外资替代，并通过海外建厂或并购，逐渐超越国际同行，成长为全球巨头。
- 与此同时，电动化、智能化的新趋势也将为汽车行业带来变革。在汽车电动化趋势下，大三电（电池、电机和电控）将逐渐取代传统动力总成，小三电（电动空调、电动转向和电动刹车）的价值量较燃油车也将有明显提升。而智能化浪潮下，ADAS 产业链，包含感知层、芯片算法到执行端（刹车和转向）等细分行业都将获得快速增长。

图14：国内零部件子行业发展情况



资料来源：银河证券研究院

### 3.1 低估值龙头—华域汽车 [600741. SH]

- 国内最大汽车零部件生产商。
- 与博世、大陆、法雷奥等国际巨头深度合作，成为内饰件、车灯、转向系统等多个细分行业龙头。在国际大分工背景下，公司整合江森内饰，形成全球最大的内饰件公司——延锋内饰（YFAI）。
- 积极布局新能源汽车电驱动系统、毫米波雷达等。

表3：国际零部件龙头估值情况

公司	市值 (百万美元)	收盘价 (美元)	净利润 (百万美元)			ROE			PE			PB		
			2016	2017	2018E	2016	2017	2018E	2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
法雷奥	17,532	73.2	1,024	1,198	1,371	24.4%	22.2%	22.6%	15.8	14.4	12.6	3.6	3.1	2.6
大陆	53,758	268.8	3,102	3,774	4,182	20.7%	20.2%	19.4%	16.2	14.3	12.9	3.2	2.7	2.4
电装	47,109	59.3	2,383	2,075	2,672	8.0%	7.3%	8.9%	20.6	22.7	17.3	1.6	1.7	1.5
现代摩比斯	23,296	239.3	2,620	2,297	2,810	11.2%	8.5%	9.6%	8.1	10.1	8.2	0.9	0.8	0.8
爱信精机	16,433	55.8	1,172	991	1,159	10.8%	9.7%	10.2%	14.2	15.8	13.2	1.4	1.5	1.3
华域汽车	13,096	4.2	923	1,003	1,098	18.8%	18.6%	16.6%	14.2	13.1	11.9	2.3	2.1	1.9

资料来源：Bloomberg、银河证券研究院

### 3.1 低估值龙头—华域汽车[600741.SH]

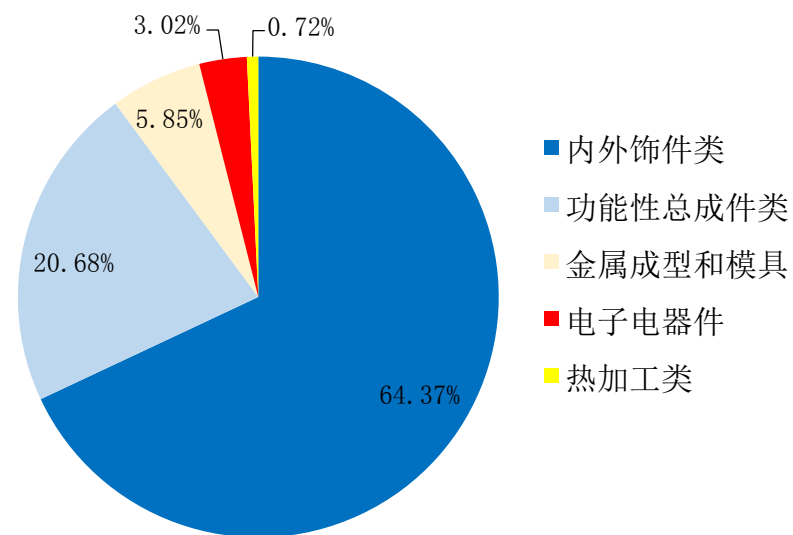
I

2

3

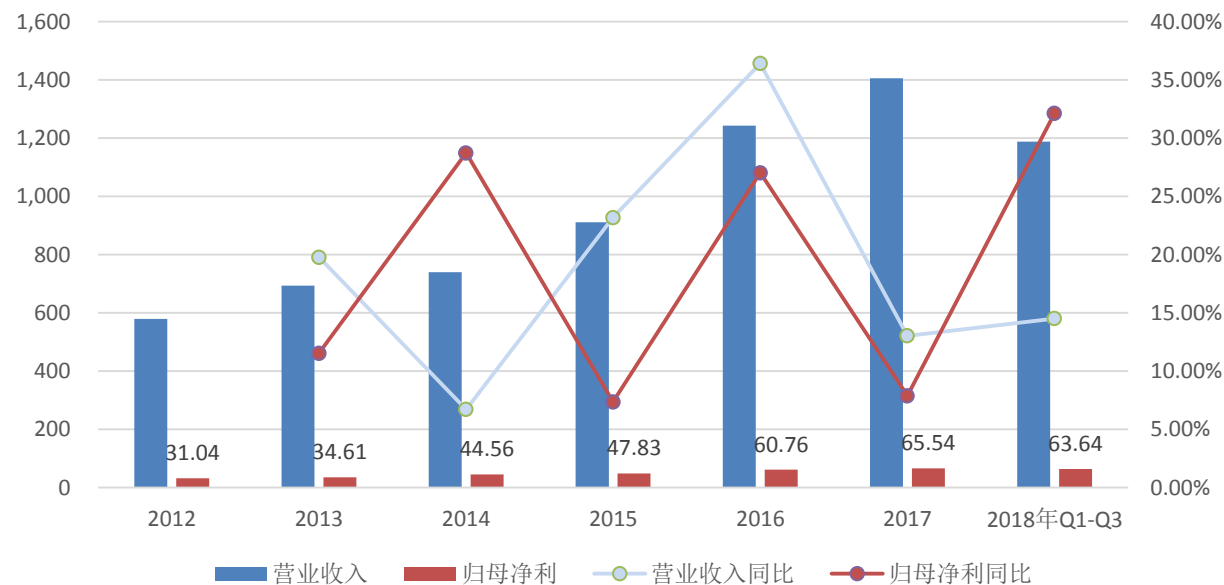
- 2018年前三季度公司实现营业收入1187.99亿元，同比增长14.51%，实现归母净利润63.64亿元，同比增长32.13%；

图15: 华域汽车2017年营业收入占比



资料来源: 华域汽车[600741.SH]公告、银河证券研究院

图16: 华域汽车营收与归母净利



资料来源: Wind、银河证券研究院

### 3.1 低估值龙头—华域汽车 [600741. SH]

I

2

3

#### 看点一：业绩稳定、低估值、高分红

- 公司是业绩稳健型白马股，17年估值修复驱动股价大幅上涨94.0%，18年以来公司股价下16.0%，与汽车板块整体表现偏弱及公司估值水平修复过快获利盘回吐有关。中短期来看乘用车行业由于购置税优惠政策退出以及进口车关税降低的因素，增速面临一定压力，长期而言随着行业竞争加剧及汽车市场开放程度提高，公司凭借**核心技术**、**规模优势**和**优质客户资源**，仍极具竞争力。
- 公司低估值、高分红价值进一步显现，截至2018年12月25日，PE7.1倍，显著低于SW零部件15倍的PE估值水平，也低于国际零部件龙头15倍的PE估值水平。我们认为公司PE估值水平较低，主要受上汽估值制约，随着“零级化、中性化、国际化”战略推进，公司不断提升自身核心竞争力，并积极开拓上汽系以外客户和海外市场，估值水平有望迎来重塑。

#### 看点二：公司持续优化业务结构。

- 17年公司收购上海小糸车灯使汽车智能照明业务成为其全资掌控的核心业务。通过对博世汽车转向系统公司的收购，使公司与博世在我国乘用车转向机业务形成“一个平台”战略。新能源汽车领域，公司合资控股华域麦格纳，布局未来核心产品电驱动桥，同时驱动电机、电动转向产品、电动空调压缩机、新能源电池托盘等已获得德国大众、上汽乘用车等主机厂配套定点；智能汽车领域，公司24GHZ 后向毫米波雷达已量产，成为国内首家自主研发并实现量产的毫米波雷达供应商。



### 3.1 低估值龙头—华域汽车 [600741. SH]

I

2

3

#### ● 传统主业仍发挥“压舱石”作用，新能源领域多点开花

—公司将继续巩固传统业务优势，加强市场开拓、提升运行效率、降低结构成本，发挥稳定公司业绩的安全垫作用，同时也加快新能源电驱动系统等新兴业务核心技术和配套市场的突破，为公司未来业务发展以及利润增长提供有力支撑。

表4：公司已布局新能源车零部件领域

下属企业	布局领域	进展情况
华域电动	驱动电机及电力电子箱	全新一代的扁铜线驱动电机已成功配套上汽乘用车荣威ERX5，并实现批量化供货。2017年公司批量供货驱动电机 27,875 台，同比增长 64%，供货电力电子箱16,340 台，同比增长18.4%。已成功完成上汽商用车EM18项目，上汽通用K228项目驱动电机系统的定点配套，获得大众全球电动汽车平台（MEB 平台）项目的定点意向
华域麦格纳	电驱动系统	公司已获得上汽大众、一汽大众关于大众 MEB 平台电驱动系统总成相关产品的定点意向书。
华域三电	电动空调压缩机	2017年，该公司新增上汽乘用车ERX5、e950、沃尔沃S90混合动力、广汽集团GS4混合动力等车型的配套，全年共完成各类电动压缩机批量供货 55,000多台（套）。
上海马勒	电空调及热管理系统	公司为上汽通用新能源汽车、上汽乘用车荣威 E50 纯电动汽车、荣威 e550 插电式混合动力车、荣威 e950 和荣威 eRX5 混合动力车以及沃尔沃新能源汽车等配套生产空调总成、冷却模块、电池冷却器共计 39,897 台（套）
博世华域	电子转向机	公司已具备双齿轮式、管柱式及齿条式电动转向系统配套能力，电动转向系统产品 2017 年已实现配套 485.7 万件，其中部分电子转向机已实现向新能源汽车配套。
法雷奥电器	启停系统	2017年发电机、起动机累计向新能源汽车批量供货 46,420 台（套）
华域皮尔博格泵	电子泵	已形成电子泵类产品的应用开发及批量供货能力
上海汇众	电子制动	已成功研发 Ebooster（电控助力器）和主动蓄能器产品

资料来源：华域汽车[600741.SH]公告，银河证券研究院

### 3.1 低估值龙头—华域汽车[600741. SH]

I

2

3

- 投资建议：

- 公司是低估值高分红的细分行业龙头，其汽车内饰业务具有全球竞争力。同时公司积极开拓新能源及智能驾驶领域，有望打开新的成长空间。

- 我们预计公司18-20年EPS分别为2.62/2.30/2.43元，其中剔除18年1季度由于小系车灯并表导致股权增值带来的投资收益后EPS为2.33元，按最新收盘价计算18-20年对应PE分别为9.3/10.6/10.1倍，维持“买入”评级。

- 风险提示

- 宏观经济增速不达预期，汽车行业景气度下行。

- 乘用车行业竞争如果加剧可能导致零部件企业利润空间受到挤压。

- 海外业务拓展存在一定不确定性，盈利或不达预期。

## 免责声明：

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。



分析师：李泽晗

☎：（8621）68597610

✉： [lizehan@chinastock.com.cn](mailto:lizehan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130518110001

特别鸣谢：朱珠