

中性（维持）

2018 年业绩预告总结及 2019 年 1 季报展望

风险评级：中风险

汽车行业专题研究报告

2019 年 2 月 19 日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理

黎江涛

S0340117110042

电话：0769-22119416

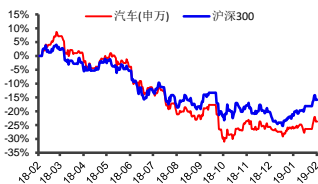
邮箱：

lijiangtao@dgzq.com.cn

细分行业评级

汽车零部件	中性
汽车整车	中性
锂电池	推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

汽车行业 2019 年上半年投资策略——守正待时，“新”“龙”为首 -20181130

汽车行业专题研究报告：进入调整下半场，静待业绩底 -20181220

汽车行业专题研究报告二：商誉减值风险几何？-20181227

■ 2018 年业绩预告总结：整体业绩承压，持续分化。汽车股业绩整体承压，龙头表现优于行业。由于购置税优惠退出、房地产挤压、宏观经济担忧等因素，2018 年汽车消费不及预期，全年销量同比下降 2.76%。剔除 B 股之外，截止到 2019 年 2 月 18 日，约 63% 的公司披露了上市公司业绩预告及快报。整车分化严重，零部件受商誉减值影响大。从个股来看，龙头呈现较强的抗风险能力，表现强于行业。新能源车销量亮眼，锂电池产业链业绩持续分化。2018 年新能源车销量维持高速增长，同比增长 61.7%。锂电池产业链业绩增速放缓，产业链持续分化。30 家产业链公司共计实现归母净利润（预告上下限加权平均）206 亿元，同比增长 11.5%，较 2018 年前三季度的 34.5% 增速显著放缓。主要原因是上游锂、钴价格下跌，部分公司商誉减值等，拖累产业链业绩。

■ 2019 年一季报展望：传统车压力仍大，锂电池预计表现较好。汽车行业持续去库存，1 月汽车销量同比下降 15.8%。传统车持续去库存叠加较大优惠力度、较高基数等，预计 Q1 业绩继续承压，但相较于 2018 年 Q4 明显好转。1 月新能源车销量达 9.6 万辆，同比增长 138%，占 2018 年 Q1 的 68%。新能源车高速增长背景下，带动锂电池需求快速提升。根据真锂研究，2019 年 1 月动力电池装机量达 4.98GWH，同比增长 278%，环比下降约 60%。由于电池需求快速增长，我们预计 2019 年 Q1 部分上市公司业绩将维持快速增长，建议重点关注电解液环节的新宙邦、正极材料环节的当升科技。

■ 投资建议：关注电解液、高镍正极、车灯、变速箱、整车龙头。虽然汽车行业业绩继续承压，但我们认为边际上预计逐渐好转，建议积极关注汽车行业优质标的，包括变速箱领域精锻科技、整车龙头上汽集团、车灯领域的星宇股份。此外，由于新能源车 1 月抢装明显，预计 Q1 维持高增长，带动中游材料环节销量持续增长，我们认为电解液环节价格企稳，价格有成本支撑，建议关注新宙邦，天赐材料。高镍正极材料未来趋势确定性高，需求旺盛，建议积极关注当升科技。

■ 风险提示：电动车补贴退坡风险；汽车产销不及预期；贸易战；锂电池及材料价格不及预期等。

目 录

2018 年业绩预告总结：整体业绩承压，持续分化	3
汽车股业绩整体承压，龙头表现优于行业	3
新能源车销量亮眼，锂电池产业链业绩持续分化	4
2019 年一季报展望：传统车压力仍大，锂电池预计表现较好	6
持续去库存叠加较大优惠力度等，预计 Q1 业绩继续承压.....	6
得益于新能源车高增长，锂电池板块预计表现相对较好.....	7
积极关注电解液、高镍正极、车灯、变速箱、整车龙头	8
新宙邦（300037）：修炼内功，脚踏实地，进入业绩兑现期.....	8
当升科技（300073）：厚积薄发，顺势而为，高镍正当时.....	8
精锻科技（300258）：顺应变速箱升级趋势，深度打入合资供应链.....	9
星宇股份（601799）：车灯升级趋势明显，业绩维持高速增长.....	10
上汽集团（600104）：跨越周期，逆势扩张	10
风险提示	11

插图目录

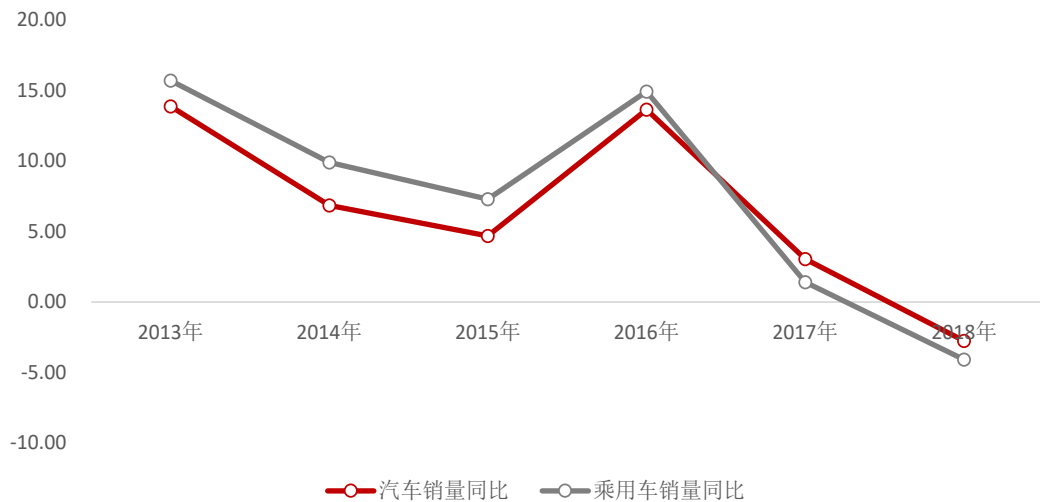
图 1：2018 年汽车销量同比下降 2.76%（单位：%）	3
图 2：申万汽车业绩预告及快报披露情况（截止 20190218）	3
图 3：商誉减值准备叠加 Q4 汽车销量大幅下滑影响上市公司业绩	4
图 4：重点公司业绩预告（快报）情况.....	4
图 5：2018 年新能源车销量同比增长约 62%.....	4
图 6：锂电池产业链 30 家公司业绩预告及快报情况	5
图 7：重点公司业绩预告（快报）情况.....	6
图 8：2018 年 Q1 基数相对较高.....	6
图 9：2019 年 1 月汽车销量同比下降 15.8%.....	6
图 10：2019 年 1 月新能源车销量同比增长 138%.....	7

2018 年业绩预告总结：整体业绩承压，持续分化

汽车股业绩整体承压，龙头表现优于行业

2018 年汽车销量承压，全年负增长。由于购置税优惠退出、房地产挤压、宏观经济担忧等因素，2018 年汽车消费不及预期，全年销量同比下降 2.76%，尤其是 2018 年 9 月以来，9、10、11、12 月汽车销量同比分别下降 11.55%、11.7%、13.86%、13.03%。

图 1：2018 年汽车销量同比下降 2.76%（单位：%）



资料来源：中汽协，东莞证券研究所

中小创业业绩预告披露完毕。参考申万汽车分类，剔除 B 股之外，共计 171 只，截止到 2019 年 2 月 18 日，约 63% 的公司披露了上市公司业绩预告及快报。

图 2：申万汽车业绩预告及快报披露情况（截止 20190218）

板块	公司数量	预告(快报)家数	预告(快报)率
深交所	主板	15	57.7%
	中小板	42	100.0%
	创业板	20	100.0%
上交所	83	30	36.1%
合计	171	107	62.6%
整车	23	17	73.9%
零部件	126	78	61.9%
其他	22	12	54.5%
合计	171	107	62.6%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

整车分化严重，零部件受商誉减值影响大。根据申万分类，汽车板块合计 107 家披露业绩预告及快报，根据我们计算，共计实现归母净利润（加权平均）479 亿元，同比下降 34.73%，较 2018 年前三季度跌幅继续扩大。2018 年整车板块共计 17 家上市公司实现加权平均归母净利润为 396 亿元，同比 2017 年下降 22.3%，较 2018 年前三季度增速跌幅扩大。零部件板块共计 78 家披露业绩预告及快报，2018 年共计实现加权平均归母净利润 116.7 亿元，同比下降 42.58%，比较 2018 年前三季度业绩，Q4 这 78 上市公司整体亏损，主要受商誉减值拖累。比如东方精工因收购普莱德计提约 31-41 亿元减值准备，富临精工因收购升华科技计提约 15.5 亿元商誉减值准备，猛狮科技计提约 5-6 亿元商

誉减值准备。

图 3：商誉减值准备叠加 Q4 汽车销量大幅下滑影响上市公司业绩

板块	预告 (快报) 家数	预告业绩平均 数 (亿元)	同比	2018年前三季度 同比	2018年前三季度归 母净利润 (亿元)
整车	17	396.14	-22.28%	-14.48%	318.28
零部件	78	116.74	-42.58%	5.51%	166.28
其他	12	-33.59	-257.78%	-51.79%	6.44
合计	107	479.29	-34.73%	-9.60%	491.00

资料来源：Wind，东莞证券研究所

从个股来看，龙头呈现较强的抗风险能力，表现强于行业。整车龙头上汽集团预计 2018 年实现归母净利润 360 亿元，同比增长 4.6%，预计扣非归母净利润约 324 亿元，同比下降 1.5%。零部件龙头潍柴动力预计实现归母净利润 74.89 亿元-88.51 亿元，同比增长 10%-30%，表现强劲。精锻科技预计实现归母净利润 2.9 亿元-3 亿元，同比增长约 16%-20%，表现好于行业。整体来看，个股分化较为严重，细分领域龙头表现较好。

图 4：重点公司业绩预告（快报）情况（单位：亿元）

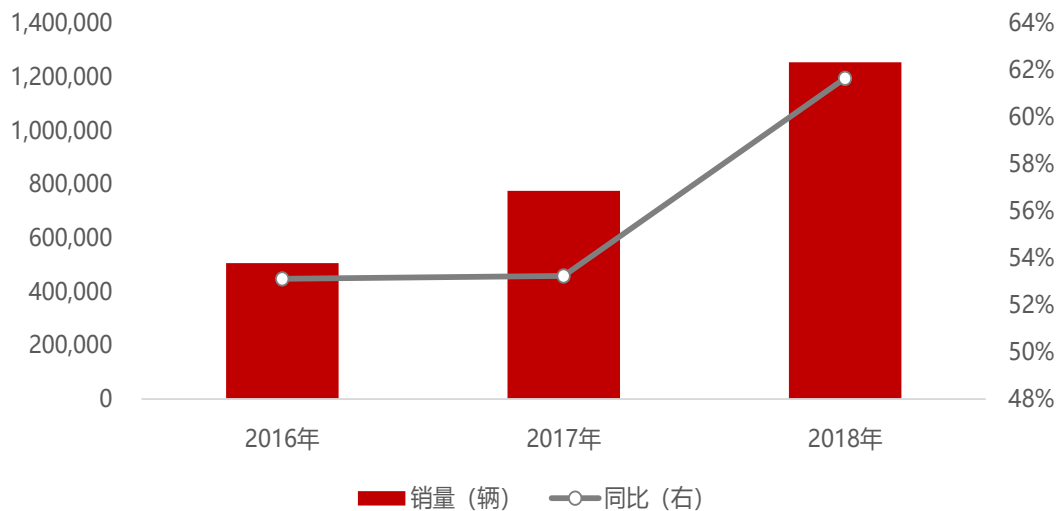
代码	公司	上限	下限	加权平均	同比(2018年)	2018年Q4	2018Q4同比
002594.SZ	比亚迪	31.27	27.27	29.27	-28.02%	14.00	9.80%
600104.SH	上汽集团	360.00	360.00	360.00	4.62%	83.28	-14.78%
601633.SH	长城汽车	53.54	53.54	53.54	6.50%	14.27	-33.54%
300258.SZ	精锻科技	3.00	2.90	2.95	17.84%	0.66	-3.22%
002126.SZ	银轮股份	3.89	3.58	3.73	20.00%	0.89	26.46%
601689.SH	拓普集团	8.01	7.43	7.72	4.55%	1.54	-17.38%
000887.SZ	中鼎股份	12.00	11.00	11.50	2.00%	0.99	-43.61%
000338.SZ	潍柴动力	88.51	74.89	81.70	20.00%	21.69	-1.65%

资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：同比增速及 2018 年 Q4 按照业绩上下限加权平均计算。

新能源车销量亮眼，锂电池产业链业绩持续分化

2018 年新能源车销量维持高速增长。2018 年，新能源汽车产销分别完成 127 万辆和 125.6 万辆，比上年同期分别增长 59.9%和 61.7%。其中纯电动汽车产销分别完成 98.6 万辆和 98.4 万辆，比上年同期分别增长 47.9%和 50.8%；插电式混合动力汽车产销分别完成 28.3 万辆和 27.1 万辆，比上年同期分别增长 122%和 118%；燃料电池汽车产销均完成 1527 辆。2018 年新能源车销量占汽车销量比重达 4.5%，渗透率持续提升。

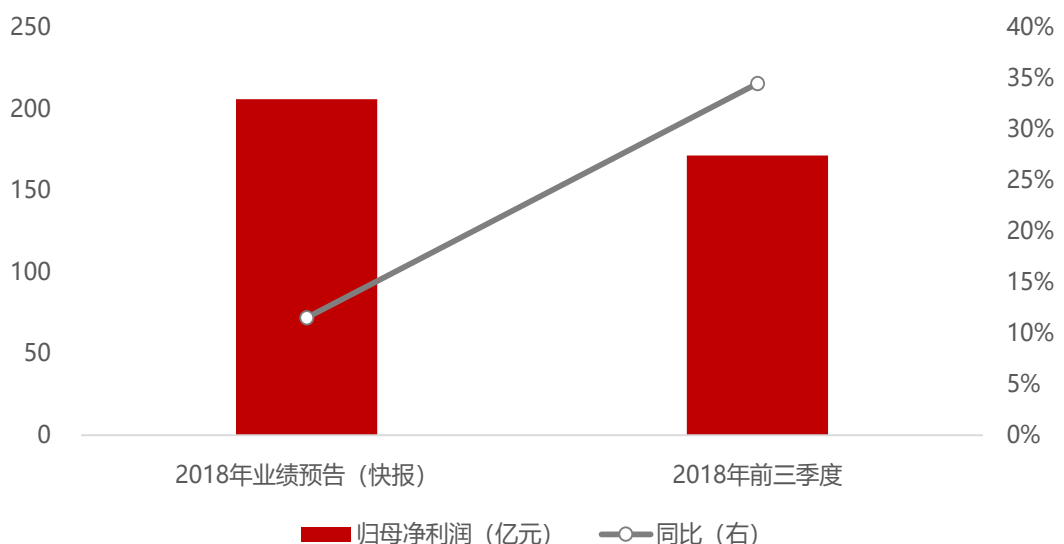
图 5：2018 年新能源车销量同比增长约 62%



资料来源：中汽协，东莞证券研究所

锂电池产业链业绩增速放缓，产业链持续分化。我们根据 wind 锂电池指数，选择 34 家主要锂电池产业链公司，其中 30 家已经公司了业绩预告，对产业链业绩具备较好的参考。30 家产业链公司共计实现归母净利润（预告上下限加权平均）206 亿元，同比增长 11.5%，较 2018 年前三季度的 34.5% 增速显著放缓。主要原因是上游锂、钴等价格下跌，拖累产业链业绩。

图 6：锂电池产业链 30 家公司业绩预告及快报情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

Q4 上游钴、锂板块表现较弱，其他板块内部分化。对产业链拆解之后，上游钴、锂由于价格回落，Q4 表现较差，对锂电池板块形成拖累。中游四大材料内部分化，电解液板块新宙邦表现较强，公司预计 2018 年全年归母净利润 3.23 亿元，同比增长 15.5%，其中 Q4 预计实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 51%。正极材料领域当升科技表现强势，预计全年实现归母净利润 3 亿元-3.3 亿元，同比增长 25.9%，扣非同比增长 95%-116%。电池板块的宁德时代表现较好，预计全年实现归母净利润 35.3 亿元-37.5 亿元，同比下降 3.3%-8.9%，扣非之后预计 29.9 亿元-31.76 亿元，同比增长 26%-34%，得益于公司市场份额持续提升。

图 7：重点公司业绩预告（快报）情况

	证券代码	证券简称	上限(亿元)	下限(亿元)	加权平均(亿元)	同比(2018)	2018Q4	2018Q4同比
隔膜	300568.SZ	星源材质	2.11	2.01	2.06	92.6%	0.27	79.5%
	002812.SZ	恩捷股份	5.36	5.36	5.36	243.7%	2.13	296.4%
钴	300618.SZ	寒锐钴业	7.51	7.01	7.26	61.5%	0.24	-82.2%
	300409.SZ	道氏技术	2.50	2.20	2.35	54.5%	0.23	-44.8%
正极	300073.SZ	当升科技	3.30	3.00	3.15	25.9%	1.10	64.1%
电解液	002709.SZ	天赐材料	5.04	4.74	4.89	60.5%	0.17	-38.0%
	300037.SZ	新宙邦	3.23	3.23	3.23	15.5%	1.15	51.2%
电池	300014.SZ	亿纬锂能	5.85	5.36	5.61	39.0%	1.82	126.8%
	002074.SZ	国轩高科	9.50	8.50	9.00	7.4%	2.41	21.5%
	300750.SZ	宁德时代	37.50	35.31	36.41	-6.1%	12.62	-3.5%
	300438.SZ	鹏辉能源	3.78	3.03	3.40	35.4%	0.71	22.5%
锂	002460.SZ	赣锋锂业	17.63	11.75	14.69	0.0%	3.63	-22.1%
	002466.SZ	天齐锂业	22.50	20.00	21.25	-0.9%	4.36	-30.4%
设备	300450.SZ	先导智能	8.33	6.72	7.52	40.0%	2.05	-20.7%
	300457.SZ	赢合科技	3.50	3.10	3.30	49.4%	1.22	51.5%

资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：同比增速及 2018 年 Q4 按照业绩上下限加权平均计算。

2019 年一季报展望：传统车压力仍大，锂电池预计表现较好

持续去库存叠加较大优惠力度等，预计 Q1 业绩继续承压

终端持续去库存叠加 2018 年 Q1 基数较高等，传统车 2019 年 1 季度业绩压力仍大。2018 年 Q1 汽车销量同比增长 2.79%，显著高于全年 2.76% 的下滑幅度。此外，由于目前仍处于去库存阶段，叠加较大优惠力度，预计车企盈利压力仍存。综上，我们预计 2019 年 Q1 传统车行业业绩压力仍存，但相较于 2018 年 Q4 明显好转。

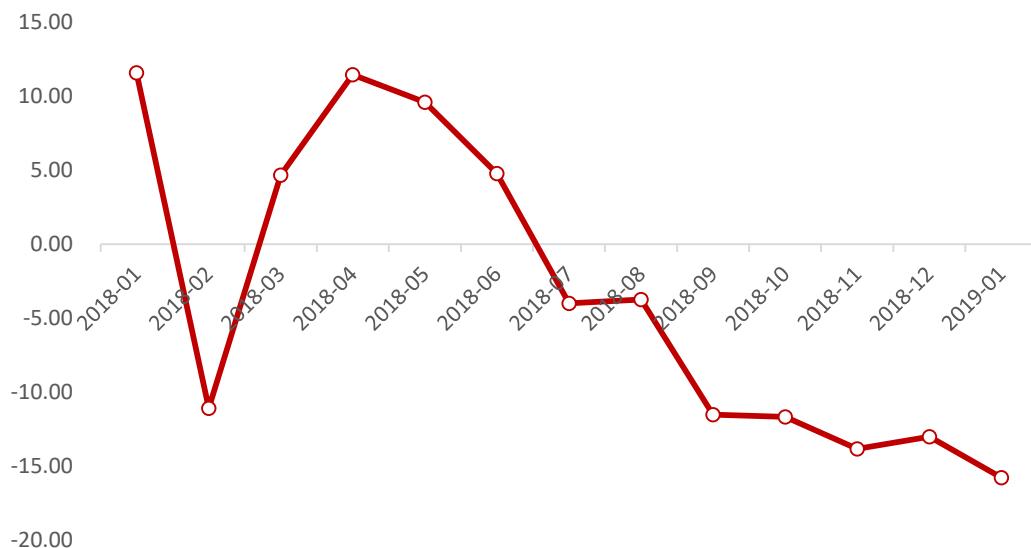
图 8：2018 年 Q1 基数相对较高

	2018Q1	2018H1	2018前三季度
营收(亿元)	6,503	13,099	19,372
同比	13.68%	12.28%	7.95%
归母净利润(亿元)	310	615	853
同比	1.23%	3.83%	-1.60%
归母净利润(扣非, 亿元)	264	500	673
同比	-5.90%	-4.55%	-12.48%

资料来源：Wind，东莞证券研究所 备注：按照申万分类剔除 B 股统计所得上表。

行业持续去库存，1 月汽车销量同比下降 15.8%。当前汽车行业各车企主动去库存，导致 1 月汽车销量大幅下滑。上汽集团 1 月销量同比下降 14.13%，广汽乘用车公司 1 月销量同比下降 44.64%。1 月经销商库存预警指数为 58.9，环比下降 7.2，低于去年同期的 67.2，仍处于较高位置，但行业正在向健康方向发展。

图 9：2019 年 1 月汽车销量同比下降 15.8%

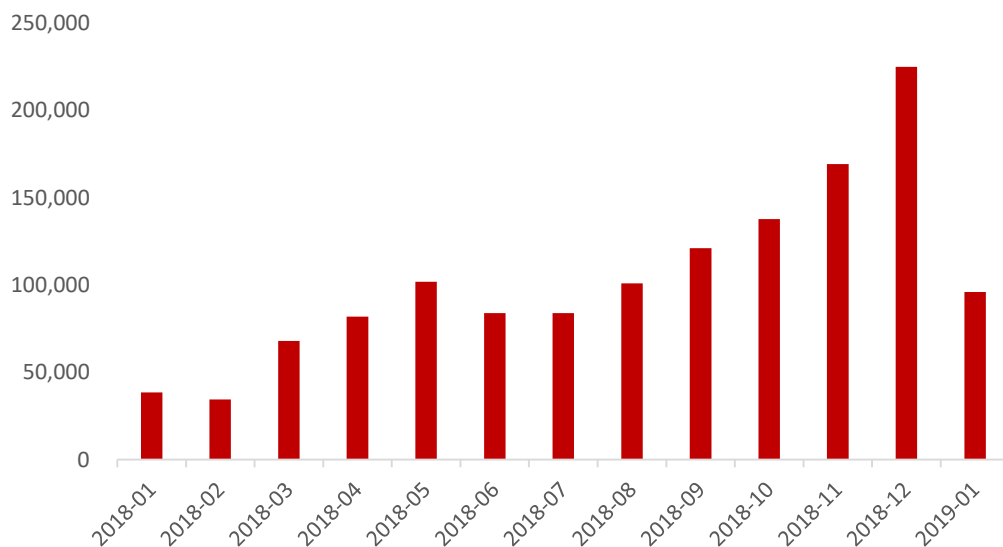


资料来源：中汽协，东莞证券研究所

得益于新能源车高增长，锂电池板块预计表现相对较好

1月新能源车销量达9.6万辆，同比增长138%，占2018年Q1的68%。1月新能源汽车产销分别完成9.1万辆和9.6万辆，比上年同期分别增长113%和138%。其中纯电动汽车产销分别完成6.7万辆和7.5万辆，比上年同期分别增长141.1%和179.7%；插电式混合动力汽车产销分别完成2.4万辆和2.1万辆，比上年同期分别增长59.9%和54.6%。

图 10：2019 年 1 月新能源车销量同比增长 138%



资料来源：中汽协，东莞证券研究所

新能源车高速增长背景下，带动锂电池需求快速提升。根据真锂研究，2019年1月动力电池装机量达4.98GWH，同比增长278%，环比下降约60%。其中宁德时代市场份额约41.42%，比亚迪约27.58%，国轩高科3.74%，亿纬锂能3.02%，孚能科技2.92%。由于电池需求快速增长，我们预计2019年Q1部分上市公司业绩将维持快速增长，建议重点关注电解液环节的新宙邦、正极材料环节的当升科技。

积极关注电解液、高镍正极、车灯、变速箱、整车龙头

虽然汽车行业业绩继续承压，但我们认为边际上预计逐渐好转，建议积极关注汽车行业优质标的，包括变速箱领域精锻科技、整车龙头上汽集团、车灯领域的星宇股份。此外，由于新能源车 1 月抢装明显，预计 Q1 维持高增长，带动中游材料环节销量持续增长，我们认为电解液环节价格企稳，价格有成本支撑，建议关注新宙邦，天赐材料。高镍正极材料未来趋势确定性高，需求旺盛，建议积极关注当升科技。

新宙邦（300037）：修炼内功，脚踏实地，进入业绩兑现期

季度业绩环比持续增长，逐渐兑现预期。公司全年实现营收 21.63 亿元，同比增长 19%，Q4 实现营收 6.12 亿元，同比增长 13%，环比增长 8% 左右。2018 年实现归母净利润 3.23 亿元，同比增长 15%，Q4 实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 51%，环比增长 32%。2018 年实现扣非归母净利润约 3 亿元，同比增长 13%，Q4 单季度实现约 1.1 亿元，同比增长 49%，环比增长 26%。公司分季度业绩呈现环比持续加速状态，业绩预期逐渐兑现，我们预计公司 Q4 电解液价格企稳反弹，公司毛利率有所提升。

多业务发力，有进攻有防守，电解液迎拐点可期待。公司目前形成了电容器化学品、锂离子电解液、氟化学品、半导体化学品四大业务，四大业务持续发力。电容器化学品得益于外部市场形势好转和公司新产品的竞争优势，公司持续享受电容器化学品业务市场份额提升带来的红利，是公司的现金牛业务。公司半导体化学品业务持续放量，大客户持续开拓，是公司的进攻型业务。锂离子电池化学品受益于国内新能源汽车市场的持续增长，销售订单持续增长，推动公司营业收入稳定增长。此外，锂离子电解液目前价格企稳，迎拐点可期。公司有机氟化学品业务因国际市场新客户的顺利开发和国内销售的快速增长，同比实现了大幅增长。整体上来看，公司目前业务线条进攻型防守型兼备，2019 年业绩持续发力值得期待。

投资建议：维持“推荐”评级。公司拟非公开发行募资 10 亿元，在锂电池电解液及氟材料领域深度布局，目前公司已在电解液、氟材料领域地位凸显，本次深度布局有望进一步巩固公司市场地位，向全球发力。我们认为公司在精细化学品领域沉淀深厚，对行业理解到位，技术储备丰富，管理层兢兢业业，厚积薄发，顺势而为，围绕核心业务前瞻性布局。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.87 元、1.12 元，对应 PE 为 30 倍、24 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：新产能投产不及预期；客户开拓不及预期；新能源汽车产销不及预期；电解液价格超预期下滑。

当升科技（300073）：厚积薄发，顺势而为，高镍正当时

产品持续畅销，供不应求，Q4 业绩超预期。公司预计全年实现归母净利润 3 亿元-3.3 亿元，同比增长约 20%-32%，扣非后预计实现归母净利润 2.85 亿元-3.15 亿元，同比增长 95%-116%。预计 Q4 单季度实现归母净利润 0.95 亿元-1.25 亿元，同比增长 42%-87%，扣非后预计 0.89 亿元-1.19 亿元，同比增长 43%-92%，环比变动区间为-1%+32%。对比 wind 一致预期，公司 2018 年全年业绩超预期，幅度约 5%-15%。公司业绩超预期主要原因包括正极材料产能充分释放，产品持续畅销，新产品快速放量。

高续航诉求不改，三元正极快速迭代，高镍正当时。根据高工锂电数据，2018年动力电池装机量约57GWH，同比增长56%，其中三元装机量约30.7GWH，同比增长92%，磷酸铁锂装机量约21.57GWH，同比增长约20%，三元需求快速增长。补贴政策倾向于高能量密度动力电池，电动车自发性需求提升，三元装机量快速提升，拉动三元正极材料快速增长。2018年前三季度，正极材料总产量为18.6万吨，其中三元产量为9.41万吨，同比增长55%。三元正极材料快速迭代，目前由523为主，预计2019年补贴政策依旧侧重于技术升级，鼓励高能量密度车型，622、811将成为主流，相较于523、333，高镍技术含量更高，盈利能力更强。公司2019年约8000吨高镍三元产能释放，目前已经进入宁德时代、比亚迪、比克等主流动力电池厂商，产能消化有保障。

技术领先企业抢占先机，行业集中度有望提升。正极材料在四大锂电材料中价值最大，且是当前决定动力电池能量密度最关键的材料。2018年Q3，隔膜、电解液、负极三大材料CR5分别为60%、76%、76%，而正极材料约为36%，竞争格局分散。当升科技技术领先，伴随正极材料快速迭代，公司有望抢占先机，分享行业高速增长的同时抢占弱势企业市场份额。

投资建议：维持“推荐”评级。成立至今，公司专注于正极材料的研发、生产、销售，技术背景雄厚，底蕴较深，已拿下国际化优质客户。目前公司产品供不应求，产能不足，伴随2019年产能释放，高镍三元需求快速增长，公司有望进入成长2.0时代。长期来看，公司技术储备较为丰富，后劲足。预计公司2018年、2019年EPS分别为0.72元、0.97元，对应PE分别为42倍、31倍。

风险提示：高镍需求不佳；商誉减值；原材料价格波动；产能释放节奏低预期；新能源车推广不及预期。

精锻科技（300258）：顺应变速箱升级趋势，深度打入合资供应链

Q4汽车销量疲软、宁波太平洋电控业绩不达预期等因素导致公司业绩低预期。公司全年预计实现营收12.64亿元，同比增长约12%，公司出口维持较高增长，营收增速达23%，国内营收增速约10%。Q4单季度实现约3.11亿元营收，同比下降约5%，环比增长约1%；Q4营收显著放缓，主要原因是下游汽车消费不及预期，汽车销量跌幅较大，Q4下降幅度超过10%。公司预计全年归母净利润为2.9亿元-3亿元，同比增长16%-20%，扣非后实现归母净利润2.71-2.81亿元，同比增长16%-21%；Q4单季度实现扣非归母净利润0.6-0.7亿元，同比变动约-3%至+13%。全年受产品年降、原材料价格上涨等因素，毛利率同比有所下降。公司业绩增速高于营收增速，主要源于公司费用控制良好，销售费用率及财务费用率同比有所下降。全年来看，公司业绩不达预期，主要源于Q4国内汽车销量低迷以及宁波电控受主要客户整车销售下滑影响，业绩未达预期。

公司客户优质，弱周期背景下抵御行业风险能力值得期待。2018年前三季度，我们计算的92家零部件公司实现营收4953亿元，同比增长约15%，实现扣非归母净利润约265亿元，同比增长约3.5%，精锻科技业绩增速显著高于行业。公司Q4业绩同比增速低，与2017年基数较高有一定关系。2018年1-11月汽车销量同比下降1.65%，其中10、11月销量同比分别下降约12%、14%，行业终端需求低迷，处于去库存阶段，竞争加剧，盈利下滑。但公司客户结构良好，囊括大众、通用、丰田、福特、吉利、奔驰等国际化车企，抵御行业风险能力较强。根据规划，2018-2020年，大众将密集投放37款全新/换代车型，开启新一轮强势产品周期，公司目前已经配套大众全球6个工厂（国内三个，欧洲三个），有望受益于大众超级周期。

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。公司在大众的配套份额上有望逐渐提升，分享大众新一轮新车投放带来的红利。此外，公司在新能源领域积极布局，为长期发展做好充分储备。由于汽车市场低迷，我们下调公司盈利预测，预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.73 元、0.88 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：客户开拓不及预期；竞争加剧；汇率波动；贸易战。

星宇股份（601799）：车灯升级趋势明显，业绩维持高速增长

业绩维持高速增长，Q3 扣非同比+55%。公司前三季度实现营收 37.24 亿元，同比增长 24%，实现归母净利润 4.39 亿元，同比增长 36%，实现扣非业绩 3.9 亿元，同比增长 39%。单季度来看，公司 Q3 实现营收 12.74 亿元，同比增长 27%，环比基本持平；Q3 实现扣非归母净利润 1.22 亿元，同比增长 55%，环比下降 20%。公司 Q3 毛利率为 20.82%，较 Q2 下降 1.32pct，同比下降 1.19pct。公司 Q3 经营活动现金流净额为+3.41 亿元，回款质量高。

车灯升级趋势明显，公司卡位优质赛道。随着对汽车安全、配置等日益提升，LED 车灯取代卤素灯、疝气灯成为趋势。公司专注于车灯的研发生产销售，在车灯领域有深厚的项目开发能力，经验丰富，客户优质。LED 车灯单车价值较传统的卤素灯、疝气灯显著提升，公司占据优质赛道，成长路径清晰。

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。公司客户优质，卡位优质赛道。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 2.23 元、2.89 元，对应 PE 分别为 25 倍、19 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：客户开拓不及预期；汽车产销不景气导致下游需求不及预期；竞争加剧。

上汽集团（600104）：跨越周期，逆势扩张

主动去库存、优化结构导致 1 月销量承压。上汽大众 1 月销量 19 万辆，同比下降 11%，环比增长 11.75%，产量为 16.2 万辆，低于销量且同比下降幅度为 19.73%。上汽通用销量 18 万辆，同比下降 10.96%，环比增长约 5%，产量 18 万辆，同比下降约 21%。上汽自主销量 6 万辆，同比下降约 18%，环比下降约 14%。通用五菱销量 16 万辆，同比下降 20%，环比下降 29%。集团整体 1 月销量 61.15 万辆，同比下降 14%，环比下降 7%。由于公司主动去库存，优化结构导致公司 1 月销量承压，实际上公司 1 月终端零售同比数据显著好于-14%。1 月经销商库存预警指数为 58.9，环比下降 7.2，低于去年同期的 67.2，仍处于较高位置，但行业正在向健康方向发展。

弱周期背景下，上汽集团逆势扩张逻辑仍存。受去杠杆、对宏观经济担忧、贸易战等等因素影响，2018 年汽车消费低迷，根据中汽协数据，2018 年乘用车销量同比下降 4.08%，上汽集团增长 1.75%，占乘用车比重由 2017 年的 28%进一步扩大到 29.7%，预计 2019 年上汽表现依旧优于行业，继续扩张逻辑仍存。公司历年 1 月销量占全年比重均值（2010 年-2018 年）为 9.59%，考虑到春节因素及政策干扰，2019 年预计类似于 2012 年，不考虑 2019 年后续政策刺激因素，以 2012 年 1 月销量占全年销量比重（8.5%）测算，预计公司 2019 年全年销量增速约 2%。

业绩稳健，高股息率，具备一定吸引力。2013 年以来，公司股利支付率均超过 50%，在约 50%-60%之间，参考 2018 年归母净利润 360 亿元，假设 2018 年公司分红率约为 60%

(2016 为 60%，2017 为 62%)，按照当前 (20190214) 收盘价计算，股息率为 6.7%。预计 2019 年行业弱复苏，上汽集团抗风险能力较强，目前公司 PE (TTM) 为 8.6 倍，PB 为 1.4 倍。公司 2017 年定增发行价为 22.8 元/股，考虑到资金成本 (假设年化 10%) 及 2017 年、2018 年分红之后，成本价约 24.1 元/股，当前股价在此成本价上方约 13%。

投资建议：维持“谨慎推荐”评级。公司作为整车龙头，抵抗行业风险能力强，具备强大的资金实力、销售渠道、技术能力及产品持续开拓能力，有望继续实现超越行业的销量增长。根据我们对历史数据复盘，弱周期下稳健龙头取得相对收益确定性更高。考虑到行业因素，公司业绩压力仍存，下调业绩预测，预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 3.08 元、3.13 元，对应 2019 年 PE 为 8.7 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：汽车产销不及预期；竞争加剧导致盈利能力下降风险；贸易战；宏观经济波动。

风险提示

- (1) 汽车产销不及预期；
- (2) 贸易战升级；
- (3) 原材料价格上涨；
- (4) 新能源车补贴退坡风险及推广不及预期风险；
- (5) 新能源中游环节价格及技术升级不及预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn