

艰难时点信念不变，紧跟确定成长两条主线

2019年06月03日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
汽车	-11.10	-6.67	-18.97
沪深300	-7.19	-3.14	-3.68

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

李文瀚

liwh1@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-89955753

相关报告

- 《汽车：汽车行业2019年5月行业跟踪报告：需求政策双重压制，汽车销量继续低迷》 2019-06-03
- 《汽车：汽车行业2019年4月行业跟踪报告：汽车销量有望企稳，等待行业反转》 2019-04-25
- 《汽车：汽车行业点评：汽车行业的长期发展路径和短期压制因素》 2019-04-19

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
拓普集团	1.04	14.14	1.12	13.13	1.28	11.49	推荐
精锻科技	0.64	19.86	0.79	16.09	0.96	13.24	推荐
广汇汽车	0.40	10.85	0.59	7.36	0.67	6.48	推荐
银轮股份	0.44	17.14	0.48	15.71	0.54	13.96	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 2019年上半年汽车销售持续低迷，行业复苏仍需时日。汽车行业延续了2018年四季度的消费不振趋势，2019年前四月累计销量同比下滑14.6%。按用途划分，各类车型中仅商用车中的货车实现微增，其他均明显下滑。经销商库存在3月下落后，4月份重回高位，短期库存去化压力较大，表明行业复苏仍需时日。
- 营收、利润负增长，但研发投入比例提升带来后劲。除汽车零部件外，各子板块2019Q1出现了历史罕见的营收负增长，净资产收益率和净利率也全面下滑。可喜的是虽然汽车市场景气度下行，但行业内公司对研发的投入不降反升。我们认为全球汽车消费的核心市场在国内，靠近消费市场的产品设计优势叠加研发投入增加带来的产品质量提升，将推动我国汽车行业的持续发展。在重视研发的趋势下，国内汽车行业有望重走消费电子产业链发展之路，实现最终的进口替代。
- 行业下行周期内，板块年内出现单边行情可能性较小，关注的投资主线为确定性强和市场潜力大的细分领域。确定性强板块，建议关注受双积分政策驱动明显的新能源汽车产业链，以及受消费者偏好影响明显的德系、日系和高端品牌产业链。潜力市场板块，建议关注汽车市场增量需求，对应无人驾驶配套产业链和汽车后市场产业链。
- 汽车行业目前PB估值处于7年来估值后10%分位，2019年下半年销量有望止跌企稳，予以行业“同步大市”评级。预计2019年汽车销量增速在-5-0%区间，汽车销量于四季度转正。建议降低利润增长对投资决策的影响权重，将关注的重点放在公司资产质量上来，对优秀公司进行底部布局。2019年下半年汽车行业投资策略总结为：（1）维持板块配置比例不变。在悲观预期影响下，任何政策利好和销量增长都将成为行业催化剂；（2）选择短期确定性高或未来增量市场空间大的个股，关注配置德系、日系及高端汽车品牌产业链核心供应商精锻科技；布局业绩短期下滑，但资产质量优秀、主营业务处于增量市场的个股拓普集团、银轮股份、广汇汽车。
- 风险提示：2019年汽车销量持续下滑；新能源、无人驾驶技术应用不达预期；居民杠杆率提升导致消费不振。

内容目录

1 2019 年汽车销量：需求不振，行业复苏仍需时日	4
1.1 乘用车：按品牌、级别分类，日德系、高端车型更受市场青睐	4
1.2 商用车：基建拉动，货车销量略超预期	5
1.3 新能源汽车：补贴退坡在即，盈利压力增大	6
1.4 汽车经销商：新车销售不振，库存处于高位	7
2 2019 年市场行情：汽车指数落后大盘，估值位于底部区间	8
2.1 申万汽车指数：先扬后抑，落后上证指数	8
2.2 行业估值：PB 估值位于本轮周期底部区域	9
3 2019 年行业盈利变化：营收罕见下滑，盈利能力有所恢复	10
3.1 营业收入：受汽车销量下滑影响，营收、利润增速双降	10
3.2 盈利能力：减税影响显现，净利润率下滑收窄	12
3.3 研发费用率：研发费用率逐年提升，为发展积攒后劲	13
4 投资主线：确定性和成长性并重	14
4.1 确定性：新能源汽车——政策决定基盘	15
4.2 确定性：轻量化——需求推动增长	16
4.3 成长性：无人驾驶——新功能加持，有望提升单车售价	18
4.4 成长性：汽车后市场——完善服务，开启存量市场红利	19
5 投资策略	22
6 行业评级和重点关注公司	22
6.1 行业评级：同步大市	22
6.2 重点关注公司	23
6.2.1 拓普集团（601689）：客户优质，产品线完备	23
6.2.2 精锻科技（300258）：下游需求增加叠加产能释放	23
6.2.3 广汇汽车（600297）：销售高端化增强盈利能力，后市场业务发展平滑利润波动	24
6.2.4 银轮股份（002126）：关注乘用车、新能源车对业绩贡献	25
7 风险提示	26

图表目录

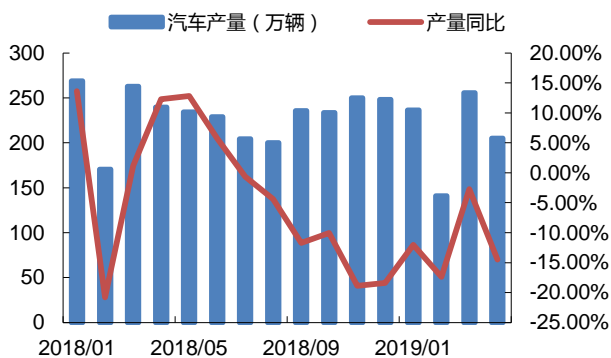
图 1：2018-2019 年 4 月汽车月度产量及同比增速	4
图 2：2018-2019 年 4 月汽车月度销量及同比增速	4
图 3：2018-2019 年 4 月乘用车按品牌国别划分销量变化	5
图 4：2018-2019 年 4 月乘用车按级别划分销量变化	5
图 5：2018-2019 年 4 月客车月销量及同比变化	6
图 6：2018-2019 年 4 月货车月销量及同比变化	6
图 7：基建投资加速拉动货车销售	6
图 8：新能源客车销量增长放缓	6
图 9：我国新能源汽车销量及增速	7
图 10：2012-2019 年 4 月经销商综合库存系数	8
图 11：申万汽车及全市场主要指数 2019 年走势	9
图 12：截至 2019 年 5 月 20 日申万汽车板块行业涨幅（总市值加权平均）排名第 25	9
图 13：申万汽车行业及主要指数 PE 估值（TTM）	10
图 14：2014-2019Q1 申万汽车行业营收及增速	10

图 15: 2014-2019Q1 申万汽车行业归母净利润及增速.....	10
图 16: 2018 年汽车板块个股归母净利润涨幅区间占比.....	11
图 17: 2019Q1 汽车板块个股归母净利润涨幅区间占比.....	11
图 18: 申万汽车二级板块 2018 年、2019Q1 营收增速.....	12
图 19: 申万汽车二级板块 2018 年、2019Q1 利润增速.....	12
图 20: 2016-2019Q1 申万汽车板块销售毛利率、净利率和期间费用率.....	12
图 21: 2016-2019Q1 汽车二级行业净资产收益率 (ROE).....	13
图 22: 2014-2018 年汽车子板块研发支出占营收比例.....	14
图 23: 2019 年下半年投资主线.....	15
图 24: 北美轻型汽车单车用铝量持续增长.....	17
图 25: 2015-2025 年中国汽车铝合金用量预测.....	17
图 26: 无人驾驶技术涉及供应商.....	19
图 27: 汽车后市场主要业务.....	20
图 28: 2013-2017 年汽车经销商贷款余额和贷款购车数量.....	20
图 29: 2007-2018 年我国机动车保有量.....	21
图 30: 2011-2019 年二手车月销量.....	21
图 31: 2019 年一至四季度汽车产量预测.....	23
表 1: 2017 年国外、国内整车厂研发费用率.....	14
表 2: 2018-2020 年满足双积分所需新能源乘用车产量测算.....	15
表 3: 比亚迪秦 Pro 不同能源类型车型信息.....	17
表 4: 美国国家公路安全局 (NHTSA) 及美国工程师学会 (SAE) 自动驾驶分级标准	18

1 2019 年汽车销量：需求不振，行业复苏仍需时日

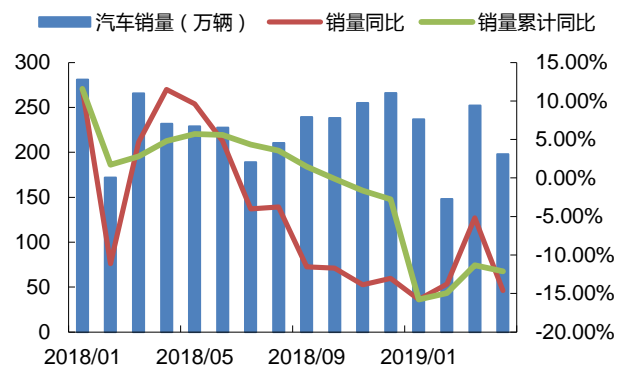
消费不振，政策扶持减弱，行业迎来近 20 年来最大考验。根据中汽协数据，2019 年 4 月汽车销量为 198 万辆，同比下降 14.6%。2019 年 1-4 月汽车整体销量为 835.3 万辆，同比下降 12.1%。其中乘用车前四月累计销量为 683.8 万辆，同比下滑 14.7%；商用车前四月累计销量为 151.6 万辆，同比增长 1.5%。自 2018 年 7 月以来，汽车市场经历了近 20 年来第一次连续 10 个月的单月销量同比下滑，行业景气度持续低迷，板块内公司经营均面临了巨大考验。我们认为本轮销量下滑幅度之大、持续时间之久是由多重因素共振的结果，行业复苏将是渐进缓慢的，影响因素包括：（1）需求不振：主要受对未来经济发展悲观预期影响，消费下滑；（2）政策扶持力度减弱：一方面是购置税减免等补贴政策的取消，另一方面是各地限牌和国五换国六抑制或延后的部分消费者的购车需求；（3）保有量拐点：在保有量达到千人 140 辆后，汽车销量增速换挡，由 10% 快速增长切换至 0-5% 的中慢速增长。而我国在 2018 年汽车千人人均保有量已突破 160 辆，年度汽车销量增长预期将被调低。

图 1：2018-2019 年 4 月汽车月度产量及同比增速



资料来源：Wind，财富证券

图 2：2018-2019 年 4 月汽车月度销量及同比增速



资料来源：Wind，财富证券

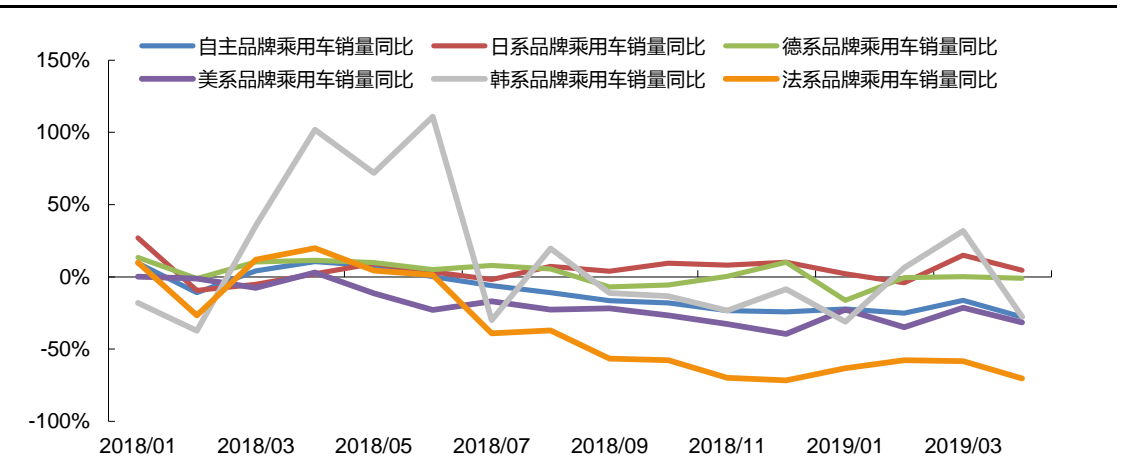
1.1 乘用车：按品牌、级别分类，日德系、高端车型更受市场青睐

虽然目前汽车行业仍处于周期底部，各大主机厂经营均面临较大挑战，但不同品牌、不同级别车型的销量表现各异，部分强势品牌甚至出现了销量同比增长，我们认为这种超出行业平均水平的表现带来了下半年的结构性投资机会。

按品牌分类，2018 年 7 月之前，各系品牌销量相近。但在行业出现明显下行的 8 月份之后，行业各系品牌按销量变化程度逐渐分化为三个梯队：（1）品牌力相对较强的日系、德系车企，在本轮的下行周期也基本维持的正向增长；（2）依靠性价比取胜，或是品牌底蕴深厚但近期有所下滑的自主、韩系和美系品牌，2019 年销量下滑在 20% 左右；（3）逐渐边缘化的法系品牌，在 2018 年 7 月后销量出现 50% 以上的崩盘式下滑。我们认为在下游销量有保证的情况下，年内应着重关注日系、德系产业链相关公司的投资机

会。

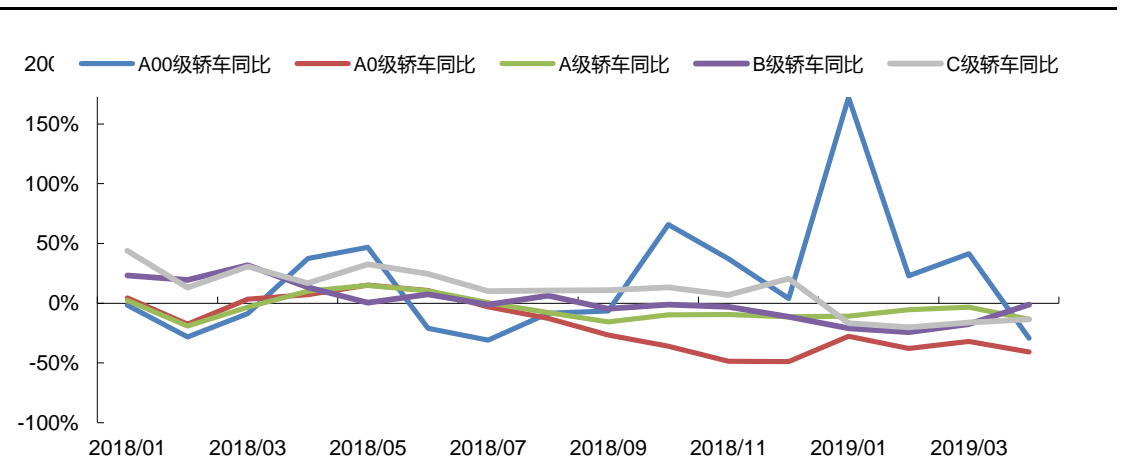
图 3：2018-2019 年 4 月乘用车按品牌国别划分销量变化



资料来源：Wind，财富证券

按级别分类，以轿车为例，虽然 A00 级车型在部分月份销量增速较快，但我们仍然更倾向于认为以 B 级和 C 级为代表的豪华车型在 2019 年将更受欢迎。在剔除 A00 基数较小导致部分月度增长超高的影响后，C 级车型的相对销量增速在 2018 年后几乎一直处于首位，表明本轮经济下行周期带来的汽车消费弱周期对高收入群体的影响相对有限，居民在购买汽车的消费升级逻辑依然较为清晰。我们认为 2018 年至今的经济下滑对汽车消费的影响是结构性的，高级别车型因其购买者收入水平更高所受影响较小，足以在经济增长预期下滑的环境下支撑销量，产品消费升级逻辑将继续延续。**谨慎看好高级别车型后续的销量，以及配套相关车型的产业链上下游企业。**

图 4：2018-2019 年 4 月乘用车按级别划分销量变化



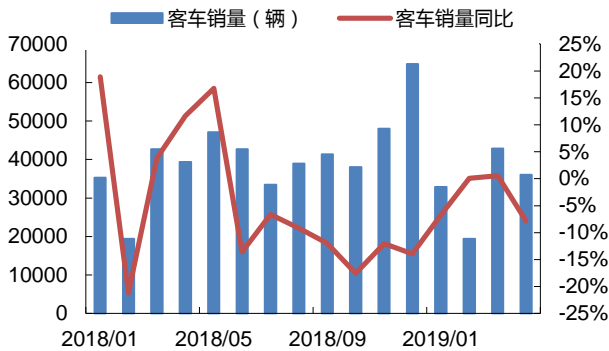
资料来源：Wind，财富证券

1.2 商用车：基建拉动，货车销量略超预期

根据中汽协数据，2019 年 1-4 月客车累计销量 13.1 万辆，销量同比下滑 4.03%；货车累计销量为 135.0 万辆，销量同比增长 2.40%。总体看商用车 2019 年前四个月销量略好于预期，主要是货车销量呈正增长所致。我们认为商用车两大细分板块客车和货车的

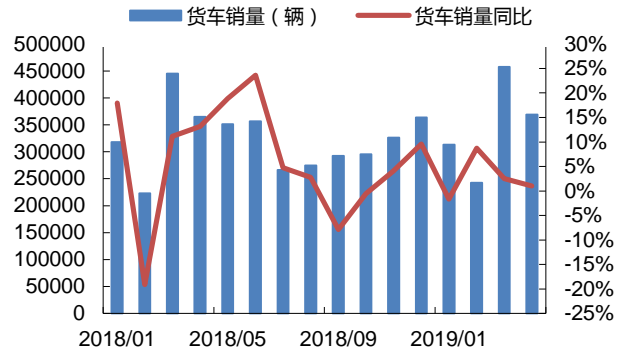
发展逻辑不同，因此造成了2018年6月后两者销量的差异。靠新能源汽车渗透率提升带动新车销售的客车，受限于新能源汽车补贴退坡影响，2018年6月至今的销量整体呈下行趋势。而受基建投资和物流影响的货车，得益于国家2018年下半年基建开支增加，销量持续维持正增长。我们认为2019年下半年新能源客车补贴继续退坡势在必行，仍然将压制客车销量，货车则受益于基建强周期，保持一定程度的增长，因此商用车板块中的货车，特别是与基建最为相关的重卡板块值得关注。

图 5：2018-2019 年 4 月客车月销量及同比变化



资料来源：Wind，财富证券

图 6：2018-2019 年 4 月货车月销量及同比变化



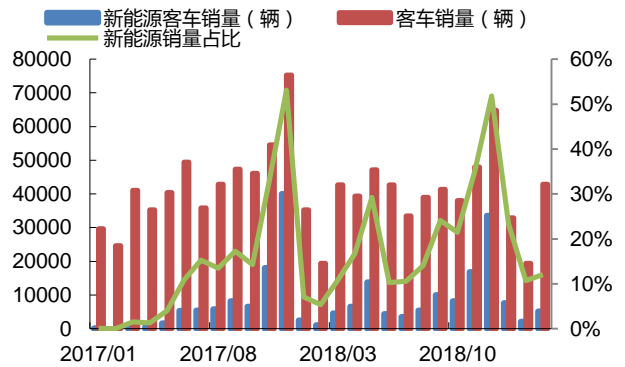
资料来源：Wind，财富证券

图 7：基建投资加速拉动货车销售



资料来源：Wind，财富证券

图 8：新能源客车销量增长放缓



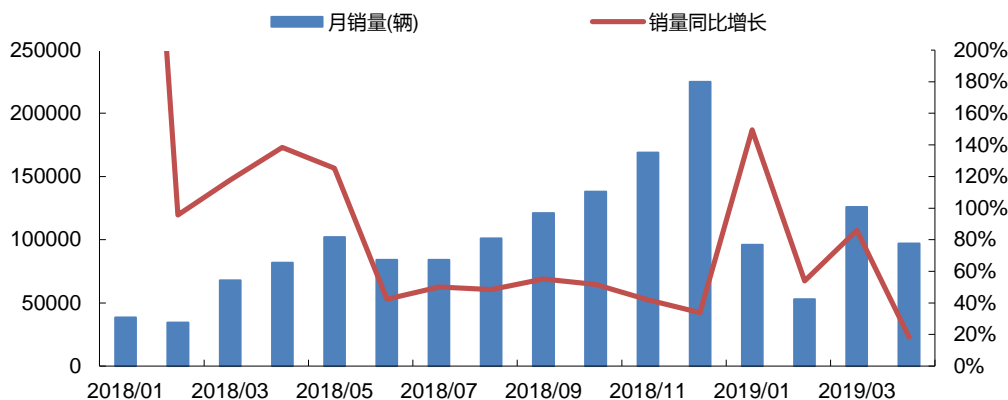
资料来源：Wind，ifind，财富证券

1.3 新能源汽车：补贴退坡在即，盈利压力增大

2018年，中国新能源汽车生产127.0万辆，销售125.6万辆，同比分别增长59.9%和61.6%，维持了近五年来的高速增长。2019年1-4月，新能源汽车累计销售36.8万辆，累计增长18.4%，虽然远高于行业增速，但累计呈逐月下滑趋势。我们认为2019年是新能源汽车行业的转折年，行业补贴已进入尾声，市场化竞争将更加充分，优胜劣汰的大幕业已拉开。但考虑到行业发展仍不成熟，不论技术和成本均与成熟的燃油车有一定差距，因此政策扶植减弱造成的销量下滑阵痛将持续一段时间，并深度影响行业的每个参与者。下半年新政正式执行，单车补贴将减少60%，主机厂前期依靠补贴盈利的模式将无以为继，部分企业被兼并和退出不可避免，龙头市占率有望继续提升。我们对中国新

能源汽车长期发展持乐观态度，认为产业链有望出现全球性领先企业。但年内在技术变革、成本下降缓慢、补贴退坡的多重压制下，产业链相关公司业绩将面临较大压力。

图 9：我国新能源汽车销量及增速



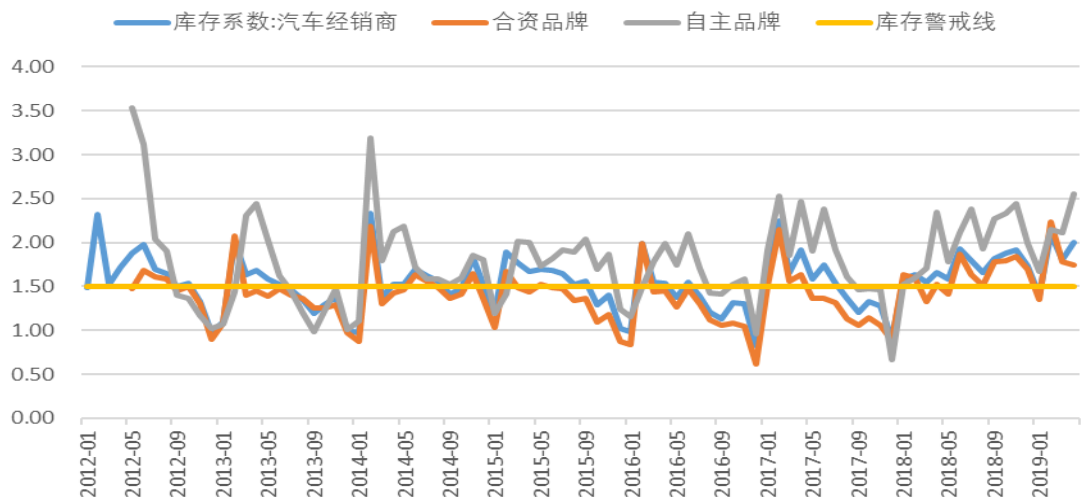
资料来源：Wind，财富证券

1.4 汽车经销商：新车销售不振，库存处于高位

汽车经销商一般作为汽车产业链的蓄水池，协助主机厂平抑月度的销售波动。在市场需求旺盛的周期，经销商可以通过加价或降低销售折扣大幅提升净利润。而在市场不景气时，经销商需要为主机厂承担一定库存压力，加大折扣出售商品。因此经销商成为了汽车产业链中弹性最大的子板块之一。在本轮连续 10 个月的行业销售下行周期中，经销商新车销售出现明显下滑，库存水平大幅提升。过高的库存一方面会占用经销商大量的运营资金，造成公司资金紧张和财务费用上升；另一方面经销商则将面临更大的存货减值风险。因此除非是销量不畅或是预期未来市场需求大幅提升，汽车经销商都不会提升库存水平。

根据以往经验，汽车经销商普遍在第四季度降低库存，为来年新品腾出空间。但受 2018 年下半年行业销售不景气影响，经销商综合库存系数提升至 1.50（库存/月销量）以上，并在 2019 年 4 月份达到了 2.0 附近。表明了汽车 2019 年一季度销量偏低，需求端不但无法消纳 2018 年的库存，而且又产生了新的淤积，经销商目前正面临较大的清库存压力。根据 2012-2017 年数据，在正常供需结构下，经销商库存最高点一般在每年 6 月份，最低点在下一年 1 月份，经销商去库存的周期在 6 个月左右。只有充分去除库存，经销商才能持续稳定向主机厂批发整车，作为蓄水池实现整车产业链的正常运转。就目前库存水平而言，我们认为整个汽车销售市场最快将在 2019Q4 达成合理库存水平，经销商的资金压力将减轻、毛利率也将提升，板块有望迎来拐点。

图 10：2012-2019 年 4 月经销商综合库存系数



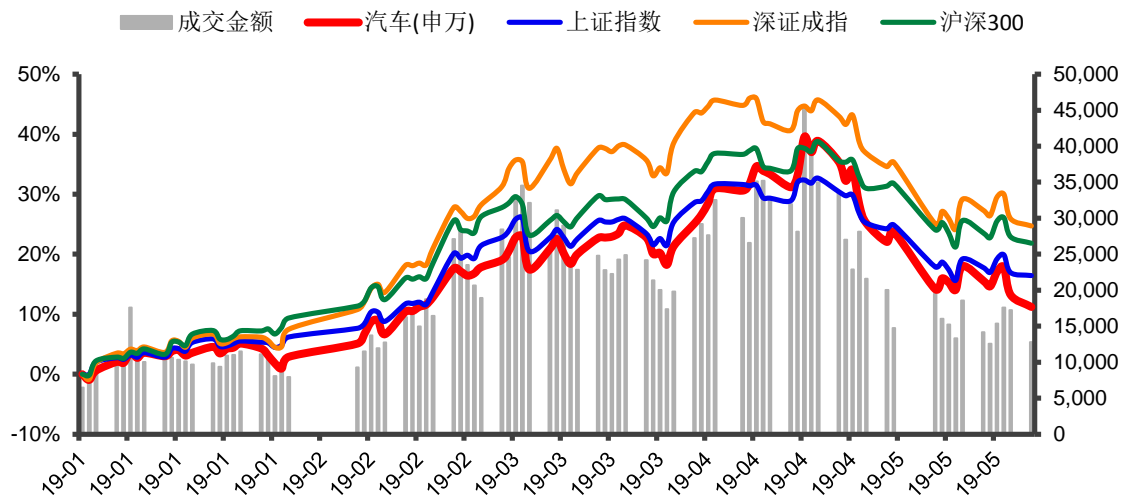
资料来源：Wind，财富证券

2 2019 年市场行情：汽车指数落后大盘，估值位于底部区间

2.1 申万汽车指数：先扬后抑，落后上证指数

自年初至今（1月1日-5月20日），申万汽车指数走势趋势与大盘相似，在4月中旬达到年内最大涨幅为39.57%，此后涨幅回撤至5月20日的11.21%；期间总涨跌幅落后于上证指数（16.44%）、深证成指（24.71%）和沪深300（21.83%）。2019年一季度全市场指数大幅反弹，我们认为主要是受市场持续低迷后的估值修复驱动。但直至4月中旬，汽车板块的涨幅多数时间逊于上证、深证和沪深300指数，最大的原因仍是前三月汽车销量同比持续下滑使得市场对2019年汽车行业发展持悲观态度。4月份板块指数受3月销量下滑大幅收窄影响，曾短暂的跑赢大盘，但随即中美贸易战升级，板块和整个市场重新步入下跌通道。从2019年4月份的汽车销量看，月度销量仍同比大幅下滑，我们认为汽车业的寒冬还将持续一段时间。特别是中美贸易战升级，使得消费者对未来经济增长不确定性预期，将显著压制居民对汽车、手机等可选消费品的购买。并且2019Q1房地产投资增速提升，也一定程度上消耗了居民的购买力。特别是目前购车主要群体的低线城市居民，购车与购房（首付）支出高度重合，而后续还贷支付的现金流也将显著延后车辆购置。整体看，我们对2019Q2汽车销量持悲观态度，但根据2018年年度策略报告测算，2019年下半年因去年同期低基数和上轮居民购房后存款水平将于2019Q3恢复常态，汽车销量仍有望实现月度正增长，全年维持-5%-0%的销量增速判断。

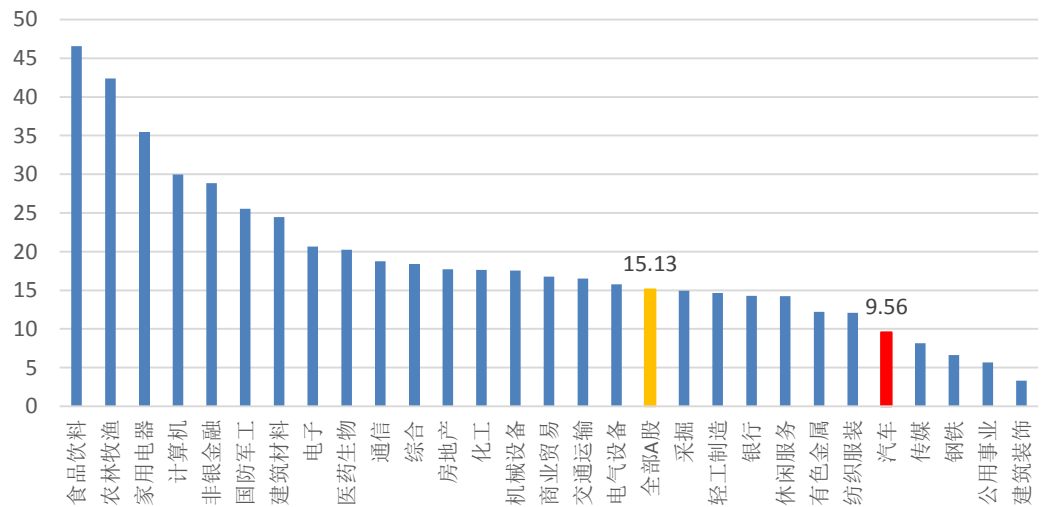
图 11: 申万汽车及全市场主要指数 2019 年走势



资料来源: Wind, 财富证券

截止至 2019 年 5 月 20 日, 申万全部一级子行业全部上涨, 汽车板块 (总市值加权平均) 涨跌幅为+9.56%, 全市场排名第 24 名, 较 2018 年继续下滑 1 名, 处于市场后四分之一水平, 落后全 A 指数 5.57pct。

图 12: 截至 2019 年 5 月 20 日申万汽车板块行业涨幅 (总市值加权平均) 排名第 25



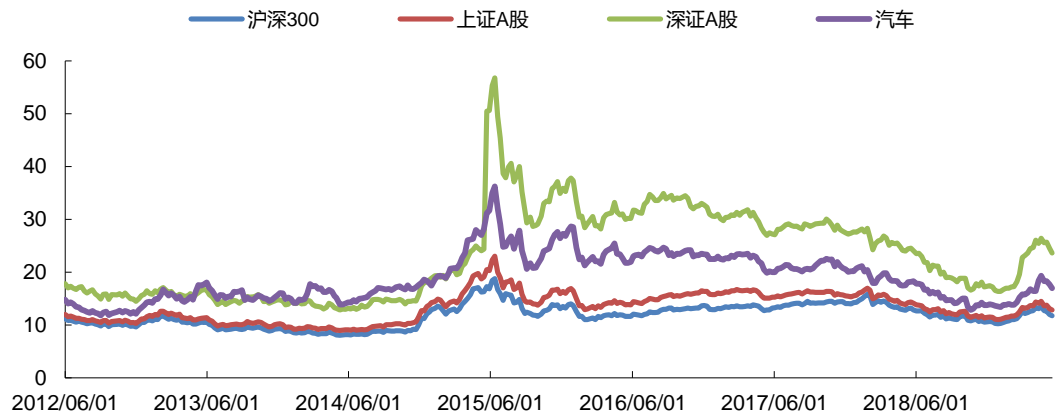
资料来源: Wind, 财富证券

2.2 行业估值: PB 估值位于本轮周期底部区域

截至 5 月 20 日, 汽车行业整体的 PE 估值 (历史 TTM, 整体法) 为 16.66 倍, 2012 年 6 月至今的中值为 17.87 倍。沪深 300、上证 A 股、深圳 A 股的 5 月 20 日 PE 估值分别为 11.75 倍、12.83 倍和 23.62 倍, 受 2019Q1 行业利润下滑影响, PE 估值水平有所上升。2012 年 6 月至今的估值中位数分别为 11.82 倍、13.60 倍和 21.70 倍, 行业相比沪深 300、上证 A 股和深圳 A 股的最新折溢价率分别为+44%、+32%和-28%, 分别位于历史估值溢价的后 34%、36%和 15%分位。

汽车行业整体的PB估值(LF, 整体法)为1.55倍, 2012年6月至今的中值为2.21倍, 受一季度估值修复影响, PB高于2018年水平。沪深300、上证A股、深圳A股的月中PB估值分别为1.38倍、1.36倍和2.38倍, 较2018年明显增加。2012年6月至今的估值中位数分别为1.49倍、1.56倍和2.69倍, 行业相比沪深300、上证A股和深圳A股的最新折溢价率分别为+15%、+16%和-34%, 分别位于历史估值溢价的后16%、17%和2%。

图 13: 申万汽车行业及主要指数 PE 估值 (TTM)



资料来源: Wind, 财富证券

3 2019 年行业盈利变化: 营收罕见下滑, 盈利能力有所恢复

3.1 营业收入: 受汽车销量下滑影响, 营收、利润增速双降

从行业增速来看, 申万汽车 171 家上市公司 (剔除 B 股) 2018 年实现营业收入 2.62 万亿元, 同比增长 2.59%, 增速继 2017 年后继续下滑; 实现归母净利润 895 亿元, 同比下滑 24.06%, 出现了自 2012 年以来的首次利润同比下滑, 并且下滑幅度高于市场预期。2019Q1 实现营收 6016 亿元, 同比下滑 6.87%, 是近十年来第一季度第二次出现营收同比下滑 (第一次在 2012 年); 实现归母净利润 226 亿元, 同比下滑 27.22%, 延续了 2018 年的盈利下行趋势。

图 14: 2014-2019Q1 申万汽车行业营收及增速

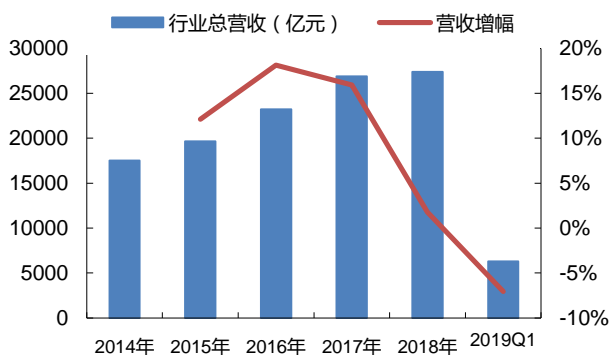
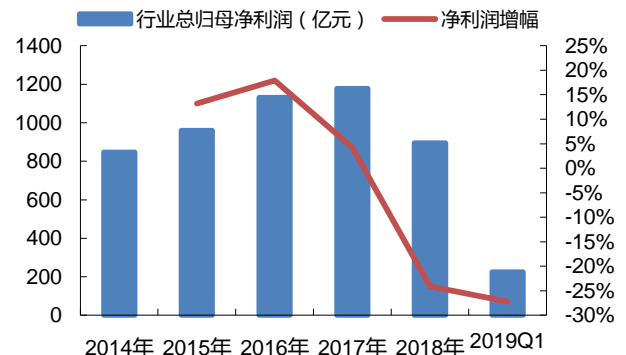


图 15: 2014-2019Q1 申万汽车行业归母净利润及增速

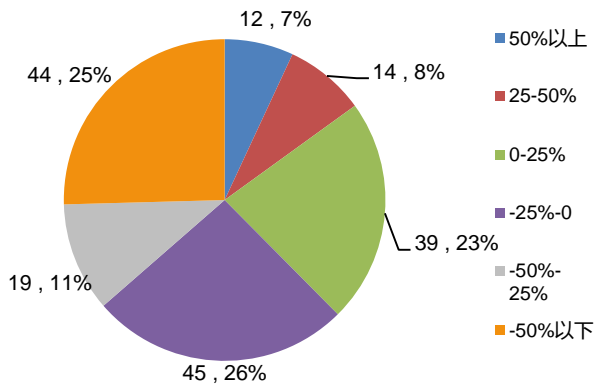


资料来源: Wind, 财富证券

资料来源: Wind, 财富证券

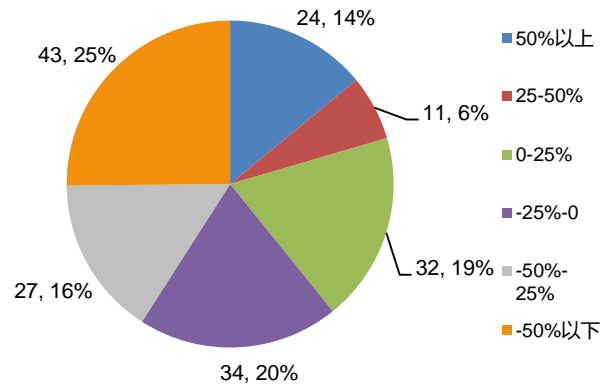
2018 年板块个股利润增幅显著分化, 归母净利润增速超过 50% 公司有 12 家 (占比 7%), 维持利润正增长的也仅有 67 家 (占比 38%), 占比不足 50%。其余大部分公司的业绩增速区间分别处于同比下滑 25%-0% (占比 26%) 和同比下滑 50% 以上 (占比 25%) 区间中。2019Q1 情况略有好转, 50% 以上增速公司比例提升至 14%, 但行业内利润同比正增长的公司比例并未出现明显的提升 (占比 39%)。我们认为 2018 年的汽车销售景气周期下行, 让行业大部分公司业绩承压, 亏损成为普遍现象。在进入 2019Q1 后, 行业状况未发生明显改变, 公司上半年经营将面临较大困难。至于 2019Q1 利润增幅超过 50% 比例翻倍, 主要是受去年同期低基数和 ST 公司保壳诉求影响, 不具有延续的逻辑。长期随着市场竞争加剧、行业增长放缓, 2018 年的利润增速占比结构可能会常态化, 数量相对较少的行业龙头因其技术、规模、成本优势获取更大市场份额, 业绩增速将快于行业平均水平。

图 16: 2018 年汽车板块个股归母净利润涨幅区间占比



资料来源: Wind, 财富证券

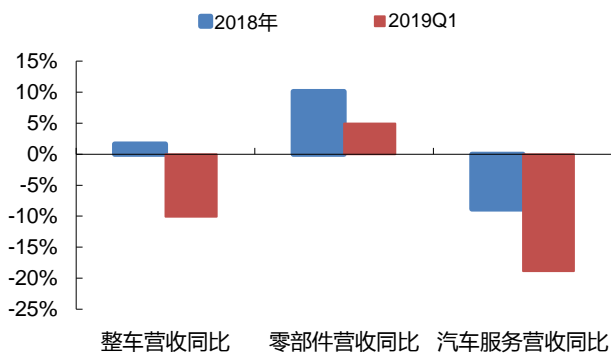
图 17: 2019Q1 汽车板块个股归母净利润涨幅区间占比



资料来源: Wind, 财富证券

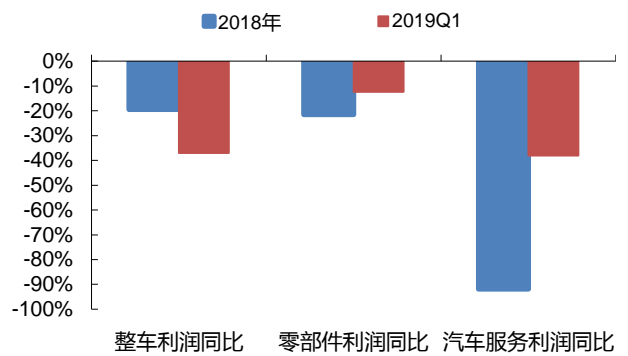
子行业来看, 2018 年汽车整车、汽车零部件和汽车服务板块营收分别同比变化+1.62%、+10.11%和-8.83%, 归母净利润同比变化-19.49%、+4.96%和-18.84%。在行业不景气的影响下, 各子板块均呈现营收增长放缓、利润大幅下滑的趋势, 板块间高度相关性显露无疑。2019Q1 营收继续下滑, 但除整车板块外, 利润下滑趋势有所收窄。汽车整车、汽车零部件和汽车服务板块营收分别同比变化-10.06%、+4.96%和-18.84%, 归母净利润同比变化-37.01%、-12.40%和-38.07%。仅有汽车零部件实现了 11.5% 的归母净利润增长, 其他子行业均出现一定程度下滑。我们认为 2019Q1 零部件和汽车服务板块利润同比下滑趋势收窄, 并不意味着行业底部反弹, 而是 2018Q1 低基数和行业内部利润分配调整所致。汽车行业各子板块分属上中下游, 整个行业营收均由汽车服务获得, 利润受整车企业分配。作为最重要景气指标的营收仍处于下滑阶段, 意味着短期内行业获取的总利润还将同比下滑。整车厂作为利润分配端, 2018 年已采取过向上下游压价的手段, 2019 年再次调价 (年降) 的空间较小, 因此只能内部消化销量下降带来的利润下滑影响, 造成了 2019Q1 除整车板块外的其他子板块利润下降收窄的状况。

图 18: 申万汽车二级板块 2018 年、2019Q1 营收增速



资料来源: Wind, 财富证券

图 19: 申万汽车二级板块 2018 年、2019Q1 利润增速

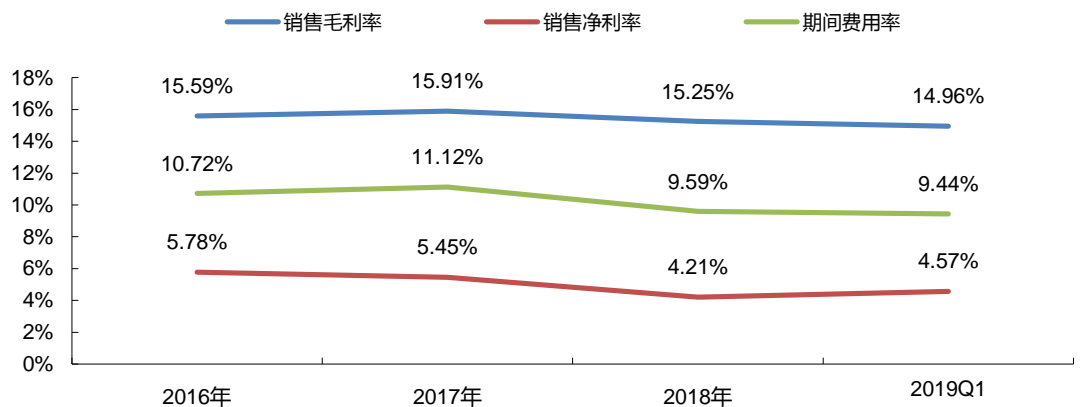


资料来源: Wind, 财富证券

3.2 盈利能力: 减税影响显现, 净利润率下滑收窄

2018 年汽车行业整体销售毛利率为 15.25%，净利率为 4.21%，同比分别下滑 0.66pct 和 1.24pct，期间费用率虽然出现明显下降，但我们倾向认为是会计准则变更导致的管理费用统计口径变化所致，实际中净利润下降幅度大于毛利率也间接验证了我们的判断。2019Q1 销售毛利率为 14.96%、销售净利率为 4.57%，分别较 2018 年下滑 0.29pct 和增加 0.36pct。2019 年在行业继续走弱的情况下，毛利率下滑符合我们的预期。汽车行业增值税先由 2017 年的 17% 下降至 2018 年的 16%，再下降至 2019 年的 13%，经我们测算对行业的利润率提升约 0.6pct。而实际净利率提升 0.36pct，可以认为是企业与消费者共同分享了这部分收益。2019 年的增值税率下调，可作为 2019 年至今的行业最大政策利好，有效的缓冲了汽车销量下滑的影响，为业内公司持续稳健发展构筑了良好的基盘。

图 20: 2016-2019Q1 申万汽车板块销售毛利率、净利率和期间费用率

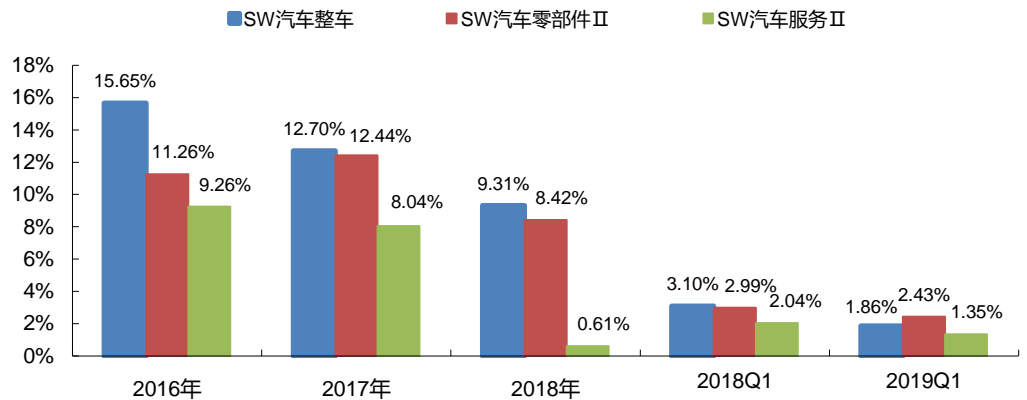


资料来源: Wind, 财富证券

从行业盈利能力来看，汽车行业子板块净资产收益率自 2016 年来持续下滑。其中汽车服务板块受周期影响最为显著，2018 年 ROE 仅为 0.61%，较去年同期大幅下降 7.43pct；整车及零部件降幅相对较小，但较去年同期也分别下降 3.39pct 和 4.02pct。进一步用杜邦分析拆分，总资产周转率下滑 9%，资产负债率略有提高，影响子板块 ROE 最大因素是

净利润同比下滑 29%。说明 2018 年行业下行未被大部分公司预判，产业内偏乐观的预期造成了固定资产投资快于营收增幅，使得行业总资产周转率的下降和固定资产折旧的提升。我们认为在本轮投产的影响仍将在 2019 年体现，需求的下滑叠加 2018 年在建工程转固的资产折旧，对 2019 年上半年行业的盈利能力产生较大压力，充分消解该影响有待销量重新增长。

图 21：2016-2019Q1 汽车二级行业净资产收益率（ROE）



资料来源：Wind，财富证券

3.3 研发费用率：研发费用率逐年提升，为发展积攒后劲

随着 2018 年汽车销量首次出现同比负增长，我国居民千人汽车保有量已迈向 160 辆大关，我们有理由认为行业增长最快的时期已经过去，未来的市场需求将由增量需求让位于存量替换。在目前行业集中度不高，产品相对同质化的背景下，买方市场将倒逼产品供应商提供更加物美价廉的产品。对于“价廉”的追求是工业品生产无止境的目标，但我们认为国内企业受限人力、土地等要素价格的上涨，成本下降空间有限，因此未来的竞争都将集中于“物美”之上。汽车行业的“物美”来自于大规模、持续性研发投入，而该点曾几何时成为了国内汽车行业被诟病的问题——坐拥几大核心合资品牌的国有汽车集团依靠国外品牌的技术支持，不重视研发投入，导致国产品牌的产品质量和性能羸弱，直接影响国内汽车产业的崛起。但实际上近几年随着国产品牌的发展，上汽、吉利和比亚迪等为代表的国内主机厂的研发费用率已达到甚至超过了国外主流品牌，虽然在投入的绝对值上仍远逊于国际大厂，但重视研发投入的经营方针已切实的展现在了企业的财务报表之中。同时，为了顺利迎接汽车新能源化和无人驾驶等技术的来临，汽车零部件企业的近 5 年的研发投入也呈现了明显增长。在业绩下滑的 2018 年，行业整体研发费用率突破了 4%，已经达到了国外平均的 3%-5% 的行业标准。

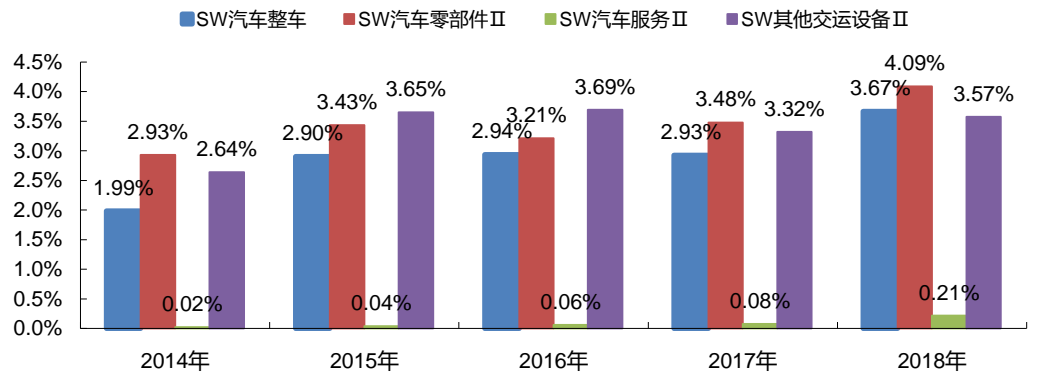
我们长期秉持谨慎乐观态度，认为全球汽车消费的核心市场在国内，靠近消费市场的产品设计优势叠加研发投入增加带来的产品质量提升，将推动我国汽车行业的持续发展。而新能源汽车和无人驾驶等新技术的出现，也一定程度上减弱了国外企业前期机械、材料技术积累带来的竞争壁垒。未来犹不可知，但在重研发的行业发展趋势下，国内汽车行业有望重走消费电子产业链发展之路，实现最终的进口替代。

表 1: 2017 年国外、国内整车厂研发费用率

序号	国外企业	国别	研发费用占比	国内企业	研发费用占比
1	丰田 (母公司)	日本	7.55%	上汽集团 (母公司)	11.08%
2	宝马	德国	6.19%	吉利汽车 (母公司)	10%左右
3	大众	德国	5.69%	江铃汽车	6.56%
4	戴姆勒	德国	5.30%	比亚迪	5.92%
5	福特	美国	5.10%	北汽福田	4.62%
6	雷诺	法国	5.03%	长安汽车	4.54%
7	通用	美国	5.01%	宇通客车	4.51%
8	沃尔沃集团	瑞典	4.83%	广汽集团	4.22%
9	本田	日本	4.76%	江淮汽车	4.06%
10	五十铃	日本	4.69%	长城汽车	3.33%

资料来源: 乘联会, 财富证券 (注: 为避免低营收造成的偏差, 国内企业筛选标准为营收超过 300 亿; 吉利汽车因研发费用主要由集团承担, 集团未公布实际数据, 研发费用率为参考公开资料的估算值)

图 22: 2014-2018 年汽车子板块研发支出占营收比例



资料来源: Wind, 财富证券

4 投资主线: 确定性和成长性并重

在目前的行业下行周期中, 我们对汽车板块的投资主线确定为: (1) 确定性——业绩增长; (2) 成长性——行业空间。根据以上判断, 我们认为行业板块中最具确定性的机会在节能减排领域, 对应细分板块为新能源汽车和轻量化; 最具潜力市场则是预期市场空间较大的无人驾驶领域和汽车后市场, 对应细分板块为汽车电子和汽车经销商。

图 23：2019 年下半年投资主线

确定性

- 短期内能维持业绩稳定增长

成长性

- 长期具有较大发展空间

资料来源：财富证券

4.1 确定性：新能源汽车——政策决定基盘

在市场化需求端萎靡的情况下，短期内能对行业产生显著影响的因素在于政策。新车销售受双积分政策约束，根据测算 2019 至 2020 年，燃料消耗量积分充分转让后需要抵偿的燃料消耗量负积分约为 147 万、242 万。2018 年国内燃油乘用车产量约为 2234 万辆，如以 2019 年、2020 年增长 0% 和 5% 计算，2020 年燃油乘用车产量可达 2346 万辆。按 2019-2020 年新能源积分比例为 10%、12% 的要求计算，2019 年、2020 年所需的新能源积分为 223 万分、282 万分。合计每年需要满足的新能源积分为 370、524 万分，按单车 3 分（中性估计）计，2019-2020 年需要生产新能源乘用车约为 123 万辆和 175 万辆，较 2018 年分别同比增长 22% 和 73%。

表 2：2018-2020 年满足双积分所需新能源乘用车产量测算

指标	2018 年	2019 年预测	2020 年预测
燃油乘用车产量（万辆）	2234	2234	2346
新能源汽车积分比例要求	不做要求	10%	12%
新能源积分目标值（燃油乘用车产量×新能源汽车积分比例要求）	/	223	282
油耗负积分（工信部预估）	/	147	242
新能源积分总需求（油耗负积分+新能源积分目标值）	/	370	524
新能源乘用车产量（万辆，单车 3 分计）	60	123	175

资料来源：《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法（征求意见稿）》、中国汽车工业协会，财富证券

但考虑到 2019 年下半年新能源汽车补贴退坡严重，部分车型国补、地补合计同比下降超过 60%，企业盈利状况将有明显下滑，行业面临重新洗牌。我们认为此轮行业洗牌将出清绝大部分骗补企业和大部分的代工企业，兼备生产、研发能力的企业才能最终留

存。此轮洗牌之后的 2020 年，各大国内新能源车企将迎来良好的发展时间窗口。首先，以三电为代表的零部件通过生产扩大和技术进步，价格有望持续回落，使得新能源汽车的全周期使用成本无限接近的同级别燃油车（预计 2021 年后全周期使用成本持平），产品力增强将瓜分燃油车的部分市场（运营类车型为主）；其次，国外及合资品牌的上市新能源车型种类及产能相对较少，特别是以 A 级和 A0 级为代表的主力销售车型，国外品牌尚未出现拳头产品，而且即便是爆款燃油车改新能源也会出现内部竞争的情况，增长潜力不如国内品牌；最后，2020 年是双积分的结算年，核心新能源车企将通过出售积分获取额外收益。若将该部分利润与消费者分享，则可通过价格优势进一步提升市场份额，强者愈强的发展趋势显现。因此 2020 年是国产核心新能源品牌最为有利的发展时期——国内竞争逐渐明朗，国外竞争者刚刚起步，三电成本仍能较快下降，双积分转移支付开始，部分车型仍有政府补贴。

虽然我们对新能源车企盈利能力持谨慎态度，但考虑到行业确定性的增长，以及国内龙头品牌在 2020 年良好机会窗口，将有助于领导者市占率进一步提升，建议关注新能源汽车龙头**比亚迪**；业绩受商用车销量上行支撑，新开辟新能源热管理市场的零部件企业**银轮股份**。

4.2 确定性：轻量化——需求推动增长

轻量化一直汽车行业的发展趋势，但随着新能源汽车的普及率提高以及国家对车辆油耗要求的提升，近几年有发展加快的趋势。

相关研究结果显示，对于新能源汽车，整车质量每减少 100kg，续航里程可提高 6%-11%，日常损耗成本减少 20%。对于燃油车而言，汽车重量每减少 100kg，每百公里可节省燃油 0.3 升；汽车整车质量降低 10%，可提高燃油效率 6%-8%。此外，轻量化对于提高汽车的操控性、安全性、舒适性也有较大影响。以同时具备燃油车型、插电混动车型（DM）和纯电车型（EV）的比亚迪秦 Pro 为例，三款车对应带电量分别为 0 度、14 度和 56 度，整备质量分别为 1360kg、1690kg 和 1650kg，虽然均为同平台设计，但重量差异明显。若电动平台能减重至燃油平台水平，在同等带电量的情况下行驶里程将有望提升至 600km-700km，与现有燃油车水平相近。我们认为随着汽车电动化程度提升，汽车即使失去了内燃机并简化了变速箱，仍难以消除电池包的增重影响。对于新能源汽车而言，在政府补贴即将退出、消费者对行驶里程要求越来越高的背景上，单纯提升带电量不论从成本还是效率方面均不如减重性价比高；对于燃油车而言，发动机热效率提升已进入瓶颈，油耗要求又在不断提升，满足政策要求的技术路线除了转向电动化也只有轻量化等为数不多的几个选择。因此在目前阶段，汽车轻量化的发展已不是以往各大品牌高端产品提升性能的炫技手段，而是主机厂维持正常经营的必备技术，其相关的产品推广已不可阻挡。

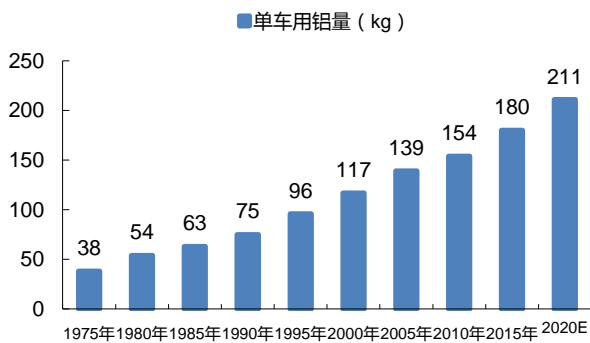
表 3: 比亚迪秦 Pro 不同能源类型车型信息

车型	参考售价	能源类型	带电量	纯电续航里程	最大功率/扭矩	整备质量
2019 款 超能版 1.5TI 自动智联锋 耀型 国 V	10.99 万	汽油	-	-	113kW/240N·m	1360kg
2019 款 DM 超能 版 1.5TI 自动智联 劲速型 国 V	15.69 万	插电式混合动 力	14kWh	53km	223kW/490N·m	1690kg
2019 款 EV 超能版 高功率智联领耀型	18.99 万 (补贴后)	纯电动	56kWh	520km	135kW/280N·m	1650kg

资料来源: 汽车之家, 财富证券

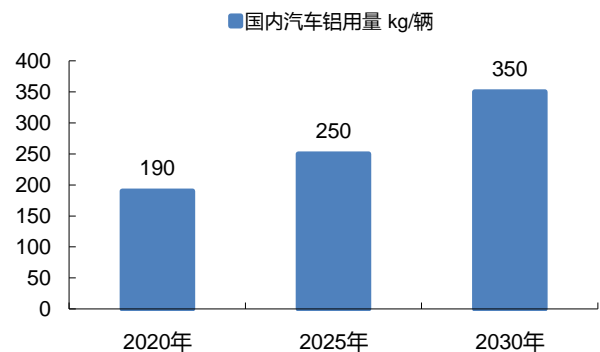
在汽车轻量化材料中, 铝合金材料综合性价比要高于钢、镁、塑料和复合材料, 无论应用技术还是运行安全性及循环再生利用都具有比较优势。铝合金的密度只有钢铁的 1/3, 具有轻质、可回收和易成型的特点。理论上铝制汽车可以比钢制汽车减轻重量达 30%-40%, 其中铝质发动机可减重 30%, 铝散热器比铜的轻 20%-40%, 全铝车身比钢材减重 40% 以上, 汽车铝轮毂可减重 30%。2015 年, 全球单车用铝量为 168kg, 我国单车用铝量为 115kg, 处于相对较低水平; 受成本制约, 国产商用车铝的应用水平进低于乘用车, 单车用量大约在 40kg, 不到整车总质量的 1%。作为汽车产业最为发达的美国, 单车铝量自 1975 年起不断提升, 预计在 2020 年达到 211kg/辆, 期间复合增速为 4%。相较发达国家, 我国汽车用铝量还处于较低水平。根据汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车技术路线图》所示, 预计 2020 年我国单车用铝量将达到 190kg, 2030 年达到 350kg, 期间复合增长率为 6%。

图 24: 北美轻型汽车单车用铝量持续增长



资料来源: 中国产业信息网, 财富证券

图 25: 2015-2025 年中国汽车铝合金用量预测



资料来源: 《节能与新能源汽车技术路线图》, 财富证券

建议关注近期进入国产特斯拉车型供应链, 单车价值量有望显著提升的**拓普集团**。公司前期在铝制轻量化底盘结构件领域具备深厚技术积累, 客户主要为比亚迪和特斯拉等行业领导者, 随着公司系统化集成研发能力不断增强, 减震及轻量化底盘产品的一体化供货将显著提升单车配套价值, 轻量化底盘业务业绩有望快速增长。

4.3 成长性：无人驾驶——新功能加持，有望提升单车售价

自汽车行业发展至今，已有了超过百年的历史，期间经过数次的技术变革，车型也不断迭代和进化，但主机厂的宗旨始终如一——不断为消费者提供着更加物美价廉的产品。我们认为前一百年的发展历史中，行业并未出现颠覆性的技术革新，因此造成了汽车平均售价占人均 GDP 的比重（以美国市场为例）呈现了微妙的稳态。这就造成了行业增长仅能依靠量的变化，价格虽有增长但也仅能覆盖通胀和技术开发成本，并不存在一般意义上的量价齐升逻辑。一旦行业趋于饱和，参与者就进入了残酷的存量博弈，因此国际上的汽车发达国家仅有少数主机厂存留，大部分竞争者都被淹没在历史的长河之中。而对于正处于销量增速换挡阶段的我国车市，增量需求正逐步被存量市场替代，各主机厂之间的竞争烈度正逐步提升。

不过，我们认为汽车行业在不远的未来将出现历史上的首次重大革新，即由电力代替燃油驱动汽车（新能源汽车）和由 AI 代替驾驶者操作汽车（无人驾驶），落实在产品层面就是汽车电动化和智能化。新能源汽车的出现主要是以三电系统代替原有的发动机及变速箱结构，本质仍属于存量替代，未脱离行业百年来发展的窠臼，影响有限。但无人驾驶技术的应用，则有效扩展了汽车的使用边界，有望明显提升产品单价。我们认为无人驾驶之于汽车行业，与手机产业链中的功能机向智能机演化类似。由于智能机的应用场景增多和对性能要求的提高，产生了与传统功能机的价差，这部分价差同理也将出现在传统汽车和无人驾驶汽车之间。以目前推广力度最大的特斯拉为例，Model 3 车型选装级别为 L2-L3 的增强版 Autopilot 自动辅助驾驶要额外付出 46300 元，占其长续航版车型价格的 10% 左右。而特斯拉采用的技术路线与目标为 L4 级的 Waymo 还有较大不同，特别是缺失了昂贵的激光雷达（Velodyne VLP-16 激光雷达价格高达 3999 美元）。因此我们认为实现最低 L4 级别的无人驾驶应额外付出同款非无人驾驶车辆价值的 20%。假设未来 10 年内全球 L4 级无人驾驶车型量产，并且市占率达到 10%，对应全年汽车销量为 1 亿辆，单车价格为 15 万元，新增市场空间有望达到 3000 亿元。

表 4：美国国家公路安全局（NHTSA）及美国工程师学会（SAE）自动驾驶分级标准

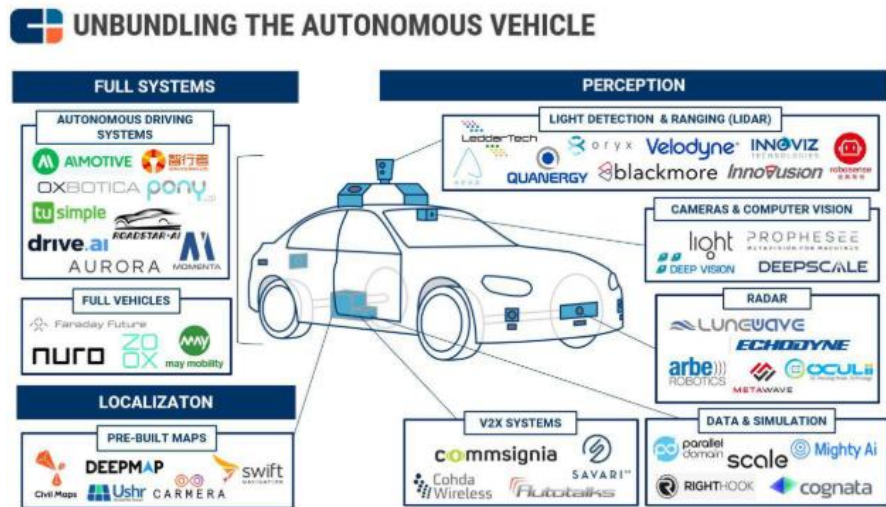
分级	NHTSA	L0	L1	L2	L3	L4	
	SAE	L0	L1	L2	L3	L4	L5
称呼（SAE）		无自动化	驾驶支持	部分自动化	有条件自动化	高度自动化	完全自动化
SAE 定义		驾驶员完全掌控车辆，在行驶中可得到警告	通过驾驶环境对方向盘和加速减速中的一项操作提供支持，其余由人类操作	通过驾驶环境对方方向盘和加速减速中的多项操作提供支持，其余由人类操作	由无人驾驶系统完成所有的驾驶操作，根据系统要求，人类提供适当的应答	由无人驾驶系统完成所有的驾驶操作，根据系统要求，人类不一定提供所有的应答。限定	由无人驾驶系统完成所有驾驶操作，可能的情况下，人类接管，不限定道路和环境条件

					道路和环境条件	
主体	驾驶操作	人类驾驶者	人类驾驶者/系统	系统		
	周边监控	人类驾驶者		系统		
	支援	人类驾驶者			系统	
	系统作用域	无				系统

资料来源: NHTSA, SAE, 财富证券

可以说服务于无人驾驶的电子及机械零部件是未来汽车行业内最大的增量市场, 其细分子系统包括控制、感知和执行系统。但目前大部分的零部件市场仍被博世、大陆、采埃孚和安波福等国外 Tier1 供应商垄断。国内企业因起步较晚并且研发能力不强, 具备量产无人驾驶核心零部件的能力偏弱。建议关注技术储备相对较强 Tier1 级供应商: 在感知系统领域有所建树的**华域汽车**, 公司是国内首家自主研发实现量产的毫米波雷达供应商, 24Ghz 产品已实现批量供货; 在执行系统领域已研发三代 IBS (智能刹车系统) 的**拓普集团**。我们认为, 短期内 L4 级别以上无人驾驶技术的应用还不成熟, 大部分主机厂选择由 L2 开始向上升级, 其所需的电子及机械零部件技术壁垒还未彻底树立, 国内企业仍有机会迎头赶上。

图 26: 无人驾驶技术涉及供应商

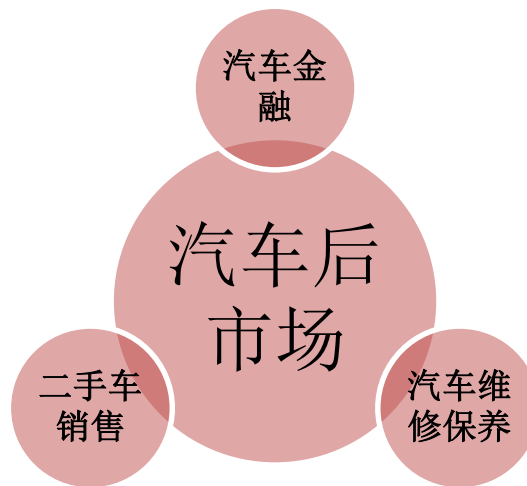


资料来源: CB Insights, 财富证券

4.4 成长性: 汽车后市场——完善服务, 开启存量市场红利

一般而言, 一个国家千人汽车保有量超过 140 辆, 就意味着该国的汽车消费市场进入临近饱和的慢速增长期。与此同时, 高保有量带来的维修及二手车交易需求也将明显提升。因此我国目前的新车销售虽然出现阶段性下滑, 但整个市场对存量汽车后市场服务的需求却不降反升。

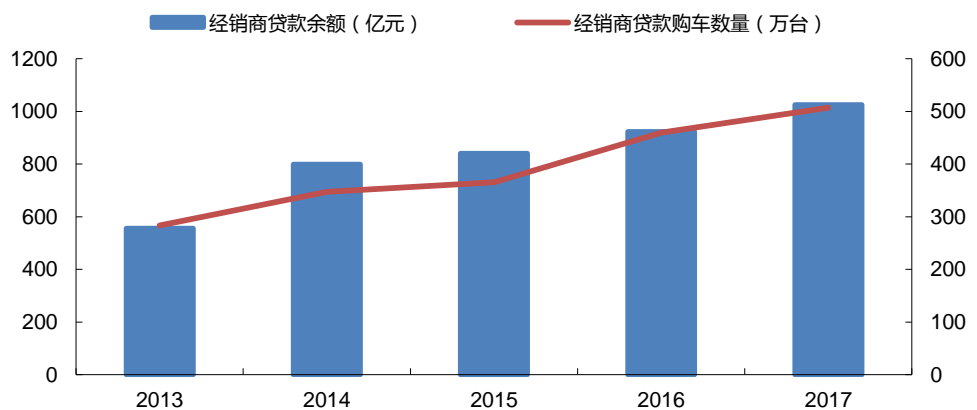
图 27：汽车后市场主要业务



资料来源：财富证券

我们倾向于将汽车后市场服务划分为汽车金融、汽车维修保养以及二手车销售三个主要类别。首先以汽车金融为例，2013 年国内经销商的汽车贷款为 556 亿元，2017 年为 1025 亿元，年化复合增长率为 17%；对应经销商购车数量也由 2013 年的 283 万台增加至 2017 年的 507 万台，汽车贷款渗透率正不断提升，年化复合增长率为 16%，远高于新车销售增长率。同时，汽车保险市场规模也相当庞大。按每车保额 50 万元计算，每车每年保费为 3500 元计算，商业险年市场规模 8750 亿元。目前我国汽车金融渗透仅为 20% 左右，远低于美国的 80% 和欧洲的 50% 水平。根据中国汽车工业协会预测，2020 年中国汽车金融市场的渗透率将有望达到 50%，较目前容量翻倍，市场空间巨大。

图 28：2013-2017 年汽车经销商贷款余额和贷款购车数量

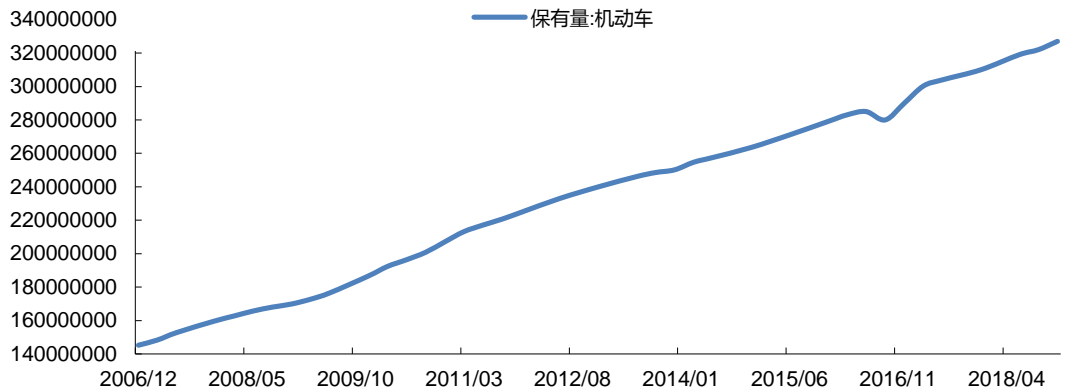


资料来源：Wind，财富证券

汽车维修保养的市场规模主要受汽车保有量和车龄影响。2007 年至 2018 年，我国机动车保有量由 1.4 亿辆提升至 3.3 亿辆，年化复合增长率为 7%。我们认为在未来的 10 年内，虽然汽车年销量可能会出现同比下滑的波动，但保有量数据有望持续提升至 4 亿辆。并且汽车车龄增大的趋势不可逆转，因此构成了汽车维修保养的相对稳固和可持续的基盘。据实际数据测算，仅以保养一项，单车平均使用周期内的年化支出就达千元；而维

修更换配件费用更高。两者相加的市场规模有望超过万亿。

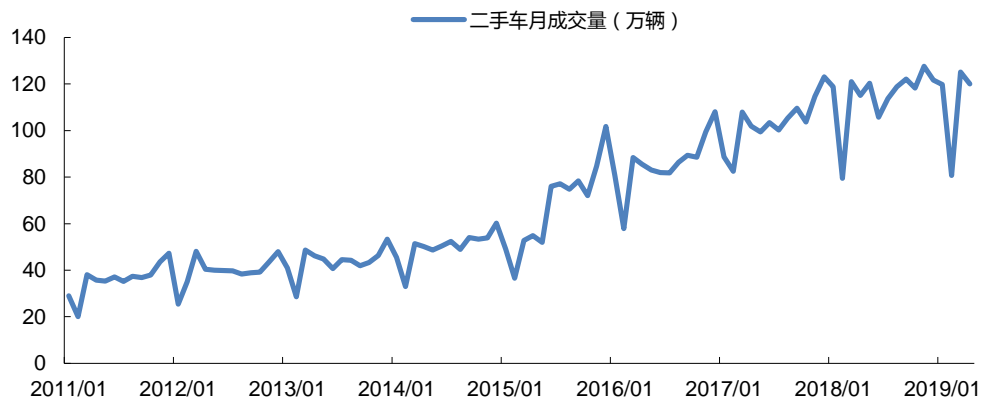
图 29：2007-2018 年我国机动车保有量



资料来源: Wind, 财富证券

随着汽车保有量提升和国民换车速度加快,同时国家也出台了各种支持二手车销售和流通的政策,在库存融资和消费信贷等支持下,中国二手车市场迎来了爆发期。目前二手车单月销量已由 2011 年的不足 40 万辆,提升至 120 万辆左右,达到了新车销售量的 20%。据中国汽车流通协会公布数据可知,2018 年 1-12 月全国累计完成交易二手车 1382.19 万辆,同比增长 11.46%,交易金额为 8603.57 亿元,远好于新车销售增速。自 2001 年至今,中国二手车交易量已经连续第 18 年增长,全国交易量从 37 万辆增长至 1382 万辆,增长了 37 倍。但目前二手车与新车的销量比仍低于发达国家的 2:1 水平,表明未来增长空间十分巨大。

图 30：2011-2019 年二手车月销量



资料来源: Wind, 财富证券

仅狭义测算汽车金融、维修保养和二手车销售,对应的市场空间就远超万亿规模,未来市场增长空间可观。而从盈利角度,在欧美成熟汽车市场中,后市场利润可占据整个汽车产业链总利润的 60%-70%,说明市场参与者也有利可图。推荐经销商广汇汽车,公司在汽车销售行业相对分散的情况下,已实现了 5% 的市占率,并通过不断外延并购提升高端市场份额。另外依托新车销售的渠道和客户优势,公司的后市场业务发展迅速,

目前对利润贡献率已超过一半，未来增长可期。

5 投资策略

我们认为汽车销量即使在下半年复苏，也将是个缓慢的过程，板块性的机会和年内出现单边行情的可能性较小。短期内公司业绩增长分化将更加明显，产业链受下游消费端主机厂销量的影响波动加剧，其中产生的投资机会时间窗口期较短，难以把握。

战略层面，长期汽车市场正从增量竞争转向存量博弈，单纯的量增的发展逻辑难以稳定和延续。因此我们更倾向于重构投资思路，降低产量变化在投资决策中的影响权重，将关注的重点放在质量的变化中来。在汽车行业中，质量的变化一定会引起价格的变化，与之相对应的板块配置思路是寻找汽车下一阶段的增量价值所在。在本篇报告中，我们着重介绍了无人驾驶和汽车后市场的主题类投资机会，两个方向均是目前单车配套价值量不大，但在未来行业发展中能提供新增收入的子板块；个股方面，相较于短期盈利能力，我们更看中资产的长期质量。因为盈利代表现在，而资产质量决定未来空间。战略层面主要是 1-3 年的中长期规划，对增长潜力的要求更高。

战术层面，我们更倾向于在年内寻求一些短期内更具确定性的投资机会。建议关注下游主机厂销量变化，寻找产业链中上游的布局机会。如 2019 年销量相对稳健增长的德系、日系产业链，其上游零部件的国产替代逻辑正在延续，叠加合资品牌相对较低的降价压力和未来较大的配套空间，年内产业链中的核心零部件供应商的增长相对确定。另外，以一线城市为代表的高端汽车消费人群，需求一直受限牌影响被抑制严重，换车和首次购车对产品的品质要求更高。因此以 BBA 为代表的高端品牌的销量年内仍能够得以保证。

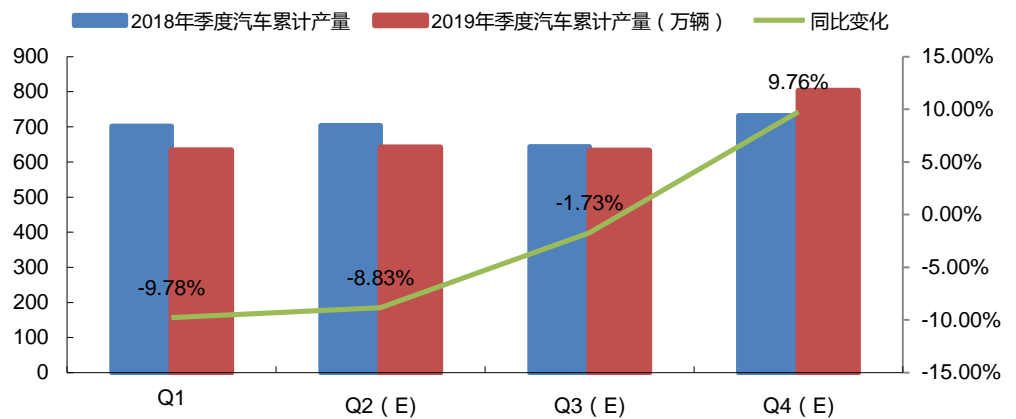
执行层面，2019 年下半年汽车行业投资策略总结为：（1）板块：持有汽车板块，在悲观预期影响下，任何政策利好和销量增长都将成行业催化剂，使得板块底部反弹。在目前价格位置的等待概率较优；（2）个股：关注确定性机会，配置德系、日系及高端汽车品牌产业链核心供应商（精锻科技）；布局业绩短期下滑，但资产质量优秀、主营业务处于增量市场的个股（拓普集团、银轮股份、广汇汽车）。

6 行业评级和重点关注公司

6.1 行业评级：同步大市

预计 2019 年汽车整体销量增速在-5-0%之间，下半年销售状况将优于上半年。预测 2019 年二到四季度产量分别为 641 万辆、632 万辆和 803 万辆，同比变化为-8.83%、-1.73%和+9.76%，全年相较 2018 年出现逐渐企稳态势，销量负增长情况有望在年内结束。申万汽车行业 2019 年 5 月 20 日 PB 估值为 1.5 倍，处于 7 年估值数列中后 10%分位，较 2018 年进一步下降，行业给予“同步大市”评级。

图 31：2019 年一至四季度汽车产量预测



资料来源：Wind，财富证券

6.2 重点关注公司

6.2.1 拓普集团 (601689)：客户优质，产品线完备

关注要点：轻量化、电动化产品线已形成一定竞争壁垒。

- **底盘业务业绩释放，为现阶段成长注入动能。**汽车轻量化技术应用符合电动化及节能减排趋势，单车配套价值超千元。公司前期已在资本、技术和设备领域储备了大量资源，现阶段正逐步进入收获期。同时，公司通过并购福多纳，与原有轻量化底盘业务产生高低端搭配的协同效应，短期内既增厚了公司的业绩，又进一步增强了公司在汽车底盘结构件的领域的市场竞争力。底盘业务有望成为 NVH 业务增速放缓后公司成长的主要动能。
- **布局汽车电子，展望未来。**公司现有汽车电子产品包括电子真空泵 (EVP) 以及在研的智能刹车系统 (IBS)。已量产电子真空泵产品是涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置，符合汽车电动化、节能化发展趋势。智能刹车系统作为自动驾驶执行层关键系统，受到全球顶级零部件供应商的关注。公司以 EVP 为基础，采用更低价格、第一时间切入市场的稳健战略，有望成为 IBS 市场的重要参与者。
- **予以“推荐”评级。**预计公司 2019-2020 年营业收入至 66 亿和 74 亿元，归母净利润至 8.2 亿和 9.3 亿元，EPS 分别为 1.12 元和 1.28 元，目前股价对应 2019-2020 年估值为 17.69 倍和 15.45 倍，采用相对估值法，给予公司 2019 年底 18-22 倍 PE，对应合理价格区间为 20.2-24.6 元。

风险提示：汽车销量下滑超预期；汽车电子发展不及预期。

6.2.2 精锻科技 (300258)：下游需求增加叠加产能释放

关注要点：配合大众新车型强周期的产能释放；布局新能源汽车零部件应对“电动”时代到来。

- **2019 年新建产能逐步释放。**考虑到公司产品在产业链中竞争优势明显，历史订单完成率偏低，下游核心客户为国外和合资一线主机厂及 Tier1 级别供应商，需求稳定，目前成长的最大瓶颈在于产能不足。公司新建具备 5000 万套齿轮产能的天津工厂预计在 2019Q2 后开始试生产，正式贡献收入需至 2020 年。公司 2018 年至 2019 年主要产能扩张任务仍将由江苏本部承担，扩产方式采用招收新员工后的生产班次和生产效率的提升。公司在 2018 年仍处于产能释放前的过渡期，维持稳定中速增长，下轮业绩快速提升将出现在天津工厂满产后。
- **公司传统燃油车零部件业务发展稳健，新能源汽车零部件增速较快。**分产品看，2018 年公司传统优势的齿轮业务稳健增长，锥齿轮业务营收同比增加 3.90%；结合齿轮业务同比增加 28.14%，均远好于年内汽车销售增速。而新并购 VVT 业务发展仍不顺利，营收同比下滑 39.20%，因此年内计提商誉减值约 2600 万元。分行业看，公司燃油乘用车业务实现营收 8.47% 的稳健增长，商用车/高端农机、电动乘用车业务营收则大幅增长 42.00% 和 180.56%。新能源车零部件业务的快速发展一方面是低基数所致，但也能一定程度上说明公司的业务向新能源方面的转型较为顺利。
- **予以公司“推荐”评级。**预计 2019-2020 年公司营收分别至 14.93 亿元和 17.61 亿元，净利润为 3.19 亿元和 3.88 亿元，EPS 为 0.79 元和 0.96 元，对应目前股价估值为 16.56 倍和 13.63 倍。根据公司历史估值范围，给予公司 2019 年底 20-22 倍 PE，对应合理价格区间为 15.8-17.4 元。

风险提示：汽车销量不达预期；产能释放不达预期。

6.2.3 广汇汽车（600297）：销售高端化增强盈利能力，后市场业务发展平滑利润波动

关注要点：行业周期底部反转带来的新车销售量价齐升。

- **高端搭台，后市场唱戏，公司平稳度过汽车下行周期。**从经营层面看，公司 2018 年进一步坚定不移的迈向高端，超豪华及豪华品牌、中高端品牌 4S 数量分别同比增加 26 家和 11 家，豪华品牌 4S 占比为 28%，较去年提升约 2pct。销售豪华品牌 4S 占比的提升，既维持了公司营收 1.49% 的增长，又提升了整车销售的毛利率。后市场业务方面，维修服务、佣金代理和汽车租赁营收分别同比增加 15.36%、18.35% 和 19.77%，远高于汽车销售增速，显示了公司优异的抗周期能力。同时，随着整车销售增速下滑，整车销售、维修服务和汽车金融业务的毛利比例更加趋近 1:1:1，进一步优化了公司的业务结构，这是公司能平稳度过 2018 年汽车行业低谷的原因。
- **公司的业务可近似等价于“超市（新车及二手车销售）+银行（汽车金融）+医院（汽车维修）”。**根据对不同业务的关注程度，目前对公司的投资有两条逻辑。其中短逻辑是（超市+银行）：（1）预计下半年汽车销量反转，经销商折扣下降，盈利向上弹性明显；（2）宝马产品强周期叠加奔驰近期口碑下滑，公司作为国

内最大宝马经销商受益最为明显；(3) 预计年内银根继续放松，贷款等金融服务成本将下降，利好公司金融业务并降低财务费用支出。长逻辑是(超市+医院+银行)：(1) 国内汽车市场将迈向高端化，公司高端品牌占比不断提升，新车销售毛利率有持续提升趋势；(2) 中国汽车消费市场未来将由增量转为存量，二手车消费占比将显著提升。公司凭借新车销量较多，4S 分布较广将能获得更多优质二手车源，在二手车交易中心占据优势；(3) 中国存量汽车车龄逐渐老化，修车服务需求提升，利好维修服务。

- 予以“推荐”评级。预计公司 2019-2020 年营业收入为 1761 亿元和 1936 亿元，归母净利润至 48.7 亿元和 54.4 亿，EPS 为 0.59 元和 0.67 元，目前股价对应 2019-2020 年估值为 9.1 倍和 8.1 倍；2019 年、2020 年每股净资产为 4.89 元和 5.36 元。参考汽车服务行业平均 PB 估值为 1.2-1.5 倍，对应 2019 年底合理价格区间为 5.9-7.3 元。

风险提示：新车销量低于预期；汽车后市场业务发展不达预期。

6.2.4 银轮股份 (002126)：关注乘用车、新能源车对业绩贡献

关注要点：商用车、乘用车业务并驾齐驱，发展赛道拓宽；公司新能源车产品单车价值远高于燃油车。

- 商用车、工程机械业务增速较快，新能源业务成为未来增长点。公司 2018 年乘用车、商用车和工程机械零部件业务占比继续优化，周期性更弱的乘用车业务比例进一步提升。从业务结构看，公司 2018 年传统燃油车业务热交换器、尾气处理、车用空调业务收入同比增加 11.2%、57.9%和 20.9%。新能源业务产品包括水冷板、Chiller 等，供货对象为宁德时代、吉利等整车和电池 PACK 龙头，虽然目前对整体营收影响有限，但有望维持与新能源汽车行业一致的 40%左右增长，成为公司未来核心增长点。
- 商用车销量超预期拉动公司业绩，但公司新能源热管理系统供货放缓。根据 2019Q1 汽车销量数据所示，乘用车销量下滑逐月收窄，商用车销量也未出现预期中的显著下降，因此我们认为汽车消费已度过最艰难时期，板块可能在 2019Q2-2019Q3 触底反弹，利好于整个产业链上的零部件企业。公司同时供应商用车和乘用车零部件，因商用车行业复苏快于乘用车，所以业绩好转也将快于单一的乘用车供应商。但值得关注的是，公司前期被市场追捧的新能源汽车热管理系统业务受到高镍电池推广不及预期的影响，业务整体放量的时点将会被推后。但我们仍然认为高镍是未来新能源汽车电池的发展方向，公司已取得吉利、长安福特、东风雷诺等主机厂的供货订单，长期发展仍然可期。
- 予以“谨慎推荐”评级。预计公司 2019 年、2020 年营收分别为 55.2 亿元和 63.5 亿元，下调净利润至 3.85 亿元和 4.31 亿元，对应 EPS 为 0.44 元和 0.48 元。根据公司历史估值区间，给予公司 2019 年底 18-22 倍 PE，合理价格区间为 7.9-9.7

元。

7 风险提示

2019 年汽车销量持续下滑；新能源、无人驾驶技术应用不达预期；居民杠杆率提升导致消费不振。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438