

汽车汽配

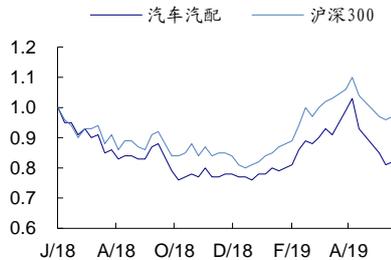
汽车汽配 2019 年中期投资策略
暨 6 月月报

超配

(维持评级)

2019 年 06 月 14 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《国信证券-汽车行业日报》——2019-06-13
- 《汽车汽配行业: 汽车汽配行业日报》——2019-06-12
- 《国信证券-汽车行业日报》——2019-06-11
- 《国信证券-汽车行业日报》——2019-06-06
- 《重大事件点评: 广深地区放宽限购, 释放汽车消费积极信号》——2019-06-03

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001
联系人: 唐旭霞
电话: 0755-81981814
E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

行业投资策略

车市下行周期, 把握三条主线

● 中国汽车工业: 长期尚未见顶, 短期下行周期

我们对当前汽车行业所处阶段判断是: 当前中国汽车行业处于成长向成熟期过渡的阶段, 行业销量(以年为维度)长期震荡上行是主旋律。长期来看(10年以上), 未来国内汽车保有量、销量仍有一定空间; 短期来看, 2018年在经济周期、政策周期、产业周期三重周期叠加背景下, 国内汽车工业遭遇史上首轮较长时间(接近1年)下行周期。而下行的结束时点, 核心依赖于国内经济上行和汽车消费刺激政策, 部分依赖于基数和库存。我们基于当前车市阶段推荐三条投资主线。

● 投资主线一: 政策潜在刺激, 寻找优质和弹性大整车

从政策层面看, 2019年起国家关于汽车消费刺激政策陆续出台, 但力度相对保守, 下半年政策仍有发力空间; 从基数层面看, 2018年7月起国内汽车销量快速下行, 今年下半年对应的销量基数较低; 从库存层面来看, 2019年7月前部分省市国六切换下, 车企去库效果显著, 当前库存处于合理低位。考虑政策潜在刺激, 低基数和低库存辅助数据改善, 我们推荐优质(政策出台不达预期下, 推荐上汽)和弹性大(政策出台较为强力, 推荐长城长安)整车企业。

● 投资主线二: 合资产品下沉, 优质零部件面临机遇

当前时点整车端对政策依赖度较高(主要受益于行业贝塔), 而零部件企业相对投资灵活度更高(依靠自身产品和客户突破有望实现自身阿尔法)。在合资整车产品线整体下移(降价、推出低阶产品)压力下, 卡位合资产业链的优质自主零部件企业能有协助合资整车有效降本, 面临较好发展机遇, 我们推荐刚刚开启合资前装配套的玲珑轮胎和卡位德系日系的星宇股份。

● 投资主线三: 电动化、智能网联持续推进, 静候政策催化

电动化、智能化是传统汽车两大转型方向, 新能源汽车当前低渗透率下销量空间广阔、高增速持续, 而销量结构的改善则体现了新能源从政府补贴驱动向市场化购买的转变。我们坚定看好新能源汽车投资主线, 推荐新能源核心企业比亚迪、宁德时代和进入全球高端供应体系的优质产业链(特斯拉产业链); 智能化方面推荐智能互联示范区平台性企业中国汽研。

● 风险提示

宏观经济下行背景下汽车销量下行风险, 中美贸易战风险。

● 推荐标的

车市寒冬, 把握三条主线, 标的方面推荐 1) 整车: 长城汽车、长安汽车、比亚迪, 2) 零部件: 星宇股份、玲珑轮胎。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601799	星宇股份	买入	70.75	19,538	3.07	4.01	23.0	17.6
601966	玲珑轮胎	增持	16.11	19,332	1.17	1.4	13.8	11.5
601633	长城汽车	买入	8.63	78,768	0.58	0.71	14.9	12.2
000625	长安汽车	买入	6.57	31,553	0.22	1.07	29.9	6.1
002594	比亚迪	增持	50.22	137,007	1.3	1.67	38.6	30.1
601965	中国汽研	买入	7.51	7,285	0.47	0.53	16.0	14.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

行业背景：我们认为，中国汽车工业当前从成长期逐步迈入成熟期（长期销量尚未见顶，短期遭遇下行周期）。未来较长一段时间将进入自主品牌激烈竞争的分化时期，国内整车龙头依靠技术优势、强大的降价能力和广泛的市场基础将呈现强者恒强，处于竞争劣势的中小整车企业逐渐退出市场或被龙头整车吞并，传统汽车行业集中度提升，龙头企业受益；而另一方面，国内新能源汽车持续高速增长，电动化、智能化加速推进。

2019 年年中观点：我们 2018 年 12 月发布的 2019 年年度投资策略标题为《春耕秋收，静候下半年复苏》，站在 6 月中旬的这个时点，我们对 2019 年全年的预期仍然没有改变。**销量层面来看**，考虑到去年下半年起的低基数和日益强化的汽车消费刺激政策，我们预期下半年销量增速有望企稳回升，具体回升力度取决于后续刺激政策力度。**估值层面来看**，经历 2018 年下半年至今连续 11 个月的行业销量回落、贸易战压制等因素影响后，2018 年底的汽车及零部件行业均处于历史估值的底部区间，其中以零部件行业最为明显（零部件行业估值处于过往 13 年的后 10% 估值区间）。2019 年 3-4 月汽车行业估值跟随行业小幅回升后，5-6 月再度下落，目前汽车汽配行业估值较低，仍然处于高性价比的配置阶段，**我们认为，当前时点是国内汽车销量长期向上路径中的一个短期波动（下行），而下行的结束时点，核心依赖于国内经济上行和汽车消费刺激政策，部分依赖于基数和库存。我们基于当前汽车发展阶段推荐以下三条投资主线：**

1) 政策潜在刺激，寻找优质和弹性大整车。从政策层面看，2019 年起国家关于汽车消费刺激政策陆续出台，但力度相对保守，下半年政策仍有发力空间；**从基数层面看**，2018 年 7 月起国内汽车销量快速下行，今年下半年对应的销量基数较低；**从库存层面来看**，2019 年 7 月前部分省市国六切换下，车企去库效果显著，当前库存处于合理低位，下半年有望批零双振。考虑政策潜在刺激，低基数和低库存辅助数据改善，我们推荐优质（政策出台不达预期下，推荐上汽）和弹性大（政策出台较为强力，推荐长城长安）整车企业。

2) 合资产品下沉，优质零部件面临机遇。当前时点整车端对政策依赖度较高（主要受益于行业贝塔），而零部件企业相对投资灵活度更高（依靠自身产品和客户突破有望实现自身阿尔法）。在合资整车产品线整体下移（降价、推出低阶产品）压力下，卡位合资产业链的优质自主零部件企业能有协助合资整车有效降本，面临较好发展机遇，我们推荐刚刚开启合资前装配套的玲珑轮胎和卡位德系日系的星宇股份。

3) 电动化、智能网联持续推进，静候政策催化。电动化、智能化是传统汽车两大转型方向，新能源汽车当前低渗透率下销量空间广阔、高增速持续，而销量结构的改善则体现了新能源从政府补贴驱动向市场化购买的转变。我们坚定看好新能源汽车投资主线，推荐新能源核心企业比亚迪、宁德时代和进入全球高端供应体系的优质产业链（特斯拉产业链）；智能化方面推荐智能互联示范区平台性企业中国汽研。

核心假设或逻辑

第一，当前整车行业对汽车消费刺激政策依赖度较高。

第二，汽车及汽配板块估值到达历史底部。

第三，2019年将是国内新能源市场化的重要年份，伴随特斯拉国产化和多款新能源车型的集中推进，2019年将成为新能源车型真正走向私人消费市场的关键年份。

与市场预期不同之处

中国汽车千人保有量、年销量仍有提升空间。目前我国千人汽车保有量仅相当于日本60年代、韩国80年代的水平。OICA千人保有量数据目前只更新到2015年，2015年来看，中国还远不及世界平均水平，近年来经过快速发展后，国内千人保有量有所提升（**2018年中国172辆/千人**），接近世界平均水平，但仍远低于发达国家（**2018年美国780辆/千人，日本587辆/千人**），我们不仅远低于美日等发达国家，同样还低于很多发展中国家（**2017年巴西210辆/千人，墨西哥288辆/千人，泰国235辆/千人，马来西亚410辆/千人，土耳其250辆/千人，阿根廷320辆/千人**）。以韩国为例，对标韩国当前400辆/千人的汽车保有量和14倍保有量/销量系数，我国汽车千人保有量仍有翻倍空间，年销量仍有40%+增长空间（达到4000万辆/年）。

合资品牌产品下移，对自主整车是挑战，对优质零部件是加速进口替代的机遇。

车市低迷期持续接近一年，合资和豪华车企陆续降价，部分合资车企推出更低定位的亲民车型或品牌。合资品牌价格持续下探对合资车企的盈利能力提出考验，一贯供应链体系稳定、认证严格的合资车企也面临在成本和质量方面的权衡，这给国内已经进入合资供应链体系，质量获得合资背书，成本又低于合资外资产业链的零部件企业创造了机遇。

2019年是中国新能源车型真正走向私人消费市场的关键年份。新能源汽车经历4年的导入期到现在，年产销规模已破100万辆，当前我国新能源汽车销量呈现两大特征：1)销量大幅增长，2)销量结构特征改善（中高端、非限购城市）。展望2019年，传统车企和造车新势力加速布局中高端纯电市场，汽车消费刺激政策不断向新能源方向倾斜（各地取消新能源限购），2019年有望成为电动智能车型市场化销售的关键年份。

股价变化的催化因素

第一，车市消费政策。

第二，乘用车销售数据。

第三，新能源汽车销售数量和质量。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济下行，车市销量持续低迷，整车行业面临销量下行风险和价格战风险，零部件行业面临排产减少和年降压力。

第二，中美贸易战风险。

内容目录

中国汽车工业所处阶段及对应投资策略	7
长期阶段: 成长到成熟期, 增速下行、保有量增加、产能过剩	7
短期阶段: 国内汽车工业遭遇首轮下行周期	10
当前汽车发展阶段(长期、短期)孕育三条投资主线	11
投资主线一: 政策潜在刺激, 寻找优质和弹性大整车	12
汽车行业生态恶化, 集中度提升加速, 优质整车长期价值凸显	12
车企整体产能利用率较低, 政策刺激下挑选弹性较大品种	13
投资主线二: 合资产品下沉, 优质零部件面临机遇	13
2018年下半年起自主品牌市占率加速下滑	13
合资产品线下沉是自主市占率退坡主因	14
合资品牌下探利好于进入卡位合资的自主零部件企业	15
投资主线三: 电动化、智能网联持续推进, 静候政策催化	15
外资新能源车企加速入华, 推荐特斯拉产业链	15
ADAS+V2X 双主线驱动汽车智能化渐进式发展	20
回顾和展望	23
2019年1-5月回顾: 汽车销量累计下滑, 库存降至合理低位	24
乘用车销量连续11个月下滑, 弱市中德系日系持续强势	25
商用车5月下滑显著, 三年景气周期逐渐退去	26
新能源乘用车涨幅减缓, 同比微增5.4%	27
5月动力电池装机量5.68GWh, 同比增长26%	28
2019年展望: 全年前低后高, 低基数、低库存叠加政策刺激, 静候下半年车市回暖	29
投资策略: 三条投资主线, 六大推荐标的	29
星宇股份: 国内自主车灯龙头, 突围合资竞争圈	30
玲珑轮胎: 产能配套齐发力, 进军国际轮胎巨擘	30
长城汽车: SUV精耕细作, 智能电动多方出击	31
长安汽车: 福特蛰伏期将过, 马自达与自主成长期向上	32
比亚迪: 锐意进取、“王朝”降临	32
中国汽研: 掌握核心技术的智能检测龙头	33
附注: 行业相关运营指标	34
原材料价格指数: 橡胶、钢铁稳中微升, 铝锭涨, 浮法玻璃、锌锭跌	34
汇率: 19年美元兑人民币先降后升, 6月重回高位	35
行业估值: 汽车汽配行业估值历史底部, 年初至今涨幅弱于大盘	36
风险提示	38
行业销量不达预期	38
中美贸易战风险	38
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

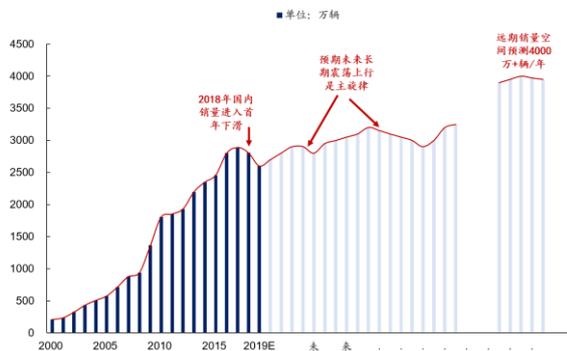
图 1: 我们判断未来国内汽车销量长期震荡上行.....	7
图 2: 对照美国历史销量震荡上行周期.....	7
图 3: 中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象.....	7
图 4: 2004-2018 年中国汽车保有量及同比.....	7
图 5: 行业发展生命周期.....	8
图 6: 从 1931-2016 年美国汽车年销量看汽车行业生命周期.....	9
图 7: 1970-2016 年日本新车注册量.....	10
图 8: 2000-2017 年中国汽车年销量.....	10
图 9: 2001-2019 年 5 月乘用车月度销量同比.....	10
图 10: 2018 年-2019 年 5 月乘用车批发、零售月度销量同比.....	10
图 11: 2006-2018 年中国汽车工业 CR12 (分集团).....	12
图 12: 2017 年-2018 年中国汽车工业集中度.....	12
图 13: 2018-2019 年中国自主品牌市占率.....	14
图 14: 2017-2019 年中国自主品牌市占率.....	14
图 15: 无人驾驶汽车的两条发展路径相辅相成.....	20
图 16: ADAS 三大模块.....	21
图 17: 智能汽车上主要的传感器.....	21
图 18: 智能汽车产业链上游感知层相关企业.....	21
图 19: 耐世特电动转向系统 EHPS.....	22
图 20: 博世智能刹车系统 IBS.....	22
图 21: DSRC 标准下的恩智浦 RoadLINK 芯片.....	23
图 22: LTE 标准下的高通骁龙 820A 芯片.....	23
图 23: 智能汽车全产业链相关企业布局.....	23
图 24: 2014-2019 年中国汽车销量及同比.....	24
图 25: 2019 年 1-5 月中国汽车月度销量及同比.....	24
图 26: 2017-2019 年汽车经销商月度库存预警指数.....	24
图 27: 2014-2019 年汽车经销商月度库存系数.....	24
图 28: 2016 年-2019 年乘用车分月度销量及同比.....	25
图 29: 2016 年-2019 年轿车分月度销量及同比.....	25
图 30: 2016 年-2019 年 SUV 分月度销量及同比.....	25
图 31: 2016 年-2019 年 MPV 分月度销量及同比.....	25
图 32: 2019 年 1-5 月乘用车厂商销量及同比.....	26
图 33: 2019 年 1-5 月乘用车厂商份额.....	26
图 34: 2013-2019 年中国商用车销量及同比.....	26
图 35: 2018-2019 年中国商用车月度销量及同比.....	26
图 36: 2015-2019 年中国重卡销量 (辆) 及同比.....	27
图 37: 2019 年中国重卡月度销量 (万辆) 及同比.....	27
图 38: 2010-2019 年新能源汽车销量及同比.....	27
图 39: 2017-2019 年新能源汽车销量及同比.....	27
图 40: 2017-2019 年新能源纯电动销量及同比.....	28
图 41: 2017-2019 年新能源插电混销量及同比.....	28
图 42: 2017-2019 年动力电池装机量数据 (单位: GWh).....	29
图 43: 橡胶类大宗商品价格指数.....	34
图 44: 钢铁市场价格.....	35
图 45: 浮法平板玻璃:4.8/5mm 市场价格.....	35
图 46: 铝锭 A00 市场价格.....	35
图 47: 锌锭 0# 市场价格.....	35
图 48: 美元兑人民币即期汇率.....	36
图 49: 欧元对人民币即期汇率.....	36
图 50: 长周期 14 年 (2005-2019 年) 中国汽车板块估值.....	36
图 51: 2018 年至今中信汽车板块周度估值.....	36
图 52: 长周期 14 年 (2005-2019 年) 中国零部件板块估值.....	37
图 53: 2018 年至今中信汽车零部件板块周度估值.....	37
图 54: 2018 年以来乘用车、零部件板块月度估值及乘用车月度销量增速变动.....	37
表 1: 中国汽车历史上销量下行复盘.....	11

表 2: 2019 年至今汽车消费刺激政策陆续加码.....	11
表 3: 2018 年国内 24 家车企产能利用率	13
表 4: 部分合资车型降价幅度	14
表 5: 国内豪华车企 2019 年官降一览.....	14
表 6: 合资车企下移品牌及车型	15
表 7: 2018 年全球新能源车型销量排名	15
表 8: 国际主流车企新能源产能规划.....	17
表 9: 特斯拉 2018 年下半年起加速在华进展	19
表 10: 2019 年传统车企新能源车型规划	19
表 11: 2019 年互联网新势力新能源车型规划.....	19
表 12: 国际先进企业布局智能车载计算平台	22
表 13: 国际芯片巨头的 V2X 产品规划	22
表 14: 2019 年 5 月新能源车销量排名前十车型.....	28
表 15: 汽车细分板块和大盘涨幅对比.....	38
表 16: 重点关注企业美国收入比重及贸易战应对策略.....	38

中国汽车工业所处阶段及对应投资策略

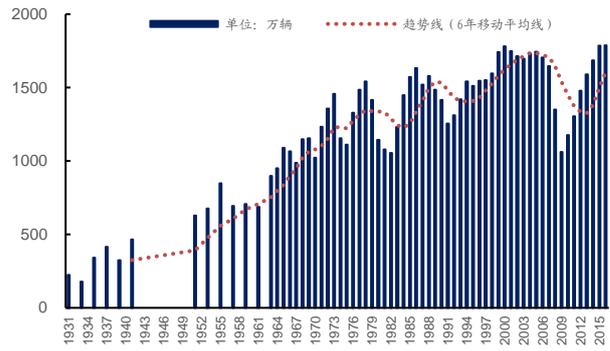
核心：首先摆出我们对当前汽车行业所处阶段判断，当前中国汽车行业处于成长向成熟期过渡的阶段，行业销量（以年为维度）长期震荡上行是主旋律。长期来看（10年以上），未来国内汽车保有量、销量仍有一定空间；短期来看，2018年在经济周期、政策周期、产业周期三重周期叠加背景下，国内汽车工业遭遇史上首轮较长时间（接近1年）下行周期。当前时点是国内汽车销量长期向上路径中的一个短期波动（下行），而下行的结束时点，核心依赖于国内经济上行和汽车消费刺激政策，部分依赖于基数和库存。

图 1：我们判断未来国内汽车销量长期震荡上行



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 2：对照美国历史销量震荡上行周期



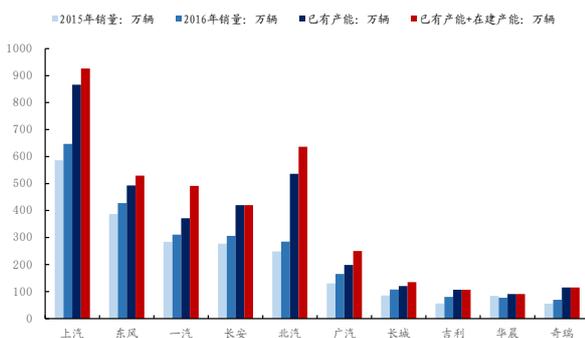
资料来源：WardsAuto，国信证券经济研究所整理

第一节和第二节我们将分别从长期、短期两方面详细论述汽车工业所处阶段，第三节综述该阶段下国内汽车工业投资策略。

长期阶段：成长到成熟期，增速下行、保有量增加、产能过剩

核心观点：汽车行业经历 2001-2010 年十年行业高速增长黄金时代后，当前中国汽车行业逐步由成长期步入成熟期，此阶段行业体现出三大特征：行业增速放缓、保有量提升、厂商产能过剩。汽车行业兼备周期与成长双重属性，行业增量红利消失的大背景下，我们认为汽车行业结构性机会犹存：成长属性方面，深度挖掘由智能化、电动化、轻量化以及后市场带来行业革新机会，周期属性方面，仔细甄别部分子板块周期性轮动与复苏带来的机会；短期而言，增量红利消失使得行业分化显现（车型、国别品牌、厂商分化），未来随着销量增速进一步放缓，龙头份额将进一步提升，缺乏品牌效应和规模优势的中小企业在激烈竞争中将被淘汰，强者恒强格局日益凸显。叠加政策大环境支持，未来行业分化是主旋律，短期结构性机会犹存，长期把握智能化和新能源两条主线。

图 3：中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象



资料来源：盖世汽车网，公司年报，国信证券经济研究所整理

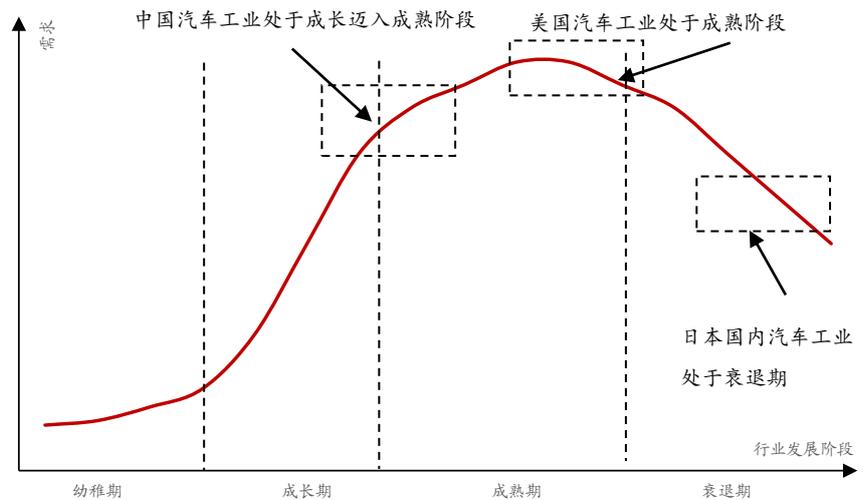
图 4：2004-2018 年中国汽车保有量及同比



资料来源：中国汽车工业年鉴，国信证券经济研究所整理（注：2015-2018年数据来源于公安部交管局）

根据行业生命周期理论(Industry Life Cycle)。行业的生命周期指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的时间，主要包括四个发展阶段：幼稚期，成长期，成熟期与衰退期。在成熟期之前，几乎所有行业都具有类似 S 形的生长曲线，而进入成熟期后，行业需求平缓出现下降，产品品种及竞争者数目减少。我们选取**中国、美国、日本**三大典型汽车工业发展案例进行分析，发现中美日三国汽车工业分别处于不同的生命周期阶段。我们认为当前的中国汽车工业处于成长到成熟的转折阶段，产销增速有所下滑但仍然为正；美国汽车工业处于成熟阶段，需求趋于饱和，产销增速受经济周期的影响较大，汽车消费呈现出显著的周期性特征；日本汽车工业处于衰退阶段，需求萎缩，销量日益下滑。考虑到中美人口（需求端）有相似的增长特征，我们认为美国汽车工业从成长期到成熟期的变迁具备较好的指示与借鉴意义。

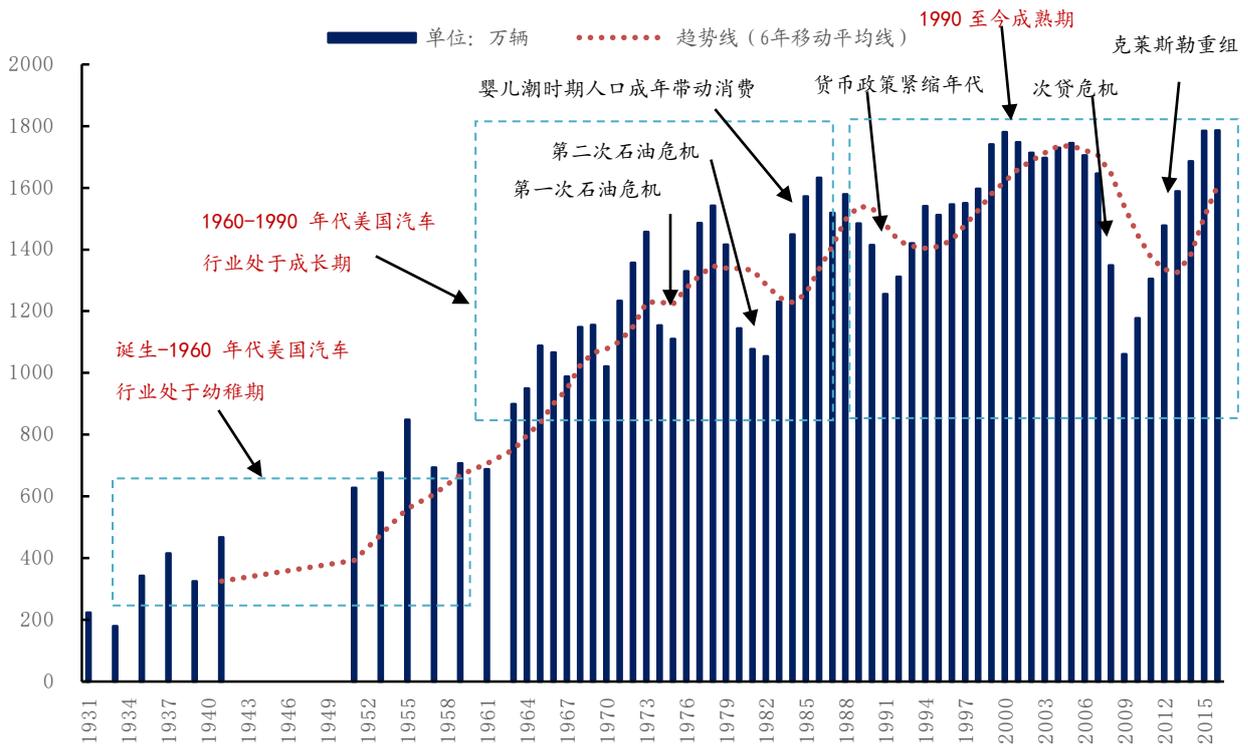
图 5：行业发展生命周期



资料来源：国信证券经济研究所整理

美国汽车工业当前处于成熟期：剔除掉几次石油危机和经济危机的扰动后我们发现，美国汽车工业从 1900 年诞生至今分别经历了行业幼稚期（诞生-1960），成长期（1960-1990）以及成熟期（1990 年至今）。

图 6: 从 1931-2016 年美国汽车年销量看汽车行业生命周期



资料来源: WardsAuto, 国信证券经济研究所整理

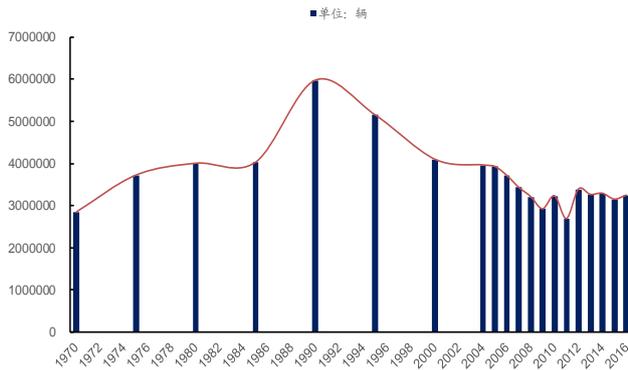
美国汽车行业从诞生至今大致经历了两波大规模的并购重组。

第一波大规模的并购重组发生在幼稚期，主要是以通用、福特、克莱斯勒为首的汽车集团对美国其他汽车品牌的兼并整合，结果是形成了三大汽车巨头：1908年通用收购了成立于1887年的奥尔兹莫比汽车公司。1909年，通用收购了凯迪拉克汽车公司。1922年福特收购了成立于1917年的豪华车公司林肯汽车公司。1928年克莱斯勒收购了道奇汽车公司，获得道奇品牌。1929年，通用收购德国欧宝汽车公司80%股权，1931年收购剩余20%股权。

第二波大规模的并购重组发生在成长期末期（成长期向成熟期过渡），主要是20世纪70年代，在石油危机日益严重、美国经济进入长期滞胀状态的背景下，节油型的日系、韩系侵占美国市场，美国三巨头再度面临激烈竞争。1980年，福特收购美国汽车公司，获得吉普品牌；1989年，福特收购英国豪华车公司捷豹汽车公司，1990年通用收购瑞典萨博汽车公司50%股权，2000年收购剩余50%股权；2000年，福特收购路虎汽车公司，这成为美国国内自主厂商的自20年代以来的第二波大规模的并购。

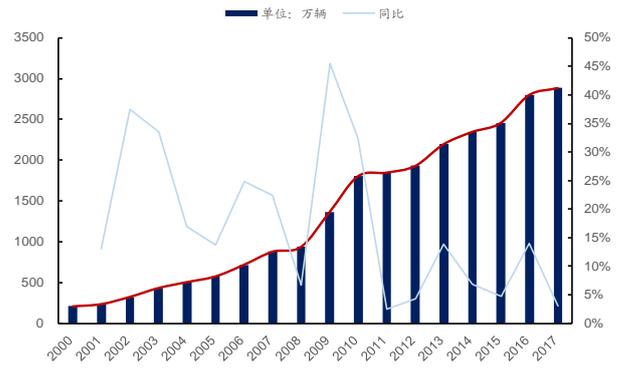
日本汽车工业自90年代初进入衰退期：由于人口增长放缓，所以虽然日本汽车工业起步阶段略晚于美国，但发展至今日本却基本反映了行业全生命周期，从1970年至今分别经历了行业幼稚期（1970-1984），成长期（1984-1990），成熟期（1990-1993），衰退期（1993年至今）。

图 7：1970-2016 年日本新车注册量



资料来源：日本自动车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 8：2000-2017 年中国汽车年销量



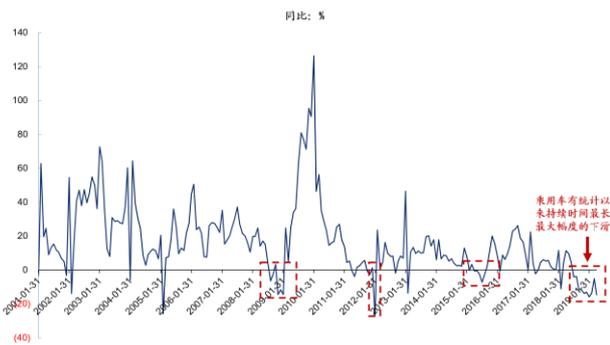
资料来源：中国汽车工业年鉴。中汽协，国信证券经济研究所整理（注：2000-2015 年数据来自中国汽车工业年鉴，2016/2017 年数据来自中汽协）

中国汽车工业当前从成长期迈入成熟期：我们整理 2000-2016 年中国汽车销量后发现，2000-2010 十年间，中国汽车工业基本维持两位数的高增长趋势，年销量从 200 万增长至 2000 万水平。2010 年之后，中国汽车产能出现过剩，同时保有量增长至上百辆/千人，汽车产销增速开始回落，中国汽车工业进入个位数增长期，2016 年由于购置税减半政策中国汽车销量增速重回两位数增长，但我们认为，剔除政策性因素影响，中国汽车销量已经进入个位数增长的常态阶段，中国汽车工业从成长期进入成熟期，中国这一阶段大致对应美国 90 年代和日本 80 年代的汽车工业。参考美国这一阶段的自主厂商表现（龙头发生并购），我们认为中国未来较长一段时间将进入自主品牌激烈竞争的分化时期，国内整车龙头依靠技术优势、强大的降价能力和广泛的市场基础将呈现强者恒强，处于竞争劣势的中小整车企业逐渐退出市场或被龙头整车吞并，行业集中度提升，龙头企业受益。

短期阶段：国内汽车工业遭遇首轮下行周期

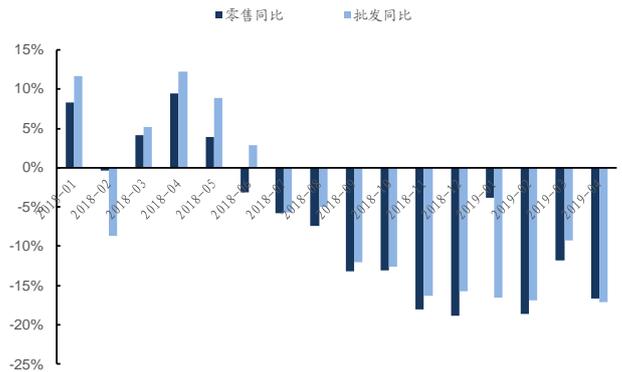
短期来看，2018 年在经济周期、政策周期、产业周期三重周期叠加背景下，国内汽车工业遭遇史上首轮较长时间（接近 1 年）下行周期。

图 9：2001-2019 年 5 月乘用车月度销量同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图 10：2018-2019 年 5 月乘用车批发、零售月度销量同比



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

宏观经济和消费刺激政策是拉动汽车销量回升的核心要素。我们梳理中国汽车行业几次连续月度销量下跌时间段，结论是：1) 国内汽车市场与宏观经济关联度较高；2) 车市几次快速恢复主要是消费政策刺激。

表 1：中国汽车历史上销量下行复盘

时间段	下滑性质	下滑原因	恢复原因
1、2008年8月-2009年1月	较大幅度	全球金融危机	09年-10年系列消费政策刺激
2、2011年10月-2012年1月	较大幅度	09年-10年购置税减免、汽车下乡、以旧换新、北京限购等带来的10年底消费透支	日系销量恢复、自主填补SUV市场空缺
3、2015年2月-2015年8月	较温和，小幅度	国内宏观经济下行	16年购置税优惠政策
4、2017年4月-2017年5月	较温和，小幅度	购置税优惠政策逐渐退出，二季度行业进入去库存、萨德事件等	行业官降
5、2018年7月-2019年5月	较大幅度最长时间	1) 去杠杆下国内经济下行，可选消费低迷 2) 16/17年购置税优惠政策带来汽车消费的提前透支 3) 国内汽车工业进入了低增速常态化阶段	或取决于后续政策力度（当前已出台广深放宽限购和新能源放开限购政策）

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

作为可选消费的汽车行业是社零的重要组成部分。汽车兼具消费和周期属性。从消费属性来看，汽车（尤其是乘用车）具备强品牌效应，也是国内社会消费品零售总额的重要组成部分（占比10%左右），是消费品的重要类别之一。2010年之前，国内汽车零售额增速对整体消费品零售总额基本是一个正向拉动的角色，2010年分水岭，此后国内汽车零售额增速基本处于社会消费品零售总额增速之下。根据国家统计局测算，2018年社会消费品零售总额增速同比回落了1.2个百分点，如果扣除掉汽车类商品，再按照相同口径计算，社零增速大约回落0.4个百分点，也就是说，单汽车消费一项大约造成了0.8个百分点增速的落差。

2019年以来国家针对汽车消费的刺激政策陆续加码。18年7月至今连续11个月的汽车销量下滑是史无前例的，作为国家支柱产业之一（占GDP的4%，占社零10%），发改委自去年底就予以关切。2019年年初（2019年1月底）发改委针对社零增速指出：“我们要推动消费平稳增长，要设法稳住汽车消费这一大头，是有针对性的”。1月到现在，关于促进汽车消费方面的政策陆续出台，力度逐渐加大。6月密集出台两大实质性利好：1) 6月2日地方交通运输局先后宣布广深放宽限购，新增18万牌照限额；2) 6月6日三部委发布《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》，提出各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。我们认为当前政策仍相对保守（覆盖范围较窄、力度较弱），后续视车市销量情况政策仍有发力可能性。

表 2：2019 年至今汽车消费刺激政策陆续加码

发布时间	发布机构	发布文件	主要刺激内容
2019/1/8	央视新闻	专访发改委副主任宁吉喆	宁吉喆表示，今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。
2019/1/29	发改委、财政部、工信部等十部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》	多措并举促进汽车消费 加快繁荣二手车市场
2019/02-05	各车企	陆续实施汽车下乡补贴	长安欧尚旗下多款车型可享受千元到2.2万元不等的补贴 一汽大众推出“一成首付购新车”和“万元报废补贴”两种方案 东风汽车、五菱汽车、比亚迪汽车、长城汽车等车企也相继颁布了相应的政策
2019/6/2	深圳、广州交通运输局	新增汽车牌照限额的通知	2019年6月到2020年12月，广州和深圳分别新增汽车牌照10万辆和8万辆。
2019/6/6	发改委等三部委	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》	提出各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购的地方政府应根据城市交通拥堵、污染治理、交通需求管控效果，加快由限制购买转向引导使用。

资料来源:各政府官网、百度, 国信证券经济研究所整理

当前汽车发展阶段（长期、短期）孕育三条投资主线

我们认为，当前时点是国内汽车销量长期向上路径中的一个短期波动（下行），而下行的结束时点，核心依赖于国内经济上行和汽车消费刺激政策，部分依赖于基数和库存。我们基于当前汽车发展阶段推荐以下三条投资主线：

1) 政策潜在刺激，寻找优质和弹性大整车。从政策层面看，2019年起国家关于汽车消费刺激政策陆续出台，但力度相对保守，下半年政策仍有发力空间；从基数层面看，2018年7月起国内汽车销量快速下行，今年下半年对应的销量基数较低；从库存层面来看，2019年7月前部分省市国六切换下，车企去库效果显著，当前

库存处于合理低位，下半年有望批零双震。考虑政策潜在刺激，低基数和低库存辅助数据改善，我们推荐优质（政策出台不达预期下，推荐上汽）和弹性大（政策出台较为强力，推荐长城长安）整车企业。

2) 合资产品下沉，优质零部件面临机遇。当前时点整车端对政策依赖度较高（主要受益于行业贝塔），而零部件企业相对投资灵活度更高（依靠自身产品和客户突破有望实现自身阿尔法）。在合资整车产品线整体下移（降价、推出低阶产品）压力下，卡位合资产业链的优质自主零部件企业能有协助合资整车有效降本，面临较好发展机遇，我们推荐刚刚开启合资前装配套的玲珑轮胎和卡位德系日系的星宇股份。

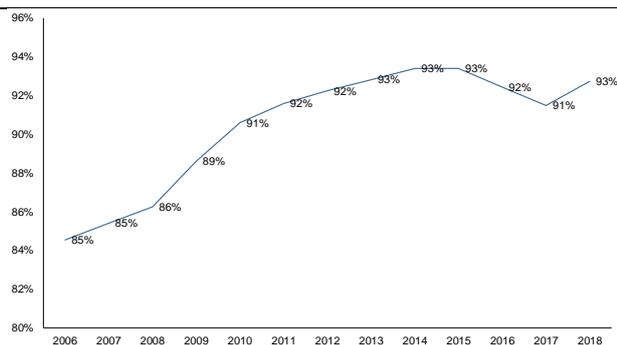
3) 电动化、智能网联持续推进，静候政策催化。电动化、智能化是传统汽车两大转型方向，新能源汽车当前低渗透率下销量空间广阔、高增速持续，而销量结构的改善则体现了新能源从政府补贴驱动向市场化购买的转变。我们坚定看好新能源汽车投资主线，推荐新能源核心企业比亚迪、宁德时代和进入全球高端供应体系的优质产业链（特斯拉产业链）；智能化方面推荐智能互联示范区平台性企业中国汽研。

投资主线一：政策潜在刺激，寻找优质和弹性大整车

汽车行业生态恶化，集中度提升加速，优质整车长期价值凸显

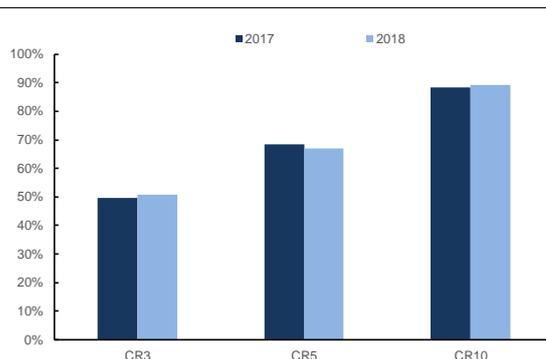
我们梳理 2006 年-2018 年中国汽车工业集中度（CR10）后发现，2006 年至今的 10 余年来，国内汽车工业基本呈现集中度不断提升的趋势，CR10 从 85% 提升至 93%。16/17 年集中度略有回落（或与新能源发展初期的中小企业入场扰动有关）。今年以来，由于购置税优惠政策完全退出，国内外宏观经济形势严峻导致以汽车为代表的可选消费表现低迷，2018 年国内乘用车销量累计下滑 2.8%，且旺季高库存系数下四季度销量持续恶化，18 年以来 CR3、CR10 均呈现显著提升趋势。我们认为，相比于欧美日韩等发达国家汽车市场的 2-3 家主流车企现状，我国汽车工业仍然处于较为分散的水平，考虑到中国汽车工业已经进入常态化低增速阶段，车企分化加剧，中国汽车行业集中度有望加速提升。

图 11: 2006-2018 年中国汽车工业 CR12 (分集团)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2017 年-2018 年中国汽车工业集中度



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

在行业集中度提升背景下，优质整车长期投资价值凸显。推荐模块化平台能力较强的整车龙头上汽集团，其具备能力突出的 MQB、MLB 等优秀模块化平台，整体平台能力突出；上汽通用平台数量在整车企业中最，后期平台化升级储备的新平台较多，模块化整合的潜力较大。包括 G2XX、D2XX、C1XX、P2XX 以及 EPSION II 等，平台整体能力较强。上汽自主的平台化数量也较多，并且基于 SSA 平台推出了荣威 RX5 等爆款车型；上汽通用五菱平台化相对一般。整体而言上汽集团的平台化技术较强，未来有望基于能力突出的平台持续推出

新车型维系行业龙头地位。

车企整体产能利用率较低，政策刺激下挑选弹性较大品种

整车行业固定资产产出比例约 4:1(投 1 产 4)，新增产能一次性投入规模较大，需要规模化上量来摊薄成本（整车企业盈亏平衡点的产能利用率约 70%）。不完全统计国内 24 家整车企业 2018 年产能利用率发现，日系、德系车企产能利用率相对饱和（这也和日系、德系销量相对强势相关），有 9 家车企产能利用率低于 70%，其中包括吉利、一汽、奇瑞、比亚迪、北京现代、江淮汽车、东风悦达起亚、长安福特、海马汽车等车企，而神龙、长安福特、海马汽车产能利用率不到 30%。

表 3：2018 年国内 24 家车企产能利用率

生产厂商	理论产能（万辆）	2018 年销量（万辆）	理论产能利用率
广汽本田	60	74	123.33%
北京奔驰	40	48.5	121.25%
广汽丰田	48	58	120.83%
东风本田	60	72.1	120.17%
一汽丰田	65.2	71.6	109.82%
东风日产	125	130	104.00%
华晨宝马	45	46.5	103.33%
长城汽车	105	105.3	100.29%
上汽大众	212	206.5	97.41%
上汽通用	235	197	83.83%
广汽传祺	70	53.5	76.43%
长安马自达	22	16.6	75.45%
长安乘用车	118	85.9	72.80%
吉利汽车	218	150	68.81%
一汽大众	300	203.7	67.90%
奇瑞汽车	100	54	54.00%
比亚迪汽车	100	52.1	52.10%
北京现代	165	79	47.88%
东风悦达起亚	89	37	41.57%
江淮汽车	54	19.7	36.48%
东风雷诺	15	5	33.33%
神龙汽车	99	25.3	25.56%
长安福特	160	37.8	23.63%
海马汽车	30	6.7	22.33%

资料来源:智选车、易车网，国信证券经济研究所

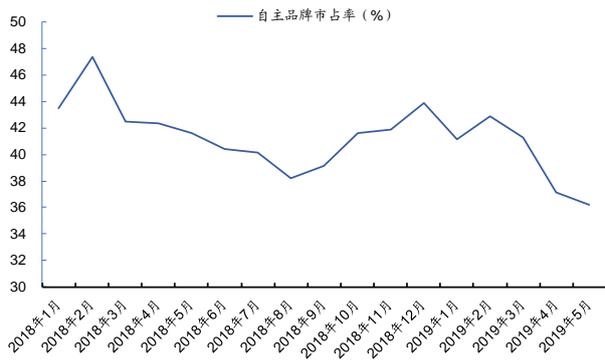
考虑政策潜在刺激，低基数和低库存有望辅助下半年车市销售改善，销售改善背景下我们推荐弹性大的整车企业长城汽车（销量弹性大）、长安汽车（PB 估值弹性大）。

投资主线二：合资产品下沉，优质零部件面临机遇

2018 年下半年起自主品牌市占率加速下滑

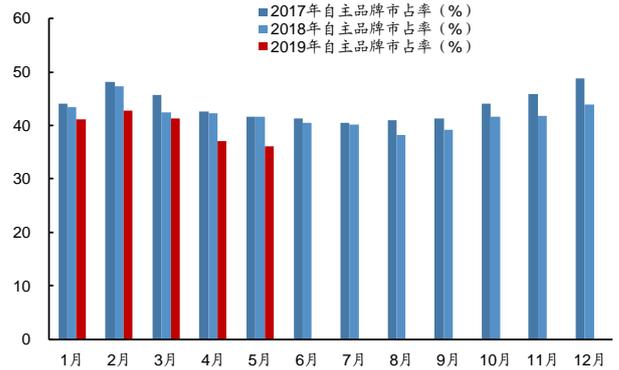
自 2018 年以来，自主品牌市占率同比呈现下降趋势，这一市占率退坡在 2018 年上半年表现较为轻微，2018 年下半年下滑加剧。2018 年上半年自主品牌市占率相对 2017 年同期大多下滑了 1 个百分点之内，2018 年下半年自主品牌市占率相对 2017 年同期下滑基本超过 2 个百分点，这一趋势持续到 2019 年，并在 2019 年 4-5 月达到市占率同比下滑超 5 个百分点的峰值（主要原因是 2019 年 3 月中旬多数豪华车企宣布对华车系官降）。

图 13: 2018-2019 年中国自主品牌市占率



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2017-2019 年中国自主品牌市占率



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

合资产品线下沉是自主市占率退坡主因

合资车企和自主车企常年处于双分天下的态势, 2014-2017 年受益于购置税减半 (自主品牌消费者对购置税政策更为敏感)、SUV 红利期中自主品牌市占率节节攀升, 2017 年之后, 在购置税政策退出、SUV 渗透率接近饱和、叠加车市销售低迷, 部分合资松口逐渐降价的背景下 (以大众辉昂、途观为代表), 自主品牌市占率出现下滑, 合资相对表现强势 (尤其是日系和德系)。

表 4: 部分合资车型降价幅度

合资车企	降价时间	降价幅度	降价后售价
大众途观 L 2018 款	2018/6/10	降幅 7-8 万	降至 12-16 万
大众辉昂 2018 款	2018/7/18	降幅 8-15 万	降至 26 万起
广丰 Yaris L 致炫	2019/6/12	降幅 1 万	降至 6 万起
北京现代领动	2019/6/10	降幅 2 万+	降至 7.3 万左右
别克威朗 2019 款	2019/6/8	降幅 6 万	降至 11.19 万左右

资料来源: 汽车之家, 车主之家, 国信证券经济研究所整理

2019 年 3 月宣布下调增值税率更是一个导火索, 多数豪华车企 3 月后高调宣称旗下车型官降, 官降幅度在 4-9 万元不等。

表 5: 国内豪华车企 2019 年官降一览

豪华车企 (或车型)	官降时间	官降幅度
梅赛德斯-奔驰	2019/3/15	最高降幅达 6.4 万元
沃尔沃	2019/3/17	最高降幅达到 6 万元
宝马	2019/3/16	最高降幅达 6 万元
路虎品牌	2019/3/16	最高降幅 8.5 万元
捷豹品牌	2019/3/16	最高降幅为 4.2 万元
林肯	2019/3/18	最高降幅 2 万元
奥迪	2019/3/19	最高达 5.5 万元
凯迪拉克 xts	2019/3/20	降幅 5 万 (降至 29.99-35.99 万)
阿尔法罗密欧 Stelvio	2019/6/10	降幅 10-15 万 (降至 25.99-35.58 万)

资料来源: 新浪汽车, 太平洋汽车网, 国信证券经济研究所整理

除降价以外, 部分合资车企也陆续推出的定位下探的全新车型。比如一汽大众今年 3 月发布的第三品牌“捷达品牌”, 是大众品牌有史以来第一个子品牌 (车型定位低于大众品牌), 推出了三款捷达品牌车型, 分别为定位紧凑型轿车的 VA3、定位紧凑型 SUV 的 VS5 和定位中型 SUV 的 VS7。同时一汽丰田也计划将引入“汉兰达”姊妹款车型 HARRIER, 它是属于日本的本土丰田车型, 挂鹰头金标属于丰田在日本的高端车型, 采用了雷克萨斯 RX 相同的平台打造, 定位略低于汉兰达, 旨在响应日系在华产能扩充战略。

表 6: 合资车企下移品牌及车型

车企	全新车型	上市时间	车型价格	车型定位
广汽丰田	C-HR	2018 年	14.18-17.88 万	小型 SUV
奔驰	A 级车	2018 年 11 月	21.18-29.38 万	低于奔驰 B 级、C 级
捷达品牌	三款全新车型	2019 年下半年起陆续上市	未透露	低于大众品牌
一汽丰田	HARRIER	2020 年	未透露	低于汉兰达

资料来源: 太平洋汽车网, 国信证券经济研究所整理

合资品牌下探利好于进入卡位合资的自主零部件企业

合资品牌价格持续下探对合资车企的盈利能力提出考验, 一贯供应链体系稳定、认证严格的合资车企也面临在成本和质量方面的权衡, 这给国内已经进入合资供应链体系, 质量获得合资背书, 成本又低于合资外资产业链的零部件企业创造了机遇。我们推荐已经卡位德系、日系等优质合资客户的星宇股份和 2019 年进入合资 (捷达品牌) 主胎供应体系的玲珑轮胎。

投资主线三: 电动化、智能网联持续推进, 静候政策

催化

从市场的体量和热度来看, 当前中国已经成为世界新能源汽车产业的领跑者。2017 年中国新能源汽车销量 57.6 万辆 (这里统一全球新能源口径为纯电动+插电混), 在全球位居首位, 是第二名美国新能源销量 (19.8 万辆) 的接近 3 倍。2018 年 1-10 月, 中国新能源汽车销量在全球新能源销售中占比 48%, 中国市场在全球新能源行业中占据举足轻重的地位。当前我国新能源汽车销量呈现两大特征: 1) 销量大幅增长, 2) 销量结构特征改善 (中高端、非限购城市)。展望 2019 年, 传统车企和造车新势力加速布局中高端纯电市场, 2019 年有望成为电动智能车型市场化销售关键年份。我们认为, 新能源汽车作为未来汽车的发展方向, 当前低渗透率下销量空间广阔、高增速持续, 而销量结构的改善则体现了新能源从政府补贴驱动向市场化购买的转变。我们坚定看好新能源汽车投资主线, 推荐进入全球高端供应体系的优质产业链 (特斯拉产业链)。

外资新能源车企加速入华, 推荐特斯拉产业链

国内外新能源汽车各有所长

2018 年, 全球新能源乘用车累计销量前十的车型里, 国产车系占据 4 席, 其他 6 款车分别由 4 家外企设计生产, 分别为特斯拉、日产、丰田、雷诺。

表 7: 2018 年全球新能源车型销量排名

排名	车型	2018 年销量 (辆)
1	特斯拉 Model3	145846
2	北汽 EC 系列	90637
3	日产聆风	87149
4	特斯拉 ModelS	50045
5	特斯拉 ModelX	49349
6	比亚迪秦 DM	47425
7	江淮 IEV	46586
8	比亚迪 e5	46213
9	丰田普锐斯 PHEV	45686
10	三菱欧蓝德 PHEV	41888

资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

对比国产的新能源乘用车与国外市场上的热销车型:

1) 国产车普遍定位较低，定价较低，补贴后价位 20 万以内。外资新能源乘用车中高端较多。高端产品有特斯拉 Model X 和 Model S，价格百万左右，是比亚迪秦的 4 倍左右，最快速度可达 250 km/h，续航里程达 500 公里，在该领域几无敌手。中端产品 Model 3，最快车速有 225 km/h，日系中端产品丰田普锐斯最快速度也有 180 km/h，而热销的国产新能源乘用车最快速度大都在 100-150 km/h。

2) 在车型方面，国产新能源车型少见大型 SUV，而特斯拉、通用、宝马旗下都有新能源 SUV。

3) 动力类型方面，我国以纯电驱动技术作为主流，外资品牌生产的插电混动实力较强，国外发动机和变速箱等相关技能是全体集成的，我国在三、四年之前才开端量产自己研制的主动变速箱，在此基础上开展混合动力挑选地步比较小，所以这方面我国技术支撑较弱，部分零部件体系仍以外资为主。目前国内比亚迪、荣威等几家优秀典型车企在插混领域已有成效，去年上市的比亚迪宋、秦插混版的动力可匹敌丰田普锐斯 Prime PHEV，最高时速都达到 180 公里，但是普锐斯是 2012 年就上市的车型，畅销多年至今。但从大趋势看，纯电动车在未来才是主流，发展纯电技术是国内车企弯道超车的重要机会，外资车企近年来也开始布局纯电技术。

股比放开引鲶鱼，外资强势布局促升级

2018 年取消新能源汽车外资股比限制。4 月 17 日，发改委表示 2018 年将取消新能源汽车外资股比限制。汽车行业将分类型实行过渡期开放，2018 年先取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2020 年取消商用车外资股比限制；2022 年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制。我们认为，放开外资股比限制对于新能源汽车影响较大，可能会引进外资新能源整车鲶鱼，搅动国内市场。我们认为，在贸易战背景下，短期来看，放开外资股比限制具体实施方案尚未落地，仍存在不确定性；中长期来看，利好国内传统自主车企，同时国外新能源厂商的介入或将抬高政府对新能源汽车行业的支持成本，加速市场化和新能源产品力提升。

国际主流车企纷纷加快新能源产能布局。当前全球的电动化进程已经从中国政府和特斯拉主导逐步转化为与传统汽车巨头大众、奔驰、宝马等共分一杯羹的趋势。传统巨头们转向新能源汽车后，结合其本身的设计、科技方面的优势，将打造出众多高性能新能源汽车。目前针对中国汽车市场，外资车企与国内车企的新能源汽车合资项目已陆续展开。如福特汽车宣布要与众泰汽车合作，成立纯电动乘用车合资公司。日系车企本田今年 6 月份宣布，在电动化技术方面，2018 年本田将向中国市场投放中国专属版电动车。丰田方面也表示会在中国推出电动汽车，公司最快将于 2019 年在中国量产电动汽车。面对中国市场的巨大机遇，合资企业的设立有助于外资品牌更快地完成他们的目标。对中国车企来说，外资车企可以为中国新能源车产业输入更先进的技术，将推动中国新能源汽车消费的升级。

表 8: 国际主流车企新能源产能规划

厂商	2017 年电动车销量 (万)	计划产/销量	新车型
特斯拉	8.12	2018 年总产能 50 万辆; 2020 年年产能 100 万辆	Model Y, Model 3
大众	6.2	到 2025 年, 年产量 300 万辆	一汽-大众高尔夫纯电动、上汽大众途观插电混动、大众 e-Golf 和蔚揽 GTE
别克		2020 年以前 45 万辆每年	三款新能源车型, 覆盖全混动、插电混动及纯电动三种驱动模式
丰田	4.87	2030 年前实现销量 550 万辆, 销量番 3 倍。混动插占 450 万辆, 纯电动占 100 万辆。	2020-2025 年前推出 10 余款新车型。即将上新卡罗拉 PHEV、雷凌 PHEV、广汽丰田首款纯电动 SUV 以及一汽丰田首款纯电动车
通用	6.69	到 2026 年前, 年销量 100 万辆	2020 年前推 4 款新车型
戴姆勒	3.43	到 2020 年, 每年 10 万辆; 到 2025 年, 新能源车型占奔驰全球销量的 15%-25%	2020 年以后 Smart 只推电动车; 2022 年后, 梅赛德斯-奔驰全部车型都有电动版
奥迪	0	到 2025 年, 年销量 80 万	2025 年前推 20 余款新车型
宝马	8.1	到 2019 年销量翻倍达 50 万辆; 到 2025 年, 新能源车型占宝马全球销量的 15%-25%。	2025 年前推 12 款纯电车型
雷诺日产	17.55	到 2022 年, 年销量 100 万台; 到 2025 年中国为最大销售市场	2022 年前推 12 款纯电车型

资料来源:各网站新闻, 国信证券经济研究所整理

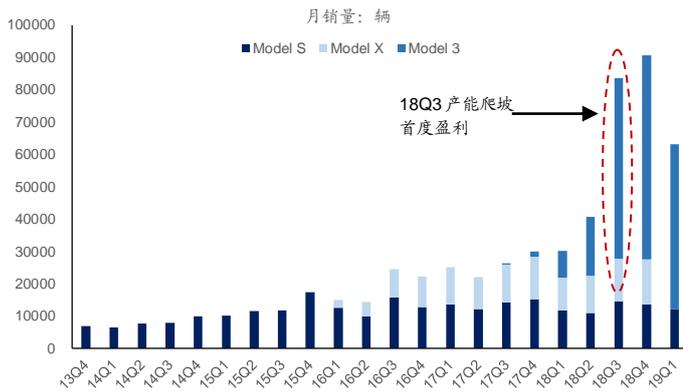
推荐特斯拉产业链

作为全球新能源标杆企业。2018 年特斯拉共交付新车 245,240 辆, 其中包括 145,846 辆 Model 3、99,394 辆 Model S 和 Model X。2018 年特斯拉销量相当于公司从 2003 年成立到 2017 年的销量总和, 同时, Model 3 还以 145,846 辆的销量成为了美国市场最为畅销的豪华车型。Model 3 在 18 年第三季度的成功爬坡也带来了特斯拉过去两年以来的首次季度盈利, 最新销售情况来看, 18Q4 交付 8.7 万辆, 其中 Model 3 销售 6.1 万辆; 19Q1 交付 6.3 万辆, 其中 Model 3 销售 5.1 万辆。

中国市场潜力巨大。细分市场来看, 当前美国市场仍然是特斯拉销售的主力市场, 2018 年前三季度美国销售占比达 69%, 中国以 4.4% 的销售占比成为特斯拉的全球第二大市场。作为占了全球汽车销量三分之一的中国市场增长潜力巨大, 也成为特斯拉必争之地。2018 年 4 月, 发改委宣布汽车行业 2018 年取消专用车、新能源汽车外资股比限制, 而特斯拉成为股比放开后, 首个在中国独资建立工厂的汽车企业。

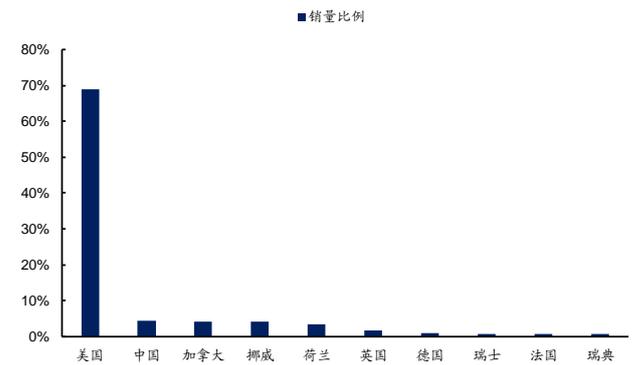
特斯拉中国独资工厂规划 50 万产能目标。2018 年 10 月 17 日, 特斯拉以人民币 9.73 亿拍得上海临港 1200 亩土地使用权, 用于建设特斯拉上海超级工厂。1 月 7 日, 特斯拉上海工厂奠基仪式在上海临港举行, 根据规划, 上海超级工厂将集研发、制造、销售等功能于一体, 项目总投资达 500 亿元人民币, 一期投资 160 亿元, 初期将先建成组装产线, 随后推进特斯拉国产化进程。项目建成后, 生产车型包括 Model 3 和 Model Y, 一期产能 25 万辆/年 (2020 年开始生产), 总产能目标 50 万辆/年, 相当于当前特斯拉年销量的两倍。

图 1: 特斯拉各车型 2013-2019 年分季度交付量一览



资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理(注:19Q1 Model S 和 Model X 合并统计)

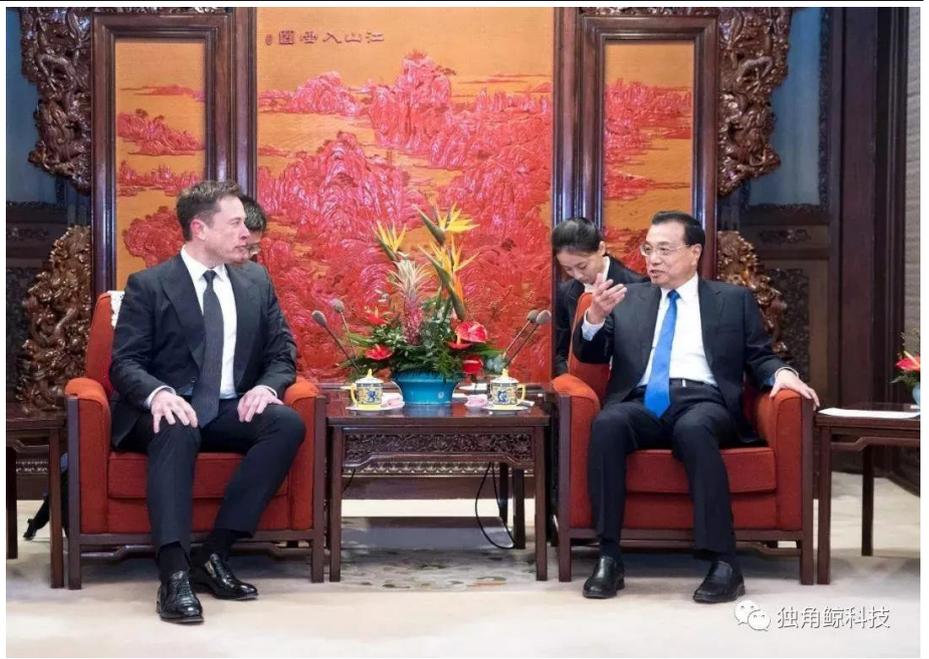
图 2: 特斯拉 2018 年前三季度各国销量占比



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

持续盈利压力或倒逼特斯拉加速国产化进度。2019 年 1 月 18 日, 马斯克向内部员工发出公开信, 宣布将在全职员工中裁员 7% (超 3000 人), 只保留最关键的临时工和承包商 (这是特斯拉第二次大规模裁员, 第一次于 2018 年年中 Model 3 交付不达预期时裁员 4000 人)。本次裁员压力主要来源于 1) 低价车型上市和美国税收优惠下降对特斯拉持续盈利提出考验; 2) 2019 年年内超 15 亿美元债务陆续到期兑付 (3 月 9.2 亿美元、4 月 1.8 亿美元)。巨额债务兑付、美国税收优惠消失压力下, 特斯拉对中国市场的重视度将进一步提升 (规模效应及国产化零部件可以提升 Model 3 盈利水平)。1 月 10 日, 中国政府网披露, 2019 年 1 月 9 日下午, 李克强总理新年伊始的首场外事活动安排在中南海紫光阁, 会见的外宾是特斯拉公司 CEO 埃隆·马斯克。

图 3: 1 月 9 日李克强会见马斯克



资料来源:独角鲸科技、国信证券经济研究所整理

2019 年 5 月特斯拉一期厂房进入收尾阶段。特斯拉自 2018 年 7 月和上海市政府签订项目合约后, 便在国内进入加速发展阶段, 2018 年 7 月份, 特斯拉和上海市政府签订合约, 10 月 17 日拍下浦东的工业用地, 12 月 17 日接通临时用电, 12 月底拿到第一张施工许可证。2019 年 1 月 7 日, 特斯拉上海工厂正式开工, 半年不到, 第一期项目的厂房建设已经进入收尾环节。

表 9: 特斯拉 2018 年下半年起加速在华进展

时间	特斯拉在中国进展
2018 年 7 月 10 日	特斯拉与上海临港管委会、临港集团共同签署纯电动车项目投资协议，这预示着特斯拉公司独资的特斯拉超级工厂（Gigafactory 3）将正式落地中国
2018 年 10 月 17 日	特斯拉以人民币 9.73 亿拍得上海临港 1200 亩土地使用权，用于建设特斯拉上海超级工厂
2018 年 12 月 17 日	特斯拉接通临时用电
2018 年 12 月底	特斯拉拿到第一张施工许可证
2019 年 1 月 7 日	特斯拉上海工厂正式开工
2019 年 5 月	特斯拉第一期项目的厂房建设已经进入收尾环节（主体建筑已经进入封顶阶段）
2019 年 6 月	特斯拉公布国产版本 model 3 价格（32.8 万元）

资料来源:百度、国信证券经济研究所整理

我们认为，巨额债务兑付、美国税收优惠消失压力下，特斯拉的持续盈利能力遭受考验，基于持续盈利性考量，特斯拉或将加速国产化进度及更换价格更为低廉的国产供应链，有望带动国内特斯拉相关供应商的出货量提升，我们梳理国内特斯拉产业链的相关标的。其中特斯拉直接销售收入占比较高的是旭升股份和文灿股份，2017 年特斯拉贡献旭升股份收入 4.1 亿，占比 56%；2016 年特斯拉贡献文灿股份收入 1.1 亿，占比 9%。其余特斯拉产业链相关标的还有拓普集团、岱美股份、东睦股份、保隆科技、宁波华翔等。

2019 年新能源车型上市规划

我们梳理了 2019 年上半年传统/新势力车企已上市的新能源车型及 2019 年下半年传统/新势力车企规划上市的新能源车型。不难发现，2019 年起车企角力日益激烈，新能源车的产品力整体大大提升，自主大厂优势突出。

表 10: 2019 年传统车企新能源车型规划

企业	车型	上市时间	价格（万元）	新能源类型	纯电下综合续航里程	车型种类
北汽新能源	EX5	2019/01/27	16.99-19.99（补贴后）	纯电动	400km	SUV
零跑	S01	2019/01/03	18.99-22.99（指导价）	纯电动	460km	轿车
北汽新能源	EX3	2019/04/16	12.39-16.39（补贴后）	纯电动	550km	SUV
江淮汽车	江淮 iEV A60	2019/04/09	18.95（补贴后）	纯电动	400km	轿车
江淮汽车	江淮 iEV S4	2019/04/16	12.95-15.95（补贴后）	纯电动	400km	SUV
上汽	名爵 ZS 纯电动	2019/03/19	11.98-14.98（指导价）	纯电动	335km	SUV
一汽丰田	卡罗拉双擎 E+	2019/03/09	18.98-21.28（补贴后）	插电混	55km	轿车
一汽大众	e-Golf	2019/03/21	24.08（指导价）	纯电动	超 300km	轿车
奇瑞	星途 TX	2019/04/16	12.57-17.59（指导价）	插电混	70km	SUV
奔驰	EQC400	2019Q4	未透露	纯电动	415km	SUV
沃尔沃	XC40 EV	2019H2	未透露	纯电动	482km	SUV
威马	EX6	2019/09	未透露	纯电动	500km+	SUV
捷途	X70 EV	2019/06	未透露	纯电动	400km+	SUV
奇点	iS6	2019Q4	未透露	纯电动	400km	SUV

资料来源:盖世汽车论坛、第一电动网、汽车之家、各企业官网，国信证券经济研究所整理

表 11: 2019 年互联网新势力新能源车型规划

上市时间	车企	车型	类型	续航里程	补贴前售价（万元）
零跑汽车	零跑 LP-S01	电动双门轿跑	2019.03	360km	20
爱驰汽车	爱驰 U5 ION	纯电动紧凑型 SUV	2019 年内	325km	20-30
蔚来汽车	ES6	中型 SUV	2018/12/15	500km	30
威马汽车	EX6	交互纯电 SUV	2019 年 9 月	450km	20+
云度汽车	云度 π7	纯电动 A+级 SUV	2019 年内	400km	未透露
电咖汽车	天际 ME7	纯电动 SUV	2019 年 9 月	500km	36.68 万起（补贴前）
前途汽车	K20	纯电动小型跑车	2019 年内	未透露	未透露
北京清行	竞克 400	纯电动 SUV	2019 年内	305km	15.58-15.98
拜腾汽车	BYTON Concept	豪华智能中型 SUV	2019 年底	400km/520km	30
拜腾汽车	BYTON 第二款车	概念轿车	2021 年内	未透露	未透露

资料来源:盖世汽车论坛、第一电动网、汽车之家、各企业官网，国信证券经济研究所整理

我们认为,今年以来国产新能源车型销量结构的改善主要是由 1)补贴政策 和 2)下游竞争两方面驱动的。

- 1) **补贴政策方面:** 基于新能源行业政策趋向性,从量方面来看,未来的补贴政策将从增量补贴转向结构性补贴,即从以往的财政拨款转向内部存量转移支付;从质方面来看,未来的补贴政策技术偏好的导向性更强,低续航里程的车型将逐渐被淘汰,高续航里程以及高能量密度补贴提升,有利于企业根据自身技术条件稳步提升新能源汽车性能。预计未来随着新的补贴政策的转变,新能源乘用车高端化趋势将更明显,车型高端化将导致对电池性能、轻量化和节能管理能力的要求进一步提升。
- 2) **下游竞争方面:** 造车新势力入局、外资强竞争力车型国产蓄势,对传统思路中拼性价比而疏于设计的旧款新能源车型提出警示。越来越多的车企开始着力于设计感和性能双赢的全方位打磨,比亚迪和上汽乘用车是提升产品力的典型代表。

总结来看,补贴政策和下游竞争双轮驱动国产新能源车型销量结构改善,而未来新能源市场机会将由政策驱动过渡到消费驱动,促进各车企以控制成本、提高品质作为基础,同时布局前瞻性技术以及智能驾驶等投资方向。我们推荐具备较强研发实力和优势新能源车型(高续航里程和高竞争力车型)的上汽集团和全球新能源电池龙头宁德时代。

ADAS+V2X 双主线驱动汽车智能化渐进式发展

通常意义上来看,智能汽车要实现终极无人驾驶主要有两条路径,一条是依靠车载传感器的自主智能(又称智能化),主要是由 ADAS 系统等车载装置实现,目前国内外已经有相对成熟的发展;另一条路径是依靠车联网技术的协同智能(又称网联化),主要是由 V2X 等通信技术实现,正在国内外示范区广泛测试中,是未来十年的无人驾驶重要攻关方向。我们认为,自主智能与协同智能在无人驾驶汽车发展进程中不是相互独立的,而是互相促进、相辅相成的,V2V(车车互联)技术可以为 ADAS 感知层提供重要的安全补充,ADAS 的精度瓶颈又对 V2X 提出要求。无人驾驶依照“ADAS 装配实现车内智能——LTE-V/DSRC 技术实现车际互联——车际互联的发展进一步推动车内智能设备的研发——车内智能对车际互联要求的上升”的发展路径,呈现螺旋上升趋势。

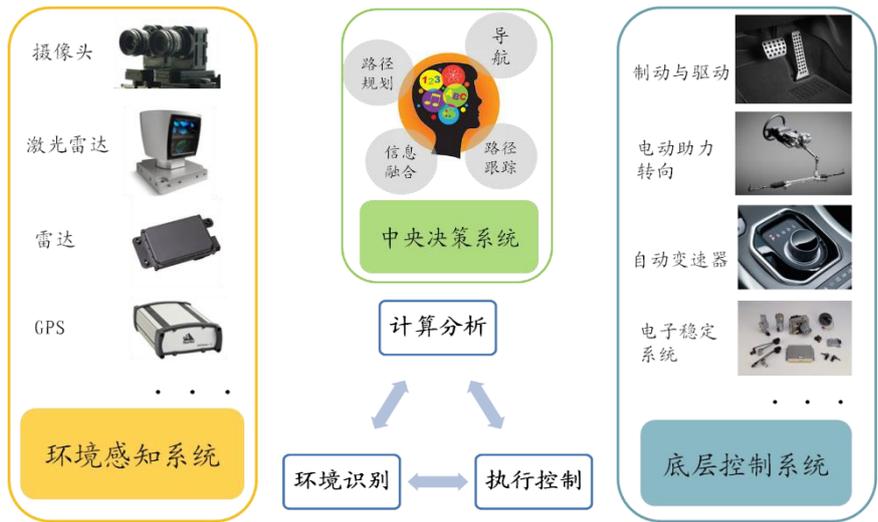
图 15: 无人驾驶汽车的两条发展路径相辅相成



资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图》,国信证券经济研究所整理

ADAS,即先进驾驶辅助系统。它是车内智能的基础,位于智能汽车产业链最前端,是目前传统汽车厂商切入智能驾驶领域的主要方式。智能互联示范区的建设将首先带动 ADAS 企业的发展, ADAS 主要由三大模块构成: 环境识别、计算分析和执行控制。通过传感层(摄像头、雷达等)获取环境信息,然后将这些信息转换为数字信号输出给控制层(电子控制单元 ECU 等),由控制层分析处理之后做出命令,最终由执行层(制动系统、转向系统等)执行相关动作(紧急刹车、转向变道、超车等)。

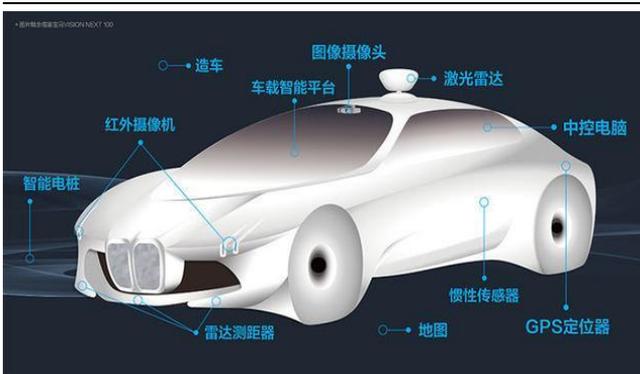
图 16: ADAS 三大模块



资料来源: 国信证券经济研究所整理

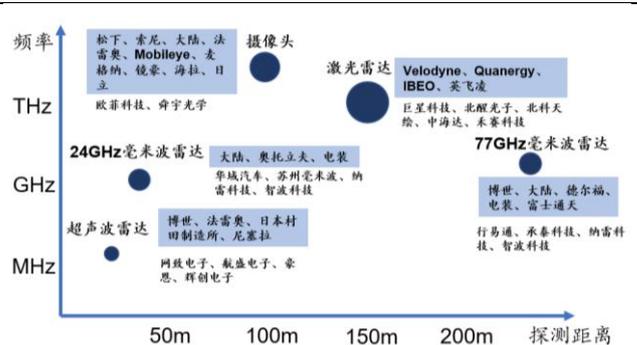
1) **环境感知系统中激光雷达是前沿技术。**智能汽车环境感知系统相当于智能汽车的“五官”, 智能汽车通过传感器感知车辆所处的各种路况及周边环境。一套完善的智能汽车传感系统囊括了超声波技术、雷达技术、摄像头技术、红外线技术、激光扫描技术, 以及这些技术的算法融合。通过多种传感器的组合, 进而实现在不同的距离、不同的角度、不同的天气状况下对周边情况的全方面探测, 这是智能汽车自主判断、自主行动的基础。

图 17: 智能汽车上主要的传感器



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 18: 智能汽车产业链上游感知层相关企业



资料来源: 《粤港澳大湾区智能车路协同战略研究》, 国信证券经济研究所整理

2) **中央决策系统目前核心技术由国外巨头掌握。**智能汽车中央决策系统相当于智能汽车的“大脑”, 主要功能是对经由“五官”(传感器)上传的数据及图像进行分析处理, 当前在单眼摄像头的图像识别技术领域, 以色列的 Mobileye 公司最为知名, 主要给奥托立夫、康奈可、德尔福、法雷奥等一级供应商及奥迪宝马等 OEM 整车厂提供算法支持或整套视觉驾驶辅助系统(占据汽车安全驾驶

系统全球 70% 以上的市场份额)。国外在算法决策方面较为领先的其他公司还有 ADI、德州仪器 (TI)、瑞萨、NXP；国内处于初创阶段，暂无相关上市公司，较为知名的国内初创公司有 MINIEYE、前向启创、中科慧眼等。

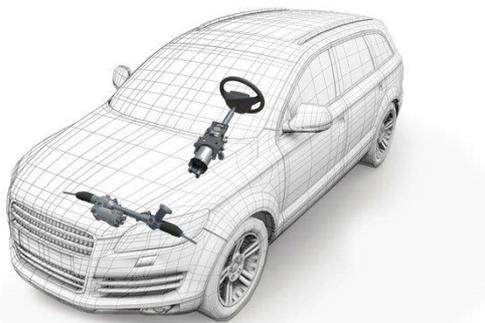
表 12: 国际先进企业布局智能车载计算平台

企业	计算平台	收购企业	合作企业
英特尔	Intel Go、Autonomous Driving Platform	Mobileye、Altera、Yogitech、Arynga、Itseez、Movidius 等	宝马、长安、Waymo、大陆、德尔福等
英伟达	Drive PX、Drive PX2、PX Xavier、Drive FX Pegasus	Deep Instinct	特斯拉、奥迪、沃尔沃、梅赛德斯-奔驰、丰田、大陆、奇点、博世、蔚来等
恩智浦	BlueBox	Freescale	百度、Quanergy、Elektrobit、松下、大众等
赛灵思	Versal	深鉴科技、Auviz Systems	戴姆勒、Xylon、百度、海康威视、博世、麦格纳、大陆等
德尔福	CSLP	NuTonomy、HellemannTyton、Innoviz、Quanergy	奥迪、英特尔、Ottomatika、黑莓、FCA (菲亚特-克莱斯勒) 等
三星	Drvline	Ngine、Fluenty、哈曼国际	英飞凌、TTTech、Almotive、Hella Aglais、Renovo Auto、Graphcore、Quanergy、Innoviz 等
瑞萨	Renesas Autonomy	Intersil、IDT	TTTech、麦格纳、Green Hills、丰田、电装、东软、百度
德州仪器	Jacinto TDAx、ADAS Soc	美国国家半导体、Chipcore	通用、福特、大众、摩托罗拉

资料来源:《粤港澳大湾区智能车路协同战略研究》，国信证券经济研究所整理

3) 底层控制系统是我国多数零部件企业切入的首选项。智能汽车底层控制系统相当于智能汽车的“手脚”，主要功能是对经由“大脑”(融合算法)下达的指令进行执行，相较于传感器和算法控制，执行端功能更易于实现，所以国内大部分零部件上市公司是从这个环节进行切入，表现为传统零部件的电子化升级，常见的有耐世特的电动转向系统 EPS，博世和拓普的智能刹车系统 IBS。

图 19: 耐世特电动转向系统 EHPs



资料来源:汽车之家,国信证券经济研究所整理

图 20: 博世智能刹车系统 IBS



资料来源:汽车之家,国信证券经济研究所整理

V2X, 即 Vehicle to everything“车联万物”。它是车内智能的补充,在无人驾驶的过程中,车内智能和车际互联两条腿走路。**V2X 主要产品:具备 AP、LTE 和 Connectivity 等连接芯片的 V2X 模组。**车辆上的模组装配可以实现 V2V,要实现 V2I,需要在加油站、信号灯等基础设施上也装配模组。

表 13: 国际芯片巨头的 V2X 产品规划

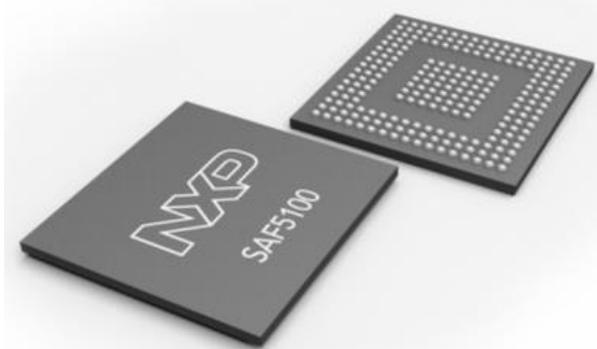
企业	产品	应用计划
恩智浦	RoadLINK 芯片组	供应德尔福, 搭载通用 2017 款凯迪拉克 CT6
高通	骁龙 820A 汽车处理器	搭载样车
瑞萨	R-Car W2R (首款 V2X 单晶片)	已开始量产
意法半导体	导入设计中	联手 Autotalks
U-BLOX	合作 Cohda Wireless 进一步, 取得 Cohda 最新 MK5 模组设计独家授权, 并推出新款嵌入式 V2X 收发器模组--THEO-P1; 未来也将负责该模组的制造与供应。	

资料来源:国信证券经济研究所整理

我们认为, V2X 模组是车际网的核心产品,一些主流汽车厂商已经宣布将会在未来的车型上安装 V2X 模组,目前国外龙头芯片制造商如 NXP 等已实现 V2X 模组

的批量生产，随着美国的强制性标准实施，后续市场空间广阔。

图 21: DSRC 标准下的恩智浦 RoadLINK 芯片



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

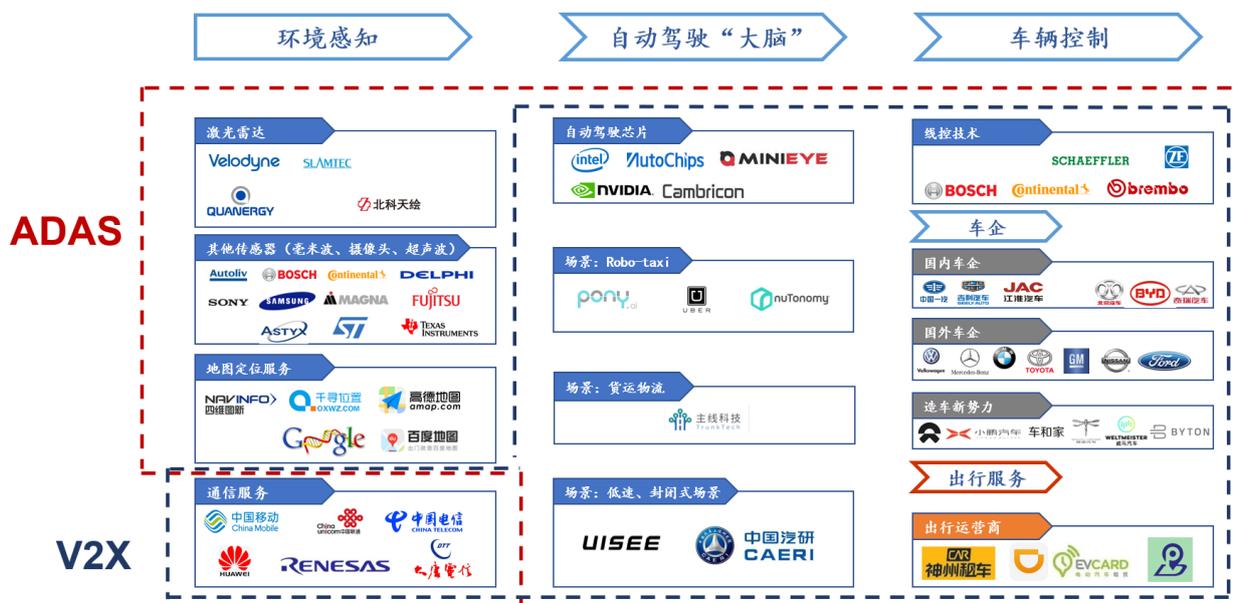
图 22: LTE 标准下的高通骁龙 820A 芯片



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

核心总结：我们总结了智能汽车全产业链相关环节及标的公司见下图，ADAS 的感知层中，前瞻性产品激光雷达目前渗透率较低，且基本为国外垄断，国内企业在摄像头领域首先实现突破，保隆科技、德赛西威、华阳集团等企业均实现了 360 环视系统的出货，毫米波雷达方面德赛西威今年斩获首单，其余如华域汽车、保隆科技等企业都已经进入了毫米波雷达产线装配阶段。ADAS 的决策层中，自动驾驶计算芯片主要由国外巨头如英特尔、英伟达等企业垄断。ADAS 的执行层中，国内的拓普集团通过布局智能刹车系统 IBS、耐世特通过布局线控转向系统纷纷切入 ADAS 领域。V2X 作为 ADAS 前端环境感知层的重要补充，携 ADAS 共同实现车辆的智能互联、车路协同，目前国内 V2X 模组和通信协议的建立主要由相关通信设备商进行布局，同时政府部门积极兴建 V2X 实现场景——智能互联示范区，由国内相关上市公司中国汽研担纲建设和平台整合。

图 23: 智能汽车全产业链相关企业布局



资料来源：《粤港澳大湾区智能车路协同战略研究》，国信证券经济研究所整理

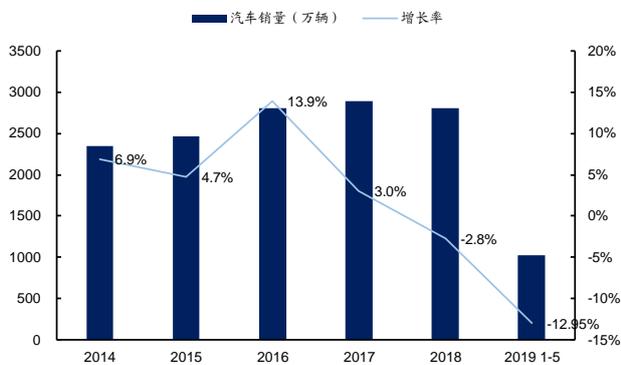
回顾和展望

2019年1-5月回顾：汽车销量累计下滑，库存降至合理低位

2018年伴随购置税优惠政策完全退出叠加经济下行周期，汽车作为可选消费品，销售受到较大冲击，且这一冲击从2018年下半年起表现尤为显著（主要原因是贸易战持续冲击下可选消费下行叠加购置税退出前的部分透支）。2018年7月起中国乘用车销量连续11个月下滑，拖累汽车销量增速，2018年中国汽车销售2808万辆，同比下滑2.8%，2019年1-5月中国汽车销售1026.6万辆，累计同比下滑13%。预计2019年全年汽车销量大概率呈现下滑趋势，具体下滑幅度取决于后续消费刺激政策力度。

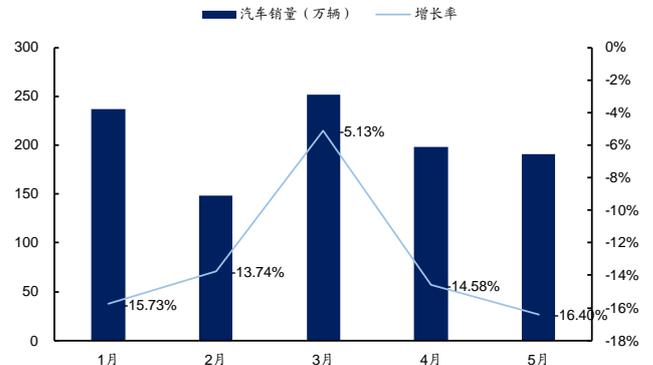
销量来看，根据中汽协统计数据，2019年1-5月国内汽车销量累计1026.6万辆，同比下滑13%；其中乘用车销量累计839.9万辆，同比下滑15.2%；其中商用车销量累计186.7万辆，同比下滑1.3%。5月，汽车产销同比降幅有所扩大，产销量分别完成184.8万辆和191.3万辆，比上月分别下降9.9%和3.4%，比上年同期分别下降21.2%和16.4%，同比降幅比上月分别扩大6.7和1.8个百分点。

图 24：2014-2019 年中国汽车销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

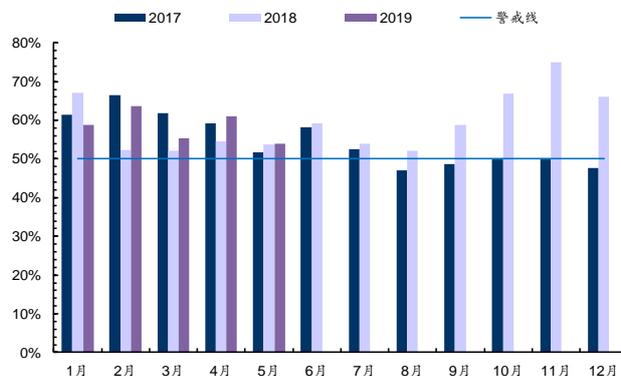
图 25：2019 年 1-5 月中国汽车月度销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

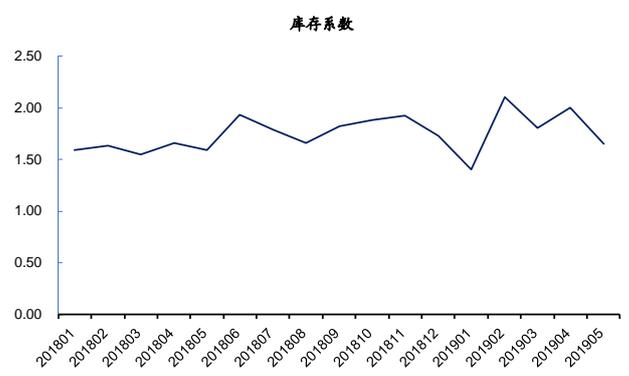
库存来看，2018年下半年以来汽车库存持续高位，经销商库存系数自2018年6月-12月均维持了2014年以来的新高，2019年春节因素和国五去库，经销商库存系数波动较大，但整体较去年下半年回落，截至5月经销商库存系数1.65，5月汽车库存绝对值112.4万辆，同比去年同期下滑15%，主要是由于面对国六实施的地域突发政策，厂家及时缓解经销商进货压力，实施了一系列加速下滑库存的折扣政策，当前整车库存水平已回落至合理低位。

图 26：2017-2019 年汽车经销商月度库存预警指数



资料来源：中国汽车流通协会，国信证券经济研究所整理

图 27：2014-2019 年汽车经销商月度库存系数



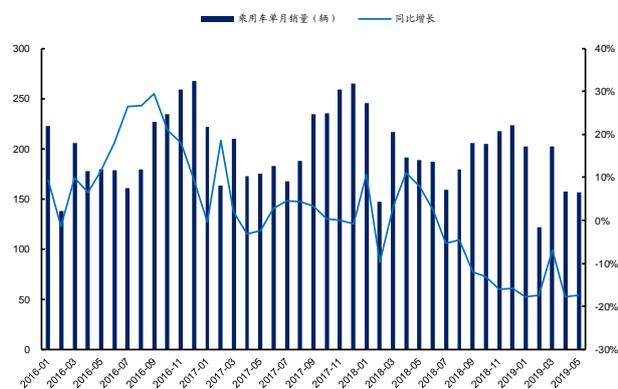
资料来源：中国汽车流通协会，国信证券经济研究所整理

乘用车销量连续 11 个月下滑，弱市中德系日系持续强势

2018 年 7 月起乘用车销量开始下滑。根据中汽协数据，5 月，乘用车产销分别完成 149.1 万辆和 156.1 万辆，比上月分别下降 10.2%和 0.9%，比上年同期分别下降 23.7%和 17.4%，降幅仍大于汽车总体。

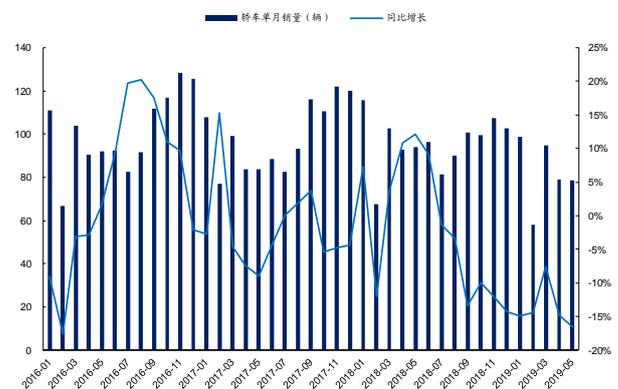
1-5 月，乘用车产销分别完成 837.9 万辆和 839.9 万辆，产销量同比分别下降 15.6%和 15.2%。销量降幅比 1-4 月略有扩大。**分车型来看**，轿车产销比上年同期分别下降 13.1%和 13.4%；SUV 产销比上年同期分别下降 17.9%和 15.7%；MPV 产销比上年同期分别下降 21.1%和 23.9%；交叉型乘用车产销量比上年同期分别下降 0.1%和 13.1%。**分品牌来看**，1-5 月，自主品牌乘用车共销售 333.5 万辆，同比下降 23.4%，占乘用车销售总量的 39.7%，比上年同期下降 4.2 个百分点。

图 28: 2016 年-2019 年乘用车分月度销量及同比



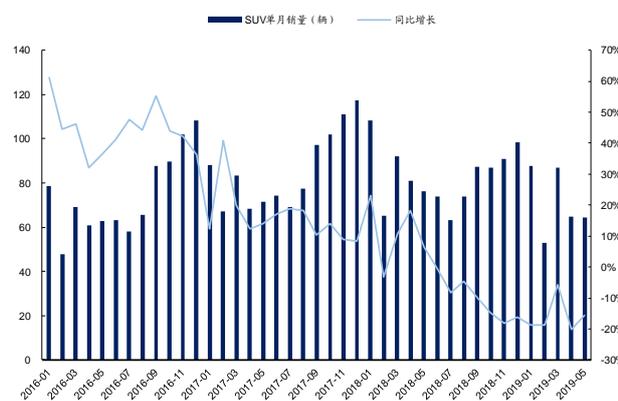
资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 29: 2016 年-2019 年轿车分月度销量及同比



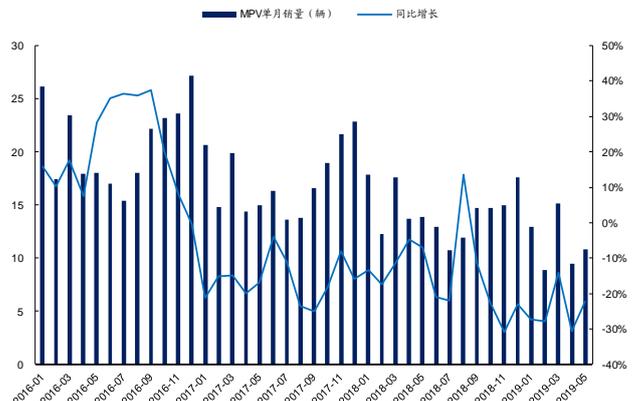
资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 30: 2016 年-2019 年 SUV 分月度销量及同比



S 资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

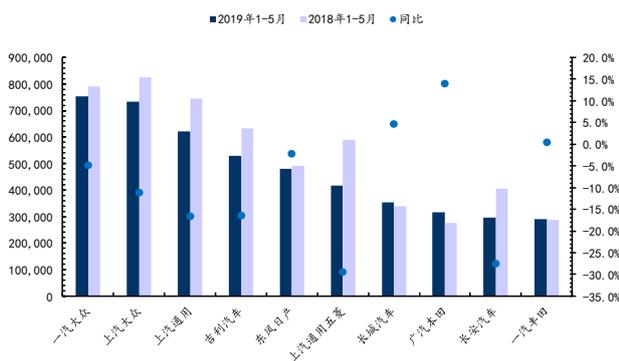
图 31: 2016 年-2019 年 MPV 分月度销量及同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

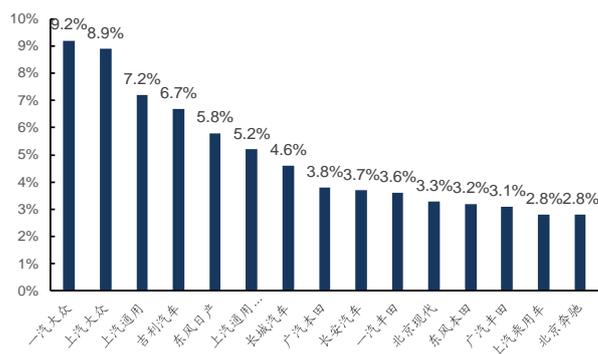
分厂商来看，整体下滑，日系、德系强势。2019 年 1-5 月，一汽大众 (-4.7%)、上汽大众 (-11.1%) 和上汽通用 (-16.7%) 位列前三，销量前十车企中仅有两席同比增长，其一是长城汽车 (+4.7%)，其二是广汽丰田 (+14.1%)。销量前十五车企中，仅有 6 席同比增长，其中 4 席是日系车企（广本、一丰、东本、广丰），一席自主（长城）、一席德系（北奔）。

图 32: 2019 年 1-5 月乘用车厂商销量及同比



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2019 年 1-5 月乘用车厂商份额



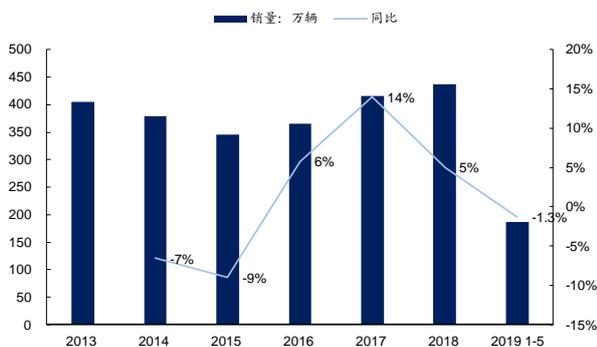
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

商用车 5 月下滑显著, 三年景气周期逐渐退去

2019 年 5 月, 商用车产销分别完成 35.7 万辆和 35.1 万辆, 同比分别下降 8.5% 和 11.8%。5 月商用车销量下滑显著, 是年初以来的第二次下滑 (首次下滑是 1 月), 也是 2018 年 2 月以来的最大幅度下滑。商用车自 2016 年以来在重卡限超政策、更新需求、基建拉动工程机械等推动下进入了三年增长景气期, 2019 年景气周期逐渐退去, 预计商用车全年销量呈现前高后低。

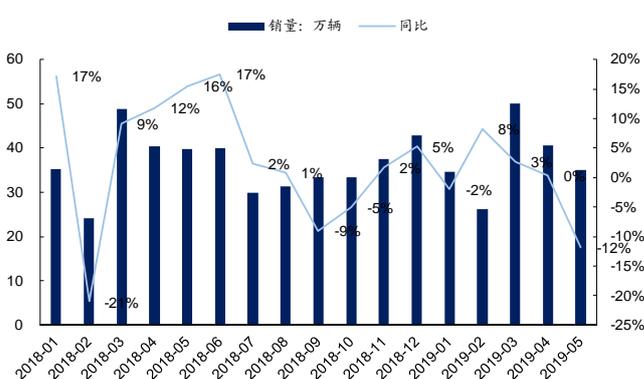
2019 年 1-5 月, 商用车产销分别完成 185.8 万辆和 186.7 万辆, 产量同比增长 0.7%, 销量同比下降 1.3%, 销量增速比 1-4 月分别下降 2.5 和 2.8 个百分点。分车型产销情况看, 客车产销分别完成 16.4 万辆和 16.8 万辆, 同比分别下降 12.5% 和 8.8%; 货车产销分别完成 169.4 万辆和 170 万辆, 产量同比增长 2.2%, 销量同比下降 0.5%, 其中, 重型货车产销分别完成 54.5 万辆和 55.3 万辆, 产量同比增长 2.2%, 销量同比下降 1.3%。

图 34: 2013-2019 年中国商用车销量及同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 35: 2018-2019 年中国商用车月度销量及同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

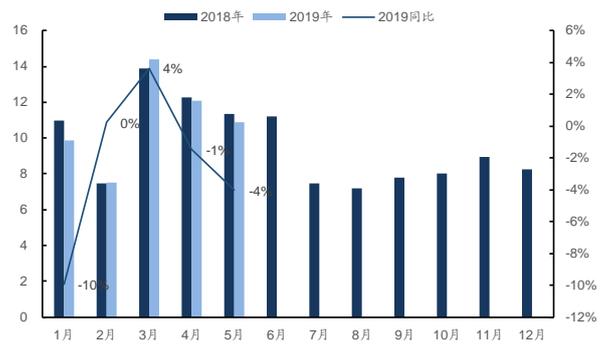
重卡方面, 2016 年以来, 重卡行业进入了长达两年的高景气阶段, 先后经历了限超政策扩宽存量市场、基建推动工程物流复苏、环保政策催生更新需求三个阶段。2018 年重卡销量 114.8 万辆, 同比增长 2.8%。作为汽车行业中细分的强周期品种, 本轮周期中行业销量峰值大概率已经过去, 2019 年 1-5 月重卡累计销售 55.34 万辆, 同比下滑 1%, 我们预计 2019 年全年重卡行业销量在 90 万辆左右, 同比下滑约 20%。

图 36: 2015-2019 年中国重卡销量 (辆) 及同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 37: 2019 年中国重卡月度销量 (万辆) 及同比



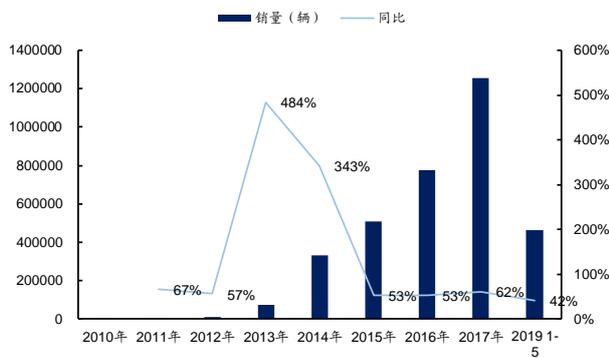
资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

新能源乘用车涨幅减缓, 同比微增 5.4%

2019 年 5 月, 新能源汽车产销分别完成 11.2 万辆和 10.4 万辆, 同比分别增长 16.9% 和 1.8%。其中纯电动汽车产销分别完成 9.4 万辆和 8.3 万辆, 同比分别增长 21.7% 和 1.4%; 插电式混合动力汽车生产完成 1.8 万辆, 同比下降 4.2%, 销售完成 2.1 万辆, 同比增长 2.2%; 燃料电池汽车产销分别完成 316 辆和 315 辆, 同比分别增长 104.3 倍和 8.0 倍 (中汽协数据)。

1-5 月, 新能源汽车产销分别完成 48.0 万辆和 46.4 万辆, 同比分别增长 46.0% 和 41.5%。其中纯电动汽车产销分别完成 38.0 万辆和 36.1 万辆, 同比分别增长 52.0% 和 44.1%; 插电式混合动力汽车产销分别完成 9.9 万辆和 10.3 万辆, 同比分别增长 26.4% 和 32.7%; 燃料电池汽车产销分别完成 553 辆和 545 辆, 同比分别增长 476.0% 和 479.8% (中汽协数据)。

图 38: 2010-2019 年新能源汽车销量及同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 39: 2017-2019 年新能源汽车销量及同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2017-2019 年新能源纯电动销量及同比



资料来源:中汽协、国信证券经济研究所整理

图 41: 2017-2019 年新能源插电混销量及同比



资料来源:中汽协、国信证券经济研究所整理

新能源乘用车来看, 5 月新能源乘用车市场批发销量 9.7 万台, 环比 4 月增长 5.8%, 同比增长 5.4%。2019 年 1-5 月的全国新能源狭义乘用车销量 44.2 万台, 同比增长 58.0% (乘联会数据)。

根据乘联会数据, 5 月新能源车型中, 北汽 EU 系列 (7079 辆), 比亚迪元 EV (6044 辆), 荣威 Ei5 (5487 辆), 江淮 iEV (4505 辆), 奇瑞 eQ (3818 辆) 销量占据前五, 北汽 EU 系列销量同比增长 7 倍, 比亚迪秦 Pro EV 销量同比增长 196%, 增速相对较快。

表 14: 2019 年 5 月新能源车销量排名前十车型

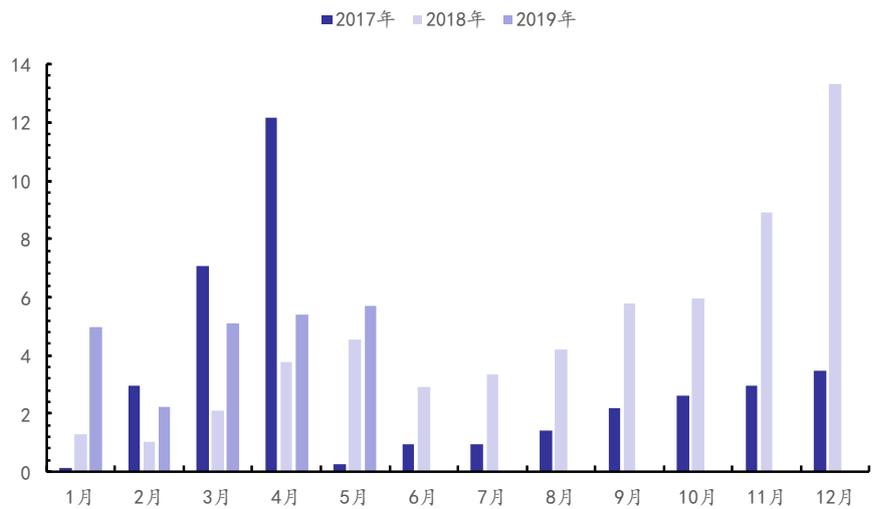
No.	新能源当月	201905	201805	同比
1	北汽 EU 系列	7079	822	761.19%
2	比亚迪元 EV	6044	-	-
3	荣威 Ei5	5487	2996	83.14%
4	江淮 iEV	4505	2505	79.84%
5	奇瑞 Eq	3818	3055	24.98%
6	欧拉 R1	3790	-	-
7	帝豪 EV	3348	3566	-6.11%
8	帕萨特 1.4T PHEV	3293	-	-
9	比亚迪 e5	3144	3689	-14.77%
10	比亚迪秦 Pro EV	2936	993	195.67%

资料来源:乘联会、国信证券经济研究所整理

5 月动力电池装机量 5.68GWh, 同比增长 26%

2019 年 5 月我国新能源汽车生产约 11.1 万辆, 同比增长 29%, 环比增长 4%; 动力电池装机总电量约 5.68GWh, 同比增长 26%, 环比增长 5%。其中, 装机总电量排名前十动力电池企业合计约 4.89GWh, 约占整体的 86%。从车辆类型来看, 新能源乘用车配套的动力电池装机量约 3.98GWh, 同比增长 119.78%, 环比下降 1.92%; 新能源客车配套的动力电池装机量约 0.93GWh, 同比下降 61.21%, 环比增长 8.7%; 新能源专用车配套的动力电池装机量约 0.76GWh, 同比增长 149.97%, 环比增长 55.16%。

图 42: 2017-2019 年动力电池装机量数据 (单位: GWh)



资料来源: 高工锂电, 国信证券经济研究所整理

2019 年展望: 全年前低后高, 低基数、低库存叠加政策刺激, 静候下半年车市回暖

2018 年政策周期+经济周期+产业周期三端叠加背景下, 国内乘用车销量自 2018 年下半年起下滑, 同时下滑幅度逐月增大, 截至 2019 年 5 月, 中汽协统计口径下乘用车销量已经连续 11 个月下滑, 2019 年前五个月中有四个月乘用车销量增速低于-17%。我们认为, 汽车作为可选消费的一大类, 本身就具备周期属性, 在经济下行周期中要想逆势提振汽车消费, 其核心仍在于政策刺激, 基数和库存能带来短期提振但难以持续, 考虑 6 月起部分实质性利好政策陆续出台 (广深放宽限购、新能源限购取消), 叠加下半年行业的低基数和上半年的库存消化 (国五降价去库, 当前库存回归合理低位), 我们预计 19 年下半年车市销量有望触底回升 (具体幅度取决于政策力度), 零售销量有望先于批发销量好转。

投资策略: 三条投资主线, 六大推荐标的

我们认为, 当前时点是国内汽车销量长期向上路径中的一个短期波动 (下行), 而下行的结束时点, 核心依赖于国内经济上行和汽车消费刺激政策, 部分依赖于基数和库存。我们基于当前汽车发展阶段推荐以下三条投资主线:

1) 政策潜在刺激, 寻找优质和弹性大整车。从政策层面看, 2019 年起国家关于汽车消费刺激政策陆续出台, 但力度相对保守, 下半年政策仍有发力空间; 从基数层面看, 2018 年 7 月起国内汽车销量快速下行, 今年下半年对应的销量基数较低; 从库存层面来看, 2019 年 7 月前部分省市国六切换下, 车企去库效果显著, 当前库存处于合理低位, 下半年有望批零双振。考虑政策潜在刺激, 低基数和低库存辅助数据改善, 我们推荐优质 (政策出台不达预期下, 推荐上汽集团) 和弹性大 (政策出台较为强力, 推荐长城汽车、长安汽车) 整车企业。

2) 合资产品下沉, 优质零部件面临机遇。当前时点整车端对政策依赖度较高 (主要受益于行业贝塔), 而零部件企业相对投资灵活度更高 (依靠自身产品和客户突破有望实现自身阿尔法)。在合资整车产品线整体下移 (降价、推出低阶产品) 压力下, 卡位合资产业链的优质自主零部件企业能有协助合资整车有效降本, 面临较好发展机遇, 我们推荐刚刚开启合资前装配套的玲珑轮胎和卡位德系日系的星宇股

份。

3) 电动化、智能网联持续推进，静候政策催化。电动化、智能化是传统汽车两大转型方向，新能源汽车当前低渗透率下销量空间广阔、高增速持续，而销量结构的改善则体现了新能源从政府补贴驱动向市场化购买的转变。我们坚定看好新能源汽车投资主线，推荐新能源核心企业**比亚迪**、**宁德时代**和进入全球高端供应体系的优质产业链（特斯拉产业链）；智能化方面推荐智能互联示范区平台性企业**中国汽研**。

星宇股份：国内自主车灯龙头，突围合资竞争圈

星宇股份是我们持续重点跟踪和推荐的优质汽车零部件标的，公司作为国内主板主营车灯稀缺上市公司，主业高度专注，崛起于中国汽车工业快速发展期，规模稳健扩张（近五年营收复合增速 25%）。**逻辑：好行业、好格局、好公司，业绩仍有望维持较高增速，毛利率或迎来拐点，具备全球车灯龙头潜质。**

好行业：国内 500 亿 OEM，智能化+LED 看未来

国内车灯前装市场具有约 500 亿元（2017 年）市场空间，行业将受益于进口替代、产品升级等，行业集中度有望逐步提升，自主品牌份额有望加大。未来车灯发展趋势在于 LED 大灯（2020 年市场空间 450 亿，渗透率从 10% 升至 50%）、激光灯和智能车灯。星宇通过内生研发+外延合作布局行业前沿（内生：募投研发中心和 LED 产能，LED 收入占比持续提升，激光大灯研发成功，智能车灯进入主机厂洽谈；外延：合作松下、凯翼，开发智能产品）。

好格局下的好公司：竞争优势显著，突围国内合资车灯竞争圈

行业格局方面，全球车灯市场寡头垄断，区域性龙头占据高地；中国车灯市场“一超多强”，星宇自主突围多强竞争圈。星宇销售净利率全球领先（11%），产品升级速度远超同业。我们认为，中国汽车市场份额高。新车型推出快，为本土车灯品牌提供了绝佳的生长土壤，星宇已经拥有优质客户支持，正向研发+快速响应，或逐渐“挤出”合资车灯企业，是国内最有可能走出全球格局的车灯企业。

高成长：客户扩展+产能扩张+产品升级

客户升级：经历自主（奇瑞）-合资（一汽大众、广丰）-外资（宝马）的客户升级，近期配套吉利，后期有望深入配套一汽大众全新 SUV；产能扩充：佛山子公司四季度批产，提升前大灯和后组合灯产能；产品升级：公司未来计划降低低价低毛利率的小灯产品占比，提升高附加值（大灯、LED 灯）占比。

收入稳增，毛利率上行，维持买入

公司车灯主业受益于 1) 原有客户深耕、新客户拓展和产能释放，收入稳健增长；2) 产品高端化升级，毛利率进入上行。我们预计 19/20/21 年 EPS 分别为 3.07/4.01/5.21 元，优质赛道，产能+订单+客户+车型四维验证，维持买入评级。

玲珑轮胎：产能配套齐发力，进军国际轮胎巨擘

推荐逻辑：存量市场、空间大，行业整合，优质企业受益

轮胎市场巨大，国际、国内轮胎市场空间分别达 12000 和 2500 多亿元，更换率较高，是汽车存量市场的稀缺领域。全球轮胎市场往中国转移，国内行业分散低质化严重，在环保+贸易+资金成本多重压力下，国内轮胎行业整合有望加速。玲珑作为国内龙头企业，具备成长为全球一线轮胎企业潜力。

行业端：重压之下，行业整合加速

国内轮胎行业分散，CR3 和 CR10 分别为 17%和 37%，低于全球水平（CR3,31%；CR10,51%）。多重压力下加速行业向巨头集中：资金端，金融去杠杆态势持续，美联储进入加息周期，企业融资成本上升，加速小企业淘汰；政策端，环保成为长

期国策，工厂低碳环保生产成为主流，加速落后产能淘汰；外部环境，贸易摩擦加剧，各国贸易保护势力抬头，海外建厂成趋势，对公司综合能力提出更高要求。玲珑轮胎负债水平低，财务实力强，生产基地海外布局，减少贸易战风险，顺应低碳环保生产要求，具备显著竞争优势。

产品端：进入大众产业链，持续打造高端品牌

2016年公司通过评审成为德国大众第一家中国本土轮胎供应商，2017年开发大众多个配套项目，配套业务逐渐走向中高端市场。公司广告投入持续增加，同时公司收购百年美国品牌—ATLAS，打造高端品牌定位，增加替换胎市场影响。2017年，“玲珑”品牌以305.62亿元的品牌价值，入选“中国500最具价值品牌”。加大研发投入，缩小产品差距，提升品牌形象，2017年研发费用同比提高41.5%，公司产品的各项性能指标在TestWorld轮胎测试中名列前茅，综合评分与韩泰、邓禄普等国际品牌不相上下。

产能端：持续释放带动业绩增长

预计2018年中国轮胎市场需求达7亿条，其中5亿条为存量市场需求，随着中国汽车保有量持续增加，市场增长潜力巨大。公司2017年产能为5614万条，其中半钢胎4714万条，全钢胎800万条，斜交胎100万条。公司实行“5+3”发展策略，在欧洲和美洲持续建设公司的第二个和第三个海外生产基地，预计18、19、20年产能分别为6600、7600和8600万条，产能持续增长。

投资建议

行业空间大、整合加速，配套高端化产能持续释放。我们预计公司19-21年每股收益1.17/1.4/1.79元，维持增持评级。

长城汽车：SUV精耕细作，智能电动多方出击

推荐逻辑：SUV市场空间大、增速快，国内SUV龙头前景可期

SUV因其离地间隙高、安全性好及空间大等优点，叠加受益于国家二胎政策，自2001年以来CAGR高达41.4%，与美国相比中国SUV市场仍有10%以上的市场空间，未来SUV占比将会超过轿车。长城作为国内SUV龙头企业，SUV连续14年国内销量第一；旗下哈弗H6连续58个月保持SUV销量冠军；打造中高端品牌WEY，月销量破万，瓜分合资品牌市场份额；与宝马合作迎来新机遇，长城发展潜力巨大。

行业端：中西部地区首购需求+路况较差，自主SUV增长空间广阔

中国汽车人均保有量低于世界平均水平，汽车行业仍有较大增长空间；近年来SUV销量上逐渐缩小了与轿车的差距，市占率达到41.45%，未来将大概率超过轿车市占率。经济发达的东部地区目前主要为替换需求；经济落后的中西部地区主要为首次购车需求，未来将成为中国汽车销量的主要增长点。中西部地区对自主品牌销量贡献率高达77%，叠加其道路情况较差，SUV以高通过性等特点更能吸引当地消费者，自主品牌SUV将继续保持增长态势。

产品端：哈弗H6稳销量，高端品牌WEY改善公司盈利水平

长城产品线丰富，产品覆盖各个级别车型。在紧凑型SUV级别中打造“国民神车”哈弗H6，连续多年稳居销量冠军，并且长城以其一流的成本管控能力，其平均单车盈利可达9817元/辆。高端品牌WEY伴随VV6的推出，完善其车型布局；WEY销量占长城总销量平均达16%，伴随魏建军先生亲自代言到签下C罗借势世界杯，公司加大营销力度，WEY品牌影响力持续上升，促进销量持续增长，未来公司盈利能力将进一步提升，单车盈利水平也将得到改善。

新能源与智能驾驶齐发力，维持买入评级

在新能源领域，公司携手宝马投资设立光束汽车合资公司，股权比例 50:50，聚焦新能源汽车生产，建立具有 16 万产能的车辆生产基地，量产后将缓解公司双积分压力，同时提高长城的品牌影响力；同时公司自主打造纯电动汽车平台 ME，新能源平台 PI4，获澳洲锂矿项目包销权，多方位加速进军新能源。在智能驾驶方面，长城积极开发网联系统和智能驾驶 i-Pilot 平台，同时就智能驾驶技术各版块分别与百度、博世、德尔福、瑞萨等公司进行战略合作，积极提升智能驾驶关键技术及布局。我们预计公司 19-21 年每股收益 0.58/0.71/0.85 元，维持买入评级。

长安汽车：福特蛰伏期将过，马自达与自主成长期向上

投资逻辑：低估值，福特新车周期，自主升级

公司 PB 历史底部区间，与福特、马自达等优质品牌合资，我们认为未来三年，公司将迎来合资品牌长安福特新产品强周期，销量和业绩有望迎来较强的复苏。自主 SUV、轿车均衡发展，加速向电动化、智能化、高端化推进，引来新的发展机遇。

长安福特：林肯导入，或进入车型新周期

福特更注重中国市场，加大汽车本土化研究、加速新车导入，或迎来新一轮发展周期。长安福特 1515 计划之后迎来销量和利润的大幅改善，2016 年销量达到 94.28 万辆，净利润 181.6 亿元（单车利润行业靠前）。2018 年长安福特仅两款新车（全新福克斯、蒙迪欧 PHEV），全年销量 37.77 万辆，下滑 54.4%。随着“中国 2025 计划”推出，林肯的导入，2019 年计或推出 5 款新车（包括锐界、金牛座改款、翼虎换代、林肯车型导入），2020 年加大林肯导入力度。长安福特现有产能 160 万辆，当前产能利用率低，我们认为长安福特未来几年或迎来车型产品新周期，带来销量和利润的大幅改善。

长安自主：加速高端化、电动化、智能化升级

长安自主是首个年产销突破 100 万辆的自主品牌，轿车、SUV 均衡发展，由于产品结构偏低端，研发投入大，自主一直处于亏损状态。在电动化、智能化行业发展背景下，公司加速新技术、新产品的布局，推出“香格里拉计划”，计划 2025 年前停止传统燃油车销售，开启第三次创新创业，并将有望与 2019 年发布高端品牌，向上拓展。我们认为长安自主具备较好的技术储备和研发能力，在市场把控和产品规划上相对欠缺，随着公司近期系统的规划和新战略推出，或有望迎来边际改善。

投资建议

我们预计公司 2018-2020 年每股净资产分别为 9.94 元/9.99 元/10.23 元，给予 2019 年市净率 1.1-1.2 倍估值，对应合理估值区间 10.99-11.99 元，维持买入评级。

比亚迪：锐意进取、“王朝”降临

汽车+动力电池+云轨，打造绿色出行王朝

比亚迪股份创建于 1995 年的民营企业，是国内新能源汽车领导企业（2018 年新能源汽车销售 24.78 万辆，数量略超特斯拉成全球第一），目前比亚迪有四大主业，包括：汽车业务、电池业务、电子业务和云轨业务。自成立以来，公司不断拓展开拓，锐意进取，通过“汽车+动力电池+云轨”打造绿色出行王朝。

乘用车：“龙”行天下，“比”翼齐飞

2018 年在国内车市整体表现不加的情况下，比亚迪汽车逆势上扬，全年累计销售 52.07 万辆，同比增长 27.09%，连续 5 年成为国内新能源汽车销量第一，连续 4 年成为全球新能源汽车销量冠军。“龙脸设计+核心科技+开放体系”，推动精品战略，王朝产品竞争优势明显，19 年公司将继续投放系列车型，迎来传统+新能源车两翼联动发展。

动力电池：外供战略，增长新起点

公司创立至今，经历了镍镉电池—锂离子电池—动力电池的业务转型。2018 年动力电池业务开始对外开放供货，动力电池业务有望走上新的发展阶段。比亚迪现有、在建及签约的动力电池项目产能累计已达 100GWh，2019 年将新增 14GWh，产能扩张加速，满足快速增长的下游需求。

云轨：完善出行版图，进入全新赛道

公司历时 5 年，累计投入 50 亿元，成功打造跨座式单轨“云轨”，其中首条云轨路线已在银川正式通车。我国城市轨道交通潜力很大，城轨投资能够有效的支撑经济，平滑周期，改善民生，云轨具有造价低，工期短等特点，十分适合三四线城市的建设需求，进入新的出行业务赛道。

新能源汽车龙头，维持“增持”评级

我们预计公司 19-21 年每股收益 1.3/1.7/2.1 元，维持增持评级。

中国汽研：掌握核心技术的智能检测龙头

技术服务短期利润受折旧和人工费用影响，产业制造实现扭亏

公司前三季度技术服务业务营收 6.57 亿元 (+7.14%)，产业制造业务营收 13.51 亿元 (+30.20%)，产业制造主要受益专用车，汽车燃气系统及关键零部件、汽车试验设备业务收入规模大幅增加。单三季度，技术服务营收 2.29 亿 (+2.23%)，产业制造营收 3.28 亿 (-6.02%)。技术服务营收增速单季度放缓可能受到订单结算季度波动影响，而产业制造营收下滑主要受到下半年商用车下滑影响。利润层面，前三季度技术服务净利润 2.25 亿，基本持平，产业制造实现净利润 0.32 亿实现扭亏。技术服务利润增速低于营收增速主要是折旧和人工费用增加导致营业成本增加。

智能网联先行者，测试标准制定方

中国汽研是重庆智能互联示范区牵头企业，i-Vista 园区 16 年底开园（全国两个，另一个是上海国际汽车城），目前已经为整车企业进行智能路试。智能端：2003 年公司开始布局 ADAS，16 年已实现 ADAS 试验室的创收；网联端：目前汽研拥有全世界最全的通信检测（囊括 WIFI，DSRC，LTE-V 等），16 年 5 月汽研拿到了两个通信方面的项目（5G 规程）。有望通过 5G 实现中国智能驾驶领域的“换道超车”。17 年 7 月汽研董事长李开国带队出席百度 AI 开发者大会，或有望成为百度无人驾驶的核心合作者之一，17 年 11 月汽研全球首发智能网联汽车评价规程并公布 6 款车型评价结果，后续看好具备技术储备和先发优势的智能化业务铺开。政策和市场双重激励下，汽车智能化、电动化已成为行业共识。中国汽研作为纯正的智能网联标的，近年来积极投入智能网联测试研发，拥有先进的技术储备和丰富的检测数据，伴随智能辅助系统发展的开放性检测成为检测企业新增长点。

股权激励落地，国企诉求理顺

公司拟向董事、中高层管理者、核心技术人员及子公司高管和核心骨干共 146 人授予 960.56 万股股票，约占总股本的 1%。限制性股票的授予价格为 5.97 元/股。

本次限制性股票将在 60 日内完成授予，授予完成后的 2 年内为限售期，限售期结束后在 3 年内分三期解禁，解锁条件中设立未来三年 10% 复合增速底线。我们认为，国企改革最核心的问题在于激励机制的理顺，公司国改预期落地，绑定团队利益，后续进展可期。

掌握核心技术的智能检测龙头，维持“买入”评级

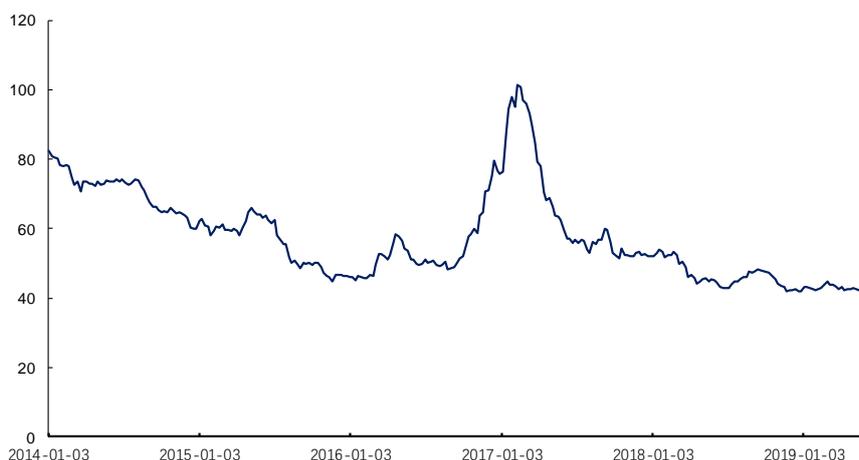
短期来看，公司业绩受行业销量增速放缓影响较小，业绩稳健具备防御性。中期来看公司明年的风洞实验室投产开始贡献营收。长期来看，公司是国内掌握核心技术的智能检测龙头标的。我们预计公司 19-21 年每股收益 0.47/0.53/0.6 元，维持买入评级。

附注：行业相关运营指标

原材料价格指数：橡胶、钢铁稳中微升，铝锭涨，浮法玻璃、锌锭跌

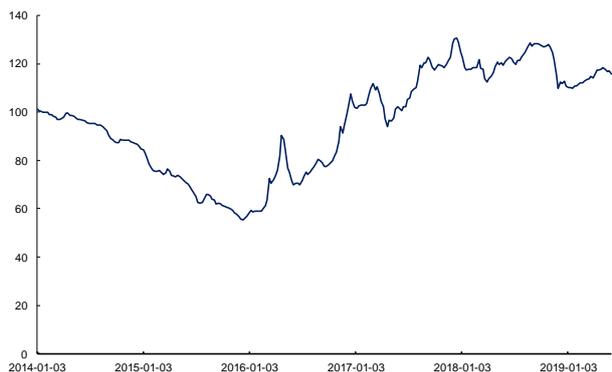
汽车配件主要以钢铁、锌、铝和玻璃等大宗商品为主要原材料。受国家供给侧改革“去产能”政策影响，铝锭和钢铁等金属的价格从 2016 年初就开始持续上涨，到 2017 年汽车配件主要原材料价格均处于高位，2018 年随着环保侧去产能脚步的缓和，汽车配件主要原材料价格在 2018 年基本趋稳并小幅回落。2019 年至今，大部分原材料价格指数维持稳定。橡胶类 5 月末价格指数为 43.87，较 2019 年年初 43.19 微幅提升；钢铁类 5 月末价格指数为 115.68，较 2019 年年初的 110.14 小幅提升；浮法平板玻璃 5 月末市场价格为 1495.9，较 2019 年年初 1593.9 有一定程度的下跌；铝锭 A00 5 月末市场价格 14270.6，较 2019 年年初 13627.8 有所提升；锌锭 0#5 月末市场价格为 20958.6，较 2019 年年初 22038.3 有一定程度的下跌。总体看 2019 年至今汽车原材料价格出现分化，其中橡胶、钢铁类价格稳中微幅提升，浮法玻璃、铝锭、锌锭价格普遍呈现下跌趋势。

图 43：橡胶类大宗商品价格指数



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（数据截至 20190531）

图 44: 钢铁市场价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190531)

图 45: 浮法平板玻璃:4.8/5mm 市场价格



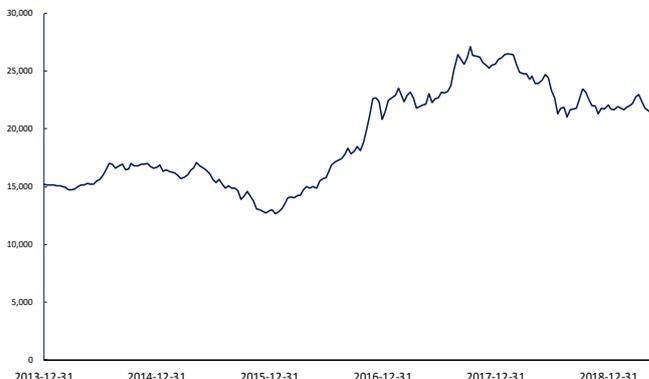
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190531)

图 46: 铝锭 A00 市场价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190531)

图 47: 锌锭 0# 市场价格

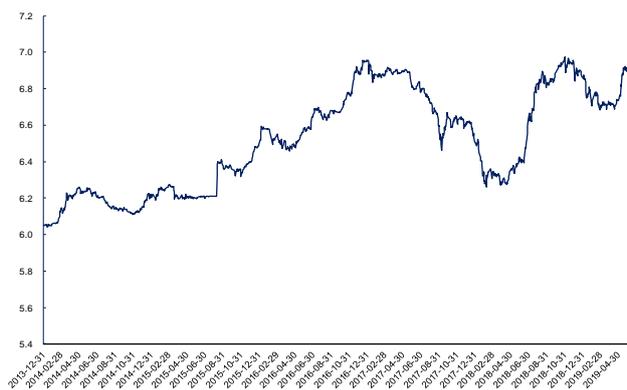


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190531)

汇率: 19 年美元兑人民币先降后升, 6 月重回高位

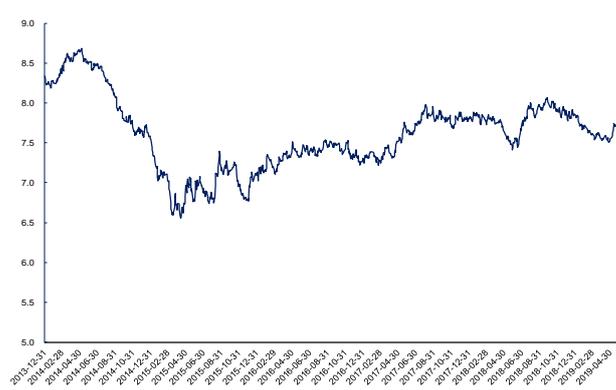
美国和欧洲是除中国以外世界上最大的两个汽车市场, 中国汽配绝大多数出口销往美国和欧洲, 因此美元和欧元兑人民币的走势直接影响中国汽配供应商的出口。受中美贸易关系的影响, 人民币兑美元近年来波动较大, 2018 年一季度开始, 人民币兑美元呈现快速贬值趋势 (美元兑人民币从一季度底部的 6.3 快速提升至 6.9), 2018 年 11 月后人民币贬值趋势略有缓和 (维持在 6.9 左右), 2018 年 11 月至 2019 年 2 月人民币兑美元逐渐升值 (美元兑人民币从 11 月底的 6.94 下落至 2 月底的 6.68), 2 月后中美贸易战重启, 人民币兑美元又迅速进入贬值通道 (美元兑人民币从 2 月底的 6.68 升至 6 月中旬的 6.93), 当前美元处于 2013 年以来的历史高位; 欧元兑人民币在 2016 年基本保持平稳, 2017 年小幅升值, 2018 年先降后升, 2019 年先升后降, 当前欧元处于 2018 年以来的相对高位, 延续了区间内小幅震荡的趋势 (基本维持 7.7-7.9 区间)。

图 48: 美元兑人民币即期汇率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190610)

图 49: 欧元对人民币即期汇率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190610)

行业估值: 汽车汽配行业估值历史底部, 年初至今涨幅弱于大盘

绝对估值: 汽车估值底部回升, 汽车零部件估值仍处底部

汽车板块绝对估值 2019 年以来有所回升。绝对估值来看, 拉长时间维度, 2009-2010 年两年估值急剧拉升期过去后, 中国汽车板块估值水平自 2011 年以来基本在 10-20 倍的稳健区间; 拉短时间维度, 2011 年-2018 年中国汽车估值分别经历 2012 年触底-2013 年回升-2014 年小低谷-2015 年小高峰-2016 年震荡下行-2017 年平稳阶段。2018 年以来, 伴随中美贸易战和整车销量下行冲击, 汽车板块估值水平逐月下杀, 2018 年年底下降到接近 2014 年的小低谷时期, 2019 年以来汽车行业估值伴随大盘有所回升。

图 50: 长周期 14 年 (2005-2019 年) 中国汽车板块估值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190531)

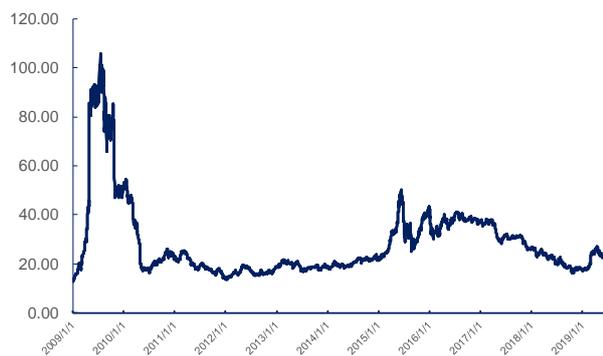
图 51: 2018 年至今中信汽车板块周度估值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 20190610)

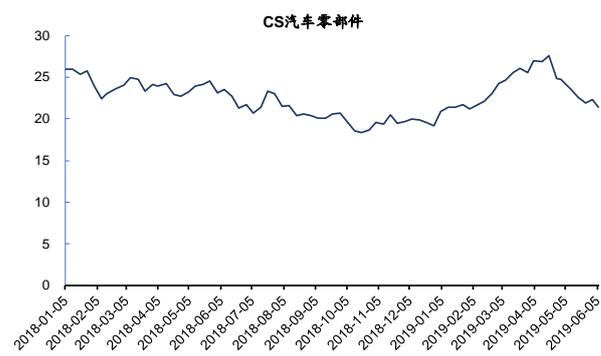
汽车零部件估值仍处底部。绝对估值来看, 汽车零部件板块估值波动幅度比整车更剧烈, 2009-2010 年两年估值急剧拉升期过去后, 中国汽车零部件板块先经历了长达四年的蛰伏期: 2011-2014 年汽车零部件板块估值基本维持在 20 倍上下小幅波动; 2015 年起进入迅速爬升 (主要是电动化、智能化行情推动), 2016 年趋于相对稳定的平台期, 这一阶段 (2015-2016 年) 汽车零部件板块估值水平基本处在 30 倍以上。2017 年之后汽车零部件板块估值进入回落至今, 到 2018 年年底汽车零部件板块月度估值已经到达 2011 年以来的 8 年期底部区间, 2019 年伴随大盘短暂回升后, 汽车零部件板块估值再度下滑探底。

图 52: 长周期 14 年 (2005-2019 年) 中国零部件板块估值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

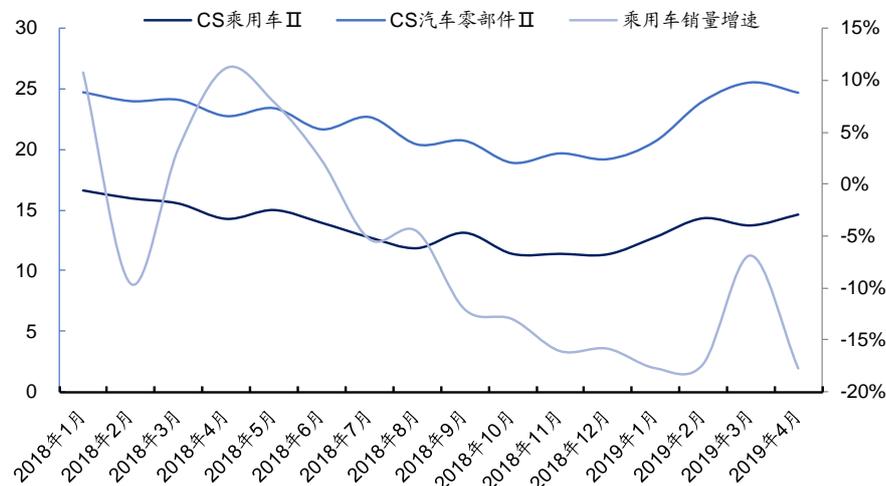
图 53: 2018 年至今中信汽车零部件板块周度估值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们复盘 2018 年以来汽车汽配行业月度估值和汽车月度销量增速后发现: 当前汽车汽配行业估值对汽车销量增速的敏感度已经降低。体现在: 国内汽车销量 18 年 7 月以来开始下滑并呈现加速下滑趋势, 2019 年 1 月汽车销量增速达到-16%的最低值, 而国内汽车汽配板块估值自年初即开始下滑, 5-8 月是汽车汽配行业估值下行最快速阶段, 10 月起估值基本稳住, 11 月汽车汽配行业估值略有回升, 不再伴随销量增速下滑而下行, 19 年 2 月-3 月汽车销量增速略有回升 (乘用车尚未改善), 汽车汽配板块估值大幅提升 (含有大盘影响因素)。我们认为, 经历连续十一个月的销量增速下滑后, 汽车汽配板块估值已经完全体现销量极端负面的影响 (公募 18 年四季度汽车持仓历史低位, 18 年 10 月汽车汽配绝对估值到历史底部并不再跟随销量增速下行), 估值静候修复。

图 54: 2018 年以来乘用车、零部件板块月度估值及乘用车月度销量增速变动



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

年初至今汽车板块涨幅弱于大盘。年初至今 (20190531) 中信汽车指数上涨 8.43%, 中信乘用车指数下滑 2.72%, 中信汽车零部件指数上涨 9.54%, 沪深 300 指数上涨 20.56%, 可以看到, 年初以来这一轮上涨行情中, 汽车相对涨幅落后, 尤其乘用车板块, 涨幅大幅低于大盘指数。

表 15: 汽车细分板块和大盘涨幅对比

代码	指数	2019/5/31 月末价	2019/4/30 一月内变动 (%)	2019/3/31 二月内变动 (%)	2019/2/28 三月内变动 (%)	2018/12/31 年初至今
C1005013	CS 汽车	5,294	-8.71	-9.93	-5.42	8.43
C1005136	CS 乘用车 II	7,558	-11.92	-7.85	-11.96	-2.72
C1005137	CS 商用车	4,739	-6.69	-0.80	4.11	29.32
C1005138	CS 汽车零部件 II	5,094	-7.86	-11.98	-3.79	9.54
C1005139	CS 汽车销售与服务 II	2,529	-5.58	-11.59	-7.76	18.42
C1005140	CS 摩托车及其他 II	2,232	-10.19	-6.44	2.85	18.69
882105.WI	WIND 汽车与汽车零部件	6,494	-9.16	-9.91	-7.11	4.79
930997.CSI	新能源车	1,051	-8.40	-11.92	-11.14	6.15
884162.WI	智能汽车指数	2,393	-9.24	-14.69	-6.98	10.18
000300.SH	沪深 300	3,630	-6.94	-6.26	-1.32	20.56
000001.SH	上证综合指数	2,899	-5.35	-6.21	-1.87	16.23

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

风险提示

行业销量不达预期

弱市下汽车行业对政策依赖度较高, 行业销量的回升幅度大概率取决于政策力度, 提示政策不达预期, 汽车行业销量不达预期风险。

中美贸易战风险

2018 年以来, 中美贸易战严重压制国内相关对美出口型上市公司估值, 2018 年年底短暂缓解后于今年二季度再度重启, 我们提示部分出口 (北美) 型公司估值压制风险, 并整理汽车行业中对美出口相关企业收入比重及对冲策略。

表 16: 重点关注企业美国收入比重及贸易战应对策略

公司名称	海外收入占销售总额	美国市场在海外收入中占比	贸易战对冲策略
岱美股份	74.67%	67%	产能转移至墨西哥 (9 月第一条产线已布局)
保隆科技	57.29%	75%	气门嘴售后市场为主, 关税主要转移客户端
玲珑轮胎	49.27%	出口主要是北美和欧洲	主要是泰国工厂供应, 不受双反影响, 未来计划在美国建厂
福耀玻璃	35.36%	50%	计划大部分关税让客户端承担, 同时美国工厂可转移部分国内产能
西泵股份	23.69%	出口主要是北美和欧洲	和客户协同承担
华域汽车	23.08%	30-40%	主要来源于收购企业延峰和皮尔博格的海外
拓普集团	18.19%	50%	准备转移产能至马来西亚
东睦股份	13.88%	7%	美国占比较小

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (注: 收入数据采用 2017 年)

后附汽车汽配行业重点公司估值表。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601799	星宇股份	买入	70.75	195.38	2.21	3.07	4.01	32.01	23.05	17.64
601966	玲珑轮胎	增持	16.11	193	0.98	1.17	1.4	16.44	13.77	11.51
601633	长城汽车	买入	8.63	787.68	0.57	0.58	0.71	15.14	14.88	12.15
000625	长安汽车	买入	6.57	315.53	0.12	0.22	1.07	54.75	29.86	6.14
002594	比亚迪	增持	50.22	1370.07	1.02	1.3	1.67	49.24	38.63	30.07
601965	中国汽研	买入	7.51	72.85	0.42	0.47	0.53	17.88	15.98	14.17

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理（收盘价截至 20190613）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032