

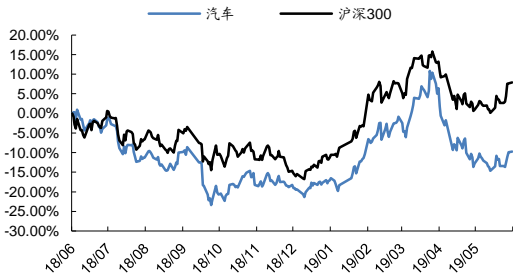
研究所

证券分析师: 周绍倩 S0350516070001
021-60338122 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人: 王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

黎明前的黑暗, 行业拐点正当布局

——汽车行业 2019 年中期策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
汽车	4.5	-9.0	-10.2
沪深 300	7.2	0.2	6.4

相关报告

- 《汽车行业周报: 5月产销继续下滑, 重点仍看下半年》——2019-06-16
- 《汽车行业周报: “促旧迎新”政策不断强化, 利好车市消费》——2019-06-09
- 《汽车行业周报: 广东逐步放宽广深车辆限购, 国产 Model 3 公布售价》——2019-06-02
- 《汽车行业事件点评报告: 广东出台促进消费政策, 汽车消费预期改善》——2019-05-28
- 《汽车行业事件点评报告: 车辆购置税新政发布, 明确计税价格制定标准》——2019-05-26

投资要点:

- 上半年行业产销回顾** 根据中汽协数据, 2019年1-5月汽车产销1023.70万辆和1026.59万辆, 同比分别下降13.0%。乘用车销量降幅高于整车全板块, 各细分车型均呈现下滑态势。2019年1-5月乘用车共销售839.87万辆, 同比下降15.2%。其中分月度数据来看, SUV和MPV的销量降幅略有收窄, 而轿车和交叉型乘用车的降幅则是有所扩大。弱市环境中, 没有哪一种车型可以独善其身, 无论是过去受追捧的SUV车型, 亦或是目前自主厂家正大力推新的MPV, 都没有很好的防御性表现。临近7月1日, 部分地区的经销商进入了国五去库存的末期, 因此从厂家批发销量来看, 弱化的过程正在接近尾声。下半年开始, 在国五去库存的基础上, 乘用车市场可以逐步强化对于国六产品的备货, 那么届时再结合同期低基数的这一销量结构性的背景, 我们有理由相信乘用车市场的数据会逐步出现边际改善, 时间点我们认为是在三季度。
- 三大因素带来边际催化, 关注三季度行业改善以及板块抢跑** 车市经历一年的销量下滑后, 各板块估值已经处于较低的位置, 当下国五清库存进行中、去年同期低基数将近、政策持续出台, 三大因素对于行业带来边际催化。三季度开始, 建议关注行业批发销量的边际改善, 在低估值的基础上对于汽车板块可以适度增加配置。回顾2011年以来乘用车板块和汽车零部件板块的走势和业绩增速情况, 可以看出在2012至2015业绩低点处的投资介入性价比相对较高, 对于行业回暖的预期将先行带动估值回升, 后期公司业绩的兑现将进一步带动板块回升。我们预计中报将是大部分公司的业绩低点, 而从估值角度来看无论是PE还是PB目前汽车板块都处于历史相对的低位, 因此随着新一轮周期的开启, 板块将带来相对较好的回报。
- 零部件: 建议关注特斯拉产业链** 特斯拉销量预测: 考虑到1) 欧洲及中国市场对于Model 3的潜在需求; 2) 美国市场Model 3标准版交付在即; 3) Model Y于2020秋开始交付。我们认为2019-2020特斯拉销量将维持高速增长态势, 预计2019、2020、2021年的销量分别为38.3万辆、50.5万辆、81.5万辆, 复合增速为49%。随着特斯拉全球销量的快速增长, 国内特斯拉供应商将迎来一轮更大的机会: 1) Model 3和Model Y的售价更贴近平民车型, 处于控制成本、维持盈利的考虑, 特斯拉会继续加大全球化采购的力度, 中国零部件供应商在人力成本、新能源产业链完善等角度具备优势,

将陆续有更多的供应商进入配套体系；2) 上海工厂势必加大本地化供应比例，原有配套厂商有望顺利获得新车型配套资格，并提升配套份额。我们认为，目前单车价值量大、配套份额高的公司，未来的营收和利润都会维持一个高速增长的态势；而目前配套比例小但技术、成本优势突出的公司，随着与特斯拉的合作不断加深，业绩高弹性可期。

- **推荐个股：维持行业评级“推荐”。**更长周期维度看，汽车行业成长属性减弱周期属性增强，十年前高速增长的汽车销量将转化为未来十年的替换需求，2019年是上升周期的起点，维持行业“推荐”评级。**看好行业销量拐点阶段高弹性整车标的：长城汽车，长安汽车，福田汽车；特斯拉产业链受益于国产化以及全球交付，推荐：旭升股份。**
- **风险提示：**宏观经济持续下行，汽车销量大幅下降，行业技术进步不达预期，政策落地不达预期，公司相关项目推进不达预期。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-24 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000625.SZ	长安汽车	6.75	0.14	0.27	0.99	48.21	25.0	6.82	买入
002048.SZ	宁波华翔	11.3	1.17	1.41	1.54	9.66	8.01	7.34	买入
002050.SZ	三花智控	10.92	0.61	0.78	1.03	16.8	14.0	10.6	增持
002594.SZ	比亚迪	50.76	1.02	1.37	1.74	49.76	37.05	29.17	增持
300258.SZ	精锻科技	12.37	0.64	0.86	1.05	17.18	14.38	11.78	增持
300473.SZ	德尔股份	29.82	1.28	2.85	3.87	13.93	10.46	7.71	买入
600166.SH	福田汽车	2.48	-0.54	0.06	0.12	-4.59	41.33	20.67	买入
600699.SH	均胜电子	21.93	1.39	1.52	1.77	15.55	14.43	12.39	增持
601633.SH	长城汽车	8.61	0.57	0.67	0.77	15.11	12.85	11.18	买入
601689.SH	拓普集团	15.37	1.04	1.17	1.35	14.78	13.14	11.39	增持
601799.SH	星宇股份	71.99	2.21	2.93	3.57	32.72	24.57	20.17	买入
603305.SH	旭升股份	24.75	0.73	1.04	1.36	33.9	23.8	18.2	增持

资料来源：Wind，国海证券研究所

内容目录

1、 2019 上半年汽车及零部件行业回顾.....	5
1.1、 汽车行业产销情况.....	5
1.2、 汽车行业财务数据.....	11
1.3、 汽车板块涨跌幅度.....	13
1.4、 汽车板块估值分析.....	16
2、 下半年投资机会.....	17
2.1、 三大因素带来边际催化，关注三季度行业改善以及板块抢跑.....	17
2.2、 零部件：建议关注特斯拉产业链.....	20
3、 行业评级及重点推荐个股.....	23
4、 风险提示.....	26

图表目录

图 1: 近五年汽车月度销量 (万辆)	5
图 2: M1 同比增速、乘用车销量同比增速、商用车销量同比增速 (单位%)	5
图 3: 近五年乘用车月度销量 (万辆)	6
图 4: 乘用车各车型销量增速对比	6
图 5: 2019 年 1-4 月车企销量增速排名 (乘用车部分)	7
图 6: 近五年商用车月度销量 (万辆)	8
图 7: 经销商库存预警指数	8
图 8: 汽车经销商库存系数	9
图 9: 汽车价格指数当月同比与乘用车销量增速对比 (单位%)	10
图 10: 2019Q1 汽车上市公司业绩增速区间分布	12
图 11: 2018Q1 汽车上市公司业绩增速区间分布	12
图 12: 年初以来各板块涨跌情况 (截至 2019.6.20)	13
图 13: 年初以来汽车行业子板块涨跌情况 (截至 2019.6.20)	13
图 14: 年初以来成交量变化 (单位: 亿股, 截至 2018.6.20)	15
图 15: 近五年沪深 300、汽车行业 PE	16
图 16: 近五年沪深 300、汽车行业 PB	16
图 17: 近五年汽车子行业动态 PE	16
图 18: 近五年汽车子行业 PB	17
图 19: 2005 年以来乘用车各季度销量 (万辆)	17
图 20: 乘用车板块走势与相应业绩增速	20
图 21: 汽车零部件板块走势与相应业绩增速	20
图 22: 2019 年-2021 年特斯拉销量预测 (辆/%)	21
表 1: 每月库存系数高于 2 的汽车品牌	9
表 2: 2019Q1 汽车行业各板块财务数据	11
表 3: 2019Q1 汽车行业上市公司业绩增速	11
表 4: 年初以来汽车行业个股涨跌幅 (截至 2019.6.20)	14
表 5: 2005 年以来乘用车各季度销量占全年的比重	18
表 6: 全国主要地区国六标准实施时间表	19
表 7: 特斯拉相关供应商配套情况	22

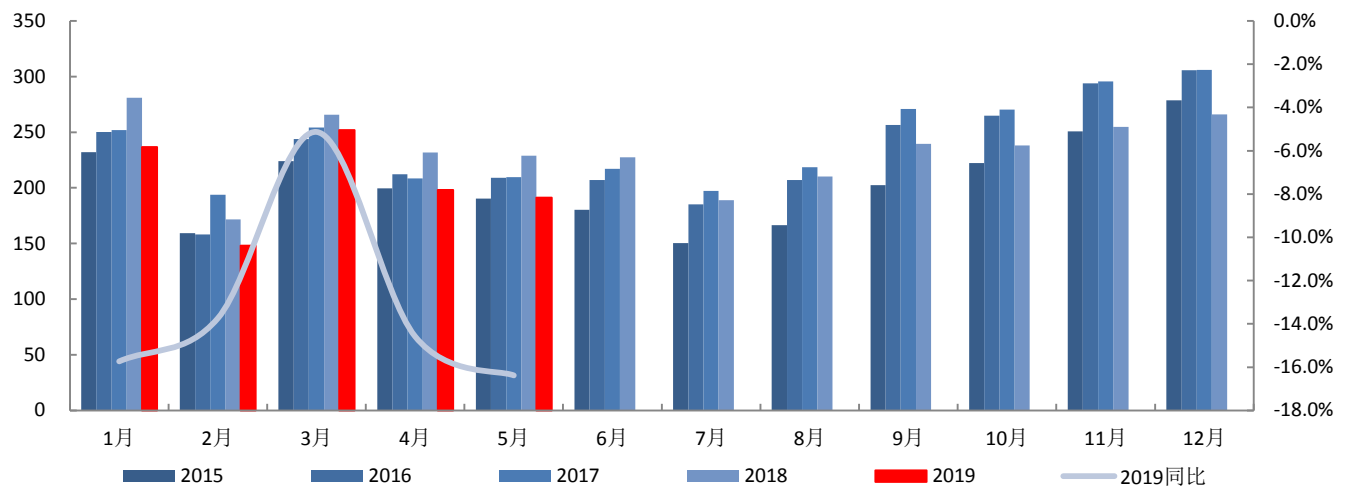
1、2019 上半年汽车及零部件行业回顾

1.1、汽车行业产销情况

1.1.1、汽车销量持续下滑

产销双降，车市仍低迷。根据中汽协数据，2019 年 1-5 月汽车产销 1023.70 万辆和 1026.59 万辆，同比分别下降 13.0%；5 月份汽车产销 184.83 万辆和 191.26 万辆，同比分别下降 21.2%和 16.4%。自 2018 年 7 月开始到 2019 年 5 月，车市连续 11 个月销量下滑，行业整体景气度较低，处于新旧周期的交替阶段。

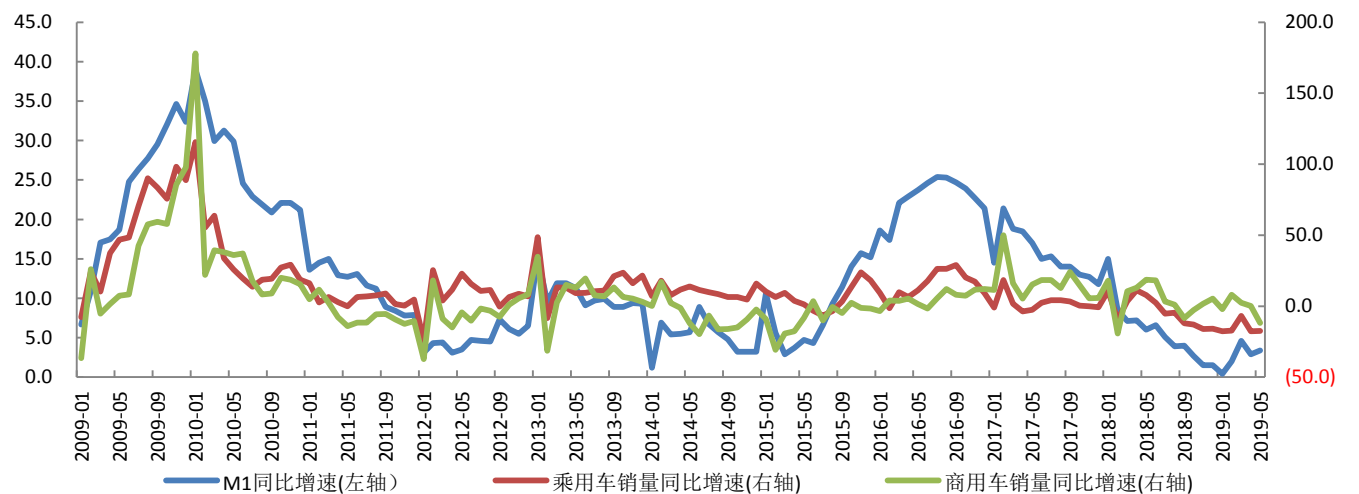
图 1：近五年汽车月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，国海证券研究所

从宏观角度来看，目前我国汽车销量增速与 M1 增速具有明显的相关性。2016 年下半年至今，M1 同比增速持续下降，汽车销量增速也随之放缓。2018 年下半年开始，汽车月销量增速开始由正转负，车市压力不断加大。

图 2：M1 同比增速、乘用车销量同比增速、商用车销量同比增速（单位%）

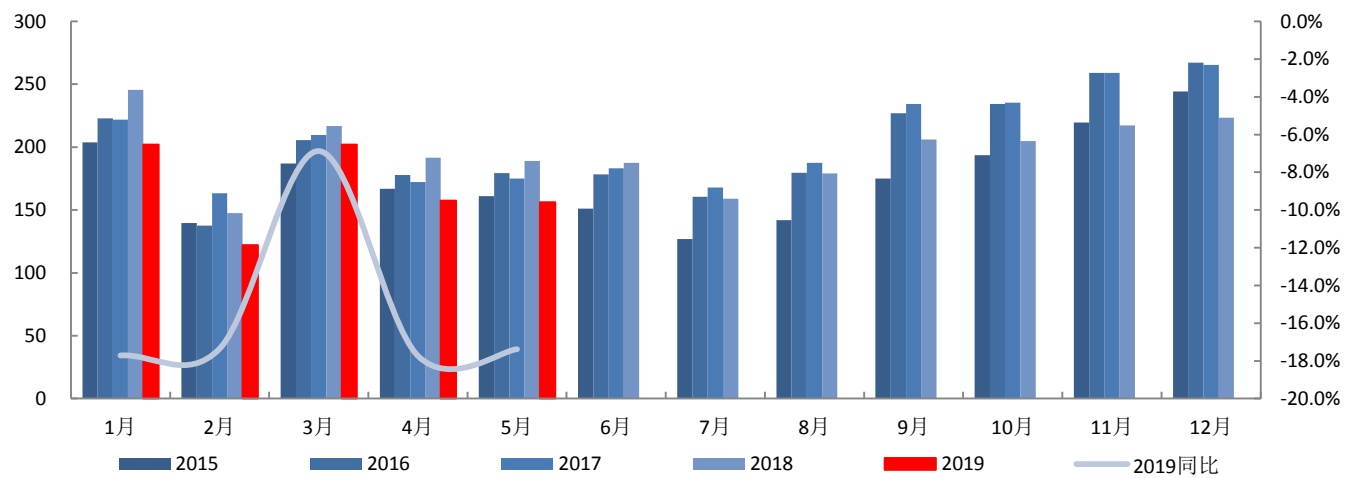


资料来源：Wind，国海证券研究所

乘用车销量降幅高于整车全板块，各细分车型均呈现下滑态势。根据中汽协数

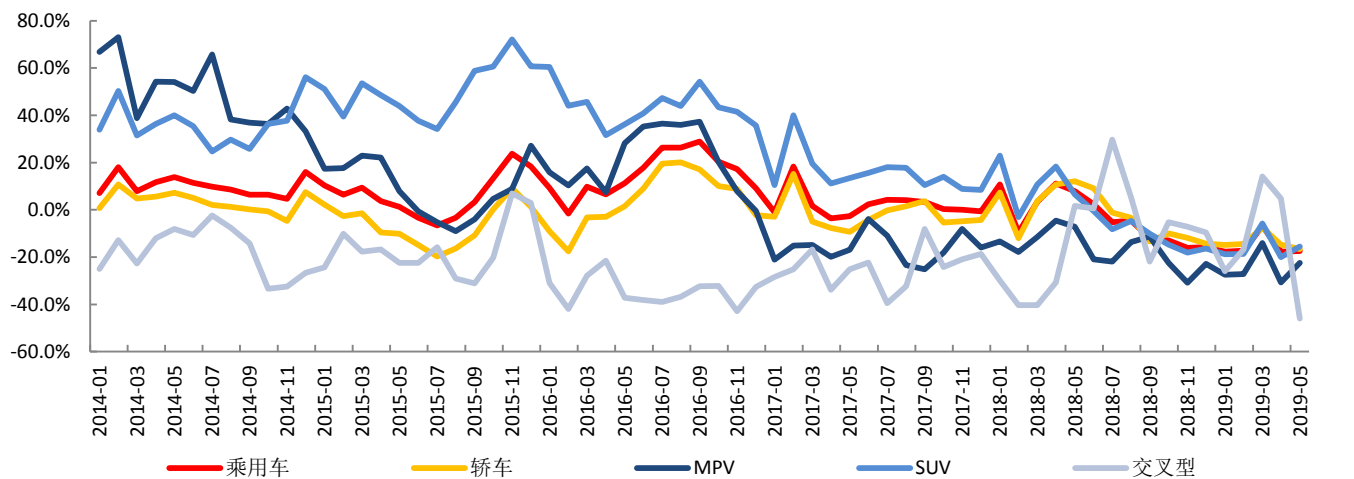
据，2019年1-5月乘用车共销售839.87万辆，同比下降15.2%。其中轿车销售409.88万辆，同比下降13.4%；SUV销售356.13万辆，同比下降15.7%；MPV销售57.28万辆，同比下降23.9%；交叉型乘用车销售16.58万辆，同比下降13.1%。分月度数据来看，SUV和MPV的销量降幅略有收窄，而轿车和交叉型乘用车的降幅则是有所扩大。弱市环境中，没有哪一种车型可以独善其身，无论是过去受追捧的SUV车型，亦或是目前自主厂家正大力推新的MPV，都没有很好的防御性表现。临近7月1日，部分地区的经销商进入了国五去库存的末期，因此从厂家批发销量来看，弱化的过程正在接近尾声。下半年开始，在国五去库存的基础上，乘用车市场可以逐步强化对于国六产品的备货，那么届时再结合同期低基数的这一销量结构性的背景，我们有理由相信乘用车市场的数据会逐渐出现边际改善，时间点我们认为是在三季度。

图3：近五年乘用车月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，国海证券研究所

图4：乘用车各车型销量增速对比



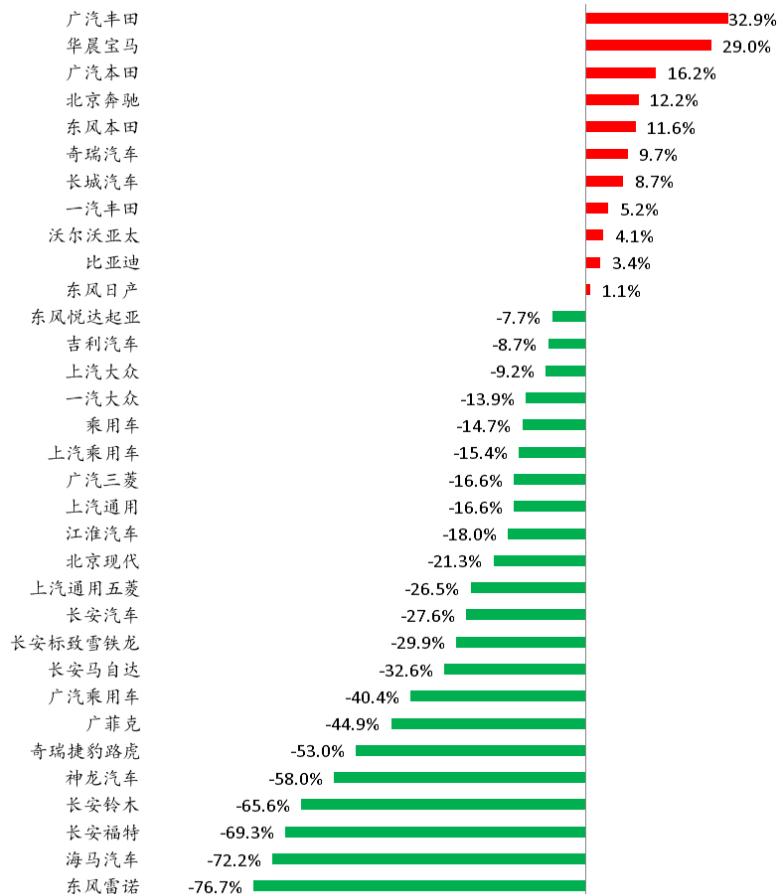
资料来源：中汽协，国海证券研究所

车企众生相：日系和豪华德系表现抢眼，绝大多数车企都陷入增长困境。高增长时代往往问题暴露并不多，而当销量增速下滑时弊病终将逐一显现。我们注意到去年部分车企仍维持正向的增长势头，但其背后却是以主机厂向经销商过度压

库存为代价，因此在批发端尚未出现大幅的下滑。进入 2019 年，市场进一步不景气，零售端的增长难以为继，因此全国多地都爆发出主机厂和经销商的矛盾事件。考虑到产业链的平衡以及行业周期性的拐点，多家车企都主动去库存，因此基本上所有厂商都面临着销量下滑困境。不过仍有车企脱颖而出，其中日系和豪华德系品牌表现较为抢眼，日系三大品牌丰田、本田、日产在中国的合资企业均维持了较高的增长，而奔驰、宝马等德系豪华品牌也继续保持两位数增长。这背后实质是品牌和消费趋势的导向，日系作为在新车布局、营销、品牌力等方面较为平衡的车系，在弱市环境中依然可以挺得住，甚至部分车型需要加价才可以提；而德系豪华品牌则是充分受益于消费高端趋势，同时在“六个钱包”加持下频频走入寻常百姓家。

自主看龙头，品牌代替性价比才能有发展。自主品牌在经历这一轮洗牌后，强者愈强弱者愈弱的格局将得到进一步强化。我们注意到自主品牌位列增速前列的依旧是那些规模较大的车企，如长城、吉利、奇瑞等，而一些月销量不足一万的车企则进一步被边缘化。在一个成熟的汽车市场并不会会有很多的汽车品牌，因为汽车工业是一个非常追求规模经济的行业，规模小并不是完全没有活路，但就要求高利润、个性化，例如部分跑车、房车等。因此在整个中国汽车市场增速逐步趋缓的过程中，以前可以获得高增长的小企业会慢慢丢失市场份额，而与之同步进行的却是消费者购买力在不断提升。所以作为自主企业并不能永远以性价比来追求高增长，否则必然在某个时刻遇到断档的情况。自主头部企业长城、吉利等通过子品牌、海外建厂、进入赛车赛事等途径来提升品牌，过程还需逐步验证。

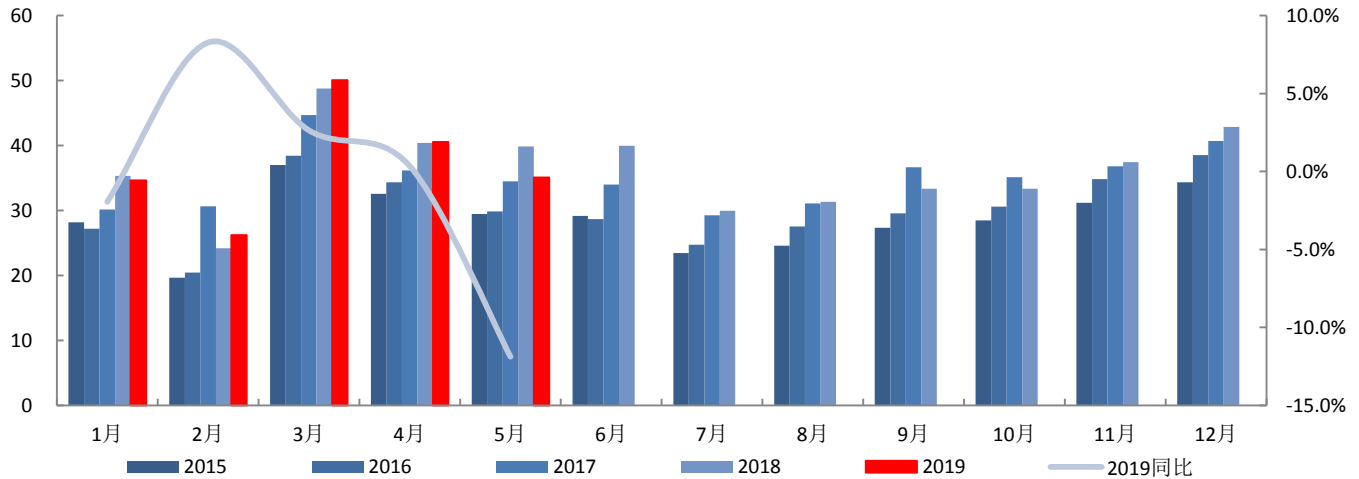
图 5: 2019 年 1-4 月车企销量增速排名（乘用车部分）



资料来源：中汽协，盖世汽车网，相关公司公告，国海证券研究所

商用车领域，1-5月产销185.76万辆和186.72万辆，产量同比增长0.7%，销量同比下降1.3%。5月，商用车生产35.70万辆，环比下降8.8%，同比下降8.5%；销售35.14万辆，环比下降13.4%，同比下降11.8%。5月份，商用车销量出现年内首次下滑，其中货车销量31.64万辆，同比下降9.9%，客车销量3.50万辆，同比下降25.7%；主要是由重卡需求持续减弱、新能源商用车销量下滑以及商用车排放标准趋严等因素所导致

图 6: 近五年商用车月度销量 (万辆)

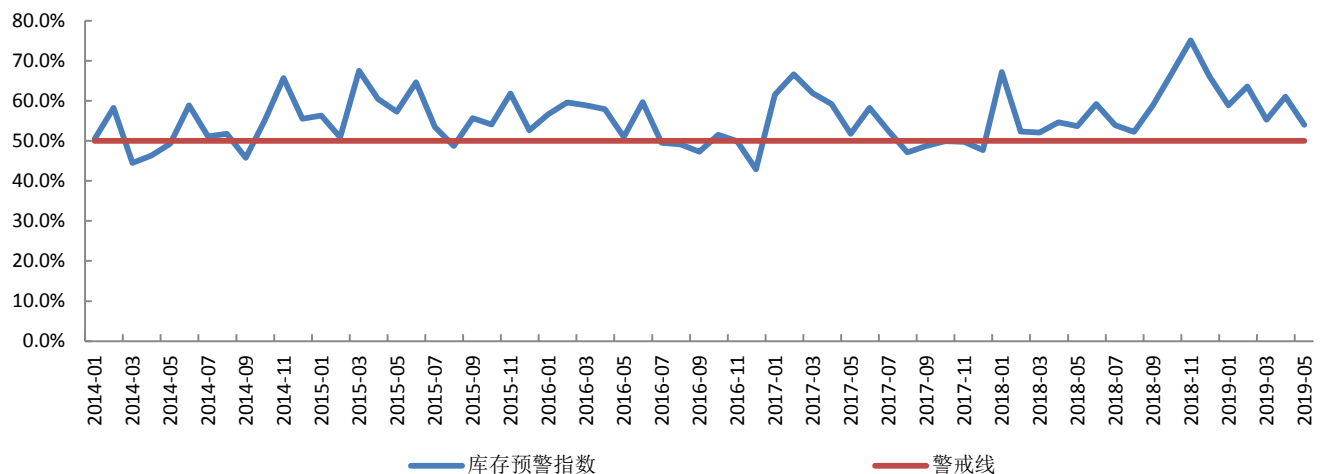


资料来源: 中汽协, 国海证券研究所

1.1.2、经销商库存高企

经销商库存预警指数连续 17 个月位于警戒线之上。经销商是主机厂一直以来销量的蓄水池，然而这个水池也不可以无限制的加水。自 2018 年 1 月份至今，经销商库存预警指数始终维持在 50% 的警戒线之上，其中 2018 年 11 月甚至触及到 75.1% 的高位，经销商的资金链压力相当大，其中既有庞大集团这样的大象倒地，又不乏众多经销商集团维权，因此主机厂也是不断调整新车批发计划。在目前时点恰逢全国部分地区国五国六排放标准转换，因此当前的主要任务还是以去库存为主，预警指数也处于下降趋势，预计下半年库存情况逐步恢复正常。

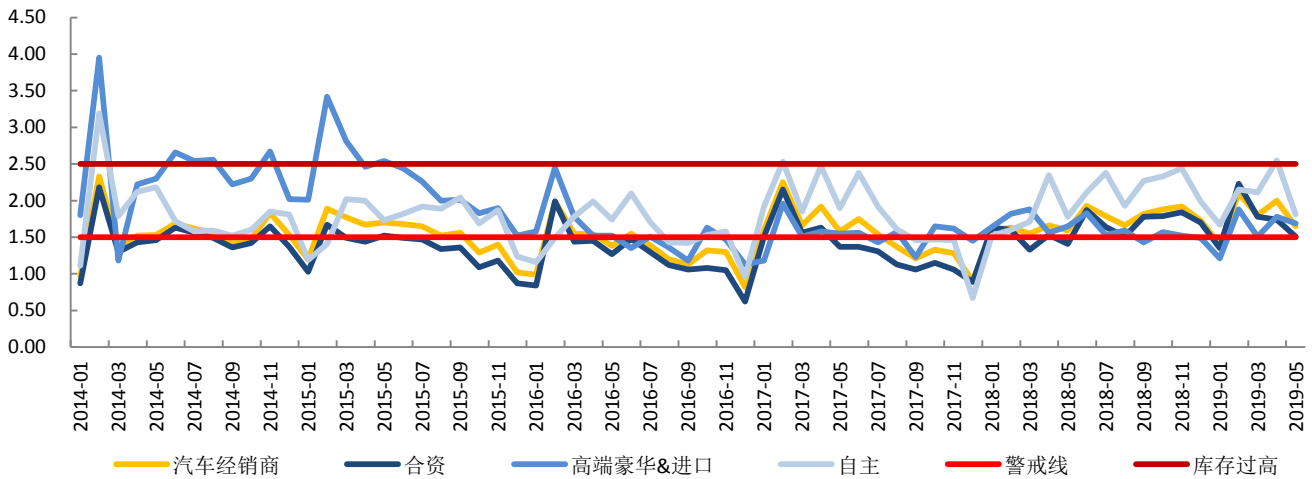
图 7: 经销商库存预警指数



资料来源: 中国汽车流通协会, 国海证券研究所

自主品牌库存系数高于合资品牌以及高端豪华&进口。以品牌分类，自主的压力最大，合资以及豪华&进口要好一点。这背后还是品牌在市场下行阶段的抗击打能力，自主目前是走性价比路线，消费者价格敏感度高，品牌忠诚度低，因此受冲击最大并不奇怪。我们梳理了一下2018年1月至2019年5月，单月库存系数高于2的品牌，主要是以自主、法系、美系品牌为主。自主车企中市场份额较低的公司库存系数更高一些，而一些法系、美系车企则是因为车型老化、营销不当等原因经常上榜。

图 8: 汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，国海证券研究所

表 1: 每月库存系数高于 2 的汽车品牌

时间	自主	法系	美系	其他
2018年1月	奇瑞	东风标致	长安福特、广菲克	
2018年2月	奇瑞、WEY	东风标致	长安福特、广菲克	捷豹路虎、沃尔沃
2018年3月	奇瑞、一汽轿车、荣威		广菲克、长安福特	捷豹路虎、英菲尼迪
2018年4月	一汽轿车、奇瑞、长安	东风标致	长安福特、广菲克、别克	捷豹路虎、广汽三菱、英菲尼迪、东风悦达起亚
2018年5月	东风启辰、荣威	东风标致	长安福特、广菲克	英菲尼迪、广汽三菱、捷豹路虎
2018年6月	一汽轿车、比亚迪、东风启辰、荣威、长城、北汽绅宝	东风标致	广菲克、长安福特	广汽三菱、捷豹路虎、上汽大众、北京现代
2018年7月	宝骏、江淮、吉利、荣威、长城	东风标致、东风雷诺	长安福特、别克	捷豹路虎、广汽三菱
2018年8月	荣威、北汽绅宝、比亚迪、江淮、长城	东风标致		捷豹路虎、北京现代
2018年9月	奇瑞、宝骏、荣威		长安福特	捷豹路虎、北京现代
2018年10月	长安、比亚迪、吉利、江淮、荣威		长安福特、别克	北京现代、捷豹路虎、斯柯达
2018年11月	奇瑞、长安、北汽绅宝、观致、一汽轿车、江淮、吉利、荣威、比亚迪、宝	东风标致、东风雷诺、东风雪铁龙	长安福特、广菲克	广汽三菱、斯柯达、捷豹路虎、北京现代、一汽马自达

	骏、华晨中华			
2018年12月	众泰、北汽绅宝、比亚迪、宝骏、江淮、奇瑞、华晨中华、猎豹		长安福特	
2019年1月	东风启辰、荣威、众泰			
2019年2月	荣威、比亚迪、长城、奇瑞、吉利	东风标致、东风雪铁龙、东风雷诺	长安福特、别克、广菲克、凯迪拉克	捷豹路虎、沃尔沃、上汽大众、广汽三菱、北京现代
2019年3月	荣威、长安、传祺、猎豹、江淮、吉利、比亚迪、奇瑞、东风风神	东风标致	长安福特、广菲克、别克、凯迪拉克	广汽三菱、捷豹路虎、斯柯达、上汽大众
2019年4月	长安、奇瑞、荣威		雪佛兰、别克	
2019年5月	传祺、奇瑞、长安	东风雪铁龙		东风悦达起亚

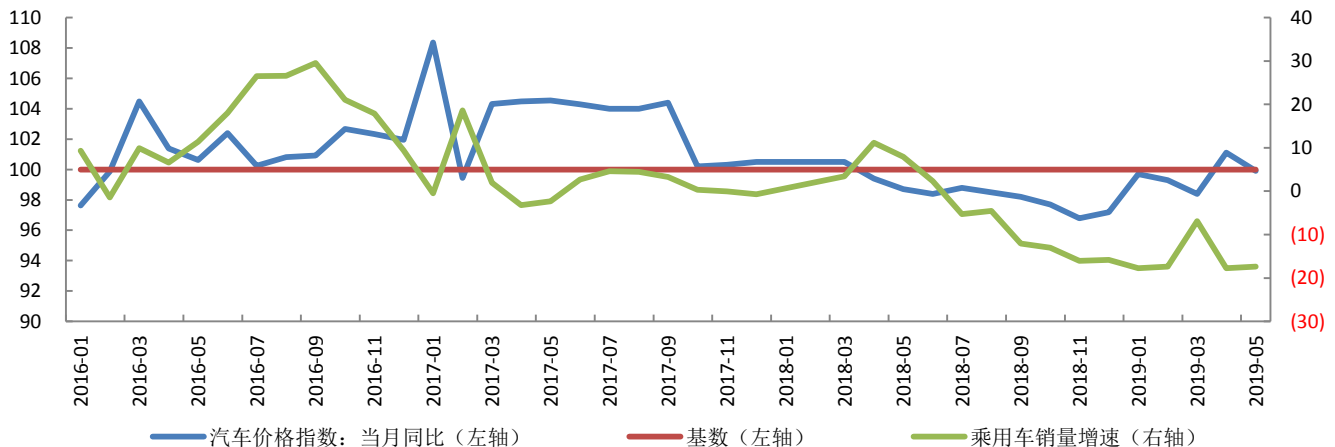
资料来源：中国汽车流通协会，国海证券研究所

1.1.3、价格体系整体下移

面对销量下滑带来的高库存，车企短期内不得不进行降价。以一年为区间，汽车价格指数当月同比几乎都处于 100 以下，销量下滑持续压制着价格，此外排放标准升级也带来较多的老款车型库存，经销商和厂家处于一个极度被动的时点。就当前来说，行业仍处于一个去库存的时段，因此短期内价格体系大概率仍将延续之前的趋势，毕竟弱市环境下市占率是第一位的。但是随着下半年国六新车的补库，车价也将逐步企稳，届时产业链的盈利将得到一定程度的修复，不过过程相对不会那么快。

少数车企产品价格大跳水，长期来看有损品牌价值。我们注意到少数品牌在清库存阶段出现了大幅降价的行为，折扣力度达到了百分之三四十。如此大的折扣反映出两个问题：第一车企前期库存管理不当，并没有进行适度的减产，对于未来预判不足；第二品牌吸引力在下降，竞争力下滑较大。短期内促销是可以提振销量，但是长期将严重损害品牌形象。豪华、合资品牌的降价，将对其以后新车型的定价产生影响，品牌溢价能力被削弱；另外，对于同一品牌，高级别的车型大降价，甚至会使得不同级别的车型价格出现倒挂，对全车系定价都会带来影响。

图 9：汽车价格指数当月同比与乘用车销量增速对比（单位%）



资料来源：中国物流信息中心，国海证券研究所

1.2、汽车行业财务数据

行业景气度低，业绩端承压。根据 SW 汽车行业指数数据，2019 年一季度 SW 汽车板块实现营收 6078 亿元，同比下降 7.1%，归母净利润 225 亿元，同比下降 26.7%，毛利率和净利率分别同比减少 0.71 个百分点和 1.31 个百分点。其中乘用车板块受冲击较大，一季度营收 3153 亿元，同比下降 13.5%，归母净利润 102 亿元，同比下降 40.7%。作为产业链下游，整车端受影响较大，虽然二季度财报数据尚未披露，不过根据目前行业以及各家公司的产销数据判断，行业内车企大概率仍将负增长。再看下零部件板块，一季度板块营收虽然是正增长，但是利润端基本上是一个两位数的下滑，二季度车市并没有好转，随着产业链的传导机制进行，预计上半年的财务数据仍处于低点。

表 2：2019Q1 汽车行业各板块财务数据

	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	毛利率	同比	净利率	同比
SW 汽车	6077.82	-7.1%	225.43	-26.7%	15.0%	-0.71pct	4.6%	-1.31pct
SW 乘用车	3152.99	-13.5%	101.90	-40.7%	13.0%	-1.68pct	4.3%	-1.94pct
SW 商用载货车	363.68	26.1%	5.35	504.5%	12.1%	+0.42pct	1.7%	+2.03pct
SW 商用载客车	109.86	-0.8%	3.13	35.3%	18.1%	+1.46pct	2.6%	+0.79pct
SW 汽车零部件	1818.61	4.6%	103.03	-12.6%	19.7%	-1.01pct	6.6%	-1.38pct
SW 汽车服务	576.46	-18.1%	9.64	-35.6%	11.8%	+1.54pct	2.0%	-0.56pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

逆势而上难度太大，公司业绩增速普遍回落。剔除并购增厚业绩以及同期基数过低的公司，行业内一季度实现正增长的公司数量大幅减少，很多过往维持高增长的公司目前也是艰难前行，我们梳理了一下发现 2019Q1 行业内 39.6%的上市公司业绩增速为正，而去年同期这一数字为 52.5%。然而比增速放缓更严重的是亏损，2019Q1 行业内 12.2%的上市公司业绩亏损，2018Q1 只有 4.4%。因此从盈利增速区间来看，全行业整体都下移了，亏损的企业也比以往更多了。

表 3：2019Q1 汽车行业上市公司业绩增速

排名	公司	业绩 yoy	排名	公司	业绩 yoy	排名	公司	业绩 yoy	排名	公司	业绩 yoy
1	金龙汽车	2098%	42	新朋股份	13.7%	83	东风汽车	-10.4%	124	贵航股份	-49.8%
2	正裕工业	1322%	43	多伦科技	13.1%	84	富奥股份	-11.2%	125	东风科技	-57.3%
3	金麒麟	1243%	44	特力 A	11.9%	85	万里扬	-11.7%	126	西菱动力	-58.0%
4	凤形股份	1177%	45	一汽夏利	10.8%	86	威孚高科	-12.1%	127	浩物股份	-58.0%
5	均胜电子	792.5%	46	天润曲轴	10.0%	87	亚普股份	-12.6%	128	长春一东	-60.6%
6	比亚迪	632.0%	47	韶能股份	8.8%	88	S 佳通	-13.9%	129	越博动力	-60.9%
7	模塑科技	467.4%	48	兆丰股份	8.5%	89	广东鸿图	-14.7%	130	朗博科技	-61.7%
8	跃岭股份	435.9%	49	中国汽研	8.4%	90	上汽集团	-15.0%	131	威唐工业	-62.1%
9	林海股份	317.9%	50	鑫湖股份	8.2%	91	豪能股份	-17.9%	132	飞龙股份	-62.7%
10	雄韬股份	257.4%	51	岱美股份	7.7%	92	中鼎股份	-18.0%	133	长城汽车	-62.8%
11	*ST 天雁	231.9%	52	福耀玻璃	7.7%	93	德宏股份	-18.4%	134	亚星客车	-64.3%

12	中通客车	204.6%	53	银轮股份	6.4%	94	常青股份	-20.3%	135	奥联电子	-65.7%
13	风神股份	186.0%	54	云内动力	6.3%	95	爱柯迪	-21.1%	136	江淮汽车	-69.1%
14	郑煤机	146.7%	55	鹏翎股份	5.8%	96	金固股份	-21.5%	137	东睦股份	-70.2%
15	松芝股份	138.5%	56	新坐标	5.8%	97	继峰股份	-24.3%	138	常熟汽饰	-71.9%
16	*ST安凯	123.4%	57	宇通客车	5.4%	98	众泰汽车	-24.9%	139	德赛西威	-72.8%
17	隆盛科技	122.5%	58	隆基机械	4.5%	99	日盈电子	-25.8%	140	双林股份	-77.5%
18	福田汽车	113.3%	59	三花智控	4.2%	100	兴民智通	-26.2%	141	苏奥传感	-78.3%
19	中华控股	108.9%	60	贝斯特	3.8%	101	一汽轿车	-26.2%	142	万安科技	-81.9%
20	东方时尚	108.3%	61	新日股份	2.5%	102	浙江仙通	-28.1%	143	江铃汽车	-83.6%
21	天成自控	101.7%	62	日上集团	1.4%	103	腾龙股份	-28.1%	144	派生科技	-95.6%
22	万通智控	88.1%	63	通用股份	1.2%	104	广汇汽车	-28.4%	145	浙江世宝	-102.3%
23	华培动力	62.4%	64	锋龙股份	1.2%	105	广汽集团	-28.4%	146	亚太股份	-118.9%
24	中国重汽	60.5%	65	中国动力	0.6%	106	新泉股份	-28.6%	147	小康股份	-137.0%
25	三角轮胎	53.3%	66	铁流股份	-0.1%	107	双环传动	-28.8%	148	光洋股份	-150.0%
26	赛轮轮胎	53.0%	67	精锻科技	-0.3%	108	凌云股份	-29.0%	149	英搏尔	-169.2%
27	*ST海马	49.1%	68	中原内配	-0.8%	109	保隆科技	-29.2%	150	蓝黛传动	-190.1%
28	*ST斯太	48.7%	69	黎明股份	-2.2%	110	旭升股份	-30.7%	151	东安动力	-203.9%
29	华阳集团	47.3%	70	长鹰信质	-2.2%	111	华懋科技	-31.1%			
30	远东传动	42.8%	71	云意电气	-3.8%	112	威帝股份	-33.7%	153	圣龙股份	-228.4%
31	潍柴动力	35.0%	72	国机汽车	-4.2%	113	渤海汽车	-34.8%	154	西仪股份	-237.9%
32	伯特利	34.2%	73	中马传动	-4.5%	114	华域汽车	-36.6%	155	长安汽车	-250.6%
33	富临精工	31.5%	74	迪生力	-4.5%	115	今飞凯达	-38.8%	156	力帆股份	-257.6%
34	星宇股份	30.2%	75	金杯汽车	-6.0%	116	南方轴承	-40.2%	157	京威股份	-263.9%
35	玲珑轮胎	26.9%	76	科华控股	-6.3%	117	拓普集团	-43.1%	158	登云股份	-291.1%
36	骆驼股份	26.0%	77	一汽富维	-6.9%	118	德尔股份	-44.2%	159	曙光股份	-315.4%
37	海达股份	22.7%	78	凯众股份	-7.1%	119	欣锐科技	-44.5%	160	钧达股份	-324.0%
38	泉峰汽车	22.0%	79	天汽模	-7.7%	120	青岛双星	-47.5%	161	*ST猛狮	-975.4%
39	宗申动力	21.9%	80	雷迪克	-9.0%	121	宁波高发	-48.2%	162	庞大集团	-1168%
40	福达股份	19.6%	81	万丰奥威	-10.0%	122	北特科技	-49.1%	163	秦安股份	-1481%
41	宁波华翔	16.1%	82	万向钱潮	-10.2%	123	凯中精密	-49.1%	164	襄阳轴承	-3085%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 2019Q1 汽车上市公司业绩增速区间分布

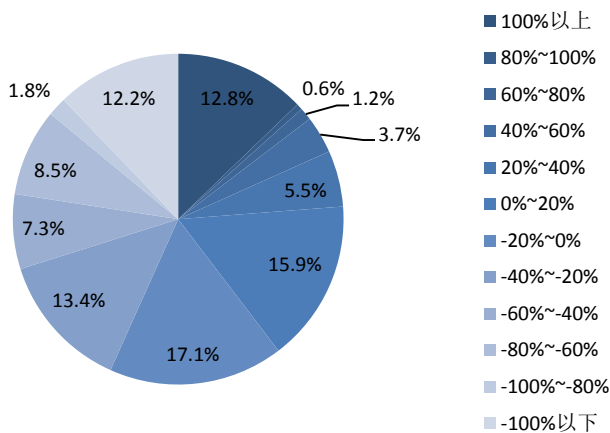
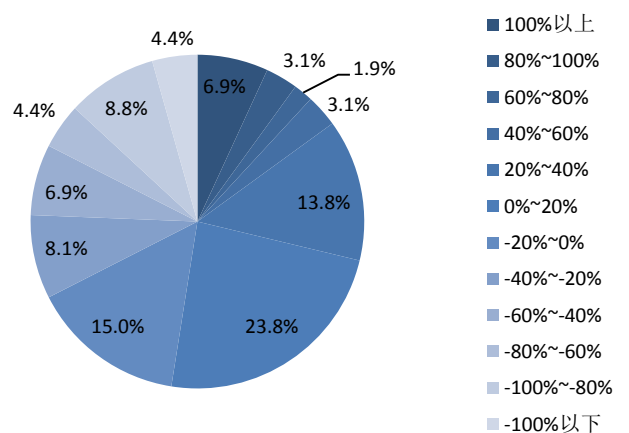


图 11: 2018Q1 汽车上市公司业绩增速区间分布



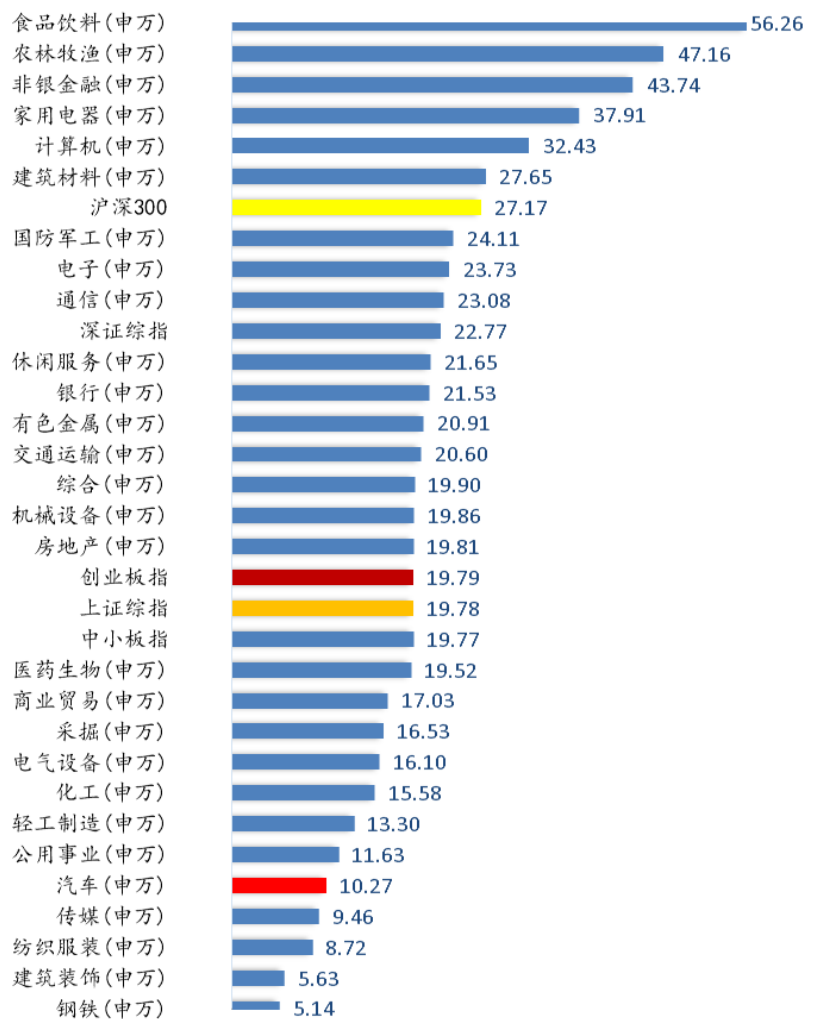
资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

1.3、汽车板块涨跌幅度

汽车板块跑输大盘，乘用车子板块相对弱势。截至6月20日，申万汽车行业指数累计上涨10.27%，低于上证综指、沪深300指数以及创业板指同期水平。其中，商用载货车子行业指数上涨38.59%；汽车服务子行业指数上涨16.65%，商用载客车子行业上涨15.77%；汽车零部件子行业上涨12.63%；乘用车子行业上涨0.58%。由于行业销量低迷，汽车类上市公司遭遇了业绩和估值的双重下行，对于股价方面形成一定压力，除商用载货车子板块以外，其余子板块均跑输大盘。

图 12：年初以来各板块涨跌情况（截至 2019.6.20）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13：年初以来汽车行业子板块涨跌情况（截至 2019.6.20）



资料来源: Wind, 国海证券研究所

个股方面, 选取行业内 164 家上市公司, 其中 39 家跑赢沪深 300 指数, 剩余 125 家则跑输。涨幅在 100% 以上的有 1 家, 75% 至 100% 的有 2 家, 50% 至 75% 的有 12 家, 25% 至 50% 的有 28 家, 0% 至 25% 的有 75 家, -25% 至 0% 的有 39 家, -50% 至 -25% 的有 4 家, -75% 至 -50% 的有 3 家。

表 4: 年初以来汽车行业个股涨跌幅 (截至 2019.6.20)

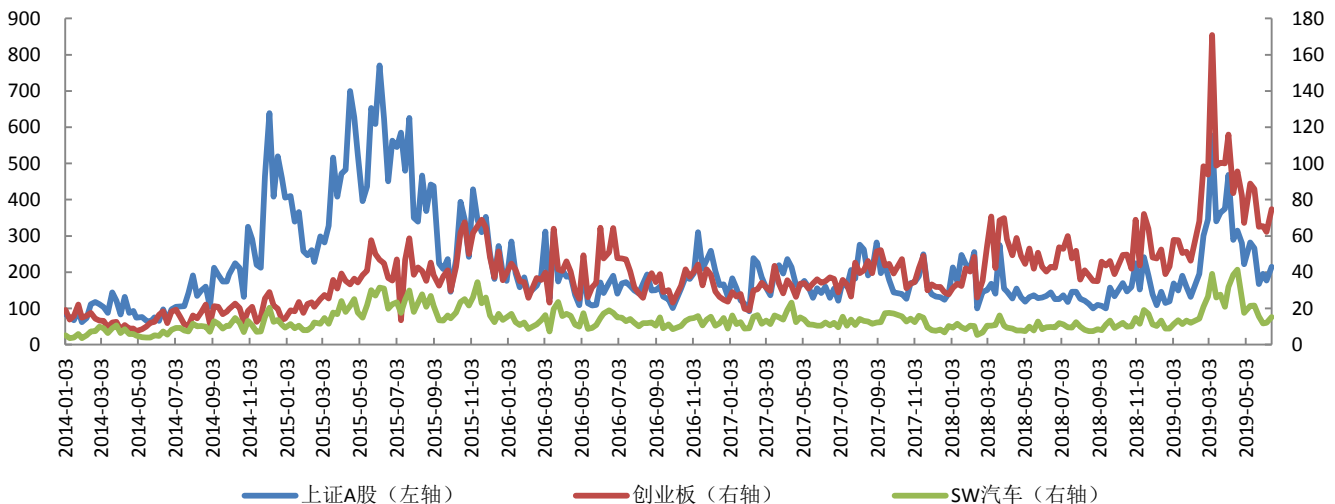
排名	公司	涨幅	排名	公司	涨幅	排名	公司	涨幅	排名	公司	涨幅
1	雄韬股份	108.4%	42	韶能股份	25.5%	83	长春一东	12.3%	124	三环传动	-1.7%
2	泉峰汽车	83.6%	43	光洋股份	25.5%	84	富临精工	12.3%	125	中鼎股份	-2.1%
3	中通客车	75.1%	44	凤形股份	24.8%	85	渤海汽车	11.9%	126	宁波高发	-2.4%
4	亚星客车	74.0%	45	青岛双星	24.1%	86	隆盛科技	11.6%	127	长安汽车	-2.6%
5	德宏股份	68.9%	46	多伦科技	23.9%	87	奥联电子	11.5%	128	钧达股份	-2.7%
6	天成自控	66.1%	47	鹏翎股份	23.4%	88	东方时尚	11.5%	129	兆丰股份	-2.9%
7	潍柴动力	65.2%	48	东安动力	23.3%	89	常青股份	10.2%	130	万丰奥威	-3.3%
8	浙江世宝	59.9%	49	金麒麟	22.2%	90	飞龙股份	10.1%	131	秦安股份	-4.0%
9	江铃汽车	59.8%	50	玲珑轮胎	22.2%	91	雷迪克	10.0%	132	科华控股	-4.6%
10	东风科技	59.3%	51	亚太股份	21.6%	92	通用股份	9.9%	133	亚普股份	-5.2%
11	襄阳轴承	58.0%	52	云内动力	21.3%	93	新坐标	9.6%	134	今飞凯达	-5.3%
12	黎明股份	58.0%	53	S 佳通	20.6%	94	苏奥传感	8.1%	135	上汽集团	-6.3%
13	新日股份	57.6%	54	骆驼股份	20.4%	95	江淮汽车	8.1%	136	浙江仙通	-6.4%
14	长城汽车	56.7%	55	万向钱潮	20.3%	96	岱美股份	7.8%	137	*ST 海马	-6.6%
15	贵航股份	54.4%	56	中华控股	20.1%	97	爱柯迪	7.8%	138	蓝黛传动	-7.1%
16	星宇股份	49.5%	57	南方轴承	19.9%	98	日盈电子	7.7%	139	保隆科技	-7.1%
17	中国重汽	47.8%	58	兴民智通	19.4%	99	东睦股份	7.6%	140	庞大集团	-7.1%

18	宗申动力	47.5%	59	华阳集团	18.8%	100	长鹰信质	7.3%	141	威唐工业	-7.3%
19	金杯汽车	46.5%	60	云意电气	18.4%	101	宁波华翔	6.8%	142	京威股份	-7.4%
20	风神股份	45.6%	61	天汽模	18.1%	102	广汇汽车	6.4%	143	浩物股份	-7.6%
21	一汽轿车	42.4%	62	一汽富维	17.7%	103	广汽集团	5.9%	144	均胜电子	-7.7%
22	华培动力	39.8%	63	威帝股份	17.4%	104	朗博科技	5.7%	145	广东鸿图	-8.8%
23	东风汽车	39.2%	64	国机汽车	17.3%	105	中原内配	5.2%	146	锋龙股份	-12.8%
24	德赛西威	36.9%	65	凌云股份	17.0%	106	中国动力	5.1%	147	德尔股份	-13.9%
25	林海股份	36.7%	66	天润曲轴	17.0%	107	郑煤机	4.3%	148	万通智控	-14.1%
26	跃岭股份	36.4%	67	华域汽车	16.9%	108	凯众股份	4.2%	149	新泉股份	-16.1%
27	新朋股份	35.0%	68	铁流股份	16.6%	109	继峰股份	3.9%	150	旭升股份	-17.6%
28	赛轮轮胎	34.1%	69	中马传动	15.4%	110	拓普集团	3.4%	151	西菱动力	-18.1%
29	万安科技	31.9%	70	特力A	14.9%	111	豪能股份	3.1%	152	越博动力	-18.8%
30	富奥股份	31.8%	71	远东传动	14.8%	112	腾龙股份	2.4%	153	常熟汽饰	-19.6%
31	曙光股份	30.9%	72	威孚高科	14.8%	113	中国汽研	2.4%	154	英搏尔	-20.6%
32	一汽夏利	30.8%	73	西仪股份	14.5%	114	精锻科技	2.2%	155	双林股份	-23.5%
33	福田汽车	30.8%	74	宇通客车	14.2%	115	登云股份	2.1%	156	小康股份	-23.6%
34	金固股份	30.3%	75	金龙汽车	13.9%	116	凯中精密	1.9%	157	欣锐科技	-23.9%
35	正裕工业	28.9%	76	三花智控	13.1%	117	众泰汽车	0.7%	158	伯特利	-26.3%
36	松芝股份	28.9%	77	鑫湖股份	13.0%	118	华懋科技	0.1%	159	*ST安凯	-27.3%
37	模塑科技	28.1%	78	迪生力	12.9%	119	万里扬	-0.5%			
38	福达股份	28.0%	79	三角轮胎	12.8%	120	福耀玻璃	-0.6%	161	*ST天雁	-35.7%
39	日上集团	27.6%	80	力帆股份	12.6%	121	圣龙股份	-0.6%	162	*ST斯太	-53.2%
40	贝斯特	26.2%	81	北特科技	12.5%	122	银轮股份	-0.7%	163	*ST猛狮	-60.7%
41	隆基机械	25.8%	82	海达股份	12.4%	123	比亚迪	-1.4%	164	派生科技	-68.7%

资料来源：Wind，国海证券研究所

从成交量上来看，2019年1月起至4月初，随着行情的回暖大盘成交量逐步回升，最高时接近2015年巅峰的一半。汽车行业成交活跃度也随之上升，成交量一度达到过去五年的相对峰值，不过拉长时间轴去看，整体关注度仍相对较低，后期也处于回落之中。

图 14：年初以来成交量变化（单位：亿股，截至 2018.6.20）

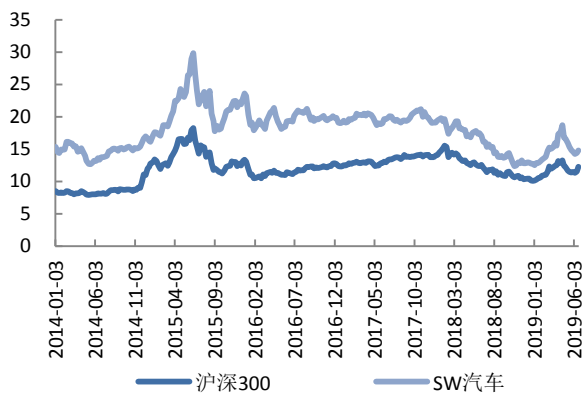


资料来源：Wind，国海证券研究所

1.4、汽车板块估值分析

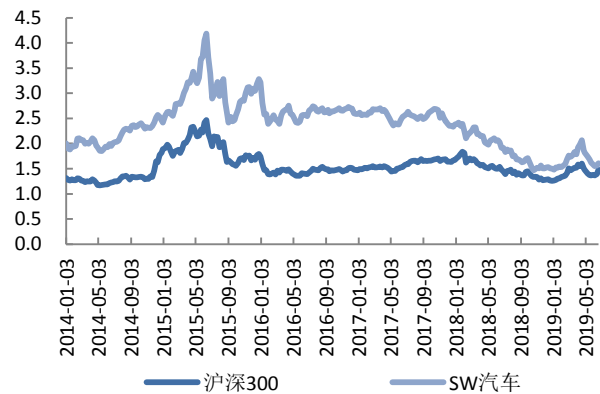
受行业周期性影响，汽车销量增速自 2018 年以来不断下滑直至为负，在此期间汽车行业估值持续回落。2018 年以来，行业估值持续下行；2019 年 1 月初市场的反弹带来行业估值的回升，但随后有回落。当前汽车上市公司的估值已经回落至近五年的历史低点，PE 在 15 倍左右，PB 在 1.5 倍左右，板块的安全边际和防御底逐步构筑，考虑到 A 股汽车上市公司普遍是业内最优秀，资产优质度也较高，板块投资性价比显现。

图 15：近五年沪深 300、汽车行业 PE



资料来源：Wind，国海证券研究所

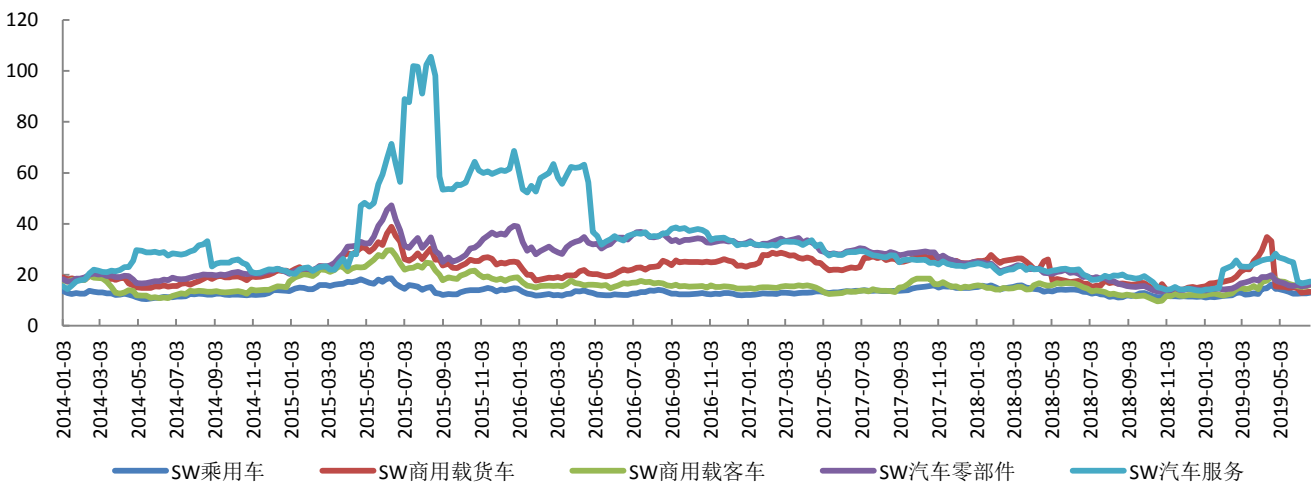
图 16：近五年沪深 300、汽车行业 PB



资料来源：Wind，国海证券研究所

从各子行业近五年的 PE 来看，乘用车子行业一直较为平稳，在 10-15 倍的这个范围内波动，目前的估值水平属于合理区间，但部分个股处于较低位置；商用车子行业经历震荡后，2018 年以来估值逐步回落；汽车零部件子行业波动较大，在整车增速放缓的环境下，估值水平的下行趋势较为明显；汽车销售及服务子行业的估值屡次出现大幅震荡。

图 17：近五年汽车子行业动态 PE

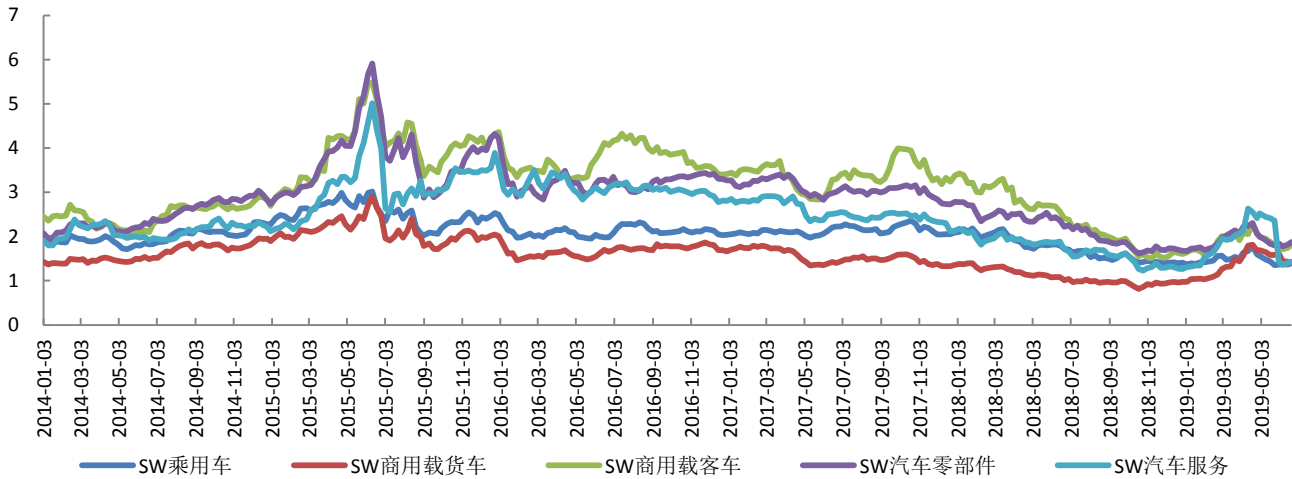


资料来源：Wind，国海证券研究所

从各子行业近五年的 PB 来看，乘用车子行业整体处于历史合理估值区间，不过目前 PB 掉到 1.4 的位置，部分车企 PB 甚至破 1，该板块未来弹性较大；商用

车子行业、汽车零部件子行业以及汽车销售和服务子行业的估值水平都出现不同程度的回落。其中，由于近两年整车销量增速保持在低位，汽车零部件子行业估值持续下行，接近5年来的历史低点。

图 18: 近五年汽车子行业 PB



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、下半年投资机会

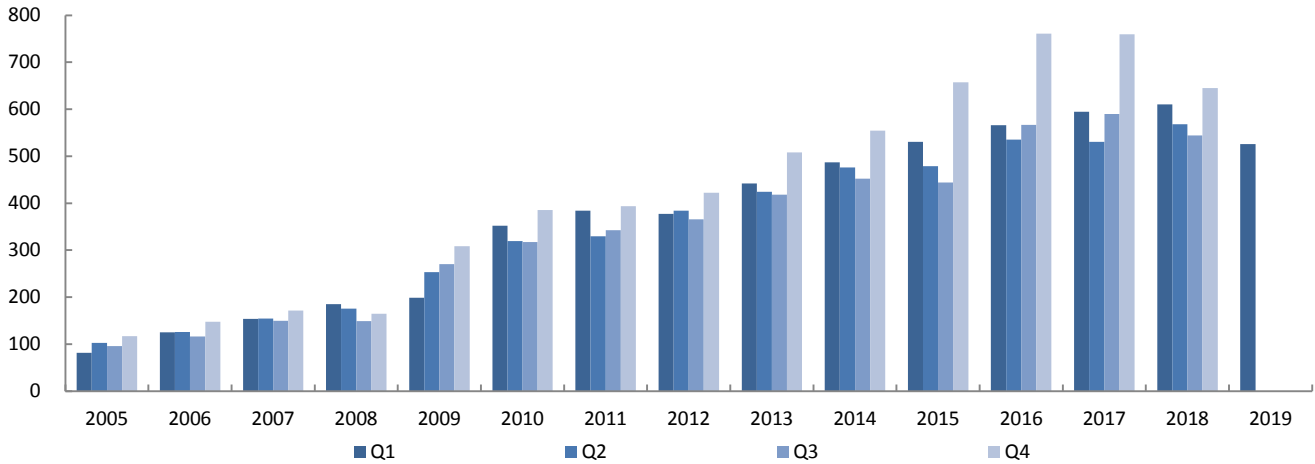
2.1、三大因素带来边际催化，关注三季度行业改善以及板块抢跑

车市经历一年的销量下滑后，各板块估值已经处于较低的位置，当下国五清库存进行中、去年同期低基数将近、政策持续出台，三大因素对于行业带来边际催化。三季度开始，建议关注行业批发销量的边际改善，在低估值的基础上对于汽车板块可以适度增加配置。

1、同期低基数将近

从过往乘用车的销量结构来分析，上半年普遍弱于下半年，而四季度因为金九银十的开启更会迎来一波购车的高峰。不过去年由于车市遇冷，全年的销量结构发生一个显著的变化。2018年乘用车销量为2367万辆，Q1、Q2、Q3、Q4销量依次为610、568、544、645万辆，相对以前的汽车销量结构来说，呈现出明显的前高后低。**第一，上半年销量基本与下半年持平：**以2015-2017这三年为例，下半年销量比上半年都高出了至少100万辆，其中2016、2017年的差额都是在200万辆以上，而2018年下半年只比上半年高出11万辆；**第二，Q3、Q4销量退回三年前基础：**Q4基本与2015年持平，处于低位；**第三，销量占全年比重偏低：**近年来Q4销量占全年比重逐步达到30%以上，2018年仅为27.3%，为2005年以来的第三低。综上，2018年销量结构的变化利于今年下半年增速数据的改善。

图 19: 2005 年以来乘用车各季度销量（万辆）



资料来源：中汽协，国海证券研究所

表 5: 2005 年以来乘用车各季度销量占全年的比重

	Q1	Q2	Q3	Q4
2005	20.4%	25.9%	24.2%	29.4%
2006	24.3%	24.4%	22.7%	28.6%
2007	24.4%	24.6%	23.8%	27.2%
2008	27.4%	26.1%	22.1%	24.4%
2009	19.3%	24.6%	26.2%	29.9%
2010	25.6%	23.3%	23.1%	28.0%
2011	26.5%	22.7%	23.6%	27.1%
2012	24.4%	24.8%	23.6%	27.3%
2013	24.7%	23.7%	23.3%	28.3%
2014	24.7%	24.2%	23.0%	28.1%
2015	25.1%	22.7%	21.0%	31.2%
2016	23.3%	22.0%	23.3%	31.3%
2017	24.0%	21.4%	23.8%	30.7%
2018	25.8%	24.0%	23.0%	27.3%

资料来源：中汽协，国海证券研究所（占比大于 25% 的已用浅蓝色标出）

2、国五清库进入尾声，国六加库引导批发逐步回升

2018 年 6 月 27 日国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确要求：2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。其中大气污染防治重点区域范围包含京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原。目前深圳、上海、广东等地提前实施国六 b 排放标准，还有部分地区提前实施国六 a 排放标准。全国国六标准的实施时间点是 2020 年 7 月 1 日和 2023 年 7 月 1 日（国六 a 和国六 b），不过目前这些提前实施标准的地区基本都属于销量大省，整个销量占全国的比重达到 60% 以上，因此本轮国五去库存给全国乘用车销量带来实质性的压力，众多厂家都暂缓了对于新车的加库。随着下半年来临，大部分地区顺利切换国六标准，届时只有国六新车才能上牌，因此终端新车型零售销量的回暖会带动厂家批发的回升。度过排放切换阵痛期，车市即将轻装上阵。

表 6: 全国主要地区国六标准实施时间表

地区	车辆类型	执行时间	执行标准
北京	公交、环卫	2019年7月1日	国六 b
	其余车辆	2020年1月1日	
深圳	汽油车	2019年7月1日	国六 b
	柴油车	2018年11月1日	
上海	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
广东	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
天津	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
江苏	轻型汽车	2019年7月1日	国六 a
浙江	轻型汽车	2019年7月1日	国六 a
重庆	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河北	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
山东	轻型汽车	2019年7月1日	国六
山西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
海南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
安徽	轻型汽车	2019年7月1日	国六
陕西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
四川	轻型汽车	2019年7月1日	国六
杭州	轻型汽车	2019年7月1日	国六
南京	轻型汽车	2019年7月1日	国六
全国	轻型汽车	2020年7月1日	国六 a
		2023年7月1日	国六 b

资料来源：搜狐汽车，新浪汽车，国海证券研究所

3、促进消费政策不断出台，汽车作为消费重点频受益

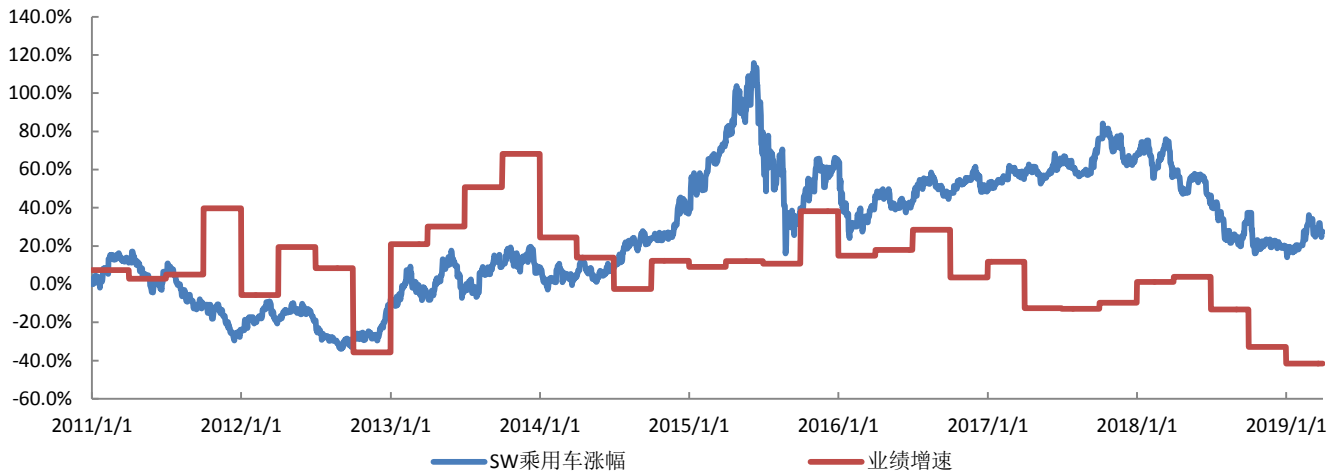
三部委印发实施方案,推动消费更新升级,畅通资源循环利用。国家发展改革委、生态环境部、商务部印发《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》。《实施方案》坚持以供给侧结构性改革为主线,重点从“巩固、增强、提升、畅通”四方面,推动汽车、家电、消费电子产品更新升级,促进旧产品循环利用。

汽车乃消费重点,“促旧迎新”为行业带来实质利好。方案对于汽车消费主要是两个层面的促进:第一,大力推动新产业的发展,其中包括大幅降低新能源汽车成本,不得对新能源汽车实施限行、限购,加快推进城市公共领域新能源用车,稳步推动智能汽车创新发展等,这些政策或对提升新能源汽车用车增量和完善智能化、电动化产业链有着积极影响;第二,对于现有的用车体系进行科学化的引导消费,其中包括坚决破除乘用车消费障碍,推动农村车辆消费升级,鼓励有条件的地级及以下城市加快取消皮卡进城限制,全面完善二手车流通管理政策,完善废旧产品回收拆解体系等,这些政策从汽车消费、流通、回收等用车环节依次击破消费难点,对于相关细分领域的企业形成实质利好。

4、预期提升下可多关注相应板块，静待业绩兑现进一步助力

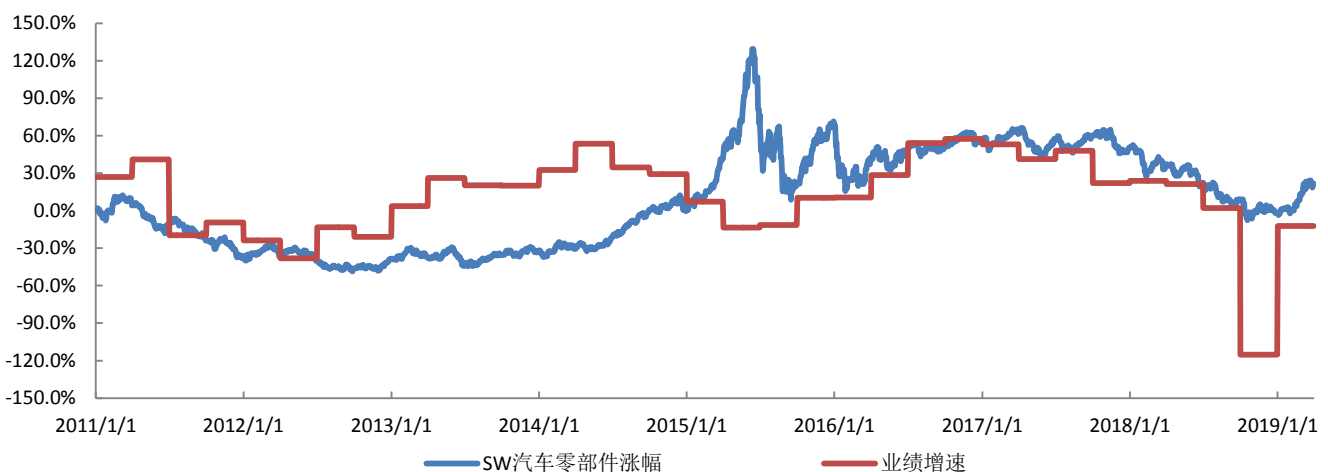
回顾 2011 年以来乘用车板块和汽车零部件板块的走势和业绩增速情况，可以看出在 2012 至 2015 业绩低点处的投资介入性价比相对较高，对于行业回暖的预期将先行带动估值回升，后期公司业绩的兑现将进一步带动板块回升。我们预计中报将是大部分公司的业绩低点，而从估值角度来看无论是 PE 还是 PB 目前汽车板块都处于历史相对的低位，因此随着新一轮周期的开启，板块将带来相对较好的回报。

图 20: 乘用车板块走势与相应业绩增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 21: 汽车零部件板块走势与相应业绩增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、零部件：建议关注特斯拉产业链

2018 年 7 月，特斯拉公司与上海市临港管委会、临港集团共同签署了纯电动车项目投资协议。特斯拉公司将在临港地区独资建设集研发、制造、销售等功能于

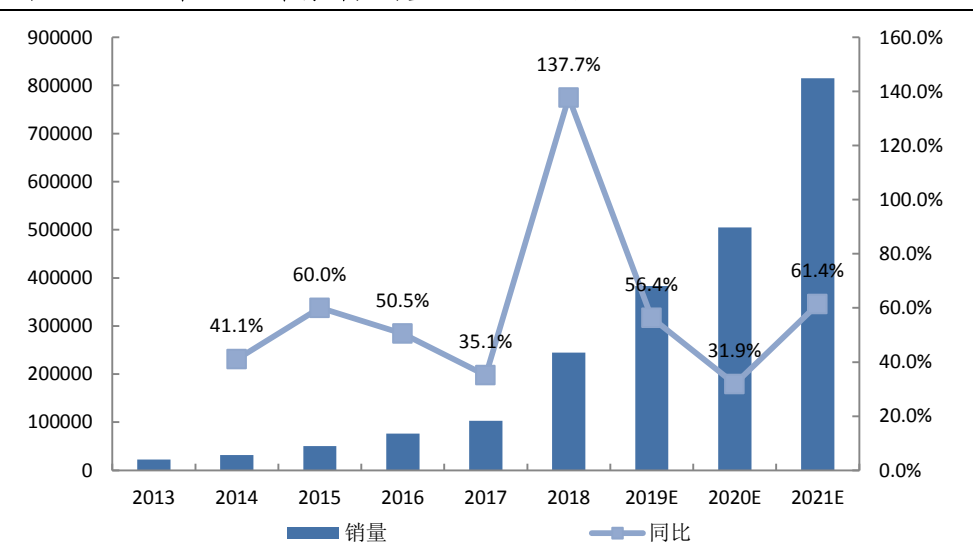
一体的特斯拉超级工厂（Gigafactory 3），计划投产入门款 Model 3、Model Y，该项目规划年生产 50 万辆纯电动整车，其中一期规模 25 万辆年产能。

中国工厂建设进度快速，有望 2019 年底投产。2018 年 10 月，特斯拉（上海）有限公司正式宣布以 9.37 亿元的价格拿下了浦东新区一块工业用地；2019 年年 1 月特斯拉上海工厂正式破土动工。从拿地到开工，特斯拉中国工厂用时不超过 3 个月，预计 2019 年 5 月完成总装工厂建设，2019 年底部分生产线投产。工厂建成后的初始阶段，每周生产约 3000 辆 Model 3，2020 年有望逐步达到周产能 5000 辆。中国工厂的建设无疑是特斯拉重要的一步棋，中国作为特斯拉海外最大的销售地区，将很大程度上决定特斯拉未来的走向。投产节点是在 2020 年前后，目前 Model 3 进口车型相对同级别车型溢价过高。国产化后预计 Model 3 标准版价格进入到 30 万内区间，Model Y 标准版价格有望进入到 30-35 万元区间。那么特斯拉将对于豪华品牌的入门车型，甚至丰田、大众等品牌的 B 级高配车型形成挑战，潜在的需求空间巨大。

特斯拉入华，必定将寻求零部件的国产化。临港工厂位于长三角经济区，区域内汽车产业高度集群化，本地供应商可以做到快速响应以及成本的控制，而特斯拉零部件的本地化反过来也可以提升中国新能源零部件整体产业的水平。此外，特斯拉的标杆作用也有利于帮助零部件供应商打入其他合资外资供应体系，进一步提升客户结构扩大规模效应。我们长期看好自主零部件厂商在新能源汽车产业中发挥先行作用，成长为本土细分领域的优质 Tier1。

特斯拉销量预测：考虑到 1）欧洲及中国市场对于 Model 3 的潜在需求；2）美国市场 Model 3 标准版交付在即；3）Model Y 于 2020 秋开始交付。我们认为 **2019-2020 特斯拉销量将维持高速增长态势，预计 2019、2020、2021 年的销量分别为 38.3 万辆、50.5 万辆、81.5 万辆，复合增速为 49%。**

图 22：2019 年-2021 年特斯拉销量预测（辆/%）



资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

随着特斯拉全球销量的快速增长，国内特斯拉供应商将迎来一轮更大的机会：1）Model 3 和 Model Y 的售价更贴近平民车型，处于控制成本、维持盈利的考虑，特斯拉会继续加大全球化采购的力度，中国零部件供应商在人力成本、新能源产

业链完善等角度具备优势，将陆续有更多的供应商进入配套体系；2) 上海工厂势必加大本地化供应比例，原有配套厂商有望顺利获得新车型配套资格，并提升配套份额。我们认为，目前单车价值量大、配套份额高的公司，未来的营收和利润都会维持一个高速增长的态势；而目前配套比例小但技术、成本优势突出的公司，随着与特斯拉的合作不断加深，业绩高弹性可期。

表 7: 特斯拉相关供应商配套情况

公司	产品	配套情况	单车价值 (元)	特斯拉营收占比	备注
旭升股份	变速箱箱体、变速箱悬挂、电动机壳体、电池组外壳等	Model S、Model X、Model 3	Model S、Model X: 4000-5000 Model 3: 2000	2018H1: 60.1%	Model S、Model X 全供，Model 3 大份额
拓普集团	减震器、控制臂、铝合金底盘结构件	Model S、Model X、Model 3	750-3000	2018Q1-Q3: 1.8% (预计)	
文灿股份	车身结构件，包括车身后减震塔、空调支架、电池盒支架及车身门框等			2018Q1-Q3: 9.8%	
广东鸿图	支架类产品				
万丰奥威	汽车前端模块				子公司万丰镁瑞丁是特斯拉的一级供应商
东睦股份	用于逆变器齿轮箱壳体、马达终端壳体的粉末冶金零件				二级供应商，2015年已经实现正常供货
岱美股份	遮阳板	Model S、Model X、Model 3	Model S: 450 Model X: 1000 Model 3: 250	2018年: 2.5% (预计)	独供
三花智控	热管理组件	Model S、Model X、Model 3		2016年: 0.2%	
均胜电子	电池管理系统传感器、安全气囊、方向盘、HMI 控制系统等	Model S、Model X、Model 3		2019年预计 1 亿美元	
宁波华翔	铝饰条	Model S、Model X			
中鼎股份	电池冷却系统密封类产品				子公司 ACUSHNET

资料来源：相关公司公告，国海证券研究所

3、行业评级及重点推荐个股

更长周期维度看，汽车行业成长属性减弱周期属性增强，十年前高速增长的汽车销量将转化为未来十年的替换需求，2019年是上升周期的起点，**维持行业“推荐”评级**。看好行业销量拐点阶段高弹性整车标的：长城汽车，长安汽车，福田汽车；特斯拉产业链受益于国产化以及全球交付，推荐：旭升股份。

1) 长城汽车

乘用车行业周期底部，2019年开启被动去库存。2018年开始随着厂商批发销量的持续下滑，整车公司股价一路下跌，随着终端销售压力的增加，下半年起经销商库存逐月增加，部分品牌经销商经营出现亏损现象，车企被动提升渠道补贴，维持促销力度。年底伴随终端需求提升带动的新一轮被动去库存，乘用车整车股价开始企稳，2019年初需求继续回升，被动去库存周期开启，向后看预计2020年进入主动补库存周期，2018年底即是本轮周期的起点。

长城汽车进入经营改善周期，单车盈利及销量双重回升。按照单季度销量和季度财报的扣非净利润数据计算，2018年第三季度公司的单车利润降到历史最低的249元/辆，所有利润全都用作促销。第四季度新车上市提升产能利用率，同时供应商端降本带来单车利润回升，还原年终奖之后，四季度的实际单车利润已回升至3700元/辆。预计2019年单车利润回升至5000元/辆。公司销量从2018年10月开始回升，2019年1-5月总销量增速为5.1%，实现逆势正增长，且库存保持在低位，优于行业。

聚焦战略下，高密度车型投放抢占份额。我们选取2010年到2018年的SUV车型销量数据，发现高销量车型的占比是不断提升的。初期市场整体分散度较大，并没出现太多单车销量10万台以上的车型，不过销量10万台以上的车型份额在持续提升；2013年以后，出现了一些单车销量20万乃至30万台以上的车型，因此高销量优质车型份额开始提升；最近几年，随着众多国产厂家、造成新势力的涌入，SUV车型投放量大幅提升，造成尾部车型的占比增加，但是从历史趋势看它们的产品生命周期都不会太长，被替代的可能性较大。长期来看，整体趋势是优质车型挤压尾部车型抢份额，公司作为头部企业中的翘楚将充分受益。

新能源汽车后来居上，积分压力无忧。根据工信部发布的《2017年度乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分情况》，公司2017年CAFC积分为-159849，NEV积分为9488，整体积分压力还比较大，2018年数据暂时空缺。我们假设2019年公司乘用车产量120万辆，欧拉产量7.7万辆，预计2019年CAFC积分就将回正，无需NEV积分抵扣。即使按悲观预计，若2019年乘用车产量仅100万辆，欧拉产量也仅需2万辆，NEV积分即可完全抵扣。2020年新能源积分比例上调至12%，新能源车型带来Wi系数下调至2，假设乘用车销量144万辆，新能源车型销量达到12万辆时，即可完全抵扣，按照公司现有的新能源车型规划不难实现。

风险提示：宏观经济增速低于预期的风险；乘用车市场增速持续下滑的风险；新车型销量爬坡不及预期的风险；单车盈利能力回升低于预期的风险。

2) 长安汽车

福特中国 2.0 聚焦五大核心计划，中国市场开启新里程。4月3日福特汽车在上海举行了“福特中国 2.0”发布会，发布品牌在华业务的发展规划，包括福特中国产品 330 计划、智能科技计划、中国创新计划、战略伙伴计划、福特中国人才计划等五大核心计划。在福特中国业务升级为独立单元之后，无论是从组织架构上还是市场地位上，中国地区的重要性都再次凸显。本次发布的战略规划，更是进一步明确了福特对于中国本地的针对性产品开发以及后续的战略布局。我们认为，在福特中国经历 2018 年的业绩低点后，“福特中国 2.0”将从产品、研发、营销、本土化等多个维度重新塑造福特品牌形象，福特中国的销量和业绩有望触底反弹，而长安福特作为福特在华最主要的合资公司将充分受益，开启新一轮成长周期。

长安福特产品新周期进行时，年底林肯国产化车型投产。根据规划福特汽车将在未来三年内，在中国市场推出超过 30 款新车型，其中超过 10 款为新能源车型。发布会现场，福特发布了全新 SUV——Escape，为“福特中国 330 计划”的首款产品，定位高于翼虎低于锐界，从而进一步丰富了长安福特产品矩阵。往后看，2019 年年底林肯的一款全新 SUV 将在华投产，林肯品牌的国产化将带领长安福特正式杀入豪华车领域，大幅提升长安汽车旗下合资品牌的盈利能力。

江铃控股引入战略投资，公司持股比例降为 25%。公司合营企业江铃控股有限公司通过公开挂牌增资扩股引入 1 家战略投资者，增资完成后公司持有江铃控股的股权比例由 50% 稀释到 25%。根据公司 2018 年中报，江铃控股贡献的投资受益为 -0.84 亿元，预计全年仍将持续亏损。长安汽车降低持股比例有助于减少亏损，未来甩开包袱轻装上阵，业绩改善弹性更大。

风险提示：行业销量持续下滑的风险；长安福特新车型销量不及预期；公司业绩低于预期的风险。

3) 福田汽车

收入大幅上升，费用压力显著改善。一季报符合预期，归母净利润扭亏为盈（去年同期亏损 6 亿元）。公司回归主业后效果已开始显现，收入端同比增长 50%，主要由于核心业务轻卡销量增长 18%，并且 2018 年未能交付的公交车订单递延到 2019 年；毛利率同比提升 0.2pct 环比提升 5.7pct 至 13.3%，同时剥离宝沃 67% 股权后费用率显著改善，研发投入压力大幅减少，期间费用率较去年同期下降 7.8pct 至 13.4%。亏损业务的剥离在各方面使得公司在 2019 年盈利能力回升，业绩拐点明确。

剔除剥离中的宝沃后主业盈利回升，改善趋势向好。转让宝沃 67% 股权一次性收益 7.9 亿元，对联营合营公司投资收益带来 6 亿元左右账面亏损，较去年同期大幅下滑。该项投资收益主要包括戴姆勒康明斯和宝沃，宝沃剩余股权带来的并表亏损是一季度下滑的主要原因。剔除宝沃的影响因素，测算主业盈利较去年同期提升超过 2 亿元。展望二季度神州接管宝沃后，将改善宝沃的经营情况，后续季度宝沃的包袱有望持续减轻，投资收益将回到正常水平。

与华为达成战略合作，与丰田、亿华通合作推氢燃料电池客车。今年4月17日上海国际车展上，福田汽车与华为正式签署战略合作协议，将在车载计算与智能驾驶，智能互联，智能制造，云计算和信息化领域开展战略合作，开启5G时代商用车智能体系。与丰田、亿华通合作推氢燃料电池客车，首款产品是基于各方在电堆、燃料电池动力系统、整车集成等方面的技术优势和产业积累，计划后续继续推出其他氢燃料电池车型，这也是中日两国氢能领军企业间的强强联合。

风险提示：宏观经济增速低于预期的风险；商用车市场景气下滑的风险。

4) 旭升股份

特斯拉产业链纯正标的，充分受益于全球需求提升和国产化。2018年，特斯拉全年共交付9.9万辆Model S和Model X，以及14.6万辆Model 3，Model 3周产量达到6000辆。伴随特斯拉产销大幅增长，公司报告期内实现对特斯拉销售额6.69亿元，同比增长61.8%，占公司营收比例为61.1%。未来：1) 2019年特斯拉Model 3开始交付欧洲和亚洲市场，Model 3标准版在3月开启销售，当月Model Y也正式发布，我们认为2019年全球市场对于Model 3的需求将持续提升，2020年Model Y将开始贡献增量，预计未来三年特斯拉有望实现49%的复合增速；2) 特斯拉上海工厂预计2019年底投产，初期周产能为3000辆，对于本土供应商将加大供应份额。公司作为特斯拉产业链纯正标的，将持续受益于特斯拉全球需求提升+国产化，供货量有望实现快速增长。

非公开发行募资扩充产能，抢占高端铸锻件市场。公司拟非公开发行募集资金总额不超过12亿元，用于新能源汽车精密铸锻件项目二期（4.5亿元，新增年产能685万件新能源汽车精密铸锻件产品）和汽车轻量化零部件制造项目（7.5亿元，满足年产720万件汽车轻量化零部件产品的加工需求）。两个项目达产后有望实现年收入15.25亿元，净利润3.21亿元，新建项目助力公司优化产品结构，布局高端铸锻件领域，开拓进口替代市场，从而提升公司整体盈利能力。

风险提示：特斯拉相关车型市场需求不及预期；特斯拉上海工厂建设进度不及预期；新客户拓展进度不及预期；原材料价格大幅波动的风险；公司非公开发行实施的不确定性。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-24 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000625.SZ	长安汽车	6.75	0.14	0.27	0.99	48.21	25.0	6.82	买入
002048.SZ	宁波华翔	11.3	1.17	1.41	1.54	9.66	8.01	7.34	买入
002050.SZ	三花智控	10.92	0.61	0.78	1.03	16.8	14.0	10.6	增持
002594.SZ	比亚迪	50.76	1.02	1.37	1.74	49.76	37.05	29.17	增持
300258.SZ	精锻科技	12.37	0.64	0.86	1.05	17.18	14.38	11.78	增持
300473.SZ	德尔股份	29.82	1.28	2.85	3.87	13.93	10.46	7.71	买入
600166.SH	福田汽车	2.48	-0.54	0.06	0.12	-4.59	41.33	20.67	买入
600699.SH	均胜电子	21.93	1.39	1.52	1.77	15.55	14.43	12.39	增持
601633.SH	长城汽车	8.61	0.57	0.67	0.77	15.11	12.85	11.18	买入
601689.SH	拓普集团	15.37	1.04	1.17	1.35	14.78	13.14	11.39	增持
601799.SH	星宇股份	71.99	2.21	2.93	3.57	32.72	24.57	20.17	买入
603305.SH	旭升股份	24.75	0.73	1.04	1.36	33.9	23.8	18.2	增持

资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 宏观经济持续下行;
- 2) 汽车销量大幅下降;
- 2) 行业技术进步不达预期;
- 3) 政策落地不达预期;
- 4) 公司相关项目推进不达预期;

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学，四年实业，四年证券行业研究经验，2016年加入国海证券研究所，现负责汽车及家电行业研究组

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。