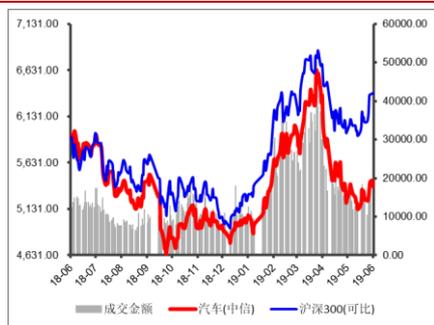


汽车

报告原因：策略研究

2019年6月25日

汽车行业近一年市场表现



分析师：

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张湃

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

李召麒

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

汽车行业 2019 年中期投资策略

行业改善尚需等待，聚焦汽车电动化、智能化

中性

行业研究/投资策略

市场整体回暖，汽车行业整体跑输大盘。2019年1月1日-6月25日，市场整体回暖，沪深300涨幅26.26%，中信一级29个行业不同程度上涨，受汽车产销表现不佳影响，汽车行业整体表现较弱，涨幅为9.98%，位于第27位。

汽车市场短期依然承压，长期仍有投资机会。长期看：未来汽车市场的主要趋势是消费结构的持续优化转换和汽车行业的积极转型，汽车产销增速放缓的趋势仍将延续，但是结构性机会仍然存在。短期看：政策环境趋严，二手车快速增长，宏观经济下行、消费者信心下降等因素依然存在，汽车行业整体产销情况依然偏弱，叠加多项政策发布刺激消费，有望从政策端推动限行限购放缓及汽车下乡，进而刺激汽车需求释放，叠加18年下半年基数较低，下半年行业整体情况有望好转。

日系车领跑市场，豪华车有望维持高速增长。1) SUV目前份额偏高，叠加SUV新车型频出、技术积累、性能整体拉升，我们认为未来SUV细分市场增速将与乘用车市场趋同，轿车和SUV占乘用车主要份额的情况仍将延续；2) 下半年乘用车市场承压的局面难以在短期内扭转，而日系车节油性好、性价比高，日系车有望继续领跑市场。3) 消费升级、豪华车品牌加大在华车型投放，叠加豪华车购车门槛降低，豪华车市场市占率仍然有进一步提升的可能性，2019年有望继续维持较高速增长。

铁路挤压客车需求，关注公交客车、海外业务。整体来看，高铁线路不断优化、经济性不断提升，导致铁路替代部分客车需求被挤压的情况大概率仍将持续。然而，一是城市化率提升，政策层面利好新能源公交车发展，有望为新能源公交车提供增量；二是我国企业受益补贴政策，布局时间较早，技术积累丰厚，推广经验丰富，海外业务有望为客车提供新的增量，积极搭建海外销售框架、推进海外业务的客车龙头值得关注。

重型货车有望维持高位运行，关注高端零部件供应商。一是周期换车需求为重型货车需求提供了增量；二是部分地区提前实施国六排放标准，有望从政策端刺激换车需求释放；三是超载治理持续加码导致重型货车需求增加；四是物流行业快速发展，叠加下游基建需求稳健，为重型货车提供了稳定的增量。因此，我们认为2019年重型货车有望维持高位运行，建议关注盈利能力稳定，且布局高端产能的上游零部件供应商。

纯电持续提供行业增长点，氢燃料电池汽车处于起步阶段。1) 纯电&混动：供需共同发力，新能源汽车仍将为汽车提供长期增长点，提质降本未来



新能源汽车的重要发展方向，建议关注：1.持续研发投入、产业链布局完善、渗透高端产能的新能源汽车整车龙头；2.较早布局充电桩行业的龙头运营商和的布局充电桩运营的整车制造商；3.具有技术优势、进入国内外新能源汽车供应链的零部件供应商及其上游产业链细分行业龙头。2) **燃料电池汽车**：国内氢燃料电池行业起步晚、成本高、技术壁垒高，尚处于政策驱动的初级阶段，建议关注：1.资金实力雄厚、研发实力强劲，汽车品类丰富的整车龙头；2.引进海外先进技术，积极布局产业链关键节点的零部件供应商。**智能网联化持续推进，关注核心零部件供应商**。经过长期积累和布局，智能汽车标准体系构建逐步成型，商业化逐渐推进，ADAS 系统有望快速提升渗透率，进而拉动其核心零部件量价齐升，建议关注：1.较早布局汽车智能网联化领域、持续研发投入的整车供应商；2.进入 ADAS 系统及其上游零部件供应链的供应商。

投资评级：产销增速放缓、消费者信心不足为汽车制造商及销售商带来挑战，而汽车行业整体改善仍然需要一定的时间，汽车产销表现不佳的压力向产业链传导，行业缺乏趋势性投资机会。但是，企业竞争加剧，技术不断提升，新四化发展，汽车行业结构性投资机会仍存，维持“中性”评级。

投资建议：建议投资者关注：1) 整车龙头；2) 产品升级空间较大、有望实现海外替代的零部件行业龙头供应商；3) 布局新能源汽车、智能汽车等新兴行业产业链关键节点的整车厂及零部件供应商。

投资标的：上汽集团、华域汽车、星宇股份、潍柴动力、先导智能

风险提示：汽车行业政策大幅调整；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；股市震荡风险。

目录

1.市场回顾	7
1.1 行情：市场整体回暖，行业分化显著	7
1.2 估值：估值持续分化，静待估值修复	8
2.行业回顾	9
2.1 产销整体承压，库存情况有所好转	9
2.2 乘用车：日系车表现突出，豪华车依然亮眼	10
2.3 商用车	12
2.3.1 客车：铁路挤压客车需求，关注公交客车、海外业务	12
2.3.2 货车：重型货车维持高位运行，关注高端零部件供应商	14
3.政策基本面	15
3.1 政策回顾：利好政策发布，整体政策趋严	15
3.2 重点政策	17
3.2.1 消费刺激政策：多举并措促销费，静待配套政策出台	17
3.2.2 新能源汽车相关政策：补贴持续退坡，能源多元化发展	18
3.2.3 部分地区实施国六排放标准，库存短期承压	21
3.3 政策预判	21
4.下半年行业热点分析	22
4.1 环保升级：纯电持续提供行业增长点，氢燃料电池汽车处于起步阶段	22
4.1.1 政策端：补贴逐步退坡，积分运行良好	22
4.1.2 电动&插混：整车厂纷纷布局，提质降本为行业发展核心	23
4.1.3 氢燃料电池汽车：尚处于初级发展阶段，政策驱动性强	25
4.2 技术升级：智能网联化持续推进，关注核心零部件供应商	29
5.投资建议及标的推进	31
5.1 投资评级	31
5.2 投资建议	31

5.3 标的推荐	32
5.3.1 上汽集团 (600104.SH): 大市值白马股, 市占率遥遥领先.....	32
5.3.2 华域汽车 (600741.SH): 研发多点布局, 技术优势提升.....	32
5.3.3 星宇股份 (601799.SH): 产品机构持续优化, 高端化路线持续推进.....	33
5.3.4 潍柴动力 (000338.SZ): 细分行业龙头, 受益重卡行业高景气度	33
5.3.5 先导智能 (300450.SZ): 锂电设备优质供应商, 优质客户为公司业绩护航.....	34
6.风险提示	35

图表目录

图 1: 中信一级行业 2019 上半年涨跌幅 (单位: %, 数据截至 2019 年 6 月 25 日)	7
图 2: 子行业 (中信三级) 2019 上半年涨跌幅 (单位: %, 数据截至 2019 年 6 月 25 日)	7
图 3: 行业近 5 年 PE(TTM)变化情况.....	8
图 4: 中信一级行业 PE(TTM) (截至 2019 年 6 月 25 日)	8
图 5: 汽车月度产销情况 (万辆, %)	9
图 6: 经销商库存预警指数	9
图 7: 汽车经销商库存系数	9
图 8: 乘用车月产销情况 (万辆, %)	10
图 9: 乘用车分车型增量拆分 (万辆)	11
图 10: 2018 年以来乘用车分车型销量同比增速对比.....	11
图 11: 汽车销量份额变化情况.....	11
图 12: 日系车销量情况	11
图 13: 豪华车市场销量情况 (万辆, %)	12
图 14: 豪华车市场份额变化情况	12
图 15: 客车月产销情况 (万辆, %)	12
图 16: 铁路需求提升 (万人, 公里)	12

图 17: 城市化率不断提升 (%)	13
图 18: 新能源客车中城市公交类客车占比 (%)	13
图 19: 重型货车年销量情况 (万辆, %)	14
图 20: 重型货车月销量情况 (万辆, %)	14
图 21: 物流总额持续快速提升 (万亿元, %)	15
图 22: 物流运输总额持续增长 (万亿元, %)	15
图 23: 2014-2019 年新能源乘用车补贴退坡幅度	18
图 24: 近几年新能源乘用车补贴力度分级比较	18
图 25: 新能源汽车产销情况 (万辆, %)	22
图 26: 2016-2018 年积分变化情况 (万分)	22
图 27: 全国规划运营商企业充电桩保有量分布情况 (台)	24
图 28: 全国规划运营商企业充电站保有量分布情况 (座)	24
图 29: 国内燃料电池产量	26
表 1: 汽车行业及其子行业 PE(TTM)情况.....	8
表 2: 2019 年 1-5 月货车分车型产销情况 (万辆, %)	14
表 3: 1-6 月汽车行业相关政策梳理	15
表 4: 现有汽车限购政策整理:	17
表 5: 2017/2018/2019 年新能源乘用车补贴标准对比	18
表 6: 2018/2019 年新能源客车中央财政补贴标准对比	19
表 7: 2018/2019 新能源客车中央财政补贴调整系数对比	19
表 8: 2018/2019 年新能源客车中央财政单车补贴上限对比	19
表 9: 2018/2019 年新能源货车中央财政补贴标准对比	20
表 10: 2018/2019 年新能源货车中央财政单车补贴上限对比	20
表 11: “蓝天保卫战”国六标准提前实施区域范围.....	21



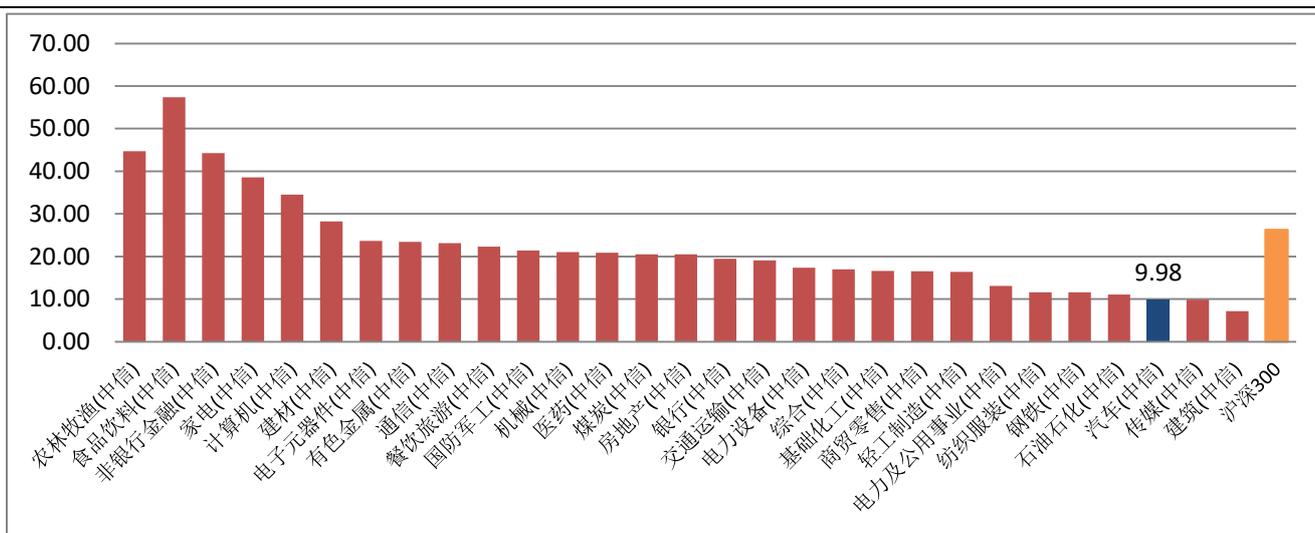
表 12：新能源积分不同车型积分标准	22
表 13：国内外车企新能源汽车发展战略汇总	23
表 14：3 种新能源汽车优缺点对比	25
表 15：国内氢燃料电池行业发展目标	26
表 16：燃料电池乘用车参数对比	26
表 17：燃料电池客车参数对比	27
表 18：七大氢产业集群	27
表 19：国内外主要产品发展现状对比	28
表 20：智能汽车发展战略愿景	29
表 21：国内部分车企智能网联汽车战略规划	30
表 22：车载摄像头分类及功能	31
表 23：推荐公司盈利预测表	35

1. 市场回顾

1.1 行情：市场整体回暖，行业分化显著

回顾 2019 年初至 6 月 25 日的行情：市场整体回暖，沪深 300 涨跌为 26.26%，领先于去年同期 37.93pct；中信一级 29 个行业不同程度上涨，其中农林牧渔以 44.71% 的涨幅领跑 29 个行业，传媒行业以 7.22% 的涨幅位于末位；受汽车产销表现不佳影响，汽车行业整体表现较弱，涨幅为 9.98%，位于第 27 位。

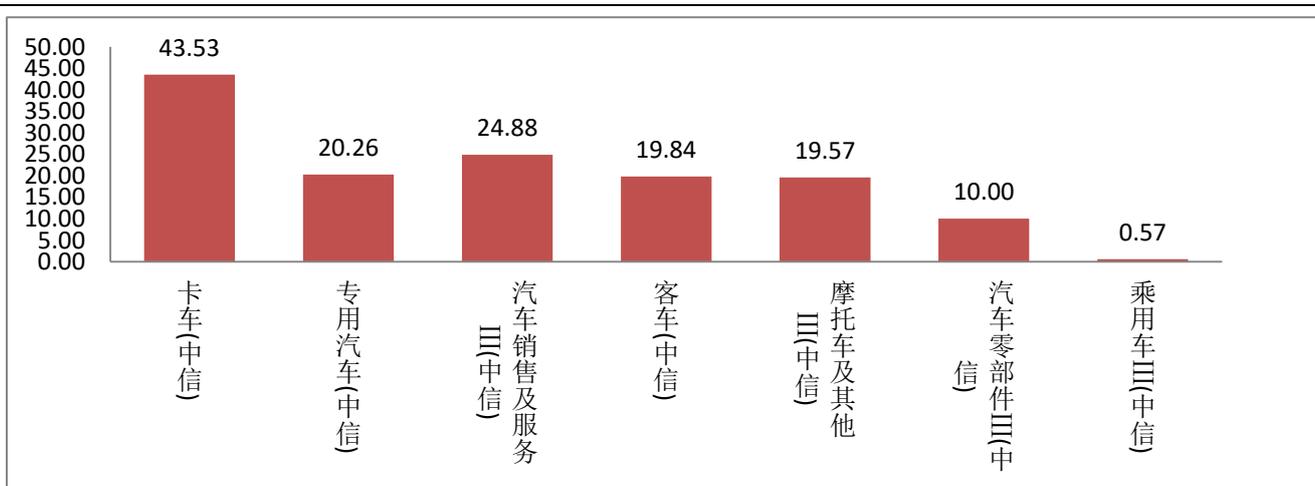
图 1：中信一级行业 2019 上半年涨跌幅（单位：% ，数据截至 2019 年 6 月 25 日）



资料来源：wind，山西证券研究所

从细分行业看，汽车行业 7 个子行业（中信三级）不同程度上涨，但是分化较为明显，涨幅差异较大，其中卡车板块以 43.53% 的涨幅领涨，乘用车板块涨幅最低，为 0.57%。

图 2：子行业（中信三级）2019 上半年涨跌幅（单位：% ，数据截至 2019 年 6 月 25 日）



资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 估值：估值持续分化，静待估值修复

截至 2019 年 6 月 25 日，汽车行业 PE(TTM)为 22.23，目前基本与历史中位持平，且整体呈修复趋势。

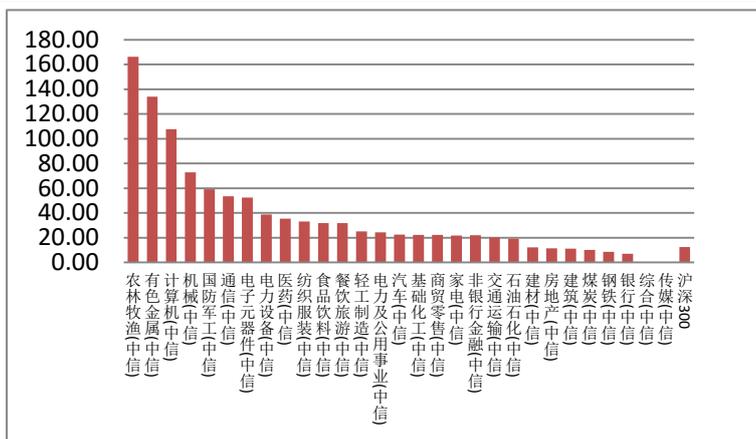
与其他行业相比，在 29 个中信一级行业中排名第 15 位，估值处于中游，具有一定的安全边际。

图 3：行业近 5 年 PE(TTM)变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：中信一级行业 PE(TTM)（截至 2019 年 6 月 25 日）



资料来源：wind，山西证券研究所

分行业看，汽车的 7 个子行业（中信三级）估值分化严重。截至 2019 年 6 月 25 日，乘用车板块 PE(TTM)与行业历史平均水平相当，客车板块 PE(TTM)处于行业高位，专用汽车、汽车零部件、摩托车及其他板块 PE(TTM)均处于行业历史中低位。

表 1：汽车行业及其子行业 PE(TTM)情况

	近五年平均 PE	最近一个交易日行业 PE	最近一个交易日沪深 300PE	相较于沪深 300 估值溢价率
汽车	20.57	22.23	12.40	79.31%
乘用车	14.15	15.06	12.40	21.47%
卡车	345.30	-	12.40	-
客车	22.18	30.67	12.40	147.43%
专用汽车	36.08	23.59	12.40	90.32%
汽车零部件	29.13	22.96	12.40	85.22%
汽车销售及服务	42.76	-	12.40	-
摩托车及其他	47.94	29.46	12.40	137.64%

资料来源：wind，山西证券研究所

从个股看，行业内个股估值同样分化严重。截至 2019 年 6 月 25 日，剔除发生重大重组且主营业务已经发生变更的贝瑞基因和中公教育，汽车行业（中信一级）的 179 只个股中，PE(TTM)低于行业的个股有 59 只（剔除负值），PE(TTM)低于 20 的个股有 54 只，其中上汽集团、华域汽车、宇通客车、潍柴动力、福耀玻璃等技术储备丰富的细分行业龙头。基于低估值+优标的逻辑，我们认为，低估值龙头股在业绩支撑下，存在估值修复的可能性。

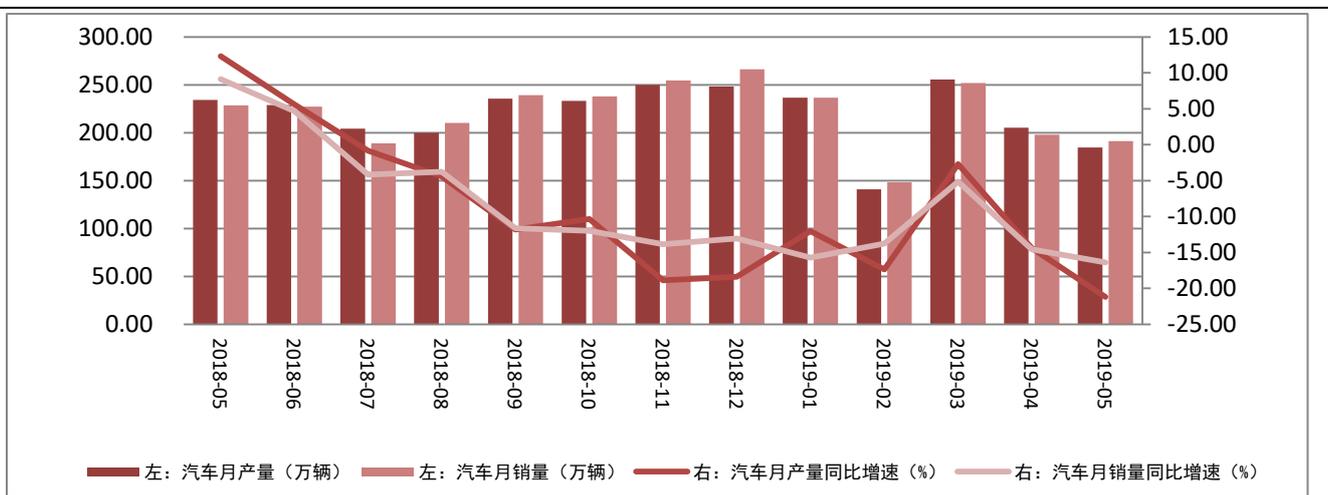
2.行业回顾

2.1 产销整体承压，库存情况有所好转

回顾 2018 年行业情况，行业受低排量乘用车购置税优惠政策退出、中美贸易战、宏观经济下行、二手车高速增长等多重因素影响，汽车行业整体表现低迷，汽车库存压力明显增大，产销增速持续回落。2018 年汽车产销量分别为 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，同比分别下降 4.2% 和 2.8%。

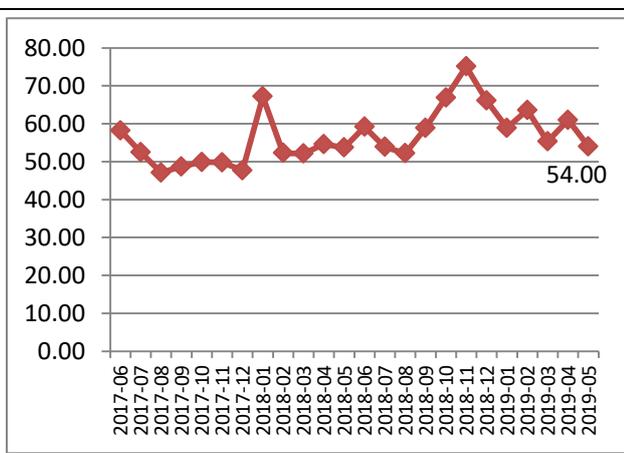
2019 年，汽车行业以去库存为主要基调，汽车产销仍然承压，产销量持续同比负增长，库存明显好转。2019 年 1-5 月汽车累计产销量分别为 1023.70 万辆和 1026.59 万辆，同比分别下降 13.01% 和 12.94%，略低于预期。

图 5：汽车月度产销情况（万辆，%）



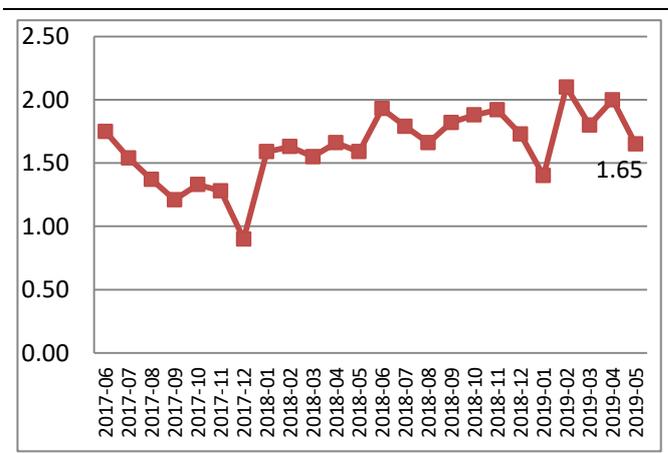
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：经销商库存预警指数



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：汽车经销商库存系数



资料来源：wind，山西证券研究所

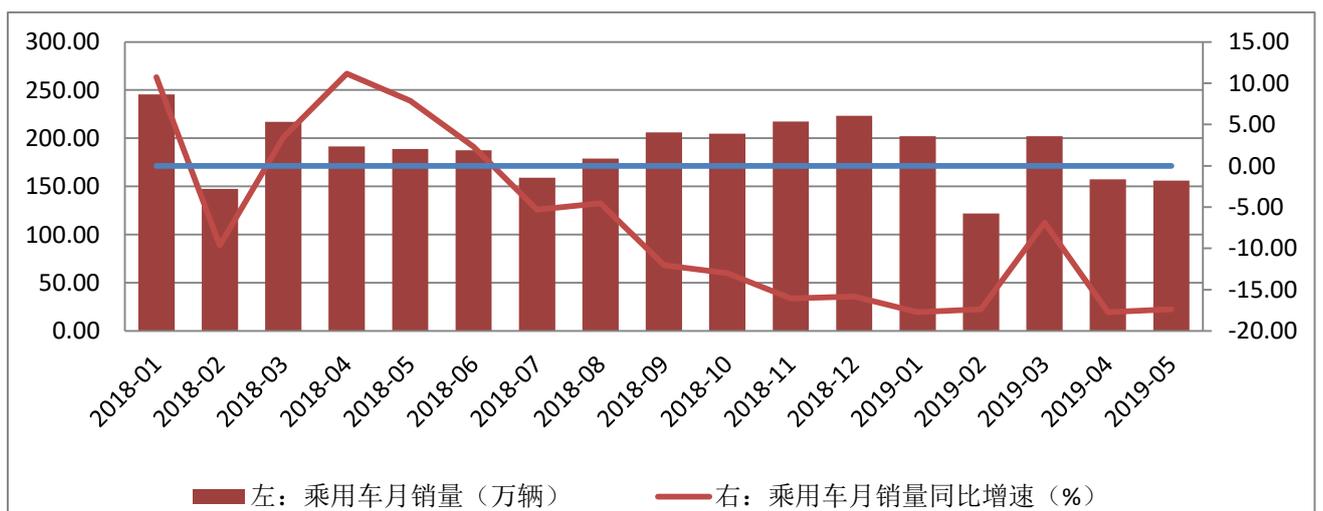
我们认为：长期看，未来汽车市场的主要趋势是消费结构的持续优化转换和汽车行业的积极转型，汽

车产销增速放缓的趋势仍将延续，但是结构性机会仍然存在。短期看 2019 年的情况，一方面，政策环境趋严，二手车快速增长，宏观经济下行、消费者信心下降等因素依然存在，汽车行业整体产销情况依然偏弱；另一方面，多项政策发布刺激消费，有望从政策端推动限行限购放缓及汽车下乡，进而刺激汽车需求释放，叠加 18 年下半年基数较低，我们认为下半年行业整体情况有望有所好转。

2.2 乘用车：日系车表现突出，豪华车依然亮眼

乘用车行业 2018 年受到低排量乘用车购置税优惠政策退出、中美贸易战、宏观经济下行、消费信心下降等因素影响，乘用车销量从下半年开始同比增速转负，且降幅整体扩大，同时行业库存压力持续加大。2019 年，行业销量维持负增长，整体去库存特征显著，多数整车厂加大了促销力度，公司层面经营压力扩大，利润整体承压。2019 年 1-5 月，乘用车累计产销量分别为 837.94 万辆和 839.87 万辆，产销量均同比大幅下降，同比降幅分别为 15.56% 和 15.17%。

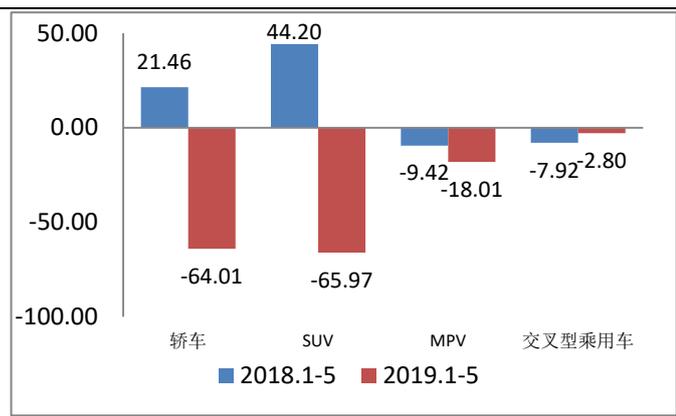
图 8：乘用车月产销情况（万辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

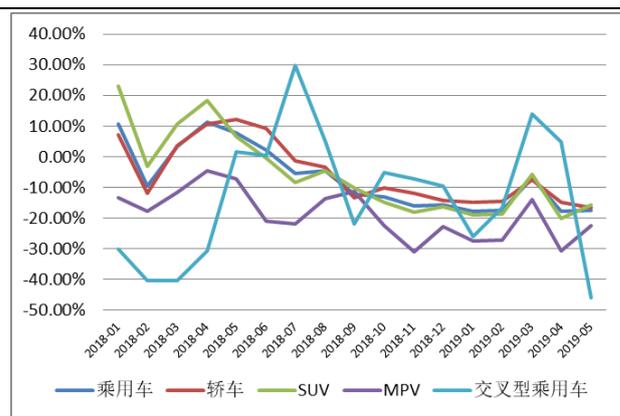
全车型销量同比下降，轿车、SUV 市占率维持高位。2018 年开始，SUV 作为乘用车增量主力军的状况发生改变，增速与乘用车整体趋同，2019 年 1-5 月，轿车、SUV、MPV 和轿车型乘用车累计销量分别为 409.05 万辆、356.72 万辆、57.26 万辆、16.58 万辆，同比分别下降 13.53%、15.61%、23.93%、14.45%，销售占乘用车销量的份额分别为 48.72%、42.49%、6.82%、1.97%，乘用车和 SUV 合计销量占乘用车总销量份额为 91.21%，基本符合预期。消费者信心不足、政策环境趋严等因素下，我们认为乘用车各车型短期内仍将承压，但是随着消费刺激政策落地，降幅在下半年大概率有所收窄。考虑 SUV 目前份额偏高，叠加 SUV 新车型频出、技术积累、性能整体拉升，SUV 车型的趋势性机会仍然存在，我们认为，未来 SUV 细分市场增速将与乘用车市场趋同，轿车和 SUV 占乘用车主要份额的情况仍将延续。

图 9：乘用车分车型增量拆分（万辆）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：2018 年以来乘用车分车型销量同比增速对比



资料来源：wind，山西证券研究所

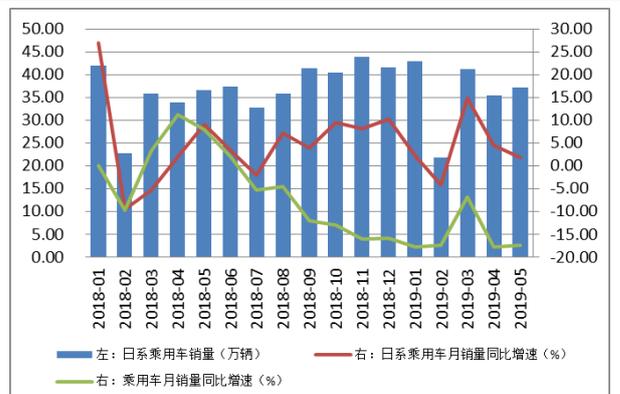
性价比+品牌优势，日系品牌表现突出。2019 年以来，消费者信心不足，乘用车市场整体承压，但是日系车销量同比普增、2019 年 1-5 月累计销量份额较去年同期提升 4.01pct，整体表现突出。一方面，相同排量的汽车油耗与汽车的重量有很大关系，一般情况下，日系车车身材料较薄，车辆的整备质量较低，叠加日系车发动机性能整体较为优越，节油性表现突出；另一方面，日系车本身高质量、品类多、降价空间小等特点导致日系车在保值率和性价比上具有优势。下半年乘用车市场承压的大局面难以在短期内扭转，而日系车节油性好、性价比高，我们认为下半年日系车有望继续领跑市场。

图 11：汽车销量份额变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：日系车销量情况



资料来源：wind，山西证券研究所

消费升级，豪华车市场维持增长。2018 年，豪华车逆市增长，维持高速增长，三大品牌奥迪、宝马、奔驰遥遥领先，豪华车销售总量约 282 万，同比增长约 8%，奔驰、奥迪、宝马在豪华车市场的份额分别为 23.6%、23.1%、22.3%。2019 年以来，豪华车市场依然表现亮眼，根据乘联会公布数据，2019Q1 豪华车市场份额 10.0%，2019 年 1-5 月份额 10.4%，销量同比增长 5.5%。首先，中国作为全球最大的汽车市场，豪华车品牌越来越重视中国市场，车型投放逐渐增多。其次，汽车金融规模扩大及豪华车品牌入门级车型的推出，导致豪华品牌购车门槛降低，叠加减税政策逐步发力，豪华车车价整体下沉；而且，80/90 后逐步成

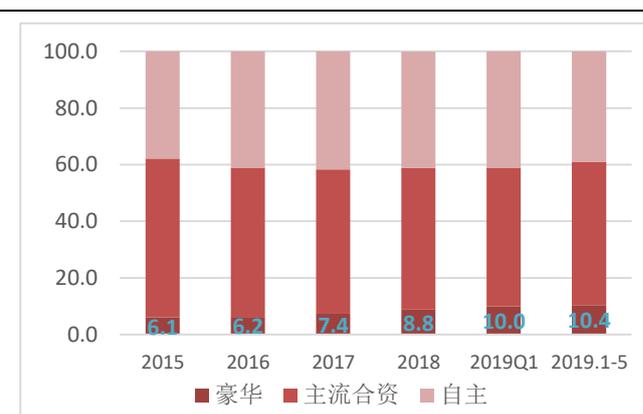
为主流购车人群，购车人群对个性化和品牌化需求整体提升；叠加中国汽车市场豪华车份额与欧美国家存在较大差距，美欧等发达国家的豪华车市场渗透率大体保持在 20% 以上，目前中国部分发达地区豪华车渗透率已经与发达国家水平持平，逐步向二三线城市下沉，整体看国内豪华车市场仍然具有较大的增长空间。因此，我们认为，2019 年下半年豪华车有望维持逆市增长的趋势，渗透率仍有拉升趋势。

图 13：豪华车市场销量情况（万辆，%）



资料来源：崔东树个人公众号，山西证券研究所

图 14：豪华车市场份额变化情况



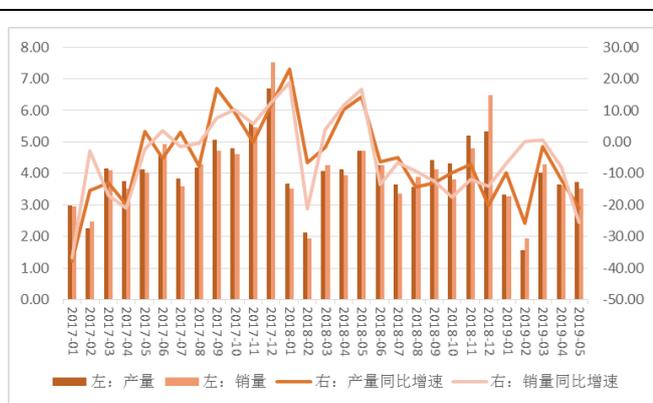
资料来源：乘联会，山西证券研究所

2.3 商用车

2.3.1 客车：铁路挤压客车需求，关注公交客车、海外业务

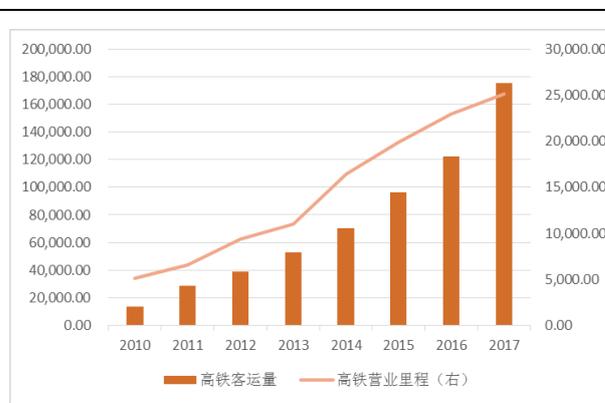
近几年，国内高铁和私家车需求提升，导致客车产销需求整体下滑，增速中枢明显下滑，叠加 2018 年整体高基数因素影响，2019 年 1-5 月，客车累计产销量分别为 162935 辆和 166512 辆，同比分别下降 13.05% 和 9.40%，同比降幅较大。然而，对比 2017 年客车产销量，2019 年客车产销量仍然处于较高位，新能源汽车补贴过渡期对新能源客车需求的刺激作用仍然存在，基本符合预期。

图 15：客车月产销情况（万辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

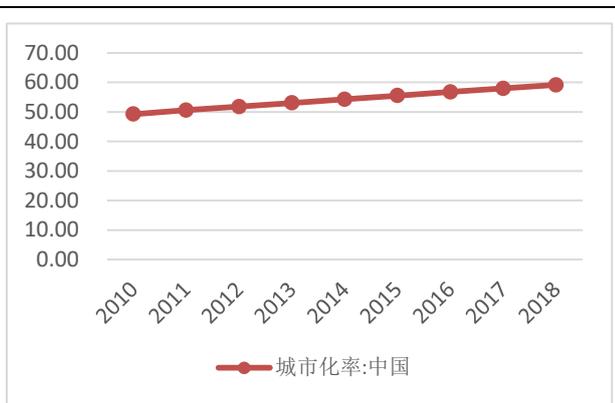
图 16：铁路需求提升（万人，公里）



资料来源：wind，山西证券研究所

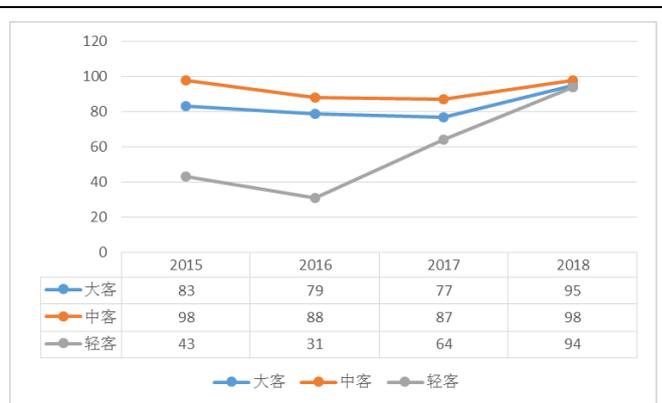
城市化+新能源化，有望为新能源公交车提供增量。一方面，考虑城市化率不断提升，城市公交类客车需求随之提升，叠加公交车换车需求催化，公交车仍然有增量需求。另一方面，近几年新能源补贴退坡削弱新能源客车的市场竞争力，而政策对新能源公交车支撑性更强（部分地区有公交车 100% 电动化目标），新能源客车逐步向城市公交车市场萎缩，根据 2019 年新能源公交车补贴政策，其中指出加大新能源公交车的支持力度，优化使用环境，并明确提出有关部门将研究完善新能源公交车运营补贴政策，从 2020 年开始，采取“以奖代补”方式重点支持新能源公交车运营，叠加最早一批的新能源公交车逐步进入更换周期，我们认为新能源公交车仍然存在一定增量。

图 17：城市化率不断提升（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：新能源客车中城市公交类客车占比（%）



资料来源：崔东树个人公众号，山西证券研究所

海外业务提供新的增长点。部分客车企业已经对海外客车市场进行了布局，2018 年厦门金龙、宇通客车、苏州金龙分别出口客车 1.0、0.72、0.48、0.41 万台，合计出口量占行业全年出口量的 79.9%，其中宇通客车作为客车龙头表现突出，通过多种渠道模式覆盖欧洲、独联体、美洲、非洲、亚太、中东六大区域，并在埃塞俄比亚、马来西亚、缅甸、巴基斯坦、委内瑞拉等十余个国家和地区通过 KD 组装方式进行本土化合作，截至 2018 年底，累计出口已超过 6.4 万辆。目前，海外多个国家宣布禁售传统能源汽车时间表，政策推动下，欧洲地区新能源客车需求有望快速增长。我国企业受益补贴政策，布局时间较早，技术积累丰厚，推广经验丰富，海外业务有望为客车提供新的增量，积极搭建海外销售框架、推进海外业务的客车龙头值得关注。

整体来看，高铁线路不断优化、经济性不断提升，导致铁路替代部分客车需求，我们认为客车需求被挤压的情况将持续，但是考虑城市化率不断提升、新能源客车增量等因素，我们认为客车领域的主要增长点包括：一是新能源客车，尤其是新能源公交车增量，二是海外业务，建议关注：1.深耕新能源客车领域，并在新能源客车供应及运营方面积累了一定经验的客车制造商；2.积极搭建海外销售框架、推进海外业务的客车龙头。

2.3.2 货车：重型货车维持高位运行，关注高端零部件供应商

2019年1-5月，货车合计产销量分别为169.36万辆和169.95万辆，产量同比增长2.17%，销量同比微降0.49%，重型货车维持高位运行，轻微型货车表现亮眼。

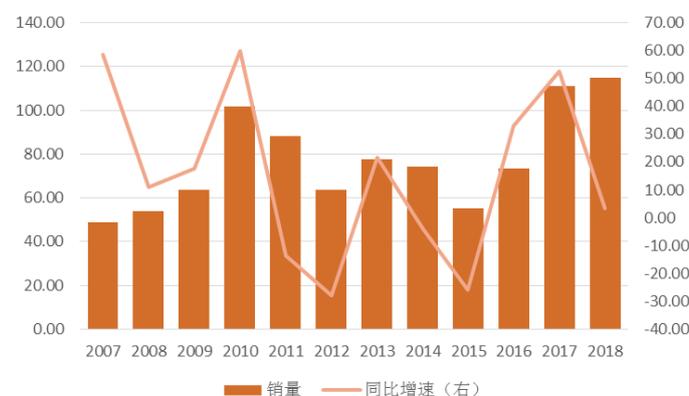
表2：2019年1-5月货车分车型产销情况（万辆，%）

	累计产量	累计产量同比增速	累计销量	累计销量同比增速
重型货车	54.54	2.17%	55.26	-1.28%
中型货车	6.87	-27.57%	6.21	-27.16%
轻型货车	82.48	4.61%	82.68	2.68%
微型货车	25.47	5.88%	25.80	0.14%
货车合计	169.36	2.17%	169.95	-0.49%

资料来源：wind，山西证券研究所

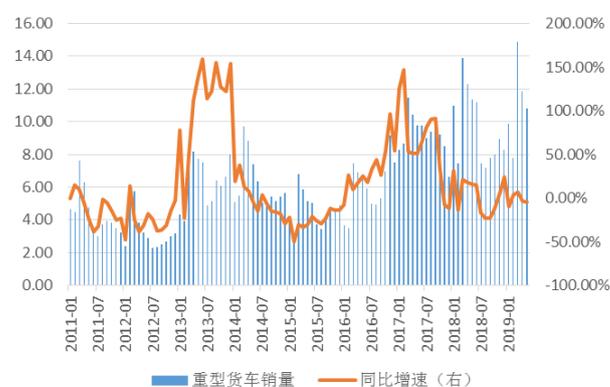
重型货车周期弱化，19年有望维持高位。回顾重型货车销量情况，2017年以来，重型货车维持高位运行，重型货车周期性弱化。

图19：重型货车年销量情况（万辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图20：重型货车月销量情况（万辆，%）

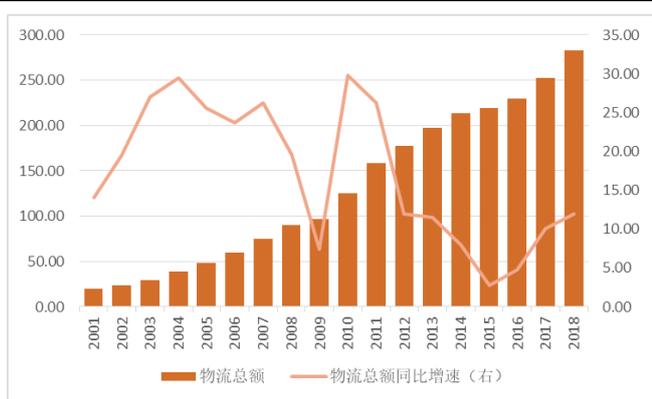


资料来源：wind，山西证券研究所

从换车需求来看：一方面，周期换车需求为重型货车需求提供了增量；另一方面，2018年国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出，“2020年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上。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”，有望从政策端刺激换车需求释放。

从增量需求来看：一是超载治理持续加码，单车运量下降，进而导致重型货车需求增加，二是物流行业快速发展，对货运车的需求随之提升，叠加下游基建需求稳健，为重型货车提供了稳定的增量。

图 21：物流总额持续快速提升（万亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：物流运输总额持续增长（万亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

整体而言，较为稳定的重型货车增量需求，有望一定程度上弱化重型货车的下行周期，但是一般而言下半年开始重型货车销量趋弱，我们认为 2019 年重型货车有望维持高位运行，预计下半年重型货车增速稳中有降，建议关注盈利能力稳定，且布局高端产能的上游零部件供应商。

3.政策基本面

3.1 政策回顾：利好政策发布，整体政策趋严

回顾 2019 年 1-6 月行业相关政策，汽车行业政策基本面具有以下特点：1.整体政策环境趋严；2 新能源汽车层面，补贴持续退坡，标准体系趋于完善，车型种类趋于多元；3.引导行业高质量发展；4.消费刺激政策发布。

表 3：1-6 月汽车行业相关重要政策梳理

时间	发布部门	政策	汽车行业相关要点
2019.1	工信部	公开征求对强制性国家标准《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》（征求意见稿）的意见	为积极应对能源短缺、环境保护等压力，有效控制并不断降低汽车燃料消耗量，加快培育和发展节能与新能源汽车，工业和信息化部装备工业司组织行业机构、重点企业等单位研究开展了强制性国家标准《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》的制定工作，已形成征求意见稿，现公开征求社会各界意见。
2019.1	国家发改委等 10 部委	《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）》	一、有序推进老旧汽车报废更新。二、持续优化新能源汽车补贴结构。三、促进农村汽车更新换代。四、稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。五、加快繁荣二手车市场。六、进一步优化地方政府机动车管理措施。
2019.2	商务部	商务部市场体系建设司：国务院审议通过《报废机动车回收管理办法（修订草案）》	商务部市场体系建设司发布“国务院审议通过《报废机动车回收管理办法（修订草案）》”信息。消息称，国务院审议通过《报废机动车回收管理办法（修订草案）》是汽车市场发展一件具有里程碑意义的大事，将对我国汽车业乃至整个经济高质量发展产生深远影响。



2019.3	国家发展改革委等 24 部门	关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见	《意见》中与汽车行业相关的内容主要有以下三项：一、加快绿色物流发展。二、促进标准化单元化物流设施设备应用。三、深化物流领域“放管服”改革。
2019.3	国家能源局综合司	国家能源局综合司：关于建立扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油工作信息月报制度的通知	为贯彻经国务院同意国家发展改革委等 15 个部委联合印发《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》（发改能源〔2017〕1508 号）和国家发展改革委、国家能源局联合印发《全国生物燃料乙醇产业总体布局方案》（发改能源〔2018〕1271 号）有关要求，及时掌握有关省（区、市）和中央企业在积极稳妥推进扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油专项工作领域取得的最新进展，我局将建立专项工作信息月报制度。
2019.3	工业和信息化部等八部委	工业和信息化部等八部委：关于在部分地区开展甲醇汽车应用的指导意见	《指导意见》的主要内容包括：一、总体要求，二、加快甲醇汽车制造体系建设，三、推进甲醇燃料生产及加注体系建设，四、加快标准体系建设，五、鼓励甲醇汽车应用，六、加强甲醇汽车监管，七、完善保障措施。共七个方面二十二项具体指导意见。加快甲醇汽车制造体系建设是重要的核心工作。汽车及相关零部件生产企业应通过技术改造完善甲醇汽车制造体系，提升甲醇汽车制造技术水平，开发多种产品，满足市场需求。完善甲醇汽车生产基地建设，合理布局甲醇汽车生产。
2019.3	工业和信息化部	关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	2019 年 3 月 26 日，财政部、工业和信息化部、科技部，发展改革委四部门联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2019〕138 号），从 2019 年 3 月 26 日起实施，2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期，燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策另行公布。
2019.5	商务部、公安部、海关总署	关于支持在条件成熟地区开展二手车出口业务的通知	积极稳妥开展二手车出口业务，是推动外贸高质量发展、做好外贸稳增长工作的重要举措，也是激发国内汽车消费市场活力、促进汽车产业健康发展的重要途径。经研究，我们支持在条件成熟地区开展二手车出口业务。
2019.5	国务院办公厅	关于加快道路货运行业转型升级促进高质量发展的意见的通知	《关于加快道路货运行业转型升级促进高质量发展的意见》的主要内容包括：一、总体要求，二、深化货运领域“放管服”改革，三、推动新旧动能接续转换，四、加快车辆装备升级改造，五、改善货运市场从业环境，六、提升货运市场治理能力。共六个方面十四项具体意见。其中与汽车行业直接相关的有以下几点：一是持续推进货运领域简政放权。进一步推动普通货车跨省异地安全技术检验、尾气排放检验和综合性能检测有关要求严格落实。2019 年实现普通货车车辆年度审验网上办理。二是便利货运车辆通行。进一步完善城市交通运输部门配送运力需求管理与公安交通管理部门车辆通行管控的联动机制，优化车辆通行管控，对符合标准的新能源城市配送车辆给予通行便利，除特殊区域外，对纯电动轻型货车原则上不得限行。三是积极稳妥淘汰老旧柴油货车。
2019.5	工信部装备工业司	2019 年智能网联汽车标准化工作要	一、落实标准体系建设指南，动态完善标准体系；二、系统布局技术领域，加快重点标准制修订；三、履行国际协调职责，加强标准交流与合作。

2019.5	工信部装备工业司	2019年新能源汽车标准化工作要点	一、优化标准体系，推动标准创新发展。二、研究重点领域，满足产业发展需求，其中重点领域包括电动汽车安全领域、电动汽车能耗领域、燃料电池电动汽车领域、充电设施及加氢系统领域、动力电池回收利用领域。三、强化国际参与，提升国际影响力。
2019.5	交通运输部	关于印发绿色出行行动计划（2019—2022年）的通知	共分为8个部分，提出了21条具体行动措施。其中强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻落实党中央、国务院决策部署，切实推进绿色出行发展，坚持公共交通优先发展，努力建设绿色出行友好环境、增加绿色出行方式吸引力、增强公众绿色出行意识，进一步提高城市绿色出行水平。
2019.6	国家发展改革委、生态环境部、商务部	《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）》	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。一是巩固产业升级势头，不断优化市场供给。二是增强市场消费活力，积极推动更新消费。三是提升消费支撑能力，完善配套使用环境。四是畅通资源循环利用，构建绿色产业生态。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

3.2 重点政策

3.2.1 消费刺激政策：多举并措促销费，静待配套政策出台

回顾汽车产销情况，国内汽车销量情况表现较强的周期性，基本上每3-4年完成一个周期，且每次周期低谷均有明确的利好政策刺激汽车销量提升。汽车2019年上半年初，发改委、工信部、民政部等十部门印发《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）》，其中从新能源、二手车、皮卡等层面提出了推动汽车消费的实施方案。

在限购地区出现了一定的松绑。1) 广州宣布在2019年6月至2020年12月增加10万个指标。2) 深圳宣布在2019年至2020年每年将增加普通小汽车增量指标4万个。3) 6月初国家发展改革委、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）》，严禁各地出台新的汽车限购规定，现有限购要逐渐疏解，对于新能源汽车不做限购。从政策端避免了购车需求进一步被挤压，但是考虑《实施方案》属于指导性意见，结合各地交通拥堵情况，仍需静待各地配套政策出台。

表4：现有汽车限购政策整理：

城市	限购形式	2018年指标梳理	摇号中签率	拍卖成本
北京	摇号制	小客车指标4万个，新能源6万个	低于0.05%	
上海	拍卖制	13万个		8-9万元
广州	半摇号半拍卖	配置额度为12万个，在2019年6月至2020年12月增加10万个	低于5%	大于5万元
天津	半摇号半拍卖	小客车指标125117个，其中节能车19571个	0.45%	大于2万元
深圳	半摇号半拍卖	小客车指标10万，在2019年至2020年每年将增加普通小汽	0.27%	大于5万元

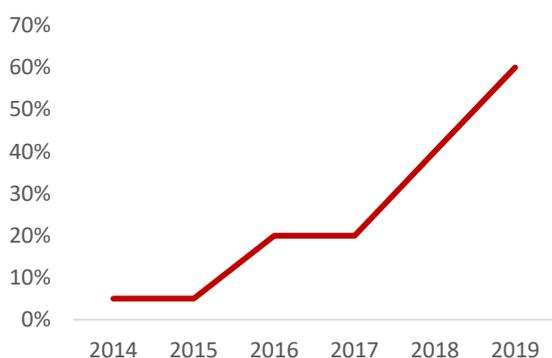
		车增量指标 4 万个。		
杭州	半摇号半拍卖	小客车 8 万个	5.5%	4 万元左右
贵阳	摇号制	每月 2800 个	小于 3%	
海南省	半摇号半拍卖	9-12 月共配置小客车指标 86822 个，其中新能源指标 1602 个	首期摇号确保 中签率不低于 80%	

资料来源：山西证券研究所根据公开资料整理

3.2.2 新能源汽车相关政策：补贴持续退坡，能源多元化发展

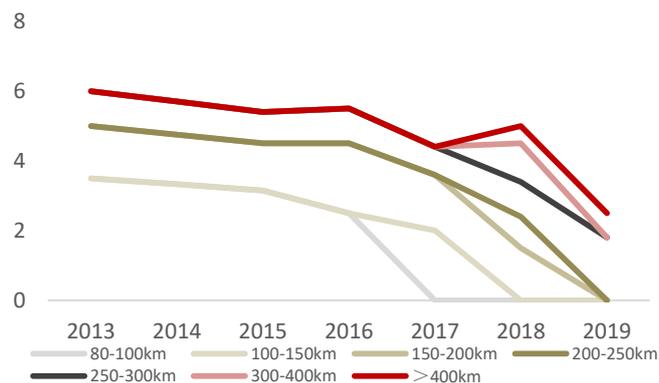
在新能源汽车政策方面，首先出台了 2019 年过渡期补贴退坡细则，给整车供应商提供了缓冲期，一定程度上能够缓解整车的成本压力，但是新能源汽车整体退坡，且退坡幅度较大仍然会给新能源整车销量带来一定冲击；另一方面，政策考虑实际情况，对最高标准没有进一步提高，技术层面强调均衡发展。在配套产业方面，政策明确地区补贴的退出，同时改为综合补贴相关设施、服务，此举措有利于配套设施的完善，服务运营的提升，电池回收的建设，以及促进新商业模式的发展。

图 23：2014-2019 年新能源乘用车补贴退坡幅度



资料来源：山西证券研究所

图 24：近几年新能源乘用车补贴力度分级比较



资料来源：山西证券研究所

表 5：2017/2018/2019 年新能源乘用车补贴标准对比

车辆类型	续航里程 (km)	2017 年 (万元)	2018 年执行期 (万元)	2019 年过渡期 (万元)	2019 年执行期 (万元)	执行期退坡幅度 (%)
纯电动	100-150	2.00	/	/	/	/
	150-200	3.60	1.50	0.15	/	-100.00%
	200-250	3.60	2.40	0.24	/	-100.00%
	250-300	4.40	3.40	2.04	1.80	-47.06%
	300-400	4.40	4.50	2.70	1.80	-60.00%
	400≤R	4.40	5.00	3.00	2.50	-50.00%
插电混动	50≤R	2.40	2.20	1.32	1.00	-54.55%

资料来源：财政部，山西证券研究所整理

对于新能源客车而言：1)部分新能源客车补贴调整系数与 2018 年持平以外，新能源客车的补贴标准、

补贴调整系数、单车补贴上限均下降；2）非快充类纯电动客车的补贴调整系数的分档标准由系统能量密度更改为单位载质量能量消耗量。

对于新能源公交车而言：2019年5月8日晚，财政部等四部门发布《支持新能源公交车推广应用的通知》。不同于其他车辆，新能源公交车地补给予保留。对于补贴退坡，设置了三个月过渡期。新能源公交车依旧设立5月8日-8月7日为期三个月过渡期，过渡期补贴为2018年的0.6倍。同时规定，从2020年开始“以奖代补”，采用创新支持方式，吸引社会资本，加快新能源公交车充电基础设施建设，满足车辆使用需求。此举有利于行业健康有序发展，防止骗补，鼓励客车企业推广新能源公交车。

表 6：2018/2019 年新能源客车中央财政补贴标准对比

车辆类型	中央财政补贴标准（元/kWh）		涨跌幅
	2018 年补贴金额	2019 年补贴金额	
非快充类纯电动客车	1200	500	-58.33%
快充类纯电动客车	2100	900	-57.14%
插电式混合动力（含增程式）客车	1500	600	-60.00%

资料来源：财政部，山西证券研究所整理

表 7：2018/2019 新能源客车中央财政补贴调整系数对比

车辆类型	分档参数	分档标准	中央财政补贴调整系数		涨跌幅
			2018 年补贴系数	2019 年补贴系数	
非快充类纯电动客车	单位载质量能量消耗量（Wh/km kg）	0.21（含）-0.19	1	0	-100.00%
		0.19（含）-0.17	1	0.8	-20.00%
		0.17（含）-0.15	1	0.9	-10.00%
		0.15（含）及以下	1.1	1	-9.09%
快充类纯电动客车	快充倍率	3C-5C（含）	0.8	0.8	0.00%
		5C-15C（含）	1	0.9	-10.00%
		15C 以上	1.1	1	-9.09%
插电式混合动力（含增程式）客车	节油率水平	60%-65%（含）	0.8	0.8	0.00%
		65%-70%（含）	1	0.9	-10.00%
		70%以上	1.1	1	-9.09%

资料来源：财政部，山西证券研究所整理

表 8：2018/2019 年新能源客车中央财政单车补贴上限对比

分档参数	车辆类型	中央财政单车补贴上限（万元）		涨跌幅
		2018 年补贴上限	2019 年补贴上限	
6<L≤8m	非快充类纯电动客车	5.5	2.5	-54.55%
	快充类纯电动客车	4	2	-50.00%
	插电式混合动力（含增程式）客车	2.2	1	-54.55%
8<L≤10m	非快充类纯电动客车	12	5.5	-54.17%
	快充类纯电动客车	8	4	-50.00%
	插电式混合动力（含增程式）客车	4.5	2	-55.56%

L>10m	非快充类纯电动客车	18	9	-50.00%
	快充类纯电动客车	13	6.5	-50.00%
	插电式混合动力（含增程式）客车	7.5	3.8	-49.33%

资料来源：财政部，山西证券研究所整理

对于新能源货车而言：1）补贴标准及单车补贴上限全面退坡；2）取消了过去分段超额累退的补贴方式；3）对不同类型的新能源货车的补贴标准及单车补贴上限进行了规定。

表 9：2018/2019 年新能源货车中央财政补贴标准对比

车辆类型	提供驱动动力的动力电池总储电量	补贴标准（元/kWh）		涨跌幅
		2018 年补贴金额	2019 年补贴金额	
纯电动货车	30（含）kWh 以下部分	850	350	-58.82%
	30~50（含）kWh 部分	750	350	-53.33%
	50kWh 以上部分	650	350	-46.15%
插电式混合动力（含增程式）货车	30（含）kWh 以下部分	850	500	-41.18%
	30~50（含）kWh 部分	750	500	-33.33%
	50kWh 以上部分	650	500	-23.08%

资料来源：财政部，山西证券研究所整理

表 10：2018/2019 年新能源货车中央财政单车补贴上限对比

车辆类型		中央财政单车补贴上限（万元）		涨跌幅
		2018 年补贴金额	2019 年补贴金额	
纯电动货车	N1 类	10	2	-80.00%
	N2 类	10	5.5	-45.00%
	N3 类	10	5.5	-45.00%
插电式混合动力（含增程式）货车	N1 类	10	-	-
	N2 类	10	-	-
	N3 类	10	3.5	-65.00%

注：根据 GB/T15089-2001，N1 类指最大设计总质量不超过 3500kg 的载货汽车；N2 类指最大设计总质量超过 3500kg，但不超过 12000kg 的载货汽车；N3 类指最大设计总质量超过 12000kg 的载货汽车。

资料来源：财政部，山西证券研究所整理

此外，政策在能源多元化上也做了指示。2019 年 3 月 19 日，《关于在部分地区开展甲醇汽车应用的指导意见》（工信部联节〔2019〕61 号）发布，旨在加快推动甲醇汽车应用，实现车用燃料多元化，保障能源安全。《指导意见》强调按照因地制宜、积极稳妥、安全可控的原则，重点在山西、陕西、贵州、甘肃等资源禀赋条件较好且具有甲醇汽车运行经验的地区，并鼓励在有条件地区的公务、出租、短途客运等领域使用甲醇汽车，市政车辆、专线物流运输等领域使用甲醇商用车，有望促进山西、陕西、贵州、甘肃和上海 5 地甲醇汽车率先实现甲醇汽车的推广使用，并带动附近地区上下游供应商进一步发展。

3.2.3 部分地区实施国六排放标准，库存短期承压

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出，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。临近实施节点，多个地区相继出台了2019年提前实施国六排放标准的文件。从汽车制造商角度来看，公开国六车型的品牌以外企、合资品牌为主，如宝马、奔驰、东风日产、广丰、广本等，自主品牌整体承压。从经销商角度而言，国六车型供应不足，国五存在压库风险，整体压力较大，根据全国工商联汽车经销商商会发布相关信息，近七成经销商7月1日前无法消化完国五库存车。从消费者角度来看，面对不确定性，消费者倾向于在一段时间或选择持币等待。因此，我们认为部分地区国六排放标准的实施，可能会对库存造成一定压力，同时具有国六车型供应能力的整车厂有望凭借窗口期提升销售份额。

表 11：“蓝天保卫战”国六标准提前实施区域范围

京津冀及周边地区	北京市、天津市	
	河北省	石家庄、唐山、邯郸、邢台、保定、沧州、廊坊、衡水市、雄安新区
	山西省	太原、阳泉、长治、晋城
	山东省	济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市
	河南省	郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市等
长三角地区	上海市、江苏省、浙江省、安徽省	
汾渭平原	山西省	晋中、运城、临汾、吕梁市
	河南省	洛阳、三门峡市
	陕西省	西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南市以及杨凌示范区等
珠三角地区	广东	
成渝地区	四川、成都	

资料来源：《关于做好国五切换国六和在重点地区提前实施好国六排放标准的倡议》，山西证券研究所

3.3 政策预判

回顾国内汽车产销数据，汽车销量增速表现出较强的周期性，且周期低谷均有明显的利好政策托底，2018年国内经济面临一定的下行压力，汽车产销整体表现不佳，2019年一二季度行业以降库存为主，产销依然低迷，新能源汽车增速也出现了一定的下滑，在此情况下，多项政策同时出台，鼓励汽车消费的趋势较为明确。未来或以更加明确的细则发布具体单项的扶持方式，可能的方式或许有：1、对新能源客车多维度推广，2、出台优惠政策发掘三四线城市的汽车购买力；3、对氢燃料电池关键技术引进或研发的支持；4、对新能源配套设施产业的支持与推广。5、交通拥堵程度较低的限购城市增加牌号发放量。

4. 下半年行业热点分析

4.1 环保升级：纯电持续提供行业增长点，氢燃料电池汽车处于起步阶段

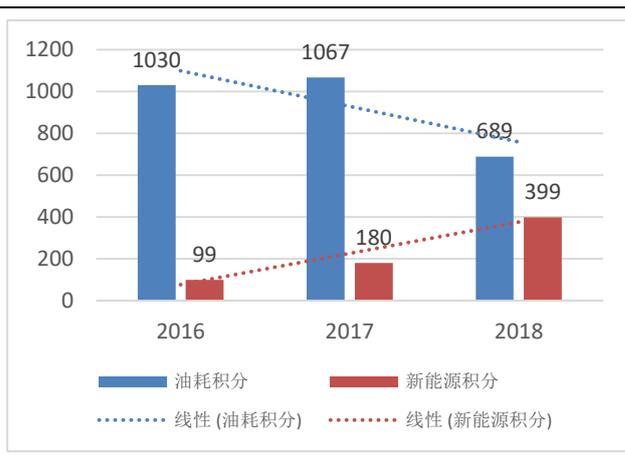
2019年1-5月，新能源汽车整体延续高速增长态势，新能源汽车累计产销量分别为47.98万辆和46.45万辆，同比分别增长46.27%和41.61%，但是增速有所放缓。

图 25：新能源汽车产销情况（万辆，%）



资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

图 26：2016-2018 年积分变化情况（万分）



资料来源：工信部，山西证券研究所

4.1.1 政策端：补贴逐步退坡，积分运行良好

1) **新能源补贴政策**：补贴持续退坡，技术门槛加高，新能源汽车本身成本优势随着补贴退坡弱化，倒逼企业提质降本，提升自身竞争优势，引导行业健康稳定地发展。

2) **双积分政策**：《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》自2018年4月1日起施行，2018-2020年，乘用车企业的新能源汽车积分比例要求分别为8%、10%、12%。一方面，根据工信部公布情况，双积分政策实施良好，新能源汽车积分显著提升，随着政策推进，有望持续推进新能源汽车进一步提升市占率；另一方面，电动车和燃料电池汽车的新能源汽车积分与性能指标呈正相关关系，有望从政策端推动行业加大研发投入，进而提升电动汽车和燃料电池汽车的整体竞争力。

表 12：新能源积分不同车型积分标准

车辆类型	标准车型积分	备注
纯电动乘用车	$0.012 \times R + 0.8$	(1) R 为电动汽车续驶里程（工况法），单位为 km。 (2) P 为燃料电池系统额定功率，单位为 kW。 (3) 标准车型积分上限为 5 分。 (4) 车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数。
插电式混合动力乘用车	2	
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$	

资料来源：《新能源乘用车车型积分计算方法》，山西证券研究所

4.1.2 电动&插混：整车厂纷纷布局，提质降本行业发展核心

短期看，部分地区提前实施国六排放标准，经销商加大折扣去库存，燃油车一定程度挤压新能源汽车需求，5月新能源汽车月销量同比增速收窄，叠加补贴过渡期结束，可能会对汽车销售产生一定压力。长期看，电动汽车和插电式混合动力汽车在补贴政策推动下快速发展，国内整车厂已经积累了一定的技术和管理经验，消费者认可度也有所提升，新能源汽车是未来汽车发展方向的核心逻辑不变，新能源汽车仍然是汽车行业的重要增长点。

供给端：整车厂纷纷加码布局，行业竞争加剧。

中国目前是全球最大的新能源汽车市场，国内外整车厂纷纷布局新能源汽车，一是随着外资股比开放，国外车企开始进入中国市场；二是合资企业加大在华车型投放；三是自主品牌不断加大产能投放，通过前期布局已经积累了一定的品牌认可度，车型布局逐步从以 A 及 A 以下级别车型逐步向 B 级车延伸，且性能不断提升。因此，行业竞争必然加剧，利好整个产业链良性发展，低端产能逐步出清，具有产业链充分布局、技术优势领先的整车厂有望提升自身市占率，利好自身及上下游产业链持续发展。

表 13：国内外车企新能源汽车发展战略汇总

品牌	战略规划
奔驰	2025 年推出 10 款电动车型，销量将会占据奔驰整体销量的 15-25%。
宝马	2020 年所有车系都具备电动选项，2025 年之前将电动车及插电式混合动力车的销量比例提升至 15-25%。
沃尔沃	2019 年全系车型在中普及电气化，2025 年售出 100 万辆新能源汽车。
大众	2025 年集团旗下各品牌将推出 80 余款全新电动车，2030 年集团旗下覆盖全球各级别市场的 300 余款车型均将推出至少一款电动版本。在中国市场 2020 年实现在华销售新能源汽车 40 万辆，2025 年实现 150 万辆目标。
福特	2020 年全球新能源汽车销量占总销量的 10-25%。2025 年以前为中国消费者提供全面的电气化解决方案。
通用	2020 年至少推出 10 款新能源车型，2025 年别克、雪佛兰和凯迪拉克旗下将令全部产品在华实现不同程度的电气化。
丰田	2020 年实现 3 万辆以上的氢燃料电池车销售，2050 年消除发动机车型，混合动力汽车和插电式混合动力汽车车型占总销量七成，燃料电池车和纯电动汽车占三成。
日产	2020 年日产销售车辆的 20% 均将为零排放汽车。
上汽集团	未来将推出 30 款新能源产品，其中纯电动汽车 13 款，插电式混合动力汽车 17 款，预计到 2020 年新能源汽车目标年销量将突破 60 万辆，其中自主品牌新能源汽车销量达到 20 万辆。
东风汽车	到 2020 年在新能源汽车市场的占有率要达到 15%-18%，销量目标要达到 30 万辆。
广汽集团	“1 个研发平台”，“5 大核心技术”（电池系统、电机系统、电控系统、机电耦合系统和系统集成等），“3 大产品系列”（以纯电驱动和混合动力车型产品作为重点发展方向，形成混动、增程、纯电动三大系列产品）。到 2020 年广汽集团自主与合资新能源汽车产能规模突破 20 万辆。

长安汽车	2020 年完成三大新能源车专用平台的打造，2025 年开始全面停止销售传统意义的燃油车，实现全谱系产品的电气化，计划推出多种形态的纯电动车 21 款，插电式混合动力车 12 款。
吉利汽车	到 2020 年，吉利汽车将提前全面实现第四阶段企业平均 5.0L/百公里燃油消耗限值、让消费者实现用传统汽车的成本购买插电式混动汽车梦想、实现新能源汽车销量占吉利整体销量 90% 以上等五项目标。
北汽新能源	“5”指年产销达到 50 万辆；“6”是指年营业收入达到 600 亿元；“1”是指企业实现上市，市值达到 1000 亿元；“5”是指实施五大战略，包括品质增长、创新发展、服务转型、互联网+、开放合作。
比亚迪	七大常规领域（城市公交、出租车、道路客运、城市商品物流、城市建筑物流、环卫车、私家车）、四大特殊领域（仓储、矿山、机场、港口）全国范围内大力推广新能源汽车。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

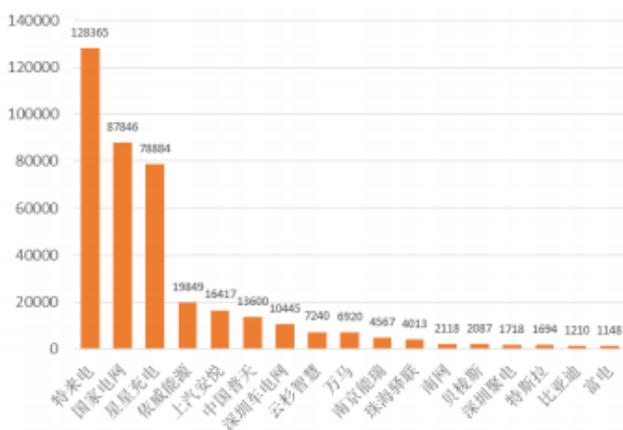
需求端：政策+需求，提振新能源汽车购车需求。

一是智能汽车融合了运用信息分析、互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术，显著提升了汽车的附加价值，而系能源汽车因其能够快速响应指令的优势，成为了布局汽车智能化的重要一环，汽车智能化发展反向促进新能源汽车需求提升；二是共享汽车、出租车电动化、公交车电动化的推进提升新能源汽车，尤其是纯电动汽车的销量；三是部分地区实行限行、限购，导致消费者购车时电动车购买意向提升。

支持端：充电桩布局趋于完善，上游关注动力电池细分行业

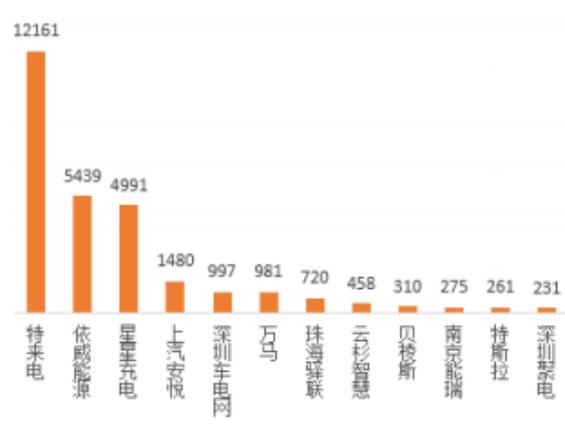
1) **充电桩**：一方面，新能源汽车快速增长，充电桩和充电站作为新能源汽车运行的重要基础设施，数量上远远无法满足新能源汽车需求；另一方面，充电桩目前区域分配差距较大，且存在车桩不匹配、充电桩无法使用、安装困难等问题导致充电困难。随着新能源汽车保有量持续提升，有望带动有效充电基础设施的增加，而目前规模化的充电设施供应商较少，随着充电桩行业布局完善，较早布局充电桩行业的龙头运营商和依托于自身品牌的整车制造商的配套充电桩运营商有望从中受益。

图 27：全国规划运营商企业充电桩保有量分布情况（台）



资料来源：充电联盟，山西证券研究所

图 28：全国规划运营商企业充电站保有量分布情况（座）



资料来源：充电联盟，山西证券研究所

2) **动力电池**：对于电动车而言，电池、电机、电控构成了电动车的动力总成，其中动力电池成本占比高（占电动车总成本的 40% 以上），技术壁垒高，是电动车实现提质降本的重要环节。2019 年 1-5 月，动力电池装机量共 23.41GWh，同比增长 84.19%。从企业角度来看，我国动力电池市场呈现宁德时代和比亚迪两家独大的特征，但是从 5 月装机情况来看，2 家企业装机量合计占比明显收窄(合计占比较上月下降 15pct)，而国轩高科近几月受益其自身商乘并重的策略，依托下游客户装机量涨势良好，份额快速提升。动力电池装机量对新能源汽车产销的走势跟随性较强，配套车型产量表现突出的供应商能够助力企业快速提升份额。从外资企业来看，外资厂商逐步开始布局国内市场，5 月 LG 化学没有装机，松下装机量为 29.9MWh（环比+14.4%），这类企业自身研发经验丰富、资金实力雄厚，可能会为本就竞争激烈的动力电池市场加码，并对国内动力电池制造商造成一定冲击。从动力电池的发展趋势来看，提质降本是必然趋势，技术优势将是未来动力电池供应商提升核心竞争力及市场占有率的重要一环。因此，建议关注持续研发投入、进入龙头企业产业链动力电池供应商龙头及其上游产业链细分行业龙头供应商。

整体而言，供需共同发力，新能源汽车仍将为汽车提供长期增长点，提质降本是未来新能源汽车的重要发展方向，建议关注：**1.持续研发投入、产业链布局完善、渗透高端产能的新能源汽车整车龙头；2.较早布局充电桩行业的龙头运营商和的布局充电桩运营的整车制造商；3.具有技术优势、进入国内外新能源汽车供应链的零部件供应商及其上游产业链细分行业龙头。**

4.1.3 氢燃料电池汽车：尚处于初级发展阶段，政策驱动性强

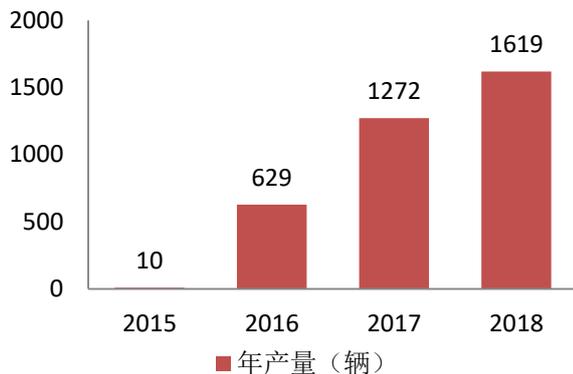
目前国内燃料电池汽车主要以研发试点为主，量产车型有限，且产量尚低，处于初步发展阶段。然而，考虑氢燃料电池汽车具有加氢时间短、零排放等优点，能一定程度上弥补纯电动汽车和插电式混合动力汽车的不足，氢燃料电池汽车开始逐步引起国家及相关企业重视，随着研发不断加码，氢燃料电池汽车有望进入高增长期。

表 14：3 种新能源汽车优缺点对比

新能源汽车种类	优点	缺点
氢燃料电池	零排放无污染；续航里程与内燃机汽车相当；添加燃料时间短；氢气作为电池燃料，具高能源密度和高能量转换效率。	成本高：氢气成本高，且本身造价高昂；加氢站等基础设施缺乏。
混合动力汽车	续航里程与内燃机汽车相当	搭载了内燃机，仍然存在碳排放和环境污染
纯电动汽车	零排放无污染	里程焦虑；充电桩配套不充分；充电时间长；制造成本高。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

图 29：国内燃料电池产量



资料来源：公开资料，山西证券研究所

表 15：国内氢燃料电池行业发展目标

	2020 年	2030 年
燃料电池保有量(万辆)	1	200
加氢站数量(座)	100	1000
行业总产值(亿元)	达 3000	突破 10000
电池成本(元/kw)		不及 1000
市场规模		5000 亿元
销量水平(万辆)		达 150 (与锂电池汽车 2018 年水平相当)

资料来源：《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》，山西证券研究所

供给端：丰田 Mirai 证实燃料电池汽车商业化可行性，国内整车企业布局较晚

从全球层面来看：丰田依托其多年的布局，在燃料电池领域走在世界前列，丰田 Mirai 燃料电池汽车技术源于其混动技术平台，在成本下降、电池效率提升和寿命提升方面取得了突破性技术进展，2017 年丰田 Mirai 销量占全球氢燃料电池的 75%，验证了燃料电池汽车商业化的可行性。

从国内布局情况来看：一方面，国内车企布局氢燃料电池汽车较晚，燃料电池轿车车型平台主要是基于传统内燃车或纯电动汽车进行改制，尚未掌握燃料电池汽车专用车身、底盘开发、底盘动力学主动控制等关键技术，相较而言燃料电池客车领域差距较小。另一方面，国内仍然不乏在燃料电池汽车领域深耕多年的整车企业。宇通客车作为整车龙头，其生产的燃料电池客车已在多地开展试；上汽集团推行“商乘并举”，目前发布车型包括荣威 950 燃料电池乘用车、FCV80 氢燃料电池客车、申沃牌 SWB6128FCEV01 型全地板燃料电池城市客车等，是国内目前唯一一家氢燃料商用车和乘用车均实现量产的整车企业。

表 16：燃料电池乘用车参数对比

车型	丰田 Mirai	本田 Clarity	通用 Equinox	现代 ix35	日产 X-trail	奔驰 F-cell	上汽荣威 950
最高车速 (km/h)	175 km/h	160 km/h	160 km/h	160 km/h	150 km/h	170 km/h	150 km/h
百公里加速 (s)	9.6	8.8	12	12.6	14	11.3	15
FCE 功率 (kw)	114	103	92	100	90	100	40kw
FCE 种类 (kg)	56	-	130	60	43	-	74
FCE 低温性能	-30°C	-30°C	-30°C	-30°C	-30°C	-25°C	-20°C
FCE 铂用量 (g)	20	13	30	40	40	20	-
FCE 耐久性 (h)	>5000	>5000	5500	5000		>5000	2000
氢系统参数	122.4L 5kg	141L 5kg	4.2kg	144L 5.6kg		-	-
电机参数	113kw/335Nm	130kw/300Nm	94kw/320Nm	100kw/300Nm		100kw/290Nm	90kw/300Nm
电池参数	1.6kwh 镍氢电池	-	1.8kwh 镍氢电池	24kwh 锂离子电池	-	9kwh	11 kwh
续航里程 (km)	650	750	320	594	500	616	400

资料来源：盖世汽车，公开资料，山西证券研究所

表 17：燃料电池客车参数对比

车型	美国 Van Hool	美国 New Flyer	戴姆勒奔驰	宇通	佛山飞驰
FCE 功率 (kw)	120	150	2×60	30/60	88
FCE 供应商	US FuelCell	Ballard HD6	AFCC	亿华通	上海重塑
动力电池容量	17.4kw 锂离子 (EnerDel)	47kw 锂离子 (valance)	26kwh 锂离子 (A123)	64.5kwh 锂离子	50kwh
电机功率/转矩	2×85kw Siemens ELFA	2×85kw Siemens ELFA	2×80kw Wheel Hub	100kw	90kw
氢气的瓶	350bar , 8 个	350bar , 8 个	350bar , 7 个	350bar , 8 个	350bar , 8 个
氢气的量 (kg)	40	56	35	25	25
FCE 耐久性 (h)	18000	8000	12000	未公开	10000
续航里程 (km)	480	480	250	600	400
整车成本 (万元)	~1275	~1275	~1403	未公开	~300

资料来源：盖世汽车，山西证券研究所

支持端：积极布局产业链重要节点，技术尚待突破。

政策驱动下，国内众多企业积极布局产业链重要环节，并形成了包括华东氢产业集群、华南氢产业集群、东北氢产业集群、华北氢产业集群、华中氢产业集群、西北氢产业集群、西南氢产业集群在内的七大产业集群。

表 18：七大氢产业集群

	主要城市	重点企业	涉足产业链	产业化基地
华东	上海-如皋-苏州-台州-嘉兴-六安-济南	上海重塑、江苏清能、博氢新能源、爱德曼装备、上海治臻、俊吉科技、擎动科技、东岳集团、华昌化工、福瑞氢能、舜华新能源、氢枫能源、上汽集团、长江汽车、安凯客车、皋开汽车、中通客车	零部件、电堆/系统、辅助系统、整车、制氢、储氢、加氢、检测认证	已建成燃料电池/系统产线 10000 套/年(明天氢能); 已建成燃料电池离子膜所需的全氟磺酸树脂产线 50 吨/年(东岳集团)
华南	佛山-云浮-广州-深圳	重塑科技、国鸿氢能、鸿基创能、清极能源、泰罗斯、南科动力、大洋电机、雄韬股份、雪人股份、飞驰客车、五洲龙、长江汽车、东风特商	零部件、电堆/系统、辅助系统、整车、制氢、储氢、加氢	已建电池系统产能 9000 套/年,在建料电池系统产能 20000g/年(国塑); 在建氢能公交车产能 5000 辆/年(飞驰+五洲龙); 在建地料电池系统产能 10 万套/年(南海+爱德叠); 在建氢能汽车生产基地,电堆产能 12000 套/年; 氢能源汽车 5000 辆(云浮产业转移工业园); 在建燃料电池商用车产能 5000 辆/年(云浮+东风特商)
东北	大连-抚顺	新源动力、斯林达安科、沐与康、一汽	零部件、电堆/系统、整车、储运氢	在建抚顺新氢氢能产业园燃料电池电堆产能 3000 台/年
华北	北京-天津-张家口-大同	亿华通、氢璞创能、伯肯节能、东旭光电、国家电投、中国神华、北汽福田、首钢氧气、华能集团、大陆制氢、美锦能源、京城股份、海珀尔	零部件、电堆/系统、辅助系统、整车、制氢、储氢、加氢	在建车燃料电池/系统产线 10000/年; 在建制取氢气产能 6000 吨/年(张家口+亿华通); 已建成海珀尔制氢厂日产氢气总量约为 4 吨(张家口+海珀尔)

华中	武汉-襄阳- 郑州	武汉理工新能源/武汉理工氢电、喜马拉雅、众宇动力、泰格氢能、武汉氢雄、氢氧能源、环宇装备、东风特汽、开沃汽车、扬子江汽车、宇通客车	零部件、电堆/系统、整车、制氢、储氢、加氢	已建膜电极产能 100 万件/年(武汉理工新能源);在建储氢材料产能 1000 吨/年(氢阳能源);在建液体有机储氢材料项目 100 万吨/年(宜都氢阳);在建燃料电池发动机产线 1000 套/年(泰歌氢能);首条氢燃料电池客车生产线 2000 辆/年(东湖新能源汽车)
西北	西安-汉中- 银川-兰州	裕隆气体、新青年	电堆/系统、整车、制氢、加氢	新青年氢燃料电池车近 400 台,未来计划投建 2000 台燃料电池轻卡
西南	成都-重庆	东方电气、天一科技、华西化工、蜀都客车、宗申动力、华榕新能源	电堆/系统、整车、制氢、储运氢加氢	

资料来源：汽车商业评论，山西证券研究所

国内燃料电池汽车产业链条长，燃料电池汽车上游主要包括燃料电池系统和燃料电池发动机，燃料电池系统上游又包含制氢、储氢、运氢和氢能转化，主要零部件包括电堆、储氢系统和供氧系统，电堆又包含双极板、电解质、催化剂、气体扩散层在内，具体对比国内外产业链关键零部件产品研究及生产现状，一是缺乏核心技术，成本居高不下，部分核心零部件难以量产是当前阻碍燃料电池汽车发展的核心问题；二是国内加氢站布局不足，截至 2018 年底数据，我国共有加氢站 23 座，尽管各省初步规划的加氢站在快速增长，数量上仍然不足，然而目前加氢站引起需要设施储氢装置和压缩设备，成本整体高于充电站，国内建设一座加氢站（35Mpa）的投资在 200-250 万美元之间，增量降本是目前国内加氢站布局的重中之重。

表 19：国内外主要产品发展现状对比

领域	国内	国外
储氢罐	主要为 35MPa（北京已有一台 75MPa 的储氢罐顺利制作交付并通过国家验收）	目前 70MPa 储氢罐（由碳纤维复合材料组成）已经处于大规模示范应用阶段，且耐压 80MPa 的轻型材料储氢罐的研发已经陆续开始。
质子交换膜	能生产燃料电池 2 个核心组成部分的企业很少。	3M 和杜邦等公司可以生产高标准的膜产品
催化剂	Pt/C 催化剂小规模生产，铂族金属用量高，Pt 质量比活性低，衰减大，实验室已经有性能较好的催化剂，但尚未量产。	Pt/C 催化剂已商业化，Pt 质量比活性高，衰减小，已实现规模化生产。正研究新型高稳定、高活性、低 Pt 或非 Pt 催化剂。
扩散层	科研院所测试生产，有多家企业在研在产，相比比较成熟。	国外主要采用碳纸，已形成流水生产线。
双极板	目前石墨双极板已经实现国产化，金属、碳基和树脂复合双极板在研发阶段。	目前阶段在国外，金属双极板已商业化，碳基和树脂复合材料双极板开始替代，性能高，成本更低。
集成电堆	依然处于小规模生产。功力低、电流密度低、工况寿命短、成本高。	已实现规模化生产、功率高、电流密度大、工况寿命长。
氢气循环装置	对氢循环装置的研究相对落后，目前仍处于研发阶段，虽然有一些发明专利和产品，但还不够成熟。	已经有投入使用的氢循环装置，比如美国 Park 公司开发的氢循环泵，可用于不同的燃料电池汽车。

资料来源：Auto 主编《氢能与燃料电池白皮书》，山西证券研究所

整体而言，国内氢燃料电池行业起步晚、成本高、技术壁垒高，尚处于政策驱动的初级阶段，建议关注：1.资金实力雄厚、研发实力强劲，且汽车品类丰富的整车龙头；2.引进海外先进技术，积极布局产业链

关键节点的零部件供应商。

4.2 技术升级：智能网联化持续推进，关注核心零部件供应商

政策端：标准逐步完善，强调关键技术攻关

1) 从政策层面明确了汽车智能化的发展目标，强调关键技术攻关。《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）》中提出支持车辆智能化平台的相关技术和产品的开发的发展规划，并提出到 2020 年，建立可靠、安全、实时性强的智能网联汽车智能化平台，形成平台相关标准，支撑高度自动驾驶（HA 级）。2018 年 1 月，工信部发表《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》，明确提出了 2020/2025/2030 年智能汽车的发展战略愿景。2019 年 6 月发布的《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）》中提到，加强汽车制造、信息通信、互联网等领域骨干企业深度合作，组织实施智能汽车关键技术攻关，重点开展车载传感器、芯片、中央处理器、操作系统等研发与产业化。

表 20：智能汽车发展战略愿景

时间	战略愿景
2020	中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系框架基本形成。智能汽车新车占比达到 50%，中高级别智能汽车实现市场化应用，重点区域示范运行取得成效。智能道路交通系统建设取得积极进展，大城市、高速公路的车用无线通信网络（LTE-V2X）覆盖率达到 90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖。
2025	中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系全面形成。新车基本实现智能化，高级别智能汽车实现规模化应用。“人-车-路-云”实现高度协同，新一代车用无线通信网络（5G-V2X）基本满足智能汽车发展需要。
2030	中国标准智能汽车享誉全球，率先建成智能汽车强国，全民共享“安全、高效、绿色、文明”的智能汽车社会。

资料来源：《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》，山西证券研究所

2) 汽车智能网联化相关标准体系逐步完善。2017 年，工信部和国标委联合印发的《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）的通知》指出，根据智能网联汽车技术现状、产业应用需要及未来发展趋势，分阶段建立适应我国国情并与国际接轨的智能网联汽车标准体系，到 2020 年，初步建立能够支撑驾驶辅助及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。2019 年 5 月，工信部装备工业司发布的《2019 年智能网联汽车标准化工作要》强调将落实标准体系建设指南，动态完善标准体系。

3) 道路测试规范发布，自动驾驶道路测试拍照相继发布。2018 年 4 月，在北京、上海、重庆相继发布自动驾驶道路测试规范后，工信部、公安部、交通部三部委联合发布了《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》，对测试主体的安全性等方面的要求做出明确规定。截至 2018 年底，我国在 10 座城市和地区发放 73 张自动驾驶测试牌照。

供给端：国内各大车企纷纷布局汽车智能网联化。但是受限于安全性能和消费者认可度，乘用车目前

以智能设备配置为主，无人驾驶场景落地以路线较为固定的场景为主，如物流运输、配送服务、作业和载客，具体应用车型为卡车、快递服务车、环卫车、巴士和出租车等。

表 21：国内部分车企智能网联汽车战略规划

车企	战略&计划	重点布局情况
长安汽车	面向 2025 智能汽车技术发展规划，搭建 6 大平台，掌握 5 大核心应用技术，分 4 个阶段实现智能化技术的产业化。	与华为签署战略合作协议。将在车联网和智能汽车领域结成战略合作伙伴关系，共同在车联网平台、车载通信设备、车机、多屏互动、移动终端、芯片、系统应用及商业模式等领域开展业务合作
上汽集团	“新四化”发展战略	深入推进与阿里巴巴、武汉光庭、Mobileye 等国内外著名企业的跨界合作，并与公安部交科所、中国移动、华为等签署战略合作协议，共同开展 5G 等智能网联前瞻领域的技术研究和标准体系建设。公司通过中海庭成功获得国家导航电子地图制作的甲级测绘资质，上汽成为国内首家获此资质的汽车集团，车用高精度电子地图数据生成平台加快建设
长城汽车	伴随着电动化、网联化、智能化和共享化的全球趋势，加大先进技术投入，为客户提供智慧出行综合解决方案。	与中国移动、华为联合开发以基于 5G 的自动远程驾驶技术在本集团徐水试验场通过测试，汽车响应延时达到毫秒级；与百度在车辆智能网联、自动驾驶、共享出行、大数据四大领域展开战略合作；“国家智能汽车与智慧交通（京冀）示范区”开放运营，该示范区的封闭测试区是全国第一条覆盖 LTE-V2X 的高速环道
东风汽车	提出了”轻量化、电动化、智能化、网联化、共享化”五化的工作思想	腾讯车联与东风柳汽在深圳签署战略合作，主要围绕场景研究、车联网生态、自动驾驶、信息安全和云计算等多个重点领域。；与华为已签署战略合作协议，在汽车电子、智能汽车、IT/ICT 信息化建设等领域展开跨界合作。
广汽	加快智联、自动驾驶相关技术与产品开发应用步伐，完成网联终端产品 G3.0 及智能网联云平台、车载以太网开发，推进 G-OS 系统、自动驾驶系统平台等重点项目	广汽新能源智能生态工厂如期竣工；与科大讯飞签署战略合作框架协议，合作内容集中在智能车载；和腾讯公司签订战略合作协议，将在车联网服务、智能驾驶、云平台、大数据、汽车生态圈、智能网联汽车营销和宣传等领域开展业务合作，同时探讨在汽车电商平台、汽车保险业务以及移动出行和新能源汽车领域开展资本合作，以共同推动双方业务的共同发展。
比亚迪		与华为签署全面战略合作协议，计划在汽车智能网联、智能驾驶以及智慧云轨、智慧园区等方面展开深度交流与合作，共同推动汽车与轨道交通的创新发展、助力汽车行业数字化转型

资料来源：公司年报，公开资料，山西证券研究所

支持端：ADAS 系统有望迎来高增长，进而带动核心零部件量价齐升

初级自动驾驶主要表现为高级驾驶辅助系统（ADAS），盖世汽车根据 2015 汽车销量情况测算我国 ADAS 的渗透率在 2%-5% 区间。根据国务院提出的中国智能汽车发展目标，在 2030 年，智能汽车，包括高级辅助驾驶系统(ADAS)和全自动驾驶市场，将达到 75% 的市场渗透率。由此，我们认为 ADAS 发展空间较大，增长前景可观，随着技术落地，ADAS 有望迎来快速增长期，进而带动上游零部件需求释放。

ADAS 关键技术主要包括传感器技术(摄像头、雷达)，芯片与算法。一方面，车载摄像头是 ADAS 系统实现感知功能的基础，而一套完整的 ADAS 系统一般会配置多个摄像头（至少 6 个摄像头），随着 ADAS

系统装配率的提升，摄像头市场空间的增量非常可观；另一方面，车载摄像头但工况复杂，需要满足防磁抗震、防水耐高温等各种性能要求，导致车载摄像头生产工艺较为复杂，技术壁垒较高。因此，我们认为随着 ADAS 系统渗透率提升，有望带动车载摄像头量价齐升，建议关注进入车载摄像头供应链的零部件供应商。

表 22：车载摄像头分类及功能

分类	功能
前置摄像头	车道偏离预警（LDW）、交通标志识别（TSR）、前向碰撞预警（FCW）、车道保持辅助（LKA）、行人碰撞预警（PCW）
侧视摄像头	盲点监控（BSD）、360° 环视影像
后置摄像头	泊车辅助（PA）、360° 环视影像
内置摄像头	疲劳驾驶预警系统、手势识别、情绪识别

资料来源：盖世汽车，山西证券研究所

整体而言，经过长期积累和布局，智能汽车标准体系构建逐步成型，商业化逐渐推进，ADAS 系统有望快速提升渗透率，进而拉动其核心零部件量价齐升，建议关注：1.较早布局汽车智能网联化领域、持续研发投入的整车供应商；2.进入 ADAS 系统及其上游零部件供应链的供应商。

5.投资建议及标的推进

5.1 投资评级

基于以上分析，我们认为产销增速放缓、消费者信心不足为汽车制造商及销售商带来挑战，而汽车行业整体改善仍然需要一定的时间，汽车产销表现不佳的压力向产业链传导，行业缺乏趋势性投资机会。但是，企业竞争加剧，技术不断提升，新四化发展，汽车行业结构性投资机会仍存，维持“中性”评级。

5.2 投资建议

综上所述，我们认为 2019 年下半年汽车行业选股应该遵循三条主线：

一是**整车龙头**：

- 1) 国内汽车行业已经趋于成熟化，行业需求空间有限；
- 2) 持续研发投入为技术优势提供了稳定支撑，车型及销售渠道布局更充分，更具竞争优势。

二是**产品升级空间较大、有望实现海外替代的零部件行业龙头供应商**：

- 1) 技术优势领先，议价能力较强；
- 2) 行业升级空间较大，单车价值量有进一步拉升的空间，为零部件龙头供应商提供了更大的发展空间。

间。

三是**聚焦新能源汽车及智能汽车产业链**：

- 1) 符合国家政策，利好条件多；
- 2) 产业潜在需求大、上升空间足、业绩爆发力强；
- 3) 产业链关键技术节点技术壁垒高、突破难度大，技术领先的供应商有望依托行业快速扩大规模。

5.3 标的推荐

5.3.1 上汽集团（600104.SH）：大市值白马股，市占率遥遥领先

公司简介：公司是国内 A 股市场最大的汽车上市公司，主要业务包括整车、零部件的研发、生产、销售、物流、车载信息、二手车等汽车服务贸易业务，以及汽车金融业务。公司下属整车企业主要包括乘用车公司、上汽大通、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、南京依维柯、上海依维柯红岩、上海申沃等。

业绩回顾：上汽集团的营业收入和归母净利润规模长期领先于其它公司。2018 年度，上汽集团实现营业收入 9021.94 亿元，同比增长 3.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 360.09 亿元，同比增长 4.65%。2019Q1，上汽集团营业收入 1960.16 亿元，同比-16.54%，归母净利润 82.51 亿元，同比-15.00%。

投资逻辑：公司是传统汽车龙头，市场认可度较高，市占率遥遥领先。公司资金链完善，开发经验丰富，销售渠道布局优势加大。公司持续高研发投入，助力公司技术优势领先。公司的新能源汽车布局完整，对纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车均进行了布局，并积极布局实现汽车智能，在智能化、共享化方面具有明显的竞争优势，积极拓展海外业务，业务多元化发展。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 9427.93、9918.18、10364.50 亿元，对应公司 2019 年 6 月 25 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 3.27、3.40、3.50 元/股，对应 PE 分别为 7.73、7.43、7.22 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，销量不及预期。

5.3.2 华域汽车（600741.SH）：研发多点布局，技术优势提升

公司简介：公司主要业务范围包括汽车等交通运输车辆和工程机械的零部件及其总成的设计、研发和销售等，公司主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等，各类主要产品均具有较高国内市场占有率。同时，公司汽车内饰、轻量化铸铝、油箱系统、汽车电子等业务和产品已积极拓展至国际市场。

业绩回顾：2018 年公司实现营业收入 1571.70 亿元，同比+11.88%，归母净利润 80.27 亿元，同比增加

22.48%。2019Q1 公司营业收入 355.71 亿元，同比-11.62%，归母净利润 18.45 亿元，同比-36.61%

投资逻辑：公司与国内多家整车厂建立了良好合作关系，客户资料丰富且结构完善。公司积极布局海外市场，具有海外市场发展优势。公司推行多维发展模式，全产业链布局保证业绩增长的稳定性。公司在汽车电动化、智能化、网联化的多个关键节点都进行了布局，且研发和产业投入仍然在持续加大，技术优势持续加大，产业链协同作战能力持续加强。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 1664.43、1769.29、1868.37 亿元，对应公司 2019 年 6 月 25 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.36、2.52、2.66 元/股，对应 PE 分别为 9.07、8.50、8.04 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：原材料价格大幅上涨，汽车行业景气度不及预期，下游客户拓展不及预期。

5.3.3 星宇股份（601799.SH）：产品机构持续优化，高端化路线持续推进

公司简介：公司专注于汽车（主要是乘用车）车灯的研发、设计、制造和销售，是我国主要的汽车车灯总成制造商和设计方案提供商之一，产品主要包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯、日间行车灯、室内灯、转向灯等，客户涵盖多家国内外主要的汽车整车制造企业。公司控股子公司 I&T 公司从事柔性扁平电缆生产销售业务。

业绩回顾：公司 2018 年度实现营业收入 50.74 亿元，同比增长 19.24%，实现归母净利润 6.11 亿元，同比增长 29.91%。2019Q1 公司实现营业收入 14.24 亿元，同比增长 21.21%，归母净利润 1.70 亿元，同比增长 30.15%。

投资逻辑：公司具有车灯自主研发体系，能够快速响应客户需求，提升市场认可度。公司产品线齐全，客户覆盖多家国内外汽车整车制造企业业绩确定性较强。公司产品结构持续优化，高端化路线持续推进，产品单车价值量提升，进而为公司业绩提供增长点。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 62.11、75.96、90.54 亿元，对应公司 2019 年 6 月 25 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.95、3.91、4.64 元/股，对应 PE 分别为 24.20、19.16、14.52 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，公司下游客户销量增速不及预期。

5.3.4 潍柴动力（000338.SZ）：细分行业龙头，受益重卡行业高景气度

公司简介：公司是中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一，致力于打造最具品质、技术和成本三大核心竞争力的产品，成功构筑起了动力总成(发动机、变速箱、车桥)、整车整机、液压控制和汽车

零部件四大产业板块协同发展的新格局。公司主要产品包括全系列发动机、重型汽车、轻微型车、工程机械、液压产品、汽车电子及零部件等。

业绩回顾：公司 2018 年度营业收入约为 1592.56 亿元人民币，同比增长 5.1%，归属于母公司股东的净利润约为 86.58 亿元人民币，同比增长 27.2%。2019Q1 公司实现营业收入 452.12 亿元，同比增长 15.30%，归母净利润 25.91 亿元，同比增长 34.99%。

投资逻辑：超载治理趋严，部分地区实施国六排放标准，叠加周期性换车需求，重型货车有望在 19 年维持高位运行，公司作为国内重型货车发动机行业龙头，市占率遥遥领先，叠加控股子公司陕西重型汽车有限公司重型卡车稳居国内重型货车第一梯队，为公司提供了稳定的增量；公司持续研发高投入，已完成全系列 2L-13L 国六发动机开发和认证工作，并满足小批量投放条件多款发动机获得了欧 VI d 排放认证证书，技术优势持续扩大，产品不断升级；积极布局包括氢燃料电池在内的新能源汽车产业链，拓宽产品品系。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 1707.22、1828.44、1941.80 亿元，对应公司 2019 年 6 月 25 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.17、1.25、1.48 元/股，对应 PE 分别为 10.47、9.86、8.32 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：重卡景气度不及预期，海外业务推进不及预期。

5.3.5 先导智能（300450.SZ）：锂电设备优质供应商，优质客户为公司业绩护航

公司简介：公司是全球新能源装备的龙头企业，涵盖锂电池装备、光伏装备、3C 检测装备、智能仓储物流系统、汽车智能产线等业务，专业从事高端自动化成套装备的研发设计、生产销售，为锂电池、光伏电池/组件、3C、薄膜电容器等节能环保及新能源产品的生产制造商提供高端全自动智能装备及解决方案。

业绩回顾：公司 2018 年度营业收入 38.90 亿元，同比增长 78.70%，归属于母公司股东的净利润约为 7.42 亿元，同比增长 38.31%。2019Q1 公司实现营业收入 8.44 亿元，同比增长 28.49%，归母净利润 1.94 亿元，同比增长 12.04%。

投资逻辑：公司在部分领域拥有国内外优质客户。公司坚持高端定位，符合国家政策方向，持续研发投入，具有技术优势。公司是国内锂电设备龙头，纯电动汽车发展态势良好，为公司业绩提供了稳定的增长点。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 51.54、65.20、78.89 亿元，对应公司 2019 年 6 月 25 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.27、1.60、2.11 元/股，对应 PE 分别为 24.20、19.16、14.52 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：行业政策大幅调整，业务推进不及预期。



表 23：推荐公司盈利预测表

证券代码	证券简称	股价（元/股）	EPS（元）				PE（TTM）				评级
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
600104	上汽集团	25.28	3.08	3.27	3.40	3.50	8.20	7.73	7.43	7.22	买入
600741	华域汽车	21.41	2.55	2.36	2.52	2.66	8.41	9.07	8.50	8.04	买入
601799	星宇股份	70.98	2.21	2.95	3.91	4.64	36.37	24.20	19.16	14.52	买入
000338	潍柴动力	12.28	1.09	1.17	1.25	1.48	11.25	10.47	9.86	8.32	买入
300450	先导智能	30.63	0.84	1.27	1.60	2.11	36.37	24.20	19.16	14.52	买入

注：基于 2019 年 6 月 25 日市场数据

资料来源：wind，山西证券研究所

6.风险提示

- 1) 汽车行业政策大幅调整；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 上游原材料价格大幅波动；
- 4) 股市震荡风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20% 以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

