

2019年汽车行业中期投资策略 ——静待拐点，迎接“电动化、智能化”到来

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

1. 2019H1行业回顾

- 1.1 行情回顾：行业低于市场走势
- 1.2 2019上半年市场特征
- 1.3 短期市场判断-2019前抑后扬
- 1.4 行业增长之人口红利因素
- 1.5 行业增长之地域限制因素

2. 2019年投资主线-行业龙头

- 2.1 上汽集团（600104.SH）-技术和资金储备深厚，行业龙头地位稳固
- 2.2 广汽集团（601238.SH）-传祺新品可期、日系强势回归

3. 智能、电新化带来的零部件机会

- 3.1 华域汽车（600741.SH）-低估值龙头

I.行业Q4有望出现拐点

I.1行情回顾：行业低于市场走势

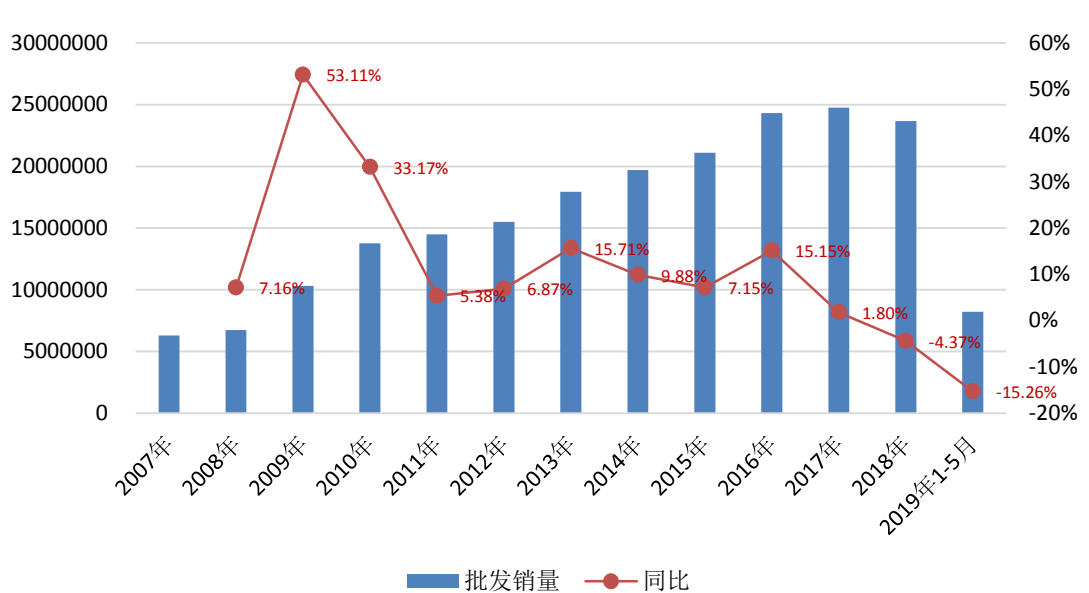
- 市场认为车市或将进入长期零增长甚至负增长阶段，汽车行业指数走势大幅低于沪深300。
- 2019年1-5月我国乘用车销售833.4万辆，同比减少11.7%，延续了2018年下半年的下滑趋势。分车型来看，各类车型均出现了明显下滑，轿车、SUV、MPV分别下滑了10.6%、11.7%、21.4%，SUV渗透率增速下降。市场低迷消费信心不足，同时由于国五国六排放的切换，消费者对国家汽车消费刺激政策的期待，市场观望情绪浓厚。

图1：汽车行业与沪深300走势对比



资料来源：Wind、银河证券研究院

图2：2019年1-5月乘用车销量



资料来源：CAAM、银河证券研究院

I.2 2019上半年市场特征

- 批发端同比继续下滑、排放政策变动带来库存承压、终端促销力度加强是19年乘用车行业上半年期间的三大特征。
- 批发销量同比持续下滑。2018年7月以来，批发销量进入同比负增速通道。进入2019年后，销量仍延续以往下降态势，前5个月各月度同比增速均处历史低位，累计同比下滑15.26%。

图3：2019年1-5月乘用车销量

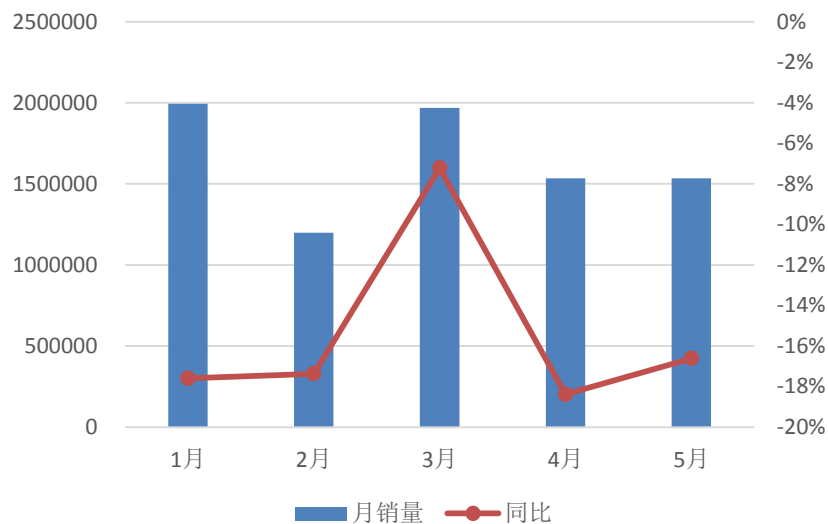
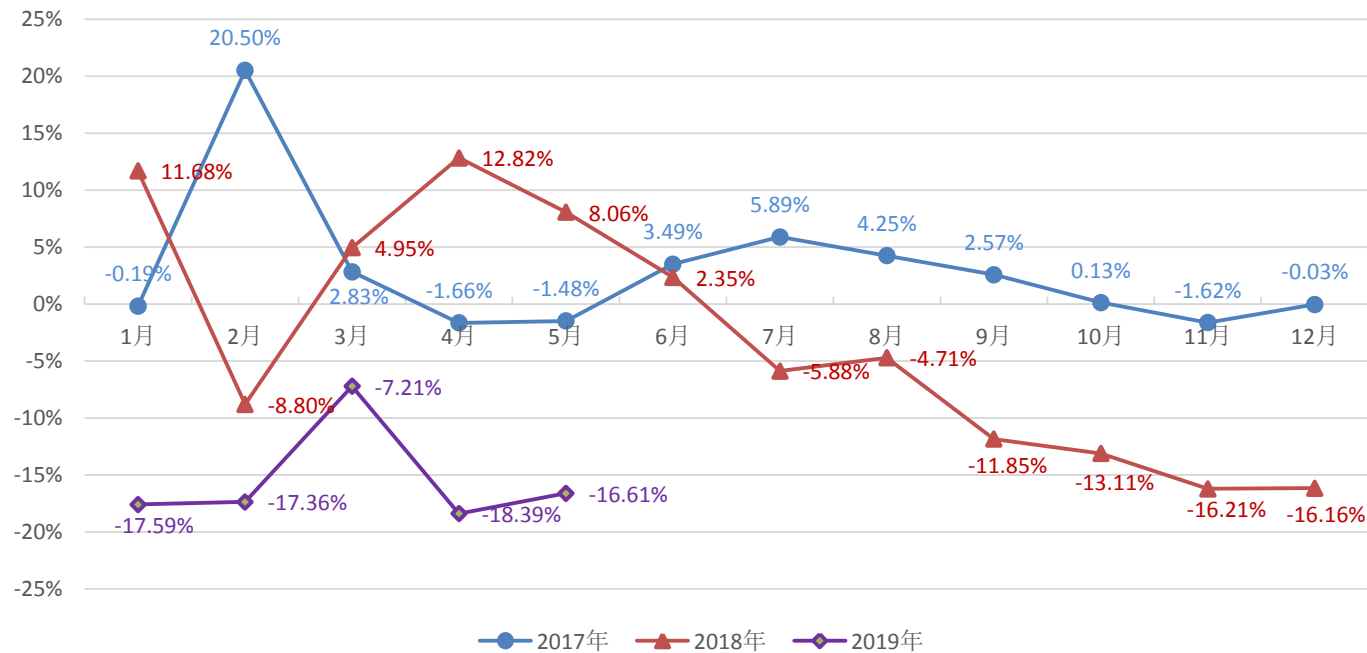


图4：2017-2019年月度乘用车销量同比变化



资料来源：乘联会、银河证券研究院

I.2 2019上半年市场特征

1、自主品牌分化，集中度持续提高。

自主品牌整体渗透率下降，前十集中度持续提高，销售前十占自主品牌比例首次超过90%，较2017年提高了近4%。一线自主出现分化，受产品周期的影响，2019年1-5月上汽和广汽销量大幅下降，吉利小幅下滑，长城和比亚迪逆势增长得益于爆款新能源车型的推出。随着汽车销售低迷持续，合资品牌降价销售对自主品牌形成一定压力，自主品牌市场总份额下降，而弱势自主品牌受到一线自主和合资品牌下移的双重挤压，加之国六及双积分的压力，我们预计自主品牌主机厂亏损家数将进一步增加。

2、合资品牌承压，仅日系保持正增长

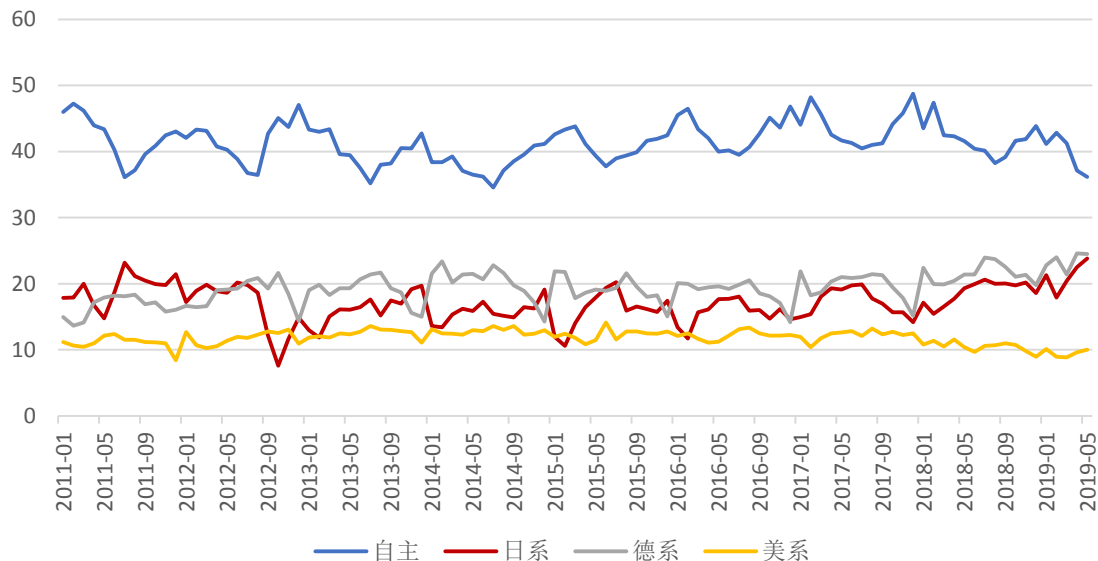
德系、日系、美系、韩系和法系乘用车分别销售195.53万辆、178.64万辆、80.47万辆、38.64万辆和6.11万辆，分别占乘用车销售总量的23.28%、21.27%、9.58%、4.69%和0.73%。与上年同期相比，日系品牌乘用车销量略有增长，其他外国品牌均呈下降，法系降幅超过60%。

图4：2017-2019年月度乘用车销量同比变化

表1.中国品牌乘用车前十家生产企业销量排名

排名	2017年1-5月（万辆）	2018年1-5月（万辆）	2019年1-5月（万辆）
1	上汽集团 96.21	上汽集团 106.94	上汽集团 76.92
2	中国长安 54.32	吉利控股 65.27	吉利控股 56.27
3	吉利控股 45.63	中国长安 45.81	长城汽车 37.25
4	东风集团 35.26	长城汽车 35.32	中国长安 32
5	长城汽车 34.71	东风公司 31.75	奇瑞汽车 22.13
6	北汽集团 27.14	北汽集团 24.14	东风公司 20.01
7	奇瑞汽车 23.1	广汽集团 23.11	比亚迪汽车 18.72
8	广汽集团 20.75	奇瑞汽车 22.97	北汽集团 16.2
9	比亚迪汽车 15.17	比亚迪汽车 18.46	广汽集团 14.45
10	华晨汽车 11.37	湖南江南 13.57	众泰汽车 8.9
前十占中国品牌比重	87%	89%	91%

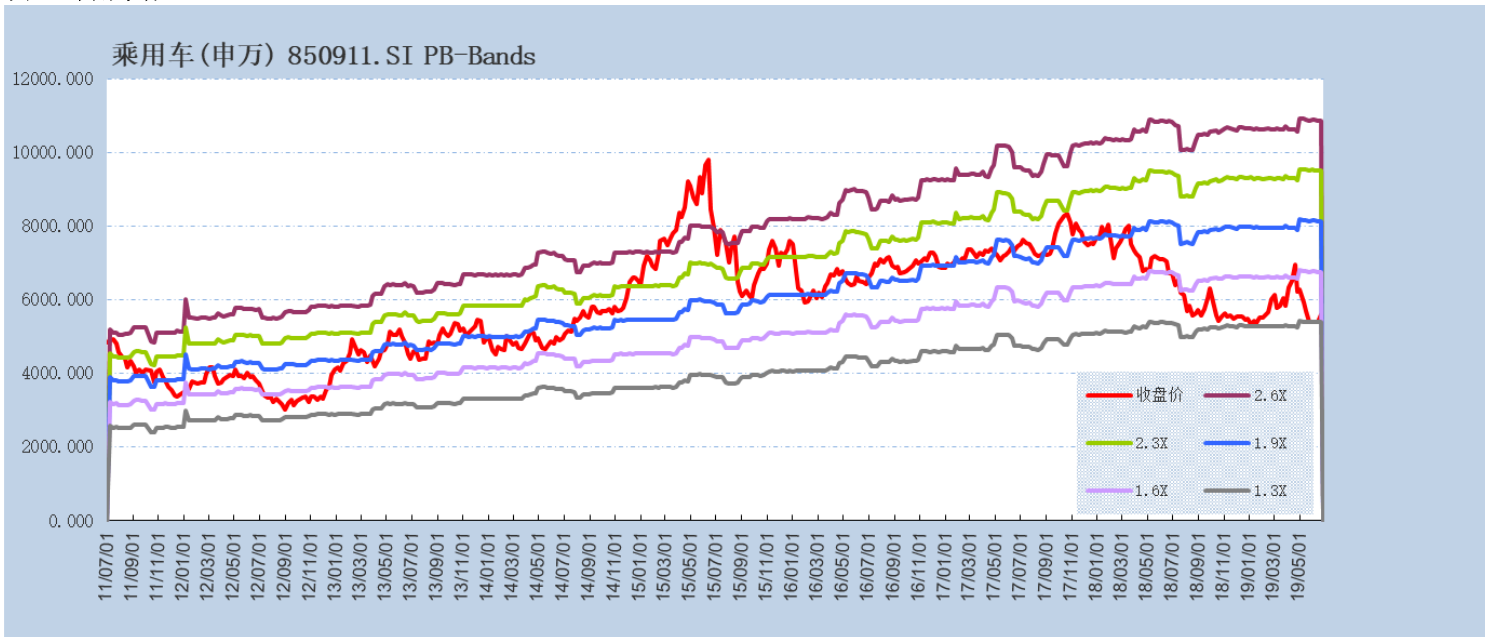
图5：各国品牌销量占比变化（%）



1.3 短期市场判断-2019前抑后扬

- 1、汽车行业目前处于周期底部，板块的盈利能力明显下滑，主机厂由于销量低迷拖累营收和毛利率，加之固定成本较高，业绩波动性较大，目前PB估值法较适合。从整车行业整体历史的估值来看，2019年PB已创新低，为1.3倍附近。
- 2、2017年以来，乘用车板块估值进入下行通道，一方面由于宏观经济下行、三四线城市房价上涨导致消费能力低迷，另一方面，市场担忧由于进口车关税下降、进口品牌股本比例放开后国内行业将保持长期景气下滑。但我国汽车保有量还远未到顶，我国居民人均GDP增长和基础设施建设还在继续，汽车千人保有量与发达国家相比仍然有较大增长空间，目前汽车从普及期到普及后期过渡的调整阶段，在调整出清落后产能后，将会重新回归增长。
- 3、国六排放标准政策的实施导致短期内行业供需错位，5-6月终端优惠加大，零售端企稳；但批发端由于经销商库存高、国五车企停止发货、国六车型铺货视各大主机厂产品储备情况表现不一，批发端预计维持双位数下滑。7月国六排放标准实施之后，前期消费者积压的持币观望情绪将逐步释放，批发、零售数据预计将逐渐同步，我们预计**销量拐点有望最早于四季度出现**。

图6：乘用车行业PB-Bands



1.4 行业增长之人口红利因素：千人保有量仍处于较低水平

- 2003年至2017年，中国汽车工业飞速发展，CARG达到17%，2017年底，国内汽车保有量达到2.17亿台，汽车千人保有量从2003年的17台达到2017年的156台，用时14年。
- 纵观全球，中国千人人均保有量仍处于较低水平。

图7：中国汽车千人人均保有量增长情况

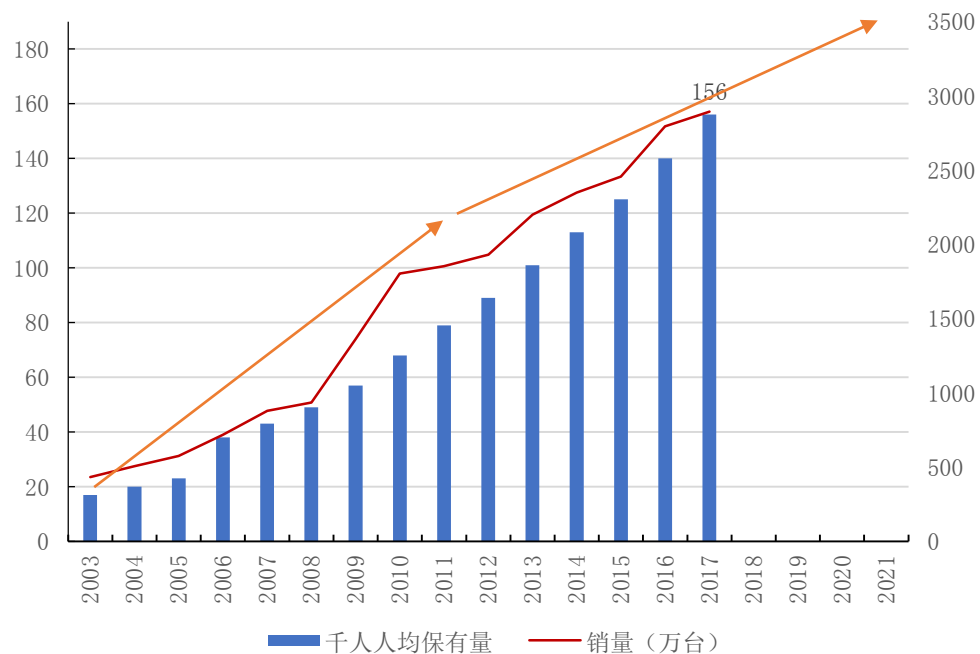
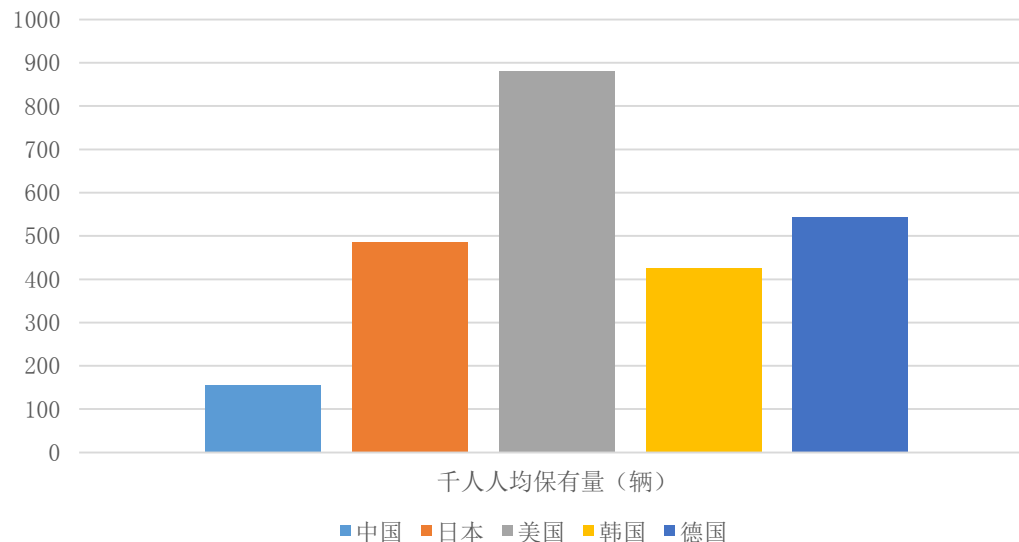


图8：各国千人人均保有量（辆）



I.4 行业增长之人口红利因素：可支配收入与千人保有量-日本

- 中国汽车消费市场同时具有日本与美国市场的特征：东部沿海地区类似于日本，中西部地区类似于美国。
- 日本：中位数城市是销量增长驱动主力。一线城市由于地域限制，销量最先达到饱和。
- 人均GDP与可支配收入的不是限制因素，每平方公里保有量是日本汽车市场的主要限制因素。

图9：日本千人人均保有量随人均可支配收入下降而放缓

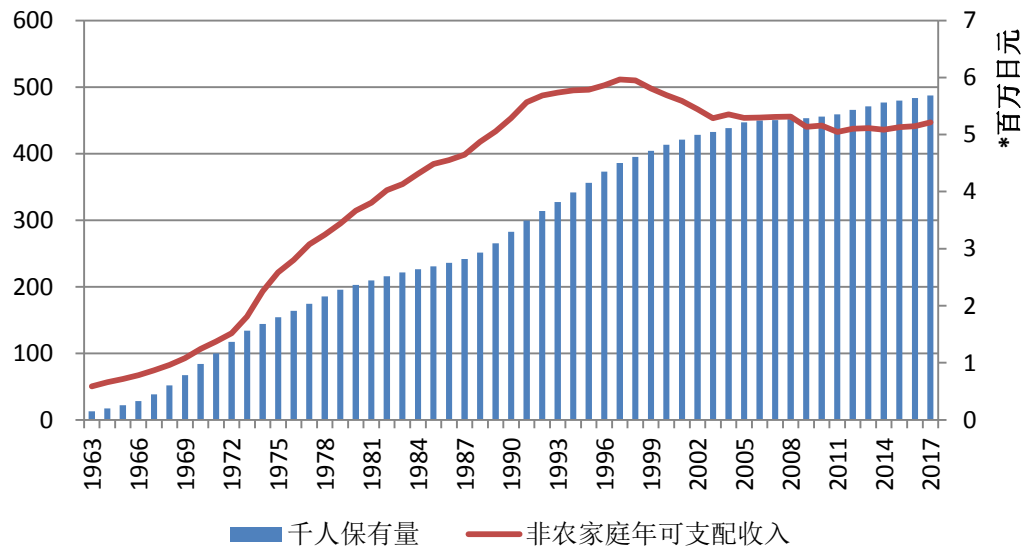
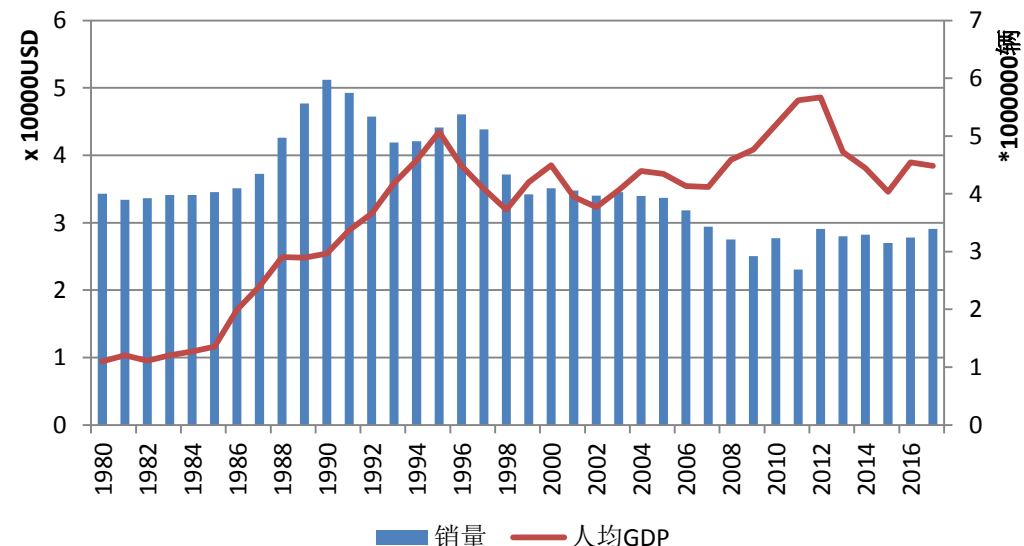


图10：日本汽车销量与人均GDP关系



1.4行业增长人口红利因素：可支配收入与千人保有量-美国

- 美国：地域辽阔，每平方公里保有量不再是主要限制因素。
- 美国汽车销量与人均GDP有较密切的正相关。

图11：美国汽车销量随着人均GDP增加而增加

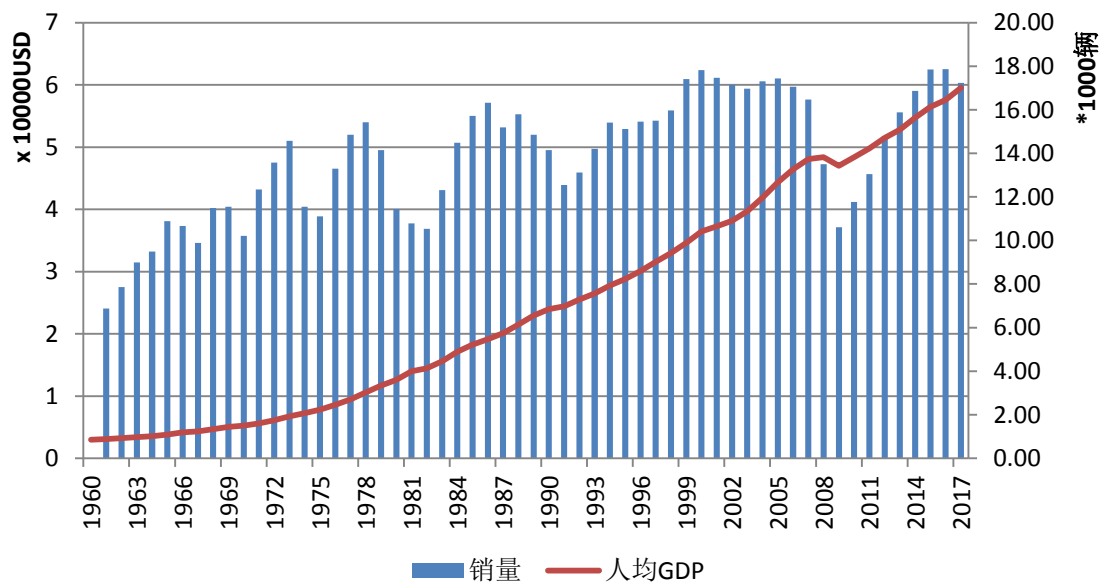
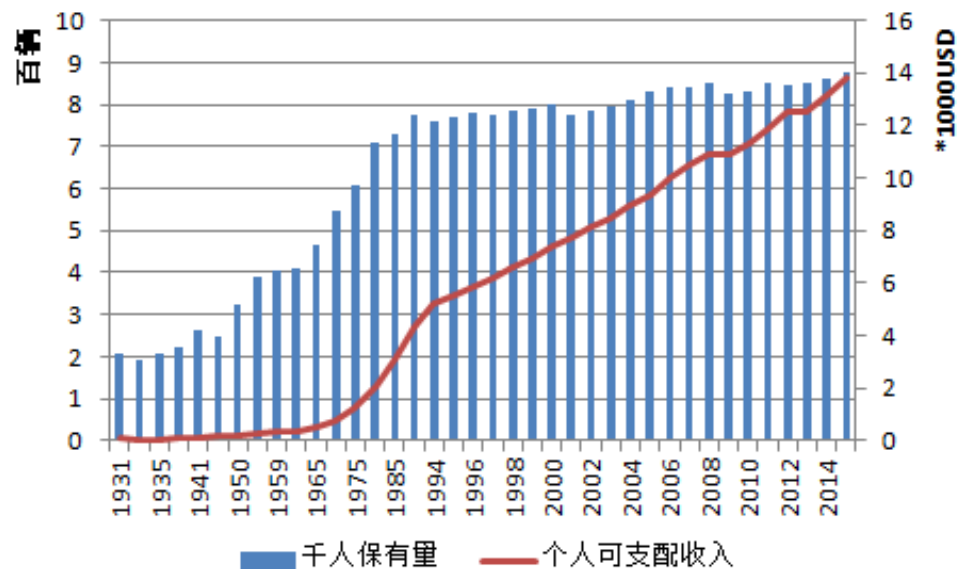


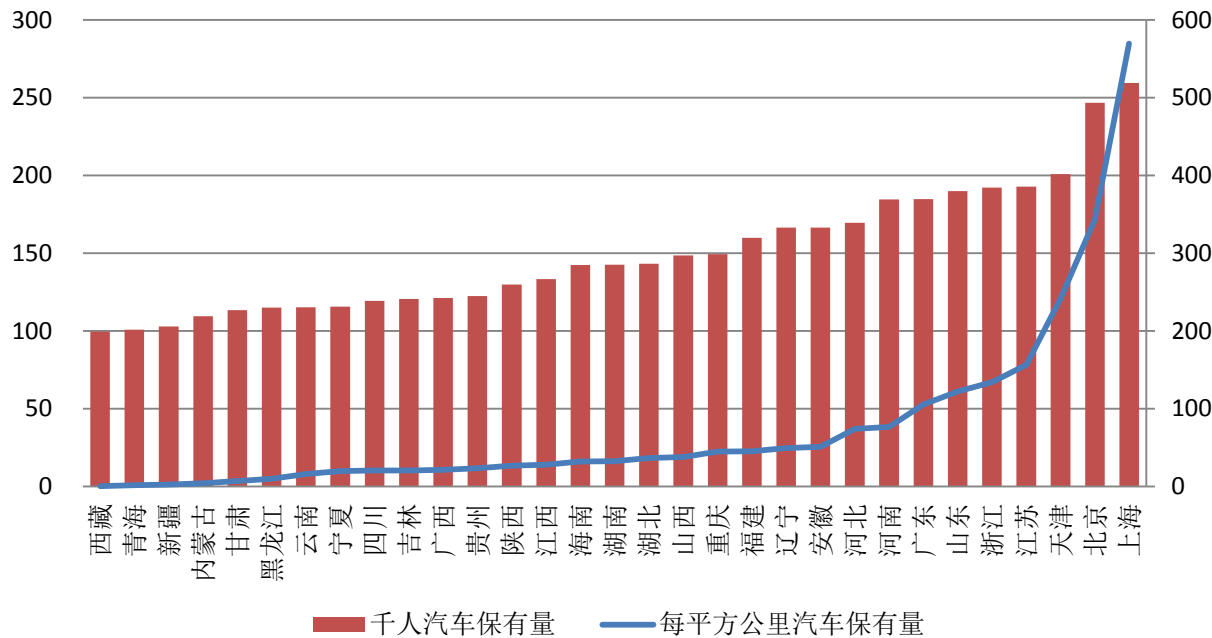
图12：美国千人保有量随人均可支配收入增加而增加



1.5行业增长之地域限制因素：中西部地区保有量空间仍然较大

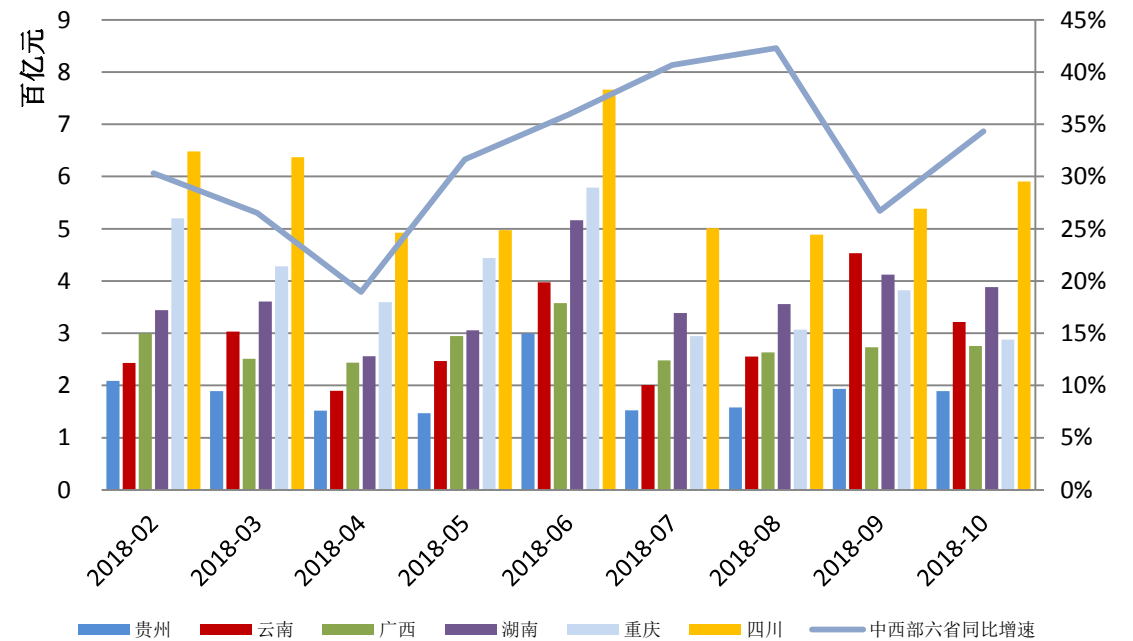
- 中西部地区每平方公里保有量与沿海地区相比差距仍然较大，是未来行业增长主要驱动力。
- 长期看，汽车销量增长的限制因素仍然处于较低水平。驱动增长的必要条件仍然满足，增长趋势不变。
- 短期看，三四线城市及中西部地区房地产投资增速超预期，对汽车消费造成挤压。

图13: 各省市汽车保有量



资料来源: Wind、银河证券研究院

图14: 中西部各省房地产销售额及增速

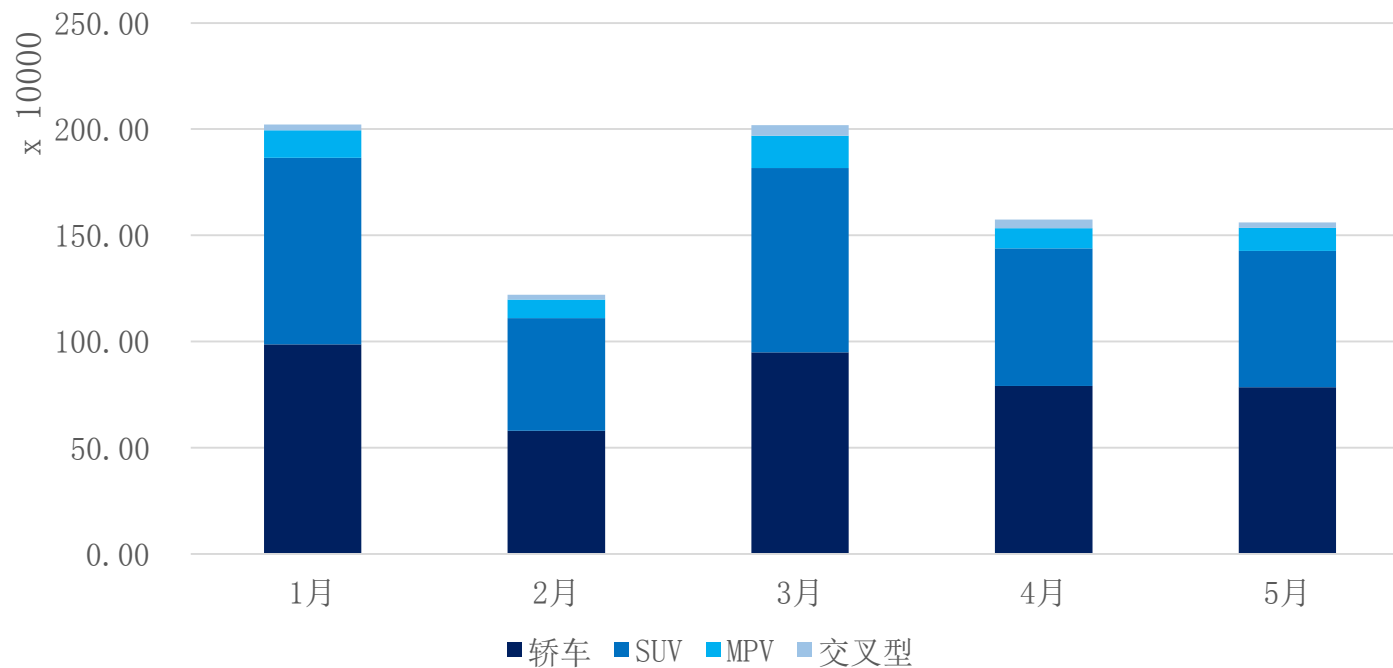


资料来源: Wind、银河证券研究院

2. 2019年投资主线-行业龙头

- 2019年1-5月，乘用车总体销量出现了同比负增长。上汽、广汽、吉利同比下滑17%、-3.25%与-13.79。仅有华晨、长城和比亚迪实现了6.14%，5.11%和1.41%的正增长。
- 合资品牌中上汽大众和上汽通用短期面临销售压力，但公司技术和资金储备深厚，行业龙头地位稳固。
- 未来落后产能将不断出清

图15：乘用车月度销量

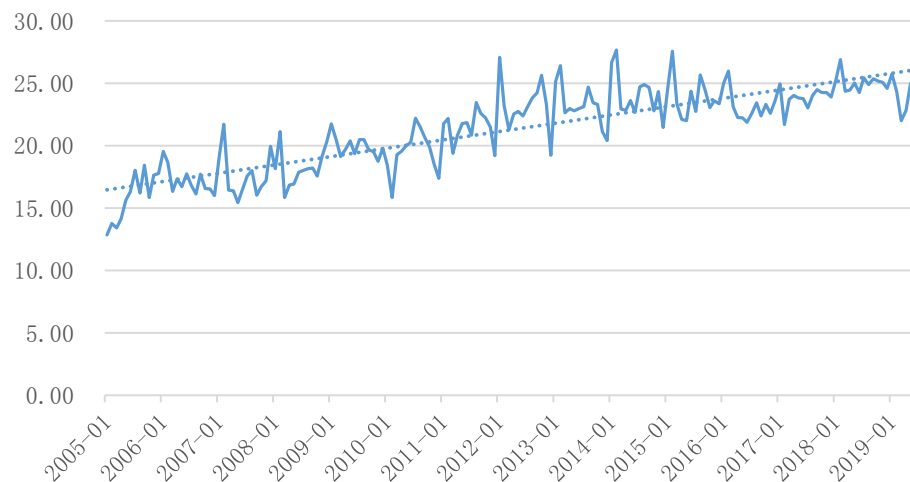


资料来源：中汽协、银河证券研究院

2.1 上汽集团（600104.SH）-技术和资金储备深厚，行业龙头地位稳固

- 2019年1-5月公司累计销量为247.1万辆，同比下降16.7%。
- 上汽大众：销量76.5万辆，2019将加速推进新能源、市占率稳步提升。
- 上汽通用：销量69.4万辆，同比下降15.15%，下半年将推出别克VELITE6和雪佛兰纯电车型，有望带来销量提升。
- 上汽乘用车：销量26.2万辆（同比-13.58%），成功打造RX5明星车型及Marvel X纯电动汽车标杆产品。2019年新品尚未上市，但从新车规划来看，Vision-i或有助进一步提升市占率。

图16：上汽集团市占率



资料来源：公司公告、银河证券研究院

表2：上汽集团品牌销量

主要品牌	2019年1-5月累计销量	同比
上汽大众	765,097	-9.31%
上汽通用	693,683	-15.15%
上汽乘用车	261,623	-13.58%
上汽通用五菱汽	644,712	-27.92%
上汽申沃客车	240	182.35%
上汽依维柯红岩商用车	26,237	-9.27%
南京依维柯汽车	10,007	-26.45%

资料来源：公司公告、银河证券研究院

2.1 上汽集团（600104.SH）-加速“四化”布局

- “电动化”、“智能网联化”、“共享化”、“全球化” 自主品牌发展迅速，整体市占率逐渐提升。
- 依托自身优势，携手英特尔、阿里巴巴、华为、移动及宁德时代等产业巨头开启新一轮汽车技术升级道路。

● 投资建议：

- 中国消费升级，汽车龙头扩张的价值首选；
- 优秀的本地化经营管理对抗关税下调、股比放开等不利因素；
- 业绩增长稳定，分红预期不减。预计19-21年增速分别为4%/6%/6%，EPS为3.16/3.39/3.62元，对应PE为8/8/7倍。

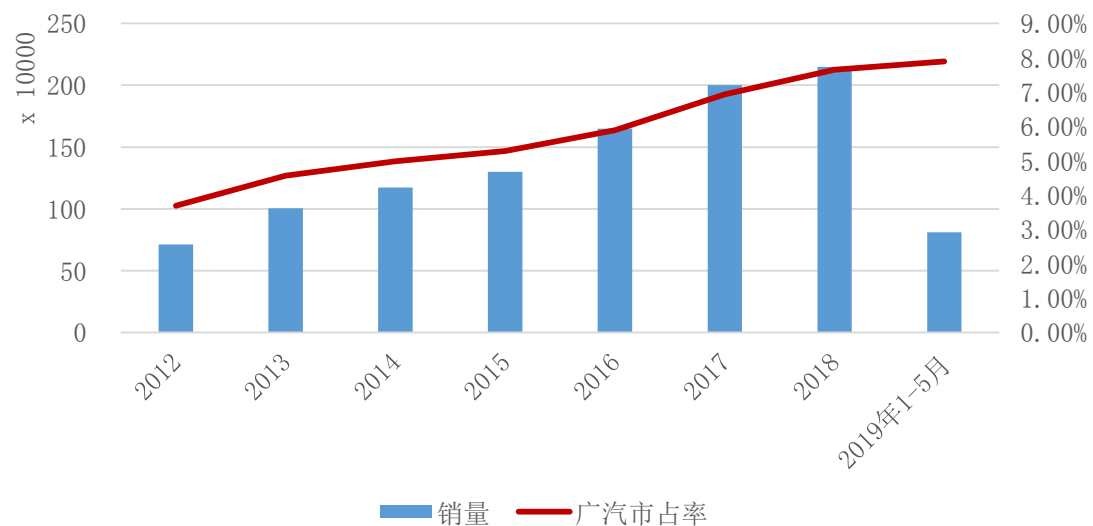
● 风险提示：

- 汽车市场整体销量不达预期；

2.2 广汽集团（601238.SH）- 日系强势回归、传祺新品可期

- 2019年前5月，广汽集团市占率达到7.90%，同比提升0.25个百分点。
- 2019年日系表现抢眼，广本、广丰市占率分别提升0.5、0.4个百分点。
- 广汽乘用车2019年前五个月销量同比下降38.20%，自主品牌降幅收窄，改款GS4、GS8及全新MPVGM6等新车上市有望带动销量企稳回升。

图17：广汽历年销量与市占率



资料来源：公司公告、银河证券研究院

表3：广汽集团品牌销量

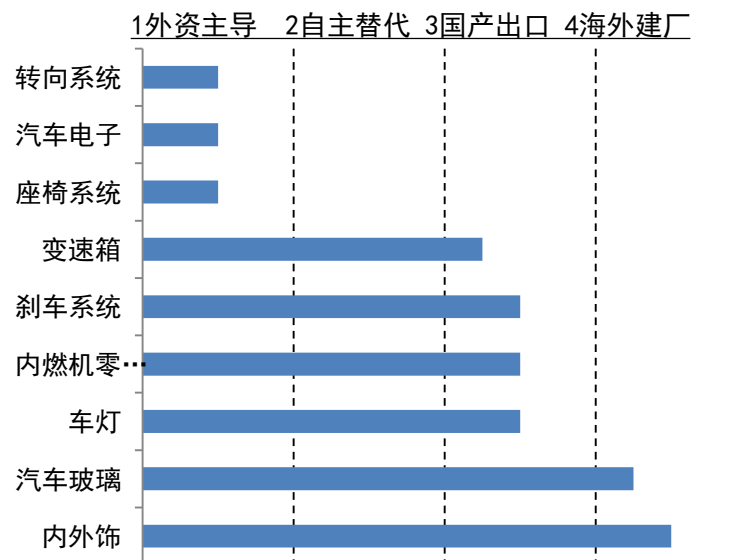
主要品牌	2019年1-5月累计销量	同比
广汽本田	323,167	18.28
广汽丰田	255,724	25.12
广汽乘用车	142,823	-38.20
广汽菲亚特	30,672	-47.93
广汽三菱	52,029	-17.49
本田汽车(中国)	4,921	-5.04
广汽日野汽车	1,250	-35.96

资料来源：公司公告、银河证券研究院

3.智能、电新化带来的零部件机会

- 纵观全球，欧洲、美国及日本汽车工业起步早，在百余年的发展历程中，汽车零部件产业也同步发展起来，形成了**德尔福、博世、麦格纳**等系列国际零部件巨头。相比之下，中国汽车工业起步晚，海外零部件企业进入国内市场，获得了先发优势，并压制了自主零部件企业。因此，国内零部件企业多从二级代工起步，规模较小，产品简单，格局分散，行业内缺乏具备同步研发能力的一级供应商。
- 但凭借多年专注、依靠成本和规模优势，自主零部件企业逐渐开始在内饰、汽车玻璃、轮毂、空调系统、车灯和内燃机等成熟的子行业，实现了外资替代，并通过海外建厂或并购，逐渐超越国际同行，成长为全球巨头。
- 与此同时，电动化、智能化的新趋势也将为汽车行业带来变革。在汽车电动化趋势下，大三电（电池、电机和电控）将逐渐取代传统动力总成，小三电（电动空调、电动转向和电动刹车）的价值量较燃油车也将有明显提升。而智能化浪潮下，ADAS 产业链，包含感知层、芯片算法到执行端（刹车和转向）等细分行业都将获得快速增长。

图18：国内零部件子行业发展情况



资料来源：银河证券研究院

3.1 低估值龙头—华域汽车（600741.SH）

- 国内最大汽车零部件生产商。
- 与博世、大陆、法雷奥等国际巨头深度合作，成为内饰件、车灯、转向系统等多个细分行业龙头。在国际大分工背景下，公司整合江森内饰，形成全球最大的内饰件公司——延锋内饰（YFAI）。
- 积极布局新能源汽车电驱动系统、毫米波雷达等。

表4：国际零部件龙头估值情况（2018）

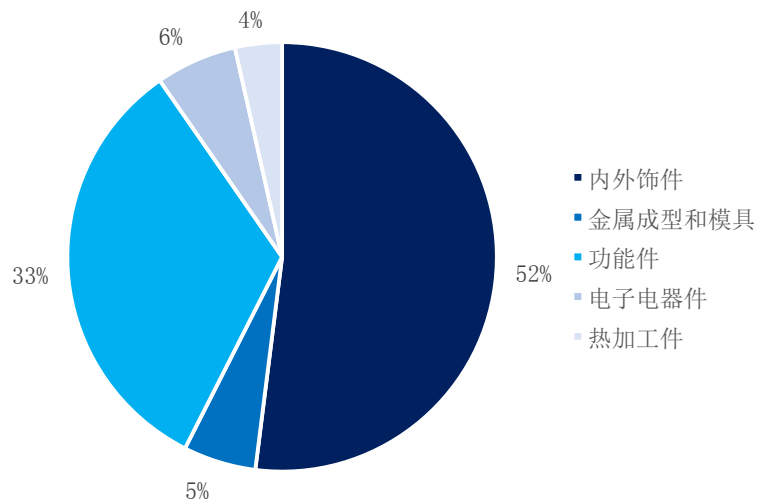
公司	市值 (百万美元)	收盘价 (美元)	净利润（百万美元）			ROE			PE			PB		
			2016	2017	2018E	2016	2017	2018E	2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
法雷奥	17,532	73.2	1,024	1,198	1,371	24.4%	22.2%	22.6%	15.8	14.4	12.6	3.6	3.1	2.6
大陆	53,758	268.8	3,102	3,774	4,182	20.7%	20.2%	19.4%	16.2	14.3	12.9	3.2	2.7	2.4
电装	47,109	59.3	2,383	2,075	2,672	8.0%	7.3%	8.9%	20.6	22.7	17.3	1.6	1.7	1.5
现代摩比斯	23,296	239.3	2,620	2,297	2,810	11.2%	8.5%	9.6%	8.1	10.1	8.2	0.9	0.8	0.8
爱信精机	16,433	55.8	1,172	991	1,159	10.8%	9.7%	10.2%	14.2	15.8	13.2	1.4	1.5	1.3
华域汽车	13,096	4.2	923	1,003	1,098	18.8%	18.6%	16.6%	14.2	13.1	11.9	2.3	2.1	1.9

资料来源：Bloomberg、银河证券研究院

3.1 低估值龙头—华域汽车

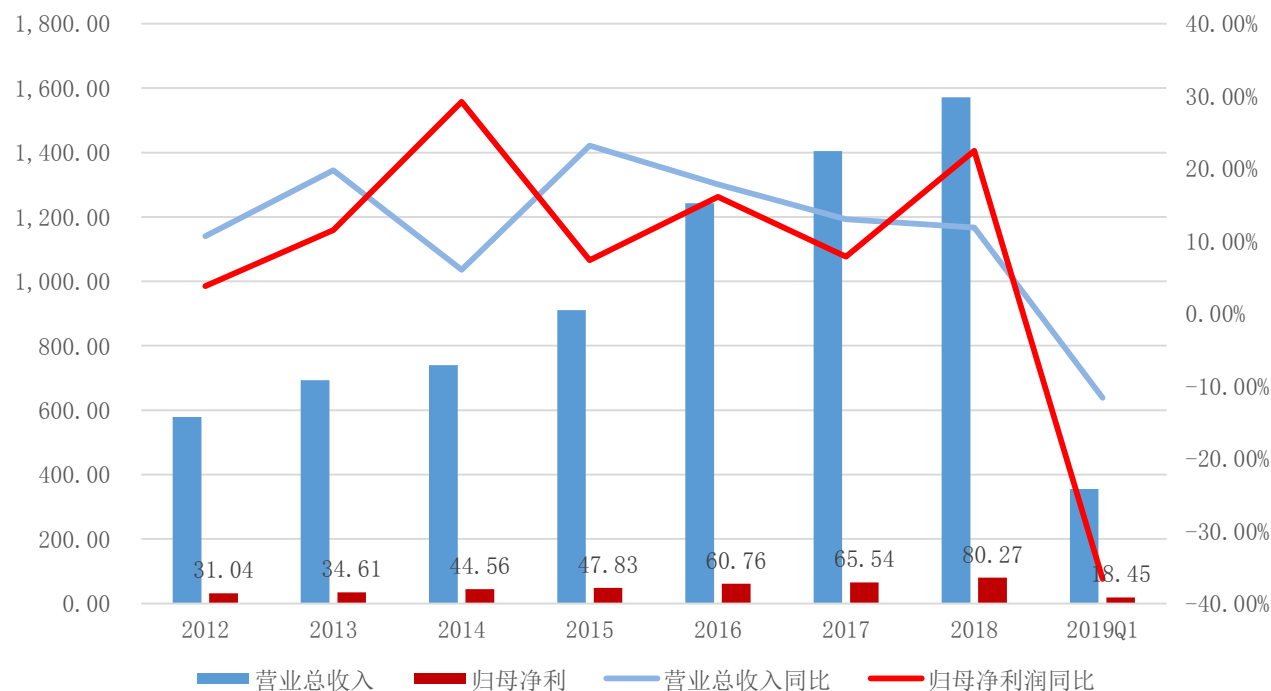
- 2019年第一季度公司实现营业收入355.71亿元，同比下降11.62%，实现归母净利润23.84亿元，同比增下滑33.44%；

图19：华域汽车2018年营业收入占比



资料来源：公司公告、银河证券研究院

图20：华域汽车营收与归母净利润



资料来源：Wind、银河证券研究院

3.1 低估值龙头—华域汽车（600741.SH）

看点一：业绩稳定、低估值、高分红

- 公司是业绩稳健型白马股，17年估值修复驱动股价大幅上涨94.0%，18年以来公司股价下23.57%，与汽车板块整体表现偏弱及公司估值水平修复过快获利盘回吐有关。中短期来看乘用车行业由于购置税优惠政策退出以及进口车关税降低的因素，增速面临一定压力，长期而言随着行业竞争加剧及汽车市场开放程度提高，公司凭借**核心技术**、**规模优势**和**优质客户资源**，仍极具竞争力。
- 公司低估值、高分红价值进一步显现，截至2018年12月25日，PE9.85倍，显著低于SW零部件23.92倍的PE估值水平，也低于国际零部件龙头15倍的PE估值水平。我们认为公司PE估值水平较低，主要受上汽估值制约，随着“零级化、中性化、国际化”战略推进，公司不断提升自身核心竞争力，并积极开拓上汽系以外客户和海外市场，估值水平有望迎来重塑。

看点二：公司持续优化业务结构。

- 17年公司收购上海小糸车灯使汽车智能照明业务成为其全资掌控的核心业务。通过对博世汽车转向系统公司的收购，使公司与博世在我国乘用车转向机业务形成“一个平台”战略。新能源汽车领域，公司合资控股华域麦格纳，布局未来核心产品电驱动桥，同时驱动电机、电动转向产品、电动空调压缩机、新能源电池托盘等已获得德国大众、上汽乘用车等主机厂配套定点；智能汽车领域，公司24GHZ 后向毫米波雷达已量产，成为国内首家自主研发并实现量产的毫米波雷达供应商。

3.1 低估值龙头—华域汽车（600741.SH）

● 传统主业仍发挥“压舱石”作用，新能源领域多点开花

—公司将继续巩固传统业务优势，加强市场开拓、提升运行效率、降低结构成本，发挥稳定公司业绩的安全垫作用，同时也加快新能源电驱动系统等新兴业务核心技术和配套市场的突破，为公司未来业务发展以及利润增长提供有力支撑。

表5：公司已布局新能源车零部件领域

下属企业	布局领域	进展情况
华域电动	驱动电机及电力电子箱	全新一代的扁铜线驱动电机已成功配套上汽乘用车荣威ERX5，并实现批量化供货。2017年公司批量供货驱动电机 27,875 台，同比增长 64%，供货电力电子箱16,340 台，同比增长18.4%。 已成功完成上汽商用车EM18项目，上汽通用K228项目驱动电机系统的定点配套，获得大众全球电动汽车平台（MEB 平台）项目的定点意向
华域麦格纳	电驱动系统	公司已获得上汽大众、一汽大众关于大众 MEB 平台电驱动系统总成相关产品的定点意向书。
华域三电	电动空调压缩机	2017年，该公司新增上汽乘用车ERX5、e950、沃尔沃S90混合动力、广汽集团GS4混合动力等车型的配套，全年共完成各类电动压缩机批量供货 55,000多台（套）。
上海马勒	电空调及热管理系统	公司为上汽通用新能源汽车、上汽乘用车荣威 E50 纯电动汽车、荣威 e550 插电式混合动力车、荣威 e950 和荣威 eRX5 混合动力车以及沃尔沃新能源汽车等配套生产空调总成、冷却模块、电池冷却器共计 39,897 台（套）
博世华域	电子转向机	公司已具备双齿轮式、管柱式及齿条式电动转向系统配套能力，电动转向系统产品 2017 年已实现配套 485.7 万件，其中部分电子转向机已实现向新能源汽车配套。
法雷奥电器	启停系统	2017年发电机、起动机累计向新能源汽车批量供货 46,420 台（套）
华域皮尔博格泵	电子泵	已形成电子泵类产品的应用开发及批量供货能力
上海汇众	电子制动	已成功研发 Ebooster（电控助力器）和主动蓄能器产品

3.1 低估值龙头—华域汽车（600741.SH）

- 投资建议：

- 公司是低估值高分红的细分行业龙头，其汽车内饰业务具有全球竞争力。同时公司积极开拓新能源及智能驾驶领域，有望打开新的成长空间。

- 我们预计公司19-21年EPS分别为2.36/2.53/2.73元，其中剔除18年1季度由于小系车灯并表导致股权增值带来的投资收益后EPS为2.33元，按最新收盘价计算19-21年对应PE分别为9.2/8.57/7.96倍，维持“推荐”评级。

- 风险提示

- 宏观经济增速不达预期，汽车行业景气度下行。

- 乘用车行业竞争如果加剧可能导致零部件企业利润空间受到挤压。

- 海外业务拓展存在一定不确定性，盈利或不达预期。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

李泽晗，证券分析师。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。



分析师：李泽晗

☎：(8621) 68597610

✉： lizehan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518110001

特别鸣谢：周劲涛