

汽车与汽车零部件行业2020年度策略报告

——曙光将至，车市波动下的结构性机会

证券研究报告 2019年12月

证券分析师: 满在朋

电话: 021-57097188 E-MAIL: manzaipeng@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020519070001

联系人: 薛雨冰

电话: 021-51097188 E-MAIL: xueyubing@gyzq.com.cn

联系人: 黄浦

电话: 021-57097188 E-MAIL: huangpu@gyzq.com.cn

序

中国汽车市场的潜在增长力依旧

1. 汽车市场依旧是增量市场，未来增量将主要集中在中西部以及低线城市，预计销量峰值为4151.3万辆/年。
2. 新能源汽车市场在明年下半年将随着合资品牌新车型发力，有望启动一波增长。
3. 主机厂盈利能力下滑，控成本将会持续，建议关注“政策刺激+国产替代”以及“汽车新四化”所带动的零部件机会。如：自动变速器齿轮行业、汽车电子传感器行业、新能源汽车热管理行业、新能源汽车动力电池行业。

序

中国汽车市场的活力尚存

The vehicle inventory will fall significantly in some markets ...

In light of the increased utilisation of the fleet, fewer vehicles will be required in the future. PwC Autofacts estimates that the inventory in Europe of currently just over 280 million vehicles could drop by 2030 to around 200 million. This would be a decrease of over 25%. For the US, we forecast a reduction of 22% to 212 million vehicles. Due to the different market situation in China, the inventory there could grow by almost 50% in the same time period to 276 million vehicles, despite the higher utilisation.

... but vehicle sales will continue to increase

Despite the falling inventory, vehicle sales will visibly increase. Vehicles that are used in the traditional way will remain in the inventory for a comparatively long time. By contrast, autonomous, and in particular, shared-autonomous vehicles will be changed far more frequently, resulting in rising sales figures. Across Europe, new car sales could rise by 34% during the transformation process from around 18 million to just over 24 million units. For the US, PwC Autofacts assumes that there could be growth of 20% and new car sales of almost 22 million in the year 2030. For China, a rise of over 30% to 35 million units sold is expected.

-Cited from PwC

序

中国未来的汽车市场是增量还是存量？

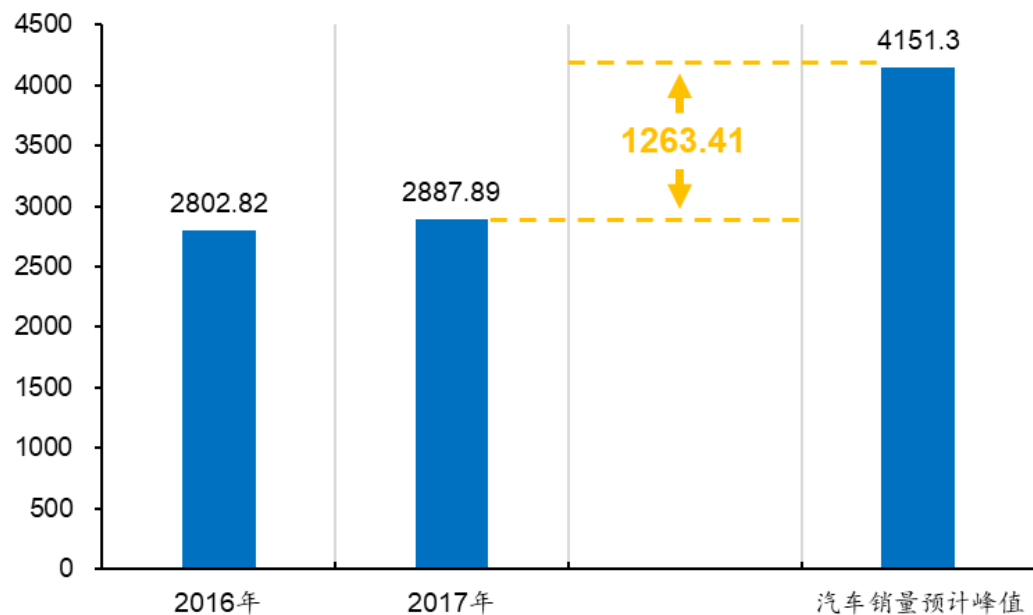
发展阶段：前18大城市汽车普及度达到80%，低线城市普及势在必行

- 北京、上海每平方公里汽车数量：440辆 & 300辆
- 前18大城市聚集了中国消费能力最强的2.5亿人口，并拥有5000万辆汽车，其中90%为载客汽车
- 按照每个家庭4口人计算，一二线城市80%的家庭已购买汽车

未来趋势：中西部城市每公里汽车保有量大部分低于50

- 中西部3.8亿人口，每千人保有量均值50，存在约4750万户潜在购车家庭，每年5%居民选择购车，需约5.2年消耗

图 19：国家发改委预计我国汽车销量峰值为4200万辆



资料来源：中汽协，国元证券研究所

图 20：低线城市汽车保有量远远低于一二线城市



资料来源：中汽协，国元证券研究所

- 第一部分：曙光将至，车市波动下的结构性机会
- 第二部分：行业一：自动变速器齿轮市场的新需求与新增长
- 第三部分：行业二：车载传感器在国六和智能化趋势下的增量
- 第四部分：行业三：旧曲倚新声，新能源热管理市场的价值飞跃
- 第五部分：行业四：动力电池-新能源汽车心脏
- 第六部分：投资建议



国元汽车

2018年以来，是什么引起了中国汽车市场销量的下滑？

国元汽车

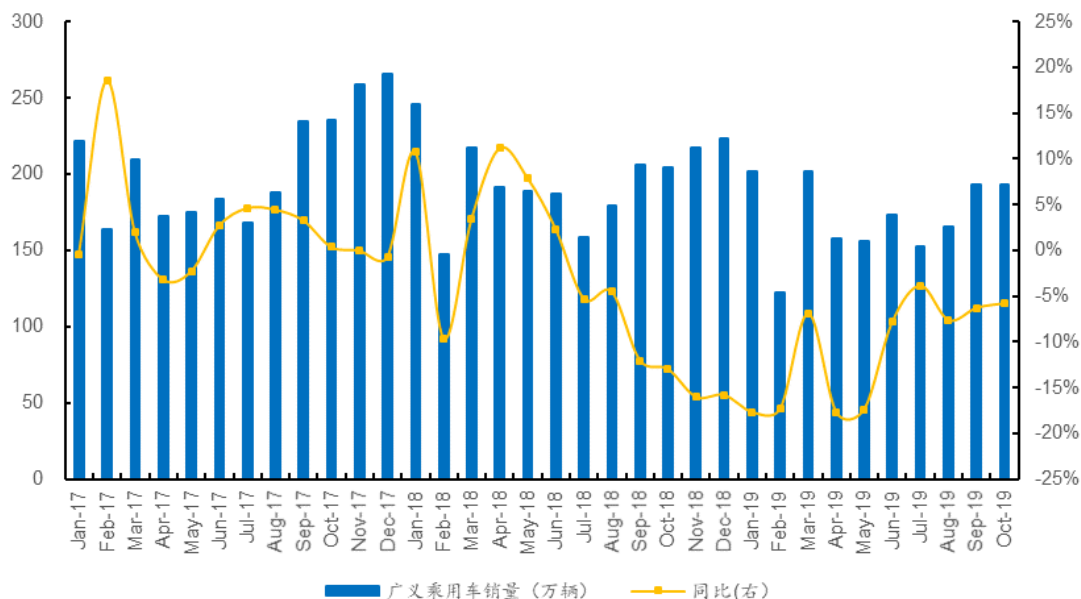
中国汽车市场的未来是增量还是存量？

1.1 汽车销量持续下滑，购买力降至冰点

2019年1月-10月汽车销量2063.9万辆，同比下降9.7%；广义&狭义乘用车整体销量为1717.4万辆和1685.8万辆，同比下滑11.03%和10.98%，我们认为主要原因：

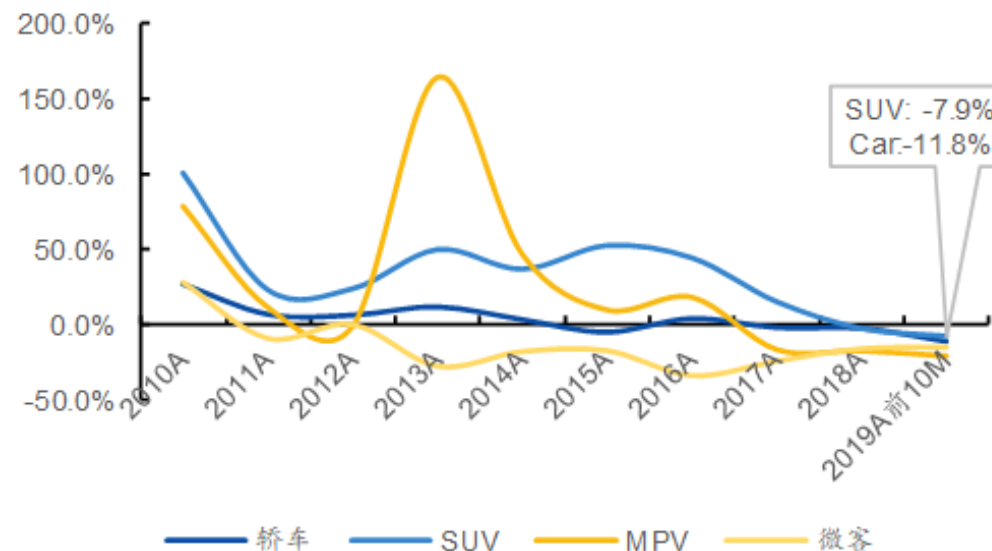
- 1) 经济下行压力大，房价产生挤出效应，购车主力的三四线城市消费者购买力下降
- 2) 中美贸易战的持续冲击，进口车关税、合资股比限制等行业政策仍不明朗
- 3) 国五国六换挡期，消费者意愿受抑制

图 1：乘用车终端月度销量与同比



资料来源：中汽协，国元证券研究所

图 2：SUV 降幅低于车市整体降幅



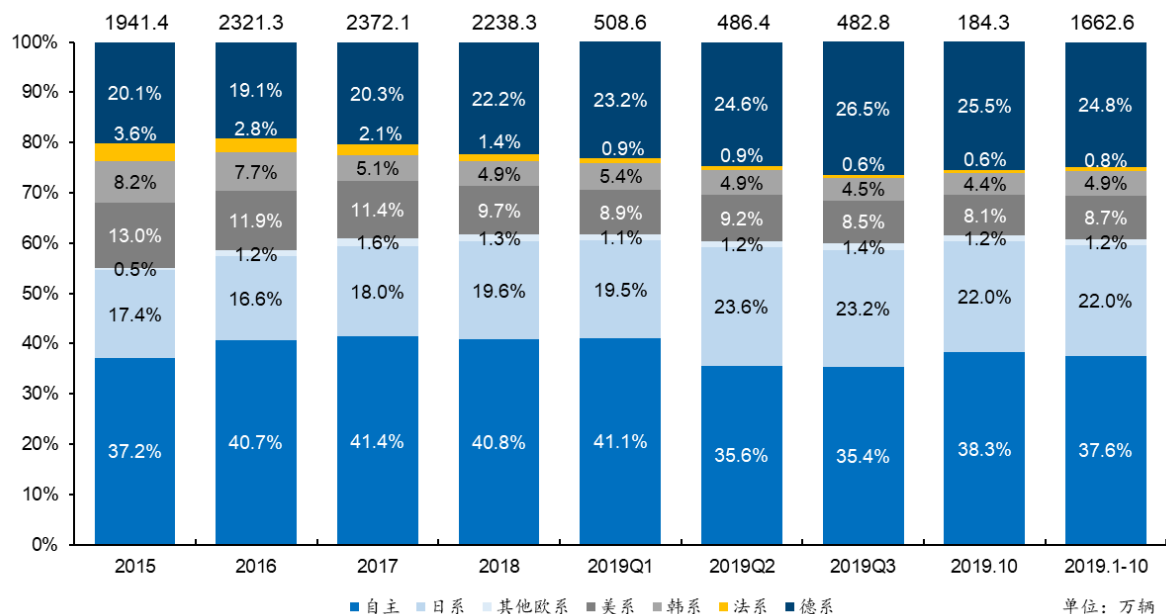
资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 日系车需求量稳健，而自主品牌销售压力加大

分车系来看，2019年前十个月自主品牌、日系、德系、美系、韩系、法系乘用车销量同比增速分别为-22.88%、2.18%、-1.24%、-29.57%、-10.78%、-54.00%。日系保持强势符合经济下行，消费者以经济适用为消费趋势：

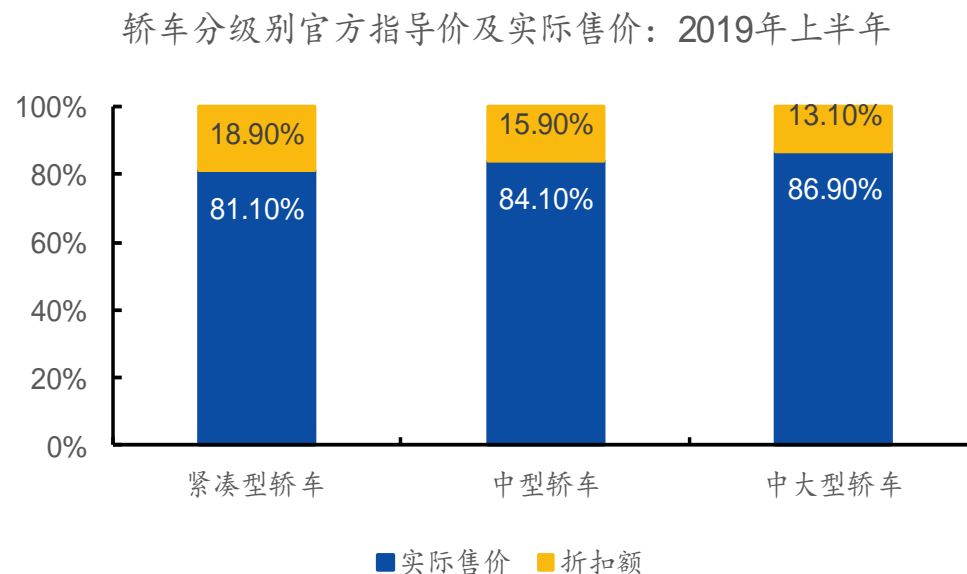
- 1) 自主品牌-紧凑型车-首次购车需求-低线城市/中低收入群体，受到政策透支和房产挤出双重因素影响
- 2) 美系车车型更新慢，产品逐步被市场淘汰
- 3) 从今年的实际售价看，紧凑型车由于客户群体的原因，降价幅度更大，导致主机厂压力增加

图 3：日系与德系车份额提升，自主品牌下滑显著



资料来源：乘联会，国元证券研究所

图 4：低价车的销售压力更大



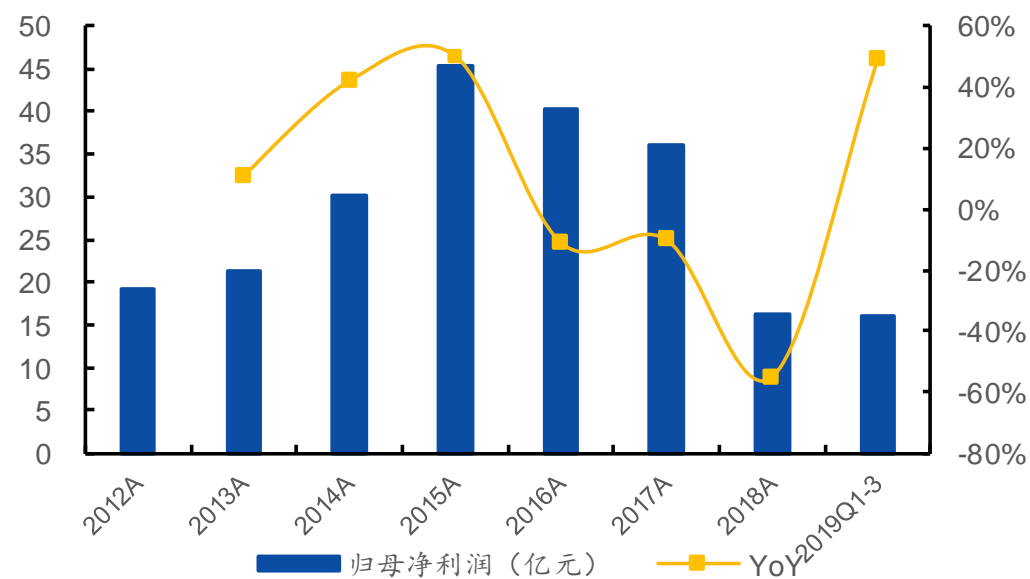
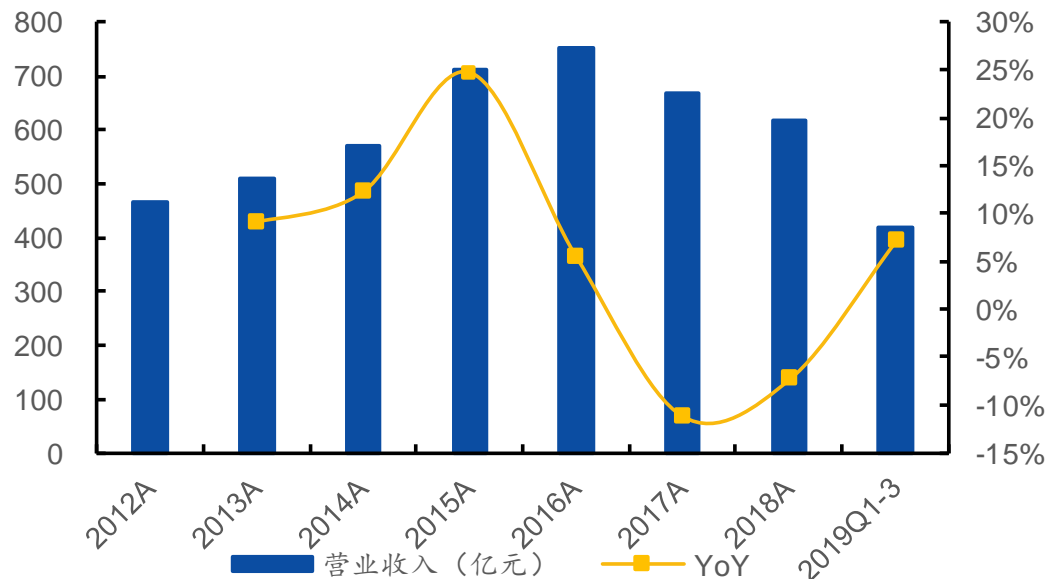
资料来源：安路勤ISE，国元证券研究所

1.3 客车：补贴过渡期，盈利有所改善

- 2019年前10月，国内客车销量累计36.19万辆，同比-2.5%，延续了近几年来销量不断下行的态势，主要是受到高铁普及以及目前较为有限的渗透空间的影响；
- 轻客占比持续上升：新能源公交车替换需求已经集中释放，补贴退坡抑制了新能源大中客车需求的持续性；
- 盈利有所改善：2019年Q1-3累计营业收入418.7亿元，同比增长7.1%，归母净利润16.1亿元，同比增长49.0%，2019Q1-3销售毛利率18.4%，净利率3.9%，预期全年盈利略有压力，未来行业竞争将逐步回归基本面。

图 5: 客车销量环比增速企稳回升

图 8: 客车销量环比增速企稳回升



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：乘联会，国元证券研究所

1.4 卡车：景气趋势有望维持

- 2019销量趋势有望维持：2019年1-10月总体销量为311.65万辆，同比下降2.20%，重卡、中卡、轻卡和微卡均有所下滑，预期京津冀国三以下重卡加速淘汰等政策有望继续支撑2019年销量；
- 2019Q3营收略有增长，归母净利润增幅较大：2019年Q1-3累计营业收入1863亿元，同比增长4.18%，归母净利润84亿元，同比增长13.61%，销售毛利率19.06%，同比增加0.95pct，净利率4.49%，同比增加0.37pct；
- 重卡行业：结构持续优化，初具国际竞争力，排量和功率带来的单价和利润率的提升持续保障盈利稳定兑现；
- 轻卡行业：环保趋严+治超治限解决保有量过剩问题，取消货车运营证+排放升级加速等利好下行业将持续受益。

图 91: 国内商用车销量与营业收入同比增长4%

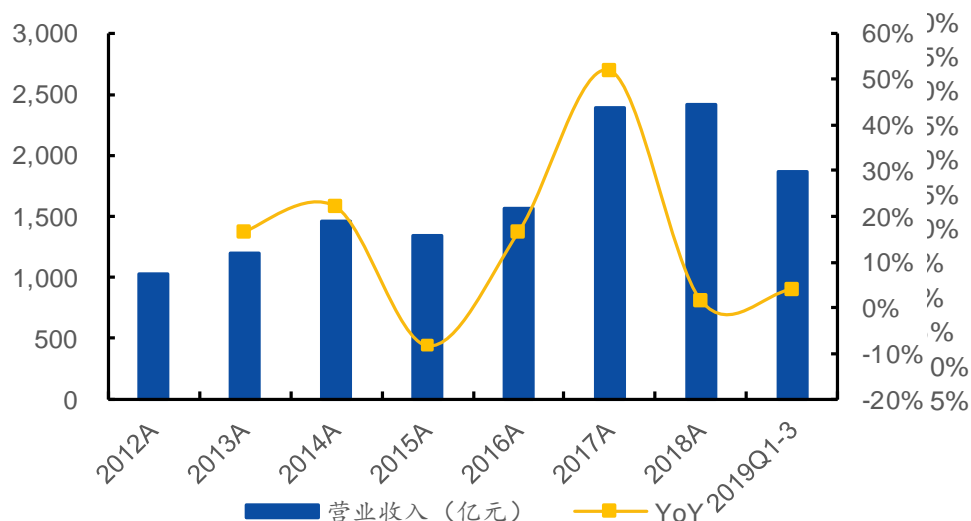
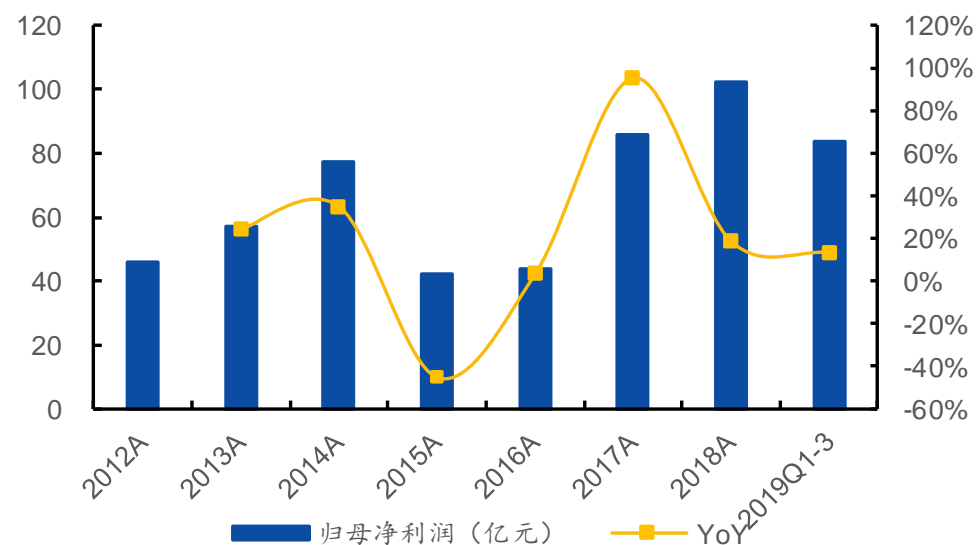


图 12: 国内商用车销量与归母净利润增长14%



资料来源: Wind, 国元证券研究所 注: 含半挂牵引车

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源: 乘联会, 国元证券研究所

1.5 新能源市场补贴脱坡，销量增幅减缓

- **总量共识：**平价拐点之前，法规驱动供给，预期纯电动乘用车有望在2025年附近实现对燃油乘用车的全生命周期成本优势，且产品力进一步提升，而目前新能源市场仍持续处于退坡后的持续调整期；
- **格局之变：**优质产品投放，供给打开需求，目前大众、通用等海外传统车企均制定了新能源车发展战略，叠加欧洲各国（挪威、英国、法国等）纷纷将燃油车禁售提上日程，电动化趋势明确，未来几年车企将持续加大新能源乘用车研发投入，2020年后密集推出新车型，自主品牌车企亦处于迅速发展之中；
- **预计2019-2021年国内新能源车的总体产量在125/160/203.8万辆；海外销量为100.1/150.0/210.0万辆。**

图 15：2014-2021年国内新能源汽车产量及同比增速（单位：万辆）

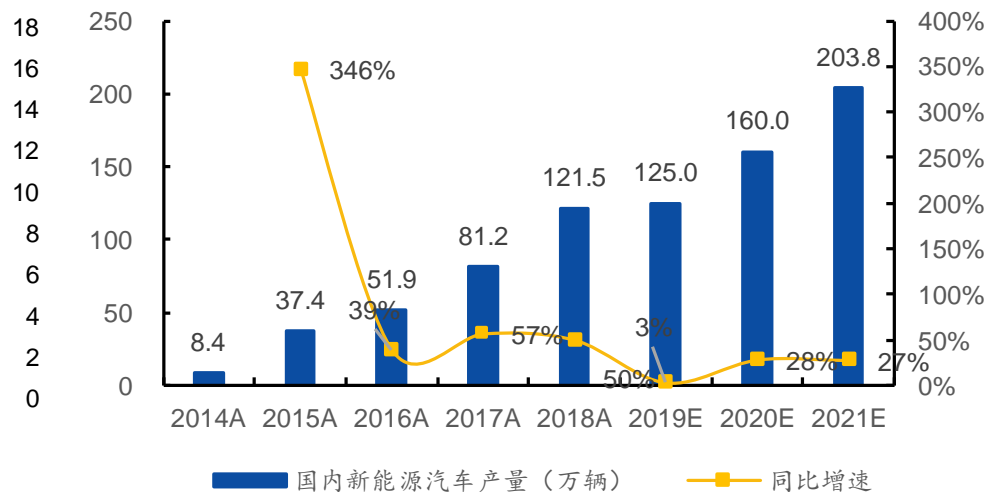
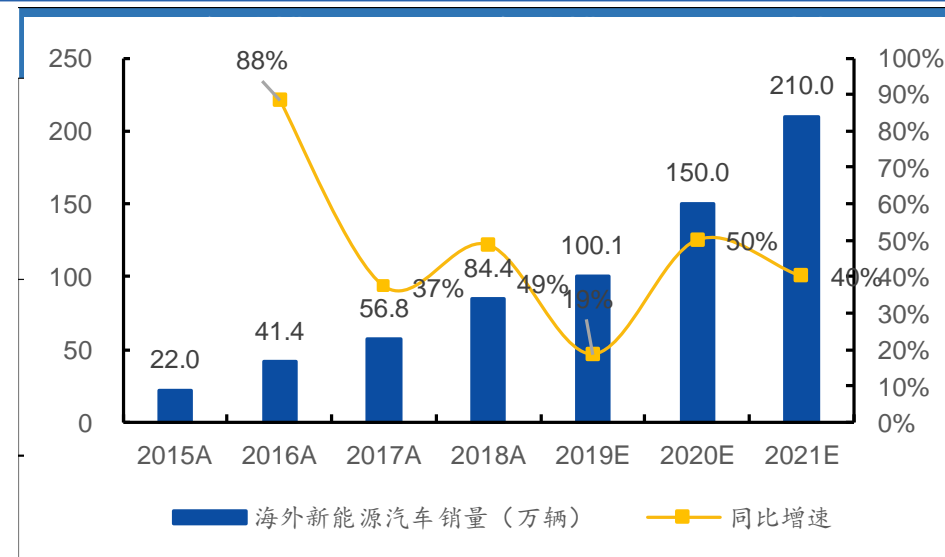


图 16：2015-2021年海外新能源汽车销量及同比增速（单位：万辆）



资料来源：乘联会、中国汽车工业协会、国元证券研究所

资料来源：乘联会、中国汽车工业协会、国元证券研究所

问题
1

2018年以来，是什么引起了汽车行业销量的下行？

起因：2018年乘用车购置税优惠政策退坡，透支效应拉低销量

深化：1) 低线城市房价大幅上升，加压消费者购车意愿

2) 经济结构性调整，民营企业压力提升

3) P2P雷暴，进一步虹吸居民可支配收入

4) 汽车普及至三四线城市：**首次购车-代步车-低价位经济性-自主品牌-SUV**

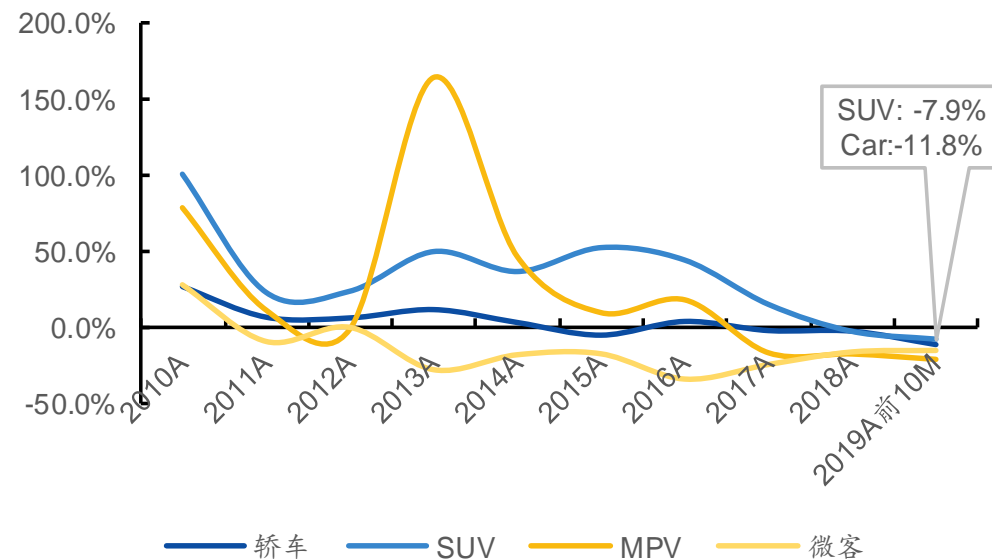
表 1：2018年下半年汽车销量持续衰退

	狭义乘用车销量 (万辆)	真实 YoY	按复合增速测算 (万辆)	CAGR	Q4修正后复合增速测算 (万辆)	CAGR
2015	2005		2005		1941	
2016	2369	18.20%	2178	8.60%	2151	10.80%
2017	2417	2.00%	2365		2384	
2018	2326	-3.80%	2569		2642	
累计	9117		9117		9117	

资料来源：中汽协，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 18：SUV销量从2017年城市表现优于高线城市



资料来源：中汽协，国元证券研究所

问题
2

中国未来的汽车市场是增量还是存量？

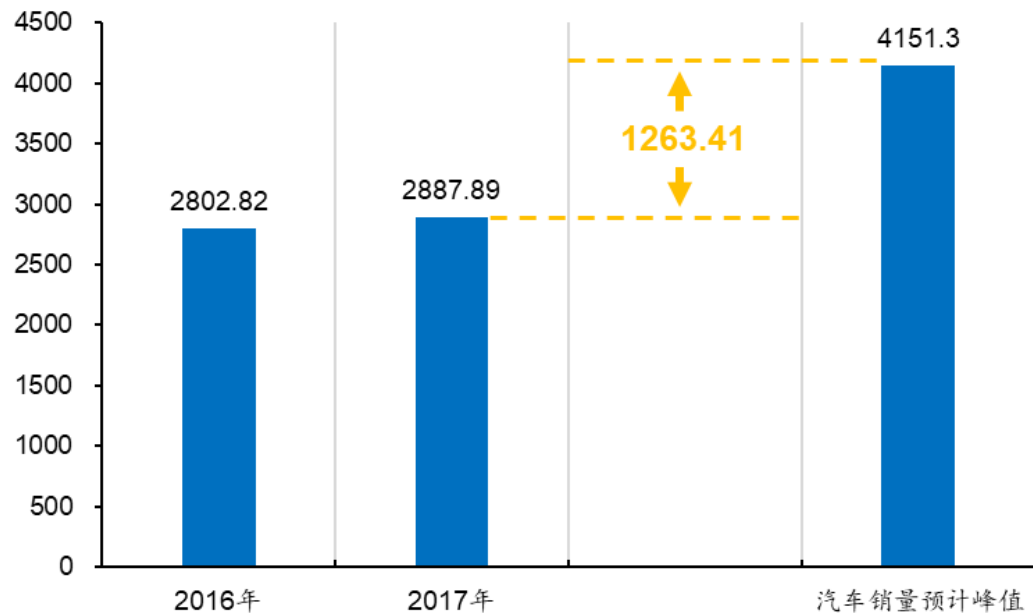
发展阶段：前18大城市汽车普及度达到80%，低线城市普及势在必行

- 北京、上海每平方公里汽车数量：440辆 & 300辆
- 前18大城市聚集了中国消费能力最强的2.5亿人口，并拥有5000万辆汽车，其中90%为载客汽车
- 按照每个家庭4口人计算，一二线城市80%的家庭已购买汽车

未来趋势：中西部城市每公里汽车保有量大部分低于50

- 中西部3.8亿人口，每千人保有量均值50，存在约4750万户潜在购车家庭，每年5%居民选择购车，需约5.2年消耗

图 19：国家发改委预计我国汽车销量峰值为4200万辆



资料来源：中汽协，国元证券研究所

图 20：低线城市汽车保有量远远低于一二线城市



资料来源：中汽协，国元证券研究所

- 第一部分：曙光将至，车市波动下的结构性机会
- 第二部分：行业一：自动变速器齿轮市场的新需求与新增长
- 第三部分：行业二：车载传感器在国六和智能化趋势下的增量
- 第四部分：行业三：旧曲倚新声，新能源热管理市场的价值飞跃
- 第五部分：行业四：动力电池-新能源汽车心脏
- 第六部分：投资建议

2.1 海外变速器厂商呈现技术路线的“三国鼎立”，国内则趋向DCT的开发

三国鼎立格局：日系-CVT；美系-AT；德系-DCT，MT逐步淘汰；国内厂商则倾向于DCT：

- 1) MT操作繁琐，增加城市拥堵路况的驾驶疲劳度
- 2) 手动挡与自动挡价差不断缩小，目前价差仅1.5万元
- 3) DCT结构上与MT的契合度高，国内厂商具备独立开发能力

自主品牌DCT装配量增长迅猛（截至2018年底）：1) 长城5.06% \rightarrow 79.30%、2) 荣威：31.46% \rightarrow 45.17%

图 21：海外品牌变速器格局与产能规划

	2016年	2017年	2018年1-8月		2016年	2017年	2018年1-8月
大众				丰田			
MT	0.00%	0.00%	0.00%	MT	8.89%	6.48%	6.59%
AMT+AT	37.43%	41.17%	36.63%	AMT+AT	36.81%	29.33%	28.85%
DCT	62.57%	58.82%	63.37%	DCT	-	-	-
CVT	-	-	-	CVT	54.30%	64.19%	64.56%
本田				日产			
MT	4.06%	3.48%	1.52%	MT	17.28%	12.37%	3.76%
AMT+AT	6.27%	6.63%	8.37%	AMT+AT	7.99%	7.22%	0.86%
DCT	0.60%	0.36%	0.06%	DCT	0.00%	0.00%	0.00%
CVT	89.07%	89.52%	90.05%	CVT	74.73%	80.40%	95.37%
通用				现代			
MT	-	-	-	MT	19.84%	19.13%	10.10%
AMT+AT	99.91%	99.22%	96.13%	AMT+AT	60.90%	56.19%	71.04%
DCT	-	-	-	DCT	19.26%	24.68%	18.86%
CVT	0.09%	0.78%	3.87%	CVT	-	-	-

资料来源：中汽协，国元证券研究所

图 22：国内主机厂在变速器的选择上更加倾向于DCT

整车厂	现有变速器供应商	未来自动变规划
上汽	上汽变速器DCT、爱信AT	自主DCT已量产
上汽通用五菱	爱信AT、上汽变DCT/CVT（即将配套）	
长安	爱信AT、青山工业DCT	自主DCT已量产
长城	现代派沃泰AT、采埃夫AT、格特拉克DCT	自主DCT已量产
东风	爱信AT	合资DCT已量产
北汽	爱信AT、邦奇CVT	自主CVT研发中
吉利	DSI AT、邦奇CVT	自主DCT/AT研发中
奇瑞	万里扬CVT、格特拉克DCT	自主CVT已量产
比亚迪	自产DCT	自主DCT已量产
广汽	爱信AT、杭州依维柯DCT	合资DCT已量产
江淮	邦奇CVT	自主DCT已量产
华晨	采埃夫AT	
江铃	福特AT、盛瑞传动AT	
众泰	邦奇CVT、上汽变DCT、东安三菱AT等	
一汽	爱信AT	自主DCT已下线
海马	邦奇CVT、现代派沃泰AT	
东南	邦奇CVT、现代派沃泰AT	

资料来源：中汽协，国元证券研究所

2.2 新能源汽车带动高精度齿轮需求上升，2020年市场有望突破百亿

- 我国2018年自动变渗透率约65%，其中自主品牌约45%；对比日本（90%）、美国（90%）、韩国（80%），仍有空间
- 新能源汽车仍需配备单级减速器，带动高精度齿轮需求
 - 1) 电机高转速（6000上升至18000转/分）对高精度齿轮需求更高
 - 2) 未来发展二级减速器，进行高低转速切换，将节约30%-40%的耗电量
- 齿轮价值（元）：CVT-500~600、DCT-700~800、AT-1500~2000、混动-2000+、NEV-1800~2400；
- 2020年我国齿轮市场规模有望突破300亿

图 23：我国齿轮市场有望突破百亿市值

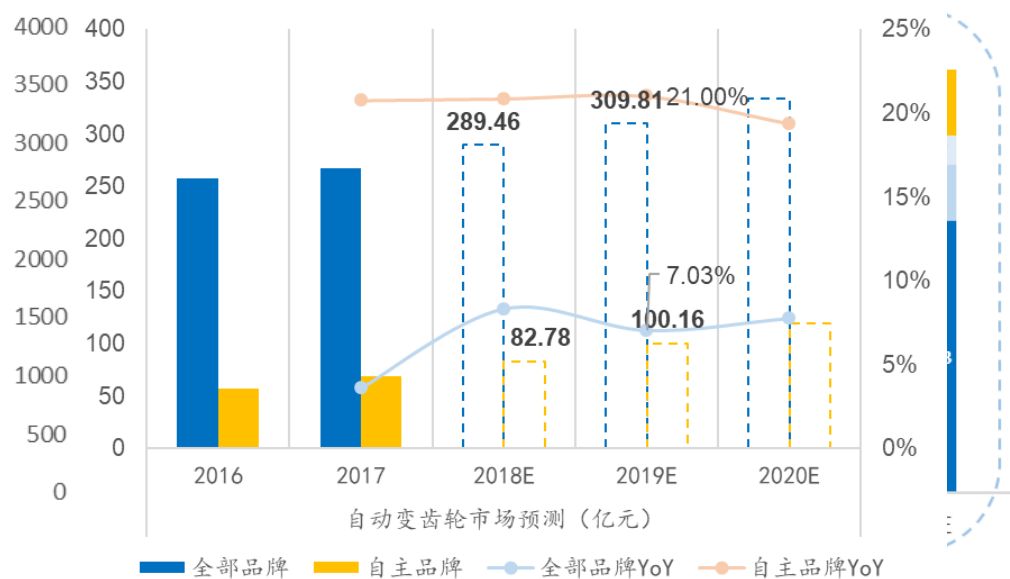
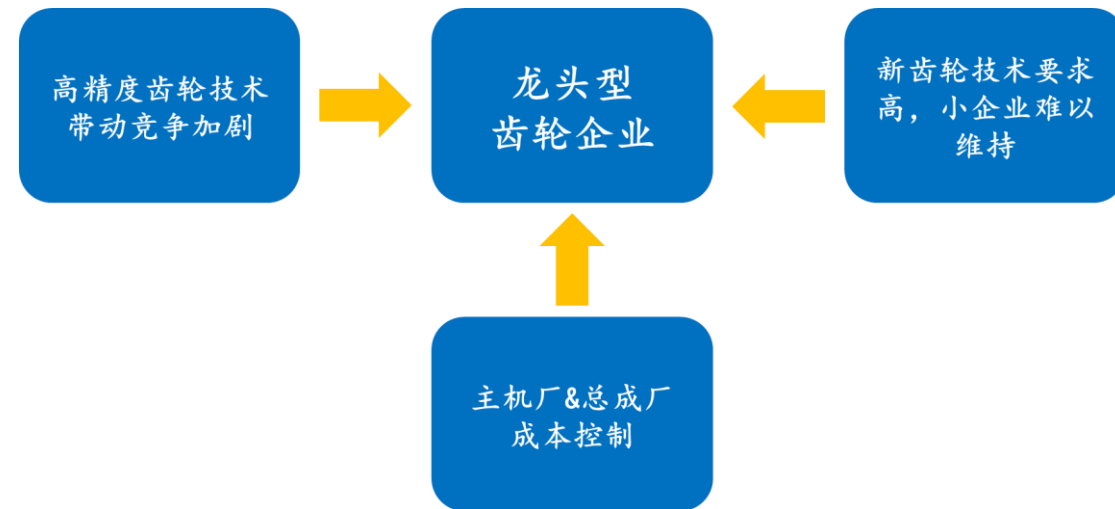


图 24：成本上升将会带动齿轮产业产能向龙头型齿轮企业集中



资料来源：中汽协，国元证券研究所

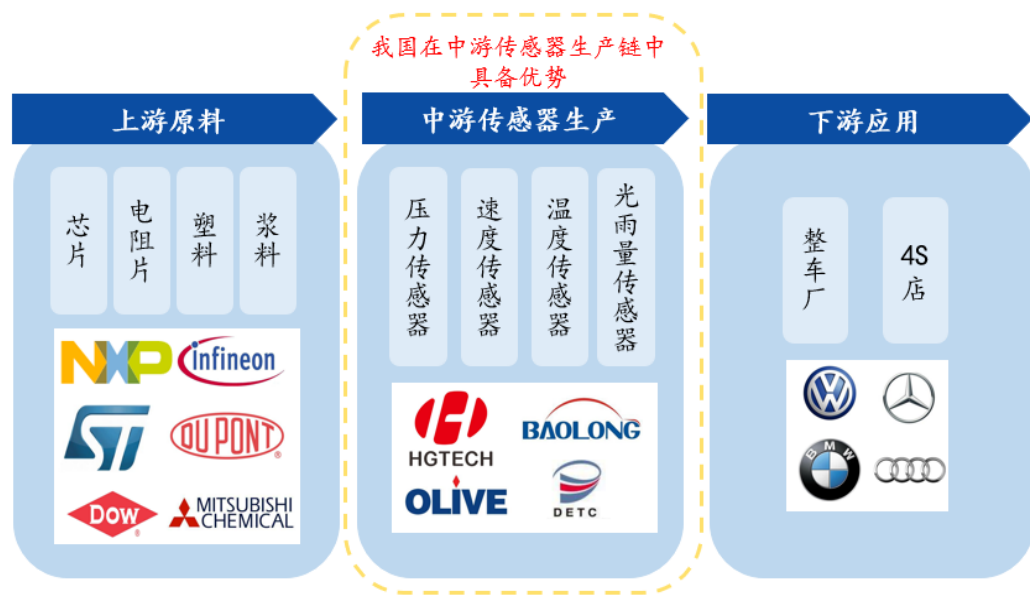
资料来源：中汽协，国元证券研究所

- 第一部分：曙光将至，车市波动下的结构性机会
- 第二部分：行业一：自动变速器齿轮市场的新需求与新增长
- 第三部分：行业二：车载传感器在国六和智能化趋势下的增量
- 第四部分：行业三：旧曲倚新声，新能源热管理市场的价值飞跃
- 第五部分：行业四：动力电池-新能源汽车心脏
- 第六部分：投资建议

3.1 国六实施，排放要求上升，带动MEMS传感器需求放量

- 产业链上看，国外大厂占据垄断地位，集中度高、产品线广、技术领先、客户较多，从而形成规模效应壁垒
 - 1) 我国则在中游传感器生产方面由于成本优势和自主品牌客户群体的优势，具有较强竞争力
 - 2) 2017年全球MEMS市场主要份额被博世（33.26%）、森萨塔（12.34%）、恩智浦（11.91%）占据
 - 3) 2017年我国前五大供应商市场份额：化工科技（温度传感器37.62%）、保隆科技（压力传感器23.07%）

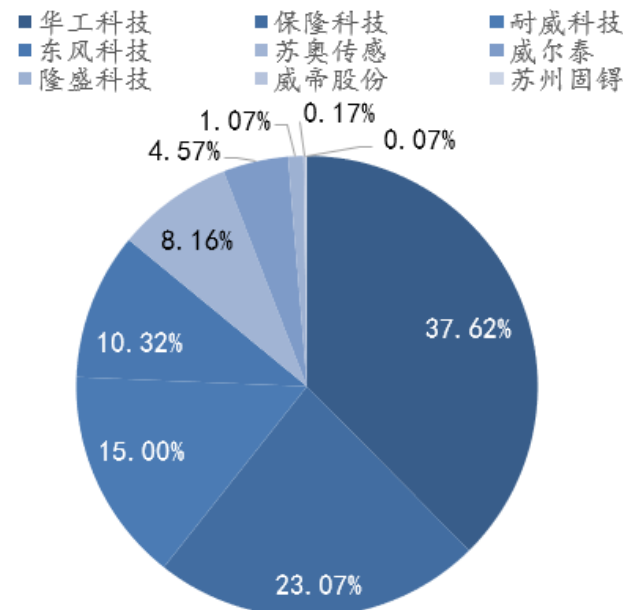
图 25：单车MEMS传感器的配备数量与价值（均数）



资料来源：中汽协，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 26：我国MEMS传感器的主要竞争力在于中游生产环节



资料来源：中汽协，国元证券研究所

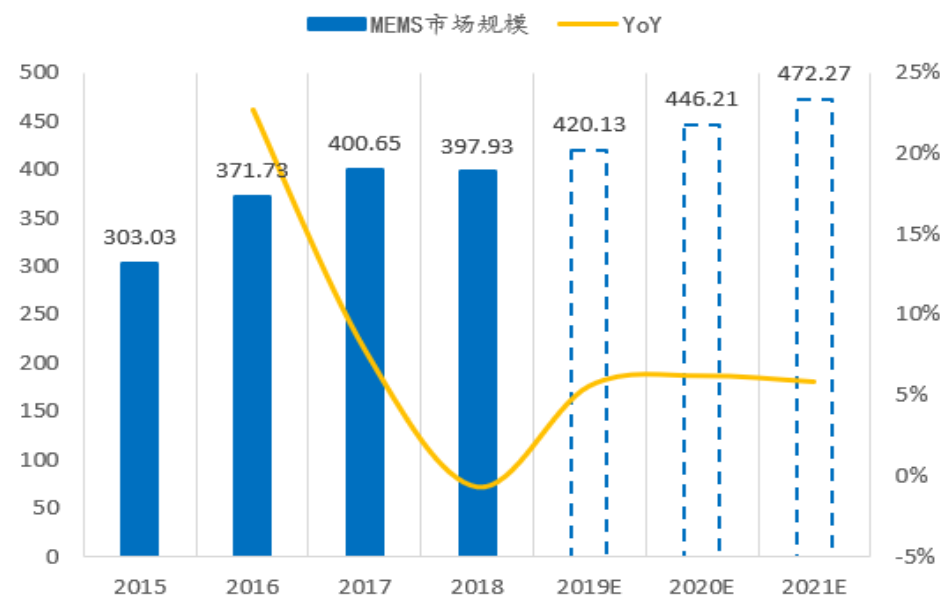
3.2 MEMS传感器应用广泛，2021年市场规模有望达到472亿元

- 国六实行后排放要求提升，发动机内必须安装如碳罐托付、燃油挥发和压强差等MEMS传感器，从而精确调控喷油
 - 1) 不同价位汽车的MEMS配备量不等：1) 全球平均、2) 中高端25-40个、3) 豪华车接近100个
 - 2) 不同价位汽车的单车价值不等：1) 自主品牌（2000-3000元）、2) 合资（>4000元）、3) 高端车（10000-20000元）
- 设置每年2%价格年降后，MEMS传感器的市场价值在2021年有望突破472亿元

表 2： 单车MEMS传感器的配备数量与价值（均数）

类型	数量
压力传感器	5
位置传感器	0
汽车类型	单车MEMS传感器价值
自主品牌	2000-3000元
合资车	>4000元
高端车型	10000-20000元
气体浓度传感器	2
液位传感器	5
合计	24

图 27： 2019-2021年MEMS传感器市场规模预测



资料来源：中汽协，国元证券研究所

资料来源：中汽协，国元证券研究所

3.3 智能传感器必须采用多传感器融合的策略

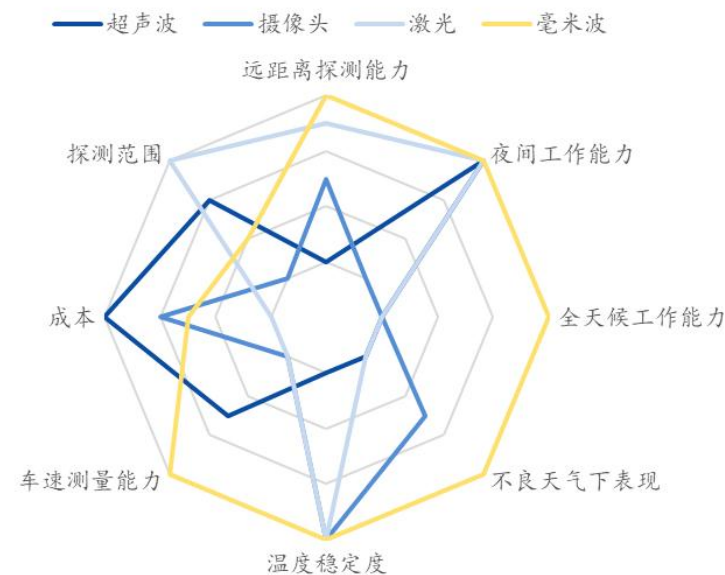
- 2018年全球ADAS渗透率约:8%-12%;而我国ADAS渗透率仅: 2%-5%; 传感器是实现ADAS的重要感知元件
- 不同类型传感器优劣势不同 (括号内为2025年预计市场规模)
 - ✓ 摄像头 (315亿元): 探测距离短, 干扰强, 精度一般, 成本低
 - ✓ 超声波雷达(192亿元): 探测距离短, 干扰强, 精度高, 成本低
 - ✓ 毫米波雷达 (80亿元): 探测距离最长, 干扰弱, 精度较高, 成本适中, 但无法检测行人
 - ✓ 激光雷达: 探测距离长, 干扰强, 精度最高, 成本最高

表 3: 各种传感器的优劣势对比

	最远探测距离	探测精度	优势	劣势
摄像头	50m	一般	<ul style="list-style-type: none"> • 分辨率高 • 能探测物体质地和颜色 • 成本低 	<ul style="list-style-type: none"> • 逆光或光影复杂情况效果差 • 受恶劣天气影响 • 受视野影响
超声波雷达	10m	高	<ul style="list-style-type: none"> • 测距方法简单 • 成本低 	<ul style="list-style-type: none"> • 受天气影响大 • 测试距离范围小
毫米波雷达	250m	较高	<ul style="list-style-type: none"> • 不受物体形状和颜色影响 • 探测精度高, 受环境影响小 • 性价比高 	<ul style="list-style-type: none"> • 无法探测行人
激光雷达	200m	极高	<ul style="list-style-type: none"> • 探测精度高 • 可以绘制出3D环境地图 	<ul style="list-style-type: none"> • 成本高昂 • 受不良天气影响较大

资料来源: 中汽协, 国元证券研究所

图 28: 毫米波雷达的综合优势突出, 但是多种传感器结合才能达到最佳效果



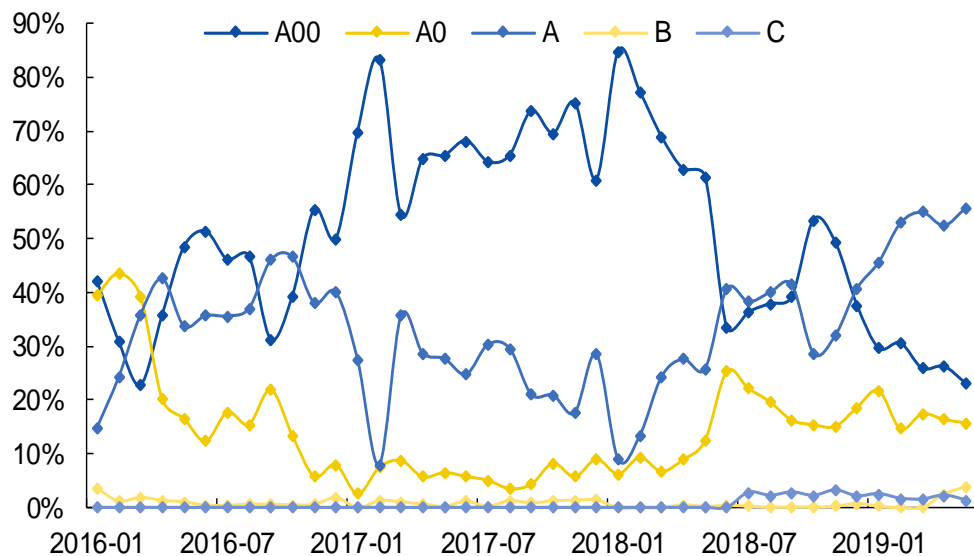
资料来源: 中汽协, 国元证券研究所

- 第一部分：曙光将至，车市波动下的结构性机会
- 第二部分：行业一：自动变速器齿轮市场的新需求与新增长
- 第三部分：行业二：车载传感器在国六和智能化趋势下的增量
- 第四部分：行业三：动力电池-新能源汽车心脏
- 第五部分：行业四：旧曲倚新声，新能源热管理市场的价值飞跃
- 第六部分：投资建议

3.1 车型高端化导致单车带电量提升，龙头恒强

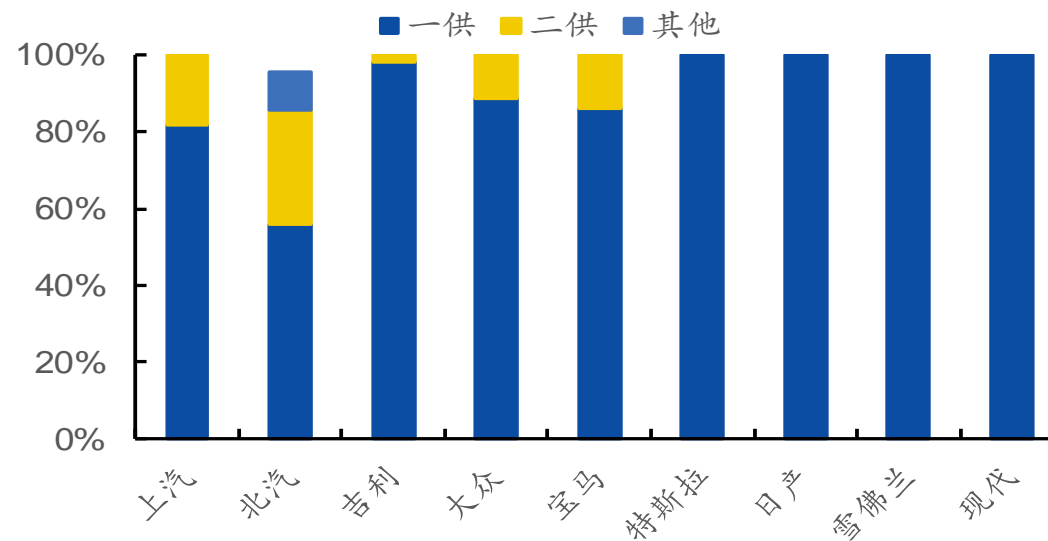
- 车型高端化：2019.1-5，A00级在纯电动车型中占比下降至26.7%（前值67.1%），A/A0比例上升，PHEV中B/C级车上升；
- 单车带电量提升：2019年纯电乘用车单车带电量提升至46.4KWh，相比于2018年的33.5KWh增加了39%；
- 单GWh投资4-5亿元，企业产能、融资等压力大，市场快速发展加速行业洗牌；
- 2018年CATL和比亚迪市场份额达63.6%，2019前5个月国内合计装机量5.5GWh，CATL和比亚迪的三元/铁锂装机量分别达到了48.1%/38.8%和18.4%/21.1%，双寡头格局形成。

图 29：纯电乘用车带电量提升不断下降



资料来源：鑫轱辘，国元证券研究所

图 32：龙头市场份额持续提升



资料来源：CGH, 国元证券研究所

- 第一部分：曙光将至，车市波动下的结构性机会
- 第二部分：行业一：自动变速器齿轮市场的新需求与新增长
- 第三部分：行业二：车载传感器在国六和智能化趋势下的增量
- 第四部分：行业三：动力电池-新能源汽车心脏
- 第五部分：行业四：旧曲倚新声，新能源热管理市场的价值飞跃
- 第六部分：投资建议

一个改变

动力源

- 电机及功率件热管理取代内燃机总成热管理
- 乘舱热管理系统迭代升级
- 新增动力电池热管理系统

两大趋势

热泵空调

- 传统利用余热加热乘舱的方案不再可行，热泵和PTC加热方案应运而生；
- 热泵能效高，对续航影响小，与新能源车契合度高；

液冷系统

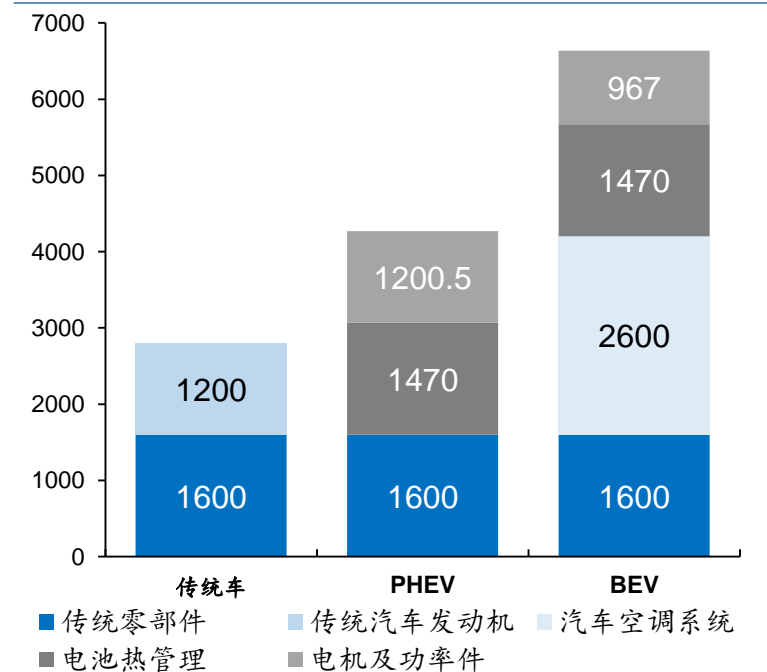
- 电池恒温对于保持电池效率、安全性具有重要作用；
- 液冷系统相对风冷、PCM等方案效果好、技术成熟度高，但成本有压力；

● 新增组件：电子水泵、四通阀等；

BEV: 6637元, +137pct
PHEV: 4720.5元, +52pct

- 核心增量：
- 空调系统：电动压缩机 (1500-1800元)；
 - 电池系统：冷却板 (600-900元)；
 - 电机及功率件：电子水泵 (400+)；

图 33：新能源汽车热管理单车价值大幅提升



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

4.2 2021年国内市场空间预计156亿元，本土厂商迎转机

- 高端车型占比提升，热泵空调、液冷系统渗透率提升：“单车价值量提升”+“新能源放量”双重作用下热管理市场规模大幅提升，预计到2021年达到156亿元，增速达33.12%；
- 传统汽车热管理市场CR4高达54%，电装、法雷奥、汉昂和马勒等零部件集成商地位难以撼动；
- 受益于我国迅速扩大的新能源汽车热管理市场规模，相关厂商和国际巨头能够站在同一起跑线上，迎接行业转机。

图 34：全球新能源热管理市场规模有望迅速扩大

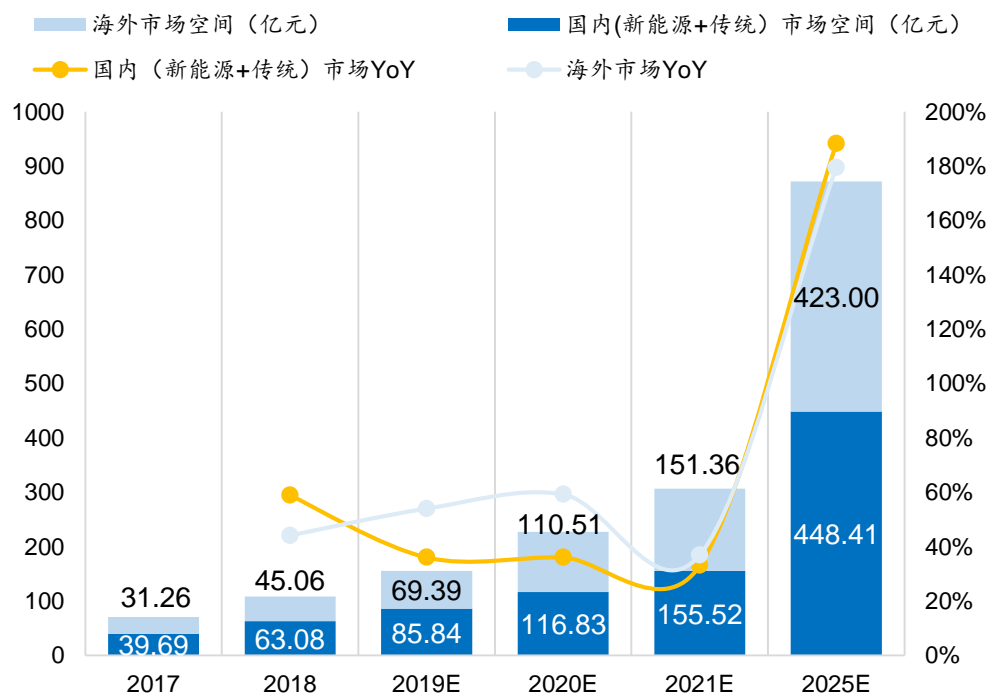


表 4：国内热管理零部件厂商与国际巨头各具优势

类型	企业	系统			电池热管理系统部件				空调系统部件
		电池热管理系统	空调系统 (不含压缩机)	热泵空调系统	冷却板	电池冷却器	电子水泵	电子膨胀阀	电动压缩机
国际巨头	电装								
	法雷奥								
	翰昂								
	马勒								
本土企业	三花智控			在研					
	银轮股份	在研							
	中鼎股份								

- 第一部分：曙光将至，车市波动下的结构性机会
- 第二部分：行业一：自动变速器齿轮市场的新需求与新增长
- 第三部分：行业二：车载传感器在国六和智能化趋势下的增量
- 第四部分：行业三：旧曲倚新声，新能源热管理市场的价值
- 第五部分：行业四：动力电池-新能源汽车心脏
- 第六部分：投资建议

6.1 三花智控：蕴含在结构性变化中增长机会

- 公司产品全方位覆盖汽车空调系统、发动机和动力系统和电池冷却系统，包括电子膨胀阀、换热器及电子水泵等，产品种类丰富，具备集成化能力，技术水平全球领先；
- 客户优质且广泛：特斯拉、戴姆勒、沃尔沃、吉利、比亚迪与蔚来等一线车企和造车新势力供应商；
- 2018年营收达14.32亿元，同比增长38.53%，毛利率29.38%，2019H1受下游需影响应收账款增速回落，毛利率上升3.16pct；
- 公司是特斯拉的战略合作伙伴，和包括戴姆勒、通用、宝马、沃尔沃、蔚来等多主机厂签订新能源订单，在手订单合计超过100亿元，受益于新能源放量，尤其是特斯拉产能提升，公司业绩弹性进一步增强。

图 35：三花汽零客户优质且广泛

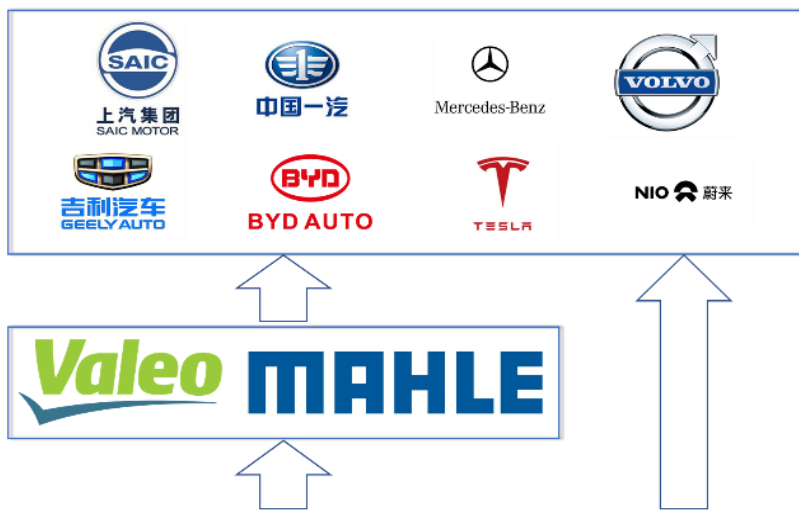


图 36：三花汽零营收高速增长

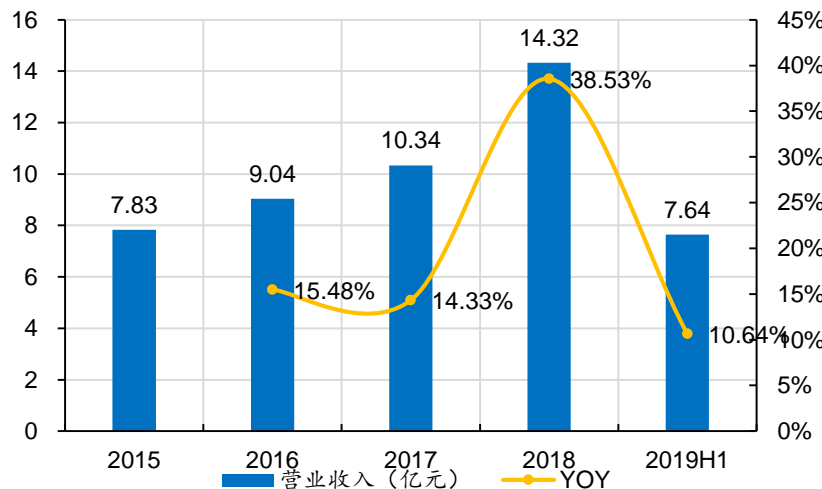
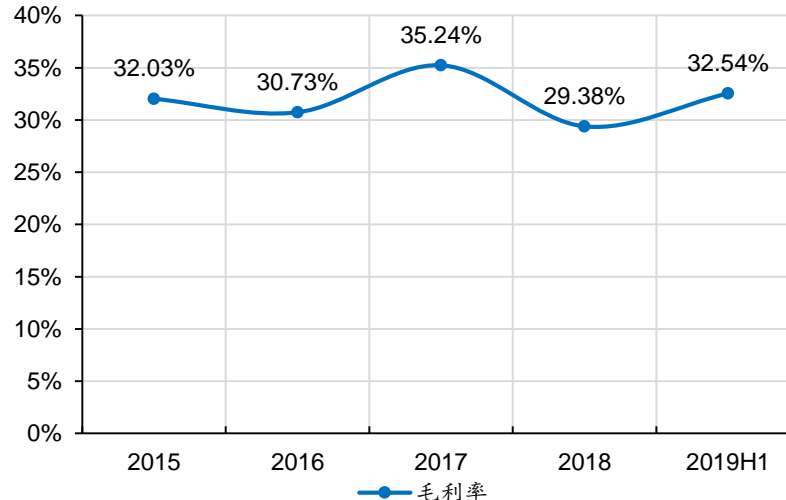


图 37：三花汽零业务毛利率稳定



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

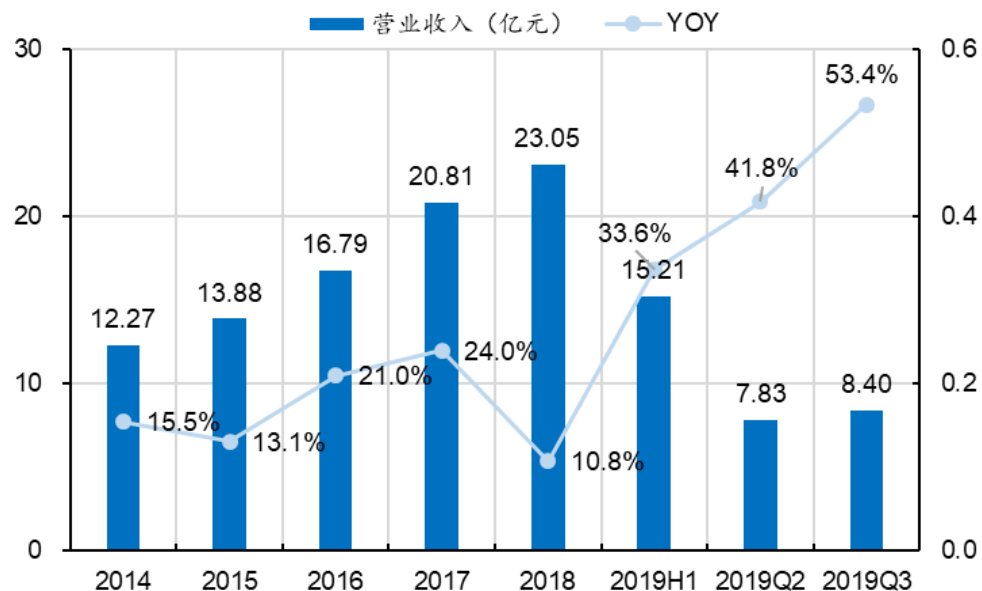
资料来源：Wind，国元证券研究所

6.2 保隆科技：MEMS与TPMS的接力

- 公司成立于1997年上海松江，是一家集研发、制造、销售于一体的汽车零部件公司；
- 客户结构相对分散：前五大销售占比仅30%，主要是从事Tier 1的国际主流零部件销售商，单一客户占比不超过10%；
- 营业收入逐步提升：2018年达到23.05亿元，同比增长10.8%，2019年Q3公司三费率下降0.08pct，毛利率出现拐点；

● 短期来看目前依然处于TPMS强制渗透期，公司尚有50%左右的渗透率红利，长期来看，轻量化趋势带来的业绩突破

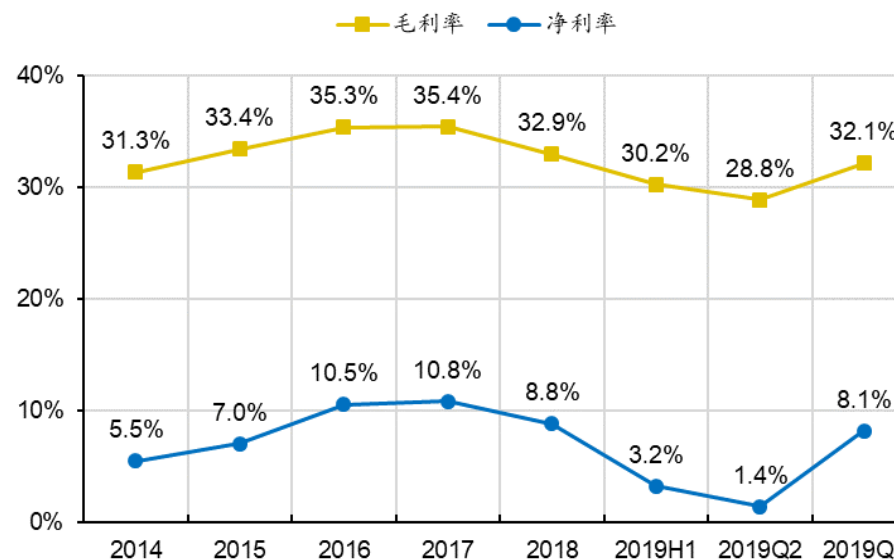
图 38：保隆科技营收持续增长，2019Q3达53.4%



资料来源：Wind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 39：保隆科技毛利率拐点现

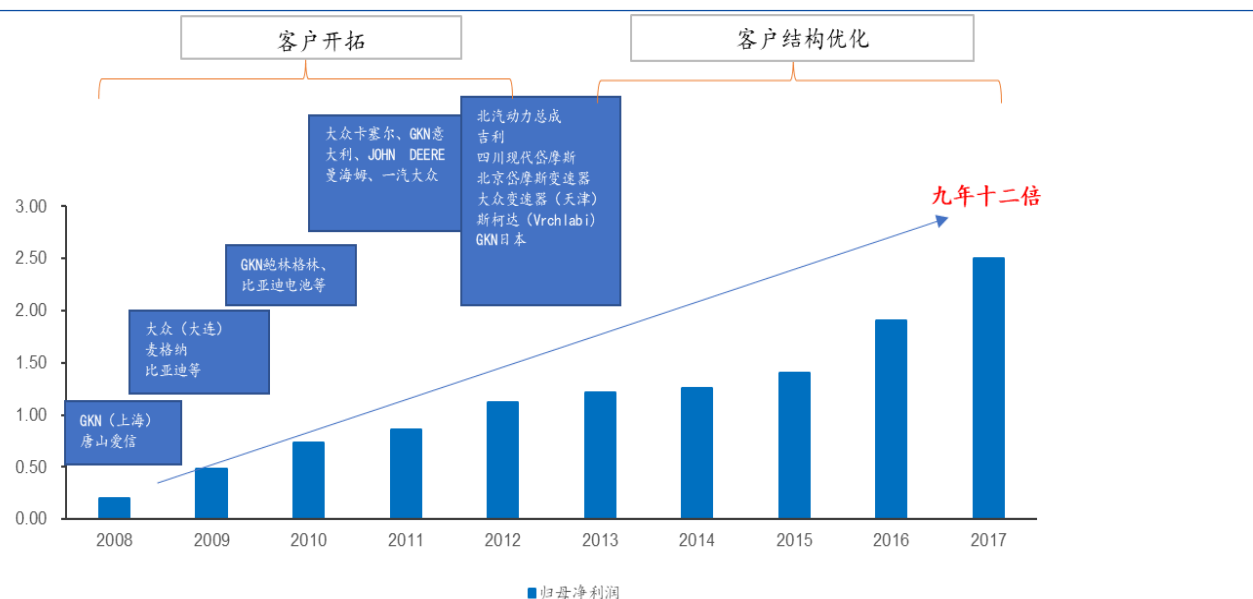


资料来源：Wind，国元证券研究所

6.3 精锻科技：DCT渗透加速，扩产能增厚业绩

- 公司是精锻齿轮的行业龙头，保持领先的精密锻造工艺，拳头产品变速器锥齿轮目前市占率超过30%（全球10%），与大众、GKN、格特拉克、美国山桥、上汽等优质客户关系密切；
- DCT渗透加速，下游需求带动产能有序扩张：收入占比70%以上的变速器齿轮的订单量充足，产能利用率保持100%以上，随着产能不断释放，市占率持续向上；
- 新能源与VVT业务2019有望放量：新能源业务以变速器总成为主，单车200-300+，汽车电机轴潜在客户众多，未来产品多样化，谱系更加完整，相关产品已经开始生产，利润将在2019年逐步体现。

图 40：精锻科技归母净利润10年获得12倍增长



6.4 安车检测：机动车检测设备行业全国龙头

- 公司主要产品包括机动车检测系统、机动车行业联网监管系统、机动车尾气遥感检测系统和智能驾驶员考试与培训系统；
- 2018年公司营收5.28亿元，同比增长28.17%，净利润0.13亿元，同比增长58.14%，2019年前三季度业绩完成情况已经超过2018年全年；
- 受益于下游行业迅速增长，业绩弹性大：对比发达国家平均2.5个/万辆的配比额，我国监测站需求约6万个，尾气遥感监测尚处于初级阶段，未来亦有广阔的增长空间，公司早布局有先发优势；
- “设备+服务”并重的业务结构：公司未来将依托于设备优势逐步向下游检测服务行业扩张，营收结构有望改善。

图 41：安车检测营收爆发式增长

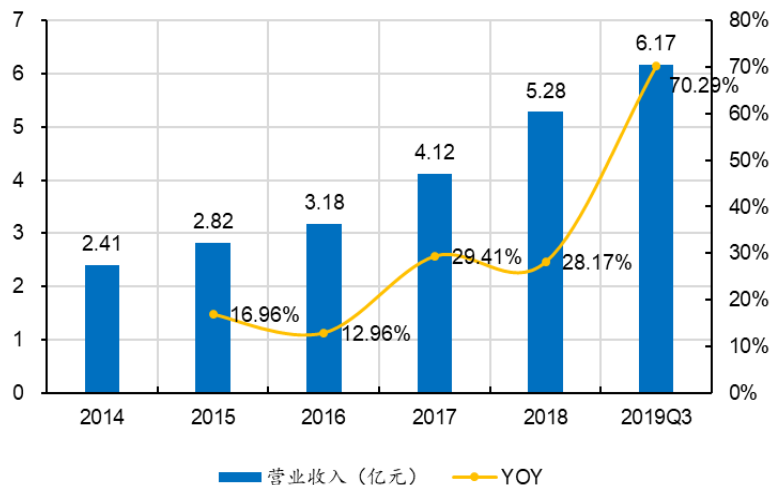


图 42：安车检测利润率进一步提升

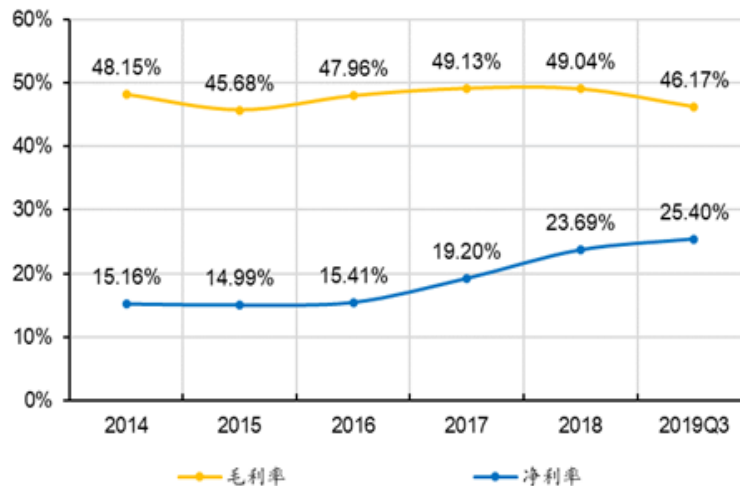
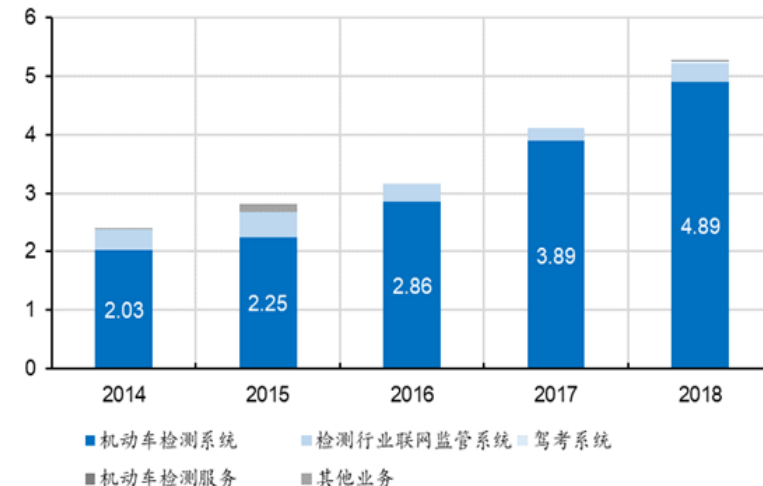


图 43：安车检测业务结构集中，未来有望改善



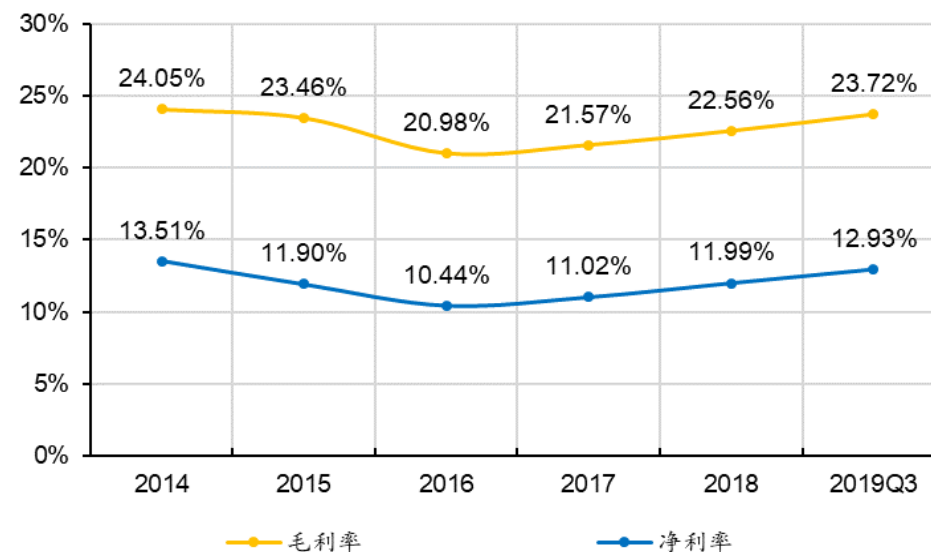
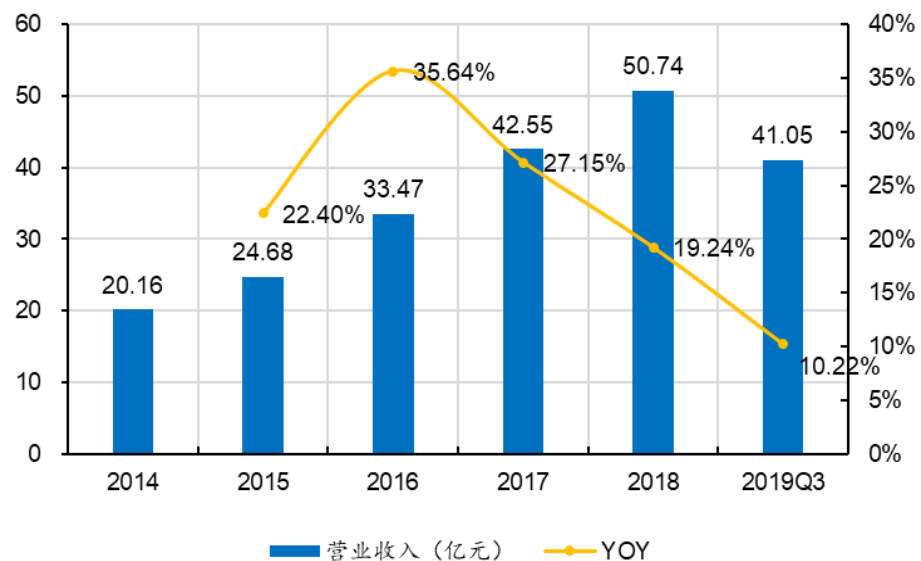
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

6.5 星宇股份：高成长性的自主车灯品牌

- 星宇股份是国内知名的汽车灯具制造企业，是我国较大的内资车灯总成制造商和设计方案制造商，主要客户覆盖了一汽集团、上汽集团、广汽集团、东风汽车等众多知名汽车制造商；
- 2018年营收达50.74亿元，同比增长19.24%，净利润达0.61亿元，同比增长29.69%，2019年受下游需求影响而放缓；
- 受益汽车灯具产品LED化，星宇高增速可持续：承接国家863计划中“车用LED光源系统开发”课题，目前LED车灯技术已经居于世界前列，伴随LED车灯渗透率的进一步提升，公司业绩将有望保持高速增长；
- 44国星宇股份营收持续高速增长，市占率有望提升：公司以其高性价比的产品和优异的服务对于外资具备一定的替代能力。



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

6.6 亿纬锂能：动力电池盈利拐点临近，TWS电池放量在即

- **锂原电池：**ETC大年叠加智能表计更换周期启动，锂原电池量价齐升。上半年ETC电池产线调整与产能爬坡，订单饱满但确认收入较少，下半年开始供不应求，出货量暴增同时提价幅度较大。
- **锂离子电池：**消费锂电增长稳健，不断拓展新的消费场景；公司磷酸铁锂电池具备一定的竞争力，即将迎来盈利的拐点。TWS需求爆发，公司“金豆电池”获得三星认可，预计Q4开始逐渐交付，预计2020年出货在5000万颗，初步估计可贡献收入7-8亿元。软包电池交付打开新的增长阶段，电子烟业务爆发增长持续超预期，部分扰动因素不改四季度高增长趋势。
- 预计公司2019-2021年营收分别为67.65/92.08/124.72亿元，对应EPS1.67/2.07/2.55元，维持“买入”评级。
- 风险提示：动力电池客户拓展与销售不及预期，扩产进度与产能利用率不及预期，电子烟行业政策风险。

图 46：营业收入与归母净利润

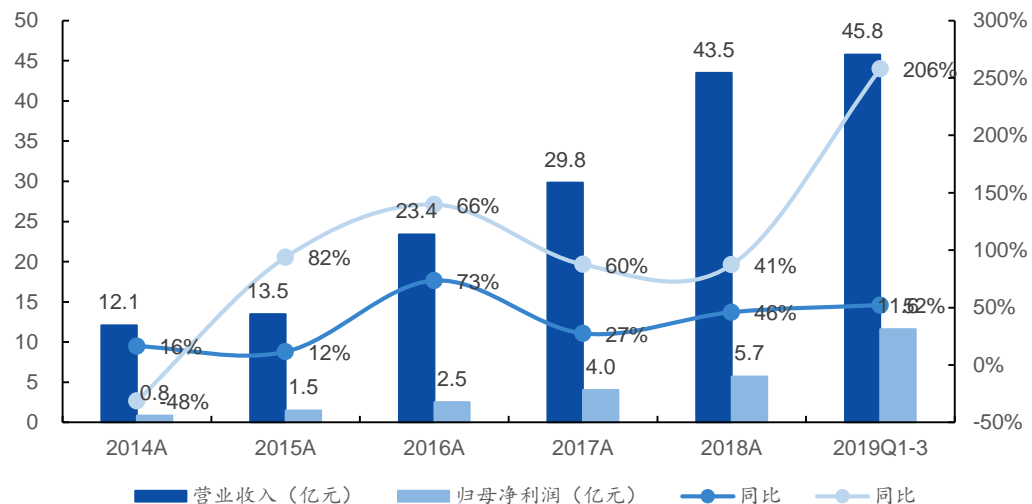
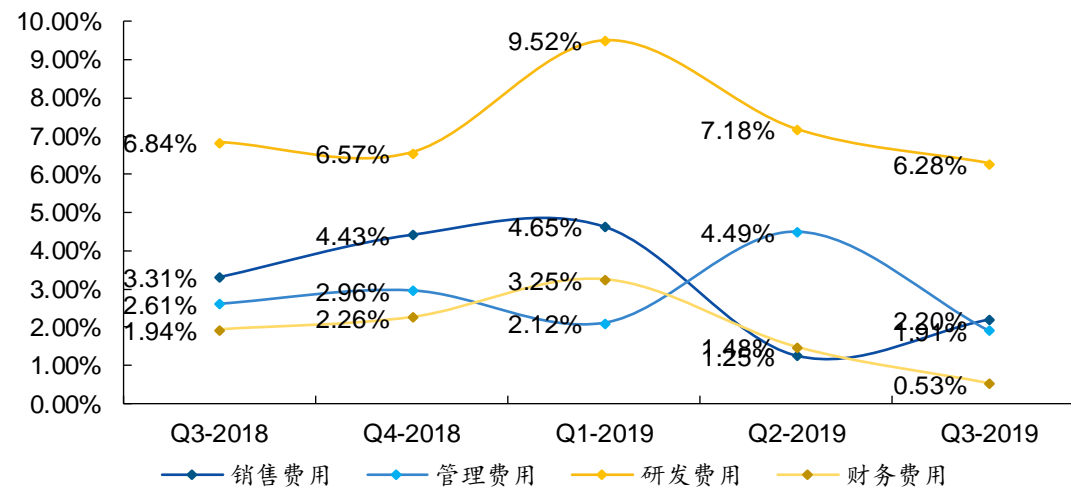


图 47：公司费用管控见效，经营层面改善



数据来源：Wind，国元证券研究中心

数据来源：Wind，国元证券研究中心

6.7 宁德时代：领先优势突出，有望强者恒强

- **成本优势：**宁德时代市场占有率在50%以上，动力电池装机量领先优势扩大，维持成本优势。锂电池成本主要取决于技术维度的单耗、直通率水平，以及产业链纵向的一体化布局与议价能力，宁德时代在这两方面显著领先；
- **品牌优势：**动力电池靠近终端，具备品牌价值，且宁德时代的高性能电池确乎可以为整车带来销售端的优势；实现国内一线客户深度绑定，夯实中远期份额的基础，稳固国内市场的主导地位。
- **技术优势：**锂电池性能指标繁多、配方工艺复杂，考验企业对材料体系的综合理解能力，且注重经验积累，宁德研发创新能力具备较强优势。
- 预计公司2019-2021年净利润为44.9、54.8以及66.8亿元。对应EPS2.03、2.48、3.02元，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：新能源汽车产销不达预期；动力电池格局恶化超预期

图 48：宁德时代营业收入与归母净利润

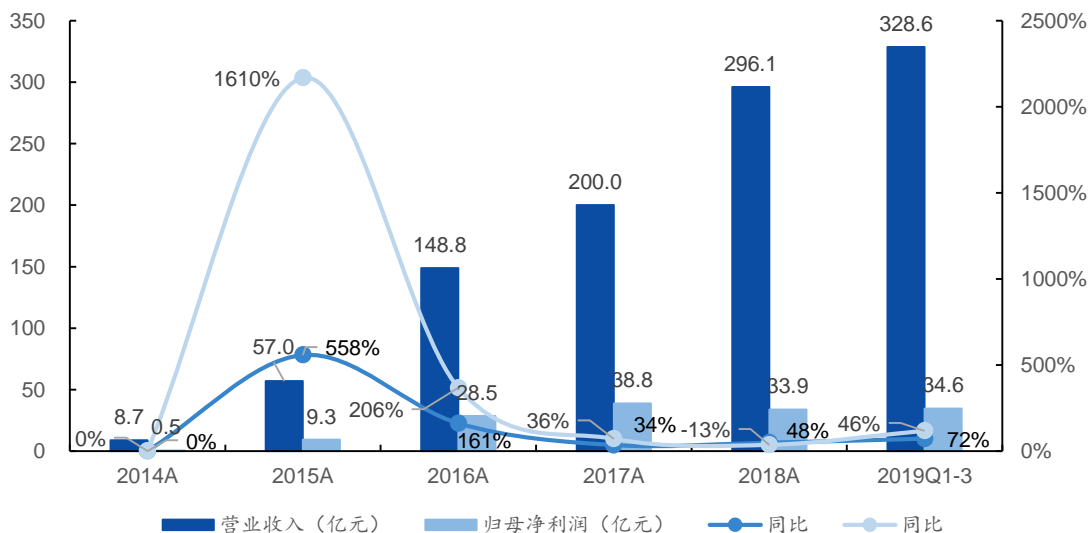
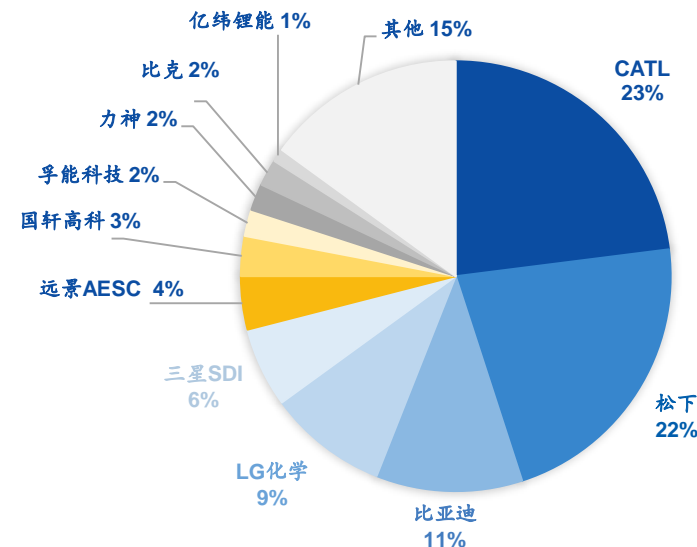


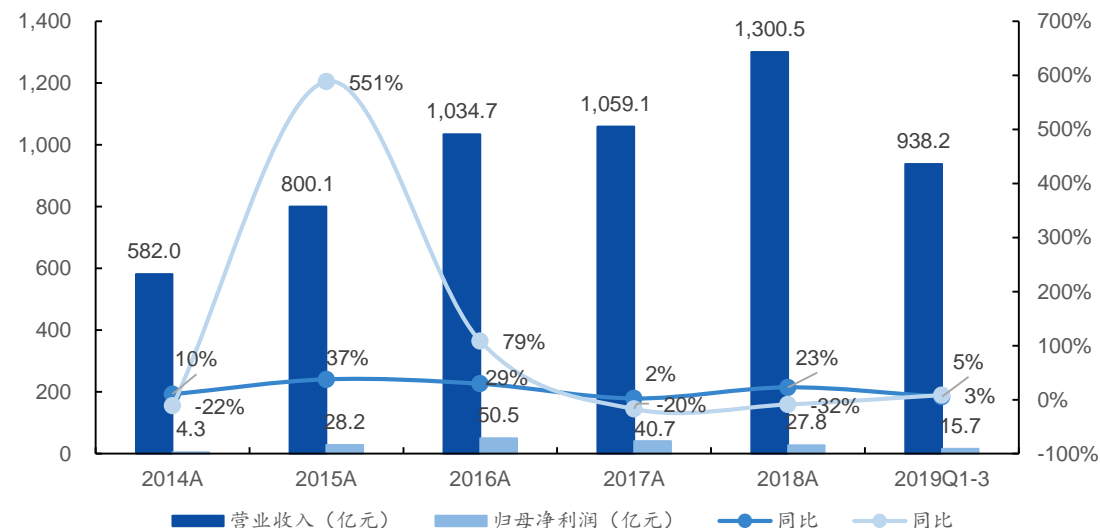
图 49：宁德时代全球市占率第一（2018年）



6.8 比亚迪：国内龙头地位稳固，动力电池、IGBT等外供前景看好

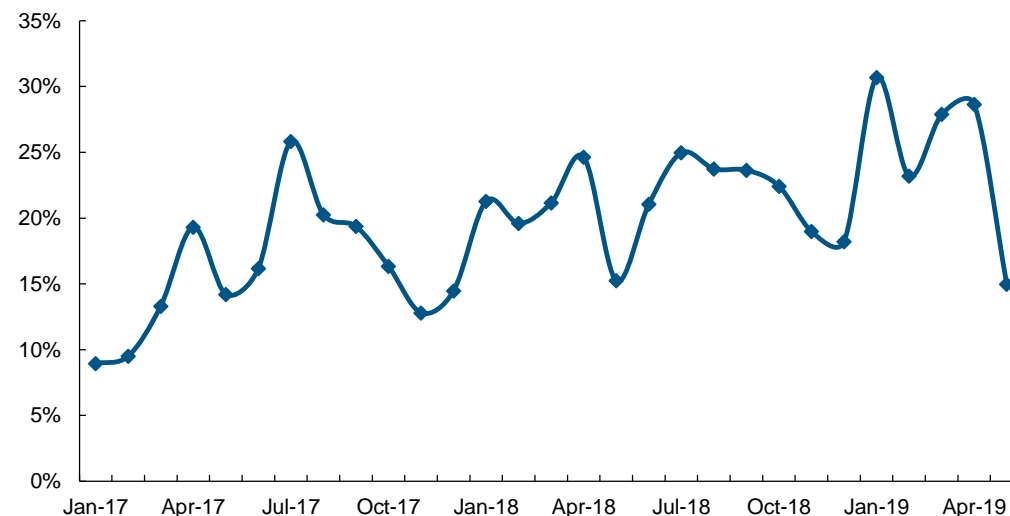
- **乘用车**：公司产品布局全面，先发优势明显，e平台技术获认可。1) 与丰田合资建立研发公司，e平台技术获得认可，技术输出+关键高壁垒零部件供应商属性增强。2) 受补贴退坡影响，公司短期业绩依然承压，在行业阵痛期内，公司陆续推出e2、e3、全新秦EV、宋Pro等车型，进一步完善产品布局。
- **动力电池**：电动化引领者。公司是前二的动力电池企业，看好公司成为动力电池行业寡头：1) 动力电池市场空间大，行业格局集中，向外供应将迎来业务价值最大化；2) 公司长期专注于锂电池的研发，同时具备纵向一体化的布局，长期竞争优势突出；
- 预计公司2019-2021年净利润为22.49/29.33/37.70亿元,对应EPS0.82/1.08/1.38元，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：汽车销量不及预期；新能源等业务毛利率大幅下滑。

图 50：营业收入与归母净利润



数据来源：Wind，国元证券研究中心

图 51：比亚迪汽车逐月市场份额



数据来源：Wind，国元证券研究中心

6.9 欣旺达：消费电子模组龙头，动力电池海外配套

- **消费电子：**作为锂电模组龙头企业受益随着5G时代到来，智能手机出货量有望重回正增长叠加单机容量提升。公司消费电子业务现金流稳定，在手现金充沛，能够支撑公司不断扩产实现客户配套。
- **动力电池：**公司动力电池业务已全面覆盖方形、圆柱和软包三大类产品，已和吉利、小鹏汽车、东风雷诺、东风柳汽、北汽福田等主机厂达成了合作，从2018年起向客户批量供货。公司也已成功拓展雷诺日产、易捷特等国际优质客户。
- 预计公司2019-2021年净利润为8.65/12.38/17.20亿元。对应EPS0.56/0.80/1.11元，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：公司动力电池客户拓展不及预期；公司消费类产品需求不及预期

图 52：营业收入与归母净利润

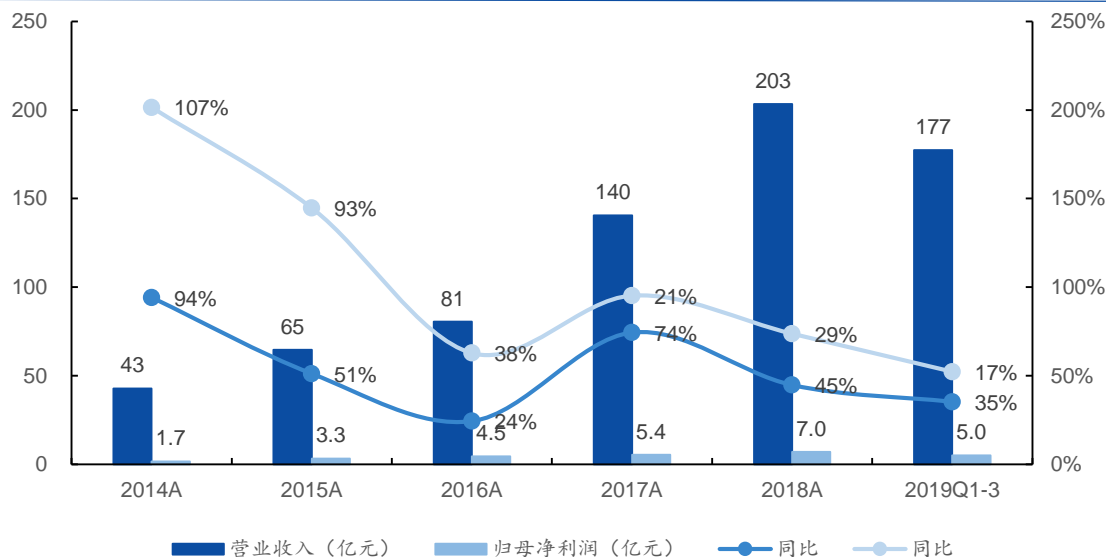
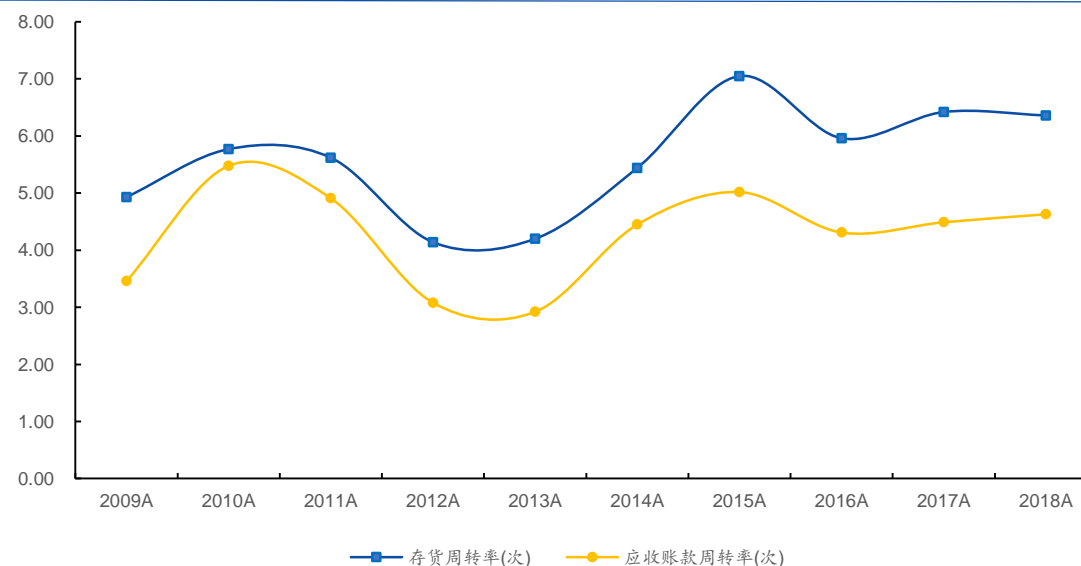


图 53：公司存货与应收账款维持高周转



数据来源：Wind，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

数据来源：Wind，国元证券研究中心

投资有风险，请各位投资者理性投资

- 宏观经济发展不及预期
- 新能源汽车发展不及预期
- 汽车市场销量持续下行
- 中美贸易战恶化
- 产业研发进度不及预期等



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。



一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn



城市交通健康指数与汽车保有量关系

相关系数: -0.42

