

# 汽车

# 行业年度策略

## 否极泰来，追新守强

### 投资要点

◆ **行业景气度或在二季度开始好转：**从德、日、美等发达国家汽车产业发展历史经验来看，一国汽车消费的长期增长空间与劳动人口规模和人均收入水平的增长正相关，其中人口是决定性因素。2014至2017年我国劳动人口已连续4年下滑，对应汽车产销增速也进入降档期（从2000至2010年的复合增速24.09%降至2011至2018年的5.67%）；但考虑到现阶段我国人均收入增速仍较快（约5%~10%）、农村地区汽车保有量尚较低（每百户家庭保有量仅为城镇地区的一半）等因素，未来5~10年汽车产销仍有一定增长空间。我们认为随购置税优惠造成的透支效应逐步减弱、后续相关刺激汽车消费政策（汽车下乡等）的出台，以及国民经济的探底回升等，行业景气度有望在二季度开始逐步好转。预计2019年全年汽车销量约2810万辆，同比微增0.06%。

◆ **新能源汽车有望提前完成2020年销量目标：**中汽协预计2019年新能源汽车销量将突破160万辆，我们认为在政策倒逼下（双积分政策保障150万辆产量下限），新能源汽车的供给端已经打开（全年投放不少于40款新车型并有众多新工厂投产），叠加需求端的积极因素增多（限牌及路权优惠的城市有望增多、消费者认可度提升、非限牌城市及城乡需求启动），2019年国内新能源汽车销量大概率可实现40%以上高增长。预计全年新能源汽车销量将突破180万辆（同比增长约42%），并向200万辆发起冲击（同比增长约57.5%）。

◆ **中小市值公司投资机会将大于大市值公司，智能汽车和新能源汽车产业链标的将优于传统整车和零部件标的：**受宏观经济增速放缓及中美贸易战持续发酵等不利因素的影响，2018年二级市场经历了深度调整。从估值、盈利、成长性三个维度考察，我们认为汽车板块中基本面扎实、估值合理、成长确定性高的中小市值龙头公司已具备较高安全边际；从历史表现看，在行业复苏阶段，中小市值龙头公司凭借更强的盈利能力以及更大的业绩增长弹性获得了更高的估值溢价；如综合考虑政策因素及科创板推出的历史机遇期，我们认为与智能汽车和新能源汽车产业链相关的偏科技类标的将优于传统整车及零部件标的。

◆ **投资建议：**在人口与经济增长放缓的大背景下，汽车行业产销增速将降档。但随购置税优惠透支效应减弱、后续刺激汽车消费政策出台及经济探底回升，我们认为行业有望否极泰来，景气度或在二季度开始逐步好转。维持行业投资评级为“同步大市-A”。建议围绕以下三条主线进行全年投资布局：（1）基本面扎实、估值合理、成长确定性高，与智能汽车及新能源汽车产业链紧密相关的中小市值细分领域龙头，重点推荐**星宇股份、拓普集团**；建议关注**保隆科技、宁波高发**。（2）积极拥抱新能源汽车业务的零部件企业，重点推荐特斯拉产业链标的**旭升股份、均胜电子**，新能源汽车热管理标的**银轮股份**；建议关注电池产业链标的**宁德时代**。（3）拥有优质自主品牌、渠道下沉良好和品牌辐射能力强的整车企业，重点推荐**上汽集团、长城汽车**；建议关注**广汽集团、吉利汽车（H股）**。

◆ **风险提示：**全球经济下行的风险，政策调整的风险，原材料价格大幅波动的风险。

投资评级

同步大市-A 维持

首选股票	评级
601799	星宇股份 买入-A
601689	拓普集团 买入-A
603305	旭升股份 买入-B
600699	均胜电子 买入-A
002126	银轮股份 买入-A
600104	上汽集团 买入-A
601633	长城汽车 买入-B

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.27	-2.43	-5.26
绝对收益	3.11	0.06	-21.10

分析师

林帆

 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

报告联系人

 陆嘉敏  
 lujiamin@huajinsec.cn  
 021-20377038

### 相关报告

汽车：第8周周报：北京市发布国六机动车排放标准通告，尾气处理标的有望受益 2019-02-17

汽车：第7周报：特斯拉四季度再次实现盈利，电动车时代正逐步来临 2019-02-11

汽车：特斯拉(TSLA.O)年报点评：产能与交付量稳步提升，逐步迈入“盈利通道” 2019-01-31

汽车：第5周周报：春节临近，车市零售持续回暖 2019-01-27

## 内容目录

一、2018 年汽车行业表现回顾 .....	5
(一) 全年汽车产销低于预期, 28 年来首现负增长 .....	5
(二) 二级市场表现低迷, 个股与板块齐跌 .....	6
二、行业景气度或在二季度开始好转 .....	8
(一) 长期: 劳动人口减少致汽车产销增速降挡 .....	8
(二) 中短期: 透支效应减弱及刺激消费政策的出台助行业迎来周期性复苏 .....	11
三、新能源汽车有望提前达成 2020 年目标 .....	14
(一) 政策端: 补贴退坡+双积分政策引导市场化发展 .....	14
(二) 供给端: 多方力量角逐, 产能大幅提升 .....	16
(三) 需求端: 消费者接受度提升, 市场自发需求逐步形成 .....	20
四、中小市值公司机会将优于大市值公司 .....	24
(一) 估值水平对比 .....	25
(二) 盈利能力对比 .....	26
(三) 成长性对比 .....	27
五、投资建议 .....	28
1、星宇股份 (601799.SH) .....	28
2、拓普集团 (601689.SH) .....	29
3、旭升股份 (603305.SH) .....	29
4、均胜电子 (600699.SH) .....	30
5、银轮股份 (002126.SZ) .....	30
6、上汽集团 (600104.SH) .....	31
7、长城汽车 (601633.SH) .....	32
六、风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1: 2007~2018 年汽车销量及增速 .....	5
图 2: 2007~2018 年乘用车销量及增速 .....	5
图 3: 2007~2018 年 SUV 销量及增速 .....	5
图 4: 2007~2018 年商用车销量及增速 .....	6
图 5: 2007~2018 年重卡销量及增速 .....	6
图 6: 2011~2018 年新能源汽车销量及增速 .....	6
图 7: 各行业 2018 年全年涨跌幅 (按中信分类) .....	7
图 8: 汽车各子板块 2018 年全年涨跌幅 .....	7
图 9: 日本劳动人口数量及增速 .....	8
图 10: 日本人均可支配收入及增速 .....	8
图 11: 日本新车注册量 .....	8
图 12: 德国劳动人口数量及增速 .....	9
图 13: 德国人均可支配收入及增速 .....	9
图 14: 德国乘用车销量及增速 .....	9
图 15: 美国劳动人口数量及增速 .....	10
图 16: 美国人均可支配收入及增速 .....	10
图 17: 美国汽车销量及增速 .....	10

图 18: 中国城镇居民家庭人均可支配收入及增速 .....	11
图 19: 中国劳动年龄人口数量及增速 .....	11
图 20: 2000~2018 年中国汽车销量及增速 .....	11
图 21: 2009 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速 .....	12
图 22: 2015 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速 .....	12
图 23: 中国城镇及农村地区每百户汽车保有量对比 .....	13
图 24: 中国城镇及农村人口占比 (2017 年) .....	13
图 25: 2019 年汽车销量及增速预测 .....	14
图 26: 乘用车双积分考核办法 .....	16
图 27: 2018 年 1~11 月中国新能源乘用车市场份额 .....	17
图 28: 特斯拉历史产量及未来产量预计 .....	18
图 29: 特斯拉中国超级工厂 1 月 7 日开工建设 .....	18
图 30: 部分国内造车新势力 .....	18
图 31: 蔚来汽车月交付量 .....	18
图 32: 2019 年自主及合资待上市新能源车型 .....	19
图 33: 用户拒绝新能源汽车的原因 .....	20
图 34: 新能源汽车与充电桩数量比 .....	21
图 35: 2015~2020 中国充电基础设施发展目标 .....	21
图 36: 新能源汽车推广目录乘用车平均能量密度 .....	21
图 37: 我国各项政策对电池能量密度提出高要求 (Wh/kg) .....	21
图 38: 国内纯电动乘用车续航里程按产量分布 .....	22
图 39: 2018 年 10-17 批新能源汽车免征购置税目录平均续航里程 .....	22
图 40: 新能源汽车与充电桩数量比 .....	22
图 41: 2015-2020 中国充电基础设施发展目标 .....	22
图 42: 新能源汽车购买意向逐年提升 .....	23
图 43: 新能源汽车使用满意度逐年提升 .....	23
图 44: 2018 年 1-11 月累计销量前十的城市 .....	23
图 45: 2016~2018 年新能源乘用车销量占比 .....	24
图 46: 2017 及 2018 年各级城市纯电动车个城市销量占比 .....	24
图 47: 政策端、供给端、需求端共同发力促 2019 年新能源汽车产销延续高速增长 .....	24
图 48: 各市值组合历史估值 (历史 TTM, 整体法) .....	26
图 49: 各市值组合单季度毛利率 .....	27
图 50: 各市值组合单季度净利率 .....	27
图 51: 各市值组合单季度营收增速 .....	27
图 52: 各市值组合单季度净利润增速 .....	27
图 53: 星宇股份营收及增速 .....	28
图 54: 星宇股份归母净利润及增速 .....	28
图 55: 拓普集团营收及增速 .....	29
图 56: 拓普集团归母净利润及增速 .....	29
图 57: 特斯拉季度产量及增速 .....	30
图 58: 旭升股份单季度营收及增速 .....	30
图 59: 均胜电子单季度营收及增速 .....	30
图 60: 均胜电子单季度毛利率及净利率 .....	30
图 61: 银轮股份营收及增速 .....	31
图 62: 银轮股份归母净利润及增速 .....	31

图 63: 上汽集团销量及市占率.....	32
图 64: 上汽通用五菱全国网点覆盖情况.....	32
图 65: 哈弗 4S 店数量及哈弗 SUV 在各级别城市的市场份额.....	32
图 66: 哈弗 4S 店分布.....	32
表 1: 汽车各子板块个股涨幅榜前十.....	7
表 2: 2009 年政策实施当年各类乘用车销量及增速.....	13
表 3: 2009 年部分获得补贴的厂商及车型数量.....	13
表 4: 我国新能源汽车补贴政策发展 (国补).....	15
表 5: 满足双积分所需要生产的新能源乘用车数量测算.....	16
表 6: 国内新能源汽车市场参与主体.....	17
表 7: 2019 年部分新造车企业新车及交付量目标.....	18
表 8: 部分 2019 年即将投产的新能源汽车产能.....	19
表 9: 汽车板块大市值组合.....	25
表 10: 汽车板块中小市值头部组合.....	25
表 11: 重点推荐标的估值表.....	33

## 一、2018 年汽车行业表现回顾

### (一) 全年汽车产销低于预期，28 年来首现负增长

2018 年汽车产销低于年初预期，销量自 1990 年来首次录得年度负增长。据中汽协数据，2018 年全年我国汽车产销 2780.92 万辆和 2808.06 万辆，同比分别下降 4.16% 和 2.76%。受购置税优惠完全退出、宏观经济增速回落、中美贸易摩擦等负面因素的综合影响，2018 年下半年开始汽车单月产销增速连续下滑，全年汽车产销量低于中汽协年初预期（销量增长 3%），自 1990 年以来首次录得年度销量负增长。

图 1：2007~2018 年汽车销量及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

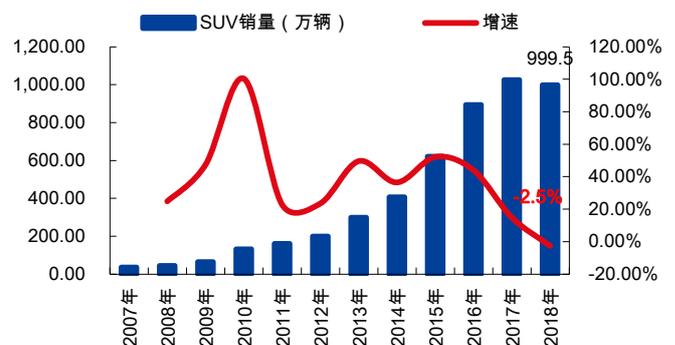
乘用车产销增速低于行业总体，SUV 增速由正转负。2018 年乘用车产销分别完成 2352.9 万辆和 2371 万辆，同比分别下降 5.2% 和 4.1%，占汽车产销比重分别为 84.6% 和 84.4%，分别低于上年 0.9 和 1.2 个百分点。往年贡献乘用车主要销售增量的 SUV 全年销量 999.5 万辆，同比下降 2.5%，增速放缓明显。2016 与 2017 年的小排量汽车购置税优惠政策在提前释放消费需求的同时也透支了未来的部分需求，2018 年 3 月以来中美贸易摩擦加剧带来的外部冲击，对国内乘用车市场也造成了较大的负面影响。

图 2：2007~2018 年乘用车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

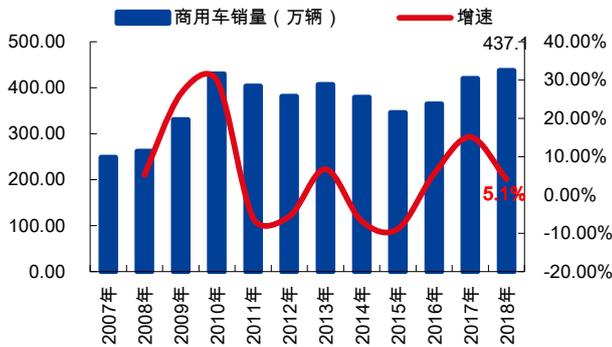
图 3：2007~2018 年 SUV 销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

商用车销量创历史新高，重卡景气度维持高位。2018 年商用车产销分别达到 428 万辆和 437.1 万辆，同比分别增长 1.7%和 5.1%，景气度好于行业平均及乘用车。商用车销量创历史新高，主要是受货车销量增长的拉动。在治超新政与换车周期的共同驱动下，重卡景气度维持高位，据第一商用车网的数据，2018 年重卡销量达 114.5 万辆，同比增长 3%，超过了 2017 年的 111.2 万辆，创下了新的年度销量纪录。

图 4: 2007~2018 年商用车销量及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

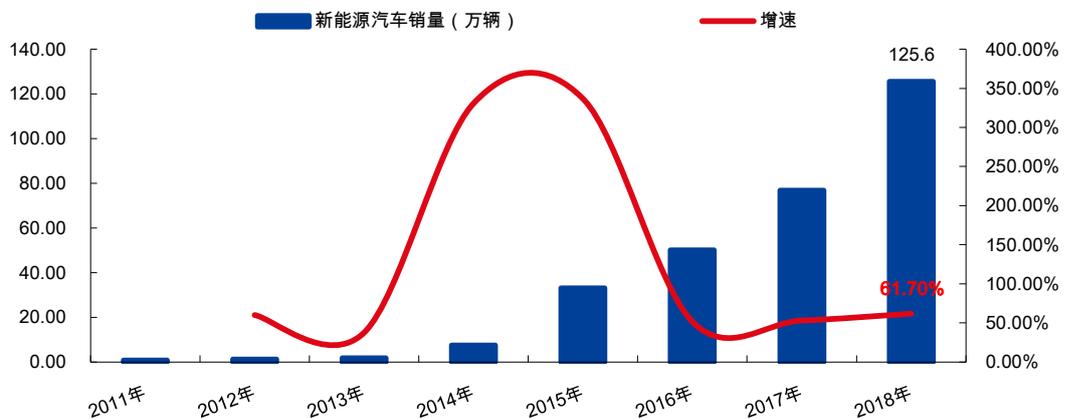
图 5: 2007~2018 年重卡销量及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

新能源汽车产销均超过 125 万辆，远超年初预期。在双积分以及补贴政策的推动下，2018 年国内新能源汽车市场继续保持高速增长势头，全年产销分别完成 127 万辆和 125.6 万辆，同比分别增长 59.9%和 61.7%，远超中汽协年初的预测值（100 万辆）。

图 6: 2011~2018 年新能源汽车销量及增速

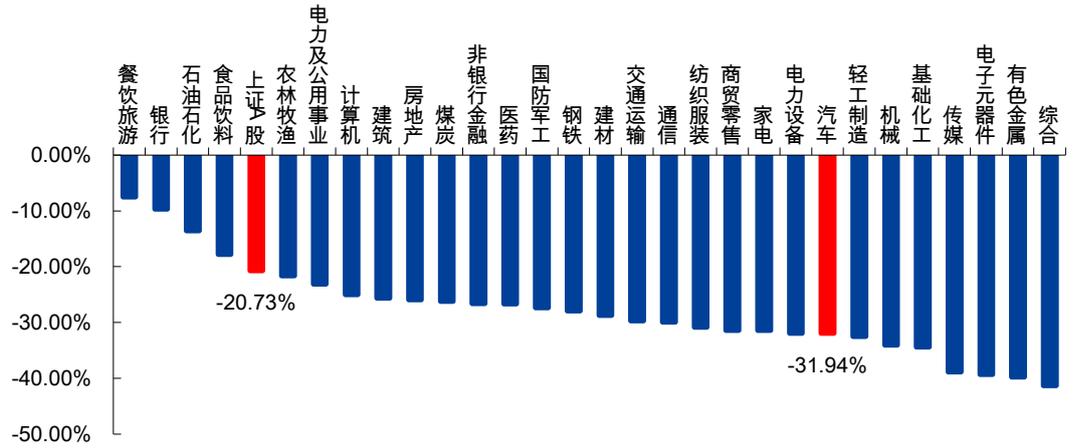


资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

## (二) 二级市场表现低迷，个股与板块齐跌

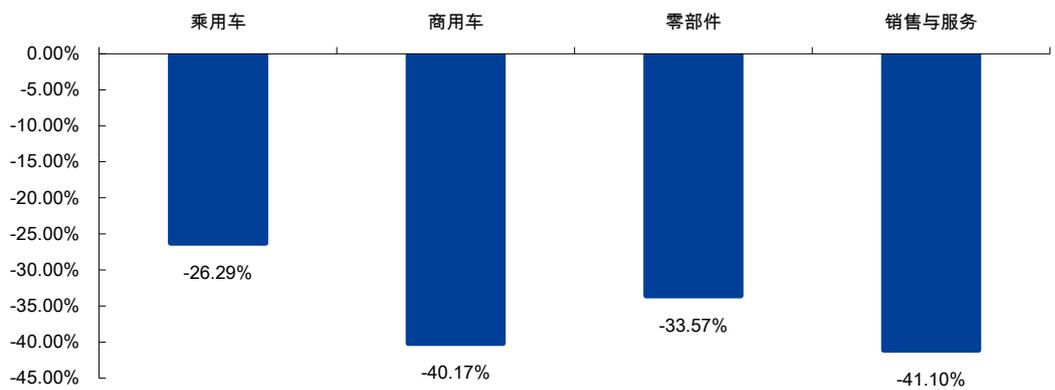
汽车行业表现位于中下游，四个子板块均呈现较大跌幅。2018 年，A 股市场整体表现低迷，按中信分类的 29 个行业无一例外均呈现下跌态势。汽车行业全年下跌 31.94%，落后上证指数 11.21 个百分点，在所有行业中排名第 22 位。汽车四个子板块乘用车/商用车/零部件/销售与服务全年跌幅分别达到 26.29%/40.17%/33.57%/41.10%，为近年所少见。

图 7：各行业 2018 年全年涨跌幅（按中信分类）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：汽车各子板块 2018 年全年涨跌幅



资料来源：Wind，华金证券研究所

除少数次新股外，个股表现惨淡。按中信行业分类，汽车板块共有 179 只个股（剔除亚夏汽车），其中全年实现上涨的仅 15 只，占比 8.38%，且全部集中在汽车零部件板块，并以次新股居多。乘用车、商用车及汽车销售与服务三个子板块中的个股全年无一上涨。

表 1：汽车各子板块个股涨幅榜前十

排名	乘用车	涨跌幅	商用车	涨跌幅	零部件	涨跌幅	经销商	涨跌幅
1	上汽集团	-12.17%	江铃汽车	-7.85%	宁德时代（次新）	103.87%	漳州发展	-22.83%
2	小康股份	-13.56%	中国汽研	-13.46%	朗博科技（次新）	68.52%	大东方	-26.76%
3	比亚迪	-21.34%	诺力股份	-16.47%	恒立实业	60.13%	中华控股	-29.48%
4	一汽夏利	-31.07%	中国重汽	-32.87%	天永智能（次新）	38.56%	特力 A	-31.13%
5	一汽轿车	-38.31%	华菱星马	-34.08%	南京聚隆（次新）	37.23%	龙洲股份	-41.89%
6	广汽集团	-39.65%	福田汽车	-34.91%	鑫湖股份（次新）	29.99%	国机汽车	-43.95%
7	长安汽车	-44.93%	东风汽车	-38.04%	联诚精密（次新）	29.21%	庞大集团	-44.00%
8	江淮汽车	-48.59%	海伦哲	-42.87%	越博动力（次新）	16.87%	中国中期	-45.25%
9	长城汽车	-50.49%	亚星客车	-43.77%	光洋股份	11.53%	广汇汽车	-48.24%
10	海马汽车	-53.49%	金杯汽车	-46.18%	八菱科技	6.79%	东方时尚	-48.41%

资料来源：Wind，华金证券研究所

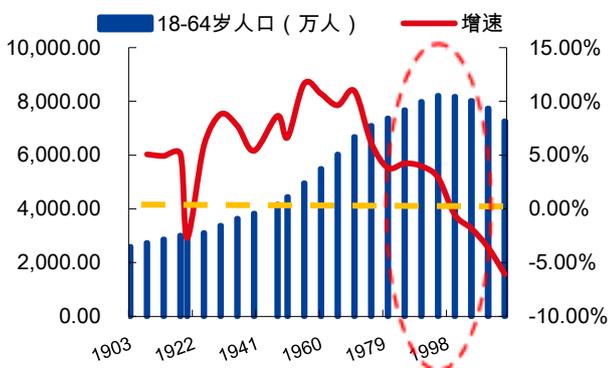
## 二、行业景气度或在二季度开始好转

### （一）长期：劳动人口减少致汽车产销增速降挡

汽车消费的长期增长空间取决于劳动人口规模和人均收入水平，其中人口是决定性因素。回顾日、德、美等发达国家历年汽车销量数据，我们发现，一国汽车消费的长期增长空间很大程度上取决于两个因素——劳动人口规模和人均收入水平。其中，劳动人口（15~64岁）规模决定了消费者的基数，是汽车长期销量的决定性因素，其趋势性拐点往往与汽车长期销量拐点相对应；人均（可支配）收入决定了消费者的购买力，且由于汽车的可选消费和耐用品属性，人均收入变化对中短期汽车销量波动起到了放大作用（加速汽车销量增长或下降）。具体来说，劳动人口、人均收入与汽车销量三者关系表现为：一段时期中，当劳动人口和人均收入二者同向变动时（同增或同减），汽车销量也随之同向变动；当二者变动方向不一致时（一增一减），汽车长期销量随人口同向变动，中短期则受人均收入波动影响较大。

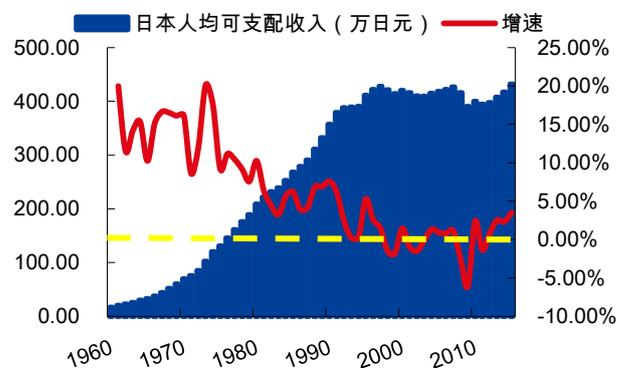
**日本：劳动人口快速负增长叠加人均收入增长停滞，新车注册量大幅回落。**日本在90年代开始人均收入增长接近停滞（增速中枢0%），劳动人口在1995年前后迎来大拐点（增速由正转负）。伴随劳动人口快速减少和人均收入增长失速，日本国内新车注册量快速下滑。2017年，日本国内新汽车注册量已下滑至339.08万辆，距巅峰期1990年的597.51万辆降幅超过43%。

图 9：日本劳动人口数量及增速



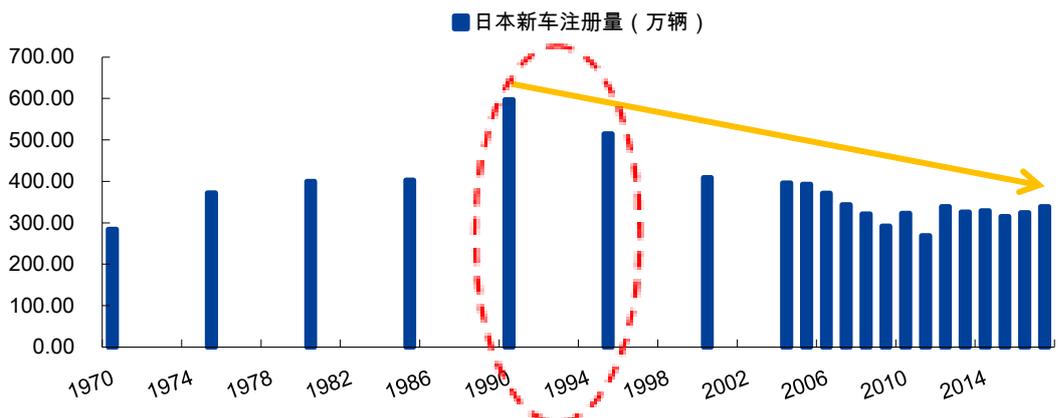
资料来源：日本统计局，华金证券研究所

图 10：日本人均可支配收入及增速



资料来源：日本统计局，华金证券研究所

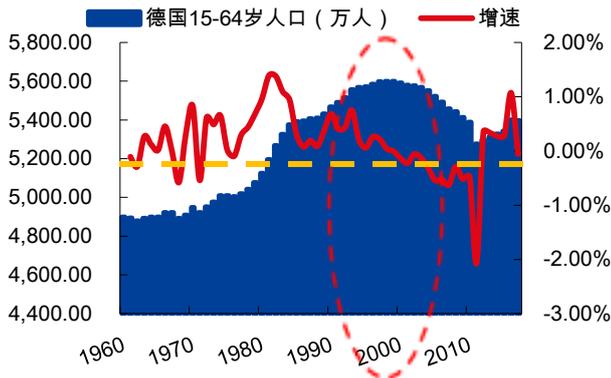
图 11：日本新车注册量



资料来源：日本自动车工业协会，华金证券研究所

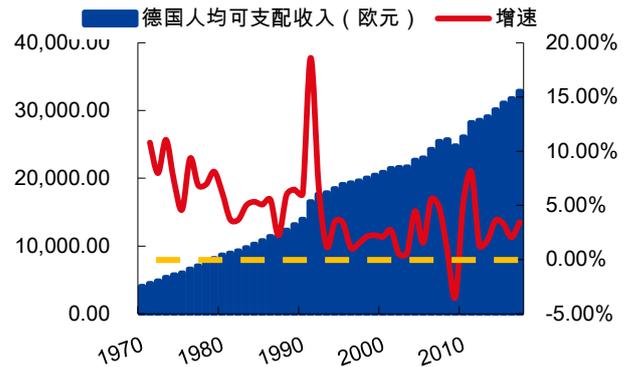
**德国：劳动人口负增长、人均收入增速放缓，汽车销量同步回落。**德国人均收入在 90 年代开始进入低速增长平台(增速中枢 0%~5%)，劳动人口在 1995 年前后迎来拐点(增速由正转负)。汽车长期销量与劳动人口同步见顶，但由于人均收入仍维持低速正增长，且劳动人口衰减速度较慢，因此德国的本土汽车销量虽有下滑，但总体回落幅度不大。2017 年，德国国内乘用车销量 344.13 万辆，距巅峰期 1991 年的 415.86 万辆下降 17.25%。

图 12：德国劳动人口数量及增速



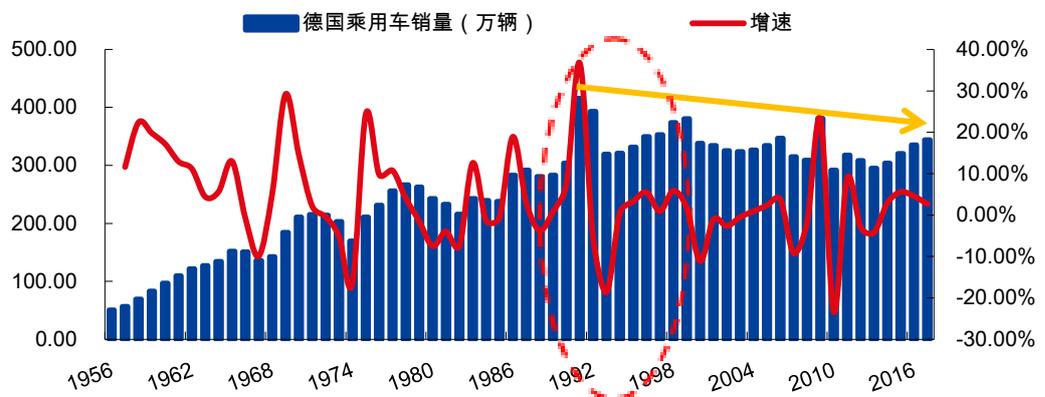
资料来源：欧盟统计局，华金证券研究所

图 13：德国人均可支配收入及增速



资料来源：欧盟统计局，华金证券研究所

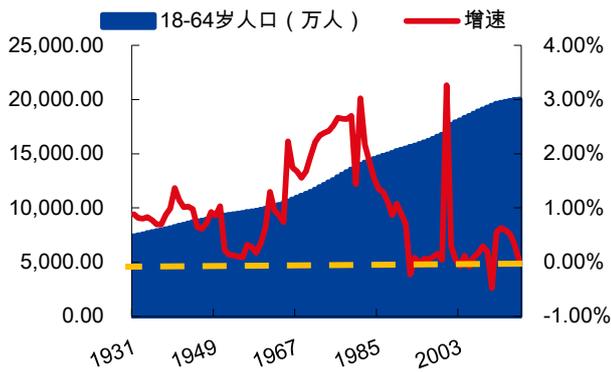
图 14：德国乘用车销量及增速



资料来源：德国汽车工业联合会，华金证券研究所

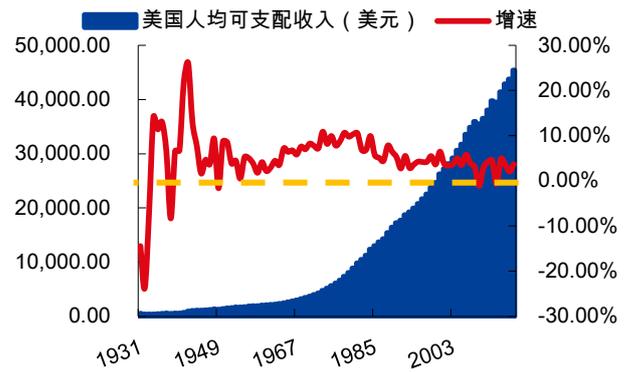
**美国：劳动人口与人均收入低速增长，汽车销量呈现阶梯式增长。**作为移民国家，美国通过不断地吸纳外来移民，劳动人口规模持续扩大，为经济增长提供了源源不断的动力。除个别年份外，美国劳动人口及人均收入长期保持中低速增长。由于劳动人口尚未出现明显的拐点，美国汽车销量也未出现持续性的衰退，而是随人均收入和劳动人口增速的变化呈现阶梯式的增长。2017 年，美国国内汽车销量达 1723.04 万辆。

图 15: 美国劳动人口数量及增速



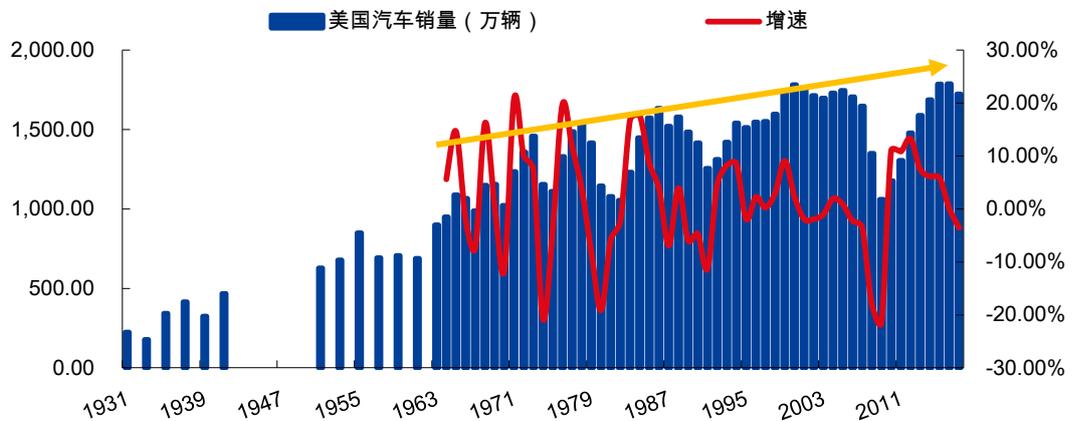
资料来源: 美国商务部普查局, 华金证券研究所

图 16: 美国人均可支配收入及增速



资料来源: 美国经济分析局, 华金证券研究所

图 17: 美国汽车销量及增速



资料来源: WardsAuto, 华金证券研究所

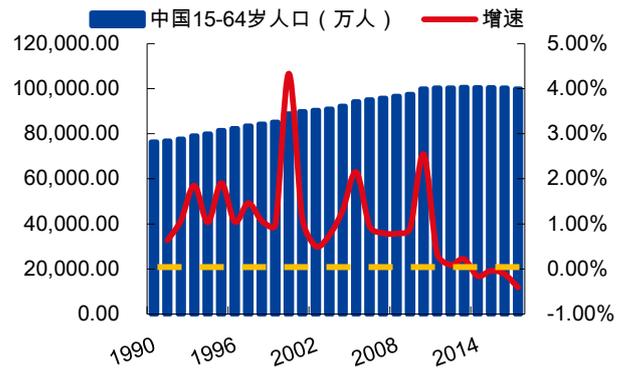
中国: 劳动人口已迎来拐点, 人均收入维持较高的增长, 汽车销量增速降挡。(1) 人均收入仍保持较快增长: 2018 年全国居民人均可支配收入 28228 元, 同比增长 8.7%, 增速较上年下降 0.3 个百分点。人均收入增速有所放缓, 但仍维持在 5%~10% 左右的较高增长区间; (2) 劳动人口已进入拐点: 2017 年中国劳动人口 9.98 亿人, 同比下降 0.41%, 从 2014 年起已是连续第 4 年下滑。国家卫计委预计我国劳动人口将在 2020 年、2030 年和 2050 年分别下降至 9.9 亿、9.6 亿和 8.3 亿, 中长期下降趋势或已不可避免。劳动人口拐点向下将导致国内汽车产销增速降挡(2000 年至 2010 年汽车销量复合增速约 24.09%, 2010 年至 2018 年下降至约 5.67%), 未来随劳动人口的持续下降, 汽车产销增速中枢大概率将进一步下行。

图 18：中国城镇居民家庭人均可支配收入及增速



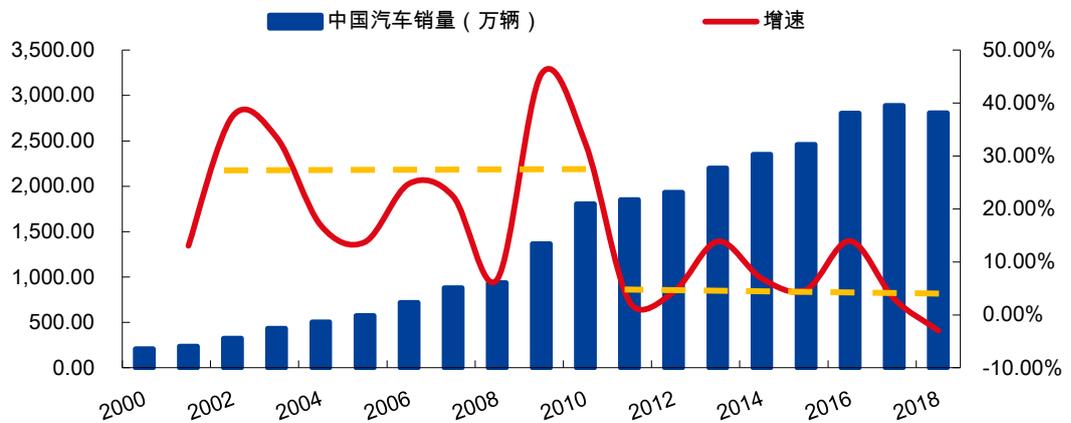
资料来源：统计局，华金证券研究所

图 19：中国劳动年龄人口数量及增速



资料来源：统计局，华金证券研究所

图 20：2000~2018 年中国汽车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

## （二）中短期：透支效应减弱及刺激消费政策的出台助行业迎来周期性复苏

购置税优惠政策对车市的影响时间一般约 4 年，透支效应在第 4 年起逐步减弱。我国分别在 2009 年初及 2015 年底实行了小排量汽车购置税优惠，优惠政策的出台有效提振了当年的汽车销量，但也提前透支了未来的部分需求，加大了行业波动。回顾 2009 年实行的小排量汽车购置税优惠政策，从政策开始实施到完全退出，对汽车行业的影响时间约 4 年，汽车销量增速在政策完全退出后的第二年逐步回升。

- **2009 年：政策实施当年，销量增速快速上行。**2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日期间，对 1.6 升及以下排量乘用车的购置税减半按 5% 征收。政策执行期间汽车销量增速快速上行，从 2009 年 1 月的同比 -14.37% 提升至当年 12 月的同比 90.62%，政策对车市的刺激效果显著。
- **2010 年：优惠退坡，销量增速下行。**2010 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日，购置税优惠开始退坡，减按 7.5% 征收。期间汽车销量增速放缓，由 2010 年 1 月的同比 126.15%

下降至当年 12 月的同比 17.90%，优惠退坡导致单月销量增速逐步下行，但全年销量增速仍保持在两位数以上。

- **2011 年：优惠完全取消，销量增速继续下行并由正转负。**2011 年 1 月 1 日起，购置税优惠完全取消（恢复至 10%），汽车销量增速继续下行并由正转负，从当年 1 月的同比 13.83%下降至次年 1 月的同比-26.63%，购置税优惠造成的透支效应开始显现。
- **2012 年：透支效应逐步减弱，销量增速回升。**2012 年开始，购置税优惠造成的透支效应逐步减弱，全年销量增速表现为“前低后高”，销量增速逐步上行并由负转正，从 2013 年 1 月的同比-26.63%逐步回升至当年 12 月的同比 11.20%。

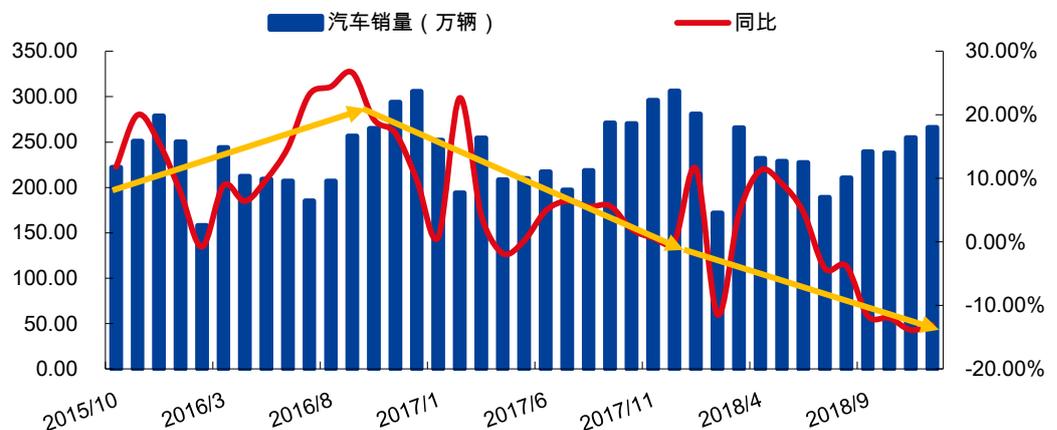
图 21：2009 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

**2015 年购置税优惠实施至今已过 3 年，透支效应有望在今年起逐步减弱。**2015 年国家再次推出 1.6L 及以下排量汽车购置税优惠政策，仍然分为三步走：（1）2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日购置税减按 5%征收；（2）2017 年 1 月 1 日到 12 月 31 日，减按 7.5%征收。（3）2018 年 1 月 1 日起取消购置税优惠，税率恢复至 10%。从周期的角度看，类比 2009 年购置税优惠政策对汽车行业的影响，本轮购置税优惠从出台至今已有 3 年，造成的透支效应有望在 2019 年起逐步减弱，单月销量增速有望逐步恢复，大概率将形成“前低后高”的走势。

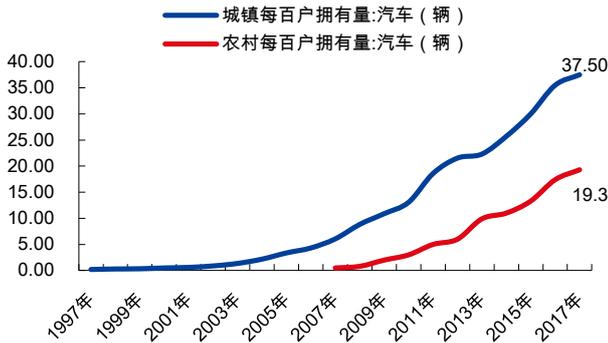
图 22：2015 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

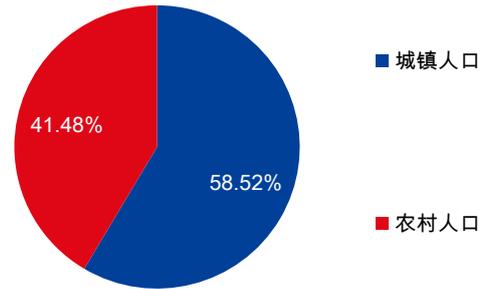
汽车下乡或在年内重启，有望推动行业复苏进程。2019年1月9日，在央视新闻频道推出《出实招办实事求实效》节目中，国家发改委副主任宁吉喆表示，今年发改委“将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施”。宁吉喆还表示，“汽车已经从城市进入乡村，现在也在考虑制定相关政策鼓励农民的消费。”相比城镇地区，农村地区拥有更大的人口基数（人口占比约58.52%）及更低的汽车保有量（每百户汽车保有量约19.3辆，仅为城镇地区的约一半），汽车下乡政策的重启将有助于激发农村汽车市场巨大的消费潜力，加快行业复苏进程。

图 23：中国城镇及农村地区每百户汽车保有量对比



资料来源：统计局，华金证券研究所

图 24：中国城镇及农村人口占比（2017年）



资料来源：统计局，华金证券研究所

- **2009年汽车下乡政策回顾：微客生产企业受益较多。**上一轮汽车下乡政策的实行时间从2009年3月1日到2010年12月31日，补贴车型为1.3L及以下的微型客车、微型载货车和轻型载货车，补贴金额为单车售价的10%（单车最高不超过5000元）。根据财政部的统计，截至2010年12月底，汽车下乡政策共实施22个月，累计补贴汽车、摩托车1791.47万辆（汽车499.69万辆），总金额265.67亿元。东风、长安、上汽通用五菱等生产微客较多的车企从该轮汽车下乡政策中受益较多。

表 2：2009年政策实施当年各类乘用车销量及增速

车型	销量 (万辆)	增速
乘用车整体	1031.54	52.90%
轿车	746.06	48.00%
交叉型乘用车 (微客)	194.83	83.20%
SUV	65.75	47.40%
MPV	24.9	26.10%

资料来源：中汽协，华金证券研究所

表 3：2009年部分获得补贴的厂商及车型数量

生产企业	符合标准的车型数量
东风汽车有限公司	53
南京长安汽车有限公司	45
河北长安汽车有限公司	41
合肥昌河汽车有限公司	17
哈飞汽车股份有限公司	18
上汽通用五菱股份有限公司	13
郴州吉奥南燕驰峰汽车有限公司	3
安徽宗申通宝汽车制造有限公司	2

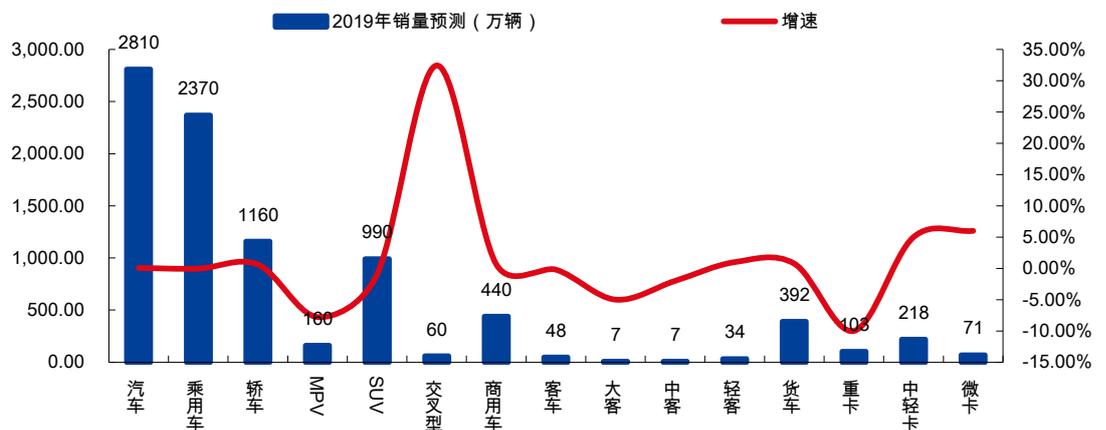
生产企业	符合标准的车型数量
奇瑞汽车股份有限公司	3

资料来源：《微型客车下乡生产企业及产品目录》（第1批），华金证券研究所

- **本轮汽车下乡政策展望：补贴车型范围或放宽至 1.6L 及以下排量乘用车。**1月29日，发改委等十部门印发了《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）》。文件指出“有条件的地方，可对农村居民报废三轮汽车，购买3.5吨及以下货车或者1.6升及以下排量乘用车，给予适当补贴，带动农村汽车消费。”依据该文件，我们预计若国家重启汽车下乡政策，补贴车型范围有望从上轮政策设定的1.3L及以下排量微客为主的车型扩大为1.6L及以下排量的乘用车。小排量车型销量占比较多的乘用车企业，如长安（占比约85%）、上汽（占比约80%）、长城（占比约70%）等有望从中受益较多。

预计2019年汽车销量约2810万辆，与2018年基本持平。综合来看，劳动人口的持续减少将对国内汽车长期销量增长产生一定的压制，但考虑到现阶段人均收入增长仍较快、农村汽车市场仍有较大增长潜力等因素，未来5~10年我国汽车产销仍有一定增长空间。不考虑相关刺激消费政策的出台，我们预计随着购置税优惠造成的透支效应逐步减弱及国民经济的探底回升，行业的单月汽车销量增速有望在一季度末触底，于二季度逐月收窄，并在下半年逐步恢复正增长。预计2019年汽车销量约2810万辆，同比微增0.06%。其中乘用车销量2370万辆（-0.04%）：轿车1160万辆（+0.62%），SUV 990万辆（-0.95%）；商用车440万辆（+0.65%）：客车48万辆（-0.2%），重卡103万辆（-10%）。若发改委出台相关刺激汽车消费政策（如汽车下乡等），有望促行业回暖速度及幅度超预期。

图 25：2019 年汽车销量及增速预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

### 三、新能源汽车有望提前达成 2020 年目标

#### （一）政策端：补贴退坡+双积分政策引导市场化发展

**2019 年关注新能源汽车两大政策的制定和执行情况：补贴政策和双积分政策。**战略性新兴产业的前期发展离不开政府的扶持和产业政策的引导。在财政补贴、限牌限行、税收优惠、路权优惠等政策支持下，过去几年我国新能源汽车产业规模持续扩大。为引导行业从政策导向迈向市场导向，政府近年来持续对新能源汽车的补贴政策进行调整，并在 2018 年出台了双积分政策。

**2019 年新能源汽车补贴或加速退坡。**2017 年新能源汽车平均单车补贴较 2016 年退坡 20% 左右。2018 年补贴退坡幅度加大，平均单车补贴较上年再退坡 30% 左右。据搜狐网报道的 2019 年新能源汽车补贴方案（来源：[http://www.sohu.com/a/287992123\\_121469](http://www.sohu.com/a/287992123_121469)），2019 年补贴将延续此前的加速退坡趋势，国补退坡达 50% 左右，地补或将被取消。

- **国补退坡 50% 左右：**2019 年单车补贴将在 2018 年基础上再退坡 50% 左右，且续航里程越低，退坡幅度越大，同时取消对 250 km 以下续航里程纯电动车型的补贴。
- **地补或被取消：**2018 年国补与地补的比例已从此前的 1:1 降至 1:0.5，据搜狐网报道的补贴方案，2019 年地补或将被取消，这意味着 2019 年最终的实际补贴金额可能仅为 2018 年的三分之一。

表 4：我国新能源汽车补贴政策发展（国补）

类型	续航里程 (km)	2017 国补 (万元)	2018 国补 (万元)	2019 年国补 (搜狐网报道版本) (万元)	18 年变化	19 年变化
BEV	100 ≤ R < 150	2	0	0	-100%	0%
	150 ≤ R < 200		1.5	0	-58.30%	-100.0%
	200 ≤ R < 250	3.6	2.4	0	-33.30%	-100.0%
	250 ≤ R < 300		3.4	1.7	-22.70%	-50.0%
	300 ≤ R < 400	4.4	4.5	2.3	2.30%	-48.9%
	R ≥ 400		5.5	2.9	13.60%	-47.3%
PHEV	1	2.4	2.2	/	-8.30%	/

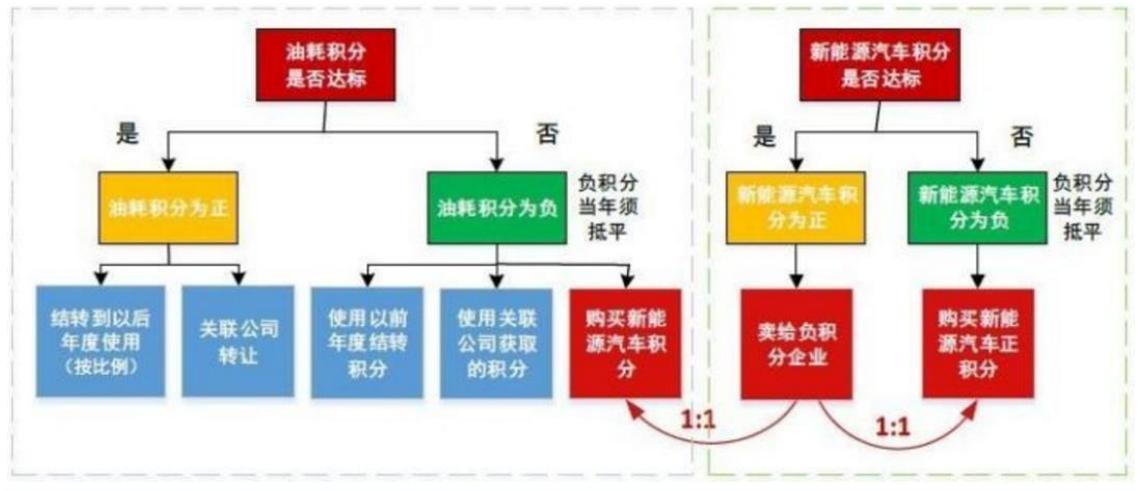
资料来源：工信部，搜狐网，华金证券研究所

**双积分政策将在 2019 年起正式考核，加速传统车企全面转型新能源。**2017 年 9 月 28 日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合发布了《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》（以下简称《双积分管理办法》），其中：

- **油耗积分针对传统燃油汽车，正积分可以结转至下一年。**根据《双积分管理办法》，平均燃料消耗量的实际值低于达标值产生正积分，高于达标值产生负积分。正积分可以按照 80% 或者 90% 的比例结转后续年度使用，也可以在关联企业间转让；负积分可以使用本企业结转或者受让的平均燃料消耗量正积分，或者使用本企业产生或者购买的新能源汽车正积分抵偿归零。
- **新能源汽车积分对新能源汽车产量提出了要求，不可结转。**根据《双积分管理办法》，2019 年的新能源积分所占比例要求为 10%，2020 年为 12%。当实际值高于达标值产生正积分，低于达标值产生负积分。正积分不可结转至下一年，负积分当年须抵平。举例来说，若一家乘用车企业在国内年销量 50 万辆，按 10% 的新能源积分比例要求，2019 年新能源积分需要达到 5 万分。以一辆续航里程在 300km 的纯电动车积 4 分计算（插

电式混合动力车计 2 分,纯电动车按照续航里程的不同计 2~5 分),该企业需要生产 1.25 万辆新能源汽车。若产量超过 1.25 万辆,则产生正的新能源积分,可卖给其他车企;若产量达不到 1.25 万辆,则需要向其它的车企购买新能源积分。

图 26: 乘用车双积分考核办法



资料来源: 搜狐汽车, 华金证券研究所

为满足双积分政策, 2019 年新能源汽车产量将不少于 150 万辆。根据《双积分管理办法》, 2019 年、2020 年新能源汽车积分比例要求为 10%和 12%。我们预计 2019 年乘用车销量 2320 万辆, 新能源车积分比例 10%对应积分为 232 万分, 须抵偿的油耗负积分为 147 万分(工信部预计), 合计须产生的新能源积分至少为 379 万分。若以平均单车新能源积分 3.5 分计, 至少需要生产 108.29 万辆新能源汽车; 以平均单车新能源积分 3 分计, 至少需要生产 126.33 万辆新能源汽车。考虑到乘用车在新能源车中占比约 70%~80%, 以及不同车企间销量的结构性差异(部分车企新能源积分大量富余, 部分车企积分严重不足), 要满足 2019 年双积分要求, 我们预计全年新能源汽车产量下限或为 150 万辆左右。

表 5: 满足双积分所需要生产的新能源乘用车数量测算

	2019 年 (万辆)	2020 年 (万辆)
乘用车销量预计 (万辆)	2320	2390
新能源积分比例	10%	12%
新能源积分要求 (万分)	232	286.8
预计须抵偿的油耗负积分 (万分)	147	242
合计须产生的新能源积分 (万分)	379	528.8
平均单车新能源积分		
2.5	151.60	211.52
3	126.33	176.27
3.5	108.29	151.09
4	94.75	132.20

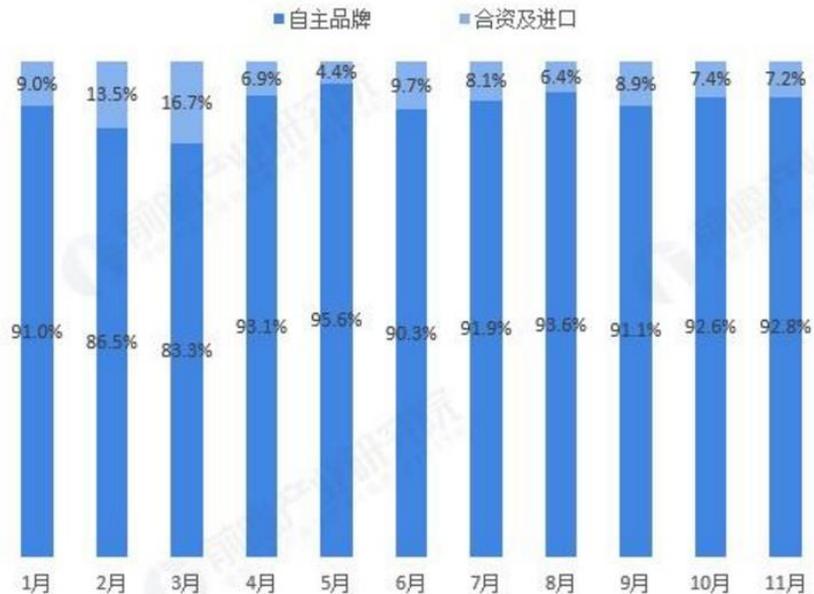
资料来源: 电车汇, 华金证券研究所

## (二) 供给端: 多方力量角逐, 产能大幅提升

新玩家涌入, 新能源汽车逐步迈入市场化竞争时代。国内新能源汽车市场参与者主要有以下三类企业:

- **自主品牌车企，如北汽、上汽、比亚迪、吉利等：**自主品牌车企前期以中低端车型快速抢占市场，目前仍是国内新能源汽车市场的绝对主力。据中汽协数据，2018年1-11月，除2月和3月，其余月份自主品牌新能源乘用车所占份额均超过90%以上，最高时达到95.6%。2019年，随着更多外资、合资及造车新势力的入局厮杀，国内新能源汽车市场竞争格局将发生重大变化。

图 27：2018 年 1~11 月中国新能源乘用车市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

- **外资/合资品牌企业，如特斯拉、大众、宝马等：**外资/合资车企前期在国内新能源汽车市场布局较为缓慢，面对汽车电动化的大趋势，2019年开始纷纷加快在中国市场导入新产品。如特斯拉中国工厂已经开工，首批国产 Model 3 将在年内下线；大众 2019 年计划推出 6 款新能源车型（3 款纯电车型，3 款插电混动车型）；BBA（奔驰、宝马、奥迪）或成立新合资公司，或新建电池工厂，并计划在 2019 年至 2020 年期间推出各自的国产纯电动车型。
- **造车新势力，如蔚来、威马、小鹏等。**部分新造车企业在 2018 年已经迈过了新车上市的门槛，进入了量产交付的阶段，其中蔚来汽车 2018 年交付量过万，领跑造车新势力交付榜。2019 年，更多的新造车企业将开始交付量产车型，与传统车企同台竞技。

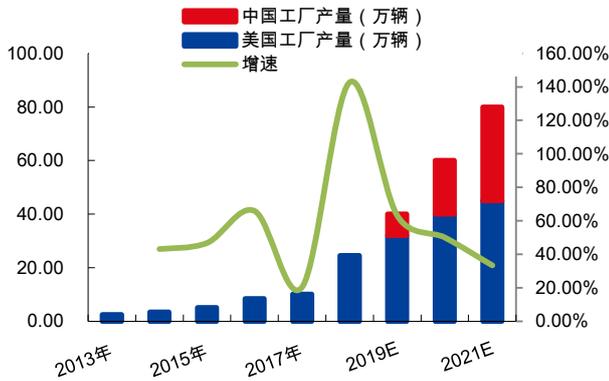
表 6：国内新能源汽车市场参与主体

类别	发展特点	代表企业
自主品牌	主导中国市场	北汽、上汽、比亚迪、吉利
	全产业链加速布局	
	主攻纯电动和插电式技术路线	
外资/合资企业	加速布局中国市场	特斯拉、大众、宝马、奔驰
	加快建设新能源工厂	
造车新势力	借助资本，以代工模式快速切入	蔚来、小鹏
	主攻纯电动技术路线	

资料来源：盖世汽车研究院，华金证券研究所

特斯拉“鲶鱼入华”，国产 Model 3 或于年底下线。2019 年 1 月 7 日，特斯拉超级工厂在上海临港产业区正式开工建设。据特斯拉 2018 财年报告的预计，新工厂有望在今年夏天完成初期建设，并在年底前实现小批量投产。工厂初期产能为每周 3000 辆，后续产能有望最多扩充至每年 50 万辆。国产化后的 Model 3 售价有望降至 30~40 万元区间，逐步凸显性价比，其大规模量产交付将对部分传统中高档燃油车产生较强的杀伤力。

图 28：特斯拉历史产量及未来产量预计



资料来源：特斯拉财报，华金证券研究所

图 29：特斯拉中国超级工厂 1 月 7 日开工建设



资料来源：搜狐网，华金证券研究所

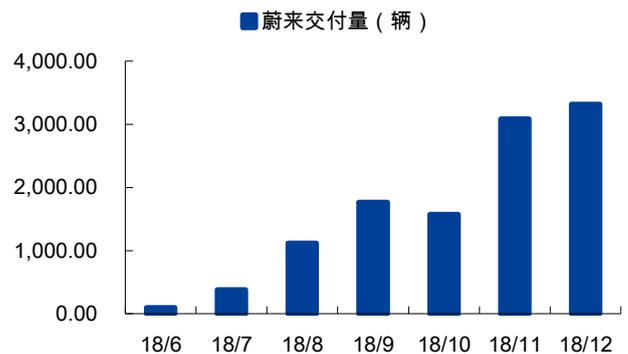
头部玩家已露锋芒，2019 年造车新势力开启集中交付。2018 年，蔚来、小鹏、威马等 6 家新造车企业已实现了量产车型的交付，其中蔚来 ES8 全年已累计交付 11348 辆。2019 年，理想制造、领跑汽车、爱驰汽车等新造车企业也将开始交付首款量产车型。造车新势力以“电动+智能网联”为卖点，颇受年轻人群体的青睐，其成功量产有望带动更多年轻消费者购买汽车，为国内新能源汽车市场贡献新的增量。

图 30：部分国内造车新势力



资料来源：艾瑞咨询《中国新能源汽车行业研究报告》，华金证券研究所

图 31：蔚来汽车月交付量



资料来源：蔚来汽车官网，华金证券研究所

表 7：2019 年部分新造车企业新车及交付量目标

造车新势力	新车型	2019 年交付量	生产方式
零跑	S01	交付 1 万辆	长江代工
爱驰	U5	四季度交付	江铃代工
电咖	天际 ME7	下半年交付	自建工厂
蔚来	ES6	预计 6 万辆	江淮代工
理想制造	ONE	四季度交付	力帆代工
小鹏	G3	交付 3 万辆	海马代工

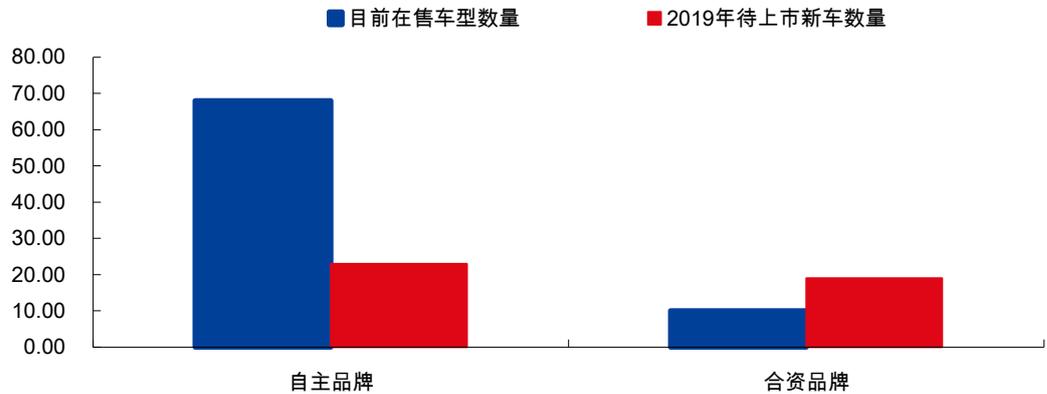
造车新势力	新车型	2019年交付量	生产方式
奇点	iS6	交付 2 万辆	昌河代工

资料来源：艾瑞咨询《中国新能源汽车行业研究报告》，爱买车网，华金证券研究所

政策及市场的双重压力下,传统车企加速向新能源化转型。面对双积分全面考核的政策压力,以及特斯拉“鲶鱼”入华、造车新势力集中交付的市场化竞争压力,传统车企加快了向新能源领域转型的步伐。2019年,传统车企将在中国市场推出更多的新能源车型,并有众多新能源汽车工厂竣工投产。

- **加快推出新能源新车:** 据前瞻产业研究院的不完全统计(截止 2018 年 12 月),2019 年自主品牌或合资品牌传统车企将至少有 42 款全新或换代新能源车型上市。其中,自主品牌仍将是主力,预计投放 23 款新车型,代表车型如比亚迪宋 MAX DM、上汽名爵 ZS 纯电、广汽传祺 Aion S; 合资品牌预计有 19 款新车型投放,其中纯电动车型 9 款、插电混车型 10 款,代表车型如大众朗逸 EV、丰田卡罗拉 PHEV 等。

图 32: 2019 年自主及合资待上市新能源车型



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

注：统计时间截止 2018 年 12 月

- **加快建设新能源工厂:** 据易车研究院统计,2019 年将有数十座新能源汽车新工厂或改造工厂竣工投产,全年新增产能有望超过 100 万辆(2020 年仍有一批新工厂有待投产)。产能的大幅提升将为新能源汽车产销高增长保驾护航。

表 8: 部分 2019 年即将投产的新能源汽车产能

企业	地点	产能
特斯拉	上海临港	25 万辆
上汽大众	上海安亭二厂改造	9 万辆
一汽大众	青岛工厂	10 万辆
一汽丰田	天津泰达工厂改造	12 万辆
广汽丰田	广州工厂改造	12 万辆
广汽本田	工厂改造	5 万辆
东风本田	工厂改造	5 万辆
北京奔驰	一期	15 万辆
上汽通用五菱	青岛工厂改造	8 万辆
吉利/沃尔沃	成都新能源工厂	10 万辆

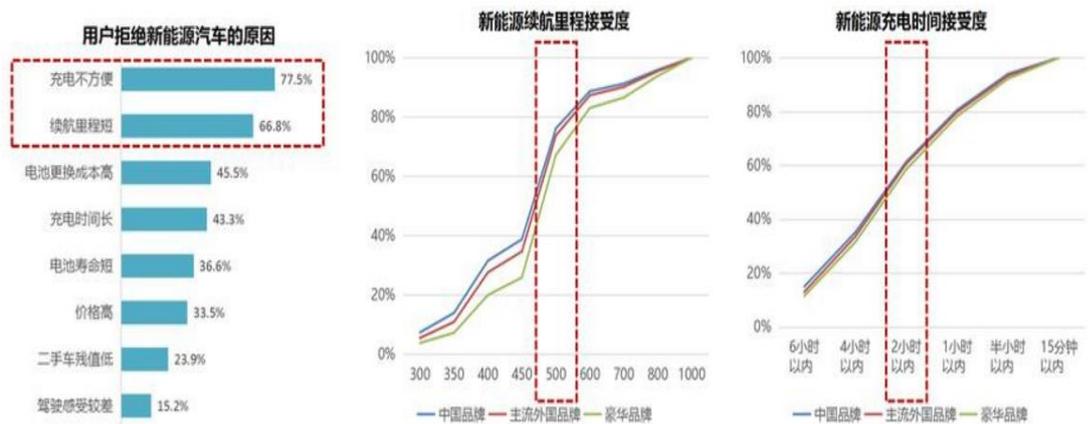
上汽乘用车	郑州二期	5 万辆
广汽传祺	广州番禺	20 万辆
奇瑞	四川工厂	10 万辆
	河北工厂	10 万辆
长城	浙江工厂	5 万辆
	重庆工厂	16 万辆

资料来源：易车研究院，华金证券研究所

## （二）需求端：消费者接受度提升，市场自发需求逐步形成

充电便利性、续航里程、电池成本是影响消费者购买新能源汽车的前三大因素。据汽车之家调研显示（调研了来自全国的 20.5 万个有效样本，用户覆盖传统车车主、新能源汽车车主、潜在用户，且覆盖了全国各主要城市区域），新能源汽车的充电便利性和续航里程是消费者购车时最为关心的问题。充电 2 小时续航 500 公里，对于消费者来说已经逐步接近燃油车的使用情况，可以较好地解决长途驾驶电量不够的问题。另外，电池更换成本高、电动车价格高等因素也是制约消费者购买新能源汽车的重要因素。

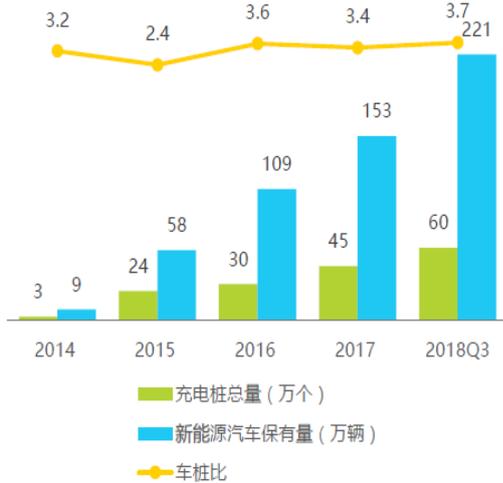
图 33：用户拒绝新能源汽车的原因



资料来源：汽车之家《新能源汽车消费洞察蓝皮书》，华金证券研究所

- **充电设施建设提速，未来车桩比有望逐步下降。**新能源汽车保有量的攀升需要充电设施的同步建设。据国家能源局副局长刘宝华在 2018 中国电动汽车百人会论坛上披露数据显示，截至 2017 年底，我国各类充电桩已达到 45 万个，车桩比 3.4，其中全国私人专用充电桩 24 万个，公共充电桩 21 万个。根据四部委发布的《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》规划，到 2020 年，中国计划新增集中式充换电站 1.2 万座以上，分散式充电桩 480 万个以上，重点建设选址包括居民小区、单位内部停车场、专用停车场、公共停车场和高速公路服务区，以满足 500 万辆电动汽车的动力补给。本着“桩站先行”、“建设规模适度超前”等原则，未来充电设施建设将进一步提速，车桩比有望逐年下降，逐步消除用户对“充电不方便”的顾虑。

图 34: 新能源汽车与充电桩数量比



资料来源: 艾瑞咨询《中国新能源汽车行业研究报告》, 华金证券研究所

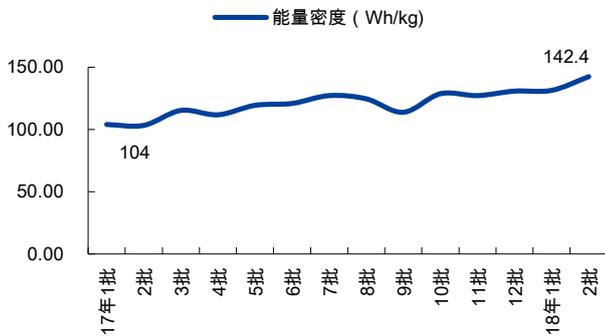
图 35: 2015~2020 中国充电基础设施发展目标



资料来源: 艾瑞咨询《中国新能源汽车行业研究报告》, 华金证券研究所

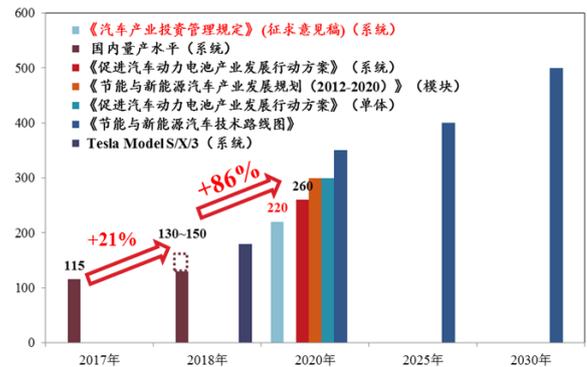
- **电池技术进步使得其能量密度不断提高。**从趋势上看, 近年电池的能量密度正在快速提升。据第一电动网统计, 2018 年第 2 批新能源汽车推广目录中纯电动乘用车的平均能量密度已达 140Wh/kg, 较 2017 年第 1 批的平均值提升约 40%。根据 2017 年四部委发布的《促进汽车动力电池产业发展行动方案》规划, 2020 年电池能量密度应提升至 260Wh/kg, 与当下平均 140 Wh/kg 的能量密度相比, 将有 85.7% 的提升。

图 36: 新能源汽车推广目录乘用车平均能量密度



资料来源: 工信部, 第一电动网, 华金证券研究所

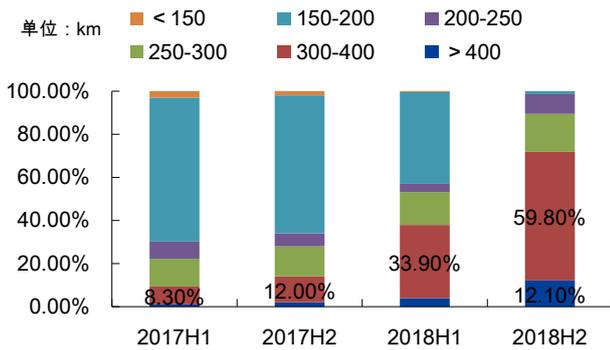
图 37: 我国各项政策对电池能量密度提出高要求 (Wh/kg)



资料来源: 工信部, 华金证券研究所

- **电动车平均续航里程稳步增长, 逐步缓解用户“里程焦虑”。**随着电池能量密度的提升, 电动车平均续航里程也在不断增长。据盖世汽车网统计, 第 17 批新能源汽车免征购置税目录中电动车的平均续航里程已达到 313 公里, 较第 10 批平均值提升约 41%。随着电池技术的发展, 电动车与燃油车之间续航里程的差距将不断缩小甚至反超。如宝马计划在 2025 年前推出 12 款纯电车型, 续航里程均超过 700 公里; 奔驰计划在 2025 年推出 1000 公里续航的电动车。未来随着更多超长续航里程的新车推出, 用户“里程焦虑”将得到有效缓解。

图 38: 国内纯电动乘用车续航里程按产量分布



资料来源: 汽车电子技术, 华金证券研究所

图 39: 2018 年 10-17 批新能源汽车免征购置税目录平均续航里程



资料来源: 盖世汽车网, 华金证券研究所

- **电池成本快速下降, 逐步使得电动车具备成本优势。**现阶段, 若不考虑补贴因素, 电动车全生命周期成本(购车成本+用车成本)仍高于燃油车, 但二者之间差距正在不断缩小。据韩国研究机构 SNE Research 的测算, 预计电池组成本在每千瓦时 102 美元的时候, 电动车全生命周期的使用成本可以与燃油车持平。而根据彭博新能源财经基于调研数据的预测, 未来电池成本每年将下降 10%左右, 由此预计燃油车与电动车有望在 2025 年前后实现“油电平价”。而在此之后, 随着电池成本的进一步下降, 电动车的成本优势将超过燃油车。

图 40: 新能源汽车与充电桩数量比



资料来源: 艾瑞咨询《中国新能源汽车行业研究报告》, 华金证券研究所

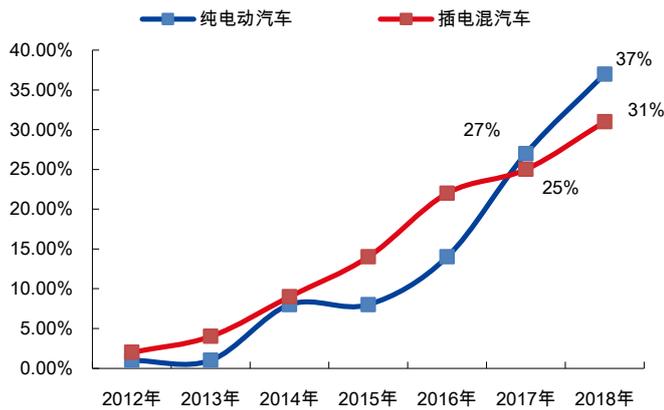
图 41: 2015-2020 中国充电基础设施发展目标



资料来源: 蔚来汽车官网, 华金证券研究所

随着电动车各项性能的提升, 消费者对新能源汽车的认可度正逐步提升。随电动车技术的提升及基础设施建设的完善, 新能源汽车充电便利性、续航里程及性价比优势的日益显现, 消费者对新能源汽车的认可度正逐步提升, 主要表现为以下三个方面: (1) **购买意愿增强:** 据尼尔森调研显示, 新能源汽车购买意向逐年提升, 2018 年已有约三分之一的消费者表示愿意购买新能源汽车; (2) **使用满意度提高:** 从满意度评分情况显示, 新能源汽车使用满意度评分从 2016 年的 4 分上升至 2018 年的 4.24 分; (3) **用户年轻化、高知化:** 当前 80 后已成为汽车消费的最大主体之一, 2018 年新能源汽车用户中, 80、90 后占比 76% (比 2017 年高 12PCT); 本科以上学历占比 51% (比 2017 年高 3PCT), 新能源汽车用户呈现出年轻化与高知化趋势。

图 42: 新能源汽车购买意向逐年提升



资料来源: 尼尔森《新能源消费者趋势洞察》, 华金证券研究所

图 43: 新能源汽车使用满意度逐年提升



资料来源: 尼尔森《新能源消费者趋势洞察》, 华金证券研究所

限牌仍是推动新能源汽车消费的重要力量, 2019 年限牌城市数量或进一步增多。新能源汽车销售目前仍集中在限牌城市, 2018 年 1-11 月, 销量排名前十的城市总销量份额占比为 60%, 限牌城市销量占整体市场销量的 45%。目前限牌地区有 9 个, 分别是上海、北京、广州、深圳、杭州、天津、石家庄、贵阳和海南。2019 年限牌地区数量或进一步增多, 中汽协曾表示或将成都、重庆、青岛、武汉等城市纳入限牌名单。

图 44: 2018 年 1-11 月累计销量前十的城市



资料来源: 威尔森《2018 中国新能源乘用车市场白皮书》, 华金证券研究所

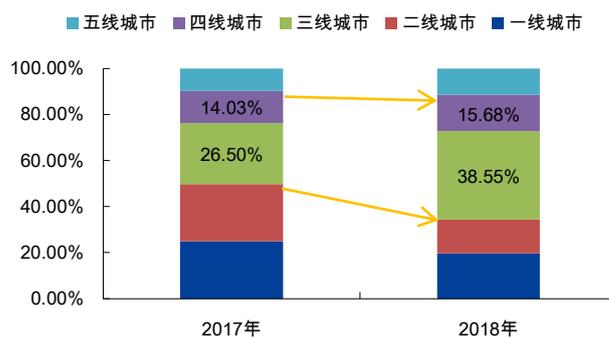
非限牌城市销量占比继续提升, 三四线城市对新能源汽车的需求正快速增长。限牌政策对新能源车的早期推广起了良好的示范作用, 从近年来看, 非限牌城市的市场化需求也在逐步启动, 且有向三四线非限牌城市加速扩张的迹象。非限牌城市新能源乘用车销量占比从 2016 年的 37% 上升到 2018 年的 55%, 三四线城市销量占比则由 2017 年的 40.5% 上升至 2018 年的 54.2%。

图 45: 2016~2018 年新能源乘用车销量占比



资料来源: 威尔森《2018 中国新能源乘用车市场白皮书》, 华金证券研究所

图 46: 2017 及 2018 年各级城市纯电动车个城市销量占比

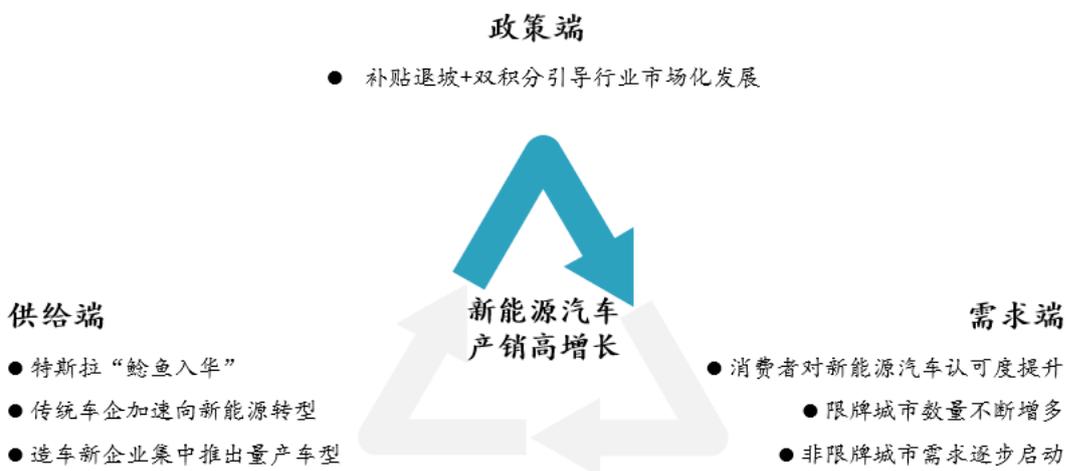


资料来源: 车险数据, ICET, 华金证券研究所

注: 一线城市为北上广深; 二线城市为成都、重庆、苏州、东莞、杭州等十一个城市; 三线城市为郑州、西安、长安、武汉等 32 个城市。

乐观估计 2019 年新能源汽车产销有望达到 200 万辆, 从而提前实现 2020 年目标! 中汽协预计 2019 年新能源汽车销量将突破 160 万辆。我们认为, 在政策倒逼下 (双积分政策保障 150 万辆产量下限), 新能源汽车的供给端已经打开 (全年投放不少于 40 款新车型并有众多新工厂投产), 叠加需求端的积极因素增多 (限牌及路权优惠的城市有望增多、消费者认可度提升、非限牌城市及城乡需求启动), 2019 年国内新能源汽车销量大概率可实现 40% 以上高增长。预计全年新能源汽车销量将突破 180 万辆 (同比增长约 42%), 并向 200 万辆发起冲击 (同比增长约 57.5%)

图 47: 政策端、供给端、需求端共同发力促 2019 年新能源汽车产销延续高增长



资料来源: 华金证券研究所

## 四、中小市值公司机会将优于大市值公司

受宏观经济增速放缓及中美贸易战持续发酵影响, 2018 年二级市场经历了深度调整。从估值、盈利、成长性三个维度考察, 我们认为汽车板块中基本面扎实、估值合理、成长确定性高的中小市值龙头公司已具备较高安全边际; 从历史表现看, 在行业复苏阶段, 中小市值龙头公司凭借更强的盈利能力以及更大的业绩增长弹性获得了更高的估值溢价, 市场表现将优于大市值公司。

为便于比较，我们首先在汽车板块中定义以下 3 个组合。(1) **大市值组合**：汽车板块中市值大于 150 亿元的个股，选取上汽集团、宁德时代、比亚迪等 15 只个股。(2) **中小市值头部组合**：汽车板块中市值小于 150 亿元各细分领域龙头，选取旭升股份、星宇股份、拓普集团等 10 只个股。(3) **中小市值组合**：汽车板块中所有市值小于 150 亿元的个股，共 163 只个股。下面分别从估值、盈利及成长性三个角度对比考察这三个组合的历史表现。

表 9：汽车板块大市值组合

证券代码	公司名称	领域
600104.SH	上汽集团	整车
300750.SZ	宁德时代	电池
002594.SZ	比亚迪	乘用车
601238.SH	广汽集团	乘用车
000338.SZ	潍柴动力	发动机
600741.SH	华域汽车	内饰
600660.SH	福耀玻璃	玻璃
601633.SH	长城汽车	乘用车
600297.SH	广汇汽车	经销商
000625.SZ	长安汽车	乘用车
600066.SH	宇通客车	商用车
002625.SZ	光启技术	座椅
600699.SH	均胜电子	汽车安全
002085.SZ	万丰奥威	轮毂
000581.SZ	威孚高科	尾气处理

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 10：汽车板块中小市值头部组合

证券代码	公司名称	领域
603305.SH	旭升股份	轻量化壳体
601799.SH	星宇股份	车灯
601689.SH	拓普集团	NVH 减震降噪
002920.SZ	德赛西威	座舱电子
603730.SH	岱美股份	遮阳板
002126.SZ	银轮股份	重卡热交换器
300258.SZ	精锻科技	减速器齿轮
603197.SH	保隆科技	气门嘴、TPMS
603788.SH	宁波高发	变速器操纵杆
603040.SH	新坐标	发动机配气机构

资料来源：Wind，华金证券研究所

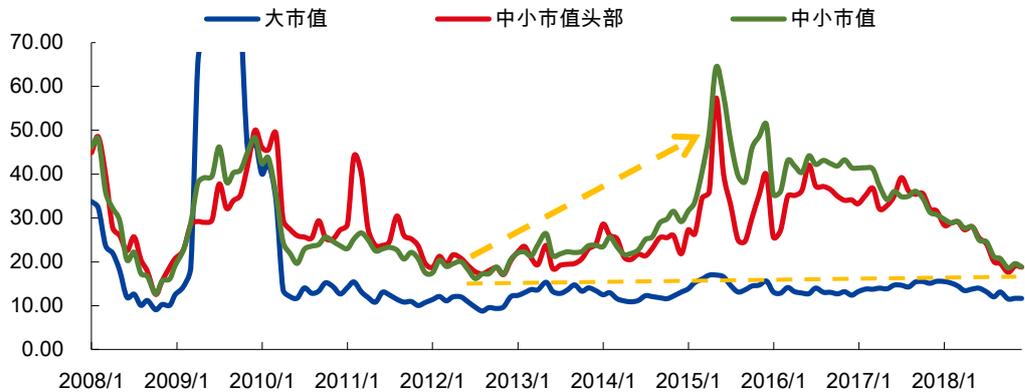
## （一）估值水平对比

**板块估值与行业景气度变化基本同步。**观察 2008 年至今各组合估值变化（历史 TTM，整体法），板块估值变化与行业景气度变化基本同步。2009~2010 年及 2016~2017 年各组合估值的大幅提升对应小排量汽车购置税优惠政策执行带来的行业景气度上行；2011 年及 2018 年估值的

大幅回落则对应政策退出带来的行业景气度下行。上轮购置税优惠政策造成的透支效应在 2012 年逐步减弱，行业在 2012 年中开始逐步复苏，板块估值迎来同步提升。

**随行业复苏，中小市值头部组合估值上升幅度远高于大市值组合。**从三个组合的估值表现看，在行业复苏阶段，中小市值头部组合估值提升幅度远高于大市值组合，我们判断主要是由于在行业复苏阶段，中小市值头部企业显示出更强的盈利能力及成长性，市场给予了其更高的估值溢价。当前时点，各组合估值均已接近历史底部（与 2012 年年中的估值水平相当）。2019 年随购置税优惠造成的透支效应逐步减弱、后续相关刺激汽车消费政策（汽车下乡等）的出台，以及国民经济的探底回升，行业将迎来周期性复苏，汽车板块整体估值有望回升，中小市值头部组合凭借稳定的盈利能力及更出色的成长性有望再次享受估值溢价。

图 48：各市值组合历史估值（历史 TTM，整体法）



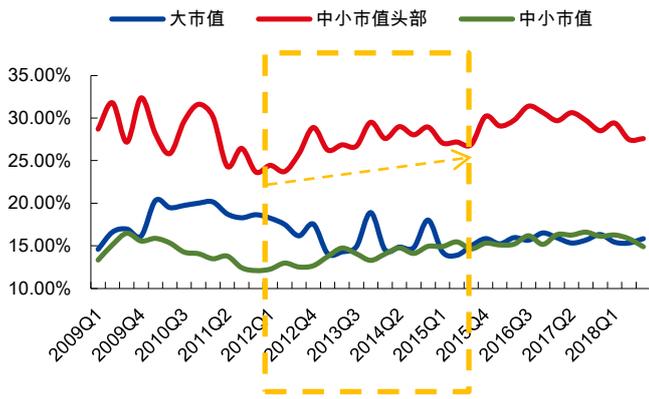
资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）盈利能力对比

**中小市值头部公司毛利率及净利率显著高于行业平均。**2009 年至今，中小市值头部组合平均毛利率在 25%~30%之间波动，高于大市值组合及中小市值组合 10 个百分点左右；平均净利率在 10%~14%之间波动，高于大市值组合及中小市值组合 5 个和 8 个百分点。中小市值头部公司毛利率及净利率显著高于行业平均，显示出其作为行业中的头部企业，拥有更好且稳定的盈利能力。

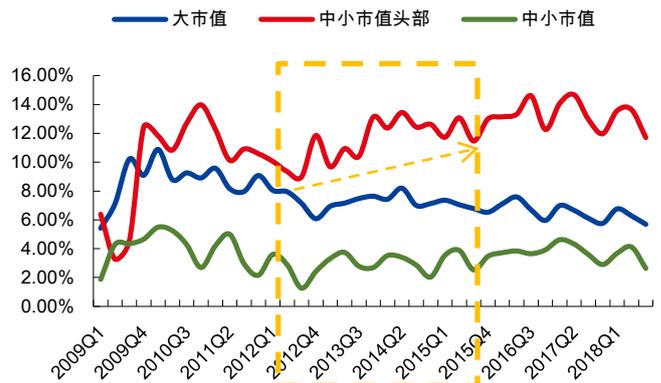
**行业复苏阶段，中小市值头部公司的毛利率与净利率改善速度更快。**2012Q1 至 2013Q4，中小市值头部组合毛利率从 24.44%提升至 29.59%，净利率从 10.06%提升至 13.13%，呈现明显的逐季改善态势。且相比另两个组合，在行业复苏阶段，中小市值头部组合的毛利率及净利率改善速度更快，我们认为这主要由于中小市值头部企业拥有相对更强的议价能力及成本管控能力，使得收入增速快于成本增速。若行业在 2019 年迎来周期性复苏，中小市值头部企业盈利能力也有望获得更快的提升。

图 49: 各市值组合单季度毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 50: 各市值组合单季度净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

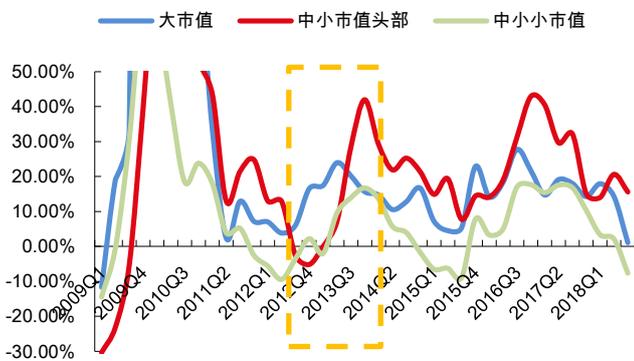
### (三) 成长性对比

中小市值头部公司业绩增速好于行业平均。2009Q1 至 2018Q3 共 39 个季度，在三个组合中，中小市值头部组合单季度营收增速最快的有 22 个季度，占比 56.41%；单季度净利润增速最高的有 20 个季度，占比 51.28%。近 39 个季度中，过半时间中小市值头部组合的营收增速及净利润增速均高于另外两个组合，显示出头部企业作为各细分领域龙头，拥有更为出色的成长性。

行业复苏阶段，中小市值头部公司的业绩增长弹性更大。各组合业绩增速在 2012Q3 及 Q4 达到低点，随后伴随行业复苏而快速上行。与大市值组合相比，在行业复苏阶段，中小市值头部组合的营收及净利润增速更快，呈现出更大的业绩增长弹性。

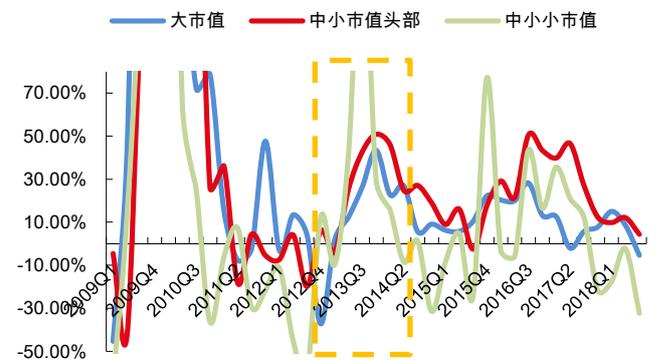
综合考虑历史表现、政策因素和科创板即将推出的历史机遇期，我们认为与智能汽车和新能源汽车相关的科技类中小市值头部企业相较于传统整车和零部件企业，将会有更好的投资机会。

图 51: 各市值组合单季度营收增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 52: 各市值组合单季度净利润增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 五、投资建议

在人口与经济增长放缓的大背景下，汽车行业增速降档，但随购置税优惠透支效应的减弱、后续刺激汽车消费政策的出台，以及国民经济探底回升，行业景气度有望在二季度开始逐步好转，预计全年汽车销量增速“前低后高”。我们维持行业投资评级“同步大市-A”。

建议重点围绕以下三条主线进行投资布局：

- 基本面扎实、估值合理、成长确定性高的中小市值细分领域龙头，重点推荐**星宇股份**、**拓普集团**；建议关注**保隆科技**、**宁波高发**。
- 积极拥抱新能源汽车和智能汽车产业链的零部件企业，重点推荐特斯拉产业链标的**旭升股份**、**均胜电子**，新能源汽车热管理标的**银轮股份**；建议关注电池产业链标的**宁德时代**。
- 拥有优质自主品牌、渠道下沉良好和强品牌辐射能力的整车企业，重点推荐**上汽集团**、**长城汽车**；建议关注**广汽集团**、**吉利汽车（H股）**。

### 1、星宇股份（601799.SH）

**推荐逻辑：**

- （1）内资车灯龙头，目前已进入吉利和上汽通用五菱的配套体系；
- （2）受益于车灯 LED 化与智能化，产品结构改变有望带来毛利率向上拐点；
- （3）一汽大众迎新品周期与佛山工厂投产带来业绩弹性。

**投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年的每股收益分别为 2.32 元、2.83 元和 3.43 元，净资产收益率分别为 14.9%、16.9%和 18.9%。维持“买入-A”投资评级。

**风险提示：**LED 车灯出货量增长不及预期；公司下游客户销量增速低于预期；新工厂产能投放进度不及预期。

图 53：星宇股份营收及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 54：星宇轮股份归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2、拓普集团（601689.SH）

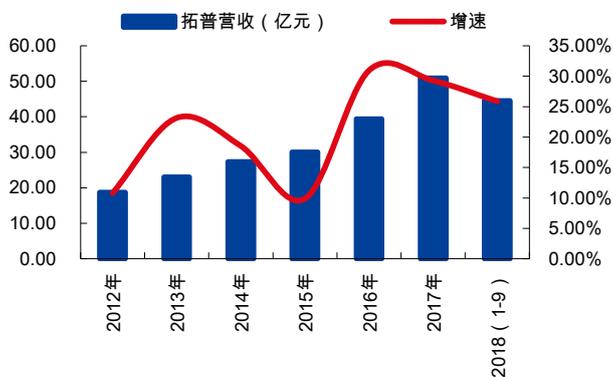
### 推荐逻辑：

- （1）国内减震降噪领域龙头，轻量化悬架和隔音减震产品；
- （2）通用全球订单及自主品牌供货增加带来增长的可持续性；
- （3）受益于新能源汽车快速成长，EVP 需求量有望实现较快增长。

**投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年的每股收益为 1.13 元、1.33 元和 1.56 元，净资产收益率为 11.3%、11.7% 和 12.1%。维持“买入-A”投资评级。

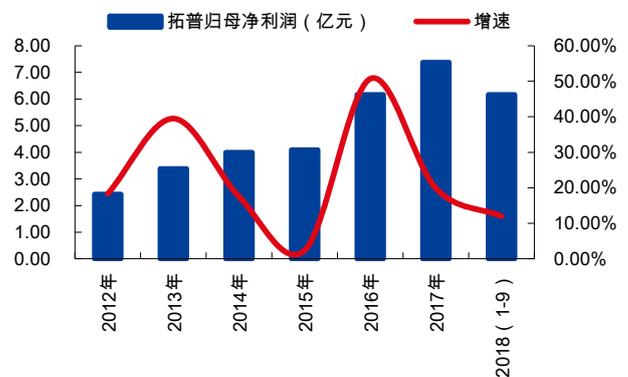
**风险提示：**下游客户汽车销量不及预期；汽车电子项目进展不及预期。

图 55：拓普集团营收及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 56：拓普集团归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 3、旭升股份（603305.SH）

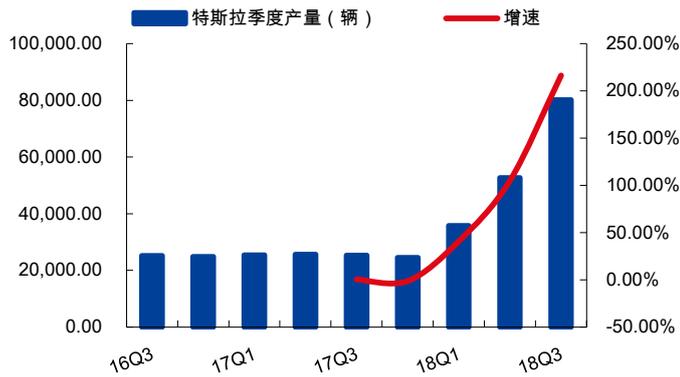
### 推荐逻辑：

- （1）优秀的铝压铸件汽车零部件企业，特斯拉一级供应商；
- （2）特斯拉产能加速放量，给公司业绩增长带来弹性；
- （3）上游原材料铝材价格持续回落，有利于公司毛利率企稳回升。

**投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.87 元、1.26 元和 1.57 元，净资产收益率分别为 24.7%、28.1% 和 28.1%。维持“买入-B”的投资评级。

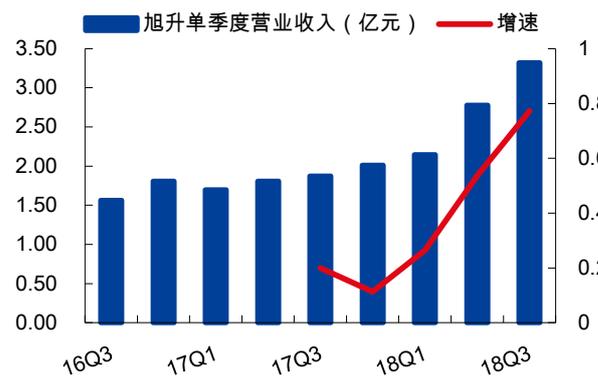
**风险提示：**Model 3 销量不及预期；新客户订单不及预期；原材料价格大幅上涨；人民币汇率大幅波动；中美贸易摩擦加剧。

图 57：特斯拉季度产量及增速



资料来源：特斯拉季报，华金证券研究所

图 58：旭升股份单季度营收及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 4、均胜电子（600699.SH）

### 推荐逻辑：

- （1）通过高质量的国际并购不断壮大，有望成为国际汽车零部件龙头；
- （2）布局新能源汽车“动力总成+电池管理系统”，特斯拉、宝马、沃尔沃做背书有望发挥更大潜力；
- （3）高田、KSS 整合进展顺利，毛利率有望迎来拐点向上；

**投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.43 元、1.54 元和 1.75 元，净资产收益率分别为 9.8%、9.8%和 10.4%。维持“买入-A”的投资评级。

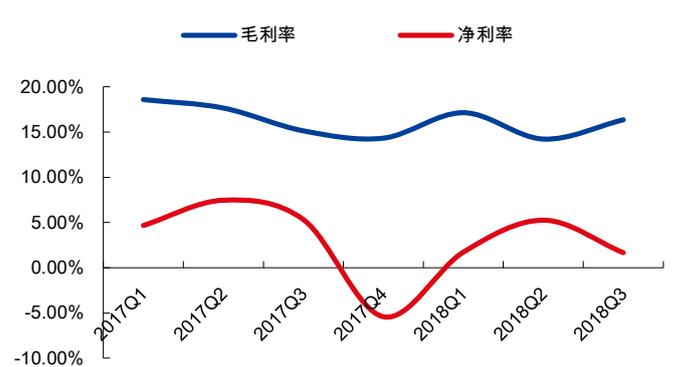
**风险提示：**资产整合推进不及预期；下游汽车销量增速大幅放缓；新产品落地速度不及预期。

图 59：均胜电子单季度营收及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 60：均胜电子单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 5、银轮股份（002126.SZ）

### 推荐逻辑：

- （1）稳健成长的汽车热交换器龙头，客户由商转乘、产品由单品到总成持续拓展；

- (2) 钢材价格持续回落，有利于核心产品油冷器及中冷器的毛利率提升；
- (3) 新能源汽车热管理空间广阔，充沛的在手订单保障未来成长性；
- (4) 受益于众多省市提前执行国六标准，尾气处理业务有望迎来高增长。

**投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.46 元、0.55 元和 0.71 元，净资产收益率分别为 10.7%、11.4% 和 12.8%。维持“买入-A”的投资评级。

**风险提示：**商用车景气度下滑超预期；乘用车领域客户开拓速度不及预期；节能减排政策执行不及预期；新能源汽车销量增长不及预期；定增项目落地不及预期。

图 61：银轮股份营收及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 62：银轮股份归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 6、上汽集团（600104.SH）

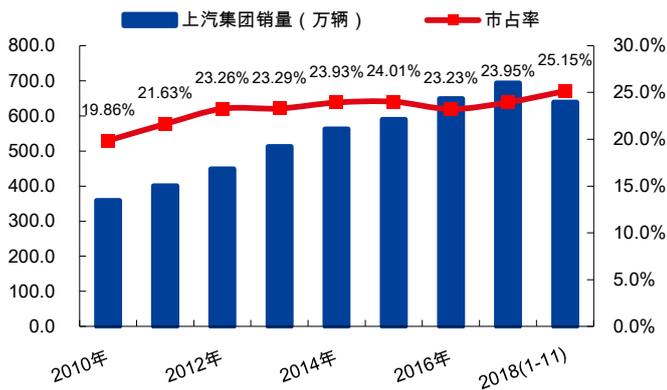
### 推荐逻辑：

- (1) 市占率稳步提升的行业龙头，优势十分明显；
- (2) 合资品牌中上汽大众的大众、上汽通用的别克均为辐射能力强的品牌，上汽通用五菱在乡村及中小城镇网点布局多；
- (3) “新四化”战略稳步推进，汽车新能源和智能化等新技术的引领者。

**投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 3.08 元、3.15 元和 3.30 元，净资产收益率下调为 15.9%、15.2% 和 15.1%。维持“买入-A”的投资评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致汽车销量不及预期；相关刺激汽车消费政策出台不及预期。

图 63: 上汽集团销量及市占率



资料来源: 公司公告, 中汽协, 华金证券研究所

图 64: 上汽通用五菱全国网点覆盖情况



资料来源: 搜狐网, 华金证券研究所

## 7、长城汽车 (601633.SH)

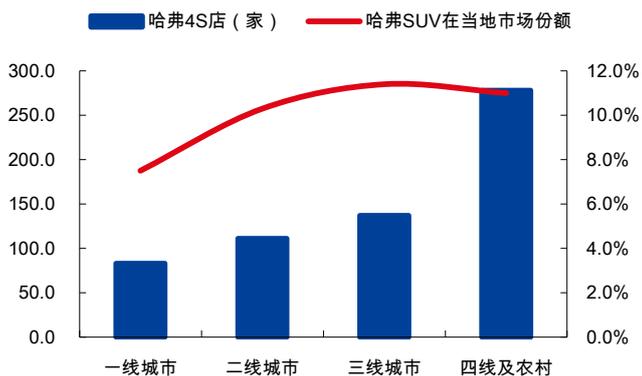
### 推荐逻辑:

- (1) 国内 SUV 行业龙头, 2019 年仍将推出较多新车;
- (2) 产品美誉度良好, 在三四线城市及乡村地区网点布局较多;
- (3) 积极布局新能源及智能驾驶, 发展后劲依然强劲。

**投资建议:** 我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.59 元、0.66 元和 0.72 元, 净资产收益率分别为 10.2%、10.5% 和 10.7%。维持“买入-B”的投资评级。

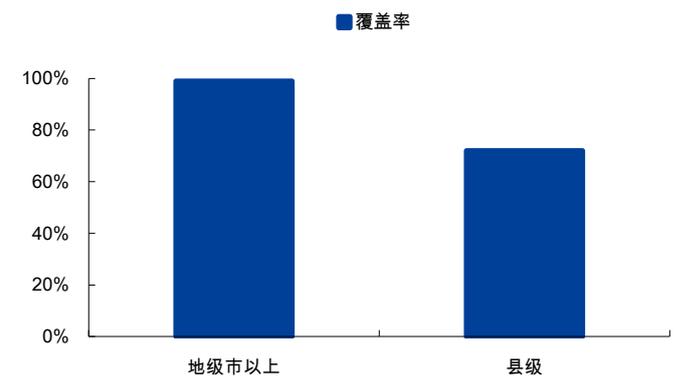
**风险提示:** 宏观经济下行导致汽车销量增长不及预期; 公司新车型推广不及预期。

图 65: 哈弗 4S 店数量及哈弗 SUV 在各级别城市的市场份额



资料来源: 特斯拉季报, 华金证券研究所

图 66: 哈弗 4S 店分布



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 11：重点推荐标的估值表

证券代码	公司名称	收盘价		EPS(元)				PE				投资评级
		2019/2/15	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
601799.SH	星宇股份	52.98	1.70	2.32	2.83	3.43	31.16	22.84	18.72	15.45	买入-A	
601689.SH	拓普集团	15.10	1.01	1.13	1.33	1.56	14.95	13.36	11.35	9.68	买入-A	
603305.SH	旭升股份	28.38	0.55	0.87	1.26	1.57	51.18	32.60	22.58	18.12	买入-B	
600699.SH	均胜电子	22.37	0.42	1.43	1.54	1.75	53.64	15.62	14.50	12.77	买入-A	
002126.SZ	银轮股份	8.02	0.39	0.46	0.55	0.71	20.66	17.28	14.48	11.33	买入-A	
600104.SH	上汽集团	26.23	2.95	3.08	3.15	3.30	8.91	8.50	8.32	7.96	买入-A	
601633.SH	长城汽车	7.10	0.55	0.59	0.66	0.72	12.89	12.01	10.81	9.87	买入-B	

资料来源：Wind, 华金证券研究所

## 六、风险提示

**1、全球经济下行的风险：**中美贸易摩擦能否缓和仍存在较大变数，不仅对中美两个当事国的经济前景带来负面影响，也会影响全球经济增长。如全球经济增速持续放缓，尤其是中国经济增速如较大幅度的下行，将给汽车行业产销量的增长带来较大的压力。

**2、政策调整的风险：**“双积分”将于今年正式开始考核，新能源汽车补贴将会继续退坡，或将出台的刺激汽车消费的政策，将对汽车产销量造成复杂影响。

**3、原材料价格大幅波动的风险：**全球经济增长乏力，总需求的减少带动大宗商品等上游原材料价格下跌的概率较大，如价格大幅波动将影响对企业盈利预测的准确性。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com