

# 黑暗中守望黎明第一缕阳光

2018年12月06日

## 【投资要点】

- ◆ **自主替代进程深化下的零部件企业未来投资机会显现。**汽车零部件抗风险能力优于整车厂。目前我国汽车行业竞争仍十分激烈，市场较为分散，单一合资车企的市占率远高于自主车企，其中德系、日系车企销量在我国相对较强。合资车企国产化带来的大批零部件配套供应机会使得大批自主零部件厂商得以崛起，零部件进口比例不断减少，自主替代率逐步增加，且进一步替代外资及合资零部件供应商，自主替代进程不断深化。零部件企业由于给众多企业配套，抗单一主机厂销量下滑的风险能力较强。
- ◆ **寡头竞争格局较为确定，具有行业整合能力的锂电环节龙头将收获超额收益。**由于上游原材料价格持续走高，同时产能过剩显现，产品价格下滑，从已披露的相关公司业绩可以看出，近年锂电池业务毛利率都有较明显回落。在此背景下市场分化明显，二线产能已经被逐步清除市场，而一线产能由于市场高端需求旺盛出现供不应求的局面，市场集中度在加速提升。从装机量和市场份额占比情况可以看出，寡头竞争格局越来越突出。头部企业议价能力强大，规模化生产下成本管控更加出色，收获超额收益。
- ◆ **高镍三元正极成布局重点，看好高镍三元相关标的。**在原材料成本压力维持、同时 NCM811 电池正极材料的未来理论成本优势下，为提前占据市场份额，各大龙头动力电池厂商也开始加速推广 NCM811 电池。虽然当下 811 产线对运行条件、自动化、废水处理等方面要求较高，生产线设备价格昂贵，导致目前高镍化电池生产成本较高，但随着未来技术的提升，以及度电成本的优势 NCM811 电池未来渗透有望快速提升。2019 年 NCM811 布局企业有望赚取超额利润，看好高镍三元相关标的市场表现。

## 【配置建议】

- ◆ 看好自主替代题材下的零部件优质企业华域汽车（600741）、拓普集团（601689）、宁波高发（603788）、银轮股份（002126）；
- ◆ 新能源汽车锂电环节龙头企业宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）；布局高镍化三元的杉杉股份（600884）。

## 【风险提示】

- ◆ 宏观经济不及预期；
- ◆ 政策不及预期。

中性（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：李航

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《电车之王特斯拉》

2018.11.26

《车市继续低位运行 新能源汽车成亮点》

2018.11.20

《乘用车销量及三季报综述：车市增速换挡 静待消费情绪复苏》

2018.11.09

《欧美新能源汽车市场步伐加快》

2018.11.06

《新能源汽车保持高增长 中游环节盈利企稳》

2018.10.29

## 正文目录

1. 车市黑暗期即将过去 19 年行业将逐步回暖.....	5
1.1. 乘用车：新车销量滑铁卢 二手车持续火热.....	5
1.1.1. 汽车销量疲软受多因素影响 预计 18 年乘用车全年销量下滑 4%.....	5
1.1.2. 二手车市场发展增强换车动力 发展速度将持续超越新车.....	9
1.2. 卡车：排放标准不断升级 更替需求平滑重卡周期波动.....	12
1.2.1. 政策主导卡车更替周期 轻卡微卡今年表现较好.....	12
1.2.2. 轻卡+微卡：物流行业持续景气推动轻卡需求旺盛.....	14
1.2.3. 重卡：蓝天保卫战提前多地实施 平滑重卡波动周期.....	17
2. 新能源汽车成迷雾中曙光 继续步向光明.....	22
2.1. 新能源汽车快速增长 纯电动乘用车成主要驱动力.....	22
2.2. 新能源汽车上游产业链回溯.....	26
3. 市场低配情绪较浓 估值修复空间较大.....	36
3.1. 汽车行业持仓大幅减少 行业市值持续缩水.....	36
3.2. 估值处于历史低位 修复空间较大.....	40
3.3. 各子板块未来一致预期增速及估值情况.....	41
4. 大浪淘沙下的精选投资主线.....	43
4.1 主线一：看好自主替代进程深化下的零部件投资机会.....	43
4.2 主线二：新能源汽车蓬勃发展关注产业链相关投资机会.....	45

## 图表目录

图表 1：中国 2014 至今月度乘用车销量.....	5
图表 2：中国季度 GDP 同比增速.....	5
图表 3：2018 年社零总额及汽车类消费同比增速.....	6
图表 4：2016-2018 年 1-9 月分车类销量绝对值变化.....	7
图表 5：2016-2018 年按排量细分销量绝对值变化.....	7
图表 6：2018 年 1-9 月各国别乘用车销量.....	7
图表 7：2011-2018 年各区域车型销量增速.....	7
图表 8：乘用车销量预测.....	8
图表 9：中国车市区域分类.....	8
图表 10：2017 年中国各省市千人汽车保有量.....	8
图表 11：2007-2017 年中国二手车市场交易量.....	9
图表 12：中国 2007-2018 年二手车销量及增速.....	10
图表 13：中国二手车供需价格区间.....	11
图表 14：2018 年 1-7 月二手车交易车龄占比.....	11
图表 15：中国二手车车型分类.....	11
图表 16：二手车电商产业图谱.....	12
图表 17：中国 2005-2018 卡车总销量（辆）.....	12
图表 18：房地产投资与重卡销量关系较大.....	12
图表 19：中国卡车分类标准.....	13
图表 20：中国 2005-2018 各卡车类型销量（辆）.....	13
图表 21：2006-2018 年各卡车类型销量增速（%）.....	13
图表 22：轻卡下游主要物流用途分类.....	14

图表 23: 物流景气指数.....	14
图表 24: 轻卡排放标准升级时间点.....	14
图表 25: 轻卡+微卡月度销量.....	15
图表 26: 皮卡月度销量.....	15
图表 27: 皮卡品牌销量排行.....	16
图表 28: 电动轻卡行业竞争格局.....	16
图表 29: 卡车分类及用途说明.....	17
图表 30: 重卡月度销量及两轮景气周期.....	17
图表 31: 2014-2018 年重卡整车月度销量.....	17
图表 32: 2014-2018 年重卡底盘月度销量.....	18
图表 33: 2014-2018 年半挂牵引车月度销量.....	18
图表 34: 外廓尺寸具体标准.....	18
图表 35: 轴荷具体标准.....	19
图表 36: 总质量具体标准.....	19
图表 37: 重卡保有量测算 (重卡更换年限为 8 年的前提下) .....	20
图表 38: 重卡国六实施时点.....	20
图表 39: 蓝天保卫战重点区域范围.....	21
图表 40: 各省市公布蓝天保卫战相关计划和具体实施方案.....	21
图表 41: 新能源汽车销量增速.....	23
图表 42: 新能源汽车每月销售量.....	23
图表 43: 新能源乘用车补贴标准 (万元) .....	23
图表 44: 新能源客车补贴标准.....	23
图表 45: 新能源货车及专用车补贴标准.....	24
图表 46: EV 和 Phev 市场占比 .....	24
图表 47: 新能源乘用车、商用车销量 (万辆) .....	25
图表 48: 新能源乘用车 (万辆) .....	25
图表 49: 新能源分车型销售量统计.....	26
图表 50: 动力电池产业链示意图.....	26
图表 51: 新能源产业链重要公司业绩情况整理.....	26
图表 52: 三元 (NCM523) 电芯成本构成.....	27
图表 53: 磷酸铁锂电芯成本构成.....	27
图表 54: 产业链各环节前五企业该业务的毛利率 (%) .....	28
图表 55: 产业链各环节前五企业该业务的毛利率 (%) .....	28
图表 56: 新能源动力电池装机量 (Mwh) .....	28
图表 57: 新能源汽车动力电池产能及产量 (GWh) .....	28
图表 58: 动力电池价格走势 (元/wh) .....	29
图表 59: 不同材料路线产量情况.....	29
图表 60: 新能源分车型销售量统计 (MWh) .....	30
图表 61: 2017 年动力电池分企业合计市场份额.....	30
图表 62: 2018 年 1-10 月动力电池市场份额.....	30
图表 63: 正极材料出货量 (吨) .....	31
图表 64: 正极材料价格走势 (万/吨) .....	31
图表 65: 国内正极主要上市公司毛利率.....	32
图表 66: 2018 年 H1 NCM 正极龙头企业市占率.....	32
图表 67: 负极材料出货量 (吨) .....	32
图表 68: 负极材料价格走势 (万元/吨) .....	32
图表 69: 负极材料主要公司毛利率水平.....	33
图表 70: 负极材料价格走势 (万元/吨) .....	33
图表 71: 2018 年上半年国内人造石墨企业市场市占率.....	33
图表 72: 2018 年上半年国内天然石墨企业市场市占率.....	33
图表 73: 六氟磷酸锂价格走势.....	34
图表 74: 动力电池电解液价格走势.....	34
图表 75: 我国电解液行业产能及产量.....	34

图表 76: 电解液市场主要企业市场份额.....	34
图表 77: 隔膜产量 (万平方米) .....	35
图表 78: 隔膜价格走势.....	35
图表 79: 湿法隔膜产能及产量 (亿平米) .....	35
图表 80: 干法隔膜产能及产量 (亿平米) .....	35
图表 81: 湿法主要企业市场份额.....	36
图表 82: 干法隔膜隔膜主要企业市场份额.....	36
图表 83: 主要隔膜企业毛利率情况.....	36
图表 84: 截止 2018 年 Q3 持股市值行业排名.....	37
图表 85: 2018Q3 各行业持有证券数量.....	37
图表 86: 汽车行业三季度基金持股数量分布情况.....	37
图表 87: 2018 年各行业成交量 (亿股) .....	38
图表 88: 各行业成交额占 AB 股总成交量比重 (%).....	38
图表 89: 2018 年初至今汽车子行业成交量 (亿股) .....	38
图表 90: 2018 年初至今汽车子行业成交金额 (亿元) .....	38
图表 91: 2018 年初至今汽车子行业股均成交量.....	39
图表 92: 2018 年初至今汽车子行业股均成交金额.....	39
图表 93: 申万汽车行业市值.....	40
图表 94: 申万汽车行业市盈率.....	40
图表 95: 申万汽车行业分板块市盈率.....	41
图表 96: A 股板块一致预期增速及估值 (截至 2018.12.03) .....	41
图表 97: 申万汽车行业分板块 18-19 年一致预期利润增速.....	42
图表 98: 申万汽车行业分板块 18-19 年一致预期 PE.....	42
图表 99: 2018 年 1-10 月中国品牌汽车分车型前十家生产企业销量排名.....	43
图表 100: 2018 年 10 月狭义乘用车厂商综合销量排名.....	43
图表 101: 月度进口金额及同比增速.....	44
图表 102: 月度出口金额及同比增速.....	44
图表 103: 我国新能源车动力电池市场空间 (GWh) .....	45
图表 104: 全球新能源车动力电池市场空间 (GWh) .....	45
图表 105: 我国动力电池市场集中度情况.....	46
图表 106: 高镍三元正极市场空间 (亿元) .....	46
图表 107: 811 正极年底产能 (万吨) .....	47
图表 108: 重点推荐公司.....	47

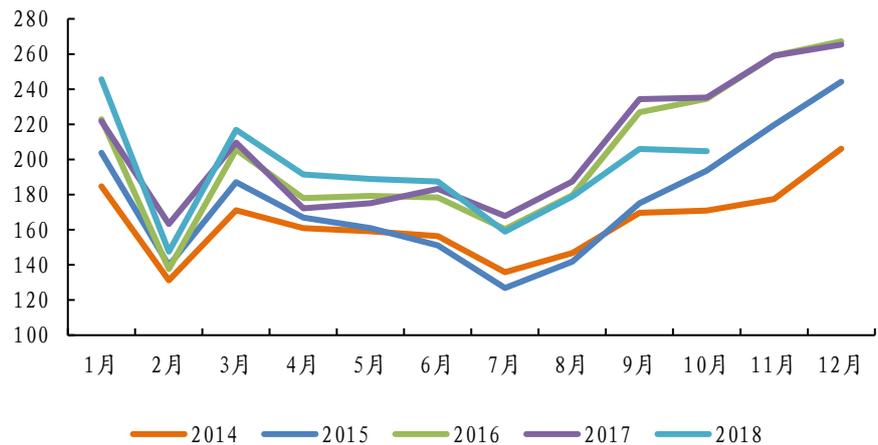
## 1. 车市黑暗期即将过去 19 年行业将逐步回暖

### 1.1. 乘用车：新车销量滑铁卢 二手车持续火热

#### 1.1.1. 汽车销量疲软受多因素影响 预计 18 年乘用车全年销量下滑 4%

消费信心遭中美贸易战重创，乘用车销量持续疲软。今年是购置税优惠政策完全退出的第一年，前两个月由于去年年底的部分销量后置到了今年年初，总体乘用车车市实现了开门红，上半年宏观经济较为稳健，乘用车销量累计增长了 4.7%。而下半年由于经济增速掉头向下，叠加中美贸易战不断升级，汽车终端优惠幅度不断扩大以抢救衰颓的销量走势。在对未来经济走势不甚明朗的态势下，消费者持币观望情绪加重。加上去年高基数效应，7-10 月销量连续下滑，且下滑幅度持续扩大。根据中汽协的数据，今年 1-10 月，中国乘用车累计销售 1926.5 万辆，同比下降 1.21%。2015 年也曾出现过年中销量连续下滑的情况，但随之国家出台了小排量车购置税减半政策，10 月起乘用车销量就突飞猛进。

图表 1：中国 2014 至今月度乘用车销量



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

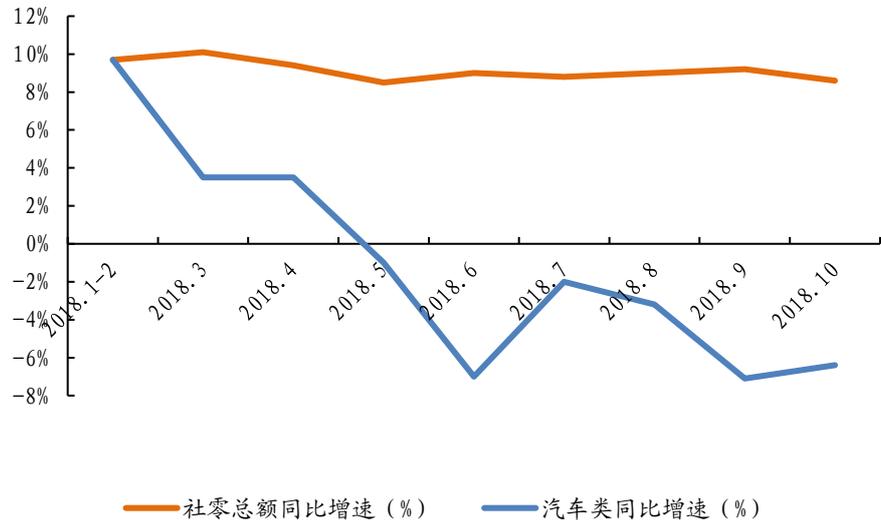
图表 2：中国季度 GDP 同比增速



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

经济增速放缓，社零汽车可选消费严重下滑。今年国家刺激政策真空期下，汽车消费或持续疲软。社零消费增速一路下滑，从5月开始负增长，下滑幅度在7-8月有所缩窄，但9月以来又持续扩大。汽车类消费在社零中占比约10%，今年汽车类消费也成为社零中表现最不乐观的一个品类。

图表 3：2018 年社零总额及汽车类消费同比增速



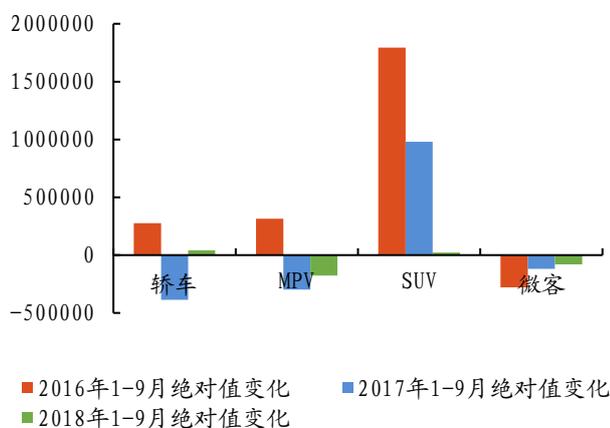
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

从不同细分类别拆分乘用车销量，我们能得出的结论有：

- 1、SUV 增长停滞为今年车市下降的主要原因。1-9 月，SUV 仅实现微增长，使得 2007 年以来中国汽车市场增长的主要引擎熄火，在轿车、MPV、微客表现平平的情况下，整体车市销量微下跌。
- 2、小排量车购置税优惠退出，导致 1.6L 以下小排量车的需求在 15-17 年透支。而油价自 2016 年以来一路上涨，使得大排量车的需求不断减弱。今年 1-9 月，1.6-2L 排量的车型销量增长了 5.8%，增速同比去年有所放缓，而 1-1.6L 排量的车型销量同比下降了 2.1%，为导致车市下降的主要排量区间。2016 年 1-1.6L 排量车型的天量增长，导致了 17-18 年排量 1.6L 以下小排量车的消费透支。
- 3、自主品牌及美系、法系车销量弱势，而日系、德系品牌销量较为稳健，韩系车由于去年表现较差，今年也实现了小幅增长。今年 1-9 月，自主品牌的市占率比 2017 全年下滑了 1.8 个 pct。自主品牌市占率拐点显现，体现今年经济增速放缓波及的群体主要为购买自主品牌较多的二三线城市消费者。另外，由于自主品牌中 SUV 占比较多，SUV 今年增长乏力也是原因之一。美系车表现较差主因福特品牌定位、车型战略问题导致今年福特车型销量腰斩。
- 4、中部、东北区域销量惨淡。中西部地区为我国近十年销量增长最迅速的区域，中西部地区销量占比从 2010 年的 37% 上升到 45%，为仅次于东部的第二大块市场。今年 1-7 月，东部销量稳健，1-7 月同比上涨了 8.32%；而东北由于经济持续下滑，车市从 17 年起销量就出现了负增长，今年销量下滑幅度进一步扩大；中部区域今年 1-7 月累计销量同比去年下滑了

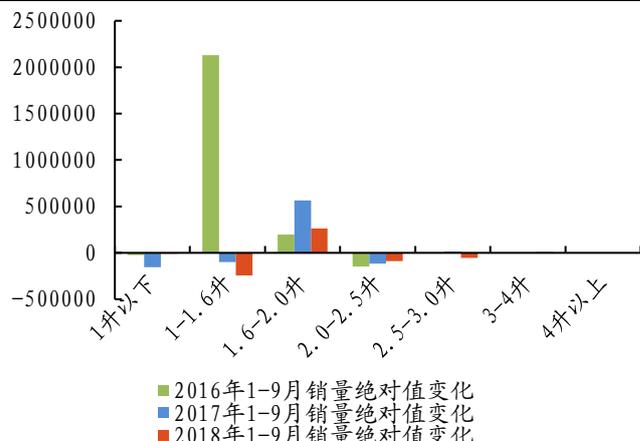
0.6%，二三线城市房价受爆炒为中部销量下滑主因。

图表 4: 2016-2018 年 1-9 月分车类销量绝对值变化



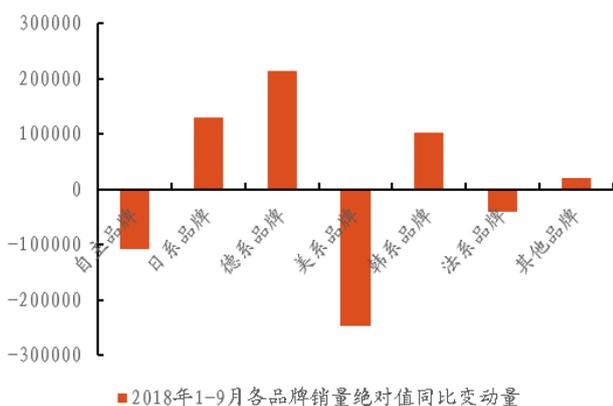
资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

图表 5: 2016-2018 年按排量细分销量绝对值变化



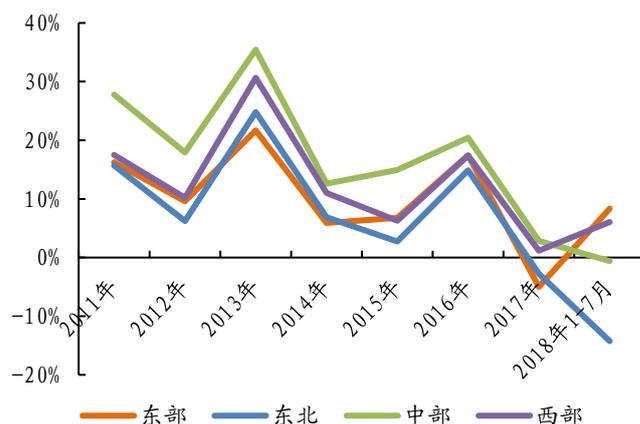
资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

图表 6: 2018 年 1-9 月各国别乘用车销量



资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

图表 7: 2011-2018 年各区域车型销量增速



资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

考虑到今年年末不会有对政策抢装的因素, 我们预计今年乘用车全年销量将下滑 4%。今年由于购置税完全退出, 年末将没有如 09-10、15-17 年的翘尾效应。在有翘尾效应的年份, 前 10 月的销量占比一般较低, 因而我们采用 2011-2014 年的销量情况来预测 2018 年销量水平。2011-2014 年前十个月销量占比范围为 80.5%-81.3%, 以此测算的今年全年销量预计为 2370-2393 万辆, 同比下降 3.28-4.24%。由于今年为退出购置税优惠后的第一年, 今年情况应更偏向于 2011 年的水平。

图表 8: 乘用车销量预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
年销量 (万辆)	1032	1375	1450	1546	1793	1970	2111	2429	2474	2370	2393
年增速 (%)		33.28%	5.45%	6.67%	15.93%	9.88%	7.15%	15.08%	1.86%	-4.24%	-3.28%
前十个月销量占比 (%)	79.3%	80.7%	81.3%	81.3%	80.6%	80.5%	78.0%	78.3%	78.8%	81.3%	80.5%

资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所测算

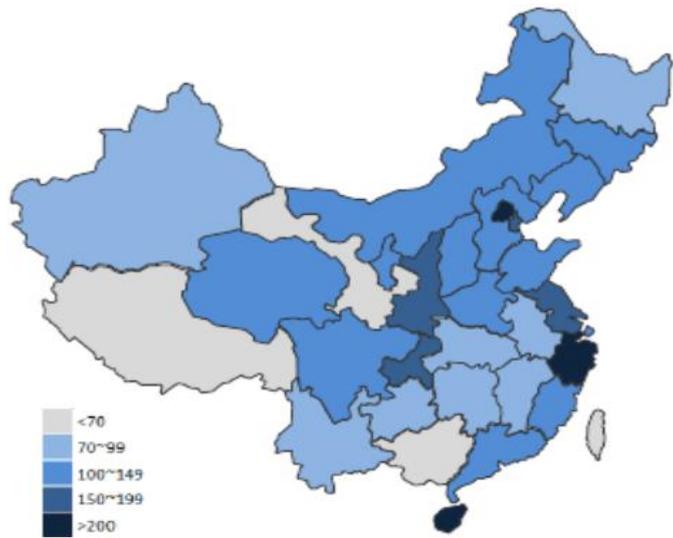
然而, 我们认为今年乘用车销量下滑不会是常态, 购置税消费透支影响预计到 19 年上半年会完全消化, 下半年会同比恢复正增长。从千人汽车保有量看, 中国仍低于世界平均水平, 而中西部地区依然为消费潜力较大的经济区域, 随着房价恶炒被逐渐控制, 消费信心有望随着经济回暖逐渐恢复, 中西部地区的消费动力恢复将开启新一轮销售周期。

图表 9: 中国车市区域分类

区域	省市
东部	北京市、天津市、上海市、河北省、山东省、江苏省、浙江省、福建省、台湾省、广东省、香港特别行政区、澳门特别行政区、海南省
中部	山西省、河南省、湖北省、安徽省、湖南省、江西省
西部	内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区、宁夏回族自治区、陕西省、甘肃省、青海省、重庆市、四川省、西藏自治区、广西壮族自治区、贵州省、云南省
东北	黑龙江省、吉林省、辽宁省

资料来源: 公开信息, 东方财富证券研究所

图表 10: 2017 年中国各省市千人汽车保有量

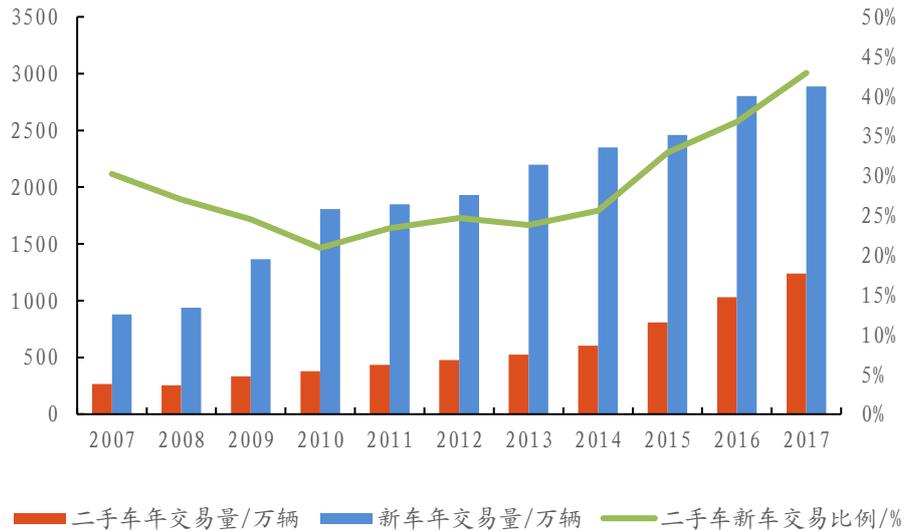


资料来源：乘联会，东方财富证券研究所

#### 1.1.2. 二手车市场发展增强换车动力 发展速度将持续超越新车

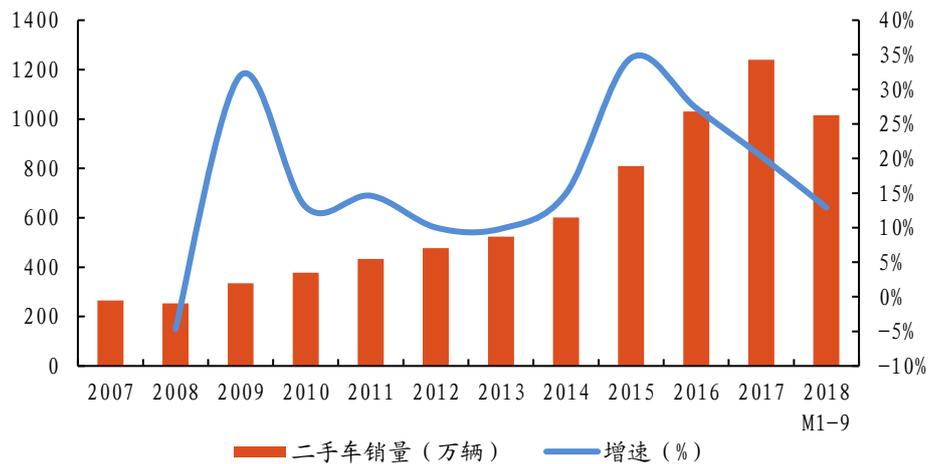
**二手车市场持续火热，销量规模约达到新车一半。**从2007年到2017年，二手车市场销量翻了近5倍，其中，二手车市场有两个高增速期：2009年及2015-2017年。2009年的增长与国家金融危机下刺激政策的强力拉动有关，而2015年后二手车市场的加速起飞则与中国汽车保有量达到一定水平，大量车辆进入置换期有关。从发达国家的市场看，二手车与新车的比例约为2-3:1，我国二手车销量规模仍有很大增长空间。我国二手车市场与新车市场同受宏观政策和消费信心影响，但二手车市场的扩张速度会持续高于新车市场。2018年1-9月，我国二手车交易量整体达1029万辆，累计同比增长达12.9%，整体已超2017年全年交易量的82%。

图表 11：2007-2017 年中国二手车市场交易量



资料来源：中国汽车流通协会，东方财富证券研究所

图表 12：中国 2007-2018 年二手车销量及增速



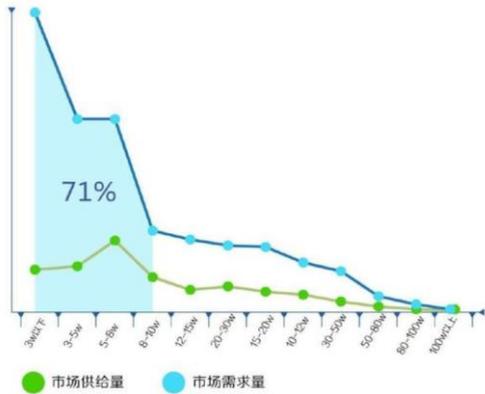
资料来源：汽车流通协会，东方财富证券研究所

目前二手车的问题主要为三个：限迁、税收和车辆可靠性问题。我国二手车限迁问题在 2017 年发布的《商务部市场建设司负责人谈取消二手车限迁政策相关问题》后得到较好解决，目前除国家明确的大气污染防治重点区域（京津冀<北京、天津、河北>，长三角<上海、江苏、浙江>，珠三角<广州、深圳、珠海、佛山、江门、肇庆、惠州、东莞、中山等 9 个城市>）外，其余城市均不得限制二手车迁入。另外，若明年二手车营改增试点实施，二手车交易成本将大大降低，极大促进二手车交易。车辆的可靠性问题的解决，需要建立在信誉度较高的第三方车辆评估机构成长起来的基础上。

二手车市场的存在可降低新车主购车门槛，增强旧车主换车动力。从二手车潜在交易的价格区间看，市场供给二手车的价格区间较为分散，但 10 万以下低价车型的占比明显较高。从需求看，70%的二手车市场需求集中于 10 万元以下的车，3 万元以下的车型占比最多。而新车中，基本不存在三万以下的车型，因而二手车的存在进一步降低了中国汽车购车门槛。从车龄看，6 年以下车龄的车型占比 65.8%，远短于车辆报废年限，体现消费者潜在以旧换新需求较强，若二手

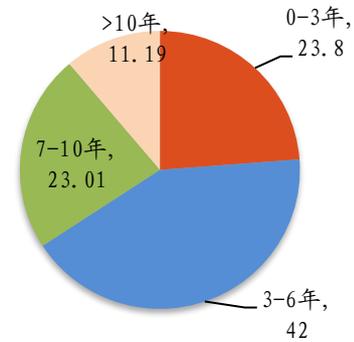
车交易的难度和成本大幅降低，二手车的供给将大大增加。从车型看，经济实用型轿车均占供需的六成以上，这主要因为目前我国轿车保有量较高。二手车市场的存在进一步改善了我国车市的供需结构，增强了存量车的流动性，也有利于旧车主换车需求得以满足，未来二手车市场发展速度将持续超越新车。

图表 13: 中国二手车供需价格区间



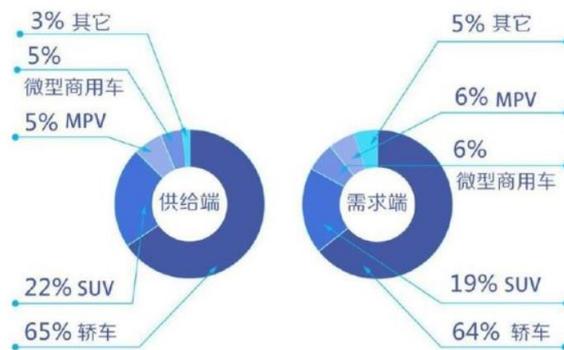
资料来源: 58同城, 东方财富证券研究所

图表 14: 2018 年 1-7 月二手车交易车龄占比



资料来源: 中国汽车流通协会, 东方财富证券研究所

图表 15: 中国二手车车型分类



资料来源: 58 同城, 东方财富证券研究所

目前二手车主要依靠线上获取流量。从 2018 年 11 月发布的《互联网用户二手车消费者研究报告(秋季)》看,在互联网二手车交易平台交易二手车的渗透率已达 75%。并且,35 岁以下的人群占二手车交易用户的 82%,年轻群体的消费习惯成为引导二手车发展的主要因素。超过 60%的选择购买二手车的消费者为首次购车。从而我们可以描画出目前线上二手车市场的主要活跃人群:首次购车的汽车消费年轻群体。二手车电商及为其引流的汽车资讯平台将成为未来二手车获客必不可少的渠道。

图表 16: 二手车电商产业图谱



资料来源: 2017年二手车电商行业报告, 东方财富证券研究所

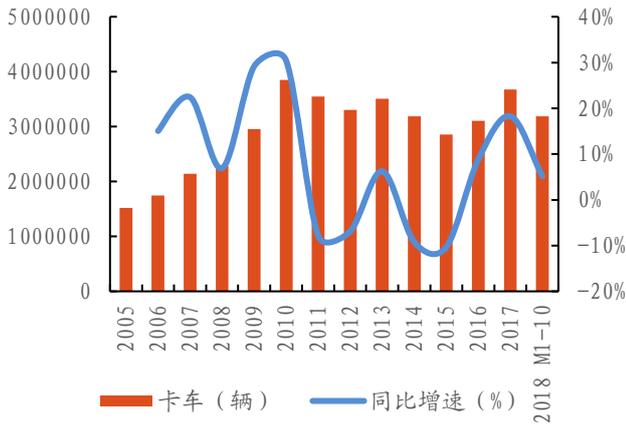
## 1.2. 卡车: 排放标准不断升级 更替需求平滑重卡周期波动

### 1.2.1. 政策主导卡车更替周期 轻卡微卡今年表现较好

目前中国卡车销量规模稳定在 300 万辆/年左右, 随着基建投资周期尤其是房地产投资周期而波动。从房地产投资完成额和重卡销量的关系看, 重卡领先房地产投资完成额约 3 个月时间, 大体呈同步波动趋势。影响中国卡车销量的主要因素除了基建周期外, 还有排放标准的不断升高及其相应的时间点对重卡提前更替的要求、卡车使用年限到期后的更替需求、治超政策的推出及执行导致运力下降后的新增需求等。

图表 17: 中国 2005-2018 卡车总销量 (辆)

图表 18: 房地产投资与重卡销量关系较大



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

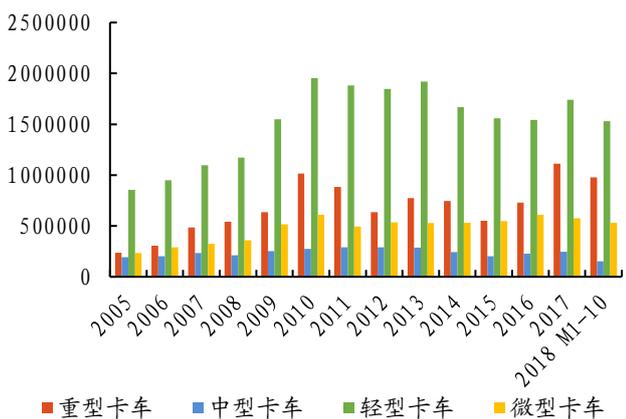
轻微卡为卡车中表现最好的品类，重卡高基数增长乏力。卡车一般按总质量和马力进行分类可以分为轻卡\微卡、中卡、重卡。2018年1-10月卡车总体销售了318.6万辆，同比增长了5.2%。细分销量中，有重卡97.6万辆，同比去年上涨了1.6%，中卡15.1万辆，同比去年下跌了25.1%，轻卡152.9万辆，同比去年上涨了10.6%，微卡53万辆，同比去年上涨了9.4%。

图表 19：中国卡车分类标准

分类	总质量	马力
微卡	小于 3.5t	小于 160
轻卡		
中卡	3.5-12t	160-240
重卡	大于 12t	240 以上

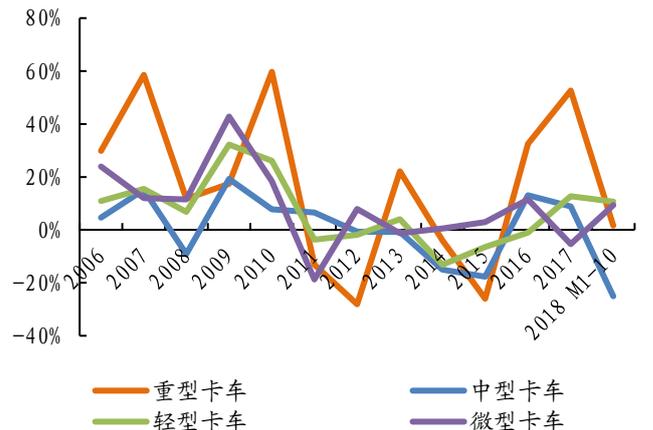
资料来源：卡车之家，东方财富证券研究所

图表 20：中国 2005-2018 各卡车类型销量 (辆)



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

图表 21：2006-2018 年各卡车类型销量增速 (%)

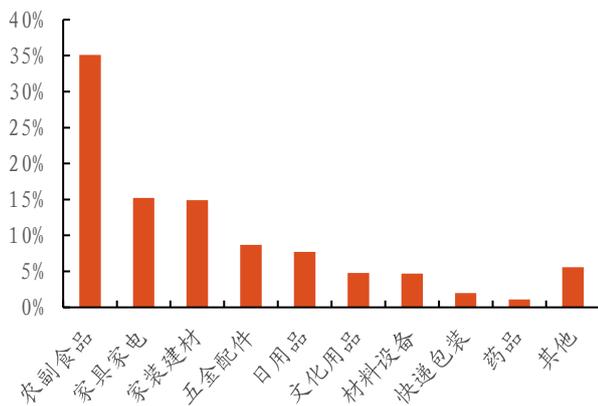


资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

1.2.2. 轻卡+微卡：物流行业持续景气推动轻卡需求旺盛

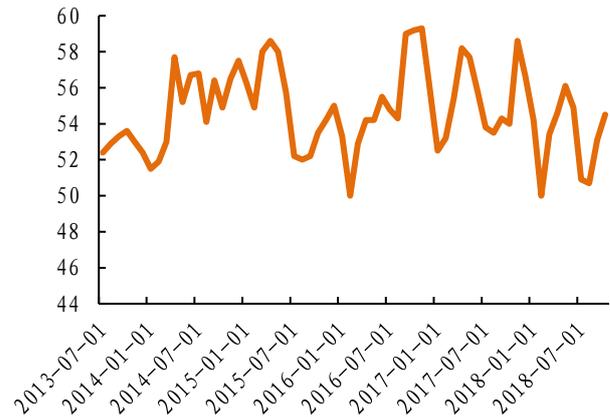
轻卡下游主要为消费物资的短途运输。轻卡、微卡主要为运输半径在 500km 以内的短途运输物流车，以及用途较为综合的皮卡。物流下游用途主要集中在农副产品、家具家电、家装建材等日常消费物资的短途运输上，和国民经济息息相关。物流景气度的提升，也对轻微卡的需求有刺激作用。

图表 22：轻卡下游主要物流用途分类



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

图表 23：物流景气指数

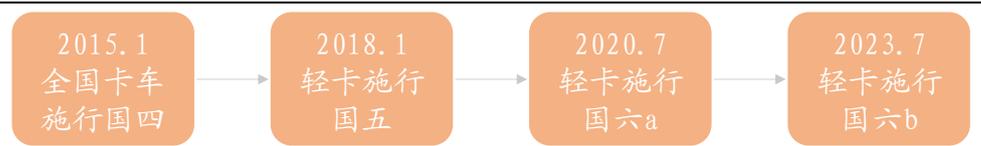


资料来源：中国物流信息中心，东方财富证券研究所

轻卡逐步走出谷底，打破低迷僵局。历史上 09 年的四万亿刺激政策、汽车下乡政策曾使得轻微卡在乡镇地区得到广泛运用，轻卡+微卡合计销量也在 2010 年创了历史最高 256.2 万辆的成绩。14-16 年，由于经济增速放缓、皮卡禁止进城、排放标准执行力度不严等原因，轻卡销量有所滑落。但从 17 年至今，皮卡受政策、经济拉动，迎来了新一轮向上周期：2017 年轻卡+微卡累计销量 231.6 万辆，同比增长 7.6%；2018 年 1-10 月，轻卡+微卡累计销量 205.9 万辆，同比增长 10.3%。其主要催化剂如下：

- 1、排放标准趋严，淘汰“黄标车”及老旧车：2017 年 7 月 1 日起，全国 3.5-12 t 的中卡需满足国五排放标准，且禁止生产、销售低速货车产品。2018 年 1 月 1 日起，全国 3.5 吨以下的轻卡开始施行该标准。另外，六部委发布了《“黄标车”及老旧车淘汰工作实施方案》，要求到 2017 年基本淘汰所有排放不达标的黄标车。

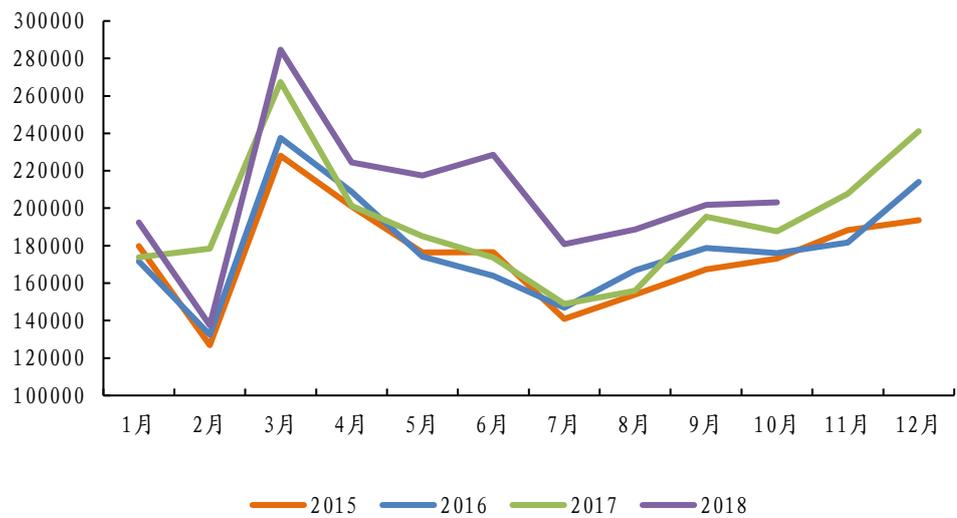
图表 24：轻卡排放标准升级时间点



资料来源：国家标准委，东方财富证券研究所

因而，从 2018 年 1 月 1 日起，所有轻卡的新车均要执行国五排放标准，同时禁售国四车型。趋严的排放标准加快了不合规车辆的更新换代，也在 2017 年四季度引发了国四标准轻卡的抢装行情，2017 年 10-12 月轻微卡单月销量续创新高，11、12 月销量同比增幅更是达到了 14.3%、12.7%。

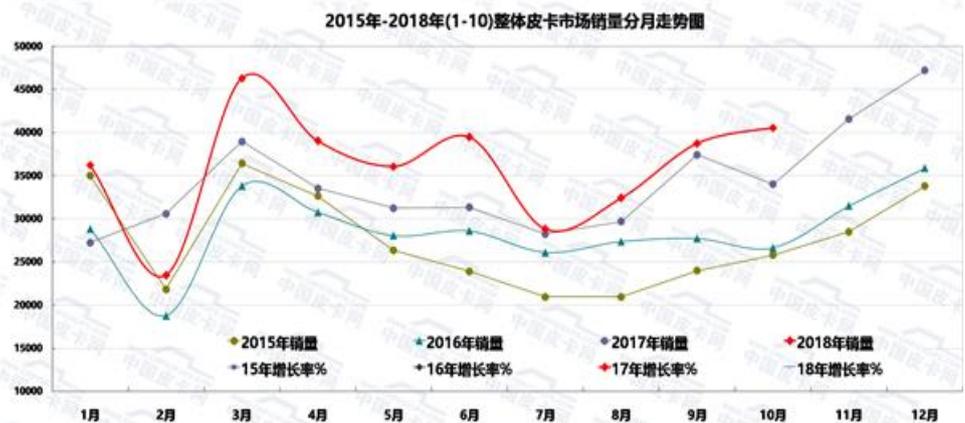
图表 25: 轻卡+微卡月度销量



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

2、皮卡解禁: 河北、河南、云南、辽宁、湖北、新疆这六省已放宽皮卡进城, 且“皮卡解禁”区域有望继续扩大, 皮卡需求将得到释放, 为轻微卡领域的新增需求。根据中国皮卡网的数据, 2018年10月全国16家皮卡生产厂商销售皮卡40556辆车, 同比增长率为17.4%, 1-10月皮卡销售361425辆, 同比增长13.2%。皮卡在轻微卡中的销量占比约18%左右, 皮卡市场的强势增长为轻微卡增长的重要原因。

图表 26: 皮卡月度销量



资料来源: 中国皮卡网, 东方财富证券研究所

从主机厂看, 长城汽车、江铃汽车、郑州日产三家是市场主力, 今年CR3为57%。福田汽车的皮卡由于多集中于低端皮卡, 市场份额逐渐被蚕食。长城皮卡市占率最高, 达到30%。

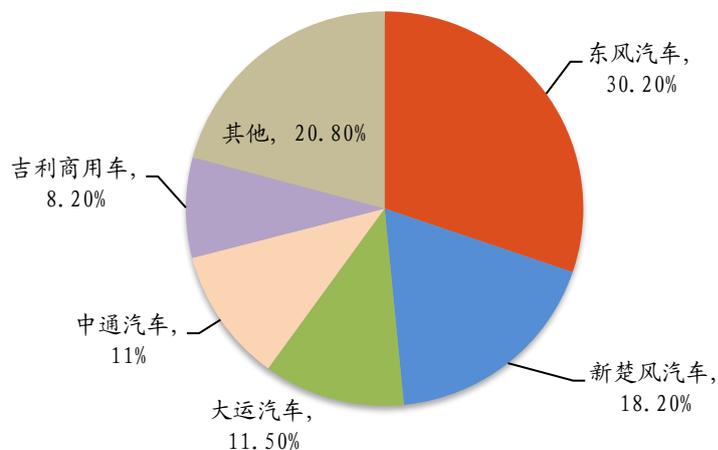
图表 27: 皮卡品牌销量排行

2018年10月皮卡品牌销量排行 (单位: 辆)								
排名	品牌车系	2018年10月销量	2017年10月销量	单月同比增长	2018年1-10月销量	2017年1-10月销量	累计同比增长	18(1-10)比重比
1	长城皮卡	13062	9418	38.7%	110888	94229	17.7%	30.7%
2	江铃皮卡	5798	6517	-11.0%	57757	56087	3.0%	16.0%
3	郑州日产	4886	3821	27.9%	37274	26978	38.2%	10.3%
4	江西五十铃	2853	2162	32.0%	26143	20858	25.3%	7.2%
5	江淮皮卡	2607	1997	30.5%	22849	21185	7.9%	6.3%
6	中兴皮卡	2361	3489	-32.3%	27074	31737	-14.7%	7.5%
7	黄海皮卡	2202	2067	6.5%	23130	20936	10.5%	6.4%
8	上汽大通	1857	1472	26.2%	18133	8334	117.6%	5.0%
9	福田皮卡	1391	1473	-5.6%	15341	17588	-12.8%	4.2%
10	骐铃皮卡	1188	666	78.4%	7766	8110	-4.2%	——
11	卡威皮卡	1040	970	7.2%	2405	1766	36.2%	——
12	长安皮卡	1005	233	331.3%	9503	8157	16.5%	2.6%
13	东风皮卡	280	147	90.5%	2291	872	162.7%	——

资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

排放标准趋严下, 尾气处理模块成本将上升, 电动轻卡有较大发展空间。国五的技术升级路线包括两种: EGR+DOC+SCR 和 EGR+DOC+DPF。EGR+DOC+SCR 的成本更低, 较为符合轻卡所需技术标准。由于低端轻卡难以满足排放标准, 将被逐步淘汰, 而国五车型相较国四轻卡加价幅度一般会在 7000-10000 元。高端化、专业化、电动化为未来轻卡的主要趋势。由于城市限行、环保趋严、电动卡车使用费用低、可以拿到一定补贴, 电动轻卡销量快速增长, 多销往北上广深等城市。2017 年, 国内电动轻卡的销量达到 5.04 万辆, 同比增长 159.1%。

图表 28: 电动轻卡行业竞争格局



资料来源: 新思界产业研究中心, 东方财富证券研究所

1.2.3. 重卡：蓝天保卫战提前多地实施 平滑重卡波动周期

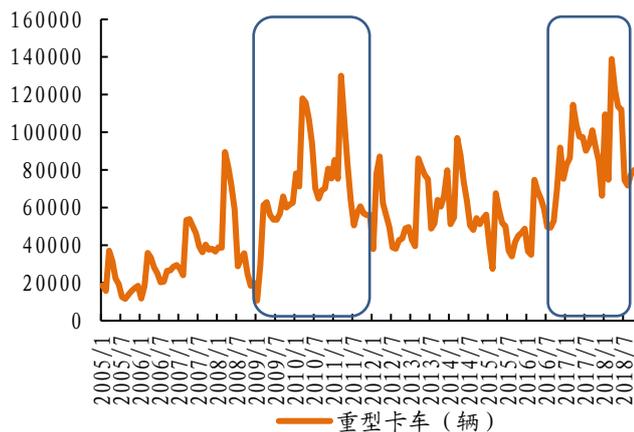
今年重卡前高后低，三季度销量迅速回落。根据终端用途，重卡可分为工程重卡和物流重卡。工程重卡多用于工地施工，多以重卡底盘、重卡整车的形式售卖，而物流重卡主要用于运输，多以重卡半挂车、重卡整车的形式出售。2018年上半年，重卡销量续创新高，上半年销量实现67.2万辆，同比增长15%，然而三季度销量开始迅速下滑，Q3单季销量22.4万辆，同比下降21%。虽下半年重卡行情突然刹车，但总体看今年重卡行情好于年初大幅下滑的预期，预计全年重卡销量同比去年持平。

图表 29：卡车分类及用途说明



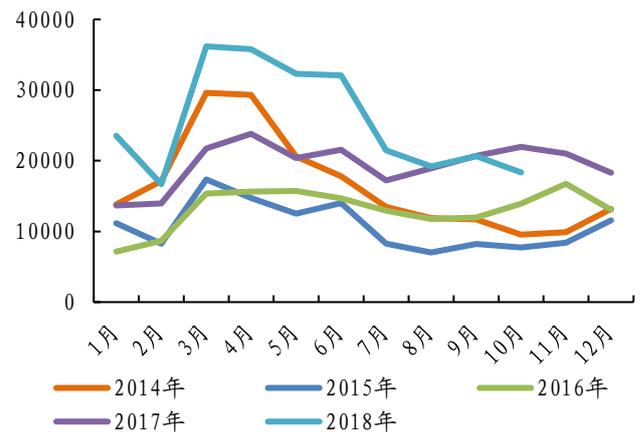
资料来源：第一商用车，东方财富证券研究所

图表 30：重卡月度销量及两轮景气周期



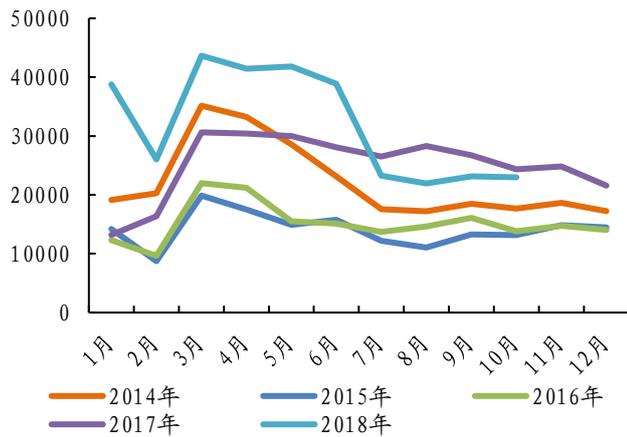
资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

图表 31：2014-2018 年重卡整车月度销量



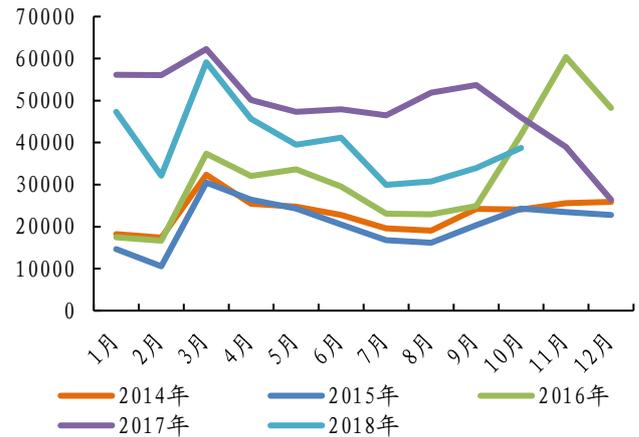
资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

图表 32: 2014-2018 年重卡底盘月度销量



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

图表 33: 2014-2018 年半挂牵引车月度销量



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

从 16 年开启的新一轮重卡周期主要催化剂为经济平稳发展下的治超治限政策。重卡第一次大周期在 09-11 年, 原因为 08 年 11 月推出的四万亿政策对基建的全面刺激。2016 年 7 月 26 日, 国家发布了新的强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016), 代替了 2004 年的旧标准。其主要对车辆的外廓尺寸、轴荷、重量做了新的规定。各地对治超治限的执行力不一, 但从总体上使得单车运力下降了 10%-20%, 这部分运力由新增重卡的购买来满足。因而 2016 年下半年重卡第二轮景气周期开启。2017 年重卡销量创了历史新高, 全年销量 111.2 万辆。

图表 34: 外廓尺寸具体标准

表 1 栏板式、仓栅式、平板式、自卸式货车及其半挂车外廓尺寸的最大限值 单位为毫米

车辆类型		长度	宽度	高度	
仓栅式货车 栏板式货车 平板式货车 自卸式货车	二轴	最大设计总质量 ≤ 3 500 kg	6 000	2 550	4 000
		最大设计总质量 > 3 500 kg, 且 ≤ 8 000 kg	7 000		
		最大设计总质量 > 8 000 kg, 且 ≤ 12 000 kg	8 000		
	三轴	最大设计总质量 > 12 000 kg	9 000		
		最大设计总质量 ≤ 20 000 kg	11 000		
		最大设计总质量 > 20 000 kg	12 000		
双转向轴的四轴汽车		12 000			
仓栅式半挂车 栏板式半挂车 平板式半挂车 自卸式半挂车	一轴	8 600			
	二轴	10 000			
	三轴	13 000			

表 2 其他汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸的最大限值 单位为毫米

车辆类型		长度	宽度	高度	
汽车	三轮汽车 <sup>a</sup>	4 600	1 600	2 000	
	低速货车	6 000	2 000	2 500	
	货车及半挂牵引车	12 000 <sup>b</sup>	2 550 <sup>c</sup>	4 000	
	乘用车及客车	乘用车及二轴客车	12 000	2 550	4 000 <sup>d</sup>
		三轴客车	13 700		
单铰接客车		18 000			
挂车	半挂车	13 750 <sup>e</sup>	2 550 <sup>e</sup>	4 000	
	中置轴、牵引杆挂车	12 000 <sup>f</sup>			
汽车列车	乘用车列车	14 500	2 550 <sup>e</sup>	4 000	
	铰接列车	17 100 <sup>g</sup>			
	货车列车	20 000 <sup>h</sup>			

资料来源：工信部，东方财富证券研究所

图表 35：轴荷具体标准

表 3 汽车及挂车单轴、二轴组及三轴组的最大允许轴荷限值

单位为千克

类型		最大允许轴荷限值	
单轴	每侧单轮胎	7 000 <sup>a</sup>	
	每侧双轮胎	非驱动轴	10 000 <sup>b</sup>
		驱动轴	11 500
二轴组	轴距 < 1 000 mm		11 500 <sup>c</sup>
	轴距 ≥ 1 000 mm, 且 < 1 300 mm		16 000
	轴距 ≥ 1 300 mm, 且 < 1 800 mm		18 000 <sup>d</sup>
	轴距 ≥ 1 800 mm (仅挂车)		18 000
三轴组	相邻两轴之间距离 ≤ 1 300 mm		21 000
	相邻两轴之间距离 > 1 300 mm, 且 ≤ 1 400 mm		24 000

<sup>a</sup> 安装名义断面宽度不小于 425 mm 轮胎的车轴, 最大允许轴荷限值为 10 000 kg; 驱动轴安装名义断面宽度不小于 445 mm 轮胎, 则最大允许轴荷限值为 11 500 kg。  
<sup>b</sup> 装备空气悬架时最大允许轴荷的最大限值为 11 500 kg。  
<sup>c</sup> 二轴挂车最大允许轴荷限值为 11 000 kg。  
<sup>d</sup> 汽车驱动轴为每轴每侧双轮胎且装备空气悬架时, 最大允许轴荷的最大限值为 19 000 kg。

资料来源：工信部，东方财富证券研究所

图表 36：总质量具体标准

表 4 汽车、挂车及汽车列车最大允许总质量限值

单位为千克

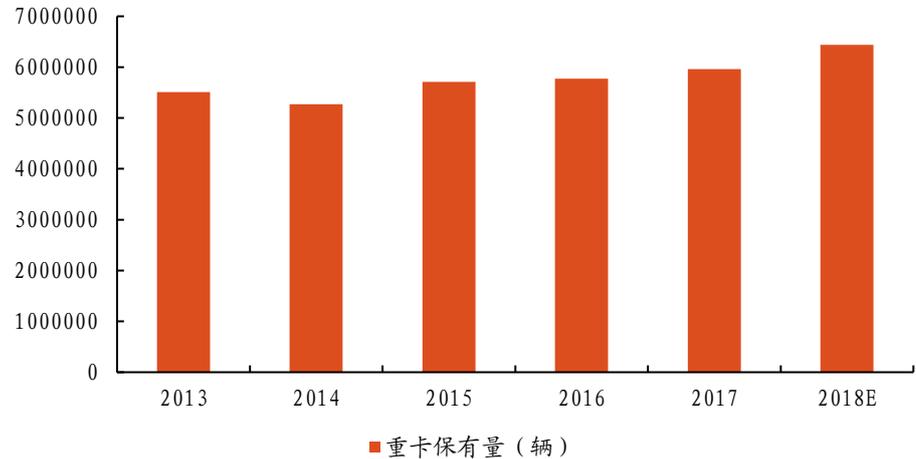
车辆类型		最大允许总质量限值	
汽车	三轮汽车	2 000 <sup>a</sup>	
	乘用车	4 500	
	二轴客车、货车及半挂牵引车	18 000 <sup>b</sup>	
	三轴客车、货车及半挂牵引车	25 000 <sup>c</sup>	
	单铰接客车	28 000	
	双转向轴四轴货车	31 000 <sup>c</sup>	
车辆类型		最大允许总质量限值	
挂车	半挂车	一轴	18 000
		二轴	35 000
		三轴	40 000
	牵引杆挂车	二轴, 每轴每侧为单轮胎	12 000 <sup>d</sup>
		二轴, 一轴每侧为单轮胎、另一轴每侧为双轮胎	16 000
		二轴, 每轴每侧为双轮胎	18 000
	中置轴挂车	一轴	10 000
二轴		18 000	
三轴		24 000	
汽车列车	三轴	27 000	
	四轴	36 000 <sup>e</sup>	
	五轴	43 000	
	六轴	49 000	

资料来源：工信部，东方财富证券研究所

18 年治超政策红利渐消，排放标准升级续力，带来更换需求，推动保有重卡质量升级。16 年的治超政策对于重卡的需求带动是接近一次性释放的，到 18

年末基本完全消化。治超政策推动了重卡保有量的被动升级。在重卡更换年限为 8 年的前提假设下，预计 18 年重卡保有量将突破 600 万辆。上一轮重卡景气周期下产销量的高峰在 2010-2011 年，因而在 2018-2020 年将迎来更新换代的高峰。从结构看，未来重卡排放标准越来越严将倒逼行业更换排放更少的重卡，推动重卡保有量质量逐步提高。

图表 37: 重卡保有量测算（重卡更换年限为 8 年的前提下）



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

2018 年 1 月 1 日起，所有重型车和轻型柴油车已施行国五排放标准。2018 年 6 月 28 日，生态环境部发布了《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（简称重卡国六标准）。根据国六标准的要求，标准将分 2 个阶段实施具体实施时点如下：

国六 a 阶段：19 年 7 月对燃气重卡施行，20 年 7 月对城市重卡施行，21 年 7 月对所有重卡施行。

国六 b 阶段：21 年 1 月对燃气重卡施行，2023 年对所有重卡施行。

图表 38: 重卡国六实施时点



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

响应蓝天保卫战，多地提前实施国六，加速淘汰国三车。国家在今年 7 月印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，这标志着大气污染治理进入第二阶段，区域也从“2+26”城市的京津冀大气污染传输通道扩展到了汾渭平原和长三角地区。

图表 39：蓝天保卫战重点区域范围



资料来源：汽车研究网，东方财富证券研究所

计划要求，到 2020 年，SO<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub> 排放总量较 2015 年下降 15% 以上。重卡，尤其是国三重卡，是造成大气污染的重要原因。目前重卡保有量约 600 万辆以上，重卡排放的 NO<sub>x</sub>、PM 均占全国汽车排放量一半以上，因而重卡尾气排放治理为蓝天保卫战的重中之重。重卡中，国三及以前的车型约有 250 万辆，其排放标准最低，是亟待淘汰的最主要的重污染车辆。

计划中还指出，要加快车船结构升级。大力淘汰老旧车辆，重点区域推进国三车提前淘汰，加快淘汰采用稀薄燃烧技术和“油改气”的老旧燃气车辆。各地制定营运柴油货车和燃气车辆提前淘汰更新目标及实施计划。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，推广使用达到国六排放标准的燃气车辆。计划发布后，多地迅速发布加快淘汰国三车、提前实现国六标准的政策，以响应蓝天保卫战号召。

图表 40：各省市公布蓝天保卫战相关计划和具体实施方案

省市	计划
京津冀+ 山东+河南	· 2019 年 1 月 1 日起，北京、天津、河北、山东、河南提前实施轻型汽车国六排放标准。2018 年 12 月底前，北京、天津、河北、山东、河南淘汰国三及以下排放标准营运中重型柴油货车，数量分别为 3 万辆、1 万辆、0.56 万辆、0.38 万辆、1.33 万辆。2019 年，北京市行政事业单位和国有企业基本淘汰国 III 排放标准柴油货车。 · 河南：限行车辆由国三重型柴油车扩大到全部国三柴油车，限行范围由四环内扩大为京港澳高速以西、南绕城高速以北、西绕城高速以东、沿黄快速路—江山路—北四环以南区域，并且实施全天禁行。
深圳	· 2019 年 1 月全面实施国六；在 2020 年基本淘汰国三柴油车；出台国三车淘汰补贴政策，2018 年-2020 年分时段进行补贴；
广州	· 2019 年 1 月 1 日起轻型汽车先行实施国六；

广东 (不含深圳、广州)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2019 年 7 月 1 日起, 广东省 (不含深圳、广州) 销售、注册登记的轻型汽车新车应当符合国六标准的排放控制要求;</li> <li>· 2018 年 10 月 1 日开始将全部供应国六汽油, 停止销售普通柴油和低于国六标准的车用汽油、车用乙醇汽油和车用柴油;</li> </ul>
江苏	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 南京: 2020 年底以前淘汰国三车可补贴 4 万, 其中重卡最高补贴 3.8 万元, 2018 年 10 月 1 日起, 对国三营运柴油货车, 一律不予排放定期检验; 并且对国四及以上营运柴油货车, 逐车严格查验污染控制装置并拍照上传, 污染控制装置不合格的不予排放定期检验。对国三车淘汰提供政府补贴;</li> </ul>
杭州	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 印发了《杭州市国三柴油车淘汰补助实施细则》, 对国三柴油车、拖拉机进行补贴, 实施时间为 2018 年 6 月 10 日-2019 年 12 月 31 日;</li> </ul>
山东	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2019 年 7 月 1 日起, 全省实施机动车国六排放标准, 7 个传输通道城市提前实施。全省推广使用达到国六排放标准的燃气汽车;</li> </ul>
陕西	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 到 2020 年年底, 全省淘汰高排放国三及以下排放标准营运柴油货车 11 万辆、老旧燃气车 2 万辆。其中西安、宝鸡、咸阳、铜川、渭南、杨凌基本淘汰国 III 及以下排放标准中、重型营运柴油货车。2018 年, 全省淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车 3.3 万辆、老旧燃气车 0.6 万辆。</li> <li>· 西安: 从 2018 年 7 月 23 日起, 全天禁止 2013 年 7 月 1 日前注册登记的国三柴油车进入西安三环路 (含) 以内通行。</li> </ul>
山西	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2018 年起禁止销售普通柴油和低于国六标准的车用汽柴油, 推广使用达到国六排放标准的燃气车辆;</li> </ul>
海南	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2018 年 9 月 1 日起, 海南省行政区域内开始对轻型汽车实施“国六标准”, 全省各销售企业停止新进非“国六标准”轻型汽车, 逐步处理库存的非“国六标准”轻型汽车。2018 年 11 月 1 日起, 在海南省行政区域内进口、销售、注册登记的轻型汽车, 须符合“国六标准”要求, 禁止进口、销售、注册登记低于“国六标准”轻型汽车。在 2018 年 10 月 31 日前已销售的非“国六标准”轻型汽车, 公安机关交通管理部门应予办理注册登记;</li> </ul>

资料来源: 公开信息, 东方财富证券研究所

蓝天保卫战计划将平滑经济周期对重卡销量的影响, 推动重卡结构升级, 预计重卡未来两年销量不会有断崖式下跌, 全年销量将维持在 100 万辆左右的水平。而国六排放标准对尾气处理的要求又进一步提升, 排放达标一方面对油品有了更高要求, 另一方面也有利于生产尾气处理模块零部件供应商取得更多订单。

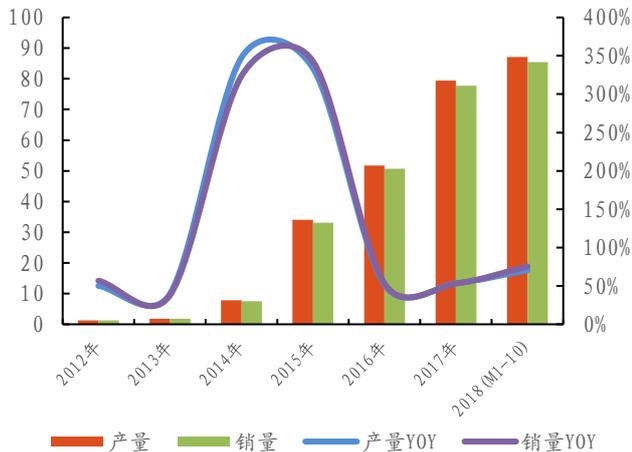
## 2. 新能源汽车成迷雾中曙光 继续步向光明

### 2.1. 新能源汽车快速增长 纯电动乘用车成主要驱动力

2018 年前十个月新能源汽车销售 85.41 万辆, 同比增长 75.4%。10 月, 新能源汽车产销分别完成 14.6 万辆和 13.8 万辆, 比上年同期分别增长 58.1%和 51%; 1-10 月, 新能源汽车产销分别完成 87.9 万辆和 86 万辆, 比上年同期分别增长 70%和 75.6%。

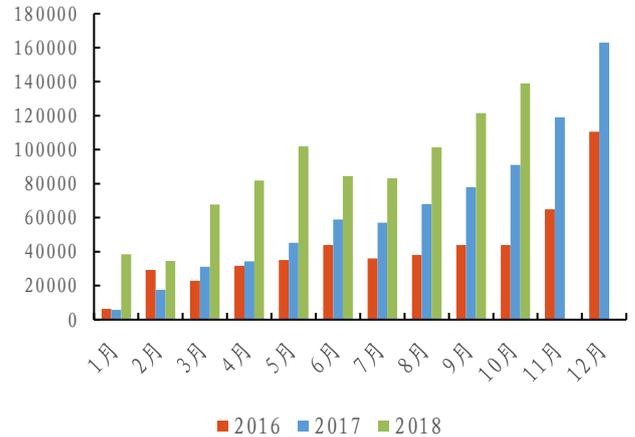
可以看到 2018 年 1-5 月份新能源汽车销量有较大幅度的增长, 主要原因来自于补贴政策的调整带来的抢装效应。春节前夕, 四部委发布了 2018 年新能源汽车财补新政——《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。财补新政将自 2018 年 6 月 12 日起执行, 2018 年 2 月 11 日至 6 月 11 日设定为过渡期, 过渡期不执行新政。

图表 41: 新能源汽车销量增速



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

图表 42: 新能源汽车每月销售量



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

过渡期后各类车型补贴标准均进行适度退坡, 对不同汽车产品类型的相应补贴政策具体如下:

图表 43: 新能源乘用车补贴标准 (万元)

车型	续航里程	2017 年补贴	2018 年补贴	涨跌幅度
纯电动	100km ≤ R < 150km	2	0	-100%
	150km ≤ R < 200km	3.6	1.5	-58.30%
	200km ≤ R < 250km	3.6	2.4	-33.30%
	300km ≤ R < 350km	4.4	3.4	-22.70%
	350km ≤ R < 400km	4.4	4.5	2.30%
插电混动	100km ≤ R < 150km	4.4	5	13.70%
插电混动	50km ≤ R	2.4	2.2	-8.30%

资料来源: 财政部, 东方财富证券研究所

新能源客车补贴标准方面, 补贴标准有所下调, 且补贴计算方式有所变化。补贴公式为: 补贴金额=Min {车辆带电量 × 单位电量补贴标准; 单车补贴上限} × 调整系数 (包括: 电池系统能量密度系数、单位载质量能量消耗量系数、快充倍率系数、节油率系数)。

图表 44: 新能源客车补贴标准

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数	中央财政单车补贴上限 (万元)		
			6 < L ≤ 8m	8 < L ≤ 10m	L > 10m

		系统能量密度 (Wh/kg)					
非快充类纯电动客车	1200	115 - 135 (含)		135 以上	5.5	12	18
		1	1.1				
		快充倍率					
快充类纯电动客车	2100	3C - 5C (含)	5C - 15C (含)	15C 以上	4	8	13
		0.8	1	1.1			
		节油率水平					
插电式混合动力 (含增程式) 客车	1500	60% - 65% (含)	65% - 70% (含)	70% 以上	2.2	4.5	7.5
		0.8	1	1.1			

资料来源：财政部，东方财富证券研究所

图表 45：新能源货车及专用车补贴标准

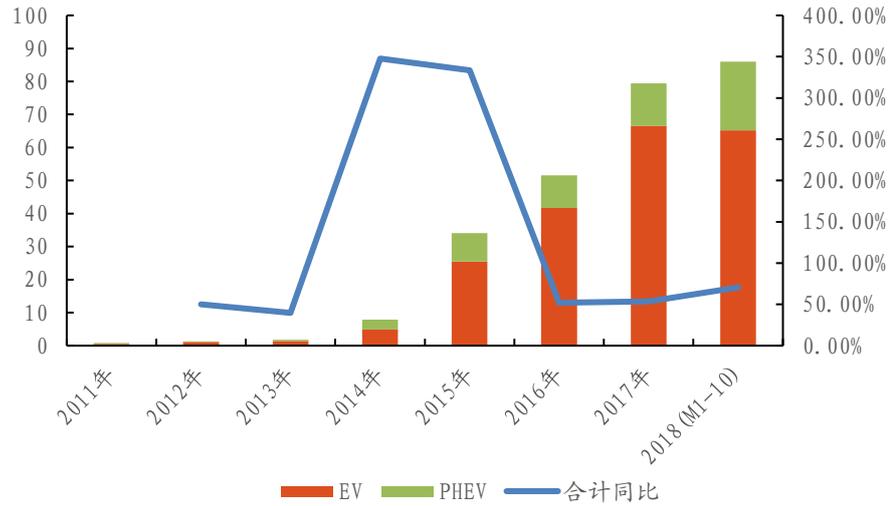
补贴标准 (元/kWh)			中央财政单车补贴上限 (万元)
30 (含) kWh 以下部分	30 ~ 50 (含) kWh 部分	50kWh 以上部分	
850	750	650	10

资料来源：财政部，东方财富证券研究所

从动力来源看，纯电动车型的产销增长成为新能源汽车的最主要驱动力。国内纯电动汽车的销量占新能源汽车市场整体的销量超八成。

2018 年 10 月，纯电动汽车产销分别完成 11.6 万辆和 11.1 万辆，比上年同期分别增长 49.7% 和 44.7%；1-10 月纯电动汽车产销分别完成 67 万辆和 65.3 万辆，比上年同期分别增长 56.9% 和 62.3%。插电式混合动力汽车产销分别完成 2.9 万辆和 2.7 万辆，比上年同期分别增长 104% 和 84.6%；1-10 月插电式混合动力汽车产销分别完成 20.9 万辆和 20.7 万辆，比上年同期分别增长 132% 和 136.4%。

图表 46：EV 和 Phev 市场占比

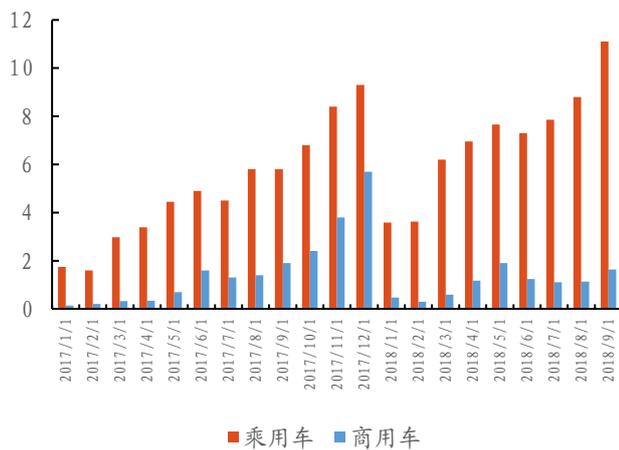


资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

从车型看乘用车是今年以来新能源乘用车成车市亮点，近几个月来，乘用车市场呈现新能源乘用车批发销量增速走高、传统燃油车批发销量增速回落的结构性分化走势，10月份新能源乘用车批发销量增速高达84.8%。

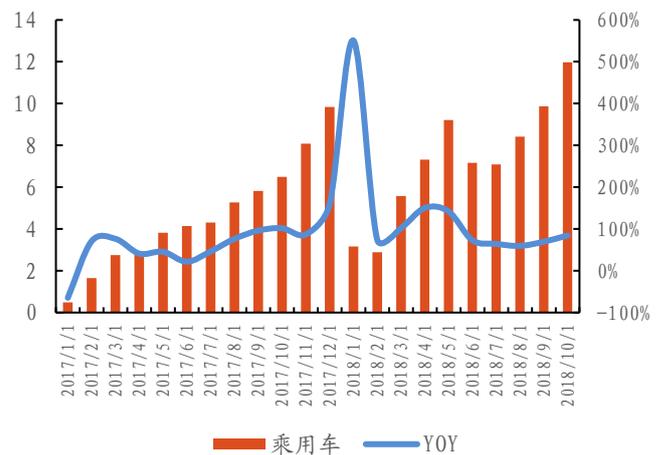
2018年国家实施的新能源车新政策优先引导乘用车发展，新能源车与燃油车双积分政策的实施效果凸显，为降低传统车油耗，车企发展新能源车的热情有所提升，等多因素共同驱动我国新能源乘用车销量表现。

图表 47: 新能源乘用车、商用车销量 (万辆)



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

图表 48: 新能源乘用车 (万辆)



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

由于新政策下商用车的补贴退坡幅度较大，2017年底的抢装显影十分明显。2018年2月12日至2018年6月11日为过渡期，期间上牌的新能源乘用车、新能源客车按照2017年补贴标准的0.7倍执行，新能源货车和专用车按0.4倍补贴，燃料电池汽车补贴标准不变。今年1-5月份商用车迎来较为迅速的增长，1-5月份同比增长较快，后续由于部分需求被透支增速有较大回落。

图表 49: 新能源分车型销售量统计

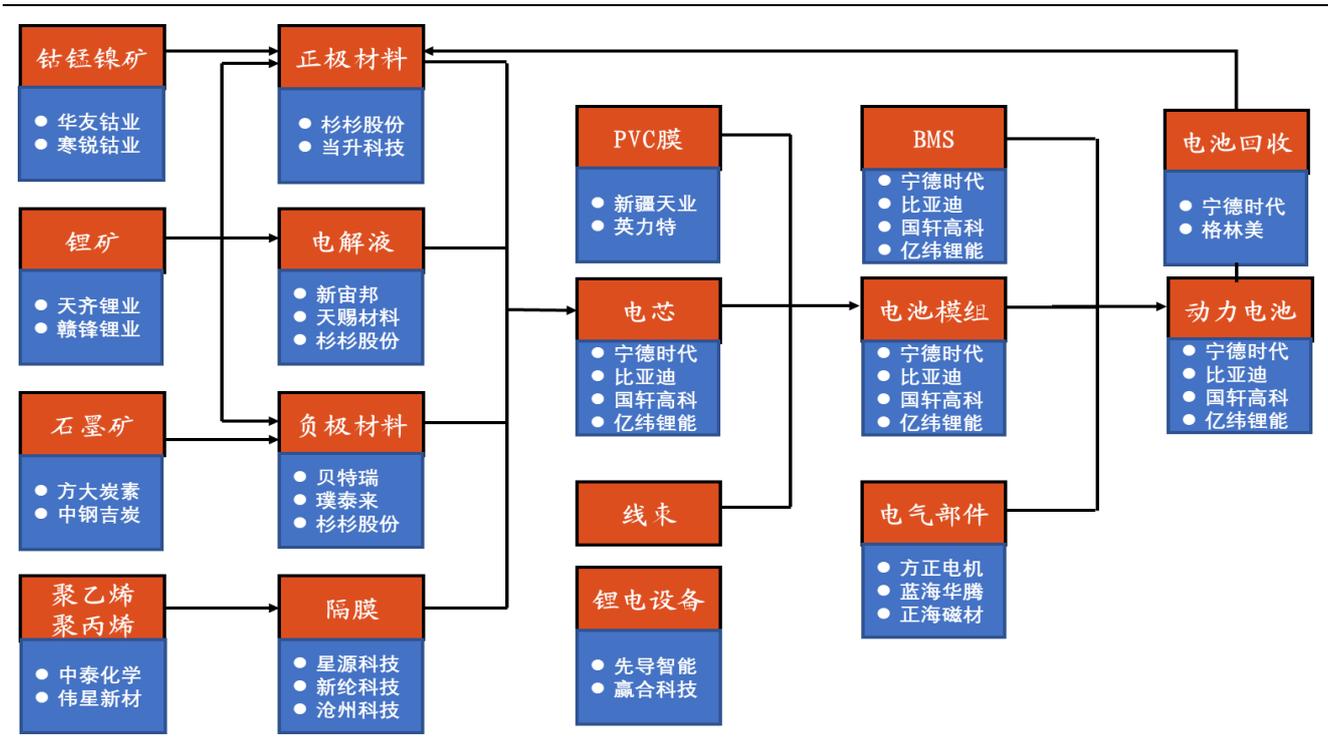
	A00	A0	A	B	C
2014	28254	8766	4349	147	-
2015	71300	27092	11734	3131	-
2016	110979	39768	95304	2482	-
2017	302790	29255	111904	4871	-
2018(M1-10)	274854	80156	166955	1197	6766

资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

## 2.2 新能源汽车上游产业链回溯

我们整理了新能源汽车上游各环节前五企业的该环节业务经营情况, 在新能源汽车补贴退坡, 政策引领高续航里程、高质化的驱使下, 产业链每个环节都受到了较大的产品价格下滑压力, 同时随着产能投放导致供给过剩, 价格有竞争加剧的趋势。在最上游资源环节由于需求的刚性以及扩产周期的问题, 上游资源价格长期较高, 导致中游锂电环节被两头挤压, 盈利能力弱化, 龙头企业由于具有更好的抵御能力, 市场马太效应加强。

图表 50: 动力电池产业链示意图



资料来源: 东方财富证券研究所整理

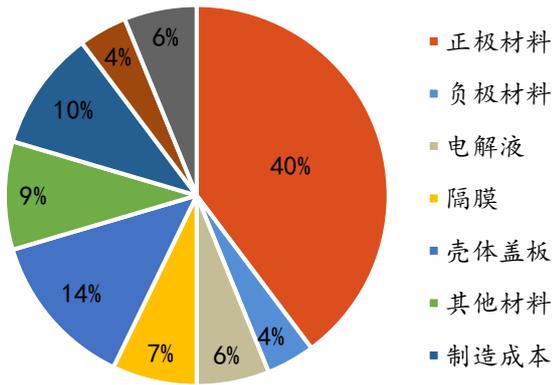
图表 51: 新能源产业链重要公司业绩情况整理 (2018 前三季度)

证券名称	营业收入 (百万元)	营业收入 同比增长 率(%)	扣非归母 净利润(百 万元)	扣非归母 净利润同 比增长率 (%)	资产负债 率(%)	销售毛利 率(%)	销售期间 费用率(%)	应收账款 (百万元)	应收票据 (百万元)	应收账款+ 应收票据/ 营业收入 平均水平
贝特瑞	2,544.74	19.28	250.26	—	52.65	28.89	8.01	—	—	
沧州明珠	2,503.09	-5.12	159.87	-63.05	35.17	17.81	7.83	1,152.69	333.81	0.59
当升科技	2,478.28	72.60	195.68	133.45	32.45	15.92	1.83	1,127.22	158.31	0.52
方大炭素	9,175.84	75.47	4,604.47	128.49	19.86	76.89	11.08	1,069.63	2,227.48	0.36
赣锋锂业	3,593.50	26.44	970.21	20.84	44.84	38.46	7.79	763.06	470.56	0.34
格林美	10,230.22	40.78	512.42	37.70	60.09	19.22	8.06	2,564.39	575.18	0.31
光华科技	1,194.74	30.46	108.87	85.78	47.48	24.94	10.25	445.87	39.77	0.41
国风塑业	874.55	6.35	-27.29	-2.39	25.53	9.64	10.47	180.28	98.07	0.32
国轩高科	4,096.75	9.11	400.58	-22.32	56.15	33.13	13.34	6,288.78	446.41	1.64
寒锐钴业	2,159.26	126.54	699.17	125.33	46.06	53.74	5.88	403.81	94.69	0.23
华友钴业	10,073.63	63.91	1,858.72	68.56	56.37	34.45	7.54	1,165.04	739.93	0.19
江苏国泰	29,475.63	15.07	532.48	-4.20	53.98	10.43	6.60	—	—	
金冠股份	760.99	89.83	86.09	35.63	20.77	36.01	15.36	866.93	17.02	1.16
科恒股份	1,645.51	24.68	43.91	-47.09	60.05	14.65	11.10	1,007.63	30.52	0.63
宁德时代	19,135.92	59.85	1,985.09	—	45.87	31.28	8.78	9,849.74	4,105.02	0.73
璞泰来	2,291.49	47.76	335.19	9.78	51.07	33.18	8.98	916.82	141.30	0.46
杉杉股份	6,381.79	-3.94	385.42	3.15	49.11	23.10	12.82	3,327.78	571.97	0.61
天赐材料	1,496.95	-2.39	21.13	-92.25	38.29	23.19	14.61	689.77	248.80	0.63
天齐锂业	4,758.85	20.17	1,643.35	5.26	42.37	70.12	10.35	514.78	781.83	0.27
厦门钨业	14,139.65	39.41	317.57	-38.46	60.38	17.63	6.74	2,495.26	407.29	0.21
新宙邦	1,551.41	21.71	189.12	-1.48	34.11	34.01	12.41	744.90	482.61	0.79
星源材质	423.42	9.48	85.93	2.35	50.67	50.11	19.06	293.32	71.71	0.86
延安必康	5,703.08	73.26	543.91	41.74	50.03	25.28	11.52	2,120.52	210.54	0.41
亿纬锂能	3,008.97	51.44	309.93	21.40	65.68	23.57	9.06	2,023.17	39.50	0.69
中科电气	420.46	54.00	57.25	46.81	35.12	35.93	16.73	379.01	86.92	1.11
中信国安	2,978.26	-7.12	-57.65	-195.36	58.39	14.93	19.57	1,097.55	297.63	0.47

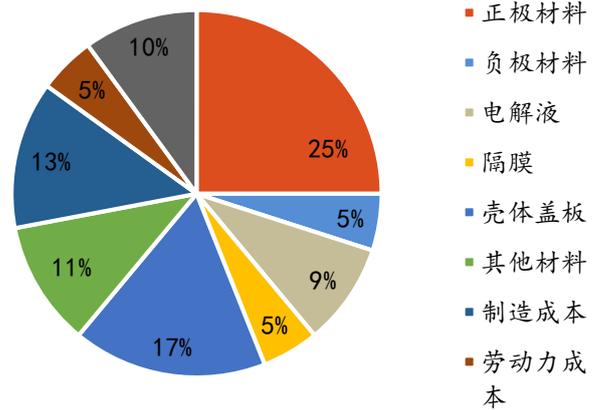
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 三元 (NCM523) 电芯成本构成

图表 53: 磷酸铁锂电芯成本构成

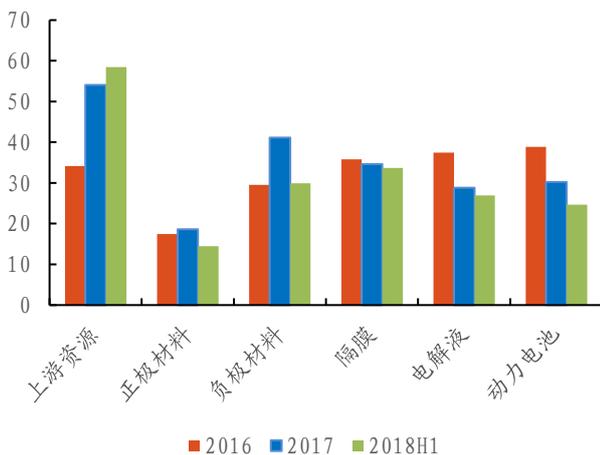


资料来源：高工锂电，东方财富证券研究所



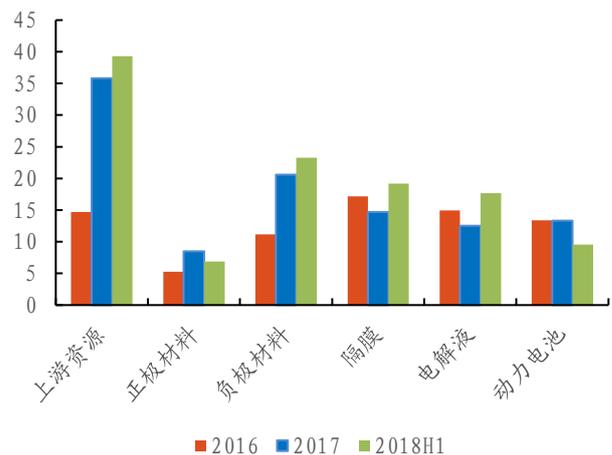
资料来源：高工锂电，东方财富证券研究所

图表 54：产业链各环节前五企业该业务的毛利率 (%)



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 55：产业链各环节前五企业该业务的毛利率 (%)



资料来源：choice，东方财富证券研究所

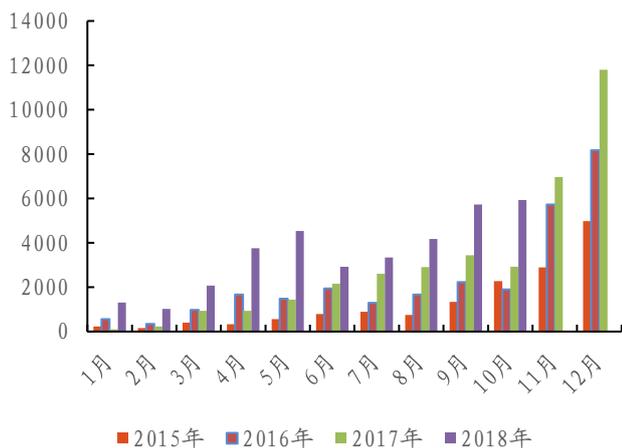
### 2.2.1 动力电池环节

真锂研究的数据显示，截至 2018 年 10 月，中国电动汽车市场锂电总装机量达到 33.6GWh，同比增长 82.9%。其中 10 月，装机量约 5.93GWh，环比增长 3.67%，同比增长 103.28%；

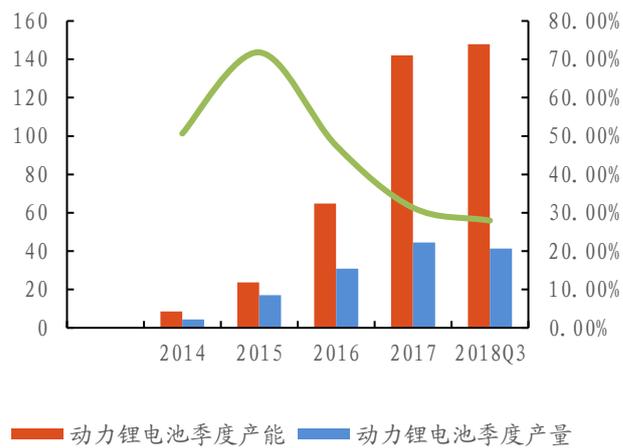
从车辆细分类别来看，2018 年 1-10 月我国新能源乘用车动力电池累计装机量为 21.6GWh，10 月装机量约 4.03GWh，环比增长 22.29%，同比增长 223.61%；新能源客车动力电池装机量约 1.3GWh，环比下降 30.03%，同比增长 28.43%，1-10 月累计装机量为 10.2GWh；新能源专用车动力电池装机量约 0.55GWh，环比增长 7.57%，同比下降 9.07%，1-10 月累计装机量为 2.8GWh。

图表 56：新能源动力电池装机量 (Mwh)

图表 57：新能源汽车动力电池产能及产量 (GWh)



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所



资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

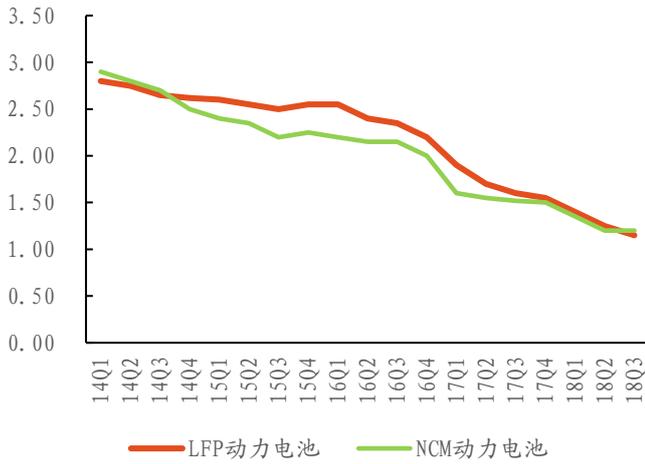
从产量看，根据 EV 中国数据，1-9 月我国动力电池累计产量达 46.0GWh，三元材料动力电池占主导地位，其中三元电池累计生产 24.9GWh，占总产量比 54.1%；磷酸铁锂电池累计生 20.4GWh，占总产量比 44.4%。格局高工锂电数据，前十五家产量统计中，今年第三季度三元电池占比超过 65%，说明在高端产能中三元动力电池的需求量在更快速的提高。

从产能利用率看，我国目前动力电池产能利用率呈走低态势约在 30% 左右，内部出现分化，低端产能产能利用率接近 10%，而高端产能出现供不应求的局面。原因在于行业发展前期电池供给不足带来的低端产能快速铺开而随着国家门槛的提高这些低端产能释放后却逐渐没有市场，但是相对而言高端产能是供不应求的。去年整个动力电池的产能是 200GWh，而高端产能可能不到 80GWh。TOP10 企业市场占有率超过 85%，行业集中度不断提高，龙头企业在加速产能扩张。TOP 10 企业之外的其他动力电池企业，合计拥有约 13% 的市场需求量，但却占有约 55% 的行业总产能，且其中大部分产能属于低端产能，其产能利用率仅 10%，拉低了整个行业产能利用率情况。

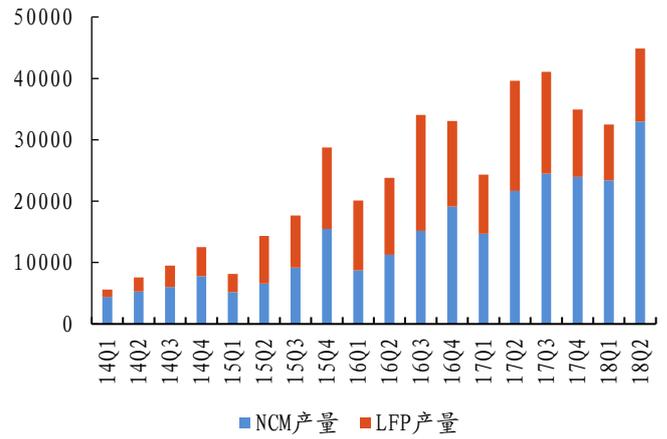
从价格上看，补贴下降、外部倒逼，产业进步内生驱动，锂电池价格快速下降。2015 年至今，随着锂电池产业的成熟和规模效应的影响和补贴加速退退坡的影响，共同驱动锂电池价格快速下降，2018 年 Q3 磷酸铁锂动力电池价格为 1.15 元/wh，与去年同比下降 28%，三元动力电池价格为 1.2 元/wh，同比下降 21%。

图表 58：动力电池价格走势（元/wh）

图表 59：不同材料路线产量情况



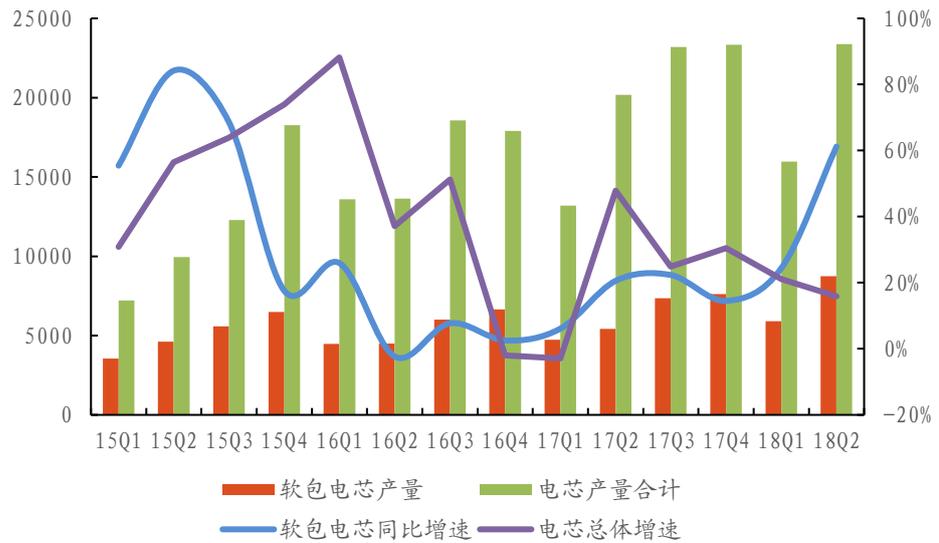
资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

从技术路线来看, 软包电池今年以来增速较快, 2018Q2 软包电池产量 8.75GW, 同比增长 61%, 渗透率达到 31%。

图表 60: 新能源分车型销售量统计 (MWh)



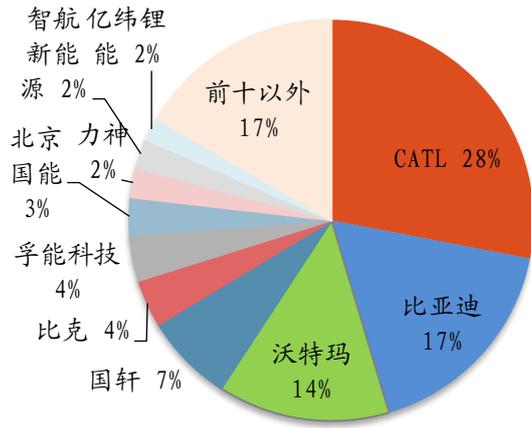
资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

竞争格局来看, 随着新能源车补贴的快速下降, 锂电池厂商盈利能力下滑, 市场集中速度加快, 龙头企业收获超额收益。目前动力电池市场, 长期格局高确定, 马太效应明显。2018 年 1-10 月, 宁德时代装机量 14.2GW, 市场份额超过 42%, 比亚迪装机 8.1GW, 占比 24%, CR2 超过市场 2/3 的份额。

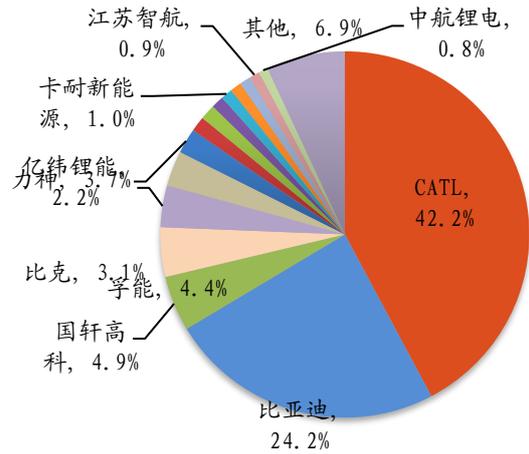
电池市场属于重资产性质的技术导向市场, 同时在汽车产业链中电池属于核心零部件, 且若要通过整车厂的验证周期往往长达几年, 决定了垄断格局的稳定。未来看, 市场将更快集中且稳定。

图表 61: 2017 年动力电池分企业合计市场份额

图表 62: 2018 年 1-10 月动力电池市场份额



资料来源：高工锂电，东方财富证券研究所

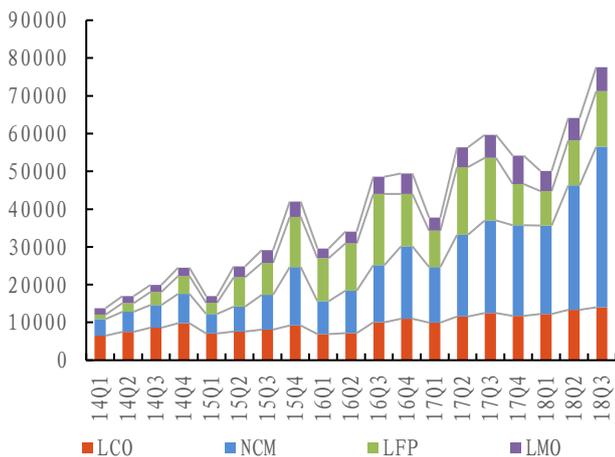


资料来源：高工锂电，东方财富证券研究所

### 2.2.2 正极材料环节

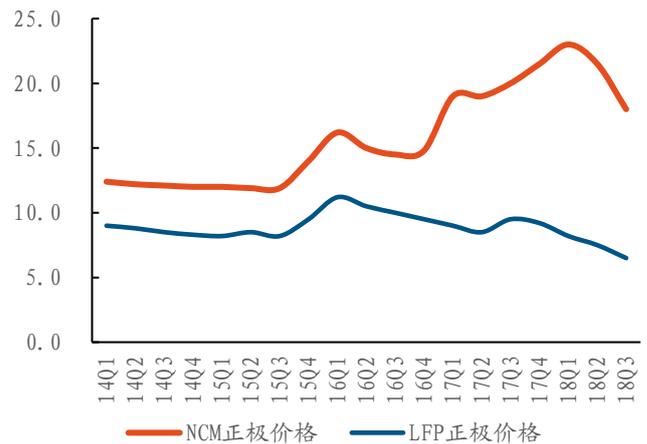
新能源汽车市场的持续快速发展，带动上游锂电池及其材料需求的快速增长，2017 年我国锂电正极材料的销量高达 21.53 万吨，占全球锂电正极材料销量 54.86%。截止到 2018Q3，2018 年我国正极材料产量达到 16.8 万吨，同比增长 9%。其中三元正极材料，2018Q3 产量 4.25 万吨，同比增长 73.6%，占比超过 60%，前三季度累计装机量 8.0 万吨，同比增长 32%，占比为 48%。1FP 正极材料，2018Q3 产量 1.47 万吨，同比下滑 11.4%，占整体整体材料产量 21%，前三季度累计装机量 3.2 万吨，同比下滑 28%，占比为 19%。

图表 63: 正极材料出货量 (吨)



资料来源：高工锂电，东方财富证券研究所

图表 64: 正极材料价格走势 (万/吨)



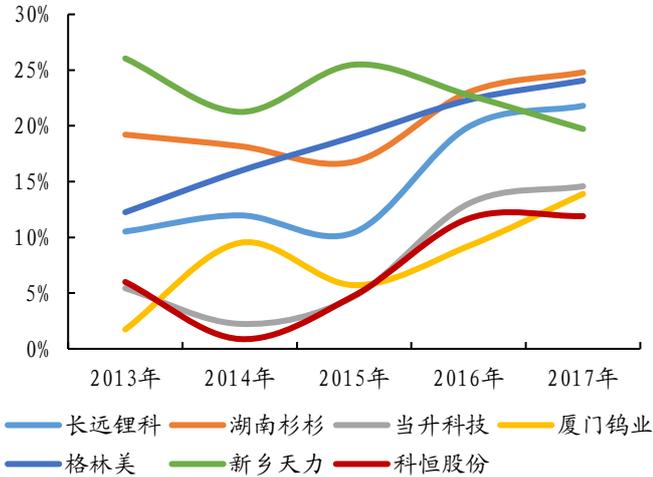
资料来源：高工锂电，东方财富证券研究所

正极作为四大原材料中成本占比最高的部分，三元正极材料的价格从 16 年底的 14.8 万元/吨走高接近 50% 达到 23 万元/吨后开始回落，截止到 2018Q3 三元正极材料回落到 18 万/吨。LFP 正极材料由于 LFP 动力电池出货较为稳定，一直呈缓慢下降的趋势截止到 2018Q3 LFP 正极材

料价格达到 8.5 万/吨。

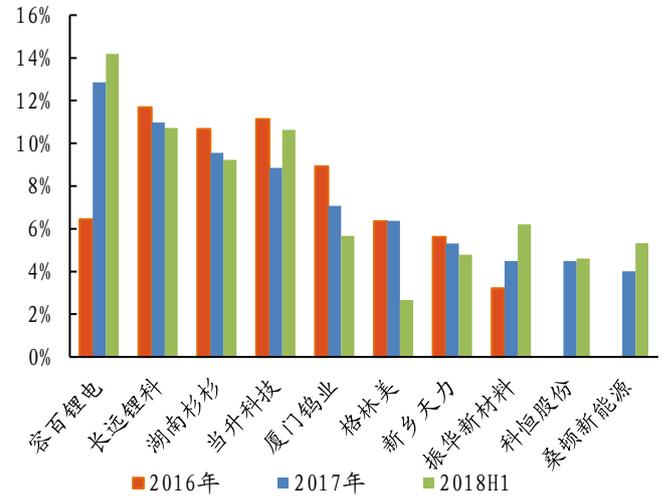
从市场竞争格局来看，市场依然较为分散，NCM 正极材料中，2018H1 市场份额前三位分别是容百锂电、长远锂科、杉杉股份，分别为 14.18%、10.73%、9.22%。

图表 65: 国内正极主要上市公司毛利率



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 66: 2018 年 H1 NCM 正极龙头企业市占率

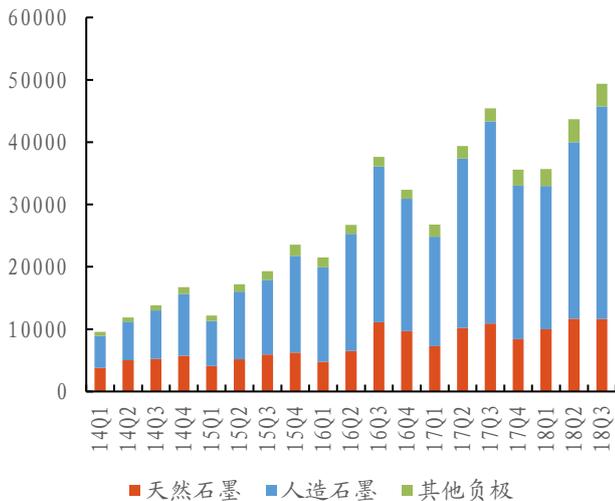


资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

### 2.2.3 负极材料

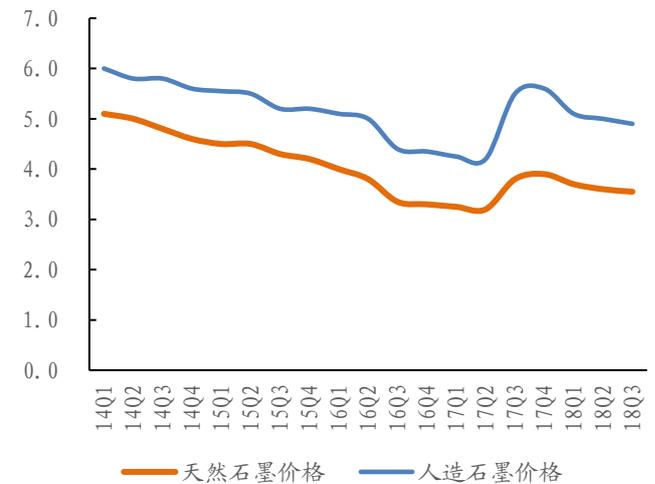
由于原材料针状焦大幅上涨, 2017 年负极材料价格快速上涨后, 今年开始有所回落。2017 年我国锂电负极材料的产量达 14.7 万吨, 截止到 2018 年 Q3, 我国负极材料产量达 12.9 万吨, 同比增长 15.34%。其中天然石墨 2018Q3 产量 3.3 万吨, 同比增长 17.12%; 人造石墨 2018Q3 产量 8.5 万吨, 同比增长 10.77%。天然石墨与人造石墨 2018 年前三季度平均产能利用率趋于相近, 约为 38.6%。

图表 67: 负极材料出货量 (吨)



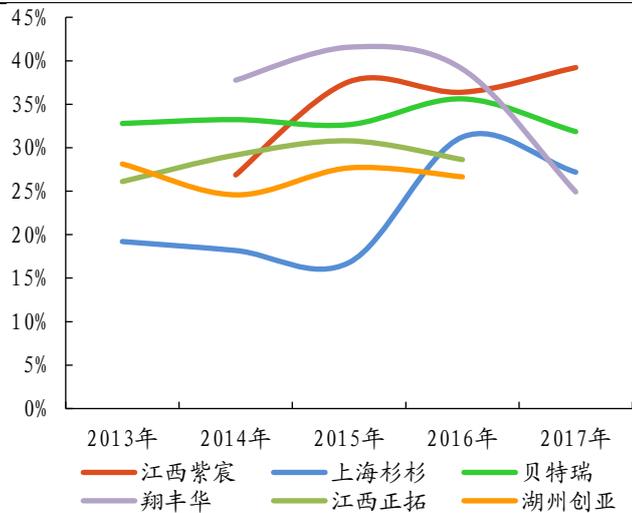
资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 68: 负极材料价格走势 (万元/吨)



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 69: 负极材料主要公司毛利率水平



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

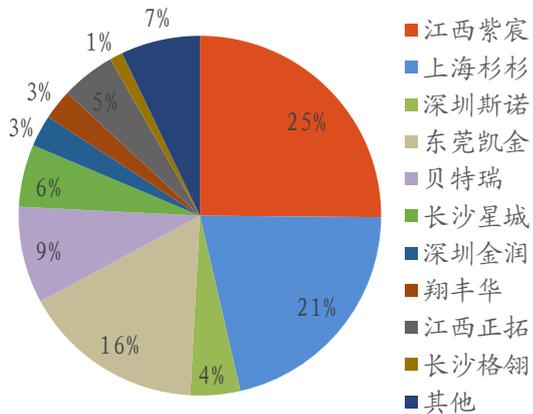
图表 70: 负极材料价格走势 (万元/吨)

时间	璞泰来	贝特瑞	方大炭素	中科电气	杉杉股份
2018年8月	18.79	9.49	55.67	19.95	12.50
2018年7月	20.08	11.83	47.57	11.29	12.21
2018年6月	21.09	12.25	1.25	13.95	7.27

资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

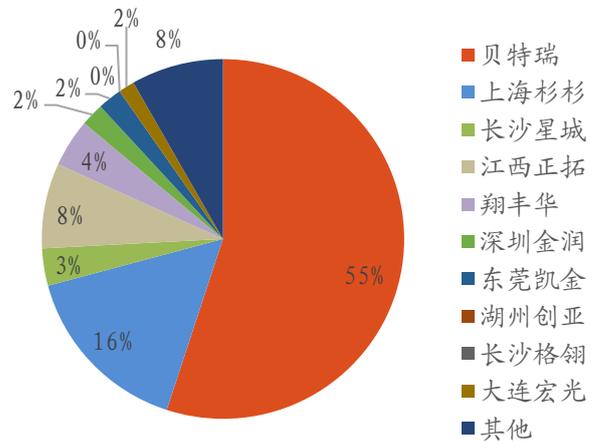
人造石墨市场份额中, 江西紫宸占比 22%, 占据市场首位, 上海杉杉其次, 占比 19%。天然石墨市场份额中, 贝特瑞一家占比 49%, 上海杉杉位居二位, 占比 13%。

图表 71: 2018 年上半年国内人造石墨企业市场占有率



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 72: 2018 年上半年国内天然石墨企业市场占有率



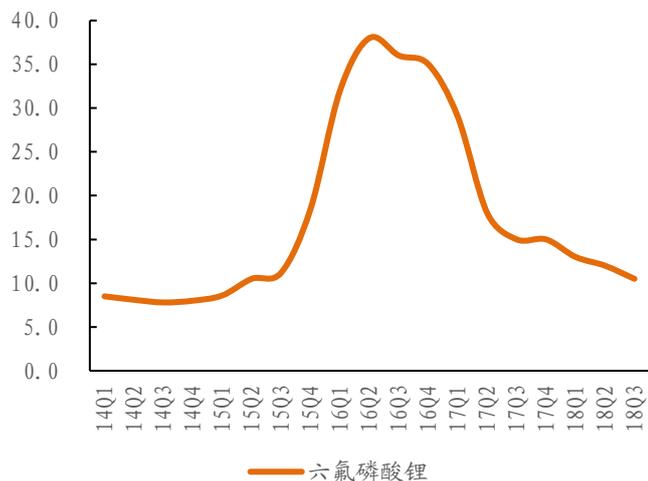
资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

### 2.2.4 电解液环节

2017 年电解液价格回落, 2018 年 Q2 后下降幅度收窄。2017 年国内电解液产量合计 10.8 万吨, 比去年同比增加 26.73%。2018 年 Q3 数据显示, 国内电解液产量合计 9.5 万吨, 同比增加 27.55%。2018 年 Q2Q3 产能利用率相比去年同期, 略有下降。

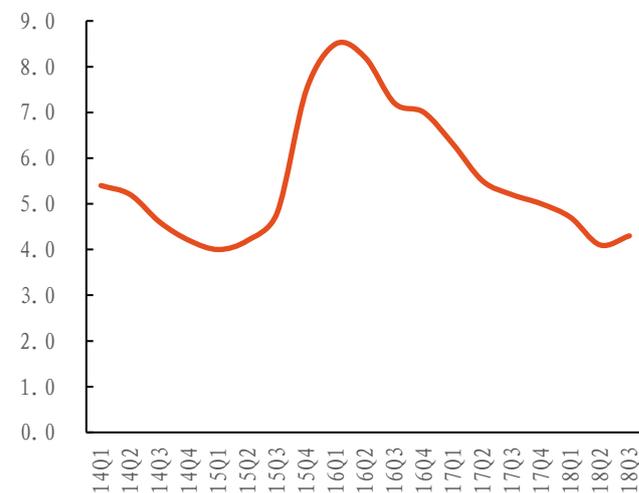
从不同终端来看，国内数码电解液产量 2017 年为 4.6 万吨，2018Q3 为 3.5 万吨，占总量 36.4%，产量同比增长近 10%；2017 年国内动力电解液产量 5.8 万吨，2018Q3 为 5.5 万吨，占总量 58%，产量同比增长显著，增长率达 38.17%；2017 年国内储能电解液产量为 4000 吨，2018 年累计第三季度为 2900 吨，占总产量近 6%，产量与去年同期增长 85%。

图表 73: 六氟磷酸锂价格走势 (万元/吨)



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

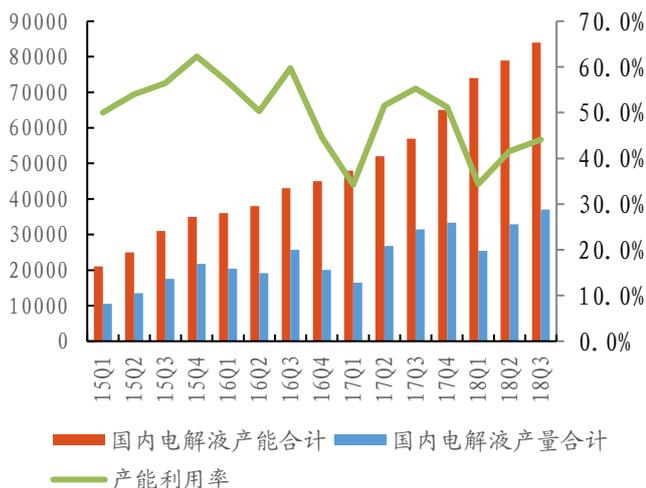
图表 74: 动力电池电解液价格走势 (万元/吨)



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

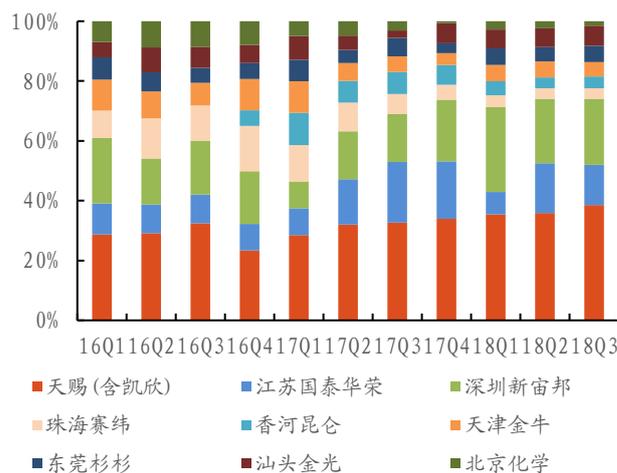
国内电解液竞争格局体现出较为集中的特点，2018Q3C3 集中度同比增长 12pct, C5 同比增长 10pct。截止到 2018 年第三季度，前五大公司占总产量为 70%左右。

图表 75: 我国电解液行业产能及产量



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 76: 电解液市场主要企业市场份额

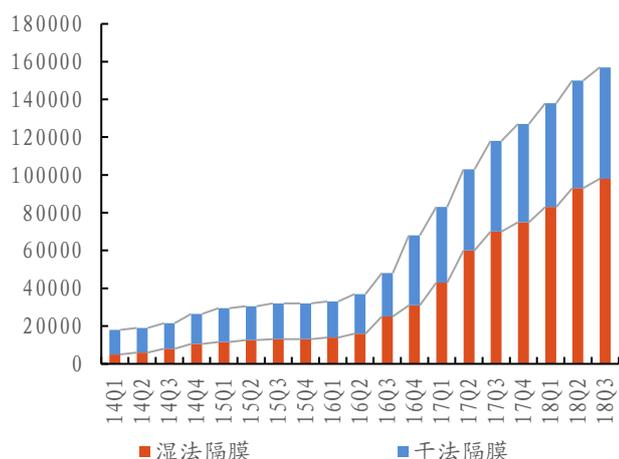


资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

### 2.2.5 隔膜环节

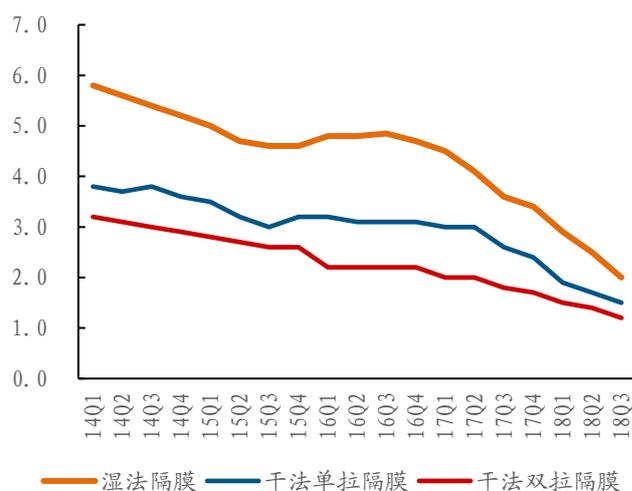
干法隔膜和湿法隔膜在不同的需求领域中的渗透率各有不同。在动力电池领域，三元电池几乎都使用湿法隔膜，因此预计湿法隔膜的渗透率与三元电池的渗透率步骤保持一致。

图表 77: 隔膜产量 (万平米)



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 78: 隔膜价格走势

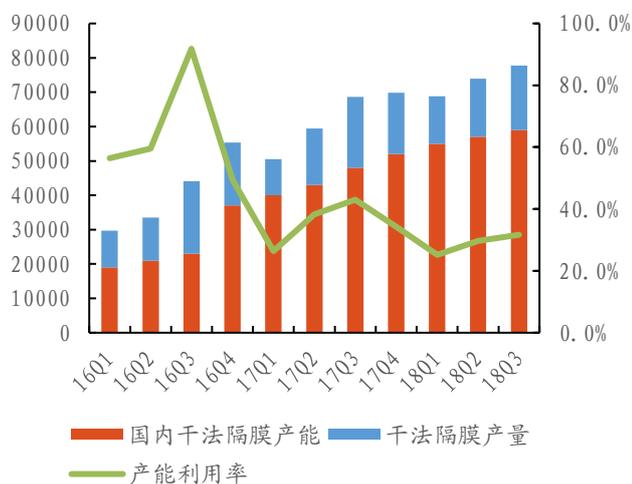


资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

2017 年国内锂电隔膜产量合计 14.3 万吨, 同期增长 32.33%。截止到 2018 年第三季度数据, 国内锂电隔膜产量为 12.2 万吨, 同期增长 16.4%, 前三季度平均产能利用率为 27.24%。

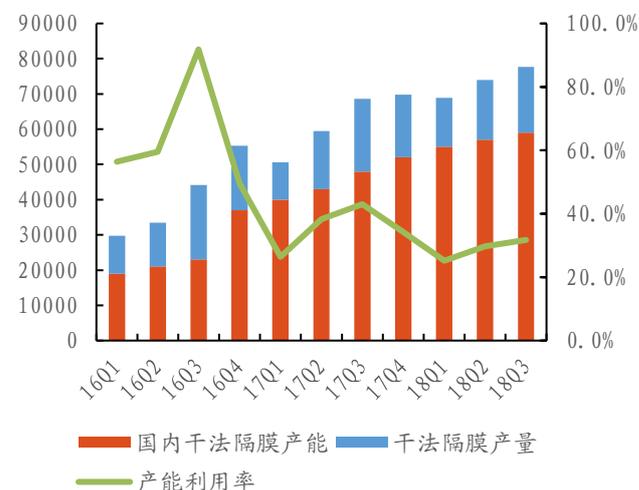
国内湿法隔膜 2018 年 Q3 产量为 7.3 万吨, 同比增长 26.81%; 干法隔膜 2018Q3 产量近 5 万吨, 同比增长 3.88%。

图表 79: 湿法隔膜产能及产量 (亿平米)



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

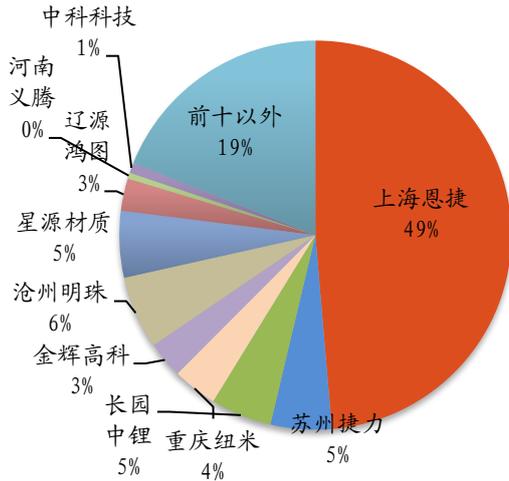
图表 80: 干法隔膜产能及产量 (亿平米)



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

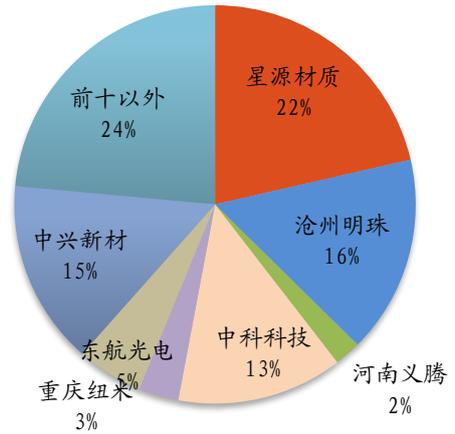
从市场格局来看, 国内湿法隔膜前五大公司集中度较高, 截止 2018 年 Q3 数据, 前五大公司产量占比 63.38%, 其中上海恩捷一家市场份额为 40.7%。国内干法隔膜前五大公司产量占总产量 57.37%, 其中星源材质占比 26.46%。

图表 81: 湿法主要企业市场份额



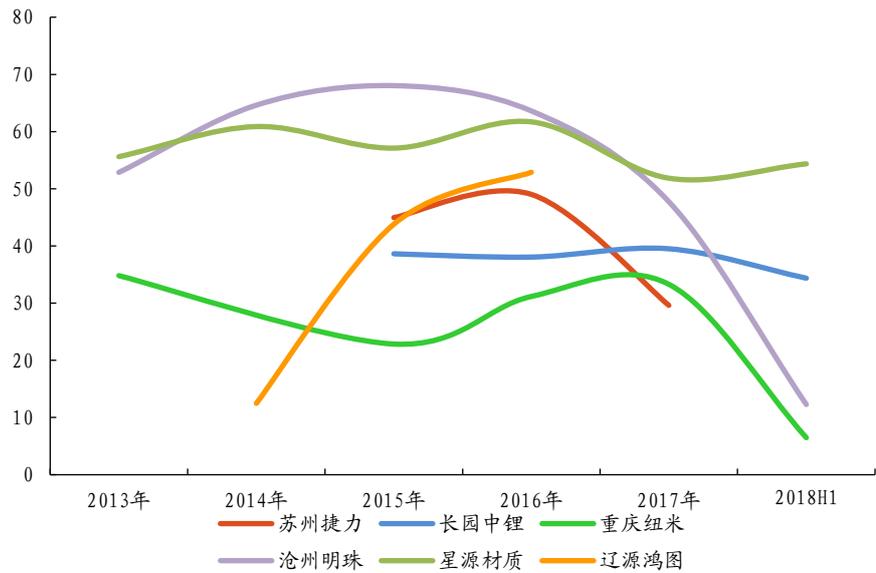
资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 82: 干法隔膜隔膜主要企业市场份额



资料来源: 高工锂电, 东方财富证券研究所

图表 83: 主要隔膜企业毛利率情况



资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

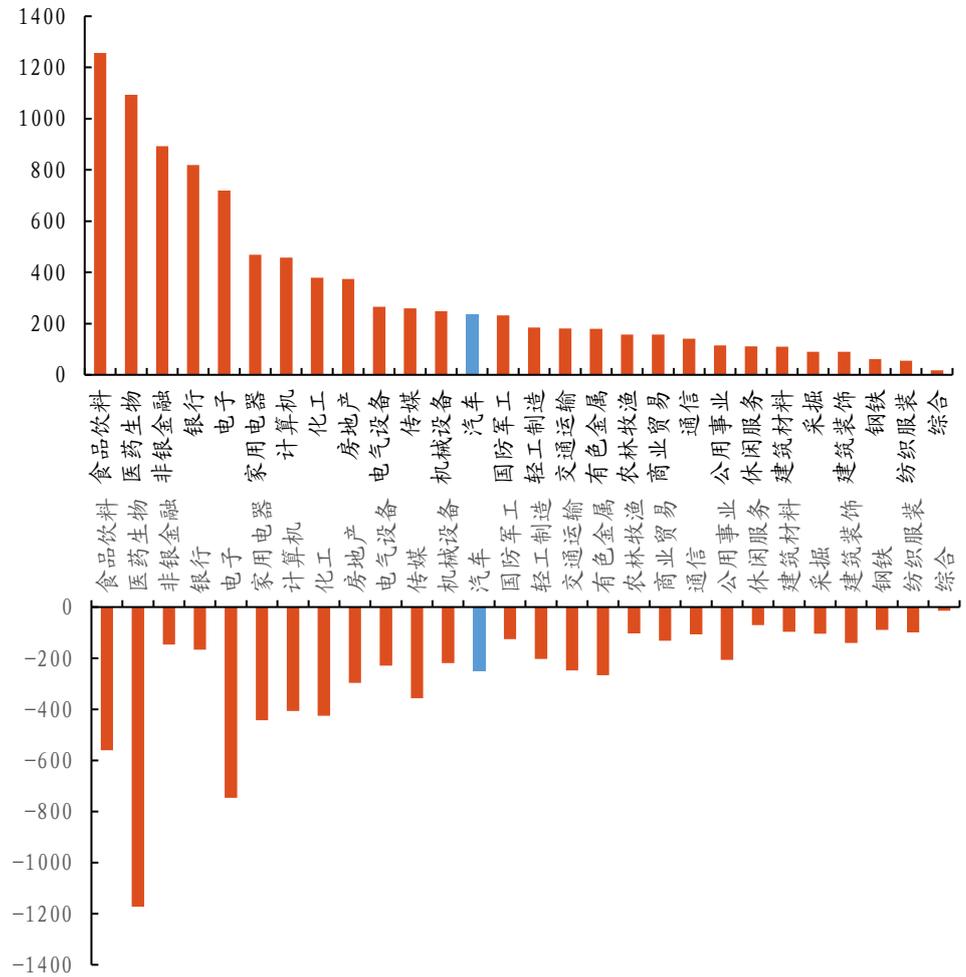
### 3. 市场低配情绪较浓 估值修复空间较大

#### 3.1. 汽车行业持仓大幅减少 行业市值持续缩水

截至三季度汽车行业基金持仓市值约 235 亿元。从持仓市值看, 截至 2018 年第三季度, 汽车行业的持仓市值下降了约 250 亿元至 234.8 亿元, 持仓市值在申万 28 个行业中排名第 13, 持仓市值相比 2018Q2 减少了 51.5%, 持仓市值在所

有行业持仓市值中占比 2.51%，相比 2018 年 Q2 下降了 0.38 个 pct。持仓市值缩水规模处于行业中枢水平。

图表 84：截止 2018 年 Q3 持股市值行业排名

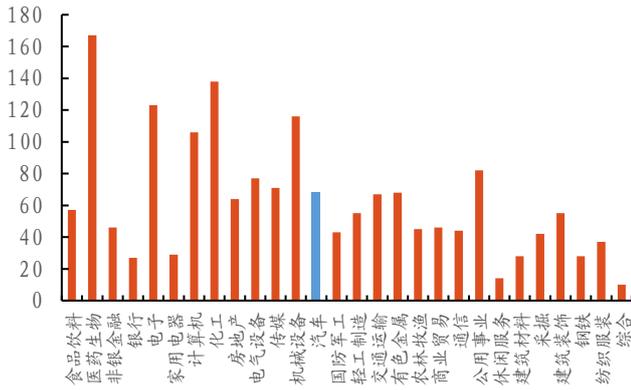


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

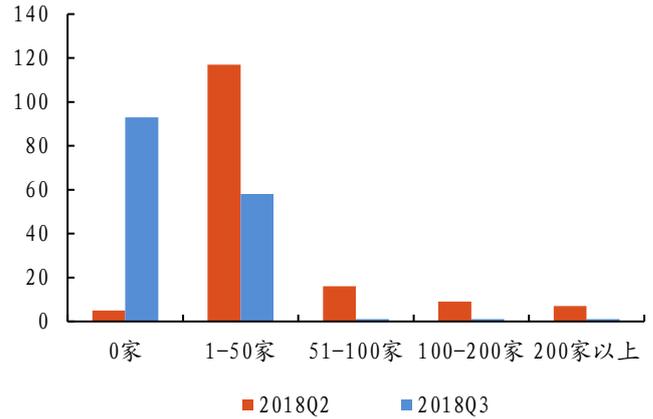
**三季度多数个股受基金清仓。**从持有证券数量看，截至 2018 年 Q3，汽车行业基金持股的有 68 只，比二季度减少了 97 只。持有证券数量占行业内公司的比例从二季度的 95.93% 下降到三季度的 39.53%。

图表 85：2018Q3 各行业持有证券数量

图表 86：汽车行业三季度基金持股数量分布情况



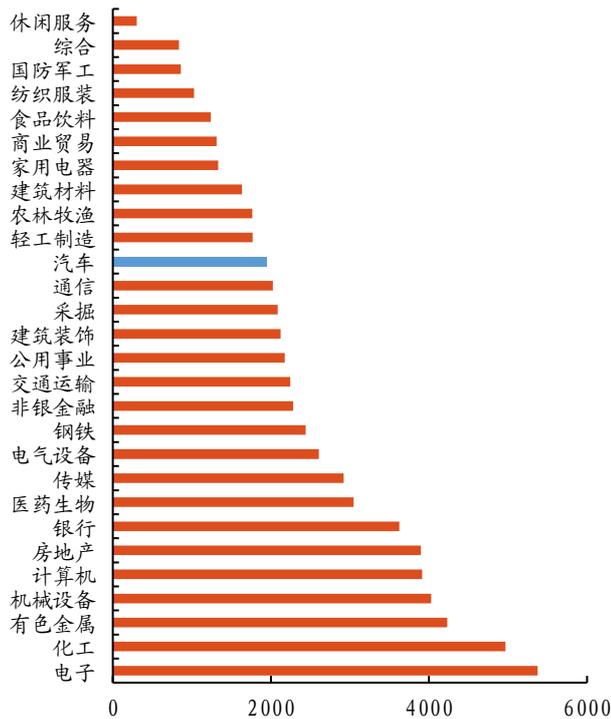
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

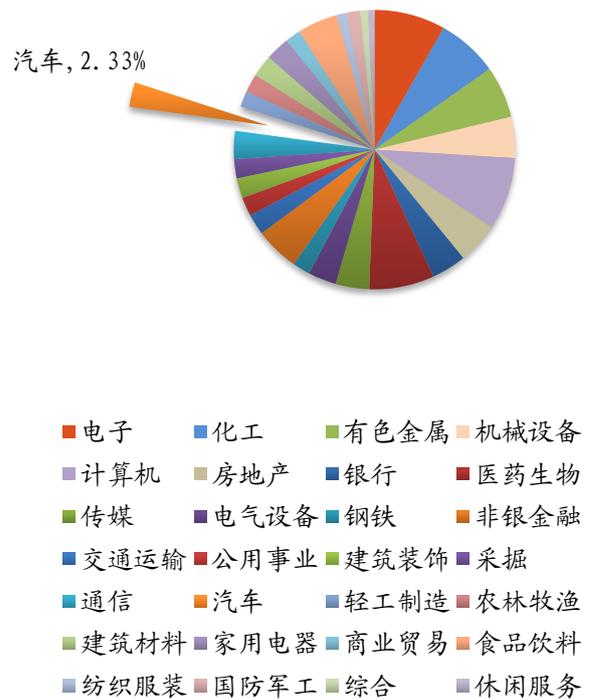
2018 年年初至 11 月 29 日, 各行业成交量中汽车排名 18, 成交量 1954.18 亿股, 成交额 19644.16 亿元, 占 AB 股总成交额的 2.33%, 换手率 0.68%。

图表 87: 2018 年各行业成交量 (亿股)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 88: 各行业成交额占 AB 股总成交量比重 (%)

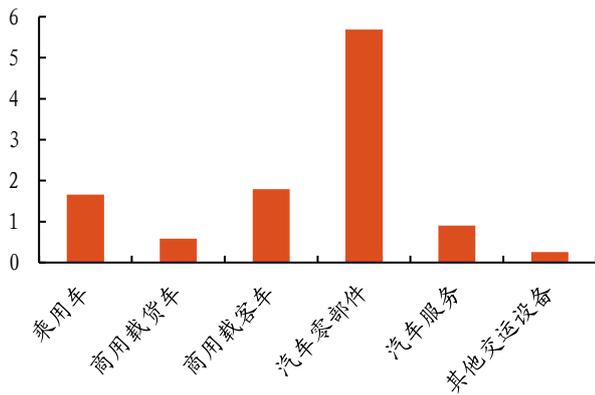


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

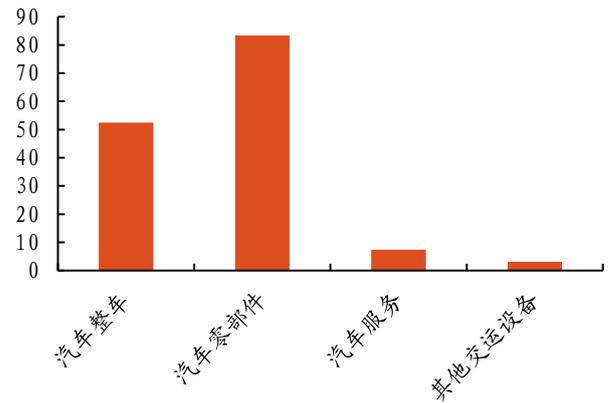
从子行业成交总量情况看, 零部件板块仍是总成交量、成交金额最大的子行业, 主要因其上市公司数量远高于其他子行业。汽车行业申万 170 个个股里有 125 个汽车零部件公司。

图表 89: 2018 年初至今汽车子行业成交量 (亿股)

图表 90: 2018 年初至今汽车子行业成交金额 (亿元)



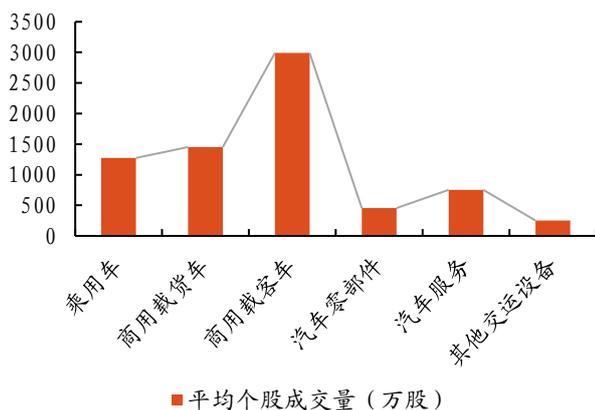
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

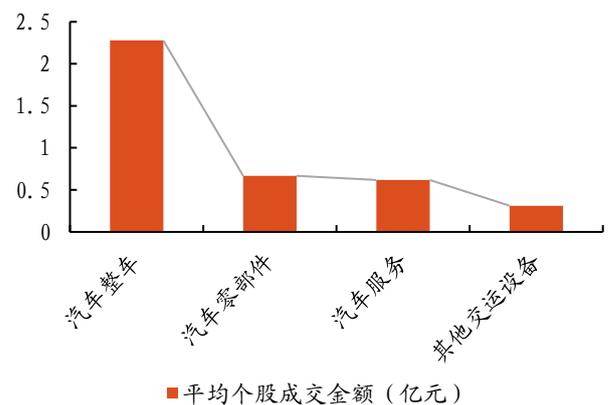
我们以子行业总成交量和成交额除以行业股票个数得出子行业平均个股的成交量和交易规模, 可以得出: **客车的个股平均成交量最高, 而整车的个股平均成交金额最高。**

图表 91: 2018 年初至今汽车子行业股均成交量



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

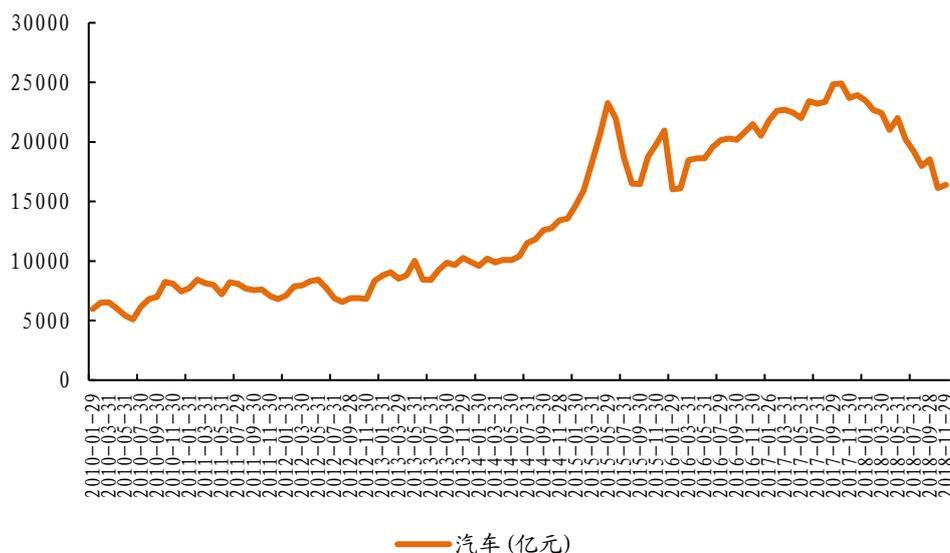
图表 92: 2018 年初至今汽车子行业股均成交金额



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

汽车行业市值距离 2017 年 10 月顶峰期下降了 34.1%。汽车行业市值在 2017 年 10 月达到顶峰 2.49 万亿, 但今年销量增速换挡使得汽车行业总市值持续缩水, 目前(2018 年 11 月 29 日), 汽车行业市值约 1.64 万亿, 相比顶峰期下降了 34.1%。

图表 93: 申万汽车行业市值

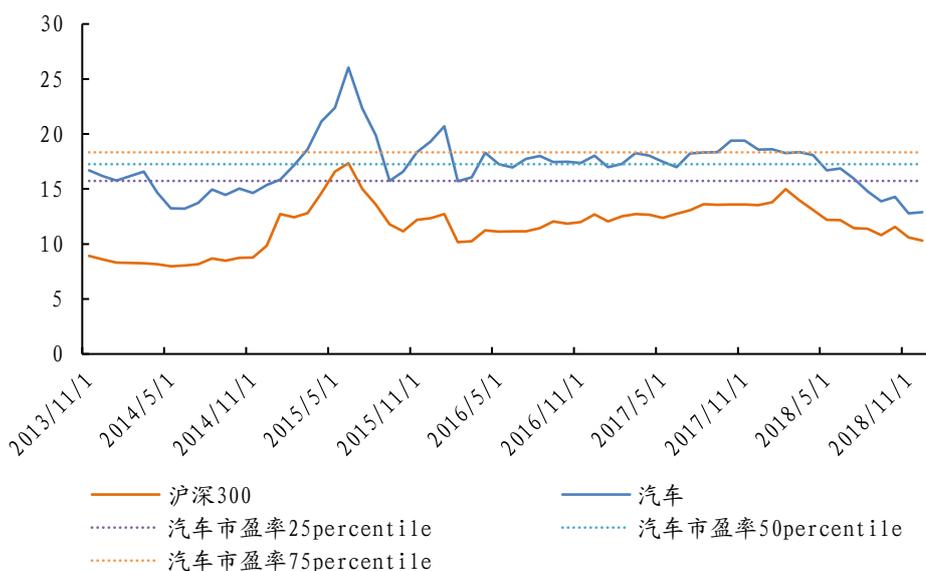


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 3.2. 估值处于历史低位 修复空间较大

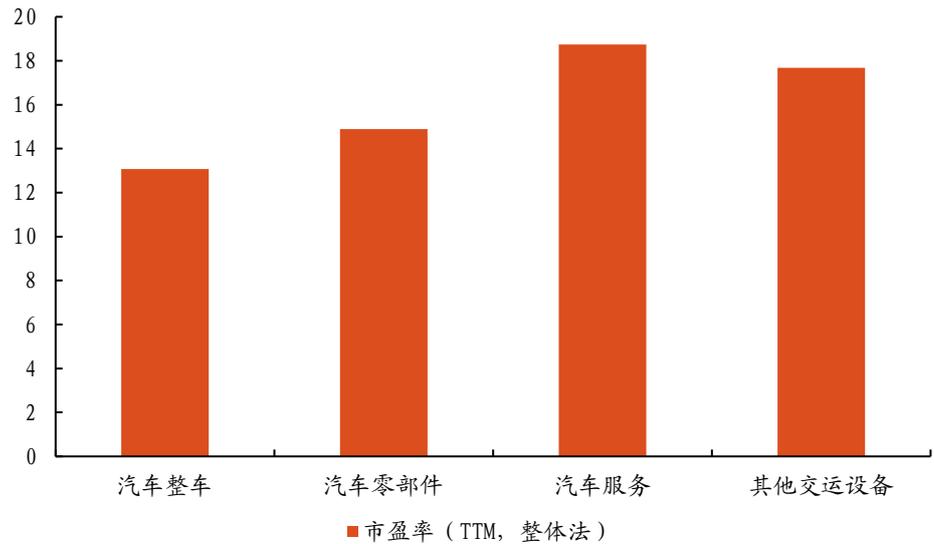
汽车行业目估值处于五年最低水平。目前汽车行业整体市盈率在 14x 附近，市场对汽车增速换挡的一致预期致使今年汽车行业增速大幅回落。目前沪深 300 的总体市盈率在 10x 左右，汽车行业对市场总体的估值溢价在逐渐缩小。从行业估值水平看，整车估值水平最低，零部件次之。我们认为，今年的汽车行业销量增速不会一直持续，五年汽车行业市盈率的 25%分位在 15.7x，50%分为在 17.3x，汽车行业估值修复空间较大，可静待销量回暖后的戴维斯双击。

图表 94: 申万汽车行业市盈率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 95: 申万汽车行业分板块市盈率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 3.3. 各子板块未来一致预期增速及估值情况

我们采用 Choice 存在完整一致预期的个股数据, 统计了 A 股申万汽车中乘用车、载货车、载客车、零部件、汽车服务 5 个子板块的个股一致预期净利润及截至 2018 年 12 月 3 日的总市值, 计算出了板块预期增速及预期 PE。从样本看, 载货车和载客车的样本值比较小, 载货车中 A 股可跟踪的核心标的仅有江铃汽车、中国重汽、东风汽车三家, 载客车核心标的仅有宇通客车、金龙汽车两家, 因而其一致预期更偏向行业龙头的预测情况。乘用车、零部件、汽车服务的标的相对较多, 其统计值更具有代表性。

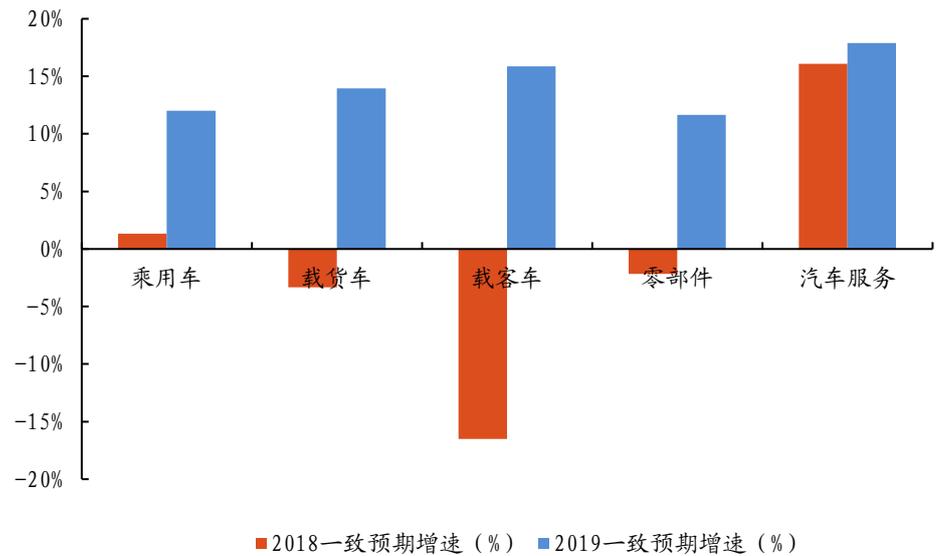
图表 96: A 股板块一致预期增速及估值 (截至 2018.12.03)

	乘用车	载货车	载客车	零部件	汽车服务
有一致预期的股票个数	7	3	2	50	7
2018 一致预期总利润(亿元)	621.54	17.30	33.13	427.78	60.02
2019 一致预期总利润(亿元)	696.19	19.71	38.38	477.64	70.76
2018 一致预期增速 (%)	1.3%	-3.3%	-16.5%	-2.2%	16.1%
2019 一致预期增速 (%)	12.0%	14.0%	15.9%	11.7%	17.9%
2018 一致预期 PE	11.19	14.26	9.29	11.85	11.23
2019 一致预期 PE	9.99	12.51	8.02	10.61	9.52

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从一致预期利润增速看, 市场对 18 年普遍预期较差, 而对 19 年利润增速回暖的信心较大。其中, 2018 年预期增长的子行业仅有乘用车及汽车服务, 载货车、零部件小幅下降, 而客车预期利润大幅下降 16.5%。2019 年所有行业均预期正增长, 且增长幅度均衡, 幅度在 10-15% 左右, 体现市场对 19 年行业利润情况的信心较足。

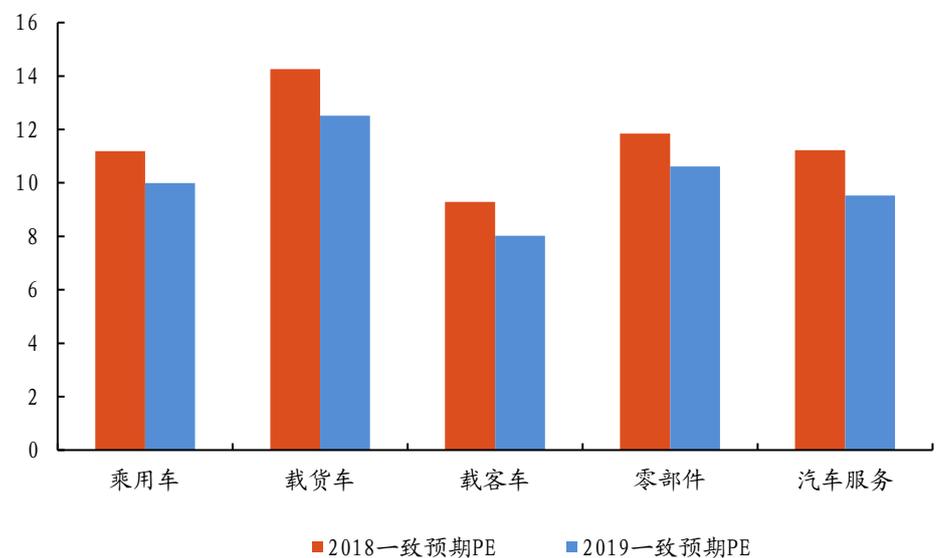
图表 97: 申万汽车行业分板块 18-19 年一致预期利润增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从预期估值水平看, 目前一致预期 PE 较高的为载货车, 较低的载客车。汽车行业子版块一致预期 PE 已降至较低水平, 其中乘用车和零部件、汽车服务行业的估值水平相近, 18、19 年一致预期 PE 接近 11x、10x; 客车行业的一致预期 PE 较低, 18、19 年一致预期 PE 接近 9x、8x; 载货车目前的估值水平较高, 18、19 年一致预期 PE 接近 14x、13x。

图表 98: 申万汽车行业分板块 18-19 年一致预期 PE



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 4. 大浪淘沙下的精选投资主线

### 4.1 主线一：看好自主替代进程深化下的零部件投资机遇

汽车零部件抗风险能力优于整车厂。目前我国汽车行业竞争仍十分激烈，市场较为分散，单一合资车企的市占率远高于自主车企，其中德系、日系车企销量在我国相对较强。合资车企国产化带来的大批零部件配套供应机会使得大批自主零部件厂商得以崛起，零部件进口比例不断减少，自主替代率逐步增加，且进一步替代外资及合资零部件供应商，自主替代进程不断深化。零部件企业由于给众多企业配套，抗单一主机厂销量下滑的风险能力较强。

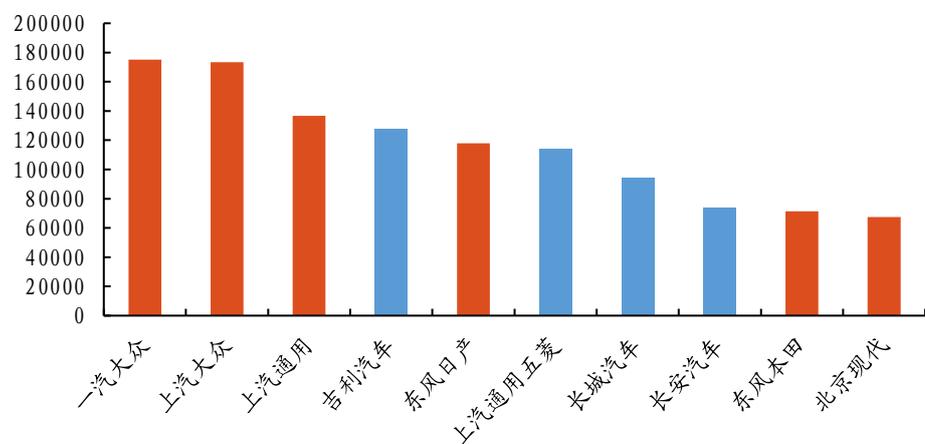
图表 99：2018 年 1-10 月中国品牌汽车分车型前十家生产企业销量排名

排名	汽车		乘用车		商用车	
	企业名称	销量	企业名称	销量	企业名称	销量
1	上汽集团	237.82	上汽集团	193.52	东风公司	46.03
2	吉利控股	128.26	吉利控股	128.26	中国长安	44.38
3	中国长安	125.92	中国长安	81.54	上汽集团	44.30
4	东风公司	99.04	长城汽车	67.59	北汽集团	42.04
5	北汽集团	85.71	东风公司	53.02	中国一汽	29.44
6	长城汽车	78.68	奇瑞汽车	48.23	中国重汽	26.77
7	奇瑞汽车	52.46	广汽集团	44.31	安徽江淮	22.87
8	中国一汽	45.92	北汽集团	43.67	陕汽集团	14.96
9	广汽集团	44.31	比亚迪汽车	39.13	长城汽车	11.09
10	安徽江淮	39.51	湖南江南	21.54	成都大运	6.68
十家企业合计		937.63	720.80		288.56	
中国品牌企业合计		1151.25	809.11		342.14	
占中国品牌比重		81.44	89.08		84.34	

注：以上企业数据均按集团口径统计。

资料来源：中汽协，东方财富证券研究所

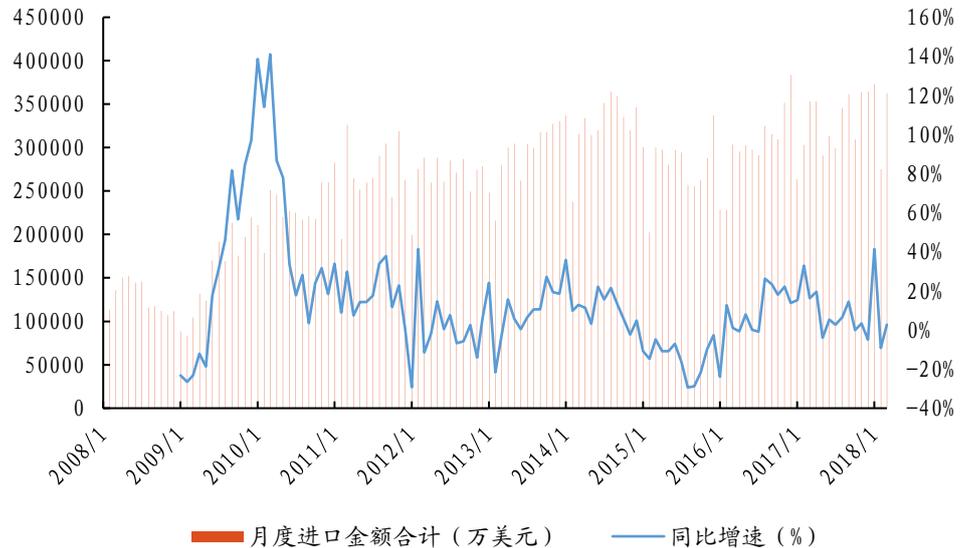
图表 100：2018 年 10 月狭义乘用车厂商综合销量排名



资料来源：乘联会，东方财富证券研究所

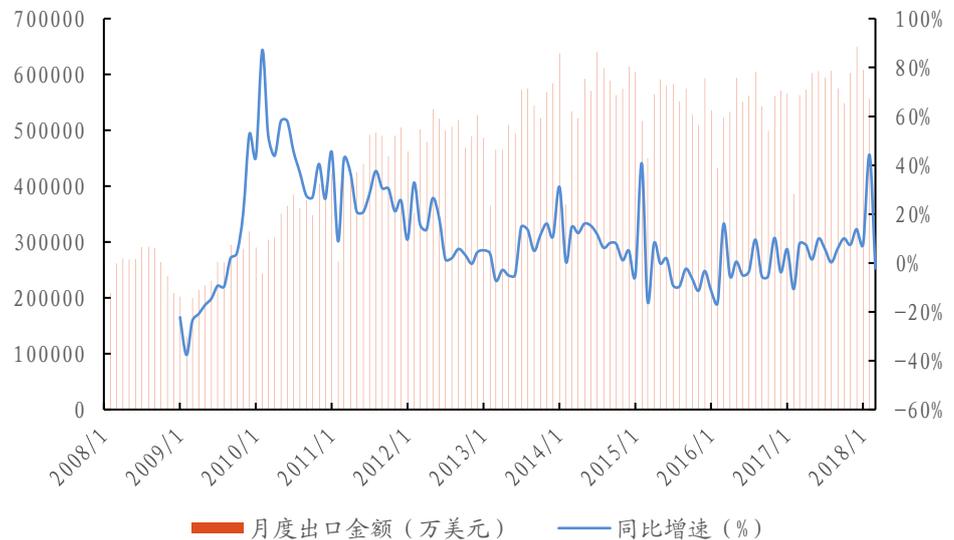
**零部件出口规模远高于进口。**从进出口规模情况看，我国零部件月度进口规模在 3.5 亿美元左右，而零部件出口规模在 6 亿美元左右，出口规模持续大于进口且量级上一直为进口的两部左右。从进出口增速看，今年我国汽车零部件进口增速不断放缓，主因中美贸易战下零部件进口关税上浮下进口成本上升，相比之下，零部件出口增速不断加快。

图表 101: 月度进口金额及同比增速



资料来源：乘联会，东方财富证券研究所

图表 102: 月度出口金额及同比增速



资料来源：乘联会，东方财富证券研究所

**优质零部件资产大量转手。**从现今的零部件格局看，国外大型零部件厂商在做减法，而我国零部件厂商在做加法。由于全球车市增速减缓，多数零部件巨头选择了精简业务，剥离壁垒较低的非核心业务，而自主品牌海外外延并购的步伐加快，如华域汽车收购上海小糸，均胜电子旗下 KSS 收购高田，宁波继峰收购格拉默等。未来汽车的产销配套格局将像手机产业一样大量趋向于中国，中国会

成为全球汽车零部件、整车生产的主要基地。

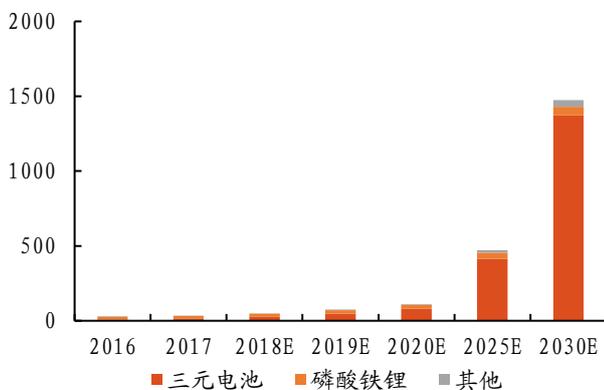
**宝马、特斯拉国产化确定，提供大量零部件增量配套机会。**目前宝马在中国有华晨宝马铁西、大东工厂 45 万辆产能，另有宝马中国销售宝马的进口车型。未来宝马将与长城合资生产电动 Mini，并推进与华晨宝马股比从 50% 提升到 75% 的战略，加大中国布局的意图十分明显。而特斯拉国产化的步伐更加迅速，截至目前，特斯拉上海工厂已确定，该工厂一期目标年产能 25 万辆，生产的车型为 Model 3 和 Model Y。按照建厂周期最快 2 年左右计算，特斯拉乐观情况下预计明年年末可出产 Model 3。特斯拉期望通过本地采购和生产来不断提高本土化生产率，而上海周边的汽车零部件配套产业也有望借助这一红利期取得更多的自主配套订单，提升产线质量，深化自主替代进程。

## 4.2 主线二：新能源汽车蓬勃发展关注产业链相关投资机会

### 4.2.1 格局较为确定，具有行业整合能力的锂电环节龙头

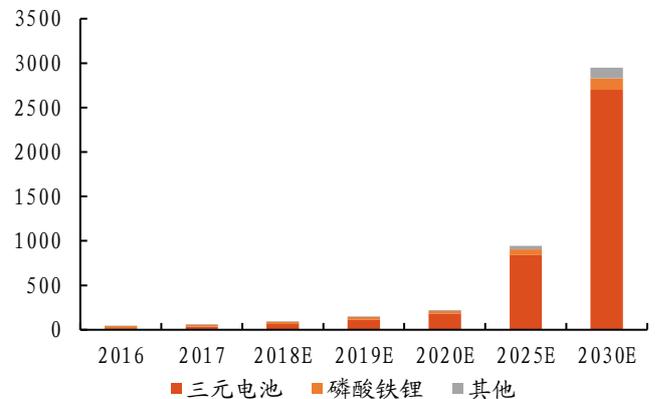
相较于传统车市，新能源车销量增速迅猛，渗透率持续走高。根据中汽协的数据，我国新能源车销量从 2013 年的 1.76 万辆到 2017 年的 77.7 万辆。根据《汽车产业中长期发展规划》，我国 2020 年及 2025 年新能源车产销有望达到 200 万辆、700 万辆，渗透率分别达到 6.3% 和 20%。预计我国和全球新能源车市场未来 10 年都能维持 25%—40% 的增长速度配套锂电市场未来发展前景广阔。

图表 103：我国新能源车动力电池市场空间（GWh）



资料来源：工信部，东方财富证券研究所

图表 104：全球新能源车动力电池市场空间（GWh）

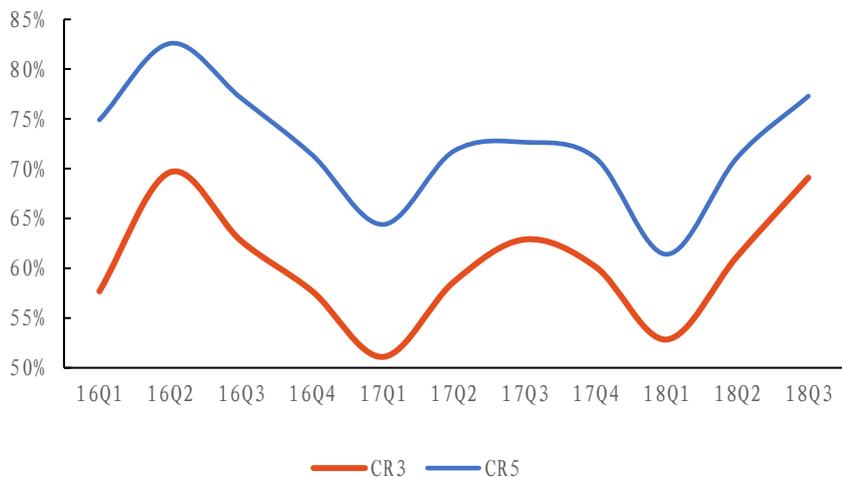


资料来源：工信部，东方财富证券研究所

**随着新能源车补贴的快速下降，锂电池厂商盈利能力下滑，市场集中速度加快，龙头企业收获超额收益。**由于上游原材料价格持续走高，同时产能过剩显现，产品价格下滑，从已披露的相关公司财务报表可以看出，近年锂电池业务毛利率都有较明显回落。在此背景下市场分化明显，二线产能已经被清除市场，而一线产能由于市场高端需求旺盛出现供不应求的局面，市场集中度在加速提升。据前三季度的电池装机量统计显示，宁德时代以 12.1GWh 的装机总量独占 41.1% 的市场份额，比亚迪以 7.0GWh 位居第二，占据 23.9% 的市场份额。同时，9 月份的电池装机量统计显示，前三强分别是宁德时代 2.55GWh、比亚迪 1.64GWh、力神 0.24GWh，市场份额占比方面宁德时代达到了 42.4%，比亚迪微下滑到 27.3%。从装机量和市场份额占比情况可以看出，寡头竞争格局越来越

越突出。

图表 105: 我国动力电池市场集中度情况

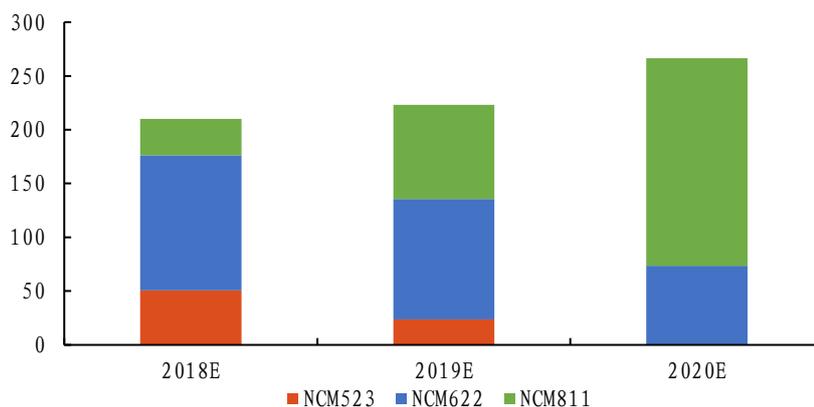


资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

#### 4.2.2 布局高新技术带来未来业务看点的相关企业

在双积分以及补贴政策的刺激下, 汽车企业对高能量密度电池需求不断增加, 高镍三元锂电池成为市场关注的热点, 电池厂商也迅速将研发重点放在如何提升锂电池能量密度上。同时近年来, 电池厂商在三元锂电池工艺方面的技术也得到快速进步, 根据国轩高科公司公告, 在今年上半年已开发出三元 811 软包电芯, 电池能量密度到达 302wh/kg, 目前相关产品已开始进入试验中阶段, 预计 2019 年能够实现量产; 比克电池也在紧密筹备高镍 NCM811/NCA 体系的研究, 目前 NCM811 已经可以量产, 电池能量密度达到 232Wh/kg, 预计 300Wh/kg 的产品即将面世。

图表 106: 高镍三元正极市场空间 (亿元)



资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

**高镍三元正极成布局重点, 看好高镍三元相关标的。**在原材料成本压力维持、同时 NCM811 电池正极材料的未来理论成本优势下, 为提前占据市场份额, 各大龙头动力电池厂商也开始加速推广 NCM811 电池。虽然当下 811 产线对运行条件、自动化、废水处理等方面要求较高, 生产线设备价格昂贵, 导致目前

高镍化电池生产成本较高，但随着未来技术的提升，以及度电成本的优势 NCM811 电池未来渗透有望快速提升。2019 年 NCM811 布局企业有望赚取超额利润，看好高镍三元相关标的市场表现。

图表 107: 811 正极年底产能 (万吨)

	2017	2018E	2019E	2020E
宁波金和 (已量产)	1	3	5	5
当升科技 (已量产)	0.4	1.2	1.2	2.2
杉杉股份 (已量产)	0.72	0.72	0.72	0.72
天津巴莫 (已量产)	0	0.6	1	1
厦门钨业 (已量产)	0	2	2	2
合计	2.12	7.52	9.92	10.92

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

在此投资主线下我们看好自主替代题材下的零部件优质企业华域汽车 (600741)、拓普集团 (601689)、宁波高发 (603788)、银轮股份 (002126); 新能源汽车环节我们认为新能源汽车锂电环节龙头企业宁德时代 (300750)、优质软包动力电池企业亿纬锂能 (300014) 以及布局高镍化三元业务步伐居前的杉杉股份 (600884) 业绩值得期待。

图表 108: 重点推荐公司

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	2018 年 盈利增速 (%)	2019 年 盈利增速 (%)	2018 年 PE	2019 年 PE	评级
300750.SZ	宁德时代	1774.67	-14.67	20.4	53.47	44.41	增持
300014.SZ	亿纬锂能	127.89	27.24	32.66	24.97	18.72	增持
603788.SH	宁波高发	35.78	34.55	25.24	11.36	9.05	增持
600884.SH	杉杉股份	177.40	10.04	29	17.6	13.71	增持
600741.SH	华域汽车	559.61	13.29	7.32	7.69	7.18	增持
601689.SH	拓普集团	109.43	24.15	21.41	11.93	9.82	增持
002126.SZ	银轮股份	61.36	39.06	17.4	14.09	12.08	增持

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。