



运输设备及零部件制造业

2018.09.18

中国整车寡头的“三维竞争力”

——日本汽车产业发展的启示

	王炎学 (分析师)	陈麟瓚 (研究助理)	石金漫 (分析师)
	010-59312757	010-59312757	010-59312859
	wangyanxue@gtjas.com	chenlinzan@gtjas.com	shijinman@gtjas.com
证书编号	S0880514040001	S0880118080090	S0880517110001

本报告导读:

以海外经验（日本汽车产业发展）为指引，从产业研究（汽车产品力的来源“三维竞争力”）出发，构建证券研究体系（核心竞争力研究+产品口碑跟踪+量价数据跟踪）。
摘要:

- 维持汽车行业“增持”评级。当前汽车行业的主要研究方法为跟踪短期量价数据，但对长期的需求和现金流预期的把握存在偏差，以及对整车公司的综合竞争力研究明显不足，我们基于对日本汽车产业发展的研究，认为目前市场忽视了中国整车公司核心竞争力的持续上升，我们从三维竞争力（整合集成能力、供应体系水平、关键零件技术）视角建议增持中国寡头整车公司。1975年至1990年，日本车企丰田和本田股价累计涨幅达498%和302%，背后是竞争优势（产品优势）的不断催化，其价值源自核心竞争力。
 基于中国汽车产品力（产品缺陷率）、整合集成效率（人均产量同比增速）、区域供应商水平（区域零部件商ROE）的比较：推荐标的为广汽集团H和上汽集团，受益标的为吉利汽车。
- 产品力是车企竞争优势来源。消费者在选购过程的高投入，使得汽车企业的品牌力源于在多次销售中通过产品力持续积累的口碑，产品是车企的核心根基。耐用消费品的特性（相对价格较高、使用时间较长）和汽车产品的特性（涉及人身安全、专业程度较高），使得消费者愿意投入大量的时间和精力。
- “三维竞争力”（整合集成能力、供应体系水平、关键零件技术）构筑产品力的优势。1960S-90S日本车企分别借助生产制造的组织模式（精益生产模式）、供应体系的组织形式（体系外购模式）、团队配置及研发文化（社长研发基因）三方面的优势，提升其“三维竞争力”。
- 政策是汽车产业的关键影响因素，主要体现在行业供需总量、行业需求结构，但不能改变公司竞争力及行业竞争格局。20世纪70年代，日本汽车产业实行对外开放的政策（类似中国现在的政策），日本车企在美市占率反而从1%上升至24%，崛起于全球，同时丰田和本田在日本市场的市占率从37%和7%提升至44%和11%。
- **风险提示:** 汽车产品架构的变化超出预期、产品力向业绩的传递存在不确定性。

评级: 增持

上次评级: 增持

细分行业评级

汽车 增持

相关报告

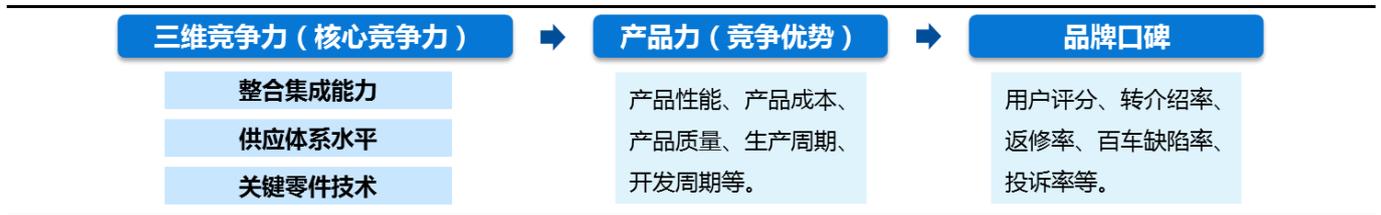
汽车:《汽车行业销量数据库》	2018.09.04
汽车:《下一个浪潮:智能车机》	2018.05.25
运输设备及零部件制造业:《汽车寡头格局加速形成》	2018.04.10
汽车:《中国汽车崛起》	2018.03.09
运输设备及零部件制造业:《补贴政策落地,新能源汽车销量起航》	2018.02.13

目录

1. 核心逻辑.....	3
2. 汽车行业股价的变化与核心竞争力有何关系?	4
2.1. 当前汽车行业的主要研究方法: 跟踪量价数据	4
2.2. 新的视角: 基于核心竞争力对资产定价	5
3. 为什么产品力是车企竞争优势的来源?	5
3.1. 消费视角: 产品力是车企竞争优势的来源	5
3.2. 生产视角: “三维竞争力”决定产品力	6
4. “三维竞争力”构筑产品力优势	6
4.1. 整合集成能力: 生产制造的组织模式推动发展	6
4.2. 供应体系水平: 供应体系的组织形式推动发展	9
4.3. 核心零件技术: 团队配置及研发文化推动发展	11
5. 政策是汽车产业的关键影响因素	12
5.1. 影响一: 影响行业供需总量	12
5.2. 影响二: 影响行业需求结构	13
5.3. 影响三: 不影响行业竞争格局	14
6. 投资标的与盈利预测	15
7. 风险提示	17
7.1. 风险一: 汽车产品架构的变化超出预期	17
7.2. 风险二: 产品力向业绩的传递存在不确定性	17
8. 附录: 日本汽车产业发展回顾	18
8.1. 第一阶段: 普及爆发期 (1960 年至 1980 年)	18
8.2. 第二阶段: 海外扩张期 (1980 年至 2000 年)	18
8.3. 第三阶段: 平稳成熟期 (2000 年至今)	19

1. 核心逻辑

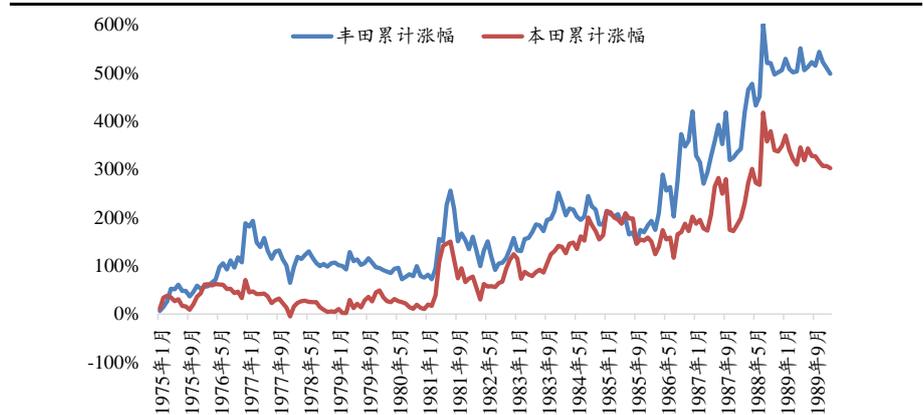
图 1 “三维竞争力”构筑产品力优势，进而形成品牌口碑



数据来源：国泰君安证券研究

1975年至1990年，日本车企丰田和本田股价累计涨幅达498%和302%，背后是竞争优势（产品力优势）的不断催化。具体而言（见图3），产品力的优势在二手车的价值和百车缺陷数上得到印证，并体现在研发和生产的优势。

图 2 1975年至1990年，丰田和本田股价累计涨幅达498%和302%



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

本报告主要解决五个问题：

(1) 汽车行业股价的变化与核心竞争力有何关系？企业价值分为资产的价值（Vb）、竞争优势的价值（Vf）、资本增长的价值（Vg）三部分，Vf和Vg源于核心竞争力。

(2) 为什么产品力是车企竞争优势的来源？消费者在选购过程的高投入，使得汽车企业的品牌力源于在多次销售中通过产品力持续积累的口碑，产品是车企的核心根基。

(3) 车企如何构筑产品力的优势？“三维竞争力”（整合集成能力、供应体系水平、关键零件技术）。

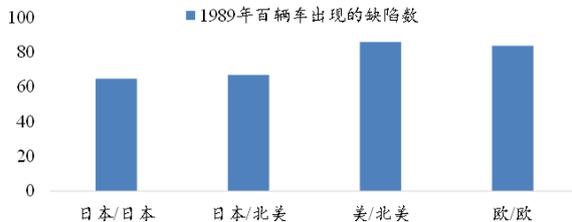
(4) 中国整车车企的竞争力差异如何？基于中国汽车产品力（产品缺陷率）、整合集成效率（人均产量同比增速）、区域供应商水平（区域零部件商ROE）的比较，推荐广汽集团H和上汽集团，吉利汽车受益。

(5) 开放政策对中国汽车行业影响如何？不改变公司竞争力及行业竞争格局，竞争力强的车企市占率提升。

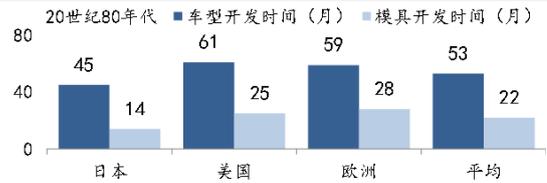
图 3 20 世纪 80-90 年代，日本车企的产品力优势明显

20世纪60至90年代，日本车企股价的上升源于产品力优势

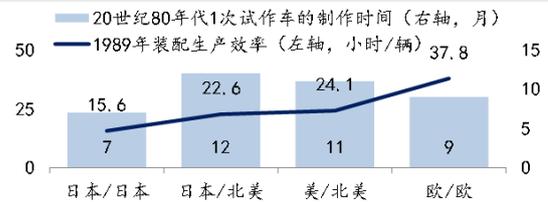
- **产品力的优势**：二手车的价值和百车缺陷数直接印证优势，具体体现在研发和生产的优势。
- **证据**：20世纪90年代，以使用3年的二手车价格为例，日本产品的价格是新车价格的50%以上，美国产品的价格约为新车的30%。



研发：日本新产品开发周期显著短于欧美



生产：日本生产效率和质量优于欧美



注：“A/B”表示“A品牌在B地区的工厂”。数据来源：藤本隆宏《能力构筑竞争——日本的汽车产业为何强盛》，藤本隆宏和武石彰《重组立产业（自动车产业）：戦略重视のリーマン生产方式へ》，宾夕法尼亚大学IMVP调查，国泰君安证券研究

2. 汽车行业股价的变化与核心竞争力有何关系？

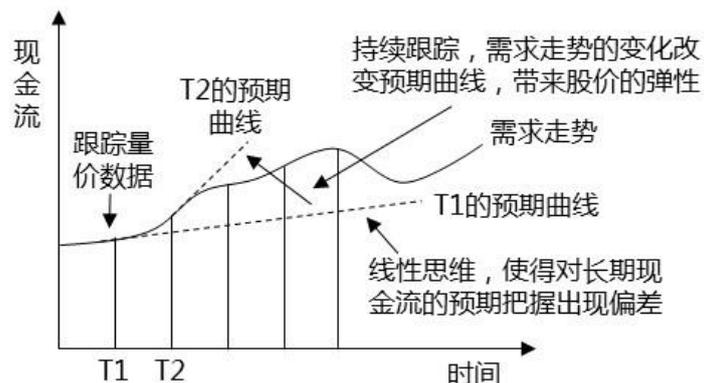
2.1. 当前汽车行业的主要研究方法：跟踪量价数据

消费品属性使得汽车产品的需求难以预测，以DDM模型对资产定价时，只能依靠对短期量价数据的跟踪形成预期，对长期现金流预期的把握存在偏差。不同于工业品（ToB），消费品（ToC）购买者数量的庞大和决策的分散，使得汽车产品的需求难以预测。需求的预测难度高，使得投资者大多通过对量价数据（销量、折扣、库存等）的跟踪，进而依靠线性思维，把握长期现金流的预期，但在实践中往往存在偏差。

$$P = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

- **DDM模型的本质**：以产生时间分类，对折现现金流进行积分求和。
- **几何语言**：纵向切割，对面积求和。

图 4 跟踪量价数据，容易在对长期现金流预期的把握上出现偏差



数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 新的视角：基于核心竞争力对资产定价

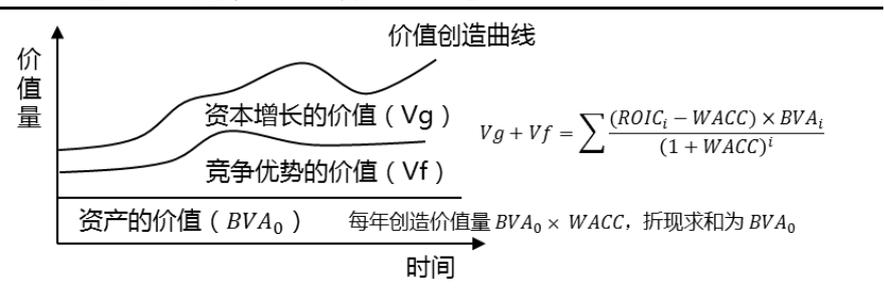
以 Ohlson 模型定价，对长期价值预期的把握更有效。竞争优势的价值和资本增长的价值均来源于企业的核心竞争力。

$$V_A = BVA_0 + \frac{(ROIC_1 - WACC) \times BVA_0}{1 + WACC} + \frac{(ROIC_2 - WACC) \times BVA_1}{(1 + WACC)^2} + \dots$$

注：BVA₀为资产的价值，WACC 为企业的加权平均资本成本，ROIC 为企业的投资回报率，(ROIC_i - WACC) × BVA_{i-1} 为第 i 期创造的超额价值，即竞争优势和资本增长的价值，来源于核心竞争力。

- **Ohlson 模型的本质：**以价值来源分类，对资产的价值（会计可辨认的）、竞争优势的价值、资本增长的价值三者进行求和。
- **几何语言：**横向切割，对面积求和。

图 5 基于核心竞争力，对资产估值定价



数据来源：国泰君安证券研究

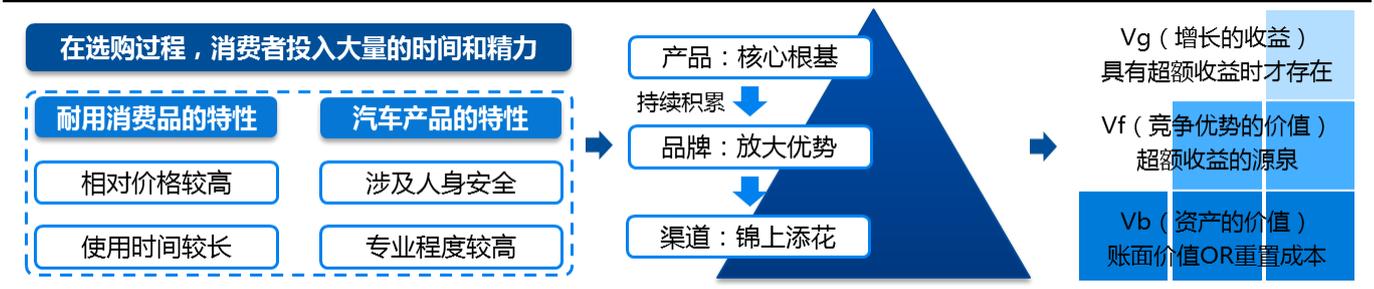
3. 为什么产品力是车企竞争优势的来源？

3.1. 消费视角：产品力是车企竞争优势的来源

在汽车的选购过程中，消费者投入大量的时间和精力。相比于一般消费品，耐用消费品的特性（相对价格较高、使用时间较长）和汽车产品的特性（涉及人身安全、专业程度较高），使得消费者愿意投入大量的时间和精力。

消费者在选购过程的高投入，决定产品力是汽车行业竞争优势的来源。相比于一般消费品（品牌力源于营销手段、历史渊源等），汽车企业的品牌力源于在多次销售中通过产品力持续积累的口碑，产品是车企的核心根基。

图 6 耐用消费品的特性和汽车产品的特性，决定了产品力的重要性



数据来源：国泰君安证券研究

3.2. 生产视角：“三维竞争力”决定产品力

汽车的制造特性（整合型的产品架构、依赖于外购零部件、关键零件高重要性）决定了产品力的来源，即“三维竞争力”（整合集成能力、供应体系水平、关键零件技术）。本报告将基于日本汽车产业发展的经验，结合汽车产品的制造特性，深入分析“三维竞争力”。

图 7 汽车的制造特征决定了产品力的来源（“三维竞争力”）



数据来源：国泰君安证券研究

4. “三维竞争力”构筑产品力优势

4.1. 整合集成能力：生产制造的组织模式推动发展

汽车是典型的整合型架构产品，整合集成能力很重要。相比于模块型产品（如电脑），整合型产品（如汽车）的性能与零部件（模块）的对应关系相对复杂。比如，汽车的舒适性由底盘、座椅、轮胎等零部件相互配合调整决定，汽车的油耗水平主要由发动机和车重（涉及主要零部件）共同决定。

图 8 汽车是典型的整合型架构产品，整合集成能力很重要



数据来源：藤本隆宏《能力构筑竞争——日本的汽车产业为何强盛》，国泰君安证券研究

生产制造组织模式的进化，推动产业整合集成能力发展。

- (1) **工匠定点模式**：工人从头到尾围绕着汽车进行制造和组装；
- (2) **批量流水模式**：通过生产线的引入，工人分工种对汽车不同部件进行制造和组装，福特 T 型车是产生的标志。
- (3) **精益生产模式（具体见后文）**：通过对生产线设计的改造和优化，实现质量、时间、人力的同时优化。
- (4) **模块平台模式**：通过对不同生产线的整合，实现混线多车型同时制造和组装。

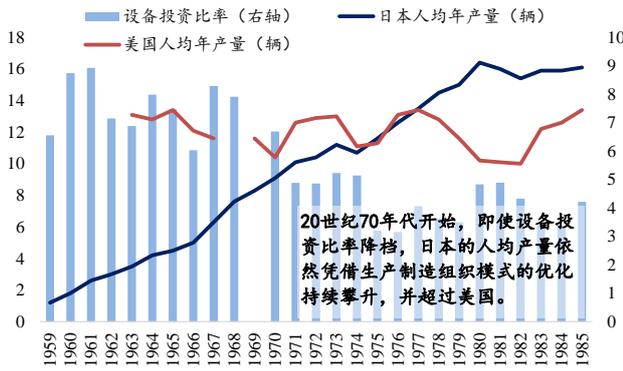
图 9 生产制造组织模式的进化，推动产业整合集成能力发展



数据来源：爱卡汽车网，太平洋汽车网，国泰君安证券研究

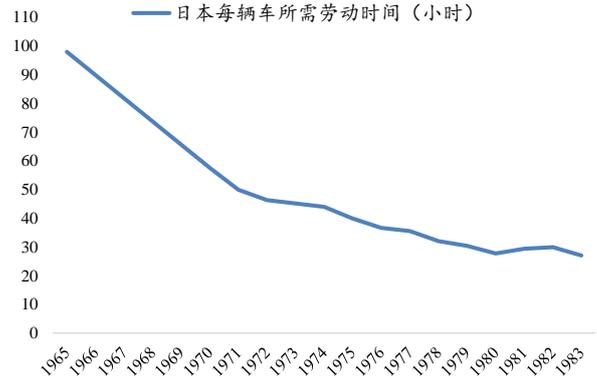
推广精益生产模式，提高整合集成效率，是日本车企崛起的重要因素。1960 年推行精益生产后，日本汽车行业人均年产量从 1.2 辆提升至 1985 年的 16.1 辆，其源于每辆车所需劳动时间从超过 100 小时下降至 27 小时。

图 10 1960 年推行精益生产模式后，人均产量提升



注：设备投资比率为当期设备投资额与上一期生产额的值。数据来源：日本汽车协会 1987 年《日本汽车产业统计》，国泰君安证券研究

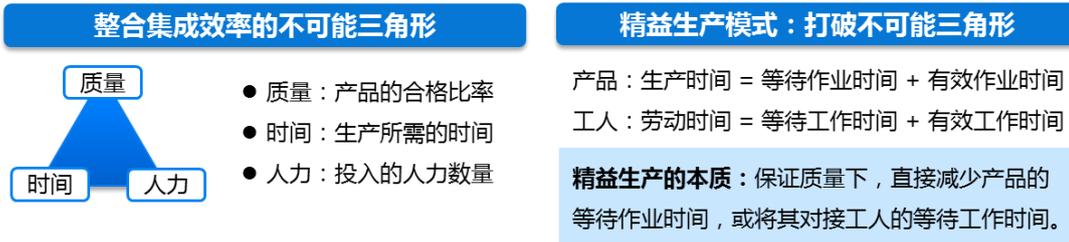
图 11 人均产量的提升，源于整合集成效率的提高



数据来源：日本汽车协会《汽车统计年报》，国泰君安证券研究

精益生产模式，打破了整合集成效率的不可能三角形，实现质量、时间、人力同时优化（见图 12）。其本质是在保证质量的情况下，直接减少产品的等待作业时间，或将其对接工人的等待工作时间。

图 12 精益生产模式，打破了整合集成效率的不可能三角形

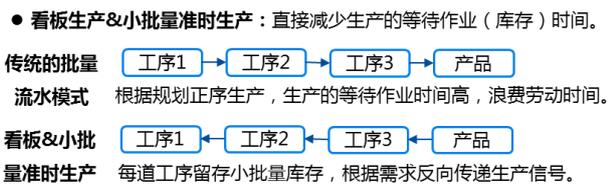


注：（1）产品的等待作业时间包括生产中等待组装或销售的时间；（2）工人的等待工作时间包括生产中等待产品到达的时间；（3）总的劳动时间决定生产中所需投入的人力数量。数据来源：国泰君安证券研究

（1）看板生产和小批量准时生产（见图 13）：根据需求反向传递生产信号，直接减少生产的等待时间（库存时间）。

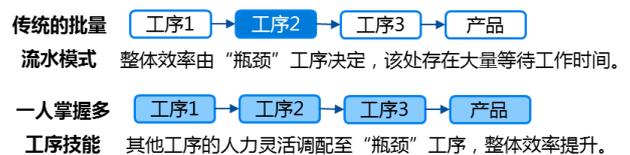
（2）一人掌握多工序技能（见图 14）：通过将其他工序的人力灵活调配至“瓶颈”工序，对接生产的等待时间和劳动的等待工作时间。

图 13 看板生产和小批量准时生产：直接减少生产的等待时间（库存时间）



注：国泰君安证券研究

图 14 一人掌握多工序技能：对接生产的等待时间和劳动的等待工作时间



数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 供应体系水平：供应体系的组织形式推动发展

汽车的外购零部件占比超过 60%，供应体系水平对产品竞争力至关重要。汽车产品的成本、质量、销售等均对外购零部件有较高的依赖。

图 15 汽车产品对外购零部件依赖高

产品构成	汽车零部件的外购率超过60%
产品成本	零部件采购成本占汽车总成本的70%
产品质量	80%的汽车质量问题来源于供应商
产品销售	80%的整车交货期问题由供应商引起

数据来源：清华汽车产业与技术战略研究院，国泰君安证券研究

供应体系组织形式的进化，推动产业供应体系水平发展（见图 16）。

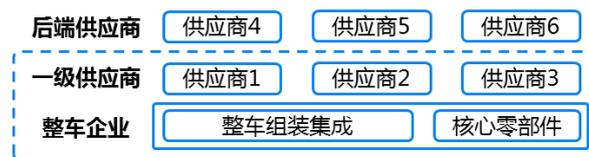
- (1) 高度自制模式：车企自产几乎所有零部件。
- (2) 竞争外购模式：车企向供应商招标采购大部分零部件，通过供应商竞争取得议价权。
- (3) 体系外购模式（具体见后文）：车企通过资本、联盟等方式加强对供应商的影响，与之共同优化产品的开发和生产。

图 16 供应体系组织形式的进化，推动供应体系水平的发展

(1) 高度自制模式：车企自产几乎所有零部件。



(2) 竞争外购模式：车企向供应商招标采购大部分零部件，通过供应商竞争取得议价权。



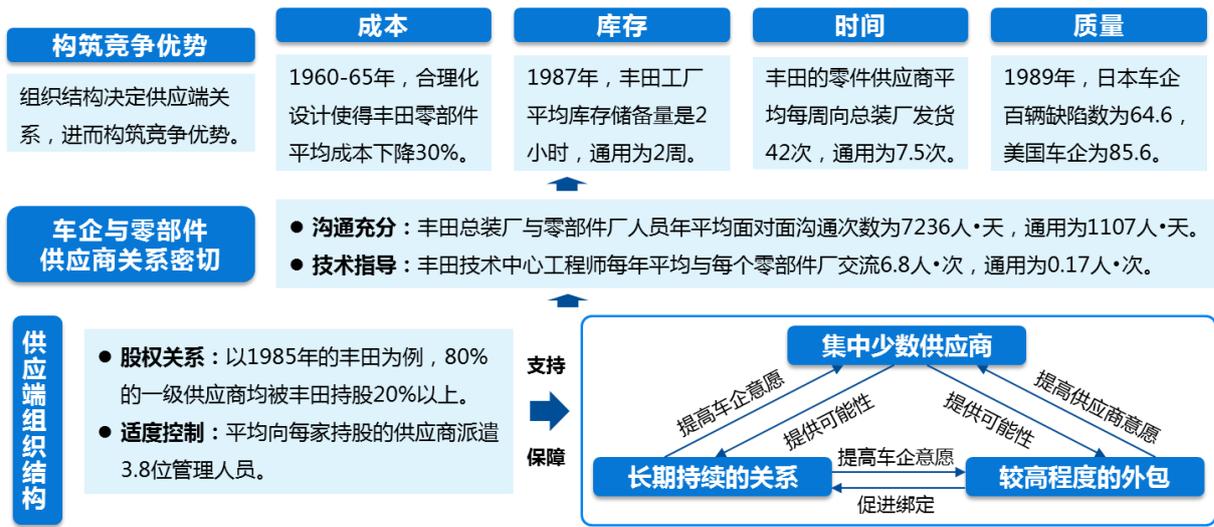
(3) 体系外购模式：车企通过资本、联盟等方式加强对供应商的影响，与之共同优化产品的开发和生产。



注：(1) 实线框内为车企的绝对控制范围；(2) 虚线框内为车企能够施加较大影响的范围。数据来源：清华汽车产业与技术战略研究院，国泰君安证券研究

体系外购模式，使得日本车企与零部件供应商关系更加密切，进而构筑竞争优势（见图 17）。通过股权关系和适度控制，日本车企与供应商形成“集中少数、长期合作、高度外包”的组织结构，推动双方关系变得密切，进而带来产品层面的成本、库存、时间、质量四方面的优势。

图 17 体系外购模式，使得车企与零部件供应商关系更加密切，进而构筑竞争优势

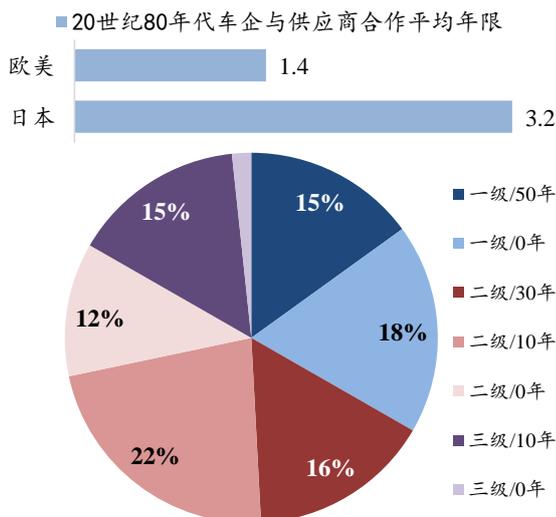


数据来源：王炳成和李洪伟《丰田生产模式的实现基础研究——供应商集群的视角》，孙林岩《服务型制造：理论与实践》，国泰君安证券研究

体系外购模式主要体现三方面的特点：

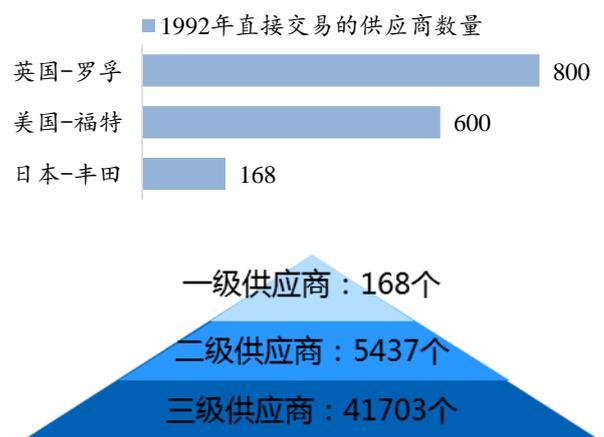
- (1) **长期持续的关系**（见图 18）：20 世纪 80 年代，日本车企与供应商合作的平均年限为 3.2 年，高于欧美的 1.4 年。
- (2) **集中少数供应商**（见图 19）：1992 年，日本丰田直接交易的供应商数量为 168 个，美国福特为 600 个，英国罗孚为 800 个。
- (3) **较高程度的外包**（见图 20 和图 21）：20 世纪 80 年代，日本车企详细设计被外包的零部件占比为 62%，美国为 16%，欧洲为 29%。

图 18 日本车企与供应商保持长期持续的关系



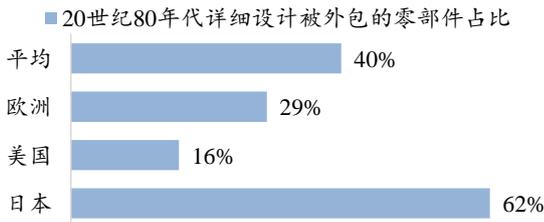
注：饼状图为 1994 年对 120 家日本车企供应商的调查，“X 级/A 年”表示“合作超过 A 年的 X 级供应商”。数据来源：高巍等《基于供应链联盟的知识整合研究》，Asanuma 《Manufacture-supplier relationships in Japan and the concept of relation specific skill》国泰君安证券研究

图 19 日本车企的采购集中于少数供应商



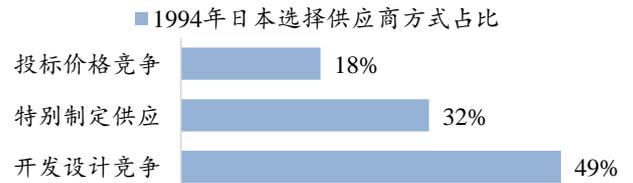
数据来源：《Buyer-Supplier Relations in the UK Automotive Industry: Strategic Implications of the Japanese Manufacturing Model》，史自立《日本汽车产业发展战略》，国泰君安证券研究

图 20 日本车企对详细设计的外包程度较高



数据来源：藤本隆宏和武石彰《重组立产业（汽车产业）：战略重视のリーン生产方式へ》，国泰君安证券研究

图 21 日本车企倾向采取开发设计竞争的方式招标



注：同时期欧美车企基本采取投标价格竞争的形式。数据来源：藤本隆宏《汽车零部件调查报告》，国泰君安证券研究

4.3. 核心零件技术：团队配置及研发文化推动发展

发动机、底盘、变速箱是汽车的三大核心零部件。

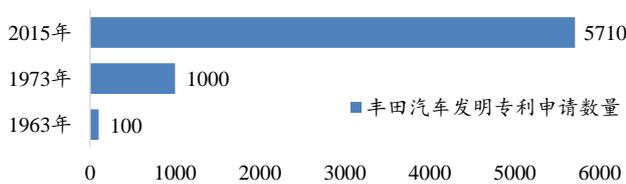
(1) **发动机**：汽车主要功能是实现消费者的位移需求，发动机作为提供动力的零部件对产品至关重要。

(2) **底盘**：与传动系、行驶系、转向系和制动系等均有连接，对汽车产品对各部件的捏合非常关键。

(3) **变速箱**：操控汽车位移速度的部件，对产品的动力和操控性影响较大。

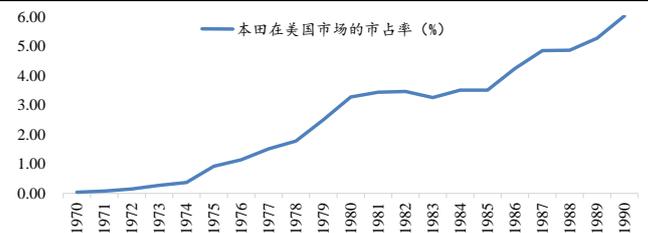
1972 年，本田依靠 CVCC 发动机技术¹突围美国。20 世纪 60 年代起，日本车企的核心技术水平显著提升（见图 22）。凭借 CVCC 技术，本田汽车成为全球车厂中率先通过的美国马斯基法规《美国大气污染防治法》²测试的车企，在美国市场的市占率从 1972 年的 0.3% 提升至 1990 年的 6%。

图 22 20 世纪 60 年代起，日本车企的核心技术水平显著提升



数据来源：甄子健《日本跨国公司技术创新特点及研发管理案例研究》，国泰君安证券研究

图 23 1973 年起，依靠发动机技术（CVCC），本田成功进军美国



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

社长注入的研发基因，使得本田拥有优秀的研发团队配置和浓厚的研发文化，是其发动机技术不断取得成就的源动力。本田社长本田宗一郎对

¹ CVCC 技术原理：将发动机燃烧室分为主燃室和副燃室，先在副燃室点燃少量的浓混合气体，然后连带主燃室的稀薄混合气体进行燃烧。

² 《美国大气污染防治法》：1972 年推出时，被称为不可能达到的法规，其规定“1975 年起制造的汽车的排放物中，一氧化碳和碳氢化合物类污染物达到 1970-1971 年间车型的 1/10；1976 年起制造的汽车的排放物中，氧化氮类污染物达到 1970-1971 年间车型的 1/10”。

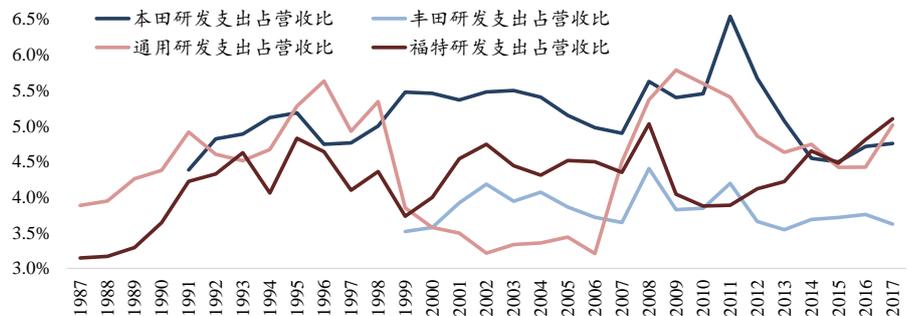
研发充满欲望，先后从零开始带领团队获得摩托车（“曼岛 TT”）³和赛车（“F1”）⁴顶级赛事的冠军。研发团队（见图 24）在本田任职时间基本超过 25 年，本田的研发支出占营业收入的比重至今仍保持在 4.5% 以上，高于行业竞争对手。

图 24 稳定而优秀的研发团队，是挑战“曼岛 TT”和“F1”成功最重要的支持因素，团队在本田任职时间基本超过 25 年



数据来源：汽车之家，国泰君安证券研究

图 25 本田的研发支出占营收比至今仍保持较高水平



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

5. 政策是汽车产业的关键影响因素

5.1. 影响一：影响行业供需总量

产业发展初期，通过《机振法》贷款政策的倾斜，推动产能建设。1961 年至 1970 年，国家开发银行和中小企业金融公库累计向汽车产业贷款超过 300 亿日元，提升行业产量（1960-70 年行业产量提升 19 倍），优化产能质量（1956-70 年日本零部件设备现代化改善率达 78%，生产效率提高 11%-39%、生产成本降低 9%-64%）。

³ 本田宗一郎的摩托车研发经历：7 年从默默无闻到世界顶级。

（1）发起挑战：1954 年，本田宗一郎正式向“曼岛 TT”（摩托车界最顶级的赛事，此前被欧美垄断）发起挑战。此时，本田公司成立不到 10 年，主要生产简单的民用摩托车。

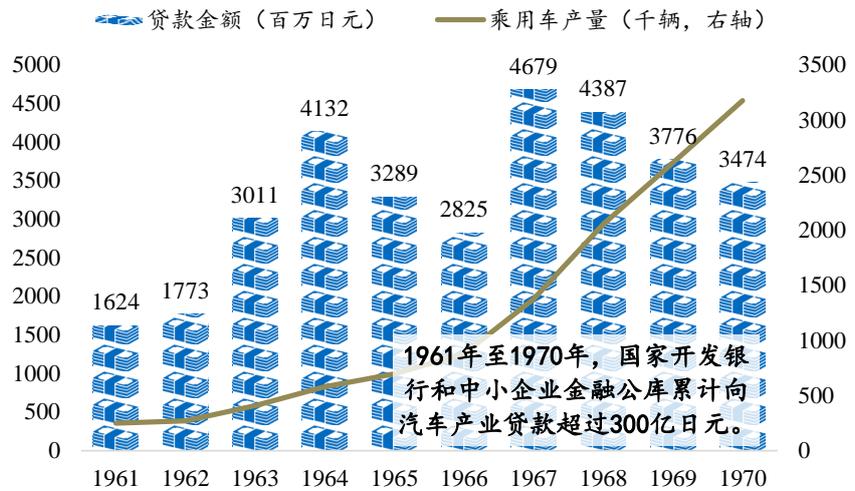
（2）登顶世界：1961 年，本田队包揽“曼岛 TT”的前 5 名。

⁴ 本田宗一郎的赛车研发经历：3 年从基础薄弱到世界顶级。

（1）发起挑战：1963 年，本田宗一郎正式向“F1”（赛车界最顶级的赛事，此前被法拉利和保时捷垄断）发起挑战。此时，本田公司仅实现两款量产民用汽车产品。

（2）登顶世界：1965 年，凭借 3LV12 自然吸气发动机，本田拿下第一个分站（墨西哥站）冠军。

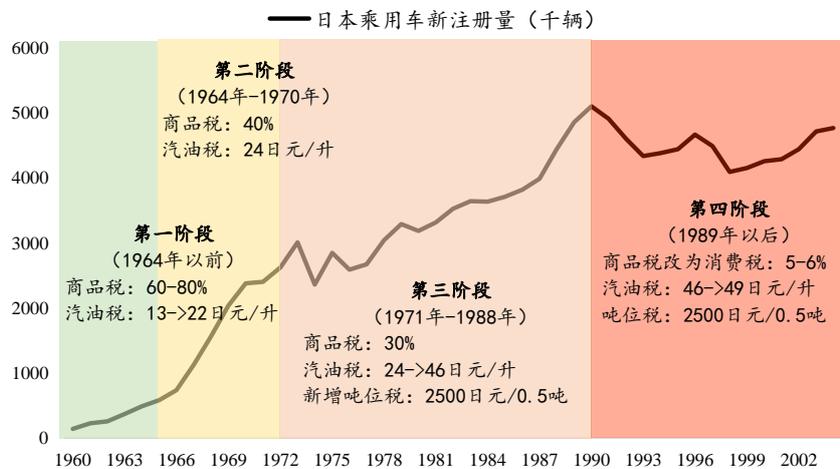
图 26 《机振法》贷款政策倾斜，促进产能建设



数据来源：日本汽车零部件工业协会(JAPIA)，国泰君安证券研究

根据产业发展阶段，通过相关税费政策，调节行业需求总量。(1) 在行业发展初期，日本政府降低购买税率（商品税），激发行业需求；(2) 在行业发展成熟期，政府适度提升使用税率（汽油税），保持需求平稳。

图 27 运用相关税费政策，调节行业需求总量



数据来源：Japan Automobile Manufacturers Association，国家信息中心，国泰君安证券研究

5.2. 影响二：影响行业需求结构

日本向小型/轻型车倾斜的政策，使其销量占行业比重至今仍接近 80%。

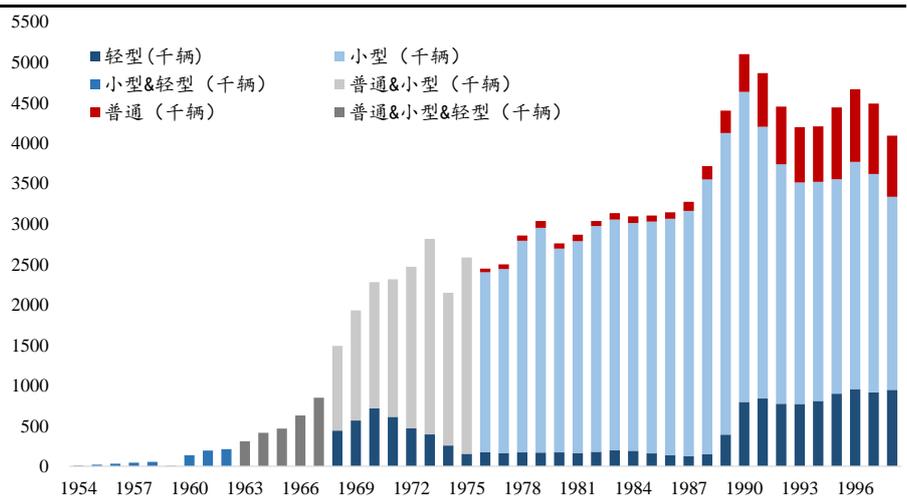
(1) 20 世纪 50 年代，采用商品优惠和补助的政策，鼓励小型车和轻型车；(2) 20 世纪 60 年代，通过保管规定和排量控制的政策，约束中大型车的销售和使用；(3) 20 世纪 90 年代，商品税改为 6% 消费税后，政策对小型/轻型车和中大型车相对平衡。

图 28 90 年代以前，行业政策向小/轻型车倾斜

50年代 鼓励 轻型车 小型车	1954年商品税优惠：高级乘用车税率50%，普通乘用车税率30%，小型乘用车税率15%。
	1955年国民车计划：鼓励研发小型车，对500cc排量以下汽车进行补助。
60年代 约束 中大型 产品	1965年道路交通法：小型及以上车辆必须有指定保管场所。
	1966年严格限制汽车排量：设置汽车排量系数和二氧化碳排放标准，有利于轻型车发展。
90年代 平衡	1989年将商品税改为6%消费税：中大型税费显著降低。

数据来源：张玉来《产业政策与企业创新——日本汽车产业成功的启示》，解柠羽《中美汽车产业集群生命周期的比较》，国泰君安证券研究

图 29 小型车和轻型车的销量占比至今仍接近 80%

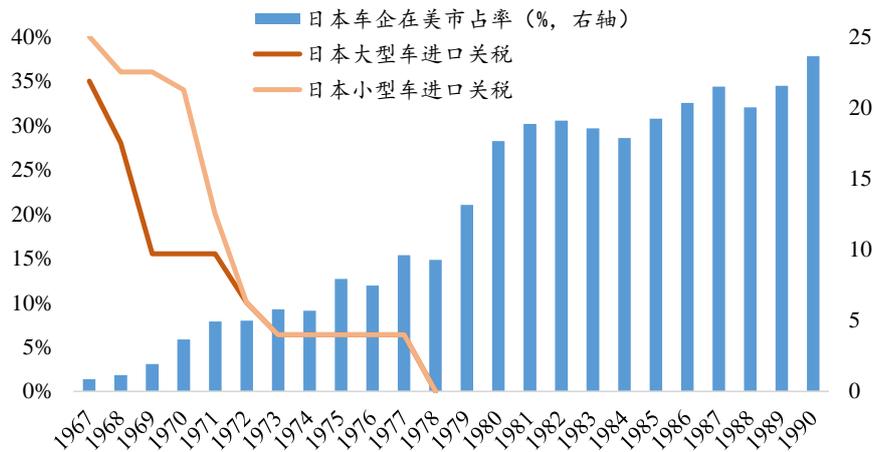


注：蓝色系为纯小/轻型车的销量，红色系为中大型车的销量，灰色系为两者皆有，由于统计口径的变动，数据呈现略显复杂。数据来源：Japan Automobile Manufacturers Association，国泰君安证券研究

5.3. 影响三：不影响行业竞争格局

行业的对外开放，不影响日本车企凭借强竞争力，在上市占率从 1% 上升至 24%，崛起于全球。20 世纪 70 年代，日本汽车产业实行对外开放的政策，包括行业资本开放（1969 年日本开放汽车零部件投资，外资持股不超过 50%；1973 年完全对外资开放）和关税降低（自 1967 年的 40% 开始大幅下调，1978 年实现零关税）。

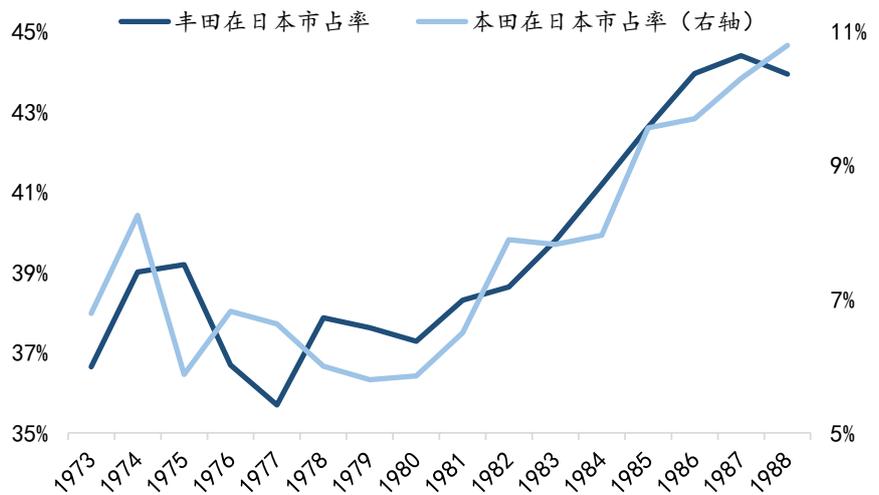
图 30 行业的对外开放，不影响日本汽车崛起于全球



数据来源：Wind，关洪涛《战后日本汽车产业发展及政策研究》，国泰君安证券研究

对外开放促进行业竞争，竞争力强的车企市占率提升。1973 年全面开放后，丰田和本田在日本市场的市占率从 37% 和 7% 提升至 44% 和 11%。

图 31 对外开放促进竞争，竞争力强的丰田和本田的市占率提升

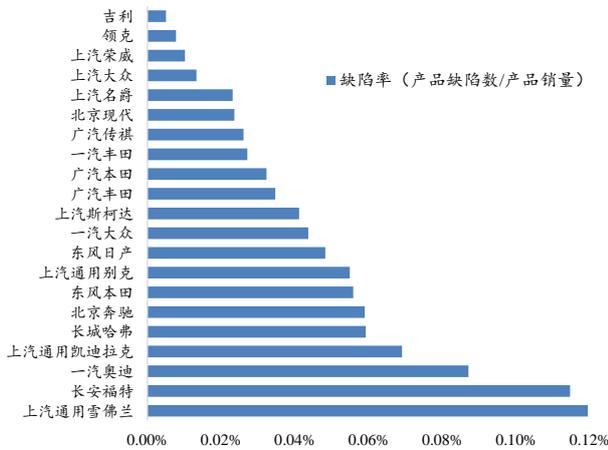


数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

6. 投资标的与盈利预测

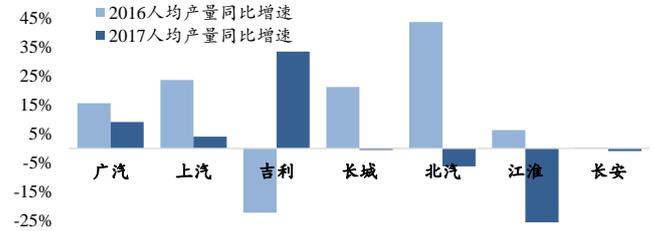
推荐标的为广汽集团 H 和上汽集团，受益标的为吉利汽车。基于中国汽车产品力（产品缺陷率）、整合集成效率（人均产量同比增速）、区域供应商水平（区域零部件商 ROE）的比较，推荐广汽集团 H 和上汽集团，吉利汽车受益。

图 32 产品力比较：吉利、上汽、广汽产品缺陷率较优



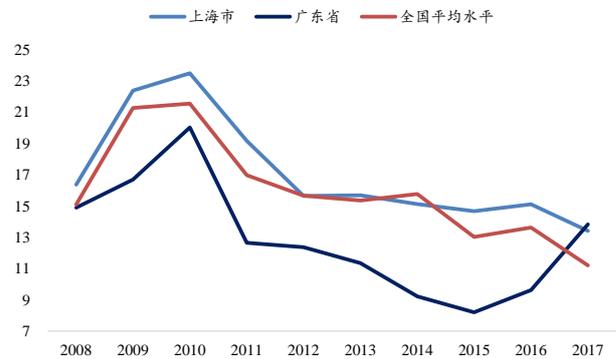
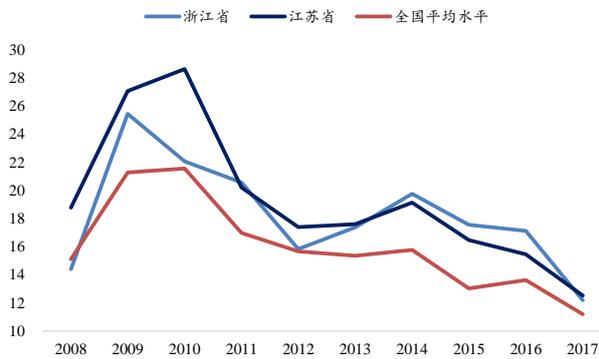
注：样本对应时间区间为 2017 年 10 月至 2018 年 7 月，广汽本田和东风丰田剔除了“机油门”事件相关的样本。数据来源：国家市场监督管理总局缺陷产品管理中心，中国汽车工业协会，国泰君安证券研究

图 33 整合集成效率比较：广汽和上汽人均产量保持提升



注：由于数据口径有限，广汽包含集团所有品牌，上汽包含荣威和名爵，北汽包含北汽自主和北京奔驰，长安包含长安自主。数据来源：公司公告，中国汽车工业协会，国泰君安证券研究

图 34 区域供应商水平比较：江浙沪零部件商 ROE 优于行业，广东区域近年显著提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 1 重点推荐公司估值表

分类	公司	公司	现价	EPS			PE			目标价	投资
	代码	名称	(元)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	(元)	评级
整车	600104.SH	上汽集团	29.32	2.95	3.33	3.73	10	9	8	40	增持
整车	2238.H	广汽集团 H	7.87	1.55	2.37	2.96	5	3	3	18	增持

注：现价是 2018 年 9 月 17 日收盘价。广汽集团 H 单位为港元。数据来源：wind，国泰君安证券研究。

7. 风险提示

7.1. 风险一：汽车产品架构的变化超出预期

风险原因一：整合型产品架构决定“三维竞争力”，其改变将颠覆行业的核心竞争要素。

(1) **整合集成能力**：整合型产品架构下，汽车产品在设计、开放和生产的 过程中，均需要多方的配合协调。

(2) **供应体系水平**：整合型产品架构下，车企与零部件企业需要共同开 发，供应体系的支撑更加重要。

风险原因二：整合型产品架构决定整车企业在产业中的绝对地位，其改 变将颠覆上下游的议价能力。模块型产品架构下(如计算机)，生产制造 核心模块的企业(如生产芯片的英特尔)将挤压产业的整合集成商(如 计算机生产商)，在产业中具有绝对地位。

风险判断及应对：及时跟踪纯电动车的发展及产品架构。

(1) **主要风险在于纯电动车的普及**：根据产业调研，混合动力车、氢燃 料电池车、天然气车等目前均以整合型产品架构为主流，纯电动车相对 更倾向于模块型产品架构。

(2) **风险应对**：关注纯电动车核心模块的龙头企业。

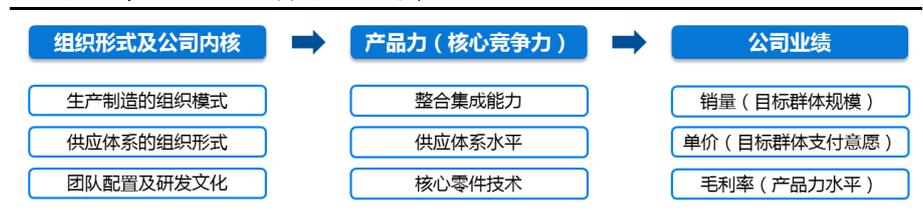
7.2. 风险二：产品力向业绩的传递存在不确定性

风险原因：产品力向业绩的传递依赖于公司的产品战略和商业战略。

(1) **产品战略的失误**：公司推出的产品无法找到对应的目标群体，或者 对应的目标群体规模太小，导致公司业绩不及预期。

(2) **商业战略的失误**：公司对目标群体的支付意愿或者细分市场竞争程 度判断失误，定位和定价的不当导致公司业绩不及预期。

图 35 产品力向业绩的传递存在不确定性



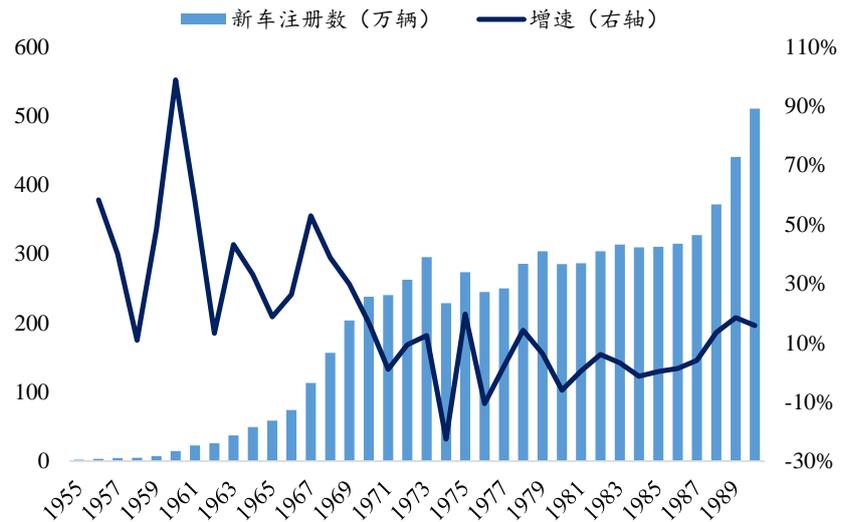
数据来源：国泰君安证券研究

8. 附录：日本汽车产业发展回顾

8.1. 第一阶段：普及爆发期（1960年至1980年）

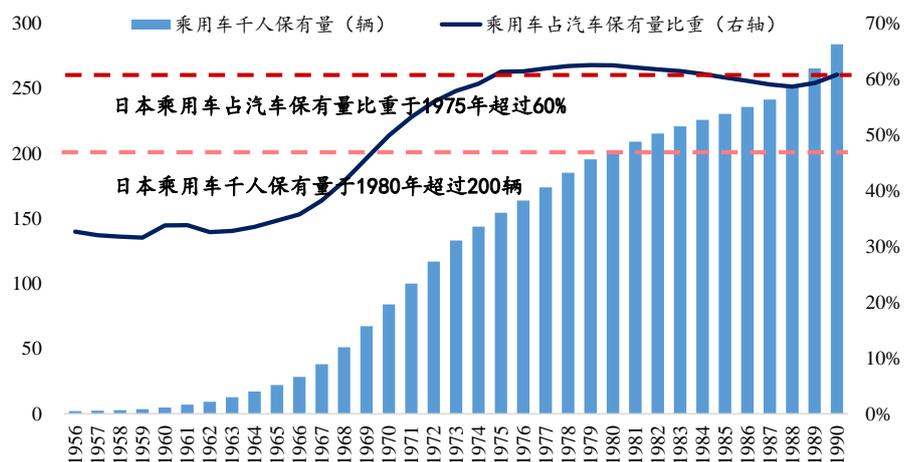
普及爆发期（1960年至1980年）：20世纪60年代日本新车注册数复合增速达到34%，1980年，日本乘用车千人保有量达到200辆⁵。

图 36 1960年起日本新车注册数开始显著上升



数据来源：国家信息中心，国泰君安证券研究

图 37 1975年至1980年，汽车产品在日本基本完成普及



数据来源：国家信息中心，国泰君安证券研究

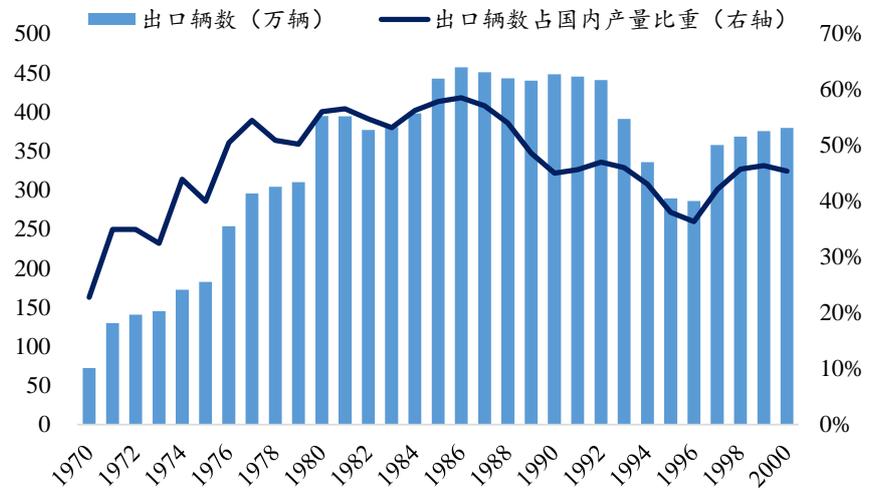
8.2. 第二阶段：海外扩张期（1980年至2000年）

海外扩张期（1980年至2000年）：（1）出口占比提升：1976年至2000年，日本汽车出口辆数占国内产量的比重保持在45%至55%的水平；（2）

⁵注：乘用车普及水平的衡量：按每户4-6人，乘用车千人保有量达到200辆时，平均每户拥有一辆乘用车，视为基本完成普及。

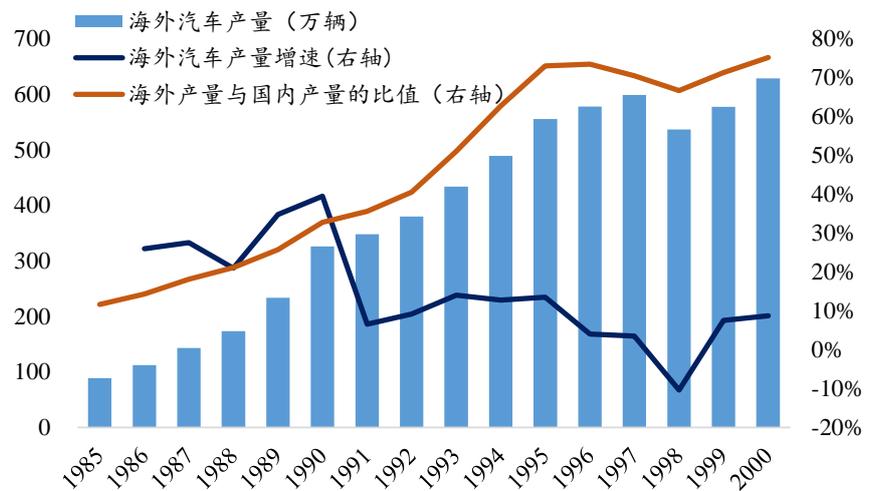
海外建厂：1985年至2000年，日本汽车海外产量与国内产量的比值，从12%上升至75%。

图 38 1980 年至 2000 年日本汽车出口占比保持在 45%至 55%的水平



数据来源：Japan Automobile Manufacturers Association, 国泰君安证券研究

图 39 1985 年起日本车企海外产能增速超过 25%

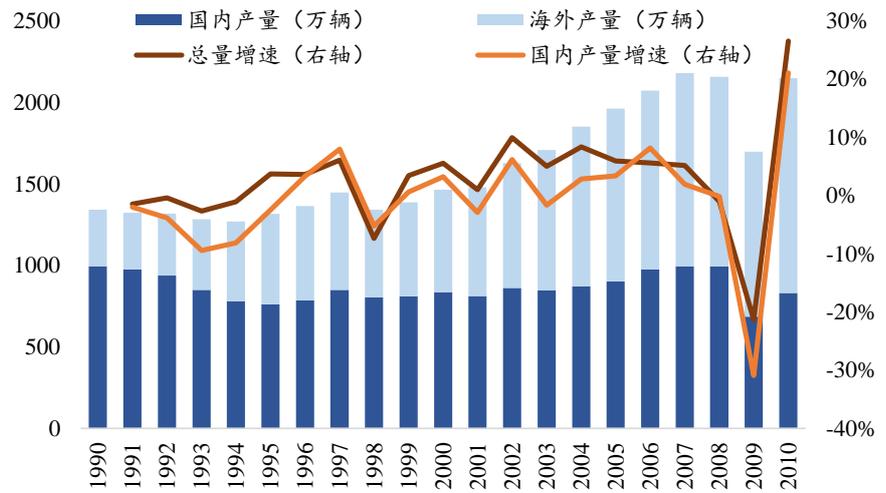


数据来源：国家信息中心, 国泰君安证券研究

8.3. 第三阶段：平稳成熟期（2000 年至今）

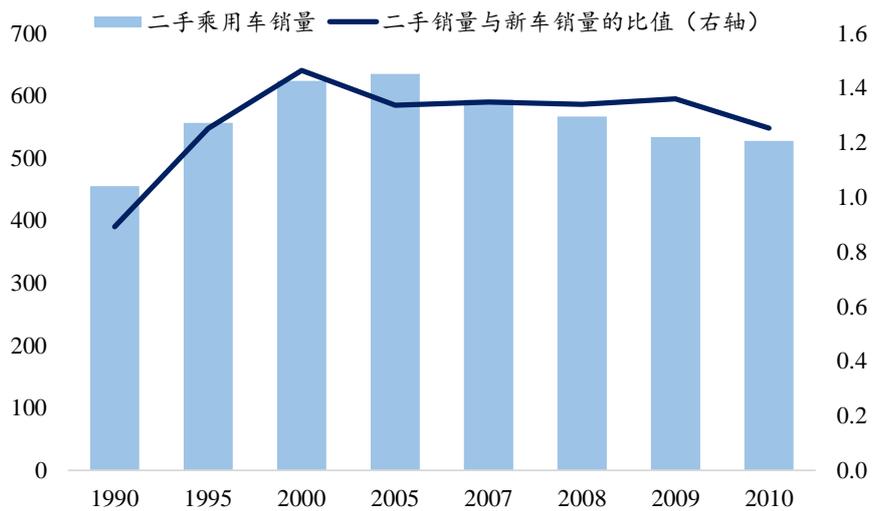
平稳成熟期（2000 年至今）：（1）2000 年起，日本车企总产量年增速保持在 5% 左右；（2）2000 年起，二手车销量占比高于 1.2，印证市场发展的成熟。

图 40 2000 年起，日本车企总产量年增速保持在 5% 左右



数据来源：Japan Automobile Manufacturers Association, 国泰君安证券研究

图 41 二手车销量占比高于 1.2，印证市场发展的成熟



数据来源：Japan Automobile Manufacturers Association, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		