

2019年汽车和汽车零部件行业年度策略报告

边际改善，降速提质

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*汽车和汽车零部件*汽车势力三国杀 破而后立 VS 守正出奇》
2018-11-26

《行业专题报告*汽车和汽车零部件*改革开放四十周年系列研究（汽车和汽车零部件篇）：从师夷长技到自主崛起》
2018-11-23

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*3Q 低谷仍有亮点、利润向龙头集中》
2018-11-02

《行业快评*汽车和汽车零部件*零售疲软产品优化、中国区 JV 表现优异》
2018-11-01

《行业快评*汽车和汽车零部件*中国重汽:4Q 仍将承压，提效降费管理提升》
2018-10-27

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

曹群海 投资咨询资格编号
S1060518100001
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

研究助理

肖潇 一般从业资格编号
S1060118050036
XIAOXIAO718@PINGAN.COM.CN

2019年汽车业将边际改善，开放时代竞争加剧，进入降速提质时代。我们认为我国汽车业仍在成长期、千人保有量有翻番潜力，无需过度悲观。2019年看好日系份额回归、新能源车继续高增长、商用车单车价值持续提升以及由此带来的配件成长新动力。

■ **行业处底部、长期空间仍大：**2018年汽车板块二级市场走弱，行业销量探底，库存高企，盈利下行；SUV降速提质阶段，自主SUV份额阶段性下滑；行业分化再加剧，日系份额回归、自主龙头崛起；新能源乘用车高增长，车型逐步高端化。2018年乃行业变革之年，重大行业政策频出、影响深远，政策将促使行业向高质量发展阶段转变。汽车业将在1-2个季度内迎来边际改善。长期看国内汽车销量增长空间仍然巨大。

■ **乘用车关注两个亮点：日系份额回归，新能源行业高成长，新品周期为王。**从十年政策法规、五年技术路径、三年战略周期维度，日系在2019年仍然会成为行业主要增长引擎，份额有望提升；德系受战略转型、美系受品牌资源分布影响，份额预计持平；韩系/自主预计下滑。新能源从供需两端看，政策驱动下供给端优秀产品逐渐丰富，需求走向多样化，2021年后迎来与燃油车平价时代，我们判断行业未来十年仍会保持高速增长。政策刺激+市场需求为主要驱动力，把握新品周期，抢占增量市场，外资暂处蓄力期，自主品牌舞台广阔，关注有较多新品上市+技术优势的优质自主。

■ **新能源车高端化及规模高增长催生配件新机遇。**相比全球巨头，目前国内汽零行业普遍核心竞争力偏弱，抗风险能力不足。新能源车高端化带来相关配件价值量大幅提升，且外资新能源产能大举入华，相关配件如新能源车热管理、轻量化、非轮胎橡胶件等核心环节企业有望受益。

■ **商用车持续单车价值升级趋势，核心环节更为受益，龙头企业优势更为突出。**重卡结构转为以物流用途为主，对投资依赖度下降，未来几年蓝天保卫战及国六升级，国三强制淘汰等多重利好促使行业仍能维持较高销量中枢。发动机大排量化、排放升级提升发动机及后处理价值量。客车电动化逐步由政策鼓励过渡到市场驱动，行业短期低迷有助加速淘汰落后产能，客车电动化提高行业竞争门槛，龙头凭借高研发投入将获得更高市占率，拉近国内外客车产品差距，迎来电动客车出口机遇期。

■ **投资建议与推荐个股：**乘用车看好日系新周期与新能源高成长，推荐广汽集团（日系新周期）、上汽集团（合资稳健+自主电动化领先），关注吉利汽车（自主龙头+品牌高端化）、特斯拉、比亚迪；零部件强烈推荐星宇股份（产品升级+打开日系客户）、中鼎股份（非轮胎橡胶件龙头+单车价值升级），推荐银轮股份，关注三花智控。商用车推荐宇通客车（利润率拐点已出现，短期低迷不改长期成长逻辑）、潍柴动力（具备很强产业链定价权）、威孚高科（受益柴油车排放升级，非道路国四升级带来新空间）。

- 风险提示：**1) 新能源汽车销量不及预期。新能源补贴退坡将是大势所趋，若“三电”系统成本下降幅度无法跟上补贴下降的幅度，可能导致整车企业成本提高，产品竞争力下降，销量下滑。2) 主机厂年降压力高于预期。新的行业政策将导致新能源汽车领域竞争加剧，整车厂可能将降本压力传导至上游零部件企业，导致零部件企业产品毛利率降低，盈利能力下降。3) 原材料涨价风险：如果上游原材料价格快速上涨，则将提高企业的原材料采购成本，影响零部件企业的盈利能力。4) 若宏观经济放缓，投资和基建增速下降，可能会影响重卡销量，导致重卡类企业利润下滑。5) 客车出口不及预期：海外市场受宏观经济等因素影响较大，若全球经济下行，将导致客车出口量下滑，可能影响客车企业利润和销量。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		2018-12-07	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
中鼎股份	000887	10.74	0.91	0.99	1.14	1.31	11.8	10.8	9.4	8.2	强烈推荐	
星宇股份	601799	49.50	1.70	2.17	2.89	3.76	29.1	22.8	17.1	13.2	强烈推荐	
宇通客车	600066	11.67	1.41	1.14	1.50	1.77	8.3	10.2	7.8	6.6	推荐	
上汽集团	600104	24.72	2.95	3.11	3.27	3.43	8.4	7.9	7.6	7.2	推荐	
广汽集团	601238	10.37	1.05	1.12	1.21	1.46	9.9	9.3	8.6	7.1	推荐	
福耀玻璃	600660	21.96	1.26	1.65	1.83	2.03	17.4	13.3	12.0	10.8	推荐	
银轮股份	002126	7.60	0.39	0.46	0.56	0.69	19.5	16.5	13.6	11.0	推荐	
长城汽车	601633	6.00	0.55	0.51	0.64	0.67	10.9	11.8	9.4	9.0	推荐	
潍柴动力	000338	7.62	0.85	0.98	1.01	1.13	9.0	7.8	7.5	6.7	推荐	
均胜电子	600699	23.30	0.42	1.35	1.37	1.57	55.5	17.3	17.0	14.8	推荐	
拓普集团	601689	14.69	1.01	1.14	1.40	1.67	14.5	12.9	10.5	8.8	推荐	
威孚高科	000581	18.46	2.55	2.56	2.86	3.26	7.2	7.2	6.5	5.7	推荐	
吉利汽车*	0175.HK	12.59	1.16	1.61	2.12	2.65	10.9	7.8	5.9	4.8	未评级	

注：*为 WIND 一致预期，吉利股价与 EPS 均为人民币。

正文目录

一、	回顾 2018：景气下行、变革之年	7
1.1	二级市场表现：汽车板块相对大盘呈现高弹性	8
1.2	汽车业探底，库存高企，盈利下行	10
1.3	行业变革之年	11
1.4	行业销量结构变迁、SUV 进入降速提质阶段	13
1.5	品牌分化加剧：日系份额回归、自主龙头崛起	14
1.6	新能源乘用车高增长，车型逐步高端化	15
二、	展望 2019：行业正处谷底、长期增长空间仍大	16
2.1	短周期判断：4Q18 处周期谷底、2019 边际改善	16
2.2	长周期判断：国内汽车销量增长空间仍大	18
三、	日系迎来黄金发展期、在华份额强势回归	22
3.1	政策法规+车型引进奠定德美系崛起基础	22
3.2	新政策法规背景+新品投放，日系有望成为引领者	24
四、	新能源高速成长、关注新品周期	27
4.1	短期：供需两端保障新能源成长	27
4.2	长期：进入平价时代、步入快速普及期	30
4.3	外资仍处蓄力期、自主有广阔施展舞台	31
五、	新能源催生零部件新机遇	35
5.1	新能源车去小型化、外资新能源产能开始投放	37
5.2	热管理、轻量化、非轮胎橡胶件等配件将显著受益新能源成长	38
5.3	零部件投资建议与推荐个股	42
六、	商用车持续单车价值升级	42
6.1	重卡单车价值升级为主要发展趋势	42
6.2	客车电动化加速优胜劣汰、迎来出口新空间	48
七、	投资建议	52
八、	风险提示	53

图表目录

图表 1	2019 年汽车行业投资策略逻辑图.....	7
图表 2	汽车各板块及重点企业涨幅相对上证 A 股弹性较大.....	8
图表 3	零部件企业年初以来涨跌幅, 仅潍柴与星宇实现上涨.....	8
图表 4	年初以来重汽香港涨幅较高	9
图表 5	经销商年初以来涨跌幅, 润东和中升跌幅较小	9
图表 6	丰田与本田历年市值变动基本与净利润表现一致 单位: 亿美元.....	9
图表 7	国内汽车企业估值普遍处于历史低位, 且低于国外巨头	9
图表 8	汽车全行业销量、收入、利润增速下行	10
图表 9	汽车零售额当月同比增幅连续 6 个月为负.....	10
图表 10	经销商库存预警指数高企	10
图表 11	乘用车市场终端优惠额度持续提升 单位: 万元.....	10
图表 12	近期汽车行业重大政策.....	11
图表 13	新能源补贴造成客车企业财务费用率高企.....	11
图表 14	客车企业应收账款周转天数提高 单位: 天.....	11
图表 15	国外车企及造车新势力加速布局新能源, 转型出行服务提供商	12
图表 16	汽车业销量结构变迁、SUV 进入降速提质阶段	13
图表 17	汽车销量净增量构成(分子行业) 单位: 万辆.....	13
图表 18	2018 年 1~10 月乘用车增量结构(分企业) 单位: 万辆.....	14
图表 19	日系在我国轿车+SUV 领域份额回归趋势明显.....	14
图表 20	2018 年轿车+SUV 净增量主要由自主、德系、日系贡献, 美/法系负贡献大.....	15
图表 21	新能源乘用车月度销量 单位: 万辆.....	15
图表 22	新能源乘用车增量贡献持续提升 单位: 万辆	15
图表 23	插混乘用车销量前五车企市占率	16
图表 24	纯电乘用车销量前五车企市占率	16
图表 25	历次汽车业季度销量增幅谷底间距 12-14 个季度.....	16
图表 26	预测 2019 年全年汽车销量 单位: 万辆.....	17
图表 27	新能源汽车销量预测 单位: 万辆.....	17
图表 28	客车及新能源客车销量预测 单位: 辆	18
图表 29	中长期看我国汽车工业仍有很大增长空间.....	18
图表 30	中国汽车保有量与千人保有量稳步提升 单位: 亿辆, 辆	19
图表 31	日本汽车销量和保有量与销量之比 单位: 万辆.....	19
图表 32	2016 年各国千人汽车保有量 单位: 辆.....	19
图表 33	2017 年各国汽车保有量与销量之比.....	19

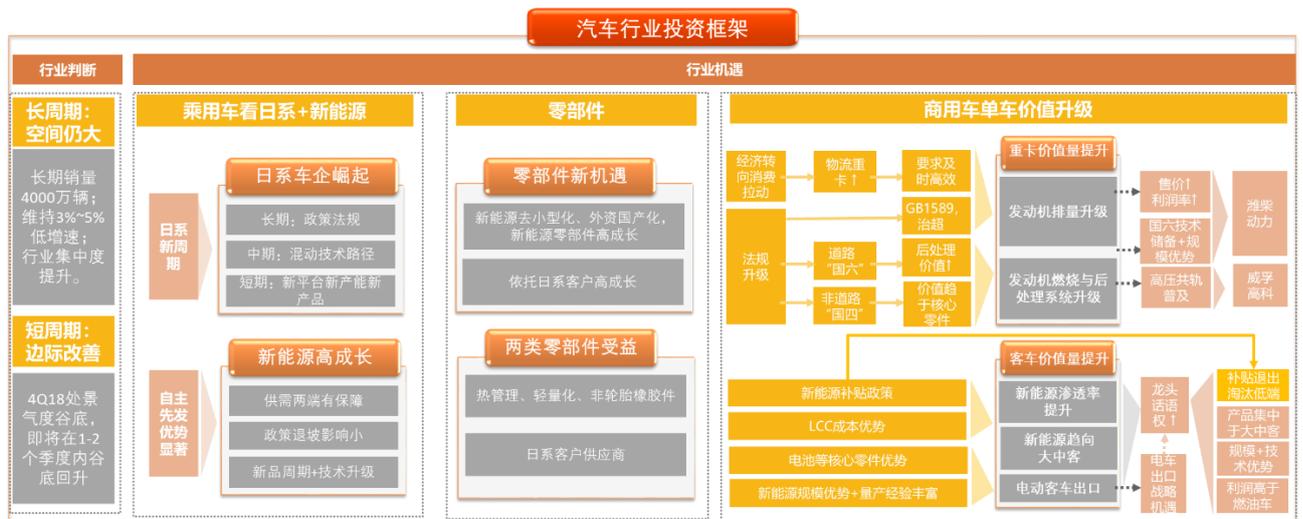
图表 34	中日人均 GDP 仍有较大差距 单位: 万美元	19
图表 35	我国城市化率相比发达国家仍有较大提升空间	19
图表 36	中国人口年龄结构接近日本 1990 年水平	20
图表 37	日本人口年龄结构老龄化加深	20
图表 38	日本汽车千人保有量 单位: 辆	20
图表 39	GDP 与乘用车销量增速	21
图表 40	各国 2017 年销量前五乘用车企市占率	22
图表 41	日/美/德系在我国轿车+SUV 领域市占率变化	22
图表 42	乘用车排放标准历史沿革	23
图表 43	乘用车购置税历史沿革	23
图表 44	一汽大众车型导入历史	24
图表 45	大众欧洲车型型谱	24
图表 46	丰田集团 TNGA 架构车型规划	25
图表 47	丰田集团技术路径	25
图表 48	雷诺日产“联盟 2022”规划	25
图表 49	丰田集团美国车型	26
图表 50	丰田集团日本本土车型	26
图表 51	丰田已国产车型	26
图表 52	日系整车企业新车计划	26
图表 53	“双积分管理办法”细则	27
图表 54	国际油耗限值对比 单位: L/100km	27
图表 55	历年新能源乘用车补贴对比及预测 单位: KM、万元、Wh/kg	28
图表 56	各地汽车限购限行城市政策	28
图表 57	中国城市出租车保有量预测 单位: 万辆	29
图表 58	中国城市出租车年销量预计 单位: 万辆	29
图表 59	1Q18 分时租赁分公司保有量 单位: 辆	30
图表 60	中国分时租赁车辆保有量预计 单位: 万辆	30
图表 61	2021 年纯电车、燃油车初始购买成本 (BOM 原材料) 单位: 万元	30
图表 62	纯电车、燃油车初始购买成本 (BOM 原材料) 单位: 万元	31
图表 63	中国新能源乘用车产量 单位: 万辆	31
图表 64	主流新能源车型对比	32
图表 65	合资车企 2018-2019 年上市主要新能源车	32
图表 66	主要外资车企在新能源领域规划	33
图表 67	2018 年 1-10 月主要新能源与传统车销量 单位: 辆	34
图表 68	自主车企 2018-2019 主要新能源车型规划	35
图表 69	美股乘用车 (剔除特斯拉) 和零部件指数	36

图表 70	国内乘用车、零部件指数	36
图表 71	外资车企新能源产能计划	37
图表 72	驱动系统热管理	38
图表 73	暖通空调系统	38
图表 74	热管理单车价值量估算	38
图表 75	国内新增热管理市场空间 单位:亿元	39
图表 76	全球&中国热管理主要供应商	39
图表 77	新能源汽车轻量化市场空间 单位:亿元	40
图表 78	汽车非轮胎橡胶件单车价值变化总表	41
图表 79	新能源汽车非轮胎橡胶件市场空间 单位:亿元	42
图表 80	重点公司推荐及理由	42
图表 81	金融机构新增中长期贷款与重卡销量同比增幅	43
图表 82	重卡不同置换周期下的保有量测算 单位:万辆	44
图表 83	工程与物流重卡保有量测算 单位:万辆	44
图表 84	工程重卡保有量与固定资产投资完成额对比 单位:万辆,万亿元	44
图表 85	物流重卡保有量与公路货运周转量对比 单位:万辆,千亿吨公里	44
图表 86	未来两年重卡销量仍有望维持百万上下 单位:万辆	44
图表 87	国内重卡年度销量及其预测 单位:万辆	45
图表 88	国内重卡产品销量结构趋向物流类重卡	46
图表 89	潍柴发动机业务毛利率与净利率	46
图表 90	潍柴发动机排量越大毛利率越高	46
图表 91	道路发动机排放升级主流技术路线及成本测算 单位:万元	47
图表 92	重卡产业链上游核心零部件净利率更高	48
图表 93	重卡产业链上游核心零部件净利润增长率更稳定	48
图表 94	客车销量中座位客车占比下降 单位:万辆	49
图表 95	公交车拥有量稳步提升 单位:万辆	49
图表 96	2016-2018 年客车长度补贴变动表 单位:万元	49
图表 97	2018(1~10)新能源客车销量结构 单位:辆	49
图表 98	宇通研发投入远超竞争对手 单位:亿元	50
图表 99	宇通毛利率领先竞争对手	50
图表 100	主要客车企业 2018 年 1~10 月新能源客车销量及市占率 单位:辆	51
图表 101	主要客车企业新能源客车销量结构 单位:万辆	51
图表 102	客车出口销量 单位:万辆	52
图表 103	平安汽车 2019 年度策略重点推荐公司及其理由	53

2018 年汽车业处于景气下行周期，但无需过度悲观，行业将在 1~2 个季度内谷底回升并边际改善。长期来看，国内汽车销量增长空间仍然巨大。双积分政策、汽车业有序开放政策、国六升级等重大政策将对行业发展产生深远影响。

行业增速换挡，车型结构变迁，未来哪些乘用车企业能够抓住行业变革的机遇实现份额提升？哪些零部件企业能站在时代发展的风口拓宽护城河？哪些商用车企业能最大程度获得单车价值升级红利？在本策略报告中，我们回顾了 2018 年行业发展特征，对标美日等发达国家展望汽车业长期成长空间，判断目前汽车业景气节点，分析重大行业政策的长期影响，展望行业发展方向，在乘用车、商用车、零部件等细分领域中寻找能在未来赛道中脱颖而出的优质企业。

图1 2019 年汽车行业投资策略逻辑图



资料来源:平安证券研究所

一、回顾 2018：景气下行、变革之年

我们在 2018 年年度策略《低增长、新升级》中判断：

2018 年汽车销量增速再下行，行业盈利继续承压；车企分化再加剧，弱势品牌面临更严峻形势；一线自主巩固高端化成果；合资借 SUV 新品向下补缺填充空白价格带，合资新品预计于 19-20 年大批国产，重塑竞争格局；补贴政策调整将促使新能源乘用车产品升级，去微型化，续驶里程上升，补贴额度下降+补贴标准提高，客车销量结构逐步回归正常，增长空间仍在，产业链具备降本潜力，龙头份额将加速回归。

在新能源汽车发展的进程中，优秀企业脱颖而出，整车看好在新能源领域加速布局和在传统车领域处向上通道的上汽集团和广汽集团；客车行业集中度将进一步提高，看好市占率快速提升的宇通客车。零部件围绕汽车智能化与新能源，优选未来几年单车价值量升级的细分领域；优选其中具备优质客户+工艺与技术积累的优质配套企业，强烈推荐星宇股份、中鼎股份、宁波华翔，推荐银轮股份。

目前看我们对行业周期判断准确，但所推荐标的受行业景气下行影响较大，大部分个股跌幅较大。仅星宇股份凭借客户新品周期，LED 大灯升级及全新配套获得显著利润高增长，股价表现相对稳健。

1.1 二级市场表现：汽车板块相对大盘呈现高弹性

截至 2018 年 12 月 7 日收盘，汽车板块 2018 年下跌 30%，跑输沪深 300 指数 14 个百分点。分子行业看，乘用车/商用车/汽车零部件/经销商板块年初至今相对上证 A 股下跌 9%/22%/14%/20%。汽车板块相对大盘呈现较高弹性。

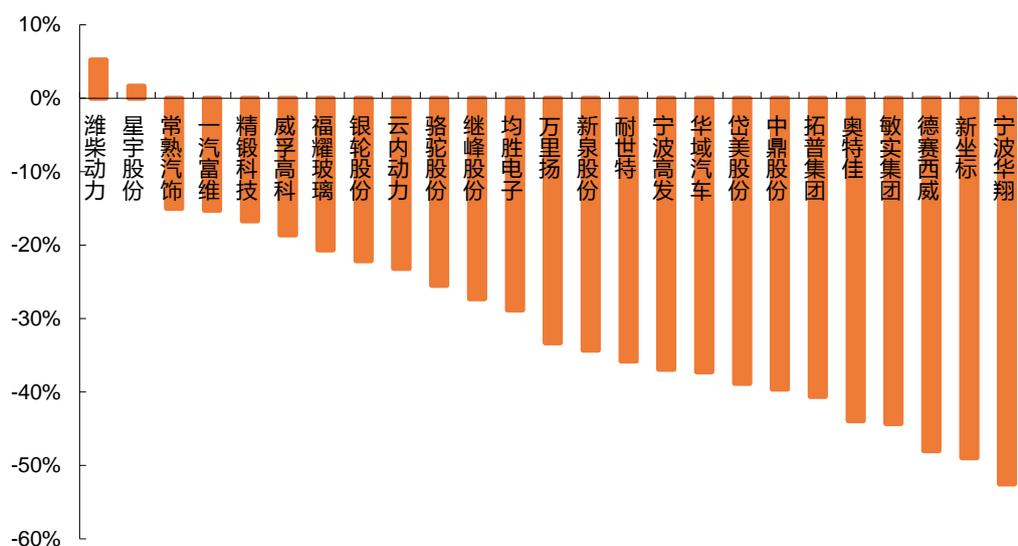
相比国外巨头，我国乘/商用车企业估值基本达到历史低位，参考日本汽车头部企业丰田与本田，尽管日本汽车市场在 2000 年以后就陷入衰退，但丰田与本田凭借其深厚的技术积累与高效的精益生产方式，进行全球扩张，金融危机以后，盈利能力迅速回复并保持增长，带动股价稳步上涨，充分体现出资本市场对行业龙头地位的持续重视。

图表2 汽车各板块及重点企业涨幅相对上证 A 股弹性较大

相对涨幅	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
汽车总体	6%	-10%	0%	21%	-24%	40%	2%	-9%	-13%
乘用车	-22%	10%	10%	30%	-29%	20%	5%	5%	-9%
商用车	22%	-22%	-5%	13%	-20%	28%	4%	-18%	-22%
汽车零部件	28%	-18%	-9%	14%	-17%	63%	2%	-17%	-14%
汽车销售	-4%	-6%	-14%	12%	-27%	60%	-14%	-24%	-20%
吉利汽车	-6%	-32%	112%	8%	-93%	61%	90%	256%	-29%
上汽集团	-13%	15%	21%	-11%	9%	-3%	27%	31%	-1%
长城汽车	166%	37%	114%	83%	-56%	-44%	-7%	17%	-29%
广汽集团	30%	-22%	6%	30%	-75%	-6%	48%	90%	-23%
潍柴动力	68%	-2%	3%	-3%	-52%	-54%	52%	37%	22%
宇通客车	25%	31%	13%	33%	-31%	48%	3%	15%	-33%

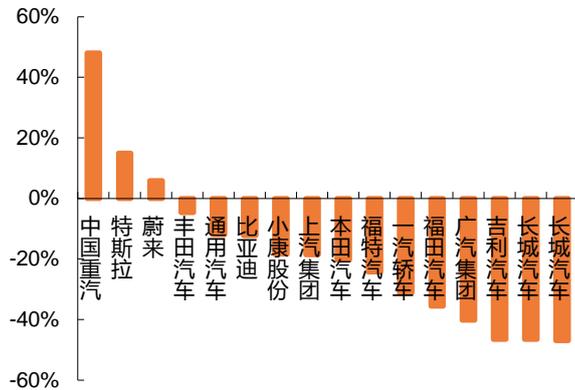
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 零部件企业年初以来涨跌幅，仅潍柴与星宇实现上涨



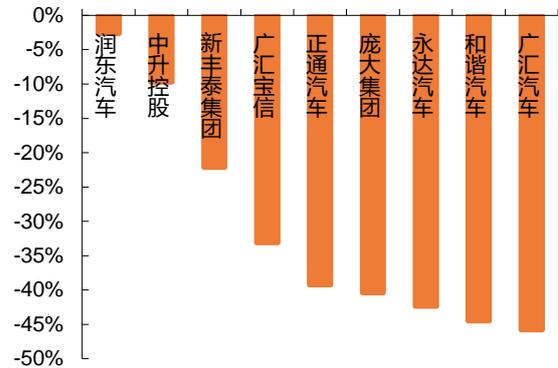
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 年初以来重汽香港涨幅较高



资料来源: WIND, 平安证券研究所

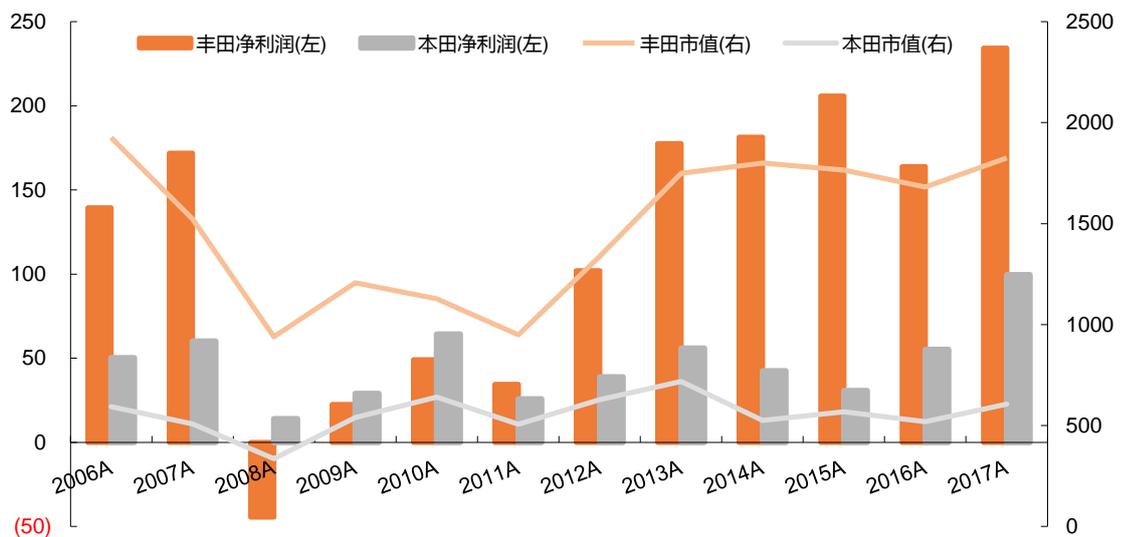
图表5 经销商年初以来涨跌幅, 润东和中升跌幅较小



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 潍柴动力、广汽集团、长城汽车、中国重汽均为港股股价, 比亚迪为 A 股股价, 丰田、本田为日股, 通用、福特、特斯拉、蔚来汽车为美股。

图表6 丰田与本田历年市值变动基本与净利润表现一致 单位: 亿美元



资料来源: WIND, 公司公告, 平安证券研究所

图表7 国内汽车企业估值普遍处于历史低位, 且低于国外巨头

	PE(TTM)	最新	5年最高	5年最低	5年平均
宇通客车	10.8	21.8	8.9	13.8	
潍柴动力	7.4	28.3	4.6	15.3	
威孚高科	6.9	29.3	10.2	18.9	
康明斯	23.6	21.1	8.7	15.8	
吉利汽车	9.3	34.4	6.8	15.5	
上汽集团	7.9	13.0	5.5	8.2	
广汽集团	6.4	63.4	7.1	17.2	
丰田汽车	8.0	27.3	6.6	11.6	
本田汽车	5.0	21.0	6.0	13.3	

资料来源: WIND, 平安证券研究所

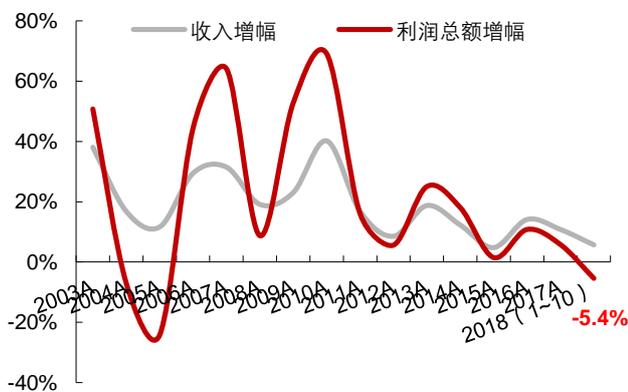
1.2 汽车业探底，库存高企，盈利下行

行业处周期性底部：2018年1~10月汽车销量同比下降0.1%，行业进入周期性低谷期，北汽银翔、东风汽车、长安汽车、长安福特为主要下滑企业。

行业库存处于高位：2018年11月份汽车经销商库存预警指数为75%，库存预警指数位于警戒线之上，整体市场低迷，消费者观望情绪浓厚。长安、比亚迪、吉利、江淮等自主品牌和长安福特、别克、北京现代等合资品牌库存均超过2个月。

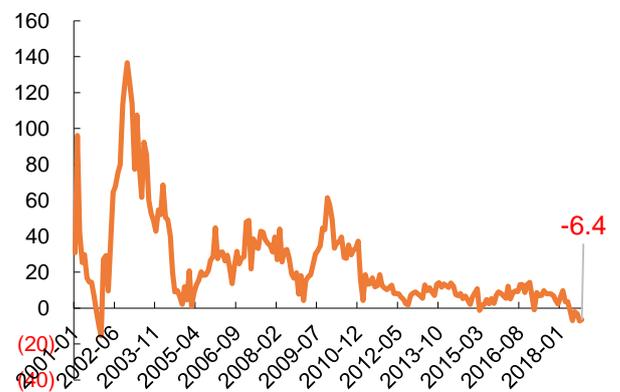
行业整体收入与利润低迷：2018年1~10月汽车全行业利润总额同比下降5.4%，汽车零售额同比增幅已连续6个月为负，行业整体盈利下行。车企利润恶化：车企降价保份额，行业终端优惠指数持续提升，多家车企3Q18单季扣非后不盈利或大幅亏损。

图表8 汽车全行业销量、收入、利润增速下行



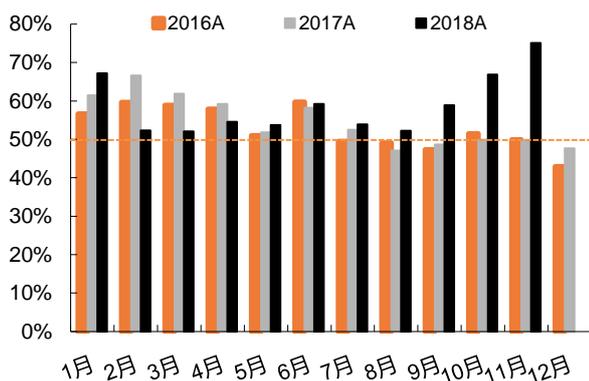
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表9 汽车零售额当月同比增幅连续6个月为负



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表10 经销商库存预警指数高企



资料来源：国家统计局，中国汽车流通协会，平安证券研究所

图表11 乘用车市场终端优惠额度持续提升 单位：万元



资料来源：中国汽车流通协会，平安证券研究所

注：1) 库存预警指数：根据 PMI 编制的原理，库存预警指数采用扩展指数的编制方法，以 50% 作为荣枯线。50% 以下均处于合理范围。库存预警指数越高，反应出市场的需求越低，库存压力越大，经营压力和风险越大。2) 乘用车终端优惠额度：车型选取的是每季度月平均销量大于 3000 辆的市场主流产品进行跟踪，以车型优惠幅度为基础，各车型销量作为权重，结果反映终端市场优惠变化额度。

1.3 行业变革之年

纵观我国汽车业发展史，政策之手一直对产业起着举足轻重的作用。2018 年我国汽车业政策频出，对未来我国汽车业发展将产生深远影响，总体而言，政策将促使汽车行业向高质量发展阶段转变。

2018 年 5 月，发改委发布《汽车产业投资管理规定(征求意见稿)》，旨在完善汽车产业投资项目准入标准，加强事中事后监管，规范市场主体投资行为，引导社会资本合理投向，防范盲目建设与无序发展。严格控制新增传统燃油汽车产能，积极推动新能源汽车健康有序发展，着力构建智能汽车创新发展体系。

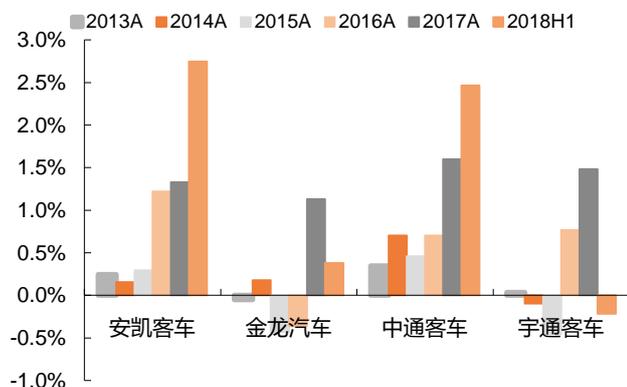
图表12 近期汽车行业重大政策

时间	政策	政策要点及影响
201804	工信部《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分执行管理办法》正式实施	油耗积分(CAFC)比例和新能源汽车积分(NEV)比例分别从2018年和2019年开始设定。2019年度、2020年度，新能源汽车积分比例要求与征求意见稿一致，分别为10%、12%，19年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转一年。
201804	发改委宣布汽车行业将分类实行过渡期开放	2018年取消专用车、新能源车外资股比限制，2020年取消商用车外资股比限制，2022年取消乘用车外资股比限制
201805	发改委发布《汽车产业投资管理规定(征求意见稿)》	禁止设立燃油车企，限制燃油车产能，提高新能源车项目和零部件项目各环节门槛，鼓励投资节能、智能等领域零部件，促进产业向优势地区集中。
201806	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)》	国六a将于2019年7月1日对燃气车辆实施，2020年7月1日对城市车辆(城市公交车、环卫车、邮政车等)实施，2021年7月1日对所有车辆实施；国六b将于2021年1月1日对燃气车辆实施，2023年7月1日对所有车辆全面实施。造成部分乘用车客户持币观望，低端车成本压力增大，或将造车重卡需求提前释放。
201807	国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	2020年底前京津冀等地区淘汰国三以下中、重型柴油货车100万辆以上，目前全国范围内国三重卡保有量估计在280~300万辆区间。换购需求将对重卡销量形成支撑。

资料来源：工信部，发改委，财政部，平安证券研究所

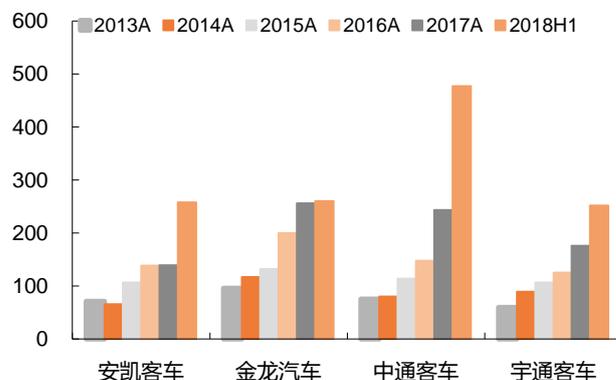
补贴退坡，双积分实施，新能源发展由市场驱动，加速低端产能淘汰：新能源补贴政策极大地促进了我国新能源汽车的发展，但客观上增加了企业的应收账款和做保付代理产生的财务费用。工信部《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分分开行管理办法》具体包括双积分政策正式实施，并规定2019年度、2020年度新能源汽车积分比例要求分别为10%、12%。从历年补贴标准看，补贴退坡将是大势所趋，预计2019年新能源补贴仍将大幅退坡。长期来看，双积分政策有利于维持汽车企业新能源产品的研发，加速汽车企业转型新能源，使新能源汽车发展由政策驱动转向市场驱动。

图表13 新能源补贴造成客车企业财务费用率高企



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 客车企业应收账款周转天数提高 单位：天



资料来源：公司公告，平安证券研究所

合资股比限制放开，行业进入全面开放时代。2018年4月，发改委宣布汽车行业将分类实行过渡期开放。之后特斯拉宣布在华建厂，成为新能源汽车合资企业股比限制正式放开后首家外商独资车企，国内新能源汽车自主独大的局面将被打破。宝马集团将增持华晨宝马股份，成为国内首家获得合资车企控股权的外方股东，未来宝马将引进更多车型国产，在华战略更加激进。大众打造MEB平台战略转向新能源，计划2020年在华推出30多款新车型，交付约40万辆新能源汽车。丰田汽车投产最新TNGA平台，实现传统与新能源车全面布局。

开放时代催生更多市场化合作。更加开放的政策将进一步激发我国汽车市场的活力，为消费者带来更丰富的汽车产品。短期来看，实力较强的合资中方仍能维持股比稳定，长期来看，未来行政手段在合资实业体的影响不可逆地弱化，合资合作走向自愿互利，在纵向产业链上，宁德时代与上汽、广汽成立合资企业，与宝马战略合作，爱信与吉利等主机厂合作生产变速箱。

主机厂之间展开横向合作，把握核心环节实现优势互补：福特与大众达成战略合作，将共同研发自动驾驶技术；长城与宝马合资国产电动MINI，江淮与大众合资布局廉价电动车，江淮为蔚来汽车代工各取所需。更开放的时代同样意味着优胜劣汰的加剧，铃木等外资品牌无法适应国内汽车消费趋势的变迁，则被迫退出中国市场。

车企积极从制造商转型为出行服务商，以期在新能源、智能化、共享化方面不弱于人：2018年宝马分别收购北美停车应用服务商和汽车分享服务商，后与奔驰合并双方出行服务；丰田与Uber和亚马逊合作共享出行与自动驾驶技术；下半年以来通用、福特先后大规模裁员，以集中资源转型新能源与自动驾驶。国内各主机厂也成立出行服务公司，积极向服务商转型。

造车新势力持续推进：在新能源浪潮下，特斯拉的逆袭激励了一大批新兴的造车企业，也促进了中国造车新势力的崛起，截止目前我国造车新势力品牌已超过49个，创始人与投资方来自传统车企、互联网企业以及各行各业。其中蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车、拜腾汽车等在资本、资质（或代工）、品牌和产品设计、量产准备等各方面逐步积累并取得进展，2018年蔚来汽车在美上市，成为我国造车新势力第一股，并在年内实现产量超1万辆，造车新势力或将给行业未来格局带来变数。

图表15 国外车企及造车新势力加速布局新能源，转型出行服务提供商

整车企业	发展战略/投资方向
大众汽车	打造MEB平台，未来全面转向新能源，逐步减少燃油车投入。
丰田汽车	丰田在全球投产TNGA燃油车平台，实现燃油车、混动、纯电全面布局。
宝马	与长城合资成立光束汽车，将国产MINI新能源。宝马集团扩大华晨宝马股比，成为国内首家获得合资车企控股权的外方股东，在华战略更加激进。
通用和福特	大规模裁员，集中资源转型新能源与自动驾驶。
特斯拉	成为我国首家外商独资的汽车企业，将于上海建设特斯拉超级工厂。三季度Model3在美销量超过同级别豪华品牌之和，并实现季度扭亏，市值超过通用、福特等传统巨头。
蔚来汽车	蔚来在美上市，成为我国造车新势力上市第一股，并在年内实现产量超1万辆，未来将给行业格局带来变数。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

国六法规即将实施，提高乘用车与商用车行业技术门槛。乘用车与商用车的国六排放法规将自2019年起分地区分阶段实施，导致部分乘用车客户持币观望，等待国五车降价清库。此外，法规升级将导致乘用车低端车型成本压力上升，加速优胜劣汰与产品升级；商用车单车价值量上升，附加值继续向关键产业链节点聚集。

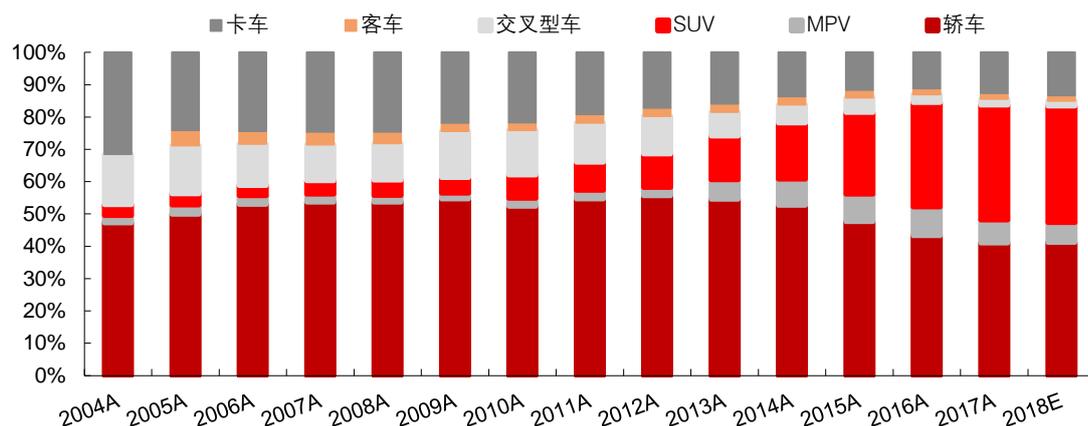
1.4 行业销量结构变迁、SUV 进入降速提质阶段

SUV 仍为乘用车主要增量来源，优胜劣汰趋势明显。在我国汽车消费升级过程中自主凭借 SUV 十万以下合资空档推出大量产品迅速提高份额，随着该领域消费者的继续升级及合资车企 SUV 供给日渐丰富，自主 SUV 内部优胜劣汰，大量低端产品弱势品牌被淘汰出局，部分消费升级需求转向合资品牌，自主 SUV 份额于 2017 达到高点后开始下滑。

我国轿车发展历时相对较长，格局更为成熟，至今鲜有自主品牌站稳脚跟。吉利汽车为自主品牌中少数实现 SUV 与轿车“两条腿走路”的车企，帝豪 GL 与远景两款轿车 2018 年前三季度销量突破 11 万辆。但总体而言，自主品牌在轿车领域的研发规划远不及 SUV 领域，未来如何开拓轿车领域将成为自主品牌发展的关键。

交叉型车将逐步退出历史舞台。入世初期，微型面包车凭借低廉的价格和充足的空间，市场份额一度超过 20%，在汽车下乡及购置税减半的双重刺激下，交叉型车历史上年销量高达 250 万台，但随着经济水平提升，交叉型乘用车已连续 8 年销量下滑至 2018 年萎缩至 40 万台左右。乘用车内部偏货运的部分，如交叉型车、MPV 的一部分在逐步退出历史舞台，这部分需求逐步被其它车型类别替代，或产品转向商务风格 MPV（如比亚迪的宋 MAX、别克 GL8、传祺 GM8）。

图表16 汽车业销量结构变迁、SUV 进入降速提质阶段



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表17 汽车销量净增量构成 (分子行业) 单位: 万辆

年份	轿车	MPV	SUV	交叉型乘用车	客车	货车
2009A	57%	1%	5%	21%	1%	16%
2010A	46%	4%	15%	12%	2%	20%
2011A	142%	12%	62%	-53%	10%	-69%
2012A	78%	-1%	51%	0%	2%	-30%
2013A	47%	30%	37%	-24%	2%	7%
2014A	24%	40%	72%	-19%	3%	-21%
2015A	-59%	17%	193%	-21%	0%	-30%
2016A	13%	12%	81%	-11%	-2%	8%
2017A	-29%	-41%	133%	-18%	-2%	57%
2018(1~10)净增量	-0.4	-23.2	12.4	-8.7	-2.5	16.8

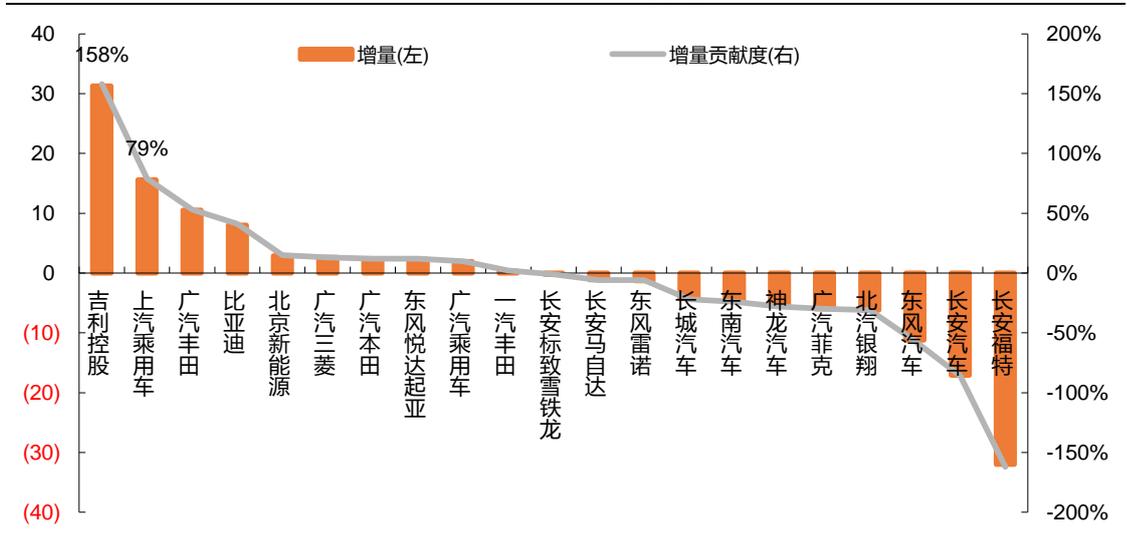
资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

1.5 品牌分化加剧：日系份额回归、自主龙头崛起

2018年品牌之间、车企之间分化加剧。乘用车增量主要由吉利、上汽自主、广汽丰田、比亚迪等企业贡献。显示高端自主品牌及日系车、新能源车强劲增长，而美系车、低端自主品牌下滑剧烈。

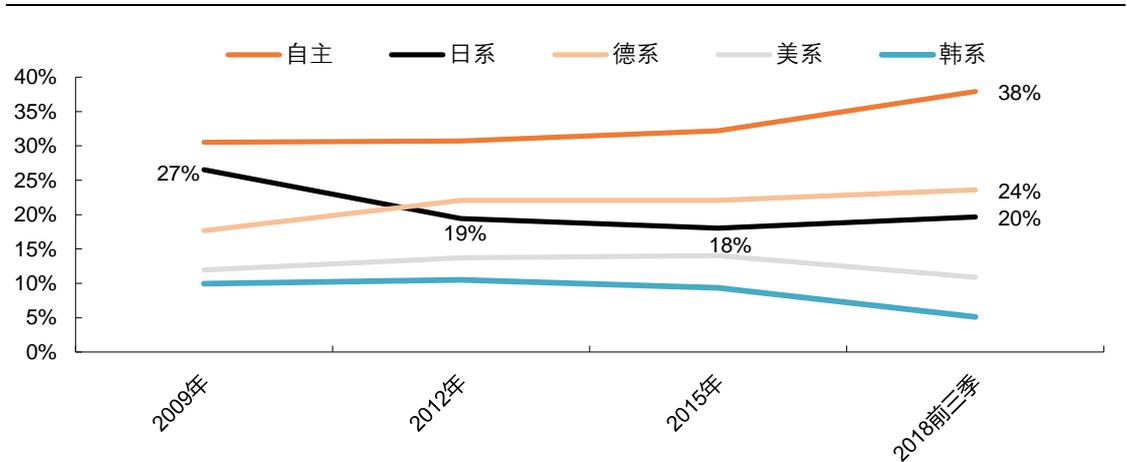
近10年来，在轿车+SUV领域，日系份额曾经高达31%，居于我国各国别车系首位，但2009年之后我国几轮购置税优惠政策鼓励小型车，加之德系大推涡轮增压契合我国排放检测体系，德系份额上升势头迅猛，自主凭借低端SUV蓝海高歌猛进，日系份额逐渐被蚕食，并于2012年钓鱼岛事件后份额跌至谷底。近年来日系在华陆续发布规划导入新车型与新平台技术，从2017年开始表现出较好的增长势头。2018年上半年，广汽丰田在第八代凯美瑞、新款汉兰达等主力车型更新换代的情况下在终端保持高景气度，9月上市的全新SUV CHR进一步打开丰田在小型SUV市场的布局；本田上半年虽然爆出“机油门”事件，但事后积极的补救措施以及第十代雅阁在终端市场的强势表现给本田的销量形成有效支撑。从2017年开始日产、丰田及本田纷纷在国内布局扩产计划，为持续导入新车型并发力国内新能源汽车市场做好充分准备。

图表18 2018年1-10月乘用车增量结构（分企业） 单位：万辆



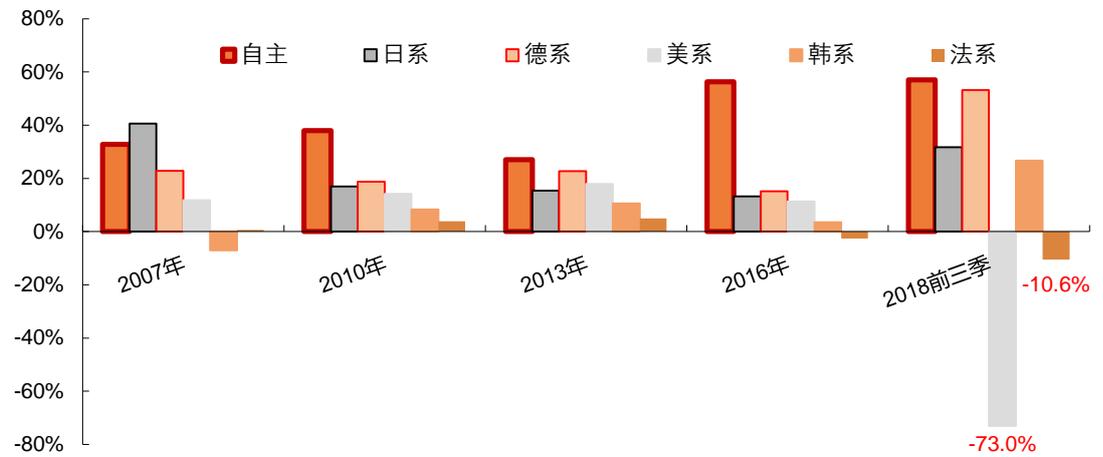
资料来源:中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表19 日系在我国轿车+SUV领域份额回归趋势明显



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表20 2018年轿车+SUV净增量主要由自主、德系、日系贡献，美/法系负贡献大

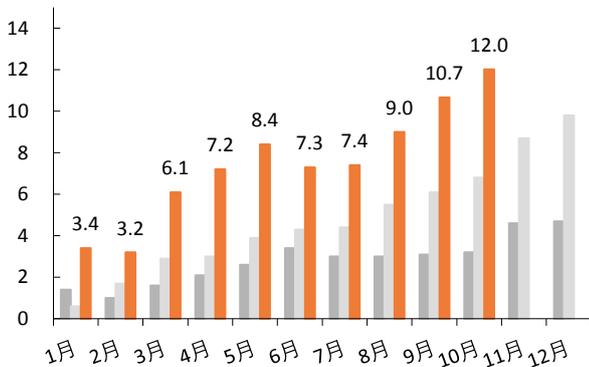


资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

1.6 新能源乘用车高增长，车型逐步高端化

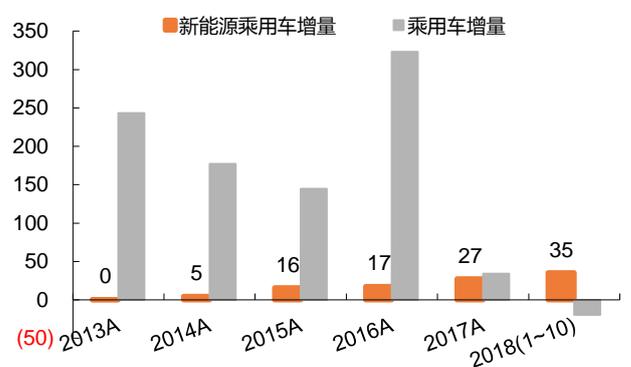
2018年1~10月，新能源汽车销量86万辆，同比大幅上涨75.6%，其中新能源乘用车销量74.6万辆，同比增长90%。新能源乘用车对乘用车销量增长的贡献度持续高涨，2017年贡献度达80%，2018年1~10月，乘用车销量净减少19万辆，而新能源乘用车销量净增加35万辆，成为我国乘用车增长的主要动能之一。

图表21 新能源乘用车月度销量 单位：万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表22 新能源乘用车增量贡献持续提升 单位：万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

新能源乘用车车型呈现逐步高端化的特征。由于新能源补贴政策更加趋向于高能量密度与高续航产品，2017年以来，随着行业竞争加剧，我国新能源乘用车市场呈现出显著的高端化趋势。

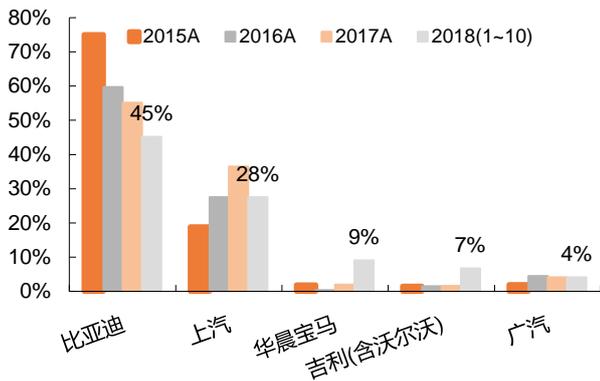
工信部公告的新能源乘用车目录中，能量密度大于140 kWh/kg的车型占比从2017年的7%大幅提升至2018年的61%，续航里程大于300km的车型占比从2017年的17%大幅提升至42%。

根据乘联会统计，2017年纯电动乘用车主力产品车长为2.7米左右，到2018年逐渐提升到3.5米，而2018年第12批推广目录中，主力车型长度已达到4.3~4.6米，车型逐步由A00级过渡到A级中型车。

新车型在动力性、经济性、安全性以及舒适性上均有大幅提升，高端化趋势显著，未来新能源车车型结构或将与传统燃油车相同。

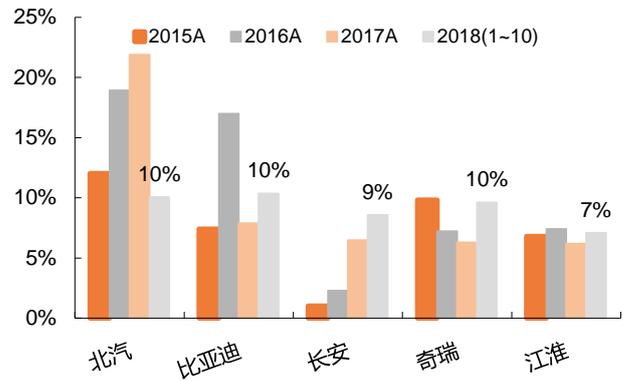
目前新能源乘用车市场格局较稳定。插混领域，前五家企业合计市占率在 90% 以上，其中比亚迪和上汽乘用车领先优势显著，纯电领域前五家企业合计市占率在 50% 左右，未来随着特斯拉国产，以及大众、通用、丰田等外资品牌加快导入新能源产品，国内新能源汽车自主独大的局面或将打破。

图表23 插混乘用车销量前五车企市占率



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表24 纯电乘用车销量前五车企市占率



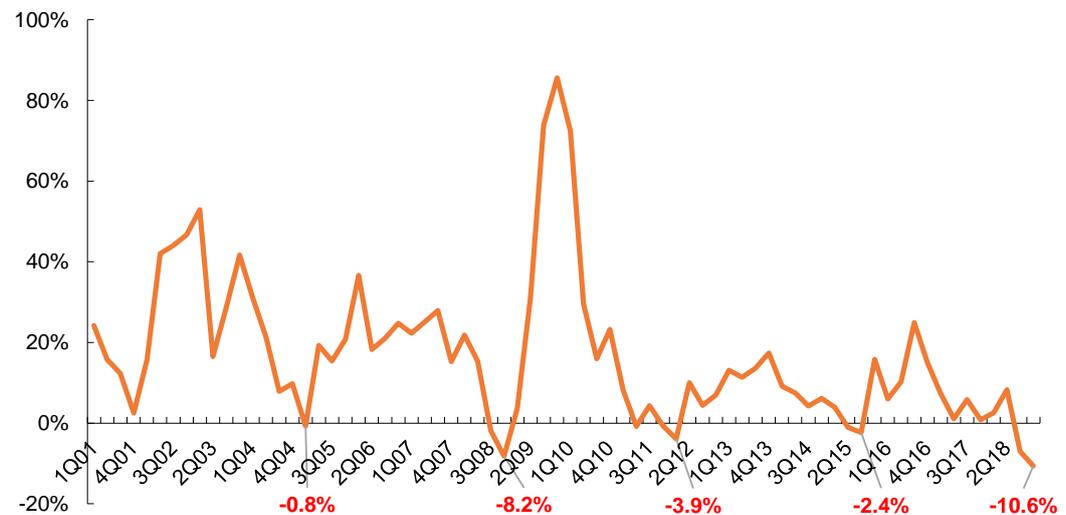
资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

二、 展望 2019：行业正处谷底、长期增长空间仍大

2.1 短周期判断：4Q18 处周期谷底、2019 边际改善

由于汽车制造业显著的规模效应，汽车业利润相对于行业销量呈高弹性。随汽车销量基数提高，振幅逐渐减小，但各谷底间隔一般在 12-14 个季度，估计 4Q18 销量降幅为 11%，距离 3Q15 已 13 个季度，我们认为 4Q18 大幅下滑有多重短期负面因素交织，不会是常态，预计行业在 1-2 个季度内谷底回升，边际改善。

图表25 历次汽车业季度销量增幅谷底间距 12-14 个季度



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

我们预测 2019 年为边际改善之年,私人购车需求韧性相对较足,SUV 依然是汽车业增量主要来源。按中汽协口径,预测 2019 年汽车业销量为 2881 万辆(同比增 2%),2018 年销量同比下降 2.2%。

其中 2019 年乘用车销量为 2473 万辆(同比增 3%),2018 年销量同比下降 2.8%。2019 年轿车销量规模基本持平,SUV 销量同比增 8.9%,交叉型车及 MPV 规模继续萎缩。

2019 年商用车销量为 407 万台(同比降 3.7%),2018 年销量同比增 1.7%,其中重卡销量同比下降 12.9%为 98 万台。

预测 2019 年新能源汽车销量为 160 万台(同比增 45%),其中新能源乘用车 134.5 万台(同比增 50%),新能源商用车销量为 25.5 万台(同比增 24%)。

按中客网口径,预测 2019 年客车销量为 240993 台(同比下降 5%),其中座位客车、校车、公交客车分别为 113267、16870、91577 台。预测 2019 年新能源客车销量为 10 万台(与 2018 年持平),其中座位客车、校车、公交客车分别为 5050、50、90000 台。

图表26 预测 2019 年全年汽车销量 单位:万辆

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
汽车总计	2460	2803	2888	2825	2881
增速	4.7%	13.9%	3.0%	-2.2%	2.0%
乘用车总计	2115	2438	2472	2402	2473
增速	7.3%	15.3%	1.4%	-2.8%	3.0%
轿车	1172	1215	1185	1164	1162
增速	-5.3%	3.7%	-2.5%	-1.7%	-0.2%
MPV	211	250	207	175	163
增速	10.1%	18.5%	-17.0%	-18.6%	-7.4%
SUV	622	905	1025	1019	1119
增速	52.5%	45.5%	13.3%	-0.6%	8.9%
交叉型	110	68	55	44	30
增速	-17.5%	-37.8%	-20.0%	-25.5%	-45.3%
商用车总计	345	365	416	423	407
增速	-9.0%	5.8%	13.9%	1.7%	-3.7%
客车	60	54	53	47	47
卡车	286	311	363	376	360
重卡	55	73	112	113	98
增速	-26.0%	33.1%	52.4%	1.1%	-12.9%

资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表27 新能源汽车销量预测 单位:万辆

类别	2017A	2018E	2019E
新能源汽车	81.0	110.0	160.0
新能源乘用车	55.2	89.5	134.5
新能源商用车	25.8	20.5	25.5
其中:客车	10.5	10.5	10.5
专用车	0.8	0.6	0.8

资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表28 客车及新能源客车销量预测 单位：辆

	客车	2017A	2018E	2019E	新能源客车	2017A	2018E	2019E
分用途	总销量	281863	253677	240993	总销量	111989	100000	100000
	座位客车	128759	121449	113267	座位客车	11410	5201	5050
	校车	21118	20455	16870	校车	1	50	50
	公交客车	99641	91324	91577	公交客车	75991	89740	90000
	卧铺与其他	32345	20449	19279	卧铺与其他	24587	5009	4900
分长度	大	95456	84409	110857	大	51738	53886	55000
	中	72432	67338	40969	中	33746	36908	38000
	轻	113975	101930	89167	轻	26505	9206	7000

资料来源：中客网，平安证券研究所

2.2 长周期判断：国内汽车销量增长空间仍大

2.2.1 国内汽车销量长期增长空间仍然巨大

中国的汽车工业仍在成长期，以汽车行业合资股比放开政策为标志，2018年将是开放元年，未来激烈的竞争在所难免，但汽车需求的体量仍在，保有量仍在增长。

日本在经济放缓、人口老龄化与行业低迷状态下千人保有量仍稳步提升。从人口年龄结构看，2017年我国65岁以上人口占比11%，约为日本1990年水平，1990年同样是日本经济增速换挡，经历“失去的二十年”的开端，此后25年，日本65岁以上人口占比达到27%，而千人汽车保有量则增加了超过140辆，可见经济增速放缓与人口老龄化并不一定会改变汽车普及率提升的趋势，人均寿命提升也客观上增加了成年人口数量与占比，从而提升了千人汽车保有量，预计未来25年我国人口老龄化与千人汽车保有量将同时提升。

改革开放以来，我国城市化率进入快速增长通道，2018年我国城市化率达到58%，但距离美德日韩等发达国家80%的中枢值还有较大差距，城市化率提升的潜力同样孕育了汽车行业巨大的增长空间。

目前我国汽车保有量2.4亿辆，千人汽车保有量168台，总体而言仍属年轻的汽车消费市场。在人均GDP到1万美元时，日本、韩国的千人汽车保有量约200辆。中国千人保有量达200台时我国汽车保有量预计达2.8亿台，假定届时我国汽车更新周期增加到8年，不考虑出口市场，则中短期我国汽车年产销规模估计在3500万台左右，乘用车年产销规模在3100万辆上下。

在城市化率提高、人均收入水平提高等因素影响下我国汽车千人保有量有达到400台的潜力，届时更新周期将拉长至11年以上，则年均销售规模应在四五万台。

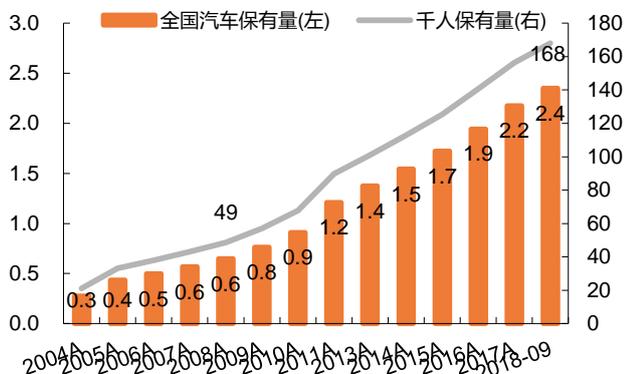
目前中国仍是全球汽车发展最快未来最具潜力的地方，放长看，汽车强国必将走向海外，占领全球市场，考虑海外拓展，我国汽车工业发展空间更大。

图表29 中长期看我国汽车工业仍有很大增长空间

千人保有量(辆)	人口(亿)	保有量(亿辆)	换车周期(年)	年销量(万辆)
目前水平: 168		2.35		
200	14	2.8	8	3500
300	14	4.2	10.5	4000
400	14	5.6	11.2	5000

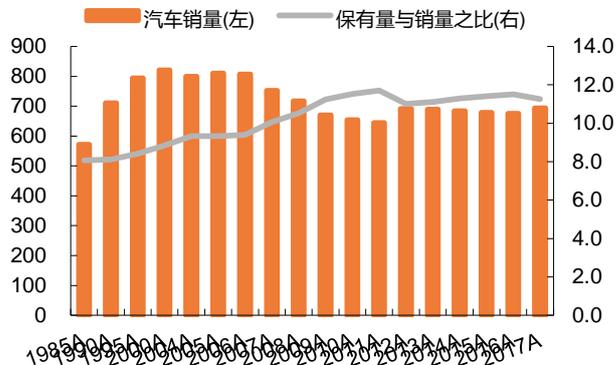
资料来源：平安证券研究所

图表30 中国汽车保有量与千人保有量稳步提升 单位: 亿辆, 辆



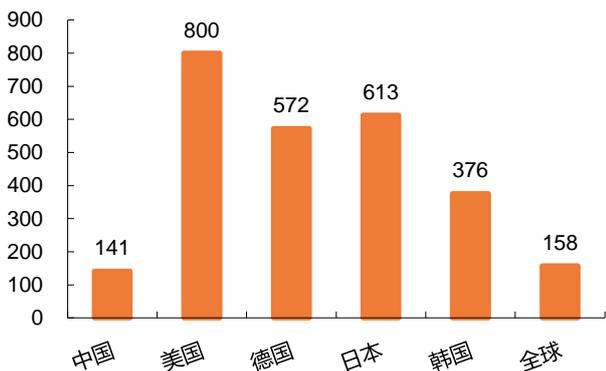
资料来源: 公安部、统计局、平安证券研究所

图表31 日本汽车销量和保有量与销量之比 单位: 万辆



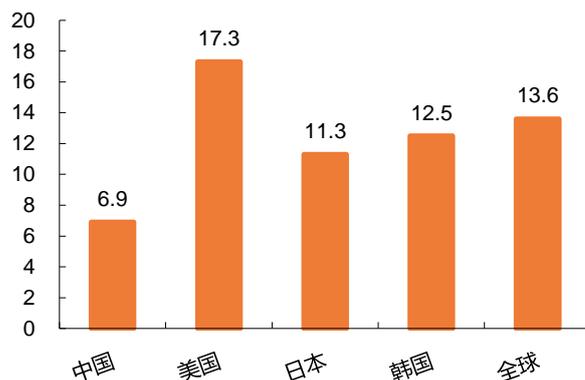
资料来源: 中国汽车工业年鉴、平安证券研究所

图表32 2016年各国千人汽车保有量 单位: 辆



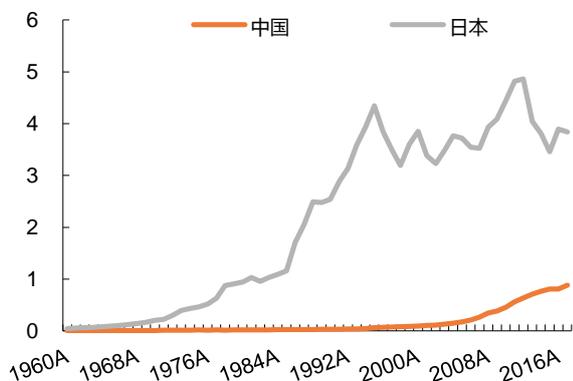
资料来源: 中国汽车工业年鉴、平安证券研究所

图表33 2017年各国汽车保有量与销量之比



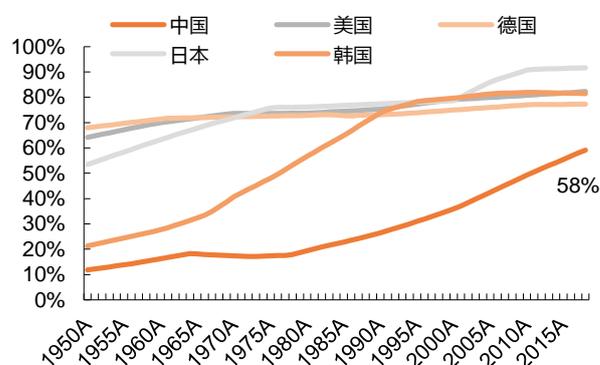
资料来源: 中国汽车工业年鉴、平安证券研究所

图表34 中日人均GDP仍有较大差距 单位: 万美元



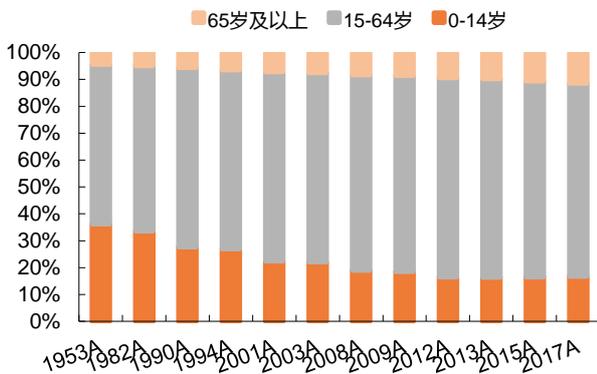
资料来源: 中国汽车工业年鉴、平安证券研究所

图表35 我国城市化率相比发达国家仍有较大提升空间



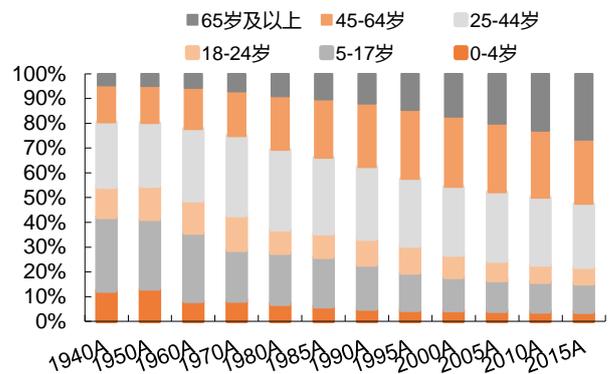
资料来源: 联合国、平安证券研究所

图36 中国人口年龄结构接近日本 1990 年水平



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

图37 日本人口年龄结构老龄化加深

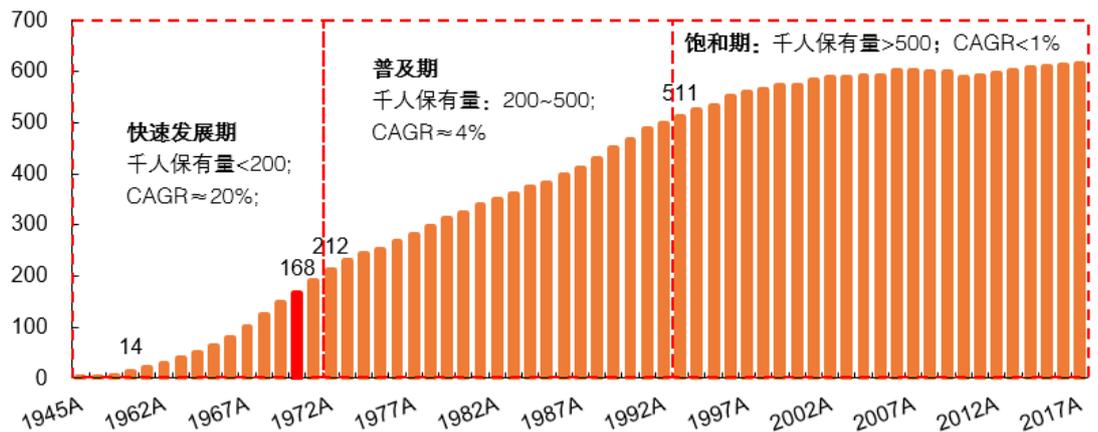


资料来源:日本统计局、平安证券研究所

2.2.2 未来我国汽车销量增速中枢将在 3%~5%

千人保有量达 200 台为汽车销量增速中枢换挡的关键期,未来我国汽车销量增速中枢将在 3%~5%。过去 20 年我国汽车行业处于快速发展期,汽车千人保有量从 21 辆提升至 168 辆,与日本乘用车行业类比,其在 1960-1970 年期间千人保有量从 14 提升至 168 辆。日本汽车千人保有量达到 200 辆临界值之后,销量增速中枢从 20%下滑至 4%,我们认为千人保有量达到 200 辆代表着消费人群从首次购车向二次购车的转变,由增量变为存量替换,未来十年中国销量增速大概率也会演化日本的销量进程,销量中枢大概率下滑至 5%以下。

图38 日本汽车千人保有量 单位:辆

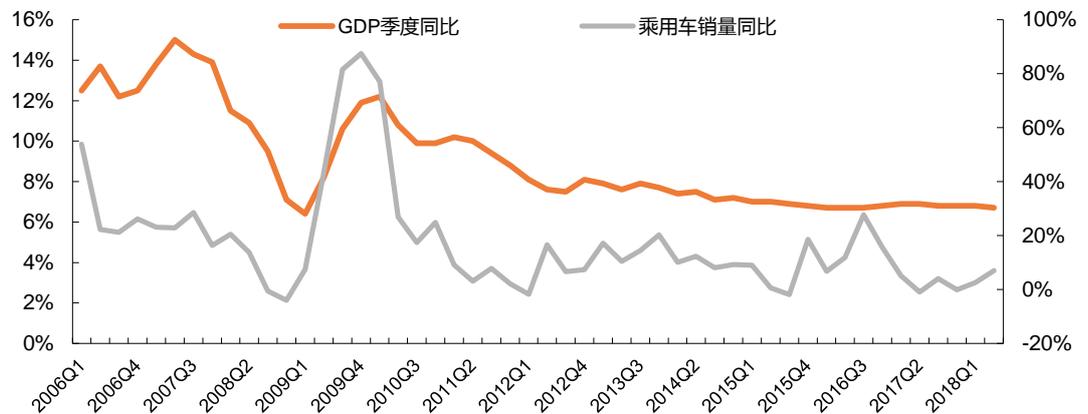


资料来源:日本自动车工业协会、平安证券研究所

GDP 增速下台阶,影响乘用车增速中枢。乘用车销量增速一般领先 GDP 指标 1 个季度,2015 年之后国内 GDP 指标存在平滑因素,两者波动关联性减弱。

我们认为 GDP 增速预计在未来 5 年时间将会下一个台阶到 4-6%,而在这期间作为经济周期的先行指标,乘用车销量增速相比 2015-2018 年(季度增速水平为 7-15%)也将会下一个台阶(不考虑 2016 年购置税优惠政策刺激),预计增速水平会在 3-5%之间低位震荡。

图表39 GDP与乘用车销量增速



资料来源:公安部、统计局,平安证券研究所

2.2.3 未来我国乘用车市场集中度将显著提升

全球汽车市场按照自主与外资品牌的相对强弱可以分为四类:

- 1) 日本、韩国、德国和部分欧洲国家汽车工业发达而本国市场相对较小,其汽车市场基本由本土品牌占领,国外品牌存在感弱。
- 2) 美国市场巨大且开放,本土车企实力较强占据主导地位,跨国车企如丰田、本田通过深耕北美市场也能获得较高的份额。
- 3) 印度、中国、俄罗斯等国家本土汽车工业较弱,外资品牌占比过半,自主品牌在政策扶持下发展并取得一定市场份额,但产品偏低端。
- 4) 加拿大、澳大利亚、巴西等其他国家,基本没有本土汽车工业,市场完全由外资品牌主导,美洲、欧洲、亚洲的大型跨国车企均能抢占一定份额。

目前我国乘用车市场集中度仍低于其他主要汽车市场。我国销量前五乘用车企(上汽大众、上汽通用、一汽大众、上通五菱、吉利汽车)合计市占率仅37%,参考北美、日韩、欧洲,我国汽车产业集中度存在极大提升空间,散乱局面亟待改善。

未来自主乘用车企或只有少数能存活并做大做强。根据中汽协统计,2017年我国110家独立汽车法人企业中,产销量200万辆以上的1家,100—200万辆的6家,10—50万辆34家,10万辆以下的高达69家。从地区分布看,除了青海西藏,中国内陆几乎每个省都有至少一个自主汽车主机厂。随着合资股比限制放开,未来自主品牌头部企业与外资品牌间的竞争与合作将更加开放,或将加速行业整合,淘汰弱势企业,助力龙头份额提升。

经过长期的兼并整合之后,未来我国自主乘用车企或将只有3到5家车企得以存活。预计行业前五集中度将从目前的37%大幅提升至美、日、德的70%左右。已具备规模优势,拥有电动化、智能化积累,并实现高端突破的自主车企如上汽集团、广汽集团、吉利汽车等有望成长为比肩丰田、大众的巨头,千万销量、万亿营收可期。

图表40 各国 2017 年销量前五乘用车企市占率

美国		加拿大		印度		德国		中国	
通用	17%	福特	15%	铃木/玛鲁蒂	40%	大众	35%	上汽大众	8%
福特	15%	通用	15%	现代	13%	宝马	9%	上汽通用	8%
丰田	14%	FCA	12%	塔塔	13%	奔驰	9%	一汽大众	8%
FCA	13%	丰田	10%	马亨德拉	11%	欧宝(PSA)	7%	上通五菱	8%
本田	9%	现代	10%	本田	4%	福特	6%	吉利	5%
合计	67%	合计	62%	合计	82%	合计	67%	合计	37%

资料来源: 各国汽车工业协会, 平安证券研究所

三、 日系迎来黄金发展期、在华份额强势回归

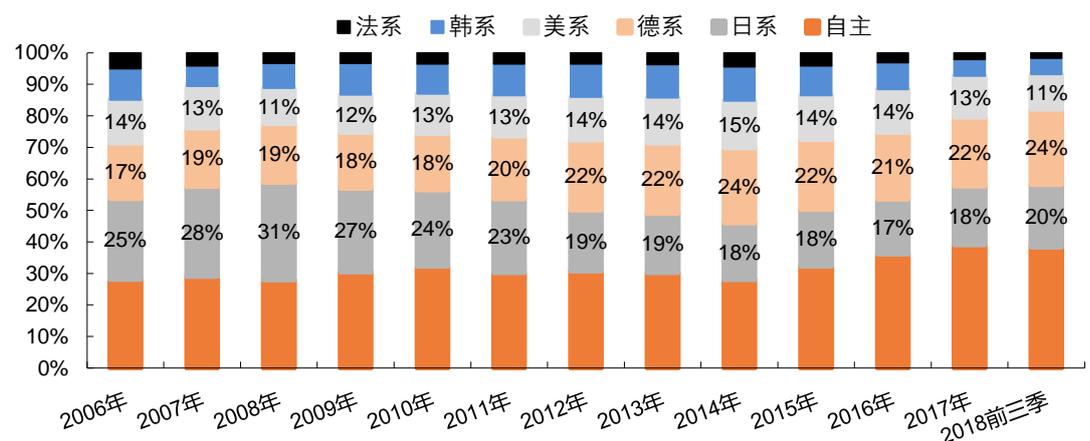
日系崛起具备其自身产业、历史背景：全球油耗、排放法规检测标准变动，致技术路径将从小排量涡轮增压转向混动，日系引领未来五年燃油车技术路线，同时叠加新平台周期，2019 年其品牌份额有望提升，预计德系、美系将保持稳定，韩系、自主份额会下滑。

3.1 政策法规+车型引进奠定德美系崛起基础

3.1.1 中欧政策法规体系推动德系崛起

日系车在华乘用车市占率曾超过自主及德系居首位，但自 2012 年中日钓鱼岛事件后，日系品牌力受损，外方在华投资步伐减慢，日系三大品牌也减少在华投资力度；德系、美系份额借此机会得到提升。

图表41 日/美/德系在我国轿车+SUV 领域市占率变化



资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

汽车由于具备能源和环保属性，属于政策强监管行业，区域性的政策法规关系到汽车最核心零部件动力总成，法规与车企契合度极大影响企业在当地的市场份额，本土厂商与法规最为契合，而由于中欧政策法规的强关联度，德系在过去十年享受的是基本等同于本土厂商的待遇。

国内欧系法规的采用，使以德系为首的小排量涡轮增压技术路线引领国内市场。我国汽车尾气排放法规起步较晚、水平较低。国际上汽车排放法规主要分为欧洲、美国以及日本三大体系，欧洲从 1996 年开始沿用最新一套的测试法规和 NEDC 流程体系，其中小排量涡轮增压技术在 NEDC 体系下油耗、排放的表现相比日系的自然吸气技术更加优越，自此，欧洲渐渐确定了以小排量涡轮增压为主的汽油机+柴油机技术路线。而我国自 2001 年开始采用欧洲排放油耗标准和体系，小排量涡轮增压也是最适合我国政策法规的技术路径，小排量涡轮增压技术逐渐崛起，德系车企作为引领者，从中受益并且市场份额得以提高。

2009 年以大众为首掀起的小排量涡轮增压技术风潮引领了国内近十年的动力总成发展方向，而作为技术浪潮的掀起者，德系迎来了近十年的黄金发展期。

图表42 乘用车排放标准历史沿革

国内排放标准	实施时间	欧洲排放标准	实施时间
国一	2001 年	欧二	1996 年
国二	2004 年	欧三	2000 年
国三	2007 年	欧四	2005 年
国四	2013 年	欧五	2008 年
国五	2017 年	欧六	2013 年
国六	2020 年		

资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

我国两轮购置税刺激政策刺激小排量车型的增长。2009、2015 年国内先后两次实施 1.6L 以下小排量购置税减半政策极大利好了小排量车型份额的提升，使用小排量涡轮增压技术的企业也相应受益，而大排量自然吸气技术的企业份额则相对受损。

图表43 乘用车购置税历史沿革

时间	购置税标准
1985 年	制定购置税征收标准
2008 年	2009 年对 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税减按 5%征收车辆购置税
2009 年	将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减征后按 7.5%征收
2010 年	对 1.6 升及以下排量乘用车减按 7.5%的税率征收车辆购置税的政策于 2010 年 12 月 31 日到期后停止执行，自 2011 年 1 月 1 日起，对 1.6 升及以下排量乘用车统一按 10%的税率征收车辆购置税
2014 年	对纯电动、插电式混合动力、燃料电池三类新能源汽车免征车辆购置税
2015 年	2015 年 10 月至 2016 年 12 月对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%的税率免征车辆购置税
2016 年	2017 年对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 7.5%的税率免征车辆购置税
2018 年	汽车购置税恢复至 10%的税率

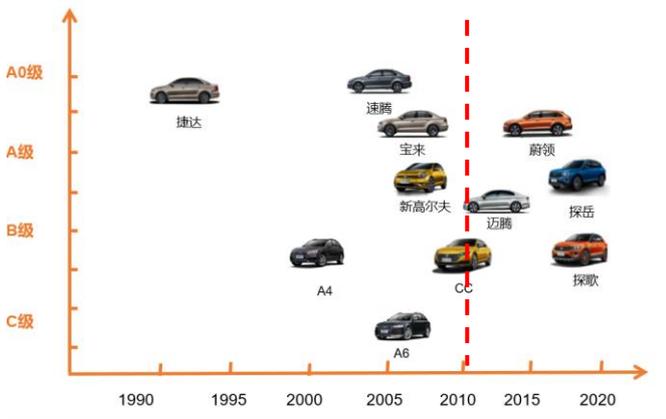
资料来源: 财政部, 平安证券研究所

3.1.2 德美系借三种路径提高市场份额

德系主要借助三种路径提高市场份额，第一引进海外车型国产化，第二两家合资车企一车双投（比如迈腾、帕萨特），第三提供特供车型（比如宝来），德系在 2010 年左右靠重要车型的引进提高国内市场份额，一汽大众期间引进高尔夫、CC、迈腾三款重量级轿车，特供宝来车型，上汽大众引进途观等车型，成功占据空白市场，其在 2010-2014 年期间市场份额有显著提高

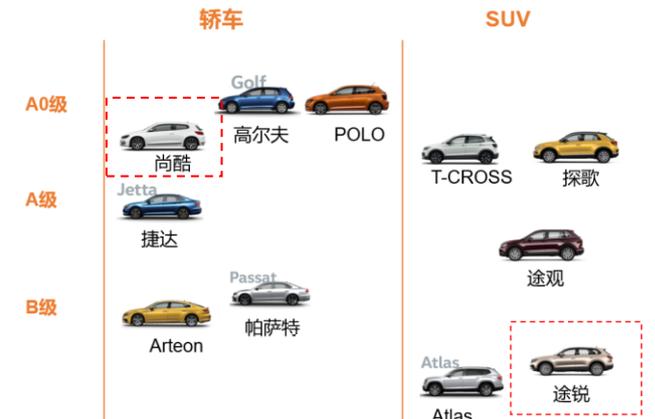
美系福特汽车在 2011-2015 年实施 1515 计划，引进全新福克斯、翼虎、翼博等重要 SUV 车型，大幅提高福特在华销量。

图表44 一汽大众车型导入历史



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表45 大众欧洲车型型谱



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 虚线框内为尚未国产车型

3.2 新政策法规背景+新品投放, 日系有望成为引领者

3.2.1 长期: 日系技术路径受益新政策法规

由于中美贸易战影响, 中国寻求全球合作联盟和对象, 中日关系进一步转暖, 将在未来谋求进一步的合作, 汽车产业的技术合作预计将成为重要一环。

欧洲油耗和碳排放法规改变, 小排量涡轮增压汽油机+柴油机路线受到挑战。欧洲在排放测试中长期以来采用的 NEDC 循环测试容易导致车企作弊行为, 为防范环境污染和能源危机, 欧洲自 2018 年 9 月改用 WLTP 测试标准, 新标准更加符合实际工况, 现有的小排量涡轮增压架构的碳排放、污染物、油耗都难以达标, 柴油机路线也受到挑战, 插电车型由于带电量不足也存在同样问题。在强混技术不占优势的情况下, 我们预计欧洲车企将采取弱混架构, 通过发动机+48V 电池电气化的方式满足现有标准, 未来将会着重发展纯电动技术路线。

混动路线是中国燃油车未来主要技术路径。中国 2020 年将开始实施轻型车国六 A, 2023 年开始实施国六 B, 在这之前部分省市将会提前实施国六排放标准, 同时也会采用更适合真实工况的 WLTP 循环, 排放和油耗政策法规的改变将有利于电气化混动路线的崛起和普及。日系是全球车企中混动路线技术积累最为深厚、量产经验丰富的车企, 其将引领这一代的燃油车技术路线变革。

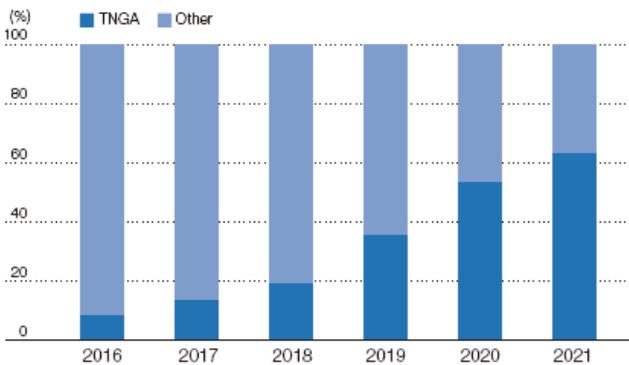
3.2.2 短期: 新平台战略+新品引进

丰田投产全球最强 TNGA 平台

丰田自 2017 年投放 TNGA 平台, 是全球最先进的燃油车模块化架构, 让车型生产成本大大降低。大量车型共用平台, 代表车型核心部件全部采用最新技术, 包括全新 2.5L Dynamic Force Engine 发动机、全新爱信 Direct Shift-8AT 变速箱、全新底盘及悬挂, 新开发的 2.5L 自然吸气发动机热效率高 40%, 变速器减少 50% 的传动损耗。

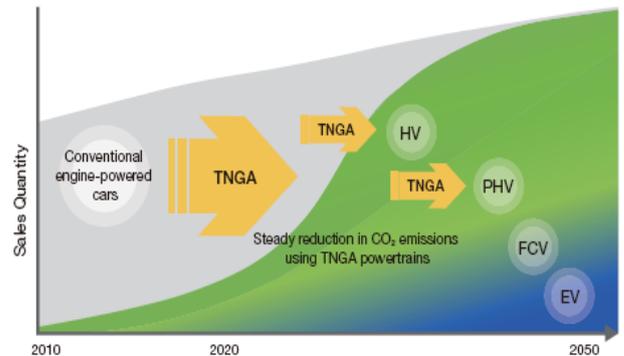
而同期的大众 MQB 平台、通用的 E2、D2 平台已经使用了约 7 年的时间, 产品性能相对老化, 丰田的全新平台使得旗下新开发车型产品性能更加优越。

图表46 丰田集团 TNGA 架构车型规划



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表47 丰田集团技术路径



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

雷诺日产三菱联盟实施新平台共享战略: 2017 年雷诺日产三菱联盟发布名为“联盟 2022”未来六年中期商务规划, 到 2022 年, 该联盟的全球销量将达 1,400 万辆 (相比现阶段提升 40%, 其中预计约有一半增量来自中国市场)。雷诺日产三菱联盟将采取三家公司共同使用四大平台, 以提高联盟整体的效率, 届时将会有 900 万车辆使用四大平台, 占总目标的 60%。

图表48 雷诺日产“联盟 2022”规划

时间	目标
2020 年	60%车辆公用平台, 推出电动汽车共享平台
2022 年	全球销量 1400 万辆, 三个品牌共享平台, 70%的电动汽车生产将基于共享平台

资料来源: 盖世汽车, 平安证券研究所

■ 新车引进潜力大、未来两年进入新品密集投放期

丰田集团在国内合资车企一车双投、车型引进、特供车型上尚有较大的操作空间, 我们预计随品牌号召力不断增强, 将会加大车型引进和投资的力度, 从而实现份额的进一步提高。

针对一汽丰田和广汽丰田, 我们对比美国和日本丰田的车型型谱, 丰田在车型国产化方面还存在很大潜力, 轿车型谱可以更加密集, SUV 车型存在大的市场空白, B 级商务 MPV 如果引进, 将会是利润重要贡献者。

针对雷诺日产三菱联盟, 目前三菱品牌国内主力车型仅有 2 款 SUV, 我们认为三菱品牌未来将基于集团平台, 引入改动版本的 A、B 级轿车及 B 级 SUV, 提升其在国内销量。

图表49 丰田集团美国车型



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

备注: 虚线内是尚未国产或者停产车型

图表50 丰田集团日本本土车型



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

备注: 虚线内是尚未国产或者停产车型

图表51 丰田已国产车型

一汽丰田	分类	广汽丰田	分类
威驰	A0级轿车	致享/致炫	A0级轿车
卡罗拉	A级轿车	雷凌	A级轿车
皇冠	B级轿车	凯美瑞	B级轿车
奕泽	A0级SUV	CHR	A0级SUV
RAV4	A级SUV	汉兰达	B级SUV
Prado	B级SUV		

资料来源: 平安证券研究所

图表52 日系整车企业新车计划

车企	新车型	上市时间
一汽丰田	亚洲龙	2018年Q4
	全新卡罗拉	2019年Q2
	卡罗拉 PHEV	2019年Q1
广汽丰田	全新威驰	2020年
	RAV4 姊妹版	2019年Q4
	全新雷凌	2019年Q2
广汽本田	雷凌 PHEV	2019年Q1
	CHR EV	2020年
广汽本田	CRV 姊妹版	2019年Q2
广汽三菱	奕歌	2018年4Q

资料来源: 平安证券研究所

■ 德美两系虽有新车投放、但缺乏公司级战略扶持

纵观德系、美系合资车企，虽然未来 2 年投放 SUV 车型较多，但是未来大众资本开支方向不在燃油车，将大幅削减燃油车支出，资金和精力将放在纯电动平台的研发，我们认为其在国内市场份额在未来两年将保持稳定。而通用汽车虽然在 2019 年将推出 4 款左右 SUV 新车，但是其别克和雪佛兰品牌资源全球分布不均衡，掣肘国内市场发展，传统动力总成技术积累不够深厚，在自动驾驶技术每年有大额投入，2019 年市场份额也很难提高。

从全球未来 10 年碳排放、油耗政策法规，未来 5 年欧美日三系技术路径，未来 3 年新平台周期角度，梳理日系份额的变动过程及未来判断，预计 2019-2020 年日系将会迎来黄金发展，丰田新车型叠加新产能投放，雷克萨斯品牌也有望国产，雷诺日产三菱联盟将会加大在国内投资力度，日系份额有望提升，推荐广汽集团（广汽本田、广汽丰田、广汽三菱贡献投资收益），关注东风集团股份港股（东风本田、东风日产贡献投资收益）、中升控股港股（日系品牌经销商占比较高）。

四、 新能源高速增长、关注新品周期

我们判断新能源行业未来十年仍会保持高速增长，政策刺激+市场需求为行业主要导向，其未来十年可类比 2000-2010 年间国内汽车行业，替代效应尚弱，奉行“产品为王”、“新品周期”。

从供需两端来看，供给端——优秀产品正在逐渐丰富；需求端——多样化，可以满足未来三年高速增长。外资品牌尚处于蓄力期，2019 年关注有较多新品上市的车企，比如吉利汽车、上汽集团、广汽集团等。

4.1 短期：供需两端保障新能源成长

■ 供给端优秀产品不断丰富，刺激消费需求

双积分政策考核，拉动车企新能源车型投放。国内法规对 2019 年-2020 年度新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%，按照现阶段的积分要求 2020 年新能源汽车产销至少达到 100 万辆左右才能满足考核标准，而燃油积分规定车企油耗限值，负积分可由新能源积分抵偿，燃油积分的要求未来也有可能拉动部分新能源需求。

图表53 “双积分管理办法”细则

“双积分”管理细则	
考核时间	2019、2020 年新能源积分比例要求分别为 10%、12%
考核范围	年度生产或进口量大于 3 万的乘用车企业
油耗正积分转结	可以转结或在关联企业间转让
新能源积分转结	正积分不得转结，但 2019 年生产的新能源汽车正积分可以等额结转一年，2019 年产生的负积分可以用 2020 年的正积分补偿

资料来源: 工信部, 平安证券研究所

图表54 国际油耗限值对比 单位: L/100km

国家	2015 年	2020 年	2025 年
欧盟	5.2	3.8	3.0
美国	6.7	6.0	4.8
日本	5.9	4.9	
中国	6.9	5.0	

资料来源: 工信部, 汽车之家, 平安证券研究所

补贴政策趋向高续航等优质产品。预计 2019 年纯电动乘用车补贴调整力度较大，在续航里程方面，高续航里程车型退坡幅度较小，补贴调整对 A00 级车将产生较大冲击，新能源乘用车向高续航里程、高能量密度的健康方向发展，未来高端新能源乘用车也将因此受益。

预计政策继续引导电池向高能量密度方向发展。电池能量密度方面，2019 年能源密度系数 1 倍补贴的门槛或提高到 140Wh/kg，2018 年较 2017 年的补贴下限提升 15 Wh/kg 至 105Wh/kg，2019 年较 2018 年的补贴下限或进一步提升 35 Wh/kg 至 140Wh/kg。

图表55 历年新能源乘用车补贴对比及预测 单位：KM、万元、Wh/kg

续航里程	2017 年国家补贴	2018 年国家补贴	2019 年国家补贴 (估计)
100-150	2	/	/
150-200	3.6	1.5	/
200-250		2.4	1.5
250-300		3.4	2.4
300-350	4.4	4.5	3.4
350-400		5	3.4
400-500		5	4.5
>500	5		

电池能量密度	2017 年系数	2018 年系数	2019 年系数 (估计)
90-105	1	/	/
105-120		0.6	/
120-140		1	/
140-160	1.1	1.1	1
160-180		1.2	1.1
>180			1.2

资料来源: 第一电动网, 平安证券研究所

■ 下游需求多样化、保障行业成长

OEM 提高产品技术标准，压低终端价格，补贴下降预计不会影响消费需求。随补贴下降，产业链上下游将共同承担补贴的退坡，一方面 OEM 继续向高能量密度高续航产品发展，减缓补贴下滑幅度；另一方面 CAFC 和新能源双积分的存在使得新能源汽车必须达到应有销量，部分 OEM 会降低产品价格，刺激终端需求，技术积累深厚的公司将会受益。

限购限行、分时租赁、出租车电动化拉动新能源刚性需求。目前国内限购限行主要有 8 个城市，预计限购限行城市数量未来 3 年将扩大 2 倍，2020 年将会提供约 50 万年需求，新能源汽车市场的刚性需求进一步放大。

图表56 各地汽车限购限行城市政策

城市	限购政策	限行政策	2017 年新能源年销量
上海	只能通过竞拍的方式获得私人牌照	高峰期禁止外牌车辆进入部分高架道路	6 万
北京	通过摇号的方式来获取车牌	按车牌尾号分日期限行	5 万
贵阳	分无偿摇号和普通牌号但区域限行两种	新车入户的小客车，只有通过摇号方式获取专段号牌指标上牌后，才能驶入城区一	0.3 万

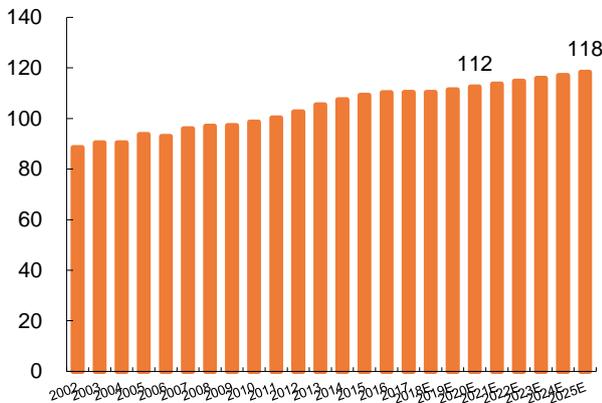
石家庄	家庭限购第三辆车	环线内。 尾号限行	0.5 万
天津	通过摇号或竞价的方式获得牌照	尾号限行+外地车高峰时段 限行	3 万
杭州	分摇号和竞价两种方式	西湖景区节假日单双号限行	-
深圳	通过摇号、竞价方式或直接申请取得增量指标	外地车早晚高峰期全境限行	6 万
郑州		尾号限行	-
西安		尾号限行	-
成都		7:30-20:00 绕城高速内尾 号限行	-
兰州		尾号限行	-

资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

出租车、网约车电动化将提供增量。目前国内城市出租车保有量约为 110 万辆, 根据深圳、大连等地已经开始实施的出租车新能源替换和更新政策, 我们保守估计至 2025 年全国 60%出租车实现新能源化, 如果新能源车辆每年自然更替, 则 2020 年出租车市场电动化将给新能源汽车市场提供约 10-15 万辆年需求。

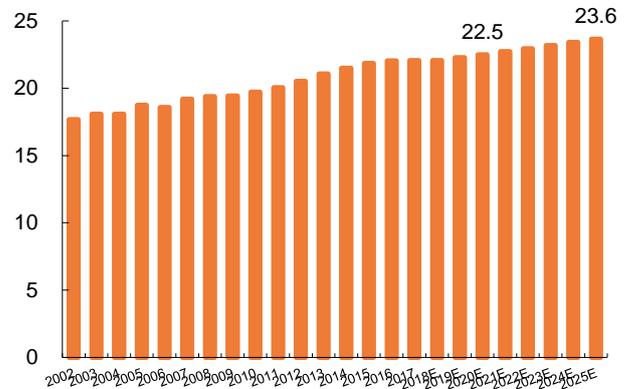
目前大连已经开始实施网约车 2025 年全部新能源化政策, 我们预计未来将会有更多城市加入网约车新能源化序列, 网约车电动化将会提供较大的新能源增量需求, 其中滴滴出行规划到 2020 年打造 100 万辆的自有新能源车车队, 我们预计 2020 年网约车电动化将提供约 50 万左右的新能源车需求。

图表57 中国城市出租车保有量预测 单位: 万辆



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表58 中国城市出租车年销量预计 单位: 万辆

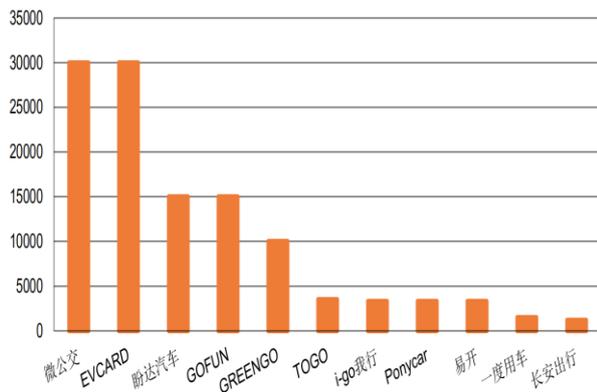


资料来源:wind, 平安证券研究所

OEM 大力推动, 分时租赁市场扩容。国内分时租赁运营车型 95%是新能源车, 2018 年一季度我国分时租赁汽车保有量已达 12 万辆, 较去年同期有近一倍的提升。以微公交和 EVCARD 为首的分时租赁公司占据了近 50%的市场份额, 根据大部分分时租赁企业规划, 我们预测 2020 年国内分时租赁汽车保有量有望达 30 万辆左右, 2020 年约提供 10 万辆左右的年需求。

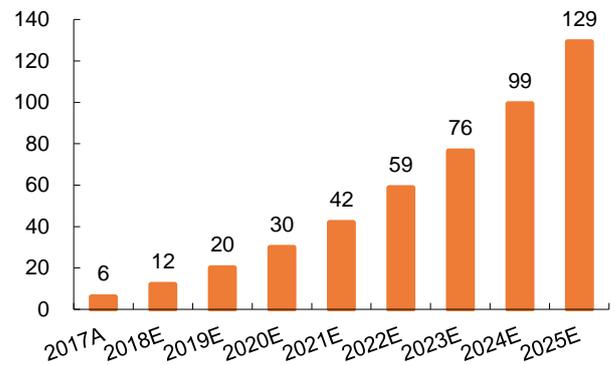
非限购限行城市和 A00 级车提供其余增量。新能源车由于其较低的全生命周期成本、极低的运营成本、更优异的性能, 预计在非限购限行城市将创造部分需求, A00 级车也将取代低速电动车市场, 根据现阶段销量分布预测, 预计 2020 年将创造 50-60 万年需求。

图表59 1Q18 分时租赁分公司保有量 单位：辆



资料来源: 节新网, 平安证券研究所

图表60 中国分时租赁车辆保有量预计 单位：万辆



资料来源: 平安证券研究所

4.2 长期：进入平价时代、步入快速普及期

长期看新能源车将在 2021 年实现与燃油车平价、进入快速普及期。

2021 年前后纯电车初始购买成本相比燃油车将具备竞争力，纯电车初始购买成本（假设一定规模下制造成本、三费与燃油车趋同，只对 BOM 原材料成本做对比）具备竞争力的时间节点预计在 2021-2023 年来临，预计电池包 2021 年价格将在 700 元/kwh 左右，A0 级车初始购买成本在 2021 年即可达到与传统燃油车一致，而 A 级/B 级车由于单车带电量更高，预计分别在 2022/2023 年与传统燃油车初始购买成本一致。

另一方面纯电动车使用成本更低，其售后维修保养、燃料成本每 10000 公里相比燃油车可以节省 4000 元左右；针对车辆残值，由于电池回收产业链的不成熟，我们暂时假设残值与传统车类似（参考特斯拉与 ABB 豪华品牌 3 年后残值基本相同，产业成熟后预计相同续驶里程后电动车残值可能会更高）。

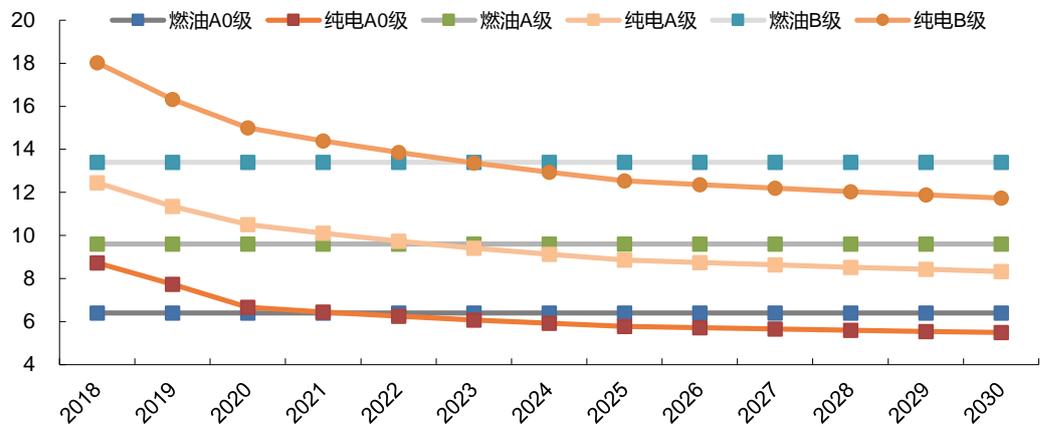
2021-2023 年随纯电车成本与燃油车可以直接竞争，我们预计届时纯电动车辆将迅速走进普通消费者家庭，进入快速普及期。

图表61 2021 年纯电车、燃油车初始购买成本（BOM 原材料） 单位：万元

购买成本构成	A0 级车		A 级车	
	燃油	纯电	燃油	纯电
发动机/电池	1.2	1.9/25-30kwh	1.5	3.6/50kwh
自动变速箱/电机	0.8	0.5	1.2	0.9
内饰	1	0.9	1.5	1.5
底盘	0.8	1	1.5	1.5
其他零部件	1.8	2.1	2.6	2.6
购置税	1	0	1.3	0
合计	6.4	6.4	9.6	10.1

资料来源: 平安证券研究所

图表62 纯电车、燃油车初始购买成本（BOM 原材料） 单位：万元

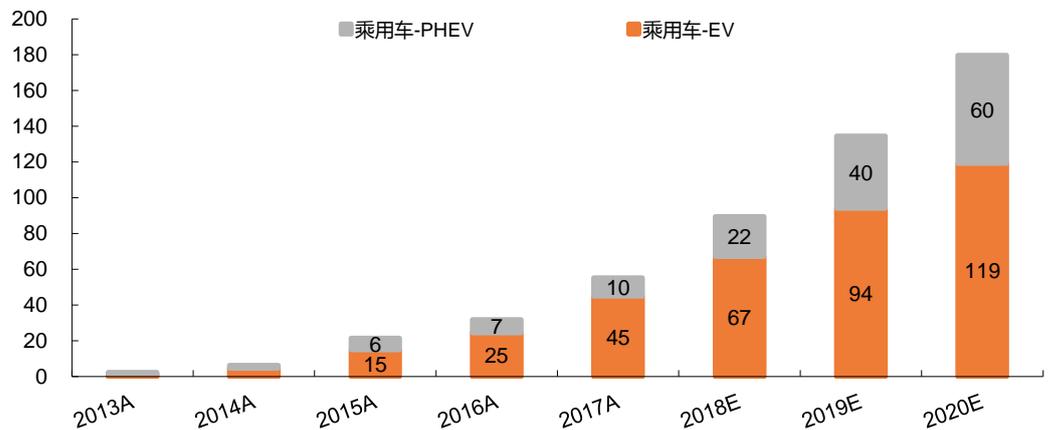


资料来源: 平安证券研究所

短期来看政策推动，限购限行城市、分时租赁、出租车网约车电动化提供刚性需求，行业供需格局较好，政策补贴虽逐步退坡，但利好具有技术优势的企业，长期看 2021 年后电动车有望实现与燃油车平价，将进入消费驱动时代。

我们预计 2018-2020 年三年内我国新能源乘用车产销量将分别达到 90 万、135 万和 180 万辆，具备成长确定性。

图表63 中国新能源乘用车产量 单位：万辆



资料来源: 节新网, 平安证券研究所

4.3 外资仍处蓄力期、自主有广阔施展舞台

合资车企从 2018 下半年开始逐步发力新能源车型，以每年投放 2 款新车的速度进入市场，纯电车型多集中在 A 级车，而插电车型多集中在 B 级以上，非常符合目前的消费趋势和补贴政策。合资车企虽然占据品牌优势，但是由于其保守的安全标准，基于传统燃油车平台改装，车辆的性能受到限制，采用的电池能量密度较低，续航里程、加速性能、百公里油耗等参数上并不占优势，仍然是在

为满足政策法规被迫推出新能源车，以满足 CAFC 积分和新能源积分要求，2020 年后基于新平台全新打造的新能源车才是销量主力。

外资车企 2019 年只有大众新品较多，在 2019 年大众将推出 8 款左右的新能源车型，但是受制于电池安全标准，及大众现阶段对新能源车的定位，其价格仍然远高于自主品牌，并且车辆性能参数远逊于市场最优质车型，我们预计 2019 年合资对自主品牌新能源汽车不会构成较大压力。

图表64 主流新能源车型对比

车型	唐 DM	途观 L PHEV	帝豪 EV	轩逸 EV	荣威 Ei5
上市时间	2018.6	2018.11	2018.03	2018.09	2018.03
车型定位	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型轿车	紧凑型轿车	紧凑型轿车
补贴后价格	24.99	28.98	13.58	15.9	13.38
百公里加速	4.5	8.1	9.3	8.6	8.5
纯电下 NEDC 续航里程	80	52	400	338	301
百公里油耗	1.8	1.9	/	/	/
电机功率	110/180	85	120	80	85
电机布局	双电机	单电机			单电机

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

图表65 合资车企 2018-2019 年上市主要新能源车

厂商	名称	车型	种类	投放时间
上汽大众	帕萨特 PHEV	中型轿车	插电	2018 年
	途观 LPHEV 版	紧凑型 SUV	插电	2018 年
	朗逸 EV 版	紧凑型轿车	纯电	2019 年
	途岳 PHEV	紧凑型 SUV	插电	2019 年
	斯柯达明锐 EV	紧凑型轿车	纯电	2019 年
	途观 L EV	紧凑型 SUV	纯电	2019 年
上汽通用	Velite	紧凑型轿车	插电	2019 年
	英朗插电混动版	紧凑型轿车	插电	2019 年
	Avista	轿跑	纯电	2019 年
一汽大众	K226	紧凑型 SUV	插电	2019 年
	高尔夫 EV	紧凑型轿车	纯电	2019 年
	宝来 EV	紧凑型轿车	纯电	2019 年
广汽丰田	探岳 PHEV	紧凑型 SUV	插电	2019 年
	ix4 EV	紧凑型 SUV	纯电	2018 年
广汽本田	雷凌 PHEV	紧凑型轿车	插电	2019 年
	凌派	紧凑型轿车	插电	2019 年
	世锐	紧凑型 SUV	插电	2019 年
广汽三菱	祺智 PHEV	小型 SUV	插电	2018 年
	祺智 EV	小型 SUV	纯电	2018 年
长安福特	翼虎 Energi	紧凑型 SUV	插电	2018 年
	福特蒙迪欧 Energi 插电混动版	中型轿车	插电	2018 年
一汽奥迪	e-tron	中型 SUV	纯电	2019 年
北京奔驰	EQC	中型 SUV	纯电	2019 年
东风日产	轩逸	紧凑型轿车	纯电	2018 年

资料来源: 平安证券研究所

图表66 主要外资车企在新能源领域规划

公司	全球新能源规划	中国规划	主要零部件领域布局
大众	<p>到 2025 年推出 30 多款电动车,年销量达到两至三百万辆</p> <p>MEB 平台预计将于 2020 年投入使用, 电动车的续航里程提升至 400-600 公里之间。</p> <p>奥迪在未来 5 年内有 5 款全新的纯电动车推向市场, 计划 2025 年纯电动车或混合动力车占奥迪销量 33%。</p>	<p>大众新能源在华发展战略分为四个阶段开展, 第一阶段插电混动进口; 第二阶段是实现本土化生产, 将先后推出 A6L 和大众 C 级车的插电混动版; 第三阶段针对 MQB 平台开发纯电动车, 包括高尔夫电动; 第四阶段开发 MEB 平台, 开展纯电动定制化生产。</p> <p>未来 3-5 年将会有 15 款新能源车在华陆续投产, 这些产品均基于 MQB 和 MLB 模块化平台打造。</p> <p>2021 年以前, 奥迪计划国产 5 款 e-tron 车型, 包含一款续航里程超过 500 公里的纯电动车型。</p>	<p>宣布订购价值 640 亿美元的锂电池, 自三星 SDI, LG 化学和宁德时代。</p>
宝马	<p>在 2025 年前, 宝马将会继续推出两款插电式混合动力车型、两款纯电动车型以及一款氢燃料电池车型, 同时其将在 2025 年完成新能源汽车销量占据总销量 15%-25% 的占比。2020 年之前宝马所有车系都具备电动选项。</p>	<p>在中国提供 5 个车系 9 款新能源车型, 包括纯电动汽车和插电式混合动力汽车。</p>	<p>华晨宝马沈阳动力电池中心计划在 2020 年启动生产, 用于宝马集团 BMW 主品牌的首款纯电动车型——全新 BMW iX3 概念车的量产车型。</p>
奔驰	<p>2025 年电动汽车销量占整体销量 15%-25%</p>	<p>主推 10 款插电式混动车型, 加速混动车型国产化; 打造电动车专属 MEA 平台, 并推出 4 款纯电动车。</p> <p>2025 年之前推出 10 款新能源产品, 涵盖插电混动, 纯电动以及氢燃料等车型, 其中多数将采用国产化方式。计划 2020 年底之前推出 4 款纯电动车, 其中 GLA 电动版或基于 MFA 平台打造, 而其余三款将基于奔驰专属电动车 MEA 平台开发。</p>	<p>与北汽合资共同建立动力电池工厂。</p>
丰田	<p>2016 年底新成立 EV 事业部门。</p> <p>2020 年丰田将实现 3 万辆以上的氢燃料电池车销售。短期目标是提高内燃机燃效, 扩充 HEV 车型; 中期目标是加快推进 PHEV 车型; 长期目标是在 2050 年消除发动机车型, 使 HEV (混合动力汽车) 和 PHEV (插电式混合动力汽车) 车型占总销量的七成, FCV (燃料电池车) 和 EV (纯电动汽车) 占三成。</p>	<p>到 2020 年, 混动汽车在丰田中国市场的销量占比将提升至三四成。</p>	
本田	<p>预计在 2030 年左右实现全球汽车销量总数的 2/3 为混合动力车、插电式混合动力车及零排放车型。这</p>	<p>在 2018 年推出一款中国专属纯电动 SUV, 该车型由广汽 Honda、东风 Honda 和本田技研科技 (中国) 有限公司共同开发, 基于现有车</p>	<p>与宁德时代合作开发动力电池, 用于</p>

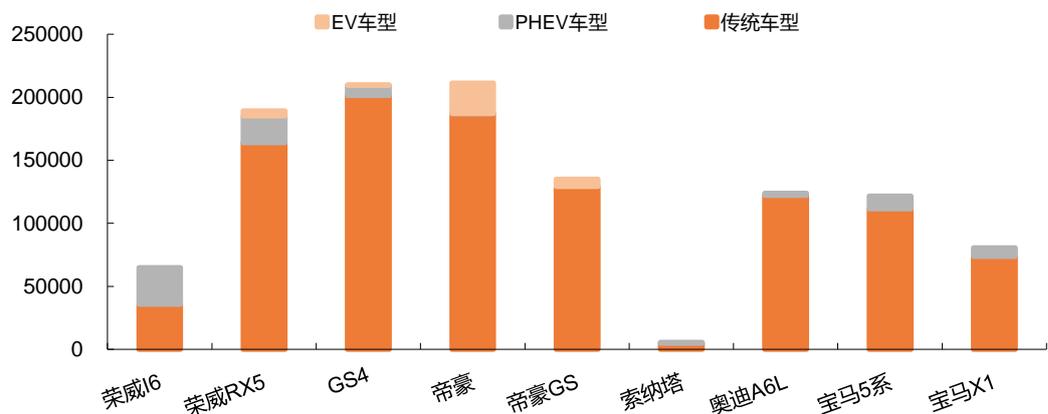
	<p>2/3 的车型中 15%是零排放的汽车,另外 50%由混合动力汽车和插电式混合动力汽车两部分构成。</p>	<p>型所使用的平台来进行开发。</p>	<p>本田飞度纯电车。</p>
<p>通用</p>	<p>到 2025 年,别克、雪佛兰和凯迪拉克品牌旗下全部车型将采用不同程度的电气化技术,为市场带来从轻混到纯电动的全套解决方案。</p>	<p>2016-2021 年之间,将投入 265 亿人民币开发先进动力总成和新能源技术,并推出不少于 10 款混合动力新品,将涵盖别克、雪佛兰、凯迪拉克以及宝骏这四大品牌。且每年推出至少 1 款国产混合动力车,覆盖从弱混到强混,非插电到插电式的全类型新能源产品。</p>	
<p>福特</p>	<p>到 2020 年新能源车销量占福特全球总销量的 10-25%,未来新能源车将以插电式混动以及混动技术为主。</p>	<p>福特中国发布的“2020 战略”显示 2016-2020 年会在华新增投入 114 亿元,投放包括新能源汽车在内的 20 款新车。目前已确认将引入国内的车型包括 2018 年上市的福特蒙迪欧 Energi PHEV 和未来 5 年内将向中国市场投放一款单次充电续航里程超过 450 公里的纯电动小型 SUV。预计到 2025 年,福特 70%在华销售车型都将提供电动版本,未来全系福特新能源车都会引入中国市场。 与众泰合资:为中国消费者提供采用自主品牌的纯电动汽车</p>	

资料来源:汽车之家,平安证券研究所

合资车企在 2018-2020 年新能源车型布局相对较弱,给予了自主品牌销量爆发的机会。行业角度来看,新能源车型占总销量比例约为 4%。单个产品角度来看,新能源车型销量一般为传统车型的 5-20%,新能源产品较多的车企其销量比例也较高,比如上汽、吉利等。豪华车新能源销量比例主要取决于价格,比如宝马插电 5 系,价格与燃油车趋同,销量为传统车销量的 20%,如果价格相对较高,则销量比例约在 5%左右。

自主品牌中吉利汽车、上汽集团、比亚迪等新能源发力较快,2019 年推出众多新品,份额有望保持甚至提升,补贴随逐步退坡,但是利好具备技术优势的企业,看好优质自主车企新能源崛起。

图表67 2018 年 1-10 月主要新能源与传统车销量 单位:辆



资料来源:中汽协,平安证券研究所

图表68 自主车企 2018-2019 主要新能源车型规划

厂商	名称	车型	种类	投放时间
上汽集团	新 E5	旅行车	纯电	2018 年 4Q
	名爵 ZS EV	小型 SUV	纯电	2019 年 1Q
	名爵 HS PHEV	紧凑型 SUV	插电	2019 年 1Q
广汽乘用车	GA6 EV	中型 SUV	纯电	2018 年
	AION S	紧凑型轿车	纯电	2019 年 2Q
	-	紧凑型 SUV	纯电	2019 年 4Q
吉利汽车	缤越 PHEV	小型 SUV	插电	2019 年
	领克 02	紧凑型 SUV	插电	2018 年 4Q
	领克 03	紧凑型轿车	插电	2019 年 1Q
北汽蓝谷	帝豪 GL EV	紧凑型轿车	纯电	2019 年
	EX400L	紧凑型 SUV	纯电	2018 年
比亚迪	唐新能源	紧凑 SUV	纯电	2018 年 4Q
	宋 max	紧凑型 MPV	插电	2019 年 2Q
	宋 EV	紧凑型 SUV	纯电	2019 年
长城汽车	欧拉 R1	紧凑型 SUV	纯电	2019 年 1Q
	欧拉 R2	紧凑型 SUV	纯电	2019 年 1Q

资料来源: 平安证券研究所

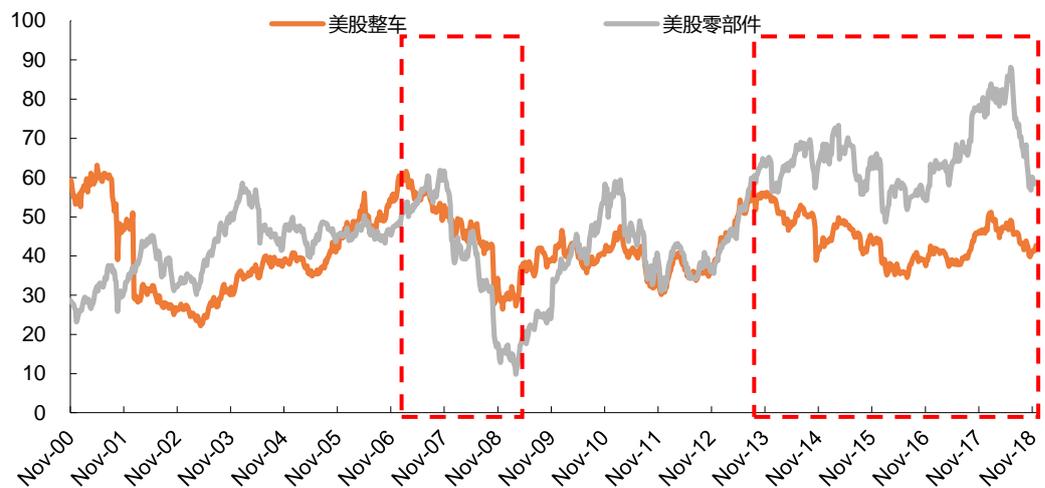
五、 新能源催生零部件新机遇

国内汽车零部件行业是叠加了较强周期属性的成长股，2018 年零部件行业经历了下游整车景气度下行与上游原材料涨价的双重挤压，利润率处于下行通道。2019 年行业仍然难言拐点，但是上游原材料价格预计会趋于缓和，稳中有降。

源于智能驾驶和电动化转型、2015-2017 年美股零部件实现超额收益。对标美股汽车零部件指数，汽车零部件成长性高于整车股，在 2009-2010、2015-2017 年两轮汽车复苏周期中，汽车零部件表现整体好于整车股，主要由于美国行业保有量已经达到瓶颈，整车企业增长接近停滞，而主要零部件企业由于积极往新能源、智能驾驶等方向转型，单车配套价值升级，打开更大的成长空间。

在国内行业愈加成熟的背景下，长期来看我们看好国内优质零部件企业不断做大。

图表69 美股乘用车（剔除特斯拉）和零部件指数



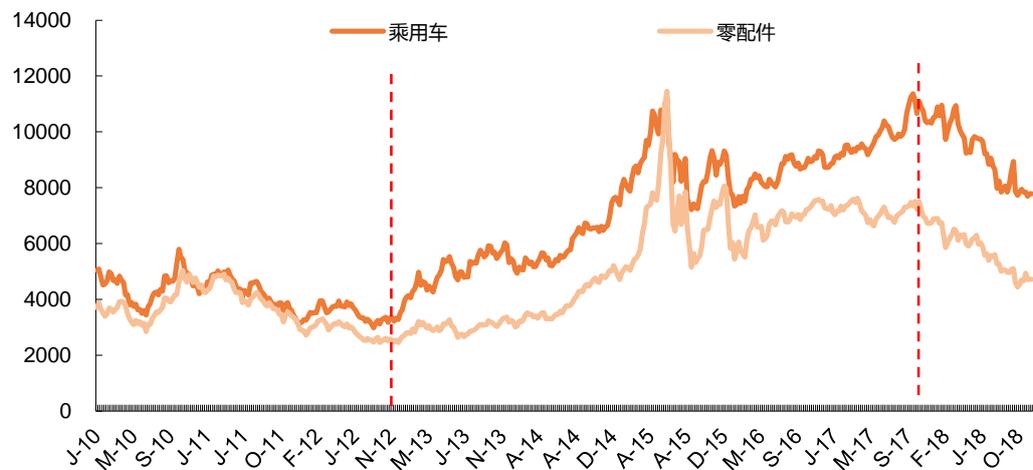
资料来源:wind, 平安证券研究所

国内零部件抗风险能力不足、下行周期性明显。对标国内汽车零部件指数，由于国内零部件弱小，成本端受上下游挤压，行业景气度差时向下周期性更明显，行业景气度上行时其恢复速度较慢。2018年受下游行业周期及上游大宗原材料影响，零部件行业指数跌幅高于整车企业，我们预计2019年上游原材料对零部件成本影响有望减小。

弱行业背景选取高景气子行业-新能源。在2019年较弱行业背景下，从产品角度我们倾向于选择高景气细分行业，主要为新能源汽车放量带动的单车价值量升级的零部件子行业，智能化零部件由于目前尚未进入放量期，业绩不具备确定性。

选取依托下游客户高速成长的零部件企业。2019年弱势行业背景下，我们优先选取以日系为主要配套客户的零部件企业，可以保持高于行业的成长，并且具备更高的确定性。

图表70 国内乘用车、零部件指数



资料来源:wind, 平安证券研究所

5.1 新能源车去小型化、外资新能源产能开始投放

■ 新能源车高端化提升供应链标准

中国新能源汽车销量全球占比超过 50%，但其中 50-60% 为 A00 级小车，趋于小型化和经济化，对零部件供应链影响有限。随 2019-2020 年补贴分档下滑，高续航里程和高能量密度车型补贴下滑幅度更小，政策鼓励高端车型，新能源汽车去小型化、高端化是发展趋势，对零部件供应链的影响也在逐渐加大。

随新能源汽车不断的去小型化，车型级别回归正轨，则新能源汽车相关零部件的单车价值量也将得到提高，行业空间变大，技术标准也会抬升，利于优质的汽车零部件企业。

■ 汽车新能源化催生零部件价值量升级

传统燃油车的电气化升级给汽车零部件的成本体系构成带来了变化。

轻量化：车身和底盘主要由覆盖件和结构件组成，车身和底盘的结构件随着对新能源汽车续航能力要求的提高，轻量化材料有望更快普及，将由高强度钢、铝合金、碳纤维材料等构成，单车价值也会升级。

热管理：电池管理的温度控制精度要求比燃油车动力总成更高，相关的热管理、冷却管路零部件都将受益。

非轮胎橡胶件：电池的最佳的温度工作范围相比传统发动机的要求更加精准，对于冷却管路设计提出了更高的要求，对冷却管路的需求也有增加；动力电池的高压电流属性对于整车密封以及防水提出了更高的要求，利于密封件的单车价值升级。

■ 外资（如特斯拉等）产能加速入华、催生国内零部件壮大

伴随外资新能源车型国产，国内零部件企业有望获得新订单，打开成长空间。外资车企在国内投产新车型，也会投放新产能，生产为中国市场研发的车型，且还将出口全球。

2019 年-2020 年将是外资新能源整车基地、电池 Pack 生产基地建设和投产高峰期，相关配套零部件企业有望获取新的订单，建设配套基地等，通过进入外资供应体系，国内零部件企业迎来新的机遇，打开新的成长空间。

图表71 外资车企新能源产能计划

车企	整车年产能	投产时间	投资额
上汽大众	30 万	2020 年	170 亿
广汽本田	17 万	2019 年底 12 万产能， 2020 年 5 万产能	32 亿
广汽丰田	20 万	2020 年 9 月	49.8 亿
一汽大众	30 万	2020 年	170 亿
一汽丰田	12 万（11 万 PHEV，1 万 EV）	-	17.62 亿
特斯拉	50 万	2020 年初	40 亿-50 亿美元
华晨宝马	30 万	2020 年	24.6 亿

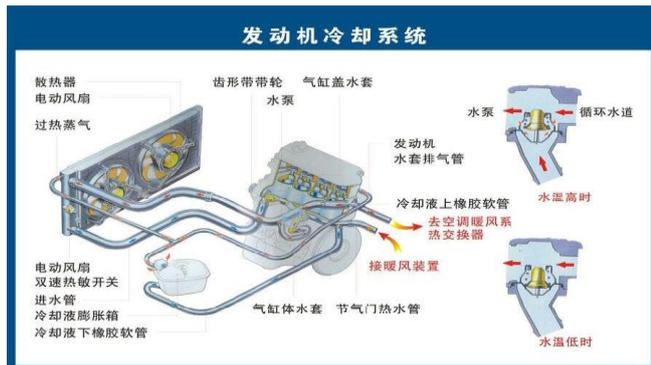
资料来源：平安证券研究所

5.2 热管理、轻量化、非轮胎橡胶件等配件将显著受益新能源成长

5.2.1 新能源催生热管理零部件价值量提升

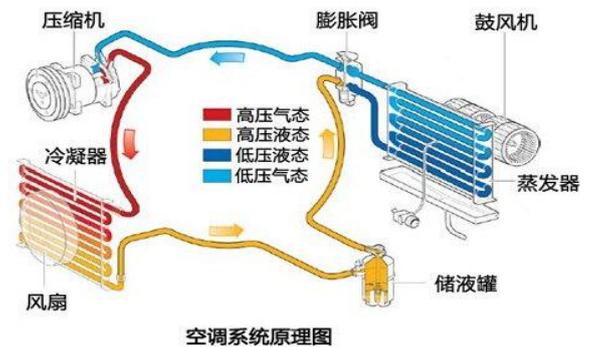
汽车热管理技术是统筹热量在整车、各系统以及各零部件之间的关系，提升车辆能源利用效率、改善热量传递途径、保证整车及零部件安全的系统。包括驱动装置的冷却系统（发动机或者电池）、暖通空调系统（HVAC）、前舱设计等。

图表72 驱动系统热管理



资料来源: 盖世汽车, 平安证券研究所

图表73 暖通空调系统



资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

水冷热管理方案将成主流: 电动汽车给电池冷却的方式分为风冷和水冷，风冷的优点是成本低；水冷的效率高、可靠性更高。目前国内自主品牌除吉利、上汽部分车型以外，其余车企车型基本都采用风冷热管理方案，而外资品牌如特斯拉、GM 皆采取液冷方案，随电池能量密度提升、高倍率快充技术流行、汽车去小型化，水冷管理方案预计将逐渐成为主流，预计未来将会占据 80% 份额。

温控精准度要求更高、电控部件将显著增多: 传统燃油车热管理系统包括空调、动力总成冷却系统，而新能源汽车的热管理系统包括空调、电池、电机电控冷却系统等，电池的温控要求更加精准，电控类零部件显著增多，单车价值有望升级为燃油车 2 倍以上。

图表74 热管理单车价值量估算

	传统产品	价格	纯电动产品	价格
空调	空调箱	650~750	空调箱	700
	压缩机	400~500	电动压缩机	1800-2300
	膨胀阀	50	电子膨胀阀	200
	空调管路	100~150	空调管路	100-150
	控制器	300	控制器	500
冷却系统	前端模块（包括中冷器 150、油冷器 80、风扇 100、水箱 200）	500-800	电池冷却系统 1500-1800（电池冷却板 800、水箱 200、电池冷却器 150、电子风扇 200-500）	1000-1500
	合计	2000-2500		4000-5000

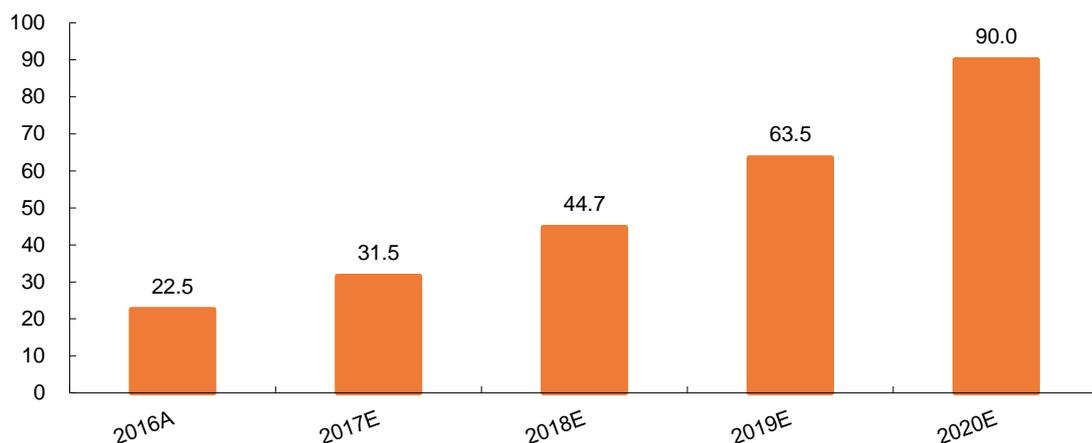
资料来源: 平安证券研究所

■ 热管理市场规模有望 5 年增长 4 倍

采用水冷系统的电动汽车，一套热管理系统的价值比传统汽车高出 2000~2500 元，价值在 4000~5000 元之间，主要是压缩机、膨胀阀、前端模块的价值量发生了改变。

假设 2020 年新能源汽车销量为 200 万辆（不包含新能源客车），新能源汽车给热管理带来的市场空间为 80~100 亿元，年复合增速为 41%。

图表75 国内新增热管理市场空间 单位:亿元



资料来源: 平安证券研究所

■ 自主供应商有望乘行业东风快速增长

热管理全球第一梯队是电装，具备较强的电控技术，第二梯队是以法雷奥、马勒贝洱为首的几家全球零部件领先供应商，第三梯度为优质的国内自主品牌供应商，在部分产品领域市占率已经较高，由于新能源热管理行业增长较快，竞争尚不激烈，相应自主品牌供应商有望跟随行业快速成长，推荐持续深耕热管理产品、下游客户覆盖广泛的**银轮股份**，关注**三花智控**。

图表76 全球&中国热管理主要供应商

梯次	竞争对手	资本	配套客户	2017 年规模
第一梯队	日本电装	合资	广本 广丰 东本 一丰	国内营收约 120 亿
	一汽法雷奥	合资	一汽大众	
	湖北法雷奥	独资	东风日产 长安福特 PSA	
第二梯队	马勒贝洱	合资	上汽大众 上汽通用 东风日产 东风本田	国内营收约 40 亿
	汉拿伟世通(大连 重庆)	韩美合资	北京现代 长安福特	亚洲营收 8 亿
	康奈可(无锡 襄阳)	日独资	东风日产 三菱 通用	
	摩丁机械(常州)	独资	康明斯 福特 卡特彼勒	
第三梯队	银轮股份	内资	福特全球\通用全球\吉利\广汽\长城,卡特彼勒\康明斯	营收 40 亿
	奥特佳	内资	通用五菱 比亚迪 奇瑞 通用 大众	营收约 52 亿

第四梯队	松芝股份	内资	宇通、金龙、中通、比亚迪、江淮、长安	营收约 32 亿
	八菱科技	内资	通用五菱、一汽、柳汽	营收约 5 亿
	腾龙股份	内资	宝马、奔驰、大众、福特	营收约 6 亿
	隆盛科技	内资	江铃、福田	营收 2 亿
	其他 100+企业	内资	其他	个体营收小于 2 亿

资料来源: 平安证券研究所

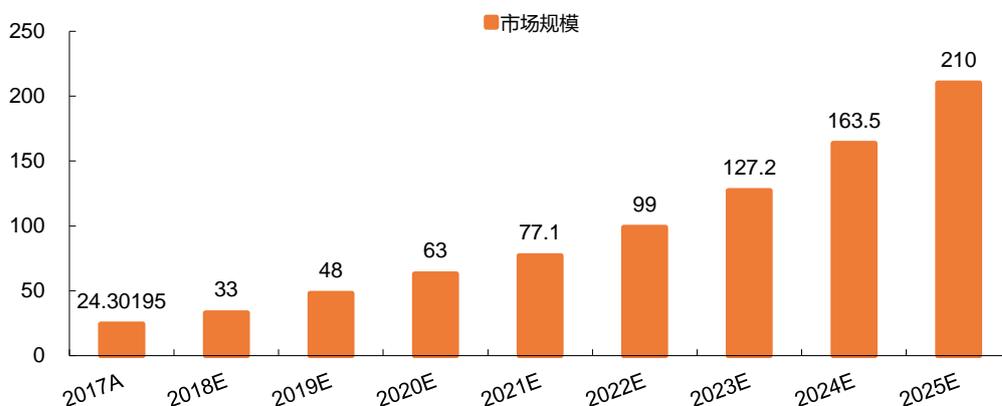
5.2.2 新能源催生汽车轻量化加速

新能源汽车催生轻量化加速和新应用: 新能源汽车的电池续航里程是消费者最大痛点之一, 轻量化是提升续航里程的有效手段, 每减少 100kg 重量, 续航里程可以提升 10-11%。

随新能源汽车渗透率不断提升, 新能源汽车电池、电机壳体、底盘副车架、转向系统等都将实现轻量化, 采用更轻更高强度的材料, 以减轻重量。比如大众新宝来 EV 将会采用高强度钢电池壳体, 而特斯拉电机壳体采用的是铝压铸件, 未来随新能源汽车要求变高, 高强度钢和铝合金壳体的渗透率将会不断提升。

在新能源汽车上, 电池+电机壳体+热成型轻量化材料价值量大约为 2500-3500 元, 未来可见时间内整体的市场规模将由 24 亿扩张至 210 亿, 复合增速约为 30.9%。

图表77 新能源汽车轻量化市场空间 单位:亿元



资料来源: 平安证券研究所

轻量化技术现阶段主要包含底盘结构件轻量化与车身结构件轻量化, 底盘悬置减震材料更改为更轻量化材料, 推荐在金属件和橡胶件轻量化上具有技术积累, 并且可以从单品延伸到总成的供应商。

5.2.3 新能源催生非轮胎橡胶件价值量升级

汽车非轮胎橡胶件主要包含**悬置、冷却、密封**三类。

其中新能源汽车动力总成的切换带来的是车辆重量的显著增加, 对底盘的减震和防护诉求增强, 从而间接的提升**悬置件的单车价值**。

电池的的最佳的工作温度范围相比传统发动机的要求更加精准，并且由于电池单体的存在，其热量容易积聚与不均匀，所以对于冷却管路设计提出了更高的要求，对冷却管路的需求也有增加，尤其是插电车型，提升**非轮胎橡胶件冷却件价值**。

由于动力电池的高压电流属性，对于整车密封以及防水提出了更高的要求，利于密封件的单车价值升级，间接提升了**非轮胎橡胶件密封件的价值**。

图表78 汽车非轮胎橡胶件单车价值变化总表

传统车		新能源车型	
密封系统			
发动机密封	100-200 元	电池包密封垫	100-200 元
变速箱密封	100 元	电机密封垫	20-30 元
		电池、电机内部密封	200-300 元
密封系统合计	200-300 元	合计	320-530 元
冷却管路			
发动机附件系统软管(发动机冷却系统管路、发动机进气系统管路)	80 元	电池冷却管路(内部冷却管路、外部循环管路)	240 元
燃油系统软管(燃油运输)	160 元	燃油系统软管(燃油运输)	0 元
空调系统软管(冷却介质运输)	105 元	空调系统软管(冷却介质运输)	105 元
制动系统软管(液压油液运输)	70 元	制动系统软管(液压油液运输)	70 元
动力转向系统软管(油液运输)	120 元	动力转向系统软管(油液运输)	120 元
冷却管路合计	535 元	合计	535 元 插电 8-900 元
减震降噪件			
发动机悬置 3 个	200-300 元	电池支架	200-600 元
衬套产品	400-500 元	底盘衬套产品	400-500 元
排气管吊耳	50 元	排气管吊耳	0 元
谐振块(底盘 转向 传动 排气)	100-200 元	谐振块	100-200 元
减震降噪合计	750-1050 元	合计	700-1200 元
总计	1485-1885 元	总计	1555-2265 元 插电 1900-2600 元

资料来源: 平安证券研究所

新能源汽车非轮胎橡胶件价值量大约比燃油车提升 30%，至 2025 年整体的市场规模将由 18 亿扩张至 154 亿，复合增速约为 31%，市场空间巨大，推荐国内非轮胎橡胶件龙头供应商**中鼎股份**。

图表79 新能源汽车非轮胎橡胶件市场空间 单位:亿元



资料来源: 平安证券研究所

5.3 零部件投资建议与推荐个股

看好受益日系客户+新能源快速成长的零部件企业。2019-2020 年日系车将迎来新周期, 相关零部件企业将有望依托下游客户高增长实现快速成长, 比如星宇股份(发力一汽丰田、东风日产等日系客户), 另外新能源行业已经进入快速成长期, 新能源业务未来 3 年将会在供应商业绩增长中承担越来越重要的角色, 抵御 2019 年行业弱周期影响, 关注受益新能源快速成长的企业, 如中鼎股份、银轮股份。

图表80 重点公司推荐及理由

证券简称	推荐理由	推荐评级
星宇股份	1) 在手订单保障未来 3 年业绩增速 20%以上 2) LED 车灯升级速度加快, 单车价值量翻倍 3) 公司前大灯占比飞速提高, 日系带动新周期	强烈推荐
中鼎股份	1) 专注非轮胎橡胶件 37 年, 打造了宽广的护城河 2) 公司全球地位快速提升, 但全球市占率仍低, 未来成长空间广阔 3) 开始涉足新能源汽车等领域, 有望开辟新天地	强烈推荐
银轮股份	1) 传统主业继续成长, 油冷器、EGR 产品屡获新客户, 进入通用全球平台 2) 产品布局优异, 布局新能源热管理, 单车配套价值量增大 3) 尾气处理产品受益排放升级, 打开成长空间	推荐

资料来源: 平安证券研究所

六、商用车持续单车价值升级

6.1 重卡单车价值升级为主要发展趋势

6.1.1 未来两年重卡销量仍能维持 100 万辆上下

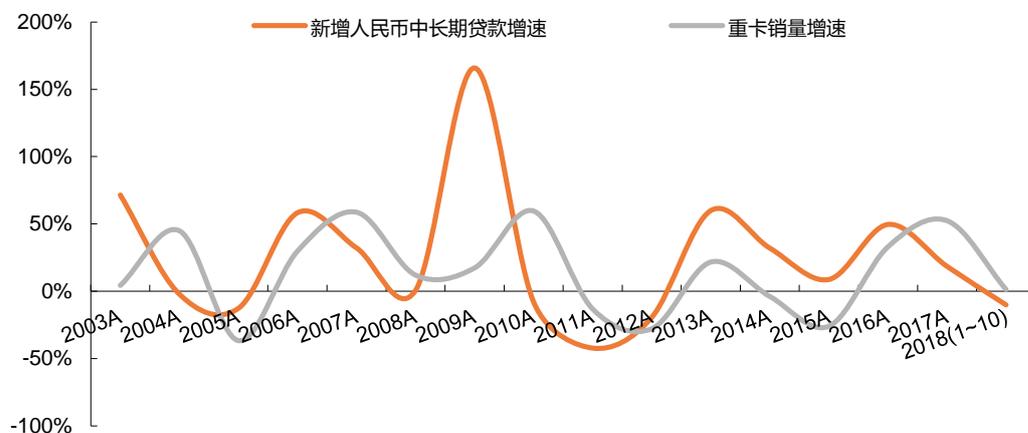
宏观经济疲软, 投资与基建维持低位。10 月份工业增加值同比增长 5.9%, 增速较上期略上升 0.1 个百分点, 但总体上继续保持低位。1-10 月份固定资产投资累计同比增速 5.7%, 较上期上升 0.3

个百分点。主要分项中，房地产投资累计同比增速继续小幅回落 0.2 个百分点至 9.7%，主要是受到土地购置费延期支付支持减弱的缘故，预计未来土地延期支付效应的继续减弱、销售端的走弱、销售走弱后房地产资金来源相应紧张均将使得房地产投资增速继续下滑。

基建投资增速在今年 1-9 月持续逐月下滑，10 月份基建增速年内首次止跌转升可能受到 8、9 两个月地方政府专项债加快发行的推动，由于 10 月全国财政收入增速出现明显下降，连带着财政支出动能也相应减弱，这也可能对未来基建资金的投放带来一定压力。

由于重卡用途主要为工程或长途运输，与新开工项目高度相关，项目开工前往往伴随金融机构中长期贷款提升，此外，重卡的购买方式也以金融贷款为主，金融机构新增中长期贷款增速与重卡增速高度相关，可以看作重卡销量的先行指标。2018 年 1-10 月，金融机构新增中长期贷款同比下降 10%，预计四季度重卡销量增速将进一步放缓。

图表81 金融机构新增中长期贷款与重卡销量同比增幅



资料来源: 中国人民银行, 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

更新需求成重卡未来 2-3 年的销量支撑

金融危机期间重卡销量高增长主要依靠财政强烈刺激，刺激减弱后重卡销量快速退坡。而当前重卡市场由多因素共同作用，使需求不会出现断崖式下跌。根据国务院 2018 年 7 月发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2020 年底前京津冀等地区淘汰国三以下中、重型柴油货车 100 万辆以上，目前全国范围内国三重卡保有量估计在 280~300 万辆区间，占目前重卡保有量的 47%左右，国三重卡淘汰带来的置换需求将对未来两年重卡销量形成支撑。

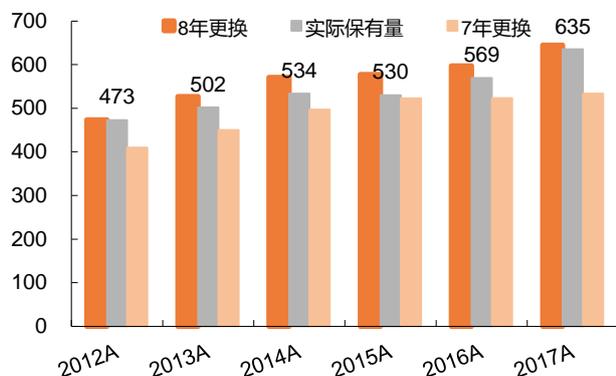
重卡更换周期一般在 7-8 年，重卡作为重要的生产资料，其保有量与 GDP(不变价)具有较高的相关性。近几年工程重卡保有量与全社会固定资产投资完成额比例较为稳定，假设 2018 年至 2020 年，该比例稳定在 5.5，全社会固定资产投资完成额同比增幅分别为 5%、5%、5%，则 2018 年至 2020 年工程重卡保有量分别为 368、388、405 万辆。

假设物流类重卡销量与公路货运周转量比值稳定在 4.1 左右，货运周转量增速分别为 7%、6%、5%。则物流类重卡保有量分别为 294、312、328 万辆。2019 年与 2020 年置换重卡需求分别为 64 万辆与 77 万辆，加总可得 2019 年与 2020 年重卡销量分别为 102 万辆和 109 万辆。

“公转铁”使 2019 年和 2020 年重卡销量分别下降 3.6 万辆和 5.5 万辆。进一步考虑“公转铁”将在 3 年内降低重卡保有量约 5.5 万辆，以 2017 年重卡销量为基数，则“公转铁”可能在 2018 年到 2020 年分别降低重卡销量 1.8 万辆、3.6 万辆和 5.5 万辆，则 2018 年到 2020 年重卡销量分别为 110 万辆、98.4 万辆和 103.5 万辆。

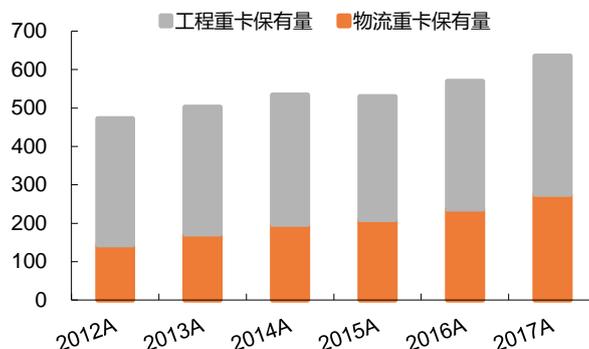
我们判断 2018 年重卡行业仍属景气度高点, 预计全年销量有望达到 112.9 万辆。综合国三淘汰、国四置换、国六实施、GB1589 实施以及环保加严等多因素影响, 预计 2019~2020 年重卡年销量不会出现 2011 年快速退坡的情况, 仍将保持 100 万辆上下规模。

图表82 重卡不同置换周期下的保有量测算 单位: 万辆



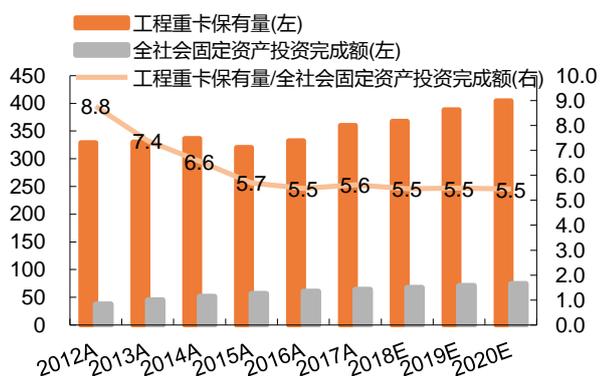
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表83 工程与物流重卡保有量测算 单位: 万辆



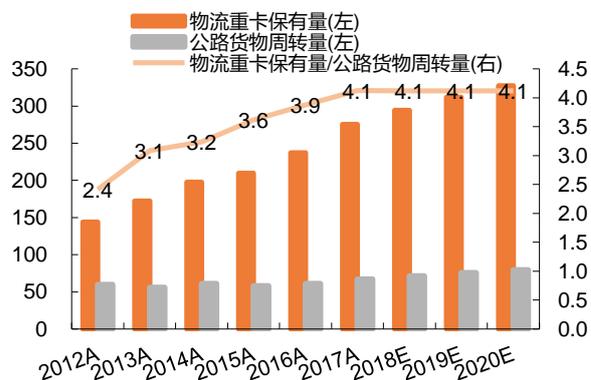
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表84 工程重卡保有量与固定资产投资完成额对比 单位: 万辆, 万亿元



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表85 物流重卡保有量与公路货运周转量对比 单位: 万辆, 千亿吨公里



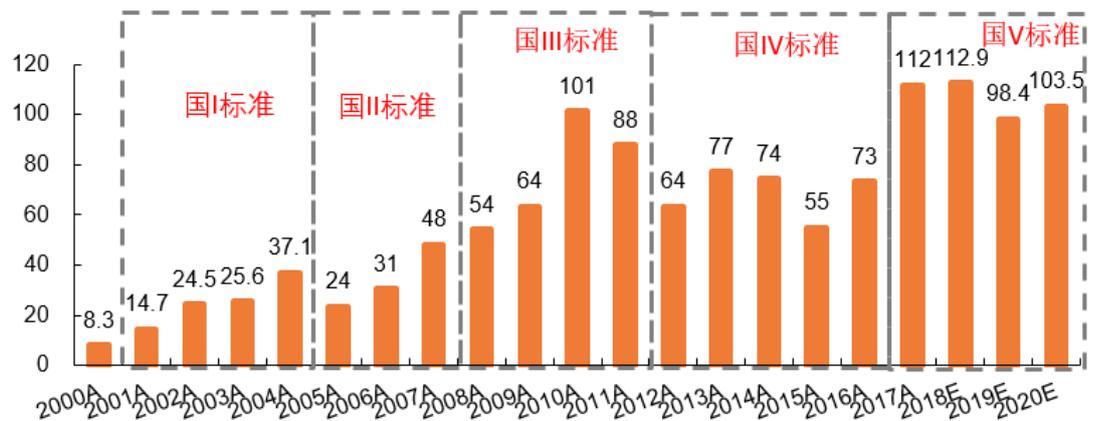
资料来源: 交通部, 平安证券研究所

图表86 未来两年重卡销量仍有望维持百万上下 单位: 万辆

	工程类				物流类				重卡合计				公转铁抵减量	实际销量测算
	保有量	置换需求	新增需求	销量总计	保有量	置换需求	新增需求	销量总计	保有量	置换需求	新增需求	销量总计		
2015A	320	33	-5	27	210	22	6	28	530	54	1	55		
2016A	333	40	-8	31	237	24	18	42	569	64	10	73		
2017A	360	61	-12	49	275	40	23	63	635	101	11	112		
2018E	368	57	8	65	294	31	19	50	670	88	27	114.7	-1.8	112.9
2019E	388	41	20	61	312	23	18	41	708	64	38	102.0	-3.6	98.4
2020E	405	46	17	63	328	31	16	46	741	77	32	109.0	-5.5	103.5

资料来源: 中汽协, 国家统计局, 平安证券研究所

图表87 国内重卡年度销量及其预测 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

6.1.2 物流类重卡占比提升带来发动机大排量化

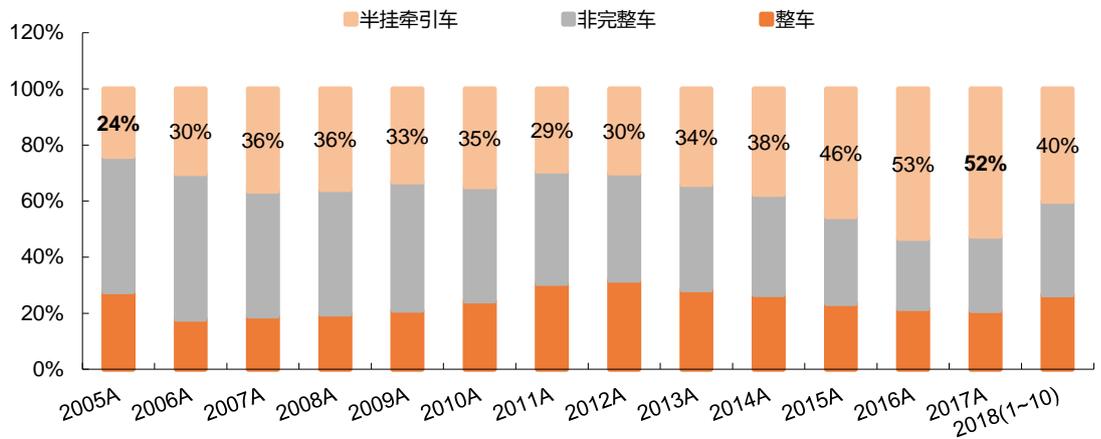
物流类重卡逐渐占据主导地位。2015年以后，我国经济增速换挡，经济增长动能转向扩大内需，国内物流行业需求旺盛，物流类重卡占比持续提升，2017年新版GB1589实施，导致重卡单车运力下降约20%，同时，国家对超限超载的治理大幅加严，进一步促进了物流重卡爆发，使2017年重卡销量达到111.7万辆。随着中央政策调整，我国经济增长驱动力从投资拉动转向消费拉动，预计以半挂牵引车为代表的物流类重卡占比提升将是大势所趋。

物流类重卡更倾向大排量化。工程类重卡应用场景相对固定，发动机以8~10L排量为主，而物流类重卡根据运输需求不同，发动机排量具备较大弹性，随着排放法规趋严以及物流行业对时效性要求提升，物流类重卡更倾向于大排量化。

排放法规与治超加严杜绝“小马拉大车”。2018年7月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，将在2020年底前京津冀及周边地区淘汰国三重卡100万辆以上。适用于重卡的国六a/b排放法规将分别于2021年7月与2023年7月在全国实施，北京、上海、广州、深圳等重点区域则会提前至2019年7月实施国六b。过去由于重卡排放标准和治超执行力度相对较低，重卡用户普遍采用小排量发动机配大车的策略增大单位油耗的运输量，其缺陷是排放恶化，随着新版GB1589实施和先进的“不停车治超检测系统”普及，以及排放标准日趋严苛，重卡用户将倾向于使用大排量发动机提高运输效率来弥补单车运力下降。

注重及时高效的物流类重卡占据主导。2015年以来，以半挂牵引车为代表的物流类重卡占比快速提升，电商物流、冷链运输、超市配送等行业的兴起对重卡运输速度提出了更高要求，大排量马力的重卡速度更快，货物周转量更大，经济效益更高。

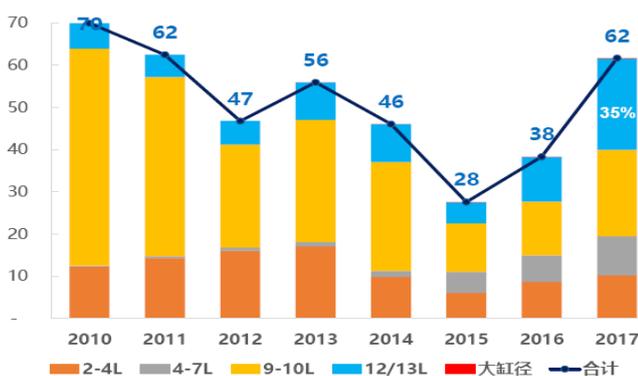
图表88 国内重卡产品销量结构趋向物流类重卡



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

大排量发动机具备更高的价值量和利润率。以潍柴动力为例, 作为我国重卡发动机龙头, 2015年至2017年, 潍柴动力 12L&13L 发动机销量分别为 5.0、10.2、21.7 万台, 占比从 18% 快速提升到 35%; 12L&13L 发动机单价达到 10 万元, 售价较 9~10L 发动机高 1 到 2 万元, 毛利率则高 5 个百分点, 从而有效提升发动机业务盈利水平。目前公司 WP13 已开始替代部分 WP12 发动机用于重型牵引车, 而 WP12 产品则进入工程类重卡配套, 参考北美欧洲等发达市场, 重卡均以 13L~15L 的大排量发动机为主, 未来我国重卡大排量趋势有望延续, 公司凭借在大排量发动机上的领先地位, 未来竞争优势持续。

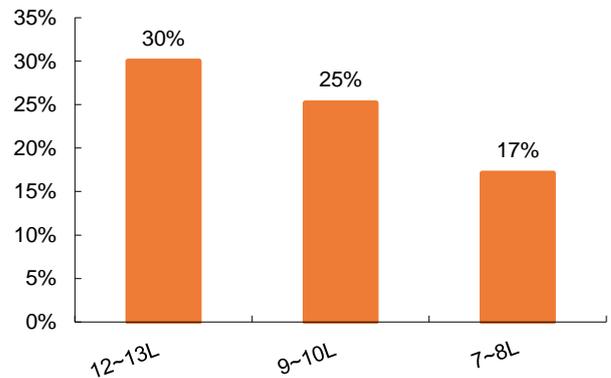
图表89 潍柴发动机业务毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 图中毛利率为发动机季度销量达 5 万台时的估算值。

图表90 潍柴发动机排量越大毛利率越高



资料来源: 公司推介资料, 平安证券研究所

注: 图中毛利率为发动机季度销量达 5 万台时的估算值。

6.1.3 排放法规升级提高发动机及后处理系统价值量

为了缓解日益严峻的环境问题, 我国自 2001 年开始实施国一排放法规, 并保持每 3-5 年进行更新加严, 从国三法规开始, 单纯通过提高发动机缸内燃烧效率来改善排放效果已不明显, 发动机后处理系统成为价值量提升的重点, 由于 SCR 路线对发动机改动较小, 对燃油、机油要求低, 但成本较

高(0.8~1万元),体积大(需定期添加尿素),因此在国三以上阶段,柴油重卡一般采用SCR路线。国五重卡相对国四重卡终端售价上涨约8千元,其中后处理系统硬件成本增加2~3千元。

在国六阶段,排放法规更加严格,预计EGR+DOC+DPF+SCR将成为重卡与轻卡发动机后处理的主流技术路线,将使发动机后处理系统成本提升10000元左右,此外,加装DPF等装置将使发动机温度、压力、氮氧化物传感器数量增加,根据终端调研:国五提升至国六重卡发动机售价将提高2万元左右。

国六标准即将实施,重卡发动机龙头企业技术与产品储备齐全,规模优势显著

根据《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》,国六法规将从2019年开始分地区分阶段逐步实施。由于发动机排放标准升级并不直接改善终端消费者的用车体验,过往部分企业依靠低端车型抢占市场,部分低端拖拉机/轻卡发动机售价甚至低至6~7千元,排放标准升级将使发动机开发、标定、生产成本同步提升,过去依靠低价产品而缺少研发投入的企业将难以为继,预计低端产能将逐步出清,为龙头企业腾出市场空间。

潍柴动力始终坚持自主开发的道路,研发投入逐年提升,2017年公司研发费用达56.5亿元,首次超过康明斯,其中发动机项目研发投入超过20亿元,2018年上半年公司研发投入28.63亿元,同比增加21.26%,估计用于发动机业务的研发费用6.7亿元。公司通过不断加大研发投入,全速推进国六产品、H系列、M系列等高端发动机开发,公司的规模优势将有助于摊薄单款发动机的开发成本,使公司在国六法规实施后进一步提升盈利能力与市占率。

高压共轨喷油压力提升或将带来价格提升。自“国三”排放法规实施开始,高压共轨在道路发动机上大量普及,随着排放法规趋严,为优化燃烧效率,高压共轨的喷油压力持续提升,亦可能带来高压共轨价格提升,威孚高科联营企业博世汽柴或将受益。

图表91 道路发动机排放升级主流技术路线及成本测算 单位:万元

国四路线		价格
重卡	优化燃烧+SCR	0.8~1
轻卡	优化燃烧+EGR+DOC/POC	0.2~0.35
国五路线		相对国四价格增加
重卡	优化燃烧+SCR+DOC/POC	0.2~0.3
	优化燃烧+EGR+DOC+DPF	0.4
轻卡	优化燃烧+EGR+DOC+POC	0.2
国六路线		相对国五价格增加
重卡	优化燃烧+EGR+DOC+DPF+HiSCR	1.07~1.08
轻卡	优化燃烧+EGR+DOC+DPF+SCR	0.8~1

资料来源:公司公告,平安证券研究所

非道路国四升级带来新机遇,加速核心配件优胜劣汰

2018年8月19日,生态环境部2018年第34号文件发布《非道路移动机械污染防治技术政策》,对新生产的非道路移动机械今后5-10年的污染物排放水平提出了控制目标:对于压燃式发动机(如柴油机)为动力的非道路移动机械,控制目标要求2020年达到国家第四阶段排放控制水平;对所有非道路移动机械,要求2025年与世界最先进排放控制水平接轨。

根据《中国机动车环境管理年报(2018)》的统计,非道路移动机械在保有量仅为机动车保有量1/6的情况下,其排放的氮氧化物573.5万吨、颗粒物48.5万吨,与机动车排放的氮氧化物574.3万吨、颗粒物50.9万吨相当。该政策不仅给出了满足排放要求的非道路移动机械排放控制技术,还给出了超低排放、零排放的技术路线。

在非道路国三阶段发动机喷油系统普遍采用 VE 泵等产品,为满足非道路国四标准,预计高压共轨将在非道路多缸柴油机大量普及,我国柴油机年销量约 556 万台,其中 35%为非道路机械,非道路发动机中约一半为多缸机,即非道路多缸柴油机年销量约 100 万台,高压共轨系统按 4 千元/套计算,非道路多缸柴油机高压共轨市场容量达到 40 亿元。

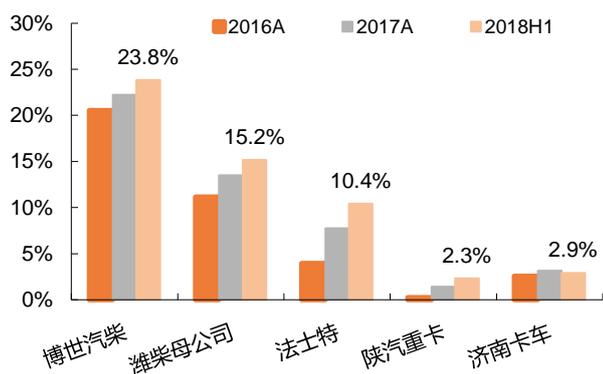
博世汽柴(目前收入约 160 亿,净利润 35 亿)是我国柴油机高压共轨系统绝对垄断者,其规模,技术,成本均已占据领先优势,在道路发动机市场垄断地位长期稳固,未来我国非道路“国四”标准实施将进一步提升高压共轨渗透率,博世汽柴将成为我国柴油机排放标准升级的最大受益者。

排放标准升级使产业链价值趋向上游核心零部件

卡车排放标准不断升级,油泵油轨等核心零部件的重要性日益凸显,重卡行业在利润分配上,从上游核心零部件到下游的利润率依次递减,最上游的博世汽柴净利润率高达 24%,潍柴发动机与法士特变速箱净利润率分别为 15.2%和 10.4%,而陕重汽与济南卡车的净利润率则仅为 2.3%和 2.9%。在盈利稳定性上,下游的陕汽与重汽利润弹性较大,而上游零部件的利润波动则相对平缓。卡车核心环节产业链话语权及盈利稳定性较强。

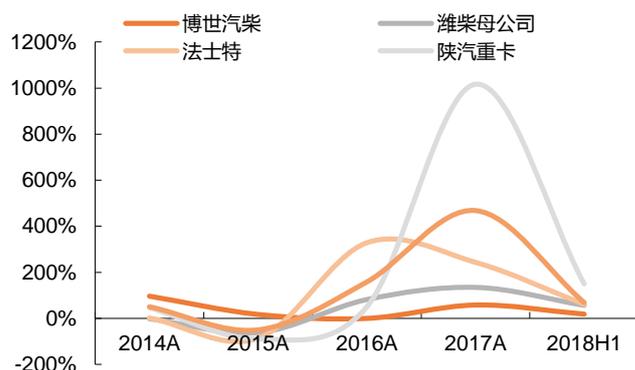
以潍柴动力、威孚高科为代表的优秀重卡零部件企业具备较强的产业链定价权,将充分受益柴油车排放升级,非道路国四升级亦将带来新空间。

图表92 重卡产业链上游核心零部件净利率更高



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表93 重卡产业链上游核心零部件净利润增长率更稳定



资料来源:公司公告,平安证券研究所

6.2 客车电动化加速优胜劣汰、迎来出口新空间

6.2.1 客车市场短期承压,长期仍有提升空间

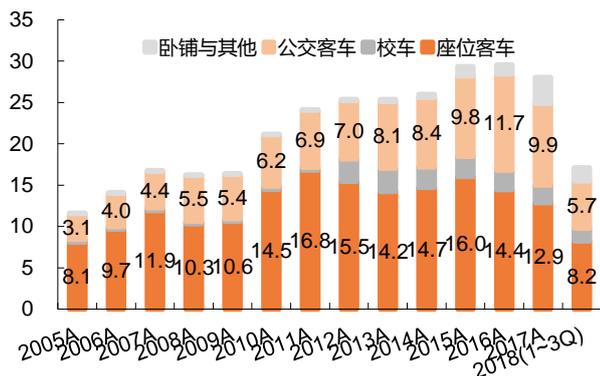
根据中客网数据,2018年1-10月新能源客车销量6.0万辆,同比增长5.3%。由于2018年5月1日起增值税税率从17%下调至16%,叠加新能源补贴新政策过渡期于6月11日截止,5月新能源客车市场出现抢装行情,新能源客车销量高达1.2万辆,透支了部分下半年需求,加上宏观经济增速放缓和2017年同期高基数影响,下半年新能源客车销量低迷。全年来看,按中客网口径,预计2018年新能源客车销量10万辆,同比下降10%左右。2019年尽管经济仍有下行压力,但由于新的补贴政策大概率推迟到2019年初出台,或将导致2018年底冲量的需求推迟到2019年,因此2019年全年新能源客车销量有望与2018年持平,即10万辆。

客车车型结构变迁,公交保有量持续提升。国内客车市场车型结构总体以公交与座位客车为主,受经济发展与政策影响而发生一定变迁。随着城市化进程加速,我国公交车销量基本呈稳定增长,2015

年新能源化使公交销量快速增长，2016 年达到 11.7 万辆高点，2017 年受前期透支影响略微回调，2018 年 1~10 月，公交车销量 6.4 万辆，同比增长 11.4%，其中新能源公交 5.4 万辆，同比增长 29%。

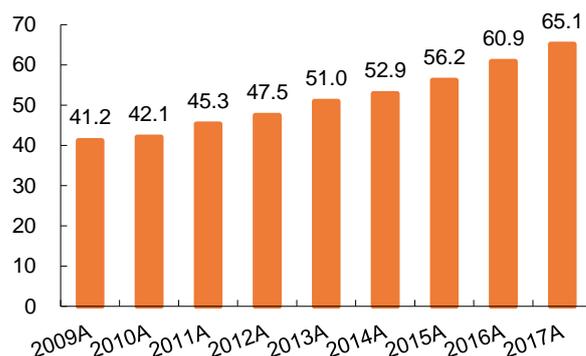
国家规定中小城市每万人拥有 7 标台公交车，住建部建议特大城市标准是每万人 11 标台，全国文明城市 A 类测评标准万人拥有公交车 12 标台。假设未来全国城镇公交车的保有量达到 8 标台/万人，那么我国公交车保有量未来有望达到 70 万台左右，相比 2017 年的 65.1 万辆仍有一定提升空间。公交车更新周期大约为 6~8 年，对应每年更新公交车在 9~12 万台之间，其中 10 米以上占比过半。

图表94 客车销量中座位客车占比下降 单位：万辆



资料来源：中客网，平安证券研究所

图表95 公交车拥有量稳步提升 单位：万辆



资料来源：交通部，平安证券研究所

6.2.2 客车电动化与大型化带来单车价值量提高

新能源客车渗透率提升。近几年来，各地政府不断提高新能源公交的采购比例，目前新能源客车公交车渗透率达到 84.8%，座位客车新能源渗透率 3.6%。

补贴退出后新能源客车将以大中型为主。2015 年补贴政策对 6~8 米车有利，2016 年补贴对 8~10 米车有利，2017 年之后补贴渐趋成熟，利好于大中型客车，未来新能源公交客车长度结构也将趋近于以往燃油车公交长度结构，以大中客为主。2017 年，新能源汽车补贴推广目录中续航大于 300 公里的客车占比仅 37%，而在 2018 年第 6 批推广目录中，续航超过 300 公里的客车数量占比已达到 66%。

宇通新能源客车市占率长期保持第一名，从销售结构上看，宇通客车车型结构以大型中型为主，单车利润更高，且大中型新能源客车销量远超竞争对手，行业龙头地位稳固。

图表96 2016-2018 年客车长度补贴变动表 单位：万元

	6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
2018 年	5.5	12	18
同比降幅	-39%	-40%	-40%
2017 年	9	20	30
同比降幅	-70%	-50%	-40%
2016 年	30	40	50

资料来源：工信部，平安证券研究所

图表97 2018(1~10)新能源客车销量结构 单位：辆

新能源客车	总计	大型	中型	轻型	渗透率
合计	60088	32379	22177	5532	33%
座位客车	3125	1979	733	413	4%
校车	48	0	34	14	0%
公交客车	53962	30357	21445	2160	85%
卧铺与其他	3010	64	1	2945	19%
渗透率	33%	54%	46%	8%	

资料来源：国家统计局，国家旅游局，平安证券研究所

客车电动化带来单车价值量提升。以宇通客车为例，公司是我国客车及新能源客车龙头，2018年十米以上电动大客（带200度电）售价约79万元，其中电池电机电控成本约27万元，毛利率28%；而十米以上燃油客车售价约45万元，动力总成成本7~10万元，毛利率22%，电动客车更高的单价与毛利率带来更高的单车利润。

补贴退出后，客户将更看重全生命周期成本。从客车的LCC（Life Cycle Cost全生命周期成本）结构来看，采购成本只占LCC的15%左右。而后期持续产生的燃料成本、维保成本等使用成本约占70%。以宇通8米纯电动为例，在5年的生命周期内，每台E8可以比同等长度的燃油车节约35.9万元，因此，尽管电动客车售价更高，但LCC占优，随着电动客车的市场认可度提升，我们相信即使补贴退出后下游客户仍然更愿意购置电动客车。

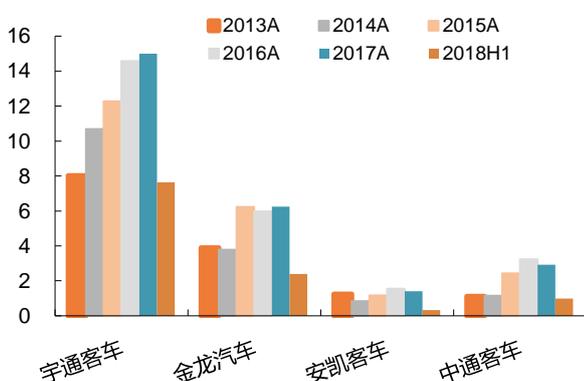
6.2.3 客车电动化提升行业竞争门槛，重塑产业链话语权

补贴完全退出后，龙头企业新能源客车依然有望获得比燃油客车更高的毛利率和单车利润。在传统燃油公交时代，公交公司普遍采用点单模式，即限定发动机、变速箱等核心零部件的供应商，整车厂更多承担组装的工作，技术门槛较低，地方上存在大量低端产能，且售后维修也主要由发动机变速箱企业承担，导致主机厂利润相对较低。而在新能源客车领域，龙头企业在整车电机电控等核心零部件领域参与度明显高于燃油客车对核心动力总成的参与度，从而降低电机电控的开发和采购成本，并获得相应的售后利润，因此客车电动化将提升行业门槛，使龙头企业盈利能力超越燃油车时代。

龙头企业高研发投入，拥有更强技术积累。以宇通客车为例，公司长期保持远高于竞争对手的研发费用，拥有更高水平的技术储备，我们认为，补贴额度下滑和补贴的技术标准提高，都有利于龙头市占率的提升，行业集中度将加速提高，长期来看宇通客车大中型新能源车份额有望提升10个百分点至40%。

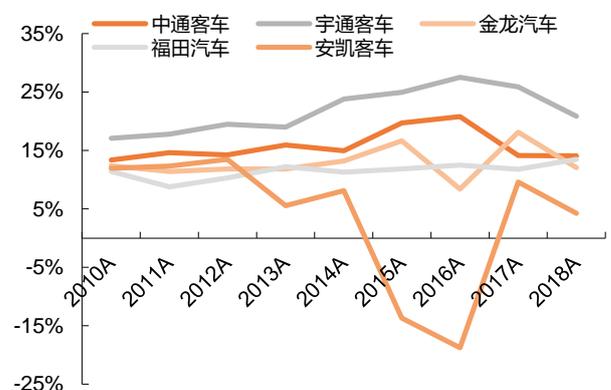
龙头凭借规模优势消化补贴退坡能力更强。2019年补贴预计仍将大幅退坡，同时补贴标准仍将继续趋向高续航的大型客车。若2019年补贴继续退坡40%，对于10米以上的客车来说，国补相当于少了7.2万元，如果电池成本降价20%，叠加电机电控等其他零部件降价，可以消化大部分国补退坡的影响，满足最新补贴标准的新车型上市后，客户可能会接受一定程度的终端提价，从而承担一部分补贴退坡影响。对于行业龙头而言，由于规模效应明显，理论上会有更高的采购议价能力，成本端有望获得更高的降幅，同时，由于品牌效应和售后服务等综合能力强，在终端提价的过程中，将占有明显优势。

图表98 宇通研发投入远超竞争对手 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表99 宇通毛利率领先竞争对手



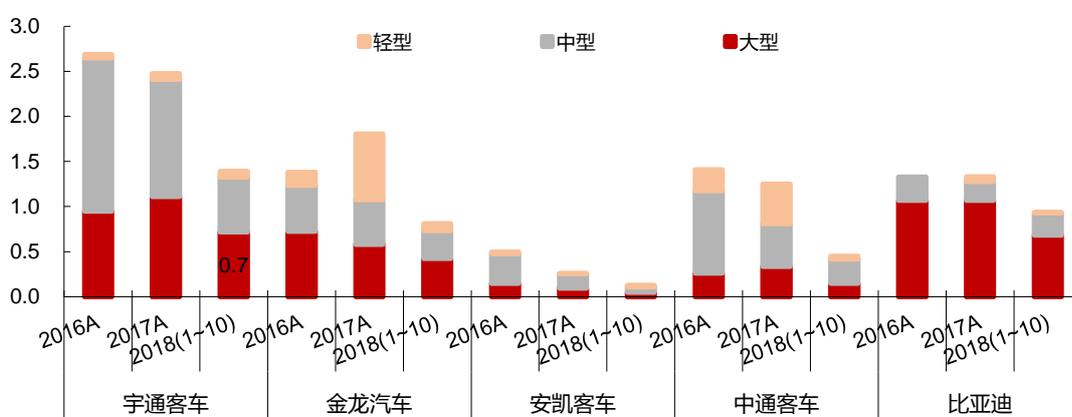
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表100 主要客车企业 2018 年 1~10 月新能源客车销量及市占率 单位：辆

	新能源客车销量	市占率	市占率同比增加百分点
宇通客车	13926	23.2%	7.5
金龙汽车	8097	13.5%	8.9
比亚迪	9301	15.5%	0.7
中通客车	4506	7.5%	-8.2
福田	1321	2.2%	-3.2
安凯	1261	2.1%	0.1

资料来源：中客网，平安证券研究所

图表101 主要客车企业新能源客车销量结构 单位：万辆



资料来源：中客网，平安证券研究所

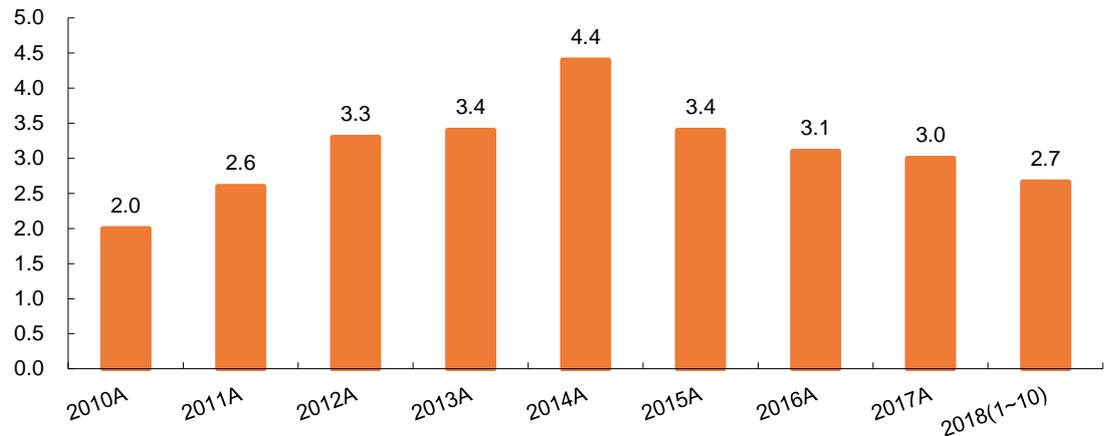
6.2.4 电动客车出口迎来重要机遇期

大中客出口销量有待恢复。客车出口自 2007 年达到顶点，自 2008 年金融危机销量下跌至低谷，自 2009 年至 2014 年实现了连续 5 年的增长，近几年出口销量连续下跌。目前欧洲等多国已经启动禁售燃油车的计划，为新能源客车带来替换与新增需求。比如法国 7 万辆客车在 2025 年之前将全部被替换成为新能源及天然气客车（80%为纯电动）。

国内电动客车在核心零部件和量产经验上占优势。此前燃油客车出口至欧美市场较为困难，主要是核心配件难以达到目标市场标准，但电动大巴不存在此类问题，且中国的新能源客车起步较早，具备丰富的量产经验，从技术成熟度、规模上已经领先全球，具备极强的竞争力，据了解，目前海外竞争对手的电动大巴产品不仅价格高昂，而且多处于样车阶段，以比亚迪、宇通客车为代表的客车龙头已经摩拳擦掌，准备在电动客车出口上大展拳脚。

宇通客车出口车型同样以大中客为主，我们估计燃油大客车出口单价约 50 万元以上，电动客车出口单价约 200 万元以上，均大幅高于国内均价。预计宇通客车出口盈利能力远高于国内，电动大巴较海外对手产品具备更高的性价比且具备更突出的产品优势，电动大巴出口规模的提升又将强化龙头企业的规模优势与技术优势，从而进一步提高国内市占率。

图表102 客车出口销量 单位：万辆



资料来源: 中客网, 平安证券研究所

七、投资建议

2019年汽车业将边际改善，开放时代竞争加剧，进入降速提质时代。我们认为我国汽车业仍在成长期、千人保有量有翻番潜力，无需过度悲观。2019年看好日系份额回归、新能源车继续高增长、商用车单车价值持续提升以及由此带来的配件成长新动力。

行业处底部、长期空间仍大：2018年汽车板块二级市场走弱，行业销量探底，库存高企，盈利下行；SUV降速提质阶段，自主SUV份额阶段性下滑；行业分化再加剧，日系份额回归、自主龙头崛起；新能源乘用车高增长，车型逐步高端化。2018年乃行业变革之年，重大行业政策频出、影响深远，政策将促使行业向高质量发展阶段转变。汽车业将在1-2个季度内迎来边际改善。长期看国内汽车销量增长空间仍然巨大。

乘用车关注两个亮点：日系份额回归；新能源行业高成长，新品周期为王。从十年政策法规、五年技术路径、三年战略周期维度，日系在2019年仍然会成为行业主要增长引擎，份额有望提升；德系受战略转型、美系受品牌资源分布影响，份额预计持平；韩系/自主预计下滑。新能源从供需两端看，政策驱动供给端优秀产品逐渐丰富，需求走向多样化，2021年后迎来与燃油车平价时代，我们判断行业未来十年仍会保持高速增长。政策刺激+市场需求为主要驱动力，把握新品周期，抢占增量市场，外资暂处蓄力期，自主品牌舞台广阔，关注有较多新品上市+技术优势的优质自主。

新能源车高端化及规模高增长催生配件新机遇。相比全球巨头，目前国内汽零行业普遍核心竞争力偏弱，抗风险能力不足。新能源车高端化带来相关配件价值量大幅提升，且外资新能源产能大举入华，相关配件如新能源车热管理、轻量化、非轮胎橡胶件等核心环节企业有望受益。

商用车持续单车价值升级趋势，核心环节更为受益，龙头企业优势更为突出。重卡结构转为以物流用途为主，对投资依赖度下降，未来几年蓝天保卫战及国六升级，国三强制淘汰等多重利好促使行业仍能维持较高销量中枢。发动机大排量化、排放升级提升发动机及后处理价值量。客车电动化逐步由政策鼓励过渡到市场驱动，行业短期低迷有助加速淘汰落后产能，客车电动化提高行业竞争门槛，龙头凭借高研发投入将获得更高市占率，拉近国内外客车产品差距，迎来电动客车出口机遇期。

图表103 平安汽车 2019 年度策略重点推荐公司及其理由

公司名称	推荐理由
广汽集团	看好日系新周期与新能源高成长
上汽集团	合资稳健+自主电动化领先
吉利汽车	自主品牌龙头 领克打开成长空间
宇宇股份	产品升级+打开日系客户
中鼎股份	非轮胎橡胶件龙头+单车价值升级
银轮股份	客户优异 新能源产品价值量升级
宇通客车	利润率拐点已出现，短期低迷不改长期成长逻辑
潍柴动力	具备很强产业链定价权，重卡产销量具备超预期可能
威孚高科	受益柴油车排放升级，非道路国四升级带来新空间

资料来源: 平安证券研究所

八、风险提示

- 1) 新能源汽车销量不及预期。新能源补贴退坡将是大势所趋，若“三电”系统成本下降幅度无法跟上补贴下降的幅度，可能导致整车企业成本提高，产品竞争力下降，销量下滑。
- 2) 主机厂年降压力高于预期。新的行业政策将导致新能源汽车领域竞争加剧，整车厂可能将降本压力传导至上游零部件企业，导致零部件企业产品毛利率降低，盈利能力下降。
- 3) 原材料涨价风险。如果上游原材料价格快速上涨，则将提高企业的原材料采购成本，影响零部件企业的盈利能力。
- 4) 若宏观经济放缓，投资和基建增速下降，可能会影响重卡销量，导致重卡类企业利润下滑。
- 5) 客车出口不及预期。海外市场受宏观经济等因素影响较大，若全球经济下行，将导致客车出口量下滑，可能影响客车企业利润和销量。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033