



汽车

# 【联讯汽车年度策略】严冬不肃杀，何以见阳春

2018年12月18日

投资要点

增持(维持)

汽车及零部件行业研究组

分析师：韩晨

执业编号：S0300518070003

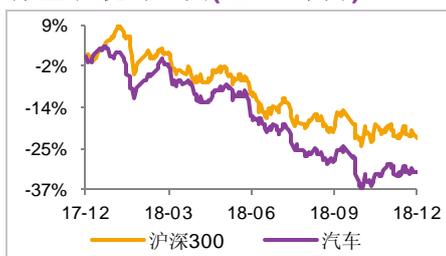
邮箱：hanchen@lxsec.com

研究助理：徐昊

电话：010-66235709

邮箱：xuhao@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯汽车行业周报】促进消费意见发布，汽车消费将迎反弹》2018-09-25

《【联讯汽车行业周报】行业承压，静待回暖》2018-11-20

《【联讯汽车行业周报】特斯拉下调国内售价》2018-11-26

## ◇ 乘用车：SUV 红利基本结束，自主品牌面临挑战与机遇

SUV 红利驱动下的乘用车销量高增长时代已经结束，行业步入成熟期，轿车及 SUV 销量将保持长期低位数增长。国内乘用车行业竞争加剧，分化初现，格局逐步清晰。2018 年 SUV 销量增速大幅放缓的核心是 1.6L 及以下排量车型的占比开始下滑，1.6L-2.0L 的排量车型占比有所提升。我们认为，SUV 的结构性变化主要由于：1) 2018 年各大自主品牌推出中高端车型，排量以 1.8L 及 2.0L 为主；2) 紧凑型 SUV 销量经过几年的高增长，销量基数高，新增需求出现不顺畅，短期趋于饱和。

国内汽车销量下滑，自主品牌面临挑战与机遇，四化布局全面的优质车企仍占据明显优势：1) 国内汽车销量明显放缓，行业增速受短期因素出现负增长，但不改汽车行业处于长期增长通道；2) SUV 给自主品牌带来的行业红利基本结束，行业进入去产能阶段，马太效应将进一步明显，优质自主品牌市场份额将持续扩大；3) 汽车行业短期库存高企，去库存对车企盈利能力有所冲击，但随着龙头格局的逐步形成，行业产能逐步出清，盈利能力将逐步恢复；4) 造车新势力的冲击短期影响不大，长期将与老牌车企在行业变革中竞争，头部老牌车企在电动化、智能化和网联化仍有优势。

## ◇ 商用车：行业整合开始，推荐核心零部件标的

基建投入力度、对环保和治超政策的落实是决定重卡需求的核心因素，经过 2017 年重卡的高增长之后，2018 年同比数据承压，单月销量仍处历史高位，行业需求并未出现显著减少。我们认为 2018 年重卡全年销量将保持在 110-115 万之间，未来也将长期保持百万级的总销量。

## ◇ 新能源汽车：新能源汽车保持高增长，降本升级改善行业盈利能力

2018 年 1-11 月，新能源汽车累计销量已经达到 103 万辆，同比增长 69%，预计全年销量可大概率超过 115 万辆。目前，国内新能源汽车正处于渗透率 10% 以下的高速发展期，随着 2018 年自主品牌车型续航里程显著增加，爆款插混及纯电动车型陆续上市，行业正在由政策驱动逐步转向市场驱动。

新能源汽车仍是确定性最强的细分行业，补贴退坡将导致行业短期盈利能力下滑。长期来看，通过降低成本和产品升级，新能源汽车产业链利润分配格局将得到优化，逐步向下游传导，行业现金流情况将逐步改善，整体将实现盈利。

## ◇ 零部件：把握行业变革下的确定性机会

在特斯拉及其他电动车造车新势力的冲击下，传统车企电动化、智能化转型已加速推进，汽车行业变革已至。零部件行业正处于国产替代加速时代，我们认为行业的核心发展方向是：1) 从金属件发展到电子化高附加值附件，2)



从二级供应商发展到一级供应商，3) 单一产品到多重产品，4) 从国内客户切入到国际客户。我们持续看好积极布局新能源汽车产业链，并且已经进入特斯拉等国际主机厂供应链的核心零部件企业。

#### ◇ 投资建议：把握四条投资主线

2018 年是汽车行业转折的一年，行业增速下滑是大概率事件，整车库存高企，盈利能力下滑，行业利润分配加速向头部企业转移。我们认为 2019 年汽车行业可把握四条投资主线：1) 优质自主及合资品牌带来的机会，推荐上汽集团；2) 新能源汽车持续推荐比亚迪；3) 准确把握行业变革的核心零部件企业，推荐三花智控、长鹰信质、旭升股份和潍柴动力，4) 汽车保有量带来的机会，推荐安车检测。

#### ◇ 风险提示

- 1) 新能源汽车推广不及预期；
- 2) 汽车销量增速低于预期，自主品牌销量增速不及预期；
- 3) 新能源汽车上游原材料价格波动风险；



## 目 录

一、汽车销量短期承压，长期仍处上升通道.....	6
(一) 乘用车：SUV 红利基本结束，自主品牌面临挑战与机遇.....	7
1、SUV 红利结束，轿车销量企稳.....	7
2、四个维度解析自主品牌生态.....	9
3、从全球视角剖析汽车行业变革.....	15
(二) 商用车：行业增量趋于稳定，行业整合开始.....	19
1、卡车销量放缓，重卡热度不减.....	19
2、客车整体销量下降，电动化渗透率持续提升.....	21
3、排放标准升级，行业整合加速，推荐核心零部件企业.....	23
(三) 新能源汽车：新能源汽车保持高增长，降本升级改善行业盈利能力.....	24
1、插混车型销量超预期，龙头确定性强.....	24
2、补贴政策驱动续航里程及能量密度提升.....	26
3、产品升级，成本下降，行业盈利能力提升.....	28
二、零部件：把握行业变革下的确定性机会.....	31
(一) 国产零部件渗透率提升，产品结构上行带动盈利能力增强.....	31
(二) 存量化带来的机会.....	33
投资建议.....	36
风险提示.....	36

## 图表目录

图表 1：国内历年汽车销量及同比（单位：百万）.....	6
图表 2：各国千人保有量（辆/千人）.....	6
图表 3：国内汽车价格指数与 CPI.....	7
图表 4：国内汽车历年销量与人均 GDP.....	7
图表 5：国内乘用车销量及同比（单位：百万）.....	7
图表 6：2018 年 1-10 月轿车销量（单位：百万辆）.....	8
图表 7：2018 年 1-10 月 SUV 销量（单位：百万辆）.....	8
图表 8：2018 年 1-10 月 MPV 销量（单位：百万辆）.....	8
图表 9：2018 年 1-10 月交叉型销量（单位：百万辆）.....	8
图表 10：SUV 不同排量销量占比.....	9
图表 11：2018 年汽车经销商库存系数.....	10
图表 12：2018 年自主品牌汽车库存系数.....	10
图表 13：2018 年合资品牌汽车库存系数.....	10
图表 14：2018 年进口汽车库存系数.....	10
图表 15：合资及自主品牌车型均价统计（万元）.....	11
图表 16：乘用车市场自主品牌占有率变化情况.....	11
图表 17：SUV 市场自主品牌占有率变化情况.....	11



图表 18: 合资品牌乘用车历年销量 (万辆) .....	12
图表 19: 日系、德系乘用车历年销量情况 .....	12
图表 20: 轿车分排量销售占比情况 .....	12
图表 21: 2018 年 1-10 月轿车销售排名 .....	12
图表 22: BBA 阵营热销车型 (单位: 万辆) .....	13
图表 23: 2018 年 1-10 自主 SUV 品牌累计销量 (万辆) .....	13
图表 24: 自主、合资品牌 SUV 市场占有率情况 .....	13
图表 25: 国内车企毛利率 (%) .....	14
图表 26: 2018 年 1-10 月自主车企销量排名 (万辆) .....	14
图表 27: 乘用车市场自主品牌销售占比情况 .....	14
图表 28: 国内主流造车新势力 .....	15
图表 29: 各国家/地区燃油车禁售时间表 .....	15
图表 30: 豪华车市场各品牌占有率情况 .....	16
图表 31: 特斯拉历年销量情况 (万辆) .....	16
图表 32: Model 3 和部分豪华燃油车价格对比 (万元) .....	17
图表 33: 2017 年全球新能源车销量排名 (万辆) .....	17
图表 34: 各传统车企新能源车计划表 .....	17
图表 35: 不同排量进口车综合税率的降幅统计 .....	18
图表 36: 商用车历年销量 (万辆) .....	19
图表 37: 卡车年度销量及其同比 (单位: 万辆) .....	20
图表 38: 重卡年度销量及其同比 (单位: 万辆) .....	20
图表 39: 中卡年度年度销量 (单位: 万辆) .....	20
图表 40: 轻卡年度销量及其同比 (单位: 万辆) .....	20
图表 41: 近十年来基础设施建设投资额 (单位: 亿元) .....	21
图表 42: 近五年具体基建项目投资额 (单位: 亿元) .....	21
图表 43: 客车年度销量及同比 (单位: 万辆) .....	21
图表 44: 2018 年客车月度销量及其同比 (单位: 万辆) .....	21
图表 45: 大中客年销量及其同比 (单位: 万辆) .....	22
图表 46: 轻客年度销量及其同比 (单位: 万辆) .....	22
图表 47: 新能源客车销量及渗透率 .....	22
图表 48: 宇通客车新能源汽车销量及其市占率 .....	22
图表 49: 宇通客车归母净利润 (单位: 亿) .....	23
图表 50: 宇通客车毛利率与同行业对比 .....	23
图表 51: 国一至国五排放时间表 .....	23
图表 52: 国三排放标准期间重型货车销量 (万辆) .....	24
图表 53: 历年重卡保有量 (万辆) .....	24
图表 54: 物流类重卡销量占比上升 .....	24
图表 55: 潍柴动力历年营业收入情况 (亿元) .....	24



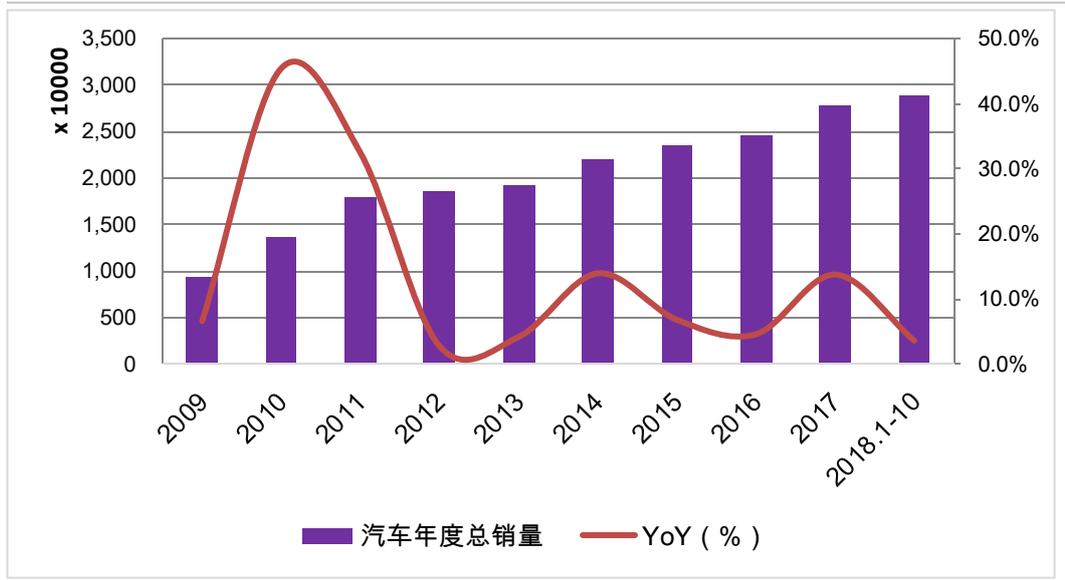
图表 56: 新能源汽车销量保持高增速 (单位: 辆) .....	25
图表 57: 纯电动汽车月度销量 (单位: 万辆) .....	25
图表 58: 插电式混动月度销量 (单位: 万辆) .....	25
图表 59: 各地区新能源汽车分动力占比.....	25
图表 60: 新能源乘用车月度销量 (单位: 辆) .....	26
图表 61: 新能源商用车月度销量 (单位: 辆) .....	26
图表 62: 新能源乘用车政策补贴对比 (单位: 万元/辆) .....	26
图表 63: 新能源客车政策补贴对比 (单位: 万元/辆) .....	27
图表 64: 专用车补贴幅度下降.....	27
图表 65: 各级车型续航里程占比 .....	28
图表 66: 前 12 批新能源车推荐目录续航里程 (单位: 公里) .....	29
图表 67: 前 12 批新能源汽车推荐目录能量密度 (单位: Wh/kg) .....	29
图表 68: 2017 年续航里程——乘用车.....	29
图表 69: 2018 年续航里程——乘用车.....	29
图表 70: 2017 年各区间能量密度的车型占比-乘用车 .....	30
图表 71: 2018 年各区间能量密度的车型占比-乘用车 .....	30
图表 72: 新能源汽车原材料价格走势 (万元/吨) .....	30
图表 73: 新能源汽车产业链各环节毛利率 (%) .....	31
图表 74: 零部件企业近一年并购重组情况 .....	31
图表 75: 零部件企业研发投入 (单位: 亿) .....	32
图表 76: 零部件企业的发展趋势 .....	33
图表 77: 国内汽车产业链各环节规模占比 .....	33
图表 78: 国外成熟市场汽车产业链各环节规模占比 .....	33
图表 79: 全国二手车限迁政策.....	34
图表 80: 全国二手车交易量 (单位: 万辆) .....	34
图表 81: 全国二手车电商交易量及渗透率 .....	35
图表 82: 国内主要二手车电商平台.....	35



## 一、汽车销量短期承压，长期仍处上升通道

2006 年我国汽车销量为 721 万辆，经过十多年高速增长后，2017 年全年汽车销量 2888 万辆，2006-2017 年期间累计增长 402%。2018 年 1-10 月汽车累计销量 2287 万辆，同比下降 0.1%，我国汽车销量增速首次为负。国内汽车行业经历十多年的高速发展后，每年销量已经接近短期“天花板”，叠加国内房地产市场对可选消费的挤出效应以及宏观经济增速放缓等综合影响，我们认为汽车销量将短期波动，但长期仍处于上升通道。

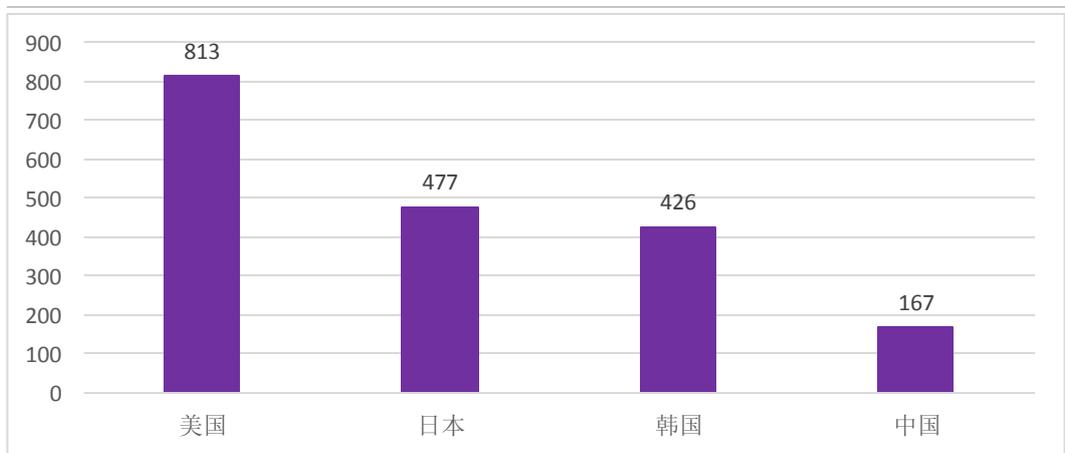
图表1： 国内历年汽车销量及同比（单位：百万）



资料来源：Wind，联讯证券

截止 2018 年三季度，国内机动车保有量 3.22 亿，汽车保有量约 2.35 亿辆，千人汽车保有量约 167 辆，仅美国的 20%，日本的 35%，韩国的 39%，未来行业空间仍然巨大。我们认为，以 2006 年为基年，汽车名义价格指数基本维持不变，实际价格处于下行通道，对应消费需求仍将保持增长，政策层面对未来实施更大幅度的减税预期，国内可支配收入预计将进一步加大，对可选消费的刺激逐步清晰。综合来看，国内汽车消费仍处于快速上升期，短期经历波动，长期内仍将保持低速稳定增长。

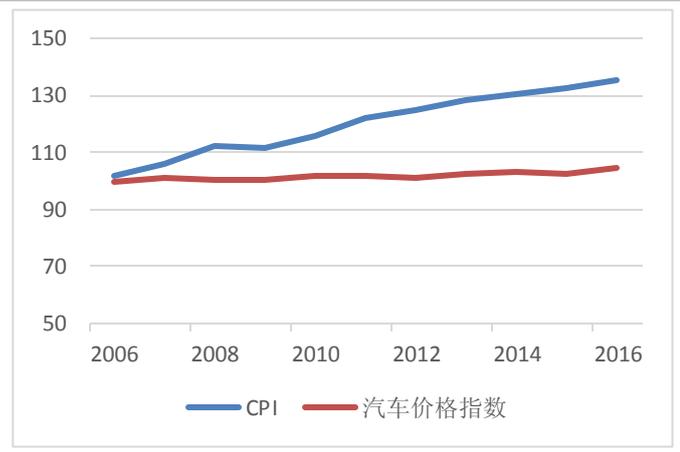
图表2： 各国千人保有量（辆/千人）



资料来源：Wind，联讯证券

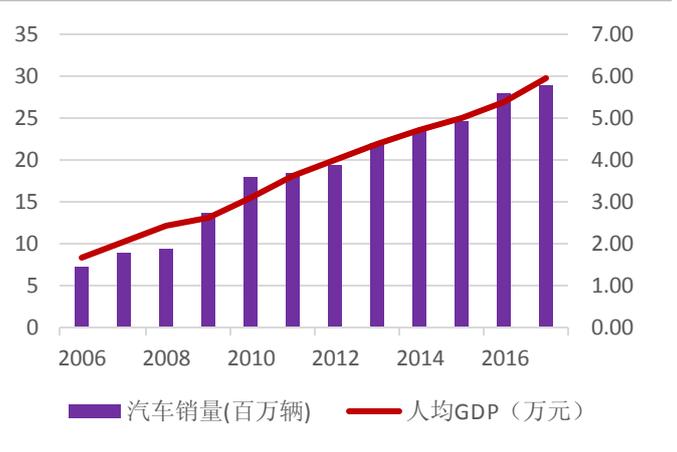


图表3: 国内汽车价格指数与 CPI



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表4: 国内汽车历年销量与人均 GDP



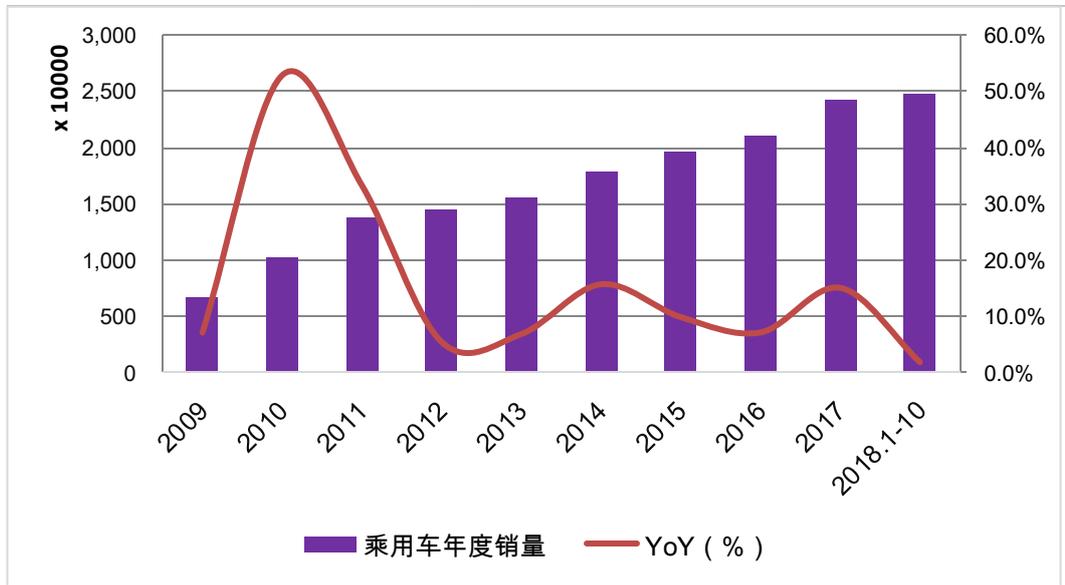
资料来源: Wind, 联讯证券

### (一) 乘用车: SUV 红利基本结束, 自主品牌面临挑战与机遇

#### 1、SUV 红利结束, 轿车销量企稳

我国乘用车销量从 2003 年 261 万辆增长至 2017 年 2472 万辆, 年化增长率达 25%。2018 年 1-10 月, 乘用车累计销量 1930 万辆, 同比下降 1.02%, 经过 7 月开始的四个月负增长, 累计销量出现负增长, 预计今年全年销量也将出现下滑。

图表5: 国内乘用车销量及同比 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 联讯证券

从乘用车细分来看, 2018 年 1-10 月轿车累计销量 942.2 万辆, 同比下降 0.04%, MPV 累计销售 140.9 万辆, 同比下降 14.14%, SUV 累计销售 810.6 万辆, 同比增加 1.55%。交叉型累计销售 36.74 万辆, 同比下降 19.05%。

乘用车出现负增长的核心因素是 SUV 销量增速大幅放缓, 由于国内路况及消费者对汽车空间和尺寸的偏好等原因, SUV 行业在 2012-2017 年均保持两位数同比增速。自主品牌通过快速切入 15 万以下级别 SUV 市场, 实现崛起, 爆款车型哈弗 H6 等车型年销



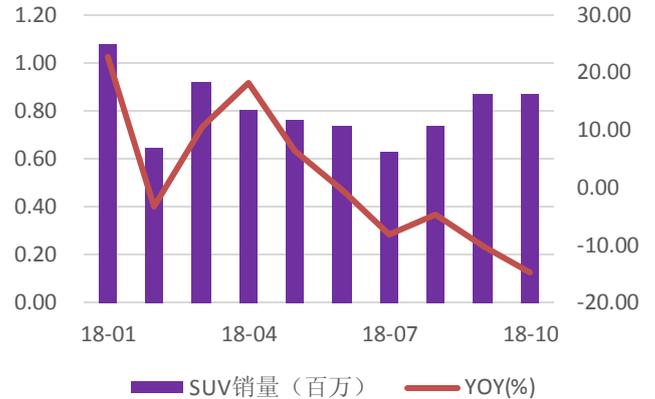
销量一度突破 60 万辆，目前国内 SUV 每年销量已接近一千万，占乘用车销量超过 40%。

图表6： 2018 年 1-10 月轿车销量（单位：百万辆）



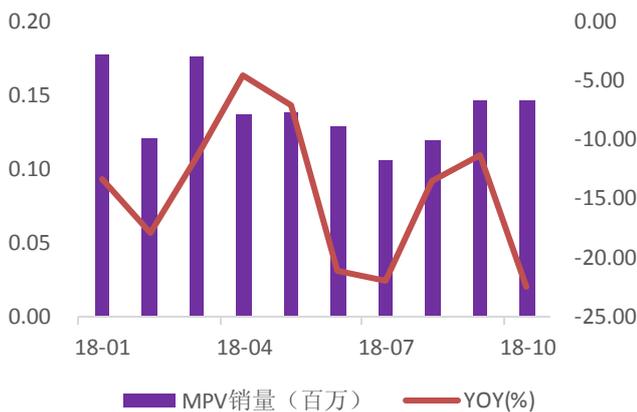
资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表7： 2018 年 1-10 月 SUV 销量（单位：百万辆）



资料来源：Wind，联讯证券

图表8： 2018 年 1-10 月 MPV 销量（单位：百万辆）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表9： 2018 年 1-10 月交叉型销量（单位：百万辆）

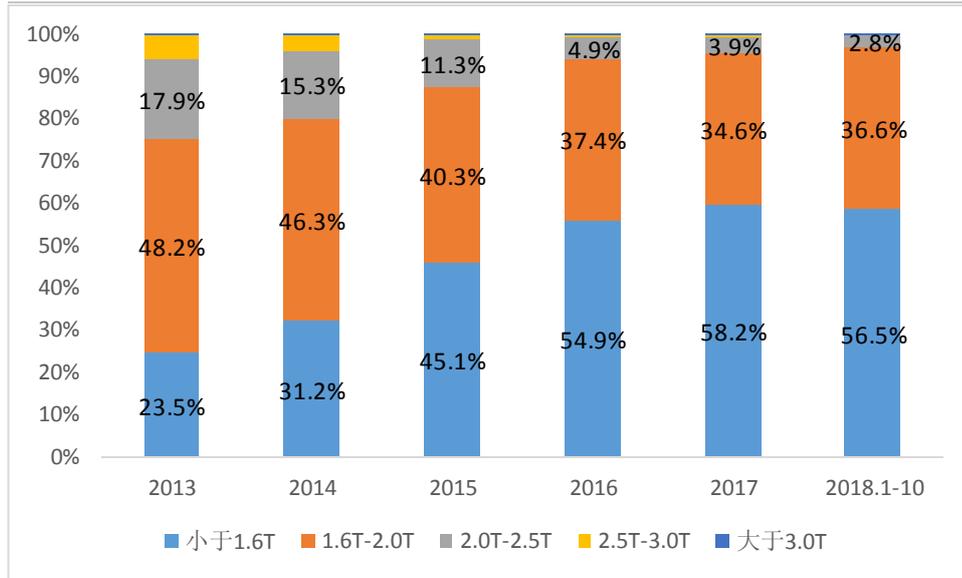


资料来源：Wind，联讯证券

2018 年之前国内 SUV 核心驱动因素是 1.6L 排量以下的车型销量保持高增长，占比持续提升，其中主要由于自主品牌部分爆款车型在二三线城市的热销。2018 年 SUV 销量增速大幅放缓的核心是 1.6L 及以下排量车型的占比开始下滑，1.6L-2.0L 的排量车型占比有所提升。我们认为，SUV 的结构性变化主要由于：1) 2018 年各大自主品牌推出中高端车型，排量以 1.8L 及 2.0L 为主；2) 紧凑型 SUV 销量经过几年的高增长，销量基数高，新增需求出现不顺畅，短期趋于饱和。



图表10: SUV 不同排量销量占比



资料来源: Wind, 联讯证券

我们认为, SUV 红利驱动下的乘用车销量高增长时代已经结束, 行业步入成熟期, 轿车及 SUV 销量将保持长期低个位数增长。国内乘用车行业竞争加剧, 分化初现, 格局逐步清晰。

## 2、四个维度解析自主品牌生态

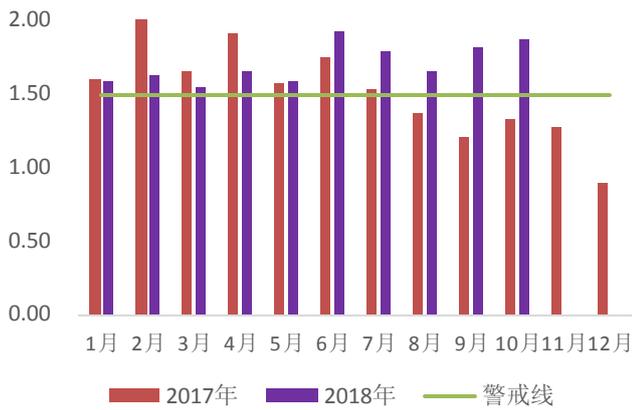
**A、国内汽车销量下滑, 库存指数高, 短期波动不改长期趋势。**经过 7-10 月汽车销量持续下滑, 且下滑幅度持续扩大后, 2018 年 1-10 月国内汽车累计销量出现负增长, 从我们今年草根调研的情况来看, 国内汽车全年销量将出现下滑。自主品牌销量出现明显分化, 部分车企在行业景气度持续下行的背景下, 依然保持两位数高增长, 产品结构持续向上突破, 产品线布局持续优化, 龙头企业依然拥有确定性。

2018 年 10 月经销商库存指数为 1.88, 同比上升 41%, 环比上升 3%。全年库存指数持续处于警戒线以上。其中自主品牌 10 月库存指数为 2.33, 同比上升 58%, 合资车 10 月库存指数为 1.79, 同比上升 55%, 进口车 10 月库存指数为 1.57, 同比下降 4.8%。进口车和自主、合资车库存指数分化明显。

今年 5 月份财政部宣布降低汽车整车和零部件进口关税, 一定程度上刺激了进口车销量, 使进口车库存压力有所缓解。而降价之后进口车价格与合资车价格一定程度上出现重叠, 对和合资车销量产生影响, 使合资车库存上升。

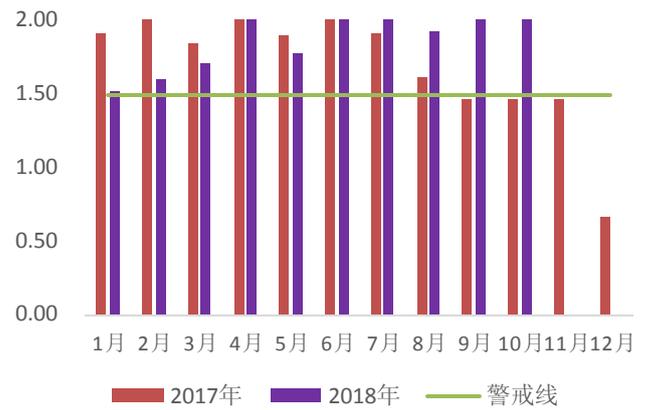


图表11: 2018年汽车经销商库存系数



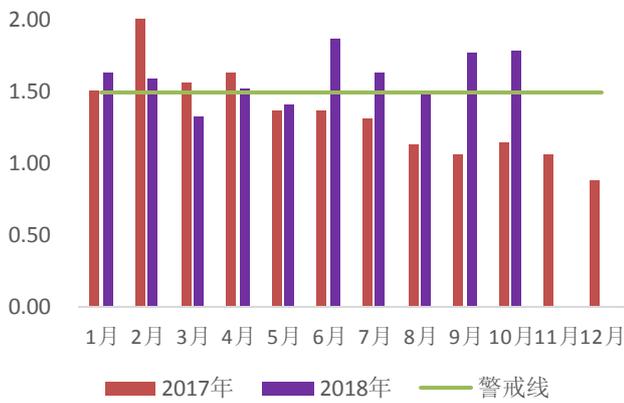
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表12: 2018年自主自主品牌汽车库存系数



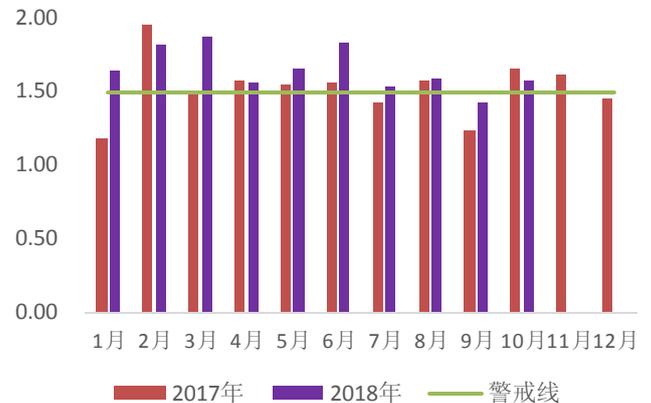
资料来源: Wind, 联讯证券

图表13: 2018年合资品牌汽车库存系数



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表14: 2018年进口汽车库存系数

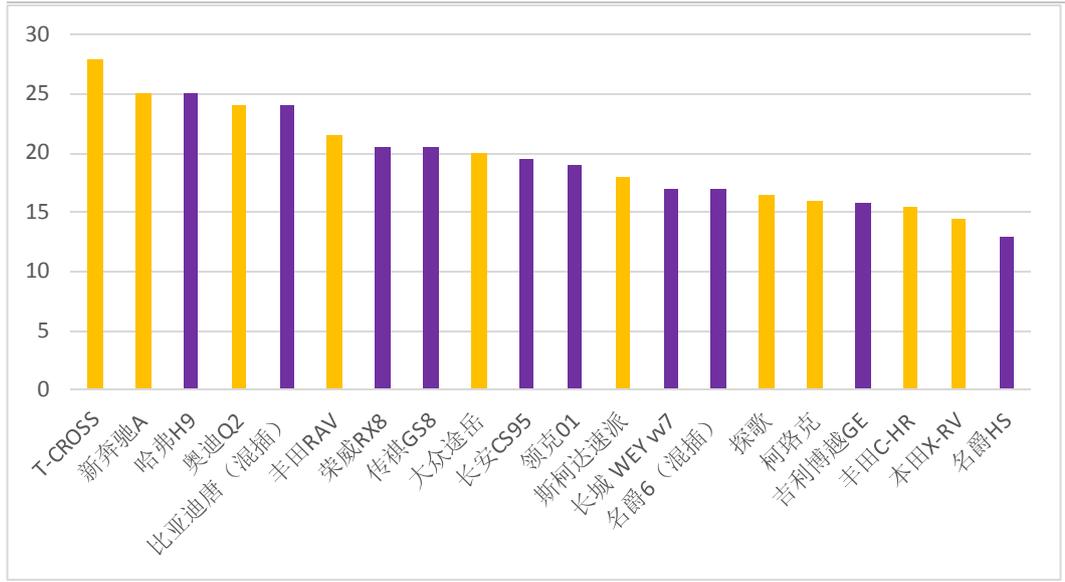


资料来源: Wind, 联讯证券

**B、合资品牌结构下沉, 加速自主品牌分化。**2018年以来丰田推出 C-HR, 大众推出探歌、途岳, 斯柯达推出柯珞克等合资品牌陆续推出 20 万元以下级别的 SUV 车型, 对自主品牌部分高价车型形成一定冲击。部分豪华车品牌也积极推出 20-30 万元级别的新车型, 包括奥迪 Q2、新奔驰 A 级、GLA、宝马 2 系旅行车、凯迪拉克 XT4 等车型, 与部分进军中高端车型的自主品牌形成价格重叠区间。



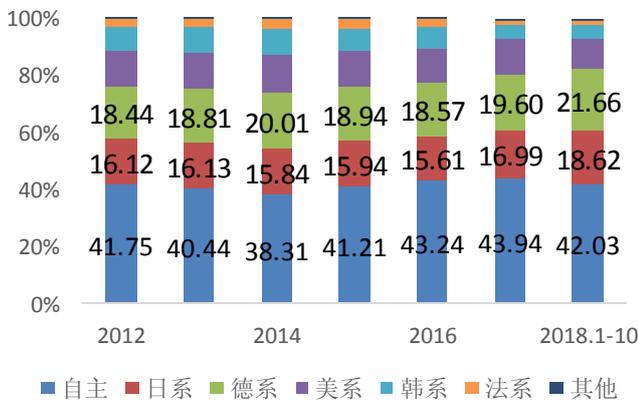
图表15: 合资及自主品牌车型均价统计 (万元)



资料来源: Wind, 联讯证券

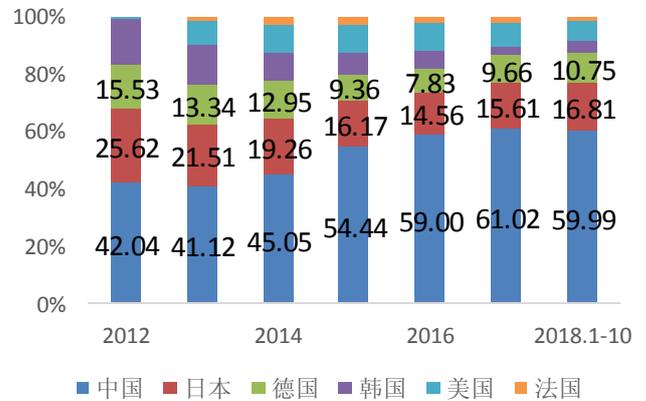
分国别来看, 2018年1-10月自主品牌市场份额有所下降, 日系车型销量占比相比2017年提升1.63个百分点, 德系车型销量占比相比2017年提升2.06个百分点。我们认为, 主要原因是丰田、本田等日系车型积极推出紧凑型车型, 大众及BBA的产品结构逐步下移, 集中推出紧凑车型, 挤压自主品牌及其他国别品牌的市场份额。

图表16: 乘用车市场自主品牌占有率变化情况



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表17: SUV市场自主品牌占有率变化情况



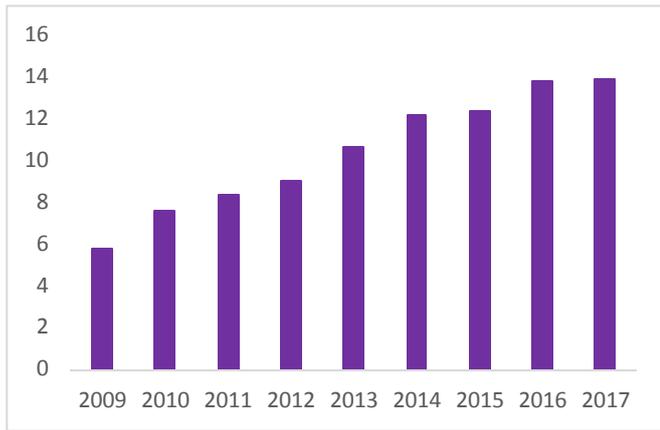
资料来源: Wind, 联讯证券

二十年来合资品牌在中国发展迅速, 2009年合资品牌乘用车共销售580万辆, 2017年合资品牌乘用车销量为1387万辆, 累计增加239%。2017年合资乘用车中日系销量420万辆, 德系销售485万辆, 二者之和占合资乘用车销售比例超65%。

日系、德系合资车凭借制造工艺、技术实力、品牌认可度、低故障率、高安全性、燃油经济性等优势拥有稳定增长的客户群体, 在合资品牌销量中占比不断提升。国内汽车销量整体放缓的背景下, 合资车企之间的竞争同样愈发激烈, 我们认为合资品牌也将迎来分化, 龙头企业市场份额将进一步提升。

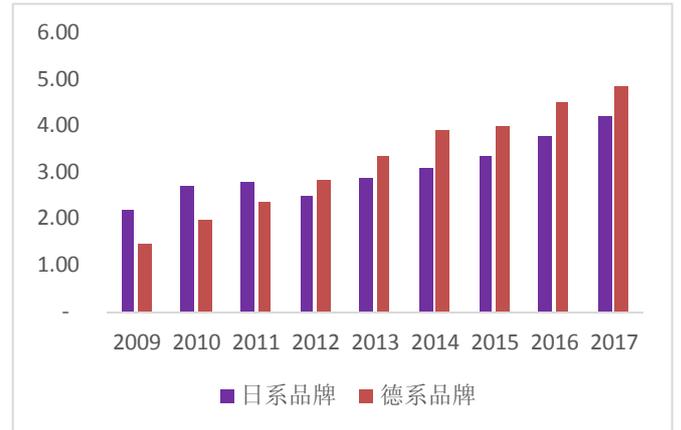


图表18: 合资品牌乘用车历年销量(万辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

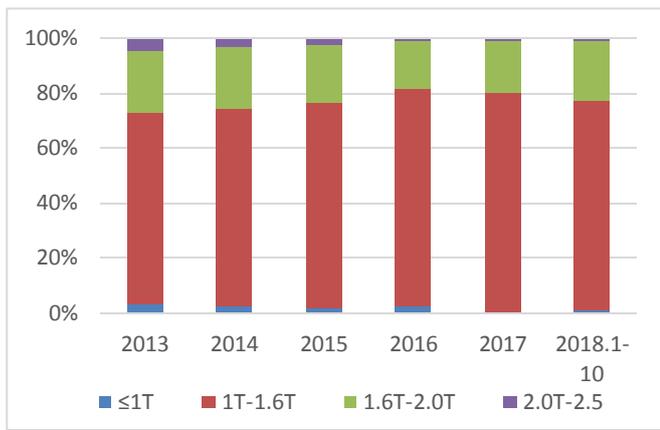
图表19: 日系、德系乘用车历年销量情况



资料来源: Wind 资讯, 中汽协, 联讯证券

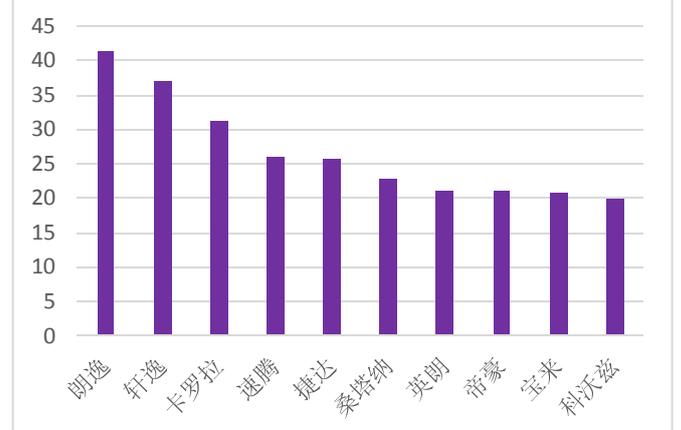
国内轿车销售市场中合资品牌市场份额较多, 2018 年 1-10 月轿车累计销量中, 德系、日系轿车销售之和占比为 57%, 其中大众、丰田、本田等品牌的轿车占比最高。大众爆款车型朗逸在 2018 年 1-10 月累计销售 41.53 万辆, 同比增加 1.14%, 速腾 1-10 月累计销量 26.13, 卡罗拉 1-10 月累计销售 31.33 万辆, 同比增加 10.75%, 思域 1-10 月累计销售 17.37 万辆, 同比增级 17.58%。

图表20: 轿车分排量销售占比情况



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表21: 2018 年 1-10 月轿车销售排名



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

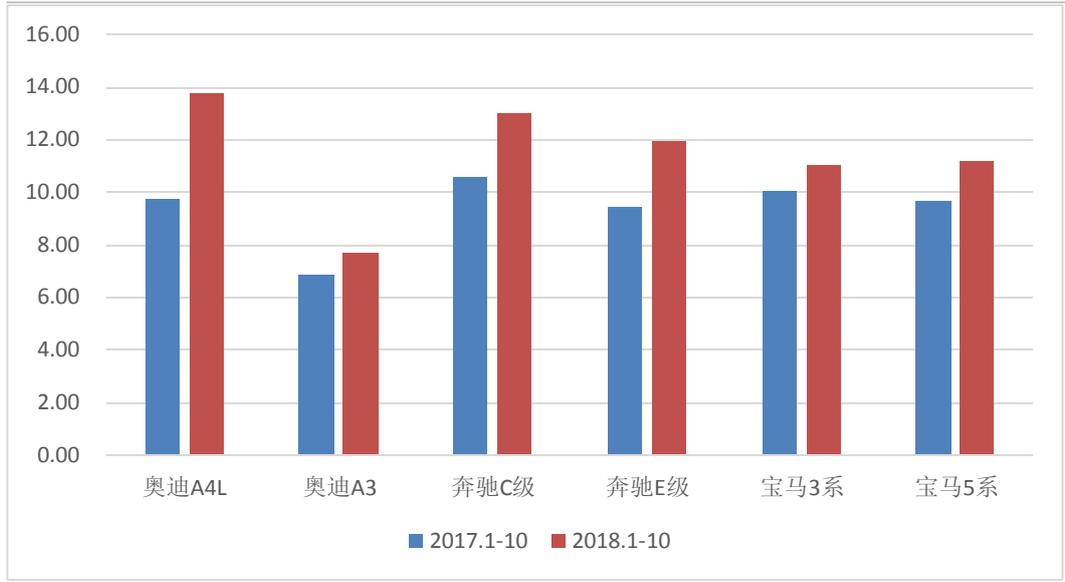
2018 年在行业出现负增长的背景下, 豪华车品牌销量优秀。2018 年 1-10 月北京奔驰累计销售 39.98 万辆, 同比增长 14%, 华晨宝马 1-10 月累计销售 37.52 万辆, 同比增长 21%, 一汽奥迪 1-10 月累计销售 50.78 万辆, 同比增加 10.16%。

分车型来看, 2018 年 1-10 月, 新款奥迪 A4L 累计销售 13.78 万辆, 同比增加 42%, E 级累计销售 11.98 万辆, 同比增加 27%, 华晨宝马 5 系累计销售 11.19 万辆, 同比增加 15%, 3 系累计销售 11.07 万辆, 同比增加 10%。新车型推出、汽车消费需求的结构性升级及豪华品牌结构下沉推动豪华车品牌国内销量持续增长。

预计即将上市的换代奥迪 A6、宝马 3 系及国产宝马 X3 等车型将成为明年豪华车市场持续火爆的核心驱动力。



图表22: BBA 阵营热销车型 (单位: 万辆)

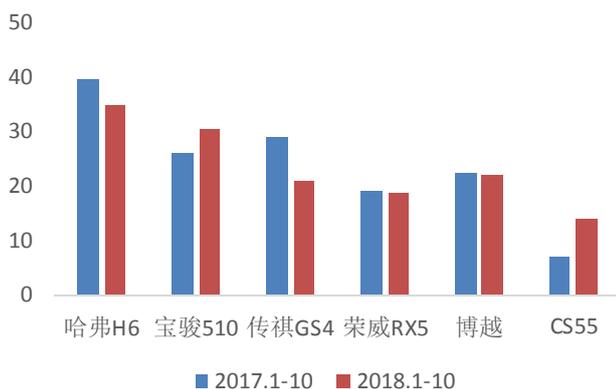


资料来源: Wind, 联讯证券

2018年1-10月累计销量排名前十的SUV车型中有6款为自主品牌, 累计销售141.15万辆, 占比65.67%。其中哈弗H6累计销售34.8万辆, 宝骏累计销售30.5万辆, 吉利博越累计销售21.90万辆, 传祺GS4累计销售20.94万辆, 荣威RX5累计销售18.92万辆, 长安CS55累计销售14.09万辆。

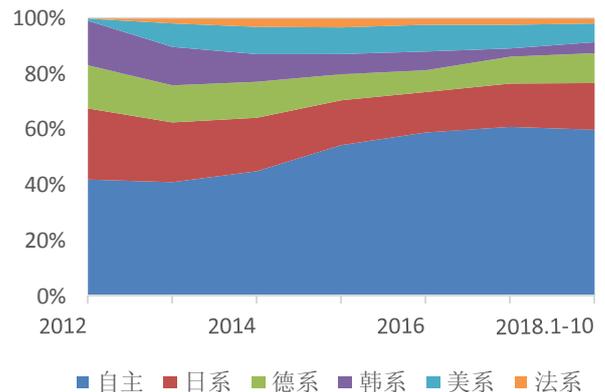
自主品牌中的爆款车型销量依然坚挺, 我们认为合资品牌产品积极拓展的紧凑车型对自主品牌有一定冲击, 但是我们认为冲击有限: 1) 自主品牌15万元以上基本以大型5座及7座SUV为主, 而同价位合资车型以紧凑车型为主, 两者实质并不形成直接竞争; 2) 同价位自主与合资车型, 自主品牌各项配置普遍高于合资车型; 3) 优质自主品牌资金、技术、渠道及品牌力可以直面与合资车企的竞争。

图表23: 2018年1-10自主SUV品牌累计销量(万辆)



资料来源: 中汽协, 联讯证券

图表24: 自主、合资品牌SUV市场占率情况



资料来源: Wind 资讯, 中汽协, 联讯证券

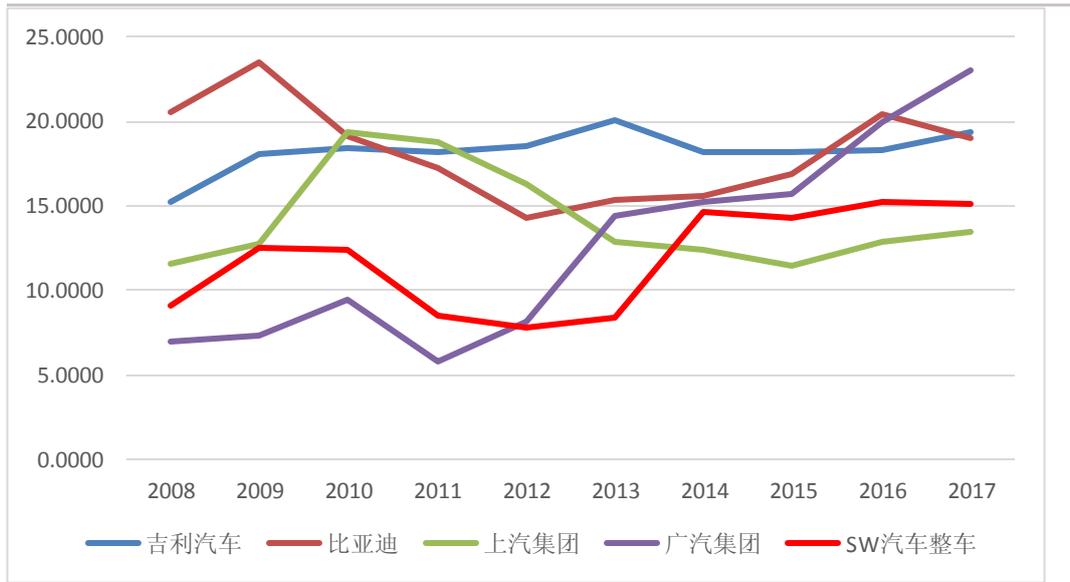
**C、自主品牌数量众多, 行业整合是趋势。**美国汽车行业由20世纪90年代超100家企业发展至目前通用、福特和克莱斯勒。德国汽车20世纪90年代超50家汽车企业, 发展为大众、戴勒姆和宝马公司。随着汽车行业进入成熟期, 行业竞争加剧, 内部整合将成为必然趋势。目前我国正逐步开放汽车行业, 今年4月, 发改委宣布2018年取消专



用车、新能源汽车外资股比限制，2020 年取消商用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制，推进国内汽车行业转型升级速度。

今年 1-10 月乘用车累计销售 1930.40 万辆，同比下降 1%。其中上汽自主 1-10 月累计销售 57 万辆，同比增长 38%，广汽集团前十月乘用车累计销售 44 万辆，同比增加 4.5%，吉利汽车前十月乘用车累计销售 127 万辆，同比增加 33%，比亚迪前十月乘用车累计销售 39.47 万辆，同比增加 25.64%。行业整体销量增速放缓，但部分龙头企业销售增速仍然高于行业整体。

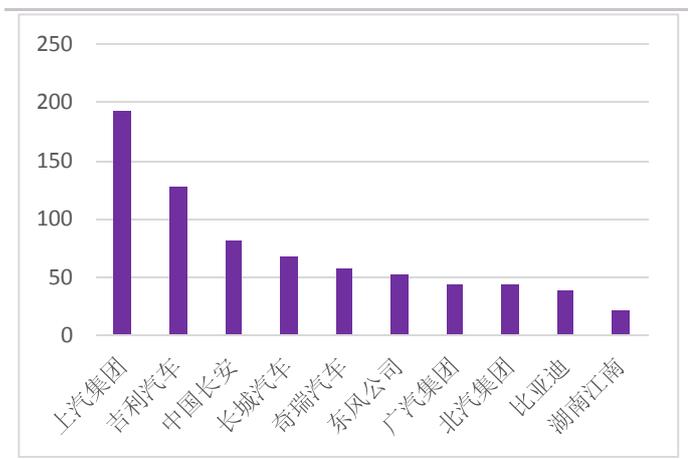
图表25：国内车企毛利率（%）



资料来源：Wind，联讯证券

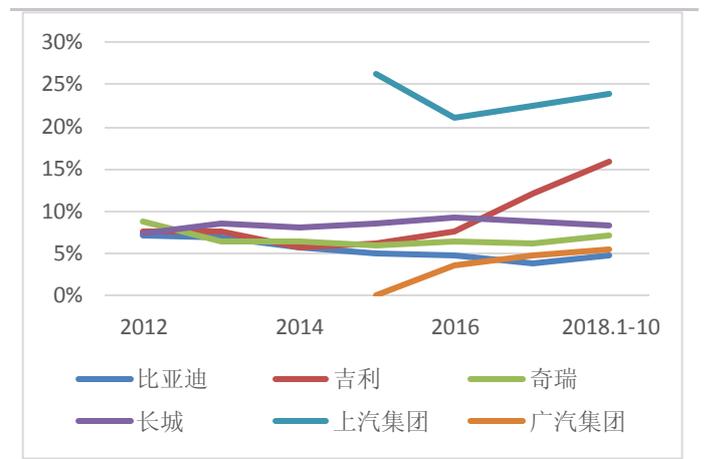
2018 年 1-10 月自主品牌乘用车共销售 809 万辆，同比下降 3.6%。其中前十家自主车企累计销售 721 万辆，同比微降 0.7%，优于自主乘用车行业增速。目前国内传统自主品牌数量众多，叠加诸多造车新势力突围，行业已经进入红海。我们认为，行业产能将加速出清，自主品牌分化将趋于明显，龙头企业市场份额将持续提升。

图表26：2018 年 1-10 月自主车企销量排名（万辆）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表27：乘用车市场自主品牌销售占比情况



资料来源：Wind 资讯，中汽协，联讯证券

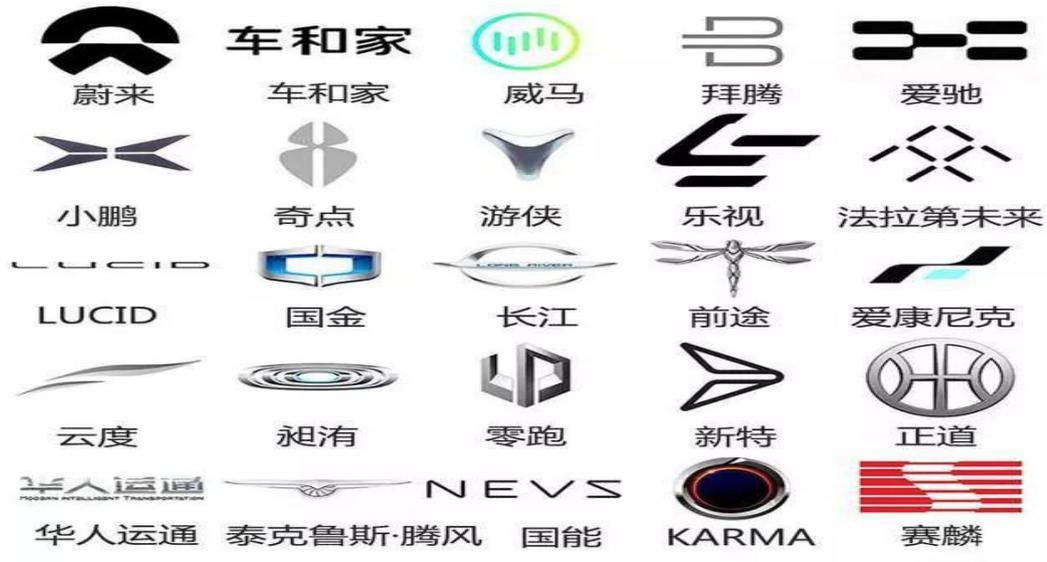
**D、造车新势力突围，制高点竞争激烈。**2014 年年底至今，新成立的国内车企品牌已突破 60 家，已推出量产车型的有 5 家。其中 2017 年 12 月蔚来汽车于 2017 年 12 月推出



量产车型 SUV ES8，价格区间为 44.8-54.8 万元，今年 5 月启动交付，目前累计交付已超过 1 万辆。威马汽车于 2018 年 4 月发布量产车型 EX5，价格区间为 9.9-21.63 万元，今年 9 月启动交付。小鹏汽车于 2018 年 1 月推出量产车型 G3，价格区间为 20-28 万，预计年底交付。

目前造车新势力推出车型以纯电动车型为主，以智能化和网联化为切入点。蔚来的 ES8 产线第 1 万辆已经下线，威马 EX5 已于今年 9 月启动交付，小鹏汽车预计于年底启动交付，自主品牌电动车市场的竞争将更加激烈。

图表28：国内主流造车新势力



资料来源：互联网，联讯证券

自主品牌的处境可以总结为：1) 国内汽车销量明显放缓，行业增速受短期因素出现负增长，但不改汽车行业处于长期增长通道；2) SUV 给自主品牌带来的行业红利基本结束，行业进入去产能阶段，马太效应将进一步明显，优质自主品牌市场份额将持续扩大；3) 汽车行业短期库存高企，去库存对车企盈利能力有所冲击，但随着龙头格局的逐步形成，行业产能逐步出清，盈利能力将逐步恢复；4) 造车新势力的冲击短期影响不大，长期将在电动化智能化与老牌车企竞争，部分龙头企业在电动化、智能化和网联化仍有优势。

### 3、从全球视角剖析汽车行业变革

随着全球气候的变化以及能源的限制，世界各国加速推进新能源汽车的发展。荷兰政府 2013 年发布禁售燃油车时间以来，陆续已有多个国家或多个地区发布了禁售燃油车时间表。

图表29：各国家/地区燃油车禁售时间表

国家、地区	禁售实施时间（年）	禁售类型
荷兰	2025	传统燃油车
挪威	2025	非电动车
德国	2030	传统燃油机汽车



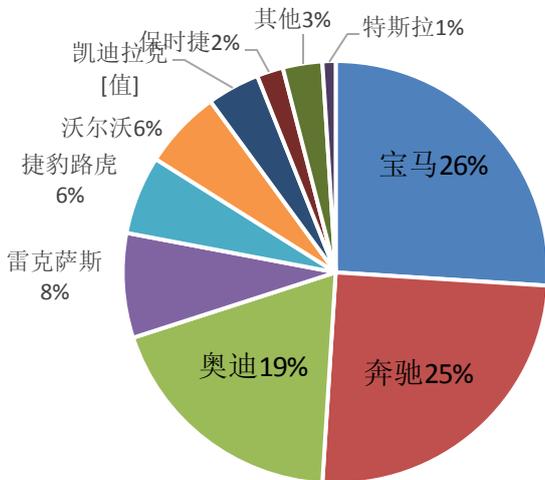
印度	2030	传统燃油车
法国	2040	传统燃油车
英国	2040	燃油车、油电混动汽车
美国加州	2030	传统燃油车

资料来源：互联网、联讯证券

**特斯拉对传统车企的冲击：**2017 年特斯拉全球销量约 10 万辆，2018 年 model 3 产能爬坡后，预计销量将超过 25 万辆。目前 model 3 在手订单超过 40 万辆，根据目前特斯拉产能安排估算，到 2020 年之后，model 3 的年销售量级将接近奥迪 A4 同级豪华品牌车型。国内市场特斯拉终端优惠加大、关税下调预期及 2019 年国产化都将成为特斯拉侵蚀 BBA 等豪华车品牌市场份额。

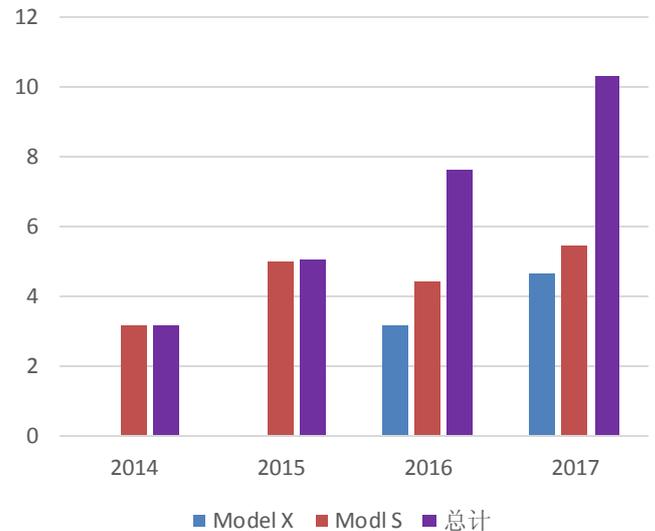
过去很长时间内，全球范围内传统车企缺乏推出电动车的驱动力，给特斯拉留下充分的时间，我们认为主要原因有：1) 电池成本居高不下，电动车价格高，短期市场空间小，单车盈利差；2) 投入新能源汽车对传统车企原有业务投入有所影响；3) 新能源汽车补贴现金流差，不如传统车型稳定；4) 电池短路所造成的自燃等问题使电动车安全性长期存疑，大规模发展可能影响企业安全形象；5) 新能源车前期投入巨大，大规模投入将损害其原有业务的盈利能力，短期业绩承压。

图表30： 豪华车市场各品牌占有率情况



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表31： 特斯拉历年销量情况（万辆）

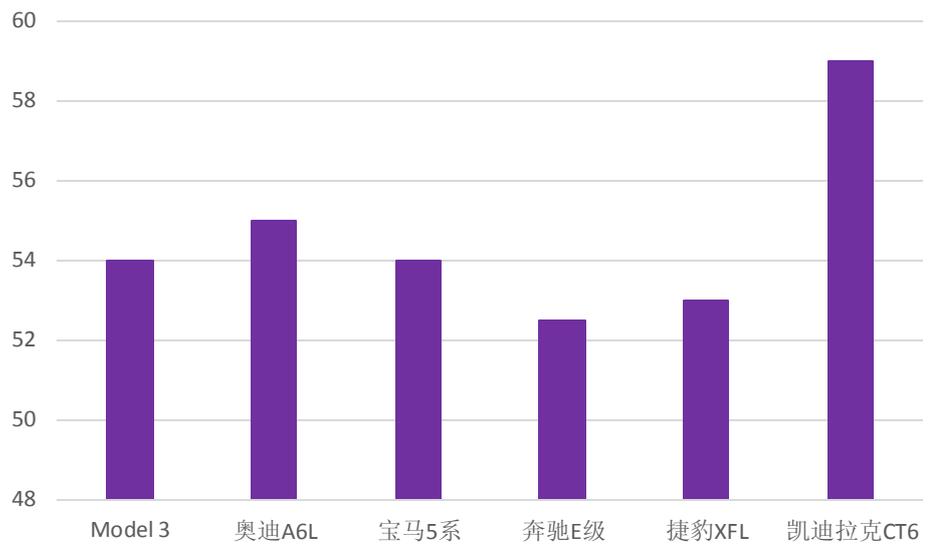


资料来源：Wind 资讯，联讯证券

对比传统车企，我们认为特斯拉的优势包括：1) 使用成本，2) 百公里加速明显优于同级车型，3) 长周期内豪华车品牌电动车仅有的选择，品牌影响力已经形成，4) 各方面参数相比目前已发布的其他整车厂商电动车型，仍具有一定优势，5) 智能化及网联化技术领先，是最早实现 L2 量产车型的车企之一。



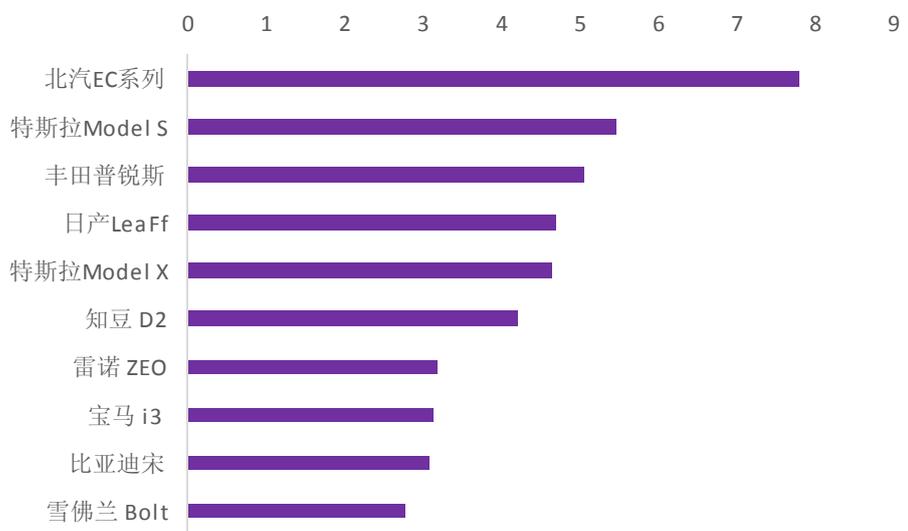
图表32: Model3 和部分豪华燃油车价格对比(万元)



资料来源: wind, 联讯证券

**传统车企的现状与优势:** 在特斯拉及其他电动车造车新势力的冲击下, 传统车企对新能源汽车的态度由观望转变为主要研究方向之一, 多款与特斯拉对标的豪华品牌电动车下将在 2020 年之后集中发布上市。2017 年新能源车销量前十的车型有 7 款来自传统车企。

图表33: 2017 年全球新能源车销量排名(万辆)



资料来源: wind, 联讯证券

图表34: 各传统车企新能源车计划表

	2020 年	2022 年	2025 年	2030 年
大众			推 30 款纯电动车	
本田				三分之二车型为电动车



丰田	推 10 款电动车	全车型搭载电 动化技术
吉利	新能源车销售 130 万辆	
比亚迪	新能源车销售 60 万辆	
广汽传祺	新能源车销售 30 万辆	
宝马		推出 25 款电动 化车型
奔驰		2022 年所有车 型提供电动版 本 2025 年新车销 量 15%-25%为 电动车
奥迪	2020 年推 7 款 电动车	2025 年销售 80 万辆电动汽车

资料来源：互联网、联讯证券

BBA 电动化智能化及网联化加速，目前战略规划已经逐渐清晰。(1) 奥迪将在 2020 年前后生产第一款纯电动车型，并与保时捷共同开发高端电动车平台，2025 年新能源汽车销量将占到公司销量的 30%以上；(2) 宝马作为 BBA 中最先布局电动车的车企，前期积累相对领先，公司目前新能源车型 i 系列累计销量已经超过 10 万辆，公司计划从 2019 年开始量产 mini 的纯电动车型，2020 年开始量产 X3 纯电动车型；(3) 奔驰新推出纯电及插混车型品牌，计划三年内投入 100 亿欧元开发新能源汽车，预计 2019 年可以量产首款纯电动车型 EQC。

仅就国内市场而言，短期内特斯拉由于关税问题，售价处于高位，尽管 12 月公司推出官降，但相比传统车企对标车型，价格仍然较高，model3 的官方售价经过官降后仍然大幅高于市场预期。目前进一步对美关税调整仍没有具体时间表，对于特斯拉来说，较为确定性的是在加快中国工厂的建设进程，预计在 2019 年投产之后，到 2020 年以后会逐步达产。

图表35：不同排量进口车综合税率的降幅统计

乘用车排量	消费税税率	综合税率	关税降为 15%、增值税降为 16%后的综合税率	降幅
0	0%	46.30%	33.40%	12.90%
0.1-1L	1%	47.70%	34.70%	13.00%
1.0-1.5L	3%	50.80%	37.50%	13.30%
1.5-2.0L	5%	54%	40.40%	13.60%
2.0-2.5L	9%	60.70%	46.60%	14.10%
2.5-3.0L	12%	66.20%	51.60%	14.60%
3.0-4.0L	25%	95%	77.90%	17.10%
4.0L 以上	40%	143.80%	122.30%	21.50%



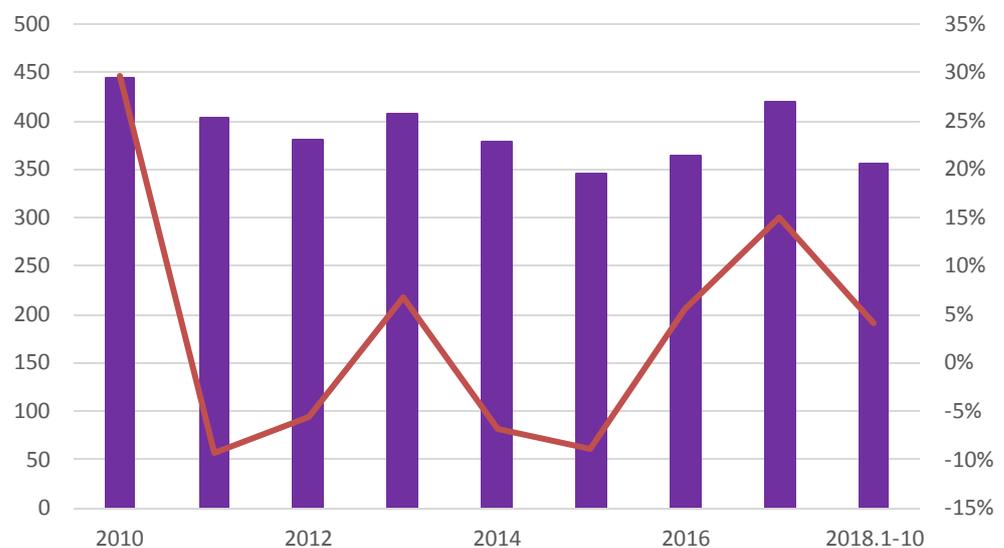
资料来源：联讯证券

我们认为，传统车企相比特斯拉等造车新势力的优势主要集中在以下几个方面，1) 资金实力雄厚，传统车型销售带来的现金流相对健康，2) 近百年的车企历史底蕴所积累的制造工艺、品牌形象及研发实力，3) 规模效应带来的整体采购成本优势，4) 营销能力及销售渠道更加成熟，5) 对汽车制造的细节把控更为精准。

## (二) 商用车：行业增量趋于稳定，行业整合开始

2010 年经济刺激以来，商用车销量保持相对稳定，行业内处于去库存周期。2016 年国家提出供给侧改革，叠加经济复苏及新的投资周期。2018 年 1-10 月累计销量 356.47 万辆，同比增长 4.2%，销量增长相对稳定。

图表36：商用车历年销量（万辆）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

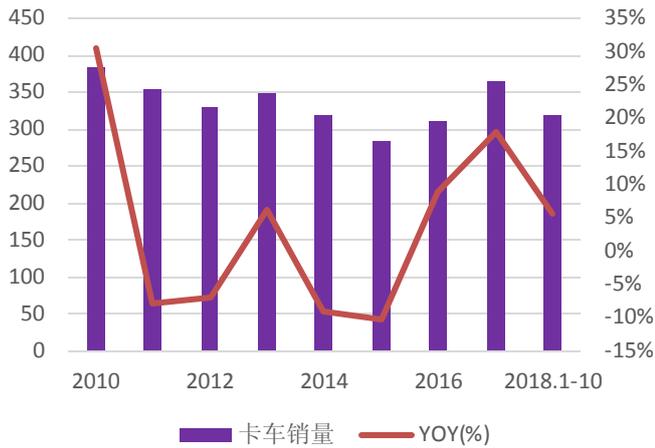
### 1、卡车销量放缓，重卡热度不减

2018 年 1-10 月卡车累计销售 319 万辆，同比增加 5.5%。重卡前十月累计销售 98 万辆，同比增长 1.6%，中卡前十月累计销售 15 万辆，同比下降 24%。轻卡前十月累计销售 153 万辆，同比增加 11.1%。城市物流及低速货车退出带来的替换需求是轻卡增长的核心驱动因素。

基建投入力度、对环保和治超政策的落实是决定重卡需求的核心因素，经过 2017 年重卡的高增长之后，2018 年同比数据承压，单月销量仍处历史高位，行业需求并未出现显著减少。我们认为 2018 年重卡全年销量将保持在 110-115 万之间，未来也将长期保持百万级的总销量。

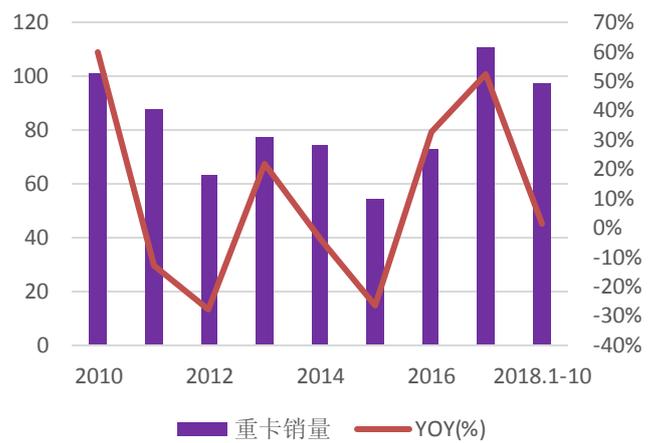


图表37: 卡车年度销量及其同比 (单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表38: 重卡年度销量及其同比 (单位: 万辆)



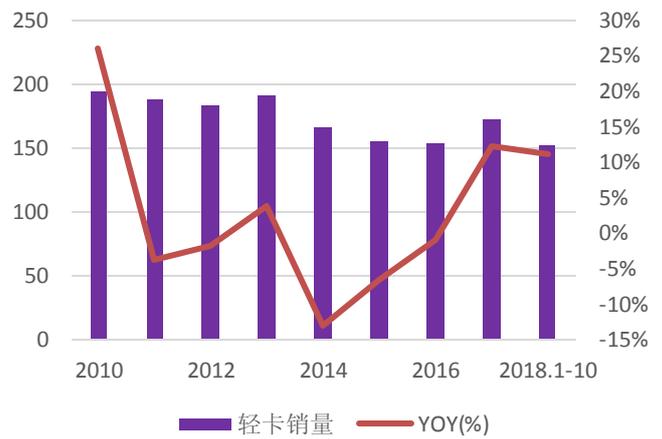
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表39: 中卡年度年度销量 (单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表40: 轻卡年度销量及其同比 (单位: 万辆)

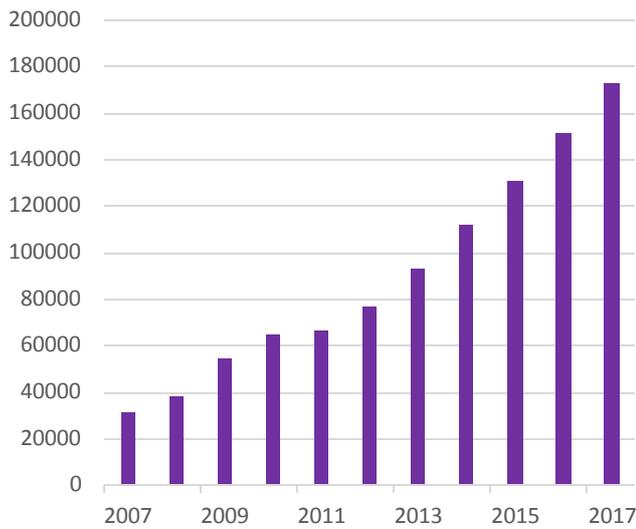


资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

我们认为重卡销量将保持稳定的原因是: 1) 国家环保政策推动重卡加速更新换代, 未来大存量带来的更新换代需求会使得重卡销量保持高位; 2) 国内物流业景气度持续提高, 增加对货车的需求; 3) 近十年来基础建设投资额持续攀升, 尤其是公共设施管理业, 政府投入持续增加, 同时随着 PPP 项目及一带一路项目的逐步落地, 对重卡工程车的需求将保持持续旺盛。

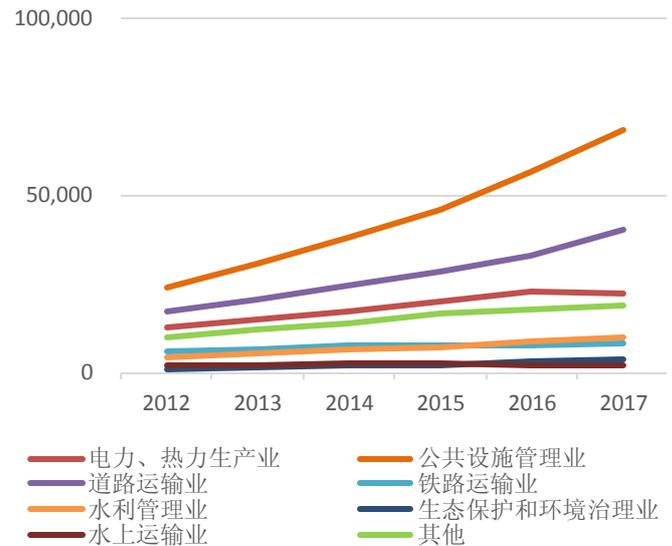


图表41: 近十年来基础设施建设投资额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表42: 近五年具体基建项目投资额 (单位: 亿元)

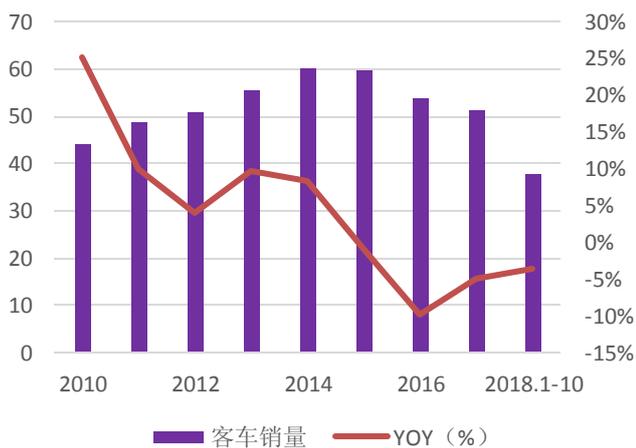


资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

## 2、客车整体销量下降, 电动化渗透率持续提升

客车总销量自 2014 年达到 60 万辆后, 连续三年呈下滑趋势, 客车 2017 年累计销量 51 万辆, 同比下降 5%, 2018 年 1-10 个月累计销量 38 万辆, 同比下降 4%。其中大客累计销售 5.7 万辆, 同比减少 2.2%。中客累计销售 5.3 万辆, 同比减少 4.8%。轻客累计销售 2.7 万辆, 同比减少 9.7%。2018 年上半年补贴过渡期内, 客车出现抢装行情, 二季度销量出现正同比增长, 在过渡期结束之后, 销量增速出现回落。2019 年补贴出现进一步退坡是确定性事件, 行业内预期年底仍会大概率出现抢装行情。

图表43: 客车年度销量及同比 (单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表44: 2018 年客车月度销量及其同比 (单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



图表45: 大中客车年销量及其同比 (单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

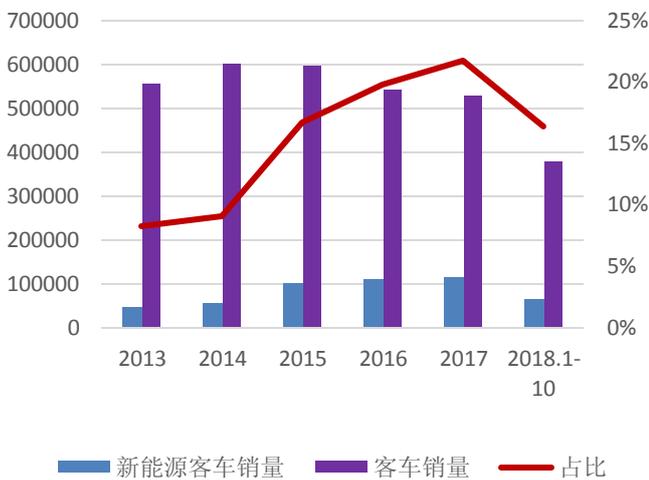
图表46: 轻客年度销量及其同比 (单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

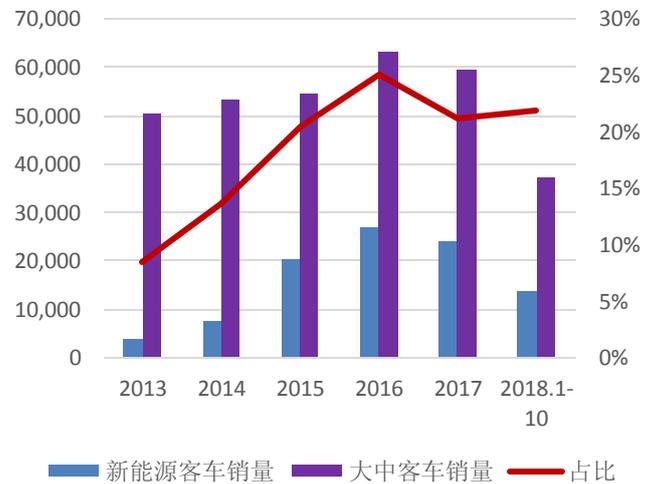
2018年1-10月新能源客车累计销售超过6万辆, 同比增长19%。目前电动化渗透率较高的城市为一线城市, 未来二三线城市公交电动化率预计仍有翻倍空间。电动客车和氢燃料客车是目前车企的重点发展方向, 氢燃料客车目前成本较高, 对补贴依赖程度也更高, 在运输储存和制备技术有突破之前, 锂电池客车仍是主流。龙头企业仍以电动大巴技术路线为主, 同时储备氢燃料电池技术。宇通、金龙和比亚迪等国内客车品牌车型相比戴姆勒等国外品牌车型, 价格优势明显, 海外市场拓展将成新增长点。

图表47: 新能源客车销量及渗透率



资料来源: 第一商用车网, 联讯证券

图表48: 宇通客车新能源汽车销量及其市占率



资料来源: 节能与新能源汽车网, 联讯证券

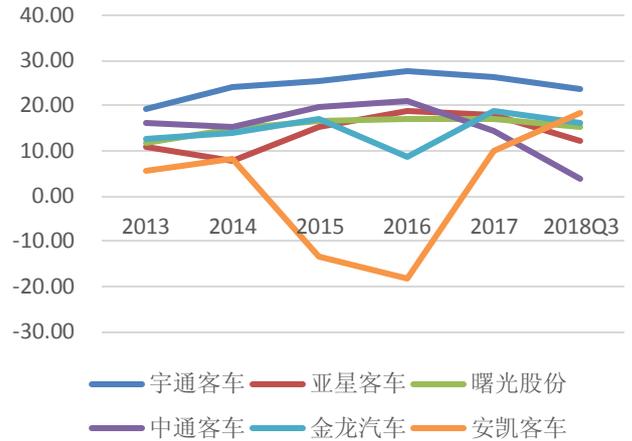


图表49: 宇通客车归母净利润 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表50: 宇通客车毛利率与同行业对比



资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 3、排放标准升级, 行业整合加速, 推荐核心零部件企业

2000 年开始推出《机动车控制排放标准》, 国一至国五 2000 年、2005 年、2008 年、2011 年和 2017 年实施。排放标准更为严格的国六 a 和国六 b 将于 2020 年和 2023 年开始实施。相对于国五, 国六 a 中轻型汽油车 NOx 限值降低 40%, PM 限值降低 33%, CO 和 THC 限值降低 50%。

图表51: 国一至国五排放时间表

		国 1	国 2	国 3	国 4	国 5
轻型汽油车	第一类	2000.7.1	2005.7.1	2008.7.1	2011.7.1	2017.1.1
	第二类	2001.10.1	2006.7.1	(第一类带 OBD: 2009.7.1)		
轻型柴油车	第一类	2000.7.1	2005.7.1	M 类: 2008.7.1	2013.7.1	2018.1.1
	第二类	2001.10.1	2006.7.1	N 类: 2009.1.7		
重型汽油车		2003.7.1	2004.9.1	2010.7.1	2013.7.1	
重型燃气车		2003.9.1	2004.9.1	2008.7.1	2010.7.1	
重型柴油车		2001.9.1	2004.9.1	2008.1.1	2013 年. 7.1 分地区实施 2015.7.1 全国实施	2017.7.1

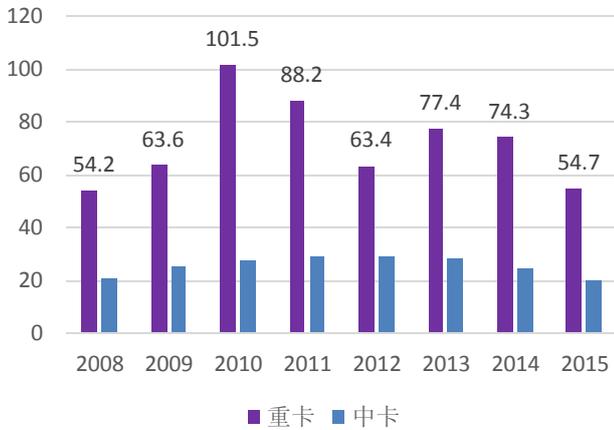
资料来源: 公司公告, 联讯证券

随着排放标准升级, 低排放标准汽车将淘汰, 今年 6 月, 交通运输部发文, 将大力推进国三及以下柴油货车淘汰更新, 到 2020 年底, 京津冀及周边地区淘汰国三重型柴油车



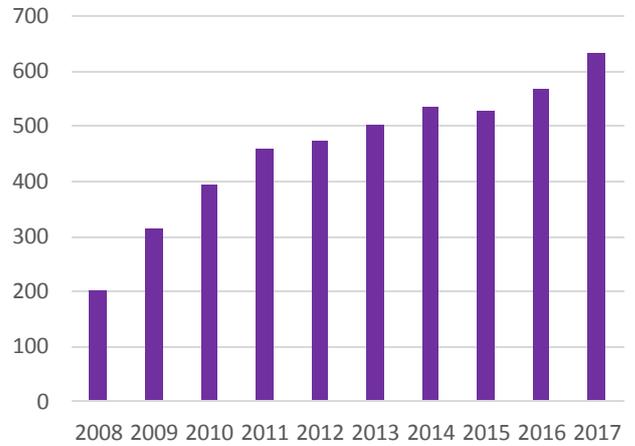
100 万辆以上。随着全国范围内淘汰国三排放汽车的展开，预计将对重卡带来较大增量需求。

图表52: 国三排放标准期间重型货车销量(万辆)



资料来源: 中汽协, 联讯证券

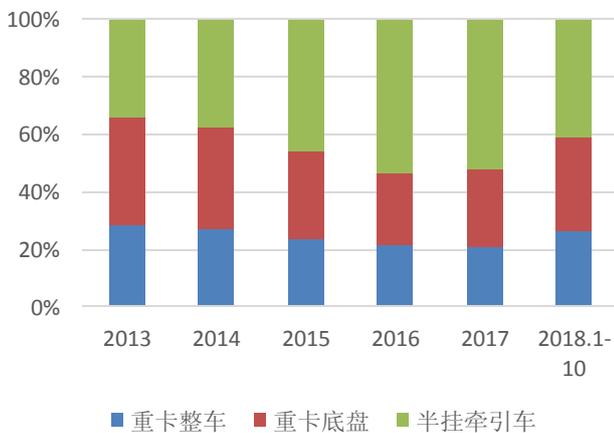
图表53: 历年重卡保有量(万辆)



资料来源: 国家统计局, 联讯证券

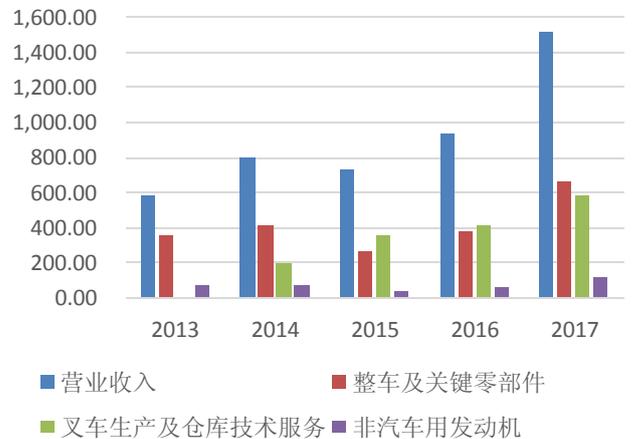
潍柴目前已经形成动力总成、整车整机、液压控制和汽车零部件四大板块协同发展的格局。2018 年前三季度以实现营收 1182 亿元, 同比增加 6%, 扣非后归母净利润 57 亿元, 同比增长 27%, 盈利能力持续提升。公司国六标准产品技术储备全面, 布局氢燃料电池及固态燃料电池, 收购林德液压掌握核心技术, 多轮驱动降低对重卡依赖。

图表54: 物流类重卡销量占比上升



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表55: 潍柴动力历年营业收入情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

### (三) 新能源汽车: 新能源汽车保持高增长, 降本升级改善行业盈利能力

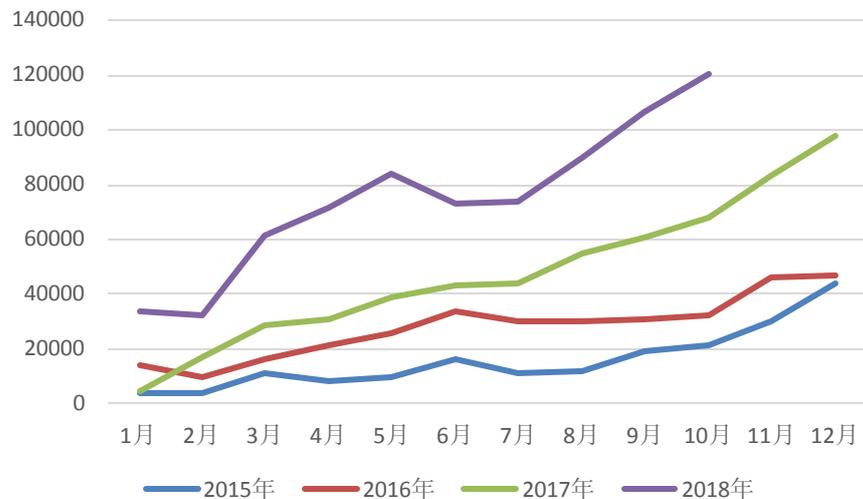
#### 1、插混车型销量超预期, 龙头确定性强

2018 年 1-11 月新能源汽车累计销售 103 万辆, 同比增加 69%, 新能源汽车销量占比仍不足 5%, 行业仍处于高速发展期, 行业拥有长期确定性。从存量上来看, 截至 2018 年上半年国内新能源汽车保有量超过 200 万辆, 占汽车总量约 1%, 渗透率提升空间巨大。我们预计 2019 年大概率将继续推出补贴过渡期, 补贴政策仍将以扶优扶强为核心, 对技



术实力领先的部分龙头企业，补贴退坡影响将相对较小。

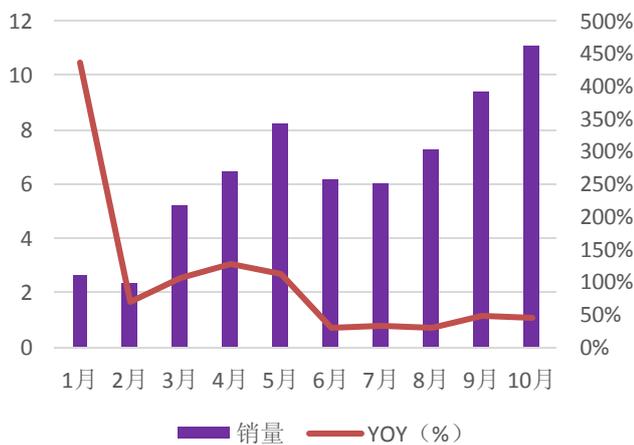
图表56： 新能源汽车销量保持高增速（单位：辆）



资料来源: Wind 资讯、联讯证券

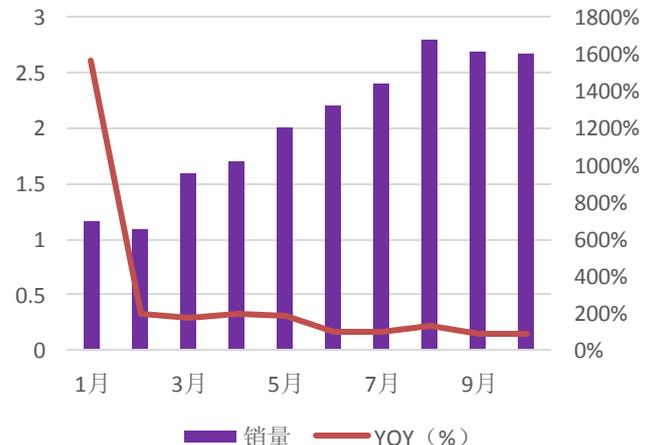
2018年1-11月纯电动汽车累计销售79.1万辆，同比增加57%，插电式混动汽车累计销售23.9万辆，同比增加128%。根据乘联会公布数据显示，北京地区由于新能源汽车牌照仅发放纯电动车型，纯电动车型占比接近100%；上海由于插混车型也可以免费获得新能源车牌，且传统车牌竞拍价基本在8万以上，插混车型销量占比持续提升，今年已公布数据占比已达77%。非限购城市的新能源汽车销量仍以纯电动车型为主，主要原因有纯电动车型每公里用电成本优势明显、保养费用便宜、补贴相对插混车型较高。

图表57： 纯电动汽车月度销量（单位：万辆）



资料来源: Wind 资讯，联讯证券

图表58： 插电式混动月度销量（单位：万辆）



资料来源: Wind 资讯，联讯证券

图表59： 各地区新能源汽车分动力占比

地区	动力分类	2015	2016	2017	2018
北京	纯电动	99%	100%	99%	98%
	插混	1%	0%	1%	2%

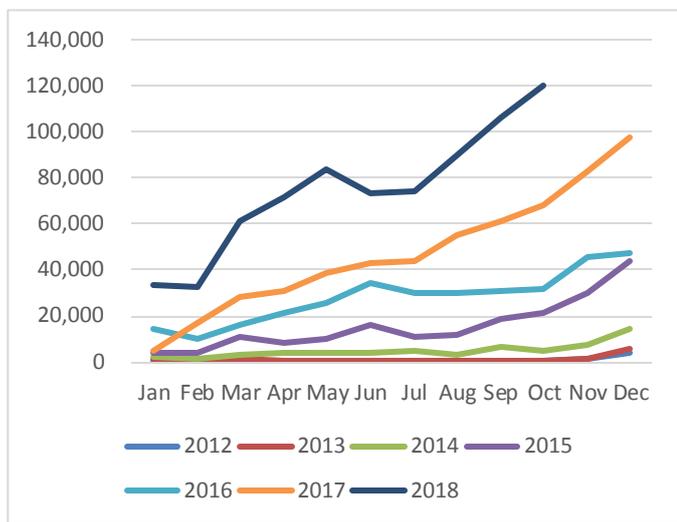


上海	纯电动	14%	23%	36%	23%
	插混	86%	77%	64%	77%
深圳	纯电动	43%	32%	55%	50%
	插混	57%	68%	45%	50%
非限购	纯电动	91%	87%	95%	83%
	插混	9%	13%	5%	17%

资料来源：乘联会、联讯证券

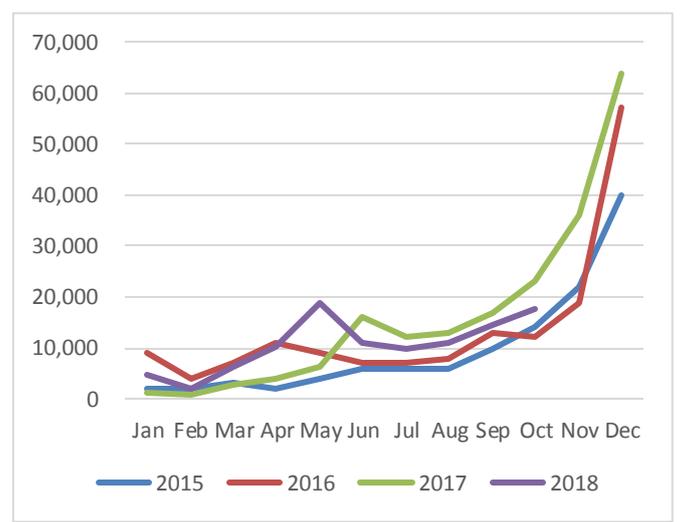
2017 年新能源乘用车累计销量 57.8 万辆，同比增长 72%，新能源商用车累计销量 19.8 万辆，同比增长 16%。2018 年 1-11 月新能源乘用车销售 88.6 万辆，同比增长 86%，新能源商用车累计销售 14.4 万辆，同比增加 11%。

图表60： 新能源乘用车月度销量（单位：辆）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表61： 新能源商用车月度销量（单位：辆）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

## 2、补贴政策驱动续航里程及能量密度提升

2018 年新能源汽车补贴政策出台后，整体补贴幅度下降，但对于高技术指标的新能源车补贴幅度增加。其中乘用车补贴方面，续航里程补贴门槛由 100 公里提升至 150 公里，对于续航 300 公里以下的纯电动乘用车补贴下降为 1.5-3.4 万，对于续航里程为 300-400 公里的纯电动乘用车补贴金额增加至 4.5 万，续航里程高于 400 公里的纯电动乘用车补贴金额增加至 5 万。能量密度补贴门槛从 90Wh/kg 提高至 105Wh/kg，其中能量密度小于 140Wh/kg 的车型补贴降低，能量密度高于 140Wh/kg 的车型补贴有所增加。

图表62： 新能源乘用车政策补贴对比（单位：万元/辆）

车辆类型	纯电动续航里程（工况法，公里）						
	100≤R<150	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400	R≥500
纯电动乘用车	2018 年	1.5	2.4	3.4	4.5	5	5
	2017 年	2	3.6	3.6	4.4	4.4	4.4



插电式混合动力乘用车	2018 年	/	2.2
	2017 年	/	2.4

资料来源：财政部，联讯证券

新能源客车补贴幅度有所下滑，其中非快充类纯电动客车、快充类纯电动客车和插电式混动客车最高补贴从 30/20/15 下降到 18/13/7.5 万元。度电补贴非快充类从 1800 元/kWh 调至 1200 元/kWh，快充类从 3000 元/kWh 调至 2100 元/kWh，插电混动从 3000 元/kWh 调至 1500 元/kWh。

图表63： 新能源客车政策补贴对比（单位：万元/辆）

非快充类纯电动	单位电量补贴（元/kwh）	国家财政补贴调整系数			国家财政补贴上限（万元）		
					6-8m	8-10m	>10m
2017 年	1800	系统能量密度（Wh/kg）			9	20	30
		85-95	95-115	115 以上			
		0.8	1	1.2			
		系统能量密度（Wh/kg）					
2018 年	1200	系统能量密度（Wh/kg）			5.5	12	18
		115-135	135 以上				
		1	1.1				
		快充倍率					
2017 年	3000	快充倍率			6	12	20
		3C-5C	5C-15C	15C 以上			
		0.8	1	1.4			
		快充倍率					
2018 年	2100	快充倍率			4	8	13
		3C-5C	5C-15C	15C 以上			
		0.8	1	1.1			
		节油率水平					
2017 年	3000	节油率水平			4.5	9	15
		60%-65%	65%-70%	>70%			
		0.8	1	1.2			
		节油率水平					
2018 年	1500	节油率水平			2.2	4.5	7.5
		60%-65%	65%-70%	>70%			
		0.8	1	1.1			

资料来源：财政部，联讯证券

专用车补贴上限从 15 万元调至 10 万元，降幅 33%。30 度电以下、30-50 度电和 50 度电以上部分的度电补贴分别从 1500/1200/1000 元/kWh 下调 850/750/650 元/kWh（降幅 43%/37.5%/35%）。

图表64： 专用车补贴幅度下降

补贴标准 | 中央财政单车



	30kwh 以下部分	30-50kwh 以下部分	50KWH 以下部分	补贴上限 (万元)
2018 年	850	750	650	10
2017 年	1500	1200	1000	15

资料来源：财政部，联讯证券

### 3、产品升级，成本下降，行业盈利能力提升

**2018 年的补贴政策是续航里程及电池能量密度提升的核心驱动因素。**根据乘联会数据显示，2018 年前三季度各级车型相比 2017 年高续航里程车型占比明显提升。A00 级中续航里程在 300 公里以上车型占比达到 15%，200 公里以下车型占比明显下滑；A0 级 300 公里以上车型占比从 2017 年的 6%提升到 2018 年的 87%；A 级车 400 公里以上车型占比从 2017 年的 6%提升到 2018 年的 50%；B 级和 C 级车续航里程在 300 公里以下车型占比不足 5%。从续航里程来看，2018 年各级车型均有显著提升。

从车型来看，A00 级车型占比下滑 19 个百分点，A0 及 A 级车占比均有明显提升，合计占比从 2017 年的 30%提升到今年的 50%，C 级车占比实现从 0 到 1%，新能源汽车产品结构趋势向上突破。

图表65： 各级车型续航里程占比

级别	续航区间	2017	2018 汇总	2018		
				1 季度	2 季度	3 季度
A00	150-199	99%	52%	85%	67%	0%
	200-249	1%	12%	0%	9%	27%
	250-299	1%	22%	15%	19%	31%
	大于 300		15%		4%	42%
A00 汇总		68%	49%	74%	47%	37%
A0	150-199	40%	9%	27%	17%	
	200-249	0%	0%			0%
	250-299	53%	4%	21%	5%	1%
	300-349	6%	70%	46%	61%	80%
	350-399	0%	12%	6%	16%	10%
	大于 400		5%	1%	0%	9%
A0 汇总		10%	18%	9%	18%	23%
A	150-199	0%	0%	0%		
	200-249	6%	1%	1%	2%	
	250-299	20%	5%	10%	9%	1%
	300-349	62%	33%	45%	33%	31%
	350-399	6%	11%	8%	9%	13%
	大于 400	6%	50%	36%	48%	56%
A 汇总		21%	32%	17%	35%	37%
B	150-199	6%				
	200-249	4%	0%	3%	0%	



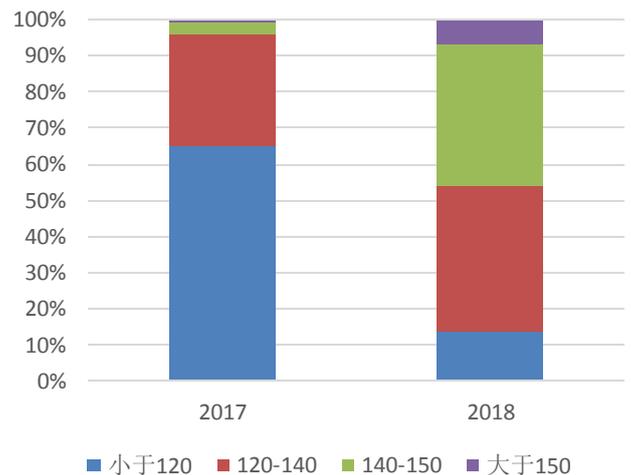
	250-299	15%	4%	3%	8%	
	300-349	2%	18%	87%	6%	30%
	350-399	19%	30%	3%	53%	5%
	大于 400	54%	46%	5%	32%	65%
B 汇总		1%	1%	0%	1%	1%
C	200-249	100%	1%		10%	
	350-399		99%	100%	90%	100%
C 汇总		0%	1%	0%	0%	2%
总计		100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：乘联会、联讯证券

2018 年 1-12 批推荐目录中乘用车、客车和专用车中续航里程超过 300 公里的占比分别为：89%、90%和 30%，能量密度大于 140WH/kg 的乘用车、客车和专用车占比为：61%、59%和 21%，续航里程和能量密度相对 2017 年均较大幅度提升。

图表66： 前 12 批新能源车推荐目录续航里程（单位：公里）

图表67： 前 12 批新能源汽车推荐目录能量密度（单位：Wh/kg）

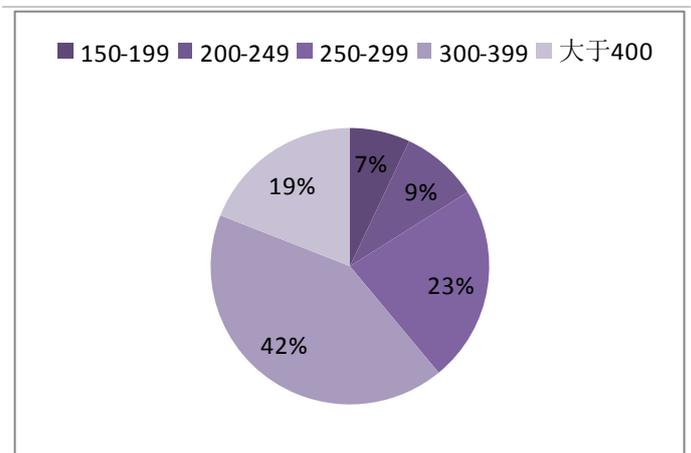
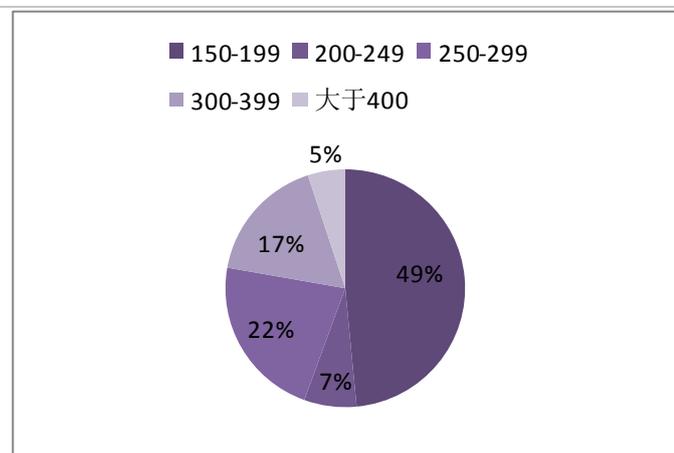


资料来源：Wind 资讯，联讯证券

资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表68： 2017 年续航里程——乘用车

图表69： 2018 年续航里程——乘用车

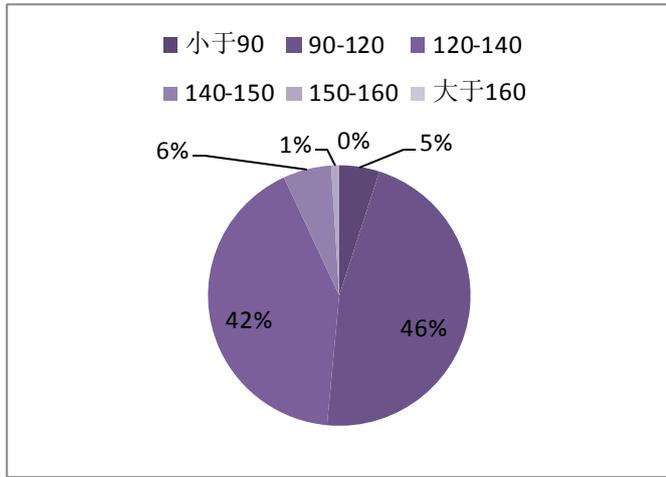




资料来源：乘联会，联讯证券

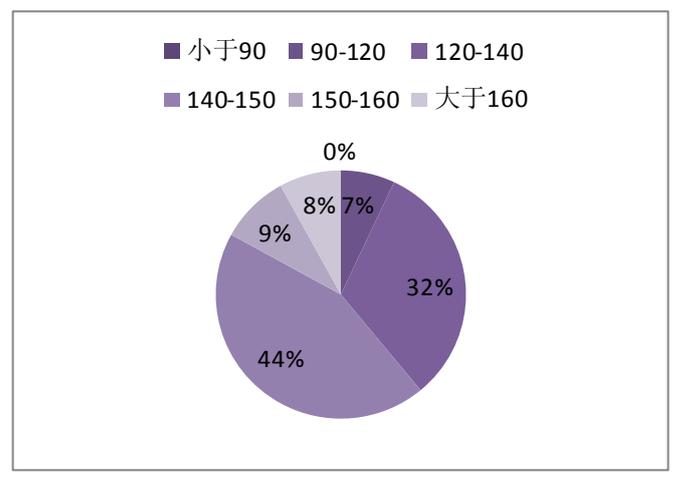
资料来源：乘联会，联讯证券

图表70： 2017年各区间能量密度的车型占比-乘用车



资料来源：乘联会，联讯证券

图表71： 2018年各区间能量密度的车型占比-乘用车



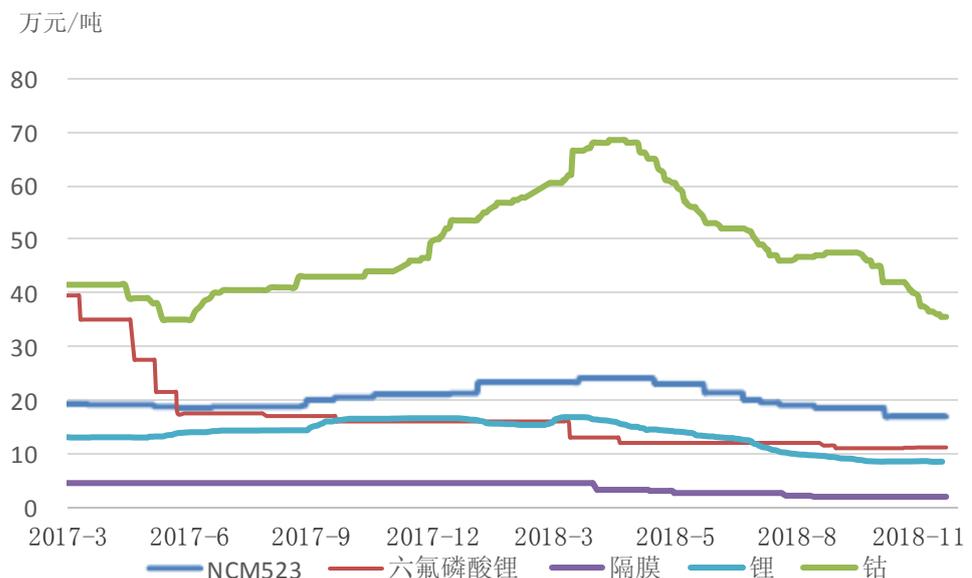
资料来源：乘联会，联讯证券

**动力电池成本降低，盈利能力提升：**目前电动车补贴前零售售价格仍大幅高于同级传统燃油车。以荣威RX5为例，燃油版售价区间在9.98万-18.88万，终端价格仍有部分优惠空间，插混版RX5指导价为23.19万，纯电动版指导价区间在27.18万-29.68万，补贴前售价大幅高于燃油版。

电动车主要成本集中在动力电池，而动力电池的成本集中在上游钴锂等原材料，钴锂价格高是电动车价格显著高于同级燃油车的主要原因。随着高镍化及钴锂价格降低，未来新能源汽车价格下降空间大。

2018年二季度开始，钴锂价格触顶回落，国内金属钴价格已下降接近50%，碳酸锂的价格也今年一季度的16万下滑到目前的8万左右。预计盐湖提锂放量之后，碳酸锂价格还将持续降低，产业链的利润分配格局将逐步重构，未来补贴退出之后，下游企业盈利仍然可期。

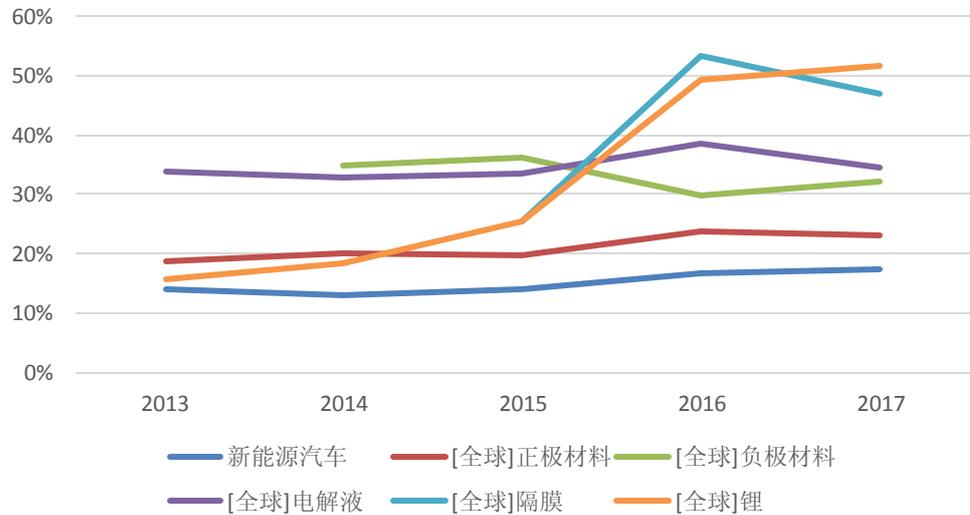
图表72： 新能源汽车原材料价格走势（万元/吨）





资料来源: Wind, 联讯证券

图表73: 新能源汽车产业链各环节毛利率 (%)



资料来源: Wind, 联讯证券

## 二、零部件：把握行业变革下的确定性机会

### (一) 国产零部件渗透率提升，产品结构上行带动盈利能力增强

**零部件不断通过兼并与收购做大做强。**国内众多企业通过内生发展与外延并购相结合的方式，驱动公司产品技术的创新与市场份额的扩大。单车配套价格的多少限制了产品市场规模，通过不断拓展产品链，可以使得公司获得更大的市场空间，并且由于国外汽车增速降低，国外巨头通过抛售非核心业务以此精炼公司主营业务。此外，国内零部件自主化率还比较低，吸引了外资通过合资等方式进入中国市场。2017年以来，核心零部件公司兼并收购不断，通过和上市公司的业务整合，以期达到市场份额扩大的目的。并且仍有较多公司如继峰股份、长春一东等公司仍在重组停牌中。

从上市公司并购角度来看，大部分零部件公司的外延并购都是围绕主业，一方面利于管理及技术协同，另一方面可以有市场的协同性，优化公司的客户结构。

图表74: 零部件企业近一年并购重组情况

序号	公司	收购公司	时间	并购目的
1	宁波高发	雪利曼	2016.10 (2017 定增获批)	丰富公司汽车电子 CAN 总线业务
2	中鼎股份	Tristone	2017.1	拓展公司管件业务, 开拓新能源汽车冷却系统业务
3	广东鸿图	四维尔	2017.4	产品延伸至内外饰件
4	三花智控	三花汽零	2017.4	整合集团资产, 汽零业务上市
5	德尔股份	阜新佳创	2017.5	完成收购 CCI, 拓展降噪隔热产品线
6	拓普集团	家力汽车部件、福多纳	2017.10	拓展公司底盘业务



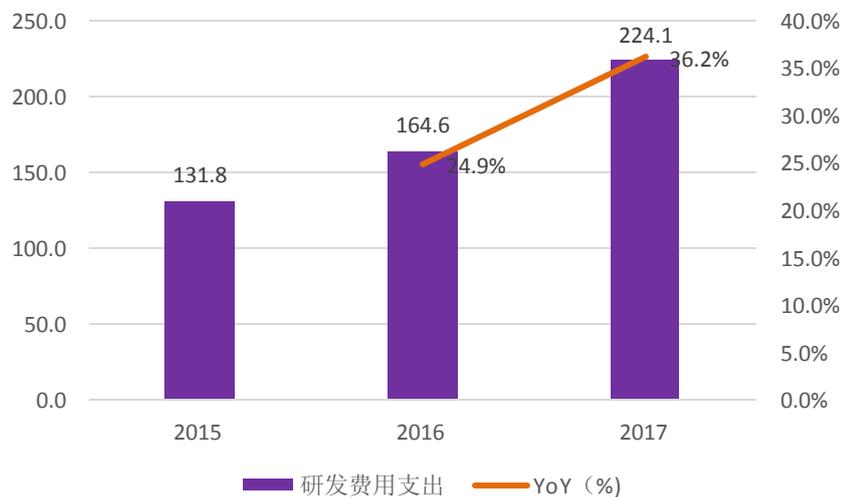
	华域汽车	上海小糸车灯	2018.3	实现对汽车照明业务的自主掌控和自主发展
7	均胜电子	高田	2018.4	拓展子公司 KSS 市占率，进一步打入日系客户产业链

资料来源：品牌官网、联讯证券

**不断投入研发，立足产品升级。**汽车作为消费品，其消费属性必须满足消费升级的要求，只有通过产品的不断创新，才能使得客户认可。零部件公司的核心竞争力就在于产品的不断创新并被市场认可，从而打开新的市场空间。

2017 年零部件厂商对于新产品的研发力度逐步加大，我们选取申万行业分类下的 119 家零部件厂商，这 120 家零部件公司 2017 年年报中研发支出合计 244.3 亿元，同比增长 36.1%，2016 年研发费用支出为 164.8 亿元。零部件企业的研发投入正在加快，显著超越行业销量增速。未来依靠产品取胜、不断进行产品创新是汽车的发展方向。

**图表75： 零部件企业研发投入（单位：亿）**



资料来源：wind，联讯证券

**零部件企业的发展趋势向核心竞争力方向。**零部件企业在汽车增速下滑的过程中，能突破产品空间局限，打开配套量的空间，未来将有较好表现，我们结合国外汽车零部件企业发展的逻辑，未来国内自主零部件企业突破的逻辑主要为从三个方面，一是从低附加值构件到电子化高附加值部件的转变，产品需要研发投入支持；第二个方面是从二级供应商到一级供应商的转变，获得更多的议价能力，主要在于产品线的丰富，从单一产品到多产品的丰富，外延并购是较大的助力；第三个方面是客户升级，从国内自主到全球客户的路线，复制福耀玻璃等优秀企业的成功之路，摆脱单一客户依赖。自主零部件企业崛起核心是围绕产品和客户以及并购突破。



图表76： 零部件企业的发展趋势



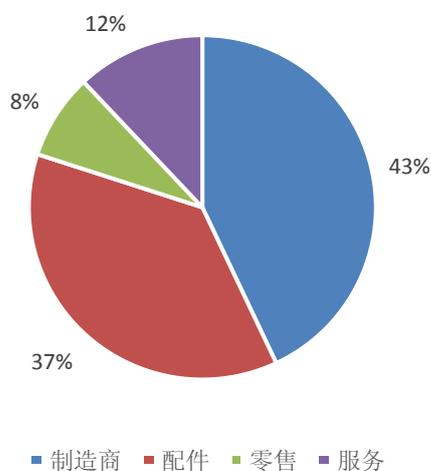
资料来源：联讯证券

### （二）存量化带来的机会

**A、保有量持续增加及渗透率提升，汽车后市场想象空间大。**截至今年 9 月，我国汽车保有量为 2.35 亿辆，机动车保有量为 3.22 亿辆。持续处于高位的汽车保有量水平对应的是庞大的汽车后市场服务，2017 年我国汽车后市场服务整体规模达到 1.3 万亿。国内汽车市场与国外成熟市场在规模结构上仍存在较大差异，在国外成熟汽车市场以后市场业务为主，前市场业务仅占总产业链规模的 28%，国内汽车制造商规模占总产业链规模 43%，远超国外成熟市场。

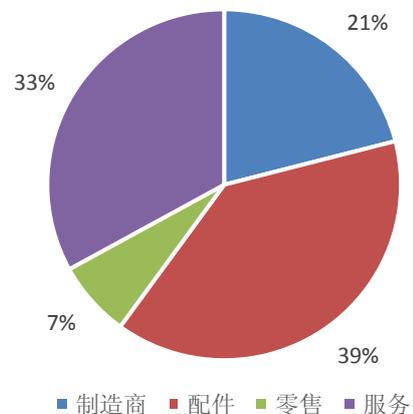
经过十几年的高增长，国内汽车市场开始由增量市场转向存量市场，对汽车服务、汽车金融等业务的需求将在未来大幅增长。目前国外汽车服务业在总产业链规模占比为 33%，而国内仅为 12%，相比于国外成熟汽车市场，国内汽车服务行业仍有较大增长空间。

图表77： 国内汽车产业链各环节规模占比



资料来源：互联网，联讯证券

图表78： 国外成熟市场汽车产业链各环节规模占比



资料来源：互联网，联讯证券

**B、二手车限迁取消及消费习惯改变打开二手车市成长枷锁。**



国务院发布的《完善促进消费体制机制实施方案》指出要全面取消二手车限迁政策，简化并促进二手车交易，增强国内二手车的流动性。目前，全国统计的 286 个城市中 211 个城市已经放开二手车限迁，75 个城市未放开二手车限迁。2018 年 1-10 月，国内二手车交易市场成交量为 1133 万辆，同比增长 13.07%。

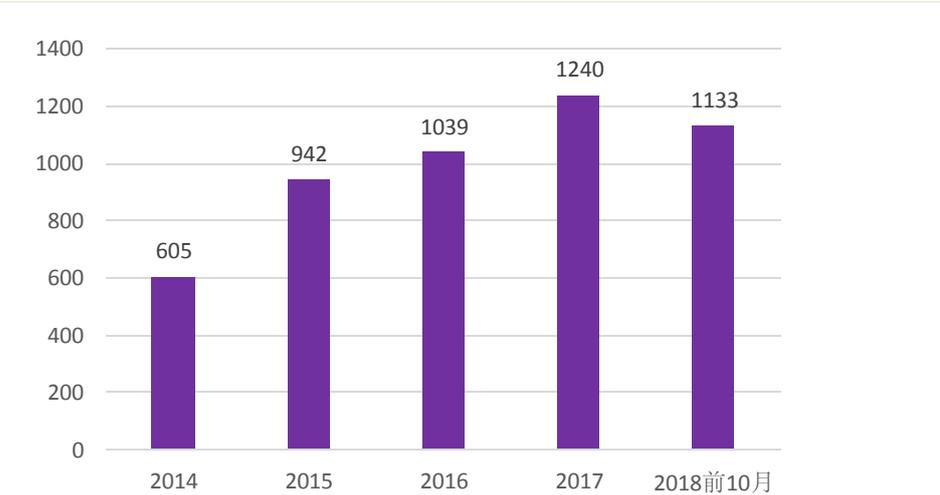
我们认为，对二手车市场政策面的限制逐步放开已是确定性事件，国内汽车消费者的消费习惯的改变也将成为二手车市场快速发展的核心驱动因素。国内汽车名义价格高于欧美发达国家，收入指标仍然较低，汽车在国内家庭资产占比相对较高等因素导致国内消费者对汽车消费的偏好仍以新车消费偏好为主。

**图表 79： 全国二手车限迁政策**

省份	状态	备注
黑龙江、海南、西藏	未放开二手车限迁政策	
福建、甘肃、河南、山东、山西、四川、湖南、新疆	部分放开	包括太原、大同、大连、宜昌、吉林、长沙、张家口、伊犁、库尔勒、乌鲁木齐
安徽、广西、贵州、湖北、吉林、江西、辽宁、内蒙古、宁夏、青海、陕西、云南、广东	完全开放	去除珠三角城市

资料来源：中国汽车流通协会，联讯证券

**图表 80： 全国二手车交易量（单位：万辆）**

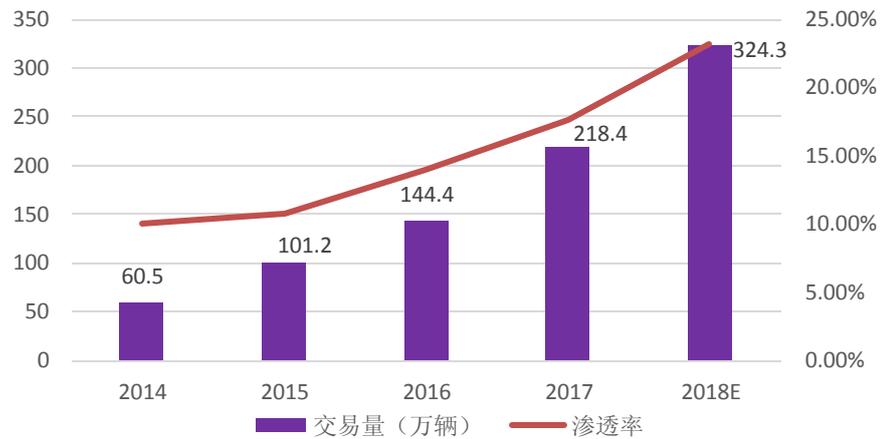


资料来源：Wind，联讯证券

2017 年国内线上二手车交易平台交易量达 218 万辆，预计 2018 年二手车电商交易量将超过 300 万辆，同比增长近 50%，预计 2018 年线上平台交易量的渗透率将超过 20%。



图表81： 全国二手车电商交易量及渗透率



资料来源：中国产业信息网，联讯证券

全网 36 家二手车电商平台中，瓜子二手车市场渗透率接近 70%，是目前二手车电商平台中的龙头，公司以 C2C 平台连接个人卖家和卖家，并打造线下瓜子严选门店实现一体化经营，2018 年 3 月份，瓜子二手车估值 32 亿美元。优信二手车以 B2C 平台为主，集中全国各地优质二手车源供于 C 端客户。2018 年 6 月 28 日，优信二手车在纳斯达克上市，市值 19.56 亿美元。天天拍车收集全国各地二手车源，重点打造 C2B 平台，C 轮融资后累计已融资 1.8 亿美元。

二手车平台的核心功能是 1) 鉴定二手车信息及各项参数，为交易双方提供合理报价；2) 以公司信用为平台上出售二手车背书，保证车况描述可信度；3) 提供车辆过户、上牌等具体交易流程。

图表82： 国内主要二手车电商平台

平台	布局	规模进展
瓜子二手车	C2C 以本地交易为主； 瓜子严选线上线下一体化经营	2018 年 3 月份，估值 32 亿美元
人人车	主打 C2C 端； 二手车、新车交易，金融服务，售后等 为一体	经 6 轮融资，融资额达 7.6 亿美元
优信二手车	B2C 全国车源本地或跨区交易； B2B 优信拍全国流通交易；	美股上市，市值 19.56 亿美元
天天拍车	C2B 收集各地区车源	C 轮累计融资 1.8 亿美元
车置宝	采用电子商务网络竞价 O2O 平台，实现 C2B、B2B、C2C 业务同步进行	4 月份与阿里达成战略合作； 新一轮融资 8 亿人民币
58 二手车	C2C 同城本地交易	车源占比市场第一

资料来源：艾瑞咨询，联讯证券

目前国内二手车市场仍处于起步阶段，行业规范度仍然较低，市场信息不对称，导致消费者对二手车认可度低。我们认为，未来随着部分龙头企业逐步做大做强，认证机制及行业秩序将构成，二手车市场将随汽车保有量的增加而同步增长。



## 投资建议

2018 年是汽车行业转折的一年，行业增速下滑是大概率事件，整车库存高企，盈利能力下滑，行业利润分配加速向头部企业转移。新能源汽车保持超预期的高增长，降本升级优化行业利润分配，逐步向下游企业转移。我们认为 2019 年汽车行业可把握四条投资主线：

- 1) **优质自主及合资品牌带来的机会**：整车持续推荐**上汽集团**（自主拥有多款爆款车型，插混、纯电动车型布局充分，享受新能源汽车高增长的红利；大众、通用合资品牌贡献盈利稳定增长，优于行业平均水平）。
- 2) **新能源汽车带来的机会**：新能源汽车持续推荐**比亚迪**（三元产能扩建顺利，爆款车型推动明年销量高增长，产品升级和成本降低推动公司盈利能力提升）。
- 3) **准确把握行业变革的核心零部件企业**：**三花智控**（制冷业务逻辑：公司全球布局，受国内空调行业波动影响小，格力美的业务占比约 20%；变频空调渗透率提升带动单机价值量提升；汽零业务逻辑：新能源汽车快速发展（M3 放量和单车价值量显著提升）和补贴退坡后液冷技术渗透率提升。）、**旭升股份**（M3 放量增厚公司业绩，聚焦汽车轻量化，专注铝合金铸件，背靠特斯拉，加速拓展新客户）、**长鹰信质**（战略客户稳定性强，模具配套开发及前段服务能力强，行业壁垒相对较高，精准把握行业变革方向，估值拥有吸引力）、**潍柴动力**（国六标准产品技术储备全面，布局氢燃料电池及固态燃料电池，收购林德液压掌握核心技术，多轮驱动降低对重卡依赖）。
- 4) **存量化带来的汽车后市场的机会**：**安车检测**（保有量提升带来的市场空间大，政策驱动性强，行业集中度提升受益标的）。

## 风险提示

- 1) 新能源汽车推广不及预期；
- 2) 汽车销量增速低于预期，自主品牌销量增速不及预期；
- 3) 新能源汽车上游原材料价格波动风险；



## 分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018年5月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)