

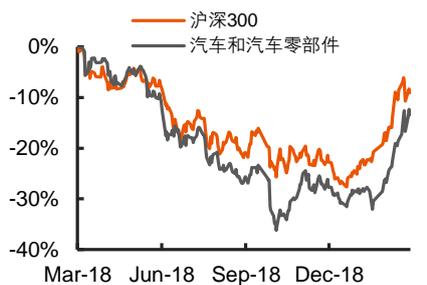
## 汽车行业动态跟踪报告

# 股比调整大势所趋、长期利于自主崛起

中性（维持）

### 投资要点

行情走势图



### 相关研究报告

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*2月销量符合预期、期待行业进一步回暖》  
2019-03-07

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*1月去库存成效显著，2019年将逐季改善》  
2019-02-24

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*7成公司业绩预减，2019有望逐季改善》  
2019-02-15

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*2019年行业弱复苏、集中度有望提升》  
2019-01-22

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*吉利汽车一去库存带来销量短期下滑》  
2019-01-14

### 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

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **大众与合作伙伴积极探索股比问题、释放股比调整信号。** 大众正与中国伙伴就合资股比调整进行谈判，计划最晚于2020上半年宣布合资股比调整情况。目前大众汽车在华有三家整车合资公司，包括一汽-大众、上汽大众和江淮大众，其中江淮大众和上汽大众的股比为50:50，而一汽大众中外股比为60:40，大众正处于其MEB电动车平台导入前期，且具有三家合作伙伴，具备谈判筹码。
- **提高股比增强大众盈利能力，更好应对存量市场竞争，其他外资品牌预计效仿。** 大众提高其股比，有望增强其母公司的盈利能力，可以更好的应对现阶段的存量市场竞争，具备更强的价格竞争能力，且合资品牌的股比变动、特斯拉的独资建厂，都给予大众非常大的压力，独资有望增强其企业控制力，更好的应对豪华车下探、电动化等新趋势。股比调整后合资向中方的输血能力减弱，合资中方品牌需要加快其进步速度，据了解，福特也有望进行股比调整，我们不排除其他外资品牌企业也会纷纷进行股比谈判。
- **合资车企股比变更是长期趋势，总体看利于优质自主。** 品牌是汽车的核心价值，即便合资中方具备较强实力，亦不足以改变强势外资品牌在华谋求主导权的诉求。长期看合资企业终将走向两极，外资收购股权获得主导，或让出股权退出中国，合资车企股比变动会导致合资中方失去合资企业输血能力，有利于低端产能和低端品牌出清，迎来更好的市场环境，利于集中度提升和优质自主崛起。
- **盈利预测与投资建议：**在合资股比变化的长期趋势下，我们认为不能与大趋势为敌，汽车强国要靠自主品牌，看好已具备一定产销及收入规模，具备丰富产品谱系、品牌高端化初获突破、具备较高研发投入的自主品牌车企，推荐长城汽车，关注吉利汽车。合资股比变动有利于部分国企供应链的进一步打开，看好优秀的自主供应商份额提高，推荐星宇股份，福耀玻璃。
- **风险提示：**1) 新能源汽车销量不达预期。放开股比的政策利好下，特斯拉等具备较强竞争力的外资电动车加速国产化进程，导致自主品牌新能源车丢失市场份额，利润快速下降。2) 自主车企高端化突破不及预期。随着国内汽车市场完全开放，竞争加剧，自主高端车型若未被市场认可，高端化受阻，将导致较大损失。3) 主机厂年降压力高于预期。整车厂年降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。

## 一、 合资股比调整大势所趋

### 1.1 参照国外历史、合资企业股比终将演变

国内汽车合资企业股比限制逐步放开。从改革开放至 2018 年初，我国政策规定生产汽车、摩托车整车和发动机产品的中外合资、合作企业的中方所占股份比例不得低于 50%。2018 年 4 月 8 日，习近平总书记在博鳌亚洲论坛表示：下一步要尽快放宽外资股比限制特别是汽车行业外资限制，而后发改委正式发布取消股比限制时间表。

我们认为，更加开放的政策将会为消费者带来更丰富的汽车产品，意味着自主品牌与合资企业相互竞争将更加激烈，品牌分化将进一步加剧。

图表1 中国汽车合资企业与股比限制历史政策回顾

时间	事件
1982 年	邓小平在中汽公司的报告上批示：“轿车可以合资”。
1984 年	批准上海大众，北京吉普，广州标致成立。
1994 年	颁布实施《汽车工业产业政策》。该政策规定，生产汽车、摩托车整车和发动机产品的中外合资、合作企业的中方所占股份比例不得低于 50%
2017 年 4 月	国家发改委、工信部、科技委三部委联合印发《汽车产业中长期发展规划》，提出将完善内外资投资管理制度,有序放开合资企业股比限制。
2017 年 6 月	国家发展改革委、商务部发布《外商投资产业指导目录(2017 年修订)》，取消了对汽车电子和动力电池的股比限制以及放宽纯电动汽车合资企业限制。
2018 年 4 月 8 日	习近平总书记在博鳌亚洲论坛表示：下一步要尽快放宽外资股比限制特别是汽车行业外资限制。
2018 年 4 月 17 日	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，同时取消合资企业不超过两家的限制。

资料来源：wind、平安证券研究所

从国际股比放开历史来看，放开外资股比后，外资品牌必然谋求独资控股。以印度汽车工业为例，1991 年印度放开股比限制后，丰田、本田、日产等立刻选择变更为独资企业，（其中丰田合资企业丰田基洛斯卡中丰田持股增至 89%，与独资无异）。

2017 年合资企业印度铃木销量超过 160 万辆，该销量占到铃木 2017 年全球销量（330 万辆）近半的份额。由于铃木对印度市场的高度依赖，出于提高母公司利润，更好的应对印度市场需求，铃木持续增加股比，股比开放之初铃木就立刻增持到 50%，后通过二级市场增持至 56.2%，并从 2013 年开始，以每年 5%左右继续增持。

图表2 全球主流汽车市场合资企业放开股比案例

合资企业所在国	美国	韩国	印度	中国
合资企业名称	NUMMI	韩国通用	玛鲁蒂铃木	上海大众
成立时间	1984 年	1972 年	1982 年	1985 年
目的	政治目的	以市场换技术	以市场换技术	以市场换技术
性质	引入丰田汽车，成立美日第二家汽车合资企业	引入美国通用汽车，成立韩国第一家汽车合资企业	引入日本铃木，成立印度第一家汽车合资企业	引入德国大众，成立中国第二家汽车合资企业
股比	美：日=50：50	韩：美=50：50	印：日=74：26 (印度承诺实现业)	中：德=50：50

后续发展	丰田成为北美第三大汽车品牌；2008年通用汽车破产，丰田 NUMMI 开始独资建厂	1991 年现代汽车造出第一辆国产化率 100% 汽车，	1987 年铃木获得 40% 股比；1991 年印度实施“改革开放”取消股比限制；	1991 年桑塔纳国产化率达到 90%
		1992 年韩国主动回购合资企业。1994 年韩国取消贸易保护政策。	1992 年铃木股比升至 50%；2010 年铃木于二级市场增持股比至 56.2%。	

资料来源: 中国汽车工业协会, CARSALESBASE, 平安证券研究所

正如我们之前所预期，德系豪华品牌在华合资车企股比变化概率最大。当前国际形势下，中美贸易正处于僵持阶段，美系合资股比变化可能性不大；在华份额最高的外资品牌为德系与日系，相对而言，日系更注重增量市场，其还有大量车型待导入，德系品牌更看重存量市场，股比调整意愿非常高。

### 1.2 放开股比长期看将进一步刺激优质自主崛起

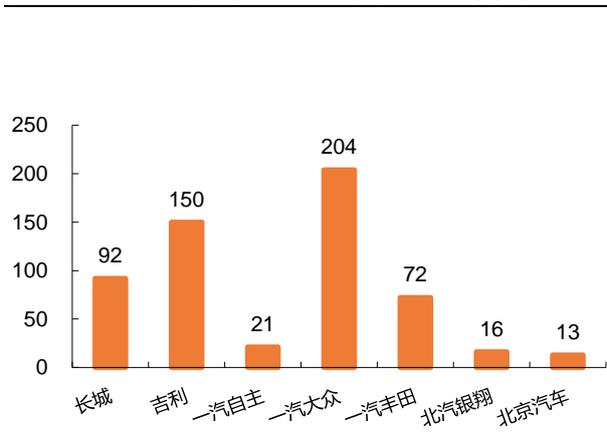
放开股比限制将进一步激发民营企业活力。合资企业在抢占中国市场的同时，客观上促进了中国本土品牌的孕育和发展，从发展之初就没有合资企业“输血”，生存环境相比国企更加恶劣，这意味着能顺利存活下来的优质民营车企如吉利、长城等将拥有更强的市场竞争力。

放开股比让部分企业失去合资企业输血能力。放开股比也让合资中方失去了合资企业的输血能力，使得其在产能扩张、研发投入上会更加趋于谨慎，从而变相降低行业的竞争压力。

但是同时，股比的放开使得外资品牌的利润率提高，理论上讲其可以通过更大幅度的降价去抢夺更高的市场份额，而盈利相比股比放开前不会发生太大变化。举例来讲，如果普通合资企业股比提高 10%，可以提高其利润率 1-1.5%，终端车型优惠可以增加 1500-2000 元。

综合来看，股比调整还是有利于形成更加良性的竞争环境，利于低端产能和品牌出清，从而提升行业集中度，增强盈利能力和稳定性。

图表3 2018年合资自主品牌销量低 单位：万辆



图表4 一汽夏利自主乘用车业务常年大幅亏损 单位：亿元

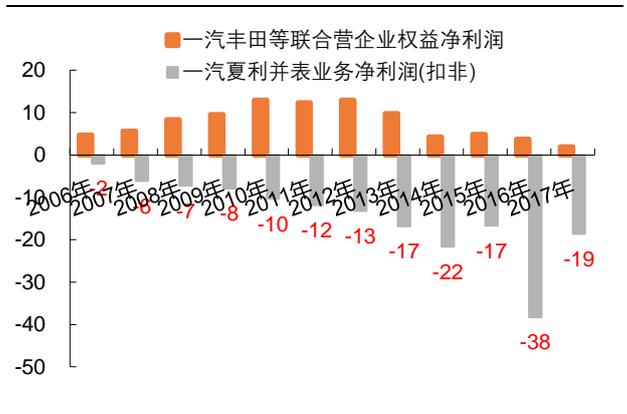
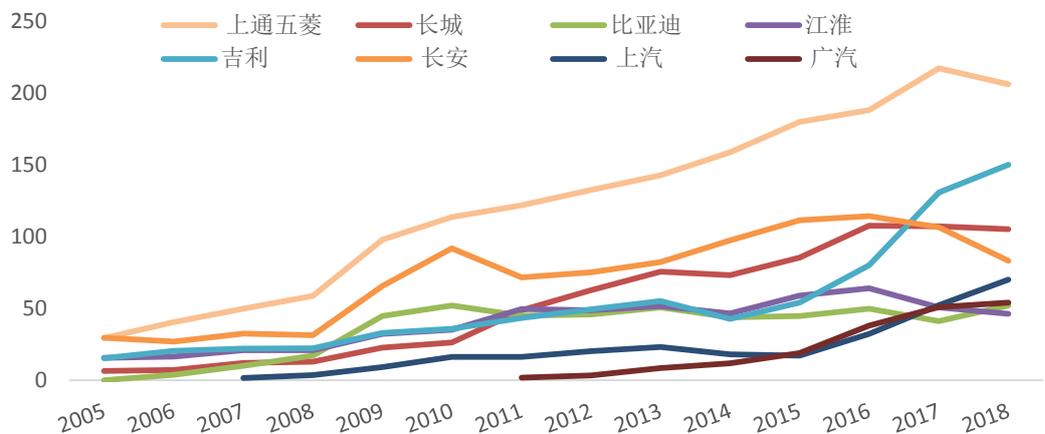
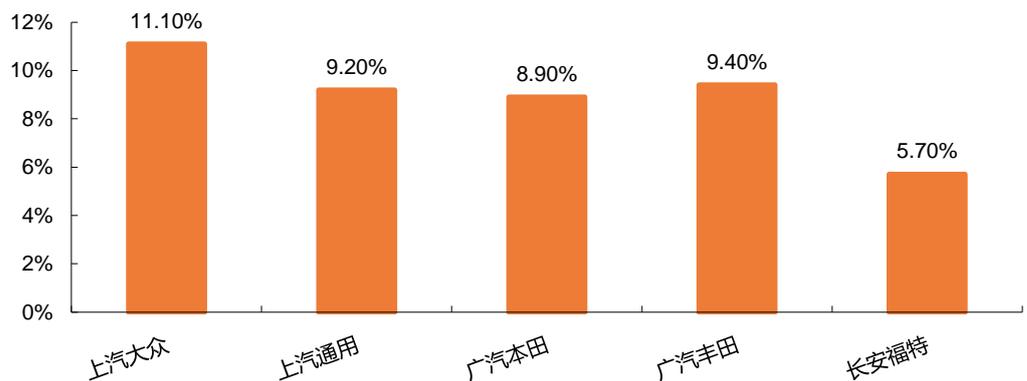


图5 自主品牌销量还将不断分化 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

图6 主要合资企业 2018 上半年净利率



资料来源：wind、平安证券研究所

## 二、盈利预测与投资建议

大众与合作伙伴积极探索股比问题、释放股比调整信号。大众正与中国伙伴就合资股比调整进行谈判，计划最晚于 2020 上半年宣布合资股比调整情况。目前大众汽车在华有三家整车合资公司，包括一汽-大众、上汽大众和江淮大众，其中江淮大众和上汽大众的股比为 50：50，而一汽大众中外股比为 60：40，大众正处于其 MEB 电动车平台导入前期，且具有三家合作伙伴，具备谈判筹码。

提高股比增强大众盈利能力，更好应对存量市场竞争，其他外资品牌预计效仿。大众提高其股比，有望增强其母公司的盈利能力，可以更好的应对现阶段的存量市场竞争，具备更强的价格竞争能力，且合资品牌的股比变动、特斯拉的独资建厂，都给予大众非常大的压力，独资有望增强其企业控制力，更好的应对豪华车下探、电动化等新趋势。股比调整后合资向中方的输血能力减弱，合资中方

品牌需要加快其进步速度，据了解，福特也有望进行股比调整，我们不排除其他外资品牌企业也会纷纷进行股比谈判。

合资车企股比变更是长期趋势，总体看利于优质自主。品牌是汽车的核心价值，即便合资中方具备较强实力，亦不足以改变强势外资品牌在华谋求主导权的诉求。长期看合资企业终将走向两极，外资收购股权获得主导，或让出股权退出中国，合资车企股比变动会导致合资中方失去合资企业输血能力，有利于低端产能和低端品牌出清，迎来更好的市场环境，利于集中度提升和优质自主崛起。

在合资股比变化的长期趋势下，我们认为不能与大趋势为敌，汽车强国要靠自主品牌，看好已具备一定产销及收入规模，具备丰富产品谱系、品牌高端化初获突破、具备较高研发投入的自主品牌车企，推荐长城汽车，关注吉利汽车。合资股比变动有利于部分国企供应链的进一步打开，看好优秀的自主供应商份额提高，推荐星宇股份，福耀玻璃。

### 三、风险提示

- 1) 新能源汽车销量不达预期。放个股比的政策利好下，特斯拉等具备较强竞争力的外资电动车加速国产化进程，导致自主品牌新能源车丢失市场份额，利润快速下降。
- 2) 自主车企高端化突破不及预期。随着国内汽车市场完全开放，竞争加剧，自主高端车型若未被市场认可，高端化受阻，将导致较大损失。
- 3) 主机厂年降压力高于预期。整车厂年降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。

## 平安证券研究所投资评级:

### 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 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
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