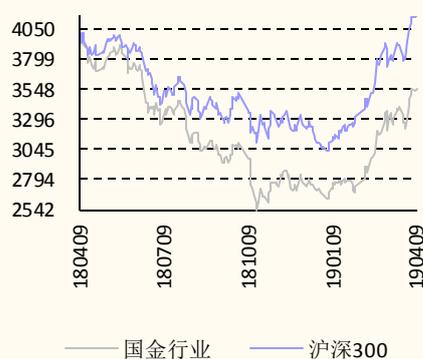


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金汽车和汽车零部件指数	3541.24
沪深300指数	4075.43
上证指数	3239.66
深证成指	10436.62
中小板综指	10281.83



相关报告

- 《刚需补库刺激钴价，板块上涨如火如荼-有色周报》，2019.4.8
- 《特斯拉 Q1 交付量显疲态，或为需求端关键转换期-特斯拉点评》，2019.4.8
- 《钴板块迎抢装行情，燃料电池利润改善可期——2019年4月...》，2019.4.1
- 《海外钴价上涨，板块迎抢装行情-有色周报》，2019.4.1
- 《车企分化 中游强势 地方补电-2019年新能源车补贴政策分析》，2019.3.27

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

徐立人

联系人
xuliren@gjzq.com.cn

汽车行业竞争新时代

行业观点

- 汽车行业在经历了 28 年来首次负增长后，车企自身调节产能、终端促销去库存，销量下滑有收窄趋势；伴随鼓励汽车消费政策落地、购置税透支影响消退、个税改革带来购车需求增加，预计 2019 年汽车销量前低后高，全年微增 1.2%；汽车行业进入了竞争的新时代，车企加大投入增强竞争力、提升市占率，而大盘回暖也带动乘用车板块指数回升、估值修复，建议关注龙头车企上汽集团、广汽集团、吉利汽车、长城汽车、比亚迪。
- 2018 年汽车市场首次负增长，下半年降幅扩大，乘用车全年销量同比下降 4%，板块估值下行，基金配置处于低位。
 - 经济增速和可支配收入增速放缓，汽车消费意愿有所下降；
 - 2015 年购置税优惠政策自 2018 年完全退出，其透支效应显现；
 - 公共交通快速发展，网约车等可替代工具一定程度上限制了汽车消费。
- 2019 年初，车企自身调整产能、终端促销去库存，下滑收窄；在多项利好政策支持下，板块估值有所修复。
 - 厂家通过减产稳步去库存，但经销商受到下游需求不振和厂家压货双重影响，库存预警指数继续高于警戒线；
 - 而龙头车企上汽集团、广汽集团、吉利汽车、长城汽车等市场份额均有所扩大，2018 年利润仍有增长；
 - 伴随大盘回暖带动、叠加政策支持，乘用车板块指数回升，估值修复。
- 车市见顶为时尚早，购置税政策扰动有望逐步消退，政策利好助力市场回暖，预计 2019 年销量前低后高，全年微增 1.2%，达到 2400 万辆左右。
 - 基于我国不同地区发展情况，10 年内预计国内汽车保有量有望达到 3.9 亿辆，仍有较大发展空间；
 - 2019 年上半年市场仍将处于去库存阶段，预计增长乏力；下半年随着更多鼓励政策的落地、购置税透支影响逐步消退、个税改革带来购车需求增加、外加下游渠道对国六车型的需求，预计销量逐步恢复增长。
- 汽车行业进入新时代，六大领域塑造车企核心竞争力，新品强势周期下业绩存在超额收益。整车厂需要在体系建设、模块化平台、高端化产品、电动化、全球化和自动驾驶六大领域加大投入，塑造自身在行业内的竞争力。

投资建议

- 合资品牌销量名列前茅，自主新能源快速增长的合资自主双龙头车企：上汽集团；日系销量连超预期，自主新能源再上新台阶的：广汽集团；进入产品大年及全球化战略显现的自主龙头：吉利汽车；产品结构调整初见成效，新能源逐步发力的自主车企：长城汽车；新能源汽车龙头：比亚迪。

风险提示

- 宏观经济持续低迷，需求不足；刺激政策不确定性；2019 年新能源车补贴大幅退坡，新能源汽车产销量低于预期；竞争加剧导致整车企业盈利能力下降超预期。

内容目录

一、2018 年乘用车市场回顾.....	4
1.1 中国汽车市场 28 年来首次负增长.....	4
1.2 负增长原因何在?	6
1.3 2018 年汽车板块表现如何.....	10
二、2019 年初乘用车市场出现什么变化?	12
2.1 车企自身调整产能、终端促销去库存, 下滑收窄.....	12
2.2 车企设定新年目标更为理性, 多家车企维持或下调销售目标.....	13
2.3 乘用车指数有所回升, 板块估值有所修复.....	14
三、乘用车行业会如何发展?	16
3.1 车市见顶尚为时过早, 十年内保有量可达 3.9 亿辆.....	16
3.2 个税降低有望小幅提升汽车消费能力.....	17
3.3 购置税透支效果逐步消退, 2019 年市场有望逐步恢复正常.....	18
3.4 稳定汽车消费已成为 2019 年政府重点工作任务.....	19
3.5 预计 2019 年乘用车市场前低后高, 全年同比微增.....	20
四、当前时点, 哪些车企值得投资?	22
4.1 进入新时代, 六大领域塑造整车厂核心竞争力.....	22
4.2 以新产品强势周期为核心, 优选整车标的.....	24
4.3 主要推荐标的.....	25
上汽集团: 合资稳健发展, 自主持续发力, 高安全边际的整车龙头.....	25
广汽集团: 智能网联和新能源布局深化, 日系产品销量连超预期.....	26
吉利汽车: 自主龙头进入产品大年, 模块化生产、全球化战略持续推进.....	27
长城汽车: 重塑产品架构, 新能源厚积薄发.....	28
比亚迪: 新能源龙头地位稳固, 全新产品周期开启, 技术业内领先.....	28
五、投资建议.....	29
六、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 历年乘用车销量情况.....	4
图表 2: 2018 年汽车细分市场销量同比增速对比.....	4
图表 3: 近年来乘用车月销量情况.....	5
图表 4: 近年来乘用车月销量同比增速.....	5
图表 5: 2018 年分车型销量同比增速对比.....	5
图表 6: 历年乘用车销量结构.....	5
图表 7: 历年轿车销量情况.....	6
图表 8: 历年 SUV 销量情况.....	6
图表 9: 我国 GDP 季度同比增速.....	6
图表 10: 我国人均 GDP 与乘用车销量增速比较.....	7

图表 11: 汽车消费指数情况.....	7
图表 12: 汽车消费指数—需求分指数情况.....	7
图表 13: 汽车消费指数—入店分指数情况.....	7
图表 14: 汽车消费指数—购买分指数情况.....	7
图表 15: 2009 年购置税优惠政策实施后乘用车市场情况.....	8
图表 16: 2015 年购置税优惠政策实施后乘用车市场情况.....	9
图表 17: 我国高铁领域发展情况.....	10
图表 18: 滴滴打车用户数量情况.....	10
图表 19: 2015 年-2018 年乘用车板块指数对比.....	10
图表 20: 2018 年乘用车板块指数对比.....	10
图表 21: 近年来申万乘用车行业估值情况.....	11
图表 22: 2018 年申万乘用车行业估值情况.....	11
图表 23: 近年来汽车行业基金仓位情况.....	11
图表 24: 2018 年乘用车整体终端优惠指数与销量增速比较.....	12
图表 25: 厂家库存变化情况.....	13
图表 26: 渠道库存变化情况.....	13
图表 27: 经销商库存预警指数.....	13
图表 28: 不同品牌经销商库存系数对比.....	13
图表 29: 部分品牌 2018 年销量完成情况及 2019 年目标.....	14
图表 30: 2017 年国内主要车企市场份额.....	14
图表 31: 2018 年国内主要车企市场份额.....	14
图表 32: 2019 年以来主要上市车企 PE 水平变化.....	15
图表 33: 2019 年以来主要上市车企 PB 水平.....	15
图表 34: 2018 年 Q4 至今乘用车板块指数变化.....	15
图表 35: 2018 Q4 至 2019 Q1 乘用车板块估值变化.....	15
图表 36: 中国汽车千人保有量.....	16
图表 37: 2016 年各国千人汽车保有量.....	16
图表 38: 个人起征点上调对乘用车销量影响情况.....	17
图表 39: 2009 年购置税优惠政策实施后市场变化.....	18
图表 40: 2015 年购置税优惠政策实施后市场变化.....	19
图表 41: 2018 年限额以上单位商品零售额分布.....	20
图表 42: 近年来汽车类商品零售额情况.....	20
图表 43: 2018 年 1 月至 2019 年 2 月乘用车月销量情况.....	21
图表 44: 2019 年乘用车市场销量预测.....	21
图表 45: 长安福特及江铃福特销量情况.....	25
图表 46: 近年来长安汽车销售毛利率、净利率情况.....	25
图表 47: 长安汽车、江铃汽车与乘用车板块涨跌幅对比.....	25

一、2018 年乘用车市场回顾

1.1 中国汽车市场 28 年来首次负增长

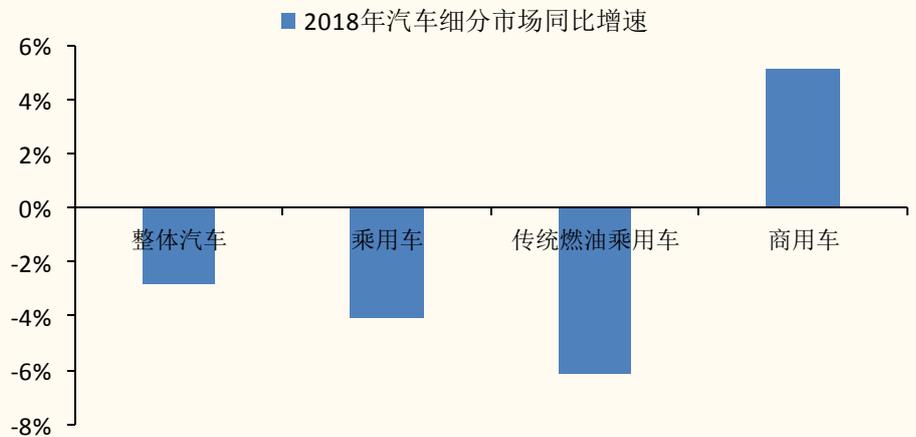
- 根据中汽协口径，2018 年全国共销售汽车 2808 万辆，同比减少 3%，1990 年来首次负增长。其中乘用车销量为 2371 万辆，同比减少 4%。
- 其中新能源乘用车贡献 105 万辆销量，占比 4.4%，同比增长 83%。剔除新能源乘用车后，传统燃油乘用车销量同比降幅达到 6.2%。

图表 1：历年乘用车销量情况



来源：中汽协、国金证券研究所

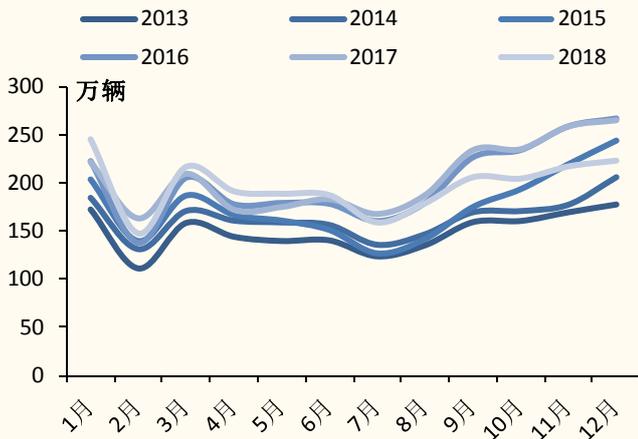
图表 2：2018 年汽车细分市场销量同比增速对比



来源：中汽协、国金证券研究所

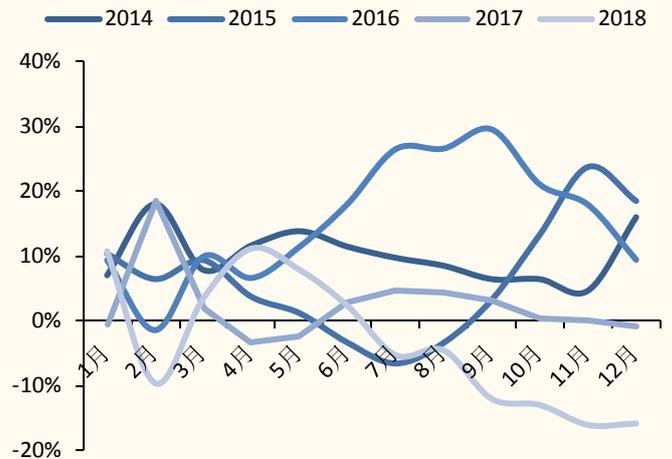
- 从月销量看，2018 年上半年月销量同比仍有正增长，但增速放缓，7 月起单月销量同比负增长扩大，9-12 月降幅达到两位数。

图表 3：近年来乘用车月销量情况



来源：中汽协、国金证券研究所

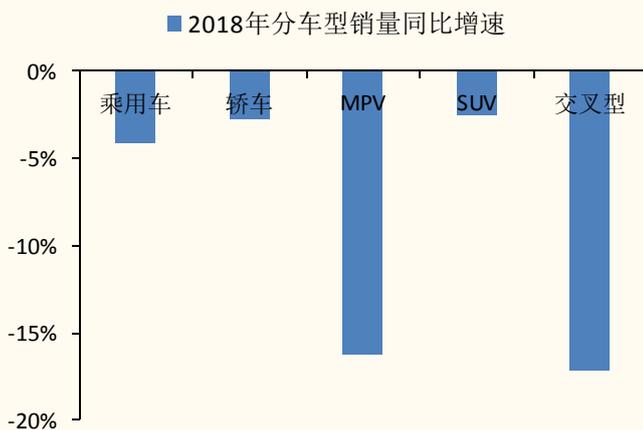
图表 4：近年来乘用车月销量同比增速



来源：中汽协、国金证券研究所

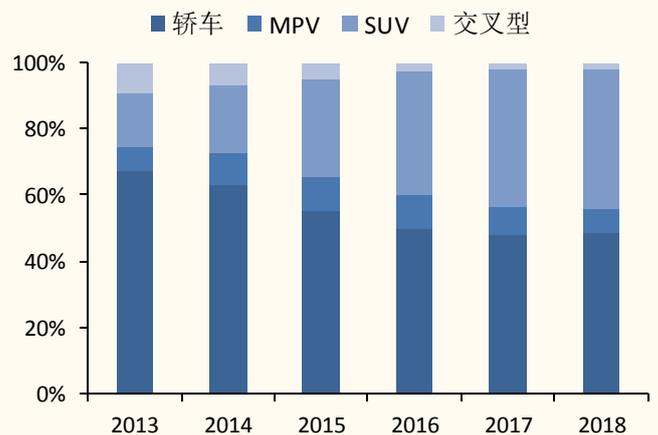
- 分车型来看，四大类乘用车均出现不同程度负增长；其中 MPV、交叉型乘用车销量降幅尤为明显；以往持续热销、保持销量高增速的 SUV 首次出现负增长。
- 2018 年 MPV、交叉型乘用车同比跌幅分别达到 16%和 17%；轿车销量同比下降 3%，跌幅与上年持平。
- SUV 车型自 2006 年以来销量保持同比高增速，占比持续提升。2017 年乘用车销量微增 2%的同时，SUV 销量仍然增长 15%，占比达到 41%。2018 年，SUV 首次出现同比销量下滑，降幅为 2.5%。乘用车市场结构与上年基本持平。

图表 5：2018 年分车型销量同比增速对比



来源：中汽协、国金证券研究所

图表 6：历年乘用车销量结构



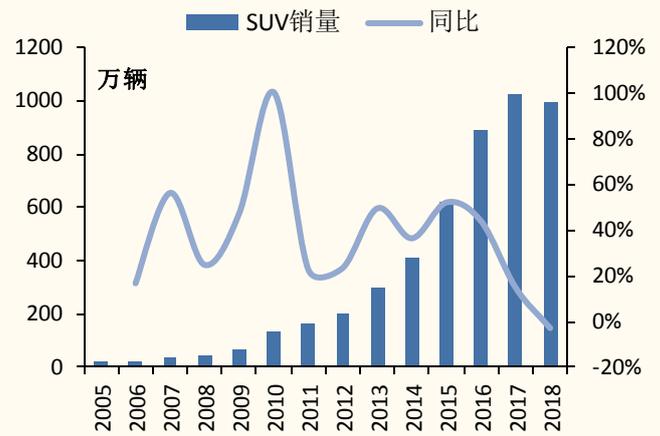
来源：中汽协、国金证券研究所

图表 7: 历年轿车销量情况



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表 8: 历年 SUV 销量情况



来源: 中汽协、国金证券研究所

1.2 负增长原因何在?

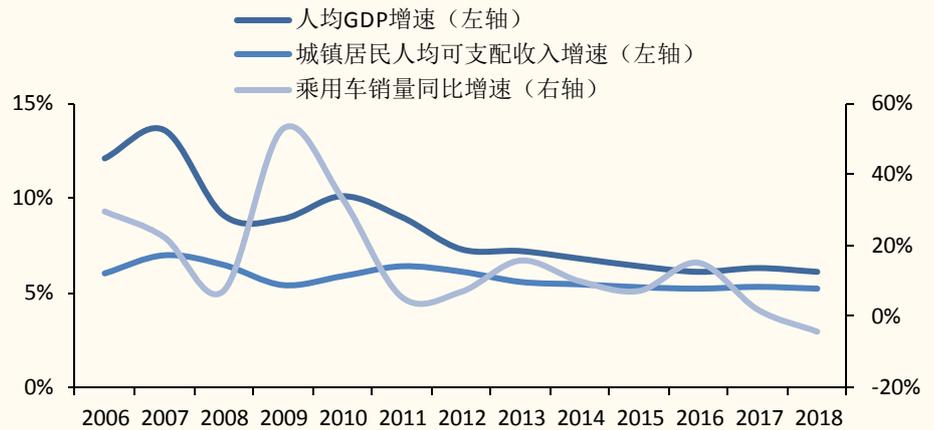
- 从宏观角度看, 汽车销量与人均 GDP 增速和可支配收入增速有关。我国经济增速近年来逐步放缓, 可支配收入增速不及以往, 而汽车作为单价较高的可选消费品, 消费者购买意愿相对减弱。
- 改革开放 40 年来, 我国经济总体保持高速增长, 但随着体量逐步增大, 增速逐步放缓。2018 年全年 GDP 总量突破 90 万亿元, 同比增长 6.6%, 增速较上年小幅下滑。我国经济逐步从高速增长向高质量转变, 在面对经济转型阵痛所带来的严峻挑战和外部环境深刻变化背景下, 经济总体换挡降速趋势基本确立。
- 人均 GDP 增速与人均可支配收入也与汽车销量有着较强的关联, 经济的繁荣往往会带动可支配收入的增长, 从而对汽车这一可选消费品的需求有所扩大。从历史上看, 除去受政策刺激影响较大的年份 (2009 年-2010 年、2015 年-2016 年) 外, 汽车销量增速与人均 GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速趋势基本保持一致。

图表 9: 我国 GDP 季度同比增速



来源: 国家统计局、国金证券研究所

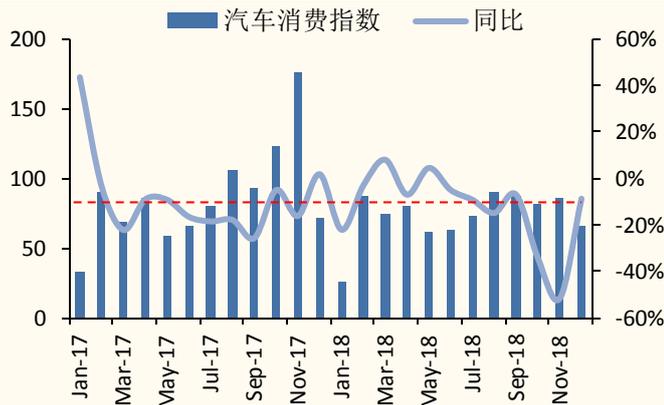
图表 10：我国人均 GDP 与乘用车销量增速比较



来源：国家统计局、国金证券研究所

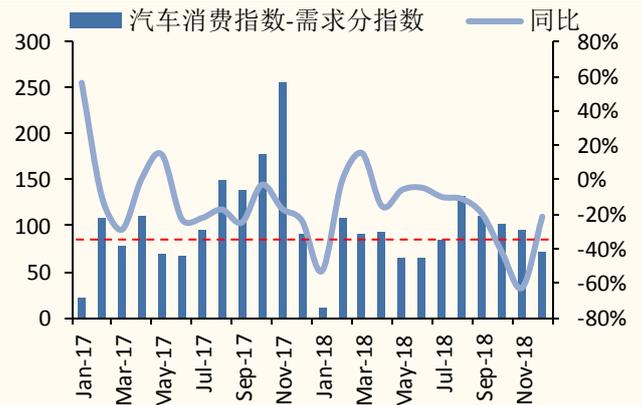
- 在宏观经济和可支配收入增速双双下滑之时，2018 年我国消费者的汽车购买意愿也有明显下降，国内汽车消费指数较上年明显下降，进入下半年后同比降幅逐步扩大。

图表 11：汽车消费指数情况



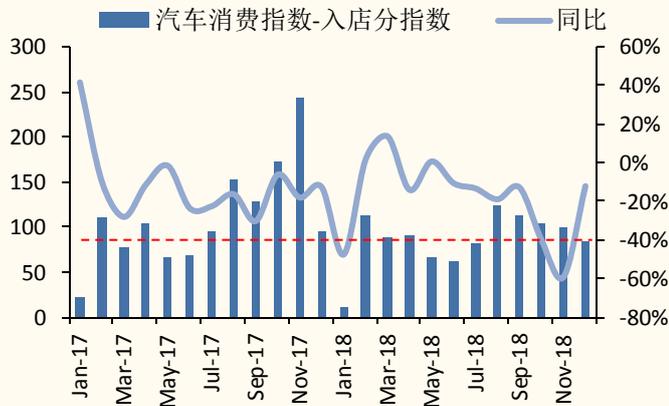
来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

图表 12：汽车消费指数—需求分指数情况



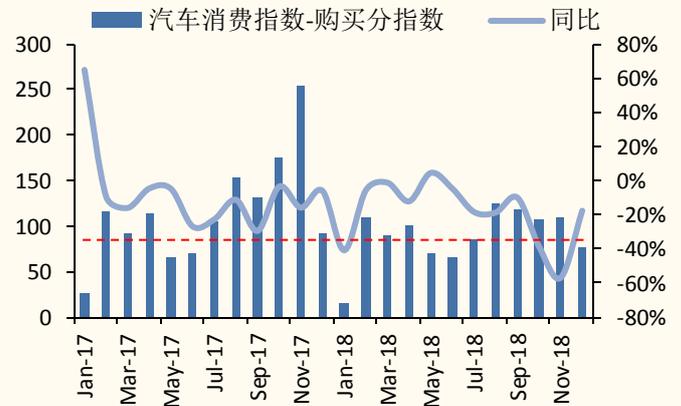
来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

图表 13：汽车消费指数—入店分指数情况



来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

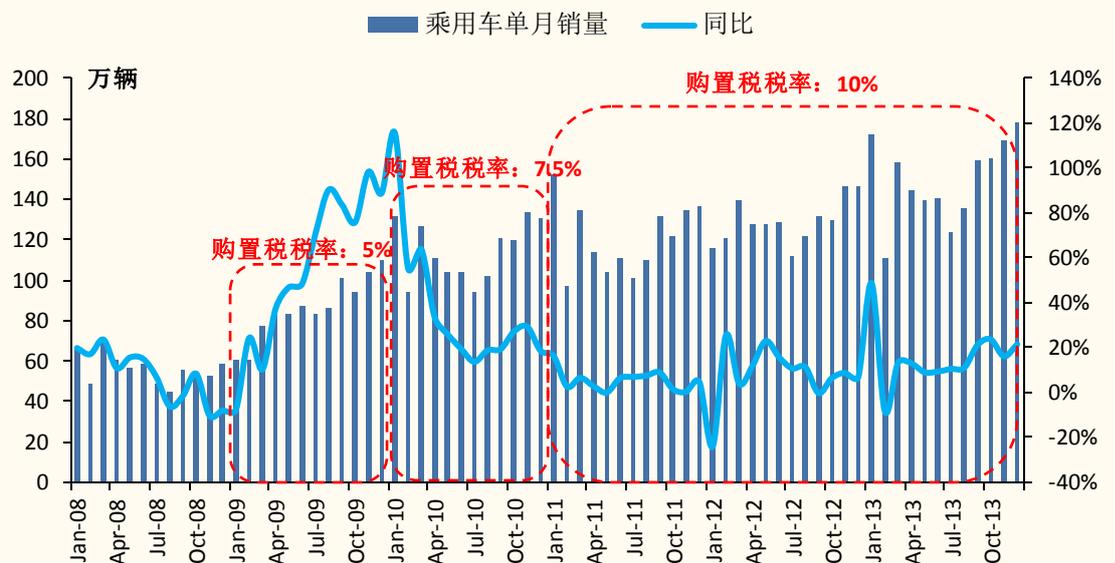
图表 14：汽车消费指数—购买分指数情况



来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

- 2015年10月起国家开始实施购置税优惠政策，并于2017年起逐步退坡，最终于2018年起正式完全退出。消费者为节省购车费用从而提前在政策优惠期内完成购车，从而透支2018年部分销量。这一现象与2009年购置税优惠政策效果类似。
- 早在2009年1月，为鼓励和刺激汽车消费，国务院曾决定自2009年1月20日至12月31日对1.6L及以下排量乘用车减按5%征收车辆购置税（原购置税税率为10%）；2009年12月，国务院常务会议再次决定延长购置税减半优惠政策至2010年底，并规定购置税税率减按7.5%征收；2011年起购置税优惠政策完全取消，按原购置税税率征收。
- 当年购置税优惠政策的实施对乘用车市场带来了巨大的影响，销量出现了大幅波动。购置税优惠力度越大，对消费者购车的刺激越发强烈，销量增速越高，但也透支后续年份的需求。在购置税减半政策期间，2009年乘用车销量同比大幅增长53%，首次突破千万辆大关；购置税优惠政策退坡后，乘用车单月销量增速逐月放缓，全年增速回落至33%；2011年购置税优惠政策退出，全年月销量除1月外均保持在一位数增长，且销量增速逐步下探。

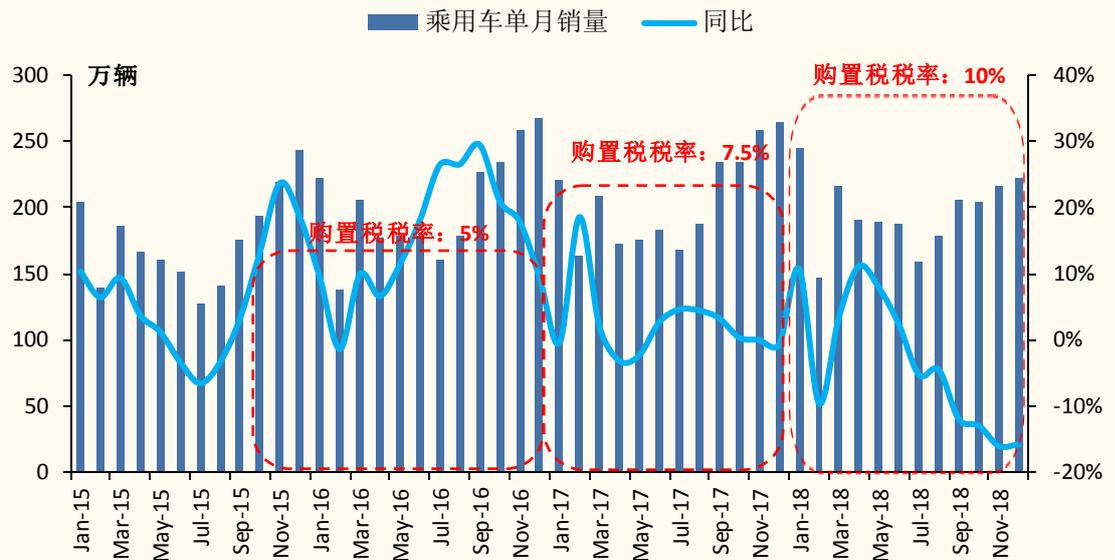
图表 15：2009 年购置税优惠政策实施后乘用车市场情况



来源：中汽协、国金证券研究所

- 2015年的购置税优惠政策实施方式与2009年基本一致。2015年10月起至2016年12月31日，1.6L及以下排量乘用车购置税减半（5%）征收，购置税减半征收时间较2009年略长；2017年1月1日至12月31日按7.5%征收，2018年起按10%购置税税率征收，与2010年、2011年购置税税率变化基本一致。
- 从效果来看，购置税优惠政策同样起到了显著的刺激作用。2016年起单月销量同比增速迅速提高，当年同比增速高达15%；购置税优惠退坡后2017年单月销量迅速回落，与2010年情况类似。购置税优惠完全退出后，2018年乘用车销售出现了与2011年类似的情况，前期近两年的购置税优惠政策对第三年的透支效应逐步显现，单月销量增速进一步下降。

图表 16: 2015 年购置税优惠政策实施后乘用车市场情况



来源: 中汽协、国金证券研究所

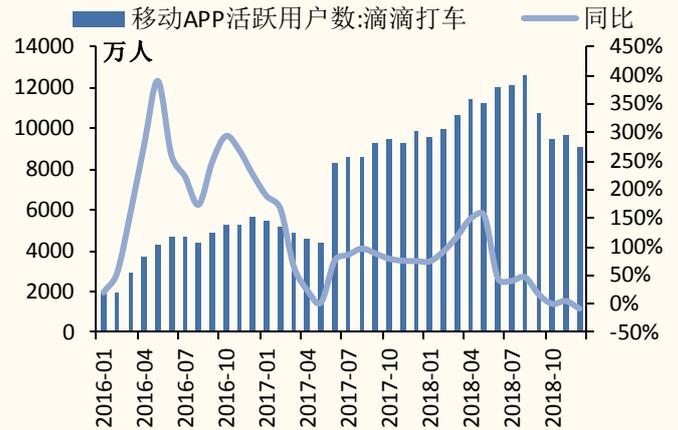
- 我国近年来在公共交通领域尤其是铁路领域持续加大发展建设规模, 同时共享汽车也逐步兴起。在经济下行压力和交通出行领域更多可替代品的出现, 削弱了消费者对汽车消费的需求, 也是造成近年来乘用车市场低增速、乃至负增长的原因之一。
- 截止 2018 年底, 我国高铁营业总里程数超过 2.9 万公里, 超过世界高铁总里程的三分之二, 高铁动车组已经累计运输旅客突破 90 亿人次。城市轨交方面, 2018 年新建营运里程 734 公里, 新增运营线路 22 条, 新开延伸线 14 段。截止 2018 年底, 全国共有 35 个城市建成投运城轨交通线路, 总里程达到 5766.6 公里。
- 与此同时, 网约车近年来迅速崛起。以滴滴为例, 其移动 APP 活跃用户数量 2016-2018 年期间同比分别增长 208%、77%和 46%, 2018 年全年活跃用户量累计超过 12.9 亿人。除滴滴外, 美团打车、享道出行、华夏出行等网约车平台也相继问世, 以其便捷的使用方式吸引了大量以城市居民为首的用户使用。
- 在高铁、城轨、网约车等公共交通领域近年来的快速发展, 极大方便了居民中长途和短途出行, 但也降低了居民对汽车消费的需求, 一定程度上对乘用车市场销量构成了不利因素。

图表 17: 我国高铁领域发展情况



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 18: 滴滴打车用户数量情况



来源: Wind、国金证券研究所

1.3 2018 年汽车板块表现如何

- 在购置税政策刺激后申万乘用车指数自 2015 年下半年起逐步下滑; 2018 年下半年乘用车销量同比负增长逐步扩大, 板块指数进一步下探, 全年跌幅达到 28%, 大幅弱于大盘走势, 达到近年来最低点。

图表 19: 2015 年-2018 年乘用车板块指数对比



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 2018 年乘用车板块指数对比



来源: Wind、国金证券研究所

- 由于市场需求不足, 板块景气度下滑, 乘用车板块估值水平持续下探, 已经处于近年来底部。基金持仓目前也处于低位。
- 2015 年 6 月乘用车板块 PE (TTM) 达到 20.3 倍, PB (LF) 达到 3.2 倍, 是近年来最高点, 此后一路下降。至 2018 年底, 板块 PE (TTM) 为 12.7 倍, PB (LF) 为 1.33 倍, 接近板块自 2009 年以来的最低点。

图表 21: 近年来申万乘用车行业估值情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 2018 年申万乘用车行业估值情况



来源: Wind、国金证券研究所

- 通过对主动性权益类公募基金的统计，以基金资产配置的十大重仓股为例，汽车行业的基金仓位在 2016 年 Q4 后总体保持下降趋势，2018 年 Q4 低至 1.8% 左右。

图表 23: 近年来汽车行业基金仓位情况



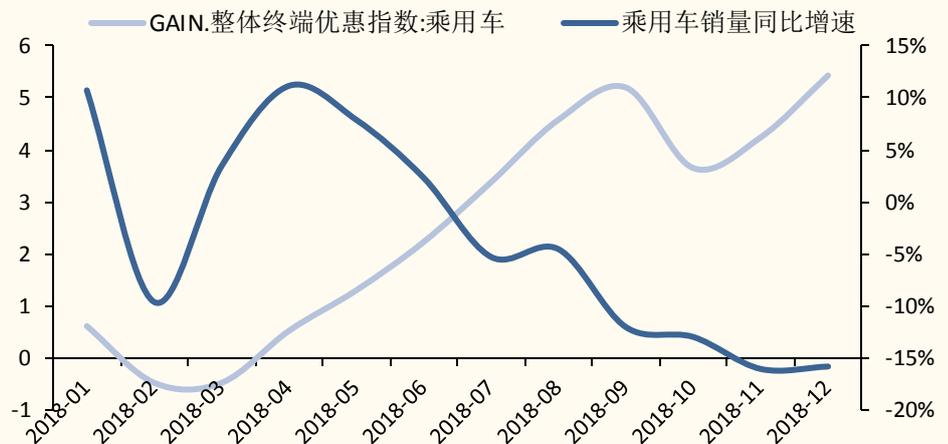
来源: Wind、国金证券研究所

二、2019 年初乘用车市场出现什么变化？

2.1 车企自身调整产能、终端促销去库存，下滑收窄

- 进入 2019 年，终端销量受到春节因素扰动出现波动，同比下滑有收窄趋势，但整体需求仍然不明显
 - 根据乘联会数据，2019 年 1、2、3 月狭义乘用车零售销量分别同比下降 4%、19%和 12%。一季度国内累计狭义乘用车累计零售销量同比下降 10.5%，春节过后销量下滑有收窄趋势，但终端需求仍然不明显。
- 由于下游需求不振，车企自 2018 年中期就已开始逐步减产，但年末冲量动力促使车厂加大向终端渠道压货；进入 2019 年，需求仍然不明显，且国六标准逐步临近，使得厂家开始对车型进行调整，继续减少生产、批发环节活动，而经销商库存压力仍然保持高位。
 - 由于 2018 年市场需求不足，而厂家年初设定目标过于乐观，厂家通过减产和向渠道压货的方式缓解自身库存压力。为完成销售目标，厂家年末加大批发销售，12 月单月降低厂商库存 14.7 万辆，全年累计减少自身库存 16.5 万辆；进入 2019 年，厂商调整产能，1-2 月累计大幅去库存 16 万辆，3 月为春季备货产量略有加大，库存略有回升。一季度国内累计减少厂商库存约 7 万辆，总体稳步化解自身库存问题。
 - 与此同时，经销商面临终端需求不足和厂商压库的双重挤压，库存压力持续处于高位。为吸引消费者购车，终端优惠在 2018 年末大幅提升，但也难以阻挡销量持续下滑，而厂商持续压库也给经销商带来巨大压力，2018 年经销商全年累计增加库存 88 万辆。

图表 24：2018 年乘用车整体终端优惠指数与销量增速比较



来源：中汽协、中国汽车流通协会、国金证券研究所

- 终端库存预警指数连续 15 个月高于警戒线水平。合资品牌、自主品牌库存深度持续高于警戒线，2019 年 2 月均达到 2.2 个月。

图表 25: 厂家库存变化情况



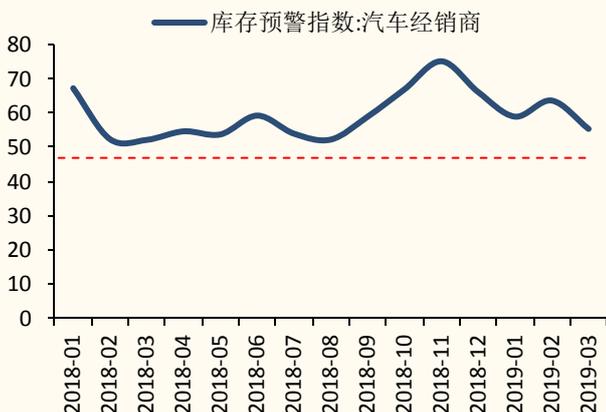
来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 26: 渠道库存变化情况



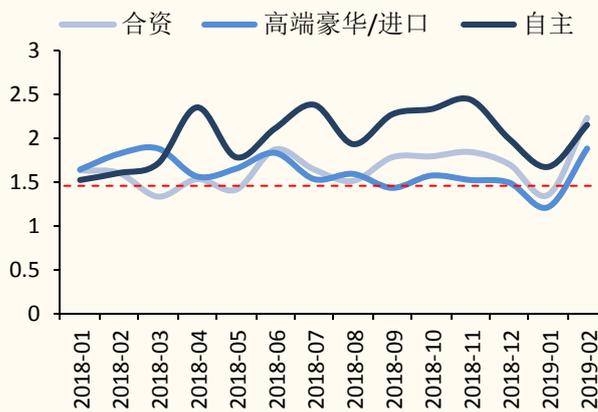
来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 27: 经销商库存预警指数



来源: 中国汽车流通协会、国金证券研究所

图表 28: 不同品牌经销商库存系数对比



来源: 中国汽车流通协会、国金证券研究所

2.2 车企设定新年目标更为理性, 多家车企维持或下调销售目标

- 受到国内外形势快速变化, 国内乘用车市场销量在 2018 年下半年持续负增长, 使得厂商在 2018 年初设立的全年销售目标难以企及, 多数车企未能完成。进入新年后, 厂商对 2019 年销售目标的设立更为谨慎, 大多选择维持甚至下调目标。
 - 2018 年 Q1 乘用车市场同比增长 3%, 使得厂家在设立全年目标时更偏乐观。2018 年下半年起, 国内车市持续负增长, 消费者购车意愿较弱, 使得年初设立的目标越发难以达成。
 - 从部分主流车企来看, 仅有北京奔驰、一汽丰田、一汽大众奥迪完成了年初设立的销售目标, 其中北京奔驰完成率达到 110%; 日产汽车、一汽大众完成率在 90% 以上; 自主品牌完成率相对较低。
 - 2018 年设定销售目标过高还促使厂家年末销售压力不断加大, 从而激发厂家为完成目标加大向渠道压货, 使得渠道端库存压力陡增, 对销售体系的整体健康发展构成不利因素。
 - 2019 年, 多数厂商维持或降低了新年销售目标。日产汽车、北京现代、吉利、比亚迪、长城的 2019 年目标与上年基本持平, 一汽大众、广汽乘用车则下调了新年目标, 其中广汽乘用车下调 10 万辆销售目标。

图表 29：部分品牌 2018 年销量完成情况及 2019 年目标

	2019 年销量目 标 (万辆)	2018 年销量目 标 (万辆)	2018 年实际销 量 (万辆)	目标完成率
北京奔驰	56	44	49	110%
一汽丰田	74.5	69.5	72	104%
一汽大众奥迪	68.2	65	66	102%
日产汽车	160	160	156	98%
一汽大众	144.5	145	139	96%
吉利汽车	161	158	150	95%
长城汽车	120	116	105	91%
比亚迪	65	60	50	83%
北京现代	90	90	75	83%
广汽乘用车	60	70	54	76%

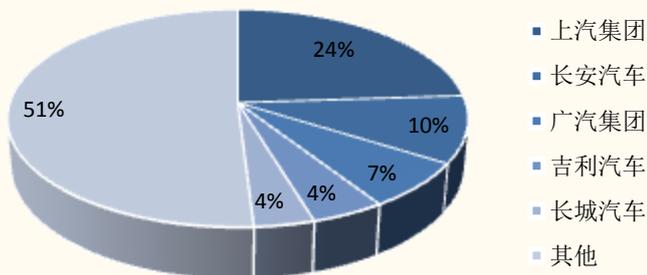
来源：盖世汽车网、国金证券研究所

2.3 乘用车指数有所回升，板块估值有所修复

尽管汽车市场进入 2019 年后仍然处于低迷状态，但随着部分车企发布 2018 年销量和业绩情况，主要上市车企业绩稳健，增添了市场信心。

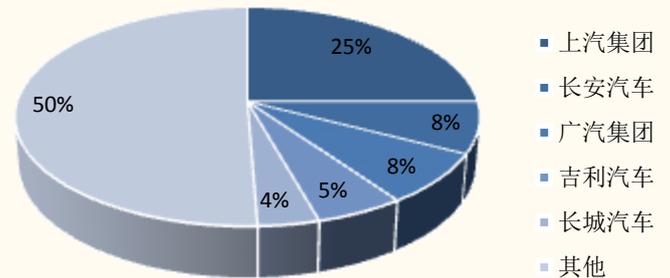
- 2019 年 1 月起，部分上市车企陆续披露全年销量情况和业绩情况。在 2018 年整体市场低迷的情况下，除长安汽车外，其余主要上市车企如上汽集团、广汽集团、吉利集团、长城汽车等市场份额均有所扩大。

图表 30：2017 年国内主要车企市场份额



来源：中汽协、国金证券研究所

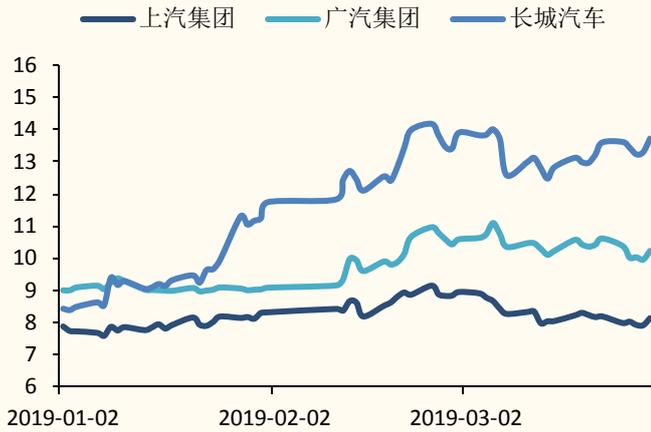
图表 31：2018 年国内主要车企市场份额



来源：中汽协、国金证券研究所

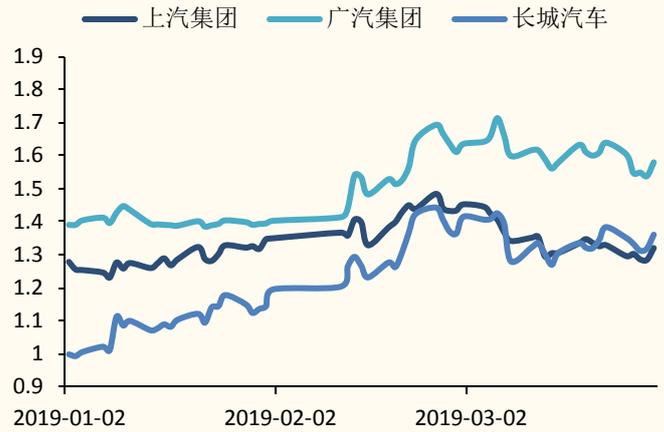
- 从 2018 年业绩来看，在已披露年报的企业中，上汽集团、广汽集团、长城汽车全年归母净利润分别同比增长 4.65%、1.08%、3.58%，吉利汽车净利润增长 18.05%。在市场整体低迷背景下，国内龙头车企业绩保持稳健，估值水平也得到一定修复。

图表 32: 2019 年以来主要上市车企 PE 水平变化



来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 2019 年以来主要上市车企 PB 水平



来源: Wind、国金证券研究所

龙头车企业绩稳健，同时伴随大盘走势好转，外加行业出现利好消息，2019 年 1 月以来乘用车板块指数明显回升，板块估值也有所修复。

2018 年乘用车板块持续低迷，板块指数、板块估值在 2019 年初达到近年来最低点。龙头车企稳健业绩给予市场更多信心。

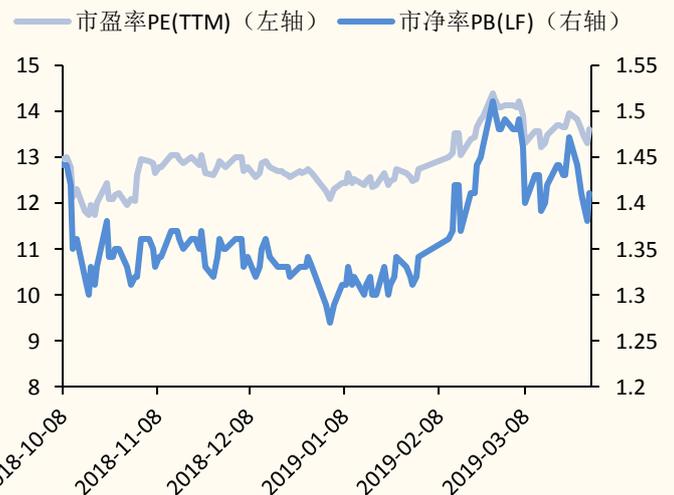
2019 年初以来，A 股市场整体持续走高，带动板块活跃，而行业内的利好消息迭出，催化了板块的触底反弹。在发改委等部委出台鼓励汽车消费具体方案，两会工作报告重申稳定汽车消费，制造业增值税降低，以及外部中美双方推迟加征关税等利好消息，板块情绪明显好转。伴随大盘走势好转，乘用车板块指数回升明显，估值得到修复。截止 2019 年 3 月 31 日，PE (TTM) 为 13.61 倍，PB (LF) 为 1.41 倍，较年初有明显提升。

图表 34: 2018 年 Q4 至今乘用车板块指数变化



来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 2018 Q4 至 2019 Q1 乘用车板块估值变化



来源: Wind、国金证券研究所

三、乘用车行业会如何发展？

3.1 车市见顶尚为时过早，十年内保有量可达 3.9 亿辆

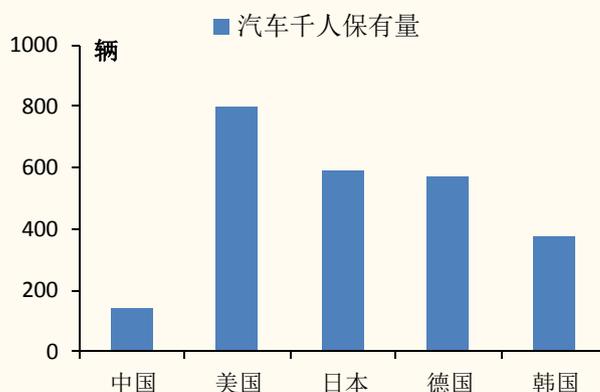
- 2018 年我国汽车及乘用车市场销量首次下滑，但保有量仍在稳步提升。与发达国家相比，我国人均汽车保有量明显更低，居民对汽车的需求仍有很大的提升空间，预计 10 年内保有量天花板在 3.9 亿辆左右。
- 我国汽车保有量近年来持续稳定增长，截止 2018 年底我国汽车保有量达到 2.4 亿辆，较上年提升 2285 万辆，同比增长 10.51%，其中小型载客汽车保有量达到 2.01 亿辆，同比增长 11.56%，是保有量增长的主要增量。
- 千人汽车保有量是衡量国家汽车消费水平的重要指标之一。2018 年我国千人汽车保有量约为 172 辆，较上年 156 辆提升 10%。但这一水平与发达国家相比仍存在较大差距。2016 年美国千人汽车保有量达到 800 辆，而日本、德国等较为成熟的汽车市场千人汽车保有量近年来稳定在 600 辆左右，韩国为 376 辆。

图表 36：中国汽车千人保有量



来源：公安部、国家统计局、国金证券研究所

图表 37：2016 年各国千人汽车保有量



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

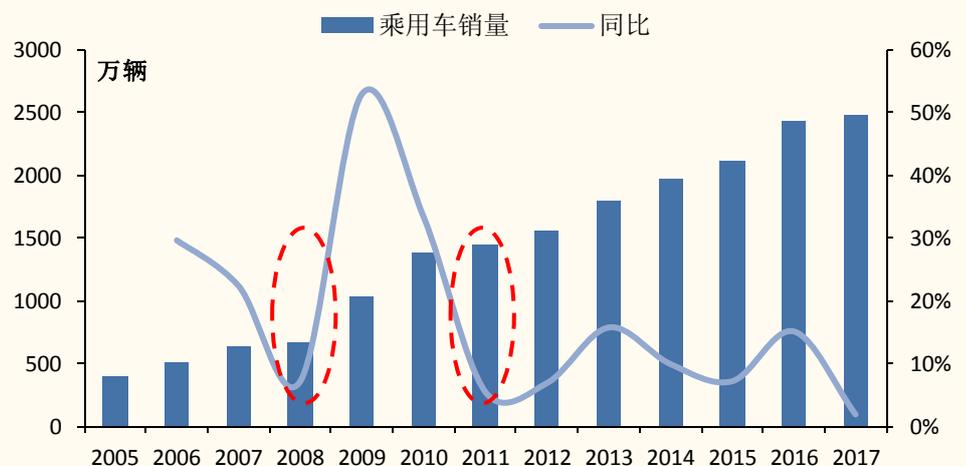
- 我们认为，我国汽车行业全面发展时间较短，行业起步时间远远落后于发达国家，汽车消费仍未广泛普及。中长期来看，随着经济的进一步发展和国内汽车产业发展逐步成熟，汽车保有量仍然有提升空间，且经济更发达，汽车保有量发展空间更大。但与此同时，我国发达、高效率的公共交通系统也极大分流了汽车消费需求，部分地区还有汽车限购限牌等举措，也限制了汽车保有量的快速增长，我国特殊的国情也一定程度上制约了人均汽车保有量与国外看齐。
- 我们根据全国 31 个省份（不包含港澳台地区）已公布的 2017 年统计公报，假设未来人口变化空间有限，对十年内国内汽车保有量天花板进行了初步测算，预计到 2027 年全国汽车保有量在 3.9 亿辆左右，千人汽车保有量在 278 辆左右。
- 北京、上海、天津人均 GDP 位居前三，千人汽车保有量分别为 260 辆、149 辆和 185 辆，但考虑到三地均为限牌城市，为管控城市交通压力，预计千人汽车保有量提升空间相对有限，提升幅度在 30% 左右，年复合增速为 2.7%，三地千人保有量约为 338 辆、194 辆和 240 辆。
- 江苏、浙江、福建、广东、山东五地经济实力同样突出（人均 GDP 超过 1 万美元），千人汽车保有量增长幅度有望达到 100%。其中广东省由于广州、深圳两大城市限牌，预计增幅在 70% 左右。预计到 2027 年，江苏、山东千人汽车保有量将达到 400 辆左右，江苏将达到 494 辆。五省市汽车保有量年复合增速在 6.8% 左右。

- 其他地区经济实力相对一般，但随着经济整体平稳、高质量发展，仍将催生对汽车的更多需求，预计 10 年内汽车保有量增幅在 80% 左右。其中海南省由于自 2018 年起实施全省汽车限牌限购措施，预计增幅在 30% 左右。整体年复合增速预计为 6%。
- 预计到 2027 年我国汽车保有量有望达到 3.9 亿辆左右，较 2017 年增长约 81%，年复合增速在 6.1% 左右，千人汽车保有量将提升至 278 辆。部分省市千人汽车保有量将与发达国家逐步看齐，但从全国整体来看与发达国家成熟市场仍有较大差距。

3.2 个税降低有望小幅提升汽车消费能力

- 个税改革正式实施，有望提升居民可支配收入。
 - 2018 年 8 月 31 日，十三届全国人大常委会第五次会议表决通过了关于修改个人所得税法的决定，决定自 2019 年 1 月 1 日起全面实施，并拟自 2018 年 10 月 1 日起，先将工资、薪金所得基本减除费用标准提高至 5000 元/月，并适用新的综合所得税率。同时也加入了子女教育支出、继续教育支出、大病医疗支出、住房贷款利息和住房租金等专项附加扣除。
 - 近十年来我国曾两次上调个税起征点，2008 年 3 月 1 日和 2011 年 9 月 1 日，个税起征点分别从 1600 元上调至 2000 元、从 2000 元提升至 3500 元。本次调整规模较以往更大，还增加了多项专项附加扣除，一定程度上降低了应纳税所得额，从而提升居民的消费能力。
- 从历史上看，对乘用车行业而言，两次个税起征点提高对次年及后续年份的销量拉动有一定帮助，对行业整体带来利好，但拉动相对有限。
 - 从 2008 年和 2011 年经验看，起征点的调整在当年均未起到明显作用，但在次年均出现了一定幅度的增长，这主要是汽车作为大额消费品，需要消费者花费一定时间对资金进行筹备和决策。其中，2009 年乘用车销量大增主要是个税起征点上调和当年购置税减半优惠政策双重刺激的作用。而仅仅依靠个税起征点上调，对 2011 年之后的乘用车市场的刺激相对较小。
 - 因此，此次个税改革力度相对较大，可以小幅提升居民消费能力，并可能在实施后一年左右的 2019 年下半年开始对乘用车市场起到一定的拉动作用，但在单一政策下，预计拉动规模相对有限。

图表 38：个人起征点上调对乘用车销量影响情况

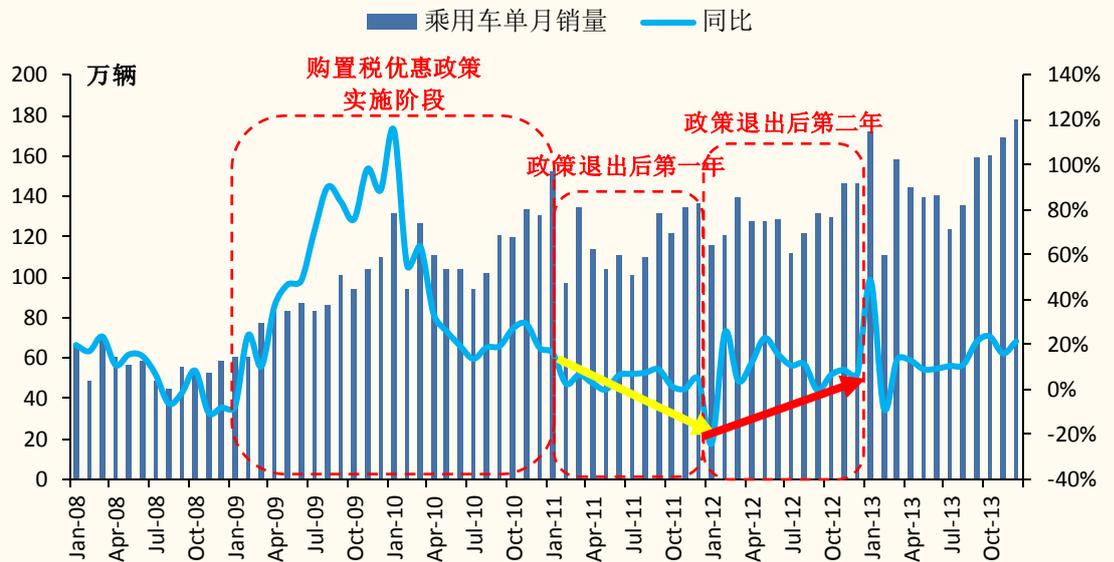


来源：中汽协、国金证券研究所

3.3 购置税透支效果逐步消退，2019 年市场有望逐步恢复正常

- 从 2009 年经验来看，购置税优惠政策实施期间（2009-2010 年），乘用车销量保持较高增速，但也随着优惠退坡同比增速有所放缓。2011 年优惠政策完全退出，同比增速持续下探，透支效果显现。2012 年购置税优惠政策退出第二年，行业出现拐点，单月销量增速整体出现回升，透支效应逐步消退。

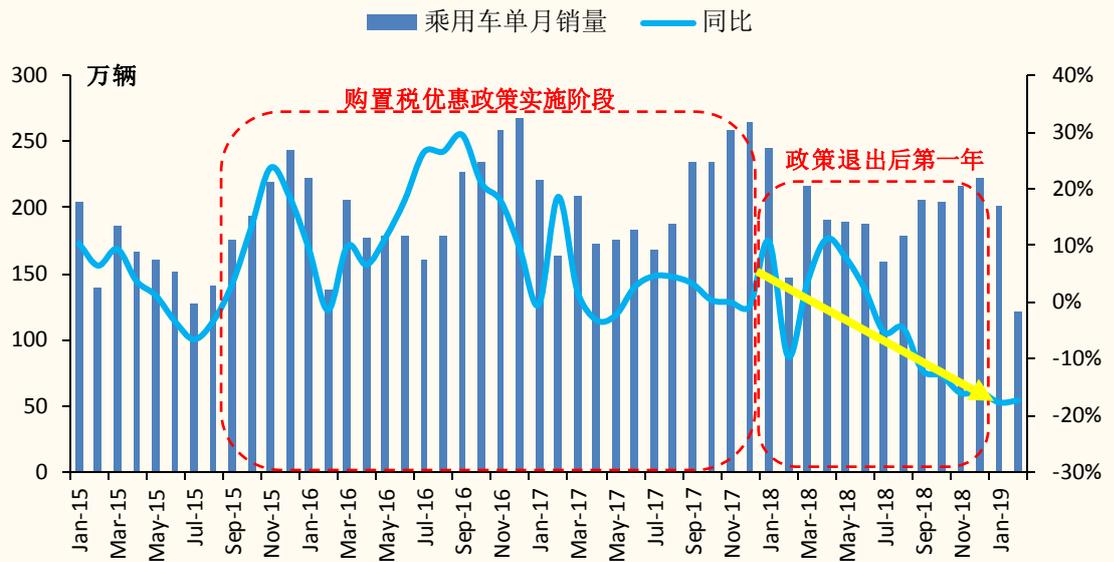
图表 39：2009 年购置税优惠政策实施后市场变化



来源：中汽协、国金证券研究所

- 2015 年新一轮购置税优惠政策实施，车市走势与上一轮基本一致，2019 年透支效果有望消退，行业增速有望逐步恢复。
 - 2015 年购置税优惠政策实施期间（2015 年 9 月至 2017 年 12 月），乘用车销量总体保持增长，但增速逐步下滑，与 2009 年 1 月-2011 年 12 月的市场销量情况类似。同为购置税优惠政策退出后的第一年，2018 年销量走势与 2011 年情况类似，单月销量同比加速下降。
 - 2019 年作为购置税优惠政策实施后的第二年，政策导致的透支效应预计进一步减弱，并预计将出现与 2012 年初类似的拐点，月销量同比增速有望逐步回升。

图表 40: 2015 年购置税优惠政策实施后市场变化

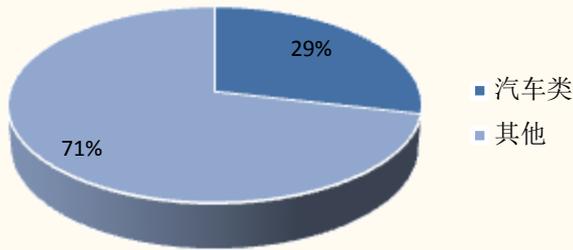


来源: 中汽协、国金证券研究所

3.4 稳定汽车消费已成为 2019 年政府工作重点任务

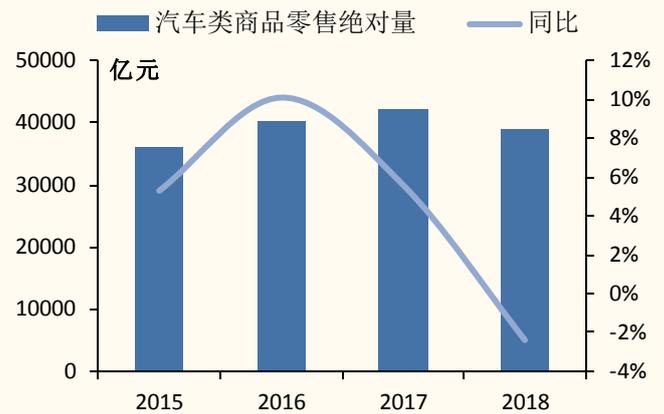
- 汽车产业是制造业和国民经济中重要的组成部分，其产业链长且范围广，对拉动社会消费、提升经济发展水平起着重要作用。2019 年两会期间，政府工作报告中强调促进内需、稳定汽车消费。
 - 汽车行业产业链长，牵涉的行业众多，除去制造销售环节外，还可以带动钢铁、石油、化工、纺织、电子等众多行业的发展。
 - 汽车消费在我国社会消费品零售总额中占据重要地位，在限额以上单位商品零售额中占比接近三成。2018 年，全国社会消费品零售总额同比增长 9%，其中限额以上单位商品零售额同比增长 5.7%，但受到市场整体需求下滑影响，汽车类消费总额同比下滑 2.4%，是唯一同比下滑的细分指标。2019 年前 2 月，汽车市场仍然低迷，汽车类消费总额同比下降 2.8%。
 - 当前我国外部环境不确定因素仍然较大，促进内需已经成为稳定经济的重要支撑，而汽车行业又是社会消费中的主要组成部分，稳定汽车消费已经成为政府的新年重点任务。李克强总理在第十三届全国人民代表大会第二次会议上所作的政府工作报告上里，对 2019 年政府工作任务提出了“促进形成强大国内市场，持续释放内需潜力。充分发挥消费的基础作用、投资的关键作用，稳定国内有效需求，为经济平稳运行提供有力支撑。”其中，强调了“稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策。”

图表 41：2018 年限额以上单位商品零售额分布



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 42：近年来汽车类商品零售额情况



来源：国家统计局、国金证券研究所

- 发改委等部委则已经先行印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》，推出六项具体方案，意在促进汽车消费平稳增长。
 - 《方案》提出六项促进汽车消费的具体方案，从购车指标、旧车置换、日常路权、汽车后市场等多个领域，全方位鼓励汽车消费的扩大和升级。
 - 购车指标方面，提出优化限购城市机动车限购管理措施，盘活历年废弃购车指标；旧车置换方面，提出放开报废汽车“五大总成”再制造再利用，报废国三及以下排放标准车主有望获得适当购车补助，预计未来老旧车型将加速报废并推动新车购置；新能源汽车方面，强调补贴向高水平车型倾斜以及新能源货车差别化通行管理；促进农村汽车更新换代，提出以补助形式鼓励农村居民由三轮汽车向轻型货车和小排量乘用车转变；皮卡进城限制有望进一步放宽，需求有望得到激发；后市场方面强调全面取消二手车限迁政策，将增强二手车行业流动性，旧车处置周期将进一步缩短并获得合理估价，促进旧车置换周期。
- 2019 年新能源汽车补贴政策正式落地，基本符合先前大幅退坡的市场预期。补贴新政继续鼓励和支持高续航、高能量密度、低能耗的优质产品，政策落地对稳定市场情绪，并引导行业发展方向起到了重要作用。
 - 财政部、工信部、科技部、发改委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，自 2019 年 3 月 26 日起实施，2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期。
 - 补贴总体符合先前大幅退坡的市场预期，继续对高续航、高能量密度、低能耗的优质新能源汽车产品。纯电乘用车补贴下降 47%-60%；插电混乘用车补贴下降 55%；新能源专用车补贴下降 45%-80%；燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策另行公布。
 - 尽管补贴大幅退坡，政策的正式落地明确了行业整体发展方向，车企可以根据政策内容和自身情况及时调整产品布局，有助于行业整体更为平稳有序地进行升级和进步。预计未来短期内新能源汽车抢装潮还将延续，但过渡期后存在消化抢装产量的可能，市场趋于平静。预计全年新能源乘用车销量在 140 万辆左右。

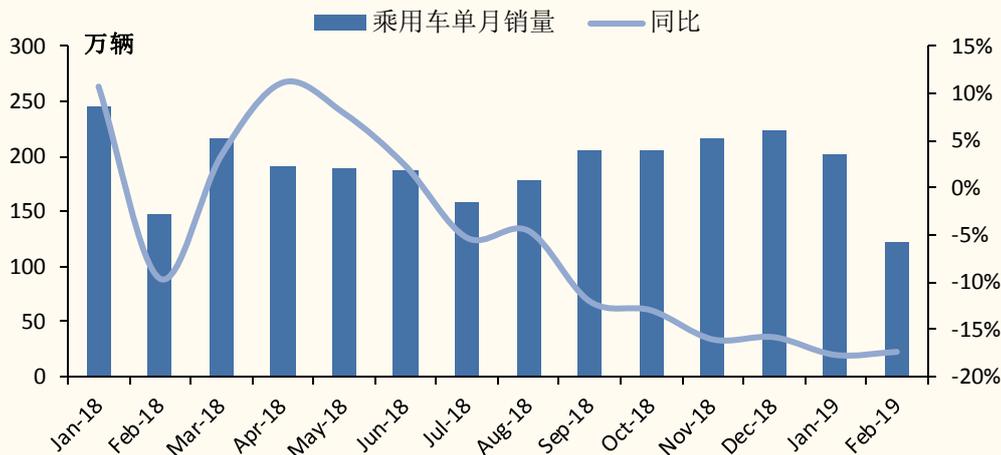
3.5 预计 2019 年乘用车市场前低后高，全年同比微增

- 上半年乘用车市场仍然将受到低需求、高库存压力，外加前期基数相对较高，预计销量继续承压。下半年受到个税改革、购置税优惠政策透支效应

消退等影响，车企调节产能、终端促销去库存，预计月销量有望逐步恢复。全年销量预计同比增长 1.2% 左右。

- 当前国内乘用车市场需求仍旧低迷，终端经销商积累了较大的库存压力，在全国多地即将在 7 月实施国六排放标准之前，下游经销商促销出货、降低库存的意愿更强，在新标准实施前完成国五标准车型清库。同时，2018 年汽车市场前高后低，上半年月销量同比增速较高，也使得 2019 年上半年增长压力相对较大。

图表 43：2018 年 1 月至 2019 年 2 月乘用车月销量情况



来源：中汽协、国金证券研究所

- 下半年，随着国家对稳定、促进汽车消费也越发重视，预计更多促进汽车置换、汽车下乡等领域的具体政策将出台，激发消费者购车热情，个税改革带来的可支配收入改善也有望激发汽车消费需求。国六标准将于 7 月在全国主要城市的提前实施，在上半年降低库存后，预计经销商下半年将逐步适量加大国六新车进货满足下游需求。由于 2018 年下半年同期基数相对较小，同时购置税优惠政策造成的透支效果也有望在 2019 年逐步消退，下半年月销量有望实现同比正增长。
- 我们预计 2019 年全年乘用车销量为 2400 万辆左右，较 2018 年同比增长 1.2% 左右，其中 SUV、轿车将是主要的增长来源。

图表 44：2019 年乘用车市场销量预测

	2017	2018	2019E
全部乘用车销量 (万辆)	2471.83	2370.98	2399.88
同比	1.4%	-4.1%	1.2%
轿车销量 (万辆)	1184.80	1152.78	1175.84
同比	-2.5%	-2.7%	2.0%
MPV 销量 (万辆)	207.07	173.46	156.12
同比	-17.1%	-16.2%	-10.0%
SUV 销量 (万辆)	1025.27	999.47	1029.46
同比	13.3%	-2.5%	3.0%
交叉型乘用车销量 (万辆)	54.70	45.26	38.47
同比	-20.0%	-17.3%	-15.0%
轿车占比	48%	49%	49%
MPV 占比	8%	7%	7%
SUV 占比	41%	42%	43%
交叉型乘用车占比	2%	2%	2%

来源：中汽协、国金证券研究所

四、当前时点，哪些车企值得投资？

4.1 进入新时代，六大领域塑造整车厂核心竞争力

- 国内汽车消费逐步从扩量向提质转变，低增速和高质化发展成为行业新常态，整车厂需要加大投入，在六大领域内保持在市场中的核心竞争力—体系建设、模块化平台、高端化产品、电动化、全球化、自动驾驶。

体系建设

- 海外主流车企已经在几十年甚至百年的积累与沉淀中建立起一套涵盖汽车开发、生产、销售全流程的全套体系，健全的体系是对产品竞争力的有力保证。随着市场发展模式和消费者需求的转变，国内车企也在逐步跟进自身的体系建设，成为车企长期竞争力的体现。
 - 体系建设包括品牌车型体系、研发体系、供应链体系、质量体系、销售体系等。海外车企在几十年的汽车产销经验中已建立了一套完善、规范、高效的全流程体系。
 - 品牌车型体系的构建有助于企业理清自身品牌和产品定位，从而更好地切入市场与占有市场；研发体系的构建，尤其是自主品牌从逆向开发向正向开发转变，有助于车企全面掌握汽车开发、核心技术以及成本管控；供应链体系的构建则能够保证零部件供应的规范和高效；质量体系的建立有助于提升产品整体质量，规范生产制造流程，同时降低成本；销售体系的建立能够使产品迅速进入目标市场，给消费者带来更好的消费体验。
 - 国内自主品牌起步较晚，体系建设在行业大发展时期被忽视。但随着行业发展模式开始切换，消费者更注重品质和体验，厂家建立完善的体系流程越发紧迫，也是车企长期竞争力的体现。

模块化平台

- 模块化平台建设已经成为主流大型车企的主要生产方式，帮助车企在日益严峻的市场中提升整体竞争力、有效的降低开发成本、拓展车型。
 - 传统平台建设可以满足车企在同一平台上研发同级别不同种类车型的需求，但模块化平台能够更进一步，让跨级别的不同车型能够在同一基础上进行研发生产。这将进一步使不同种类车型能够共同分摊平台研发成本，零部件的通用度得到提升（可达到 80%），研发、制造成本获得下降，更有效的进行质量管控。此外，车企在面对市场和需求变化时也能够快速完成产品设计和投放。
 - 以大众为首的主流车企已经普遍开始采用模块化平台设计，其中最具有代表性的为 MQB 平台，在此基础上相继诞生了大众、斯柯达、奥迪的多款车型，涵盖了 A00 级到 C 级轿车、SUV、MPV 等车型。大众预计 MQB 平台能够降低单车成本约 20%、减少一次性开支约 20%、减少工程时间 30%、减重 40-60kg 等；新一代 MEB 平台更是为了新能源车量身打造的全新平台，充分发挥新能源车的技术优势。
 - 国内自主品牌过去主要使用海外车企的旧车型平台并在此基础上进行改造设计。当前市场竞争加剧，合资车企加速推进产品投放，且已经普遍采用模块化生产，对自主品牌以往的造车模式形成了挑战。模块化平台建设在研发成本和时间上有着明显优势，未来将成为车企主要的造车模式。

高端化产品

- **国内汽车市场爆发发展的时代已经逐步过去，未来汽车市场增速放缓，而消费者对品质的追求将催生更多高端产品需求。**
 - 我国经济和居民收入的增长带来了更大的购车需求，也同时催生了消费者置换高品质车型的需求。在前期汽车大规模普及满足基本出行需求后，消费者对汽车产品也赋予了更多价值，包括社交需求、身份象征等，对产品的期望也提升至高颜值、高安全性、高科技含量等要求。
 - 以往自主品牌通过高性价比在 10 万元以下市场站稳脚跟，通过多年产销经验迅速提升了自身造车实力，并培养了大量基础用户。但随着用户需求发生转变，10-20 万元的升级市场已不容忽视，高端化探索将成为自主品牌保留客群、提升自身形象的主要途径。

电动化

- **新能源汽车在汽车市场整体遇冷之时一枝独秀，贡献了主要增量。抓住新能源发展机遇，已经成为自主品牌缩小与合资品牌差距的重要战略路径。**
 - 在国家政策的大力支持和鼓励下，我国新能源汽车在整体市场低增长乃至负增长之时，仍保持强势高速增长，成为汽车市场主要的增长来源。2018 年新能源乘用车产销突破百万辆，2019 年新能源乘用车销量有望达到 140 万辆。
 - 从技术角度看，新能源汽车尤其是纯电动车结构较传统燃油车更为简单，国内三电系统与国外相比技术处于较为领先的地位，使得自主品牌与合资品牌的技术差距大幅缩小。自主品牌在国内新能源乘用车市场占据主导地位，2018 年销量占比超过 95%，具有较强的先发优势和市场优势。
 - 在新能源汽车渗透率逐步提升的背景下，抓住新能源汽车趋势有望使国内整车企业销量迅速提升，并缩小与合资车企的差距。

全球化

- **我国拥有庞大的汽车工业体系，在国内市场增长乏力之时，新兴市场需求潜力大，有望成为国内车企的第二战场。**
 - 我国汽车行业经过近二十多年来的快速发展，已经形成了较为庞大的汽车工业体系，培育了大量汽车行业人才，供应链也相对完善。相对欧美等发达市场，我国在汽车制造还有着较大的成本优势。但由于国内市场进入低增长阶段，我国汽车制造产能利用率不足 60%，庞大的工业体系面对产能过剩和优势无法发挥的局面。
 - 海外新兴市场和发展中国家近年来乘用车市场保持高增速，2018 年乘用车市场中巴西、越南、俄罗斯销量同比增长 14%、31%、13%，显示出强劲的增长动力。国家“一带一路”战略规划成为了国内车企出口的重要引擎，加速海外布局。2018 年全年全国共出口乘用车 75.8 万辆，同比增长 19%。海外出口市场规模正在稳步扩大，有望成为国内整车企业下一个主要竞争市场。

自动驾驶

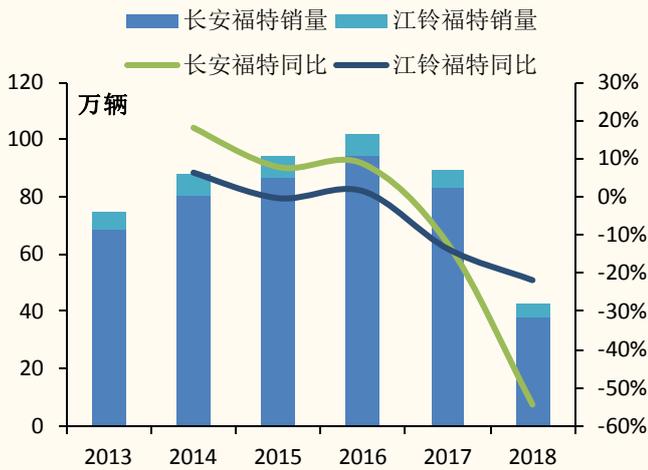
- **自动驾驶在很大程度上将改变近百年来人类出行模式，未来市场机遇大，L3 级别有望逐步成为汽车标配，逐步向 L4 级别商业化拓展。**
 - 我国市场对汽车电动化、共享化以及自动化接受程度更高，产业投入大，我们预计 2030 年自动驾驶汽车占整体出行里程的 40% 以上。智能化可使得汽车共享更易实现，大幅提升乘用车利用率，实现更多更有效使用场景。目前在 ADAS 基础上，L2 到 L3 级别自动驾驶已经逐

渐成为新车型的标配，产生大量新增需求；L4 到 L5 级别的完全自动驾驶也在逐步成熟中，一旦商业化将影响未来。

4.2 以新产品强势周期为核心，优选整车标的

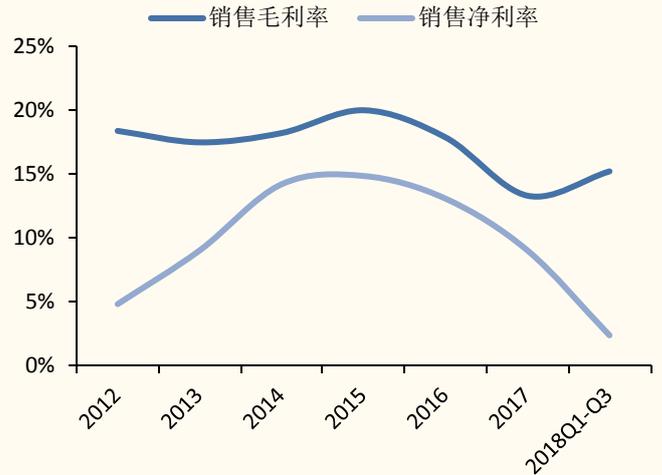
- 除了长期核心竞争力外，车企处于何种产品周期决定车企短期内的发展状态。从过去经验来看，进入强势产品周期车企产品竞争力强，盈利能力提升，有望在行业内获得超额收益。
 - 新产品是整车企业保持自身活力和持续发展的重要根本之一，大致可以分为全新产品、现有车型换代、年度改款车型等几类。全新产品的上市，可以进一步丰富消费者的选择，从而开拓市场，并提升品牌知名度；现有车型的换代则可以利用旧款车型积累下来的知名度、口碑等，稳固现有细分市场并开拓市场。
 - 车型上市后，面对行业的激烈竞争和技术更新，车企会通过年度改款车型来增强配置，提升产品竞争力，并巩固自身定价，产销量提升带来成本大幅下降，从而提升单车盈利能力。
 - 当产品上市多年后，由于整体技术已经逐步落后，在产品生命周期末期竞争力大幅下降，往往伴随巨大的优惠幅度。车型不及时换代将对车企不得不以价换量，单车盈利能力大幅下降。
- 因此，当车企大部分车型处于产品强势周期，即新车密集发布、重磅车型完成换代，年度改款及时推广之时，整车厂无论在销量、品牌知名度、还是产品盈利能力都处于较强水平。
 - 从历史上看，福特汽车在华不同时期的处境是一个较为典型的案例。2012 年起，作为长安汽车主要利润来源的合资品牌长安福特相继推出三代福克斯、全新蒙迪欧、翼虎、翼博，掀起长安福特的新车高潮，也带动长安汽车进入强势的产品新周期，盈利能力逐步提升，取得明显更高的相对收益。
 - 2015 年金牛座、全新锐界的登场切入了当时竞争相对较小的 25 万元级别中大型轿车、中型 7 座 SUV 市场，极大丰富细分市场消费需求，销量同比增长 8%。长安汽车毛利率、净利率明显提升。江铃福特也在途睿欧、新全顺、撼路者等新车型助推下，保持稳定销量。
 - 但随着福特品牌产品逐步老化，产品上市多年没有明显升级，竞争力大幅降低，销量迅速下滑，2017 年起福特品牌进入相对弱势产品周期，长安福特、江铃福特销量分别下滑 54%和 22%。长安福特相对收益逐步缩小，盈利能力逐步减弱。
 - 2018 年末全新一代福克斯完成换代，主力车型的换代带动长安汽车相对收益有所提升。江铃福特则于 2019 年 1 月推出福特领界，带领江铃福特深化乘用车市场布局，领界也以其较高的性价比引起了广泛关注。江铃汽车也自 2019 年 1 月底起股价逐步回升。

图表 45: 长安福特及江铃福特销量情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 46: 近年来长安汽车销售毛利率、净利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 47: 长安汽车、江铃汽车与乘用车板块涨跌幅对比



来源: Wind、国金证券研究所

4.3 主要推荐标的

上汽集团: 合资稳健发展, 自主持续发力, 高安全边际的整车龙头

- 不惧行业低迷, 全年销量稳健增长, 合资表现稳健, 自主品牌表现亮眼, 新能源领域全面发力。出口继续保持全国第一。2018 年全年业绩稳健增长, 归母净利润同比+4.7%。
- 2018 年车市整体下行, 上汽集团仍实现销量 705 万辆, 同比+1.8%。全年实现营收 9022 亿元, 同比+3.62%; 归母净利润同比+4.65%; 扣非后归母净利润-1.54%, 非经常性损益增加主要来自与汽车收购小么车灯股权一次性溢价。
- 两大合资品牌总体表现稳健。上汽大众实现销量 207 万辆, 与上年持平, 净利润同比+4.8%; 上汽通用销量同比-1.5%, 净利润同比+1.3%。自主品牌荣威+名爵实现 73 万辆销量, 同比大幅增长 36.5%。RX5、i5、MG6 持续热销, 新能源与互联网车型占比超 40%。

- 上汽集团在新能源领域全面发力，全年销售各类新能源汽车 14.2 万辆，同比+120%。其中荣威+名爵销量达 9.7 万辆，同比+119%，上汽大通燃料电池轻客实现商业化批量运营。合资品牌开始发力，插混途观 L、帕萨特上市以来持续热销，MEB 新能源工厂正式启动建设，助力上汽大众逐步站稳新能源汽车市场。
- 出口方面，全年出口整车 27.7 万辆，同比+62.5%，连续三年全国出口第一。同时积极推进全球布局和跨国经营，建立起泰国、印尼、印度三个海外整车制造基地，形成 6 个“万辆级”海外销售市场。
- 2019 年 1-2 月，公司实现销量 97 万辆，同比-17%，其中合资品牌上汽大众、上汽通用分别-10%、-15%，略好于行业整体情况。厂家继续保持去库存节奏。积极拥抱汽车新四化，技术业内领先。2019 年更多新品值得期待，强势产品周期有望提升公司业绩。高股利支付率提供较高安全边际。
- 拥抱汽车新四化（电动化、网联化、智能化、共享化），积极推动战略合作。公司与阿里巴巴合作推出斑马智能系统，搭载斑马系统的车型销量走高（RX5 销量稳居 1 万辆以上）；与英飞凌合作研发新能源汽车驱动系统核心零件 IGBT 已实现批量交付，与 TTTech 合作开发、制造高级驾驶辅助系统和自动驾驶的电子控制组件，并且公司是国内首家拿到自动驾驶公共道路测试牌照汽车企业，目前已实现自动泊车、自适应巡航等技术，汽车科技的布局领先行业。
- 2019 年更多重磅新品即将上市，关注上汽奥迪项目进展。2019 年，包括 T-Cross、全新一代 POLO、途昂 Coupe 等，上汽通用三大品牌计划推出 18 款全新或改款车型。上汽奥迪项目已经完成奥迪入股上汽大众法律审批手续，未来项目正式落地有望扩大集团在豪华乘用车领域市场影响力。新能源领域自主、合资新车迭出。大众朗逸纯电版、别克 Velite6 纯电版、名爵 ZS 纯电版、名爵 HS 插混版即将于年内亮相，进一步扩充集团整体新能源产品线。
- 公司产品线将进一步丰富，强势新品周期有望提升销量并缩小折扣力度。随着 2019 年行业有望出现改观，公司作为行业龙头，业绩增长确定性相对较高。公司股利支付率过去几年保持在 50%以上，2018 年受到行业低迷影响有所下滑，但仍高达 41%，在同行业内领先。较高股利支付率为公司股价提供相对较高的安全边际。

广汽集团：智能网联和新能源布局深化，日系产品销量连超预期

- 日系品牌领衔销量增长，日系品牌表现出色，自主品牌稳步发展，全年业绩与去年基本持平。
- 2018 年广汽集团汽车销量 215 万辆，同比+7.34%；全年营收 723.8 亿元，同比+1.13%；归母净利润同比+1.08%；扣非后归母净利润同比-4.72%。
- 日系品牌表现突出。广汽丰田、广汽三菱销量逆势大幅增长 31%、23%，广汽本田同比增长 5%。合营企业投资收益同比+6.2%，日系品牌同比贡献扩大，广汽菲克拖累整体销量和业绩。自主品牌表现稳健，全年销量 53.5 万辆，同比+5.23%，广汽新能源销量突破 2 万辆。
- 2019 年 1-2 月，公司实现汽车销量 31 万辆，同比-4%。其中日系品牌延续强势增长，广汽本田、广汽丰田分别逆势增长 3%和 57%；广汽乘用车、广汽菲克成为拖累销量增长的主要来源，累计销量同比-43%、-35%。
- 2019 年合资、自主更多新品即将上市，新能源汽车全面深化布局，有望助力销量再进一步。
- 2019 年广汽集团新品将集中上市。广汽本田有望推出新款缤智、全新中型 SUV 车型、混动版奥德赛，广汽丰田也将推出全新雷凌等。广汽集团过去新能源布局较浅，2019 年将全面深化布局。新一代雷凌

PHEV 已经上市，广汽新能源 Aion S 开启预售不到一月订单达到 1.5 万辆，市场持续关注。此外，广汽菲克大指挥官 PHEV、广汽丰田纯电车型均有望在年内上市，进一步扩充集团新能源产品线。

- **牵手腾讯、宁德时代等名企，智能网联和新能源领域合作不断深化，布局移动出行。**
 - 2017 年起，公司陆续与腾讯/科大讯飞/蔚来汽车/伟世通等互联网和汽车及零部件企业就智能网联业务和新能源领域展开合作。2018 年 7 月公司与宁德时代成立合资公司，以满足旗下公司对新能源汽车电池产品的需求。广汽还与腾讯、广州公交集团等合作设立移动出行项目平台公司，计划 6 月在广州正式推出，并在一年内开拓 5 个城市，投入一万辆新能源车辆。广汽提前向移动出行服务提供商布局。

吉利汽车：自主龙头进入产品大年，模块化生产、全球化战略持续推进

- **继续领跑自主品牌，全年销量同比增长 20%；全年净利润同比+18%。**
 - 吉利汽车 2018 年销量为 150 万辆，同比增长 20%，完成全年销售目标的 95%。高端品牌领克首个自然年销量达到 12 万辆。整体产品结构逐步上移。多款新品上市，助力吉利在车市整体下滑中，仍能保持较高增速，但库存压力相对较大。年末岁初公司继续去化渠道库存。全年营收 1068.39 亿元，同比+14.93%；净利润 125.53 亿元，同比+18.05%；扣非后净利润同比+25.68%。
 - 2019 年第一季度，吉利汽车实现销量 36.7 万辆，同比-5%，完成全年销售目标的 24%。
- **2019 年计划推出 14 款产品，其中 6 款全新车型，产品攻势不断加强。新能源品牌正式独立，产品进一步丰富。模块化生产助力长期发展。**
 - 2019 年将成为吉利产品大年，计划有 14 款产品上市，包括 6 款全新车型和 8 款改款车型，产品类型涵盖紧凑型轿车，小型、紧凑型、中型 SUV，并对轿跑和轿跑 SUV 进行布局。吉利新能源已成为集团内的独立子品牌，代表公司未来主攻新能源领域的强烈意愿。2019 年新能源产品也将大幅增加，全球战略车型几何 A 开启预售，作为纯电紧凑型轿车续航能力达到 410/500 公里，内外饰设计出众；FY11 PHEV、嘉际 PHEV、缤越 PHEV 等也将接连上市。
 - 与沃尔沃深化合作，平台化战略打造精品车型，长期增长动力有支撑。公司借助沃尔沃进行全球研发，成立 CEVT 整合双方技术并联合开发出 CMA 架构，独立开发 KC（大型车）/FE（紧凑型车）/CV（MPV）三大平台，领克（基于 CMA 架构推出）与博族系列车型（基于 KC/FE 平台推出）的畅销印证平台化生产的优势。未来还将与沃尔沃推出 PMA 新能源车平台，强化新能源汽车产品布局。
- **全球化战略持续推进，逐步完善全球研发体系和工厂布局，深化与戴姆勒合作。**
 - 在完成收购沃尔沃之后，吉利继续推进自身全球化战略。吉利已经形成了全球化研发体系，形成了五大工程研发中心和五大设计造型中心，与全球 200 多家国际化供应商构建具有全球化竞争力的供应链体系。海外工厂方面，白俄罗斯明斯克年产 6 万辆工厂已经投产，宝腾汽车实现扭亏并成为吉利右舵车基地。在完成入股戴姆勒并成为最大个人股东后，吉利继续深化与戴姆勒的合作，建立合资公司联合运营和推动 Smart 品牌转型，未来 Smart 将在中国全新工厂投产并于 2022 年销往全球。

长城汽车：重塑产品架构，新能源厚积薄发

- **2018年销量表现略好于行业，进入新年销量逆势上涨；产品结构调整初步取得成效；皮卡有望进一步解禁助力未来销量提升。**
 - **2018年长城汽车累计国内销量为105万辆，同比减少1.6%，略好于行业。**其中哈弗品牌同比-10%，高端品牌WEY同比+61%；实现出口整车4.7万辆，同比增长20%。全新F系列主打年轻消费者细分市场，取得良好销售成绩。**公司全年营收992.3亿元，同比-1.92%；归母净利润同比+3.58%；扣非后归母净利润同比-9.53%。**
 - **2019年第一季度，公司实现销量28.4万辆，同比+11%。**哈弗品牌同比+17%，主力车型H6销量下滑20%，但F系列新车继续表现出色。此外，皮卡表现亮眼，Q1同比+15%，1月底，发改委等部委印发文件中指出，将稳步推进放宽皮卡进城限制范围，作为国内皮卡龙头，公司有望因此受益，提升整体销量。
- **新能源汽车布局较晚，但销量稳步提升，纯电版MINI合资生产有望提升公司新能源实力。氢燃料电池处于行业领先地位，有望带来先发优势。**
 - 长城汽车在新能源汽车领域布局相对较晚，直至欧拉iQ、R1上市后才弥补产品缺失。欧拉纯电动车表现出色，2019年1-2月累销7000辆左右，月销3000辆以上，初步站稳市场。此外，长城宝马合资项目已取得实质性进展，最快有望在2019年投产，将生产纯电版MINI，进一步提升公司新能源汽车实力。公司在氢燃料电池领域布局领先，在国内燃料电池产业链日益成熟的背景下，有望为公司带来先发优势。

比亚迪：新能源龙头地位稳固，全新产品周期开启，技术业内领先

- **新能源汽车表现亮眼，销量继续保持全球第一，龙头地位稳固；补贴政策对新能源汽车盈利能力影响逐步显现。**
 - **2018年多款车型完成换代并上市销售，**凭借多年来积累的市场和口碑，和全新的Dragon Face产品形象，比亚迪连续四年新能源汽车销量全球第一。**2018年，比亚迪全年销量52万辆，同比+27%。**其中新能源汽车销量**24.8万辆，同比+118%，占公司销量48%。**纯电领域，比亚迪e5、元EV持续热销；插混领域比亚迪继续领跑国内市场。
 - **全年营收达到1300.55亿元，同比+22.79%；归母净利润同比-31.63%；扣非后归母净利润同比-80.39%。**在新能源汽车产销两旺情况下，**新能源汽车业务营收524.2亿元，同比+34.2%；**整体汽车业务营收同比+34.2%。补贴退坡对公司影响逐步显现，汽车业务毛利率同比下滑4.5%。
 - **2019年第一季度，比亚迪实现销量11.8万辆，同比+5%，其中新能源汽车实现销量7.3万辆，同比+147%；新能源乘用车销量7.1万辆，同比+150%，纯电、插混乘用车销量分别同比+756%、+11%。**
- **进入强势产品周期，比亚迪2019年布局进一步深化；研发实力突出，竞争力不断提升。**
 - 比亚迪已进入全新产品周期，2019年更多新品即将上市。已上市的唐、宋、元、秦等新品已通过销量成绩证明了自身强大竞争力，2019年更多产品将进入细分市场，其中包括宋MAX DM、宋MAX EV、唐EV600、S2、e1、汉等，有望继续完善以新能源车型为主的产品布局，满足不同消费需求，挖掘市场潜力，巩固龙头地位。
 - 公司技术实力突出，产品竞争力不断提升。比亚迪牢牢把控三电技术并不断迭代，核心零部件技术实力领先。电控IGBT技术进展取得突破，支撑产品力提升。比亚迪目前推出IGBT 4.0芯片，目前搭载至唐EV上。

五、投资建议

- 在行业内外多重原因下，2018 年国内乘用车行业增速持续下滑，首次出现年度负增长，行业陷入低谷。进入 2019 年，不利因素逐步消退，汽车消费有望获得政策和需求的多重支撑，行业销量有望在下半年逐步回升，全年有望小幅增长。
- 汽车行业逐步从扩量向提质转变，低增速状态预计将成为新常态，行业内洗牌逐步开启，市场内落后品牌逐步退出，消费者对汽车品质等提出更高要求。龙头车企市场份额大，产品质量过硬，产品线丰富，将成为消费者重点考虑对象。
- 建议关注：
 - 合资品牌销量名列前茅，自主新能源快速增长的合资自主双龙头整车企业：上汽集团；
 - 日系销量连超预期，自主新能源再上新台阶的：广汽集团 A+H；
 - 进入产品大年的自主龙头：吉利汽车；
 - 产品结构调整初见成效，新能源逐步发力的自主车企：长城汽车；
 - 新能源汽车龙头：比亚迪。

六、风险提示

- **宏观经济持续低迷，需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期风险。**当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。
- **汽车行业政府政策不确定性。**随着先前购置税优惠政策退去，新的刺激尚存在不确定性，在于政策细则的不确定以及实施效果的不确定性。
- **2019年补贴政策正式落地，补贴大幅退坡，新能源汽车产销量大幅低于预期风险。**2019年补贴政策大幅退坡，新能源汽车产销面临更大压力，可能导致2019年新能源汽车产销量大幅低于预期。
- **补贴退坡、竞争加剧导致整车企业盈利能力下降超预期风险。**当前新能源汽车企业对补贴仍旧比较依赖，随着补贴的逐步退出及行业内竞争的家具，企业的盈利能力可能受到较大冲击。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH