

# 汽车

## 复苏、洗牌、出口——站在乘用车长周期的新起点

我们认为当前时间节点是未来乘用车长周期的一个三重起点。1) 下半年开始国内市场进入复苏阶段; 2) 国六排放标准的执行提高了行业准入门槛, 下半年起将出现明显的两极分化, 行业洗牌加速; 3) 国内市场的饱和和促使国内企业瞄准海外市场, 制造大国的红利开始显现, 今明两年将是自主品牌出口与合资品牌逆向出口的元年。

**持币待购拖累二季度销量, 随着需求释放 Q3 季行业回暖, 同时行业加速整合。**多省市宣布提前实施国六, 导致经销商加速出清国五车型, 终端折扣持续增加, 根据我们的统计, 自主品牌终端折扣率相比 4 月中旬增加了 1.7PCT, 引起类似于 18Q4 的持币待购情绪。6 月起随着刚需释放以及销量回暖复苏, 同时不排除近期消费刺激政策出台, 有望加速行业回暖。中长期来看, 行业销量增速中枢在 3% 左右, 不考虑政策刺激下, 下半年起进入增速回归阶段。但考虑到国六排放标准严格, 对成本和供应链体系要求更高, 尾部企业跟随难度增加, 两极分化将在下半年出现。

**海外新兴市场将成为行业增长的新引擎。**2016 年以来全球市场分化, 成熟市场增速持续下行 (18 年同比-0.97%), 而新兴市场增速亮眼 (18 年同比+3.72%)。18 年整个新兴市场规模为 1986 万辆, 与国内市场处于同一个数量级。目前市场份额由日系把控, 美系占比持续下滑, 我国车企市占率约 1.2%, 18 年出口约 24 万辆, 占比国内销量仅 0.8%, 增量空间广阔。目前自主如上汽、吉利、长城、长安等均在新兴市场布局多年, 经过了前期市场试探与品牌积累阶段, 在各自的重点市场已具备先发优势, 而以美系外资如通用、大众、福特等则纷纷通过合资品牌逆向出口, 在全球范围与日系竞争。

**完备产业链与高性价比是我国车型立足之本, 而渠道、品牌、产品力将决定出海成败。**在国内市场, 凭借着成熟供应链体系带来的响应速度与成本优势, 自主品牌在高性价比领域竞争优势明显, 价格优势是自主车型快速成长的关键要素。而在海外市场, 销售端与国内市场类似, 品控提升+智能化+高性价比为国产车型提供了竞争力保障, 真正挑战在于渠道与售后。海外注重二手车市场, 保值率的提升与品牌打造、渠道维护密不可分, 需要长时间投入与孵化, 这一方面为海外深耕多年的头部企业提供了天然护城河, 另一方面也为自主品牌的扩张造成了阻碍。因此, 合资品牌逆向出口以及海外并购后进行二次赋能的自主品牌具备扩大海外份额的先天优势。

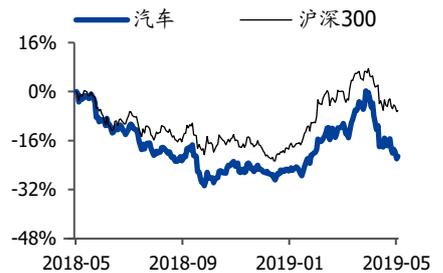
**本轮周期有望以江铃作为排头兵。**江铃福特领界有望导入巴西市场并成为福特在巴西的重要车型: 1) 目前巴西正在迎来 SUV 红利, 近三年 SUV 销量复合增速 17%, 18 年市场规模 257 万辆, SUV 占比仅 23%, 还有进一步提升空间; 2) 福特急需中端车型抢占市场, 11 万雷亚尔以上 SUV 市场为竞争蓝海, Jeep Compass 一家独大, 福特南美 SUV 产品谱系薄弱, 在售仅 2 款 SUV (EcoSport 与 NEW EDGE ST), 19 年投放南美的 Edge、Explorer、Escape 均为高端车型, 中端产品存储断层; 3) 领界具备海外爆款潜质, 车型搭载 Co-Pilot360™ 系统, 适合城市生活, 与 Jeep Compass 的越野差异性明显, 同时领界可以直接利用福特在南美的品牌与销售资源。领界未来有望作为福特全球车型被导入多个国家进行销售。

**投资建议。**从国内需求复苏角度建议关注受益行业整合以及研发能力、品牌溢价突出的整车龙头上汽集团、长安汽车、长城汽车, 从海外出口角度建议关注受益福特全球战略调整有望为福特导入领界的江铃汽车。

**风险提示:** 宏观经济不确定性叠加贸易摩擦或影响消费端; 海外市场具有一定的不确定性。

增持 (维持)

### 行业走势



### 作者

分析师 程似骥

执业证书编号: S0680519050005

邮箱: chengsiqi@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱: liruofei@gszq.com

### 相关研究

- 1、《汽车: 终端价格探底, 行业拐点将至》2019-05-20
- 2、《汽车: 行业集中清理库存, 终端价格承压》2019-05-13
- 3、《汽车: 短期销量承压, 不改长期实际需求向好逻辑》2019-04-29

## 内容目录

一、国六倒逼清库+准入门槛提升，国内复苏起点	6
1.1 二季度以来，国五切国六致使终端持币待购	6
1.2 长期车市稳定增长，国六后加速洗牌	9
1.2.1 在十年左右的维度，国内汽车市场将稳定在个位数的增长中枢	9
1.2.2 国六提高了准入门槛，叠加行业增速放缓，加速洗牌	12
1.3 短期看，不排除消费刺激政策近期出台，加速国内市场复苏	15
二、合资借力、自主沉淀，站在制造大国肩膀的出口 2.0 时代	17
2.1 成熟市场萎缩，新兴市场将贡献未来主要增量	17
2.2 秣兵厉马，国产龙头将在新兴市场开辟一片新天地	18
2.3 自主品牌：由以价取胜到品牌发展	20
2.3.1 上汽集团：全力出击，奋起争锋	22
2.3.2 长安汽车：布局一带一路沿线，未来加码全球化	24
2.3.3 吉利汽车：聚焦全球价值	25
2.3.4 长城汽车：夯实基础，聚焦 SUV 与皮卡市场	25
2.4 合资品牌：逆向输出海外，全球范围对抗日韩	26
2.4.1 通用：将宝骏 530 作为全新一代科帕奇，出口东南亚及南美	28
2.4.2 大众：途岳改名 Tarek，投产阿根廷，进军美洲市场	29
2.4.3 福特：领界巴西 C 位出道，测试市场反应	29
三、完备产业链与高性价比是国内车型出海立足之本	30
3.1 以制造强国为基，出口是必然选择	30
3.2 国内成熟供应商体系具备完善的响应速度与成本优势	31
3.3 国内市场证明，高性价比领域自主品牌竞争优势明显	33
四、渠道、品牌、产品力决定出口成败	34
4.1 成功的出口模式，需具备三要素：产品力、渠道、品牌	35
4.2 上汽：合资带来渠道+原有品牌强化+产品差异化	37
4.3 吉利：原有体系+新产品引入	38
4.4 合资逆向出口具备先天优势	39
五、江铃有望成为新一轮周期的排头兵	39
5.1 南美 SUV 红利开启，销量结构巨变	39
5.2 福特调整全球战略，南美重新定位低价产品谱系	44
5.3 从公开资料判断，不排除领界成为福特主攻新兴市场的产品	48
投资建议	53
风险提示	53

## 图表目录

图表 1: 多个省(市)宣布提前实施国六标准	6
图表 2: 近期受国六切换影响最为严重的自主品牌折扣率快速上升	7
图表 3: 18 年下半年自主品牌也出现类似折扣率走势引起持币待购情绪	7
图表 4: 2016Q1 季度受到部分省市提前实施国五影响增速下滑	7
图表 5: 中汽协月度批发数据历史环比增速	8
图表 6: 2019 年销量数据敏感性假设分析	8
图表 7: 敏感性假设分析下 2019 年月度销量同比增速	9
图表 8: 我国乘用车市场受政策性影响因素较大	9
图表 9: 1.6L 排量以上车型历史销量同比增速	9

图表 10: 2016 年至今行业批售销量增速 .....	10
图表 11: 2016 年全球各主要国家千人汽车保有量 (辆/千人) .....	10
图表 12: 2016 年各国汽车保有量 (左, 万辆) 及保有量/销量 (右轴) .....	10
图表 13: 1978-2017 年新出生人口数 .....	10
图表 14: 2016 年消费者增换购用户占比接近 50% .....	11
图表 15: 2012-2017 年, 预估已购车用户仅占 80 后不到 20%, 90 后不到 10% .....	11
图表 16: 2016 年我国主要城市汽车千人保有量 .....	12
图表 17: 国六排放法规与国五的区别 .....	13
图表 18: 国六排放法规概要 .....	13
图表 19: 国六排放法规成本费用增加分解 .....	14
图表 20: 国六排放法规应对需要系统性的解决方案 .....	15
图表 21: 限额以上零售数据 (亿元) 汽车占比较高 .....	16
图表 22: 社零增速与其中汽车消费增速 (%), 汽车拖累显著 .....	16
图表 23: 发改委《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》具体措施 .....	16
图表 24: 成熟市场与新兴市场的销量及增速 .....	17
图表 25: 成熟市场各地区销量 .....	17
图表 26: 成熟市场各地区销量增速 .....	17
图表 27: 新兴市场各地区销量 .....	18
图表 28: 新兴市场各地区销量增速 .....	18
图表 29: 2018 年整车主要出口市场 Top10 变化情况 .....	18
图表 30: 中国的龙头车企在新兴市场各地区销量 .....	19
图表 31: 中国的龙头车企在新兴市场各地区销量增速 .....	19
图表 32: 中国的龙头车企在新兴市场各地区市占率 .....	19
图表 33: 不同情境条件下, 新兴市场出口空间 .....	20
图表 34: 2017 年我国千人汽车保有量突破 150 台 .....	20
图表 35: 1990-2018 年, 我国对外整车出口数量与增速 .....	21
图表 36: 中国各自主品牌 2014-2018 年整车出口数量及区域 .....	22
图表 37: 上汽拥有 6 个过万的销售市场 .....	23
图表 38: 上汽在全球的产能研发及布局 .....	23
图表 39: 上汽目前在海外四国拥有 6 个工厂 .....	23
图表 40: 公司在 2017 年 11 月发布搭载 i-smart 系统的 MG ZS .....	24
图表 41: MG ZS 在泰国上市后成为爆款, 迅速抢占市场 .....	24
图表 42: 长安在海外布局车型: 新逸动 .....	24
图表 43: 长安在海外布局车型: 新 CS75 .....	24
图表 44: 吉利目前海外工厂布局 .....	25
图表 45: 长城汽车在全球的研发中心布局 .....	26
图表 46: 长城汽车在各国的海外销量 .....	26
图表 47: 各个品牌汽车销量统计口径 .....	27
图表 48: 东南亚地区各品牌销量 (辆) .....	27
图表 49: 非洲及中东地区各品牌销量 (辆) .....	27
图表 50: 东欧及中欧地区各品牌销量 (辆) .....	28
图表 51: 中南美地区各品牌的销量 (辆) .....	28
图表 52: 雪佛兰新一代科帕奇于哥伦比亚的波哥大车展亮相 .....	28
图表 53: 大众对于 Tarek 新车规划 .....	29
图表 54: 中国在售途越车型 .....	29
图表 55: 领克在巴西圣保罗车站亮相 .....	30

图表 56: 2018 年全球主要汽车出口国金额及占比.....	30
图表 57: 2017 年全球主要汽车产量及占比.....	30
图表 58: 现代汽车的历史发展进程.....	31
图表 59: 韩国汽车分企业出口数量(辆)及出口占产量比例.....	31
图表 60: 日本汽车产量及出口量(万辆).....	31
图表 61: 2017 年国内前十大汽车零部件企业收入(亿元).....	32
图表 62: 2016 年我国汽车零部件分行业产值(亿元).....	32
图表 63: 我国汽车零部件历年出口金额(亿美元)及增速.....	32
图表 64: 2018 年我国汽车零部件出口按类别占比.....	32
图表 65: 2018 年自主品牌共上市 78 款车型.....	33
图表 66: 特斯拉上海超级工厂主体建筑将在 7 月份完工.....	33
图表 67: 自主品牌渗透率.....	33
图表 68: 2011 年长城哈弗 H6 在同尺寸车型中价格优势明显.....	34
图表 69: 哈弗 H6 和比亚迪 S6 参数对比.....	34
图表 70: 吉利在 2015 年推出多款精品 3.0 系列车型.....	34
图表 71: 吉利缤越配置丰富.....	34
图表 72: 车企进入海外的主要形式.....	35
图表 73: 丰田、通用与福特在东南亚地区的供应链.....	35
图表 74: 2016-2018 年, 部分自主品牌新车故障率(个/百辆).....	36
图表 75: 2018 年 A 级 SUV 二手车 3 年保值率前十名.....	36
图表 76: 2018 年 A 级轿车二手车 3 年保值率前十名.....	36
图表 77: 上汽的全球化道路可以分为两个阶段.....	37
图表 78: 上汽和正大集团成立合资公司拓展泰国市场.....	37
图表 79: 吉利控股集团的产业布局.....	38
图表 80: 博越海外版本 X70 亮相.....	39
图表 81: X70 售价在 9.98-12.38 万令吉.....	39
图表 82: 巴西轿车及 SUV 销量及增速.....	40
图表 83: 巴西经历复苏为汽车销售提供良好的基础.....	40
图表 84: 巴西轿车销量及增速.....	40
图表 85: 巴西 SUV 销量及增速.....	40
图表 86: 巴西 2015 年至 2018 年销量过万的 SUV 车型统计.....	41
图表 87: 2016-2018 年各国 SUV 销量占比.....	41
图表 88: 中国及巴西 SUV 销量占比对比.....	41
图表 89: 销量过万的 SUV 车型中, 各价位销量占比.....	42
图表 90: 巴西市场 11 万雷亚尔以上 SUV 车型销量(辆).....	42
图表 91: 巴西市场 9-11 万雷亚尔车型销量(辆).....	42
图表 92: 巴西市场 9 万以下雷亚尔车型销量(辆).....	42
图表 93: 各品牌 2018 年在巴西乘用车市场销量及市占率.....	43
图表 94: 巴西 2015 年及 2018 年前十大畅销车型.....	43
图表 95: 福特汽车 2019 年规划.....	44
图表 96: 2018 年巴西卡车司机爆发大罢工.....	45
图表 97: 公司目前在巴西在售车型及指导价格.....	46
图表 98: 福特在巴西市场乘用车销量及同比增速.....	46
图表 99: 福特在巴西市场商用车销量及同比增速.....	46
图表 100: 公司目前在巴西在售车型销量.....	47
图表 101: 福特 2019 年新车规划, 其中 5 款车型投放南美市场, 一款(领界)专供市场.....	47

图表 102: 福特在中南美洲的整车产能规划 .....	48
图表 103: 2018 年 11 月, 领界亮相圣保罗车展, 以测试消费者反应.....	49
图表 104: 2019 年 3 月, 巴西媒体报道当地经销商敦促福特出口领界.....	49
图表 105: 公司目前在巴西在售的 SUV 车型 .....	49
图表 106: JEEP 与领界参数对比.....	50
图表 107: 领界与 Jeep 指南者外观对比 .....	52
图表 108: 领界与 Jeep 指南者内饰对比 .....	52
图表 109: 江铃汽车股权结构: 福特直接持有上市公司 32% 股份 .....	52

## 一、国六倒逼清库+准入门槛提升，国内复苏起点

### 1.1 二季度以来，国五切国六致使终端持币待购

根据乘联会销售数据，4月份零售销量同比下滑18%，批发销量同比下滑22%，这是在3月份销量回暖后，跌幅再次扩大，也是今年以来最大的单月跌幅。

我们认为主要原因是受到多地提前实施乘用车国六排放标准政策性扰动。2016年底环保部公布了国六排放标准，根据要求是在2020年7月实施国六a阶段，2023年7月开始实施国六b阶段。但目前根据我们统计已经有多个省市宣布将国六实施时间提前，其中北京市提前到2020年1月，其余省市包括上海、天津、山东、河北、河南在内的多个汽车销售大省，提前到今年7月1日，届时现有国五车型将不得销售注册。

图表1: 多个省(市)宣布提前实施国六标准

地区	车辆类型	执行时间	执行标准及方式
	重型燃气车, 公交,		
北京	环卫	2019年7月1日	国六b
	其余车辆	2020年1月1日	国六b
深圳	汽油车	2019年7月1日	国六b
	柴油车	2018年11月1日	国六b
上海	轻型汽车	2019年7月1日	国六b
天津	轻型汽车	2019年7月1日	国六b
重庆	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河北	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
广东	轻型汽车	2019年7月1日	国六b
山东	轻型汽车	2019年7月1日	国六
山西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
海南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
安徽	轻型汽车	2019年7月1日	国六
陕西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
四川	轻型汽车	2019年7月1日	国六
杭州	轻型汽车	2019年7月1日	国六
南京	轻型汽车	2019年7月1日	国六
全国	轻型汽车	2020年7月1日	国六a
		2023年7月1日	国六b

资料来源: 各省市环保厅(局), 国盛证券研究所

国六提前实施触发持币待购情绪，批零数据均受影响。从政策时间节点来看，多地是在今年年初宣布提前实施国六标准，而从整车企业销售研发时间节点来看，是按照2020年实施来准备；同时考虑到2017年1月1日刚刚完成了国五的升级，间隔时间不长，因此对于行业来讲准备切换的时间过短，导致除日系以及豪华车外大部分整车厂家（尤其是自主品牌）在今年上半年国五到国六的切换时间点相对靠后。

而我们认为国五到国六的切换最为重要的是引发了消费者两个担心：

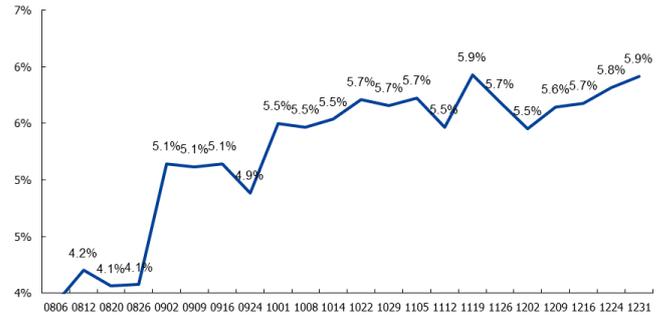
- 1) 国六车型上市将带来国五车型的保值率快速下降；
- 2) 以国一国二为例，在国五标准全面实行之后，国一国二的车基本上就进入了“强制报废”的状态。因此在国六排放全面切换后，国三车型很大可能会被强制报废，线性外推消

费者会担心后续排放标准再次升级后国五车型的使用寿命。国五车型使用年限可能是十多年，增加了大家对于当前时点购买国五车型使用时间的担心。

我们认为与18年下半年类似，终端折扣的持续增加带来消费的持币观望情绪。目前阶段，由于整车企业都已经开始切换/即将切换生产国六车型，考虑到终端的国五库存，车企均开始减少批销量集中清理现有国五库存，加大了终端折扣，媒体的全面报道引发了消费者的持币待购情绪。根据我们每周对于汽车之家终端车型价格的数据监测，今年以来自主品牌的终端折扣整体上升了2pct，5月以来更是快速提升。

图表2: 近期受国六切换影响最为严重的自主品牌折扣率快速上升

图表3: 18年下半年自主品牌也出现类似折扣率走势引起持币待购情绪



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

从历史来看，国四升国五阶段也曾对整车批售销量有一定影响。根据国务院要求，国五全国实施时间日期为2017年1月1日，而为贯彻《中华人民共和国大气污染防治法》，严格控制机动车污染，11省市(北京市、天津市、河北省、辽宁省、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省和海南省)自2016年4月1日起，所有进口、销售和注册登记的轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途)，开始实施国五标准要求。

从销量来看，在11省市2016年实施国五前的1季度，乘用车同比增速由2015Q4的18%的下滑至6.7%，考虑到15年Q4进行了汽车购置税减半的刺激政策，15Q4、16Q2-Q4同比增长均为双位数，16Q1同比增速显著低于全年平均增速。结合环保部下发该文件时间为2016年1月，我们认为16Q1增速显著放缓与国四升国五有一定关联性，对批售销量造成一定影响。

图表4: 2016Q1季度受到部分省市提前实施国五影响增速下滑



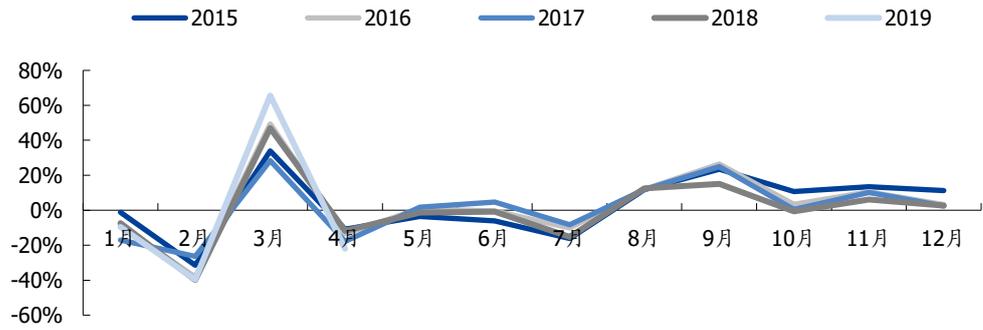
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

需求被滞后，但不会消失，3季度国内市场将加速复苏。我们认为政策层面的影响短期内将对行业销量造成一定冲击，但今年以来零售边际逐步改善表明行业实际需求是在好

转的。国五升级国六造成的持币待购，将导致部分需求被延后至3季度，叠加低基数，将加速行业复苏。

**通过销量的环比敏感度分析，3季度降幅收窄逐步转正。**我国乘用车月度销售具有一定的季节性，同时2016-2017年受到购置税优惠政策影响，下半年销售具有一定的抢购现象。从单月同比增速来看，2018年6月份开始显著下滑，7月份开始负增长，因此2019年6月有低基数的影响。

图表5: 中汽协月度批发数据历史环比增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

为估算全年销量和同比增速拐点,我们对历史上5-12月销量的环比增速进行考量,选取行业平均值,计算出行业后续单月的销量,再反推同比增速。敏感性假设如下:

- 中性假设: 采用近5年环比增速的平均值;
- 乐观假设: 采用11-15年环比增速的最大值;
- 悲观假设: 采用11-15年环比增速的平均值。

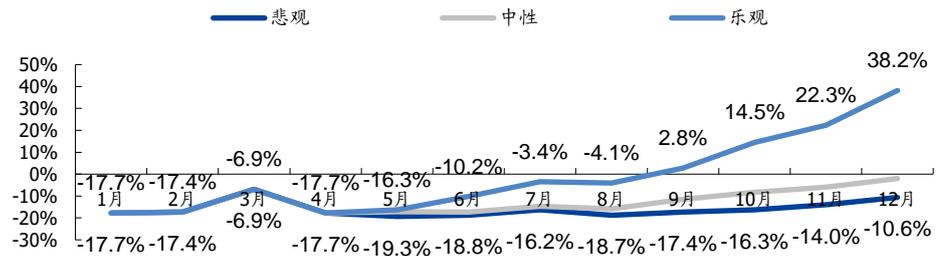
图表6: 2019年销量数据敏感性假设分析

	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011	-8.7%	6.4%	-8.8%	8.2%	20.5%	-7.5%	10.1%	1.9%
2012	0.5%	0.2%	-12.8%	8.8%	7.9%	-1.3%	12.5%	0.1%
2013	-3.1%	0.5%	-11.8%	9.3%	17.8%	0.8%	5.6%	4.8%
2014	-1.2%	-1.6%	-13.2%	8.1%	15.5%	0.8%	3.9%	16.1%
2015	-3.6%	-6.1%	-16.1%	11.8%	23.5%	10.6%	13.4%	11.2%
2016	0.8%	-0.5%	-10.1%	11.9%	26.3%	3.3%	10.5%	3.2%
2017	1.7%	4.6%	-8.4%	11.7%	24.9%	0.4%	10.1%	2.5%
2018	-1.3%	-0.8%	-15.2%	12.6%	15.1%	-0.7%	6.2%	2.7%
19 中性	-0.7%	-0.9%	-12.6%	11.2%	21.1%	2.9%	8.8%	7.1%
19 悲观	-3.2%	-0.1%	-12.5%	9.3%	17.0%	0.7%	9.1%	6.8%
19 乐观	0.5%	6.4%	-8.8%	11.8%	23.5%	10.6%	13.4%	16.1%

资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

在三种假设情况下,我们认为全年销量拐点将出现在6月-7月左右,同时全年销量预计将负增长。在悲观、中性、乐观的假设条件下,全年销量增速分别为-15.7%, -12.4%, -0.5%。

图表7: 敏感性假设分析下2019年月度销量同比增速



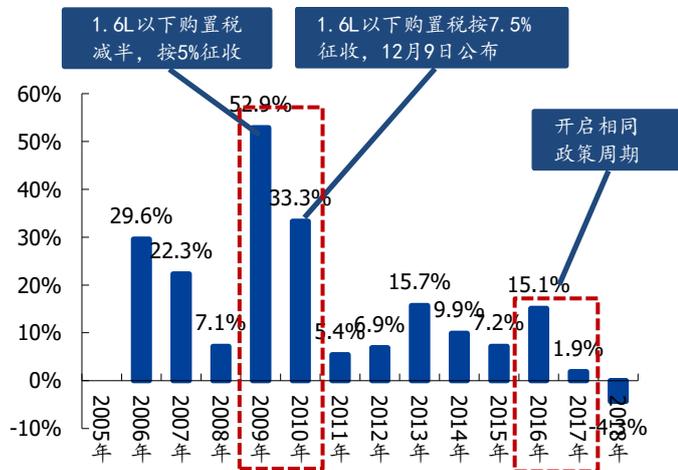
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

## 1.2 长期车市稳定增长, 国六后加速洗牌

### 1.2.1 在十年左右的维度, 国内汽车市场将稳定在个位数的增长中枢

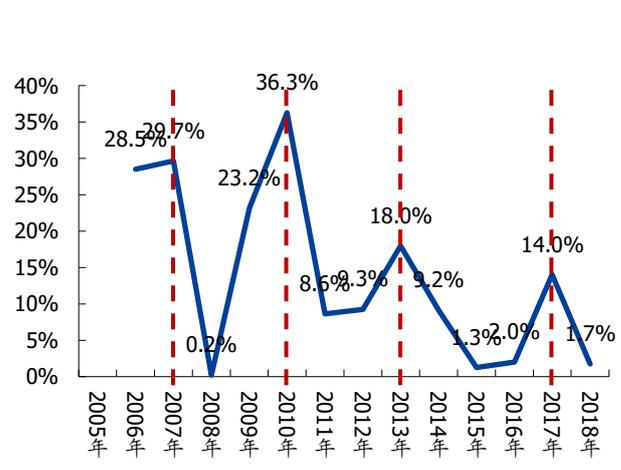
从销量来看我国汽车市场本身有一个3年左右的周期, 同时短期的政策扰动对销量有较强的影响。例如在2008年在全球金融危机的影响下, 我国车市在当年8月份首次出现单月负增长。2009年-2010年开启两年的政策刺激周期, 2009年销量同比增长53%, 2016-2017年相同政策周期开始。

图表8: 我国乘用车市场受政策性影响因素较大



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

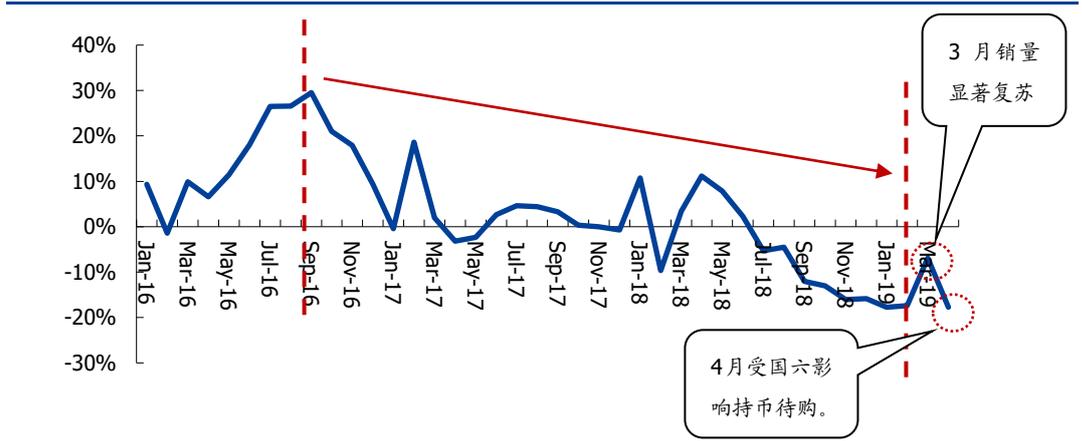
图表9: 1.6L排量以上车型历史销量同比增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

上一轮刺激政策后, 车市持续负增长。2016-2017年国务院对乘用车进行购置税优惠政策, 2016年当年乘用车销量同比增长15.1%, 为近三年历史新高。同年9月乘用车单月增速达到29.5%, 之后开启下行通道。

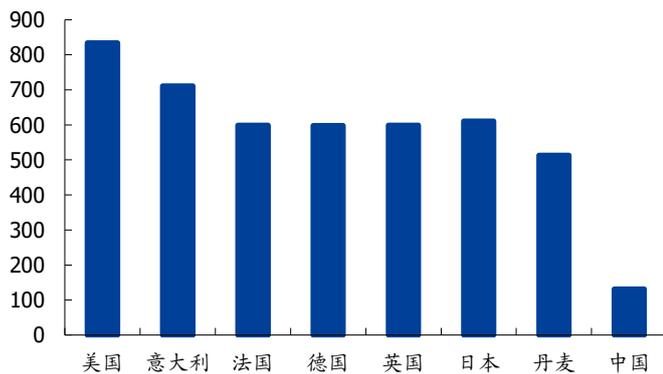
图表 10: 2016 年至今行业批售销量增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

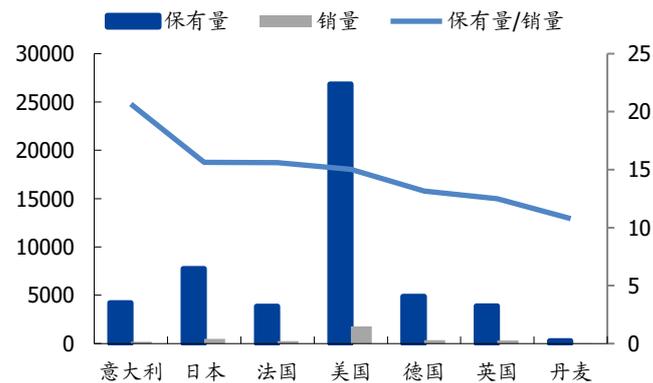
拐点将至, 预计中长期行业销量中枢稳定在个位数。从 2016 年 8 月销量增速顶点开始, 从时间维度来看, 我们认为本轮行业周期下行已经到达拐点位置。从长期来看我国车市仍有较大增长空间, 销量中枢有望保持 3-4% 左右。全球主要国家, 如美、意、法、德、英、日在 2016 年的汽车保有量分别为 834/711/599/598/599/611 辆每千人, 考虑到中国人口的密度和欧洲几国类似, 假设中国汽车保有量达到其 70% 的水平, 即 430 辆/千人 (目前我国主要城市再 2016 年就已经达到 300 辆/千人)。

图表 11: 2016 年全球各主要国家千人汽车保有量 (辆/千人)



资料来源: 国家信息中心, 国盛证券研究所

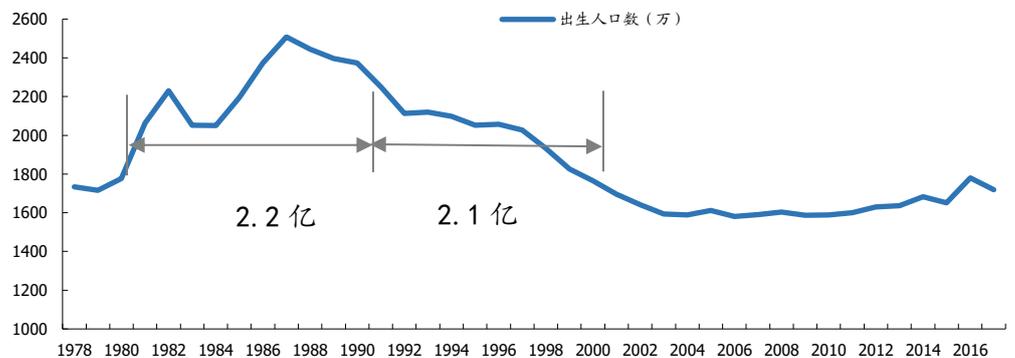
图表 12: 2016 年各国汽车保有量 (左, 万辆) 及保有量/销量 (右轴)



资料来源: 国家信息中心, 国盛证券研究所

根据国家统计局的总人口数据, 80 年代出生人口总数为 2.2 亿, 90 年代出生人口总数为 2.1 亿。因此如果将首次购车定义为刚需, 则未来这 4.3 亿人口会是主要的刚需来源。

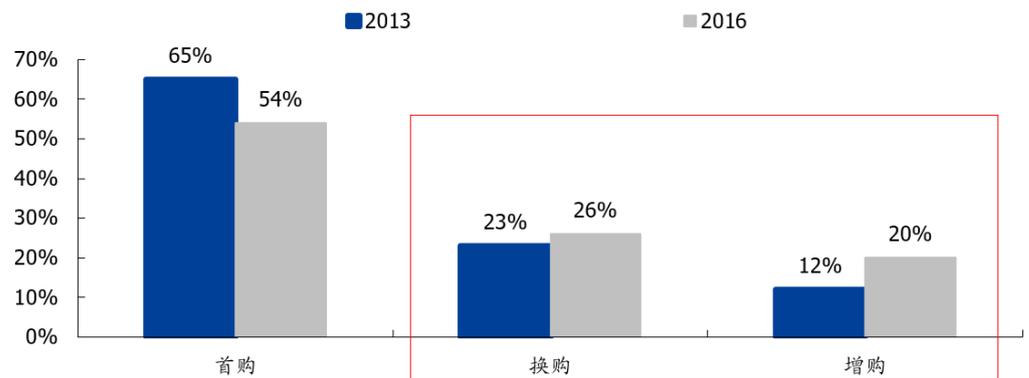
图表 13: 1978-2017 年新出生人口数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

根据易车研究院的购车数据，2013年，首购人群占全部购车的65%，而二次购车（换购+增购）仅占35%。到2016年，首购人群占54%，而二次购车人群占比已经达46%，接近50%。

图表 14: 2016年消费者增换购用户占比接近50%



资料来源: 易车研究院, 国盛证券研究所

因此，我们假设二次购车人群占比在2013-2017年间线性提升，同时不考虑各个年代出生人口中途夭折，可以大致估算目前已经首次购车的80、90年代人群占比。根据假设，80年代人群目前总购车人数约为3684万人，占80年代总出生人口数量约17.7%，而90年代人群目前已购车人数约为1026万人，占90年代出生人口约4.9%。考虑到基数总人口中存在夭折，以及部分人群使用家中的增购车辆等情况，我们认为真实已购车人数占比会略高。

图表 15: 2012-2017年，预估已购车用户仅占80后不到20%，90后不到10%

年份	乘用车销量(辆)	首购占比	首次购车销量(辆)	70年代首购人数(人)	80年代首购人数(人)	90年代首购人数(人)
2012	15,493,569	68.66%	10,637,884	3,744,535	4,935,978	712,738
2013	17,927,997	65.00%	11,653,198	3,449,347	5,803,293	1,130,360
2014	19,770,953	61.34%	12,127,503	3,189,533	6,391,194	1,528,065
2015	21,108,678	57.68%	12,175,485	2,739,484	6,672,166	1,789,796
2016	24,292,239	54.00%	13,117,809	2,885,918	6,860,614	2,387,441
2017	24,744,020	50.34%	12,456,140	2,665,614	6,178,245	2,715,438
合计	123,337,456		72,168,019	18,674,431	36,841,490	10,263,840
占80/90后比例				17.67%	4.92%	

资料来源: 中汽协, 国家统计局, 易车研究院, 国盛证券研究所

假设80年代出生人口中已首购人数占20%，90年代出生人口中已首购人数占10%，则剩余未购车80年代+90年代人数合计为3.64亿人口，这部分人群为未来10年首次购车的刚需主力。

截止2017年底，我国汽车保有量为2.09亿辆，则未来刚需汽车销量为目前保有量1.74倍，汽车市场空间仍然巨大。我国主要城市千人保有量已经接近300，远期达到420辆/千人为大概率事件。同时根据《国家人口发展规划》的人口预测，我国人口峰值在14.5亿左右。因此计算我国汽车保有量峰值在6.3亿辆车左右，按照15年的汽车生命周期计算，每年正常更新为4200万辆，按照2030年人口峰值计算，则复合增速在4%左右，考虑到数据偏差，则每年增速预计在3%-5%之间。

图表 16: 2016 年我国主要城市汽车千人保有量

2016 年	民用汽车拥有量 (万辆)	常住人口 (万人)	千人保有量 (辆/千人)
宁波	238.0	788	302.2
长沙	226.4	765	296.2
苏州	312.6	1065	293.6
昆明	193.8	673	288.0
西安	244.2	883	276.5
郑州	267.7	972	275.3
东莞	224.6	826	271.9
佛山	202.0	746	270.7
南京	221.7	827	268.1
深圳	317.9	1191	266.9
成都	412.5	1592	259.1
杭州	234.2	919	254.8
北京	547.4	2173	251.9

资料来源: 国家信息中心, 国盛证券研究所

**二线城市千人保有量居首, 二三四线占比合计超 70%。**从汽车千人保有量来看, 截止 2018 年, 一二线城市分别为 217、258, 而三四五线城市为 159、112、112, 二线城市的千人保有量自 2014 年开始超过一线城市成为全国第一。而从占比来看, 二、三、四线占整个汽车销量主要部分, 分别为 24.7%、27.9%、20.1%, 合计占比 72.7%, 成为了目前和未来车市消费的主力。

**从千人保有量增速来看, 一线城市增速低于二三四五线城市。**自 2011 年以来, 一线城市的保有量增速显著低于二线及以下城市, 年均复合增速为 8.2%, 二线至五线城市的年均复合增速分别为 14.1%/13.7%/12.3%/13.9%。

### 1.2.2 国六提高了准入门槛, 叠加行业增速放缓, 加速洗牌

**史上最严排放标准, 大幅提高行业准入要求。**作为国五标准的升级版, 多维度加严了要求, 业界也普遍认为, 对于车企来说, “国六”的难度大幅增加。

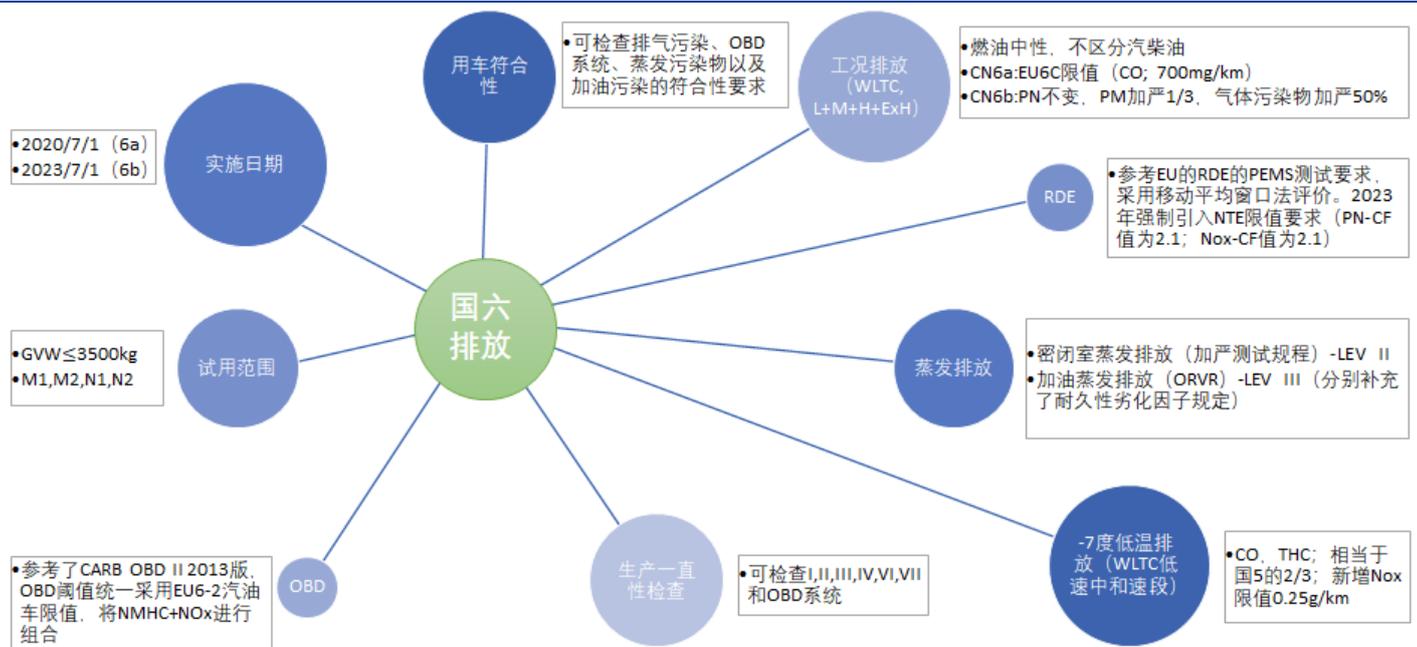
**具体来说, 国六与国五的排放法规有着较为明显的区别:** 1)测试循环不同; 2)新增实际行驶排放 (RDE); 3)测试程序要求不同; 4)增加排放保质期; 5)限值要求更加严格; 6)加严政法排放控制; 7)提升车辆排放实时监控; 8)提高低温试验要求; 9)新增测量要求; 10)曲轴箱污染物排放试验新增要求; 11)换挡策略; 12)新增测试适用范围。

图表 17: 国六排放法规与国五的区别

区别	具体内容
测试循环不同	全面考核冷启动、加减速及高速负荷状态下排放
新增实际行驶排放 (RDE)	首次将排放测试转移至实际道路, 避免排放作弊。RDE 的引入是为了控制车辆的实际驾驶排放, 它将汽车尾气检测从实验室扩展到实际驾驶路面, 实际道路排放测试过程考虑到了包括驾驶工况、交通状况、驾驶风格、环境温度 and 海拔等影响实际驾驶排放结果的因素, 能更真实的反映汽车在实际使用过程中的排放水平
测试程序要求不同	为了避免实验室测试数据与实际使用不一致
增加排放保质期	车辆 3 年或 6 万公里内因故障排放超标, 车企承担费用
限值要求更加严格	加严 40%-50%, 且对柴油车限值要求相同
加严政法排放控制	要求车辆安装 ORVR 油气在线回收装置
提升车辆排放实时监控	引入美国车载诊断系统, 及时发现排放故障
提高低温试验要求	CO 碳氮化合物限值加严 1/3, 新增碳氮化合物控制
新增测量要求	增加了汽油排放颗粒物测量要求
曲轴箱污染物排放试验新增要求	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 增加柴油车曲轴箱的控制要求;</li> <li>2. 不允许曲轴箱通风系统有任何污染物排入大气</li> <li>3. 对没有采用曲轴箱强制通风系统的汽车, I 型试验过程中, 应将曲轴箱气体引入 CVS, 计入排气污染物总量</li> </ol>
换挡策略	国六排放测试时的换挡时间和档位是不固定, 换挡点是基于为克服行驶阻力和加速度所需要的功率与所有可能档位下发动机能提供的功率两者之间取得平衡来确定。而国五 (NEDC) 的换挡时间和档位是固定不变的, 无论是 A0 级微型车, 还是 D 级豪华车, 也无论发动机功率扭矩是大是小, 转速是高是低, 都只能在同一条跑道上起跑, 并在规定车速下在同一时刻换挡
新增测试适用范围	增加了混合动力电动汽车的试验要求。混合动力汽车在诊断 OBD 的过程增加 8 个监测要求。

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

图表 18: 国六排放法规概要



资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

准入门槛提升一: 升级性开发, 叠加成本增加: 汽油车约 1200 元, 柴油车约 500 元。

由于国六排放法规全面系统性的升级，对于PN、CO、HC都有进一步的要求，因此对于发动机、变速箱都提出了一定的系统性的提升要求，提升了行业的准入门槛。根据环保部的测算，国五升级到国六轻型汽油车单车升级成本约需 1200 元，轻型柴油车单车升级成本约需 500 元，具体体现在研发、测试、燃烧优化、后处理以及质保方面。

图表 19: 国六排放法规成本费用增加分解

区别	具体内容
增加前期研发及测试费用	国六前期研发成本较高，许多机型需要全新开发 满足国六法规，需要 2-3 年标定 增加测试项目，测试成本提高
增加机内燃烧优化费用	提升燃油喷射压力 调整喷油规律，降低 Nox 多次喷射 优化匹配涡轮增压器，降低 HC 原排 优化进排气 优化燃烧室设计
增加机外净化（后处理）费用	选择性催化还原系统(SCR) 柴油氧化催化器(DOC) 柴油颗粒捕集器(DPF) 氮捕捉器(ASC)
增加排放保质期费用	5 年 16 万公里的排放质保需由厂家负责，排放系统部件损坏费用高 SCR、EGR、DPF 喷油器机、共轨系统等排放失效导致较大更换费用

资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

**准入门槛提升二：国六升级依赖供应商配合，规模效应门槛明显。**由于国六需要系统性开发，基本上都需要依赖供应商配合开发，而整车厂的规模决定了付出开发费的金额大小与在供应商的项目优先级。这次国六的快速切换，对于体量较小的整车厂，将面临产品切换滞后与高额开发费的风险。我们认为在今年下半年的国六产品同台竞争时，小规模的整车厂将面临掉队的风险，预计下半年头部整车厂市占率出现明显提升。

图表 20: 国六排放法规应对需要系统性的解决方案

要求	应对方案	PFI 发动机	GDI 发动机
降低 CO	高速大负荷区域混合气加浓解决措施	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 排气歧管集成冷却水套→降低排气温度</li> <li>2. 低压冷却 EGR→抑制爆震, 降低排气温度</li> <li>3. 喷水技术→抑制爆震, 降低排气温度</li> <li>4. 48V 系统→避免内燃机工作在高速大负荷区</li> </ol>	
	燃油与空气更好混合解决措施	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 优化进气系统, 对于增压发动机可以改进进气系统增大滚流比</li> <li>2. 增大气门重叠角, 利用内部 EGR 加热混合气改善冷机阶段的燃油雾化条件</li> <li>3. 降低喷油器的 SMD: 提高冷机阶段的系统压力, 采用多孔喷油器</li> <li>4. 优化喷射导向</li> </ol>	
降低 HC	优化催化器	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 提高贵金属含量</li> <li>2. 优化催化器的布置位置, 采用紧耦合催化器</li> <li>3. 增加催化器目数 (比如 600 目或 750 目)</li> <li>4. 对于涡轮增压发动机, 采用电子废气门或负压控制废气门</li> </ol>	
	优化燃油系统, 改善燃油雾化	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 提高系统油压, 改善燃油雾化</li> <li>2. 优化喷射导向</li> <li>3. 采用多孔喷油器</li> <li>4. 采用双喷油器</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 提高最大系统油压</li> <li>2. 优化喷射导向</li> </ol>
	优化空气系统	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 对于增压发动机, 增大发动机滚流比, 并合理选择增压器</li> <li>2. 采用双 VVT, 在冷机状态下采用较大的气门重叠角获得更大的内部 EGR 率, 有效加热混合气, 改善燃油雾化</li> </ol>	
	优化匹配	优化气门重叠角	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 合理匹配多次喷射, 最大程度做好推迟点火角与怠速稳定性的平衡, 以加速催化器起燃</li> <li>2. 提高冷机阶段的系统油压, 改善燃油雾化</li> <li>3. 优化气门重叠角</li> </ol>
降低 PN	降低 PN 措施	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 喷油器雾化设计优化</li> <li>2. 喷油时刻的优化, 在大负荷工况下, 可以尝试开阀喷射的喷射策略 (OVI)</li> <li>3. VVT 控制的优化, 控制 VVT 产生较大的气门重叠角</li> <li>4. 提高系统喷油压力</li> <li>5. 大进气滚流比的进气道设计</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 优化喷油器的喷孔几何形状及内流场</li> <li>2. 优化喷雾油束与燃烧室的匹配</li> <li>3. 提高喷油压力等方法</li> </ol>
	排气后处理技术 GPF	对于降低 PN 排放的后处理技术, 可以应用 GPF 技术。(汽油机颗粒捕捉器)	

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

备注: CO 指汽车废气中排出一氧化碳; HC 指汽车废气中排出的碳氢化合物, PN 指汽车废气的粒子数量。

尾部车企掉队, 中长期利好头部整车企业增加市占率。我们认为在车市竞争加剧、自主价格受到豪车挤压的情况下, 国六排放标准的升级将增加尾部车企的成本负担与滞后产品推出节奏, 行业自身将加速整合, 预计洗牌节奏加速, 最快在 2020 年就能看到大批尾部企业淘汰出局。中长期看, 利好头部整车企业市占率提升。

### 1.3 短期看, 不排除消费刺激政策近期出台, 加速国内市场复苏

汽车成为拖累今年以来消费数据的重要因素。汽车是国内除房地产以外最大的支柱产业, 占限上单位消费品零售额 25% 左右。汽车行业自 2018 年 4 月以来限额以上社零数据持续负增长, 是拖累我国消费以及宏观经济的主要原因之一。

图表 21: 限额以上零售数据 (亿元) 汽车占比较高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 社零增速与其中汽车消费增速 (%), 汽车拖累显著



资料来源: wind, 国盛证券研究所

去年以来国务院多部委持续出台文件, 力挺汽车消费。2018 年国务院在《完善促进消费体制机制实施方案 (2018—2020 年)》中就指出, “研究制定促进智能汽车创新发展的政策措施”是“促进汽车消费优化升级”的重要举措之一。

1 月 29 日发改委出台《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》, 文件分别从老旧汽车报废更新、优化新能源汽车补贴结构、促进农村汽车更新换代、推进放宽皮卡车进城等六方面来促进汽车消费。

图表 23: 发改委《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》具体措施

领域	具体措施
老旧汽车报废更新	对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主, 给予适当补助。对淘汰更新老旧柴油货车、推广使用新能源汽车等大气污染治理措施成效显著的地方, 中央财政在安排相关资金时予以适当倾斜支持。
新能源汽车补贴	坚持扶优扶强的导向, 将更多补贴用于支持综合性能先进的新能源汽车销售, 鼓励发展高技术水平新能源汽车。
促进农村汽车更新换代	对农村居民报废三轮汽车, 购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车, 给予适当补贴, 以带动农村汽车消费
皮卡	在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果的基础上, 稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。
二手车市场	进一步落实全面取消二手车限迁政策, 严防限迁政策出现回潮。对二手车经销企业销售二手车, 落实适用销售旧货的增值税政策, 依照 3% 征收率减按 2% 征收增值税。
优化地方政府机动车管理	在已实施汽车限购政策的地方, 要结合本地实际情况, 优化机动车限购管理措施, 有条件的地方可适度盘活历年废弃的购车指标, 更好满足居民汽车消费需求。

资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

适当的汽车消费刺激政策是逆周期调节, 为市场托底的有效手段。发改委在 4 月下旬表态“将了解汽车刺激政策情况, 并反复论证、充分征求有关方面的意见”。在行业短期内受到政策扰动的情况下, 适当出台政策, 不仅有利于行业稳定, 也有利于终端清理旧有库存。考虑到 7 月 1 日期, 部分地区提前执行国六排放标准停止国五车型上牌的压力, 整车厂在近期进行大力促销, 因此我们认为不排除消费刺激政策在 6 月出台的可能性, 政策发力加速国五库存出清。

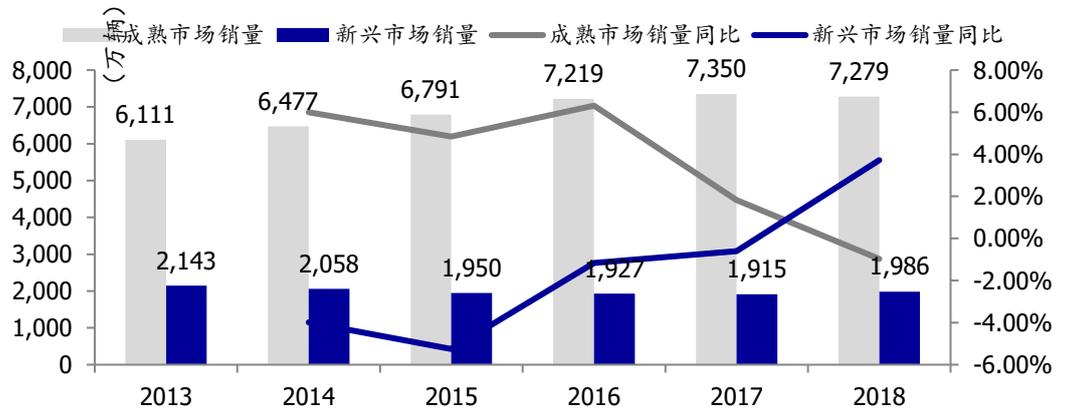
## 二、合资借力、自主沉淀，站在制造大国肩膀的出口 2.0 时代

### 2.1 成熟市场萎缩，新兴市场将贡献未来主要增量

成熟市场与新兴市场增速剪刀差趋势明显。我们将全球汽车市场分为成熟市场（以存量市场为主，市场竞争激烈，包括：北美、西欧、中国、日本、韩国、）与新兴市场（以新增量市场为主，包括：中南美、东南亚、东欧、中欧、中东、非洲）进行逐项统计：

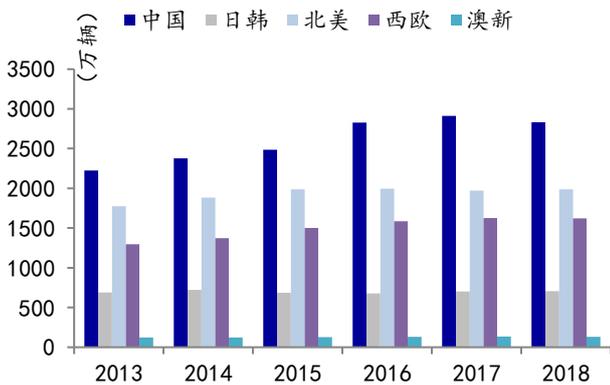
- 2016-2018 年间，成熟市场销量及同比增速分别为 7219 万辆（6.31%）、7350 万辆（1.82%）、7279 万辆（-0.97%），增速逐年下滑，2018 年首次进入负增长。
- 2016-2018 年间，新兴市场销量及同比增速分别为 1927 万辆（-1.17%），1915 万辆（-0.60%），1986 万辆（3.72%）。与成熟市场相反，新兴市场销量增速逐年上升，2018 年首次转正，且增速反超成熟市场。

图表 24：成熟市场与新兴市场的销量及增速



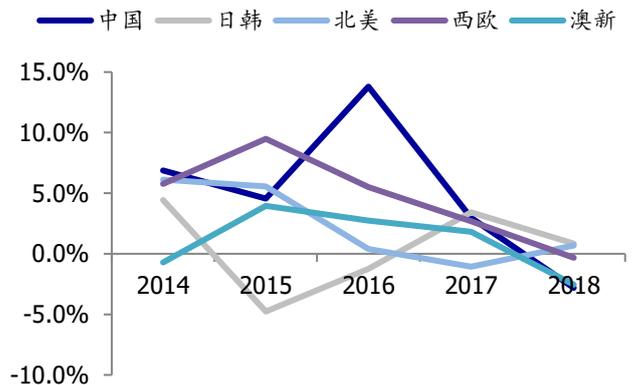
资料来源：marklines，国盛证券研究所

图表 25：成熟市场各地区销量



资料来源：marklines，国盛证券研究所

图表 26：成熟市场各地区销量增速

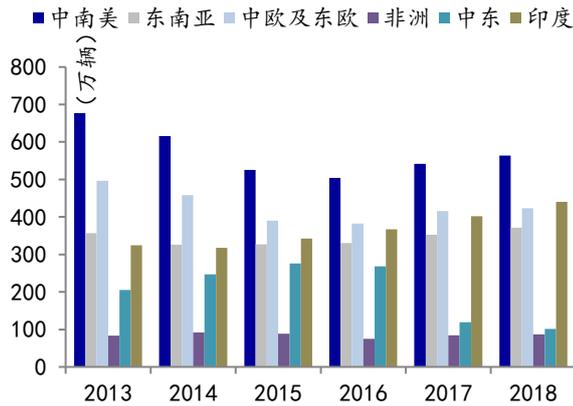


资料来源：marklines，国盛证券研究所

根据 marklines 数据，各新兴细分市场中：

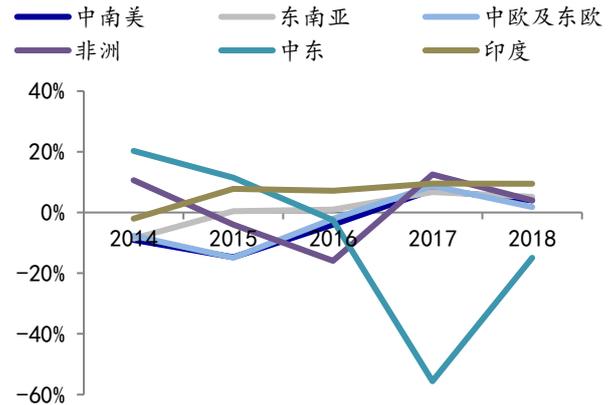
- 2018 年体量规模排序为中南美(564 万辆)，印度(440 万辆)，中欧/东欧(423 万辆)，东南亚(371 万辆)，中东(101 万辆)，非洲(87 万辆)；
- 2018 年增速排序为印度(9.5%)，东南亚(5.2%)，非洲(4.0%)，中南美(4.0%)，中欧/东欧(1.8%)，中东(-15%)。

图表 27: 新兴市场各地区销量



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 28: 新兴市场各地区销量增速



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

## 2.2 秣兵厉马，国产龙头将在新兴市场开辟一片新天地

国产车企在海外新兴市场早已尝试多年。多年以来，由于中国汽车技术水平与发达国家有一定差距，因此价格适中，受发展中国家消费者青睐。从出口数量来看，根据中汽协数据显示，2018年中国汽车整车出口国家集中在中东、北非等发展中地区。

伊朗仍是我国汽车业在海外的第一大市场，由于受美国对伊朗制裁的影响，2018年中国汽车业在伊朗的出口，同比下降24.7%；同时在俄罗斯市场，中国汽车业也下降明显，同比下滑37.4%。而2018年中国汽车行业整体出口同比增长17.0%，其主要增量市场在**南美、独联体、东南亚**，受墨西哥、泰国、埃及和巴西市场经济体处于恢复上升期影响，其出口增速分别达126.8%、23.8%、31.32%。

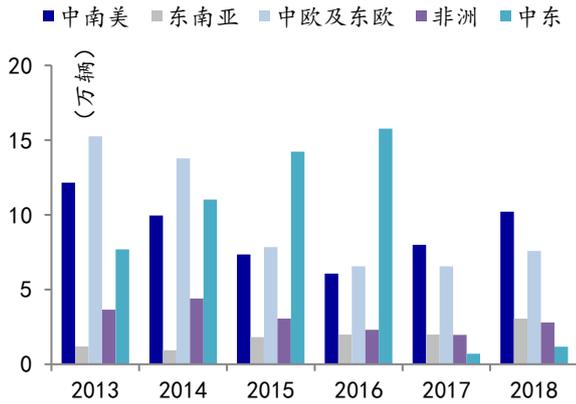
图表 29: 2018年整车主要出口市场 Top10 变化情况

排名	主要出口国家	整车出口金额 (亿人民币)			同比增速	主要出口国家	整车出口数量 (万辆)		
		2018年	2017年	同比增速			2018年	2017年	同比增速
1	美国	141.6	120.6	17.41%	伊朗	16.7	22.2	-24.70%	
2	伊朗	117.4	152.3	-22.93%	墨西哥	9.2	4.0	126.80%	
3	墨西哥	71.6	47.2	51.69%	智利	7.1	5.8	23.80%	
4	智利	46.4	33.1	40.03%	美国	6.7	5.1	31.32%	
5	菲律宾	45.7	46.6	-1.94%	厄瓜多尔	3.1	2.4	28.80%	
6	越南	31.1	59.2	-47.40%	泰国	3.1	1.2	165.00%	
7	俄罗斯	31.1	30.5	2.09%	埃及	2.8	1.2	123.90%	
8	沙特阿拉伯	30.6	18.2	68.51%	巴西	2.4	1.3	88.40%	
9	厄瓜多尔	21.9	13.2	66.42%	秘鲁	2.3	2.3	1.70%	
10	埃及	20.8	8.5	144.02%	俄罗斯	2.1	3.4	-37.40%	

资料来源: 中国海关总署, 中汽协, 国盛证券研究所

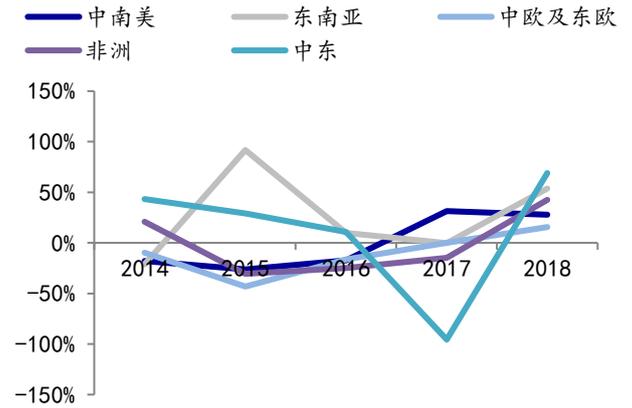
目前中国龙头车企在新兴市场的市占率仍然较低，真正的出口市场尚未开启。根据marklines数据，我们统计了龙头企业在新兴市场的总体市占率为1.2%，各个细分市场分别为非洲(3.2%)，中欧/东欧(1.8%)，中南美(1.8%)，中东(1.2%)，东南亚(0.8%)。

图表 30: 中国的龙头车企在新兴市场各地区销量



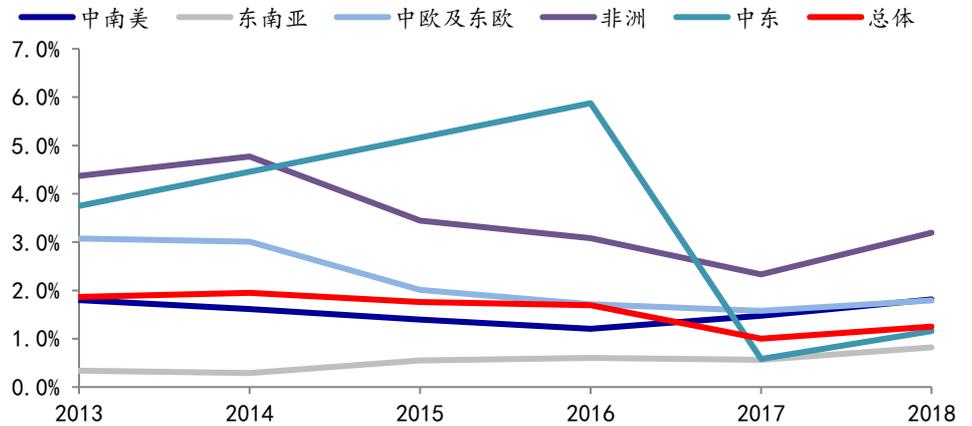
资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 31: 中国的龙头车企在新兴市场各地区销量增速



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 32: 中国的龙头车企在新兴市场各地区市占率



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

如前所述, 2018 年国内市场规模 2804 万辆/年, 新兴市场规模约 1986 万辆/年, 参考成熟市场在 2014-2016 年的复合增速 (5.7%), 我们认为中长期内, 新兴市场有望实现 3~7% 的复合增速。

目前国内龙头企业市占率 1.2%, 新兴市场出口 24 万辆, 占当年国内销量的 0.8%。对比 2018 年自主企业在国内的市占率 (42%), 我们认为国产汽车已经完全具备出口竞争的实力, 未来凭借自身产品的高性价比、ADAS 方面全面配置优势, 结合合资品牌在国外的口碑与渠道优势, 将迅速打开出口市场, 预计:

**1) 悲观情景**, 国内企业出口受阻 (2025 年市占率达到 5%), 新兴市场缓慢 (年均复合增速 3%) 的背景下, 预计 2025 年出口 122 万辆, 占国内汽车销量的 3.5%, 2025 年国内+新兴市场出口合计 3571 万辆, 2018-2025 年均复合增速 4.0%, 新兴市场出口对增速贡献 1.0 PCT;

**2) 中性情景**, 国内企业出口顺利 (2025 年市占率达到 10%), 新兴市场发展符合预期 (年均复合增速 5%) 的背景下, 预计 2025 年出口 279 万辆, 占国内汽车销量的 8.1%, 2025 年国内+新兴市场出口合计 3728 万辆, 2018-2025 年均复合增速 4.7%, 新兴市场出口对增速贡献 1.7PCT;

**3) 乐观情景**, 国内企业出口超预期 (2025 年市占率达到 15%), 新兴市场快速发展 (年均复合增速 7%) 的背景下, 预计 2025 年出口 478 万辆, 占国内汽车销量的 13.9%, 2025 年国内+新兴市场出口合计 3927 万辆, 2018-2025 年均复合增速 5.6%, 新兴市场出口对增速贡献 2.6 PCT。

图表 33: 不同情境条件下, 新兴市场出口空间

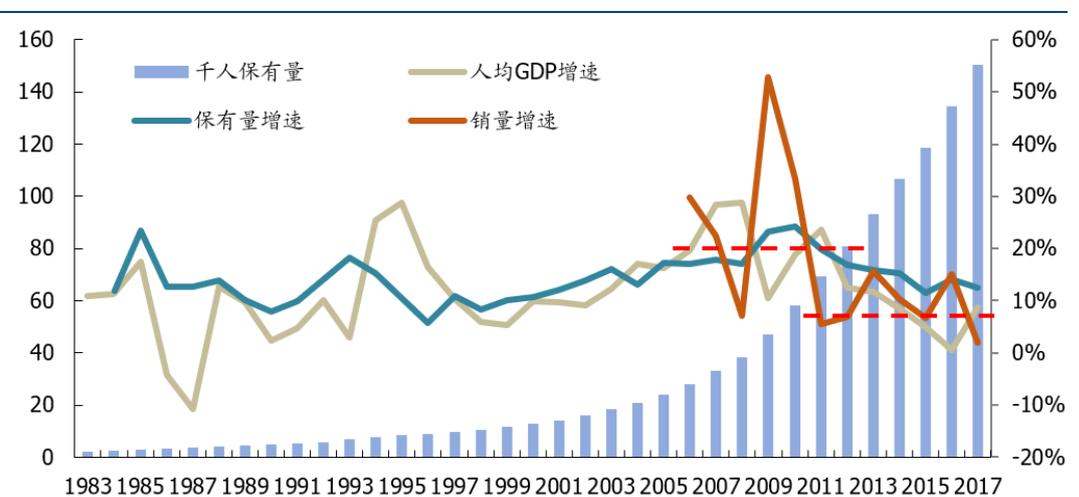
	国内销量 万辆/年	国内市场复 合增速 %	新兴市场 规模 万辆/年	新兴市场复 合增速 %	国内龙头企业市 占率 %	新兴市场出 口量 万辆/年	出口汽车占 比 %	市场规模 万辆/年	复合市场 增速 %
2018年	2804	-	1986	-	1.20%	24	0.8%	2828	-
悲观情景: 新兴市场年均复合增速 3%, 2025 年国内龙头企业市占率 5%									
2020年	2975	3.0%	2107	3.0%	2.00%	42	1.4%	3017	6.7%
2025年	3449	3.0%	2443	3.0%	5.00%	122	3.5%	3571	4.0%
中性情景: 新兴市场年均复合增速 5%, 2025 年国内龙头企业市占率 10%									
2020年	2975	3.0%	2190	5.0%	3.00%	66	2.2%	3040	7.5%
2025年	3449	3.0%	2795	5.0%	10.00%	279	8.1%	3728	4.7%
乐观情景: 新兴市场年均复合增速 7%, 2025 年国内龙头企业市占率 15%									
2020年	2975	3.0%	2274	7.0%	4.00%	91	3.1%	3066	8.4%
2025年	3449	3.0%	3189	7.0%	15.00%	478	13.9%	3927	5.6%

资料来源: 中汽协, MARKlines, 国盛证券研究所

### 2.3 自主品牌: 由以价取胜到品牌发展

增速放缓, 红海愈发激烈。2018年, 国内汽车市场第一次出现下滑, 而从2017年起, 国内的汽车千人保有量也突破150台, 行业增速由双位数的增长下降到了个位数。而国内的汽车市场由蓝海进入了红海。

图表 34: 2017 年我国千人汽车保有量突破 150 台



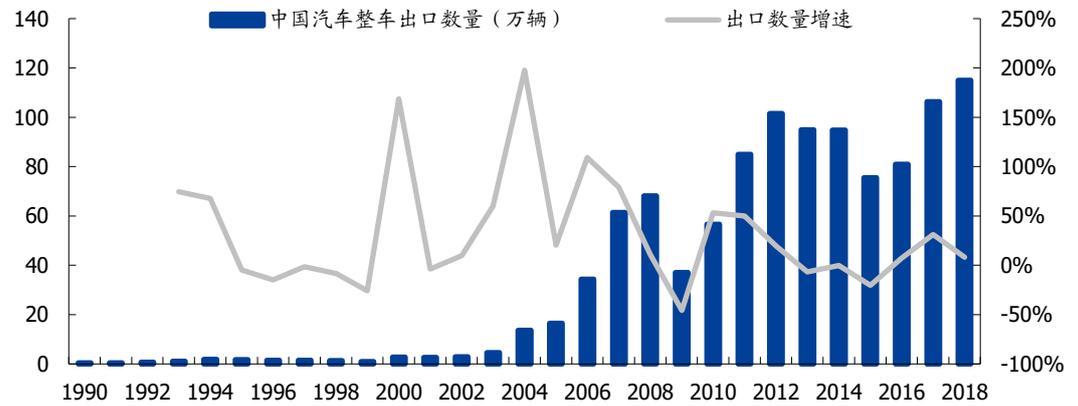
资料来源: wind, 国家信息中心, 国盛证券研究所

加入 WTO 至今, 自主品牌处于海外出口 1.0 阶段, 以价取胜策略。中国自主品牌的出口最早要追溯到上个世纪九十年代之初, 但在奇瑞、吉利等自主品牌诞生之后, 汽车出口才走入第一次高潮期——从加入 WTO 后 2002 年出口量 2.2 万辆到 2012 年 101 万台。

发展初期的自主品牌主要是通过低廉的价格抢占各个市场。中国汽车工业协会数据显示, 中国出口汽车平均单价一直在 1.5 万美元左右, 明显低于欧美日韩。同时根据《瞭望》新闻周刊记者在拉美、中东、非洲等中国汽车主要海外市场的采访, 自主品牌的问题普遍集中在产品质量不及欧美日韩, 售后服务滞后等方面, 中国汽车始终存在“低质低价”的市场形象。

而由于中国汽车“走出去”起步晚，本身就缺乏先进的国际管理人员和经验，加之出口企业数量多、规模小，国际市场拓展战略相对粗放，没有建立起健全的管理和售后服务体系，导致售后服务严重缺失，消费者在汽车出现质量以及其他问题时找不到维修配件和稳定的服务商。因此在短期的爆发之后，从2013年起开始负增长，到2015年整车出口大幅下滑，仅为75万台，自主品牌进入第一个低谷期，随后从17年开始，自主品牌开始加大对于品牌、售后、质量的关注，销量逐步恢复，到2018年重新达到了百万辆级别。

图表 35: 1990-2018 年，我国对外整车出口数量与增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**自主品牌海外战略纷纷进入 2.0 阶段。**经过了前期海外试探，恰逢国内市场增速换挡，市场饱和下，竞争加剧。国内整车企业开始重新审视海外汽车市场，不同于前面 20 余年出口的 1.0 时代，这个阶段开始国内车企更注重从广撒网转向选择重点市场长期经营，更加注重品牌价值的打造。

2017 年，奇瑞启动 WWW+新的海外发展战略，2018 年上汽乘用车宣布开启国际化元年，吉利也表示从 2018-2020 年将在海外出口上实现技术输出和本地化生产，长城在 19 年 4 月上海车展期间与全球主要市场 30 家合作伙伴签约，开启全球化战略。

图表 36: 中国各自主品牌 2014-2018 年整车出口数量及区域

品牌	数据	2014	2015	2016	2017	2018	主要出口区域
上汽	销量 (万辆)	8.9	8.6	12.6	16.4	27.7	东盟、欧洲、南美、中东、澳新
	YOY		-3.37%	46.51%	30.16%	62.50%	
长城	销量 (万辆)	4.9	2.4	1.6	3.7	4.5	澳洲、南美洲、东南亚、中东、非洲等
	YOY		-51.02%	-33.33%	125%	20.41%	
奇瑞	销量 (万辆)	11.4	7.3	8.8	10.8	12.7	南美、西亚、中东、独联体国家
	YOY		-35.96%	20.55%	22.73%	18%	
吉利	销量 (万辆)	6	2.6	2.2	1.2	2.8	美洲、中东非洲、亚太
	YOY		-56.91%	-15.40%	-46%	136%	
长安	销量 (万辆)				4.5	6.1	东欧、中东及非洲的发展中国家
	YOY					34.60%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3.1 上汽集团: 全力出击, 奋起争锋

**18 年出口同比增 62.5%，19 年海外销量目标 35 万辆。**2018 年，其实现整车出口和海外销售 27.7 万辆，同比增长 62.5%，连续三年蝉联中国品牌海外出口第一。2019 年第一季度，上汽集团出口及海外基地销售继续保持国内第一，MG 品牌同比增长 49.9%，MAXUS 品牌同比增长 54.2%。

**多年布局，重点收获。**2008 年，上汽将上汽乘用车公司荣威市场部旗下海外业务科升级为海外业务部，开始探索国际化之路，2014 年，上汽集团提出上汽的整体战略目标是要建设成为全球布局、跨国经营，具有国际竞争力和品牌影响力的世界著名汽车公司，2015 年，由杨晓东率领的上汽国际业务部正式启动，开始了海外布局和扩张。目前上汽已经在英国、美国和以色列建立了 3 个海外创新研发基地。在泰国、印尼等地建设了生产基地，今年 4 月，上汽印度工厂也将投入生产，规划产能 8 万辆，计划 6 月产品可实现正式上市。

与此同时，上汽集团的销售网络也遍布全球，建设了 11 个区域营销服务中心，分布在欧洲、北美、澳新、南美、中东等地。而在零部件本土化生产上，上汽旗下华域零部件在海外已经拥有 85 个基地。在汽车金融领域，上汽首个海外金融公司已于 2018 年在印尼成立。全产业链的布局，成为海外热销的重要支撑。目前上汽已经在 6 个市场实现了“万辆级”销量，分别是泰国、英国、印尼、智利、澳新和中东。

图表 37: 上汽拥有 6 个过万的销售市场



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 38: 上汽在全球的产能研发及布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

目前上汽在泰国、英国、印度和印尼设立了 4 个生产研发基地, 2 个创新中心, 11 个营销服务中心以及 500 个海外营销服务网点。

图表 39: 上汽目前在海外四国拥有 6 个工厂

国家	工厂	产能	投产日期	生产车型	生产模式
英国	MG 长桥工厂	5 万	MG 旧有工厂	MG6、MG3、MG GS (MG 锐腾)	CKD
	MG 泰国第一工厂	5 万	2014	MG3、MG5、MG6、MG GS 和 MG ZS	CKD
泰国	MG 泰国第一工厂	10 万	2017	MG ZS	KD
	上汽通用五菱印尼工厂	12 万	2017	五菱 Confero S	
印度	Halol 工厂	10 万	通用印度旧有工厂	MG 系列车型	
	印度第二工厂	8 万	2019	MG 系列车型	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

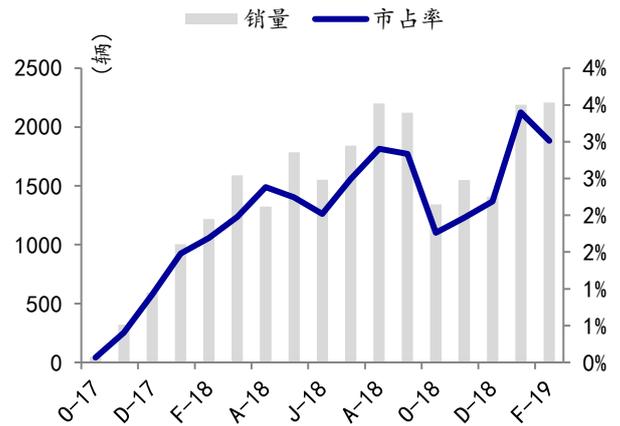
智能化+新能源的高性价比汽车正成为上汽走出去的代表性产品。2017 年 11 月, 上汽在泰国上市首款搭载 i-smart 智能系统的小型 SUV MG ZS, 凭借新颖的 ADAS 功能与超高的性价比, 公司 MG ZS 已经上市后便成为爆款, 并迅速占领市场, 不满一年月销量便突破 2000 辆大关, 目前 MG ZS 泰国的市占率约 3%。未来上汽布局也有完善的产品型谱, 将逐步覆盖 MPV、皮卡、SUV、重型卡车、轻卡等。

图表 40: 公司在 2017 年 11 月发布搭载 i-smart 系统的 MG ZS



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 41: MG ZS 在泰国上市后成为爆款, 迅速抢占市场



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

### 2.3.2 长安汽车: 布局一带一路沿线, 未来加码全球化

紧随国家政策, 扎实推进海外业务。相较于其他整车厂, 长安汽车在海外市场的布局相对保守, 但一步一个脚印, 稳扎稳打。2018年5月25日, 海外首家自营店开在莫斯科; 6月29日, 长安与玛斯特集团(MASTER MOTORS)在巴基斯坦卡拉奇联合签署合资合作框架协议, 以合资合作的方式进入巴基斯坦市场; 10月, 阿尔巴赫·长安展厅在扎尔卡免税区约旦隆重开幕, 已然成为长安出口伊拉克市场的重要枢纽; 在2018年12月15日的沙特吉达上, 凭借优秀的动力性、操控性、舒适性、安全性以及经济性击败了包括CX9、陆地巡洋舰、圣达菲等多款热销车型, 荣获沙特年度四驱车奖, 是第一个获得该奖项的中国车, 同时也彰显了中国工业的真实水平。

目前长安在海外主要布局新逸动和新CS75两款车型。12月16日, 在第40届沙特国际车展上长安汽车发布了新逸动和新CS75两款重磅车型, 长安的品牌形象将会得到进一步巩固。

图表 42: 长安在海外布局车型: 新逸动



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 43: 长安在海外布局车型: 新CS75



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

未来将是深耕海外的时机。长安总裁朱华荣在2019年上海车展上表示, “第三次创新创业战略里有一个新市场, 还有一个海外市场”, “现在百分之几十的增长, 我认为已经到了这个时机了, 还是深耕了10来年了”, “不走海外或国际化的道路, 中国品牌生存不下

去”，表明了长安自上而下对于未来深耕海外的态度。

### 2.3.3 吉利汽车：聚焦全球价值

**依靠宝腾，导入马来西亚版“博越”，称霸右舵东盟市场。**2018年12月12日，马来西亚国宝级品牌宝腾汽车首款SUV X70在当地首都吉隆坡正式上市。此次宝腾X70共推4款车型，当地市场售价区间9.98-12.38万林吉特（折合成人民币约为16—20万元），这是吉利战略入股宝腾后推出的首款新车，是吉利博越的马来西亚版本。此次上市，意味着吉利汽车吹响了全面“进军”东南亚市场号角，也是博越继科威特、阿曼、黎巴嫩、阿联酋、沙特阿拉伯、白罗斯、俄罗斯以及智利之后，吉利汽车拓展海外市场的又一重要举措。宝腾X70 2019年的累计销量已经突破1万台，一跃成为马来西亚最受欢迎的SUV车型。

**发布欧洲战略，将领克导入欧洲市场。**2018年3月，吉利汽车集团旗下高端品牌领克汽车正式公布了“欧洲战略”：2019年，领克首款面向欧洲市场的车型领克01 PHEV将在比利时根特工厂投产，并将于2020年上半年正式投放欧洲市场。领克在欧洲市场将采用线上销售为主、同时开设线下门店的运营方式。第一家欧洲线下门店将于2019年在阿姆斯特丹开业。按照规划，领克还将在巴塞罗那、柏林、布鲁塞尔、伦敦等地开设更多线下实体店，并逐步向欧洲其他主要城市进行推广。与此同时，领克还将针对暂时没有实体店开设计划的欧洲城市推出快闪概念店。

图表 44：吉利目前海外工厂布局

国家	工厂	产能	投产日期	生产车型	生产模式
白俄罗斯	白俄吉	12万	2017	博越、帝豪和远景 SUV	CKD
英国	考文垂工厂	3万	2017	TX5	整车
埃及	开罗工厂	3万	2012	帝豪	CKD
印尼	雅加达工厂	3万	2007		CKD
乌拉圭	蒙得维的亚工厂	3万	2013	帝豪	CKD
马来西亚	宝腾工厂		原有宝腾工厂	博越、缤越	整车

资料来源：车与舆，国盛证券研究所

### 2.3.4 长城汽车：夯实基础，聚焦SUV与皮卡市场

**聚焦自身优势的SUV和皮卡车型，未来五年投入300亿元，支撑起全球化研发体系。**长城汽车最早是从1998年实现出口的，在海外的产品主要集中在SUV和皮卡车型上。目前，哈弗品牌的出口区域主要涵盖了澳洲、南美洲、东南亚、中东、非洲等多个国家及地区，重点出口市场包括俄罗斯、澳大利亚、南非、厄瓜多尔、智利、秘鲁、马来西亚、沙特等。此外，长城汽车已经在韩国、日本、美国、奥地利以及印度组建了海外研发团队。未来五年，还将继续投入300亿元用来支撑起全球化的研发体系。

图表 45: 长城汽车在全球的研发中心布局



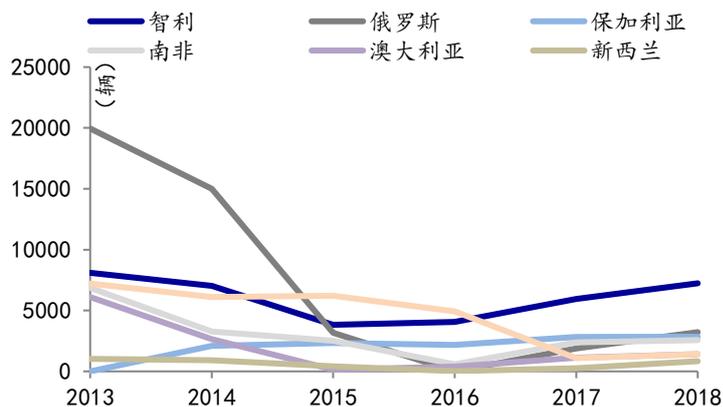
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

已在全球布局 400 余家网店, 累计销售 60 万辆, 在海外市场, 长城汽车作为第一批走出国门的中国汽车企业, 目前已完成 60 多个国家和地区市场布局。截至 2018 年底, 长城汽车海外网络数量总计 400 余家, 网络覆盖俄罗斯、南非、澳大利亚及中东非洲、南美亚太等区域市场, 累计实现海外销售 60 多万辆。

产能方面, 海外布局 1 个海外生产制造工厂和 5 个海外 KD 组装厂。其中, 长城汽车俄罗斯图拉工厂是中国品牌首个海外四大全工艺独资制造工厂, 投资 5 亿美元, 年产能 15 万辆, 能够生产哈弗 F7 等全球车型。

**2018 年出口 1.95 万辆, 同比增长 26%, 预计 2019 年仍将保持增长势头。**长城汽车的出口之路经历过一些波澜, 2016 年俄罗斯汇率下行叠加低油价, 严重影响俄罗斯经济, 再加上叙利亚战争担忧, 长城汽车为首的整车厂宣布暂时退出俄罗斯市场, 造成出口销量大幅下滑。阵痛之后, 长城凭借自身哈弗与皮卡 IP 优势, 在海外市场继续高速发展, 2018 年出口 1.95 万辆, 同比增长 26%, 同时 2019 年预计仍将保持良好势头。

图表 46: 长城汽车在各地的海外销量



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

## 2.4 合资品牌: 逆向输出海外, 全球范围对抗日韩

价格昂贵&车型更新较慢, 致使欧美车企在新兴市场节节败退。日本经历上世纪 90 年代的经济衰退后, 汽车出口比重逐年增加, 从 1990 年开始, 日本汽车海外市场的销量就已经超过了日本本土, 凭借超高的性价比与富有吸引力的新车型, 新兴市场迅速成为日本车企最主要的销量增长点。而欧美车系由于车型普遍较老, 同时价格较高, 在与日企的

竞争中显得水土不服，节节败退。我们统计了各主要新兴市场中，各品牌的汽车销量，统计口径如下：

图表 47: 各个品牌汽车销量统计口径

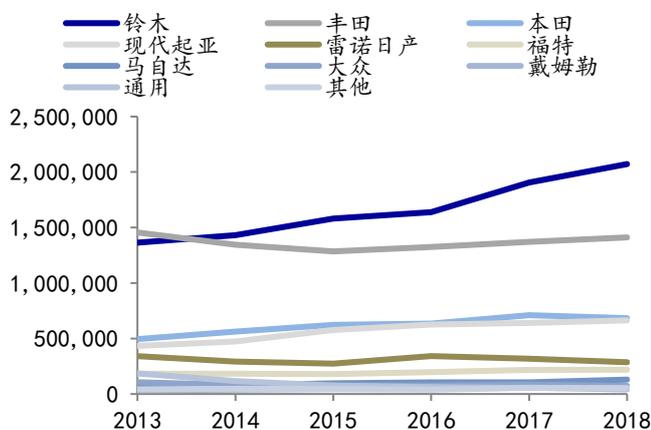
统计品牌		大众、丰田、通用、雷诺日产、现代起亚、福特、本田、FCA、PSA、铃木、戴姆勒、宝马、马自达
统计地区	中南美	墨西哥、巴西、阿根廷、智利、哥伦比亚、乌拉圭、委内瑞拉、波多黎各
	中欧、东欧	俄罗斯、波兰、捷克、斯洛伐克、匈牙利、罗马尼亚、克罗地亚、斯洛文尼亚、保加利亚、哈萨克斯坦、乌克兰、乌兹别克斯坦、白俄罗斯、爱沙尼亚、土耳其
	东南亚	泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、越南、新加坡、缅甸、老挝、印度、巴基斯坦、澳大利亚、新西兰
	非洲、中东	伊朗、以色列、沙特阿拉伯、阿拉伯酋长国、科威特、埃及、阿曼、南非

资料来源: marklines, 国盛证券研究所

各新兴市场销量第一均由日系把持，欧美车企将中外合研高性价比车型导入海外市场对抗成为一个新的选择。截至 2018 年，各新兴市场销量前三的车企分别为：东南亚（铃木、丰田、本田），非洲及中东（丰田、现代起亚、日产雷诺），东欧及中欧（日产雷诺、大众、现代起亚），中南美（日产雷诺、通用、大众），目前各个新兴市场的销量第一已全部由日韩系把持。

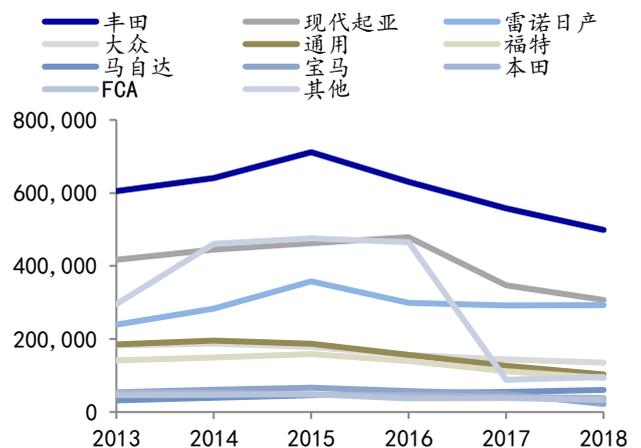
值得注意的是，中南美地区作为美系车在新兴市场的大本营，目前的市场份额正在被日系车迅速侵蚀。内忧外患下，通过合资品牌，将中国的高性价比车型反向出口，是目前欧美车企重新夺回市场份额的最合适选择。

图表 48: 东南亚地区各品牌销量 (辆)



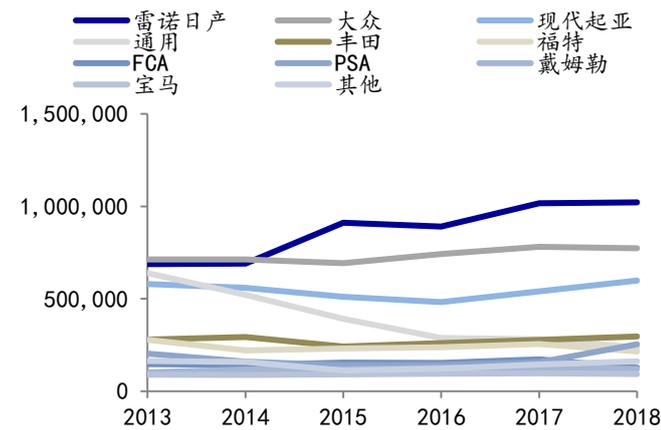
资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 49: 非洲及中东地区各品牌销量 (辆)



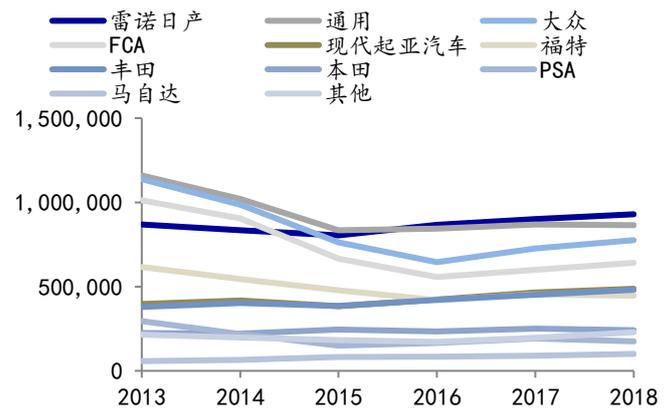
资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 50: 东欧及中欧地区各品牌销量(辆)



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 51: 中南美地区各品牌的销量(辆)



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

#### 2.4.1 通用: 将宝骏 530 作为全新一代科帕奇, 出口东南亚及南美

**2018年11月亮相哥伦比亚, 2019年1月官宣出口智利。**2018年11月, 雪佛兰全新一代科帕奇于哥伦比亚举办的波哥大车展上正式发布亮相, 该车的原型车为宝骏 530。2019年1月, 五菱宝骏汽车官方宣布, 宝骏 530 (代号 CN202S) 将作为全新一代雪佛兰科帕奇出口南美。首批产品将运往位于南美洲的智利进行销售, 后续出口区域将扩展到南美、非洲、地中海、中东等市场。

**微调内饰, 保留设计理念及动力系统。**外观上, 新款科帕奇采用是宝骏的设计理念, 车头、腰线和整体轮廓采用了分体式大灯, 以及宝骏 530 标志性的日间行车灯, 侧面腰线平直有力。唯一不同的地方在于前格栅的设计, 全新一代科帕奇采用了有着浓郁雪佛兰风格的格栅。

在内饰方面, 全新一代科帕奇也完全保留了宝骏 530 的设计, 整体风格简洁, 以横向布局为主, 并在中控区域和门板区域采用皮质包裹, 新车提供 2+3+2 式的 7 座和 5 座布局。

配置方面, 新车将提供 8 英寸中控触控屏、倒车影像、蓝牙、USB 接口、6 扬声器以及部分安全驾驶辅助提供。动力方面, 新车将搭载一台 1.5T 发动机, 最大功率 110kW, 峰值扭矩 230Nm, 将会匹配 6 速手动或 CVT 自动变速箱。

图表 52: 雪佛兰全新一代科帕奇于哥伦比亚的波哥大车展亮相



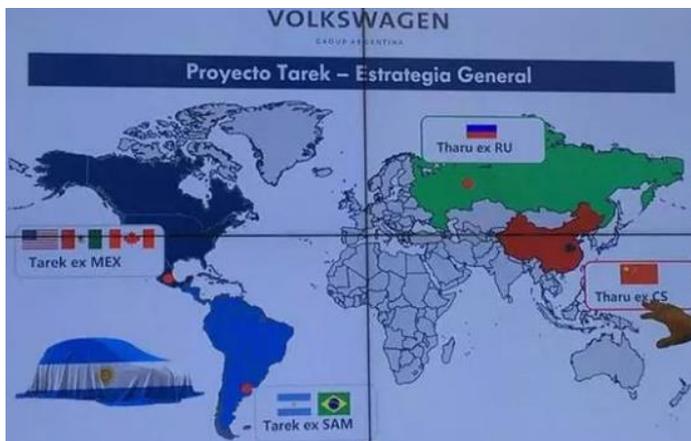
资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

### 2.4.2 大众：途岳改名 Tarek，投产阿根廷，进军美洲市场

途岳将更名为“Tarek”，投产阿根廷，最快 2021 年生产。根据搜狐汽车报道，途岳将更名为“Tarek”，进入北美及南美市场，同时大众汽车还宣布，已经在阿根廷调整其 Pacheco 工厂，最快将于 2021 年投入生产。大众汽车将 Tarek 定位于 T-Cross 和 Tiguan Allspace 之间的 C 级 SUV 领域，该车上市后将与当地的 Jeep Compass（国内为 Jeep 指南者），Ford Kuga / Escape（国内为福特翼虎），Hyundai Tucson（国内为现代途胜）和 Kia Sportage（国内为起亚智跑）等车型竞争。

大众表示全球对于 SUV 的产品需求仍在强势增加，因此他们也会不断推出新作以符合市场胃口。Tarek 在科技与安全辅助项目上将会有亮点，新车有望获得 NCAP 五星的撞击测试评价。动力方面，大众已确定初期会为 Tarek 提供 1.4 TSI 汽油引擎，可产生 150hp 最大马力，采用前驱设定，但不排除四驱版本推出的可能性。新车预计会在 2021 年在美国、加拿大、墨西哥、阿根廷和巴西等地开始销售，而之后也有可能在其他国家推出。

图表 53: 大众对于 Tarek 新车规划



资料来源：新浪汽车，国盛证券研究所

图表 54: 中国在售途越车型



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

### 2.4.3 福特：领界巴西 C 位出道，测试市场反应

开启 EMOM 模式，与当地合资企业共研。根据印度 indianautosblog 报道，福特曾表示在新兴市场中，客户无力支付其五大全球架构之一支撑的车型，因此必须利用其合资伙伴及其部分联盟来满足这些需求。因此，福特正在应用“新兴市场运营模式（EMOM）”，通过联盟、外包技术、当地合资企业、平台共享等方式削减成本。

巴西车展重点介绍领界，测试消费者预期。根据搜狐汽车报告，在 2018 年的圣保罗国际车展上，福特 Territory（领界）被福特汽车重点推出，福特南美总裁莱尔·沃特斯介绍说：“这是在巴西市场新推出的 Territory（领界），此车由福特与中国江铃汽车合作开发，它让中国市场与南美市场在这里奇妙地结合了起来。”从莱尔·沃特斯对福特 Territory（领界）的介绍足以可见，福特汽车对对于领界寄以厚望，如果市场认可度足够，领界有望迅速出口巴西。

领界继承福特基因，ADAS 配置强大。设计上，领界在福特家族的经典前脸设计上有所创新，内饰搭载了可用自然语音控制的智能信息娱乐交互系统与智能网联科技、Co-Pilot360™ 智行驾驶辅助系统、无线充电设备等多项智能科技配置和主动安全配置。动力搭载了 1.5T 涡轮增压发动机，匹配 CVT 无极变速箱，并提供 48V 助力及制动能量回收系统选配。

图表 55: 领界在巴西圣保罗车站亮相



资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

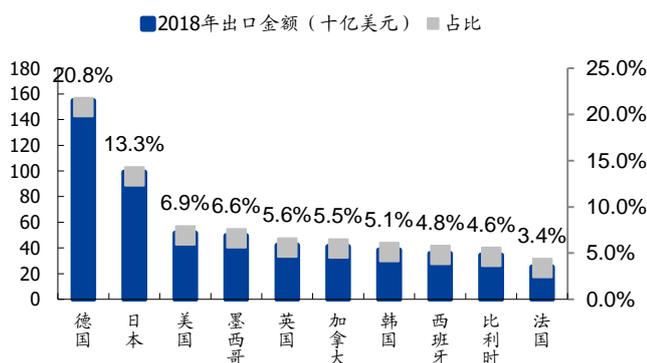
### 三、完备产业链与高性价比是国内车型出海立足之本

#### 3.1 以制造强国为基, 出口是必然选择

我国汽车产业出口保持较快增速。2018 年我国汽车出口为 115 万辆, 同比增长 9.5%, 出口金额达到 147.65 亿美元, 同比增长 11.1%。

我国汽车工业近年来快速发展, 连续 10 年销量排名第一, 占据全球汽车产量约 30% 份额。而相比之下, 我国汽车出口相对较弱, 以 2016 年为例, 2016 年我国汽车出口额仅占全球汽车出口额比例仅为 2%, 与我国汽车工业大国地位严重不匹配。

图表 56: 2018 年全球主要汽车出口国金额及占比



资料来源: World'sTopExports, 国盛证券研究所

图表 57: 2017 年全球主要汽车产量及占比



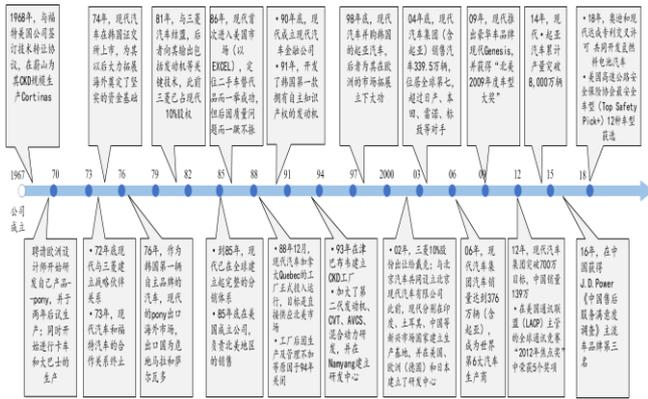
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

从全球汽车后发国家日韩来看, 都经历过汽车从内销转向对外出口的历程。

韩国汽车工业上世纪 60 年代才开始起步, 早期完全以 SKD 组装件起家, 之后引进三菱汽车技术, 成功开发了 PONY 轿车并开始出口海外。到 2018 年韩国汽车出口金额达到 380 亿美元, 成为世界第七大汽车产品出口国。

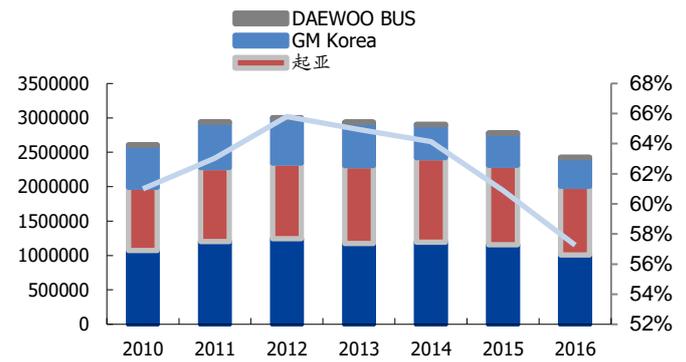
现代起亚汽车集团经过多年发展目前是全球第五大汽车集团, 2018 年销售汽车 750 万辆, 同比增长 3.2%, 占全球 7.9% 的份额。

图表 58: 现代汽车的历史发展进程



资料来源: HMC 年报, 国盛证券研究所

图表 59: 韩国汽车分企业出口数量 (辆) 及出口占产量比例



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

日本汽车产业于 20 世纪 60 年代在其国内市场形成垄断后迅速瞄准海外市场，开启产业全球化之路。1998 年日本汽车海外产量仅为 500 万辆，远低于国内 1000 万辆的产能。到 2017 年日本汽车海外产量已将近 2000 万辆，而国内持续稳定的 1000 万辆产量中约一半用于出口，国际市场已经发展成为日本汽车的主要产地。

图表 60: 日本汽车产量及出口量 (万辆)

地区	1998	2003	2009	2013	2014	2016	2017
日本产量	1004	1029	793	963	977	920	969
其中出口	453	476	362	467	447	463	471
海外产量	537	861	1012	1676	1748	1898	1974
亚洲	122	301	515	906	911	1009	1087
欧洲	92	134	123	154	165	176	194
北美	267	349	269	454	479	499	477
拉丁美洲	26	46	79	128	159	186	190
非洲	14	16	17	23	24	19	20
大洋洲	15	15	10	11	9	9	6

资料来源: 日本汽车产业协会, 国盛证券研究所

### 3.2 国内成熟供应商体系具备完善的响应速度与成本优势

国内汽车销量的快速增长，培育出我国完善成熟的汽车零部件供应体系。2017 年，我国汽车零部件制造行业销售收入达 37392 亿元，同比增长 8.20%，产业快速发展：

- 技术方面来看，汽车零部件行业通过企业自主研发、合资合作及技术人才引进，持续加强技术攻关和创新体系建设，在部分领域核心技术逐步实现突破。国内汽车零部件企业已具备乘用车及商用车零部件系统、零部件及子系统的产业化能力，并实现产品的全面覆盖。
- 产业链方面，大多数汽车零部件企业已具备较强的生产制造能力和一定的市场竞争力，并通过差异化的多层次发展，以及同心多元化推动，实现了规模迅速扩张，在各个细分行业之间形成了协同效应。

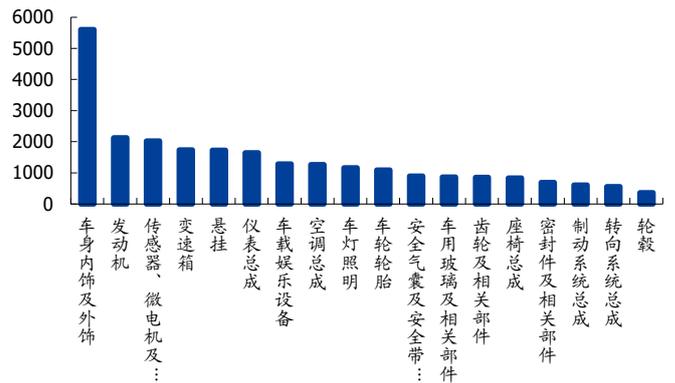
我国汽车零部件企业门类齐全。国内零部件产业涵盖汽车发动机、变速器、悬架、制动、转向、照明、空调、汽车电子等几乎所有系统部件。根据工信部 2015 年对全国汽车零部件企业的排查摸底，全国有超过 10 万家汽车零部件企业，规模以上（年销售在 2000 万元以上）的有 1.3 万家，占全国接近 4% 的比例。

图表 61: 2017 年国内前十大汽车零部件企业收入 (亿元)



资料来源: 中国汽车报, 国盛证券研究所

图表 62: 2016 年我国汽车零部件分行业产值 (亿元)

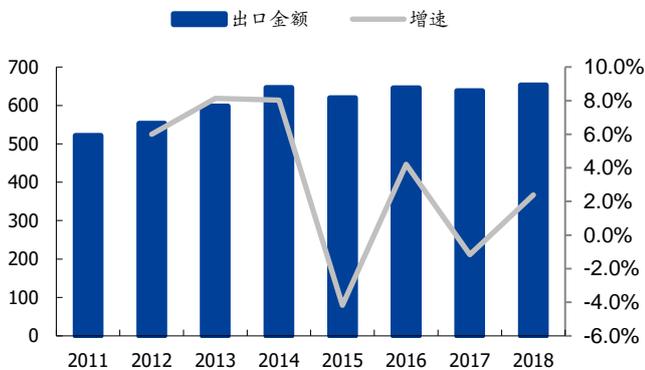


资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

得益于我国汽车零部件产业的较快发展以及成本优势, 零部件企业出口成绩斐然。根据海关总署统计, 2018 年全年汽车零部件出口金额 3627.7 亿元, 约是整车出口额的 4 倍, 同比增长 7.9%, 实现贸易顺差 1318.2 亿元。

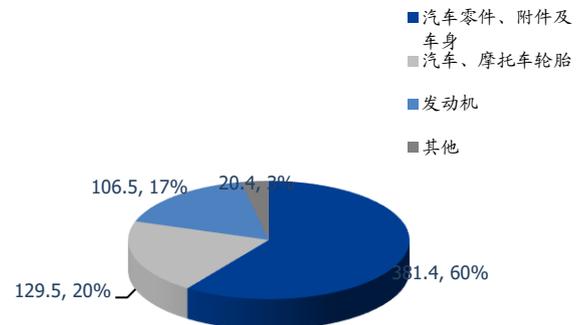
具体产品来看, 2017 年汽车零件、附件及车身出口金额 381.42 亿美元 (+8.89%), 汽车、摩托车轮胎共出口 129.46 亿美元 (+9.99%), 其他汽车相关商品出口金额 106.48 亿美元 (-8.44%), 发动机出口金额 20.41 亿美元 (+12.02%)。

图表 63: 我国汽车零部件历年出口金额 (亿美元) 及增速



资料来源: 中国汽车报, 国盛证券研究所

图表 64: 2018 年我国汽车零部件出口按类别占比



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

**我国自主零部件企业具有速度响应快、成本控制好等优点:**

- 2018 年我国自主品牌共上市 78 款车型, 占总上市车型数量为 60%, 超过自主品牌 2018 年销量占比 42% 的比例。在整体营收低于合资车企的情况下, 自主品牌上市新车数量较高, 在一定程度上体现了国内自主零部件企业的快速响应与同步研发效率。
- 特斯拉选择在上海建设超级工厂, 一方面是国内的汽车市场, 另一方面则是考虑到国内供应体系在成本端的优势。特斯拉官方曾表示“根据我们的经验, 我们现在可以在中国建立第二代 Model 3 生产线。我们预计, 上海工厂每单位产能成本将比现在与 Model 3 生产线有关的佛里蒙特工厂 (Fremont) 和 Gigafactory 便宜至少 50%”。

图表 65: 2018 年自主品牌共上市 78 款车型



资料来源: 中国汽车报, 国盛证券研究所

图表 66: 特斯拉上海超级工厂主体建筑将在 7 月份完工



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

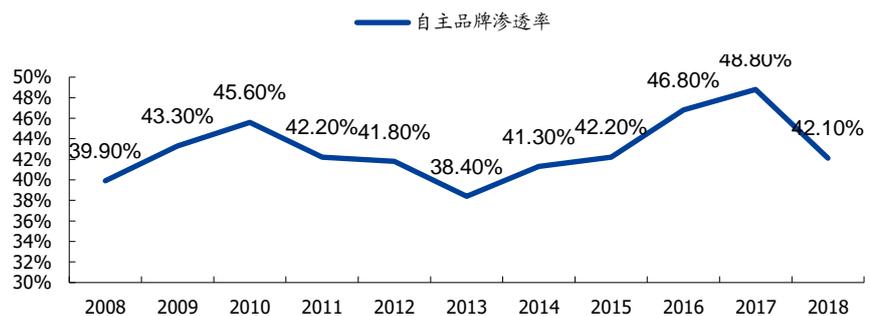
### 3.3 国内市场证明, 高性价比领域自主品牌竞争优势明显

我国自主品牌历史上有两个快速发展期, 分别是 **2009-2010 年** 和 **2015-2017 年**。2008 年受全球金融危机影响, 我国汽车销量增速较慢, 自主品牌市占率跌落到 39.9% 左右, 2009 年国家推出购置税优惠政策, 而相同的政策周期也在 2016 年实施。两个阶段的相同点是, 这一时期行业增速较快, 竞争并不激烈, 合资企业给自主车企在较低的价格区间以充分的发展空间, 使得自主品牌快速增长, 市场份额得到提升。

其中代表企业就是长城和吉利, 长城和吉利在快速发展阶段的核心竞争优势是在主流合资品牌无法覆盖到的价格区间推出优质产品车型。长城以哈弗品牌 SUV, 吉利以 3.0 精品车型为代表, 快速抢占市场。

我们认为自主品牌在同级别车型的价格优势, 是其快速成长的关键要素, 而这一优势未来有望在全球复制。

图表 67: 自主品牌渗透率

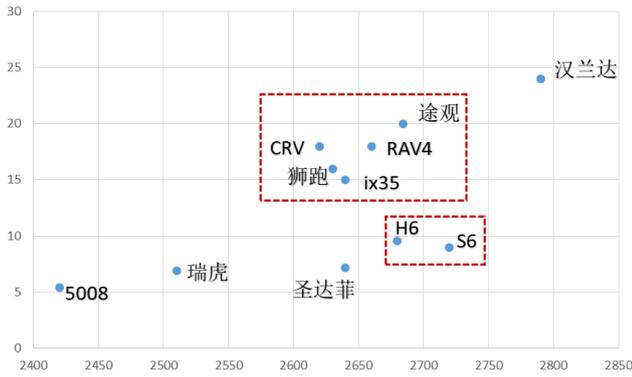


资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

长城汽车在 2010 年推出哈弗 H5, 之后又在 2011 年推出哈弗 H6, 从价格来看, 当时主流 SUV 只有比亚迪 S6 能够在价格尺寸上和其对标。主流紧凑级 SUV 的轴距在 2700mm 左右, 而当年合资品牌这一级别 SUV 价格多数在 20 万左右, 而 H6 则在 10-12 万元区间, 性价比极高。

H6 自上市后成为一代经典车型, 持续居国内车系销量排行榜第一位, 也使得长城汽车快速成长为国内 SUV 品牌龙头。

图表 68: 2011 年长城哈弗 H6 在同尺寸车型中价格优势明显



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所  
备注: 纵轴售价 (万元), 横轴轴距 (mm)

图表 69: 哈弗 H6 和比亚迪 S6 参数对比

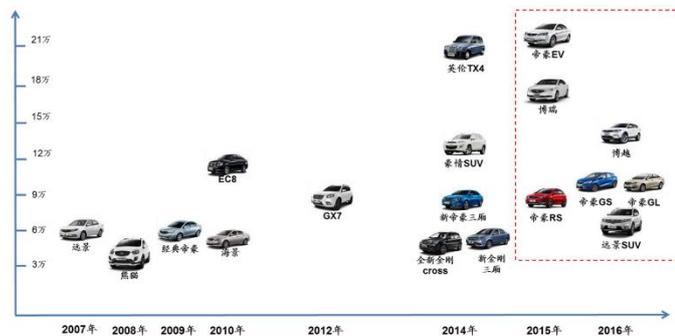
指标	H6	S6
动力	2.0L汽油 / 2.0T柴油	2.0 / 2.4L汽油
操控	两驱和四驱	两驱
安全性	ABS+EBD+BA	ABS+EBD
轴距	2680	2720
乘坐空间	4640X1825X1695	4810X1855X1680
保修	3年10万公里	2年6万公里
售价	9.58-14.18	8.98-12.98
12年销量	11.2万	8.7万

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

吉利汽车 2014 年整合三大品牌全球鹰、帝豪、英伦为统一品牌, 并在 2014 年提出“造每个人的精品车”的品牌使命, 及精品 3.0 车型计划, 并陆续推出了博瑞、博越、帝豪 GS、帝豪 GL 等 3.0 时代精品车型。之后几年吉利快速发展, 成为自主品牌龙头, 一方面是不不断推出新车型, 另一方面则是在较低的价格区间搭载了丰富配置。

以吉利缤越为例, 顶配车型 Battle 版本售价仅为 11.88 万元, 动力上则搭载了和领克 02 基本相同的 1.5T+7DCT 动力系统, 同时搭载 L2 级 ADAS 系统, 拥有并线辅助、车道偏离预警、ACC、全景环视等设备。缤越上市后, 在 A0 级 SUV 快速抢占市场, 月销迅速破万。

图表 70: 吉利在 2015 年推出多款精品 3.0 系列车型



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 71: 吉利缤越配置丰富



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

#### 四、渠道、品牌、产品力决定出口成败

从过往海外市场的发展情况来看, 整车作为一个 to C 端的高附加值的产品, 拥有其固有属性, 需要同时满足当地政府对于关税、产值、就业、法规、售后等的要求, 同时还需要匹配产品与消费者的使用偏好、消费偏好。因此海外拓展较难能够凭借一款车型在不同地域快速复制上量, 绝大部分的整车厂商需要进行对每个国家的产品进行属地化调整。因此本章中我们通过实例重点探讨, 哪些因素决定海外战略的成功与否。

### 4.1 成功的出口模式，需具备三要素：产品力、渠道、品牌

从模式上，汽车出口模式分为出口进入、合同进入和直接投资进入三类。自主车企进入国际市场有出口进入、合同进入和直接投资进入三大类。通常较小的市场适合于低成本的进入方式，如间接出口、特许经营或其他契约型进入；如果目标国家的市场竞争结构属自由竞争，则适宜采用出口模式，而如果是垄断或寡头垄断市场结构，则应考虑契约模式或投资模式。对于现阶段的整车厂，短期通过合资品牌，以类似 CKD 的方式反向出口，评估市场的情况，考察用户接受程度以及产品与当地本土法规、本土消费者的使用习惯、本土文化是否存在机会，在通过合资当地品牌或建设当地产能的方式，建立自有的品牌、销售渠道与售后服务体系，是较为合适的方案。

图表 72: 车企进入海外的主要形式

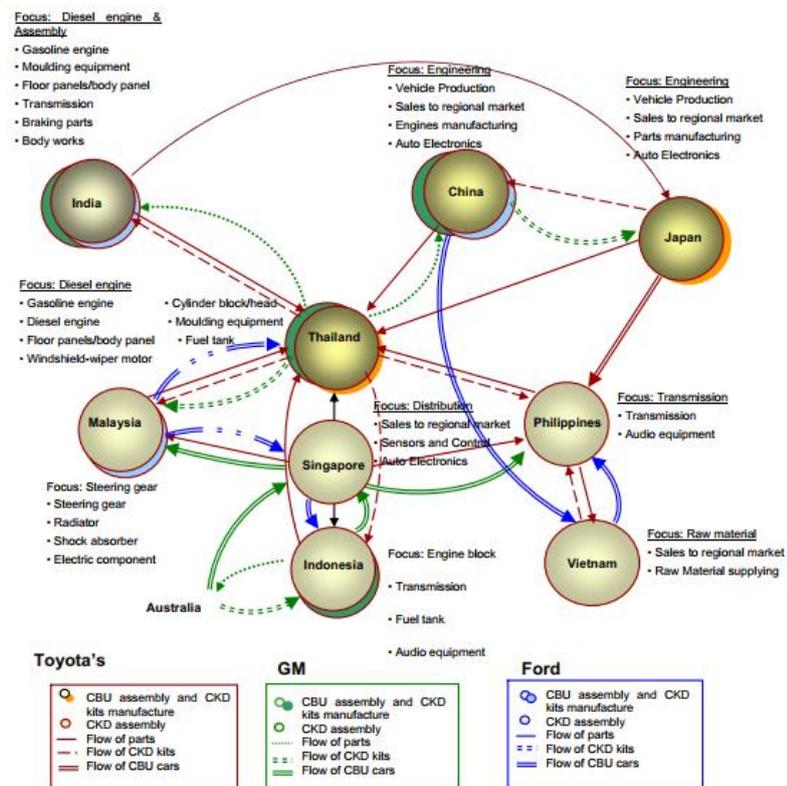
模式	主要形式
出口进入	直接出口（销售给当地经销商）、间接出口（自建经销商）
合同进入	许可证协议、特许经营、技术转让、交钥匙合同、管理合同等（无形资产转让）
直接投资进入	合资、独资

资料来源：《基于企业国际经验的国外市场选择和进入模式研究》，国盛证券研究所

日系、美系车企在海外深耕多年，早已建立起庞大的区域供应链，带来巨大的竞争优势，自主品牌要想在海外市场取得成功，产品力、渠道建设和品牌打造三者缺一不可。自主品牌在国内市场的快速成长已经证明了本身具有不俗的产品力，因此在海外市场取得成功的关键要素是海外市场的品牌打造以及销售渠道的建设。

以东南亚为例，日系车企在东南亚深耕几十年，拥有全球化的供应链与本地化的整车厂，品牌知名度也更高，国产车企单纯的拼新车售价是不现实的，未来产品力是形成品牌力的核心基础，而好的品牌运营是放大产品优势的关键，优秀的渠道建设则是实现价值并创造利润的关键，三者相辅相成缺一不可。

图表 73: 丰田、通用与福特在东南亚地区的供应链



资料来源：The Automotive Supply Chain - The Logistics Institute-Asia Pacific, 国盛证券研究所

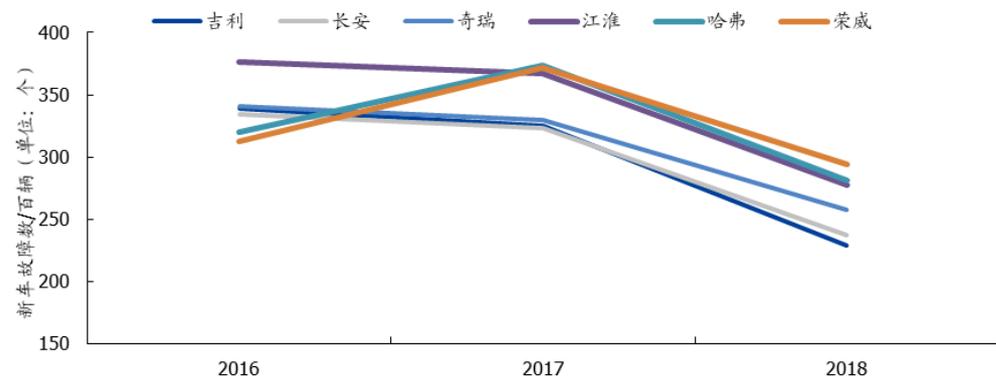
由于不同的整车厂对于自己所处的地位考虑有所不同、出口国的整车政策要求可能也不太一样，因此我们抛开出口模式的优劣探讨出口的核心因素。

产品力包括前端（销售端）与后端（售后端），品控提升+智能化为国产汽车的前端竞争力提供保障。2018年自主品牌在海外的竞争取得亮眼表现，离不开自身品质的提升，以及差异化的产品竞争策略（智能化）。

1) 自主品牌近年来规模化明显，整体产品上了一个台阶，纷纷向上突破，产品质量有了大幅提升。以吉利和长城则分别推出高端品牌领克和WEY，分别在汽车之家2018年品牌质量排行榜上位居前列。而根据汽车之家产品年度质量报告，吉利、长城等自主品牌的故障率18年以来大幅下降。

2) 在海外市场，相比于日韩美系，国内在智能化领域更为激进，借助全球智能化的浪潮，自主品牌抢占先机。

图表 74: 2016-2018 年，部分自主品牌新车故障率（个/百辆）



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

后端市场区别于国内，海外注重二手车市场，保值率的提升和品牌打造密不可分，需要长时间投入与孵化，这为海外深耕多年的头部企业提供了天然的护城河。海外注重二手车的残值，消费的观念中，二手车的残值对于整个新车销售影响显著。这意味着车企不光是要做新车销售，而且对于二手车包括整个后市场一并切入。一般而言，二手车出售关键在于品牌，所以在前期有很长一段的投入和孵化期。

以国内市场为例，根据中国汽车金融暨保值率研究委员会发布的《2018年中国汽车保值率报告》，2018年保值率前三的A级SUV车型分别为本田CR-V、日产奇骏、本田RAV4，美欧系车型排名最高为大众途观（第6位），自主车型排名最高为传祺GS4（排名第10位）；A级轿车排名前三的车型分别为本田卡罗拉、本田杰德、大众高尔夫。自主品牌国内深耕多年，面对日系品牌仍然处于劣势，在东南亚市场则更加举步维艰。因此，通过合作或控股当地的本土化品牌，是切入市场的理性化选择。

图表 75: 2018 年 A 级 SUV 二手车 3 年保值率前十名

车系名称	1年保值率	2年保值率	3年保值率	4年保值率	5年保值率
1 本田CR-V	77.61%	72.78%	64.73%	58.13%	52.82%
2 日产奇骏	75.43%	69.08%	63.27%	59.86%	48.89%
3 本田RAV4	74.06%	69.16%	62.26%	57.44%	50.06%
4 马自达CX-5	74.36%	68.26%	61.04%	55.04%	49.04%
5 奔驰GLA	71.43%	66.38%	60.51%	-	-
6 大众途观	69.14%	63.97%	57.35%	52.97%	47.56%
7 日产逍客	70.89%	68.02%	57.14%	44.33%	40.48%
8 现代途胜	66.18%	60.97%	55.27%	41.00%	31.53%
9 日产凤凰MX6	66.67%	61.31%	54.65%	-	-
10 传祺GS4	65.73%	60.46%	54.21%	-	-

资料来源：中国汽车金融暨保值率研究委员会，国盛证券研究所

图表 76: 2018 年 A 级轿车二手车 3 年保值率前十名

车系名称	1年保值率	2年保值率	3年保值率	4年保值率	5年保值率
1 本田卡罗拉	76.52%	69.28%	62.93%	58.18%	47.88%
2 本田杰德	74.64%	68.36%	60.98%	54.80%	48.62%
3 大众高尔夫	72.78%	67.06%	60.70%	55.81%	50.91%
4 马自达3昂克赛拉三厢	72.12%	66.81%	60.43%	55.22%	-
5 本田凌派	70.95%	66.20%	60.37%	55.71%	51.04%
6 丰田雷凌	70.14%	65.68%	60.15%	55.76%	-
7 本田思域	79.70%	73.37%	59.90%	50.92%	46.11%
8 本田锋范	73.45%	67.92%	59.37%	48.98%	42.37%
9 大众速渡	69.42%	64.73%	58.96%	-	-
10 大众捷腾	70.65%	65.39%	58.67%	52.80%	48.47%

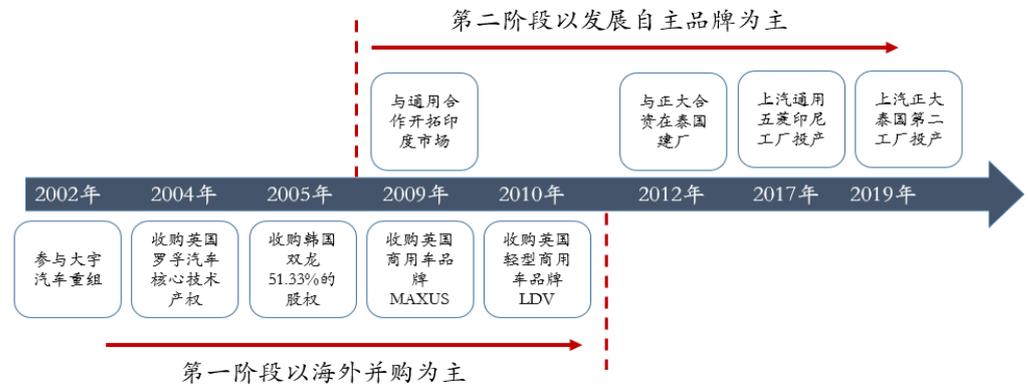
资料来源：中国汽车金融暨保值率研究委员会，国盛证券研究所

## 4.2 上汽：合资带来渠道+原有品牌强化+产品差异化

上汽作为国内汽车龙头，早在 2000 年就开启了全球化道路，之后可以分为两个阶段：

- 第一阶段主要采用收购的方式，以期获取核心技术，主要收购案例有韩国双龙、英国罗孚以及 MAXUS 商用车品牌。
- 第二阶段则主要发展自主品牌，在海外发展中则主要采用出口、经销协议、组装、合资建厂等方式，主要有与通用合资开拓印度市场，和正大集团合资在泰国建厂。

图表 77：上汽的全球化道路可以分为两个阶段

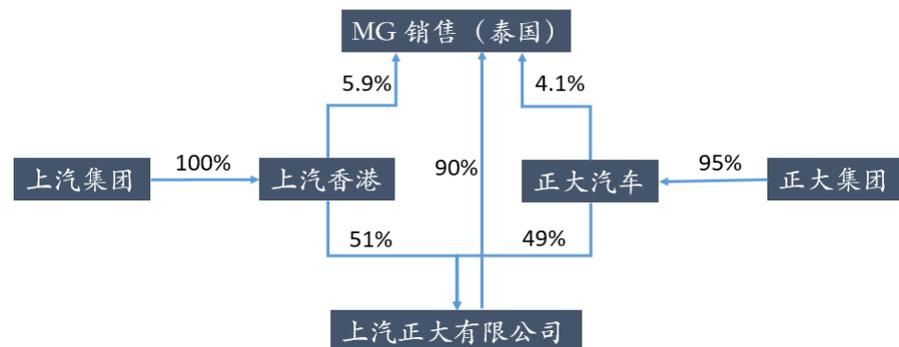


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**持续尝试，磕磕绊绊。**上汽在海外扩张过程中并不是一帆风顺，例如：收购的双龙汽车在 2009 年宣布倒闭；2010 年收购印度通用 50% 股权，而合资公司在印度持续亏损使得上汽之后退出通用印度的经营；与正大合作前直接出口泰国市场，经销商渠道不健全销售平淡。

**借助属地化的资源拓展渠道，二次赋能名爵品牌价值。**1) 在吸取前期遇到的问题后，上汽及时调整海外战略，借助属地化的资源拓展渠道，以泰国为例，在泰国选择借助正大集团的力量拓展渠道。2012 年与正大集团合资成立公司生产销售 MG 品牌。正大集团是泰国最大财阀之一，产业遍布电讯、石化、房地产、医药、零售、金融等领域，在渠道建设上具有先天优势。2) MG 品牌 1924 年起源于英国，在全球具有较强的品牌影响力。在产品力方面，由于正大集团在于上汽成立泰国合资公司前，在汽车领域布局较少，因此我们认为随后当 MG 推出的 ZS 作为在上市 4 个月就成为泰国 SUV 销量冠军，成功因素更多来自于本身的品牌价值+二次产品赋能。

图表 78：上汽和正大集团成立合资公司拓展泰国市场



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2018 年 MG 品牌在泰国销售 23,740 辆，同比增长 97.6%，是泰国增速最快的乘用车品牌。我们认为上汽在泰国的成功，主要得益于公司在国内打造出的优质产品力，由 MG 品牌进行海外背书，同时借助外部资源解决了海外渠道问题。

### 4.3 吉利：原有体系+新产品引入

吉利汽车作为自主品牌龙头，始终把出口作为发展的重要战略，2018年吉利汽车海外营收14.38亿元，同比增长243%。

2003年8月，首批吉利汽车出口，实现了吉利轿车出口零的突破，多年来出口一直保持快速增长，2013年凭借12万辆的出口业绩，吉利汽车成为了年度自主品牌的出口冠军。除了产品出口，吉利还通过一系列合作项目扩大其海外市场：

- 2006年起与马来西亚、俄罗斯乌克兰以及印尼的汽车集团进行CKD、SKD组装合作；
- 2009年收购澳大利亚变速器DSI公司；
- 2010年成功收购沃尔沃使吉利成为中国第一个国际化汽车公司；
- 2013年在瑞典设立欧洲研发中心，逐步向西欧等发达国家市场渗透；
- 2017年5月收购马来西亚品牌宝腾汽车49.9%的股份以及路特斯51%的股份；
- 2017年12月收购沃尔沃集团8.2%股权，成为其第一大持股股东，并拥有15.6%的投票权；
- 2018年10月收购戴姆勒9.7%的股份，一跃成为戴姆勒最大的股东；
- 2019年与戴姆勒达成合作协议，成立合资公司，打造全新的Smart品牌汽车。

图表 79: 吉利控股集团的产业布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

吉利在海外扩展的进程中，产品、品牌和渠道仍然缺一不可。吉利在进入埃及市场的时候最初合作的经销商实力较弱，在广告宣传方面不尽如人意。后来吉利将经销商更换为实力更为雄厚的嘉宝儿集团，该企业主要经营现代、马自达、三菱和沃尔沃品牌的商用车和乘用车，是埃及第二大经销商，随后吉利在埃及的销售有所转机。

吉利收购的宝腾公司是马来西亚最大的汽车公司，是目前东南亚地区唯一成熟的整车制造商，由现总理现马哈蒂尔主导下而建立。

借助原有品牌认知、当地渠道，导入新产品赋能。收购宝腾后吉利在2018年12月推出了博越海外版本，宝腾X70，上市当月交付1327辆，接受预订时，拿到超过1万辆的订单。这两项数据都刷新了马来西亚的历史记录。2019年1月份，宝腾X70单月销量就高达2777台，超越马来西亚全品系SUV。2月份销量2823台，3月销量2979辆，连续3月成为马来西亚SUV销冠，同时还创下了SUV车型的最佳单月销量记录。

图表 80: 博越海外版本 X70 亮相



资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

图表 81: X70 售价在 9.98-12.38 万令吉

X70 ON-THE-ROAD PRICE (without Insurance)		XTRA PACKAGES	
UM 2WD	RM 123,800	Xtra Service Package	5 Times Free Labour Service*
ACTIVE AWD	RM 115,800	Xtra Low Financing Rate	Low Interest Rates Starting From 2.3%
ACTIVE 2WD	RM 109,800	Xtra Warranty Coverage	5-Year Warranty With Unlimited Mile
STANDARD 2WD	RM 99,800	Xtra Data Package	5-Year Internet Data Package (1GB/h)

资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

吉利除了将博越换标推向马来西亚市场外, 还会以同样的形式陆续将缤瑞、嘉际等新车投放到马来西亚, 并以此为基础辐射整个东南亚市场。

#### 4.4 合资逆向出口具备先天优势

根据前文分析, 出口对于渠道、品牌、产品力要求很高, 因此我们认为未来的出口浪潮下, 合资产品在逆向出口方面有着更强的先天优势, 经过百年的发展, 合资品牌在全球有着相对比较强的品牌认知、属地渠道, 因此配合的供应链优势, 将取得更为明显的全球优势。

### 五、江铃有望成为新一轮周期的排头兵

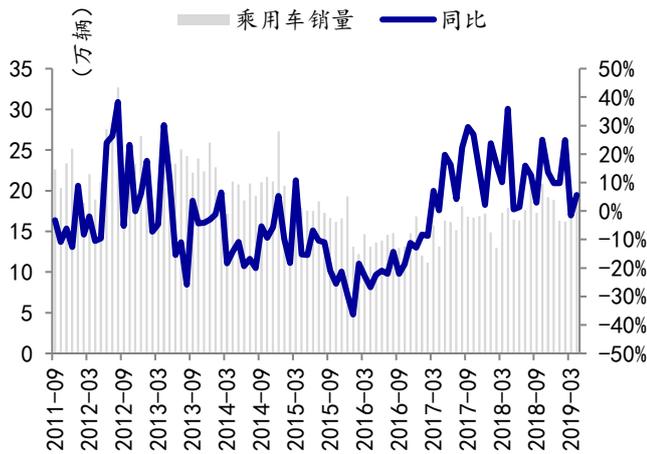
此轮出口周期的大幕已经拉开, 沿着此前本文的分析, 我们可以分成两部分来看, 头部企业的自主品牌(看好吉利、上汽)与合资品牌(江铃福特、上汽通用、上汽大众), 凭借在海外多年的品牌积累与资金的优势, 将率先抢占出口蛋糕。而当前时点, 合资品牌由于可以直接利用外资方在当地的品牌与销售资源, 是见效更快的出口方式。其中, 我们认为江铃有望成为福特未来的重要布局, 成为这轮出口周期的排头兵。本章中, 我们详细分析了巴西整车市场的空间、结构与竞争格局, 梳理了福特未来的全球战略与产品布局, 详细推导了江铃未来的品牌价值。

#### 5.1 南美 SUV 红利开启, 销量结构巨变

巴西是南美最主要的汽车市场, 2018 年整车市场规模 257 万辆, 巴西作为金砖五国之一, GDP 位居南美第一, 全球排名第 9 位。庞大的人口与发达的经济造就了巴西快速发展的汽车市场, 现已成为第 8 大汽车销售市场。根据巴西全国汽车生产商协会(Anfavea)最新数据, 2018 年, 巴西汽车销量规模为 257 万辆。

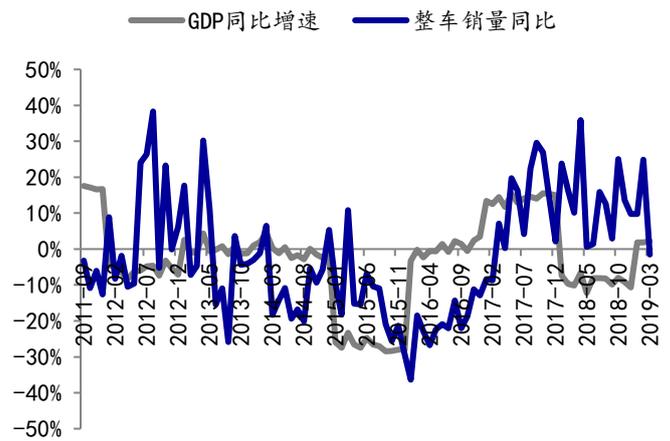
由于经济的复苏, 巴西整车市场迎来 2013 年以来的历史拐点。由于经济危机, 巴西经济在 2013 至 2017 年期间经历了严重的衰退, 2015/2016 年 GDP 同比下滑达 3.8%/3.6%, 低迷的经济严重抑制了汽车消费, 2016 年 3 月巴西汽车销量同比-36%, 达到历史冰点。2018 年起, 伴随国民经济的逐渐复苏, 整车销量转入正增长。2018 年全年销量同比增长 14.6%, 这也是巴西自 2013 年经济衰退后连续第二年汽车销量增长, 同时也高于 Anfavea 原定的 13.7% 的增长预期。

图表 82: 巴西轿车及 SUV 销量及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

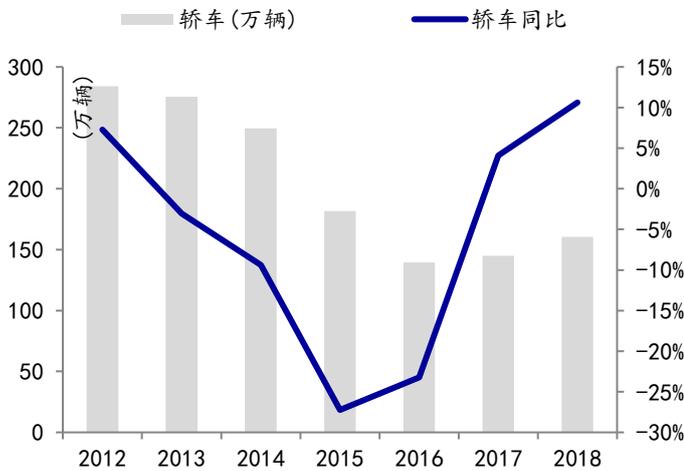
图表 83: 巴西经历复苏为汽车销售提供良好的基础



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

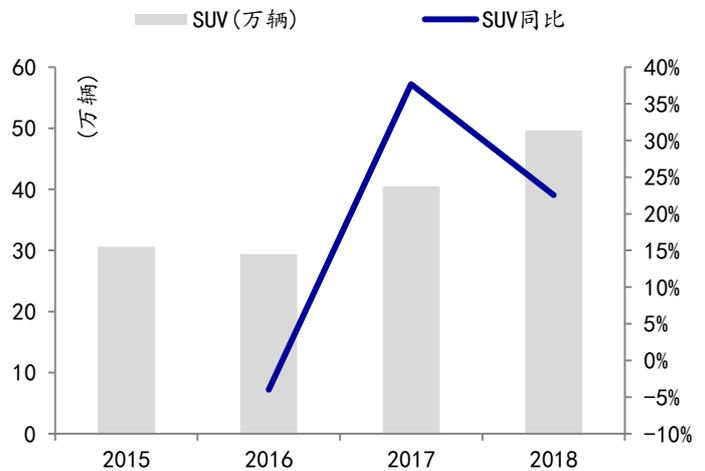
销量结构转变, SUV 逐步替代轿车, 2015-2018 年轿车 GAGR-4%, SUV GAGR 17%。SUV 始于美国, 在欧洲和中国爆发, 2015 年起传导至巴西, 而受益于汽车销量的复苏, 2016-2018 年, 巴西传统轿车销量及同比增长分别为 139 万辆 (同比-23%), 145 万辆 (同比+4%)、161 万辆 (同比+11%), 而 SUV 销量及同比增长分别为 29 万辆 (同比-4%), 40 万辆 (同比+38%)、50 万辆 (同比+23%), 远高于同期轿车销量增速。

图表 84: 巴西轿车销量及增速



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

图表 85: 巴西 SUV 销量及增速



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所 (2015 年之前 Marklines 未有数据统计)

南美版 SUV 红利正在开启, 未来 SUV 预计销量占比将进一步提升, 且中高价 SUV 市场有望打开。

1) 由于经济衰退, 以巴西为代表的南美市场起步较晚, 2015 年 SUV 车型才开始大量导入, 市场还有成长空间。由于经济原因, 巴西市场一直以小型轿车为主, 除了福特在 2003 年上市的 EcoSport 与现代在 2013 年投产的 ix35 外, 并无其他主流的 SUV 车型获得成功。而 2015 年是巴西 SUV 市场真正开启的元年, EcoSport 的竞争 SUV 车型陆续导入巴西, 其中 JEEP 在 2015/2016 年分别上市了 Renegade 与 Compass, 本田 2015 年在巴西投产 HR-V, 雷诺 2014 年底在巴西公布 Duster, 爆款车型的持续导入, 真正打开了巴西 SUV 市场。

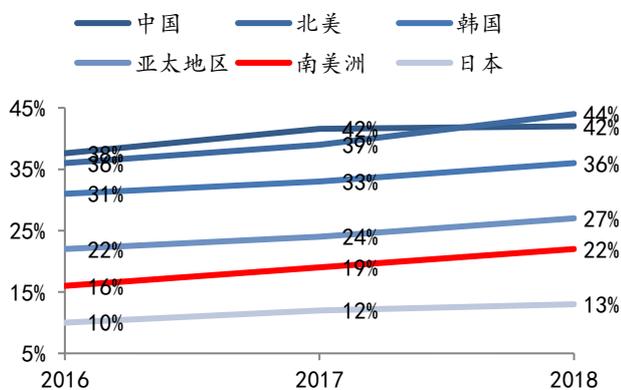
图表 86: 巴西 2015 年至 2018 年销量过万的 SUV 车型统计

车企	车型	零售价中枢				
		(巴西雷亚尔)	2015 年销量 (辆)	2016 年销量 (辆)	2017 年销量 (辆)	2018 年销量 (辆)
现代	Tucson (ix35)	123300	26004	21429	15286	13704
吉普	Compass	126990	-	6599	49187	60284
本田	HR-V	105980	51155	55758	47775	47959
福特	EcoSport	95900	33861	28105	31195	34497
本田	WR-V	87740	-	-	15353	14797
雷诺	Captur	81590	-	-	13742	26504
现代	Creta (ix25)	78990	-	-	41625	48976
日产	Kicks	78990	-	10712	33464	46812
雪佛兰	Tracker	74980	11031	8558	12136	26100
雷诺	Duster	74890	34325	25373	17638	23579
吉普	Renegade	70900	39187	51375	38330	46344
其他			110583	86036	88977	106500

资料来源: 搜狐汽车, 易车, 国盛证券研究所

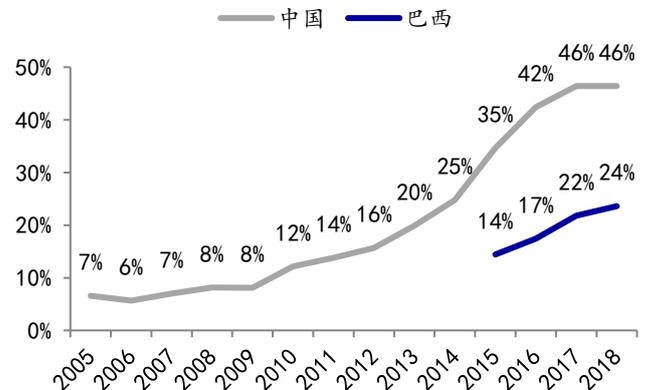
2) 从销量占比来看, 2018 年南美市场 SUV 销量占比约 23%, 低于全球市场平均水平, 但占比提升速度位于前列, 提升趋势明显。从世界范围看, 根据 JATO 的统计, 2018 年全球各主要汽车市场的 SUV 销售占比分别为中国 (42%)、北美 (44%)、韩国 (36%)、亚太 (27%)、南美洲 (22%)、日本 (13%), 较 2016 年 SUV 销售占比分别提升: 中国 (4 PCT)、北美 (8 PCT)、韩国 (5 PCT)、亚太 (5 PCT)、南美洲 (6 PCT)、日本 (3 PCT)。南美市场 SUV 销量占比低于全球市场平均水平, 而占比提升速度仍然位于前列, 提升的趋势明显。同时对比中国, 中国 SUV 销售占比自 2009 年的 8%, 持续提升至 2017 年的 46% 并趋于稳定, 巴西 2015-2018 年 SUV 销量的占比分别为 14%、17%、22%、24%, 仍然的上升区间, 同时相较于中国 46% 的销售占比, 未来仍有接近一倍的提升空间。

图表 87: 2016-2018 年各国 SUV 销量占比



资料来源: JATO, 国盛证券研究所

图表 88: 中国及巴西 SUV 销量占比对比

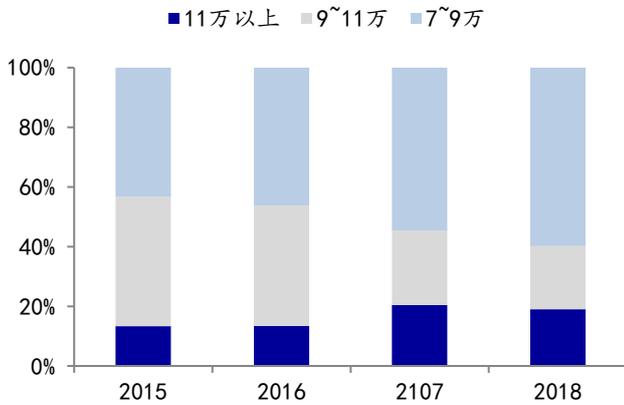


资料来源: Marklines, 国盛证券研究所 (2015 年之前 Marklines 未有数据统计)

3) 从价格看, 目前 SUV 市场竞争尚集中在售价 7-9 万雷亚尔低端市场, 9 万雷亚尔以上的高端市场目前吉普 Compass 销量一骑绝尘, 高端市场正在逐步打开。以 2018 年销量排

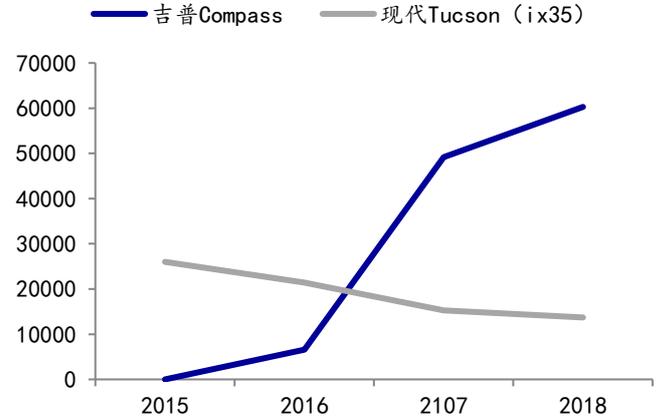
列，目前巴西 7-9 万雷亚尔低端市场竞争相对激烈，销量过万的共有 7 款车型，分别为现代 Creta (ix25)、日产 Kicks、吉普 Renegade、雷诺 Captur、雪佛兰 Tracker、雷诺 Duster 及本田 WR-V；9-11 万雷亚尔市场中，销量过万的车型有吉普 HR-V 与 EcoSport，且销量相对稳定；11 万雷亚尔以上 SUV 车型中，目前吉普 Compass 一家独大，高端市场尚未充分挖掘。

图表 89: 销量过万的 SUV 车型中，各价位销量占比



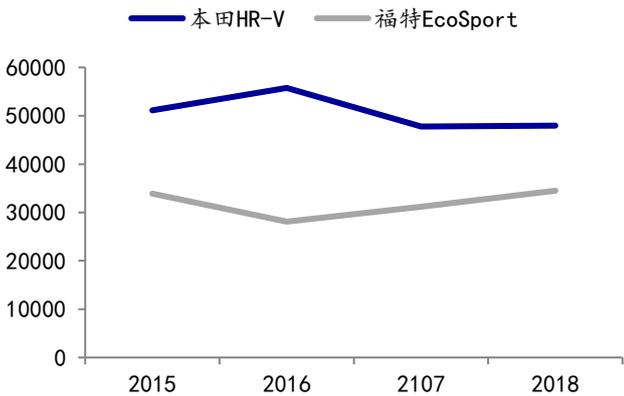
资料来源: Marklines, webmotors, 国盛证券研究所

图表 90: 巴西市场 11 万雷亚尔以上 SUV 车型销量 (辆)



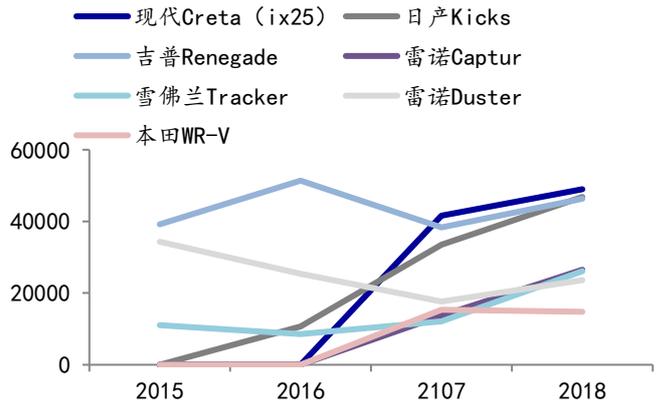
资料来源: Marklines, webmotors, 国盛证券研究所

图表 91: 巴西市场 9-11 万雷亚尔车型销量 (辆)



资料来源: Marklines, webmotors, 国盛证券研究所

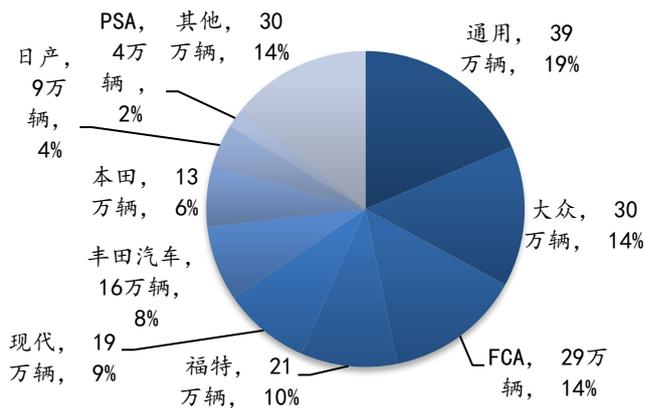
图表 92: 巴西市场 9 万以下雷亚尔车型销量 (辆)



资料来源: Marklines, webmotors, 国盛证券研究所

巴西车市由各跨国汽车巨头主导，目前美系当道，通用、大众、FCA、福特、现代群雄逐鹿。南美洲是典型的跨国车企主导市场，汽车工业主要依靠国外投资、引进国外的技术而发展，本土品牌往往难以发展。巴西的整个汽车工业几乎全部受外资控制，而巴西本土的自主品牌非常少，并且难以持续发展。位居巴西市场前五大品牌依次为：通用（19%）、大众（14%）、FCA（14%）福特（10%）、现代（9%）。

图表 93: 各品牌 2018 年在巴西乘用车市场销量及市占率



资料来源: Marklines, Wind, 国盛证券研究所

具体车型而言, 消费者更青睐廉价的小型车, 目前轿车市场排名较为固化, SUV 市场中, JEEP 指南者居榜首, 2018 年销售 6 万辆。占据各年汽车销量榜单的基本都是各跨国龙头车企的特供车型。对比 2015 年与 2018 年巴西市场的汽车销量排名, 巴西轿车市场较为稳定, 雪佛兰 Onix 及其三厢版本 Prisma 牢牢占据销售榜首, 其次为现代 HB20 与福特 Ka, 均为巴西市场的特供廉价车型, 第三梯队为大众高尔/polo。SUV 作为近两年迅速发展中的新市场, 目前巴西最畅销 SUV 为 Jeep 指南者, 2018 年销售 6 万辆。

图表 94: 巴西 2015 年及 2018 年前十大畅销车型

2015 年				
排名	品牌	车型	级别	2015 年销量 (辆)
1	雪佛兰	Onix	A0 级轿车	125,931
2	菲亚特	派力奥	A0 级轿车	122,364
3	现代	HB20	A0 级轿车	110,396
4	菲亚特	Strada	皮卡	98,631
5	福特	Ka	A00 级轿车	90,187
6	大众	高尔	A0 级轿车	82,746
7	菲亚特	Uno	A0 级轿车	79,783
8	大众	Fox/CrossFox	A00 级轿车/跨界车	79,590
9	雷诺	Sandero	A 级轿车	78,174
10	雪佛兰	Prisma	A0 级轿车	70,336
2018 年				
排名	品牌	车型	级别	2018 年销量 (辆)
1	雪佛兰	Onix	A0 级轿车	210,458
2	现代	HB20	A0 级轿车	105,506
3	福特	Ka	A00 级轿车	103,286
4	大众	高尔	A0 级轿车	77,612
5	雪佛兰	Prisma	A0 级轿车	71,735
6	大众	polo	A0 级轿车	69,584
7	雷诺	Kwid	A 级轿车	67,320
8	菲亚特	Strada	皮卡	67,227
9	菲亚特	Argo	A0 级轿车	63,011
10	Jeep	指南者	紧凑型 SUV	60,284

资料来源: 搜狐汽车, 易车, 国盛证券研究所

## 5.2 福特调整全球战略，南美重新定位低价产品谱系

日前在福特公司 2019 年一季报的演示材料中，福特公司发布了 2019 年的战略规划，主要包括两个方面：

**在全球范围内进一步削减成本：**

(1) 在公司战略层面，重点实施三件事，包括重新设计公司的管理结构，推进与大众的全球联盟，确立公司在商用车和中型皮卡的领先地位，保持对 Rivian 的投资，推进公司在新能源领域的布局。

(2) 对于欧洲市场，公司以削减成本为主要目标，包括推进英国和德国的自愿离职计划，其中在德国至少实现 5000 名职工的自愿离职；关闭波尔多变速器工厂，并且调整欧洲产品阵容，6 月在德国工厂停产 C-Max 和 Grand C-Max；此外，对于俄罗斯市场，福特选择退出俄罗斯乘用车市场，并关闭三家工厂，未来专注于专注于商用车和出口乘用车。

(3) 退出连年亏损的南美市场部分业务，包括关闭巴西的 SãoBernardo 工厂，退出巴西的重型卡车市场，停产福特嘉年华以及 2019 年 5 月起在阿根廷停产福特福克斯。

**在低端车领域启用合作伙伴。**在印度测试其新兴市场运营模式 (EMOM)，即由原本“一个福特”战略转向借助属地化伙伴的力量，以尽可能降低成本，计划新兴市场运营模式帮助福特通过本地采购和降低人工费率将结构成本降低了 40%。目前已经在印度成立合资公司，共同开发紧凑型 SUV 和小型电动车。3 月 24 日，福特宣布将与 Mahindra (印度汽车制造公司) 联合开发紧凑型 SUV 和小型电动车，新的 SUV 车型将采用 Mahindra 的平台，未来主要面对印度市场销售，同时双方将在印度成立一家新的合资公司，福特将持有合资公司 49% 的股份，而 M&M 公司将持有 51% 的股份。若谈判成功，即代表福特在印度的独立业务将终止，未来福特在低端领域，预计将越来越多启用 EMOM 战略，以契合其削减成本的全球战略。

图表 95: 福特汽车 2019 年规划



资料来源：福特官网，国盛证券研究所

商用车业务，公司退出南美重卡市场，主要由于南美业务亏损与卡车司机罢工潮所致。福特在南美洲，主要主要布局了巴西、阿根廷、委内瑞拉三个市场。由于南美地区山地多、路况差，运输结构发展不均衡对于公路运输的依赖性高，大马力的重型卡车因轮胎的耐磨性强以及卡车的爬坡马力高在当地颇受欢迎。同时当地气温潮湿降雨量大，对于底盘高度以及零部件的抗腐蚀性、散热装置的要求比较高，福特重卡在巴西年销量一度突破

3万辆。而近几年由于南美地区的政治环境不稳定，巴西连续4年经济发展萎缩，2018年5月，先是巴西海关联盟宣布从2018年5月14日起举行为期30天的罢工运动；到5月21日，为抗议柴油价格过高，巴西全国卡车司机又举行了大罢工。卡车司机罢工之后，紧接着就是石油工人大罢工。接连的罢工致使公司在南美地区车业务亏损严重，2018年福特在南美税前利润大幅下降，亏损6.78亿美元，南美业务连续21季度亏损。2019年2月，福特宣布关闭拥有52年历史的巴西圣贝纳卡工厂（该厂目前生产F-4000及F-350系列卡车，同时嘉年华Fiesta）。

图表 96: 2018 年巴西卡车司机爆发大罢工



资料来源：福特官网，国盛证券研究所

在乘用车领域，福特在南美地区的现有产品线相对薄弱，缺乏中高端的 SUV 车型，致使公司错过当地 SUV 快速发展的红利，业务增速低于行业平均水平，同时拖累其在南美地区的业绩表现。

福特在南美的产品线相对薄弱，体现在两个方面：

1. 从类别看，福特偏向轿车，SUV 产品不足。根据福特的在巴西的官方网站，目前福特在巴西市场共销售 8 款乘用车。其中轿车 6 款，分别 KA（A00 级）、KA SEDAN（KA 的三厢版本）、FIESTA、FOCUS、FOCUS FASTBACK（FOCUS 的三厢版本）与 FUSION。而 SUV 车型目前仅两款，分别为 EcoSport 与 NEW EDGE ST。
2. 从价格看，福特 FUSION 与 NEW EDGE ST 搭载 CoPilot 360 自动驾驶系统，定价过高，而其余均为低端车型，缺乏中等价位的主流车型。福特搭载 CoPilot 360 自动驾驶系统两款车型 FUSION 与 NEW EDGE ST，指导价分别为 14.99-18.299 万雷亚尔与 29.9 万雷亚尔，均高于目前巴西 11-13 万雷亚尔主流高端区间，而其余车型则普遍价格偏低，处于竞争激烈的产品区间。

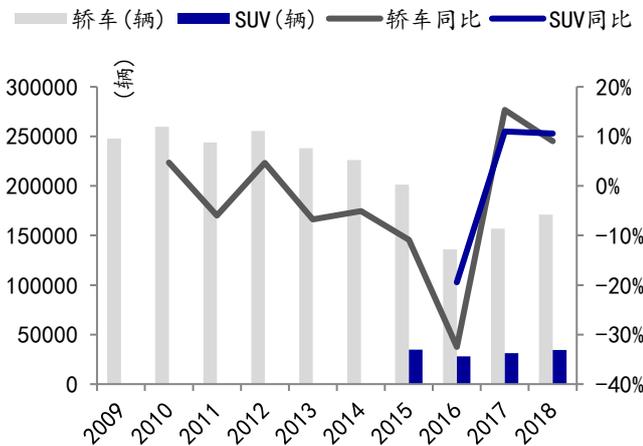
图表 97: 公司目前在巴西在售车型及指导价格



资料来源: 福特官网, 国盛证券研究所

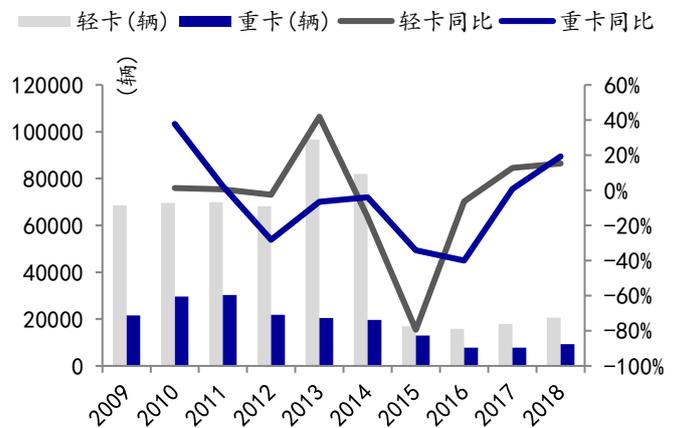
产品短板致使公司未能跟上巴西当地行业复苏的步伐, 业务发展落后行业平均水平。从2018年, 福特汽车在巴西轿车销售 17.1 万辆, 同比增长 9%, SUV 销售 3.5 万辆, 同比增长 11%, 轻卡销售 2.1 万辆, 同比增长 19%, 重卡销售 9306 辆, 同比增长 19%。由于公司在产品布局存在的短板, 占公司主要销量的乘用车业务 2018 年增速低于巴西当地的行业增速 (15%)

图表 98: 福特在巴西市场乘用车销量及同比增速



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

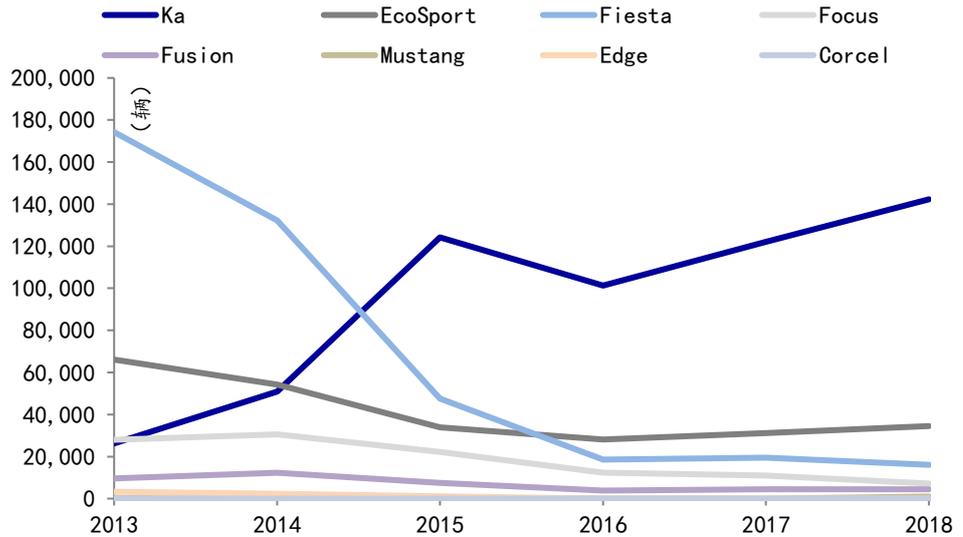
图表 99: 福特在巴西市场商用车销量及同比增速



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

行业快速增长的背景下, 福特目前 SUV 业务仅靠 03 年上市的 Ecosport 维持, 同时现有主力车型 (Ka, 指导价 4.5-6 万雷亚尔) 价格过低, 直接拖累了公司在南美地区的业绩表现。2015 年之前, 公司在巴西当地销量主要由 FIESTA (嘉年华) 提供, 2015 年之后, 由于产品的老化, 以及 SUV 的兴起, FIESTA 销量逐步下滑, 目前占公司销量主体的车型为售价最低的福特 Ka, 指导价仅仅 4.5-6 万雷亚尔, 过于低的销售价格直接拖累了公司在南美地区的业绩表现。

图表 100: 公司目前在巴西在售车型销量



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

根据福特 2019 年的新车规划, 福特自身的 SUV 均为高端车型, 领界是福特填补产品空缺的最合适选择。根据福特 2019 年一季报中给出的新车规划, 福特预计有 5 款车投放南美市场, 其中乘用车 3 款, 分别为 edge (中文名锐界, 已经投放南美市场, 巴西官方指导价 29.9 万雷亚尔, 国内长安福特指导价 22.98-42.98 万元), Explorer (中文名探险者, 国内进口旧款指导价 41.28-59.18 万), Escape (中文名翼虎, 国内长安福特指导价 16.98-24.98 万)。均为高端车型, 而领界 (国内指导价 10.98-16.78) 无论是上市时间, 都是福特填补产品空缺的最合适选择。

图表 101: 福特 2019 年新车规划, 其中 5 款车投放南美市场, 一款 (领界) 专供市场



资料来源: 福特官网, 国盛证券研究所

合作模式上, 福特在中南美洲的产能规划无法满足短期需求, 通过合作伙伴出口是目前较好

的选择。根据公司在中南美洲的整车产能规划，除 2019 年上市的 Explorer 外，最近一款 SUV 为墨西哥 Hermosillo 工厂的一款小型跨界车，计划 2020 年投产，无法满足公司目前的需求，因此，短期内寻求出口合作的伙伴是福特目前较好的选择。

图表 102: 福特在中南美洲的整车产能规划

地点	工厂	生产车型
墨西哥	Cuautitlan 工厂	Fiesta (19 年 10 月停产)，纯电 SUV 车型
墨西哥	Hermosillo 工厂	福特复星，小型跨界车 (计划 2020 年投产)，Compact 皮卡 (计划 2022 年投产)，Transit Connect (计划 2021 年投产)，林肯 KHZ
巴西	Camacari 工厂	Ecoport, Ka, Ka+
巴西	San Bernardo do campo 工厂	关闭
巴西	Horizonte 工厂	Troller T4
阿根廷	Pacheco 工厂	福克斯 (19 年 5 月停产)，Ranger
委内瑞拉	Valencia 工厂	Fiesta, F 系列, Explorer

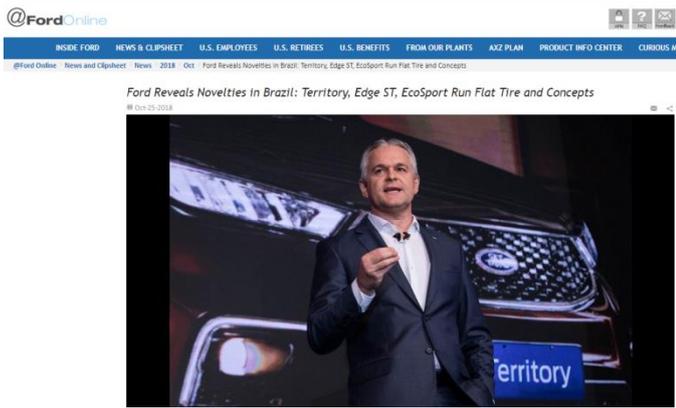
资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

### 5.3 从公开资料判断，不排除领界成为福特主攻新兴市场的产品

**EMOM 模式在印度取得成功，福特有望推广，未来自身品牌将聚焦高端市场，在低端市场，将采用合作伙伴的方式，以降低成本并提高产品密度。**根据印度 indianautosblog 报道，福特曾表示，在新兴市场中，客户无力支付其五大全球架构之一支撑的车型，因此必须利用其合资伙伴及其部分联盟来满足这些需求 (福特未来规划减至 5 个平台，将涵盖福特现有和规划中的所有车型，其中包含有一个后驱/四驱的非承载式车型平台，适用于 F-150 和征服者等；一个前驱/四驱承载式车型平台，适用于翼虎、锐界等；一个后驱/四驱承载式车型平台，适用于 Mustang 和探险者；一个商用车非承载式车型平台 (全顺) 以及一个纯电动车平台)。因此，福特正在应用“新兴市场运营模式 (EMOM)”，通过联盟，外包技术，当地合资企业，平台共享等方式削减成本，据盖世汽车报道，福特将 EMOM 模式应用于印度市场，并取得相当大的成功，在 EMOM 的计划下，福特将生产成本削减了 40%，并显著提高的新车密度。

**市场需求叠加产品压力，目前福特已经在试水出口领界，巴西经销商反映热烈。**根据福特官网，2018 年 11 月的圣保罗国际车展 (南美最大车展) 期间，已经将 Territory (领界) 作为概念车型亮相巴西，用以测试消费者反映。而根据巴西汽车媒体 QUATRO RODAS 报道，巴西经销商反映热烈，认为这是福特目前唯一能够抗衡现代 Creta、丰田 HR-V、大众 T-Cross, Jeep Compass, 现代 ix35 等 SUV 车型，并敦促福特尽快进口领界。同时援引 FOUR WHEELS 消息称，福特将 Territory 定位在与 Jeep Compass 相同的价格范围内，售价大致在 113990-146990 雷亚尔。

图表 103: 2018年11月, 领界亮相圣保罗车展, 以测试消费者反应



资料来源: 福特官网, 国盛证券研究所

图表 104: 2019年3月, 巴西媒体报道当地经销商敦促福特出口领界

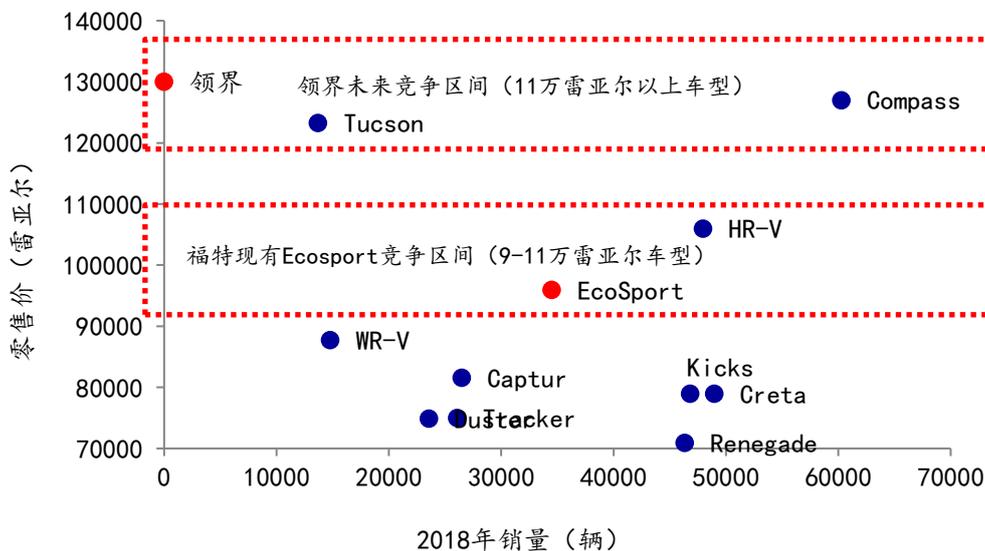


资料来源: QUATRO RODAS, 国盛证券研究所

领界竞争力十足, 售价、配置、内饰都契合福特在南美的产品需求, 凭借差异化的优点, 有望在南美取得成功, 并全球市场的想象空间。

1. 价格方面, 领界切入中高端蓝海市场, 填补福特产品价格谱系的空白。我们假设领界进入南美后按照 QUATRO RODAS 的报道进行定价 (113990-146990 亚雷尔), 以 13 万亚雷尔中枢价格计算, 领界进入巴西的高端 SUV 市场, 目前高端 SUV 市场的竞争对手仅现代 Tucson 与 Compass 两家, 其中现代 Tucson 由于竞争力不足, 销量由 2015 年 2.6 万辆逐年下滑至 2018 年 1.37 万, 目前高端市场已经是 Jeep Compass 一家独大的局面, Compass 2018 年销量 6 万辆, 领界凭借在 ADAS 的配置优势, 有望迅速站稳脚跟, 抓取市场份额。

图表 105: 公司目前在巴西在售的 SUV 车型



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

2. 配置上, 领界搭载福 Co-Pilot360™ 系统, 在 ADAS 方面的配置强大, 相较于注重越野性能的 Jeep Compass, 更适合年轻人的城市交通。领界目前国内车型配置丰富, 直逼合资品牌高端车型。全系标配 LED 日间行车灯、花粉过滤、后排座椅 6/4 折叠、后排 USB 接口、车载蓝牙、胎压监测、福特派互联等配置。主推车型 PLUS 版售价 16.38 万元, 配置座椅通风、AEB、ACC、自动泊车、偏离预警、360 环视、

无钥匙启动等，相比同级别合资品牌性价比十分突出。领界的 ADAS 系统搭载由福特开发的 Co-Pilot360™智能驾驶辅助系统，包括 ACC 全速智能自适应巡航控制系统、智能感应制动保护系统（带行人识别功能）、LKA 车道保持系统、BLIS 盲区监测系统，并可以通过车联网使用手机对车辆进行远程操控、查看车辆信息、寻找停车场和加油站及紧急救援。

图表 106: JEEP 与领界参数对比

	JEEP COMPASS	领界	领界
车型	TRAILHAWK AT 2.0 4X4	2019 款 EcoBoost 145 CVT 精领型	2019 款 EcoBoost 145 CVT 48V 尊领型 PLUS
指导价	17.70 万雷亚尔（折合人民币 30.3 万）	12.18 万人民币	16.38 万人民币
发动机	MJet 2.0 柴油发动	103kW(1.5L 涡轮增压)	103kW(1.5L 涡轮增压)
变速箱	GREEN RECON BICOLOR 自动 变速箱	CVT	GREEN RECON BICOLOR 自动变速箱
轴距 (MM)	2636	2716	2716
行李箱最大容积 (L)	390	1120	1120
车辆高度 (MM)	1660	1674	1674
车辆宽度 (MM)	1819	1936	1936
车辆长度 (MM)	4416	4580	4580
燃油箱 (L)	60	52	52
最大扭矩 (KGF.M)	357/1750rpm	225/1500-4000rpm	225/1500-4000rpm
最大功率 (CV)	170/3750	103/4500-5200	103/4500-5200
主/副驾驶座安全气囊:	主●/副●	主●/副●	主●/副●
头部气囊(气帘):	●	-	●
侧气囊:	●	-	●
膝部气囊:	●	-	-
儿童座椅接口:	-	●	●
胎压监测装置:	●	●	●
安全带未系提示:	-	●	●
发动机防盗锁止:	-	●	●
车内中控锁:	-	●	●
遥控钥匙:	-	●	●
ABS 防抱死:	●	●	●
制动力分配(EBD/CBC 等):	-	●	●
刹车辅助(EBA/BAS/BA 等):	-	●	●
牵引力控制(ASR/TCS 等):	●	●	●
车身稳定控制(ESP/DSC 等):	●	●	●
上坡辅助:	●	●	●
自动驻车:	-	●	●
并线辅助:	-	-	●
车道偏离预警系统:	-	-	●
主动刹车:	-	-	●

皮质方向盘:	-	-	●
方向盘调节:	上下 ● / 远近 ●	上下 ● / 远近 -	上下 ● / 远近 ●
多功能方向盘:	●	-	●
换挡拨片:	●	-	-
泊车雷达:	-	-	前 ● / 后 ●
倒车视频影像:	●	-	●
全景摄像头:	-	-	●
自动泊车入位:	-	-	●
定速巡航:	●	-	●
自适应巡航:	-	-	●
无钥匙进入:	-	-	●
无钥匙启动:	-	-	●
行车电脑显示屏:	●	●	●
全液晶仪表盘:	-	-	●
无线充电:	-	-	●

资料来源: Jeep 官网, 国盛证券研究所

- 3. 外观风格上, 领界的风格偏时尚、运动, 而指南者较为粗犷、硬气, 差异化明显。**领界和指南者虽然同属美系, 但外观的风格有着较明显的区别, 领界的风格偏时尚、运动, 而指南者较为粗犷、硬气。值得一提的是, 领界采用了很多迎合年轻消费者的设计, 外观风格更符合年轻人的口味。车身侧面采用了双腰线以及悬浮式车顶, 设计更加年轻化; 中网采用点阵式运动感更强; 多幅式轮圈造型营造出豪华感; 车尾尾灯使用全 LED 光源, 指示和装饰效果突出。相比较同门车型翼虎设计上也不落下风, 车身整体更加运动修长。

图表 107: 领界与 Jeep 指南者外观对比



资料来源: 福特官网, 国盛证券研究所

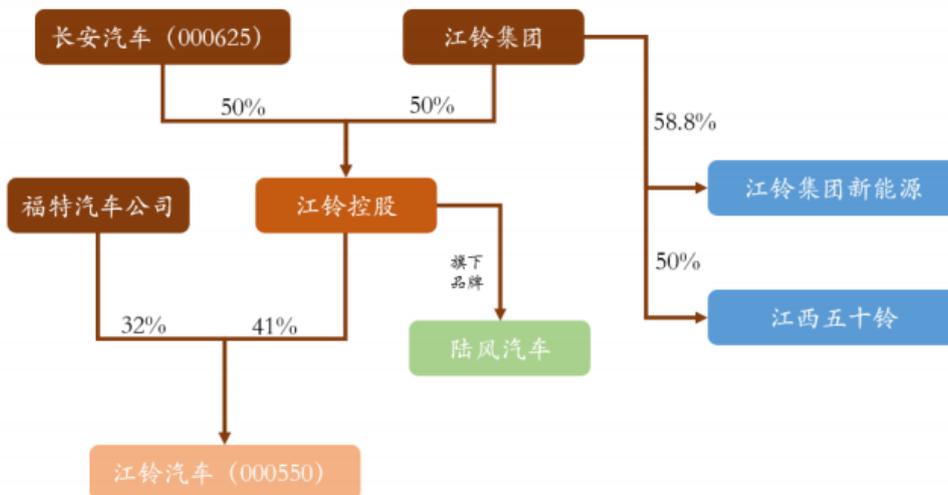
图表 108: 领界与 Jeep 指南者内饰对比



资料来源: QUATRORODAS, 国盛证券研究所

江铃与福特合作多年, 沟通模式早已理顺, 未来实施水到渠成。公司与福特的合作历史早于长安福特。公司 1995 年以 ADRs 发行 B 股方式引入外资战略合作伙伴-美国福特汽车公司, 并与 1997 年下线联合开发的全顺轻客。借助福特的全球化平台, 江铃逐步形成了自主研发的核心竞争力, 建立自主研发体系, 架构先进的全球数字化设计平台, 与福特全球同步开发设计和新产品发布, 通过消化引进福特技术平台, 自主开发了驭胜 SUV 和轻卡凯锐 800, 其中凯锐 800 荣获“中国汽车工业科学技术奖”一等奖。

图表 109: 江铃汽车股权结构: 福特直接持有上市公司 32% 股份



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

## 投资建议

我们建议关注两条主线：

- **从国内需求复苏角度建议关注受益行业整合以及研发能力强、品牌溢价突出、渠道布局完善的整车龙头。**我们认为行业批售同比增速将在 Q3 季度实现触底反转，销量复苏，新车产品不断迭代推出的整车龙头将率先受益。建议关注国内整车龙头上汽集团、长安汽车、长城汽车。
- **从海外出口角度建议关注出口逻辑通顺，确定性较强海外风险较小的标的。**福特调整全球战略布局，在新兴市场施行 EMOM 计划，江铃福特领界将作为代表车型导入南美市场，并有望成为福特全球车型在更多新兴市场销售。建议关注受益福特战略调整的江铃汽车。

## 风险提示

宏观经济不确定性叠加贸易摩擦或影响居民收入端使得消费不振。汽车作为耐用消费品，占限额以上社零数据 25%左右，居民收入对购车愿望影响较大。受宏观经济不确定性影响，我国消费数据持续下行，或对车市有一定影响。今年 5 月美国宣布对中国 2000 亿美元商品加征 25%左右的关税，对我国以外贸为导向的沿海省份有较大影响。目前我国汽车金融渗透率达到了 35-40%左右，居民收入下滑或对居民的购买能力以及影响收入预期从而影响汽车消费。

海外市场具有一定的不确定性，主要表现在：

- **某些国家的劳动关系较为难处理。**例如上汽并购双龙的案例中，韩国将劳动问题作为外资进入劳务管理中的核心问题，对抗型的劳动关系使韩国工会在协调企业与员工利益中发挥着非常有力的作用。劳资关系出现不和谐时，工会代表全体员工意志出面协商，在得不到解决的情况下常常采取罢工、抗议等过激手段。首先，韩国方面对“上海汽车”是否以技术转移减少生产从而影响就业存有很大顾虑。其次，市场和销量具有不确定性，但是很大程度受工会的支配使企业不能自主决定薪酬计划和员工招聘计划。面对强势的工会运动，“上海汽车”与“双龙汽车”子公司之间的交易成本加大，矛盾的不断演变会造成巨大的罢工生产损失。
- **海外市场被传统汽车集团所垄断。**例如上汽和通用一起开拓印度市场，但最终以通用在 2017 年宣布退出印度市场并出售工厂而告终。其主要原因之一是印度车市目前被铃木所垄断，马鲁蒂铃木五月份占据 52%的市场份额，份额再次提升，前四个月占据 49.4%的份额，五个月总销量为 65 万 6391 辆车，同比上涨 16%，已经将所有竞争对手远远甩在身后。跟在铃木后边的是现代，占据 16.3%的市场份额，五个月售出 21 万 5866 辆车，同比上涨 6%。
- **售后服务体系急需完善。**汽车作为大宗的耐用消费品，企业售后服务能力是吸引客户、促进销售的重要因素。现阶段，在售后服务方面，我国汽车企业与跨国车企仍有较大差距。许多企业缺乏完善、高效的售后服务体系，甚至还有部分企业不提供售后服务。这极大限制了中国汽车出口及在海外业务的拓展，更损毁了中国汽车的整体形象，增加了后续真正有实力企业进入当地市场的难度。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com

准