

汽车整车行业

# 自主 SUV 难逃轿车命运？

## ——乘用车比较研究报告——

✍️ : 黄细里: 执业证书编号: S1230518050001  
☎️ : 021-80106011  
✉️ : mail@stocke.com.cn

### 行业评级

汽车整车 看好

### 报告导读

以轿车之鉴，明 SUV 之路。数据详实，谨慎求证。

### 投资要点

#### 国内乘用车消费特征变迁

自第一辆桑塔纳下线以来国内乘用车消费市场经历了 36 年风雨，见证了三个阶段变迁：**1) 2000-2010 年从无到有，代步工具的定位，轿车市场的兴起。** **2) 2011-2016 年从有到更好，社会地位的象征，SUV 市场的兴起。** **3) 2017—未来从更好到环保，实用主义的回归，新能源市场的兴起。** 居民财富效应增长速度快慢+主力消费人群（70s-80s-90s）变化共同驱动乘用车消费特征的变迁。

#### 自主轿车的喜悲之变

以 2010 年为界，自主品牌在轿车市场占有率经历了“快速上升—快速下降”，从全面开花到只剩下【吉利】等少数派。2005-2010 年自主品牌凭借“快速反应+低端策略”推出众多新车型抓住了国内第一波购车潮，产销规模从 84 万快速上升至约 340 万辆，市占率达历史最高点 35%。2011-2016 年经历了财富效应快速积累的消费者不仅对车品质要求上了一个台阶而且热衷于外资品牌，而自主品牌正向开发能力不足且品牌积淀时间过短，遭遇了合资品牌的强力挤压。自主份额的丢失对合资品牌受益程度排序：德系—日系—美系—法/韩。

#### 自主 SUV 进入淘汰赛

“市占率+市场容量”两个指标看 2017 年均已成为 SUV 市场分水岭。相比 2010 年自主轿车，当下自主 SUV 发生了两大有利变化：**1) 核心动力总成+外观设计等均表明产品力得到了质的飞跃。** **2) 消费者品牌中立性增强，对自主品牌接受度更高。但同时面临两大非常不利的因素：** **1) 2019-2020 年德日美仍在 SUV 新车密集周期。** **2) 国六提前至 2019 年 7 月 1 日实施，新车公告/新车上市/国六销售三个维度均证明自主准备显著不足合资。** **2019-2021 年自主 SUV 市场推演：** **1) 市场占有率预计从 60% 下降至 39% (悲观)/49% (中性)/54% (乐观)。** **2) 市场容量预计下降 200 万辆 (悲观)/100 万辆 (中性)/50 万辆 (乐观)。** **3) 逐步完成淘汰赛，前三名集中度从 40% 提升至 50%，单一车企天花板或 100 万辆。** **4) 价格战或成常态，SUV 单车盈利的下行周期远未结束。**

#### 投资建议：Q3 布局良机，核心把握四条主线

乘用车是典型周期性行业，与宏观经济高度相关。2019 年是乘用车周期交替之年，与 2012 年最相似，预计 Q2-Q3 磨底复苏，Q4 复苏加强，2020-2021 年将景气上行，但需求向上弹性相对有限。站在目前时点，我们认为 Q3 大概率是布局乘用车股的良机，配置上建议：**1) 传统车以合资品牌为主线，优选日/德系【广汽集团】+【星宇股份】+【上汽集团】，其次美系【江铃汽车】+【长安汽车】。自主建议关注【长城汽车】。** **2) 依然看好新能源车赛道，整车优选【比亚迪】，特斯拉产业链优选【拓普集团】。** **3) 看好本轮国五升级国六受益上游检测量价齐升的【中国汽研】。** **4) 国产替代加速的 CVT 变速器龙头【万里扬】。**

**风险提示：**宏观经济复苏进一步低于预期；消费者购车观望情绪进一步加重。

### 相关报告

- 1 《20190525 汽车行业周度报告-5 月第二周销量环比有所改善》 2019.05.26
- 2 《排放升级专题报告三之乘用车：国六加速大鱼吃小鱼》 2019.05.24
- 3 《4 月乘用车“量-库-价”跟踪报告：长痛不如短痛》 2019.05.20
- 4 《20190520 汽车行业周度报告：5 月第一周销量起步较弱，成交价继续下降》 2019.05.20
- 5 《汽车行业周报：4 月量价继续齐跌》 2019.05.12

报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

## 正文目录

<b>1. 国内乘用车消费特征变迁</b>	<b>5</b>
1.1. “轿车-SUV-新能源”变迁之路	5
1.2. 居民财富效应的变化是主因	8
1.3. 主体消费人群的变化是次因	9
<b>2. 自主轿车的喜悲之变</b>	<b>10</b>
2.1. 2010 年为界，繁荣到衰退	10
2.2. “快速反应+低端策略”成就了繁荣	11
2.3. “技术不足+品牌壁垒”造就了衰退	12
<b>3. 自主 SUV 进入淘汰赛</b>	<b>14</b>
3.1. 2017 年已成 SUV 分水岭	14
3.2. 有利：自主产品力提升+消费者品牌中立性增强	14
3.3. 不利：德日美强势新车周期+国六提前实施	16
3.4. 2019-2021 年自主 SUV 市占率迎来下降期	22
3.5. 自主 SUV 单车盈利的下行周期远未结束	26
<b>4. 投资建议：Q3 布局良机，核心把握四条主线</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 国内乘用车三次消费潮流的变迁演绎图	5
图 2: 日本千人保有量 100-200 之间汽车销量中枢在 5% 左右	6
图 3: 2017 年我国载客汽车千人保有量已经达到 133 辆	6
图 4: 2005-2010 年轿车市场复合增速约 30%	6
图 5: 2005-2010 年轿车市场平均指导价占比变化	6
图 6: 2011-2017 年 SUV 市场复合增速约 35%	7
图 7: 2011-2017 年 SUV 市场平均指导价占比变化	7
图 8: 2018 年新能源乘用车产销规模近 100 万辆	7
图 9: 2018 年国产新能源乘用车销量结构	7
图 10: 日本人均 GDP 增长在 1995 年进入波动期 (单位: 美元)	8
图 11: 美国人均 GDP 一直呈现稳步上升趋势 (单位: 美元)	8
图 12: 中国人均 GDP 2000 年以来进入高速发展期 (单位: 美元)	8
图 13: 中国与美/日人均 GDP 依然存在较大差距 (单位: 美元)	8
图 14: 1950 年以来中国出生人口变化趋势	9
图 15: 60s-00s 代际人群在乘用车消费主要节点的岁数计算	9
图 16: 轿车市场各个系列的市场份额演变过程	10
图 17: 奇瑞 2005-2010 年新车推出计划及定价 (红色表明销量累计超过 10 万辆)	11
图 18: 吉利 2005-2010 年新车推出计划及定价 (红色表明销量累计超过 10 万辆)	12
图 19: 2011-2016 年奇瑞轿车全线衰退	12

图 20: 2011-2016 年吉利轿车帝豪和远景稳步回升 .....	12
图 21: 2017 年 SUV 市场容量达到历史最高点 .....	14
图 22: 2017 年自主品牌在 SUV 市占率达历史最高点 60% .....	14
图 23: 大众轿车份额持续提升, SUV2012 年逐步下降 .....	16
图 24: 南北大众产销结构中 SUV 虽一直上升但整体不高 .....	16
图 25: 2005-2020E 上汽大众+斯柯达新车上市分布情况 .....	16
图 26: 2005-2020E 一汽大众+奥迪新车上市分布情况 .....	16
图 27: 2013 年开始日系轿车恢复, 2017 年开始 SUV 恢复 .....	17
图 28: 日系产销结构中 SUV 占比 2015 年之后加速提升 .....	17
图 29: 2005-2020E 广丰+一丰全新及换代车型分布情况 .....	17
图 30: 2005-2020E 广本+东本+日产全新及换代车型分布情况 .....	17
图 31: 美系轿车基础尚可, SUV 份额近几年持续下降 .....	18
图 32: 美系产销结构中 SUV 占比整体处于较低水平 .....	18
图 33: 2005-2020E 长安福特全新及换代车型分布情况 .....	18
图 34: 2005-2020E 上汽通用全新及换代车型分布情况 .....	18
图 35: 第一类轻型汽油车 I 型试验 CO 和 HC 限值变化 .....	18
图 36: 第一类轻型汽油车段 I 型试验 NO <sub>x</sub> 和颗粒物限值变化 .....	18
表 5: 吉利 2005-2010 年新车推出计划及定价 (红色表明销量累计超过 10 万辆) .....	19
图 37: 2018Q3-2019Q2 各个系列国六新车上市节奏 .....	20
图 38: 自主品牌目前已经上国六车型数量分布情况 .....	20
图 39: 传统车中国六车型占比持续上升至 25% .....	20
图 40: 累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十省份 .....	20
图 41: 截止 2019 年 4 月国六新车销售合资主导 .....	20
图 42: 累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十企业 .....	20
图 43: 宝马 3 系 L 国六版上来后成交价持续走低 .....	21
图 44: 日产轩逸国六版上市以后成交价稳步走低 .....	21
图 45: 新能源乘用车中 SUV 占比中枢 26% .....	22
图 46: 轿车/SUV/新能源未来销量预测 .....	22
图 47: 自主 SUV 的有效市场容量预计 2021 年 827 万辆 .....	22
图 48: 25 万元以下 SUV 市场容量的结构变化 .....	22
图 49: 2005-2016 年 14 款合资 SUV 月均销量变化情况 .....	23
图 50: 十款重点合资 SUV 车型在生命周期高峰时月均销量 .....	23
图 51: 2017-2018 年上市 12 款合资 SUV 月均销量走势 .....	23
图 52: 2017-2019 年 4 月自主与合资主流 SUV 月均销量变化 .....	23
图 53: 自主品牌在售 SUV 数量走势 .....	24
图 54: 2019 年车展自主品牌预计推出的 SUV 新车/换代 .....	24
图 55: 2015-2019 年合资品牌 SUV 车型成交价走势 .....	24
图 56: 2015-2019 年自主品牌 SUV 车型成交价走势 .....	24
图 57: 中性情景下自主 SUV 份额从 60% 下降至 49% .....	25
图 58: 中性情景下自主 SUV 销量下降 100 万辆 .....	25
图 59: 合资轿车市占率变化趋势 .....	26
图 60: 自主轿车市占率变化趋势 .....	26
图 61: 自主 SUV 前三名集中度预计 2021 年可提升至 50% .....	26
图 62: 14 款主流 SUV 在 2015-2019Q1 期间成交价降幅 .....	26

图 63: SUV 与轿车的价差在逐步缩小 .....	26
图 64: 明星轿车轩逸与明星 SUVH6 成交价比较 .....	27
图 65: 明星轿车朗逸与明星 SUVH6 成交价比较 .....	27
图 66: 明星轿车帕萨特与明星 SUV 途观成交价比较 .....	27
图 67: 长安轿车逸动与 SUV CS75 成交价比较 .....	27
图 68: 4 家车企的单车平均批发价格走势比较 .....	27
图 69: 4 家车企的单车平均净利率走势比较 .....	27
表 1: 自主品牌各个车企在轿车领域的演变 .....	11
表 2: 合资品牌 2005-2016 年全新车型上市节奏 (不包括换代/改款车型, 红色代表热销车型) .....	13
表 3: 部分自主品牌依然在采用航天三菱和新晨动力的发动机 .....	14
表 4: 2010-2018 年核心自主品牌研发投入持续上升 .....	15

## 1. 国内乘用车消费特征变迁

自第一辆桑塔纳下线以来乘用车消费市场经历了 36 年风雨，见证了三个阶段变迁：1) 2000-2010 年从无到有，代步工具的定位，轿车市场的兴起。2) 2011-2016 年从有到更好，社会地位的象征，SUV 市场的兴起。3) 2017—未来从更好到环保，实用主义的回归，新能源市场的兴起。居民财富效应增长速度放慢+主力消费人群（70s-80s-90s）变化驱动乘用车消费特征的变迁。

### 1.1. “轿车-SUV-新能源”变迁之路

自 1983 年中国上海大众第一辆桑塔纳下线以来，乘用车消费市场经历了 36 年的征程。总结历史和展望未来，我们认为乘用车消费市场变迁可以分为三个阶段：

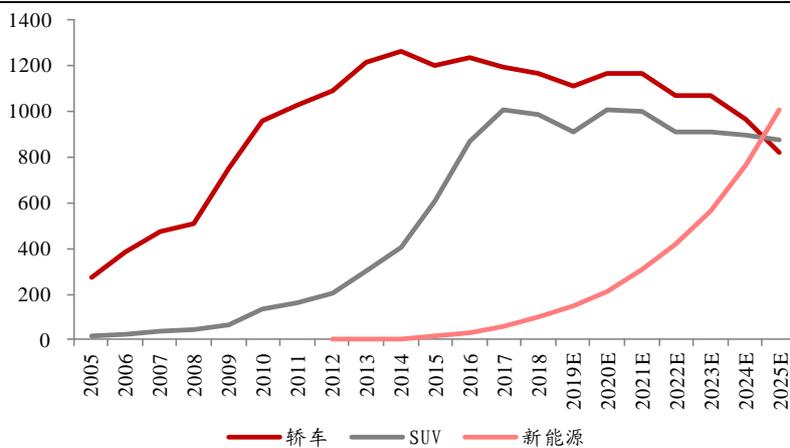
第一个阶段（2000-2010 年）：从无到有，代步工具的定位，轿车市场的兴起。

第二个阶段（2011-2016 年）：从有到更好，社会地位的象征，SUV 市场的兴起。

第三个阶段（2017—未来）：从更好到环保，实用主义的回归，新能源市场的兴起。

以 2018 年为基数，整体预测结论：预计国内乘用车产销规模到 2025 年在 2700 万辆左右，复合增速 2.6%。预计国内轿车市场产销规模到 2025 年在 820 万辆左右，复合增速-5%。预计国内 SUV 市场产销规模到 2025 年在 870 万辆左右，复合增速-1.7%。（备注：轿车/SUV 使用传统燃料，新能源使用纯电动/插电/燃料电池。轿车与 SUV 根据车型尺寸/底盘等标准来划分）。也即 2019-2025 年七年时间，我们预计乘用车整体市场容量依然可以扩大 450 万辆左右，其中轿车市场萎缩 350 万辆左右，SUV 市场萎缩 100 万辆左右，新能源市场容量扩大 900 万辆左右。

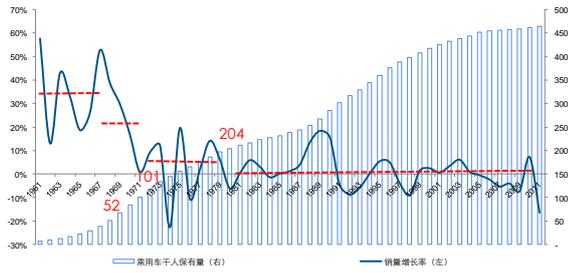
图 1：国内乘用车三次消费潮流的变迁演绎图



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

千人保有量是观察一个国家对乘用车消费空间判断的重要指标。参考日本，1950s-1960s 是国内经济高速发展时期，也是乘用车消费高增长时期，千人保有量从个位数快速上升至 100 附近。1970s-1980s 是国内经济增速换挡期，也是乘用车消费逐步迈入成熟期的阶段，千人保有量从 100 逐步上升至 200 附近。1990s 及以后日本国内乘用车消费增速中枢在 0%-1% 徘徊。再看中国，2000-2010 年是国内经济飞速发展时期，也是乘用车消费高增长时期，千人保有量从个位数增加至 50 附近，2005-2010 年国内乘用车复合增速高达 30%（2000-2004 年数据缺失）。2011-2018 年国内经济正在经历增速放缓，面临转型升级，乘用车消费复合增速下降至 9% 左右，千人保有量从 50 增加至约 150。展望 2019-2025 年，我们认为国内乘用车千人保有量将逐步攀升至 200 中枢，国内乘用车消费复合增速下降至 2.6% 左右。

图 2：日本千人保有量 100-200 之间汽车销量中枢在 5%左右



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

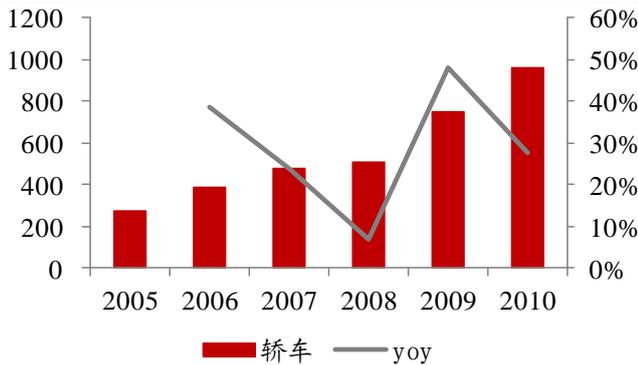
图 3：2017 年我国载客汽车千人保有量已经达到 133 辆



资料来源：wind，浙商证券研究所

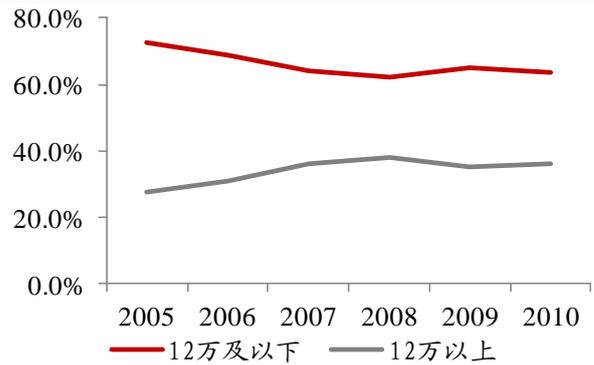
**第一个阶段 (2000-2010 年)：从无到有，代步工具的定位，轿车市场的兴起。**从量角度：轿车市场产销体量从 2005 年 300 万辆增加至 1000 万辆，复合增速约 30%。从价角度：根据汽车之家上对各个车型的指导价统计分析发现，轿车市场 2005-2010 年消费车型官方指导价 12 万及以下的比例虽然处于下降通道，但一直在 60% 及以上。这表明了在这个阶段，居民整体经济实力可以去消费乘用车但能支付预算仍是有限的，中低价位车更受欢迎。

图 4：2005-2010 年轿车市场复合增速约 30%



资料来源：汽车工业信息网，浙商证券研究所

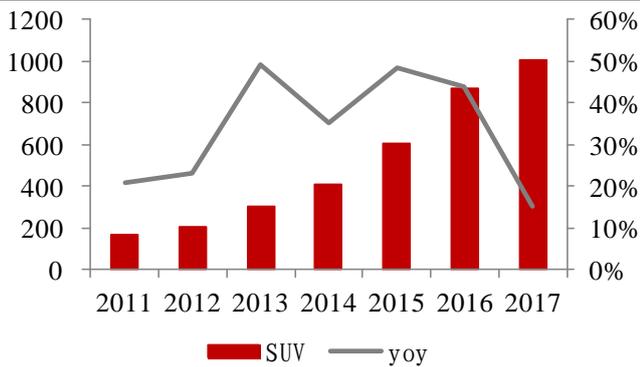
图 5：2005-2010 年轿车市场平均指导价占比变化



资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

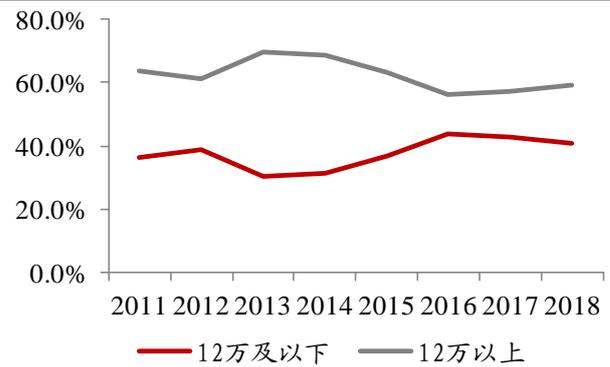
**第二个阶段 (2011-2017 年)：从有到更好，社会地位的象征，SUV 市场的兴起。**从量的角度：SUV 市场产销体量从 2011 年 150 万辆增加至 2017 年 1000 万辆，复合增速约 35%。从价的角度：不同于轿车市场，SUV 市场的指导价 12 万以上一直处于优势 (占比超过 50%)，虽然在 2013 年-2016 年 SUV 市场从高端市场逐步渗透至中低端市场，经历了一波指导价的下滑，但是依然整体份额是超过 12 万元及以下的市场。这背后表明消费者在这个阶段购买 SUV 更多来自于换购需求，即使是首购需求，居民愿意且有能力为购车支付更高的预算。而且 SUV 底盘高，空间大，外观更加大气，个性化更强，更能满足消费者财富效应得到快速积累后，对彰显自己社会地位的诉求。

图 6：2011-2017 年 SUV 市场复合增速约 35%



资料来源：汽车工业信息网，浙商证券研究所

图 7：2011-2017 年 SUV 市场平均指导价占比变化



资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

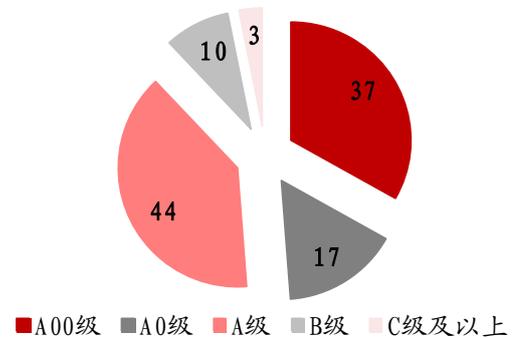
**第三个阶段（2017—未来）：从更好到环保，实用主义的回归，新能源市场的兴起。**从量的角度：从十城千辆政府引导消费开始，新能源乘用车从 2012 年 1 万辆到 2017 年 55 万辆，再到 2018 年达到 100 万辆规模，新能源乘用车正在处于成长早期。“能源安全+环保问题+自主崛起”是推动国家重视发展新能源汽车的三大驱动因素。展望未来 5-10 年中国经济增速逐步放缓，经济转型之路持续进行，居民财富效应的递增速度也会随之放缓，消费观念将逐步从追求品牌到追求实用的回归。汽车消费方面。未来随着成本下降+基础设施完善+环保意识重视，消费者购买新能源汽车趋势将会愈加明显。**从价的角度：**我们根据交强险数据口径，按照尺寸标准将各个车型做了级别划分，可以看出新能源乘用车 2018 年 50% 依然是 A00 和 A0 级别，定价区间在 5-10 万元为主。展望未来随着主流车企的车型供给增加以及产品品质的提升，预计产品售价整体逐步上升。

图 8：2018 年新能源乘用车产销规模近 100 万辆



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 9：2018 年国产新能源乘用车销量结构



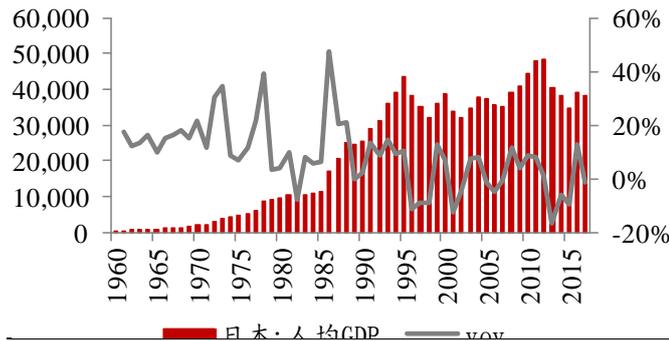
资料来源：交强险，浙商证券研究所

## 1.2. 居民财富效应的变化是主因

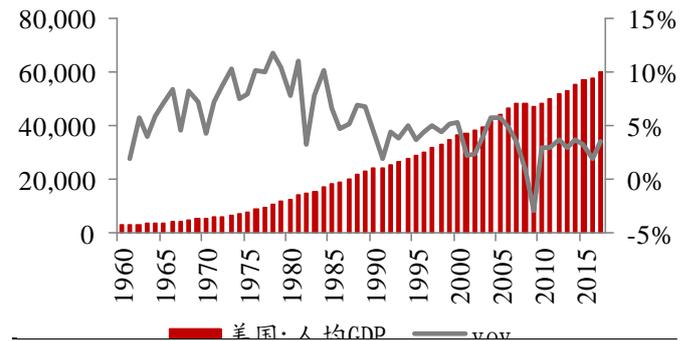
乘用车作为可选消费品，需求核心驱动力在于居民的可支配收入，也即财富效应。而居民财富效应直接与国家经济整体增长息息相关。为了保持研究一致性，我们采用世界银行统计的各国人均 GDP 来比较分析美国-日本-中国。**美国方面**，自 1960 年以来数据显示人均 GDP 绝对值一直处于稳步上升趋势，从同比增速指标看，可以分为三个阶段：1) 1960-1980 年人均 GDP 增速中枢在 8% 附近。2) 1980-2000 年人均 GDP 增速中枢在 5% 附近。3) 2000-至今人均 GDP 增速中枢 3% 附近。**日本方面**，人均 GDP 绝对值发展经历了两个大的阶段：1) 快速上升。受益于 1960-1990 年日本经济发展快速发展。2) 人均 GDP 在 4 万美金上下波动。原因在于日本国内经济增速显著放缓。

图 10：日本人均 GDP 增长在 1995 年进入波动期（单位：美

图 11：美国人均 GDP 一直呈现稳步上升趋势（单位：美元）



资料来源：世界银行，浙商证券研究所

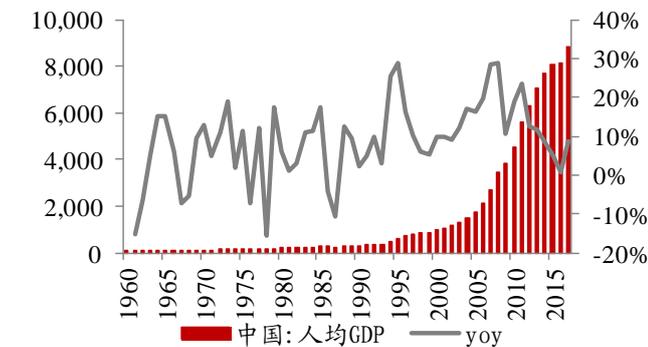


资料来源：世界银行，浙商证券研究所

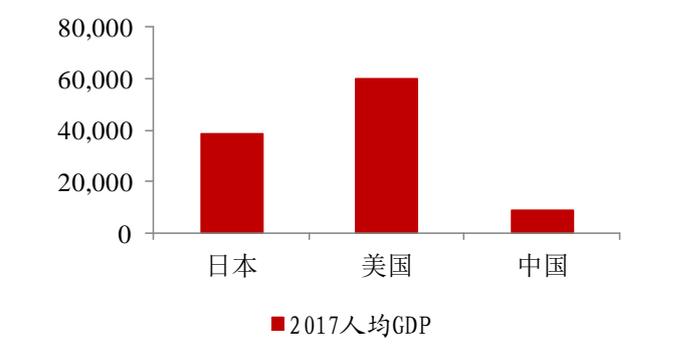
国内市场，人均 GDP 在 2000-2013 年期间经历了快速发展，从人均 959 美元到 7078 美元，复合增速 17%。而 2014 年以来增速中枢放缓至 6%。目前根据 2017 年数据横向比较，中国人均 GDP 是美国的 15% 不到，是日本的 23%。结合国情，从中长期角度看，中国人均 GDP 仍有很大上升空间，短期角度增速放缓是大概率事件。

图 12：中国人均 GDP 2000 年以来进入高速发展期（单位：美

图 13：中国与美/日人均 GDP 依然存在较大差距（单位：美元）



资料来源：世界银行，浙商证券研究所



资料来源：世界银行，浙商证券研究所

而居民人均 GDP（代表财富效应指标）增速的快慢会影响居民消费观念的变化。在过去十几年国内经济高速增长背景下，居民财富效应的快速积累，从原先物资缺乏快速过渡到了物资充裕，从解决温饱线到追求名牌的观念变化。这点体现在乘用车消费上的：从简单的代步工具需求变成了攀比消费或面子消费的需求

### 1.3. 主体消费人群的变化是次因

**70后-80后-90后接棒成为乘用车消费主力人群。**2000-2010年乘用车消费主力军是1970-1980年出生的70后，平均30-40岁，正是财富积累效应体现黄金时期。2010-现在（2019年）乘用车消费主力军是1980-1990年出生的80后，平均30-39岁，也正是财富积累效应体现黄金时期。展望未来到2025年，1990-2000年出生的90后，平均25-35岁了，也将成为新的主力消费人群。

**70后：乘改革开放之风，高度享受中国经济高速发展行业红利的一代。**出身环境艰苦，知识改变命运。乘用车消费对于70后而言，是艰苦奋斗之后的财富象征，见证了轿车从奢侈品到大众消费品的转变。

**80后：承接60后基础叠加国家经济高速发展行业红利的一代。**出身环境相比70后较大改善，拥有60后父辈支持，且85后具有较多独生子女，成长过程亦是国家经济飞腾时期。对乘用车消费不仅是满足简单的代步需求，而更多是彰显财富，社会地位以及消费升级的诉求，**换购或首购SUV成为潮流。**

图 14：1950 年以来中国出生人口变化趋势



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 15：60s-00s 代际人群在乘用车消费主要节点的岁数计算

出生年份/岁数	2000	2010	2019	2025
60s 1960	40	50	59	65
70s 1970	30	40	49	55
80s 1980	20	30	39	45
90s 1990	10	20	29	35
00s 2000	0	10	19	25

资料来源：浙商证券研究所

**90后：承接70后基础叠加互联网经济快速发展的一代。**依托于70后父辈，且独生子女居多，成长环境不仅物资充裕，教育资源充分，且伴随着互联网普及。对乘用车购买能力不是问题，能否买到适合自己的车才是关键。根据清华大学汽车产业与技术战略研究院针对90后购车趋势做了研究，具有以下特征：**1) 强调个性。**90后基于共同的兴趣、喜好聚集成小圈子，对汽车的要求是必须能够彰显其个性。**2) 天生互联。**90后视互联功能和体验为生活必备品。**3) 智能体验。**90后对智能化期待最积极。**4) 颜值为王。**90后对颜值的看重不仅体现于外观，也注重车内。**5) 购车年轻化且价格带更宽且品牌中立。**90后物资环境优越，首次购车年纪比80后70后小，但并不一定追求过高品牌，价格带更宽。

## 2. 自主轿车的喜悲之变

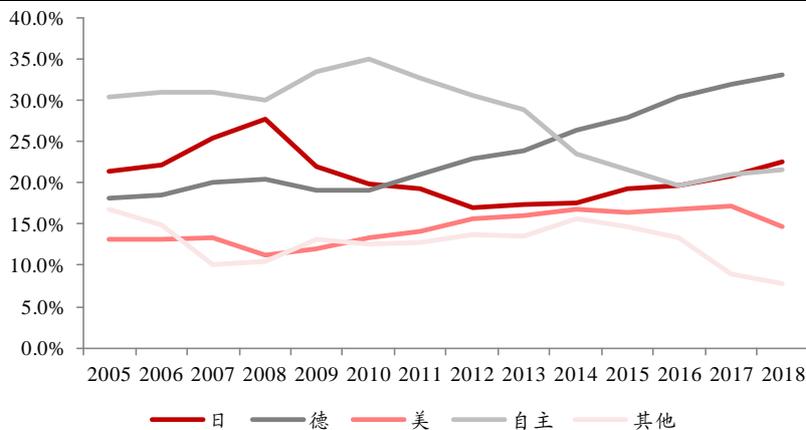
以 2010 年为界，自主品牌在轿车领域市占率经历了“快速上升—快速下降”，从全面开花到只剩下【吉利】等少数派。2005-2010 年自主品牌凭借“快速反应+低端策略”推出众多新车型抓住了国内第一波购车潮，产销规模从 84 万快速上升至约 340 万辆，市占率达历史最高点 35%。2011-2016 年经历了财富效应快速积累的消费者不仅对车品质要求上了一个台阶而且热衷于外资品牌，而自主品牌正向开发能力不足且品牌积淀时间过短，遭遇了合资品牌的强力挤压。自主份额的丢失对合资品牌受益程度排序：德系—日系—美系—法/韩。

### 2.1. 2010 年为界，繁荣到衰退

自主品牌在轿车领域市场份额经历了“快速上升—快速下降”。通过对 2005 年-2018 年乘用车销量数据详细分析可知，自主品牌在轿车领域发展可以分为三个阶段：1) 2005-2010 年市场份额快速上升期。这个阶段轿车整体市场规模完成了 300 万-1000 万辆的快速扩容，自主品牌产销规模从 84 万快速上升至约 340 万辆，2010 年市场中占有率历史最高点 35%。2) 2011-2016 年市场份额快速下降期。这个阶段轿车市场规模从 1000 万辆稳步提升至 1250 万辆左右，但自主品牌规模从 340 万辆下降到约 240 万辆，萎缩了约 100 万辆规模，市场占有率最低 2016 年达到了 20%。2017-2018 这个阶段轿车规模缩小了 100 万辆左右，而自主品牌份额反而提升了 2% 左右，原因在于新能源汽车兴起，占比最高的 A00-A0 级别划分为轿车为主。如果剔除新能源影响，自主品牌轿车份额仍在下降。

自主品牌份额的丢失，合资品牌受益程度排序：德系—日系—美系—法/韩。从轿车数据上看，2011 年以来合资品牌中德系上升最明显(从 2011 年的 21% 提升至 2018 年的 33%)；其次日系(从 2012 年的 17% 提升至 2018 年的 23%)；美系从 2011 年的 14% 稳步提升至 2017 年的 17%，而 2018 年下降至 15%；其他(法系+韩系)从 2011 年的 14% 提升到 2014 年的 16%，而后又持续下降到 2018 年的 8%。而背后原因在哪里？下文详细展开分析。

图 16：轿车市场各个系列的市场份额演变过程



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

**自主品牌车企层面：逐步退出，吉利为少数依然坚持者。**面对轿车领域变化，自主品牌反应有三类：1) 一直在坚持者，吉利为代表。从 2005 年开始到现在依然在轿车领域坚守且保持产销规模 20 万辆以上只有 4 家：吉利+上汽+长安+奇瑞。奇瑞和吉利均曾经是轿车自主品牌领先者，两者都有在坚持，结果不同是奇瑞产销规模逐步从 50 万台缩小到 20 万台，吉利虽然经历过 2011-2014 年调整期，2015-2018 年产销规模逐步企稳，并创历史新高至 60 万辆+。长安发力晚于吉利和奇瑞，借助 2009-2014 年新车周期产销规模做至 40 万辆，而后逐步萎缩至 20 万辆。上汽发力晚于长安，借助 2015-2018 年新车周期，产销规模逐步做到 30 万辆。2) 后期才开始做轿车，广汽为代表。广汽自主并没有参与 2010 年之前轿车行业红利，2011 年之后才逐步有车，目前产销规模 5 万辆左右。上汽通用五菱在 2010 年之后微面市场萎缩下，不得不往轿车市场发展，推出宝骏轿车系列，产销规模 20 万辆左右。3) 战略放弃者，长城为代表。大部分自主车企均属于这类，在 2011 年轿车市场增速放缓之后，合资品牌新车周期强势攻击下，长城是果断放弃轿车

市场，聚焦于 SUV 市场，其他车企虽依然坚持了几年，最终结果是被迫逐步放弃。

表 1：自主品牌各个车企在轿车领域的演变

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
奇瑞	18	27	32	30	42	52	48	42	34	24	24	24	24	19
吉利	15	20	22	22	33	42	43	46	49	36	48	57	63	64
长安汽车	0	0	5	4	11	19	20	22	33	42	44	34	19	19
上汽乘用车	0	0	2	3	8	11	9	11	9	17	12	18	17	30
广汽乘用车	0	0	0	0	0	0	2	1	2	4	3	5	4	6
上汽通用五菱	0	4	3	4	6	8	9	11	10	6	6	9	24	18
比亚迪	1	6	10	17	45	52	39	37	41	33	29	25	22	17
长城汽车	0	0	0	1	8	14	20	20	20	9	5	3	1	1
天津一汽	19	20	18	18	21	25	25	19	13	7	4	2	1	1
一汽轿车	6	6	8	12	19	27	24	18	20	21	18	16	15	15
江淮汽车	0	0	0	1	7	12	15	14	12	5	3	3	4	4
其他	25	36	47	41	55	76	85	93	112	98	66	54	61	65
总计	84	119	147	153	252	337	337	333	353	298	259	244	251	253

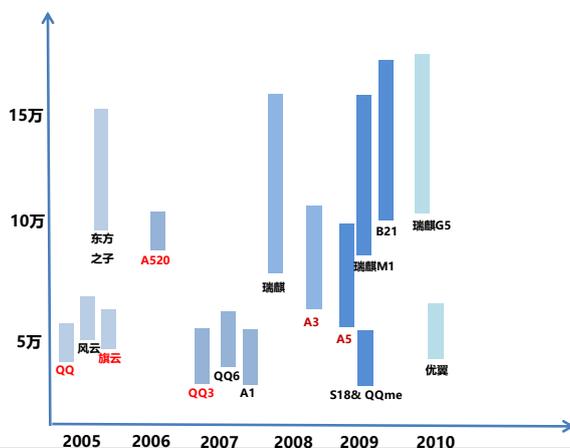
资料来源：浙商证券研究所

## 2.2. “快速反应+低端策略”成就了繁荣

2005-2010 年自主品牌之所以能抓住轿车行业红利且市场份额一度高达 35%：1) 自主品牌对国内乘用车消费市场兴起的信号捕捉能力更强，反应速度更快。2) 占领低端市场策略。这两点原因综合表现出来的现象是：自主品牌采取逆向开发，快速推出多种新车型，占领低端消费市场。从需求角度，中国消费者基本是首次购车，满足基本代步工具为核心诉求，对产品的品质要求一般，价格实惠成为重要考量。我们结合具体车企案例来分析。

奇瑞：QQ 品牌深入人心，挑战高端失败告终。回顾 2005-2010 年奇瑞发展历史，可知：1) 奇瑞累计销量 200 万辆，自主品牌内排名第一。2) 累计推出车型超过 15 款，平均每年有 3 款新车，尤其是 2007-2010 年新车上市非常密集。3) 定价在 3-10 万元的 QQ 品牌及 A 系列表现最好，定价 10-20 万元的瑞麒和 B 系列销量惨淡。

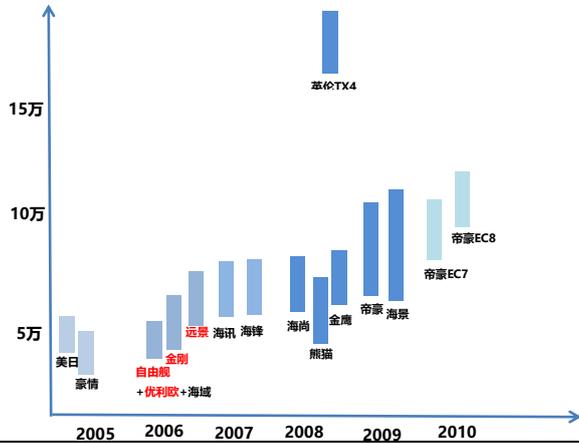
图 17：奇瑞 2005-2010 年新车推出计划及定价（红色表明销量累计超过 10 万辆）



资料来源：汽车工业信息网，汽车之家，浙商证券研究所

**吉利：全球鹰表现最佳，挑战高端失败告终。**回顾 2005-2010 年奇瑞发展历史，可知：1) 奇瑞累计销量 154 万辆，自主品牌内排名第二。2) 累计推出车型超过 15 款，平均每年有 3 款新车，尤其是 2006-2010 年新车上市非常密集。3) 定价在 3-10 万元的全球鹰品牌及金刚表现最好，定价 10 万附近的帝豪系列 2009 年陆续推出，表现尚可，定价最高(20 万+) 的英伦 TX4 销量十分惨淡。

图 18：吉利 2005-2010 年新车推出计划及定价（红色表明销量累计超过 10 万辆）



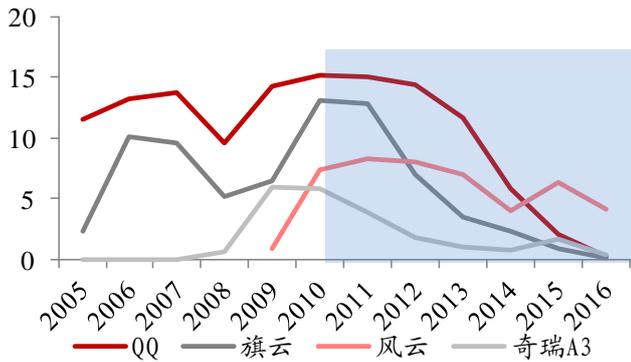
资料来源：汽车工业信息网，汽车之家，浙商证券研究所

### 2.3. “技术不足+品牌壁垒” 造就了衰退

2011 年之后自主品牌在轿车市场一蹶不振原因核心在于：消费者对乘用车的品质要求已经上了一个台阶，而自主品牌正向开发能力不足且品牌积淀时间过短，再加上消费者财富效应快速积累后对外资品牌的热衷。

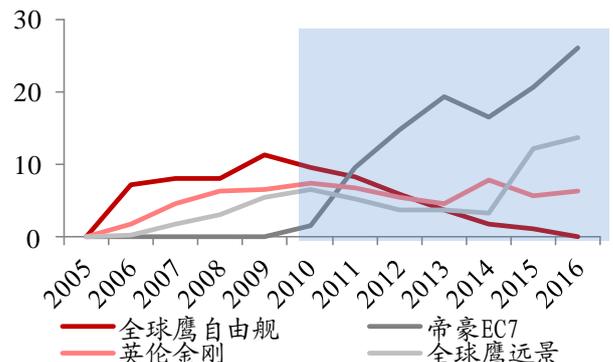
奇瑞 2011 年开始此前热销的“QQ+旗云+风云+奇瑞 A3”均销量持续进入下坡，吉利 2011 年开始此前热销的“自由舰+金刚+远景”均销量进入下坡，只有“帝豪”销量持续稳步上升，“远景”2015 年开始有所改观。

图 19：2011-2016 年奇瑞轿车全线衰退



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 20：2011-2016 年吉利轿车帝豪和远景稳步回升



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

造成自主品牌轿车领域的衰退，原因究竟何在？最浅层原因：2011 年之后轿车增速放缓，合资品牌新车密集上市，竞争程度加剧。从 2005-2016 年合资品牌主要车型上市节奏统计可知：累计 2005 年合资品牌轿车车型约 46 款，其中近 20 款均是截止目前依然是热销车型，2006-2016 年期间合资品牌以平均每年 10 款全新车型速度推出上市，且其中约近三分之一车型在各自细分领域里面成为了知名车型。面对合资品牌强势攻击，2010 年之后自主品牌在轿车领域依然推出了不少新车型，然而却躲不过市场份额丢失的命运。进一步分析原因，我们认为主要有 2 点：1) 消费升级背

景下，车主对产品力要求日益提升，而自主品牌正向开发技术不足，即使推出新车型，但品质难以和合资竞争。2) 轿车的主力消费人群是70后，注重品牌，外资品牌对其吸引力远大于自主品牌。

**表 2：合资品牌 2005-2016 年全新车型上市节奏（不包括换代/改款车型，红色代表热销车型）**

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
伊兰特	君越	卡罗拉	朗逸	嘉年华	歌诗图	508	K3	致炫	致悦	金牛座	悦纳
桑塔纳	凯美瑞	骊威	锋范	科鲁兹	408	308	朗动	杰德	英菲尼迪	哥瑞	科沃兹
凯越	波罗劲取	迈腾	悦动	福瑞迪	C5	K2	迈锐宝	301	昂科塞拉	408	领动
捷达	宝马 5 系	明锐	世嘉	桑塔纳志俊	英朗	K5	启辰	凯迪拉克	雷凌	K7	宝马 2 系
雅阁	思域		207		瑞纳	爱唯欧	菲翔	C4	福睿斯	桑塔纳浩纳	奥迪 C7
帕萨特	速腾		雅力士		CC	理念		朗行	速派	K6	
君威	天语		晶锐			NMS		凌派	奥迪 A3	威朗	
花冠	轩逸							名图	昕动	新蓝鸟	
天籁								昕锐		凌渡	
赛欧										启悦	
索纳塔											
蒙迪欧											
宝来											
宝马 3 系											
福克斯											
高尔夫											
累计 46 款	8 款	9 款	7 款	6 款	7 款	8 款	11 款	10 款	12 款	30 款	8 款

资料来源：浙商证券研究所

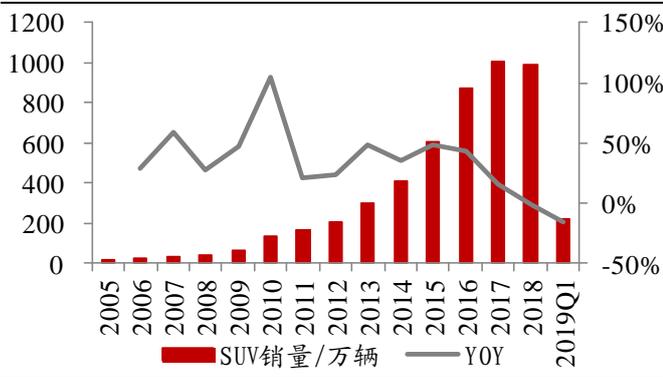
### 3. 自主 SUV 进入淘汰赛

“市占率+市场容量”两个指标看 2017 年均已成为 SUV 市场分水岭。相比 2010 年自主轿车，当下自主 SUV 发生了两大有利变化：1) 核心动力总成+外观设计等均表明产品力得到了质的飞跃。2) 消费者品牌中立性增强，对自主品牌接受度更高。但同时也面临两大非常不利的因素：1) 德/日/美系强势 SUV 新车周期进行中。2) 国六提前至 2019 年 7 月 1 日实施，新车公告/新车上市/国六销售三个维度均证明自主准备显著不足合资。2019-2021 年自主 SUV 市场推演：1) 市场占有率预计从 60% 下降至 39% (悲观) /49% (中性) /54% (乐观)。2) 市场容量预计下降 200 万辆 (悲观) /100 万辆 (中性) /50 万辆 (乐观)。3) 逐步完成淘汰赛，前三名集中度从 40% 提升至 50%，单一车企天花板或 100 万辆。4) 价格战或成常态，SUV 单车盈利的下行周期远未结束。

#### 3.1. 2017 年已成 SUV 分水岭

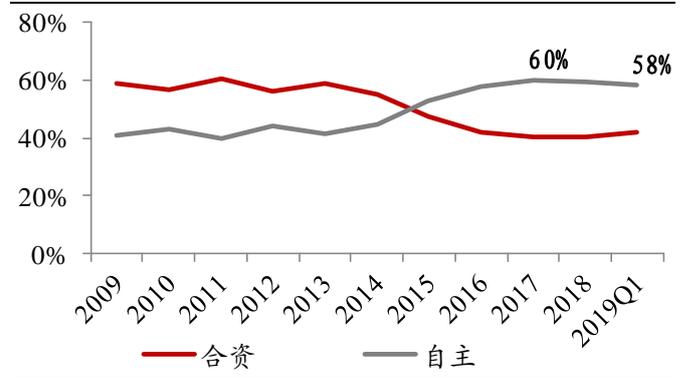
总结 2005 年至今 SUV 发展历史，发现 2017 年是重要分水岭。从市场容量看，2017 年 SUV 达到了 1000 万辆级别，2018 年首次出现同比个位数下滑，2019Q1 首次出现同比两位数下滑。从市占率看，2017 年自主品牌达到了历史最高点 60%，2018 年下降至 59%，2019Q1 下降至 58%。展望未来自主 SUV 能否改变自主轿车命运？

图 21：2017 年 SUV 市场容量达到历史最高点



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 22：2017 年自主品牌在 SUV 市占率达历史最高点 60%



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

#### 3.2. 有利：自主产品力提升+消费者品牌中立性增强

相比 2010 年左右的自主轿车，当下的自主 SUV 发生了两大有利的变化：1) 产品力得到了质的飞跃。2) 消费者品牌中立性增强，对自主品牌接受度更高。产品力提升可以从三方面展开说明：1) 发动机自主研发技术。2) 变速器自主研发技术。3) 外观设计。

自主发动机技术可以简单分为 2 个阶段：1) 依赖三菱和宝马阶段。沈阳航天三菱汽车发动机制造有限公司成立于 1997 年 8 月，是由中国、日本、马来西亚三国五方出资组建的中外合资企业，中国航天汽车有限责任公司占股比 30%，三菱自动车工业株式会社占股比 25%，沈阳建华汽车发动机有限公司占股比 21%，马中投资控股有限公司占股比 14.7%，三菱商事株式会社占股比 9.3%。绵阳新晨动力机械有限公司成立于 1998 年 5 月，由华晨汽车集团和五粮液集团联合控股。航天三菱和新晨动力是自主品牌成长初期重要发动机合作伙伴，截止 2019 年部分自主品牌依然依赖于这两家供给发动机。

表 3：部分自主品牌依然在采用航天三菱和新晨动力的发动机

发动机供应商	生产企业	车型	年份
航天三菱	东南	A5 翼舞，DX3	2019
	东风柳汽	风行 SX6，景逸 X5，风行 M7，风行 M6	2019
	众泰	T600，大迈 X5	2019
	野马	T70S	2019

新展动力	江铃控股	陆风 X5	2018
	北汽股份	绅宝 D50	2017
	东风柳汽	风行 T5L	2019
	华晨金杯	金杯 S70	2018
	上汽通用五菱	宝骏 560, 宝骏 730	2017
	吉利	远景 X1	2017
	北汽银翔	威旺	2015

资料来源：marklines，浙商证券研究所

2) 实现自主研发阶段。经历了初期原始资本积累后，自主品牌为了寻求更好发展，纷纷加大研发投入，开发自主研发发动机。从 2010-2018 年核心上市自主品牌研发费用数据可知：过去八年自主品牌对研发重视程度不断上升，复合增速均在 20% 以上，上汽自主研发投入最大，2010 年 34 亿元，2018 年高达了 159 亿元。核心动力总成（发动机+变速器）便是各大车企研发投入的核心。目前核心自主基本做到了发动机自配的能力。

**表 4：2010-2018 年核心自主品牌研发投入持续上升**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	复合增速
上汽自主	34	57	58	53	68	84	94	111	159	21.1%
比亚迪	14	28	26	29	37	37	45	63	85	25.3%
长安汽车	7	12	17	16	20	26	32	36	38	23.8%
长城汽车	4	6	10	17	26	28	32	34	40	31.3%
广汽集团		1	11	10	16	19	24	30	49	54.7%

资料来源：wind，浙商证券研究所

变速器技术发展历程也大致经历了 2 个阶段：1) 依赖三菱/爱信阶段。国内自主品牌发展初期，变速器类似于发动机核心技术几乎完全依赖几家合资企业供货而且核心部件依赖进口，其中最明显案例就是沈阳三菱捆绑发动机和变速器的销售行为，自主品牌的产能扩展直接被别人卡主喉咙。2) 自主研发实现国产变速器。首先实现技术突破是手动变速器，后来在自动变速器领域 AT-CVT-DCT 均有建树。AT 领域代表有，吉利于 2009 年收购 DSI 后研发出 6AT；盛瑞传动于 2013 年推出 8AT，使中国成为世界第四个拥有 8AT 技术的国家；东安动力于 17 年上海车展上带来自主研发的 6AT 并于 6 月生产下线。CVT 领域主要由奇瑞（万里扬）、江麓容大领军。其中奇瑞 CVT 早在 2004 年已立项，2009 年已顺利下线，并于 2015 年推出第二代产品，2016 年 5 月奇瑞已向万里扬转让 CVT 技术；江麓容大 CVT 首批产品已于 2009 年投放市场，重点与力帆、众泰等相关车型配套，2016 年底规划年产 50 万套 CVT 生产基地正式开工。DCT 为自主品牌重点突破领域，包括奇瑞、东风、上汽、吉利、长城、长安等多个自主品牌整车厂均陆续开展 DCT 研发项目并推出相应产品，目前各品牌现有多个车型或将推出车型均搭载或将搭载最新研发的 DCT 产品。

汽车外观设计大致经历了 2 个阶段：1) 纯粹模仿阶段。国内各大自主品牌车型设计基本套路是：选择一辆对标的外资车型，在此基础上换个标或者小部分修改。2) 引入国际设计团队，形成自主设计风格。长城引进皮埃尔（之前就职宝马，现已离职长城），比亚迪引进沃尔夫冈·艾格（之前就职奥迪），吉利引进彼得·霍布里（之前就职沃尔沃），奇瑞引进史蒂夫·艾姆，自主品牌通过国际知名设计师加入之后颜值整体有了质的提升。

乘用车属于消费品，具有品牌壁垒。而品牌价值的塑造是需要时间沉淀，“品牌溢价”上自主与合资的差距是必然的。但也存在两方面对自主品牌有利因素：1) 随着购车消费人群的逐步年轻化（70 后-80 后-90 后），对品牌的中立性逐步增强，这点我们在报告第一部分有重点提及，这里不再赘述。2) 自主品牌经过自身研发投入加大，产品力提升以及消费口碑传递，自身品牌价值也在建立且逐步扩散。

### 3.3. 不利：德日美强势新车周期+国六提前实施

关于合资品牌新车周期的研究，我们采取抽样原则，选取了9家主要合资车企：德系（上汽大众+一汽大众），美系（上汽通用+长安福特），日系（广汽丰田+广汽本田+一汽丰田+东风本田+东风日产），进行展开分析。

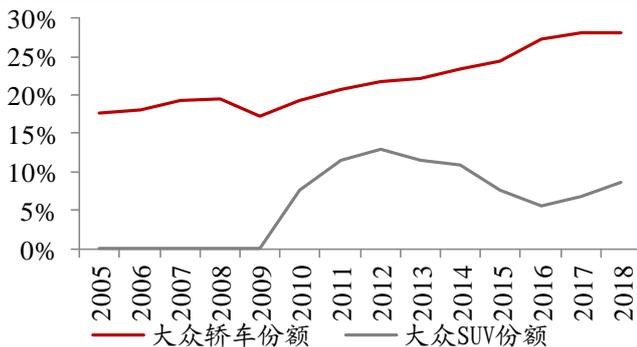
**德系（指南北大众）：**轿车市场份额持续上升地位稳固，SUV经历了辉煌-衰退-恢复。轿车市场，南北大众从2005年以来一直保持市场份额持续提升，从15%逐步提升到近30%，属于行业第一位置（若考虑宝马和奔驰等市占率会更高）。而在SUV市场，2009-2012年凭借途观的优势，份额持续上升，但2012-2016年SUV新车推出速度非常慢，市场份额逐步丢失，2017年开始加快推出SUV新车，市场份额持续回升。从南北大众内部产销结构看，SUV从2009年开始占比逐步提升，2017年开始加速，但依然低于25%，具有较大提升空间。

**新车推出速度加快，数量增多，未来核心增量在于SUV市场。**

**上汽大众的新车周期特征：**大众品牌从2005年以来基本每年有全新车或换代车，但较为集中是2010-2011年，2017年至今；**斯柯达品牌**周期性较强，容易出现空档期，当下正处于新车周期密集阶段。根据公司官网/媒体报道/车型生命周期推断**2019-2020年上汽大众主要新车：全新T-CROSS，桑塔纳+POLO换代；明锐换代+柯米克GT轿跑。**

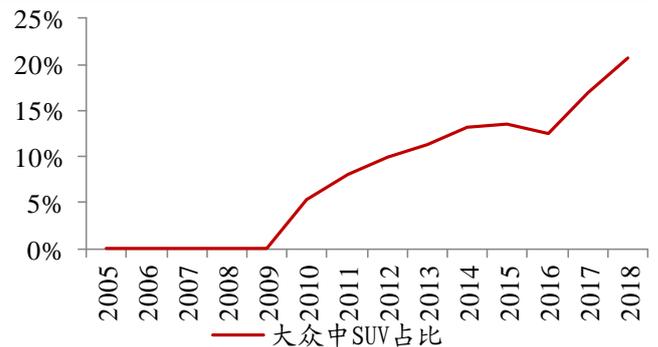
**一汽大众的新车周期特征：**大众品牌2005-2012年新车分布较为均匀，2013-2015年新车很少，2017年开始进入新车密集期；**奥迪品牌**新车数量整体较少，存在空档期，目前也处于新车密集期。根据公司官网/媒体报道/车型生命周期推断**2019-2020年一汽大众主要新车：捷达品牌独立推三款全新车型（捷达VA3+捷达VS5+捷达VS7），高尔夫+速腾换代，探岳GT；奥迪A6+奥迪A3+奥迪Q3换代。**

图 23：大众轿车份额持续提升，SUV2012年逐步下降



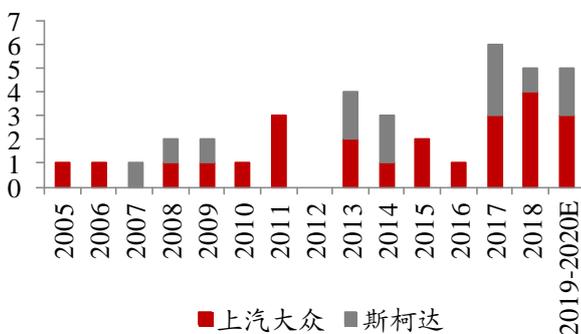
资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 24：南北大众产销结构中 SUV 虽一直上升但整体不高



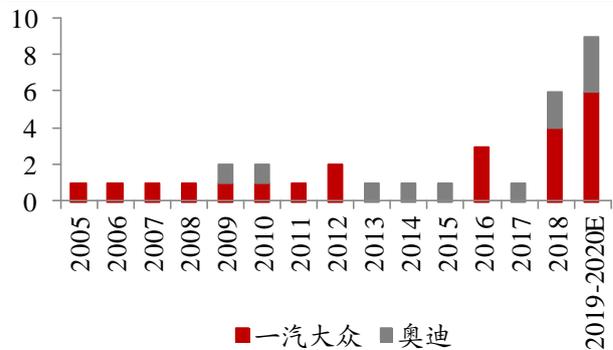
资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 25：2005-2020E 上汽大众+斯柯达新车上市分布情况



资料来源：公司官网，汽车之家，浙商证券研究所

图 26：2005-2020E 一汽大众+奥迪新车上市分布情况

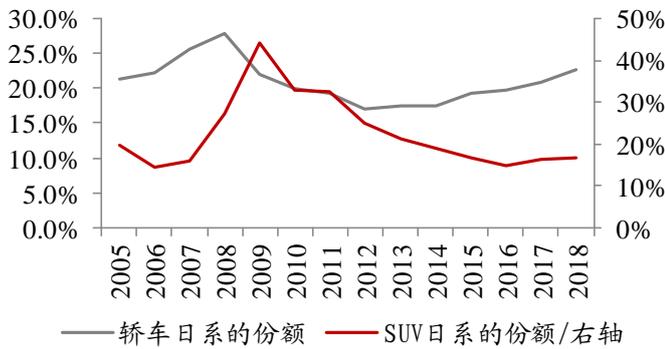


资料来源：公司官网，汽车之家，浙商证券研究所

日系：轿车/SUV 先后经历了辉煌-衰退-复苏，目前轿车地位已稳固，SUV 依然在恢复。1) 轿车市场：2005-2009 年日系轿车市场份额高达 25%+，2010-2012 年经历了下滑期（尤其是 2012 年钓鱼岛事件催化），2013-至今进入了持续恢复期，2018 年市场份额已经回升至 23%，接近历史高点。2) SUV 市场：2005-2009 年日系 SUV 市场份额持续提升至 40% 左右，2010-2016 年市场份额持续下滑至 14.5% 附近，2017 年开始逐步恢复。

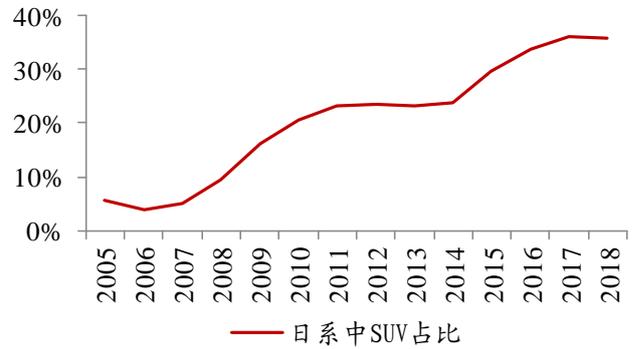
新车周期加快是推动日系恢复重要因素，未来核心增量在于 SUV 市场。日系车企推出新车速度和数量一贯较为保守，这也是导致 2009-2012 年期间轿车和 SUV 双双衰退重要原因，2013 年以来新车推出速度和数量逐步加快，市场份额持续回升。日系内部比较看：车型丰富程度日产好于本田好于丰田。根据公司官网/媒体报道/车型生命周期推断日系主要车企 2019-2020 年新车计划：广汽丰田新车：RAV4 姐妹版全新 SUV，雷凌和致炫全新换代；一汽丰田新车：亚洲龙全新轿车，卡罗拉和 RAV4 全新换代；广汽本田新车：CR-V 姐妹版全新 SUV，奥德赛和飞度全新换代；东风本田新车：享域全新轿车，杰德，XR-V 和哥瑞或全新换代；东风日产或迎来集中换代（轩逸+骊威+奇骏+楼兰）。

图 27：2013 年开始日系轿车恢复，2017 年开始 SUV 恢复



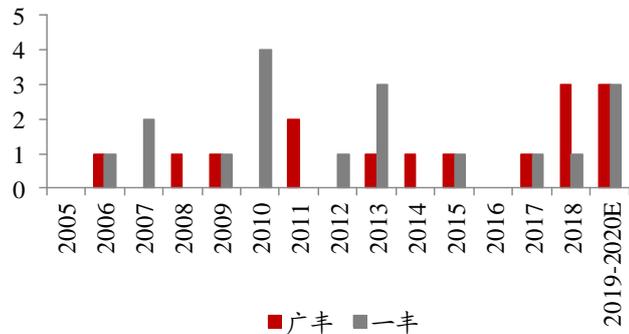
资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 28：日系产销结构中 SUV 占比 2015 年之后加速提升



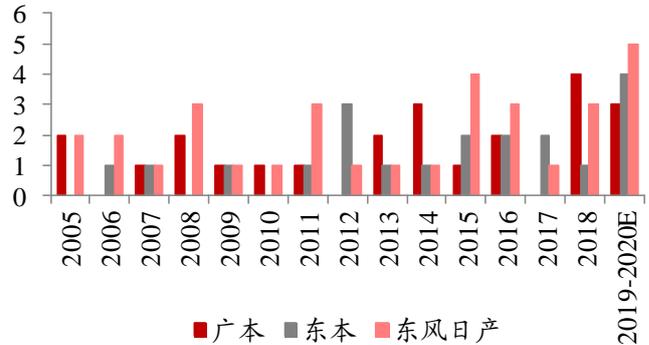
资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 29：2005-2020E 广丰+一丰全新及换代车型分布情况



资料来源：公司官网，汽车之家，浙商证券研究所

图 30：2005-2020E 广本+东本+日产全新及换代车型分布情况



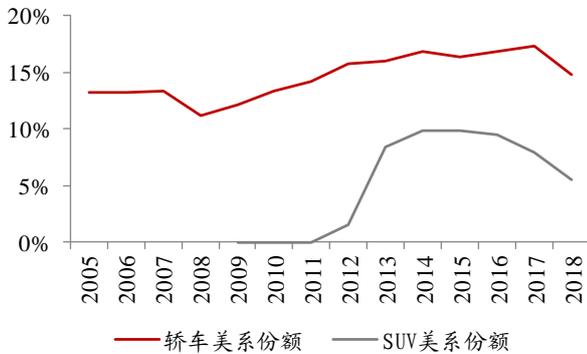
资料来源：公司官网，汽车之家，浙商证券研究所

美系：轿车基础尚可，未来核心增量是 SUV 产品布全+豪华车国产化。美系核心主力是上汽通用和长安福特。轿车市场 2005-2016 年美系份额一直处于稳步上升趋势中，2017-2018 年趋势开始向下。SUV 市场美系布局较晚，2012-2014 年迎来份额扩张期，2015 年之后份额持续下降。从美系内部产销结构看，SUV 的占比一直处于较低水平。导致这些现象核心原因在于长安福特的新车推出周期性过强，容易出现空档，2015 年之后几乎无新车现象导致美系衰退；上汽通用的车型丰富且推出速度较为均匀，一直发展相对稳健。

长安福特的新车周期特征：1) 产品谱系简单；2) 新车推出周期性强，容易出现空档期。2005-2009 年长安福特平均 2 年推出一款全新车型。2010-2011 年是空档期。2012-2015 年新车密集期。2016-2017 年是空档期。2018-2020 年逐步开始新车密集期，预计 2019-2020 年累计全新/换代车型有望达 6 款+，主要包括现有车型换代及林肯国产化。

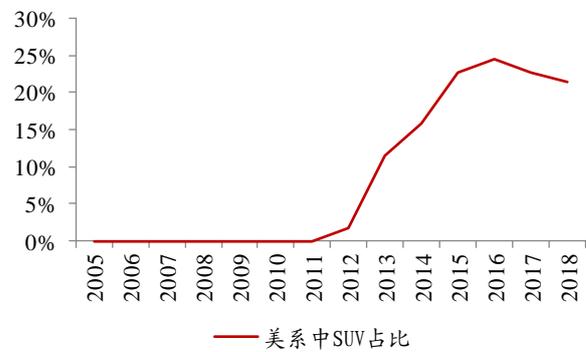
上汽通用的新车周期特征：1) 产品谱系齐全；2) 新车推出节奏较为均匀，一般不会出现空档期。2005-2013 年期间上汽通用（别克+雪佛兰+凯迪拉克）平均每年推出 2 款全新/换代车型。2014 年开始新车上市节奏明显加快（尤其是别克品牌），平均每年达到 4 款，预计 2019-2020 年累计全新/换代车型有望达 10 款，主要包括别克 3 款全新 SUV+雪佛兰 1 款全新 SUV/2 款换代+凯迪拉克 3 款全新车型。

图 31：美系轿车基础尚可，SUV 份额近几年持续下降



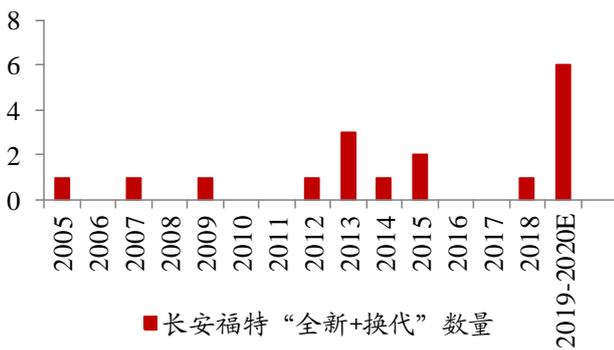
资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 32：美系产销结构中 SUV 占比整体处于较低水平



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 33：2005-2020E 长安福特全新及换代车型分布情况



资料来源：公司官网，汽车之家，浙商证券研究所

图 34：2005-2020E 上汽通用全新及换代车型分布情况



资料来源：公司官网，汽车之家，浙商证券研究所

国六提前实施对乘用车企业的影响分为 2 方面：1) 提前一年，节奏打乱，核心自主准备慢于合资 1-2 个季度，尾部自主或面临无车可卖的困境。截止 4 月份传统车中国六占比已提升近 25%，其中 96%是合资品牌（东风日产+华晨宝马占比达 50%）。2 单车成本上升 2000-2500 元，供过于求格局下转嫁给消费者概率很小（东风日产和华晨宝马目前均没有转嫁成功）。

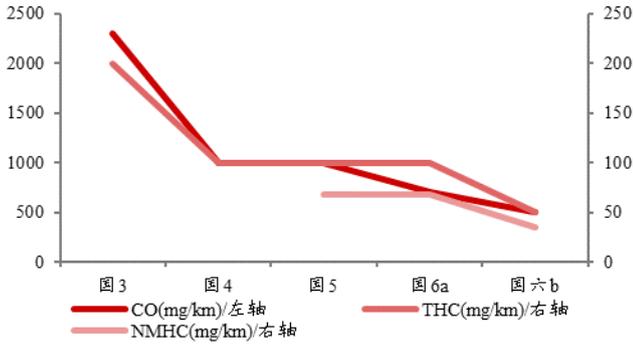
➢ 提前一年，节奏打乱，核心自主准备慢于合资 1-2 个季度，尾部自主或面临无车可卖的困境。

乘用车时间节点提前 1 年：原定于 2020 年 7 月开始实施国六 a，因 2018 年 6 月国务院出台蓝天保卫战政策，要求京津冀/长三角/珠三角/川渝等重点区域（覆盖全国 50%+销量占比）提前至 2019 年 7 月实施国六。截止目前：“深圳+广州+海南+天津+山东+上海+浙江” 7 个城市/省份已经出台针对轻型汽车国六实施的明确细则政策，确定 2019 年 7 月 1 日开始执行。其余重点区域是模糊政策阶段。

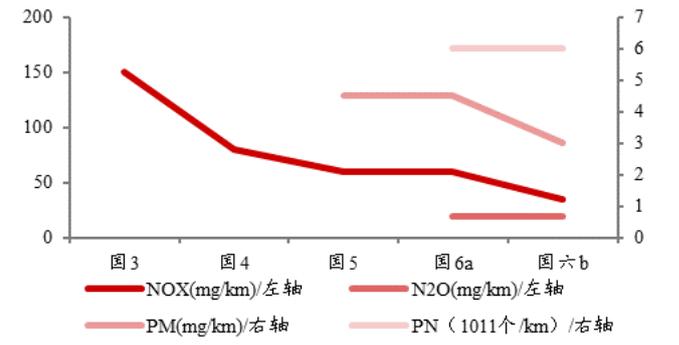
本次国六标准要求极其严格，体现在：1) 测试循环从欧洲循环变为世界统一循环，加大满足限值的难度。轻型汽车从 NEDC 循环变为 WLTC 循环。2) 限值加严程度堪比或者超过国三升级国四。轻型汽车国六六阶段 NOx 加严 42%。轻型汽车国六 a 对 PM 限值范围扩大所有汽油车，国六 b 阶段加严 33%。

图 35：第一类轻型汽油车 I 型试验 CO 和 HC 限值变化

图 36：第一类轻型汽油车 I 型试验 NOx 和颗粒物限值变化



资料来源：生态环境部，浙商证券研究所



资料来源：生态环境部，浙商证券研究所

各家车企针对国六准备情况是否充足，可以从以下三方面展开跟踪：1) 国六新车公告节奏。2) 国六新车上市节奏。3) 国六新车销量。目前跟踪下来看：自主准备节奏上显著落后于合资。

- 国六新车公告公布节奏：合资领先核心自主 1-2 个季度，日系最积极。一线自主品牌比合资品牌晚 1-2 个季度，二三线自主品牌比一线自主品牌晚 1-2 个季度，而且不少自主品牌因自身实力有限，只能减少车型型号。

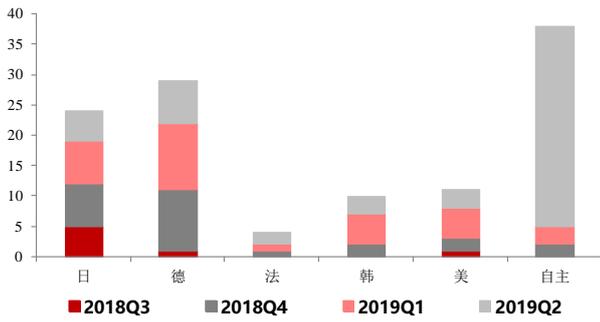
表 5：吉利 2005-2010 年新车推出计划及定价（红色表明销量累计超过 10 万辆）

公司简称	2018年2月 304	2018年3月 305	2018年4月 306	2018年5月 307	2018年6月 308	2018年7月 309	2018年8月 310	2018年9月 311	2018年10月 312	2018年11月 313	2018年11月 314	2018年12月 315	2019年1月 316	2019年2月 317	2019年3月 318	2019年4月 319
东风日产		6	5	36	11	6	8	8		3	6		5		4	1
上汽大众		1	1	1	2	15	7	6	4	3	14	5	4		12	5
上汽通用					2	2	4	1	7	1	12	1	12	4	6	10
北京现代								12	9	17		6	6		5	5
华晨宝马					15	12	9		6			9				2
东风悦达起亚									10	9	2	7	2		15	2
一汽-大众						2	15	5	4	3	8	2	1	1	2	3
长安福特					5	5			7		1				13	1
一汽丰田				10	3		3		1		2	4				12
东风本田				3	8	3				3			2		10	3
广汽丰田			6	8		1				1	3				12	0
北京奔驰	4				1	2	3		8				5		10	2
东风雷诺							4		7						4	0
广汽本田	1		3			2					3	11				0
上汽通用五菱										7	4	2	5	0	5	7
上汽乘用车					1				18				1	1	4	4
长城汽车										18	2		2	1		1
长安汽车							7	4	12	14	25	15	19	2	27	20
吉利汽车						2		2	7	23	7	5	19	1	19	27
比亚迪									2	1	5	7	2		15	10

资料来源：工信部，浙商证券研究所

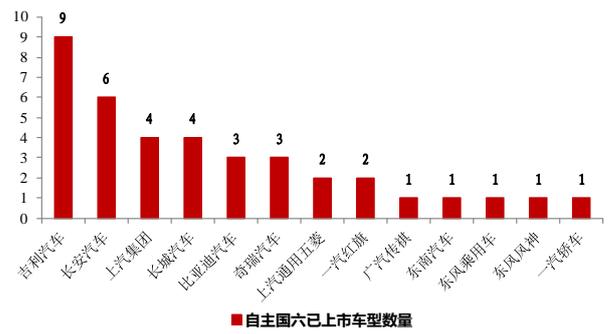
- 国六新车上市节奏统计：合资领先核心自主 1-2 个季度，日系最佳。一款车型拿到了工信部新车目录公告后便可以准备生产上市。经过我们不完全统计发现：合资国六车型正式上市时间节奏整体依然是早自主 1-2 个季度。合资里面日系准备最早（尤其是东风日产）2018Q3-2019Q2 各个季度分布均匀，都有国六车型上。德系比日系晚一个季度，其他合资（美/韩/法）比德系再晚一个季度，自主比其他合资再晚一个季度左右且上市较为集中。自主品牌内部看，目前主要集中在核心自主，尾部自主品牌目前仍几乎无一款国六车型

图 37：2018Q3-2019Q2 各个系别国六新车上市节奏



资料来源：浙商证券研究所

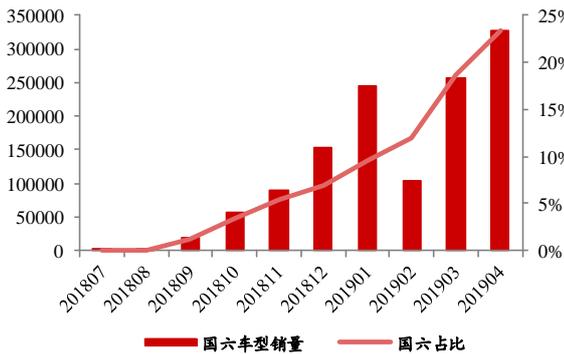
图 38：自主品牌目前已经上国六车型数量分布情况



资料来源：浙商证券研究所

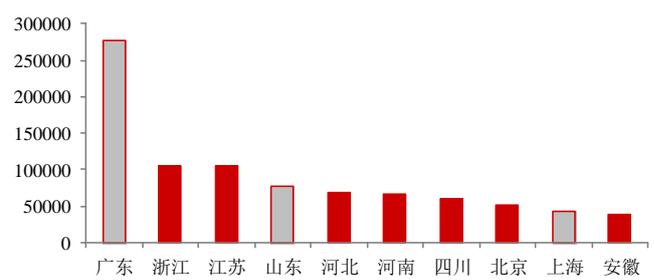
➢ **国六新车销量统计：合资品牌占据 96% 市场份额。**以传统车交强险数据看（剔除新能源），单车新车销量结构中国六占比经过半年多时间提升至 25%。销量排名前十省份中【广东】【山东】【上海】为已经明确 2019 年 7 月 1 日开始实施国六 a/b 排放标准。合资品牌占比目前达到 96%，销量排名前十车企中无一个自主品牌，【东风日产】+【华晨宝马】国六推进最为积极，两家占比达 50%。

图 39：传统车中国六车型占比持续上升至 25%



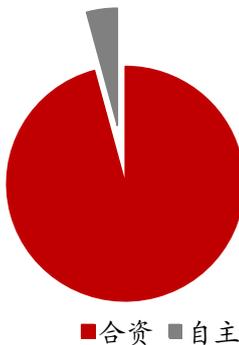
资料来源：交强险，浙商证券研究所

图 40：累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十省份



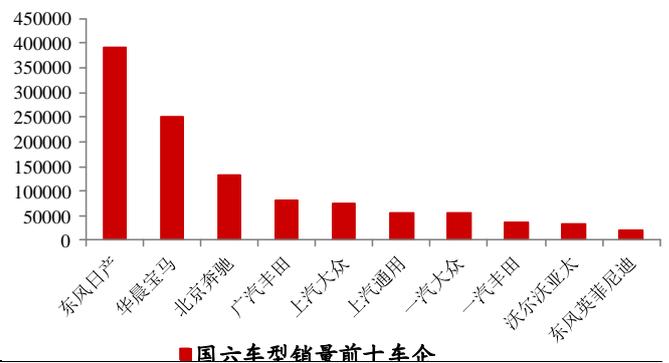
资料来源：交强险，浙商证券研究所

图 41：截止 2019 年 4 月国六新车销售合资主导



资料来源：交强险，浙商证券研究所

图 42：累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十企业

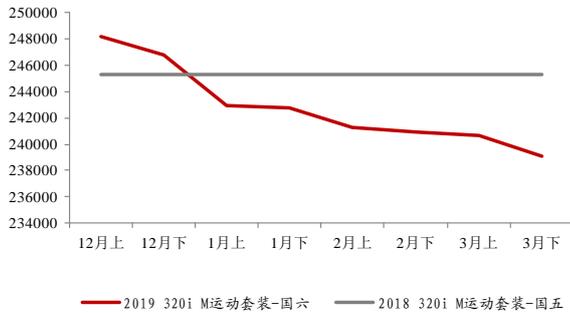


资料来源：交强险，浙商证券研究所

单车成本上升 2000-2500 元，转嫁给消费者概率较小。本轮国五升级国六对于轻型汽油车成本增加主要体现在：GPF 约 1000-1500 元，GDI 升级+TWC 催化剂升级+EGR 等 1000 元。而增加成本能否转移给消费者对于车企的盈利至

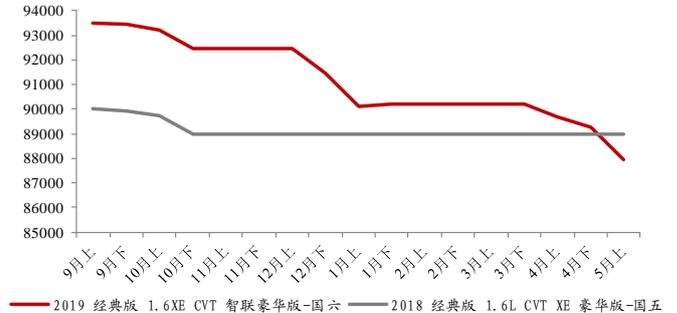
关重要。我们采用了东风日产和华晨宝马(两家国六车型上市已经近半年)的案例来分析,转移给消费者概率较小:  
1) 宝马采取的策略是国六车型上市国五的就退市,几乎不会重叠销售。但国六车型实际销售成交价却一路走低,且远低于国五车型停售之前的价格(例如:320i M 运动套装)。东风日产采取的策略是国六车型上市国五依然会销售一段时间然后再退市,例如轩逸 2019 经典版 1.6XE+ CVT 智联豪华版属于国六版,期初指导价高于国五 3500 元,实际成交价期初高于国五版本,但经历约 10 个月销售,实际成交价已经低于国五停售之前的价格。

图 43: 宝马 3 系 L 国六版上来后成交价持续走低



资料来源: 浙商证券研究所(灰色: 国五车停售后假设价格不变)

图 44: 日产轩逸国六版上市以后成交价稳步走低



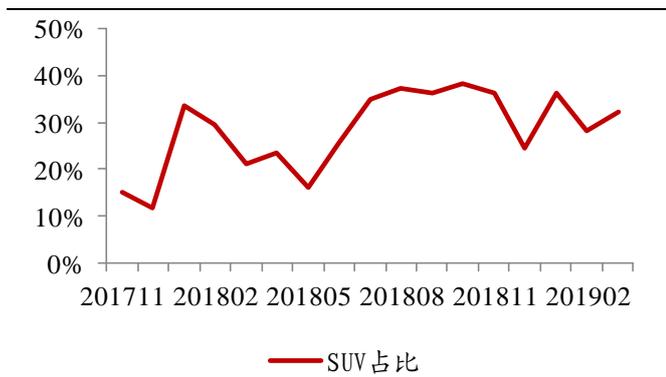
资料来源: 浙商证券研究所(灰色: 国五车停售后假设价格不变)

### 3.4. 2019-2021 年自主 SUV 市占率迎来下降期

**第一步：乘用车市场总容量预测。**借鉴日韩发达国家发展经验，我们认为国内乘用车千人保有量 2019-2025 年将逐步攀升至 200 中枢，国内乘用车消费复合增速下降至 2.6% 左右（详见报告正文的第一部分），也即到 2025 年国内乘用车销量 2700 万辆。

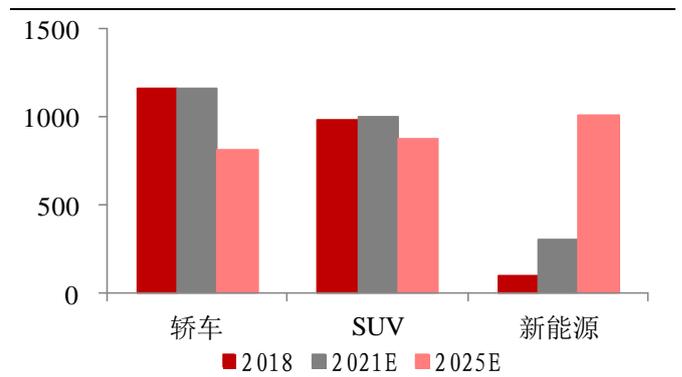
**第二步：SUV 市场总容量预测。**新能源与传统车划分核心看动力来源，SUV 与轿车划分核心看底盘尺寸等，两者并不能直接可比。轿车和 SUV 均可以是新能源车。从消费趋势看，2019-2025 年新能源车兴趣，传统燃料的轿车和 SUV 的衰退是大概率事件。我们预测：到 2021 年轿车和 SUV 市场基本和 2018 年持平。到 2025 年新能源乘用车销量 1000 万辆，相比 2019 年增加 900 万辆；传统燃料轿车市场销量将减少 350 万辆，传统燃料 SUV 市场销量将减少 100 万辆。预计 SUV 比轿车市场规模减少更少一些，原因在于：根据 2017-2018 年新能源乘用车占比看，SUV 中枢是 26%，新能源消费中轿车主导。

图 45：新能源乘用车中 SUV 占比中枢 26%



资料来源：交强险，浙商证券研究所

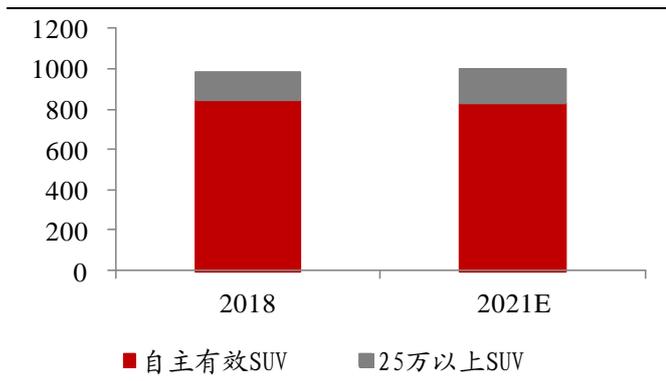
图 46：轿车/SUV/新能源未来销量预测



资料来源：汽车工业信息网，交强险，浙商证券研究所

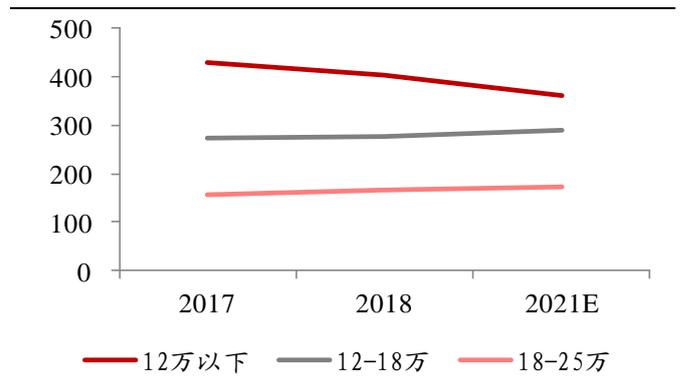
**第三步：自主 SUV 的有效市场容量预测。**按照价位我们将 SUV 市场分为 12 万以下，12-18 万，18-25 万，25 万以上四个细分市场。对于自主品牌而言，到 2021 年我们认为 25 万以上的市场有效性很弱。25 万以下的 SUV 市场容量预计 2021 年 827 万辆（2018 年 845 万辆）。消费升级背景下，自主 SUV 有效市场容量中，12 万以下市场预计规模逐步缩小，12-18 万和 18-25 万稳步增加。

图 47：自主 SUV 的有效市场容量预计 2021 年 827 万辆



资料来源：交强险，浙商证券研究所

图 48：25 万元以下 SUV 市场容量的结构变化



资料来源：汽车工业信息网，交强险，浙商证券研究所

**第四步：合资 SUV 供给端变化：2017-2020 年是 SUV 集中上市期。2005-2016 年 9 家合资车企已推出的 14 款中低端 SUV 车型分析发现：**1) 合资品牌推出 SUV 失败的概率相对较小。斯柯达野帝和通用科帕奇相对一般，最终结果是停产，其余车型均表现尚可。原因在于 SUV 市场处于成长期，竞争程度有限。2) 这 14 款 SUV 的月均销量从 2005

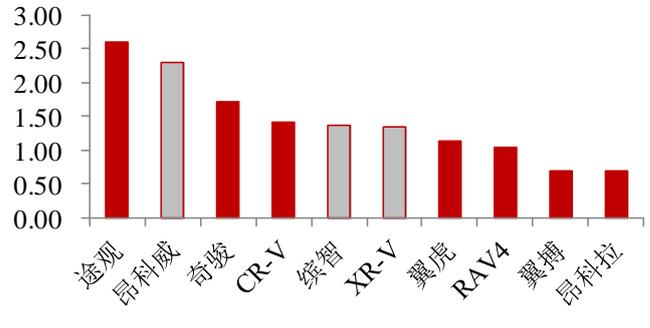
年的2千台逐步提升至1万台。3) 选取这14款车各自所在生命周期高峰期表现看,月均销量1.11万台,若剔除野帝和科帕奇,月均销量1.25万台。4) 上市时间2014年及之后的“昂科威+缤智+XR-V”月均销量在1.3万辆以上。

图 49: 2005-2016 年 14 款合资 SUV 月均销量变化情况



资料来源: 汽车工业信息网, 乘联会, 浙商证券研究所

图 50: 十款重点合资 SUV 车型在生命周期高峰时月均销量



资料来源: 汽车工业信息网, 交强险, 浙商证券研究所

结合报告3.2部分对合资新车周期分析可知,2017-2020两年时间预计主要9家合资车企推出SUV新车型约30款,其中实际成交价预计25万元以下,会直接与自主品牌产生竞争关系的车型约23款。这20款新车型中2017-2018年已经上市且产生实际销量超过6个月的有12款,2019-2020年爬坡上量或全新上市预计11款。

通过对9家合资车企2017-2018年已经上市且产生实际销量超过6个月的12款SUV分析发现:月均销量波动上涨,中枢水平从3000辆逐步提升至4000辆,2017Q4高峰值达到近7000辆。而与存量已经上市老SUV(2005-2016年)平均月销量1万辆相比,目前差距有些大。我们认为原因在于:1) 2017年至今乘用车进入周期下行期,且SUV市场行业红利消失,进入存量博弈阶段,竞争加剧。根据2017-2019年4月数据分析可知,2016年以前上市的SUV无论自主还是合资均受行业影响,月均销量出现了不同幅度的下滑。2) 主要车型售价与自主品牌重叠度较高。这12款SUV实际成交价有4款(创酷+劲客+柯米克+沃兰多)在10-15万元区间,5款(柯珞克+CH-R+探歌+途岳+探界者)在15-20万元区间,有3款(柯迪亚克+途达+探岳)在20-25万元区间。3) 斯柯达和通用品牌力较弱车型失败率较高,大众与日系表现依然较为可观。

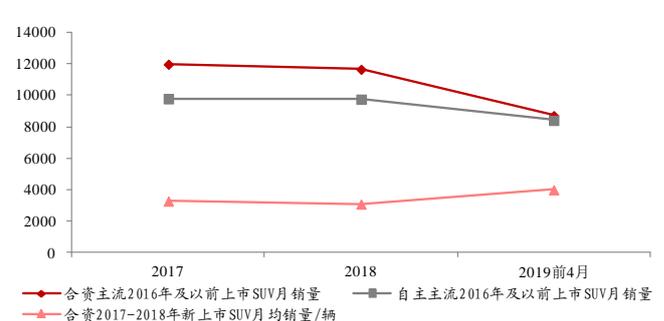
2019-2020年爬坡上量或全新上市预计11款分别是:1) 已经上市仍处于爬坡期,领界目前月销量平均5000辆,T-cross目前月均销量近4000辆,未来依然有望继续上量。2) 预计全新上市车型有:捷达VS5+捷达VS7+RAV4姐妹版+CR-V姐妹版+雪佛兰创界+别克两款新SUV+江铃福特两款SUV。

图 51: 2017-2018 年上市 12 款合资 SUV 月均销量走势



资料来源: 乘联会, 浙商证券研究所

图 52: 2017-2019 年 4 月自主与合资主流 SUV 月均销量变化



资料来源: 乘联会, 浙商证券研究所

**第五步: 自主 SUV 供给端变化: 传统燃料新 SUV 推出速度放缓, 转向新能源风口。**回顾自主品牌布局 SUV 历程, 主要分为两个阶段: 1) 2005-2012 年: 新车型推出速度稳健。主要参与者是长城+长安+奇瑞+比亚迪+江淮等。2) 2013-2018 年: 不断加速推出新车型。吉利+上汽+广汽+五菱新车不断推出, 众泰/力帆等其他自主也纷纷加入。而根

据 2019 年上海车展自主品牌计划推出新车型来看，焦点已经明确开始布局新能源市场，传统燃料 SUV 市场新车型相对有限，而且主要推出 B 级 SUV 为主。

图 53：自主品牌在售 SUV 数量走势



资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

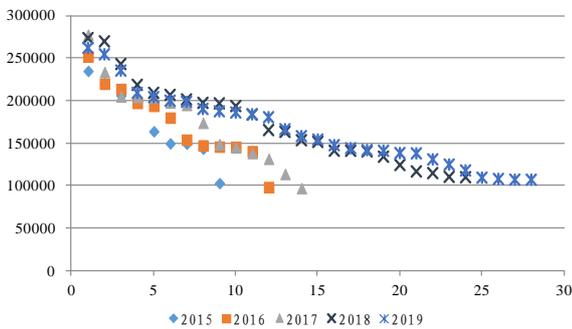
图 54：2019 年车展自主品牌预计推出的 SUV 新车/换代

车企	级别	2019 车展新车型
吉利	B-SUV	星越
奇瑞	B-SUV	捷途 X70 Coupe
奇瑞	C-SUV	捷途 X95
	A-SUV	瑞虎 5Xe
	B-SUV	瑞虎 8 换代
	B-SUV	星途 TX
陆风	B-SUV	荣耀
长安	B-SUV	S311 (CS85)
	B-SUV	CS75 PLUS
长城	B-SUV	F7 X

资料来源：汽车工业信息网，交强险，浙商证券研究所

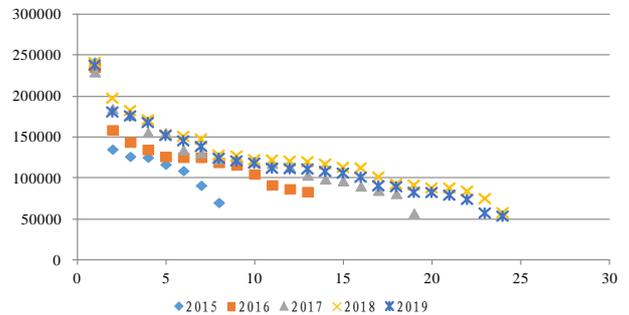
**第六步：SUV 市场价格体系变化：自主与合资重叠度日益上升，价格战或成为常态。**根据我们自己建立的 2015-2019 年乘用车价格监控体系分析发现：9 家合资车企（样本说明见前文）在 25 万元以下市场策略是，2017 年以来加快新 SUV 推出速度和数量，一方面填补 10-15 万元区间，另一方面是强化 15-20 万元区间。5 家自主车企（长城+上汽+吉利+长安+广汽）发展策略是，集中发起 15-20 万元市场挑战，巩固 10-15 万元市场，填补 5-10 万元市场。**10-15 万元市场在 2019-2021 年将成为自主与合资竞争的核心，价格战或成为常态。**

图 55：2015-2019 年合资品牌 SUV 车型成交价走势



资料来源：浙商证券研究所（备注：9 家主流合资车企）

图 56：2015-2019 年自主品牌 SUV 车型成交价走势



资料来源：浙商证券研究所（备注：5 家主流自主车企）

**第七步：SUV 市场未来三年市场格局演绎：自主 SUV 市场份额和销量下降幅度，悲观情景下分别下降 20%/200 万辆，中性情景下分别下降 10%/100 万辆，乐观情景下分别下降 5%/50 万辆。**

1) 自主 SUV 到 2021 年市场份额和销量能做到多少？

根据前文六大步骤分析可知：1) SUV 市场总容量预计 2021 年和 2018 年持平，也即 1000 万辆左右，其中自主有效市场（剔除 25 万元以上）预计 2021 年 827 万辆（相比 2018 年略微缩小 22 万辆，主要考虑消费升级导致 18-25 万部分容量转移到 25 万元以上）。2) 2019-2020 年合资 SUV 进入新车密集上市期，自主 SUV 新车推出速度放缓。2) 10-15 万元将成为 2019-2021 年自主与合资争夺重点，价格战或成为常态。

2019-2021 年自主 SUV 市场容量究竟何去何从，核心变量在于：1) 合资品牌最终实际推出新车数量。2) 合资品牌 SUV 价格下探的程度。

**悲观情景假设:** 1) 2019-2020 年合资最终实际推出新车型达到 20 款+ (9 家主要合资预计 11 款); 2) 合资品牌为了抢夺份额, 持续打价格战, 实际成交价下探至 8-10 万元; 3) 合资已推出 SUV 车型月均销量能保持稳定。则意味着合资品牌 2019-2021 年 SUV 市场容量有望增加 200 万辆 (月均销量做到 1 万辆), 自主品牌 SUV 市场容量有望下降至 387 万辆左右。

**中性情景假设:** 1) 2019-2020 年合资最终实际推出新车型达到 15 款左右 (9 家主要合资预计 11 款); 2) 合资品牌实际成交价格不会下探至 10 万元以下, 价格战程度适中; 3) 合资已推出 SUV 车型月均销量能保持稳定。则意味着合资品牌 2019-2021 年 SUV 市场容量有望增加 100 万辆 (月均销量做到 0.7 万辆), 自主品牌 SUV 市场容量有望下降至 487 万辆左右。

**乐观情景假设:** 1) 2019-2020 年合资品牌最终实际推出新车型 10 款左右; 2) 合资价格不会继续下探; 3) 合资已推出 SUV 车型月均销量能保持稳定。则意味着合资品牌 2019-2021 年 SUV 市场容量有望增加 50 万辆 (月均销做到 0.5 万辆), 自主品牌 SUV 市场容量有望下降至 537 万辆左右。

图 57: 中性情景下自主 SUV 份额从 60% 下降至 49%



资料来源: 浙商证券研究所

图 58: 中性情景下自主 SUV 销量下降 100 万辆



资料来源: 浙商证券研究所

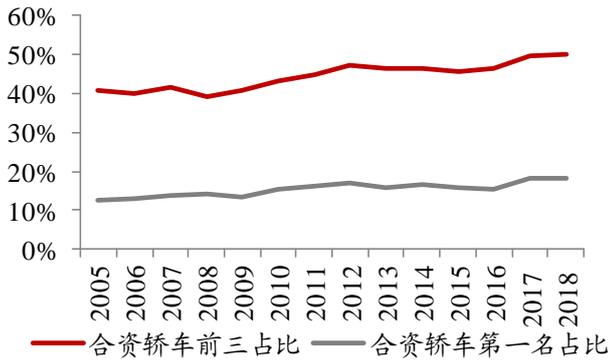
## 2) 自主 SUV 市场内部结构如何变化?

自主 SUV 车企未来三年或逐步完成淘汰赛, 前三名集中度预计可提升至 50%, 单一车企产销规模的天花板或 100 万辆 (20% 占比), 2018 年占比排名前 8 名车企内部也将展开激烈竞争, 长城/吉利占据前 2 名的概率相对更大。

**参照 2005-2018 年轿车市场发展规律看: 自主轿车起伏大。** 第一, 合资市场格局稳定性好于自主市场。合资轿车前三名一直是一汽大众/上汽大众/上汽通用, 只是三者排名会有变化。自主轿车前三名一直在变化, 吉利稳定性相对较好。第二, 前三名占比合资市场从 40% 逐步提升至 50%, 中间波动小。前三名占比自主市场从 2005 年的 60% 一路下滑至 2013 年 35%, 有提升至 2018 年的 45%。第三, 合资轿车第一名占比从 10% 逐步提升至 20%, 虽然第一名的名单有波动, 但占比一直是稳步提升的。自主轿车第一名占比从 2005 年的 22% 一路下滑至 2012 年的 13%, 后面又提升至 2018 年的 25%, 而第一名的名单从夏利-奇瑞-比亚迪-吉利-长安-吉利的频繁变动。背后可能的原因分析: 合资轿车市场参与者数量少于自主 SUV 市场, 但各家均背后海外雄厚资源, 实力差异性较小。自主 SUV 市场参与者数量虽多余合资轿车市场, 但各家实力水平存在较大差异性。

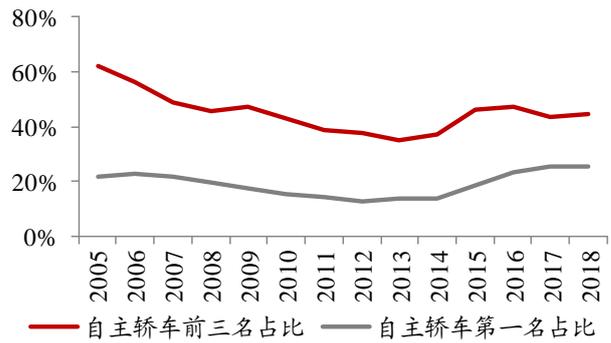
**2011 年-2018 年自主 SUV 市场格局变化历史:** 自 2011 年进入成长期以来, 长城一直保持在龙头位置, 第二名位置却一直在波动着, 2017 年吉利的 SUV 快速崛起, 2018 年现状是长城和吉利占比各约 15%, 长安排名第三约 10%, 五菱/广汽/上汽三者各约 7%-8%, 奇瑞/比亚迪各约 5%-6%, 其余自主合计约 25%。前三名占比从 2011 年的 50% 逐步下降至 2016 年的 36%, 2017-2018 逐步提升至 40%。第一名占比从 2011 年的 25% 一路下滑至 2018 年的 15%。**展望 2019-2021 年自主 SUV 市场集中度:** 随着 SUV 行业红利消失, 存量博弈加剧, 自主 SUV 市场集中度预计进入提升期, 前三名占比有望提升至 50%, 第一名占比有望提升至 20% (约 100 万辆), 2018 年 SUV 占比低于 5% 的车企大概率会逐步出局, 2018 年占比排名前 8 名车企内部也将展开激烈竞争, 长城/吉利占据前 2 名的概率相对更大。

图 59：合资轿车市占率变化趋势



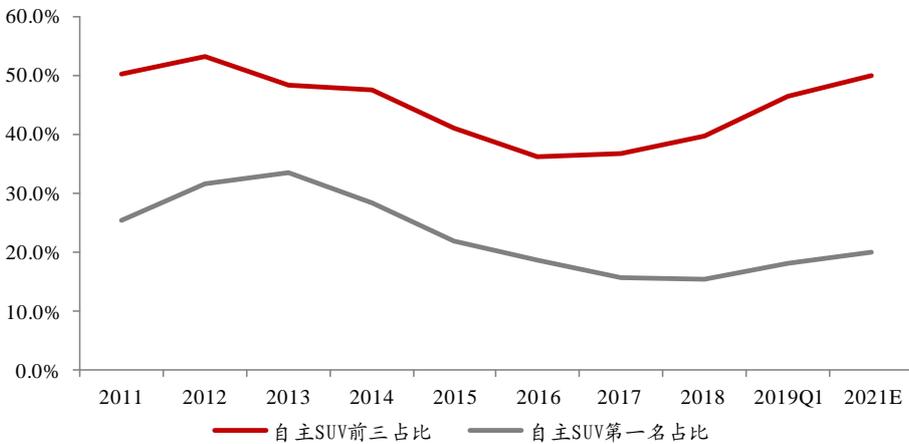
资料来源：汽车工业信息网，乘联会，浙商证券研究所

图 60：自主轿车市占率变化趋势



资料来源：汽车工业信息网，交强险，浙商证券研究所

图 61：自主 SUV 前三名集中度预计 2021 年可提升至 50%

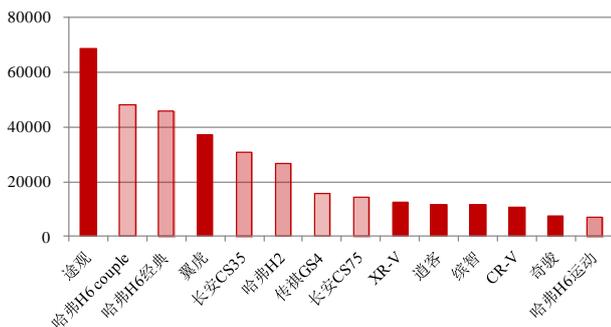


资料来源：汽车工业信息网，汽车之家，浙商证券研究所

### 3.5. 自主 SUV 单车盈利的下行周期远未结束

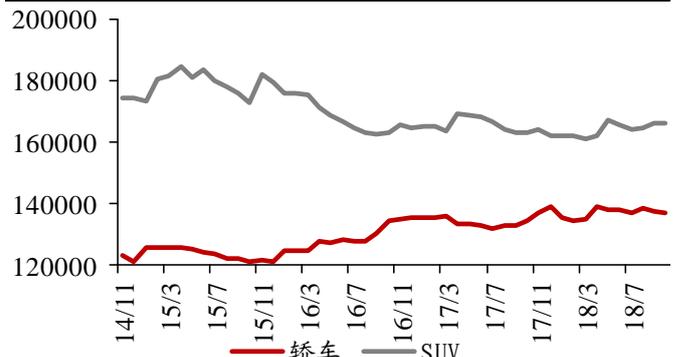
SUV 竞争加剧，价格体系日益下沉，相比轿车的溢价空间逐步缩小。我们挑选了 2015 年 1 月之前上市的 14 款 SUV，通过对其成交价持续变化分析发现，4 年时间这 14 款车的平均成交价降幅达到了 2.5 万元，其中途观降幅最高，达到近 7 万元，哈弗 H6 couple 和经典款降幅也约 4.5 万元，自主平均降幅大于合资。另外我们根据 400 款车型成交价的算术平均（未考虑销量结构）发现，SUV 终端成交价逐步下降，与轿车价差缩小了 50%，若考虑销量结构，我们预计两者价差会进一步缩小（因为中低端 SUV 销量占比在逐步扩大）。

图 62：14 款主流 SUV 在 2015-2019Q1 期间成交价降幅



资料来源：浙商证券研究所

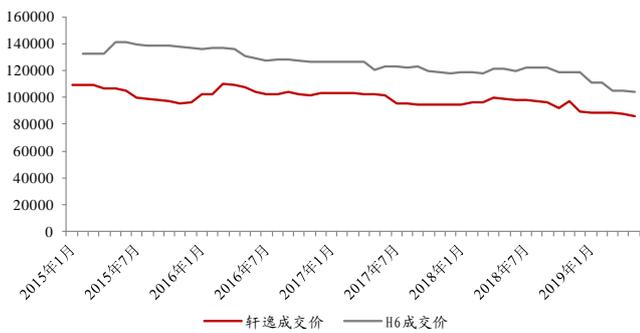
图 63：SUV 与轿车的价差在逐步缩小



资料来源：浙商证券研究所

为了更好地说明 SUV 与轿车差价缩小问题，我们选取了 4 组车型案例比较。1) 比较分析 10-15 万元轿车与 SUV 各自明星车型，选取了 H6 与轩逸，H6 与朗逸（备注：H6 包括经典款+运动款+couple）。2) 比较分析 20-25 万元轿车与 SUV 各自明星车型且来自于同一家品牌，选取了帕萨特和途观（不包括途观 L）。3) 比较分析长安汽车知名轿车与 SUV，选取了逸动与 CS75。4 组车型案例分析均表明，SUV 与轿车的差价在逐步缩小，尤其是在 2018 年以后趋势加强。轩逸与 H6 差价从 2015 年 3 万元下降至 2019 年的 1.7 万元，朗逸与 H6 差价从 2015 年 1.5 万元下降至 0 甚至赶超 H6 成交价，在 2017 年以后途观价格下降趋势显著超过帕萨特。逸动与 CS75 差价从 2015 年 4 万元逐步下降至 3 万元附近。

图 64：明星轿车轩逸与明星 SUV H6 成交价比较



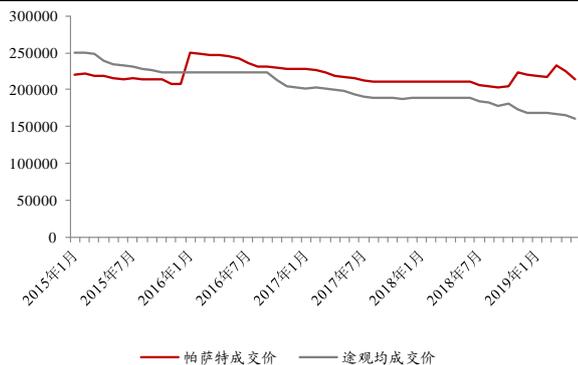
资料来源：浙商证券研究所

图 65：明星轿车朗逸与明星 SUV H6 成交价比较



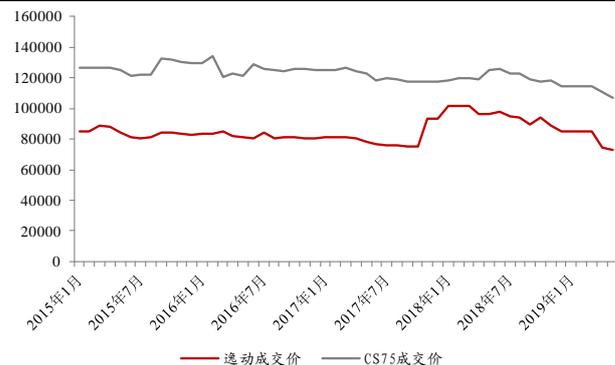
资料来源：浙商证券研究所

图 66：明星轿车帕萨特与明星 SUV 途观成交价比较



资料来源：浙商证券研究所

图 67：长安轿车逸动与 SUV CS75 成交价比较



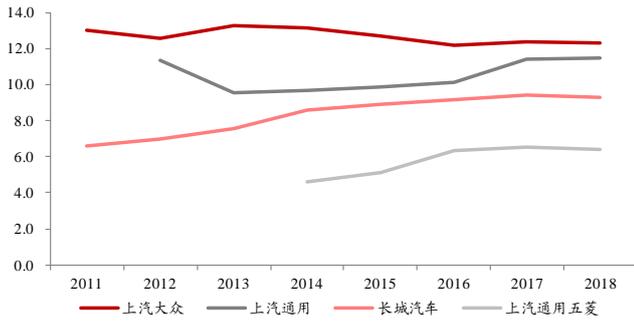
资料来源：浙商证券研究所

最终 SUV 与轿车价差缩小对车企盈利能力的影响，我们选取 4 家车企进行比较分析：长城汽车（SUV 占比超过 90% 且是自主 SUV 龙头），上汽大众/上汽通用（均是轿车占比 70% 且轿车前三名车企之一），上汽通用五菱（低端乘用车市场龙头，且近几年逐步抢占低端 SUV 市场）。通过对 4 家车企的单车批发价格与单车净利分析发现存在一个现象：2011-2018 年受益消费升级车企的平均单车价格上移了，但是 2013 年以来单车净利率却持续下降，即使是在乘用车景气繁荣期 2013 年和 2016 年也没能阻止下滑趋势，只是下滑幅度小一点而已。

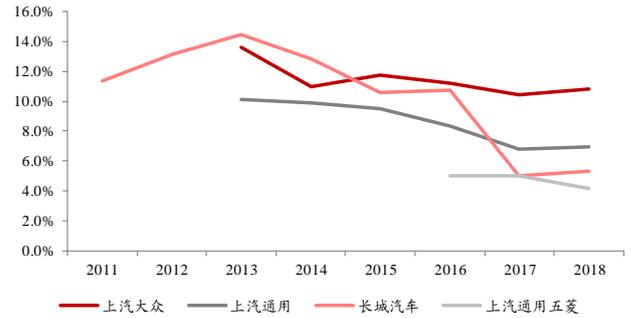
原因探究：新进入者增多导致行业格局恶化所致。对于自主而言，长城无疑是 2011 年以来消费升级带动下 SUV 高增长行业红利下的最佳受益者，但也经历了 2011-2013 年黄金期（销量与单车盈利双升），2014-2016 年巩固期（销量继续上升，单车盈利稳定），2017-至今瓶颈期（销量维稳，单车盈利快速下降），背后反应是国内自主企业产能快速扩张且需求放缓带来持续价格战。对于合资而言，2011-2018 年重心在抢夺轿车市场份额，享受到 SUV 行业红利十分有限。轿车是市场合资内部争夺份额+自主向上突破，合资车企优秀企业（例如：上汽大众+上汽通用）在轿车领域市占率稳步上升但单车盈利持续下行。

图 68：4 家车企的单车平均批发价格走势比较

图 69：4 家车企的单车平均净利率走势比较



资料来源：浙商证券研究所



资料来源：浙商证券研究所

而展望 2019-2021 年在 SUV 与轿车差价逐步缩小的前提下，车企 SUV 单车盈利能力是继续下降？企稳？回升？我们认为 SUV 单车盈利未来三年大概率依然处于下行周期，理由是：2019-2020 年依然是合资 SUV 新车密集期，SUV 市场竞争程度进一步加剧，淘汰赛进入最残酷阶段，即使 2020-2021 年乘用车景气大概率迎来周期复苏，也改变不了大趋势，最多是单车盈利下滑幅度小一些。

#### 4. 投资建议：Q3 布局良机，核心把握四条主线

乘用车是典型周期性行业，与宏观经济高度相关。2019 年是乘用车周期交替之年，与 2012 年最相似，预计 Q2-Q3 磨底复苏，Q4 复苏加强，2020-2021 年将景气上行，但需求向上弹性相对有限。站在目前时点，我们认为 Q3 大概率是布局乘用车股的良机，配置上建议：1) 传统车以合资品牌为主线，优选日/德系【广汽集团】+【星宇股份】+【上汽集团】，其次美系【江铃汽车】+【长安汽车】。自主建议关注【长城汽车】。2) 依然看好新能源车赛道，整车优选【比亚迪】，特斯拉产业链优选【拓普集团】。3) 看好本轮国五升级国六受益上游检测量价齐升的【中国汽研】。4) 国产替代加速的 CVT 变速器龙头【万里扬】。

风险提示：宏观经济复苏进一步低于预期；消费者购车观望情绪进一步加重。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>