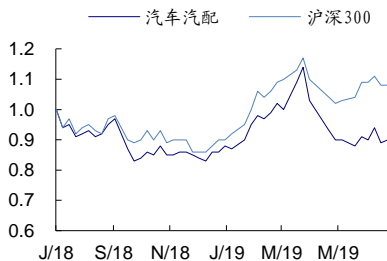


行业专题



相关研究报告:

《国信证券汽车前瞻研究系列（二）：ADAS+车联网，无人驾驶之路》——2019-05-13
 《国信证券汽车前瞻研究系列（一）：共享汽车，非成熟条件下的模式探讨》——2018-12-26
 《国信证券汽车基础研究系列（二）：转型升级背景下汽车零部件研究框架探讨与投资机会》——2018-12-04
 《国信证券汽车基础研究系列（一）：模块化平台，车企竞争的根基》——2018-10-17

证券分析师：梁超

电话：0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080001
 联系人：唐旭霞
 电话：0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

存量与增量：汽车行业空间与机会

● 发展阶段：中国汽车工业处于成长期向成熟期过渡的阶段

我们对比美国、日本，从产能、竞争者数量、行业集中度、市场增长率四个方面分析我国汽车工业发展阶段，提出观点我国传统汽车工业处于成长期向成熟期过渡的阶段。该阶段的国内汽车行业具备四大特征：产能过剩、保有量提升、销量增速放缓、分化加快，这对于了解和把握汽车行业投资机会至关重要。

● 市场空间：销量尚未见顶，保有量具备翻倍、销量+40%以上空间

我们从国际、国内两个方面对中国汽车工业未来空间进行预测。国际对比来看，系统性梳理了全球各国汽车千人保有量并进行了多因素分析，综合考虑人均GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度，其中人均GDP和汽车千人保有量呈现出较强的相关性；国内对比来看，我们系统梳理国内31个省份千人保有量水平，并进一步对省会城市、非省会发达城市、限购城市进行细化研究，探讨国内千人保有量区域性差异及其增长潜力。通过全球和国内分区域比较分析后，我们认为国内汽车工业从成长期进入成熟期的时间周期约20年左右，进入成熟期后达到400辆/千人的汽车千人保有量（+132%）、4000-4300万辆/年的汽车销量水平（+42%~+53%）。

● 增量市场：整车看平台，零部件重赛道和客户

国内汽车工业进入低增速阶段后，整车行业面临严重产能过剩（近40%过剩产能），后续整车行业将面临竞争加剧（价格战）、盈利能力弱化-小整车企业亏损加剧至退出市场-过剩产能出清-龙头市占率提升，行业盈利水平提升并趋于稳定。这一阶段对自主整车是挑战，对优质零部件是加速进口替代的机遇，同时具备产品升级能力的零部件企业有望跨越整车行业周期，增量市场逻辑下，我们推荐模块化能力较强的整车行业龙头；具备产品升级、客户升级（尤其是进入合资外资供应链）的优质零部件企业。

● 存量市场：寻找高频易耗大空间下优质公司

剔除购置税带来的透支、滞后等消费影响，我们预计未来20年国内汽车行业销量内生年均复合增速维持在2%左右，保有量内生年均复合增速4.3%左右。存量市场增速大于增量市场。同时车龄增加带来后市场业务频次增加，国内汽车进入高故障率阶段，存量市场逻辑下，我们推荐在用汽车检测及其产业链、维修保养、停车、汽车金融及二手车交易。

● 风险提示：宏观经济下行风险，汽车销量不达预期风险。

● 投资建议

1) 增量市场主线下推荐星宇股份（产品升级）、长城汽车（集中度提升）、比亚迪（电动化）；2) 存量市场主线下推荐玲珑轮胎、安车检测、中国汽研。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601799	星宇股份	买入	75.19	20,764	3.07	4.01	24.5	18.8
601966	玲珑轮胎	增持	18.61	22,332	1.17	1.40	15.9	13.3
300572	安车检测	增持	44.14	8,548	1.00	1.53	44.1	28.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

第一、中国汽车行业处于成长期向成熟期过渡的阶段。

第二、中国汽车工业尚未见顶，对照发达国家历史，我国汽车工业距离成熟期（销量见顶）预计 20 年时间，预计中国汽车保有量仍有翻倍（+132%）空间，销量仍有 40%+空间。考虑进入成熟期阶段 20 年时间周期，未来 20 年我国汽车（内生，不考虑政策）销量年均复合增速 2%，保有量年均复合增速 4.3%。

第三、结合行业所处阶段的特征，我们认为行业投资机会逐步从增量市场向存量市场过渡，而增量市场的主要特征是行业分化、龙头的集中度提升、行业加速整车品牌洗牌，相应的零部件下游客户的优劣差异性更加凸显。存量市场：随着保有量增加、汽车的后市场需求逐步提升，尽管行业仍处于逐步规范之中，但市场空间大，一些细分市场有望逐步走出优质企业，尤其是价值量大、高频易耗的细分市场。

核心假设或逻辑

第一、给予成熟阶段国内汽车千人保有量 400 辆/千人假设。本报告对国内汽车千人保有量做了详尽的全球对比和国内对比，并辅有多因素分析（人均 GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度），全球对比来看，汽车千人保有量和人均 GDP 水平相关性最强，基本呈现正相关关系；国内对比来看，国内各区域汽车千人保有量也与当地 GDP 水平有一定关系。国际上我们选取韩国作为对标（考虑发达国家平均 20 年的过渡期，给予国内 GDP 4%复合增速，20 年后国内 GDP 水平和韩国最为接近），国内我们选取东部发达城市作为对标（中西部巨大提升潜力）。考虑韩国汽车千人保有量超 400 辆/千人，郑州、苏州、昆明、佛山、珠海、厦门等城市汽车千人保有量均超 300 辆/千人，我们给予中国汽车工业成熟期阶段 400 辆/千人的千人保有量假设。

第二、给予成熟阶段国内保有量/销量系数 13-14 倍假设。以全球各区域发达国家的“保有量/销量系数”为标准进行比照来看，其中北美区域保有量/销量系数：美国 14.8、加拿大 11.8；亚洲区域：日本 15.3、韩国 11.4；欧洲区域：英国 12.1、德国 13.5。综合来看，大多数发达国家的成熟汽车市场中保有量/销量系数在 12-15 倍之间。国内汽车工业仍然处于较为早期的发展阶段，保有量/销量系数较低（2018 年仅为 8 倍），我们给予中国成熟汽车市场 13-14 倍的保有量/销量系数假设。

与市场预期不同之处

认清行业所处发展阶段对把握行业投资机会至关重要，报告对行业所处发展阶段（成长向成熟过渡期）进行详细分析，分析发展阶段的几大特征，并基于发展阶段对汽车行业产销空间进行探索（路演过程中，市场对汽车行业所处的阶段、市场空间关注和分歧很大），市场较少有报告从该视角去分析行业。

股价变化的催化因素

第一，汽车产业政策。

第二，汽车电动化、智能化变革。

第三，汽车行业内并购重组。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济下行导致汽车产销不达预期。

第二，技术方向存在较大的变革，零部件企业转型方向存在技术颠覆的可能。

内容目录

1 从行业生命周期判断我国汽车工业所处发展阶段	6
1.1 历史：2009 年之前国内汽车产量呈现指数级增长.....	6
1.2 现状：成长期迈入成熟期.....	7
2 国内汽车工业腾飞之后？	13
2.1 全球对比：我国汽车千人保有量在全球平均水平，距欧美日韩数倍差距.....	13
2.1.1 汽车千人保有量影响因子探讨.....	14
2.1.2 复盘美日德汽车工业从成长到成熟期过渡历史.....	15
2.2 国内对比：各省市发展不均衡，整体提升空间较大.....	17
2.2.1 国内东中西部保有量存在显著差异.....	17
2.2.2 各省汽车千人保有量与其经济发展水平呈现一定相关性.....	18
2.2.3 省会城市、非省会发达城市、限购城市保有量细化分析.....	19
2.3 未来：国内汽车保有量翻倍空间，销量 40%+空间.....	22
3 增量市场投资主线探讨	24
3.1 模块化平台能力构建整车行业竞争力.....	24
3.2 零部件优选赛道和客户.....	25
4 存量市场投资主线探讨	30
4.1 传统汽车投资机会从增量到存量市场.....	30
4.2 存量市场业务主要受总量和频次两个维度的驱动.....	30
5 投资建议和推荐标的	31
长城汽车：SUV 精耕细作，智能电动多方出击.....	32
比亚迪：锐意进取、“王朝”降临.....	32
星宇股份：国内自主车灯龙头，突围合资竞争圈.....	33
玲珑轮胎：产能配套齐发力，进军国际轮胎巨擘.....	33
安车检测：短期检测设备放量，长期看卡位后市场.....	34
中国汽研：掌握核心技术的智能检测龙头.....	35
潍柴动力：物流产业全覆盖的重卡巨匠.....	35
福耀玻璃：全球汽车玻璃龙头，静候德国 SAM 接棒美国增长.....	36
风险提示	37
国信证券投资评级	39
分析师承诺	39
风险提示	39
证券投资咨询业务的说明	39

图表目录

图 1: 1955 年-2018 年中国汽车产量.....	6
图 2: 2000-2018 年中国汽车销量及增速.....	7
图 3: 2005-2017 年中国在全球销量占比.....	7
图 4: 我们判断未来国内汽车销量长期震荡上行.....	7
图 5: 对照美国历史销量震荡上行周期.....	7
图 6: 行业发展生命周期.....	8
图 7: 从 1931-2016 年美国汽车年销量看汽车行业生命周期.....	8
图 8: 1970-2015 年日本新车注册量.....	9
图 9: 2000-2018 年中国汽车年销量.....	9
图 10: 中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象.....	10
图 11: 2001-2015 年国内轿车新增产能及产能利用率.....	10
图 12: 整车企业 2009-2019 年销售毛利率 (%).....	11
图 13: 整车企业 2009-2019 年销售净利率 (%).....	11
图 14: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR10.....	12
图 15: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR3.....	12
图 16: 2010-2018 年我国汽车销量复合增速 5.6%.....	12
图 17: 2004-2018 年中国汽车保有量及同比.....	12
图 18: 2001 年以来汽车零售累计同比及社零累计同比对比.....	13
图 19: 2015 年全球范围汽车千人保有量数据对比.....	14
图 20: 全球各区域代表性国家汽车千人保有量对比.....	14
图 21: 2017 年主要国家人均 GDP 及千人保有量.....	14
图 22: 2017 年主要国家人口密度及千人保有量.....	14
图 23: 主要国家公里里程密度及千人保有量.....	15
图 24: 主要国家人均公里里程及千人保有量.....	15
图 25: 美国汽车销量从开始下滑到最高点大约花了 20 年时间.....	16
图 26: 日本汽车销量从开始下滑到最高点大约花了 18 年时间.....	16
图 27: 德国汽车销量从开始下滑到最高点大约花了 25 年时间.....	17
图 28: 全国 31 个省份汽车千人保有量分档填色图.....	18
图 29: 全国 31 个省份汽车千人保有量和人均 GDP 散点图.....	19
图 30: 全国 29 个省会城市汽车千人保有量一览.....	19
图 31: 东中西部省会城市汽车千人保有量区间统计.....	19
图 32: 全国 29 个省会城市千人保有量分档填色图.....	20
图 33: 东南沿海部分经济发达市（非省会）千人保有量分档填色图.....	21
图 34: 1952 年至今中国人口自然增长率.....	23
图 35: 发达国家保有量/销量水平大多在 12-15 倍区间.....	23
图 36: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR10.....	25
图 37: 2018 年国内 24 家主流整车企业产能利用率.....	25
图 38: 汽车零部件行业分析框架.....	26
图 39: 零部件赛道三维结构图.....	26
图 40: 风险产业链提示.....	28
图 41: 2018-2019 年中国自主品牌市占率.....	29
图 42: 2017-2019 年中国自主品牌市占率.....	29
图 43: 我国汽车保有量及同比增速.....	31
图 44: 我国汽车销量及保有量同比增速对比.....	31
图 45: 我国在用车平均车龄测算.....	31
图 46: 汽车故障率在生命周期各阶段分布情况.....	31
表 1: 2018 年国内 24 家车企产能利用率.....	10
表 2: 2000-2014 年中国汽车企业个数.....	11
表 3: 本节预测总结表.....	13
表 4: 美国、德国、日本汽车工业成长期向成熟期过渡阶段 GDP 和千人保有量表现.....	17
表 5: 2017 年东部、中部、西部各区域民用汽车千人保有量.....	18
表 6: 东中西部省会城市保有量对比.....	20
表 7: 东南沿海部分经济发达市（非省会）汽车千人保有量水平.....	21
表 8: 各限购城市对比及保有量分析.....	22
表 9: 国内主要整车厂平台化能力梯队.....	25

表 10: 主要传统汽车零部件升级路径.....	27
表 11: 日系、德系、特斯拉产业链核心标的梳理	27
表 12: 部分合资车型降价幅度	29
表 13: 国内豪华车企 2019 年官降一览	29
表 14: 合资车企下移品牌及车型	30
表 15: 汽车后市场各板块相关标的	31

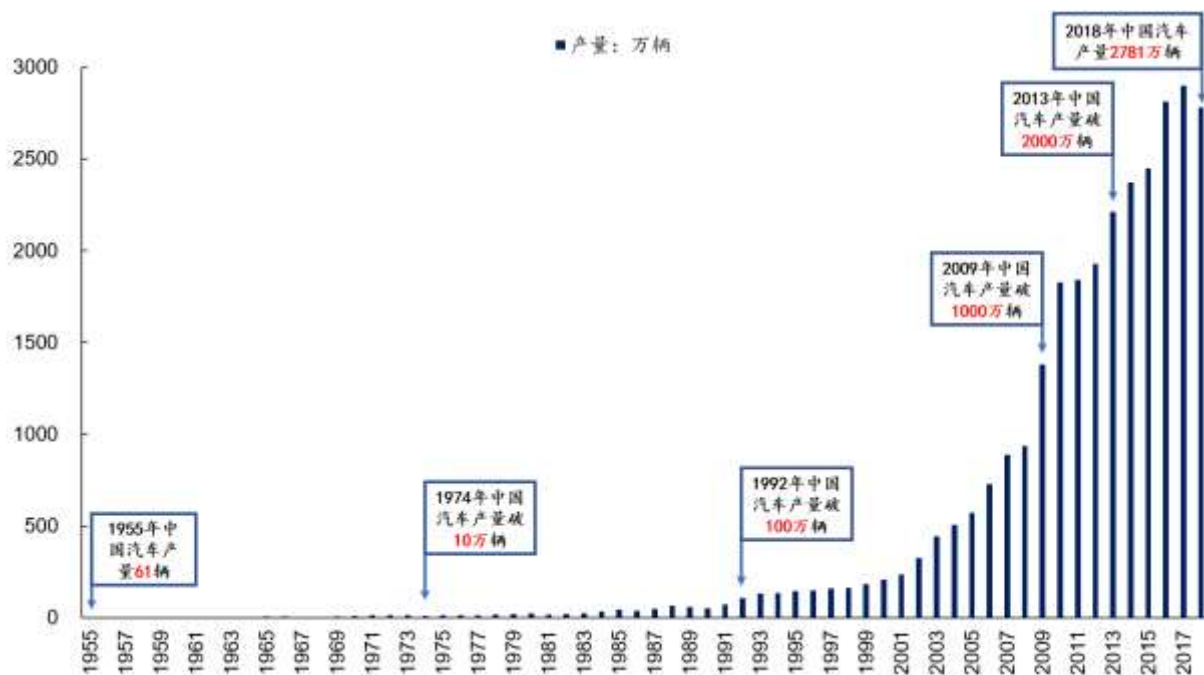
1 从行业生命周期判断我国汽车工业所处发展阶段

中国是全球重要的汽车生产和消费市场，2018年中国汽车销量2808万辆，占全球近三分之一的汽车市场。该阶段的国内汽车行业具备四大特征：产能过剩、保有量提升、销量增速放缓、分化加快。2018年国内汽车销量出现20余年来的首次下滑，市场担忧情绪较浓，我们对国内汽车工业所处产业周期进行了系统性研究，并且对标海内外后得出结论：我国汽车行业的保有量、销量尚未见顶，其中保有量仍有翻倍空间，销量仍有40%以上增长空间，存量市场空间比增量市场要大。针对增量市场，我们认为未来集中度提升是主旋律，建议关注优质龙头和进入合资产业链的优质零部件标的；针对存量市场，我们推荐检测行业和轮胎行业。

1.1 历史：2009年之前国内汽车产量呈现指数级增长

中国汽车工业发展历史可以从建国后算起，1953年7月15日，第一汽车制造厂（一汽）奠基典礼在长春市西南的孟家屯附近举行。毛主席亲笔题词的“第一汽车制造厂奠基纪念”汉白玉基石被安置在场地中心。1956年7月13日，在长春第一汽车制造厂崭新的总装线上，被毛主席命名为“解放”牌的第一辆汽车试制成功。1955年中国汽车产量61辆，1958年突破1万辆，1971年突破10万辆，1992年突破100万辆，2009年突破1000万辆，2013年突破2000万辆。整体来看，由于基数小空间大，叠加1978年改革开放、2001年加入WTO后的经济腾飞，1955年至2009年，国内汽车产量基本呈现出指数级增长速度。2000-2010年也被称为是国内汽车工业发展的“黄金十年”。

图 1：1955年-2018年中国汽车产量



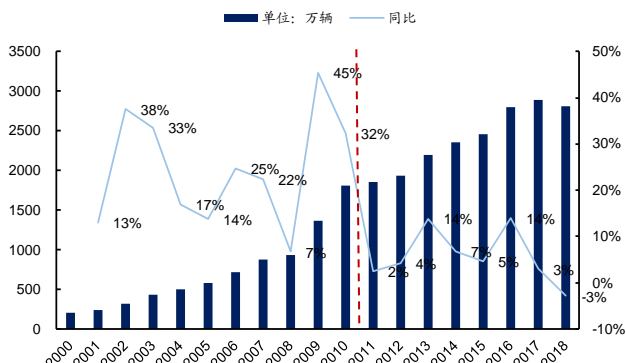
资料来源：中国汽车工业年鉴，中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

2010年是国内汽车销量增速的分水岭。我们梳理2000-2018年的汽车销量及增速，2000-2010年被誉为是国内汽车工业发展的“黄金十年”，此期间国内汽车销量从209万辆增长至1806万辆，年均复合增速24%；2010-2018年国内汽车销量从1806万辆增长至2808万辆，年均复合增速6%。总结来看，2010年基本上国内汽车销量增速的分水岭，是国内汽车销量增速从两位数降至个位

数的分界。

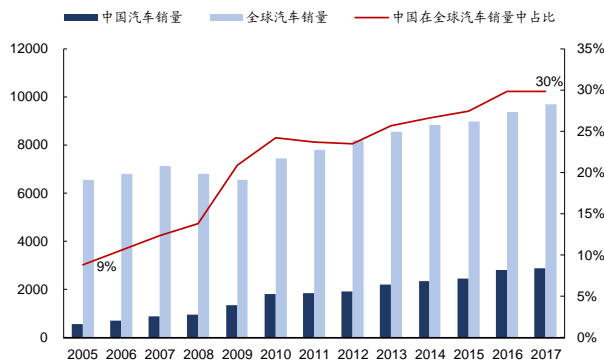
中国占据全球近三分之一的汽车销量市场。2005-2017 年中国汽车销量从 576 万辆增长至 2888 万辆，全球汽车销量从 6543 万辆增长到 9680 万辆，中国汽车销量在全球汽车销量中占比从 2005 年的 9% 提升至 2017 年的 30%，当前中国占据了全球近三分之一的汽车销量市场。

图 2：2000-2018 年中国汽车销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 3：2005-2017 年中国在全球销量占比

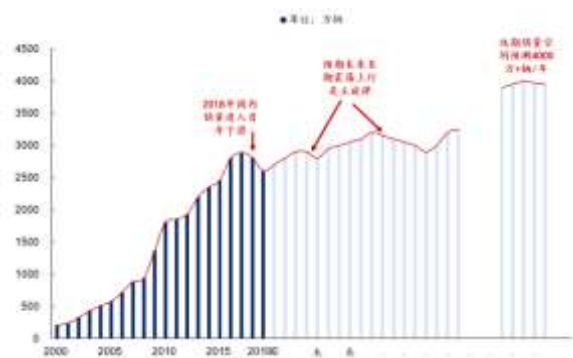


资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

1.2 现状：成长期迈入成熟期

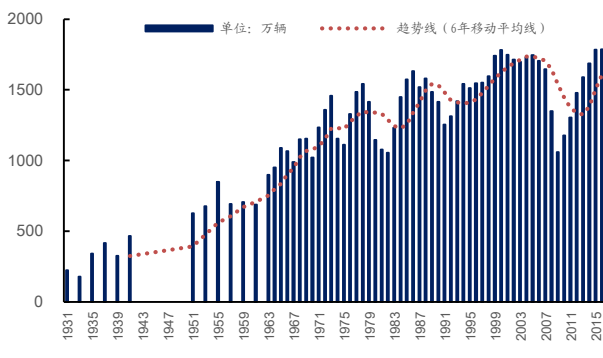
核心：首先摆出我们对当前汽车行业所处阶段判断，当前中国汽车行业处于成长向成熟期过渡的阶段，行业销量（以年为维度）长期震荡上行是主旋律。长期来看（10 年以上），未来国内汽车保有量、销量仍有一定空间；短期来看，2018 年在经济周期、政策周期、产业周期三重周期叠加背景下，国内汽车工业遭遇史上首轮较长时间（接近 1 年）下行周期。当前时点是国内汽车销量长期向上路径中的一个短期波动（下行），而下行的结束时点，核心依赖于国内经济上行和汽车消费刺激政策，部分依赖于基数和库存。

图 4：我们判断未来国内汽车销量长期震荡上行



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 5：对照美国历史销量震荡上行周期

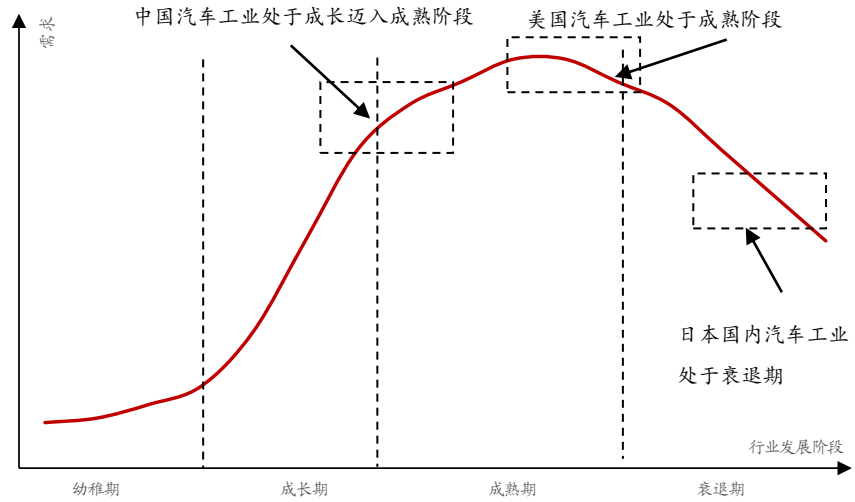


资料来源：WardsAuto，国信证券经济研究所整理

根据行业生命周期理论(Industry Life Cycle)。行业的生命周期指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的时间，主要包括四个发展阶段：幼稚期，成长期，成熟期与衰退期。在成熟期之前，几乎所有行业都具有类似 S 形的生长曲线，而进入成熟期后，行业需求平缓出现下降，产品品种及竞争者数目减少。我们选取中国、美国、日本三大典型汽车工业发展案例进行分析，发现中美日三国汽车工业分别处于不同的生命周期阶段。我们认为当前的中国汽车工业处于成长到成熟的转折阶段，产销增速有所下滑但仍然为正；美国汽车工业处于成熟阶段，需求趋于饱和，产销增速受经济周期的影响较大，汽车消费呈现出显著的周期性特征；日本汽车工业处于衰退阶段，需求萎缩，销量日益下滑。考虑到中美人口（需求端）有相似的增长

特征,我们认为美国汽车工业从成长期到成熟期的变迁具备较好的指示与借鉴意义。

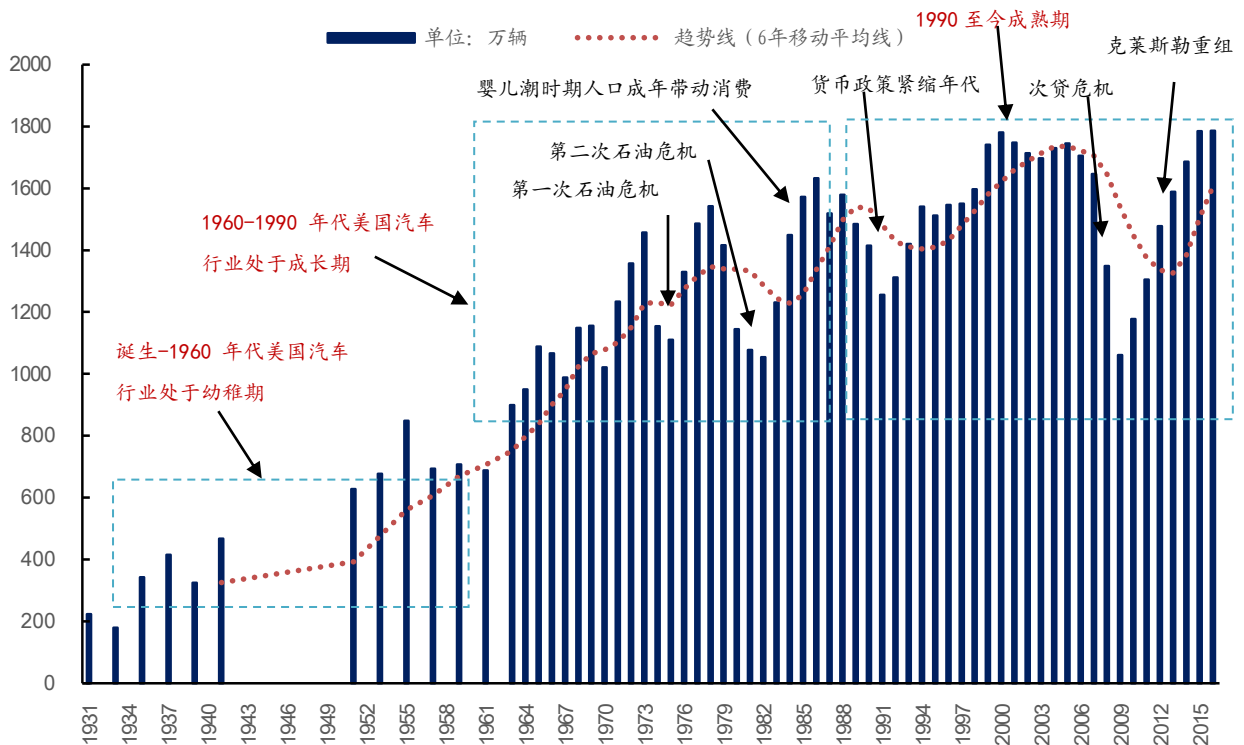
图 6: 行业发展生命周期



资料来源: 国信证券经济研究所整理

美国汽车工业当前处于成熟期: 别除掉几次石油危机和经济危机的扰动后我们发现,美国汽车工业从 1900 年诞生至今分别经历了行业幼稚期(诞生-1960),成长期(1960-1990)以及成熟期(1990 年至今)。

图 7: 从 1931-2016 年美国汽车年销量看汽车行业生命周期



资料来源: WardsAuto, 国信证券经济研究所整理

美国汽车行业从诞生至今大致经历了两波大规模的并购重组。

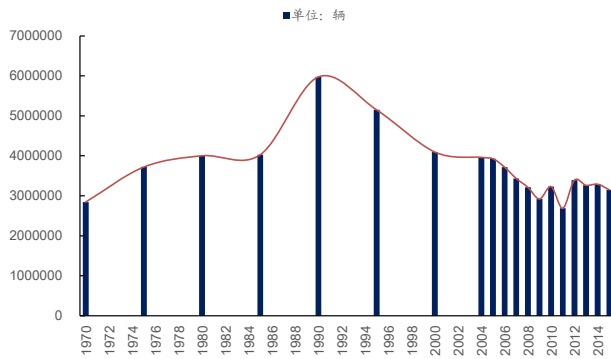
第一波大规模的并购重组发生在幼稚期,主要是以通用、福特、克莱斯勒为首的汽车集团对美国其他汽车品牌的兼并整合,结果是形成了三大汽车巨头:1908 年通

用收购了成立于 1887 年的奥尔兹莫比汽车公司。1909 年，通用收购了凯迪拉克汽车公司。1922 年福特收购了成立于 1917 年的豪华车公司林肯汽车公司。1928 年克莱斯勒收购了道奇汽车公司，获得道奇品牌。1929 年，通用收购德国欧宝汽车公司 80% 股权，1931 年收购剩余 20% 股权。

第二波大规模的并购重组发生在成长期末期（成长期向成熟期过渡），主要是 20 世纪 70 年代，在石油危机日益严重、美国经济进入长期滞涨状态的背景下，节油型的日系、韩系侵占美国市场，美国三巨头再度面临激烈竞争。1980 年，福特收购美国汽车公司，获得吉普品牌；1989 年，福特收购英国豪华车公司捷豹汽车公司，1990 年通用收购瑞典萨博汽车公司 50% 股权，2000 年收购剩余 50% 股权；2000 年，福特收购路虎汽车公司，这成为美国国内自主厂商的自 20 年代以来的第二波大规模的并购。

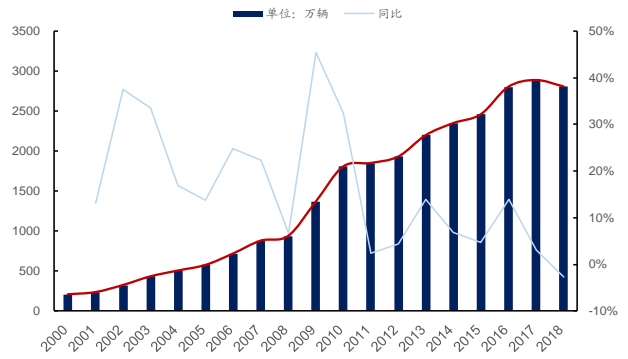
日本汽车工业自 90 年代初进入衰退期：由于人口增长放缓，所以虽然日本汽车工业起步阶段略晚于美国，但发展至今日本却基本反映了行业全生命周期，从 1970 年至今分别经历了行业幼稚期（1970-1984），成长期（1984-1990），成熟期（1990-1993），衰退期（1993 年至今）。

图 8：1970-2015 年日本新车注册量



资料来源：日本自动车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 9：2000-2018 年中国汽车年销量

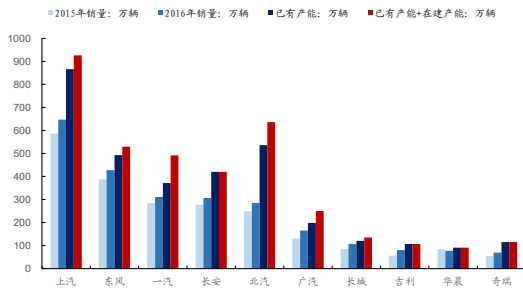


资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

中国汽车工业当前从成长期迈入成熟期：我们整理 2000-2018 年中国汽车销量后发现，2000-2010 十年间，中国汽车工业基本维持两位数的高增长趋势，年销量从 200 万增长至 2000 万水平。2010 年之后，中国汽车保有量增长至上百辆/千人，汽车产销增速开始回落，中国汽车工业进入个位数增长长期，2018 年中国汽车销量出现首度下滑。**我们认为**，国内汽车行业经历 2001-2010 年十年行业高增长黄金时代后，当前中国汽车行业逐步由成长期步入成熟期，此阶段行业体现出四大特征：行业增速放缓、保有量提升、厂商产能过剩、分化加快。识别行业生命周期所处阶段的主要指标有：**市场增长率、产品品种、竞争者数量、进入壁垒及退出壁垒、技术变革、用户购买行为**等。我们主要从产能、竞争者数量、行业集中度、市场增长率四个方面分析我国汽车工业发展阶段。

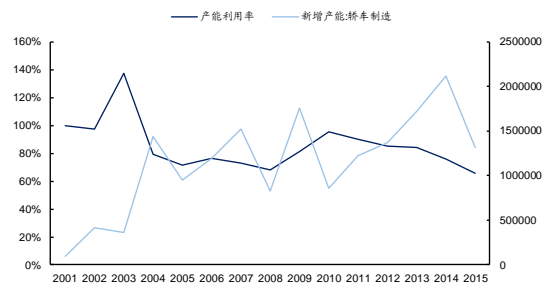
1. 产能：整车行业固定资产产出比例约 4:1（投 1 产 4），新增产能一次性投入规模较大，需要规模化上量来摊薄成本（整车企业盈亏平衡点的产能利用率约 70%）。

图 10: 中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象



资料来源: 盖世汽车网, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2001-2015 年国内轿车新增产能及产能利用率



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

不完全统计国内 24 家整车企业 2018 年产能利用率发现, 日系、德系车企产能利用率相对饱和 (这也和日系、德系销量相对强势相关), 有 9 家车企产能利用率低于 70% (盈亏平衡点), 其中包括吉利、一汽、奇瑞、比亚迪、北京现代、江淮汽车、东风悦达起亚、长安福特、海马汽车等车企, 而神龙、长安福特、海马汽车产能利用率不到 30%。

表 1: 2018 年国内 24 家车企产能利用率

生产厂商	理论产能 (万辆)	2018 年销量 (万辆)	理论产能利用率
广汽本田	60	74	123.33%
北京奔驰	40	48.5	121.25%
广汽丰田	48	58	120.83%
东风本田	60	72.1	120.17%
一汽丰田	65.2	71.6	109.82%
东风日产	125	130	104.00%
华晨宝马	45	46.5	103.33%
长城汽车	105	105.3	100.29%
上汽大众	212	206.5	97.41%
上汽通用	235	197	83.83%
广汽传祺	70	53.5	76.43%
长安马自达	22	16.6	75.45%
长安乘用车	118	85.9	72.80%
吉利汽车	218	150	68.81%
一汽大众	300	203.7	67.90%
奇瑞汽车	100	54	54.00%
比亚迪汽车	100	52.1	52.10%
北京现代	165	79	47.88%
东风悦达起亚	89	37	41.57%
江淮汽车	54	19.7	36.48%
东风雷诺	15	5	33.33%
神龙汽车	99	25.3	25.56%
长安福特	160	37.8	23.63%
海马汽车	30	6.7	22.33%
以上合计	2535	1835.8	72.41%

资料来源: 智选车、易车网, 国信证券经济研究所

2. 竞争者数量-转换成盈利能力【以代表性企业为例】: 考虑到我国汽车工业存在行政资质垄断, 进入和退出并非市场化决定, 近年来的汽车企业个数也并未出现明显下滑, 我们趋向于用企业盈利能力观察行业竞争情况, 盈利能力弱化后, 竞争者数量 (市场化状态下) 减少。

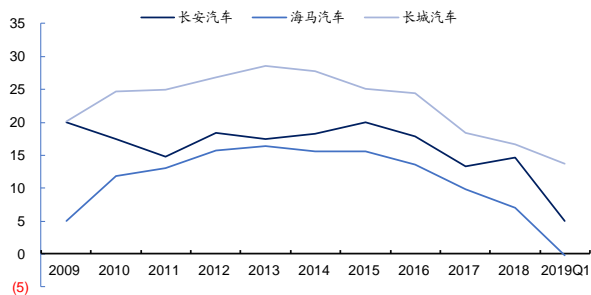
表 2: 2000-2014 年中国汽车企业个数

指标名称	汽车工业:主导产品:汽车:企业个数
2000	118
2001	116
2002	117
2003	115
2004	117
2005	117
2006	117
2008	117
2009	115
2010	115
2011	115
2012	115
2013	113
2014	118

资料来源:中国汽车工业年鉴, 国信证券经济研究所整理 (2014 年后停止统计)

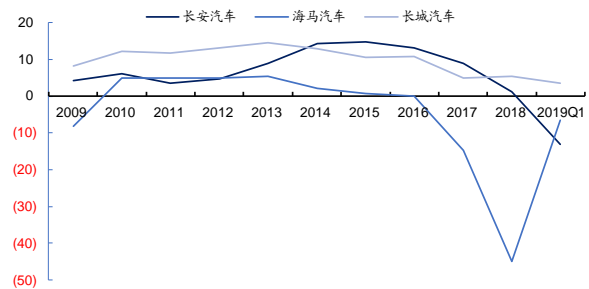
部分整车企业近 10 年来盈利能力逐渐退化。以长城汽车、长安汽车和海马汽车为例。2009 年-2019 年三家企业的销售毛利率和销售净利率都出现了整体下滑, 其中 1) 长城汽车近年来盈利能力较上市之初 (2010 年左右) 大幅下滑, 毛利率从高点的 30% 跌至现在的 14%, 净利率从高点的 15% 跌至现在的 4%; 2) 长安汽车毛利率从高点的 20% 下滑至 5%, 净利率从高点的 15% 下滑至 2019Q1 的亏损状态; 3) 海马汽车呈现了 09 年上市以来的首次连续两年的亏损 (2017 年亏损 10 亿, 2018 年亏损 16 亿), 这两年的亏损超过了海马上市十年来的盈利总额。

图 12: 整车企业 2009-2019 年销售毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

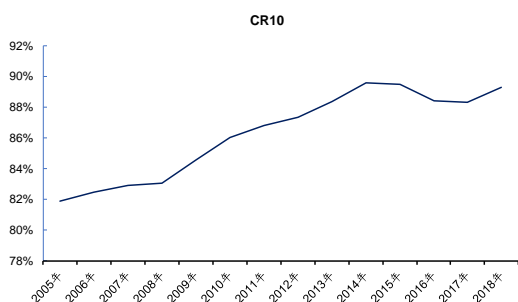
图 13: 整车企业 2009-2019 年销售净利率 (%)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

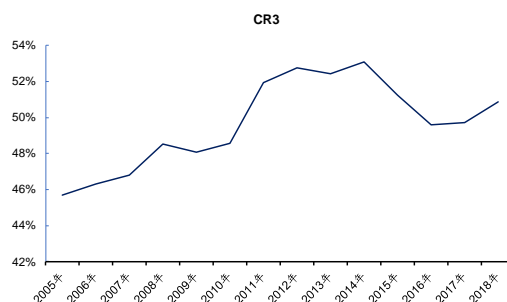
3.行业集中度:我们统计 2005-2018 年国内汽车行业前 10/前 3 市占率水平后发现, 近年来国内汽车行业集中度呈现提升趋势, 2005-2018 年国内汽车行业 CR10 从 81.9% 提升至 89.3%, CR3 从 45.7% 提升至 50.9%。分析欧美日成熟的汽车市场发展历史, 这些汽车大国的汽车市场都有先繁荣再集中的趋势。1) 德国 1901-1908 年, 汽车公司从 12 家增加到 58 家, 然后开始逐步兼并重组, 到 60 年代只剩下奔驰, 宝马, 大众三家; 2) 美国汽车发展初期, 曾有上千家汽车企业, 后来集中到通用, 福特, 克莱斯勒三家。这三家也受到日系, 欧系, 韩系的冲击, 金融危机中遇到困难, 但到目前每年依然生产了美国市场接近一半的汽车; 3) 成为汽车强国的 70 年代, 日本的知名汽车公司较美国和德国更多, 当时日本汽车市场由八家企业寡头垄断, 包括: 丰田, 日产, 本田, 铃木, 马自达, 三菱, 富士重工, 大发。但是随后的兼并重组, 交叉持股等一系列变化也趋向于集中, 例如丰田兼并大发, 日产准备收购三菱等。目前的日本汽车公司逐渐向丰田, 日产, 本田三大公司集中。4) 韩国汽车企业发展于 80 年代, 到 1995 年形成现代, 起亚, 大宇, 双龙四家称霸, 1998 年现代收购起亚, 收购后跻身世界前十, 成为韩国汽车业的绝对代表。

图 14: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR10



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR3

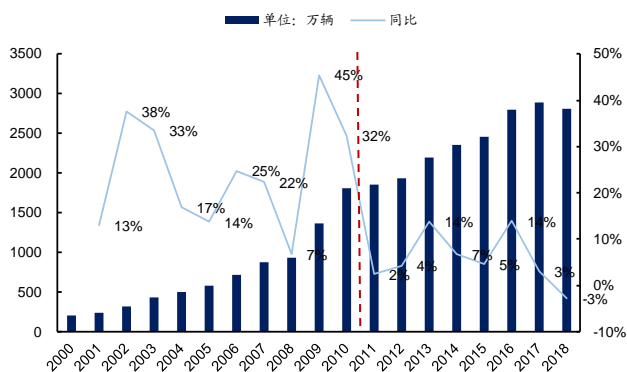


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 相比于欧美日韩等发达国家汽车市场的 2-3 家主流车企现状, 我国汽车工业仍然处于较为分散的水平, 考虑到中国汽车工业已经进入常态化低增速阶段, 车企分化加剧, 中国汽车行业集中度有望加速提升。

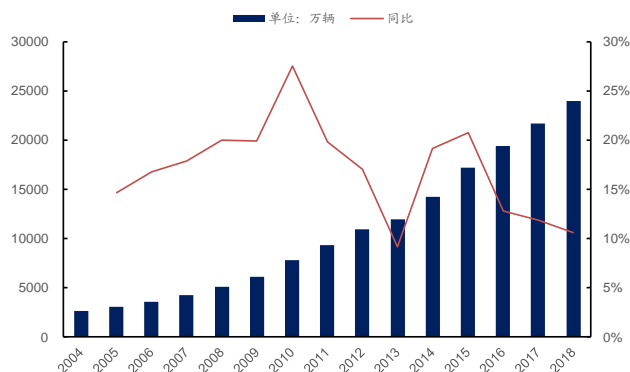
4.需求 (销量): 市场需求度下降是当前汽车市场一大特征, 当前我国汽车销量进入个位数增长期。据公安部统计数据, 2018 年全国新注册登记机动车 3,172 万辆, 机动车保有量已达 3.27 亿辆, 其中汽车 2.4 亿辆, 小型载客汽车首次突破 2 亿辆; 机动车驾驶人达 4.09 亿人, 其中汽车驾驶人 3.69 亿人。从分布情况看, 全国有 61 个城市的汽车保有量超过百万辆, 27 个城市超 200 万辆, 其中, 北京、成都、重庆、上海、苏州、郑州、深圳、西安等 8 个城市超 300 万辆, 天津、武汉、东莞 3 个城市接近 300 万辆。当前国内车市主要的增量来源于一二线城市的换车 (更新) 需求及三四线城市的新车普及。

图 16: 2010-2018 年我国汽车销量复合增速 5.6%



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

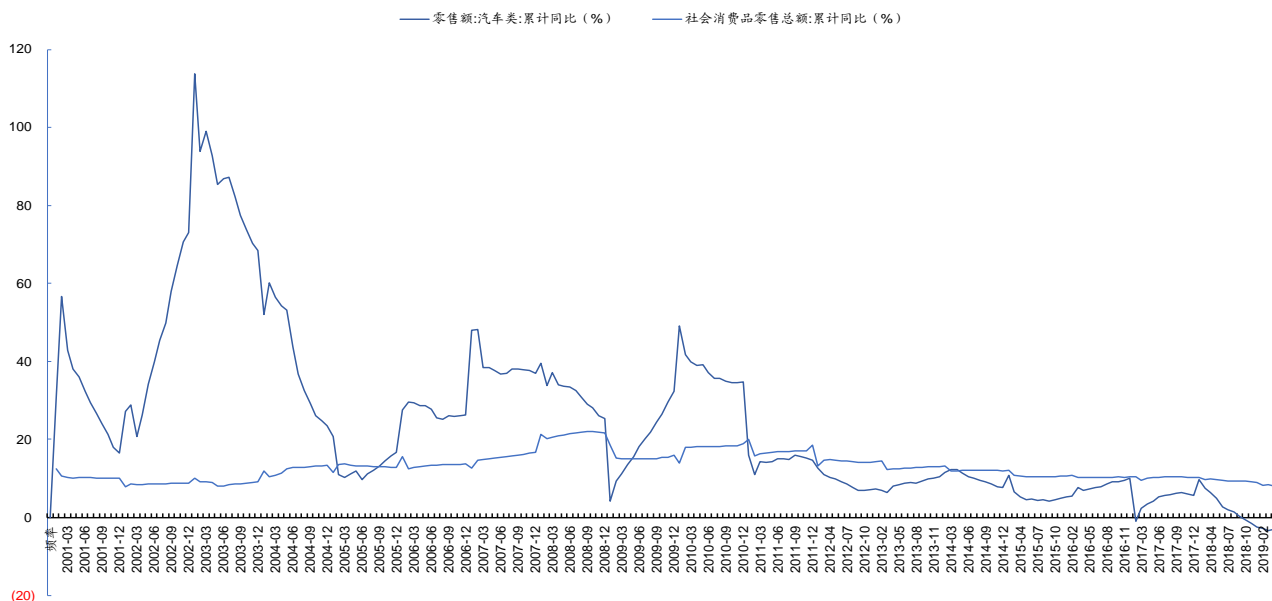
图 17: 2004-2018 年中国汽车保有量及同比



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

2010 年后汽车零售增速低于社零增速。 汽车 (尤其是乘用车) 具备强品牌效应, 也是国内社会消费品零售总额的重要组成部分 (占比 10%左右), 是消费品的重要类别之一。2010 年之前, 国内汽车零售额增速对整体消费品零售总额基本是一个正向拉动的角色, 2010 年分水岭, 此后国内汽车零售额增速基本处于社会消费品零售总额增速之下。

图 18: 2001 年以来汽车零售累计同比及社零累计同比对比



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

总结而言, 从产能、竞争者数量、行业集中度和市场需求度四个维度判断的我国汽车工业正处于成长期向成熟期过渡的阶段, 这一阶段的产能出现过剩、竞争者数量(盈利能力)趋于减弱, 行业集中度提升, 市场需求度下降。

2 国内汽车工业腾飞之后?

本节的核心在于测算我国汽车工业长期的空间, 采取的主要方法是比较海内外各国汽车千人保有量水平(这里要考虑到各国差异性, 经济发达程度、基建完善度、道路拥堵度), 同时比照我国各省份的汽车千人保有量差距, 选取合适的对标, 得出我国汽车保有量增长空间, 再根据欧洲、亚洲、北美各地区发达国家的“汽车保有量/销量”系数, 给予国内长期系数预测(这里要考虑到各国差异性, 是否有强制报废政策、汽车消费、保养习惯等等), 最后计算出国内长期汽车销量水平。我们测算长期中国保有量有望增长至 5.58 亿辆(在现有保有量基础上+132%), 长期我国汽车销量有望增长至 4000-4300 万辆/年(在现有销量基础上+42%~+53%)。考虑发达国家汽车工业成长进入成熟期平均年限 20 年, 预计未来 20 年我国保有量年均复合增速 4.3%, 销量年均复合增速 2%。

表 3: 本节预测总结表

	美国	德国	日本	中国(预测)
从成长期向成熟期过渡的历史阶段	1980-2000 年	1966-1991 年	1973-1991 年	2018-2038 年
过渡期所用时间	20 年	25 年	18 年	20 年
过渡期汽车销量增长空间	25%	176%	73%	42%-53%
过渡期 GDP 增长空间	94%	76%	63%	119%
过渡期人口增长空间	24%	4%	17%	0%
过渡期汽车销量复合增速	1.10%	4.10%	3.10%	2%
过渡期 GDP 复合增速	3.40%	2.70%	4.50%	4%
过渡期人口复合增速	1.10%	0.20%	0.60%	0%

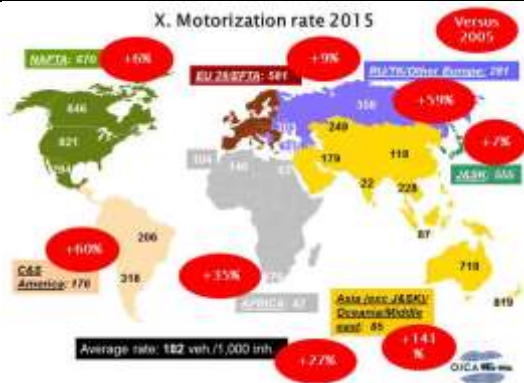
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2.1 全球对比: 我国汽车千人保有量在全球平均水平, 距欧美日韩数倍差距

中国汽车千人保有量仍有提升空间。OICA 千人保有量数据目前只更新到 2015

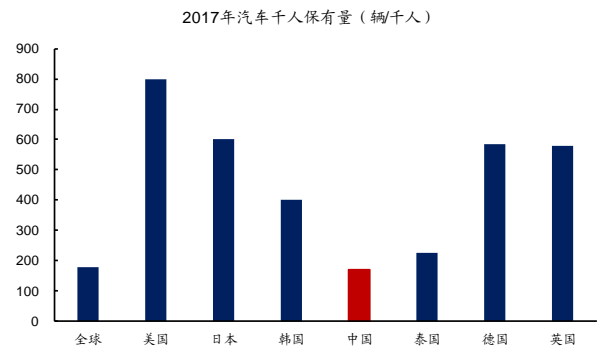
年, 2015 年来看, 中国还远不及世界平均水平, 距离美日欧仅有其五分之一到二分之一, 差距巨大, 近年来经过快速发展后, 国内千人保有量有所提升 (2018 年中国 172 辆/千人), 接近世界平均水平, 但仍远低于发达国家 (2018 年美国 780 辆/千人, 日本 587 辆/千人), 我们不仅远低于美日等发达国家, 同样还低于很多发展中国家 (2017 年巴西 210 辆/千人, 墨西哥 288 辆/千人, 泰国 235 辆/千人, 马来西亚 410 辆/千人, 土耳其 250 辆/千人, 阿根廷 320 辆/千人), 目前我国千人汽车保有量仅相当于日本 60 年代、韩国 80 年代的水平。

图 19: 2015 年全球范围汽车千人保有量数据对比



资料来源: OICA, 国信证券经济研究所整理

图 20: 全球各区域代表性国家汽车千人保有量对比



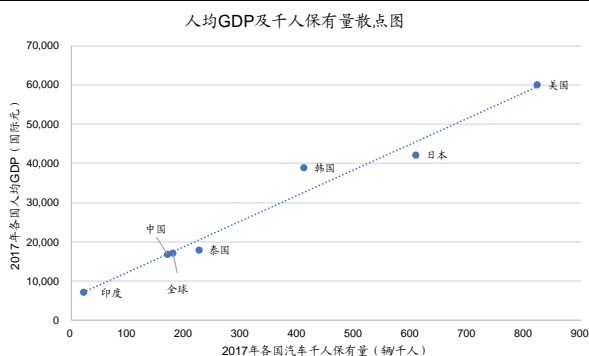
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

2.1.1 汽车千人保有量影响因子探讨

我们认为, 汽车千人保有量的决定因素有很多, 绝非单一变量影响, 一个国家的经济、基建、地形、人口甚至文化都会对千人保有量产生影响, 我们选取人均 GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度分别与千人保有量进行相关性分析。

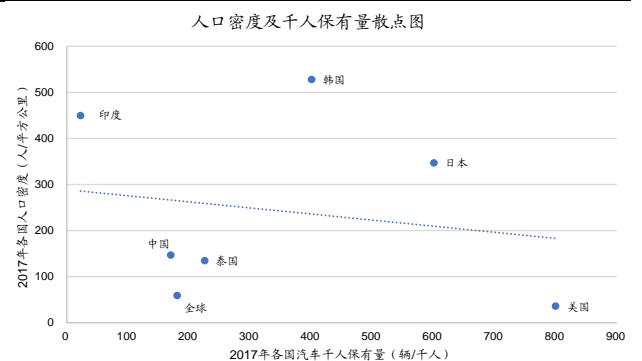
各国汽车千人保有量与人均 GDP 强相关。全球分区域来看, 各国汽车千人保有量水平和该国经济发展程度 (人均 GDP 水平) 有很强的关联度 (正向相关)。各国汽车千人保有量水平和该国人口密度有一定的关联度 (反向相关), 异常项为韩国和日本, 在高人口密度的背景下仍然维持了较高的千人保有量, 这与这两个国家发达的经济水平和完善的公路建设有一定关系。

图 21: 2017 年主要国家人均 GDP 及千人保有量



资料来源: OICA、世界银行, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2017 年主要国家人口密度及千人保有量



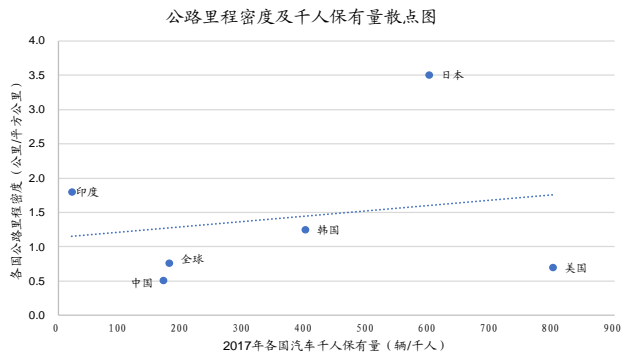
资料来源: OICA、世界银行, 国信证券经济研究所整理

各国汽车千人保有量水平和公路里程密度 (每平方公里面积内的公路长度, 一定程度上体现了该国的基建完善程度) 有一定的关联度 (正向相关), 其中印度是异常项, 印度统计的公路里程密度虽然较高, 但真实达标的公路很少 (国家高速路), 其余很多是路况较差的邦级 (窄、无隔离带、无车道)、县级 (县级

以下土路居多)、农村公路以及边境公路等,对该国汽车千人保有量有一定制约。美国国土面积和中国接近,公路里程密度略高于中国(1.3倍于中国),但汽车千人保有量4倍于中国,这与我国公路结构有关(超70%的农村公路),城市化进程下我国汽车千人保有量有较大提升空间。

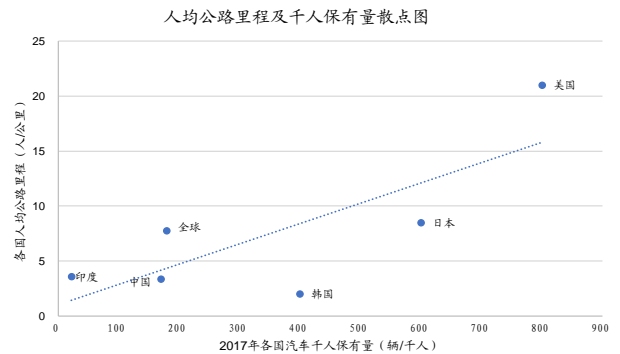
各国汽车千人保有量水平和该国人均公路里程(人均拥有的公路长度)有较强的关联度(正向相关),异常项为韩国,人均公路里程较低但千人保有量较高,主要原因是作为国土面积制约下的高人口密度国家,韩国经济发达程度和基建水平较为完善。

图 23: 主要国家公路里程密度及千人保有量



资料来源: OICA、世界银行, 国信证券经济研究所整理

图 24: 主要国家人均公路里程及千人保有量



资料来源: OICA、世界银行, 国信证券经济研究所整理

总结来看,汽车千人保有量和人均GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度均有一定关系(相关性从强到弱)。扣除异常项来看,经济越发达的地区(人均GDP越高),千人保有量越高;公路建设越完善的地区(人均公路里程越长,公路里程密度越高),拥堵感越弱,千人保有量越高;人口越密集的地区(人口密度越高),千人保有量越低。

控制变量来看——

同等空间(人口密度)数据比较而言,泰国和中国的人口密度差异不大,泰国135人/平方公里,中国148人/平方公里,而泰国汽车千人保有量235辆/千人,中国汽车千人保有量172辆/千人。

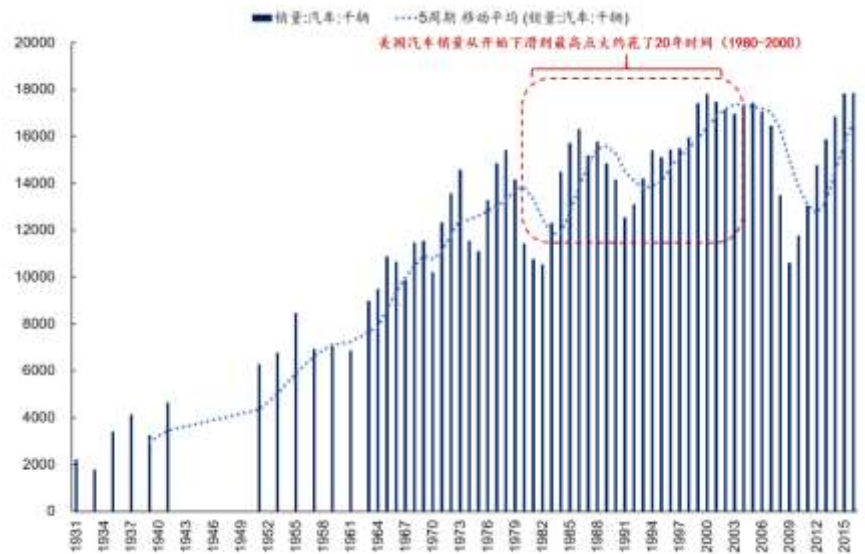
同等国力(人均GDP)数据比较而言,泰国、中国的人均GDP均在世界平均水平左右(17000国际元),其中泰国汽车千人保有量235辆/千人,中国汽车千人保有量172辆/千人。

同等拥堵(人均公路里程)数据比较而言,中国和韩国人均公路里程均较低,其中韩国人均公路里程2米,中国人均公路里程3米,而韩国汽车千人保有量400辆/千人,中国汽车千人保有量172辆/千人。

2.1.2 复盘美日德汽车工业从成长到成熟期过渡历史

美国已经进入到汽车销量长期见顶、短期波动的成熟期阶段,从5年移动平均线来看,美国在1980年出现汽车销量大幅持续下滑的情况,而后销量波动向上,到2000年到达销量最高点。也就是说,美国汽车销量花了约20年的时间进入成熟期(1980-2000年),这20年间,美国GDP(不变价)翻了接近一倍(从6759到13131),这二十年间美国GDP年均复合增速约3.4%,美国人口年均复合增速1.1%。

图 25: 美国汽车销量从开始下滑到最高点大约花了 20 年时间



资料来源: WardsAuto, 国信证券经济研究所整理 (美国经历石油危机、婴儿潮等, 汽车销量波动性较大, 故而选取 5 年移动平均线)

日本已经进入汽车销量波动下行的衰退期阶段, 日本在 1973 年后出现销量下滑的情况, 而后波动向上到 1991 年到达销量最高点, 也就是说, 日本汽车销量花了 18 年时间进入成熟期 (1973-1991 年), 由于统计数据有限, 我们梳理了日本 1980-1991 这十一年间日本 GDP (不变价), 增长了 62.5%, GDP 年均复合增速约 4.5%, 人口年均复合增速 0.6%。

图 26: 日本汽车销量从开始下滑到最高点大约花了 18 年时间



资料来源: 日本自动车工业协会, 国信证券经济研究所整理

德国已经进入汽车销量波动下行的衰退期阶段, 德国在 1966 年后出现销量下滑的情况, 而后波动向上到 1991 年到达销量最高点, 也就是说, 德国汽车销量花了 25 年时间进入成熟期 (1966-1991 年), 由于统计数据有限, 我们梳理了德国 1970-1991 这 21 年间德国 GDP (不变价), 增长了 76%, GDP 年均复合增速约 2.7%, 人口年均复合增速 0.2%。

图 27: 德国汽车销量从开始下滑到最高点大约花了 25 年时间



资料来源: 德国汽车工业联合会, 国信证券经济研究所整理

总结来看, 美国、德国、日本三大发达国家的汽车工业均已度过成熟期阶段(美国成熟期末期、德国和日本衰退期), 我们复盘这三个国家的汽车工业从成长期向成熟期过渡的历史, 发现美德日三国汽车工业都用了约 20 年的时间完成过渡(过渡时间=汽车销量最高点的年份-汽车销量首轮显著下滑的年份), 进入成熟期。

表 4: 美国、德国、日本汽车工业成长期向成熟期过渡阶段 GDP 和千人保有量表现

	美国	德国	日本
从成长期向成熟期过渡的历史阶段	1980-2000 年	1966-1991 年	1973-1991 年
过渡期所用时间	20 年	25 年	18 年
过渡期汽车销量增长空间	25%	176%	73%
过渡期 GDP 增长空间	94%	76%	63%
过渡期人口增长空间	24%	4%	17%
过渡期汽车销量复合增速	1.1%	4.1%	3.1%
过渡期 GDP 复合增速	3.4%	2.7%	4.5%
过渡期人口复合增速	1.1%	0.2%	0.6%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

从全球对比来看, 考虑美国、德国、日本三大发达国家汽车工业由成长进入成熟期的过渡阶段(汽车销量首轮显著下滑到销量到达顶峰所花时间)平均约 20 年时间, 我们给予中国市场 20 年到达销量顶峰(成熟期)的假设。根据世界银行数据: 2017 年中国人均 GDP 为 16842 国际元(基期 1980 年), 2018 年中国 GDP 增速 6.6%, 给予 2018 年起的未来二十年国内 GDP 年均复合增速 4%、人口复合 0 增长的假设, 20 年后国内人均 GDP 水平约 39339 国际元, 接近当前(2018 年)的韩国人均 GDP 水平, 韩国当前千人保有量约 400 辆/千人, 考虑人均 GDP 和千人保有量的强线性相关度, 同时韩国人口密度和中国基本相当, 我们认为, 成熟期后的国内汽车千人保有量从全球对比的角度看可以达到 400 辆/千人的水平。

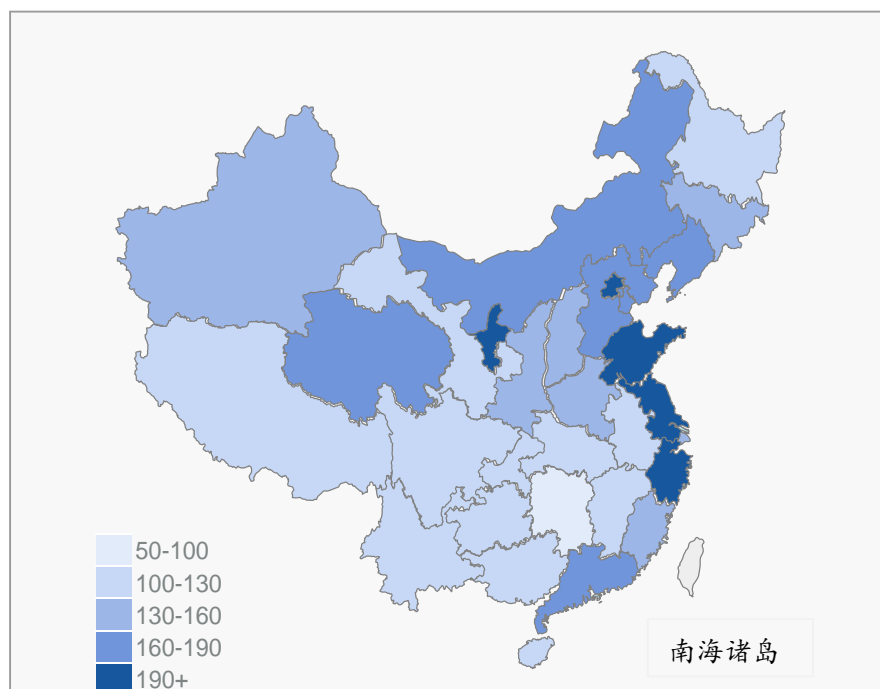
2.2 国内对比: 各省市发展不均衡, 整体提升空间较大

2.2.1 国内东中西部保有量存在显著差异

国内分区域来看, 各地发展不均衡显著, 东部、中部、西部保有量水平存在一定差异。我们梳理全国 31 个省份汽车千人保有量, 并将其千人保有量数值分为 50-100 辆/千人、100-130 辆/千人、130-160 辆/千人、160-190 辆/千人、>190 辆/千人以上五档, 其中千人保有量>190 辆/千人的省份有 5 个, 三个位于东部(北京、江苏、浙江), 一个位于中部(山东), 一个位于西部(宁夏)。其中千

人保有量在 160-190 辆/千人的省份有 6 个，四个位于东部（天津、河北、内蒙古、辽宁），一个位于中部（广东），一个位于西部（青海）。其中千人保有量低于 130 辆/千人的省份有 12 个，仅有一个位于东部。

图 28: 全国 31 个省份汽车千人保有量分档填色图



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

东部汽车千人保有量遥遥领先于中西部。我们整理 11 个东部省份、10 个中部省份、10 个西部省份的民用汽车保有量和人口，再计算东部、中部和西部的民用汽车千人保有量，2017 年国内民用汽车保有量综合数据约 150 辆/千人，其中东部民用汽车千人保有量 186 辆/千人，中部民用汽车千人保有量 122 辆/千人，西部民用汽车千人保有量 127 辆/千人。可以看出，国内经济发达程度较高、公路建设完善的东部汽车千人保有量遥遥领先于中西部，中部和西部千人保有量数据接近，但是中部人口规模远大于西部，保有量绝对规模也远超西部。西部地广人稀，经济欠发达，保有量规模最为落后。

表 5: 2017 年东部、中部、西部各区域民用汽车千人保有量

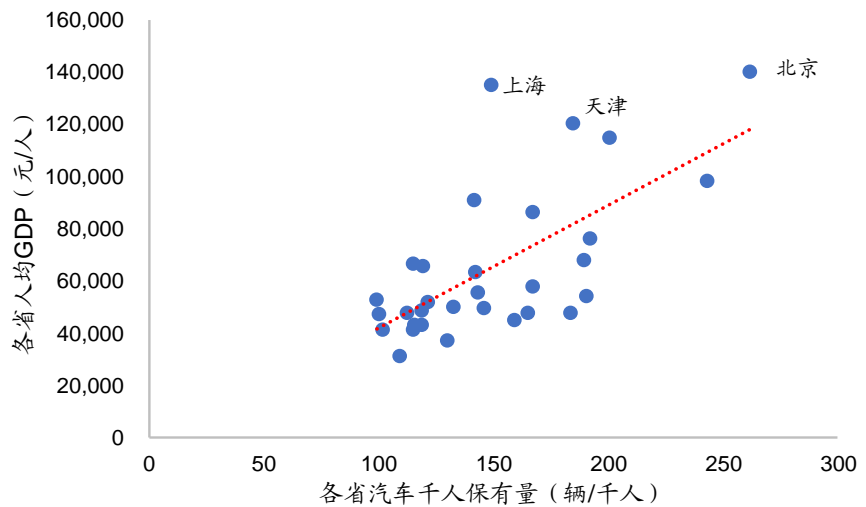
	民用汽车保有量: 万辆	人口: 万人	2017 年民用汽车千人保有量: 辆/千人
东部	10828.65	58109.4	186
中部	6209.08	51047.5	122
西部	3868.94	30466.87	127
全国综合	20906.67	139623.77	150

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2.2.2 各省汽车千人保有量与其经济发展水平呈现一定相关性

我们绘制全国 31 个省份人均 GDP（2018 年）和民用汽车千人保有量（2017 年）的散点图后发现：国内各区域汽车千人保有量与各地经济发达程度呈现一定的（正）相关性，如图所示，经济越发达（人均 GDP 越高）的省份，汽车千人保有量水平通常越高（上海、天津和北京三大直辖市在限购政策抑制下与趋势线有所偏离）。

图 29: 全国 31 个省份汽车千人保有量和人均 GDP 散点图

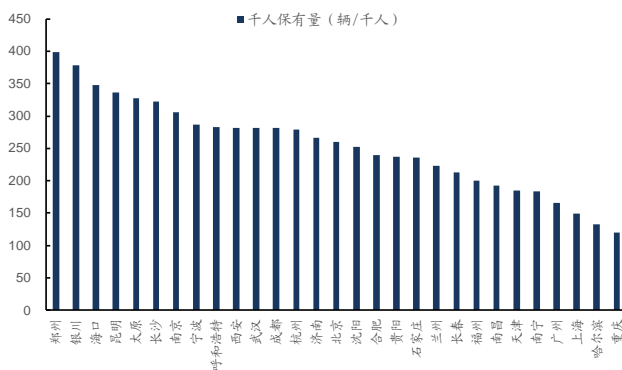


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

2.2.3 省会城市、非省会发达城市、限购城市保有量细化分析

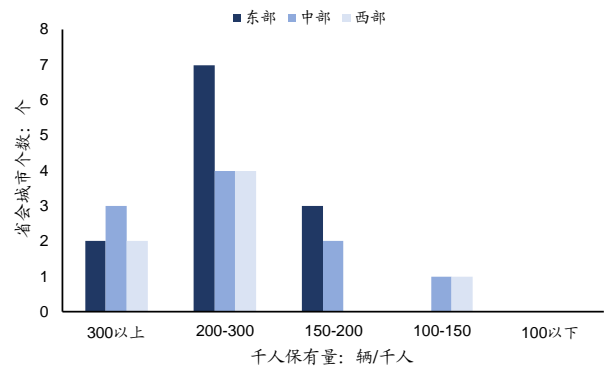
省会城市千人保有量多数在 200-300 辆/千人。细化来看, 我们统计 2018 年 29 个省份的省会城市民用汽车千人保有量, 郑州以 399 辆/千人的千人保有量水平高居全国汽车千人保有量之首, 其余规模以上的省会城市中千人保有量靠前的分别为昆明 (337 辆/千人)、太原 (328 辆/千人)、长沙 (322 辆/千人)。分档来看, 千人保有量在 200-300 辆/千人区间范围内的省会城市数量最多。

图 30: 全国 29 个省会城市汽车千人保有量一览



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 (其中西部青海、新疆、西藏三省省会数据缺失)

图 31: 东中西部省会城市汽车千人保有量区间统计



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 (其中西部青海、新疆、西藏三省省会数据缺失)

全国省会城市汽车千人保有量综合水平 246 辆/千人。省会城市作为全国各省经济繁荣区域, 千人保有量水平基本在全省前列, 我们梳理全国 29 个省会城市常住人口及民用汽车保有量数据, 计算全国省会城市综合汽车千人保有量约 246 辆/千人, 高于全国平均的 172 辆/千人的保有量水平。其中东部省会城市千人保有量 245 辆/千人, 中部省会城市千人保有量 225 辆/千人, 西部省会城市人口基数相对较低, 地域范围相对广阔, 千人保有量水平呈现出较高水平 (285 辆/千人)。

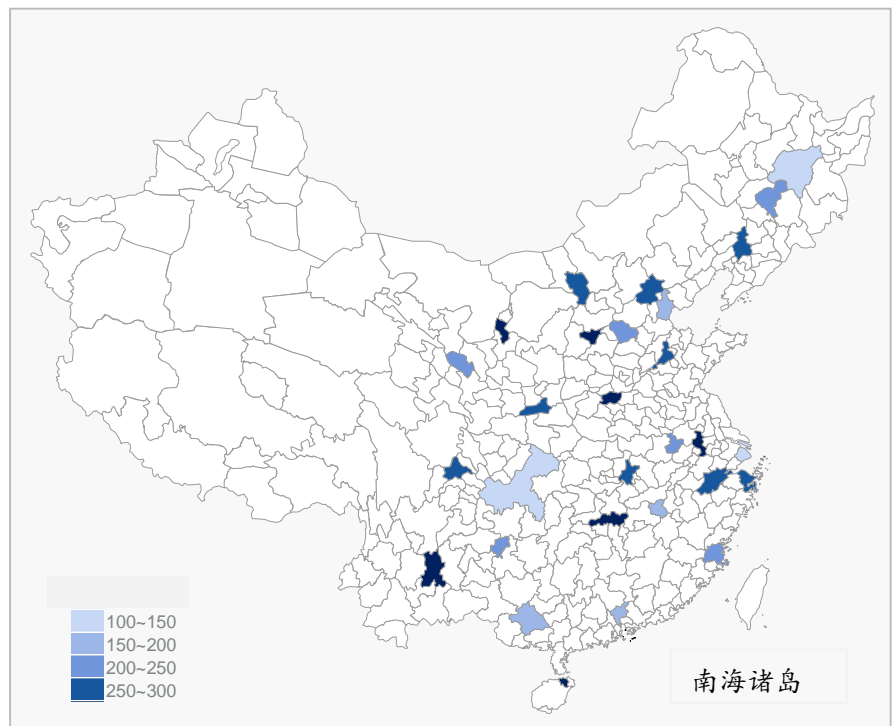
表 6: 东中西部省会城市保有量对比

	常住人口 (万人)	民用汽车保有量 (万辆)	千人保有量 (辆/千人)
东部省会城市合计	7,695	1,887	245
中部省会城市合计	7,583	1,707	225
西部省会城市合计	4,337	1,238	285
总计	19,615	4,831	246

资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 (其中西部青海、新疆、西藏三省省会数据缺失)

我们将全国 29 个省会城市 (新疆、青海、西藏缺失) 的千人保有量数据分成四档填充至下图 (白色部分为尚未统计覆盖的城市群), 可以看出, 省会城市千人保有量均在 100 辆/千人以上, 规模以上 (常住人口超过 600 万人) 省会城市中, 千人保有量最高的前五大省会城市分别为郑州 (2018 年 399 辆/千人), 昆明 (2018 年 337 辆/千人), 长沙 (2017 年 322 辆/千人), 南京 (2018 年 306 辆/千人), 宁波 (2017 年 286 辆/千人)。

图 32: 全国 29 个省会城市千人保有量分档填色图



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

非省会发达城市千人保有量水平可观。除去全国较为发达的省会城市, 东南沿海也是目前汽车保有量较高的区域。我们梳理浙江、江苏、广东、福建省内 12 个重要非省会城市的汽车千人保有量来看, 这些非省会城市的千人保有量均超过 200 辆/千人, 其中 5 城市千人保有量超过 300 辆/千人。前五排序分别为广东东莞 351 辆/千人、江苏苏州 332 辆/千人、广州佛山 320 辆/千人、广东珠海 311 辆/千人, 福建厦门 307 辆/千人。

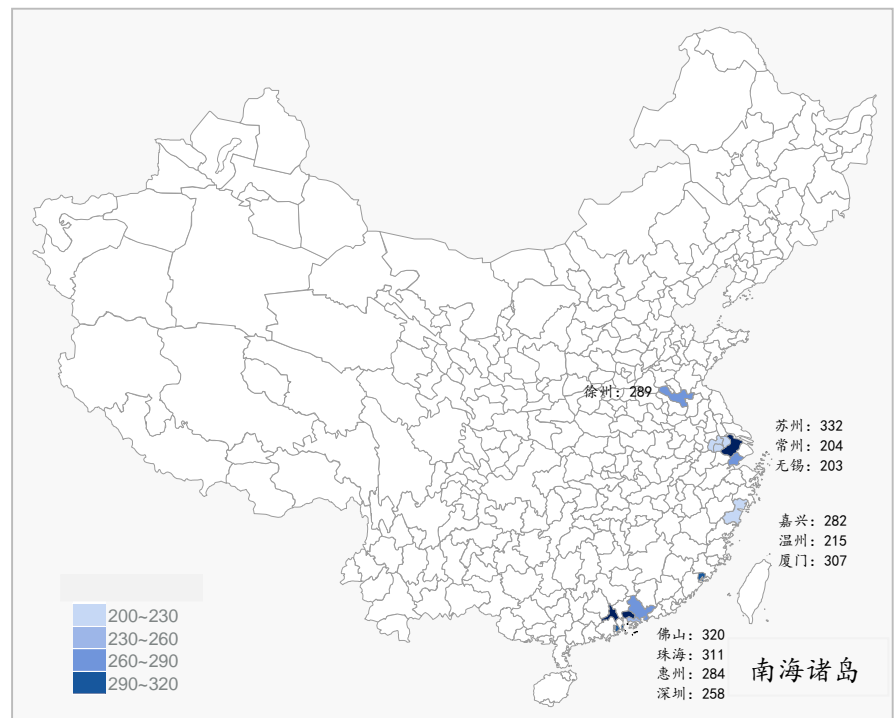
表 7: 东南沿海部分经济发达市（非省会）汽车千人保有量水平

省份	城市	千人保有量(辆/千人)
浙江	嘉兴	282
浙江	温州	215
江苏	苏州	332
江苏	徐州	289
江苏	常州	204
江苏	无锡	203
广东	东莞	351
广东	佛山	320
广东	珠海	311
广东	惠州	284
广东	深圳	258
福建	厦门	307

资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

部分非省会城市保有量超越所在地省会。我们将浙江、江苏、广东、福建省内 12 个重要非省会城市的汽车千人保有量分档填色见下图。这些经济发达城市虽然并非省会, 但其汽车千人保有量水平较高, 部分超越其省会城市保有量水平 (省会城市由于限购等多种原因千人保有量受到了抑制), 甚至部分城市千人保有量跻身全国前列。

图 33: 东南沿海部分经济发达市（非省会）千人保有量分档填色图



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

限购政策抑制了部分城市真实购车需求。当前我国汽车限购城市有 9 个: 上海、北京、广州、石家庄、天津、贵阳、杭州、深圳和省级行政区海南。我们统计发现, 这 9 大限购城市的牌照指标整体约 70 万辆, 占国内乘用车销量的 3%; 9 大限购城市机动车保有量约 2024 万辆, 占国内机动车保有量的 7%; 考虑到这 9 大限购城市是我国基本是我国经济发展前列区域 (9 大城市 GDP 占比 17%), 限购政策下 9 大限购城市千人保有量仅有 189 辆/千人, 低于非限购城市郑州 (399 辆/千人)、苏州 (332 辆/千人)、厦门 (307 辆/千人), 远低于发达国家水平 (美国 780 辆/千人, 日本 587 辆/千人, 韩国 411 辆/千人), 后续限购政策如若逐步放开, 真实

需求体现下，9大限购城市的汽车保有量或有翻倍空间。

表 8: 各限购城市对比及保有量分析

限购起始时间	城市	限购方式	新能源政策	2018 年牌照指标 (万辆)	机动车保有量 (万辆)	千人保有量 (辆/千人)	GDP (亿元)	人口 (万人)
1994 年	上海	牌照拍卖	免费牌照	13	322	133	30134	2418
2010.12.23	北京	摇号	摇号 (新能源 6 万个)	10 (4+6)	548	252	28000	2171
2011.07.12	贵阳	专段号牌摇号	清洁能源车不限制	-	-	-	-	-
2012.06.30	广州	摇号+竞价	节能车单独摇号 (18 年 1.2 万个)、新能源免摇号	12	230	159	21503	1450
2013.06.18	石家庄	限制家庭购买第三辆个人用小客车		-	-	-	-	-
2013.12.16	天津	摇号+竞价	节能车单独摇号、新能源免摇号	10	274	176	18595	1557
2014.03.26	杭州	摇号+竞价	免摇号	8	234	247	12556	947
2014.12.29	深圳	摇号+竞价	免摇号	8	318	254	22438	1253
2018.05.16	海南	摇号+竞价	2019 年不限定指标数量	8	98	106	4462	926
总计	-	-	-	69	2024	189	137689	10722
占比	-	-	-	3%	7%	-	17%	8%

资料来源: WIND、各政府官网, 国信证券经济研究所整理 (其中海南 2018 年 5 万牌照, 2019 年 8 万牌照)

我们假设 9 大限购城市均放开限购, 考虑经济发展水平和基建水平, 我们认为九大城市的千人保有量完全具备翻倍空间 (400 辆/千人是韩国全国平均水平), 九大限购城市保有量翻倍 (不考虑人口增长) 后, 我国平均千人保有量预计将提升 15-16 辆, 增长至 190 辆/千人水平。

从国内对比来看, 国内主要的限制因素也是在于经济发展水平 (国内各区域汽车千人保有量与其经济发展水平-人均 GDP 呈现一定相关性), 我国当前汽车千人保有量水平东中西部显著不均衡, 仍然存在较大提升空间, 主要提升空间一方面在于 1) 欠发达地区 (中西部) 的汽车需求; 2) 限购城市的行政抑制解除。长期来看, 全国城镇化率提升背景下, 我国中西部千人保有量有望达到东部沿海发达城市水平 (接近 400 辆/千人)。

2.3 未来: 国内汽车保有量翻倍空间, 销量 40%+ 空间

我们对国内汽车工业市场空间的测算主要分四个步骤: 成熟期后国内汽车千人保有量预测-成熟期后国内汽车保有量预测 (内含未来国内人口预测)-成熟期后国内汽车保有量/销量系数预测-成熟期后国内汽车销量预测。

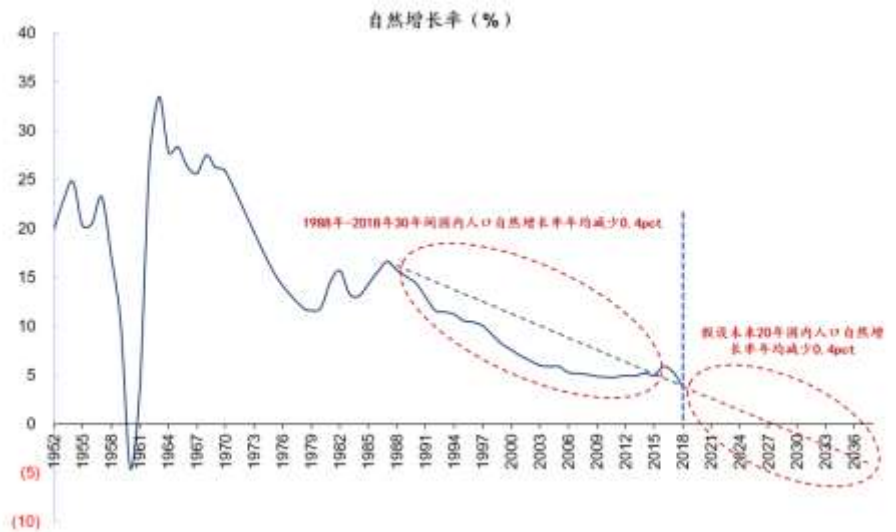
第一步: 长期 (成熟期阶段) 来看我国汽车千人保有量水平预测:

总结来看, 我们一方面系统性梳理了全球各国汽车千人保有量并进行了多因素分析, 综合考虑人均 GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度, 其中人均 GDP 和汽车千人保有量呈现出较强的正相关关系; 另一方面系统梳理国内 31 个省份千人保有量水平, 并进一步对省会城市、非省会发达城市、限购城市进行细化研究, 探讨国内千人保有量区域性差异及其增长潜力。通过全球和国内分区域比较分析后, 我们认为国内汽车工业从成长期进入成熟期的时间周期约 20 年左右, 进入成熟期后达到 400 辆/千人的汽车千人保有量是较为合理的水平。

第二步: 长期 (成熟期阶段) 来看我国汽车保有量水平预测:

我们梳理 1952 年以来的国内人口自然增长率曲线, 过去 18 年 (2000 年以来) 我国人口自然增长率在 4%-7% 的增速区间内, 1988 年-2018 年的 30 年间, 国内人口自然增长率从 16.6% 逐年收窄至 3.8%, 平均每年大约回落 0.4 个百分点, 我们考虑未来二十年国内人口自然增长率仍然以 0.4pct 的回落速度发展, 预计未来 20 年国内人口自然增长率的平均增速约为 0%, 也就是说, 20 年后国内人口规模与当前 (2018 年) 基本持平 (约 13.9 亿人)。

图 34: 1952 年至今中国人口自然增长率



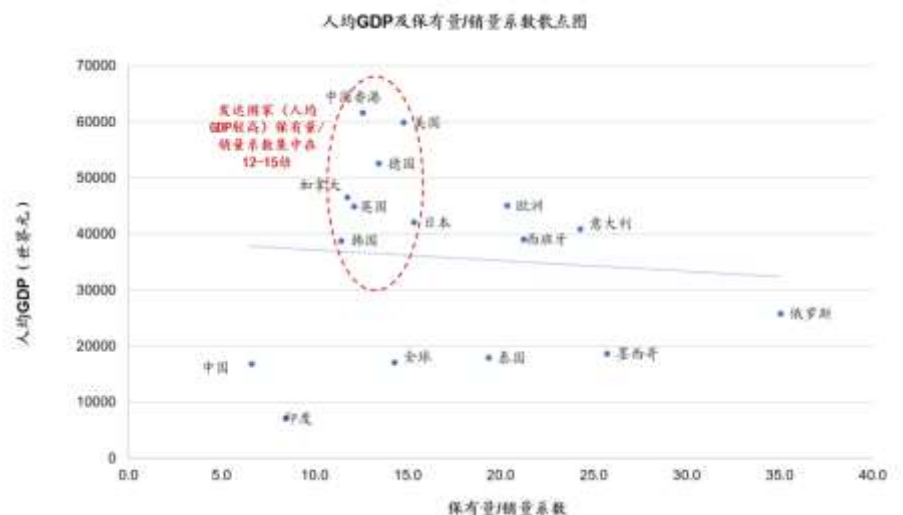
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

第一步我们已经给出国内汽车工业进入成熟期后（20年后）400 辆/千人的合理水平，考虑成熟期后（20年后）我国人口规模预计和现在基本持平（13.9 亿人），我们测算届时国内汽车保有量约 5.58 亿辆。是现有汽车保有量（2018 年 2.4 亿辆）的 2.32 倍。

第三步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车保有量/销量系数预测：

以全球各区域发达国家的“保有量/销量系数”为标准进行比照来看，其中北美区域保有量/销量系数：美国 14.8、加拿大 11.8；亚洲区域：日本 15.3、韩国 11.4；欧洲区域：英国 12.1、德国 13.5。综合来看，大多数发达国家的成熟汽车市场中保有量/销量系数在 12-15 倍之间。国内汽车工业仍然处于较为早期的发展阶段，保有量/销量系数较低（2018 年仅为 8 倍），我们给予中国成熟汽车市场 13-14 倍的保有量/销量系数假设。

图 35: 发达国家保有量/销量水平大多在 12-15 倍区间



资料来源：OICA、世界银行，国信证券经济研究所整理

第四步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车销量水平预测：

经过上述三大步骤，我们已经给出了国内汽车工业成熟期后（20年后）5.58 亿辆的保有量、13-14 倍保有量/销量系数假设，该假设下预计成熟期后中国汽车销量约为 4000-4300 万辆/年（=保有量/保有量比销量系数），距离当前（2018 年）汽车

销量 2808 万辆, 仍有 42%-53% 的增长空间, 未来 20 年销量年均复合增速约 2%。

我们仍然对以上假设和判断做出反省, 可能存在的估计误差有以下几点:

- 千人保有量能否达到 400 辆/千人? 关于千人保有量, 我们觉得到达 400 辆/千人的难度不大, 一方面看和我们人口密度相当的韩国汽车千人保有量在 400 辆/千人, 另一方面看我国内部省份中部分规模化城市千人保有量接近 400 辆/千人 (郑州 399 辆/千人), 在强化基建和城镇化率提升后, 长期来看我国具备 400 辆/千人的容纳能力。
- 保有量/销量系数能否到 13-14 倍? 对于保有量/销量系数我们觉得国内 13-14 倍偏保守 (实际系数有望更低), 我们梳理绝大多数发达国家的汽车保有量/销量系数在 12-15 倍之间, 以 15 倍系数的成熟市场的典型——美国而言, 1) 美国汽车行业没有强制报废 (国二车不让上路) 一说, 2) 美国二手车市发达, 3) 大部分车主对家轿保养相较国内更为精细, 以上三点保障了美国汽车更长的流通年限, 而国内一方面有排放标准对车上路的限制, 另一方面国内年检政策对长年限车型不友好 (6 年免检, 6-10 年一年一检, 10 年以上半年一检)。我们认为, 国内车市成熟后, 保有量/销量系数或有望低于美国 (15 倍左右) 水平, 保守给予中国汽车长期 13-14 倍的保有量/销量系数假设。
- 没有考虑养护成本高的极端情形。可以参考中国香港和新加坡。作为亚洲金融中心之一的香港, 千人保有量不到 100 辆/千人 (2014 年 90 辆/千人, 2015 年 93 辆/千人), 主要是由于高地价下停车位昂贵 (买一个停车位上百万港币, 租一个停车位大约 5000-6000 元港币/月)。新加坡也是用车成本较高的典型案例, 其地少人多, 千人保有量 160 辆/千人, 政府控制汽车保有量 0 增长, 其汽车进口关税就要 41%, 此外还有额外的注册费, 最后导致整车售价翻了 1 倍, 同时新加坡汽车上路高昂的拥车证费用 (小型车拥车证约 28 万人民币) 也严重限制了其千人保有量的增长。我们认为, 香港和新加坡的高拥车成本主要是市场定价的结果, 而我国几大发达城市仍然是以行政抑制的手段限制拥车, 行政抑制下的保有量远未到市场化 (真实) 保有量顶点 (限购城市牌照供不应求, 北京汽车牌照中签率 0.2%)。

3 增量市场投资主线探讨

核心: 国内汽车工业进入低增速阶段后、增量红利逐渐消退, 整车行业面临严重产能过剩 (近 40% 过剩产能), 后续整车行业将面临竞争加剧 (价格战)、盈利能力弱化-小整车企业亏损加剧至退出市场-过剩产能出清-龙头市占率提升, 行业盈利水平提升并趋于稳定。这一阶段对自主整车是挑战, 对优质零部件是加速进口替代的机遇, 同时具备产品升级能力的零部件企业有望跨越整车行业周期, 增量市场逻辑下, 我们推荐模块化能力较强的整车行业龙头; 具备产品升级、客户升级 (尤其是进入合资外资供应链) 的优质零部件企业。

3.1 模块化平台能力构建整车行业竞争力

从长期竞争要素-模块化平台能力角度推荐整车行业龙头。 我们认为整车股的投资逻辑是短期看销量、库存以及产能利用率, 中期看产品周期以及盈利结构改善, 长期看模块化平台能力。(我们在 18 年 10 月的《国信汽车基础研究系列之一-模块化平台: 车企竞争的根基》中对整车模块化平台能力进行比较分析, 这里简要放上我们基础系列一的报告结论)。

模块化平台的技术储备可一定程度预测整车厂的新车投放速度或是产品周期, 我们基于两个指标来衡量模块化平台的能力: 第一, 未来规划的模块化平台数量以及可进行模块化整合的潜力; 第二, 是否具备性能突出的模块化平台。我们认为平台建设得比较好的整车厂有一汽大众、上汽大众、上汽通用、一汽丰

田、广汽丰田、东风日产、吉利汽车、广汽传祺等；其次为广汽本田、东风本田、北京现代、东风悦达起亚、长安福特、上汽通用五菱、比亚迪、长城、上汽自主、北汽自主等；平台化能力较弱的有一汽马自达、长安马自达、长安自主、奇瑞等。

合资品牌整车厂的平台技术领先于自主品牌。自主品牌由于起步较晚，国内整车厂的发展水平和研发实力整体上落后于国际主流车企。但合资品牌凭借合资外企业的技术和经验输入，在整车平台的竞争上占取先机，基本上完全继承了国外的先进平台技术。自主品牌由于发展慢，体量小，车型销售盈利无法在短时间内消化大额的平台研发支出，因此在整车平台的竞争中处于相对劣势，但近年来自主品牌也开始加强模块化平台的建设，逐步建成了较完善的技术体系。

表 9：国内主要整车厂平台化能力梯队

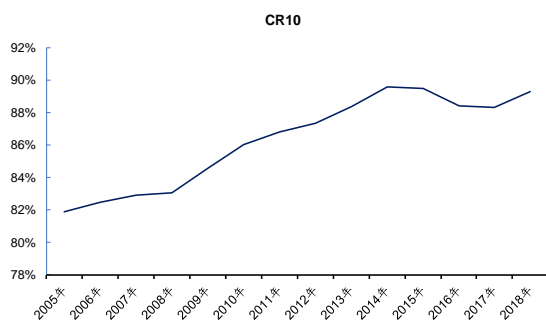
划分层级	整车企业
平台化能力较强的整车厂	一汽大众、上汽大众、上汽通用、一汽丰田、广汽丰田、东风日产、吉利汽车、广汽自主
平台化能力一般的整车厂	广汽本田、东风本田、北京现代、东风悦达起亚、长安福特、上汽通用五菱、比亚迪、长城、上汽自主、北汽自主
平台化能力较弱的整车厂	一汽马自达、长安马自达、长安自主、奇瑞

资料来源：marklines、国信证券经济研究所整理

结合产品周期与模块化平台能力双重指标综合考量，上汽集团、广汽集团以及吉利汽车等通过合资或是兼备外资品牌吸收国外企业平台技术，同时其自主平台建设实力也较强，有望在激烈竞争中获得长期竞争优势。

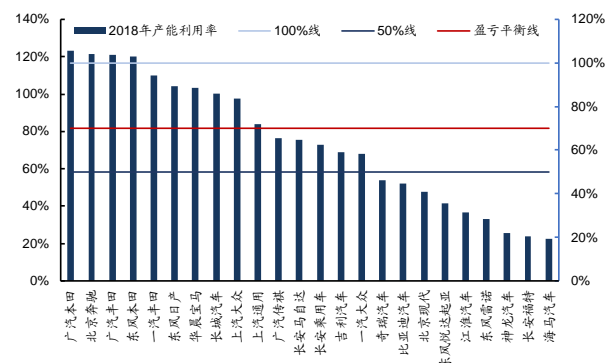
行业加速出清，重视国企改革和重组。近年来国内汽车行业集中度呈现提升趋势，2005-2018 年国内汽车行业 CR10 从 81.9%提升至 89.3%，2018 年国内汽车销量首度下滑，行业富余产能现象愈发显著，我们统计行业内 24 家主流整车企业产能利用率情况，整体产能利用率 72%，其中日系、德系车企产能利用率相对饱和（这也和日系、德系销量相对强势相关），有 9 家车企产能利用率低于 70%（盈亏平衡点），其中包括吉利、一汽、奇瑞、比亚迪、北京现代、江淮汽车、东风悦达起亚、长安福特、海马汽车等车企，而神龙、长安福特、海马汽车产能利用率不到 30%，部分整车企业出现了巨额亏损，尾部整车企业面临出清。行业加速出清背景下，我们建议关注具备重组可能性的一汽集团、长安汽车、东风汽车。

图 36：2005-2018 年中国汽车集中度 CR10



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 37：2018 年国内 24 家主流整车企业产能利用率



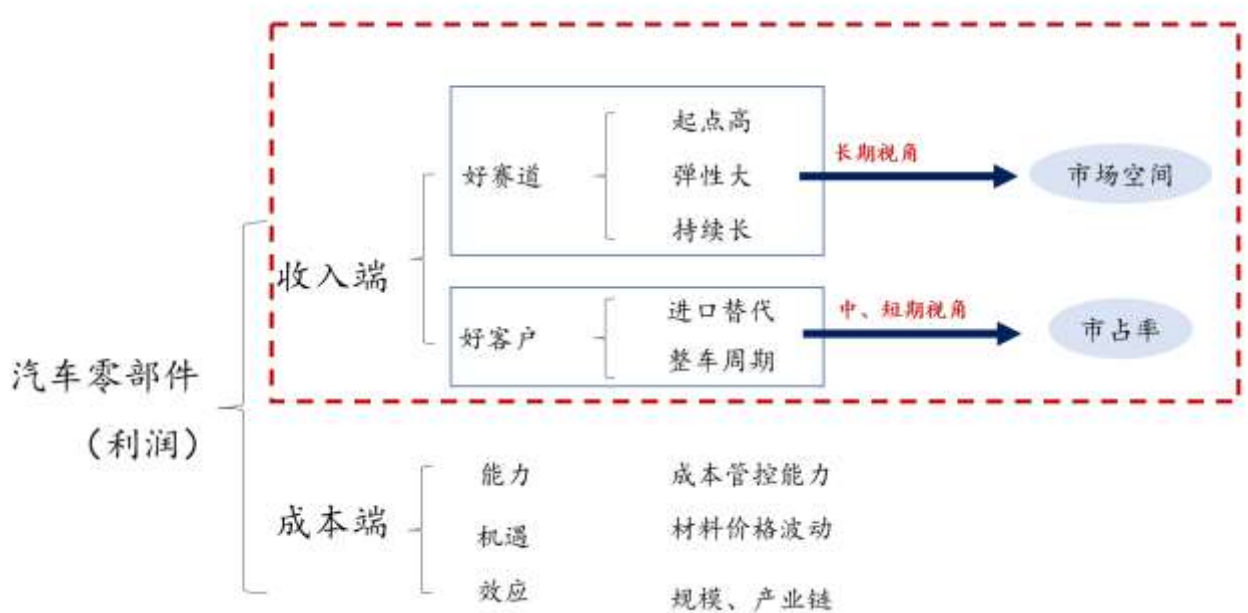
资料来源：智选车、易车网，国信证券经济研究所整理

3.2 零部件优选赛道和客户

注：我们在 18 年 12 月的《国信汽车基础研究系列之二-转型升级背景下汽车零部件研究框架探讨与投资机会》中对增量市场下零部件行业投资机会进行了详尽系统的梳理。这里简要放上我们基础系列二的报告结论。

3.2.1 零部件企业收入核心在于赛道及客户。 零部件企业从收入端拆分：收入=1) 市场空间*2) 市占率，其中 1) 市场空间主要看赛道结构，三大影响因素分别为：单车价值量（起点）、产品生命周期（持续时间）、产品升级速度（弹性）；2) 市占率主要看客户结构，两大影响因素分别为：进口替代（拓展新客户）、整车周期（跟随原有客户份额提升实现的市占率提升）。我们认为，具备好赛道-产品升级（单车价值量提升）、好客户-客户份额提升的零部件企业，有望在增量市场红利退却背景下跨越整车行业周期。

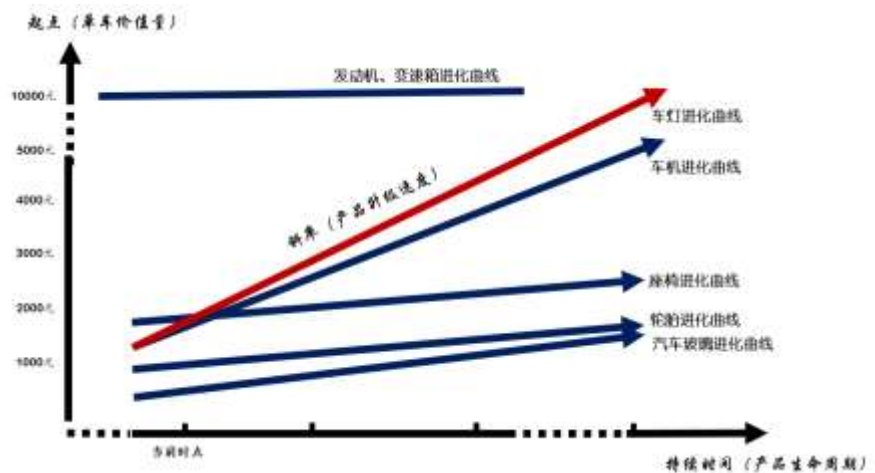
图 38：汽车零部件行业分析框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

零部件赛道三维筛选框架。 在复杂的零部件系统中如何筛选细分优质赛道呢？我们基于起点（单车价值量）-持续时间（产品生命周期）-斜率（产品升级速度）三维体系评价细分零部件的市场空间，所有零部件均可以置于下方坐标轴进行赛道比较。

图 39：零部件赛道三维结构图



资料来源：国信证券经济研究所预测

传统整车上具备升级空间的零部件种类不多，按升级速度快慢梳理出来的零部件依次是车灯、转向系统、车机、档位操纵器、制动系统等。

表 10: 主要传统汽车零部件升级路径

细分行业	升级路径	单车价值量变化	相关标的
汽车电子(车灯)	卤素灯→氙气灯→LED→激光	1300→1800→3000→1 万以上	星宇股份
转向系统(转向器)	手动→HPS→EHPS→EPS	400→1200→2000→2000 以上	耐世特、德尔股份
发动机系统(水泵)	机械水泵→电子水泵	150→300	西泵股份
汽车电子(车载娱乐信息系统)	收音机→音频播放器→中控屏一体化集成	小几百→1500→5000	德赛西威
驻车制动系统	鼓式制动器→DIH→IPB→EPB	400→1000	伯特利
行车制动系统	机械液压/气压→电控液压/气压(ESC/ABS)	700→1000	
行驶系统(车桥)	机械车桥(传统车)→电驱动桥(集成电机电控)	-	比亚迪、北汽蓝谷
传动系统(档位操纵器)	手动档→自动档→电子档	100→300→700	宁波高发、奥联电子
车身附件(玻璃)	传统玻璃→镀膜玻璃(Low-e, HUD)	700→1 千以上	福耀玻璃

资料来源: 国信证券经济研究所整理

我们总结零部件产品升级的主线有二, 从高能耗向低能耗升级、从机械式向电子化升级。在升级过程中, 具备前瞻储备和优质客户的企业受益显著, 推荐 1. 产品升级的车灯、车机(中控屏)、制动系统、转向系统、档位操纵器、电驱动桥等; 2. 电动化背景下, 新能源三电系统、新能源热管理系统及电控核心元器件 IGBT 空间广阔; 3. 智能化背景下, 车内智能产业链围绕上游传感器-中游算法芯片-下游执行层, 车际互联方面, 推荐 V2X 场景测试企业中国汽研。

零部件企业客户筛选框架。我们认为, 在赛道以外, 对优势细分零部件行业内企业的推荐, 应该溯源到下游客户整车产业链之中。我们从下游客户产能规划、模块化平台能力、抗风险能力三个维度筛选出有兼具成长性和安全性的优质产业链。

从产能规划的维度推荐德系、日系产业链。我们认为, 中国汽车行业庞大的市场空间和成本竞争力是合资外资产能本土化扩张的长效驱动力, 而短期来看, 美国特朗普政府的贸易保护主义政策或将加速德系、日系车企在华的产能扩充进度。1) 日系: 丰田、本田、日产三家规划产能占国内市场 1/5。2) 德系: 一汽大众新周期三年产能翻倍。3) 宝马将华晨宝马股份增至 75%, 产能增值至 65 万辆。4) 特斯拉: 独资工厂规划 25 万年产能, 2020 年开始生产。

我们整理日系、德系、宝马、特斯拉产业链相关标的见下。其中德系产业链主要有星宇股份(超 40%)、京威股份(超 30%)、宁波华翔(超 30%)、新坐标(近 30%)、精锻科技、继峰股份等; 日系产业链主要有华达科技(超 30%)、科力远; 特斯拉产业链主要有旭升股份(57%)和文灿股份(9%), 其余特斯拉产业链相关标的还有三花智控、拓普集团、岱美股份、东睦股份、保隆科技、广东鸿图、宁波华翔等。**我们核心推荐的标的是: 星宇股份(德系+丰田产业链)、华域汽车(德系产业链), 建议关注特斯拉产业链。**

表 11: 日系、德系、特斯拉产业链核心标的梳理

证券代码	证券简称	配套产品	下游客户	核心产业链
601799.SH	星宇股份	车灯	2016 年: 一汽大众 35%; 一汽丰田 15%; 上汽集团 10%	日系+德系产业链
002662.SZ	京威股份	中高档乘用车内外饰件	2016 年: 一汽大众 29%; 华晨宝马 5%; 北京奔驰 4%; 一汽丰田 4%	德系+丰田产业链
600478.SH	科力远	混合动力系统	-	丰田产业链
603358.SH	华达科技	冲压件	2016 年: 东风本田 22%; 一汽大众 22%; 广汽本田 10%; 上汽大众 8%	德系+本田产业链
600741.SH	华域汽车	汽车内外饰	2016 年: 上汽集团 55%	德系产业链
603997.SH	继峰股份	汽车头枕	国际座椅总成商	德系产业链
000700.SZ	模塑科技	轿车保险杠	2016 年华晨宝马: 20%; 上汽通用: 13%; 神龙汽车: 9%	宝马产业链
300694.SZ	鑫湖股份	压机机壳、涡轮壳	国际涡轮增压器总成商	德系产业链
603035.SH	常熟汽饰	汽车内饰	2016 年: 安通林 32%; 上汽通用 18%; 一汽大众 15%	德系产业链
603040.SH	新坐标	气门组冷锻件	2016 年: 一汽大众 18%; 上汽大众 10%	德系产业链
002048.SZ	宁波华翔	汽车内外饰	2016 年: 一汽大众 16%; 上汽大众 12%; 宝马 6%	德系产业链
300258.SZ	精锻科技	差速器半轴齿轮、行星齿轮、变速器结合齿齿轮等	国际变速器零部件厂商	德系产业链
300432.SZ	富临精工	发动机精密零部件	2016 年: 上汽集团 27%	德系产业链
300507.SZ	苏奥传感	汽车传感器	2016 年: 上汽通用 31%, 上汽大众 30%	德系产业链
603730.SH	岱美股份	汽车头枕	国际座椅总成商	美系及合资产业链
603809.SH	豪能股份	汽车变速器用同步器组件	2016 年: 上汽 24%; 大众 13%	德系产业链

603305.SH	旭升股份	铝压铸件	2016年: 特斯拉 57%	特斯拉产业链
603348.SH	文灿股份	铝压铸件	2016年: 特斯拉 9%	特斯拉产业链

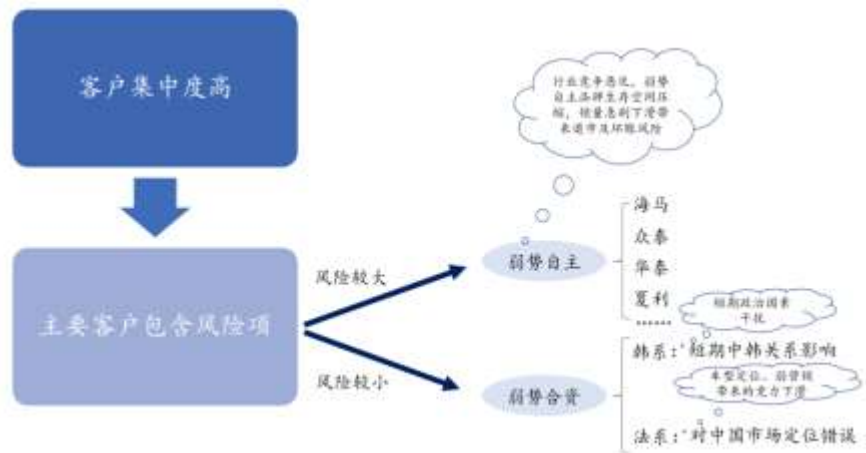
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从模块化生产能力的维度, 推荐合资、吉利产业链。模块化汽车股的投资周期与整车厂的产品周期具备较强的关联性, 而整车厂的产品周期是各企业基于现有平台能力下所做的中长期车型规划的阶段性外在体现, 随着企业模块化平台能力的加强, 拥有较强模块化平台能力的企业持续高频次地推出竞争力强的车型。

我们在 10 月份的《汽车基础研究系列(一): 模块化平台, 车企竞争的根基》中详细对各车企的模块化平台生产能力进行拆解分析, 基于数量、潜力和质量三个方面挑选出具备较强模块化能力的企业: 一汽大众、上汽大众、上汽通用、一汽丰田、广汽丰田、东风日产、吉利汽车、广汽传祺等。**我们推荐合资(大众、通用、丰田)产业链和优质自主(吉利、广汽乘)产业链。**推荐的主要标的有拓普集团(吉利产业链核心标的)、华域汽车(优质合资产业链)、岱美股份(优质合资产业链)。

从抗风险的维度, 车市下行周期下的风险项提示。高风险产业链具备的特征如下图所示: 1) 客户集中度比较高; 2) 主要客户中包含风险项。我们提示的主要风险产业链一方面是海马、众泰、华泰、一汽夏利等行业竞争恶化背景下销量急剧下滑, 业绩存在亏损风险的弱势自主企业; 另一方面是受到短期国际政治关系影响的韩系产业链和对华定位出现长期失误的法系产业链。

图 40: 风险产业链提示

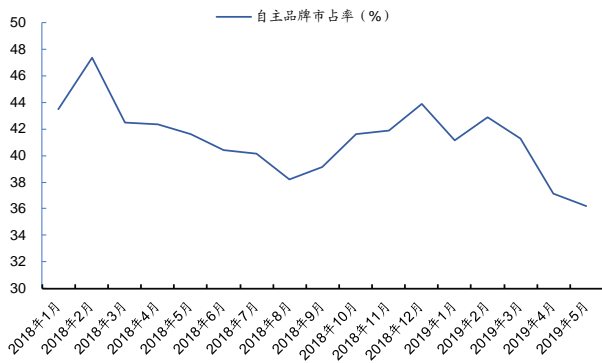


资料来源: 国信证券经济研究所整理

合资品牌下探利好于进入卡位合资的自主零部件企业

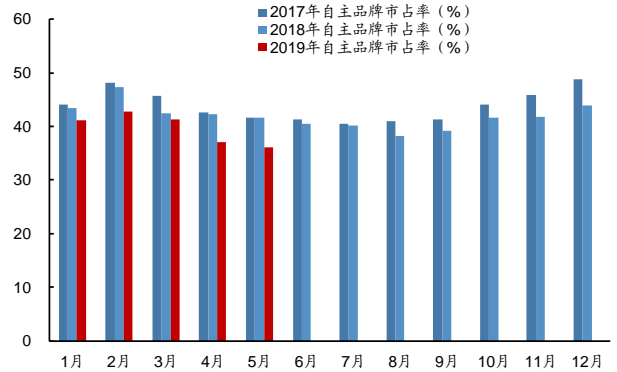
自 2018 年以来, 自主品牌市占率同比呈现下降趋势, 这一市占率退坡在 2018 年上半年表现较为轻微, 2018 年下半年下滑加剧。2018 年上半年自主品牌市占率相对 2017 年同期大多下滑了 1 个百分点之内, 2018 年下半年自主品牌市占率相对 2017 年同期下滑基本超过 2 个百分点, 这一趋势持续到 2019 年, 并在 2019 年 4-5 月达到市占率同比下滑超 5 个百分点的峰值(主要原因是 2019 年 3 月中旬多数豪华车企宣布对华车系官降)。

图 41: 2018-2019 年中国自主品牌市占率



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 42: 2017-2019 年中国自主品牌市占率



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

合资产品线下沉是自主市占率退坡主因。合资车企和自主车企常年处于双分天下的态势, 2014-2017 年受益于购置税减半(自主品牌消费者对购置税政策更为敏感)、SUV 红利期中自主品牌市占率节节攀升, 2017 年之后, 在购置税政策退出、SUV 渗透率接近饱和、叠加车市销售低迷, 部分合资松口逐渐降价的背景下(以大众辉昂、途观为代表), 自主品牌市占率出现下滑, 合资相对表现强势(尤其是日系和德系)。

表 12: 部分合资车型降价幅度

合资车企	降价时间	降价幅度	降价后售价
大众途观 L 2018 款	2018/6/10	降幅 7-8 万	降至 12-16 万
大众辉昂 2018 款	2018/7/18	降幅 8-15 万	降至 26 万起
广丰 Yaris L 致炫	2019/6/12	降幅 1 万	降至 6 万起
北京现代领动	2019/6/10	降幅 2 万+	降至 7.3 万左右
别克威朗 2019 款	2019/6/8	降幅 6 万	降至 11.19 万左右

资料来源: 汽车之家, 车主之家, 国信证券经济研究所整理

2019 年 3 月宣布下调增值税率更是一个导火索, 多数豪华车企 3 月后高调宣称旗下车型官降, 官降幅度在 4-9 万元不等。

表 13: 国内豪华车企 2019 年官降一览

豪华车企(或车型)	官降时间	官降幅度
梅赛德斯-奔驰	2019/3/15	最高降幅达 6.4 万元
沃尔沃	2019/3/17	最高降幅达到 6 万元
宝马	2019/3/16	最高降幅达 6 万元
路虎品牌	2019/3/16	最高降幅 8.5 万元
捷豹品牌	2019/3/16	最高降幅为 4.2 万元
林肯	2019/3/18	最高降幅 2 万元
奥迪	2019/3/19	最高达 5.5 万元
凯迪拉克 xts	2019/3/20	降幅 5 万(降至 29.99-35.99 万)
阿尔法罗密欧 Stelvio	2019/6/10	降幅 10-15 万(降至 25.99-35.58 万)

资料来源: 新浪汽车, 太平洋汽车网, 国信证券经济研究所整理

除降价以外, 部分合资车企也陆续推出的定位下探的全新车型。比如一汽大众今年 3 月发布的第三品牌“捷达品牌”, 是大众品牌有史以来第一个子品牌(车型定位低于大众品牌), 推出了三款捷达品牌车型, 分别为定位紧凑型轿车的 VA3、定位紧凑型 SUV 的 VS5 和定位中型 SUV 的 VS7。同时一汽丰田也计划将引入“汉兰达”姊妹款车型 HARRIER, 它是属于日本的本土丰田车型, 挂鹰头金标属于丰田在日本的高端车型, 采用了雷克萨斯 RX 相同的平台打造, 定位略低于汉兰达, 旨在响应日系在华产能扩充战略。

表 14: 合资车企下移品牌及车型

车企	全新车型	上市时间	车型价格	车型定位
广汽丰田	C-HR	2018 年	14.18-17.88 万	小型 SUV
奔驰	A 级车	2018 年 11 月	21.18-29.38 万	低于奔驰 B 级、C 级
捷达品牌	三款全新车型	2019 年下半年起陆续上市	未透露	低于大众品牌
一汽丰田	HARRIER	2020 年	未透露	低于汉兰达

资料来源: 太平洋汽车网, 国信证券经济研究所整理

合资品牌价格持续下探对合资车企的盈利能力提出考验, 一贯供应链体系稳定、认证严格的合资车企也面临在成本和质量方面的权衡, 这给国内已经进入合资供应链体系, 质量获得合资背书, 成本又低于合资外资产业链的零部件企业创造了机遇。我们推荐已经卡位德系、日系等优质合资客户的星宇股份和 2019 年进入合资 (捷达品牌) 主胎供应体系的玲珑轮胎。

4 存量市场投资主线探讨

我们在第一节较大篇幅讨论了国内汽车工业长期 (20 年后的成熟期阶段) 的市场空间, 测算得出我国汽车销量空间 40%+, 保有量空间+132%。可以看到, 我国汽车增量市场空间已经显著低于存量市场空间, 从总量和频次来看, 国内汽车存量市场大有可为。

4.1 传统汽车投资机会从增量到存量市场

我国汽车行业发展经历 2000-2010 年高速发展黄金十年, 期间年均复合增速高达 24%, 随着普及高峰期过去, 传统汽车行业逐渐从成长期向成熟期过渡, 保有量的大幅增长, 孕育着万亿级汽车后市场机会, 我们看好汽车后市场的发展。

剔除购置税带来的透支、滞后等消费影响, 我们预计后期行业年均复合增速维持在 2% 水平。存量市场角度, 由于每年销售体量较大, 存量市场仍可维持较高增长水平。2018 年汽车行业实现销量 2808 万辆, 同比下降 3%, 汽车保有量达到 2.4 亿辆, 同比增长 10.6%。2019 年上半年汽车实现销量 1232 万辆, 同比下滑 12.4%, 汽车保有量达到 2.5 亿辆, 同比增长 10%, 保有量增速显著高于销量增速。

4.2 存量市场业务主要受总量和频次两个维度的驱动

我们认为, 在价格因素不变的情况下, 后期汽车存量市场各业务板块业务主要受到总量和频次两个维度的驱动:

总量的维度: 预计未来 20 年年均复合增速 4.3%, 后期增速水平显著高于增量市场; 从总量层面来看, 基于国际和国内汽车保有量对比, 剔除政策影响后我们预计后期增量市场大致保持 2% 的销量增速水平, 保有量市场仍然可维持约 4.3% 的年均复合增长;

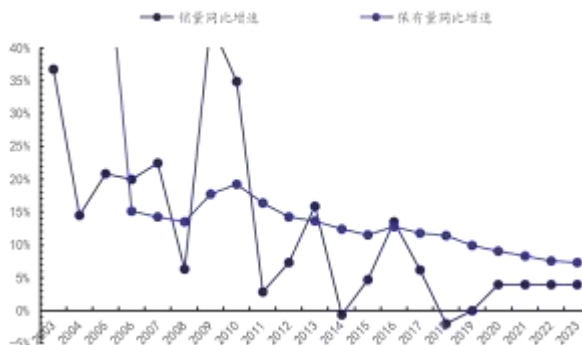
频次的维度: 车龄增加带来后市场业务频次增加, 国内汽车进入高故障率阶段; 我国在用车平均车龄持续增加, 我们测算 2018 年在用车平均车龄约 4.62 年, 预计 2022 年将到达 5.05 年。车龄的增加将促进汽车检测、维修保养、停车、二手车等后市场业务频次的增加。一般车龄在 4 年左右故障率最高, 占到全生命周期的 31%, 而车龄在 3-7 年的故障率占汽车使用全生命周期的 90%, 目前国内在用车平均车龄已经进入高故障率阶段; 此外, 2012 年国家发布《机动车强制报废标准规定》, 取消之前的 15 年强制报废, 政策放宽也将使得在用车平均使用周期增长。

图 43: 我国汽车保有量及同比增速



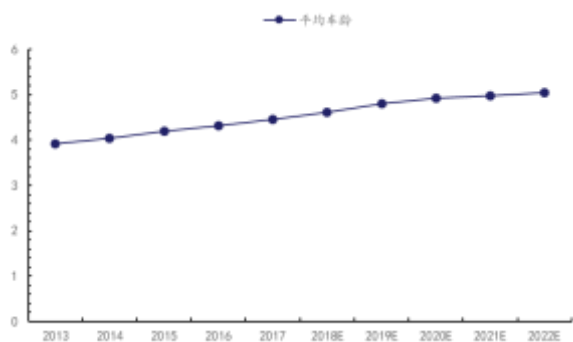
资料来源:中汽协, 国信证券经济研究所测算

图 44: 我国汽车销量及保有量同比增速对比



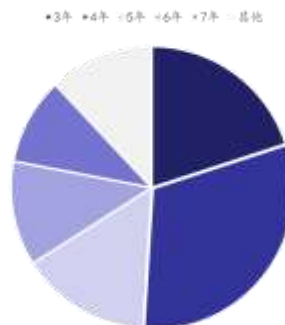
资料来源:中汽协, 国信证券经济研究所测算

图 45: 我国在用车平均车龄测算



资料来源:中汽协, 国信证券经济研究所测算

图 46: 汽车故障率在生命周期各阶段分布情况



资料来源:网易汽车, 国信证券经济研究所测算

而存量市场的业务线条, 主要分为以下五个板块:

第一, 在用汽车检测及其产业链; 主要是指包括在用车安全检测、环境检测、综合检测在内的强制性年检。目前行业集中度低, 业内龙头公司业绩增速较高。

第二, 维修保养; 目前行业集中度低, 主要是汽车经销商的细分业务线条。

第三, 汽车金融; 主要包括汽车贷款, 汽车保险等, 主要是整车厂以及汽车经销商的细分业务线条。

第四, 二手车交易; 主要是汽车经销商的细分业务线条以及部分专门做二手车的企业。

第五, 停车服务; 围绕汽车停车设备、停车服务运营等细分市场。

表 15: 汽车后市场各板块相关标的

汽车后市场板块	相关标的
检测	安车检测
维修保养	广汇汽车、金固股份、玲珑轮胎、中升控股、广汇宝信、永达汽车
汽车金融	广汇汽车、金固股份、易鑫集团、中升控股、广汇宝信、永达汽车
二手车交易	广汇汽车、优信、中升控股、广汇宝信、永达汽车
停车服务	五洋停车

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

5 投资建议和推荐标的

长城汽车：SUV 精耕细作，智能电动多方出击

推荐逻辑：SUV 市场空间大、增速快，国内 SUV 龙头前景可期

SUV 因其离地间隙高、安全性好及空间大等优点，叠加受益于国家二胎政策，自 2001 年以来 CAGR 高达 41.4%，与美国相比中国 SUV 市场仍有 10% 以上的市场空间，未来 SUV 占比将会超过轿车。长城作为国内 SUV 龙头企业，SUV 连续 14 年国内销量第一；旗下哈弗 H6 连续 58 个月保持 SUV 销量冠军；打造中高端品牌 WEY，月销量破万，瓜分合资品牌市场份额；与宝马合作迎来新机遇，长城发展潜力巨大。

行业端：中西部地区首购需求+路况较差，自主 SUV 增长空间广阔

中国汽车人均保有量低于世界平均水平，汽车行业仍有较大增长空间；近年来 SUV 销量上逐渐缩小了与轿车的差距，市占率达到 41.45%，未来将大概率超过轿车市占率。经济发达的东部地区目前主要为替换需求；经济落后的中西部地区主要为首次购车需求，未来将成为中国汽车销量的主要增长点。中西部地区对自主品牌销量贡献率高达 77%，叠加其道路情况较差，SUV 以高通过性等特点更能吸引当地消费者，自主品牌 SUV 将继续保持增长态势。

产品端：哈弗 H6 稳销量，高端品牌 WEY 改善公司盈利水平

长城产品线丰富，产品覆盖各个级别车型。在紧凑型 SUV 级别中打造“国民神车”哈弗 H6，连续多年稳居销量冠军，并且长城以其一流的成本管控能力，其平均单车盈利可达 9817 元/辆。高端品牌 WEY 伴随 VV6 的推出，完善其车型布局；WEY 销量占长城总销量平均达 16%，伴随魏建军先生亲自代言到签下 C 罗借势世界杯，公司加大营销力度，WEY 品牌影响力持续上升，促进销量持续增长，未来公司盈利能力将进一步提升，单车盈利水平也将得到改善。

新能源与智能驾驶齐发力，维持买入评级

在新能源领域，公司携手宝马投资设立光束汽车合资公司，股权比例 50:50，聚焦新能源汽车生产，建立具有 16 万产能的车辆生产基地，量产后将缓解公司双积分压力，同时提高长城的品牌影响力；同时公司自主打造纯电动汽车平台 ME，新能源平台 PI4，获澳洲锂矿项目包销权，多方位加速进军新能源。在智能驾驶方面，长城积极开发网联系统和智能驾驶 i-Pilot 平台，同时就智能驾驶技术各版块分别与百度、博世、德尔福、瑞萨等公司进行战略合作，积极提升智能驾驶关键技术及布局。我们预计公司 19-21 年每股收益 0.61/0.68/0.77 元，维持买入评级。

比亚迪：锐意进取、“王朝”降临

汽车+动力电池+云轨，打造绿色出行王朝

比亚迪股份创建于 1995 年的民营企业，是国内新能源汽车领导企业（2018 年新能源汽车销售 24.78 万辆，数量略超特斯拉成全球第一），目前比亚迪有四大主业，包括：汽车业务、电池业务、电子业务和云轨业务。自成立以来，公司不断拓展开拓，锐意进取，通过“汽车+动力电池+云轨”打造绿色出行王朝。

乘用车：“龙”行天下，“比”翼齐飞

2018 年在国内车市整体表现不加的情况下，比亚迪汽车逆势上扬，全年累计销售 52.07 万辆，同比增长 27.09%，连续 5 年成为国内新能源汽车销量第一，连续 4 年成为全球新能源汽车销量冠军。“龙脸设计+核心科技+开放体系”，推动精品战略，王朝产品竞争优势明显，19 年公司将继续投放系列车型，迎来传统+新能源车两翼联动发展。

动力电池：外供战略，增长新起点

公司创立至今，经历了镍镉电池—锂离子电池—动力电池的业务转型。2018年动力电池业务开始对外开放供货，动力电池业务有望走上新的发展阶段。比亚迪现有、在建及签约的动力电池项目产能累计已达 100GWh，2019 年将新增 14GWh，产能扩张加速，满足快速增长的下游需求。

云轨：完善出行版图，进入全新赛道

公司历时 5 年，累计投入 50 亿元，成功打造跨座式单轨“云轨”，其中首条云轨路线已在银川正式通车。我国城市轨道交通潜力很大，城轨投资能够有效的支撑经济，平滑周期，改善民生，云轨具有造价低，工期短等特点，十分适合三四线城市的建设需求，进入新的出行业务赛道。

新能源汽车龙头，维持“增持”评级

我们预计公司 19-21 年每股收益 1.3/1.67/2.14 元，维持增持评级。

星宇股份：国内自主车灯龙头，突围合资竞争圈

星宇股份是我们持续重点跟踪和推荐的优质汽车零部件标的，公司作为国内主板主营车灯稀缺上市公司，主业高度专注，崛起于中国汽车工业快速发展期，规模稳健扩张（近五年营收复合增速 25%）。逻辑：好行业、好格局、好公司，业绩仍有望维持较高增速，毛利率或迎来拐点，具备全球车灯龙头潜质。

好行业：国内 500 亿 OEM，智能化+LED 看未来

国内车灯前装市场具有约 500 亿元（2017 年）市场空间，行业将受益于进口替代、产品升级等，行业集中度有望逐步提升，自主品牌份额有望加大。未来车灯发展趋势在于 LED 大灯（2020 年市场空间 450 亿，渗透率从 10% 升至 50%）、激光灯和智能车灯。星宇通过内生研发+外延合作布局行业前沿（内生：募投研发中心和 LED 产能，LED 收入占比持续提升，激光大灯研发成功，智能车灯进入主机厂洽谈；外延：合作松下、凯翼，开发智能产品）。

好格局下的好公司：竞争优势显著，突围国内合资车灯竞争圈

行业格局方面，全球车灯市场寡头垄断，区域性龙头占据高地；中国车灯市场“一超多强”，星宇自主突围多强竞争圈。星宇销售净利率全球领先（11%），产品升级速度远超同业。我们认为，中国汽车市场份额高。新车型推出快，为本土车灯品牌提供了绝佳的生长土壤，星宇已经拥有优质客户支持，正向研发+快速响应，或逐渐“挤出”合资车灯企业，是国内最有可能走出全球格局的车灯企业。

高成长：客户扩展+产能扩张+产品升级

客户升级：经历自主（奇瑞）-合资（一汽大众、广丰）-外资（宝马）的客户升级，近期配套吉利，后期有望深入配套一汽大众全新 SUV；产能扩充：佛山子公司四季度批产，提升前大灯和后组合灯产能；产品升级：公司未来计划降低低价低毛利率的小灯产品占比，提升高附加值（大灯、LED 灯）占比。

收入稳增，毛利率上行，维持买入

公司车灯主业受益于 1) 原有客户深耕、新客户拓展和产能释放，收入稳健增长；2) 产品高端化升级，毛利率进入上行。我们预计 19/20/21 年 EPS 分别为 3.07/4.01/5.21 元，优质赛道，产能+订单+客户+车型四维验证，维持买入评级。

玲珑轮胎：产能配套齐发力，进军国际轮胎巨擘

推荐逻辑：存量市场、空间大，行业整合，优质企业受益

轮胎市场巨大，国际、国内轮胎市场空间分别达 12000 和 2500 多亿元，更换率较高，是汽车存量市场的稀缺领域。全球轮胎市场往中国转移，国内行业分散低质化

严重，在环保+贸易+资金成本多重压力下，国内轮胎行业整合有望加速。玲珑作为国内龙头企业，具备成长为全球一线轮胎企业潜力。

行业端：重压之下，行业整合加速

国内轮胎行业分散，CR3和CR10分别为17%和37%，低于全球水平（CR3,31%；CR10,51%）。多重压力下加速行业向巨头集中：资金端，金融去杠杆态势持续，美联储进入加息周期，企业融资成本上升，加速小企业淘汰；政策端，环保成为长期国策，工厂低碳环保生产成为主流，加速落后产能淘汰；外部环境，贸易摩擦加剧，各国贸易保护势力抬头，海外建厂成趋势，对公司综合能力提出更高要求。玲珑轮胎负债水平低，财务实力强，生产基地海外布局，减少贸易战风险，顺应低碳环保生产要求，具备显著竞争优势。

产品端：进入大众产业链，持续打造高端品牌

2016年公司通过评审成为德国大众第一家中国本土轮胎供应商，2017年开发大众多个配套项目，配套业务逐渐走向中高端市场。公司广告投入持续增加，同时公司收购百年美国品牌—ATLAS，打造高端品牌定位，增加替换胎市场影响。2017年，“玲珑”品牌以305.62亿元的品牌价值，入选“中国500最具价值品牌”。加大研发投入，缩小产品差距，提升品牌形象，2017年研发费用同比提高41.5%，公司产品的各项性能指标在TestWorld轮胎测试中名列前茅，综合评分与韩泰、邓禄普等国际品牌不相上下。

产能端：持续释放带动业绩增长

预计2018年中国轮胎市场需求达7亿条，其中5亿条为存量市场需求，随着中国汽车保有量持续增加，市场增长潜力巨大。公司2017年产能为5614万条，其中半钢胎4714万条，全钢胎800万条，斜交胎100万条。公司实行“5+3”发展策略，在欧洲和美洲持续建设公司的第二个和第三个海外生产基地，预计18、19、20年产能为6600、7600和8600万条，产能持续增长。

投资建议

行业空间大、整合加速，配套高端化产能持续释放。我们预计公司19-21年每股收益1.17/1.4/1.79元，维持增持评级。

安车检测：短期检测设备放量，长期看卡位后市场

国内汽车保有量大幅增加，车龄逐步增大，孕育着万亿级汽车后市场空间（汽车维修保养、金融、停车、二手车、检测服务等）；公司作为国内机动车检测设备龙头（市场空间100亿），拓展检测设备业务同时，向下布局汽车年检服务（500亿市场空间，目前布局40个站），业务具备较强延展性，开拓新的成长空间；立足长远，中短期业务进入快速增长。

短期空间：受益汽车存量市场与政策双轮驱动

目前强制性检测设备行业市场空间100亿，未来6年GAGR约11%。行业集中度较低，国内优势企业主要是安车检测、石家庄华燕及南华仪器。行业驱动力主要有两点：第一，保有量以及平均车龄增长促进行业检测频次增长，预计未来6年年均复合增速为11%；第二，政府放开下游检测站进入门槛与检测定价，民营资本进入促进检测站数量增长。公司作为检测设备龙头企业有望受益。

长期空间：卡位汽车后市场，机遇与风险并存

汽车检测服务市场空间500亿。随着检测站逐步对民营资本放开，公司迎来新的发展机遇，当前公司已经布局40个检测站，并大概率持续加大检测服务业务

布局，我们认为公司具备较强能力改善检测站盈利状况，提升公司业绩。长期来看，依托检测站在汽车后市场数据、检测设备、能力等方面的优势，具备较大的汽车后市场服务能力（二手车等）。

投资逻辑

公司是万亿级汽车后市场下较纯正的标的，受益于汽车保有量大幅增长、车龄增加、法律法规的完善，传统主业快速增长，且通过向下延伸布局汽车检测服务站，卡位汽车后市场，带来更大的发展空间。我们预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为 1/1.53/2.2 元，维持增持评级。

中国汽研：掌握核心技术的智能检测龙头

技术服务短期利润受折旧和人工费用影响，产业制造实现扭亏

公司前三季度技术服务业务营收 6.57 亿元（+7.14%），产业制造业务营收 13.51 亿元（+30.20%），产业制造主要受益专用车，汽车燃气系统及关键零部件、汽车试验设备业务收入规模大幅增加。单三季度，技术服务营收 2.29 亿（+2.23%），产业制造营收 3.28 亿（-6.02%）。技术服务营收增速单季度放缓可能受到订单结算季度波动影响，而产业制造营收下滑主要受到下半年商用车下滑影响。利润层面，前三季度技术服务净利润 2.25 亿，基本持平，产业制造实现净利润 0.32 亿实现扭亏。技术服务利润增速低于营收增速主要是折旧和人工费用增加导致营业成本增加。

智能网联先行者，测试标准制定方

中国汽研是重庆智能互联示范区牵头企业，i-Vista 园区 16 年底开园（全国两个，另一个是上海国际汽车城），目前已经为整车企业进行智能路试。智能端：2003 年公司开始布局 ADAS，16 年已实现 ADAS 试验室的创收；网联端：目前汽研拥有全世界最全的通信检测（囊括 WIFI，DSRC，LTE-V 等），16 年 5 月汽研拿到了两个通信方面的项目（5G 规程）。有望通过 5G 实现中国智能驾驶领域的“换道超车”。17 年 7 月汽研董事长李开国带队出席百度 AI 开发者大会，或有望成为百度无人驾驶的核心合作者之一，17 年 11 月汽研全球首发智能网联汽车评价规程并公布 6 款车型评价结果，后续看好具备技术储备和先发优势的智能化业务铺开。政策和市场双重激励下，汽车智能化、电动化已成为行业共识。中国汽研作为纯正的智能网联标的，近年来积极投入智能网联测试研发，拥有先进的技术储备和丰富的检测数据，伴随智能辅助系统发展的开放性检测成为检测企业新增长点。

股权激励落地，国企诉求理顺

公司拟向董事、中高层管理者、核心技术人员及子公司高管和核心骨干共 146 人授予 960.56 万股股票，约占总股本的 1%。限制性股票的授予价格为 5.97 元/股。本次限制性股票将在 60 日内完成授予，授予完成后的 2 年内为限售期，限售期结束后在 3 年内分三期解禁，解锁条件中设立未来三年 10%复合增速底线。我们认为，国企改革最核心的问题在于激励机制的理顺，公司国改预期落地，绑定团队利益，后续进展可期。

掌握核心技术的智能检测龙头，维持“买入”评级

短期来看，公司业绩受行业销量增速放缓影响较小，业绩稳健具备防御性。中期来看公司明年的风洞实验室投产开始贡献营收。长期来看，公司是国内掌握核心技术的智能检测龙头标的。我们预计公司 19-21 年每股收益 0.47/0.53/0.6 元，维持买入评级。

潍柴动力：物流产业全覆盖的重卡巨匠

推荐逻辑：产业链全覆盖的重卡巨匠

潍柴动力是国内最大的重卡零部件制造商，行业龙头地位稳固。公司拥有动力总成（发动机、变速箱、车桥）、整车整机、液压控制和汽车零部件四大产业板块协同发展的格局。在“政策+需求”的双轮驱动下，重卡业务稳健，盈利能力改善。同时布局物流仓储，行业周期属性进一步弱化。

超限治理+环保政策，强制更新

政策保障重卡销量可持续，受 2016 年 7 月发布的“超限政策”刺激，2016 年 9 月起重卡销量持续上升，预计会继续延续。政策导致单车运力削减 20%，重卡保有量提升 25%，重卡每年更新换代将提升至 90 万辆；2018 年 7 月“蓝天保卫计划”将加速淘汰老旧车辆进行存量替换、通过严格排放标准提升增量，此番“强制淘汰”将推动 275 万辆国 III 在三年内完成更新换代。

物流强势+基建稳增长，需求不减

物流强势弱化重卡周期，2017 年物流重卡销量为 81.64 万辆（同比增 49.63%），2018 年 H1 销量 44.13 万辆。物流走强，其对重卡销量提供支撑；2017 年基建市场需求持续走高，推动工程机械行业复苏，公司业绩稳定。2018 年基建投资增速预计在 13.03%-14.99%，2018 年下半年，基建投资开始回稳，为工业增长提供需求支撑，工程车销量稳定。

布局仓储，周期属性弱化

凯傲营收贡献亮眼，潍柴动力 2012 年开始收购凯傲，凯傲是全球第二大叉车供应商。目前公司累计持有凯傲 45% 的股权，凯傲的叉车生产及仓库技术服务成为公司主要业务之一，2017 年凯傲集团贡献营收占比 38.59%；公司同时收购凯傲旗下林德液压 70% 股份，作为全球高压液压技术的领先者，在全球液压行业向好趋势下，林德液压未来可期；2016 年 11 月收购德马泰克，其作为全球第三的自动化物料处理系统提供商，公司进军物流自动化前景看好。

重卡行业龙头，快速增长，买入评级

重卡行业龙头，政策+需求持续，保障重卡行业销量稳健，布局仓储物流，公司行业周期属性进一步弱化，有望实现稳健增长。我们预计 19/20/21 年 EPS 分别为 1.12/1.25/1.36 元，维持增持评级。

福耀玻璃：全球汽车玻璃龙头，静候德国 SAM 接棒美国增长

一季度利润增长 7.7%，业绩略低于预期

福耀玻璃 2019Q1 实现营收 49.33 亿，+4%；归母净利 6.06 亿，+7.7%；扣非 5.16 亿，-13.2%。Q1 实现汇兑损失 1.3 亿（去年同期损失 2.2 亿），扣汇兑的利润总额下降 7%。拆分区域来看，我们预计国内下滑 12%（Q1 国内乘用车产量下滑 12%），海外营收+17%。综合来看，福耀玻璃一季度业绩略低于预期，主要是毛利率下滑、美国工厂盈利略低于预期。

铝饰件整合、车市低迷致 Q1 毛利率承压

2019Q1 福耀实现毛利率 39.08%，同比下降 2.84pct，公司毛利率下滑在三方面：1) 铝饰件项目前期整合影响 1.7pct；2) 市场环境不好导致浮法存货增加，外售毛利低影响 0.6pct；3) 其余因素比如产品结构，能源成本约影响 0.4pct（常态性影响）；四费率 24.73%，同比下降 1.19pct，其中销售费率 7.06%，同比提升 0.25pct，管理+研发费率 13.91%，同比提升 0.39pct，财务费率 3.76%，同比下降 1.83pct。财务费率下降主要是由于 Q1 汇兑损失减少 0.9 亿。

美国全年产量预期不改，德国 SAM 或接棒 2020 年后成长

美国工厂（汽玻+浮法）Q1 盈利 640 万美元（去年同期盈利 831 万美元）。Q1 美国工厂盈利同比下滑主要是受浮法外销减少、同时外售浮法价格下滑影响，美国汽车玻璃工厂维持稳健增长，预计 Q1 美国工厂汽车玻璃产量在 80-90 万套区间，全年美国工厂仍然维持 390 万套汽车玻璃产量预期。根据公司产能扩张规划，美国工厂 2018/2019/2020 年汽车玻璃产能分别 310/390/460 万套，到 2020 年接近满产。福耀收购的德国 SAM 公司 3 月 1 日完成交割，2019Q1 预计营收 2000 万欧元（利润亏损），预计 SAM 整合时间一年以上，后续追加投资 1 亿欧元，基本接续美国工厂后续增长。

下半年车市有望改善，维持增持评级

福耀在 Q1 行业端承压背景下业绩略低于预期，下半年伴随行业销量改善或有望实现主业（扣非扣汇兑）利润提升。我们预计 19/20/21 年 EPS 1.49/1.67/1.87 元，维持增持评级。

风险提示

第一，宏观经济下行导致汽车产销不达预期。

第二，影响利润的因素很多，成本的大幅上涨、企业管理恶化等因素影响业绩。

第三，技术方向存在较大的变革，零部件企业转型方向存在技术颠覆的可能。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS				PE				PB 2018
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
601633	长城汽车	买入	8.05	0.57	0.61	0.68	0.77	14.12	13.20	11.84	10.45	1.5
002594	比亚迪	增持	54.9	1.02	1.3	1.67	2.14	53.82	42.23	32.87	25.65	2.7
601799	星宇股份	买入	75.19	2.21	3.07	4.01	5.21	34.02	24.49	18.75	14.43	4.8
601966	玲珑轮胎	增持	18.61	0.98	1.17	1.4	1.79	18.99	15.91	13.29	10.40	2.3
300572	安车检测	增持	44.14	1.04	1	1.53	2.2	42.44	44.14	28.85	20.06	12.9
601965	中国汽研	买入	6.61	0.42	0.47	0.53	0.6	15.74	14.06	12.47	11.02	1.6
600741	华域汽车	买入	22.6	2.55	2.35	2.52	2.72	8.86	9.62	8.97	8.31	1.6
000338	潍柴动力	增持	12.49	1.08	1.12	1.25	1.36	11.56	11.15	9.99	9.18	2.5
600660	福耀玻璃	增持	22.08	1.64	1.49	1.67	1.87	13.46	14.82	13.22	11.81	2.8

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032