

## 汽车

## 行业中期策略

### 吹尽狂沙始到金

投资评级 同步大市-A 维持

#### 投资要点

◆ **行业底部渐行渐近，“金九银十”出现拐点的概率较大。**受购置税优惠完全退出、宏观经济增速回落、中美贸易摩擦加剧等负面因素影响，2018年下半年开始汽车单月产销增速连续下滑。2019年上半年，行业还受到部分省市国五国六排放标准切换以及新能源汽车补贴退坡等负面因素的扰动，导致产销量降幅进一步扩大，总体表现低于年初市场预期。考虑到部分省市国六排放标准已于7月1日切换完成、相关促进汽车消费的政策效果逐步显现、“金九银十”汽车消费旺季即将到来、新能源汽车迎来年末的季节性“抢装”以及去年同期销量基数较低等因素，我们判断7、8月淡季过后，汽车行业景气度有望出现向上的拐点。

◆ **存量市场，挖掘格局变化带来的投资机会或将获得更好收益。**在人口结构变化与宏观经济增速放缓的大背景下，国内车市正由增量市场转为存量市场。股比限制放开后，外资“鲶鱼”入华将对自主品牌形成巨大压力。面对“内忧外患”的不利局面，自主品牌已进入“淘汰赛”，优胜劣汰后市场份额有望向优质头部企业集中。与此同时，汽车“新四化”（电动化、智能化、网联化、共享化）技术带来的颠覆性变革将推动整个汽车行业发生根本转变，汽车产业价值链将发生深度变革与重组。传统车企及零部件供应商需要积极拥抱新技术，方能应对意义重大甚至迫在眉睫的变革需求。

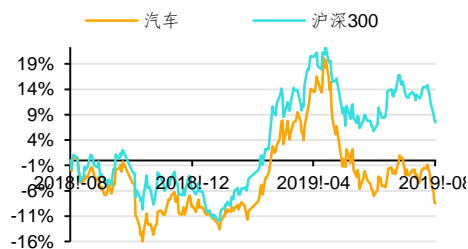
◆ **日系和德系表现强势或是未来中长期趋势。**分国别派系看，法系与韩系乘用车由于产品质量欠佳、车型老旧等问题，已逐渐被市场边缘化；美系车受中美贸易摩擦影响较大，其自身也有油耗高、做工较粗糙等劣势，2018年来市场份额下滑明显。从品牌影响力、车辆动力性能以及燃油经济性等角度出发，我们认为日系与德系品牌综合实力最为突出，在存量市场“剩者为王”时代，日系、德系车销量与市场份额进一步提升或是未来中长期趋势。

◆ **投资建议：**在人口与经济增长放缓的大背景下，汽车行业增速降档，但随着各车企推出国六排放标准车型数量不断增多，国家减税降费、刺激汽车消费平稳增长等一系列政策效果逐步显现以及去年同期基数较低等因素综合影响，预计下半年开始汽车行业景气度有望逐步好转，行业拐点或在“金九银十”时刻到来。我们维持行业投资评级“同步大市-A”。我们建议在当前行业处于周期底部阶段提前布局以下两条主线：（1）国六车型储备丰富且具有品牌优势的自主品牌龙头或日系车占比较大的整车龙头企业，重点推荐**长城汽车、广汽集团**，建议关注**吉利汽车（H）**；（2）为日系和德系整车配套占比大，或与智能汽车及新能源汽车产业链紧密相关，随行业回暖估值向上修复弹性大的各零部件龙头企业，重点推荐**星宇股份、福耀玻璃、银轮股份、保隆科技**，建议关注**玲珑轮胎、宁德时代**。

◆ **风险提示：**国内经济下行风险；中美贸易摩擦加剧风险；政策调整风险。

首选股票	评级	
601633	长城汽车	买入-B
601238	广汽集团	买入-B
601799	星宇股份	买入-A
600660	福耀玻璃	买入-A
002126	银轮股份	买入-A
603197	保隆科技	买入-A

#### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.99	-6.04	-15.94
绝对收益	-8.97	-8.70	-8.45

#### 分析师

林帆  
SAC 执业证书编号：S0910516040001  
linfan@huajinsc.cn  
021-20377188

#### 报告联系人

陆嘉敏  
lujiamin@huajinsc.cn  
021-20377038

#### 相关报告

汽车：第 32 周周报：7 月库存预警指数回升，透支后产销量回落 2019-08-05

汽车：第 31 周周报：中汽协下调全年销量预期，下半年行业景气有望好转 2019-07-28

汽车：第 30 周周报：丰田牵手比亚迪和宁德时代，加码新能源汽车 2019-07-21

汽车：第 29 周周报：短期因素致 6 月车市小幅回暖，静待行业景气度触底回升 2019-07-15

汽车：6 月汽车产销量分析：短期因素促车市小幅回暖 2019-07-11

## 内容目录

一、行业持续低迷，底部渐行渐近.....	5
(一) 2019H1 行业低迷状态延续 .....	5
(二) 多因素致行业回暖不及预期.....	8
(三) 拐点或在“金九银十”到来 .....	10
二、存量市场，格局变化加剧.....	14
(一) 变局一：产销增速降档，车市迈入存量时代.....	14
(二) 变局二：外资大举入华，自主品牌加速优胜劣汰 .....	18
(三) 变局三：“新四化”大潮来临，产业价值链面临深度变革与重组 .....	21
三、日系和德系表现强势或是未来中长期趋势.....	24
(一) 品牌分化，日系、德系份额逆势而上 .....	24
(二) 综合实力突出，日系、德系有望保持强势表现 .....	27
四、投资建议.....	32
1、长城汽车（601633.SH） .....	33
2、广汽集团（601238.SH） .....	33
3、星宇股份（601799.SH） .....	34
4、福耀玻璃（600660.SH） .....	34
5、银轮股份（002126.SZ） .....	35
6、保隆科技（603197.SH） .....	36
五、风险提示.....	37

## 图表目录

图 1：2007~2019H1 汽车销量及增速 .....	5
图 2：2007~2019H1 乘用车销量及增速 .....	5
图 3：2007~2019H1 SUV 销量及增速.....	5
图 4：2007~2019H1 商用车销量及增速 .....	6
图 5：2007~2019H1 重卡销量及增速.....	6
图 6：2011~2019H1 新能源汽车销量及增速 .....	6
图 7：2019H1 各行业涨跌幅（按中信分类） .....	7
图 8：2019H1 汽车各子板块涨跌幅.....	7
图 9：2011Q1 至今中国 GDP 增速（按季度） .....	8
图 10：2017 年 1 月至今汽车消费指数 .....	8
图 11：美国对中国加税历程 .....	9
图 12：购置税优惠前后汽车销量增速中枢显著下移 .....	9
图 13：2019H1 乘用车零售销量 .....	10
图 14：2019H1 乘用车批发销量 .....	10
图 15：2009 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速 .....	11
图 16：2015 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速 .....	11
图 17：2019H1 经销商库存系数 .....	12
图 18：所有在售车型中国六车型占比 .....	12
图 19：9 月~12 月汽车销量占比占全年总销量 35%以上 .....	13
图 20：每年新能源汽车销量都呈“前低后高”走势 .....	13
图 21：2019 年单月汽车销量及增速预测.....	14

图 22: 日本劳动人口数量及增速 .....	15
图 23: 日本人均可支配收入及增速 .....	15
图 24: 日本新车注册量 .....	15
图 25: 德国劳动人口数量及增速 .....	16
图 26: 德国人均可支配收入及增速 .....	16
图 27: 德国乘用车销量及增速 .....	16
图 28: 美国劳动人口数量及增速 .....	16
图 29: 美国人均可支配收入及增速 .....	16
图 30: 美国汽车销量及增速 .....	17
图 31: 中国城镇居民家庭人均可支配收入及增速 .....	17
图 32: 中国劳动年龄人口数量及增速 .....	17
图 33: 2000~2019H1 中国汽车销量及增速 .....	18
图 34: 汽车行业股比放开时间节点 .....	18
图 35: 自主品牌乘用车销量及增速 .....	19
图 36: 自主品牌乘用车市场份额 .....	19
图 37: 自主品牌中 CR10 的市场份额 .....	21
图 38: 汽车产业供应链变革趋势 .....	21
图 39: 用于新型出行服务的新车销售占比 .....	22
图 40: 全球分等级自动驾驶渗透率预测 .....	22
图 41: 全球互联网汽车占比预测 .....	22
图 42: 中国新能源汽车销量及渗透率预测 .....	23
图 43: 2019H1 乘用车各国别系市场份额比较 .....	25
图 44: 法系车销量及市场份额 .....	25
图 45: 韩系车销量及市场份额 .....	25
图 46: 日系车月销量及增速 .....	26
图 47: 日系车年销量及市场份额 .....	26
图 48: 韩系车月销量及增速 .....	26
图 49: 韩系车年销量及市场份额 .....	26
图 50: 美系车月销量及增速 .....	26
图 51: 美系车年销量及市场份额 .....	26
图 52: 韩系车月销量及增速 .....	27
图 53: 韩系车年销量及市场份额 .....	27
图 54: 2019 年中国消费者意向购车原因 .....	27
图 55: 2018 年美国消费者报告汽车可靠性排名 .....	28
图 56: 2019 沃德全球十佳发动机 .....	29
图 57: 2019 中国消费者新车购买意向 .....	30
图 58: 2019 年大众品牌市场品牌忠诚度 .....	31
图 59: 2019 年奢侈品市场品牌忠诚度 .....	31
图 60: 各级别乘用车油耗最低的 30 款车型国别占比 .....	31
图 61: 各系乘用车市场份额 .....	32
图 62: 长城汽车销量 .....	33
图 63: 长城汽车单车净利润 .....	33
图 64: 广汽丰田销量 .....	34
图 65: 广汽本田销量 .....	34
图 66: 星宇股份营收及增速 .....	34

图 67: 星宇股份归母净利润及增速 .....	34
图 68: 福耀玻璃营收及增速 .....	35
图 69: 福耀玻璃归母净利润及增速 .....	35
图 70: 银轮股份营收及增速 .....	36
图 71: 银轮股份归母净利润及增速 .....	36
图 72: 保隆科技营收及增速 .....	36
图 73: 保隆科技归母净利润及增速 .....	36
表 1: 2019H1 汽车各子板块个股涨幅榜前十 .....	7
表 2: 2019 年来政策对汽车行业支持力度不断加大 .....	10
表 3: 提前执行国六的地区汇总 .....	11
表 4: 主流车企 2019H1 销量及年度销量目标完成率 .....	12
表 5: 新能源补贴逐年退坡 .....	14
表 6: 外资/合资在华新能源汽车产能规划 .....	19
表 7: 自主品牌乘用车销量及增速 .....	19
表 8: 全球及中国车企市值排名 .....	23
表 9: 汽车价值链变化 .....	24
表 10: ACE Limited 欧洲十大最耐用发动机 .....	29
表 11: 2009 年与 2019 年各系乘用车市场份额对比 .....	32
表 12: 重点推荐标的估值表 .....	37

## 一、行业持续低迷，底部渐行渐近

### (一) 2019H1 行业低迷状态延续

**2019H1 行业低迷状态延续，汽车产销降幅进一步扩大。**据中汽协数据，2019 年上半年我国汽车产销量分别完成 1213.2 万辆和 1232.3 万辆，同比分别下降 13.70%和 12.40%。受购置税优惠完全退出、宏观经济增速回落、中美贸易摩擦加剧等负面因素综合影响，2018 年下半年开始汽车单月产销增速连续下滑。2019 年上半年，行业还受到部分省市国五国六排放标准切换以及新能源汽车补贴退坡等负面因素扰动，产销降幅进一步扩大，总体表现低于年初市场预期。

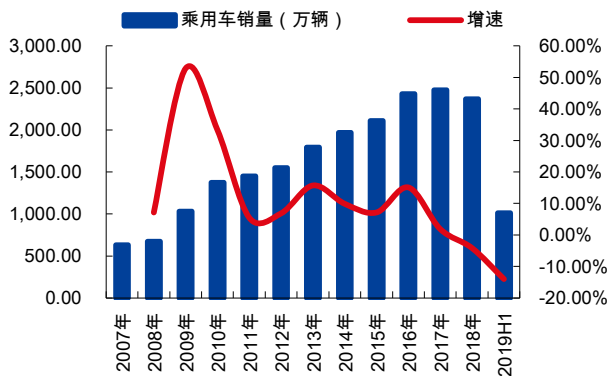
图 1：2007~2019H1 汽车销量及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

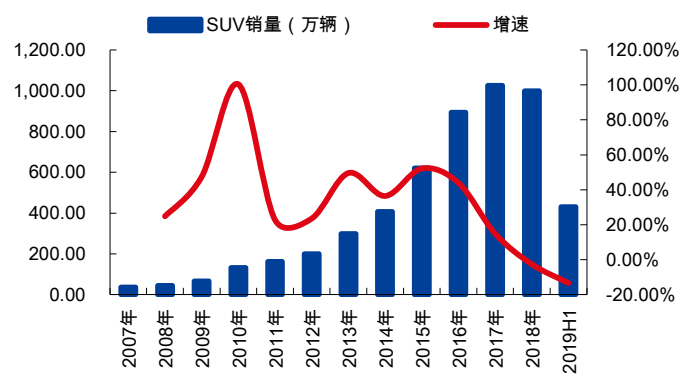
**乘用车产销增速低于行业总体，SUV 销量增速继续走低。**2019 年上半年，国内乘用车产销分别完成 997.8 万辆和 1012.7 万辆，同比分别下降 15.8%和 14%。往年贡献乘用车主要销售增量的 SUV 上半年销量 430.1 万辆，同比下降 13.4%，增速进一步走低。2016 年与 2017 年的小排量汽车购置税优惠政策在提前释放消费需求的同时也透支了部分未来需求；2018 年 3 月以来中美贸易摩擦持续加剧，2019 年上半年部分省市国五国六排放标准切换，均对国内乘用车市场造成了较大的负面影响。

图 2：2007~2019H1 乘用车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

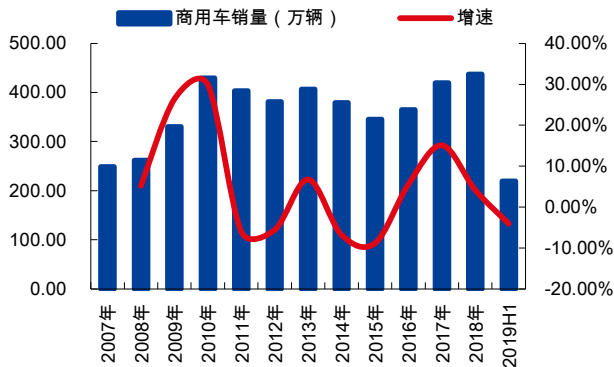
图 3：2007~2019H1 SUV 销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

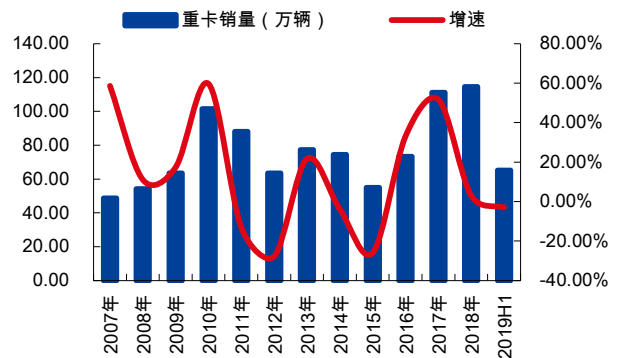
商用车表现略好于乘用车，重卡景气度有所回落。2019年上半年，国内商用车产销分别完成215.4万辆和219.6万辆，同比分别下降2.3%和4.1%，产销增速显著优于汽车行业总体及乘用车。在治超新政以及换车周期的共同驱动下，上半年重卡产销量仍保持较高水平，但景气度较前两年已有一定回落。据第一商用车网的数据，2019H1重卡销量为65.26万辆，同比下降3%。

图 4：2007~2019H1 商用车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

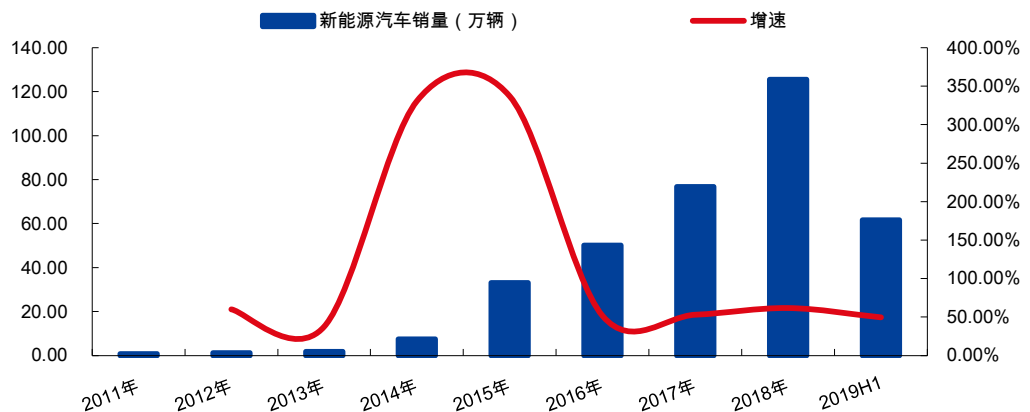
图 5：2007~2019H1 重卡销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

新能源汽车仍保持较快增长，但增速低于年初预期。2019年上半年，国内新能源汽车产销分别完成61.4万辆和61.7万辆，同比分别增长48.5%和49.6%，仍保持较快增长势头；但受补贴大幅退坡影响，需求受到部分抑制，产销增速较往年有一定放缓。

图 6：2011~2019H1 新能源汽车销量及增速

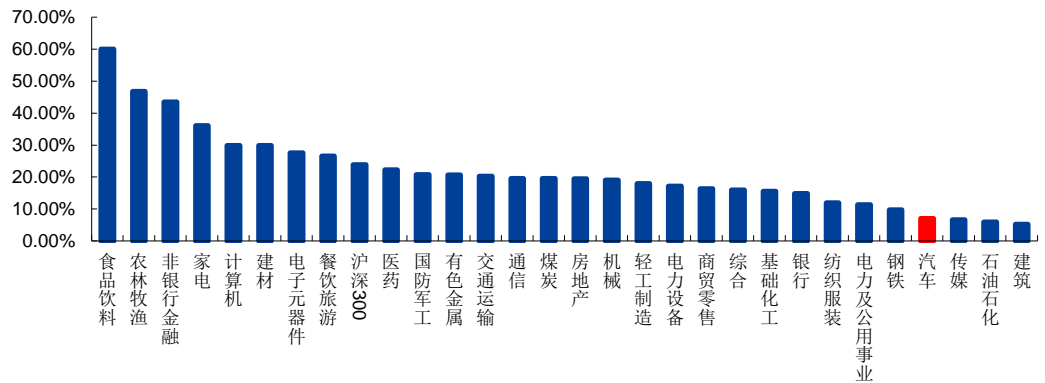


资料来源：中汽协，华金证券研究所

汽车板块总体表现大幅落后于大盘，四个子板块间呈现较大分化。受政策面及资金面利好推动，2019年上半年A股市场总体呈现反弹态势。其中上证指数上涨19.45%，深圳成指上涨26.78%，按中信分类的29个板块均录得上涨。汽车板块上半年涨幅为6.99%，表现远弱于大盘指数，在所有板块中排名第26位；四个子板块乘用车/商用车/零部件/销售与服务分别上涨3.43%/28.55%/7.23%/17.74%，分化较大，基本延续了商强乘弱的格局。

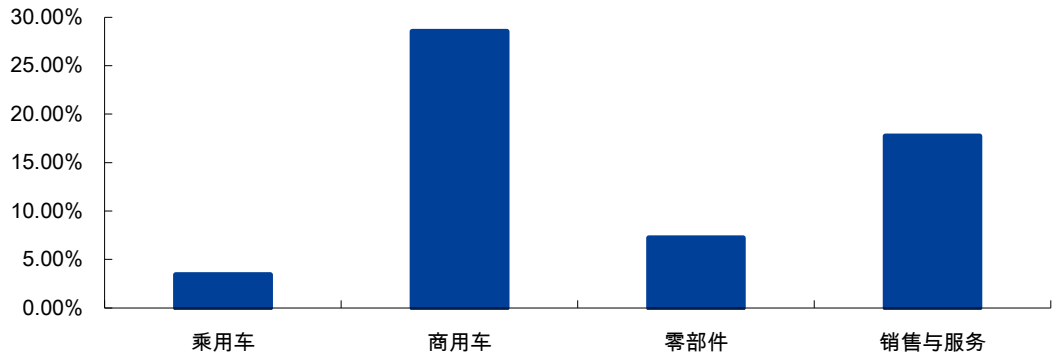


图 7: 2019H1 各行业涨跌幅 (按中信分类)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 2019H1 汽车各子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 华金证券研究所

个股表现分化, 乘用车龙头、燃料电池、重卡等领域相关个股表现较好。按中信行业分类, 汽车板块共有 179 只个股(剔除亚夏汽车), 其中共有 120 只个股上半年录得上涨, 占比 67.04%。涨幅较大的个股集中在乘用车龙头(长城汽车)、燃料电池(全柴动力、潍柴动力、中通客车)、重卡(中国重汽、东风汽车)等领域。

表 1: 2019H1 汽车各子板块个股涨幅榜前十

排名	乘用车	涨跌幅	商用车	涨跌幅	零部件	涨跌幅	经销商	涨跌幅
1	长城汽车	55.45%	中通客车	60.67%	全柴动力	174.00%	中国中期	50.96%
2	一汽轿车	38.81%	亚星客车	60.33%	赛轮轮胎	73.26%	中华控股	17.99%
3	一汽夏利	21.27%	中国重汽	51.61%	奥联电子	70.02%	国机汽车	14.23%
4	长安汽车	17.91%	江铃汽车	42.55%	风神股份	63.46%	龙洲股份	9.28%
5	比亚迪	10.45%	东风汽车	39.49%	潍柴动力	61.43%	大东方	8.84%
6	广汽集团	8.85%	华菱星马	39.20%	星宇股份	60.01%	漳州发展	7.07%
7	北汽蓝谷	4.02%	诺力股份	36.95%	东风科技	46.82%	特力 A	5.38%
8	江淮汽车	3.33%	海伦哲	26.98%	贵航股份	45.71%	东方时尚	4.73%
9	上汽集团	-5.77%	金杯汽车	25.48%	德赛西威	42.38%	广汇汽车	2.95%
10	*ST 海马	-14.55%	福田汽车	20.88%	浙江世宝	40.57%	庞大集团	-12.86%

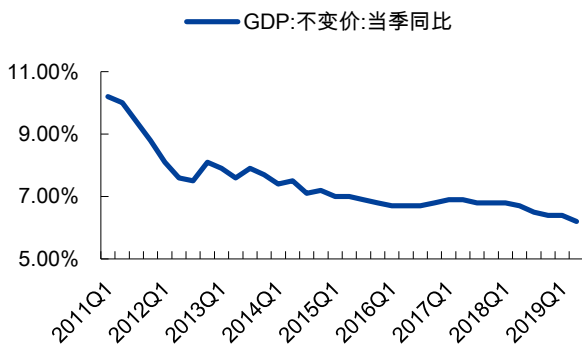
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## （二）多因素致行业回暖不及预期

在 2019 年年度策略报告《否极泰来，追新守强》中，我们预计国内汽车行业景气度最早有望在今年二季度开始逐步复苏。从实际表现看，上半年汽车行业景气度复苏低于预期，我们认为主要原因有以下四点：

**（1）国内宏观经济持续走弱，消费信心低迷。**据国家统计局数据，2019 年二季度我国 GDP 增速下滑至 6.2%，创近年新低。当宏观经济走弱时，消费者购买力也会随之下降，具体表现为消费信心不足，汽车需求下降。据中国汽车流通协会，2018 年至今，汽车消费指数始终运行在 100 以下，反映汽车消费信心仍处于低迷状态。（注：汽车消费指数从消费者购车意向产生、在线进行搜索、关注车型开始，到最终提车实现购买流程中，选取具有代表性的先行指标合成综合指数。指数值大于 100，说明消费需求高于基期，下期市场销量高涨；小于 100，说明市场需求低于基期，下期市场销量低迷。）

图 9：2011Q1 至今中国 GDP 增速（按季度）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 10：2017 年 1 月至今汽车消费指数

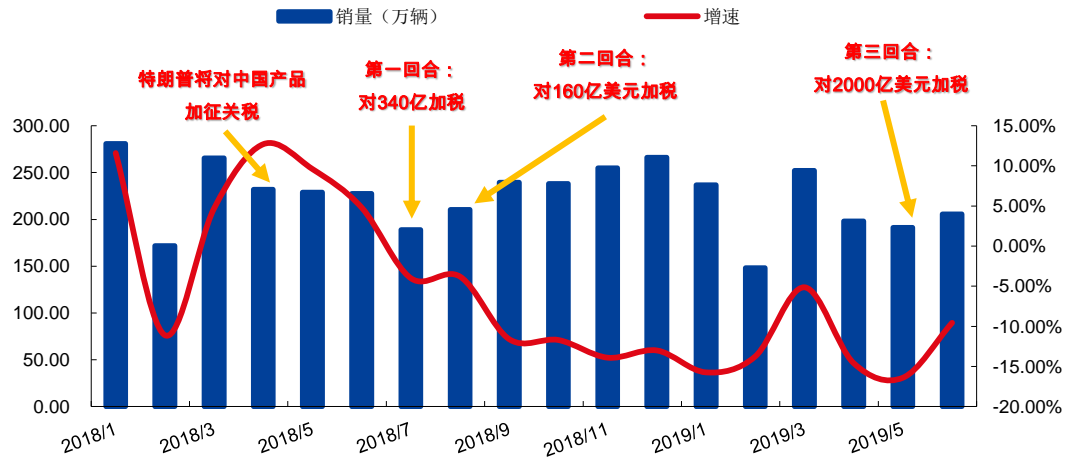


资料来源：中国汽车流通协会，华金证券研究所

**（2）中美贸易摩擦反复且持续升级，进一步打击投资与消费信心。**2018 年 3 月至今，中美间的贸易博弈经历了几个回合的交锋：美国先后在 2018 年 7 月 6 号、8 月 23 号，以及 2019 年 5 月 10 日分别对中国 340 亿美元、160 亿美元以及 2000 亿美元商品加征 10%~25%不等的关税；中国也分别予以回击，将美国 340 亿美元、160 亿美元以及 600 亿美元商品纳入加税清单。在国内宏观经济走弱的背景下，外部国际环境愈发严峻，使得消费者对未来收入增长预期变得更加悲观，进一步阻碍了汽车等可选类消费的复苏。



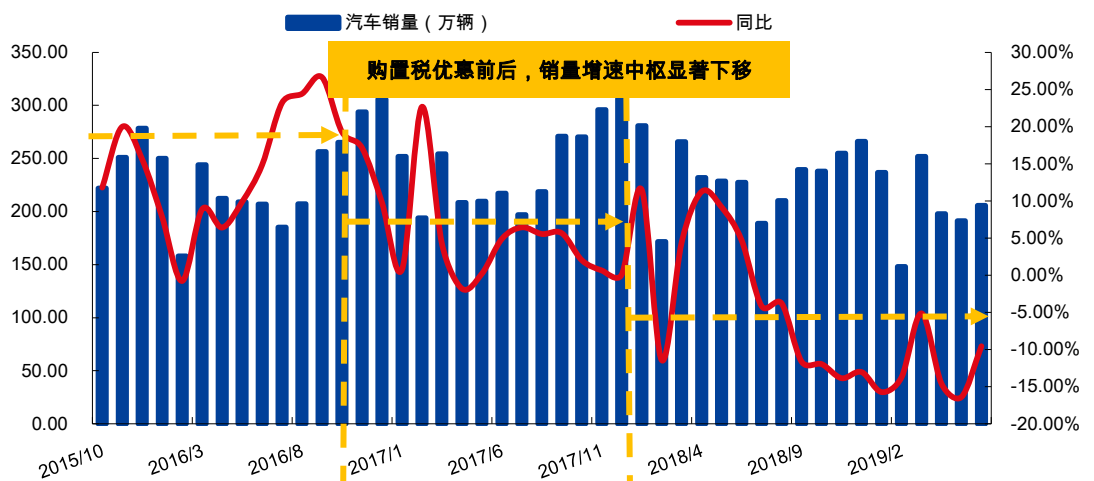
图 11: 美国对中国加税历程



资料来源：中汽协，华金证券研究所

(3) 小排量汽车购置税优惠退出造成的透支效应延续至今。2015 年 10 月开始的购置税优惠经历了三个阶段的变化：(1) 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日购置税减按 5% 征收；(2) 2017 年 1 月 1 日到 12 月 31 日，按 7.5% 征收；(3) 2018 年 1 月 1 日起购置税优惠取消，税率恢复至 10%。购置税优惠带来的提前消费透支了部分未来消费需求，因此在 2018 年优惠政策完全取消后，销量增速中枢显著下移，透支效应至今尚未完全消除。

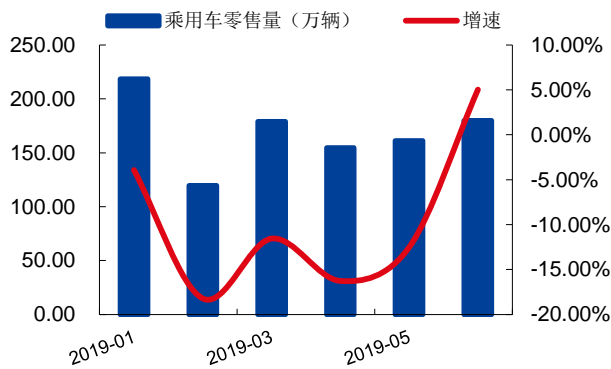
图 12: 购置税优惠前后汽车销量增速中枢显著下移



资料来源：中汽协，华金证券研究所

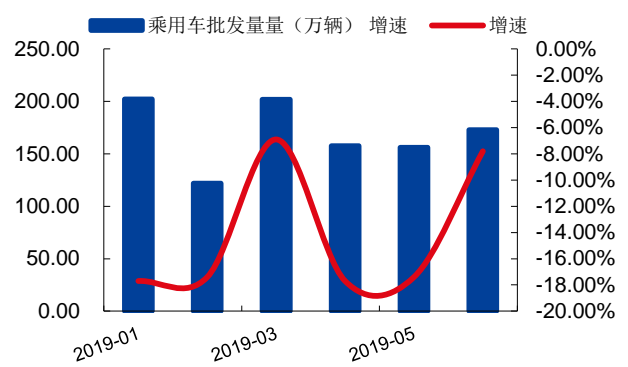
(4) 部分省市国五国六排放标准切换，加剧行业短期波动。为响应国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的通知，多个省市在 2018 年下半年宣布提前执行乘用车国六排放标准（国六 A 标准原定于 2021 年起执行，国六 B 标准原定于 2023 年起执行），由此导致国六执行时间大幅提前。2019 年初，面对突如其来的国六排放标准，消费者观望情绪较浓，整车厂商准备也严重不足，导致供需两低。进入二季度后，国六执行时间临近，经销商开始大幅降价促销清理国五库存，部分经销商甚至打出了“买一赠一”等极端促销活动，拉动二季度乘用车零售增速回升较快，但从批发数据看（6 月批发增速仍是负数，经销商仍处去库存阶段），行业压力仍然较大。二季度末清理国五库存车的透支效应，将会影响 7、8 月终端销量的增长，延迟行业复苏的到来。

图 13: 2019H1 乘用车零售销量



资料来源: 乘联会, 华金证券研究所

图 14: 2019H1 乘用车批发销量



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

### (三) 拐点或在“金九银十”到来

汽车行业的复苏也许会迟到, 但绝不会缺席! 我们判断下半年汽车行业景气度有望回升, 销量增速拐点或在“金九银十”到来, 主要原因有五点:

**(1) 鼓励汽车消费政策效果将逐步显现:** 从 2018 年底开始, 国家政策对于汽车行业的支持力度不断加大, 从鼓励汽车下乡, 到出台购置税新规, 再到放开广州、深圳限购指标等, 政策的有利因素正在累积并有望在下半年逐步显现。鉴于汽车产业在中国整体经济规模中有着举足轻重的地位, 经济下行阶段政府有更强的意愿出台更多刺激性政策, 拉动汽车消费实现平稳增长。我们预计诸如新能源汽车换购优惠、各大限购城市逐步放开牌照限制等政策在未来或陆续出台。

表 2: 2019 年来政策对汽车行业支持力度不断加大

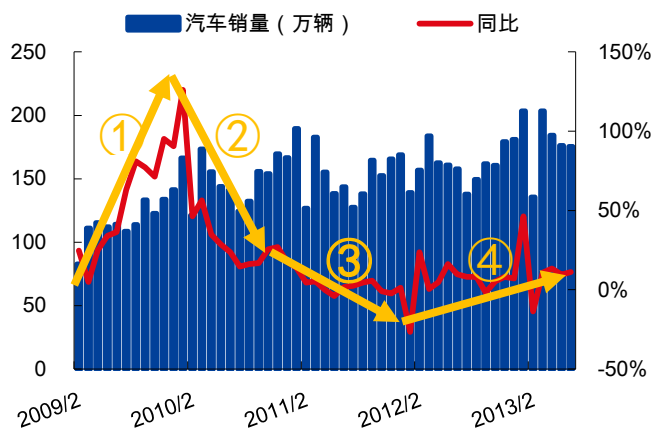
时间	政策名称	主要内容
2019.1.29	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	提出“促进农村汽车更新换代”、“放开皮卡进城限制”“完善新能源汽车基础设施建设”等多措并举促进汽车消费。
2019.4.11	《进一步扩大汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案(2019-2020年)征求意见稿》	稳定汽车消费等六条汽车消费刺激措施, 被称为 2019 版“汽车下乡”
2019.5.24	《财政部 税务总局关于车辆购置税有关具体政策的公告》(财政部 税务总局公告 2019 年第 71 号)	明确 <b>车辆购置税</b> 新规, 降低消费者购车成本
2019.6.2	《广东省完善促进消费体制机制实施方案》	放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标, 扩大准购规模
2019.6.3	《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》	明显 <b>放宽限购</b> , 大力推动汽车产业电动化、智能化、绿色化

资料来源: 国务院, 工信部, 华金证券研究所

**(2) 购置税优惠造成的透支效应使得去年下半年销量基数较低:** 我国分别在 2009 年初及 2015 年底实行了小排量汽车购置税优惠, 优惠政策的出台有效提振了当年的汽车销量, 但也提前透支了未来的部分需求, 加大了行业波动。回顾 2009 年实行的的小排量汽车购置税优惠政策, 从政策开始实施到完全退出, 对汽车行业的影响时间约 4 年, 汽车销量增速在政策完全退出后的第二年(对应图中的阶段④)逐步回升。2015 年底的购置税优惠从出台至今已有 3 年半, 销量

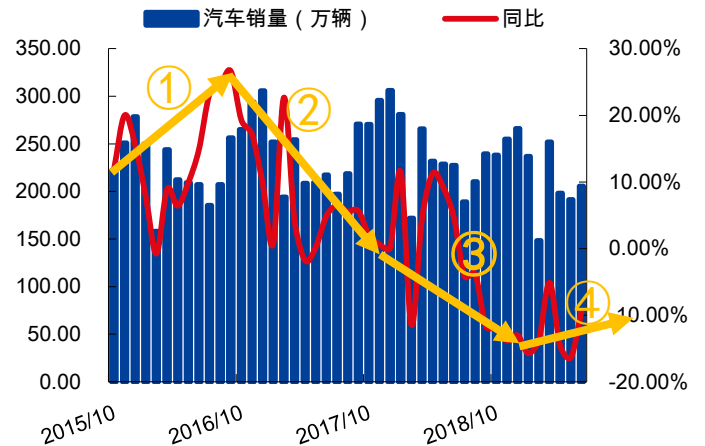
增速见底回升或可期待（透支效应的存在使得阶段③的销量基数较低，有利于第四年销量增速回升）。

图 15：2009 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速



资料来源：乘联会，华金证券研究所

图 16：2015 年购置税减半政策推出后汽车销量及增速



资料来源：中国汽车流通协会，华金证券研究所

**(3) 部分地区国五/国六切换完毕，短期扰动因素消除：**从需求端，提前执行国六排放标准省市大多是经济发达地区，汽车销量占全国汽车总销量的比重接近 70%。随着新标准切换完毕，不确定性的消除将逐渐打消消费者的观望心态，此前受到抑制的消费需求有望逐步释放。从供给端，经历了二季度末的降价促销，经销商库存已回落至较合理水平，目前已开始进入补（国六车型）库存阶段。从汽车之家的数据显示，今年年初所有在售车型中，国六车型占比不足 5%，但至 6 月底，国六车型占比已提升至接近 20%，可供消费者选择的符合新排放标准的车型数大幅增多，有利于市场需求的提升。

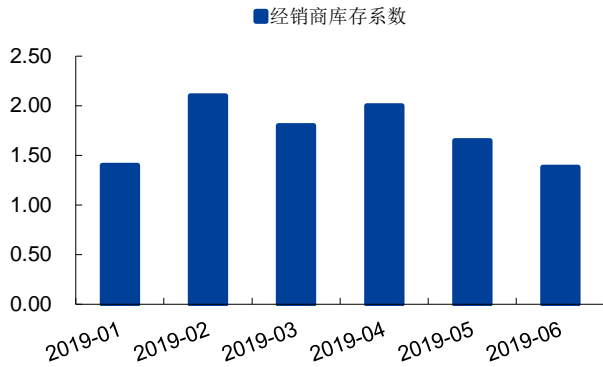
表 3：提前执行国六的地区汇总

序号	城市	标准	执行时间
1	深圳	国六 b	柴油：2018 年 11 月 1 日（已执行） 汽油：2019 年 7 月 1 日
2	北京	国六 b	公交、环卫、重型柴油车：2019 年 7 月 1 日 轻型燃油车：2020 年 1 月 1 日
3	广州	国六 b	2019 年 7 月 1 日起试行，9 月 1 日正式实施
4	天津	国六 b	
5	上海	国六 b	
6	山东	国六	
7	山西	国六	
8	广东	国六 b	
9	河北	国六	
10	河南	国六	2019 年 7 月 1 日
11	海南	国六	
12	重庆	国六	
13	安徽	国六	
14	陕西	国六	
15	四川	国六	
16	杭州	国六	

17	南京	国六	
18	全国	国六 a	2020 年 7 月 1 日
		国六 b	2023 年 7 月 1 日

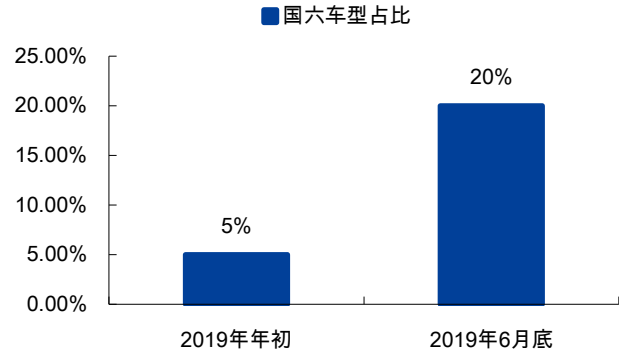
资料来源：各地政府网，华金证券研究所

图 17: 2019H1 经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，华金证券研究所

图 18: 所有在售车型中国六车型占比



资料来源：汽车之家，中汽协，华金证券研究所

(4) “金九银十”消费旺季来临，车企冲刺年度销量目标：“金九银十”为传统汽车消费旺季，各大车企往往会在这两个月集中发布新车型并加大营销力度，为年末冲量做准备（9~12月汽车销量占全年销量比重往往在35%以上）。鉴于上半年大部分车企的年度销量目标完成率不足45%，各车企及经销商或在旺季（9月开始）时开足马力，向全年目标发起冲击。

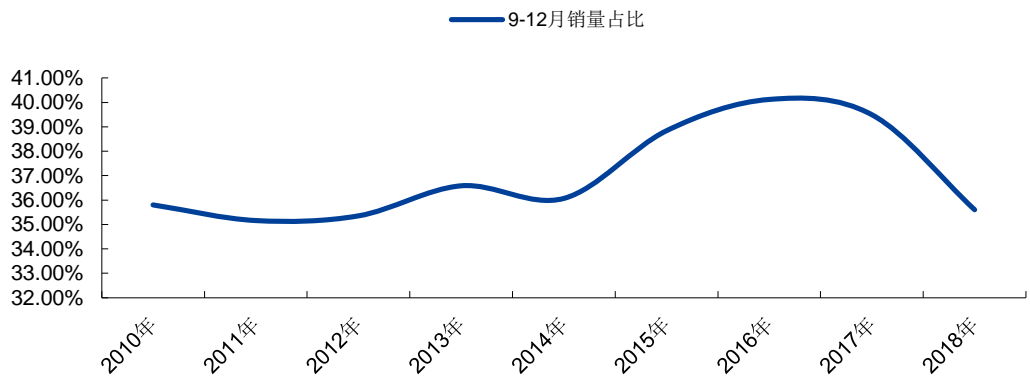
表 4: 主流车企 2019H1 销量及年度销量目标完成率

车企	2019H1 销量 (辆)	全年销量目标 (万辆)	目标完成率	完成率排名
一汽大众	929949	140	66.42%	1
广汽本田	380174	74.2	51.23%	2
一汽丰田	378700	74.5	50.80%	3
北京奔驰	282000	56	50.40%	4
一汽奥迪	311900	68.2	45.70%	5
吉利汽车	613061	136	45.07%	6
日产中国	718300	160	44.90%	7
东风日产	592125	119	44.70%	8
东风悦达起亚	162679	41	40.60%	9
东风本田	364804	90	40.00%	10
江淮新能源	31500	8	39.40%	11
广汽三菱	63100	16	39.40%	12
上汽通用	754404	200	37.70%	13
马自达	100800	27	37.30%	14
奇瑞捷途	54327	15	36.20%	15
上汽大通	62732	18	34.85%	16
众泰汽车	103989	30	34.70%	17
比亚迪	225269	65	34.60%	18
长安汽车	825473	246	34%	19
长城汽车	405075	120	33.76%	20

车企	2019H1 销量 (辆)	全年销量目标 (万辆)	目标完成率	完成率排名
上汽乘用车	324700	100	32.50%	21
广汽传祺	186845	60	31.20%	22
东风启辰	55861	18	31%	23
北京现代	276400	90	30.70%	24
一汽轿车	45200	15	30.10%	25
北汽新能源	65000	22	29.60%	26

资料来源：乘联会，公司公告，华金证券研究所

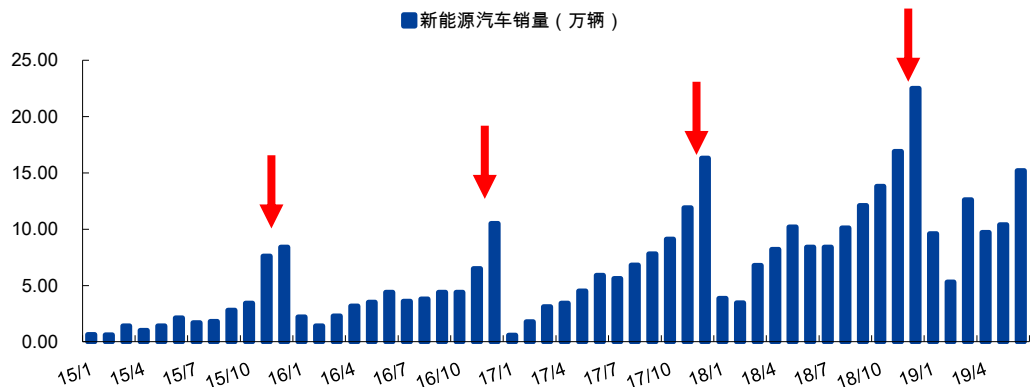
图 19：9 月~12 月汽车销量占比占全年总销量 35%以上



资料来源：中汽协，华金证券研究所

**(5) 临近年末，新能源汽车有望迎来自年底冲量：**每年新能源汽车销量都呈现出“前低后高”的走势，主要原因在于补贴退坡前消费者的集中“抢装”。据中国电动汽车网报道，财政部、税务总局、工信部、科技部四部委表示，2020 年计划彻底取消新能源汽车财政补贴。面临潜在的补贴退坡，年底新能源汽车或再次迎来“抢装潮”，拉动新能源汽车销量实现较快增长。

图 20：每年新能源汽车销量都呈“前低后高”走势



资料来源：中汽协，华金证券研究所

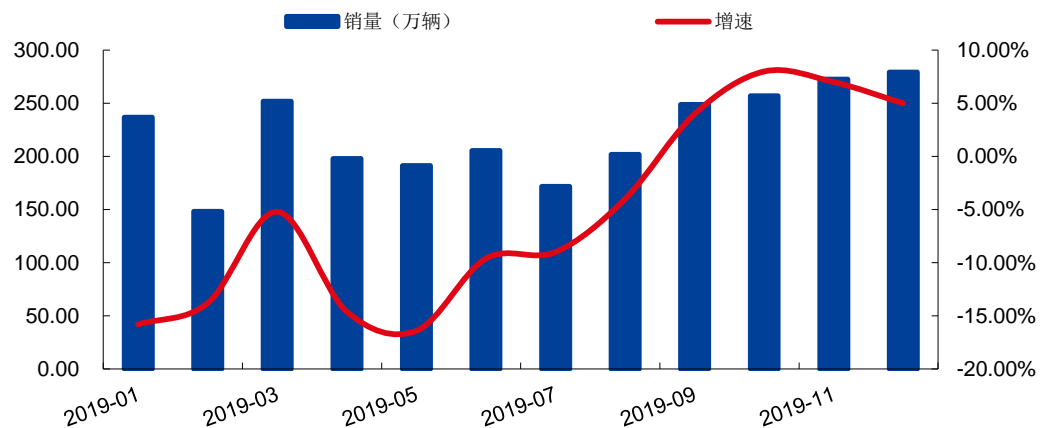
表 5: 新能源补贴逐年退坡

类型	续航里程 (km)	2017 国补 (万元)	2018 国补 (万元)	2019 年国补 (万元)	2020 年国补 (万元)
BEV	100≤R<150	2	0	0	0
	150≤R<200		1.5	0	0
	200≤R<250	3.6	2.4	0	0
	250≤R<300		3.4		
	300≤R<400			1.8	0
	R≥400	4.4	5.5	2.5	0
PHEV	/	2.4	2.2	1	0

资料来源: 财政部, 中国电动汽车网, 华金证券研究所

行业底部渐行渐近, 拐点或在“金九银十”到来。结合中汽协预测, 我们判断 8 月开始, 单月汽车销量增速有望逐月回升, 并于 9 月恢复至正增长水平; 预计下半年汽车销量约 1432 万辆, 同比增长 2.5%左右; 全年汽车销量约 2664 万辆, 同比下降 5% (与中汽协预测一致)。

图 21: 2019 年单月汽车销量及增速预测



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

## 二、存量市场，格局变化加剧

在人口结构变化与宏观经济增速放缓的大背景下, 国内车市正由增量市场转为存量市场。股比限制放开后, 外资“鲶鱼”入华将对中国自主品牌形成巨大压力。面对“内忧外患”的不利局面, 自主品牌已进入“淘汰赛”, 优胜劣汰后市场份额有望向优质头部企业集中。另一方面, 汽车“新四化”(电动化、智能化、网联化、共享化) 技术带来的颠覆性变革将推动整个汽车行业发生根本转变, 汽车产业价值链将发生深度变革与重组。传统车企及零部件供应商需要积极拥抱新技术, 方能应对意义重大甚至迫在眉睫的变革需求。

### (一) 变局一: 产销增速降档, 车市迈入存量时代

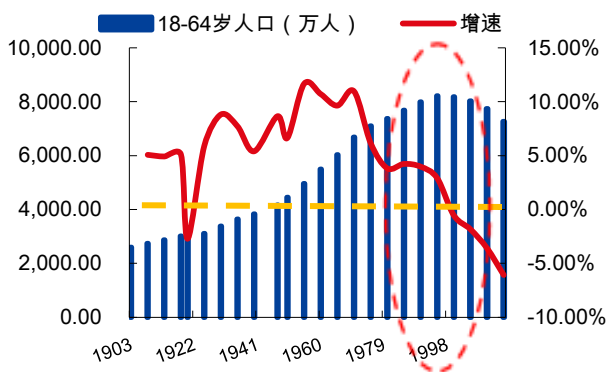
回顾日、德、美等发达国家历年汽车销量数据, 我们发现, 一国汽车消费的长期增长空间很大程度上取决于两个因素——劳动人口规模和人均收入水平。其中, 劳动人口 (15~64 岁) 规模决



定了消费者的基数，是汽车长期销量的决定性因素，其趋势性拐点往往与汽车长期销量拐点相对应；人均（可支配）收入决定了消费者的购买力，且由于汽车的可选消费和耐用品属性，人均收入变化对中短期汽车销量波动起到了放大作用（加速汽车销量增长或下降）。具体来说，劳动人口、人均收入与汽车销量三者关系表现为：一段时期中，当劳动人口和人均收入二者同向变动时（同增或同减），汽车销量也随之同向变动；当二者变动方向不一致时（一增一减），汽车长期销量随人口同向变动，中短期则受人均收入波动影响较大。

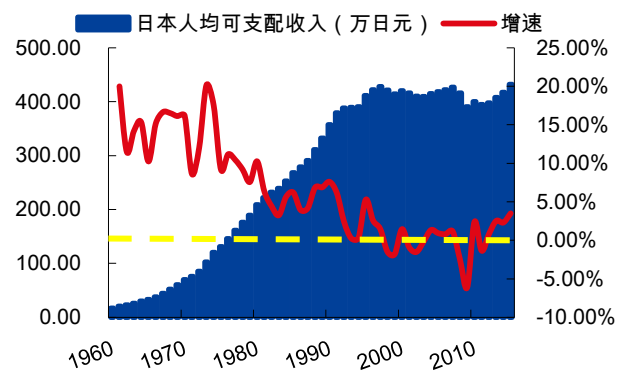
**日本：劳动人口快速负增长叠加入均收入增长停滞，新车注册量大幅回落。**日本在 90 年代开始人均收入增长接近停滞（增速中枢 0%），劳动人口在 1995 年前后迎来大拐点（增速由正转负）。伴随劳动人口快速减少和人均收入增长失速，日本国内新车注册量快速下滑。2017 年，日本国内新汽车注册量已下滑至 339.08 万辆，距巅峰期 1990 年的 597.51 万辆降幅超过 43%。

图 22：日本劳动人口数量及增速



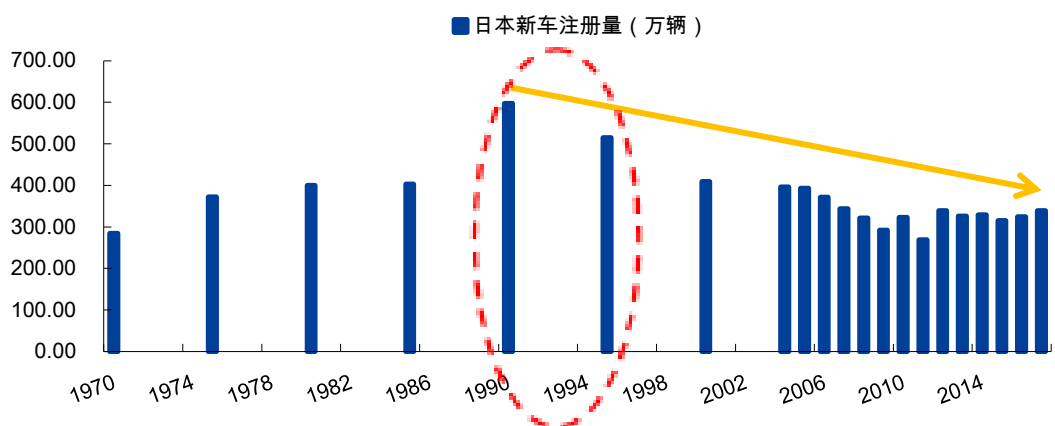
资料来源：日本统计局，华金证券研究所

图 23：日本人均可支配收入及增速



资料来源：日本统计局，华金证券研究所

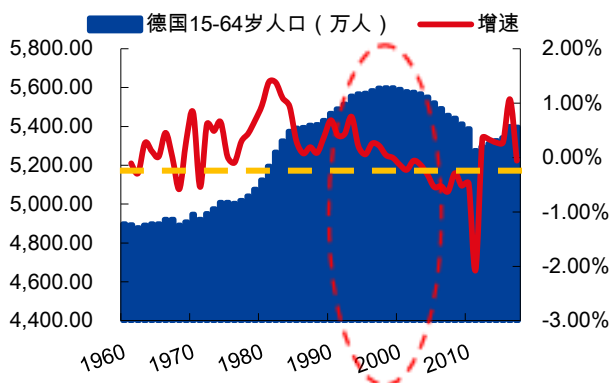
图 24：日本新车注册量



资料来源：日本自动车工业协会，华金证券研究所

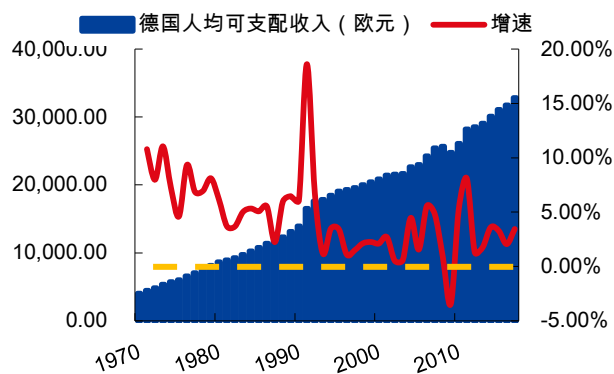
**德国：劳动人口负增长、人均收入增速放缓，汽车销量同步回落。**德国人均收入在 90 年代开始进入低速增长平台（增速中枢 0%~5%），劳动人口在 1995 年前后迎来拐点（增速由正转负）。汽车长期销量与劳动人口同步见顶，但由于人均收入仍维持低速正增长，且劳动人口衰减速度较慢，因此德国的本土汽车销量虽有下滑，但总体回落幅度不大。2017 年，德国国内乘用车销量 344.13 万辆，距巅峰期 1991 年的 415.86 万辆下降 17.25%。

图 25: 德国劳动人口数量及增速



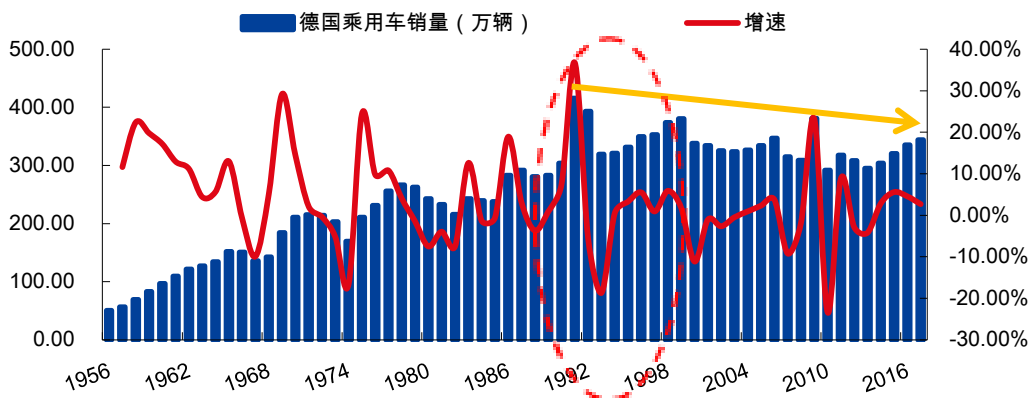
资料来源: 欧盟统计局, 华金证券研究所

图 26: 德国人均可支配收入及增速



资料来源: 欧盟统计局, 华金证券研究所

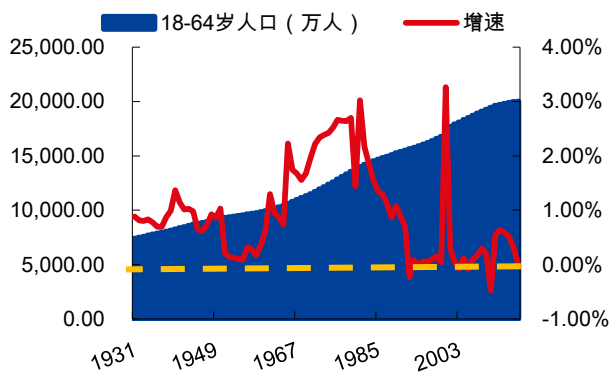
图 27: 德国乘用车销量及增速



资料来源: 德国汽车工业联合会, 华金证券研究所

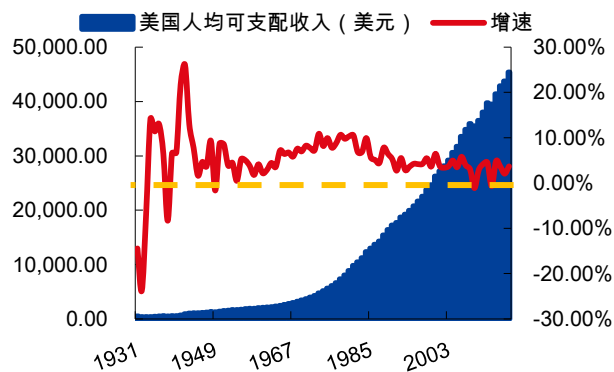
**美国: 劳动人口与人均收入低速增长, 汽车销量呈现阶梯式增长。**作为移民国家, 美国通过不断地吸纳外来移民, 劳动人口规模持续扩大, 为经济增长提供了源源不断的动力。除个别年份外, 美国劳动人口及人均收入长期保持中低速增长。由于劳动人口尚未出现明显的拐点, 美国汽车销量也未出现持续性的衰退, 而是随人均收入和劳动人口增速的变化呈现阶梯式的增长。**2017**年, 美国国内汽车销量达**1723.04**万辆。

图 28: 美国劳动人口数量及增速



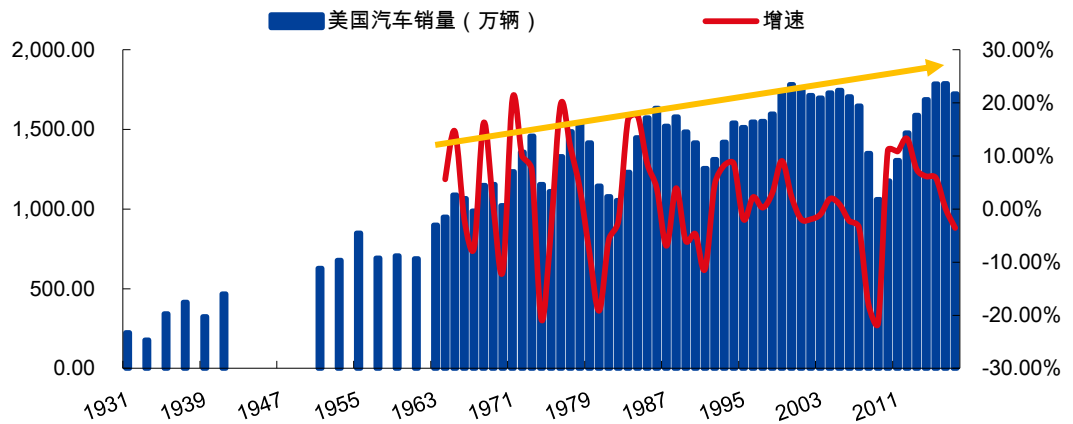
资料来源: 美国商务部普查局, 华金证券研究所

图 29: 美国人均可支配收入及增速



资料来源: 美国经济分析局, 华金证券研究所

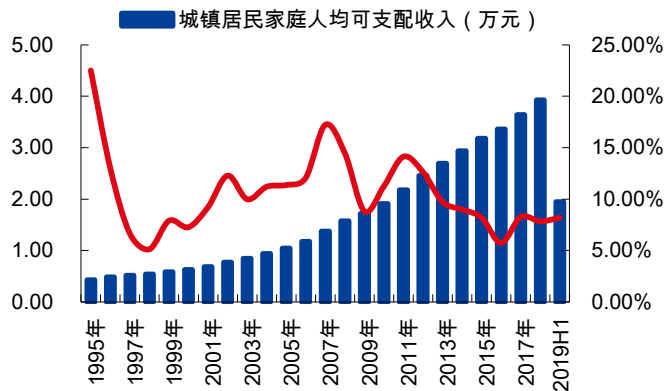
图 30: 美国汽车销量及增速



资料来源: WardsAuto, 华金证券研究所

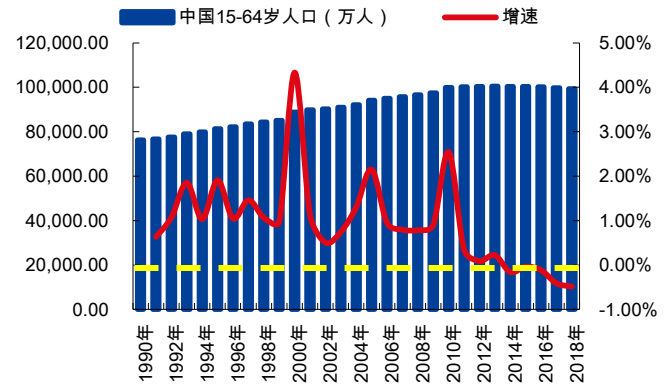
中国: 劳动人口已迎来拐点, 人均收入增速放缓, 汽车销量增速降挡。(1) 人均收入已进入中低速增长区间: 2019 年上半年全国居民人均可支配收入 15294 元, 扣除价格因素, 实际同比增长 6.5%, 增速与上年同期基本持平。(2) 劳动人口已进入拐点: 2018 年中国劳动人口 9.94 亿人, 同比下降 0.49%, 从 2014 年起已是连续第 5 年下滑。国家卫计委预计我国劳动人口将在 2020 年、2030 年和 2050 年分别下降至 9.9 亿、9.6 亿和 8.3 亿, 中长期下降趋势或已不可避免。劳动人口拐点向下, 人均收入增速放缓, 导致我国汽车产销增速降挡 (2000 年至 2010 年汽车销量复合增速约 24.09%, 2010 年至 2018 年下降至约 5.67%), 未来随劳动人口规模持续下降, 汽车产销增速中枢大概率将进一步下行, 车市已由增量市场转为存量市场。

图 31: 中国城镇居民家庭人均可支配收入及增速



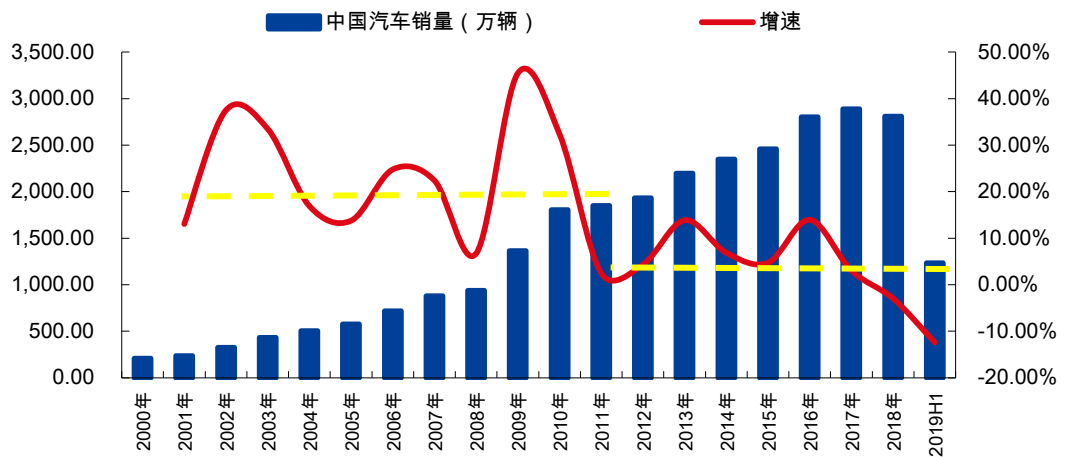
资料来源: 统计局, 华金证券研究所

图 32: 中国劳动年龄人口数量及增速



资料来源: 统计局, 华金证券研究所

图 33: 2000~2019H1 中国汽车销量及增速

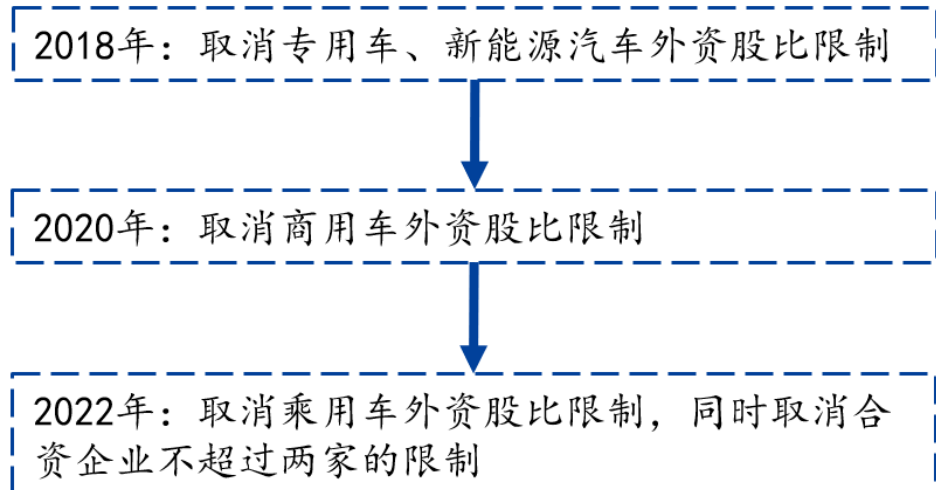


资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

## (二) 变局二: 外资大举入华, 自主品牌加速优胜劣汰

股比限制放开, 外资“鲶鱼”入华, 存量市场下竞争将更为激烈。2018 年 6 月 28 日国家发展改革委、商务部联合发布《外商投资准入特别管理措施》, 宣布 2018 年起取消专用车、新能源汽车外资股比限制, 2020 年起取消商用车外资股比限制, 2022 年起取消乘用车外资股比限制, 同时取消同一外资品牌合资企业不超过两家的限制。

图 34: 汽车行业股比放开时间节点



资料来源: 发改委, 华金证券研究所

宣布放开股比限制后, 外资车企已有所行动。新能源领域, 特斯拉已于 2018 年 5 月在上海注册成立独资公司, 并投入 500 亿元人民币在上海临港设厂 (一期投资 160 亿元), 年产能 50 万辆的超级工厂有望在 2019 年底建成投产。燃油车领域, 宝马已宣布拟以 36 亿欧元收购华晨宝马 25% 的股份, 将持股比例由 50% 增至 75%; 奔驰等强势外资方也已蠢蠢欲动。

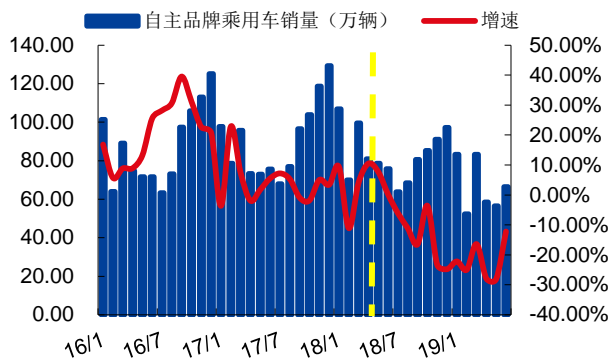
表 6: 外资/合资在华新能源汽车产能规划

品牌	工厂	年产能	投产时间
特斯拉	临港工厂	50 万辆	2019 年底小批量
北京奔驰	北京工厂	20 万辆	2020 年
华晨宝马	沈阳工厂	30 万辆	2020 年小批量
上汽大众	安亭工厂	30 万辆	2020 年
一汽丰田	天津工厂	12 万辆	2020 年
广汽丰田	广州工厂	20 万辆	2020 年
广汽本田	新工厂	17 万辆	/

资料来源: 第一电动网, 搜狐汽车, 华金证券研究所

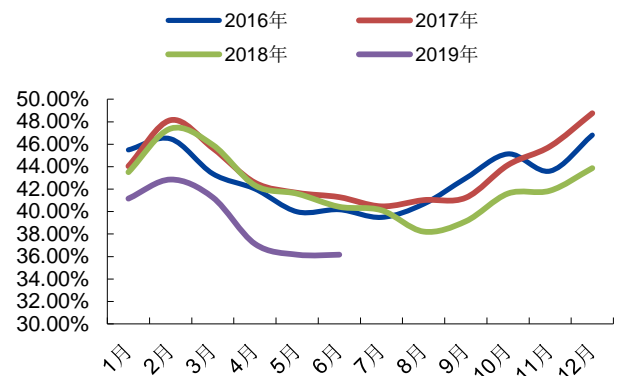
行业下行、竞争加剧, 2018 年开始自主品牌整体承压, 销量、份额连续下滑。面对加剧的市场竞争, 自主品牌乘用车整体持续承压, 单月销量从 2018 年下半年起连续 13 个月下滑, 若不考虑 6 月促销因素, 降幅仍在扩大, 市场份额也已跌落至 40% 以下。

图 35: 自主品牌乘用车销量及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 36: 自主品牌乘用车市场份额



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

自主品牌优胜劣汰加速, 存量时代下集中度提升将是大势所趋。在统计到的 49 家自主品牌乘用车企业中, 上半年有 32 家 (占比 65.3%) 销量同比下跌, 实现销量正增长的仅 8 家 (占比 16.3%)。自主品牌头部企业 (销量排名前十) 销量表现显著优于尾部企业 (销量排名后二十), 头部企业中尚有个别能实现销量正增长, 而尾部企业销量下滑幅度动辄在 70% 以上。从趋势上看, 近年来自主品牌 CR10 市场份额 (CR10 自主品牌销量之和/所有自主品牌销量之和) 集中度不断提升, 已由 2007 年的 40% 左右提升至当前接近 80%。我们预计随着行业步入存量市场, 外资“鲶鱼”大举入华, 尾部企业将面临更大的生存压力, 或逐步被淘汰出局, 市场份额将加速向着头部优质自主品牌集中。

表 7: 自主品牌乘用车销量及增速

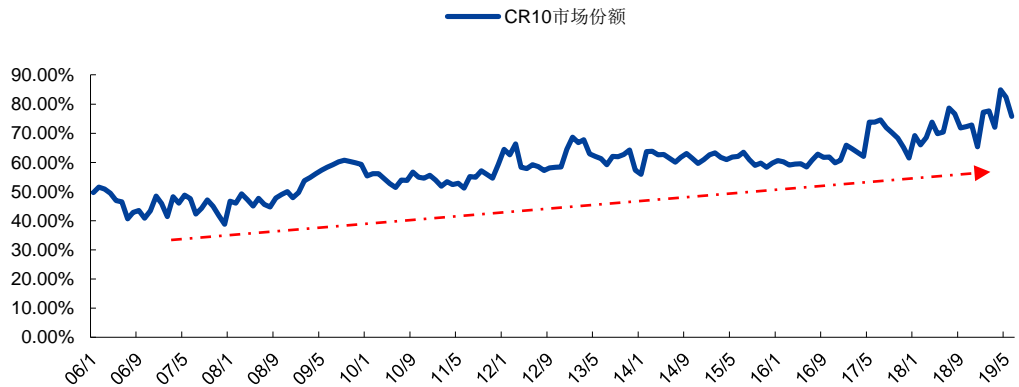
销量排名	车企	2019H1 销量	同比
1	吉利汽车	651680	-15.00%
2	长城汽车	429660	5.50%
3	长安汽车	374456	-23.10%
4	上汽乘用车	324664	-9.60%
5	奇瑞汽车	258417	6.60%
6	比亚迪汽车	225269	1.70%
7	广汽传祺	186845	-30.30%

销量排名	车企	2019H1 销量	同比
8	众泰汽车	103989	-32.50%
9	江淮汽车	87642	-12.10%
10	东风小康	79622	-36.30%
11	北汽新能源	65158	22.70%
12	东风启辰	55861	-25.82%
13	东风柳州	53028	-28.10%
14	北汽银翔	47735	-58.50%
15	一汽奔腾	47011	6.20%
16	江铃汽车	44825	-7.27%
17	华泰汽车	38452	18.30%
18	北京汽车	32585	-57.20%
19	东风风神	32560	-37.80%
20	东风乘用车	32544	-17.69%
21	宝沃汽车	30393	86.80%
22	猎豹汽车	28331	-46.30%
23	一汽红旗	28161	248.50%
24	华晨鑫源	25803	3.80%
25	华晨汽车	25474	-61.20%
26	上汽大通	23381	32.30%
27	汉腾汽车	20229	-28.50%
28	昌河汽车	19597	-38.80%
29	东南汽车	13525	-73.40%
30	力帆汽车	11181	-67.90%
31	江铃新能源	11180	-44.10%
32	大乘汽车	10766	/
33	野马汽车	10546	-29.90%
34	小鹏汽车	9596	/
35	江淮蔚来	7481	/
36	观致汽车	7343	-75.90%
37	福田汽车	5043	-52.70%
38	海马汽车	4829	-88.30%
39	吉林汽车	4790	-74%
40	合众新能源	4419	-74.00%
41	潍柴汽车	4370	-39.10%
42	天津一汽	3844	-63.90%
43	比速汽车	3569	-81.60%
44	北京汽车制造厂	2620	-40.30%
45	贵航莲花	2273	/
46	知豆电动	2005	/
47	云度汽车	1383	-38.80%
48	福建新龙马	1164	/
49	东风裕隆	867	-83.60%

资料来源：乘联会，华金证券研究所



图 37: 自主品牌中 CR10 的市场份额



资料来源: 乘联会, 中汽协, 华金证券研究所

### (三) 变局三: “新四化”大潮来临, 产业价值链面临深度变革与重组

“新四化”带来的颠覆性变革将推动整个汽车行业发生根本性转变。经过数十年的发展, 传统汽车供应链已形成了由主机厂到一级供应商、二级供应商、三级/材料供应商的金字塔型层级体系。整车企业牢牢掌握了产业话语权, 新兴企业想切入汽车供应链成为主机厂的一级、二级供应商已变得相当困难。但“新四化”技术快速发展所带来的颠覆性变革有望打破这一传统的封闭供应体系, 面向未来的汽车产业, 汽车将全面转向“电动化、智能化、网联化、共享化”, 掌握用户流量的出行服务商或将成为市场的主导者, 掌握新四化核心技术的供应商有望崛起并取代传统核心零部件供应商的地位, 而部分非核心整车或零部件企业则有可能沦为其他车企的代工厂。

图 38: 汽车产业供应链变革趋势

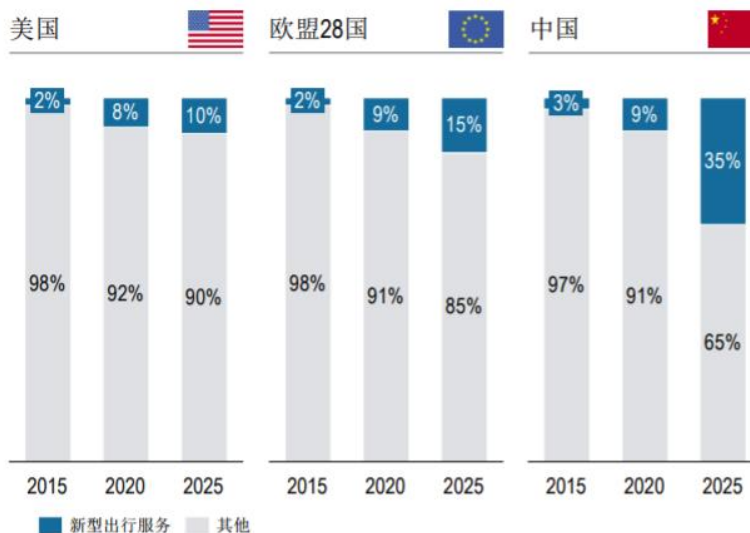


资料来源: 搜狐网, 华金证券研究所

**共享化:** 汽车共享市场预计将保持快速增长, 传统车企已开始向汽车出行服务商转型。得益于移动互联网的快速普及、智能驾驶技术的逐步成熟以及消费者对共享观念的逐渐接受, 共享汽车市场正处于快速发展过程中, 也吸引了资本市场的大量关注。出行服务公司优步与滴滴, 双双面临巨额亏损, 但估值仍可分别高达 755 亿美元 (摩根士丹利 2018 年 8 月估值) 和 520 亿美元 (滴滴估值由优步招股书推算)。据罗兰贝格预计, 至 2025 年, 美国、欧盟、中国市场将分

别有超过 10%、15%和 35%的新车销售将应用于新型出行服务领域（包括分时租赁、网约车、无人驾驶出租车等）。传统车企中，通用、丰田已宣布将转型为移动出行公司，国内的上汽、吉利、长城、长安等传统车企也纷纷设立子公司，加速布局出行服务领域。

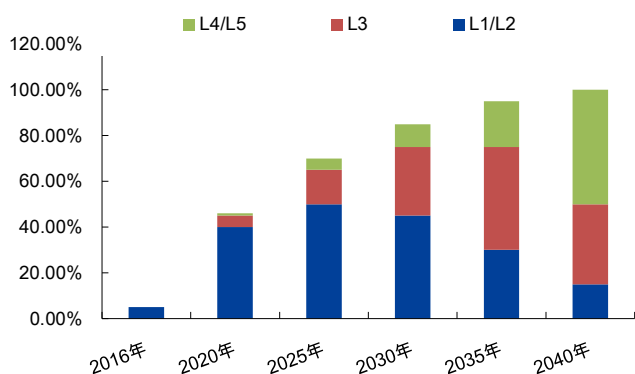
图 39：用于新型出行服务的新车销售占比



资料来源：罗兰贝格，华金证券研究所

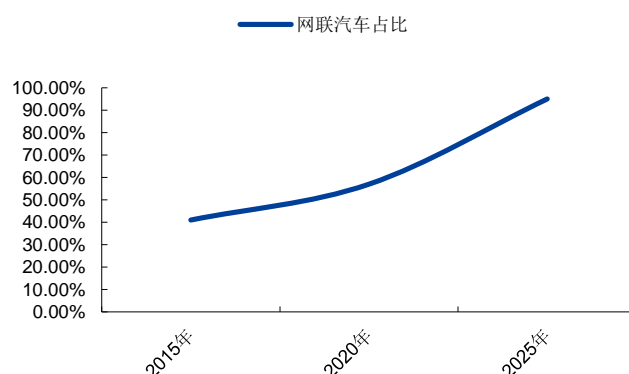
**智能化/网联化：自动驾驶逐步成为现实，新进市场参与者与现有企业均已着手布局。**当前智能网联汽车的发展呈现两条技术路径，一条是以通用等传统车企为代表的“渐进式”发展路线，由 L1/L2 级辅助驾驶起步，逐渐向 L4/L5 级自动驾驶发展，技术循序渐进，产品价格适中，适合大规模量产；另一条则是以谷歌等互联网企业为代表的“突进式”发展路线，以互联网企业所独有的大数据优势为基础，不计成本地使用激光雷达等高精度传感器，跳过 L1/L2/L3 级一步到位地跨越到 L4/L5 级，其自动驾驶技术相对领先，但受制于成本高企不下，短期内仍难以实现量产。我们认为，未来以上两条技术路线有望逐步融合（车企与互联网企业间将展开更多合作），2020 年前，自动驾驶技术的普及仍将以 L1/L2 级辅助驾驶为主；2020 年后，L3 级及以上自动驾驶将得到加速普及。

图 40：全球分等级自动驾驶渗透率预测



资料来源：罗兰贝格，华金证券研究所

图 41：全球互联网汽车占比预测

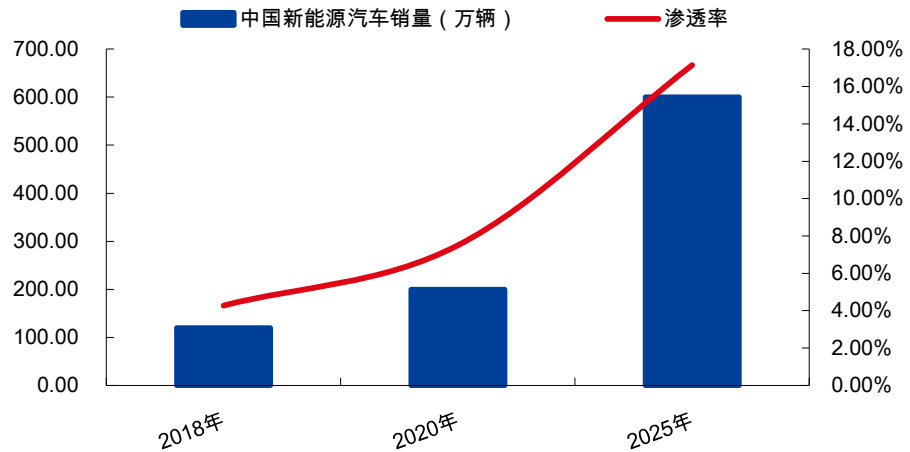


资料来源：罗兰贝格，华金证券研究所

**电动化：各种技术路线殊途同归，全球车企大力推进新能源战略。**在能源危机、政策引导以及技术进步的驱动下，各种技术路线（纯电动、混动、燃料电池）殊途同归，新能源汽车渗透率

有望获得快速提升。美国电动车企业特斯拉 2018 年销量仅 24.5 万辆，市值超过 400 亿美元，超过年产 570 万辆的福特；国内的比亚迪 2018 年销量 52 万辆，市值超过 1400 亿元人民币，超过年产 150 万辆的吉利、104 万辆的长城、214 万辆的长安等传统车企。有鉴于新能源汽车未来巨大的发展空间以及资本市场给予的巨大关注度，传统企正加速布局并纷纷推出各自的新能源战略，全面加快产业落地进程。

图 42：中国新能源汽车销量及渗透率预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

表 8：全球及中国车企市值排名

全球车企市值排名	车企	市值 (亿美元)	18 年收入 (亿美元)	18 年销量 (万辆)	国内车企市值排名	车企	市值 (亿元)	18 年收入 (亿元)	18 年销量 (万辆)
1	丰田	1866	2717	1052	1	上汽	2923	9022	705
2	大众	880	2626	1080	2	比亚迪	1434	1301	52
3	戴姆勒	643	1834	340	3	吉利	1117	1066	150
4	通用	577	1470	840	4	广汽	1034	724	215
5	宝马	500	1086	249	5	长城	659	992	104
6	本田	449	1434	530	6	长安	339	663	214
7	特斯拉	417	215	24.5	7	宇通	292	317	6.1
8	福特汽车	383	1603	573	8	一汽轿车	150	262	21

资料来源：Wind，各公司官网，华金证券研究所

注：市值按 2019 年 7 月 30 日收盘价计

迈向 2025，传统零部件供应商需要积极拥抱“新四化”技术，方能应对意义重大甚至迫在眉睫的变革需求。据德勤发布的《2025 零部件市场展望》，预计汽车产业价值链中增长潜力最大领域将集中在以新能源“三电”及以 ADAS 为代表的“新四化”领域。2016 年至 2025 年，电池、电力传动装置、ADAS 及传感器的市场规模存在约 10 倍的提升空间；与之相对的，排气系统、内燃机、变速箱等传统汽车零部件市场份额将在 10 年内萎缩 20%以上。面对新兴领域的快速发展，以及传统零部件市场的逐步萎缩，部分巨头选择断臂求生，如大陆、德尔福等零部件巨头逐步剥离传统动力业务，将业务发展重点转向新能源及自动驾驶；新兴企业，如宁德时代等后起之秀，则有望依托产业快速发展变革机遇，迅速切入主机厂全新的供应体系，实现快速崛起。

表 9：汽车价值链变化

汽车部件组成部分 (北美、欧洲、中国)	2016 年成本规模 (10 亿欧元)	2025 年成本规模 (10 亿欧元)	2016-2025 期间 增长率
高压电池/燃料电池	5.5	68.1	1139%
电力传动装置	1.3	13.2	921%
ADAS 及传感器	6.4	45.4	995%
电子系统	50.3	61.2	22%
汽车内饰	71.5	69.3	-3%
座椅	39.3	37.9	-4%
娱乐通信系统	46.9	43.3	-8%
车身	114.9	104.2	-9%
转向系统	15	13.5	-10%
轮毂和轮胎	22.2	19.9	-10%
车架	22.3	19.9	-10%
空调系统	12.1	10.5	-10%
刹车系统	16.3	14	-14%
排气系统	21.8	17.1	-21%
内燃机	107.1	78.5	-27%
变速器	61.3	43.7	-29%

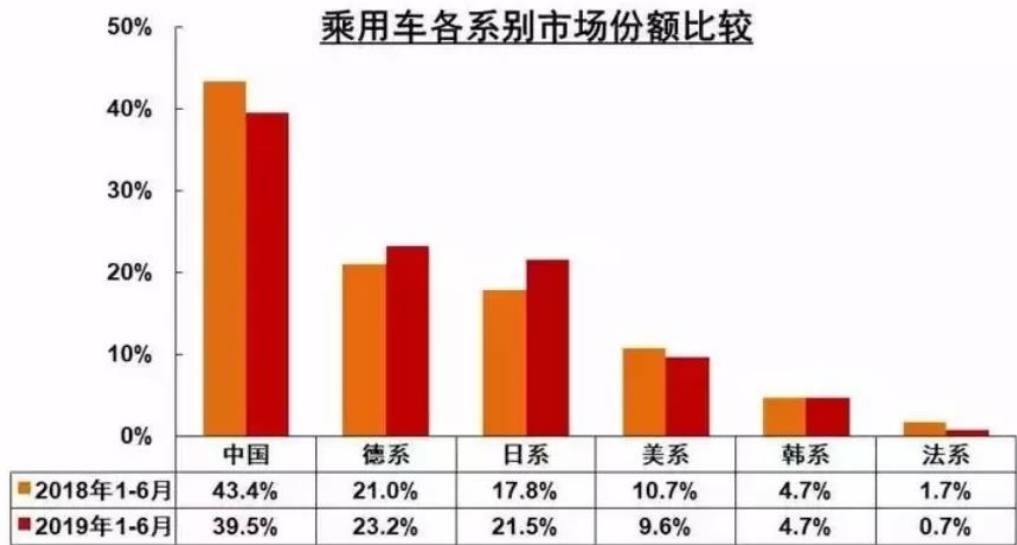
资料来源：德勤，华金证券研究所

### 三、日系和德系表现强势或是未来中长期趋势

#### (一) 品牌分化，日系、德系份额逆势而上

品牌分化明显，日系、德系份额逆势而上。2019 年车市销量继续下滑，市场容量缩小，各品牌间表现开始分化。从市场占有率上看，2019 年上半年日系和德系品牌乘用车呈现逆势增长态势，而中国自主品牌、美系和法系品牌份额均有不同程度的下降。据中汽协数据，2019 年 1~6 月，日系品牌市占率提升了 3.7 个百分点，德系品牌提升了 2.2 个百分点，增长率分别超过了 10% 和 20%。除了韩系保持不变之外，自主品牌、美系品牌和法系品牌，分别下降了 3.9、1.1 和 1.0 个百分点。其中自主品牌下降的绝对值为最大，但降幅却不到 10%；而美系和法系，降幅均超过了 10%。

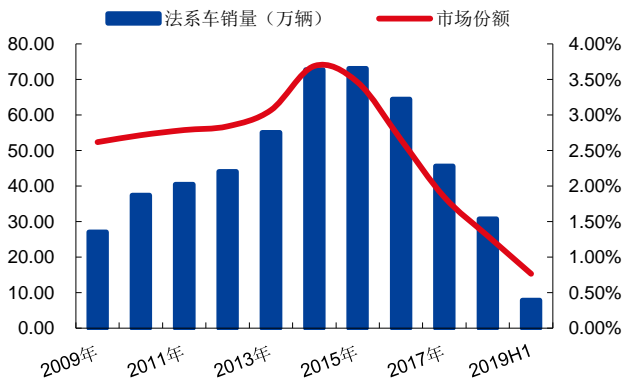
图 43: 2019H1 乘用车各国别系市场份额比较



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

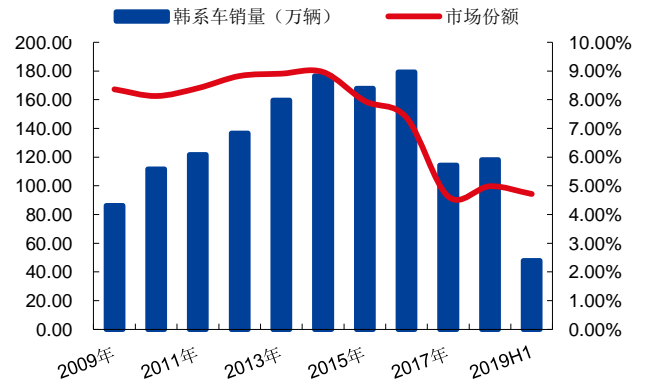
车型老旧、产品质量欠佳, 法系、韩系已被逐渐边缘化。法系车的代表品牌是标致和雪铁龙, 其优势在于底盘技术和操控性较好; 劣势在于发动机和变速箱技术老旧、产品质量问题多、外观和内饰特立独行不符合国人审美等。韩系车的代表品牌是现代和起亚, 其优势在于外形俊俏且配置丰富, 劣势在于品牌力较弱(比不上日系、德系、美系, 比下面临长城、吉利等自主品牌追赶), 且产品质量问题较多。2019年上半年, 法系车市占率已下滑至 0.7%, 韩系车份额已不足 5%, 均已处在日渐边缘化的局面。

图 44: 法系车销量及市场份额



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

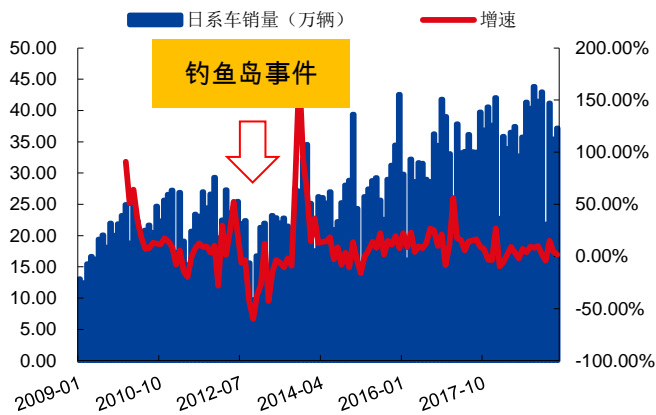
图 45: 韩系车销量及市场份额



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

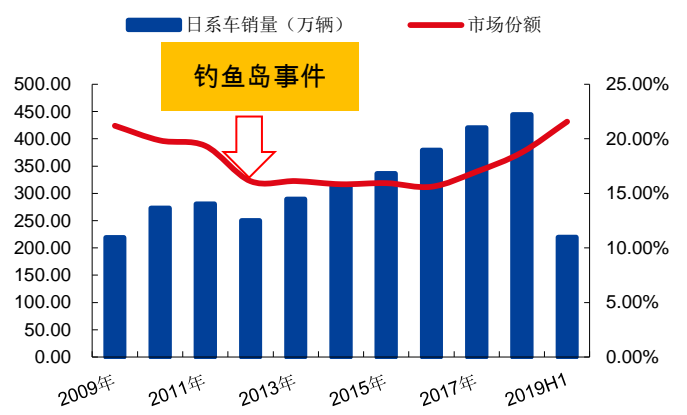
中美贸易摩擦具有反复性及长期性, 美系车市场份额或面临较长时间的调整。地缘政治博弈将对汽车销量产生重要影响, 2012年的钓鱼岛事件对日系车造成了较大的负面冲击, 尽管有着出色的品牌力与产品力, 日系车也花了近 4 年的时间才逐步收回损失的市场份额; 2016年的萨德事件对韩系车造成了“毁灭性”打击, 品牌力与产品力均较弱的韩系车至今尚未收复失地。美系车以福特、别克、雪佛兰等品牌为代表, 其优势在于空间宽敞、动力足、排量大, 但油耗高、做工较粗糙等劣势也较为明显。2019年上半年, 美系车市占率已下滑至 9.6%。经济下行阶段, 消费者买车时会更多考虑燃油经济性问题, 叠加中美贸易摩擦的反复性和长期性, 我们预计在双重压力之下美系车市场份额或面临长达数年的调整。

图 46: 日系车月销量及增速



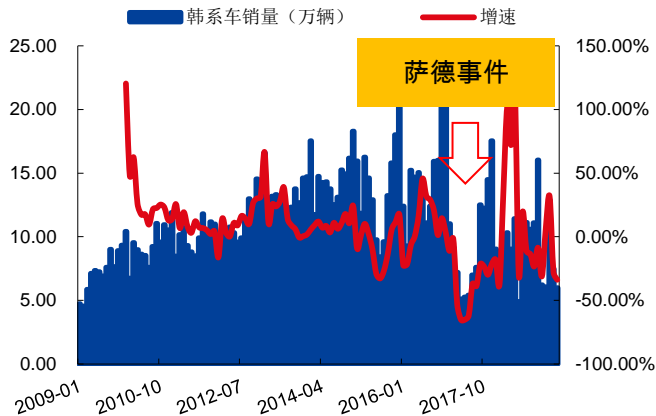
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 47: 日系车年销量及市场份额



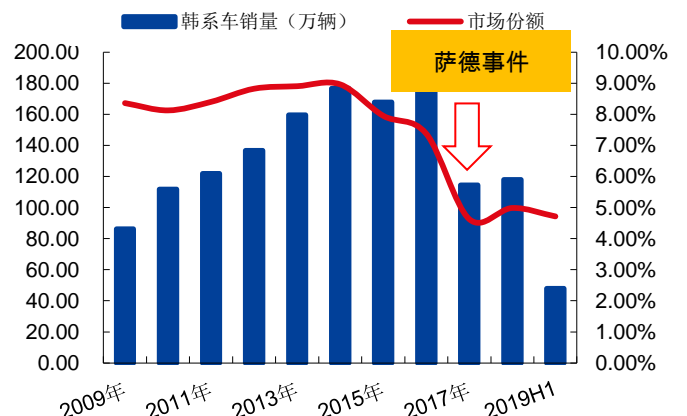
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 48: 韩系车月销量及增速



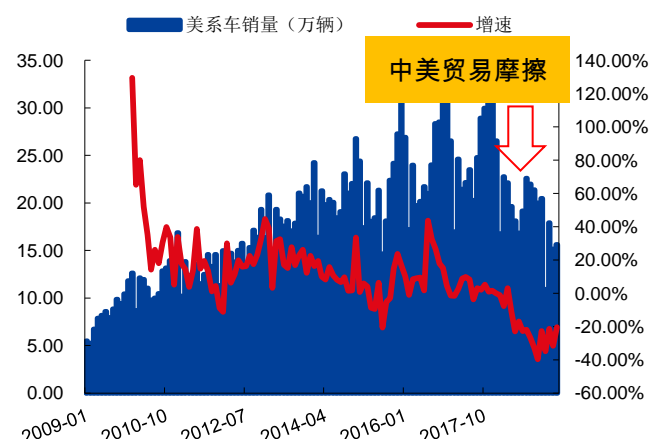
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 49: 韩系车年销量及市场份额



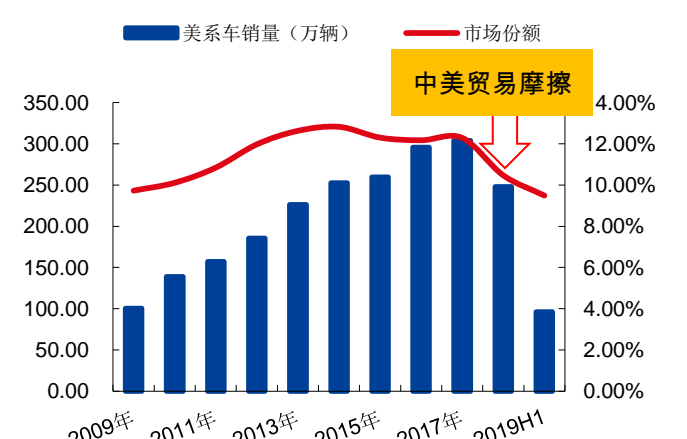
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 50: 美系车月销量及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 51: 美系车年销量及市场份额

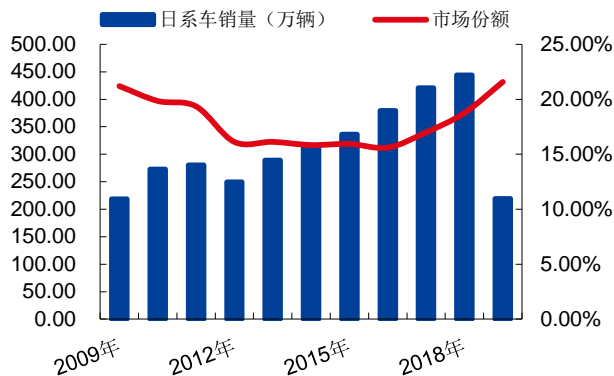


资料来源: 中汽协, 华金证券研究所



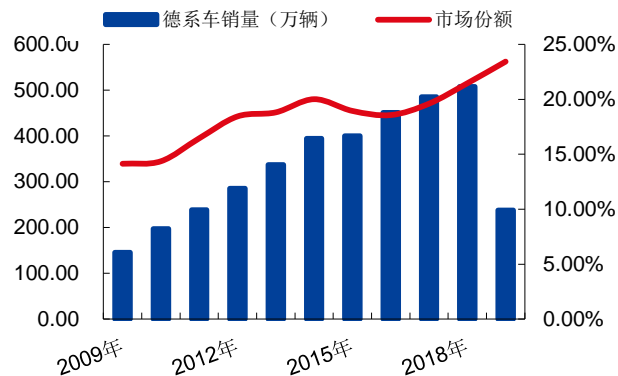
日系、德系产品与口碑出色，无明显劣势，销量表现强势、市场份额持续提升。日系车以丰田、本田、日产等品牌为代表，其优势在于产品质量可靠、省油耐用、保值率高，劣势在于车轻皮薄。德系车以大众、宝马、奔驰等品牌为代表，其优势在于品牌影响力大、技术先进、工艺精良，劣势在于价格偏贵。凭借突出的产品力与口碑，2019年上半年日系、德系销量逆势增长，市占率分别提升至21.5%和23.2%。

图 52: 韩系车月销量及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 53: 韩系车年销量及市场份额



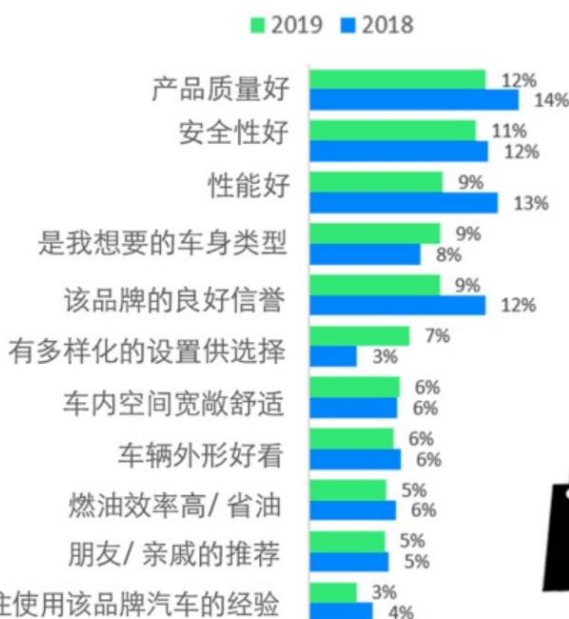
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

## (二) 综合实力突出，日系、德系有望保持强势表现

据 J.D. Power 发布的《2019 中国新车购买意向研究》，消费者购车时对以下几个因素考察比重有所提升：**质量、安全、性能、品牌、油耗**。我们分别从综合实力、车辆动力系统、品牌忠诚度、燃油经济性等指标对各国别派系的表现进行对比。

图 54: 2019 年中国消费者意向购车原因

### 中国意向购车者的购车原因



资料来源: JD Power, 华金证券研究所

**各品牌综合实力比较：日系、德系排名靠前。**据美国消费者联盟出版的《Consumer Report》，该报告收集了超过 50 万车主使用反馈，对各品牌可靠性、车主满意度、道路测试性能、安全性等四个维度进行综合评分，排名前十的汽车品牌分别是雷克萨斯、丰田、马自达、斯巴鲁、起亚、英菲尼迪、奥迪、宝马、MINI、现代。榜单前十中日系占 5 席（前四由日系包揽）、德系占 3 席、韩系占 2 席，其中雷克萨斯和丰田连续 6 年霸榜冠亚军。

图 55：2018 年美国消费者报告汽车可靠性排名

Rank	Change From 2018	Brand (No. of Models)	Least Reliable Model	Average Reliability Score	Most Reliable Model
1	↑ 1	LEXUS (6)	IS	78	GX
2	↓ 1	TOYOTA (14)	Tacoma	76	Prius C
3	↑ 9	MAZDA (6)	CX-3	69	MX-5 Miata
4	↑ 2	SUBARU (6)	WRX	65	Crosstrek
5	↓ 2	KIA (8)	Cadenza	61	Sedona
6	↑ 1	INFINITI (4)	Q50	61	Q60
7	↓ 3	AUDI (6)	A3	60	Q5
8	↓ 3	BMW (7)	X1	58	i3
9	N/A	MINI (2)	Cooper	57	Countryman
10	—	HYUNDAI (5)	Ioniq	57	Santa Fe XL

资料来源：《Consumer Report》，华金证券研究所

**动力系统实力比较：日系技术与质量领先优势较大。**发动机技术方面，美国《Ward's Auto World》对主流发动机扭矩的输出水平、NVH、技术实用性、排放和油耗水平等进行评分，发布了 2019 年全球十佳发动机排行；榜单前十中日系占 5 席、美系占 4 席、德系占 1 席。发动机可靠性方面，欧洲保险公司 ACE Limited 对 5 万多起发动机故障案例进行统计，发布了欧洲十大耐用发动机排行，榜单前十中日系占 4 席、美系占 1 席、德系占 1 席。

图 56: 2019 沃德全球十佳发动机

2019 沃德十佳发动机	
厂商发动机	车型
宝马 3.0L (B58) 涡轮增压直列六缸发动机	宝马 X5
雪佛兰 6.2L OHV V8 发动机	雪佛兰索罗德
福特 5.0L 自然吸气 V8 发动机	福特 Mustang GT/Bullitt
福特 3.0T DOHC V6 柴油发动机	福特 F-150
本田 2.0L 阿特金森循环 DOHC i-VTEC 发动机	本田雅阁混合动力车
现代 120 千瓦燃料电池/电动动力系统	现代 Nexa
现代 150 千瓦纯电动动力系统	现代 KONA EV
日产 2.0T VC-TURBO 可变压缩比发动机	英菲尼迪 QX50
丰田 2.0L 自然吸气发动机+双电机混动系统	雷克萨斯 UX 250h
克莱斯勒 3.6L DOHC Pentastar V6 发动机	道奇 Ram 1500

资料来源:《Ward's Auto World》, 华金证券研究所

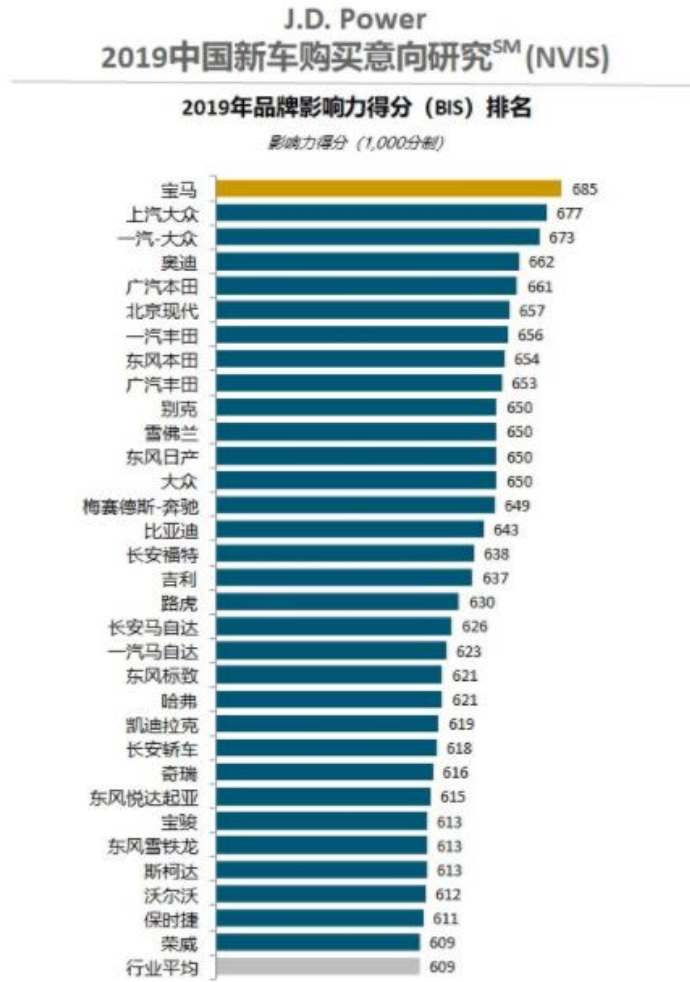
表 10: ACE Limited 欧洲十大最耐用发动机

排名	品牌	发动机故障率
1	本田	0.29%
2	丰田	0.58%
3	奔驰	0.84%
4	沃尔沃	0.90%
5	捷豹	0.98%
6	雷克萨斯	0.99%
7	菲亚特	1.18%
8	福特	1.25%
9	日产	1.32%
10	路虎	1.38%

资料来源: ACE Limited, 华金证券研究所

**品牌影响力比较:** 日系、德系在国内拥有良好的口碑, 在全球拥有较高的品牌忠诚度。JD Power 根据 1 万多名意向购车者对汽车品牌的认知和态度、具体考虑购买的品牌和车型、购车考虑因素和信息来源等, 发布的 2019 中国新车购买意向榜单中, 前二十名中德系占 6 席、日系占 6 席、美系占 3 席、韩系占 1 席、自主占 2 席。榜单前十中, 德系霸榜前四, 德系、日系合计占到 8 席。

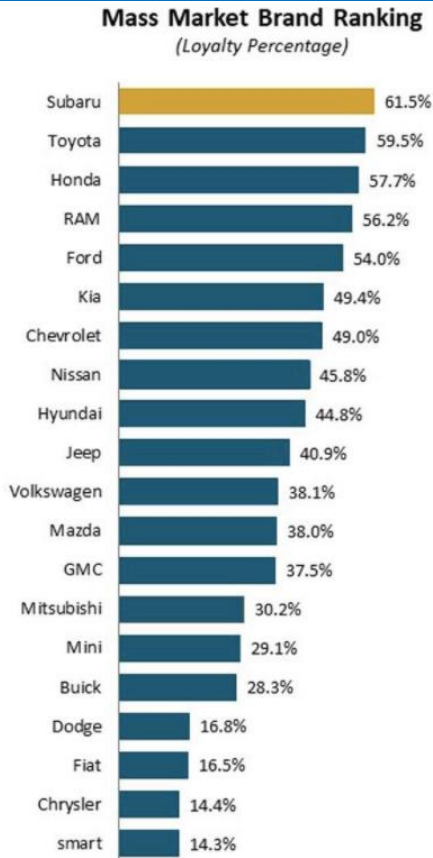
图 57: 2019 中国消费者新车购买意向



资料来源: JD Power, 华金证券研究所

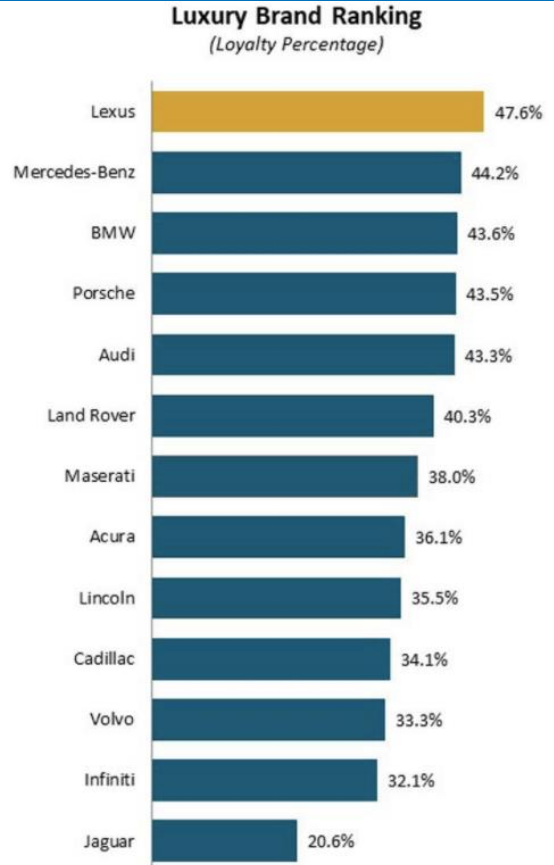
另据 JD Power 发布的汽车品牌忠诚度调查显示,大众品牌市场和奢侈品牌市场之间的忠诚度存在一定差异。大众市场前三强由日系品牌斯巴鲁、丰田及本田包揽;奢侈品牌市场第一仍由日系品牌雷克萨斯摘得,但第二到第五均由德系品牌占据。

图 58: 2019 年大众品牌市场品牌忠诚度



资料来源: JD Power, 华金证券研究所

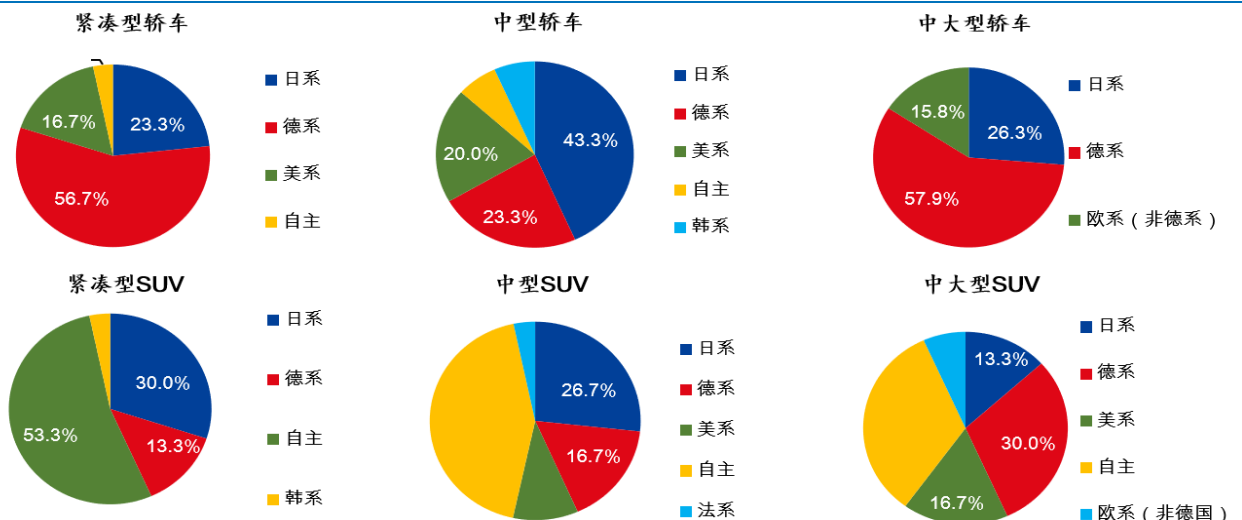
图 59: 2019 年奢侈品市场品牌忠诚度



资料来源: JD Power, 华金证券研究所

**燃油经济性对比:** 德系、日系在轿车领域拥有较为显著的低油耗优势。我们通过小熊油耗 APP 汇总了各级别乘用车油耗最低的 30 款车型,并统计各派系占比情况。在轿车领域,紧凑型、中型、中大型三个级别中,日系和德系车合计占比分别达到 80%、63%和 84.2%,显示出德系和日系车拥有较为显著的低油耗优势。在 SUV 领域,紧凑型、中型、中大型三个级别中,日系和德系车合计占比均为 43.4%,占比低于自主品牌,但仍高于美系和法系车。

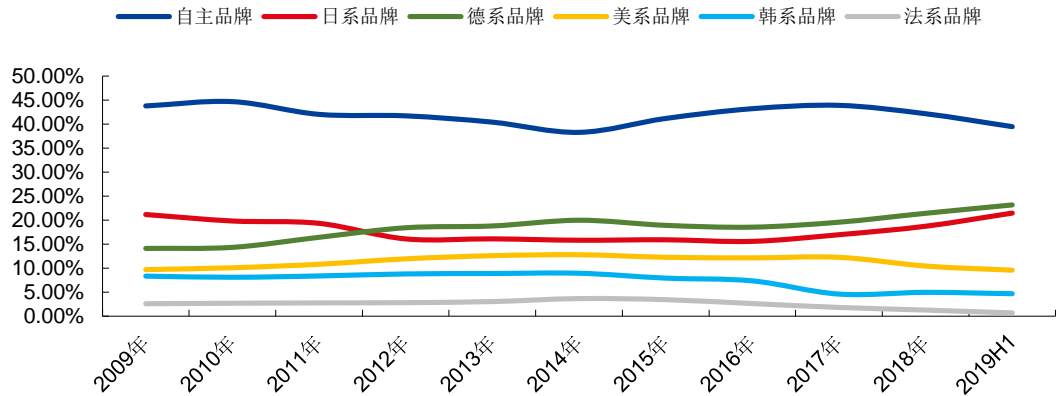
图 60: 各级别乘用车油耗最低的 30 款车型国别占比



资料来源: 小熊油耗 APP, 华金证券研究所

存量市场，品牌分化延续，看好日系、德系市场份额进一步提升。产品质量好、口碑佳是日系、德系车近年销量稳步增长甚至逆势增长的主要原因。短期（1年）我们看好日系车凭借更强的产品力与新车布局，市场份额实现对德系车的超越；中长期（3~5年），我们认为自主、日系、德系市场份额占比有望接近 40%：25%：25%，其他国别车系市场占比或仅约 10%左右。

图 61：各系乘用车市场份额



资料来源：中汽协，华金证券研究所

表 11：2009 年与 2019 年各系乘用车市场份额对比

	2009 年	2014 年	2019H1
自主品牌	43.8%	38.3%	39.5%
日系品牌	21.2%	15.8%	21.5%
德系品牌	14.1%	20.0%	23.2%
美系品牌	9.7%	12.8%	9.6%
韩系品牌	8.4%	9.0%	4.7%
法系品牌	2.6%	3.7%	0.7%

资料来源：中汽协，华金证券研究所

## 四、投资建议

在人口与经济增长放缓的大背景下，汽车行业增速降档，但随着各车企推出国六排放标准车型数量不断增多，国家减税降费、刺激汽车消费平稳增长等一系列政策效果逐步显现以及去年同期基数较低等因素综合影响，预计下半年开始汽车行业景气度有望逐步好转，行业拐点或在“金九银十”时刻到来。我们维持行业投资评级“同步大市-A”。

我们建议在当前行业处于周期底部阶段提前布局以下两条主线：

(1) 国六车型储备丰富且具有品牌优势的自主品牌龙头或日系车占比较大的整车龙头企业，重点推荐长城汽车、广汽集团，建议关注吉利汽车（H）；



(2) 为日系和德系整车配套占比大，或与智能汽车及新能源汽车产业链紧密相关，随行业回暖估值向上修复弹性大的各零部件龙头企业，重点推荐**星宇股份、福耀玻璃、银轮股份、保隆科技**，建议关注**玲珑轮胎、宁德时代**。

## 1、长城汽车（601633.SH）

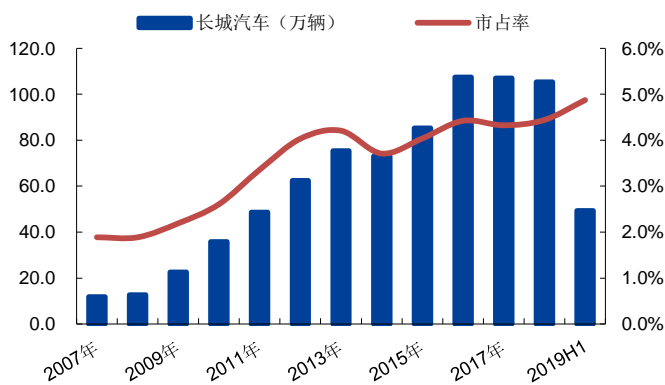
### 推荐逻辑：

- (1) 国内 SUV 行业龙头，销量已先于行业恢复至正增长；
- (2) 随行业逐步回暖，有望进入销量和利润双升通道；
- (3) 积极布局新能源及智能驾驶，发展后劲依然强劲。

**投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 0.58 元、0.68 元和 0.79 元，对应净资产收益率分别为 9.6%、10.7%和 11.6%。维持“买入-B”的投资评级。

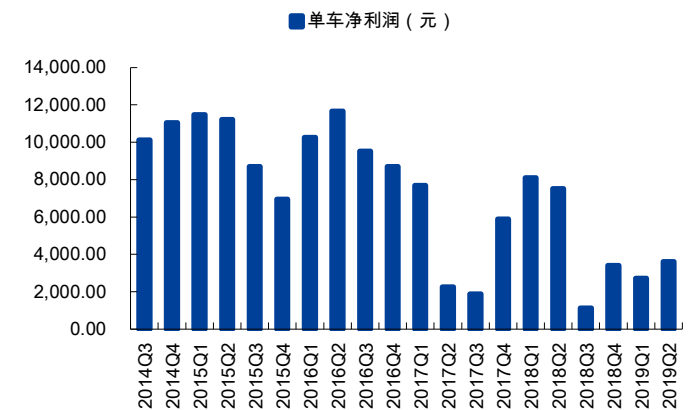
**风险提示：**汽车行业景气度复苏不及预期；公司新车型销量不及预期；公司新能源、智能驾驶技术商业化进度不及预期。

图 62：长城汽车销量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 63：长城汽车单车净利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 2、广汽集团（601238.SH）

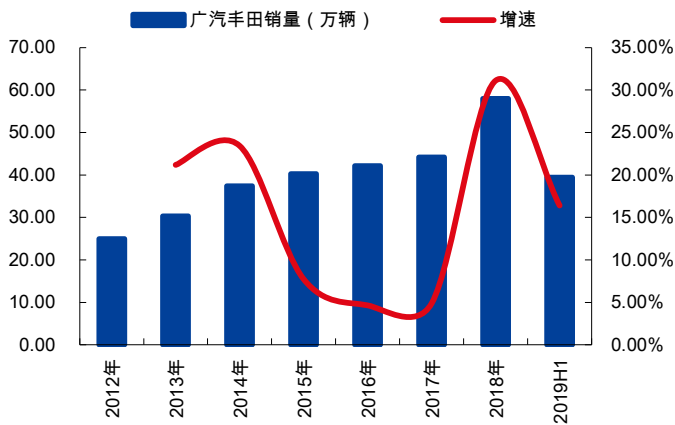
### 推荐逻辑：

- (1) 日系品牌逆势而上，旗下合资车企广汽、广汽本田表现优异；
- (2) 随着去库存完毕及新车型的上市，自主品牌销量有望企稳回升；
- (3) 当前估值处于历史底部区间，向上修复空间较大。

**投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.20 元、1.34 元和 1.48 元，净资产收益率分别为 14.5%、14.7%和 14.7%。维持“买入-B”的投资评级。

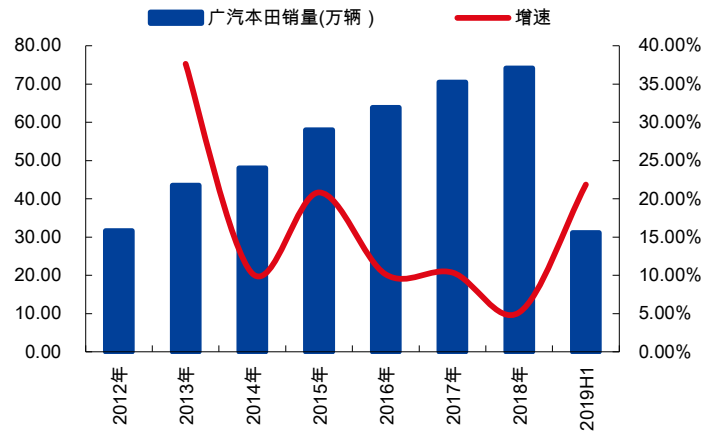
**风险提示：**宏观经济下行导致汽车销量增长不及预期；公司新车型推广不及预期。

图 64: 广汽丰田销量



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 65: 广汽本田销量



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### 3、星宇股份 (601799.SH)

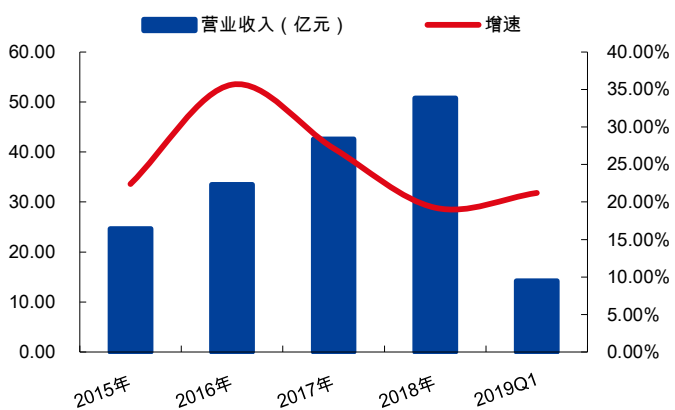
#### 推荐逻辑:

- (1) 内资车灯龙头，好行业中的好公司；
- (2) 受益于车灯 LED 化与智能化，产品结构改变有望带来毛利率水平持续向上；
- (3) 主要配套大众系，一汽大众的新品周期与佛山工厂投产带来业绩增长的高弹性。

**投资建议:** 我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 2.98 元、3.79 元和 4.68 元，净资产收益率分别为 17.1%、19.5%和 21.5%。维持“买入-A”的投资评级。

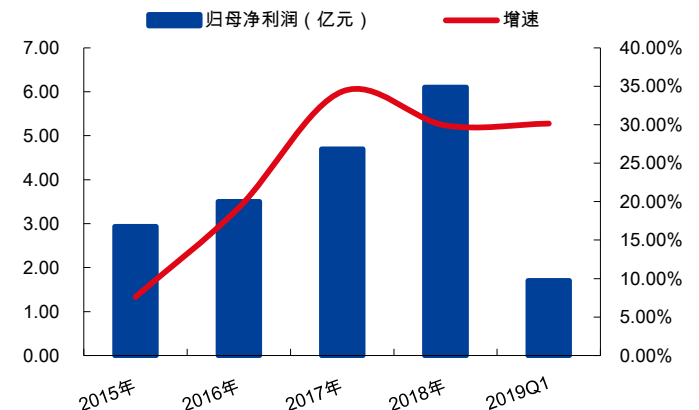
**风险提示:** LED 车灯出货量增长不及预期；公司下游客户销量增速低于预期；新工厂产能投放进度不及预期。

图 66: 星宇股份营收及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 67: 星宇股份归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 4、福耀玻璃 (600660.SH)

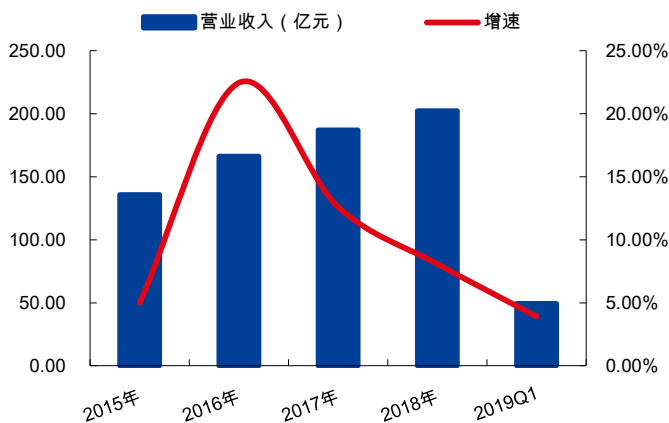
#### 推荐逻辑:

- (1) 国内汽车玻璃龙头地位稳固，业绩增长稳健；
- (2) 核心竞争优势突出，海外市场已进入收获期；
- (3) 收购德国 SAM 横向拓展产品品类，打开新的成长空间。

**投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.76 元、2.09 元和 2.41 元，净资产收益率分别为 20.1%、21.7%和 22.8%。维持“买入-A”的投资评级。

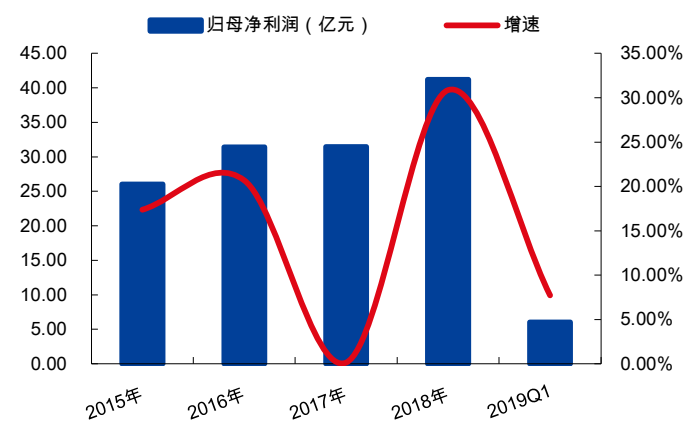
**风险提示：**国内汽车行业产销量增速不及预期；中美贸易争端加剧风险；海外工厂产能释放进度不及预期。

图 68：福耀玻璃营收及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 69：福耀玻璃归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 5、银轮股份（002126.SZ）

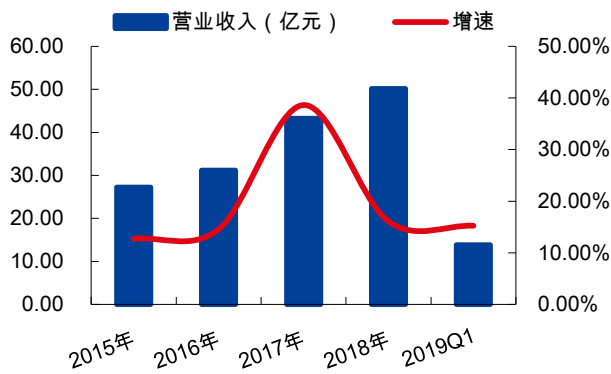
### 推荐逻辑：

- (1) 稳健成长的汽车热交换器龙头，客户由商转乘、产品由单品到总成持续拓展；
- (2) 新能源汽车热管理空间广阔，充沛的在手订单保障未来成长性；
- (3) 受益于众多省市执行国六标准，尾气处理业务有望迎来高增长。

**投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 0.52 元、0.67 元和 0.81 元，净资产收益率分别为 10.6%、12.0%和 12.8%。维持“买入-A”的投资评级。

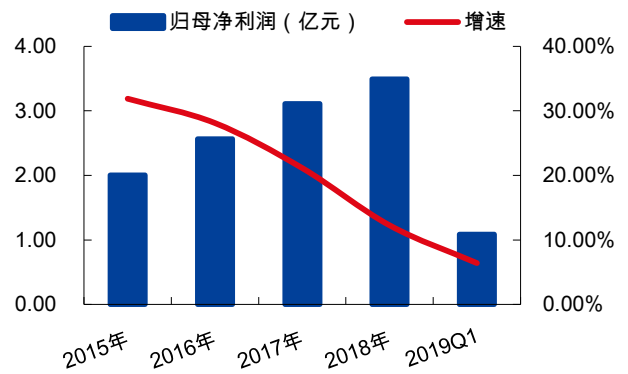
**风险提示：**重卡景气度下滑超预期；乘用车领域客户开拓速度不及预期；节能减排政策执行不及预期；新能源汽车销量增长不及预期。

图 70: 银轮股份营收及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 71: 银轮股份归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 6、保隆科技 (603197.SH)

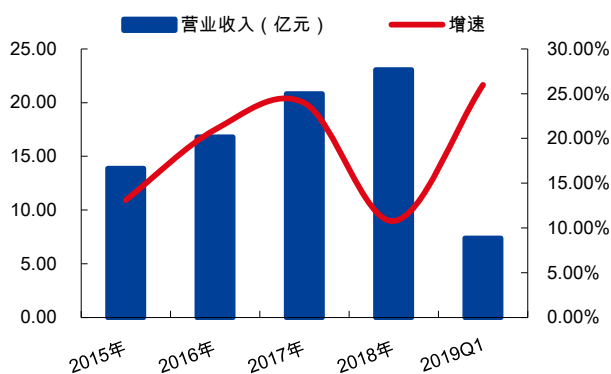
### 推荐逻辑:

- (1) 国内胎压监测系统龙头, 受益于胎压监测系统强制安装法规执行, 需求量有望大幅增加;
- (2) 汽车电子投入逐步加大, 压力传感器和 360 环视系统有望陆续量产;
- (3) 主营业务排气系统管件和气门嘴均保持稳健增长, 为汽车电子研发投入提供现金流。

**投资建议:** 我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 1.26 元、1.66 元和 1.76 元, 净资产收益率分别为 17.6%、20.2%和 18.9%。维持“买入-A”的投资评级。

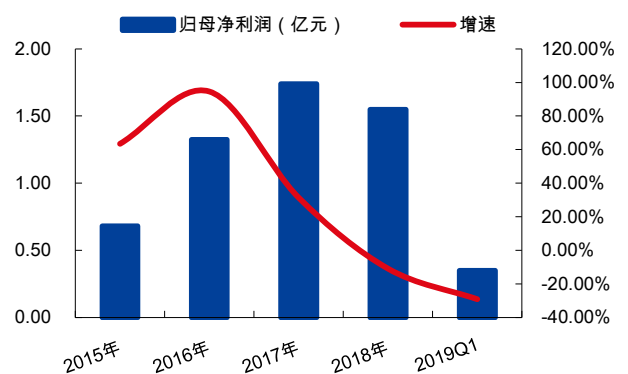
**风险提示:** 下游客户汽车产销量不及预期; 汽车电子新品落地速度不及预期; 原材料价格大幅上涨; 汇率大幅波动。

图 72: 保隆科技营收及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 73: 保隆科技归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 12: 重点推荐标的估值表

证券代码	公司名称	收盘价		EPS(元)			PE				投资评级
		2019/8/7	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
601633.SH	长城汽车	7.56	0.57	0.58	0.68	0.79	13.26	13.03	11.12	9.57	买入-B
600238.SH	广汽集团	8.43	1.07	1.20	1.34	1.48	7.88	7.03	6.29	5.70	买入-B
601799.SH	星宇股份	74.30	2.21	2.98	3.79	4.68	33.62	24.93	19.60	15.88	买入-A
600660.SH	福耀玻璃	20.98	1.64	1.76	2.09	2.41	12.77	11.92	10.06	8.70	买入-A
002126.SZ	银轮股份	7.09	0.44	0.52	0.67	0.81	16.11	13.63	10.58	8.75	买入-A
603197.SH	保隆科技	17.65	0.93	1.26	1.66	1.76	18.98	14.01	10.63	10.03	买入-A

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 五、风险提示

**1、国内经济下行的风险:** 中美贸易摩擦及美国与其它主要经济体的关税纷争, 导致全球经济增长放缓的趋势已经开始显现; 中国经济增速虽然仍远高于其他主要经济体, 但已处于近 10 年最低水平。经济增速不排除仍有下行风险, 将对汽车类可选消费造成较大影响。

**2、中美贸易摩擦加剧的风险:** 中美贸易摩擦不排除未来进一步紧张的可能, 若贸易摩擦加剧, 将使得消费者对未来收入增长预期变得悲观, 影响汽车消费的增长。

**3、政策调整的风险:** 新能源汽车补贴政策或于 2020 年全部退出, 其对新能源汽车消费的影响具有不确定性, 如叠加经济增速下行的不利因素, 抑制作用或将加剧; 目前尚未实施国六排放标准的省市, 如在明年 1 月 1 日开始跟进, 将给汽车消费带来一定的不利影响。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)