

汽车行业：斗转星移，2020谁擎自主品牌前行大旗

2019年11月21日

看好/维持

汽车

行业报告

投资摘要：

我们详细梳理了近5年一线自主品牌的车型周期和销量，发现自主品牌国内市场份额与产品周期的关系极为密切。合资品牌的品牌定位、技术能力较为成熟，拥有较为稳定的市场认知度和客户忠诚度。相反，自主品牌由于需要面对快速变化的中国乘用车消费者的习惯和关注点，不得不增大车型换代的频率，以满足消费者不断演进的需求。

2015年以来，每个自主车企销量的大幅增长，无一例外都是与前期强势产品的全新推出或大换代有关。具体到车企：上汽（荣威RX5等）、广汽（传祺GS4等）的强势周期为2016-2017年，长城为2018-2019年，长安为2014年之前（CS75、CS35等），吉利为2017-2018年（博系、新帝豪和缤系等）。

广汽传祺GS4将明显降低广汽自主品牌的产品年龄，带动销量增长。我们系统计算了当前一线自主品牌的车型加权平均年龄，发现多数位于1.5-2.5年之间，远低于合资的3-4年。2019年底广汽传祺GS4大换代之后，广汽自主的加权平均年龄将从2.6年骤降到1.6年，在一线自主中居于前列。考虑到竞品的增多，GS4未必能恢复到2016年巅峰期的33万年销量。但由于其当前基数相当低，预计2020年将有50%左右的高增长，到2022年销量或达到27万辆。

长城汽车采用了独特的车型滚动更新战术，收效很好。近年长城汽车旗下车型大换代较少。但是由于采用逐年滚动更新的办法，每年轮流更新一些重要配置，使得产品线一直保持在较为年轻的行列。2020年款哈弗H6在不换代的前提下，将中控更新为朝向驾驶员一侧的配置，有效地吸引到了市场的注意。此外哈弗H6从一个车型逐渐演化为H6/F7/M6组成的家族，共20多个车型，使得哈弗始终有产品保持市场前列。

投资策略及建议：

在新车型的带动下，我们预计广汽自主2020/2021年销量分别同比提升24%/12%，长城汽车2020/2021年销量同比增长13%/10%。建议关注广汽集团H（2238.HK）和长城汽车（601633.SH）。

风险提示：乘用车消费大幅下滑；原材料价格大幅提升。

未来3-6个月行业大事：

2019年11月下旬：

广州车展，多款重点车型发布

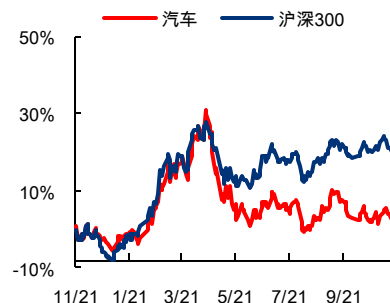
2019年12月上旬：公布11月汽车销量

行业基本资料

占比%

股票家数	167	4.5%
重点公司家数	-	-
行业市值	18824亿元	3.03%
流通市值	13885亿元	3.04%
行业平均市盈率	22.25	/
市场平均市盈率	16.88	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

1. 新车型的推出是推动自主品牌份额提升的最主要动力。

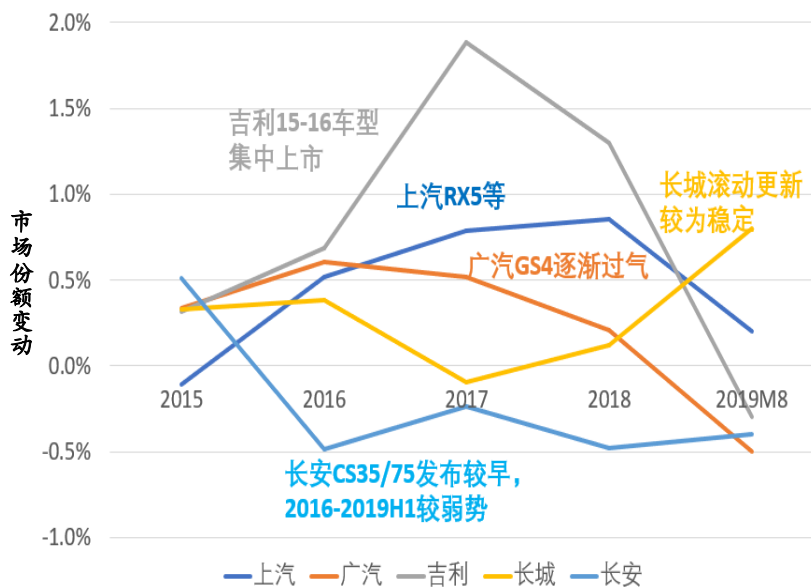
2015 年自主品牌 SUV 开始爆发以来，上汽、广汽、长城、长安和吉利这 5 家一线自主品牌的国内市场份额与产品周期的关系极为密切。合资品牌的品牌定位、技术能力较为成熟，拥有较为稳定的客户忠诚度和市场认知度。近年来，自主品牌也逐渐摆脱了仿制、逆向开发的模式。然而由于品牌和技术都还在快速变换中，叠加中国乘用车消费者的习惯和兴趣快速演进，自主车企不得不不断增大车型换代的频率，以满足消费者的需求。

自主品牌的此类供需现象的具体表现包括：

- ◆ 销量、价格只有在产品周期的前几年有机会（并不一定）表现强势
- ◆ 产品发布 2-3 年之后，即使有中期改款，销量也快速下滑
- ◆ 大多数自主品牌车型的产品周期只有 3-5 年，远低于合资的 6-8 年
- ◆ 自主车企不停迭代开发，研发、生产投入巨大，盈利艰难

具体分析 5 家一线自主品牌的国内份额变化：

图 1：一线自主品牌国内市场份额变化（正值为份额上升）



资料来源：乘联会；东兴证券研究所

上汽集团：经过此前多年积累，2015 年获得全新定位的荣威、MG（名爵）两个品牌的多个车型开始推出。新定位的荣威和 MG 逐渐摆脱了此前笨重、高油耗的形象，与阿里合作的斑马系统也成为了新一代互联网汽车的标志。随着 RX5（含后续的插混、纯电版）、MG3 和 e550（ei6）等多个车型的推出，上汽的景气周期一直持续到 2018 年。2018H2 起由于 RX5 等主力车型逐渐变老，加上新推出的 MG EZS，荣威 RX8 等车型偏小众，上汽自主的份额开始萎缩。

广汽集团：2014 年广汽 GS4 惊艳推出，销量暴增，增长一直持续到 2017 年。后续广汽推出的 GS8 和 GS7 等仅维持了不到一年的热度，销量就大幅下滑。GS5 由于与 GS4 区别不大，也未能完全弥补 GS4 产品变旧后失去的份额。因此，我们观察到广汽自主的份额在 2017 年达到顶峰之后就随着主力产品的过气而逐渐下滑。2019 年底广汽第二代 GS4 推出，叠加 Aion S 新能源家轿/GM6/GM8 的持续好评，我们认为有望帮助广汽收复失地。

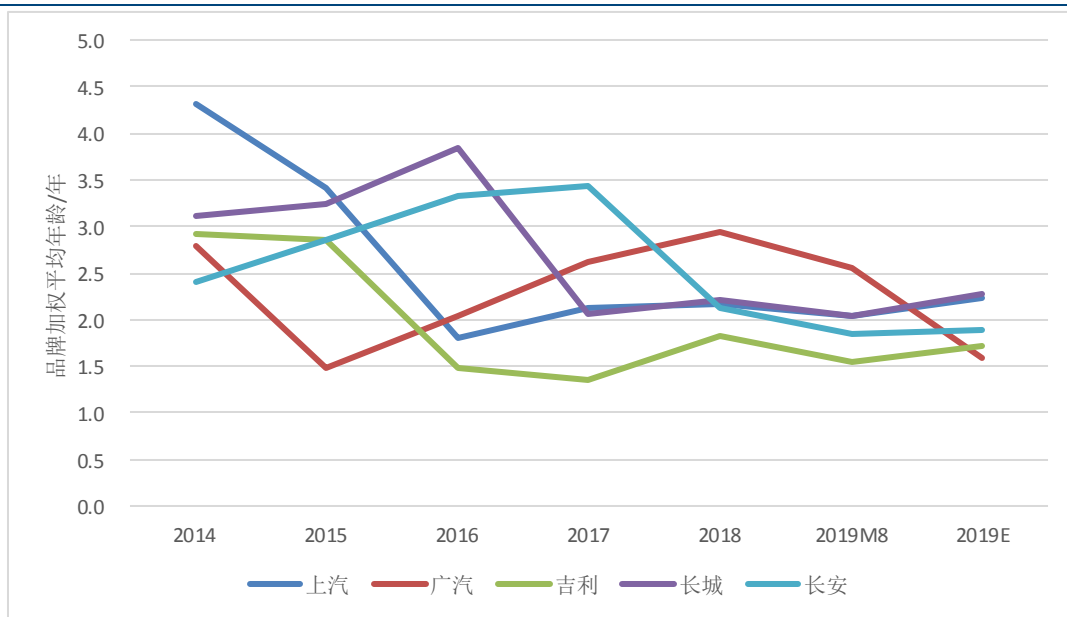
长城汽车：长城采用了较为独特的滚动换代策略，市场份额一直稳中有增。长城把哈弗 H6(含 H6 Coupe) 几乎打造成了一款品牌，截止目前共有 21 个配置在售，始终保持部分车型处于市场最新的地位。此外长城从较老的 H6 车型衍化出了 F7/F7x/M6 等车型，有效地利用 H6 的口碑吸引了需求相近又希望有更多个性化的消费者。

长安汽车：长安自主品牌的 CS75/35 早在 2013 年便已推出，市场反响良好，热度一直持续到 2015 年。2016 年之后主力车型变旧，中高端车型(CS95/85 等)无力与外资竞争，仅有 CS55 取得了不错的销量。因此我们看到长安自主的市场份额在 2016 年开始大幅下滑。2019 年随着 CS75PLUS/CS35PLUS 的推出，份额有望反弹。

吉利汽车：早年的吉利低端车系众多。2015 年后半段起，随着博系(博瑞/博越)和新帝豪等全新一代产品的推出，吉利进入了史无前例的产品强周期。这个周期在 2017 年之后被缤系(缤瑞、缤越)新产品进一步加强。2019 年之后随着 2015 年开始那一批车型变旧，吉利的份额也开始下滑。

我们系统地统计了 5 家一线自主品牌 2015 年以来的产品新旧程度，以各车型推出的时间作为变量，以当年销量为权重加权平均，得到如下结果：

图 2：一线自主品牌加权平均年龄



资料来源：各车企官网；乘联会；东兴证券研究所

结合两图可以观察到，各品牌产品加权年龄出现大幅下降（新车型推出/大换代）之后，随后的年份市场份额都有明显提升。产品集中换代的具体年份，上汽、广汽为 2014-2015 年，长城为 2016-2017 年，长安为 2014 年之前，吉利为 2015-2016 年。

2. 关注产品更新的广汽和长城

广汽集团：广汽传祺的产品周期将在 2019 年底随着二代 GS4 的推出而更新，品牌加权平均年龄将从 2019 年中的 2.6 年大幅降低到 1.6 年，明显新于所有竞争对手。新 GS4 的内饰和电子设备都有了明显更新。我们预计 2020 年新 GS4 销量达到 20 万辆，同比大幅增长 50%。产品周期峰值销量达到 27 万辆，接近此前 1 代 GS4 的高点。由于 GS4 在广汽的销量中占比很大，我们认为 GS4 的换代将明显带动广汽传祺的销量大幅提升，预计 2020/2021 年分别同比提升 22%/9%。此外，广汽新能源的 Aion S 定位精确，切中大空间、长续航的 A/B 级纯电动轿车市场，后续销量有望持续增长。我们预计广汽自主 2020/2021 年销量分别同比提升 24%/12%。

图 3: 广汽传祺第二代 GS4（2020 款）仪表盘和中控



资料来源：公司官网；东兴证券研究所

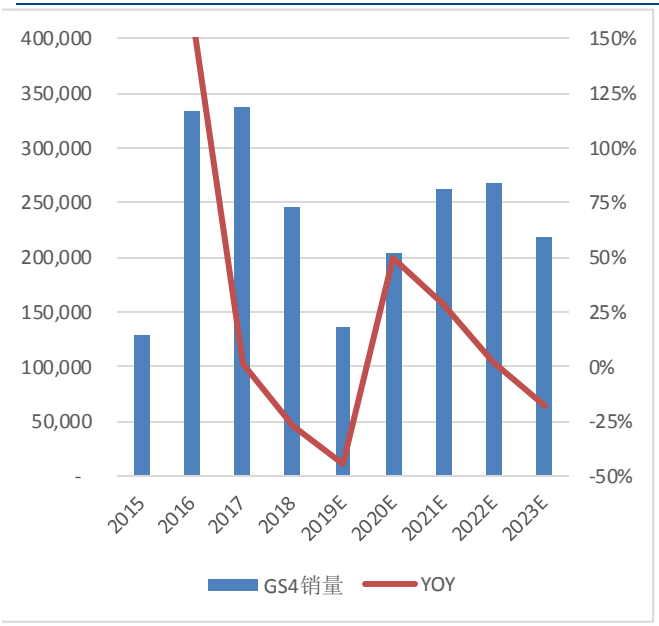
图 5: 广汽传祺 GS4 历年销量及预测

图 4: 广汽传祺第一代 GS4（2019 款）仪表盘和中控

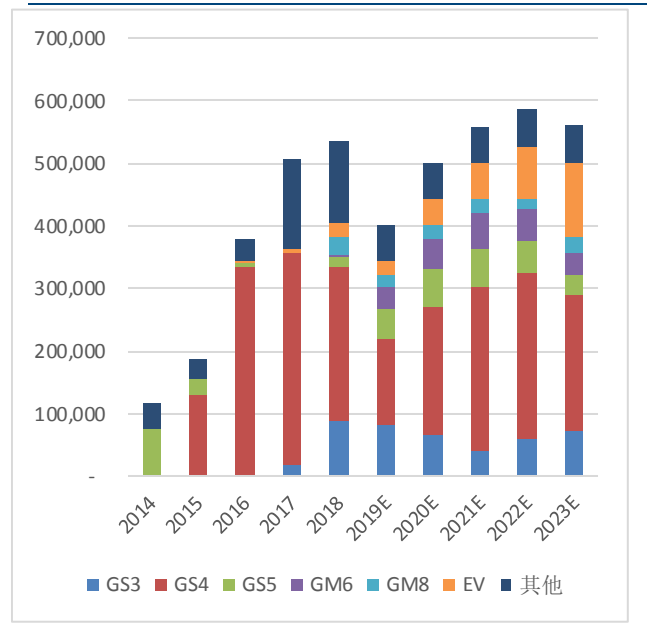


资料来源：汽车之家；东兴证券研究所

图 6: 广汽自主销量结构及预测



资料来源：乘联会；东兴证券研究所



资料来源：乘联会；东兴证券研究所

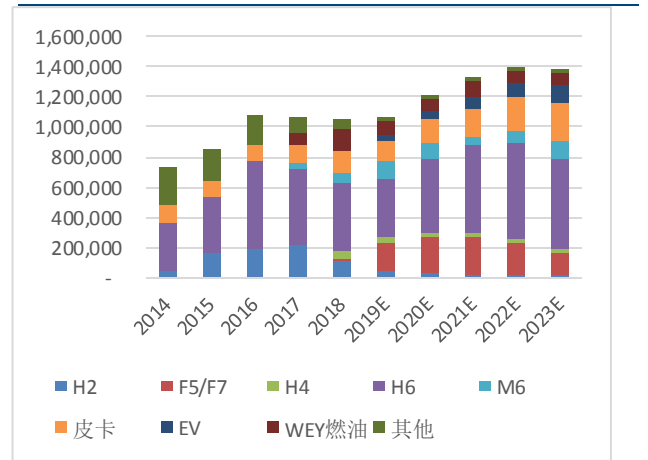
长城汽车：长城哈弗的 H6/F7/M6 几个车型互为补充，滚动更新，取得了良好的效果。2020 年款哈弗 H6 同样是在不换代的前提下进行了显著更新。其中中控变成了偏向驾驶员一侧的设计，而动力方面增加了 2.0T 的配置，改善了此前“小马拉大车”的情况。我们预计长城汽车的市场份额将稳中有增，H6/F7/M6 继续维持品牌销量中坚的地位，受产品周期的影响较小。预计长城汽车 2020/2021 年销量同比增长 13%/10%。

图 7: 2020 款长城哈弗 H6 中控



资料来源：汽车之家；东兴证券研究所

图 8: 长城汽车销量结构及预测



资料来源：乘联会；东兴证券研究所

3. 结论

自主品牌产品周期是影响销量的最主要因素。车企只有推出较新的产品，才有可能带动品牌销量增长。结合 2019 年下半年自主品牌新品推出的情况，我们认为广汽集团和长城汽车的自主品牌在未来 2 年销量将有明显提升。建议关注广汽集团 H (2238.HK) 和长城汽车 (601633.SH)。

4. 风险提示：

乘用车消费大幅下滑；

原材料价格大幅提升。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	长城汽车 (601633): “马太效应”加剧, 哈弗吸收尾部分额	2019-11-08
公司	广汽集团 (2238.HK): 日系增羽翼, 自主换新颜	2019-10-17

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车零部件行业研发、管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。