

# 汽车行业2020年投资策略

## 行业稳定发展，关注结构性机会

西南证券研究发展中心  
汽车研究团队  
2019年11月

# 核心观点

- **乘用车**：我们判断国内乘用车市场进入中低速发展阶段，乘联会预测2020年国内乘用车销量同比增速为1%。基于行业中低速增长阶段以及行业竞争加剧的前提下，产品折扣对于销量的刺激越发重要，这意味着车企的销量与利润往往很难同时兼顾，因此我们认为对于车企竞争力的判断，不应该仅仅停留在单纯的车型周期上面，企业的控本能力与空间同样愈发重要，关注车企在产品端和成本端的边际变化将是衡量其总体竞争力的两大核心。建议关注：长安汽车、长城汽车。
- **新能源汽车**：合资和外资品牌新车型的逐步投放有望刺激部分需求，从而带动国内新能源乘用车销量的稳步提升，我们预计2019~2021年国内新能源乘用车销量分别为102/126/149万辆。合资品牌车型进入密集投放期，国内新能源汽车市场的竞争进一步加剧，自主品牌与造车新势力的将面临更为严峻的竞争。综合行业销量与竞争格局的边际变化，建议重点关注新能源汽车产业链标的爱柯迪、拓普集团、精锻科技等。
- **商用车**：（1）客车：基于年内销量透支以及客户趋于理性的采购行为的判断，同时考虑到2021年补贴全部退出的规划，2020年年底有望迎来最后一波抢装，2020年新能源客车有望迎来销量大年。行业格局向好，龙头有望强者恒强。（2）重卡：行业景气度持续，相关标的有望受益。建议关注：宇通客车、中国重汽。
- **投资建议**：行业增速放缓，建议关注结构性机会：（1）乘用车：长安汽车（000625）、长城汽车（601633）；（2）零部件：爱柯迪（600933）、拓普集团（601689）、精锻科技（300258）；（3）商用车：宇通客车（600066）、中国重汽（000951）。
- **风险提示**：汽车产销不及预期、新能源汽车补贴不及预期等风险。

# 目 录

---

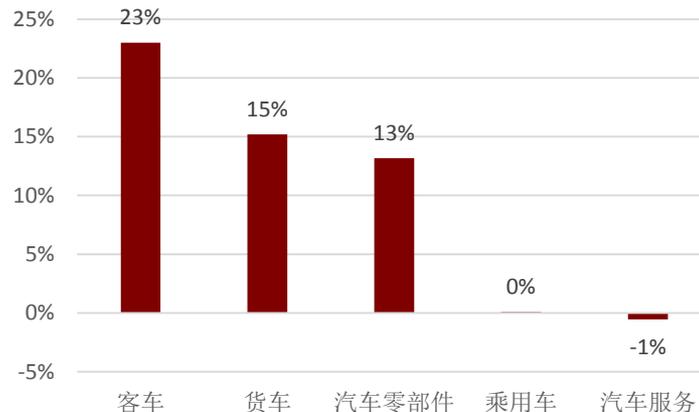
- ◆ **2019年行业回顾**
- ◆ **乘用车：产品与成本并重，关注边际变化**
- ◆ **新能源汽车：行业竞争加剧，关注产业链机会**
- ◆ **商用车：重卡景气度维持，客车需求企稳**
- ◆ **2020年投资策略及重点推荐标的**

# 2019年行业回顾：汽车指数总体低迷，结构行业仍旧存在

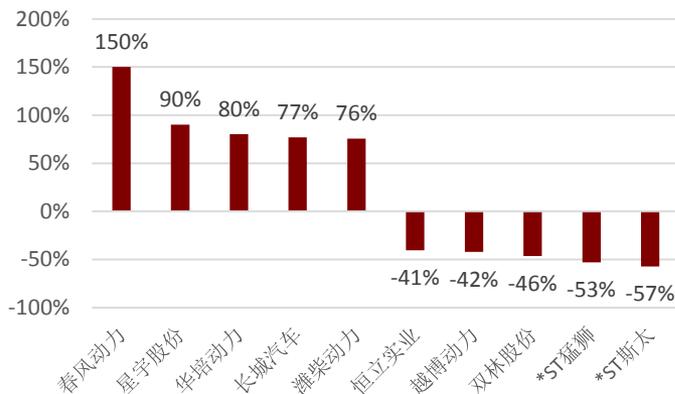
## 汽车指数相对沪深300走势



## 汽车子行业二级市场涨跌幅



## 汽车行业涨跌幅前五个股

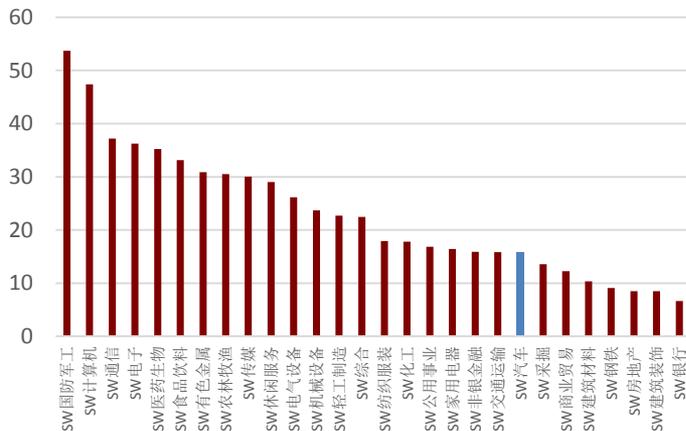


数据来源: Wind, 西南证券整理

- 2019年初截至11月20日申万汽车指数上涨7%，跑输沪深300指数约25个百分点。
- 2019年初截至11月20日客车、货车、汽车零部件、乘用车子行业表现为上涨，涨幅分别为23%、15%、13%、0.1%，汽车服务子行业表现为下跌。
- 期间板块内涨幅最大的为春风动力 (+150%)、星宇股份 (+90%)、华培动力 (+80%)；跌幅最大的为\*ST猛狮 (-53%)、\*ST斯太 (-57%)。

# 2019年行业回顾：汽车行业估值处于底部

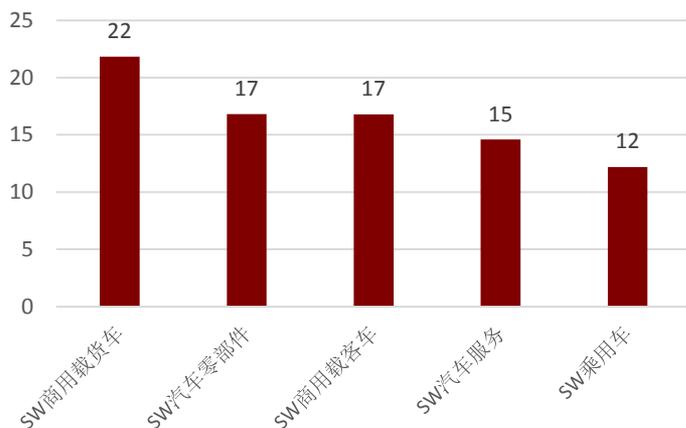
## 申万一级行业市盈率（TTM整体法）



## 申万汽车市盈率



## 申万汽车子行业市盈率（TTM整体法）



- 横向看：汽车行业PE(TTM)为15倍，在申万行业中处于中下水平。
- 纵向看：汽车行业估值于2018年底筑底，2019年初随着行业复苏预期的提升，行业估值有所恢复。
- 从子行业来看，货车板块（22倍）的市盈率最高，乘用车板块（12倍）的市盈率最低。

数据来源：Wind，西南证券整理

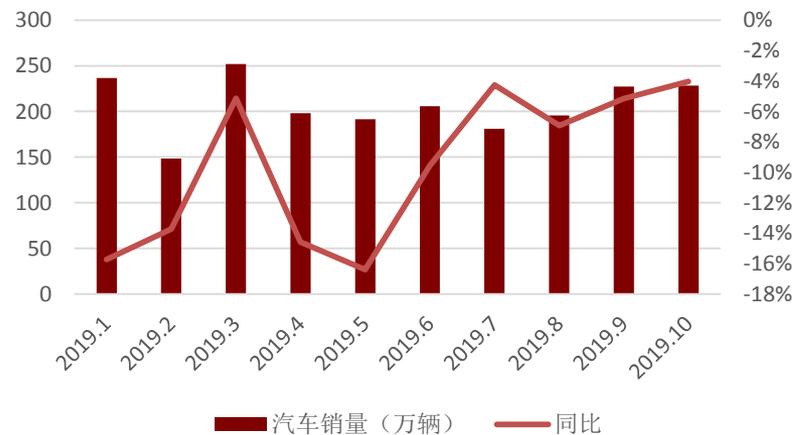
## 2019年行业回顾：行业销量低迷，降幅逐步收窄

- ❑ 2019年1-10月份国内汽车销量为2065万辆，同比下滑10%。
- ❑ 2019年受国内经济下行、排放标准切换、行业去库存等多方面影响，国内汽车销量总体低迷。2019年上半年受国五升国六影响，乘用车行业总体处于去库存阶段，批发销量持续低迷。进入下半年国五车型去库完毕，行业进入加库存周期，批发销量同比降幅收窄明显。考虑到年底车企冲量、低基数等因素影响，预计批发销量有望进一步回暖。

### 汽车行业历年销量情况



### 2019年汽车月度销量情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 目 录

---

- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 乘用车：产品与成本并重，关注边际变化
- ◆ 新能源汽车：行业竞争加剧，关注产业链机会
- ◆ 商用车：重卡景气度维持，客车需求企稳
- ◆ 2020年投资策略及重点推荐标的

# 乘用车：以史为鉴，国内汽车销量增长未到顶峰

---

复盘日本汽车的发展历史，可以总结出以下结论：

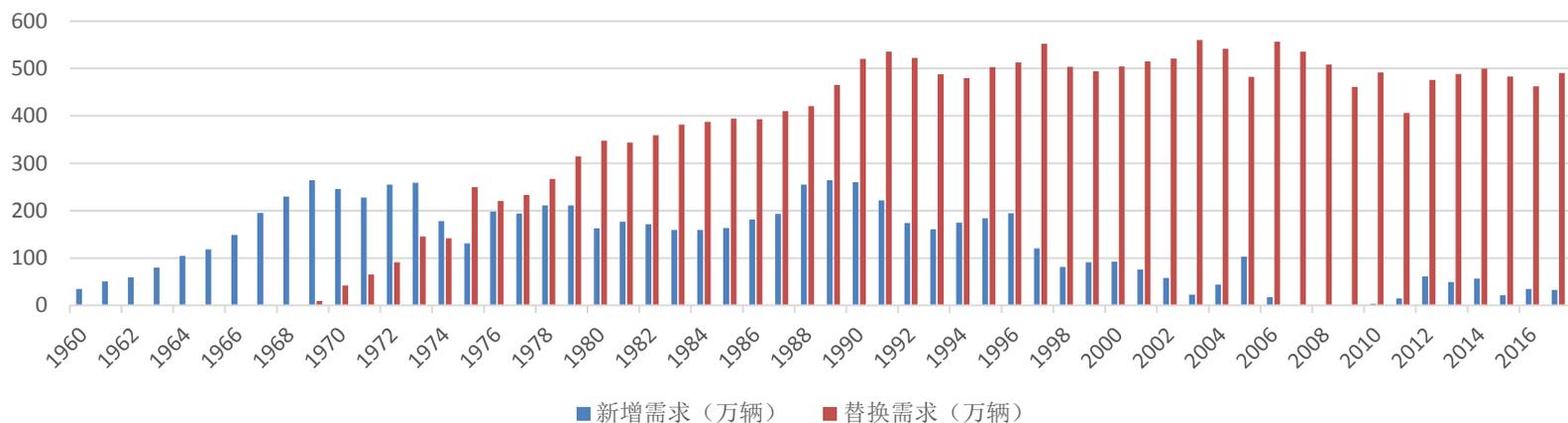
- (1) 乘用车作为可选消费品，其发展与经济的发展高度相关；
- (2) 细分来看，日本乘用车的发展可以分为以新增需求为主的高速发展阶段，更替需求与新增需求并存的中速发展阶段，以及完全以更替需求为主的平稳阶段。具体表现为：
  - 第一阶段：随着经济的高速发展，对于汽车的需求快速提升，表现为汽车销量、保有量与经济发展均保持高速增长。日本1970年之前为该阶段。
  - 第二阶段：随着经济增速的放缓以及人均汽车保有量的提升，消费者新增需求放缓，表现为保有量、销量与经济增速保持中速增长，年销量将于该阶段达到顶峰。1970~1990年日本汽车产业处于该阶段。
  - 第三阶段：随着经济增速的进一步放缓以及人均保有量进一步提升，消费者新增需求持续降低，更替需求完全主导，表现为经济与保有量平稳，年销量出现较大程度波动，汽车产业完全走入成熟期。1990年之后日本汽车产业处于该阶段。

# 乘用车：以史为鉴，国内汽车销量增长未到顶峰

## 日本汽车历年销量发展



## 日本汽车销量历年更新需求与替换需求拆分



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 乘用车：以史为鉴，国内汽车销量增长未到顶峰

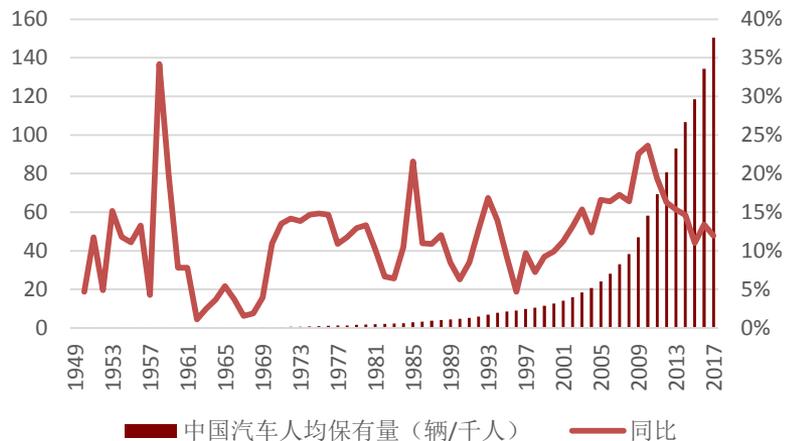
□ 中长期中国汽车产业发展仍有空间。对比日本汽车产业的发展历史，中国汽车产业发展较晚，并且由于中国具有更大的人口规模和国土面积，中国汽车产业发展具有更长的周期。当前中国汽车产业的发展呈现以下特征：

(1) 人均保有量以及人均GDP仍旧保持着中高速发展，且人均保有量基数仍旧不高；

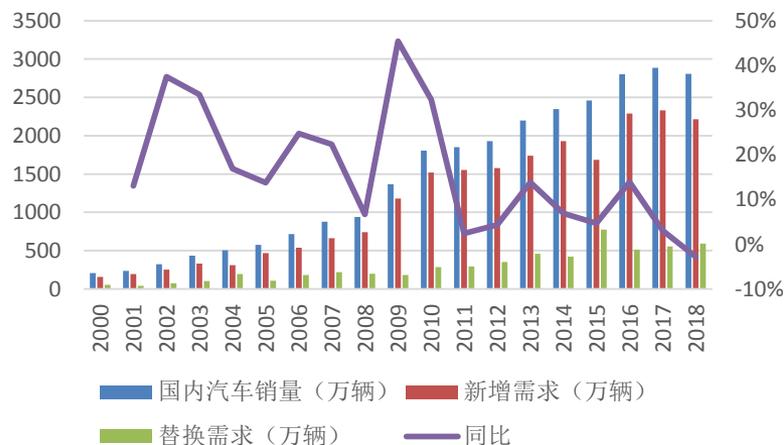
(2) 分结构来看，目前中国汽车产业仍旧是以新增需求为主导的市场。

参考日本汽车产业的发展历史，我们认为当前中国汽车产业的发展处于日本汽车产业发展的第二阶段初期，随着人均保有量的提升以及经济的持续增长，中国汽车产业将逐步转换为以替换需求为主的阶段，乘用车市场中长期来看仍旧有增长空间，并进入中低速发展阶段。但是在这个阶段汽车作为可选消费品的可选属性将被进一步增强，宏观经济对于短期需求影响较大。根据乘联会预测2020年乘用车销量同比增长1%，仍旧有一定压力。

## 中国汽车人均保有量情况



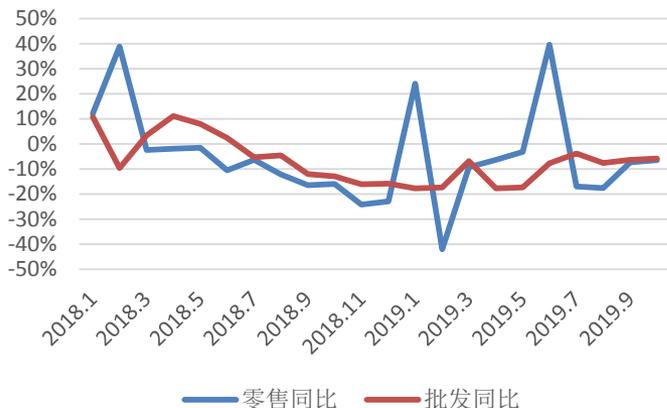
## 中国汽车销量新增需求与替换需求拆分



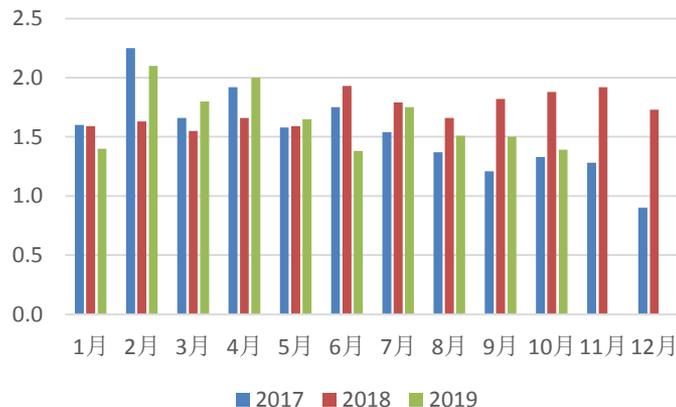
数据来源：Wind，西南证券整理

# 乘用车：以史为鉴，国内汽车销量增长未到顶峰

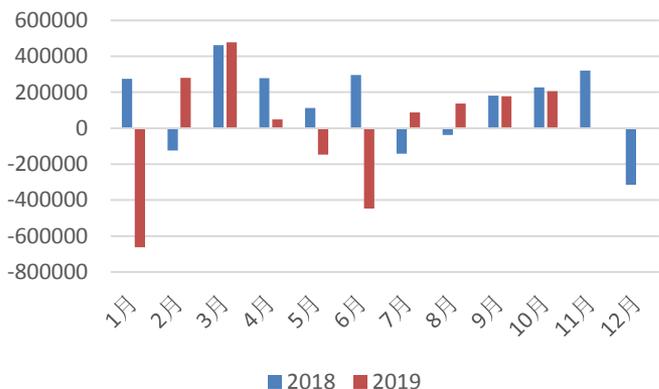
## 2018年至今汽车销量变动情况



## 库存系统变动情况



## 2018年至今库存变动情况 (辆)



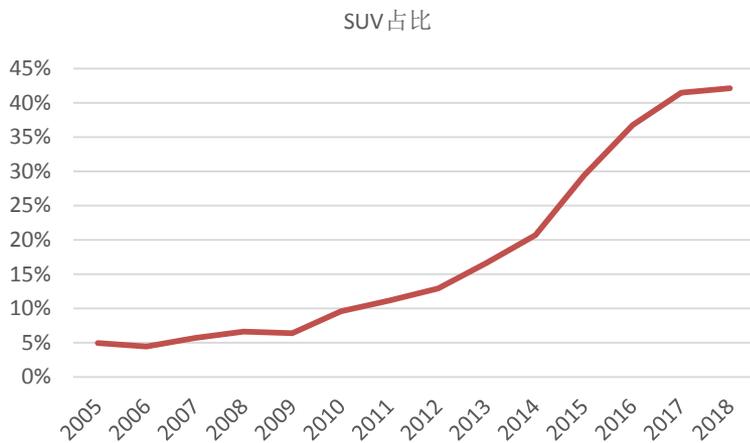
- 短期来看，需求端受国六影响，同比数据波动较大，但截至2019年10月份，需求端仍旧疲软。库存方面，行业经历了主动去库、被动去库、主动加库的过程，目前库存较去年更为健康。
- 参照当前车企的全年目标完成率，年末仍旧有压库动力，预计批发销量短期有望持续回暖。

数据来源：Wind，西南证券整理

## 乘用车：行业竞争趋于白热化

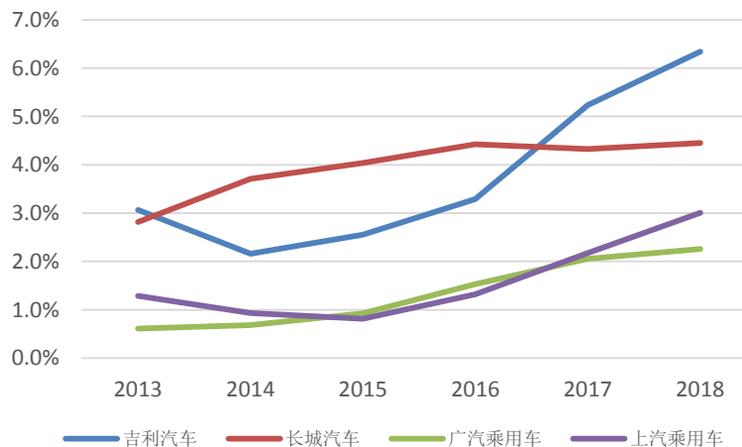
- 在中国SUV红利中，自主品牌凭借快速反应迅速成长起来，并在15万元以下的SUV市场占有一席之地。并涌现出长城汽车、吉利汽车、上汽乘用车、广汽乘用车、长安汽车等能够代表自主品牌的车企，凭借此次SUV红利市占率稳步提升。

### 国内SUV销量占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

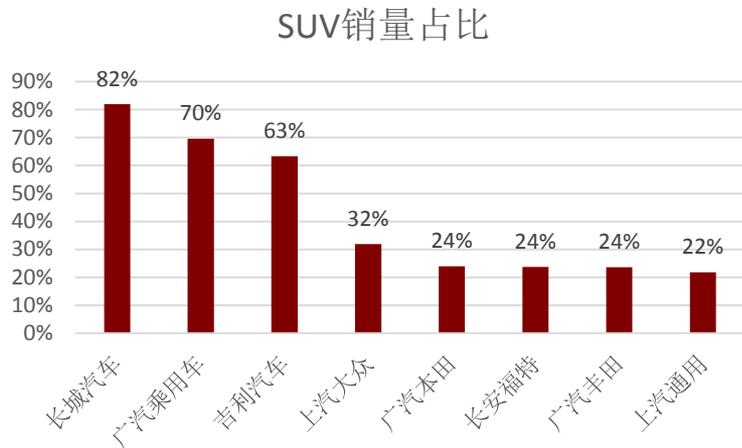
### 主流自主品牌市占率情况



## 乘用车：行业竞争趋于白热化

- 当前SUV销量占比超过40%，不再存在大幅度提升占比的空间。合资品牌逐渐弥补SUV短板，SUV市场竞争进一步加剧。例如大众品牌的途岳、探歌、探岳；雪佛兰沃兰多等。
- 合资品牌拟持续加大国内SUV市场的开拓，其中大众发布5年规划，计划到2025年中国市场SUV销量占比达到56%。日系品牌发挥双体系战略，广汽丰田将上市荣放兄弟车型威兰达，广汽本田上市CRV兄弟车型皓影。
- 随着合资品牌在SUV领域的产品线逐步完善，乘用车市场的竞争格局将进一步加剧。

### 主流厂商SUV占比情况 (2019.1-10)



数据来源：Wind，西南证券整理

### 合资品牌逐步补充SUV产品线

厂商	2018上市SUV
上汽大众	途岳
一汽大众	探歌
一汽大众	探岳
上汽通用	沃兰多
广汽丰田	CHR
一汽丰田	奕泽
长安马自达	CX8

# 乘用车：行业竞争趋于白热化

## 大众集团SUV销量占比规划



## 国内SUV新车规划

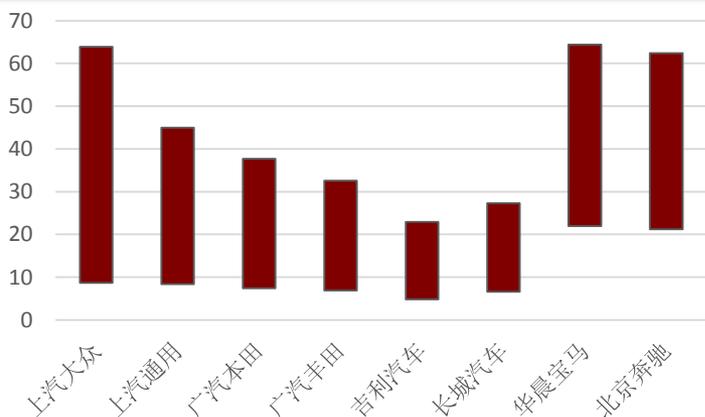
厂商	规划车型
上汽通用	昂科旗、开拓者
广汽丰田	威兰达
广汽本田	皓影
长安福特	锐际、林肯国产
长城汽车	全新平台SUV
吉利汽车	lcon, VX11
一汽大众	探影

数据来源：大众集团官网，汽车之家，西南证券整理

## 乘用车：行业竞争趋于白热化

- 现有格局下，在产品定位上合资与自主品牌有明显的区分：
- （1）轿车领域以合资品牌为主，豪华品牌低端车型进入合资品牌主力车型售价区间；
- （2）SUV领域，自主品牌集中在5~15万售价区间，其中主力紧凑型车型集中在10~15万区间，合资品牌主力车型的售价区间更高，目前随着合资品牌SUV产品的逐步完善，其产品线开始下探，逐步冲击自主品牌的主力市场，如大众的捷达品牌。

### 主流厂商产品价格区间（万元）



### 合资品牌产品线逐步下沉



数据来源：Wind，西南证券整理

## 乘用车：产品与成本并重，关注边际变化

- ❑ 基于行业中低速增长阶段以及行业竞争加剧的前提下，产品折扣对于销量的刺激越发重要，这意味着车企的销量与利润往往很难同时兼顾，因此我们认为对于车企竞争力的判断，不应该仅仅停留在单纯的车型周期上面，企业的控本能力与空间同样愈发重要，关注车企在产品端和成本端的边际变化将是衡量其总体竞争力的两大核心。
- ❑ 产品端：基于对车企现有产品布局的分析，判断新一轮新车周期的强弱；是否具有细分领域的明星车型，对于加剧竞争环境下的生存至关重要；产品差异化能够在更加细分的领域打开市场。
- ❑ 成本端：供应链价格的压价空间；企业管理效率的水平；在消费者能够接受的情况下进行合理减配。
- ❑ 建议关注边际变化的弹性乘用车整车标的：长安汽车、长城汽车。



# 目 录

---

- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 乘用车：产品与成本并重，关注边际变化
- ◆ 新能源汽车：行业竞争加剧，关注产业链机会
- ◆ 商用车：重卡景气度维持，客车需求企稳
- ◆ 2020年投资策略及重点推荐标的

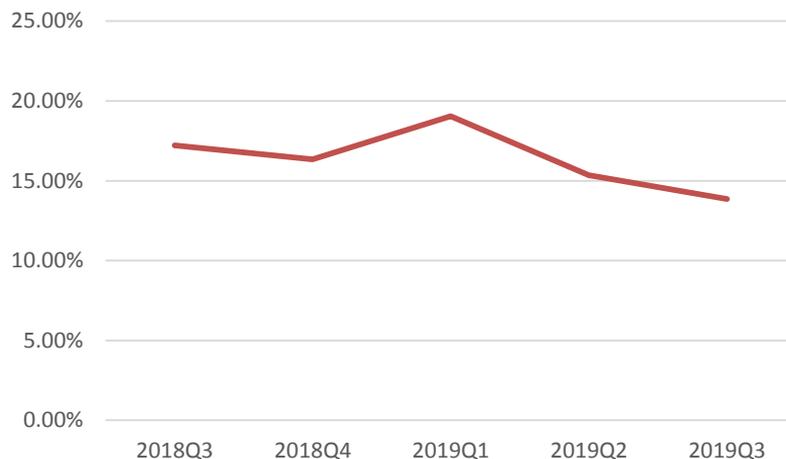
## 补贴持续退坡，企业盈利受影响

- 2019年新能源乘用车补贴先后经历了过渡期和正式期，同时地补取消，新能源补贴金额进一步缩减，并预计2021年全部退出。受新能源补贴持续退坡影响，国内新能源乘用车盈利能力存在较大压力。

车型	项目	2017年补贴 (万元)	2018年过渡期补贴 (万元)	2018年正式期补贴 (万元)	2019年正式期补贴 (万元)
EV乘用车	100~150km	2.0	1.4	0.0	0.0
	150~200km	3.6	2.5	1.5	0.0
	200~250km	3.6	2.5	2.4	0.0
	250~300km	4.4	3.1	3.4	1.8
	300~400km	4.4	3.1	4.5	1.8
	大于400km	4.4	3.1	5.0	2.5
项目	能量密度 (Wh/kg)	2018年系数		2019年系数	
系统能量密度要求 (Wh/kg)	90~105	/		/	
	105~120	0.6		/	
	120~140	1.0		0.8	
	140~160	1.1		0.9	
	》160	1.2		1.0	

### 比亚迪全年盈利情况

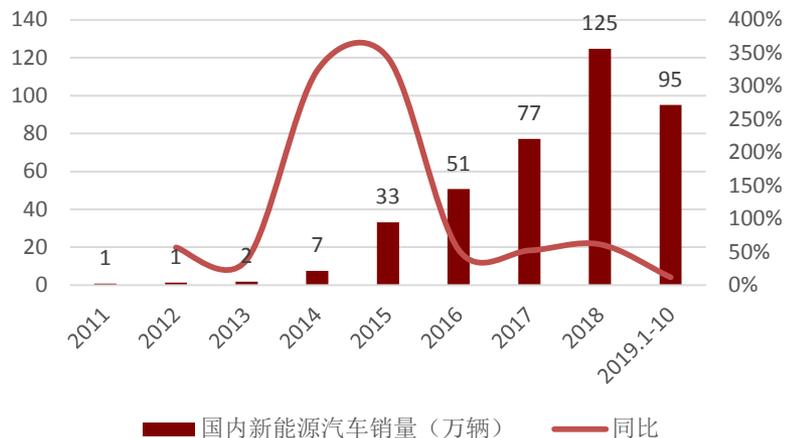
比亚迪毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 国内新能源汽车销量开始疲软

## 新能源汽车历年销量情况

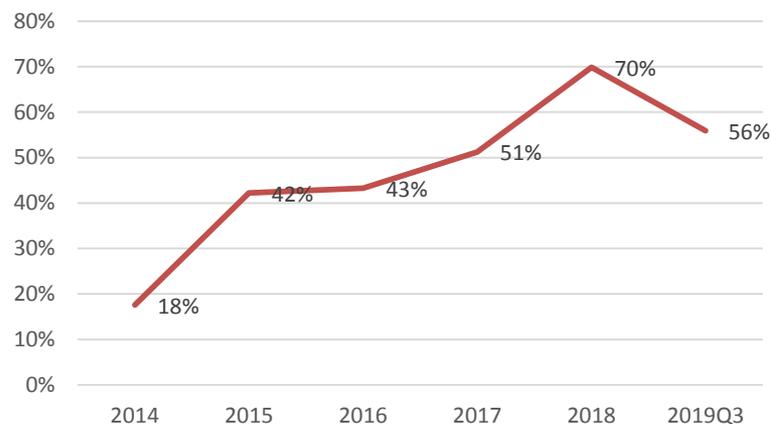


- 2019年前三季度国内新能源乘用车累计销量79万辆，同比增长26%。同期全球新能源乘用车142万辆，国内市场销量占比为56%，有所下滑，主要原因为特斯拉model3销量的提升。
- 2019年下半年，受补贴退坡、车市销量低迷等因素影响，单月销量同比下滑明显。

## 全球新能源乘用车销量情况



## 中国为全球主要的新能源汽车市场

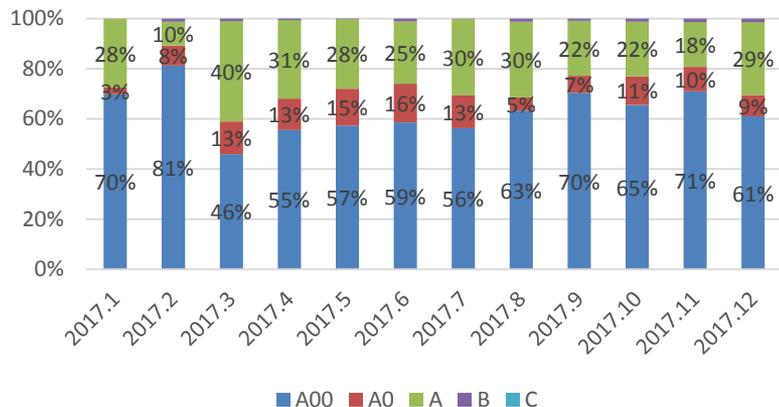


数据来源: Wind, 西南证券整理

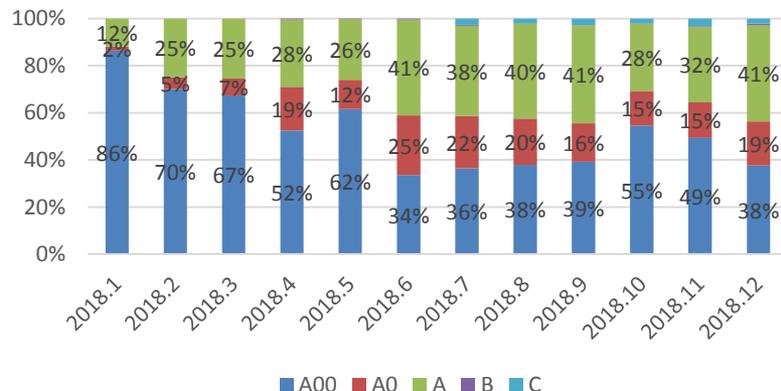
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 政策导向明显，A级车占比提升

## 2017年纯电动车销量结构



## 2018年纯电动车销量结构



## 2019年纯电动车销量结构

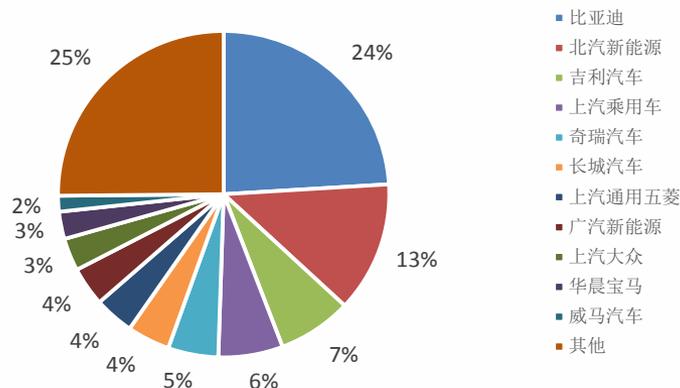


- 近两年，随着补贴政策向续航里程较高的中高端车型倾斜，国内新能源乘用车销量结构发生较大变化。续航里程较高的A级车销量占比提升至50%以上。

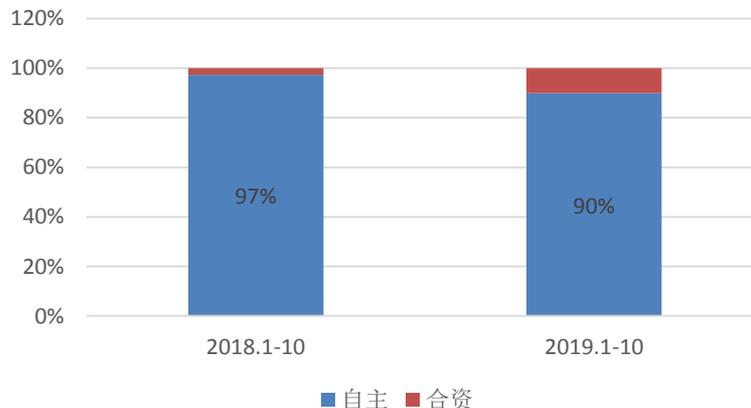
数据来源：Wind，西南证券整理

# 自主品牌仍为主导，合资与新势力逐步发力

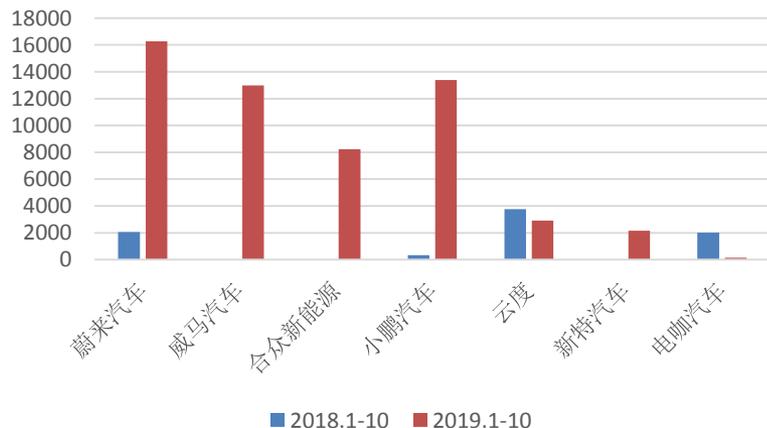
## 新能源乘用车竞争格局（2019.1-10）



## 分品牌销量结构变动情况



## 造车新势力逐步开始兑现销量



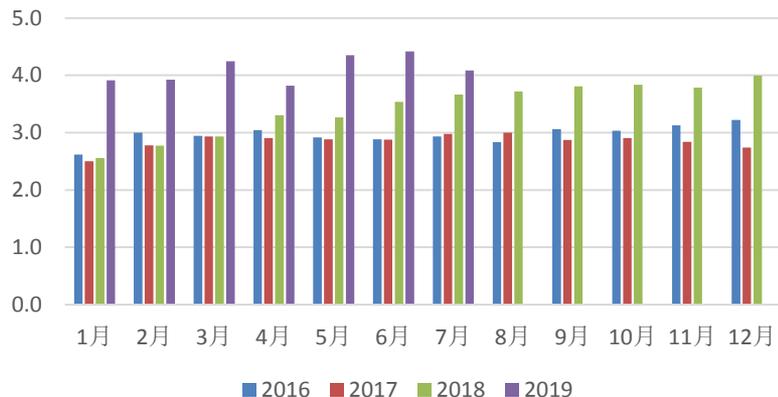
- 当前新能源乘用车仍旧以自主品牌为主导，但2019年开始合资品牌逐步发力，通过传统车型的电动化慢慢抢夺自主品牌的市场份额。
- 与此同时，蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车等造车新势力车型逐步量产，并对现有的竞争格局产生一定冲击。

数据来源：中汽协，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

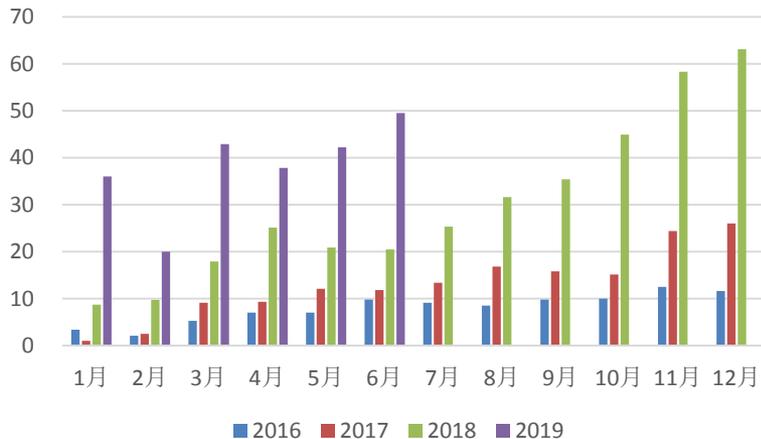
# 双积分：现阶段积分充足，新阶段考核更为严苛

## 新能源汽车平均单车积分

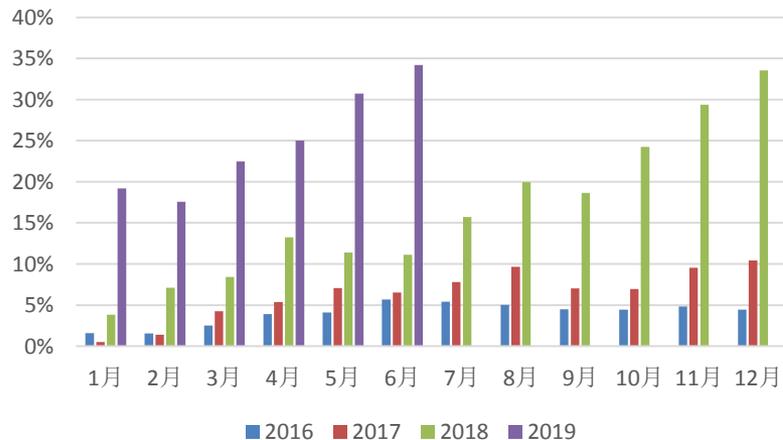


□ 总体来看，当前新能源积分比较充足，能够满足现阶段的考核要求。

## 新能源积分情况（万分）



## 新能源积分占比情况

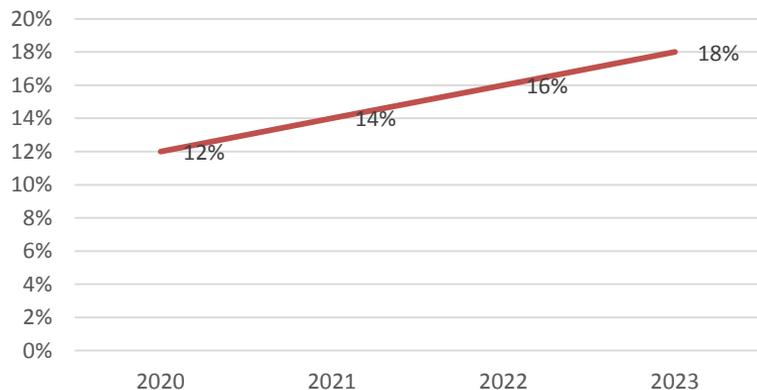


数据来源：乘联会，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 双积分：现阶段积分充足，新阶段考核更为严苛

## 新能源积分考核要求



□ 新阶段双积分政策较之前版本考核更为严苛：

□ 1) 2021~2023年新能源汽车积分占比分别为14%、16%和18%。

□ 2) 工况由NEDC切换至WLTC；

□ 3) 纯电动乘用车单车积分上限由5.0分下调至3.4分；插混乘用车单车积分由2分下调至1.6分。同等续航里程的纯电动车型单车积分下调30%~50%。

车辆类型	原版	修正版
纯电动乘用车	$0.012 \cdot R + 0.8$	$0.006 \cdot R + 0.4$
插混乘用车	2	1.6
燃料电池乘用车	$0.16 \cdot P$	$0.08 \cdot P$
续航区间	原版	修正版
150km以下	$0.012 \cdot R + 0.8$ (上限为2.6分)	统一为1.0分
150-350km	$0.012 \cdot R + 0.8$ (2.6-5.0分)	$0.006 \cdot R + 0.4$ (1.3-2.5分)
350-500km	5.0分	$0.006 \cdot R + 0.4$ (2.5-3.4分)
500km以上	5.0分	3.4分

备注：1) R为电动车续航里程；2) P为燃料电池系统额定功率

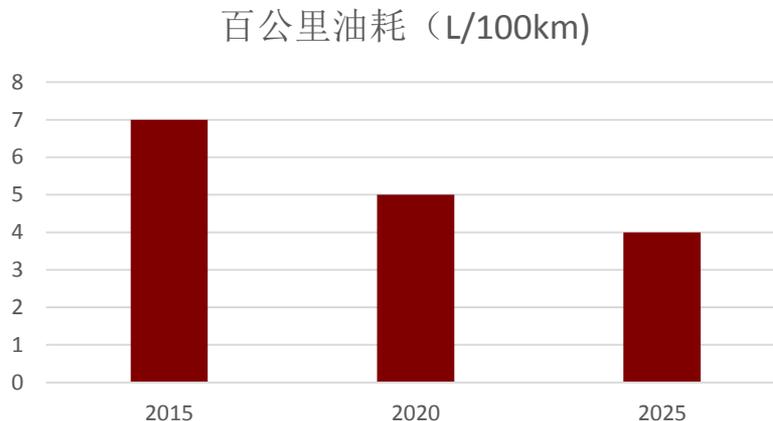
数据来源：工信部，西南证券整理

## 双积分：现阶段积分充足，新阶段考核更为严苛

- 修正版的双积分政策引入了低油耗乘用车的概念，低油耗乘用车是指综合燃料消耗量不超过《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中对应的车型燃料消耗量目标值与该核算年度的企业平均燃料消耗量要求之积的传统能源乘用车。计算乘用车企业新能源汽车积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或者进口量按照其数量的0.5倍计算。

销量测算	2020	2021	2022	2023
低油耗乘用车销量占比				
50%	86	104	122	142
55%	84	100	118	137
60%	81	97	114	132
65%	78	93	110	127
70%	75	90	106	123
新能源积分占比	12%	14%	16%	18%
单车积分	2.5	2.5	2.5	2.5

### 乘用车燃料消耗量评价方法及指标



- 假设未来乘用车销量以年化3%的增速增长，经过测算我们认为，修正版的双积分政策虽然对于新能源积分的考核更为严苛。但是低油耗乘用车概念的引入，意味着政策层面希望通过新能源和节能技术的发展两个层面达到节能减排的目的。

数据来源：工信部，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 竞争格局：合资品牌电动化加速，国内新能源竞争加剧

比亚迪车型	级别	燃料类型
秦	紧凑型轿车	插混/纯电
唐	中型SUV	插混/纯电
E5	紧凑型车	纯电动
宋	紧凑型SUV	插混/纯电
秦PRO	紧凑型车	插混/纯电
元	小型SUV	纯电动
宋MAX	MPV	插混
E1	小型SUV	纯电动
E2	紧凑型车	纯电动
E3	紧凑型车	纯电动
S2	小型SUV	纯电动

上汽乘用车车型	级别	燃料类型
Ei5	紧凑型车	纯电动
Ei6	紧凑型车	插混
eRX5	紧凑型SUV	纯电动/插混
eMG6	紧凑型车	插混
MARVEL X	中型SUV	纯电动
EZS	小型SUV	纯电动

广汽乘用车车型	级别	燃料类型
Aion S	紧凑型车	纯电动
Aion LX	中型SUV	纯电动
GE3	小型SUV	纯电动
GS4	紧凑型SUV	纯电动/插混
GA3S	紧凑型车	插混

- 国内自主品牌在新能源领域具有一定先发优势，在车型布局方面，部分主流厂商已经具有相对完善的产品体系。

数据来源：汽车之家，西南证券整理

# 竞争格局：合资品牌电动化加速，国内新能源竞争加剧

	厂商	规划
自主品牌	比亚迪	进一步完善E系列车型的布局，并推出中高端车型汉等
	广汽新能源	计划于2020年推出两款纯电动SUV车型，分别为中型纯电动SUV车型（代号A18）和小型纯电动SUV车型（代号A20），预计将在2020年4月至11月期间发布，或为Aion（埃安）系列车型。
	长安汽车	长安新能源本本E-star、CS15 E-pro、CS55 E-Rock等车型]将从2019年底到2020年上半年陆续上市。上述三款車型定位从低到高，实现微型、小型SUV、紧凑级SUV的覆盖。
	吉利汽车	吉利汽车发布新能源动力系统“智擎”，涵盖纯电技术、混动技术、替代燃料以及氢燃料电池等四大技术路径，并将在3年内推出30款新能源和节能车型。
	上汽	在2019~2022年间，上汽MAXUS将会发布包括EUNIQ5在内的7款新能源车型，包括商用货车、SUV以及MPV。上汽荣威将上市RX5 eMAX等车型。
	北汽新能源	北汽新能源规划未来基于3大技术平台打造6款ARCFOX品牌全新纯电动汽车，新车型将于2020~2021年投放市场。
合资	大众	到2023年，大众品牌将在中国市场提供10款基于MEB平台的车型。2020年一汽大众将在佛山一期工厂陆续投产MEB平台车型，包括ASUVe、LoungeSUVe、Audi SUVe、Aero A等6款车型。2020年，上汽大众将在安亭新工厂生产ID.3车型。
	奔驰	北京奔驰除了当前的EQC，EQA、EQB、EQE进入投产倒计时，四款车型总产能将达到19万辆/年。
	宝马	到2023年底将拥有12款纯电动车型，并将于2020年开始生产第5代纯电动动力系统，同时将供应Mini Cooper SE、iX3（2020）、i4（2021）、iNEX量产版（2021）。后续还将推出i1、i2等车型。
	奥迪	奥迪将于2020年前在国内发布7款新能源汽车。除了首款纯电动SUV C-BEV，还将发布其他新能源车型。
	本田	本田将在2022年之前推出6款全新电动车。东风本田将推出超过10款新能源车型,其中包括锐e动。
	丰田	从2020年起，丰田将推出全新纯电动平台和包括跨界车、SUV等6款面向全球市场的纯电动车型；大约到2025年，丰田将实现产品线的全面电动化，该计划首先将从中国市场的CHR和奕泽纯电动开始。

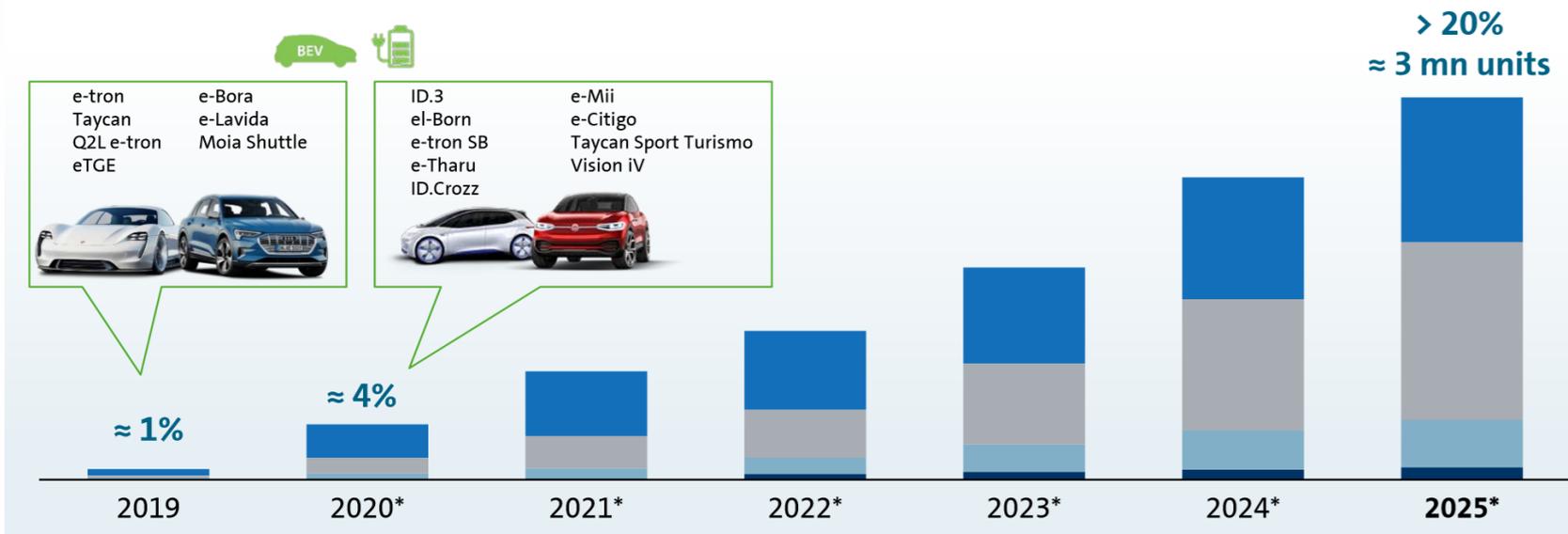
数据来源：中汽研，西南证券整理

# 大众汽车：发力纯电动汽车，新车密集上市

- 根据大众集团规划，2020年基于MEB平台打造的车型开始陆续上市，包括ID.3、ID.Crozz等。并规划到2025年纯电动汽车的占比达到20%以上，约为300万辆。2020年纯电动车型销量占比达到4%。

## Volkswagen Group – BEV volume by regions (BEV share of total Group Deliveries in %)

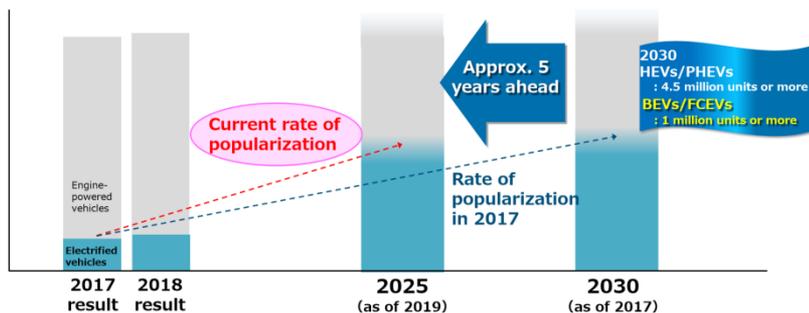
Europe China NAR RoW



数据来源：大众集团官网，西南证券整理

# 丰田汽车：加速推进电动化，打造全新模块化架构

## 丰田加速推进电动化进程



## 丰田开展合作共享模式



## 丰田E-TNGA架构

	Front module		Center module			Rear module		Battery			Motor		
	Overhang	Wheel base	Overhang	Capacity	Output	Short	Long	Short	Long	Small	Medium	Large	
A	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	
B	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	
C	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	
...													

- ❑ 丰田汽车将之前的新能源汽车销量规划提前五年完成：到2025年实现全球100万辆的纯电动和氢燃料电池，450万辆混动车型销量。
- ❑ 在新能源领域丰田汽车采用合作模式，与本土斯巴鲁、三菱等车企共同开发新能源汽车平台。
- ❑ 与斯巴鲁共同开发新能源模块化平台E-TNGA。

数据来源：丰田汽车官网，西南证券整理

# 特斯拉：国产化推进，model3产能即将快速释放

## 特斯拉销量情况

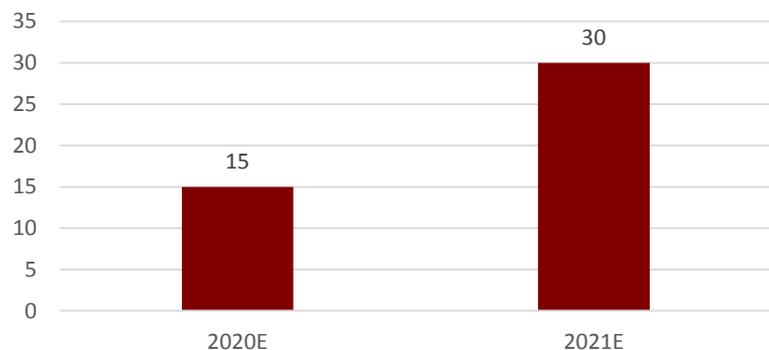


## 销量占比情况



## 中国工厂产能释放

### 中国工厂产能 (万辆)



- 随着Model3产能的逐步释放，特斯拉销量快速攀升。中国工厂销量超预期，预计2020年总体产能达到15万辆，2021年达到30万辆，进一步带动销量增长。
- 新车方面，2020年SUV车型ModelY有望上市，同时电动皮卡和重卡的发布，将进一步完善特斯拉在电动车领域的布局。

数据来源：特斯拉官网，西南证券整理

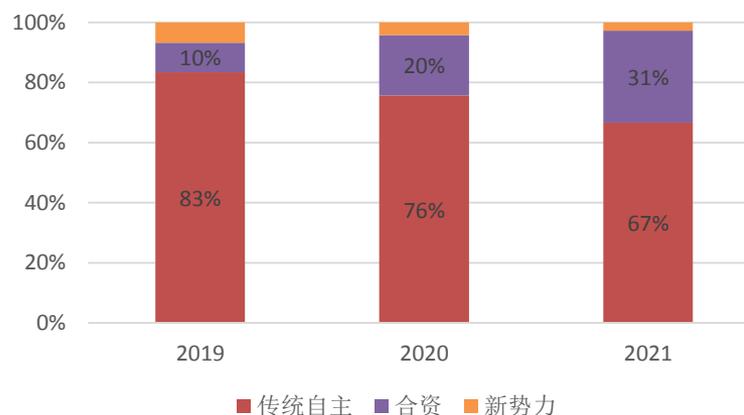
## 销量预测：销量持续增长，合资占比提升

- ❑ 销量：合资和外资品牌新车型的逐步投放有望刺激部分需求，从而带动国内新能源乘用车销量的稳步提升。我们预计2019~2021年国内新能源乘用车销量分别为102/126/149万辆。
- ❑ 格局：合资品牌车型进入密集投放期，国内新能源汽车市场的竞争进一步加剧，自主品牌与造车新势力的将面临更为严峻的竞争。我们预计2019~2021年合资品牌销量占比分别为10%/20%/31%。
- ❑ 综合行业销量与竞争格局的边际变化，建议重点关注新能源汽车产业链标的爱柯迪、拓普集团、旭升股份等。

### 新能源乘用车销量预测



### 销量占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

---

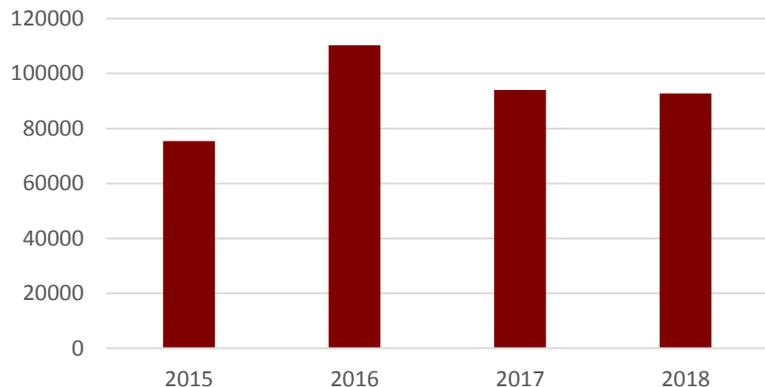
- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 乘用车：产品与成本并重，关注边际变化
- ◆ 新能源汽车：行业竞争加剧，关注产业链机会
- ◆ 商用车：重卡景气度维持，客车需求企稳
- ◆ 2020年投资策略及重点推荐标的

## 客车：公交车需求稳定，新增线路逐步提升

- ❑ 需求：2018年国内公共汽电车拥有量为67万辆，连续保持增长，其中新能源公交占比超过50%。近几年国内城市客运量呈现逐步下滑的态势，主要原因受地铁和私家车保有量提升影响。但公交车需求的提升主要受公交线路和公交运营总长度影响，虽然客运量下降但由于公交线路稳步增加，国内公交车保有量同步提升。预计在城镇化和惠民政策的推动下，公交线路与运营总长度有望保持持续增长。
- ❑ 截至2018年新能源公交车渗透率为51%，仍旧有空间。

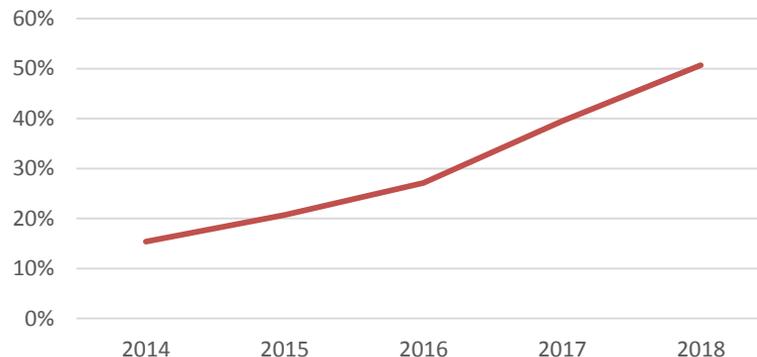
### 新能源积分情况（万分）

#### 大中公交销量（辆）



### 新能源积分占比情况

#### 新能源公交保有量占比



数据来源：Wind，西南证券整理

# 客车：公交车销量预测

## □ 核心假设：

(1) 公共汽电车运营线路2019~2021年增长率分别为6.5%/6.0%/5.0%。

(2) 对应公共汽电车2019~2021年增长率分别为4.5%/4.0%/3.0%。

(3) 2019~2021年更新周期为5.9/5.8/6.1年。

(4) 2019~2021年大中型公交占比分别为80%/81%/82%。

	项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公交车	公共汽电车运营线路（条）	52789	56786	60590	64528	68400	71820
	yoy	7.94%	7.57%	6.70%	6.50%	6.00%	5.00%
	公共汽电车拥有量（辆）	608600	651200	673400	703703	731851	753807
	yoy	8.3%	7.0%	3.4%	4.5%	4.0%	3.0%
	保有量增量	46800	42600	22200	30303	28148	21956
	销量	146401	126290	117528	114911	127168	109768
	yoy	24.7%	-13.7%	-6.9%	-2.2%	10.7%	-13.7%
	更新周期	7.0	6.3	6.1	5.9	5.8	6.1
大中型 公交	淘汰量	99601	83690	95328	84608	99020	87813
	国内销量	104646	87866	87251	86372	97449	84453
	yoy	47.9%	-16.0%	-0.7%	-1.0%	12.8%	-13.3%
	出口	5637	6233	5557	5557	5557	5557
	yoy	18.9%	10.6%	-10.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	总计	110283	94099	92808	91929	103006	90010
	yoy	46.1%	-14.7%	-1.4%	-0.9%	12.0%	-12.6%
占比	75.3%	74.5%	79.0%	80.0%	81.0%	82.0%	

数据来源：Wind，西南证券整理

## 客车：大中座位客车需求趋于稳定

### □ 核心假设：

(1) 受高铁、私家车冲击客运班线长期处于下滑趋势，但部分支线线路需求较为刚性，考虑到现在销量基数，假设2019~2021年同比变动-5%/-5%/-5%。

(2) 假设团体通勤2019~2021年同比变动-5%/-5%/-5%。

(3) 随着收入的提升，国民旅游意愿增强，旅游班线长期向好，短期存在周期性波动。假设2019~2021年同比变动0%/0%/0%。

(4) 假设2019~2021年出口同比变动1%/1%/1%。

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
客运班线	20543	14684	10066	9563	9085	8630
yoy	-20.4%	-28.5%	-31.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
团体通勤	26146	22279	13661	12978	12329	11713
Yoy	18.7%	-14.8%	-38.7%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
旅游班线	15563	13671	12223	12223	12223	12223
Yoy	3.0%	-12.2%	-10.6%	0.0%	0.0%	0.0%
国内总计	62252	50633	35950	34764	33637	32566
Yoy	-1.1%	-18.7%	-29.0%	-3.3%	-3.2%	-3.2%
出口	12667	14084	14243	14385	14529	14675
Yoy	-8.6%	11.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
总计	74919	64717	50193	49149	48166	47241
Yoy	-2.5%	-13.6%	-22.4%	-2.1%	-2.0%	-1.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

## 客车：总体销量有望触底回升

- 校车：校车的主要消费者为私立学校、专业校车运营公司等。因为校车的价格较普通客车的更高，因此一般情况下学校更愿意购买普通客车作为轿车，2011年开始因为非专业校车出现事故，致使校车开始大规模普及。因此，校车的销量与监管的力度有很大关系，随着2011~2013年的大规模透支，校车销量逐步下滑，预计2019~2021年同比分别变动-7%/-7%/-7%。
- 其他车型：包括摆渡车、房车、商务车等，其中房车最为蓝海市场，近几年增速较快，未来有望成为新的增长点，预计2019~2021年同比分别变动15%/15%/15%。

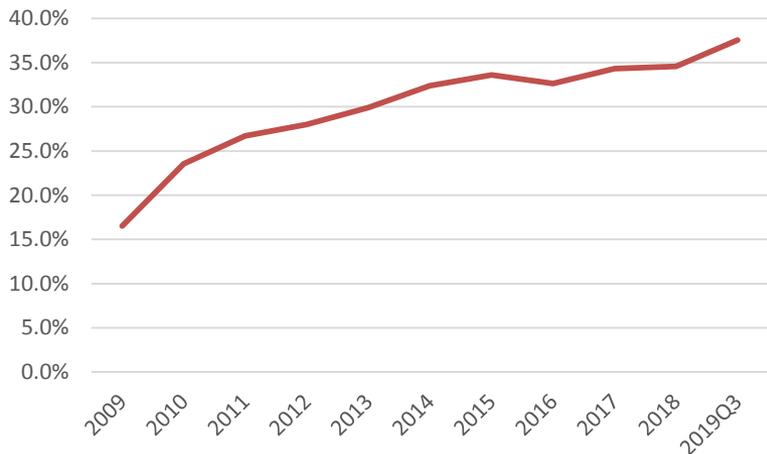
项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公交	110283	94099	92808	91929	103006	90010
Yoy	46.1%	-14.7%	-1.4%	-0.9%	12.0%	-12.6%
座位客车	74919	64717	50193	49149	48166	47241
Yoy	-2.5%	-13.6%	-22.4%	-2.1%	-2.0%	-1.9%
校车	8114	7458	6949	6463	6010	5589
Yoy	-7.4%	-8.1%	-6.8%	-7.0%	-7.0%	-7.0%
其他车型	1286	1314	1519	1747	2009	2310
Yoy	23.1%	2.2%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
总计	194602	167588	151469	149287	159191	145150
Yoy	20.0%	-13.9%	-9.6%	-1.4%	6.6%	-8.8%

数据来源：Wind，西南证券整理

## 客车：退坡对客车盈利造成较大影响，龙头有望强者恒强

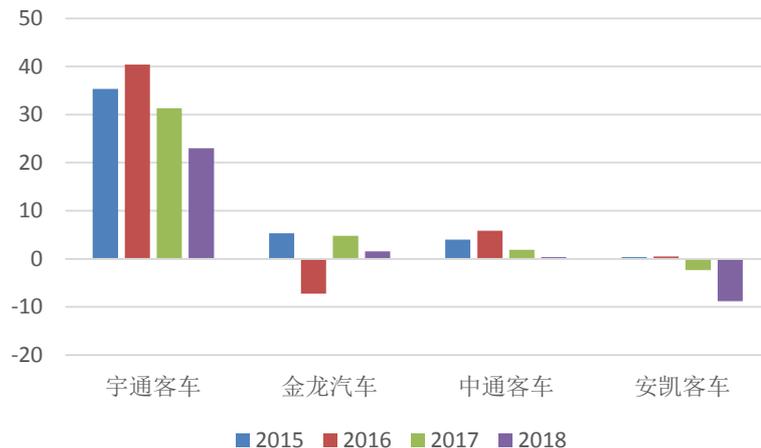
- 一般情况下，补贴的大幅度退坡需要上下游同时消化。电池占新能源汽车成本较高，每年以高于行业平均水平的降幅下降，但成本的下降不足以覆盖补贴退坡的幅度。因此厂商需要将部分补贴退坡的影响转移给下游客户，但部分厂商为争取更高的市场份额，会采取主动降价的措施来吸引客户，常见方式就是多承担一些补贴退坡的负担。
- 从2018年上市客车的年报来看，多数企业出现亏损或处于盈亏平衡情况，在补贴退坡的情况下，通过降价来获取订单的手段不能够持续。龙头企业有望凭借更为深厚的积淀实现市场份额的提升。

### 宇通客车市占率



数据来源：Wind，西南证券整理

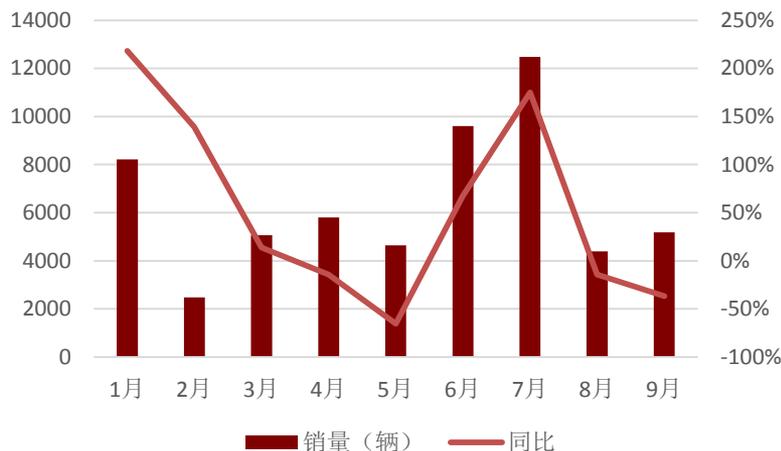
### 历年上市客车企业盈利情况（亿元）



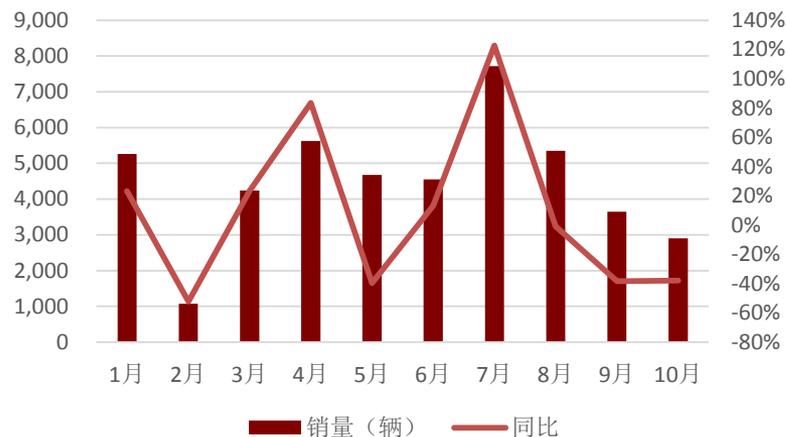
## 客车：采购行为趋于理性，新能源客车有望迎来销量大年

- 2019年新能源客车经历了2次补贴退坡，其中新能源公交正式期推迟到8月份，前期的抢装对四季度销量产生一定影响。同时补贴金额逐步减少，下游客户采购行为更加趋于理性，更加趋于等待补贴政策明朗之后再去采购。
- 基于年内销量透支以及客户趋于理性的采购行为的判断，我们认为四季度新能源客车抢装效应降低，对明年销量的透支减少。同时考虑到2021年补贴全部退出的规划，2020年年底有望迎来最后一波抢装，2020年新能源客车有望迎来销量大年。

### 2019年新能源客车销量情况



### 2019年宇通客车销量情况

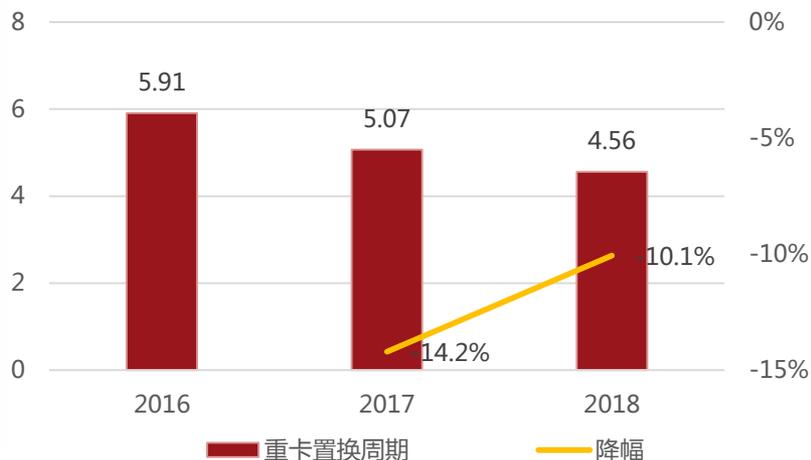


数据来源：Wind，西南证券整理

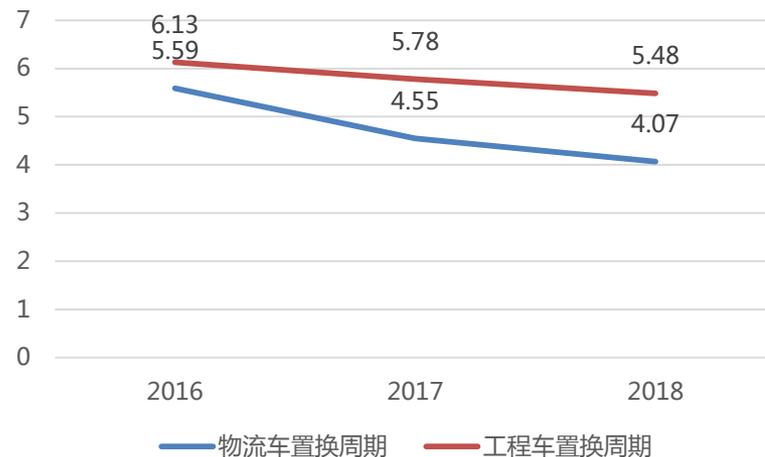
## 重卡：行业景气度持续

- 从2016年到2018年，车辆平均车龄从5.91年下降到4.56年，净缩短1.35年。物流车与工程车两大类中，物流车从5.59年下降至4.07年，净缩短1.52年，而工程车从6.13年缩短至5.48年，净缩短0.65年。
- 物流车较工程车置换更快，本质上反映了治超治限和排放升级环保监管趋严的强政策周期下，物流车受影响较工程车更为显著。

重卡平均换车周期随着监管趋严逐步下降（年）



物流车置换速度明显快于工程车（年）

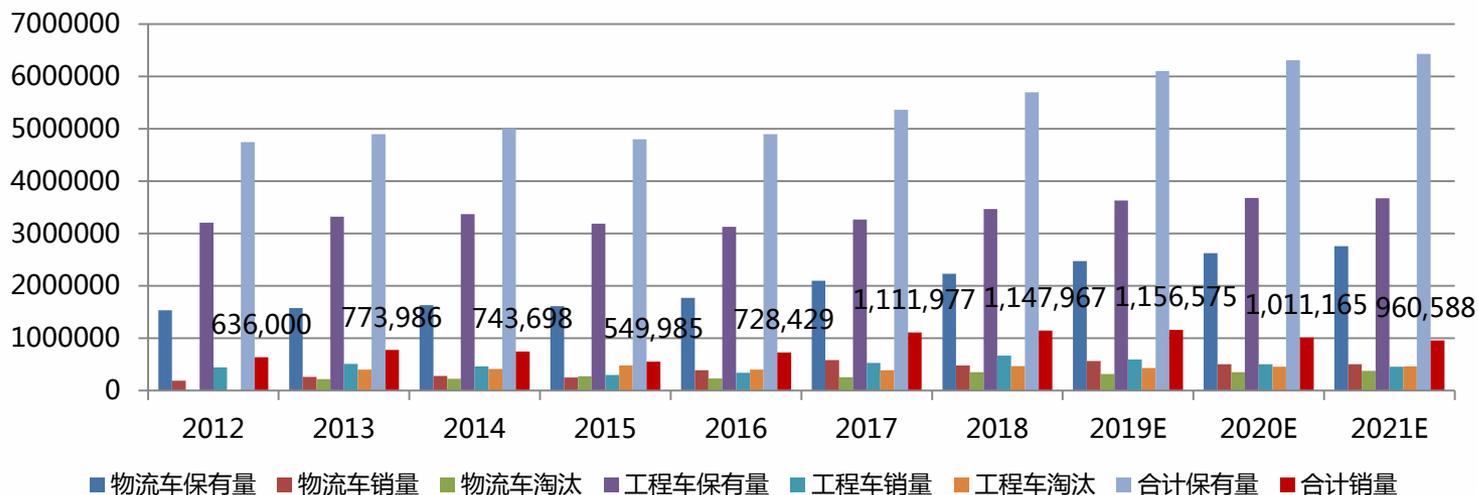


数据来源：Wind，西南证券整理

## 重卡：行业景气度持续

- 我们预测2019-2021年，在国六全面落地之前，接近600万的重卡保有量每年依然将带来90万以上的更新需求，重卡行业整体仍大概率维持百万级高位运行格局。
- 2021年全面实施国六，2020年下半年有望再度形成抢装行情。
- 无锡事件影响恶劣，推升物流运输成本，监管高压中短期看难以放松，对重卡销量有一定刺激。

### 未来3年重卡行业销量预测（辆）



数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

---

- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 乘用车：产品与成本并重，关注边际变化
- ◆ 新能源汽车：行业竞争加剧，关注产业链机会
- ◆ 商用车：重卡景气度维持，客车需求企稳
- ◆ 2020年投资策略及重点推荐标的

# 长安汽车（000625）：自主合资迎产品周期，经营持续改善

## □ 投资逻辑：

- 1) 长安汽车主力新车全线向好，有望带动自主品牌销量持续回升；
- 2) 长安福特产品周期持续，2020年预计将有更多福特和林肯车型国产化。同时公司将终止与PSA的合作，减少公司出血点；
- 3) 低估值、短期经营改善证实其提供足够安全边际。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为3.3亿元、32.1亿元、60.5亿元，“增持”评级。

## □ 风险提示：

出行公司推进不及预期、长安福特新车型投放不及预期、电动化智能化推行不及预期等风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	66298.27	69322.08	79557.52
营业收入增长率	-17.14%	4.56%	14.77%
净利润（百万元）	680.73	331.88	3214.11
净利润增长率	-90.46%	-51.25%	868.44%
EPS（元）	0.14	0.07	0.67
P/E	60	123	13

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 长城汽车（601633）：引领 SUV 风尚，树立自主标杆

## □ 投资逻辑：

1) 大单品向多品系转变并迎来新品周期，产品竞争力进一步提升，目前形成M、H、F和WEY四大传统车品系，同时高端皮卡长城炮将巩固公司在皮卡市场的龙头地位；2) 技术储备支撑差异化布局并强化产品竞争力，全新平台或将于2020年上市，为消费者提供更加丰富的动力选择，同时将在轻量化方面弥补短板；3) 降本初现成效，采购体系“引进来”和“走出去”并重，有望促进成本进一步下探，同时公司旗下零部件业务有望成为全新的利润增长点。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为44.7亿元、66.2亿元、82.2亿元，“买入”评级。

## □ 风险提示：

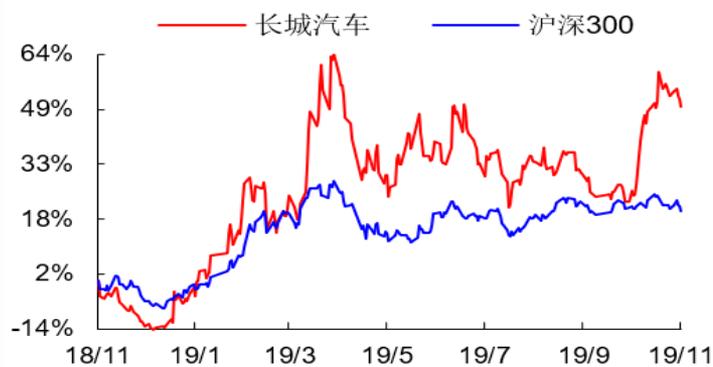
宏观经济下行、汽车行业产销不及预期、新车上市进度慢等风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	99229.99	105722.25	130514.59
营业收入增长率	-1.92%	6.54%	23.45%
净利润（百万元）	5207.31	4474.29	6615.61
净利润增长率	3.58%	-14.08%	47.86%
EPS（元）	0.57	0.49	0.72
P/E	16	19	13

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 中国重汽（000951）：重卡景气度维持，改革推动经营改善

## □ 投资逻辑：

1) “国六升级国三车淘汰” + “600万台重卡保有量置换周期开启”，行业景气度有望维持；2) 集团董事长履新改革力度大超预期，国企改革管理层变化带来增效显著，公司业绩毛利弹性强，整体盈利和经营水平将迈上新台阶。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为12.2亿元、13.6亿元、14.5亿元，“买入”评级。

## □ 风险提示：

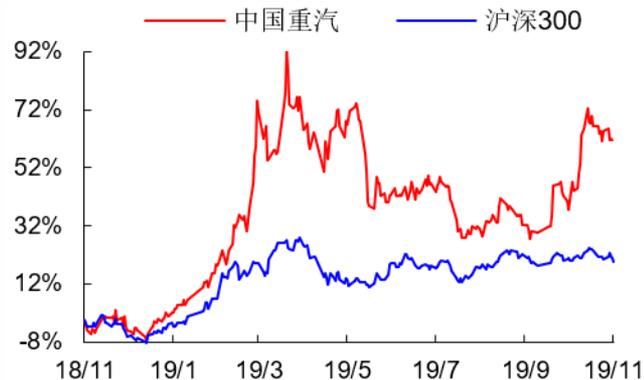
重卡行业需求或出现较大幅度下滑，公司新产品推进或不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	40377.88	41139.93	40267.86
营业收入增长率	8.22%	1.89%	-2.12%
净利润（百万元）	905.14	1218.79	1359.10
净利润增长率	0.84%	34.65%	11.51%
EPS（元）	1.35	1.82	2.03
P/E	13	10	9

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 宇通客车（600066）：行业销量趋稳，龙头强者恒强

## □ 投资逻辑：

1) 公交需求稳定，座位客车销量企稳，新能源公交车受补贴政策影响有望迎来销售大年；2) 行业格局向好，宇通客车作为新能源客车领域的龙头企业，在规模、成本控制、产品、品牌等方面均处于行业的领先地位，在行业出清的大趋势下，公司市占率有望稳步提升。。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为24.8亿元、28.4亿元、30.1亿元，“增持”评级。

## □ 风险提示：

新能源客车推广或不及预期、新能源客车运营出现事故对行业产生重大不利影响等风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	31745.84	30944.81	31088.43
营业收入增长率	-4.44%	-2.52%	0.46%
净利润（百万元）	2301.49	2478.82	2835.97
净利润增长率	-26.45%	7.70%	14.41%
EPS（元）	1.04	1.12	1.28
P/E	13.9	12.9	11.2

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 爱柯迪 ( 600933 ) : 行业销量趋稳, 龙头强者恒强

## □ 投资逻辑 :

1) 公司在手订单充裕, 新增订单金额逐年增加, 同时加快在新能源汽车领域的布局, 随着国内汽车行业的回暖以及公司在手订单的逐步释放, 公司产能利用率将稳步恢复, 从而有望带动毛利率水平提升; 2) 中长期来看, 汽车轻量化大势所趋, 公司深耕高压铸造领域, 产品附加值高, 下游客户优质。同时公司有望通过吸收更多技术实现产品品类的扩张。

## □ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为4.6亿元、5.3亿元、6.0亿元, “增持”评级。

## □ 风险提示 :

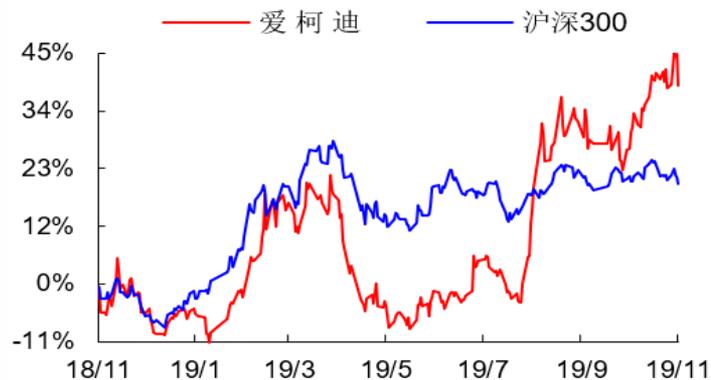
汽车需求不及预期风险、募投项目推进进度或不及预期风险、汇率波动等风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 ( 百万元 )	2507.47	2629.97	3009.57
营业收入增长率	15.31%	4.89%	14.43%
净利润 ( 百万元 )	468.19	462.77	530.01
净利润增长率	0.57%	-1.16%	14.53%
EPS ( 元 )	0.55	0.54	0.62
P/E	21	21	18

数据来源 : Wind , 西南证券

### 股价表现



数据来源 : Wind , 西南证券整理

# 精锻科技 ( 300258 ) : 轻装上阵, 静待反转

## □ 投资逻辑 :

1) 天津工厂顺利推进, 2020年投产有望继续提升公司在大众中的配套份额; 2) 公司在保持变速器齿轮龙头地位的同时, 逐渐将产品线拓展至结合齿轮、变速器轴类件、电子差速锁齿、新能源变速器总成等产品领域, 单车配套价值有望进一步提升。

## □ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为2.2亿元、2.8亿元、3.4亿元, “增持” 评级。

## □ 风险提示 :

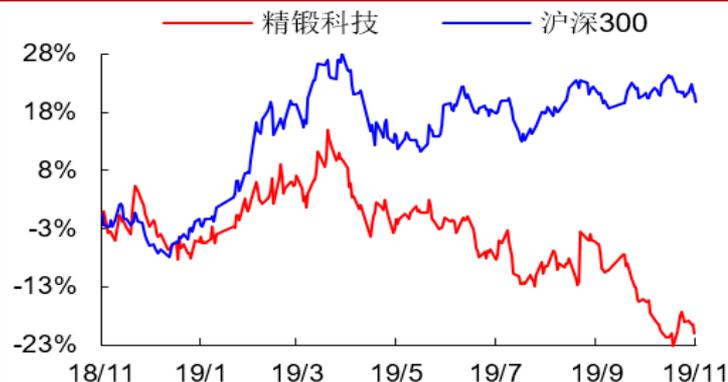
汽车产销不及预期、产能释放不及预期、汇率波动等风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 ( 百万元 )	1265.43	1248.36	1456.58
营业收入增长率	12.10%	-1.35%	16.68%
净利润 ( 百万元 )	258.68	218.16	278.36
净利润增长率	3.34%	-15.67%	27.60%
EPS ( 元 )	0.64	0.54	0.69
P/E	15	18	14

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601633.SH	长城汽车	9.28	0.57	0.49	0.72	16	19	13	买入
000951.SZ	中国重汽	18.20	1.35	1.82	2.03	13	10	9	买入
000625.SZ	长安汽车	8.52	0.14	0.07	0.67	61	122	13	增持
600066.SH	宇通客车	14.40	1.04	1.12	1.28	14	13	11	增持
600933.SH	爱柯迪	11.39	0.55	0.54	0.62	21	21	18	增持
300258.SZ	精锻科技	9.89	0.64	0.54	0.69	15	18	14	增持

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/11/22）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：刘洋

执业证号：S1250518090002

电话：021-58351909

邮箱：liuyqc@swsc.com.cn

分析师：宋伟健

执业证号：S1250519070001

电话：021-58351812

邮箱：swj@swsc.com.cn

联系人：冯未然

电话：0755-23617478

邮箱：fwr@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn