

2019年11月17日

底部向上 重塑秩序

汽车与汽车零部件行业

报告摘要

展望 2020 年，乘用车行业周期性复苏的过程中有望带动乘用车整车、零部件及经销商板块业绩与估值修复；新能源汽车全面迈入 3.0 时代，供给端质变撬动需求；需求与政策共振，重卡板块高景气度将得到延续。

► 乘用车：底部向上 2020 修复

短期来看，乘用车批发、零售销量下滑幅度收窄，终端库存回归到合理水平，行业底部特征明显，叠加取消限购等政策利好，行业周期性复苏有望开启，预计 2020 年增速 3%，销量增速回升叠加估值修复带来行业 β 机会。中期来看，根据千人保有量和人均 GDP 水平的相关性测算，乘用车销量仍有提升空间，未来 5 年 CAGR=4%，市场份额向头部集中。

► 零部件：周期共振 重塑秩序

受整车销量下行的影响，零部件板块业绩于 2018Q4-2019Q3 在底部区间，营收与利润端已触底回升，预计 2019Q4 有望转正。下游乘用车需求已底部企稳，整车复苏上量驱动零部件周期共振，量价齐升进入良性循环，其中配套核心车企的优质自主零部件企业在行业回暖时有望率先实现业绩修复。中长期来看，进口替代持续进行，部分领域已取得海外突破，电动化、智能化为中国零部件企业带来增量机会。

► 经销商：头部集中 随整车修复

经销商板块向头部集中的趋势仍在延续，行业集中度持续提升。经销商整体盈利情况、估值水平与乘用车板块的景气度高度正相关，预计 2020 年盈利、估值将随乘用车板块周期性复苏迎来修复。

► 新能源汽车：质变撬动需求 迎接黄金时代

中国新能源汽车补贴加速退坡致 2019 年过渡期后销量短期承压，但结构优化持续推进，双积分将接力补贴成为中期核心驱动力。需求端 B 端总持有成本平价率先实现，持续贡献增量；2020 年主流车企专用平台从概念到落地，质变撬动 C 端需求，预计 2020 年中国新能源汽车总销量达 150 万辆，欧洲达 90 万辆。

► 重卡：需求政策共振 韧性弹性兼备

重卡景气度持续超预期源自需求与政策的共振，展望 2020 年，需求层面：运量表现稳健，支线运力吃紧可能带动整体运价上涨；政策层面：超载超限治理趋严导致的运力缺口有望在 2020 年填补，国三重卡有望加速淘汰，全年销量有望突破 115 万辆。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐

邮箱：zhoumu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090004

联系人：刘静远

邮箱：liujy1@hx168.com.cn

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

投资建议

- 1) 乘用车：短期把握行业周期性复苏带来的β行情，重点推荐【长安汽车、长城汽车】；看好日系及优质自主份额持续扩张，重点推荐【广汽集团H、吉利汽车】；
- 2) 零部件：全球供应链重塑，中国零部件企业的行业地位有望提升，整车周期共振推荐【华域汽车、拓普集团、新泉股份、爱柯迪】，配件核心成长推荐【科博达、星宇股份、玲珑轮胎、福耀玻璃*】，相关受益标的有【敏实集团】；
- 3) 经销商：品牌结构决定标的价值，看好日系和豪华品牌，相关受益标的有【美东汽车、中升控股】；
- 4) 新能源汽车：从整车切入推荐特斯拉产业链【拓普集团、三花智控*】，相关受益标的有【旭升股份】和大众MEB产业链【华域汽车、三花智控*、精锻科技】；从零部件切入推荐增量领域龙头：动力电池【宁德时代*】及宁德时代、LG化学产业链，热管理【三花智控*】，轻量化【爱柯迪】，相关受益标的有【旭升股份】；
- 5) 重卡：看好重卡板块高景气度的可持续性，建议关注发动机与整车龙头【潍柴动力、中国重汽】。

*注：三花智控与华西家电组联合覆盖，宁德时代与华西电新组联合覆盖，福耀玻璃与建材组联合覆盖。

风险提示

宏观经济不景气导致汽车需求持续低迷；积分、碳排放等法规未能严格实施导致新能源新车型投放进度不达预期；超载超限治理不彻底导致重卡需求低于预期。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
000625.SZ	长安汽车	7.47	买入	1.49	0.14	0.07	0.74	5.01	53.36	106.71	10.09
601633.SH	长城汽车	9.26	买入	0.55	0.57	0.47	0.64	16.81	16.23	19.70	14.47
2238.HK	广汽集团	8.20	买入	1.17	1.18	0.92	1.13	7.01	6.95	8.91	7.26
0175.HK	吉利汽车	15.20	买入	1.32	1.55	1.25	1.51	11.52	9.81	12.16	10.07
600741.SH	华域汽车	24.78	买入	2.08	2.55	2.29	2.42	11.91	9.72	10.82	10.24
601689.SH	拓普集团	12.51	增持	0.70	0.71	0.48	0.66	17.87	17.62	26.06	18.95
603179.SH	新泉股份	14.02	增持	1.10	1.24	0.84	1.10	12.75	11.31	16.69	12.75
600933.SH	爱柯迪	11.48	增持	0.54	0.55	0.52	0.63	21.26	20.87	22.08	18.22
603786.SH	科博达	44.79	增持	0.84	1.21	1.26	1.52	53.32	37.02	35.55	29.47
601799.SH	星宇股份	86.48	增持	1.70	2.21	2.63	3.31	50.82	39.12	32.88	26.13
601966.SH	玲珑轮胎	20.74	买入	0.87	0.98	1.34	1.56	23.84	21.16	15.48	13.29
600660.SH	福耀玻璃	22.11	买入	1.26	1.64	1.38	1.60	17.62	13.46	16.04	13.86
300750.SZ	宁德时代	75.90	增持	1.53	1.53	1.94	2.41	49.61	49.61	39.12	31.49
000951.SZ	中国重汽	18.85	增持	1.34	1.35	1.82	2.01	14.09	13.98	10.34	9.37
000338.SZ	潍柴动力	12.80	增持	1.70	1.08	1.19	1.33	7.53	11.85	10.76	9.62

资料来源：wind，华西证券研究所（注：收盘价截至2019年11月17日，广汽集团、吉利汽车对应的单位是港元，福耀玻璃和建材组联合覆盖，宁德时代和电新组联合覆盖）

正文目录

1. 乘用车：底部向上 2020 修复.....	7
1.1. 回顾 2019 年：底部向上 日系扩张	7
1.1.1. 整体增速放缓 下滑幅度收窄	7
1.1.2. 乘用车行业底部特征明显	9
1.1.3. 结构优化 日系及豪华向好	11
1.2. 展望未来：2020 年增速 3% 长期 CAGR 4%	14
1.2.1. 新一轮刺激政策指向放宽限购	14
1.2.2. 2020 年销量增速有望回正	16
1.2.3. 中国千人保有量相比海外仍有较大提升空间	17
1.2.4. 内需驱动乘用车未来 5 年 CAGR 4%	18
1.3. 小结	21
1.3.1. 竞争能力及意愿助力优秀车企脱颖而出	21
1.3.2. 基数主导本轮车企销量修复	24
2. 零部件：重塑秩序 走向全球	25
2.1. 回顾 2019：零部件行业业绩触底回升	25
2.2. 展望未来：整车周期共振 配件核心成长	27
2.2.1. 整车周期共振 头部领先	27
2.2.2. 配件核心成长 强者愈强	29
2.3. 小结	34
3. 经销商：头部集中 优选品牌	35
3.1. 回顾 2019：行业趋势延续头部集中	35
3.2. 展望未来：业绩与景气度同步 静待修复	36
4. 新能源汽车：质变撬动需求 迎接黄金时代	38
4.1. 回顾 2019：销量短期承压 双积分接力驱动中期成长	38
4.1.1. 销量：过渡期后销量承压 结构演变持续推进	38
4.1.2. 政策：补贴加速退坡 双积分调整框定中期总量	40
4.2. 展望未来：供给改善促进需求释放	43
4.2.1. 供给端：全面迈入 3.0 时代 质变撬动需求	43
4.2.2. 需求端：B 端需求持续释放 C 端购买意愿强化	46
4.2.3. 展望：中国 A 级车贡献增量 欧洲重回高增长	49
4.2.4. 竞争格局：下游龙头尚未明确 中游格局相对稳定	50
4.3. 小结	51
5. 重卡：需求与政策共振 韧性与弹性兼备	52
5.1. 回顾 2019：物流需求稳健 高景气度延续	52
5.2. 展望未来：超载治理常态化 销量有望再上台阶	55
5.2.1. 治超趋严运力吃紧 增量需求集中释放	55
5.2.2. 需求稳健政策利好 销量有望再创新高	56
5.2.3. 中长期保有量提升 更新需求中枢上移	57
5.3. 小结	57
6. 总结及投资建议	59
6.1. 乘用车：优选产品周期+基数周期	59
6.2. 零部件：优选周期共振+核心成长	59
6.3. 经销商：优选品牌结构	60
6.4. 新能源汽车：优选爆款车产业链+增量领域龙头	60
6.5. 重卡：优选整车与零部件核心标的	60
7. 风险提示	62

图表目录

图 1 历年乘用车批发销量及同比 (万辆; %)	8
图 2 2019 年乘用车月度批发销量及同比 (万辆; %)	8
图 3 2019 年乘用车月度零售销量及同比 (万辆; %)	8
图 4 2019 年乘用车月度上险量及同比 (万辆; %)	8
图 5 汽车产成品及工业产成品存货同比 (%)	9
图 6 汽车产成品及汽车月度批发销量同比 (%)	9
图 7 汽车经销商库存预警系数 (%)	10
图 8 汽车交强险及经销商预警系数同比 (%)	10
图 9 近三年汽车经销商整体品牌库存深度 (月)	10
图 10 近三年汽车经销商合资品牌库存深度 (月)	10
图 11 近三年汽车经销商进口品牌库存深度 (月)	11
图 12 近三年汽车经销商自主品牌库存深度 (月)	11
图 13 乘用车行业车企名次及市场份额分析 (%)	11
图 14 乘用车行业车企分系别销量份额走势 (%)	11
图 15 日系在中国市场份额及油价走势 (%; 美元/吨)	13
图 16 美国本土市场四大车系份额走势 (%)	13
图 17 中国合资豪华品牌 BBA 月销量同比增速 (%)	13
图 18 中国豪华车市场份额与居民消费 (%; 万元)	13
图 19 中国乘用车月度批发销量及同比走势与汽车消费刺激政策的关系 (辆; %)	15
图 20 2019 年 6 月北上广深燃油客车指标申请量 (万)	16
图 21 2019 年 6 月北广新能源客车指标申请数 (万)	16
图 22 乘用车各类别年度销量占比 (%)	17
图 23 乘用车各类别月度销量增速 (%)	17
图 24 中国汽车保有量及同比 (万辆; %)	18
图 25 世界各国汽车千人保有量对比 (辆)	18
图 26 日本汽车千人保有量与新车销量增速 (辆; %)	18
图 27 韩国汽车千人保有量与新车销量增速 (辆; %)	18
图 28 乘用车行业长期销量预测模型	19
图 29 中国城镇及农村家庭户数 (亿户)	19
图 30 中国城镇及农村汽车保有率 (%)	19
图 31 中国汽车更新及置换周期走势 (年)	20
图 32 预计 2024 年换购需求中因报废换购占比 (%)	20
图 33 中国新车销售结构首购/换购/增购占比 (%)	20
图 34 中国不同级别城市历年增购比例 (%)	20
图 35 车企三要素分析模型	22
图 36 自主品牌单车月销量与新车型数 (辆, 款)	23
图 37 合资品牌单车月销量与新车型数 (辆, 款)	23
图 38 SW 汽车零部件分季度营收增速 (%)	25
图 39 SW 汽车零部件分季度归母净利增速 (%)	25
图 40 SW 汽车零部件分季度毛利率 (%)	26
图 41 SW 汽车零部件分季度费用率 (%)	26
图 42 SW 汽车零部件分季度 ROE (%)	26
图 43 SW 汽车零部件经营活动现金流净额/收入 (%)	26
图 44 零部件整车共振	28
图 45 整车和零部件板块营收增速对比 (%)	28
图 46 整车和零部件板块归母净利增速对比 (%)	28
图 47 整车和零部件板块剔除爆雷归母净利润同比增速 (%)	29
图 48 零部件核心成长—进口替代	30
图 49 国内外零部件企业部分配套产品价格对比 (元)	30
图 50 国内零部件企业研发费用率 (%)	30
图 51 零部件核心成长—自主共振	33
图 52 汽车“四化”带来的零部件变革	34
图 53 零部件成长源于提升配套量/单车价值量	35

图 54 经销商集中度变化情况 (%)	36
图 55 汽车服务板块营收增速 vs 乘用车销量增速	37
图 56 汽车服务板块归母净利增速 vs 乘用车销量增速	37
图 57 汽车服务板块 PE vs 乘用车销量增速对比	37
图 58 新能源汽车年度销量及增速 (万辆; %)	38
图 59 新能源汽车月度销量及增速 (万辆; %)	38
图 60 限牌与非限牌地区新能源汽车销量占比 (%)	39
图 61 租赁需求在 BEV 乘用车中销量占比 (%)	39
图 62 新能源乘用车分级别销量占比 (%)	40
图 63 新能源乘用车分技术路线销量占比 (%)	40
图 64 新能源汽车主要车企的市场份额 (万辆)	40
图 65 合资品牌与自主品牌的市场份额 (万辆)	40
图 66 历年新能源乘用车单车补贴 (万元; 辆)	41
图 67 历年新能源汽车国补总规模 (亿元)	41
图 68 CAFC 积分与 NEV 积分运行机制 (按 2019 版双积分修订征求意见稿)	42
图 69 全球新能源汽车行业三大阶段 (万辆; %)	43
图 70 大众 ID.3 量产版外观	45
图 71 上汽大众首款下线车型 ID.外观	45
图 72 特斯拉 Model Y 外观	46
图 73 国产 Model 3 正式定价及交付时间	46
图 74 基于大众 MQB 平台打造的 e-Golf 底盘布局	48
图 75 基于大众 MEB 平台打造的 BUDD-e 底盘布局	48
图 76 2019-2020 年新能源汽车销量预测 (万辆)	49
图 77 重卡销量及同比增速 (万辆; %)	52
图 78 重卡整车销量及同比增速 (万辆; %)	52
图 79 重卡非完整车辆销量及同比增速 (万辆; %)	53
图 80 半挂牵引车销量及同比增速 (万辆; %)	53
图 81 重卡月度销量 (万辆)	53
图 82 重卡月度销量同比增速 (%)	54
图 83 双排车辆运输车 (运力 20 辆以上)	54
图 84 中置轴车辆运输车 (运力 8 辆)	54
图 85 36 城市公路货运服务价格 (元/吨/km)	56
图 86 月度公路货运量及同比增速 (亿吨; %)	56
图 87 分车型重卡销量预测 (万辆; %)	57
图 88 中国重卡保有量 (万辆)	57
图 89 美国重卡保有量及 GDP (万辆; 千亿美元)	57
表 1 乘用车行业 2012-2018 年每月批发销量占全年比例 (%)	8
表 2 乘用车行业 2019 年全年销量及同比预测及 10-12 月销量分布 (万辆; %)	9
表 3 中国 2010-2019 年前 20 名车企所占市场份额 (%)	12
表 4 中国三轮汽车消费刺激政策内容及发布部门对比	15
表 5 近年来乘用车分类别销量、同比增速及 2020 年预测情况	17
表 6 乘用车行业 2020-2024 年销量预测模型	21
表 7 部分车企新车型统计	23
表 8 行业及部分公司自 2018 年 7 月起月批发销量同比增速比较 (%)	24
表 9 业绩表现相对较好的零部件企业 2019 年分季度业绩情况	27
表 10 国内零部件供应商主营产品及主要客户	29
表 11 国内零部件企业主营产品、国内外主要客户和相关比率	31
表 12 国内主要零部件企业全球化扩张	32
表 13 中国汽车零部件成长型公司产品升级情况	33
表 14 汽车经销商前十情况以及集中度分析	35
表 15 根据双积分政策预测的中国新能源乘用车产量情况	42
表 16 各大海外车企或联盟 3.0 时代新能源专用平台及车型规划	44
表 17 自主车企 3.0 时代新能源专用平台及车型规划	44
表 18 B 端/C 端用户对同平台、配置接近的车型全生命周期总持有成本对比	47

表 19 同时期、同平台、配置接近的新能源车型较传统车型溢价率对比（以北汽新能源为例）	47
表 20 国家和地方充电设施建设相关补贴政策	48
表 21 欧洲新能源乘用车分技术路线销量预测（万辆）	49
表 22 2019H2-2020 年外资、合资车企中国市场新能源车型汇总	50
表 23 重点公司盈利预测	61

1. 乘用车：底部向上 2020 修复

短期底部特征明显，静待需求修复：1) 排除国六升级扰动因素，月度批发、零售、保险销量增速下滑幅度收窄；2) 工业端批发库存位于历史低位，零售端终端库存深度回归合理（1.39 个月）。我们根据 2012-2018 年月度销量分布规律，推算出 2019 年乘用车行业批发销量增速约为-8%，12 月月销量增速可达 11%左右，销量增速转正叠加估值修复将带来行业 β 机会；2020 年预计行业增速约 3%。

长期乘用车发展仍有空间，预计未来 5 年 CAGR 4%。根据千人保有量和人均 GDP 的相关性测算，中国的汽车销量与发达国家相比仍有较大发展空间；根据我们测算，未来 5 年新车销量 CAGR 约 4%，乘用车销量有望突破 2,600 万辆。刺激政策重点转向一线城市取消限购，预计在地方政府配合下限购城市需求每年贡献 5%弹性。行业洗牌尾部出清，CR10 市场份额稳定；行业结构优化，日系及豪华向好。

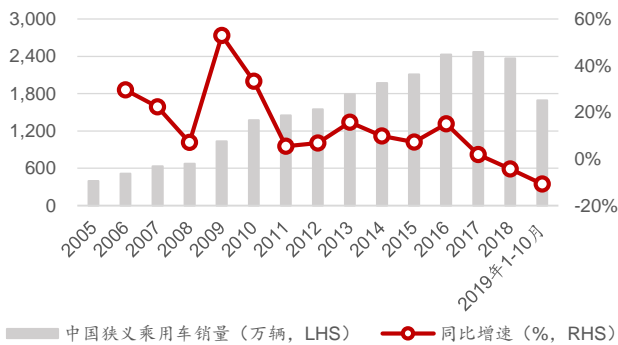
1.1. 回顾 2019 年：底部向上 日系扩张

回顾 2019 年，核心关注行业何时修复以及修复弹性多大：根据库存周期理论，乘用车行业库存已于 2019Q2 触底，行业进入底部蓄力阶段；我们认为，本轮乘用车修复的核心逻辑在于低基数驱动，目前批发、零售以及交强险销量增速下滑幅度持续收窄，有望于 2019Q4 转正。行业结构方面，日系品牌凭借产品周期和高性价比等优势持续实现市场份额扩张。

1.1.1. 整体增速放缓 下滑幅度收窄

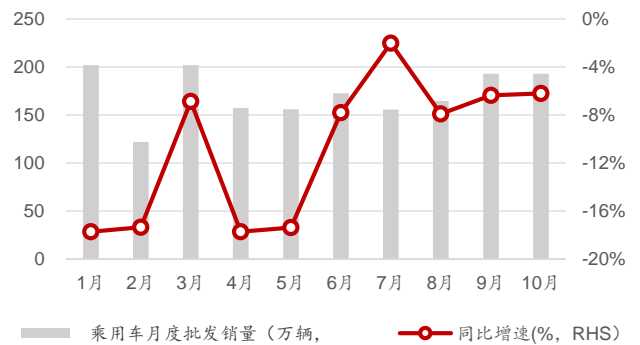
乘用车行业批发销量增速逐年放缓，2019 年排除排放升级因素扰动，月度批发、零售以及交强险销量前低后高，下滑幅度呈收窄态势。2005-2017 年，乘用车批发销量稳步增长，2018 年首次出现下滑（-4.2%），行业高速增长红利期结束。2019 年月度批发、零售销量以及交强险数据整体呈环比改善趋势，下滑幅度持续收窄；6 月零售及保险销量增速转正，7 月批发销量大幅回暖，主要受乘用车排放标准升级国六影响，6 月国五大量清库，7 月起国六批发铺货所致。2019 年 1-10 月累计批发及零售销量同比分别下滑 10.8%、8.3%。我们判断，排除国六升级扰动因素后，得益于去年同期低基数，2019H2 销量下滑呈收窄态势。

图 1 历年乘用车批发销量及同比 (万辆; %)



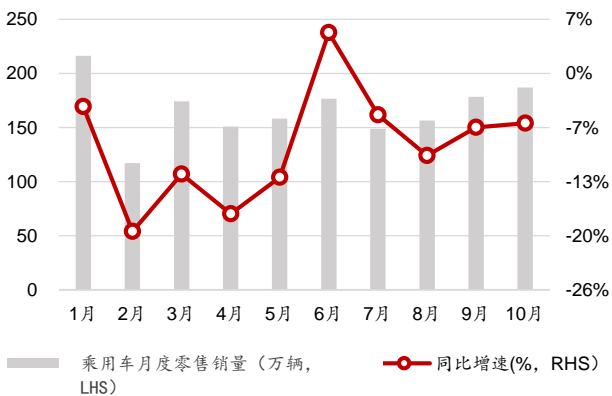
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 2 2019 年乘用车月度批发销量及同比 (万辆; %)



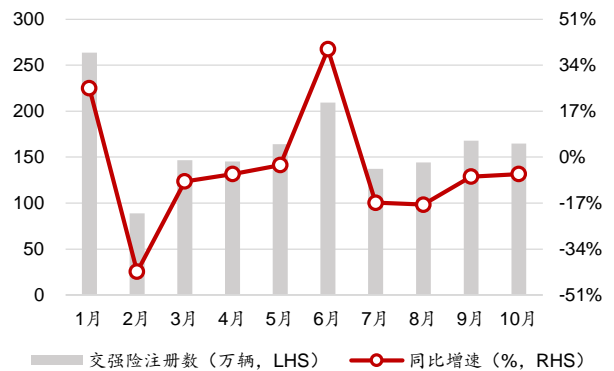
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 3 2019 年乘用车月度零售销量及同比 (万辆; %)



资料来源：乘联会，华西证券研究所

图 4 2019 年乘用车月度交强险注册数及同比 (万辆; %)



资料来源：银保监会，华西证券研究所

乘用车月度销量周期性规律明显。根据中汽协披露的月度批发数量，我们总结出乘用车行业前期年内的月度销量分布规律：将 2012-2018 年分为政策刺激年（购置税优惠时期）及非政策刺激年（购置税为 10% 时期）。在 2012-2014 年期间，乘用车行业未受购置税优惠刺激政策影响，月度批发销量相对全年占比稳定，最大差异仅 1pp 左右；在 2015-2017 年期间，乘用车行业受购置税优惠政策影响，月度销量分布较非政策刺激年略有不同，但 2015-2017 年三年间的批发销量相对全年占比依然稳定，最大差异在 2pp 左右。

表 1 乘用车行业 2012-2018 年每月批发销量占全年比例 (%)

刺激政策分类	年份占比	1+2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
非政策刺激年	2012	15%	9%	8%	8%	8%	7%	8%	8%	8%	9%	9%
	2013	16%	9%	8%	8%	8%	7%	8%	9%	9%	9%	10%
	2014	16%	9%	8%	8%	8%	7%	7%	9%	9%	9%	10%
政策刺激年	2015	16%	9%	8%	8%	7%	6%	7%	8%	9%	10%	12%
	2016	15%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	9%	10%	11%	11%
	2017	16%	8%	7%	7%	7%	7%	8%	9%	10%	10%	11%
非政策刺激年	2018	17%	9%	8%	8%	8%	7%	8%	9%	9%	9%	9%

资料来源：中汽协，华西证券研究所

预计 2019 年全年销量增速约-8%，12 月反弹同比有望实现 11%。我们通过 2012-2018 年乘用车月度销量分布规律来测算 2019 年全年销量；利用 2019 年 1-10 月中汽协公布的历史批发销量数据，除以过去相应月份的月度销量占比，得出一系列总量预测值。其中，2019 年全年销量预测最大值为 2,592 万辆，最小值为 1,887 万辆，中位数约 2,176 万辆，对应 2019 年全年销量增速约-8.1%，而 12 月单月销量增速有望实现 11%。

表 2 乘用车行业 2019 年全年销量及同比预测及 10-12 月销量分布（万辆；%）

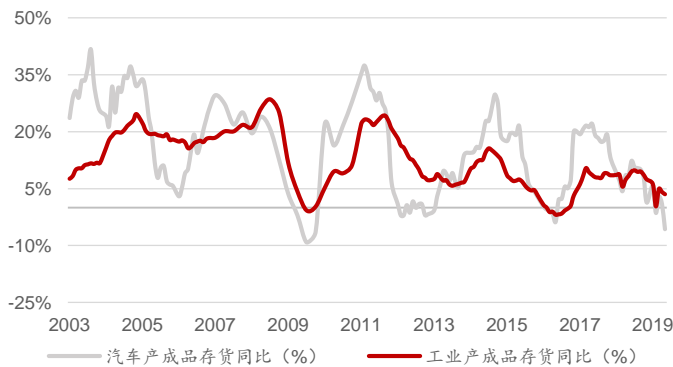
2019 年	1+2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年
2019 月度销量及预测（万辆）	324	202	157	156	173	156	165	193	193	209	249	2,176
2019 年月度销量占比及预测（%）	15%	9%	7%	7%	8%	7%	8%	9%	9%	10%	11%	100%
2019 年月度销量增速及预测（%）	-18%	-7%	-18%	-17%	-8%	-2%	-8%	-6%	-6%	-4%	11%	-8%

资料来源：中汽协，华西证券研究所

1.1.2. 乘用车行业底部特征明显

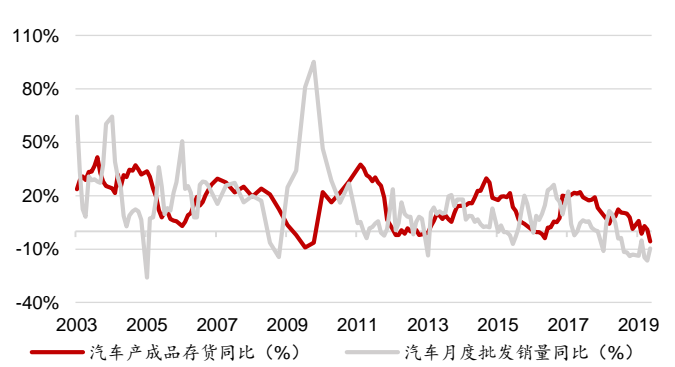
工业端批发库存已处历史低位。汽车产成品存货与工业产成品存货同比基本同步，2019H1 已下滑至历史低位。自 2012 年起，汽车产成品存货及批发销量同比增速在-10%-30%区间内呈现周期性波动，2017 年起，汽车产成品存货及批发销量同比增速开始下降，供给端去库存开始，截至 2019 年 10 月，两指标均处历史低位。

图 5 汽车产成品及工业产成品存货同比（%）



资料来源：中汽协、wind，华西证券研究所

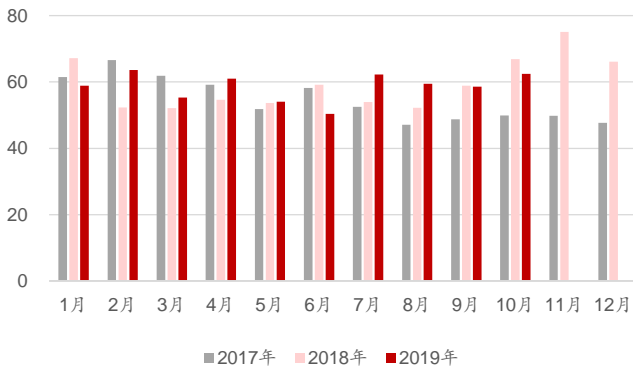
图 6 汽车产成品及汽车月度批发销量同比（%）



资料来源：中汽协、wind，华西证券研究所

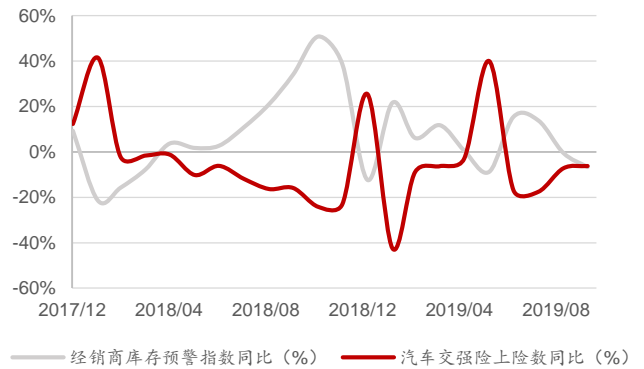
终端经销商库存预警指数于 6 月回归警戒线以下。2018 年 1 月起，经销商库存预警指数始终处于警戒线（50%）上，2019 年 6 月首次降至 50%。汽车交强险及经销商预警指数同比大致呈反向相关，2018 年 10 月起，经销商库存预警指数同比下降；而汽车交强险数据 2019 年 1 月起同比上升，终端去库存情况较好；除去 2019 年 6 月国五清库影响，目前经销商预警指数同比与交强险上险数同比趋势收敛，2019 年 10 月均为-6%，与行业批发、零售销量同比数据同步。

图7 汽车经销商库存预警系数 (%)



资料来源：中国汽车流通协会，华西证券研究所

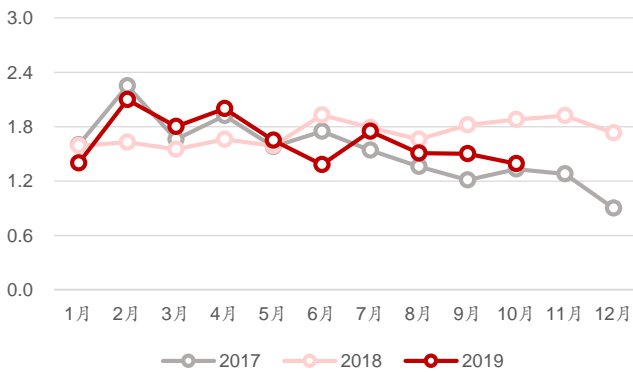
图8 汽车交强险及经销商预警系数同比 (%)



资料来源：银保监会、中国汽车流通协会，华西证券研究所

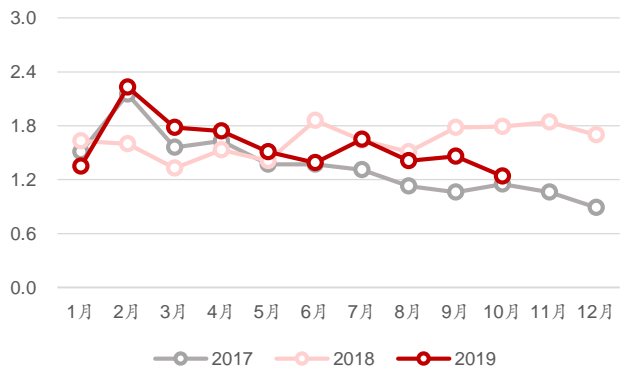
终端经销商库存深度于2019年10月降至1.39个月。自2017年12月以后，汽车终端经销商库存整体深度始终处于1.5个月以上，最高点为2019年2月的2.1个月；自2019年8月起，整体品牌库存系数（同上）维持在合理水平（1.5个月及以下）；2019年10月整体行业库存为1.39个月，合资品牌、进口品牌、自主品牌库存系数分别为1.24、1.44、1.55个月，因此目前来看终端库存情况合资优于进口优于自主。

图9 近三年汽车经销商整体品牌库存深度 (月)



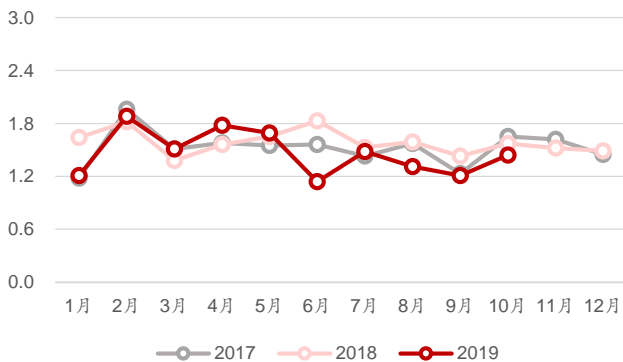
资料来源：中国汽车流通协会，华西证券研究所

图10 近三年汽车经销商合资品牌库存深度 (月)



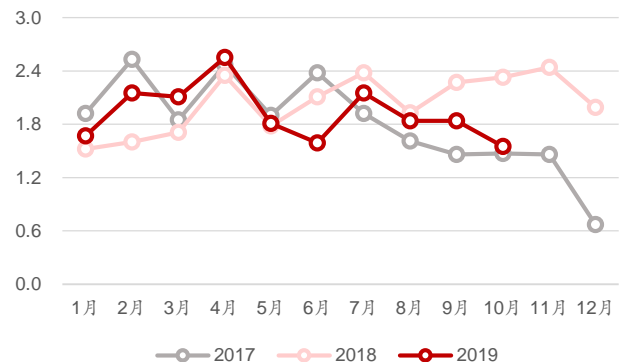
资料来源：中国汽车流通协会，华西证券研究所

图 11 近三年汽车经销商进口品牌库存深度（月）



资料来源：中国汽车流通协会，华西证券研究所

图 12 近三年汽车经销商自主品牌库存深度（月）



资料来源：中国汽车流通协会，华西证券研究所

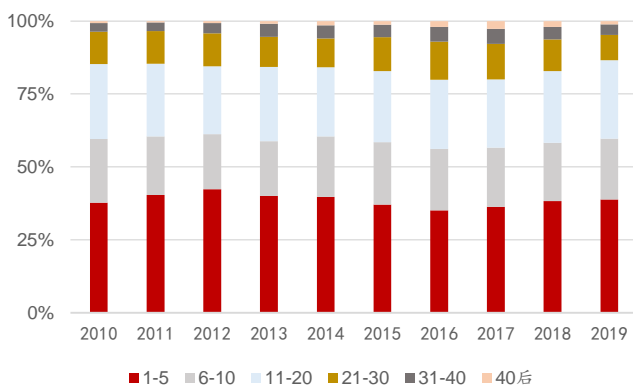
1.1.3. 结构优化 日系及豪华向好

乘用车头部份额稳定、CR10 占比近 6 成，日系品牌依托产品周期实现扩张：

1) 截至 2019H1，乘用车 CR10 份额稳定，以主流合资为主，近 9 年市占率维持在 55%-60% 区间。中游 11-20 名，自 2016 年起份额逐步上升，2019H1 达 27%，主要包含豪华品牌北京奔驰、华晨宝马及日系东本、广丰、广本等。30 名以后尾部份额明显萎缩。

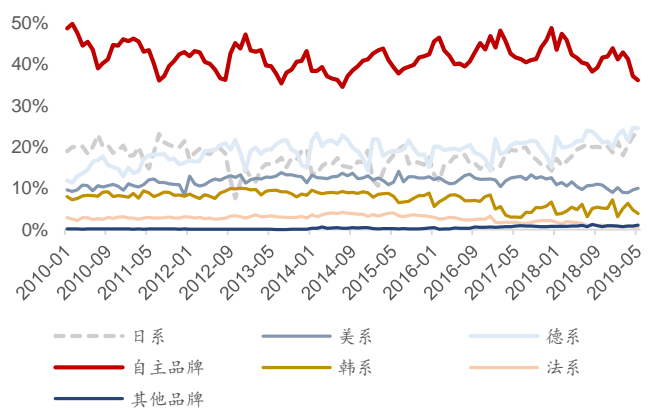
2) 乘用车各车系市场份额分化。自 2010 年起，自主品牌市场份额在 35%-50% 区间内剧烈波动，上行周期和下行周期均表现出较大弹性。美系品牌市场份额逐步下滑，从 2013 年 7 月最高点 13.8% 下降到 2019 年 5 月的 10.0%。自 2017 年起，日系品牌一直处于强产品周期，2019 年 5 月高达 23.8%，预计整体上行趋势可持续。

图 13 乘用车行业车企名次及市场份额分析（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 14 乘用车行业车企分系别销量份额走势（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

车企排名前三地位稳固，优质自主车企快速成长：

1) 自 2016 年以来，车企排名前三（不分次序）分别为上汽大众、上汽通用、一汽大众，2019 年 1-10 月一汽大众首次销量超越上汽大众摘冠；头部呈现集中的态势，2019 年 1-10 月 CR3 为 26.4%，相比 2018 年全年 CR3 上升 0.8pp。

2) 优质自主快速成长。2019 年 1-10 月吉利汽车车企销量排名上升至第 4 位，市占率为 6.3%，自 2015 年起，排名不断向上突破（2015-2018 年分别为第 15 位、第 10 位、第 5 位、第 5 位）；长城汽车自 2015 年起排名稳定在 7~9 位。我们认为，自主品牌将率先完成洗牌，优质自主车企有望实现优胜劣汰。

3) 日系合资持续实现份额扩张，一线豪华冲入前 20。2019 年 1-10 月排名前十的日系合资车企有 3 家（东风日产、广汽本田以及东风本田），而 10-20 名的日系合资车企有两家（一汽丰田、广汽丰田）；同期北京奔驰、华晨宝马成功进入前 20 车企，排名位列第 16、17 名，市场份额分别为 2.8%、2.6%（较 2018 年全年上升 0.8pp、0.6pp）。

表 3 中国 2010-2019 年前 20 名车企所占市场份额（%）

2015		2016		2017		2018		2019 年 1-10 月	
上汽大众	8.6%	上汽大众	8.2%	上汽大众	8.3%	上汽大众	8.7%	一汽大众	9.5%
通用五菱	8.5%	上汽通用	7.7%	上汽通用	8.1%	一汽大众	8.6%	上汽大众	9.1%
上汽通用	8.2%	一汽大众	7.7%	一汽大众	7.9%	上汽通用	8.3%	上汽通用	7.8%
一汽大众	7.8%	通用五菱	7.5%	通用五菱	7.7%	通用五菱	7.0%	吉利汽车	6.3%
长安汽车	5.3%	长安汽车	4.9%	吉利汽车	5.1%	吉利汽车	6.3%	东风日产	6.0%
北京现代	5.0%	北京现代	4.7%	东风日产	5.1%	东风日产	5.4%	通用五菱	5.6%
东风日产	4.9%	东风日产	4.7%	长安汽车	4.6%	长城汽车	3.7%	长城汽车	4.2%
长安福特	4.1%	长城汽车	4.0%	长城汽车	3.8%	长安汽车	3.7%	广汽本田	3.7%
长城汽车	3.6%	长安福特	3.9%	长安福特	3.3%	北京现代	3.4%	东风本田	3.7%
神龙汽车	3.4%	吉利汽车	3.3%	北京现代	3.2%	广汽本田	3.1%	长安汽车	3.7%
悦达起亚	2.9%	悦达起亚	2.7%	东风本田	2.9%	东风本田	3.0%	一汽丰田	3.4%
一汽丰田	2.9%	一汽丰田	2.6%	广汽本田	2.8%	一汽丰田	3.0%	奇瑞汽车	3.3%
江淮汽车	2.8%	广汽本田	2.6%	一汽丰田	2.8%	上汽自主	3.0%	广汽丰田	3.2%
广汽本田	2.7%	江淮汽车	2.6%	奇瑞汽车	2.5%	奇瑞汽车	2.9%	上汽自主	3.1%
吉利汽车	2.6%	奇瑞汽车	2.6%	上汽自主	2.1%	广汽丰田	2.5%	北京现代	3.0%
奇瑞汽车	2.5%	神龙汽车	2.5%	广汽自主	2.1%	广汽自主	2.3%	北京奔驰	2.8%
比亚迪	2.1%	东风本田	2.3%	江淮汽车	2.0%	比亚迪	2.1%	华晨宝马	2.6%
东风本田	1.9%	比亚迪	2.1%	广汽丰田	1.8%	北京奔驰	2.0%	比亚迪	2.2%
广汽丰田	1.9%	广汽丰田	1.7%	北京奔驰	1.7%	华晨宝马	2.0%	江淮汽车	2.1%
华晨宝马	1.4%	广汽自主	1.6%	比亚迪	1.7%	江淮汽车	2.0%	广汽自主	1.8%

资料来源：中汽协，华西证券研究所

注：红色字体为自主车企

节油经济驱动日系持续增长，借鉴美国市场竞争格局日系仍有较大空间：

1) 原油价格的周期性波动影响日系和美系车的销量，原油出口价自 2016H2 起趋势上行，目前仍处于上升通道。消费者愈加理性，偏好更节油的日系车型，日系品牌中国市场份额随油价上涨持续扩张，2019 年 5 月已达 23.8%，销量潜力不断释放，预计还未达到周期顶点；同期高耗能的美系品牌份额则略有萎缩。

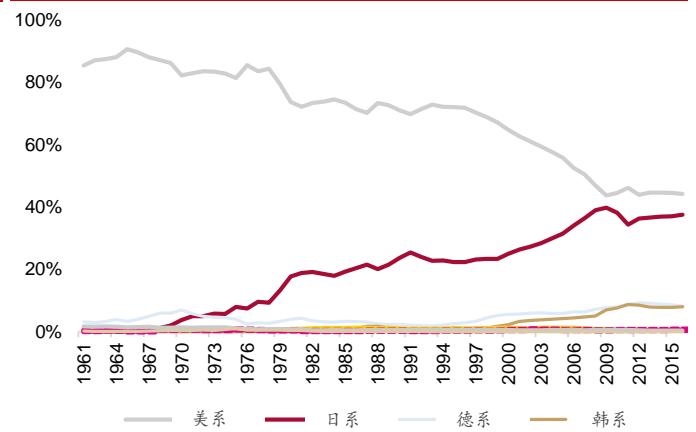
2) 从美国汽车市场历史发展可以看出, 从 1970 年开始, 美国经济经历多个周期, 消费趋向理性。而在此期间, 长期市占率保持 80% 以上的美国三大巨头 (通用、福特、克莱斯勒) 份额被日系抢占, 日系品牌的核心竞争力为低油耗、高性价比及低售后成本, 市占率由 1970 年的 3.7% 提升至 2009 年的 39.8%。日系在中国市场未来仍有较大发展空间。

图 15 日系在中国市场份额及油价走势 (%; 美元/吨)



资料来源: 中汽协、俄罗斯联邦统计局, 华西证券研究所

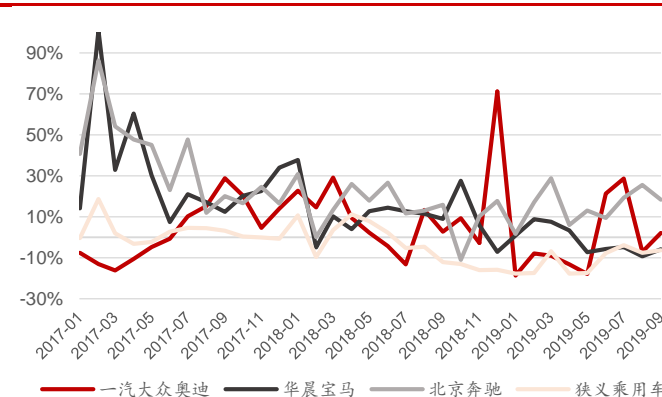
图 16 美国本土市场四大车系份额走势 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

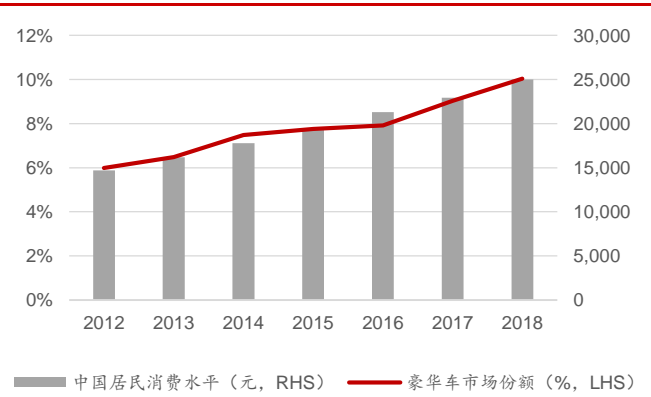
一二线城市消费升级驱动一线豪华品牌 (BBA) 持续增长。2017 年以来, 合资豪华品牌北京奔驰、华晨宝马、一汽大众奥迪月度销量增速领先行业, 新车型密集投放, 产品保持高竞争力: 2019 年 9 月北京奔驰销量增速 18.3%, 华晨宝马-5.9%, 一汽大众奥迪 2.1%, 而同期行业销量增速为-6.3%。豪华车市场份额由 2012 年的 6.5% 增至 2018 年的 10.0%, 主要受益于居民消费水平稳步增长及一二线城市消费升级引发的置换需求。

图 17 中国合资豪华品牌 BBA 月销量同比增速 (%)



资料来源: 搜狐汽车, 乘联会, 华西证券研究所

图 18 中国豪华车市场份额与居民消费 (%; 元)



资料来源: 灼识咨询、wind, 华西证券研究所

1.2. 展望未来：2020 年增速 3% 长期 CAGR 4%

展望 2020 年，乘用车能否实现增长：第三轮汽车消费刺激政策逐步落地，从两方面提振乘用车行业景气度，销量有望实现 3% 增长：①放宽或取消各地限购政策；②通过“汽车下乡以及以旧换新”促进农村汽车消费。从结构上来看，SUV 和轿车销量增速修复预期明显，有效推动行业复苏。

乘用车行业长期是否还有增长空间：从海外对比和内需驱动两个角度出发，中国乘用车行业长期仍有较大发展空间。相比海外发达国家，中国汽车千人保有量仍处较低水平，随人均 GDP 稳步增长，汽车消费具备较强可持续性；我们认为，中国汽车消费内需足够，叠加消费升级长期逻辑，首购、换购、增购三大核心需求驱动销量增长，预计未来 5 年 CAGR 4%。

1.2.1. 新一轮刺激政策指向放宽限购

中国汽车产业经历了三轮刺激政策：

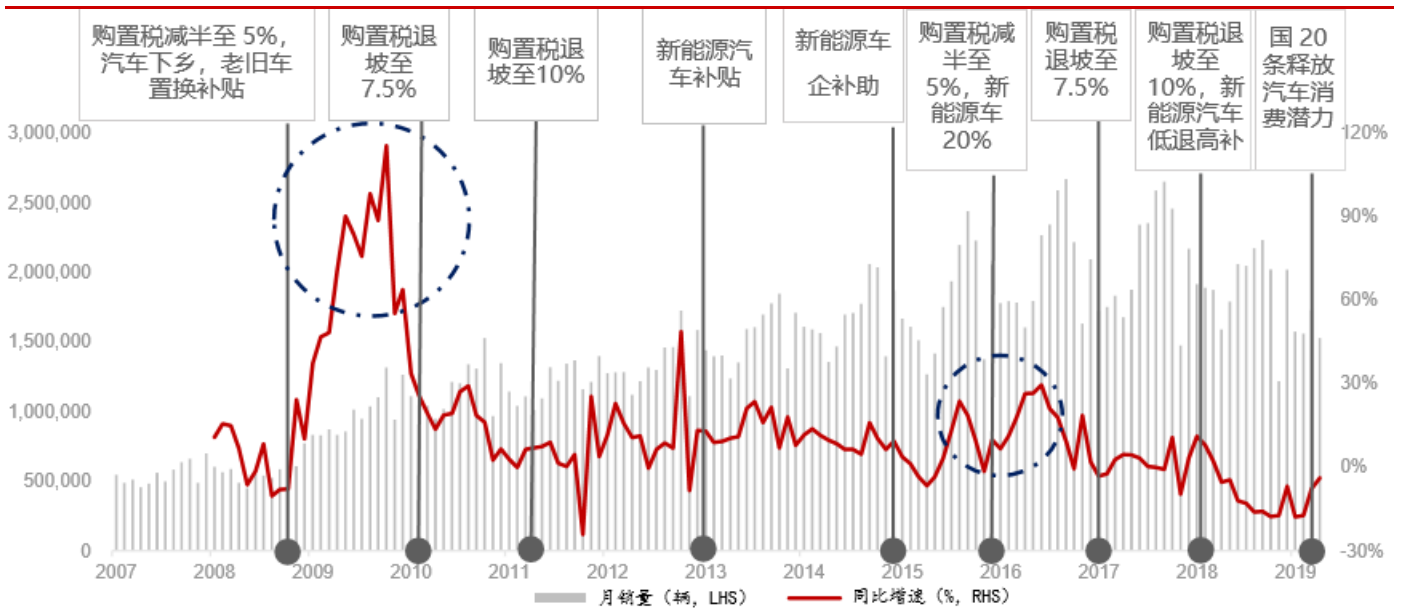
2009-2011 年：国务院办公厅发布《汽车产业调整和振兴规划》，主要内容包括：(1) 2009 年对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税。(2) 开展“汽车下乡”：政策实施期内，在新增中央投资中安排 50 亿元资金，对农民购买 1.3 升及以下排量的微型客车，以及将三轮汽车或低速货车报废换购轻型载货车的，给予一次性财政补贴。(3) 调整老旧汽车报废更新财政补贴政策，加大补贴支持力度，提高补贴标准，加快淘汰老旧汽车。2009 年老旧汽车报废更新补贴资金总额由 2008 年的 6 亿元增加到 10 亿元。(4) 2010 年政策期内，对 1.6 升及以下排量乘用车，暂减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。

2015-2017 年：财政部、国家税务总局发布第二轮刺激政策如下：(1) 2015 年 10 月至 2016 年 12 月政策期内，对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 的税率征收车辆购置税。(2) 2017 年政策期内，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。

2019 年至今，第三轮汽车消费刺激政策有别于前两轮购置税优惠政策，从中央财政补贴购置税，转向燃油车牌照限制放开，配套优惠政策包括汽车下乡、以旧换新以及新能源汽车购置税减免。2019 年 8 月 27 日国务院印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，政策由全面性转向释放限购城市堆积需求。

从行业销量基数出发，每一轮刺激政策对行业提振的效果边际效应递减。第一、二轮政策刺激乘用车月度销量于 2009 及 2016 年实现两个小高峰。自 2019 年起，第三轮汽车消费刺激政策对销量刺激边际效应逐渐缩小，2019 年 10 月乘用车批发销量增速约 -6%，零售销量增速约 -3%。

图 19 中国乘用车月度批发销量及同比走势与汽车消费刺激政策的关系 (辆; %)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

第三轮刺激政策重点转向放宽或取消限购，释放一二线城市堆积需求。与第一、二轮刺激政策相比，第三轮刺激政策最大的差异在于无燃油车购置税相关优惠政策颁布，本轮刺激的重点转向释放一二线城市堆积需求。2019 年 8 月 27 日国务院出台的《关于加快发展流通促进商业消费的意见》中明确：实施汽车限购的地区要结合实际，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施。

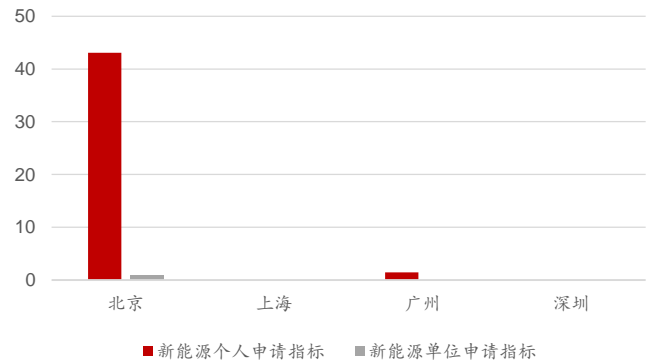
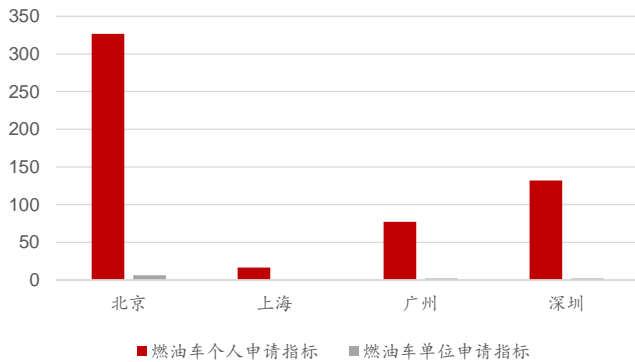
表 4 中国三轮汽车消费刺激政策内容及发布部门对比

政策内容	第一轮刺激 (2009-2011)			第二轮刺激 (2015-2017)			第三轮刺激 (2019-至今)
	2009	2010	2011	2015	2016	2017	2019
燃油车购置税减征比例	↓5%	↓2.5%	↓0%	↓5%	↓2.5%	↓0%	↓0%
汽车下乡	√	√	√				√
以旧换新	√	√		√	√	√	√
新能源车面购置税	√	√	√	√	√	√	√
燃油车牌照限购	上海	北京、上海	北京、上海、贵阳	北京、上海、贵阳、天津、深圳、杭州	北京、上海、贵阳、天津、深圳、杭州	北京、上海、贵阳、天津、深圳、杭州	国务院要求逐步放宽或取消限购
发布部门	财政部、商务部、税务总局			公安部、财政部、商务部、税务总局			生态环境部、工信部、商务部、财政部、科技部、发改委、国务院

资料来源：政府官网，华西证券研究所

一线城市堆积汽车需求 608 万个，按 5 年消化预计每年为行业销量贡献 5%弹性。八个限购城市的汽车申请指标数对应的购买潜力将在未来几年逐渐释放，贡献新车销量。从数据来看，北京燃油和新能源小客车指标申请人数明显高于其他三个一线城市，2019 年 6 月燃油小客车指标申请人数达到 326 万，新能源近 43 万。紧接着为深圳、广州、上海，其中上海市是以拍卖的形式进行限号，投标须缴纳一定数额的保证金，指标申请人数较少。2019 年 6 月北上广深小客车指标申请或竞拍总数 608 万个，假设潜力释放的预期年限为 5 年，每年将新增 121 万辆的新车销售，以 2018 年 2300 万乘用车销量为基准，预计每年为市场贡献 5%弹性。

图 20 2019 年 6 月北上广深燃油客车指标申请量 (万) 图 21 2019 年 6 月北上广深新能源客车指标申请数 (万)



资料来源：各一线城市政府官网，华西证券研究所

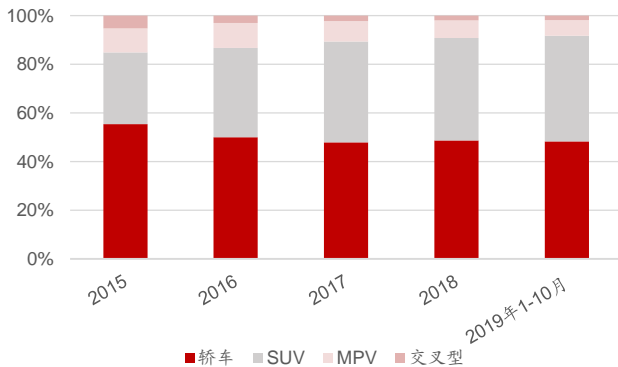
资料来源：各一线城市政府官网，华西证券研究所

1.2.2. 2020 年销量增速有望回正

轿车占比稳定，增速周期性波动。自 2016 年起，乘用车行业内轿车销量占比降至 5 成及以下，2016-2018 年分别为 50.0%、47.9%、48.7%；2019 年 1-10 月轿车销量占比为 48.4%。预计未来轿车市场份额变化趋向稳定，在 47~50%之间波动，置换需求将成为轿车销量的最大驱动力。

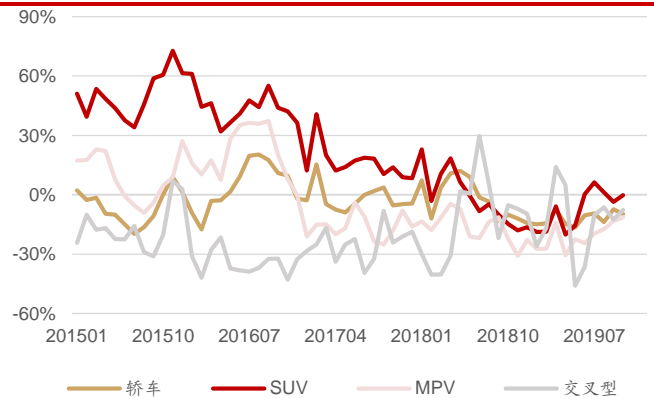
SUV 占比持续上升，增速大幅放缓。自 2015 年起，乘用车行业内 SUV 销量占比持续提升，从 2015 年的 29.4%攀升至 2018 年的 42.1%；2019 年 1-10 月销量占比为 43.3%。近年来 SUV 销量增速明显放缓，截至 2019 年 10 月 SUV 单月销量同比为-0.3%。我们认为，未来 SUV 市场份额是否能继续扩张，将很大程度上依赖于家庭首购需求，农村汽车保有率仍有较大向上空间。

图 22 乘用车各类别年度销量占比 (%)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 23 乘用车各类别月度销量增速 (%)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

预计 2020 年乘用车销量增速 3%。经测算，2019 年乘用车行业销量 2,176 万辆，同比下滑 8.1%；其中，轿车销量 1,058 万辆，同比下滑 8.2%；SUV 销量 937 万辆，同比下滑 6.1%，MPV 销量 136 万辆，同比下滑 21.3%。2020 年刺激政策有效拉动轿车、SUV 及 MPV 销量修复，预计增速分别为 3.0%、5.0%、2.0%，结构变化不大；全年总销量为 2,246 万辆，增速为 3.2%。

表 5 历年乘用车分类别销量、同比增速及 2020 年预测情况

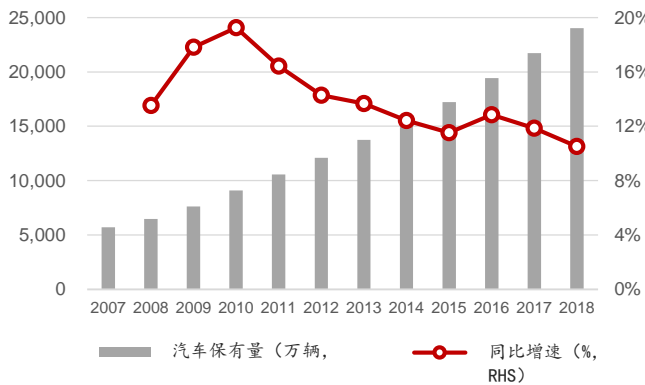
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
乘用车总销量 (万辆)	1,970	2,111	2,429	2,474	2,367	2,176	2,246
乘用车销量同比 (%)	9.9%	7.2%	15.1%	1.9%	-4.3%	-8.1%	3.2%
轿车销量 (万辆)	1,237	1,170	1,214	1,185	1,152	1,058	1,090
轿车销量同比 (%)	3.0%	-5.5%	3.8%	-2.4%	-2.8%	-8.2%	3.0%
SUV 销量 (万辆)	408	621	894	1,026	997	937	983
SUV 销量同比 (%)	36.5%	52.2%	44.0%	14.9%	-2.9%	-6.1%	5.0%
MPV 销量 (万辆)	192	211	249	209	173	136	139
MPV 销量同比 (%)	46.8%	10.0%	18.4%	-16.4%	-17.1%	-21.3%	2.0%

资料来源：中汽协，华西证券研究所

1.2.3. 中国千人保有量相比海外仍有较大提升空间

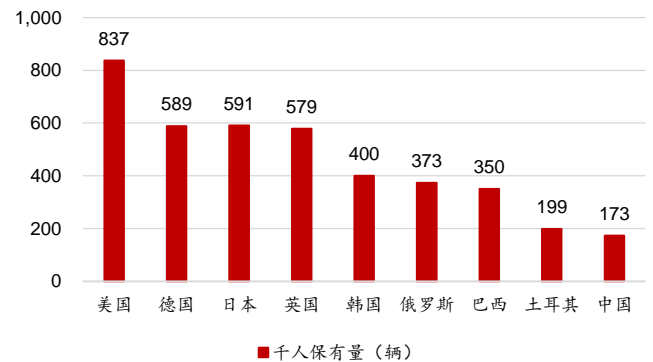
中国汽车保有量稳步增长，千人保有量相比海外仍有较大提升空间。近 10 年，中国汽车保有量从 2007 年的 5,696.8 万辆稳定增长到 2018 年 2.4 亿辆，年复合增速保持 12% 以上。2018 年，中国汽车千人保有量为 173 辆，与主要发达国家水平相距甚远，仅约为美国的 1/5，日本的 1/3，韩国的 1/2，仍有较大提升空间。

图 24 中国汽车保有量及同比 (万辆; %)



资料来源: 公安部, 华西证券研究所

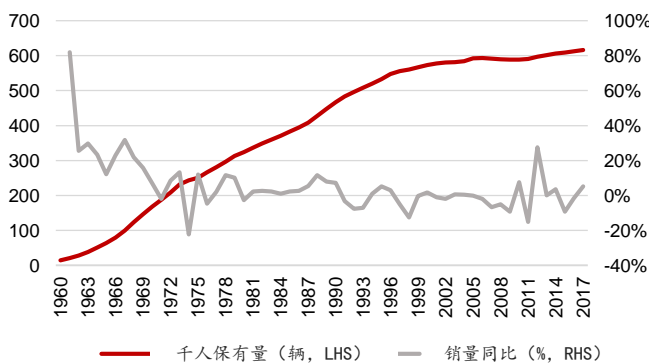
图 25 世界各国汽车千人保有量对比 (辆)



资料来源: 世界银行, 华西证券研究所

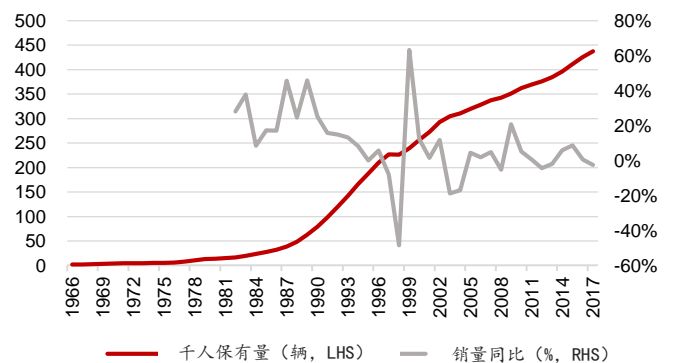
参考日韩发展历程, 未来 5-10 年中国新车销量将进入缓增时代。相比欧美国家, 中国汽车消费习惯更接近日韩等亚洲国家。日本汽车千人保有量于 1971 年达 173 辆后, 之后新车销量增速趋于稳定, 后 5 年年复合增速为 1.9%, 后 10 年为 2.6%。韩国汽车千人保有量于 1995 年达 173 辆, 受 1998 年亚洲金融危机, 新车销售下滑 48%, 自 2000 年后逐步稳定在 -5%-10% 区间内。

图 26 日本汽车千人保有量与新车销量增速 (辆; %)



资料来源: 国家信息中心, 华西证券研究所

图 27 韩国汽车千人保有量与新车销量增速 (辆; %)



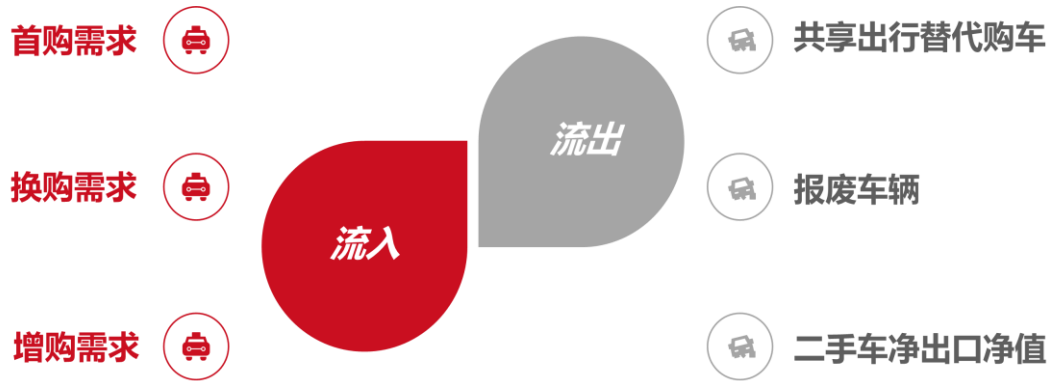
资料来源: 国家信息中心, 华西证券研究所

1.2.4. 内需驱动乘用车未来 5 年 CAGR 4%

汽车作为可选消费品, 短期受宏观经济对未来收入预期和购置税政策影响, 需求可能提前或延后, 但长期看汽车千人保有量与人均 GDP 水平关系密切。为预测未来中长期乘用车市场空间, 我们以汽车保有量增量为预测目标, 通过估算未来影响乘用车新车销量的主要因素, 推算未来 5 年 (2020-2024) 新车销量。

新车销售长期模型构建以内需为基础。影响乘用车新车销量的因素可分为两个部分: 流入和流出。流入部分包括三大核心需求: 首购、换购以及增购, 而流出部分包括二手车分流、共享出行分流以及报废车辆。

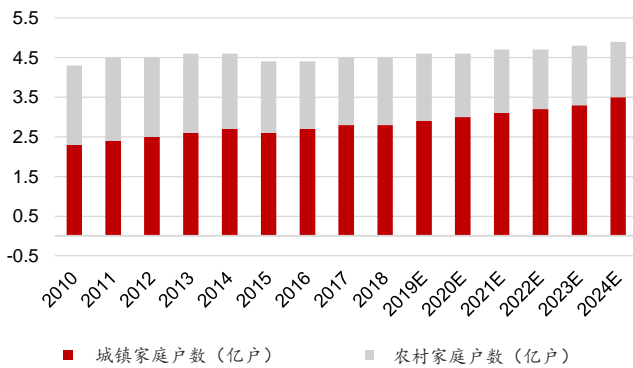
图 28 乘用车行业长期销量预测模型



资料来源：华西证券研究所

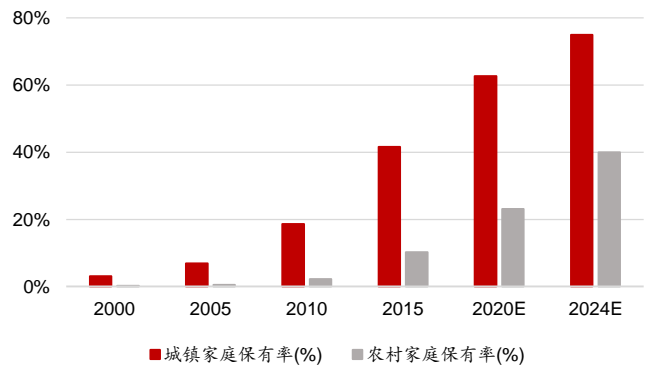
首购需求随城镇及农村汽车保有率提升得以释放，未来保有率仍有空间。2010-2018年，中国家庭户数保持稳步增长，其中城镇家庭户数提升幅度较大，2018年中国家庭总户数4.5亿户，城镇、农村家庭分别为2.8亿、1.7亿户。预计未来5年中国家庭户数仍会持续增长，估计2024年总户数4.9亿户，城镇、农村家庭分别增至3.5亿户、2.4亿户。进入2000年后，中国家庭汽车保有率不断上升，城镇、农村汽车保有率已从2000年3.1%、0.2%增长至2015年42%、10%。预计2024年，城镇、农村汽车保有率将升至75%、40%。

图 29 中国城镇及农村家庭户数（亿户）



资料来源：wind，中汽协，华西证券研究所

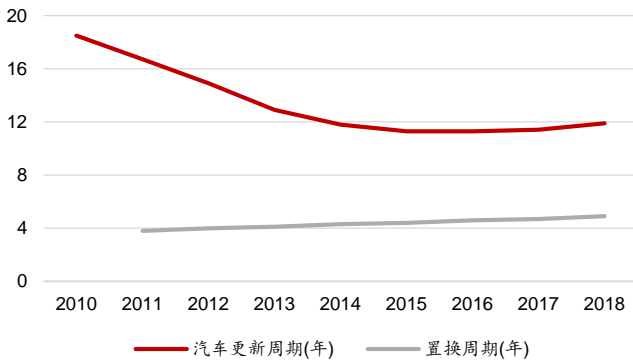
图 30 中国城镇及农村汽车保有率（%）



资料来源：世界银行，wind，华西证券研究所

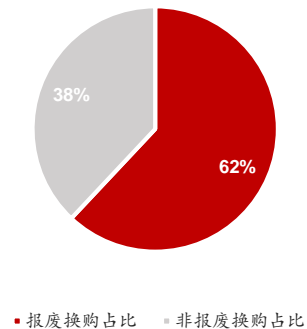
换车周期稳定，驱动置换需求，提前置换比例有望进一步提升。中国汽车更新周期（报废周期）自2014年起，稳定在约12年左右水平；汽车置换周期不断延长，2018年为4.9年，预计未来置换周期将增至6年左右。2018年报废置换比例约70%，随着未来置换需求的增加，预计5年内报废置换将降至62%，非报废置换为38%。

图 31 中国汽车更新及置换周期走势 (年)



资料来源：中汽协，世界银行，华西证券研究所

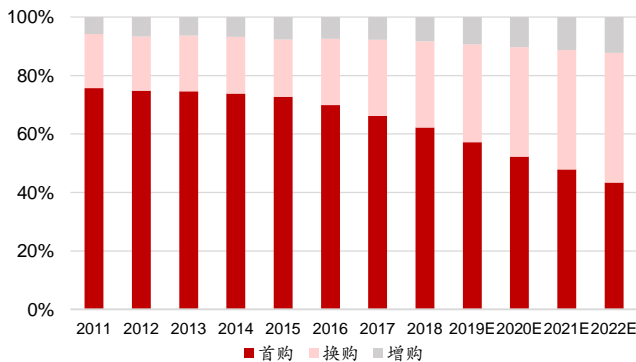
图 32 预计 2024 年换购需求中国报废换购占比 (%)



资料来源：华西证券研究所

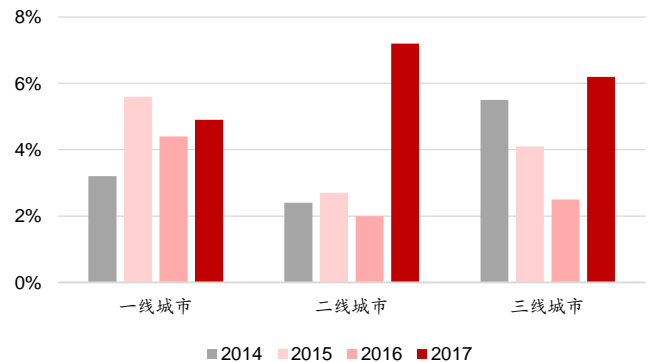
增购需求由一二线城市主导，逐步向三线及以下城市渗透。2011-2015 年，中国新车销售中首购占比保持在 70% 以上，自 2016 年起，首购比重逐步下滑，2018 年已下降至 62.2%。在此期间，换购及增购比重逐渐上升，2018 年新车销售中，29.5% 为置换需求，8.3% 为增购需求；预计 2024 年置换需求占比将增至 48%，而增购需求占比将增至 13%。2014-2017 年一线城市增购比例在 5% 左右波动，增速缓慢。相比之下，二线城市增购比例于 2017 年提升至 7% 以上，增幅较大，故未来二线城市增购具有较大潜力。

图 33 中国新车销售结构首购/换购/增购占比 (%)



资料来源：国家信息中心，华西证券研究所

图 34 中国不同级别城市历年增购比例 (%)



资料来源：国家信息中心，华西证券研究所

未来 5 年乘用车行业销量 CAGR 4%。经测算得出，未来 5 年新车总销量约 1.29 亿辆，平均每年销量约 2,576 万辆，对应的年复合增速约 4%。同时，我们对模型进行了相关测试，得出的结论包括：

- 1) 流入因素中，换购需求对结论影响最大；
- 2) 未来 5 年新车总需求量每上升或下降 251 万辆，年复合增速 (CAGR) 波动约 1pp；
- 3) 乘用车新车年销量长期有望突破 2,600 万辆量级。

表 6 乘用车行业 2020-2024 年销量预测模型

类别	核心因素	2020-2024 年 汽车保有量增量 (万辆,%)	关键假设		历史参考数据	
流入	首购	7,900	2024 年城镇户数 (亿户)	3.5	2018 年城镇户数 (亿户)	2.9
			2024 年农村户数 (亿户)	1.4	2018 年农村户数 (亿户)	1.7
			2024 年城镇保有率 (%)	75%	2018 年城镇保有率 (%)	62.7%
			2024 年农村保有率 (%)	40%	2018 年农村保有率 (%)	23.1%
	非报废 换购	7,600	未来 5 年非报废换购 (%)	38%	过去 5 年实际报废年 (年)	15
			未来 5 年报废换购比 (%)	62%	2018 年平均换车周期 (年)	4.9
	报废后 换购	5,000	未来 5 年平均换车周期 (年)	6	2018 年汽车保有量 (亿辆)	2.4
			未来 5 年平均报废周期 (年)	15	2018 年平均更新周期 (含置换+报废)	11.9
	增购	1,200	未来 5 年年复合增长 (%)	5%	2018 年乘用车销量 (万辆)	2,376
	流出	二手车分流	-8,400	未来 5 年二手车交易复合 增速 (%)	5%	2018 年增购比例 (%)
共享出行分流		-300	2018 年二手车交易量 (万辆)			1,382
合计 预测	未来 5 年 新车总需求	12,860	敏感性测试:			
	未来 5 年平均 每年新车销量	2,576	1) 流入因素中, 换购需求对结论影响最大, 未来中国车市将逐步进入稳定的需求置换大周期;			
	未来 5 年 年复合增速	4%	2) 未来 5 年新车总需求量每上升或下降 251 万辆, 年复合增速 (CAGR) 将波动 1pp; 3) 乘用车新车年销量长期有望突破 2,600 万辆量级。			

资料来源: wind, 公安部, 中国汽车流通协会, 华西证券研究所

1.3. 小结

我们通过三要素模型来判断车企的竞争意愿、竞争能力以及品牌实力, 结合个体车企在基数周期下销量增速改善节奏的情况, 总结并推荐核心标的。

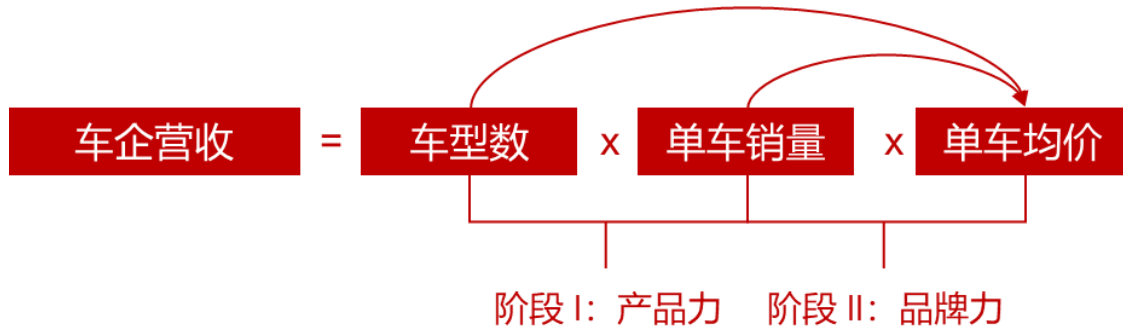
1.3.1. 竞争能力及意愿助力优秀车企脱颖而出

我们提出车企三要素模型: 车企的总体表现可以用营收公式来反映。

$$\text{车企营收} = \text{车型数} * \text{单车销量} * \text{单车均价}$$

其中, 新车车型数反映了一个车企的竞争意愿; 单车销量反映了一个车企的产品竞争能力; 单车均价则反映了品牌的溢价能力。从这三个维度出发可以对车企进行综合全面的产品分析。

图 35 车企三要素分析模型



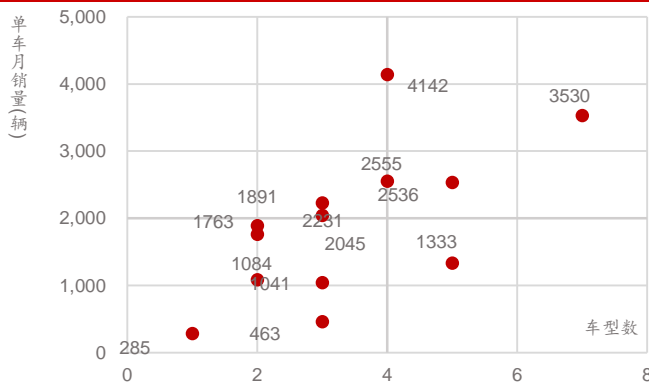
资料来源：华西证券研究所

从新车车型数和单车销量来看，自主品牌吉利、长城、长安、上汽较为领先，合资品牌中德系、日系较为领先。我们统计从2019年1-10月自主品牌车企发布新车型（全新以及换代车型）数量以及每月单车平均销量数据发现：1）自主品牌中，吉利汽车、长城汽车、长安自主、上汽自主处于行业领先地位；2）合资品牌中，上汽大众、一汽大众、广汽丰田、一汽丰田处于行业领先地位，南北大众均保持新车型数优势，2019年1-10月一汽大众（包含一汽大众奥迪）新车型7款，上汽大众4款。

新车型数和单车销量展现了车企主动竞争的意愿以及产品竞争能力，而在行业下行周期中，我们认为，产品竞争能力更能突出车企的硬实力，体现车企竞争能力的核心因素为模块化平台，目前自主品牌中有正向开发模块化平台的车企为吉利汽车、广汽自主等。由此，我们根据三要素模型得出结论，2019年表现脱颖而出的车企（包含自主+合资）主要为【吉利汽车、长城汽车、长安汽车、广汽集团、上汽集团】。

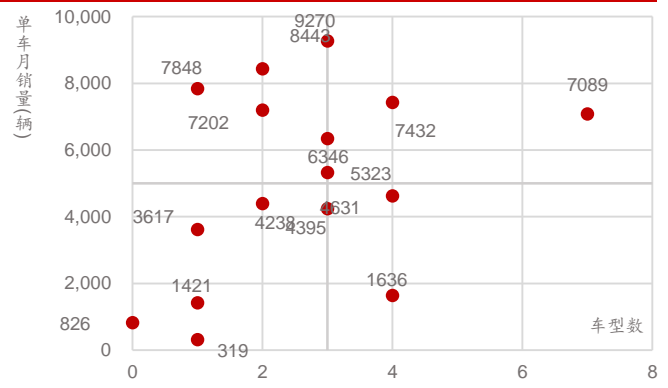
单车均价反应品牌溢价能力，行业景气度低迷，产品价格难以向上突破。2019年1-10月乘用车批发及零售销量分别同比下滑10.8%、8.3%，而10月汽车消费指数为67.7，仍处于荣枯线以下，导致终端折扣幅度较大；对于车企而言，在行业景气度低迷阶段提升品牌溢价能力较难实现。

图 36 自主品牌单车月销量与新车型数 (辆, 款)



资料来源：中汽协，爱卡汽车，华西证券研究所
 备注：新车型数采用 2019 年以来上市全新及换代车型；单车月销量为 2019 年 1-10 月车企平均单月销量除以总车型。

图 37 合资品牌单车月销量与新车型数 (辆, 款)



资料来源：中汽协，爱卡汽车，华西证券研究所
 备注：新车型数采用 2019 年以来上市全新及换代车型；单车月销量为 2019 年 1-10 月车企平均单月销量除以总车型。

按新车产品周期筛选，上汽、吉利、长安布局激进：

1) 上汽集团 2019 年 1-10 月推出 10 款新车或换代车型，以 SUV 为主，其中包括上汽大众途岳、途铠、凯迪拉克 XT6、雪佛兰创界等，未来一年内新车周期将以自主品牌换代为主线。

2) 吉利汽车 2019 年 1-10 月推出 7 款新车或换代车型，代表车型为 SUV 缤越，单月销量最高突破 1.3 万辆，吉利汽车未来产品周期较为平均，吉利、几何以及领克品牌一年内将继续推出 6 款车型。

3) 长安汽车 2019 年 1-10 月推出 6 款新车或换代车型，其中包括长安自主第三次创业发布的首款重磅车型 CS75 Plus，该车型 10 月销量已突破万辆，长安汽车未来产品周期重点关注林肯国产化，首款合资 SUV 车型将于 2019 年底上市，2020H2 林肯将继续推出两款全新合资 SUV。

表 7 部分车企新车型统计

上市车企	2019 年 1-10 月			2019 年 11 月至 2020 年预期		
	车型数统计	轿车 (全新/换代)	SUV/MPV (全新/换代)	车型数统计	轿车 (全新/换代)	SUV/MPV (全年/换代)
上汽集团	新车换代 10 款 改装增配 75 款	MG3, 荣威 i5	斯柯达柯珞克、柯米克, 上汽大众途岳、途铠, 凯迪拉克 XT6, 上汽大通 D60, 宝骏 RS-5, 雪佛兰创界	新车换代 5 款 改装增配 15+ 款	雪佛兰 Blaze, 荣威 i6 换代	别克昂克旗, 雪佛兰 Menlo, 荣威 RX5 换代
吉利汽车	新车换代 7 款 改装增配 15 款	几何 A, 缤瑞, 帝豪 GS 换代, 领克 03	星越, 缤越, 嘉际	新车换代 6 款 改装增配 20+ 款	几何 1 款, 吉利品牌 1 款, 领克 1 款	吉利品牌 1 款, 领克 05
广汽集团	新车换代 9 款 改装增配 19 款	Aion S, 缤智换代, 雷凌换代, 凯美瑞换代	Aion LX, 理念 VE1, 传祺 GM6, CH-R	新车换代 4 款 改装增配 10+ 款	广菲克 1 款	传祺 GS4 换代, 广丰威兰达, 广本皓影

长安汽车	新车换代 9 款 改装增配 27 款	长安福特福睿斯 换代, 福克斯 Active	长安福特领界 换代, 自主 CS75 Plus、CS85 Coupe, 欧尚 CX70, 科尚, 长安马自达 CX8	新车换代 5 款 改装增配 15+ 款	-	林肯 3 款 SUV, 长安福特翼虎换代, 自主 CS55 Plus
长城汽车	新车换代 4 款 改装增配 19 款	欧拉 R1	WEY VV6, 欧拉 IQ, 皮卡炮	新车换代 1 款 改装增配 10+ 款	-	WEY 1 款

资料来源: 公司公告, 爱卡汽车, 华西证券研究所

1.3.2. 基数主导本轮车企销量修复

车企销量增速跟随基数周期变化。我们率先提出基数周期理论, 本轮基数周期主要反映车企对于 2018H2 行业下行的前瞻判断及竞争能力、竞争意愿, 先主动将批发增速主动下调的车企, 在本轮中将受益于库存优势, 大概率批发增速将提前实现复苏。目前在月度销量同比上实现大幅改善, 同时结合上部分统计数据, 展现较强竞争能力及意愿的车企主要为 2019H2 单月销量增速明显改善的【长安汽车、长城汽车】, 以及 2019 年 10 月销量增速领先行业实现转正的【吉利汽车】。

表 8 行业及部分公司自 2018 年 7 月起月批发销量同比增速比较 (%)

月度批发同比 %	2018 年						2019 年									
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
乘用车行业	-5%	-5%	-12%	-13%	-16%	-16%	-18%	-17%	-7%	-18%	-17%	-8%	-4%	-8%	-6%	-6%
广汽集团	7%	10%	5%	13%	13%	5%	0%	-11%	0%	-5%	-4%	6%	-7%	-7%	-5%	-13%
长安汽车	-20%	-35%	-32%	-35%	-40%	-44%	-40%	-28%	-27%	-35%	-35%	-25%	-7%	-5%	-8%	-8%
长城汽车	-1%	-2%	-4%	-3%	-3%	-2%	2%	7%	5%	4%	1%	2%	11%	10%	15%	5%
吉利汽车	27%	20%	6%	-2%	-2%	-39%	2%	-24%	1%	-22%	-30%	-29%	-24%	-19%	-9%	1%
上汽集团	10%	9%	6%	5%	3%	1%	-14%	-17%	-16%	-17%	-17%	-17%	-9%	-8%	-10%	-10%

资料来源: 公司公告, 中汽协, 华西证券研究所

2. 零部件: 重塑秩序 走向全球

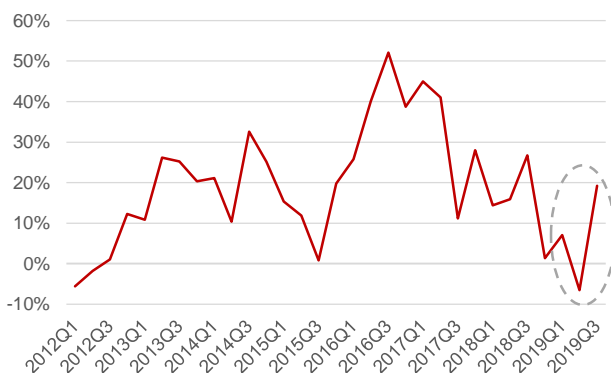
2.1. 回顾 2019: 零部件行业业绩触底回升

零部件板块业绩触底回升。受整车销量下行的影响，零部件板块业绩于 2018Q4-2019Q3 在底部区间，营收端于 2019Q2 触底，营收增速-6.5%，但 2019Q3 出现明显改善，达 19.2%。归母净利润同步营收端变动，增速从 2019Q2 的-32.2% 提升至 2019Q3 的-1.1%，预计 2019Q4 有望转正。

毛利率仍有所承压，2019Q3 达 18.1%，环比减少 1.6pct，主要受行业产量减缓致规模效应减小和降价压力加大的影响。费用率方面，销售费用率和管研费用率 2019 年以来逐季提升，其中：1) 销售费用 2019Q1-Q3 增速分别为 5.0%、-3.8%、0.7%，有所管控，但销售费用率提升主要受营收端下滑的影响；2) 管理费用 2019Q1-Q3 增速分别为 14.7%、2.1%、5.4%，主因行业高景气时期较大的资本支出导致折旧摊销费用保持较高水平以及研发费用保持相对稳定水平。

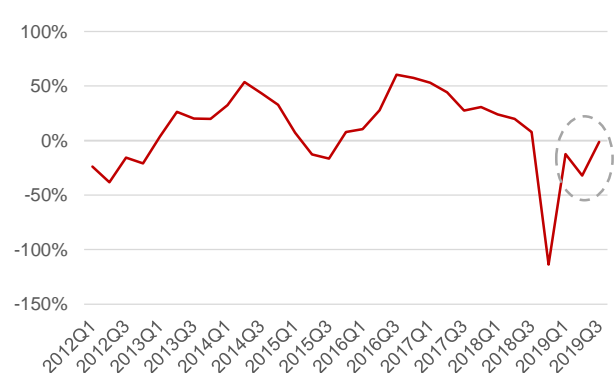
ROE 同步利润端变动，归母净利润下滑较多导致其下降显著。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额受季度影响波动较强，整体来看单季度经营活动产生的现金流量净额和单季营收的比例相比去年有所上升，表明企业现金流情况逐渐改善。

图 38 SW 汽车零部件分季度营收增速 (%)



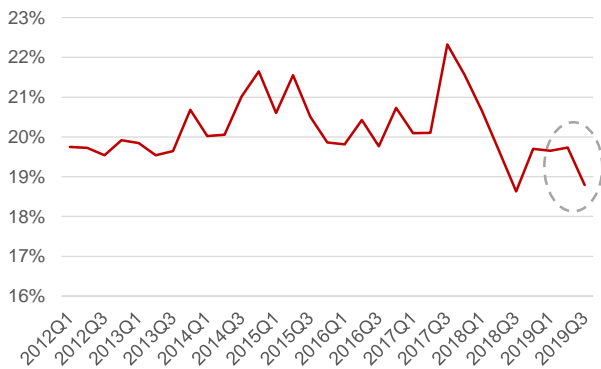
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 39 SW 汽车零部件分季度归母净利润增速 (%)



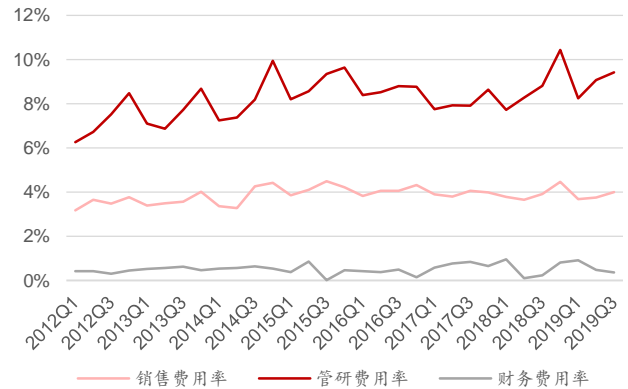
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 40 SW 汽车零部件分季度毛利率 (%)



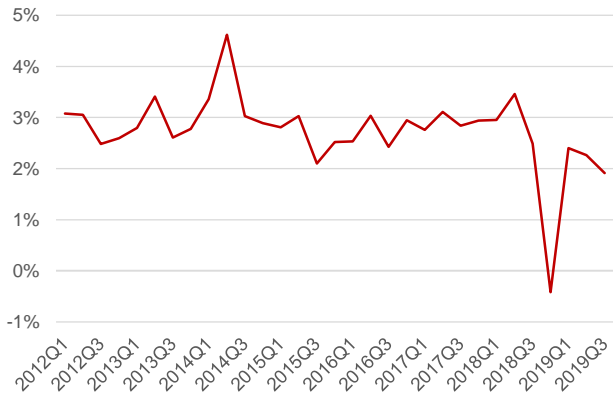
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 41 SW 汽车零部件分季度费用率 (%)



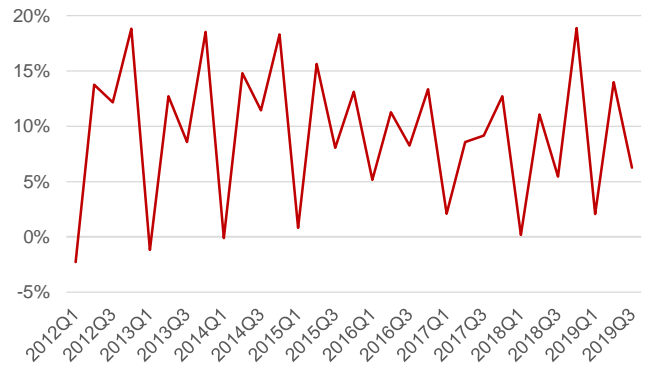
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 42 SW 汽车零部件分季度 ROE (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 43 SW 汽车零部件经营活动现金流净额/收入 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

我们根据汽车零部件板块 2019Q3 营收同比增速、归母净利润同比增速、扣非归母净利润同比增速及 ROE 进行排序, 筛选出以下三季度业绩改善显著或全年业绩相对较好的公司:

- 1) **好赛道: 科博达、星宇股份、伯特利。**汽车电子受电动化和智能化驱动量价齐升, 这三家公司均处于汽车电子的优质赛道。科博达、星宇股份受益于车灯 LED 化, 分别深耕车灯及车灯控制器业务, 伯特利专注底盘制动业务, 切入智能驾驶执行层领域。对应 2019Q3 营收增速分别为 29%、10%、37%, 归母净利润增速分别为 13%、38%、53%, 环比 2019Q2 均显著改善, 2019Q1-Q3ROE 分别为 17%、12%、15%, 引领零部件板块回暖。
- 2) **强客户: 爱柯迪、岱美股份、拓普集团、玲珑轮胎。**这四家公司分别处于轻量化、内饰、NVH、轮胎行业, 在手订单相对充足。爱柯迪轻量化产品供应法雷奥、博世等, 深度绑定下游客户, 新能源汽车获得博世、大陆、麦格纳、马勒等订单; 岱美深度绑定吉利, 收购 motus 后打入德美日车企全球配套体系; 拓普集团深度绑定吉利, 特斯拉国产化后有望继续受益; 玲珑轮胎同时进入奥迪、大众、通用、福特等一线车企配套, 产能提升叠加产品结构改善。

对应2019Q3营收增速分别为6%、10%、-4%、10%，归母净利润增速分别为-31%、19%、-30%、36%，ROE分别为7%、14%、5%、12%。

- 3) **稳龙头：福耀玻璃、华域汽车、敏实集团。**这三家公司分别为汽车玻璃、汽车内饰、汽车外饰件龙头，国内市占率分别为60%+、30%+、30%+。福耀玻璃和华域汽车2019Q3营收增速分别为6%、-6%，扣非归母净利润增速分别为-20%、-10%，环比2019Q2显著改善，ROE均为11%，处于板块较高水平，体现龙头的较强盈利能力。敏实集团是香港上市公司，未披露季报，2019H1营收增速为2%，扣非归母净利润增速为-12%，ROE达7%。

表9 业绩表现相对较好的零部件企业2019年分季度业绩情况

	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)			扣非后归母净利润增速 (%)			ROE
	3Q19	2Q19	1Q19	3Q19	2Q19	1Q19	3Q19	2Q19	1Q19	1Q-3Q19
伯特利	37%	6%	-6%	53%	17%	34%	49%	5%	-1%	15%
科博达	29%			13%						17%
玲珑轮胎	10%	15%	15%	36%	47%	27%	33%	37%	17%	12%
岱美股份	10%	41%	45%	19%	-3%	8%	35%	21%	-19%	14%
星宇股份	10%	1%	21%	38%	0%	30%	49%	6%	33%	12%
爱柯迪	6%	4%	-2%	-31%	-6%	-21%	-14%	1%	-25%	7%
福耀玻璃	6%	0%	4%	-40%	-31%	8%	-20%	-33%	-13%	11%
拓普集团	-4%	-24%	-17%	-30%	-59%	-43%	-31%	-55%	-43%	5%
华域汽车	-6%	-15%	-12%	-2%	-18%	-37%	-10%	-17%	-15%	11%
*敏实集团			2%			-9%			-12%	7%

资料来源：Wind，华西证券研究所（注：敏实集团是港股，未披露季报，因此表中所列增速均是对应2019H1）

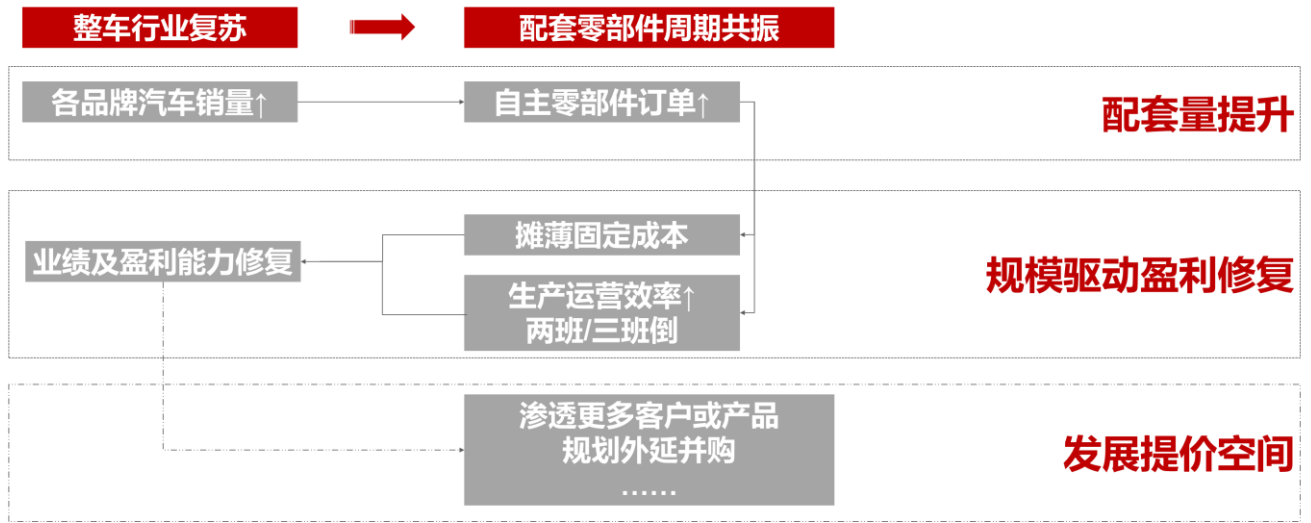
2.2.展望未来：整车周期共振 配件核心成长

2.2.1.整车周期共振 头部领先

下游车企复苏驱动零部件配套两提升进而实现盈利修复。考虑到零部件与整车关联性较强，目前整车底部特征明显，叠加取消限购等汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望开启周期性复苏：1) 零部件比起整车业绩周期有所滞后，未来零部件行业有望跟随整车实现回暖；2) 整车复苏上量驱动零部件周期共振，量价齐升进入良性循环；3) 配套核心车企的优质自主零部件企业在行业回暖时率先实现业绩修复。

图 44 零部件整车共振

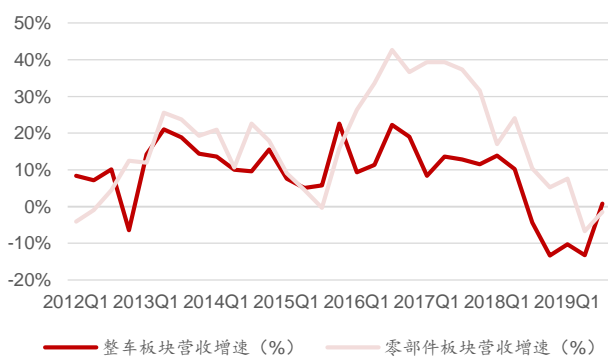
来自下游车企的核心变量



资料来源：华西证券研究所

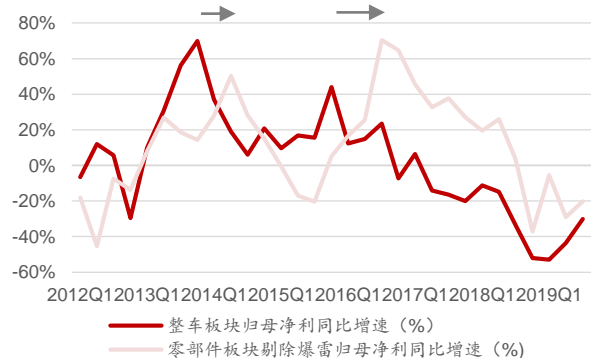
零部件相对整车财务周期滞后 3-6 个月。汽车零部件和整车业绩存在正相关，可以通过整车业绩变化趋势推测零部件业绩未来走势，拉取汽车和零部件板块营收及利润增速曲线对比，可得出零部件板块滞后整车变化约 3-6 个月。回顾整车行业变化，2018Q4 触底到 2019Q2 仍在底部区间波动，2019Q3 汽车整车板块营收有所回暖，负增长收窄趋势明朗。我们认为自主零部件企业存在周期性机会，若整车延续收窄趋势，我们预估零部件将于 2020Q2 迎来新一轮复苏周期。

图 45 整车和零部件板块营收增速对比 (%)



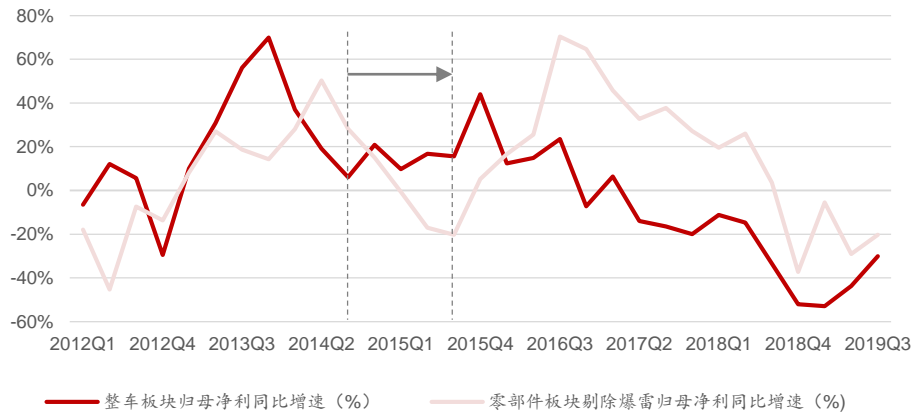
资料来源：wind，华西证券研究所

图 46 整车和零部件板块归母净利润增速对比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 47 整车和零部件板块剔除爆雷归母净利润同比增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

绑定头部车企的优质自主零部件有望率先实现业绩修复。目前长城汽车、吉利汽车、长安汽车等头部车企已率先实现回暖, 因此为头部车企提供配套的优质零部件厂商如华域汽车、继峰股份、拓普集团、星宇股份等有望跟随头部车企率先实现业绩修复, 并且具备较高的修复弹性。

表 10 国内零部件供应商主营产品及主要客户

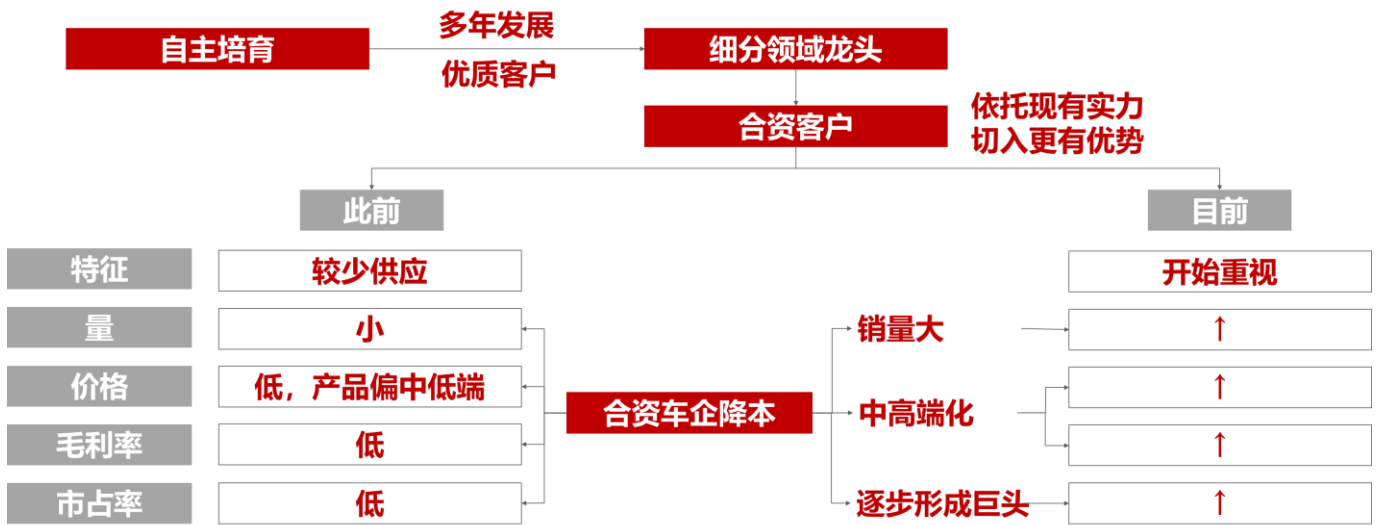
企业	主要产品及市占率	长安福特	长安汽车	长城汽车	吉利汽车	上汽合资	上汽自主	广汽日系	一汽大众	一汽丰田	东风日系
继峰股份	座椅、头枕 (15.7%) 及扶手	✓	✓		✓			✓	✓		✓
华域三电	汽车空调系统及压缩机(29.7%)		✓	✓		✓	✓		✓		
拓普集团	减震器(9.79%)及功能件(6.86%)	✓				✓					
华域视觉	车灯(24%)					✓			✓		✓
玲珑轮胎	轮胎(24%)	✓				✓					
岱美股份	遮阳板(全球市占率 40%)	✓	✓			✓					
星宇股份	车灯(8%)					✓			✓	✓	
新泉股份	仪表板及商用车饰件(25%)			✓	✓		✓		✓		
一汽富维	内外饰件、车轮								✓	✓	
宁波高发	汽车操纵控制系统				✓	✓					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

2.2.2. 配件核心成长 强者愈强

自主逐步向合资/海外渗透, 进口替代加速。零部件成长依靠提升配套量/单车价值量, 现阶段能实现双向增长的路径集中于进口替代, 自主零部件供应商通过开拓合资或海外客户, 开发高端产品, 实现量价齐升。凭借性价比高、反应速度快、服务好等突出优势, 自主零部件供应商在行业下行周期和竞争加剧的背景下能够更加深入渗透合资车企供应链, 进口替代加速。

图 48 零部件核心成长—进口替代

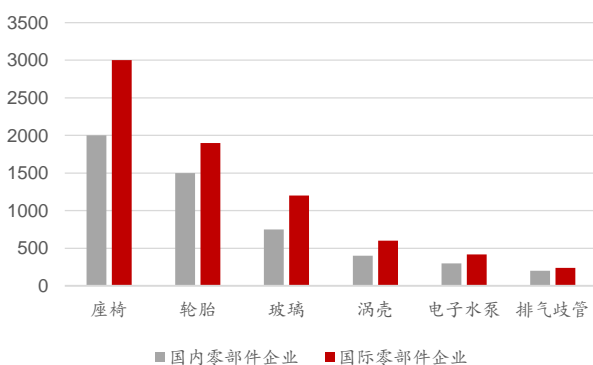


资料来源：华西证券研究所

合资车企降本压力加大，自主零部件凭借性价比提升份额。自 2018 年以来全球乘用车行业步入下行周期，2019Q1-Q3 全球乘用车销量同比下滑 4.9%，中国乘用车销量同比下滑 11.6%，主流车企盈利能力承压，对低成本和新品推出速度的诉求提升，需要改变采购策略，寻求性价比更高的供应商。

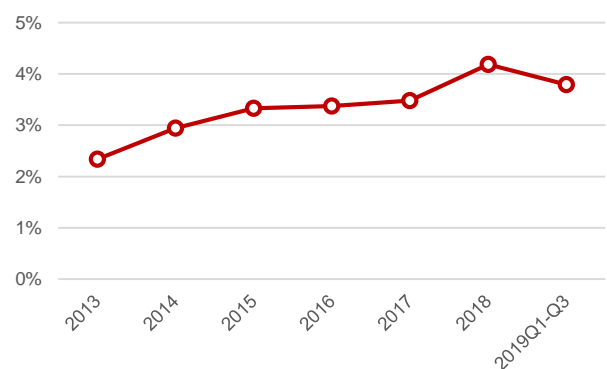
同时自主零部件的性价比不断提升，与合资车企降本需求匹配，从而能够：1) 单点渗透实现份额提升，比如在原有合资客户的配套比率提升和新车型拿到更多订单等；2) 开拓新的合资客户，获取更多订单。

图 49 国内外零部件企业部分配套产品价格对比（元）



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

图 50 国内零部件企业研发费用率（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

细分领域寻求全球渗透，突破海外优质车企。岱美股份、敏实集团、福耀玻璃等优质自主零部件深耕单一领域，逐渐发展成为国内细分领域龙头，而后凭借技术水平的提高及价格优势，逐渐走向国门，进入海外优质车企的全球供应链体系。以福耀玻璃为例，目前国内市占率已达60%以上，配套2/3以上的车企；全球市占率逐年提升，2018年达25%，逐步渗透入奔驰、宝马、奥迪、通用等车企的全球供应体系。

表 11 国内零部件企业主营产品、国内外主要客户和相关比率

	主营产品	国内主要客户	国内占比	国外主要客户	国外占比
岱美股份	遮阳板、顶棚系统	上汽通用、长城、长安福特	19%	通用、福特、克莱斯勒、大众、标致雪铁龙	81%
耐世特	转向系统	上汽通用、比亚迪、长安、东风、上汽通用五菱	26%	宝马、福特、丰田、大众、标致雪铁龙	74%
敏实集团	外饰件	国内大部分整车厂商	55%	日产雷诺、丰田、本田、通用、福特、大众、宝马、戴姆勒、菲亚特、标致雪铁龙	45%
福耀玻璃	汽车玻璃	国内大部分整车厂商 (2/3)	57%	宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒、日产、本田、现代、菲亚特、沃尔沃、路虎	43%
科博达	照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统、车载电器与电子	上汽大众、一汽大众、潍柴动力、康明斯	65%	大众集团、戴姆勒、捷豹路虎、宝马	35%
银轮股份	热管理系统、尾气处理系统	吉利、广汽、比亚迪、长城、长安、上汽、东风雷诺、一汽、重汽、东风、北汽福田	76%	福特、通用、捷豹路虎	24%
华域汽车	汽车内外饰件、座椅、车灯、底盘系统等	国内大部分整车厂商	79%	奔驰、宝马、福特、大众、通用	21%
继峰股份	座椅、头枕	华晨宝马、一汽大众、长安福特、长城、吉利、广汽、日产、东风日系	80%	戴姆勒，大众，奥迪，宝马，福特，标致雪铁龙，丰田，本田	20%
拓普集团	减震降噪系统、轻量化结构件、驾驶智能辅助系统	上汽通用、吉利、长安福特、通用五菱	83%	克莱斯勒、通用、奥迪、宝马	17%
星宇股份	车灯类	一汽、广汽、东风日产、吉利、奇瑞	88%	奥迪、宝马、沃尔沃、捷豹路虎	12%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

自主零部件通过海外建厂或收购实现全球化扩张。在国内生产向外销售的同时，各大自主零部件供应商也纷纷开始在海外收购、建厂，从而减少运输成本，提高响应速度。潍柴动力、均胜电子、华域汽车等公司通过大额的海外收购，实现快速的全球化。敏实集团、德昌电机、玲珑轮胎则通过在海外自建工厂的形式开启全球化进程，塞尔维亚成为近期热点投资区域，2018年玲珑轮胎在塞尔维亚建厂，2019年敏实集团和星宇股份也相继在塞尔维亚建厂。

表 12 国内主要零部件企业全球化扩张

零部件企业	细分领域	全球化路径	具体方案
福耀玻璃	汽车玻璃	建厂	在俄罗斯、美国、德国等地设立工厂
敏实集团	外饰件	收购	与日本商社共同收购北美 PTI 公司；收购德国 CST 公司；收购台湾中兴业
		建厂	在泰国、墨西哥、塞尔维亚、美国等地设立工厂
德昌电机	塑料和金属零部件	建厂	在意大利、西班牙、美国、墨西哥及阿根廷等地设立工厂
宁波华翔	汽车内饰	收购	收购英国劳伦斯公司、并购英国陆虎真木加工中心、并购德国 Sellner 公司；收购美国北方刻印集团、收购德国 HIB Trim Part Group、收购德国 Alterprodia 公司
星宇股份	车灯	建厂	在塞尔维亚设立工厂
		收购	收购 I&T GmbH 子公司 neue I&T GmbH
玲珑轮胎	轮胎	建厂	在泰国、塞尔维亚设立工厂
继峰股份	座椅核心件	设立子公司	直接参与德国奔驰、宝马、大众 OEM 全球项目，设立德国继峰和捷克继峰
		收购	收购德国 Grammer AG
得润电子	车载充电机	收购	收购意大利 Meta，进入标志雪铁龙、宝马供应体系
均胜电子	安全气囊	收购	收购德国普瑞、日本高田、德国 IMA、德国 Quin GmbH、美国 EVANA 公司、德国 TS 道恩、美国 KSS 公司
拓普集团	减震器	建厂	在巴西、马来西亚等地设立工厂，2016 年与通用签署全球项目协议
岱美股份	汽车内饰	收购	收购 Motus Integrated Technologies 旗下汽车遮阳板相关资产和业务
		子公司	在美国底特律、德国汉堡、韩国仁川等地设立子公司

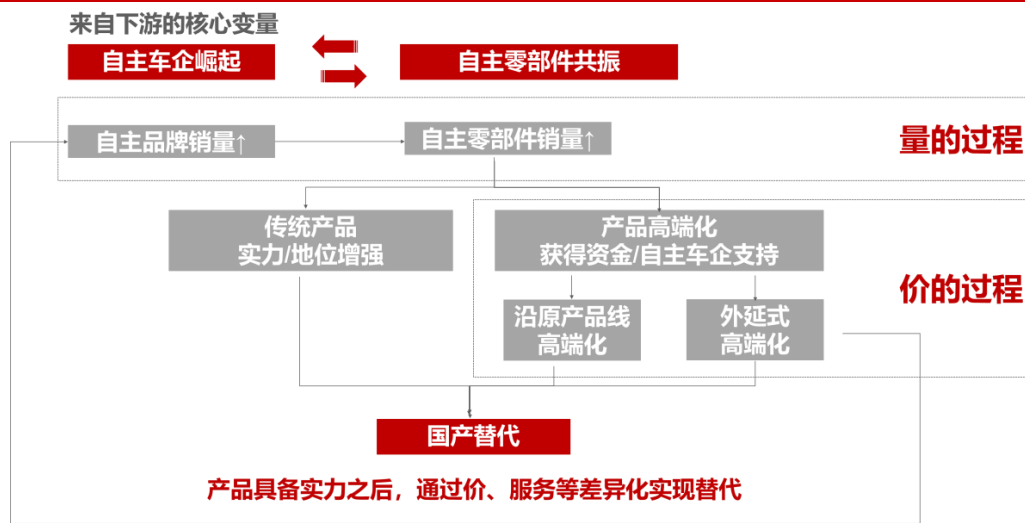
资料来源：公司官网、公司公告等，华西证券研究所

伴随一线自主品牌增长，国产替代开启。以拓普集团、新泉股份为代表的自主零部件随着吉利汽车等强自主的崛起而不断成长：

首先，体现在量上，配套量显著受益于下游自主车企销量的快速增长，传统产品市场地位不断巩固，同时获得下游车企的支持研发中高端产品进而实现价升；

其次，产品具备实力之后，通过价、服务等差异化实现国产化替代，比如拓普集团进入特斯拉国产 Model 3 的供应体系，新泉股份进入捷达、奥迪等德系客户的供应体系。

图 51 零部件核心成长—自主共振



资料来源：华西证券研究所

伴随进口替代和国产替代进程的是产品高端化，具体包括：

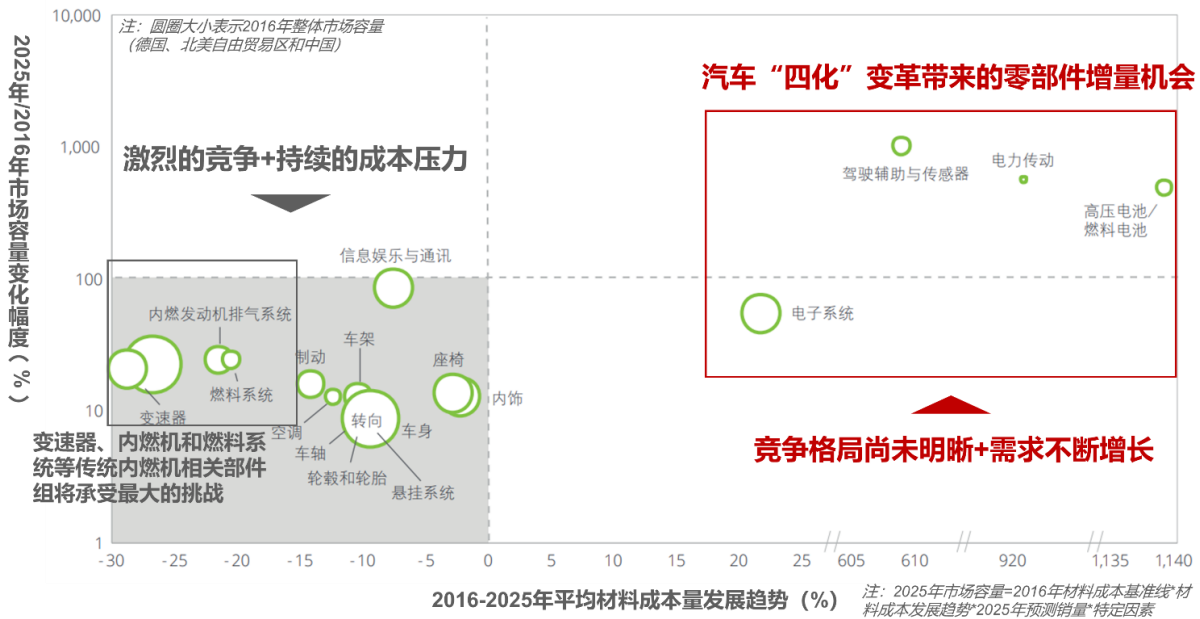
- 1) 原产品线高端化：比如车灯的升级迭代，从卤素到氙气再到目前的主流 LED，未来还将向矩阵式 ADB 大灯和激光大灯升级，伴随的是单车价值量从 200 元到 400 元再到 1000 元，有望向上突破至万元以上；
- 2) 外延式高端化：智能电动浪潮下，零部件也迎来全新变革，包括汽车电子渗透率提升、新能源产业链、ADAS 产业链带来的增量机会，拓普集团、德赛西、保隆科技等自主优质零部件纷纷提前布局，相关产品陆续量产，贡献业绩全新增量。

表 13 中国汽车零部件成长型公司产品升级情况

	低端产品	中端产品	高端产品
原产品线高端化			
星宇股份	小灯（如雾灯） 多车企	后组合灯 一汽大众、广汽丰田、 奥迪部分车型、宝马部分车型	前大灯、AFS 等 卡罗拉、一汽部分车型、 奇瑞多款、广汽 GS4
科博达	电子镇流器 上汽大众、奥迪	HID 控制器 大众集团、上汽大众、一汽大众	LED 控制器 大众集团、上汽大众、一汽大 众、雷诺、宝马
福耀玻璃	车窗 德国奥迪、大众、韩国现代、长安 福特、东风日产、一汽、东风等	天窗 上汽、一汽、广汽、长安、东风、北 汽等，宾利、奔驰、宝马、通用等	智能车窗 奔驰、宝马、现代、通用等
外延式高端化			
拓普集团	橡胶减震产品、饰件 多车企	悬架系统产品 奥迪、沃尔沃、吉利、东风、北汽等	EVP、IBS 等 通用、吉利、众泰、荣威等
德赛西威	车载信息娱乐系统、空调控制器 一汽大众、上汽通用五菱、广汽乘 用车、长城、长安马自达等	驾驶信息显示系统 一汽轿车、广汽乘用车、长安马自 达、奇瑞汽车等	智能驾驶辅助系统 上汽大众、一汽大众、长安汽 车、吉利汽车等

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 52 汽车“四化”带来的零部件变革



资料来源：德勤研究，华西证券研究所整理

2.3.小结

中国零部件与整车产业地位完全不匹配 (全球份额 4%vs33%)，全球供应链重塑。我们将板块投资逻辑分为两条线：

- 1) **整车周期共振。**零部件行业利润滞后整车 3-6 个月，本轮乘用车行业已于 9 月开始复苏，预计零部件最佳布局时点约为 2020Q1 左右。结合车企销量修复弹性与时间顺序、车企新产品周期两个维度，我们看好长安汽车、长城汽车、吉利汽车，目前长城汽车和吉利汽车已领先行业实现回暖，长安汽车环比持续改善，驱动其供应链体系内的自主零部件供应商进行盈利修复，优选周期共振【华域汽车、拓普集团、新泉股份、爱柯迪】。
- 2) **配件核心成长：**零部件成长依靠提升配套量/单车价值量，现阶段能实现双向增长的路径集中于进口替代，自主零部件供应商通过开拓合资或海外客户，开发高端产品，实现量价齐升，优选核心成长【科博达、星宇股份、玲珑轮胎、福耀玻璃】、相关受益标的有【敏实集团】。

图 53 零部件成长源于提升配套量/单车价值量



资料来源: 华西证券研究所

3. 经销商: 头部集中 优选品牌

汽车经销商行业竞争格局延续头部集中趋势, 行业集中度持续提升, 驱动行业龙头销量及营收稳定增长。业绩方面, 汽车经销商盈利能力与乘用车行业景气度基本同步; 估值方面, 汽车经销商个体 α 很大程度由品牌结构决定。

3.1. 回顾 2019: 行业趋势延续头部集中

龙头地位稳固, 行业延续头部集中趋势。根据中国汽车流通协会公布的 2019 百大汽车经销商排名, 广汇汽车、中升控股以及利星行已连续三年摘得前三甲, 2018 年汽车销量分别为 118.4 万辆、46.6 万辆以及 23.9 万辆, 行业龙头地位稳固。同时, 行业竞争格局变化延续过去几年的趋势, 集中度持续提升: 1) CR100 由 2011 年的 23.4% 上升至 2018 年的 31.9%; 2) CR10 由 2011 年的 9.7% 上升至 2018 年的 12.4%; 3) CR5 由 2011 年的 6.5% 上升至 2018 年的 8.5%。我们判断, 行业仍处资源整合期, 龙头在品牌结构、地域以及资金成本上均具备较强优势, 未来有望进一步扩张份额; 长期来看 CR5 有望突破 10%, 而 CR100 有望突破 40%。

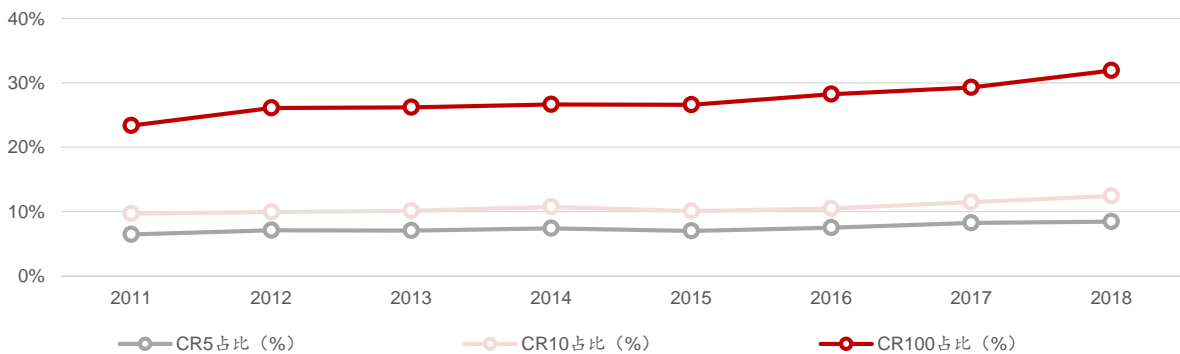
表 14 汽车经销商前十情况以及集中度分析

公司名称	2018		2017		2016		2015	
	排名	销量 (万辆)	排名	销量 (万辆)	排名	销量 (万辆)	排名	销量 (万辆)
广汇汽车	1	118.44	1	110.0	1	91.5	1	67.8
中升集团	2	46.63	2	38.0	2	32.8	2	26.0
利星行汽车	3	23.92	3	20.6	3	15.8	3	11.7
上海永达控股	4	21.92	5	20.7	5	17.3	5	13.4
恒信汽车	5	26.83	6	27.4	7	24.1	7	21.6
大昌行集团	6	13.84	8	12.4	8	8.3	8	-
国机汽车	7	15.38	7	15.6	6	17.1	6	22.3
浙江物产元通汽车	8	39.88	9	24.2	9	23.2	9	16.1
庞大汽贸集团	9	28.01	4	49.6	4	52.2	4	45.1
江苏万帮金之星车业	10	13.65	10	13.9	16	10.9	16	9.2
销量 (万辆)	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
前 5 销量	237.7	238.8	209.5	173.0	174.3	155.2	137.2	120.0

前 10 销量	348.5	332.4	292.8	248.3	252.1	223.5	192.1	179.7
前 100 销量	895.5	847.7	788.7	653.4	625.8	576.3	503.7	432.9
全年销量 (万辆)	2803.9	2894.2	2793.9	2456.3	2348.9	2199.3	1930.3	1853.3
CR5 占比 (%)	8.5%	8.3%	7.5%	7.0%	7.4%	7.1%	7.1%	6.5%
CR10 占比 (%)	12.4%	11.5%	10.5%	10.1%	10.7%	10.2%	10.0%	9.7%
CR100 占比 (%)	31.9%	29.3%	28.2%	26.6%	26.6%	26.2%	26.1%	23.4%

资料来源：中汽协、中国汽车流通协会，华西证券研究所

图 54 经销商集中度变化情况 (%)



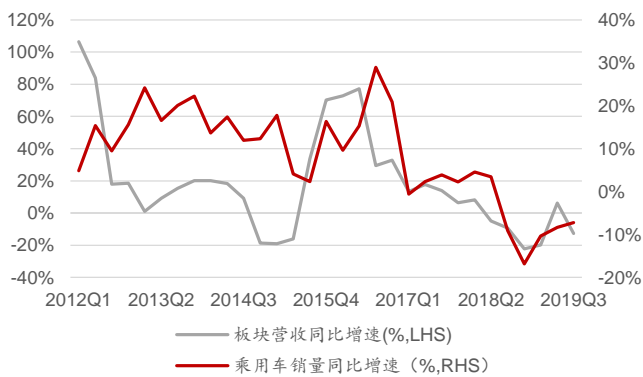
资料来源：wind、中国汽车流通协会，华西证券研究所

3.2. 展望未来：业绩与景气度同步 静待修复

汽车经销商板块财务数据与乘用车景气度基本同步。根据申万汽车服务指数单季度营收及归母净利同比与乘用车同期零售销量同比相关性判断，汽车服务板块营收及归母净利两大核心财务数据与乘用车零售销量走势基本一致，汽车经销商业绩与乘用车景气度同步。

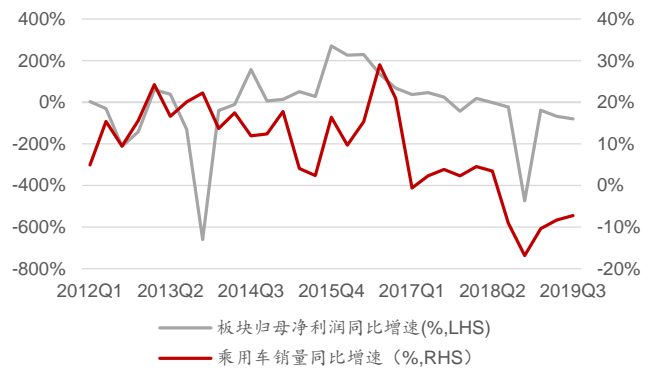
预计 2020 年经销商板块业绩随行业修复，头部反弹力度更大。2020 年汽车经销商板块公司汽车销量大概率跟随乘用车行业实现修复，业绩得以反转，主要逻辑在于行业修复过程中，终端折扣收窄，新车销售毛利有改善预期，最终实现量、价齐增。我们认为，行业竞争格局继续向头部集中，规模效应以及品牌、地区等核心竞争力得以体现，头部业绩反弹力度将明显超过板块平均水平。

图 55 汽车服务板块营收增速 vs 乘用车销量增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

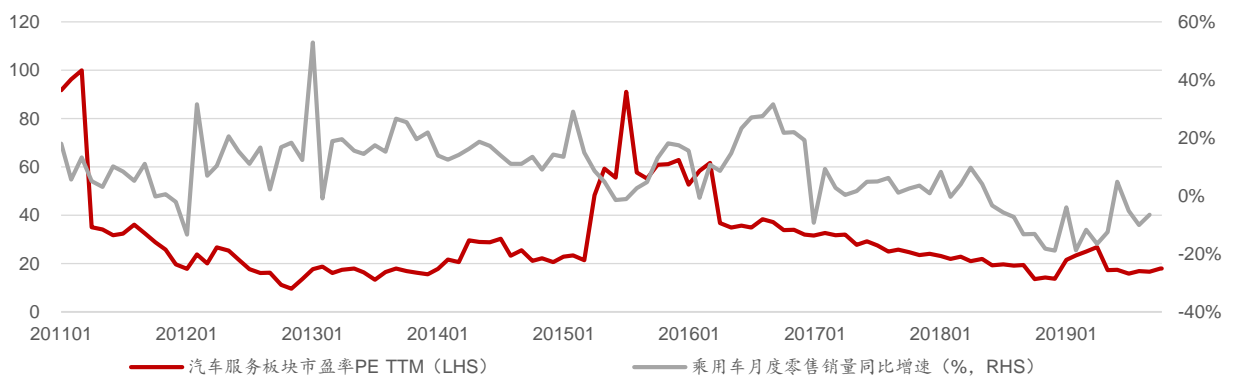
图 56 汽车服务板块归母净利润增速 vs 乘用车销量增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

汽车经销商估值与乘用车景气度有一定相关性。根据申万汽车服务指数月度 PE TTM 走势与乘用车零售销量同比增速的关系来看,汽车经销商估值与乘用车景气度有一定相关性,但业绩与景气度相关性更高,我们认为主要原因在于:1)估值反映当时资本市场对于未来乘用车景气度变化的预期,因此估值走势一定程度或与销量增速背离;2)个体品牌产品周期方面的差异很大程度上影响汽车经销商估值。预计2020年经销商板块一定程度将受乘用车景气度修复预期影响,估值有望提升。

图 57 汽车服务板块 PE vs 乘用车销量增速对比



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 新能源汽车：质变撬动需求 迎接黄金时代

2020 年新能源汽车行业将全面迈入 3.0 时代，质变撬动需求在即，行业将进入黄金时代。受过渡期后补贴加速退坡的影响，2019 年 1-10 月新能源汽车销量同比增速明显放缓，但销量结构演变仍在快速推进。双积分政策迎来首次修订，框定新能源乘用车中期销量目标。我们判断 2020 年行业将迈入 3.0 时代，主流车企专用平台车型进入兑现阶段，与此同时，外资车企的加入让板块竞争趋于白热化。需求端来看，B 端的经济性已经显现，C 端满意度提升，共同助力行业成长。

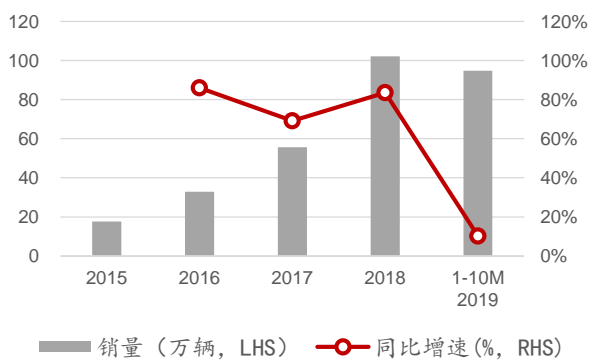
4.1. 回顾 2019：销量短期承压 双积分接力驱动中期成长

4.1.1. 销量：过渡期后销量承压 结构演变持续推进

2019 年过渡期后补贴退坡幅度较大，销量增速明显放缓。2019 年 1-10 月中国新能源汽车销量 94.7 万辆，同比增长 10.1%，同比增速较 2018 年全年的 83.2% 明显放缓，主要原因包括：1) 中国新能源汽车销量从 2013 年开启高速增长通道，2013-2018 年 CAGR 高达 134.2%，2019 年 1-10 月渗透率已经达到 4.6%，形成了较高的基数；2) 2019 年过渡期后补贴退坡幅度较大，导致销量短期承压。

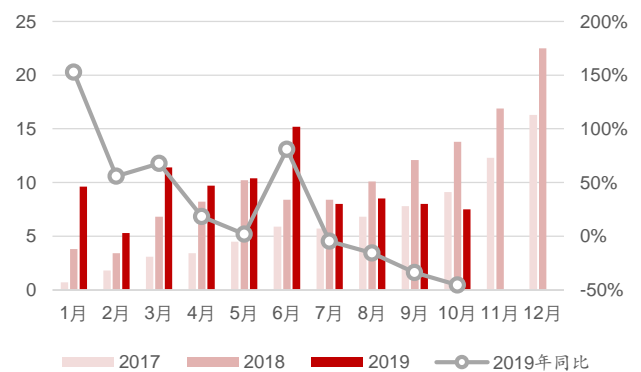
3 月、6 月抢装明显，过渡期后连续 4 个月新能源汽车销量同比下滑。2019 年新能源汽车（公交车除外）补贴政策过渡期为 3 月 36 日-6 月 25 日，新能源公交车补贴过渡期为 5 月 8 日-8 月 7 日，这导致 2019H1 新能源汽车销量一直维持在较高水平，且 3 月、6 月出现了两次明显的抢装，销量同比增速分别达到 68.3%、84.5%。过渡期抢装导致 7-10 月新能源汽车销量同比增速分别为 -2.7%、-15.1%、-33.9% 和 -45.6%，且 9 月、10 月销量环比下滑，短期销量压力较大。

图 58 新能源汽车年度销量及增速（万辆；%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 59 新能源汽车月度销量及增速（万辆；%）



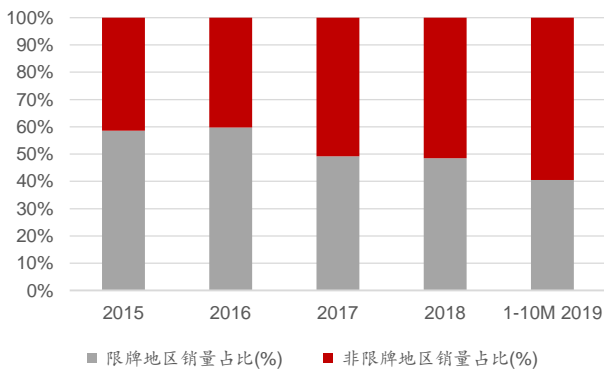
资料来源：中汽协，华西证券研究所

随着销量继续提升，新能源汽车销量结构演变在快速推进。

1) 地区结构：非限牌地区新能源汽车销量占比逐渐提升至一半以上。目前北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、海南等 7 个省市针对传统燃油乘用车执行限牌政策，新能源汽车被豁免或放宽，这导致这些省市新能源汽车率先放量。随着新能源汽车性价比、产品成熟度提升，销售地区结构逐渐向非限购城市转移，从 2015 年的 41.4% 提升至 2019 年 1-10 月的 59.5%。

2) 需求结构：B 端需求率先释放，销量占比快速提升，成为新能源汽车重要的增量来源。 a. 政策引导：深圳和太原已率先实现城市巡游出租车的全面电动化，北京、广州等城市政策明确了出租车电动化节奏； b. 成本优势：由于 B 端总持有成本平价已率先实现，网约车普遍将新能源汽车作为第一选择。根据银保监会数据，按交强险口径统计的租赁需求在 BEV 乘用车中的销量占比从 2017 年的 17.8% 快速提升至 2019 年 1-10 月的 35.0%，考虑到大量网约车、分时租赁在交强险中被划入非营运车辆，我们估算 2019 年 1-10 月营运需求实际占到 BEV 乘用车销量的一半左右，在 A 级车中的实际占比接近 80%。

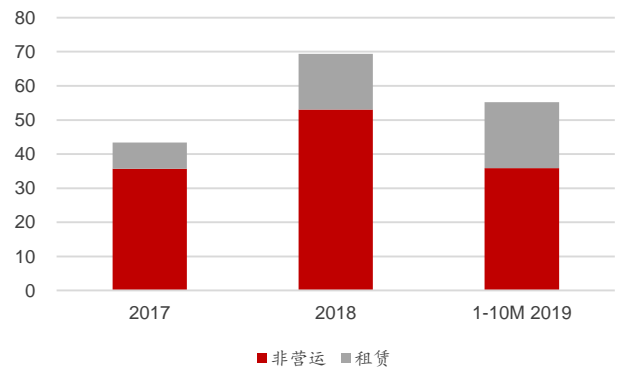
图 60 限牌与非限牌地区新能源汽车销量占比 (%)



资料来源：银保监会，华西证券研究所

注：限牌城市仅统计北京、上海、广州、深圳、天津、杭州

图 61 租赁需求在 BEV 乘用车中销量占比 (%)

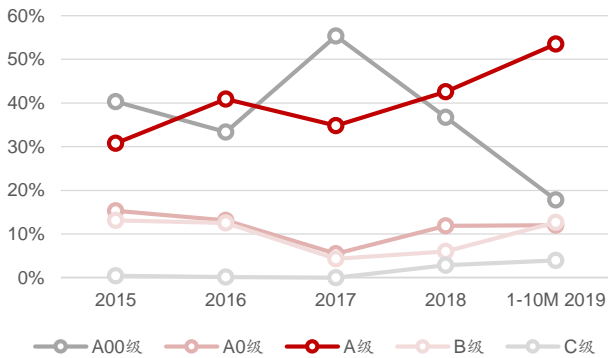


资料来源：银保监会，华西证券研究所

3) 级别结构：乘用车中 A 级车占比持续提升。 A 级车在新能源乘用车中的销量占比从 2015 年的 30.8% 快速提升至 2019 年 1-10 月的 53.5%，已经接近传统燃油车中 A 级车的销量占比。主要原因包括： a. 营运需求普遍选择 A 级车，根据银保监会数据，2017 年-2019H1 租赁类型的燃油车中 A 级车销量占比高达 84%，营运需求率先爆发带动 A 级车销量占比提升； b. A00 级车型补贴下滑幅度较大，销量快速萎缩； c. 顺应 C 端消费升级的趋势。

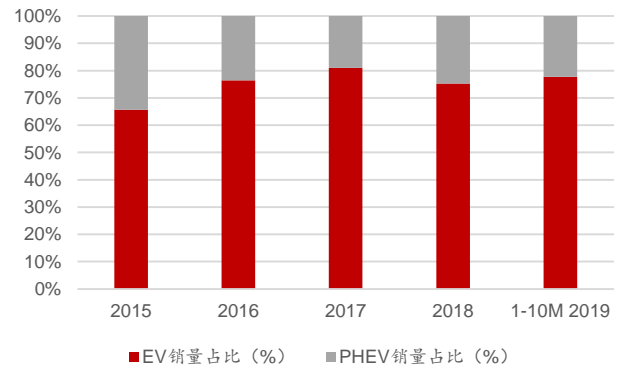
4) 技术路线：BEV 车型销量占比回升。 受 A00 级 BEV 车型销量萎缩影响，2018 年 BEV 车型销量占比下滑至 75.2%，但 2019 年 1-10 月主要受 B 端需求释放 A 级 BEV 车型销量快速增长的拉动，BEV 车型销量占比回升至 77.7%。

图 62 新能源乘用车分级别销量占比 (%)



资料来源：乘联会，银保监会，华西证券研究所

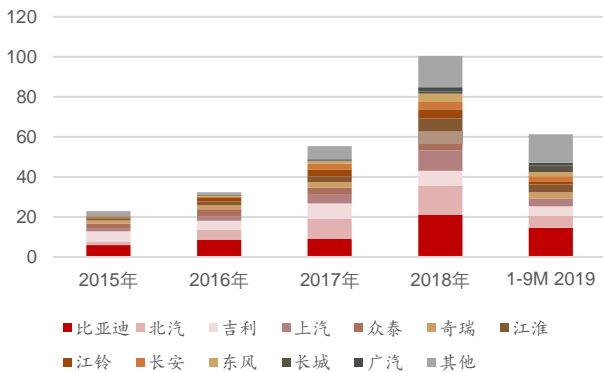
图 63 新能源乘用车分技术路线销量占比 (%)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

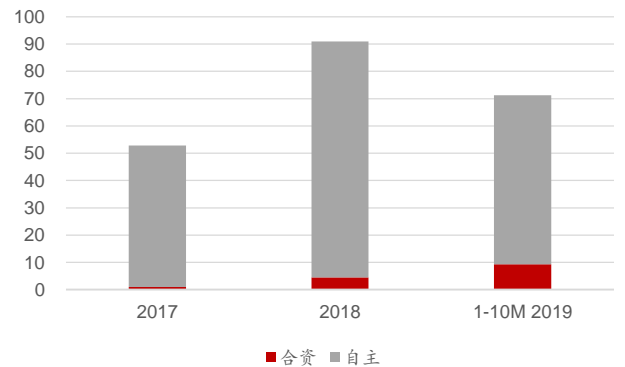
5) 竞争格局：主流车企参与度提升，短期市场集中度下降，外资品牌抢占自主份额。 a. 双积分政策落地后，主流车企新能源车型投放进度加快，整体参与度明显提升，行业总体竞争加剧，短期市场集中度下降，CR5 从 2015 年的 73.9% 下降到 2019 年 1-9 月的 54.0%。 b. 合资品牌发力较晚，但 2018H2 以来新车型开始密集投放，抢占了部分自主品牌的市场份额，2019 年 1-10 月市占率提升至 13.1%。

图 64 新能源汽车主要车企的市场份额 (万辆)



资料来源：合格证，华西证券研究所

图 65 合资品牌与自主品牌的市场份额 (万辆)



资料来源：银保监会，华西证券研究所

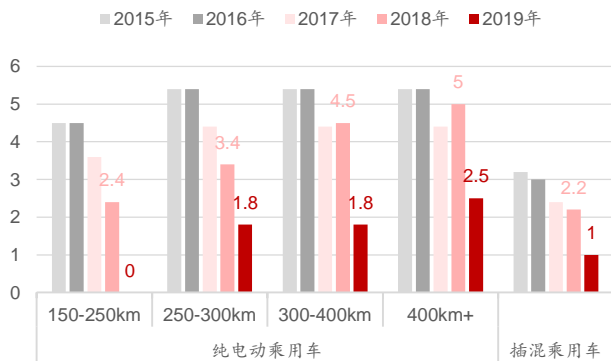
4.1.2. 政策：补贴加速退坡 双积分调整框定中期总量

补贴加速退坡导致销量短暂下滑，双积分接力驱动中期成长。 1) 短期：中汽协数据显示 2019 年 10 月新能源汽车批发销量同比下滑 45.6%，7-10 月批发销量连续 4 个月同比负增长，预计 2019H2 销量短期承压；2) 中期：双积分政策接力加速退坡的补贴政策，成为中期核心驱动力，根据政策推算预测 2023 年新能源乘用车销量将超过 360 万辆。

国补总规模继续萎缩，资金向续航、电池能量密度、能耗等技术指标领先的乘用车倾斜。 2019 年《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》较 2018 年补贴政策的主要变化包括：平均基准补贴较 2018 年下降幅度超过 50%，除新能源公交车外取消地补，非私人购买的车辆按 0.7 倍给予补贴等。我们测算 2019

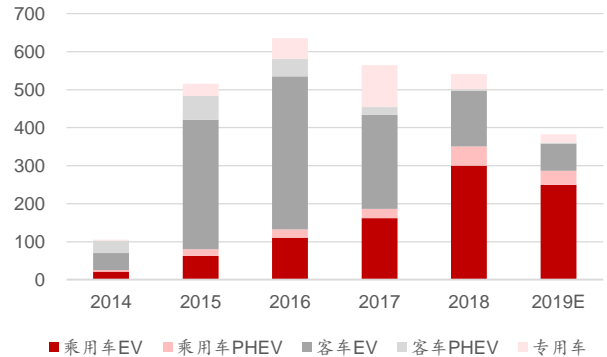
年全年的国补总规模将下降至 383 亿元，国补资金进一步向续航、电池能量密度、能耗等技术指标领先的乘用车倾斜。

图 66 历年新能源乘用车单车补贴（万元；辆）



资料来源：财政部、工信部等，华西证券研究所

图 67 历年新能源汽车国补总规模（亿元）



资料来源：财政部、工信部等，华西证券研究所

双积分政策迎来修订，新版本突出节能增效，促进新能源汽车产业高质量发展。 2017 年 9 月，工信部等联合发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（以下简称“2017 版双积分政策”），明确了 CAFC、NEV 双积分的核算、抵偿方法，2019、2020 年度 NEV 积分比例要求，以及对未抵偿清零负积分企业的处罚措施。2019 年 7 月，工信部发布 2021-2023 年《乘用车企业平均燃料消耗量（CAFC）与新能源汽车（NEV）积分并行管理办法（征求意见稿）》修正案，新增 2021-2023 年度 NEV 积分比例要求，在 NEV 积分达标值计算过程中引入低油耗乘用车的概念，并对积分计算方法、工况标准进行了调整；2019 年 9 月，工信部发布关于修改《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法（征求意见稿）》的决定（以下简称“2019 版双积分修订征求意见稿”），将低油耗乘用车的生产量或者进口量按照其数量的 0.2 倍改为 0.5 倍计算以及调整纯电动车型能耗目标值等。

2019 版双积分修订征求意见稿对积分计算方法主要调整内容包括：

1) CAFC 积分：

新能源汽车不再参与企业平均燃料消耗量实际值的核算。

2) NEV 积分：

针对 BEV 车型：标准单车积分的计算公式整体减半，最高由 5 分下降为 3.4 分；新增 EC 系数（车型电耗目标值/电耗实际值），低电耗车型单车积分可在标准积分基础上最高提升 50%，最高单车积分 5.1 分（3.4*1.5），鼓励技术提升。

针对 PHEV 车型：标准单车积分由 2 分下降为 1.6 分，降幅小于 BEV。

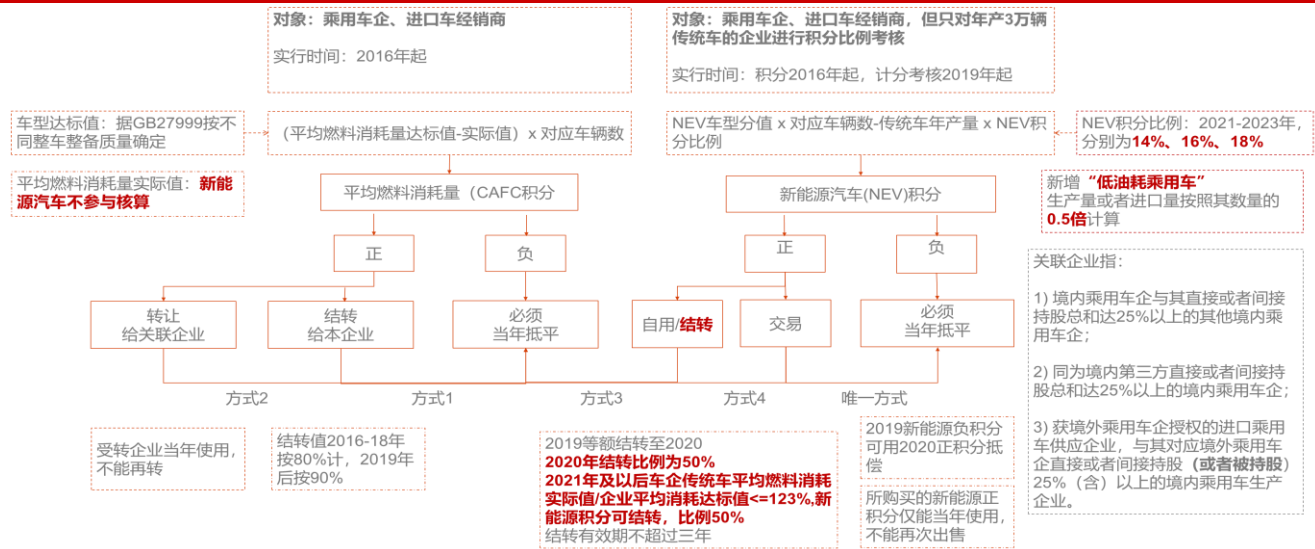
针对 FCEV 车型：车型积分的计算公式由 0.16×P 变为 0.08×P，降幅 50%，其中 P 为燃料电池系统额定功率（kW）。

新增低油耗车型：计算新能源积分目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，促进车企重视传统燃油车油耗节约的问题。

CAFC 积分和 NEV 积分都必须当年抵偿归零，但 NEV 正积分只能通过自产或交易获得，CAFC 积分获得方式较多。 CAFC 积分可通过本企业过去结转的

CAFC 正积分、本企业当年 NEV 正积分、受让 CAFC 正积分、购买 NEV 正积分等多种方式获得。具体的转让、结转、交易、抵偿方式如图 68 所示。

图 68 CAFC 积分与 NEV 积分运行机制（按 2019 版双积分修订征求意见稿）



资料来源：财政部、工信部等，华西证券研究所

政策修订对行业的影响：促进行业整体向低油耗、新能源汽车转型，预计 2023 年新能源乘用车产量将超过 360 万辆。除了满足 NEV 积分比例要求外，乘用车企业还需要产生额外的 NEV 正积分抵扣 CAFC 负积分，根据我们的保守测算，政策要求对应的 2023 年新能源乘用车产量超过 360 万辆。

表 15 根据双积分政策预测的中国新能源乘用车产量情况

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
燃料消耗量实际值 (L/百公里)	5.8	5.6	5.3	5.2	5.0	4.9
燃料消耗量目标值 (L/百公里)	6.0	5.5	5.0	4.9	4.8	4.6
乘用车销量 (万辆)	2,400	2,400	2,448	2,497	2,547	2,598
当年产生 CAFC 积分 (万分)	698	-163	-845	-661	-584	-723
结转累计 CAFC 积分 (万分)		1,608	149	-304	-584	-723
抵偿 CAFC 对应的产量 (万辆)				116	207	248
EV 续航里程 (km)	250-320	330	363	399	439	461
EV 平均单车积分	4.7	4.8	4.9	3.1	3.3	3.5
PHEV 单车积分	2.0	2.0	2.0	1.6	1.6	1.6
加权平均单车积分		4	4	3	3	3
满足 NEV 积分对应的产量 (万辆)		53	64	107	109	115
满足双积分对应产量 (万辆)				223	316	362
EV 产量 (万辆)				156	221	254
PHEV 产量 (万辆)				67	95	109

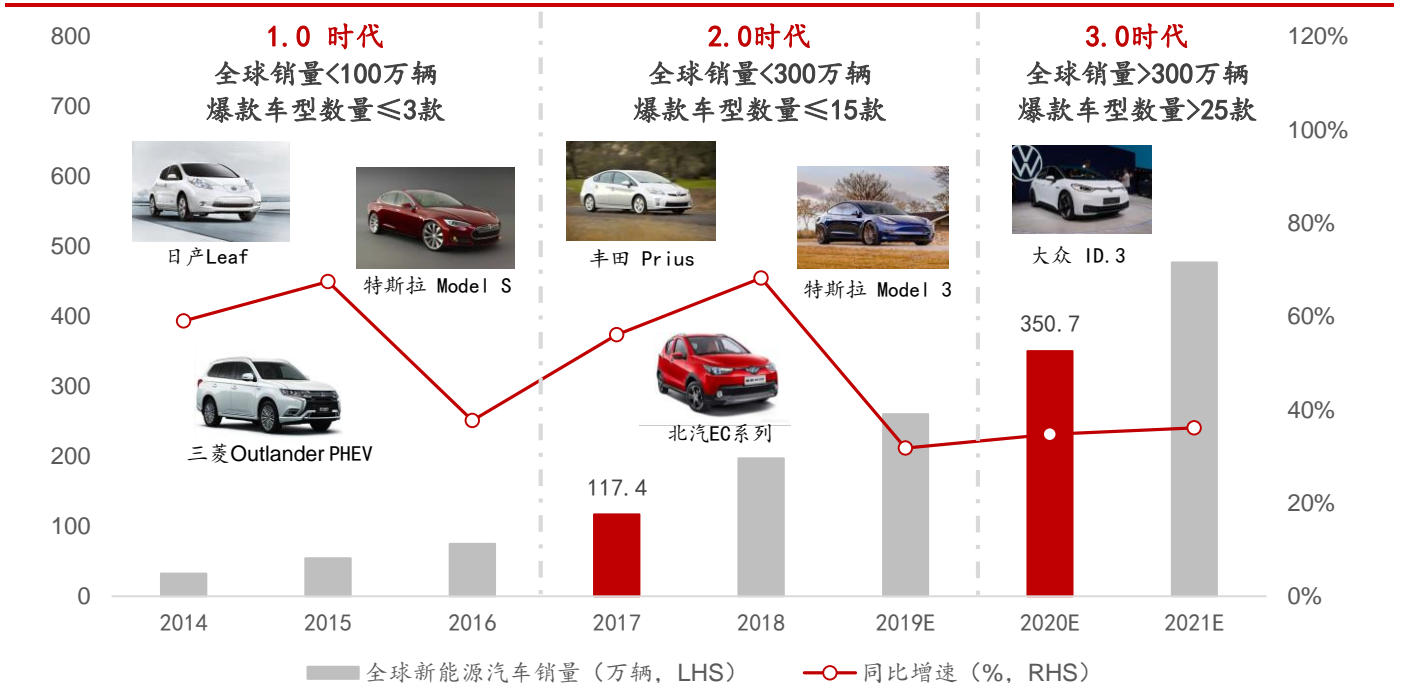
资料来源：工信部，华西证券研究所（红色字体表示预测值）

4.2. 展望未来：供给改善促进需求释放

4.2.1. 供给端：全面迈入 3.0 时代 质变撬动需求

我们根据全球新能源汽车年度销量（100 万辆、300 万辆及 300 万辆以上）和全球新能源汽车爆款车型数量（定义：单车月销量超过 3,000 辆）两大核心量化指标将全球新能源汽车供给端分为三个发展阶段：1) 1.0 时代（2016 年及以前），新能源概念商用化；2) 2.0 时代（2017-2019 年），主流车企加速电动化转型，专用平台概念萌芽，量变撬动质变；3) 3.0 时代（2020 年起），主流车企专用平台进入兑现阶段，质变撬动需求，行业进入黄金时代。

图 69 全球新能源汽车行业三大阶段（万辆；%）



资料来源：EV Sales · 汽车之家 · 第一电动网 · 华西证券研究所

注：汽车图片均为（预计为）各个阶段新能源爆款车型

主流车企专用平台从概念到落地，2020 年行业进入 3.0 时代，质变撬动需求。2020 年新能源汽车产业将全面迈入 3.0 时代，主流车企的新能源专用平台从概念转向落地，基于专用平台开发的新车型品质颠覆性提升，质变撬动需求，消费者对新能源汽车的购买意愿继续增强。对中国市场而言，特斯拉国产化落地、大众 MEB 平台量产是 3.0 时代开启的标志性事件，是影响行业竞争格局的重要变量。与此同时，外资主流车企全面进入中国市场意味着竞争显著加剧，自主品牌的部分市场份额将被外资抢占。国内外车企凭借对技术、成本、市场的把握能力在中国市场同台竞技，新能源汽车龙头将在 3.0 时代确立。

3.0时代新能源专用平台普及的趋势显著，2020年进入兑现阶段。鉴于使用新能源专用平台的种种优势，打造专用平台、并基于平台推出系列化车型成为车企的普遍选择，2020年主流车企基于专用平台开发的车型将进入兑现阶段：

1) 海外巨头：从主要汽车集团或联盟的平台规划上来看，德系三强大众、戴姆勒、宝马均已布局纯电动平台，通用、雷诺日产三菱联盟也计划向纯电动平台靠拢；唯有丰田坚持混动技术路线（HEV而非PHEV），未来将把该混动平台e-TNGA技术应用于目前上市的所有燃油车型。

表 16 各大海外车企或联盟 3.0 时代新能源专用平台及车型规划

梯队	车企/车企联盟	电动专用平台	发布车型	类型	上市时间	中国市场电动产能扩建计划
第一梯队	大众	MEB 纯电动平台	ID.3	纯电轿车	预计 2020	上汽大众新能源工厂落成，专门为 MEB 打造，2021 年规划产能 30 万辆；一汽大众将在佛山工厂生产 MEB 平台车型，目前已规划 6 款。
	戴姆勒	EVA 纯电动平台	EQC	纯电 SUV	2019Q4	国产 EQC 已经进入工信部目录
	丰田	e-TNGA 混动平台	-	-	-	-
第二梯队	宝马	LifeDrive 纯电动平台	i3, i8	i3 纯电轿车 i8 混动超跑	i3 2013 i8 2014	大东工厂投资 17.6 亿元，新增 4 万辆 BEV 产能
	雷诺日产三菱联盟	Leaf 纯电动平台	尚未发布	纯电 SUV	预计 2021	-
	PSA	eCMP 纯电动平台 EMP2 混动平台	标志 e-208 DS3 CB	e-208 纯电轿车 DS3 CB 混动 SUV	2018-2019	-
	通用	BEV3 纯电动平台	-	-	-	-
第三梯队	福特	与大众合作，基于 MEB 平台开发车型	-	-	-	-
	FCA	拟与标致合作	-	-	-	-

资料来源：各车企官网和 2018 年年报，华西证券研究所

2) 自主品牌：我们根据专用平台研发成熟度，以及发布车型的产品综合力，将主流自主车企分为两个梯队：第一梯队包含上汽、吉利、比亚迪以及广汽四家，第二梯队包含北汽、长城、长安三家。2020 年将是主流自主品牌基于专用平台开发的次新车型放量、新车型密集上市之年。

表 17 自主车企 3.0 时代新能源专用平台及车型规划

梯队	车企	新能源专用平台	发布车型	类型	上市时间
第一梯队	上汽	纯电动平台	Marvel X	SUV	2018Q4
	吉利	PMA 纯电动平台	领克及吉利纯电高端车型	轿车、SUV	预计 2020 年
	比亚迪	e 纯电动平台	e1 e2	微型轿车 跨界车	2018H2 2019H1
	广汽	GEP 2.0 纯电动平台	Aion S Aion LX	轿车 SUV	2019H1 2019Q4
第二梯队	北汽	暂未披露	-	-	-
	长城	ME 纯电动平台	欧拉 iQ 欧拉 R1	小型 SUV 微型轿车	2018Q4 2019Q1
	长安	三大专用平台 包含 BEV 及 PHEV	-	-	预计 2020 年

资料来源：各车企官网及公告，第一电动网，华西证券研究所

3) **特斯拉**：下一款车型 Model Y 将共享 Model 3 平台，爆款基因延续。

大众 MEB：首款车型 ID.3 2020 年正式交付，彰显海外巨头转型新能源汽车的决心。2019 年 9 月大众发布了基于全新 MEB 平台打造的首款纯电动汽车 ID.3。大众 ID.3 将包括 3 种不同续航版本的车型：330km、420km 和 550km，电池载电量分别为：45kWh、58 kWh 以及 77 kWh。基础版售价不到 3 万欧元。

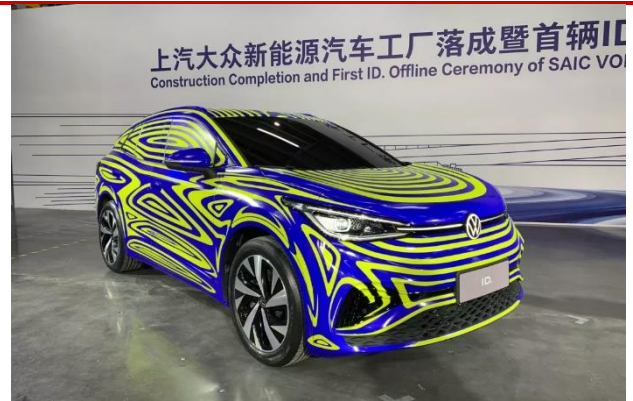
德国工厂启动生产，上汽大众首辆 ID.下线，大众集团电动化时代开启。德国时间 11 月 4 日，大众汽车在茨维考工厂举行了 MEB 平台首款车型 ID.3 生产启动仪式，ID.3 的首批订单将于 2020 年中交付；11 月 8 日，全球首个专为 MEB 平台打造的工厂上汽大众新能源工厂落成，首辆 ID.下线，新工厂将于 2020 年 10 月正式投产，规划产能 30 万台。2020 年 ID.3 的正式交付和上海新能源工厂正式投产，标志着大众集团电动化时代的正式开启。

图 70 大众 ID.3 量产版外观



资料来源：大众官网，华西证券研究所

图 71 上汽大众首款下线车型 ID.外观



资料来源：上汽集团官网，华西证券研究所

特斯拉：上海工厂达产，国产 Model 3 2020Q1 批量交付。特斯拉国产化项目推进速度迅猛：2018 年 7 月，特斯拉与上海市政府达成协议，在上海临港建立特斯拉中国电动汽车工厂；2019 年 1 月，特斯拉上海超级工厂(一期)正式开工；10 月 14 日，首辆国产 Model 3 下线；11 月 13 日，特斯拉(上海)有限公司进入工信部第 325 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》。特斯拉规划到 2019 年底上海工厂产能达到 3,000 辆/周；2020Q1 国产 Model 3 批量交付；Model 3 和 Model Y 2021 年规划产量约 25 万辆。

我们认为，国产车型正式交付之后，售价有进一步下探的空间，主要源于：

1) **国产化将有效消除关税波动影响**。目前美国进口汽车关税 25%，消费税在 10%~40%之间(根据排量而定)，增值税 17%，受中美贸易摩擦影响关税税率频繁波动；

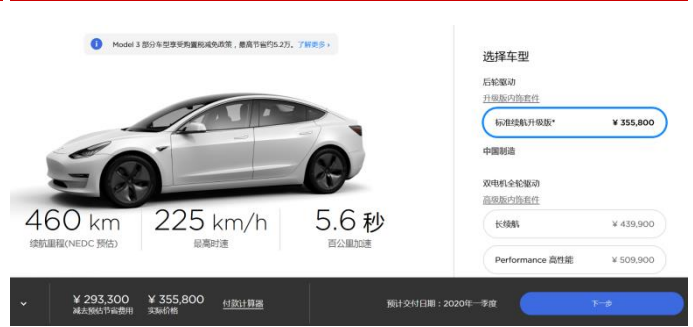
2) **部分零部件供应链调整，配件成本有望下降**。以动力电池为例，据外媒报道，特斯拉已与 LG 达成采购协议，国产特斯拉 Model 3 将使用由 LG 化学在南京生产的 NCM811 电池，松下配套比例或将减少，特斯拉对电池成本的议价权有望提升。

图 72 特斯拉 Model Y 外观



资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 73 国产 Model 3 正式定价及交付时间



资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

共享平台蓄力，Model Y 被寄予厚望。2019 年 3 月 14 日，Model Y 的设计工作在洛杉矶的特斯拉设计工作室正式完成，并将于 2020 年正式投产，预售区间为 3.9~6.0 万美元（售价比 Model 3 高约 10%）。

Model Y 有两大亮点：

1) 将与 Model 3 产自同平台，共享 75% 的零部件。Model Y 尺寸预计比 Model 3 大 10%，将采用与 Model 3 相同的电池组，使用特斯拉第三代超级充电桩可获得最大 250kW 的充电功率，续航里程最高达 540km。

2) 技术不断革新继续突破。从 Model S 的约 3 千米到 Model 3 的约 1.5 千米，再到 Model Y 仅 100 米，线束不断简化彰显特斯拉技术功力；同时，Model Y 还将放弃“过时”的 12V 电气系统。

4.2.2. 需求端：B 端需求持续释放 C 端购买意愿强化

B 端用户的总持有成本平价已经率先实现，预计 2020 年需求将继续释放。B 端用户可以更好的发挥新能源汽车在能源成本及维修、保养成本方面的优势。我们以租赁车辆中销量占比最高的 A 级车为例，在 5 年的使用周期内，选择纯电动车型可以为 B 端用户节约成本 15 万元左右的使用成本，约占燃油车型全生命周期持有成本的 1/3，B 端用户购买新能源汽车的总持有成本平价已率先实现，预计 2020 年需求将继续释放。

表 18 B 端/C 端用户对同平台、配置接近的车型全生命周期总持有成本对比

车型	出租车/网约车-日均行驶 300km		家庭自用-日均行驶 30km	
	帝豪 EV500 进取型	帝豪 1.5L CVT 豪华型	帝豪 EV500 精英型	帝豪 1.5L CVT 互联型
终端售价+购置税	13.58 万元	7.38+0.74 万元	14.58 万元	7.98 万元+0.8 万元
百公里电耗/油耗	16kWh	8L	16kWh	8L
电价/油价	1.3 元/kWh	6.7 元/L	0.8 元/kWh	6.7 元/L
年能源成本	2.28 万元	5.87 万元	0.14 万元	0.59 万元
年保养、维修成本	0.2 万元+0.2 万元	1 万元+0.2 万元	0.02 万元+0.1 万元	0.1 万元+0.1 万元
年保险成本	1 万元	0.8 万元	0.3 万元	0.2 万元
5 年累计使用成本	18.4 万元	39.35 万元	1.76 万元	4.95 万元
残值	0.8 万元	0.8 万元	3 万元	2.5 万元
购买+使用-残值	31.18 万元	46.67 万元	14.38 万元	11.23 万元

资料来源：汽车之家，华西证券研究所

C 端用户对购买新能源汽车的顾虑逐步打消，主动购买意愿将继续提升。消费者对新能源汽车的接受程度受到续航里程、购买成本、使用成本、残值等内部因素，及充电时间和便捷性、政府政策等外部因素的综合影响。展望 2020 年，新能源汽车成本将继续下降，专用平台进入兑现阶段带动品质颠覆性提升，充电设施快速铺设使用便利度提升，消费者对新能源汽车的主动购买意愿将继续提升。

新能源汽车性价比快速提升，相比燃油车溢价率下降。我们以 2014 年、2019 年北汽新能源补贴后售价接近的两款具有代表性纯电动车型为例：1) 2019 款车型在车身尺寸/级别、续航里程、动力性能、主被动安全配置、驾驶辅助、电子配置等方面全面超越老车型，性价比提升明显，同时外观设计也更能彰显新能源汽车的特性；2) 与同一时期基于相同平台生产的配置接近的燃油车相比，2014 款车型和 2019 款车型补贴前售价分别溢价 229%和 62%，补贴后售价分别溢价 99%和 39%，新能源汽车的溢价幅度明显收窄。

表 19 同时期、同平台、配置接近的新能源车型较传统车型溢价率对比（以北汽新能源为例）

车型	2014 款车型		2019 款车型	
	绅宝 D20 1.5L 自动乐尚版	E150EV 科技版	绅宝 D50 1.5T CVT 旗舰版	EU5 R500 智尚版
指导价 (新能源：补贴后/前)	7.01 万元	13.98/23.08 万元	9.99 万元	13.89/16.14 万
新能源车型溢价 (补贴后/前)	99%/229%		39%/62%	
配置主要差异	最大功率/扭矩： 85kW/148N.m	最大功率/扭矩： 45kW/144N.m、液晶仪表	最大功率/扭矩： 110kW/210N.m、前雾灯、车内氛围灯	最大功率/扭矩： 160kW/300N.m、自动驻车、陡坡缓降

资料来源：汽车之家，华西证券研究所

新能源专用平台催化新能源汽车品质飞跃。我们从大众目前在产的纯电动汽车 e-Golf 和概念车 BUDD-e 的透视图对比中很容易理解采用新能源专用平台的优势，e-Golf 和 BUDD-e 分别基于燃油车 MQB 平台和纯电动 MEB 平台打造，相比之下，BUDD-e 的电机、电控布局更紧凑，动力电池外形规整，平铺在底盘上，且因为专用平台无需为传动轴和排气系统预留空间，BUDD-e 的地板中央没有隆起，乘坐空间远大于同级别燃油车。

图 74 基于大众 MQB 平台打造的 e-Golf 底盘布局



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 75 基于大众 MEB 平台打造的 BUDD-e 底盘布局



资料来源：公司官网，华西证券研究所

充电设施日趋完善，购买新能源汽车的顾虑将逐步被打消。根据发改委、国家能源局、工信部和住建部联合发布的《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》，到 2020 年，新增分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。2019 年 3 月，四部委在《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》中明确过渡期后不再对新能源汽车给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。多个地方也推出了针对充电设施建设运营的财政支持政策，如深圳市对充电设施建设给予不高于项目总投资 30% 的区政府固定资产补助资金支持，同时根据充电桩功率，给予 200-600 元/kW 的补贴。随着充电设施的进一步完善，消费者购买新能源汽车的顾虑将逐步被打消。

表 20 国家和地方充电设施建设相关补贴政策

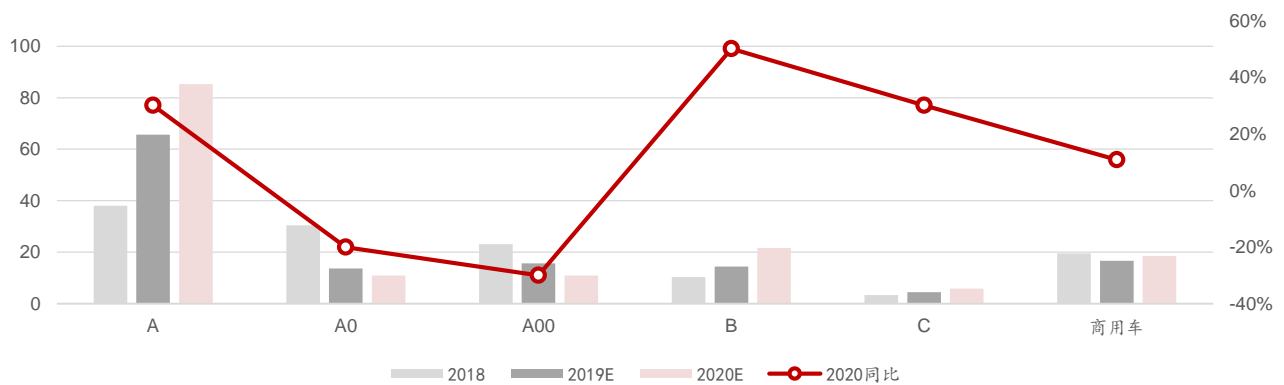
	发布时间	发布主体	文件名称	主要内容
中央	2016 年 1 月	财政部、科技部等五部委	关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知	根据各省充电基础设施配套完善程度以及新能源汽车推广数量，对充电设施建设运营、改造升级、充换电服务网络运营监控系统建设等进行奖励。
	2019 年 3 月	财政部、工信部、科技部、国家发改委	关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	地方应完善政策，过渡期后不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。
地方	2016 年 5 月	上海市发改委等七部门	上海市鼓励电动汽车充换电设施发展扶持办法	对专用、公用充换电设备，给予 30% 的财政资金补贴；对专用、公用充换电设施，给予运营度电补贴（公交环卫等专用桩 0.1 元/kWh，其余公共桩 0.2 元/kWh）。
	2019 年 1 月	深圳市财政委、发改委	深圳市 2018 年新能源汽车推广应用财政支持政策	补贴充电设备：对直流充电设备给予 600 元/kW 补贴，交流充电设备（40kW 及以上）给予 300 元/kW 补贴，交流充电设备（40kW 以下）给予 200 元/kW 补贴。单个运营商在深圳市建设充电桩总功率达到 8000kW，方可提出补贴申请。

资料来源：各政府部门网站，华西证券研究所

4.2.3. 展望：中国 A 级车贡献增量 欧洲重回高增长

2020 年中国新能源汽车销量有望突破 150 万辆，A 级新能源乘用车将是主要增量来源。我们判断 2020 年 A 级新能源乘用车销量仍将维持快速增长，并将成为主要增量来源，理由：1) B 端用户购买新能源汽车的总持有成本平价已经率先实现，出租车的电动化替代如期推进，网约车贡献弹性，营运需求的持续释放带动 A 级 BEV 车型销量增长；2) 补贴加速退坡对低级别车型的冲击更明显，并且伴随 C 端消费升级，A00 级和 A 级新能源汽车的部分市场份额被 A 级车型抢占。此外，随着外资品牌全面进军中国市场，B 级和 C 级新能源汽车的销量也会明显提升。预计 2020 年中国新能源汽车总销量有望突破 150 万辆。

图 76 2019-2020 年新能源汽车销量预测（万辆）



资料来源：中汽协，银保监会，华西证券研究所

欧洲碳排放法规趋严，大众 ID.3 交付标志着欧洲车企迈出全面电动化重要一步，预计 2020 年欧洲新能源乘用车销量超过 90 万辆。欧盟规定 2021 年新车二氧化碳排放量不得超过 95g/km，2025 年不超过 80.8g/km，超标车辆将面临 95€/g/km 的处罚。欧洲第四阶段碳排放标准达到全球最严，测试工况的调整也增加了车辆的达标难度，同时引入超级积分政策，迫使车企向纯电动和插电混动技术路线转型，而大众 MEB 平台首款车型 ID.3 的交付标志着欧洲车企迈出全面电动化的重要一步，预计 2020 年、2021 年欧洲新能源乘用车销量突破 90 万辆、150 万辆。

表 21 欧洲新能源乘用车分技术路线销量预测（万辆）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2025E	2030E
BEV	13.5	20.7	30.9	61.3	93.7	236.6	318.7
YOY		53%	49%	98%	53%		
PHEV	13.1	15.6	19	30.6	62.5	157.8	239.0
YOY		19%	19%	65%	104%		
汽油车	782.0	891.0	773.4	689.1	624.8	473.3	318.7
YOY		14%	-13%	-11%	-9%		
柴油车	688.0	562.0	464.1	413.5	390.5	315.5	239.0
YOY		-18%	-17%	-11%	-6%		
其他	66.5	73.2	263.0	336.9	390.5	394.4	478.0
YOY		10%	259%	28%	16%		
合计	1,563.1	1,562.5	1,546.9	1,531.4	1,562.0	1,577.7	1,593.4
YOY		0%	-1%	-1%	2%		

资料来源：欧洲汽车制造商协会，华西证券研究所

4.2.4. 竞争格局：下游龙头尚未明确 中游格局相对稳定

合资品牌新能源车型投放力度加大，下游竞争加剧。面对双积分考核压力，2018H2 以来合资车企新能源车型投放力度明显加大，目前 PHEV 车型中帕萨特 PHEV、途观 L PHEV 和 5 系 PHEV 等的月销量达到 2~3000 辆的水平，具备一定的市场竞争力；而现阶段 BEV 车型多为基于燃油车平台开发的过渡车型，续航里程普遍存在短板，如轩逸 338km、朗逸 278km、VELITE 6 301km。展望 2020 年，合资品牌新能源车型的投放力度将进一步加大，基于新能源专用平台开发的车型也开始投放中国市场，如上汽大众 ID.初见、一汽奥迪 e-tron、北京奔驰 EQC、特斯拉 Model 3 国产版等，续航里程短板补足，产品力显著提升，预计下游竞争格局将显著加剧，自主品牌的部分市场份额将被合资品牌抢占。

中游龙头地位相对稳固。虽然合资车企参与度提升导致下游竞争格局趋于分散，但在中游三电系统，尤其是动力电池的选择方面，宁德时代、LG 化学等国内外一线供应商成为合资车企的普遍选择。以宁德时代为例，公司在国内已经与上汽、广汽、东风、吉利、一汽等成立合资公司，与主流车企利益深度绑定；在海外已经与大众、宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、标志雪铁龙、沃尔沃等一线车企开展合作，市占率屡创新高，龙头地位相对稳固。

表 22 2019H2-2020 年外资、合资车企中国市场新能源车型汇总

品牌	车型	类型	级别	续航里程	电池供应商	起售价	上市时间
上汽大众	朗逸·纯电	BEV	紧凑型轿车	278	宁德时代	14.89	2019.8
	ID.初见	BEV	紧凑型 SUV				2020H2
一汽大众	高尔夫·纯电	BEV	紧凑型轿车	270	宁德时代	14.77	2019.10
	宝来·纯电	BEV	紧凑型轿车	270	宁德时代	13.68	2019.10
	探岳 GTE	PHEV	中型 SUV	68			
	迈腾 GTE	PHEV	中型轿车	63			
	奥迪 Q2L e-tron	BEV	小型 SUV	265	宁德时代		2019.11
	奥迪 e-tron	BEV	中型 SUV	470	宁德时代	70	2020H2
北京奔驰	EQC	BEV	中型 SUV	415	宁德时代	58	2019.11
上汽通用	Menlo	BEV	紧凑型 SUV	410	宁德时代		2019.11
上海特斯拉	Model 3	BEV	中型轿车	460	LG 化学	35.58	2020Q1
广汽丰田	C-HR EV	BEV	小型 SUV				2020H1
一汽丰田	奕泽 EV	BEV	小型 SUV				2020H1
东风本田	X-NV	BEV	小型 SUV	410	力神	16.98	2019.10
广汽本田	VE-1	BEV	小型 SUV	401	力神	15.98	2019.10
北京现代	菲斯塔	BEV	紧凑型轿车	490	宁德时代		2019.12
	昂希诺	BEV	小型 SUV	500	宁德时代	17.28	2019.11
东风标致	e-2008	BEV	小型 SUV	430			
沃尔沃亚太	S60L T8	PHEV	中型轿车	58			
	Polestar 2	BEV	中型轿车	500		42.5	2020H1

资料来源：工信部，汽车之家，第一电动网，华西证券研究所

4.3. 小结

短期销量增速承压但结构快速演变，中期双积分接力。2019年1-10月中国新能源汽车销量连续4个月出现同比负增长，主要是因为受过渡期后补贴加速退坡影响，销量增速短期承压，但新能源汽车销量结构演变在快速推进：1) 非限购城市销量占比持续提升；2) B端总持有成本平价实现，需求率先释放；3) 产品级别提升；4) BEV车型销量占比触底反弹；5) 外资抢占份额。政策方面，双积分迎来修订，新版本突出节能增效，框定中期销量目标，逐步接力补贴政策成为中期核心驱动力。

下游质变发生的同时竞争加剧，看好专用平台催生更多爆款。展望2020年，国内外主流车企专用平台从概念到落地进入兑现阶段，行业迈入3.0时代。对中国市场而言，大众MEB量产、特斯拉国产化落地意义重大，质变撬动需求的同时竞争显著加剧。基于专用平台开发的BEV车型全面超越油改电，专用平台意味着核心竞争力，中长期有望催生更多爆款，当前时点建议重点关注：特斯拉产业链：【拓普集团、三花智控*】和大众MEB产业链：【华域汽车、三花智控*、精锻科技】。

零部件龙头地位相对稳固，建议关注增量领域龙头。虽然外资参与度提升导致下游格局趋于分散，但零部件以动力电池为例，宁德时代、LG化学等一线供应商成为外资、合资车企的普遍选择，龙头地位相对稳固。从零部件出发，建议关注单车配套价值量显著提升的三个子领域的龙头标的：动力电池【宁德时代】及宁德时代、LG化学产业链，热管理系统【三花智控*】，轻量化【爱柯迪】、相关受益标的有【旭升股份】。

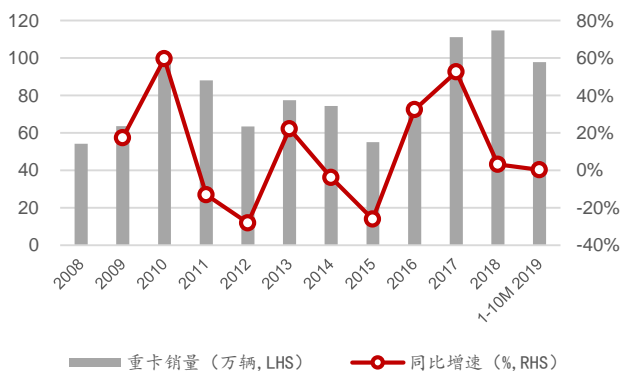
5.重卡：需求与政策共振 韧性与弹性兼备

重卡板块高景气度延续，治超驱动单车运力下降，销量、保有量有望再上台阶。本轮重卡景气度向上主要受物流类重卡需求改善拉动，同时政策层面上国标修改导致单车运力下降、超载超限治理趋严导致公路运力紧张对重卡板块的景气度起到了有效的推动作用。经过几年的治理，目前干线运输车辆的超载问题已经得到有效控制，但短途支线运输重货车辆的超载现象依然存在，2019年“大吨小标”事件和无锡桥面坍塌事故发生后，全国范围内超载超限治理趋于常态化，单车运力下降有望带动2020年重卡销量、中长期重卡保有量再创新高。

5.1.回顾 2019：物流需求稳健 高景气度延续

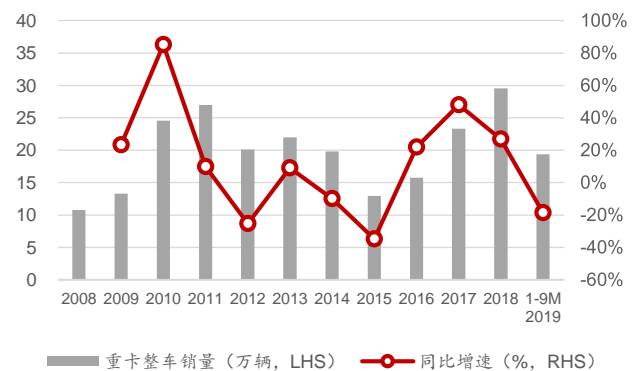
下游物流需求强劲，高基数下重卡销量仍实现同比正增长。2019年1-10月，重卡板块实现销量98.0万辆，同比增长0.3%，在去年的高基数下销量仍维持同比正增长，2019年重卡板块热度不减。分类别来看，2019年1-9月重卡整车、重卡非完整车辆和半挂牵引车的销量同比增速分别为-18.6%、-7.2%和16.2%，半挂牵引车是唯一实现销量同比正增长的品类，证明物流需求仍是支撑重卡销量的主要力量。

图 77 重卡销量及同比增速（万辆；%）



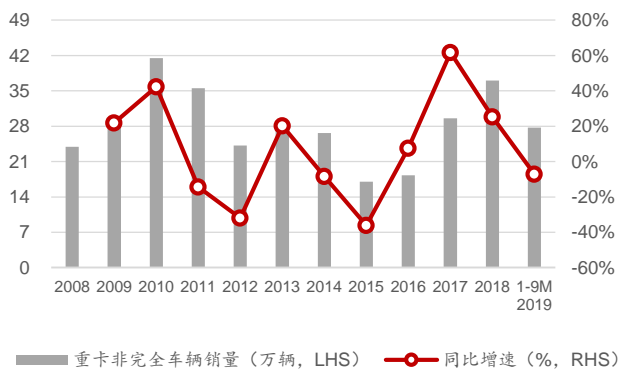
资料来源：中汽协，第一商用车网，华西证券研究所

图 78 重卡整车销量及同比增速（万辆；%）



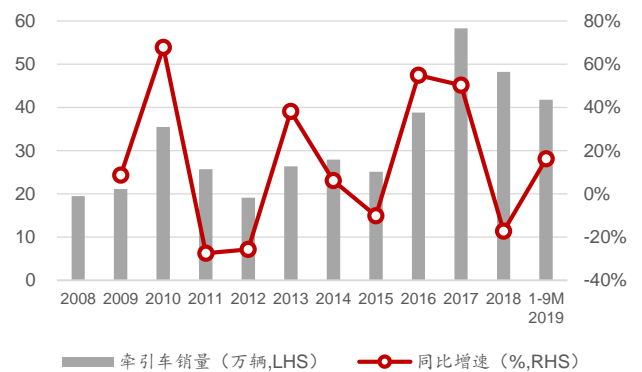
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 79 重卡非完整车辆销量及同比增速 (万辆; %)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 80 半挂牵引车销量及同比增速 (万辆; %)



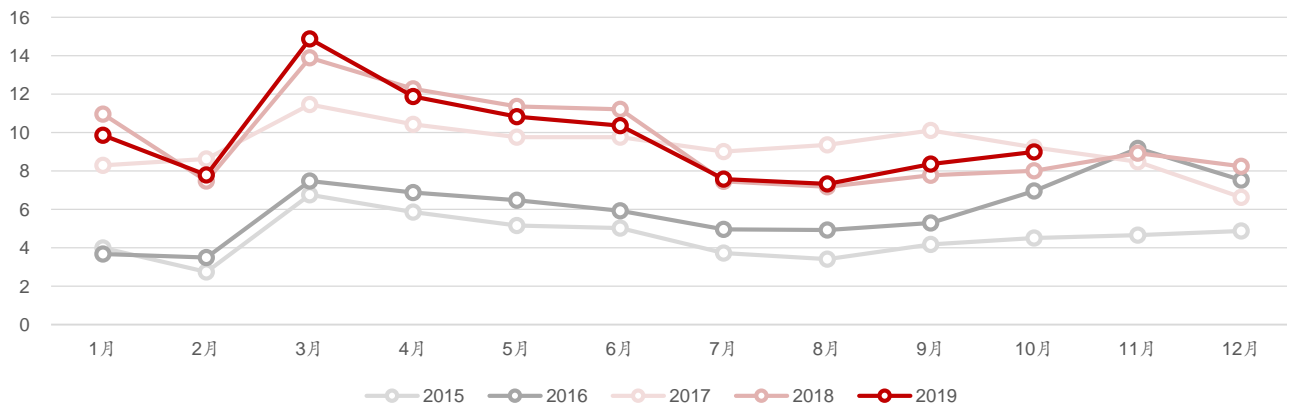
资料来源：中汽协，华西证券研究所

本轮重卡板块景气度持续超预期是需求与政策共振的结果。

1) 需求：成长性叠加周期性，重卡需求拐头向上。

- a) 成长性：虽然工程类重卡的销量波动性较大，但物流运输需求稳中有升，特别是快递、快运、电商行业高速发展，以半挂牵引车为代表的物流类重卡需求强劲；重卡保有量逐年抬升，对应的更新需求中枢向上。
- b) 周期性：重卡使用寿命约为 5-9 年，2010 年左右上一轮重卡景气度高点销售的车辆密集淘汰，更新需求集中释放。

图 81 重卡月度销量 (万辆)



资料来源：中汽协，第一商用车网，华西证券研究所

2) 政策因素：国标修改导致单车运力大幅下降，超载超限治理趋严导致公路（尤其是干线运输）运力紧张。

图 82 重卡月度销量同比增速 (%)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

车型管理方面：

- 1) 质检总局、国家标准委联合发布《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016)，相比 GB1589-2004，新国标下重卡单车运力全面下降，以 8X4 重型货车为例单车运力下降 30% 以上；新国标同时引导重卡车型销量结构变化，以牵引车为例，6X4 牵引车较 6X2 牵引车竞争力显著提升；
- 2) 交通部等五部门联合发布《车辆运输车治理工作方案》，2016 年 9 月 21 日以后禁止“双排车”通行，2018 年 6 月 30 日以前为过渡期，暂时允许“单排车”通行，此后只允许使用标准车型，标准车型较“双排车”单车运力下降 60% 以上。

图 83 双排车辆运输车 (运力 20 辆以上)



资料来源：开车之家，华西证券研究所

图 84 中置轴车辆运输车 (运力 8 辆)



资料来源：卡车之家，华西证券研究所

超载治理方面：

- 1) 交通部等 5 部门联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》，提出了四个方面十八条具体措施，在全国范围内统一超载超限执

法标准，并从车辆改装和装载两个主要源头开始治超，超载超限治理力度总体趋严；

- 2) 现任交通部部长李小鹏在山西任职期间治超成果显著，治超经验逐步在全国范围内推广；李小鹏上任后，一方面强调以公路治超为失信联合惩戒的先行试点，另一方面建议加快研究推进将严重超限超载违法运输行为列入危险驾驶罪的范畴，提高违法成本。

5.2. 展望未来：超载治理常态化 销量有望再上台阶

5.2.1. 治超趋严运力吃紧 增量需求集中释放

现阶段干线运输车辆已基本规范，但短途支线运输超载依然存在。自 GB1589-2016 执行以来，长途干线运输车辆（主要在高速公路行驶）超载得到了有效控制，但短途支线运输钢材、水泥、砂石等货物的重载车辆（主要在国道行驶）超载问题依然存在。以近期无锡桥面坍塌事故为例，交通部分分析认定车辆严重超载是导致事故发生的主要原因。

超载超限治理常态化，支线运输车辆单车运力下降明显。近期，江苏、河南、广东等多个省份超载超限治理力度明显加大，国道及城市道路等监管盲区受到重视，如果国标严格执行，我们总结以下 3 类车型的单车运力将明显下降：

- 1) **6x4 牵引车+挂车**：新国标下最大总质量 49 吨，扣除牵引车、挂车的自重后最大载重约 35 吨，经改装后载重可超过 100 吨（俗称“百吨王”），超载比例 180% 以上；
- 2) **8x4 混凝土搅拌车**：最大总质量 31 吨，扣除自重后最大载重约 19 吨，对应混凝土容量约 8 立方，部分超载车辆实际混凝土搅拌罐容量超过 20 立方，超载比例 140% 以上；
- 3) **8x4 自卸车**：最大总质量 31 吨，整备质量上限 15.6 吨，但部分地方执法部门对总质量放宽至 40 吨，目前整备质量普遍 17-18 吨，对应载重约 22.5 吨，超载比例 46%。

其中，8x4 混凝土搅拌车、自卸车也是今年 5 月以来涉及“大吨小标”事件的主要重卡车型。

超载车型将逐步被标载车型取代，部分轻卡运力将被重卡分流。随着全国范围内超载超限治理日趋严格，超载车型生存空间被压缩，其运力将逐步被标载车型分流，从车型的发展趋势来看：

- 1) 超载治理常态化，对冲单车运力下降必须降低重卡整备质量，这对重卡厂商的底盘、上装、驾驶室等的轻量化设计能力提出了更高的要求；
- 2) 8x4 自卸车、8x4 混凝土搅拌车等类别的超载车型将逐步被标载车型取代，同时：a. 8x4 自卸车载重/自重比例较低，将部分被牵引车分流；b. 涉及“大吨小标”事件的超标轻卡实际单车运力达到 10 吨以上，标载轻卡（载重低于 2 吨）无法满足运力要求，将部分被低吨位重型载货车分流。

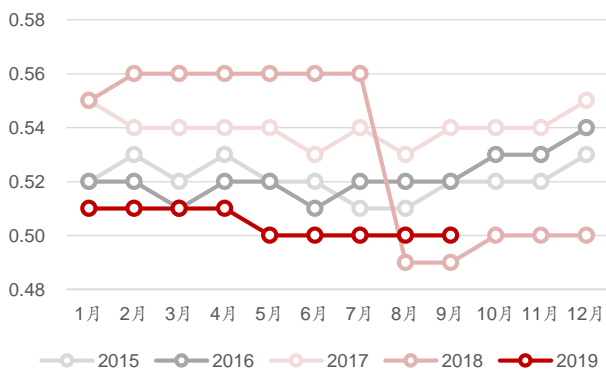
单车运力下降将带动重卡销量和保有量再上台阶。相比于原有的超载车型，标载车型单车运力将至少下降 30%，短期来看增量需求有望在 2020 年集中释放，中长期来看保有量提升将带动更新需求的提升。

5.2.2. 需求稳健政策利好 销量有望再创新高

展望 2020 年，重卡板块的高景气度仍将延续，销量有望突破 115 万辆再创新高。目前下游运价运量数据表现稳健，重卡需求没有衰退迹象，同时 2020 年政策因素对重卡销量的拉动有望超过 2019 年，我们判断重卡板块的高景气度有望延续。

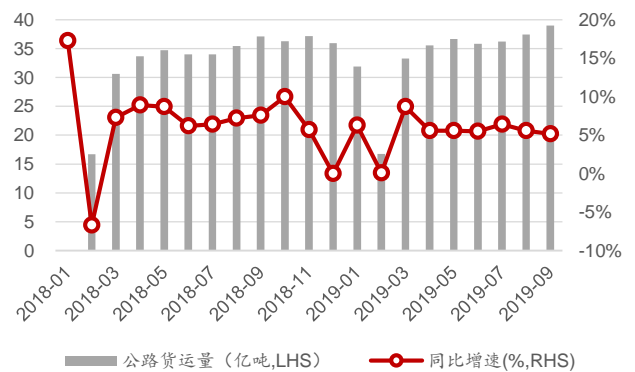
下游需求总体稳健，重卡市场热度不减。从下游的运量运价情况来看：1) 随着快递、快运、电商等行业的快速发展，公路货运量维持稳健增长，月均同比增速维持在 5% 以上；2) 目前干线运价已经企稳，同时超载超限治理力度加大导致支线运力吃紧，重货短途运价已出现明显上涨，同时运力分流可能导致 2020 年干线运价上涨，带动重卡购买意愿提升。

图 85 36 城市公路货运服务价格（元/吨/km）



资料来源：国家发改委，华西证券研究所

图 86 月度公路货运量及同比增速（亿吨；%）



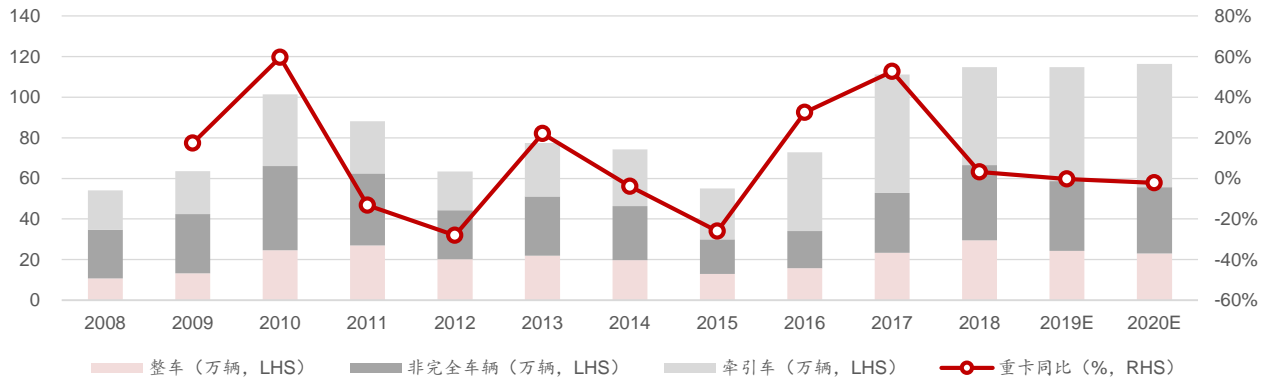
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

从政策层面上来看，排放升级和超载治理对 2020 年的重卡销量都有支撑：

- 1) 2020 年国三重卡淘汰量有望超过 2019 年。第一商用车网估算目前国三重卡保有量 150-180 万辆，2020 年是“蓝天保卫战”重点区域淘汰 100 万辆中重型国三柴油货车的截止年，上海、广东、四川等地陆续出台了加速国三货车淘汰的相应政策，预计国三重卡在 2020 年将加速淘汰。
- 2) 单车运力下降带动的增量需求集中释放。随着超载超限治理力度加大，增量的标载车型将填补运力缺口，需求有望在 2020 年集中释放。

综上，我们判断 2020 年全年销量有望突破 115 万辆再创新高。分车型来看，按照中汽协统计口径，预计 2020 年重卡整车销量下滑幅度收窄，同比增速-10%左右，理由：1) 自卸车整体需求仍不乐观，部分 8x4 自卸车超标车型的运力将被牵引车分流；2) 超标轻卡的部分运力被低吨位重型货车分流，对重卡整车的销量有一定拉动；重卡非完整车辆的销量仍维持小幅下滑，同比增速-5%左右，预计非完整车辆中工程相关的车型需求维持低迷；半挂牵引车销量仍维持正增长，同比增速 3%左右，理由：1) 重货短途运价 2019 年已出现明显上涨，运力分流可能导致 2020 年干线运价上涨，带动物流重卡购买热情；2) 半挂牵引车部分取代 8x4 自卸车。

图 87 分车型重卡销量预测 (万辆; %)

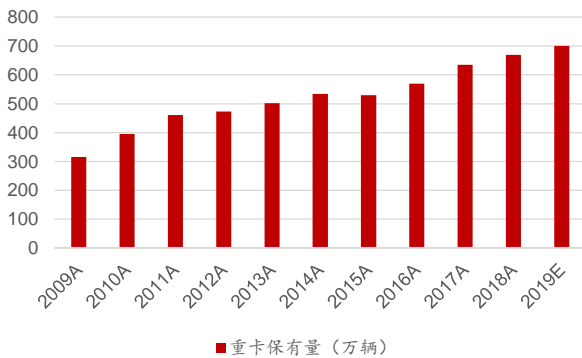


资料来源：中汽协，华西证券研究所

5.2.3. 中长期保有量提升 更新需求中枢上移

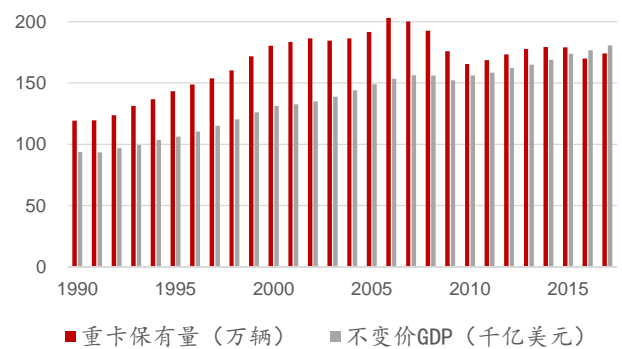
需求和政策共同推动重卡保有量提升，中长期销量中枢将继续上移。虽然受下游需求和政策等因素影响，过去 10 年我国的重卡销量波动较大，周期性特征明显，但保有量不断提升的趋势明确。中长期来看，重卡保有量与经济发展水平呈显著正相关，重卡成熟市场美国的数据可以佐证，我们判断随着中国 GDP 总量的继续增长，下游需求能够支撑更高的重卡保有量水平。同时，随着超载超限治理常态化、新国标严格落实，单车运力下降也将带动重卡保有量提升。中长期来看，重卡保有量的提升将带动更新需求的提升，重卡销量中枢有望继续上移。

图 88 中国重卡保有量 (万辆)



资料来源：国家统计局，环保部，华西证券研究所

图 89 美国重卡保有量及 GDP (万辆; 千亿美元)



资料来源：美国经济分析局，彭博，华西证券研究所

5.3. 小结

需求与政策共振，板块景气度持续超预期。2019 年 1-10 月重卡销量在去年同期极高的基数下仍维持同比正增长，板块热度不减，需求和政策共振是导致重卡板块销量持续超预期的主要原因，需求：快递、快运、电商行业高速发展，带动物流类重卡

销量持续增长；政策：国标修改导致单车运力大幅下降，超载超限治理趋严导致公路运力吃紧。

销量有望再创新高，建议关注核心标的。展望 2020 年，需求层面：下游运价运量数据表现稳健，需求没有衰退迹象；同时支线运力吃紧可能造成干线运力分流，从而带动整体运价上涨；政策层面：排放升级和超载治理对 2020 年的重卡销量都有支撑，国三重卡淘汰量有望超过 2019 年，同时填补支线运力缺口所对应的增量需求有望在 2020 年集中释放。预计 2020 年重卡销量有望再创新高，建议关注发动机与整车核心标的【潍柴动力、中国重汽】。

6. 总结及投资建议

目前乘用车批发、零售销量下滑幅度收窄，终端库存回归到合理水平，行业底部特征明显，周期性复苏有望同时带动乘用车整车、零部件和经销商板块的业绩、估值修复。中期来看，根据千人保有量和人均 GDP 水平的相关性测算，乘用车销量仍有提升空间；中国零部件企业依靠进口替代和产品高端化，实现量价齐升；经销商重点关注品牌结构。新能源汽车当前核心变量在供给端，2020 年主流车企专用平台进入兑现阶段，质变撬动需求，行业迈入 3.0 时代。重卡需求层面运量表现稳健，支线运力吃紧可能带动运价上涨，政策层面排放升级和运力缺口填补对销量均有带动，高景气度有望延续。

6.1. 乘用车：优选产品周期+基数周期

行业底部特征明显，周期性复苏有望开启，销量增速回升叠加估值修复带来行业 β 机会，根据千人保有量和人均 GDP 水平的相关性测算，乘用车销量仍有提升空间。

短中期把握行业复苏 β 行情。乘用车行业底部特征明显：1) 月度销量增速下滑幅度收窄，乘联会数据显示 10 月狭义乘用车批发销量同比下滑 6%，零售销量同比下滑 3%，下滑幅度持续收窄，环比改善兑现；2) 库存：10 月终端库存深度仅 1.39 个月。叠加取消限购等汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望开启周期性复苏，12 月批发销量增速有望达 11%，2020 年全年增速约 3%。终端需求逐渐回暖带动乘用车企业销量回升，销量增速叠加估值修复将带来行业 β 机会。从车企销量修复弹性与时间顺序、车企新产品周期两个维度优选个股，重点推荐【长安汽车、长城汽车】。

看好日系及优质自主份额持续扩张。乘用车行业长期仍有向上空间，对比汽车千人保有量和人均 GDP 水平，中国的汽车销量与发达国家相比有较大提升空间；根据测算，未来 5 年新车销量年复合增速约 4%，行业规模有望突破 2,600 万辆。行业继续洗牌尾部出清，前十车企市场份额稳定，结构变化利好日系及一线豪华品牌，从日系品牌占比及产品周期两个维度优选个股，重点推荐【广汽集团 H】；从车企市场份额变化来看，优质自主持续实现扩张，重点推荐 2019 年排名升至第四名的【吉利汽车】。

6.2. 零部件：优选周期共振+核心成长

中国零部件与整车产业地位完全不匹配（全球份额 4%vs33%），全球供应链重塑。我们将板块投资逻辑分为两条线：

整车周期共振。零部件行业利润滞后整车 3-6 个月，本轮乘用车行业已于 9 月开始复苏，预计零部件最佳布局时点约为 2020Q1 左右。结合车企销量修复弹性与时间顺序、车企新产品周期两个维度，我们看好长安汽车、长城汽车、吉利汽车，目前长城汽车和吉利汽车已领先行业实现回暖，长安汽车环比持续改善，驱动其供应链体系内的自主零部件供应商进行盈利修复，优选周期共振【华域汽车、拓普集团、新泉股份、爱柯迪】；

配件核心成长。零部件成长依靠提升配套量/单车价值量，现阶段能实现双向增长的路径集中于进口替代，自主零部件供应商通过开拓合资或海外客户，开发高端产品，实现量价齐升，优选核心成长【科博达、星宇股份、玲珑轮胎、福耀玻璃】、相关受益标的有【敏实集团】。

6.3. 经销商：优选品牌结构

品牌结构决定个股 α ，建议重点关注日系和豪华品牌经销商。目前 A/H 股上市公司中，主要汽车经销商的 8 家：美东汽车、中升控股、广汇汽车、大昌行集团、永达汽车、广汇宝信、和谐汽车以及正通汽车。汽车经销商不仅以经营规模为定价标准，个体 α 很大程度由品牌结构决定。我们认为，品牌结构占优汽车经销商，大概率通过产品周期推动公司销量及业绩持续上行，相关受益标的有品牌结构中以“奔驰、雷克萨斯、日系合资”为主的【中升控股】，以及以“丰田、宝马、雷克萨斯”为主的【美东汽车】。

6.4. 新能源汽车：优选爆款车产业链+增量领域龙头

行业处于关键拐点，短期受中国政策因素影响市场预期较低，正是布局良机。新能源汽车中长期的发展趋势已经确立，我们判断 2020 年行业将全面迈入 3.0 时代，越来越多的爆款车型将在 3.0 时代密集涌现，质变撬动需求，预计到 2025 年全球新能源汽车的渗透率将达到 14%。当前时点核心市场中国的新能源汽车销量受补贴加速退坡影响短期承压，市场预期处于底部区间，正是投资新能源汽车产业链的最佳时机。建议从两条主线切入：

从整车出发：打造新能源专用平台、并基于平台推出系列化车型已经成为国内外主流车企的普遍选择，基于专用平台开发的 BEV 车型在空间、续航、动力性能、车型的投放速度等方面全面超越基于燃油车平台改造的车型。专用平台意味着核心竞争力，中长期有望催生更多爆款，典型代表包括大众 MEB 平台、吉利 PMA 平台，特斯拉下一款车型 Model Y 也将共享爆款车型 Model 3 的平台。重点推荐：a. 特斯拉产业链：【拓普集团、三花智控*】、相关受益标的【旭升股份】；b. 大众 MEB 产业链：【华域汽车、三花智控*、精锻科技】。

从零部件出发：建议重点关注新能源汽车中单车配套价值量显著提升的三个子领域：a. 动力电池，关注龙头【宁德时代】及宁德时代、LG 化学产业链，b. 热管理系统【三花智控*】，c. 轻量化【爱柯迪】、相关受益标的【旭升股份】。（*注：三花智控为华西家电组联合覆盖）

6.5. 重卡：优选整车与零部件核心标的

2020 年市场层面支线运力吃紧，整体运价有望提升，政策层面排放升级和超载治理对重卡销量均有支撑，预计全年销量有望突破 115 万辆再创新高。中长期来看重卡保有量的提升所产生的更新需求将带动销量中枢上移，看好重卡板块高景气度的可持续性，建议关注【潍柴动力、中国重汽】。

表 23 重点公司盈利预测

细分行业	证券代码	证券名称	收盘价		EPS					PE				PB			
			2019/11/17	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
整车	000625.SZ	长安汽车	7.47	1.49	0.14	0.07	0.74	5.01	53.36	106.71	10.09	0.75	0.78	0.77	0.72		
	601633.SH	长城汽车	9.26	0.55	0.57	0.47	0.64	16.81	16.23	19.70	14.47	1.72	1.48	1.34	1.20		
	2238.HK	广汽集团	8.20	1.17	1.18	0.92	1.13	7.01	6.95	8.91	7.26	0.71	0.64	0.56	0.50		
	0175.HK	吉利汽车	15.20	1.32	1.55	1.25	1.51	11.52	9.81	12.16	10.07	3.37	3.03	2.97	2.70		
零部件 (含新能源汽车产业链)	600741.SH	华域汽车	24.78	2.08	2.55	2.29	2.42	11.91	9.72	10.82	10.24	1.89	1.72	1.54	1.35		
	601689.SH	拓普集团	12.51	0.70	0.71	0.48	0.66	17.87	17.62	26.06	18.95	1.41	1.83	1.71	1.57		
	603179.SH	新泉股份	14.02	1.10	1.24	0.84	1.10	12.75	11.31	16.69	12.75	1.70	1.98	1.77	1.55		
	600933.SH	爱柯迪	11.48	0.54	0.55	0.52	0.63	21.26	20.87	22.08	18.22	2.75	2.56	2.31	2.05		
	603786.SH	科博达	44.79	0.84	1.21	1.26	1.52	53.32	37.02	35.55	29.47	12.42	9.50	5.16	4.35		
	601799.SH	星宇股份	86.48	1.70	2.21	2.63	3.31	50.82	39.12	32.88	26.13	5.94	5.47	4.69	3.97		
	601966.SH	玲珑轮胎	20.74	0.87	0.98	1.34	1.56	23.84	21.16	15.48	13.29	2.86	2.49	2.17	1.87		
	600660.SH	福耀玻璃	22.11	1.26	1.64	1.38	1.60	17.62	13.46	16.04	13.86	2.92	2.75	2.45	2.32		
	300750.SZ	宁德时代	75.90		1.53	1.94	2.41		49.61	39.12	31.49		5.06	4.43	3.88		
重卡	000951.SZ	中国重汽	18.85	1.34	1.35	1.82	2.01	14.09	13.98	10.34	9.37	2.24	2.08	1.85	1.64		
	000338.SZ	潍柴动力	12.80	1.70	1.08	1.19	1.33	7.53	11.85	10.76	9.62	2.90	2.58	2.02	1.67		

资料来源: wind, 华西证券研究所 (注: 广汽集团、吉利汽车对应的单位是港元, 福耀玻璃和建材组联合覆盖, 宁德时代和电新组联合覆盖)

7.风险提示

宏观经济不景气导致汽车需求持续低迷，影响车企销量修复；汽车消费刺激政策后续落地节奏不及预期，影响各地汽车销量；中美贸易摩擦持续升级；原材料成本上升；竞争加剧；积分、碳排放等法规未能严格实施导致车企新能源新车型投放进度不达预期；超载超限治理不彻底导致重卡需求低于预期。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。