

乘用车销量降幅收窄

行业持续回暖—10月行业动态报告

核心观点

● 核心观点

2019年10月狭义乘用车零售184.3万台，同比减少5.7%，环比增长3.5%，今年1-10月累计下滑8.3%。从车型看，10月轿车零售87.2万台，同比下降9.1%，SUV零售85.3万台，同比下降0.7%，MPV零售11.9万台，同比下降13.6%。豪华品牌10月零售同比增加14%，主流合资品牌同比降低3%，自主品牌同比降低12%。

(一) 10月终端需求不强，零售环比略增

零售数据上看，同比-5.7%，降幅进一步收窄，整月零售走势呈前高后低走势。环比3.5%增速与近三年数据相似，2016-2018年同期环比增速为3.32%、0.79%、6.16%。上半月国庆假期购车需求较高，但下半月需求疲乏，拖累整月数据。

(二) 新能源汽车销量跌幅扩大，退补影响较强

新能源乘用车10月批发市场销量6.6万台，同比-45%，环比+1%。今年1-10月全国新能源乘用车批发销量84.4万台，同比+17.0%。10月纯电动乘用车批发5.1万台，增速同比-46%，环比+7%；其中A级电动车同比+6%，A00级同比-78%；限购城市新能源需求放缓且低线级市场新车需求相对低迷。10月插混车型批发销量1.46万台，同比-44%，环比-1%。由于6月补贴退坡后带来的成本上涨，对新能源汽车销售带来较大冲击，增速回落，我们下调今年新能源汽车销量同比增速至10-15%区间。

● 投资建议

行业在经历周期调整后，乘用车增速回升趋势已经确立，我们建议关注具有核心竞争力的上汽集团(600104.SH)、广汽集团(601238.SH)以及优质零部件标的星宇股份(601799.SH)、华域汽车(600741.SH)、福耀玻璃(600660.SH)。

● 核心组合

| 股票代码 | 股票名称 | 权重 | 月涨幅(%) | 年初至今涨幅(%) |
|-----------|------|-----|--------|-----------|
| 600104.SH | 上汽集团 | 25% | -0.84 | -7.31 |
| 601238.SH | 广汽集团 | 25% | -1.98 | -3.55 |
| 600741.SZ | 华域汽车 | 25% | 3.35 | 55.51 |
| 601799.SH | 星宇股份 | 25% | 9.83 | 81.71 |

● 风险提示

- 人均可支配收入增速下降的风险，
- 汽车销量不达预期的风险。

汽车行业

推荐 维持评级

分析师

李泽晗

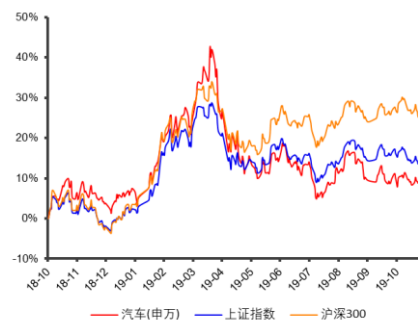
☎: (8621) 68597610

✉: lizehan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518110001

行业数据

2019.11.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.11.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、经济疲软，汽车行业景气度下滑..... | 2 |
| (一) 汽车行业是我国最重要的支柱产业之一..... | 2 |
| (二) 行业需求和未来变化..... | 2 |
| 1. 行业下游需求疲软，已从增量市场转向存量市场..... | 2 |
| 2. 行业去库存进行中，销量经历探底过程..... | 2 |
| (三) 政策支持行业发展..... | 3 |
| 1. 促消费政策体系完善，针对性促进汽车消费..... | 3 |
| (四) 行业分析..... | 4 |
| 1. 乘用车行业..... | 4 |
| (1) 月度销量点评..... | 4 |
| (2) 成长能力..... | 4 |
| (3) 盈利能力..... | 5 |
| (4) 运营能力..... | 7 |
| 二、行业周期下行，由增量市场转向存量市场..... | 8 |
| (一) 行业景气周期..... | 8 |
| (二) 竞争结构..... | 10 |
| (三) 技术对行业未来成长的影响..... | 10 |
| 三、行业面临的挑战及建议..... | 11 |
| (一) 新能源产业需避免“大跃进”式发展..... | 11 |
| 四、行业在资本市场的发展..... | 11 |
| 五、投资建议及股票池..... | 12 |
| (一) 投资建议..... | 12 |
| 六、风险提示..... | 13 |
| 七、附录..... | 14 |
| (一) 汽车板块行情回顾..... | 14 |

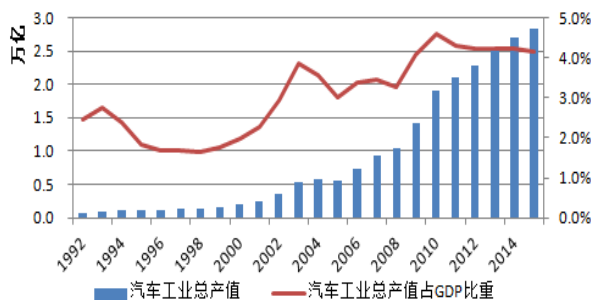
一、经济疲软，汽车行业景气度下滑

(一) 汽车行业是我国最重要的支柱产业之一

汽车行业是我国最重要的支柱产业之一，汽车行业产业链长，上下游延伸至实体经济的诸多方面，是国民经济发展的中流砥柱，对经济增长有至关重要的拉动作用。2015 年我国汽车产业实现工业总产值 2.84 万亿元，占国民经济总产值 4.14%。

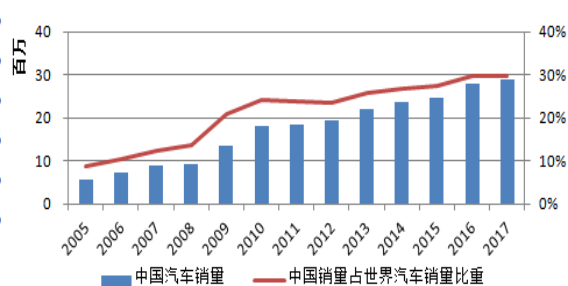
经过十多年的高速增长，我国汽车销量从 2005 年的 576 万辆增长到 2017 的 2901 万辆，中国汽车市场年销量连续世界第一，占全球汽车市场销量的比重超过 30%。2015 年开始，我国汽车工业总产值已超过 2.8 万亿元，2017 年汽车制造从业人数超过 470 万人。

图 1. 汽车工业总产值历年变化及占 GDP 比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 中国汽车销量历年变化及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业需求和未来变化

1. 行业下游需求疲软，已从增量市场转向存量市场

汽车行业进入低速增长期，2014-2016 年国内汽车行业经历了较高增长时期，全国乘用车销量同比增长分别为 9.9%、7.2%和 15.1%，而 2017 年-2018 年增速放缓，销量同比增速分别为 1.9%和-4.0%。2018 年受中西部购车需求下降以及购置税政策退出影响，销量集体承压。行业集中度持续提升，2018 年乘用车领域的优势自主品牌集中度加速提升，龙头优势更加明显；商用车经过长期竞争，格局已相对稳定。

补贴退坡迫使新能源汽车产品升级使得 2018 年成为私人新能源汽车消费元年，新能源汽车销售持续升温，而新能源汽车产品的成熟同时伴随大量智能化的配置带来产品形态的整体升级。新能源汽车或将成为 5-10 年内存量市场中高替换性需求细分市场。

2. 行业去库存进行中，销量经历探底过程

2018 年汽车行业库存持续增加，终端折扣持续提升，全年销量下滑 4%。随着国六标准即将实施，2019 年七月之前将是各大厂家去库存阶段。整车厂商正通过主动减产的方式降低前期积压库存。从 2018 年 12 月起，行业折扣度增高，进入去库存阶段。根据乘联会数据显示，2019 年 5 月乘用车零售同比下降 12.5%，环比 4 月销量在月初休假 4 天的基础上仍增长 4.8%。

我们认为，随着近两个月国六实施的消息逐步落地，6月已经进入消化库存的加速期，厂商促销力度空前加大；政策端来看，近期频繁出台的政策推动了汽车在内的消费品更新升级，并逐渐破除了乘用车消费障碍，车市销量将触底反弹，预计6月份将环比5月持续改善。

(三) 政策支持行业发展

1. 促消费政策体系完善，针对性促进汽车消费

(1) 2018年9月20日，《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》指出实行鼓励和引导居民消费的政策，从供需两端发力，积极培育重点领域消费细分市场，营造安全放心消费环境，提升居民消费力和预期。

点评：我们认为，此举将利好汽车消费市场供需端平衡，对供给端施以更加严格的生产安全标准，对需求端给与消费者更多鼓励政策，引导汽车消费市场逐渐成熟。

(2) 2019年1月29日，发改委等十部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》明确指出要多措并举促进汽车消费，更好满足居民出行需要，促进农村消费提质升级，拉动城乡消费联动发展。

点评：我们认为，汽车下乡将进一步拉动自主品牌销量，在目前增量转存量市场的大背景下深入挖掘细分需求，将对目前下行中的车市提供一定增量作用。

(3) 2019年5月28日，广东省委办公厅、广东省政府办公厅出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》。其中，方案提出逐步放宽广州、深圳两地汽车摇号和竞拍指标；珠三角区域内互迁在用车排放限值在一定过渡期可执行国五标准。

点评：广州深圳扩大了准购规模，将刺激部分潜在消费力进入市场。这对于持续调整中的国内车市而言，首先是给予全社会的购车用户消费信心的促进，同时起到迅速拉动低迷车市需求的直接效应。结构方面，广州明确鼓励节能车指标限额增加，对混合动力汽车利好。

(4) 6月6日，发改委印发《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》，重点聚焦汽车、家电、消费电子产品领域。

点评：此次政策的宏观引导性很好，未来地方政府的乘用车限购行为将逐渐放开，新能源车不限购不限行。

(四) 行业分析

1. 乘用车行业

(1) 月度销量点评

2019年10月狭义乘用车零售184.3万台，同比减少5.7%，环比增长3.5%，今年1-10月累计下滑8.3%。从车型看，10月轿车零售87.2万台，同比下降9.1%，SUV零售85.3万台，同比下降0.7%，MPV零售11.9万台，同比下降13.6%。豪华品牌10月零售同比增加14%，主流合资品牌同比降低3%，自主品牌同比降低12%。

10月新能源乘用车批发市场实现销量6.6万台，同比减少45.4%，环比增长3.7%。今年1-9月全国新能源乘用车批发销量84.4万台，同比增长17.0%。

1.1. 10月终端需求不强，零售环比略增

零售数据上看，同比-5.7%，降幅进一步收窄，整月零售走势呈前高后低走势。环比3.5%增速与近三年数据相似，2016-2018年同期环比增速为3.32%、0.79%、6.16%。上半月国庆假期购车需求较高，但下半月需求疲乏，拖累整月数据。

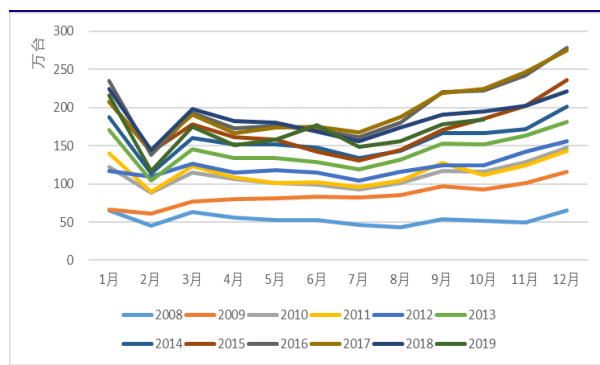
批发数据上看，10月厂家批发销量190.5万台，同比-5.9%，环比+0.2%，相对历年的10月稍强于九月的银九金十表现。当月渠道库存上升1.3万台，经销商提车较为谨慎。

1.2. 新能源汽车销量跌幅扩大，退补影响较强

新能源乘用车10月批发市场销量6.6万台，同比-45%，环比+1%。今年1-10月全国新能源乘用车批发销量84.4万台，同比+17.0%。10月纯电动乘用车批发5.1万台，增速同比-46%，环比+7%；其中A级电动车同比+6%，A00级同比-78%；限购城市新能源需求放缓且低线级市场新车需求相对低迷。10月插电混车型批发销量1.46万台，同比-44%，环比-1%。由于6月补贴退坡后带来的成本上涨，对新能源汽车销售带来较大冲击，增速回落，我们下调今年新能源汽车销量同比增速至10-15%区间

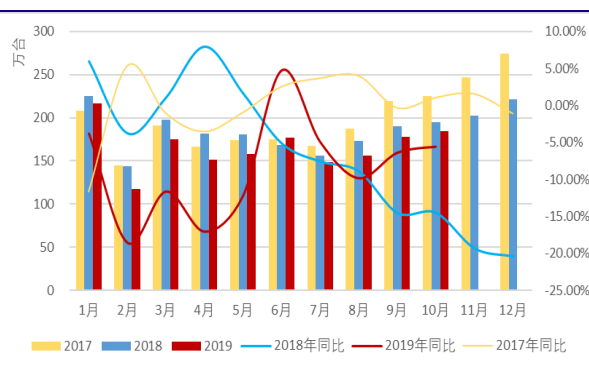
(2) 成长能力

图3：狭义乘用车历年销量走势（万台）



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

图4：狭义乘用车2017-2019年月度销量走势（台）

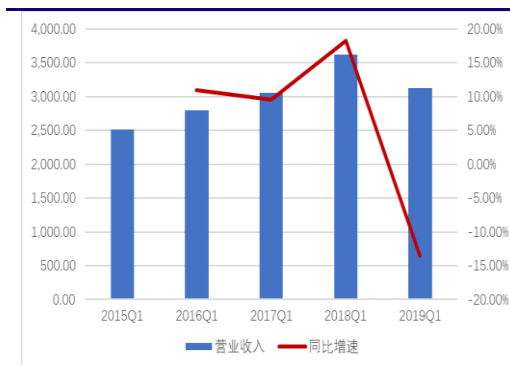


资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

销量的下滑导致乘用车行业营收也出现下降，2019年第一季度乘用车行业实现营业收入3,129.14亿元，同比减少13.56%，环比减少15.85%。其中，上汽集团（600104.SH）与广汽

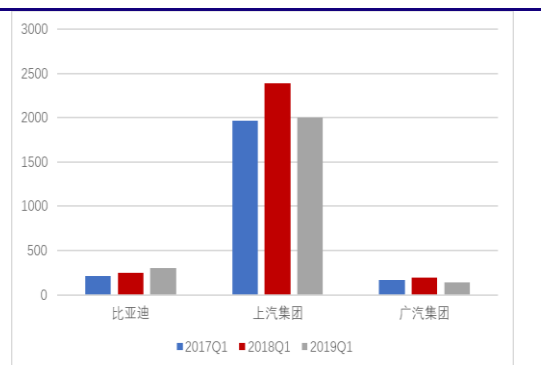
集团（601238.SH）营收下降幅度分别为 16.18%、26.11%，比亚迪（002594.SZ）受益于新车强周期带来新能源乘用车的大幅放量，收入同比增长 22.50%。其他大部分乘用车整车上市公司营收跌幅均在 10%以上。

图 5：乘用车营收同比（单位：亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 6：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 总营收（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

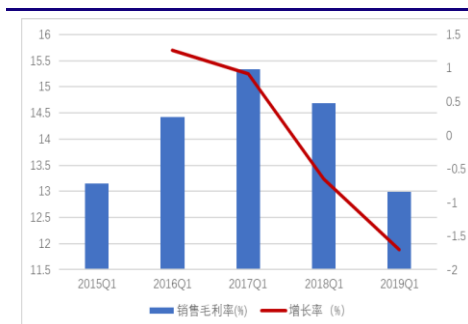
行业趋势下行中，合资相比自主品牌更为稳健。从车型看，7 月轿车、SUV、MPV 批发销量为 75.3 万辆（-8.0%）、68.8 万辆（6.8%）和 8.6 万辆（-18.6%），SUV 表现抢眼，增速由负转正。新能源乘用车批发销量 6.9 万辆，同比-4.2%，环比大幅下跌 48%，1-7 月累计销量 64.5 万辆，同比+54%。7 月新能源乘用车销量环比跌幅较大主要由于 6 月底新能源补贴退坡的透支效应造成。

（3）盈利能力

2019 一季度乘用车行业费用率上升，盈利能力承压，归母净利润同比下降 41.40%。

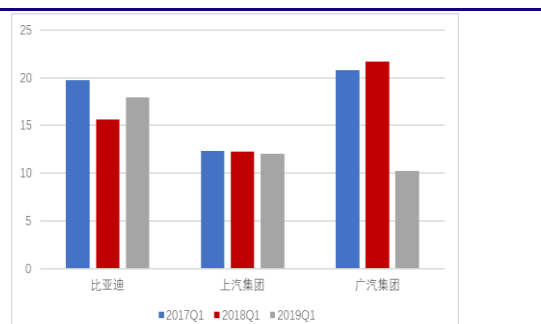
从毛利率方面看，2019Q1 乘用车行业毛利率为 12.99%，同比下降 0.09 个百分点，总体来看整车行业毛利率保持相对稳定。从公司看，上汽集团（600104.SH）19Q1 毛利率为 12.05%，同比下降了 0.24 个百分点，基本与去年同期持平，毛利率保持稳定；广汽集团（601238.SH）19Q1 毛利率为 10.21%，同比下降 11.52 个百分点，毛利率降幅略大，主要系广汽传祺 GS4 销量下行以及降价促销等原因影响；比亚迪（002594.SZ）因新车强周期放量，毛利率较去年同期上升 2.35 个百分点。

图 7：乘用车行业毛利率及其增长率（%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

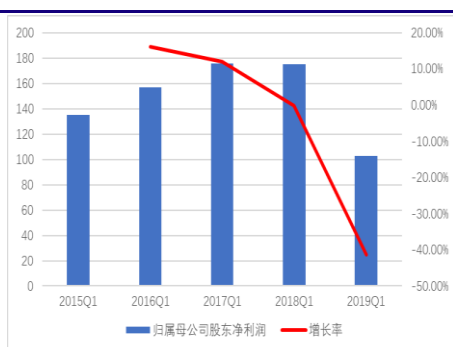
图 8：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 毛利率（%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

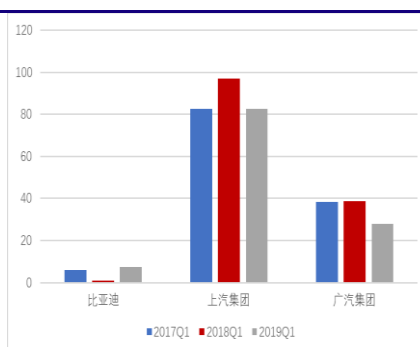
归母净利方面，Q1 乘用车行业上市公司合计实现归母净利润 102.76 亿元，对比 2018 年同期 175.37 亿元的归母净利润，同比下降了 41.40%，主要系车市价格受到抑制，低价频现，压缩利润空间。从公司看，比亚迪（002594.SZ）18Q4 归母净利润同比上升 635.29%，主要新能源汽车 2018 年整体销量上升势头强劲，下半年新款唐、秦等新车强周期加持，使其销量表现依然良好，环比仍呈大幅上升趋势。上汽集团（600104.SH）的归母净利同比下降 15.00%，广汽集团（601238.SH）的归母净利同比下降 28.40%。2019 年第一季度，行业头部车企整体业绩低于预期。

图 9：乘用车行业归母净利及增长率（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

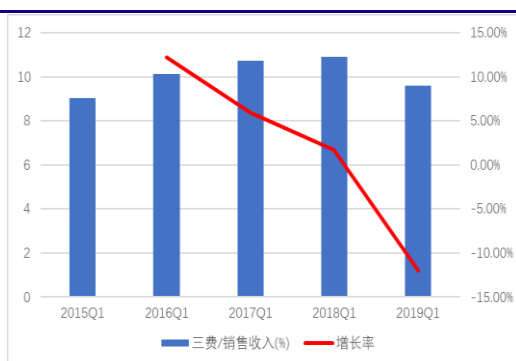
图 10：上汽、广汽、比亚迪 2017、2018Q4 归母净利（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

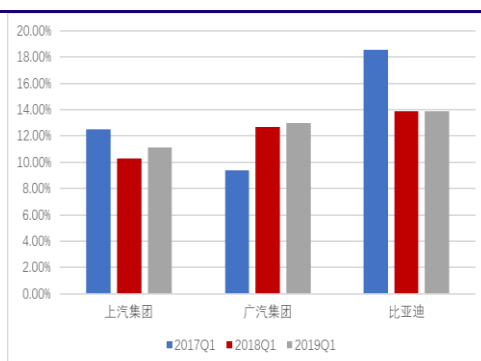
期间费用率方面，乘用车板块 2019Q1 期间费用率为 9.55%，2018 年同期期间费用率为 11.85%，减少了 1.30 个百分点，主要由于新会计准则将研发费用独立所致。2019Q1 的销售费用为 197.09 亿元，同比降低 13.98%；Q1 管理费用为 97.81 亿元，较去年同期的 166.88 亿元下降 41.39%，由此带来期间费用率较去年同期的大幅下降。从公司来看，上汽集团（600104.SH）的销售费用与研发费用同比降幅较大。

图 11：乘用车行业期间费用率及其增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 12：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 期间费用率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(4) 运营能力

经营性现金流：2019Q1 乘用车行业上市公司实现的经营性现金流净额为-262.29 亿元，同比下降 44.97。从公司看，降幅主要来源于广汽集团（601238.SH），主要系自主品牌销量低迷所致，据其一季度产销快报，广汽自主品牌销量下降了 41.04%；长安汽车（601633.SH）实现 32.59 亿元净额，主要原因是收到其他与经营活动相关现金，Q1 的经营性现金流/营业收入为 20.36%。从公司看，一汽夏利（000927.SZ）经营性现金流净值同比下降 3.32%；广汽（601238.SH）下降 386.37%；上汽集团（600104.SH）下降了 15.19%；比亚迪（002594.SZ）上升了 287.16%；长城汽车（601633.SH）下降 10.01 个百分点。

表 1：乘用车整车企业经营性现金流净值变化情况（单位：亿元）

| 证券代码 | 证券简称 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 |
|-----------|------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 000572.SZ | 海马汽车 | -10.03 | 14.62 | -21.79 | -0.86 | 0.42 | 0.58 | 4.74 | 1.53 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 6.33 | -42.12 | -21.17 | 26.36 | 17.65 | -34.78 | -48.11 | 32.59 |
| 000927.SZ | 一汽夏利 | -2.24 | 10.32 | 9.39 | 6.53 | -0.48 | -1.63 | -3.56 | 0.89 |
| 002594.SZ | 比亚迪 | -6.02 | -2.83 | -3.1 | -2.41 | -3.14 | -3.73 | -3.77 | -2.49 |
| 600104.SH | 上汽集团 | 1.54 | 6.71 | -7.44 | -5.69 | 6.09 | 0.17 | -23.71 | -9.28 |
| 600418.SH | 江淮汽车 | -10.52 | 41.66 | 56.72 | -2.18 | -13.89 | 82.57 | 58.73 | 4.08 |
| 601127.SH | 小康股份 | 196.98 | 52.61 | 44.17 | -155.68 | -174.79 | 37.12 | 383.11 | -179.33 |
| 601238.SH | 广汽集团 | -13.68 | -11.9 | -15.87 | -25.08 | -1.16 | -15.2 | 6.91 | 0.29 |
| 601633.SH | 长城汽车 | -1.56 | -1.09 | 7.41 | 6.56 | 1.72 | -2.58 | 5.42 | -3.05 |
| 601777.SH | 力帆股份 | 7.65 | 2.48 | 105.99 | -12.4 | -25.43 | -14.36 | 39.5 | -60.31 |
| 000980.SZ | 众泰汽车 | 137.11 | -12.43 | -81.72 | -15.78 | 157.24 | 23.13 | 32.39 | -17.36 |
| 000800.SZ | 一汽轿车 | -2.91 | 0.79 | -0.13 | -2 | -0.26 | 0.07 | 2.76 | -1.64 |
| | 行业总体 | 302.65 | 58.82 | 72.46 | -182.63 | -36.03 | 71.36 | 454.41 | -234.08 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(5) 杜邦分析

从细分行业来看，汽车零部件行业 ROE 普遍好于整车制造行业。但汽车行业总体盈利能力呈下降趋势。各子行业 ROE 同比下降，其中客车、货车跌幅较大，根据杜邦定律，由于 2019Q1 汽车行业净利率的降低与资产周转率的下滑，造成了净资产收益率的下行。

表 2. 汽车行业杜邦分析结果

| 指标 | 时间 | 汽车零部件 | | | 汽车整车 | | |
|----------------|-----|-------|------|------|-------|------|------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 |
| ROE/% (整体法) | 一季报 | 2.85 | 2.99 | 2.43 | 3.68 | 3.10 | 1.86 |
| | 中报 | 6.09 | 6.52 | - | 6.67 | 5.79 | - |
| | 三季报 | 9.27 | 8.77 | - | 9.65 | 7.70 | - |
| | 年报 | 12.44 | 8.42 | - | 12.70 | 9.31 | - |
| 销售净利率/% | 一季报 | 7.44 | 8.03 | 6.65 | 6.43 | 5.60 | 3.94 |

| | | | | | | | |
|----------------------|-----|------|------|------|------|------|------|
| (整体法) | 中报 | 7.77 | 8.20 | - | 5.79 | 5.21 | - |
| | 三季报 | 7.79 | 7.65 | - | 5.49 | 4.82 | - |
| | 年报 | 7.70 | 5.72 | - | 5.16 | 4.18 | - |
| 资产周转率/ 次 (整体法) | 一季报 | 0.20 | 0.19 | 0.18 | 0.25 | 0.25 | 0.21 |
| | 中报 | 0.40 | 0.40 | - | 0.50 | 0.49 | - |
| | 三季报 | 0.61 | 0.58 | - | 0.76 | 0.72 | - |
| | 年报 | 0.83 | 0.79 | - | 1.05 | 0.96 | - |
| 权益乘数 (整体法) | 一季报 | 2.01 | 2.01 | 2.08 | 2.45 | 2.58 | 2.57 |
| | 中报 | 2.04 | 2.07 | - | 2.55 | 2.65 | - |
| | 三季报 | 2.02 | 2.05 | - | 2.55 | 2.55 | - |
| | 年报 | 2.01 | 2.08 | - | 2.61 | 2.65 | - |

二、行业周期下行，由增量市场转向存量市场

(一) 行业景气周期

2.2.1 汽车行业进入增长第二阶段，业务模式转型迫在眉睫

(1) 整车行业：积极拥抱乘用车的终端需求拐点。2018 年受购置税政策退出及经济影响，乘用车销量自 7 月出现同比下降，且下滑幅度逐月扩大。19 年 5 月销量仍然承压，但下滑幅度略有收窄。据乘联会数据，新能源乘用车 2018 年全年销量 101 万辆，同比增长 80.84%。从总量看，A00 及 A0 构成的微型乘用车仍是主力；从增量看，主要来自 A 级车。预期 2019 年产业政策仍是主要驱动力，双积分政策对市场规模构成底线支撑，但同时电动车的消费升级、营运车电动化等方面的需求增加将接力政府补贴驱动我国新能源汽车继续高速增长。

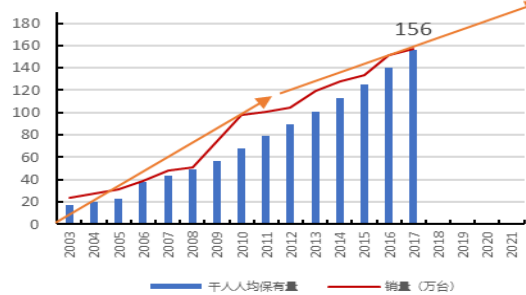
(2) 零部件行业：电动化、智能化的趋势改变了汽车零部件行业的竞争格局。在汽车电动化趋势下，大三电（电池、电机和电控）逐渐取代传统动力总成，小三电（电动空调、电动转向和电动刹车）的价值量较燃油车也将有明显提升。而智能化浪潮下，ADAS 产业链，包含感知层、芯片算法到执行端（刹车和转向）等细分行业都获得了快速增长。国内传统零部件企业因为起步晚，规模小，相比传统国际零部件巨头缺乏同步研发能力，但凭借快速切入新能源汽车零部件供应链，逐渐超越国际同行，成长为国际巨头。

2.2.2 人口红利尚未结束，未来中西部区域需求仍有较大空间

2003 年至 2017 年，中国汽车工业飞速发展，CARG 达到 17%，2017 年底，国内汽车保有量达到 2.17 亿台，汽车千人保有量从 2003 年的 17 台达到 2017 年的 156 台，用时 14 年。但与欧美、日本等发达国家相比，千人保有量仍有较大空间。

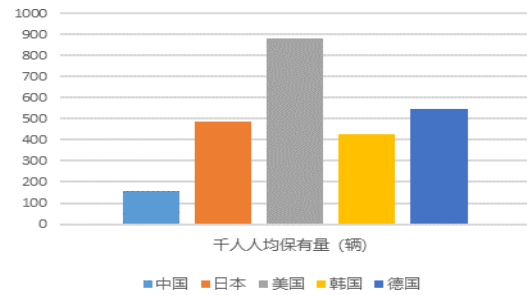
中国汽车消费市场同时具有日本与美国市场的特征：东部沿海地区类似于日本，中西部地区类似于美国。参考日本，中位数城市是销量增长驱动主力。一线城市由于地域面积限制，销量最先达到饱和。每平方公里保有量是日本汽车市场的主要限制因素。参考美国，每平方公里保有量不再是限制因素，人均 GDP 与可支配收入是销量驱动因子。

图 13: 中国汽车千人人均保有量增长情况



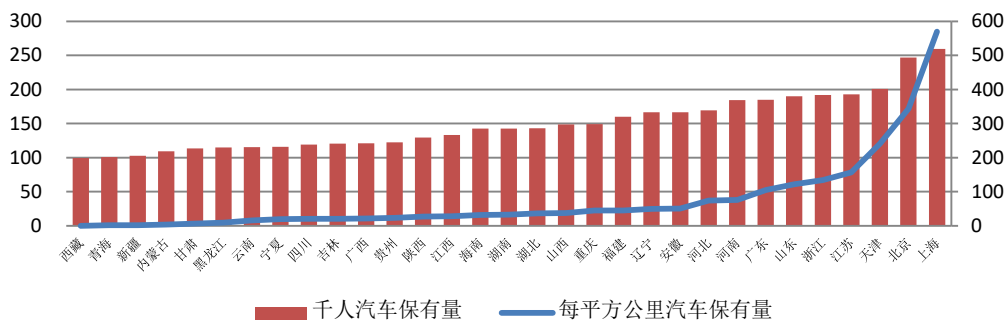
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 各国千人人均保有量 (辆)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 各省市千人保有量



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

我国中西部是行业较高增速阶段的主要贡献区域, 2014-2016 年国内汽车行业经历了较高增长时期, 全国乘用车销量同比增长分别为 9.9%、7.2%和 15.1%, 其中从地区产量增速看, 2014-2016 年, 中西部地区增速分别为 10.3%、4.5%和 16.0%, 东部地区为 4.6%、1.2%和 14.1%, 中西部地区增速明显高于东部地区增速, 可见, 在汽车行业经历高速增长的时期, 中西部贡献卓越。

2017 年-2018 年, 国内汽车行业增速放缓, 全国乘用车销量增速分别为 1.9%和-4.0%, 在低增速与负增长时期, 中西部的销量跌幅较东部更高, 是自 2014 年以来首次增速低于东部, 18 年更是出现负增长, 中西部地区的汽车需求放缓影响了 18 年行业的增长。

2018 年中西部房价快速上涨部分透支汽车购买力。中西部地区购车需求主要以新增需求为主, 受房价快速上升影响透支了居民的汽车购买力, 未来房价逐步平稳后, 该区域的购买力有望逐步恢复, 中西部区域购车需求仍有望逐步增加。

短期看, 三四线城市及中西部地区房地产投资增速超预期, 挤压了汽车消费市场; 长期看, 中西部地区每平方公里保有量与沿海地区相比差距仍然较大, 汽车销量增长的限制因素仍然处于较低水平, 驱动增长的必要条件仍然满足, 因此仍然是未来行业增长主要驱动力。

(二) 竞争结构

整车行业集中度不断提高，头部效应加剧，整体属于垄断竞争状态；潜在进入者的门槛高，存在技术壁垒和政策壁垒；新能源车的高速渗透将会成为传统燃油车的威胁，具有明显的可替代特征。大部分整车厂商对于上游供应商议价能力整体较强，对于下游的购买者议价能力比较弱，有比较明显的成熟期行业特征。

大部分零部件厂家上游受原材料价格周期波动影响，下游受整车厂压制，除少数行业龙头外，整体议价能力均偏弱。而随着新能源汽车的快速普及，相关零配件的需求快速提升，伴随特斯拉 Model 3 的放量，特斯拉产业链相关零部件标的极大受益。传统零部件行业趋紧，新能源零部件具有明显成长期行业特征。

(三) 技术对行业未来成长的影响

2.2.3 电动化、智能化是未来主旋律

新能源汽车将在全球汽车存量市场中创造替换性需求，目前新能源车销量已进入加速渗透阶段。根据乘联会统计显示，2018 年中国新能源乘用车市场全年销量 102 万辆，同比大幅增长 83%。与此同时，Tesla Model 3 产能爬坡、欧洲传统车企电动化快速转型的推动下，2018 年海外市场新能源汽车市场也保持着 40%+ 的高增速，2018H2 更攀升至 60% 以上，汽车新能源化已形成不可逆趋势。

我们预计到 2025 年中国新能源乘用车销量将达到 1,100 万辆，2019-2025 年增长 1078%，7 年 CAGR 40%，假设乘用车（燃油+新能源）7 年 CAGR 为 1%，那么 2025 年燃油车销量将下降 37% 到 1,422 万辆，为 2018 年的 2/3 不到，我们认为，2017 年大概率为国内燃油车销量的历史顶点。

相比传统燃油汽车，电动化汽车的技术核心是电池、电机以及电控系统。全新的技术需要充足的科研储备，前期投入较大。目前制约新能源汽车技术的瓶颈主要集中在电池及材料等。

而智能化产业链包括感知层、决策层、执行层，三层涉及到单车几十个部件。其产业链主要由 OEM、Tier1 (ADAS) 厂商、Tier2 (电子转向、电子制动、毫米波雷达等) 供应商构成。

感知层只要由毫米波雷达以及摄像头执行，24Ghz 是目前应用端主流，更高精度的激光雷达也将随着成本降低由高端车型陆续下放。决策层作为人工智能应用层较热门的自动驾驶研究一直是国际互联网公司最核心的商业化项目之一（技术龙头为 Waymo、Mobileye）。各科技及制造业领先的国家都在积极通过政策法规推动无人驾驶技术发展和落地，中国也在加速推进，国内互联网及初创公司已占据一定先发优势。执行层主要包含 EPS 的研发应用（电控刹车、转向、驱动），国内部分厂商目前成功切入 Tier2 供应商产业链，未来仍有较大空间。随着科创板设立，将利好国内智能驾驶产业链，加速汽车智能化发展。

三、行业面临的挑战及建议

(一) 新能源产业需避免“大跃进”式发展

中国新能源汽车产销量已连续三年居世界首位。但蓬勃的发展势头中，也有暗礁潜藏。

第一大风险是结构性产能过剩。结构上，国内新能源汽车低端产能过剩与高端产能不足并存。出现了盲目扩张、投资过热的趋势，一些低水平企业采取低质低价竞争方式扰乱市场，产品从设计到制造质量参差不齐，影响了产业发展的整体水平。

第二大风险是市场竞争。这种竞争既来自传统燃油汽车，也来自国外的新能源汽车品牌。特斯拉近期三次降价，使 Model 3 最低售价达到 40 万左右，巩固了其在高端电动车领域的霸主地位。目前我国新能源汽车与传统燃油车相比没有明显的竞争优势，与国际上先进的新能源汽车也仍然有较大差距。

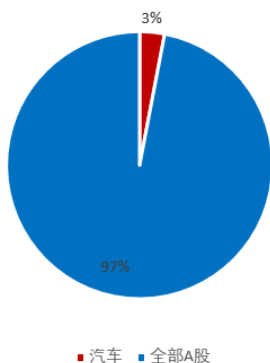
第三大风险是资源环境的制约。随着新能源汽车数量增加，全球金属资源争夺日益激烈。而我国金属锂、钴等主要动力电池资源缺乏，资源稳定供应和价格稳定的挑战较大。同时，动力电池回收利用、用电清洁化等问题也日益突出。所谓清洁能源，如果不把后期电池回收问题作为重要汽车后产业链来对待，将是一个伪命题。

我们建议，国家有关部门应建立相应监督机制，从生产资质发放条件、生产过程监督及产品测试监管到后期电池回收等后产业链的支持，全面且合理地支持产业发展。调整合理补贴政策，将补贴精准发放到优秀企业手中。

四、行业在资本市场的发展

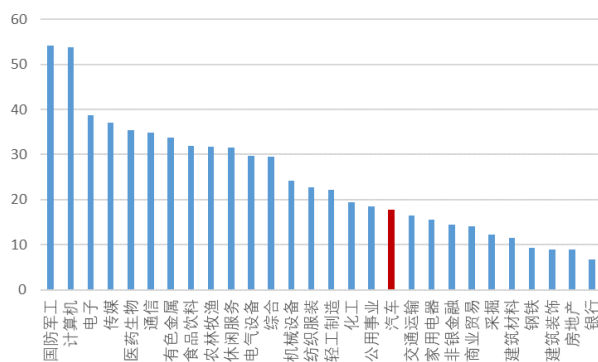
目前 A 股上市的汽车行业公司共有 173 家，截止 2019 年 11 月 28 日收盘，总市值共 15811 余亿元，市盈率（TTM）17.9 倍，环比上个月有所提升，但仍然处于历史相对低点。

图 16：汽车行业市值占 A 股总市值



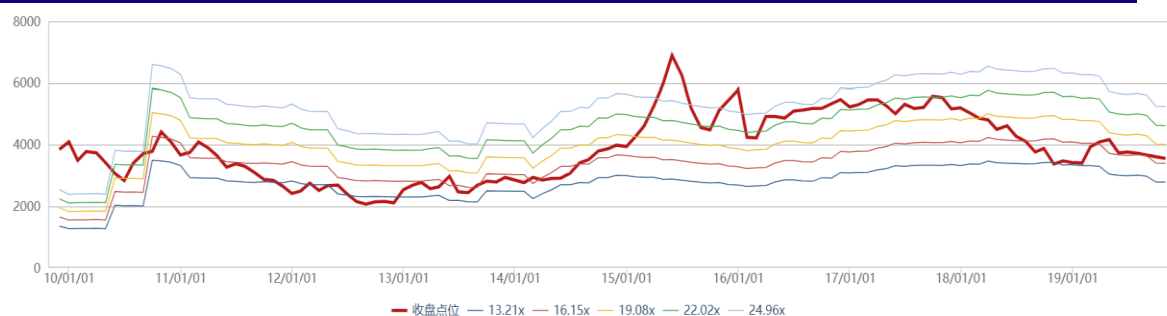
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 17：各行业 PE 值(TTM)对比-2019. 11. 28



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 18：汽车行业历年 PE Band



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

全球来看，德国上市的汽车行业公司市盈率（2019年10月30日为准）的平均数为7.45倍PE，多数处于5~15倍区间。美国上市的汽车行业公司市盈率（2019年10月30日为准）的平均数为16.91倍PE。多数处于10~30倍区间

五、投资建议及股票池

（一）投资建议

今年以来乘用车行业需求持续下行，预计四季度行业增速将继续环比增长。整车厂盈利能力减弱，优质品牌销量将保持增长，龙头业绩保持稳健上行；商用卡车市场，重卡行业高基数将压制四季度增长。客车板块在面临补贴门槛提升、补贴金额退坡背景下，预计行业整合将加速，龙头公司有望提升市占率；零部件板块受整车厂四季度促销影响或有价格压力。个股方面，建议关注符合产业趋势，具有长期竞争力的龙头公司。无论是产业链上中下游，未来都是围绕着品牌、企业管理与资源等多方面的竞争。所以，在行业景气度下滑的大环境下 建议关注具有较强整合能力以及较深技术储备的行业龙头上汽集团（600104.SH），目前行业进入补库存阶段将利好供应链头部企业，我们建议关注优质零部件标的星宇股份（601799.SH）、华域汽车（600741.SH）、福耀玻璃（600660.SH）。

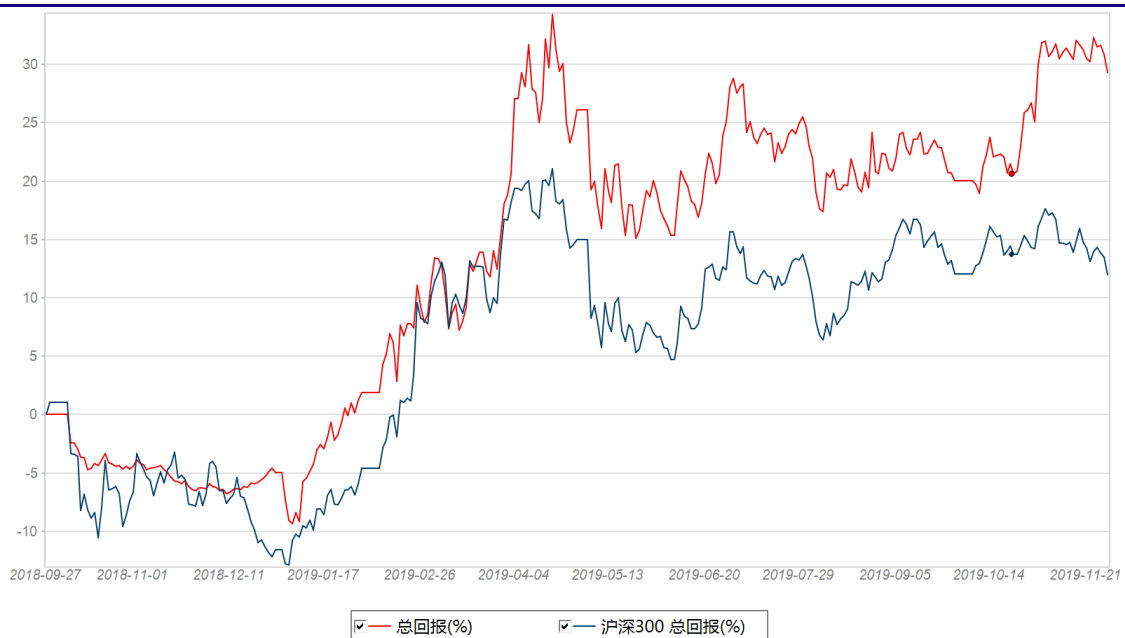
截止11月29日周五收市，本月重点覆盖个股呈上升趋势，上汽集团（600104.SH）本月下跌1.06%；福耀玻璃（600660.SH）月涨幅为4.61%；潍柴动力（000338.SZ）月涨幅为14.10%，星宇股份（601799.SH）本月跌幅为1.29%，总体来看，本月汽车行业板块表现强于大市。

表 3：汽车核心组合行情回顾

| 股票代码 | 股票名称 | 权重 | 周涨幅(%) | 年初至今涨幅(%) | 绝对收益率(%, 入选至今) | 相对收益率(%, 年初至今, 相对上证指数) |
|-----------|------|-----|--------|-----------|----------------|------------------------|
| 600104.SH | 上汽集团 | 25% | -1.06 | -8.3 | -21.72 | -25.00 |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 25% | 4.61 | 0.89 | 0.89 | -14.66 |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 25% | 14.10 | 77.44 | 77.44 | 60.76 |
| 601799.SH | 星宇股份 | 25% | -1.29 | 79.36 | 79.36 | 67.10 |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19：核心推荐组合近一年收益率变动（等权重）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

人均可支配收入增速下降，汽车销量不达预期。

七、附录

(一) 汽车板块行情回顾

截止 11 月 29 日收市，汽车行业指数本周上涨 0.95%，报 3614.22 点；上证综指下降 0.46%，报 2871.98 点；沪深 300 指数下降 0.55%，报 3828.67 点。2019 年以来，汽车行业指数上升 5.83%，同期上证综指上升 15.16%，沪深 300 指数上升 27.17%。总体来看，今年汽车行业板块较大市偏弱。

表 4：汽车与 A 股综合指数行情回顾

| 证券代码 | 证券简称 | 最新股价 | 5 日涨跌幅 (%) | 20 日涨跌幅 (%) | 年初至今涨跌幅 (%) |
|-----------|--------|---------|------------|-------------|-------------|
| 801880.SI | 汽车(申万) | 3614.22 | 0.95 | -0.23 | 5.83 |
| 000001.SH | 上证综指 | 2871.98 | -0.46 | -2.91 | 15.16 |
| 000300.SH | 沪深 300 | 3828.67 | -0.55 | -3.13 | 27.17 |
| 399006.SZ | 创业板指 | 1664.90 | -0.89 | -1.31 | 33.14 |
| 399001.SZ | 深证成指 | 9582.16 | -0.46 | -2.25 | 32.35 |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1. 汽车工业总产值历年变化及占 GDP 比重 | 2 |
| 图 2. 中国汽车销量历年变化及占比 | 2 |
| 图 3: 狭义乘用车历年销量走势 (万台) | 4 |
| 图 4: 狭义乘用车 2017-2019 年月度销量走势 (台) | 4 |
| 图 5: 乘用车营收同比 (单位: 亿元) | 5 |
| 图 6: 上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 总营收 (亿元) | 5 |
| 图 7: 乘用车行业毛利率及其增长率 (%) | 5 |
| 图 8: 上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 毛利率 (%) | 5 |
| 图 9: 乘用车行业归母净利及增长率 (亿元) | 6 |
| 图 10: 上汽、广汽、比亚迪 2017、2018Q4 归母净利 (亿元) | 6 |
| 图 11: 乘用车行业期间费用率及其增长率 | 6 |
| 图 12: 上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 期间费用率 | 6 |
| 图 13: 中国汽车千人人均保有量增长情况 | 9 |
| 图 14: 各国千人人均保有量 (辆) | 9 |
| 图 15: 各省市千人保有量 | 9 |
| 图 16: 汽车行业市值占 A 股总市值 | 11 |
| 图 17: 各行业 PE 值(TTM)对比-2019. 11. 28 | 11 |
| 图 18: 汽车行业历年 PE Band | 12 |
| 图 19: 核心推荐组合近一年收益率变动 (等权重) | 13 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 乘用车整车企业经营性现金流净值变化情况 (单位: 亿元) | 7 |
| 表 2. 汽车行业杜邦分析结果 | 7 |
| 表 3: 汽车核心组合行情回顾 | 13 |
| 表 4: 汽车与 A 股综合指数行情回顾 | 14 |

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李泽晗，汽车行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn