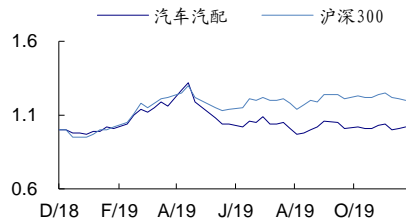


一年该行业与沪深300走势比较



行业专题

# 日系车走强：原因、空间和投资机会

相关研究报告：

- 《汽车基础研究系列（一）-模块化平台：车企竞争的根基》——2018-10-17
- 《汽车基础研究系列（二）：转型升级背景下汽车零部件研究框架探讨与投资机会》——2018-12-02
- 《汽车基础研究系列（三）-存量与增量：汽车市场空间及机会》——2019-07-23
- 《汽车前瞻研究系列（一）：共享汽车，非成熟条件下的模式探讨》——2018-12-26
- 《汽车前瞻研究系列（二）：ADAS车联网，无人驾驶之路》——2019-05-10
- 《汽车前瞻研究系列（三）：汽车流通领域的调整与模式探讨》——2019-09-20

证券分析师：梁超

电话：0755-22940097  
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：何俊艺  
电话：0755-81981823  
E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

● 日系缘何而强？

日系从15年开始此轮强劲复苏，尤其在19H1行业大幅下滑背景下市占率大幅提升。日系产品力强劲（市占率持续提升，新车价与保值率均较高），我们认为日系品牌力强的根本原因在于产品力、渠道力、供应体系把控能力的综合体现以及相辅相成。产品力层面油耗及故障率低，渠道力层面库存管控能力强，库存长期维持低位同时波动较小，折扣率低且稳定。供应体系把控能力层面，整车厂和零部件厂商自成体系，交叉持股，可保证稳定供货以及产品品质。整体而言日系的经营理念较为稳健，同时把上游供应链和下游渠道纳入自身整体规划与经营。

● 日系空间多大？

日系全球市占率27%，排名第一，在日本、东南亚、北美、欧洲的市占率分别为90%、85%、38%、26%，在中国市占率仅19.6%（2018年），显著低于全球水平。此外，从全球主流车企在中国布局来看，中国是通用和大众最核心的细分市场，销量比重分别达到38.8%、43.4%，而丰田和本田中国销量占比仅14.5%以及28.0%，显著低于其在美国地区销量占比，若是对标美国市场，丰田、本田、日产市占率仍有8.2pct/2.8pct/5.2pct提升空间。此外，从丰田、本田的国内与海外在售车型对标来看，后期海外车型国产化导入空间仍然较大。

● 支撑市占率提升的依据

日系品牌在经历09-14年市场份额持续下滑后，在13-15年期间均更加重视中国市场，同时显著提升其在华车型产品力。供给侧来看，丰田和本田将进入新一轮的车型以及产能投放周期，丰田2020年扩产至156.2万辆/年（相对18年+42%），本田2020年扩产至147.2万辆/年（相对18年+32%）。需求侧来看，我们认为日系品牌将较大程度承接13-17年的国内自主SUV的换车需求，我们预测这波需求将在20-22年达到高峰。

● 风险提示：

行业复苏不及预期，中日关系出现不稳定情况，新车上市消费者接受度不及预期

● 投资建议：重点关注与日系深度合资的广汽集团及日系产业链星宇股份

日系产业链主要关注与日系品牌丰田、本田深度合作的广汽集团，后期主要受益广丰与广本的新车型导入与产能释放，同时传祺经历GS4换代以及渠道改革后产品力和渠道力有望明显提升带动销量回暖。零部件重点关注日系客户占比较高的星宇股份，一方面受益日系下游客户的持续增长，一方面受益车灯行业产品升级带来配套价值量提升。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601238	广汽集团	未评级	11.60	118,757	0.81	1.00	14.4	11.64
601799	星宇股份	买入	83.39	23,029	2.90	3.71	28.7	22.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（收盘价截至20191202）

备注：未评级公司参照wind一致预期

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

日系品牌从 2015 年开始新一轮复苏，尤其在 2018 和 2019 上半年市占率逆市大幅提升。我们认为日系品牌力强劲（产品，渠道，供应体系把控能力），同时中国市场市占率相比全球以及其余地区提升空间仍然较大，后续日系品牌产品力革新以及对中国市场更加重视，车型叠加产能投放周期，同时承接自主品牌换购需求等因素可支撑日系持续复苏。日系产业链主要关注与日系品牌丰田、本田深度合作的广汽集团，后期主要受益广丰与广本的新车型导入与产能释放，同时传祺经历 GS4 换代以及渠道改革后产品力和渠道力有望明显提升带动销量回暖。零部件重点关注日系客户占比较高的星宇股份，一方面受益日系下游客户的持续增长，一方面受益车灯行业产品升级带来配套价值量提升，我们维持星宇股份 19/20/21 年净利润分别 8.0/10.3/13 亿，EPS 分别为 3.07/4.01/5.21 元，维持合理估值 93-104 元（对应 2020 年市盈率为 25-28x），维持“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

第一，主要基于销量、市占率、售价、保值率等指标衡量品牌力，基于油耗、故障率等衡量产品力，基于与供应体系的合作关系与程度衡量供应体系把控能力，基于库存、折扣的平均水平以及波动情况衡量渠道力；

第二，对于日系各品牌在国内市场的空间上限，主要基于其在北美的市占率进行对标分析；

第三，对于 2013-2017 年购买自主 SUV 的换车需求，假设自主品牌忠诚度较低，日系强势周期正好能够较好承接这部分换车需求。

### 与市场预期不同之处

第一，市场未对日系品牌强势的原因进行深究，我们从产品力、渠道力和供应体系把控能力多维度进行分析，认为日系车企经营理念偏谨慎，是把上游经销商和下游渠道与自身作为一个整体规划与发展的。

2 市场仅指出后续日系进入车型和产能投放周期，我们通过车型储备，日系全球以及各地区的市占率对标分析定量回答了日系品牌在国内市占率的提升空间。

### 股价变化的催化因素

第一，行业下滑持续收窄或是复苏，汽车终端出现明显回暖；

第二，日系各品牌新车型上市后市场认可度高，销量超预期；

第三，雷克萨斯国产落地。

### 核心假设或逻辑的主要风险：

第一，行业复苏不及预期；虽然目前我们看到的库存、购置税透支影响等中观（行业）层面的影响因素在改善，行业销售下滑逐渐收窄，但是汽车需求跟宏观经济高度挂钩，若是宏观经济无法企稳或复苏，汽车终端需求难以明显的大幅度复苏；

第二，中日关系出现不稳定；日系品牌上一轮销量大幅下滑主要受到“钓鱼岛”事件影响，稳定的中日关系是日系在中国发展的前提条件；

第三，新车型上市消费者接受度低于预期；未来 1-3 年日系有望进入产能和车型投放周期，但行业产能过剩以及竞争持续加剧，因此存在新车型上市后消费者接受度低于预期，销量未达到预期值从而使得产能利用率下降，放缓或是取消后期产能投放的可能。

## 内容目录

前言 .....	6
日系概况 .....	7
样本：丰田、本田、日产为日系三杰，全球化策略十分成功 .....	7
日系发展历程：本土化垄断与全球化扩张 .....	8
内因：缘何而强？ .....	11
现象：品牌力处于行业中上，丰田本田仅次于大众与德系豪华 .....	11
原因（本质）：产品力，渠道力，供应体系把控能力 .....	17
空间多大？ .....	22
所处的阶段以及日系的复苏 .....	22
北美与全球日系市占率空间对标分析 .....	23
主流车企中国市占率空间对标分析 .....	25
边际变化：支撑市占率提升的逻辑 .....	26
内因：战略、产品、渠道变更，进入新一轮车型与投产周期 .....	26
外因：经济与政治环境，自主品牌后期置换需求 .....	43
投资建议：日系产业链机会何在？ .....	45
广汽集团：日系强势持续，传祺与菲克有望底部反弹 .....	45
星宇股份：好行业好格局好公司，受益车灯产品升级 .....	45
风险提示 .....	46
分析师承诺 .....	47
风险提示 .....	47
证券投资咨询业务的说明 .....	47

## 图表目录

图 1: 研究分析框架.....	6
图 2: 日系各品牌.....	7
图 3: 日系各品牌在日本市场市占率 (2018 年).....	8
图 4: 日系各品牌在美国市占率.....	9
图 5: 日系各品牌在中国市占率.....	10
图 6: 日系在各地区的市占率.....	11
图 7: 2019 年品牌影响力得分排名.....	11
图 8: 2009-2019 年前 5 个月各国别系中国市场市占率.....	12
图 9: 各类型车型销量占比 (2018 年).....	13
图 10: 分级别轿车市占率.....	13
图 11: 分级别 SUV 市占率.....	13
图 12: A 级别轿车按国别系市占率 (2018 年).....	13
图 13: A 级别轿车销量前 20 市占率 (2018 年).....	13
图 14: B 级别轿车按国别系市占率 (2018 年).....	14
图 15: B 级别轿车销量前 15 市占率 (2018 年).....	14
图 16: A0 级别 SUV 按国别系市占率 (2018 年).....	14
图 17: A0 级别 SUV 销量前 20 市占率 (2018 年).....	14
图 18: A 级别 SUV 按国别系市占率 (2018 年).....	14
图 19: A 级别 SUV 销量前 20 市占率 (2018 年).....	14
图 20: B 级别 SUV 按国别系市占率 (2018 年).....	15
图 21: B 级别 SUV 销量前 20 市占率 (2018 年).....	15
图 22: 按品牌的单车价格 (国内市场, 2018 年).....	15
图 23: 各品牌三年保值率.....	16
图 24: 日系各个品牌保值率变化趋势.....	16
图 25: 行业新车终端折扣.....	16
图 26: 新车质量表现 (故障数/百辆).....	17
图 27: 新车质量表现按国别系 (故障数/百辆).....	17
图 28: 丰田旗下零部件.....	18
图 29: 样本企业库存深度.....	19
图 30: 样本企业库存深度均值.....	19
图 31: 样本企业库存深度标准差.....	19
图 32: 按品牌的终端折扣.....	20
图 33: 折扣均值 (2018 年).....	20
图 34: 折扣波动方差 (2018 年).....	20
图 35: 日系品牌在中国发展历程.....	23
图 36: 各汽车品牌全球市占率 (2018 年).....	24
图 37: 按国别系全球市占率 (2018 年).....	24
图 38: 各汽车品牌北美市占率 (2018 年).....	24
图 39: 按国别系北美市占率 (2018 年).....	24
图 40: 各汽车品牌国内市占率 (2018 年).....	25
图 41: 按国别系国内市占率 (2018 年).....	25
图 42: 大众汽车分地区销量 (2018).....	25
图 43: 通用汽车分地区销量 (2018 年).....	25
图 44: 丰田汽车分地区销量 (2018 年).....	25
图 45: 本田汽车分地区销量 (2018).....	25
图 46: 广汽本田“二次腾飞”核心内容.....	28
图 47: 本田 Earth Dream 技术总成.....	28
图 48: 马自达“混动设计”产品线.....	30
图 49: “创驰蓝天”技术四大总成.....	30
图 50: 一汽丰田、广汽丰田、东风本田、广汽本田近两年产能利用率.....	31
图 51: 广汽丰田产能和产能利用率.....	32
图 52: 广汽本田产能和产能利用率.....	32
图 53: 丰田中国地区细分车型销量.....	34
图 54: 丰田历年车型变动数目统计.....	34
图 55: 本田中国地区细分车型销量.....	37

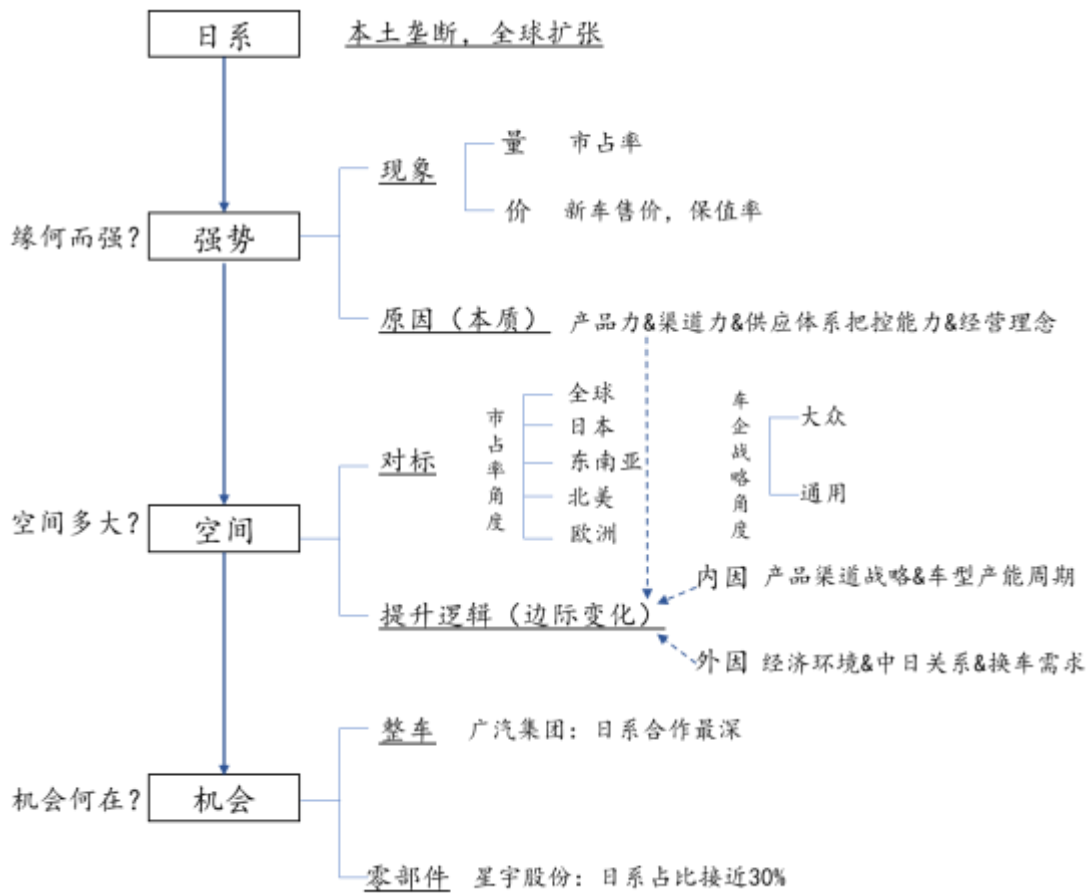
图 56: 本田历年车型变动数目统计 .....	37
图 57: 丰田各车型在日本地区销量 .....	40
图 58: 丰田各车型在美国地区销量 .....	40
图 59: 丰田-雷克萨斯各车型在美国地区销量 .....	41
图 60: 本田各车型在日本地区销量 .....	42
图 61: 本田各车型在美国地区销量 .....	42
图 62: GDP 同比增速 (季度, 不变价) .....	43
图 63: 社会消费品零售总额: 当月同比 .....	43
图 64: GDP 同比增速 (季度, 不变价) .....	43
图 65: 中国石油: 期末平均实现价格 .....	44
图 66: 自主核心车型销量 .....	44
图 67: 自主核心车型更换需求量 (月度) .....	45
图 68: 自主核心车型更换需求量 (年度) .....	45
表 1 日系各品牌进入中国本土化生产时间 .....	10
表 2: 各级别不同车型保值率排名 .....	16
表 3: 各车企目标完成率情况 .....	21
表 4: 各品牌 2018 年产能利用率 .....	21
表 5: 丰田“云动计划”核心内容 .....	27
表 6: 丰田混动战略步伐 .....	27
表 7: 东风本田“中期事业规划”核心内容 .....	28
表 8: 东风日产三大产品阵营 .....	29
表 9: “YOUNG NISSAN”品牌年轻化营销战略 .....	29
表 10: “创驰蓝天”技术说明 .....	30
表 11: 丰田、本田国内产能规划 .....	33
表 12: 丰田中国各细分车型生命周期 .....	34
表 13: 本田中国各细分车型生命周期 .....	35
表 14: 丰田国产车型 .....	38
表 15: 丰田日本生产车型 .....	38
表 16: 丰田美国本土化生产车型 .....	39
表 17: 中国市场区别与以下国家所没有的车型 .....	39
表 18: 本田在中国、日本、美国本土化生产车型 .....	41
表 19: 中国市场区别与以下国家所没有的车型 .....	42

## 前言

下游整车环节日前呈现需求放缓，竞争加剧的行业势态。短期看行业受到宏观经济下行、购置税透支、库存波动等影响，长期看行业从成长期向成熟期过渡，终端需求放缓，行业有望经历长时间的洗牌出清。我们认为在国内市场汽车行业竞争加剧，需求放缓、格局较差的大背景下后期车型将出现两极分化，我们在此前发布深度报告《模块化平台：车企竞争的根基》指出整车厂的核心竞争力在于其模块化平台，而整车板块投资机会看要精选强势品牌同时结合其产品周期。

日系品牌经历钓鱼岛事件以及自身产品革新，从2016年开始市占率持续提升，2019上半年达到21.27%，相比2016年提升5.72pct。本文回溯了日系品牌汽车工业从本土垄断到实现全球扩张的发展历史，从日系经营理念（本质）和边际变化两个角度重点探讨了日系品牌强在何处，缘何而强、国内空间多大，投资机会何在等问题。

图 1：研究分析框架



资料来源:国信证券经济研究所整理



## 日系概况

**核心观点：**日系最核心的汽车品牌主要是丰田、本田与日产，其在本国本土市场占有率分别为 30.26%、16.01%以及 11.47%。与此同时，三者的全球化策略较为成功，全球市场占有率分别达到 11.07%、10.91%以及 5.54%。日系发展历程可以总结为：日本在 50 年代凭借较好的汽车工业基础大力发展本土汽车工业，同时把汽车作为战后复苏最重要的环节，50 年代日系品牌技术革新同时国内大举修建高速公路，60 年代借助国家政策实现日本市场彻底垄断，70 年代借助石油危机进入美国市场，同时初步布局全球市场，80 年代日系基本实现美国、东南亚等地区的海外布局。2000 年前后日系各品牌进入中国市场，于 2000-2010 年分享中国市场高速增长。

### 样本：丰田、本田、日产为日系三杰，全球化策略十分成功

日系品牌包括丰田 (TOYOTA)、本田 (HONDA)、铃木 (SUZUKI)、日产 (NISSAN)、马自达 (MAZDA)、斯巴鲁 (SUBARU)、三菱 (MITSUBISHI)、雷克萨斯 (LEXUS)、英菲尼迪 (INFINITI)、讴歌 (ACURA) 等品牌，其中雷克萨斯属于丰田旗下豪华品牌，讴歌属于本田旗下豪华品牌，英菲尼迪属于日产旗下豪华品牌。

从日系各个品牌在日本当地的市占来看，丰田市占率达到 30.26%，显著高于其余品牌，其次为本田 (16.01%)、铃木 (11.47%)、以及日产 (11.29%)，而从全球市场占有率来看，2018 年丰田、日产、本田市占率分别为 11.07%、10.91%、5.54%，分别排名第二、第三、第七。整体来看，丰田、本田、日产一方面在日本本土的市占率较高，同时全球化策略也相对其余日系更为成功。

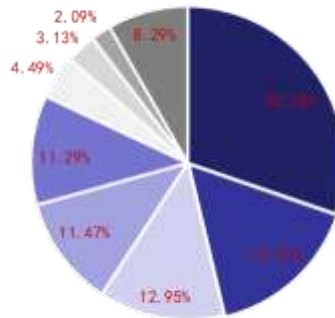
图 2：日系各品牌



资料来源：日本自动车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 3: 日系各品牌在日本市场市占率 (2018 年)

\*丰田 \*本田 \*铃木 \*日产 \*大发 \*马自达 \*富士重工 \*三菱 \*其他



资料来源: 日本自动车工业协会, 国信证券经济研究所整理

### 日系发展历程: 本土化垄断与全球化扩张

日系发展历程可以总结为: 日本在 50 年代凭借较好的汽车工业基础大力发展本土汽车工业, 同时把汽车作为战后复苏最重要的环节, 50 年代日系品牌技术革新同时国内大举修建高速公路, 60 年代借助国家政策实现日本市场彻底垄断, 70 年代借助石油危机进入美国市场, 同时初步布局全球市场, 80 年代日系基本实现美国、东南亚等地区的海外布局。2000 年前后日系各品牌进入中国市场, 于 2000-2010 年分享中国市场高速增长。

美系车从 1901 年进入日本市场, 最开始是美国汽车公司 Locomobile, 随后在 1925-1927 年福特、通用、克莱斯勒等三大美系汽车品牌先后进入日本建厂, 经过十年发展, 美系市占率在日本超过 50%。1936 年日本政府通过汽车工业法明确规定保护日本国产汽车工业, 直到 1939 年外国汽车制造商几乎全部被赶出日本。二战之前日系主要以模仿欧美汽车为主, 1914 年三菱重工制造出首批车型 Model A, 二战期间日本将汽车工业重心转移至军事服务卡车制造领域, 日本也同时将汽车工业放到一个更高的战略层面。二战后, 由于日本战时大力发展汽车工业, 所留存的汽车工业基础较好, 因此成为战后日本政府扶持经济的最重要一环。

50 年代中期日本政府大力发展全国高速公路, 为民用汽车的发展奠定基础, 同时通过关税壁垒、信贷支持、财政补贴等手段扶持本土汽车产业。1955 年 9 月日本加入 GATT (关税与贸易总协定), 为本土车企争取了 10 年发展缓冲期, 10 年期间日本车企进行大力技术革命, 诞生了丰田卡罗拉、日产蓝鸟等一批经典车型。政策扶持与本土汽车品牌的大力革新, 日系品牌在 60 年代完成了本土市场的彻底垄断, 国内市占率高达 90%。70 年代开始, 日系开始布局海外市场, 在东南亚、南美等新兴市场建立工厂。

**东南亚: 借助东南亚低成本劳动力实现当地建厂, 同时因地制宜推出新兴市场低成本车型, 市占率高达 85%。**

日系车在 60 年代开始进入东南亚市场, 进入东南亚市场的目标是充分利用当地低成本劳动力, 从而生产满足全球化的产品线。由于农产品是东南亚地区的重要经济支柱, 因此日系各品牌延伸了对皮卡, SUV 等车型以满足载货需求。丰田、五十铃等均在东南亚布局了皮卡产线。同时, 丰田、本田、铃木等也纷纷推出了低成本高性价比的 VIOS、CITY、SWIFT 等车型以满足当地需求。因此, 东南亚市场逐渐形成了日系品牌的亚洲地区研发基地、零部件采购基地与全球



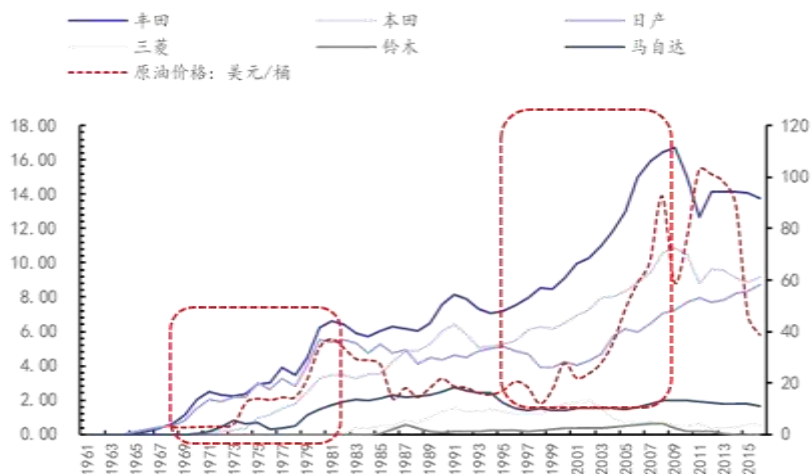
汽车生产基地。

**美国市场：以石油危机为契机进入美国市场，低油耗特性受到美国市场认可，同时日系品牌在北美本土化建厂，80年代完成北美全面布局。**

1974年油价达到12.52美元/桶，相对1973年上涨3倍，1969-1981年的12年期间油价进入单边上涨阶段，11年期间油价涨幅达到12.25倍。美国汽车消费已经进入到成熟市场，消费者购车理性，更加注重性价比，油价快速上涨使得美系高油耗的用车成本增加，日系低油耗受到市场认可，由此市占率显著提升。1998年到2008年进入第二轮油价快速单边上涨阶段，油价从12.07元上涨到92.57元，10年期间涨幅达到6.67倍，日系品牌市占率实现第二轮快速提升。

80年代日系品牌也曾遭遇美国、法国、意大利等国家的限制，日系品牌采取海外合资建厂的模式规避风险以及突破，1983年日产北美建厂，1984年丰田北美建厂，三菱合作克莱斯勒、马自达合作福特、铃木合作通用，整个80年代，日系完成北美全面布局。

图 4：日系各品牌在美国市占率



资料来源：日本自动车工业协会，国信证券经济研究所整理

**中国市场：分享中国汽车高速增长黄金十年，2014-2015年再度提升中国市场地位，产品力革新，弱市下持续提升市占率**

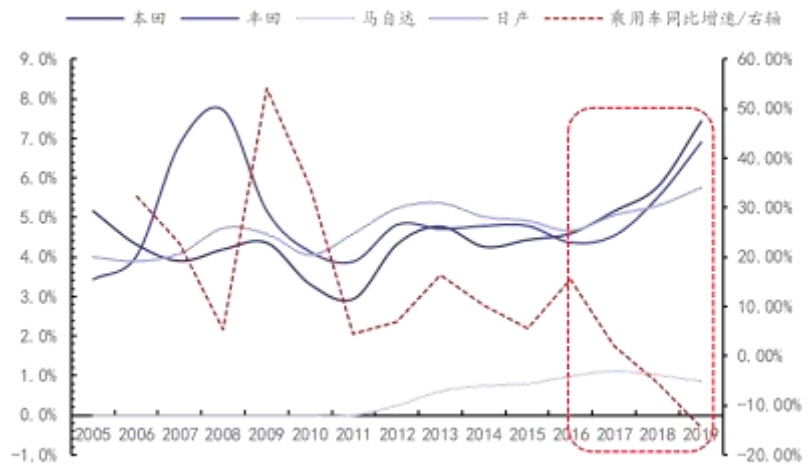
日系品牌基本在2000年前后进入中国市场，同时采取“双合资”的形式，2000-2010年是中国市场汽车黄金十年，年均复合增速高达25%。日系品牌主打性价比，低油耗与国内汽车普及初期的需求高度吻合，因此市占率持续提升。经历2009-2014长达五年市占率的下滑后，在2014-2015年期间日系品牌提升中国市场重视度，同时革新产品，从2015年开始复苏，并且接力新一轮产品周期在2018-2019年国内汽车弱市下实现市占率的大幅度提升。

表 1 日系各品牌进入中国本土化生产时间

品牌	生产商	时间	简介
丰田	一汽丰田	1999	1999 年获得和天津夏利合资生产轿车资格，2003 年一汽丰田成立，一汽与丰田各持股 50% ，2004 年与广汽合作成立广州丰田公司，2008 年更名为广汽丰田，广汽与丰田各持股 50%
	广汽丰田	2004	
本田	东风本田	2003	由东风汽车集团股份有限公司出资 50%、本田技研工业（中国）投资有限公司出资 10%、日本本田技研工业株式会社出资 40%共同组建广州汽车集团公司和日本本田技研工业株式会社合资经营,双方各占 50%
	广汽本田	1998	
日产	东风日产	2003	东风汽车和日产各持股 50% 东风汽车股份有限公司拥有股份 51%、东风汽车有限公司拥有股份 28.651%、日本国日产自动车株式会社拥有股份 20.349%
	郑州日产	1993	
马自达	一汽马自达	2005	中国一汽占股 4%，一汽轿车占股 56%，日本马自达占股 40% 长安汽车持股 50%，日本马自达持股 50%
	长安马自达	2005	

资料来源:各公司官网, 国信证券经济研究所整理

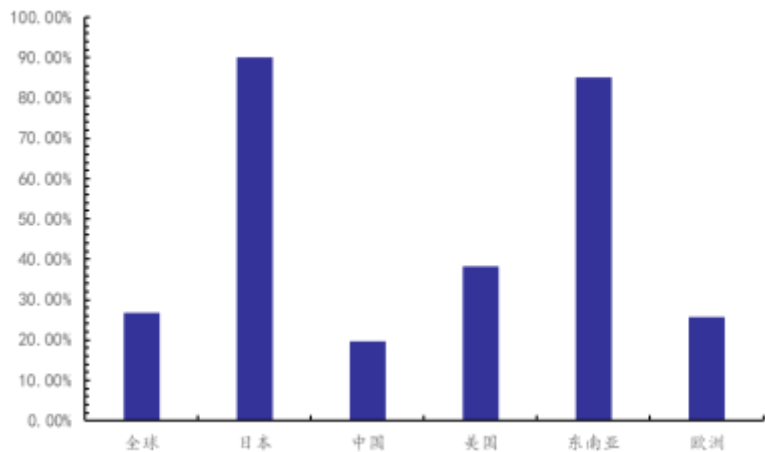
图 5: 日系各品牌在中国市占率



资料来源: 日本自动车工业协会, 国信证券经济研究所整理

1980 年日系轿车年产量达到 1100 万辆，相对 1965 年出口 10 万辆提升了 110 倍，超过美国成为世界汽车生产第一，也是美国和欧洲之后世界第三个汽车工业发展中心。2018 年日系全球市占率达到 27%，东南亚地区市占率超过 85%，北美市占率达到 38%，欧洲市占率达到 26%，中国市占率达到 20%。

图 6: 日系在各地区的市占率



资料来源: 日本自动车工业协会, 中汽协, marklines, 国信证券经济研究所整理

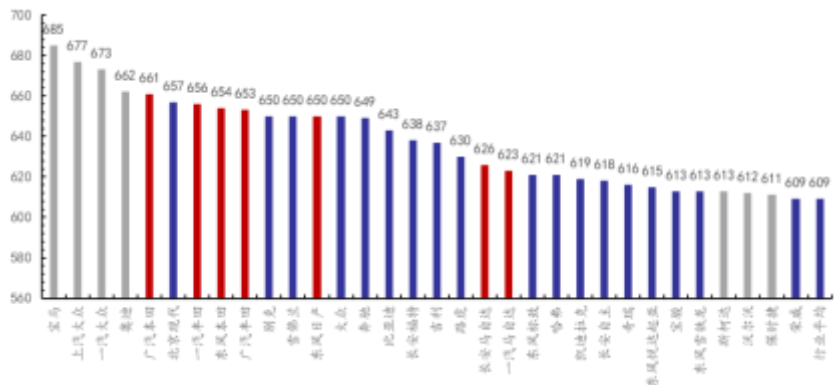
### 内因: 缘何而强?

**核心观点:** 日系品牌在中国市场品牌力仅次于大众与德系豪华品牌, 具体体现在市占率逆市持续提升, 同时在最为走量的紧凑型轿车/SUV 领域产品丰富竞争力强劲, 售价层面新车价格与保值率均名列前茅。我们认为日系品牌强势的根本原因在于产品力、渠道力、供应体系把控能力的综合以及相辅相成。产品力层面油耗以及故障率低, 渠道力层面库存管控能力强, 库存长期维持低位同时波动较小, 折扣率低且稳定。供应体系把控能力层面, 整车厂和零部件厂商自成体系, 内部交叉持股, 可保证稳定供货以及产品品质。

### 现象: 品牌力处于行业中上, 丰田本田仅次于大众与德系豪华

**整体品牌力靠前;** 根据 JDPOWER 发布的《2019 中国新车购买意向研究》报告, 2019 年行业整体品牌力平均得分为 609 份, 主流的日系品牌本田、丰田、日产、马自达均处于行业中上水平, 其中广汽本田、一汽丰田、东风本田、广汽丰田品牌力得分分别为 661、656、654 以及 653, 行业品牌分别为第四、第六、第七、第八, 仅次于豪华品牌宝马、奥迪以及德系南北大众。

图 7: 2019 年品牌影响力得分排名



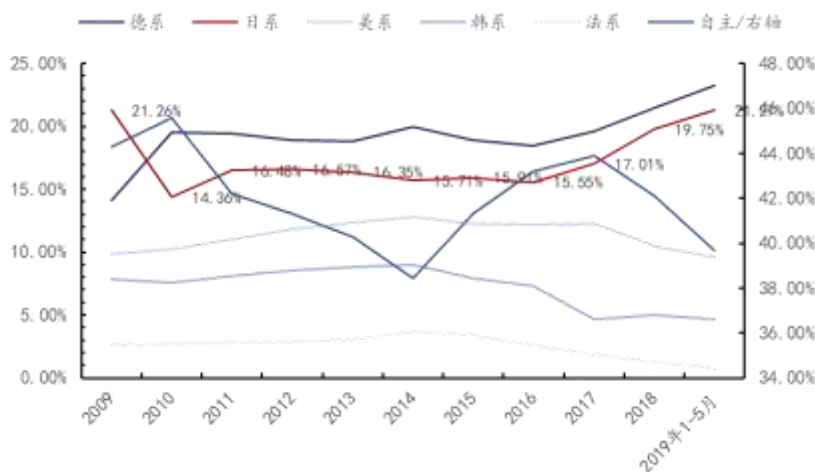
资料来源: JDPOWER 《2019 中国新车购买意向研究》, 国信证券经济研究所整理

**销量层面：市占率持续提升，车型布局坚守紧凑型核心阵营**

日系品牌市占率从2010年开始小幅复苏，2017年日系品牌经过产品力革新后市占率开始显著提升，从2016年的15.55%提升至2019年5月的21.27%。

上半年行业乘用车销量同比下滑14%，日系中的丰田本田增速尤为显眼，一汽丰田上半年同比增长6%，广汽丰田上半年同比增长21.86%，广汽本田上半年同比增长16.41%，东风本田上半年同比增长13.34%。

**图8：2009-2019年前5个月各国别系中国市场市占率**



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

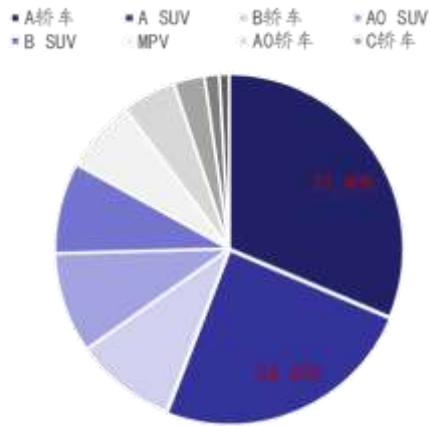
**日系在各细分市场均有明星车型，在兵家必争之地的紧凑型轿车和紧凑型 SUV 的能力极其突出**

紧凑型轿车（A级）与中型轿车（B级）、小型SUV（A0级）、紧凑型SUV（A级）与中型SUV（B级）的市场份额整体相对较高，尤其是紧凑型轿车与紧凑型SUV。从2018年销量数据来看，紧凑型轿车销量占比达到31.40%，紧凑型SUV销量占比达到24.47%，两者达到约56%，因此对于整车厂而言，紧凑型轿车与紧凑SUV是兵家必争之地。

日系品牌在各个领域均有走量的核心车型，紧凑型轿车包括日产轩逸、丰田卡罗拉、本田思域、丰田雷凌，中型轿车领域包括本田雅阁、丰田凯美瑞、日产天籁；小型SUV领域包括本田XR-V、本田缤智、日产逍客、丰田奕泽；紧凑型SUV领域包括日产奇骏、日产逍客、丰田RAV4、本田CR-V；中型SUV领域包括丰田汉兰达、本田冠道以及本田UR-V。

紧凑型轿车领域日系明星车型较多，包括日产轩逸、一汽丰田卡罗拉、东风本田思域以及广汽丰田雷凌，该排名分别为第一，第三，第十和第十一，对应市占率分别为6.8%、5.3%、3.1%、2.7%。紧凑型SUV虽然竞争最为激烈，也是自主品牌的核心阵营，销量前十中自主品牌占据七席，剩余全为日系品牌，分别为日产奇骏、日产逍客、丰田RAV4以及本田CR-V，销量排名分别为第五、第七，第九、第十，对应市占率为3.8%、3.1%、2.6%、2.6%。

图 9: 各类型车型销量占比 (2018 年)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 10: 分级别轿车市占率



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 11: 分级别 SUV 市占率



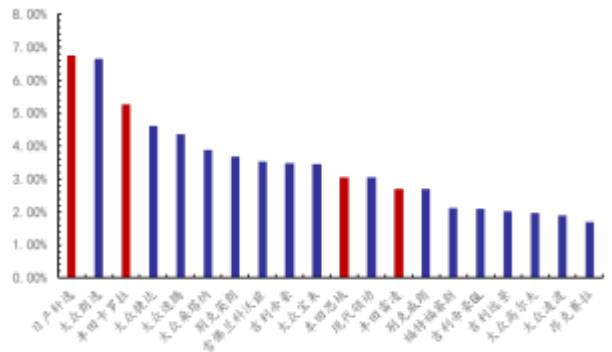
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 12: A 级别轿车按国别系市占率 (2018 年)



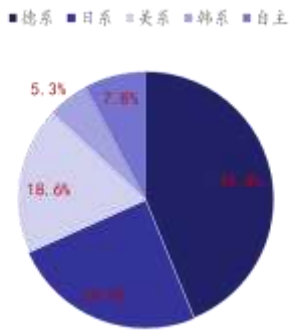
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 13: A 级别轿车销量前 20 市占率 (2018 年)



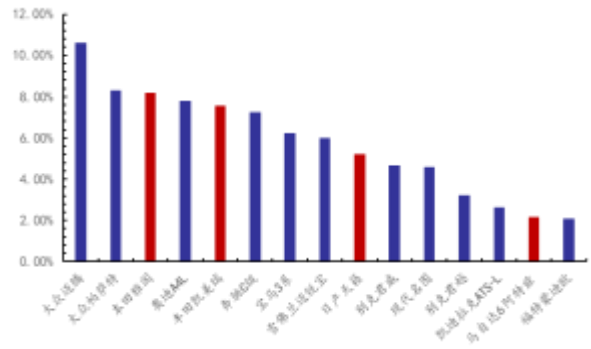
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 14: B 级轿车按国别系市占率 (2018 年)



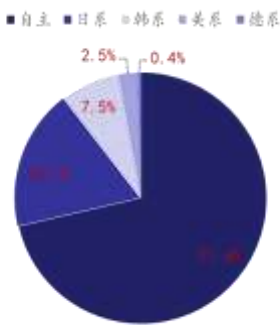
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 15: B 级轿车销量前 15 市占率 (2018 年)



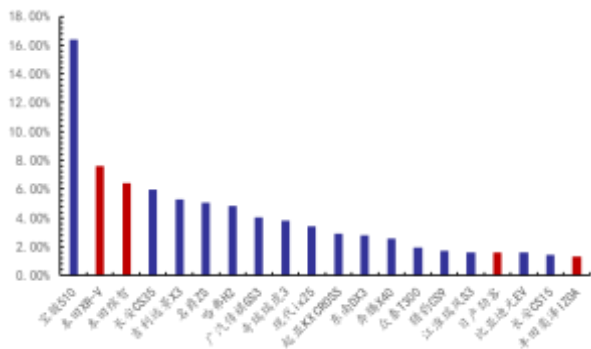
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 16: A0 级别 SUV 按国别系市占率 (2018 年)



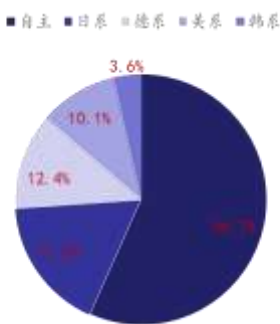
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 17: A0 级别 SUV 销量前 20 市占率 (2018 年)



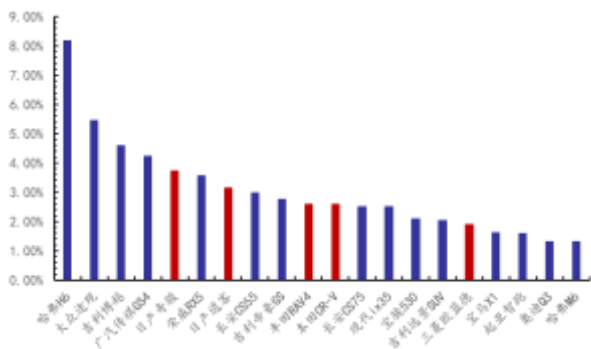
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 18: A 级别 SUV 按国别系市占率 (2018 年)



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

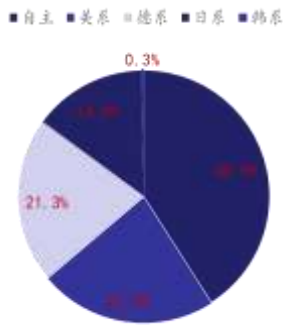
图 19: A 级别 SUV 销量前 20 市占率 (2018 年)



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

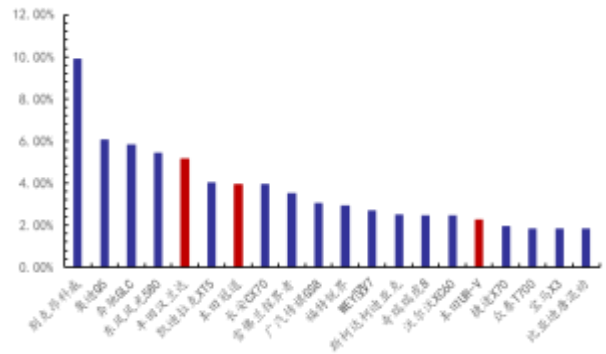


图 20: B 级别 SUV 按国别系市占率 (2018 年)



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 21: B 级别 SUV 销量前 20 市占率 (2018 年)

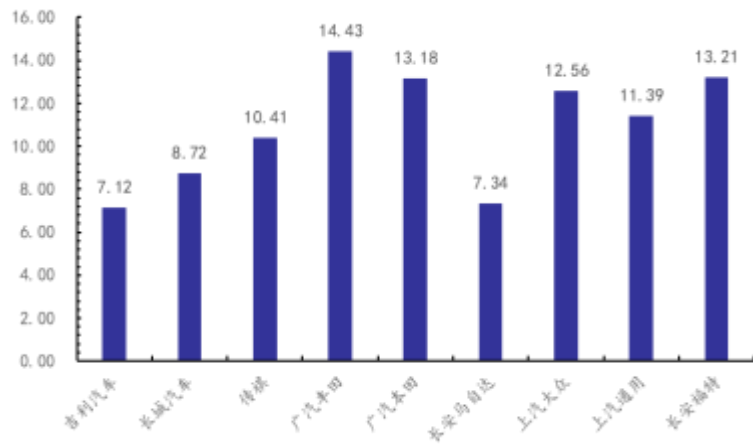


资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

价格层面, 新车售价与保值率均位于行业前列

新车售价: 广丰和广本的单车均价分别达到 14.43 万与 13.18 万, 超过德系上汽大众的单车均价, 在行业分别位于第一以及第三。

图 22: 按品牌的单车价格 (国内市场, 2018 年)



资料来源: 汽车之家《2018 新车质量报告》, 国信证券经济研究所整理

保值率: 终端折扣持续加大背景下, 日系保值率稳步提升, 丰田和本田的保值率最高

从三年期售后保值率来看, 日系品牌的保值率在各个品牌中稳居前列, 保值率前六的品牌中日系占据四席, 分别是排名第一的丰田、第二的本田、第五的马自达、以及第六的日产。丰田、本田的三年期保值率分别为 74.5% 与 73.3%, 超过奔驰、宝马等老牌德系豪华品牌。从细分市场来看, 日系尤其是丰田和本田在各个领域的保值率均占据前三名。

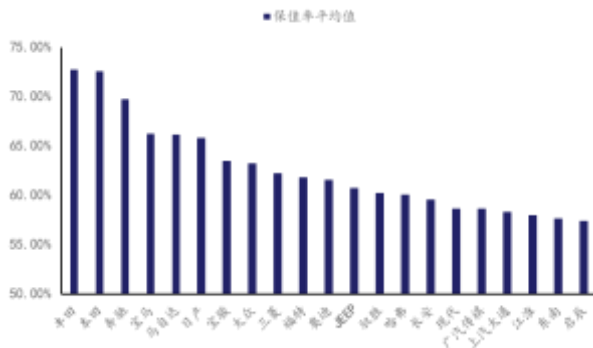
二手车保值率一般与新车的折扣呈现反相关。2019 年是车市寒冬, 新车折扣持续加大, 2019 年上半年月度平均折扣到达 16.57%, 折扣程度为 2011 年至今的历史高点, 而日系品牌年初至今保值率从年初 1 月到 6 月稳步提升。

表 2: 各级别不同车型保值率排名

	小型轿车	紧凑型轿车	中型轿车	中大型轿车
第 1	本田飞度	丰田卡罗拉	本田雅阁	奔驰 E 级
第 2	丰田威驰	本田杰德	丰田凯美瑞	丰田皇冠
第 3	大众 POLO	大众高尔夫	奔驰 C 级	奥迪 A6L
	小型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	大型 SUV
第 1	本田 XR-V	本田 CR-V	丰田汉兰达	丰田普拉多
第 2	本田缤智	日产奇骏	奔驰 GLC	丰田兰德酷路泽
第 3	现代 ix25	丰田 RAV4	奥迪 Q5	哈弗 H9
	MPV			
第 1	本田奥德赛			
第 2	本田艾力绅			
第 3	别克 GL8			

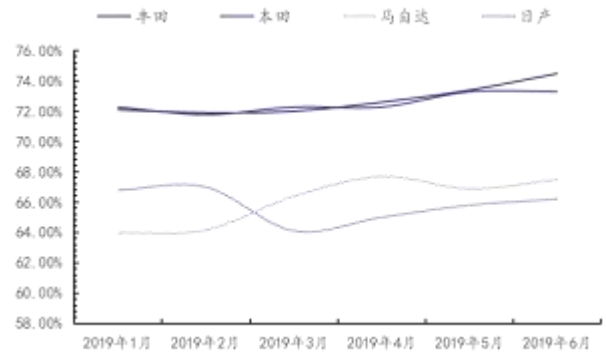
资料来源:中国汽车流通协会, 国信证券经济研究所整理

图 23: 各品牌三年保值率



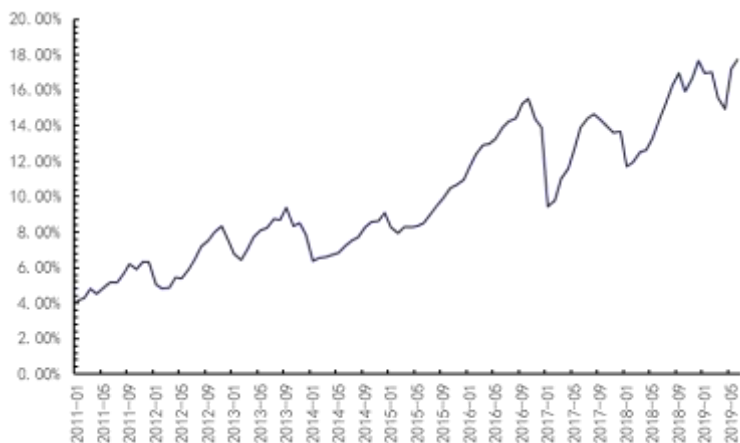
资料来源: 中国汽车流通协会, 国信证券经济研究所整理

图 24: 日系各个品牌保值率变化趋势



资料来源: 中国汽车流通协会, 国信证券经济研究所整理

图 25: 行业新车终端折扣



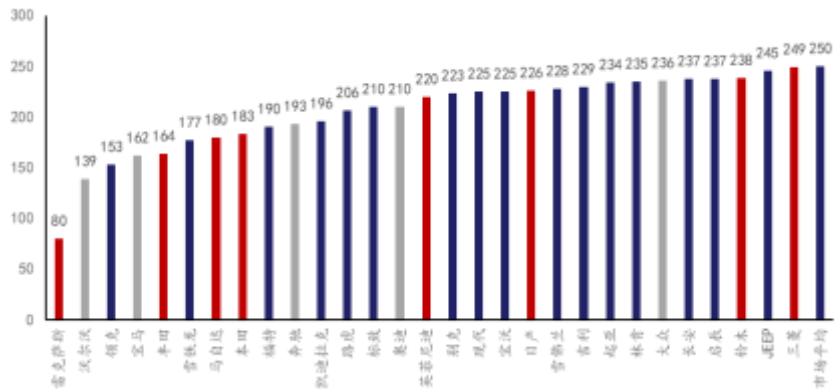
资料来源: 中国汽车流通协会, 国信证券经济研究所整理

**原因（本质）：产品力，渠道力，供应体系把控能力**

**产品力：油耗与故障率具备明显优势**

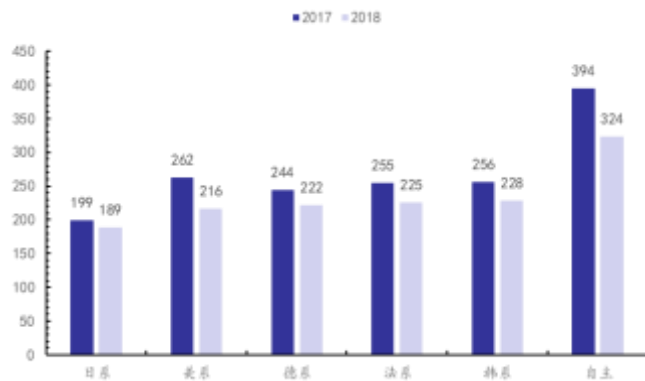
日系车的油耗水平在同级别同类型的车型中偏低，主要由于其日系车的热效率整体较高，发动机大多采用自然吸气，而德系、美系等大多采用涡轮增压技术，变速箱多采用 CVT（比如卡罗拉 1.6L CVT 和朗逸 1.6L AT 做个比较，从油耗方面，卡罗拉 1.6L CVT 的百公里油耗为 7.1L，而朗逸 1.6L AT 的百公里油耗为 7.6L，卡罗拉 1.6L CVT 的油耗更低）。另外日系整体故障率水平均较低，根据汽车之家统计的《2018 年新车质量报告》统计发现，几乎所有日系品牌的故障数均低于行业均值，而雷克萨斯、丰田、马自达、本田等分别位于第一、第五、第七和第八。

**图 26：新车质量表现（故障数/百辆）**



资料来源：汽车之家《2018 新车质量报告》，国信证券经济研究所整理

**图 27：新车质量表现按国别系（故障数/百辆）**



资料来源：汽车之家《2018 新车质量报告》，国信证券经济研究所整理

**供应体系把控能力：体系内交叉持股，供货、质控以及盈利可保障**

日系品牌对供应体系的把控能力较强体现在整车厂与核心零部件相关企业之间实现交叉持股，这一点在丰田尤为突出，目前丰田汽车持有电装公司股份的 24.5%，是电装的第一大股东，丰田工业则持有 8.72%，为第二大股东。而目前丰田工业持有丰田汽车 6.73%的股份，为第一大股东，电装则持有丰田汽车 2.59%的股份，为第三大股东。丰田的零部件体系较为完善，可实现大部分部件的自产自销，同时在品控上能够做到一以贯之。

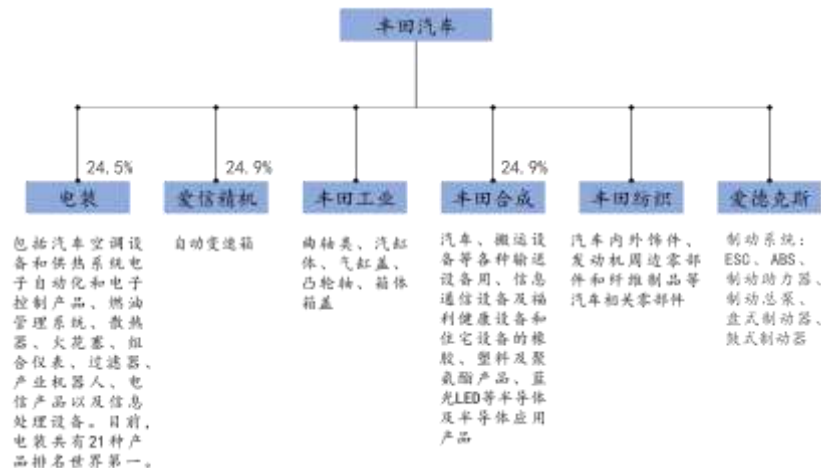
电装：2017 年全球百强零部件配套供应商排名第四，日本第一，曾于 2014 年排名第二，仅次于德国博世。发动机管理、车身电子件、驾驶控制欲安全、信息和通讯等细分产品领域名列前茅，共有 21 中产品排名世界第一。

爱信精机：成立于 1969 年，世界 500 强位列 339 位，专门生产自动变速箱等汽车产品，丰田旗下几乎所有车型均配套爱信精机产品。

丰田纺织：全球领先的汽车座椅及内饰系统供应商和滤清器制造商，公司主要研发和制造汽车座椅及内饰零部件、滤清器和发动机周边零部件。

丰田合成：成立于 1949 年，主要业务为汽车密封产品、机能部件、车内外装部件、安全系统产品、光电子学产品的制造和销售。

图 28: 丰田旗下零部件



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

**渠道力分析：日系的库存把控能力最为突出**

我们主要基于样本企业的库存深度以及新车终端折扣两个指标进行分析。

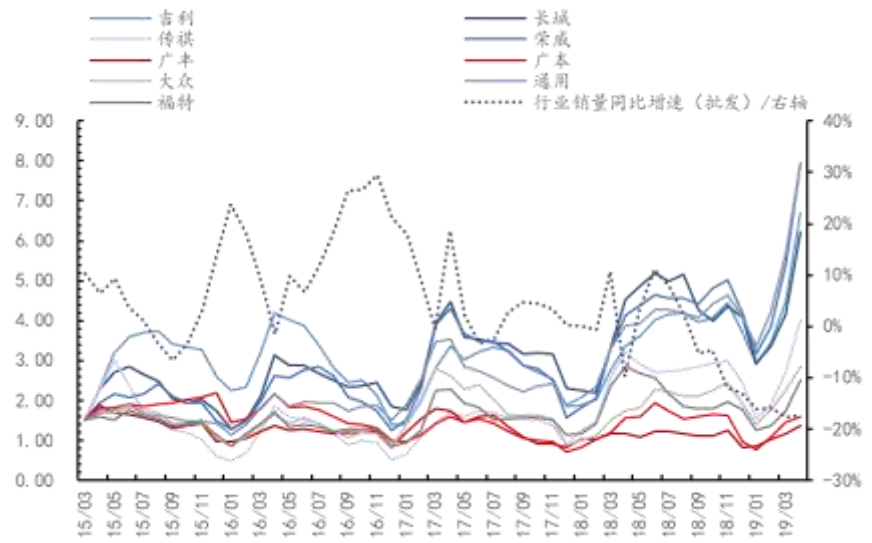
我们认为库存深度长期维持在合理水平（1.2-1.5）且库存不随行业波动而较大程度波动是较为理想的库存状态，即库存深度的标准差比较小。此外，终端折扣最好的状态是没有折扣，或者折扣水平显著低于同行而销量不受到影响，同时折扣长期保持稳定，不因为行业弱市而大幅上升是较好状态，即一段时间的折扣的平均值较小。整体而言，我们认为好的渠道力体现为库存水平长期合理且波动较小，终端折扣长期较低且波动较小。

样本：日系选择广丰、广本，美系选择上汽通用、长安福特，德系选择上汽大众，自主品牌选择吉利、长城和传祺。

基于我们统计和测算的库存深度均值和标准差可得：

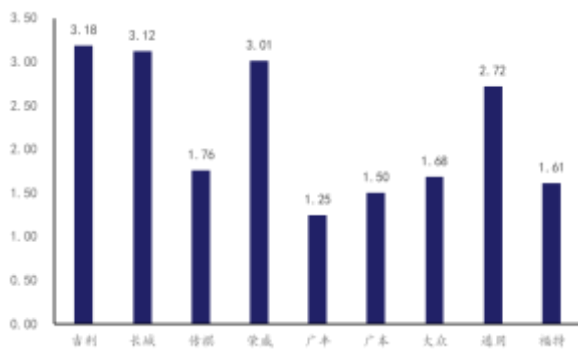
日系的库存深度均值与标准差均最小，其次为德系，美系和自主的库存深度均值整体偏大。广丰为 1.25 个月，广本为 1.5 个月，处于较为合理的区间。自主品牌与通用的库存水平长期较高，主要源于经营理念的差异。从库存波动的标准差来看，广本和广丰库存标准差分别为 0.26 和 0.38，显著低于自主与美系。

图 29: 样本企业库存深度



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

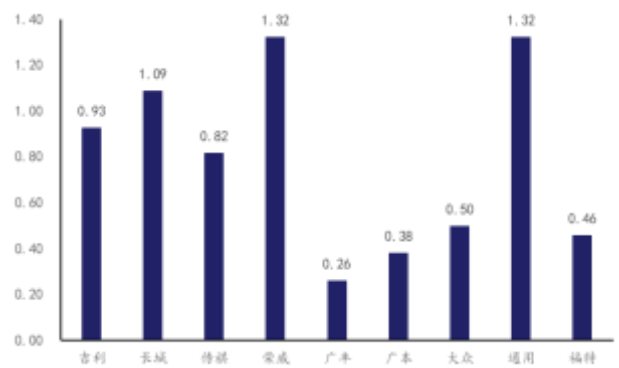
图 30: 样本企业库存深度均值



资料来源: 中汽协, 乘联会, 国信证券经济研究所整理

备注: 时间区间为 2015 年 4 月-2019 年 4 月

图 31: 样本企业库存深度标准差



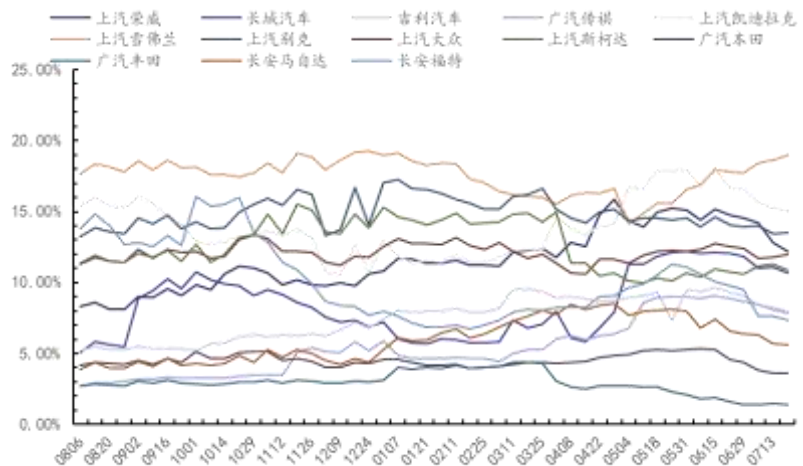
资料来源: 中汽协, 乘联会, 国信证券经济研究所整理

备注: 时间区间为 2015 年 4 月-2019 年 4 月

基于我们统计和测算的终端折扣均值和及其标准差可得:

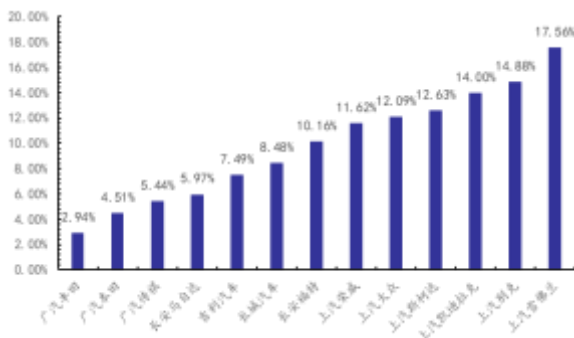
日系的折扣水平最低, 同时折扣波动的程度也较低(折扣的标准差较小)。德系的折扣水平处于行业中等水平, 但是折扣较为平稳。美系和自主的折扣均值以及变化的标准差整体比较大。过去一年广汽丰田和广汽本田的平均折扣分别为 2.94%与 4.51%, 而德系与美系的折扣均在 10%以上, 尤其是通用的折扣幅度最大。库存的标准差来看, 广汽本田、上汽大众、广汽丰田的标准值最小。

图 32: 按品牌的终端折扣



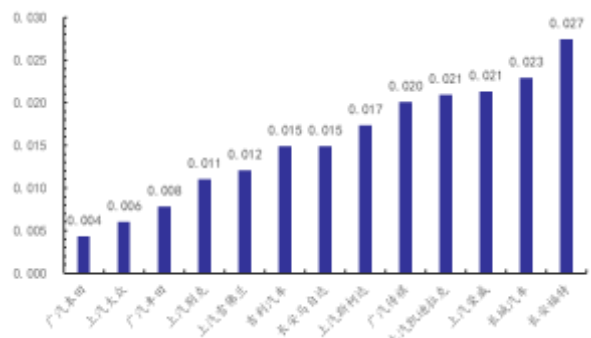
资料来源: 汽车之家《2018 新车质量报告》, 国信证券经济研究所整理

图 33: 折扣均值 (2018 年)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 34: 折扣波动方差 (2018 年)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

我们认为日系品牌的经营理念整体比较谨慎和稳健。不管是对渠道还是供应体系的把控能力均较强, 整体经营理念是把上游的零部件供应体系和下游的经销商渠道纳入到整车厂进行一体化布局和管理。从长远视角来看, 优秀的汽车制造商需要拥有同步研发同步成长、供货稳定且质量可控的零部件供应集群, 需要拥有自身盈利能力强, 品牌忠诚度高的经销商渠道。类似于丰田等企业为核心供应体系交叉持股, 经销商库存水平较为合理且终端折扣较低, 从制造端和销售端维持良好的一体化管理。若是基于短期目标长期压库将会造成经销商库存高企, 资金占有量大, 终端折扣提升, 经销商盈利能力下降, 消费者前期购车保值率下降, 整体品牌力下降等。若是基于经营压力对供应体系长期大幅度多频次压价或者频繁变更供应体系将会造成产品存在质量隐忧, 供应体系无法长期同步研发或是稳定供货。

丰田和本田的历年目标销量和实际完成率匹配度较高, 尤其是在 2019 年上半年行业大幅度下滑, 各制造厂商均未完成上半年规划的情况下, 丰田、本田基本完成甚至超额完成上半年销量目标。

丰田和本田的产能利用率极高, 即便是在扩产后产能利用率也可维持较高水平甚至提升 (2017 年广丰产能 38 万辆, 产能利用率 116%, 2018 年广丰产能 48 万辆, 产能利用率提升 125%), 逆周期谨慎扩产使得丰田、本田的盈利能力得



到保障，不会出现行业下滑重资产整车厂销量和盈利能力双杀的情况。

**表 3: 各车企目标完成率情况**

	2019H1	2018	2017	2016
广汽本田	53.2%	98.0%	102.0%	103.0%
一汽丰田	50.8%	103.6%	99.0%	104.2%
广汽丰田	50.2%	100.0%	101.7%	102.9%
广汽传祺	47.2%	76.5%	101.7%	132.0%
一汽大众	45.0%	96.9%	101.8%	104.6%
东风日产	44.9%	99.7%	105.9%	105.0%
吉利汽车	43.2%	94.9%	123.6%	109.4%
上汽通用	41.7%			101.0%
长城汽车	41.1%	90.8%	75.1%	113.1%
东风悦达起亚	41.0%	74.0%	90.0%	95.6%
比亚迪	35.1%	86.8%	113.0%	
上汽乘用车	32.5%	97.2%	84.8%	134.0%
东风启辰	31.1%	67.2%		
北京现代	30.7%	87.8%	62.0%	102.0%
神龙汽车	26.8%	49.4%	55.4%	78.5%
长安福特	18.6%		84.4%	95.7%
一汽马自达		87.2%	103.5%	
东风本田		92.9%	111.3%	106.4%
长安马自达		89.9%	65.3%	121.0%
奇瑞汽车		83.6%		117.5%
长安乘用车		68.9%	63.4%	107.0%
众泰汽车		53.6%		95.2%
江淮乘用车		53.2%		102.0%
海马汽车		37.5%		144.0%
上汽大众			100.7%	100.0%
上汽通用五菱				99.0%

资料来源: 各公司产销快报, 汽车之家, 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

**表 4: 各品牌 2018 年产能利用率**

厂商	国别系	标准产能 (万辆/年)	2018 年销量 (万辆)	产能利用率
广汽本田	日系	60	74	123%
北京奔驰	德系	40	48.5	121%
广汽丰田	日系	48	58	121%
东风本田	日系	60	72.1	120%
一汽丰田	日系	65.2	71.6	110%
东风日产	日系	125	130	104%
华晨宝马	德系	45	46.5	103%
长城汽车	自主	105	105.3	100%
上汽大众	德系	212	206.5	97%
上汽通用	美系	235	197	84%
广汽传祺	自主	70	53.5	76%
长安马自达	日系	22	16.6	75%
长安乘用车	自主	118	85.9	73%
吉利汽车	自主	218	150	69%
一汽大众	德系	300	203.7	68%
奇瑞汽车	自主	100	54	54%
比亚迪	自主	100	52.1	52%
北京现代	韩系	165	79	48%
东风悦达起亚	韩系	89	37	42%
东风雷诺	法系	15	5	33%
神龙汽车	自主	99	25.3	26%
长安福特	美系	160	37.8	24%

资料来源: 各公司产销快报, 智选车, 汽车之家, 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

## 空间多大？

**核心观点：**日系品牌全球市占率达到 **26.79%**，排名第一，在日本、东南亚几乎实现垄断，市占率超过 **90%、85%**。在北美以及欧洲市占率仅次于当地本土品牌，分别达到 **38.21%、26%**。而日系在中国市场市占率仅 **19.75%**（2018年），显著低于全球水平。此外，主流车企对中国地区的依赖度来看，通用和大众的中国市场均是其最核心的细分市场，销量比重分别达到 **38.83%**以及 **43.38%**，而丰田和本田中国地区销量占比仅 **14.51%**以及 **28.01%**，显著低于其在美国地区销量占比。此外，从丰田、本田的国内与海外在售车型对标来看，国内车型国产化导入空间仍然较大。

### 所处的阶段以及日系的复苏

日系在中国市场的发展大致可划分为四个阶段：

**第一阶段，受益中国汽车行业高速增长，市场份额显著提升；**2009年以前，宏观层面，日系受益中国汽车发展黄金十年以及2008年后中国对金融危机的优惠政策，由于日系主打低油耗与低故障率，当时国内汽车行业仍处于成长期的普及阶段，消费者对汽车的需求为简单的满足日常出行即可，这与日系产品定位较为吻合，因此日系在中国市场市占率稳步提升，市场份额基本维持在20%以上；

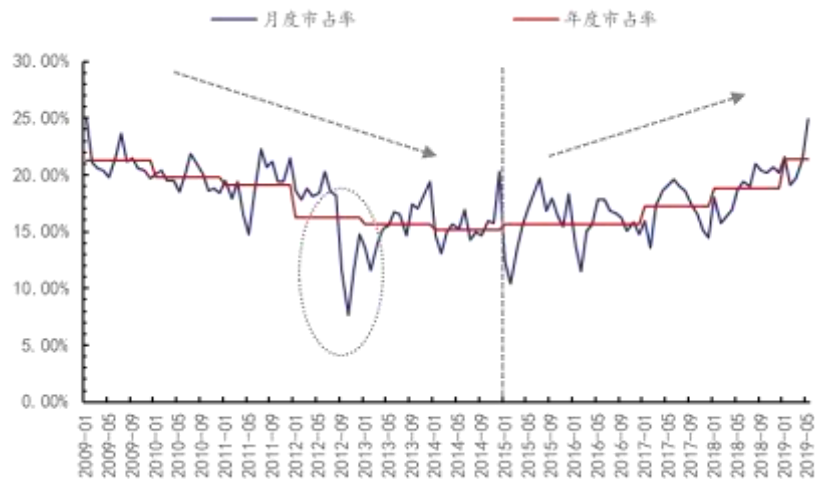
**第二阶段，产品老化，策略保守，市场份额被德系、美系逐步蚕食；**从2009年开始，日系产品日益老化，同时各日系品牌对中国市场采取相对保守的策略，致使产品更新换代较慢，新技术引进较为保守，而与此同时，美系与德系采取加推新车型的激进策略，导致日系市场份额受到美系、德系蚕食呈现下滑趋势；

**第三阶段，钓鱼岛事件导致日系市场份额短时间急剧下滑；**2012年9月至2012年10月期间爆发中日钓鱼岛事件，日系在国内市场份额迅速下滑至史上最低，由最高时期2011年7月的23.15%下滑至7.52%；

**第四阶段，日系积极应对，新车型、新技术使产品竞争力提升，中日关系趋缓，市场份额强劲回升；**2015年以后，日系迅速采取系列措施，包括对受损车型全面理赔、加速新车型投放、新技术搭载等，例如2014年广州车展上的大部分日系车搭载了直喷涡轮增压发动机、双燃油喷射发动机（缸内直喷+进气歧管喷射）、8速双离合变速箱、LED大灯、主动巡航、车道偏离警示等当时时兴技术，在中日关系日趋缓和的大背景下，日系新车型导入加速、新技术积极应用，使得日系迅速强劲复苏。

我们认为，日系在2011年到2013年初市场份额大幅下滑原因一方面是钓鱼岛事件的直接刺激，但根本原因在于日系车长期分享中国汽车高速增长盛宴以至于对中国市场需求变化反应滞后，在华产品线不够丰富，同时车型的新技术推陈出新较慢，无法满足国内市场消费者需求升级，日系被日益强劲的德系、美系频频推出新车型的车海战术吞噬掉部分市场。2013年后，丰田、本田、日产以及马自达等企业均在产品、产能以及营销渠道多个层面大幅改进，日系产品力大幅提升，在中日关系趋于稳定的大环境下，其主打的低油耗、低故障率仍然符合中国市场大部分消费者的核心需求，从而带动起市场份额强劲复苏。我们认为在国内汽车行业由成长期过渡到成熟期，行业增速大幅放缓的大背景下，日系品牌产品经过一轮产品革新后产品竞争力普遍大幅提升，在韩系、法系车型老化竞争力下降，自主高端尚未完全突破的行业背景下，后期日系市场份额仍然有望持续稳步提升。

图 35: 日系品牌在中国发展历程



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

### 北美与全球日系市占率空间对标分析

日系在全球市占率达到 26.79%，排名第一；主要得益于在日本、东南亚等地区近乎达到垄断水平，而在自身拥有当地本土优势企业的美国和欧洲市场的市占率也能排名第二。

**日系在日本本土与东南亚地区市占率近乎达到垄断地位。**日系品牌国内市占率超过 90%，排名第一；在东南亚地区市占率超过 85%，排名第一；日系在日本本土市占率近乎处于垄断地位，一方面由于日系汽车本身较为发达，同时在 50 年代日本政府通过政策限制海外汽车品牌在本地发展。日系在东南亚地区市占率较高，一方面由于东南亚没有本土汽车品牌，同时日系进入东南亚地区较早，在 70 年代全球化布局时进入东南亚作为其全球生产基地，地缘优势以及本土化影响使得日系市占率迅速提升至垄断地位。

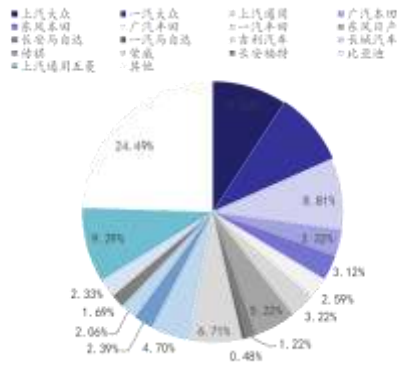
**日系在北美和欧洲市占率仅次于当地品牌。**日系在美国市占率达到 38.21%，排名第二仅次于美系，在欧洲地区市占率 26%，排名第二，仅次于德系。欧洲是德系的本土市场，欧洲本身拥有全球第一大汽车制造商大众品牌以及标致等本土品牌，美国本身拥有通用、福特、克莱斯勒三大汽车巨头。

**日系在中国市场市占率 19.75%，排名第三，次于自主品牌与德系。**由于德系南北大众进入中国时间较早（上汽大众成立于 1984 年，一汽大众成立于 1991 年），基本领先其余日系品牌 10-20 年时间，因此大众品牌的消费者知晓度与品牌基础较好。此外，中国本土汽车品牌较多，格局较为分散，上汽通用五菱（市占率 9.29%）、长城（市占率 4.70%）、吉利（市占率 6.71%）、荣威（市占率 2.06%）、传祺（市占率 2.39%）、比亚迪（2.33%）等市占率均较低，自主品牌的发力主要是依靠在 2013 年前后的紧凑型 SUV 产品，整体呈现出“大而不强”的状态，与日系等外资在技术、管理、品牌、渠道、供应体系管理等各方面差距较大。

若是基于竞争格局层面来看，由于日系在中国市场面临的外资主要是德系，若是对标欧洲市占率，则日系在中国市场存在 6.25pct 的提升空间，对应约 32% 的增量。若是基于消费者层面来看，中国消费者与美国消费者的消费观念相对更为接近，若是对标美国市占率，则日系在中国市场存在 18.46pct 的提升空间，对应约 93% 的增量。我们认为美国地区市占率是一个相对更为贴近较的对标分析指标。

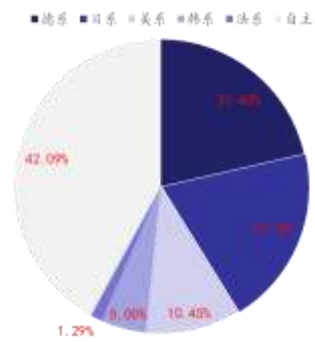


图 40: 各汽车品牌国内市占率 (2018 年)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 41: 按国别系国内市占率 (2018 年)

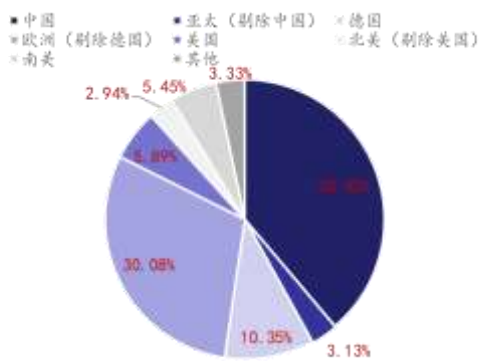


资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

### 主流车企中国市占率空间对标分析

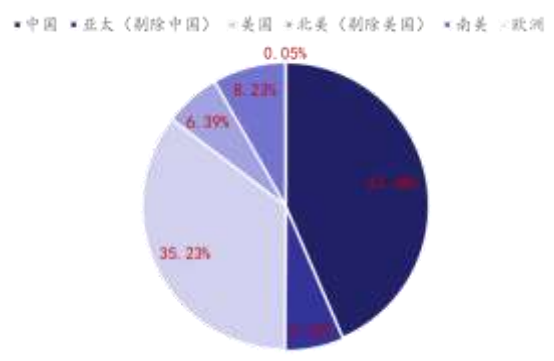
2018 年中国汽车销量达到 2808 万辆, 全球市占率达到 32.65%, 中国市场是全球最重要的市场。除日系外排名最靠前的大众 (第一), 通用 (第四) 极其重视中国市场, 中国地区销量是其核心支柱。2018 年大众在中国地区的销量占其全球销量比例达到 38.83%, 通用在中国地区的销量占其全球销量比例达到 43.48%。而丰田在中国地区的销量占比仅为其全球销量的 14.51%, 次于其在北美 (31.30%) 和日本地区占比 (25.16%)。本田在中国地区销量占比为 28.01%, 次于其在美国地区销量占比 (37.12%)。

图 42: 大众汽车分地区销量 (2018)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 43: 通用汽车分地区销量 (2018 年)



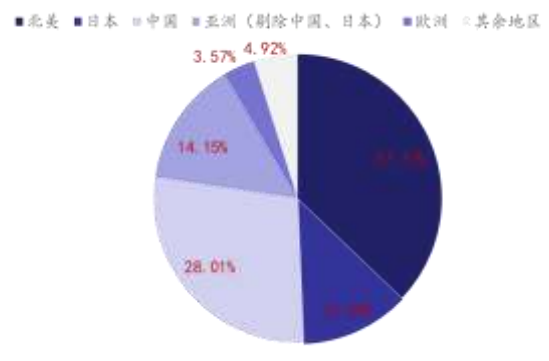
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 44: 丰田汽车分地区销量 (2018 年)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 45: 本田汽车分地区销量 (2018)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理



## 边际变化：支撑市占率提升的逻辑

**核心观点：**日系品牌在经历 2009-2014 年的市场份额持续下滑后，在 2013-2015 期间均更加重视中国市场，同时显著提升其产品力。供给侧层面来看，未来丰田和本田将进入新一轮的车型以及产能投放周期，丰田 2020 年扩产至 156.2 万辆/年（相对 18 年+42%），本田 2020 年扩产至 147.2 万辆/年（相对 18 年+32%）。需求层面来看，我们认为日系品牌将较大程度承接 2013-2017 的国内自主 SUV 的换车需求。

**内因：战略、产品、渠道变更，进入新一轮车型与投产周期**

**13-15 年期间众多日系品牌乘新反击，重塑产品、技术与营销渠道**

大部分日系品牌经历 2009-2014 年市场份额大幅下滑后，其对华策略均发生较为显著的变化，丰田启动“云动计划”拉开混动技术在华新发展，广本提出“二次腾飞”重塑产品、产能以及渠道能力，东本出台“中期事业规划”引入多款新车型与新技术，马自达“魂动设计理念”产品持续导入国内市场，日产提出“YONG NISSAN”定位年轻化消费群体。整体来看，日系产品在 2013-2015 年经历一轮强劲的产品革新，新车型导入提速，新技术应用激进，产品竞争力普遍得到大幅度提升。

**丰田：启动“云动计划”，拉开混合动力技术在华新发展**

丰田为应对日系危机，在钓鱼岛事件后发布了针对中国市场的“云动计划”以启动混动技术战略，成立丰田汽车研发中心（中国）有限公司以实现混动技术关键零部件国产化，同时推出小型车满足中国市场需求，并且导入 TNGA 全新模块化平台以提升新车型导入速度。新技术层面，混动双擎、8 速 S-CVT 以及涡轮增压直喷发动机等技术应用大幅增强了产品竞争力。

2012 年，丰田在中国启动了“云动计划”，与一汽丰田、广汽丰田一起加快在中国的发展步伐，其核心策略是“节油”与“摆脱石油”，随后 8 速 S-CVT、涡轮增压直喷发动机等技术相继导入中国市场以进一步降低油耗。

2012 年 11 月，丰田将“丰田中国”改名为“中国丰田”，强化其在中国扎根决心。

2013 年 11 月丰田汽车研发中心（中国）有限公司（以下简称 TMEC）在江苏省常熟市举行了竣工仪式。TMEC 是丰田在中国设立的、具备正式测试跑道和研发设施的综合性汽车研发基地。主要业务内容包括节能、新能源车的零部件现地化研发。TMEC 落地中国推进了包括电池、逆变器、变速驱动桥等混合动力核心组件的本土化研发生产，有力促进成本下降，并且在 2013 年 10 月推出两款混合动力车型。截止 2015 年 11 月，累计推出一汽丰田的普锐斯、卡罗拉以及广汽丰田的凯美瑞、雷凌混动版。

2013 年同样也是丰田在中国的“小型车元年”，推出了两款专门为中国市场开发的小车全新威驰与全新致炫。

此外，丰田中国本部长、丰田（中国）董事长大西弘致在 2015 年的广州国际车展上提出将于 2015 年分别在一汽丰田和广汽丰田建立新生产线以为 TNGA（Toyota New Global Architecture，丰田全新全球体系结构）导入做准备。



**表 5: 丰田“云动计划”核心内容**

关键词	核心内容
环保技术	从“节油”和“摆脱石油”两个角度，推行“节能的传统汽车和新能源汽车”并驾齐驱的全方位战略，以满足中国消费者以及中国社会日益增长的节能减排、低碳环保需求。 将以混合动力技术（HEV 技术）为代表的丰田的节能新能源技术战略作为重中之重。以期未来成为能够真正普及外插电式混合动力车（PHEV）、电动车（EV）等新能源车，且新能源产品阵容最丰富的汽车厂商。 丰田将通过在位于常熟的研发中心中设定技术交流区，广泛与合资公司的研发中心、合作伙伴、中国同行以及供应商开展环保技术方面的交流与合作，以期早日实现混合动力车型的国产化，降低成本，为中国的混合动力产业化做出贡献。
商品	针对中国消费者的需求开展本土化的产品企划、研发、生产，为中国各阶层消费者提供能够满足不同需求
福祉	关注中国老龄化社会带来的问题，在中国积极认真地推进福祉车事业，也让行动不便的人士能轻松、自由地享受汽车带来的便利和乐趣，实现为所有的人提供便捷汽车生活的目标。
服务	在雷克萨斯车型已全系搭载 G-book 服务的基础上，今后 2~3 年内，丰田品牌多数车型也将搭载。除此之外，丰田还将携手一汽丰田、广汽丰田和雷克萨斯三个渠道进一步细致化完善经销商顾客接待水平及维修服务品质，提供细致贴心的服务，实现让消费者安心使用丰田及雷克萨斯品牌汽车的目标，在真正意义上实现顾客满意度第一。
事业	第一步，2012 年销量超过 100 万的同时，为节能新能源车的普及打下坚实基础。 第二步，2015 年销量达到 160 万---180 万辆的同时，实现搭载国产混合动力总成的混合动力车在一汽丰田、广汽丰田实现批量化国产。 第三步，确定以节能新能源车为主体的事业发展战略，加大对新能源投入力度，让更多人有机会体验新能源车，实现节能新能源车型在丰田整体销售中占据 20% 的份额。
社会贡献	在十年植树二十年育人项目的基础上，加强对公益的投入和组织上的管理，加大回报社会的力度，争取为实现中国社会的可持续发展贡献更多的力量。

资料来源:易车网、国信证券经济研究所整理

**表 6: 丰田混动战略步伐**

时间	事项
2012 年 9 月	出台《环保技术开发及未来规划》，宣布将致力于开发减排降耗技术，广泛应用电能、氢燃料和其他新能源，并将在 2015 年底之前发布 21 款混合动力车。
2013 年 4 月	丰田混动车累计销量超 500 万辆，将推 18 款新混动车
2014 年 7 月	丰田汽车位于江苏常熟的新 CVT 变速箱生产厂开张，这是其首家日本以外的 CVT 工厂。该厂产品将配套在华销售的新卡罗拉和雷凌等车型。
2015 年 4 月	丰田携卡罗拉/雷凌双擎亮相上海车展，并宣布年底中国上市
2015 年 10 月	丰田宣布于 12 月全球发售新款 PRIUS 普锐斯即第四代普锐斯
2015 年 10 月	在江苏省常熟市发布了搭载在即将上市的国产“卡罗拉双擎”和“雷凌·双擎”上的“国产油电混合双擎动力总成”的相关信息。
2015 年 10 月	一汽丰田卡罗拉双擎正式上市
2015 年 10 月	广汽丰田雷凌双擎将正式上市

资料来源:搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

### 本田：广汽本田提出“二次腾飞”，东风本田推出“中期事业规划”

本田在 2012 年前对于中国市场策略相对保守，尤其是在中国推出 1.6L 以下车型购置税优惠政策后本田仍没有做出迅速反应，在售对应车型仅飞度与锋范两款。2013 年本田逐步重视中国市场，提速新车型导入速度，广汽本田提出“二次腾飞”，东风本田则提出“中期事业规划”，新技术 Earth Dream 动力总成逐步搭载中国车型以增强产品竞争力。

广汽本田于 2013 年提出“二次腾飞”，涉及产品、产能以及生产三个方面。产品层面，本田同样在华大力补充产品线，广汽本田在 2013 年引入新理念 S1、凌派（专为中国市场打造的 A 级轿车）、第九代雅阁，在 2015 年推出全新锋范、新款凌派。产能层面，为配合新车型导入，广汽本田第三工厂暨发动机工厂提前于 2013 年 5 月动工，相对原计划提前约一年至 2014 年投产，一期产能 12 万/年，二期产能扩大到 24 万/年，最终将总产能提升至 72 万/年，一改广汽本田产能不足窘困。渠道层面，广汽本田对销售的组织机构进行变革，成立业务支援部，负责对全国六大商务中心进行直接管理，加强本部和商务中心的互动以强化终端执行力。同时进行销售渠道下沉至县级城市，并启动“二网”建设，让现有经销商在临近 100 公里的范围内建卫星店。

图 46: 广汽本田“二次腾飞”核心内容



资料来源: J.D.Power、国信证券经济研究所整理

东风本田于 2013 年发布“中期事业规划”；东风本田发布到截止 2015 年的中期事业规划，并对中国市场策略过于保守、新产品新技术应用相对滞后等问题进行检讨，强调“加强本地化”：加快产能建设，更新动力总成技术，引进更先进的生产工艺，探讨成立中国设计中心等。车型导入层面，东风本田则在 2013 年引入了本田在华的首款全球战略车型杰德，在 2015 年引入新款 CR-V、哥瑞、新款艾力绅等车型。产能层面，东风本田第二工厂于 2012 年 7 月正式投产，新工厂将导入全球最先进的生产技术，将成为具备优良环保性能的人性化先进工厂。

表 7: 东风本田“中期事业规划”核心内容

环节	核心内容
研发	东风本田将在研发中心能力提升上继续加大投入，2023 年前适时推出多款中国本地研发的自主研发车型。
供应链	通过强化现地开发、现地采购、现地生产，提供最佳性价比的商品，为顾客带来更多的喜悦；
制造	到 2015 年双工厂的产能利用率都将超过 100%，并将在三年内启动第三工厂的建设。
品质	围绕“人、机、法”强化品质体系，以全球最高质量控制标准及要求为顾客提供最高品质的产品。
营销	到 2015 年全国特约销售服务店将达到 450 家，并持续强化服务水平；在管理方面，将构建起面向 50 万辆体制的组织设计和流程再造，为员工提供多元化的能力提升平台和职业发展通道，激发员工自主性，推动企业战略前行。

资料来源:凤凰网咨询，国信证券经济研究所整理

新技术层面，本田引入 Earth Dream 技术总成，基于本田独创的的 i-VTEC 可变气门正时及升程控制系统的技术基础，使得燃油经济性提高 13%，最大扭矩提高 8%。控制技术采用了新型变速控制技术“G-design Shift”，从而能够及时对驾驶员操纵。

图 47: 本田 Earth Dream 技术总成



资料来源: J.D.Power、国信证券经济研究所整理

日产：东风日产实施“YOUNG NISSAN”的品牌年轻化营销战略

东风日产于 2015 年实施 YOUNG NISSAN”品牌年轻化营销战略，2016 年开始持续推进“YOUNG NISSAN”2.0 与“YOUNG NISSAN”3.0 时代。

“YOUNG NISSAN”战略以“怒放青年”为品牌口号，从多领域线上广告宣传、创

新线下体验式营销活动、数字化互联网传播、年轻化产品战略四个方向入手，打出一套以“年轻日产”为核心的组合拳。在2015年“YOUNG NISSAN”1.0时代，东风日产推出了新逍客、新楼兰、新蓝鸟三款战略车型；2016年持续强化“YOUNG NISSAN”2.0时代，推出全新西玛，全新 TIIDA 骐达；2017年进入“YOUNG NISSAN”3.0时代，推出全新 GT-R、全新 KICKS 劲客、全新楼兰、全新奇骏。经过3年积累，东风日产完成了三大阵营的打造：动感阵营——西玛、蓝鸟、骐达；舒适阵营——天籁、轩逸；SUV 阵营——楼兰、奇骏、逍客、劲客。自2015年以来，东风日产连续三年跨越百万辆级别，2017年销量达到112.24万辆，同比增速达10.6%。

**表 8: 东风日产三大产品阵营**

三大阵营	车型	级别
动感阵营	西玛	B 级轿车
	蓝鸟	A 级轿车
	骐达	A 级轿车
舒适阵营	天籁	B 级轿车
	轩逸	A 级轿车
SUV 阵营	楼兰	中型 SUV
	奇骏	紧凑型 SUV
	逍客	紧凑型 SUV
	劲客	小型 SUV

资料来源:新浪汽车、汽车之家、国信证券经济研究所整理

**表 9: “YOUNG NISSAN”品牌年轻化营销战略**

营销方式	营销手段
多领域线上广告宣传	体育方面，东风日产联姻 NBA 和欧冠进行度内容合作 在文化方面，天籁牵手高晓松《晓说》，楼兰赞助《网易态度公开课》，携手凤凰网打造的《寻找未知的自己第三季》 音乐方面，东风日产联手国内知名音乐 IP，打造年轻潮流文化 综艺方面，SUV 家族携手《越野千里》等大综艺 IP 植入
创新线下体验式营销活动	SUV 全境挑战赛 新逍客奇幻之旅 奇骏魔盘 翼装飞行 银河战舰
数字化互联网传播	全面运用数字社会化的传播方式来与年青人产生 social 互动 利用微博、微信等自媒体平台发生病毒式的扩散
年轻化产品战略	推出新逍客、新楼兰、LANNIA 新蓝鸟三款“YOUNG NISSAN”战略车型 在上海车展期间，专为年轻人推出了东风日产多款欧冠运动版、大师纪念版，覆盖 7 大热门车系

资料来源:凤凰汽车、央视网、国信证券经济研究所整理

### 马自达：魂动设计与创驰蓝天技术使产品内外兼修

马自达“魂动设计”与“创驰蓝天”技术，一改往日的保守、沉稳的印象，从外观和技术两条路线同时突破。马自达于2010年正式发布“魂动设计”理念，“魂动设计”是指在马自达系列车型的设计中突出“运动”和“动感”的元素，拉近产品与青年用户的距离。最早的魂动设计理念载体的是于2010年8月对外公开的马自达-韧（Mazda Shinari）概念车，第一款搭载魂动设计的量产车为马自达 CX-5。2012年，第三代马自达 6（阿特兹）推向市场，魂动设计理念为人们所熟知。2013年7月搭载魂动设计的马自达 CX-5 首次国产化进入中国市场，后期马自达在一汽马自达与长安马自达合资品牌持续在国内推出了阿特兹、CX-4 以及昂克赛拉、CX-5 等新一代魂动理念产品矩阵。

图 48: 马自达“混动设计”产品线



资料来源:汽车之家、百度图片、国信证券经济研究所整理

“创驰蓝天”技术，英文名为：**SKYACTIV Technology**，该技术为马自达汽车公司于 2010 年 10 月提出。马自达计划利用“创驰蓝天”技术于 2015 年前针对旗下车种之汽油与柴油引擎、手动挡与自动挡变速箱、底盘、车身结构等主要元件进行技术优化，主要包括发动机、变速箱、车身和底盘四大总成。

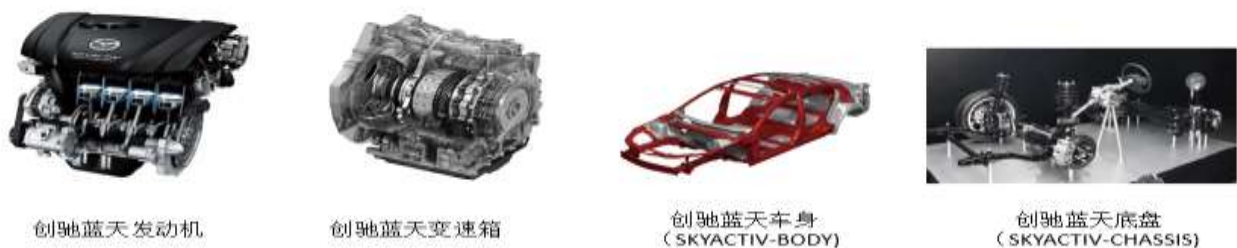
目前搭载“创驰蓝天”技术有 4 款车型：马自达 6（阿特兹）、马自达 3（昂克赛拉）、CX-5、CX-7 以及全新轿跑 SUV CX-4。

表 10: “创驰蓝天”技术说明

创驰蓝天四大总成	具体技术说明
创驰蓝天发动机	采用 HCCI（均质压燃）技术，乘用车压缩比一般在 9:1-11:1，而第一代创驰蓝天发动机压缩高达 14:1，第二代高达 18:1。 重置 4-2-1 排气系统，减少残废气留量，防止爆震的发生。 结构轻量化，降低机械阻力 采用多孔喷嘴，凹顶活塞，提升混合气效率
创驰蓝天变速箱	采用小型传统液力变扭器，并搭载多片离合器，大幅提升各党委齿轮的锁止范围 换挡平顺性和换挡逻辑上都表现非常突出
创驰蓝天车身（SKYACTIV-BODY）	采用高强度钢材，270 至 1500 兆帕的高张力钢材比例达 60% 地板结构采用两根整体大梁贯穿前悬挂支点和后悬挂支点的设计
创驰蓝天底盘（SKYACTIV-CHASSIS）	通过移除法兰（Flange）以强化耦合刚性 （SKYACTIV-CHASSIS）麦弗逊前独立悬架增加了可以增加刚性的悬架，多连杆后独立悬架于车身连接的框架加大，增加车辆的操控性

资料来源:车观察、国信证券经济研究所整理

图 49: “创驰蓝天”技术四大总成



资料来源:百度图片、国信证券经济研究所整理

供给侧（企业层面）：产能周期和车型周期

产能周期：丰田本田大幅度扩产

丰田和本田在中国市场进入产能扩建周期：丰田 2020 年产能扩张到 156.2 万，相对 2018 年的 110.2 万产能同比增加 42%，本田 2020 年产能扩张到 147.2 万，相对 2018 年的 111.2 万同比增加 32%。细化到各个合资公司的产能变动情况为：

一汽丰田：规划 TGNA 工厂 22 万产能与 12 万新能源汽车产能待 2020 年扩产至 96.2 万，相对 2018 年增加 55%。

广汽丰田：规划 24 万传统车产能与 40 万新能源汽车产能，预计 2020 年产能达到 60 万，相对 2018 年同比增加 25%，预计 2022 年产能达 100 万相对 2018 年同比增加 108%。

广汽本田：规划 2020 年产能达到 72 万/年，相对 2018 年产能提升 20%。

东风本田：规划 2020 年产能达到 75.2 万/年，相比 2018 年增加 47%

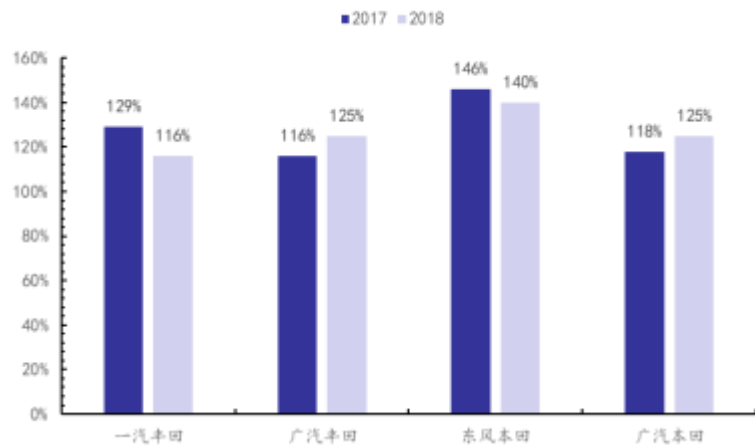
此外，我们认为此轮扩产后期效果较好，值得注意的是：

第一，此轮扩产能周期是在产能极端饱满的背景下扩建的，四个合资公司在 2017-2018 年产能利用率水平均较高；

第二，2018 年行业乘用车销量 2258 万辆，同比下滑 5.8%，四个合资公司是在弱市下达到极高的产能利用率水平；

第三，广汽丰田在 2018 年产能由 38 万扩建至 48 万，但产能利用率从 116% 持续提升至 125%，说明其对扩产进度与车型投放进度的把握能力很强。

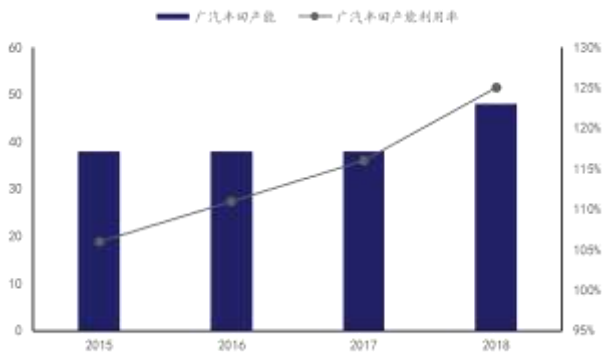
图 50：一汽丰田、广汽丰田、东风本田、广汽本田近两年产能利用率



资料来源：广汽集团产销快报，东风本田官网，一汽丰田官网，国信证券经济研究所整理

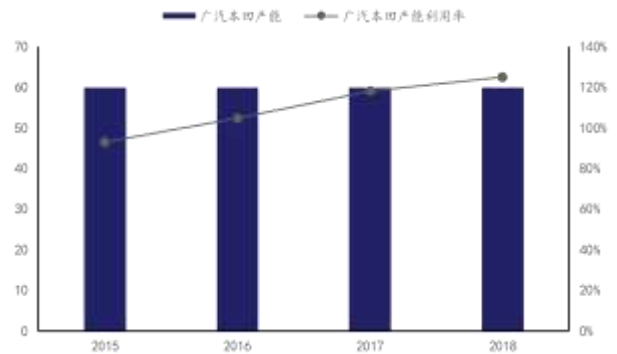


图 51: 广汽丰田产能和产能利用率



资料来源: 广汽集团, 国信证券经济研究所整理

图 52: 广汽本田产能和产能利用率



资料来源: 广汽集团, 国信证券经济研究所整理

**一汽丰田: TNGA 工厂 22 万/年产能+12 万/年新能源汽车产能, 预计 2020 年产能达到 96.2 万/年, 相对 2018 年产能提升 55%**

截止 2018 年, 一汽丰田三地五个工厂总产能达到 62.2 万辆/年, 2018 年一丰销量 72.26 万辆, 产能利用率超过 116%。

2019 年 3 月一汽丰田的 TNGA 新工厂落地, 新增 10 万/年产能。该产能主要为一汽丰田亚洲龙车型准备, 该车型初期在天津工厂生产, 后期四川工厂投产后产能将累计增加 22 万辆/年。

“新一工厂”是丰田全球最先进的, 同时也是丰田海外首家 TNGA 全新工厂, 初期产能为 10 万辆/年, 后期可达到 22 万辆/年。与现有的工厂相比, 新工厂能够实现能源的大幅降低, 包括水降低 40%, 能源降低 15%, VOC 排放降低 50%。

此外, 一汽丰田将对泰达工厂进行改造, 投资 17.62 亿元增加年产 12 万/年新能源汽车的能力, 据一汽丰田新能源车型规划, 这部分产能主要为其首款插电混动车型卡罗拉 PHEV 以及纯电动车型奕泽 IZOA EV。

**广汽丰田: 2018 年开启扩产能周期, 24 万/年传统车产能+40 万/年新能源汽车产能, 预计 2020 年产能达到 60 万/年, 相对 2018 年产能提升 25%, 预计 2022 年产能达到 100 万/年, 相对 2018 年产能提升 108%**

截止 2018 年, 广汽丰田产能达到 48 万辆/年, 2018 年广丰产量 59.9 万辆, 销量 58 万辆, 产能利用率达到 125%。

广汽丰田从 2018 年开始进入明显扩产周期, 广汽丰田 22 万/年扩产项目第一期 10 万/年产能已于 2018 年 1 月投产, 第二期剩余的 12 万/年产能将于 2019 年 12 月投产。

新能源汽车产能层面, 基于 2019 年 5 月 6 日广汽集团发布的《广汽集团股份有限公司关于广汽丰田及广丰发动机项目投资建议的公告》, 后期广汽集团将投资 1132998.6 万元新增 40 万/年新能源汽车产能, 项目分为两期进行, 将于 2022 年全部建成投产。我们预计广汽丰田 2020 年产能将达到 60 万辆/年, 2022 年产能将达到 100 万辆/年。

**广汽本田: 截止 2020 年产能达到 72 万/年, 相对 2018 年产能提升 20%**

截止 2018 年, 广汽本田产能达到 60 万辆/年, 2018 年广本产能 75 万辆, 销量 74.22 万辆, 产能利用率达到 125%。



广汽本田从 2015 年开始扩建增持工厂 24 万产能/年，其中第一期 12 万/年产能已于 2015 年 10 月投产，第二期 12 万/年产能于 2019 年 5 月投产。此外，本田（中国）存在 6 万/年产能空间，可根据需求随时转换。

**东风本田：预计 2020 年产能达到 75.2 万/年，相比 2018 年增加 47%**

截止 2018 年，东风本田产能 51.2 万辆/年，2018 年东风本田销量 72 万辆/年，产能利用率达到 140%。

东风本田目前共计 3 个工厂，其中第一工厂和第二工厂产能合计为 51.2 万辆/年，第三工厂规划产能 24 万辆/年，分为两期投产。第一期 12 万辆/年产能与 2018 年 12 月进入试制生产阶段，预计 2019 年产能可达到 63.2 万辆/年，第二期的 12 万辆/年产能于 2017 年 11 月启动，预计在 2020 年达产，2020 年东风本田产能将达到 75.2 万辆/年的产能。第三工厂对应的产能为一期的 CR-V，以及后期可能导入的 ELYSION、URV 等车型，同时东风本田三工厂还具备新能源汽车的生产能力，因此后期还将导入新能源车型。

**表 11：丰田、本田国内产能规划**

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
广汽丰田	48	-	60	80	100
相对 2018 年产能增加	-	-	25%	67%	108%
一汽丰田	62.2	72.2	96.2	-	-
相对 2018 年产能增加	-	16%	55%	-	-
广汽本田	60	-	72	-	-
相对 2018 年产能增加	-	-	20%	-	-
东风本田	51.2	63.2	75.2	-	-
相对 2018 年产能增加	-	23%	47%	-	-

资料来源：广汽集团，汽车之家，搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

## 车型周期

### 2018-2021 是丰田第二轮核心车型产品周期

丰田从 2002 年进入中国，2002-2005 年是产品逐步国产化导入期，第一波产品周期是在 2008 年到 2009 年，陆续迎来了核心车型卡罗拉换代，核心车型凯美瑞上市、核心车型汉兰达上市、核心车型致享、致炫上市，以及威驰和兰德酷路泽的换代。丰田在 2012-2017 年在中国市场基本处于产品空窗期。**第二波产品周期从 2017 年年底核心车型凯美瑞换代开始，2018 年-2021 年有望成为丰田在中国市场第二轮强势产品周期。**包括小型 SUV 奕泽上市（2018 年）、小型 SUV C-HR 上市（2018 年）、卡罗拉、荣放、雷凌均将于 2019 年换代，亚洲龙上市（2019 年）、皇冠换代（2020 年）、某紧凑型 SUV 新上市（2020 年）、卡罗拉换代（2020 年）；2021 年将会有威驰、汉兰达、致享、致炫的换代车型。

卡罗拉、雷凌、凯美瑞、RAV4、汉兰达、致享致炫、威驰，对应销量占比分别定为 28.2%、15.2%、12.8%、11.0%、7.8%、7.5%、7.4%，七款核心车型销量占超过整体占比的 90%。

表 12: 丰田中国各细分市场生命周期

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>一汽丰田</b>												
威驰	小型轿车	新上市						换代				
锐志	中型轿车				新上市					改款		
卡罗拉	紧凑型轿车			新上市			换代					
皇冠	大中型轿车				新上市				改款			
亚洲龙	中型轿车											
奕泽	小型 SUV											
荣放	紧凑型 SUV								新上市			
普拉多	大中型 SUV		新上市							改款		
兰德酷路泽	中大型 SUV		新上市					换代				
<b>广汽丰田</b>												
逸致	MPV											新上市
雷凌	紧凑型轿车					新上市						改款
凯美瑞	中型轿车					新上市						改款
汉兰达	中型 SUV								新上市			
C-HR	小型 SUV											
致炫	小型轿车							新上市				
致享	小型轿车							新上市				
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>一汽丰田</b>												
威驰	小型轿车	改款								换代		
锐志	中型轿车						停产					
卡罗拉	紧凑型轿车		改款					换代				
皇冠	大中型轿车			改款					换代			
亚洲龙	中型轿车							新上市				
奕泽	小型 SUV						新上市					
荣放	紧凑型 SUV	改款						换代				
普拉多	大中型 SUV								停产			
兰德酷路泽	中大型 SUV					停产						
<b>广汽丰田</b>												
逸致	MPV					停产						
雷凌	紧凑型轿车		新上市					换代				
凯美瑞	中型轿车					换代						换代
汉兰达	中型 SUV			改款						换代		
C-HR	小型 SUV						新上市					
致炫	小型轿车	改款								换代		
致享	小型轿车	改款								换代		
某 SUV (基于 RAV4)	紧凑型跨界 SUV								新上市			

资料来源:广汽集团公司公告, 汽车之家, MARKLINES, 国信证券经济研究所整理

图 53: 丰田中国地区细分市场销量

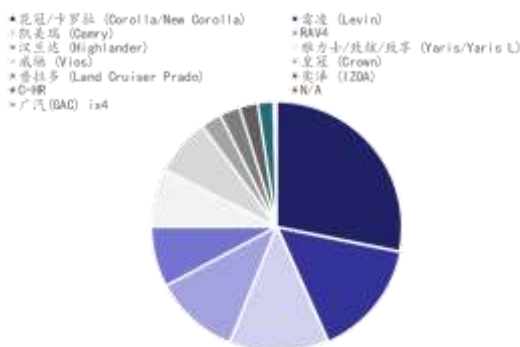
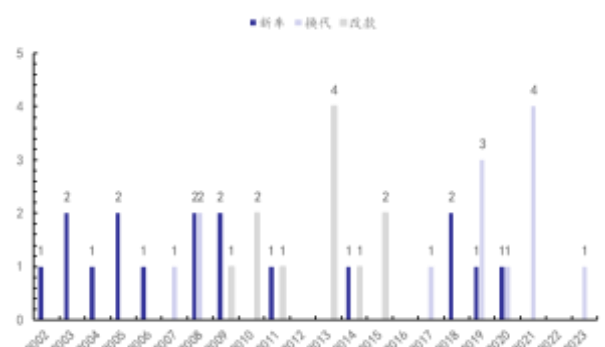


图 54: 丰田历年车型变动数目统计



资料来源：广汽集团，国信证券经济研究所整理

资料来源：MARKLINES，国信证券经济研究所整理

本田核心车型主要包括思域、雅阁、XR-V、CR-V、缤智、飞度、凌派、冠道、锋范等，对于内部销量占比分别为 14.79%、11.99%、11.41%、9.74%、9.60%、8.76%、7.67%、5.48%以及 3.90%，9 款车型销量占比达到 83.40%。

2003-2006 年是本田车型本土化导入年，期间车型包括完成核心车型雅阁换代（2003 年）、CR-V 上市（2004 年）、飞度上市（2004-2005 年）、核心车型思域换代。

第二轮产品周期主要集中在 2010-2012 年，期间车型包括艾力绅上市（2012 年）、歌诗图上市（2010 年）、豪华品牌导入讴歌 RDX 上市（2012 年）、理念 S1 上市（2011 年），虽然新上市车型相对较多，但主要是对于产品谱系的补全，大多数车型均不是走量的核心车型。

整体看本田的产品在 2014 年之后周期性相对较弱，整体导入车型和换代时间均有所提升。**2016-2019 年、以及 2021-2022 年是本田产品导入和更替比较密集的两个时间窗口。**其中 2016-2019 年核心车型思域换代以及冠道上市（2016 年），CR-V 换代以及 UR-V 上市（2017 年）、凌派和雅阁换代（2019 年），享域上市以及某紧凑型 SUV 上市（2019 年）。2022 年同样也是本田的产品大年，核心车型思域、缤智、冠道和 XR-V 均迎来换代。

表 13: 本田中国各细分车型生命周期

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>东风本田</b>													
享域	紧凑型轿车												
竞瑞	紧凑型轿车												
哥瑞	紧凑型轿车												
思域	紧凑型轿车						新上市					改款	
杰德	MPV												
INSPIRE	中型轿车												
思铂睿	中型轿车									新上市			
XR-V	小型 SUV												
CR-V	紧凑型 SUV				新上市			换代					改款
UR-V	中型 SUV												
艾力绅	MPV												新上市
<b>广汽本田</b>													
飞度(三厢)	小型轿车			新上市			换代			停产			
飞度(两厢)	小型轿车				新上市					改款			
锋范	紧凑型轿车									新上市			
凌派	紧凑型轿车												
雅阁	中型轿车				换代					改款			
缤智	小型 SUV												
冠道	中型 SUV												
奥德赛	MPV												
歌诗图	中型轿车										新上市		
讴歌:TLX-L	中型轿车												

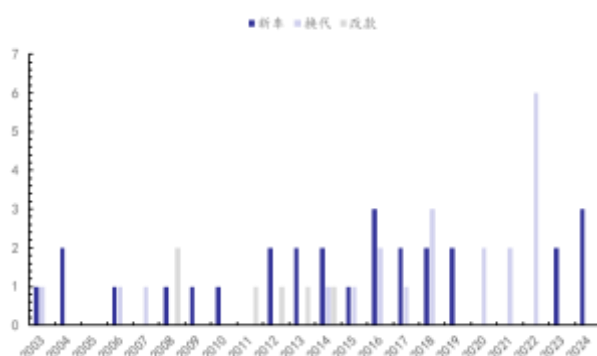


图 55: 本田中国地区细分车型销量



资料来源: MARKLINES, 国信证券经济研究所整理

图 56: 本田历年车型变动数目统计



资料来源: MARKLINES, 国信证券经济研究所整理

### 丰田、本田国产导入车型空间分析

通过对丰田在中国、日本、美国三个国家的投放车型来看: 丰田在日本的车型投放最为齐全, 且主要为小型、紧凑轿车以及小型 MPV 为主, 同时包括雷克萨斯全系品牌。丰田在美国投放的轿车、SUV、皮卡、跑车均较为齐全, 同时雷克萨斯的走量车型 RX 和 ES 均有本土化生产。但是丰田在中国市场的车型总量相对较少, 部分级别车型相对竞争对手比较欠缺。

基于我们前期对于模块化平台深度报告的研究, 我们认为国内汽车市场竞争加剧, 各细分领域各细分类型的车型竞品均较多, 后期诞生爆款车型的概率会逐渐降低, 整车企业依靠单款车型大幅度拉动销量增长维持细分领域地位越加困难, 整车企业模块化平台技术的推出使得新车型研发和投入周期缩短, 后期将呈现“多生孩子好打架”的竞争势态。虽然丰田在国内各个类型的车型均有布局, 但是细分领域的车型数量对标大众还是相对较少, 尤其是最重要的紧凑型轿车和紧凑型 SUV 市场。以丰田和大众进行对标:

**紧凑型 SUV:** 大众在紧凑型 SUV 领域累计布局了上汽大众的途观 (轴距 2684mm)、途岳 (轴距 2680mm)、一汽大众探岳 (轴距 2731mm)、T-ROC (轴距 2688mm) 等 4 款紧凑型 SUV, 而丰田仅布局了一款 RAV4, 而丰田在日本本土市场还有 HARRIER (中文名: 鹫) 等走量 SUV。

**紧凑型轿车:** 大众在中国市场紧凑型轿车布局总共 5 款车型。朗逸 (轴距 2688mm)、速腾 (轴距 2731mm)、宝来 (轴距 2688mm)、高尔夫 (轴距 2637mm)、捷达 (轴距 2604mm)。而丰田目前只有一汽丰田卡罗拉和广汽丰田雷凌。但丰田在日本最走量的车型正好是小型和紧凑型轿车, 如丰田普锐斯、SIENTA、ROOMY、VOXY、TANK 等车型在日本地区年销量均突破了 7 万辆。

在最核心的紧凑型 SUV 和紧凑型轿车领域丰田的车型布局相对大众还有较大的提升空间, 而丰田在小型/紧凑型轿车的产品储备十分丰富。紧凑型 SUV 也有 HARRIER 等核心车型尚未导入。

另外全系雷克萨斯尚未导入, 雷克萨斯全系在日本地区年销量接近 30 万。从大车来看, 有陆地巡洋舰 (Land Cruiser)、红杉 (Sequoia)、4Runner 等中大型 SUV 以及塔科马 (Tacoma)、苔原 (Tundra) 等皮卡、86 以及 SUPER 等轿跑尚未导入。

**表 14: 丰田国产车型**

一汽丰田		广汽丰田	
威驰	小型轿车	雷凌	紧凑型轿车
卡罗拉	紧凑型轿车	凯美瑞	中型轿车
皇冠	大中型轿车	汉兰达	中型 SUV
亚洲龙	中型轿车	C-HR	小型 SUV
奕泽	小型 SUV	致炫	小型轿车
荣放	紧凑型 SUV	致享	小型轿车
普拉多	大中型 SUV	广汽 ix4	纯电-紧凑型 SUV

资料来源:汽车之家, 国信证券经济研究所整理

**表 15: 丰田日本生产车型**

丰田		雷克萨斯	
水族	小型/紧凑型轿车	IS	中型轿车
威姿 (ヴィッツ)	小型/紧凑型轿车	ES	中大型轿车
卡罗拉 (カローラ スポーツ)	小型/紧凑型轿车	GS	中大型轿车
Supeido (スベイド)	小型/紧凑型轿车	LC	跑车
坦克 (タンク)	小型/紧凑型轿车	LS	大型轿车
帕芬 (パッツ)	小型/紧凑型轿车	RC	跑车
门 (ホルテ)	小型/紧凑型轿车	UX	紧凑型 SUV
鲁米 (ルーミー)	小型/紧凑型轿车	NX	中型 SUV
阿里昂 (アリオン)	紧凑型轿车	RX	中大型 SUV
凯美瑞 (カムリ)	中型轿车	GX	大型 SUV
皇冠 (クラウン)	大中型轿车	LX	大型 SUV
世纪 (センチュリー)	轿车		
普锐斯 (プリウス)	轿车		
PREMIO(プレミオ)	轿车		
马克 X(マーク X)	轿车		
MIRAI	燃料电池		
C-HR	小型 SUV		
Hilux(ハイラックス)	皮卡		
鷄 (ハリアー)	SUV		
RAV4	紧凑型 SUV		
陆地巡洋舰 (ランドクルーザー)	大型 SUV		
普拉多 ( プラド)	大型 SUV		
超 (スーブラ)	跑车		
86	跑车		
星宿 (アルファード)	MPV		
VELLFIRE (ヴェルファイア)	MPV		
Voxy (ヴォクシー)	MPV		
Esquire (エスクァイア)	MPV		
埃斯蒂马 (エステイマ)	MPV		
SIENTA (シエンタ)	MPV		
诺亚 (ノア)	MPV		

资料来源:丰田日本官网, 国信证券经济研究所整理



表 16: 丰田美国本土化生产车型

丰田		雷克萨斯	
凯美瑞 (Camry)	轿车	ES (美国工厂)	中大型轿车
亚洲龙 (Avalon)	轿车	RX (加拿大工厂)	大中型 SUV
卡罗拉 (Corolla)	轿车		
雅力士 (Yaris)	轿车		
赭 (Sienna)	轿车		
Mirai	轿车		
普锐斯 (Prius)	轿车		
C-HR	SUV		
4Runner	SUV		
汉兰达 (Highlander)	SUV		
陆地巡洋舰 (Land Cruiser)	SUV		
荣放 (RAV4)	SUV		
红杉 (Sequoia)	SUV		
塔科马 (Tacoma)	皮卡		
苔原 (Tundra)	皮卡		
86	跑车		
超 (SUPRA)	跑车		

资料来源:丰田美国官网, 国信证券经济研究所整理

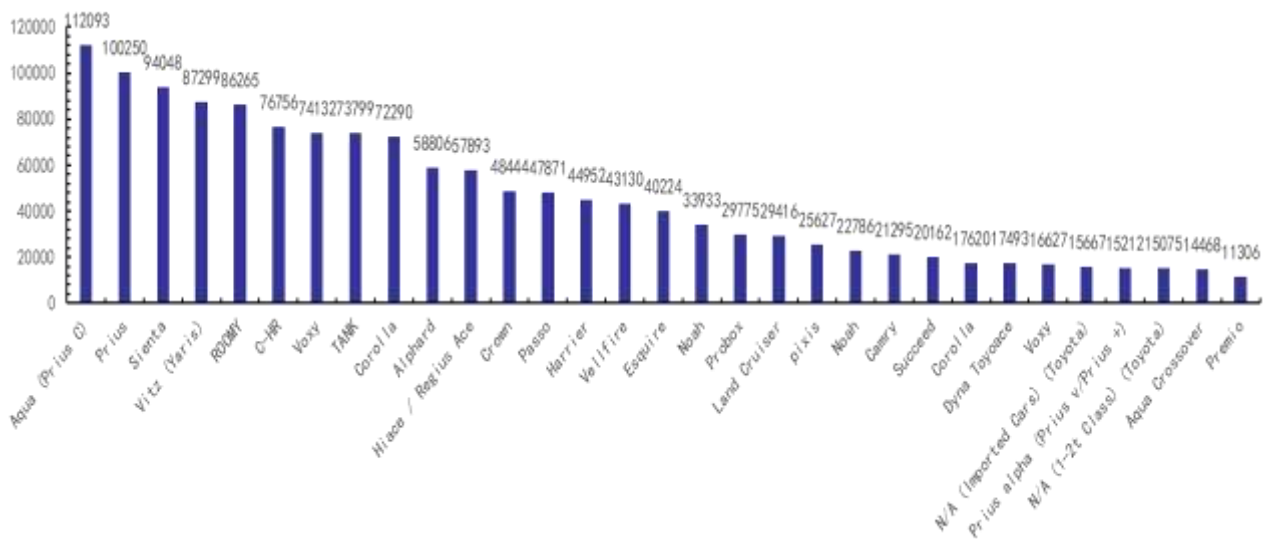
表 17: 中国市场区别与以下国家所没有的车型

日本&美国 丰田		雷克萨斯		日本 丰田		雷克萨斯		美国 丰田		雷克萨斯	
Mirai	轿车	ES (美国工厂)	中大型轿车	水簇	小型/紧凑型轿车	IS	中型轿车	雅力士 (Yaris)	轿车	ES (美国工厂)	中大型轿车
陆地巡洋舰 (Land Cruiser)	SUV	RX (加拿大工厂)	大中型 SUV	威姿 (ヴェイツ)	小型/紧凑型轿车	ES	中大型轿车	赭 (Sienna)	轿车	RX (加拿大工厂)	大中型 SUV
86	跑车			Supeido (スベイド)	小型/紧凑型轿车	GS	中大型轿车	Mirai	轿车		
超 (SUPRA)	跑车			坦克 (タンク/Tank)	小型/紧凑型轿车	LC	跑车	4Runner	SUV		
				帕苏 (パッソ/Passo)	小型/紧凑型轿车	LS	大型轿车	陆地巡洋舰 (Land Cruiser)	SUV		
				门 (ホルテ)	小型/紧凑型轿车	RC	跑车	红杉 (Sequoia)	SUV		
				鲁米 (ルーミー / roomy)	小型/紧凑型轿车	UX	紧凑型 SUV	塔科马 (Tacoma)	皮卡		
				阿里昂 (アリオン)	紧凑型轿车	NX	中型 SUV	苔原 (Tundra)	皮卡		
				世纪 (センチュリー)	轿车	RX	中大型 SUV	86	跑车		
				普锐斯 (プリウス/PRIUS)	轿车	GX	大型 SUV	超 (SUPRA)	跑车		
				PREMIO (プレミオ)	轿车	LX	大型 SUV				
				马克 X (マーク X)	轿车						
				MIRAI	燃料电池						
				Hilux (ハイラックス)	皮卡						
				鹤 (ハリアー)	SUV						
				陆地巡洋舰 (ランドクルーザー)	大型 SUV						
				超 (スーパー)	跑车						
				86	跑车						
				星宿 (アルファード)	MPV						

VELLFIRE (ヴェルファイア) MPV  
 Voxy (ヴォクシー) MPV  
 Esquire (エスクァイア) MPV  
 埃斯蒂马 (エステイマ) MPV  
 SIENTA(シエンタ) MPV  
 诺亚(ノア) MPV

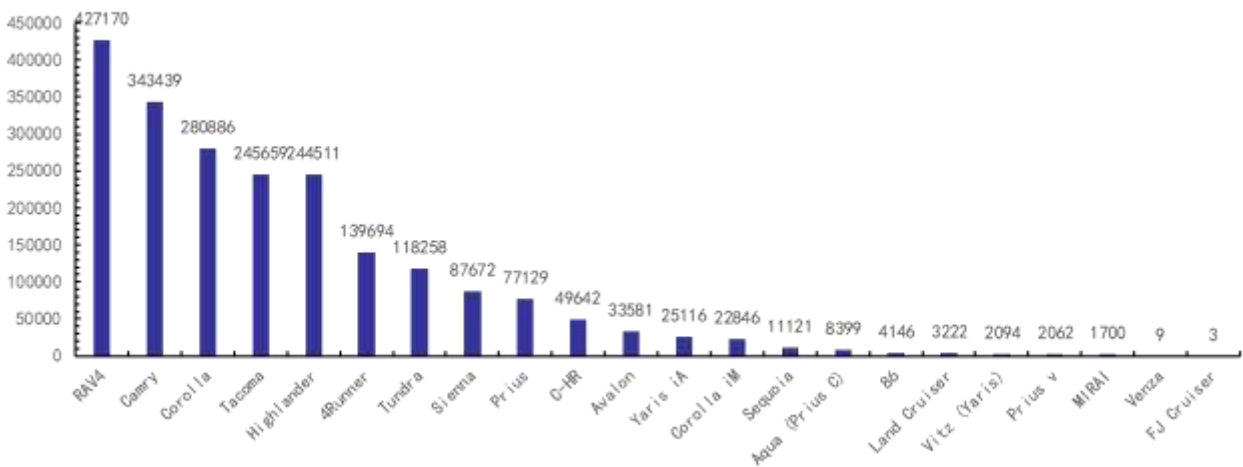
资料来源: 丰田美国官网, 丰田日本官网, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 57: 丰田各车型在日本地区销量



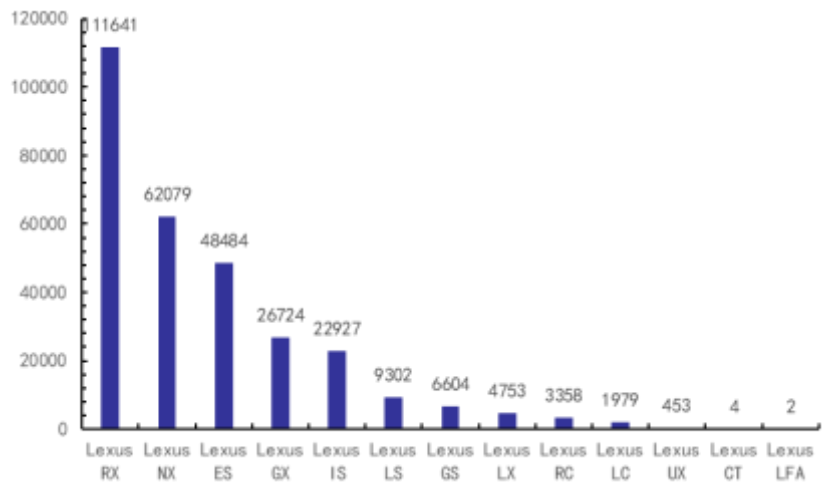
资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

图 58: 丰田各车型在美国地区销量



资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

图 59: 丰田-雷克萨斯各车型在美国地区销量



资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

本田在中国地区的布局与丰田较为类似,与大众相比同样在紧凑型 SUV 领域较为薄弱、大中型 SUV 和大中型轿车领域产品缺失。尤其是广汽本田在核心细分市场紧凑型 SUV 产品缺失,同时也没有大中型 SUV 与大中型轿车等车型。

表 18: 本田在中国、日本、美国本土化生产车型

中国		中国		日本		美国	
东风本田	广汽本田	广汽本田					
享域	紧凑型轿车	飞度	小型轿车	N BOX	微型轿车	Fit (Jazz)	小型轿车
竞瑞	紧凑型轿车	锋范	紧凑型轿车	N ONE	微型轿车	Civic	紧凑型轿车
哥瑞	紧凑型轿车	凌派	紧凑型轿车	N-WGN	微型轿车	Insight	紧凑型轿车
思域	紧凑型轿车	雅阁	中型轿车	S660	微型轿车	Accord	中型轿车
杰德	紧凑型轿车	缤智	小型 SUV	Vamos	微型轿车	Clarity Electric	中型轿车
INSPIRE	中型轿车	冠道	中型 SUV	Fit (Jazz)	小型轿车	Clarity Fuel Cell	中型轿车
XR-V	小型 SUV	奥德赛	MPV	GRACE	紧凑型轿车	Clarity Plug In	中型轿车
CR-V	紧凑型 SUV			Insight	紧凑型轿车	HR-V	小型 SUV
UR-V	中型 SUV			SHUTTLE	紧凑型轿车	CR-V	紧凑型 SUV
艾力绅	MPV			Freed	MPV	Honda Pilot	中型 SUV
				Step Wgn	MPV	Odyssey	MPV
				CR-Z	紧凑型轿车		
				Civic	紧凑型轿车		
				Insight	紧凑型轿车		
				Accord	中型轿车		
				Clarity	中型轿车		
				Honda Legend	大中型轿车		
				Vezel	小型 SUV		
				CR-V	紧凑型 SUV		
				JADE	MPV		
				Odyssey	MPV		
				Step Wgn	MPV		
				N-VAN	微型轿车		
				Vamos	微型轿车		

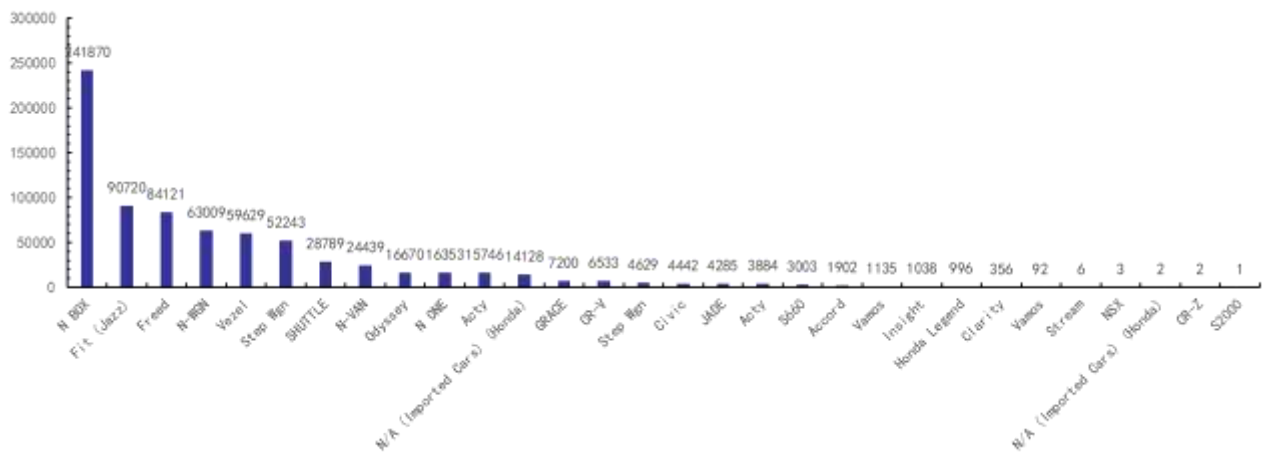
资料来源:本田全球, Marklines, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

表 19: 中国市场区别与以下国家所没有的车型

日本&美国		日本	美国
Insight	紧凑型轿车	<b>N BOX</b>	Insight
Clarity	中型轿车	<b>N ONE</b>	Clarity Electric
		<b>N-WGN</b>	Clarity Fuel Cell
		S660	Clarity Plug In
		Vamos	<b>HR-V</b>
		GRACE	<b>Honda Pilot</b>
		Insight	
		<b>SHUTTLE</b>	
		<b>Freed</b>	
		<b>Step Wgn</b>	
		CR-Z	
		Insight	
		Clarity	
		Honda Legend	
		Step Wgn	
		<b>N-VAN</b>	
		Vamos	

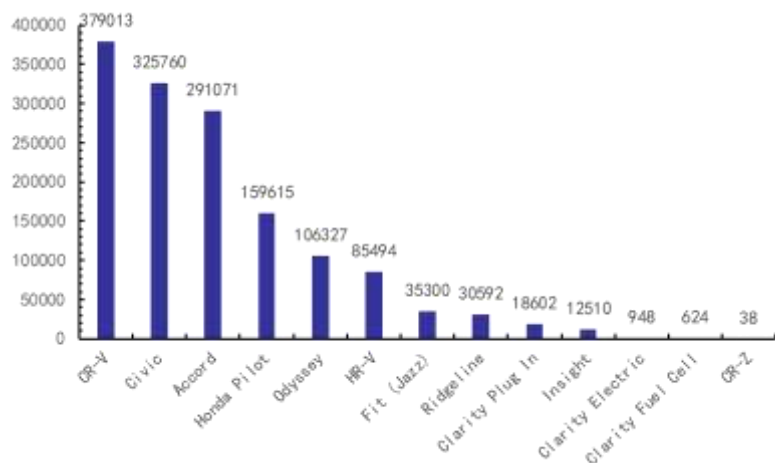
资料来源: 本田全球, Marklines, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 60: 本田各车型在日本地区销量



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图 61: 本田各车型在美国地区销量



资料来源: :Marklines、国信证券经济研究所整理

外因：经济与政治环境，自主品牌后期置换需求

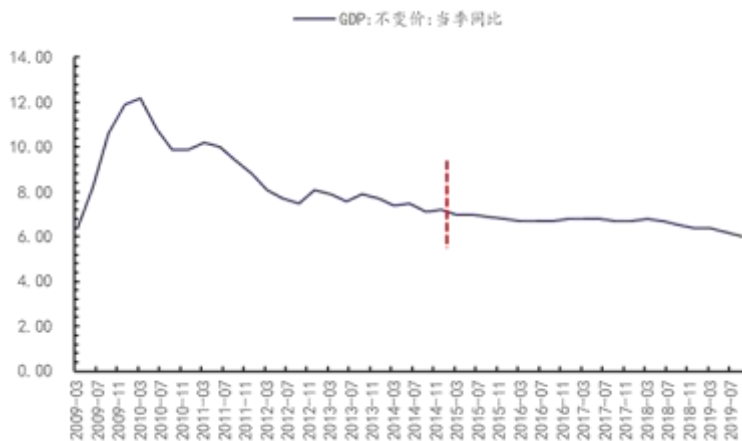
经济环境和政治环境

2009-2019 年上半年期间，日系品牌在 2009-2014 年市占率处于下行阶段，在 2015-2019 上半年处于持续提升阶段。我们认为影响日系品牌销量的外部原因主要包括经济环境以及中日政治环境，而油价的影响并非十分显著。

日系车具备低故障率与低油耗，高保值率等特点，因此具备较好的性价比。我们认为当宏观经济景气度相对下行，人们对宏观经济、后期可支配收入、后期薪资等因素的预期较低时，日系车更加适应此时的市场需求。

宏观经济对人们消费行为的影响是渐进的，我们主要基于 GDP 同比增速、社会消费品零售总额同比增速、城镇居民人均可支配收入同比增速等指标来衡量宏观层面指标与日系品牌市占率的关联度，这些指标基本均在 2014 年年底前后走弱，从趋势上看与日系品牌市占呈现负相关，印证我们的观点。对于油价，由于日系较为省油，我们认为油价与日系市占率呈现一定的正相关，但是从 2009-2019 年上半年来走势来看关联性不强，主要体现在 2009-2014 上半年时间窗口体现为油价上涨但是日系市占率下降。

图 62: GDP 同比增速（季度，不变价）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 63: 社会消费品零售总额：当月同比

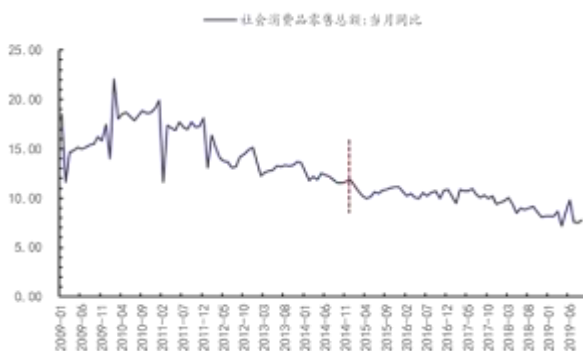
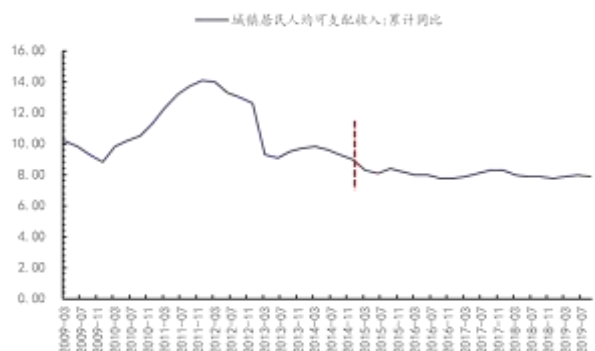


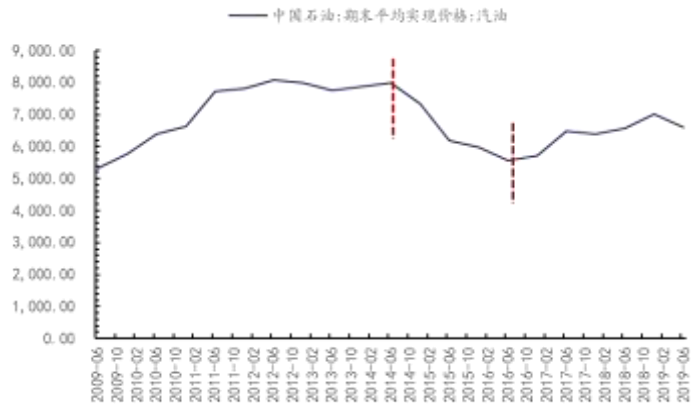
图 64: GDP 同比增速（季度，不变价）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 65：中国石油：期末平均实现价格



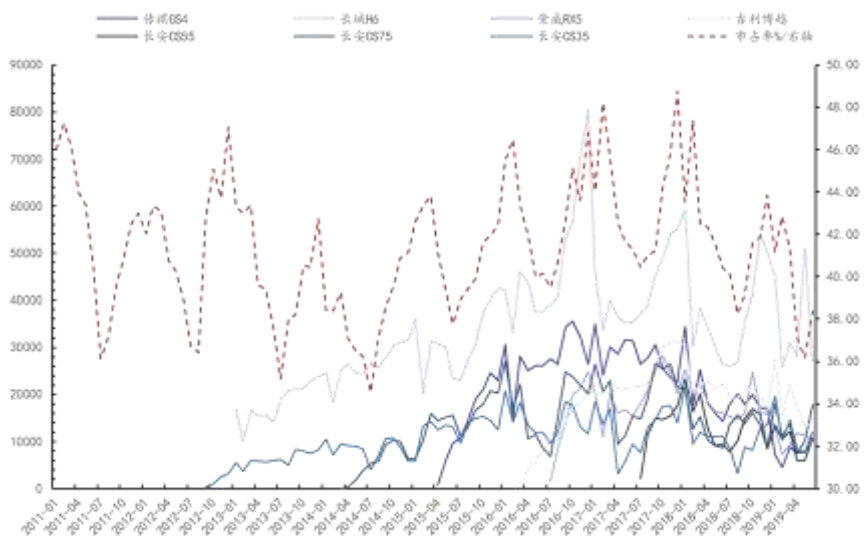
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

日系品牌受到中日关系影响较为明显；2012年9月至2012年10月期间爆发的钓鱼岛事件使得日系在国内市场份额迅速下滑至史上最低，由最高时期2011年7月的23.15%下滑至7.52%，随着钓鱼岛事件逐步消退以及日系各品牌对华战略地位逐步提升，日系品牌市占率稳步回升，丰田、本田等日企再次在华投产。

**置换需求：日系品牌有望承接 13-17 年的自主换成需求**

国内自主品牌在 2013-2017 年依靠长城哈弗 H6、传祺 GS4、荣威 RX5、吉利博越、长安 CS35/55/75 等车型的上市以及热销进一步提升市占率，主要由于自主品牌对 SUV 市场需求的灵敏反应同时合资品牌暂未对市场需求做出及时响应。我们认为 13-17 年这一波自主 SUV 的换车需求大部分将跨入合资品牌，而势头强劲日系品牌能够很好的承接这部分需求。我们预计此轮换车需求将在 2020 年明显显现，我们测算 2020-2022 年的这波自主 SUV 带来的换车需求分别为 150/184/162 万辆。

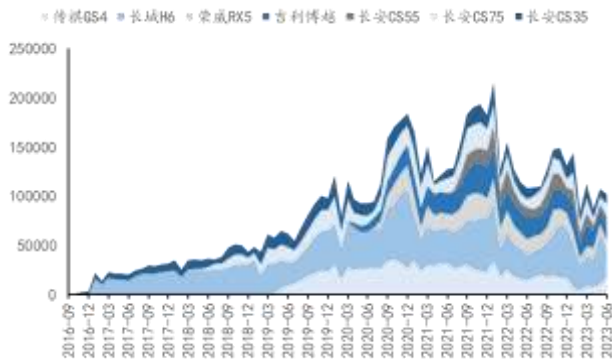
图 66：自主核心车型销量



资料来源：广汽集团产销快报，东风本田官网，一汽丰田官网，国信证券经济研究所整理



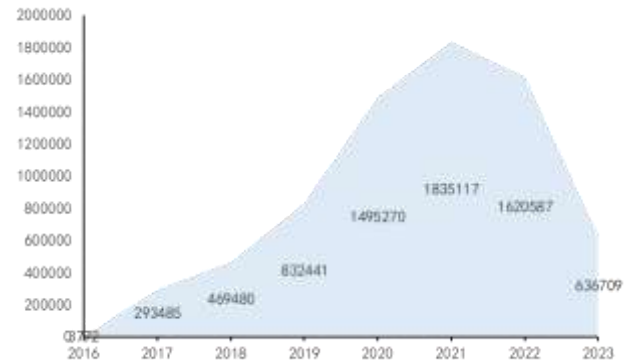
图 67: 自主核心车型更换需求量(月度)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

备注: 假设换车周期为 6 年, 样本为传祺 GS4, 荣威 RX5, 哈弗 H6, 长安 CS35, 长安 CS55, 长安 CS75

图 68: 自主核心车型更换需求量(年度)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

备注: 假设换车周期为 6 年, 样本为传祺 GS4, 荣威 RX5, 哈弗 H6, 长安 CS35, 长安 CS55, 长安 CS75

## 投资建议: 日系产业链机会何在?

**广汽集团: 日系强势持续, 传祺与菲克有望底部反弹**

**丰田与本田逆势销量大幅度增长, 处于产品与产能双周期**

广汽丰田核心车型凯美瑞从 2017 年年底换代, 广汽本田核心车型雅阁从 2018 年上半年换代, 两款车型横向与纵向比较产品竞争力均大幅度提升, 带动广丰与广本销量逆势大幅度增长。后期广丰与广本均有走量新车型推出, 同时叠加产能投放解决前期广丰和广本的产能瓶颈。长期来看, 丰田和本田海外车型储备丰富, 对标全球、美国、东南亚、日本、欧洲等地区市占率均有显著提升空间。

**自主最暗时刻将过, 渠道整改叠加核心车型 GS4 换代**

传祺 GS4 是自主品牌最核心的走量与盈利车型, 18-19 年基本是 GS4 生命周期末端, 同时叠加行业下滑。传祺 GS4 预计在 19 年 11 月换代上市, 同时叠加行业下滑收窄以及传祺终端渠道改革(更加注重以销定产以及加强串货串价处罚力度), 产品力回升叠加渠道力改善, 预计后期销量和单车利润有望明显恢复。

**投资逻辑: 日系强势, 传祺底部探明, 菲克止血**

我们认为广汽集团基本面有望迎来新一轮改善, 主要源于: 广丰广本产品竞争力强劲, 中短期看进入新一轮产品与产能周期, 广汽自主 GS4 生命周期末期叠加行业显著下滑, 车型换代同时叠加行业复苏, 广菲克前期产销分离导致库存高企产品力受损, 近期改革有望逐渐生效。

**星宇股份: 好行业好格局好公司, 受益车灯产品升级**

星宇股份是我们持续重点跟踪和推荐的优质汽车零部件标的, 公司作为国内主板主营车灯稀缺上市公司, 主业高度专注, 崛起于中国汽车工业快速发展期, 规模稳健扩张(近五年营收复合增速 25%)。逻辑: 好行业、好格局、好公司, 业绩仍有望维持较高增速, 毛利率或迎来拐点, 具备全球车灯龙头潜质。

### 好行业：国内 500 亿 OEM，智能化+LED 看未来

国内车灯前装市场具有约 500 亿元（2017 年）市场空间，行业将受益于进口替代、产品升级等，行业集中度有望逐步提升，自主品牌份额有望加大。未来车灯发展趋势在于 LED 大灯（2020 年市场空间 450 亿，渗透率从 10% 升至 50%）、激光灯和智能车灯。星宇通过内生研发+外延合作布局行业前沿（内生：募投研发中心和 LED 产能，LED 收入占比持续提升，激光大灯研发成功，智能车灯进入主机厂洽谈；外延：合作松下、凯翼，开发智能产品）。

### 好格局下的好公司：竞争优势显著，突围国内合资车灯竞争圈

行业格局方面，全球车灯市场寡头垄断，区域性龙头占据高地；中国车灯市场“一超多强”，星宇自主突围多强竞争圈。星宇销售净利率全球领先（11%），产品升级速度远超同业。我们认为，中国汽车市场份额高。新车型推出快，为本土车灯品牌提供了绝佳的生长土壤，星宇已经拥有优质客户支持，正向研发+快速响应，或逐渐“挤出”合资车灯企业，是国内最有可能走出全球格局的车灯企业。

### 高成长：客户扩展+产能扩张+产品升级

客户升级：经历自主（奇瑞）-合资（一汽大众、广丰）-外资（宝马）的客户升级，近期配套吉利，后期有望深入配套一汽大众全新 SUV；产能扩充：佛山子公司四季度批产，提升前大灯和后组合灯产能；产品升级：公司未来计划降低低价低毛利率的小灯产品占比，提升高附加值（大灯、LED 灯）占比。

### 收入稳增，毛利率上行，维持买入

公司车灯主业受益于 1) 原有客户深耕、新客户拓展和产能释放，收入稳健增长；2) 产品高端化升级，毛利率进入上行。我们维持星宇股份 19/20/21 年净利润分别 8.0/10.3/13 亿，EPS 分别为 3.07/4.01/5.21 元，维持合理估值 93-104 元（对应 2020 年市盈率为 25-28x），维持“买入”评级。

## 风险提示

**第一，行业复苏不及预期；**虽然目前我们看到的库存、购置税透支影响等中观（行业）层面的影响因素在改善，行业销售下滑逐渐收窄，但是汽车需求跟宏观经济高度挂钩，同时受政策影响显著，若是宏观经济无法企稳或复苏，汽车终端需求难以明显的大幅度复苏。

**第二，中日关系出现不稳定；**日系品牌上一轮销量大幅下滑主要受到“钓鱼岛”事件影响，稳定的中日关系是日系在中国发展的基础。

**第三，产能投放进度不及预期，新车型上市消费者接受度低于预期；**未来 1-3 年日系有望进入产能和车型投放周期，但行业产能过剩以及竞争持续加剧，因此存在新车型上市消费者接受度低于预期，销量未达到预期值从而使得产能利用率下降，放缓或是取消后期产能投放的可能。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资 评 级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资 评 级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032