

汽车汽配

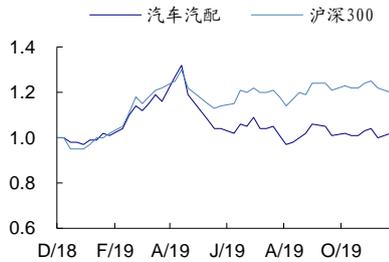
汽车汽配 2020 年投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 12 月 05 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《汽车前瞻研究系列(四):日系车走强:原因、空间和投资机会》——2019-12-03
- 《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
- 《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

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号: 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号: S0980519080001

证券分析师:唐旭霞

电话: 0755-81981814
E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

证券分析师:陶定坤

E-MAIL: taodingkun@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519110002

行业投资策略

行业弱复苏,精选优质赛道

● 行情回顾: 2019 年汽车销量、库存承压

2019 年伴随购置税优惠政策完全退出叠加经济下行,汽车作为可选消费品,销售受到较大冲击,我们预计 2019 年全年国内汽车销量 2629 万辆,同比下降 9%。展望 2020 年,中观层面来看行业库存位于低位,宏观层面经济尚未明显企稳,不考虑国家对汽车行业出台较强程度刺激政策,我们预计 2020 年汽车行业销量在 2621 万辆上下波动,同比增速在 0%附近波动。

● 行业阶段分析: 短期看 2020 持平,长期看增量市场仍有 40%空间

行业经历黄金十年发展,当前处于成长期向成熟期过渡阶段,呈现出增速放缓、产能过剩、竞争加剧的特点。我们基于人均保有量指标预计成熟期后的中国汽车销量相对 2018 年仍然存在 42%-53%增长空间,预计未来 20 年行业销量年均复合增速约为 2%。汽车行业销量主要受到宏观经济以及刺激政策影响较为显著,目前尚未看到宏观经济数据企稳,同时我们认为明年出现较强程度刺激政策的可能性较低,我们预计明年乘用车板块销量增速基本持平 2019 年,年销量达到 2201 万辆。商用车板块预计明年重卡小幅度下滑,客车格局持续优化。

● 产业趋势研讨: 整车分化,零部件进口替代与转型升级

整车板块,行业竞争加剧,自主向上高端化突破同时合资向下阻击,产品周期对于车企维系市占率起到关键作用,长期来看模块化平台的能力决定了车企的产品周期。零部件板块,具备成本或是技术优势的零部件加速进口替代以及全球化布局,同时向电动化、智能化、轻量化等前瞻产业趋势转型。

● 投资主线: 增量与存量,电动化与智能化

1) 行业集中度持续提升,具备核心资产的赛道龙头; 2) 中国市场竞争加剧,具备成本与技术优势的零部件加速进口替代; 3) 汽车保有量持续增加,后市场空间大,部分细分赛道龙头显现; 4) 电动化与智能化转型与产品升级。

● 风险提示

宏观经济下行背景下汽车销量下行风险,传统零部件企业变革风险。

● 投资主线: 板块复苏、汽车后市场、进口替代和产品升级零部件

汽车行业处于基本面与估值底部,我们认为 2020 年的投资主要围绕板块复苏、汽车后市场、进口替代和产品升级的优质零部件展开,推荐星宇股份、玲珑轮胎、华域汽车、广汽集团、长安汽车。

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
601799	星宇股份	买入	84.70	23,390	2.90	3.71	29.2	22.8
601966	玲珑轮胎	买入	20.50	24,600	1.01	1.25	20.2	16.4
600741	华域汽车	买入	24.87	78,408	2.60	2.58	9.6	9.7
601238	广汽集团	未评级	11.72	119,986	0.80	0.99	14.59	11.84
000625	长安汽车	买入	8.48	40,726	0.06	0.08	132.7	108.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

备注: 未评级公司参照 wind 一致预期

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

投资摘要

关键结论与投资建议

行业背景: 我们认为, 中国汽车工业当前从成长期逐步迈入成熟期, 未来较长一段时间将进入自主与合资品牌激烈竞争的分化时期, 国内整车龙头依靠技术优势、强大的降价能力和广泛的市场基础将呈现强者恒强, 处于竞争劣势的长尾整车企业逐渐退出市场或被龙头整车吞并, 传统汽车行业集中度提升, 龙头企业受益; 而另一方面, 国内新能源汽车持续高速增长, 电动化、智能化加速推进。

行业展望: 2019 年伴随购置税优惠政策完全退出叠加经济下行周期, 汽车作为可选消费品, 销售受到较大冲击, 且这一冲击从 2018 年下半年起表现尤为显著。我们预计 2020 年全年国内汽车销量 2621 万辆, 同比下降-0.33%。拆分类别来看, 预计乘用车全年销量持平, 商用车全年销量略微下滑-2%。

投资思路:

经历 2019 年的行业销量大幅下滑, 库存下降, 2019 年底的汽车及零部件行业均处于历史估值的底部区间, 我们认为, 汽车汽配行业已经进入高性价比的配置阶段, 2020 年的投资主要围绕 1) 行业龙头以及行业核心资产; 2) 进口替代加速的优质零部件; 3) 汽车后市场; 4) 电动化与智能化, 主要推荐四条投资主线:

1) 行业集中度提升, 具备核心资产的赛道龙头: 基于此主线下的推荐标的有华域汽车、广汽集团、长安汽车、长城汽车等;

2) 进口替代加速, 成长稳健的优质零部件: 基于此主线下的推荐标的有星宇股份、岱美股份、爱柯迪等;

3) 汽车保有量持续增加, 存量市场空间大: 基于此主线下的推荐标的有玲珑轮胎、安车检测、五洋停车等;

4) 电动化与智能化转型升级: 基于此主线下的推荐标的有保隆科技、德赛西威、科博达、三花智控、中国汽研等。

核心假设或逻辑

考虑中观层面去库存生效, 明年行业轻装上阵, 但宏观层面尚未看到经济数据企稳, 不考虑车市强政策刺激的前提下, 我们预计明年乘用车板块销量增速基本持平 2019 年, 年销量达到 2201 万辆。商用车由于其具备周期性, 预计明年维持-2%小幅度下滑, 年销量达到 419 万辆, 汽车板块整体同比略微下滑 0.33%, 年销量达到 2621 万辆。

与市场预期不同之处

长期趋势来看, 对于整车股, 我们提出模块化平台的能力是整车股的核心竞争力。整车股的股价、销量、产品均呈现较为明显的周期性, 主要是有产品周期决定, 而产品周期主要有整车厂的模块化平台能力决定, 当期汽车行业尚处于格局逐步优化的洗牌期, 我们认为模块化平台建设能力较强的企业能去取得长期竞争优势。对于零部件企业, 我们提出进口替代、电动化与智能化、客户结构三维度的选股逻辑。

股价变化的催化因素

第一, 刺激汽车行业的强有效消费政策颁布;

第二, 宏观经济复苏带动终端需求回暖。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济下行，车市销量持续低迷，整车行业面临销量下行风险和价格战风险，零部件行业面临排产减少和年降压力；

第二，新能源汽车替代传统燃油车后，部分机械式零部件行业（比如内燃机系统）的消失。

内容目录

2019 年回顾：行业承压，精选优质赛道零部件	7
行业概况：全年下滑显著，月度呈现收窄	7
2019 投资观点回顾：精选优质赛道零部件公司	10
行业阶段分析	10
当前特征：增速下行、保有量增加、产能过剩	10
未来空间：国内汽车保有量存翻倍空间，销量 40%+空间	16
2020 年销量预测：需求平稳，基本持平 2019 年	18
发展趋势研讨	18
整车：模块化研发生产，自主合资竞争加剧	18
零部件：进口替代加速，电动化与智能化转型	26
投资机会分析	38
逻辑 1：行业集中度提升，具备核心资产的赛道龙头	38
逻辑 2：进口替代加速，优质零部件成长稳健	43
逻辑 3：汽车保有量持续增加，存量市场空间大	44
逻辑 4：电动化与智能化转型升级	46
分析师承诺	50
风险提示	50
证券投资咨询业务的说明	50

图表目录

图 1: 2014-2019 年中国汽车销量及同比.....	7
图 2: 2019 年 1-10 月中国汽车月度销量及同比.....	7
图 3: 2016 年-2019 年乘用车分月度销量及同比.....	8
图 4: 2016 年-2019 年轿车分月度销量及同比.....	8
图 5: 2016 年-2019 年 SUV 分月度销量及同比.....	8
图 6: 2016 年-2019 年 MPV 分月度销量及同比.....	8
图 7: 2017-2019 各月经销商库存指数.....	8
图 8: 2017-2019 各月经销商库存预警指数.....	8
图 9: 2013-2019 年中国商用车销量及同比.....	9
图 10: 2019 年中国重卡月度销量及同比.....	9
图 11: 2018-2019 年 8 月纯电动车销量 (辆) 及同比.....	10
图 12: 2018-2019 年 8 月插电混动车销量 (辆) 及同比.....	10
图 13: 重点标的星宇股份投资收益.....	10
图 14: 重点标的玲珑轮胎投资收益.....	10
图 15: 中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象.....	11
图 16: 2004-2017 年中国汽车保有量及同比.....	11
图 17: 行业发展生命周期.....	11
图 18: 从 1931-2016 年美国汽车年销量看汽车行业生命周期.....	12
图 19: 1970-2016 年日本新车注册量.....	13
图 20: 2000-2017 年中国汽车年销量.....	13
图 21: 中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象.....	13
图 22: 2001-2015 年国内轿车新增产能及产能利用率.....	13
图 23: 整车企业 2009-2019 年销售毛利率 (%).....	15
图 24: 整车企业 2009-2019 年销售净利率 (%).....	15
图 25: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR10.....	15
图 26: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR3.....	15
图 27: 2010-2018 年我国汽车销量复合增速 5.6%.....	16
图 28: 2004-2018 年中国汽车保有量及同比.....	16
图 29: 2001 年以来汽车零售累计同比及社零累计同比对比.....	16
图 30: 1952 年至今中国人口自然增长率.....	17
图 31: 发达国家保有量/销量水平大多在 12-15 倍区间.....	18
图 32: MQB 平台生产车型一览.....	21
图 33: 大众模块化平台跨越车型级别、种类、品牌.....	21
图 34: 已宣布规划新能源独立平台的中外资品牌比例.....	23
图 35: 重卡月度销量 (单位: 辆).....	25
图 36: 重卡月度销量同比增速.....	25
图 37: 重卡销量及同比增速 (单位: 辆).....	25
图 38: 客车行业格局 (2015 年).....	26
图 39: 客车行业格局 (2019 年 1-10 月).....	26
图 40: 客车行业集中度.....	26
图 41: 丰田 TNGA 平台.....	27
图 42: 雷诺-日产 CMF 模块化平台.....	27
图 43: 沃尔沃和吉利联合开发的 CMA 平台.....	28
图 44: 模块化平台的几种类型.....	28
图 45: 2010-2016 年各零部件系统进口金额同比增速与汽车销量同比增速对比.....	29
图 46: 新能源乘用车结构图.....	30
图 47: 新能源乘用车成本拆分.....	30
图 48: ADAS 三大模块.....	32
图 49: 智能汽车上主要的传感器.....	33
图 50: 智能汽车产业链上游感知层相关企业.....	33
图 51: 耐世特电动转向系统 EHPS.....	34
图 52: 博世智能刹车系统 IBS.....	34
图 53: 2015-2025 年中日欧美燃油车油耗限制 (L/KM).....	34
图 54: 乘用车减重能效提升对比.....	35
图 55: 2018 年国内汽车轻量化产品细分需求结构.....	35
图 56: 部分整车企业的股价表现.....	37

图 57: 部分整车企业与行业乘用车的年度销量同比增速情况.....	37
图 58: 吉利销量同比增速以及相关产业链营收同比增速关联性.....	38
图 59: 2009-2019 年前 5 个月各国别系中国市场市占率.....	38

表 1: 2018 年国内 24 家车企产能利用率.....	14
表 2: 2000-2014 年中国汽车企业个数.....	14
表 3: 2020 年汽车销量预测.....	18
表 4: 主流整车企业平台及模块化平台概览.....	20
表 5: 传统车平台改造生产新能源汽车概览.....	22
表 6: 新能源独立平台规划概览.....	23
表 7: 部分合资车型降价幅度.....	24
表 8: 国内豪华车企 2019 年官降一览.....	24
表 9: 合资车企下移品牌及车型.....	25
表 10: 全球主要车企平台和国内供应商.....	27
表 11: 部分汽车零部件国内外单价对比.....	28
表 12: 汽车零部件分类.....	28
表 13: 传统汽车零部件分类.....	29
表 14: 新能源汽车上消失或受损的零部件.....	30
表 15: 新能源汽车上新增或受益的零部件.....	31
表 16: 国际先进企业布局智能车载计算平台.....	33
表 17: 国际芯片巨头的 V2X 产品规划.....	34
表 18: 铝合金在汽车轻量化的典型应用.....	36
表 19: 节能与新能源汽车技术路线图.....	36

2019 年回顾：行业承压，精选优质赛道零部件

行业概况：全年下滑显著，月度呈现收窄

2018 年伴随购置税优惠政策完全退出叠加经济下行周期，汽车作为可选消费品，销售受到较大冲击，且这一冲击从 2018 年下半年起表现尤为显著。2018 年 7 月起中国乘用车销量连续 16 个月下滑，拖累汽车销量增速，2018 年中国汽车销售 2808 万辆，同比下滑 2.8%，**2019 年 1-10 月中国汽车销售 2065.2 万辆，累计同比下滑 9.7%，趋势来看，2019 年下半年汽车下滑幅度大体呈现逐月收窄态势（10 月单月销量下滑幅度收窄至-4%），预计 2019 年全年汽车销量同比下滑幅度在-5%和-10%之间。**

销量来看，根据中汽协统计数据，10 月汽车销量同比降幅延续下半年以来的收窄态势。产销量分别完成 229.5 万辆和 228.4 万辆，比上月分别增长 3.9%和 0.6%，比上年同期分别下降 1.7%和 4%，产量降幅比上月收窄 4.5 个百分点，销量同比降幅比上月收窄 1.2 个百分点。

1-10 月，汽车产销分别完成 2044.4 万辆和 2065.2 万辆，产销量比上年同期分别下降 10.4%和 9.7%，产销量降幅比 1-9 月分别收窄 1 和 0.6 个百分点。

分板块来看，1) 乘用车：10 月销量 192.8 万辆，同比下降 5.8%，1-10 月销量 1717.4 万辆，同比下降 11%，销量降幅比 1-9 月继续收窄。2) 商用车：10 月销量 35.7 万辆，同比增长 7%；1-10 月销量 347.8 万辆，同比下降 2.5%；3) 新能源汽车：10 月销量 7.5 万辆，同比下降 45.6%；1-10 月销量 94.7 万辆，同比增长 10%；4) 自主品牌乘用车：10 月销售 77.0 万辆，同比下降 9.6%；1-10 月销量 667.2 万辆，同比下降 17.5%；5) 汽车出口：10 月出口量 8.7 万辆，同比增长 23.4%；1-10 月出口量 83.4 万辆，下降 5.6%

图 1：2014-2019 年中国汽车销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图 2：2019 年 1-10 月中国汽车月度销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

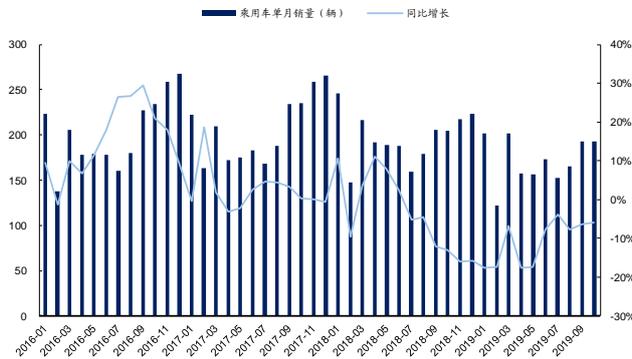
乘用车：10 月乘用车销量下滑幅度进一步收窄，SUV 销量增速转正

2019 年 10 月乘用车产销同比下降 3.2%和 5.8%。根据中汽协数据，2019 年 10 月，乘用车产销分别完成 193.8 万辆和 192.8 万辆，产量比上月增长 3.9%，销量比上月下降 0.2%，产销量比上年同期分别下降 3.2%和 5.8%，产销量降幅比上月分别缩小 4.7 和 0.5 个百分点。**10 月乘用车四类车型中，SUV 销量增速转正 (+0.1%)，轿车销量-10.1%，MPV 销量-11.4%。**

1-10 月，乘用车四类车型产销情况看：轿车产销比上年同期分别下降 12.2%和 11.8%；SUV 产销比上年同期分别下降 10.8%和 8.3%；MPV 产销比上年同期

分别下降 20.2%和 21%；交叉型乘用车产销量比上年同期分别下降 7.2%和 13.9%。

图 3：2016 年-2019 年乘用车分月度销量及同比



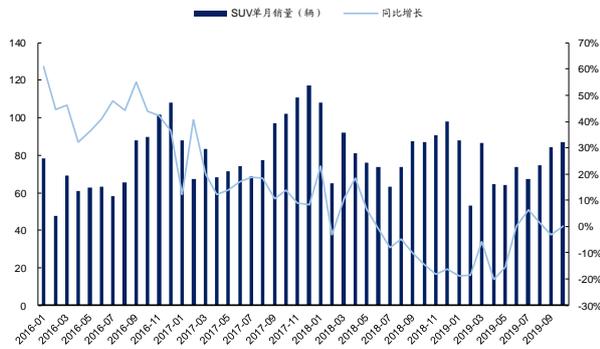
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图 4：2016 年-2019 年轿车分月度销量及同比



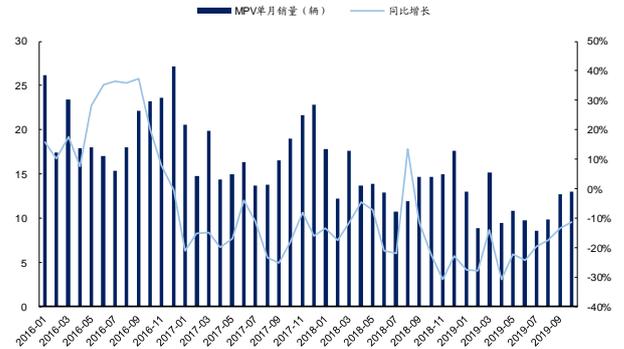
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图 5：2016 年-2019 年 SUV 分月度销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

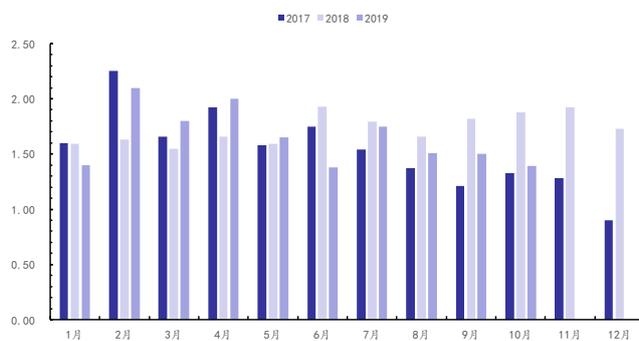
图 6：2016 年-2019 年 MPV 分月度销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

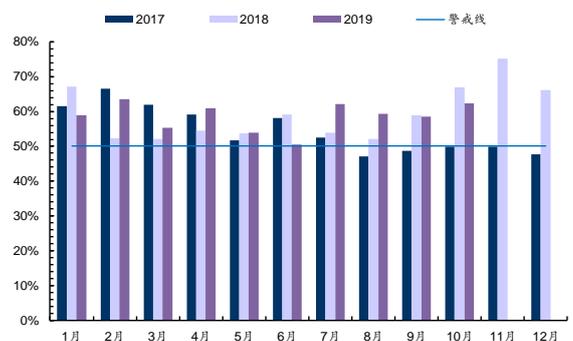
库存层面，10 月经销商库存系数持续走低。2018 年下半年以来汽车库存持续高位，经销商库存系数自 2018 年 6 月-12 月均维持了 2014 年以来的新高，2019 年 7 月起，经历了上半年国五去库存以及销量增速改善，下半年起经销商库存系数逐渐降低，10 月经销商库存系数 1.39，是 19 年下半年以来最低水平，19 年全年以来第二低位。10 月经销商库存预警指数 62.4%，同比略有下滑。

图 7：2017-2019 各月经销商库存指数



资料来源：中国汽车流通协会，国信证券经济研究所整理

图 8：2017-2019 各月经销商库存预警指数



资料来源：中国汽车流通协会，国信证券经济研究所整理

商用车：10月同比增长7%，重卡表现较突出

2019年10月，商用车产销分别完成35.8万辆和35.7万辆，比上月分别增长3.9%和4.8%；比上年同期分别增长7.7%和7%。其中重卡10月销售9万辆，同比增长12%，创2019年以来单月最高增速。商用车自2016年以来在重卡限超政策、更新需求、基建拉动工程机械等推动下进入了三年增长景气期。

2019年1-10月，商用车产销分别完成343.2万辆和347.8万辆，比上年同期分别下降1.3%和2.5%。分车型产销情况看，客车产销分别完成35.8万辆和36.2万辆，比上年同期分别下降6.4%和2.5%；货车产销分别完成307.4万辆和311.6万辆，比上年同期分别下降0.6%和2.5%，其中，重型货车产销分别完成94.2万辆和98.0万辆，比上年同期分别增长2.0%和0.4%。

图9：2013-2019年中国商用车销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图10：2019年中国重卡月度销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

新能源汽车：10月销量增速持续走低

2019年10月，新能源汽车产销分别完成9.5万辆和7.5万辆，比上年同期分别下降35.4%和45.6%。其中纯电动汽车产销分别完成7.8万辆和5.9万辆，比上年同期分别下降33.3%和47.3%；插电式混合动力汽车产销均完成1.6万辆，比上年同期分别下降44.3%和38.7%。

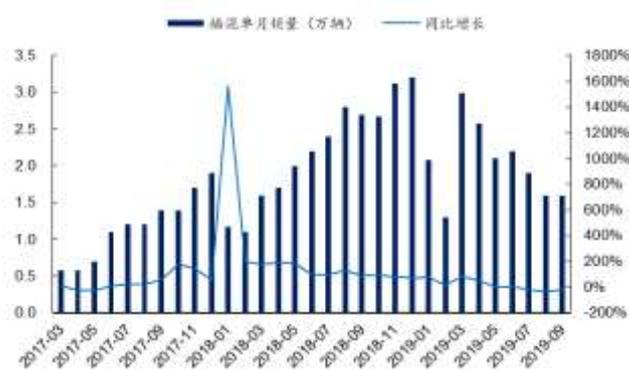
2019年1-10月，新能源汽车产销分别完成98.3万辆和94.7万辆，比上年同期分别增长11.7%和10.1%。其中纯电动汽车产销分别完成79.5万辆和75.0万辆，比上年同期分别增长18.4%和15.0%；插电式混合动力汽车产销分别完成18.6万辆和19.6万辆，比上年同期分别下降10.6%和5.7%；燃料电池汽车产销分别完成1391辆和1327辆，比上年同期分别增长8.2倍和8.0倍。

图 11: 2018-2019 年 8 月纯电动车销量 (辆) 及同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2018-2019 年 8 月插电混动车销量 (辆) 及同比

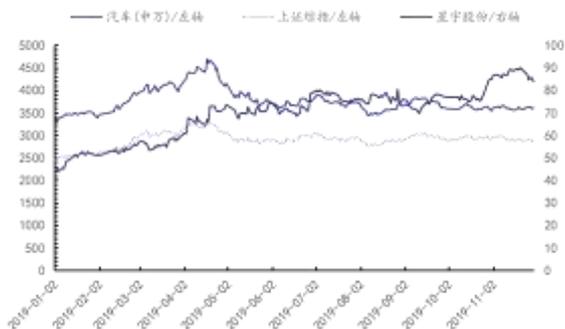


资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

2019 投资观点回顾: 精选优质赛道零部件公司

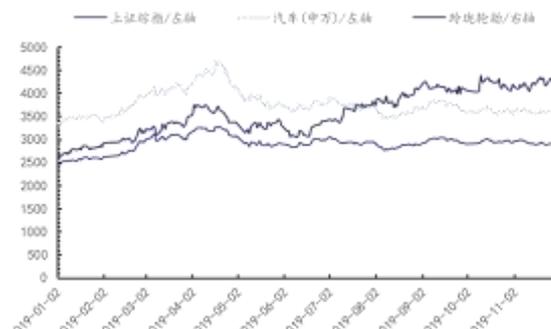
2019 年我们基于优质零部件选股逻辑, 精选出具备明显产品升级趋势的车灯赛道里的优质公司星宇股份, 以及从后市场逻辑出发精选的轮胎赛道里的龙头公司玲珑轮胎, 规避了年初至今汽车行业板块性的多次复苏假象。星宇股份年初至今 (2019 年 11 月 29 日收盘价) 绝对收益 81.27%, 相对于大盘的相对收益为 64.77%, 相对于汽车 (申万) 板块的相对收益为 73.84%。玲珑轮胎年初至今 (2019 年 11 月 29 日收盘价) 绝对收益 53.71%, 相对于大盘的相对收益为 37.21%, 相对于汽车 (申万) 板块的相对收益为 46.28%。

图 13: 重点标的星宇股份投资收益



资料来源: 盖世汽车网, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 14: 重点标的玲珑轮胎投资收益



资料来源: 中国汽车工业年鉴, 国信证券经济研究所整理 (注: 2015、2016、2017 年数据来源于公安部交管局)

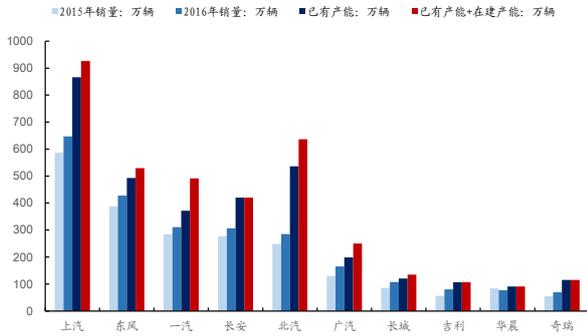
行业阶段分析

当前特征: 增速下行、保有量增加、产能过剩

核心观点: 汽车行业经历 2001-2010 年十年行业高速增长黄金时代后, 当前中国汽车行业逐步由成长期步入成熟期, 此阶段行业体现出三大特征: 行业增速放缓、保有量提升、厂商产能过剩。汽车行业兼备周期与成长双重属性, 行业增量红利消失的大背景下, 我们认为汽车行业结构性机会犹存: 成长属性方面, 深度挖掘由智能化、电动化、轻量化以及后市场带来行业革新机会, 周期属性方面, 仔细甄别部分子板块周期性轮动与复苏带来的机会; 短期而言, 增量红利消失使得行业分化显现 (车型、国别品牌、厂商分化), 未来随着销量增速进一步放缓, 龙头份额将进一步提升, 缺乏品牌效应和规模优势的中小企业在激烈竞争中将被淘汰。

汰，强者恒强格局日益凸显。叠加政策大环境支持，未来行业分化是主旋律，短期结构性机会犹存，长期把握智能化和新能源两条主线。

图 15: 中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象



资料来源: 盖世汽车网, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

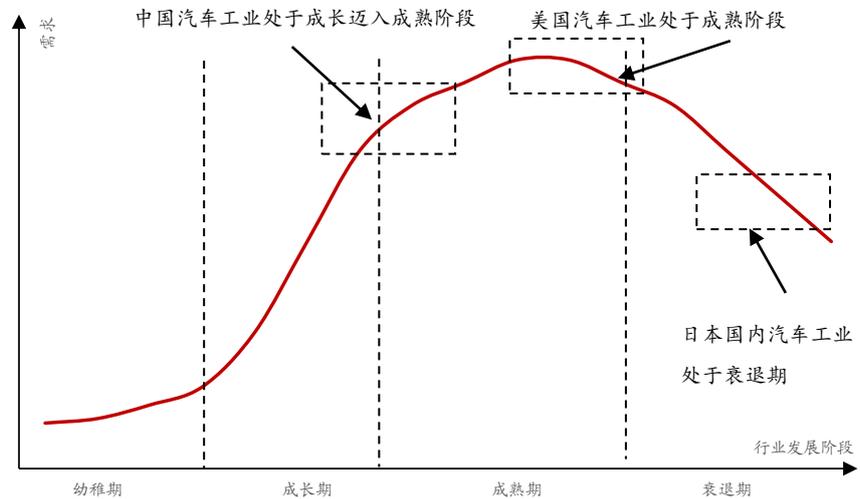
图 16: 2004-2017 年中国汽车保有量及同比



资料来源: 中国汽车工业年鉴, 国信证券经济研究所整理 (注: 2015、2016、2017 年数据来源于公安部交管局)

根据行业生命周期理论(Industry Life Cycle)。行业的生命周期指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的时间, 主要包括四个发展阶段: 幼稚期, 成长期, 成熟期与衰退期。在成熟期之前, 几乎所有行业都具有类似 S 形的生长曲线, 而进入成熟期后, 行业需求平缓出现下降, 产品品种及竞争者数目减少。我们选取中国、美国、日本三大典型汽车工业发展案例进行分析, 发现中美日三国汽车工业分别处于不同的生命周期阶段。我们认为当前的中国汽车工业处于成长到成熟的转折阶段, 产销增速有所下滑但仍然为正; 美国汽车工业处于成熟阶段, 需求趋于饱和, 产销增速受经济周期的影响较大, 汽车消费呈现出显著的周期性特征; 日本汽车工业处于衰退阶段, 需求萎缩, 销量日益下滑。考虑到中美人口 (需求端) 有相似的增长特征, 我们认为美国汽车工业从成长期到成熟期的变迁具备较好的指示与借鉴意义。

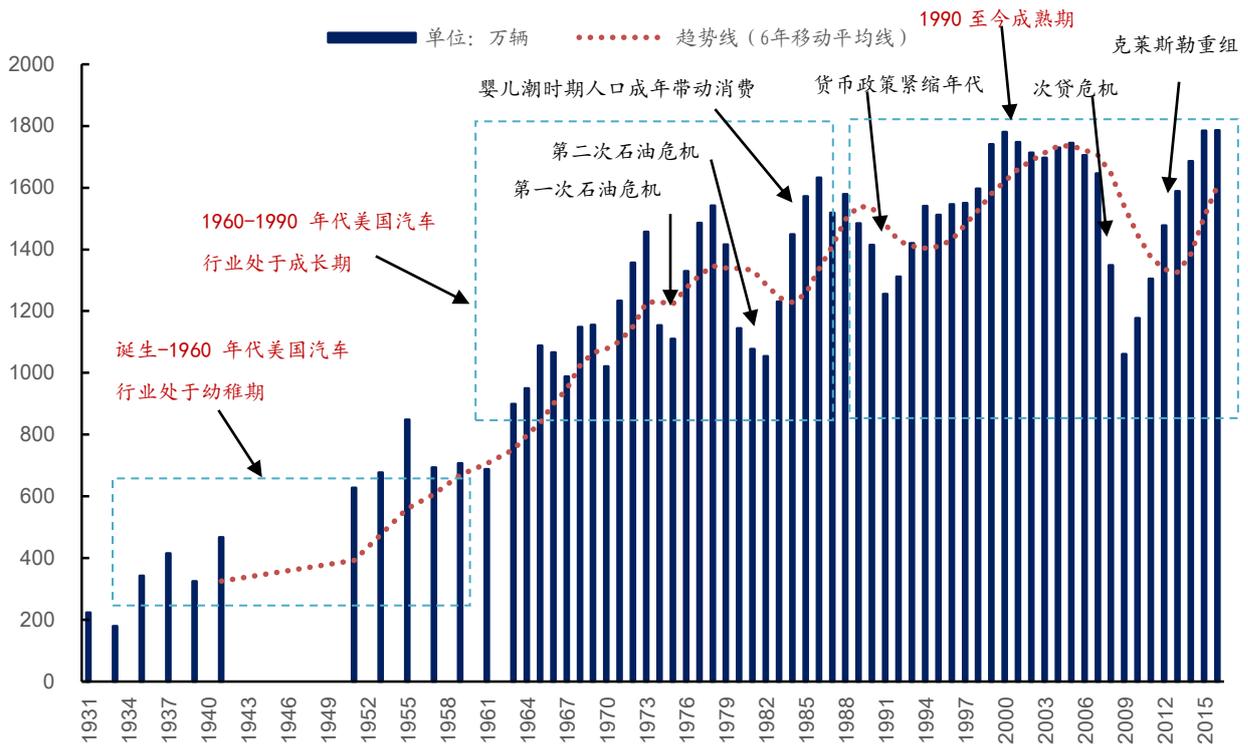
图 17: 行业发展生命周期



资料来源: 国信证券经济研究所整理

美国汽车工业当前处于成熟期: 剔除掉几次石油危机和经济危机的扰动后我们发现, 美国汽车工业从 1900 年诞生至今分别经历了行业幼稚期 (诞生-1960), 成长期 (1960-1990) 以及成熟期 (1990 年至今)。

图 18: 从 1931-2016 年美国汽车年销量看汽车行业生命周期



资料来源: WardsAuto, 国信证券经济研究所整理

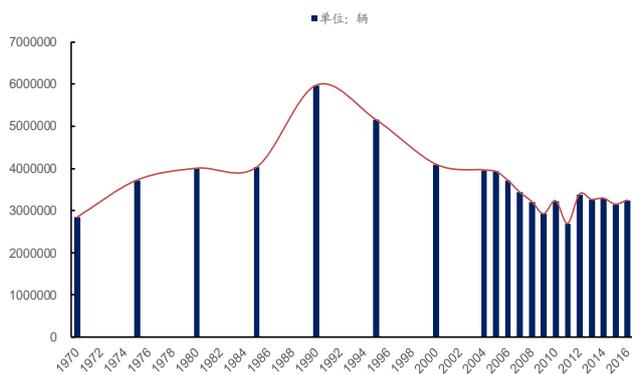
美国汽车行业从诞生至今大致经历了两波大规模的并购重组。

第一波大规模的并购重组发生在幼稚期，主要是以通用、福特、克莱斯勒为首的汽车集团对美国其他汽车品牌的兼并整合，结果是形成了三大汽车巨头：1908年通用收购了成立于1887年的奥尔兹莫比汽车公司。1909年，通用收购了凯迪拉克汽车公司。1922年福特收购了成立于1917年的豪华车公司林肯汽车公司。1928年克莱斯勒收购了道奇汽车公司，获得道奇品牌。1929年，通用收购德国欧宝汽车公司80%股权，1931年收购剩余20%股权。

第二波大规模的并购重组发生在成长期末期（成长期向成熟期过渡），主要是20世纪70年代，在石油危机日益严重、美国经济进入长期滞涨状态的背景下，节油型的日系、韩系侵占美国市场，美国三巨头再度面临激烈竞争。1980年，福特收购美国汽车公司，获得吉普品牌；1989年，福特收购英国豪华车公司捷豹汽车公司，1990年通用收购瑞典萨博汽车公司50%股权，2000年收购剩余50%股权；2000年，福特收购路虎汽车公司，这成为美国国内自主厂商的自20年代以来的第二波大规模的并购。

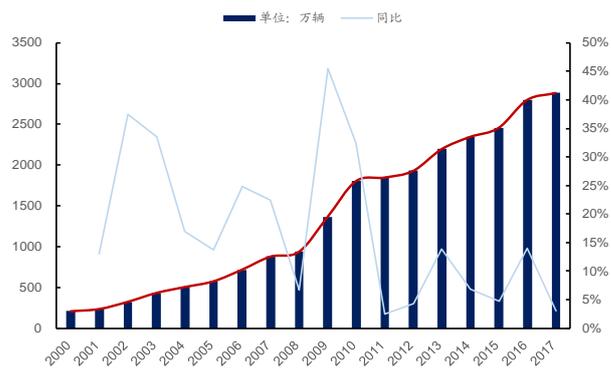
日本汽车工业自90年代初进入衰退期：由于人口增长放缓，所以虽然日本汽车工业起步阶段略晚于美国，但发展至今日本却基本反映了行业全生命周期，从1970年至今分别经历了行业幼稚期（1970-1984），成长期（1984-1990），成熟期（1990-1993），衰退期（1993年至今）。

图 19: 1970-2016 年日本新车注册量



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 20: 2000-2017 年中国汽车年销量

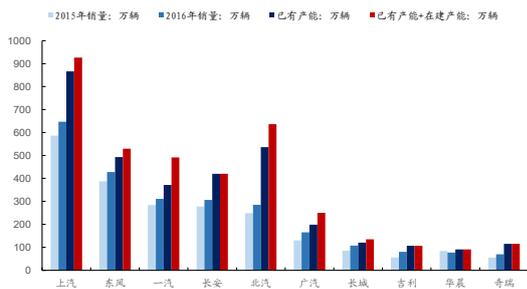


资料来源: 中国汽车工业年鉴. 中汽协, 国信证券经济研究所整理 (注: 2000-2015 年数据来自中国汽车工业年鉴, 2016/2017 年数据来自中汽协)

中国汽车工业当前从成长期迈入成熟期: 我们整理 2000-2018 年中国汽车销量后发现, 2000-2010 十年间, 中国汽车工业基本维持两位数的高增长趋势, 年销量从 200 万增长至 2000 万水平。2010 年之后, 中国汽车保有量增长至上百辆/千人, 汽车产销增速开始回落, 中国汽车工业进入个位数增长期, 2018 年中国汽车销量出现首度下滑。**我们认为**, 国内汽车行业经历 2001-2010 年十年行业高增长黄金时代后, 当前中国汽车行业逐步由成长期步入成熟期, 此阶段行业体现出四大特征: 行业增速放缓、保有量提升、厂商产能过剩、分化加快。识别行业生命周期所处阶段的主要指标有: **市场增长率、产品品种、竞争者数量、进入壁垒及退出壁垒、技术变革、用户购买行为**等。我们主要从产能、竞争者数量、行业集中度、市场增长率四个方面分析我国汽车工业发展阶段。

1. 产能: 整车行业固定资产产出比例约 4:1 (投 1 产 4), 新增产能一次性投入规模较大, 需要规模化上量来摊薄成本 (整车企业盈亏平衡点的产能利用率约 70%)。

图 21: 中国前十大厂商分别出现不同程度的产能过剩现象



资料来源: 盖世汽车网, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2001-2015 年国内轿车新增产能及产能利用率



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

不完全统计国内 24 家整车企业 2018 年产能利用率发现, 日系、德系车企产能利用率相对饱和 (这也和日系、德系销量相对强势相关), 有 9 家车企产能利用率低于 70% (盈亏平衡点), 其中包括吉利、一汽、奇瑞、比亚迪、北京现代、江淮汽车、东风悦达起亚、长安福特、海马汽车等车企, 而神龙、长安福特、海马汽车产能利用率不到 30%。

表 1: 2018 年国内 24 家车企产能利用率

生产厂商	理论产能 (万辆)	2018 年销量 (万辆)	理论产能利用率
广汽本田	60	74	123.33%
北京奔驰	40	48.5	121.25%
广汽丰田	48	58	120.83%
东风本田	60	72.1	120.17%
一汽丰田	65.2	71.6	109.82%
东风日产	125	130	104.00%
华晨宝马	45	46.5	103.33%
长城汽车	105	105.3	100.29%
上汽大众	212	206.5	97.41%
上汽通用	235	197	83.83%
广汽传祺	70	53.5	76.43%
长安马自达	22	16.6	75.45%
长安乘用车	118	85.9	72.80%
吉利汽车	218	150	68.81%
一汽大众	300	203.7	67.90%
奇瑞汽车	100	54	54.00%
比亚迪汽车	100	52.1	52.10%
北京现代	165	79	47.88%
东风悦达起亚	89	37	41.57%
江淮汽车	54	19.7	36.48%
东风雷诺	15	5	33.33%
神龙汽车	99	25.3	25.56%
长安福特	160	37.8	23.63%
海马汽车	30	6.7	22.33%
以上合计	2535	1835.8	72.41%

资料来源:智选车、易车网, 国信证券经济研究所

2. 竞争者数量-转换成盈利能力【以代表性企业为例】: 考虑到我国汽车工业存在行政资质垄断, 进入和退出并非市场化决定, 近年来的汽车企业个数也并未出现明显下滑, 我们趋向于用企业盈利能力观察行业竞争情况, 盈利能力弱化后, 竞争者数量(市场化状态下)减少。

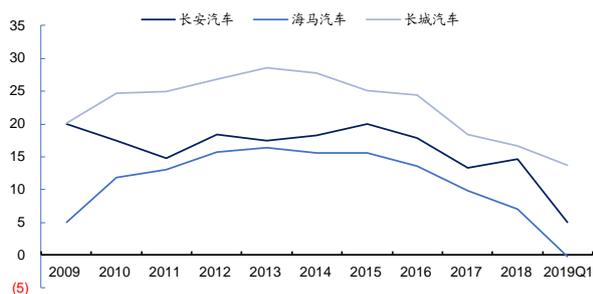
表 2: 2000-2014 年中国汽车企业个数

指标名称	汽车工业:主导产品:汽车:企业个数
2000	118
2001	116
2002	117
2003	115
2004	117
2005	117
2006	117
2008	117
2009	115
2010	115
2011	115
2012	115
2013	113
2014	118

资料来源:中国汽车工业年鉴, 国信证券经济研究所整理(2014 年后停止统计)

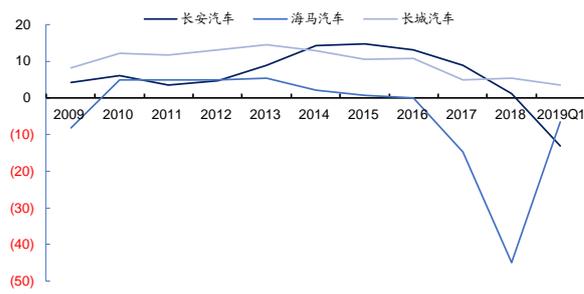
部分整车企业近 10 年来盈利能力逐渐退化。以长城汽车、长安汽车和海马汽车为例。2009 年-2019 年三家企业的销售毛利率和销售净利率都出现了整体下滑, 其中 1) 长城汽车近年来盈利能力较上市之初(2010 年左右)大幅下滑, 毛利率从高点的 30%跌至现在的 14%, 净利率从高点的 15%跌至现在的 4%; 2) 长安汽车毛利率从高点的 20%下滑至 5%, 净利率从高点的 15%下滑至 2019Q1 的亏损状态; 3) 海马汽车呈现了 09 年上市以来的首次连续两年的亏损(2017 年亏损 10 亿, 2018 年亏损 16 亿), 这两年的亏损超过了海马上市十年来的盈利总额。

图 23: 整车企业 2009-2019 年销售毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

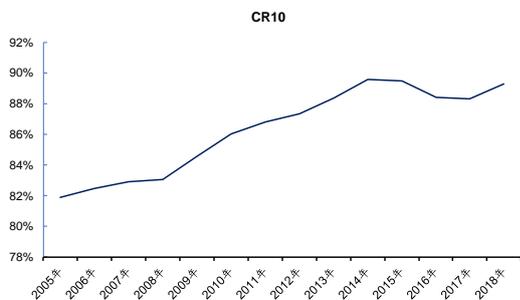
图 24: 整车企业 2009-2019 年销售净利率 (%)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

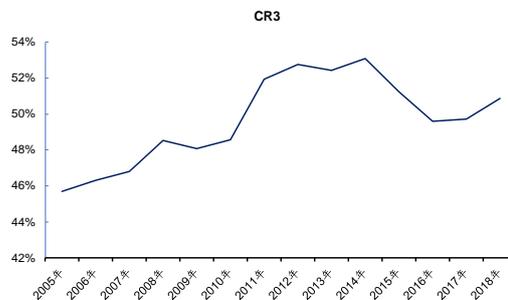
3.行业集中度:我们统计 2005-2018 年国内汽车行业前 10/前 3 市占率水平后发现,近年来国内汽车行业集中度呈现提升趋势, 2005-2018 年国内汽车行业 CR10 从 81.9%提升至 89.3%, CR3 从 45.7%提升至 50.9%。分析欧美日成熟的汽车市场发展历史, 这些汽车大国的汽车市场都有先繁荣再集中的趋势。1) 德国 1901-1908 年, 汽车公司从 12 家增加到 58 家, 然后开始逐步兼并重组, 到 60 年代仅剩下奔驰, 宝马, 大众三家; 2) 美国汽车发展初期, 曾有上千家汽车企业, 后来集中到通用, 福特, 克莱斯勒三家。这三家也受到日系、欧系、韩系的冲击, 金融危机中遇到困难, 但到目前每年依然生产了美国市场接近一半的汽车; 3) 成为汽车强国的 70 年代, 日本的知名汽车公司较美国和德国更多, 当时日本汽车市场由八家企业寡头垄断, 包括: 丰田、日产、本田、铃木、马自达、三菱、富士重工、大发。但是随后的兼并重组, 交叉持股等一系列变化也趋向于集中, 例如丰田兼并大发, 日产准备收购三菱等。目前的日本汽车公司逐渐向丰田、日产、本田三大公司集中。4) 韩国汽车企业发展于 80 年代, 到 1995 年形成现代、起亚、大宇、双龙四家称霸, 1998 年现代收购起亚, 收购后跻身世界前十, 成为韩国汽车业的绝对代表。

图 25: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR10



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2005-2018 年中国汽车集中度 CR3

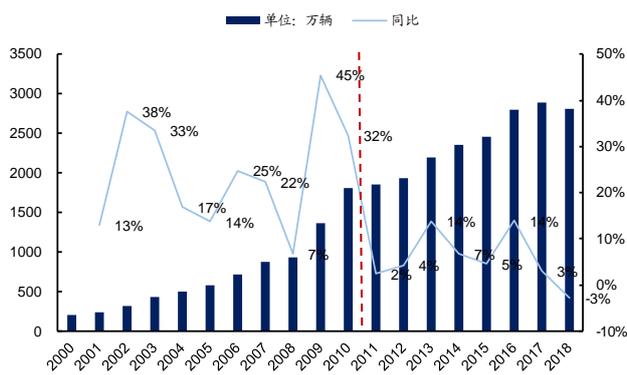


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 相比于欧美日韩等发达国家汽车市场的 2-3 家主流车企现状, 我国汽车工业仍然处于较为分散的水平, 考虑到中国汽车工业已经进入常态化低增速阶段, 车企分化加剧, 中国汽车行业集中度有望加速提升。

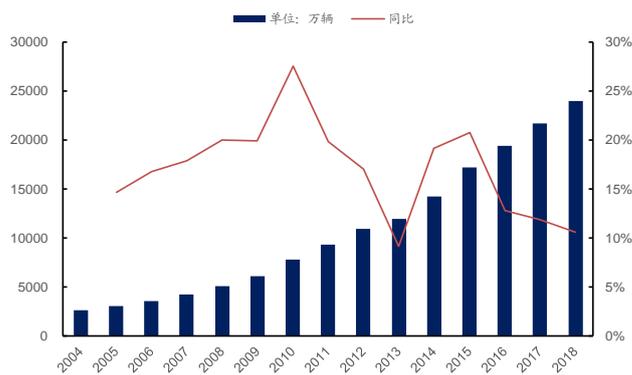
4.需求 (销量): 市场需求度下降是当前汽车市场一大特征, 当前我国汽车销量进入个位数增长期。据公安部统计数据, 2018 年全国新注册登记机动车 3,172 万辆, 机动车保有量已达 3.27 亿辆, 其中汽车 2.4 亿辆, 小型载客汽车首次突破 2 亿辆; 机动车驾驶人达 4.09 亿人, 其中汽车驾驶人 3.69 亿人。从分布情况看, 全国有 61 个城市的汽车保有量超过百万辆, 27 个城市超 200 万辆, 其中, 北京、成都、重庆、上海、苏州、郑州、深圳、西安等 8 个城市超 300 万辆, 天津、武汉、东莞 3 个城市接近 300 万辆。当前国内车市主要的增量来源于一二线城市的换车 (更新) 需求及三四线城市的新车普及。

图 27: 2010-2018 年我国汽车销量复合增速 5.6%



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

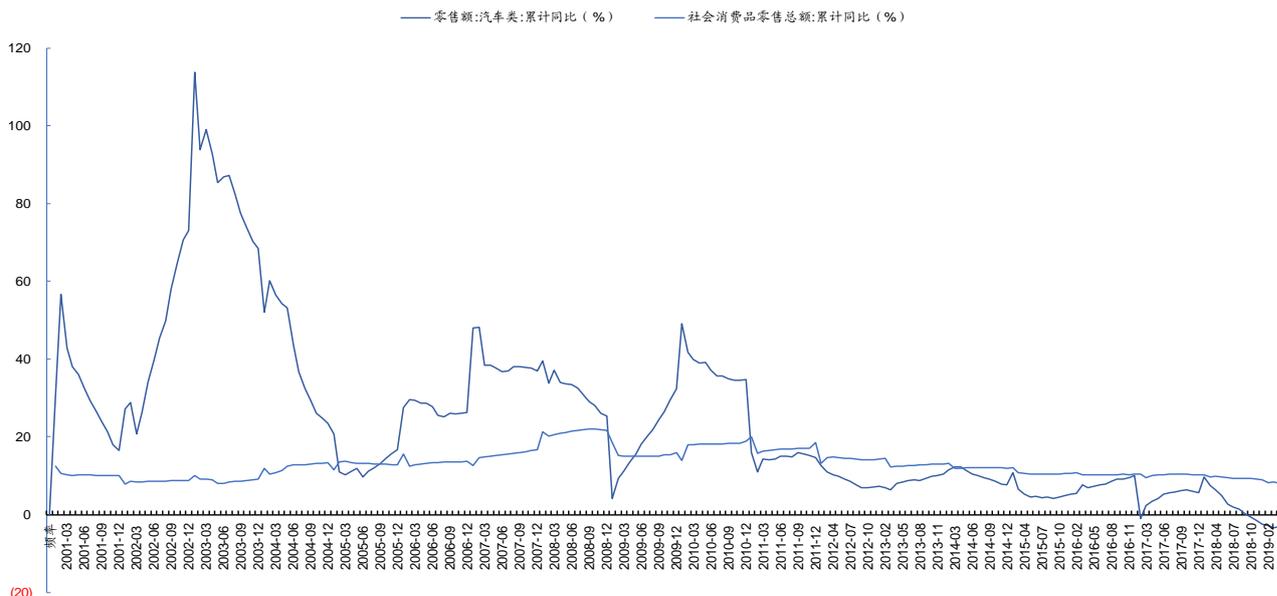
图 28: 2004-2018 年中国汽车保有量及同比



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

2010 年后汽车零售增速低于社零增速。汽车（尤其是乘用车）具备强品牌效应，也是国内社会消费品零售总额的重要组成部分（占比 10% 左右），是消费品的重要类别之一。2010 年之前，国内汽车零售额增速对整体消费品零售总额基本是一个正向拉动的角色，2010 年分水岭，此后国内汽车零售额增速基本处于社会消费品零售总额增速之下。

图 29: 2001 年以来汽车零售累计同比及社零累计同比对比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

总结而言，从产能、竞争者数量、行业集中度和市场需求度四个维度判断的我国汽车工业正处于成长期向成熟期过渡的阶段，这一阶段的产能出现过剩、竞争者数量（盈利能力）趋于减弱，行业集中度提升，市场需求度下降。

汽车行业经历黄金十年高速发展，当前行业呈现增速放缓、产能过剩、保有量提升的特点，短期看行业受到购置税以及宏观经济影响从 18 年开始出现下滑。长期来看，我们从保有量的角度分析。

未来空间：国内汽车保有量存翻倍空间，销量 40%+ 空间

我们对国内汽车工业市场空间的测算主要分四个步骤：成熟期后国内汽车千人保有

量预测-成熟期后国内汽车保有量预测（内含未来国内人口预测）-成熟期后国内汽车保有量/销量系数预测-成熟期后国内汽车销量预测。

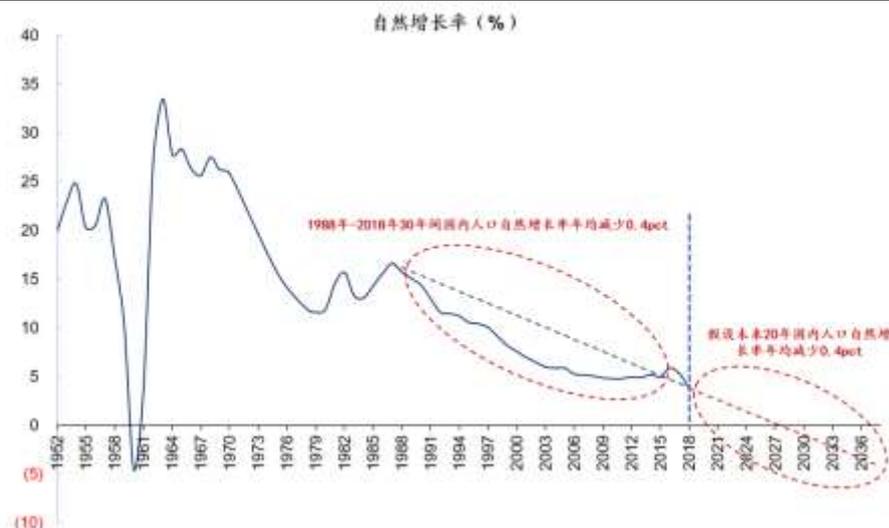
第一步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车千人保有量水平预测：

总结来看，我们一方面系统性梳理了全球各国汽车千人保有量并进行了多因素分析，综合考虑人均 GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度，其中人均 GDP 和汽车千人保有量呈现出较强的正相关关系；另一方面系统梳理国内 31 个省份千人保有量水平，并进一步对省会城市、非省会发达城市、限购城市进行细化研究，探讨国内千人保有量区域性差异及其增长潜力。通过全球和国内分区域比较分析后，我们认为国内汽车工业从成长期进入成熟期的时间周期约 20 年左右，进入成熟期后达到 400 辆/千人的汽车千人保有量是较为合理的水平。

第二步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车保有量水平预测：

我们梳理 1952 年以来的国内人口自然增长率曲线，过去 18 年（2000 年以来）我国人口自然增长率在 4%-7% 的增速区间内，1988 年-2018 年的 30 年间，国内人口自然增长率从 16.6% 逐年收窄至 3.8%，平均每年大约回落 0.4 个百分点，我们考虑未来二十年国内人口自然增长率仍然以 0.4pct 的回落速度发展，预计未来 20 年国内人口自然增长率的平均增速约为 0%，也就是说，20 年后国内人口规模与当前（2018 年）基本持平（约 13.9 亿人）。

图 30：1952 年至今中国人口自然增长率



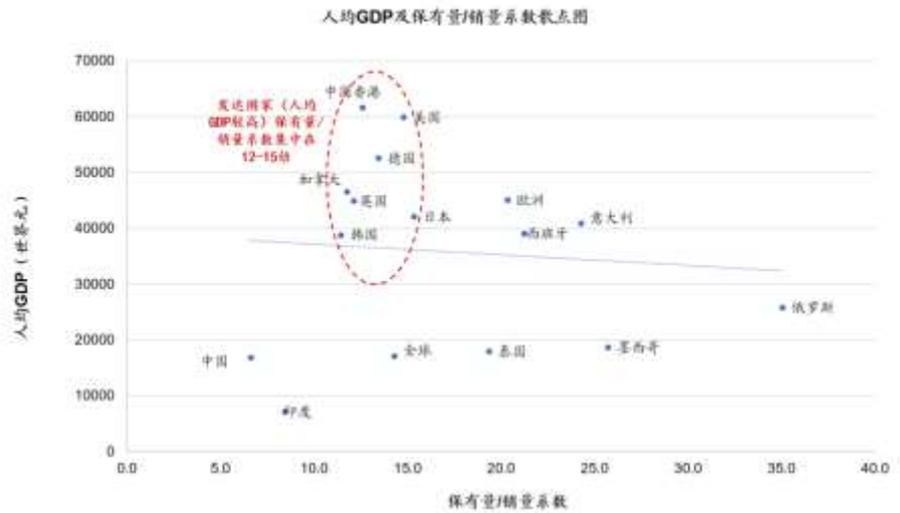
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

第一步我们已经给出国内汽车工业进入成熟期后（20 年后）400 辆/千人的合理水平，考虑成熟期后（20 年后）我国人口规模预计和现在基本持平（13.9 亿人），我们测算届时国内汽车保有量约 5.58 亿辆。是现有汽车保有量（2018 年 2.4 亿辆）的 2.32 倍。

第三步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车保有量/销量系数预测：

以全球各区域发达国家的“保有量/销量系数”为标准进行比照来看，其中北美区域保有量/销量系数：美国 14.8、加拿大 11.8；亚洲区域：日本 15.3、韩国 11.4；欧洲区域：英国 12.1、德国 13.5。综合来看，大多数发达国家的成熟汽车市场中保有量/销量系数在 12-15 倍之间。国内汽车工业仍然处于较为早期的发展阶段，保有量/销量系数较低（2018 年仅为 8 倍），我们给予中国成熟汽车市场 13-14 倍的保有量/销量系数假设。

图 31: 发达国家保有量/销量水平大多在 12-15 倍区间



资料来源: OICA、世界银行, 国信证券经济研究所整理

第四步: 长期(成熟期阶段)来看我国汽车销量水平预测:

经过上述三大步骤, 我们已经给出了国内汽车工业成熟期后(20年后)5.58亿辆的保有量、13-14倍保有量/销量系数假设, 该假设下预计成熟期后中国汽车销量约为4000-4300万辆/年(=保有量/保有量比销量系数), 距离当前(2018年)汽车销量2808万辆, 仍有42%-53%的增长空间, 未来20年销量年均复合增速约2%。

2020年销量预测: 需求平稳, 基本持平2019年

汽车行业销量主要受到宏观经济以及刺激政策影响较为显著, 目前来看尚未看到宏观经济数据企稳, 同时我们认为明年出现较强程度刺激政策的可能性较低, 因此我们预计明年乘用车板块销量增速基本持平2019年, 年销量达到2201万辆。商用车由于其具备周期性, 预计明年维持-2%小幅度下滑, 年销量达到419万辆, 汽车板块整体同比略微下滑0.33%, 年销量达到2621万辆。

表 3: 2020年汽车销量预测

预测项	2019年1-10月销量	2018年1-10月销量	2019年1-10月同比增速	2018年全年销量	2019年销量预测	2019年销量同比增速	2020年销量预测	2020年销量同比增速
汽车合计	206	228	-13.40%	2804	2629	-9.00%	2621	-0.33%
乘用车	172	193	-10.90%	2367	2201	-7.00%	2201	0.00%
商用车	35	36	-2.50%	437	428	-2.00%	419	-2.00%

资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所预测

发展趋势研讨

整车: 模块化研发生产, 自主合资竞争加剧

趋势一: 竞争加剧, 整车厂商基于模块化平台研发生产以提升效率降低成本

汽车行业经过十年高速发展渡过普及期, 需求增速从两位数下滑至个位数增长。进口关税下降以及合资企业股比放开等政策从供给侧进一步加剧竞争, 主流车企盈利能力趋势性下滑。在需求增速放缓而供给侧竞争加剧的情况下, 整车厂的成本把控能力, 新车型的推出速度以及爆款车型的培育能力尤为重要, 模块

化平台研发制造可进一步降低研发费用和周期，成为整车厂的技术必争之地。主要体现在以下三点：

第一，汽车行业经过 2000-2010 年黄金十年发展，所处行业阶段由成长期逐渐向成熟期过渡，行业产能逐渐过剩，行业高增长红利逐渐褪去；汽车行业增速从 2000-2010 年年均复合增速的 24.33% 下降至 2011-2017 年年均复合增速的 7.87%。行业增速由两位数下滑至个位数增长，尤其 2017 年销量同比增速仅 3%，预计 2018 年增速区间较大概率在 -3-0%。2016 年起部分主流车企的产能利用率较低，行业产能逐渐过剩。消费者保有量提升，城市路权、政策阶段性刺激周期以及宏观经济波动等因素使得未来行业增速将长期维持在个位数增长。

第二，较长维度来看，车企盈利趋势性下滑，缺乏新车接力的车企量利齐跌；

不考虑产品结构显著变化，如部分初期定位低端的车企通过产品升级实现单车价格和盈利能力提升，同时不考虑部分车企处于发展初期，销量基数较低不具有代表性。我们选取上汽集团和长安汽车作为研究样本。1997 年至 2018 年上半年，上汽集团和长安汽车的历史最高毛利率分别为 45% 以及 29%，当前毛利率上汽集团和长安汽车约稳定在 10-15% 区间。我们认为，整车厂的盈利能力出现趋势性下滑的核心因素是行业产能过剩以及竞争加剧，而这两个因素在中长期来看均不会消失，整车企业盈利能力的提升主要依靠产品竞争力提升（包括车型结构高端化）、产能利用率提升以及成本把控能力提升。

第三，进口关税下降影响价格体系，股比放开加剧行业竞争

2018 年 7 月 1 日，财政部发布文件《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》，降低汽车整车及零部件进口关税，将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降低至 15%。我们测算汽车关税由 25% 降低至 15%，对进口车的终端价格影响是 -8%，从长期趋势来看，对标国际其余国家汽车进口关税，预计未来我国汽车进口关税将降低至 5%，终端售价则在 25% 进口关税的基础上下降 16%。2018 年 4 月 17 日，发改委网站消息宣布：2018 年取消专用车、新能源汽车外资股比限制，2020 年取消商用车外资股比限制，2022 年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制，即通过 5 年过渡期，国内汽车行业将全部取消限制。2018 年 10 月 11 日，宝马发布声明将斥资 36 亿欧元增持华晨宝马的股份，宝马持股比例将从 50% 提高至 75%，该笔交易拟定于 2022 年完成。我们认为，目前国内主流合资厂商的合作年限大多数位于 10 年以上，但 2022 年外资企业股比全面放开后，众多外资厂商有望采取增加合资厂商以及国内新建独资品牌的方式，一方面与现有合资企业斡旋取得更有利的条件，另外行业竞争对手数量增加，竞争将进一步加剧。

国际主流车企的整车平台经过多年建设，相继打造出多款新一代模块化平台，逐步形成了适应各自车型的各具特色的整车平台体系，覆盖从 A 级到 D 级、E 级车型以及 SUV，MPV 等车型。

2005 年后，大众、雷诺日产和丰田等多家国际主流企业都陆续公布了其模块化平台发展规划与战略。到 2017 年，各家整车厂陆续建设完善自己的模块化平台体系，并拥有一批性能出众的代表性模块化平台，如大众的 MQB 平台、标致雪铁龙的 EMP2 平台、雷诺-日产联盟的 CMF 平台、丰田的 New MC 平台、沃尔沃 SPA 平台、福特的 C 平台、本田的 GSC 平台、通用的 Epsilon 平台等，整体而言，新一代模块化平台具备以下几点优势：

第一，零部件通用化率提升，部分优秀的平台零部件通用率高达 80%，从而使新车型研发周期缩短，成本显著下滑；

第二，车型延展性提升，部分优秀平台可实现 A00 级到 B 级等跨级别车型，甚至是跨轿车、SUV、MPV 等不同类型车型的设计研发；此外，不同品牌之间也可实现同一模块化平台的共享；

第三，新车型的研发以及后续生产线搭建成本进一步降低；

第四，模块化的应用使得同一平台可实现燃油、纯电动、插电混等不同动力形式车型的同平台设计研发。

我们认为，下游竞争加剧导致整车厂需要持续推出新车型维系销量，而消费升级也使得消费者对汽车的个性化需求日益提升。模块化平台对于整车厂而言兼具推出周期缩短以及样式多样化提升的优点，因此已经成为国际主流车企的共识，后期将持续成为整车厂研发能力、成本、市场竞争的焦点所在。

表 4：主流整车企业平台及模块化平台概览

整车厂	整车平台	代表平台
大众	C6、PQ35、PQ46、PQ25、PQ34、MQB、MLB、2 代 MLB	MQB
通用	Theta Premium、Sigma、Epsilon、Delta、Gamma、Daewoo Matiz、Alpha、Theta、D2XX、Omega、New Small Car、U、New UV、C1XX、E2XX、P2XX、G2XX、Daewoo-Matiz	Epsilon、
丰田	New B、New MC、Land Cruiser、New FR、4 Runner、Coaster、TNGA-B、TNGA-C、RNGA-C、RNGA-C、K	TNGA
日产	FR-L、B、C、V、Leaf、NP300、D22、Patrol、D、New FWD、CMF-C/D、CMF-B	CMF
本田	Accord、Global Small、Fit、Civic、New Compact Global、Odyssey	New Compact Global
马自达	GG/GY、GH、GZ、C1、CX-5	CX-5
现代	Y4、LF、YF、J4、J5、Avante AD、J4、i20、Accent	J 系列

资料来源：marklines、国信证券经济研究所整理

以平台技术最为领先的大众集团为例，大众的核心平台主要是 MQB (Modularer Querbaukasten 的缩写)，MQB 平台是大众集团最新一代的横置发动机模块化平台，以替代 PQ35 和 PQ46，从 2013 年开始使用至 2022 年。截至 2017 年，MQB 平台已研发设计出众多车型，如原先由 PQ35 生产的奥迪 Q3、新速腾、高尔夫、斯柯达明锐、途观、斯柯达野帝、途安，PQ46 的全新一代迈腾、大众 CC、全新帕萨特、斯柯达速派，以及基于 MQB 新开发的高尔夫嘉旅、奥迪 A3、凌渡、斯柯达·科迪亚克 (SUV)。

MQB 平台具备以下特点：

第一，零部件通用率高；汽车零部件通用率高达 70%~80%；

第二，延展性强；平台底盘结构灵活，可通过变换轴距，匹配不同的发动机和变速箱。可覆盖 A00 级、A0 级、A 级、B 级共四个等级的轿车以及部分 SUV 车型，同时可实现斯柯达、大众、奥迪等不同品牌的同平台生产，该平台目前已生产出超过 14 款车；

第三，节约成本和生产时间；生产成本将削减 20%，一次性开支将减 20%，制造时间将缩减 20%至 30%。

图 32: MQB 平台生产车型一览



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 33: 大众模块化平台跨越车型级别、种类、品牌



资料来源: 汽车之家、大众官网、国信证券经济研究所整理

对于新能源汽车而言，当下国内整车厂生产新能源汽车的方式主要是以改造传统燃油车平台为主。

由于开发新能源独立平台初始成本投入巨大，而目前新能源汽车市场产销量不足以消化投入成本，同时为了抢占新能源车市场，目前大部分车企均基于传统车平台打造新能源车型。以改造传统车平台来生产新能源汽车的整车厂以及平台主要包括一汽丰田的TGNA平台、广汽丰田的TGNA平台和雅力士平台、长安自主的P3平台、众泰的TMA模块化平台、长安标致雪铁龙的EMP2模块化平台、东风日产的CMF平台以及上汽自主的SSA平台等。

多家整车厂相继宣布规划独立的新能源汽车平台。随着双积分政策落地，国内新能源汽车发展前景路线逐渐明朗化，新能源汽车增量提速，整车厂开始发力布局新能源汽车。并且相对于独立的新能源汽车平台，改造后勉强适应新能源汽车的传统汽车平台的后期维护费用和新增模块费用更大，可操控性和延展性较差，因此多家整车厂相继宣布规划独立新能源平台。目前已经宣布将规划新能源独立平台的主要有15家整车厂，分别是广汽自主、一汽大众、上汽大众、长安自主、众泰、广汽本田、上汽自主、北汽自主、长城、宝马、北京现代、

奔驰、江淮、吉利以及奇瑞等，其中 6 家合资或外资品牌，9 家自主品牌，投产时间主要集中在 2020 年前后。

当前大部分车企都以传统汽车平台为基础，经过改造生产新能源汽车。主要包括一汽丰田的 TGNA 平台、广汽丰田的 TGNA 平台和雅力士平台、长安自主的 P3 平台、众泰的 TMA 模块化平台、长安标致雪铁龙的 EMP2 模块化平台、东风日产的 CMF 平台、上汽自主的 SSA 平台等。

我们认为这主要是因为当前新能源汽车市场容量尚且不足，2017 年全年销量约为 77.7 万辆。而一个完善的纯电动车的平台体系的研发成本超过 100 亿美元，研发一辆成熟中高级电动汽车成本也高达数千万，当前国内新能源汽车的销量无法在短时间内消化庞大的新能源独立平台的开发成本，因此目前主要通过改造传统车平台来生产新能源汽车，以积累技术，储备人才，等待市场成熟。但传统平台改造适应纯电动汽车的改造成本仍然十分高昂，后期新增模块的费用更大，而且改造的平台的可操控性和对于新能源汽车车型的延展性有限，因此大部分整车厂都在筹建或宣布规划新能源独立平台。

表 5：传统车平台改造生产新能源汽车概览

车企	是否基于传统车平台打造新能源汽车	可兼容新能源车的传统平台	具体说明
一汽丰田	是	TGNA	TGNA 平台支持混合动力/插电式混合动力系统，以适应新能源的需要
广汽丰田	是	TGNA、雅力士	TGNA 平台支持混合动力/插电式混合动力系统，以适应新能源的需要。 领志 i1 纯电动版采用上一代雅力士为平台进行改造，换装纯电动系统。
广汽自主	是	暂无数据	暂无数据
一汽大众	是	暂无数据	2021 年前，一汽大众将基于现有传统燃油车打造纯电或插电混动版本车型
上汽大众	是	暂无数据	同一汽大众
长安福特	是	暂无数据	2017 年长安福特首款插电式混合动力车型——新蒙迪欧插电混动版亮相，蒙迪欧插电混动版可通过公共充电桩以及家用电源进行充电，2.5-5 小时即可充满电，纯电动续航里程 52 公里。加入了智能互联的功能，提供 8 年或 16 万公里的电池质保服务。
长安自主	是	以 P3 平台为主	P3 平台是以逸动为核心的平台。2017 年 10 月长安汽车推出 CS15EV、逸动 PHEV、新逸动 EV300 三款新能源车型
众泰	是	TMA 模块化平台	TMA 的模块化平台可满足新能源车开发需求。
长安标致雪铁龙	是	EMP2 模块化平台	预计 2019 年采用 EMP2 模块化平台打造 DS 7 CROSSBACK 以及插电混动版采用，新车定位为一款紧凑型 SUV。
东风本田	是	暂无数据	2017 年 10 月份东风本田思铂睿混动上市，新车搭载本田 i-MMD 混合动力系统，百公里综合油耗仅为 4.2 升。
广汽本田	是	暂无数据	广汽本田目前已有雅阁锐混动和其他品牌的混动，雅阁混动有 i-MMD 混动系统，提高了燃油经济性。
东风日产	是	CMF 平台可适应新能源汽车生产	东风日产计划未来五年导入 10 款以上的新产品，其中就包括纯电动车，大步迈开新能源战略的步伐。
上汽通用	是	暂无数据	上汽通用目前主要依据凯迪拉克、雪佛兰、别克三大品牌传统车产品平台推出混动车，包括凯迪拉克 CT6 插电式混合动力车、别克全新一代君越 30H 全混动车、雪佛兰迈锐宝 XL 全混动车、别克 VELITE 5 增程型混合动力车、新一代君越全混动已相继上市。2022 年以前，投入 265 亿元人民币开发先进动力总成和新能源技术，上汽通用三大品牌主力平台共推出 10 款新能源车型，覆盖从弱混到强混到插电式的全类型产品。
上汽自主	是	SSA 平台	自主新能源将主要基于 SSA 平台将持续打造名爵、荣威的 SUV 产品、以及荣威新 750Hybrid 混合动力轿车是 目前，北汽新能源已经形成了 EC、EU、ES、EV、EX、EH 六大产品系列，仅 EH 系列的车型尚未上市，其他系列都已经投入市场进行销售。对于 ARCFox 品牌，规划中将拥有 BE11、BE21、BE31 三个平台，主要指向小型车、紧凑型车和中大型车。未来的产品将会涉及到轿车、SUV 以及 MPV 等多款车型。
北汽自主	是	BE11、BE21 以及 BE31	
宝马	是	CLAR WE	宝马目前基于传统车平台 CLAR WE 平台打造新能源车，覆盖车型包括：宝马 i 系列纯电动车型。规划推出的 miniE 和 ix3 车型。
华晨宝马	是	宝马 X1 平台	华晨宝马依据宝马 X1 平台，打造之诺品牌，已经打造出两款车，第一款车之诺 1E，第二款车之诺 60H 混合动力汽车
北京现代	是	暂无数据	纯电动汽车新伊兰特 EV——第一辆合资品牌电动车
江淮	是	暂无数据	第一代产品是基于燃油车改制，就是现在的 IEV1，第二代车是与燃油车共平台设计，从 IEV5 到 IEV7S。与大众合资建立

江淮大众之后，计划对 PQ 系列平台进行改造以适应新能源汽车

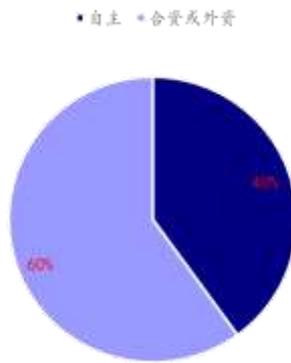
吉利	是	FE 平台	FE 平台是由沃尔沃技术支持下建立的平台，覆盖轿车、SUV、新能源车型。
----	---	-------	--------------------------------------

资料来源:搜狐汽车、汽车之家、第一电动、新能源汽车网、国信证券经济研究所整理

新能源独立平台布局：自主更加激进，2020 年后集中落地

目前国内已经筹建或宣布规划新能源独立平台的整车厂主要有 15 家，分别是广汽自主、一汽大众、上汽大众、长安自主、众泰、广汽本田、上汽自主、北汽自主、长城、宝马、北京现代、奔驰、江淮、吉利以及奇瑞等，占全部整车厂的比例过半，其中 6 家合资或外资品牌，9 家自主品牌，新能源独立平台的投产时间主要集中在 2020 年后，广汽、上汽、长城等企业预计落地相对提前 1-2 年，尤其是在新能源领域相对落伍的广汽和长城，预计分别在 2019-2020 年打造完成新能源独立平台。此外，与传统汽车平台的发展相反，在新能源独立平台的战略部署上，自主品牌整体上比合资品牌表现得更为激进。

图 34: 已宣布规划新能源独立平台的中外资品牌比例



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

表 6: 新能源独立平台规划概览

车企	是否规划打造新能源独立平台	新平台投产时间	独立新平台数量	具体战略说明
广汽自主	是	2019	3	预计 2019 年打造新能源独立平台。广汽传祺以插电式 PHEV (增程式 REV)、纯电动 EV 产品作为重点发展方向，兼顾 HEV 混合动力车型，形成三大新能源车型平台。主要推出的车型有 GS4 PHEV、GA3S PHEV、GA5 PHEV、GE3、GA5 REV 等。
一汽大众	是	2020	1	一汽大众将导入 MEB 平台，目前大众在 MEB 平台上规划了 4 款车型，分别是 I.D. 两厢车、跨界 SUV、革新的大型 SUV 和充满未来感的轿车。另外，大众首款 I.D. 车将于 2020 年正式登陆全球市场。
上汽大众	是	2020	1	上汽大众将导入 MEB 平台，目前大众在 MEB 平台上规划了 4 款车型，分别是 I.D. 两厢车、跨界 SUV、革新的大型 SUV 和充满未来感的轿车。另外，大众首款 I.D. 车将于 2020 年正式登陆全球市场。
长安自主	是	2020	3	2017 年 10 月份，长安汽车正式启动了“香格里拉计划”，目标到 2020 年完成 3 大新能源专用平台的打造，新能源汽车累计销量达到 40 万辆，到 2025 年全面停售传统意义的燃油车，实现全谱系产品电气化。
众泰	是	2020	暂无数据	到 2020 年，未来众泰新能源将建设 6 大整车应用平台，研发 9 大关键技术，实施 6 大新能源汽车核心零部件项目，为每一款传统车型储备新能源版本的同时还将推出相应车型的纯电动版和混动版。众泰新能源汽车占比将达 60% 以上。
广汽本田	是	暂无数据	暂无数据	广汽本田计划明年推出新能源车，可能包括混合动力平台和纯电/插电平台
上汽自主	是	2017.04	1	2017 年 4 月上汽集团发布的 MG E-motion 概念车基于上汽集团全新的纯电动模块化平台，E 架构平台打造，采用纯电动系统。0-100km/h 加速时间小于 4 秒，最大续航里程或将超过 500 公里。
北汽自主	是	2020 年	2	2020 年北汽新能源将推出 B platform“协同平台”和 A platform“全新平台”两个独立的新能源平台，预计推出 18 款新能源汽车产品。预计 2025 年停售燃油乘用车。
宝马	是	暂无数据	1	宝马集团将推出全新可共用于纯电动和插电混动版的全新模块化平台，除此之外，宝马还将继续推进 Project i 项目（电动化和自动驾驶），并全面研发电池技术和其核心品牌的多电动车规划实践。
北京现代	是	2020	4	北京现代预计在未来的 2020 年前将推出多达 9 款新能源车型。9 款新能源车

品牌	是否	年份	数量	说明
江淮	是	2017-2020	4	分别来自于 HEV、PHEV、EV、FCEV 四个新能源平台。 江淮预计在 2017-2020 年, 开发四款的纯电动车平台, 覆盖经济型 (iEV6E)、舒适型 (iEV7)、高性能型 (iEV7S、iEV7T)、高端型车 (iEV8)。
吉利	是	2020	4	根据吉利汽车“2020”战略, 吉利讲打造专攻新能源车型的 AMA 平台, 与 BMA、CMA、DMA 形成四大模块化平台。
长城	是	2017.11	1	2017.11 发布了中国首款插电式混合动力 WEY P8, 搭载全新的新能源 Pi4 平台打造
奔驰	是	2016	1	基于奔驰全新的模块化纯电动架构 (MEA 平台), 奔驰于 2016 年已经打造一款 EQ 纯电动 SUV, 在 2017 年本届法兰克福车展又推出一款全新电动概念车 EQ A, 定位于紧凑型两厢车。到 2018 年, 奔驰将推出旗下首款纯电动 EQ 量产车型 EQC, 2020 年再投产一个新的电气化车型平台。
奇瑞	是	2020	4	规划形成奇瑞四大新能源整车平台包括 M1X 小型纯电动平台 (小型/紧凑型轿车平台)、A3X 中型纯电动平台 (小型轿车平台)、T1X 插电式混动平台 (紧凑型 SUV 平台)、M3X 电四驱平台 (紧凑 PHEV 平台)。计划 2020 年新能源车销量达到 20 万。除此之外, 还规划有 NEV 平台, 将与这四大主力平台兼容, 用于满足新能源车市场的需求。
东风本田	暂无数据	暂无数据	暂无数据	东风本田在未来将考虑布局混动、插电式混动、纯电动车、氢燃料电池汽车, 并在 2018 年推出纯电动车。

资料来源: 搜狐汽车、汽车之家、第一电动、新能源汽车网、国信证券经济研究所整理

趋势二: 自主向上突破, 合资向下阻击

合资车企和自主车企常年处于双分天下的态势, 2014-2017 年受益于购置税减半 (自主品牌消费者对购置税政策更为敏感), SUV 红利期中自主品牌市占率节节攀升, 2017 年之后, 在购置税政策退出、SUV 渗透率接近饱和、叠加车市销售低迷, 部分合资松口逐渐降价的背景下 (以大众辉昂、途观为代表), 自主品牌市占率出现下滑, 合资相对表现强势 (尤其是日系和德系)。

表 7: 部分合资车型降价幅度

合资车企	降价时间	降价幅度	降价后售价
大众途观 L 2018 款	2018/6/10	降幅 7-8 万	降至 12-16 万
大众辉昂 2018 款	2018/7/18	降幅 8-15 万	降至 26 万起
广丰 Yaris L 致炫	2019/6/12	降幅 1 万	降至 6 万起
北京现代领动	2019/6/10	降幅 2 万+	降至 7.3 万左右
别克威朗 2019 款	2019/6/8	降幅 6 万	降至 11.19 万左右

资料来源: 汽车之家, 车主之家, 国信证券经济研究所整理

2019 年 3 月宣布下调增值税率更是一个导火索, 多数豪华车企 3 月后高调宣称旗下车型官降, 官降幅度在 4-9 万元不等。

表 8: 国内豪华车企 2019 年官降一览

豪华车企 (或车型)	官降时间	官降幅度
梅赛德斯-奔驰	2019/3/15	最高降幅达 6.4 万元
沃尔沃	2019/3/17	最高降幅达到 6 万元
宝马	2019/3/16	最高降幅达 6 万元
路虎品牌	2019/3/16	最高降幅 8.5 万元
捷豹品牌	2019/3/16	最高降幅为 4.2 万元
林肯	2019/3/18	最高降幅 2 万元
奥迪	2019/3/19	最高达 5.5 万元
凯迪拉克 xts	2019/3/20	降幅 5 万 (降至 29.99-35.99 万)
阿尔法罗密欧 Stelvio	2019/6/10	降幅 10-15 万 (降至 25.99-35.58 万)

资料来源: 新浪汽车, 太平洋汽车网, 国信证券经济研究所整理

除降价以外, 部分合资车企也陆续推出的定位下探的全新车型。比如一汽大众今年 3 月发布的第三品牌“捷达品牌”, 是大众品牌有史以来第一个子品牌 (车型定位低于大众品牌), 推出了三款捷达品牌车型, 分别为定位紧凑型轿车的 VA3、定位紧凑型 SUV 的 VS5 和定位中型 SUV 的 VS7。同时一汽丰田也计划将引入“汉兰达”姊妹款车型 HARRIER, 它是属于日本的本土丰田车型, 挂鹰头金标属于丰田在日本的高端车型, 采用了雷克萨斯 RX 相同的平台打造, 定位略低于汉兰达, 旨在响应日系在华产能扩充战略。从自主层面来看, 吉利推出领克、长城推出 WEY 等高

端子品牌，长安自主也计划于2021年推出高端子品牌实现自身品牌向上突破。

表 9：合资车企下移品牌及车型

车企	全新车型	上市时间	车型价格	车型定位
广汽丰田	C-HR	2018年	14.18-17.88万	小型SUV
奔驰	A级车	2018年11月	21.18-29.38万	低于奔驰B级、C级
捷达品牌	三款全新车型	2019年下半年起陆续上市	未透露	低于大众品牌
一汽丰田	HARRIER	2020年	未透露	低于汉兰达

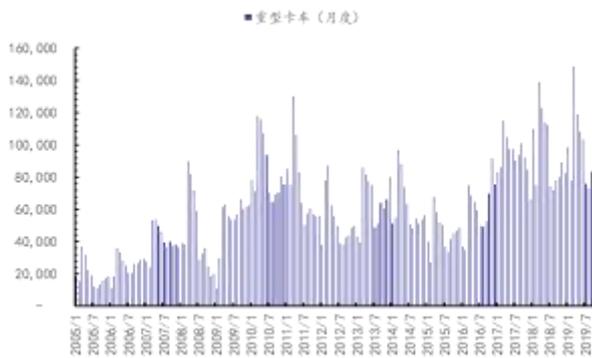
资料来源：太平洋汽车网，国信证券经济研究所整理

趋势三：商用车周期性显著，客车格局逐步优化

重卡销量呈现明显的周期性，其周期性主要受到宏观经济、政策等多方面因素影响，从2005-2019年时间区间来看，2005-2007年、2009-2010年、2013-2014年以及2016-2018年是重卡的复苏与增长阶段。

客车行业当前新能源渗透率较高，新能源补贴逐年退坡使得中小企业被逐步出清，行业格局不断优化，从2015年-2019年前10月时间区间来看，2019年前十月行业CR1达到52.10%，相比2015年提升11.20pct，CR3达到78.10%。相比2015年提升7.90pct，CR5达到8600%，相比2015年提升9.90pct，CR10达到94.00%，相比2015年提升10.10pct，行业格局逐步优化得到验证。

图 35：重卡月度销量（单位：辆）



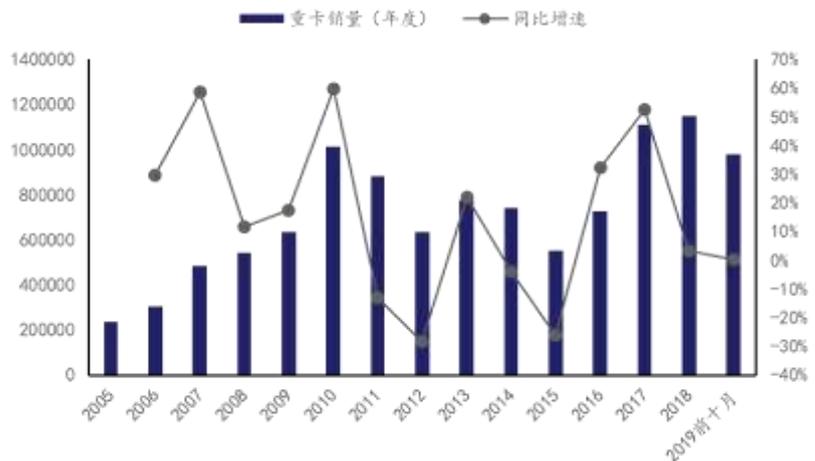
资料来源：上险数，国信证券经济研究所整理

图 36：重卡月度销量同比增速



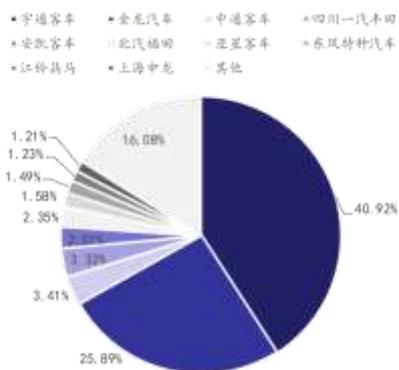
资料来源：上险数，国信证券经济研究所整理

图 37：重卡销量及同比增速（单位：辆）



资料来源：上险数，国信证券经济研究所整理

图 38: 客车行业格局 (2015 年)



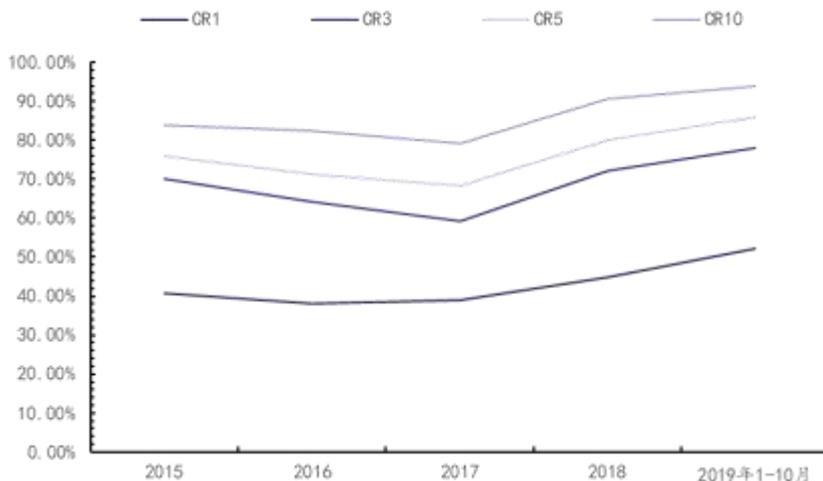
资料来源: 上险数, 国信证券经济研究所整理

图 39: 客车行业格局 (2019 年 1-10 月)



资料来源: 上险数, 国信证券经济研究所整理

图 40: 客车行业集中度



资料来源: 上险数, 国信证券经济研究所整理

零部件: 进口替代加速, 电动化与智能化转型

趋势一: 进口替代加速, 零部件全球化布局

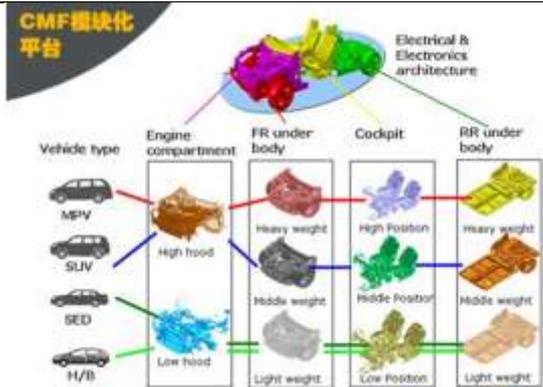
汽车产业诞生至今经历了“单件的纯手工打造-批量生产的流水线方式-能生产不同车型的汽车平台”三次较为重要的生产方式的变革。平台化趋势下, 零部件的通用性和兼容性提高, 汽车各系统总成能够自由组合, 来开发出不同级别不同类型的车型。以丰田为例, 2014 年, 丰田宣布启动 TNGA (Toyota New Global Architecture, 丰田新全球架构) 平台, 在 TNGA 架构战略下, 同平台车型将使用大量通用化零部件; 最初零部件通用比例为 20%至 30%, 最终将达到 70%至 80%。以雷诺-日产为例, 雷诺-日产 CMF 模块化平台分为发动机模块、驾驶舱模块、前部底盘、后部底盘以及电控系统五个部分, 通过不同的组合方式, 开发出两厢车、三厢车、SUV 和 MPV 等不同车型。

图 41: 丰田 TNGA 平台



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 42: 雷诺-日产 CMF 模块化平台



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

全新平台下原有供应格局或将洗牌。模块化平台概念的出现,对整车和零部件厂商都有重要意义。对整车而言,模块化平台大大提升了车企的规模效应,一个平台上能生产出不同级别、不同类型甚至不同品牌的车型。造车成本大幅优化;对零部件而言,全球模块化平台趋势下,各全新生产平台将进行新一轮的零部件配套企业的招投标,整车厂商供应体系有望重新洗牌,为中国部分优质零部件企业切入全球平台提供了前所未有的历史机遇(以岱美为例,岱美通过配套通用 K2XX 平台成为全球遮阳板龙头)。

表 10: 全球主要车企平台和国内供应商

全球车企	主要平台	适配车型	发动机供应商	座椅供应商	车灯供应商	轮胎供应商	变速箱供应商
大众	PQ 系列	第五/六代高尔夫、速腾、途观、途安、开迪、尚酷以及上一代奥迪 A3	上海大众动力总成、大众一汽(大连)	长春富维安道拓、延锋安道拓、宁波双林	一汽富维海拉、星宇	住友橡胶、大连固特异轮胎	大众汽车自动变速器(大连)、上海采埃孚
	MQB	涵盖 PQ25/PQ35/PQ46 平台大部分车型					
雷诺-日产	CMF	日产奇骏、楼兰、雷诺 Espace、大风景	东风日产、Nissan	东风江森、东风李尔泰极爱思	法雷奥市光、广州小糸	普利司通、住友橡胶	加特可(广州)
丰田	TNGA	涵盖 B/C/K 平台车型(雅力士、普锐斯等)	广汽丰田发动机、天津一汽丰田发动机	广州樱泰	广州小糸、法雷奥	普利司通	丰田汽车、爱信
福特	CD3/EUCD	蒙迪欧	长安福特、Ford Lima Engine Plant	重庆延锋安道拓	法雷奥集团、	大陆集团、韩泰轮胎	格特拉克(江西)
	C1	福克斯					
吉利	FE	远景、帝豪	吉利、绵阳新晨动力机械	麦格纳	常州星宇、马瑞利	佳通轮胎	爱信
	KC	博瑞					
	CMA	未来沃尔沃新一代 V40/C30/XC40					
通用	C2XX	凯迪拉克 XT5	Opel Szentgotthárd Kft.、上汽通用	沈阳延锋江森、延锋安道拓	上海小糸	普利司通、正新橡胶	利优比压铸、上海采埃孚
	Gamma	欧宝 Corsa					
	K2XX	雪佛兰 Suburban/Silverado/Cheyenne 1500					

资料来源: 汽车之家, Marklines, 国信证券经济研究所整理(注: 此表仅抽取车企典型平台进行列示, 不包含所有)

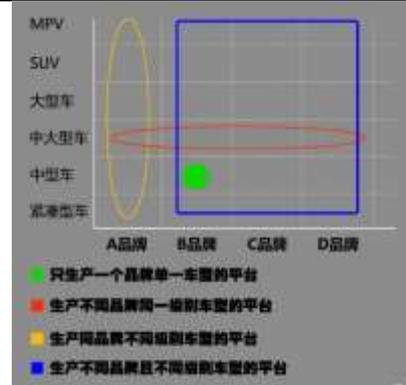
多车企联合开发平台下供应体系进一步开放。随着各汽车品牌的并购和深度合作等战略,汽车平台也更加开放。不少厂商合作开发平台的例子屡见不鲜。2002 年,通用与菲亚特合作开发了前驱小型车平台 Gamma,菲亚特称为 SCCS (Small Common Components and Systems)平台。2017 年,基于沃尔沃和吉利联合 CMA 平台打造的领克系列上市。我们认为,随着汽车工业的成熟化,车企对规模化的诉求愈发强烈,联合平台相对普通平台而言,将多车型共线扩展到多品牌共线,进一步提升规模效应,而原有供应格局在联合平台下将被打破,供应体系将进一步开放(以 CMA 平台为例,吉利品牌的国产零部件供应商有望通过 CMA 平台进入沃尔沃采购体系)。

图 43: 沃尔沃和吉利联合开发的 CMA 平台



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 44: 模块化平台的几种类型



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

汽车竞争激烈下, 国内零部件企业以优势成本地位切入全球整车厂商

低廉的人力成本, 丰富的原材料供应下, 国内零部件企业相较欧美发达国家具备天然的成本优势, 在车灯、玻璃、客车这类非标汽车产品上体现尤为显著(非标产品需要更多人力支持), 未来整车行业竞争仍将呈现加剧趋势, 国内零部件企业有望携优势成本地位实现关键零部件的进口替代。

表 11: 部分汽车零部件国内外单价对比

汽车部件	国内企业	国内价格	国际企业	国际价格
玻璃	福耀玻璃	140 元/平方米	旭硝子、板硝子	220-230 元/平方米
轮胎	风神股份	700 元	米其林、普利司通、固特异	880 元
TPMS	保隆科技	44 元	大陆	120 元
水泵	西泵股份	130 元	博世、江森、德尔福	180 元
排气歧管	西泵股份	170 元	博世、江森、德尔福	240 元
涡壳	西泵股份	300-400 元	博格华纳	500-600 元
遮阳板	岱美股份	50-60 元	安通林	-
座椅	继峰股份	3000-5000 元/车	江森自控、李尔、丰田纺织	5000-6000 元/车
车载信息系统	德赛西威	1260 元	哈曼、博世、三菱电机	-
IBS	拓普集团	2000 元	博世、奥托立夫、大陆	4000-4500 元
客车	宇通客车	48 万元	戴勒姆	120 万元

资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

自主-合资-外资(全球), 深度国产替代拉开序幕。从零部件替代类型来看, 自主零部件企业的进口替代是从制动系统开始, 逐渐传导到发动机、变速器等核心零部件总成。从零部件替代顺序来看, 国内零部件厂商通常是从自主品牌开始, 逐渐切入合资, 最后配套外资或全球平台, 这个阶段的替代驱动力来源于 1) 自主品牌车型销量占比提升; 2) 自主品牌零部件厂商通过技术引进与内生研发积极切入合资配套体系。

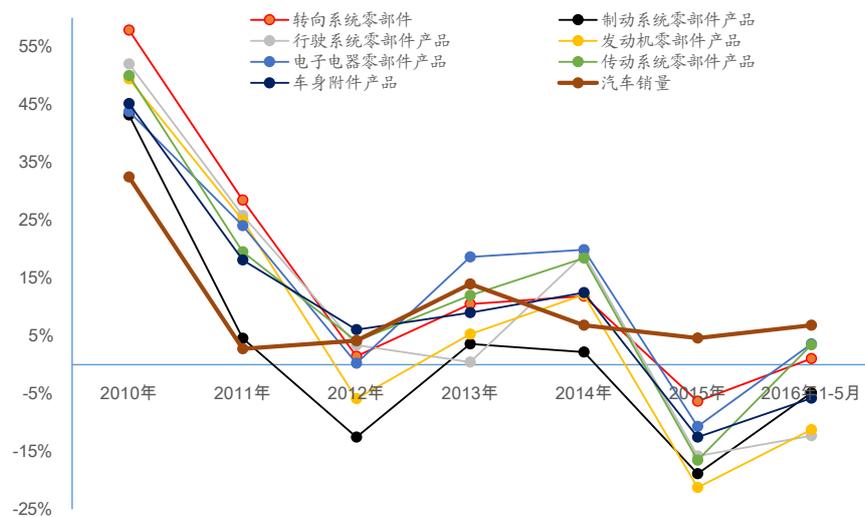
表 12: 汽车零部件分类

分类	零部件种类
发动机零部件	发动机总成、滤清器、气缸及部件、油箱、曲轴、燃油喷射装置、其他发动系统
传动系统零部件	变速器、离合器、减速度器总成、万向节、差速器总成、传动轴、其他传动系统
转向系统零部件	转向机总成、转向盘、助力器、助力泵、转向节、转向拉杆、其他转向系统
制动系统零部件	制动器总成、液压制动泵、刹车片、刹车盘、空气压缩机、其他制动系统
行驶系统零部件	车轮、车胎、前桥、后桥、减震系统、悬挂系统、轮辋、轮毂、其他行走系统
车身附件	座椅及附件、汽车轴承、保险杠、排气管、玻璃、雨刮器、其他车身及附件
电子电器零部件	车灯、空调器、传感器、其他电子电器零部件系统

资料来源：盖世汽车网，国信证券经济研究所整理

图 10 比较了 2010-2016 年间各零部件系统进口金额同比增速与中国汽车销量同比增速。总体来看，2010-2015 年间，汽车零部件发生了全行业的进口替代（从 2010 年的零部件全系列进口增速高于汽车销量增速，发展到 2015 年的零部件全系列进口增速低于汽车销量增速）。**横向来看**，2010-2015 年间，汽车零部件各类别中，发动机零部件增速降幅最大（-71%），其次是行驶系统（主要是轮胎和悬挂类，-68%）、再次是传动系统（变速器等，-67%）。**纵向来看**，制动系统零部件最早实现进口替代（2011-2012 年进口增速急剧下行），其次是发动机（2012 年进口增速开始低于汽车增速），而以变速箱为代表的传动系统从 2015 年起进口增速才开始拉开与汽车增速的距离。

图 45: 2010-2016 年各零部件系统进口金额同比增速与汽车销量同比增速对比



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

趋势二：业务转型，电动化、智能化、轻量化大势所趋

传统汽车零部件大体可以分为七大类。一辆轿车上不可拆解的零部件有上万个，传统汽车由车身、底盘、动力总成（发动机、变速箱等）、内外饰、电子电器、空调、车身附件等各个系统组成，零件多而复杂，分类方法也比较多，常见的分类方法是将汽车零部件分为发动机、传动系统、转向系统、制动系统、行驶系统、车身附件和电子电器七大类。

表 13: 传统汽车零部件分类

分类	零部件种类
发动机零部件	发动机总成、滤清器、气缸及部件、油箱、曲轴、燃油喷射装置、其他发动系统
传动系统零部件	变速器、离合器、减速器总成、万向节、差速器总成、传动轴、其他传动系统
转向系统零部件	转向机总成、转向盘、助力器、助力泵、转向节、转向拉杆、其他转向系统
制动系统零部件	制动器总成、液压制动泵、刹车片、刹车盘、空气压缩机、其他制动系统
行驶系统零部件	车轮、车胎、前桥、后桥、减震系统、悬挂系统、轮辋、轮毂、其他行走系统
车身附件	座椅及附件、汽车轴承、保险杠、排气管、玻璃、雨刮器、其他车身及附件
汽车电子零部件	车灯、空调器、传感器、其他电子电器零部件系统

资料来源：盖世汽车网，国信证券经济研究所整理

电动化:

拆分新能源汽车成本来看，新能源汽车最大的成本在“三电”系统——电池、电机、

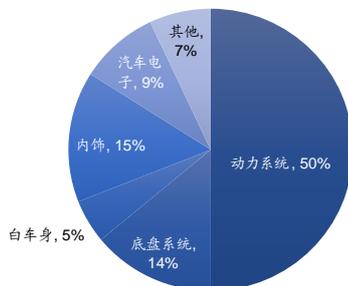
电控，三电系统构成新能源汽车的动力系统，在成本中占比 50%，其中动力电池成本首当其冲。除动力系统以外，新能源汽车的其余部件成本占比和传统汽车类似，内饰成本占比 15%，底盘系统成本占比 14%。

图 46: 新能源乘用车结构图



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

图 47: 新能源乘用车成本拆分



资料来源：盖世汽车，国信证券经济研究所整理

消失或受损的零部件——传统动力系统首当其冲

随着电动车市场的扩大，发动机、燃油喷射系统、变速器、启动电机及发电机、涡轮增压、尾气处理系统、油箱及燃油系统以及各项减低排放技术都将逐步丢失市场。

电动车上消失的零部件体系主要是发动机、变速器及其衍生零部件（涡轮增压、启动电机、燃油喷射及尾气处理等）。我们分别梳理各体系国内外相关上市公司见下表，其中发动机关联上市公司数目最多，变速箱总成企业主要有万里扬、蓝黛传动、中马传动。

表 14: 新能源汽车上消失或受损的零部件

消失的零部件体系	国外供应商	国内上市公司
发动机	马勒、德尔福、大陆、电装、爱信、尼玛克	东安动力、云内动力、潍柴动力、全柴动力、上柴股份、S 佳通、中国动力、中原内配、贵航股份、湖南天雁、富临精工、秦安股份、西仪股份、天润曲轴
变速器	采埃孚、格特拉克、爱信、加特可、马格纳、舍弗勒、法雷奥	万里扬、蓝黛传动、中马传动、双林股份、精锻科技、新坐标、圣龙股份
尾气处理系统	埃贝赫、佛吉亚、天纳克、本特勒、玛涅蒂马瑞利	隆盛科技、登云股份
启动电机及发电机	博世、电装、法雷奥、德科瑞美	海立美达、渤海活塞、德宏股份
散热器及空调系统	贝尔、电装、法雷奥、伟世通	松芝股份、银轮股份、八菱科技、腾龙股份、奥特佳
燃油喷射系统	博世、大陆、德尔福、电装	威孚高科
涡轮增压	霍尼韦尔、博格华纳、马勒	西泵股份、贝斯特

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

增加或受益的零部件：主要是新能源三电系统

新能源汽车相对传统汽车，新增的零部件主要是三电系统及其附加产品、功率半导体等，下图展现的是：假设 2025 年电动车全球市场占有率为 6% 时，各个新增零部件的成本。我们仍然可以看到众多传统供应商的名字，例如麦格纳（Magna）、大陆汽车（Continental）等等。通过成功的业务转型，它们将集中在电池控制系统、功率电子等领域巩固自己的市场。同时，如科世达（Kostal）、矢崎（Yazaki）等非传统供应商依托多年的经验，将在电动车领域瓜分传统供应商的市场。

三电系统。新能源电池、电机、电控“三电系统”是最新新能源汽车上最直接新增的“三大件”，在新能源汽车中成本占比高达 50%，而三电系统中，动力电池又是成本大头，占比 60%-70%，其余电机电控在三电系统中各占约 20% 的成本。当前新能源汽车动力电池行业集中度较高，CR5 接近 70%，其中龙头企业宁德时代 2018 年市占率高达 40%（比亚迪接近 20%，国轩高科 6%）；电机行业主机厂自供率高达 44%，第三方电机厂商市占率多数在 10% 以下；电控方面行业也以主机厂自供为主（前三比亚迪、北汽新能源、联合汽车电子市场份额占比分别为 25%、9% 以及

7%)。关于新能源三电系统的更细化拆分,我们在前期《新能源汽车产业系列-需求视角下新能源汽车产业链市场空间与投资机会》一文中已经阐述充分,这里不予赘述。

功率半导体。作为新能源汽车的电动汽车,“三电”将取代了传统汽车的动力系统,使得电动汽车的电子化程度更高。电动汽车新增 DC-DC 模块、电机控制系统、电池管理系统、高压电路等部件,导致了电动汽车的半导体数量显著增加。其中 IGBT 就是其中的重要一环。IGBT 是能源转换与传输的核心器件,是电力电子装置的“CPU”。采用 IGBT 进行功率变换,能够提高用电效率和质量,具有高效节能和绿色环保的特点,是解决能源短缺问题和降低碳排放的关键支撑技术。IGBT 模块在电动汽车中发挥着至关重要的作用,是电动汽车及充电桩等设备的核心技术部件。IGBT 模块占电动汽车成本将近 10%,占充电桩成本约 20%。IGBT 主要应用于电动汽车领域中以下几个方面:1) 电动控制系统-大功率直流/交流(DC/AC)逆变后驱动汽车电机;2) 车载空调控制系统-小功率直流/交流(DC/AC)逆变,使用电流较小的 IGBT 和 FRD;3) 充电桩-智能充电桩中 IGBT 模块被作为开关元件使用。中国功率半导体市场占世界市场的 50%以上(预计 2020 年全球 IGBT 市场空间 500 亿,2020 年中国 IGBT 超 200 亿市场),当前 IGBT 主流器件市场上,国内 90% 主要依赖进口,基本被国外欧美、日本企业垄断。国外研发 IGBT 器件的公司主要有英飞凌、ABB、三菱、西门康、东芝、富士等。国内 IGBT 器件相关上市公司有扬杰科技、法拉电子、华虹半导体等。

新能源热管理系统。传统车也具备热管理系统,但新能源汽车的热管理系统相较于传统汽车具备更高的成本和更复杂的功能。比较来看:1) 传统车的热管理单车价值占整车价值的 4-5%(2000 元/套),新能源的热管理单车价值占整车成本的 8-10% (4、5000 元/套),是传统汽车的价值量的两倍;2) 传统车没有电池,新能源车有电池,多了一套电池的冷却系统;3) 新能源的电动电器部件更多,增加电动和电器部件的冷却系统;4) 传统汽车空调通过发动机的皮带轮来驱动,需要电动压缩机;5) 传统车的空调在冬天不耗电,主要依靠发动机的余热;新能源此时需要耗电,新能源空调需要热泵系统;6) 传统车空调系统和散热系统是分开的,新能源汽车是耦合在一起的。目前国内在新能源热管理系统方面有产品布局的企业主要是银轮股份(强项在散热器)、三花智控(强项在电控)和奥特佳(强项在空调压缩机)。

表 15: 新能源汽车上新增或受益的零部件

增加的零部件	日本相关企业	中国相关企业
驱动电机	爱知制钢、大同特殊钢、日立金属、San-S industry、信越化学工业、TDK 岩田兴产、JFE Electrical Steel、JFE Steel、神户制钢所、Nippon Kinzoku、新日铁住金、Toyo Kohan 、岩田兴产、JFE 电磁钢板、光洋金属工业、丰田纺织、丰技研	安泰科技、中科三环、长汀金龙稀土、日立金属三环磁材、江西金力永磁科技、宁波鑫丰磁业、宜宾金川电子 宝钢新日铁汽车板、鞍钢蒂森克虏伯汽车钢 惠州市安可远磁性器件、中科三环、捷和电机、铁研电子、磁源电子、乐惠冲压技研、铂科新材 华域麦格纳电驱动、英威腾、克林威孚、中纺锐力、麦格米特、英博尔、航天威能新能源 越博动力、华盛源通科技、富临精工、中纺锐力、克林威孚、中瑞蓝科、无锡同润 贵博新能科技、多氟多、科力远、蓝微新源、杰能动力、比亚迪、力神电池、宁远新能源、沃特玛、德赛电池、浙江时空能源、珠海银隆 西门子电驱动、中纺锐力、杰能动力、睿驰新能源、上海大郡、汇川技术 杨杰科技、华虹半导体
电控	电装、京滨、三菱电机、住友电气工业 电装、京滨、三菱电机、松下、PUES	
电池控制 ECU/BMS	康奈可、电装、京滨、三菱电机、PUES	
逆变器	电装、日立、康奈可、明电舍、三菱电机、PUES、ROHM、TDK、丰田自动织机、安川电机 电装、富士电机、三菱电机、松下、瑞萨电子、ROHM、新电元工业、新日本无线、新日铁住金材料	
IGBT/SIC 设备	、Diamond Electric、电装、JPC、Kanazu Murata Manufacturing、村田制作所、NETC、尼吉康、松下、TDK	麦格米特、欣锐科技、英博尔、迪龙科技、博唯欣、睿驰新能源
DC-DC/DC-AC 转换器	FDK、松下、Primearth EV 能源	科力远、比亚迪、超霸科技、鹏辉电池
电池	镍氢电池(混动) 锂离子电池 正极 (纯电动) 负极 电解液	贝特瑞、当升科技、杉杉股份、天奇锂业、瑞翔新材料、恒正科技 贝特瑞、杉杉股份、天臣新能源、厦门钨业 凯欣电池、天赐材料、天齐锂业、光宇电源、
	Carbon Tech、日立化成工业、KISCO、Kuraray、Incubation Alliance、三菱化学、积水化学 Central Glass、KISCO、关东电化工业、第一工业制药、	

燃料电池	隔膜	三菱化学、Idemitsu Kosan、大金工业、Japan Carlit、森田化学工业、东洋合成、Mitsubishi Chemical、宇部兴产 Asahi Kasei E-materials、广濑纸制、Hitachi Vehicle Energy、Japan Vilene、JNC、KISCO、三菱化学、Mitsubishi Paper Mills、板硝子	星源材质、中达新材料、常州力维、苏州贝格
	集电体	福田金属箔粉工业、日立金属、三井金属矿业、住友电工、	东洋钢板
	燃料电池堆	本田、丰田、日本特殊陶业	新源动力、江苏绿遥燃料电池系统制造、上海重塑能源科技
	电解质膜	旭硝子、日立汽车系统、JSR、东丽、住友化学、Tanaka Kikinzoku Kogyo、Nippon Shokubai	戴瑞米克襄阳电池隔膜、新乡市格瑞恩新能源材料
	催化剂	Cataler、Dai Nippon Printing、ISHIFUKU Metal Industry、N.E. Chemcat、Nagamine Manufacturing、帝人、Tanaka Kikinzoku Kogyo	-
	电极	Combustion Synthesis、SGL Carbon Japan、Sumitomo Metal Mining、东丽、太阳金网	昆山稳卓、吴江飞乐
	分离片	Dai Nippon Printing、FJ Composite Materials、H-ONE、日立金属、NOK、SEIKOH GIKEN、昭和电工	-
	氢气槽	Samtech、Toray Industries、八千代工业、本田、丰田、Ube Industries	-

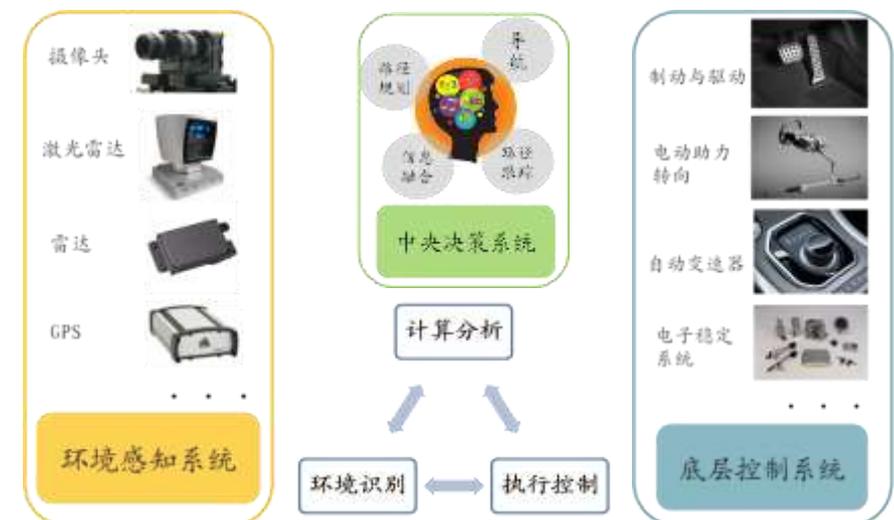
资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

智能化:

通常意义上来看，智能汽车要实现终极无人驾驶主要有两条路径，一条是依靠车载传感器的自主智能（又称智能化），主要是由 ADAS 系统等车载装置实现，目前国内外已经有相对成熟的发展；另一条路径是依靠车联网技术的协同智能（又称网联化），主要是由 V2X 等通信技术实现，正在国内外示范区广泛测试中，是未来十年的无人驾驶重要攻关方向。我们认为，自主智能与协同智能在无人驾驶汽车发展进程中不是相互独立的，而是互相促进、相辅相成的，V2V（车车互联）技术可以为 ADAS 感知层提供重要的安全补充，ADAS 的精度瓶颈又对 V2X 提出要求。无人驾驶依照“ADAS 装配实现车内智能——LTE-V/DSRC 技术实现车际互联——车际互联的发展进一步推动车内智能设备的研发——车内智能对车际互联要求的上升”的发展路径，呈现螺旋上升趋势。

ADAS, 即先进驾驶辅助系统。它是车内智能的基础, 位于智能汽车产业链最前端, 是目前传统汽车厂商切入智能驾驶领域的主要方式。智能互联示范区的建设将首先带动 ADAS 企业的发展, ADAS 主要由三大模块构成: 环境识别、计算分析和执行控制。通过传感层（摄像头、雷达等）获取环境信息, 然后将这些信息转换为数字信号输出给控制层（电子控制单元 ECU 等）, 由控制层分析处理之后做出命令, 最终由执行层（制动系统、转向系统等）执行相关动作（紧急刹车、转向变道、超车等）。

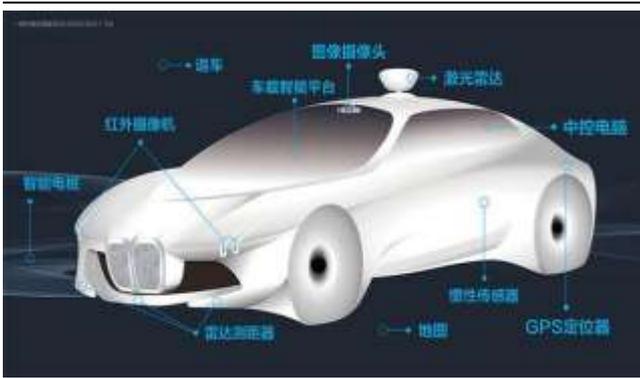
图 48: ADAS 三大模块



资料来源：国信证券经济研究所整理

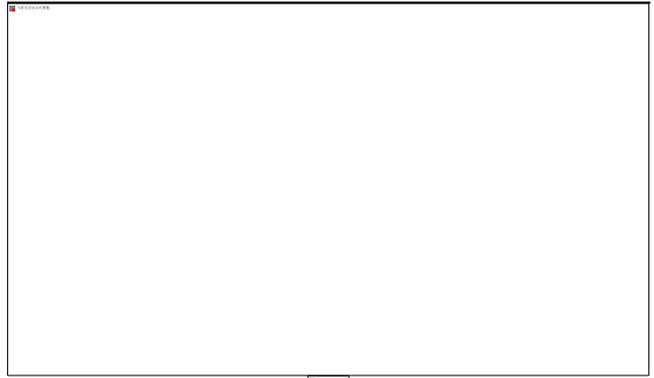
- 1) **环境感知系统中激光雷达是前沿技术。**智能汽车环境感知系统相当于智能汽车的“五官”，智能汽车通过传感器感知车辆所处的各种路况及周边环境。一套完善的智能汽车传感系统囊括了超声波技术、雷达技术、摄像头技术、红外线技术、激光扫描技术，以及这些技术的算法融合。通过多种传感器的组合，进而实现在不同的距离、不同的角度、不同的天气状况下对周边情况的全方面探测，这是智能汽车自主判断、自主行动的基础。

图 49：智能汽车上主要的传感器



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

图 50：智能汽车产业链上游感知层相关企业



资料来源：《粤港澳大湾区智能车路协同战略研究》，国信证券经济研究所整理

- 2) **中央决策系统目前核心技术由国外巨头掌握。**智能汽车中央决策系统相当于智能汽车的“大脑”，主要功能是对经由“五官”（传感器）上传的数据及图像进行分析处理，当前在单眼摄像头的图像识别技术领域，以色列的 Mobileye 公司最为知名，主要给奥托立夫、康奈可、德尔福、法雷奥等一级供应商及奥迪宝马等 OEM 整车厂提供算法支持或整套视觉驾驶辅助系统（占据汽车安全驾驶系统全球 70% 以上的市场份额）。国外在算法决策方面较为领先的其他公司还有 ADI、德州仪器（TI）、瑞萨、NXP；国内处于初创阶段，暂无相关上市公司，较为知名的国内初创公司有 MINIEYE、前向启创、中科慧眼等。

表 16：国际先进企业布局智能车载计算平台

企业	计算平台	收购企业	合作企业
英特尔	Intel Go、Autonomous Driving Platform	Mobileye、Altera、Yogitech、Arynga、Itseez、Movidius 等	宝马、长安、Waymo、大陆、德尔福等
英伟达	Drive PX、Drive PX2、PX Xavier、Drive FX Pegasus	Deep Instinct	特斯拉、奥迪、沃尔沃、梅赛德斯-奔驰、丰田、大陆、奇点、博世、蔚来等
恩智浦	BlueBox	Freescale	百度、Quanergy、Elektrobit、松下、大众等
赛灵思	Versal	深鉴科技、Auviz Systems	戴姆勒、Xylon、百度、海康威视、博世、麦格纳、大陆等
德尔福	CSLP	NuTonomy、HellemannTyton、Innoviz、Quanergy	奥迪、英特尔、Ottomatika、黑莓、FCA（菲亚特-克莱斯勒）等
三星	Drvline	Engine、Fluenty、哈曼国际	英飞凌、TTTech、Almotive、Hella Aglais、Renovo Auto、Graphcore、Quanergy、Innoviz 等
瑞萨	Renesas Autonomy	Intersil、IDT	TTTech、麦格纳、Green Hills、丰田、电装、东软、百度
德州仪器	Jacinto TDAx、ADAS Soc	美国国家半导体、Chipcore	通用、福特、大众、摩托罗拉

资料来源：《粤港澳大湾区智能车路协同战略研究》，国信证券经济研究所整理

- 3) **底层控制系统是我国多数零部件企业切入的首选项。**智能汽车底层控制系统相当于智能汽车的“手脚”，主要功能是对经由“大脑”（融合算法）下达的指令进行执行，相较于传感器和算法控制，执行端功能更易于实现，所以国内大部分零部件上市公司是从这个环节进行切入，表现为传统零部件的电子化升级，常见的有耐世特的电动转向系统 EPS，博世和拓普的智能刹车系统 IBS。

图 51: 耐世特电动转向系统 EHPS



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 52: 博世智能刹车系统 IBS



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

V2X, 即 Vehicle to everything“车联万物”。它是车内智能的补充,在无人驾驶的过程中,车内智能和车际互联两条腿走路。**V2X 主要产品: 具备 AP、LTE 和 Connectivity 等连接芯片的 V2X 模组。**车辆上的模组装配可以实现 V2V, 要实现 V2I, 需要在加油站、信号灯等基础设施上也装配模组。

表 17: 国际芯片巨头的 V2X 产品规划

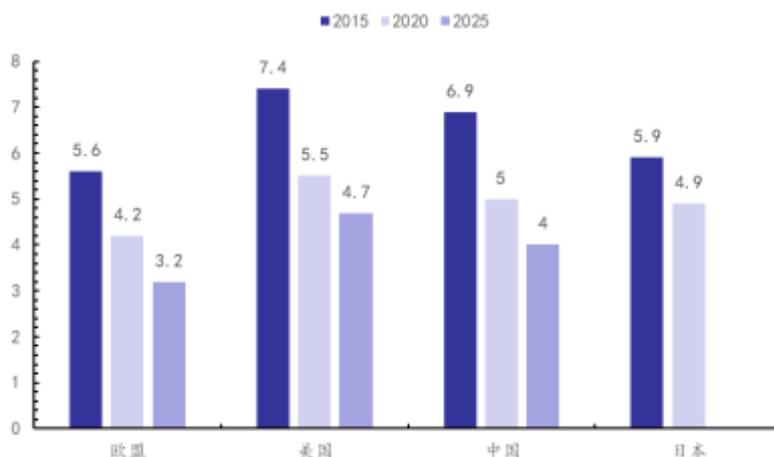
企业	产品	应用计划
恩智浦	RoadLINK 芯片组	供应德尔福, 搭载通用 2017 款凯迪拉克 CT6
高通	骁龙 820A 汽车处理器	搭载样车
瑞萨	R-Car W2R (首款 V2X 单晶片)	已开始量产
意法半导体	导入设计中	联手 Autotalks
U-BLOX	合作 Cohda Wireless 进一步, 取得 Cohda 最新 MK5 模组设计独家授权, 并推出新款嵌入式 V2X 收发器模组--THEO-P1; 未来也将负责该模组的制造与供应。	

资料来源: 国信证券经济研究所整理

轻量化:

各国对于燃油车的油耗限制逐步趋严,我国工信部制定了最新《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》两项国标,其中规定我国乘用车的油耗水平需在 2025 年下降至 4L/100km。同时测试循环由 NEDC 测试法改为 WLTC 测试法。**按规定的降耗标准来看,2020 年相对 2015 年年均需要下降 4.2%,2025 相对 2020 年年均需要下降 4.4%,而该标准目前对于主流的汽车厂商而言均存在较大的难度。**

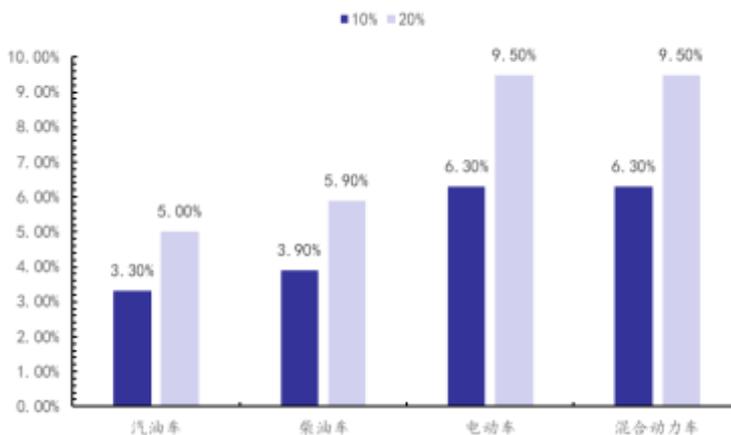
图 53: 2015-2025 年中日欧美燃油车油耗限制 (L/KM)



资料来源:国务院, 国际清洁交通委员会, 联邦环保署, 国信证券经济研究所整理

汽车轻量化与发动机节油技术是两种主要的实现途径。对于汽车轻量化技术而言, 汽车重量每降低 100kg, 燃油车每公里可以节约 0.5L 燃油, 在汽油车减重 10%与 20%的情况下, 能效分别提升 3.3%与 5.0%。新能源汽车减重对于能效提升更加显著, 电动车减重 10%与 20%的情况下, 能效分别提升 6.3%与 9.5%, 主要由于新能源汽车目前使用的动力电池与传统汽车使用的液体燃料的比能量差距较大且动力源电池展整车总体质量较高, 基本可以达到 30-40%。

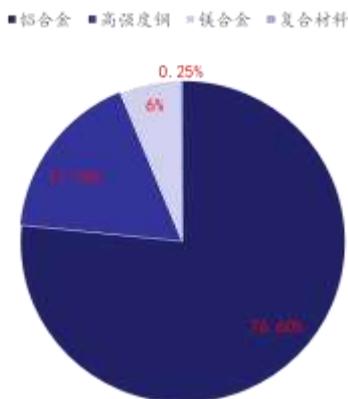
图 54: 乘用车减重能效提升对比



资料来源:国务院, 国际清洁交通委员会, 联邦环保署, 国信证券经济研究所整理

汽车轻量化材料主要分为铝合金、镁合金、钛合金等, 基于当前市场及技术水平, 镁铝合金以及碳纤维技术尚未完全成熟, 市场价格昂贵不具备大面积推广的条件, 目前汽车轻量化主要是集中在铝合金材料。铝合金可以广泛应用与汽车的发动机系统、传动系统、底盘系统、车身系统、热交换系统等。

图 55: 2018 年国内汽车轻量化产品细分需求结构



资料来源:华经产业研究, 国信证券经济研究所整理

表 18: 铝合金在汽车轻量化的典型应用

部件	零件
发动机系统	发动机缸体、缸盖、活塞、进气管、水泵壳、发动机壳、启动机壳、摇臂、摇臂盖、滤清器底座、发动机托架、正时链轮盖、发动机支架、分电器座、汽化器等。
传动系统	变速箱壳、离合器壳、连接过滤板、换挡拨叉、传动箱换挡端盖。
底盘系统	横梁、上下壁、转向机壳、制动分泵壳、制动钳、车轮、操纵等。
车身系统部件	发动机罩、车顶篷、车门、翼子板、行李箱盖、地板、车身骨架及覆盖件。
热交换系统	发动机热交换器、机油散热器、中冷器、空调冷凝器和蒸发器等。
其他系统部件	离合器踏板、刹车踏板、方向盘、转向节、发动机框架、ABS 系统部件、冲压车轮、座椅、保险杆、车厢底板及装饰件等。

资料来源:华经产业研究, 国信证券经济研究所整理

根据中国汽车工程学会发布的节能与新能源汽车技术路线图可见, 后期铝合金将是在汽车轻量化推进过程中得到大力应用, 2020 年单车用铝目标为 190kg, 2025 年单车用铝目标为 250kg, 2030 年单车用铝量目标为 350kg。初步测算, 若是单车用铝量达到 250kg, 相当于减少了 500kg 的汽车用钢量。对于一个 1.5 吨的乘用车则相当于减少了 30%左右的重量, 从而使得燃油效率提高了 20%。

表 19: 节能与新能源汽车技术路线图

	2020	2025	2030
车辆整备质量	较 2015 减重 10% (1530kg)	较 2015 年减重 15% (1445kg)	较 2015 年减重 40%
高强度钢	强度在 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 以上的钢材有一定比例应用
铝合金	单车用铝量达到 190kg (12%)	单车用铝量达到 250kg (17%)	单车用铝量达到 350
镁合金	单车用镁量达到 15KG	单车用镁量达到 25KG	单车用镁量达到 45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量, 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%, 成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 5%, 成本比上阶段降低 50%

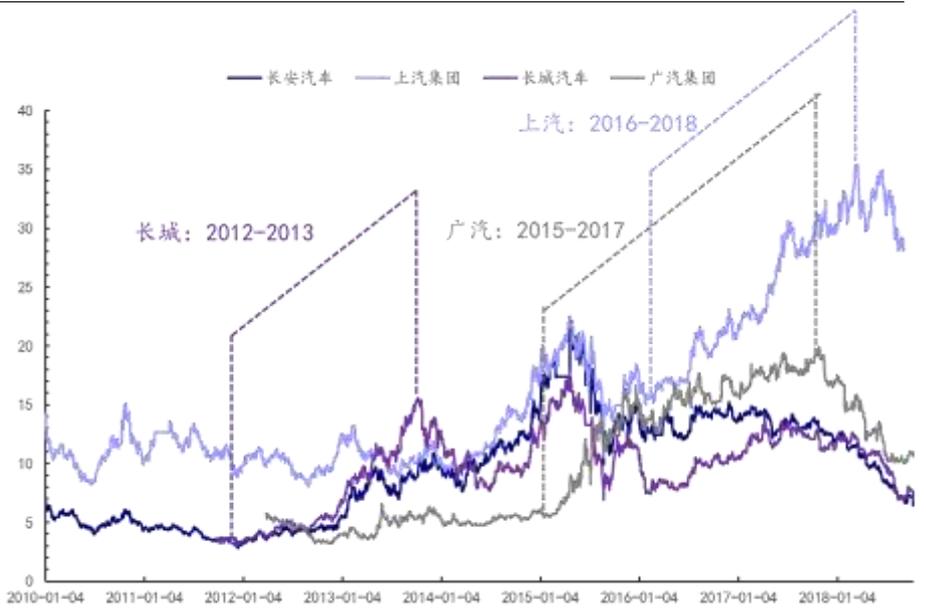
资料来源: 中国汽车工程学会, 国信证券经济研究所整理

趋势三: 受整车客户分化影响, 中期看日系市占率持续提升

当前汽车行业处于洗牌阶段, 整车股股价的周期性主要由业绩的周期性决定, 业绩的周期性主要受到产品周期带来的销量波动影响。各个零部件厂商通过高份额绑定下游某整车厂, 企业业务也受到下游客户的产品周期而呈现较为明显的业绩波动性。

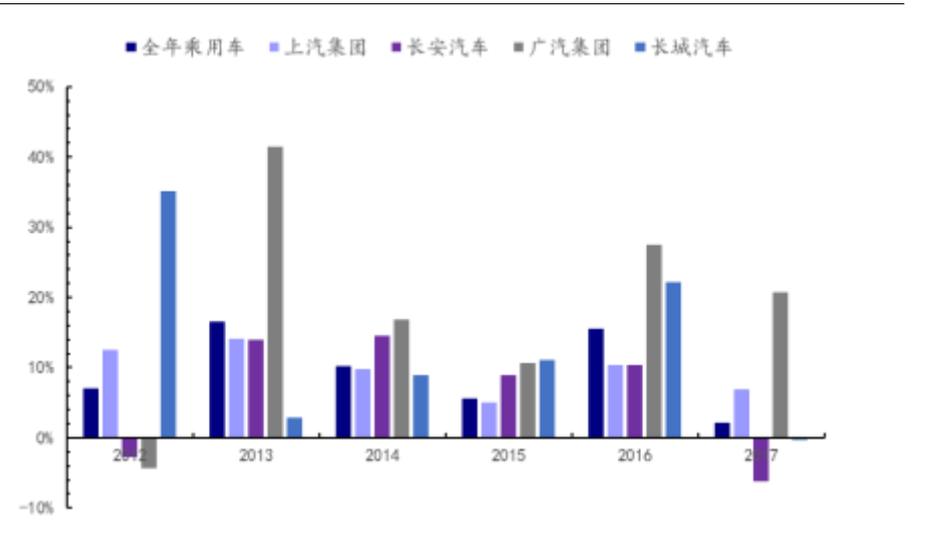
吉利汽车产品周期主要集中在 2015-2018 年, 其高增长主要集中在 2016-2017 年, 对于同比增速分别为 48.40%以及 63.32%。吉利产业链的上市公司包括新泉股份、拓普集团、宁波高发来自吉利的营收占比分别为 40%、20%, 其营收跟吉利产品周期呈现较强的正相关性。中期维度来看, 我们认为日系产业链伴随新车型与新产能投放, 具备较为显著的增长确定性。

图 56: 部分整车企业的股价表现



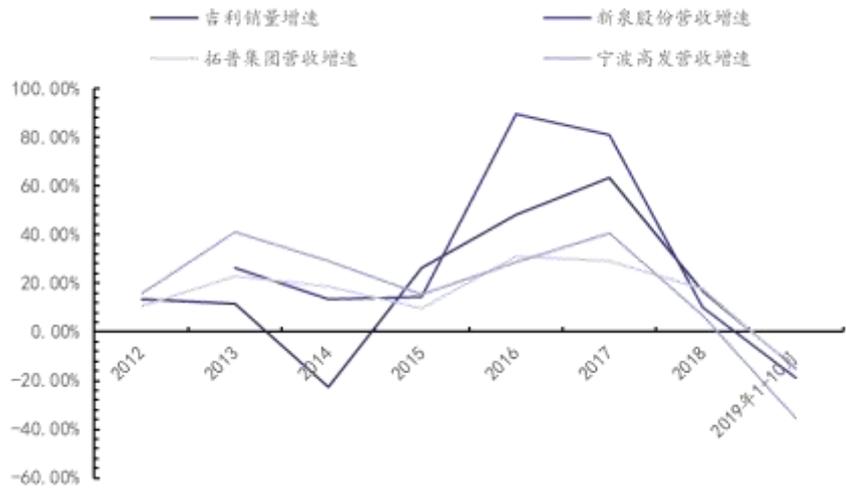
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 57: 部分整车企业与行业乘用车的年度销量同比增速情况



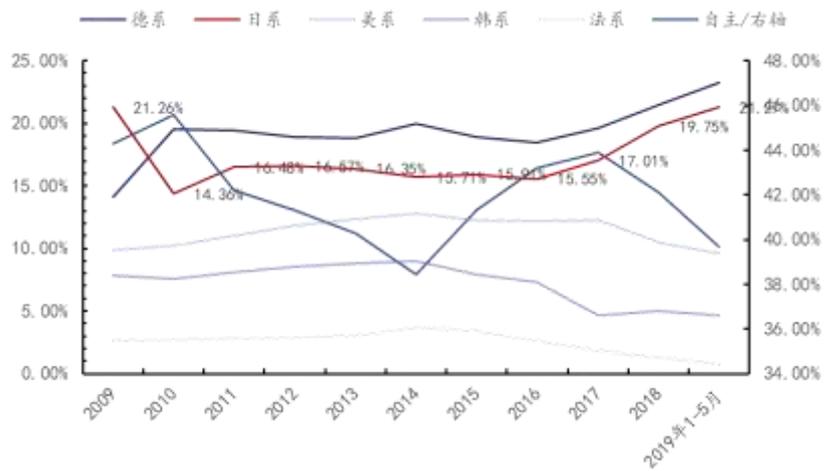
资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图 58: 吉利销量同比增速以及相关产业链营收同比增速关联性



资料来源: 中汽协、wind、国信证券经济研究所整理

图 59: 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

投资机会分析

逻辑 1: 行业集中度提升, 具备核心资产的赛道龙头

汽车行业经历黄金十年, 销量增速中枢逐步下移, 长期来看我们从人均汽车保有量角度分析认为汽车行业后期 20 年仍将维持 2% 的年均复合增速, 但是从中短期来看, 我国汽车行业面临产能过剩, 需求放缓, 竞争加剧等行业问题, 整个行业也逐步从成长期向成熟期过渡, 尤其在 2018-2019 年期间长尾竞争对手逐步淘汰, 行业集中度稳步提升, 我们认为在此大背景下行业龙头以及具备核心资产的公司仍然具备长期投资价值, 包括华域汽车、广汽集团、长安汽车、长城汽车等企业。

华域汽车: 转型新能源三电, 中性化体现较好业绩韧性
长期看转型新能源三电、智能驾驶等核心供应配套商

公司传统主业为内外饰件等产品，公司旗下华域电动（电机、电控）以及华域麦格纳（三合一）在新能源三电领域技术积累雄厚，尤其是华域电动的电机具备 8 线扁铜线技术，在国内领先其余厂商 2-3 年。目前华域电动和华域麦格纳产品已经获得大众国内 MEB、欧洲 MEB 以及通用全球 BEV3 等核心全球新能源平台，不管是技术积累还是客户结构均领先国内其他配套厂商。

中性化（海外侧与上汽大众）体现较好业绩韧性

公司单三季度营收下滑 5.75% 跑赢行业，主要由于上汽大众以及海外侧的正面拖动。按行业侧、上汽侧、海外侧口径来看，三季度行业乘用车产量同比下降 6.87%，上汽集团整体产量同比下滑 4.83%（公司主要配套的上汽大众同比增长 3.78%，上汽通用同比下滑 16.10%，上汽乘用车同比下滑 4.22%），公司前三季度海外侧下滑约 3-4%，幅度小于国内。此外公司也有日系、BBA 等部分客户在实现逆势增长。海外侧、上汽大众、日系以及 BBA 等客户起到正向拖动。

投资逻辑：业绩增长稳健，业务持续优化

公司是国内零部件与国际内饰领域龙头，中长期具备成为国际零部件巨头的潜力，长期看公司从非核心汽车零部件配套逐步过渡到新能源三电系统、智能驾驶等汽车核心配套。我们维持 19-21 年净利润分别为 71.88/77.61/84.09 亿，EPS 为 2.28/2.46/2.67 元，目前股价对应 PE 分别为 10.9/10.1/9.3 倍，维持合理估值为 27.36-34.20 元（对应 19 年 PE12-15 倍），维持“买入”评级。

广汽集团：日系强势持续，传祺与菲克有望触底反弹

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。

长安汽车：自主技术变现叠加强势单品，静候长安福特产品周期

长安自主：经营降本、技术变现、强势单品带来利润改善

经营降本：费用管控与供应商降本，19Q3 毛利率环比提升 7pct 达到 19%，18Q4 至 19Q3 持续减亏，我们预计剔除 Q3 由蓝鲸动力车型和 CS75PLUS 带来的经营性亏损已由亏损 20 亿以上减亏至亏损约 3 亿。

技术变现：蓝鲸动力车型 CS35 蓝鲸版本以及逸动蓝鲸版本反馈较快，历经 5 年技术变现，蓝鲸 NE 发动机 1.4T 替代原 1.6L 带来动力性能提升，终端售价提升，自研自产 7DCT 替代外购爱信 6AT 带来成本下降 2-3k，蓝鲸车型单车边

际增加约 4-5k。

强势单品：多地渠道调研以及整体订单显示 CS75PLUS 需求极其旺盛，等车周期+无折扣（部分地区变相加价），外观和配置优势显著，竞品相对欠缺，上市次月月销接近 1.8 万，单车利润 1.5 万（公司口径）

由于降本的持续性后期按常理单季度亏损应 < 3 亿，预计明年自主包袱-12 亿。预计由于 75P+蓝鲸车型+新车型 CS55PLUS+明年 CS65 贡献利润约 30 亿（ $20*1+12*0.3+3+4$ 新能源出表），测算自主明年整体利润约 20 亿（不含业绩存在新能源、欧尚、凯晨等亏损资产剥离带来的向上期权，其中新能源出表带来 4 亿减亏概率较大）。

福特：降本带来经营性盈利略微改善，产品周期渐进

明年核心车型主要包括①锐际（2-3 月，主打四缸）②林肯冒险家 CORSAIR（1-2 月）③探险者（4 月）④飞行员（4 月）⑤福睿斯换代（下半年）。福特单月盈亏平衡点对应销量约 2.5-3 万/月，全年 30-36 万，估算明年福特年销 32 万附近，盈亏平衡。从 19Q3 看福特单季度经营性利润预计在-5 亿左右（降本有所体现，19Q1 亏损约 10 亿）。考虑到林肯冒险家（CORSAIR）、飞行员、探险者等车盈利较强，初步估算明年福特贡献 0-5 亿投资收益

马自达：核心车型完成换代，明年引入新车型 CX30

马自达第七代际首款产品为昂克赛拉换代，外观与配置提升显著，明年引入一汽马自达 CX4 姊妹车型 CX30（预计 5-6 月）。马自达一直盈利稳定，长期看马自达战略重心更加偏离一汽倾向长安。预计明年马自达贡献投资收益 10-12 亿

自主品牌技术变现叠加强势单品，静候福特产品大周期

自主品牌推出 CS75PLUS 产品竞争力强势，预计月销过 2 万同时单车盈利能力强，公司长期对于动力系统的研发投入技术变现，蓝鲸动力车型动力性能提升同时油耗下降，终端认可度较高。长期看，长安福特经过 3 年蛰伏目前位于经营周期最底部，明年随着锐际、探险者、林肯冒险家、飞行员以及航海家等车型国产，有望进入经营上行通道。我们维持公司 19-21 年归母净利润为 -9.7/26.2/41.5 亿，对应每股净资产 9.43/9.55/9.74 元，考虑到公司目前是亏损状态，后期盈利大幅改善趋势显著，对标标的 PB 位于 1.2-1.5PB，维持合理估值为 9.43-10.37 元（对应 19 年 PB 为 1.0-1.1x），维持“买入”评级。

长城汽车：SUV 精耕细作，智能电动多方出击

推荐逻辑：SUV 市场空间大、增速快，国内 SUV 龙头前景可期

SUV 因其离地间隙高、安全性好及空间大等优点，叠加受益于国家二胎政策，自 2001 年以来 CAGR 高达 41.4%，与美国相比中国 SUV 市场仍有 10% 以上的市场空间，未来 SUV 占比将会超过轿车。长城作为国内 SUV 龙头企业，SUV 连续 14 年国内销量第一；旗下哈弗 H6 连续 58 个月保持 SUV 销量冠军；打造中高端品牌 WEY，月销量破万，瓜分合资品牌市场份额；与宝马合作迎来新机遇，长城发展潜力巨大。

行业端：中西部地区首购需求+路况较差，自主 SUV 增长空间广阔

中国汽车人均保有量低于世界平均水平，汽车行业仍有较大增长空间；近年来 SUV 销量上逐渐缩小了与轿车的差距，市占率达到 41.45%，未来将大概率超过轿车市占率。经济发达的东部地区目前主要为替换需求；经济落后的中西部地区主要为首次购车需求，未来将成为中国汽车销量的主要增长点。中西部地区对自主品牌销量贡献率高达 77%，叠加其道路情况较差，SUV 以高通过性等特点更能吸引当地消费者，自主品牌 SUV 将继续保持增长态势。

产品端：哈弗 H6 稳销量，高端品牌 WEY 改善公司盈利水平

长城产品线丰富，产品覆盖各个级别车型。在紧凑型 SUV 级别中打造“国民神车”哈弗 H6，连续多年稳居销量冠军，并且长城以其一流的成本管控能力，其平均单车盈利可达 9817 元/辆。高端品牌 WEY 伴随 VV6 的推出，完善其车型布局；WEY 销量占长城总销量平均达 16%，伴随魏建军先生亲自代言到签下 C 罗借势世界杯，公司加大营销力度，WEY 品牌影响力持续上升，促进销量持续增长，未来公司盈利能力将进一步提升，单车盈利水平也将得到改善。

新能源与智能驾驶齐发力，维持买入评级

在新能源领域，公司携手宝马投资设立光束汽车合资公司，股权比例 50:50，聚焦新能源汽车生产，建立具有 16 万产能的车辆生产基地，量产后将缓解公司双积分压力，同时提高长城的品牌影响力；同时公司自主打造纯电动汽车平台 ME，新能源平台 PI4，获澳洲锂矿项目包销权，多方位加速进军新能源。在智能驾驶方面，长城积极开发网联系统和智能驾驶 i-Pilot 平台，同时就智能驾驶技术各版块分别与百度、博世、德尔福、瑞萨等公司进行战略合作，积极提升智能驾驶关键技术及布局。我们维持 19/20/21 年 EPS 分别为 0.58/0.65/0.73 元，对应 PE 分别 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

福耀玻璃：全球汽车玻璃龙头，海外扩张进入收获

公司目前已经是全球汽车玻璃龙头（前二），国外产能最大增量来源在美国，2016 年随着代顿、芒山工厂的竣工，标志着公司 2014 年以来持续投资的北美项目即将进入收获，福耀依托覆盖美国 25% 汽车玻璃市场的产能布局，有望通过代顿工厂迈入新一轮扩张周期。同时在智能化。消费升级背景下公司 ASP 逐年提升（年均 3%-5%），玻璃产品价量提升，预期未来维持稳健增速。

智能化、消费升级下产品价量齐升

智能化、消费升级背景下汽车玻璃单车使用量（天窗+前挡）和单车价格（HUD、Low-E）提升。目前福耀拥有安全型、低碳型、集成型三大类玻璃产品，新产品的国内外客户扩展情况乐观。我们认为，随着天窗玻璃渗透率提升、HUD 等高附加值产品提高汽车玻璃单价，未来公司产品有望维持价量齐升的趋势。

收购德国铝饰条公司，产品+客户高端化协同

福耀收购的德国 SAM 公司 2019 年 3 月 1 日完成交割，预计 1 年左右整合完成实现扭亏，后续配套公司集成化产品（汽车玻璃包边铝饰条），提升产品附加值（包边产品较非包边产品价值提升 30% 以上），同时进一步扩大公司汽车饰件规模，拓展汽车配件领域，更好地为汽车厂商提供优质产品和服务，增强与汽车厂商的合作黏性，提高公司的综合竞争力，符合公司长远发展战略。

美国产量持续爬坡，德国 SAM 三季度或触底

美国汽车玻璃工厂持续爬坡，全年仍维持 390 万套汽车玻璃产量预期，单 Q3 预期利润和去年同期基本持平。福耀收购的德国 SAM 公司单 Q3 亏损额度达到峰值，预计亏损接近 1 亿人民币，Q4 有望减亏，预期今年底整合完成。

业绩压制因素明年有望改善，维持增持评级

福耀三季报符合预期，Q3 营收增速、毛利率环比改善，国内营收下滑趋势收窄，短期由于海外 SAM 整合、国内车市和浮法行业周期底部，公司业绩承压，我们觉得多数业绩影响变量会在明年有所好转，维持此前盈利预测，预计 19/20/21 年利润分别为 33.8/36.1/40 亿元，对应 EPS 1.35/1.44/1.6 元，维持增持评级。

宇通客车：国内行业龙头份额提升，海外市场空间广阔

宇通作为全球大中客龙头，收入来源分为国内市场（88%）和海外市场（12%）。国内端市场总量饱和，城镇化+新能源化下具备结构性机会，中期机会在于政策趋严下行业集中度和龙头份额的提升。宇通持续超出同业的研发投入保障公司单车价格、单车毛利的竞争力。海外端是公司长期战略方向，我们测算全球客车市场具备107%提升空间，中长期看好一带一路政策下的宇通的全球渗透。

2019Q3 宇通价量双稳，市占率大幅提升

单三季度，国内市场大中型客车同比下滑 3%；5 米以上新能源客车 18904 辆，同比下滑 7%。行业承压背景下，宇通逆势实现销量大幅提升，Q3 整体销量+13%，新能源同比大幅增长，前三季度宇通大中客新能源市占率 31.12%，同比去年提升 6.76pct。单 Q3 价量持续稳健，2019Q3 单车均价 50 万元，同比增加 0.17 万元，环比减少 1.6 万元；2019Q3 单车利润 3.84 万元，同比减少 0.1 万元，环比增加 1.3 万元。

政策收紧利好龙头，宇通市占率有望提升

我们认为未来的新能源政策并非普惠政策，而是体现出明显的偏向龙头的趋势。政策主要通过从三方面收紧来聚拢行业，1) 三万公里+先清算后拨付以排除现金流状况不佳的中小企业；2) 补贴退坡以排除骗补者；3) 新能源造车资质或暂停发放以排除新进入者。未来在政策趋严的背景下，新能源行业有望正本清源，行业集中度和龙头企业市占率有望提升。与竞争企业相比，宇通经营性现金流量净额占比最高、低负债水平减弱财务风险，具备显著竞争优势。

投资建议：期待海外新产品，维持买入评级

目前宇通已确立“三横五纵”研发布局，开发插电式、纯电动、燃料电池三大动力系统，未来看好中高端产品升级、海外出口、房车和燃料电池客车。公司客车产品在国际市场上颇具影响力，近期比利时车展上展出 U12, T13 两款面向海外市场的高端车型，预期春节前后正式量产。我们维持此前盈利预测，预计 19/20/21 年 EPS 分别 1.05/1.23/1.44 元，维持买入评级。

潍柴动力：重卡行业龙头，稳健增长

行业高景气度持续

行业层面，2019 年 9 月份重卡实现销量 8.3 万辆，环比增长 13%，同比增长 6.8%。1-9 月重卡市场累计销量 88.8 万辆，同期微降 1%，降幅进一步缩小，在治超趋严背景下，重卡行业景气度有望持续。公司层面，中国重汽已成为山东重工的二级公司，标志着山东重工对中国重汽的资产重组工作全部完成。潍柴和中国重汽在山东重工体系内有望推进深度合作。

布局燃料电池，强化重卡动力系统领导地位

公司先后入股弗尔塞和巴拉德等燃料电池企业，并于博世、锡里斯动力、吉利等企业达成战略合作。目前公司联合中通客车在潍坊打造了 3 条氢燃料电池公交车运营专线，投放了 30 辆氢燃料电池公交车开展试运营，累计运营里程达 50 万公里，同时在潍坊建成了 1 座日加氢能力达 1000kg 的固定式加氢站。公司积极推进完成燃料电池动力布局，强化重卡动力系统领导地位。

投资建议

低估值优秀蓝筹，行业景气度持续，多元布局仓储物流和燃料电池等领域布局，强强联合打造世界级重卡企业，公司业绩有望实现稳健增长。我们维持 19/20/21 年 EPS 分别为 1.24/1.37/1.45 元，对应 PE 分别是 9.7/8.8/8.3x，维持增持评级。

逻辑 2: 进口替代加速, 优质零部件成长稳健

中国汽车市场作为全球最重要的市场是国内外各整车厂商的兵家必争之地。外资加速布局国内市场, 尤其是以近几年大众加速中国市场 SUV 车型投放, 日系加速中国市场车型以及产能投放可加以印证。自主品牌向上突破 (长城成立高端子品牌 WEY 以及吉利成立高端子品牌领克), 合资品牌向下阻击 (大众分离捷达车型成立低端品牌捷达), 一些具备成本优势, 同时产品技术和品牌过硬的国产零部件厂商趁机突破进入合资同时扩大份额, 其中部分优秀企业已经实现或正在实现全球化产业布局, 包括星宇股份、岱美股份、爱柯迪等优质零部件。

星宇股份: 国内自主车灯龙头, 突围合资竞争圈

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 19/20/21 年 EPS 分别为 2.90/3.71/4.72 元, 维持买入评级。

岱美股份: 看好遮阳板全球龙头的横向扩张

投资逻辑: 单一产品全球龙头, 新产品拓展顺利, 切入特斯拉

公司质地优良, 是汽车遮阳板领域全球龙头, 市占率高达 22%, 是国内汽车零部件领域稀缺的将单一产品做到全球第一的企业 (原遮阳板业务通过收购美国第二大遮阳板企业 Motus 达到优质资产强强联合, 北美市占接近 80%, 后期客户协同显著); 公司新品扩展能力较强, 新业务头枕与中控器借助原供应体系目前全球市占分别达到 4% 与 8%, 市场空间可对标遮阳板的 20% 以上市占率; 公司已经切入特斯拉全部车型配套体系, 后期有望受益特斯拉产能释放以及本土化建厂。

遮阳板：优质资产强强联合，后期协同效应显著

公司原业务遮阳板全球市占率 22%，通过收购北美第二大遮阳板企业 Motus 进一步巩固北美市场地位，目前北美市占率接近 80%，同时有望借助 Motus 切入劳斯莱斯、宝马、奔驰、保时捷等高端客户及本田、丰田等封闭的日系供应链。公司产品自制率高，成本把控能力强，目前 Motus 净利率仅 5% 大幅低于公司的 17%，后期 Motus 盈利改善弹性大，给公司带来的业绩弹性较大。

新业务：依托原有供应体系，实现头枕与中控器新品拓张

公司原业务长期合作通用、大众、福特等全球整车巨头，新业务头枕目前依托通用 K2XX 平台，短期看点是通用体系渗透率提升，目前已渗透到 T2 全球平台，中长期看点是打入福特、克莱斯勒配套体系。新业务中控器已斩获通用 3 亿/年订单及克莱斯勒 1 亿/年订单，进一步验证公司产品及客户扩展能力较强。

投资建议：龙头优势加强，新品借力扩张，给予“增持”评级

公司系遮阳板领域全球龙头，具备将某一产品做到全球第一的能力，同时产品与客户拓展能力较强，原优势业务通过外延并购持续加强，客户协同显著，新业务借力原配套体系逐步实现品类扩张。我们维持公司 19-21 年每股收益分别为 1.73/2.16/2.68 元，维持增持评级。

爱柯迪：汽车铝压铸精密件龙头，经营与需求周期双击

投资逻辑：进入盈利提升通道，单车配套价值量提升空间大

轻量化是汽车发展趋势，助推铝合金的使用。行业单车铝用量提升趋势显著，中国汽车工程学会预计 2020/25/30 年单车铝用量将分别达到 190/250/350kg。我们预计行业 2025 年市场空间可达到 2898 亿，对应年均复合增速为 7.76%。公司是汽车铝压铸精密小件龙头。我们认为：中短期看公司从 19H2 开始有望进入经营周期（资本开支向下）与需求周期（向上）结合带来的盈利加速增长。长期看，公司质地优秀，细分单品雨刮系统全球市占率 40%，新产品大幅度提升单车配套价值量打开新成长。

中短期看点：经营周期与需求周期叠加，后期盈利有望持续改善

经营层面，16-18 年是公司资本开支高峰期，19 年开始投入放缓，后期资产效率有望提升。需求层面，购置税透支、库存等中观层面因素改善，汽车刺激政策存在出台可能。销量数据下滑持续收窄，公司属于重资产模式，毛利率与产能利用率高度关联，有望受益成本下降与需求提升带来的毛利率持续改善，在机械设备账目原值对应产能不变的假设前提下，我们测算 20/21 年毛利率可分别提升 1.9pct 与 2.1pct。

长期看点：单车配套价值量显著提升，新能源产品打开新成长

公司目前明星产品雨刮系统单价低，但全球市占率超过 40%，其余传动、转向、制动、发动机相关产品目前市占率较低，提升潜力大。新品新能源电机、电控壳体、PACK 包箱体大幅度提升配套价值量，已获得博世、大陆、联电、马勒、麦格纳、李尔等客户订单，同时募投 4 亿相关产能可在明年投产。

投资建议：优质成长零部件，维持“增持”评级

我们维持公司 19/20/21 年净利润 4.53/5.73/7.29 亿，实现每股收益 0.53/0.67/0.86 元，维持“增持”评级。

逻辑 3：汽车保有量持续增加，存量市场空间大

2018 年机动车保有量达到 3.27 亿，其中乘用车保有量达到 2.40 亿，汽车保有量稳步提升。汽车后市场市场空间大，我们基于高价值量以及高更换频次的思路精选了轮胎赛道、汽车后市场检测赛道以及停车赛道，对应标的分别为玲珑

轮胎、安车检测以及五洋停车。

玲珑轮胎：产能配套齐发力，进军国际轮胎巨擘

推荐逻辑：存量市场、空间大，行业整合，优质企业受益

轮胎市场巨大，国际、国内轮胎市场空间分别达 12000 和 2500 多亿元，更换率较高，是汽车存量市场的稀缺领域。全球轮胎市场往中国转移，国内行业分散低质化严重，在环保+贸易+资金成本多重压力下，国内轮胎行业整合有望加速。玲珑作为国内龙头企业，具备成长为全球一线轮胎企业潜力。

行业端：重压之下，行业整合加速

国内轮胎行业分散，CR3 和 CR10 分别为 17%和 37%，低于全球水平（CR3,31%；CR10,51%）。多重压力下加速行业向巨头集中：资金端，金融去杠杆态势持续，美联储进入加息周期，企业融资成本上升，加速小企业淘汰；政策端，环保成为长期国策，工厂低碳环保生产成为主流，加速落后产能淘汰；外部环境，贸易摩擦加剧，各国贸易保护势力抬头，海外建厂成趋势，对公司综合能力提出更高要求。玲珑轮胎负债水平低，财务实力强，生产基地海外布局，减少贸易战风险，顺应低碳环保生产要求，具备显著竞争优势。

产品端：进入大众产业链，持续打造高端品牌

2016 年公司通过评审成为德国大众第一家中国本土轮胎供应商，2017 年开发大众多个配套项目，配套业务逐渐走向中高端市场。公司广告投入持续增加，同时公司收购百年美国品牌—ATLAS，打造高端品牌定位，增加替换胎市场影响。2017 年，“玲珑”品牌以 305.62 亿元的品牌价值，入选“中国 500 最具价值品牌”。加大研发投入，缩小产品差距，提升品牌形象，2017 年研发费用同比提高 41.5%，公司产品的各项性能指标在 TestWorld 轮胎测试中名列前茅，综合评分与韩泰、邓禄普等国际品牌不相上下。

产能端：持续释放带动业绩增长

预计 2018 年中国轮胎市场需求达 7 亿条，其中 5 亿条为存量市场需求，随着中国汽车保有量持续增加，市场增长潜力巨大。公司 2017 年产能为 5614 万条，其中半钢胎 4714 万条，全钢胎 800 万条，斜交胎 100 万条。公司实行“5+3”发展策略，在欧洲和美洲持续建设公司的第二个和第三个海外生产基地，预计 18、19、20 年产能分别为 6600、7600 和 8600 万条，产能持续增长。

投资建议

行业空间大、整合加速，配套高端化产能持续释放。我们维持公司 19-21 年每股收益 1.34/1.50/1.75 元，维持买入评级。

安车检测：汽车年检设备龙头，转型大空间运营服务商

投资逻辑：短期检测设备放量，长期看卡位后市场

国内汽车保有量大幅增加，车龄逐步增大，孕育着万亿级汽车后市场空间（汽车维修保养、金融、二手车、检测服务等）；公司作为国内机动车检测设备龙头（市场空间 100 亿），拓展检测设备业务同时，向下布局汽车年检服务（500 亿市场空间，目前布局 40 个站），业务具备较强延展性，开拓新的成长空间；立足长远，中短期业务进入快速增长。

短期空间：受益汽车存量市场与政策双轮驱动

目前强制性检测设备行业市场空间 100 亿，未来 6 年 GAGR 约 11%。行业集中度较低，国内优势企业主要是安车检测、石家庄华燕及南华仪器。行业驱动力主要有两点：第一，保有量以及平均车龄增长促进行业检测频次增长，预计未来 6 年年均复合增速为 11%；第二，政府放开下游检测站进入门槛与检测定价，民营资本进入促进检测站数量增长。公司作为检测设备龙头企业有望受益。

长期空间：卡位汽车后市场，机遇与风险并存

汽车检测服务市场空间 500 亿。随着检测站逐步对民营资本放开，公司迎来新的发展机遇，当前公司已经布局 40 个检测站，并大概率持续加大检测服务业务布局，我们认为公司具备较强能力改善检测站盈利状况，提升公司业绩。长期来看，依托检测站在汽车后市场数据、检测设备、能力等方面的优势，具备较大的汽车后市场服务能力（二手车等）。我们维持公司 19-21 年每股收益分别为 1.22/1.96/2.65 元，维持增持评级。

五洋停车：存量市场下停车优质赛道龙头

投资逻辑：停车设备龙头，转型运营打开新成长

中国汽车行业由成长向成熟期过渡，新车销量增速下行，保有量继续稳健增长（截止 2019 年 6 月底达到 2.5 亿辆）；城市停车难问题日益凸显，车位缺口持续加大（当前 5000 万个车位缺口）；公司是主营停车唯一上市公司，也是停车设备优质龙头企业，从停车设备向停车运营布局，卡位停车朝阳行业。

停车行业赛道优质，原缺口与新需求构筑百亿级空间

目前我国停车位配比仅 1:0.5-1:0.8，显著低于国际 1:1.3 的水平。此外，我们测算未来 20 年汽车保有量仍将维持 4.3% 的年均增长，存量缺口与新增需求将持续推动车位建设。机械式停车设备在需求拉动、政策驱动以及自身成本优势三重驱动力作用下，我们测算未来三年有望维持 20% 的年均复合增速，预计市场空间在 2021 年达到约 291 亿元。

设备领域优势显著，前瞻布局停车运营

公司通过收购伟创与天辰从散料设备厂商转型停车设备厂商，目前停车业务营收占比达到 62%。停车设备行业产品资质壁垒较高，公司是行业稀缺的具备 9 类完善产品资质的设备厂商，产品经验丰富且维持较高研发投入，通过收购伟创和天辰目前已实现在国内南北全面布局，设备领域龙头优势持续扩大。公司前瞻布局运营环节卡位智慧停车生态圈，通过维保类、权益类、联盟类等多元化方式圈地优质停车资源，打开新成长空间。公司作为停车设备领域龙头，凭借设备优势纵向延伸至停车运营环节打开新成长。我们维持公司 19-21 年每股收益分别为 0.26/0.32/0.40 元，维持增持评级。

逻辑 4：电动化与智能化转型升级

电动化与智能化是汽车产业长期产业升级趋势所在，新能源汽车的政策引导明确，长期看整个汽车产业链与发动机等传统汽车独有而新能源汽车不需要的零部件企业面临转型问题，同时整个产业链的零部件企业也有足够动力发展新能源汽车相关业务以分享下游新能源汽车高速成长的盛宴。智能驾驶是大势所趋，车智能化的终极目标是无人驾驶，而实现无人驾驶是一个渐进式的发展过程，这个过程中，车内硬件智能（ADAS）和车际互联通信（V2X）两条腿走路，我们拆分智能驾驶三大发展阶段，以 10 年以上为行业周期划分发展重点，短期（3-5 年）关注 ADAS 渗透率提高带动传感器产业链发展，中期（5-10 年）关注车联网伴生的智慧交通基础设施建设，长期（10 年以上）关注 L4 级别成熟后共享汽车引领的出行方式颠覆。

保隆科技：短期 TPMS 保障主业增长，长期汽车电子新品发力

公司立足于传统汽车零部件制造，顺应汽车零部件电子化、轻量化的行业趋势，以 TPMS 业务为切入点，加大投入研发汽车电子控制系统和内高压成型等技术，传感器、360 环视等新品有序推进。短期来看，国内乘用车强制性安装 TPMS

的政策背景下，2020 年 TPMS 行业进入高速增长期，给予公司主业稳健支撑；长期来看，以 360 环视和国六传感器为代表的汽车电子产品将成为公司盈利新增长点。

TPMS: 合资公司下半年有望扭亏，国内客户结构逐渐改善

2018 年保隆和霍富成立合资公司保富电子后，一跃成为全球第三体量的 TPMS 企业，保富电子今年 1 月并表，上半年受汽车行业景气度影响 OEM 爬坡不达预期，2019 年中报保富电子海外亏损 3194 万（德国保富-4099 万，美国保富盈利），下半年随着 OEM 改善和 AM 冬季胎季节性放量有望扭亏；国内一方面随着合资霍富，客户高端化有一定进展（突破上汽通用、东风日产等），另一方面随强制性国标 OEM 安装 TPMS，预计直接式 TPMS 的行业渗透率将从今年的 40%提升至 70%，2020 年公司 TPMS 业务有望大幅增长。

国六传感器助力下半年，智能驾驶业务远期贡献

2019 年公司自主研发的全新汽车动态视觉与雷达传感器等系列产品已经发布，360 环视系统切入优质整车客户（9 月/11 月配套），国六传感器 9 月起上量。作为国内智能驾驶感知层领域核心企业，产品逐渐落地，长期看好智能驾驶新品贡献业绩。

投资建议：智能驾驶核心标的，维持增持评级

考虑公司三季度毛利率、费用率改善超预期，我们维持 19/20/21 年 EPS 分别为 1.03/1.17/1.38 元，维持增持评级。

德赛西威：国内车机龙头，智能驾驶推进有序

国内车机龙头，受益于产品升级

德赛西威沿袭德国西门子技术基因，主营产品车载信息娱乐系统、空调控制器、驾驶信息显示系统等前装车机产品，车机处于从传统按键式向触摸屏，分区式向一体化变革的时期，集成价值量从一两千向四五千升级，兼具消费属性，是汽车上的优质赛道（类比车灯）。德赛西威目前是国内自主车机龙头企业，市占率在 10%以上，ROE 和盈利能力远超同业。

客户订单持续突破，合作造车新势力研发 L3 级别产品

2018 年公司获得多个新老客户的新项目订单，包括一汽-大众、上汽通用、吉利汽车、长安汽车等。2018 年 6 月公司与小鹏汽车正式签署战略合作协议，共同合作于智能驾驶汽车 L3 级别的产品研发。

提前布局智能驾驶，多产品推进有序

德赛西威早于 2009 年便布局智能驾驶辅助（ADAS），坚持以高比例研发投入维护行业领先地位，2018 年公司研发投入约 5.2 亿，研发在收入占比 9.6%（2017 年研发占比 7%）。公司在智能驾驶、智能驾驶舱以及车联网方面均取得阶段性成果，2018 年公司与英伟达和小鹏汽车联合开发 L3 级别智能驾驶系统并计划于 2020 年量产；公司自主研发的全自动泊车系统、24G 雷达已获得项目订单并将于 2019 年量产；77G 雷达预计在 2019 年达到可量产状态；智能驾驶舱和车联网 V2X 产品已获得项目订单。同时，为了布局智能驾驶、智能驾驶舱和车联网三大业务群，公司协议收购德国先进天线公司 ATBB 公司。

优质赛道下的优秀企业，维持增持评级

德赛西威作为国内车机龙头，短期受制于行业销量下滑，但公司持续高研发布局转型，开发新客户（吉利和比亚迪）、合作新产品（小鹏等新势力）。我们维持 19/20/21 年利润分别 3.4/4.5/5.5 亿，对应 EPS 分别为 0.63/0.81/1 元，维持增持评级。

科博达：一体两翼，汽车电子核心标的

投资逻辑：汽车控制器领域龙头，汽车电子核心标的

科博达是国内为数不多汽车智能、节能电子部件制造商，深耕汽车控制器领域多年，核心客户突破南北大众、大众全球等一流车企，短期受益于车灯 LED 化趋势量价齐升，长期受益于汽车电子装载率提升下的产品品类扩张。

主业介绍：一体两翼，汽车电子业务多管齐下

公司当前业务一体两翼，车灯控制器：电机控制器：车载电子电器约 2:1:1 营收比例，其中车灯控制器作为公司传统优势业务（国内市占率约 10%），行业受益于 LED 化市场扩容，全系 LED 化后国内市场空间近 200 亿，全球市场空间近 600 亿；电机控制器和车载电子电器业务在汽车智能化电动化趋势下单车使用量逐渐提升，市场前景广阔。

逻辑一：汽车电子渗透率提升，带动公司产品品类扩张

目前汽车电子在紧凑车型中的成本占比为 15% 左右，在中高端车型中的成本占比可达 30%-40%，而纯电动车中，汽车电子成本占比高达 65%，随着汽车新能源、智能化趋势，我国汽车电子成本占比仍将持续提升，预计汽车电子行业全球 15000 亿、国内 6000 亿市场。科博达在产控制器产品市场前景广阔，募投项目新增 1.4 倍产能，汽车电子研发中心启动建设，未来品类有望持续扩张。

逻辑二：车灯产业链核心环节，受益于未来车灯 LED、智能化趋势

当前车灯主流光源分为卤素-HID-LED 三类，LED 车灯是未来车灯主流，科博达车灯控制器主要在 HID/LED 产品上应用。车灯控制器在 LED 车灯成本中占比 15%-20%，车灯 LED 化过程中主控制器单元核心受益，1) 前大灯：科博达 LED 主光源控制器收入占比快速上升，毛利率有望改善。2) 后尾灯：LED 尾灯控制器试产大众、在研宝马。3) 氛围灯：氛围灯控制器全车使用量提升。

投资建议：客户优质、发展前景广阔，新股暂给予“中性”投资评级

科博达作为具备优质客户的汽车电子标的，受益于车灯结构升级和汽车智能化，发展前景广阔。我们维持 19/20/21 年 EPS 分别 1.28/1.52/1.86 元，当前新股上市估值相对较高，维持中性投资评级。

三花智控：制冷零部件龙头，新能源汽零打开增量空间

制冷零部件龙头，稳增长中有亮点

应用于家电市场的制冷零部件是公司的传统主业，公司生产的四通阀、截止阀、电子膨胀阀市场份额均为全球第一。制冷业务的增速和天气、房地产市场相关性较高，预期下半年维持平稳趋势，2020 年国家能效标准或升级有望推进电子膨胀阀产品渗透率提升。长期来看，家电变频化、节能化为公司制冷业务打开长期增量空间。

汽零在手订单充裕，高速增长可期

汽零业务是公司未来几年增长的重点，公司是新能源热管理系统领域的核心供应商之一。近年来伴随 1) 国内新能源汽车销量爆发式增长；2) 新能源客户拓展；3) 新能源热管理系统产品品类拓展，公司新能源汽零业务快速增长。当前在手订单充裕，下游客户囊括大众、沃尔沃、吉利、戴姆勒等全球一流车企，预计多数从 2020 年起全生命周期稳健释放，保障公司未来 3-5 年业绩。

投资建议：看好后续汽零订单释放，维持增持评级

我们维持此前盈利预测，维持 19/20/21 年 EPS 为 0.7/0.8/1.0 元，维持增持评级。

中国汽研：掌握核心技术的智能检测龙头

技术服务短期利润受折旧和人工费用影响，产业制造实现扭亏

公司前三季度技术服务业务营收 6.57 亿元 (+7.14%)，产业制造业务营收 13.51 亿元 (+30.20%)，产业制造主要受益专用车，汽车燃气系统及关键零部件、汽车试验设备业务收入规模大幅增加。单三季度，技术服务营收 2.29 亿 (+2.23%)，产业制造营收 3.28 亿 (-6.02%)。技术服务营收增速单季度放缓可能受到订单结算季度波动影响，而产业制造营收下滑主要受到下半年商用车下滑影响。利润层面，前三季度技术服务净利润 2.25 亿，基本持平，产业制造实现净利润 0.32 亿实现扭亏。技术服务利润增速低于营收增速主要是折旧和人工费用增加导致营业成本增加。

智能网联先行者，测试标准制定方

中国汽研是重庆智能互联示范区牵头企业，i-Vista 园区 16 年底开园(全国两个，另一个是上海国际汽车城)，目前已经为整车企业进行智能路试。智能端：2003 年公司开始布局 ADAS，16 年已实现 ADAS 试验室的创收；网联端：目前汽研拥有全世界最全的通信检测(囊括 WIFI, DSRC, LTE-V 等)，16 年 5 月汽研拿到了两个通信方面的项目(5G 规程)。有望通过 5G 实现中国智能驾驶领域的“换道超车”。17 年 7 月汽研董事长李开国带队出席百度 AI 开发者大会，或有望成为百度无人驾驶的核心合作者之一，17 年 11 月汽研全球首发智能网联汽车评价规程并公布 6 款车型评价结果，后续看好具备技术储备和先发优势的智能化业务铺开。政策和市场双重激励下，汽车智能化、电动化已成为行业共识。中国汽研作为纯正的智能网联标的，近年来积极投入智能网联测试研发，拥有先进的技术储备和丰富的检测数据，伴随智能辅助系统发展的开放性检测成为检测企业新增长点。

股权激励落地，国企诉求理顺

公司拟向董事、中高层管理者、核心技术人员及子公司高管和核心骨干共 146 人授予 960.56 万股股票，约占总股本的 1%。限制性股票的授予价格为 5.97 元/股。本次限制性股票将在 60 日内完成授予，授予完成后的 2 年内为限售期，限售期结束后在 3 年内分三期解禁，解锁条件中设立未来三年 10%复合增速底线。我们认为，国企改革最核心的问题在于激励机制的理顺，公司国改预期落地，绑定团队利益，后续进展可期。

掌握核心技术的智能检测龙头，维持“买入”评级

短期来看，公司业绩受行业销量增速放缓影响较小，业绩稳健具备防御性。中期来看公司明年的风洞实验室投产开始贡献营收。长期来看，公司是国内掌握核心技术的智能检测龙头标的。我们维持公司 19-21 年每股收益 0.48/0.55/0.63 元，维持买入评级。

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±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±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