

汽车

证券研究报告

2019年12月13日

中国汽车需求见顶了吗？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

邓学

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518010001
dengxue@tfzq.com

娄周鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业点评:11月乘用车批发同比-4.6%,降幅继续收窄》 2019-12-10
- 《汽车-行业点评:重卡:11月销量继续同比增长,高景气度持续》 2019-12-03
- 《汽车-行业投资策略:一文看透汽车景气现状》 2019-11-25

中国汽车销量或进入波动上升期,销量最终有望维持在3,400-3,700万辆,保有量有望维持在5.0-5.5亿辆。对比欧美成熟市场,我们可得:1)销量“首次触顶”与真正的顶点差距甚远:美国、德国汽车年销量首次触顶下滑时分别为1089、150万辆,而到达顶点时分别为1786、416万辆。2)汽车更新周期将变长,并稳定在15-17年。3)销量与保有量首次见顶时间差约25年。此外,我们预计2020年至2025年间中国乘用车销量将复苏并创新高,达2,500万辆,至2030年销量有望达2,800万辆。最终乘用车年销量有望稳定在2,900-3,200万辆(汽车3,400-3,700万辆),乘用车保有量有望稳定在4.5-5.0亿辆(汽车5.0-5.5亿辆)。

乘用车行业分化将继续,CR10有望达80%,龙头企业增量空间或超1100万辆。美、欧、日境内在售的汽车品牌分别为33、29、44个,远低于中国的86个。而且CR5、10、20的集中度也均远高于中国,其中美、欧、日的CR10分别为79%、67%、91%,中国为59%。中短期来看,20名以外的多数品牌出局概率较大;长期来看,前20名的份额也将面临重新洗牌。若最终国内CR10接近美国的约80%市占率,未来销量增长空间有望超1100万辆。其中约500万辆来自行业分化,约600万辆来自市场增长。

汽车销量与经济指标“短期脱钩”,有望回归中枢。我们对比美国和中国的经济数据与汽车销量(零售)发现:1)汽车反映经济的早周期;2)经济指标中与汽车销量波动相关性排序(根据拟合系数)为:M2、杠杆率、M1、中长期负债、GDP、M2-M1、税收波动;与CPI弱负相关;与可支配收入基本没有相关性。而历史上与国内乘用车销量拥有较高相关性的M2、M2-M1、杠杆率、中长期贷款、GDP等经济指标在2017年后,与乘用车销量波动拟合度大幅降低甚至反向变动。经济指标均相对稳定(或小幅下滑),汽车销量却大幅下滑。我们认为,这或受早年需求透支、消费信心不足等因素影响。因此,我们认为当前乘用车市场不能很好的反映宏观经济指标,反而有些脱钩。若未来经济保持平稳运行,已经过一年半调整的乘用车销量有望逐步回归“需求成长中枢”,销量有望稳步修复提升。

2020年预计呈现缓复苏,全年乘用车0%-2%。主要基于以下原因:1)“低端”产品出清告一段落:2014-2019年,6万以下的需求已见底,6-9万的需求由扩张走向收窄,对行业的拉低和出清已基本结束。2)“透支”影响已基本消化:从销量结构上来看,2019年前10月,代表3-5线城市主力需求的6-13万价格区间,已有逐步转暖之势。3)如第三段所述。此外,中短期来看,换购也有望刺激销量增长:换购时间约5-6年,上次乘用车销量增量的高点为2016年,所以2021和2022年有望成为为换购大年,未来3年汽车行业有望持续复苏。

投资建议:

长期来看,汽车行业远未见顶,未来龙头企业有望强者恒强。中短期来看,目前行业正步入加库存周期,增长有望回归中枢,行业有望稳步复苏。

乘用车板块:行业在两年左右的去库存结束之时,带来行业去产能之后的龙头机遇。推荐:自主龙头的【吉利汽车H、长城汽车】;日系有望延续高增长,自主迎拐点的【广汽集团A/H】;合资触底复苏,自主有望盈利【长安汽车】;乘用车龙头【上汽集团】。

零部件板块:1)高ROE细分领域龙头继续推荐【潍柴动力、福耀玻璃、华域汽车、岱美股份、爱柯迪、玲珑轮胎、均胜电子】,建议关注:【科博达、耐世特、星宇股份】。2)ROE迎拐点的低估值成长标的推荐【新泉股份、宁波高发、拓普集团、旭升股份、保隆科技】,建议关注【万里扬、伯特利】。

风险提示:居民出行方式发生变化、经济持续低迷、贸易战继续升级、需求透支尚未结束、汽车行业产销不及预期等。



内容目录

1. 汽车产销与什么相关?	4
1.1. 行业周期阶段: 产能周期末期, 库存周期尾声	4
1.2. 汽车销量与经济指标“短期脱钩” 有望回归中枢	5
2. 汽车需求见顶了吗?	8
2.1. 他山之石-销量: 中国汽车行业或进入波动上升期	8
2.2. 他山之石-保有量: 保有量首次见顶或滞后销量 25 年	9
2.3. 中国汽车销量有望超 3500 万辆 保有量有望超 5 亿辆	10
2.4. 2020 年缓复苏: 全年增长 0%~2%	13
3. 汽车的分化空间有多大?	14
3.1. 分化+增量 龙头受益双重空间超千万辆	14
4. 投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 汽车行业固定资产投资额累计同比 (%)	4
图 2: 汽车产能利用率及产能变化 (万辆, %)	4
图 3: 汽车库存周期 (%)	4
图 4: 美国 M1 同比与汽车销量同比	5
图 5: 美国 M2 同比与汽车销量同比	5
图 6: 美国人均 GDP 同比与汽车销量同比	5
图 7: 美国 CPI 同比与汽车销量同比	5
图 8: 中国 M1 同比与乘用车销量同比	6
图 9: M1 单位活期存款同比与乘用车销量同比	6
图 10: 中国 M2 同比与乘用车销量同比	6
图 11: 中国 (M2-M1) 同比与乘用车销量同比	6
图 12: 杠杆率同比与乘用车销量同比	7
图 13: 居民户中长期贷款同比与乘用车销量同比	7
图 14: GDP 同比与乘用车销量同比	7
图 15: 税收同比与乘用车销量同比	7
图 16: 美国汽车销量&GDP 增速	8
图 17: 德国汽车销量&GDP 增速	8
图 18: 中国汽车销量&GDP 增速	8
图 19: 美国汽车千人保有量及更新周期变化	9
图 20: 日本汽车千人保有量及更新周期变化	9
图 21: 全球部分国家 2018 年千人保有量	10
图 22: 我国及各省份千人保有量-2017 年	10
图 23: 2012-2040 年全国汽车保有量测算	11
图 24: 2012-2050 年汽车保有量变化及增速	11

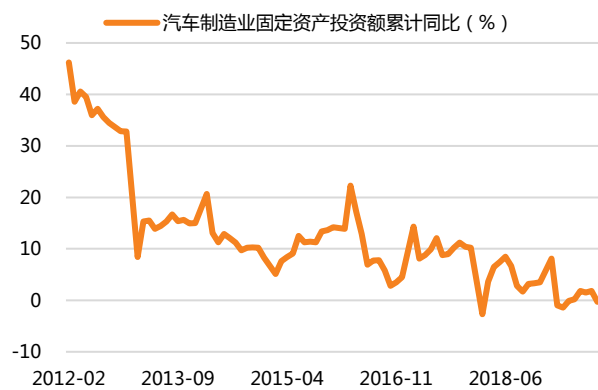
图 25: 2012-2050 年乘用车保有量变化及增速	11
图 26: 2012-2050 年汽车销量变化	12
图 27: 2012-2050 年乘用车千人保有量及更新周期变化	12
图 28: 国内 2007-2019 年不同价位区间汽车市占率变化 (单位: %)	13
图 29: 2019 年 1-10 月不同价位区间汽车市占率变化 (单位: %)	13
图 30: 中国 2010-2019 年车企合计份额与当年总销量增速	14
图 31: 中国 2010-2019 年车企合计份额	14
图 32: 各国 2018 年新车销售均价&中国 2016-2018 新车销售均价及预测 (万元)	15
图 33: 美国平均新车售价 (万美元)	15
图 34: 国内 1998 年至 2019 年各车系市占率 (%)	16
图 35: 国内 2010-2019 年 TOP20 乘用车汽车品牌市占率 (%)	16
表 1: 中国汽车品牌数量变化	14
表 2: 中、美、日、欧在售品牌及市占率对比	15

1. 汽车产销与什么相关?

1.1. 行业周期阶段：产能周期末期，库存周期尾声

从整体行业产能来看，中国汽车行业正步入一个阶段内的产能周期末期，但未来随行业供给有效收缩，全行业盈利能力有望出现反转。中国汽车行业从 2011 年开始进入产能扩张大周期，随着产能到位，而需求增速减缓，企业从 2016 年开始产能投资开始明显减速，甚至 2017-2019 年新增投资开始呈现负增长趋势。2017 年至 2019 年，汽车行业末尾产能加速淘汰，季度总产能从 875 万辆降至 817 万辆；同时，产能利用率从 19Q1 的 82% 降至 19Q1 的 78%。短期看，随着低端车企产品力和品牌力下降，行业将进入市场化产能淘汰，供给收缩阶段；中长期看，这将有利于未来需求回暖时，龙头公司盈利能力恢复。

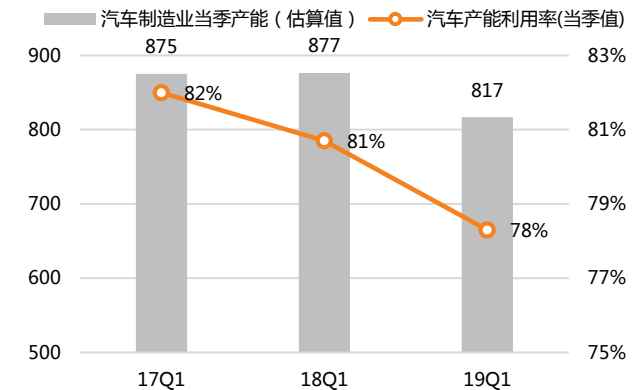
图 1：汽车行业固定资产投资额累计同比 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

注：此处累计意为年度累计，次年清零。国家统计局从 2012 年开始统计该值。

图 2：汽车产能利用率及产能变化 (万辆, %)

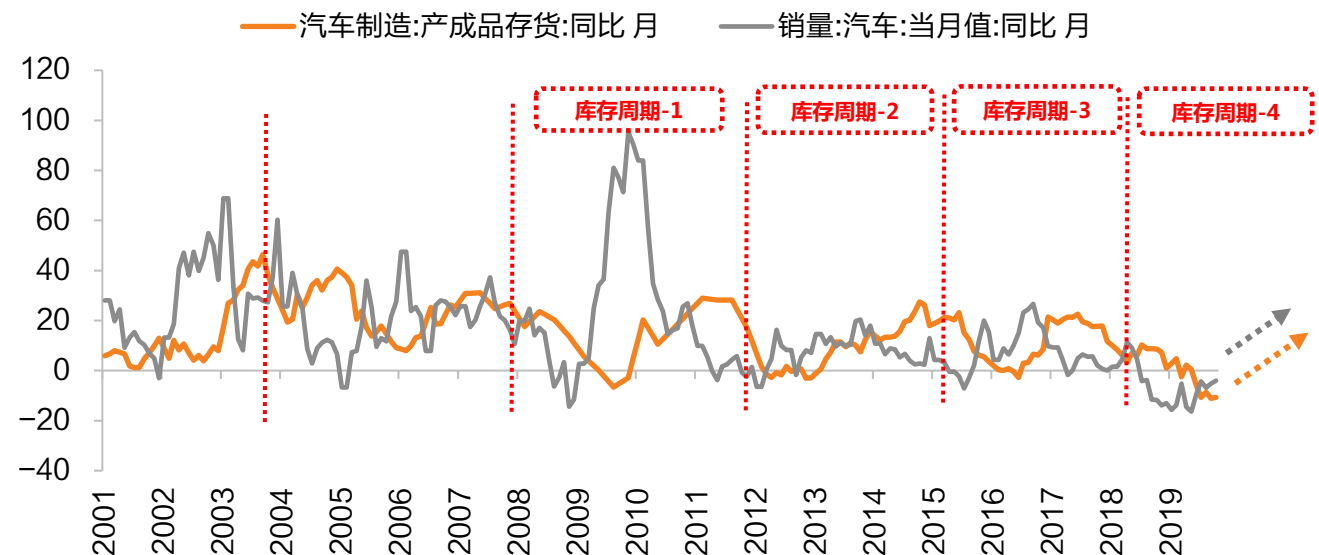


资料来源：国家统计局、天风证券研究所

注：此处汽车当季产能为估算值 (当季产量/产能利用率)。国家统计局从 2016Q2 开始统计该值。

从库存周期的角度来看，汽车行业同样处于去库存的末期，有望进入加库存阶段。我们定义一个汽车完整周期：主动去库存—被动去库存—主动加库存—被动加库存。因为汽车行业的绝对规模在不断扩大，历史上库存绝对值减少的状态很少出现，加上销量长期也是上行的，因此我们不是使用库存绝对值和销量绝对值的增减来作为库存周期的分界依据，而是使用库存增速和销量增速作为库存周期的分界依据；例如 2007 年 5 月至 2011 年 7 月；2011 年 7 月至 2015 年 2 月；2015 年 2 月至 2018 年 2 月。目前行业正处于自 2018 年 2 月开始的新库存周期底部，有望逐步迈入加库存周期。

图 3：汽车库存周期 (%)



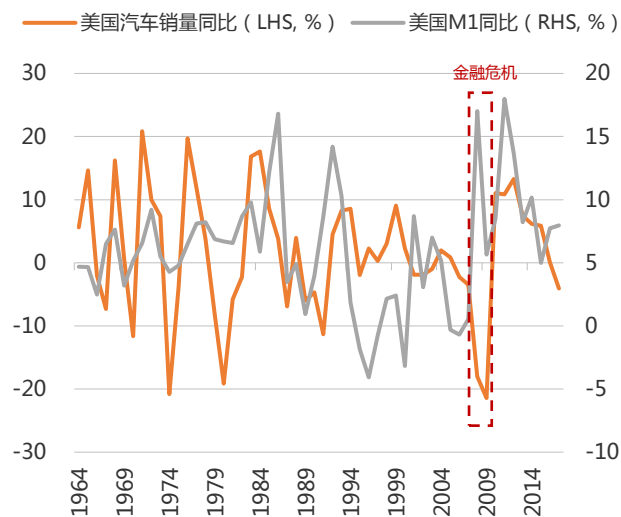
资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

1.2. 汽车销量与经济指标“短期脱钩” 有望回归中枢

汽车销量是宏观经济的先行指标，但由于早年需求透支等因素，近年相关性出现重大偏离，未来几年有望修复，逐步回归“需求成长中枢”。我们对比美国和中国的数据发现：1) 汽车反映经济的早周期；2) 经济指标中与汽车销量波动相关性排序(根据拟合系数)为：M2、杠杆率、M1、M1 单位活期存款、中长期负债、GDP、M2-M1、税收波动，与 CPI 弱负相关，与可支配收入基本没有相关性。细分比较国内数据发现，历史上与汽车销量拥有较高相关性的 M2、M2-M1、杠杆率、中长期贷款、GDP 等经济指标在 2017 后，开始与汽车销量波动拟合度降低甚至反向变动。经济指标均相对稳定（或小幅下滑），汽车销量却大幅下滑。我们认为，这或受早年需求透支、消费信心不足等因素影响。而随近两年的消化，未来行业有望稳步修复，并逐步与经济指标再次同步。

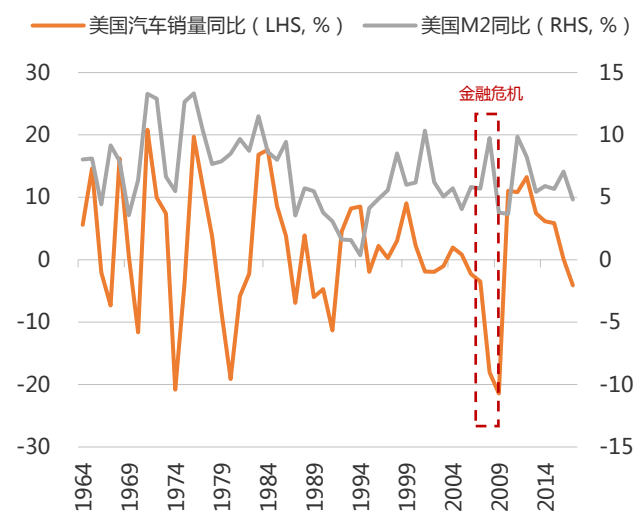
美国汽车销量与 M2、人均 GDP 相关性较大，与 M1、CPI 相关性弱。美国的汽车市场发展早且更成熟，汽车普及率和保有量都大大超过中国，具有借鉴意义。M2 在 M1 基础上新增了单位定期存款、居民储蓄存款等“准货币”，反映经济中的现实购买力。复盘美国市场，相比 M1，M2 同比与汽车销量同比存在更强的正相关性（由于是年度数据，相关性均或有所降低）。从人均 GDP 来看，使用剔除了价格因素的不变价让拟合系数有明显提高，原因或为销量同比与 CPI 同比本身呈弱负相关。

图 4：美国 M1 同比与汽车销量同比



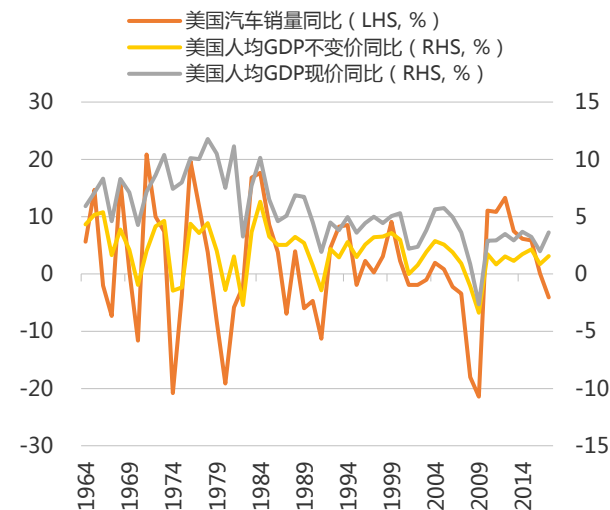
资料来源：美联储、WardsAuto、天风证券研究所

图 5：美国 M2 同比与汽车销量同比



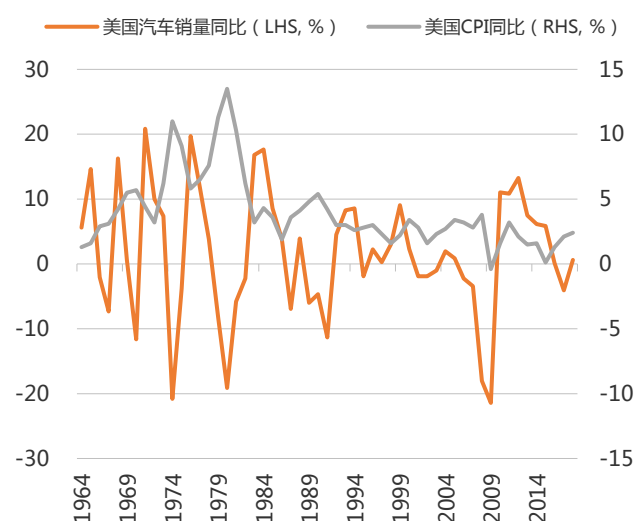
资料来源：美联储、WardsAuto、天风证券研究所

图 6：美国人均 GDP 同比与汽车销量同比



资料来源：美国经济分析局、WardsAuto、天风证券研究所

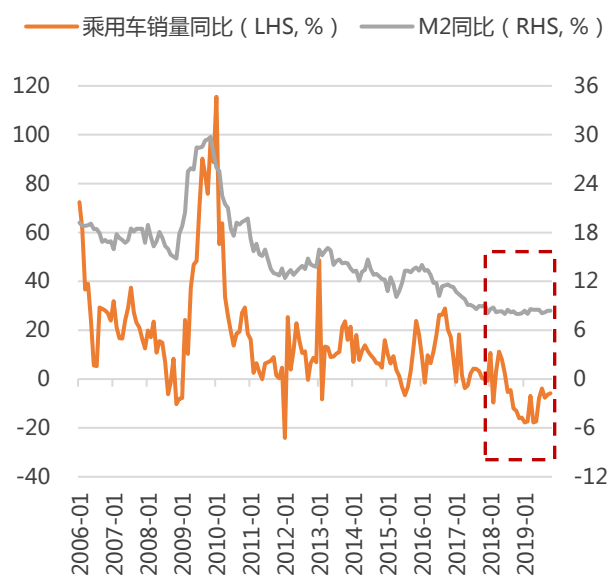
图 7：美国 CPI 同比与汽车销量同比



资料来源：美国劳工部、WardsAuto、天风证券研究所

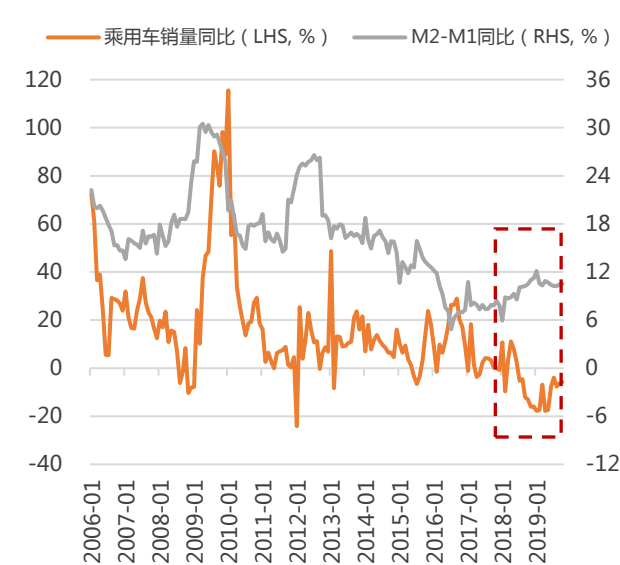
国内 M2 与乘用车相关性亦高于 M1，但近年 M2 受政策扰动、消费者信心受挫等因素，相关性大幅脱离，后续有望修复。2006 年至 2017 年，M2 和 M1 同比与乘用车销量同比相关性分别为 56.3%、40.7%；2018 年至 2019 年 10 月，M2 和 M1 同比与乘用车销量同比相关性分别为 0.8%、57.8%。我们可以发现，在 2018 年之前 M2 同比与乘用车销量的同比拟合度远高于 M1。而 2018 年以后，更能反应现实中居民购买力的 M2（从 56.3% 降到 0.8%）及反应居民储蓄的 M2-M1（从 20.7% 降到 0.6%）与乘用车销量的拟合度大幅降低。我们认为产生较大偏离的主要原因是：1）购置税优惠、棚改等政策早年透支了汽车需求；2）中国经济增速放缓导致消费者预期下滑，消费者信心指数同比从 2017M10 开始大幅下滑，2018M11 后上下波动，表明消费者对经济形势的主观判断处在犹豫阶段，购车信心不足。因此，我们认为当前乘用车市场不能很好的反映宏观指标，反而有些脱离。若未来经济保持平稳运行，经过最近一年半的大幅调整，我们预计乘用车销量有望逐步回归“需求成长中枢”，销量有望稳步修复。

图 8：中国 M2 同比与乘用车销量同比



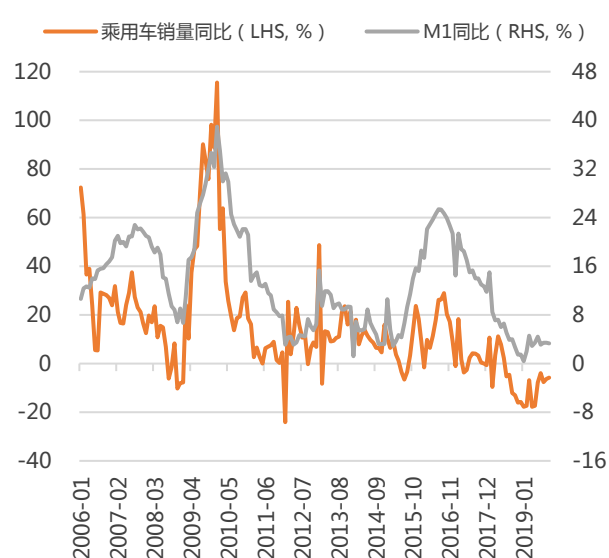
资料来源：中央人民银行、天风证券研究所

图 9：中国 (M2-M1) 同比与乘用车销量同比



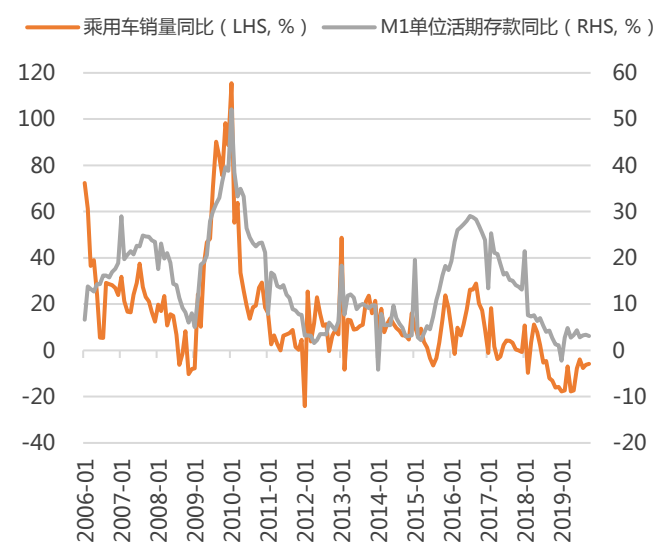
资料来源：中央人民银行、天风证券研究所

图 10：中国 M1 同比与乘用车销量同比



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

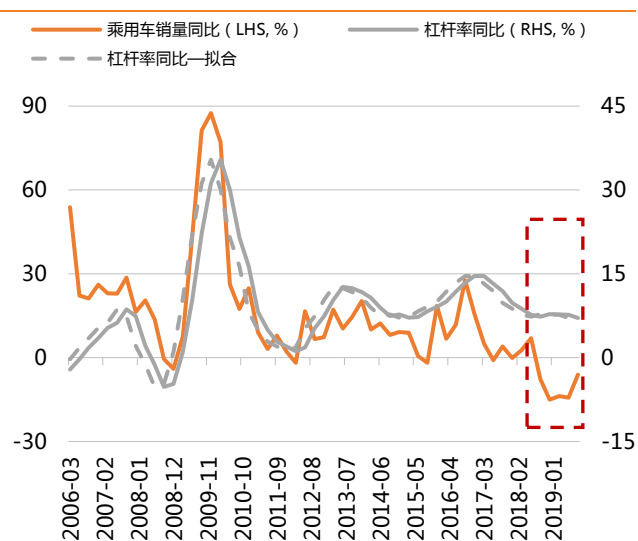
图 11：M1 单位活期存款同比与乘用车销量同比



资料来源：国际统计局、天风证券研究所

杠杆率、中长期贷款、GDP 同样与乘用车相关性同样出现偏离。除了 M2 外，2018 年前汽车销量波动是杠杆率、GDP、税收波动的良好先导指标，尤其当杠杆率同比（滞后一个季度），GDP（滞后一个季度），与乘用车销量拟合系数有明显增加。但自 2018 年之后开始，杠杆率、中长期贷款、GDP 均与乘用车拟合系数同样发生较大偏离。

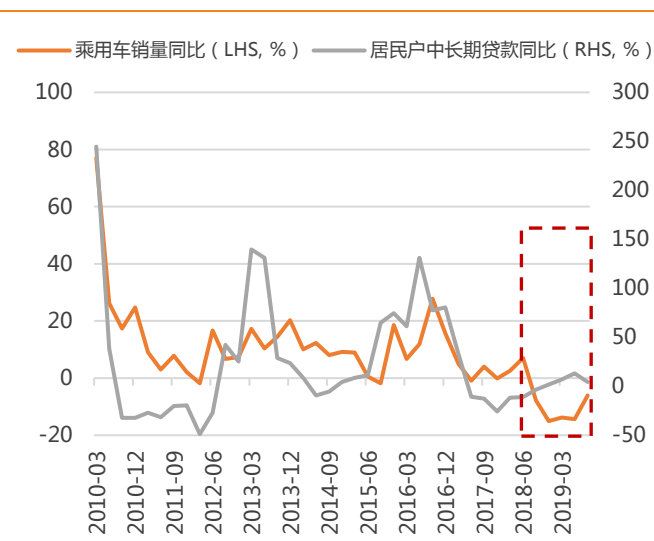
图 12：杠杆率同比与乘用车销量同比



资料来源：国家资产负债研究中心、天风证券研究所

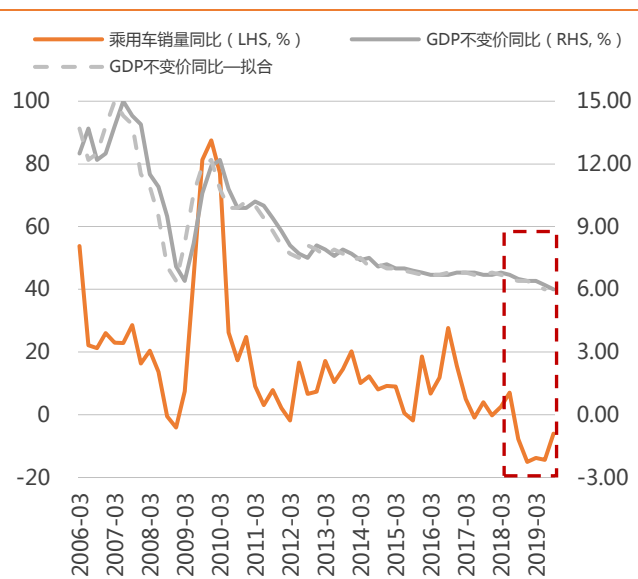
注：杠杆率为滞后指标，虚线为其提前一个季度后的情况

图 13：居民户中长期贷款同比与乘用车销量同比



资料来源：国家资产负债研究中心、天风证券研究所

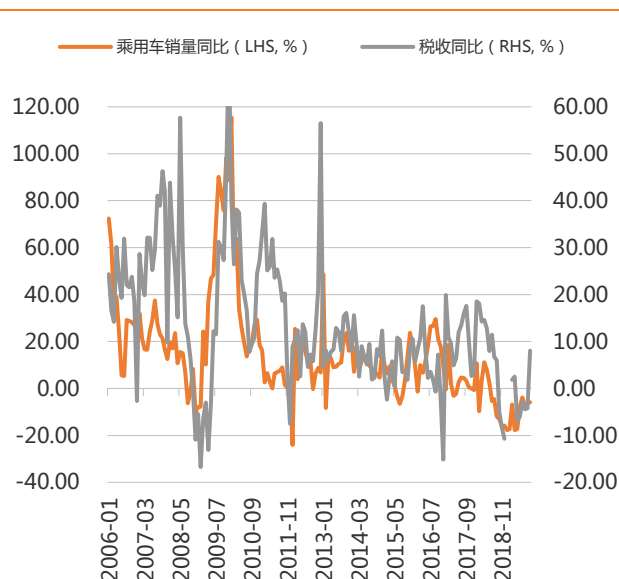
图 14：GDP 同比与乘用车销量同比



资料来源：国际统计局、天风证券研究所

注：GDP 为滞后指标，虚线为其提前一个季度后的情况

图 15：税收同比与乘用车销量同比



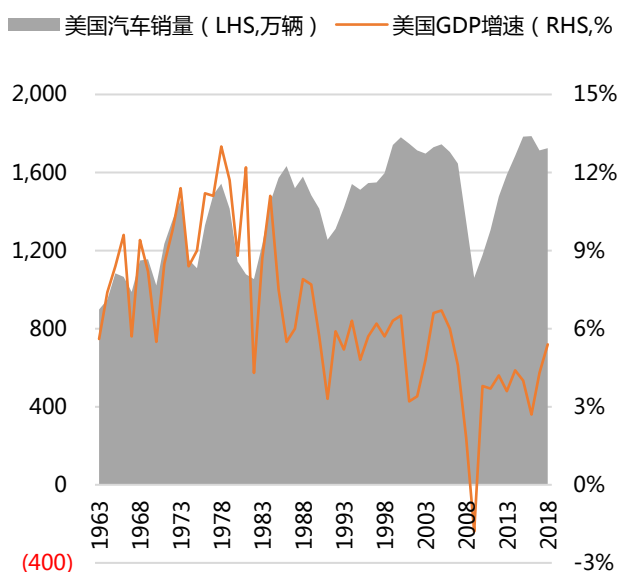
资料来源：国际统计局、天风证券研究所

2. 汽车需求见顶了吗？

2.1. 他山之石-销量：中国汽车行业或进入波动上升期

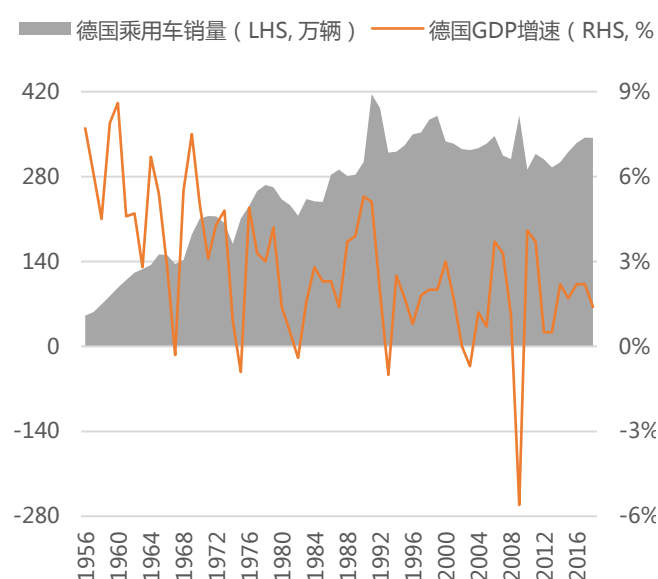
从年销量来看，中国汽车行业未来或进入波动上升期。美国汽车销量在 1965 年达到 1,089 万辆，此后进入了缓慢的波段向上期（期间美国遭受了 5 次明显的经济放缓，并严重影响了汽车消费；其中，3 次石油危机：1973-1975 年、1979-1982 年、1990-1991 年；1 次互联网泡沫破裂：2000-2001 年；1 次金融危机：2008-2009 年），销量在 1060 至 1,786 万辆间波动，2018 年销量为 1724 万辆。德国乘用车销量在 1966 年达 150 万辆，此后 GDP 增速同样开始放缓，汽车销量也进入了波段向上期，销量在 135 万辆和 416 万辆之间波动，2018 年销量为 344 万辆。目前中国早已成为世界第二大经济体，经济增速正逐步放缓，汽车行业也于 2018 年首次出下滑。但我们预计中国汽车行业或如同上世纪 70 年代的美国和德国一般，未来汽车销量或进入波动上升期。

图 16：美国汽车销量&GDP 增速



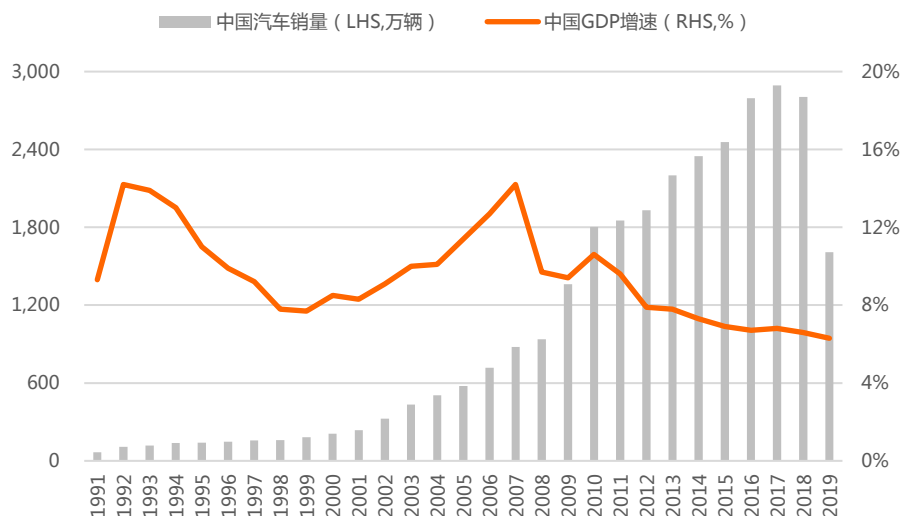
资料来源：美国经济分析局、天风证券研究所

图 17：德国汽车销量&GDP 增速



资料来源：德国汽车工业联合会、欧盟统计局、天风证券研究所

图 18：中国汽车销量&GDP 增速



资料来源：国家统计局、中国汽车工业协会、Wind、天风证券研究所

注：2019 年截至前 8 月。

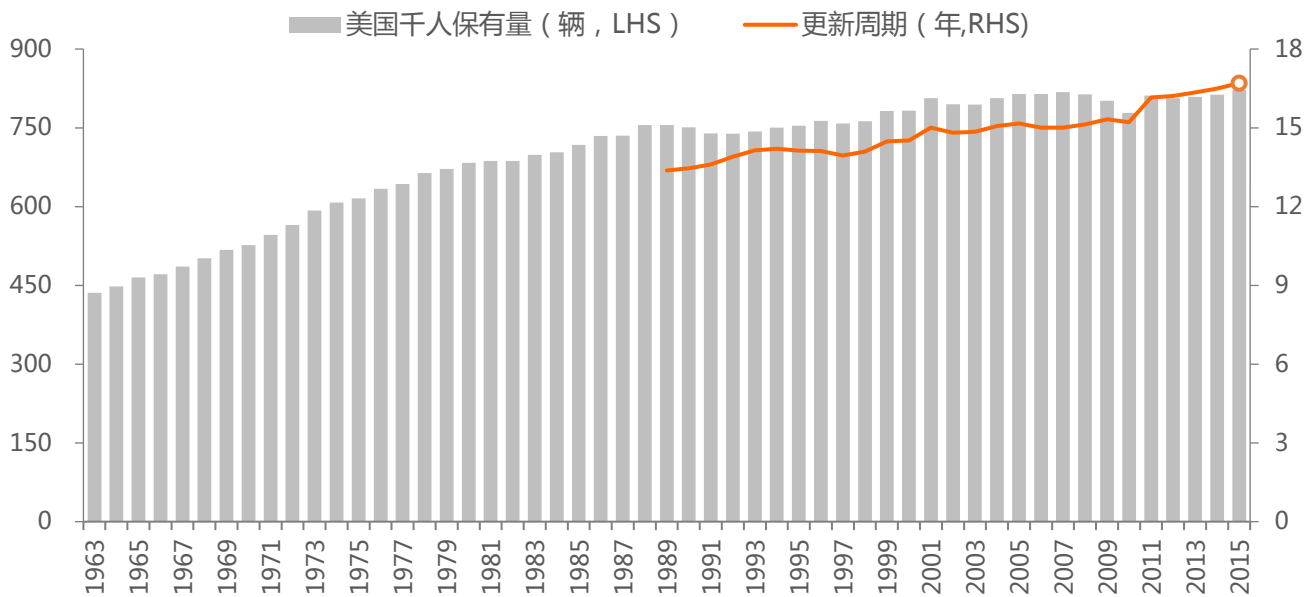
2.2. 他山之石-保有量：保有量首次见顶或滞后销量 25 年

我们从美日历史数据，可以得到一些可信度较高的关键参数：1) 汽车更新周期（购车至报废算一个周期）：更新周期最终将拉长，并稳定在 15-17 年。2) 销量与保有量首次见顶时间差：销量第一次见顶后，保有量或在 25 年左右之后见顶。

汽车的更新周期方面，我们基于美国和日本的历史数据和现状，发现汽车行业发展初期更新周期将随着汽车的普及，更新年限逐步缩短；而随着汽车普及后，即保有量陆续饱和后，更新年限将逐步拉长，同时汽车销量将和报废量趋于相等，维持在相对均衡状态。最终我们发现，汽车更新周期的最终稳态值或在 15 至 17 年间，而差异则取决于车辆的品质级别。

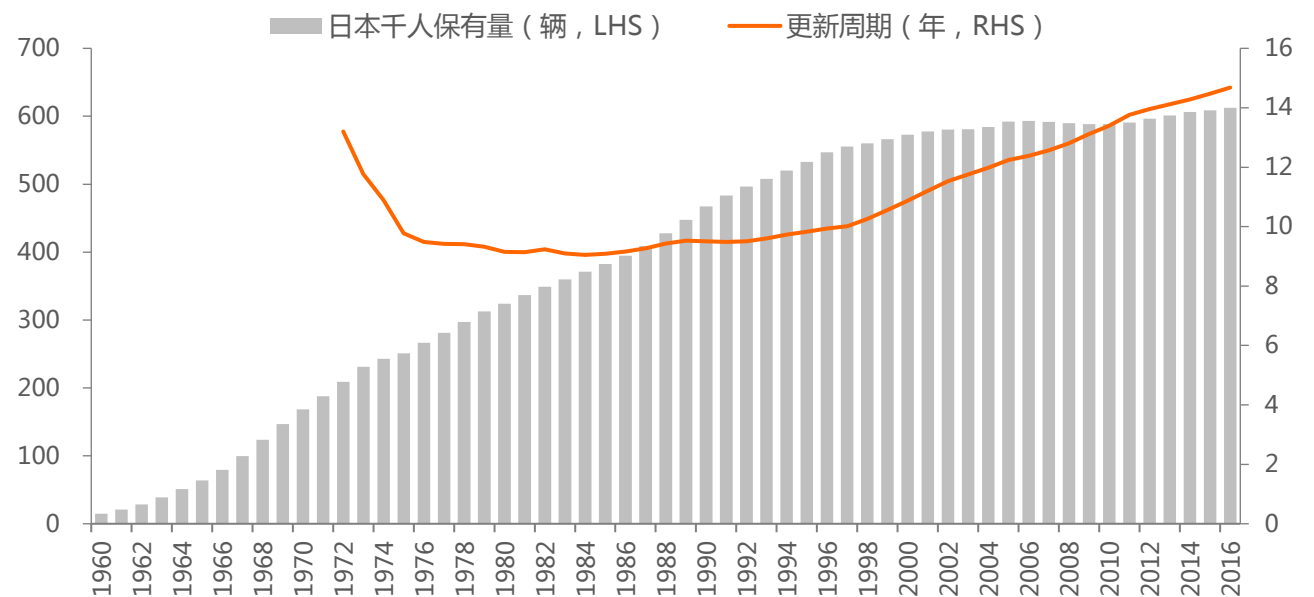
销量与保有量的关系方面，美国汽车销量首次见顶在 1965 年，保有量首次见顶在 1988 年，相距 23 年；日本汽车销量首次见顶在 1978 年，保有量首次见顶在 2005 年，相距 28 年。

图 19：美国汽车千人保有量及更新周期变化



资料来源：OICA、天风证券研究所

图 20：日本汽车千人保有量及更新周期变化



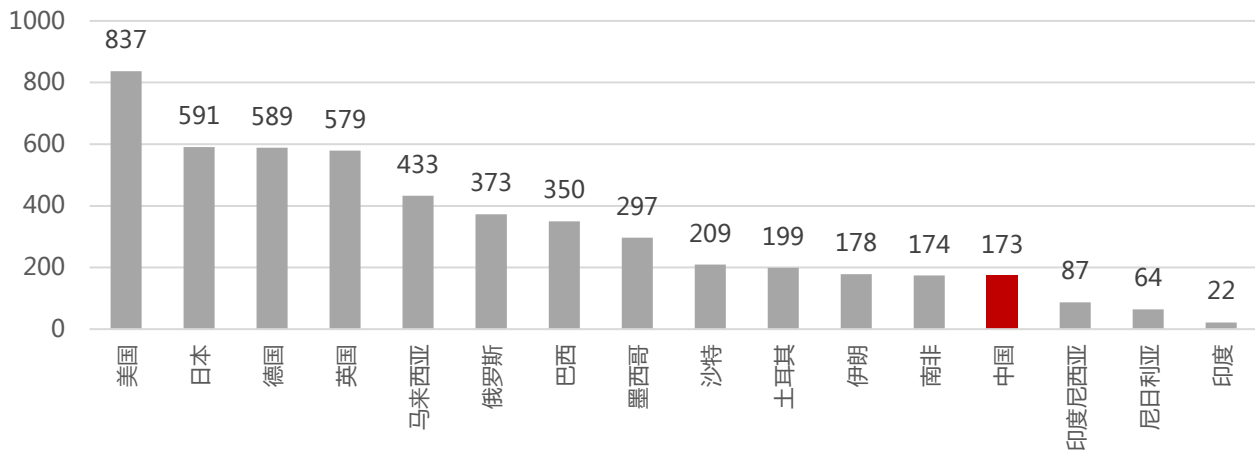
资料来源：日本自动车工业协会、天风证券研究所

2.3. 中国汽车销量有望超 3500 万辆 保有量有望超 5 亿辆

根据美国和日本汽车保有量与销量的相关性研究，及对比中国的保有量研究，我们认为未来中国汽车保有量将达 5.0-5.5 亿辆（乘用车 4.5~5.0 亿辆），而汽车年销量有望维持在 3400~3700 万辆（乘用车 2900~3200 万辆）。这一测算结果，是根据未来中国千人保有量饱和值，及汽车更新周期，进行倒算的结果，是一种比较合理和准确的预测。

我们认为，根据中国的国土条件、城市建设、道路条件、未来人均 GDP，中国汽车千人保有量大概会在 330~370 辆（乘用车 310~340 辆）。对于中国千人保有量的预测，是根据全球平均水平，及中国现状进行的合理推测。汽车保有量相对较高的省份集中在东南沿海的浙江、江苏、广东、台湾省及华北，东北老工业基地。随城镇化的深化，未来地区的千人保有量将成为未来的模板和标准。所以，根据中国人口平均，我们预测中国汽车保有量峰值在 5.0~5.5 亿辆（乘用车 4.5~5.0 亿辆），并且有望在 2050 年后达到。

图 21：全球部分国家 2018 年千人保有量（辆/千人）



资料来源：世界银行、天风证券研究所

图 22：我国及各省份千人保有量-2017 年



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

注：千人保有量为估算值（私人汽车拥有量/年末常住人口数量），其中私人车辆拥有量指在公安交通管理部门注册登记并领有本地区私人车辆牌照的汽车数量。

从保有量来看，未来 10 年继续快速增长；从销量来看，最终或维持在 3400-3700 万辆。就我们测算，2018 年中国乘用车和商用车的更新周期分别约为 13.9 年和 8.4 年。我们预计至 2030 年，乘用车更新周期将从 13.9 年提升至 15.5 年，商用车将维持在 8.5 年；至 2040 年，乘用车更新周期提升至 16 年，商用车依旧维持 8.5 年。并预计从 2021 年至 2030 年的年均销量增速为 2%（整体趋势波动上升，此为平滑后的预测均值），2031 至 2040 年年均增速约为 1%。则中国汽车保有量将从 2018 年的 2.4 亿辆（乘用车 2.07 亿+商用车 0.33 亿）升至 2030 年的 4.0 亿辆（乘用车 3.64 亿+商用车 0.40 亿）。至 2040 年，我国汽车保有量有望升至 4.5 亿辆（乘用车 4.09 亿+商用车 0.44 亿），而汽车销量有望升至约 3500 万辆左右（其中乘用车约 3000 万辆）。最终市场稳态后，我们预计汽车保有量将达 5.0-5.5 亿辆（乘用车 4.5~5.0 亿辆），而汽车销量有望维持在 3400~3700 万辆（乘用车 2900~3200 万辆）。

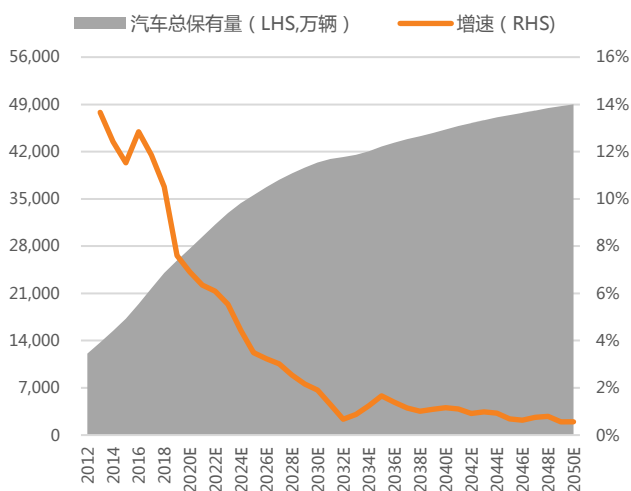
图 23：2012-2040 年全国汽车保有量测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
汽车销量(万辆)	1,930	2,199	2,349	2,456	2,794	2,894	2,804	2,619	2,667	2,738	2,834	2,886	2,915	2,969	3,023
汽车销量增速	4%	14%	7%	5%	14%	4%	-3%	-7%	2%	3%	4%	2%	1%	2%	2%
汽车保有量-末值(万辆)	12,089	13,741	15,447	17,228	19,440	21,743	24,028	25,853	27,637	29,393	31,182	32,909	34,371	35,569	36,719
乘用车销量(万辆)	1,549	1,793	1,970	2,111	2,429	2,474	2,367	2,178	2,221	2,288	2,379	2,427	2,451	2,500	2,550
乘用车销量增速	7%	16%	10%	7%	15%	2%	-4%	-8%	2%	3%	4%	2%	1%	2%	2%
乘用车保有量-初值(万辆)	7,872	9,309	10,892	12,583	14,399	16,559	18,695	20,730	22,530	24,261	25,960	27,688	29,318	30,672	31,794
报废汽车数量	112	209	279	295	269	338	332	377	490	589	652	797	1,098	1,378	1,446
乘用车保有量-末值(万辆)	9,309	10,892	12,583	14,399	16,559	18,695	20,730	22,530	24,261	25,960	27,688	29,318	30,672	31,794	32,899
商用车销量(万辆)	381	407	379	345	365	420	437	441	446	450	454	459	464	468	473
商用车销量增速	-6%	7%	-7%	-9%	6%	15%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
商用车保有量-初值(万辆)	2,707	2,780	2,848	2,864	2,829	2,881	3,048	3,298	3,323	3,376	3,432	3,494	3,591	3,699	3,775
报废汽车数量	308	339	363	380	313	253	187	416	392	394	393	362	355	392	428
商用车保有量-末值(万辆)	2,780	2,848	2,864	2,829	2,881	3,048	3,298	3,323	3,376	3,432	3,494	3,591	3,699	3,775	3,820
乘用车千人保有量	69	80	92	105	120	134	148	160	173	185	197	209	218	226	234
汽车千人保有量	89	101	113	125	141	156	172	184	197	209	222	234	245	253	262

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
汽车销量(万辆)	3,023	3,079	3,136	3,194	3,253	3,230	3,180	3,266	3,298	3,359	3,308	3,285	3,318	3,407	3,469
汽车销量增速	2%	2%	2%	2%	2%	-1%	-2%	3%	1%	2%	-2%	-1%	1%	3%	2%
汽车保有量-末值(万辆)	36,719	37,825	38,788	39,627	40,381	40,903	41,175	41,537	42,053	42,749	43,342	43,841	44,285	44,769	45,288
乘用车销量(万辆)	2,550	2,601	2,653	2,706	2,761	2,733	2,678	2,759	2,786	2,842	2,785	2,757	2,785	2,868	2,926
乘用车销量增速	2%	2%	2%	2%	2%	-1%	-2%	3%	1%	2%	-2%	-1%	1%	3%	2%
乘用车保有量-初值(万辆)	31,794	32,899	33,967	34,890	35,690	36,404	36,885	37,117	37,438	37,912	38,566	39,117	39,573	39,974	40,414
报废汽车数量	1,446	1,534	1,730	1,907	2,046	2,252	2,447	2,438	2,312	2,188	2,234	2,301	2,384	2,428	2,451
乘用车保有量-末值(万辆)	32,899	33,967	34,890	35,690	36,404	36,885	37,117	37,438	37,912	38,566	39,117	39,573	39,974	40,414	40,889
商用车销量(万辆)	473	478	482	487	492	497	502	507	512	517	522	528	533	538	544
商用车销量增速	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
商用车保有量-初值(万辆)	3,775	3,820	3,859	3,898	3,937	3,977	4,018	4,058	4,099	4,141	4,183	4,225	4,268	4,311	4,355
报废汽车数量	428	439	443	448	452	457	461	466	471	475	480	485	490	495	500
商用车保有量-末值(万辆)	3,820	3,859	3,898	3,937	3,977	4,018	4,058	4,099	4,141	4,183	4,225	4,268	4,311	4,355	4,399
乘用车千人保有量	234	242	249	254	259	263	265	267	271	275	279	283	286	289	292
汽车千人保有量	262	269	276	282	288	292	294	297	300	305	310	313	316	320	323

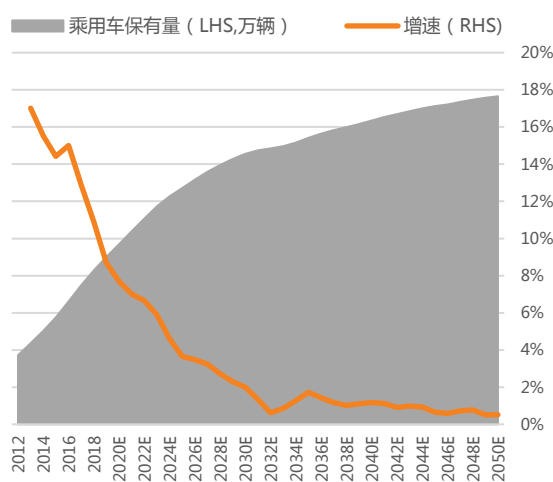
资料来源：公安部、中国汽车工业协会、天风证券研究所

图 24：2012-2050 年汽车保有量变化及增速



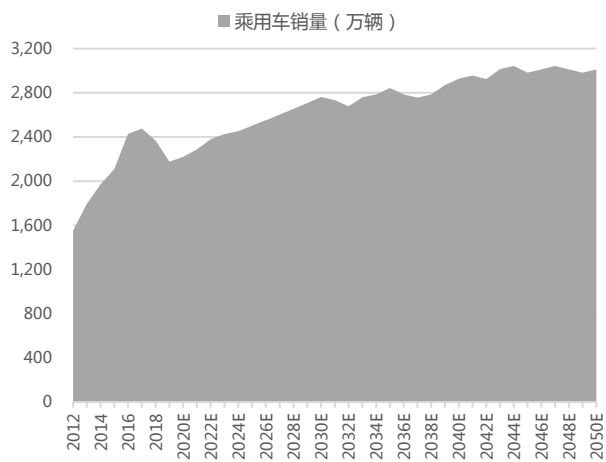
资料来源：公安部、中国汽车流通协会、天风证券研究所

图 25：2012-2050 年乘用车保有量变化及增速



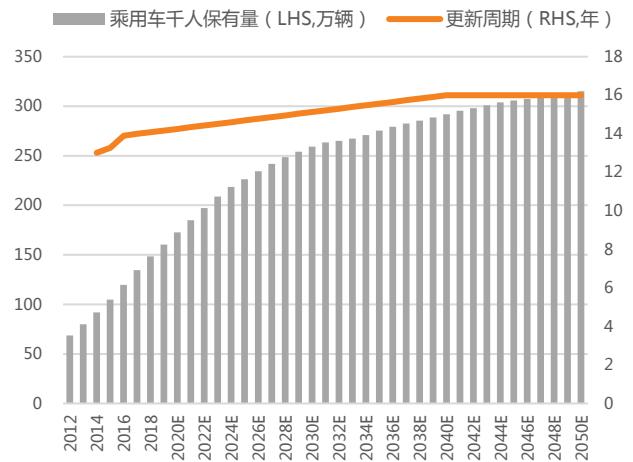
资料来源：公安部、中国汽车流通协会、天风证券研究所

图 26：2012-2050 年汽车销量变化



资料来源：公安部、中国汽车流通协会、天风证券研究所

图 27：2012-2050 年乘用车千人保有量及更新周期变化

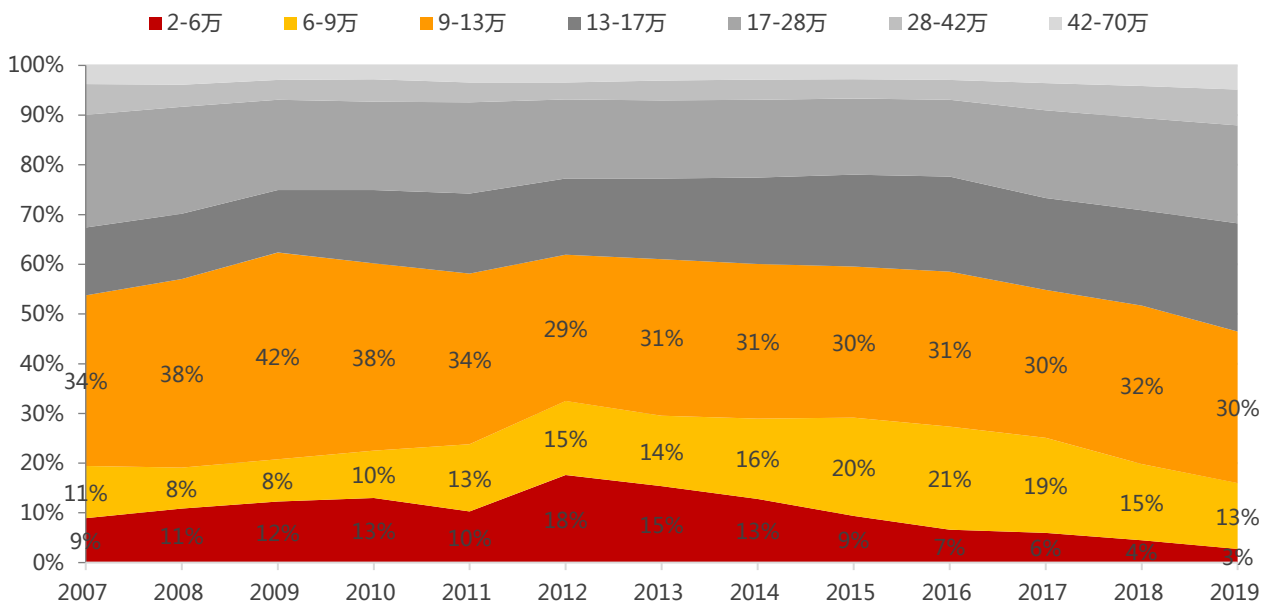


资料来源：公安部、中国汽车流通协会、天风证券研究所

2.4. 2020 年缓复苏：全年增长 0%~2%

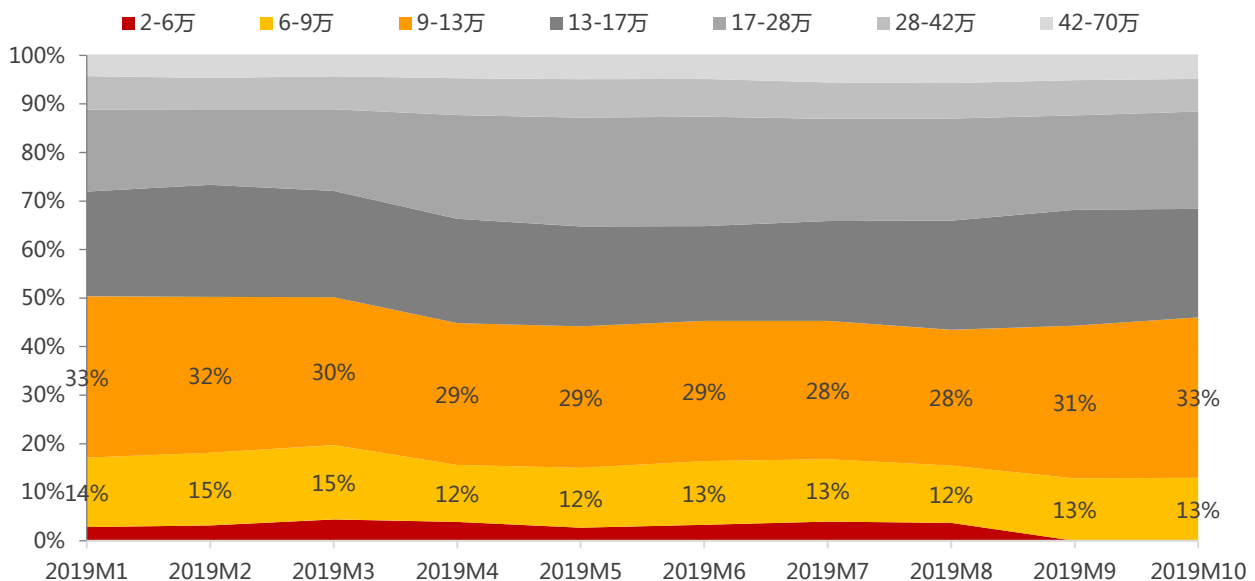
2020 年呈现缓复苏，全年乘用车销量同比增长 0%-2%。我们在保有量模型中（2.3 章节），2020 年销量预测为 2%的缓复苏，主要基于以下原因：1)“低端”产品出清告一段落：2014-2019 年，6 万以下的需求已见底，6-9 万的需求由扩张走向收窄，对行业的拉低和出清已基本结束；2)“透支”影响已基本消化：从销量结构上来看，2019 年前 10 月，代表 3-5 线城市需求的 6-13 万价格区间，已有逐步转暖之势；3) 汽车销量有望回归“需求成长中枢”：据 1.2 中结论，目前汽车与经济指标“短期脱钩”，有望逐步回归“需求成长中枢”。中短期来看，换购有望刺激销量增长：换购（仅换新、不报废）时间约 5-6 年，上一次新车销量增量高点为 2016 年，所以 2021 和 2022 年有望成为换购大年，未来 3 年汽车行业有望持续复苏。

图 28：国内 2007-2019 年不同价位区间汽车市占率变化（单位：%）



资料来源：搜狐汽车、天风证券研究所。注：2019 年数据截止至前 10 月

图 29：2019 年 1-10 月不同价位区间汽车市占率变化（单位：%）



资料来源：搜狐汽车、天风证券研究所

3. 汽车的分化空间有多大？

3.1. 分化+增量 龙头受益双重空间超千万辆

中国乘用车品牌繁多。中国汽车工业先后经过**合资时代**和**自主崛起时代**，却也成为了全球汽车品牌最多的国家，除了主流的合资品牌占据中高端市场，并且存在着大量地方性国企和民企的中小车企。但是过去的三年，我们看到越来越多的中小品牌呈现“僵尸企业”和停产停工状态，市场化的出清正在加速份额集中化。中国汽车品牌数量从上世纪 90 年代初的 20 余家增长至 2019 年的 84 家；然而，从 2016 年开始，汽车品牌数量呈现见顶回落之势。2016 年至 2018 年间，品牌数量仅增长 5 个，而从 2019 年开始，随着汽车销量增速大幅下滑，品牌数量近年首次出现下降，但总量仍维持在 84 个。

表 1：中国汽车品牌数量变化

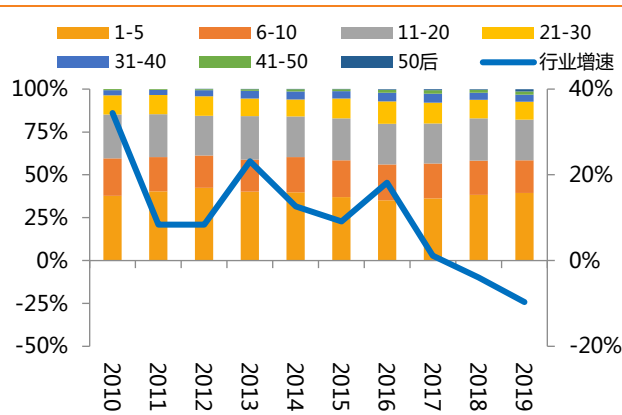
	品牌数量
九十年代初国内汽车品牌	20+
2015 年乘用车品牌	72
2016 年乘用车品牌	81
2017 年乘用车品牌	83
2018 年乘用车品牌	86
2019 年乘用车品牌	84

资料来源：搜狐汽车、汽车之家、中国汽车工业协会、天风证券研究所

注：2015 年-2019M1-8 年乘用车品牌数的统计标准为：中汽协统计中有销量数据的乘用车品牌。不包含进口品牌。

中国乘用车市场份额正加速向头部集中。过去的十年汽车行业份额并未呈现集中化特征，主要是因为行业处于快速增长长期且中国城乡差距较大给了诸多品牌生存的空间。但是从 2016 年开始，20 名以外的汽车品牌的市占率，开始快速下降。2016 年至 2019 年 10 月，TOP10 销量占比从 56% 升至 59%，TOP20 销量占比由 80% 升至 87%。

图 30：中国 2010-2019 年车企合计份额与当年总销量增速



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

注：2019 年数据截止至前 10 月

图 31：中国 2010-2019 年车企合计份额

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1-5	37.7%	40.4%	42.3%	40.1%	39.8%	37.0%	35.2%	36.4%	38.3%	39.4%
6-10	21.9%	20.0%	18.9%	18.7%	20.7%	21.4%	21.0%	20.3%	20.0%	19.1%
11-20	25.6%	25.0%	23.3%	25.5%	23.7%	24.4%	23.7%	23.3%	24.6%	23.8%
21-30	11.1%	11.1%	11.3%	10.3%	9.9%	11.6%	13.0%	12.2%	10.8%	10.3%
31-40	2.9%	3.0%	3.5%	4.5%	4.5%	4.3%	5.1%	5.1%	4.2%	4.2%
41-50	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.1%	1.7%	2.1%	1.6%	1.8%
50后	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	1.4%
行业增速	34.4%	8.4%	8.4%	23.2%	12.7%	9.1%	18.2%	1.1%	-4.0%	-9.7%

资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

注：2019 年数据截止至前 10 月。

行业分化将继续，CR10 有望达 80%，增量空间或超 1100 万辆。相对成熟市场的美国、欧洲绝大部分地区以及日本，中国汽车市场依旧呈现品牌多、头部集中度低等特征。剔除超豪华进口品牌后，美、欧、日品牌数量分别为 33 个、29 个和 44 个，远低于中国的 86 个。而且 TOP5、10、20 的集中度也均远高于中国。我们认为，中国汽车品牌中短期内销量排名 20 名在以外的多数品牌出局概率较大；长期来看，前 20 名的份额也将面临重新洗牌。但未来对于优秀公司而言，有望获得行业分化和行业持续增长带来的双重增量空间。以 CR10 为例，若最终国内集中度接近美国的约 80% 市占率，以 2018 年乘用车销量计算，则分化带来的市场空间接近 500 万辆。若未来乘用车年销量保持 3000 万辆左右，则新市场增量约为 800 万辆，CR10 新增量空间约 600 万辆。总体看，未来对于 CR10 而言，销量增量空间有望超 1100 万辆。

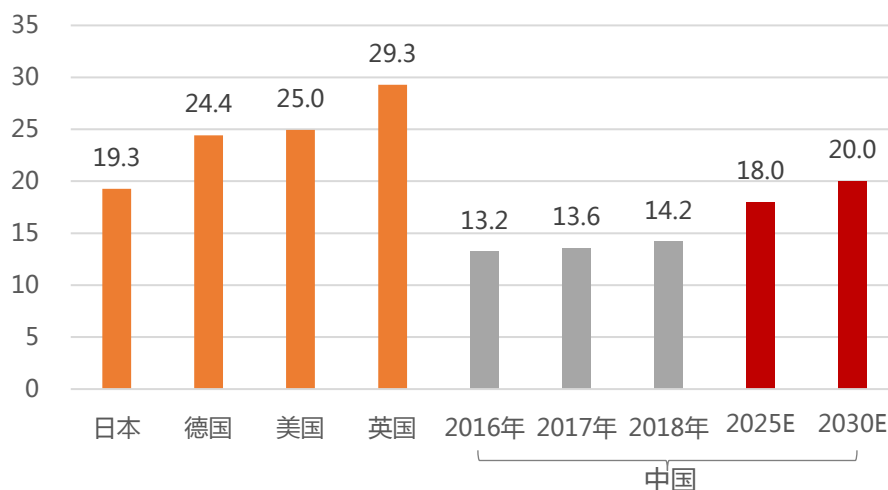
表 2：中、美、日、欧在售品牌及市占率对比

	美国	欧洲	日本	中国
2018 年汽车品牌数量	40	29	54	-
2018 年汽车品牌数量（剔除超豪华进口品牌）	33	29	44	86
CR5	54%	40%	75%	39%
CR10	79%	67%	91%	59%
CR20	96%	98%	99%	87%

资料来源：Marklines、中国汽车工业协会、天风证券研究所 注：根据 marklines 统计方式，1) 美国区域仅包含轿车；2) 欧洲数据来自于：欧盟和欧洲自由联盟协会成员国数据加总。3) 日本统计范围为普通乘用车，不包含小型乘用车。

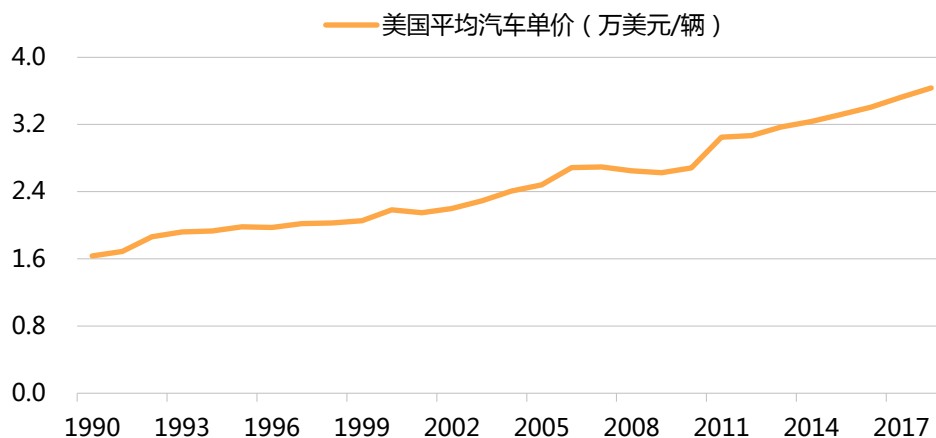
中国新车售价或逐步提升，加速低端尾部产能出清。我们认为，未来随着居民收入的提升、用车成本的提升、和换车需求的增加，对于低技术、低性能、低价格车型的需求将明显大幅减少。以美国市场为例，从 1990 年开始汽车新车销售均价开始逐步攀升，从 1990 年的 1.64 万美金升至 2018 年的 3.64 万美金。而美国、日本、德国、英国于 2018 年的新车平均售价分别约为 25、19.3、24.4、29.3 万人民币。中国 2018 年的新车平均单价约为 14 万元，我们预计有望于 2025 年和 2030 年分别达 18 万、20 万元。

图 32：各国 2018 年新车销售均价&中国 2016-2018 新车销售均价及预测（万元）



资料来源：Statista、日本自动车工业协会、Cap HPI、美国交通部、中国汽车流通协会、天风证券研究所
注：计算汇率取自 2018 年 12 月 31 日。

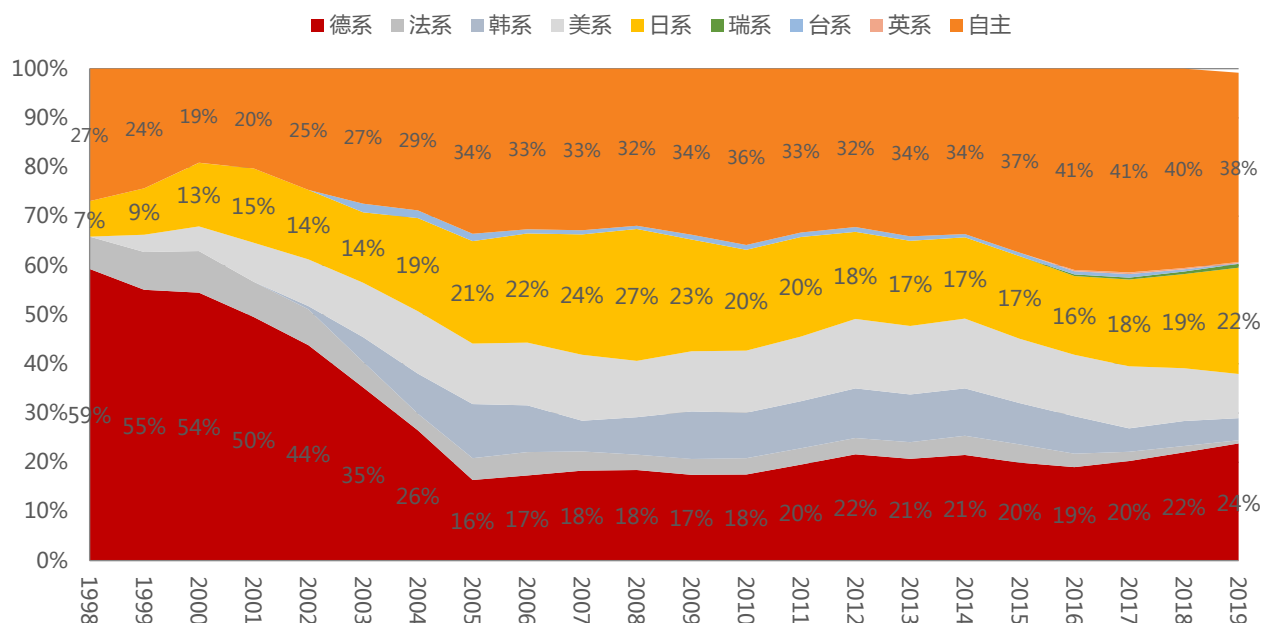
图 33：美国平均新车售价（万美元）



资料来源：美国交通部、天风证券研究所

中国汽车市场由小变大的二十年，市场格局正式走向龙头时代。中国汽车二十年，1998年-2002年，中国汽车行业由德系（一汽大众、上海大众）一家独大，进入到2003-2008年的百花齐放，2008-2017年的中低端自主快速扩张，再到2017-2019年的龙头集中的格局。我们认为，未来大概率是**龙头自主**（新品繁多、灵活迎合市场风格）、**德系**（强大产品力、品牌力）、**日系**（高使用性价比、高保值率）的“三足鼎立”格局。

图 34：国内 1998 年至 2019 年各车系市占率（%）



资料来源：中国汽车工业协会，国家统计局，天风证券研究所；注：2019 年数据截止至前 10 月。

图 35：国内 2010-2019 年 TOP20 乘用车汽车品牌市占率（%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019								
上汽通用	9.7%	上汽通用	10.3%	上汽通用	9.5%	一汽大众	9.7%	上汽大众	9.0%	上汽大众	8.4%	上汽大众	8.6%	上汽大众	8.9%	上汽大众	8.8%
上汽大众	9.5%	一汽大众	10.0%	上汽大众	9.4%	上汽大众	9.4%	上汽通用	8.6%	上汽通用	7.9%	上汽通用	8.3%	一汽大众	8.8%	一汽大众	8.7%
一汽大众	8.5%	上汽大众	9.7%	一汽大众	9.3%	上汽通用	9.4%	一汽大众	8.2%	一汽大众	7.9%	一汽大众	8.2%	上汽通用	8.5%	上汽通用	8.4%
东风日产	6.6%	北京现代	6.5%	北京现代	6.3%	北京现代	6.1%	通用五菱	5.9%	通用五菱	6.0%	通用五菱	6.1%	吉利汽车	6.5%	通用五菱	6.9%
北京现代	6.1%	东风日产	5.8%	东风日产	5.7%	东风日产	5.2%	北京现代	5.3%	长安汽车	4.9%	东风日产	5.2%	通用五菱	5.6%	吉利汽车	6.6%
奇瑞汽车	4.9%	奇瑞汽车	4.0%	长安福特	4.2%	通用五菱	5.1%	东风日产	5.1%	北京现代	4.8%	吉利汽车	5.2%	东风日产	5.6%	东风日产	5.3%
一汽丰田	4.3%	一汽丰田	3.7%	通用五菱	3.9%	长安福特	4.4%	长安汽车	4.7%	东风日产	4.7%	长安汽车	4.4%	长城汽车	4.0%	长安汽车	3.9%
比亚迪	3.7%	长安福特	3.7%	长城汽车	3.8%	长安汽车	3.9%	长安福特	4.3%	长城汽车	4.1%	长城汽车	4.0%	长安汽车	3.7%	长城汽车	3.5%
吉利汽车	3.5%	吉利汽车	3.7%	一汽丰田	3.4%	神龙汽车	3.8%	长城汽车	3.8%	长安福特	4.0%	长安福特	3.5%	北京现代	3.5%	北京现代	3.3%
悦达起亚	3.5%	长城汽车	3.7%	神龙汽车	3.4%	悦达起亚	3.5%	神龙汽车	3.5%	吉利汽车	3.4%	北京现代	3.3%	广汽本田	3.2%	广汽本田	3.1%
长安福特	3.4%	悦达起亚	3.6%	吉利汽车	3.4%	长城汽车	3.3%	悦达起亚	3.1%	悦达起亚	2.7%	东风本田	2.9%	东风本田	3.1%	一汽丰田	3.1%
神龙汽车	3.3%	比亚迪	3.4%	悦达起亚	3.4%	一汽丰田	3.2%	一汽丰田	3.0%	一汽丰田	2.7%	广汽本田	2.9%	上汽自主	3.0%	上汽自主	2.9%
长城汽车	3.0%	神龙汽车	3.3%	长安汽车	3.2%	广汽本田	2.6%	广汽本田	2.9%	广汽本田	2.7%	一汽丰田	2.9%	一汽丰田	3.0%	东风本田	2.9%
广汽本田	3.0%	广汽本田	2.4%	比亚迪	3.1%	奇瑞汽车	2.4%	吉利汽车	2.8%	神龙汽车	2.5%	广汽自主	2.6%	广汽自主	2.6%	广汽丰田	2.5%
一汽轿车	2.3%	东风本田	2.1%	广汽本田	2.7%	比亚迪	2.4%	奇瑞汽车	2.4%	奇瑞汽车	2.5%	奇瑞汽车	2.3%	广汽丰田	2.5%	广汽自主	2.3%
广汽丰田	2.2%	广汽丰田	1.9%	奇瑞汽车	2.6%	吉利汽车	2.3%	比亚迪	2.2%	东风本田	2.4%	上汽自主	2.2%	奇瑞汽车	2.3%	奇瑞汽车	2.2%
东风本田	2.1%	长安汽车	1.7%	东风本田	2.0%	东风汽车	2.1%	东风汽车	2.2%	东风汽车	2.3%	东风汽车	2.2%	比亚迪	2.2%	北京奔驰	2.1%
一汽夏利	2.1%	一汽轿车	1.7%	广汽丰田	1.9%	广汽丰田	2.0%	东风本田	2.0%	比亚迪	2.1%	广汽丰田	1.8%	北京奔驰	2.1%	比亚迪	2.0%
长安铃木	1.8%	江淮汽车	1.5%	一汽轿车	1.8%	一汽轿车	1.7%	广汽丰田	2.0%	广汽自主	1.9%	北京奔驰	1.8%	华晨宝马	2.0%	华晨宝马	1.9%
江淮汽车	1.8%	上汽自主	1.5%	东风汽车	1.6%	东风本田	1.7%	江淮汽车	1.7%	广汽丰田	1.8%	比亚迪	1.6%	东风汽车	1.7%	东风汽车	1.8%

资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所；注：2019 年数据截止至前 10 月。红色字体为非自主、德系、日系品牌车企。

4. 投资建议

长期来看，汽车行业远未见顶，未来龙头企业有望强者恒强。中短期来看，目前行业正步入加库存周期，增长有望回归中枢，行业有望稳步复苏。

1、乘用车板块看好行业在两年左右的去库存结束之时，带来行业去产能之后的龙头机遇。推荐：自主龙头的【吉利汽车 H、长城汽车】；日系有望延续高增长，自主迎拐点的【广汽集团 A/H】；合资触底复苏，自主有望盈利【长安汽车】；乘用车龙头【上汽集团】。

2、部件板块继续看好：1) 高 ROE 细分领域龙头；2) ROE 迎拐点的低估值成长标的。

零部件-高 ROE 细分领域龙头：继续推荐【潍柴动力、福耀玻璃、华域汽车、岱美股份、爱柯迪、玲珑轮胎、均胜电子】，建议关注：【科博达、耐世特、星宇股份】等。

零部件-ROE 拐点成长标的：推荐 ROE 反转空间较大、PEG 较低的【新泉股份、宁波高发、拓普集团、旭升股份、保隆科技】，建议关注【万里扬、伯特利】等。

5. 风险提示

居民出行方式发生变化、经济持续低迷、贸易战继续升级、需求透支尚未结束、汽车行业产销不及预期等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com