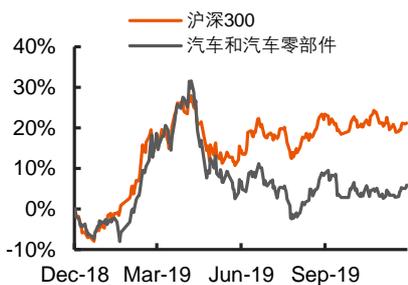


汽车和汽车零部件行业 2020 年度策略报告

冬尤在，寻存量王者

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业点评*汽车和汽车零部件*坚定下一个15年、推动产业链及核心技术发展》 2019-12-04

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*光束汽车项目批复、长城宝马联手共赢》 2019-11-25

《行业专题报告*汽车和汽车零部件*汽车经销商行业全景图——行业变革+多元化业务发展，经销商有望从量变到质变》 2019-11-18

《行业快评*汽车和汽车零部件*二手车出口政策打通、促进汽车全球流通》 2019-10-31

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*行业周期底部、边际改善明显》 2019-10-21

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

曹群海 投资咨询资格编号
S1060518100001
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

研究助理

李鹏 一般从业资格编号
S1060119070028
LIYAO157@PINGAN.COM.CN

■ **2019 寒流涌动，结构提升：**2Q18 年行业零售快速下滑，2019 年国五国六切换叠加消费信心不足给车市带来巨大冲击，2019 年二季度行业量、价、利均行至底部。低端车萎缩、尾部企业停产、大量品牌淘汰；乘用车零售价中枢上移，消费升级趋势明显；二手车年交易额增幅明显高于新车。

■ **2020 冬尤在，汽车业处“平台期”：**预计 2019/2020 汽车销量下滑 8.6%/0.6%，中期看行业将处于“平台期”，乘用车的日德系处强势产品周期，一线自主有望恢复元气。长期看我国汽车千人保有量仍有望达 300-400 台。随低端产能去化，产业链风险增加，配件企业应收账款周转变慢，坏账风险增加。政策是汽车业指挥棒，短期我们认为限购限行区域性放松将带动部分需求；中长期看全面的消费刺激政策或将不再出现，未来汽车业政策总体原则是更开放、更市场化、更环保，企业将处于一个竞争加剧的行业环境。

■ **亮点一：寻存量王者、龙头时代来临。**新车市场增速放缓，较长时间处于存量博弈阶段，与过去十年的行业调整不同的是，此次景气度调整周期的长度和深度超出预期，低端产能将不断被淘汰。随低端产能被淘汰，二三线车企跟不上产品迭代周期，行业集中度将不断提高，市场份额越来越向龙头集中。具有以下特质的企业胜算机率更大：能快速抓住行业历次出现的新机遇；发展过程中遇到问题，纠错能力极强；具备开放的视野，较早开始全球化布局，既“引进来”又“走出去”；不断追求产品高端化、不跟随行业出现的短期泡沫化机遇。

■ **亮点二：汽车电动化进入高质量发展阶段。**全球政策背景：欧洲补贴标准超预期提高，比如德国提高电动汽车补贴标准，提高 50%并延长至 2025 年底。中国政策背景：国内补贴持续退坡，但是退坡幅度、牌照容量、运营车辆电动化进程具有不确定性。乘用车补贴向高续航里程车型及 A00 级低续航里程引导，A 级车型补贴幅度降幅较大。2020 年起电动车行业销量底部复苏，长期看电动车渗透率将不断提升：大众+特斯拉双巨头 2020 年进军新能源市场，倒逼全球车企加快新能源产品投放进度，传统豪华品牌 2021 年决战特斯拉。2021-2023 年电动车逐步进入与燃油车的平价时代，电动车份额将会不断扩大。

■ **亮点三：顺应整车发展趋势，积极融入全球供应链。**在更开放更市场化的大背景下，各外资巨头本地化加速，倒逼本土企业快速降本提质，淘汰落后产能，各环节盈利能力将逐步趋于合理区间。同时，随着我国双积分、欧洲碳排放考核趋严，特斯拉、大众等巨头电动化加速，2021 年各主流车企电动化平台投产，未来两年逾 50 款全新电动车型推出，迎来电动车产业链高质量发展机遇期。优选在 OEM 所占份额较高，技术壁垒较高的零部件，避免利润被降价侵蚀。选择单车 ASP 可以不断提升的零部件，用高景气细分行业赛道抵御降价压力。

- 投资建议：**2019 年二季度是行业底部，中期看行业将处于“平台期”，乘用车的日德系处强势产品周期，一线自主有望恢复元气。未来新车市场增速放缓，较长时间处于存量博弈阶段，存量市场抓住细分行业红利，产品升级、ASP 提升同时扩大品牌效应的公司具有持续的增长潜力，推荐长城汽车、宇通客车和潍柴动力。汽车电动化进入高质量发展阶段，推荐受益于电动化的上游零部件企业，如宁德时代、宏发股份、当升科技、璞泰来和新宙邦，关注三花智控。全球化进程中零部件企业具有重要机遇，推荐有技术实力和全球客户的企业，如星宇股份、银轮股份、中鼎股份、福耀玻璃等。
- 风险提示：**1) 宏观经济持续下行。如果宏观经济持续下行，将影响汽车销量，未来几年汽车行业销量可能存在较长时间的平台期；2) 尾部企业产能利用率低。行业低迷期，整车企业产能利用率下降，部分企业的产能利用率不足 5%；3) 汽车行业重资产属性，销量下滑导致固定成本增加，车市低迷时企业降价促销，使利润的下滑幅度大于销量和营收的风险；4) 整车厂财务压力会传导至一级零部件企业，进而传导至二级供应商和更上游的企业，零部件企业的应收账款天数增加，进而增加了财务风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		2019/12/13	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
星宇股份	601799	87.07	2.21	2.67	3.35	4.22	39.4	32.6	26.0	20.7	强烈推荐	
长城汽车	601633	8.90	0.57	0.55	0.94	1.27	15.6	16.1	9.4	7.0	推荐	
中鼎股份	000887	8.20	0.91	0.55	0.64	0.72	9.0	14.9	12.9	11.4	推荐	
宇通客车	600066	14.71	1.04	1.10	1.17	1.31	14.2	13.3	12.5	11.3	推荐	
广汽集团	601238	11.71	1.06	0.81	1.11	1.12	11.0	14.4	10.6	10.4	推荐	
上汽集团	600104	23.70	3.08	2.48	2.60	2.75	7.7	9.5	9.1	8.6	推荐	
银轮股份	002126	7.17	0.44	0.50	0.60	0.73	16.3	14.3	12.0	9.9	推荐	
威孚高科	000581	19.04	2.37	2.22	2.44	2.66	8.0	8.6	7.8	7.2	推荐	
福耀玻璃	600660	22.93	1.64	1.46	1.75	1.90	14.0	15.7	13.1	12.1	推荐	
宏发股份	600885	29.65	0.94	1.05	1.23	1.51	31.5	28.2	24.1	19.6	推荐	
潍柴动力	000338	14.30	1.09	1.07	1.19	1.26	13.1	13.4	12.0	11.4	推荐	
三花智控*	002050	16.13	0.61	0.51	0.60	0.69	26.4	31.6	26.9	23.4	-	

注：*为 wind 一致预期

正文目录

一、 2019 寒流涌动、2020 冬犹在	7
1.1 回顾：2019 寒流涌动、结构提升	7
1.2 需求展望：汽车消费处于平台期	12
1.3 风险展望：低端产能去化、产业链风险增加	15
1.4 政策展望：更开放、更市场化	17
二、 亮点一：寻存量王者、龙头时代来临	20
2.1 敏锐捕捉行业历次新机遇、产品不断高端化	21
2.2 纠错能力极强、化风险为机遇	24
2.3 主动全球化、既“引进来”又“走出去”	24
三、 亮点二：汽车电动化进入高质量发展阶段	25
3.1 政策背景：欧洲碳排放加严、国内双积分调节供给	26
3.2 需求端：出租车电动化、网约车和个人消费者均有需求	27
3.3 供给端：欧系车企+特斯拉发力倒逼全球车企加快电动化	27
3.4 成本端：预计 2023 年将迎来纯电动平价时代	29
四、 亮点三：顺应整车发展趋势，积极融入全球供应链	29
4.1 全球新能源汽车销量 2025 年有望达到 1370 万辆	30
4.2 动力电池相关领域：海外客户配套，LG 供应链机会	30
4.3 热管理领域：汽车电动化给热管理零部件带来变化	31
4.4 高压继电器单车价值量高，市场规模大	32
4.5 传统零部件龙头积极融入全球供应链	33
五、 投资建议	36
六、 风险提示	37

图表目录

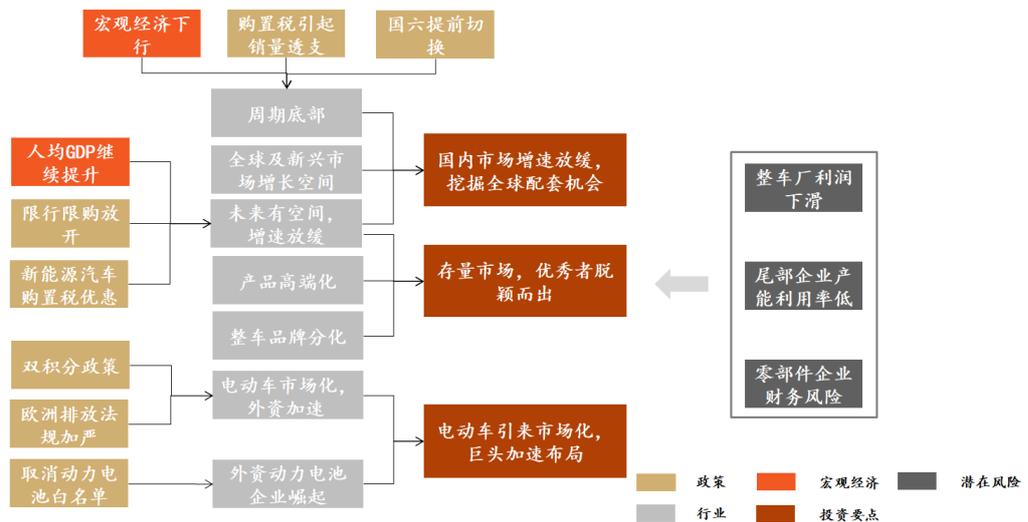
图表 1	2020 年汽车行业投资策略逻辑图	7
图表 2	我国汽车季度销量同比增速周期	8
图表 3	我国汽车销量历次周期底部	8
图表 4	2019 年汽车行业利润降幅较大	8
图表 5	2019 年 1-10 月工业增加值同比降 0.2%	8
图表 6	汽车重点企业利税总额同比下滑 20%	9
图表 7	2019 年 1-10 月汽车零售额同比下降 1%	9
图表 8	我国汽车销量结构变化：交叉型乘用车萎缩趋势明显	10
图表 9	我国乘用车品牌结构分化：日系、德系强劲增长	10
图表 10	乘用车零售价格中枢上移 单位：万元	10
图表 11	2019 年 1-9 月各细分乘用车销量同比增速	10
图表 12	我国新能源乘用车单车补贴（单位：万元）	11
图表 13	新能源乘用车按级别销量（单位：万辆）	11
图表 14	中国二手车交易量增幅明显高于新车 单位：万辆	11
图表 15	预测 2020 年中国汽车销量同比下滑 0.6%为 2554 万辆 单位：万辆	12
图表 16	预测 2019/2020 新能源客车销量为 8.8 万台/9.3 万台 单位：辆	13
图表 17	巴西历年乘用车产量 单位：万辆	13
图表 18	巴西乘用车产量与人均 GDP 增速 单位：%（人均 GDP 增速为右轴）	14
图表 19	巴西乘用车产量与人均 GDP 复合增速	14
图表 20	主要国家汽车千人保有量变化	14
图表 21	我国汽车保有量及年销量长期空间预测：内销有望至 4000-5000 万台/年	14
图表 22	2019 年 1-10 月乘用车累计产量规模分布 单位：个	15
图表 23	汽车业产能利用率 单位：%	15
图表 24	国内主要乘用车企业收入与净利润增速	15
图表 25	整车企业 2019 年 1-9 月营收和利润同比增速	15
图表 26	国内主要零部件企业收入与净利润增速	16
图表 27	主要零部件企业应收账款周转天数 单位：天	16
图表 28	动力电池装机企业数量 单位：家	16
图表 29	新能源汽车 3 年保值率	16
图表 30	汽车行业主要政策	17
图表 31	2019 前 11 月国内动力电池装机量 单位：Gwh	18
图表 32	2018 全球动力电池装机格局 单位：Gwh	18
图表 33	历年新能源乘用车国家里程补贴标准变化 单位：万元	19

图表 34	2019 前三季度 TOP30 乘用车企份额及销量增速显示车企两极分化加剧	20
图表 35	销量两极分化加剧、行业淘汰赛加剧	20
图表 36	日系、德系、自主一线车企份额提升明显 单位：辆	21
图表 37	龙头的产品进化之旅	21
图表 38	长城汽车历年皮卡销量 单位：万辆	22
图表 39	长城 SUV 规模效应明显 单位：万辆	22
图表 40	长城汽车研发费用及费用率 单位：亿元	22
图表 41	长城汽车单车均价持续提升 单位：万元	22
图表 42	宇通座位客车市占率逐年提升 单位：万辆	23
图表 43	宇通新能源客车市占率逐年提升 单位：万辆	23
图表 44	宇通客车研发费用及费用率 单位：亿元	23
图表 45	宇通客车单车均价持续提升 单位：万元	23
图表 46	潍柴动力大排量发动机和发动机总销量 单位：万台	24
图表 47	潍柴、宇通、长城的海外收入占比	25
图表 48	欧盟满足碳排放法规需额外增加成本 单位：欧元	26
图表 49	欧盟新车碳排放要求 单位：g/km	26
图表 50	国内新能源汽车销量预测 单位：万辆	26
图表 51	预计我国新能源车 2019/2020 销量为 120 万台/180 万台 单位：万台	27
图表 52	朗逸纯电个人需求占比较低	27
图表 53	新能源乘用车需求种类 单位：万台	27
图表 54	美国豪华车市场 2019 年上半年销量 单位：万辆	28
图表 55	主要车企新能源汽车规划	28
图表 56	新能源汽车和燃油汽车成本预测 单位：万元	29
图表 57	全球主要国家和地区新能源汽车销量预测 单位：万辆	30
图表 58	主要电池企业的配套客户	31
图表 59	LG 化学供货车型	31
图表 60	全球热管理领域市场规模 单位：亿元	31
图表 61	热管理国内主要企业	31
图表 62	电动车热管理价值量较传统车翻番 单位：元	32
图表 63	全球高压继电器市场空间 单位：亿元	32
图表 64	高压继电器零部件价值量拆分 单位：元	32
图表 65	高压继电器全球份额分布	33
图表 66	部分供应商典型客户	33
图表 67	国内主要零部件企业主要营运指标	34
图表 68	国内主要零部件企业海外业务占比	34
图表 69	敏实集团 2019 年 H1 按地区营收	35

图表 70 敏实集团 2019 年 H1 按业务营收	35
图表 71 敏实集团国内生产工厂布局	35
图表 72 敏实集团全球工厂布局	35
图表 73 中鼎股份在欧洲的布局	36
图表 74 中鼎股份在美洲的布局	36
图表 75 银轮股份全球布局	36

2019 年受内外部影响，行业处于周期底部。购置税优惠政策前期透支、国五国六切换、宏观经济下行、消费者消费意愿不足等多重因素导致 2019 年销量下滑。品牌继续分化，日系德系份额上升，美/韩/法系份额下降，一线车企份额提升。消费升级趋势明显，低端车占比降低，SUV 份额提升。多维度政策影响行业发展，未来双积分是重点，行业电动化加速，看好小型车+豪华品牌市场+自主品牌崛起，看好电动车供应链。行业进入低增速时代，关注存量时期王者。

图表1 2020 年汽车行业投资策略逻辑图



资料来源:平安证券研究所

一、2019 寒流涌动、2020 冬犹在

1.1 回顾：2019 寒流涌动、结构提升

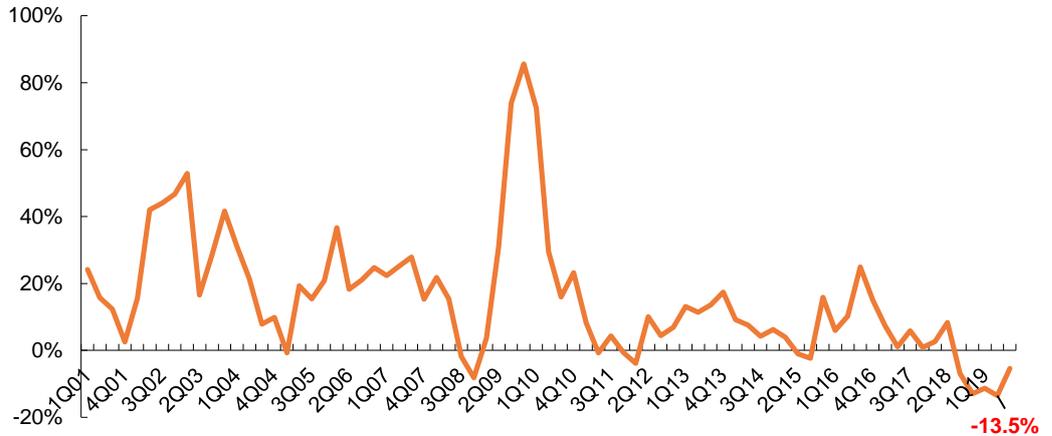
2010 年之后我国汽车市场进入增速中枢逐步下移阶段。2009-2010 年汽车下乡+购置税减半极大刺激了汽车消费，2011-2012 年车市低迷消化之前的透支；2015 年三季度车市下滑严重，新一轮购置税优惠政策启动，叠加新能源政策刺激，车市重启上升通道，2018 年二季度开始渠道库存高企，价格战此起彼伏，行业进入下行通道。

2019 年乘用车的国五国六切换叠加消费信心不足给车市带来了巨大冲击，2019 年第二季度汽车行业产销量、终端售价、行业利润均行至底部。

多重因素致本轮行业低迷：自 2018 年第二季度开始汽车零售量快速下滑，库存高企。原因有：

- 1) 2018 年起购置税优惠政策完全退出，从以往经验看，需要 2 年左右时间消化前期透支。
- 2) 经济下行叠加经济结构调整导致中低等收入人群的收入增速放缓，影响了购买力，居民储蓄增长快，消费观望情绪浓。
- 3) 部分低端车型消费群体转移至二手车领域，近年来二手车年交易量近 1400 万台，且增速较高。
- 3) 据国家信息中心，购车主力主要分布在 20-40 岁，但此年龄段的乘用车千人保有量已超过 300，处于相对饱和状态。

图2 我国汽车季度销量同比增速周期



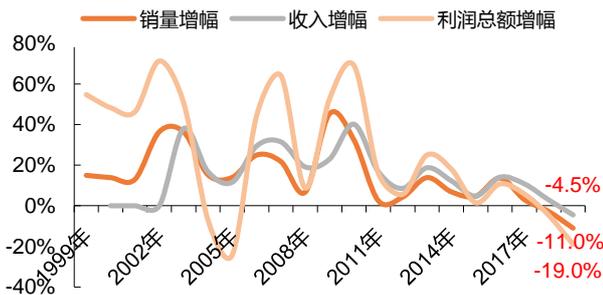
资料来源:中汽协, 平安证券研究所

图3 我国汽车销量历次周期底部

历次低点	销量同比增幅	时间间隔
1Q05	-0.8%	
4Q08	-8.2%	距离上次 14 个季度
1Q12	-3.9%	距离上次 12 个季度
3Q15	-2.4%	距离上次 13 个季度
2Q19	-13.5%	距离上次 15 个季度

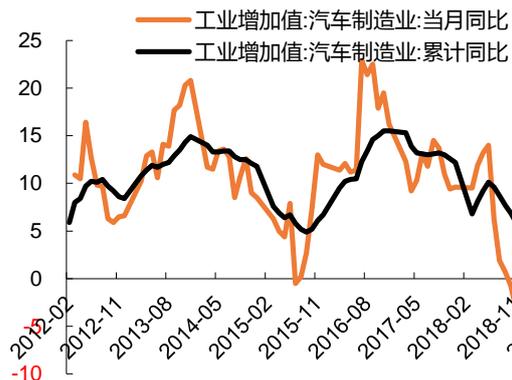
资料来源: 中汽协, 国家统计局, 平安证券研究所

图4 2019 年汽车行业利润降幅较大



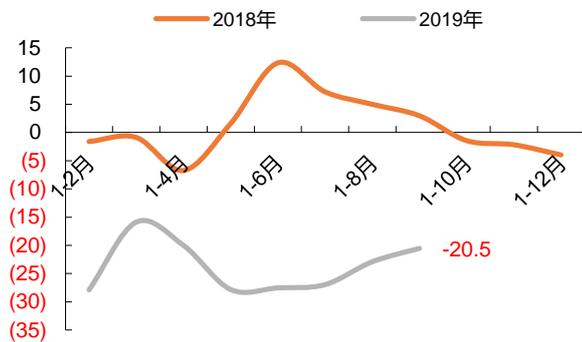
资料来源: 国家统计局、平安证券研究所

图5 2019 年 1-10 月工业增加值同比降 0.2%



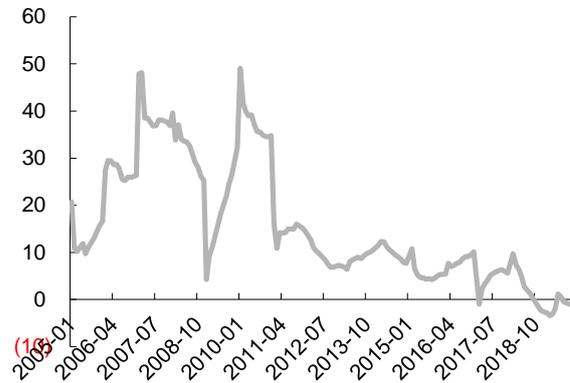
资料来源: 国家统计局、平安证券研究所

图表6 汽车重点企业利税总额同比下滑 20%



资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

图表7 2019年1-10月汽车零售额同比下降1%



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

■ 2019年乘用车切换至国六排放标准给行业带来很大冲击

2019年7月国五提前切换国六, 由于多地国六提前实施的政策明确时间较晚, 部分城市和地区在2019年4月才明确7月1日切换国六, 这给行业参与者准备的时间大大缩短, 同时, 技术升级难度大, 部分整车厂没有准备好国六车型。因此企业不得不大幅降价销售国五车型, 导致企业利润下滑, 同时5月和6月的集中热销透支汽车消费。

■ 近年来我国车型结构发生了很大变化, 低端车萎缩、消费升级趋势明显

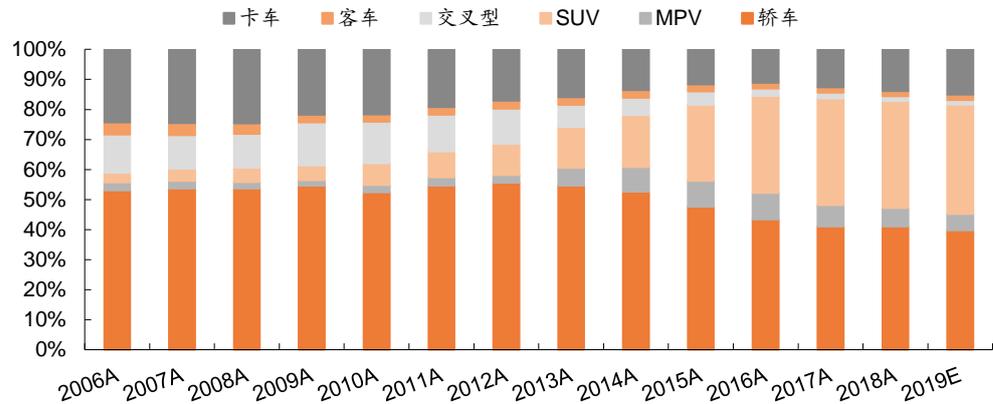
乘用车中交叉型乘用车及MPV主要被SUV逐步替代, 部分转向二手车消费; 轿车规模逐年下降, SUV规模总体较为稳定。商用车总规模较稳定。

乘用车分品牌看, 日系德系上升: 2019年日系、德系乘用车品牌由于新品周期等原因, 市场占表现依旧强劲。美、韩、法系由于新品脱节或品牌力边缘化等原因份额损失严重。近年来随着合资下沉及自主向上突破, 二者不再泾渭分明, 自主一线车企和合资一线车企共同构成行业第一梯队, 具备较强的竞争力(龙头企业市占率进一步, 大众、吉利、长城、本田和丰田的市占率总和较2018年提升4.2个百分点)共同蚕食其它品牌份额。

乘用车低端车下滑较大: A00、A0级轿车和A级MPV销量大幅下滑, 份额下降幅度较大。A级SUV、B级SUV和B级轿车销量增幅和市占率均有所提升。乘用车零售价格提升, 低价车型销量占比降低, 豪华品牌保持较高速增长, 带动汽车行业从高增长进入高质量增长阶段, 优胜劣汰逐步加剧, 大量低端产能淘汰。

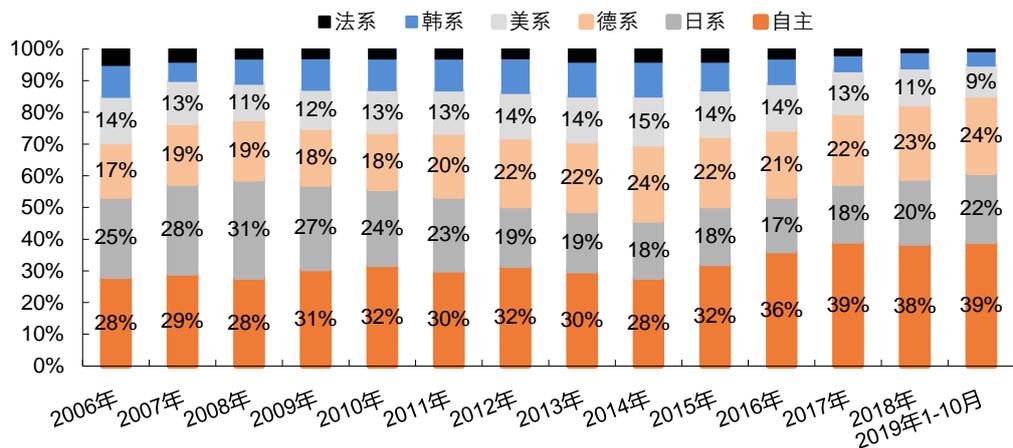
消费升级以及豪华品牌下沉, 使豪华车的销量持续稳定增长; 合资品牌通过积极扩展产品线, 并降低价格; 自主品牌乘用车总体承压。

图8 我国汽车销量结构变化：交叉型乘用车萎缩趋势明显



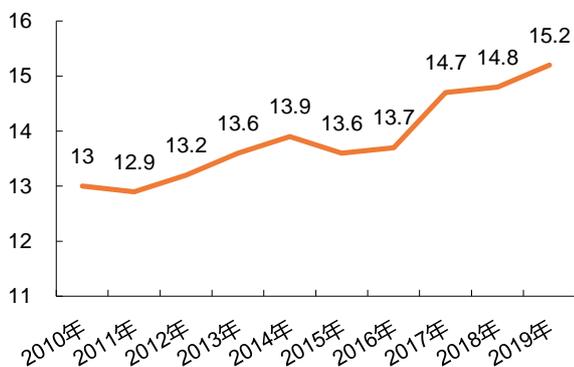
资料来源：中汽协，平安证券研究所

图9 我国乘用车品牌结构分化：日系、德系强劲增长



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图10 乘用车零售价格中枢上移 单位：万元



资料来源：国家信息中心，平安证券研究所

图11 2019年1-9月各细分乘用车销量同比增速

	级别	份额变化(%)	销量增速(%)
轿车	A00	-0.4	-35
	A0	-0.3	-10
	A	-0.1	-3
	B	+0.5	+2
	C	-0.2	-9
	D	0	+0.1
SUV	A0	-0.1	-4.6
	A	+0.9	+1.1
	B	+0.5	+1.1
	C	-0.1	-6.4
MPV	D	+0.1	+0.8
	A	-1.0	-25
	B	+0.1	+2.7

资料来源：威尔森，平安证券研究所

■ 补贴政策过渡期后新能源汽车销量大幅下降，合资占比提升

2018年补贴政策过渡期为2月12日至6月11日，过渡期结束后销量由6月份的10.2万辆下降到8.4万辆，环比下降19%。2019年补贴政策过渡期为3月26日至6月25日，过渡期结束后销量由6月份的15.2万辆下降到8.0万辆，环比下降53%

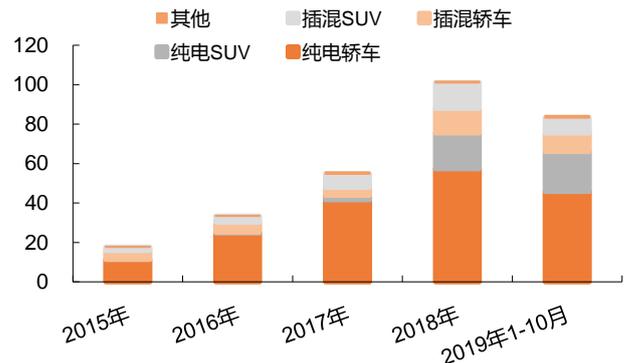
分结构看，纯电动SUV占比提升，插电式混动SUV占比下降，主要因为合资车企的纯电SUV产品增加。据2019前10月合格证数据，合资品牌市场占比快速提升，2019年1-10月产量占比已超10%。

图12 我国新能源乘用车单车补贴（单位：万元）



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图13 新能源乘用车按级别销量（单位：万辆）

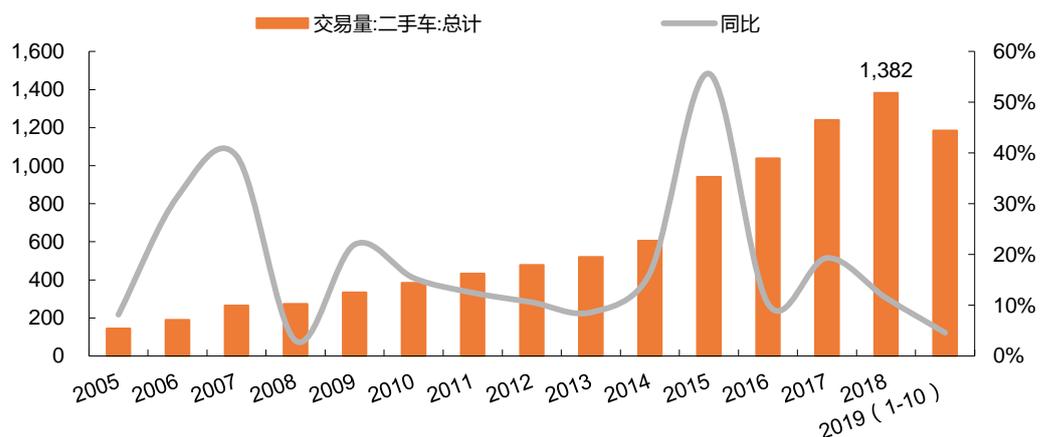


资料来源：乘联会，平安证券研究所

■ 二手车交易规模逐年增长，增速高于新车销售

近年来我国二手车行业发展速度较快，年交易量即将突破1400万台，增速超越新车。2019年上半年二手车和新车登记比例明显提高至0.94:1。伴随全国解除二手车限迁政策的推进，从月度转籍比例的走势来看，2019年上半年的转籍比例明显高于历史同期，跨区域流通出现了非常明显的增长。

图14 中国二手车交易量增幅明显高于新车 单位：万辆



资料来源：wind，平安证券研究所

1.2 需求展望：汽车消费处于平台期

■ 短期预测：2020 年汽车销量同比下滑 0.6%

2019 年二季度是本轮周期的底部，三季度开始逐渐回暖，考虑到 2020 年宏观经济可能进一步放缓，购置税减半一般需要 2 年消化期仍将持续，且国六切换引起的透支效应可能将延续至 2020 年，预计 2019 年汽车整体将实现销量 2568 万辆，同比下滑 8.6%，其中乘用车销量 2134 万辆，同比下降 10%，商用车销量 434 万辆，同比下降 0.7%。

预测 2020 年中国汽车销量同比下滑 0.6%为 2554 万辆,其中乘用车同比增速-0.7%,商用车基本与 2019 年持平。

图表15 预测 2020 年中国汽车销量同比下滑 0.6%为 2554 万辆 单位：万辆

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
汽车总计	2803	2888	2808	2568	2554
增速	13.9%	3.0%	-2.8%	-8.6%	-0.6%
乘用车总计	2438	2472	2371	2134	2120
增速	15.3%	1.4%	-4.1%	-10.0%	-0.7%
轿车	1215	1185	1153	1020	1000
增速	3.7%	-2.5%	-2.7%	-11.5%	-2.0%
MPV	250	207	173	140	140
增速	18.5%	-17.0%	-16.2%	-19.0%	-0.3%
SUV	905	1025	999	935	950
增速	45.5%	13.3%	-2.5%	-6.5%	1.6%
交叉型	68	55	45	39	30
增速	-37.8%	-19.1%	-18.2%	-13.3%	-23.1%
商用车总计	365	416	437	434	434
增速	5.8%	13.9%	5.1%	-0.7%	-0.1%
客车	54	53	49	47	49
卡车	311	363	389	387	385
其中：重卡	73	112	115	118	118
增速	33.1%	52.4%	2.8%	2.8%	0%

资料来源：中汽协，平安证券研究所

结构上我们预测 2020 年汽车格局分化加剧，集中度进一步提高。

分品牌看，依然是日系德系更为强劲，一线自主有望恢复元气进入全新发展阶段，低端车份额可能继续萎缩，大量边缘品牌消失。

我们预测 2019/2020 年我国新能源汽车产销量为 120 万台/180 万台。

2020 年商用车行业有望继续保持稳定增长。治理超载+环保趋严拉动重卡继续保持较高产销规模。2020 年是打赢蓝天保卫战的最后一年，防治污染的重点区域政府为了打赢这场战争，必然会在 2020 年底前淘汰掉国三及以下排放的中重卡。2019 年无锡重卡严重超载灾祸或诱发新一轮重卡严治超载。2021 年 7 月重卡全面实施国六排放，届时购车成本将大幅提升，因此 2021 年上半年可能出现重卡提前购买。国三淘汰+按轴收费+合规运营将共同保障 2020 年重卡维持在 115-120 万台之间的高位。

预计 2019 年/2020 年新能源客车销量为 8.8 万辆/9.3 万辆。新能源客车由于 2019 年补贴过渡期与 2018 年相比有所延后，2020 年补贴退坡的时间可能也将后延，因此今年底抢装效应可能不明显。2020 年是补贴的最后一年，2019 年底会有抢装。

图16 预测 2019/2020 新能源客车销量为 8.8 万台/9.3 万台 单位：辆

新能源客车		2017A	2018A	2019E	2020E
分用途	总销量	111989	103771	88200	93000
	座位客车	11410	7155	6500	7000
	校车	1	0	0	0
	公交客车	75991	84608	73000	75000
	卧铺与其他	24587	10363	8700	9000
分长度	大	51738	50266	42700	45000
	中	33746	35641	30393	32000
	轻	26505	16209	15207	16000

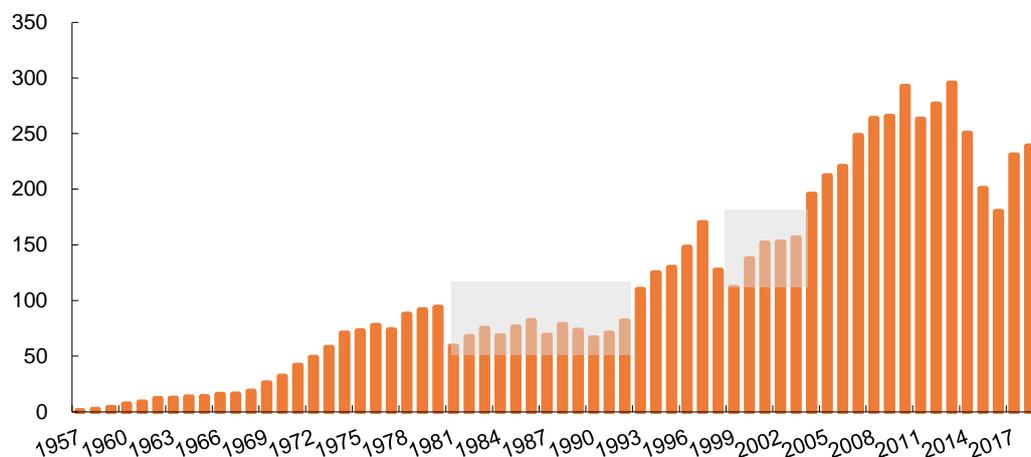
资料来源: 中客网, 平安证券研究所

■ 中期预测：我国汽车销量将在相当长时间处于平台期

2016-2018 我国汽车年销量保持在 2800 万台左右,2019 年降至 2600 万台左右,从其它国家经验看,千人保有量升至 150-200 台会遇到相当长时期的平台期。

日本汽车销售 1974 年结束了十多年的高速增长,再回到之前的水平用了 4-5 年的时间。巴西经历了多次这样销量平台期,1980 年之前销量持续上升,1980 年千人保有量为 63,但之后进入平台期,直到 1992 年开始提升;1998 年至 2004 年也有类似的情形。

图17 巴西历年乘用车产量 单位：万辆

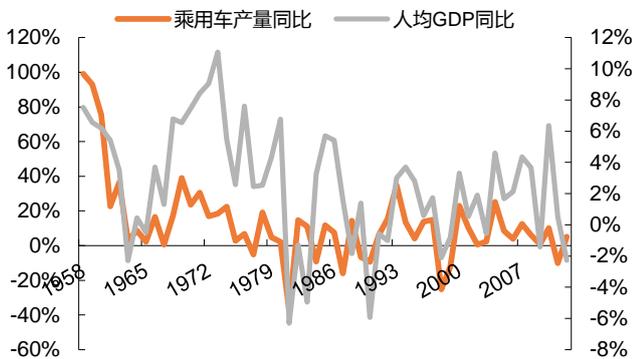


资料来源: wind, 平安证券研究所

巴西平台期与人均 GDP 增速关系密切。乘用车产量增速与人均 GDP 增速的走势基本同步,在 1981 年至 1992 年,人均 GDP 复合增速为-0.4%,此阶段乘用车产量复合增速大幅下滑至 1.7%。1993 年至 1997 年,人均 GDP 复合增速提升至 2.5%,乘用车产量复合增速也上升至 11.5%。

预计我国平台期仍将持续数年。我国目前也面临平台期,且 GDP 增速有所下滑,此外,由于居民消费意愿和人口结构等多方面因素的原因,预计我国平台期仍将持续数年。

图表18 巴西乘用车产量与人均 GDP 增速 单位:%(人均 GDP 增速为右轴)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表19 巴西乘用车产量与人均 GDP 复合增速

阶段	乘用车产量复合增速 (%)	人均 GDP 复合增速 (%)
1957年-1980年	21.6	4.8
1981年-1992年	1.7	-0.4
1993年-1997年	11.5	2.5
1998年-2003年	4.2	0.6
2004年-2010年	5.2	1.9

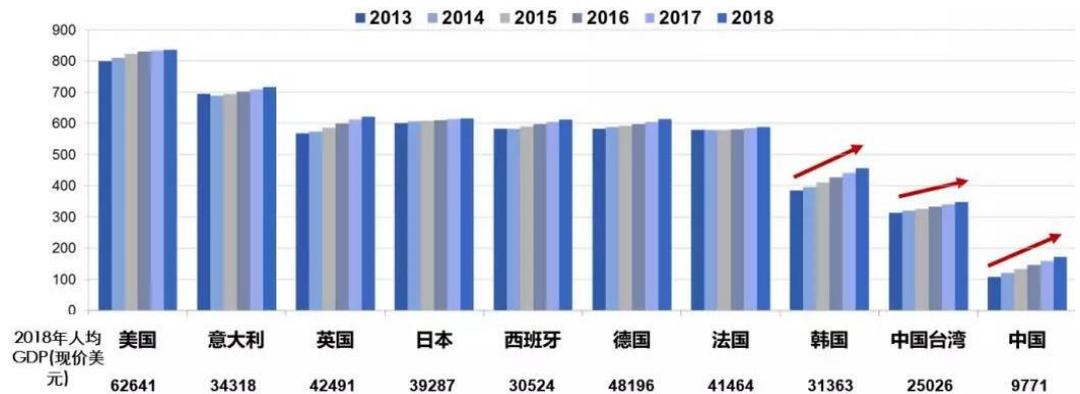
资料来源: wind, 平安证券研究所

■ 长期预测：汽车年销量未到顶，仍有较大的空间

与其他国家相比，我国千人保有量和人均 GDP 很低，有较大的上升空间。中国汽车市场近 30 年高速发展，截至到 2019 年 6 月，中国汽车保有量达到 2.5 亿辆，2013 年以前平均增速在 15% 左右的水平，2014 年之后平均增速为 10% 左右。

参考日本的经验，千人保有量达到 200 辆代表着消费人群从首次购车向二次购车的转变，由增量变为存量替换，未来十年中国销量增速大概率也会演化日本的销量进程，销量中枢大概率 3% 至 5%。

图表20 主要国家汽车千人保有量变化



资料来源: 国家信息中心, 平安证券研究所

图表21 我国汽车保有量及年销量长期空间预测：内销有望至 4000-5000 万台/年

千人保有量	总保有量(亿)	换车周期(年)	年销售量(万台)
178	2.5	9.0	2769
200	2.8	9.5	2947
300	4.2	10.0	4200
400	5.6	10.5	5333
500	7.0	11.0	6364

资料来源: 公安部, 平安证券研究所

1.3 风险展望：低端产能去化、产业链风险增加

■ 产能利用率低、尾部企业淘汰加速

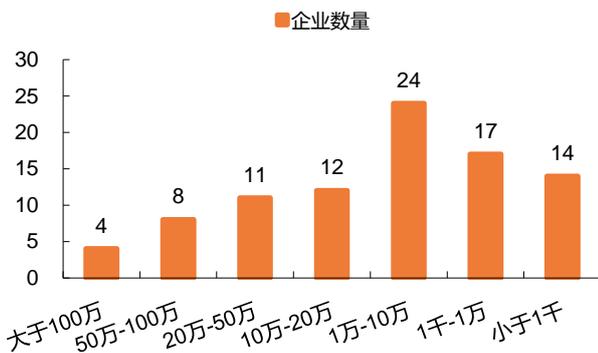
根据中汽协，全国 90 家乘用车生产企业，2019 年 1-10 月共生产 1701 万辆，其中产量大于 100 万辆有 4 家企业，月产量低于 1 万台的企业有 55 家。有 5 家企业没有生产：重庆力帆、吉利康迪、江西大乘、青年汽车、海马新能源。

行业低迷期，整车企业产能利用率下降，其中力帆乘用车、猎豹汽车、众泰汽车和华泰汽车的产能利用率小于 3%，神龙汽车产能利用率小于 20%，北京现代的不足 40%。

汽车行业盈利能力对产能利用率敏感，车市低迷车企降价促销，产能利用率低下，单车固定成本上升，利润降幅一般是收入降幅的 2-3 倍以上。据中汽协统计，17 家主要汽车集团 2019 年 1-10 月收入降幅 5%，利润总额降幅近 20%。

预计随着汽车行业处较长低迷期，行业资产重组、资产变卖将持续发生，给产业链带来较大风险。

图表22 2019年1-10月乘用车累计产量规模分布 单位：个



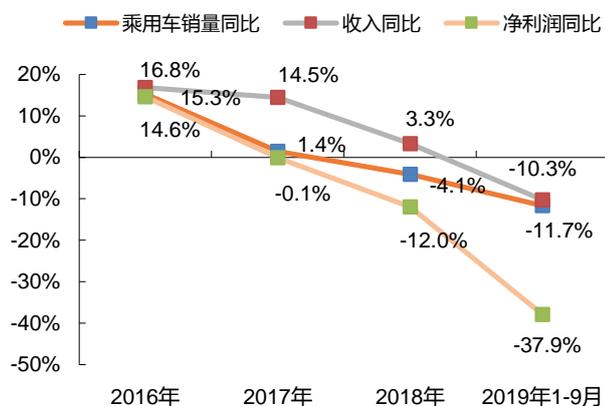
资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表23 汽车业产能利用率 单位：%



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表24 国内主要乘用车企业收入与净利润增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 整车企业 2019年1-9月营收和利润同比增速

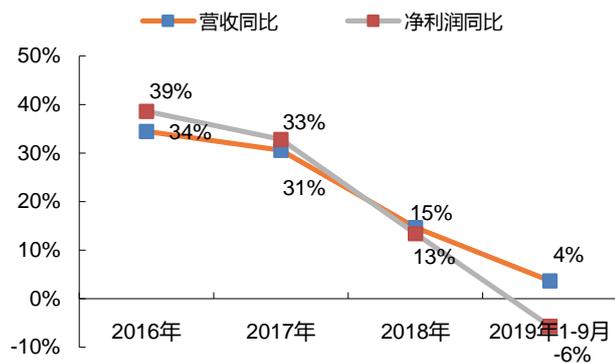
企业	营收同比增幅	净利润同比增幅
长安汽车	-9.5%	-327.7%
上汽集团	-13.2%	-27.0%
广汽集团	-19.6%	-35.1%
长城汽车	-6.1%	-25.4%
一汽轿车	-9.1%	-202.1%
江铃汽车	1.1%	-27.9%
众泰汽车	-59.6%	-282.3%
江淮汽车	2.4%	-253.9%
比亚迪	5.4%	-11.7%
小康股份	-19.0%	-232.1%
北汽蓝谷	78.6%	-319.8%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 主机厂风险逐渐向上游传导、配件企业面临更大压力

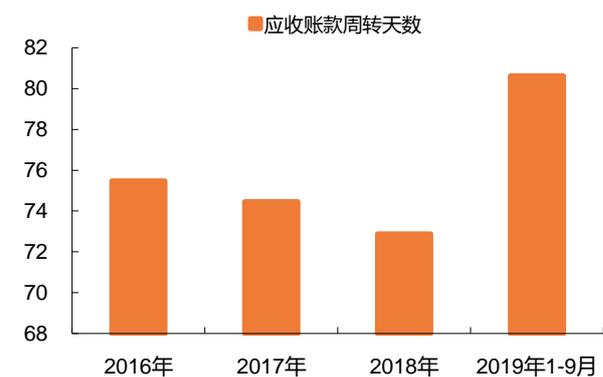
整车厂财务压力会传导至一级零部件企业，进而传导至二级供应商和更上游的企业，零部件企业的应收账款天数增加，进而增加了财务风险。比克电池未能如约付清供应商货款，主要受众泰汽车及华泰汽车未付货款影响，公司面临一定的现金流压力，而比克电池的财务压力也传导至了上游电池材料企业，如容百科技、当升科技和新宙邦等。

图表26 国内主要零部件企业收入与净利润增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表27 主要零部件企业应收账款周转天数 单位: 天



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

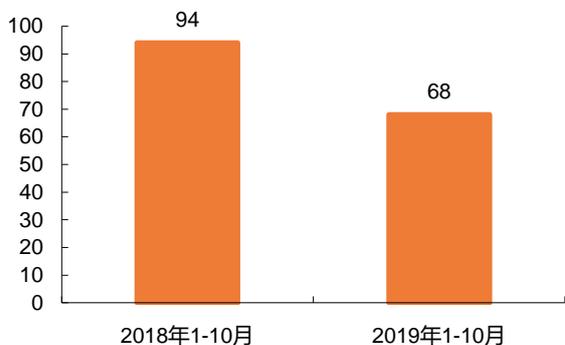
■ 新能源车高增长后的后遗症

补贴促使投资热潮，补贴褪去后大量企业“消失”。动力电池应用分会数据显示，2016年我国动力电池企业数量为155家，2018年年底，实际装机量的动力电池企业已经缩减到99家。2016年有装机量的河南新太行、百顺松涛（天津）动力电池、江西恒动新能源、上海航天电源等50余家动力电池企业在2018年已经没有配套整车企业。

电动车保值率低，早期的车型保值率更低。根据中国汽车流通协会发布的汽车保值率报告显示，三年车龄的燃油车保值率分别为进口车型63.5%，合资品牌国产车型63.9%，国内自主品牌车型57.4%，而三年车龄的新能源二手车保值率仅为47.5%。部分品牌和车型的保值率更低，如2015款的北汽EV200，3年的保值率仅为20%左右。

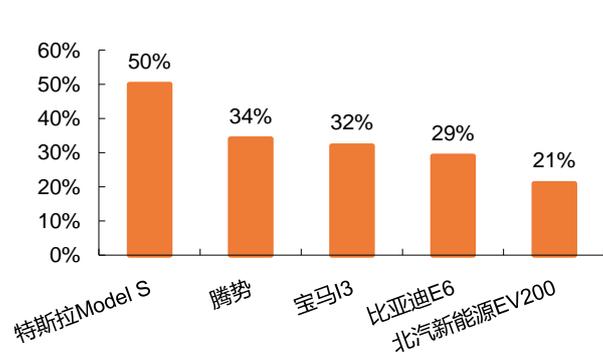
电池回收面临较大压力。国家出台政策鼓励动力电池的回收再利用，电池企业和整车厂共同承担回收电池的任务，但目前回收技术不成熟、缺乏行业标准，且可能造成二次污染，对企业的负担较重。

图表28 动力电池装机企业数量 单位: 家



资料来源: 真锂研究, 平安证券研究所

图表29 新能源汽车3年保值率



资料来源: 中国汽车金融暨保值率研究委员会, 平安证券研究所

1.4 政策展望：更开放、更市场化

汽车是国民经济支柱产业，产业链长，影响面宽，从生产到使用环节受到诸多政策影响。可以说政策对汽车产业起着举足轻重的作用，政策引导并规范着行业的发展方向与轨迹。

从近年来的行业政策演变方向看，全面的消费刺激政策或将不再出现，未来汽车业政策总体原则是更开放、更市场化、更环保，企业将处于一个竞争加剧的行业环境。

图表30 汽车行业主要政策

政策类别	主要项目	主要内容
投资生产	汽车投资管理办法、股比限制	投资管理办法：汽车产业投资管理全面由核准制变为备案制，权力下放地方政府；从产能利用率 and 产品结构等方面严格规定汽车产业投资要求 股比：2018年取消专用车、新能源车外资股比限制，2020年取消商用车外资股比限制，2022年取消乘用车外资股
流通与消费	限购、二手车/皮卡解禁	限购：贵阳、广州和深圳已放开限购，北京、上海、天津、杭州、石家庄和海南还未放开 皮卡进城解禁，充分发挥皮卡客货两用功能
排放法规	油耗时间表、国六排放、重卡超载、蓝天保卫战	国六：2020年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准6a限值要求；自2023年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准6b限值要求
税制	购置税、消费税、增值税	购置税：目前已立法，未来购置税优惠的可能性不大。增值税减免。 消费税：向整车生产企业收取，未来可能由消费者直接缴纳，税收归当地政府
新能源汽车	准入资质、双积分、补贴、上牌、动力电池全面放开	双积分：新能源汽车积分获取难度增加，鼓励燃油积分与新能源积分更好地联动，鼓励低油耗乘用车 动力电池全面放开
出口	二手车出口	2019年加快相关政策出台，国内二手车源多，对于老旧及高排放的车型，出口到国外的需求强烈。

资料来源：工信部、财政部、平安证券研究所

■ 短期展望：放松限购限牌、严格执行排放升级、规范运营

过去两轮购置税优惠政策带来短期行业高增长，同时也会带来2年左右的消化期，目前我国汽车千人保有量近180台，全面购买刺激政策大概率不会再出现。转向放松限购、限牌等局部、结构性政策。

2019年7月1日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国家第六阶段机动车污染物排放标准，部分地区提前实施的是6b标准，比政策要求提前了4年。**2019年国五切换国六出现国五车型降价销售、抢装和透支的效应明显。全国范围内6a排放标准将于2020年7月1日执行，预计将会平稳切换**，因为目前车企已经基本全部切换为国六的车型，2019年7月提前实施对行业的影响基本不会在2020年出现。

■ 中长期展望：开放动力电池与整车合资股比、双积分成调结构利器

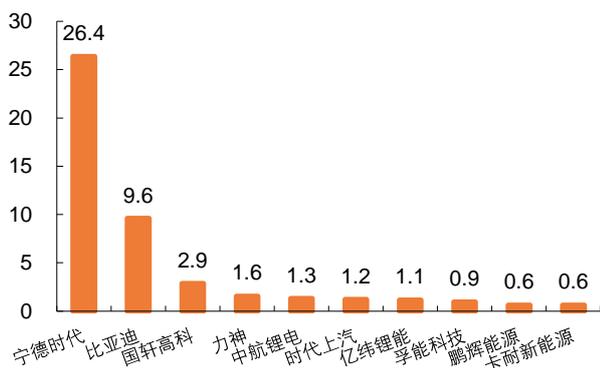
商用车作为生产资料，长期以来是政策规范的重点领域。预计重卡国三淘汰加速，购买、使用等多环节限制国三车。同时超载问题频发，未来按轴收费+超载治理会继续抬升重卡保有量，从而抬升重卡稳态年销量规模。新能源客车的购买补贴大幅降低甚至退出，政府购买行为更趋市场化，利好龙头份额提升。

外资电池全面放开：根据《新能源汽车推广应用推荐车型目录（2019年第11批）》，搭载外资电池的新能源汽车将首次在中国获得补贴，首次出现搭载国外电池单体的车型进入补贴目录。这意味着，继2019年6月份电池“白名单”废除后，中国动力电池市场正式向外资开放。

2015年3月，工信部发布《汽车动力蓄电池行业规范》，将搭载获批企业生产的电池作为拿到新能源汽车补贴的基础性条件，此后工信部先后发布四批动力电池生产企业目录，为中国的动力电池产业建起了保护墙，此前奇瑞、上汽、长安等多家车企使用的松下、三星、LG化学等日韩电池厂商均不在列，这些外资电池企业只能暂时退出中国。

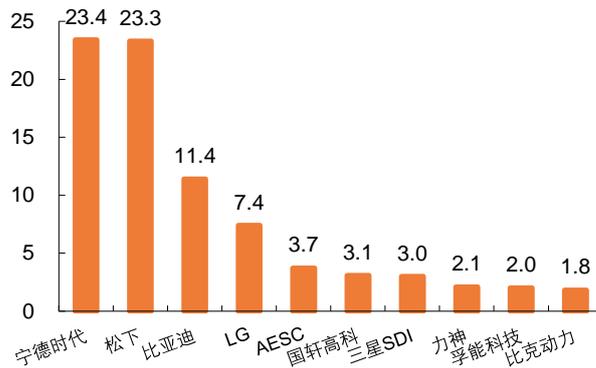
全面放开外资电池具备重大意义，外资电池巨头入局将倒逼内资电池企业降本提质，且加快全球化步伐，同时将带来大量电池产业链机会，降低新能源汽车整体成本。《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿）也明确提出要推动动力电池企业优化重组，提高产业集中度。预计随着动力电池开放，行业竞争加剧，低端产能加速淘汰，动力电池盈利能力降至合理区间。

图表31 2019前11月国内动力电池装机量 单位:Gwh



资料来源:工信部、平安证券研究所

图表32 2018全球动力电池装机格局 单位:Gwh



资料来源:高工锂电、平安证券研究所

主机厂合资股比放开：前有特斯拉在华光速设厂国产，后有股比放开后首个合资车企——光束汽车成立。这是宝马全球范围内首个电动车合资项目，也是长城汽车首个合资整车企业。光束汽车是市场驱动的强强联合，光束汽车将吸收长城与宝马双方的优势技术，进行从研发到生产的全方位合作。光束汽车开启了中外合资企业探索在华合资新模式的新征程。

打铁还须自身硬，开放时代，只有自身强大才能在合作中求得发展壮大。随着股比放开，市场之手将在外资与自主的合资合作中发挥决定性作用，立足于代工的弱势中方在合资的股权和话语权将逐步削减，而具备实力的中方将在开放时代获得更多资源赢得更广阔的发展空间。

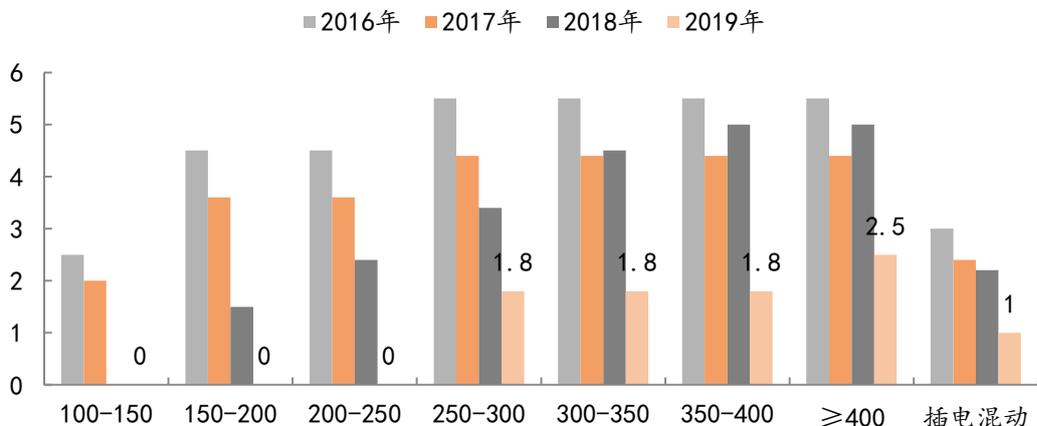
政策从补贴转向双积分，新能源汽车真正迈入高质量发展阶段

新能源行业主要政策为新能源补贴+动力电池白名单+免征购置税+一线城市牌照优惠。随着行业的快速增长，补贴开始逐步退坡，并且标准更加严格。

新能源乘用车补贴标准退坡：2016年之后国补呈现逐年退坡的趋势，2018年过渡期后对高续航纯电车型的补贴有所增加，2019年补贴政策退坡幅度平均超过50%。2019年由于补贴退坡较大，使新能源汽车销量不及预期，因此2020年补贴退坡可能比较温和，2021年补贴将完全退出。

2021年补贴完全退出后，仍有多种政策推动新能源汽车发展，如建立充电基础设施的财税政策、提高燃油税、“双积分”等。对新能源汽车而言，目前存在痛点包括电池安全性、续航里程，价格高于相同配置的燃油车，及充电设施不完善等。因此，仍需要从产品技术和基础设施等方面共同进步，尽快使新能源汽车更加符合消费者实际需求。

图33 历年新能源乘用车国家里程补贴标准变化 单位：万元



资料来源：工信部，平安证券研究所

近期工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿）。我国新能源汽车产业的整体发展目标为纯电动汽车成为主流，燃料电池汽车实现商业化运行，公共领域用车全面电动化，高度自动驾驶智能网联汽车趋于普及。

提升 2025 新能源渗透目标，取消 2030 目标：到 2025 年，新能源汽车新车销量占比达到 25%左右，智能网联汽车新车销量占比达到 30%。

明确纯电及插电混的能耗目标要求，但减少具体参数要求：要求到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12 千瓦时/百公里，插电式混合动力（含增程式）乘用车新车平均油耗降至 2 升/百公里。减少了对动力电池循环寿命、能量密度、成本以及新能源车续航里程、车速等参数的目标，对汽车轻量化、三电系统效率、热管理等提出了更高的要求，同时通过市场竞争去让领先的动力电池和整车企业引领市场。

支持产业链核心企业发展：鼓励新能源汽车、能源、交通、信息通信等领域企业跨界协同，围绕多元化生产与应用需求，通过开放合作和利益共享，打造涵盖解决方案、研发生产、运营服务等产业链关键环节的生态主导型企业。以资本市场为依托，发挥各类基金的协同作用，推动新能源汽车整车、动力电池等零部件企业优化重组，提高产业集中度。在产业基础好、创新要素集聚的地区，发挥龙头企业带动作用，培育若干上下游协同创新、大中小企业融通发展、具有国际竞争力的新能源汽车产业集群，提升产业链现代化水平。

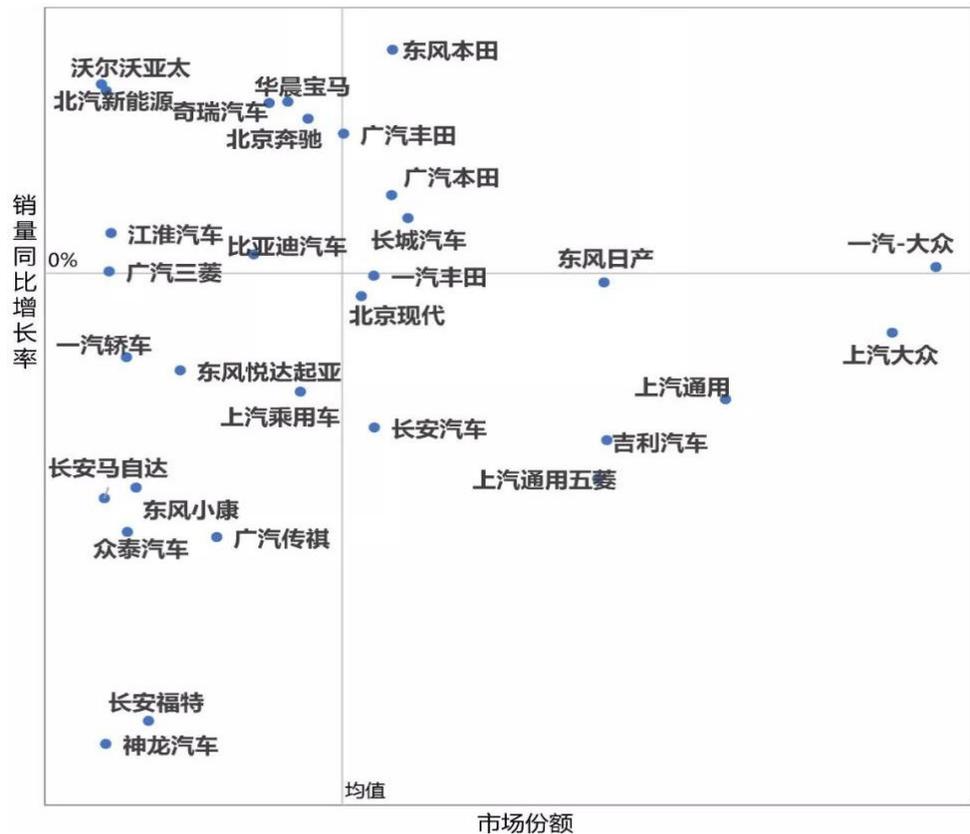
双积分与碳交易有效衔接：完善企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法，建立与碳交易市场衔接机制。未来 5 年的发展新能源车的核心推动是平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法。但 2025 年后的新能源销量占比提升，双积分的效果难以在电动车高比例的情况下持续推进。

继续推进运营市场电动化，运营领域电动渗透有较大提升空间：2019 年 6 月，三部委提出加快更新城市公共领域用车，2020 年底前大气污染防治重点地区服务领域新能源车占比达到 80%。此次征求意见稿继续要求 2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域（京津冀及周边、长三角、汾渭平原等）公共领域新增或更新用车全部使用新能源汽车，覆盖对象包括福建、江西、贵州、海南、北京、天津、河北、山西、上海、江苏、浙江、山东、河南等数十个地区的运营类乘用车、客车和专用车；同时鼓励地方政府加大公共服务、共享出行等领域车辆运营支持力度，给予新能源汽车通行、使用等优惠政策。我们认为在短期内私人终端需求仍待培育的情况下，政府继续大力支持运营市场的电动化有利于保障新能源汽车产销计划的达成。

二、 亮点一：寻存量王者、龙头时代来临

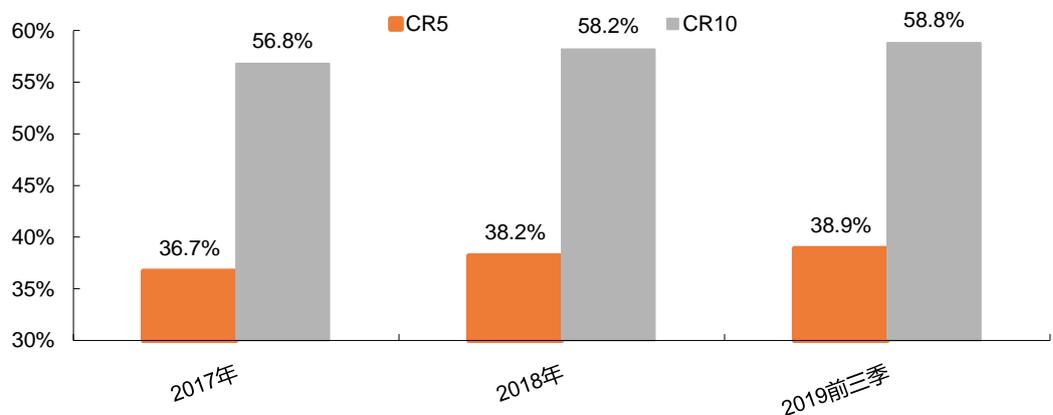
新车市场增速放缓，较长时间处于存量博弈阶段，与过去十年的行业调整不同的是，此次景气度调整周期的长度和深度超出预期，低端产能将不断被淘汰。随低端产能被淘汰，二三线车企跟不上产品迭代周期，行业集中度将不断提高，市场份额越来越向龙头集中。

图表34 2019 前三季度 TOP30 乘用车企份额及销量增速显示车企两极分化加剧



资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

图表35 销量两极分化加剧、行业淘汰赛加剧



资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

图表36 日系、德系、自主一线车企份额提升明显 单位：辆

合资与自主一线车企		2018年销量	市场份额	2019年 1-10月销量	市场份额	同比提升 百分点
大众汽车	上汽大众	2065077	8.7%	1560806	9.1%	0.4
	一汽大众	2036972	8.6%	1630532	9.5%	0.9
吉利汽车	浙江吉利	1500838	6.3%	1088290	6.3%	0.0
长城汽车	长城汽车	915039	3.9%	724858	4.2%	0.3
本田汽车	广汽本田	741377	3.1%	638788	3.7%	0.6
	东风本田	720689	3.0%	648203	3.8%	0.8
丰田汽车	一汽丰田	718560	3.0%	591037	3.4%	0.4
	广汽丰田	580008	2.4%	556224	3.2%	0.8
合计		9278560	39.1%	7438738	43.3%	4.2

资料来源：中汽协，平安证券研究所

罗马非一日建成，龙头也非一日炼成。我们梳理了汽车各细分领域龙头成长历程，存在一些共同特质，这些特质使得它们不断超越自己，超越对手，在行业的风浪中逐步成长壮大。我们认为行业平台期，这些优秀特质将保障：

- ✓ 强势掌舵人，具备高度危机感及责任感，兼具工程师特质，善于反省及纠错。
- ✓ 能快速抓住行业历次出现的新机遇。
- ✓ 发展过程中遇到问题，纠错能力极强。
- ✓ 具备开放的视野，较早开始全球化布局，既“引进来”又“走出去”。
- ✓ 不断追求产品高端化、不跟随行业出现的短期泡沫化机遇。

2.1 敏锐捕捉行业历次新机遇、产品不断高端化

企业掌舵人具备高度危机感及责任感，一般也是公司股东，具备工程师特质，对产品理解深刻。企业产品紧跟行业发展升级趋势，不断拓宽产品品类，做强相对优势领域，从而不断提升市占率。

图表37 龙头的产品进化之旅

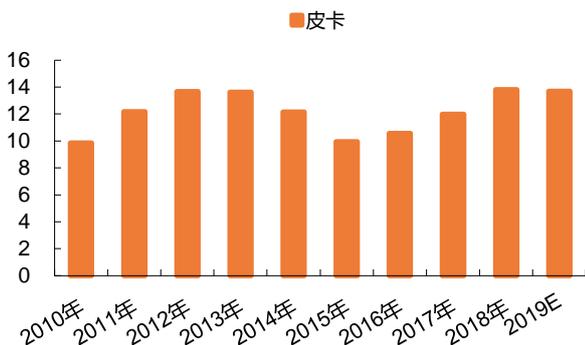
长城汽车	改装车——皮卡—SUV 哈弗—SUV 与皮卡高端化
宇通客车	卧铺车——长途客运—校车—新能源公交
潍柴动力	WD615/618—船用/车用全品类柴油机—大排量柴油机——核心配件自制国六柴油机

资料来源：中汽协，平安证券研究所

■ 长城汽车——高度聚焦、铸就皮卡与 SUV 之王

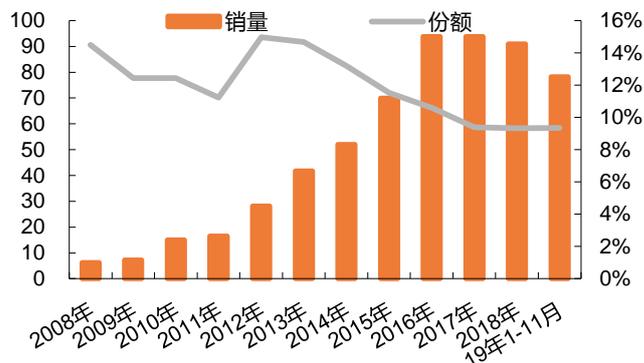
上世纪 90 年代，国内汽车市场刚放开，但对于社会单位购买轿车有严格限制，因此很多私营经济发达的沿海地区，如广东、福建和浙江等地的企业选择皮卡，长城抓住了历史机会。长城汽车 1996 年开始生产皮卡，1997 年开始出口中东，依靠低价和规模优势降低成本，迅速占领市场，长城汽车皮卡一直稳居国内龙头地位，目前份额 30% 左右，2019 年长城汽车推出中国首款全球化乘用车大皮卡——长城炮，进一步引领皮卡业发展趋势，9 月以来，长城皮卡份额逼近 40%，预计未来长城皮卡产销规模还有较大提升空间。

图38 长城汽车历年皮卡销量 单位：万辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图39 长城 SUV 规模效应明显 单位：万辆

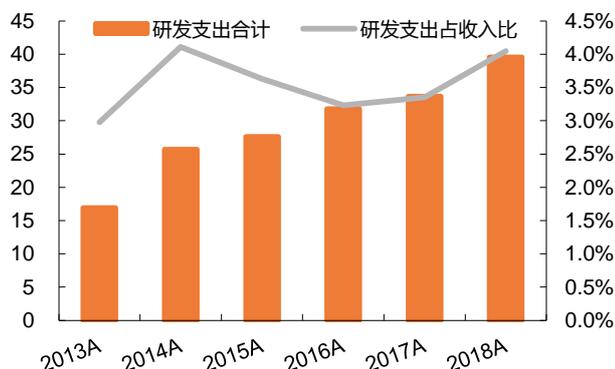


资料来源：中国皮卡网，平安证券研究所

长城汽车引领 SUV 市场。在进口车为主导的上世纪九十年代，城市 SUV 也开始进入到国内市场。2002 年长城推出了首款经济型 SUV 塞弗，以成熟的设计和较大的改装潜力，吸引了越野爱好者和私营企业主。2005 年推出哈弗 CUV，2011 年推出哈弗 H6，引领了国内 SUV 的风潮。

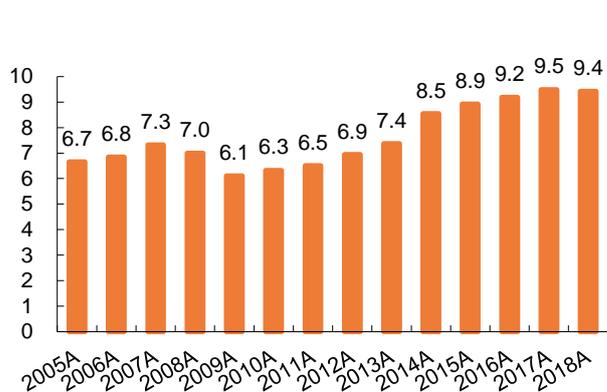
长城踏上自主品牌高端化步伐。2014 年开始汽车行业销量有所下滑，合资品牌价格下沉，倒逼自主品牌探索高端化路径，长城适时推出了 WEY 品牌，有效提升品牌力，与二线合资品牌正面竞争。

图40 长城汽车研发费用及费用率 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图41 长城汽车单车均价持续提升 单位：万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 宇通客车——抓住机遇、成为客车行业龙头

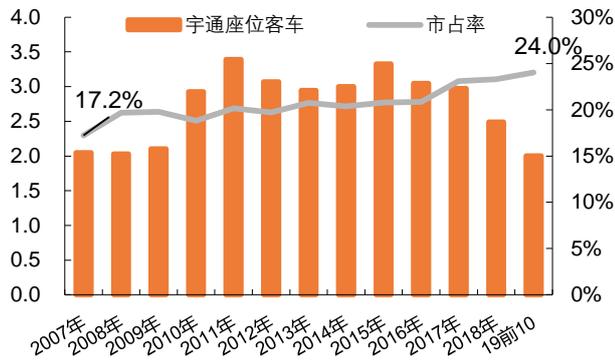
宇通客车较早研发长途客车。20 世纪 80 年代，由政府牵头开发先进、适用的公路、团体客车专用底盘，摆脱了我国客车长期依靠载货汽车底盘改装客车的局面。宇通积极参与，研发投入较大。

宇通客车抓住卧铺客车的机遇。九十年代初期，铁路客运能力有限，公路出行是性价比最高的大众选择。但是，长途客运又因路况耗时较长，空间小，体验差，在此情况下，1991 年宇通推出首辆卧铺客车，市场反响热烈，1994 年全国客车销量下滑的背景下，宇通客车销量逆势增长。

宇通提前布局校车市场。2005 年，宇通关注到校车安全问题，开始借鉴国外先进经验，积累技术、研发产品，2012 年国内校车市场开始爆发时，宇通在专业校车领域的占有率超过 40%。

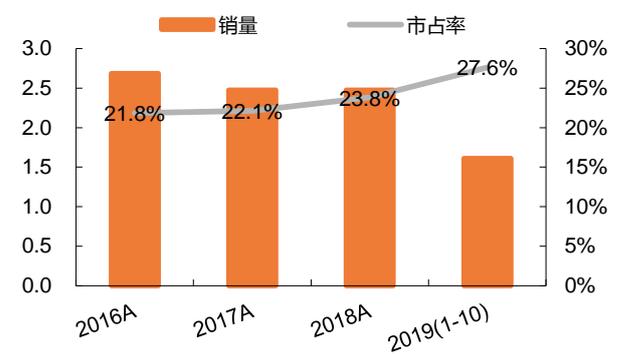
宇通前瞻性地开发新能源客车。1999 年开发出第一款纯电动客车，而国内新能源汽车真正形成规模是在 2012 年开始，此时宇通在新能源产品上已具备显著优势。

图表42 宇通座位客车市占率逐年提升 单位：万辆



资料来源: 中客网, 平安证券研究所

图表43 宇通新能源客车市占率逐年提升 单位：万辆



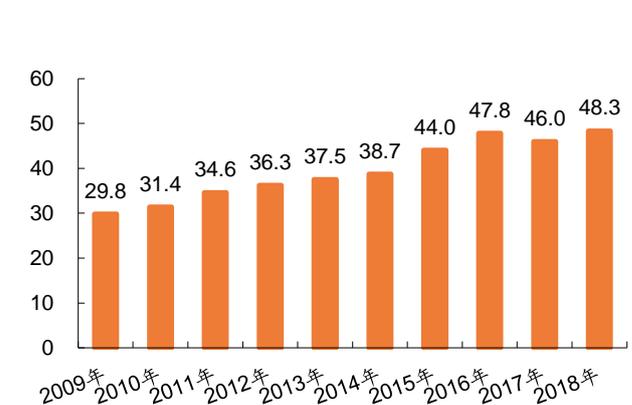
资料来源: 中客网, 平安证券研究所

图表44 宇通客车研发费用及费用率 单位：亿元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表45 宇通客车单车均价持续提升 单位：万元

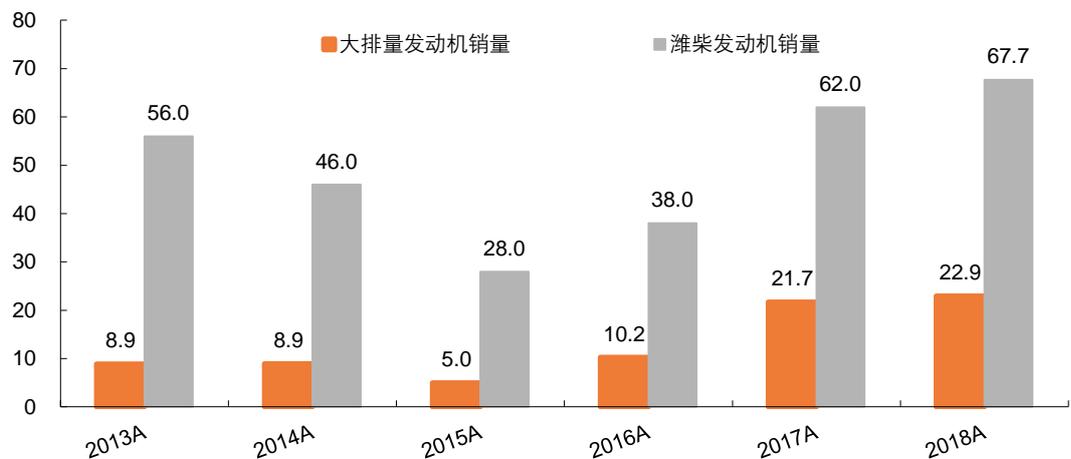


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 潍柴动力——技术布局、受益行业红利

潍柴动力抓住大排量发动机红利:20世纪80年代,中国卡车主要搭载的发动机功率为170~280kW,潍柴动力对国内外商用车发动机市场进行调研,发现欧洲重卡发动机功率大多已达到500kW,公司认为随着国内道路和基础建设的进步,对大功率重型卡车和工程机械的需求将持续上升。潍柴10L发动机取得成功时,已经在研发12L和13L发动机,目前已经成为行业龙头。1H19潍柴12/13L机占潍柴发动机总销量比重达35.1%。

图表46 潍柴动力大排量发动机和发动机总销量 单位：万台



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2.2 纠错能力极强、化风险为机遇

历史上长城汽车曾尝试过发展轿车、发展多品牌战略。但发现投入大量资源在合资品牌已经深耕的轿车领域，投入产出比不高，因而聚焦于 SUV，充分分享我国 SUV 大发展的行业红利蛋糕；不仅在产品上聚焦，一度拥有各类五花八门的产品名字多品牌战略也及时停止，转为按品类塑品牌，打造出风骏皮卡、哈弗 SUV 等行业龙头品牌。

2018 年二季度行业库存高企，不少品牌依然处于观望状态，而长城汽车几乎是行业最早进行降价去库存的自主品牌，赢得了先机，较早谷底复苏。

在营销渠道的打造上，最开始进行红网蓝网的划分，收效不佳，后来打造高端品牌 WEY，网点布局上也存在一些问题，这些发展的弯路，公司高管不避讳，而是大胆认错，及时纠错，快速灵活应对。公司过去认为酒香不怕巷子深，只要做好产品可以不打广告，近年来公司积极招募业内营销专家为我所用，为品牌的塑造起到了助力作用。

在我国 SUV 蓝海时代，为了保持快速响应，自主品牌多采取纵向一体化战略保障供应链安全，快速应对企业变化。随着规模变大，行业也从蓝海进入红海阶段，聚焦于整车环节及品牌打造变得更为重要，以长城和比亚迪为代表的行业龙头纷纷把体内孵化出的配件进行独立，打开供应链，市场化采购，体内的配件企业也参与市场竞争，提升自我实力。

2.3 主动全球化、既“引进来”又“走出去”

长城汽车、宇通客车在发展的早期阶段就积极参与全球竞争。

长城汽车是第一批走出国门的中国汽车企业，长城汽车 1995 年计划生产皮卡，当时国内大车企都在上马轿车产品，无暇顾及皮卡。1996 年就出口中东，1998 年出口非洲，截至 2018 年，长城汽车海外市场覆盖俄罗斯、南非、澳大利亚、中南美洲、南亚地区、中东地区和非洲地区。长城汽车在全球 60 多个国家建立了营销网络，海外经销商、分销商已达 500 余家，累计实现海外销售 60 多万辆。

研发全球化:国内设立保定、上海研发中心，同时积极整合全球优势资源，海外设立日本、印度、德国、美国、奥地利和韩国研发中心，实现全球化研发。

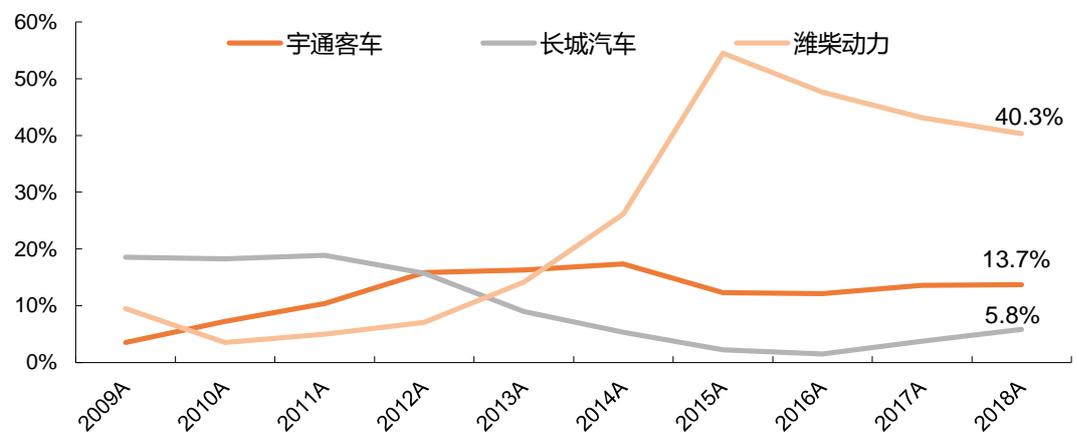
生产基地全球化:在国内,打造保定、徐水、天津、江苏张家港、山东日照、浙江平湖、江苏泰州以及重庆永川八大生产基地。国际上,建设中国品牌唯一海外全工艺制造工厂—俄罗斯图拉工厂,在厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯、保加利亚建有组装网络。

与宝马合资,进入股比放开后新合资合作时代:2019年11月底宝马集团和长城汽车合资的光束汽车项目在江苏省张家港市正式启动。光束汽车项目总投资为51亿元人民币,年标准产能为16万台。光束汽车项目集研发、生产、仓储物流于一体,产品将面向全球市场销售,共同研发和生产是本项目重点。光束汽车立足于股东双方的研发能力和研发资源,同时借助宝马集团在全球市场技术经验和运营实践的支持,实现“联合研发,中国制造,服务全球顾客”的崭新业态模式,新模式下的合资公司实现了真正意义上的资源互补与合作双赢,充分发挥股东双方在资源、效率、技术、品质方面的优势。预计未来的MINI纯电动汽车以及长城汽车旗下新产品均将在此投入生产。

宇通2002年开始出口,2007年与古巴签署5348台总价值达3.7亿美金的合同,创下了中国汽车出口记录。目前宇通在古巴的客车份额高达90%。目前宇通客车出口量占我国客车出口量的1/3。与纯粹的产品出口不同的是,宇通客车的出口是以品牌发展为核心,在产品、服务、人才、技术等多方面进行综合素质的提升。近年来,宇通在新能源客车领域投入大量研发,开始进攻欧美发达国家高端电动客车出口市场。宇通的客车出口将从高速发展阶段进入到高端产品阶段。

潍柴动力国内并购,打造出重卡“黄金产业链”;整合国际资源,先后收购博杜安,林德液压,打造液压系统能够黄金产业链;2013-2016年战略重组凯傲,收购德马泰克,打造智能物流黄金产业链,2017年至今布局新能源,收购美国PSI,并在海外当地制造打造多元化生态结构,2010到2017年潍柴海外收入增长近16.8倍,占比从6%提高到43%。

图表47 潍柴、宇通、长城的海外收入占比



资料来源:公司公告,平安证券研究所

三、 亮点二：汽车电动化进入高质量发展阶段

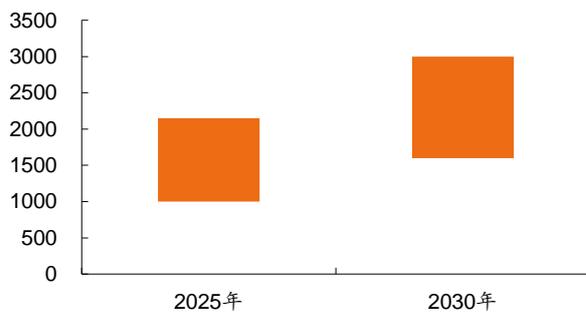
全球政策背景:欧洲补贴标准超预期提高,比如德国提高电动汽车补贴标准,提高50%并延长至2025年底。中国政策背景:国内补贴持续退坡,但是退坡幅度、牌照容量、运营车辆电动化进程具有不确定性。乘用车补贴向高续航里程车型及A00级低续航里程引导,A级车型补贴幅度降幅较大。

2020年起电动车行业销量底部复苏,长期看电动车渗透率将不断提升:大众+特斯拉双巨头2020年进击新能源市场,倒逼全球车企加快新能源产品投放进度,传统豪华品牌2021年决战特斯拉。从2021-2023年电动车逐步进入与燃油车的平价时代,电动车份额将会不断扩大。

3.1 政策背景：欧洲碳排放加严、国内双积分调节供给

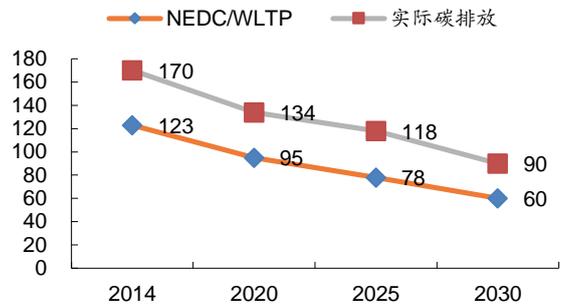
欧洲排放法规带来的成本提升将使欧洲车企专注于纯电路线。欧洲碳排放水平法规需要单车额外增加成本约在 1000 到 2150 欧元左右，欧洲车企放弃下一代燃油平台计划，走向纯电动。

图表48 欧盟满足碳排放法规需额外增加成本 单位：欧元



资料来源：欧盟、平安证券研究所

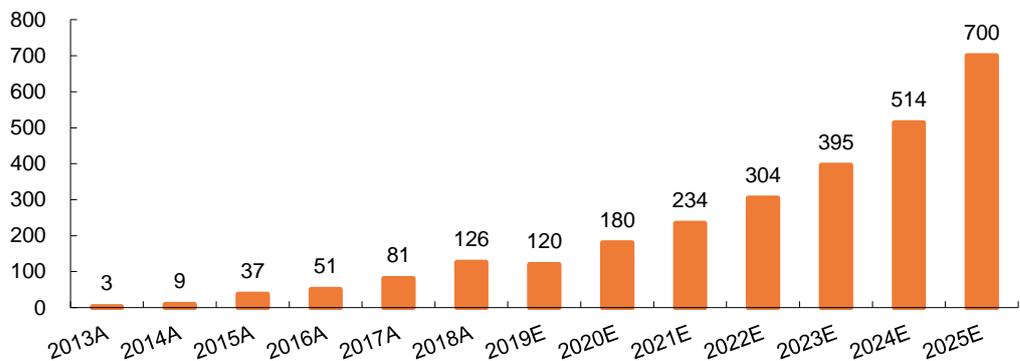
图表49 欧盟新车碳排放要求 单位：g/km



资料来源：欧盟、平安证券研究所

国内双积分调节供给。国内强制要求双积分比例，使得合资车企加大产品投放，保障新能源积分充足。综合双积分要求、外资车企的产品布局、国家对 2020 年销量的目标等方面因素的考量，我们认为 2020 年国内新能源汽车销量有望达到 180 万辆。

图表50 国内新能源汽车销量预测 单位：万辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

合资车企的新能源车占比将快速提升

2019 年上半年国内合资新能源车型占比提高至 10.6%，较 18 年全年提升 6pct。若不考虑外购积分，则 2020 年的积分缺口将达到 234 万分左右，假设 2020 年合资新能源车中纯电产销占比为 90%，则需要生产近 50 万辆新能源汽车来抵平；若纯电占比一半，则需生产超过 60 万辆新能源汽车；若纯电占比 30%，则需生产近 80 万辆新能源汽车。

出租车和网约车电动化仍有较大需求空间。2018 年年末开始，沈阳、海口、昆明、佛山、深圳等城市先后出台规定，新增网约车必须为新能源汽车或纯电动汽车；2019 年下半年，北京在全国范围内率先针对出租车电动化进行补贴。《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020）》《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》预计 2020 年销量 200 万辆的目标仍没有变化，因此，2020 年政府可

能会通过出租车和网约车进行销量推动。估计 2020 年新增的 60 万辆中，网约车和出租车增量为 30 万，限牌城市 to C 的 15 万辆，非限牌城市 to C 的 15 万辆。

图表51 预计我国新能源车 2019/2020 销量为 120 万台/180 万台 单位：万台

	2017A	2018A	2019E	2020E
总规模	77.05	124.81	120	180
自主企业	75.81	120.02	107.86	135
合资企业	1.24	4.79	12.14	45
大众	0	0.69	3.96	10
特斯拉	0	0	0	10
通用	0.25	0.38	0.57	5
宝马	0.19	2.13	3.16	4
现代起亚	0.04	0.5	0.72	5

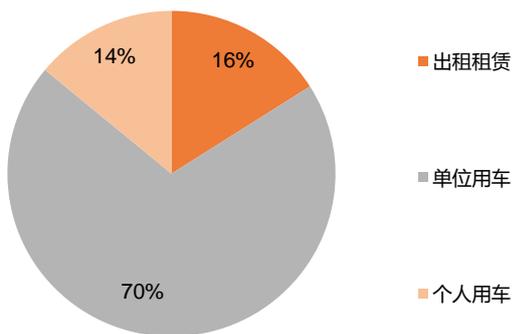
资料来源：中汽协，平安证券研究所

3.2 需求端：出租车电动化、网约车和个人消费者均有需求

前期新能源车主要依靠 2B 端市场实现销量增长。多数车企一方面延续自己在燃油车时代的优势，一方面为满足双积分考核比例要求，加快布局新能源汽车。根据交强险数据，轩逸纯电用于出租租赁等运营性质的车辆占比为 16%，单位用车占比 70%，个人用车比例不足 15%。

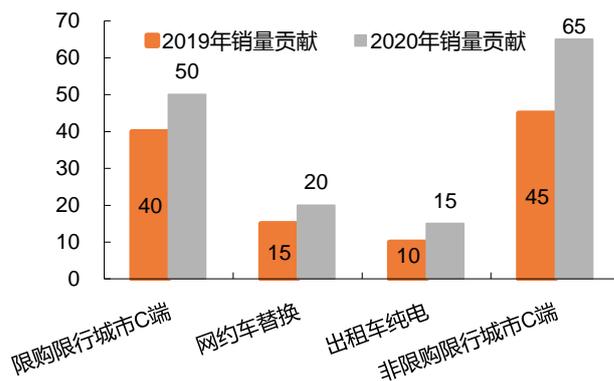
未来个人需求和 2B 端需求均有上升空间。除了北京、深圳、广州等地之外，其他城市也有望将出租车电动化。未来三年限购限行城市进一步放开电动车牌照，网约车预计提供约 40 万辆年需求，出租车纯电动化预计年需求 10 万左右，每年还有低速电动车和分时租赁场景需求。此外，随着特斯拉和大众 MEB 等外资车型的供应，将拉动个人消费需求的提升。

图表52 朗逸纯电个人需求占比较低



资料来源：交强险、平安证券研究所

图表53 新能源乘用车需求种类 单位:万台

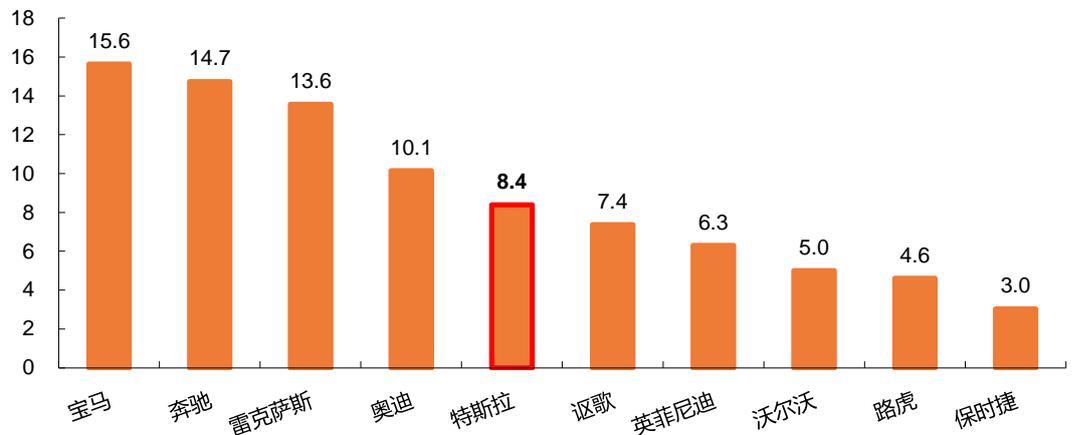


资料来源：交强险、平安证券研究所

3.3 供给端：欧系车企+特斯拉发力倒逼全球车企加快电动化

2019 年上半年，特斯拉在美国销售超过 8.4 万辆，在美国豪华车市场已占据一定的地位。对传统的 BBA 和雷克萨斯等造成了威胁。特斯拉的电动车倒逼传统企业加快电动化布局。

图表54 美国豪华车市场 2019 年上半年销量 单位：万辆



资料来源: 智选车, 平安证券研究所

大众汽车追加电动车领域投资, 重视在华市场, 加快新平台车型投放进度, 产品力大幅提高, 预计 2020 年德系在华市场将会有优异表现。特斯拉上海工厂 2019 年底投产, 2020 年开始放量, Model 3 在华销量占比仅为公司的 14%, 有极大开发潜力。

欧洲提升新能源补贴标准+实施严格的碳排放法规, 刺激车企发力新能源。其中大众 2020 年率先量产 MEB 平台。欧洲车企加大新能源车发力, 将倒逼全球美系、日系车企加大新能源车领域资源投放, 加快车型投产进度。丰田加快纯电动平台 e-TNGA 开发进程, 将在 2020 年推出全新纯电动平台, 福特与大众联盟共享 MEB 平台。特斯拉倒逼豪华品牌加快量产进度。特斯拉在豪华车领域挑战传统品牌, 宝马从 2025 年提前至 2023 年将量产 25 款新能源车, 戴姆勒 2021 年投产全新平台, 通用将在 2021 年凯迪拉克品牌上量产全新纯电平台。

图表55 主要车企新能源汽车规划

汽车品牌	规划
大众品牌	MEB 平台, 2020 年之前全球推出 20 款车, 2020 年销量 40 万, 2025 年销量 200-300 万, 2025 年中国累计推出 30 款车
特斯拉	2020 年全球销量 100 万, 中国销量 10 万辆, 2025 年中国销量 50 万
戴姆勒	EVA/EVA2 平台, 2020 年在中国累计投放 15 款电动车, 2025 年全球 EQ 系列累计 10 款车
宝马	CLAR/FSAR 平台, 2021 年全球累计销量 100 万, 2023 年累计投放 25 款车型, 其中纯电动的占 50%, 2025 年推出燃料电池车型
福特	MEB 平台, 2020 年累计 13 款车型, 2024 年欧洲累计投放 17 款车型, 2025 年中国累计投放 15 款, 全系提供电动版
通用	BEV3 平台, 2023 年全球累计投放 20 款纯电车型, 中国累计投放 30 款新能源车型
丰田	2025 年全球 HEV+PHEV450 万, BEV+FCEV100 万, 在中国市场与比亚迪共同开发轿车和低底盘 SUV

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

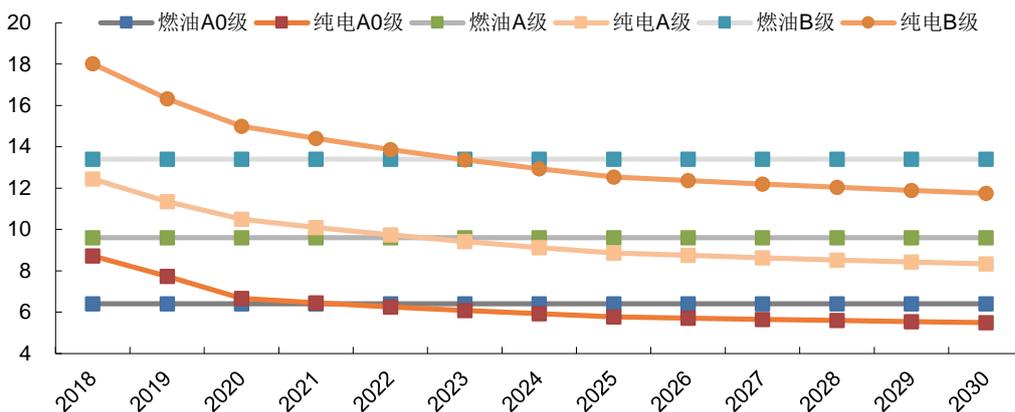
由于全球多数国家从排放法规和补贴等方面推动新能源汽车发展, 叠加主流汽车已经开始投放新能源车型, 未来 5 年, 中国和欧洲是带动新能源汽车的主要国家和地区。

我们预计 2025 年全球新能源汽车销量为 1370 万辆, 其中中国销量为 700 万辆, 欧洲为 380 万辆。

3.4 成本端:预计 2023 年将迎来纯电动平价时代

预计 2023 年前后,纯电动车具备可与燃油车相抗衡的初始购买成本,产品大量推出,行业加速普及。纯电车初始购买成本(一定规模下制造成本、三费与燃油车趋同,只对 BOM 原材料成本做对比)具备竞争力的时间节点预计在 2021-2023 年来临,预计电池包 2021 年价格将在 700 元/kwh 左右,由于 A0+A00 级车带电量较少,电池成本相比其他车型更低,所以其平价时代将更快到来。

图表56 新能源汽车和燃油汽车成本预测 单位:万元



资料来源:平安证券研究所

A00+A0 级车有更低的总成本,更易于推广,可先行满足真实的代步需求。A00+A0 级车型作为家庭的代步车,对续航不存在硬性要求,不存在里程焦虑,解决了纯电动车续航里程较短的问题,但是代步车对使用成本和购置成本较为敏感,而这正是新能源汽车的强项所在。

低价小型汽车溢价能力低,排放法规带来的成本提升将影响其市场接受度。碳排放水平的降低需要每款车型增加大量的节油和减排装置比如 48V 系统、一键启停系统、尾气处理装置,从而大幅度提高车辆的研发成本和物料成本,预计若要满足 2025 年的排放法规,单车额外增加成本约在 1000 到 2150 欧元左右,小型汽车与大型汽车增加的成本总量基本相同,小型车较为单薄的利润无法覆盖其成本增加,消费者亦无法接受低价小型汽车的成本溢价。

从全球车企产品投放角度和综合成本考量。所以我们认为在 A 级车达到平价之前,会由 A00+A0 级车满足大量的三四线城市真实需求,其市场份额将维持在一定的高水准。

科技引领纯电动豪华品牌,高端豪华车占比将进一步提升。以特斯拉为代表的高端新能源汽车将以更优越的动力性能,更有科技范的产品抢占豪华车市场,豪华车的价格敏感性较低,我们认为其会在成本平价之前市场份额得到飞速提高,具备较大市场潜力。

四、亮点三:顺应整车发展趋势,积极融入全球供应链

随着我国双积分、欧洲碳排放考核趋严,特斯拉、大众等巨头电动化加速,2021 年各主流车企电动化平台投产,未来两年逾 50 款全新电动车型推出,迎来电动车产业链高质量发展机遇期。同时,在更开放更市场化的大背景下,各外资巨头本地化加速,倒逼本土企业快速降本提质,淘汰落后产能,各环节盈利能力将逐步趋于合理区间。

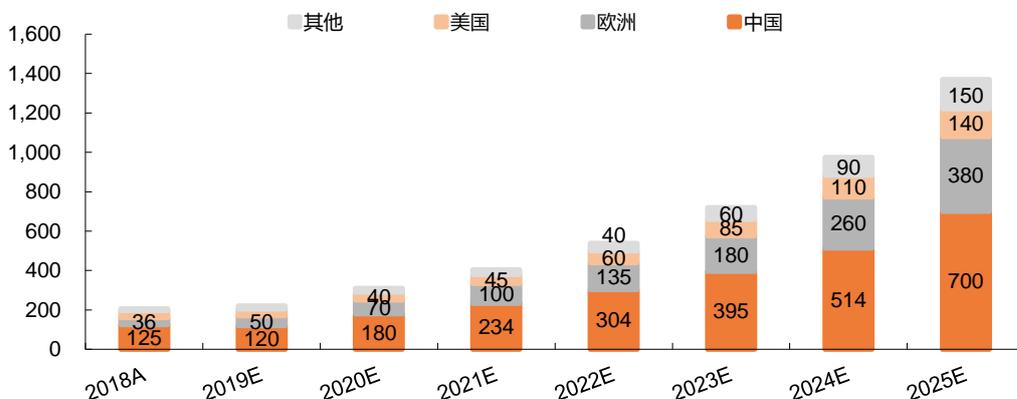
我国电动车核心零部件电芯、电控、电机等自制+外采结合，争夺核心零部件话语权，给中上游产业链带来降价压力。

优选在 OEM 所占份额较高，技术壁垒较高的零部件，避免利润被降价侵蚀。选择单车 ASP 可以不断提升的零部件，用高景气细分行业赛道抵御降价压力。

4.1 全球新能源汽车销量 2025 年有望达到 1370 万辆

由于全球多数国家从排放法规和补贴等方面推动新能源汽车发展，叠加主流汽车已经开始投放新能源车型，未来 5 年，中国和欧洲是带动新能源汽车的主要国家和地区。我们预计 2025 年全球新能源汽车销量为 1370 万辆，其中中国销量为 700 万辆，欧洲为 380 万辆。

图表57 全球主要国家和地区新能源汽车销量预测 单位：万辆



资料来源:marklines, 平安证券研究所

4.2 动力电池相关领域：海外客户配套，LG 供应链机会

全球新能源汽车快速增长对上游零部件带来巨大的机会，其中动力电池作为价值量最大的部件，行业格局也将具有重要改变。

海外客户配套看大众和特斯拉。预计 2025 年大众全球销量 300 万辆，特斯拉全球销量 200 万辆。

LG 化学市占率提升，从 2016 年的 4.3% 提升至 2019 年 1-5 月份的 10.8%。特斯拉上海工厂一期项目可能供应商是 LG 化学，单车带电量 60kWh，2020 年预计需求量为 6GWh 左右。

宁德时代配套国内主流合资车企。2020 年主要量产合资车企中，如上汽大众、上汽通用、北京现代、北京奔驰等的新车均配套宁德时代的电池。2021 年开始海外市场也有望进一步贡献增量。

图表58 主要电池企业的配套客户

外资客户	
宁德时代	大众、宝马、戴姆勒、通用、本田、丰田、日产、现代-起亚、捷豹路虎
比亚迪	戴姆勒、丰田、本田
LG 化学	大众、戴姆勒、PSA、雷诺、沃尔沃、捷豹路虎、特斯拉、通用、福特、克莱斯勒、日产、现代-起亚
松下	大众、戴姆勒、PSA、特斯拉、福特、丰田、本田、日产
三星 SDI	大众、宝马、捷豹路虎、福特、克莱斯勒

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表59 LG 化学供货车型

外资客户	
大众	奥迪 etron、奥迪 A8 etron、MEB/PPE 车型
特斯拉	Model 3、Model Y
现代-起亚	现代 Kona EV、现代 Ioniq Electric、现代索纳塔、现代 Avante、起亚 K5、起亚 K7
通用	雪佛兰 Volt、雪佛兰 Bolt、凯迪拉克 ELR、凯迪拉克 CT6、别克 Veltie6
雷诺-日产	雷诺 Zoe、雷诺 Fluence、雷诺 Twizy、日产聆风

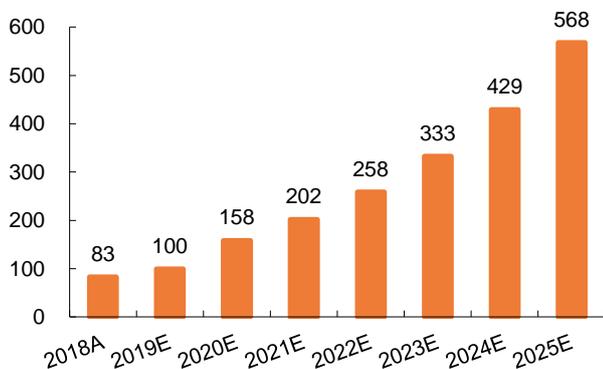
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

4.3 热管理领域：汽车电动化给热管理零部件带来变化

热管理领域零部件由内燃机机械驱动变为电力驱动，电池体系温度维持需要更多零部件，价值量升高，涉及零部件有电子水泵、膨胀阀、电池冷却器、热泵空调等。

未来整车工况续航提升，一方面要增加电池带电量，另一方面降低百公里电耗。电池能量密度提高和电池快充性能的改善，及电机电控一体化，使热管理零部件集成化程度提升，价值量也有进一步上升的空间。

图表60 全球热管理领域市场规模 单位：亿元



资料来源: 平安证券研究所

图表61 热管理国内主要企业

生产零件	
三花智控	制冷空调相关零部件
银轮股份	热交换器及尾气后处理产品
松芝股份	大中型客车空调和乘用车空调
奥特佳	汽车空调压缩机及汽车空调系统
飞龙股份	发动机水泵、涡轮增压器壳体

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表62 电动车热管理价值量较传统车翻番 单位：元

	传统产品	配件价格	配件价格	电动车产品
空调	空调箱	650~750	700	空调箱
	压缩机	400~500	1800-2300	电动压缩机
	膨胀阀	50	200	膨胀阀
	空调管路	100~150	100-150	空调管路
	控制器	300	500	控制器
冷却系统	中冷器 150、油冷器 80、风扇 100、水箱 200	500-800	1000-1500	电池冷却板 800、水箱 200、电池冷却器 150、电子风扇 200-500
合计		2000-2500	4000-5000	

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

选择具有核心技术、具有全球电动汽车客户的企业:如三花智控在制冷领域技术领先, 拥有通用奔驰、特斯拉等主流整车厂客户, 且近期被确定为德国宝马汽车两大主流平台 CLAR/FAAR-WE 的供货商, 未来有望受益全球化。

银轮股份在热管理领域具有多年的积累, 新增了如通用、大众、捷豹路虎等客户, 并从国内供应体系扩展至海外供应体系。

4.4 高压继电器单车价值量高, 市场规模大

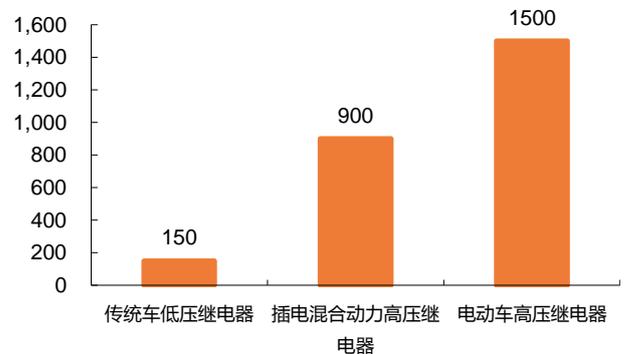
新能源车带动高压直流继电器需求, 单车价值量提升, 市场规模大。高压直流继电器主要应用在新能源汽车行业, 起到控制主回路的作用, 通常一辆电动车需要使用两个主继电器、一个预充继电器和两个快速充电用继电器, 其中价值量较高的是主继电器和快速充电继电器, 平均单车高压直流继电器用量在 1200 元左右。

图表63 全球高压继电器市场空间 单位：亿元



资料来源: 平安证券研究所

图表64 高压继电器零部件价值量拆分 单位：元

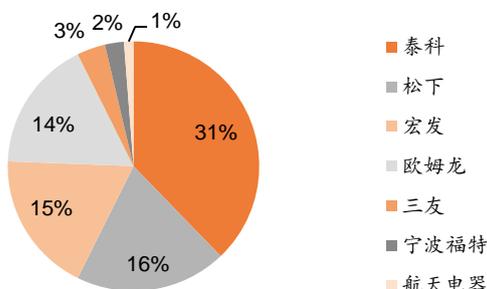


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

技术门槛高, 国内企业开始发力。由于高压直流继电器较高的技术门槛, 市场高度集中, 主要参与者包括松下、泰科、宏发和电装。整车企业对于高压直流继电器的需求通常是定制化、多规格和小

批量，需要供应商具备快速响应能力和足够的生产能力，这国内零部件企业的优势，此外，在研发的持续投入，提高产品性能和质量，有助于提高竞争力，获取更多的市场份额。

图表65 高压继电器全球份额分布



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表66 部分供应商典型客户

公司	典型客户
宏发	北汽、比亚迪、宁德时代、特斯拉、奔驰、大众
松下	丰田、奔驰、一汽、长安
泰科	奔驰、大众

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

高压继电器优选龙头，高研发投入、持续降本的优质企业:如宏发股份，海外电动车订单饱满，持续高研发投入和降本，同时与外资企业相比具有更好的定制化能力。

4.5 传统零部件龙头积极融入全球供应链

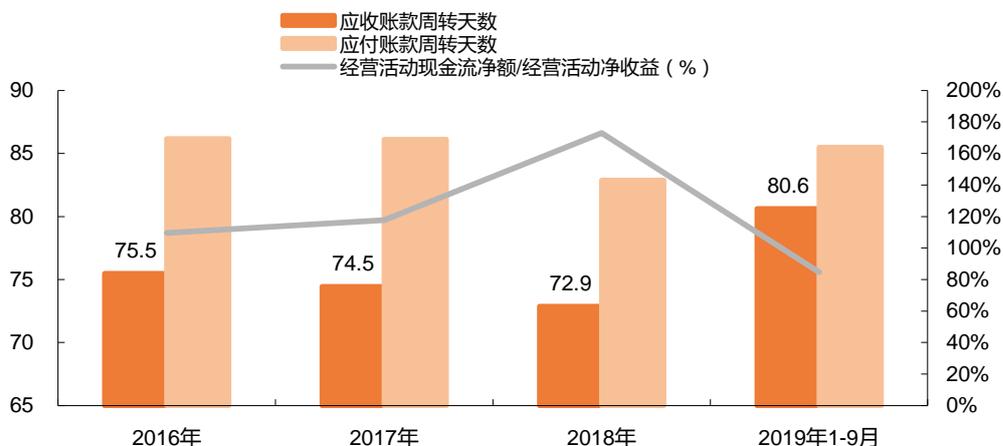
全球化是零部件企业做大做强的必经之路:

- 1) 进入全球巨头的供应链一般需要同步开发，且需要本地化的工厂，随着全球客户的增加，企业将跟随客户全球建厂。
- 2) 通过全球并购优质标的，可获取先进技术及高端客户，或进入全新细分领域。
- 3) 规模效应可有效降本，部分零部件如内饰和玻璃等固定成本占比较高，全球化建厂可以更好地发挥规模化优势。

传统零部件企业与整车企业相比，话语权低，在行业下行期更加明显，应收账款和现金流表现较差:应收账款周转天数增加超过应付账款周转天数，说明整车厂对零部件的账期无法同等地传导至上游企业。同时由于汽车行业下滑，零部件企业的现金流紧张，经营性活动现金流净额与经营活动净收益的占比大幅下滑，零部件企业面临较大的压力。

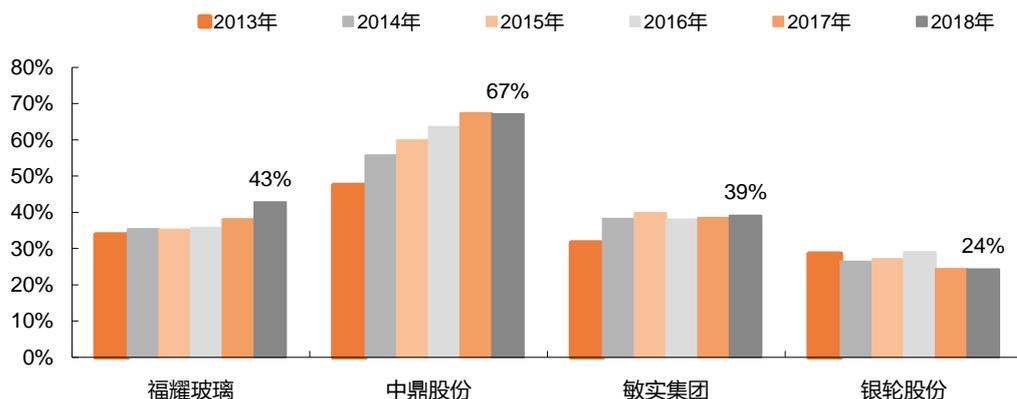
为了应对国内市场下滑的影响，部分零部件企业已成功开拓海外市场，以平抑国内市场的公司的影响。全球化是国内零部件企业必经之路，不仅可以扩大业务规模，同时可以分摊成本，且可以避免国内单一市场的周期性对公司的影响。

图表67 国内主要零部件企业主要营运指标



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表68 国内主要零部件企业海外业务占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

福耀玻璃的国内市场占有率约 65%，全球市场占有率约 25%。在中国 16 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 9 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德设立 6 个设计中心，全球雇员约 2.7 万人。

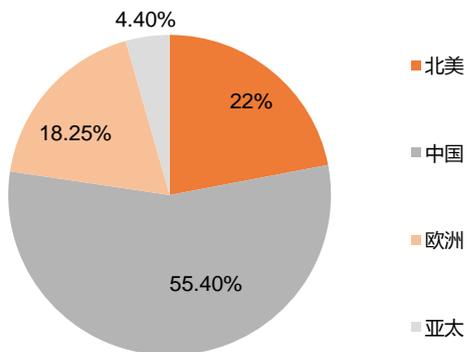
2013 年公司在美国俄亥俄州投资 2 亿美元建设汽车玻璃生产基地，2014 年又以 5600 万美元收购美国 PPG 工业两条浮法玻璃产线，并追加投资 2 亿美元将其升级改造为汽车级浮法玻璃。美国工厂于 2015 年投产，并于 2017 年实现扭亏为盈。美国工厂产能将提升到 550 万套。随后续产能逐步释放，美国项目有望为公司贡献更大的业绩增量。

2011 年公司在俄罗斯投资 2 亿美元建设汽车玻璃项目，于 2014 年开始投产。目前俄罗斯工厂产能约 130 万套，有约一半出口至欧洲，俄罗斯工厂将作为进军欧洲的基地。随着俄罗斯车市逐渐复苏以及对欧出口量的增加，俄罗斯项目盈利状况有望得到持续改善。

进军铝饰条业务。福耀进行业务链垂直整合，向下游铝饰条延申，既可以与目前的业务有所连接，又可以开拓新的领域。福耀于 2019 年 3 月以 4.43 亿元收购 SAM 的资产，包括设备、材料、产成品、在产品、工装器具等。并收购了三锋集团，成立了通辽精铝，完善铝饰件产业链。

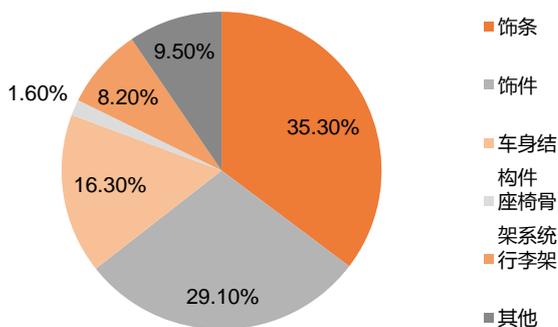
敏实集团的营业收入中有近一半是来自海外，其中北美和欧洲占比较高。公司致力于全球化发展道路，目前在中国、美国、墨西哥、泰国与德国设有生产基地，以及正在英国和塞尔维亚布局建设工厂。

图表69 敏实集团 2019 年 H1 按地区营收



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表70 敏实集团 2019 年 H1 按业务营收



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

随着公司全球化生产和销售网络的逐渐完善，海外收入占比明显呈逐年升高态势。2019 年上半年，公司来自于北美、欧洲与亚太收入占比分别为 22%、18.2%和 4.4%，合计占比 44.6%，是 2009 年占比 15.4%的 2.9 倍，不同地区收入占比更为均衡。

图表71 敏实集团国内生产工厂布局



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

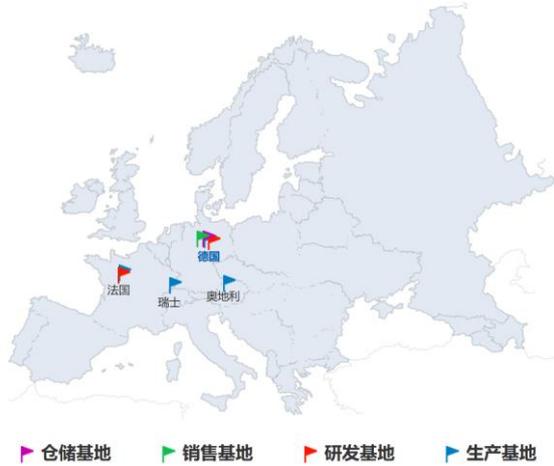
图表72 敏实集团全球工厂布局



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

中鼎股份在冷却、降噪减振、密封、悬挂及电机这四大系统位居行业前列，通过海外并购，获得欧美的先进技术和生产工艺。中鼎股份不断扩展海外市场，成为一个跨国公司，在新能源领域也有所布局。

图表73 中鼎股份在欧洲的布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表74 中鼎股份在美州的布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所

银轮股份为康明斯、通用、福特等热交换供应商，成功进入全球供应链体系。通过收购美国 TDI 公司，整合北美资源，在德国普瑞公司及英国办事处基础上成立欧洲运营中心，欧洲区域将成为发展重点。公司的乘用车客户有福特、通用、吉利、广汽等，在山东、湖北、南昌、杭州、广州、上海等地设立了制造基地，大幅提升响应速度，并有效降低产品运输成本。

图表75 银轮股份全球布局



资料来源：公司官网，平安证券研究所

五、投资建议

2019 寒流涌动，结构提升：2Q18 年行业零售快速下滑，2019 年国五国六切换叠加消费信心不足给车市带来巨大冲击，2019 年二季度行业量、价、利均行至底部。低端车萎缩、尾部企业停产、大量品牌淘汰；乘用车零售价中枢上移，消费升级趋势明显；二手车年交易额增幅明显高于新车。

2020 冬尤在，汽车业处“平台期”：预计 2019/2020 汽车销量下滑 8.6%/0.6%，中期看行业将处于“平台期”，乘用车的日德系处强势产品周期，一线自主有望恢复元气。长期看我国汽车千人保有量仍有望达 300-400 台。随低端产能去化，产业链风险增加，配件企业应收账款周转变慢，坏账风险

增加。政策是汽车业指挥棒，短期我们认为限购限行区域性放松将带动部分需求，中长期看全面的消费刺激政策或将不再出现，未来汽车业政策总体原则是更开放、更市场化、更环保，企业将处于一个竞争加剧的行业环境。

亮点一：寻存量王者、龙头时代来临。新车市场增速放缓，较长时间处于存量博弈阶段，与过去十年的行业调整不同的是，此次景气度调整周期的长度和深度超出预期，低端产能将不断被淘汰。随低端产能被淘汰，二三线车企跟不上产品迭代周期，行业集中度将不断提高，市场份额越来越向龙头集中。具有以下特质的企业胜算机率更大：能快速抓住行业历次出现的新机遇；发展过程中遇到问题，纠错能力极强；具备开放的视野，较早开始全球化布局，既“引进来”又“走出去”；不断追求产品高端化、不跟随行业出现的短期泡沫化机遇。

亮点二：汽车电动化进入高质量发展阶段。全球政策背景：欧洲补贴标准超预期提高，比如德国提高电动汽车补贴标准，提高 50%并延长至 2025 年底。中国政策背景：国内补贴持续退坡，但是退坡幅度、牌照容量、运营车辆电动化进程具有不确定性。乘用车补贴向高续航里程车型及 A00 级低续航里程引导，A 级车型补贴幅度降幅较大。2020 年起电动车行业销量底部复苏，长期看电动车渗透率将不断提升：大众+特斯拉双巨头 2020 年进击新能源市场，倒逼全球车企加快新能源产品投放进度，传统豪华品牌 2021 年决战特斯拉。2021-2023 年电动车逐步进入与燃油车的平价时代，电动车份额将会不断扩大。

亮点三：顺应整车发展趋势，积极融入全球供应链。在更开放更市场化的大背景下，各外资巨头本地化加速，倒逼本土企业快速降本提质，淘汰落后产能，各环节盈利能力将逐步趋于合理区间。同时，随着我国双积分、欧洲碳排放考核趋严，特斯拉、大众等巨头电动化加速，2021 年各主流车企电动化平台投产，未来两年逾 50 款全新电动车型推出，迎来电动车产业链高质量发展机遇期。优选在 OEM 所占份额较高，技术壁垒较高的零部件，避免利润被降价侵蚀。选择单车 ASP 可以不断提升的零部件，用高景气细分行业赛道抵御降价压力。

投资建议：2019 年二季度是行业底部，中期看行业将处于“平台期”，乘用车的日德系处强势产品周期，一线自主有望恢复元气。未来新车市场增速放缓，较长时间处于存量博弈阶段，存量市场抓住细分行业红利，产品升级、ASP 提升同时扩大品牌效应的公司具有持续的增长潜力，推荐长城汽车、宇通客车和潍柴动力。汽车电动化进入高质量发展阶段，推荐受益于电动化的上游零部件企业，如宁德时代、宏发股份、当升科技、璞泰来和新宙邦，关注三花智控。全球化进程中零部件企业具有重要机遇，推荐有技术实力和全球客户的企业，如星宇股份、银轮股份、中鼎股份、福耀玻璃等。

六、风险提示

- 1) 宏观经济持续下行。如果宏观经济持续下行，将影响汽车销量，未来几年汽车行业销量可能存在较长时间的平台期；
- 2) 尾部企业产能利用率低。行业低迷期，整车企业产能利用率下降，部分企业的产能利用率不足 5%；
- 3) 汽车行业重资产属性，销量下滑导致固定成本增加，车市低迷时企业降价促销，使利润的下滑幅度大于销量和营收的风险；
- 4) 整车厂财务压力会传导至一级零部件企业，进而传导至二级供应商和更上游的企业，零部件企业的应收账款天数增加，进而增加了财务风险。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033