

追逐乘用车消费升级、关注商用车重卡龙头

2020年汽车行业策略报告

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

研究助理：张锦

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆自2018年7月开始国内乘用车市场进入负增长开始，已经持续16个月，这是历史周期上最长的一次；我们认为本次乘用车持续负增长主要是受到结构性因素和周期性因素叠加的影响。结构性变化因素：1、在渗透率上，中国汽车市场进入普及前期到后期的转折点，未来将以中长期低速增长为主；2、面临25-30岁年龄段的人口数量的减少、一次购车新增消费群体不足的影响。3、部分地区千米道路车辆较高、基础设施不支持。

◆周期性因素：1、从2017年开始全国房屋竣工套数相比增幅较缓，17年和18年的乘用车销量与房屋竣工套数比分别达到3.57和3.54，引发停车紧张；2、2018年开始购置税优惠政策取消，以及近两年年保险、停车费用固定刚性化都整体抬升了乘用车消费成本。

◆我们认为：从2017年开始国内乘用车市场进入了更新换代、消费升级主导的时期；乘用车消费走向豪华高端、舒适、性价比导向。基于对影响国内乘用车市场的结构性和周期性因素判断，以及未来存在稳消费的预期，在库存周期和基数效应的推动下，我们认为2020年中国乘用车生产和销售将实现低速增长。以SUV、B级及以上车为代表的更新换代将成为消费主趋势，以日系为代表的高性价比将是新增消费的首选。

◆截止10月，重卡全年累计销量达到97.6万辆，同比增长1.8%。全年预计重卡销量将达到115万辆。2020年重卡市场存在四大机遇：随着国内专项债额度再次增加，2020年基建投资将由稳步上行，这也将拉动工程类重卡的消费；2020年重卡市场受环保治理、国三标重卡加速淘汰，重卡进入更新高峰；受严格超标治理的拉动，需要更多的重卡来满足运力；同时受大吨小标治理严格推进、部分轻卡需求转移到重卡，重卡占比继续提升。我们认为2020年重卡将延续高景气度。

◆投资建议：乘用车寻找符合更新换代、消费升级趋势的标的：SUV和B级以上轿车占比高、以及以日系合资为主的公司；同时研发支出较高，且短期销量有见底回升趋势的公司。商用车跟踪重卡龙头：重卡属于行业集中度高的产业，行业前五（一汽解放、东风商用车、中国重汽、陕汽集团、福田汽车）占据82.8%的市场份额；且行业龙头强者愈强，销量同比增速和毛利率也高于行业其他竞争者；因此在重卡行业跟踪行业龙头。

◆风险提示：宏观经济的进一步下滑导致居民收入增长缓慢，购车意愿降低。稳消费预期进一步降低，未有拉动乘用车消费的相关政策出台。宏观经济的下滑也引发国内货运增速的下滑，导致公路运输需求下降，重卡消费放缓。

内容目录

1. 2019 年汽车产销连续两年负增长，重卡成为增长亮点	5
2. 乘用车进入更新换代、消费升级周期	8
2.1. 中国乘用车消费仍有潜力，中长期以低速增长为主	8
2.2. 短期乘用车消费受到基础设施、停车紧张的影响	10
2.3. 用车费用的刚性化提升了乘用车消费成本	11
2.4. 乘用车进入了更新换代、消费升级主导的周期	13
2.5. 更新升级周期下，乘用车消费走向豪华高端、舒适、性价比导向	14
2.6. 政策面在逐步提升乘用车消费	15
2.7. 2020 年乘用车生产和销售小幅增长	17
3. 商用车：客车需求较弱、重卡高景气延续	18
3.1. 客车需求较弱	18
3.2. 重卡高景气度延续	19
4. 投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：年度汽车产销量	5
图 2：中汽协月度汽车产销量	5
图 3：2001 年以来汽车产销负增长情况	6
图 4：中汽协乘用车累计产销量	6
图 5：中汽协商用车累计产销量	6
图 6：中国重卡销量	6
图 7：新能源汽车累计产销情况	6
图 8：汽车保有量情况	6
图 9：整车上市公司营业收入增速	6
图 10：整车上市公司归母净利润增速	6
图 11：整车上市公司归母净利润	7
图 12：整车上市公司扣非净利润占比	7
图 13：汽车整车上市公司年涨跌幅	8
图 14：汽车整车上市公司市盈率	8
图 15：人均 GDP 对比	8
图 16：每千人均汽车保有量	8
图 17：中国人均 GDP 与 R 值	9
图 18：日本新车注册量	9
图 19：2017 年千人民用汽车保有量	10
图 20：各省市 R 值	10
图 21：人口密度对比	10
图 22：各省市人口密度	10
图 23：每千米道路车辆数	10
图 24：各省市每千米道路车辆数	10
图 25：千人保有量和每千米道路车辆数	11

图 26: 乘用车销量和房屋竣工套数	11
图 27: 乘用车销量和房屋竣工面积	11
图 28: GAIN.D.整体市场均价(一)	12
图 29: GAIN.D.整体市场均价(二)	12
图 30: 单车平均购置税	12
图 31: 部分地区汽油价格	12
图 32: 汽车使用成本与人均可支配收入比重	13
图 33: 乘用车使用成本	13
图 34: 日本汽车消费和人口结构情况	14
图 35: 美国汽车销量与人口结构	14
图 36: 1%抽样比下的人口总数	14
图 37: 机动车驾驶人数量环比增速	14
图 38: 新增民用轿车保有量与乘用车销量	14
图 39: 北京民用汽车上牌量与保有增量	14
图 40: 不同类型乘用车销售情况	15
图 41: 不同类型乘用车占比	15
图 42: 车企销量同比增速	15
图 43: 车企市场份额占比	15
图 44: 汽车销售与产成品存货周期	17
图 45: 汽车产销当月同比	17
图 46: 汽车零售额占社零、限额以上零售比重	17
图 47: 汽车消费占 GDP 最终消费支出比重	17
图 48: 年度客车销量	18
图 49: 中汽协客车销量	18
图 50: 公路客运量	19
图 51: 平均公路周转里程	19
图 52: 城市运营线路网长度: 公共汽、电车	19
图 53: 城市公共交通客运总量: 公共汽、电车	19
图 54: 城市轨道交通情况	19
图 55: 名义 GDP 与货运量增速	20
图 56: 货运总量及公路、铁路、水运占比	20
图 57: 重卡月度销售情况	21
图 58: 重卡补贴金额	21
图 59: 细分货车销售增速	21
图 60: 中国重卡销量	21
图 61: 乘用车上市公司相关 SUV 占比	21
图 62: 乘用车上市公司相关 B 级及以上轿车占比	21
图 63: 乘用车上市公司研发支出情况	22
图 64: 车企重卡销售数据	22
图 65: 车企重卡市场份额	22
图 66: 商用载货车上市公司营业收入	23
图 67: 商用载货车上市公司毛利率	23
表 1: 汽车整车上市公司业绩情况	7
表 2: 日本、韩国、中国汽车消费周期对比	9
表 3: 历年乘用车购置税调整	12

表 4: 2019 年与汽消费相关政策	15
表 5: 乘用车放宽限购及其释放销售量	16
表 6: 新能源车积分表	17
表 7: 乘用车上市公司盈利和销量	22
表 8: 商用载货车上市公司盈利和销量	23

1. 2019 年汽车产销连续两年负增长，重卡成为增长亮点

汽车产销连续两年负增长、月度产销负增长开始缩窄：截止 10 月，国内汽车合计产量 2044 万辆，同比-10.4%；合计销量 2065 万辆，同比-9.7%。预计 2019 年全年仍为负增长，连续两年国内汽车产销负增长。截止 10 月，月度产销同比持续 16 个月负增长；受基数影响，从 7 月开始汽车产销负增长有缩窄的趋势。

汽车市场进入历史上最长时间的收缩阶段：从月度数据来看，2001 年之后中国汽车市场进入高速增长，其中有 5 个阶段出现收缩；本轮汽车市场从 2018 年 7 月开始进入收缩，已经持续了 16 个月，是历史同期最长。

乘用车市场全年大幅低于预期：截止 10 月，国内乘用车合计产量 1701.2 万辆，同比-12.1%；销量 1717.4 万辆，同比-11%。年前主流机构预判汽车销量基本持平，年中预判下滑-5.4%；从目前数据来看，全年乘用车产销大幅低于预期，由此也带来汽车市场的整体低迷。

商用车市场受重卡高景气度的拉动，预计全年基本持平：截止 10 月，国内商用车累计产量 343.2 万辆，同比-1.3%；销量 347.8 万辆，同比-2.5%。其中重卡销售持续维持在高位，全年预计销量大 115 万辆，同比增长约 2%。受重卡高景气度的拉动，预计全年商用车销售基本持平。

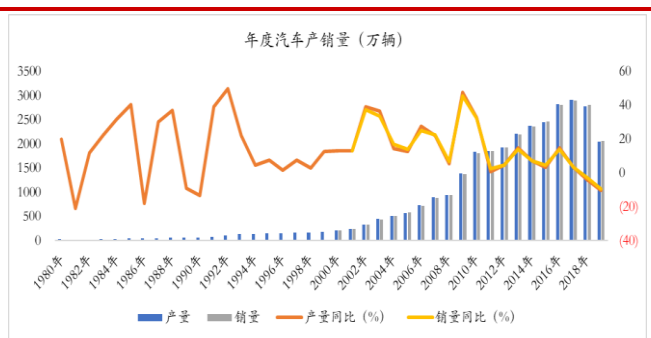
新能源汽车受补贴退坡的影响，年中大幅转弱：截止 10 月，国内新能源汽车累计产量 96.1 万辆，同比 11.5%；新能源汽车销量 94.7 万辆，同比 10.1%；从 7 月起，国家对新能源汽车的补贴大幅减少，导致新能源车销售从 7 月开始连续负增长、且降幅有进一步扩大的趋势；预计全年新能源车销售大幅低于之前的规划目标 150 万辆。

汽车新增保有量大幅下滑：截止 2019 年 6 月底，国内汽车保有量 2.5 亿辆，半年度新增 972 万辆，大幅低于去年同期 1157 万辆。

截止三季度，我们跟踪的 24 家整车上市公司，有 15 家实现归母净利润为正，3 家公司规模盈利润实现同比增长，3 家公司扭亏为盈；有 10 家实现扣除非经常损益归母净利润为正家。有 11 家上市公司营业收入增速同比增长。乘用车公司只有北汽蓝谷实现销量增长，4 家客车公司实现销量增长（小康股份、宇通客车、中通客车、亚星客车），6 家货车为主的上市公司均实现销量增长（江铃汽车、东风汽车、中国重汽、福田汽车、江淮汽车、华菱星马）。

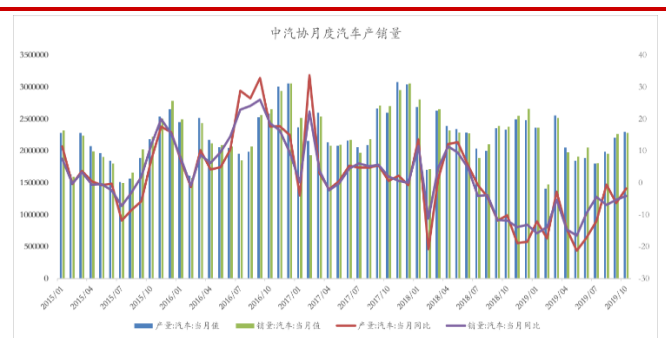
截止 11 月底，申万（SW）汽车板块指数年度涨幅 5.86%，大幅落后于沪深 300：27.42% 的水平。其中各细分板块出现分化：商用载货车板块年度上涨 21.49%，商用车载客车板块年度上涨 15.79%，乘用车板块年度下跌-5%。在估值方面，截止 11 月底，乘用车整体 PE：18.08；商用载货车 33.52，商用载客车 17.47。

图 1：年度汽车产销量



资料来源：中汽协、Wind、华宝证券研究创新部

图 2：中汽协月度汽车产销量



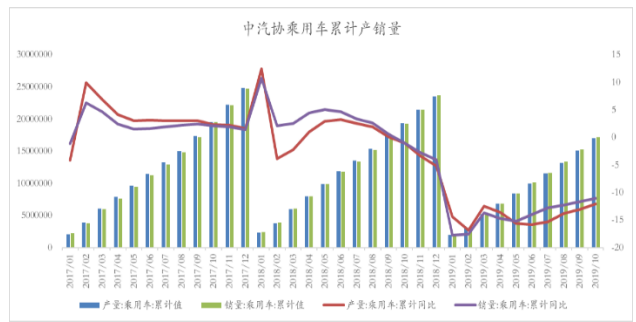
资料来源：中汽协、Wind、华宝证券研究创新部

图 3：2001 年以来汽车产销负增长情况

时间段	时间长度
2008年8月-2009年1月	产销量5个月负增长
2011年4月-2011年5月	产销量2个月负增长
2011年10月-2012年1月	产量3个月负增长, 销量2个月负增长
2015年2月-2015年9月	产量6个月负增长, 销量2个月负增长
2018年7月-近	产销量16个月负增长

资料来源：华宝证券研究创新部

图 4：中汽协乘用车累计产销量



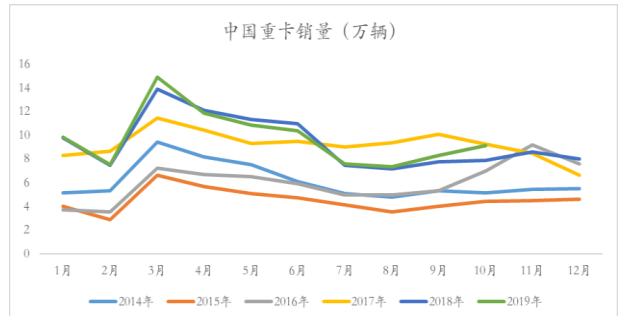
资料来源：中汽协、Wind、华宝证券研究创新部

图 5：中汽协商用车累计产销量



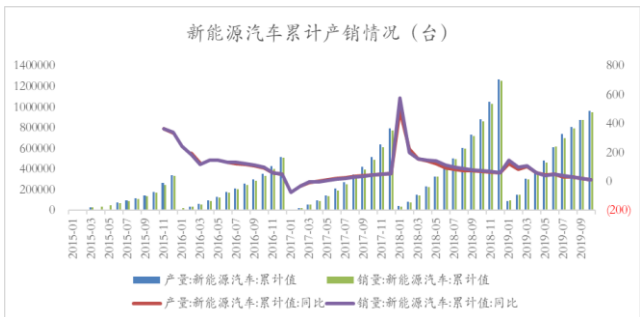
资料来源：中汽协、Wind、华宝证券研究创新部

图 6：中国重卡销量



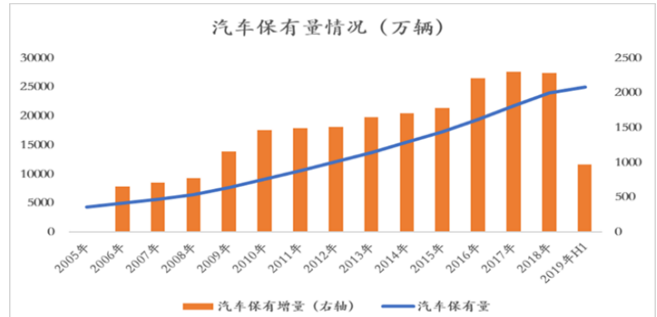
资料来源：第一商用车网、华宝证券研究创新部

图 7：新能源汽车累计产销情况



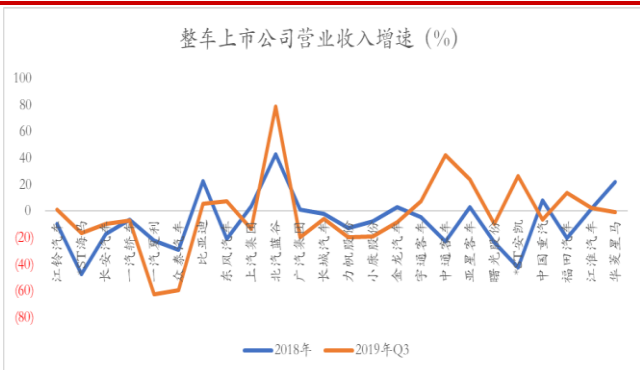
资料来源：中汽协、Wind、华宝证券研究创新部

图 8：汽车保有量情况



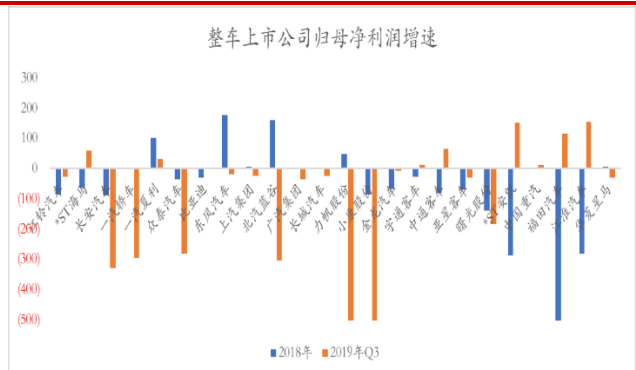
资料来源：公安部、Wind、华宝证券研究创新部

图 9：整车上市公司营业收入增速



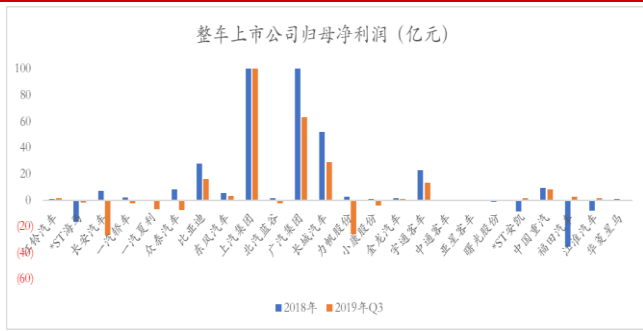
资料来源：华宝证券研究创新部

图 10：整车上市公司归母净利润增速



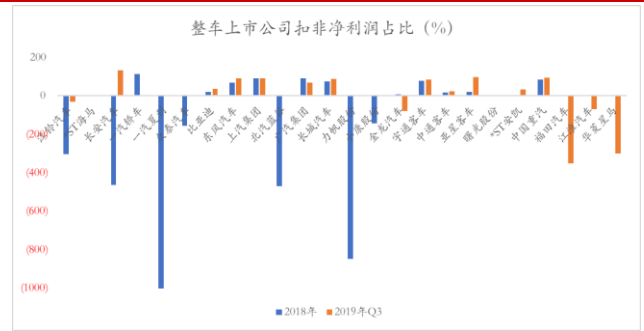
资料来源：华宝证券研究创新部

图 11: 整车上市公司归母净利润



资料来源: 华宝证券研究创新部

图 12: 整车上市公扣非净利润占比



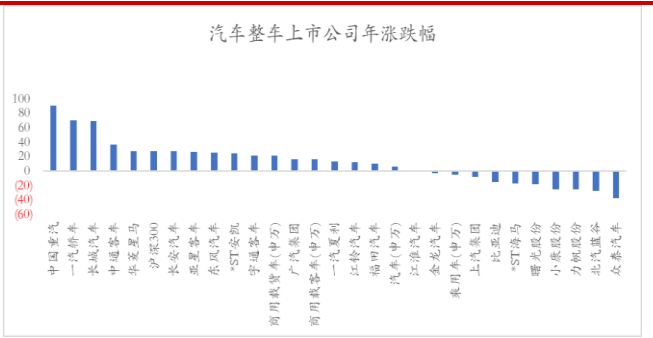
资料来源: 华宝证券研究创新部

表 1: 汽车整车上市公司业绩情况

	归母净利润 (亿元)			汽车销量 (辆)		
	2018年	2019年前三季度	2019年前三季度同比	2018年	2019年1-10月	同比
*ST海马	-16.4	-2.0	57.8%	67570	23246	-61.1%
长安汽车	6.8	-26.6	-328.8%	2137785	1393689	-23.3%
一汽轿车	2.0	-2.7	-297.3%			0.0%
一汽夏利	0.4	-7.0	30.2%	18791	0	-100.0%
众泰汽车	8.0	-7.6	-283.0%	233483	110037	-44.6%
比亚迪	27.8	15.7	3.1%	502002	371788	-5.0%
上汽集团	360.1	207.9	-24.9%	7048094	4958338	-13.7%
北汽蓝谷	1.6	-2.7	-303.5%	87894	106983	170.7%
广汽集团	109.0	63.4	-35.8%	2147892	1680708	-4.3%
长城汽车	52.1	29.2	-25.7%	1053039	839128	6.7%
力帆股份	2.5	-26.3	-2064.6%	102180	24519	-72.9%
小康股份	1.1	-4.2	-951.6%	163451	128488	1.0%
金龙汽车	1.6	0.8	-9.1%	61927	43999	-7.9%
宇通客车	23.0	13.2	10.6%	60868	45044	1.9%
中通客车	0.4	0.6	64.4%	13159	11793	22.5%
亚星客车	0.1	0.1	-31.8%	4748	4062	53.9%
曙光股份	-1.3	-0.9	-184.4%	15611	6791	-50.8%
*ST安凯	-8.9	1.3	152.3%	7337	4899	-6.4%
江铃汽车	0.9	1.6	-27.9%	275880	224205	2.6%
东风汽车	5.5	3.3	-19.8%	154017	130927	8.4%
中国重汽	9.1	8.2	12.0%	17.31	15.14	16.53%
福田汽车	-35.7	2.6	115.2%	11.03	7.13	9.61%
江淮汽车	-7.9	1.2	154.3%	4.06	3.12	0.04
华菱星马	0.6	0.1	-30.6%	2.17	1.63	1.89%

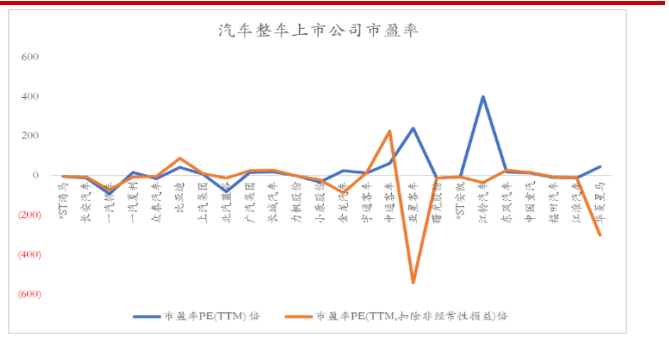
资料来源: 华宝证券研究创新部

图 13: 汽车整车上市公司年涨跌幅



资料来源: 华宝证券研究创新部

图 14: 汽车整车上市公司市盈率



资料来源: 华宝证券研究创新部

2. 乘用车进入更新换代、消费升级周期

自 2018 年 7 月开始国内乘用车市场进入负增长开始, 已经持续 16 个月, 这是历史周期上最长的一次; 我们认为本次乘用车持续负增长主要是受到结构性因素和周期性因素叠加的影响。结构性变化因素: 1、在渗透率上, 中国汽车市场进入普及前期到后期的转折点, 未来将以中长期低速增长为主; 2、面临 25-30 岁年龄段的人口数量的减少、一次购车新增消费群体不足的影响。3、部分地区千米道路车辆较高、基础设施不支持。周期性因素: 1、从 2017 年开始全国房屋竣工套数相比增幅较缓, 17 年和 18 年乘用车销量与房屋竣工套数比分别达到 3.57 和 3.54, 引发停车紧张; 2、2018 年开始购置税优惠政策取消, 以及近两年年保险、停车费用固定刚性化都整体抬升了乘用车消费成本。从 2017 年开始国内乘用车市场进入了更新换代、消费升级主导的时期; 乘用车消费走向豪华高端、舒适、性价比导向。

2.1. 中国乘用车消费仍有潜力, 中长期以低速增长为主

中国汽车消费仍有较大的潜力: 2018 年中国人均 GDP 达到 9771 美元, 尽管低于日本、美国、韩国等国家; 但高于墨西哥、巴西等新兴市场经济体。但从千人汽车保有量看, 2018 年中国为 150 辆, 与日 (616)、美 (823)、韩 (411) 等发达经济体有很大差距, 但与墨西哥 (307)、巴西 (209) 等新兴市场经济体也有一定差距, 中国汽车消费仍有较大潜力。

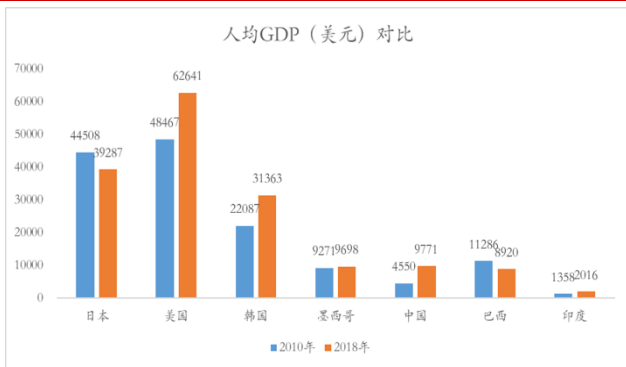
从渗透率看, 进入了普及前期到后期的转折点, 中长期低速增长为主: 用 R 值 (车价与人均 GDP) 来评价中国汽车消费渗透率, 2018 年 R 值: 2.2, 接近 2; 从发达国家的经验来看, 进入普及前期到普及后期的转折点。日本在上世纪 70 年代初期年 R 值逼近 2.0, 千人保有量 190 辆; 在此之前复合增速 25%, 之后下降到 2%, 进入了低速增长区间。从我们跟踪的数据来看, 中国 2016 年 R 值为 2.45, 2017 年为 2.28, 2018 年降到 2.2, R 值已经接近 2, 进入普及前期到后期的转折点, 未来 GDP 增速逐步放缓, 汽车市场增速随之趋缓。

以渗透率来评价, 个别省份仍然处在普及前期: 从国内区域结构来看, 国内山西、西藏、黑龙江、广西、贵州、云南、甘肃 7 个省份的 R 值高于 3; 还有 11 个省份的 R 值高于 2.5; 个别地区的千人保有量较低, 仍有较大的消费潜力。

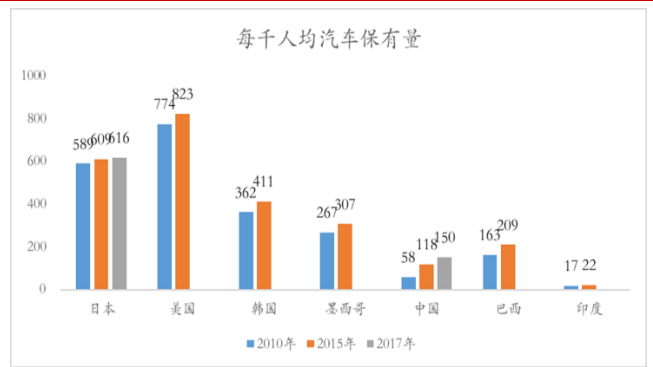
总体而言在消费潜力上, 中国汽车市场还有提升空间; 但伴随国内整体汽车消费进入普及前期到后期的转折点, 未来中长期以低速增长为主。

图 15: 人均 GDP 对比

图 16: 每千人均汽车保有量



资料来源：世界银行、Wind、华宝证券研究创新部



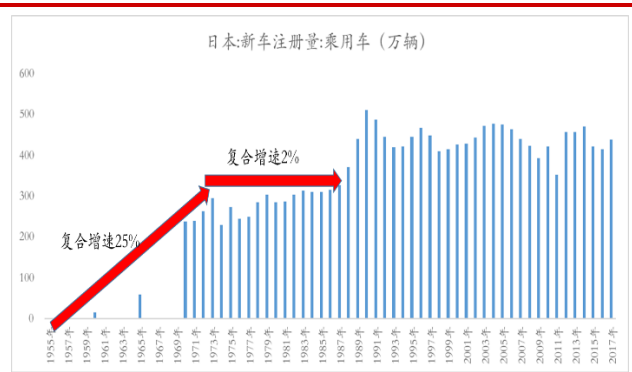
资料来源：Wind、华宝证券研究创新部

图 17: 中国人均 GDP 与 R 值



资料来源：世界银行、Wind、华宝证券研究创新部

图 18: 日本新车注册量



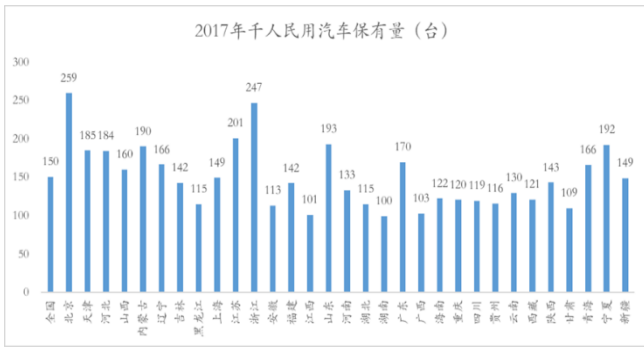
资料来源：日本自动车工业协会、Wind、华宝证券研究创新部

表 2: 日本、韩国、中国汽车消费周期对比

		日本	韩国	中国
导入期	时间	1945-1965	1966-1986	1978-2009
	千人保有量 (辆/千人)	1.5-64.8	1.7-31.8	1.4-47.1
	R 值	约 3	约 3	约 3
普及前期	时间	1966-1973	1987-1993	2010-2019
	千人保有量 (辆/千人)	79.8-189.7	38.7-142	58.2-150
	R 值	43526	43526	43526
普及后期	时间	1974-1984	1994-2008	--
	千人保有量 (辆/千人)	211.2-372.5	165.9-342.4	
	R 值	43497	43497	
成熟期	时间	1985-	2009-	
	千人保有量 (辆/千人)	383.7-	351.4-	
	R 值	1-	1-	

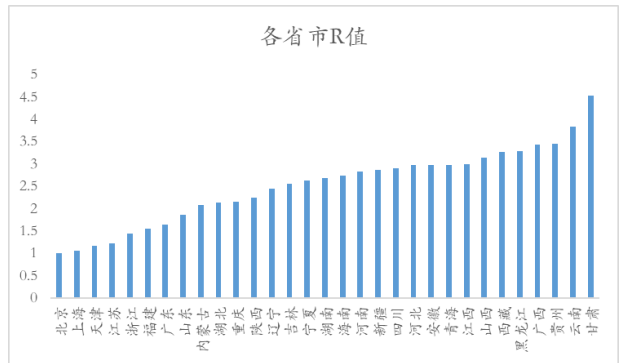
资料来源：华宝证券研究创新部

图 19: 2017 年千人人民用汽车保有量



资料来源: 国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 20: 各省市 R 值



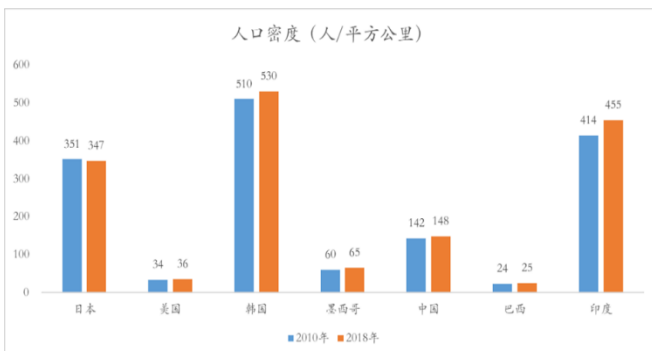
资料来源: 华宝证券研究创新部

2.2. 短期乘用车消费受到基础设施、停车紧张的影响

从千人保有量和每千米道路车辆数来看，部分地区的**基础设施制约了乘用车市场成长**。某个地区的人口密度和千米道路车辆数直接决定道路拥堵状况；从横向对比来看，2018 年我国人口密度是 148 人/平方公里，考虑到我国西部是高原、沙漠地区，实际在常住人口较多的地区是在中东部；从国内各省市的人口密度，上海、北京、天津、江苏等 11 个地区高于日本全国水平，其中上海达到 3824 人，北京达到 1313 人。2017 年我国每千米道路车辆数是 44，低于日本、韩国、墨西哥，高于美国；但从各区域来看，上海为 271 辆/千米、北京为 253 辆/千米，已高于日本同期 220 的水平；部分发达地区基础设施已制约了乘用车市场的成长。整体来看，国内大部分地区的人口密度和千米道路，都能够支撑汽车消费的增长，但部分经济较发达地区的基础设施能力也很难再继续承载较高的汽车数量增长。

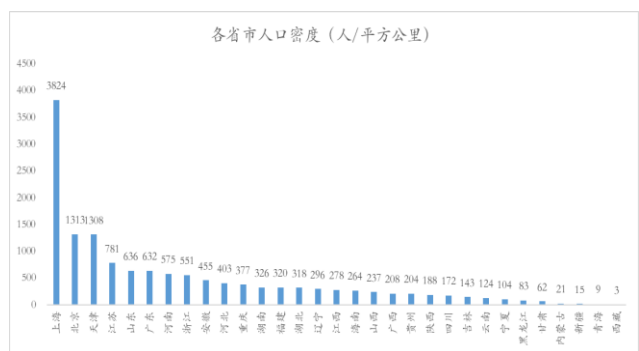
房屋竣工的相对低数引发停车紧张，对乘用车消费也形成一定冲击。从乘用车年度销量和房屋竣工套数、乘用车销量增速与房屋竣工面积增速对比来看，乘用车销量远大于与之相匹配的房屋增量。2013 年乘用车销量与房屋竣工套数比达到 2.3，之后呈现持续攀升的状态，2017 年和 2018 年分别达到 3.57 和 3.54；整体说明小区停车紧张，这对乘用车消费的持续成长形成一定冲击。

图 21: 人口密度对比



资料来源: Wind、华宝证券研究创新部

图 22: 各省市人口密度



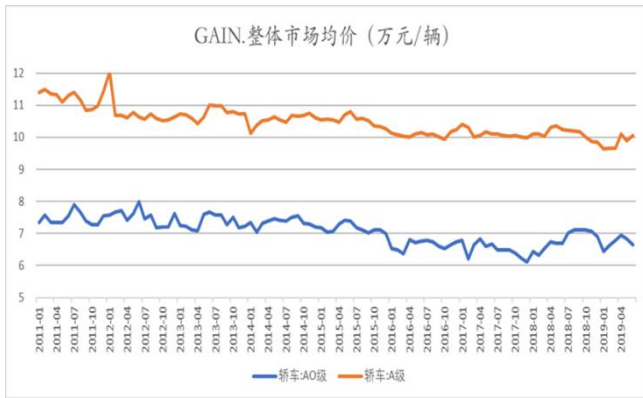
资料来源: 根据新闻报道整理、华宝证券研究创新部

图 23: 每千米道路车辆数

图 24: 各省市每千米道路车辆数

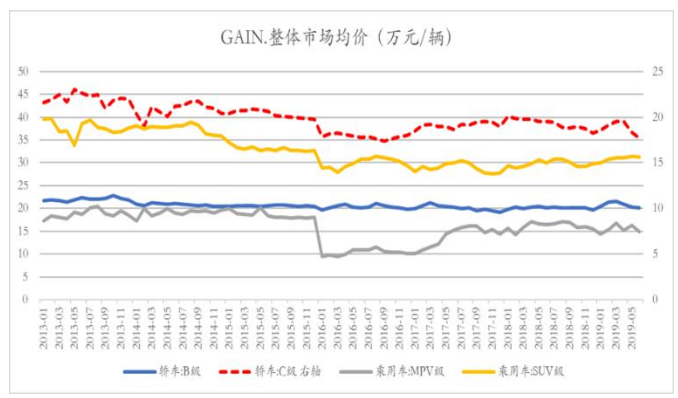
参加了商业险；购车者更注重购买商业保险来保障自己，同时城市小区物业管理的越来越严格，停车费也成为汽车日常使用的一大支出，以5元/天的标准计算，一年小区停车费将近1800。再加上汽油价格在17年和18年连续两年上涨，都整体抬升了汽车消费成本。我们以中规水平的乘用车使用成本计算与国内部分城市人均可支配收入的比。部分三、四线城市汽车使用成本已占人均可支配收入的40%以上，用车成本越来越高。

图 28: GAIN.整体市场均价 (一)



资料来源：国际钢协、华宝证券研究创新部

图 29: GAIN.整体市场均价 (二)



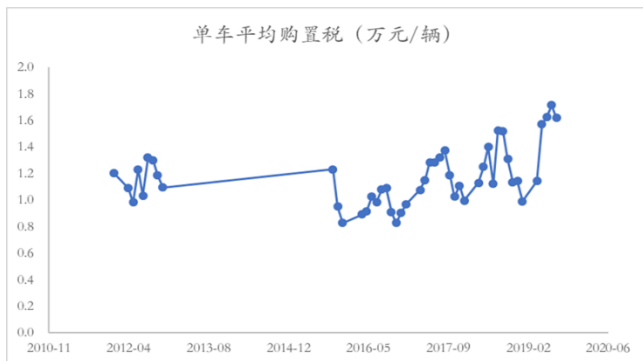
资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

表 3: 历年乘用车购置税调整

历年乘用车购置税调整:
2009年1月20至12月31: 1.6升及以下排量乘用车车辆购置税减按5%征收车辆购置税, 之前按10%征收
2010年1月1至12月31: 1.6升及以下小排量乘用车车辆购置税按7.5%征收
2011年1月1至2015年9月31: 1.6升及以下排量乘用车统一恢复到10%的税率征收车辆购置税
从2014年1月1对纯电动、插电式混合动力、燃料电池三类新能源汽车免征车辆购置税
2015年10月1至2016年12月31: 1.6升及以下排量乘用车减按5%的税率免征车辆购置税
2017年1月1至12月31: 对1.6升及以下排量乘用车减按7.5%的税率免征车辆购置税
2018年1月1至今: 汽车购置税恢复至10%的税率

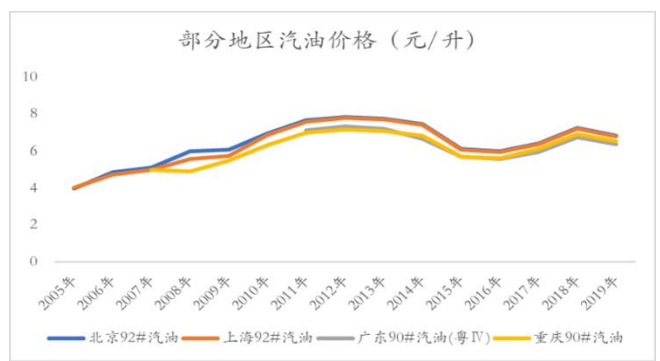
资料来源：华宝证券研究创新部

图 30: 单车平均购置税



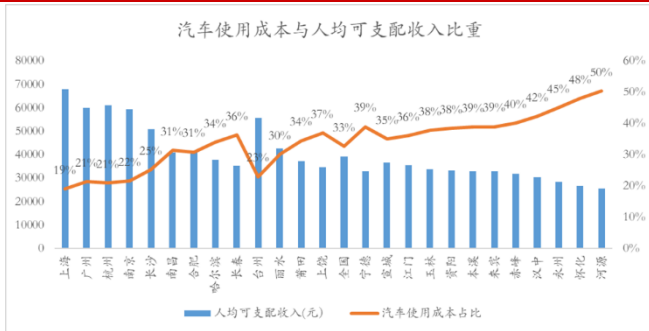
资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 31: 部分地区汽油价格



资料来源：华宝证券研究创新部

图 32：汽车使用成本与人均可支配收入比重



资料来源：华宝证券研究创新部

图 33：乘用车使用成本

(元)	极致水平	中规水平
保险	800	3500
保养	300	800
汽油	6000	6000
洗车	---	720
停车费	1800	1800
合计	8900	12820

资料来源：中联钢、华宝证券研究创新部

2.4. 乘用车进入了更新换代、消费升级主导的周期

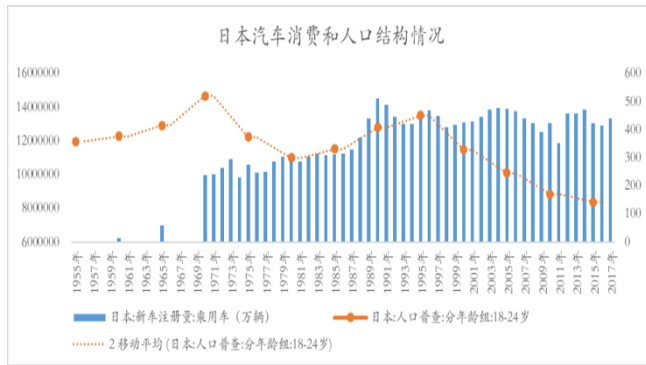
拉动中国乘用车市场的新增消费力量已经减弱：从日本和美国的经验来看，处于成长阶段的汽车市场，其消费主要来源于新增消费，而背后的主力人群是 25-30 岁年龄阶段的人。这部分人参加工作 2 年以上，具备一定的物质经济基础。从 2017 年开始，我国新增消费的人群总量开始下降，以国家统计局发布的抽样数据来看，2015 年-2016 年是国内新增消费的主力人群高峰点，2017 年开始这部分人群的总量已经开始下滑。新驾驶人员数的变化也印证了汽车新增消费人群数量的减少，从公安部发布的机动车季度新增驾驶人数量来看，高点出现在 2017 年二季度，之后一路下降。总体来说拉动中国乘用车市场的新增消费力量已经减弱。

日本的经验：1975 年普及前期向后期转折、高速成长期结束，对应 1969 年左右 18-24 岁人口的高峰；2004 年普及后期向成熟期转折、低速成长期结束，对应着 1997 年左右 18-24 岁人口的第二波高峰；把人口出生高峰后延 7 年左右，汽车销售一个成长期的结束基本与 25-30 岁人口总量达到高峰的时间相一致。

美国的经验：1954 年普及前期向后期转折、高速成长期结束，对应 1945 年左右 18-24 岁人口的高峰；当时千人保有量 350 辆。1986 年普及后期向成熟期转折、低速成长期结束，对应着 1981 年左右 18-24 岁人口的第二波高峰；千人保有量 740 辆。尽管美国第三波消费主力出现，但受制于千人保有量的较高（837 辆），很难再次拉动汽车消费。

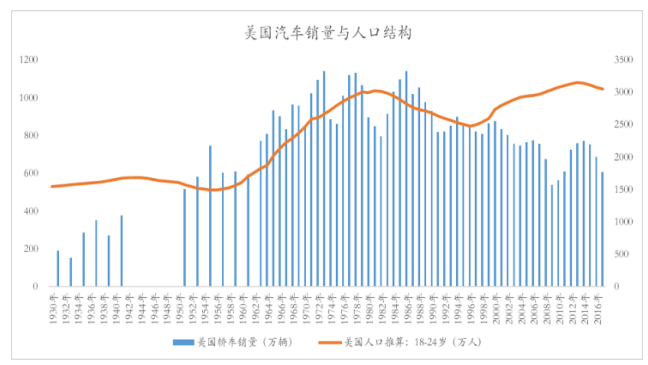
乘用车已经转向更新换代、存量升级为主的周期。新增消费为主的成长期结束，则意味着后续的乘用车的消费以更新换代存量升级为主。以公安部发布的新增保有量和乘用车销量的数据来看，从 2013 年开始，新增保有量占乘用车销量的比重逐步下降，更多销售出去的车被用来替换存量。截止 2018 年，47%的乘用车销售是来自存量市场的消费升级，未来更新换代、消费升级将是拉动乘用车市场主要力量。国内部分经济发达地区以北京为例是从 2011 年开始进入更新换代主导，据测算 2018 年北京有 75%的新车销售是来自于存量市场更新。

图 34: 日本汽车消费和人口结构情况



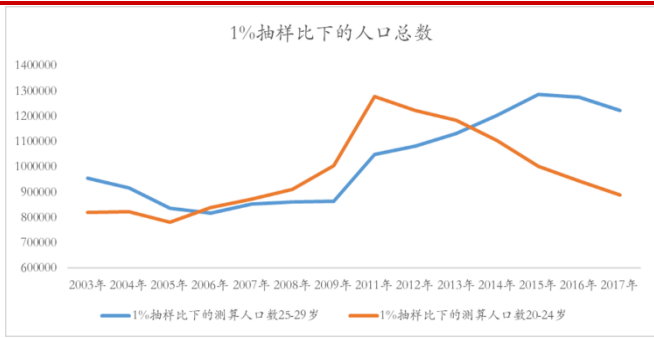
资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 35: 美国汽车销量与人口结构



资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 36: 1%抽样比下的人口总数



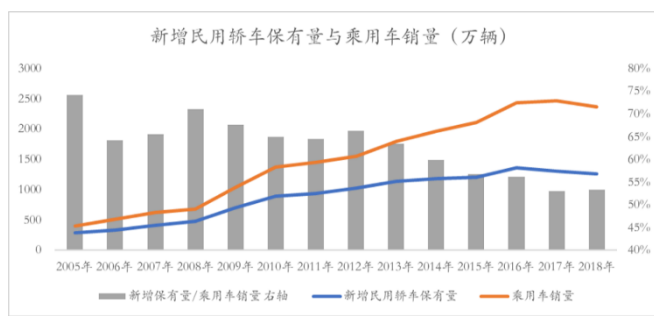
资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 37: 机动车驾驶人人数环比增速



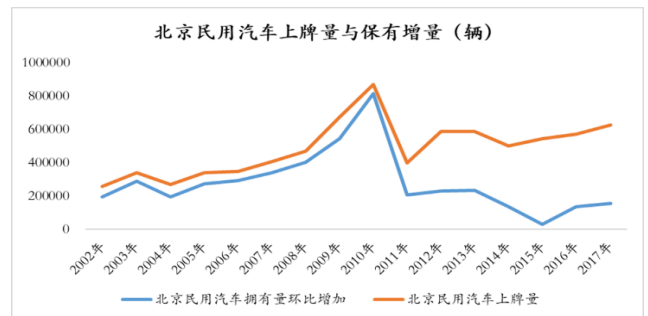
资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 38: 新增民用轿车保有量与乘用车销量



资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 39: 北京民用汽车上牌量与保有增量



资料来源：钢联数据、华宝证券研究创新部

2.5. 更新升级周期下，乘用车消费走向豪华高端、舒适、性价比导向

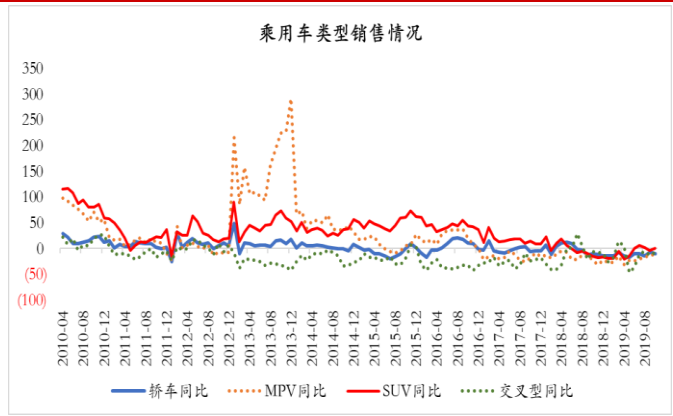
在更新升级周期，中高端、豪华车占比上升：从细分级别来看近两年 A 级以下和 A 级的市场份额持续下降，中高端的 B 级车和 C 级车的占比上升；从品牌来看，豪华品牌呈现高速增长；宝马三年平均增速 23%，沃尔沃和奔驰平均增速 21%，中高端占比的上升和豪华品牌的高速增长反映了更新升级的一种趋势。

以 SUV 为代表、追求宽敞舒适及良好的载物和载客功能，是更新升级的另一种趋势：近年 SUV 在国内乘用车市场占比持续上升。在经历了 12 个月的负增长后，SUV 从 2019 年 6 月开始迎来正增长；从 2018 年 7 月-2019 年 7 月，轿车市场份额由 51% 下降到 48%，SUV 由 40% 上升到 44%。SUV 占比的攀升，反映了国内乘用车更新升级中，对宽敞舒适及良好

的载物和载客功能的追求。

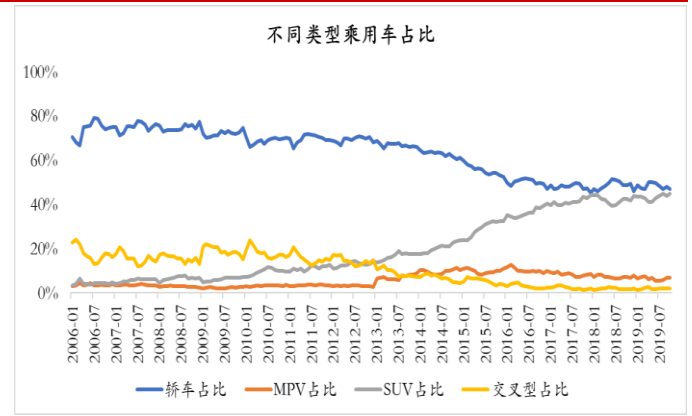
日系车的增长反映更新升级周期中消费者更加理性、追求性价比。从 2017 年至今的三年中，日系品牌整体维持着增长的状态，其中广汽丰田三年平均增速 19%，东风本田 15%，广汽本田 9%。，整个日系包括一汽丰田、东风日产、东风本田、广汽本田、广汽丰田在内的市场份额小幅提升。也体现了消费者在购车过程中更加理性、注重高性价比。

图 40：不同类型乘用车销售情况



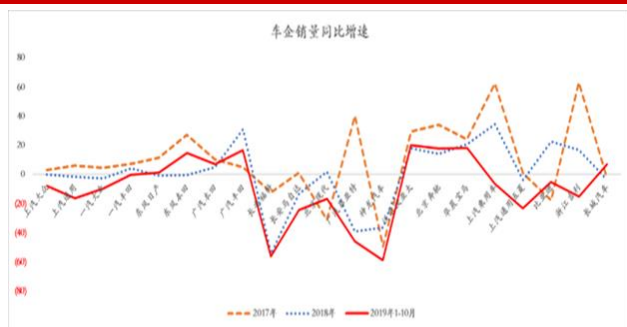
资料来源：华宝证券研究创新部

图 41：不同类型乘用车占比



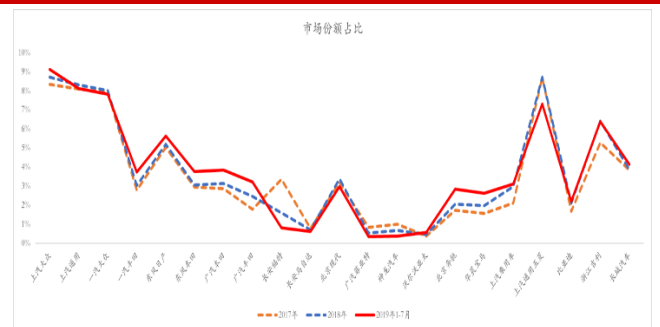
资料来源：中联钢、华宝证券研究创新部

图 42：车企销量同比增速



资料来源：华宝证券研究创新部

图 43：车企市场份额占比



资料来源：华宝证券研究创新部

2.6. 政策面在逐步提升乘用车消费

放宽限购，预计能带来近百万辆的新增消费。从 8 月底国务院下发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，要求限购地区逐步放宽限购；截止目前 9 个限购的城市地区，广州、深圳、海南、贵阳已逐步对汽车牌照的放宽，预计增量在百万以内，尽管拉动消费增幅不大，但政策面在逐步提升乘用车消费。

表 4：2019 年与汽消费相关政策

与汽车消费相关的政策	
1 月份，国家发改委、交通运输部等十部委就联合发布了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》，提出“优化机动车限购管理措施”以促进汽车消费。	
5 月份，广东省出台了《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，明确要求广州、深圳要优化汽车消费环境，逐步放宽汽车指标。广深等城市增加汽车增量指标额度，有望对促进汽车消费产生积极影响。	
5 月份，财政部发布了《关于车辆购置税有关具体政策的公告》。该政策将车辆购置税税基由此前的不低于最低计税	

价格调整为实际成交价，新规下消费者将进一步少缴纳税款，且车辆促销力度越大，享受到的税收优惠也越多。

6月1日，新版的《报废机动车回收管理办法》正式实施。这是该管理办法实施18年以来的首次重大修改，以期促进车主及时淘汰老旧汽车，促进新车销售。

6月份，广东省出台《完善促进消费体制实施方案》其中包括逐步放宽广州、深圳两地汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他地市不得再出台汽车限购标准。同步广州和深圳两市发布新政，放宽汽车摇号和竞拍指标。其中，广州市在2019年6月至2020年12月，将增加10万个中小客车增量指标；深圳市在2019年至2020年每年将增加普通小汽车增量指标4万个。

8月27日国务院办公厅下发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，释放汽车消费潜力。实施汽车限购的地区要结合实际，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施。有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。促进二手车流通，进一步落实全面取消二手车限迁政策，大气污染防治重点区域应允许符合在用排放标准的二手车在本省（市）内交易流通。

8月30日，海南省商务厅等部门联合发文，宣布通过增加当月普通小客车增量指标和将上年度同期废弃指标计入当月指标。据9月5日海南车展上透露的消息，截至今年8月26日，海南省第一批到期作废的指标约有5000个左右。

9月10日贵阳市政府做出了废止《贵阳市小客车号牌管理暂行规定》的决定，贵阳市公安交通管理局自2011年以来根据《贵阳市小客车号牌管理暂行规定》拟定发布的小客车号牌管理相关公告相应予以废止。

11月15日国家发改委新闻发布会透露：正出台政策破除汽车消费限制，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，推动汽车限购政策向引导使用政策转变。

资料来源：华宝证券研究创新部

表5：乘用车放宽限购及其释放销售量

类目	普通小客车指标		节能车指标	2019年传统燃油车增量指标合计		指标中签率		增加额度
	摇号	竞价		摇号	节能车	普通小客车	节能车	
北京	4			4	0.0004			
上海		12		12				
广州	7.7	6.1	1.5	15.3	0.0058	0.3773	4万	
深圳	5	7		12	0.0062		4万	
杭州	6.4	1.6		8	0.006			
天津	5	4		10	0.0049	0.1863		
海南	8			8	0.0647			
贵阳	6.5			6.5	0.0769			77万

资料来源：华宝证券研究创新部新能源汽车仍是未来国家对汽车发展方向。

新能源车的提升消费从供给端入手：受补贴退坡的影响，新能源车从7月开始销售大幅下滑；但除了消费端，国家在生产端也加大了新能源汽车的应用推广，进一步优化汽车消费环境，进而实现行业的高质量发展，未来新能源车将回归中速增长为主。2017年颁布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，2019年对车企进行考核：通过双积分国内对未达标企业的处罚措施已经明确：一方面，明晰法律责任，加大了对违规企业的处罚力度。另一方面，无法按照要求将负积分抵偿归零的，在负积分抵偿归零前，对其燃料消耗量达不到目标值的新产品，不予列入《道路机动车辆生产企业及产品公告》或者不予核发强制性产品认证证书。

表 6: 新能源车积分表

企业新能源车积分比例要求	
2016 年-2017 年	0
2018 年	不考核
2019 年	10%
2020 年	12%
2021 年	14%
2022 年	16%
2023 年	18%

资料来源: 华宝证券研究创新部

2.7. 2020 年乘用车生产和销售小幅增长

本轮汽车销售库存周期是从 2015 年 10 月开始, 已经历 48 个月, 库存周期已经接近尾声。经过十多年的高速增长, 汽车消费已成为我国经济的重要增长点。2017 年和 2018 年国内汽车零售额分别是 37114、33242 亿元, 占限额以上消费 28%和 29%, 占社零的比重是 12%和 10%。2018 年汽车消费的下滑, 占 GDP 消费的比重由 8.49%下降到 6.92%; 据我们测算拉低经济增速 0.4 个百分点; 另一方面从对产业链上游的带动来看, 汽车产业链包括钢铁、机电设备、化工等, 在国民经济占比高, 稳定汽车消费将有效支撑上游产业链条的发展; 以乘用车为主的汽车消费是影响国内宏观消费的重要部分, 也是未来稳消费、稳增长的重要着力点。

图 44: 汽车销售与产成品存货周期



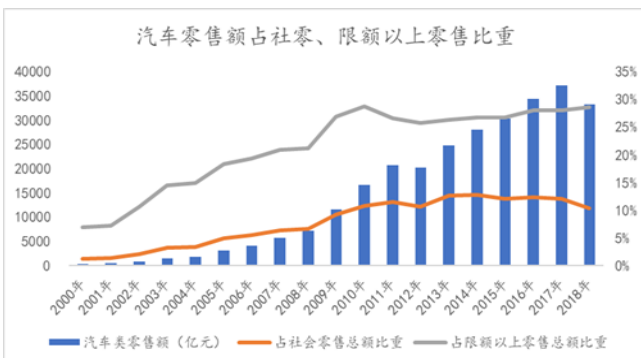
资料来源: 国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 45: 汽车产销当月同比



资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 46: 汽车零售额占社零、限额以上零售比重



资料来源: 国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 47: 汽车消费占 GDP 最终消费支出比重



资料来源: 国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

基于对影响中国乘用车市场的结构性和周期性因素的分析，我们认为中国乘用车市场已经进入存量更新换代、升级消费的周期：从人均 GDP 来看，中国乘用车消费仍有潜力，但在渗透率上，中国汽车市场进入普及前期到后期的转折点，未来将以中长期以低速增长为主；从 2017 年开始国内乘用车市场进入了更新换代、消费升级主导的周期；在此周期下，乘用车消费走向豪华高端、舒适、性价比导向。基于对国内乘用车市场的潜力和制约因素判断，以及未来存在稳消费的预期，在库存周期和基数效应的推动下，我们认为 2020 年中国乘用车生产和销售将实现低速增长。以 SUV、B 级及以上车为代表的更新换代将成为消费主趋势，以日系为代表的高性价比将是新增消费的首选。

3. 商用车：客车需求较弱、重卡高景气延续

3.1. 客车需求较弱

受公路客运需求下滑和新能源补贴持续退坡影响，客车市场需求不振，从 2015 年开始客车销量已连续下滑，2019 年 1-10 月累计客车销量 36.2 万辆，同比增速-2.5%。

公路客运需求整体仍然较疲软：受高铁通车里程增加和私家车的普及，大幅分流分流客运需求，导致公路客运周转量持续下滑；从公路客运数据来看，从 2015 年开始持续下滑，基本与客车销售相吻合，尽管公路平均周转里程近年在小幅增加，2019 年 1-10 月平均周转里程 68.6 公里，以此数据来看，未来还将面临私家车的分流，但随着乘用车销售的放缓，分流力度将趋弱。

城市公共交通：截止 2018 年城市运营线路网长度 87.7 万公里，同比增长 8.53 万公里。从城市公共交通客运总量来看，随着城市化、以及城镇化的深入推进，客运线路条数维持着增长，截止 2018 年全国合计线路条数达到 60590 条，但从客运总人数确从 2014 年开始处于持续下降通道；这也与轨道交通从 2014 年后的高速增长有关。总体来看，未来城市公共交通受城镇化的持续推进，对公共交通有较强的需求，但整体受轨道交通、私家车的影响，整体对客车公交的需求仍然较低，

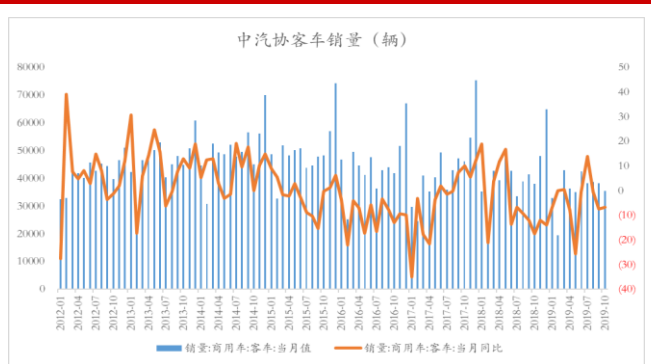
从 2018 年起国家对新能源车补贴的逐步退坡，对新能源客车影响更大：相比于乘用车企业，新能源客车企业补贴金额较高，受补贴退坡影响比较大，加上整体需求空间相对有限，造成了疲软的现象。

图 48：年度客车销量



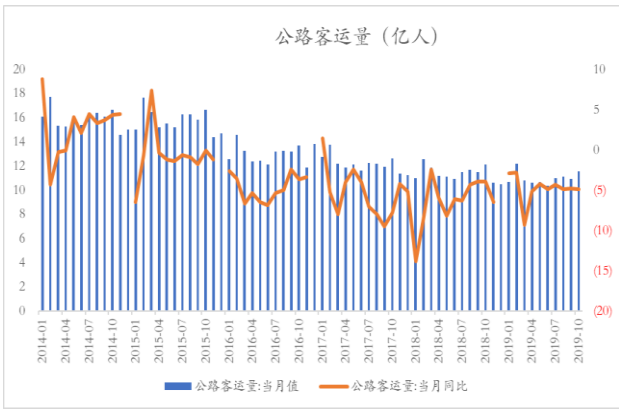
资料来源：华宝证券研究创新部

图 49：中汽协客车销量



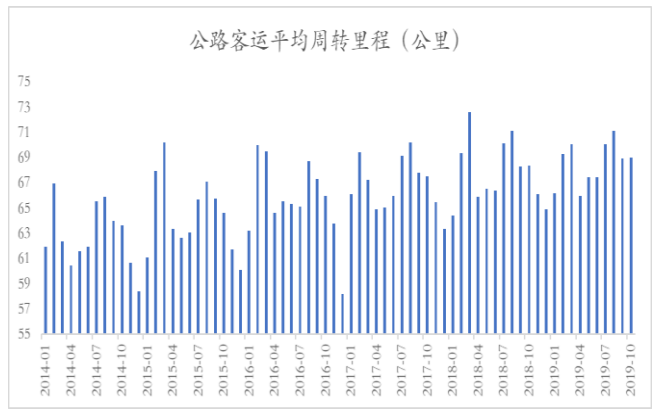
资料来源：华宝证券研究创新部

图 50: 公路客运量



资料来源：华宝证券研究创新部

图 51: 平均公路周转里程



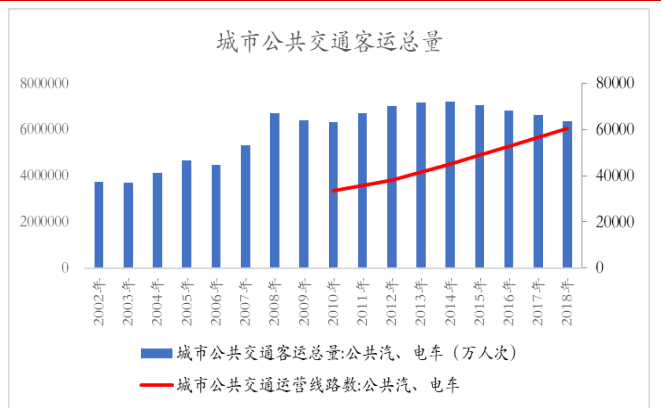
资料来源：华宝证券研究创新部

图 52: 城市运营线路网长度: 公共汽、电车



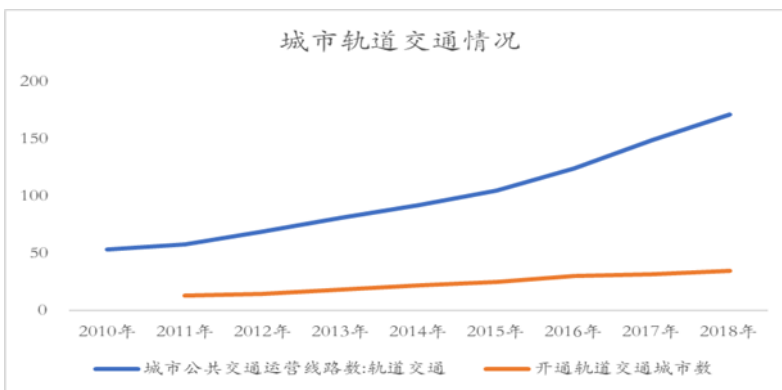
资料来源：华宝证券研究创新部

图 53: 城市公共交通客运总量: 公共汽、电车



资料来源：华宝证券研究创新部

图 54: 城市轨道交通情况



资料来源：国家统计局、华宝证券研究创新部

3.2. 重卡高景气度延续

预计 2020 年重卡将延续高景气度：受环保治理、国三标重卡加速淘汰，重卡进入更新高峰；受严格超标治理的拉动，需要更多的重卡来满足运力；同时受大吨小标治理严格推进，部分轻卡需求转移到重卡，重卡占比继续提升。整体预计 2020 年重卡将延续高景气度。

国民经济的持续增长对公路货运量的需求仍将维持着增长。从名义 GDP 与货运量增速之间关系来看，两者基本同步。2019 年 1-10 月，国内公路货运量占比 77%，相比上年基本持平。尽管短期来看，公路货运面临水铁联运、铁路专用线等侵蚀，但短期来看，公路货运主要以国内为主，铁路和水路货运很难大幅替代公路货运。

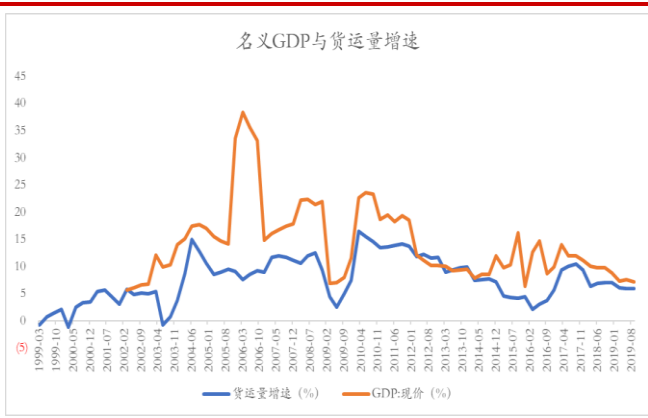
国三重卡加速淘汰、重卡集中更新换代；按“打赢蓝天保卫战三年行动计划”，2020 年底，全国多地将淘汰“国三”及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。从 2008 年 7 月开始实施国三标准，到 2013 年 7 月实施国四标准，期间大概共销售 200 万辆左右。今年下半年以来各地淘汰国三柴油货车的速度明显加快，从 7 月 1 日部分城市国六标准实施之后，多个地区也都下发通知，对“国三”车辆已经停止了年检。同时多个城市出台国三淘汰补贴，加速重卡集中更新换代。

治超加严有望进一步抬升保有量和销量中枢：从 2016 年 9 月，交通运输部、公安部联合对国道超载的实施更严格治理，就拉动了重卡销售的稳步上升；而今年 10 月的无锡桥梁坍塌事故也推动了中央政府与地方政府大力治理国道短途超载货车。据不完全统计，截至目前，已有十多个省市自治区都出台了相关文件和规定，铁腕治理本地地区的超载运输。如此一来，国道中短途运输的运力短期内势必不足，物流运输行业将掀起新一轮的购车热潮。

“大吨小标”整治，推动重卡对部分大吨位轻卡的替代：今年 5 月央视曝光了蓝牌轻卡大吨小标乱象，揭露了当前轻卡市场存在的普遍行业不规范现象。由此也引发 6 月份轻卡销量环比下降 2 万辆，同比下降 3.9 万辆；短期对行业造成比较明显的影响，由此也引发货车消费结构转变，部分由轻卡运力转向大吨位的重卡，推动重卡对部分大吨位轻卡的替代。截止 2019 年前 10 月轻卡仍占据货车销售的最大份额，占比达 48.7%，重卡销量占比 31.5%，我们未来替代空间仍然较大。

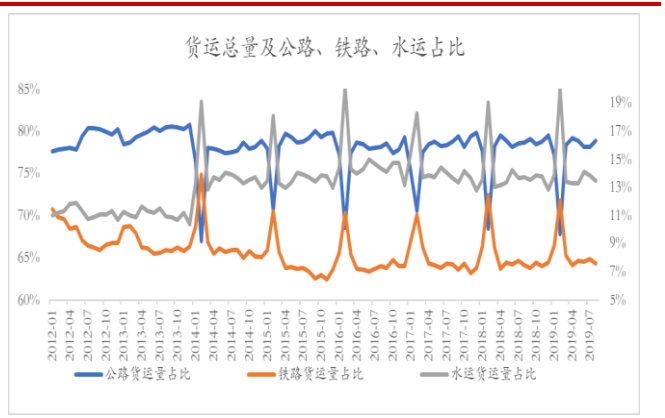
截止 10 月，重卡全年累计销量达到 97.6 万辆，同比增长 1.8%。全年预计重卡销量将达到 115 万辆。同时随着国内专项债额度再次增加，2020 年基建投资将由稳步上行，这也将拉动工程类重卡的消费。整体预计 2020 年重卡将延续高景气度。

图 55：名义 GDP 与货运量增速



资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 56：货运总量及公路、铁路、水运占比



资料来源：国家统计局、Wind、华宝证券研究创新部

图 57: 重卡月度销售情况



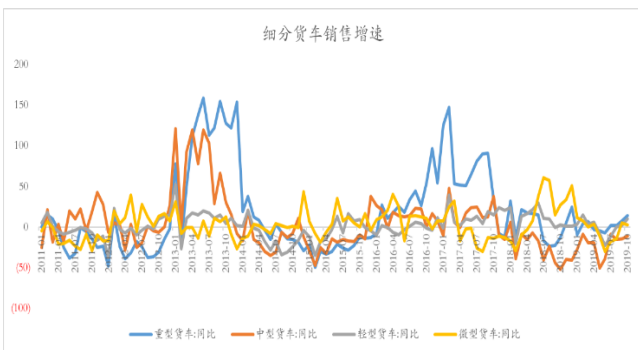
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 58: 重卡补贴金额

(元/辆)	轻卡	中卡	重卡
北京	36000	40000	100000
深圳	36000	45000	85500
嘉兴	18000	32000	40000
南京	16000	27000	38000
杭州	14500	26000	38000
山东	12000	20000	40000
东莞	10000	20000	30000
海南	13000	18000	25000

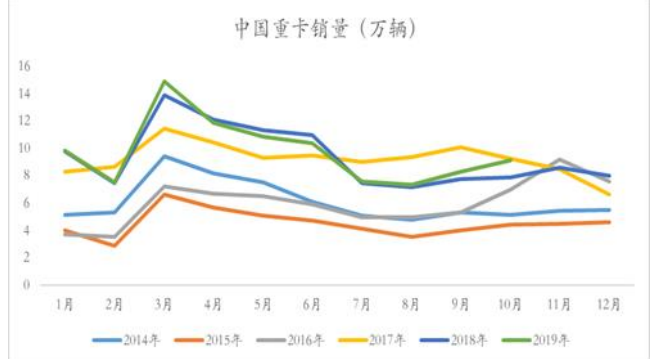
资料来源: 根据新闻整理、华宝证券研究创新部

图 59: 细分货车销售增速



资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 60: 中国重卡销量

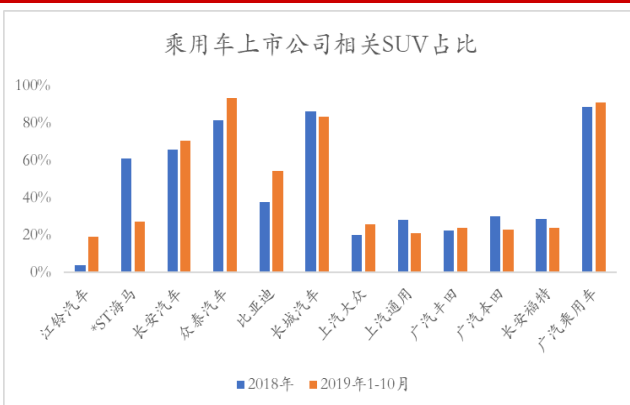


资料来源: 第一商用车网、华宝证券研究创新部

4. 投资建议

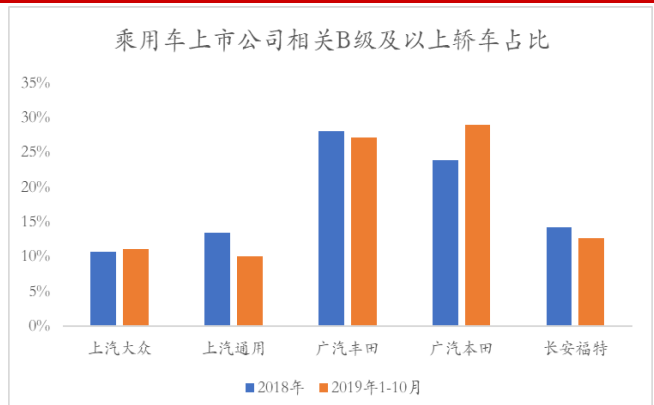
乘用车寻找符合更新换代、消费升级趋势的标的: SUV 和 B 级以上轿车占比高、以及以日系合资为主的公司; 同时研发支出较高, 且短期销量有见底回升趋势的公司。

图 61: 乘用车上市公司相关 SUV 占比



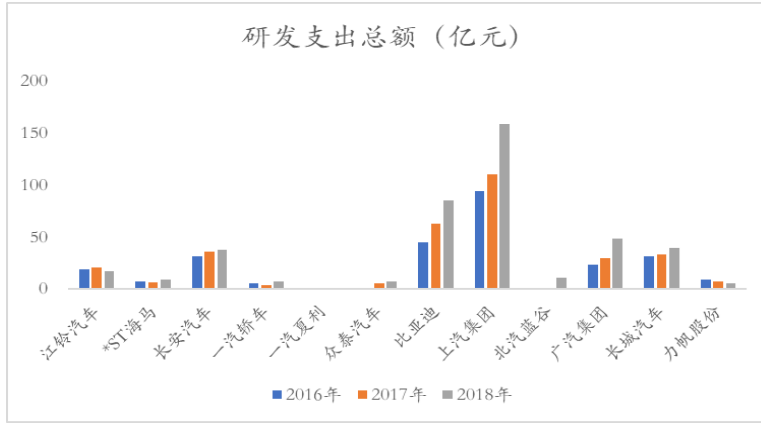
资料来源: 乘联会、上市公司公告、华宝证券研究创新部

图 62: 乘用车上市公司相关 B 级及以上轿车占比



资料来源: 乘联会、上市公司公告、华宝证券研究创新部

图 63: 乘用车上市公司研发支出情况



资料来源: 上市公司公告、华宝证券研究创新部

表 7: 乘用车上市公司盈利和销量

	归母净利润 (亿元)			汽车销量 (辆)		
	2018 年	2019 年前三季度	2019 年前三季度同比	2018 年	2019 年 1-10 月	同比
*ST 海马	-16.37	-2.01	57.79	67570	23246	-61.10
长安汽车	6.81	-26.62	-328.83	2137785	1393689	-23.35
一汽轿车	2.03	-2.67	-297.33			
一汽夏利	0.37	-7.01	30.15	18791	0	-100.00
众泰汽车	8.00	-7.60	-283.02	233483	110037	-44.57
比亚迪	27.80	15.74	3.09	502002	371788	-4.98
上汽集团	360.09	207.93	-24.86	7048094	4958338	-13.69
北汽蓝谷	1.55	-2.70	-303.55	87894	106983	170.72
广汽集团	109.03	63.35	-35.75	2147892	1680708	-4.35
长城汽车	52.07	29.17	-25.70	1053039	839128	6.66
力帆股份	2.53	-26.33	-2064.56	102180	24519	-72.87

资料来源: 公司公告、华宝证券研究创新部

重卡跟踪行业龙头: 重卡行业属于行业集中度高的产业, 行业前五 (一汽解放、东风商用车、中国重汽、陕汽集团、福田汽车) 占据 82.8% 的市场份额; 且行业龙头强者愈强, 销量同比增速和毛利率也高于行业其他竞争者; 因此在重卡行业跟踪行业龙头。重卡领域, 一汽解放正在推进与一汽轿车的资产置换, 未来一汽轿车主业将转型为重卡。

图 64: 车企重卡销售数据

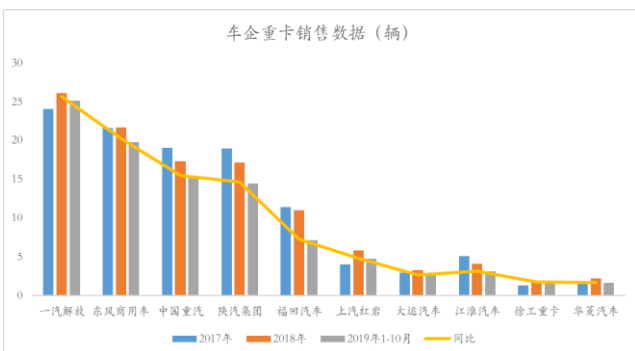
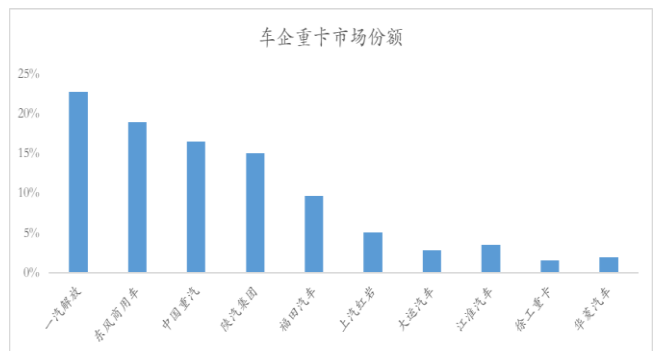


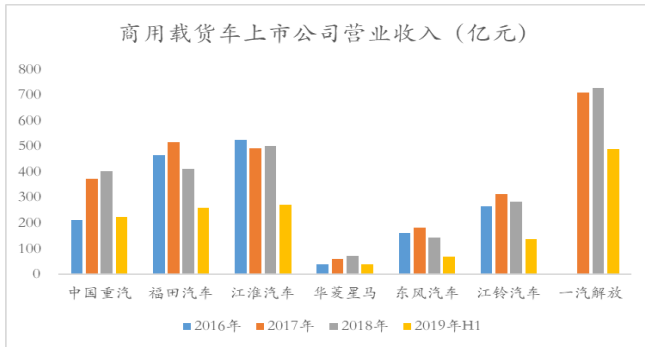
图 65: 车企重卡市场份额



资料来源：第一商用车网、华宝证券研究创新部

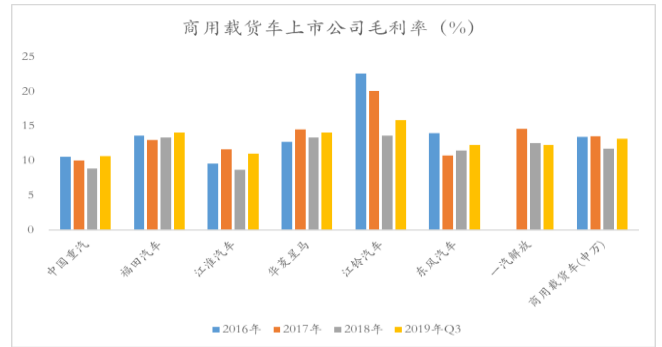
资料来源：第一商用车网、华宝证券研究创新部

图 66：商用载货车上市公司营业收入



资料来源：公司公告、华宝证券研究创新部

图 67：商用载货车上市公司毛利率



资料来源：公司公告、华宝证券研究创新部

表 8：商用载货车上市公司盈利和销量

	归母净利润 (亿元)			重卡销量 (万辆)		
	2018 年	2019 年前三季度	2019 年前三季度同比	2018 年	2019 年 1-10 月	同比
中国重汽	9.05	8.20	12.03	17.31	15.14	16.53%
福田汽车	(35.75)	2.58	115.20	11.03	7.13	9.61%
江淮汽车	(7.86)	1.22	154.33	4.06	3.12	0.04
华菱星马	0.59	0.10	(30.65)	2.17	1.63	1.89%
一汽解放	14.52	7.07 (一季度)		26.1	25.16	22.74%

资料来源：公司公告、华宝证券研究创新部

5. 风险提示

- 1、宏观经济增速继续下滑；国内对经济下滑的容忍度进一步提升，宏观经济的进一步下滑导致居民收入增长缓慢，购车意愿降低。稳消费预期进一步降低，未有拉动乘用车消费的相关政策出台。
- 2、宏观经济的下滑也引发国内货运增速的下滑，导致公路运输需求下降，重卡消费放缓。

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。