

汽车

2020 策略报告：竞争加剧，寻找 alpha

乘用车复苏趋势确立，底部价值凸显。我们判断 2020 年行业增速有望转正：1) 下半年起行业批发销量逐月改善显著，同时零售销量复苏迹象明显。由于新能源车受补贴退坡影响，7 月起下滑幅度较大。剔除新能源车销量后，行业 8-11 月增速分别为-7.9%/-4.9%/-3.4%/-2.6%，我们认为更接近实际车市情况，复苏态势显著。2) 短期来看此轮周期三线及以下城市下滑幅度较大，销量占比自 16 年起下降 4pct，而从 Q4 开始改善幅度大于一、二线城市，明年或贡献主要增量。3) 长期看对标成熟汽车市场，行业年销量仍有 30-40% 空间，随经济发展有望进一步抬升。在这一轮下滑周期中，龙头效应得到体现，Q3 头部品牌推出新车型数量占比提升 11pct，行业洗牌集中度提升将重塑行业格局，龙头车企有望受益。

行业竞争加剧背景下供应链进口替代进程加快。1) 从价上：行业整体折扣率 Q3 起受益于国六平稳过渡，终端国五去库效果良好，折扣率逐步下降至年初水平，并低于去年同期 0.5-0.8pct。而从 Q4 开始，行业整体折扣率逐步抬升，反超去年同期水平，显现出市场竞争日趋激烈。2) 从利润上，受国内市场竞争加剧影响，全球主要车企大众、通用、福特等在华利润相比各自历史高点下滑 20% 以上。我们认为行业降低成本是长期趋势，零部件进口替代逻辑进一步增强，自主优质零部件企业有望受益。

聚焦高景气度细分领域龙头。同时我们看好零部件领域的高景气度细分行业：1) 智能驾驶产业趋势确定性最高，根据我们统计行业目前 L2 渗透率为 10% 左右，未来 2-3 年渗透率有一倍成长空间，看好长期布局智能驾驶产业链拓展逻辑通畅的公司；2) 大众在今年连续在 SUV 领域发力，南北大众推出多款 SUV 车型，2020 年大众 MEB 平台开始投产，大众将电动化作为未来 10 年的核心战略，全面发力电动车，看好具备产业壁垒，大众动力系统核心配套产业链；3) 特斯拉国产在即，看好配套特斯拉单车价值量大，毛利率高的供应商。

双积分促节能车发展，重卡保持高景气度，锂电电动两轮车迎发展机遇。

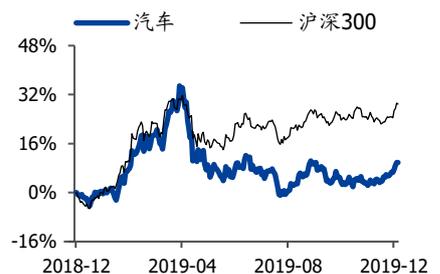
1) 7 月 9 日双积分修正案发布，在降低单车积分、强化能耗等指标及进一步优化新能源汽车产业发展长效机制的同时，鼓励节能车的发展，节能车及多种节能减排措施将迎广阔的发展前景。2) 无锡高架桥侧翻或加强治超力度，中长期利好重卡销量中枢提升。我们判断目前超载车辆占重卡总体 15-20% 之间。治超将使得单车运力规范化，从而带动全行业需求。同时叠加国三车型逐步淘汰以及“大吨小标”治理行动，重卡配置价值得到进一步提升。3) 新修订《电动自行车安全技术规范》于今年正式实施，新国标落地有利于低端产能出清，锂电车型有望实现对铅酸电池的大量替代，有望催生 1500 万辆/年的升级空间。在此进程中，具有品牌、成本、设计护城河的优质公司有望受益。

投资建议。我们建议关注 1) 乘用车整车龙头广汽集团、长安汽车、吉利汽车；2) 零部件建议关注具有“进口替代”逻辑的新泉股份、科博达；自主 TPMS 龙头及在智能驾驶长期布局的保隆科技，大众产业链核心标的精锻科技，特斯拉主要供应商拓普集团，旭升股份；3) 重卡板块建议关注潍柴动力和中国重汽；4) 电动自行车行业建议关注小牛电动。

风险提示：汽车销量或不及预期；新能源车产业链降价幅度超预期；重卡治超力度或不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 程似骥

执业证书编号：S0680519050005

邮箱：chengsiqi@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱：liruofei@gszq.com

相关研究

- 1、《汽车：中美达成经贸阶段协议，对汽车行业影响较小》2019-12-15
- 2、《汽车：11月乘用车销量继续改善，产量同比增速转正》2019-12-10
- 3、《汽车：行业销量逐步回暖，乘用车龙头率先复苏》2019-12-08



内容目录

一、行业今年以来表现：低位运行，估值洼地	7
二、乘用车景气度回暖，2020年销量有望转正	12
2.1 销量逐月环比好转，景气度趋势向上	12
2.2 三线城市车市逐步复苏，有望贡献主要增量	14
2.2 中期看周期底部，行业逐步复苏	16
2.3 远期看我国汽车市场仍有提升空间	18
2.4 预计明年行业恢复正增长，头部品牌集中度提升	21
三、行业利润承压加快零部件进口替代进程	23
3.1 终端折扣继续抬升，反映市场竞争日趋激烈	23
3.2 降成本支撑零部件国产替代化进程加速	24
3.2.1 市场竞争激烈，低价位车型密集上市	24
3.2.2 全球车市及中国区利润下滑迫使车企巨头降成本	25
四、结构分化下聚焦高景气度细分市场	28
4.1 智能驾驶：ADAS渗透加速，看好毫米波雷达国产替代逻辑	28
4.1.1 智能驾驶各项功能加速渗透	29
4.1.2 L2 向低级别车市快速渗透，国产替代逻辑增强	32
4.1.3 毫米波雷达：被国外 Tier1 垄断，国产化在即	33
4.2 大众产业链：MEB 平台投产，新周期开启	35
4.3 特斯拉国产拉动配套产业链	37
五、新能源车政策加码，节能车迎长效发展空间	40
5.1 双积分政策迎完善，促行业健康发展	40
5.2 油耗考核趋严及政策支持有望促使节能车领域快速发展	41
5.2.1 混动车型密集上市，丰田称霸市场	42
5.2.2 混动车型产业成熟，多家车企跟进	43
六、运力缺口提升行业保有量，抬升重卡销量中枢	46
6.1 治理超载重卡将带来运力缺口。	46
6.2 重卡历史上周期性较强，近年周期性却逐步弱化	47
6.3、顶层治超考核临近	50
七、电动两轮车：国内已进入成熟市场，海外尚有增量空间	52
7.1 国内市场：行业已进入成熟期，未来以存量升级/替代为主	52
7.1.1 未来行业新动力一：政策催化，锂电车型渗透率提升	52
7.1.2 未来行业新动力二：年青一代的高端化需求	53
7.2 国外市场：欧洲“油改电”开启，两轮电动车加速渗透	55
投资建议	57
风险提示	57

图表目录

图表 1: 申万汽车年初至今涨幅	7
图表 2: 申万汽车指数 pe-band	7
图表 3: 申万整车 pe-band	7
图表 4: 申万汽车零部件 pe-band	8
图表 5: 申万汽车服务 pe-band	8
图表 6: 国内汽车行业销量及同比增速	8
图表 7: 国内乘用车销量及同比增速	8

图表 8: 国内货车行业销量及增速	9
图表 9: 国内客车行业销量及增速	9
图表 10: 新能源汽车销量及同比增速	9
图表 11: 纯电动车型销量及同比增速	9
图表 12: 2017-2019Q3 行业营业收入及增速 (亿元)	10
图表 13: 2017-2019Q3 行业归母净利润及增速 (亿元)	10
图表 14: 2017-2019Q3 行业毛利率变化	10
图表 15: 2017-2019Q3 行业期间费用率变化	10
图表 16: 2014-2019Q3 行业经营性现金流 (亿元) 及增速	10
图表 17: 2014-2019Q3 行业 ROE (ttm, 摊薄)	10
图表 18: 2014-2019Q3 行业应收账款周转率 (次)	11
图表 19: 2014-2019Q3 行业总资产周转率 (次)	11
图表 20: 汽车行业细分板块 19 年三季度业绩对比	11
图表 21: 乘用车批发销量及同比增速 (单位: 万辆、%)	12
图表 22: 乘用车月度批发销量同比增速 (单位: %)	12
图表 23: 乘用车各细分车型月度销量 (单位: 万辆)	12
图表 24: 乘用车各细分车型月度销量同比增速 (单位: %)	12
图表 25: 乘用车分国别年度销量 (单位: 万辆)	13
图表 26: 乘用车分国别年度销量同比增速	13
图表 27: 乘用车分国别月度销售份额	14
图表 28: 乘用车分国别月度销量同比增速	14
图表 29: 70 大中城市新建商品住宅价格指数同比变化和汽车销量同比变化对比 (%)	14
图表 30: 70 个大中城市分级别房价同比增速 (%) 走势图	15
图表 31: 乘用车分城市级别交强险同比增速	15
图表 32: 3-5 线城市销量占比逐步下行	15
图表 33: 乘用车分城市级别交强险同比增速 (%)	15
图表 34: 70 个大中城市分级别房价同比增速 (%) 走势图	16
图表 35: 乘用车分城市级别交强险同比增速	16
图表 36: 中汽协批发销量同比增速-每一轮下滑周期持续 3-4 年	16
图表 37: 汽车工业产成品存货同比增速 (%)	17
图表 38: 乘用车批发销量及同比增速	17
图表 39: 2018 年欧 6d-temp 提标期间欧洲销量同比增速对比	17
图表 40: 欧 6d-temp 提标期间欧洲销量环比增速对比	17
图表 41: 2011-2019 年当月环比增速表明 10 月零售销量回归正常值	18
图表 42: 2015 年日本地区百人汽车保有量 (辆/百人)	18
图表 43: 2015 年日本地区汽车总保有量前 20 名 (辆)	18
图表 44: 2017 年我国千人汽车保有量突破 150 辆/千人	19
图表 45: 韩国人均 GDP 与乘用车千人保有量	19
图表 46: 台湾地区人均 GDP 与乘用车千人保有量	19
图表 47: 2016 年我国主要城市汽车千人保有量	20
图表 48: 中国汽车行业 2000-2015 年销量增速	20
图表 49: 一线城市在 02-03 年 R 值达到临界值	20
图表 50: 东部发达省份 08 年左右达到 R 值临界值	21
图表 51: 中西部省份从 15 年开始 R 值逐步向临界值趋近	21
图表 52: 2019 年和 2020 年销量估算	21
图表 53: 2014 年至今, 头部品牌新车数量占比统计(款)	22

图表 54: 分价位, 头部品牌新车数量占比统计.....	22
图表 55: 合资车企中, 大众/通用/丰田/本田合计销量占比持续提升.....	22
图表 56: 自主车企中, 吉利/长城/上汽/长安合计销量占比持续提升.....	22
图表 57: 行业整体折扣率变化对比.....	23
图表 58: 今年以来行业分车型折扣率变化.....	23
图表 59: 乘用车分级别折扣率变化趋势.....	23
图表 60: 以入门款指导价(万元)统计, 各价格市场的同比增速.....	24
图表 61: 以入门款指导价(万元)统计, 各价格市场的环比增速.....	24
图表 62: 分国别, 各品牌乘用车销量(辆).....	24
图表 63: 分国别, 各品牌乘用车销量同比增速.....	24
图表 64: 2014年至今, 行业新车数量统计(款).....	25
图表 65: 分价位, 行业新车数量占比统计.....	25
图表 66: 2019年上半年全球汽车销量及同比增速.....	25
图表 67: 全球汽车市场 1997 年以来的销量及同比增速.....	26
图表 68: 全球前十大汽车集团销量(万辆)及增速.....	26
图表 69: 一汽-大众收入(亿欧元)及增速.....	26
图表 70: 一汽-大众利润(亿欧元)及增速.....	26
图表 71: 上汽大众收入(亿欧元)及增速.....	27
图表 72: 上汽大众利润(亿欧元)及增速.....	27
图表 73: 福特分区域收入(十亿美元), 北美保持增长.....	27
图表 74: 福特分区域 EBIT 收入(十亿美元), 北美保持增长.....	27
图表 75: 国内主要自动驾驶相关政策.....	28
图表 76: 2018 年起 L2 自动驾驶进入了扩大化阶段.....	28
图表 77: 2018-2019Q3 行业整体定速巡航新车标配渗透率.....	29
图表 78: 2018-2019Q3 各价格区间(万元)定速巡航新车标配渗透率.....	29
图表 79: 2018-2019Q3 行业整体自适应巡航新车标配渗透率.....	29
图表 80: 2018-2019Q3 各价格区间(万元) ACC 新车标配渗透率.....	29
图表 81: 2018-2019Q3 行业整体车道保持新车标配渗透率.....	30
图表 82: 2018-2019Q3 各价格区间(万元)车道保持新车标配渗透率.....	30
图表 83: 2018-2019Q3 行业整体主动刹车新车标配渗透率.....	30
图表 84: 2018-2019Q3 各价格区间(万元)主动刹车新车标配渗透率.....	30
图表 85: 2018-2019Q3 行业整体并线辅助新车标配渗透率.....	31
图表 86: 2018-2019Q3 各价格区间(万元)并线辅助新车标配渗透率.....	31
图表 87: 2018-2019Q3 行业整体自动泊车新车标配渗透率.....	31
图表 88: 2018-2019Q3 各价格区间(万元)自动泊车新车标配渗透率.....	31
图表 89: 2018-2019Q3 行业整体 360 环视新车标配渗透率.....	32
图表 90: 2018-2019Q3 各价格区间(万元) 360 环视新车标配渗透率.....	32
图表 91: 2018-2019Q3 行业整体 L1 级别及以上新车渗透率.....	32
图表 92: 2018-2019Q3 各价格区间(万元) L1 级别及以上新车渗透率.....	32
图表 93: 2018-2019Q3 行业整体 L2 级别新车渗透率.....	33
图表 94: 2018-2019Q3 各价格区间(万元) L2 级别新车渗透率.....	33
图表 95: 毫米波雷达发展趋势.....	33
图表 96: 各等级智能驾驶毫米波雷达+摄像头单车需求.....	34
图表 97: 2020 年毫米波、摄像头市场空间.....	34
图表 98: 大众汽车集团按地区划分的 BEV 销量.....	35
图表 99: 大众整车平台架构.....	35

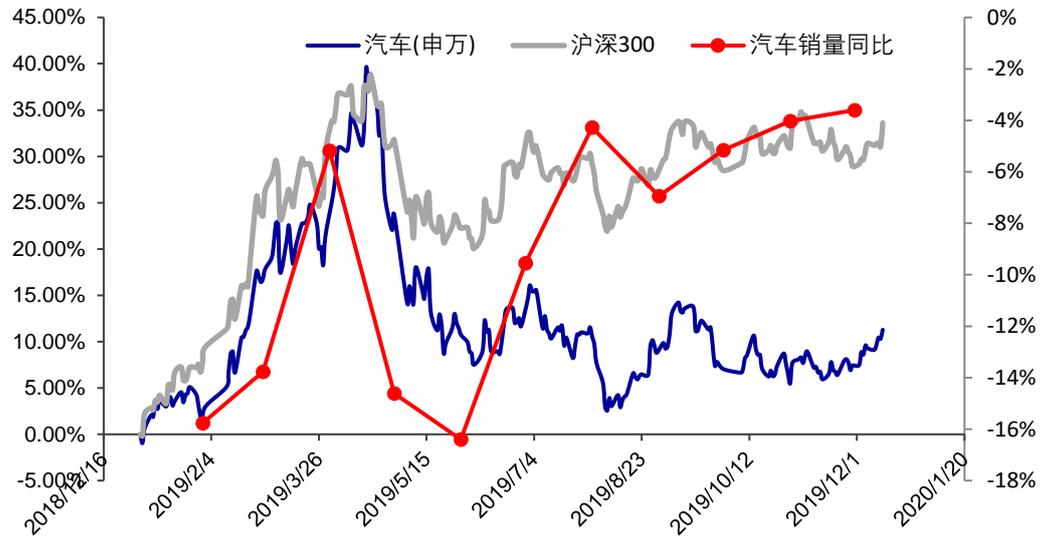
图表 100: 大众 MEB 平台产能布局	36
图表 101: MEB 平台已规划新车	36
图表 102: 特斯拉目前全球产出及规划	37
图表 103: 特斯拉产量及同比增速	37
图表 104: 特斯拉销量及同比增速	37
图表 105: 特斯拉分车型销量	38
图表 106: 特斯拉目前车型配置对比	38
图表 107: 上海工厂投产后收入弹性测算	39
图表 108: 2016-2019 年 ADAS 各功能标配渗透率	40
图表 109: 2017-2026 年中国乘用车自动驾驶增长趋势 (万辆)	40
图表 110: NEV 积分所需新能源车销量计算	41
图表 111: CAFC 所需新能源车销量计算-平均燃油消耗下降比例敏感性分析	41
图表 112: 2018 年上市多款油电混车型	42
图表 113: 混合动力车型占据日本 2017 年销量前三甲	42
图表 114: 美国混合动力车 (HEV) 历年销量	42
图表 115: 卡罗拉双擎 E+ 将成为市场强有力的产品	43
图表 116: 同一车系下混合动力与燃油版价格差 (万元)	43
图表 117: 同一车系下混合动力与燃油版油耗差 (L/百公里)	43
图表 118: 混动车型和燃油车价差弥补里程数 (万公里)	44
图表 119: 混动车型已经达到产业化的临界点	44
图表 120: 油电混动版的折扣力度小于燃油版车型	44
图表 121: 丰田 THS 系统 3D 结构图	45
图表 122: THS 系统结构系统	45
图表 123: 本田、丰田、通用三套混合动力总成系统对比	45
图表 124: 重卡行业保有量	46
图表 125: GB1589-2016 规定超重限值	47
图表 126: 2005-2019H1 重卡行业销量及增速	48
图表 127: 2010 年以来物流类重卡和工程类重卡销量增速	48
图表 128: 物流类重卡自 2005 年以来占比持续提升	49
图表 129: 物流类重卡与公路货运周转量相关度较高	49
图表 130: 工程类重卡与房地产+基建固定资产投资相关度较高	49
图表 131: 截至 2019 三季度, 各车型配置渗透率的同比提升幅度 (PCT)	50
图表 132: 各省市近期关于治理超载颁布的政策文件	51
图表 133: 2011-2017 年以来我国电动自行车产量	52
图表 134: 我国电动助力车保有量 (量/每百户家庭)	52
图表 135: 《电动自行车安全技术规范》修订主要内容	53
图表 136: 监管力度对电动车型选择的影响	53
图表 137: 目前锂电车型渗透率	53
图表 138: 主流品牌关注度统计	54
图表 139: 品牌关注度季度排名	54
图表 140: 消费者购车心理价位变化情况	54
图表 141: 消费者对锂电车型和铅酸车性心理价位对比	54
图表 142: 电动摩托及燃油摩托销量 (万辆) 对比	55
图表 143: 各品牌单车售价对比 (元)	55
图表 144: 欧盟摩托车 (广义) 减排计划	55
图表 145: 各类两轮车注册量中电动车型渗透率	56

图表 146: 欧盟国家 2018 年电动轻量摩托车注册量增量.....	56
图表 147: 欧盟 EN15194 法规及其他电动自行车、轻便摩托车规定.....	56
图表 148: 欧洲电动自行车销售量及预测.....	56

一、行业今年以来表现：低位运行，估值洼地

一季度随着对于行业复苏的高预期，板块走势较为强势，二季度起由于国六切换的影响，行业复苏在表观销量上被证伪，板块回吐年初涨幅，并持续低位运行。申万汽车行业指数年初至今涨幅为+9.64%，在申万一级行业中排名 22/28。

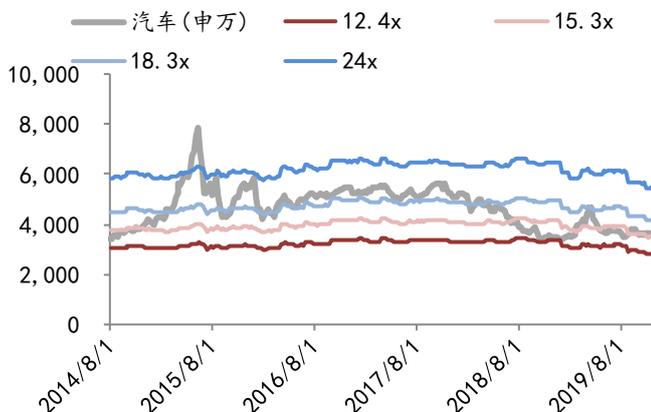
图表 1: 申万汽车年初至今涨幅



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

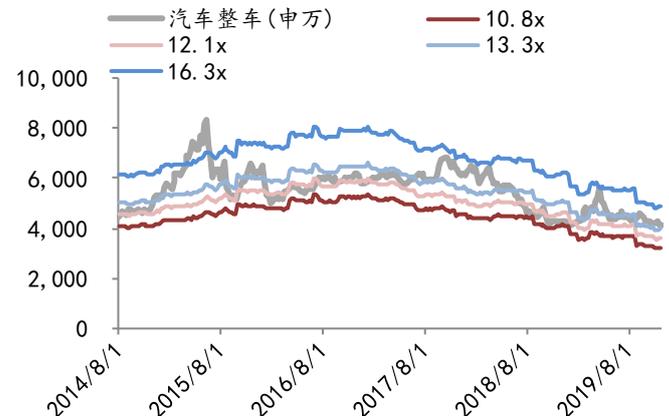
从估值水平来看，汽车板块目前处于历史低位。截至目前，SW 汽车指数 II 市盈率为 15.32x，处于 2014 年以来历史市盈率的 17%分位。从子行业来看，SW 汽车整车 II 市盈率为 13.65x，处于 2014 年以来历史市盈率的 34%分位，SW 零部件 II 市盈率为 16.90x，处于 2014 年以来历史市盈率的 11%分位，SW 汽车服务 II 市盈率为 17.05x，处于 2014 年以来历史市盈率的 7%分位。

图表 2: 申万汽车指数 pe-band



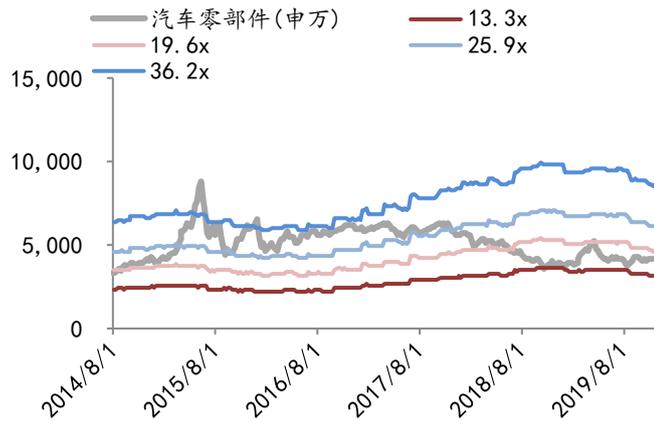
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 申万整车 pe-band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 申万汽车零部件 pe-band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

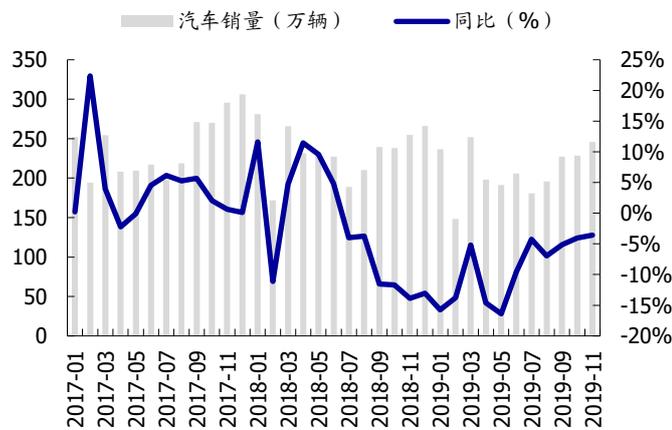
图表5: 申万汽车服务 pe-band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

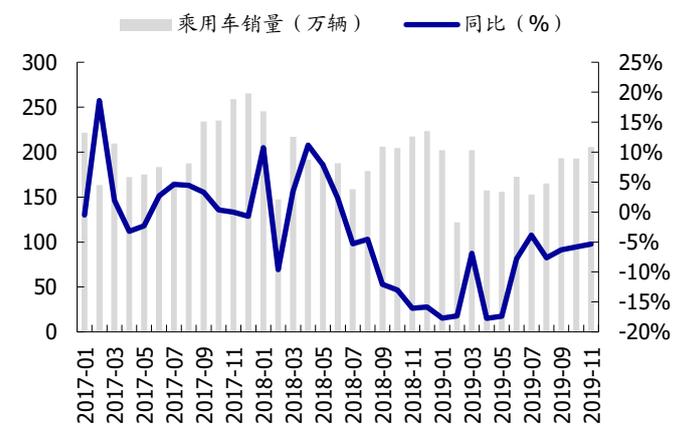
从整车销量看, 同比降幅继续收窄。根据中汽协数据, 11月中国汽车产销量分别完成259.3万辆和245.7万辆, 环比分别增长13%和7.6%, 产量同比增长3.8%, 销量同比下降3.6%, 比10月收窄0.5个百分点。11月份, 我国乘用车市场产量为216.3万辆, 环比增长11.6%, 同比增长1.9%; 总体销量达到205.7万辆, 环比增长6.7%, 同比下降5.4%, 乘用车市场复苏趋势逐步确立。

图表6: 国内汽车行业销量及同比增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表7: 国内乘用车销量及同比增速

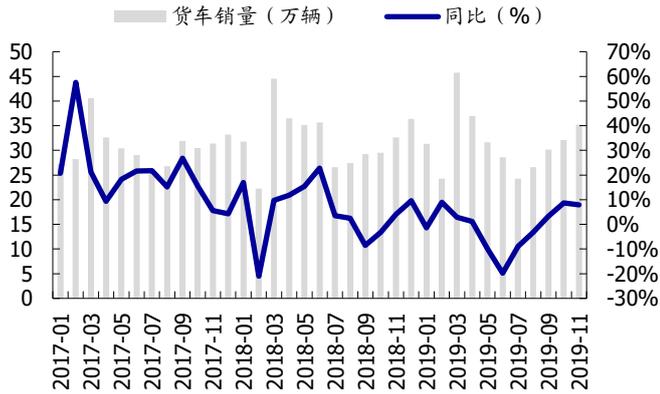


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

商用车三季度延续向好, 货车表现由于客车。11月货车产销38.1万辆和35.2万辆, 环比增长18.5%和9.5%, 同比增长17.8%和7.7%; 1-11月, 货车产销345.5万辆和346.8万辆, 产量同比增长1.1%, 销量下降1.5%。

其中重型, 中型, 轻型, 微型货车同比13.8%, -8.3%, 5.2%, 8.9%, 总体呈现出增长趋势。11月, 客车产销5.0万辆和4.9万辆, 产量环比增长36.4%, 销量环比增长37.2%, 产量同比下降4.9%, 销量同比增长1.3%; 1-11月, 客车产销分别完成40.8万辆和41.1万辆, 比上年同期分别下降6.1%和1.9%。

图表 8: 国内货车行业销量及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 9: 国内客车行业销量及增速

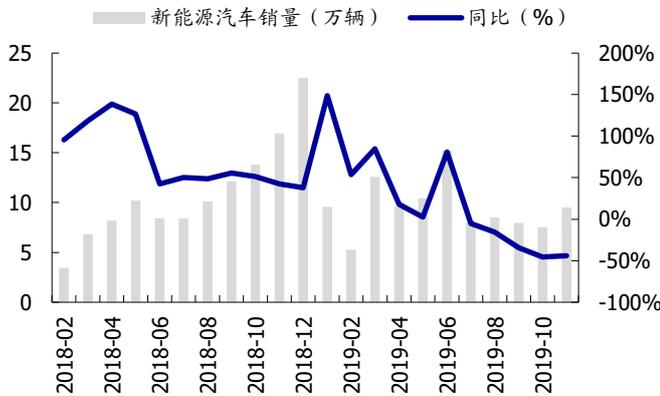


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

补贴退坡使得新能源汽车产销维持在低位。11月新能源汽车产销分别完成11万辆和9.5万辆,同比分别下降36.9%和43.7%。1-11月,新能源汽车产销分别完成109.3万辆和104.3万辆,同比分别增长3.6%和1.3%。

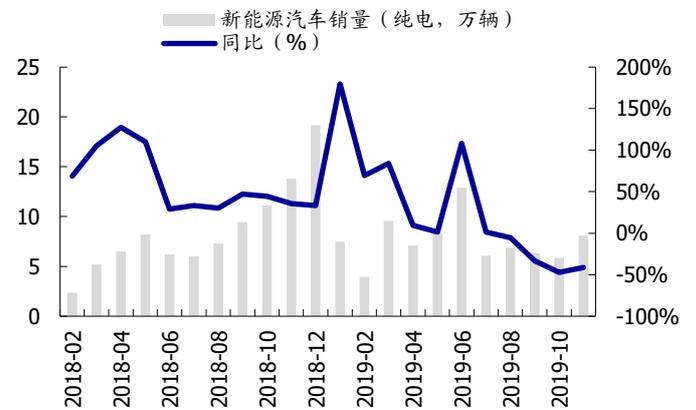
其中纯电动汽车产销分别完成89.1万辆和83.2万辆,同比分别增长10.3%和5.2%;插电式混合动力汽车产销分别完成20.1万辆和21万辆,同比分别下降18.7%和12.1%;燃料电池汽车产销分别完成1426辆和1337辆,同比分别增长398.6%和375.8%。

图表 10: 新能源汽车销量及同比增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 11: 纯电动车型销量及同比增速

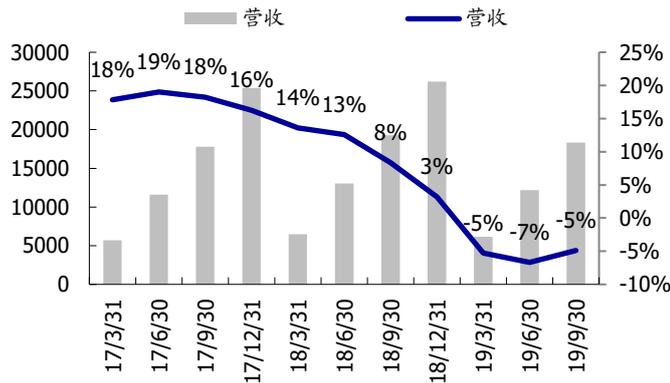


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

整体来看,行业三季度业绩环比改善,拐点逐步确立。由于终端销量不振,今年前三季度行业整体实现营业收入1.83万亿,同比下滑4.91%,实现归母净利润合计576亿元,同比下滑29.0%。

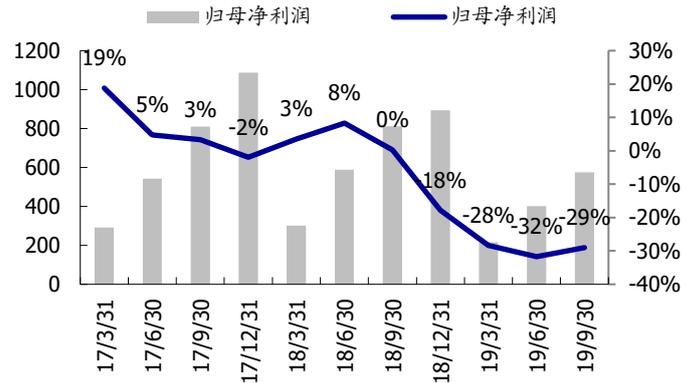
分季度看,由于前期刺激政策的透支效应以及国五/国六切换影响的逐步消除,行业边际改善的趋势非常明显,前三季度收入/利润的同比降幅较2019H1同比降幅(2018H1,收入/利润分别同比-6.7%/-31.7%)收窄1.77/2.70 PCT。展望四季度,根据汽车流通协会,9月份汽车经销商综合库存系数为1.50,同比下降17.6%,环比下降0.66%,库存水平位于警戒线位置,已到达相对健康的水平,行业复苏潜力充足。

图表 12: 2017-2019Q3 行业营业收入及增速 (亿元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

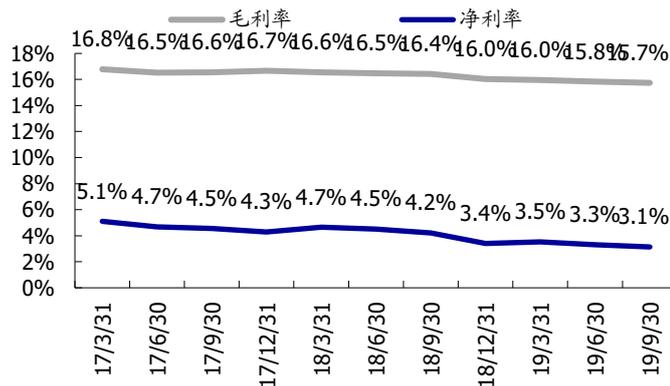
图表 13: 2017-2019Q3 行业归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

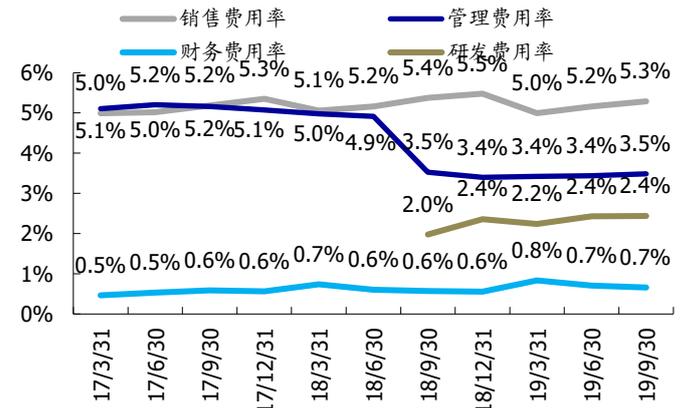
毛利率同比降低 0.7PCT, 费用率同比提升 0.42PCT。行业前三季度整体毛利率 15.7%, 同比-0.7PCT; 净利率 3.1%, 同比-1.1PCT。期间费用率合计 11.87%, 同比+0.42PCT; 分项来看, 销售费用率 5.3%, 同比-0.1PCT; 管理费用率 3.5%, 同比持平; 研发费用率 2.4%, 同比+0.4PCT, 财务费用率 0.7%, 同比+0.1PCT。

图表 14: 2017-2019Q3 行业毛利率变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

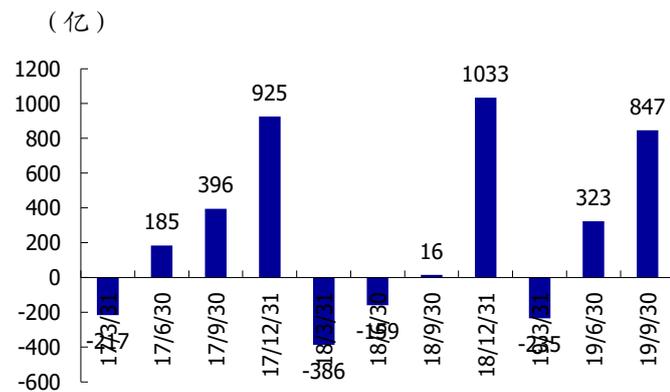
图表 15: 2017-2019Q3 行业期间费用率变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

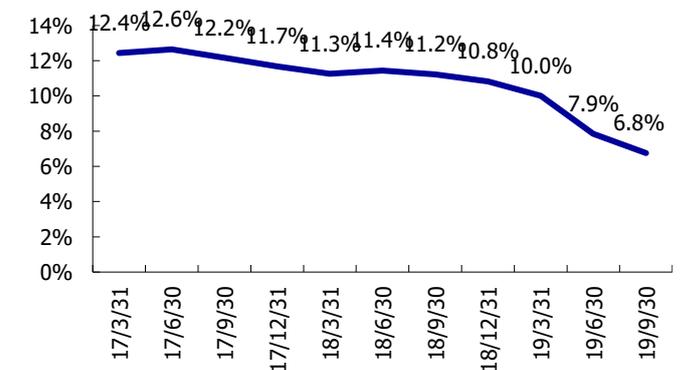
上半年行业加大销售及回款力度, 经营性现金流进一步改善。行业前三季度加大回款力度, 经营性现金流 847 亿元, 较去年同期 (16 亿元) 显著改善。

图表 16: 2014-2019Q3 行业经营性现金流 (亿元) 及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

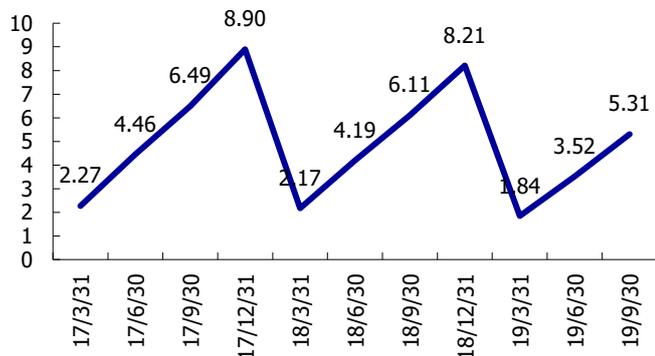
图表 17: 2014-2019Q3 行业 ROE (ttm, 摊薄)



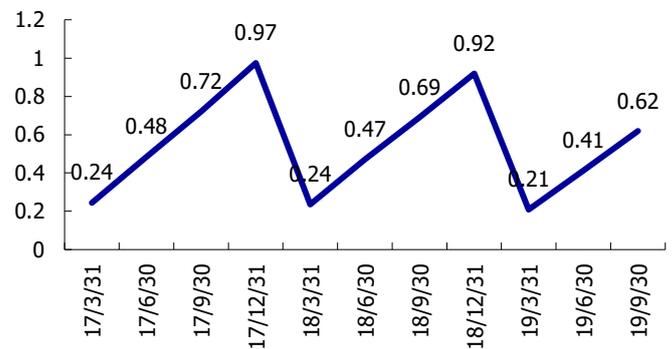
资料来源: WIND, 国盛证券研究所

经营效率方面,受终端销量下滑的影响,行业2019年前三季度应收账款周转率5.31次,同比下滑13.08%;总资产周转率0.62次,同比下滑10.50%。

图表 18: 2014-2019Q3 行业应收账款周转率(次)



图表 19: 2014-2019Q3 行业总资产周转率(次)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

资料来源: WIND, 国盛证券研究所

汽车经营业绩表现分板块看:

- **整车前三季度表现: 货车>客车>乘用车。**整体而言, 19年前三季度商用车的表现优于乘用车。收入端, 乘用车/客车/货车收入分别同比-8.0%/+6.2%/+5.5%; 利润端, 乘用车/客车/货车分别同比-42.7%/+45.0%/+57.7%。
- **零部件前三季度表现: 轮胎>动力系统>轮毂>内外饰件>热管理>汽车电子>铝合金压铸件>NVH。**业绩方面, 轮胎在今年前三季度整体表现较好, 收入同比+5.3%, 受上游原材料价格下降以及海外产能投放的影响, 利润同比+52.5%, 在零部件行业中一枝独秀。除轮胎行业以外, 动力系统加工行业前三季度利润同比-8.9%, 其余子行业均呈现两位数的利润降幅。
- **经销商前三季度收入同比-7.6%, 归母净利润同比-79.4%。**

图表 20: 汽车行业细分板块 19 年三季报业绩对比

细分板块	营业收入		归母净利润		毛利率		期间费用率		经营性现金流		ROE		应收账款周转率		总资产周转率	
	Q1-Q3 (亿)	YOY	Q1-Q3 (亿)	YOY	Q1-Q3 (%)	YOY (PCT)	Q1-Q3 (%)	YOY (PCT)	Q1-Q3 (亿)	YOY	Q1-Q3 (%)	YOY (PCT)	Q1-Q3 (次)	YOY	Q1-Q3 (次)	YOY
整车																
乘用车	10432.9	-8.0%	271.0	-42.7%	15.0%	-1.6	12.0%	0.4	483.6	8087.6%	7.5%	-4.3	6.4	-22.8%	0.6	-
客车	438.9	6.2%	15.2	45.0%	18.2%	0.3	14.7%	0.3	32.6	-267.9%	5.8%	-6.7	1.1	14.7%	0.5	13.1%
货车	2118.1	5.5%	82.9	57.7%	18.5%	0.6	12.3%	-0.6	104.3	388.5%	10.7%	-2.1	6.0	-1.3%	0.6	-0.7%
零部件																
NVH	53.6	-10.7%	5.1	-36.9%	28.0%	-0.1	16.1%	2.9	10.2	92.9%	8.1%	-2.7	3.1	-1.5%	0.4	14.5%
动力系统加工	483.1	9.2%	35.4	-8.9%	20.7%	-2.3	13.9%	-0.8	54.9	44.2%	0.7%	-6.9	3.2	10.3%	0.4	4.6%
轮毂	127.7	-8.7%	9.1	-20.8%	21.9%	0.9	14.1%	3.2	8.2	147.3%	8.7%	-1.4	3.9	-1.2%	0.4	14.4%
轮胎	426.2	5.3%	31.1	52.5%	22.2%	3.1	13.4%	0.8	55.1	47.8%	8.4%	1.9	4.7	5.7%	0.5	-5.7%
铝合金压铸件	108.3	-2.3%	8.2	-34.9%	26.1%	-1.7	16.6%	2.4	19.7	140.5%	7.7%	-1.4	2.6	-10.1%	0.4	-8.7%
内外饰件	1523.9	-7.6%	74.4	-24.5%	15.6%	0.7	10.9%	0.6	103.1	41.2%	11.3%	-4.2	4.0	-11.8%	0.7	-
汽车电子	555.0	13.4%	11.5	-34.1%	18.5%	0.8	15.4%	0.8	23.9	0.3%	6.5%	-0.4	4.3	-2.0%	0.7	0.2%
热管理	320.7	-4.6%	24.8	-27.3%	25.6%	-0.2	16.6%	1.9	30.2	64.6%	7.8%	-3.8	2.9	-2.7%	0.5	-9.5%
经销商																
经销商	1757.7	-7.6%	7.0	-79.4%	9.2%	-0.1	7.4%	0.5	-78.5	-60.5%	-8.3%	-16.4	21.2	-30.0%	0.9	-2.4%

资料来源: WIND, 国盛证券研究所

二、乘用车景气度回暖，2020年销量有望转正

2.1 销量逐月环比好转，景气度趋势向上

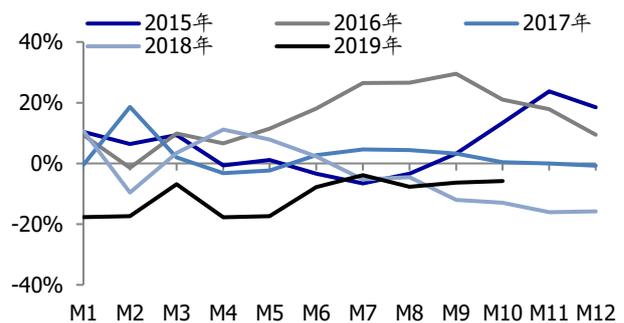
根据中汽协披露销量数据，2019年1-10月乘用车销量1716.31万辆，同比下降10.91%。从单月来看，10月份乘用车销量192.77万辆，同比下降5.82%，较8月降幅收窄0.48PCT。从2018年9月至今年5月，乘用车销量降幅都在两位数以上（除2019M3）。

图表 21: 乘用车批发销量及同比增速 (单位: 万辆、%)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

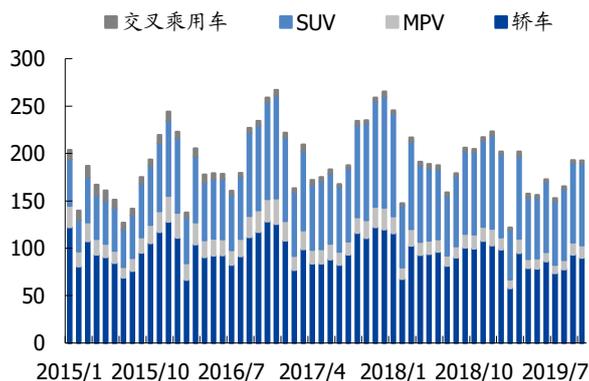
图表 22: 乘用车月度批发销量同比增速 (单位: %)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

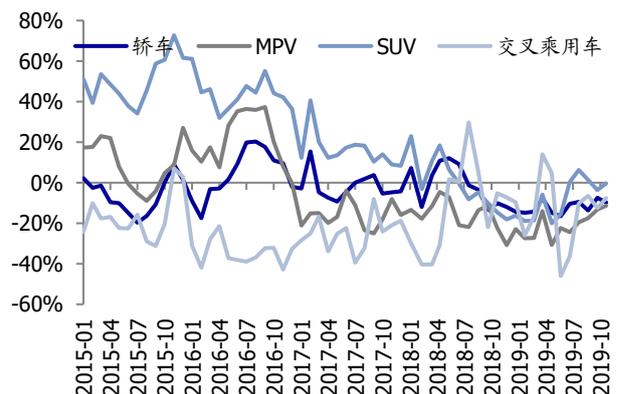
分车型来看，2019年前10月各细分车型销量增速均出现较大的下降。1-10月MPV销量111.24万辆，同比下降20.66%；轿车销量829.83万辆，同比下降11.83%；SUV销量743.59万辆，同比下降7.95%。单月分析，2019年10月MPV和SUV降幅分别收窄1.92PCT、3.37PCT，而轿车降幅增加2.43PCT。

图表 23: 乘用车各细分车型月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 24: 乘用车各细分车型月度销量同比增速 (单位: %)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 5: 乘用车各细分车型销量及增长情况 (单位: 万辆, %)

销量 (万辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 M1-10
乘用车合计	1792.80	1977.10	2110.87	2429.22	2474.40	2367.15	1716.31
同比增速	15.71%	10.28%	6.77%	15.08%	1.86%	-4.33%	-10.91%
狭义乘用车	1626.99	1836.79	2000.95	2356.77	2419.70	2321.33	1684.66
同比增速	22.91%	12.90%	8.94%	17.78%	2.67%	-4.07%	-10.83%
轿车	1200.83	1237.42	1169.67	1213.78	1184.76	1151.62	829.83
同比增速	11.75%	3.05%	-5.48%	3.77%	-2.39%	-2.80%	-11.83%
MPV	128.99	191.52	210.67	249.46	208.59	172.82	111.24
同比增速	161.46%	48.48%	10.00%	18.41%	-16.38%	-17.15%	-20.66%
SUV	298.88	407.84	620.61	893.53	1026.36	996.90	743.59
同比增速	49.57%	36.46%	52.17%	43.98%	14.87%	-2.87%	-7.95%
交叉乘用车	164.11	133.21	109.92	72.45	54.70	45.82	31.65
同比增速	-27.27%	-18.83%	-17.49%	-34.08%	-24.50%	-16.24%	-15.15%

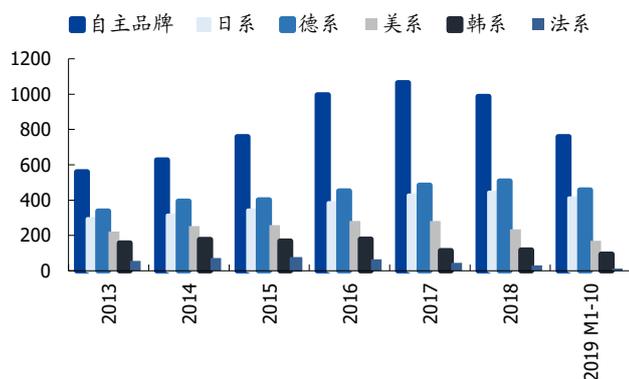
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

分国别来看, 2019年前10月各车系分化较为明显。2019年1-10月各国乘用车销量中日系品牌、德系品牌、韩系品牌乘用车销量实现同比正增长, 分别增长14.63%、9.55%、2.33%。日系车维持高景气主要受益于丰田和本田的新车周期。

其他车系中: 前10月份, 自主品牌(-5.03%)、美系(-13.29%)、法系(-51.95%)均下滑较多, 其中美系品牌下滑原因在于长安福特销量大幅下滑。

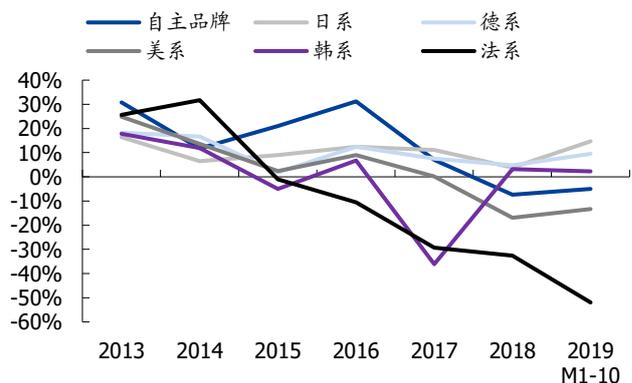
而从10月单季销量看, 除了自主品牌车系环比改善外(环比+5.08%), 其他车系环比均有所下滑。

图表 25: 乘用车分国别年度销量 (单位: 万辆)



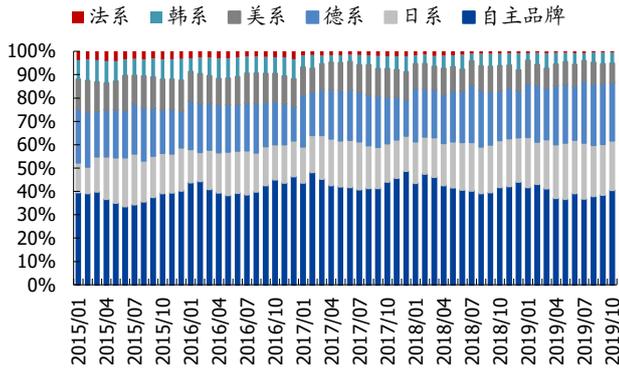
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 26: 乘用车分国别年度销量同比增速



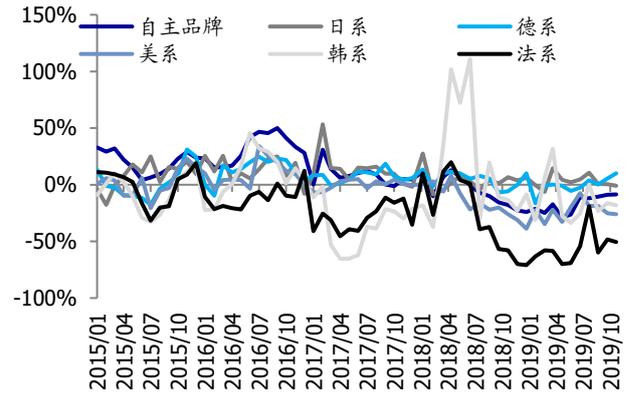
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 27: 乘用车分国别月度销售份额



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 28: 乘用车分国别月度销量同比增速

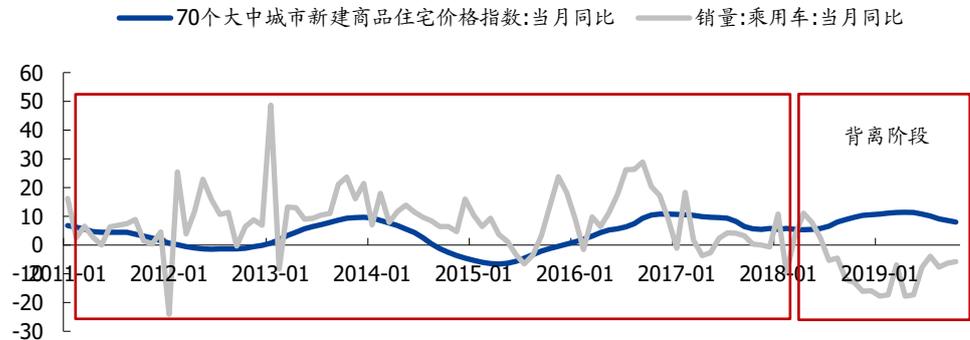


资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

2.2 三线城市车市逐步复苏, 有望贡献主要增量

2018年前房价与汽车销量走势趋同, 2018后逐步背离。根据70个大中城市的房价走势, 2012-2015年及2015年-2017年为两轮房价上涨周期, 期间汽车销量增速与房价走势相同。2018年之后, 房价和汽车销量走势逐步背离, 我们理解为长期房价高位透支了汽车的潜在购买力, 同时叠加宏观经济下行, 造成汽车销量增速逐步下行。

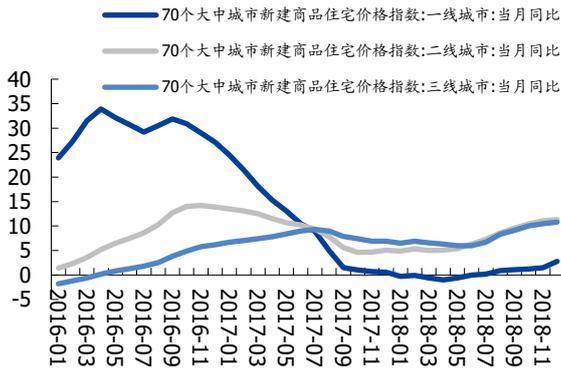
图表 29: 70 大中城市新建商品住宅价格指数同比变化和汽车销量同比变化对比 (%)



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

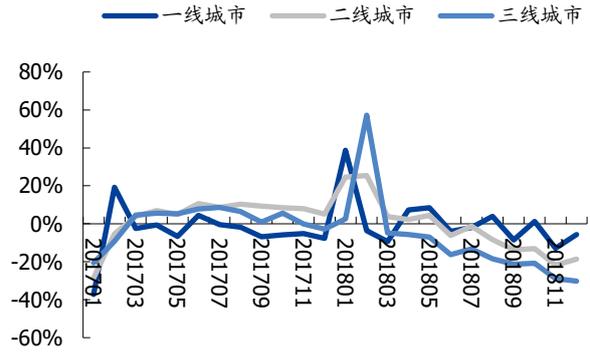
分城市级别来看, 房价和汽车销量的背离趋势更为明显。2017年初一线城市房价领涨, 而一线城市的汽车零售销量(交强险数量)增速低于二线和三线城市。2017年下半年, 二线和三线城市房价领涨, 其涨幅也陆续超过一线城市, 从交强险增速来看, 二三线汽车销量增速低于一线城市。2017年之后房价和汽车销量表现出明显的背离现象。

图表 30: 70 个大中城市分级别房价同比增速 (%) 走势图



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

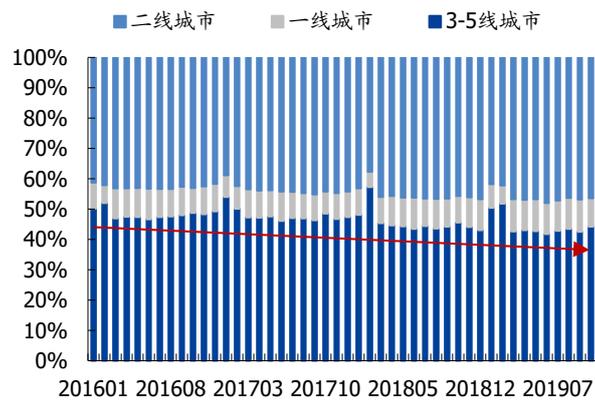
图表 31: 乘用车分城市级别交强险同比增速



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

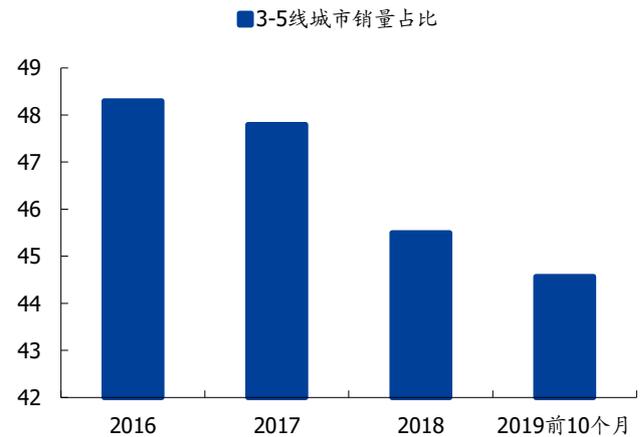
三线及以下城市为国内汽车消费主力市场。从销量占比来看, 约占国内乘用车市场一半销量, 但从趋势来看, 自 2017 年以来持续下行, 从单月销量最高点 54% 逐步降至 2019 年 42.6% 左右。以年度口径统计, 2016-2018 年及 2019 年前 10 个月三线及以下城市交强险占比分别为 48.3/47.8/45.5/44.6%。

图表 32: 3-5 线城市销量占比逐步下行



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

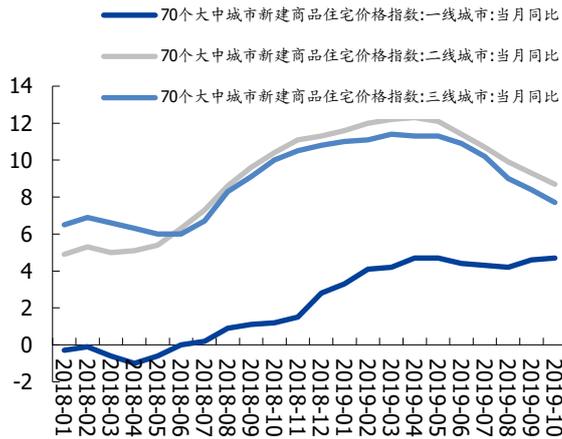
图表 33: 乘用车 3-5 线城市交强险占比 (%)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

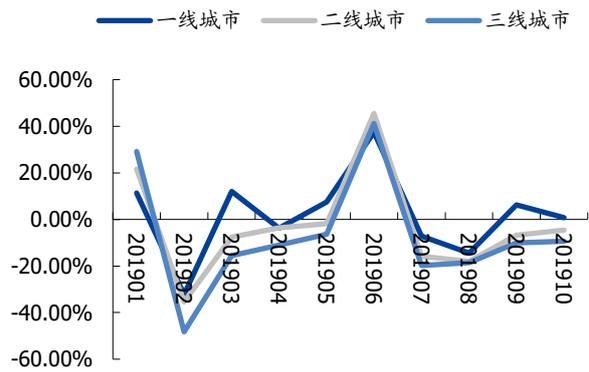
70 个大中城市价格三线城市在今年 6 月出现明显拐点, 下降幅度较大, 而汽车零售销量从 7 月起三线城市逐步抬升, 与一线城市销量增速差值逐步收窄。

图表 34: 70 个大中城市分级别房价同比增速 (%) 走势图



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 35: 乘用车分城市级别交强险同比增速



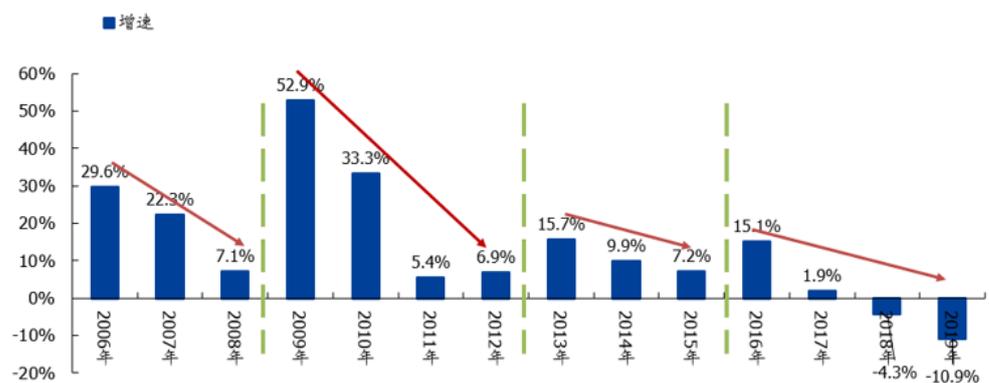
资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

随着地产价格走势逐步放缓, 我们认为地产对汽车销量的影响和挤出效应逐步减弱, 行业销量将回归至自身周期轨道上。同时从三季度起可以看到三线及以下汽车零售增速逐步回暖, 有望在 2020 年贡献行业主要增量。

2.2 中期看周期底部, 行业逐步复苏

本轮乘用车周期已触底。汽车周期从历史数据来看对经济表现具有一定的领先性, 而本轮下滑周期, 我们发现从中汽协的批发数据增速 (起自 2016 年 9 月) 来看, 每一轮下滑周期持续时间一般为 3-4 年。

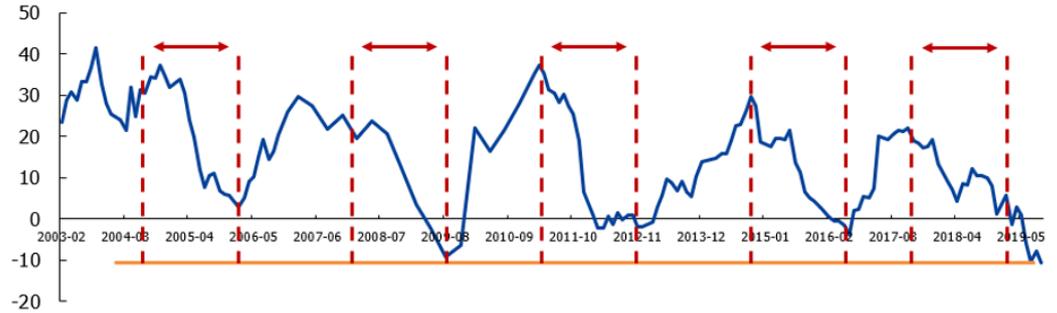
图表 36: 中汽协批发销量同比增速-每一轮下滑周期持续 3-4 年



资料来源: wind, 国盛证券研究所

同时从汽车工业产成品存货增速来看, 至今持续时间以及下降幅度已达历史经验性底部。汽车工业产成品存货同比增速每一轮下滑持续周期一般为 24 个月左右, 同时单月最大下滑幅度为 10% 左右。本轮下滑周期起自 2017 年 8 月, 由于行业利空因素较多, 持续时间已经超过历史均值, 但边际改善趋势逐步显现。

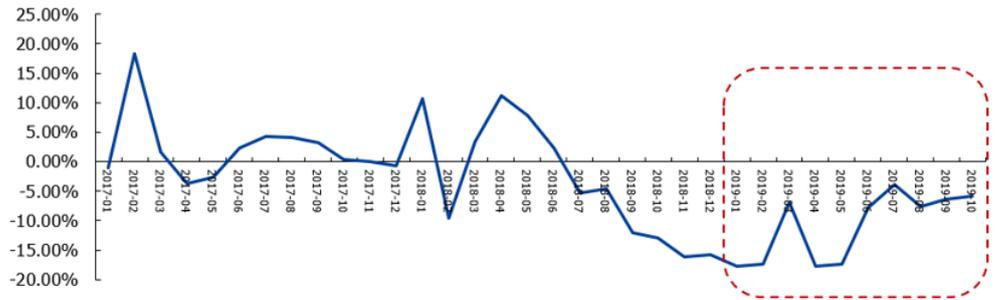
图表 37: 汽车工业产成品存货同比增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

批发销量下滑幅度自 6 月以来持续维持在个位, 行业复苏逻辑基本验证。2019 年 1-10 月累计销售 1717.4 万辆, 同比下滑-11%。其中 10 月汽车同比增速-5.8%, 连续 5 个月保持个位数下滑, 且自 8 月以来同比增速逐月改善。

图表 38: 乘用车批发销量及同比增速

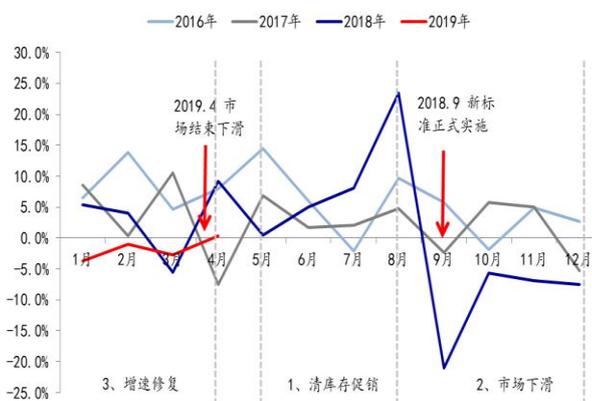


资料来源: wind, 国盛证券研究所

7 月 1 日提前实施国六排放标准扰动行业批零两端, 使得行业二季度批发销量失真。今年一季度行业批发销量边际改善明显, 但国六提前实施使得行业二季度控制批销量, 行业复苏趋势被打断, 并透支了行业第三季度的零售效率。

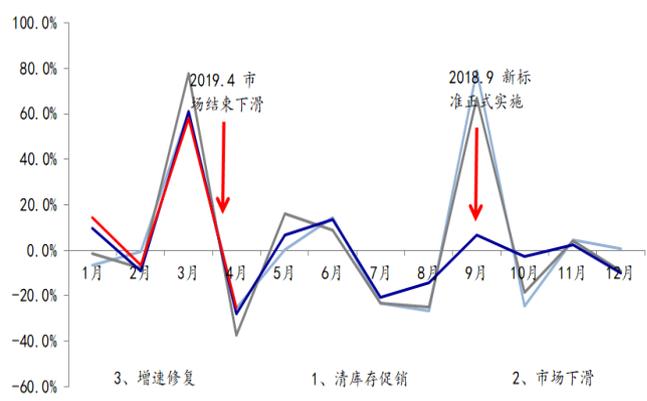
对标欧六 d 排放升级, 欧洲消化透支影响用了 3 个月。为分析此次国六事件影响, 我们复盘了 18 年欧洲尾气提标事件对行业的影响, 发现欧洲用了 3 个月时间消化提标事件影响。

图表 39: 2018 年欧 6d-temp 提标期间欧洲销量同比增速对比



资料来源: 欧洲汽车协会, 国盛证券研究所

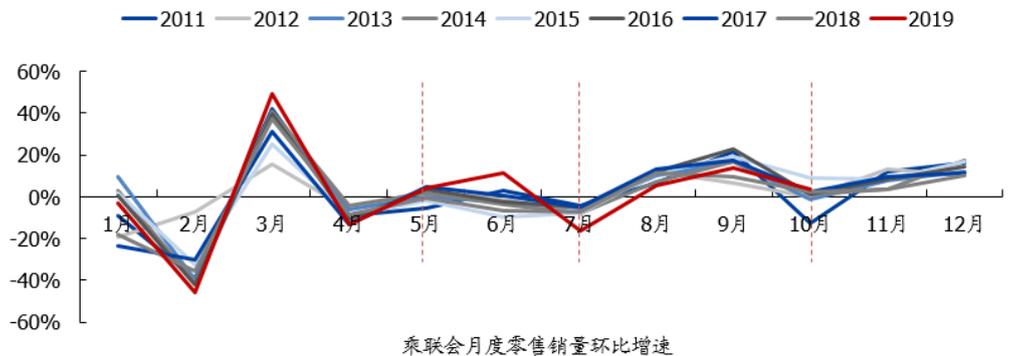
图表 40: 欧 6d-temp 提标期间欧洲销量环比增速对比



资料来源: 欧洲汽车协会, 国盛证券研究所

国内销量从零售销量来看，至10月份扰动基本消除。根据乘联会零售销量，今年5-10月环比增速分别为4.4%/11.6%/-16%/5.4%/14%/3.5%，与近五年同期均值的差值为2.8%/16.1%/-9.4%/-5.5%/-3.2%/0.2%。由此可见终端零售6月被透支后，7月到9月逐步消化影响，至10月国六影响消除，这与我们之前的判断基本吻合。

图表 41: 2011-2019 年当月环比增速表明 10 月零售销量回归正常值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

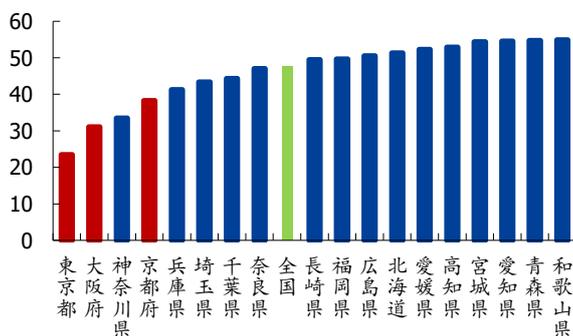
2.3 远期看我国汽车市场仍有提升空间

我国人均汽车保有量仍有较大提升空间。以千人汽车保有量计算，我国 2018 年汽车千人保有量约为 172，远低于欧美 800 左右，日韩 500 左右的保有量水平。假设我国未来达到 400 左右的千人保有量，远期我国汽车总保有量为 6 亿台，按照 15 年更新周期，年销量峰值应在 4000 万左右。

关于保有量的一个认知误区。市场以一线城市拥堵水平为参考基准担心我国未来汽车保有量峰值，但是参考日美发现，一线城市核心地区汽车保有量均低于全国水平。

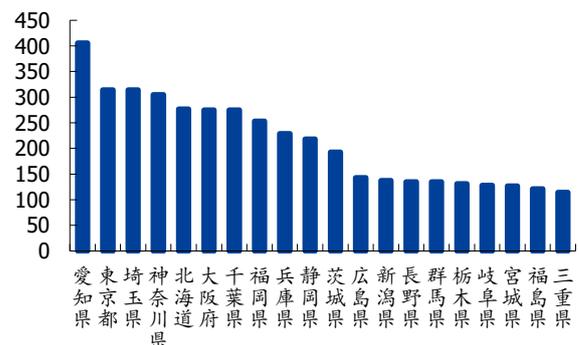
日本城市汽车保有量排名中，可以看到在人均汽车保有量排名中，日本主要城市东京、大阪、京都等汽车保有量均排名倒数，其中东京排名倒数第一。而在总保有量排名中，东京甚至不在前 20 中。

图表 42: 2015 年日本地区百人汽车保有量 (辆/百人)



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

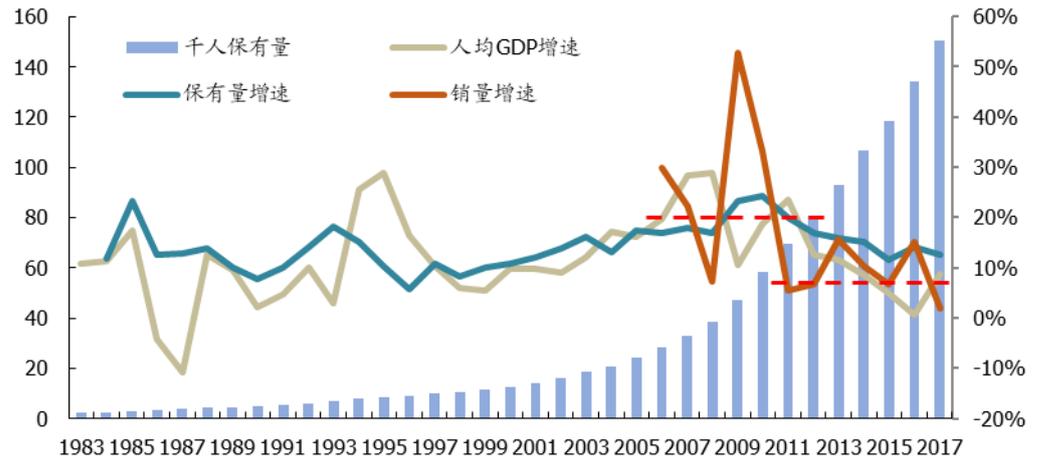
图表 43: 2015 年日本地区汽车总保有量前 20 名 (辆)



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

中长期来看，销量峰值到来的快慢受 GDP 是否能够稳定增长影响。中长期空间刚需确认后，参考海外，千人保有量能否继续上行与人均 GDP 增速密切相关，从 2011 年起，随着我国千人保有量突破 100，我国人均 GDP 增速和汽车销量增速中枢出现同步下行。

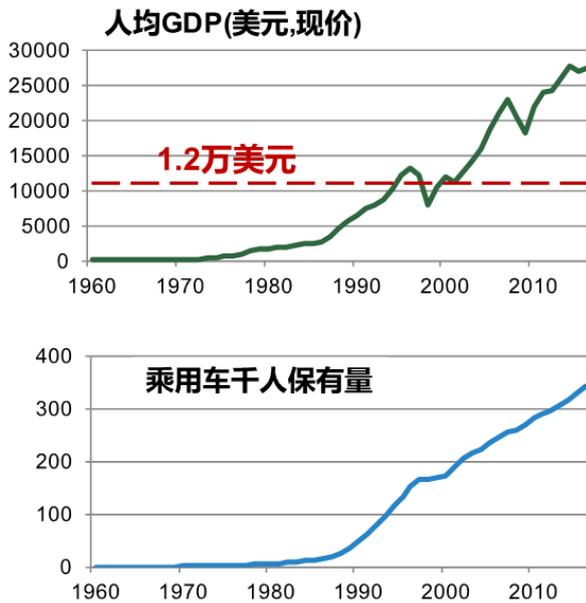
图表 44: 2017 年我国千人汽车保有量突破 150 辆/千人



资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

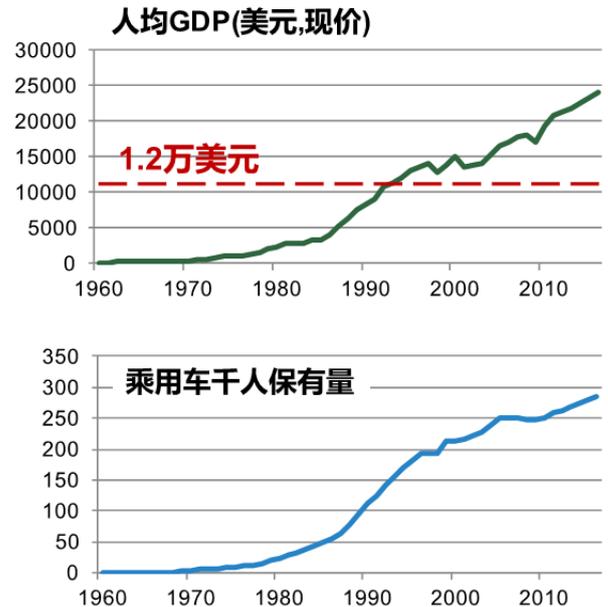
人均 GDP 水平与汽车保有量高度相关。参考海外，汽车千人保有量能否持续增长的一个重要前提是人均 GDP 能否继续增长，顺利跨越中等国家收入陷阱。参考韩国与台湾，分别在 1998 年与 1993 年，人均 GDP 成功顺利跨过 1.2 万美元，而汽车千人保有量随之得到大幅的突破。而与此相对，巴西和菲律宾未能成功跨过中等国家收入陷阱，因此千人保有量持续在徘徊。

图表 45: 韩国人均 GDP 与乘用车千人保有量



资料来源: 国家信息中心, 世界银行, OICA, 国盛证券研究所

图表 46: 台湾地区人均 GDP 与乘用车千人保有量



资料来源: 国家信息中心, 世界银行, OICA, 国盛证券研究所

我国主要城市千人保有量已经接近 300，远期达到 420 辆/千人为大概率事件。我国我国 GDP 较高地区，人均汽车保有量已开始接近 300，未来有望进一步提升。

图表 47: 2016 年我国主要城市汽车千人保有量

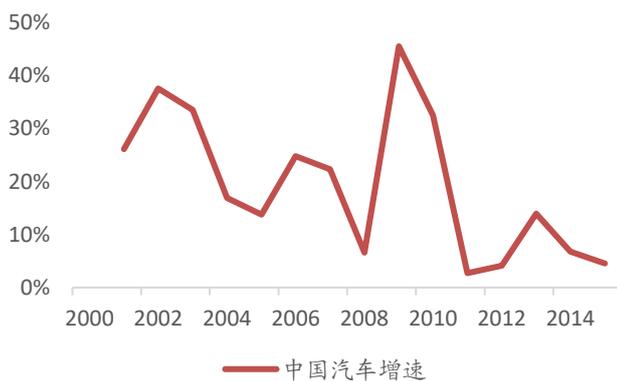
2016 年	民用汽车拥有量 (万辆)	常住人口 (万人)	千人保有量 (辆/千人)
宁波	238.0	788	302.2
长沙	226.4	765	296.2
苏州	312.6	1065	293.6
昆明	193.8	673	288.0
西安	244.2	883	276.5
郑州	267.7	972	275.3
东莞	224.6	826	271.9
佛山	202.0	746	270.7
南京	221.7	827	268.1
深圳	317.9	1191	266.9
成都	412.5	1592	259.1
杭州	234.2	919	254.8
北京	547.4	2173	251.9

资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

我国未来汽车发展空间主要集中在中西部即三四线城市。复盘汽车销量与 GDP 增速高度相关，行业经验用 R 值衡量判断一个地区的汽车的发展阶段： $R = \text{汽车平均售价} / \text{当地人均 GDP}$ ，在 R 达到 2-3 的时候当地汽车销量增速提升。

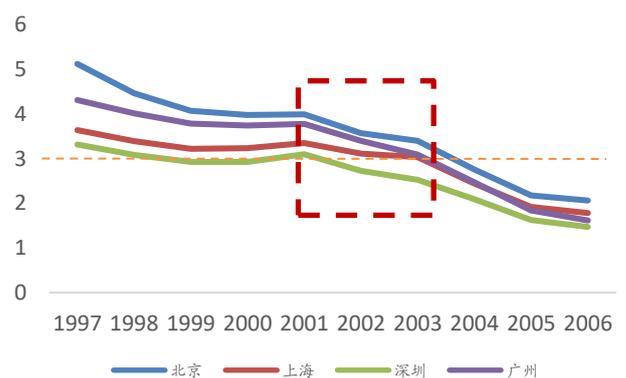
我们复盘历史上国内汽车行业销量，用整车工业总产值除以销量代表汽车平均售价，发现历史上汽车销量的两个高峰期 2001-2003 年，以及 2009-2010 年（虽有购置税优惠政策刺激）正是一线城市和东部发达省份 R 值降到 3 的时候。目前中西部多个省份 R 值正处于临界值位置，而随着经济稳定增长，有望撬动中西部地区车市需求。

图表 48: 中国汽车行业 2000-2015 年销量增速



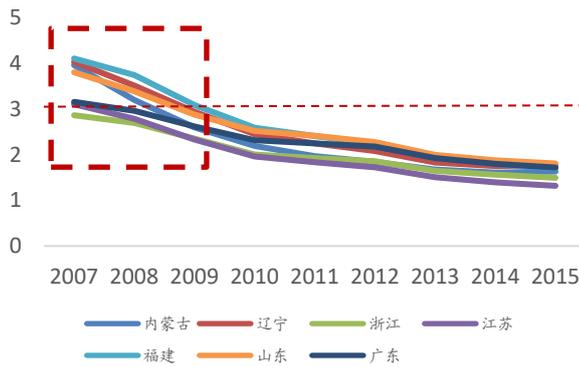
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 49: 一线城市在 02-03 年 R 值达到临界值



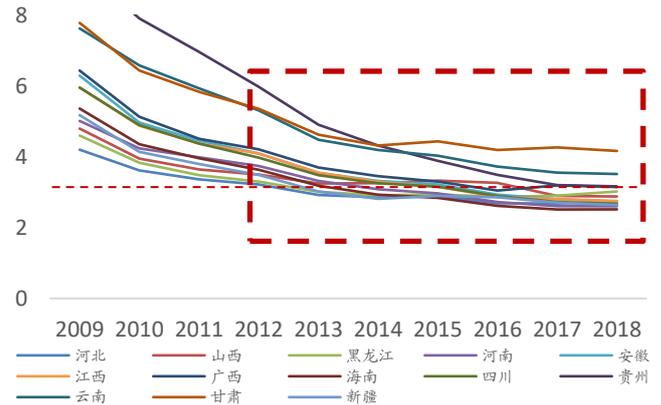
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 50: 东部发达省份 08 年左右达到 R 值临界值



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 51: 中西部省份从 15 年开始 R 值逐步向临界值趋近



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

2.4 预计明年行业恢复正增长, 头部品牌集中度提升

预计行业明年正增长。为估算 2019 年全年乘用车销量, 我们主要对历史环比数据进行参考, 并进行一定修正, 取 11 月和 12 月环比增速分别为 9%和 7%, 求得 2019 年乘用车批发效率同比下滑约 9%。在此假设下, 12 月单月批发销量有望转正。同时对 2020 年估算全年销量, 主要参考 2012-2013 年间的环比增速情况。**预计 2020 年行业批发销量同比增长 0-5%, 我们取乐观值偏上限 5%的正增长。**

图表 52: 2019 年和 2020 年销量估算

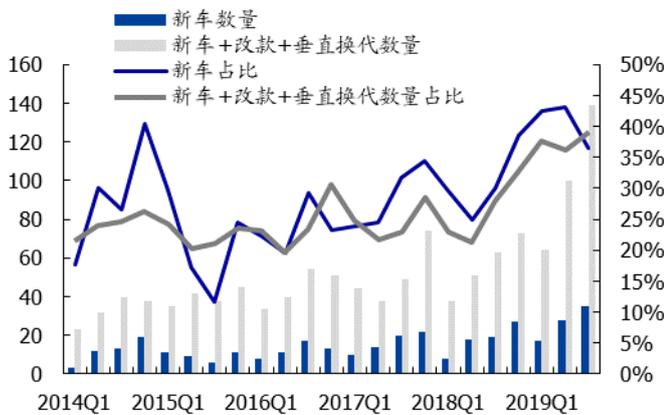
环比	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2005		-12.1%	66.6%	-5.3%	-5.8%	18.3%	-15.9%	-7.4%	21.1%	-9.6%	23.0%	15.8%
2006	-8.1%	-17.8%	41.1%	-3.6%	-16.0%	0.7%	-16.1%	13.6%	20.6%	-10.0%	21.9%	13.0%
2007	-2.2%	-24.4%	35.8%	-3.7%	-10.5%	4.8%	-10.7%	5.3%	16.5%	-11.4%	17.3%	9.0%
2008	4.2%	-26.1%	43.3%	-13.6%	-6.7%	4.2%	-17.0%	-7.6%	22.5%	-2.6%	-2.9%	11.8%
2009	4.4%	-0.5%	27.2%	7.6%	-0.2%	5.3%	-4.6%	3.1%	18.3%	-6.8%	9.5%	6.5%
2010	19.3%	-28.3%	34.2%	-12.2%	-6.1%	0.0%	-9.3%	7.7%	18.9%	-0.7%	11.4%	-2.3%
2011	16.8%	-36.7%	39.3%	-15.2%	-8.7%	6.4%	-8.8%	8.2%	20.5%	-7.5%	10.1%	1.9%
2012	-15.2%	4.5%	15.4%	-8.9%	0.5%	0.2%	-12.8%	8.8%	7.9%	-1.3%	12.5%	0.1%
2013	18.0%	-35.6%	42.6%	-9.1%	-3.1%	0.5%	-11.8%	9.3%	17.8%	0.8%	5.6%	4.8%
2014	3.9%	-28.9%	30.3%	-5.9%	-1.2%	-1.6%	-13.2%	8.1%	15.5%	0.8%	3.9%	16.1%
2015	-1.1%	-31.5%	33.9%	-10.8%	-3.6%	-6.1%	-16.1%	11.8%	23.5%	10.6%	13.4%	11.2%
2016	-8.7%	-38.2%	49.3%	-13.5%	0.8%	-0.5%	-10.1%	11.9%	26.3%	3.3%	10.5%	3.2%
2017	-17.0%	-26.4%	28.4%	-17.8%	1.7%	4.6%	-8.4%	11.7%	24.9%	0.4%	10.1%	2.5%
2018	-7.4%	-39.9%	47.0%	-11.7%	-1.3%	-0.8%	-15.2%	12.6%	15.1%	-0.7%	6.2%	2.7%
2019	-9.5%	-39.7%	65.6%	-22.0%	-0.9%	10.7%	-11.6%	8.2%	16.8%	-0.15%	9.0%	7.0%
2020E	-10.0%	-26.0%	30.0%	-12.0%	-1.0%	1.6%	-12.0%	10.5%	20.0%	1.8%	9.4%	5.5%
均值	-2.3%	-30.3%	39.1%	-12.8%	-1.8%	1.5%	-12.0%	10.1%	18.7%	0.7%	9.0%	5.5%
近五年均值	-8.8%	-35.1%	44.8%	-15.2%	-0.7%	1.6%	-12.3%	11.2%	21.3%	2.8%	9.8%	5.3%

资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

行业竞争格局日趋激烈，推出更多的新车型并及时更新换代老款车型成为行业竞争的必要策略。头部品牌研发/制造优势在今年前三季度已经开始显现，上市新车占比持续提升：

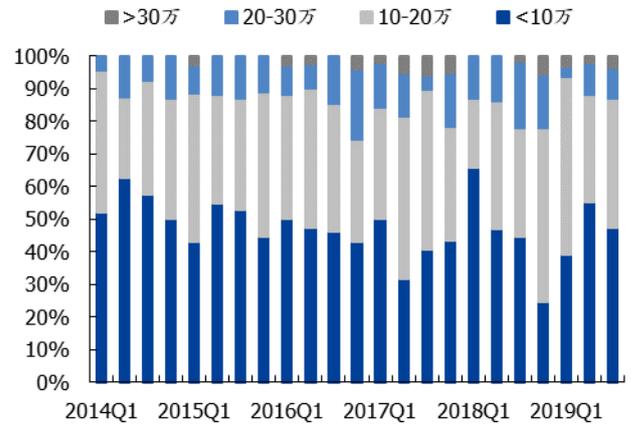
- 从数量占比看，头部品牌前三季度的上市车型数量同比提升**68%/96%/139%**，行业占比同比提升**15%/15%/11 PCT**。2019年前三季度，头部品牌（吉利系、上汽系、广汽系、长城系、长安系）的新上市车型分别为64/100/139款，较2018年前三季度的上市车型数量同比提升68%/96%/139%。同时前三季度，头部品牌的上市车型数量占行业比例为38%/36%/39%，较去年同期同比提升15%/15%/11 PCT。
- 从新车型价格看，头部品牌在低端市场的新车布局较行业整体领先一个季度。从价格看，同样以入门款的最低指导价计，2019年单三季度，10万以下/10-20万/20-30万/30万以上各价位中，头部品牌的新上市车型数量占比分别为47.5%/39.5%/9.4%/3.6%，较18年三季度同比+3/+6.2/-11.3/+2.0 PCT，较今年二季度环比-7.5/+6.6/-0.6/+1.60 PCT。头部品牌对于低端市场的车型布局，在二季度达到高点，较行业整体提前了一个季度。

图表 53: 2014 年至今，头部品牌新车数量占比统计(款)



资料来源：太平洋汽车，国盛证券研究所
注：头部品牌包括：吉利系、上汽系、广汽系、长城系、长安系

图表 54: 分价位，头部品牌新车数量占比统计



资料来源：太平洋汽车，国盛证券研究所
注：头部品牌包括：吉利系、上汽系、广汽系、长城系、长安系

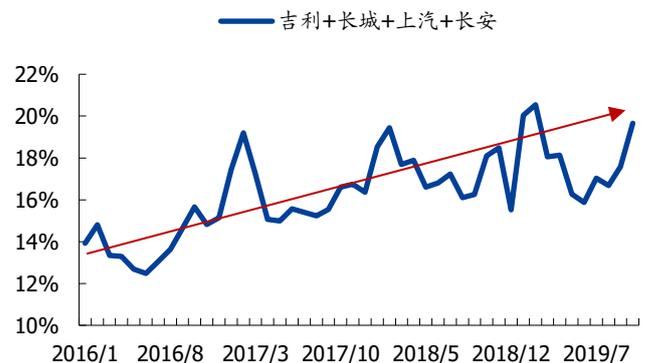
行业格局重塑，一线龙头集中度逐步提升。2017年国内车市进入下行通道，并受到购置税优惠政策透支效应，尾气排放升级提前实施等多重因素影响，一线龙头集中度逐步提升，市场格局正在出清。根据我们统计目前国内生产乘用车的厂商约有百家左右，而海外经验来看，行业集中度提升是必然趋势，尾部企业面临淘汰。

图表 55: 合资车企中，大众/通用/丰田/本田合计销量占比持续提升



资料来源：太平洋汽车，国盛证券研究所

图表 56: 自主车企中，吉利/长城/上汽/长安合计销量占比持续提升



资料来源：太平洋汽车，国盛证券研究所

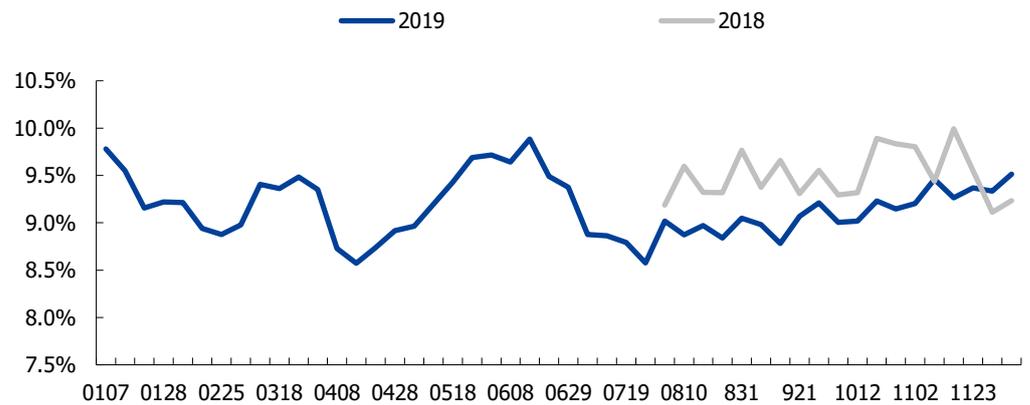
龙头集中效应体现，看好一线整车龙头。我们认为这一轮行业下滑周期对行业格局出清有着重要的作用，一线合资和自主龙头市场集中度得到提升，随着行业复苏将显著受益，自主品牌我们看好吉利汽车、长安汽车，合资品牌看好丰田和大众，建议关注上汽集团何上汽集团。

三、行业利润承压加快零部件进口替代进程

3.1 终端折扣继续抬升，反映市场竞争日趋激烈

行业整体折扣率年底快速抬升。根据我们对终端价格体系跟踪，今年整体折扣率水平年初以来受终端零售好转，一季度总体呈现下行趋势，二季度由于行业促销使得整体折扣率攀升至高点，至6月中旬行业折扣率开始下行，降低至年初水平。目前行业折扣率受季节性影响开始逐步升高，9-10月低于去年同期水平，但近期折扣开始提升，反超去年同期折扣率，反映市场竞争日趋激烈。

图表 57: 行业整体折扣率变化对比

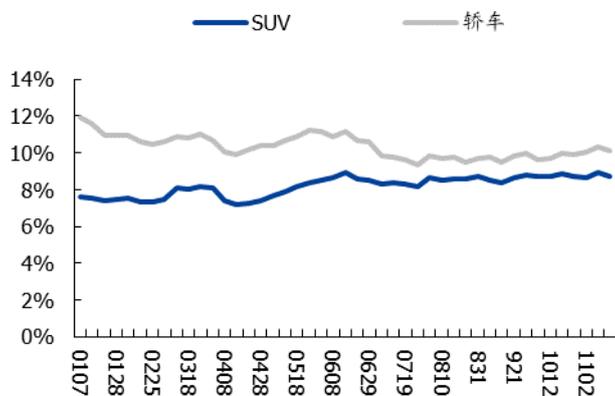


资料来源: wind, 国盛证券研究所

分车型来看:

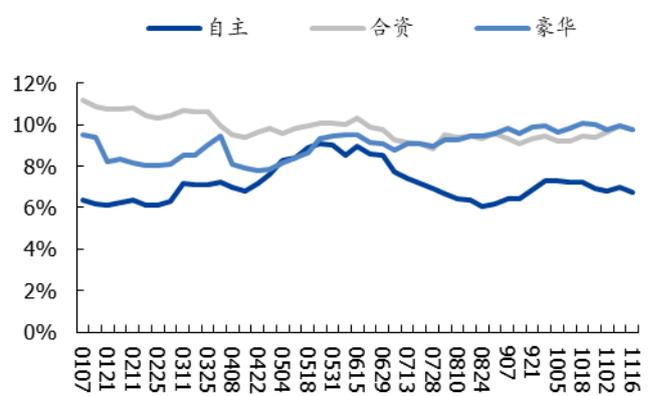
- 轿车折扣率>SUV，轿车同 SUV 折扣率差值今年以来逐步收窄，主要是由于 SUV 市场从高增速转向负增长；MPV 折扣率保持在相对稳定的范围内。
- 豪华品牌折扣率>合资>自主，今年以来豪华品牌折扣率上升幅度较大，主要是由于奥迪品牌折扣率加大所致，同时奔驰终端折扣有所松动。

图表 58: 今年以来行业分车型折扣率变化



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 59: 乘用车分级别折扣率变化趋势



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

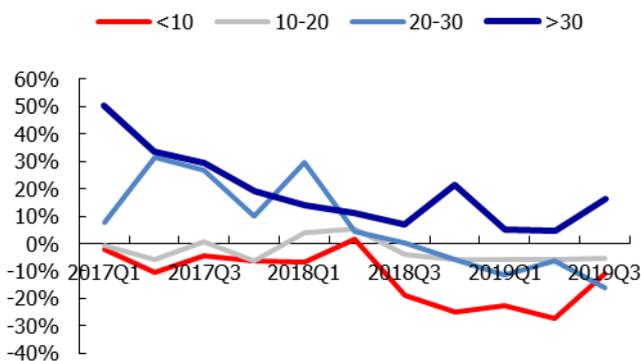
3.2 降成本支撑零部件国产替代化进程加速

3.2.1 市场竞争激烈，低价位车型密集上市

按入门价格分类，三季度起 10 万元以下低端市场的低基数效应开始得到体现，2019Q3 销量同比-10.85%，环比+8.79%，自主品牌受益明显。根据我们对汽车之家销量数据爬虫统计，以入门的最低指导价分类，19 年三季度各价位的销量增速分别为 10 万以下市场销量同比-11%，较去年同期增速+8PCT；10-20 万市场销量同比-5%，较去年同期-1PCT；20-30 万市场销量同比-16%，较去年同期-16PCT；30 万以上市场销量同比+16%，较去年同期+9PCT。

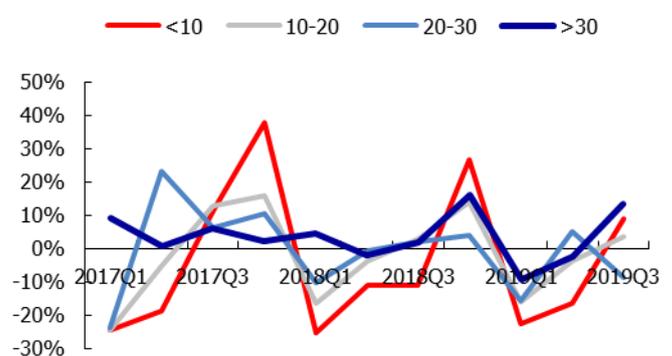
除了 30 万以上的豪华车市场延续强势，10 万元以下的低端车市场由于去年三季度低基数，2019Q3 销量同比-10.85%，较 2018Q3 (-19%) 提升 7.88PCT；环比+8.79%，较 2018Q3 增速 (-11%) 提升 19.94 PCT。与之对应，低端市场占比最大的自主品牌受益明显，三季度销量的同比降幅均明显收窄。

图表 60: 以入门款指导价 (万元) 统计, 各价格市场的同比增速



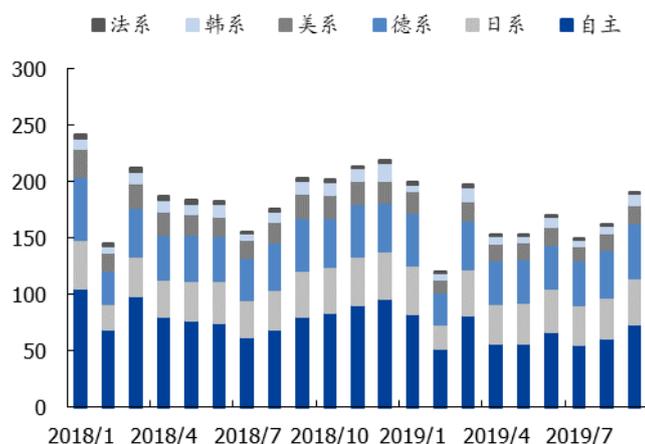
资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 61: 以入门款指导价 (万元) 统计, 各价格市场的环比增速



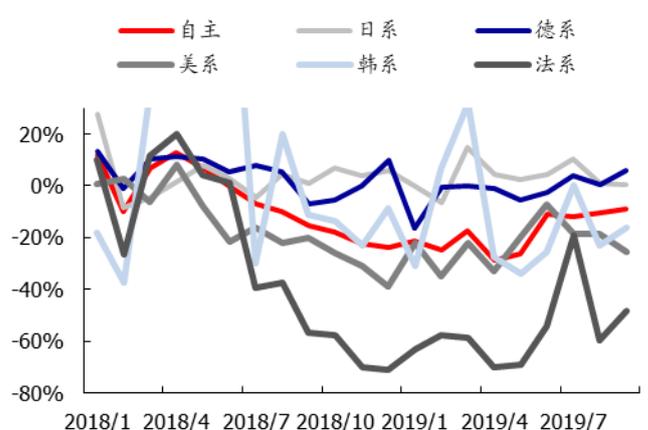
资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 62: 分国别, 各品牌乘用车销量 (辆)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 63: 分国别, 各品牌乘用车销量同比增速



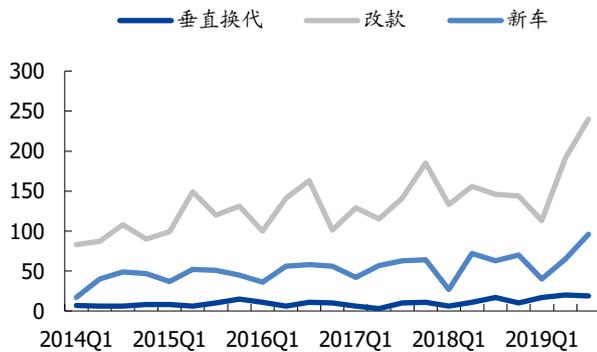
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

行业前三季度新车上市加速, 上市车型数量同比提升 2%/15%/57%, 其中低端市场营销布局明显加剧。根据我们对太平洋汽车网的新车统计, 19 年三季度, 行业垂直换代/改款/新车数量分别为 19/240/96 款, 较二季度增加-1/49/31 款, 较去年三季度增加 2/94/33 款。

由于国六集中切换，行业今年在新车投放整体呈现加速趋势，2019Q1-Q3 新上市车型数量分别为 170/276/355 款，同比提升 2%/15%/57%。

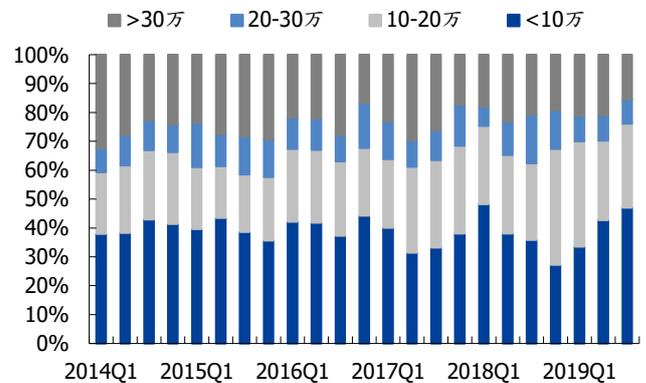
从价格看，以入门款的最低指导价计，10 万以下/10-20 万/20-30 万/30 万以上第三季度新上市车型数量占比分别为 47%/29%/8.5%/15.5%，同比+11.2/+2.5/-8.4/-5.3 PCT，由于去年以来的行业下行，整车厂经营压力加大，因而重新加大对于低端市场的营销布局，并削减了部分新车配置，通过更低的价格吸引消费者。

图表 64: 2014 年至今，行业新车数量统计(款)



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 65: 分价位, 行业新车数量占比统计



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

3.2.2 全球车市及中国区利润下滑迫使车企巨头降成本

2019 年全球车市呈现下滑趋势。今年上半年全球共计销售汽车 4544 万辆，同比下滑 6.6%，是自 2009 年以来最大降幅。分国家和地区来看，欧洲汽车销售同比下滑 7%，其中德国意大利英国分别下滑 12.5%/14.4%/19.9%；美国车市同比下滑 2.5%；中国汽车市场同比下滑 13.7%。

图表 66: 2019 年上半年全球汽车销量及同比增速

	2018 年 H1 (辆)	2019 年 H1 (辆)	增长率%
欧洲	11967462	11139728	-6.9
欧盟 27 个国家	10118520	9355998	-7.5
法国	1243540	1255688	1.0
德国	2846821	2492046	-12.5
意大利	593661	508103	-14.4
英国	876304	701651	-19.9
美洲	10701280	10401240	-2.8
加拿大	1083418	995879	-8.1
墨西哥	2048150	2097715	2.4
美国	5820212	5675400	-2.5
南美洲	1749500	1632246	-6.7
亚太地区	25441829	23348696	-8.2
中国	14057937	12132233	-13.7
印度	2664126	2464488	-7.5
日本	4441183	4531958	2.0
韩国	2004745	2028332	1.2
总计	48635223	45440141	-6.6

资料来源: 汽车工业协会, 国盛证券研究所

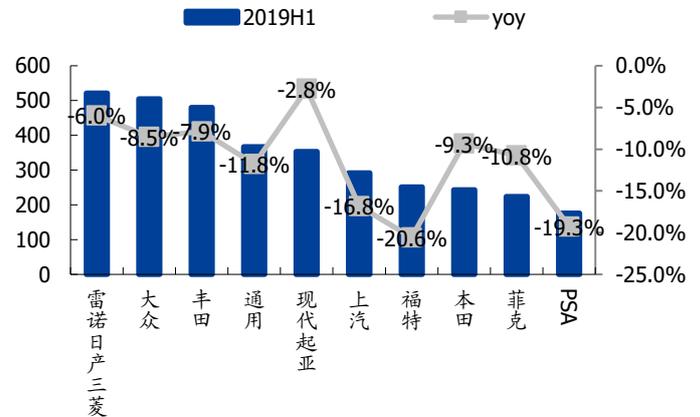
分集团来看，全球前十大车企今年上半年销量全部负增长。其中福特，通用和菲亚特克莱斯销量跌幅居前，分别为-20.6%/-11.8%/-10.8%。跌幅较小的为现代起亚，上半年销量下滑2.8%，主要是受益于韩国汽车市场今年上半年整体1.2%的正增长。

图表 67: 全球汽车市场 1997 年以来的销量及同比增速



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 68: 全球前十大汽车集团销量 (万辆) 及增速



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

受车市整体影响及竞争加剧，全球主要汽车集团在华利润下滑。

大众汽车在华两家合资公司一汽-大众和上汽大众。一汽-大众 2018 年实现收入 416 亿欧元，同比增长 1.9%，实现利润 36.65 亿欧元，同比增长 3.5%。公司自 2014 年收入端到达高点，2015 年收入大幅下滑后逐步恢复，但未超过之前高位。利润端自 2015 年以来持续下滑，2016 年虽然国内车市双位数增长，公司利润依然下滑 15.6%。

图表 69: 一汽-大众收入 (亿欧元) 及增速



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

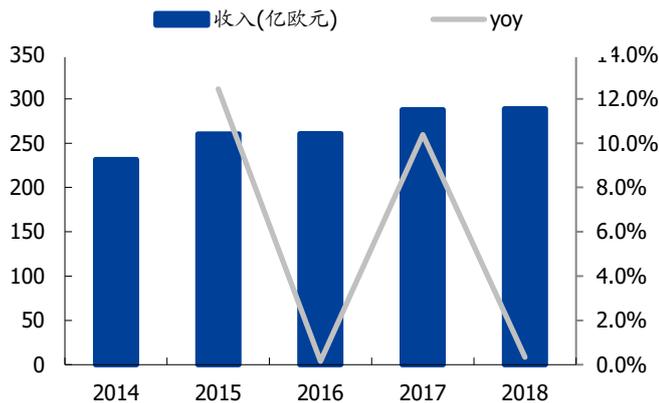
图表 70: 一汽-大众利润 (亿欧元) 及增速



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

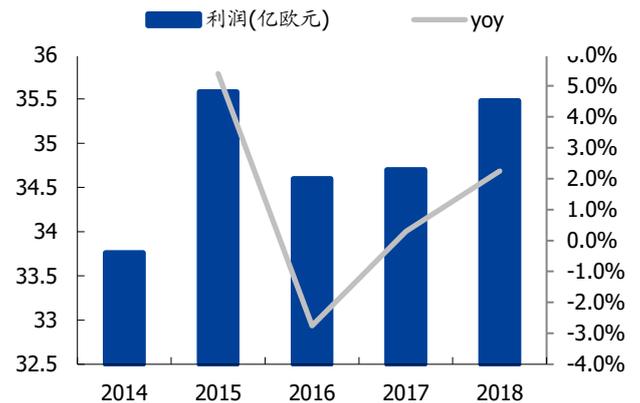
上汽大众 2014 年以来，虽然收入端较快增长，由 2014 年的 231 亿欧元增长至 2018 年的 288 亿欧元，但利润端却没有相应增长，2015 年利润为 35.6 亿欧元，之后三年均没有超过这个高点。

图表 71: 上汽大众收入 (亿欧元) 及增速



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 72: 上汽大众利润 (亿欧元) 及增速

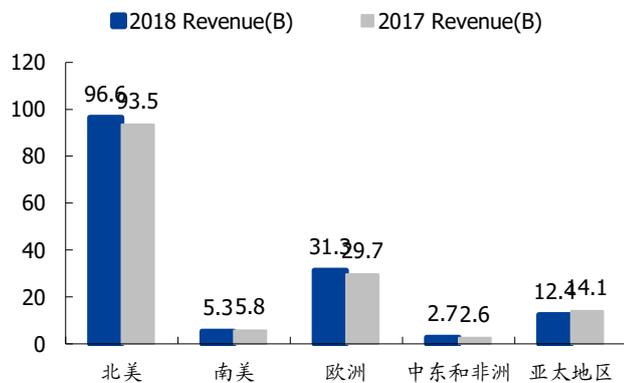


资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

2018 年福特实现收入 (Revenue) 1603 亿美元, 同比增长 2%, 净利润 (Net Income) 37 亿美元, 同比下滑 53%, 实现 EBIT 54.2 亿美元, 同比下滑 33%。

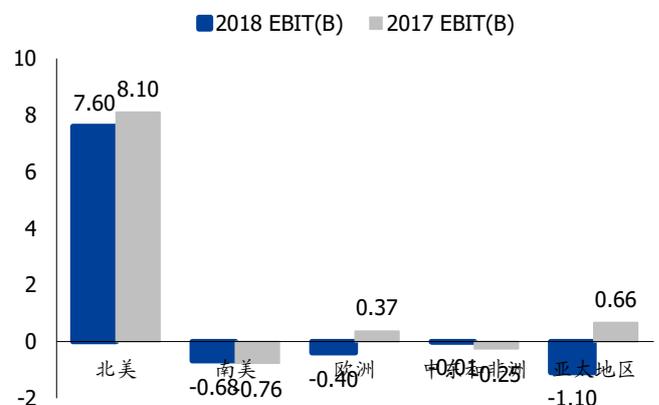
分区域来看, 基本盘北美市场表现较好。北美市场是福特全球的业务根基, 2018 年实现收入 966 亿美元, 占比达到 60%, 其次为欧洲市场和亚洲市场。而从 EBIT 构成上, 2018 年除北美市场实现 76 亿美元, 其余四大区域全部是亏损状态。其中亚太市场亏损最为严重, 2018 年 EBIT 为 11 亿美元, 较 2017 年下滑 17.6 亿美元。

图表 73: 福特分区域收入 (十亿美元), 北美保持增长



资料来源: 福特 2018 年报, 国盛证券研究所

图表 74: 福特分区域 EBIT 收入 (十亿美元), 北美保持增长



资料来源: 福特 2018 年报, 国盛证券研究所

而中国市场是福特全球最大亏损源。2018 年福特在中国地区 EBIT 为 -15 亿美元, 其中 -1.1 亿美元来自合资公司的投资收益, -14 亿美元来自福特在中国的子公司。福特在中国的合资公司为长安福特 (持股 50%)、江铃汽车 (持股 32%)、长安马自达发动机 (持股 25%), 2018 年分别实现净利润 -8.04 亿元 / 0.92 亿元 / 0.76 亿元。

我们认为随着全球车市下行对国际汽车集团的业绩造成较大压力, 降成本势在必行, 而自主零部件产业链体系完整、成本优势显著, 具有较强竞争力的优质零部件企业有望切入合资品牌供应链, 扩大市场份额。建议关注具有进口替代逻辑的新泉股份, 科博达, 精锻科技。

四、结构分化下聚焦高景气度细分市场

4.1 智能驾驶：ADAS 渗透加速，看好毫米波雷达国产替代逻辑

政策持续鼓励扶持国内自动驾驶产业逐步落地。以 2015 年发布的《中国制造 2025》为开端，自动驾驶已经成为我国汽车产业未来转型升级的重要突破口，后续文件也陆续落地。

图表 75: 国内主要自动驾驶相关政策

时间	文件	主要内容
2017.4	《汽车产业中长期发展规划》	加大技术研发支持，协调制定相关标准法规，推动宽带网络基础设施建设和多产业共建智能网联汽车大数据交互平台，加快网络信息安全和车辆行驶安全保障体系建设
2017.6	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	确立我国发展智能网联汽车将“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的总体思路，建立智能网联汽车标准体系，并逐步形成统一、协调的体系架构
2017.7	《新一代人工智能发展规划》	构建开放协同的人工智能科技创新体系，培育高端高效的智能经济，建设安全便捷的智能社会，明确提出发展自动驾驶汽车等智能运载工具
2017.12	《北京市关于加快推进自动驾驶车辆道路测试有关工作的指导意见（试行）》	国内首个自动驾驶车辆路测法规
2018.1	《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》	到 2020 年，智能汽车新车占比达 50%，2025 年，标准、法规、产品监管、信息安全体系全面建立，新车基本实现智能化。
2018.9	《中共中央 国务院关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	促进信息消费，智能汽车为重点发展的消费升级抓手。
2018.12	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	到 2020 年能够支撑有条件自动驾驶（L3 级）及以上的智能网联汽车技术体系，新车驾驶辅助系统（L2）搭载率达到 30% 以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到 60% 以上。

资料来源：国务院，发改委，工信部，国盛证券研究所

明年将是智能驾驶快速落地的重要时间节点。根据 2018 年 12 月的《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》，到 2020 年我国新车驾驶辅助系统（L2）搭载率达到 30% 以上。而目前国内整车厂和集成供应商已基本具备 L2 级自动驾驶能力，2018 年开始，自动驾驶的产品已经逐步登上舞台，部分主机厂已经实现量产，预计在 2019 年到 2020 年会更大规模的量产。而与此同时乘用车以外，国内部分企业已经在进行 L3/L4 级自动驾驶卡车和配送车的车试运营，多家企业计划在 2019-2020 年实现特定场景下的 L3/L4 自动驾驶量产商业化落地。

图表 76: 2018 年起 L2 自动驾驶进入了扩大化阶段

车企	时间	车型
长安	2018 年发布 2 款 L2 级别自动驾驶量产车型	CS55、CS75
长城	2018 年发布 2 款 L2 级别自动驾驶量产车型	F7、VV6
吉利	2018 年发布 3 款 L2 级别自动驾驶量产车型	缤瑞、缤越、博越 GE
上汽	2018 年发布 1 款 L2 级别自动驾驶量产车型	Marvel X
广汽	计划在 2018-2019 基于 GS5 换代车型实现 L2 级自动驾驶量产	GS5
北汽	计划在 2018-2019 年实现 L2 级自动驾驶量产	

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

4.1.1 智能驾驶各项功能加速渗透

我们采用爬虫对目前 5353 款在售车型进行了配置抓取，重点分析目前自动驾驶单项必备功能当前的车型渗透率。发现上市新车的各项功能渗透率 2018 年快速增长，2019 年在车企受降本压力增加影响的背景下，各项功能渗透率仍保持增长趋势，但增速放缓。此外各项配置将向中低价车市进行渗透，其中 10-20 万指导价区间的新车配置渗透率显著加速。

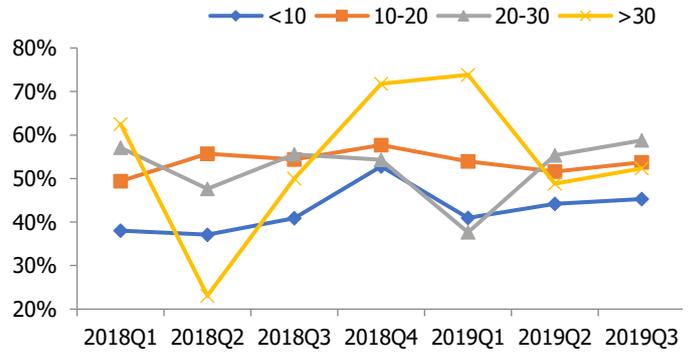
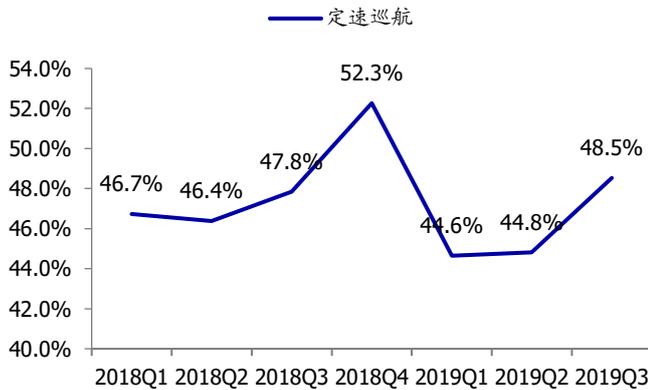
➤ 定速巡航/自适应巡航 2019Q3 新车渗透率为 48.5%/15.5%

2019 年 3 季度上市新车 1142 款中配置定速巡航有 559 款 (48.5%)，配置 ACC 自适应巡航有 178 款 (15.5%)，相比去年同期渗透率分别+0.7/2.2 pct。分指导价区间来看，小于 10 万元、10-20 万元、20-30 万元、大于 30 万元级别车定速巡航 2019Q3 渗透率为 45.3%/53.8%/58.8%/52.3%，自适应巡航渗透率为 1.4%/17.9%/ 31.3%/46.5%。

目前 10 万元以上级别车渗透率达 50%以上，已大范围配置，主要发展空间在 10 万元以下车型，其渗透率由 2018Q1 的 38.0%提升至 45.3%。各个价格区间自适应巡航还未大范围配置，整体渗透率在稳步提升。此外 30 万元以上级别车标配定速巡航以及自适应巡航的整体渗透率接近 99%，未来高端车配置趋势以自适应巡航替代定速巡航为主。

图表 77: 2018-2019Q3 行业整体定速巡航新车标配渗透率

图表 78: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) 定速巡航新车标配渗透率

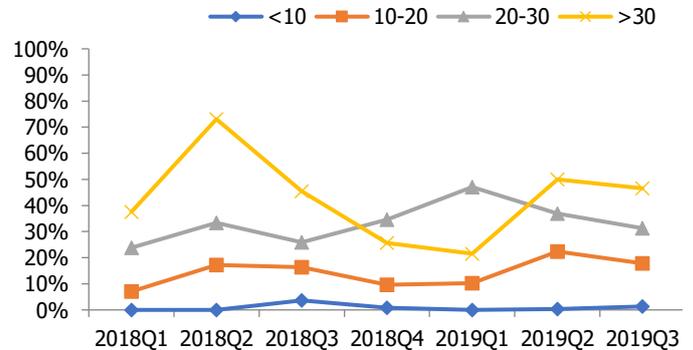


资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表 79: 2018-2019Q3 行业整体自适应巡航新车标配渗透率

图表 80: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) ACC 新车标配渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

➤ **车道保持 2019Q3 新车渗透率为 18.8%，同比提升 1.8pct**

2019年3季度上市新车1142款中配置车道保持有217款（18.8%），相比去年同期渗透率+1.8pct。分指导价区间来看，小于10万元、10-20万元、20-30万元、大于30万元级别车车道保持2019Q3渗透率为1.4%/20.7%/34.4%/68.6%。

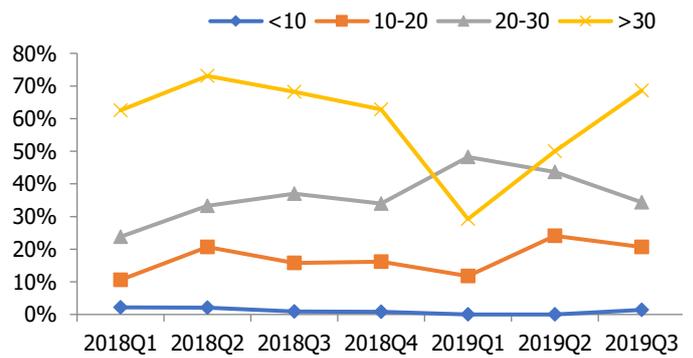
目前30万以上级别车配置比例维持在70%左右，2019Q1主要由于奥迪A6L、奔驰E级全系选配影响有所波动。而10-20万元、20-30万元级别车渗透提速，由2018Q1的10.6%/23.8%提升10.1/10.5pct，整体来看车道保持向中低级别车型渗透为大势所趋。

图表 81: 2018-2019Q3 行业整体车道保持新车标配渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表 82: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) 车道保持新车标配渗透率



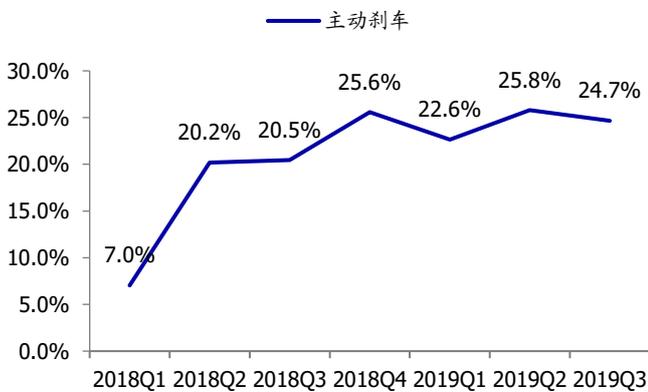
资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

➤ **主动刹车 2019Q3 新车渗透率为 24.7%，同比提升 4.2pct**

2019年3季度上市新车1142款中配置主动刹车有284款（24.7%），相比去年同期渗透率+4.2pct。分指导价区间来看，小于10万元、10-20万元、20-30万元、大于30万元级别车主动刹车2019Q3渗透率为1.9%/28.5%/41.2%/81.4%。

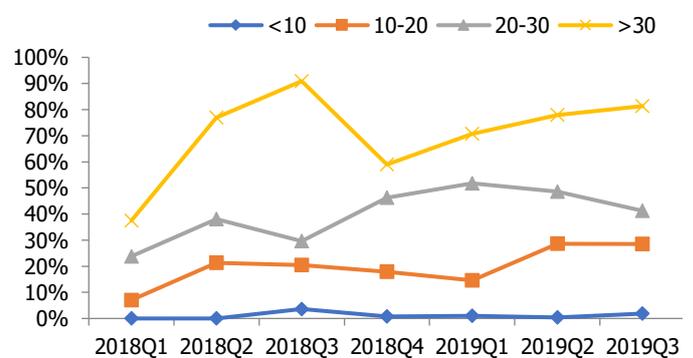
主动刹车在各项功能中配置比率提升较快，近两年增长主要来源于40万元以上车型渗透率快速提升驱动。目前30万以上车型渗透率已达80%，同时10-20万元、20-30万元车型渗透率同样显著提升，我们认为未来主动刹车渗透率将主要由中低端车型驱动。

图表 83: 2018-2019Q3 行业整体主动刹车新车标配渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表 84: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) 主动刹车新车标配渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

➤ **并线辅助 2019Q3 新车渗透率为 16.9%，同比提升 1.0pct**

2019年3季度上市新车1142款中配置并线辅助有195款（16.9%），相比去年同期渗透率+1.0pct。分指导价区间来看，小于10万元、10-20万元、20-30万元、大于30万元级别车并线辅助2019Q3渗透率为1.4%/17.2%/40.5%/51.2%。

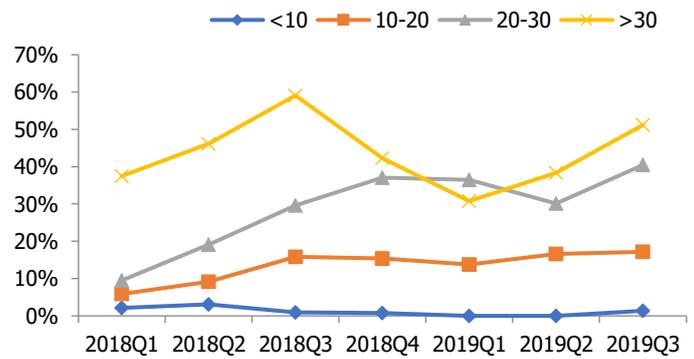
20-30万元车型并线辅助配置提升较快，由2018Q1的9.5%提升至40.5%，是推动整体渗透率提升的主要因素。整体来看，目前并线辅助整体渗透率还有较大提升空间。

图表 85: 2018-2019Q3 行业整体并线辅助新车标配渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表 86: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) 并线辅助新车标配渗透率



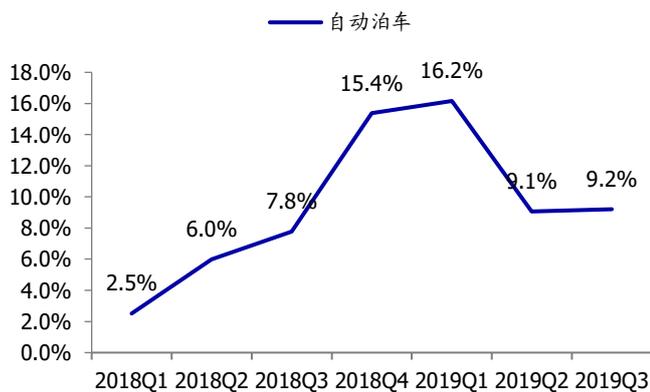
资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

➤ **自动泊车 2019Q3 新车渗透率为 9.2%，同比提升 1.4pct**

2019年3季度上市新车1142款中配置自动泊车有106款（9.2%），相比去年同期渗透率+1.4pct。分指导价区间来看，小于10万元、10-20万元、20-30万元、大于30万元级别车自动泊车2019Q3渗透率为0.0%/5.4%/17.6%/62.8%。

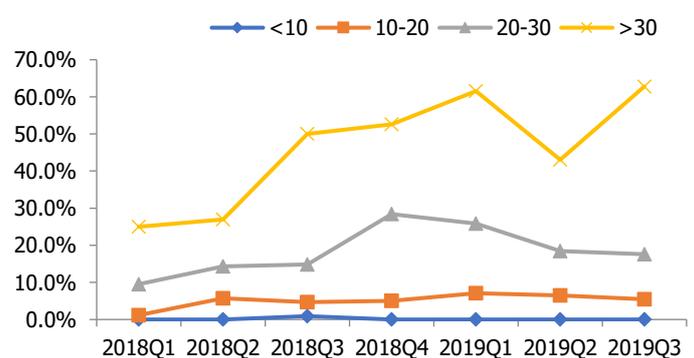
自动泊车目前还未大范围普及，仅有30万以上级别车型渗透率提升显著，目前标配比率已经达到较高水平62.8%，未来向中低级别车型渗透为大势所趋。

图表 87: 2018-2019Q3 行业整体自动泊车新车标配渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表 88: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) 自动泊车新车标配渗透率



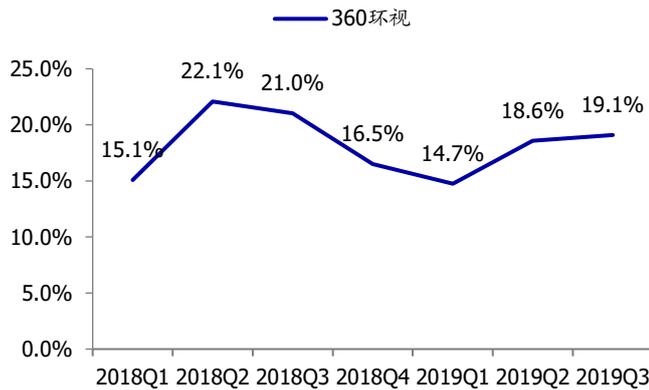
资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

➤ **360环视 2019Q3 新车渗透率为 19.1%，同比减少 1.9pct**

2019年3季度上市新车1142款中配置360环视有220款(9.2%)，相比去年同期渗透率-1.9pct。分指导价区间来看，小于10万元、10-20万元、20-30万元、大于30万元级别车360环视2019Q3渗透率为5.5%/24.9%/28.2%/26.7%。

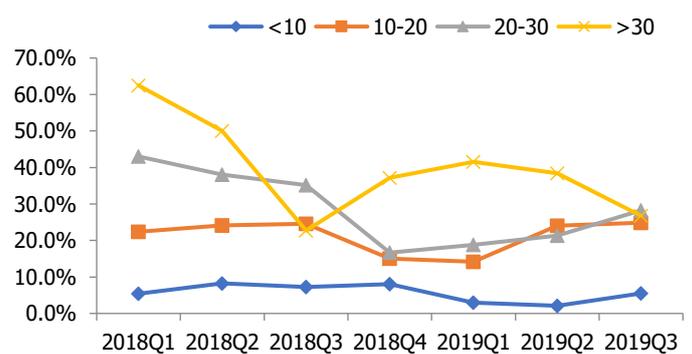
各个价格区间车型渗透率有所下滑。从选配价格来看360环视价格在3000-11000不等，平均5500左右。配置价格相对其他功能处于较高水平，故在车市竞争加剧，降本压力增加的情况下配置比率有所下滑。我们认为在车市需求回暖，竞争格局向好阶段360环视渗透率有望重新恢复增长。

图表 89: 2018-2019Q3 行业整体 360 环视新车标配渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表 90: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) 360 环视新车标配渗透率



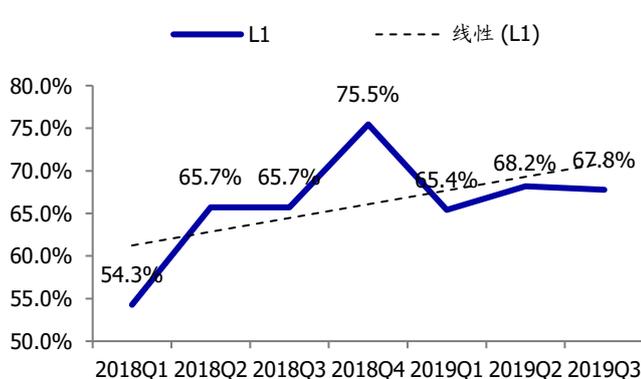
资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

4.1.2 L2 向低级别车市快速渗透，国产替代逻辑增强

通过前文分析我们发现，诸如前碰撞预警、车道偏离预警、车道保持系统、自动泊车辅助等L2级别功能在30万元以上车型中已经得到了广泛应用，未来重点发展的方向在于由30万元以下级别车市。

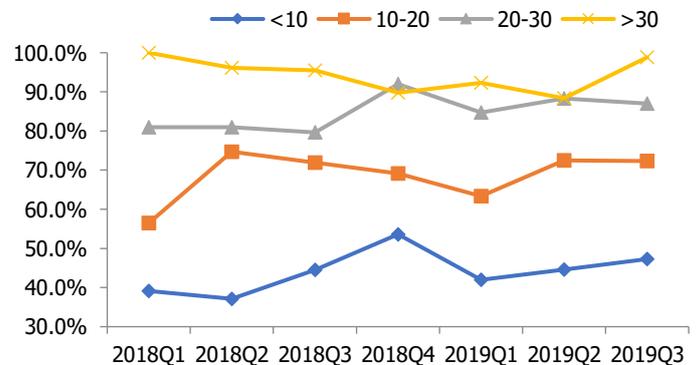
我们统计L1级别及以上渗透率可以发现，渗透率自2018年以来快速提升，从各个价格区间来看，小于10万元、10-20万元级别车型渗透率提升是主要驱动因素。而重要推手就是随着自主品牌已率先将L2应用到10万元价格的乘用车，证明了产品力的提升。

图表 91: 2018-2019Q3 行业整体 L1 级别及以上新车渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表 92: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) L1 级别及以上新车渗透率

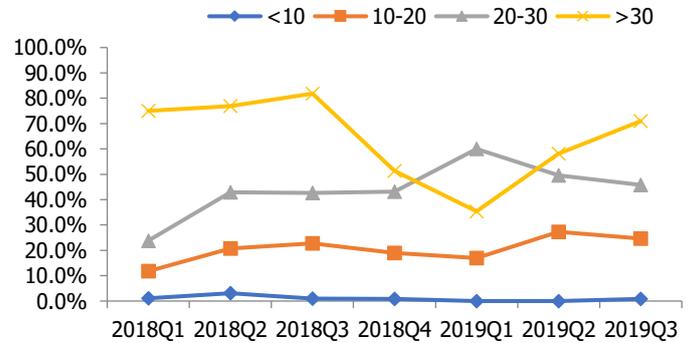
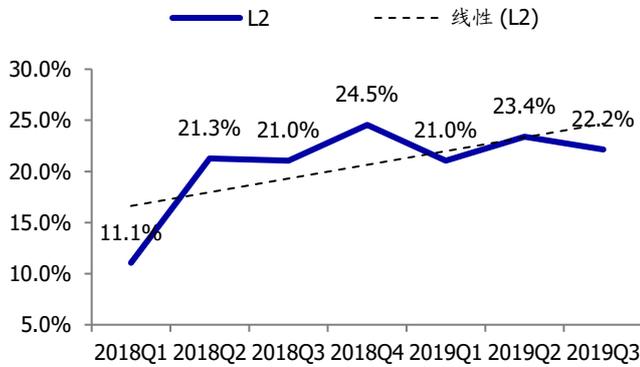


资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

L1-L2级别的自动驾驶是在单一的ADAS基础上改进而来，其中L1能够在直线加减速或转向方面实现某一单一功能，而L2能够同时实现直线加减速与转向。因此我们将包含同时直线加减速与转向功能的车型归为L2级别，统计可以发现L2级别渗透率由10-20万元、20-30万元车型驱动。其中新增车型主要集中在吉利汽车、长城汽车、长安汽车、上汽乘用车等自主头部品牌，L2向低价车市渗透加速。

图表 93: 2018-2019Q3 行业整体 L2 级别新车渗透率

图表 94: 2018-2019Q3 各价格区间 (万元) L2 级别新车渗透率



资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

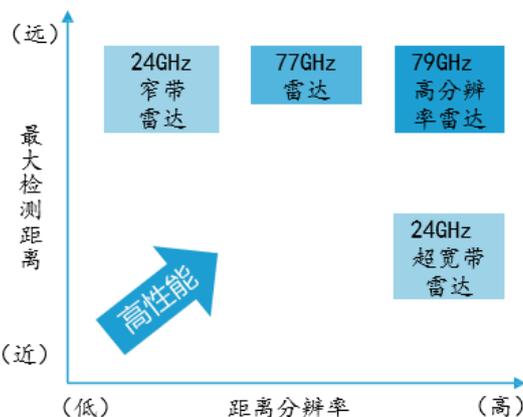
资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

未来两年智能驾驶产业链将出现国产替代逻辑。ADAS 行业的扩容已成必然趋势，且必然是由 30 万以上级别的车辆向 30 万以下级别车辆的渗透，因此这个过程中需要实现降本。由于海外的供应商具备先天优势，目前也基本垄断了整个行业，具有较强的话语权，定价较高。而国内供应商具有价格优势，未来随着 L2 级别自动驾驶向低级别车市快速渗透，整个行业在未来的两年将有出现国产替代逻辑，打破现有国际巨头垄断地位。未来 2-3 年是供应商扩容国产化替代的快速发展阶段，我们认为毫米波雷达作为 ADAS 感知层主要传感器，后续将有望率先实现商业化量产落地。

4.1.3 毫米波雷达: 被国外 Tier1 垄断, 国产化在即

毫米波是指频率位于 30GHz 到 300GHz 之间的电磁波。近些年，随着毫米波雷达技术水平的提升和成本的下降，毫米波雷达开始应用于 ADAS，并成为自动驾驶所需的传感器。当前主要的毫米波段为 24GHz/77GHz，79GHz 是未来发展方向。24GHz 雷达严格意义上处于厘米波段，但在特性上接近毫米波雷达，因而也被归类入其中；77GHz 是当前车载毫米波雷达的主要使用频段；而下一代产品 79GHz 雷达兼具远测距和高分辨率的特点。

图表 95: 毫米波雷达发展趋势



资料来源: 亿欧智库, 国盛证券研究所

毫米波最大优势在于可以弥补摄像头的不足，精度较高，穿透雾、灰尘的能力强，能够全天候全时工作。不过，毫米波易受干扰，而且难以识别小的物体（会发生衍射现象，无法接收到反射线）。

随着自动驾驶程度加深，对毫米波雷达及摄像头的需求逐渐加大。智能驾驶分为环境感知、中央决策和底层控制三个环节。感知包括视觉（单目、双目、环视）、雷达（毫米波雷达、激光雷达、超声波雷达）和高精度地图。目前完全实现 ADAS 各项功能一般需要“1长+4中短”5个毫米波雷达，如全新奥迪 A4 采用 5 个毫米波雷达（1长+4短），奔驰的 S 级采用 7 个毫米波雷达（1长+6短）。此外高阶自动驾驶系统单车还需配备至少 5 至 7 个摄像头，如特斯拉 Autopilot 2.0 的硬件系统中就包含 8 个摄像头。

图表 96: 各等级智能驾驶毫米波雷达+摄像头单车需求

	估算单价(元)	L1	L2	L3	L4	L5
LRR 毫米波雷达	1000	0	1	1	1	1
SRR 毫米波雷达	400	0	2	4	4	4
前视摄像头	300	1	1	3	3	3
环视摄像头	200	4	4	4	4	4
估算单车采购金额合计(元)		1100	2900	4300	4300	4300

资料来源: 盖世汽车, 百度 Apollo, 国盛证券研究所

2020 年车载摄像头、毫米波雷达等市场将进入快速成长期，市场空间有望增长 3 倍。目前，超声波雷达、毫米波雷达和多摄像头系统已经在高端汽车上应用，随着智能驾驶发展升温，环境感知技术将快速发展，进一步发挥协同作用。虽然传感器仅仅是自动驾驶汽车的一部分，但是市场前景十分广阔。我们预计到 2020 年左右全球车载摄像头、毫米波雷达和摄像头等市场都将进入快速成长期。而根据智研咨询的预测，到 2020 年，车载毫米波雷达及摄像头的市场空间将增长 3 倍达 303.8 亿元。

图表 97: 2020 年毫米波、摄像头市场空间

ADAS 模块	ADAS 功能	单价(元)	2018 年渗透率	2020 年渗透率	2018 年市场空间(亿元)	2020 年市场空间(亿元)
毫米波雷达	盲点检测系统 (BSD)	1000	8%	15%	22.4	42
	紧急制动辅助 (AEB)					
	自适应系统 (ACC)	1000	5%	15%	14	42
	前向碰撞预警系统 (FCW)					
毫米波雷达+摄像头	车道偏移报警系统 (LDW)					
	行人监测系统 (PDS)	1000	5%	15%	14	42
	交通信号识别 (TSR)					
超声波雷达	智能大灯控制 (AFL)					
	自动泊车 (AP)	300	3%	15%	2.52	12.6
摄像头	夜市技术 (NVS)	2000	1%	5%	5.6	28
	全景泊车 (SVC)	1200	1%	15%	3.36	50.4
	驾驶员疲劳检测 (DMS)	600	1%	10%	1.68	16.8
毫米波雷达+摄像头	后装 ASAS 系统	2500	1%	10%	7	70
合计					70.56	303.8

资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

国际 Tier1 领先，国内企业跟进。目前摄像头、毫米波雷达基本均由国外厂商垄断。目前摄像头产业有松下、法雷奥、富士通天、大陆、麦格雷占据约 59% 的份额，毫米波雷达则有博世、大陆、Hella、电装、德尔福等占具了市场上几乎所有的份额。目前国内汽车零部件厂商积极布局自动驾驶传感器领域，建议关注相关标的保隆科技（预计于今年量产车载摄像头；毫米波雷达在研，进入设计验证阶段）。

4.2 大众产业链：MEB 平台投产，新周期开启

大众自 2016 年开始提出 2025 发展规划，将电动化作为未来 10 年的核心战略，全面发力电动车打造 MEB 平台车型。目前根据 2019 年 11 月第 68 轮计划：集团计划到 2029 年向市场推出多达 75 种全电动车型以及约 60 种混合动力汽车，计划累计电动汽车销量增加至 2600 万辆，其中基于 MEB 平台 2000 万辆。

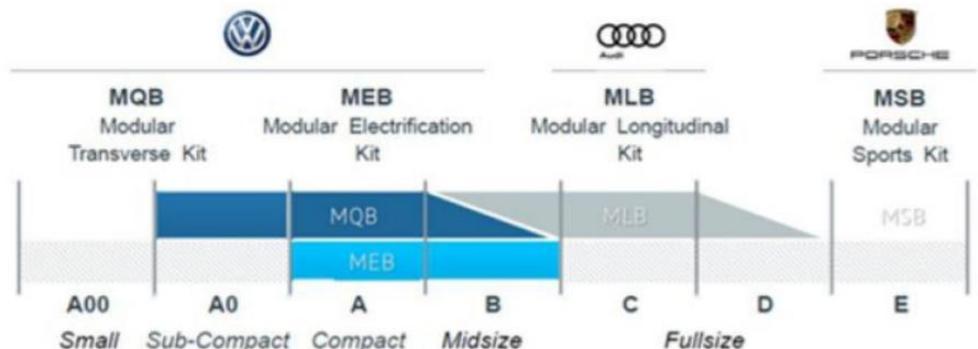
图表 98: 大众汽车集团按地区划分的 BEV 销量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

MEB 脱胎自 MQB，是大众新一代电动车平台。MEB 平台全称为“电动车模块化平台”，脱胎自大众 MQB 平台，具有极强的扩展性，可打造不同车身轴距，并根据不同电动车的需求调校出不同的续航里程。此外，MEB 平台相比 MQB 平台“油改电”方式打造的新能源车型（如 e-Golf）在续航、成本等方面更具有优势。

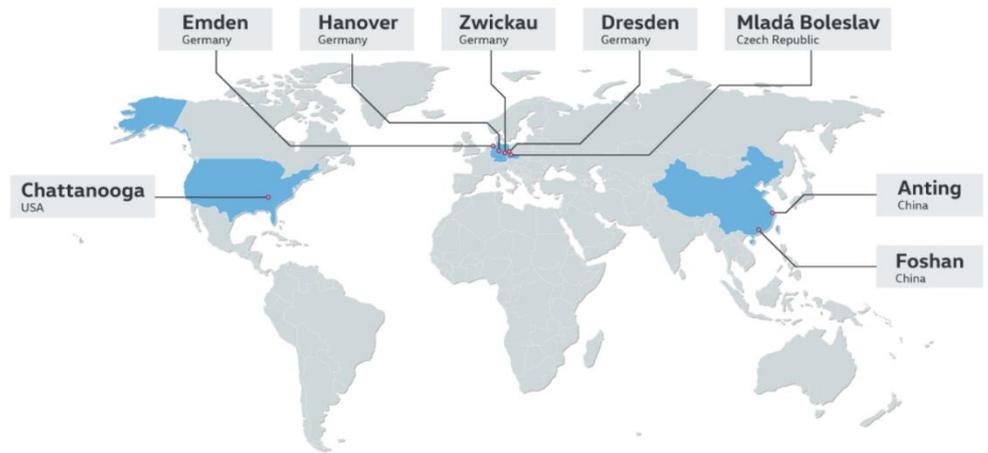
图表 99: 大众整车平台架构



资料来源：电动汽车网，国盛证券研究所

产能端，MEB规划全球8个生产基地，其中中国两个分别位于安亭/佛山，计划2020年投产。根据大众集团的规划，大众汽车将在亚洲、欧洲、北美分别建立8个工厂，并将在此基础上制造基于MEB的车型。在德国的Zwickau工厂计划于2019年底开始生产紧凑型ID。中国安亭/上海和佛山也有两个MEB工厂正在筹建中，计划于2020年开始生产，总产能为60万辆/每年。大众计划到2022年，为下一代电动汽车运营8个MEB工厂。

图表 100: 大众 MEB 平台产能布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

首款车型 I.D.3 下线，获默克尔站台，未来规划 2022 年 27 个车型。德国时间 11 月 4 日，在德国大众汽车的 Zwickau 工厂，德国联邦总理默克尔出席了大众汽车 MEB 纯电平台首款车 ID.3 的生产启动仪式。根据大众集团的规划，到 2022 年，集团的四个品牌大众，奥迪，SEAT 和 ŠKODA 计划生产 27 种 MEB 车型。

图表 101: MEB 平台已规划新车

品牌	类型	车型	级别	轴距 (mm)	级别	上市时间	续航里程 (km)
斯柯达	EV	VISION iV	轿跑概念车	2765.00	B	2020	500 (WLTP)
		--	掀背车	--	--	2022	--
西雅特	EV	Cupra concept	轿跑 SUV	--	--	--	--
		el born	掀背车	2750.00	A	2020	420 (WLTP)
	PHEV	Cupra Leon	紧凑型轿车	2636.00	A	--	70
VW	EV	ID.3	两厢	2880.00	B	2020Q1	330/420/550 (WLTP)
		ID.4 (ID. CROZZ)	SUV	2773.00	B	2020	500
		ID. ROOMZZ	SUV	2965.00	C	2021	475
		ID. Vizzion	轿车	3100.00	C	2022	665
		ID. Buzz	MPV	3300.00	D	2022	435/600
		ID. Buggy	沙地汽车	2650.00	A	--	249 (WLTP)
		ID. Space Vizzion	旅行车			2021	590
奥迪	EV	Q4 e-tron	紧凑型 SUV	2770.00	B	2020年末	500

资料来源: Marklines, 公司公告, 国盛证券研究所

MEB 全新平台即将投产，将显著提升产业链相关零部件公司未来增长空间。目前大众 MEB 平台项目全球招标基本结束，我们认为未来相关零部件有望受益平台巨额订单红利。建议关注配套大众 MEB 项目差速器锥齿轮、主动轴、从动轴和 DQ501 项目变速器轴的精锻科技。

4.3 特斯拉国产拉动配套产业链

特斯拉的整车装配产能集中在加州工厂,今年投产的上海工厂是特斯拉第一个海外工厂,具体而言:

- **加州工厂目前 9 万辆 MS/MX+35 万辆 M3 产能,规划在建 MY 产能:** 2012 年 6 月下线第一台 Model S。截至 2019 年三季度,该工厂目前在产产能包括 9 万辆/年的 Model S/X 车型以及 35 万辆/年的 Model 3 车型。此外,特斯拉在 2019 年 7 月作出决定,将在这一工厂中生产 Model Y 车型,根据计划将 2020 年秋季进入生产阶段。
- **上海工厂一期投产 15 万辆 M3 产能,全部规划产能合计 50 万辆:** 特斯拉上海超级工厂项目总投资达 500 亿元,在 2019 年 1 月正式开工建设。10 月 17 日,上海工厂获工信部《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 325 批)公示,一期投产产能 15 万辆/年,年产能将达 50 万辆纯电动整车。目前生产车型为 Model 3。

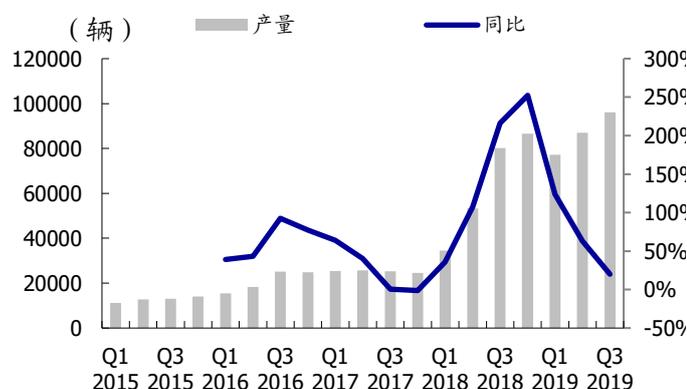
图表 102: 特斯拉目前全球产出及规划

工厂	生成车型	目前产能	截至 19Q3 进展	备注
加州工厂	Model S/X	90000	在产	预计将从 2020 年秋季开始在北 美地区生产 Model Y
	Model 3	350000	在产	
	Model Y	-	在建	
上海工厂	Model 3	150000	预生产	全部建成预计合计产能 50 万辆 /年
	Model Y	-	开发中	
欧洲工厂	Model 3	-	开发中	目前位于选址最后阶段,预计在 2021 年投入运营
	Model Y	-	开发中	
美国工厂	Tesla Semi	-	开发中	计划于 2020 年生产电动卡车
	Roadster	-	开发中	
	Pickup truck	-	开发中	

资料来源: 公司官网, 易车网, 国盛证券研究所

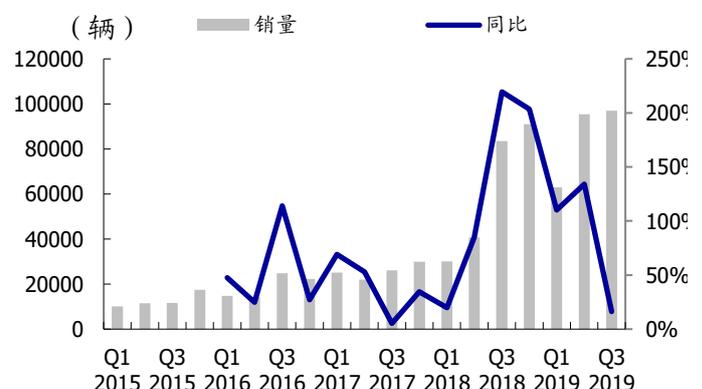
特斯拉在全球范围销售快速增长,上海工厂产能释放后有望迅速占领国内高端新能源汽车市场。自 2012 年第一辆 Model S 下线以来,特斯拉凭借强大的产品标识与车型竞争力,销量从 2012 年的 2509 迅速增长至 2019 年 19 万辆,2019 年前三季度销量 13.6 万辆,同比增长 19%,销量已经占到美国新能源汽车市场的半壁江山。目前特斯拉的销量仍然受到其产能的制约,上海工厂投产后,有望迅速占领国内高端新能源汽车市场。

图表 103: 特斯拉产量及同比增速



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

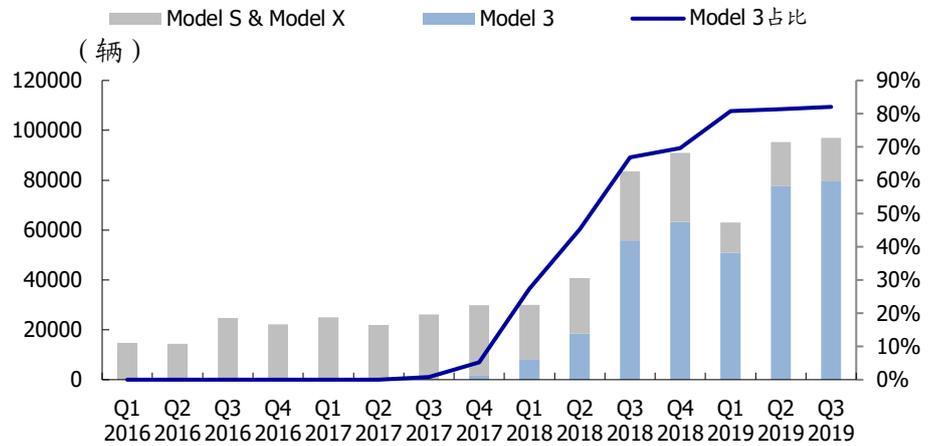
图表 104: 特斯拉销量及同比增速



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

目前特斯拉已完成第一轮的车型迭代，Model 3 已经成为其主力走量车型。19 年三季度，特斯拉共生产汽车 9.62 万辆，同环比分别增长 20%/10.5%；其中 Model S/X 与 Model 3 分别生产 1.63/7.98 万辆，分别同比-39.3%/+50%。从交付量看，公司共交付汽车 9.7 万辆，同环比分别增长 16%/12%，达到特斯拉当前最高交付水平。其中 Model S/X 与 Model 3 分别交付 1.74/7.96 万辆，分别同比-27%/+42%。目前 Model 3 销量占比已经达到 82%，成为特斯拉目前的主力走量车型。

图表 105: 特斯拉分车型销量



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

Model 3 国产版配置与目前主流高端电动车较为接近，但凭借巨大的品牌效应，竞争优势仍然十分明显。特斯拉国产版指导价为 35.58 万元，对比同价位的比亚迪唐 2019 款四驱版，两者续航里程分别为 460/500km，较为接近。另一方面，Model 3 由于在采用单电机驱动，在动力性能上并没有明显的优势。而在其他方面，特斯拉轴距更大，同时采用双叉臂式独立悬挂，更有利于改善操控性能。而在辅助驾驶方面，两者配置均较为完善。

图表 106: 特斯拉目前车型配置对比

	Model 3 (进口)		Model S		Model X		Model 3 中国	唐新能源 2019款 四驱智联创世型	
	入门版	顶配版	入门版	顶配版	入门版	顶配版			
指导价	43.99万	50.99万	79.39万	89.39万	80.99万	90.99万	35.58万	35.99万	
外形	长×宽×高(mm)	4694×1850×1443	4694×1850×1443	4970×1964×1445	4970×1964×1445	5037×2070×1684	5037×2070×1684	4694×1850×1443	4870×1950×1725
	轴距(mm)	2875	2875	2960	2960	2965	2965	2875	2820
	车身类型	4门5座三厢车	4门5座三厢车	5门5座掀背车	5门5座掀背车	5门5座SUV	5门5座SUV	4门5座三厢车	5门5座SUV
	级别	中型车	中型车	中大型车	中大型车	中大型SUV	中大型SUV	中型车	中型SUV
	近光灯光源	LED	LED						
	远光灯光源	LED	LED						
	天窗类型	-	-	●不可开启全景天	●不可开启全景天	●多天窗	●多天窗	-	●可开启全景天窗
动力	电机类型	前永磁同步 后交流	前永磁同步 后交流	前永磁同步+后交流	前永磁同步+后交流	前永磁同步+后交流	前永磁同步+后交流	交流异步	永磁同步
	电动机总功率(kW)	258	340	487	577	487	577	175	360
	电池容量(kWh)	75	75	100	100	100	100	60	82.8
	工信部纯电续航里程	590	595	660	650	575	550	460	500
	官方0-100km/h加速(秒)	4.8	3.5	3.8	2.6	4.6	2.9	5.6	4.4
车重(kg)	1874	1875	2100	2100	-	-	-	-	
传动	驱动方式	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	后置后驱	双电机四驱
	前悬挂类型	双叉臂式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂						
	后悬挂类型	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂						
	变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱						
内饰	中控台大屏尺寸	15英寸	15英寸	17英寸	17英寸	17英寸	17英寸	15英寸	14.6英寸
	中控屏操作方式	●触控式	●触控式						
主/被动安全	制动力分配	●	●	●	●	●	●	●	●
	刹车辅助	●	●	●	●	●	●	●	●
	牵引力控制	●	●	●	●	●	●	●	●
	车身稳定控制	●	●	●	●	●	●	●	●
巡航系统	并线辅助	●	●	●	●	●	●	●	●
	车道偏离预警系统	●	●	●	●	●	●	●	●
	车道保持辅助系统	○	○	○	○	○	○	○	○
	巡航系统	●自适应巡航	●自适应巡航	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	●自适应巡航	●全速自适应巡航
	泊车影像系统	●360度全景影像	●360度全景影像						

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

建议关注单车配套价值量较高、收入弹性较大的零部件龙头。上海工厂在开工建设时，特斯拉 CEO 马斯克表示，上海工厂的产能在未来两三年有望达到 50 万辆/年，按照一期 15 万辆/年，远期 50 万辆/年的产能测算。特斯拉目前国内供应商包括旭升股份、拓普集团、保隆科技、岱美股份、文灿股份、福耀玻璃、长信科技、四维图新、宁波华翔、广东鸿图、联创电子等。

- 从单车价值量看，配套价值量较大包括：华域汽车（配套座椅、保险杠、电池盒等，估算单车价值量 8000-10000 元）；拓普集团（配套 NVH 零部件、底盘结构件、内饰，估算单车价值量 4000-5000 元）；长信科技（配套中控屏，估算价值量 2600-3000 元）；旭升股份（配套变速箱箱体&悬挂、电池组外壳、箱体等，估算价值量 2400-2800 元）；三花智控（供应热管理零部件，单车价值量 1200-1400 元）。
- 以 2018 年的收入为基准，上海工厂一期 15 万辆投产后，收入弹性较大的公司包括：旭升股份 29.1%-33.9%，拓普集团 11.2%-14.1%，四维图新 5.2%-7.7%，长信科技 4.0%-4.6%，文灿股份 3.8%-6.1%。

图表 107: 上海工厂投产后收入弹性测算

代码	简称	供应零部件	预计单车价值(元)	2019 年预计收入(亿)	上海工程一期(15万辆/年)投产后的收入弹性		上海工程全部(50万辆/年)投产后的收入弹性	
					增量收入(亿)	占18年收入比例	增量收入(亿)	占18年收入比例
603305.SH	旭升股份	变速箱箱体、变速箱悬挂、电池组外壳、箱体等	2400-2800	12.37	3.60-4.20	29.1%-33.9%	12.00-14.00	97.0%-113.1%
601689.SH	拓普集团	NVH 零部件、底盘结构件以及内饰	4000-5000	53.35	6.00-7.50	11.2%-14.1%	20.00-25.00	37.5%-46.9%
603197.SH	保隆科技	TPMS	130-150	30.41	0.20-0.23	0.6%-0.7%	0.65-0.75	2.1%-2.5%
603730.SH	岱美股份	遮阳板等内饰件	120-150	52.33	0.18-0.23	0.3%-0.4%	0.60-0.75	1.1%-1.4%
603348.SH	文灿股份	车身结构件	500-800	19.78	0.75-1.20	3.8%-6.1%	2.50-4.00	12.6%-20.2%
600660.SH	福耀玻璃	玻璃	1300-1500	214.77	1.95-2.25	0.9%-1.0%	6.50-7.50	3.0%-3.5%
300088.SZ	长信科技	中控屏	2600-3000	98.39	3.90-4.50	4.0%-4.6%	13.00-15.00	13.2%-15.2%
002405.SZ	四维图新	导航地图	800-1200	23.28	1.20-1.80	5.2%-7.7%	4.00-6.00	17.2%-25.8%
002048.SZ	宁波华翔	铝制汽车内饰件	800-1000	165.27	1.20-1.50	0.7%-0.9%	4.00-5.00	2.4%-3.0%
002101.SZ	广东鸿图	支架类产品	350-500	62.42	0.53-0.75	0.8%-1.2%	1.75-2.50	2.8%-4.0%
002036.SZ	联创电子	ADAS 摄像头	400-500	58.86	0.60-0.75	1.0%-1.3%	2.00-2.50	3.4%-4.2%
600741.SH	华域汽车	座椅、保险杠、电池盒等	8000-12000	1,513.48	12.00-15.00	0.8%-1.2%	40.00-50.00	2.6%-4.0%
002050.sz	三花智控	带电磁阀的热力膨胀阀、电子膨胀阀、电子油泵、油冷器、水冷板、电池冷却器、压块	1200-1400	117.16	1.80-2.10	1.5%-1.8%	6.00-7.00	5.1%-6.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

五、新能源车政策加码，节能车迎长效发展空间

5.1 双积分政策迎完善，促行业健康发展

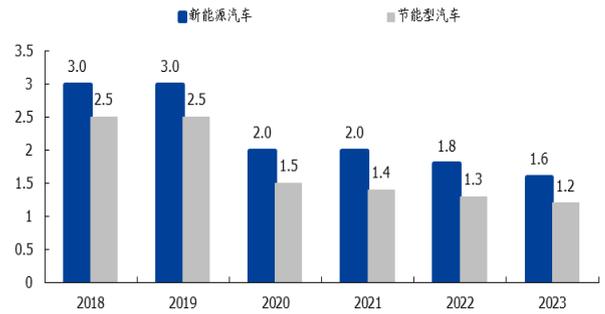
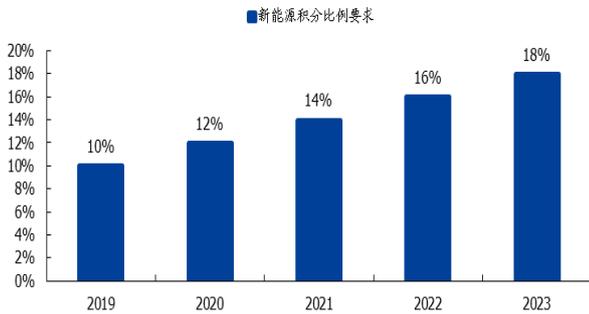
7月9日新能源汽车“双积分”修正案征求意见稿公布，新增2021-2023年新能源汽车积分比例要求，同时降低单车积分，强化能耗等指标，进一步优化对新能源汽车产业发展的长效机制。并降低新能源车在车企整体计算燃料消耗量比例，加强对燃油车整体油耗下降要求。

修正稿主要核心变化点有：

- **新增2021-2023年新能源汽车积分比例要求：**分别为14%、16%、18%，2024年后另行公布。
- **弱化续航里程在单车积分中的影响，强化能耗等综合指标：**引入电耗调整系数，标准车型上限由5分降为3.4分，纯电车型单车积分降幅在30-50%不等，插电车型单车积分降幅20%。由于电耗调整系统最高可达1.5倍，则单车最高可拿5.1分。
- **新能源汽车正积分可向后结转：**2019年可等额结转至2020年，2020年每次结转比例为50%，2021年后燃料消耗量低于达标值123%的，可按照50%的结转系数向后结转，结转有效期不超过3年。
- **降低低油耗乘用车核算新能源汽车积分达标值的基数：**达到当年燃料消耗量达标值的车型在核算新能源汽车积分目标值时基数每辆按0.2辆计算。
- **调减新能源及节能汽车在计算平均燃料消耗量系数：**新能源汽车2021-2023年倍数分别为2.0/1.8/1.6倍，节能汽车2021-2023年倍数分别为1.4/1.3/1.2倍。

图表 108: 2016-2019 年 ADAS 各功能标配渗透率

图表 109: 2017-2026 年中国乘用车自动驾驶增长趋势 (万辆)



资料来源：易车网，国盛证券研究所

资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

其他方面：

- **修改了传统能源乘用车适用范围：**将能够使用醇醚燃料的乘用车纳入；
- **更新小规模企业核算优惠：**2000辆以下企业，2021年度至2023年度平均燃料消耗量较上一年度下降达到4%以上的，其达标值在基础上放宽60%；下降2%-4%的，其达标值放宽30%。

我们关于新能源车2019-2023年的销量预测，其中约束条件和关键假设有：

- 1) 2019-2023年乘用车产量增速分别为-8%/5%/4%/3%/3%；
- 2) 2018年纯电动车单车平均积分为4.4分，为单车最高积分(5)的87.6%，2020年开始单车最高积分为3.4分，假设这一比例逐年提升，且EC系数不断提升；
- 3) 油耗降幅2019-2023年分别为4%/4%/2%/2%/2%

图表 110: NEV 积分所需新能源车销量计算

	乘用车产量(万辆)	YOY	新能源积分比例	所需新能源积分(万分)	纯电单车积分	插电单车积分	纯电比例	插电比例	综合单车平均	新能源积分所需新能源车(万辆)
2019E	2164.7	-8.0%	10%	216	4.5	2	78%	22%	3.95	55
2020E	2272.9	5.0%	12%	273	4.7	2	80%	20%	4.16	66
2021E	2363.9	4.0%	14%	331	3.4	1.6	82%	18%	3.08	108
2022E	2434.8	3.0%	16%	390	3.7	1.6	85%	15%	3.39	115
2023E	2507.8	3.0%	18%	451	4	1.6	90%	10%	3.76	120

资料来源: 工信部, 国盛证券研究所

图表 111: CAFC 所需新能源车销量计算-平均燃油消耗下降比例敏感性分析

	乘用车产量(万辆)	YOY	达标要求	目标值	实际值	油耗积分(不同年均油耗降幅假设)	油耗负积分所需新能源车(万辆)	新能源车合计(万辆)	新能源车占比
2019E	2164.7	-8.0%	110%	5.50	5.47	64	0	55	2%
2020E	2272.9	5.0%	100%	5.00	5.25	-572	145	210	9%
2021E	2363.9	4.0%	123%	4.92	5.15	-536	136	243	11%
2022E	2434.8	3.0%	120%	4.80	5.04	-593	150	265	12%
2023E	2507.8	3.0%	115%	4.60	4.94	-860	218	338	14%

资料来源: 工信部, 国盛证券研究所

5.2 油耗考核趋严及政策支持有望促使节能车领域快速发展

我们认为未来传统燃油车的油耗考核对车企是需要重点应对的问题, 而之后的油耗考核我们认为依然压力较大。主要原因有三点:

- ▶ **调减新能源及节能汽车在计算平均燃料消耗量系数。**新能源汽车 2021-2023 年倍数分别为 2.0/1.8/1.6 倍, 节能汽车 2021-2023 年倍数分别为 1.4/1.3/1.2 倍。
- ▶ **测试流程的改变, 由 NEDC 换成 WLTC。**nedc 工况是欧洲由市区运转循环和市郊运转循环两部分组成。市区循环由 4 个 195 秒的小循环单元, 包括怠速, 启动, 加速以及减速停车等几个阶段, 最高车速 50 km/h。市郊循环时间 400s, 最高车速 120 km/h。NEDC 有几个问题: 仅有 16 个上升沿, 还不及 21 个稳态工况的数量多, 而且 4 个市区小单元还完全一致, 导致车辆大部分处在平稳运行过程中。NEDC 工况全程运行 1180 秒, 不能充分反映汽车的油耗。而 WLTC 更贴近实际运行程度, 从严苛程度仅次于美国的 FTP75, 测出的油耗上会有 15%-20%的提升。
- ▶ **计算油耗目标值的 GB27999 国标在今年 1 月发的征求意见稿。**意见稿 6 月进行了报批公示, 替代之前的 GB27999-2014 乘用车燃料消耗量评价方法及指标, 新的国标对燃油目标值比原来严苛了 10%左右。

节能车受到政策支持。一方面严苛的油耗考核迫使行业进一步提升节能车渗透率, 另一方面双积分征求意见稿里提到节能车在计算基数的时候可以按照 0.2 辆计算。我们认为未来节能车的高速发展不仅是行业满足法规的需要, 也是全社会节能减排的需求。

5.2.1 混动车型密集上市，丰田称霸市场

2018年混动车型密集上市。2018年市场出现的一个特点是除丰田将第二代THS混动系统移植到卡罗拉、雷凌和凯美瑞上外，还有多家企业上市了混动自家的混动车型。我们认为一方面是CAFC积分压力使得企业有上油电混动车型的动力，另一个重要原因是2017年，丰田的一项“行星齿轮核心专利”到期，该专利解释了如何通过行星齿轮机构使用内燃机的电动机分配动力，属于丰田THS混联式混合动力系统的基础专利。随着该专利到期，进入油电混合领域的门槛变小。

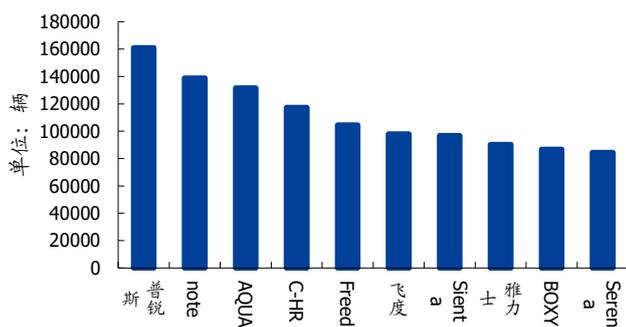
图表 112: 2018 年上市多款油电混动车型

品牌	车系	车型	级别	指导价(万元)
东风本田	INSPIRE	2019款 锐·混动 2.0L 净雅版	B级车	20.58
东风本田	本田 CR-V	2017款 混动 2.0L 净速版	紧凑 SUV	21.98
上汽别克	君越	2018款 30H 精英型	B级车	27.58
一汽丰田	卡罗拉	2017款 1.8L E-CVT 先锋版	A级车	13.98
广汽丰田	凯美瑞	2018款 2.5Q 旗舰版	B级车	25.98
广汽丰田	雷凌	2017款 1.8H GS CVT 精英版	A级车	13.98
东风日产	楼兰	2019款 2.5 HEV 四驱智联尊尚版	中型 SUV	30.03
上汽雪佛兰	迈锐宝 XL	2018款 530H 全混动锐尚版	B级车	23.99
东风本田	思铂睿	2017款 混动 2.0L 净驰版	B级车	24.99
广汽本田	雅阁	2018款 锐·混动 2.0L 锐酷版	B级车	19.98

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

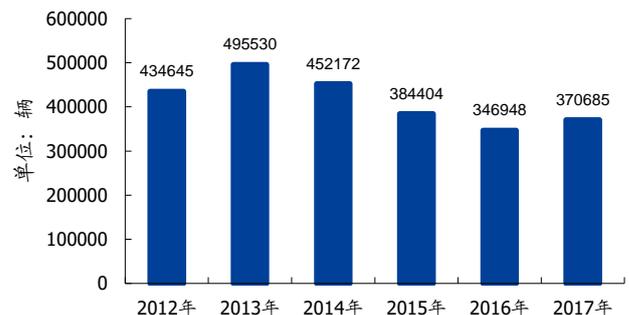
混合动力领域之前由丰田独霸。作为混合动力的创始者，自1997年推出第一款车型普锐斯之后，截止2016年底丰田在全球共销售了1004.9万辆混合动力汽车，其中普锐斯销售398.5万辆，Aqua(Prius c)累计销量为138.01万辆，凯美瑞混动版累计销售61.47万辆，Prius α/v/+销售61.12万辆。

图表 113: 混合动力车型占据日本 2017 年销量前三甲



资料来源: Markline, 国盛证券研究所

图表 114: 美国混合动力车 (HEV) 历年销量



资料来源: Markline, 国盛证券研究所

普锐斯车型在全世界范围的成功并没有使其在中国热销，一个很重要的原因就是第一代THS系统售价高昂，普锐斯的售价高昂。以2012款普锐斯为例，一汽丰田的CKD车型指导价格在22.98万-26.98万之间，而一汽丰田的2012款卡罗拉指导价格在13.28-15.18区间。油耗的节省并不能弥补巨大的价差，这也是普锐斯在国内遇冷的重要原因。

2019年拥有新能源车路权的HEV油电混合上市。在今年广汽丰田和一汽丰田相继推出卡罗拉以及雷凌的基于THS的PHEV车型，即双擎E+。根据公司公告，卡罗拉双擎E+平均售价将在21.5万左右，由于纯电续航可以达到50km以上并且可以充电，该车型将

可以享受国家新能源政策支持。我们认为这款车型堪称**2019年车市的重磅车型**，考虑其售价、油耗以及最关键的技术平台，对目前市场主流**PHEV**车型带来空前的竞争压力。

图表 115: 卡罗拉双擎 E+ 将成为市场强有力的产品

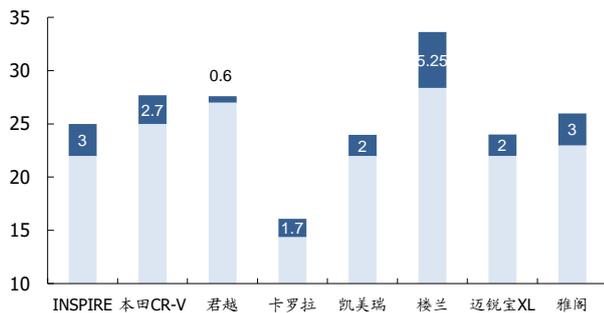
参数	卡罗拉双擎 E+	比亚迪秦 Pro
补贴完售价	18.5 万元	18.85 万元
技术平台	基于丰田 THS 混动系统	比亚迪 P3 DM 系统
馈电百公里油耗	4.7L/百公里	6.5L/百公里
纯电续航	55km	80km
轴距	2700mm	2718mm

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

5.2.2 混动车型产业成熟, 多家车企跟进

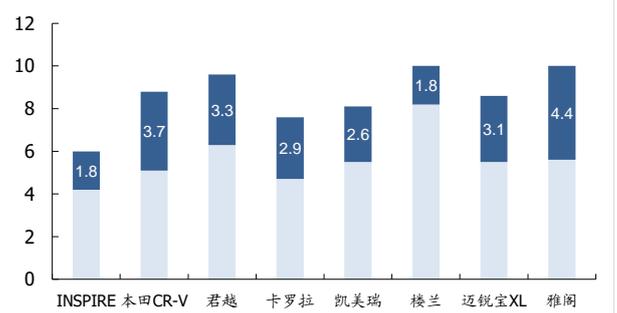
我们统计了目前在售的混动车型, 将其与同车系下配置相同的燃油车进行比较, 发现在不考虑发动机的区别下, 一套混动系统和普通内燃机系统的价差平均在 1.5-3 万区间, 从油耗上平均节省 2.5-3.5L/百公里。

图表 116: 同一车系下混合动力与燃油版价格差 (万元)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 117: 同一车系下混合动力与燃油版油耗差 (L/百公里)

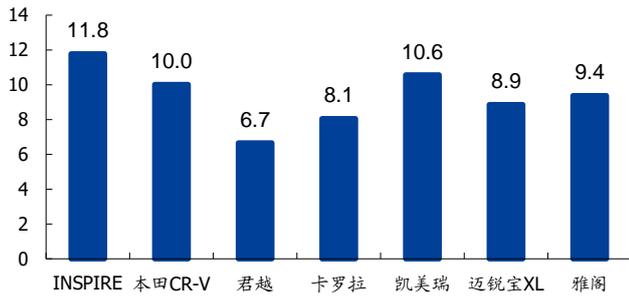


资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

在统计的车型的油耗差别和价格差别的基础上, 可以看到几款混动车型的价格弥补公里数在 7-12 万公里区间, 平均值在 9.35 万公里, 我们认为在新车的第一个生命周期内, 混动车型在显性使用成本上和普通车型基本达到平价。但混动车型仍有独特的优势, 例如更好的动力性, 同时在加油频率上减少带来的时间成本减少以及里程焦虑感的降低。

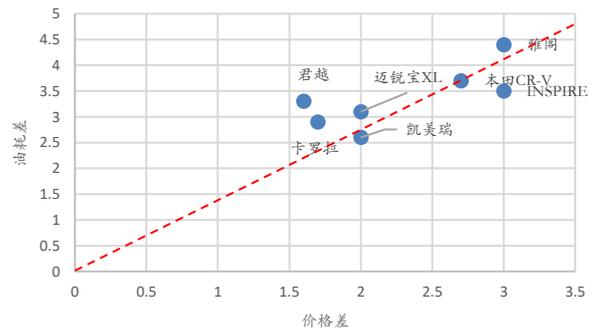
我们假设在 10 万公里的一次使用周期内, 以红线为界, 处于上方的车型拥有更好的用车体验, 目前混动车型基本可以达到这个限值。

图表 118: 混动车型和燃油车价差弥补里程数 (万公里)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

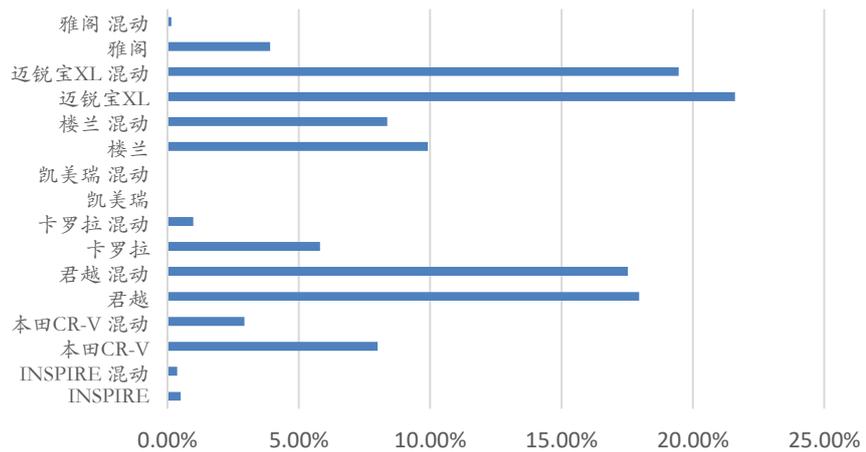
图表 119: 混动车型已经达到产业化的临界点



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

混动车型正在逐步进入产业化的成熟阶段。在市场上具有一定的认知度, 同时在广州和天津作为节能车享有一定的政策补贴支持, 从目前终端折扣来看, 油电混动车型的折扣率均小于同系列燃油车, 终端销售良好。

图表 120: 油电混动版的折扣力度小于燃油版车型



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

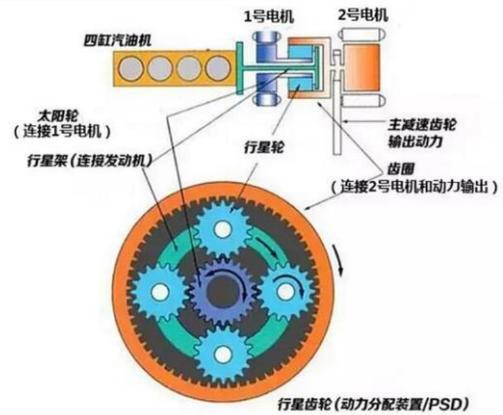
油电混合技术是将内燃机热效率提升, 提升燃油的利用率。丰田 THS 系统利用电动机低速效率高的特点, 起步及低速行驶时, 2 号电机单独工作, 此时没有油耗。当车速上升到某一零界值 (40km/h) 时, 发动机开始介入工作, 此时发动机作为主要动力源进一步提升车速。正常驾驶, 根据行驶工况, 当发动机能量过剩时, 多余的能量又通过 1 号电机转换成电能, 储存在蓄电池中 (无论何时, 只要电池电量过低, 发动机就会全力驱动 1 号电机发电)。当松开油门或踩下刹车时, 发动机停止运转, 车轮惯性还会带动 1 号电机发电, 把动能转换成电能储存在蓄电池中, 实现能量回收再利用。

图表 121: 丰田 THS 系统 3D 结构图



资料来源: 产业信息网, 国盛证券研究所

图表 122: THS 系统结构系统



资料来源: 产业信息网, 国盛证券研究所

通用和本田的油电混合在技术上和丰田略有不同。本田采用了一套被称为 i-MMD 的混动系统，发动机通过离合器连接到发动机输出轴，在离合器前通过齿轮与发电机连接，电动机直接连接电机输出轴，在发动机输出轴和电机输出轴之间有第三根轴，这根轴将动力传递到车轮。从架构上来看，本田 i-MMD 属于 P1P3 结构，使用此类型技术的还有上汽乘用车的 EDU 系统。

通用 Voltec II 与丰田 THS 3 都属于典型的 Power Split 功率分流式技术架构，又被业内俗称为 EVT 或 ECVT，PS 技术特征是其一是采用行星排、其二是采用双电机、其三是系统控制，三者缺一不可。其真正的内涵是通过行星排的三自由度、双电机及智能控制的互相配合，强劲、顺畅地输出动力。

图表 123: 本田、丰田、通用三套混合动力总成系统对比

车型	发动机最大功率 (kW)	发动机最大扭矩 (Nm)	系统输出功率 (kW)	工信部综合油耗 (L)
本田雅阁混动	107	175	158	4.2
迈锐宝 XL 混动	124	175	182	4.3
君越混动	124	175	182	4.7
凯美瑞双擎	160	213	202	5.3

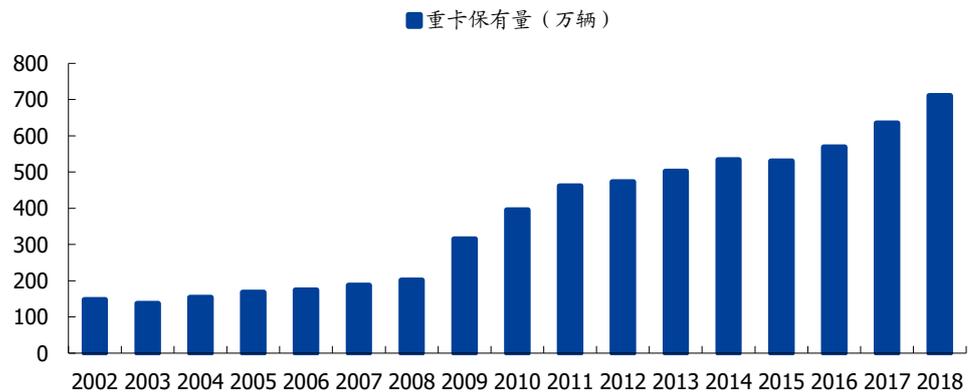
资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

六、运力缺口提升行业保有量，抬升重卡销量中枢

6.1 治理超载重卡将带来运力缺口。

2019年1-8月国内重卡实现销量80.5万辆，同比下滑2%，其中重卡整车/牵引车/重卡底盘分别占比22%/47%/31%。目前超载车辆主要集中在五类重卡中的自卸车和水泥搅拌车，同时自卸车亦是“大吨小标”现象高发区。牵引车和载货车经过历次治标后，长途超载现象基本杜绝，主要集中在短途货运。我们判断目前超载车辆占行业总体15-20%之间，2018年重卡行业保有量为711.2万辆，治超力度加强将带来较大运力缺口，从而提升行业终端需求。

图表 124: 重卡行业保有量



资料来源: 环保部, 国盛证券研究所

2016年8月30日，交通部网站正式发文《超限运输车辆行驶公路管理规定》，对超载超限车辆进行了更严格的规定和处罚标准。同时7月公布的GB1589-2016《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》，对车辆的最大载荷做了相关规定，为治理超限超载工作奠定了理论依据。9月21日正式实行，公安部与交通部联合印发《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》，开启了号称史上最严的“921治超”。

2016年7月公布的GB1589-2016《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》，对车辆的最大载荷做了相关规定，相比之前的荷载规定，单车运力平均下降20%左右。如六轴及以上车型的单车总质量限值由55吨下降到49吨，同比减少16%，4轴重卡载货列车被限重在31吨，相对原来40吨减少22.5%。

921治超的影响是全行业的，在单车运力下降20%同时需求端保持不变的假设下，物流类重卡保有量约增长25%，同时重卡的更换周期大约为5-8年，使得行业销量中枢向上提升。

图表 125: GB1589-2016 规定超重限值

轴数	车型	图例	总质量限值 (吨)
2轴	载货汽车		18
	中置轴挂车列车		27
3轴	铰接列车		25
	载货汽车		25
	中置轴挂车列车		36
4轴	铰接列车		35
	中置轴挂车列车		36
	全挂汽车列车		36
	载货汽车		43
5轴	铰接列车		43
	中置轴挂车列车		43
	全挂汽车列车		43
	载货汽车		43
	中置轴挂车列车		43
6轴	铰接列车		46
	中置轴挂车列车		46
	全挂汽车列车		46
	载货汽车		46
	中置轴挂车列车		46
	铰接列车		46
备注	<ol style="list-style-type: none"> 1. 二轴货车车货总重还应当不超过行驶证标明的总质量。 2. 除驱动轴外，图例中的二轴组、三轴组以及半挂车和全挂车，每减少两个轮胎，其总质量限值减少3吨。 3. 安装名义断面宽度不小于425mm轮胎的挂车及其组成的汽车列车，驱动轴安装名义断面宽度不小于445mm轮胎的载货汽车及其组成的汽车列车，其总质量限值不予核减。 4. 驱动轴为每轴每侧双轮胎且装备空气悬架时，3轴和4轴货车的总质量限值各增加1吨；驱动轴为每轴每侧双轮胎并装备空气悬架、且半挂车的两轴之间的距离$d \geq 1800\text{mm}$的4轴铰接列车，总质量限值为37吨。 5. 图例中未列车型，根据《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016)规定，确定相应的总质量限值。 		

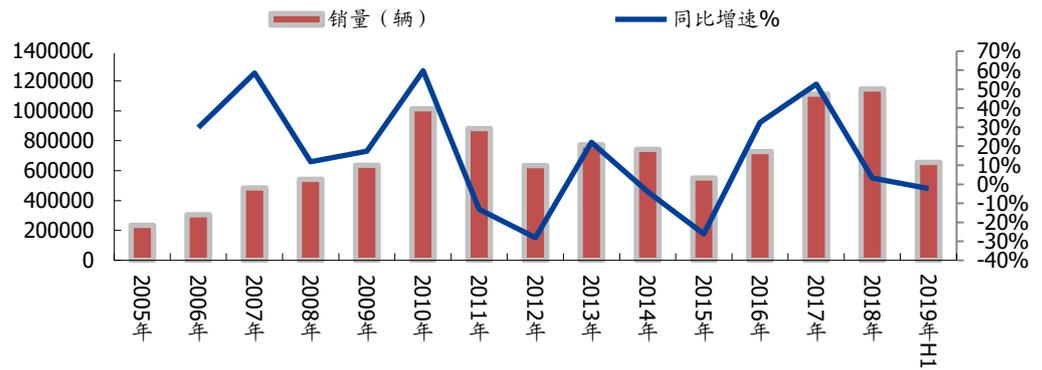
资料来源: 交通部, 国盛证券研究所

10月10日无锡高架侧翻事故，经初步分析系运输车辆超载所致，受此影响除无锡、南京、苏州等地紧急开展“治超”工作外，湖南、安徽、河南、广东、海南、福建等7省份的部分城市也开展了治超治限工作，治超有望逐步向全国蔓延。叠加近期大吨小标治理，单车运力将更加规范化，从中长期再次抬升行业保有量，提升行业销量中枢。

6.2 重卡历史上周期性强，近年周期性却逐步弱化

重卡行业历史周期性强。重卡作为生产资料，受宏观经济周期波动影响较大，因此销量也呈现出一定周期性。2005年至2016年，行业增速顶点均相隔三年，同时行业在经历了销量高峰之后，在2012年和2015年均均有25%左右的下滑幅度。而从2017年起，行业仍然保持较高的增速，同时在2018年至今的回落阶段，仍保持高景气度，行业总销量维持在高位。

图表 126: 2005-2019H1 重卡行业销量及增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

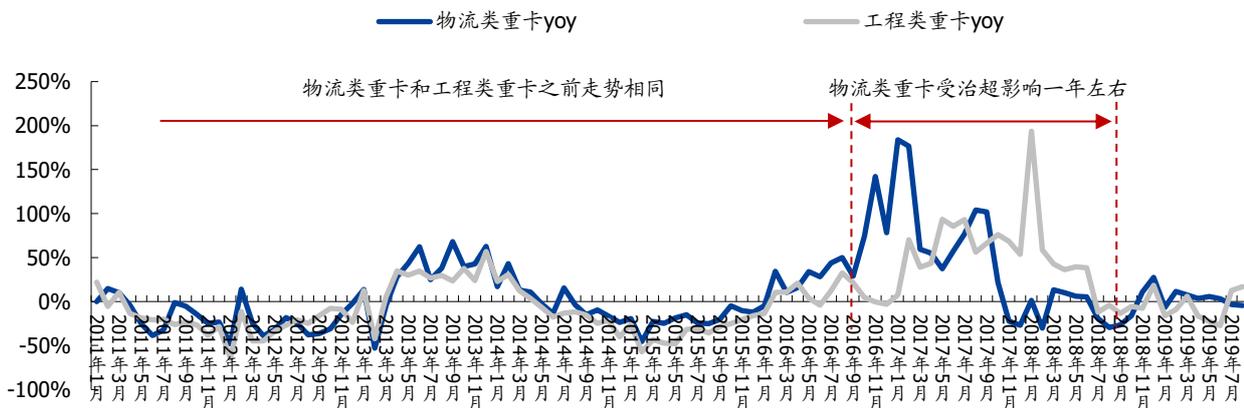
物流类重卡与公路货物周转量增速、公路物流运价指数、煤炭等大宗原材料的运量相关度较高, 从保有量来看其与 GDP 高度相关, 相对工程类重卡需求较为均衡。同时物流类重卡是治超的重点, 历次治超使得单车运力下降都会抬升物流重卡的销量中枢。

工程类重卡主要用固定资产投资过程中的建筑施工, 包括房地产开发施工和基础设施建设施工。其销量与交通运输、房地产、水利投资、房屋新开工面积这类房地产基建项目相关度较高, 因此相对物流类重卡具有更强的周期性。

物流类重卡占比逐步提升。我国超限运输车辆通行管理和治理违法超限运输工作由无序、间断、不规范状态, 逐步步入正规化、规范化轨道。2004 年九部委开展联合治超以来, 全国货车严重超限超载运输蔓延的势头得到有效遏止, 但随着治超工作的深入, 原规章存在的自身缺陷及不足逐步显现, 如执行标准不一、处罚裁量权过大等问题。

受“921 治超”影响, 同时叠加行业周期复苏, 物流类重卡在 16 年 11 月迎来爆发式增长, 持续周期为一年左右。

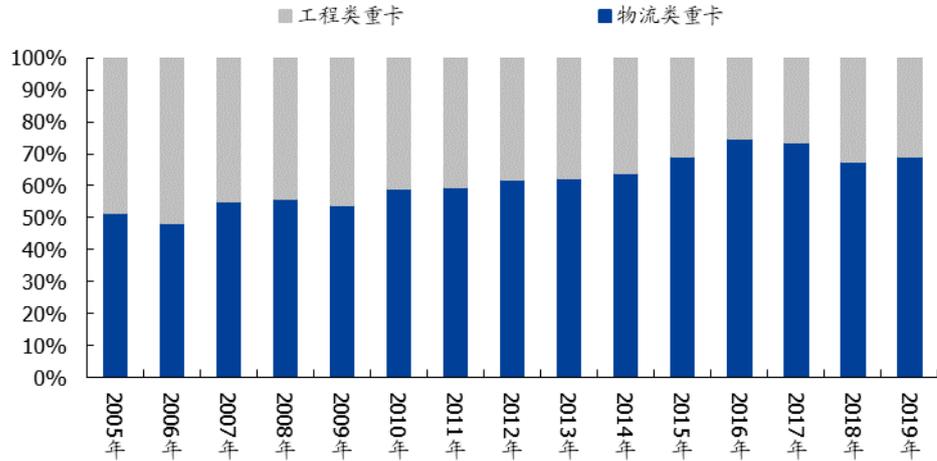
图表 127: 2010 年以来物流类重卡和工程类重卡销量增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

物流类重卡自 2005 年以来的销量占比不断提升，由 2005 年的 51% 提升至 2019 年（截止 8 月份）的 69%，其核心原因是我国经济结构发生变化，从投资拉动逐步转为消费驱动，由此带来运输业的快速发展。而 912 治超使得物流车在短期内占比进一步提升，2016 年和 2017 年物流车销量占比分别达到 75% 和 73%，为历史高点。

图表 128: 物流类重卡自 2005 年以来占比持续提升



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

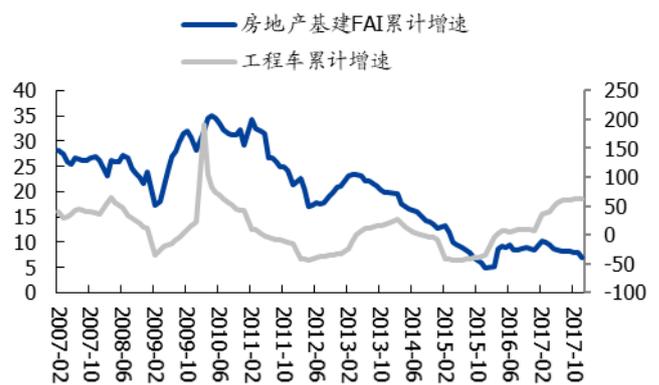
物流类重卡弱周期，工程类重卡强周期。从历史复盘来看，物流类重卡增速和公路货运周转量具有较强相关性（非同步），而从近年来看我国公路货运周转量保持较稳定的态势。2016 年前，公路货运周转量受经济周期波动幅度较大，2009 年受经济刺激影响，当年实现翻倍增长，2014 年和 2016 年均出现一定程度负增长。而进入 2017 年以来，公路货运周转量月增速维持在 5-9% 的正增速，维持在稳定增长区间。工程类重卡 2016 年前与房地产基建的固定投资完成额累计增速高度相关，其周期性较强。

图表 129: 物流类重卡与公路货运周转量相关度较高



资料来源: 中汽协, 统计局, 国盛证券研究所

图表 130: 工程类重卡与房地产+基建固定投资相关度较高



资料来源: 中汽协, 统计局, 国盛证券研究所

随着物流类重卡占比逐步提升，由物流类重卡占主要驱动因素的重卡行业终端需求将会逐步平稳，周期逐步弱化。**我们预计 2020 年重卡销量将保持 5-10% 的增速，继续维持在高景气度位置。**

6.3、顶层治超考核临近

梳理我国目前对于货运市场的超载治理的政策脉络，顶层规划来自交通部平安交通三年攻坚行动方案（2018-2020年），其中对于超载相关要求较大以上等级道路运输行车事故死亡人数年均下降率5%，具体到各省制定的各自任务目标，普遍规划到2020年高速公路车辆超限率低于0.5%。

图表 131: 截至 2019 三季度，各车型配置渗透率的同比提升幅度 (PCT)



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

同时此次无锡事故发生后，多地开展针对超载治理的专项行动。除了事故发生所在地附近的无锡、南京、苏州外，上海、湖南、安徽、河南、广东、海南、福建等7省份也开展了治超治限工作。其中，江苏省交通运输厅于12日召开电视电话会议，对切实做好当前全省交通运输安全生产工作部署安排。会议中的要求包括，严管严控道路“两客一危”运输安全，及严管严控货运车辆超限超载。对过往车辆尤其是外省籍“两客一危”车辆、旅游车辆实施重点检查，还将对严重超载超限车辆运用《安全生产法》实施顶格处罚，做到现场处罚到位、卸驳载到位、“一超四罚”到位，对照“平安交通”建设三年行动计划2019年60项重点任务清单，逐条排查。以无锡为例，目前所有高速收费站已完成安装称重设施，未来常态化的严监管，将成为行业变革的最好助力。

图表 132: 各省市近期关于治理超载颁布的政策文件

地区	名称	时间	主要内容
上海	交通、公安部门持续开展车辆超限运输整治行动	10月12日	交通执法部门正在开展“百日治超”（8月1日至11月10日，为期102天）专项整治行动。专项整治期间，交通执法部门将联合交警部门在本市高速公路和国省干线公路省界道口、市内货运车辆主要通道和越江桥隧等重点区域，每月开展不少于12次的执法检查行动，以更高频次、更大力度，严厉打击违法超限运输行为
江苏	全省公路超限治理工作紧急会议	10月12日	全省重点区域设置联合检查点，对过往尤其外省“两客一危”实施重点检查；专项整治期间实施顶格处罚；严管严控货运车辆超限超载，实施固定执法与流动执法相结合，对故意绕行逃避检测、短途超限运输严重的地区，实施重点执法检查；探索货物电子运单、企业源头称重等制度；对照“平安交通”建设三年行动计划2019年60项重点任务清单，逐条排查。
湖南	湖南省货物运输车辆超限超载治理办法	9月23日	设置公路超限检测站；执法机构开展流动检测；在货物运输主要通道、重要桥梁入口以及货运运输流量较大的路段和节点，设置不停车超限检测技术监控设备，自动检测、拍摄；货运车辆驾驶人一年内违法超限超载运输超过三次的，将责令其停止从事营业性运输
安徽	城市桥梁限载标准	仍在审查	在桥两头设置动态称重和超前预警集成系统
无锡	公路超限治理工作紧急会议	10月12日	高速收费站入口称重设施安装完毕；以工矿企业、重点货运站场、港口码头等为重点，进一步加强源头监管。要加强与公安交警部门的协同配合，进一步加大违法超限超载整治工作力度。要全面开展公路高架、桥梁以及农村公路桥梁等隐患排查，确保人民群众出行安全
苏州	进一步加强“百吨王”车辆查处力度	10月11日	各治超站点开展24小时值守查处工作；加强“百吨王”车辆查处力度；加大对普通公路收费站超限车辆查处工作；加强货运企业源头管控工作
南京	治理“超载超限”	-	年底前，南京将在所有普通国省干线、主要县道和部分城市道路点位上，增设50处超限超载不停车检测系统，24小时不间断查处超载超限违规车辆。
郴州	开展调度治超工作	10月11日	即日起至年底在全市开展“百吨王”超载车辆专项打击行动和渣土车专项整治行动

资料来源：各地方政府网站，国盛证券研究所

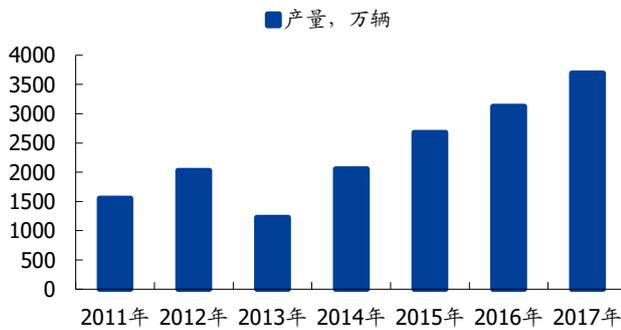
七、电动两轮车：国内已进入成熟市场，海外尚有增量空间

7.1 国内市场：行业已进入成熟期，未来以存量升级/替代为主

行业已进入成熟期，年产/销量约 3000 多万辆。我国是全球电动自行车生产和销售第一大国，经过多年发展，行业已逐渐进入成熟期。根据自行车协会及中国轻工业网数据，2017 年累计生产 3097 万辆，同比增长 0.55%，累计销售 3200 万辆，产销大致平衡。2018 年产销水平略有下滑，主要原因在于：1) 部分用户需求下降，包括作为电动车购买主力人群之一的流动人口和外来务工人员下降；2) 新国标的发布和各地针对“超标车”的整顿工作，消费者短期观望情绪显著。未来随着新增购买、换新和产品升级需求逐步复苏，行业产销水平将逐步恢复。

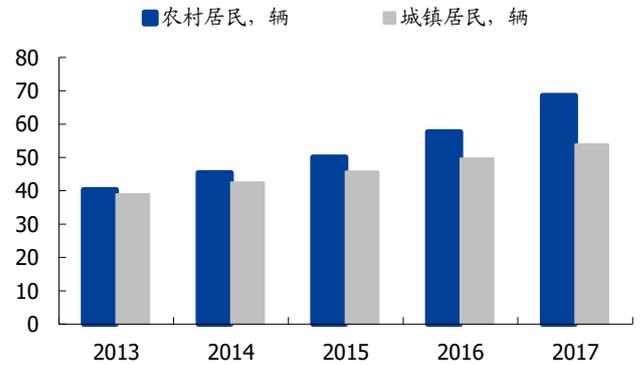
从保有量上看，国内保有量已达 2.5 亿辆，未来以存量升级/替代为主。根据中国自行车协会，2010 年底，我国电动自行车保有量为 1.2 亿辆，此后经历快速成长期，2014 年已经达到 1.91 亿辆，截至 2018 年，我国电动自行车保有量约 2.5 亿辆，行业发展已比较稳健。分地区看，农村地区是行业保有量增长的主要区域，考虑到城市地区的牌照监管将日益严格，未来城市地区将以升级/替代为主。

图表 133: 2011-2017 年以来我国电动自行车产量



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 134: 我国电动助力车保有量 (量/每百户家庭)



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

7.1.1 未来行业新动力一：政策催化，锂电车型渗透率提升

新修订《电动自行车安全技术规范》实行，推动行业产品整体换挡。2018 年 1 月 16 日，工信部、公安部、原工商总局、原质检总局（国家标准委）联合公布《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准报批稿，向社会公众征求意见。5 月 17 日下午，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会正式批准了新修订的《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准。

新标准将于 2019 年 4 月 15 日起正式实施。2018 年 5 月 15 日至 2019 年 4 月 14 日为过渡期。新标准合理设定了最高车速、整车质量等关键技术指标，于 2019 年 4 月 15 日起正式实施。2018 年 5 月 15 日至 2019 年 4 月 14 日为过渡期。在过渡期内，鼓励生产企业按照《技术规范》组织生产，鼓励销售企业销售符合《技术规范》的产品，鼓励消费者购买符合《技术规范》的产品。

图表 135: 《电动自行车安全技术规范》修订主要内容

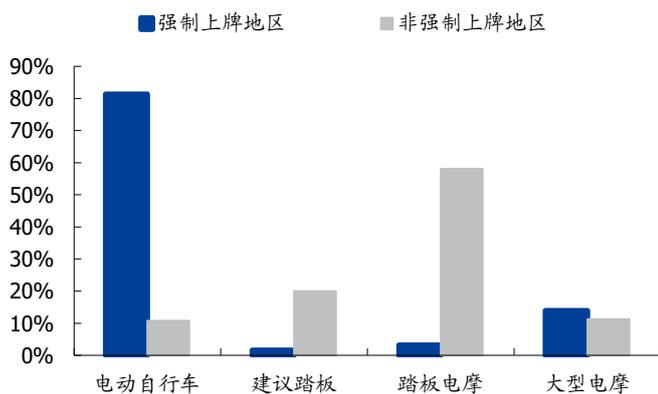


资料来源: 头条号公众号。国盛证券研究所

新国标落地有利于低端产能出清, 锂电车型有望实现大量替代。

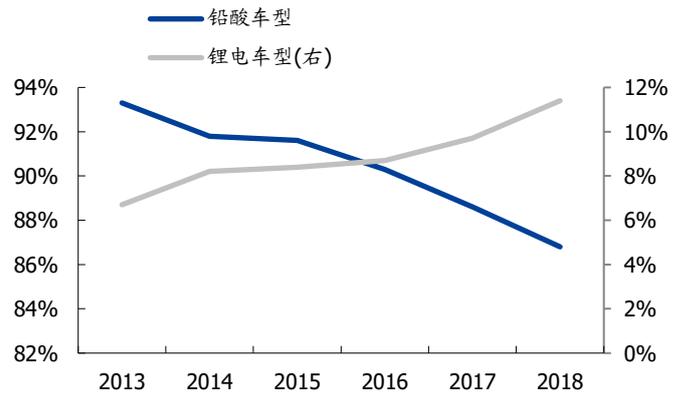
1. 从整车厂而言, 电动自行车重量主要集中在电池, 目前铅酸电池难以满足整车 **55kg** 要求。通过重量能量密度可知, 锂电池通常为 200~260Wh/Kg, 而铅酸电池只有 50~70Wh/Kg, 约为锂电池的 1/3。因此新国标下锂电池的能量密度优势是其有望全面替代铅酸电池的关键因素。
2. 从消费端, 目前行业监管已成为中低端消费者车型选择的首要因素。根据 ZDC 互联网消费调研中心, 自 2018 年电动自行车新国标颁布之后, 尽管政策在 2019 年才会正式实施, 有关部门也给予了一定的“缓冲期”, 但消费者对于电动自行车的需求呈现出两极分化的态势。中低消费者对于电动自行车(国标车)的购买意愿出现了大幅增长, 而对于简易踏板车和“豪华款”车型, 由于无法实现合法上牌, 在监管力度强的地区已经呈现断崖式下降。对于高端消费者而言, 其选择方向为大型电摩, 故而不受新标准的影响。
3. 考虑到消费意愿及监管力度, 假定城市地区未来锂电车型渗透率达到 **80%**, 有望催生 **1500 万辆/年** 的升级空间。不考虑农村及县级市, 按全国市级人口 2.39 亿户, 百户电动车保有 54 辆计算, 则保佑电动车约 1.29 亿辆。假定 2025 年之前锂电车型渗透率由目前的 10% 提升至 80%, 将催生电动自行车车换代 9000 万辆, 年均 1500 万辆的市场空间。

图表 136: 监管力度对电动车型选择的影响



资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

图表 137: 目前锂电车型渗透率



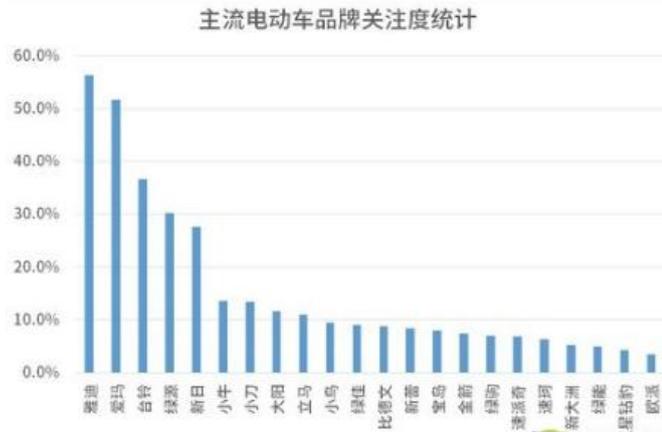
资料来源: 中关村在线, 国盛证券研究所

7.1.2 未来行业新动力二: 年青一代的高端化需求

购车者年龄逐渐换代, 电动车新势力以小牛、E 客电动、速珂为代表, 迅速占领年轻人市场。根据品牌关注度, 排名较高的主要包括两类: 1) 传统巨头, 主要包括雅迪、爱玛、台铃、绿源、新日, 这些品牌积累多年, 市占率高, 经销商渠道优势明显; 2) 定位年轻

的新势力，主要包括小牛、E客电动、速客，其对象群体基本是80/90后用户，这一年龄层用户的用车需求基本上都以通勤为主，由于这一部分用户往往有着更好的经济基础，所以他们会更愿意去尝试一些全新的车型和高端品牌产品。

图表 138: 主流品牌关注度统计



资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

图表 139: 品牌关注度季度排名

排名	品牌	2018 Q1-Q2	品牌	2018 Q3
1	雅迪	17.39%	雅迪	16.41%
2	小牛	13.50%	E客电动	15.35%
3	爱玛	12.50%	爱玛	11.72%
4	新日	9.34%	小牛	11.08%
5	绿源	9.04%	速珂	8.98%
6	E客电动	7.24%	新日	7.43%
7	速客	7.04%	台铃	6.21%
8	小刀	6.60%	绿源	6.08%
9	立马	5.32%	小刀	4.77%
10	台铃	5.14%	五羊本田	4.71%

资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

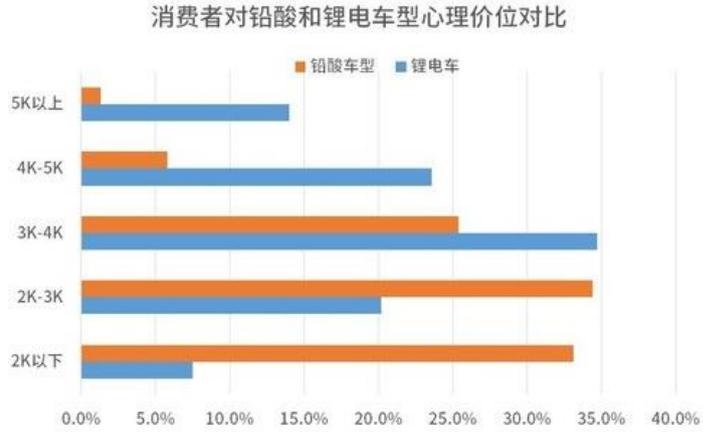
分车型看，锂电车型期望中枢远高于铅酸车型。根据 ZDC 互联网消费调研中心调研，对比 2017 年的数据，2K 以下区间的用户比例基本保持不变，作为用户关注度最高的 2K-3K 区间占比出现了明显下降，与之形成对比，3K-4K 和 5K 以上价格区间用户占比均出现了明显增加。分车型看，消费者对于铅酸车型的价格认知还停留在 2000 元左右的价格区间，但对于锂电车型，用户普遍拥有更高的价格宽容度，超过三成用户的心理价位已经超过 4000 元。

图表 140: 消费者购车心理价位变化情况



资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

图表 141: 消费者对锂电车型和铅酸车型心理价位对比

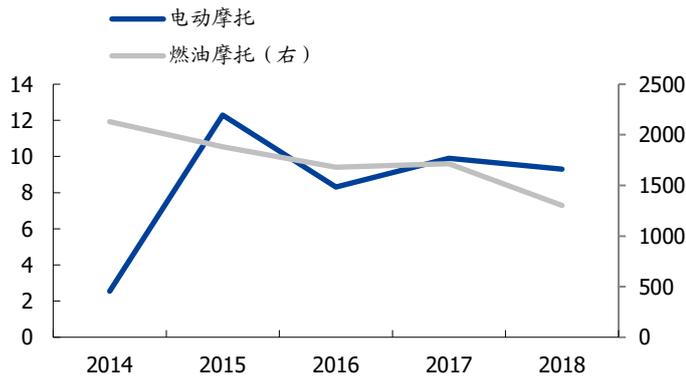


资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

对于不同的市场而言，目前自行车电动替代比例已达到 58%，而摩托车替代比例不到 1%，高端市场未来有望逐步打开。2017 年我国脚踏自行车产量约 5700 万辆，对比 3300 万辆的电动自行车产量，电动自行车产量/脚踏自行车的比值已达到 58%，而 2017 年电动摩托车产量 9.9 万辆，相较于 1713.5 万辆的燃油摩托车，电动摩托车/燃油摩托车的比值不达 1%，未来随着锂电渗透率的逐步普及，电动摩托车型的将逐步丰富，几万元-几十万元级别的电动摩托车市场将逐步打开。

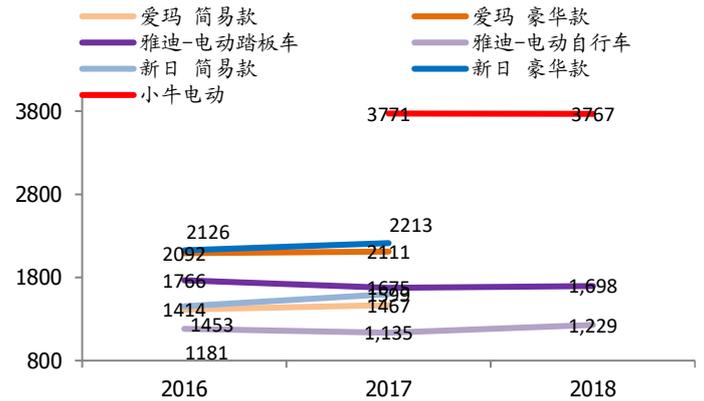
未来随着电动车高端市场逐步打开，先入者凭借口碑优势将率先享受行业红利。目前我国万元以上的高端电动车市场尚未打开，各家整车厂尚处在产品试水阶段。未来随着消费理念的逐步变化，同时行业集中度提升，低端产能的逐步出清，高端电动车市场有望迅速发展。同时，对于高端消费者往往更注重品牌，对价格敏感性更低，小牛等新兴整车厂，有望凭借在高端市场的先发优势，率先享受行业红利。

图表 142: 电动摩托及燃油摩托销量(万辆)对比



资料来源: 中国汽车协会, 国盛证券研究所

图表 143: 各品牌单车售价对比(元)



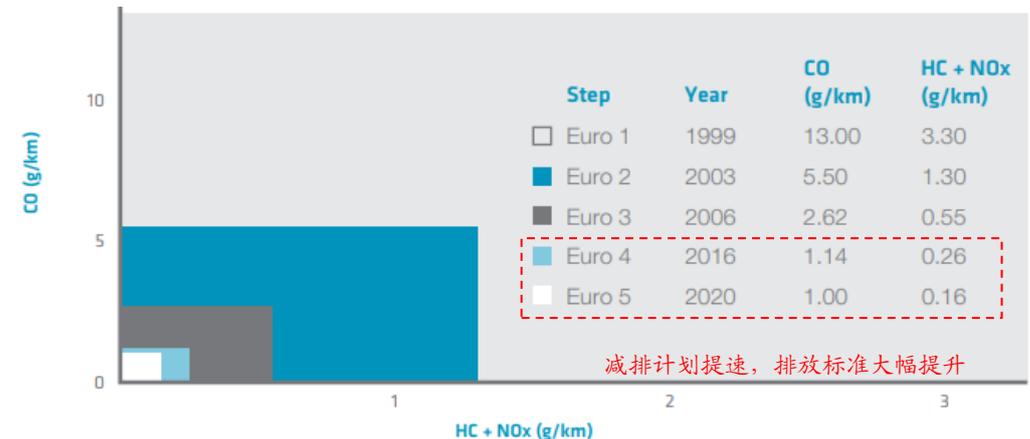
资料来源: 中国汽车协会, 国盛证券研究所

7.2 国外市场: 欧洲“油改电”开启, 两轮电动车加速渗透

欧盟和各国政府的目标是在 2050 年实现无二氧化碳运输, 零碳排放目标不仅限于汽车, 摩托车和其他动力的两轮、三轮车也将包含在其中。近期欧盟成员国已达成共识, 开始在运输部门进行能源转换即“油改电”加速。

摩托车排放成为不可忽视的问题。根据 ICCT 的研究表明, 双冲程 50 cc 轻便摩托车排放的碳氢化合物和颗粒物排放量是 Euro 3 汽车标准的 10-30 倍; 四冲程轻便摩托车排放的碳氢化合物和微粒排放量是 Euro 3 汽车标准的 3-8 倍; 此外, 50 cc 轻便摩托车 NOx 排放量与汽车大致相当。因此, 摩托车排放成为不可忽视的问题, 根据欧洲摩托车制造商协会公布的摩托车减排计划, 2020 年欧盟摩托车将达到 Euro 5 标准。

图表 144: 欧盟摩托车(广义)减排计划



资料来源: ACEM, 国盛证券研究所

注: 包含轻便摩托车、摩托车、三轮车等

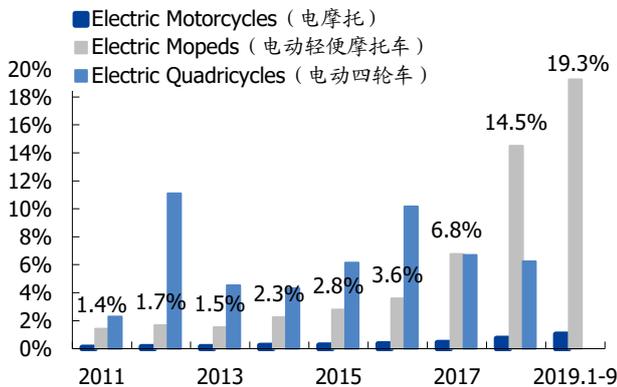
政府政策以及共享出行趋势, 驱动电动轻便摩托车加速替代燃油车。欧盟各国出台各类政策已加速电动两轮车发展:

➢ 比利时 2019 年 2 月实施: 共享代步车(轻便摩托车)不能具有内燃发动机, 必须依靠绿色电力运行。

➢ 瑞典: 补贴了 25% 的电动两轮车购车成本(包括电动自行车或轻便摩托车等)。此外欧盟各国共享出行的发展也一定程度促进电动两轮车渗透率提升, 因为电动车更具有成本优势, 同时也受政策青睐。根据欧盟摩托车注册量数据, 电动轻便摩托车渗透量快速提升, 由 2011 年的 1.4% 提升至 2019 年前三季度 19.3%, 此外电动大型摩托车、

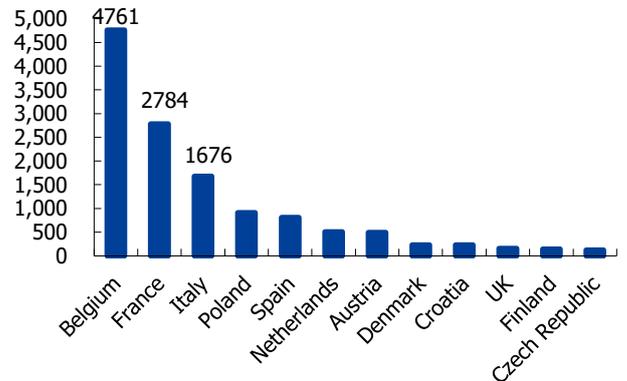
四轮车渗透率同样快速提升。2018年欧盟电动轻量摩托车注册量3.97万辆，相比2017年新增1.27万辆(+46.9%)，主要增量来自于受政策支持的比利时(增量贡献37.6%)，以及共享出行发达的法国(增量贡献22.0%)。

图表 145: 各类两轮车注册量中电动车型渗透率



资料来源: ACEM, 国盛证券研究所

图表 146: 欧盟国家 2018 年电动轻量摩托车注册量增量



资料来源: ACEM, 国盛证券研究所

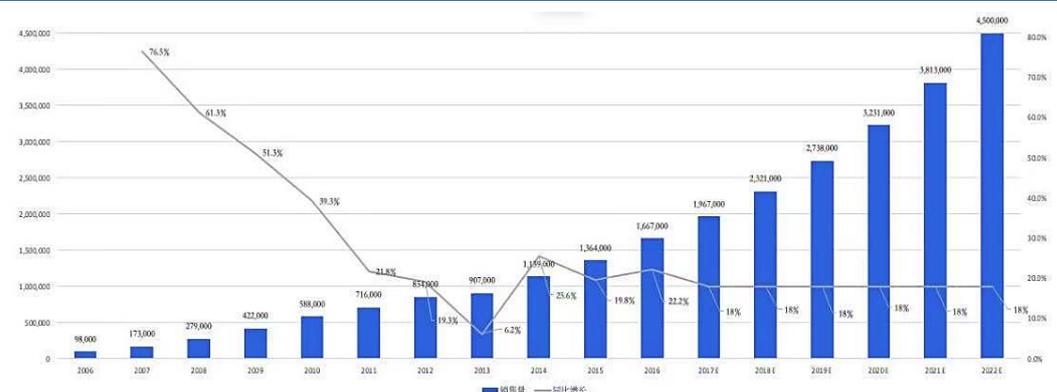
欧洲电动自行车迎来普及，未来提升空间大。根据欧盟相关规定，将有小型电动机，提供踏板辅助，最大电动机额定功率不能超过 250 瓦，最高时速不超过 25 km/h 归为电动自行车 (EPAC)。2014 年, 2015 年和 2016 年欧洲电动自行车销售量分别为 113/136/166 万辆，同比 25.6/19.8/22.2%，渗透率超 10% 将迎来快速普及期。根据 Technavio 的预测，从 2017 年到 2022 年，销量 CAGR 有望达 18% 增长至年销售 450 万辆。

图表 147: 欧盟 EN15194 法规及其他电动自行车、轻便摩托车规定

	电动自行车 (EPAC)	轻便摩托车 (Electric mopeds)
发动机容量要求	无	≤ 50 cc
发动机功率	≤ 250 w	≤ 250 w
最高时速	25 km/h	45 km/h
踏板、油门	未配备有独立工作油门，允许提供踏板辅助	无踏板、油门限制
驾驶执照	无	AM 驾驶执照
注册要求	无	需注册
车牌要求	无	需上牌
最小驾驶年龄	无	16 周岁

资料来源: 国盛证券研究所
注: 欧盟国家, 含挪威, 不包含英国

图表 148: 欧洲电动自行车销售量及预测



资料来源: DYU, Technavio, 国盛证券研究所

投资建议

我们建议关注乘用车整车估值底部具有业绩弹性以及处于强势新车周期的广汽集团、长安汽车、吉利汽车；零部件建议关注自主TPMS龙头及在智能驾驶长期布局的保隆科技，大众产业链核心标的精锻科技，特斯拉主要供应商拓普集团，旭升股份；重卡板块建议关注潍柴动力和中国重汽；电动自行车行业建议关注小牛电动。

风险提示

汽车销量或不及预期。汽车行业受居民端收入影响较大，居民端收入下滑或对汽车销量产生影响。

新能源车产业链降价幅度超预期。新能源车产业链降价幅度或超过预期，影响产业链公司业绩。

重卡治超力度或不及预期。重卡行业提升保有量的核心驱动力之一是治理超载，或由于政策实施不达预期导致单车运力下降幅度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com