

2019-6-9

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

汽车与汽车零部件行业

长江消费 | 护城河研究系列之汽车篇： 解码汽车企业的攻守道

报告要点

■ 汽车行业护城河包括哪些？

护城河指的是一套可保护公司防御竞争的结构化屏障，巴菲特认为护城河是一个伟大企业的首要标准。构筑起护城河的 5 项可持续竞争优势包括：无形资产、成本优势、转换成本、网络效应和有效规模。具体到汽车行业，乘用车作为耐用消费品，品牌通过认知度和美誉度来影响消费者决策，因而乘用车企护城河主要来源于品牌（无形资产）；商用车作为生产资料，客户更看重价格，因而成本优势是最重要的护城河，此外，由于客户对可靠性和售后服务要求更高，品牌也是护城河之一；零部件作为典型中游制造业，成本优势为主要的护城河。

■ 从法拉利看乘用车整车的护城河

法拉利品牌影响力位居全球之首，在超跑界龙头地位稳固，无论在规模体量、品牌溢价还是抗经济周期能力方面均领先竞争对手。法拉利修筑强大品牌护城河的因素可归为三点：1) 专注超跑的精神为其注入最纯正的超跑血统，法拉利自创立之初就为比赛而生，迄今已有近百年超跑历史；2) 在 F1 比赛中取得的难以匹敌的成绩使得法拉利成为众多人心中最负盛名的超跑品牌；3) 坚持走产品高端化路线，辅以限量、限售等市场策略，让法拉利成为有价无市的珍品。

■ 从福耀看乘用车零部件的护城河

福耀作为全球汽车玻璃龙头，盈利能力和国内份额都远远领先于竞争对手。福耀早期依靠就近配套的成本优势持续开拓新客户，之后凭借大量的生产基地构筑了强大的壁垒。在就近配套的基础上，依靠规模效应和垂直一体化两大因素使其汽车玻璃成本为行业内最低。我们认为福耀未来护城河将不断变宽。

■ 从宇通、潍柴看商用车企业的护城河

作为全球客车龙头，宇通的护城河主要来源于成本优势和品牌。成本优势是依靠规模效应和全产业链布局形成，可靠的产品和完善的售后服务打造品牌力。作为国内重卡发动机龙头，潍柴的护城河主要来源于成本优势和品牌。高产销规模带来高议价能力和刚性成本摊薄，优秀的质量和售后增强品牌效应。

■ 投资建议

基于汽车行业的护城河分析，品牌培育是乘用车企业取得长远发展的重要因素，建议关注品牌上攻的长城汽车、吉利汽车；商用车推荐拥有成本优势和品牌护城河的宇通客车，零部件推荐护城河不断变宽的福耀玻璃、潍柴动力。

风险提示：

1. 原有护城河因为技术变革被摧毁；
2. 由于管理不善导致护城河被侵蚀。

分析师 **高登**

☎ (8621) 61118738

✉ gaodeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517120001

分析师 **邓晨亮**

☎ (8621) 61118738

✉ dengcl@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040003

联系人 **袁子杰**

☎ (8621) 61118738

✉ yuanzj1@cjsc.com.cn

联系人 **陈斯竹**

☎ (8621) 61118738

✉ chenzs1@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
0175	吉利汽车	买入
000338	潍柴动力	买入
600066	宇通客车	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《高基数下维持高景气，5月重卡销量符合预期》
2019-6-4

《读懂全球车市系列报告之南美篇》2019-6-3

《广深放松限购，刺激政策逐步落地》2019-6-2

目录

汽车行业护城河包括哪些？	4
乘用车整车护城河主要来源于品牌	5
商用车整车、汽车零部件护城河主要来源于成本优势	6
从法拉利看乘用车整车的护城河	7
品牌造就护城河，超跑龙头地位无人撼动	7
精于超跑、高端策略成就独特品牌力	11
从福耀看乘用车零部件的护城河	15
前瞻布局，就近配套带来成本优势	17
两大因素助力福耀护城河不断变宽	18
从宇通、潍柴看商用车企业的护城河	20
宇通客车：成本优势+强大品牌，铸就宽广的护城河	20
潍柴动力：规模效应助力低成本，高品质和售后打造品牌力	24
投资建议	28

图表目录

图 1：构筑起护城河的 5 项可持续竞争优势	4
图 2：汽车行业属性分析	5
图 3：乘用车行业特点总结	5
图 4：中国消费者最主要的购车原因变化趋势	6
图 5：按售价划分的乘用车品牌类别	6
图 6：商用车整车行业特点总结	7
图 7：汽车零部件供应商的多层结构	7
图 8：法拉利 2010 年以来推出的量产车型	8
图 9：2018 年法拉利品牌影响力位列全球之首	8
图 10：法拉利销量遥遥领先竞争对手	9
图 11：全球最贵 10 款车当中有 8 款来自法拉利	10
图 12：法拉利在全球销量增速放缓期间销量增长依然稳健	10
图 13：2019Q1 营业收入同比增长 13.1%	11
图 14：2019Q1 归母净利润同比增长 20.8%	11
图 15：法拉利毛利率在 50%左右，净利率接近 20%	11
图 16：全球车队世界冠军排名	13
图 17：法拉利限量超跑	13
图 18：超跑界三大神车，从左至右分别为法拉利拉法、保时捷 918、迈凯伦 P1	14
图 19：FE 各赛季参赛队伍	14
图 20：FE 赛车更重，舍弃了尾翼，刹车作用只是动能回收	15
图 21：F1 赛车法拉利车型	15

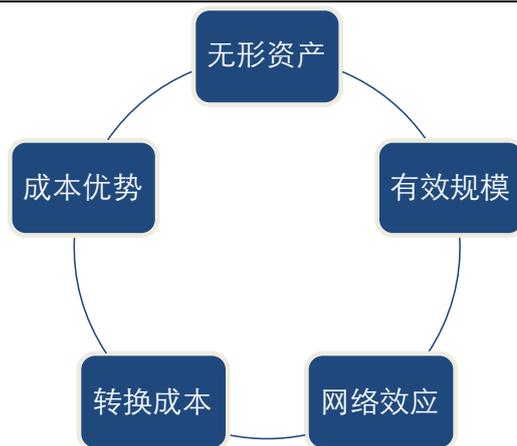
图 22: 公司各窗型玻璃产品一览	15
图 23: 过去 20 年福耀玻璃收入和利润均取得持续成长	16
图 24: 2013 年中国汽车玻璃销售额市占率	16
图 25: 与竞争对手相比, 福耀汽车玻璃盈利能力最强	16
图 26: 福耀国内生产基地数量远超竞争对手	18
图 27: 就近配套、规模效应和垂直一体化造就福耀低成本	18
图 28: 2017 年全球汽车玻璃市场格局	19
图 29: 福耀海外收入持续增长	19
图 30: 福耀汽车玻璃成本构成测算	19
图 31: 公司浮法玻璃自给率已达到 90%	19
图 32: 宇通客车销量取得持续增长	20
图 33: 近年来宇通新能源客车销量保持高位	20
图 34: 宇通销售毛利率远高于其他客车公司	20
图 35: 宇通销售净利率远高于其他客车公司	20
图 36: 宇通客车大中客销量远超出其他客车公司	21
图 37: 宇通四季度毛利率为全年最高水平	21
图 38: 客车零部件产品毛利率远高于客车整车	21
图 39: 宇通收购精益达后盈利能力明显增强	21
图 40: 宇通研发投入远超出同行水平	22
图 41: 宇通拥有完善的售后服务体系	23
图 42: 宇通新能源客车三电均为与行业领先供应商联合开发	23
图 43: 潍柴动力 2019 年战略	24
图 44: 2010 和 2018 年公司单台折旧较低	25
图 45: 销量规模与单台员工成本呈反比	25
图 46: 潍柴动力发动机的固定资产周转率高于玉柴	25
图 47: 潍柴动力发动机的毛利率高于玉柴	25
图 48: 2018 年主要柴油机企业原材料在营业成本占比接近 90%	26
图 49: 潍柴 WP13 发动机被评为“2019 年度值得用户信赖节油重型发动机”	26
图 50: WP13 最大扭矩已超过同级别发动机	27
图 51: WP13 最大功率位于世界领先水平	27
图 52: 在 13L 产品中, 潍柴 WP13 的缸心距/缸距最小	27
表 1: 法拉利 488GTB 与竞品相比性能相当, 但溢价更高	9
表 2: 法拉利自创立之初自始至终专注比赛、跑车	12
表 3: 法拉利在 F1 赛事中多项指标领先	12
表 4: 公司生产基地大量覆盖各地区汽车产业群基地	17

汽车行业护城河包括哪些？

护城河的本意是为防御外来入侵而在城堡四周挖掘的环城河，巴菲特首次在投资上提出护城河的概念，指的是一套可保护公司防御竞争的结构化屏障。巴菲特在长期的投资实践中，逐步形成了独特的“护城河”理论，明确提出护城河是一个伟大企业的首要标准。

根据《晨星公司解密巴菲特股市投资法则》，构筑起护城河的5项可持续竞争优势包括：**无形资产、成本优势、转换成本、网络效应、有效规模**。1) 无形资产：包括品牌、专利及监管牌照。2) 成本优势：有利的成本地位可以来源于工艺优势、上好的地理位置、规模效应或取得独特资产的便利性。3) 转换成本：表现形式可以是时间的代价、遇到的麻烦、付出的金钱或承担的风险。这些都是顾客从某一厂家或供应商转到另一厂家或供应商时可能遭遇的费用支出。4) 网络效应：随着越来越多的用户使用某种产品或服务，该产品或服务对新老用户的价值也随之增加，这便出现了网络效应。网络效应有一种循环强化的作用，会使强大的公司变得更加强大。5) 有效规模：市场中现有厂家能够获得经济利润，但潜在的竞争者得不到进入这个市场的激励，因为一旦他们进入市场，市场盈利就会下降到远低于资本成本的水平。

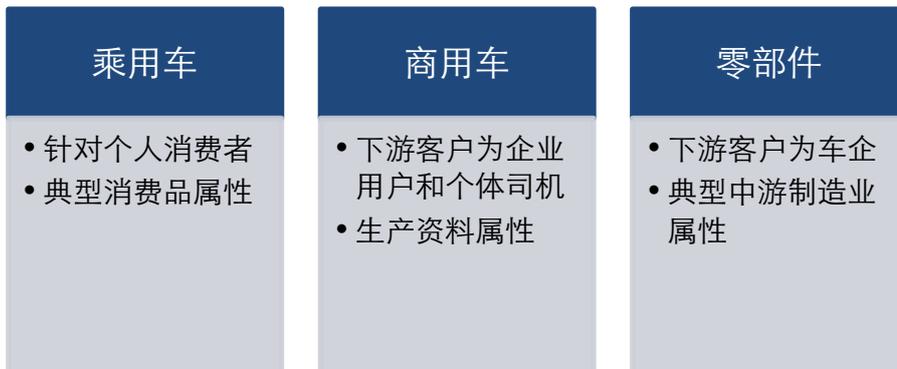
图 1：构筑起护城河的 5 项可持续竞争优势



资料来源：《晨星公司解密巴菲特股市投资法则》，长江证券研究所

具体到汽车行业，不同细分行业由于属性不同，构筑起护城河的可持续竞争优势也不同。汽车类型按用途划分为乘用车和商用车，其中：乘用车主要用于载运乘客；商用车用于运送人员和货物，可细分为卡车、客车等类型。乘用车和商用车均由动力总成、底盘、车身和电气设备等四大系统组成，各大系统通过零部件的有效组合实现汽车的基本功能。具体来看，乘用车主要针对个人消费者（2C），因而具备典型的消费品属性；商用车下游客户为企业用户和个体司机（2B+2C），具备生产资料属性；零部件客户为车企（2B），具备典型中游制造业属性。

图 2：汽车行业属性分析

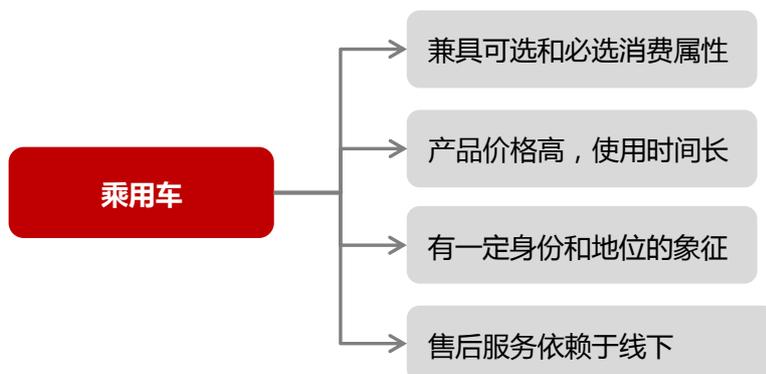


资料来源：长江证券研究所

乘用车整车护城河主要来源于品牌

乘用车作为耐用消费品，也拥有自身的行业属性。我们对乘用车行业的特点进行了总结，其中主要包括：1) 乘用车兼具可选和必选消费属性，首次购车和增换购群体看重的因素会有一些不同。2) 乘用车产品价格较高，属于大额支出的消费品，消费者购车时相对谨慎。3) 乘用车具有一定身份和地位的象征。4) 乘用车售后服务依赖于线下。根据上述分析，乘用车作为耐用消费品，品牌通过认知度和美誉度来影响消费者决策。

图 3：乘用车行业特点总结



资料来源：长江证券研究所

品牌为消费者购车时首要考虑的因素。根据 J.D. Power 中国汽车销售满意度研究 (SSI)，中国车主购车的原因发生了显著变化：价格因素从 2000 年的首要因素下降到 2017 年第五位，而品牌、品质、颜值和技术，成为购车前四位的原因，尤其是品牌多年来都是消费者购车时首要考虑的因素。

图 4：中国消费者最主要的购车原因变化趋势



资料来源：J.D. Power，长江证券研究所

根据护城河理论和乘用车行业属性分析，我们认为品牌是乘用车整车企业的重要护城河。车企的品牌形象是消费者区分与决策的核心依据，也是车企得以抵御竞争对手的重要屏障。此外，与入门品牌、中端品牌相比，豪华品牌和超豪华品牌售价较高，消费者对品牌要求也更高，意味着豪华品牌车企的品牌护城河会相对更宽。

图 5：按售价划分的乘用车品牌类别



资料来源：长江证券研究所

商用车整车、汽车零部件护城河主要来源于成本优势

商用车整车由于主要销售给企业用户和个体司机，作为生产资料，客户更看重价格，因而成本优势是更重要的护城河，此外，考虑到商用车驾驶者对于产品可靠性和售后服务及时性要求较高，商用车客户依然对于品牌有一定要求。我们认为商用车的品牌主要体现为口碑，口碑往往是基于使用者的良好体验，以及口口相传而得。

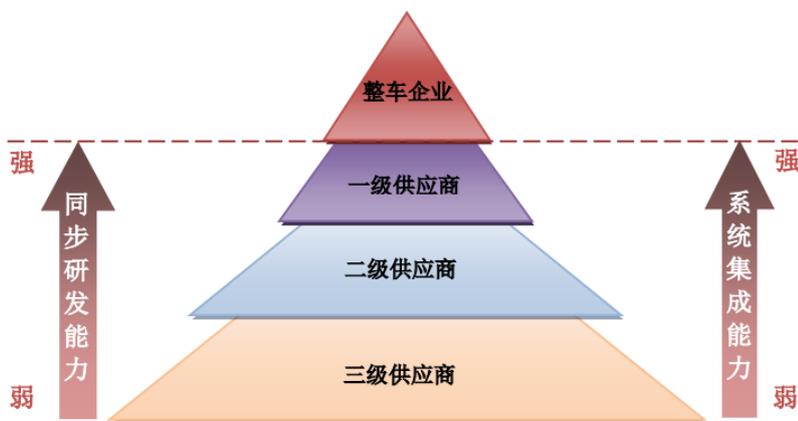
图 6：商用车整车行业特点总结



资料来源：长江证券研究所

汽车零部件行业经过长期的发展，在全球采购、专业分工的基础上，由少量的整车研发及生产企业、一定数量的一级供应商和二级供应商、数量众多的三级供应商组成的金字塔式多层级供应商体系。**零部件作为典型中游制造业，成本优势为主要的护城河。商用车零部件，与商用车整车有一定类似，客户对于品牌也有一定要求。**

图 7：汽车零部件供应商的多层结构



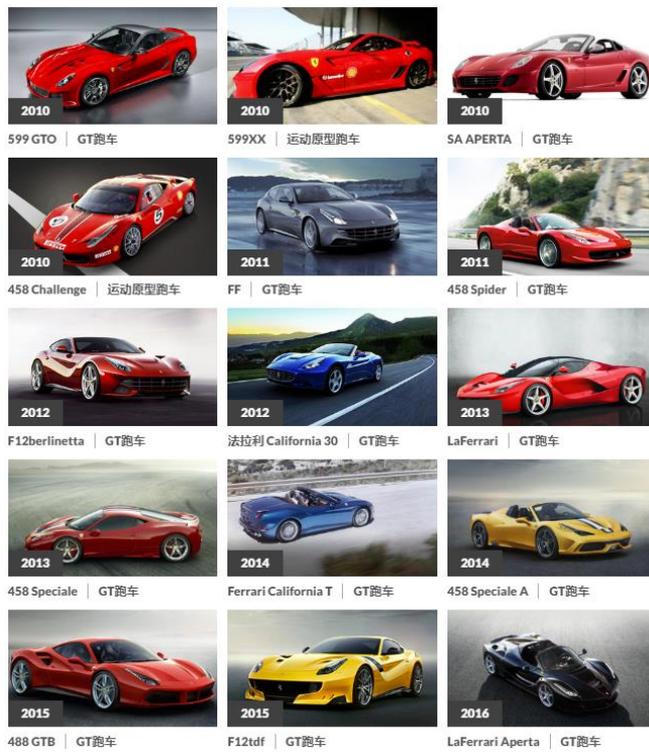
资料来源：长江证券研究所

从法拉利看乘用车整车的护城河

品牌造就护城河，超跑龙头地位无人撼动

法拉利是意大利跑车制造商，主要生产一级方程式赛车以及高性能跑车。公司自 1929 年成立，2015 年在纽交所正式上市。

图 8：法拉利 2010 年以来推出的量产车型



资料来源：法拉利官网，长江证券研究所

法拉利品牌影响力全球居首。根据 Brand Finance 机构统计计算（该机构每年发布全球最有影响力品牌与最有价值品牌），2018 年法拉利的品牌影响力评分为 94.8/100，位列全球第一，也是前十排名当中唯一汽车制造商。

图 9：2018 年法拉利品牌影响力位列全球之首

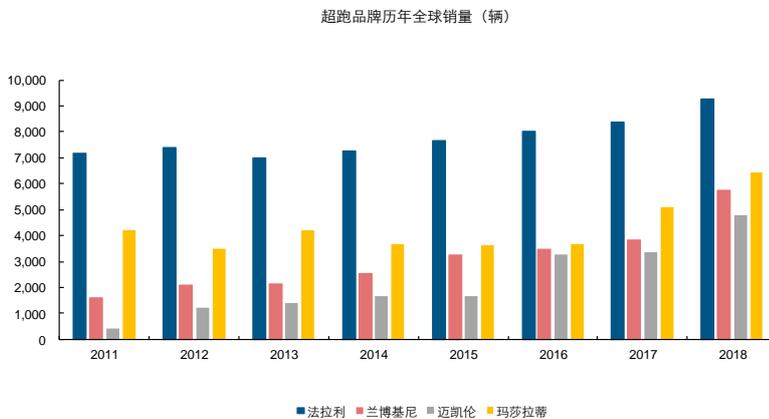


资料来源：Brand Finance，长江证券研究所

品牌影响力造就更多受众，法拉利在超跑行业销量名列前茅。法拉利属于高端超跑品牌，主要竞争对手有兰博基尼、迈凯伦、玛莎拉蒂等。与竞争对手相比，法拉利更高的品牌

影响力造就了更多消费者的追捧，2018 年法拉利销量超过 9000 辆，明显高于其他对手 7000 辆以下水平。

图 10：法拉利销量遥遥领先竞争对手



资料来源：各公司官网，长江证券研究所

高品牌影响力使得法拉利相比竞争对手溢价明显。超跑间的比较主要在于价格与性能方面，其中性能主要看马力、极限速度、百公里加速时间等核心指标。与竞争对手相比，法拉利更高的品牌影响力使得消费者愿意对其支付更高价格。以法拉利 488GTB 为例，其竞品主要为迈凯伦 720S 和保时捷 GT2 RS，法拉利 488GTB 综合性能与竞品较为接近，但价格明显更贵，与迈凯伦 720S 相比价格甚至高出 80 万，占迈凯伦 720S 售价的 1/4。

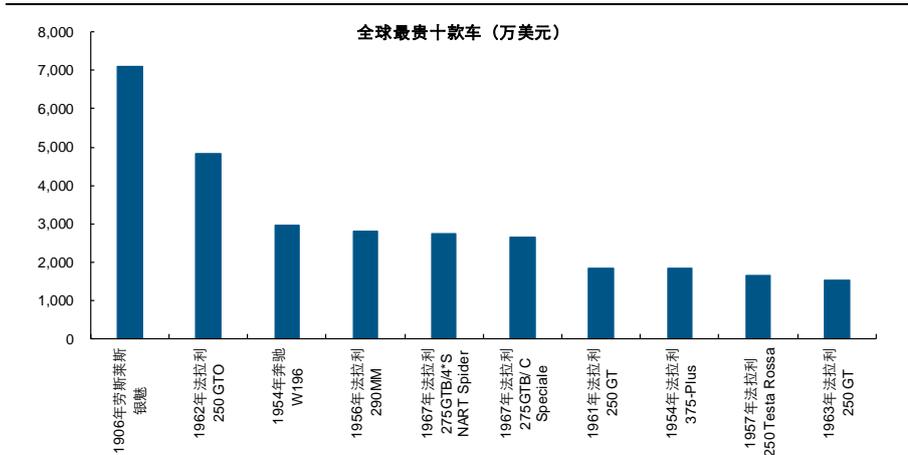
表 1：法拉利 488GTB 与竞品相比性能相当，但溢价更高

性能指标	法拉利488 GTB	保时捷GT2 RS	迈凯伦720S
最大功率 (kw)	530	515	530
最大扭矩 (Nm)	770	750	770
最高车速 (Km/h)	340	340	341
百公里加速时间 (s)	2.85	2.8	2.9
指导价 (万元)	418.8	389.8	339.8

资料来源：汽车之家，长江证券研究所

高品牌影响力使得法拉利在全球最贵车排行中独占大头。从消费者角度来看，一辆红色法拉利是许多人心中的 Dream Car，在与保时捷、迈凯伦、兰博基尼等其他超跑同台竞技当中，法拉利仍然是多数人心中层级最高的超跑品牌。目前世界上最贵的 10 款车当中有 8 款来自法拉利，其最贵车型 250 GTO 价格已由 1962 年的 1.85 万美元升值至目前的 4840 万美元。

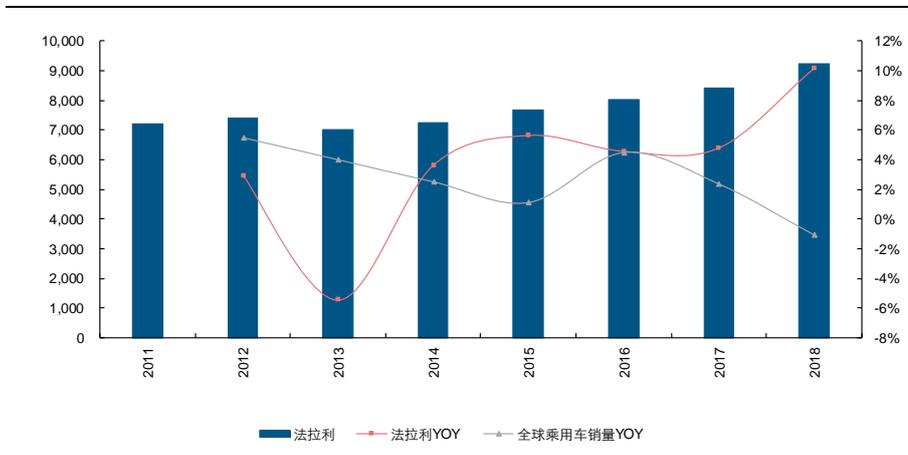
图 11：全球最贵 10 款车当中有 8 款来自法拉利



资料来源：搜狐汽车，长江证券研究所

高品牌影响力使得法拉利跨越全球经济周期，销量与业绩持续稳健增长。法拉利始终处于供不应求状态，销量主要取决于产能或市场策略。2011-2014 年，法拉利销量维持在 7000-7500 辆，主要为了通过人为控制数量来维持高端品牌形象，与保时捷走平民路线截然不同。2015 年以来，为响应新兴市场壮大的需求，法拉利逐渐将产能提升至 9000 辆水平，2018 年全年实现销量 9251 辆。在 2015、2017-18 年全球经济放缓背景下，全球乘用车销量增速显著下滑，法拉利销量仍然保持了稳健增长。

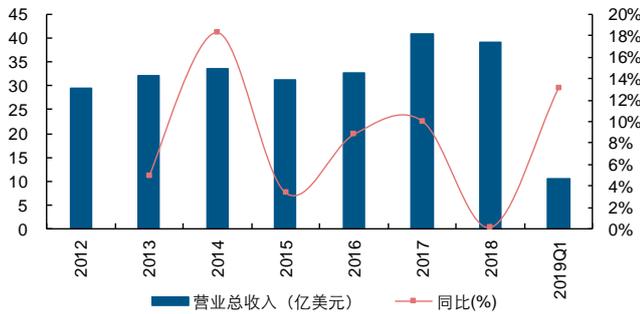
图 12：法拉利在全球销量增速放缓期间销量增长依然稳健



资料来源：法拉利年报,OICA，长江证券研究所

业绩表现来看，近年来公司收入实现了持续增长，2019Q1 营业收入为 10.56 亿美元，同比增长 13.1%，利润表现更优于收入，2019Q1 实现归母净利润 2 亿元，同比增长 20.8%。从盈利能力来看，公司毛利率达到了 50%左右，净利率也在 20%上下，盈利水平突出且呈现上升态势。

图 13: 2019Q1 营业收入同比增长 13.1%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 2019Q1 归母净利润同比增长 20.8%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 法拉利毛利率在 50% 左右, 净利率接近 20%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

精于超跑、高端策略成就独特品牌力

对比赛、超跑从一而终的专注成就“最纯正的超跑血统”。提到超跑就想到法拉利，超跑已经成为法拉利自身的文化对人们产生潜移默化的影响，甚至有人评价法拉利是“超跑血统最纯正的品牌”，其超跑的烙印可见一斑。法拉利的血统纯正背后映射出法拉利对于比赛、超跑的执着与匠心。

代表超跑界最高规格、最具影响力的赛事世界一级方程式锦标赛（即 F1 赛事，是全球最高等级的年度系列场地方程式赛车比赛，后文简称“F1”），自 1950 年开赛，迄今已有接近 70 年历史，而法拉利是所有超跑品牌当中唯一一家全程参与的车企，在 F1 的历史底蕴比其他车企更深。

另外，法拉利的创始人恩佐·法拉利被称为“赛车之父”，其对赛车的执着与疯狂也为法拉利印下了“为超跑而生”的品牌基础。恩佐在 10 岁便立志成为一名优秀的赛车手，法拉利车队于 1929 年创立之初主要目的就是参加比赛和对赛车的改装（与之对应是兰博基尼，因其由生产拖拉机起家而遭到部分超跑爱好者诟病）。法拉利自创立至今始终贯穿着超跑的理念与追求。车队成立后恩佐亲自带领车队参加了方程式赛车、24 小时跑车耐力赛以及各种大奖赛 39 场，其中 11 场获得冠军，让“法拉利”一直作为跑车界的置顶“热搜”。由于恩佐对赛车的执着，即便法拉利历史上几经阿尔法·罗密欧、菲亚特、福特（尝试收购但失败）等收购风波，法拉利仍然保持了其专注超跑的品牌文化。

表 2：法拉利自创立之初自始至终专注比赛、跑车

时间	事件
1929	恩佐·法拉利组建法拉利车队，且成立了ScuderiaFerrari公司，主要用于参加比赛和对赛车的改装，对口承接阿尔法·罗密欧公司的赛车相关外包业务。
1938-1939	1938年，阿尔法·罗密欧宣布要再次进入赛车运动。1939年恩佐从阿尔法·罗密欧辞职，且签下解约合同，合同规定在四年之内不得以“法拉利”的名义制造赛车或者参加赛车比赛。
1947	最初的法拉利以生产赛车为主。法拉利生产的第一辆跑车是125S，这款车搭载V12发动机，从这款车开始法拉利真正开始了自己的超跑之路。
1951	法拉利车队在英国银石赛场时对阵阿尔法·罗密欧，法拉利375F1赛车在赛场上击败了强大的阿尔法Alfetta159赛车
1962	1962年，法拉利推出了GTO车型，这款车型使法拉利站到了全球跑车界的顶峰，GTO帮助法拉利赢得了60年代多数大型赛事的冠军。
1963	福特尝试收购法拉利，合同规定福特将全面接手法拉利的赛车部门和汽车事业部，遭到了恩佐的拒绝。
1969	恩佐同意将法拉利公司90%股份卖给菲亚特公司，但条件是菲亚特不得干涉法拉利的赛车活动。
1988	1988年，恩佐·法拉利走完了自己辉煌而传奇的一生，90年间，他和他的车队赢得了14次勒芒24小时拉力赛冠军和9次F1总冠军。
2002	为纪念恩佐，法拉利推出了以其命名的EnzoFerrari。

资料来源：Wiki，公司官网，长江证券研究所

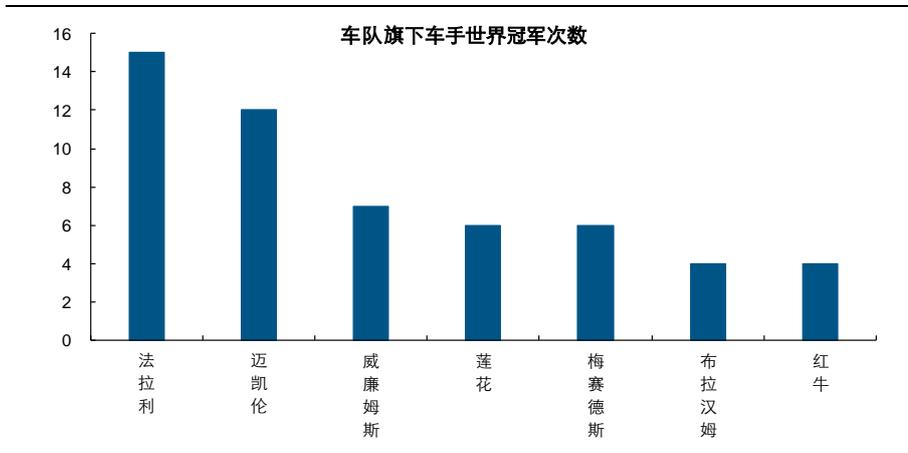
品牌影响用成绩说话，法拉利在 F1 领域无可匹敌。法拉利对赛车的专注、技术的领先，使得其在 F1 领域取得的成就难以匹敌。1956 年，经过法拉利改造的蓝旗亚 D50 获得了世界汽车竞赛的最高荣誉——一级方程式赛车年度总冠军，让法拉利赛车成为世界车坛上响当当的名字。往后法拉利多次在 F1 比赛中绽放光彩，迄今取得了多个“全球第一”殊荣，如 16 次年度制造商冠军（全球最多）、15 年年度最佳车手（全球最多）、235 次赛事胜利（全球最多）、220 次杆位（全球最多）等。其车队中的主力车手舒马赫缔造了 7 次世界冠军的壮举，第二名奔驰车队的汉密尔顿为 5 次。

表 3：法拉利在 F1 赛事中多项指标领先

	作为车队	作为制造商
最多次年度制造商冠军	16	16
最多次车手冠军	15	15
最多次大奖赛参与	977	977
最多次比赛胜利	234	235
最多次登上领奖台	749	754
最多次包揽前2名	82	83
最多次杆位	220	220
最多次制造商积分	-	7874.5
最多次车手积分	-	8776.27
最多次最快圈速缔造	249	250

资料来源：Wiki，长江证券研究所

图 16: 全球车队世界冠军排名



资料来源: Wiki, 长江证券研究所

品牌高端化+限量+限售策略，让法拉利成为“珍品”。 1) 不像保时捷通过 911 等车型大量开发平民级别跑车，法拉利始终坚持高端化路线，在售最便宜的车型 Portofino 价格高达 270.8 万元，远远高出一般消费者选择范围；2) 法拉利定期推出经典旗舰超跑，并且均采取限量策略，如 2012 年推出的 LaFerrari，全球限量生产 500 台，其中 1 台用于存放博物馆，对外限售 499 台；3) 限量旗舰版车型有价无市，购买条件极其苛刻，首先法拉利会考察个人社会地位与道德品质，然后还会有诸如购买指定前置车型的相关要求。以 Enzo 为例，要求：

- 1、必须是法拉利会员，必须拥有 3 部以上的法拉利，且至少有一部拥有了 10 年以上。
- 2、你必须拥有法拉利 F40 和 F50 车型，这两部珍藏车本身就很难搞到。
- 3、有其他特殊优先权的人可以优先购买，例如舒马赫这样的车王。
- 4、在法拉利规定的时间内，你不能把你所购买的的恩佐车转卖给他人。

图 17: 法拉利限量超跑



资料来源: 搜狐汽车, 长江证券研究所

乘用车作为耐用消费品的典型，其个性化的特征决定了消费者选择的多元化，品牌形象是消费者区分与选择不同乘用车品牌的核心依据。从消费要素出发，公司文化、产品竞争力、市场营销等长期化合反应构成了各乘用车品牌的独有形象。唯有打造统一且独特品牌形象的车企才得以在激烈竞争中脱颖而出。**法拉利作为跑车中的“蓝血贵族”，其品牌地位是乘用车护城河的典范。**

法拉利在 F1 领域的护城河十分坚固，其可能的威胁在于未来电动化逐步普及后大众对 F1 热情可能的缩减。

近年来随着电动车的逐渐普及，下至微型车上至顶级跑车已经开始逐步采用电动车技术，当前超跑界的“三大神车”法拉利拉法、迈凯伦 P1 以及保时捷 918 就运用了最顶尖的混动技术，并且法拉利车企等也表示未来将逐步推出纯电动跑车。

图 18：超跑界三大神车，从左至右分别为法拉利拉法、保时捷 918、迈凯伦 P1



资料来源：搜狐汽车，长江证券研究所

与 F1 平级的电动车顶级赛事 Formula E（电动方程式，后文简称“FE”）于 2012 年开始建立，当前已有奥迪、捷豹、宝马、日产、蔚来等车企参与，并且保时捷也宣布将于下一赛季进军 FE。短期来看 FE 赛事受欢迎程度远不及 F1，但长期来看随着众多车企的加盟，以及 F1 车手退役后的转战，FE 赛事也将获得更多关注度与接受度。

图 19：FE 各赛季参赛队伍

2015-16赛季参赛车队	2016-17赛季参赛车队	2017-18赛季参赛车队
ABT舍弗勒奥迪运动车队 (ABT Schaeffler Audi Sport)	ABT舍弗勒奥迪运动车队 (ABT Schaeffler Audi Sport)	ABT舍弗勒奥迪运动车队 (ABT Schaeffler Audi Sport)
阿姆林-安德雷蒂车队 (Amlin Andretti Formula E)	钛麒车队 (Techeetah)	三井住友海上-安德雷蒂车队 (MS & AD Andretti Formula E)
阿姆林-亚久里车队 (Amlin Aguri)	DS维珍赛车车队 (DS Virgin Racing Formula E Team)	DS维珍赛车车队 (DS Virgin Racing Formula E Team)
龙之队车队 (Dragon Racing)	法拉第未来龙之队 (Faraday Future Dragon Racing)	龙之队车队 (Dragon Racing)
DS维珍赛车车队 (DS Virgin Racing Formula E Team)	马恒达车队 (Mahindra Racing Formula E Team)	松下捷豹车队 (Panasonic Jaguar Racing)
e.dams雷诺车队 (e.dams-Renault)	MS阿姆林-亚久里车队 (MS Amlin Andretti)	马恒达车队 (Mahindra Racing Formula E Team)
马恒达车队 (Mahindra Racing Formula E Team)	蔚来车队 (NEXTEV NIO)	e.dams雷诺车队 (e.dams-Renault)
蔚来汽车中国车队 (NEXTEV TCR Formula E Team)	松下捷豹车队 (Panasonic Jaguar Racing)	钛麒车队 (Techeetah)
文图里车队 (Venturi Formula E Team)	e.dams雷诺车队 (e.dams-Renault)	文图里车队 (Venturi Formula E Team)
	文图里车队 (Venturi Formula E Team)	蔚来车队 (NIO Formula E TEAM)

资料来源：Wiki，长江证券研究所

在电动化冲击下，法拉利的超跑地位或受到一定影响：1) 法拉利的品牌护城河是由半个多世纪的 F1 赛事成绩奠定的，FE 作为新兴赛事，法拉利在该领域的历史积累尚是空白；2) 纯电动与燃油车的差异导致 FE 的比赛机制、赛车机制、驾驶技术与 F1 有很大区别，法拉利在 F1 的经验不一定能得到良好运用。

图 20：FE 赛车更重，舍弃了尾翼，刹车作用只是动能回收



资料来源：新浪汽车,长江证券研究所

图 21：F1 赛车法拉利车型

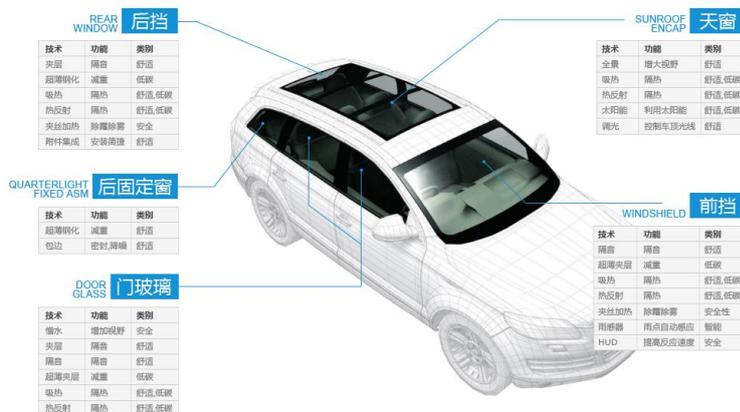


资料来源：新浪汽车,长江证券研究所

从福耀看乘用车零部件的护城河

福耀为专注于汽车玻璃业务的民营企业。福耀玻璃 1987 年成立，公司实际控制人为曹德旺。公司主要生产汽车玻璃和浮法玻璃，其中汽车玻璃作为主要产品销售于整车配套市场（OEM 市场）和售后服务市场（AM 市场），而浮法玻璃主要用于满足自身汽车玻璃原片的需求。

图 22：公司各窗型玻璃产品一览

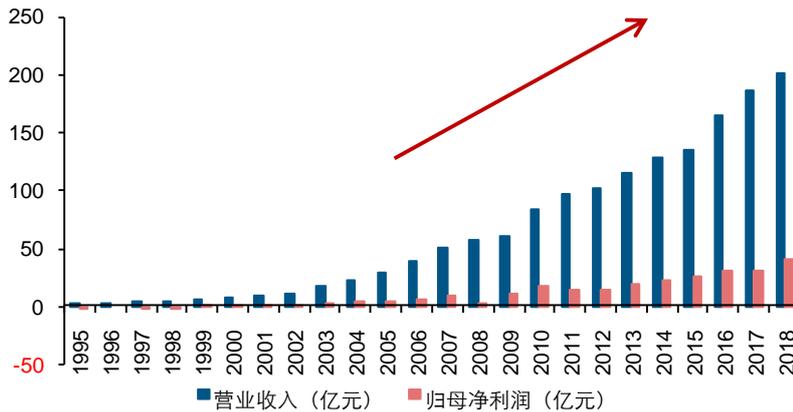


资料来源：公司官网,长江证券研究所

三十年不忘初心，福耀成长为全球汽车玻璃龙头企业。公司在国内外拥有多家控股子公司，不断在汽车玻璃领域进行积极布局，拥有的“FY”商标是中国汽车玻璃行业迄今为止

止唯一的“中国驰名商标”，产品得到全球顶级汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用，包括宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒等。过去20年福耀玻璃收入和利润均取得持续成长，由1995年的2.67亿收入、0.48亿利润增长到2018年的202亿收入、41.2亿利润。目前福耀在国内汽车玻璃市场份额已达到70%，全球市占率超过20%。

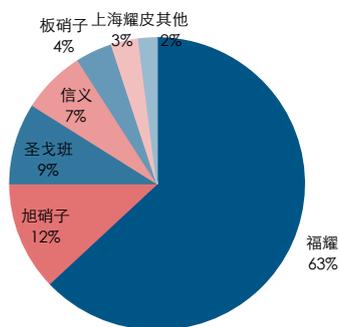
图 23：过去 20 年福耀玻璃收入和利润均取得持续成长



资料来源：Wind，长江证券研究所

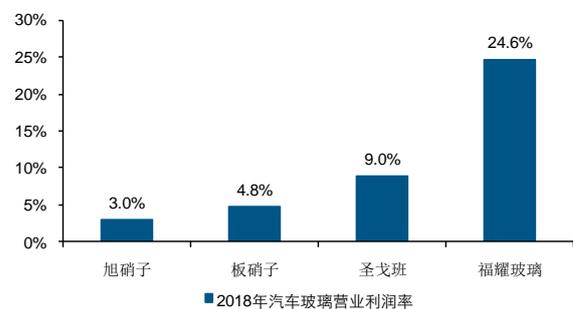
中国汽车玻璃市场呈现福耀一家独大格局。旭硝子、福耀、板硝子和圣戈班四大汽车玻璃巨头在中国汽车玻璃市场均有不错表现，但是福耀凭借较强的先发优势、完善的产能布局、显著的成本优势和极大的专注程度，在中国汽车玻璃市场占据了绝对优势，2013年市占率为63%，2018年提升至70%。福耀对于汽车玻璃业务的专注带来盈利能力远高于竞争对手。公司主要竞争对手旭硝子、板硝子和圣戈班在玻璃生产业务上，营业利润率均在10%以下，而福耀的汽车玻璃营业利润率常年在20%以上，远远超过其竞争对手。

图 24：2013 年中国汽车玻璃销售额市占率



资料来源：罗兰贝格，长江证券研究所

图 25：与竞争对手相比，福耀汽车玻璃盈利能力最强



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（注：圣戈班、旭硝子数据为玻璃业务整体营业利润率）

前瞻布局，就近配套带来成本优势

围绕车企前瞻生产布局，就近配套带来成本优势。2000 年时候汽车尚未普及，对普通人来说汽车还是“奢侈品”的时候，福耀创始人曹德旺先生具备卓越远见，预见到汽车在中国必将蓬勃发展，由此将开启巨大的汽车玻璃市场。相比其他汽车零部件产品，玻璃易碎特性决定了运输距离限制是汽车玻璃行业的一大难题。公司自 1987 年于福建福清建立第一个汽车玻璃制造基地后，2000 年福耀北上长春，2001、2002 年两年公司又西进重庆、东扩上海，使福耀形成了上海、重庆、长春、福清总部等辐射全国的四大汽车玻璃生产基地。福耀围绕各地区主机厂建设生产基地，可以减少运输成本和产品损耗，能够近距离地为我国包括一汽、上汽、北汽、广汽系等几大汽车制造商在内的下游制造商供货，就近配套带来成本优势。

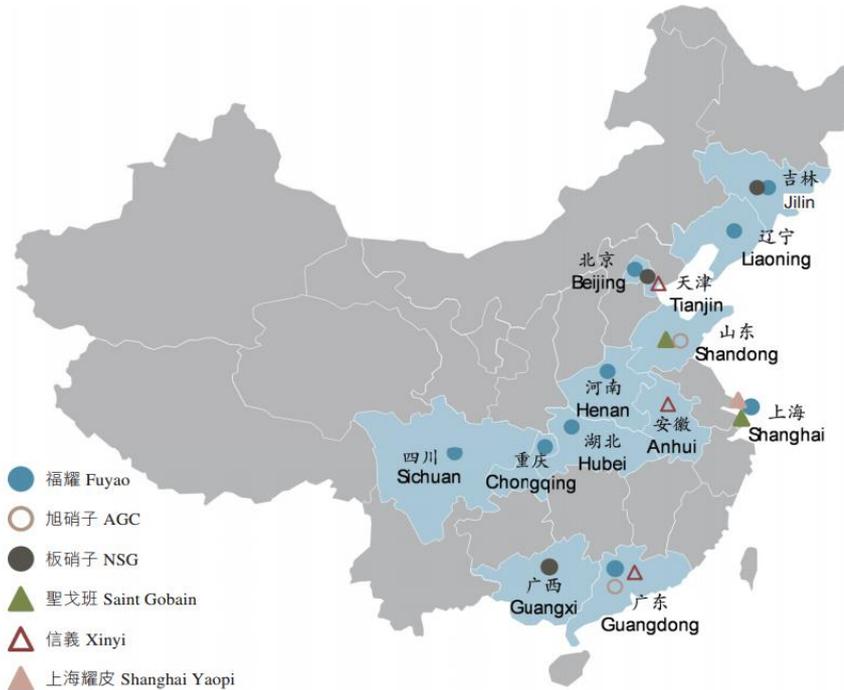
表 4：公司生产基地大量覆盖各地区汽车产业集群地

汽车玻璃基地	投产时间	下游辐射汽车产业集群地	产能（万套）
福清本部	1987 年	出口市场、金龙、东南	400
福耀长春	2001 年	一汽系、沈阳金杯系、哈飞汽车	300
福耀重庆	2002 年	长安系（自主系、长安福特、长安铃木）、红岩汽车	300
福耀上海	2003 年	上汽系（上汽通用、上汽大众等），南汽系、江铃汽车、昌河汽车、吉利汽车	300
北京福耀	2007 年	北汽系（北京现代、北京吉普、北汽奔驰、福田）、夏利、天津丰田、长城汽车	150
广州福耀	2007 年	广州本田、广州丰田、东风日产、自主品牌	450
湖北福耀	2009 年	东风神龙、东风日产、东风本田、江淮、奇瑞、江铃、长丰、宇通	250
郑州福耀	2013 年	郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马	300
福耀沈阳	2015 年	通用、华晨宝马、中华等	150
福耀天津	2016 年	北京工厂搬迁	400
福耀苏州	2017 年	上汽系、吉利汽车等	400
福耀俄罗斯	2016 年	俄罗斯雷诺、标致、大众、通用、福特等	200
福耀美国	2016 年	美国奔驰、宝马、雷诺、标致、大众、通用、福特等	550

资料来源：公司公告，长江证券研究所

福耀围绕主机厂建设大量基地，构筑强大壁垒。为确保及时可靠地向主机厂运输汽车玻璃产品，汽车玻璃生产商通常将生产基地设在主机厂附近。为此，福耀陆续在国内建设了 11 大汽车玻璃生产基地，全面辐射附近汽车产业群。福耀生产基地数量远超竞争对手，构筑了强大的壁垒，大大的增强了公司的竞争能力。此外，就近配套的成本优势也保障了公司优于同行的高盈利能力。

图 26：福耀国内生产基地数量远超竞争对手

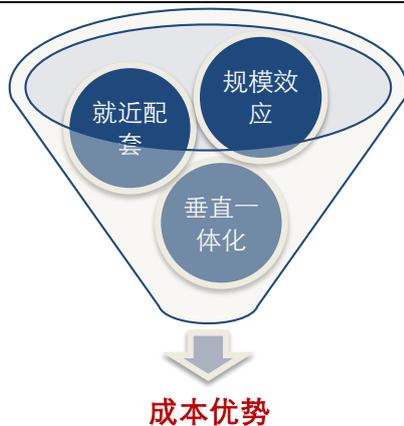


资料来源：罗兰贝格，长江证券研究所

两大因素助力福耀护城河不断变宽

福耀早期依靠就近配套的成本优势持续开拓新客户，经过近二十年的发展，福耀已成长为全球汽车玻璃龙头企业。审视今日之福耀，在就近配套基础上，凭借规模效应和垂直一体化两大因素助力公司汽车玻璃成本为行业内最低，具有无可比拟的竞争优势。我们认为福耀未来护城河将不断变宽。

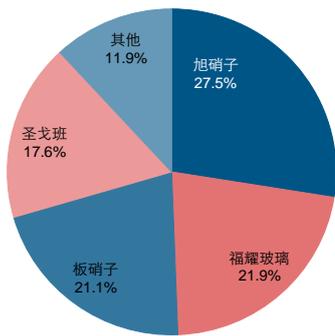
图 27：就近配套、规模效应和垂直一体化造就福耀低成本



资料来源：长江证券研究所

福耀生产规模在全球居领先地位，具备明显的规模效应。作为全球规模最大之一的汽车玻璃供应商，2017年福耀全球汽车玻璃市场份额达到22%，仅次于旭硝子。此外，福耀美国工厂于2016年10月投产，助力近年来公司海外收入保持快速增长，2018年海外收入达到83亿元，同比增长25.6%。随着美国工厂产能进一步投放，福耀在全球市场份额将进一步提升。福耀在拥有绝对的规模优势下，能够有效地将固定资产摊销到更多的产品上，从而降低单位产品的成本。此外，汽车玻璃目前行业格局比较稳定，中小厂商或新进入者不具备大规模稳定供货的能力，也不具备规模经济效应。

图 28：2017 年全球汽车玻璃市场格局



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

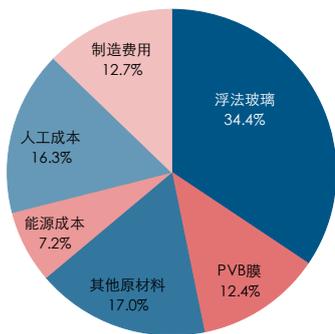
图 29：福耀海外收入持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

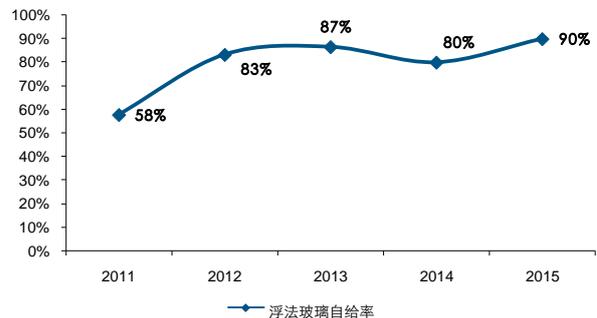
采取上下游一体化策略，大幅降低成本。浮法玻璃作为汽车玻璃主要原材料之一，占汽车玻璃总成本的三分之一以上。公司对原2008年放水停产的福清三线建筑级浮法玻璃生产线，自2009年10月启动技术改造，升级改造为汽车级优质浮法生产线，公司于2010年9月完成对重庆万盛浮法玻璃有限公司股权的收购，以快速实现汽车级浮法玻璃的生产能力。截至2015年底，公司浮法玻璃自给率超过90%，大大降低了公司生产成本。公司浮法玻璃自给率水平超过主要竞争对手，为公司带来低成本优势。

图 30：福耀汽车玻璃成本构成测算



资料来源：公司年报，长江证券研究所测算

图 31：公司浮法玻璃自给率已达到 90%



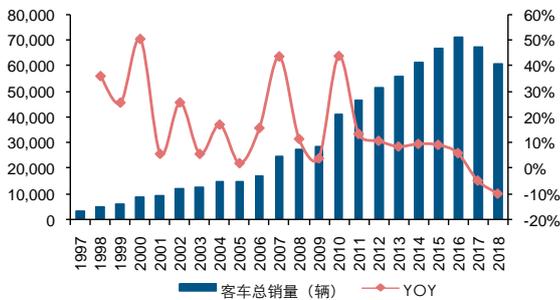
资料来源：罗兰贝格，长江证券研究所

从宇通、潍柴看商用车企业的护城河

宇通客车：成本优势+强大品牌，铸就宽广的护城河

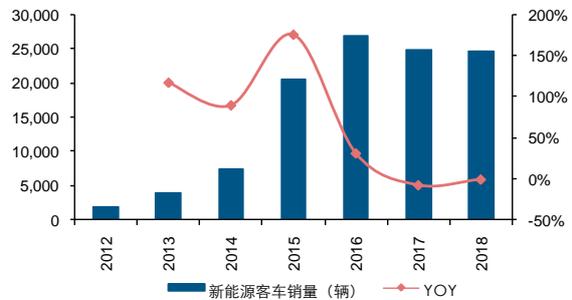
稳步成长，跃居全球客车龙头。宇通客车于1993年成立于河南郑州，是一家集客车产品研发、制造与销售为一体的大型制造业企业。公司实际控制人为董事长汤玉祥等七人，一直采用职业经理人模式进行管理。过去二十年宇通客车销量取得持续增长：1997年销量仅3458辆；2004年销量便达到14584辆，成为中国大中型客车销量最大的企业；2011年销量46688辆，成为全球大中型客车单厂销量最大的客车企业。除此之外，宇通在新能源客车领域更是表现出色，2016年宇通销售新能源客车26856辆，销量稳居全球第一，2018年在行业低迷背景下新能源客车销量仍达到24748辆。

图 32：宇通客车销量取得持续增长



资料来源：公司年报，长江证券研究所

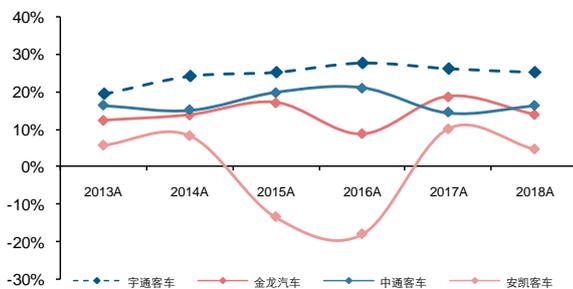
图 33：近年来宇通新能源客车销量保持高位



资料来源：公司年报，长江证券研究所

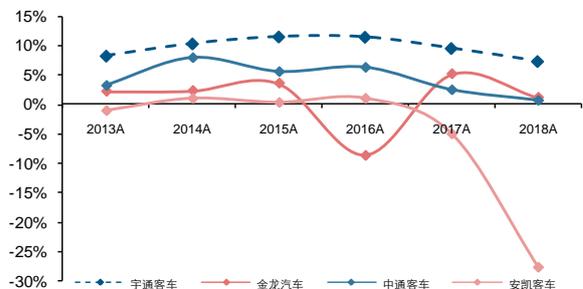
与业内同行相比，宇通盈利能力远远超出竞争对手。毛利率角度，宇通客车2018年毛利率25.33%，明显高于其他客车企业；净利率角度，宇通客车2018年净利率7.33%，同样远高于其他客车企业。我们认为这主要是受益于两方面因素：1) 规模效应+全产业链布局助力低成本。2) 强大品牌具备一定溢价能力。

图 34：宇通销售毛利率远高于其他客车公司



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：宇通销售净利率远高于其他客车公司

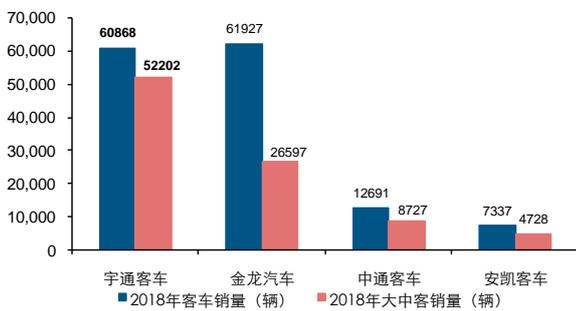


资料来源：Wind，长江证券研究所

规模效应+全产业链布局助力低成本

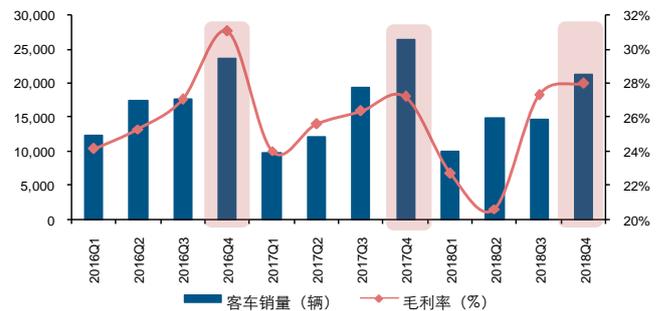
宇通的客车产销规模远超出竞争对手，有利于发挥规模效应。客车制造业具备劳动密集型和资本密集型的双重特点，产销规模越大越有利于分摊固定成本。1) 宇通 2018 年客车销量达到 60868 辆，销售规模远超中通和安凯，仅稍低于金龙；具体到盈利能力更强的大中客产品，宇通 2018 年大中客销量高达 52202 辆，接近金龙销量的 2 倍，更是远超中通和安凯。2) 宇通自身毛利率走势也能充分反映规模效应的影响：四季度为客车采购旺季，宇通单季销量一般为全年峰值，规模效应更加明显，宇通四季度毛利率达到全年最高水平。

图 36：宇通客车大中客销量远超出其他客车公司



资料来源：公司公告，长江证券研究所

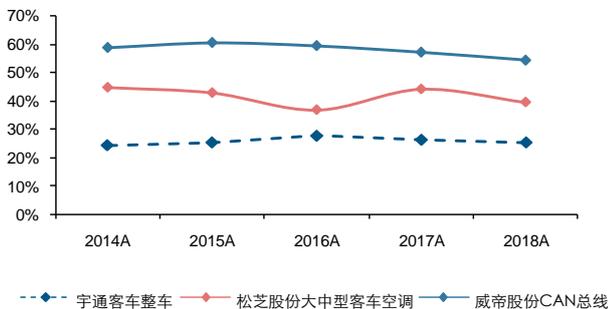
图 37：宇通四季度毛利率为全年最高水平



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

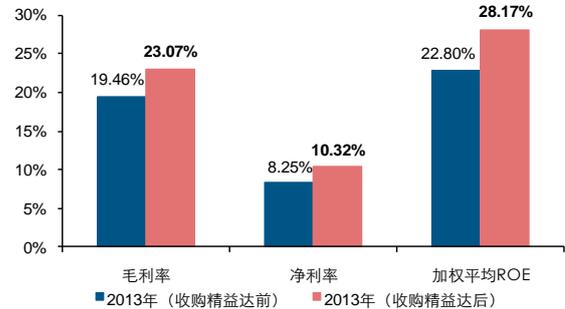
宇通重视全产业链布局，有利于降低成本提升盈利能力。客车行业普遍采用以销定产、按单制造的运营模式，带来“多品种、小批量”的定制化零部件产品需求，导致客车零部件产品盈利能力远高于客车整车，大型客车企业通过自产零部件有助于降低生产成本。宇通重视全产业链布局，于 2014 年 12 月完成收购精益达（主营产品包括空调、车桥、悬架、线束、门总成及其他汽车零部件），增强协同效应，加强从原材料到产品生产过程中的成本及质量控制，明显增强了宇通的盈利能力。

图 38：客车零部件产品毛利率远高于客车整车



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：宇通收购精益达后盈利能力明显增强



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：该测算为假定 2013 年 1 月 1 日已完成收购精益达

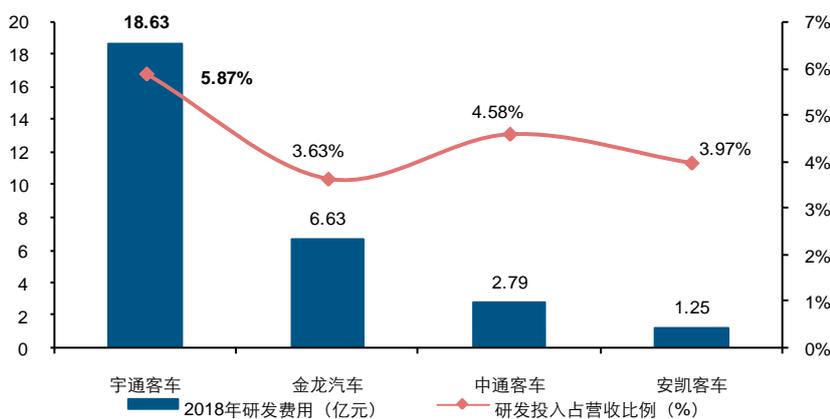
产品可靠性高和完善的售后服务打造品牌力

品牌也是客车企业的护城河之一。客车作为生产资料，下游客户采购车辆主要看重的就是车辆的可靠性，以及车企是否有完善的售后服务体系。一般来说，客车司机由于驾驶车辆较多，其对于车辆可靠性和售后服务及时性感受较深，对于客车品牌有较强的认知，并且会反馈给客车采购方。凭借较佳的产品可靠性和完善的售后服务，优质企业会在市场上形成较好的品牌认知，进而影响客户的采购决策。

产品可靠性方面，宇通客车曾以“实施可靠性管理稳步提升的典型经验”成功入选《2014年全国工业企业质量标杆》榜单，也成为国内客车行业唯一获此殊荣的企业。此外，宇通客车连续多年荣获世界客车联盟(BAAV)颁发的年度最佳客车制造商、年度最佳创新客车、年度最佳客车安全装备、年度最佳环保巴士、年度最佳客车等大奖。

我们认为技术领先保障公司产品可靠性。宇通专注于客车领域关键技术的自主研发，通过多年来的自主研发和系统的技术创新，逐步掌握了新能源、智能化、安全、节能、舒适、环保等技术并持续领先，形成相应的领先技术和产品优势。宇通客车 2018 年研发费用高达 18.63 亿元，占营收比例达到 5.87%，不论是研发投入绝对规模和营收占比均高于其他客车企业。持续不断的技术研发为宇通的核心竞争力，助力提升产品可靠性。

图 40：宇通研发投入远超出同行水平



资料来源：公司年报，长江证券研究所

售后服务方面，宇通不断拓展、优化服务网络，相继在郑州、兰州、广州、济南、长沙、西安、长春、上海、乌鲁木齐、成都、武汉、南宁、沈阳独资建立了 13 家 4S 中心站，并通过 1,900 余家特约服务网点及 180 余家配件经销商，形成以自建站为中心的多元化服务网络，将服务半径缩小至 60 公里以内。公司持续进行服务模式创新和服务专业化提升，结合客车各细分市场产品特点和客户运营需求，不断探索并完善建立各细分市场产品差异化的服务模式，同时针对客车后市场客户多元化的服务需求，搭建一体化的服务平台，开发并推出方案式的服务产品解决方案，为客户提供更为专业、便捷、高效的售后服务体验。

图 41：宇通拥有完善的售后服务体系

行业内专业的服务团队

宇通公司拥有行业内专业的一线市场服务团队，含服务专家和服务工程师，总人数达660余人，分布在全国13个服务大区，24小时为客户提供维修、配件、技术等服务工作。


完善的服务网络

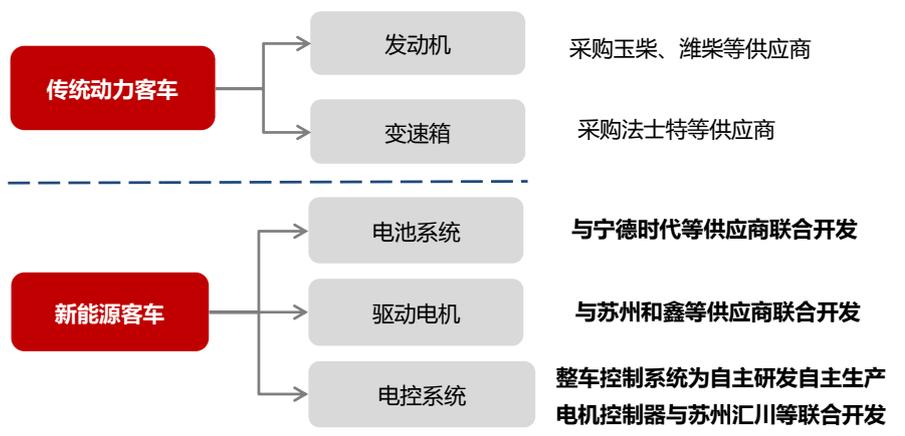
宇通公司目前全国范围内已建立1700余家宇通客车特约服务网点，服务半径60公里之内，为宇通客车用户打造了全面、高效的服务保障网。


十家独资4s中心站

宇通公司在全国建立了10家专注于客车售后服务的独资中心站，中心站集车辆维修、技术服务、信息反馈、配件供应、技术培训于一体，形成了以郑州为中心，以中心站为支点的辐射全国的售后服务网络。

资料来源：公司官网，长江证券研究所

宇通在传统客车领域具有规模效应、全产业链的竞争优势，客车电动化、智能化、网联化大趋势下，宇通的竞争优势不仅没有弱化，反而进一步加强，宇通客车的护城河有望加宽。客车行业大变革背景下，行业技术门槛提升，宇通研发投入远高于竞争对手，有助于强化领先地位。以新能源客车为例，相比传统客车，宇通在新能源客车动力总成的参与程度更高，更有利于取得竞争优势。1) 传统客车领域，宇通发动机采购玉柴、潍柴等供应商，变速箱采购法士特等供应商，同行企业基本也是采购同样供应商的产品，因而宇通较难在动力总成方面有明显的领先优势。2) 新能源客车领域，宇通整车控制系统为自主研发自主生产，集成式电机控制器、驱动电机、和动力电池系统均与行业综合实力排名前列的供应商联合开发，且与宁德时代、苏州汇川等电池、电控方面的知名供应商签订战略合作协议，通过整合行业资源，研制出技术领先有竞争力的零部件，支撑公司新能源客车的技术领先。

图 42：宇通新能源客车三电均为与行业领先供应商联合开发


资料来源：公司年报，长江证券研究所

潍柴动力：规模效应助力低成本，高品质和售后打造品牌力

重卡行业领军者，收购凯傲进军国际。潍柴动力成立于 2002 年，其集团公司创建于 1946 年。公司在重卡行业龙头地位稳固，研发实力雄厚，产品荣获“中国质量奖”“中国商标金奖·商标创新奖”“全国企业文化示范基地”“全国质量奖”等荣誉称号，“重型商用车动力总成关键技术及应用”项目荣获 2018 年国家科技进步一等奖。公司整车、变速箱和发动机协同效应明显：发动机市场份额领先，2018 年达 31.6%；陕重汽市占率持续提升，稳居第一梯队；法士特变速箱产品技术和市场份额遥遥领先。公司收购全球叉车龙头凯傲集团，进入叉车、智能物流和高端液压领域，彰显进军国际雄心。

图 43：潍柴动力 2019 年战略



资料来源：公司官网，长江证券研究所

规模效应带来成本优势

发动机企业的规模经济主要体现在两点：1、刚性成本摊薄（人力、固定资产）；2、规模大时向上下游的议价能力提升。

对发动机企业来说，其固定成本主要为厂房、设备的折旧和人员成本，因此销量规模越大，单位刚性成本越低。从潍柴动力自身历史来看，发动机产销规模大时，单台折旧和单台员工成本（此处以支付给职工以及为职工支付的现金代替）处于较低水平。2018 年公司重卡发动机销量为 36.3 万台，单台折旧（因为公司不披露发动机总销量，以母公司折旧/重卡销量代替）为 1457 元，单台员工成本为 4751 元；而对比 2015 年，公司重卡发动机销量为近十年最低水平，仅 11.8 万台，对应单台折旧高达 3959 元，单台员工成本高达 8474 元，为近十年最高。

图 44：2010 和 2018 年公司单台折旧较低



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

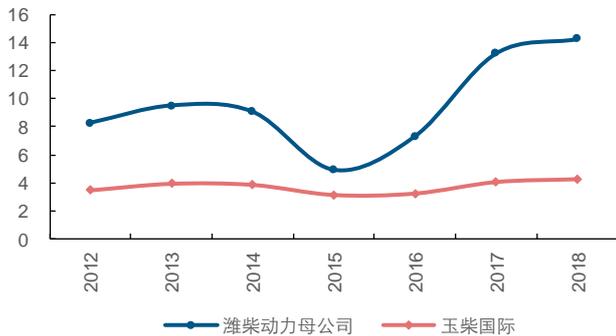
图 45：销量规模与单台员工成本呈反比



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

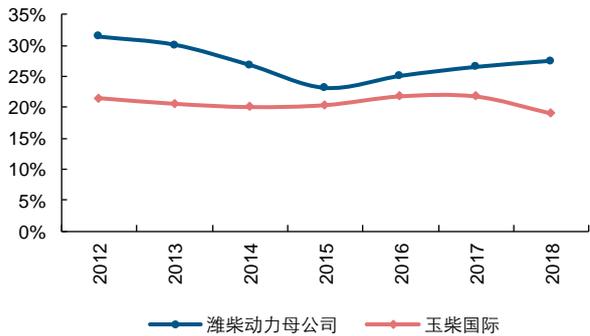
和同行对比来看，潍柴的固定资产周转率和毛利率高于可比公司。玉柴和潍柴同为商用车的第三方供应商，两者具有可比性。从规模来看，2018 年潍柴动力发动机总销量（含轻型）66.9 万台，玉柴发动机总销量为 37.6 万台，潍柴大约是玉柴的两倍。高产销规模使得潍柴的固定资产周转率和毛利率均高于玉柴。

图 46：潍柴动力发动机的固定资产周转率高于玉柴



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 47：潍柴动力发动机的毛利率高于玉柴

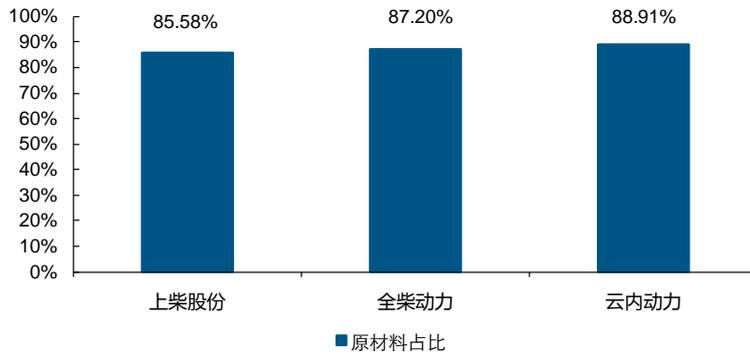


资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

注：潍柴动力发动机固定资产周转率=潍柴动力母公司收入/（期初固定资产+期末固定资产）/2

柴油机企业原材料占成本比重高，高议价能力对企业尤为重要。从主要柴油机上市公司的营业成本构成来看，原材料采购占比最高，2018 年云内动力、全柴动力、上柴股份原材料采购占比最高分别达到 88.91%、87.20%和 85.58%，由于规模大的企业具有对上游的高议价能力，在压缩成本方面优势最大。

图 48：2018 年主要柴油机企业原材料在营业成本占比接近 90%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

质量领先和售后完善成就品牌力

发动机品牌性也是企业的护城河之一。发动机是卡车的核心零部件，与一般零部件不同之处在于客户除了直接购买搭载某品牌发动机的整车之外，还可以在下单时指定发动机品牌，订单反馈到主机厂再进行装配。因此，发动机的品牌属性也是企业的护城河之一。一般来说，卡车司机对发动机的要求包括可靠性高、耗油低、皮实耐用，而口碑往往是基于使用者的良好体验，以及口口相传而得。

在第四届发现信赖中国卡车用户调查暨评选活动中，潍柴 WP13 发动机被评为“2019 年度值得用户信赖节油重型发动机”，该评选是中国卡车网通过超过半年的时间了解一线用户对于物流行业、运输车辆以及发动机等各类产品体验与感受，从而评选出用户信赖的产品与品牌。

图 49：潍柴 WP13 发动机被评为“2019 年度值得用户信赖节油重型发动机”

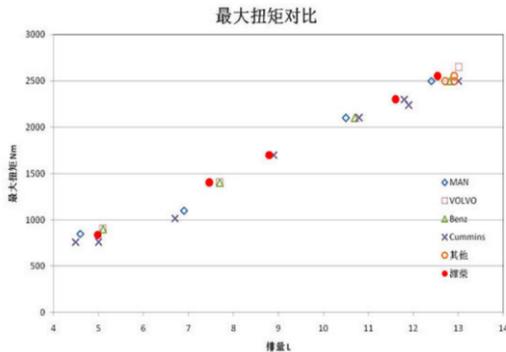


资料来源：中国卡车网，长江证券研究所

质量和售后是构筑产品品牌的两大要素。潍柴动力产品质量领先。潍柴动力 WP13 是国内大排量发动机代表，其低转速、大扭矩设计，配置小速比后桥，节油性与可靠性优势

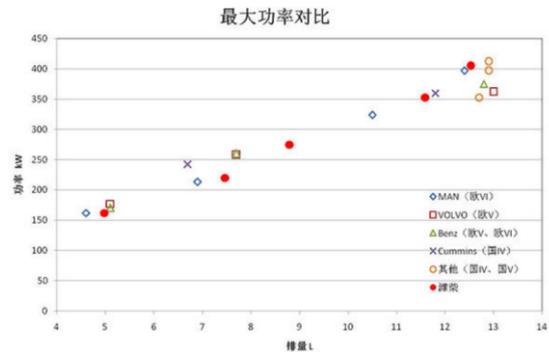
突出。1) 从最大扭矩和最大功率来看, 潍柴 WP13 的最大扭矩 2550Nm 超过了同级别的 MAN、康明斯等; 超过 400kW 的最大功率也在世界领先水平上, 符合行业大马力的趋势, 具有更高的经济性。2) 从缸心距/缸距来看, 潍柴 WP13 在 13L 的发动机中拥有最小的缸心距, 优点是体积更小、重量更轻, 在节能环保方面有显著优势。3) 设计方面, 发动机主体框架使用加强筋和整体锻钢结构曲轴, 结构强度更高, 工况适应性更为良好。

图 50: WP13 最大扭矩已超过同级别发动机



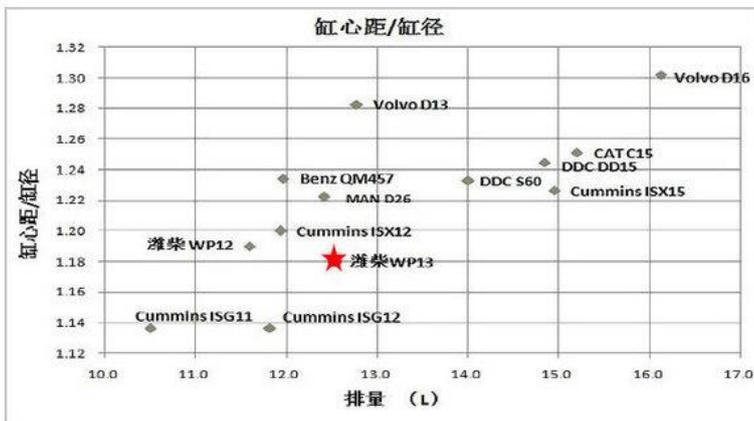
资料来源: 卡车之家, 长江证券研究所

图 51: WP13 最大功率位于世界领先水平



资料来源: 卡车之家, 长江证券研究所

图 52: 在 13L 产品中, 潍柴 WP13 的缸心距/缸距最小



具有 13L 排量左右重型柴油机最小的缸心距: 150mm

资料来源: 卡车之家, 长江证券研究所

潍柴动力服务网点遍布全国, 服务内容多样, 具有高水平的售后能力。潍柴动力对于发动机的服务内容包括: 发动机首保免费, 服务站上门保养, 潍柴承担工时费、里程费、机油滤芯、机油费; 第二年上门免费进行检测。发动机服务、配件网络广遍布全国 5000 多家特约维修服务中心, 服务半径小于 50 公里; 设立 4500 多家配件经销点, 配件服务半径小于 50 公里; 专业的维修队伍, 24 小时全天候服务支持; 设有 43 家潍柴驻外办事处, 为客户提供售前、售后服务支持。

国 VI 排放标准升级后，潍柴动力的护城河有望加宽。国 VI 排放标准被称为史上最严格的标准，对重卡行业格局产生重大深远影响，市场份额加速向龙头公司集中。从技术方面看，和国 V 相比，国 VI 规定的排放限值更加严格，测试工况改为更严格的 WHSC/WHTC、增加非标准循环和实际道路 PEMS、增加远程 OBD，由于可靠性和一致性要求更加严格，主机厂倾向选择实力强的龙头供应商保证产品质量，品牌力强的公司份额会进一步上升，规模优势更加明显。

投资建议

乘用车作为耐用消费品，品牌通过认知度和美誉度来影响消费者决策，因而乘用车企护城河主要来源于品牌；商用车作为生产资料，客户更看重价格，因而成本优势是最重要的护城河，此外，由于客户对可靠性和售后服务要求更高，品牌也是护城河之一；零部件作为典型中游制造业，成本优势为主要的护城河。**基于汽车行业的护城河分析，品牌培育是乘用车企业取得长远发展的重要因素，建议关注品牌上攻的长城汽车、吉利汽车；商用车推荐拥有成本优势和品牌护城河的宇通客车，零部件推荐护城河不断变宽的福耀玻璃、潍柴动力。**

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。