

2019-12-28

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

汽车与汽车零部件行业

潮生理棹，披沙拣金——汽车行业 2020 年度投资策略

报告要点

■ 乘用车：底部探明，温和复苏，格局分化

2018 年以来汽车销量下滑，呈现明显的结构特征：三四线以下城市销量弱于一二线城市、低价车型销量增速比高端车差、自主品牌销量增速比合资差，其核心原因是三四线经济放缓。展望 2020 年，受益于低基数和低库存，我们判断行业销量大概率是小幅增长。格局层面，借鉴日本，中国进入低增长、高波动新时期，份额有望逐步向龙头集中。小规模和低价格车企的出清是行业整合两大方向。

■ 零部件：长期成长是基础，短期优选确定性

单车价值量高、格局相对集中的赛道，优秀公司有望提升市占率实现持续增长。短期角度，四维度优选确定性高的企业：1) 行业维度：本轮厂内去库自 2018Q4 开始，2020 年销量平稳背景下，产量端有望稳健回升保障下游稳定；2) 收入维度：短期收入增长依靠下游订单和销量，特斯拉等车企 2020 年增量确定性高；3) 产能维度：扩张期进入尾声的企业，折旧摊销等对盈利的压力较小；4) 盈利维度：EBITDA 利润率稳定的公司，产能利用率提升时，业绩更具弹性。

■ 重卡：总量平稳，格局优化，估值提升

2019 年重卡行业销量有望再创历史新高，2020 年将维持平稳：基建投资有望对冲房地产下滑压力，物流车在治超加严下持续增长，国 III 加速淘汰是催化剂。长期来看，排放标准升级带动市场份额向龙头集中。对标海外，我国龙头 ROE 在同一区间波动，PB 是海外的一半。随着盈利稳定性增强，估值仍有提升空间。

■ 新能源：曙光初现，关注龙头车企新产品

2019 年运营需求大幅放量，但是受燃油车价格下探的冲击及补贴大幅退坡的影响，非限购私人消费增量十分有限，导致增长失速。2020 年为双积分考核元年，消费运营齐发力，预计 2020 年新能源乘用车销量有望达到 130 万辆 (+26%)。重点关注龙头车企新产品及其产业链，如特斯拉 Model 3 和大众 MEB 车型。

■ 投资建议：行业温和复苏，三条主线精选个股

受益于低基数和低库存，2020 年行业有望温和复苏。当前汽车板块估值和股价处于低位，行业底部探明，销量边际改善，建议三条主线精选优质个股：1) 稳健增长的龙头，估值相比海外有提升空间：潍柴动力、华域汽车、宇通客车。2) 优质成长零部件：星宇股份、拓普集团、爱柯迪、新泉股份、银轮股份。3) 行业洗牌，份额提升的整车龙头：上汽集团、长城汽车、长安汽车、比亚迪。

风险提示：

1. 经济增速下滑超出预期，导致行业销量低于预期；
2. 竞争恶化导致价格战进一步加剧。

分析师 **高登**

☎ (8621) 61118738

✉ gaodeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517120001

分析师 **高伊楠**

☎ (8621) 61118738

✉ gaoyin@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517060001

分析师 **邓晨亮**

☎ (8621) 61118738

✉ dengcl@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040003

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000625	长安汽车	买入
002126	银轮股份	买入
600066	宇通客车	买入
600104	上汽集团	买入
600741	华域汽车	买入
601633	长城汽车	买入
601689	拓普集团	买入
601799	星宇股份	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《乘用车展望 2020：底部探明，温和复苏，格局分化》2019-12-17

《中汽协 11 月销量点评：乘用车增速回升，重卡

目录

乘用车：底部探明，温和复苏，格局分化	7
回顾：低端显著下滑，高端相对稳定.....	7
原因：三四线以下城市经济增长放缓导致需求不足.....	10
展望：低库存+低基数，底部温和复苏.....	16
格局：长跑竞争拉开序幕，小规模、低价格出清.....	17
以日本为鉴：行业进入低增速期，份额逐渐集中.....	17
中国现状：小规模、低价格的出清是核心特征.....	18
零部件：长期成长是基础，短期优选确定性	27
大空间和好格局是长期成长的基石.....	27
空间：单车价值量大，产品符合升级趋势.....	27
格局：从分散到集中，客户跃升加速市占提升.....	28
四维度优选短期确定性的公司.....	30
行业维度：厂内低库存，提供稳定的基础.....	30
收入维度：2019年三季度超越行业产量.....	32
产能维度：扩张期进入尾声.....	34
盈利维度：EBITDA 利润率保持相对稳定.....	36
重卡：总量平稳，格局优化，估值提升	38
回顾：销量有望再创历史新高.....	38
展望：工程和物流整体平稳，政策是催化剂.....	39
格局：排放标准升级，份额向龙头集中.....	44
估值：ROE 和 PB 全面对标国际龙头.....	46
新能源：曙光初现，关注龙头车企新产品	47
回顾：运营需求大幅放量，增速仍明显放缓.....	47
私人消费需求表现一般，总量增长失速.....	47
产品高端化趋势持续，合资和一线自主份额提升.....	50
展望：政策与市场共振，曙光初现.....	51
政策端：双积分考核元年，护航行业发展.....	51
消费端：优质车型加快投放，撬动非限购需求.....	52
运营端：网约车、出租车加速电动化，持续贡献重要增量.....	56
机遇：推荐特斯拉产业链，关注整车龙头.....	58
投资建议：行业温和复苏，三条主线精选个股	59

图表目录

图 1: 乘用车零售销量自 2018 年起大幅下滑	7
图 2: 乘用车批发销量 2019 年下半年开始降幅逐步收窄	7
图 3: 分线城市销量占比	8
图 4: 2018 年以来三四线以下城市销量大幅下滑	8
图 5: 分价位销量占比	9
图 6: 分价位占比累计增速	9
图 7: 2011 年以来分派系销量占比	10
图 8: 2011 年以来分派系累计增速	10
图 9: 一线+新一线城市季度 GDP 增速和销量增速	11
图 10: 二线城市季度 GDP 增速和销量增速	11
图 11: 三线城市季度 GDP 增速和销量增速	11
图 12: 四线及以下城市季度 GDP 增速和销量增速	11
图 13: 一线+新一线城市年度人均可支配收入增速和销量增速	12
图 14: 二线城市年度人均可支配收入增速和销量增速	12
图 15: 三线城市年度人均可支配收入增速和销量增速	13
图 16: 四线及以下城市年度人均可支配收入增速和销量增速	13
图 17: 一线城市房价 (70 城) 和汽车销量增速	13
图 18: 一线城市房屋 (30 城) 成交面积和汽车销量增速	13
图 19: 二线城市房价 (70 城) 和汽车销量增速	14
图 20: 二线城市房屋 (30 城) 成交面积和汽车销量增速	14
图 21: 三线城市房价 (70 城) 和汽车销量增速	14
图 22: 三线城市房屋 (30 城) 成交面积和汽车销量增速	14
图 23: 分地区保障性住房财政预算支出 (亿元)	15
图 24: 山东省保障性住房资金增速和汽车销量增速	15
图 25: 安徽省保障性住房资金增速和汽车销量增速	15
图 26: 2015 年以来三四线以下城市常住人口增速低于全国	15
图 27: 经销商库存水平持续降低	16
图 28: 2017 年以来分线级月度增速 (剔除 2017 年 10 月、2019 年 6 月)	16
图 29: 日本汽车行业格局的演变可分为 90 年代前、后两个阶段	17
图 30: 日本汽车行业在 90 年之前保持较高景气度, 之后产量增长放缓	18
图 31: 行业持续整合, 丰田份额稳步提升 (选用各日本车企在本土产量份额)	18
图 32: 中国千人汽车保有量与世界发达国家差距较大 (单位: 辆)	19
图 33: 日本乘用车千人保有量在达到 150 后销量增速开始低位运行, 并具有较高波动性 (辆)	20
图 34: 韩国千人保有量在达到 150 后销量增速开始低位运行, 并具有较高波动性 (辆)	20
图 35: 我国乘用车车企集中度自 2017 年起持续提升	20
图 36: 2017 年以来大多数小规模车企市占率继续下降	23
图 37: 2017 年销量在 36 万辆以上车企当中市占率提升的比例明显高于销量在 36 万辆以下的车企	23
图 38: 2017 年销量 36 万辆以下车企整体市占率降幅明显超过年销量 36 万辆以上的车企	23
图 39: 主流车企研发投入比例基本在 3% 以上	24

图 40: 中国龙头车企研发投入持续提升, 体量远高于小规模车企	24
图 41: 2017 年以来定位低端的车企当中, 多数市占率持续下降	25
图 42: 8 万元以下市场份额下滑幅度最为明显	25
图 43: 智能驾驶渗透率到 2020 年预计达到 50%	28
图 44: 新能源乘用车销量到 2025 年有望接近 600 万辆	28
图 45: 内饰行业巨头整合带来集中度提升	29
图 46: 车灯行业一超多强	29
图 47: 星宇股份市占率持续提升	29
图 48: 从厂内库存周期来看, 2018-2019 年持续去库 (辆)	31
图 49: 2018Q4 和 2019Q2 行业下滑较大	31
图 50: 行业厂内去库主要从 2018 年 Q4 开始 (辆)	31
图 51: 行业 2020 年产量端有望保持平稳 (产量单位: 万辆)	32
图 52: 2019 年累计不同车企去库幅度	32
图 53: 零部件的成长主要通过客户、市场和产品	33
图 54: 自主、美系下滑幅度较行业更为明显	33
图 55: 零部件整体收入超越行业增长	33
图 56: 不同零部件资产扩张与盈利情况	35
图 57: 主要零部件后续资产扩张情况	36
图 58: 主要零部件后续资产扩张情况	37
图 59: 2019 年 1-11 月重卡批发量同比增长 1.6%	38
图 60: 2019 年 1-10 月重卡上牌量同比增长 7.7%	38
图 61: 2019 年 1-11 月物流车批发销量表现更优	39
图 62: 终端用途看, 牵引车销量增长最高 (上牌)	39
图 63: 2019 年 1-10 月工程车销量 (上牌) 5 月以来开始下滑	39
图 64: 2019 年以来房屋新开工面积增速放缓	40
图 65: 2019 年上半年基建投资增速提升速度放缓	40
图 66: 房地产开发资金下滑幅度有限	41
图 67: 房地产建筑工程资金增速回升	41
图 68: 2019 年 1-10 月牵引+载货上牌数同比增长 15.6%	41
图 69: 2016-2018 年重卡保有量提升较快	42
图 70: 当前运价指数同比小幅提升	42
图 71: 2019 年 LNG 重卡销量暴增	42
图 72: 油气价差波动减小	42
图 73: 潍柴研发投入费用较高 (单位: 亿元)	45
图 74: 欧 VI 实施后欧洲重卡龙头份额得到提升	45
图 75: 美国 EPA Tier 3 实施后重卡龙头份额大幅提升	46
图 76: 2019 年前 11 月重卡整车 CR4 为 75.8%	46
图 77: 2019 年前 10 月车用柴油发动机 CR10 为 87.6%	46
图 78: 康明斯 PB-band 和 ROE 水平	47
图 79: 潍柴动力 PB-band 和 ROE 水平	47
图 80: 2019 年 1-10 月新能源乘用车累计销量同比增长 15.1%	48
图 81: 2019 年新能源乘用车运营销量占比大幅提升	48
图 82: 7 月起新能源乘用车批发销量出现连续下滑	48

图 83: 6 月新能源乘用车上险销量大幅增长, 7 月起开始连续下滑	48
图 84: 2019 年燃油车整体折扣力度较大	49
图 85: 2019 年纯电动乘用车销量占比有所提升	50
图 86: 2019 年 A 级车占比提升, A00 级占比继续下降	50
图 87: 2019 年非限购城市新能源乘用车销量占比仅小幅提升	50
图 88: 新能源乘用车销量排名前十的车企 (图中为各企业市场份额)	51
图 89: 2019 年前 10 月合资品牌新能源乘用车销量占比快速提升	51
图 90: 新能源乘用车 2019 年中央补贴金额下调幅度测算	51
图 91: 2019-2023 年新能源汽车积分比例要求	52
图 92: 双积分政策驱动下, 2020 年起新能源乘用车产量将持续增长	52
图 93: 国内售价 30 万以上中型轿车每年销量 50 万辆左右	54
图 94: 六大核心限购城市 2018 年新能源乘用车销量情况 (辆)	54
图 95: 特斯拉社交网络影响力远超其他品牌	55
图 96: BBA 竞品在特斯拉有体验店区域销量占比在 80%左右	55
图 97: 大众 MEB 平台结构图	56
图 98: 大众 MEB 全系车型	56
图 99: 中国市场首款纯电动车型 ID. 初见, 2020 年上市	56
图 100: A 股特斯拉产业链主要标的一览 (标红为建议重点关注)	58
表 1: 分线级 GDP 增速	11
表 2: 分线级汽车销量增速	11
表 3: 分线级城镇人均可支配收入增速	12
表 4: 分线级城市汽车销量增速	12
表 5: 2019-2020 年汽车销量预测 (单位: 万辆)	17
表 6: 三类区域特征总结	19
表 7: 40 家车企历年市场份额变化 (按 2019 年前 10 月销量份额降序排列)	21
表 8: 主要车企 2020 年新车计划	26
表 9: 主要零部件单车价值量 (元)	27
表 10: 新兴部件价值量梳理	28
表 11: 国内赛道优秀的零部件公司梳理	29
表 12: 三季度超越行业增长的公司	33
表 13: 具有长期成长性的零部件公司短期确定性评估	37
表 14: 近几个月, “稳投资”政策持续加码	40
表 15: LNG 重卡经济性测算	43
表 16: 国 III 及以前的重卡保有量约 230 万辆 (单位: 辆)	43
表 17: 主要地区国 III 提前淘汰政策	44
表 18: 2019 年前 10 月新能源乘用车上险销量结构分析	49
表 19: 目前新能源车型售价依然偏高	49
表 20: 主要整车厂 2020 年新能源汽车车型规划 (其中标粗的为重点车企的重点车型)	52
表 21: 国产 Model 3 与竞品车型全面对比	53
表 22: 国产 Model 3 与竞品车型产品力对比	54
表 23: 国产 Model 3 与进口车型对比	55

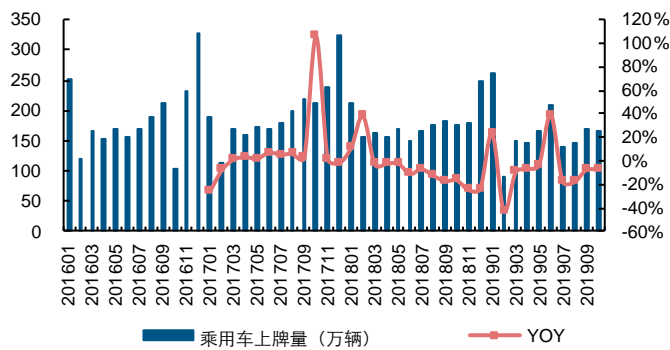
表 24: 各大车企移动出行平台布局情况	57
表 25: 各地出租车和网约车电动化政策一览	57
表 26: 预计 2020 年新能源乘用车总销量有望达到 130 万辆	58
表 27: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	60

乘用车：底部探明，温和复苏，格局分化

回顾：低端显著下滑，高端相对稳定

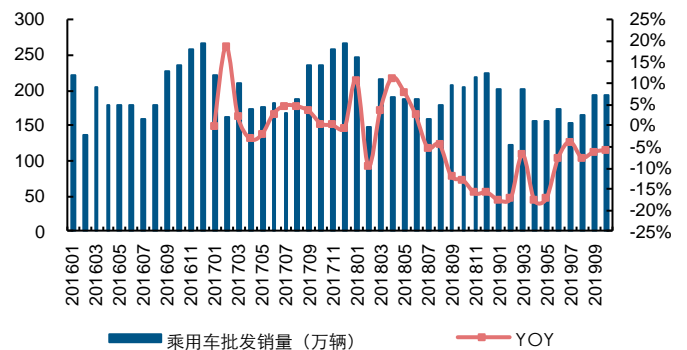
2018 年以来汽车销量大幅下滑，2019 年下半年开始降幅逐步收窄。从零售来看，2018 年 3 月开始出现同比下滑，下半年降幅进一步扩大至两位数以上。2019 年 1-10 月乘用车上牌量 1641.3 万辆，同比下滑 4.0%，相比 2018 年 8.5% 的降幅收窄。分月来看，2019 年以来增速相对于 2018 年下半年明显收窄，6-9 月受到国六清库影响，增速有所波动。从批发来看，2019 年前 11 月乘用车批发销量 1922 万辆，同比下滑 10.3%。批发销量略滞后于零售，自 2018 年下半年以来下滑加速，2019 年上半年因切换国 VI，行业处于去库存中，批发销量一直维持两位数下滑，下半年后降幅逐月收窄。

图 1：乘用车零售销量自 2018 年起大幅下滑



资料来源：中保信，长江证券研究所

图 2：乘用车批发销量 2019 年下半年开始降幅逐步收窄

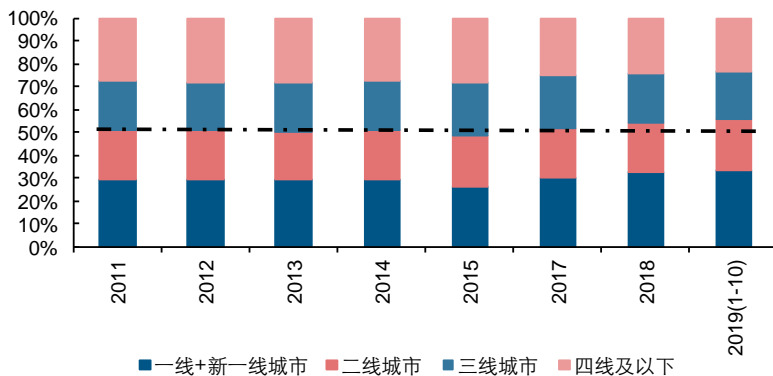


资料来源：中汽协，长江证券研究所

2018 年以来乘用车市场运行呈现明显的结构性特征：三四线以下城市销量增速比一二线差、低价车型销量增速比高端车差、自主品牌销量增速比合资差。

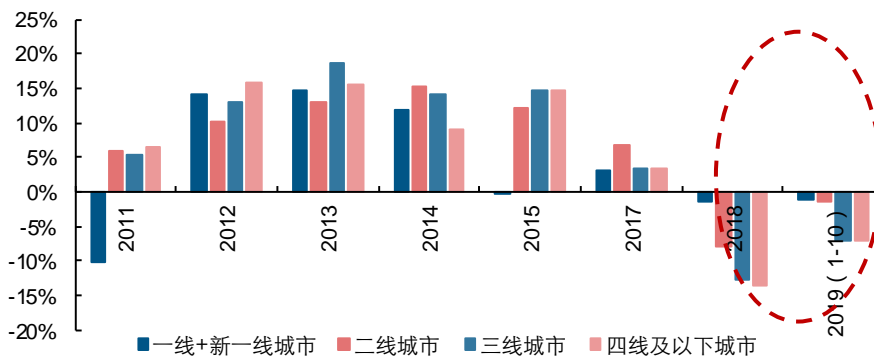
分线级来看，2018 年以来销量占比达到一半的三四线以下城市销量失速。2019 年 1-10 月，一二线城市销量占比 55.5%，三四线城市占比 44.5%，三四线以下城市销量占比接近一半。从销量增速来看，尤其是到 2018 年整体销量增速转负后，三四线以下地区销量下滑幅度超过一二线城市。2019 年以来，一线城市表现较好，新一线和二线城市小幅下滑，三四线以下城市降幅依旧较大。（注：1、城市分类方式：按照第一财经分类方式，将中国主要城市分为一线、新一线、二线、三线、四线及以下；2、2015 和 2016 年口径发生变化，2015 年以前为公安部上牌，2016 年以后为保险数，因此剔除 2016 年数据）。

图 3：分线城市城市销量占比



资料来源：中保信，长江证券研究所

图 4：2018 年以来三四线以下城市销量大幅下滑

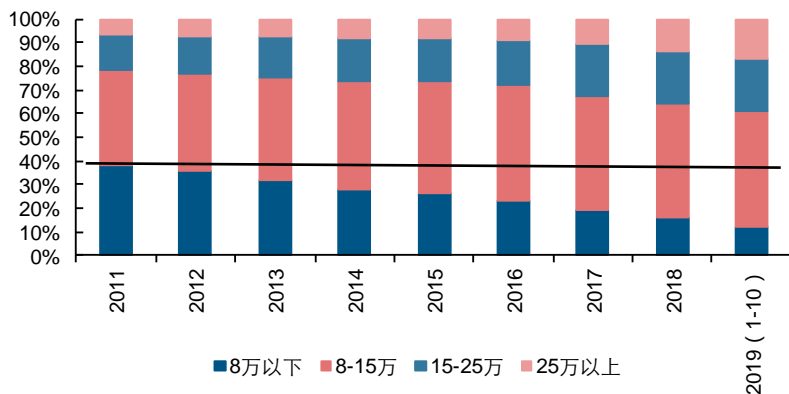


资料来源：中保信，长江证券研究所

分价位来看，消费升级的趋势仍在延续，高端车型占比持续提升。2011 年-2019 年前 10 月，8 万以下的低端车型销量占比从 38.0% 下降至 12.5%；8-15 万和 15-25 万的中端车型销量占比分别从 40.4% 和 14.9% 提升至 48.8% 和 22.2%；高端车型销量占比提升最快，从 6.7% 提升至 16.5%。

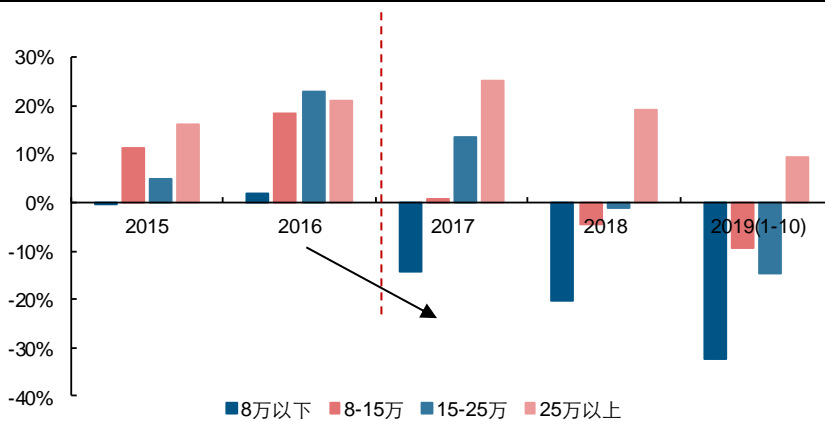
2017 年以来低端车型销量下滑幅度超过高端车型。从累计销量增速来看，8 万元以下的低端车型在 2017 年以来加速下滑，8-15 万中端车型销量在 2017 年转负，15-25 万中端车型销量 2017 年以来也快速下滑，只有 25 万以上高端车型还维持较快增长。

图 5：分价位销量占比



资料来源：中汽协，长江证券研究所

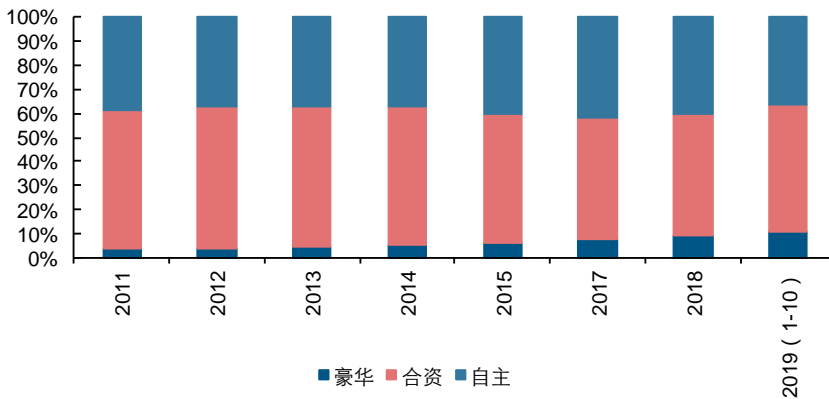
图 6：分价位占比累计增速



资料来源：中汽协，长江证券研究所

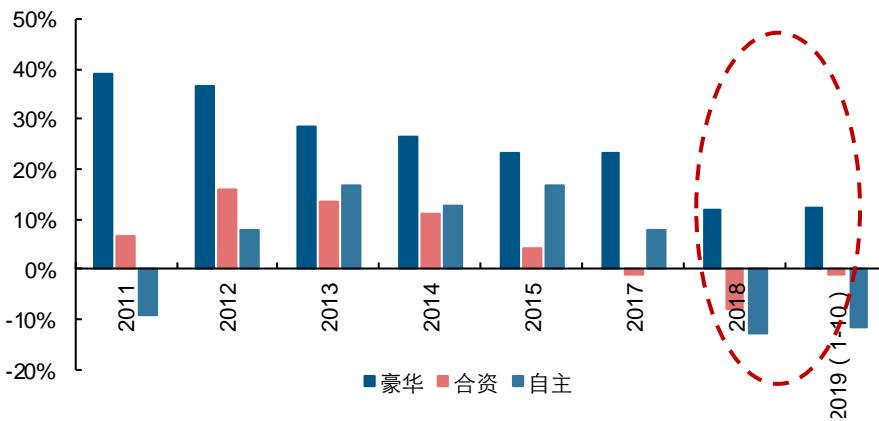
分品牌来看，2018 年以来，自主品牌表现不佳，合资也出现下滑，仅豪华品牌维持高增长。豪华品牌（仅国产）占总销量的 10%，合资占比在 50%左右，自主占比在 40%左右。2016 年以前合资品牌和自主品牌增速维持在 10%-20%之间，但 2017 年合资品牌负增长，2018 年自主品牌销量增速迅速转负，下滑严重，合资品牌销量整体下滑幅度好于自主品牌，仅豪华品牌销量一直维持高增长。2019 年以来，合资下滑幅度收窄，但自主品牌依旧下滑较多，拖累整体增速。

图 7：2011 年以来分派系销量占比



资料来源：中保信，长江证券研究所

图 8：2011 年以来分派系累计增速



资料来源：中保信，长江证券研究所

原因：三四线以下城市经济增长放缓导致需求不足

由于乘用车作为耐用消费品，其需求受到购买力和购买意愿的影响。从逻辑上看，GDP 和可支配收入影响购买能力的预期，进而影响购买意愿；房地产作为居民资产配置的最主要资产，其销售额和价格将影响居民购买力。

GDP 与汽车销量的关系：GDP 与汽车销量互相影响，一般而言，经济下行时影响汽车消费需求，传导至生产端又影响 GDP 整体增速。2017 年以来，三四线及以下城市 GDP 增速显著放缓，拖累汽车销量增速。从 2017 年以来的分季度数据看，一二线城市 GDP 增速虽有下滑，但整体幅度不大；而三四线城市自 2017Q1-2018Q3 分别下降了 1.5pct 和 1.3pct，因此汽车销量增速表现比起一线和新一线城市更加萎靡。

表 1: 分线级 GDP 增速

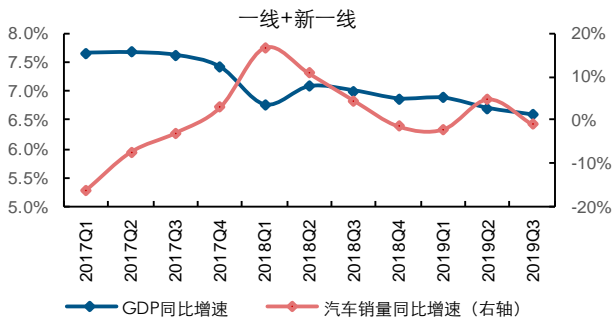
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
一线+新一线城市	7.7%	7.7%	7.6%	7.4%	6.8%	7.1%	7.0%	6.9%	6.9%	6.7%	6.6%
二线城市	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.3%	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%	6.6%	6.3%
三线城市	7.8%	7.7%	7.5%	7.5%	6.5%	6.6%	6.3%	6.5%	6.9%	6.5%	6.3%
四线及以下城市	7.2%	7.2%	7.1%	7.0%	6.3%	5.9%	5.9%	6.0%	7.0%	6.4%	6.4%

资料来源: Wind, 长江证券研究所, (注: 此处样本为北上广深等 81 个城市 GDP)

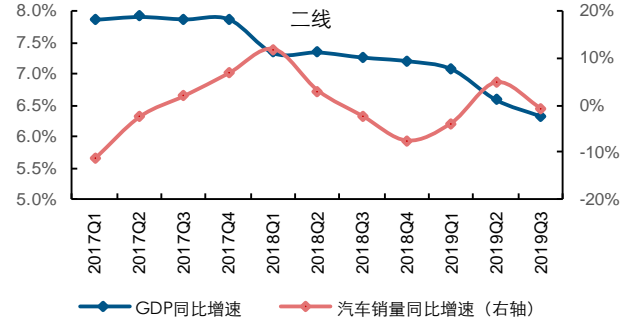
表 2: 分线级汽车销量增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
一线+新一线城市	-16.2%	-7.3%	-2.9%	3.0%	16.9%	10.8%	4.6%	-1.4%	-2.0%	4.9%	-1.0%
二线城市	-11.3%	-2.5%	1.9%	6.7%	11.8%	3.0%	-2.4%	-7.6%	-3.8%	4.8%	-0.7%
三线城市	-9.2%	-3.4%	-2.2%	0.8%	7.8%	-1.9%	-7.5%	-13.2%	-11.3%	-1.9%	-5.8%
四线及以下城市	-4.3%	0.9%	1.9%	2.4%	17.5%	3.5%	-4.6%	-10.1%	-12.8%	-7.0%	-9.4%

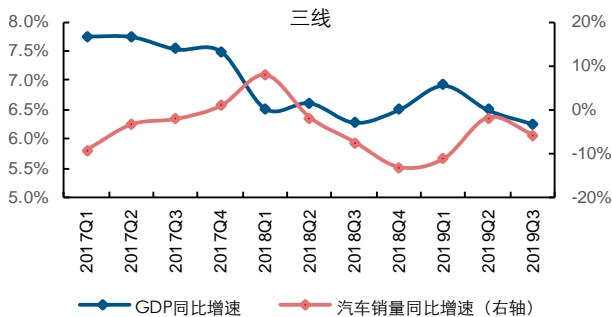
资料来源: 中保信, 长江证券研究所, (注: 此处样本为北上广深等 81 个城市 GDP)

图 9: 一线+新一线城市季度 GDP 增速和销量增速


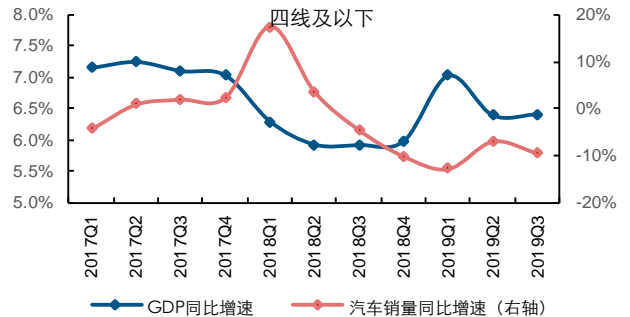
资料来源: Wind, 中保信, 长江证券研究所

图 10: 二线城市季度 GDP 增速和销量增速


资料来源: Wind, 中保信, 长江证券研究所

图 11: 三线城市季度 GDP 增速和销量增速


资料来源: Wind, 中保信, 长江证券研究所

图 12: 四线及以下城市季度 GDP 增速和销量增速


资料来源: Wind, 中保信, 长江证券研究所

人均可支配收入和销量的关系：居民可支配收入影响消费意愿，当人均可支配收入增长较快时，购车意愿更强，因此居民人均可支配收入可作为汽车消费的前瞻指标。从2017-2018年分线级城镇人均可支配收入增速来看，一线和二线城市相对稳定，而三线和四线及以下城市增速明显放缓，带来汽车销量增速显著下滑。

表 3：分线级城镇人均可支配收入增速

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2017	2018
一线+新一线城市	11.2%	13.2%	12.0%	9.1%	5.7%	8.2%	8.4%	8.3%
二线城市	11.2%	13.4%	12.6%	9.7%	4.8%	8.1%	8.4%	8.4%
三线城市	11.7%	14.2%	13.4%	10.5%	4.3%	7.2%	8.4%	7.9%
四线及以下城市	11.8%	14.6%	13.8%	9.5%	6.7%	6.2%	8.1%	7.1%

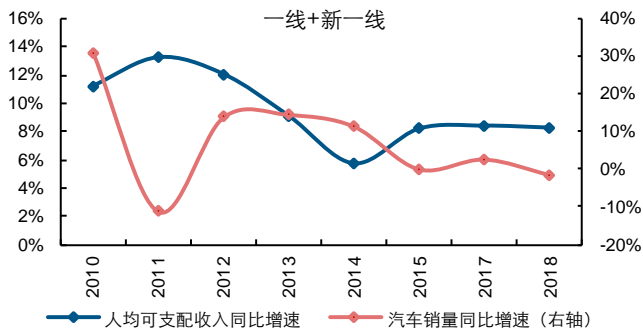
资料来源：Wind，长江证券研究所。（注：此处样本为北上广深等 237 个城市人均可支配收入同比增速；因 2016 年汽车销量口径改变，故此处同步剔除 2016 年数据）

表 4：分线级城市汽车销量增速

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2017	2018
一线+新一线城市	31.0%	-11.3%	13.8%	14.5%	11.4%	0.0%	2.6%	-1.4%
二线城市	29.7%	4.5%	9.6%	12.4%	15.9%	12.9%	5.7%	-7.4%
三线城市	33.4%	4.9%	14.4%	19.0%	14.9%	16.2%	2.3%	-12.1%
四线及以下城市	22.3%	4.8%	15.8%	16.8%	8.4%	15.5%	2.4%	-13.0%

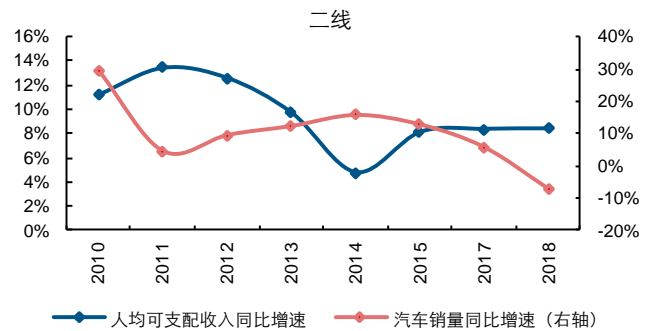
资料来源：中保信，长江证券研究所。（注：此处样本为北上广深等 237 个城市；因 2016 年汽车销量口径改变，故此处剔除 2016 年数据）

图 13：一线+新一线城市年度人均可支配收入增速和销量增速



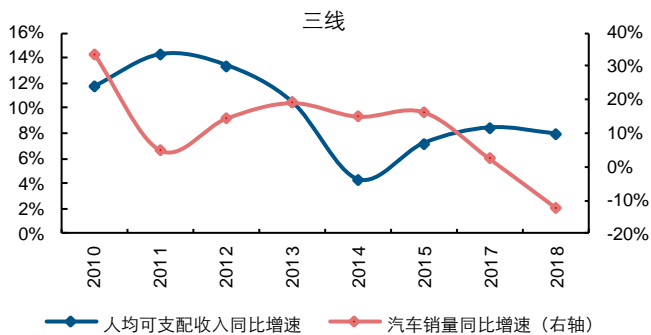
资料来源：中保信，Wind，长江证券研究所

图 14：二线城市年度人均可支配收入增速和销量增速



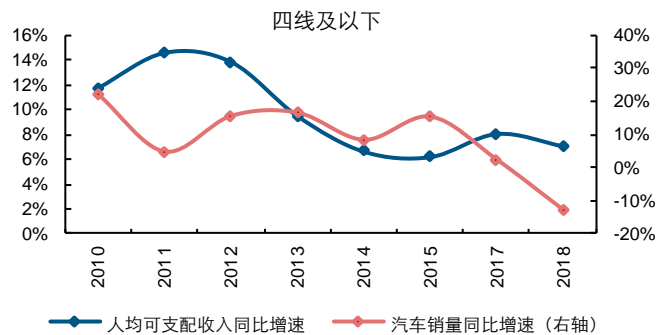
资料来源：中保信，Wind，长江证券研究所

图 15: 三线城市年度人均可支配收入增速和销量增速



资料来源: 中保信, Wind, 长江证券研究所

图 16: 四线及以下城市年度人均可支配收入增速和销量增速

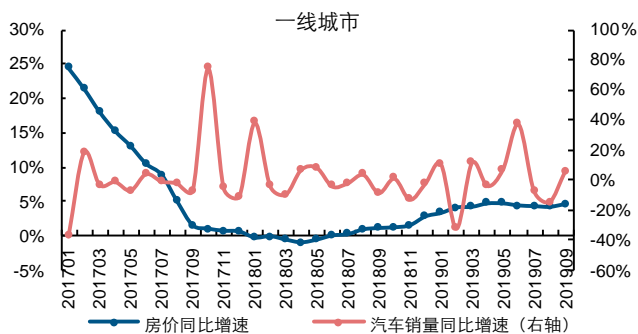


资料来源: 中保信, Wind, 长江证券研究所

房地产对汽车销量既有财富效应又有挤出效应。房屋成交面积和房价是两个衡量居民房产投资的维度, 如果房价增长快, 房屋成交面积增长慢, 则居民财富投入房产有限, 汽车销量受到影响较小, 更多带来的是财富效应; 而如果房价增长快, 且房屋成交面积增长快, 则居民财富更多投入房产, 则对汽车销量造成挤压, 例如对买房是刚需的人来说, 房价过快增长, 会打压其购车需求。

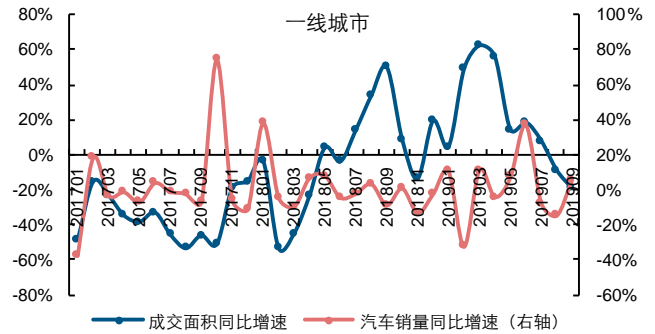
2017 年以来, 三四线及以下城市房地产量价齐升, 对汽车销量形成明显挤压效应。从房价来看, 二三线城市房价从 2018 年下半年以来快速上升, 一线城市则相对平稳; 从房屋成交面积来看, 所有城市在 2018 年下半年成交面积均有所加快。具体到月份, 二三线城市房价于 2018 年 6-7 月陡然升高, 于 2019 年 4 月见顶回落, 成交面积于 5-7 月开始波折上行, 显然房价和成交面积的同时高增长挤压了二三线城市的汽车消费。(注: 房价使用国家统计局 70 城一二三线城市房价同比数据; 房屋成交面积使用 Wind30 大中城市一二三线城市交易同比数据)

图 17: 一线城市房价 (70 城) 和汽车销量增速



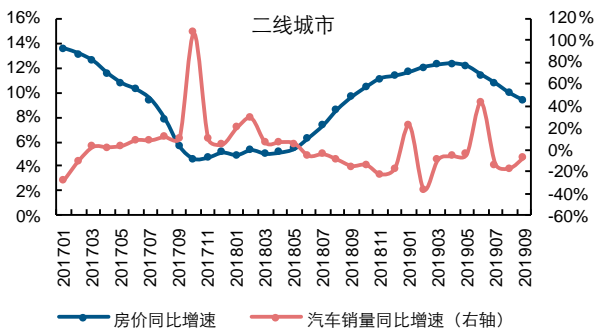
资料来源: 中保信, Wind, 长江证券研究所

图 18: 一线城市房屋 (30 城) 成交面积和汽车销量增速



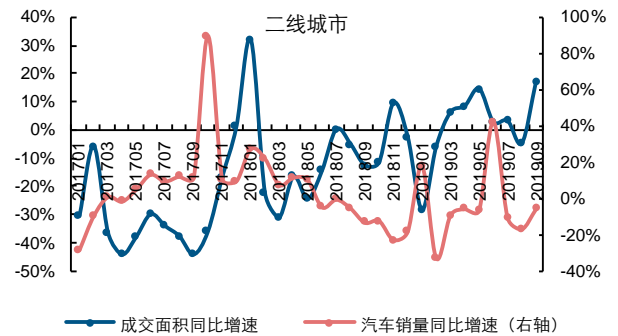
资料来源: 中保信, Wind, 长江证券研究所

图 19: 二线城市房价（70 城）和汽车销量增速



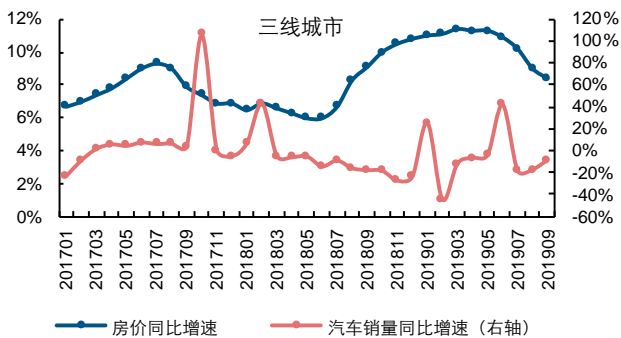
资料来源：中保信, Wind, 长江证券研究所

图 20: 二线城市房屋（30 城）成交面积和汽车销量增速



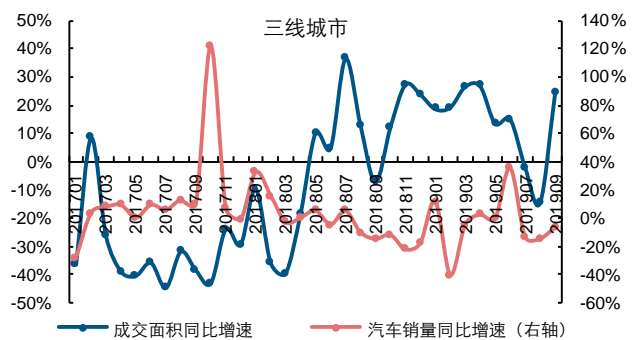
资料来源：中保信, Wind, 长江证券研究所

图 21: 三线城市房价（70 城）和汽车销量增速



资料来源：中保信, Wind, 长江证券研究所

图 22: 三线城市房屋（30 城）成交面积和汽车销量增速

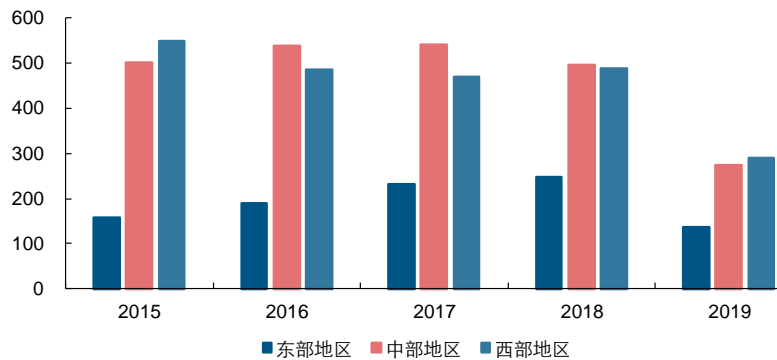


资料来源：中保信, Wind, 长江证券研究所

棚改货币化也是导致三四线城市汽车销量波动的重要原因。棚改货币化安置是指政府直接以货币的形式补偿被拆迁棚户区居民。棚改项目以三四线城市为主，三四线货币化安置比例也较高。棚改货币化安置实际上是央行向三四线城市定向货币宽松。由于货币化安置为政府向居民提供资金在市场上直接购买商品住房，居民购房需求集中释放，而市场供应由于建设时滞未能同步放大，造成了部分区域短期“需求提前，供应延后”的市场现象，从而在一定程度上推动当地房地产库存去化。

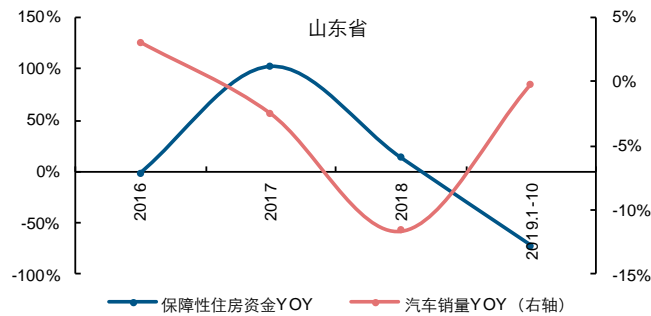
中西部省份三四线城市较多，棚改财政支出明显高于东部地区，棚改货币化的节奏变化影响三四线城市的汽车销量增速。从分地区财政保障性住房资金投入来看（虽然棚改资金来源大部分为 PSL，财政支出仅占 9%，但考虑到该数据有分省份细项，也因此拿来分析），三四线城市较多的中部和西部地区财政支出较东部高出许多。从山东省和安徽省保障性住房资金和汽车销量增速来看，2017 年是棚改的高峰期，2018 年乘用车销量开始下滑，随着棚改货币化的减弱，乘用车销量增速有所回升。

图 23: 分地区保障性住房财政预算支出 (亿元)



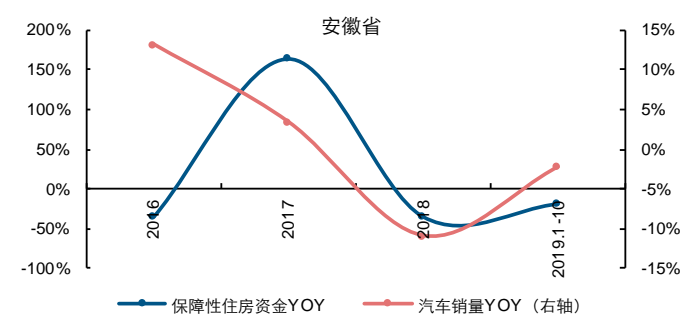
资料来源: 住建部官网, 长江证券研究所, (注: 各年份为预算支出)

图 24: 山东省保障性住房资金增速和汽车销量增速



资料来源: 住建部官网, 长江证券研究所

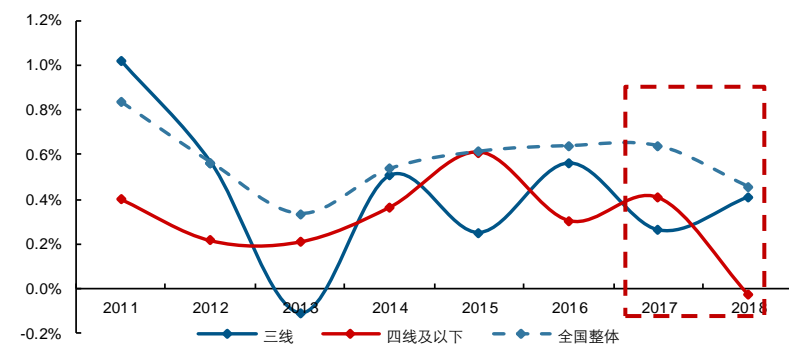
图 25: 安徽省保障性住房资金增速和汽车销量增速



资料来源: 住建部官网, 长江证券研究所

从人口来看, 虹吸效应导致三四线以下地区人口外流, 导致汽车需求动力不足。交通便利带来了城市间人口流动, 从分线级常住人口增速来看, 三四线以下地区自 2014 年以来放缓, 自 2015 年增速开始低于全国人口, 相对应的是人口更多流入一二线城市。2018 年四线及以下人口外流加剧, 经济大幅放缓, 汽车需求受到部分影响。

图 26: 2015 年以来三四线以下城市常住人口增速低于全国

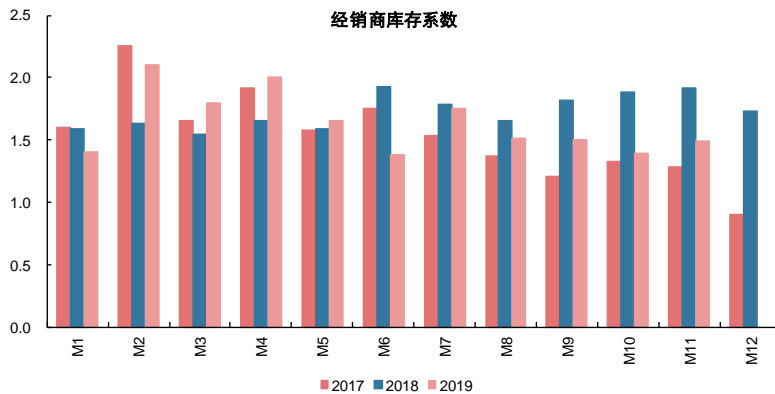


资料来源: Wind, 长江证券研究所

展望：低库存+低基数，底部温和复苏

低库存：库存水平大幅降低，批发有补库空间。自2019年7月国VI切换以来，行业渠道库存保持低位，库存系数相比2018年大幅降低。从批发销量增速来看，7月企稳回升，降幅逐月收窄。在行业库存健康的基础上，后续批发销量增速有望持续回升。

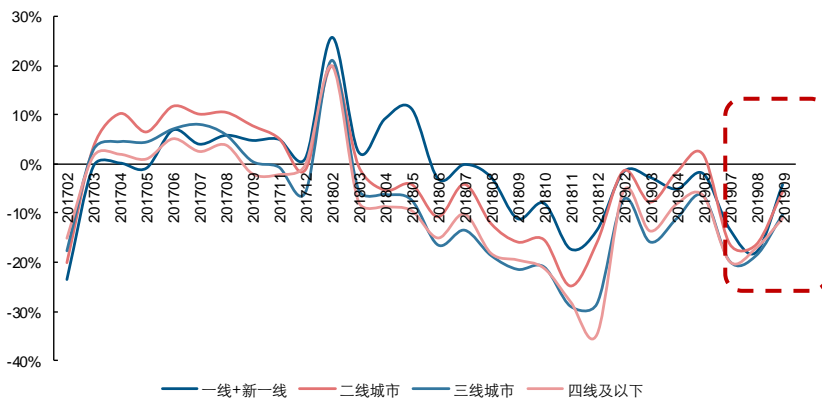
图 27：经销商库存水平持续降低



资料来源：汽车流通协会，长江证券研究所

低基数：三四线以下城市经济、汽车销量增速经历一年半到两年的调整，基数处于较低水平，降幅已出现逐月收窄的迹象，展望2020年，全年有望保持平稳。对比一二线和三四线以下城市的月销量增速，其差距在2018年4月-2018年12月拉大，到2019年7月以来已经趋近，三四线城市销量有企稳迹象。

图 28：2017年以来分线级月度增速（剔除2017年10月、2019年6月）



资料来源：中保信，长江证券研究所

注：2017年10月购置税原因导致2016年同期基数较低，增速异常高；2019年6月为切换国VI前最后一个月，销量异常高，故剔除这两个月。

2019年全年来看，零售销量预计下滑3%左右，批发销量下滑9%左右。展望2020年，宏观经济整体平稳的背景下，受益于低基数，我们判断2020年销量大概率是小幅增长。

表 5：2019-2020 年汽车销量预测（单位：万辆）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019年全年	2020年全年
上牌数	503.5	522.7	451.8	590.0	2,067.9	2,098.2
上牌数同比增速	-4.91%	9.29%	-13.87%	-2.71%	-3.31%	1.46%
批发数	526.0	486.4	508.3	633.6	2,154.3	2,218.1
批发同比增速	-13.77%	-14.34%	-6.56%	-1.82%	-8.99%	2.96%

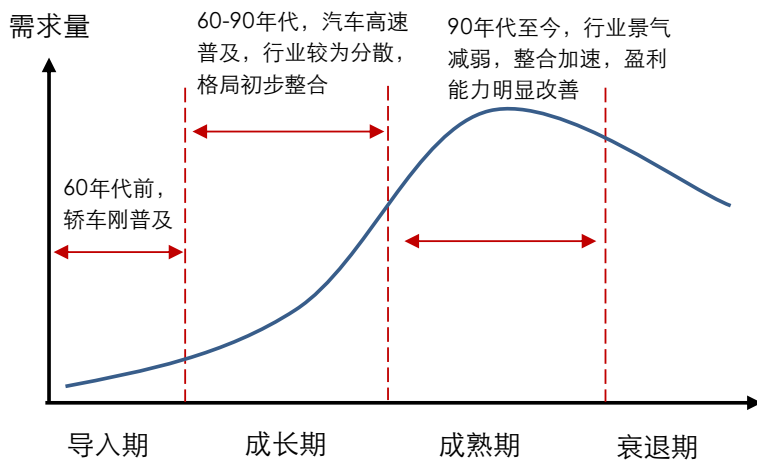
资料来源：中保信，中汽协，长江证券研究所

格局：长跑竞争拉开序幕，小规模、低价格出清

以日本为鉴：行业进入低增速期，份额逐渐集中

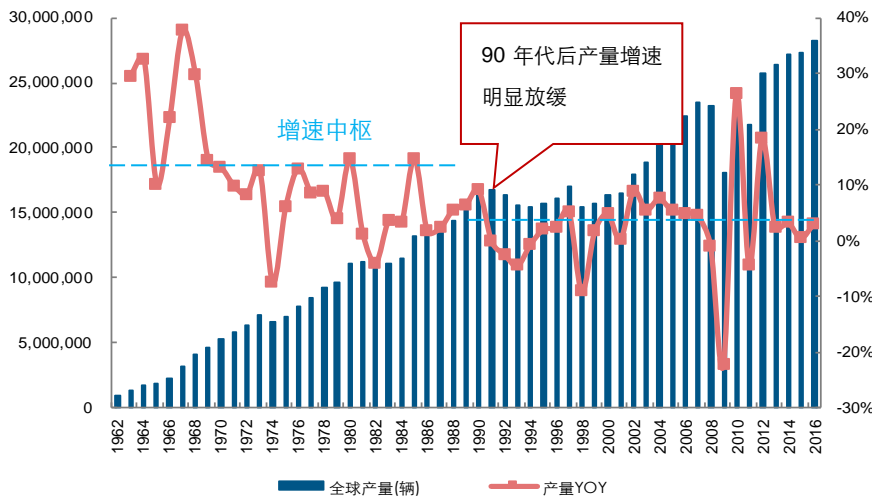
日本汽车工业格局的发展主要可分为两个阶段：1) 20 世纪 90 年代之前，日本逐步实现汽车的普及，先后经历内销、出口、海外建厂+内销等多方因素拉动，从而保持了较高景气度，车企之间竞争程度较低，利润率维持较高水平；2) 20 世纪 90 年代之后，需求增长进入低速期，车企间以多种方式加速整合，截至目前已形成了丰田、日产、本田三大集团。

图 29：日本汽车行业格局的演变可分为 90 年代前、后两个阶段



资料来源：长江证券研究所

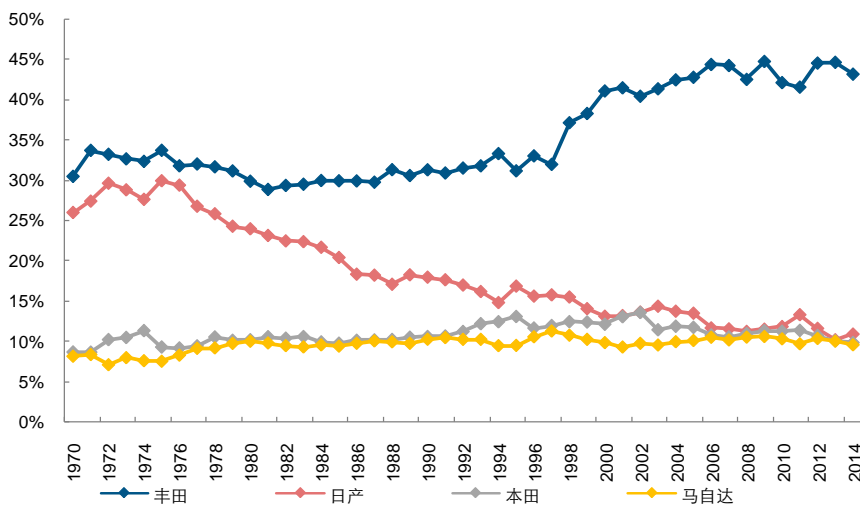
图 30: 日本汽车行业在 90 年之前保持较高景气度, 之后产量增长放缓



资料来源: CEIC, JAMA, 长江证券研究所

注: 由于数据缺失, 1985 年之前产量采用的是日本本土产量, 因此时海外建厂产量占比极低, 故误差较小

图 31: 行业持续整合, 丰田份额稳步提升 (选用各日本车企在本土产量份额)



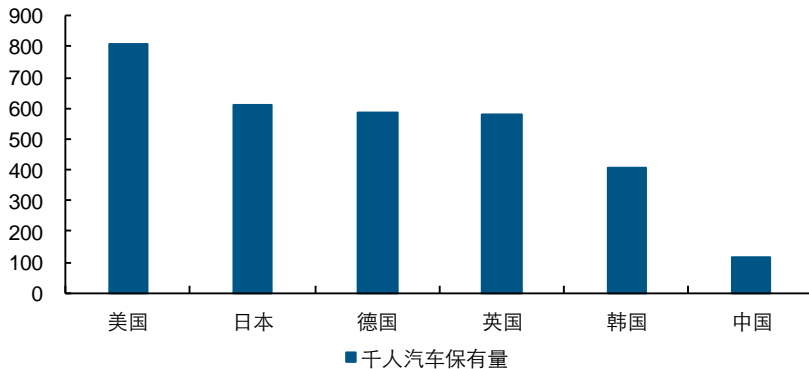
资料来源: CEIC, 长江证券研究所

中国现状: 小规模、低价格的出清是核心特征

总量上, 中长期不悲观, 仍有增长空间, 但车市已告别高增速, 进入低增长、高波动新时期。

与发达国家相比, 中国汽车保有量提升空间仍然较大。中国汽车普及程度与发达国家相比差距仍然巨大, 同期美国千人汽车保有量在 800 辆以上, 日韩也已达 400 辆以上, 而中国仅有不到 200 辆水平, 长期来看仍有较大发展空间。

图 32：中国千人汽车保有量与世界发达国家差距较大（单位：辆）



资料来源：CEIC，长江证券研究所

中国经济纵深比较深，分区域看多数地区仍处于汽车快速普及期。我们对中国地区历史上汽车消费状况做了相关研究。研究发现，一方面，以江浙粤等地区为代表的经济发达地区在过去几年汽车销量仍保持快速增长，目前千人保有量仅 250 辆左右，仍有增长空间；另一方面，湖南、湖北等中部地区正处于汽车消费普及期，目前千人保有量仅 100 辆左右甚至以下，众多的人口基数和较快的经济增长，是未来汽车销量向上的动力。

表 6：三类区域特征总结

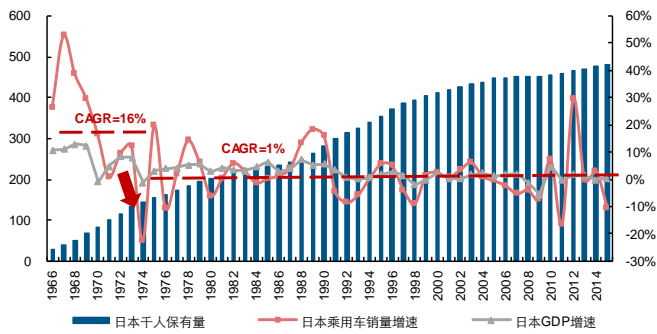
	东部发达地区	中西部地区	其他发展中地区
2017年保有量占比	39%	47%	14%
2017年上牌数占比	38%	51%	11%
汽车消费阶段	普及期中后期	普及期中期	普及期早期
高速增长的时期	2001-2010年	2011年至今	过去整体增长较为平稳
典型代表省份	上海、浙江、江苏	湖南、湖北、贵州	西藏、宁夏、内蒙古
经济发展状况	2001-2010年GDP增速领先全国，2011年之后平稳运行	2011年之后GDP增速大幅领先全国，当前仍保持较高水平	GDP增速领先全国，当前处于较高水平
人均收入水平	2001-2010年高速普及期，对应人均收入从1万元到3万元	2011年开始汽车大范围普及，对应人均收入2万元，未来高速普及期有望延续到收入达4万元	与全国同步增长，低于全国水平
汽车普及程度	2001-2010年千人保有量迅速上升，多位于50以上，2011年之后仍然稳步提升，截至2017年多位于150以上	2011年之后快速提升，截至2017年千人保有量多位于90-130，低于全国水平	千人保有量稳步提升

资料来源：Wind，上牌数，长江证券研究所

日韩案例表明千人保有量达到一定水平后销量呈现低增速、高波动特点。从日韩发展历史可以看出，在千人乘用车保有量达到 150 辆之前处于快速发展期，销量复合增速可达 15%以上；千人乘用车保有量达到 150 辆之后销量增速回落，并从长期来看围绕 GDP 增速大幅波动。

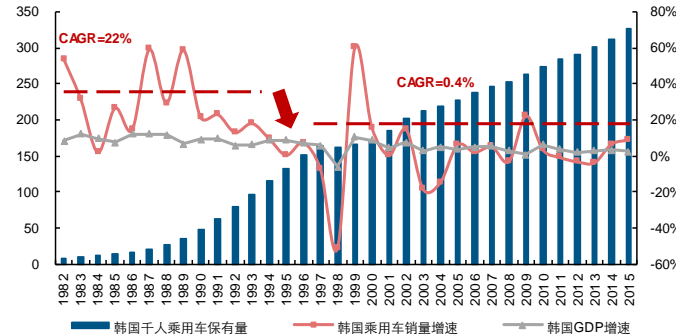
中国乘用车销量已进入低增长、高波动时期。2017 年中国乘用车千人保有量为 133 辆，估计 2018 年已达到 150 辆。我们预计未来乘用车销量长期来看将围绕 GDP 增速低速增长，同时增速将存在明显波动。

图 33：日本乘用车千人保有量在达到 150 后销量增速开始低位运行，并具有较高波动性（辆）



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 34：韩国千人保有量在达到 150 后销量增速开始低位运行，并具有较高波动性（辆）

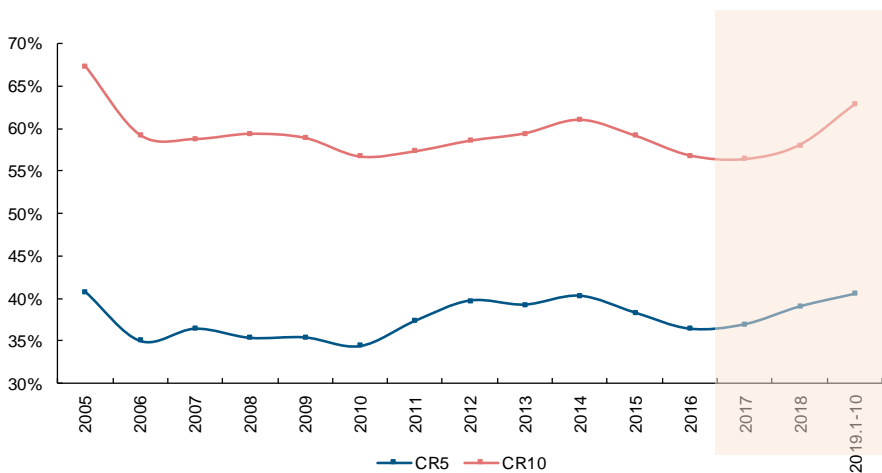


资料来源：CEIC，长江证券研究所

低增速、高波动新时期下，行业竞争的长跑性质更加明显，跑得远比跑得快更加重要。这一阶段，弱势车企先后离场，优秀车企享受更大的市场蛋糕。

我们以乘用车企业为角度计算市场集中度（例如上汽大众和一汽大众视为两家企业），CR5 与 CR10 于 2010-2013 年稳步提升，而 2014-2016 年期间出现下滑，2017 年起转而提升。2014-2016 年间集中度下滑的原因主要在于中小品牌企业把握 SUV 消费趋势，迅速推出丰富的高性价比车型，消化大部分 SUV 新增需求，在 SUV 高速增长期分流了龙头份额，造成了行业格局分散。在行业增速整体放缓以及全市场完善 SUV 布局背景下，行业竞争明显加剧，龙头品牌将依靠优质车型维持销量的稳健增长，而品质较为欠缺的中小品牌将被逐步淘汰，2017 年集中度的回升表明行业已重回自 2010 年以来的集中度提升通道。

图 35：我国乘用车车企集中度自 2017 年起持续提升



资料来源：中汽协，长江证券研究所

表 7：40 家车企历年市场份额变化（按 2019 年前 10 月销量份额降序排列）

车企市场份额	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019.1-10
一汽大众	8.6%	8.4%	9.0%	7.8%	7.7%	7.9%	8.6%	9.4%
上汽大众	8.3%	8.5%	8.8%	8.6%	8.2%	8.3%	8.7%	9.2%
上汽通用	9.0%	8.6%	8.8%	8.2%	7.7%	8.1%	8.3%	8.0%
吉利汽车	3.2%	3.1%	2.2%	2.5%	3.2%	5.0%	6.3%	6.3%
上汽通用五菱	8.3%	8.0%	8.1%	8.5%	7.7%	7.7%	7.0%	5.5%
东风日产	4.9%	4.7%	4.4%	4.2%	4.2%	4.5%	5.0%	5.4%
长城汽车	3.1%	3.5%	3.1%	3.6%	4.0%	3.8%	3.9%	4.1%
东风本田	1.8%	1.8%	1.6%	1.9%	2.3%	2.9%	3.0%	3.8%
广汽本田	2.2%	2.6%	2.6%	2.8%	2.6%	2.9%	3.1%	3.8%
长安自主	4.8%	4.6%	4.9%	5.3%	5.0%	4.6%	3.7%	3.7%
一汽丰田	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.6%	2.8%	3.0%	3.5%
广汽丰田	1.6%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%	2.5%	3.3%
上汽乘用车	1.3%	1.3%	0.9%	0.8%	1.3%	2.1%	3.0%	3.1%
北京现代	5.5%	5.7%	5.7%	5.0%	4.7%	3.2%	3.4%	3.1%
北京奔驰	0.6%	0.6%	0.7%	1.2%	1.3%	1.7%	2.0%	2.8%
其他车企	6.9%	6.1%	6.2%	6.0%	5.8%	5.7%	4.1%	2.7%
华晨宝马	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%	2.0%	2.6%
奇瑞自主	3.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%	2.5%
比亚迪	2.9%	2.8%	2.2%	2.1%	2.0%	1.6%	2.1%	2.2%
广汽乘用车	0.3%	0.7%	0.7%	0.9%	1.6%	2.1%	2.3%	1.8%
北汽自主	0.7%	1.3%	2.3%	2.9%	3.3%	2.6%	2.1%	1.6%
东风起亚	3.1%	3.0%	3.3%	2.9%	2.7%	1.5%	1.6%	1.4%
东风自主	1.9%	2.4%	2.6%	2.6%	2.4%	2.2%	1.6%	1.4%
一汽自主	2.3%	1.9%	1.5%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%
小康股份	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%
长安福特	2.7%	3.8%	4.1%	4.1%	3.9%	3.3%	1.6%	0.8%
华晨汽车	1.5%	1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.1%	1.0%	0.8%
吉利沃尔沃	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.6%	0.7%
江淮汽车	1.3%	1.1%	1.0%	1.6%	1.5%	0.9%	0.8%	0.7%
广汽三菱	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%
长安马自达	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%
一汽马自达	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
广菲克	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.6%	0.8%	0.5%	0.3%
江铃汽车	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%
福田宝沃	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%
东风雪铁龙	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%	1.0%	0.5%	0.5%	0.3%
海马汽车	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.6%	0.3%	0.3%
奇瑞捷豹路虎	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
东风英菲尼迪	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

长丰猎豹	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.3%	0.1%
蔚来汽车	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
东风雷诺	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%

资料来源：中汽协，长江证券研究所

近年来，车市的马太效应愈加明显，强势车企领先地位稳固甚至不断加强，市场份额持续提升，而弱势车企面临持续出清的境地，其中**中小规模和低价格**是两个核心特征。

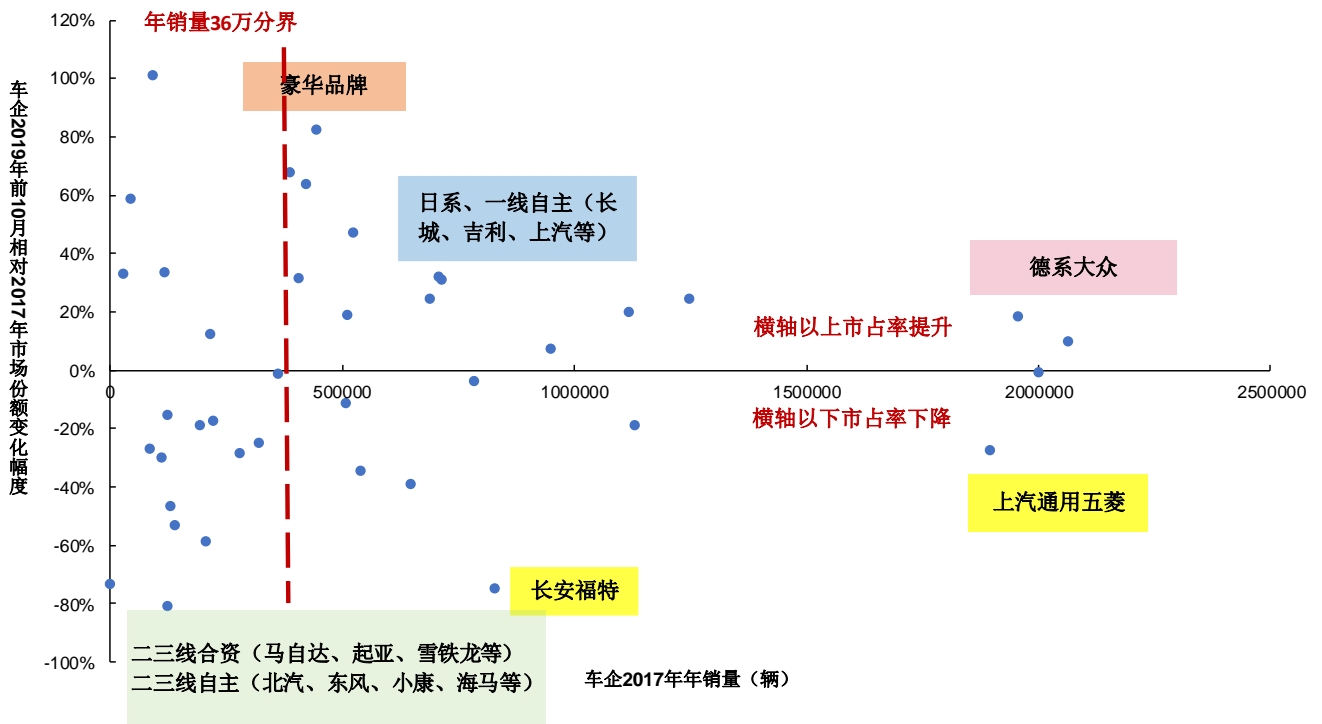
我们选取 2017 年与 2019 年前 10 月两个节点，分析市场主要的 40 家车企市占率变化情况（全市场车企数量较多，这 40 家车企合计市占率在 95%左右，基本能代表全市场情况），具体结果如下。

规模较大的车企，多数市占率维持稳定与提升，规模较小的车企，多数市占率明显下滑。

以（2017）年销量 36 万辆（月销量 3 万辆）为分水岭，整体来看：1）36 万辆以上的车企合计市占率由 82.7%提升至 87.8%，提升幅度 6.2%，其中占比 14/22 的车企市占率提升，8/22 的车企市占率下滑；2）36 万辆以下的车企合计市占率由 11.6%下滑至 9.5%，下降幅度 18.4%，降幅远高于 36 万辆以上车企提升幅度，其中占比 13/18 的车企市占率下滑，仅 5/18 的车企市占率提升。

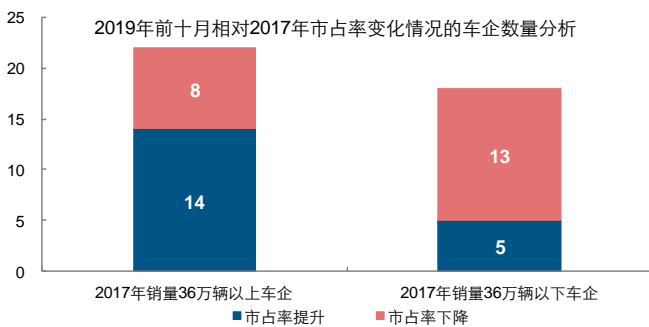
分车企来看：1）36 万辆以上的车企当中，市占率提升的车企主要是日系品牌（本田、丰田、日产）、德系品牌（大众）以及一线自主品牌（长城汽车、上汽乘用车、吉利汽车等），市占率下滑的车企主要有上汽通用（市占率略微下滑）、上汽通用五菱、北京现代、长安福特等；2）36 万辆左右或者以下的车企当中，市占率提升的车企主要是豪华品牌，包括北京奔驰、华晨宝马、吉利沃尔沃等（北京奔驰、华晨宝马年销量略高于 1.5%），市占率下滑的车企主要是二三线合资品牌（马自达、起亚、雪铁龙等）以及二三线自主品牌（北汽、东风、小康、海马等）。

图 36：2017 年以来大多数小规模车企市占率继续下降



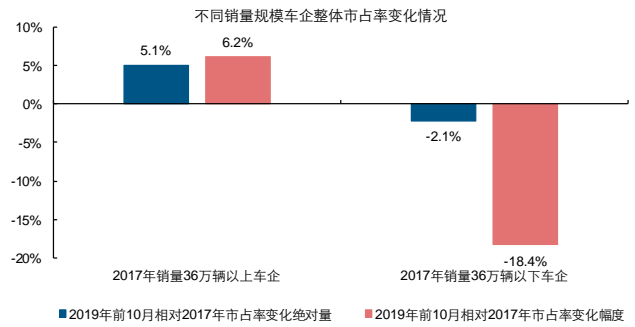
资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 37：2017 年销量在 36 万辆以上车企当中市占率提升的比例明显高于销量在 36 万辆以下车企



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 38：2017 年销量 36 万辆以下车企整体市占率降幅明显超过年销量 36 万辆以上车企



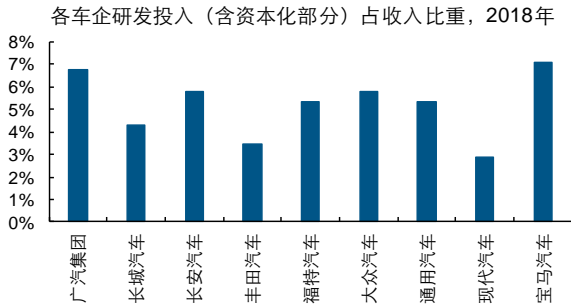
资料来源：中汽协，长江证券研究所

我们认为小规模车企逐渐被市场淘汰是必然现象，并且是未来长期趋势，主要因为：

- 1) 规模化对重资产、高投入的汽车行业影响巨大，规模效应推动车企平均成本降低，龙头车企的产品能实现更高性价比，在性价比消费为主流的我国更受消费者欢迎。
- 2) 智能网联与新能源兴起，新赛道的把握依赖巨额研发投入，2015 到 2018 年，中国车企在研发上大力加码，横向看，销量规模差距带来资金实力差距，龙头车企研发

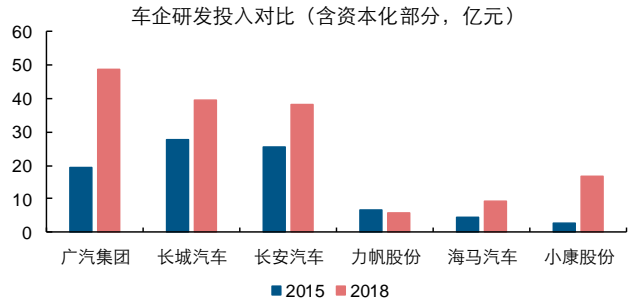
投入远高于小规模车企，且部分小规模车企已出现经营困境下研发减少的情况，未来龙头车企有望持续胜出，而规模车企研发难以为继下将逐渐退出市场。

图 39：主流车企研发投入比例基本在 3% 以上



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

图 40：中国龙头车企研发投入持续提升，体量远高于小规模车企



资料来源：Wind, 长江证券研究所

汽车消费升级大背景下，低端定位的车企受困。

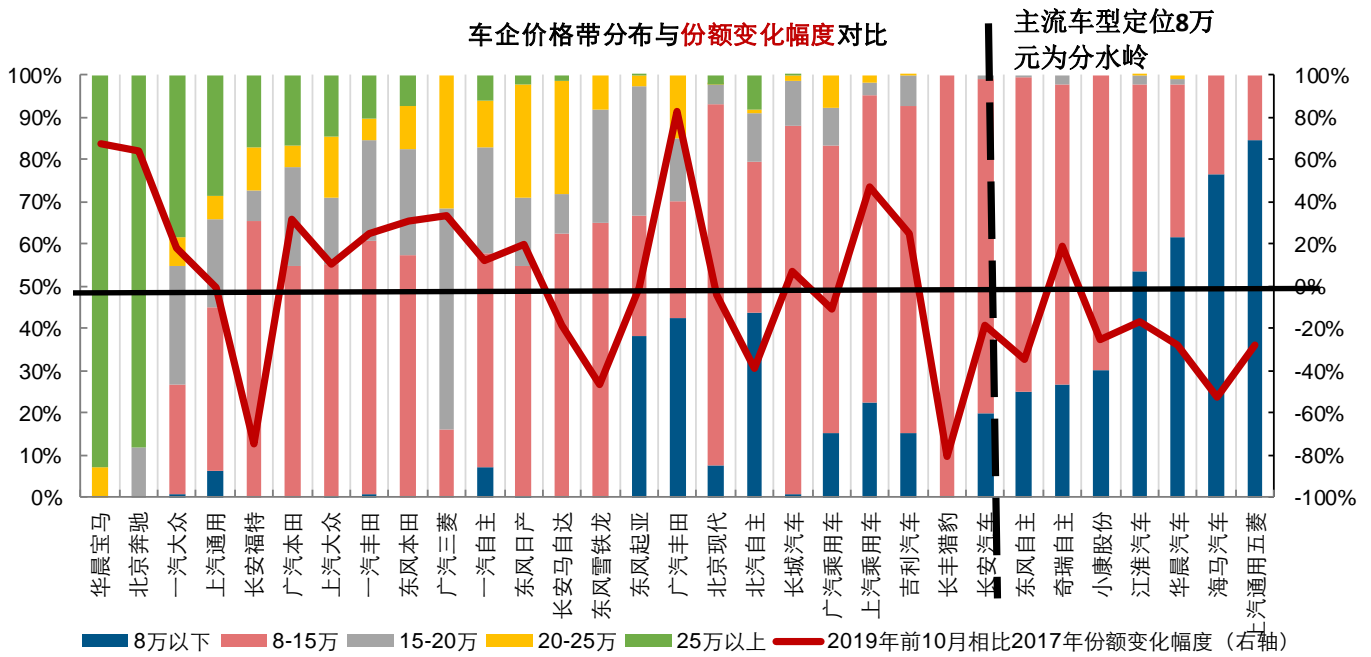
我们选取 2017 年与 2019 年前 10 月两个节点，分析市场主要的 40 家车企市占率变化情况，并将车企产品价格带（2019 年前 10 月，已剔除价格波动较大的新能源车型影响）降序排列进行对比，具体结果如下。

中高端定位的车企，市占率整体稳中有升，低端定位的车企，市占率持续下滑。以 8 万元车价为分水岭，整体来看：1) 8 万元以下低端市场持续萎缩，市占率由 19.5% 下降至 12.5%，降幅达到 36%；2) 8-15 万元、15-20 万元中端市场平稳运行，市占率分别小幅提升 0.7%、1.2%；25 万元以上高端市场份额提升最为明显，由 10.8% 到 16.5%，增幅高达 53.0%。

分车企来看：中高端定位的车企当中，多数市占率有所提升，主要包括豪华品牌（华晨宝马、北京奔驰等）、合资品牌（大众、本田、丰田、日产等）；低端定位的车企当中，多数市占率有所下滑，主要包括二三线自主品牌（上汽通用五菱、小康股份、江淮汽车等）。

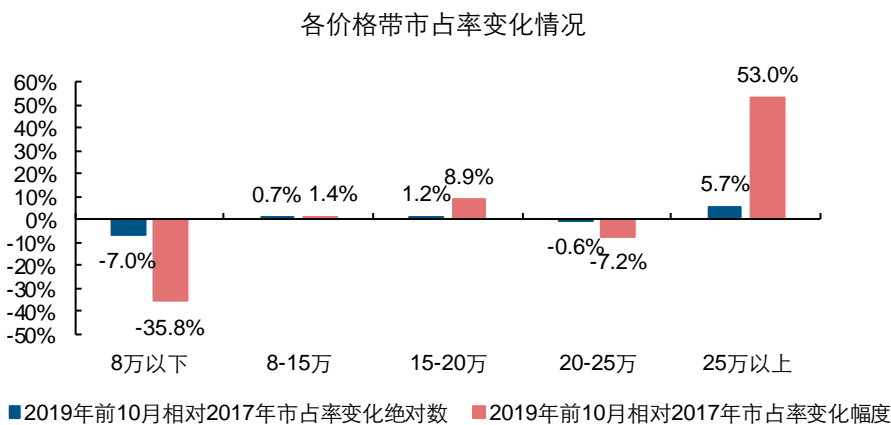
低端定位车企的出清核心原因在于汽车的消费升级。汽车消费升级是长期特征，一方面，我国人均可支配收入水平持续提升，汽车购买力不断加强；另一方面，我国进入汽车普及期中后期，增换购的比例持续提升，增换购对于更高级车型的追求推动了 8 万元以上市场份额的提升，使得 8 万元以下市场份额逐渐萎缩。

图 41：2017 年以来定位低端的车企当中，多数市占率持续下降



资料来源：中汽协，汽车之家，长江证券研究所

图 42：8 万元以下市场份额下滑幅度最为明显



资料来源：中汽协，汽车之家，长江证券研究所

行业长跑竞争拉开序幕，小规模、低价格定位的车企持续出清，反之，大规模或具备品牌/产品溢价的车企市占率有望持续提升，享受更大市场空间。展望未来，我们认为二三线合资、自主品牌受制于规模或定位，市占率仍将继续下滑，腾出 15% 左右市场份额，一线合资、自主品牌市占率有进一步提升空间，优选强势新车周期的行业龙头公司。

表 8：主要车企 2020 年新车计划

集团	品牌	未来2年上市车型	换代/全新	级别	车型对应上市时间
上汽	上汽大众	B级MPV Viloran	全新	MPV	2020H1
		途观L coupe	全新	B-SUV	2020H1
	上汽通用	CT4	全新	B	2020.Q3
		昂科旗	全新	C-SUV	2019.11.20
		昂科威换代	换代	B-SUV	2020Q3
		雪佛兰大型suv	全新	D-SUV	2020Q2
		别克轿车（对标朗逸）	全新	A	2020Q2
		RX5	换代	A-SUV	2020Q2
	自主品牌	i5旅行版	全新	A	2019.Q4
		MPV	全新	MPV	2020年
广汽	广汽本田	本田BREEZE	全新	B-SUV	2019.11
		本田飞度换代	全新	A	2020H1
	广汽丰田	丰田威兰达	全新	B-SUV	2019Q1
	自主品牌	传祺GS4	换代	A-SUV	2019.11
长安	长安福特	锐际（翼虎换代）	换代	A-SUV	2019年年底
		探险者	换代	C-SUV	2020年上半年
	林肯	林肯MKC	全新	A-SUV	2019年年底
		林肯2款中大型SUV	全新	C-SUV	2020年
	自主品牌	CS55 plus	换代	A-SUV	2020年上半年
		SUV新车	全新	-	2020年
长城	哈弗、WEY	H4、H6大小新平台车型	-	A0-SUV、A-SUV	2020年底
		未来全系车型新平台切换	换代	-	2021年初
比亚迪	比亚迪	汉	全新	C	2020Q3
		秦Pro 二代	换代	A	2021年
		唐三代	换代	B-SUV	2021年
吉利	吉利	嘉际	全新	MPV	2019年9月
		icon	全新	A-SUV	2019年内
		VX11	全新	B-SUV	预计2020年
	领克	VF12	全新	MPV	预计2020年
		03+	全新	A	2019年8月
		05	全新	A-SUV	2020年
奇瑞	奇瑞	06	全新	B-SUV	2020年
		瑞虎8	换代	B-SUV	2020年
	捷途	T1E	全新	-	2020.2-3
一汽	大众	2-3款	全新	-	2020年
		高尔夫	换代	A0	2020年
	捷达	VS7	全新	B-SUV	2020.7
奥迪	A3	换代	A	2020	

资料来源：搜狐汽车等，长江证券研究所

零部件：长期成长是基础，短期优选确定性

大空间和好格局是长期成长的基石

零部件是孕育成长股的沃土，通过多产品、多客户和多市场的扩张，零部件可以实现超越行业产量的持续增长。零部件所处的赛道是制约零部件成长天花板的核心因素。空间和格局是决定赛道好坏的两个因素，具有较大单车价值量和从分散到集中的赛道中的零部件可以通过市占率的提升持续增长。

空间：单车价值量大，产品符合升级趋势

零部件分子系统较多，各个零部件经常专一供应单个零部件，零部件单体价值量也决定了企业产值的天花板。一辆车有上万个零部件，零部件企业主营产品的单车价值决定了该细分领域的市场规模，也决定了零部件企业成长空间。动力系统、底盘系统、内饰系统等均具有较高单车价值，天花板较高。

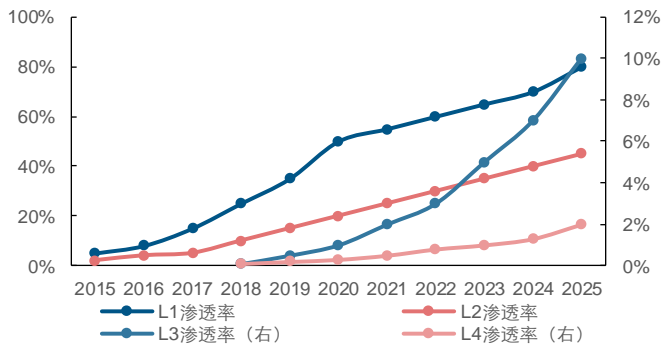
表 9：主要零部件单车价值量（元）

系统	子系统	单车价值	系统	子系统	单车价值
动力总成	自动变速箱	8000		保险杠	500
	发动机	15000		密封条	700
内饰	仪表盘、门板、顶棚等	5000	车身及附件	胶管	700
	座椅	5000		白车身	5000
底盘系统	悬架系统	2000	汽车电子	仪表类	1500
	制动系统	2000		娱乐系统	2000
	专向系统	1500		智能驾驶	5000
	传动轴等	2000	其他	安全气囊	2000
	其他	2000		车灯	4000

资料来源：Marklines，长江证券研究所

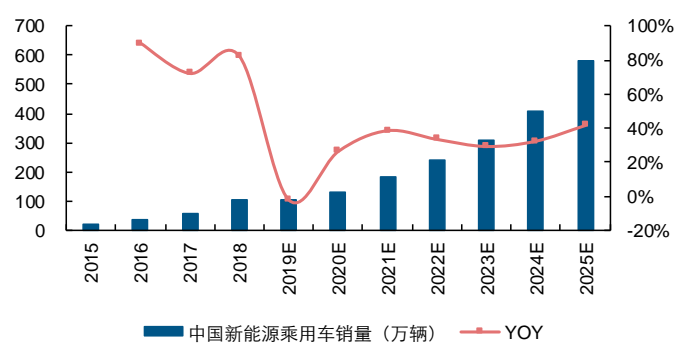
汽车智能化与电动化大浪潮下，将催生新的增量部件。1) 智能化：预计 L1 级智能驾驶到 2020 年将达到 50% 渗透率，L2 级将达到 25%，L3 级智能驾驶将在 2019-2021 量产提速，到 2025 年预计智能驾驶的渗透率将超过 70%；2) 电动化：预计新能源乘用车销量在 2020 年将达到 130 万辆，2025 年有望接近 600 万辆。

图 43: 智能驾驶渗透率到 2020 年预计达到 50%



资料来源: 中汽协, 长江证券研究所

图 44: 新能源乘用车销量到 2025 年有望接近 600 万辆



资料来源: 中汽协, 长江证券研究所

产品电气化升级以及电动智能在 2025 年将诞生 2500 亿增量市场。新兴业务渗透率提升将带来行业红利。

表 10: 新兴部件价值量梳理

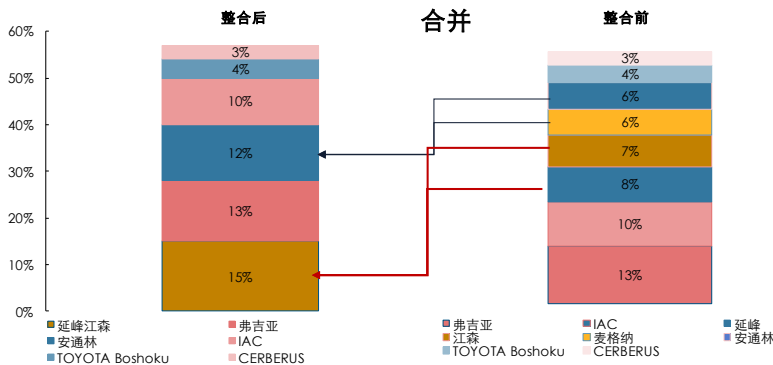
变革方向	部件	稳态单车价值 (元)	2018 年市场规模 (亿元)	2025 年市场规模 (亿元)	
智能化	环境感知	视觉传感器	1500	68	320
		毫米波雷达	1500	58	243
		电动转向	1000	117	243
	执行机构	车身稳定系统 (ESC)	1500	74	264
		电子刹车 (Ebooster)	3000	10	300
电动化		BMS	1500	16	87
	三电系统	电机	3000	32	174
		电控	5000	53	290
	热管理	热管理系统	6000	31	277
	轻量化	新能源电池托盘	6500	68	377
合计		30500	526	2575	

资料来源: Marklines, 长江证券研究所

格局: 从分散到集中, 客户跃升加速市占提升

零部件格局将从分散到集中。1) 从全球来看, 零部件各细分领域的集中度均相对较高。座椅、玻璃、天窗、被动安全的 CR4 均在 50% 以上。2) 内饰行业巨头整合, 行业格局从分散到集中。内饰行业在 2015 年前 CR5 的集中度不到 30%, 随着延锋与江森内饰的整合以及安通林收购麦格纳内饰业务, CR5 的集中度提升到 50% 以上。

图 45：内饰行业巨头整合带来集中度提升

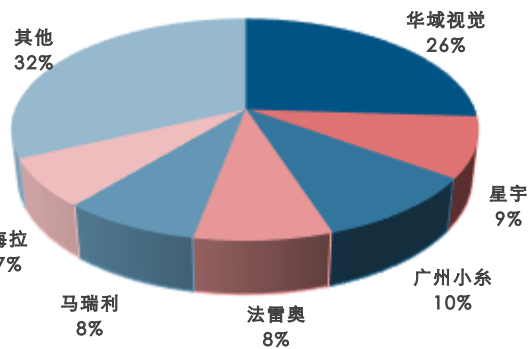


资料来源：Marklines, 长江证券研究所

星宇股份是从“自主→合资→豪华”的典型代表。星宇股份向上渗透相对优势来源于：

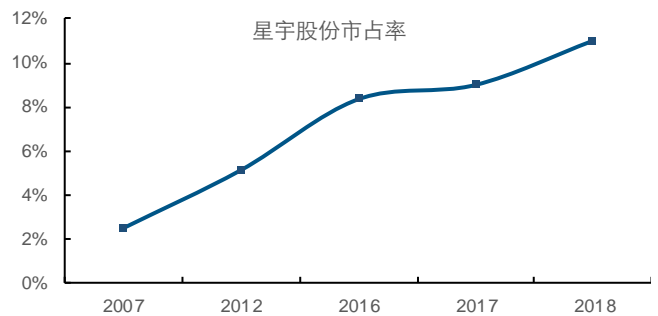
- 1) 海外独资企业：技术较强，但成本和服务响应较差；
- 2) 合资企业：效率和成本管控相对较弱；
- 3) 其他自主企业：技术尚未突破，无法参与竞争。

图 46：车灯行业一超多强



资料来源：Marklines, 长江证券研究所

图 47：星宇股份市占率持续提升



资料来源：Marklines, 长江证券研究所

单车价值量高，同时格局从分散到集中的赛道，优秀公司有望凭借自身规模优势持续提升市占率来实现持续的增长。从产品角度，单车价值量超过 1000 元的产品对应公司的天花板较高。汽车电气化、智能化趋势下，产品持续升级的赛道更将产生行业红利，车灯、轻量化、汽车电子、智能驾驶核心部件等均具有较好的成长性。零部件公司作为制造型企业，规模效应较为重要，具备一定市占率的公司将有望持续扩大自身优势。我们通过产品与市占率等维度，重点筛选以下公司：华域汽车、星宇股份、福耀玻璃、拓普集团、均胜电子、德赛西威、银轮股份、爱柯迪、新泉股份、双环传动、万里扬、旭升股份等企业具备较好的赛道。

表 11：国内赛道优秀的零部件公司梳理

上市公司	产品	单车价值量 (元)	国内市占率	产品趋势
华域汽车	内饰仪表盘、门板等	4500	34%	布局新能源智能驾驶新兴部件，电机电控、热管理
	座椅	5000	30%	

	压缩机	800	33%	
	转向机	1500	27%	
	电机	3000	5%	
拓普集团	减震器	600	13%	布局底盘系统，从减震到结构件到底盘电子产品梯度清晰，新能源汽车轻量化底盘件较传统底盘件单车价值大幅上升
	内饰功能件	1000	9%	
	底盘系统	700	7%	
	智能刹车系统	250	6%	
星宇股份	车灯	2000-3000	10%	一汽大众、一汽丰田、广汽丰田等
福耀玻璃	玻璃	700	70%	玻璃面积加大以及高端玻璃带来价值量稳步提升
均胜电子	被动安全系统	1000	全球 30% 市占率	被动安全向主动安全拓展，汽车电子向新能源 BMS 以及车载信息软件延伸
德赛西威	中控	1000-2000	14%	从传统车机向 ADAS、智能驾驶等产品延伸，数字仪表相对传统仪表价值量大幅提升
	仪表	500-1500	3%	
银轮股份	热交换器	1400	5%	发动机热管理到新能源热管理单车价值量大幅升级
	仪表总成(商+乘)	1000	7%	
新泉股份	乘用车门板总成	800	3%	内饰单车价值量较高，硬塑料到搪塑材料价值量提升
	乘用车立柱总成	300	3%	
双环传动	乘用车齿轮	1000-2000	4%	手动挡向自动挡齿轮升级单车价值量大幅提升，拓展新能源电机轴、减速器齿轮等
万里扬	汽车内饰件	800	5%	手动挡向自动挡齿轮升级单车价值量大幅提升
	自动变速器	6000	1%	
旭升股份	汽车类	2000-4000	主要配套特斯拉	新能源汽车用铝量是传统车汽车的 2 倍以上
爱柯迪	汽车类	1000	部分产品如雨刮电机壳体占据全球份额的 35%	新能源汽车用铝量是传统车汽车的 2 倍以上

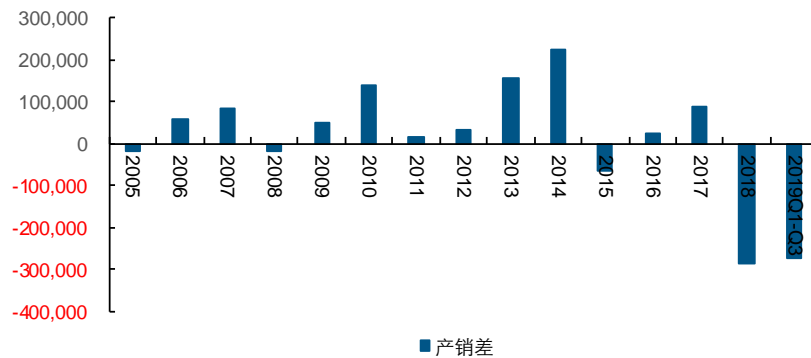
资料来源：Wind，长江证券研究所

四维度优选短期确定性的公司

行业维度：厂内低库存，提供稳定的基础

本轮厂内去库自 2018 四季度年开始，幅度较深。本轮周期厂内库存周期始于 2016 年，在 2015 年 9 月购置税刺激下，销量快速增长，也带来车企更高的备货。2018 年随汽车销量的负增长，厂商也开始快速对产量端调整去库。2018 年和 2019 年 Q1-Q3 产量分别比销量减少 28.8 万台和 27.4 万台。

图 48：从厂内库存周期来看，2018-2019 年持续去库（辆）

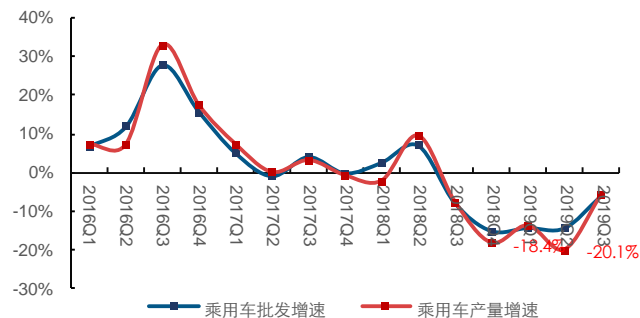


资料来源：中汽协，长江证券研究所

2018Q4 与 2019Q2，受需求低迷和国五切换国六影响，产量端下滑显著高于批发端。1)

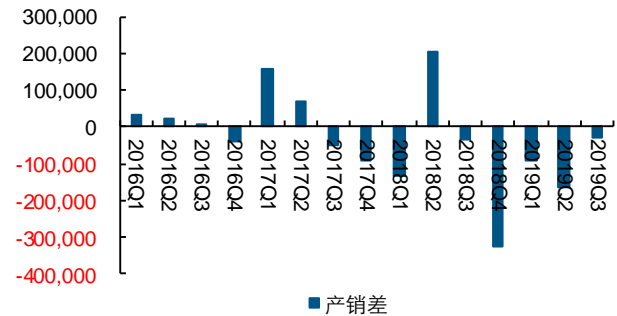
2018 年四季度，行业需求持续低迷，车企纷纷调整自身年度批发目标，产量端去化更为明显。2) 2019 年二季度，受国五切换国六影响，部分车型停产升级等，行业再次出现产量端下滑幅度明显高于批发销量。

图 49：2018Q4 和 2019Q2 行业下滑较大



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 50：行业厂内去库主要从 2018 年 Q4 开始（辆）

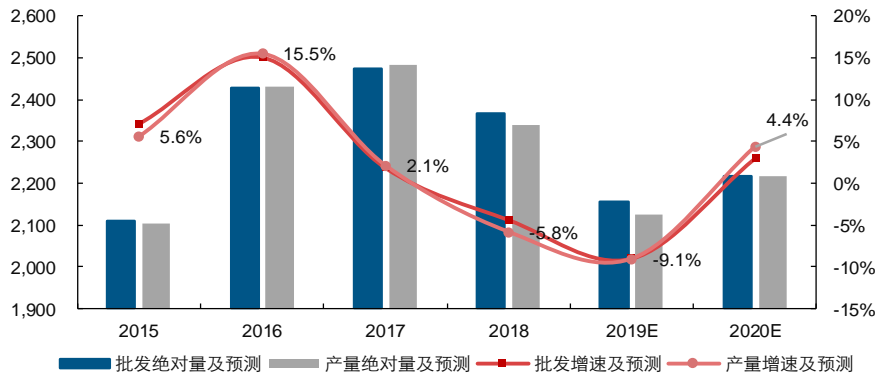


资料来源：中汽协，长江证券研究所

厂内库存低位，假设批零同步，2020 年产量将保持稳健。1)

自 2016 年以来到 2019 年三季度，行业累计产量相比批发销量减少了 46 万辆，厂内库存处于低位。2) 不考虑整车企业补库，假设车企在后续季度持续保持批产同步，产量与批发销量绝对值一致，行业产量有望持续保持正增长。

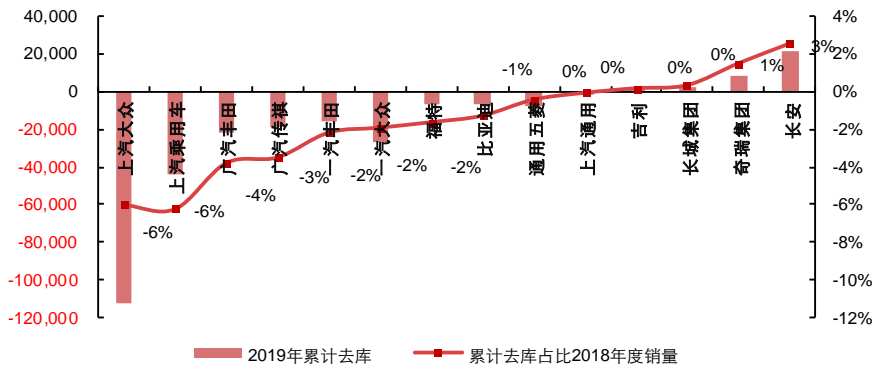
图 51：行业 2020 年产量端有望保持平稳（产量单位：万辆）



资料来源：中汽协，长江证券研究所

各车企去库力度不同，上汽系去库较为充分。根据今年以来去库绝对量以及相对去年销量占比（计算方法： $(2019\text{年}1-9\text{月车企产量}-\text{批发量})/2018\text{年销量}$ ，故负值表示去库），去库较为充分的公司包括上汽大众、上汽乘用车、广汽丰田、广汽传祺等。奇瑞和长安新车型销售较好，累计 2019 年三季度已经略有加库。

图 52：2019 年累计不同车企去库幅度

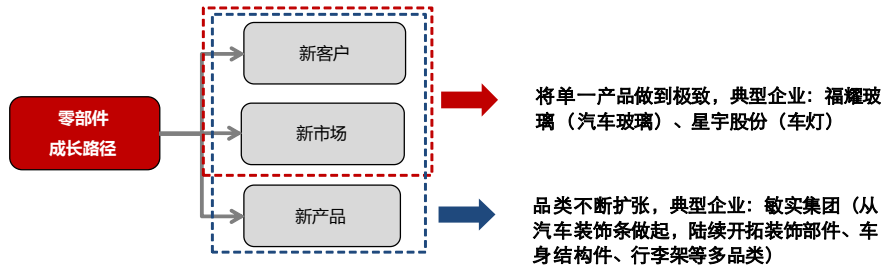


资料来源：中汽协，长江证券研究所

收入维度：2019 年三季度超越行业产量

优秀零部件公司收入增长的三大驱动因素：**新客户、新产品和新市场**。1) 不断开拓新客户（从自主品牌到合资品牌，再往豪华品牌）；2) 不断开发新产品（横向扩张和纵向扩张）；3) 逐步进入海外市场（全球平台供货，海外建厂）。

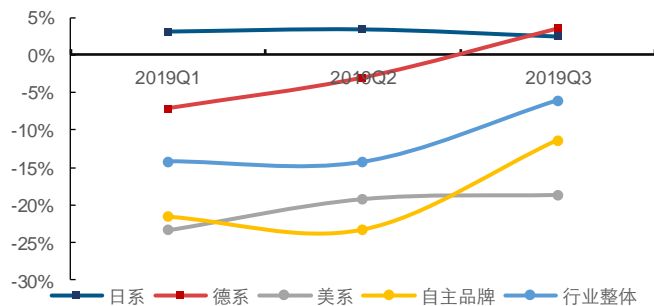
图 53：零部件的成长主要通过客户、市场和产品



资料来源：长江证券研究所

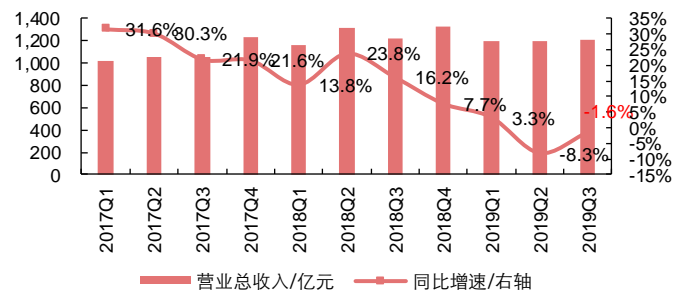
车企格局分化加剧，国内零部件配套自主、美系较多，超越自主品牌产量增速的零部件值得关注。今年以来，行业格局进一步分化，日系德系较为强势，自主美系相对跑输行业较多。国内零部件配套自主、美系较多，收入下滑相对行业整体产量下滑幅度更大。从零部件整体收入来看，2019 年三季度行业收入增长为 1.57%，超越行业整体产量的增速。零部件整体相对稳定而言，部分原因是来自于零部件的收并购等因素，从个体而言，产品、客户和市场的扩张带来零部件具备超越行业的能力。考虑到零部件目前以配套自主、美系较多，能一定程度超越自主品牌和美系下滑的零部件值得关注。

图 54：自主、美系下滑幅度较行业更为明显



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 55：零部件整体收入超越行业增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

三季度行业产量下滑有所收窄，在此背景下表现出超越行业能力的公司说明在产品、客户、市场上具备超越行业的阿尔法，短期具备延续性。三季度超越 10%以上增速的公司一共有 23 家零部件企业，我们根据产品、市场和客户将主要公司做了分类。1) 产品为主要的典型企业，如万里扬的 CVT 放量，星宇股份的车灯升级。2) 从市场角度来看，福耀、华域相对而言海外增量或平稳带来超越行业。3) 从客户角度，主要零部件的增长主要来自于新客户新订单。

表 12：三季度超越行业增长的公司

驱动分类	公司名称	2019 年三季度单季度营业收入增速
产品	万里扬	13%
	宁波华翔	12%

	星宇股份	10%
	爱柯迪	6%
	银轮股份	-2%
	保隆科技	53%
海外	岱美股份	10%
	福耀玻璃	6%
	华域汽车	-6%
	均胜电子	-11%
客户	常熟汽饰	47%
	伯特利	37%
	继峰股份	7%
	双环传动	-1%
	中鼎股份	-2%
	德尔股份	-2%
	拓普集团	-4%
	一汽富维	-5%
	飞龙股份	-6%
	天润曲轴	-6%
	华阳集团	-6%
	华达科技	-7%
	新泉股份	-11%

资料来源：Wind,长江证券研究所

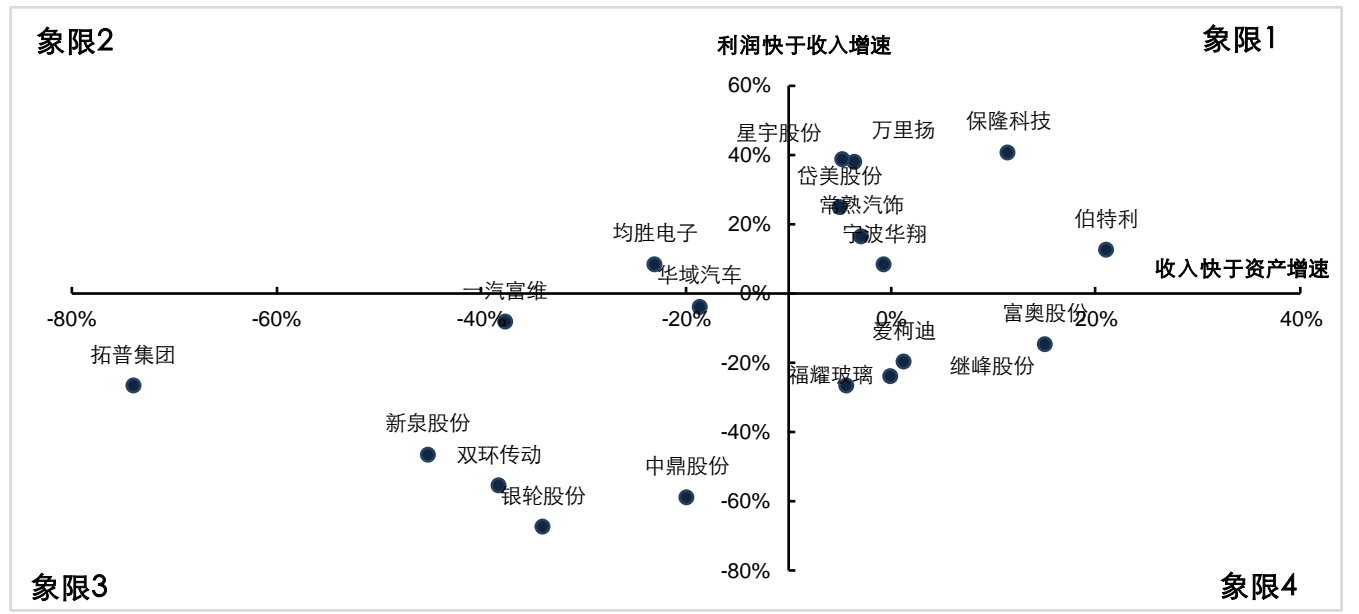
产能维度：扩张期进入尾声

零部件作为制造业企业，相对资产较重，固定资产投入扩张期同时产能利用率尚处低位的状态下，折旧摊销以及其他刚性成本上升带来盈利承压。

我们将主流公司资产扩张和盈利波动区分成四个象限：

- 1) 象限 1：收入增速快于资产扩张，利润增速快于收入增速。这类企业本身资产扩张基本与自身订单相匹配。同时，不同公司受益于产品升级或者优质客户的提升，带来盈利增速高于收入增速。典型企业：星宇股份、万里扬，保隆科技，伯特利等。
- 2) 象限 2：收入增速慢于资产扩张，利润增速快于收入增速。在所有公司统计中，仅均胜电子符合此特征，主要是均胜电子海外业务修复，盈利有所回升。
- 3) 象限 3：收入增速慢于资产扩张，利润增速慢于收入增速。这类企业前期投入较大，受行业景气下行收入下滑，利润下滑的幅度远高于收入的下滑，目前主要企业均落在此象限。这类企业一方面应评估折旧等影响是否已经充分，另一方面应关注后续的资产扩张情况。典型企业：拓普集团、银轮股份、双环传动、中鼎股份等。
- 4) 象限 4：收入增速快于资产扩张，利润增速慢于收入增速。这类企业投入平稳或已经进入投入期尾声，但受各自特殊因素导致盈利下降。继峰股份、福耀玻璃主要受海外收购企业利润影响，爱柯迪主要受汇兑损益影响。这类企业仍应该值得重点关注。

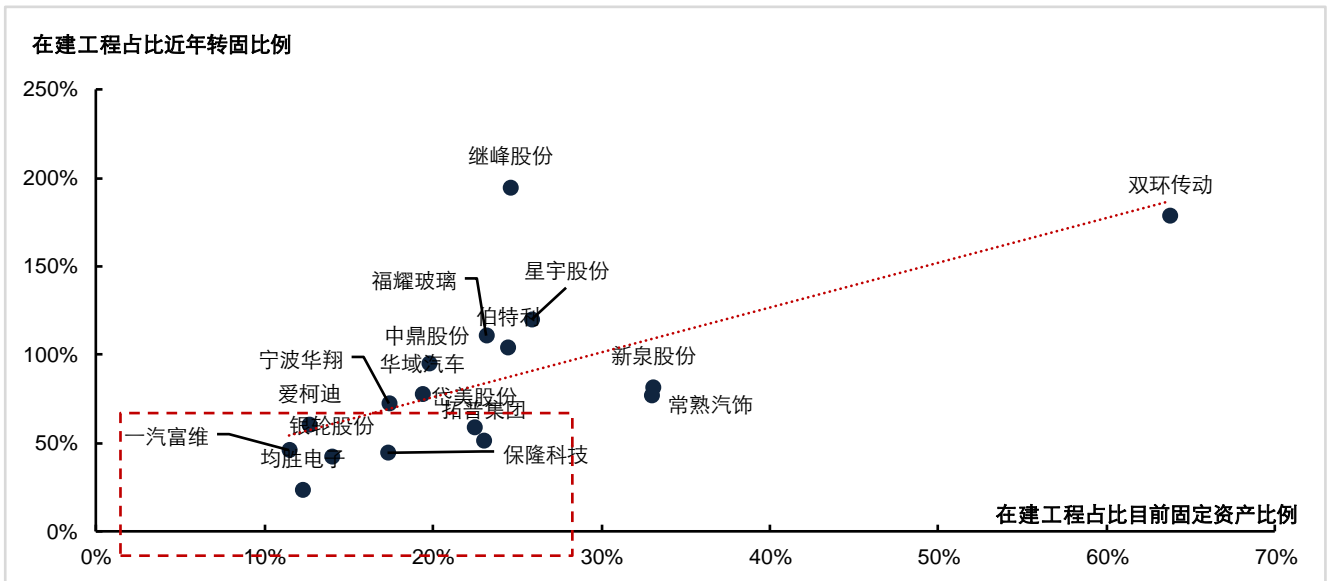
图 56：不同零部件资产扩张与盈利情况



资料来源：Wind, 长江证券研究所

重点关注后续投资力度下降，同时投入已经进入尾声的企业。 1) 后续投资力度：我们用“在建工程占比目前固定资产（2019年三季度）”来表征公司后续的投资进度。后续投入占比比较高意味需要更高的收入增速去弥补对应新增的转固。2) 投资进度：我们用“在建工程占比近年转固比例（2017Q4-2019Q3）”作为公司投资进度的表征。考虑到部分公司前两年的高投入，尽管目前在在建工程绝对数依然较大，但占比前两年转固金额下降的公司表面目前投入已经进入尾声。根据下图来看，横轴靠左，同时纵轴靠下的公司在投资力度放缓且投资进度进入尾声，典型公司包括：爱柯迪、拓普集团、保隆科技、银轮股份等。

图 57：主要零部件后续资产扩张情况



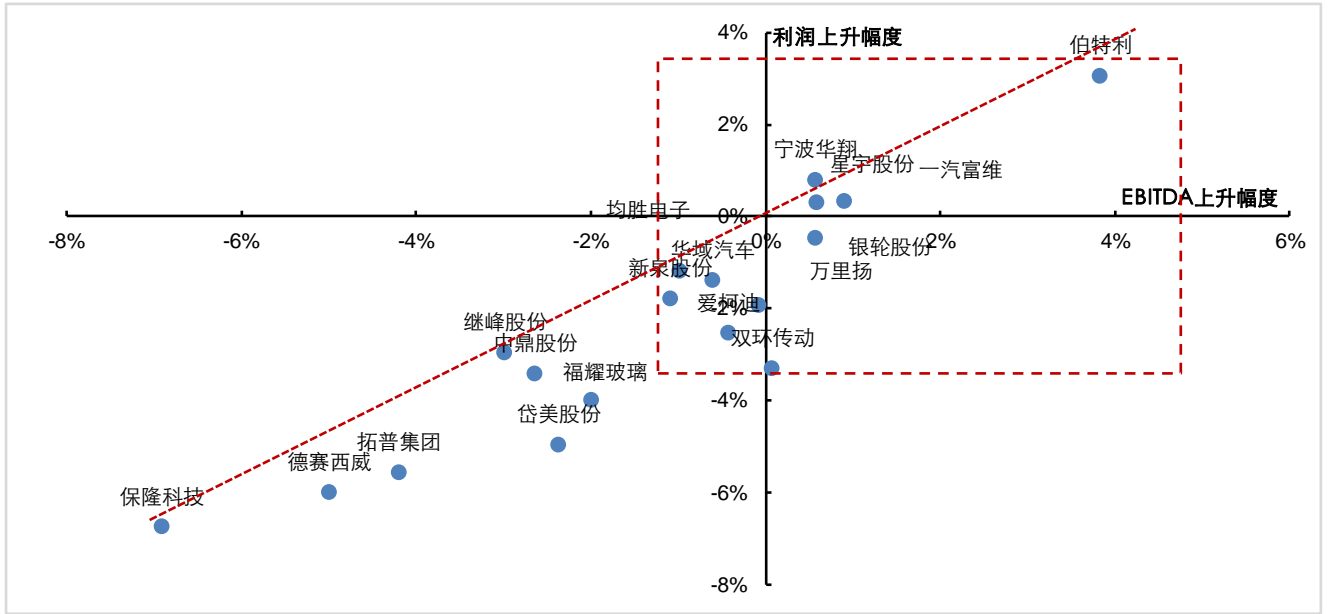
资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利维度：EBITDA 利润率保持相对稳定

EBITDA 利润率下滑较小的公司较为优质，利润率较 EBITDA 利润率下滑较多的企业，如果产能利用率回升相对更具弹性。收入下滑与产能扩张背景的冲击下，普遍零部件利润率均下滑。EBITDA 利润率更能体现公司当下产品价格与产品结构对应的盈利能力。

1) 横轴右侧的公司表示整体 EBITDA 利润率持平或上升。这类企业具备较好的盈利能力，即便在行业压力较大的情况下，公司并未有更多的产品价格下降。典型企业：星宇股份、伯特利、银轮股份等。2) 在平均线的公司表示利润率下滑幅度超过 EBITDA 利润率的下滑幅度。相对而言，随着收入回升，折旧摊销占比下降，这类公司将更具弹性。典型企业：双环传动、万里扬、拓普集团、岱美股份、爱柯迪等。

图 58：主要零部件后续资产扩张情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

综合来看，零部件收入的回升与盈利能力的企稳是零部件短期确定性的来源。

零部件收入的回升短期依靠新订单与下游客户销量的回升，需要综合下游客户新车周期和产销表现。我们认为：1) 吉利、长安、通用等新车投放较多，有望带来销量弹性；2) 特斯拉作为新能源车企中最具备放量确定性的公司；3) 日系竞争优势较为凸显，仍将保持较好增长；4) 上汽系整体厂内去库较为充分，产量端企稳确定性较高。

产能投放尾声与今年 EBITDA 利润率稳定的公司在 2020 年保持盈利能力稳定更具确定性。产能投放进入尾声的公司即便因为行业产量回升较弱，收入增速平稳，并不会因为大量新增产能投放而导致利润请示，同时产能利用率的回升带来业绩弹性。从 EBITDA 利润率的角度，具有较稳定 EBITDA 利润率表现的公司，表明不考虑投入导致的折旧占比侵蚀利润，公司在行业下行的高压下仍然保持了产品整体盈利能力的稳定。

综合订单、产能投放以及盈利能力，对具备长期成长能力的公司的短期确定性进行评估。我们认为华域汽车、星宇股份、拓普集团、爱柯迪确定性较高，同时建议关注新泉股份、银轮股份和万里扬。

表 13：具有长期成长性的零部件公司短期确定性评估

公司	下游及订单	产能投放	EBITDA 利润率稳定性	利润率与 EBITDA 利润率对比
华域汽车	上汽系产量有望保持稳健，新产品订单逐步释放	为 MEB 项目等进入产能扩张期	稳定	相当
福耀玻璃	行业产量企稳以及海外订单，SAM 新产品导入	产能处于投放期	略有下降	下降较多
星宇股份	日系订单放量	产能投放平稳	提升	略有下降
拓普集团	吉利、通用回升，特斯拉增量显著	产能投放尾声	下降较多	下降较大

爱柯迪	新能源产品放量	产能投放尾声	稳定	下降较大
新泉股份	吉利、上汽乘用车销量回升	产能投放中期	略有下降	略有下降
银轮股份	海外和自主客户新订单	产能投放尾声	稳定	略有下降
万里扬	吉利订单放量	产能投放中期	稳定	下降较大
均胜电子	订单稳定	产能投放平稳	略有下降	相当
宁波华翔	下游较为稳健	投放中期	提升	相当
伯特利	长安、奇瑞销量较好，通用新订单确定	进入产能投放期	显著提升	略有下降
德赛西威	自主回升，一汽大众订单以及智能驾驶新产品放量	产能投放平稳	下滑较大	略有下降
双环传动	新能源产品逐步提升	产能投入中期	稳定	下降较大
旭升股份	特斯拉放量	产能投放中期	下滑较大	下滑较大

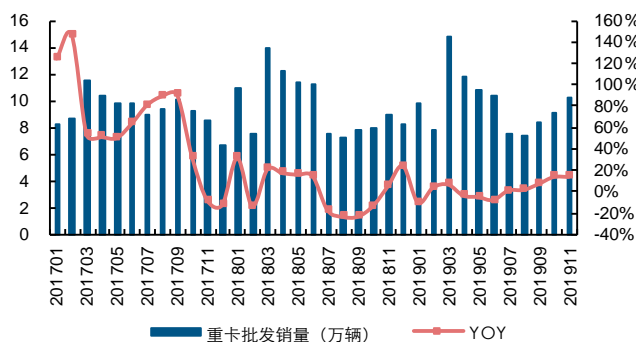
资料来源：Wind，长江证券研究所

重卡：总量平稳，格局优化，估值提升

回顾：销量有望再创历史新高

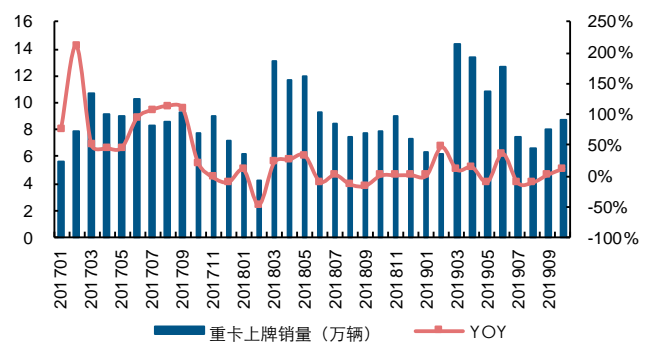
2019年行业维持高景气，销量有望再创历史新高。2019年1-11月重卡批发销量108.2万辆，同比增长1.6%，在高基数上维持高景气。2019年1-10月重卡上牌量94.8万辆，同比增长7.7%，终端保持较高需求，行业库存健康。全年来看，2019年批发端预计实现115万辆左右销量，有望再创历史新高。

图 59：2019年1-11月重卡批发量同比增长1.6%



资料来源：第一商用车网，长江证券研究所

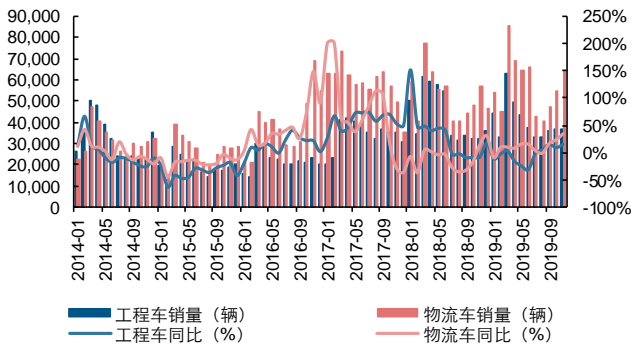
图 60：2019年1-10月重卡上牌量同比增长7.7%



资料来源：中保信，长江证券研究所

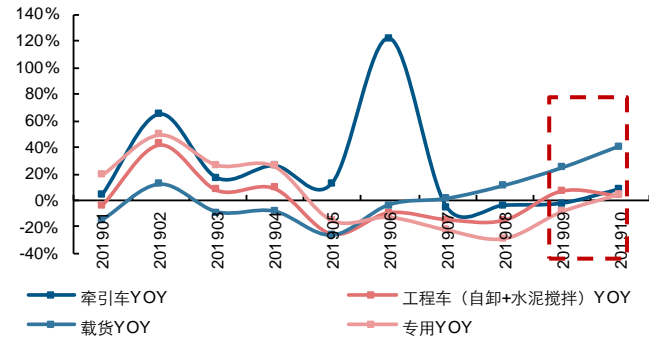
分用途来看，2019年物流车表现较好，工程车受大吨小标短暂压制需求。批发端看，物流车1-11月销量同比增长8.2%；工程车有所下滑，1-11月销量同比下滑7.2%。从终端用途看，2019年1-10月牵引车销量同比增长22.3%，除因天然气抢装因素外，1-10月柴油牵引车销量同比增长8.0%，整体需求保持平稳；1-10月工程车（自卸+水泥搅拌）销量同比下滑2.5%，主要受大吨小标影响和房地产新开工增速放缓，9月以来工程车销量增速已经回正。

图 61: 2019 年 1-11 月物流车批发销量表现更优



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 62: 终端用途看，牵引车销量增长最高（上牌）

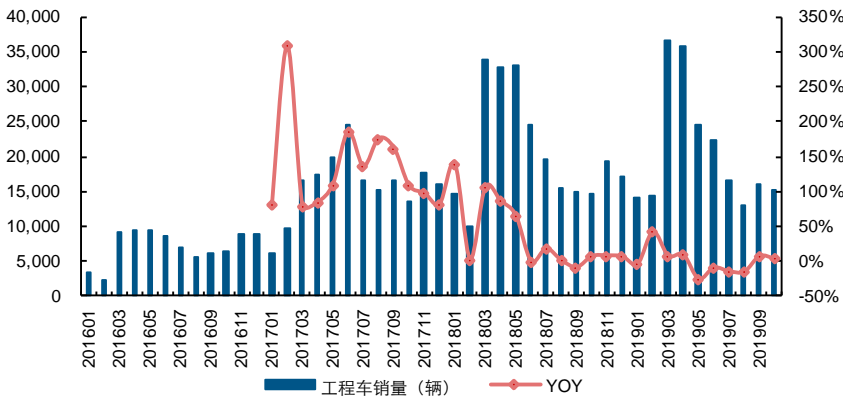


资料来源：中保信，长江证券研究所

展望：工程和物流整体平稳，政策是催化剂

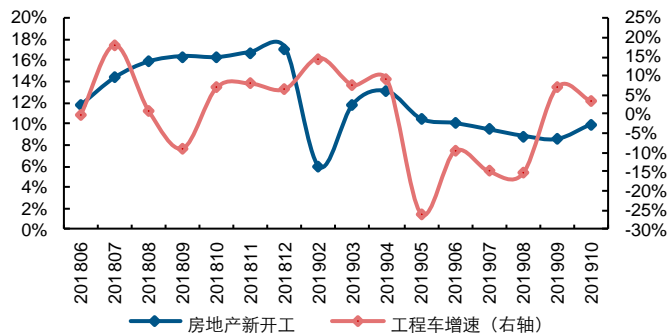
受新开工增速放缓和大吨小标严查，工程车销量 5 月以来同比下滑，9 月开始转正。从上牌量来看，2019 年 1-10 月工程车（自卸+水泥搅拌运输车）销量 20.9 万辆，同比下滑 2.5%。可以看出，1-4 月工程车基本维持增长，自 5 月份后持续下滑。前 4 月增长的原因主要与基建增速回升和房地产新开工增速维持高位有关，5 月后下滑主要有两个原因：1、房地产新开工增速放缓，基建增速提升速度放缓；2、大吨小标严查下，自卸和水泥搅拌车上牌受到短暂压制。9 月工程车销量转正，主要是由于压制因素消除和基建投资增速回升。

图 63: 2019 年 1-10 月工程车销量（上牌）5 月以来开始下滑



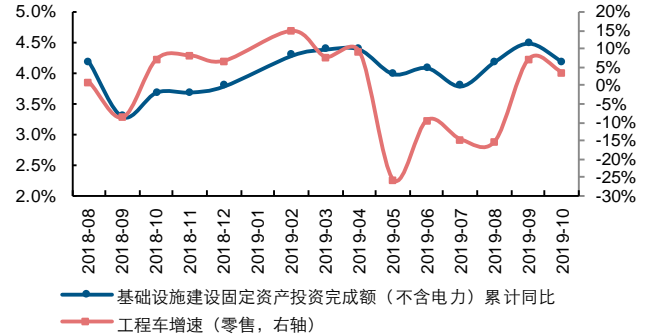
资料来源：中保信，长江证券研究所

图 64：2019 年以来房屋新开工面积增速放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 65：2019 年上半年基建投资增速提升速度放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

2020 年基建力度有望继续加强。2019 年下半年以来，政府强调做好“六稳”工作，并通过降低项目资本金比例，允许发行金融工具筹措资本金来抬升资金杠杆、减少资本金占用，发挥逆周期调节的作用。12 月 6 日中共中央政治局召开会议，分析研究 2020 年经济工作，再次提到“要全面做好‘六稳’工作”，以及“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具”。

表 14：近几个月，“稳投资”政策持续加码

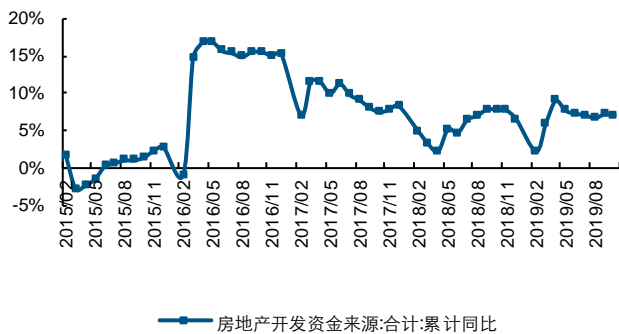
时间	会议文件	内容要点
7月30日	中共中央政治局会议	当前我国经济发展面临新的风险挑战， 国内经济下行压力加大 ，必须增强忧患意识，把握长期大势，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事。要多用改革办法扩大消费，稳定制造业投资， 全面做好“六稳”工作 。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。
8月16日	《关于编报公共体育普及工程2020年投资要严格防范由此增加的地方政府债务风险。申报建议方案的项目要避免重复安排，并切实履行项目审批、城市规划、用地审批等前期工作程序。各地要统筹财力，确保落实中央预算内投资项目计划建议的通知》	履行项目审批、城市规划、用地审批等前期工作程序。各地要统筹财力，确保落实中央预算内投资项目的地方资金， 确保投资一经下达即可开工建设 。
9月4日	国务院常务会议	根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围。按照“资金跟项目走”的要求， 专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜 ，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区。
11月13日	国务院常务会议	降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20% 。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目， 可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点 。基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的50%。
11月27日	财政部	提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。
12月6日	中共中央政治局会议	提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具。

资料来源：政府网站，长江证券研究所

房地产方面，我们认为 2020 年房地产新开工面积增速有下滑压力，但幅度可控，主要原因包括两点：1、房地产开发资金下滑幅度有限；2、房地产建筑工程资金增速回升。

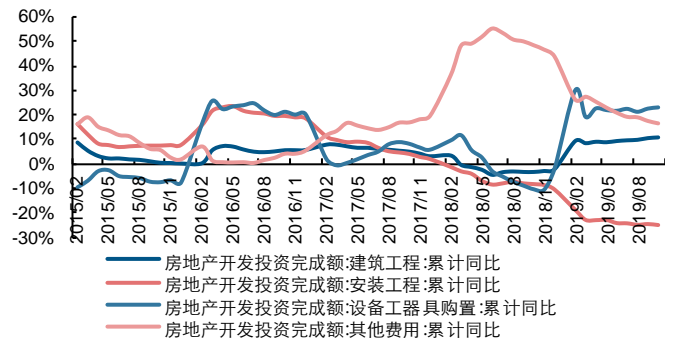
1) 从房地产开发资金来源来看，虽然地产行业国内融资收紧，但从 2019 年前 10 月的增速来看，下滑幅度有限且下滑较为缓慢，地产公司可通过其他渠道进行融资，新开工有一定的资金保障。2) 从房地产投资的分类来看，与工程无关的其他费用（土地购置）增速下行，与工程相关的及建筑工程资金增速有所回升。

图 66: 房地产开发资金下滑幅度有限



资料来源: Wind, 长江证券研究所

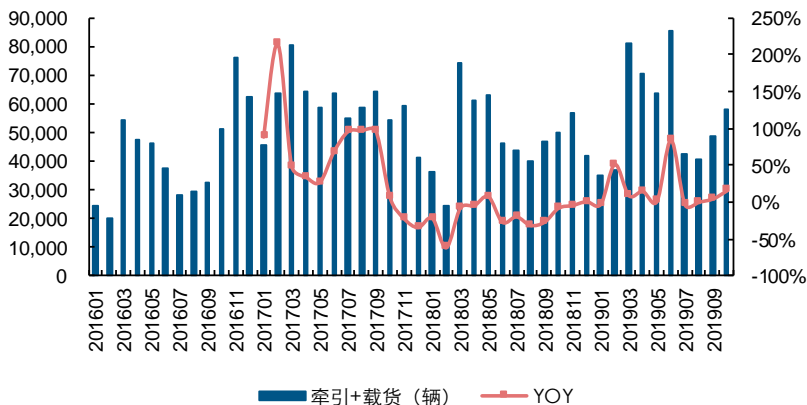
图 67: 房地产建筑工程资金增速回升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2019 年物流车整体需求平稳。2019 年 1-10 月牵引+载货上牌量 56.2 万辆, 同比增长 15.6%, 增长较快的原因主要是今年 7 月 1 日天然气切换国 VI, 天然气卡车高增长。仅看柴油部分, 物流车整体需求平稳, 1-10 月牵引+载货上牌量为 47.2 万辆, 同比增长 5.2%。

图 68: 2019 年 1-10 月牵引+载货上牌数同比增长 15.6%



资料来源: 中保信, 长江证券研究所

2020 年物流车需求主要来自于治超的进一步严格; 气价稳定下天然气仍有经济性。

2020 年 1 月 1 日实施按轴收费, 治超进一步加严。2019 年 5 月 15 日, 国务院办公厅印发了《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》: “调整货车通行费计费方式, 从 2020 年 1 月 1 日起, 统一按车(轴)型收费, 并确保不增加货车通行费总体负担, 同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。”按照新规, 按轴收费车辆更容易辨别, 同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测, 拒绝超限车辆。

严格治理超载将使得单车运力下降, 行业保有量提升。2016 年超限超载治理和 GB1589 新规实施后, 物流车单车运力平均下降 20%左右。以当年物流车保有量 285 万辆(2016 年重卡保有量 569 万辆, 物流车占比约 50%)为基数, 预计 2016-2018 年期间累计带

来一次性新增需求约 57 万辆。从保有量结果来看,2016-2018 年重卡保有量明显增加,从 570 万辆提升至 710 万辆,增加了 140 万辆。从运价来看,当前运价同比持续小幅提升。

图 69: 2016-2018 年重卡保有量提升较快



资料来源: Wind, 长江证券研究所

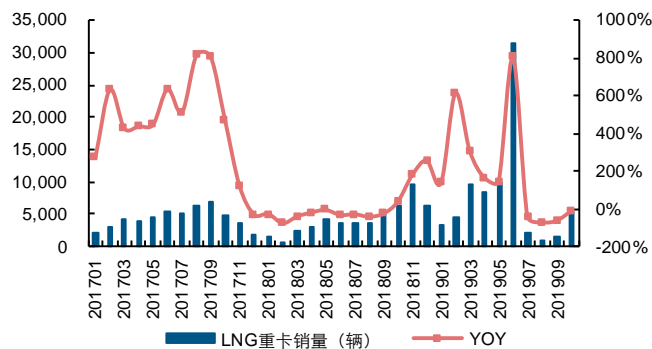
图 70: 当前运价指数同比小幅提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

天然气重卡: 经济性和环保要求决定需求, 预计 LNG 价格稳定下天然气重卡仍将维持较高需求。2019 年 1-10 月 LNG 重卡销量 7.7 万辆, 同比增长 128.8%, 主要是由于 2019 年 7 月 1 日天然气重卡正式切换国 VI, 此前抢装所致。天然气重卡的需求和两个因素相关: 油气价差带来的经济性以及环保要求。从天然气价格来看, 由于 2017 年以前天然气价格年尾波动较大, 导致油气价差波动较大, 司机购买天然气意愿较低, 2018 年以来, 天然气价格逐渐稳定, 为天然气重卡需求打下良好基础。从油气价差来看, 当 LNG 零售价格油气价差越大, 司机购买天然气卡车回本越快。环保政策要求下, 部分地区对柴油车进行限行, 同样带来天然气卡车的需求。

图 71: 2019 年 LNG 重卡销量暴增



资料来源: 中保信, 长江证券研究所

图 72: 油气价差波动减小



资料来源: Wind, 长江证券研究所

LNG 重卡经济性测算: 从购置成本来看, LNG 国 VI 重卡普遍比柴油国 V 重卡贵 8-10 万, 这会影响司机的初始购车意愿。运营成本方面, 假设柴油和 LNG 重卡百公里能耗分别为 40L 柴油和 50M³天然气, 换算成 kg 约为 34 和 35.9kg。从历史价格来看, 柴油和 LNG 单位差价一般在 1.0-3.0 元/kg, LNG 零售价格约为 3.0-5.0 元/kg (不考虑极端情况)。假设年运营里程 20 万 km, 可以看到当天然气价格越便宜, 油气价差越大, 柴

油车和天然气重卡的运营成本差距越大。当前 LNG 零售价格约 4.4 元/kg，油气价差约 2.4 元/kg，则使用天然气重卡一年比柴油价格节约 14.7 万元左右（表格标蓝处）。

表 15：LNG 重卡经济性测算

每年运营成本差（万元）	油气价差（元/kg）														
	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	
柴油车运营成本-LNG重卡运营成本	3.0	5.7	7.0	8.4	9.8	11.1	12.5	13.8	15.2	16.6	17.9	19.3	20.6	22.0	23.4
	3.2	5.6	7.0	8.3	9.7	11.0	12.4	13.8	15.1	16.5	17.8	19.2	20.6	21.9	23.3
	3.4	5.5	6.9	8.2	9.6	11.0	12.3	13.7	15.0	16.4	17.8	19.1	20.5	21.8	23.2
	3.6	5.5	6.8	8.2	9.5	10.9	12.3	13.6	15.0	16.3	17.7	19.1	20.4	21.8	23.1
	3.8	5.4	6.7	8.1	9.5	10.8	12.2	13.5	14.9	16.3	17.6	19.0	20.3	21.7	23.1
LNG零售价格（元/kg）	4.0	5.3	6.7	8.0	9.4	10.7	12.1	13.5	14.8	16.2	17.5	18.9	20.3	21.6	23.0
	4.2	5.2	6.6	7.9	9.3	10.7	12.0	13.4	14.7	16.1	17.5	18.8	20.2	21.5	22.9
	4.4	5.2	6.5	7.9	9.2	10.6	12.0	13.3	14.7	16.0	17.4	18.8	20.1	21.5	22.8
	4.6	5.1	6.4	7.8	9.2	10.5	11.9	13.2	14.6	16.0	17.3	18.7	20.0	21.4	22.8
	4.8	5.0	6.4	7.7	9.1	10.4	11.8	13.2	14.5	15.9	17.2	18.6	20.0	21.3	22.7
	5.0	4.9	6.3	7.7	9.0	10.4	11.7	13.1	14.5	15.8	17.2	18.5	19.9	21.3	22.6

资料来源：卡车之家，长江证券研究所

根据《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，到 2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国 III 及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆左右。随着蓝天保卫战持续进行，以及排放标准升级推进，未来全国范围内的国 III 重卡更新有望陆续展开。

截至 2019 年 6 月，我们测算国 III 及以下的重卡保有量约为 230 万辆，重点地区保有量为 125 万辆。由于 2013 年下半年全国开始陆续销售国 IV 车，而根据重卡的更新报废周期，一般在 5-8 年更换，因此假设这部分销售的国 IV 及之后的重卡全部以保有量形式在存量市场上。

表 16：国 III 及以前的重卡保有量约 230 万辆（单位：辆）

单位：辆	总销量	国IV销量占比（假设）	国IV销量	国IV+国V销量占比	国IV+国V销量
2013H2	371,320	30%	111,396		111,396
2014	743,698	60%	446,219		446,219
2015	549,985			100%	549,985
2016	728,429			100%	728,429
2017	1,169,000			100%	1,169,000
2018	671,884			100%	671,884
2019H1	656,196			100%	656,196
国IV+国V合计销量			4,809,194		
重卡保有量			7,095,300		
国III及之前保有量（测算）			2,286,106		

重点地区重卡保有量	3,891,745
重点地区国III及之前重卡保有量 (测算)	1,253,921

资料来源: Wind, 长江证券研究所

2019年以来各地区加速推出国III淘汰补贴。根据蓝天保卫战的要求,全国重点省市发布国III柴油车提前淘汰措施,部分地区对2020年底前淘汰数量作出规定。除了对国III柴油货车采用限行手段之外,还推出了补贴方案,根据不同的车龄给与不同的补贴,提高车主换车意愿。

表 17: 主要地区国III提前淘汰政策

省市	方案	时间	补贴
武汉	《国III柴油车提前淘汰补助实施方案》	2019年8月1日起到2020年7月31日	最高可获得补贴4万元/车
杭州	《桐庐县国三柴油车和拖拉机淘汰补助实施细则》	2019年8月1日起至2020年12月31日	最高可享受4万元/车补贴
济南	《济南市老旧柴油车报废更新资金补贴实施方案》	2019年12月31日	对2018年1月1日之前异地转入的国三及以下柴油车,和本市国三及以下柴油车进行0.7万到4万不等的报废补贴。
北京		2019年9月20日前	淘汰老旧车辆10万辆,最高补贴10万元/车
上海	《上海市鼓励国三柴油车提前报废补贴实施办法》	2019年10月1日起	对重型货车补贴2.2万-6.8万元/车
河南		2020年年底前	淘汰10万辆国三及以下柴油货车
广东	广东省柴油货车污染治理攻坚战实施方案(征求意见稿)	2019年7月1日起	加速淘汰国三及以下排放标准的车辆,广州提前淘汰老旧车最高可获3万元补贴
天津		2019年7月1日起	2020年年底前淘汰国三车
陕西	《陕西省柴油货车污染治理攻坚战实施方案》	2019-2020年底	2019年淘汰国三及以下营运柴油货车5.5万辆,老旧燃气车1万辆,老旧燃气车1万辆;2019年最高补贴3万元/车;2020年最高补贴2.6万元/车
山西			2020年底前淘汰国三及以下柴油车
云南			2020年底前淘汰国三柴油车3万辆以上

资料来源: 各政府部门官网, 第一商用车网, 长江证券研究所

格局: 排放标准升级, 份额向龙头集中

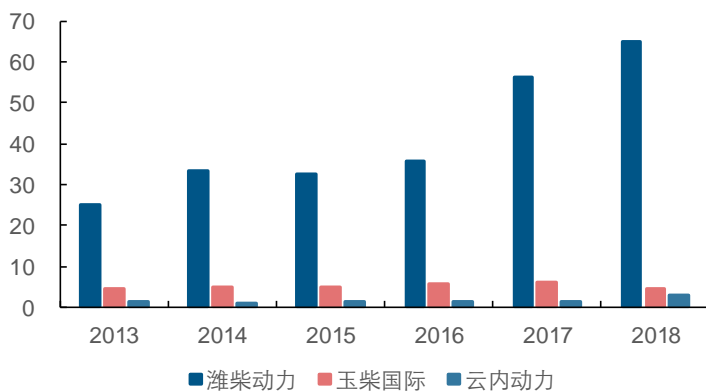
国VI排放标准被称为史上最严格的标准,对重卡行业格局产生重大深远影响,市场份额加速向龙头公司集中。从技术方面看,和国V相比,国VI提出的排放标准限值更加严格,测试工况改为更严格的WHSC/WHTC、增加非标准循环和实际道路PEMS、增加远程OBD,对监测结果的真实性和可持续性的要求大幅提升。

从成本看,龙头公司更有规模优势: 1) 发动机拿到认证需要大量的时间和资金; 2) 规模效应将加剧行业分化。由于国V升国VI,不同型号的发动机需要完成从设计到上车搭载标定等步骤,耗时4-5年,且标定费用不菲,因此小企业的研发费用较紧张,最终

导致的结果是即使能有产品达到国 VI 认证标准,也只能是部分机型,面对的市场缩小,影响销量。大企业正好相反,资金实力雄厚,且高销量可以摊薄每个型号的成本,形成规模效应。

从供应链安全看,第三方龙头供应商受益。国 VI 标准对发动机的可靠性和一致性要求更高,整车厂更倾向于选择实力更强的供应商合作。整车厂积极开展与第三方龙头供应商合作,保障供应链安全。考虑国 VI 标准对产品全生命周期的排放要求,为了保障自身供应链安全,整车厂积极开展与第三方龙头供应商的合作,以前市场担心的整车厂热衷于建立自配体系,以自供优先的问题,将不复存在。

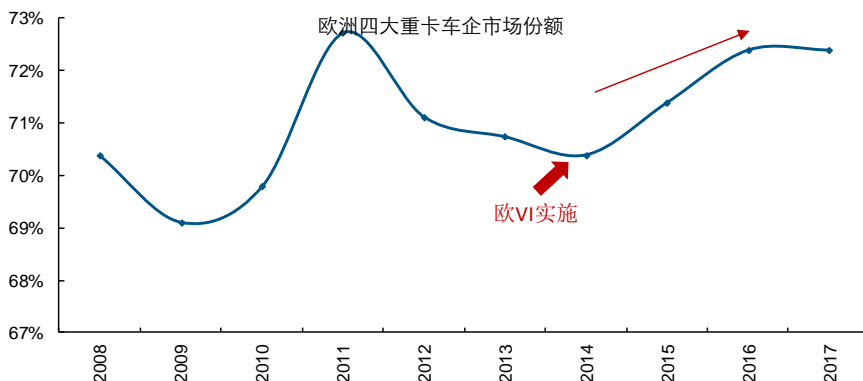
图 73: 潍柴研发投入费用较高(单位:亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

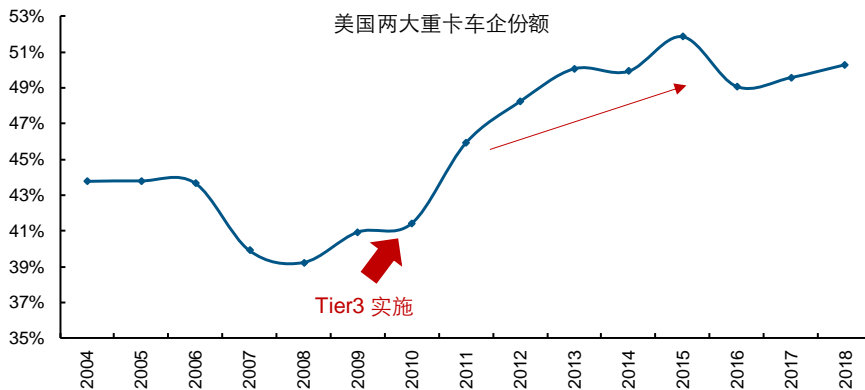
海外对标: 最新标准加速洗牌, 欧美龙头份额再提升。欧洲重卡市场龙头包括沃尔沃、戴姆勒、斯堪尼亚与曼恩, 四家集团重卡合计占欧洲市场 70% 以上。欧 VI 标准于 2013 年 12 月 31 日正式实施, 技术要求提升加速行业洗牌, 四家集团市场份额持续提升, 由 2014 年的 70.4% 升至 2017 年 72.4%。美国重卡市场以戴姆勒与帕卡两家集团为主, 二者占美国市场份额达 40% 以上。美国实施 EPA 排放标准, 最新的 Tier 3 标准于 2010 年正式实施, 随后戴姆勒与帕卡市场份额迎来了快速上升, 2010 年为 41.4%, 2018 年达到了 50.3%, 提升了接近 9 个百分点。

图 74: 欧 VI 实施后欧洲重卡龙头份额得到提升



资料来源: 沃尔沃等公司年报, 长江证券研究所

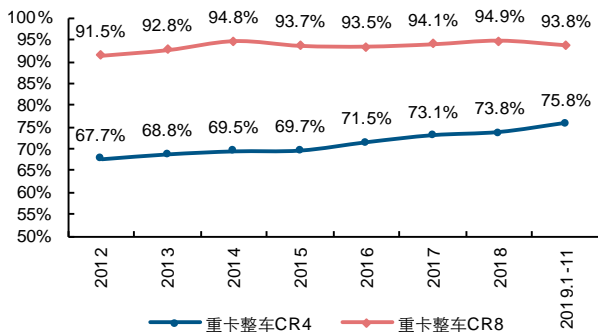
图 75：美国 EPA Tier 3 实施后重卡龙头份额大幅提升



资料来源：Marklines，长江证券研究所

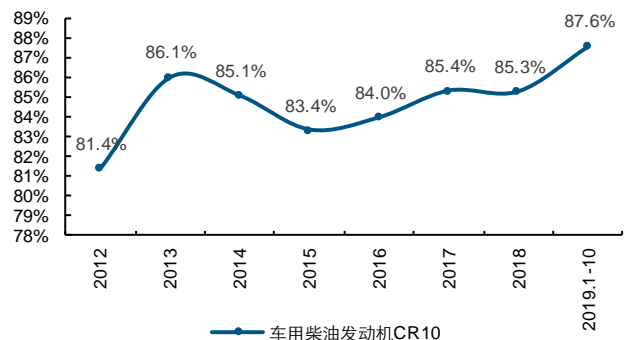
当前重卡市场格局较为稳定，未来龙头市场份额有望继续提升。2012-2018 年，重卡 CR4 由 67.7% 提升至 75.8%；车用柴油发动机 CR10 从 81.4% 提升至 87.6%，国 VI 排放升级后两者有望继续提升。

图 76：2019 年前 11 月重卡整车 CR4 为 75.8%



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 77：2019 年前 10 月车用柴油发动机 CR10 为 87.6%



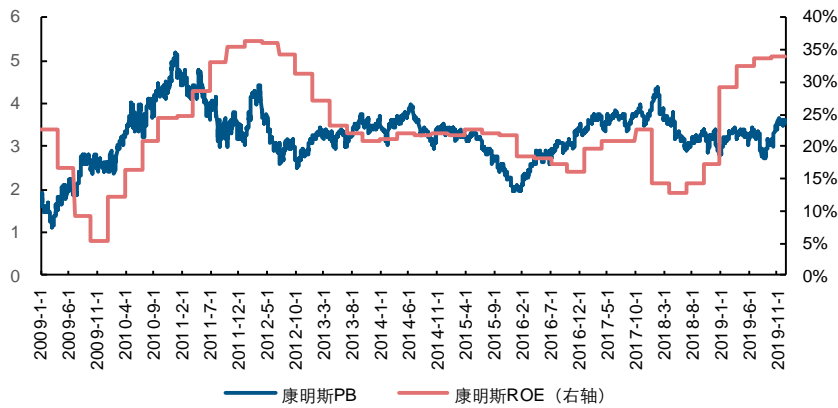
资料来源：中汽协，长江证券研究所

估值：ROE 和 PB 全面对标国际龙头

从 PB-ROE 框架来看，中国重卡龙头和国际龙头 ROE 波动范围相近，但估值仅为国际一半，其核心原因在于国际龙头 ROE 更加稳定。对比潍柴动力和康明斯，潍柴动力 ROE 上下限更高，对应 PB 上下限更高；而潍柴动力 ROE 大部分时间在 10%-20%，康明斯在 20%-30%，导致潍柴 PB 中枢低于康明斯。

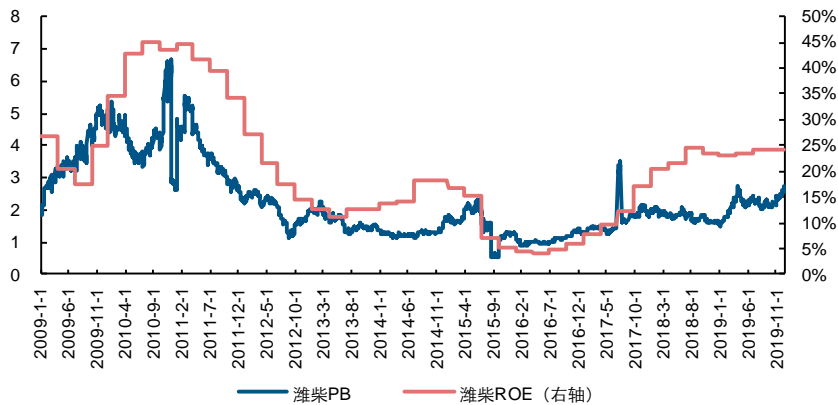
中国重卡龙头 ROE 和 PB 有望全面对标国际龙头。中国重卡行业保有量持续提升，行业结构持续优化，行业销量波动减弱；格局方面，随着国 VI 排放升级后，中国重卡龙头市场份额有望提升；对于发动机龙头公司潍柴动力而言，其产品多元、业务多元和市场多元三大助力下，其盈利能力更加稳定，盈利和估值有望全面对标国际龙头康明斯。

图 78: 康明斯 PB-band 和 ROE 水平



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 79: 潍柴动力 PB-band 和 ROE 水平



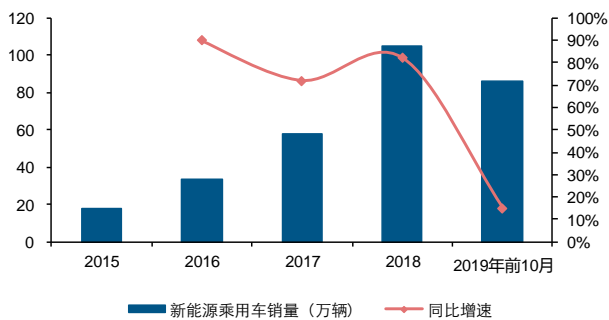
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

新能源：曙光初现，关注龙头车企新产品

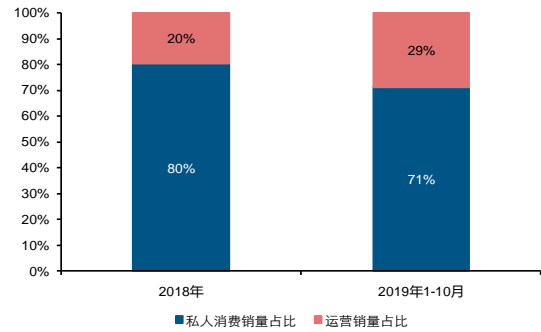
回顾：运营需求大幅放量，增速仍明显放缓

私人消费需求表现一般，总量增长失速

受益运营需求放量，2019 年前 10 月新能源乘用车销量仍实现增长，但增速明显放缓。2019 年前 10 月新能源乘用车累计销量达到 85.8 万辆，同比增长 15.1%，相比前几年增速明显放缓。受益滴滴大力推动+车企布局移动出行，网约车新能源化加速。根据交强险数据，2019 年前 10 月 B 端运营销量 20.8 万辆，占比达 29%，相比 2018 年占比 20%大幅提升，表明 2019 年运营需求增长较好，为新能源汽车整体实现增长贡献较大。

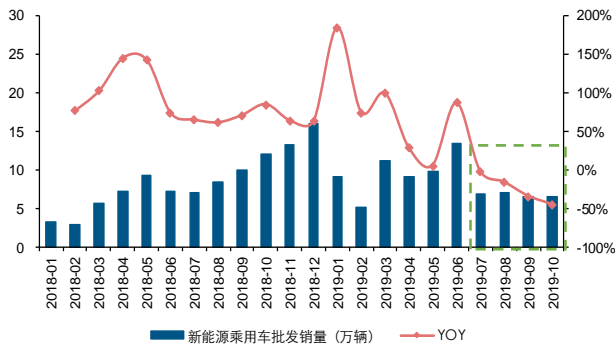
图 80：2019 年 1-10 月新能源乘用车累计销量同比增长 15.1%


资料来源：中汽协，长江证券研究所

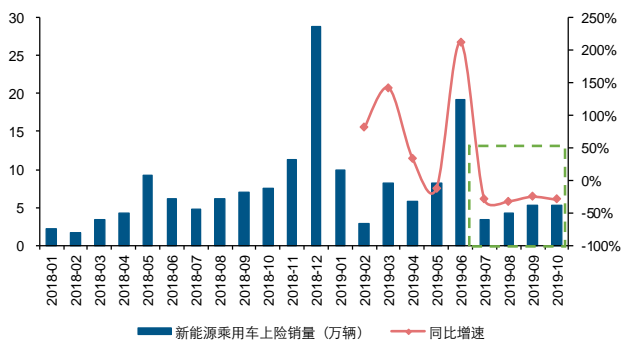
图 81：2019 年新能源乘用车运营销量占比大幅提升


资料来源：中保信，长江证券研究所

受透支效应影响，7 月起新能源乘用车销量出现连续下滑。2019 年 7 月新能源乘用车批发销量 6.9 万辆，同比下滑 2%，是近两年来的首次负增长，之后销量开始持续下滑，10 月新能源乘用车批发销量 6.6 万辆，下滑幅度扩大至 45%。从表征终端需求的交强险销量来看，7 月以来的销量持续下滑确实受到 6 月销量高增长的透支效应影响（2019 年过渡期 6 月 25 日结束，消费者担心过渡期以后涨价，6 月出现明显集中消费，单月上险销量 19.3 万辆，同比增长 213%，销量仅次于 2018 年 12 月）。2019 年 5-10 月累计上险销量为 45.7 万辆，仍实现同比增长 11%，但增速相比往年也有明显下滑（因为 2018 年过渡期是 6 月 11 日结束，2019 年是 6 月 25 日结束，因而这里计算 5-10 月累计销量，更具有可比性）。

图 82：7 月起新能源乘用车批发销量出现连续下滑


资料来源：乘联会，长江证券研究所

图 83：6 月新能源乘用车上险销量大幅增长，7 月起开始连续下滑


资料来源：中保信，长江证券研究所

增长失速背后原因：非限购私人消费增量尚不够大。2019 年前 10 月新能源乘用车上险销量 72.5 万辆，同比增加 20 万辆，最大增量来自于运营市场，其次为非限购地区私人消费和限购地区私人消费。2018 年新能源乘用车销量已达到 100 万辆，由于限购地区私人消费受到牌照总额限制，运营需求总量也有天花板，新能源乘用车销量要保持较快增长只能依靠非限购地区私人消费市场，但是 2019 年这块增量十分有限，导致行业增长失速。

表 18：2019 年前 10 月新能源乘用车上险销量结构分析

(单位: 万辆)	18年前10月销量	19年前10月销量	同比增速	销量增量	增量占比
限购地区C端需求	19.2	20.7	7.8%	1.4	7%
非限购地区C端需求	24.4	31.0	27.0%	6.6	33%
B端运营	8.9	20.8	133.7%	12.0	60%
总计	52.5	72.5	38.1%	20.0	100%

资料来源：中保信，长江证券研究所

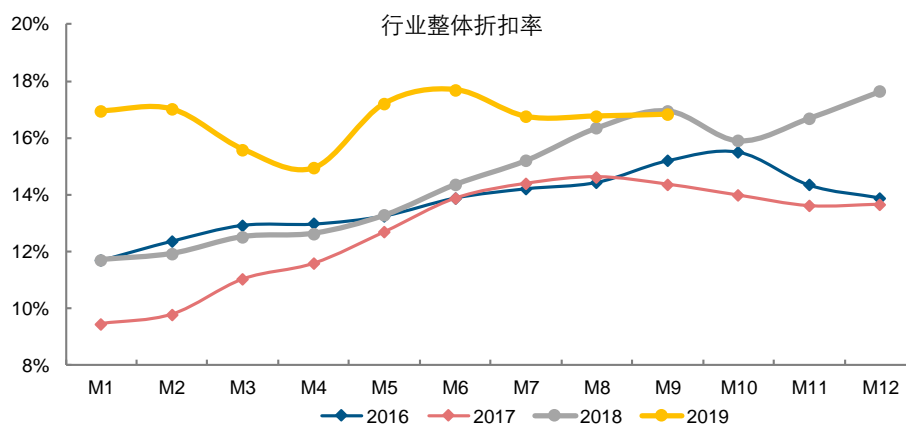
打铁还需自身硬，新能源乘用车产品力尚不足。 1) 非限购城市，没有路权优势背景下，新能源乘用车和汽油车的比拼只能依靠产品力。目前新能源车售价偏高、续航不够，导致新能源乘用车产品力不够强，新能源车型销量远低于汽油车型。2) 2019 年汽油车国五、国六排放标准的切换，导致汽油车促销力度持续增大，传统车到手价的下探进一步分流了新能源车需求。3) 安全事故频发降低消费者对新能源汽车的消费信心。2019 年 5 月-7 月新能源汽车国家监管平台共发现 79 起新能源汽车安全事故，涉及车辆 96 辆。“集中爆发”的电动汽车安全问题导致消费者在购买电动车时候十分担忧。随着更多大企业如特斯拉、大众等优质新能源车型上市销售，有望逐步消除消费者的担忧。

表 19：目前新能源车型售价依然偏高

车型	汽油款起售价 (万元)	新能源款起售价 (万元)	起售价差距(万 元)	汽油款月销量(万 辆)	新能源款月销量 (万辆)	月销量差距 (万辆)
帝豪	6.98	13.58	6.6	1.5	0.3	1.2
轩逸	9.98	15.9	5.9	3.5	0.1	3.5
帕萨特	18.49	24.39	5.9	1.4	0.2	1.2
途观L	21.88	28.28	6.4	1.4	0.1	1.3
卡罗拉	11.98	18.98	7.0	2.8	0.1	2.7

资料来源：汽车之家，长江证券研究所

图 84：2019 年燃油车整体折扣力度较大



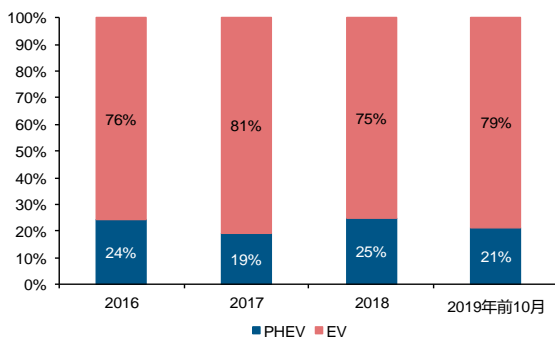
资料来源：安路勤，长江证券研究所

2019 年为调整蓄势之年，预计全年新能源乘用车销量 103 万辆，同比基本持平。分市场看，2019 年运营需求大幅放量，但是受燃油车价格体系下探的冲击及补贴大幅退坡的影响，非限购私人消费增量十分有限，导致增长失速。预计 2019 年新能源乘用车销量有望达到 103 万辆，同比基本持平。考虑到新能源商用车销量也有所下滑，预计 2019 年新能源汽车销量 120 万辆左右，同比下滑 4%。

产品高端化趋势持续，合资和一线自主份额提升

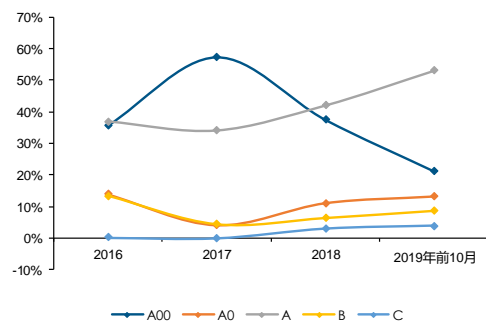
产品结构角度：A00 级占比继续下降，A 级车占比明显提升，高端化趋势明显。 1) 分技术路线看，2019 年前 10 月纯电动乘用车销量占比 79%，同比提升 4 个百分点，主要与纯电动运营需求增长较多有关。2) 分级别看，2019 年前 10 月新能源乘用车 A 级车销量达到 44.6 万辆，占比 53%，相比 2018 年占比 42% 明显提升，主要是因为运营和私人消费车型都是以 A 级车为主。前 10 月纯电动 A00 级电动车销量 17.8 万辆，同比下滑 35.4%，主要是由于补贴大幅退坡导致 A00 级车需求下滑较多。

图 85：2019 年纯电动乘用车销量占比有所提升



资料来源：乘联会，长江证券研究所

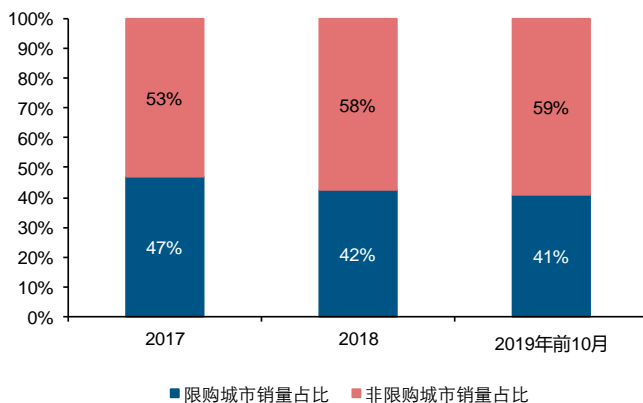
图 86：2019 年 A 级车占比提升，A00 级占比继续下降



资料来源：乘联会，长江证券研究所

区域角度：非限购城市新能源乘用车销量占比提升不明显。分市场看，根据交强险数据，2019 年前 10 月非限购地区新能源乘用车终端销量 42.9 万辆，占比达到 59%，相比 2018 年占比 58% 仅小幅提升，亦表明 2019 年非限购消费增量尚不够大。

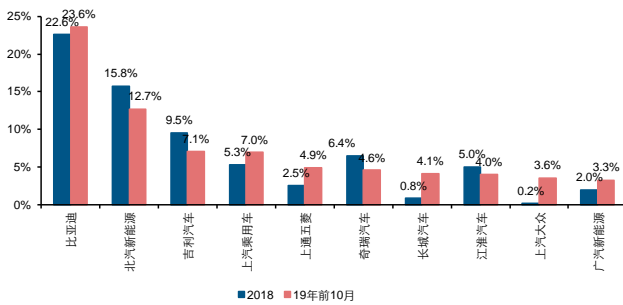
图 87：2019 年非限购城市新能源乘用车销量占比仅小幅提升



资料来源：中保信，长江证券研究所

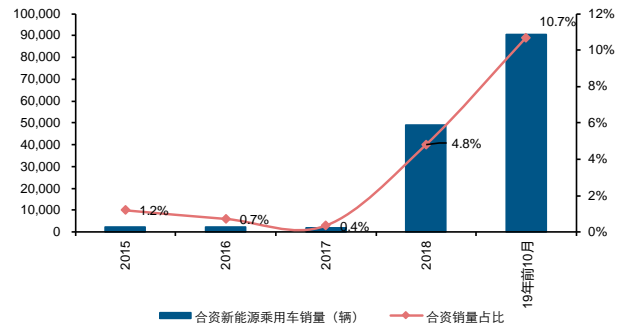
竞争格局角度：一线自主份额提升明显，合资品牌加速追赶。2019年前10月新能源乘用车销量排名前十的车企分别为比亚迪、北汽新能源、吉利、上汽乘用车、上通五菱、奇瑞、长城、江淮、上汽大众和广汽新能源。凭借帕萨特插电和途观L插电的热销，上汽大众前10月新能源乘用车销量达到3万辆，作为合资品牌销量进入前十，也带动合资品牌整体销量份额达到10.7%，相比2018年明显提升。自主品牌方面，比亚迪前10月份额达到23.6%，夯实龙头优势，此外，一线自主品牌中长城和广汽新能源份额也有所提升。

图 88：新能源乘用车销量排名前十的车企（图中为各企业市场份额）



资料来源：乘联会，长江证券研究所

图 89：2019 年前 10 月合资品牌新能源乘用车销量占比快速提升



资料来源：乘联会，长江证券研究所

展望：政策与市场共振，曙光初现

政策端：双积分考核元年，护航行业发展

2019 年新能源乘用车补贴大幅退坡。续航里程介于 300 到 400 公里范围的纯电动车型相比 2018 年有 60% 的补贴退坡，高于 400 公里的车型退坡 50%，且过渡期后不再给予地方购置补贴。补贴大幅退坡对于行业总量和车企盈利都产生了较大负面影响。

图 90：新能源乘用车 2019 年中央补贴金额下调幅度测算

2019 年新能源乘用车补贴标准（单位：万元/辆）					
车辆类型	里程数（公里）	18 正式期	19 过渡期	19 正式期	下调幅度
纯电动乘用车	150 ≤ R < 200	1.5	0.9	0	-100%
	200 ≤ R < 250	2.4	1.4	0	-100%
	250 ≤ R < 300	3.4	2.0	1.8	-47%
	300 ≤ R < 400	4.5	2.7	1.8	-60%
	R ≥ 400	5	3.0	2.5	-50%
插电式混合动力乘用车（含增程式）	R ≥ 50	2.2	1.3	1	-55%

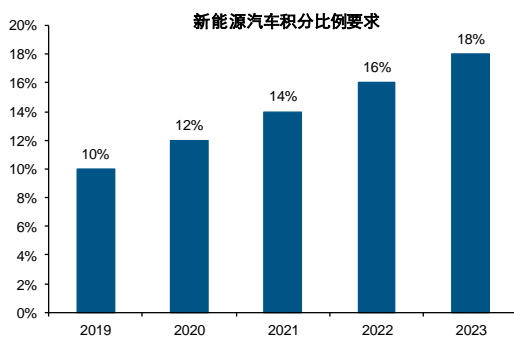
注：表中测算未考虑补贴调整系数

资料来源：财政部，长江证券研究所

后补贴时代，2020 年为双积分考核元年。双积分管理办法明确对车企提出平均燃料消耗量达标与新能源汽车生产比例达标两个考核指标要求。新能源汽车积分（以下简称

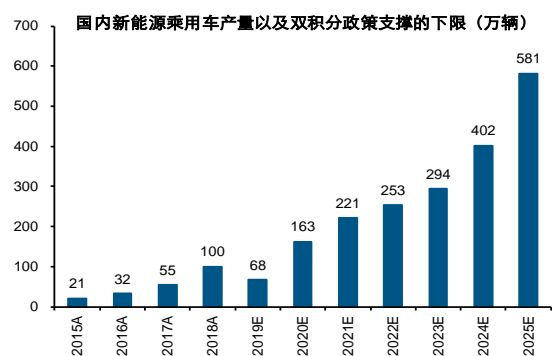
NEV 积分) 为企业新能源汽车积分实际值与达标值之间的差额, 实际值高于达标值产生正积分, 低于达标值产生负积分, NEV 负积分需要通过购买 NEV 正积分来抵偿归零。2019 年和 2020 年的新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%, 两年合并考核, 积分考核对于 2020 年新能源汽车行业总量有较好的保障。此外, 工信部正在修改《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》, 明确 2021-2023 年新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%, 2024 年后另行规定; 油耗压力方面, 2018 年行业平均油耗实际值降至 5.8 升/100 公里, 至 2025 年, 平均油耗目标为百公里 4L, 未来企业油耗负积分需要通过购买 NEV 正积分来抵偿归零。双积分政策驱动下, 2020 年起新能源乘用车产量将持续增长。

图 91: 2019-2023 年新能源汽车积分比例要求



资料来源: 工信部, 长江证券研究所

图 92: 双积分政策驱动下, 2020 年起新能源乘用车产量将持续增长



资料来源: 工信部, 长江证券研究所测算

电动化大势所趋, 新能源汽车短期虽降速, 长期成长性无忧。2019 年 12 月 3 日, 工信部发布《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》(征求意见稿), 提出到 2025 年, 新能源汽车市场竞争力明显提高, 新能源汽车新车销量占比达到 25% 左右。按照 25% 的销量目标, 预计 2025 年新能源汽车销量有望达到 600 万辆左右, 2019 到 2025 年复合增速有望超过 30%。

消费端: 优质车型加快投放, 撬动非限购需求

展望 2020 年, 双积分考核压力下车企全面布局新能源, 新能源乘用车市场化需求将进一步被打开, 我们梳理了 2020 年各大整车厂新能源汽车新车计划。**从车企推出车型的数量来看, 合资车企中上汽大众、一汽大众车型数量较多, 自主中广汽传祺的车型推出较为密集。**

表 20: 主要整车厂 2020 年新能源汽车车型规划 (其中标粗的为重点车企的重点车型)

集团	车企	性质	车型	技术路线	级别	类别	上市时间
上汽集团	上汽大众	合资	ID.CROZZ	EV	A	SUV	2020Q3
	上汽大众	合资	途岳纯电	EV	A	SUV	2020Q2
	上汽通用	合资	雪佛兰畅巡	EV	A	SUV	2020Q1
	上汽通用	合资	别克纯电SUV	EV		SUV	2020Q3
	上汽自主	自主	荣威Ei6	EV	A	轿车	2020Q3
广汽集团	广汽丰田	合资	C-HR EV	EV	A0	SUV	2020H1

	广汽本田	合资	理念VE-1	EV	A0	SUV	2019.10
	广汽传祺	自主	Aion LX	EV	B	SUV	2019.10
	广汽传祺	自主	代号A18	EV	B	SUV	2020
	广汽传祺	自主	代号A20	EV	A0	SUV	2020
北汽集团	北京奔驰	合资	EQC	EV	B	SUV	2019.11
	北京现代	合资	菲斯塔EV	EV	A	轿车	2020Q1
	北汽新能源	自主	ARCFOX新车			SUV	2020Q2
	北汽新能源	自主	ARCFOX新车			跨界车	2020Q4
一汽集团	一汽大众	合资	ID.初见	EV	A	SUV	2020
	一汽大众	合资	迈腾GTE	PHEV	B	轿车	2019.12
	一汽大众	合资	探岳GTE	PHEV	B	SUV	2020
	一汽丰田	合资	奕泽EV	EV	A0	SUV	2020H1
特斯拉中国	特斯拉中国	独资	Model 3	EV	B	轿车	2020Q1
比亚迪	比亚迪	自主	汉	EV	C	轿车	2020Q3
长城汽车	长城汽车	自主	欧拉R2	EV	A00	轿车	2020Q1
吉利汽车	吉利汽车	自主	几何纯电SUV	EV	A	SUV	2020
长安汽车	长安汽车	自主	E-Rock	EV	A	SUV	2020Q1
蔚来汽车	蔚来汽车	自主	轿跑SUV	EV	B	SUV	2020
威马汽车	威马汽车	自主	EX6 Plus	EV	B	SUV	2019.11
小鹏汽车	小鹏汽车	自主	P7	EV	B	轿车	2020Q2

资料来源：汽车之家，新浪汽车，长江证券研究所

优质车型撬动需求典型案例之一：特斯拉开启国产，Model 3 销量前景较好。特斯拉作为全球电动车龙头，Model 3 开启全球化三级火箭，2018 年在美国交付，2019 年在欧洲交付，2020 年在中国投产和交付。作为一款中型轿车，Model 3 在美国和欧洲市场均实现热销，2019 年前 10 月销量分别实现 11.4 万辆、6.5 万辆，排名美国 B 级车销量第一，市场高度关注 Model 3 在华销量空间。**综合潜在市场、产品、品牌、渠道多维度分析，我们认为国产 Model 3 销量前景较好，预计 2020 年销量有望达到 10 万辆左右。**

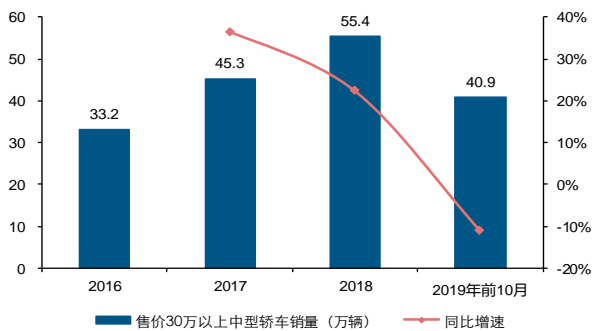
表 21：国产 Model 3 与竞品车型全面对比

	特斯拉Model 3	新能源竞品	BBA燃油竞品
代表车型		蔚来ES6、唐EV、荣威 Marvel X	奔驰C、宝马3系和奥迪 A4L
价格区间	补贴前35.58万	28-50万	28-45万
潜在市场	限购城市高端电动车+豪华中型车	限购城市高端电动车	豪华中型车
产品力	较强	有分化	较强
品牌力	强	一般	强
渠道	仅覆盖主流地区	有分化	完备
国内销量预测	2020年销量有望达到10万辆左右	年销量1-2万辆	主力车型每年销量15万辆

资料来源：汽车之家，长江证券研究所

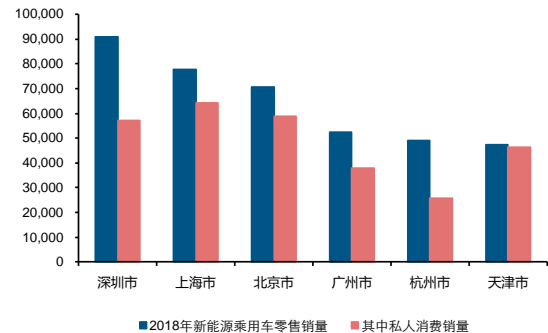
从目标市场来看，国产 Model 3 需求主要来自豪华中型轿车和高端电动车两方面。1) 豪华中型轿车国内市场每年销量超过 50 万辆，其中奥迪、奔驰、宝马 (ABB) 主力中型轿车 2018 年销量均在 15 万辆左右。参考海外市场经验，预计国产 Model 3 会分流部分同价位豪华品牌汽油车需求。2) 国内新能源车型目前补贴后售价一般不高于 30 万元 (中低端集中)，Model 3 定位高端电动车，面向空白市场。考虑到限购城市每年新能源汽车私人消费销量在 30 万辆左右，需求相对刚性且购买力较强，判断 Model 3 在限购城市具有较好放量前景。

图 93：国内售价 30 万以上中型轿车每年销量 50 万辆左右



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 94：六大核心限购城市 2018 年新能源乘用车销量情况 (辆)



资料来源：中保信，长江证券研究所

从产品力来看，国产 Model 3 与新能源竞品相当，动力性能和智能网联优于传统豪华车。

1) 与国内 30 万元左右新能源车型相比，Model 3 品牌力远超竞品，动力性能、续航、配置相当；与国内 30 万元以上豪华车相比，Model 3 空间和内饰不及竞品，但动力性能优越、智能网联配置领先。2) 目前进口版本 Model 3 月均销量不到 3000 台，虽然国产 Model 3 指导价相比进口版本降价幅度有限，但是考虑补贴后目前到手价下降 3.3 万元。参考豪华品牌国产经验，国产 Model 3 到手价下降较多，预计对需求将有充分刺激。此外，考虑到国产 Model 3 成本明显低于美国版本，未来特斯拉还具备降价进一步刺激需求的能力。

表 22：国产 Model 3 与竞品车型产品力对比

	特斯拉 Model 3	新能源竞品	BBA 燃油竞品
代表车型		蔚来 ES6、唐 EV、荣威	奔驰 C、宝马 3 系和奥迪
		Marvel X	A4L
价格区间	补贴前 35.58 万	补贴前 28-50 万	28-45 万
空间	一般	大 (竞品为 SUV)	大
动力性能	强 (百公里加速 5.6 秒)	强	一般
工况续航	高 (460km)	有分化	—
智能网联配置	领先 (标配基础版辅助驾驶)	领先	一般 (以中配车型为例)
综合产品力	较强	有分化	较强

资料来源：汽车之家，长江证券研究所

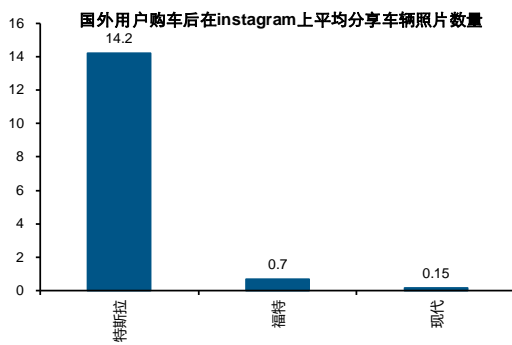
表 23: 国产 Model 3 与进口车型对比

Model 3	标准续航升级版	标准续航后驱升级版	长续航全轮驱动版	Performance高性能全轮驱动版
属性	国产	进口 (已停售)	进口	进口
售价	35.58万	36.39万	43.99万	50.99万
是否有补贴	2.475万 (2019年)	无	无	无
限购城市是否有牌照	有	有	有	有
是否免购置税	是	是	是	是
工况续航里程	460km	480km	590km	595km
百公里加速	5.6s	5.6s	4.6s	3.4s
智能驾驶配置	标配基础版辅助驾驶	标配基础版辅助驾驶	标配基础版辅助驾驶	标配基础版辅助驾驶

资料来源: 特斯拉官网, 长江证券研究所

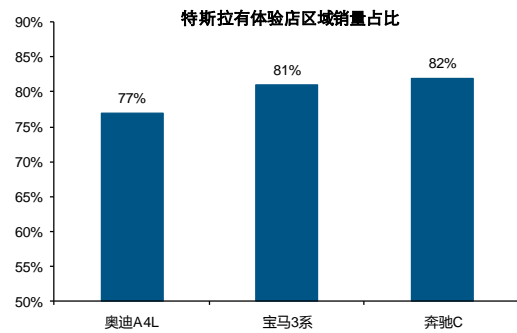
强大的品牌力和覆盖主流地区的网络, 足以支撑国产 Model 3 短期放量。 1) 品牌为消费者购车时首要考虑的因素, 特斯拉是电动车的代名词, 是自带流量的明星品牌。2) 参考 BBA 的销量分布, 特斯拉国内体验店虽然只覆盖了全国一半地区, 但是基本集中在较发达区域, 足以支撑短期国产 Model 3 的放量。

图 95: 特斯拉社交网络影响力远超其他品牌



资料来源: Good Rebels, 长江证券研究所

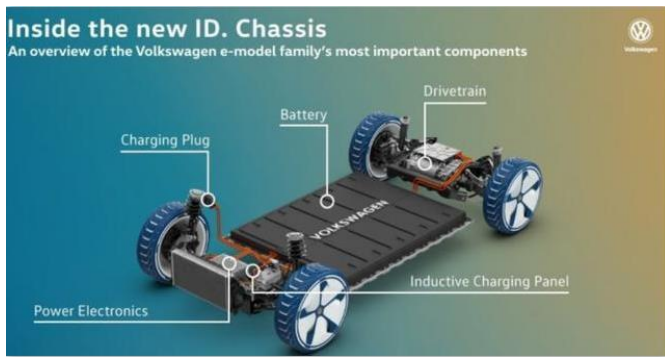
图 96: BBA 竞品在特斯拉有体验店区域销量占比在 80%左右



资料来源: 中保信, 长江证券研究所

优质车型撬动需求典型案例之二: 大众 MEB 平台车型 2020 年起上市, 正式发力纯电动车市场。 MEB 平台是大众集团全新一代专为纯电动汽车打造的模块化平台, 整合了大众所有的电动化技术。1) 空间方面, 该平台采用平板式电池模组布置, 使得车辆拥有更长的轴距和更短的前后悬, 带来更宽敞的内部空间。2) 性能方面, MEB 平台车型 0-100km/h 加速最快可在 6 秒之内。3) 续航方面, MEB 平台将提供可拓展容量的电池, 满足用户短途、常规和长途出行的需求。在 NEDC 工况下, 续航里程最高可达 580 公里。4) 网联方面, 依托于全新的电子架构, 该平台车型可兼容实时更新的软件和硬件, 同时也兼容了更新的车载辅助系统、信息娱乐系统以及控制和显示系统等。

图 97: 大众 MEB 平台结构图



资料来源: 大众官网, 长江证券研究所

图 98: 大众 MEB 全系车型



资料来源: 大众官网, 长江证券研究所

产品力强叠加多款新车投放, 大众 MEB 平台远期空间巨大。2020 年下半年, ID.CROZZ 和 ID.初见将分别由上汽大众和一汽大众进行国产。到 2023 年, 大众将总计为中国带来 10 款 ID.系列的车型, 包括多款纯电动 SUV 和跨界车型。到 2025 年, 大众集团旗下 4 个品牌将量产 33 款纯电车型, 其中一半来自中国。产销规划方面, 2025 年全球范围内大众将年产 100 万台 MEB 平台的车型, 其中三分之二来自中国。

图 99: 中国市场首款纯电动车型 ID.初见, 2020 年上市



资料来源: 大众官网, 长江证券研究所

运营端: 网约车、出租车加速电动化, 持续贡献重要增量

运营需求: 滴滴大力推动+车企布局移动出行, 网约车新能源化加速。1) 滴滴出行作为出行领域的领导者, 在大力推进新能源汽车在共享出行领域的快速发展, 截止 2019 年 6 月, 滴滴出行平台注册电动汽车 96.7 万辆, 在全国电动车保有量超过 3 成。2) 共享出行趋势+积分压力双重因素, 车企大力布局移动出行, 网约车新能源化加速。在汽车共享出行趋势下, 各大车企纷纷推出移动出行平台, 主打网约车或分时租赁模式, 上汽、长城、长安、广汽等多家企业成立出行平台, 2019 和 2020 年新能源汽车积分合并考核, 积分压力下各大车企更有意愿投放新能源汽车进行运营。

表 24：各大车企移动出行平台布局情况

移动出行平台	成立时间	发起企业	模式	目前成绩
滴滴出行				截止2019年6月，滴滴出行平台注册电动汽车96.7万辆
曹操专车	2015年11月	吉利汽车	网约车	已在全国50个城市上线，截至2018年底，新能源车型投放量达3.2万辆
环球车享	2016年5月	上汽集团	分时租赁	已成功进驻国内64座城市，运营车辆超过5万辆
享道出行	2018年11月		网约车	截止2019年6月，投放车辆约为4000辆，日均订单突破3万单
华夏出行	2017年4月	北汽集团	分时租赁、网约车	旗下分时租赁平台摩范出行已入驻城市49个，投入车辆41000台
长安出行	2017年10月	长安汽车	分时租赁	预计2020年达到“覆盖40座城市，累计投放5万辆用于运营”的规模
欧拉出行	2018年8月	长城汽车	分时租赁、网约车	计划到2020年自有车辆规模达到20万辆，覆盖200个城市
T3出行	2019年7月	一汽、东风、长安 联合苏宁、腾讯、网约车 阿里巴巴	网约车	到2019年底，计划进入6座城市，总共投放运营车辆达2万辆
如祺出行	2019年6月	广汽、腾讯、广州 公交集团、滴滴等	网约车	到2019年底，计划进入5座城市，投入1万辆新能源车
和行约车	2018年10月	江淮汽车	网约车	规划2019年投放1万辆，3年内达到5万辆

资料来源：盖世汽车网，搜狐汽车网，长江证券研究所

环保升级背景下，地方政府加快出租车和网约车电动化进城。国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求加快推进城市建成区新增和更新的公交、环卫、邮政、出租、通勤等使用新能源或清洁能源汽车，重点区域使用比例达到80%。近期，郑州、广州、深圳、北京等地陆续出台政策，要求加快出租车和网约车电动化。

表 25：各地出租车和网约车电动化政策一览

地方	出台时间	主要内容
郑州	2019年10月	自2019年10月1日起，郑州市市区新增网约车和更新巡游出租车停止使用燃油、燃气等其他类型车辆，必须使用行业官方网站公示的新能源纯电动车辆。
深圳	2019年9月	新注册的网约车须为纯电动车。
西安	2019年9月	计划在2019年底前推广应用6000余辆纯电动出租汽车。
广州	2019年8月	凡更新、新增的网约车必须为新能源汽车；加快对出租车的电动化，计划在未来两到三年内基本实现全市巡游出租车全面新能源化。
北京	2019年7月	对符合本市纯电动出租汽车更新要求的出租汽车经营者给予一次性政府资金奖励。预计到2020年底，北京近2万辆出租车将更新为新能源车辆。
成都	2019年5月	鼓励出租车纯电动化，巡游出租车补贴4.2万元/辆、网络预约出租车补贴1.25万元/辆。计划在2019年底之前有超过4400辆纯电动出租汽车在成都投运。
沈阳	2019年4月	新增网约车出租汽车，要全部采用纯电动新能源汽车，鼓励巡游出租汽车更新为纯电动车辆。
昆明	2018年12月	新注册的网约车须为纯电动车。

规定2020年底前，太原等11个城市的城区，公交车、出租车等要全部更换为新能源车。
 山西省 2018年7月 源车。

资料来源：第一电动网，长江证券研究所

预计 2020 年中国新能源乘用车销量有望达到 130 万辆，同比增长 26%。分市场看，2019 年新能源乘用车销量预计为 103 万辆，同比基本持平，估算限购地区私人消费销量 33 万辆，非限购地区私人消费销量 45 万辆，以及运营销量 25 万辆。展望 2020 年，限购城市新能源乘用车需求将更多释放，私人消费销量有望小幅增长至 38 万辆；特斯拉 Model 3 等优质车型供给有望进一步打开非限购地区市场需求，私人消费销量有望增长至 56 万辆；网约车新能源化加速，以及各地出租车逐步电动化，共同助力运营销量增长至 36 万辆。综上，预计 2020 年新能源乘用车销量有望达到 130 万辆，同比增长 26%。考虑到新能源商用车销量基本保持平稳，预计 2020 年新能源汽车销量有望达到 150 万辆，同比增长 25%。

表 26：预计 2020 年新能源乘用车总销量有望达到 130 万辆

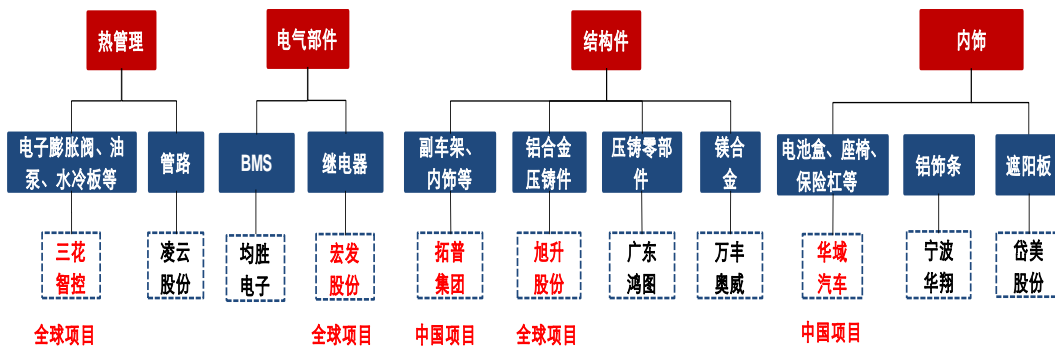
(单位：万辆)	2019E	2020E	同比增速	销量增量	增量占比
限购地区C端需求	33	38	15.2%	5	19%
非限购地区C端需求	45	56	24.4%	11	41%
B端运营	25	36	44.0%	11	41%
总计	103	130	26.2%	27	100%

资料来源：乘联会，长江证券研究所

机遇：推荐特斯拉产业链，关注整车龙头

特斯拉上海工厂已投产，一期年产能 15 万辆，远期年产能规划将达 50 万辆。2020 年国产 Model 3 投产交付，将率先拉动供应商业绩，中期来看，后续随着 Model Y 的上市和国产，特斯拉国内供应商有望持续受益。A 股特斯拉产业链主要相关上市公司：拓普集团、三花智控、宏发股份、旭升股份、华域汽车、岱美股份、均胜电子、万丰奥威、广东鸿图、宁波华翔、凌云股份等。

图 100：A 股特斯拉产业链主要标的一览（标红为建议重点关注）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

综合考虑公司基本面以及目前估值水平，建议关注拓普集团、三花智控（电新&家电覆盖）、宏发股份（电新覆盖）、华域汽车、旭升股份、岱美股份。

此外，建议关注新能源汽车龙头比亚迪，短期业绩虽承压，长期成长性依然看好；新能源客车龙头宇通客车，市场份额持续提升，中长期业绩稳健增长可期。

投资建议：行业温和复苏，三条主线精选个股

乘用车：底部探明，温和复苏，格局分化。总量层面，2018年以来，受GDP、人均收入、地产等多重因素影响，作为汽车消费主力的三四线以下地区销量下滑，拖累行业整体表现。展望2020年，受益于低基数，我们判断2020年销量大概率是小幅增长。格局层面，借鉴日本，行业进入低增速期，份额逐渐向龙头集中。我国汽车行业进入低增长、高波动新时期，长跑竞赛下，车企之间马太效应明显，小规模、低价格车企的出清是行业整合的两大核心，未来龙头份额有进一步提升空间。

零部件：长期成长是基础，短期优选确定性。单车价值量高、产品符合升级趋势，同时格局相对集中的赛道，优秀公司有望提升市占率来实现持续的增长。在具备长期成长的基础上，四维度优选短期确定性的零部件企业：1) 行业维度：本轮厂内去库存自2018四季度开始，累计去库超过46万。销量平稳下，产量端有望稳健回升保障零部件下游稳定；2) 收入维度：短期收入端增长依靠下游订单和销量，吉利、特斯拉明年增量确定性高；3) 产能维度：扩张期进入尾声的企业，折旧摊销以及其他刚性成本对盈利的压力较小；4) 盈利维度：EBITDA利润率稳定的公司，在产能利用率提升时，业绩更具弹性。

重卡：总量平稳，格局优化。2019年重卡行业销量有望再创历史新高，2020年将维持平稳：基建投资有望对冲房地产下滑压力，物流车在治超加严下持续增长，国III加速淘汰是催化剂。长期来看，排放标准升级带动市场份额向龙头集中。对标海外，我国龙头ROE在同一区间波动，PB是海外的一半。随着盈利稳定性增长，估值仍有提升空间。

新能源：曙光初现，关注龙头车企新产品。2019年运营需求大幅放量，但是受燃油车价格体系下探的冲击及补贴大幅退坡的影响，非限购私人消费增量十分有限，导致增长失速。2020年为双积分考核元年，车企加大车型投放，消费运营齐发力，增速有望回升，预计2020年新能源汽车销量有望达到150万辆（+25%），其中乘用车130万辆（+26%）。重点关注龙头车企新产品及其产业链，如特斯拉Model 3和大众MEB平台车型。

受益于低基数和低库存，2020年行业有望温和复苏。当前汽车板块估值和股价处于低位，行业底部探明，销量边际改善，建议三条主线精选优质个股：1) 稳健增长的龙头，估值相比海外有提升空间：潍柴动力、华域汽车、宇通客车。2) 优质成长零部件：星宇股份、拓普集团、爱柯迪、新泉股份、银轮股份。3) 行业洗牌，份额提升的整车龙头：上汽集团、长城汽车、长安汽车、比亚迪。

表 27：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	本次
600104.SH	上汽集团	23.88	3.08	2.43	2.77	7.75	9.83	8.62	买入
600741.SH	华域汽车	25.30	2.55	2.12	2.35	9.94	11.93	10.77	买入
000338.SZ	潍柴动力	15.36	1.08	1.21	1.29	14.22	12.69	11.91	买入
600066.SH	宇通客车	14.16	1.01	0.97	1.18	14.02	14.58	11.97	买入
601799.SH	星宇股份	91.60	2.21	2.75	3.63	41.43	33.31	25.23	买入
601689.SH	拓普集团	16.98	0.71	0.47	0.71	23.92	36.13	23.92	买入
603179.SH	新泉股份	19.30	1.37	0.88	1.23	14.09	21.93	15.69	买入
600933.SH	爱柯迪	13.46	0.55	0.49	0.65	24.47	27.47	20.71	买入
002126.SZ	银轮股份	7.75	0.44	0.40	0.48	17.74	19.38	16.18	买入
601633.SH	长城汽车	8.76	0.57	0.52	0.63	15.37	16.73	13.90	买入
000625.SZ	长安汽车	9.54	0.25	-0.18	0.52	38.23	-52.05	18.35	买入
002594.SZ	比亚迪	46.00	0.93	0.62	0.98	49.46	74.25	46.82	买入

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：以 2019 年 12 月 27 日收盘价为计算基准

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合规范围内, 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。