



证券研究报告  
(优于大市, 维持)

# 弱化的周期, 稳健的成长, 持续的变革

——海通证券汽车行业研究框架探讨

杜威 (汽车行业首席分析师)

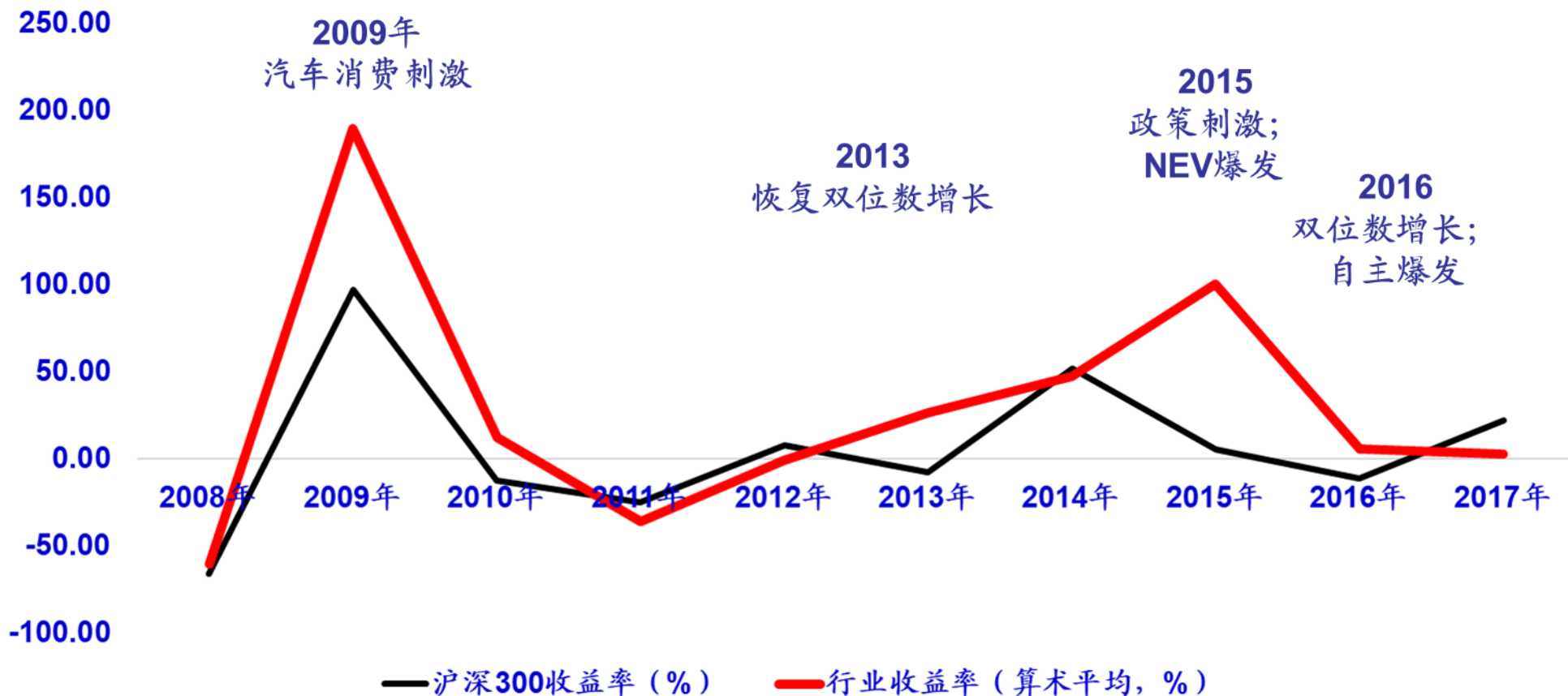
SAC 号码: S0850517070002

2018年7月17日

1. 十年复盘：汽车的周期与成长
2. 整车：弱化的行业周期
3. 零部件：稳健的成长
4. 新科技对价值链的重构

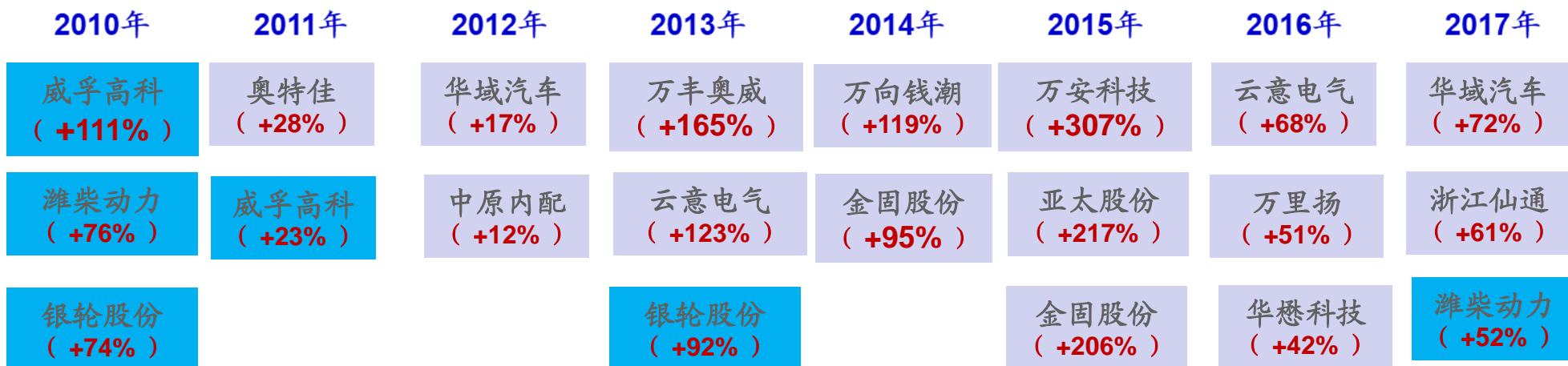
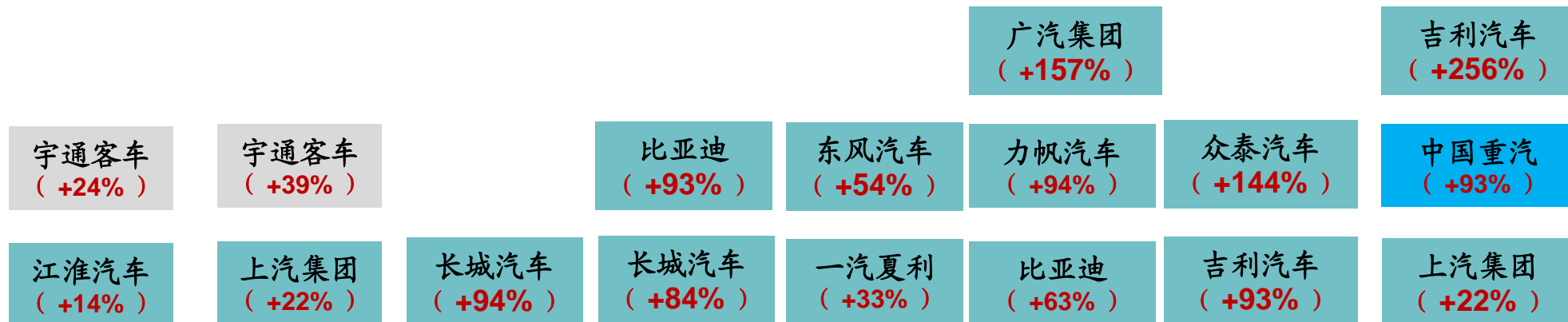
## 2.行业大年跑赢大盘

图：沪深300/汽车行业收益率对比



## 2.行业低迷期仍出牛股

图 行业超额收益代表性标的

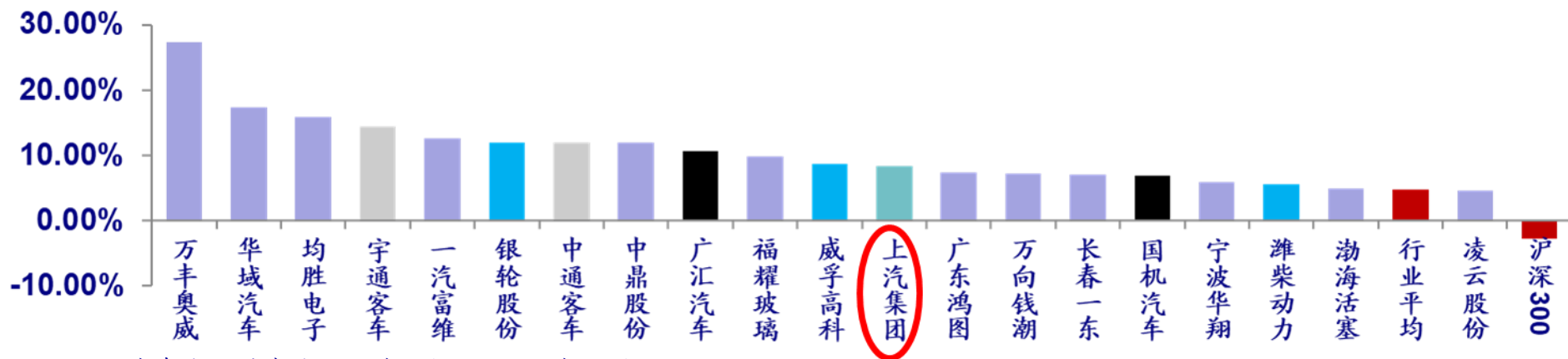


注：括号中为个股股价当年涨幅

资料来源：wind，海通证券研究所

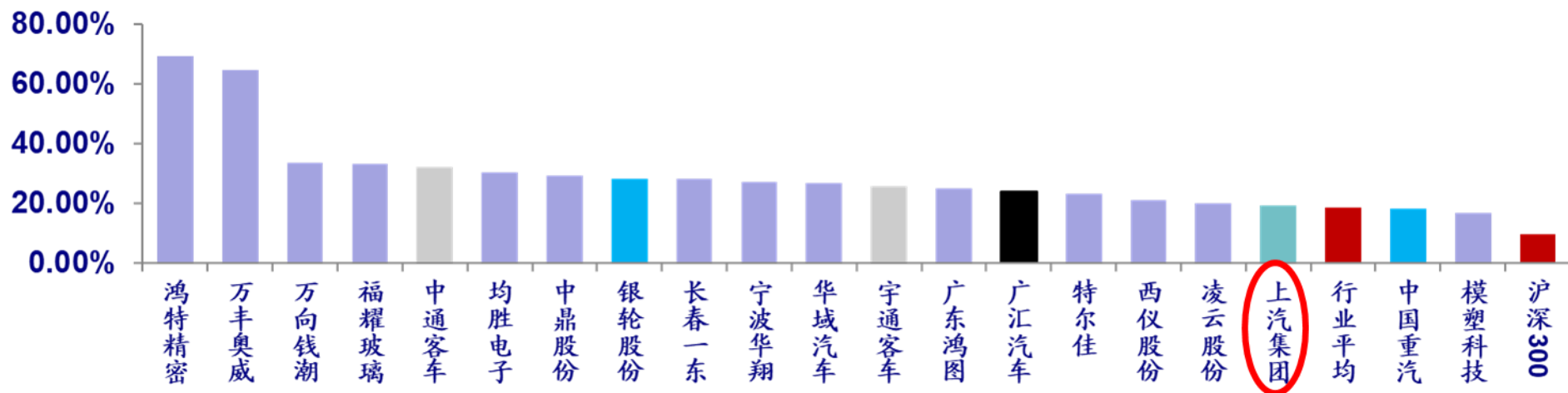
## 2. 整车股的周期性

图：近10年复合收益率



注：近10年复合收益率为2008年1月1日-2017年12月31日

图：近5年复合收益率

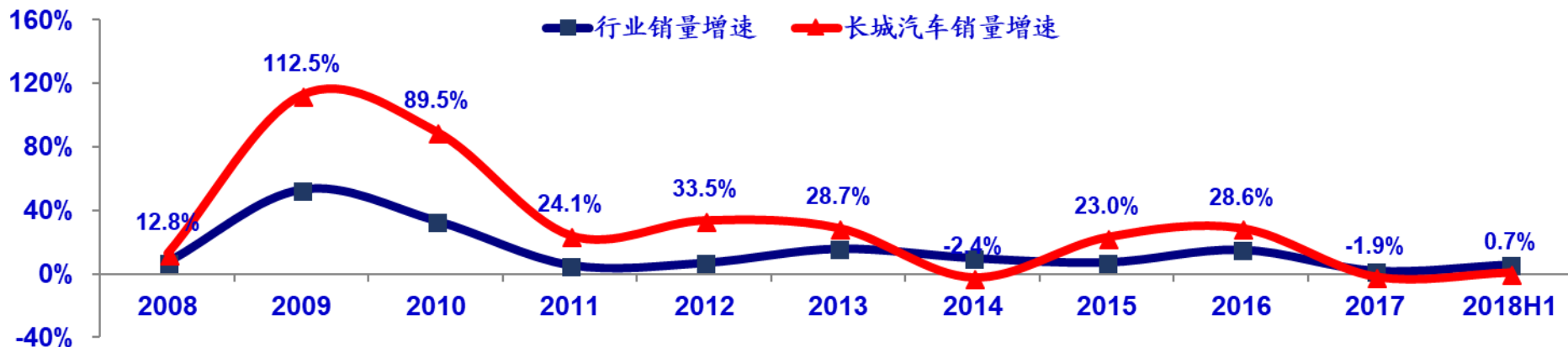


注：近5年复合收益率为2013年1月1日-2017年12月31日

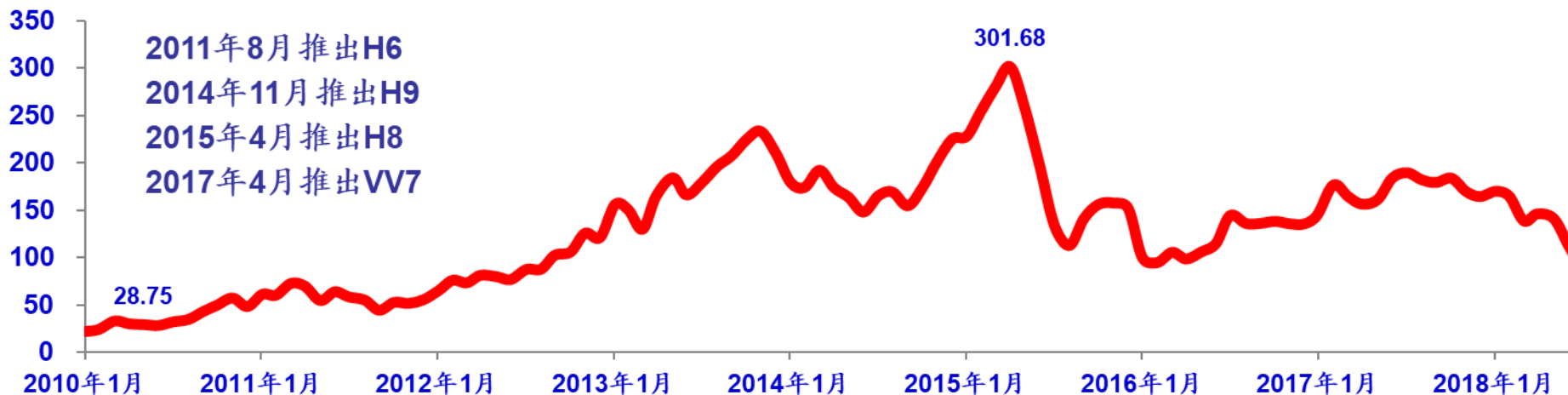
资料来源：wind，海通证券研究所

## 2.周期：长城汽车-SUV普及红利

### 图 2008-2018H1长城汽车销量表现

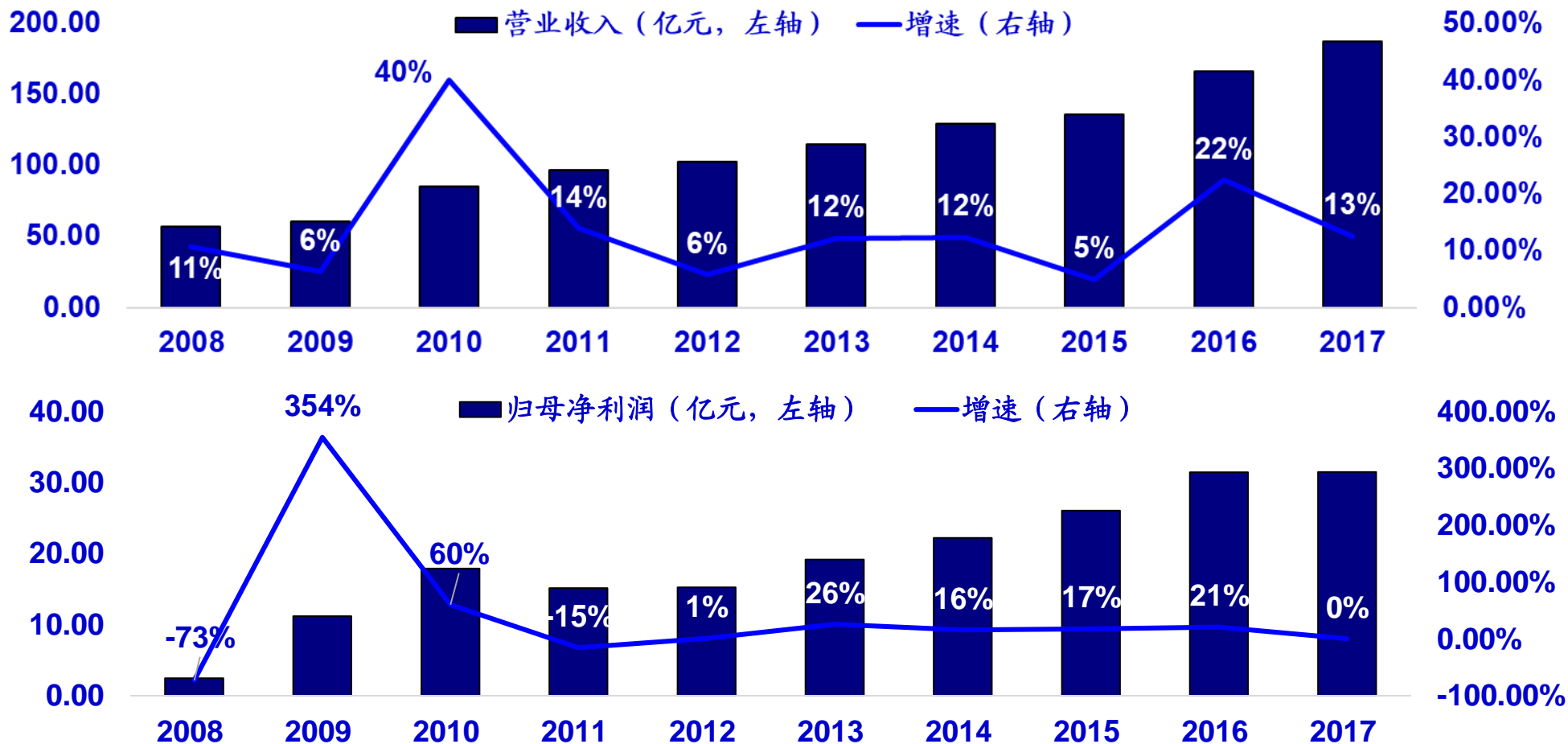


### 图 2010-2018H1长城汽车H股价表现（后复权，人民币元）



## 2.成长：福耀玻璃-技术升级和份额扩张

图 2008-2017年福耀玻璃营收/归母净利润表现



## 2.成长：宇通客车-稳定格局下的地位提升

图 2008-2018H1宇通客车的销量表现

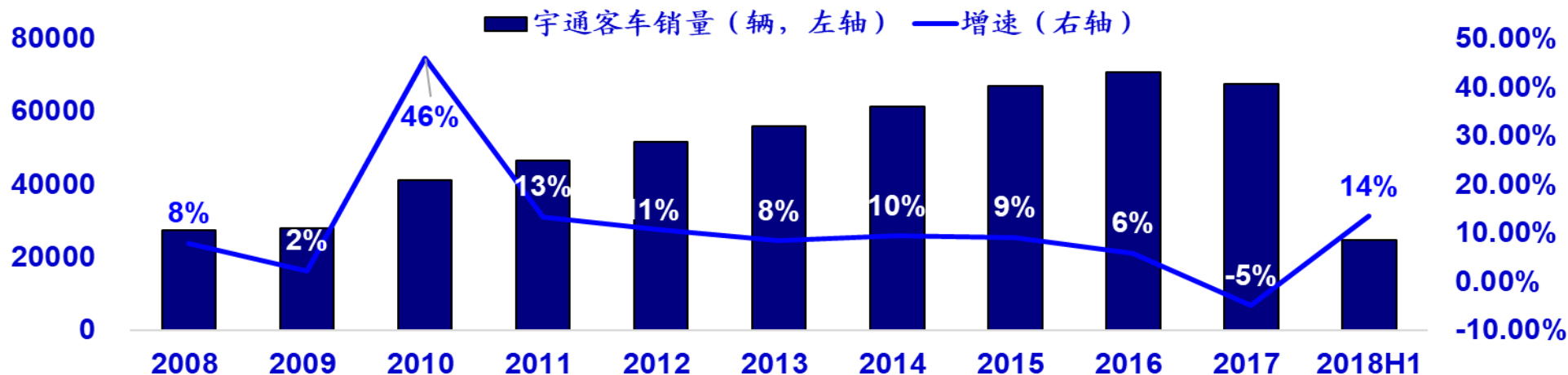
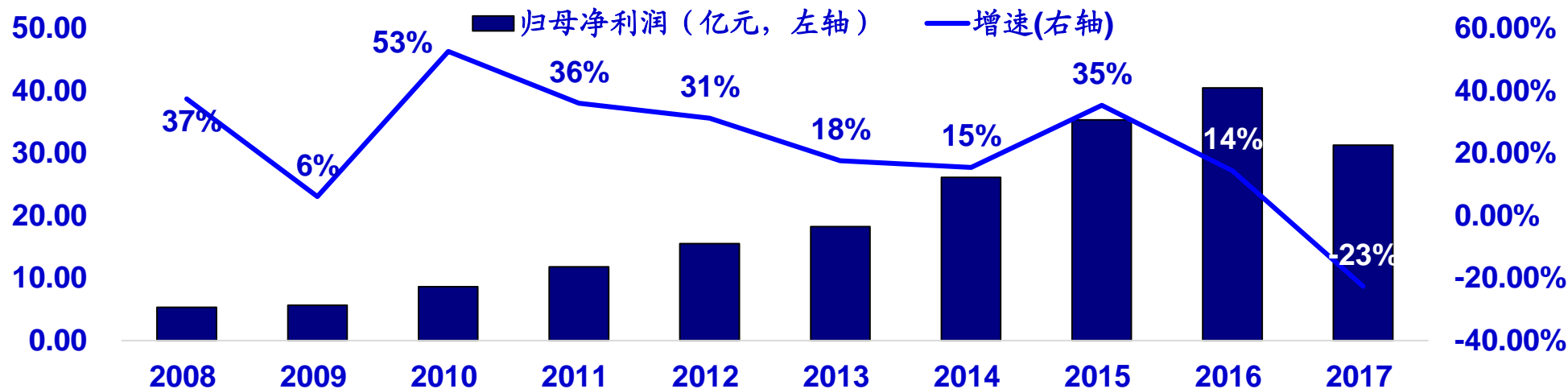


图 2008-2017年宇通客车的归母净利润表现





1. 十年复盘：汽车的周期与成长
2. 整车：弱化的行业周期
3. 零部件：稳健的成长
4. 新科技对价值链的重构

# 3. 汽车子行业划分

图 2008-2018H1 汽车销量表现

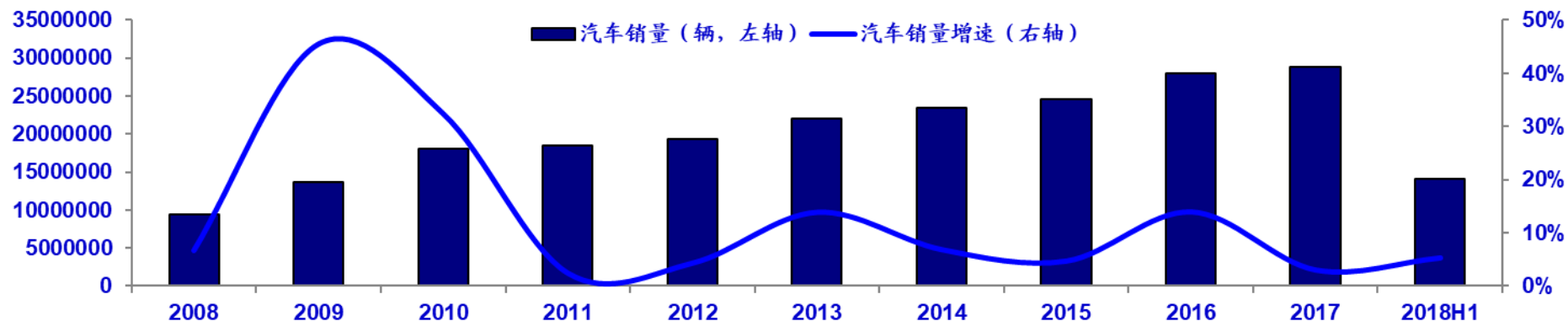


图 汽车子行业划分

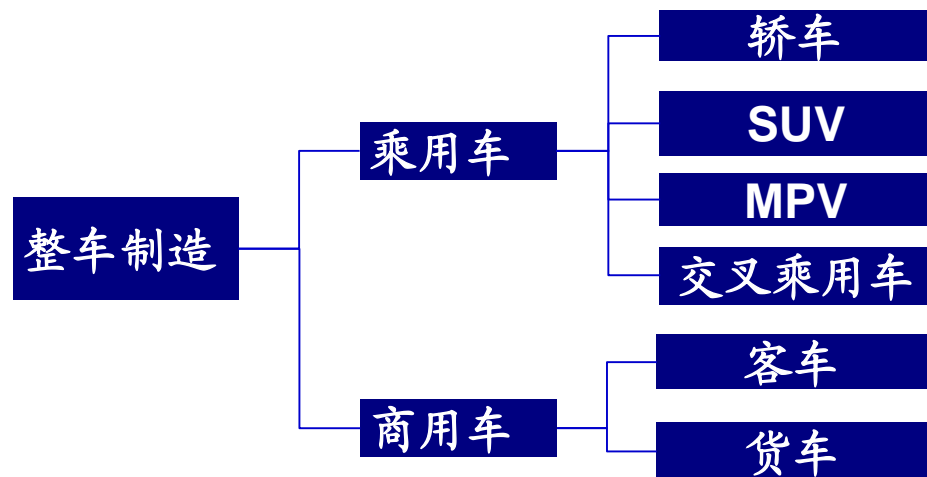
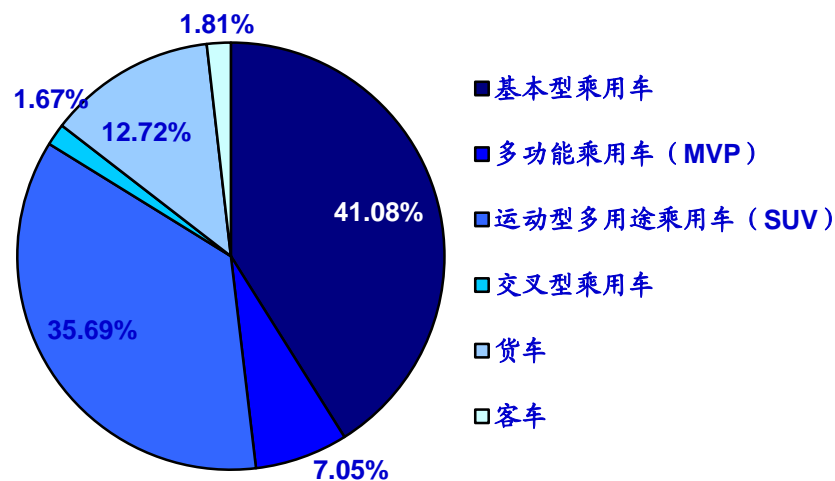


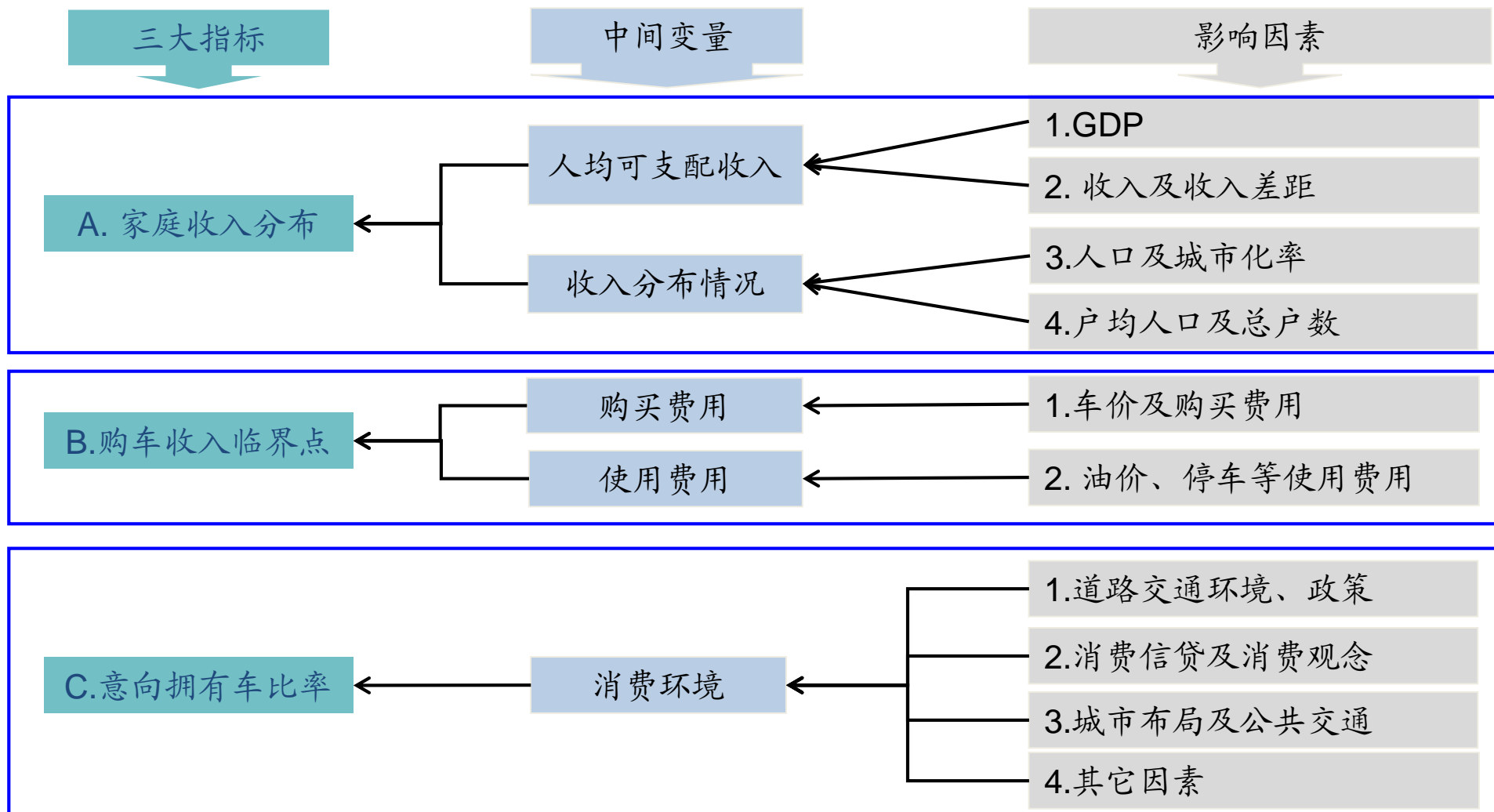
图 2017年汽车子行业销量占比



资料来源：中汽协，海通证券研究所

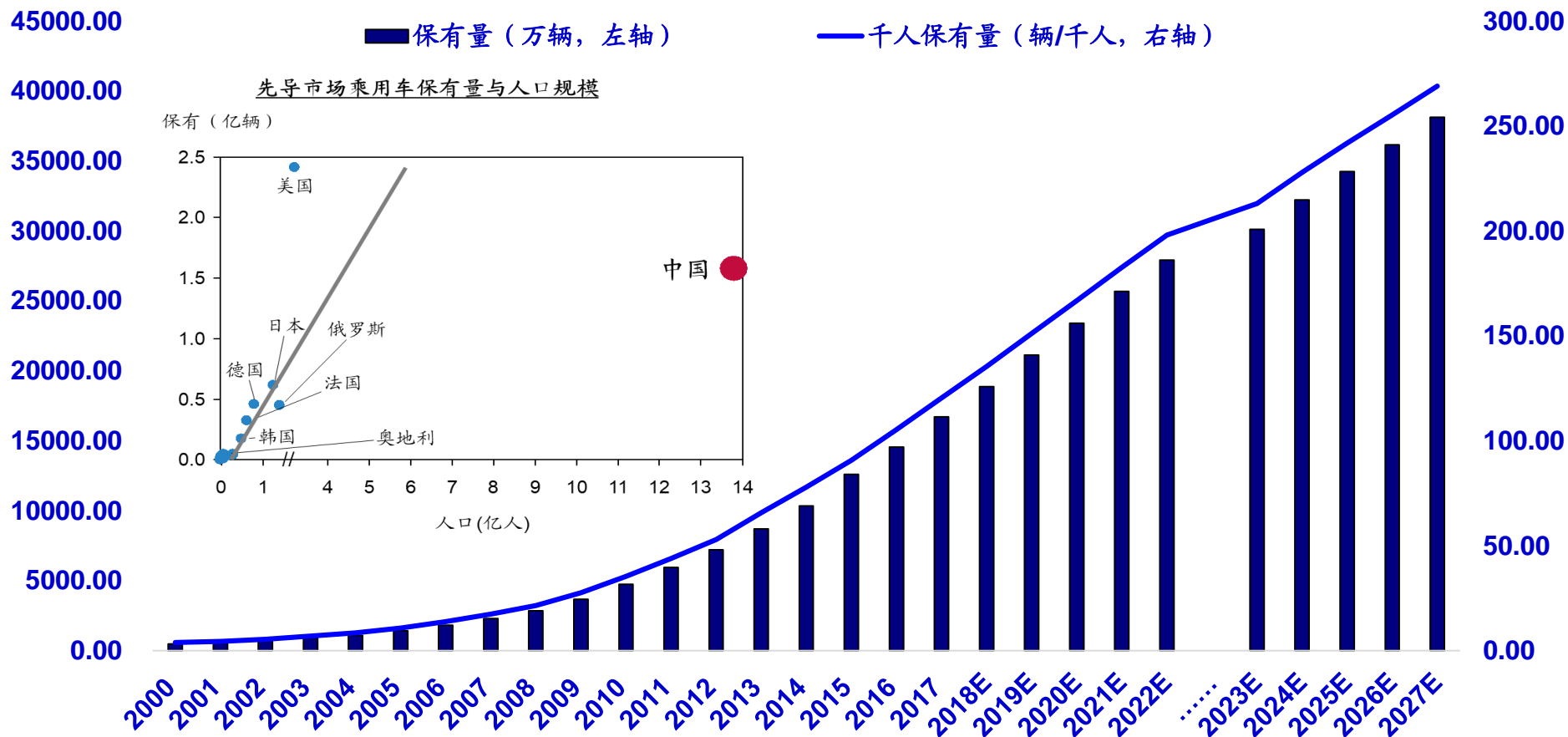
# 3. 乘用车需求分析框架

图 乘用车需求分析框架



# 3.乘用车市场处于普及中后期

## 图 中国乘用车市场千人保有量



资料来源：国家统计局，世界银行，世界汽车工业协会，海通证券研究所

### 3.整体增速放缓，SUV红利消退

图 乘用车市场销量及增速预测

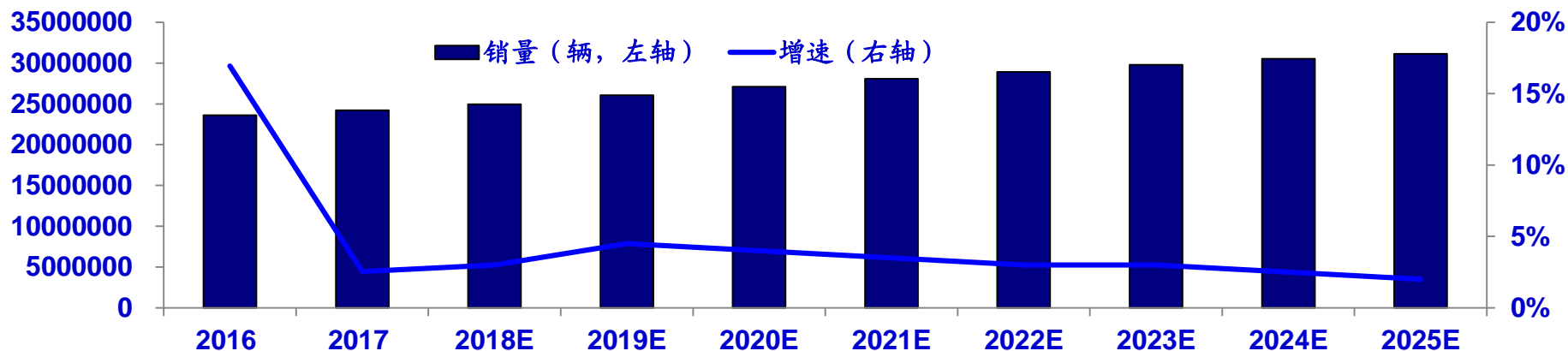


图 SUV市场销量及增速预测

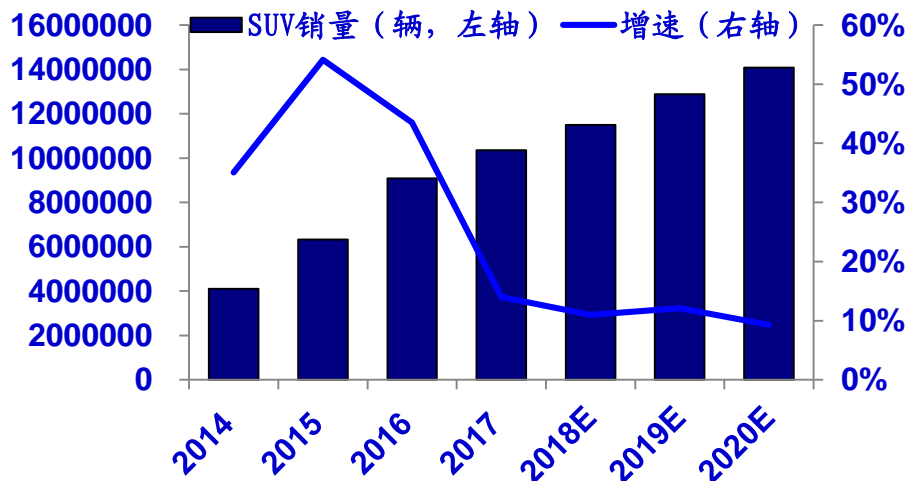
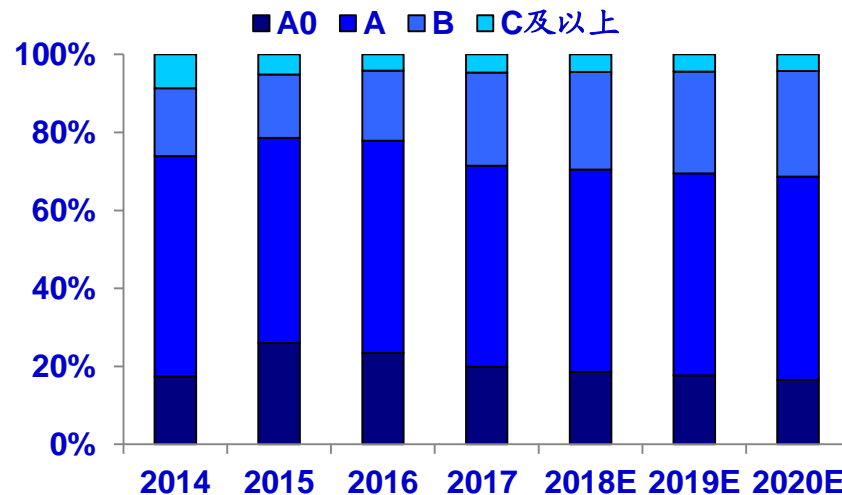


图 SUV分级别预测(销量占比)

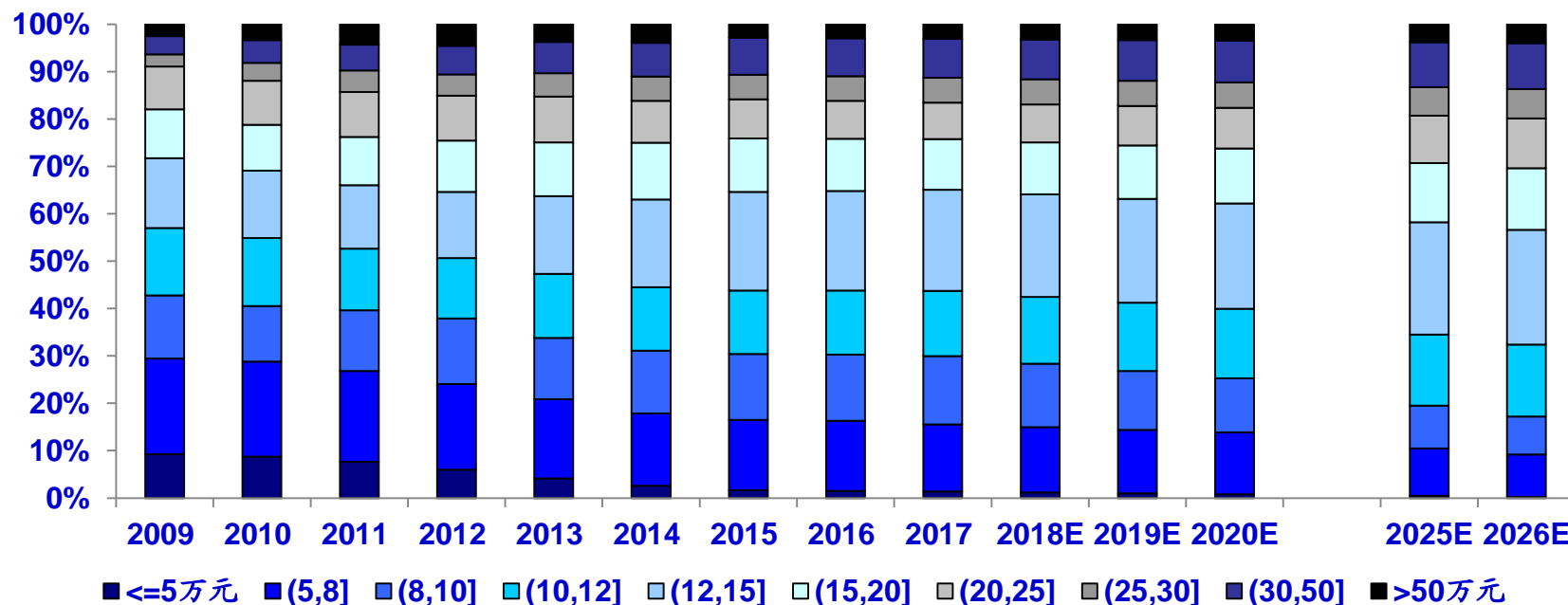


资料来源：中汽协，SIC，海通证券研究所

### 3. 消费升级压缩低价空间

- 未来市场演变：价格中枢上移，低价市场压缩；
- 产品力+品牌力+市场力是持续发展的关键。

图 乘用车市场分价格段市场份额



# 3. 自主份额提升，合资出现分化

图 乘用车各系别市场份额

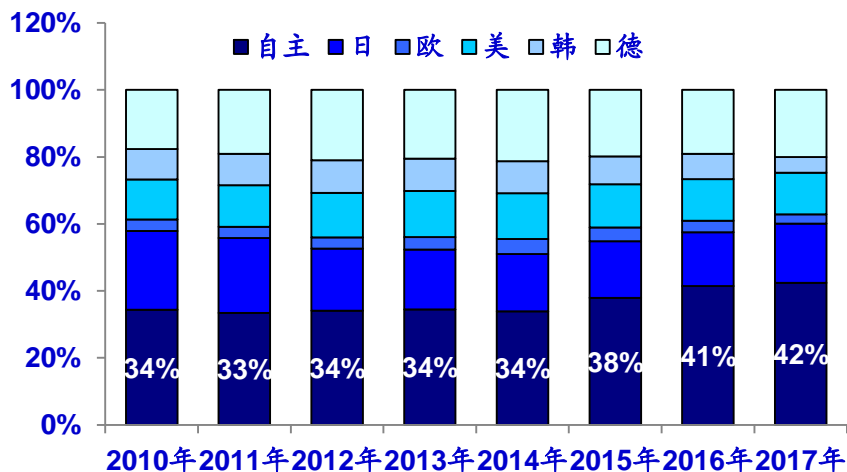


图 2017年自主品牌市场份额

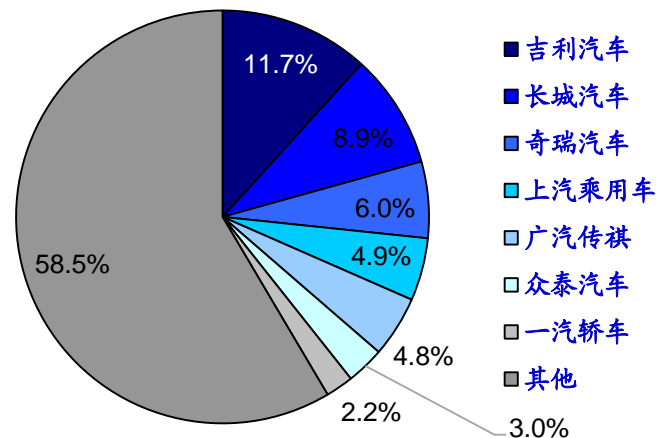


图 2014年合资品牌市场份额

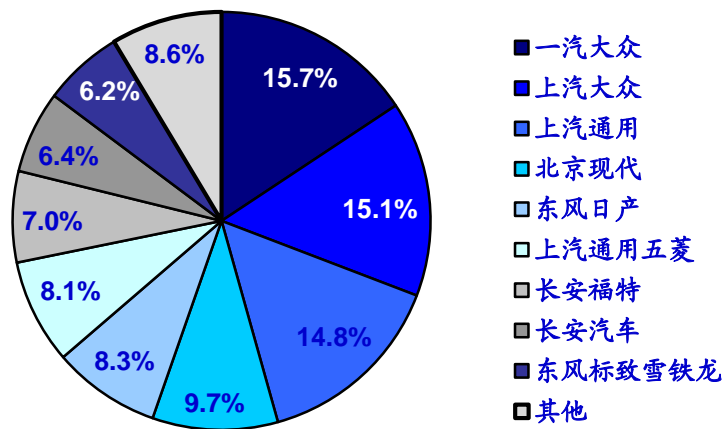
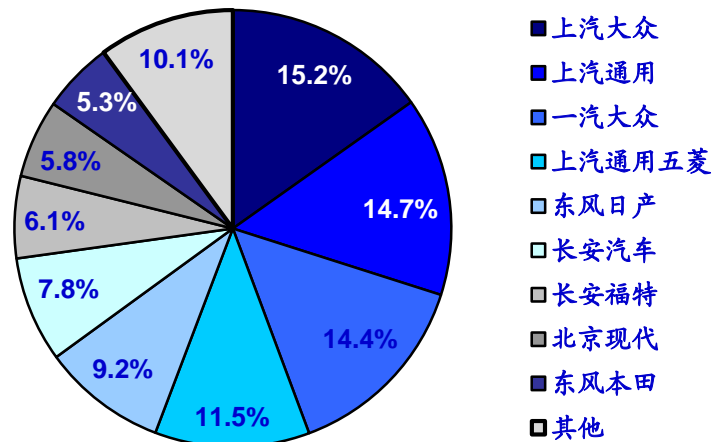
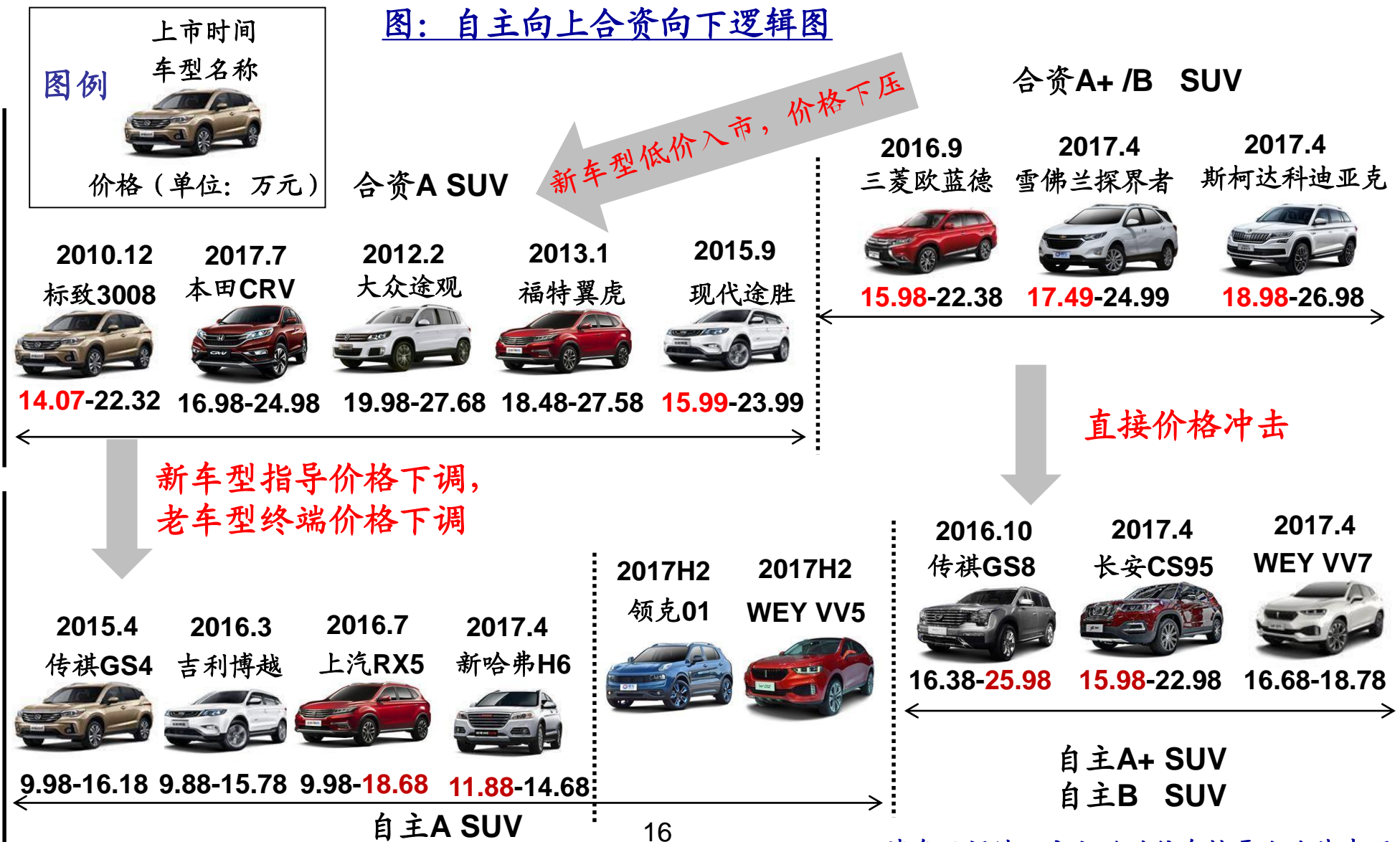


图 2017年合资品牌市场份额



# 3. 自主向上合资向下，格局持续演变

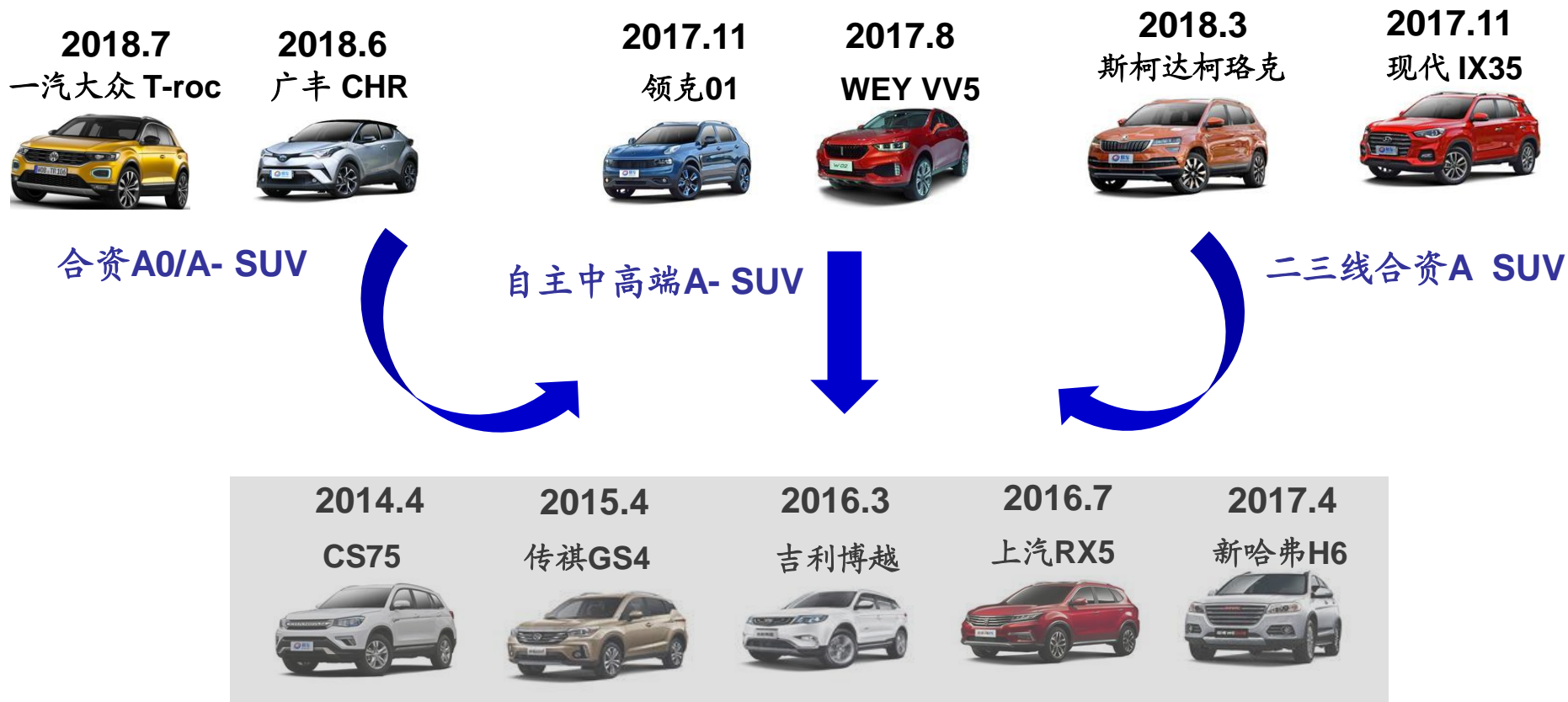
图：自主向上合资向下逻辑图





### 3. 自主重点市场面临竞争加剧压力

图 自主A SUV竞争格局分析



### 3.美国历史借鉴：品牌集中下的车型集中

- 品牌集中化车型爆款化：美国车企MCR3高达46%、MCR10 87%，销量前二十车型销量占比高达39%。

图 2016年美国车企份额

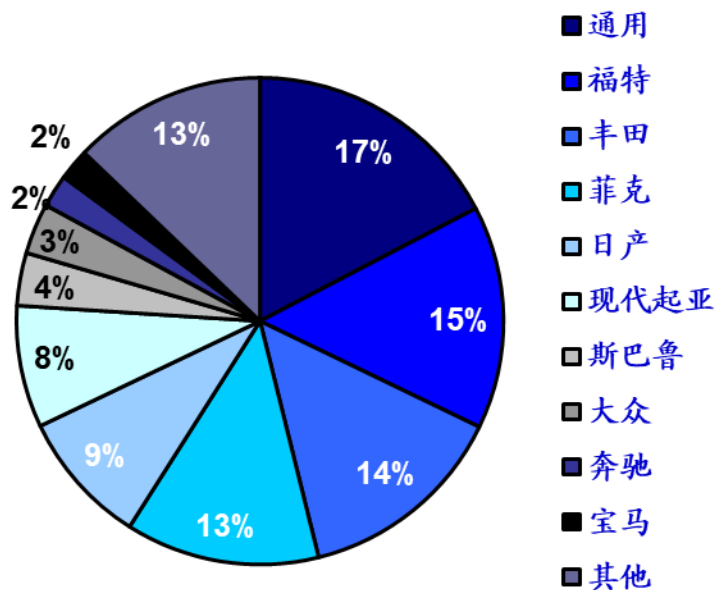
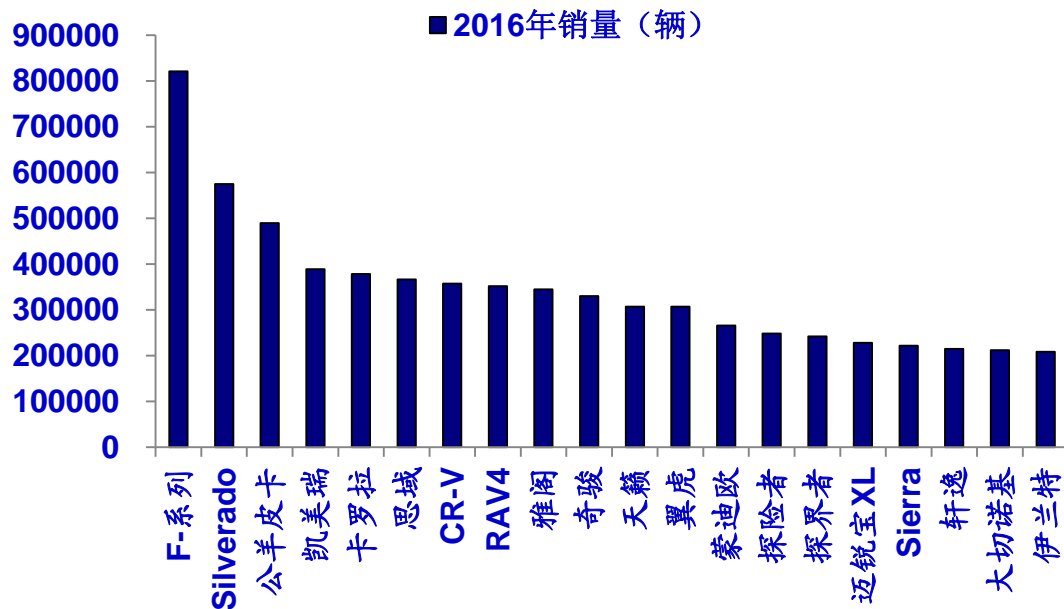


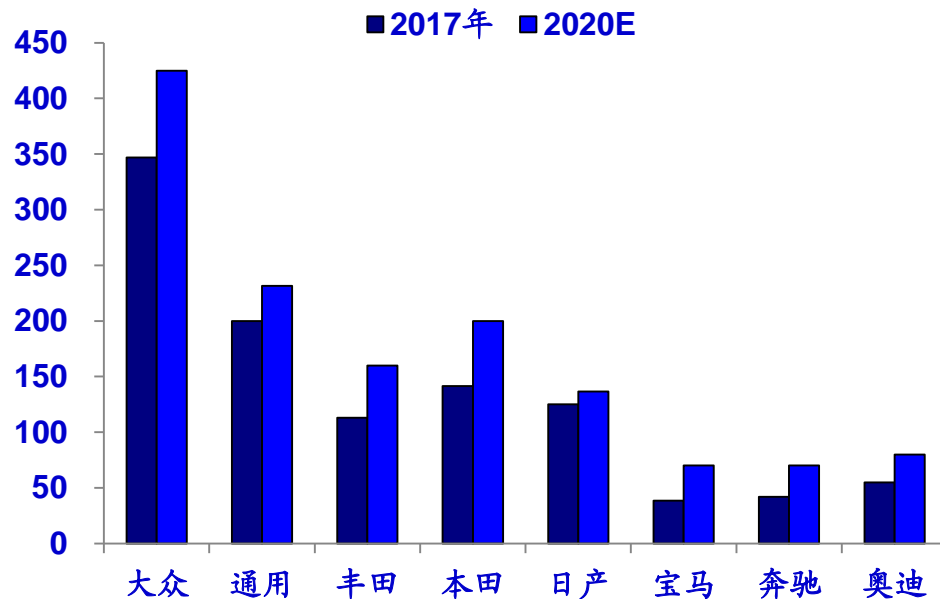
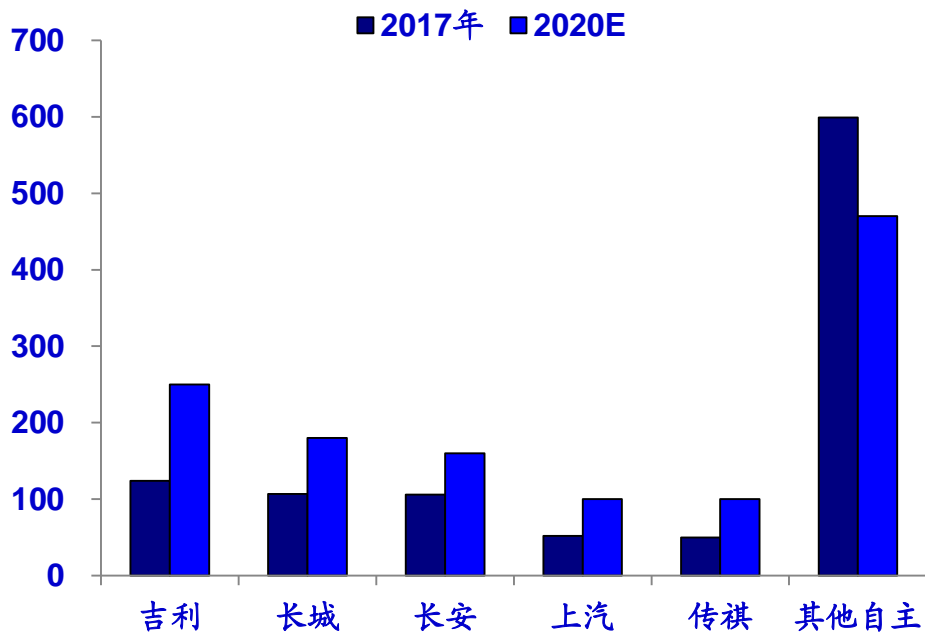
图 品牌集中后的车型集款化



### 3.弱化的行业周期，凸显的企业周期

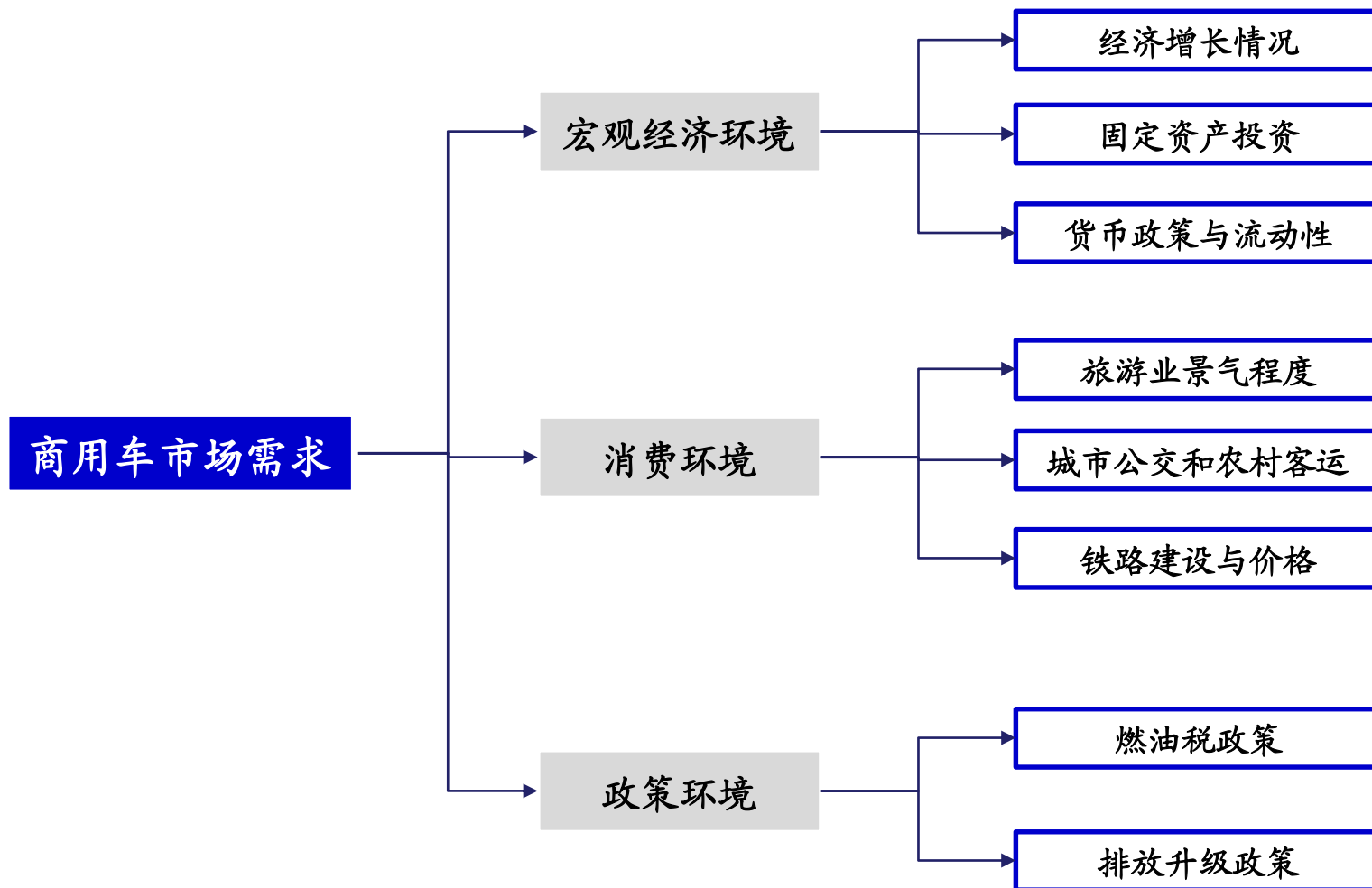
- 我们判断：更集中的合资更集中的自主——增长放缓竞争加剧，市场集中度快速提升。

图 2017 VS 2020E自主格局猜想（销量，万辆）图 2017 VS 2020E合资格局猜想（销量，万辆）



# 3.商用车需求分析框架

图 商用车需求分析框架



# 3. 商用车总量稳定，周期性波动

图 2008-2018H1 客车销量表现

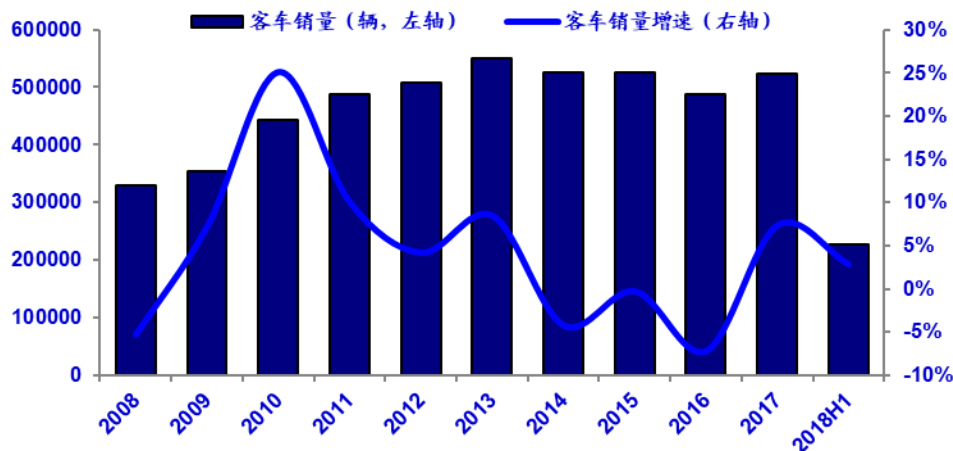


图 2008-2018H1 大中客车销量表现

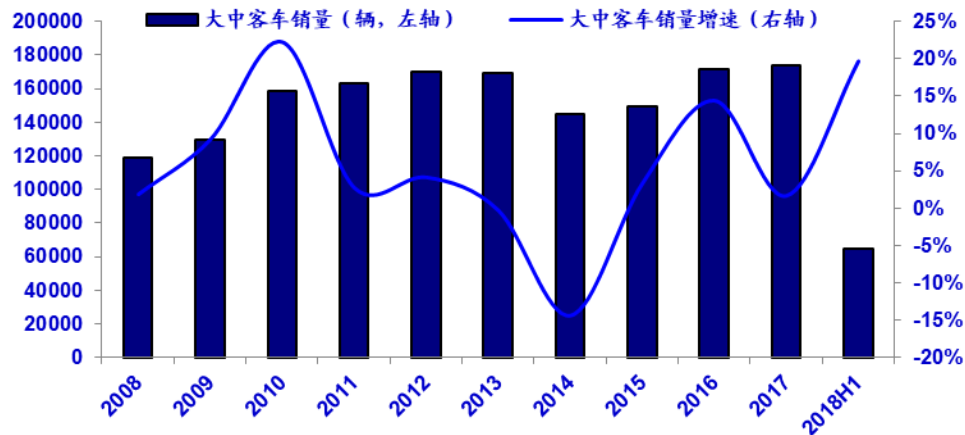


图 2008-2018H1 货车销量表现

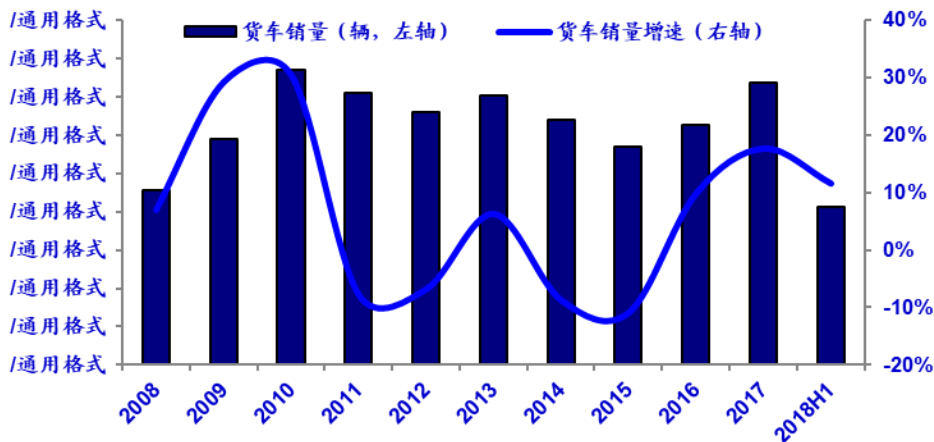
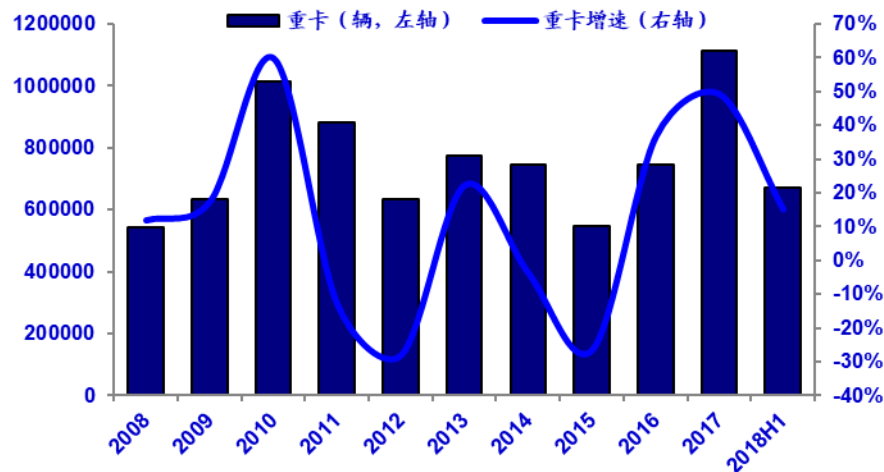


图 2008-2018H1 重卡销量表现



资料来源：中汽协，海通证券研究所

# 3. 商用车市场集中度高

图 2017年客车行业市场份额

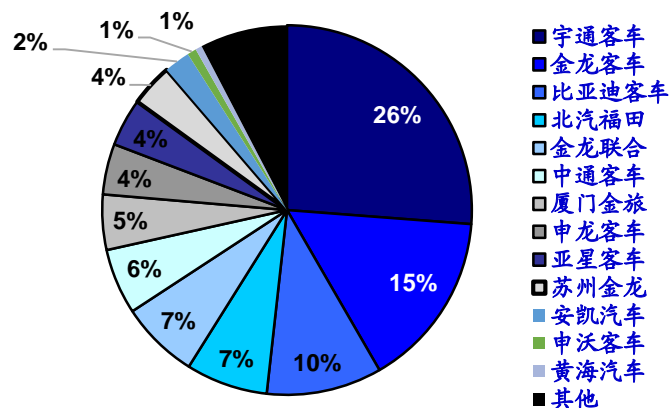


图 宇通中大客车市场份额

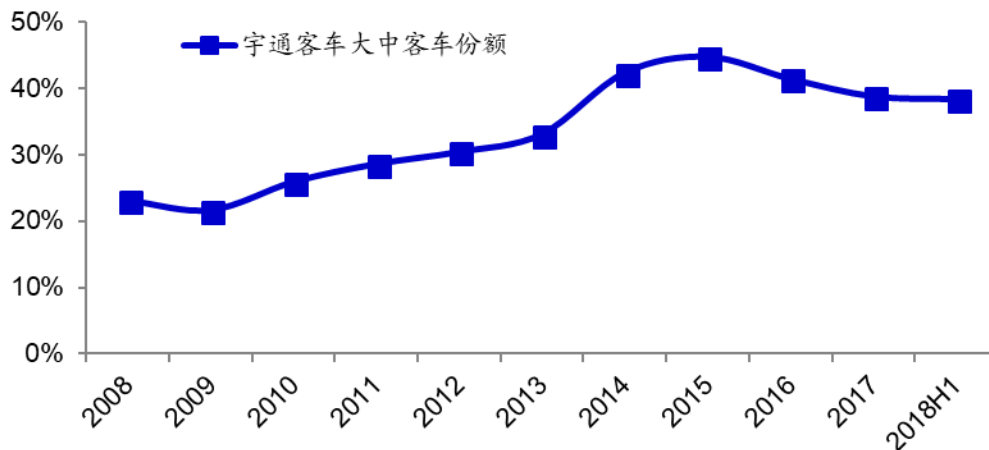


图 2017年重卡行业市场份额

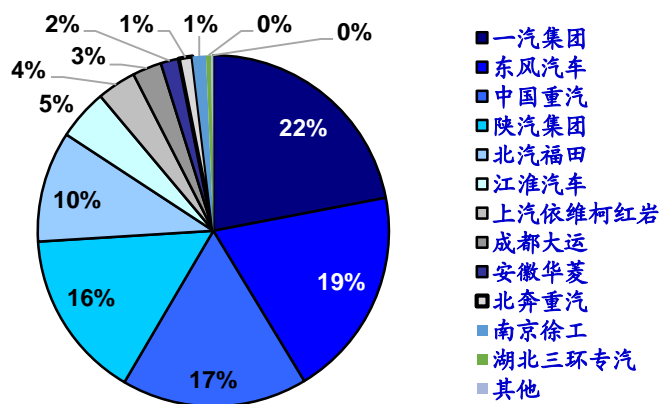
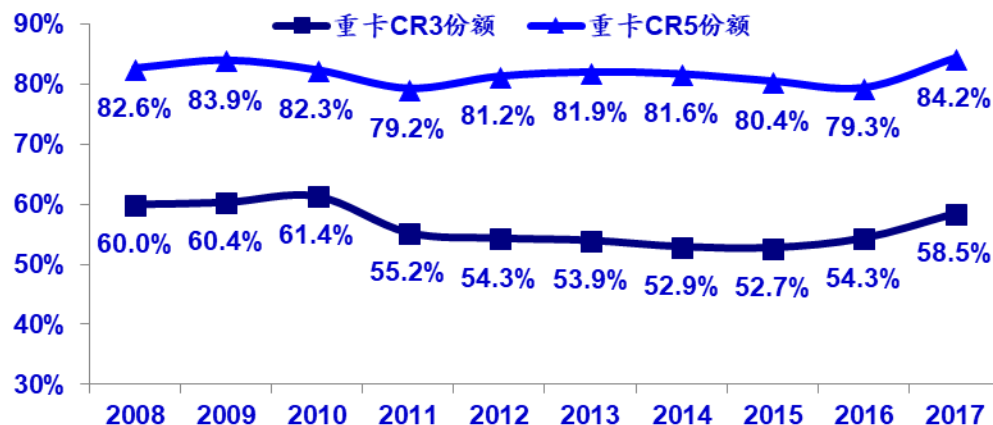


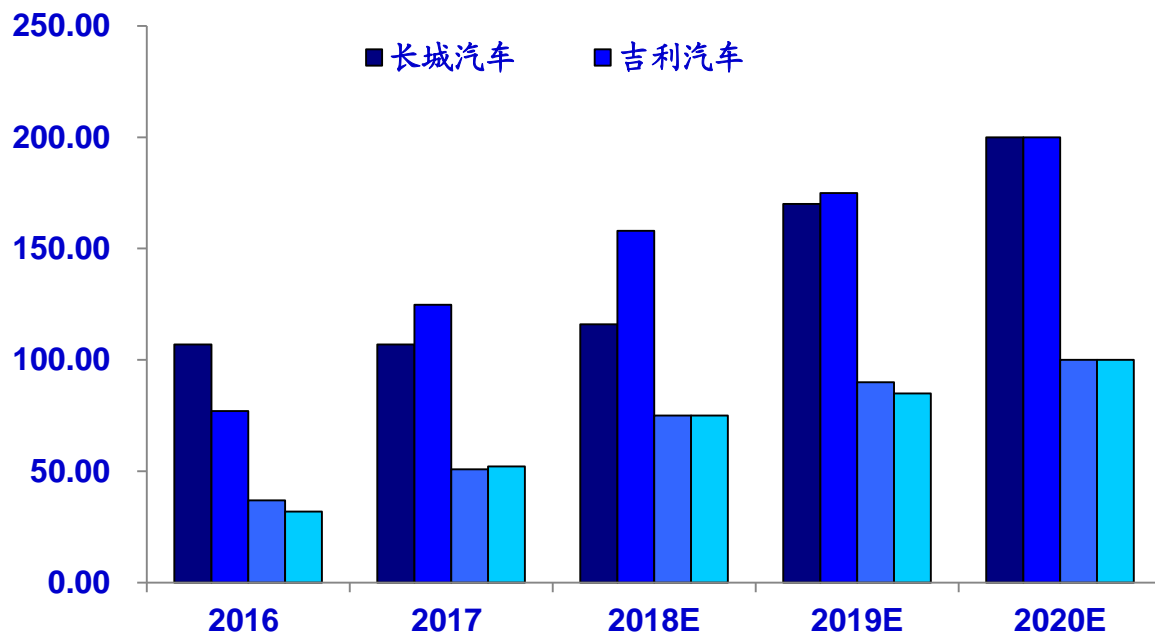
图 2008-2017年重卡行业集中度



1. 十年复盘：汽车的周期与成长
2. 整车：弱化的行业周期
- 3. 零部件：稳健的成长**
4. 新科技对价值链的重构

# 4.大自主提供高弹性

图 自主龙头高弹性（销量，万辆）



传祺GS8



长城WEY



吉利领克



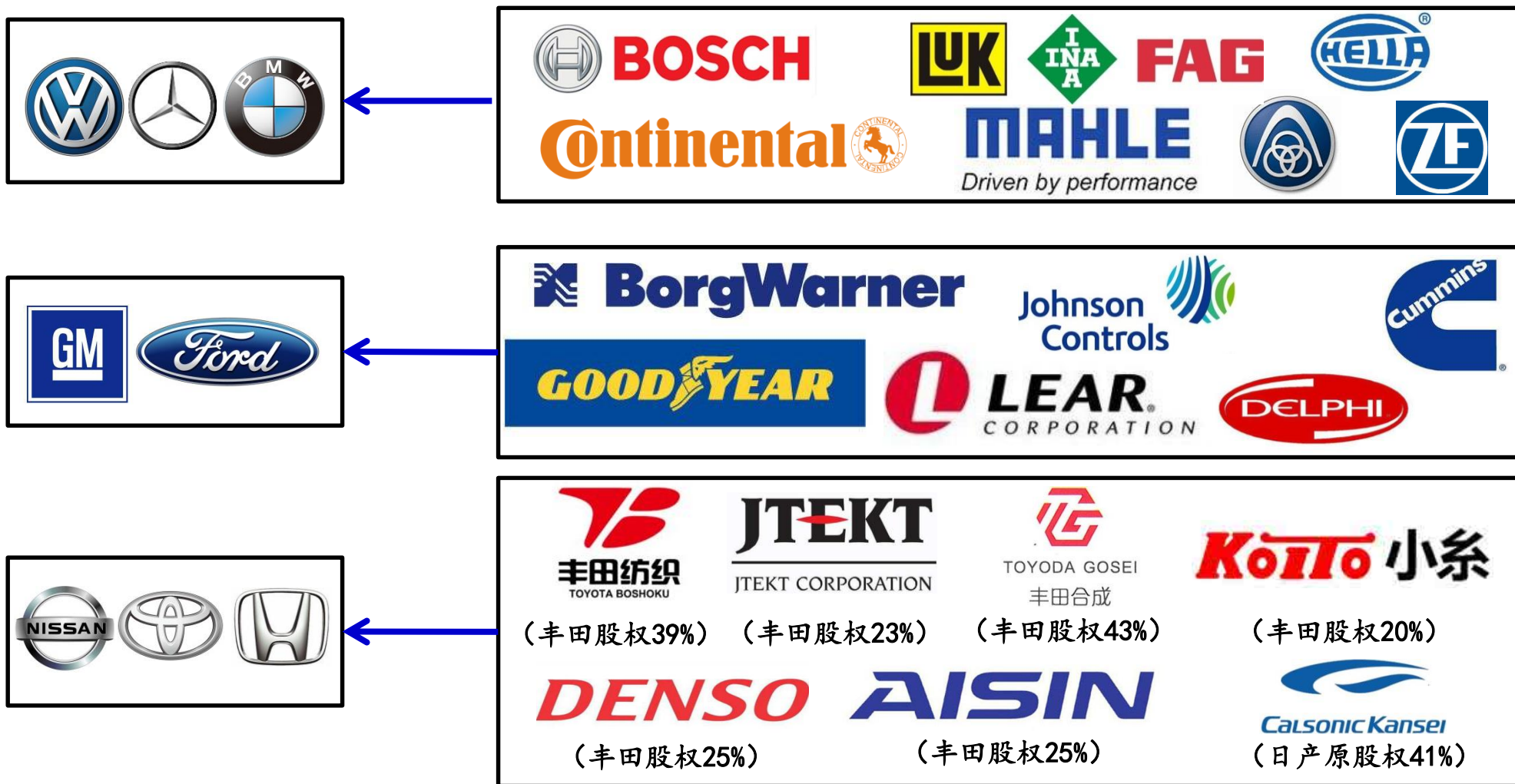
上汽乘用车 RX8





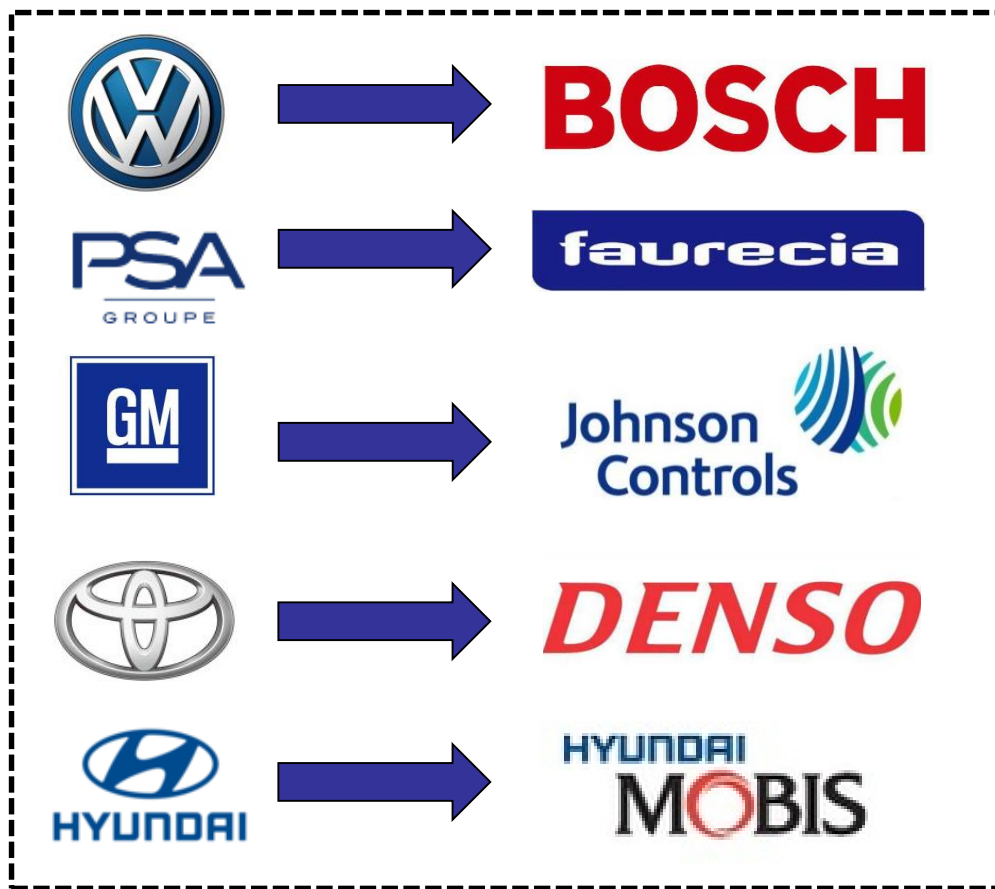
# 4. 整车企业和零部件共同繁荣

图 日美德整车与零部件关系



# 4. 自主整车发展推动零部件发展

图 自主整车发展推动自主零部件发展



# 4.降本成为合资和自主的关键

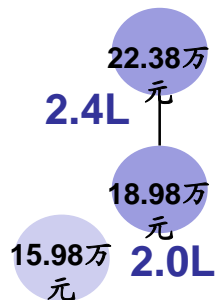
- 降成本成为关键：自主向上合资向下，合资和自主同级别价格高度重叠。

图 合资和自主车型价格高度重叠

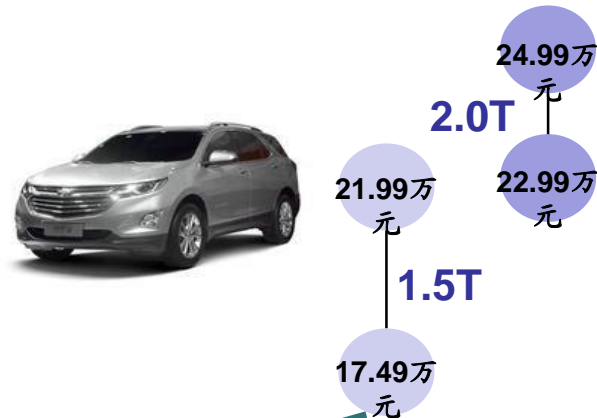
斯柯达柯迪亚克



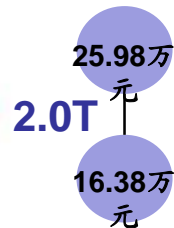
广汽三菱欧蓝德



雪佛兰探界者



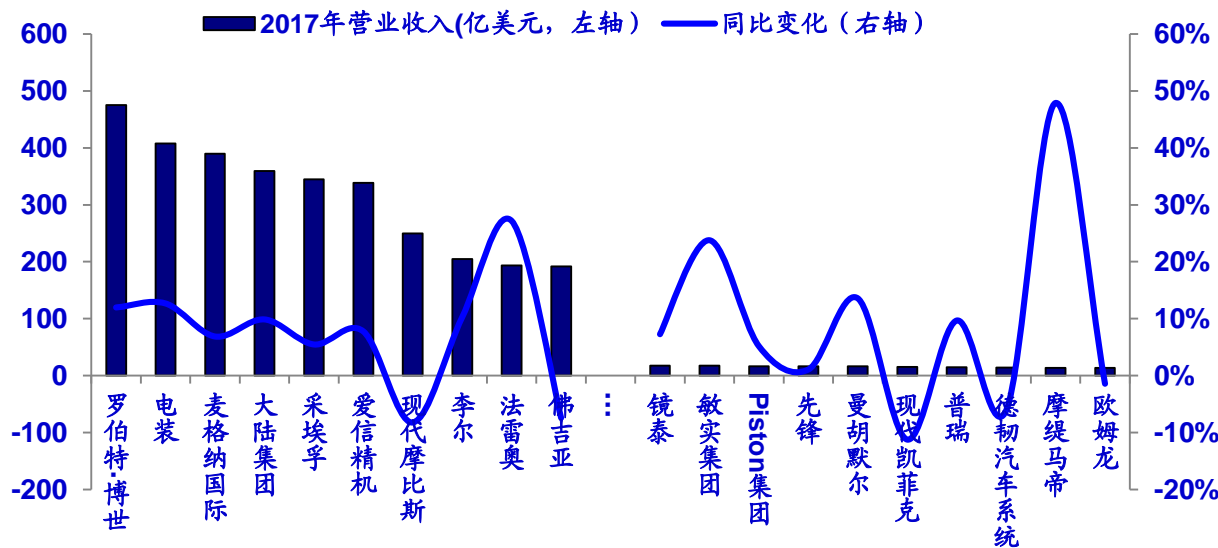
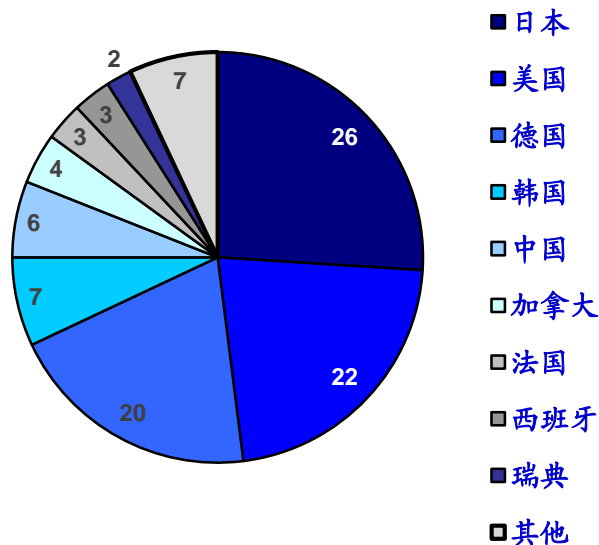
传祺GS8



# 4.全球再分工，自主零部件承接全球市场

- 巨头模式：整车巨头+零部件，整车强零部件强；
- 趋势：全球汽车增速放缓，零部件巨头增长疲软。

图 全球百强零部件公司分布（单位：个） 图 全球百强零部件经营情况（前十及后十）



# 4.全球零部件巨头战略调整

- 全球分工加速：巨头积极布局前瞻技术+国内企业收购海外成熟优质资产；
- 核心：中国市场+中国制度优势+品牌提升。

图 跨国零部件巨头布局前瞻技术



资料来源：搜狐汽车，美通社，华域汽车公司公告，海通证券研究所

# 4.全球再分工，自主零部件承接全球市场

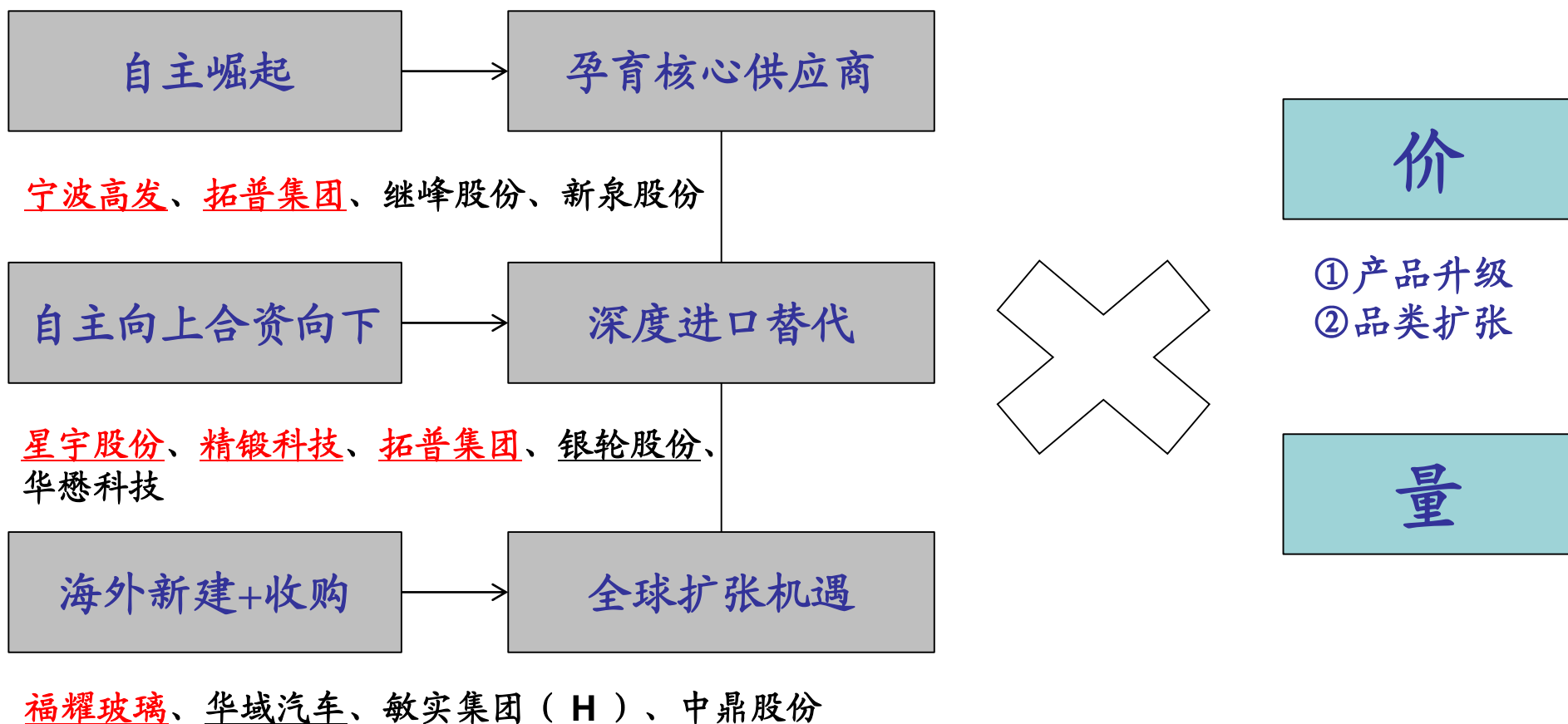
• 海外并购加速+优化：从内外饰到核心总成件。

图 中国零部件公司对外收购



# 4、自主零部件复制整车之路

图 三大驱动力 × 两大弹性



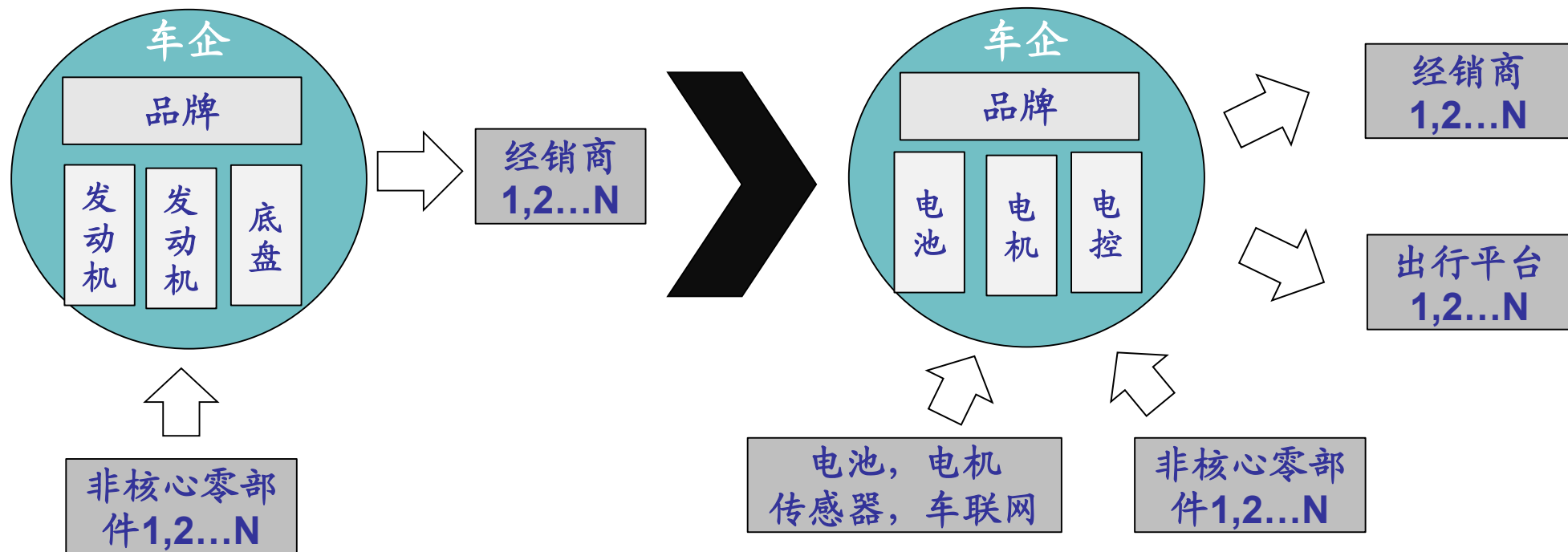
1. 十年复盘：汽车的周期与成长
2. 整车：弱化的行业周期
3. 零部件：稳健的成长
4. 新技术对价值链的重构



# 5.新科技对价值链的重构

- 核心技术为基础的产品定义权逐渐被通用化的智能电动核心零部件削弱，未来重使用轻所有的新人群增加出行平台议价权。

图 汽车产业长期价值链演变



# 5. 电动化：格局将走向分散再集中过程

• 中短期竞争格局分散：新品牌和现有企业的发力，使得NEV行业短期格局分散。

图 2015→2018H1新能源汽车份额对比

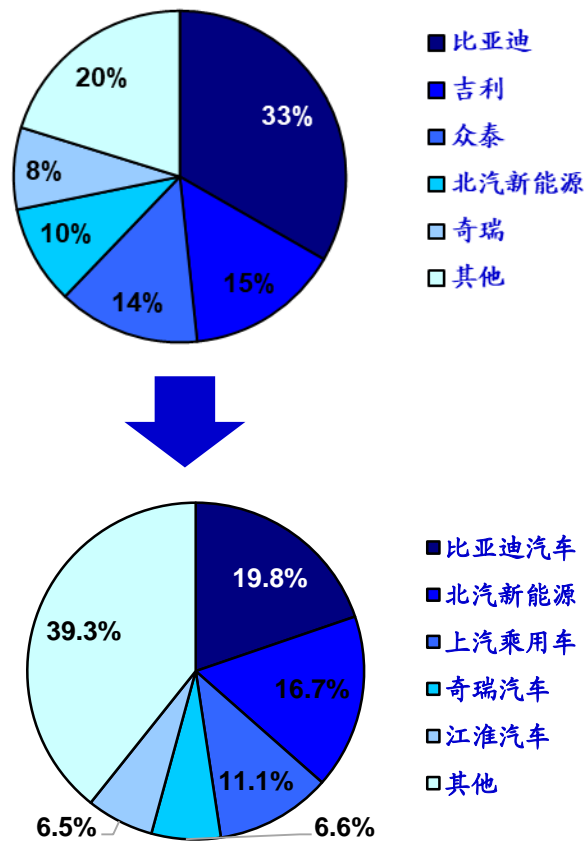
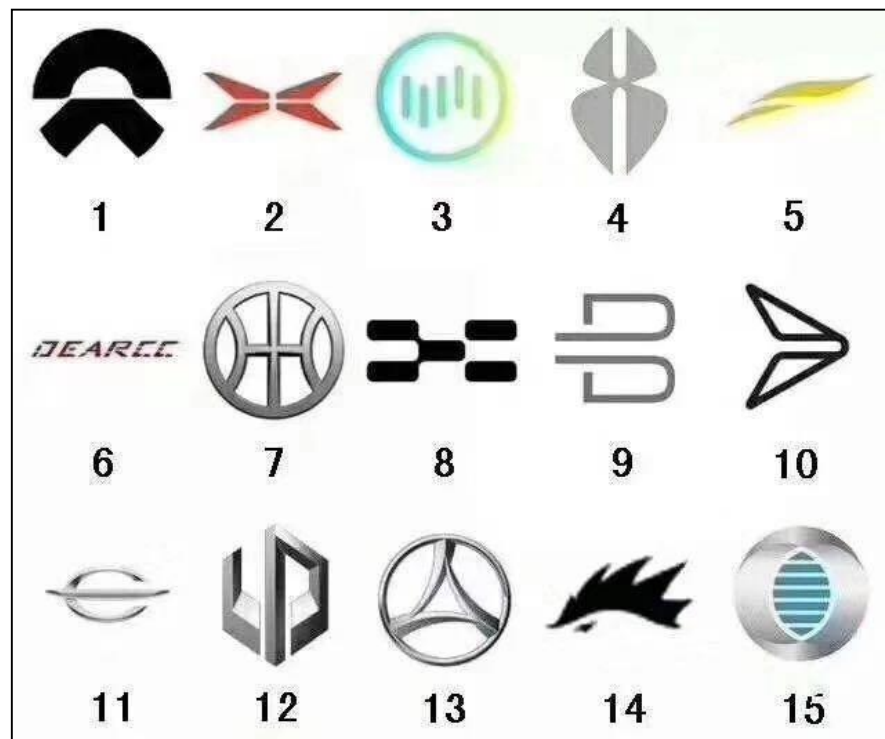


图 新增新能源车参与者



# 5. 电动化：供需回归消费品本质

- 从补充到替代，品牌和产品是取胜之匙：**NEV**从限牌城市“占牌”属性回归消费属性，产品和品牌取胜。

图 新能源车和汽油车从互补到替代

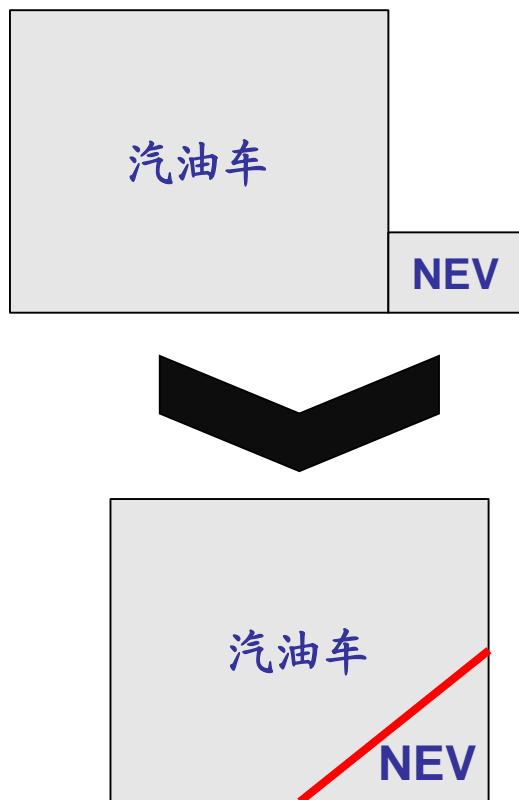


图 高品质供给推向市场

		<b>PHEV</b> ：补贴前 <b>49.69</b> 万起 汽油版：全系 <b>43.69-66.39</b> 万
		<b>EV</b> ：补贴后 <b>11.98-14.58</b> 万 汽油版：高配 <b>9.08-11.68</b> 万
		<b>PHEV</b> ：补贴后 <b>16.68-19.98</b> 万 汽油版：高配 <b>14.48-17.98</b> 万
		<b>EV</b> ：补贴后预售 <b>30-46</b> 万元

## 5.智能化：供应商的红利，车企卖点走向趋同

- 智能硬件是增量：车企加快推出智能化产品作为差异卖点，后续车企跟进造成趋同，卖点的溢价逐渐降低，智能化供应商受益。

图 通用在中国的智能化战略



图 长安汽车2018年推出L2级车型



具备的L2（部分自动化）功能：

APA 4.0一键泊车

停走式ACC全速自适应巡航

AEB预警辅助

LDW车道偏离预警

- 行业增长低于预期;
- 竞争严重加剧导致的“价格战”风险;
- 汽车零部件降价压力超预期;
- 原材料价格上涨超预期;
- 汇率波动幅度过大。

## 分析师声明

杜 威

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 海通证券汽车研究团队：

杜 威

**SAC执业证书编号：S0850517070002**

**电 话：0755-82900463**

**Email: dw11213@htsec.com**

王 猛

**SAC执业证书编号：S0850517090004**

**电 话：021-23154017**

**Email: wm10860@htsec.com**

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。