



证券研究报告
(优于大市, 维持)

《消费+周期+科技》

王 猛 (汽车行业首席分析师)

SAC 号码: S0850517090004

2018年7月19日

1. 汽车行业概述
2. 乘用车整车投资框架
3. 新能源汽车投资框架
4. 汽车零部件投资框架

图：不同汽车产品的定义要素

客户需求

乘用车：价格、空间、品牌、外观、内饰、配置、性能

商用车：功能、价格、服务



供给约束

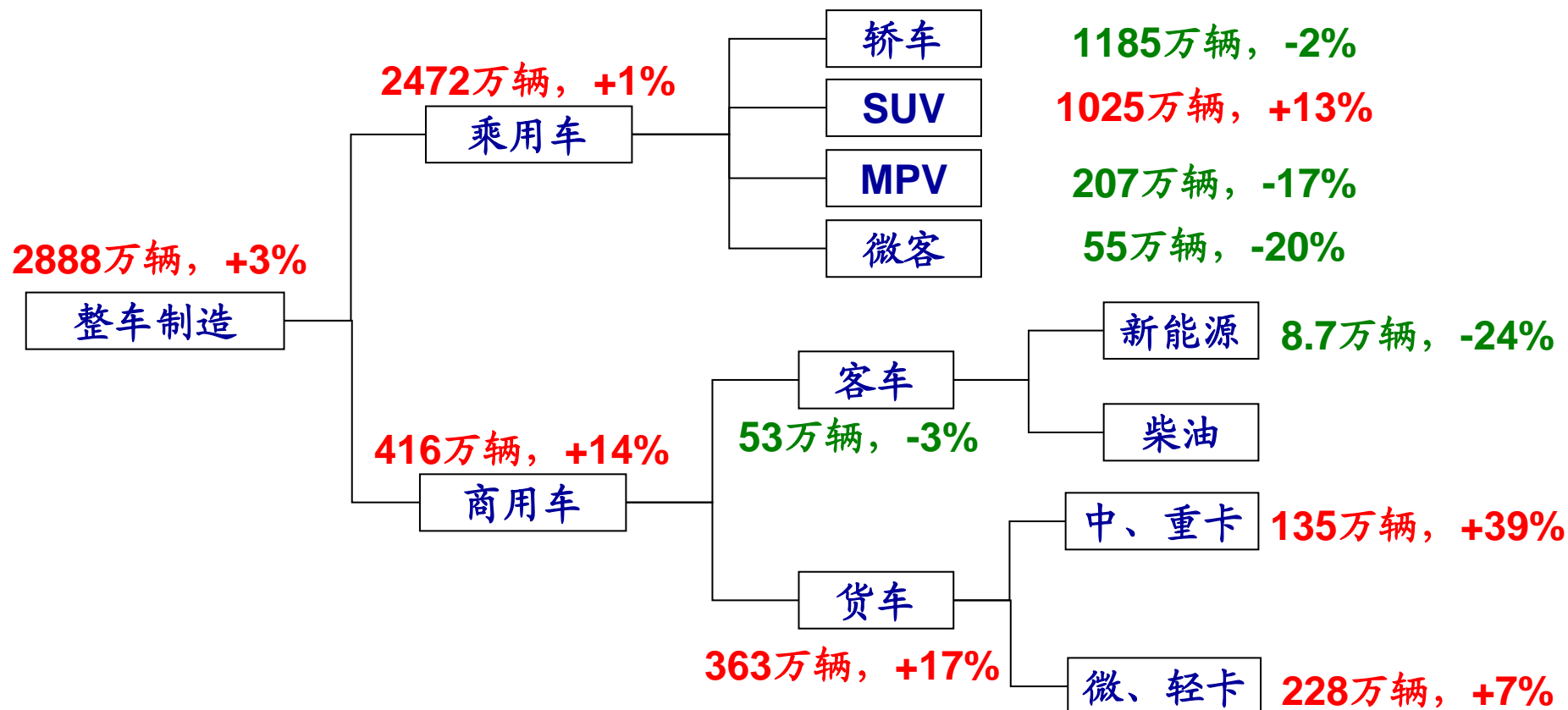
工程

法规

技术

成本

图：2017年我国乘用车销量及同比增速（按车辆类型）



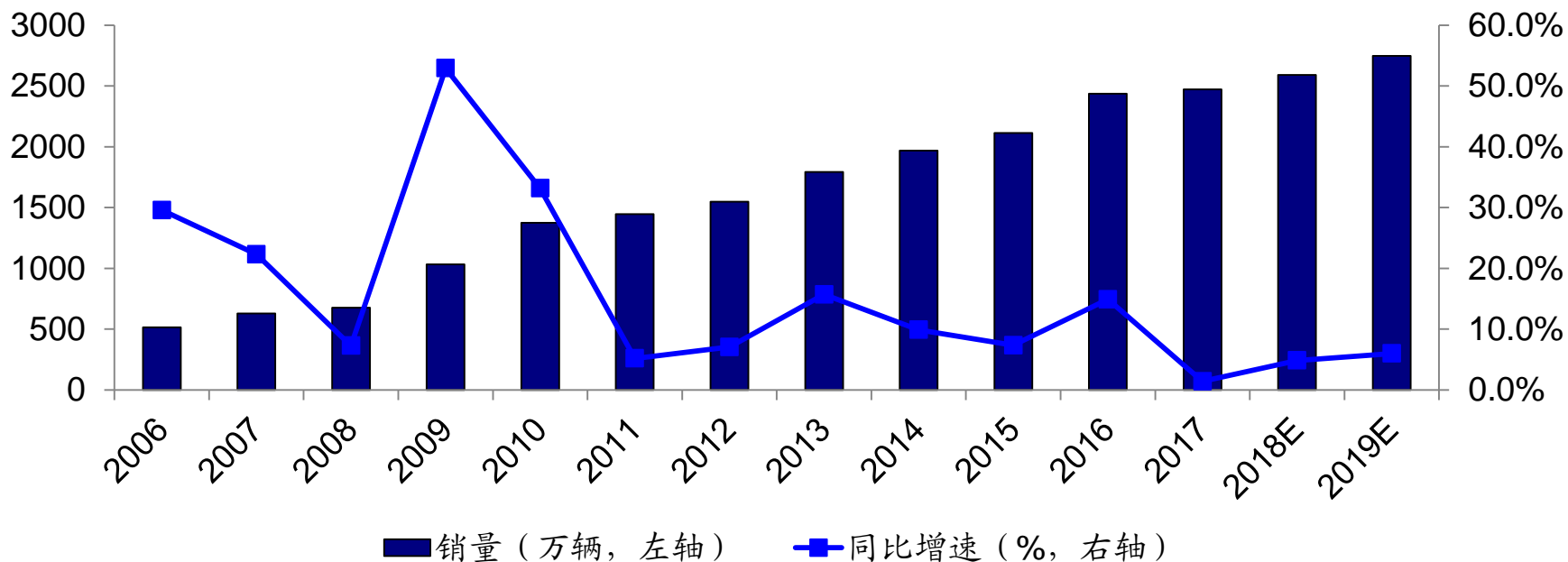


1. 汽车行业概述
2. 乘用车整车投资框架
3. 新能源汽车投资框架
4. 汽车零部件投资框架

购买决策的可选周期波动（3-12个月）

- 1、消费者收入的变化：棚改、房价、股市；
- 2、汽车产品价格的变化：官方调整、购置税、关税、牌照。

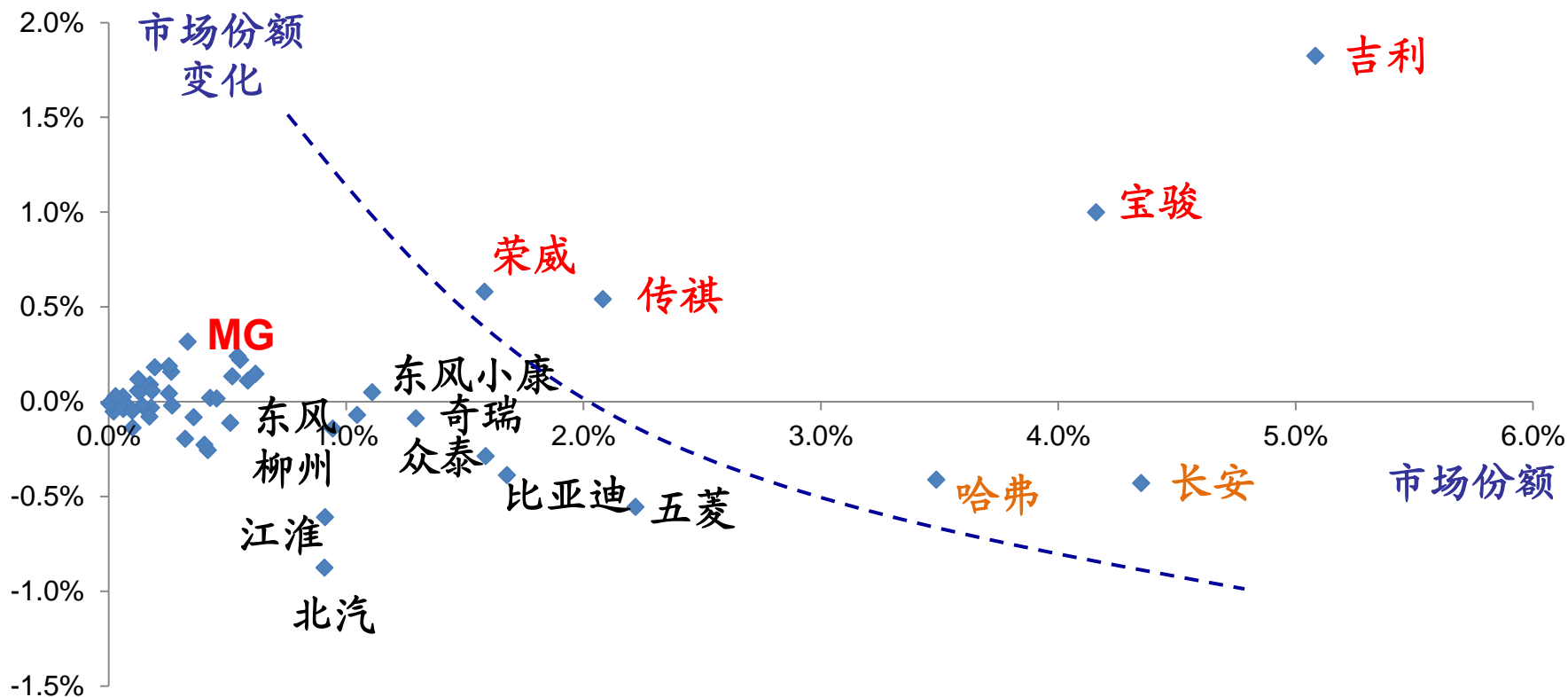
图：我国乘用车销量及同比增速



自主品牌份额向龙头集中

优势品牌（具备品牌溢价能力）市场份额迅速提升。

图：2017年我国自主乘用车品牌市场份额及变化情况



表：2017年我国乘用车各细分市场销量情况（辆）

轿车	Top10车型 年销量均值	SUV	Top10车型 年销量均值	MPV	Top10车型 年销量均值	合计
微型	25823	小型SUV	141971	MPV	142845	
小型	99886	紧凑型SUV	243110			
紧凑型	326964	中型SUV	136873			
中型	137436	中大型SUV	28309			
中大型	52272					
合计	642381		550263		142845	1335489

产品架构：从内而外全面升级，品牌重生，细分市场的标杆，3-5年研发周期。

图：2018款奔驰E级轿车内饰（换代车型）



图：2017款奔驰E级轿车内饰



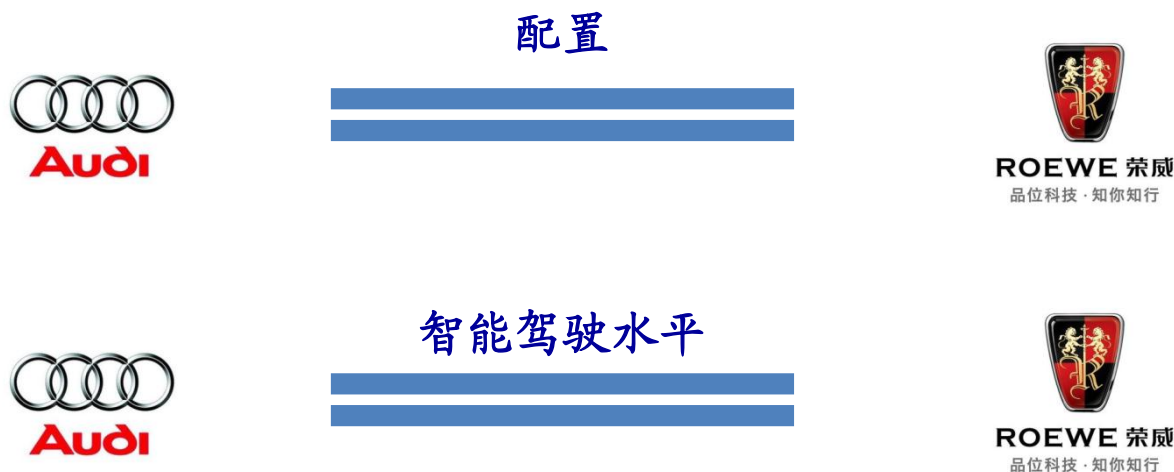
乘用车品牌的产品周期（吉利汽车）

表：吉利汽车产品阵容

		2015	2016	2017	2018
轿车	A00	熊猫	熊猫	熊猫	
	A0	金刚	金刚	金刚	
	A	远景	远景	远景	
		帝豪EC7	帝豪EC7	帝豪EC7	
			帝豪GL	帝豪GL	
	B	博瑞	博瑞	博瑞	
SUV	A0			远景X1	
				远景X3	
	A	GX7	GX7		
			远景SUV	远景SUV	
				远景S1	
		帝豪GS	帝豪GS	帝豪GS	
		博越	博越	博越	
			领克01		
			领克02		
			领克03		
MPV				新车型	

自主品牌作为后来者，差异化竞争（性价比）是长久生存之道。我们判断：

- 1、自主品牌在尺寸、造型、配置、内饰等方面挖掘极致，造就这一轮崛起；
- 2、未来豪华品牌率先电动化、智能化，自主品牌需依靠智能化功能突破20万元价格天花板。



整车厂的转型目标是出行服务提供商，我们认为应具备4大能力：

- 1、电动车研发制造能力；
- 2、无人驾驶核心技术；
- 3、人-车交互设计能力；
- 4、出行服务品牌。

- 1、行业的短周期向上，消费环境好，购车欲望强；
- 2、企业的产品架构与竞争对手相比，有明显优势；
- 3、企业的产品投放空间大、高增长细分市场，畅销概率大；
- 4、企业的产品周期处于中前期，未来24个月销量高增长；
- 5、企业掌握电动化、智能化核心技术，率先突破高端。

1. 汽车行业概述
2. 乘用车整车投资框架
3. 新能源汽车投资框架
4. 汽车零部件投资框架

表：不同动力类型汽车优缺点对比

	纯电动	插电混	汽油车（含混动）
价格	●	●	●
空间	●	●	●
造型	●	●	●
操控	●	●	●
智能	●	●	●
便利	●	●	●
油耗	●	●	●

● 优 ● 中 ● 差

- 1、价格：两套动力系统更复杂，成本更高；
- 2、产品设计：受发动机、变速器布置所限，设计创新自由度不足；
- 3、生命周期：我们估计**10**年左右缓冲期，消化传统产能，降低折旧成本。

图：Passat GTE



图：Passat（汽油版）



纯电动平台：全新设计，产品力升级

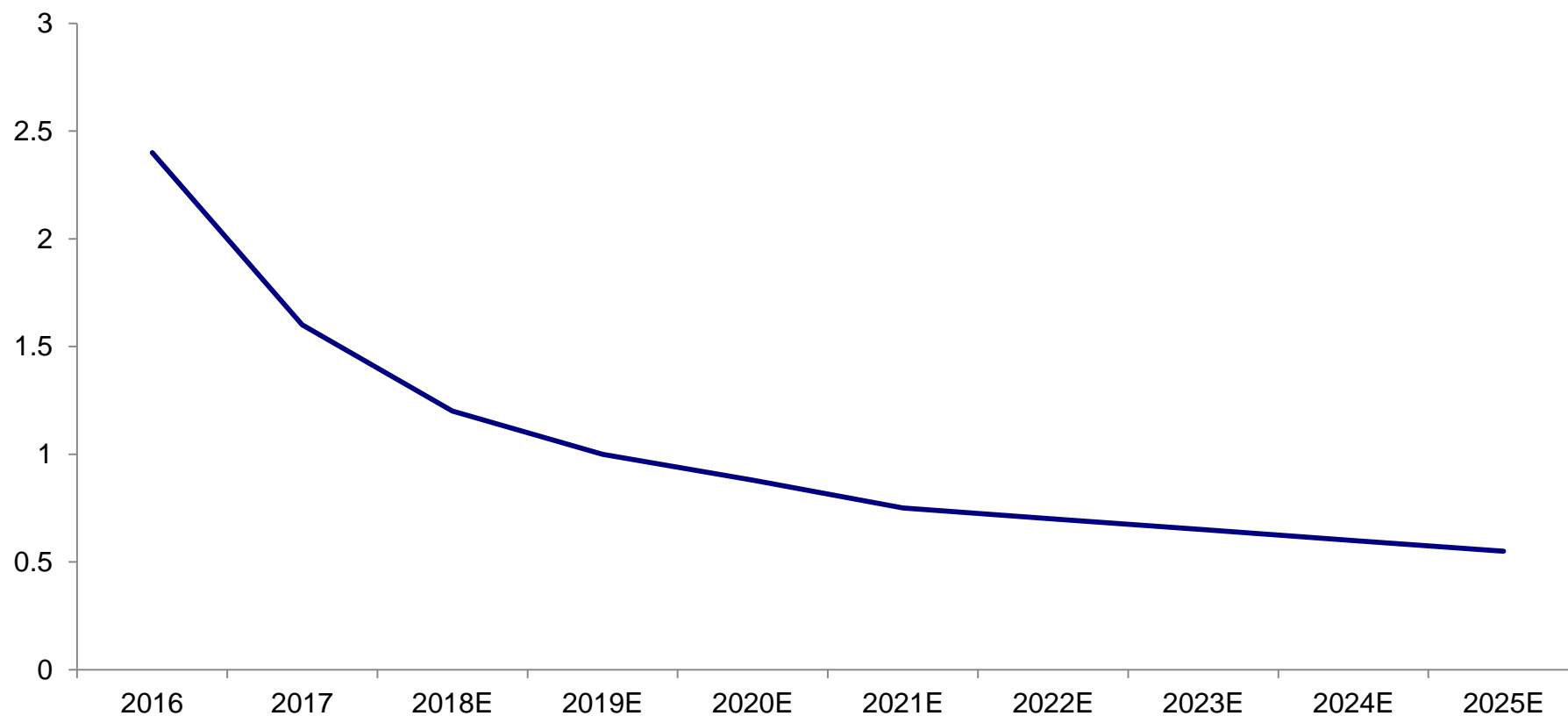
我们估计基于纯电动平台开发的全新车型将具备以下优点：

- 1、价格：2020年A级纯电动SUV降至30万元以下；
- 2、性能：后驱、四驱，操控性能全面提升；
- 3、其他卖点：续航600km、快充、轴距加长100mm、高级辅助驾驶功能。

图：大众MEB平台产品规划



图：动力电池Pack成本预测（元/Wh）



- 1、整车及零部件设计注重模块化、平台化;
- 2、整车销量提升。

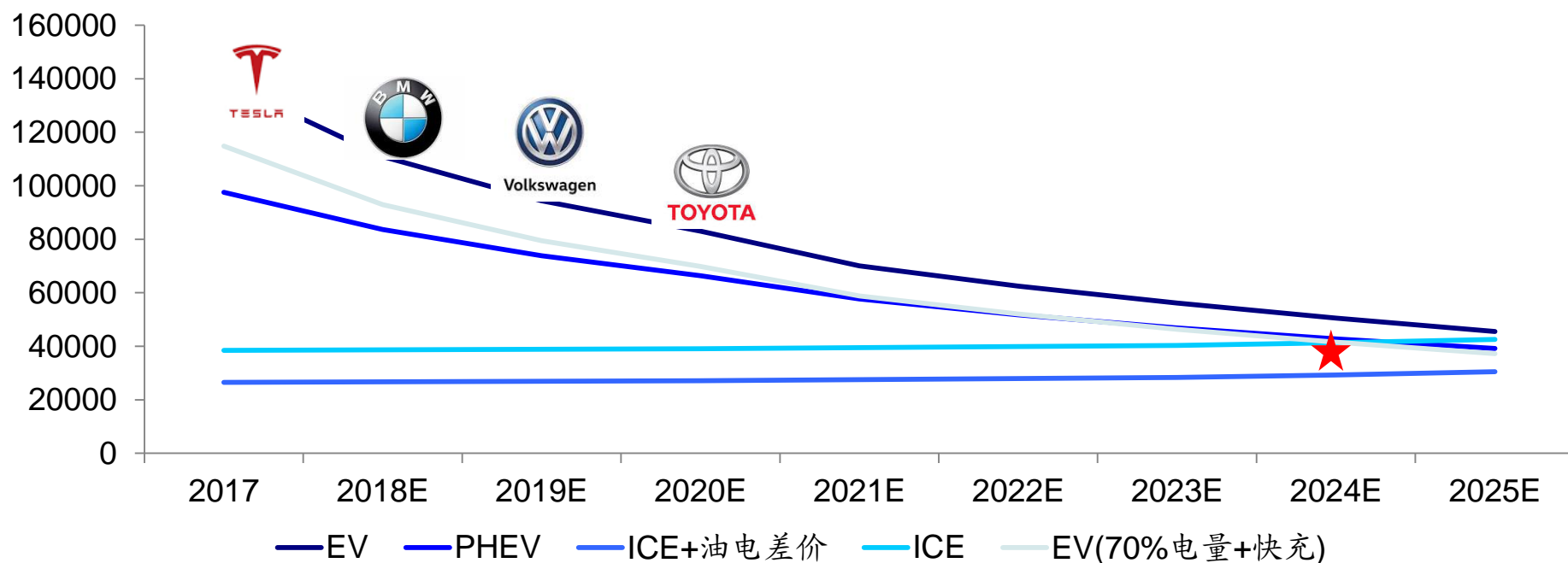
表：2017年全球TOP15新能源车型

车型	销量 (辆)
北汽 EC系列	78079
特斯拉 Model S	54715
丰田 普锐斯	50830
日产 聆风	47195
特斯拉 Model X	46535
知豆 D2	42342
雷诺 zoe	31932
宝马 i3	31410
比亚迪 宋DM	30911
雪佛兰 Bolt	27982
雪佛兰 Volt	26291
奇瑞 eQ	25784
三菱 欧蓝德PHEV	25571
江淮 iev6s/e	24210
比亚迪 e5	23601

2024年：15万元电动车平价替代汽油车

我们估计2024年动力电池Pack成本降至0.65元/Wh，续航400公里的紧凑型车整车售价降至15万元（假设全球销量30万辆），将开始替代同级别的汽油车。

图：新能源汽车动力总成成本预测（元）



假设EV带电量50度，PHEV带电15度

全球车企加大车型供给

表：全球车企新能源战略规划

品牌	销量目标	新车规划	中国战略
大众	2025年总销量20~25%	2020年新能源车型20款，2025年30款纯电动	2020年40万辆，2025年150万辆
奔驰	2025年总销量15~25%	发布EQ子品牌，2025年前10款，首款18年投产	大部分车型将国产
宝马	2017年10万辆， 2025年总销量15~25%	发布BMW i子品牌，2020年之前，所有车系具备电动选项	已推出6款新车，并发布之诺品牌，已推出2款新车
福特	2020年10~25%	2020年前推出13款	2020年前推出国产蒙迪欧Energi和纯电小型SUV，未来全系引入中国
通用			2020年前推出10款以上车型，涵盖雪佛兰、别克、凯迪拉克、宝骏品牌
本田	2030年总销量2/3	2018年北美推出一款插电混车型，然后推出主要车型的插电式版本，并增加车型数量	2020年混动车占比50%，并推出PHEV车型
丰田	2050年HEV、PHEV占总销量70%，FCV、EV占30%	2016年推出Prius PHEV，2020年量产EV车型	2018年国产卡罗拉、雷凌PHEV，合资自主推EV
日产	2020年EV占总销量20%	优先EV，目标大众市场，日产LEAF、雷诺Zoe	以启辰为重心，推出多款廉价EV车型
现代	2020年销量30万	2020年之前推出26款（12款HEV、6款PHEV、2款EV、2款FCV）	2020年，销量占比10%，推9款车型
PSA	2020年销量10万（估计）	2020年前，推7款PHEV和4款EV	2020年前推出5款车型，2款EV

我们认为：

- 1、NEV积分和补贴，是新能源乘用车推广主要驱动力；
- 2、2020年销量约188万辆，乘用车占比85%，纯电动占比76%。

表：国内新能源汽车销量结构预测（万辆）

		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018E	2019E	2020E
乘用车	纯电动	1.0	4.7	15.1	25.7	46.8	62.0	83.7	117.2
	插电混	0.8	1.7	6.4	7.9	11.1	18.0	27.0	43.2
客车	纯电动	0.2	1.3	8.8	11.6	9.0	9.8	10.8	11.9
	插电混	0.7	1.3	2.4	1.9	1.4	1.5	1.5	1.6
专用车	纯电动	0.2	0.4	4.8	4.0	9.4	8.5	11.0	14.3
合计		2.8	9.3	37.4	51.1	77.7	99.8	134.0	188.2

国家买单

收入1: 国补+地补

成本1: 电池包

净利润1

由于补贴下降, 大幅减少

消费者买单

收入2: 实际购车价格

成本2: 整车 (除Pack)

净利润2

依靠提价、规模效应, 小幅提升

- 1、板块催化：政策、特斯拉、月度产销；
- 2、整车：摆脱补贴，产品力强，全球市场；
- 3、零部件：单车价值高、壁垒高、全球OEM订单。

1. 汽车行业概述
2. 乘用车整车投资框架
3. 新能源汽车投资框架
4. 汽车零部件投资框架

图：汽车零部件拆分



- 1、维度一：制造类（金属、化工材料加工，拼成本），研发类（电控系统，拼技术）；
- 2、维度二：新能源（电池Pack、电驱动系统、高压功率器件及附件），传统能源（发动机、变速器、排气系统、供油系统）；
- 3、维度三：存量零部件（内外饰、车身、底盘），增量零部件（ADAS、电气化系统）。

- 1、竞争激烈，降成本是永恒的主题，成本决定价格；
- 2、市场相对分散，除非高壁垒和高度标准化的产品；
- 3、壁垒：非汽车行业进入者，壁垒高体现在可靠性，零部件供应商产品壁垒不高，客户壁垒占主导；
- 4、成长的驱动力：细分行业、客户，个体间没有压倒性优势（2B）。



图：电动智能汽车核心零部件价值量

电动智能车核心部件	2020年单车价值量预测（元）
电池Pack（假设40kWh）	40000
激光雷达	8000
无人驾驶计算平台/Level 3	6000
逆变器	5000
驱动电机	4000
车载充电机	3000
高压电气系统	2500
液晶仪表	2000
毫米波雷达	2000
车载信息娱乐系统	1800
iBooster	1500
LED车灯	1500
减速器	1000
电动压缩机	1000
360环视	1000
前视摄像头	1000
合计	82500

- 1、把握阶段性成长机遇；
- 2、阶段性首选细分行业的红利，再为核心客户的放量，最后为市场份额的扩张。

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

王 猛

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。

汽车研究团队:

王 猛

SAC执业证书编号: S0850517090004

电 话: 021-23154017

Email: wm10860@htsec.com

杜 威

SAC执业证书编号: S0850517070002

电 话: 0755-82900463

Email: dw11213@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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; 2. 市场基准指数的比较标准: 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。