

汽车

证券研究报告
2018年05月01日

以史为鉴：美日汽车贸易战

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

事件

4月10日博鳌论坛中国表态放开市场准入，其中，汽车关税下调，放开汽车外资股比。4月17日，发改委明确汽车行业5年开放时间表：“2018年取消专用车、新能源汽车，2020年取消商用车，2022年取消乘用车的合资股比，同时取消合资企业不超过两家的限制。”

市场大幅波动调整，年初至今中信一级行业指数汽车行业跌幅-13.3%，排名倒数第3，4月行业跌幅-7.6%，排名倒数第6。中美贸易冲突冲击市场，对于中国汽车工业影响几何？有必要从起因、经过、结果进行细致入微的思辨。

我们特别从两个维度：**中国汽车工业合资化形成的沿革和美日80年代贸易战的历史借鉴**，深入理解未来中国汽车的基本面、格局和价值，从而认识目前汽车个股的投资价值。**结论：要有自信，中国汽车大国变强国势不可挡。**

点评

- 1、关税下降，今年大概率从25%下调至15%，进口豪车面临可能的价格冲击，但进口车在中国占比仅4%，并且在价格、服务和售后的不足，难成主流，对主力市场（合资+自主）影响不大。
- 2、中美贸易战，与80年代日美贸易战“形”似“神”不似。中国和当年日本汽车市场结构和竞争格局差别巨大。中国放开市场准入和关税下调，仍然强化“龙头扩张”和“新能源汽车”两大主流趋势。
- 3、从80年代合资模式奠定中国汽车工业基础和现状，中国汽车处于充分竞争格局，对品牌、技术、管理和营销上的壁垒极高。中国汽车市场将呈现合资和自主，龙头份额加速扩张。市场准入放开，将利于新能源汽车的新增产能、技术、企业，加速进入中国推动供需两旺。
- 4、中国电动汽车，无论整车、三电和零部件，都具有领先优势，比起当年汽车“市场换技术”，电动汽车将“市场”和“技术”比翼齐飞。中国传统汽车技术，发动机有效突破，汽车电子、车联网的本土化优势明显。但变速箱、底盘控制、车辆安全仍是长期短板，并购、合资和合作将成主要手段。
- 5、对于外资，合资模式已经实现在华利益，新建产能和收购股份，带来的重置成本过高。我们认为，合资仍是未来十年中国汽车市场的重要玩家。

投资建议

2018年是汽车小年，汽车板块今年以价值波段为主，在“黑天鹅事件”，寻找市场错杀的价值龙头，及忽视的成长个股。短期因景气度、贸易战、关税下调等情绪冲击，板块个股大幅调整，迎来价值龙头个股的估值低点，而成长龙头个股的长期逻辑未变，“风物长宜放眼量”。

相关标的：上汽集团、吉利汽车、金龙汽车、均胜电子、广汽集团、中鼎股份、宁波高发、新泉股份、精锻科技、银轮股份等。

风险提示：政策不确定性；相关方采取过激应对策略。

作者

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com
周沐 联系人
zhoumu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《汽车-行业研究周报:18年取消新能源车外资股比限制 打开良性竞争市场 —— 汽车行业周报 (2017.04.16-2017.04.22) 》
2018-04-22
- 2 《汽车-行业点评:新能源汽车:Q1销量如期淡季不淡 Q2预计供需两旺》
2018-04-16
- 3 《汽车-行业研究周报:17年双积分成绩放榜 3月新能源汽车销量+117% —— 汽车行业周报 (2017.04.09-2017.04.15) 》
2018-04-15



内容目录

1. 事件：汽车行业准入全面放开	4
1.1. 博鳌论坛定调放开市场准入，发改委放开汽车股比限制	4
1.2. 板块大幅调整，表现严重跑输市场	4
2. 美日汽车贸易战，发生了什么？	5
2.1. 美日汽车贸易战的起因、经过和结果	5
2.1.1. 日本崛起威胁美国的生存	5
2.1.2. 日本汽车把握石油危机契机，战胜美国汽车	7
2.1.3. 美国通过限制出口、提升关税、增加进口等，打击日本汽车	9
2.1.4. 美国多管齐下阻击日本经济，但丰田汽车仍创造奇迹	10
2.2. 中国汽车工业现状，与八十年代日本的差异	12
2.2.1. 中国汽车工业依托内需，日本汽车出口依赖过大	12
2.2.2. 处于残酷的充分竞争，中国汽车并不存在贸易保护	15
2.3. 面对挑战，依托最大市场，提升技术、管理和品牌力	16
3. 关税下调+股比放开，并不改变市场格局	17
3.1. 中国汽车处于，长期的龙头扩张格局	17
3.2. 性价比+服务，进口车市场仍是小众市场	18
3.3. 合资仍是主流，独资面临高昂的，重置成本和股权成本	19
3.4. 自主崛起+新能源汽车，才是主流趋势	21
3.4.1. 过去 16 年，自主份额持续提升，龙头加速崛起	21
3.4.2. 新能源汽车将迎来“双积分”和“供需放开”的大好局面	23
4. 结论：风物长宜放眼量，布局价值和成长龙头	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：汽车与汽车零部件指数及沪深 300 走势（%）	4
图 2：中信一级行业指数涨跌幅表现（2018 年初至 2018 年 4 月 20 日）（%）	5
图 3：申万行业板块区间涨跌幅表现（2018 年 4 月 1 日至 4 月 20 日）（%）	5
图 4：美日贸易战概述	7
图 5：原油价格走势（美元/桶）	7
图 6：美国汽车市场的美系、日系、德系市场份额（%）	8
图 7：美日贸易战起源、政策变化及影响	8
图 8：美日贸易战对汽车行业的影响	9
图 9：“广场协议”导致的日元升值严重（日元/美元）	10
图 10：日本城市土地价格指数（1955-2015）	11
图 11：日经 225 指数表现（1970-2018）	11
图 12：丰田汽车公司在美日贸易战后，从出口转向海外建厂，实现先进汽车生产力输出	12

图 13: 日本汽车以出口为主, 内需过小 (万辆)	12
图 14: 日本汽车海外建厂规模持续扩张, 实现竞争力的全球输出 (辆)	13
图 15: 中国汽车工业内需型为主, 汽车贸易常年处于逆差 (亿美元)	13
图 16: 中国整车进出口销量规模相当, 高端进口低端出口, 形成贸易逆差 (亿美元) ..	14
图 17: 中国汽车零部件积极参与全球化, 处于稳定贸易顺差 (亿美元)	14
图 18: 中国汽车进出口金额中, 零部件出口占比更高, 整车进口占比更高 (%)	15
图 19: 中国对美国的汽车进出口, 处于小幅顺差 (美元)	15
图 20: 中国汽车是充分竞争市场, 主流车企在华利益有所体现 (%)	16
图 21: 中国 2010-2017 年前 20 名车企所占市场份额 (%)	17
图 22: 中国 2010-2017 年车企合计份额与当年总销量增速 (%)	17
图 23: 中国 1998-2017 重点自主市场份额 (%)	18
图 24: 中国进口车历年销量 (万辆)	18
图 25: 全国市场不同价位车型销量结构 (%)	19
图 26: 全国市场不同国别车型销量结构 (%)	19
图 27: 2017 年 IQS 排名 (每百辆问题车数 pp) (个)	20
图 28: 中国 1998-2017 车系份额与销量增速变化 (%)	22
图 29: 中国 1998-2017 重点自主/合资市场份额 (%)	22
图 30: 中国 1998-2017 一线自主份额迅速提升 (%)	23
图 31: 新能源汽车行业驱动要素	23
图 32: 中国新能源进口车销量 (辆) 及市场占比 (%)	24
图 33: 马斯克 3 月初推特言论	25
表 1: 中国合资品牌市占率前十 2017 年销量 (辆) 及市场份额 (CR10) (%)	4
表 2: 2000 年以后国外汽车巨头进入国内市场情况	20
表 3: 2018 年 3 月至今汽车召回事件统计 (%)	21
表 4: 合资品牌估值测算 (万元)	21
表 5: 重点车企选择各自阵营 2017 年销量前 8 名	22

1. 事件：汽车行业准入全面放开

1.1. 博鳌论坛定调放开市场准入，发改委放开汽车股比限制

4月10日博鳌论坛中国表态放开市场准入，其中，汽车关税将下调，放开汽车行业外资股比。

4月17日下午，国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问中提到：汽车行业将分类型实行过渡期开放，2018年取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2020年取消商用车外资股比限制；2022年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制。通过5年过渡期，汽车行业将全部取消限制。

1.2. 板块大幅调整，表现严重跑输市场

受事件影响，市场普遍预期未来合资模式将受到最大的影响。与机构的交流沟通，我们总结市场判断有两类：①关税下调，将带来进口车的冲击，导致国内汽车价格的大面积下降，从而冲击中国所有车企盈利；②股比放开，将等同于引狼入室，外资将加速在华独资，或者提升股比及话语权，从而冲击目前合资企业的中方利益。

中国7大汽车集团的合资企业占据半壁江山，市场严重担忧包括上汽集团、广汽集团、一汽集团、北京汽车、长安汽车、东风汽车等在内的利润、利益和生存，将出现巨大风险。我们按照合资市占率梳理了销量前十的合资车企，2017年在中国乘用车市场CR10达50.7%。中国市场呈现充分竞争，外资在华的个体品牌竞争力，更多体现中国的本土化竞争力。

表 1：中国合资品牌市占率前十 2017 年销量（辆）及市场份额（CR10）（%）

品牌名称	销量（辆）	市占率（%）
上汽大众	2,063,057	8.3%
上汽通用	1,998,683	8.1%
一汽大众	1,957,192	7.9%
上汽通用五菱	1,894,781	7.7%
东风日产	1,303,333	5.1%
长安福特	827,970	3.3%
北京现代	785,006	3.2%
广汽本田	705,010	2.8%
一汽丰田	689,238	2.8%
神龙汽车	377,777	1.5%
合计	12,602,047	50.7%

数据来源：中汽协，天风证券研究所

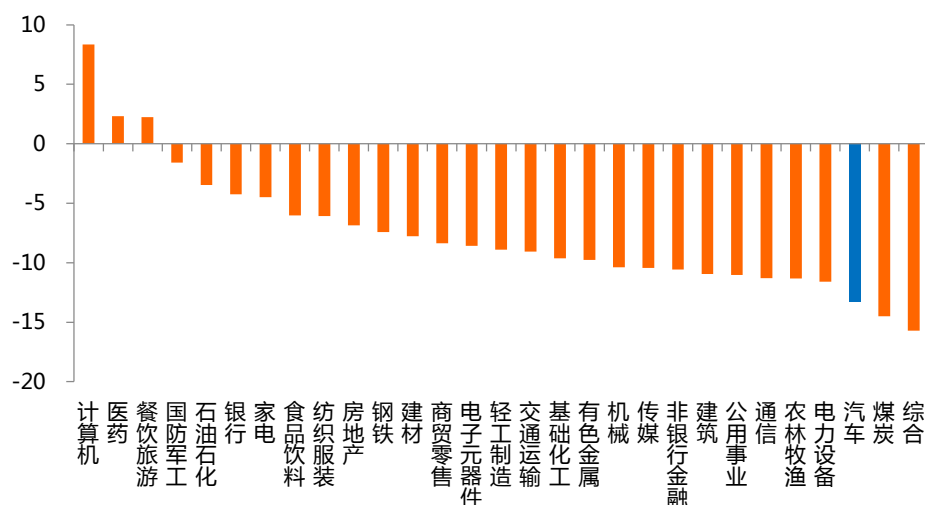
市场呈现大幅调整，板块估值再次进入低位，投资价值开始凸显。2018年以来，汽车与汽车零部件指数走势明显低于沪深300。年初至今中信一级行业指数汽车行业跌幅-13.3%，排名倒数第3，4月行业跌幅-7.6%，排名倒数第6。

图 1：汽车与汽车零部件指数及沪深 300 走势（%）



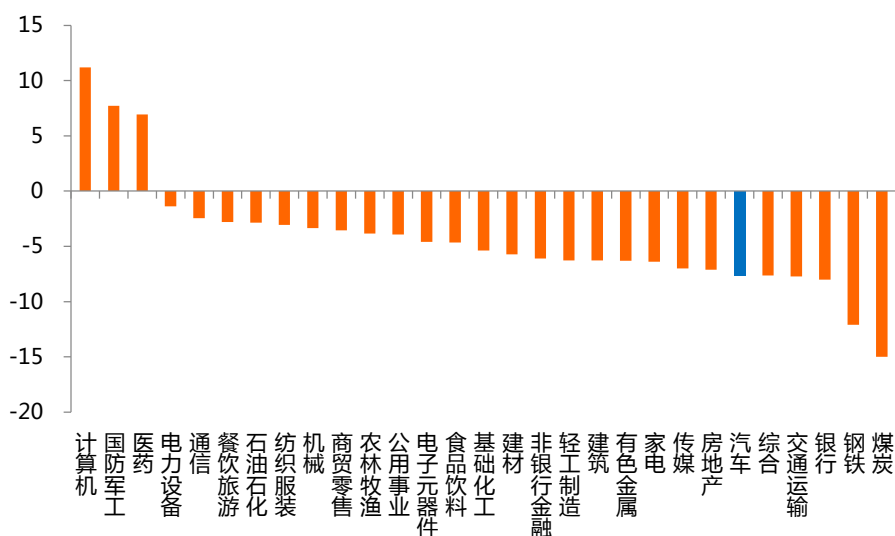
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中信一级行业指数涨跌幅表现（2018 年初至 2018 年 4 月 20 日）(%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：申万行业板块区间涨跌幅表现（2018 年 4 月 1 日至 4 月 20 日）(%)



资料来源：wind，天风证券研究所

市场误读合资风险，中国汽车行业继续“走自己的路”。我们认为，从市场竞争格局来看，合资将呈现“强者恒强”，股比放开难以改变现有格局，而独资的最佳路径仍是维护现有格局和利益。新能源汽车，则因市场准入放开，加速产品供应和需求释放，渗透率有望加速提升。

2. 美日汽车贸易战，发生了什么？

2.1. 美日汽车贸易战的起因、经过和结果

2.1.1. 日本崛起威胁美国的生存

根据美国哈佛大学沃格尔教授研究专著《日本第一》，上世纪 70-80 年代，日本崛起威胁美国的生存。上世纪 70 年代末，日本的 GNP 与英、法两国的总和相等，超过美国的

一半。在二战之前，日本人以制造伪劣产品名满世界，“日本制造”一词成为取笑劣质产品的口头禅。到了 80 年代，“日本制造”已经是全球品质优秀的代名词。

各类工业制造，日本全面领先。日本的钢铁产量与美国相当，但比美国更先进、更有效率，世界最大的 22 座现代化熔铁炉中，有 14 座属于日本，美国一座也没有。50 年代初期，日本从美国购买收音机、录音机和音响技术，但没过多久，美国市场上半导体产品全是日本制造。日本的钟表工业已超过了钟表业的故乡瑞士钟表行业。70 年代末，就是在那些日本人不熟悉的产业中，西方企业也输给了日本公司。如在乐器方面，美国知名的钢琴制造商史坦威等公司的销售量不能和日本山叶钢琴公司相比；日本的村松牌长笛更畅销。其他如在自行车、滑雪设备、越野车等生产和销售方面，日本也遥遥领先。除此以外，计算机硬件、软件开发、军事和原子技术领域，日本的发展迅猛，比如受二战条款，日本不能制造飞机，但美国飞机的许多零部件却是日本制造的。

更严重的是，美国引以为豪的汽车工业，在日本车企竞争下，面临崩溃。1958 年，日本制造的客车不到 10 万辆。70 年代初期，德国大众汽车公司生产的汽车是美国最畅销的外国车。但到 1978 年，日本的丰田、日产、本田汽车在美国的销量全部超过德国大众。1979 年，日本对外输出了 450 万辆汽车，其中在美国销售了近 200 万辆，而美国汽车在日本的销售量仅 1.5 万辆。

日本在工业领域对美国工业的发展构成了实质性威胁。日本的工业竞争力已超过美国和其它欧洲国家。1975 年，“精益生产”模式的日本工人用 9 个工作日就可以制造一辆价值 1000 英镑的汽车，而英国礼蓝汽车公司要 47 天。1976 年，欧洲汽车公司如菲亚特、雷诺、大众，人均汽车年产量不足 20 辆，而日本人均产量高达 42 辆，丰田为 49 辆。日本在钢铁方面的生产效率是英国的 2 到 3 倍。1976 年，在日本滚珠轴承工厂里，一个工人的标准生产量大约是英国主要制造商 RHP 的工人的 2.5 倍。

日本金融渗透全球，特别是美国。1985 年，日本取代美国成为世界上最大的债权国，根据日本银行公布的国际收支统计数据，1985 年日本对外净资产为 1298 亿美元，名列世界第一。而，1985 年美国的对外净债务已达 1000 亿美元，成为世界上最大的债务国，正式结束了美国长达 70 年的债权国的辉煌历史。1986 年日本对外净资产达到 1800 亿美元，同比+38.67%；1987 年为 2400 亿美元，同比 33.33%。1987 年，日本的银行占世界所有跨国银行资产的 35%，而 1983 年仅为 26%。在全球资产规模最大的 10 家大银行中，有 7 家属于日本。以日元计算，日本的资产自 1983 年以来增长了 80%，以贬值的美元计算，增长了 200%。日本的银行拥有加利福尼亚州储蓄额的 15%。在世界主要的国际银行中心——伦敦，日本的银行拥有所有非英镑贷款的 36%。到 1988 年，日本野村证券公司和大和证券公司已是欧洲债券市场最大的两家债券买主，日兴证券公司和山一证券公司也是欧洲债券市场的主要机构投资者。日本成为当时世界上最大的资本输出国，受到美国银行法的限制和政治影响考虑，日本虽然还未在美国的大街小巷上开设银行零售网点，但日本已在美国收购银行，他们主要从英国人手中购买。在 1988 年初，日本东京银行用 7.5 亿美元从英国标准银行手中购买了加利福尼亚联盟银行，然后把该银行并入东京银行在当地的分行——加利福尼亚第一银行，成为美国的第十五大银行。美国的银行和欧洲的银行强烈感受到了来自日本银行的挑战和压力。

随着日本国力的增强，日本开始大规模收购和购买美国本土的土地和财产，引起巨大的心理恐慌。形成舆论压力，认为日本已经购买了美国，从而获取其技术，并最终在关键的工业领域中消除美国的竞争力。两个收购事件直接导致，美国民众对日本崛起的巨大恐慌，1989 年日本索尼高达 48 亿美元的总价，从美国可口可乐公司手中购买哥伦比亚电影公司，作为美国影视文化的象征，其注册商标是自由女神像，它与华纳兄弟、迪斯尼三家共同控制了好莱坞影视界，各占约 20% 的市场份额。1989 年，日本三菱土地公司 13.73 亿美元收购了纽约洛克菲勒中心的 14 栋办公大楼，成为拥有洛克菲勒中心约 80% 股份的控股公司。洛克菲勒中心是当时美国的标志性建筑，美国媒体将这一收购行为称为日本人“买走了美国人的灵魂”。

2.1.2. 日本汽车把握石油危机契机，战胜美国汽车

美日贸易战起源于 50 年代，涉及纺织、钢铁、彩电、汽车等各个领域，但日本汽车工业的全球竞争力，并未受到严重影响，随后在美国，并加速东南亚海外建厂加速，依然实现了长期的全球称霸。1985 年，美国利用“丹佛法案”作为美日贸易战的起点，并加收 25% 关税，之后贸易战形式以日本自愿限制出口为主要形式。

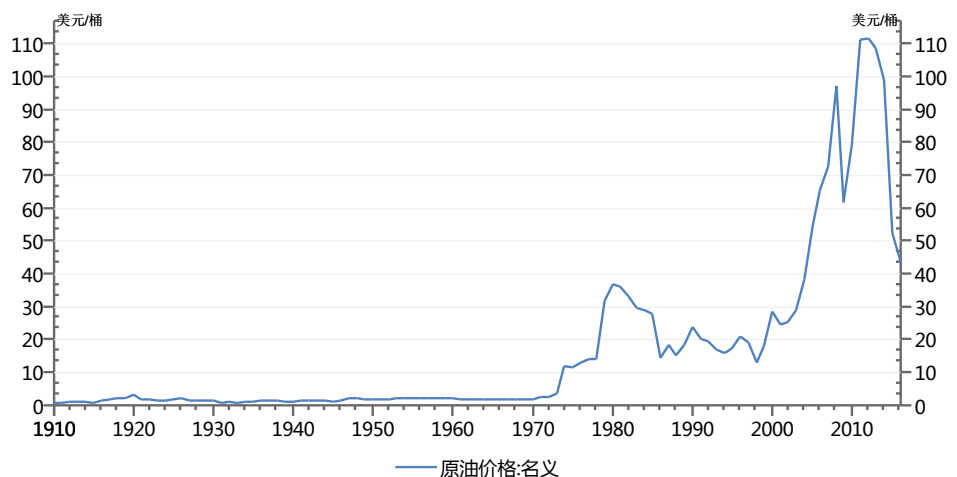
图 4：美日贸易战概述



资料来源：《美日贸易战的历史及影响》，天风证券研究所

根据《昨天的日本故事》专著介绍，两次石油危机，直接导致日本汽车迅速战胜美国汽车。1973 年-1974 年发生第一次全球石油危机，油价暴涨导致 1974 年通用汽车销量，减少 150 万辆，福特汽车则减少 50 万辆，但美国车企并未警惕。到 1979 年由于伊朗政变，伊朗国王到美国寻求政治避难。阿拉伯国家联手对美国实行石油禁运，引发第二次石油危机，美国汽油价格暴涨。

图 5：原油价格走势（美元/桶）



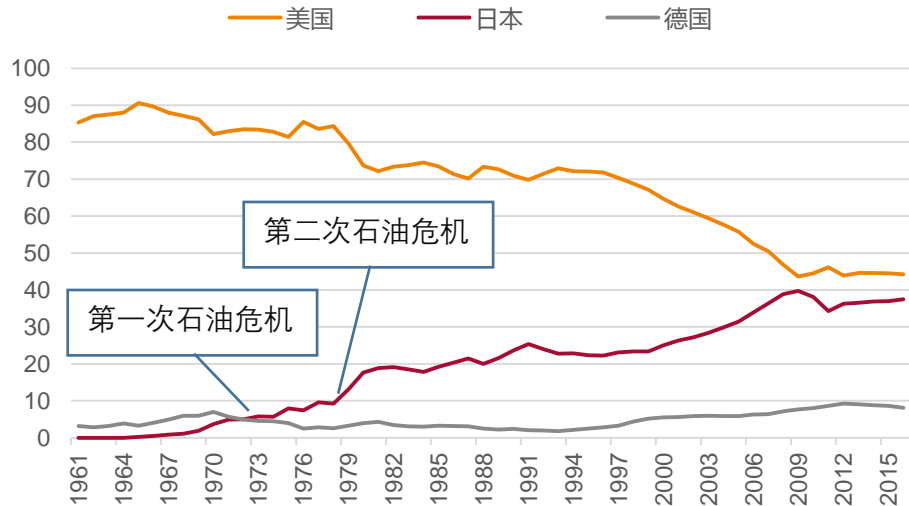
资料来源：wind，天风证券研究所

由于日本是资源匮乏型国家，日本汽车以节能精致著称。利用石油危机，日本的小型省油轿车迅速占领美国市场。1979 年，日本汽车在美国市场的占有率为 17%，1980 年快速上升到 24%。1980 年，日本汽车年产量达到 1100 万辆，取代美国成为世界上最大的汽车生产国。丰田名车“花冠”在 1980 年生产达到鼎盛，在高冈工厂中，三条组装流水线以 65 秒一辆的速度推出新车，年产 85.6 万辆，从这一年开始，丰田轿车年产量超过 300 万辆。一直到 1990 年，丰田以其著名的高效生产管理系统(JIT)压倒了拥有 70 多万员工的通用，成为全球第一大汽车制造公司，年产汽车 360 万辆。全球约 160 个国家都有 TOYOTA 汽车的经销商和代理商，丰田在世界汽车市场上的占有率达到 8%，真正实现了其“车到山

前必有路，有路必有丰田车”的誓言。

与此相反，美国的三大汽车公司经营业绩直线下降。克莱斯勒接连三年亏损，1978年亏损2亿美元，1979年亏损扩大到11亿美元，1980年亏损更是高达17亿美元。福特公司由盈转亏，1979年亏损10亿美元，1980年亏损增加到15亿美元。通用由于在欧洲市场销售状况良好，才免遭巨亏的厄运。

图6：美国汽车市场的美系、日系、德系市场份额（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图7：美日贸易战起源、政策变化及影响



资料来源：《世界贸易史》，天风证券研究所

1980年日本汽车打败美国汽车，触动美国人民神经，美国媒体在这一年开始猛烈抨击日本汽车。克莱斯勒和福特汽车，借美国媒体和美国工会造起的舆论声势，联合向国际贸易委员会正式对日本提出反倾销诉讼，指控“丰田向美国市场倾销汽车”。尽管国际贸易委员会驳回了克莱斯勒和福特对日本汽车的反倾销指控。

通过限制日本汽车进口，最终阻击日本汽车在美出口规模，扭转美国汽车行业盈利。但以保护美国汽车产业和避免失业为由，美国国内要求限制日本汽车进口的呼声越来越高。美国参议院以 90 对 4 票通过议案，要求卡特政府重新估计和调整进口政策。美国国会也准备提出新法案：将日本汽车的进口量限制在 150 万辆水平。最终，日美双方达成协议：1981 年日本对美国出口汽车数量为 168 万辆，1982 年限制为 193 万辆。该协议使日本所有汽车制造厂商都受到了损失，极大地限制了各公司的生产能力。却扭转了美国汽车行业局面，三巨头远离濒临破产边缘，但也同时导致美国的进口日本汽车价格平均上涨 900 美元，美国国内汽车价格上涨 400 美元。美国汽车公司获得喘息机会，以通用为例，1983 年赢利 37 亿美元，1984 年赢利 47 亿美元。

图 8：美日贸易战对汽车行业的影响



资料来源：《美日贸易战的历史及影响》，天风证券研究所

2.1.3. 美国通过限制出口、提升关税、增加进口等，打击日本汽车

日本汽车贸易顺差过大，成为美国限制日本出口的核心理由。当年全球汽车消费大国的本土制造上市占率大致如下：英国 43%，德国 73%，法国 67%，意大利 63%，其余汽车业不发达的国家则主要依赖进口车。日本汽车在本国市场的占有率却高达 97%。日本汽车市场是当时世界主要汽车市场之一，日本汽车普及率达到 2.7 人拥有一辆车，美国是 1.7 人，欧洲 2.5 人。由于，美国汽车在日本市场的占有率仅 1%，而日本汽车在美国市场上的占有率超过 30%，日本对美汽车贸易顺差异常严重。

由于美国是世界上最大的市场，也是最自由的市场，日本迫于压力接受《东京宣言》日方作出如下承诺：同意到 1994 年把进口美国汽车零部件的金额从 1992 年度的 90 亿美元增加 190 亿美元，并将美国汽车的进口量每年增加 1.97 万辆，同时，把销往美国的日本车从过去的每年 230 万辆减少到 165 万辆。

而美国频繁使用贸易制裁、汇率升值等方式绑架日本汽车出口贸易，导致日本车企陷入持续的被打压状态。由于日元从 1985 年 1 美元兑 250 日元，升值到 1995 年 4 月 1 美元兑 80 日元，导致日本汽车出口量并不增长，但以美元计价的日本汽车贸易顺差让然大幅增长 2 倍多。由于日本出口美国的贸易金额中，汽车占比高达 25%，美国为解决贸易逆差，持续以此逼迫日本汽车企业接受更多的制裁条款。

1995 年，美国以日美汽车贸易不平衡为由，要求日本增加美国汽车零部件的进口，对此，日方依然以“不能接受数额指标”为由加以拒绝。于是美国贸易代表以 6 月底为“谈判期限”，威胁说 5 月份将根据美国贸易法第三 0 一条款实行制裁，美国将对从日本进口的高级轿车课征 100% 的报复性关税，这将对日本的汽车制造商构成很大的打击。

日本汽车制造商日产汽车当时曾提到：提高竞争力的关键是进一步降低成本，但像拧干毛巾一样越来越艰辛，如果每辆汽车的成本能减少 1000 日元到 2000 日元，我们就大喜过望了。假定每辆车的出口价格大约是 1.5 万美元，这意味着日元兑美元每升值 1 日元就损失 1.5 万日元；如果升值 10 日元，那么将损失 15 万日元。在厂里，我们千方百计地将每辆车的成本减少上千、上百以至几十日元，但日元升值却野蛮地增加了 10 万日元的成本。这严重地挫伤了厂里降低成本的斗志和士气。特别是在 1994 年到 1995 年，日元急剧的升值使日本的制造企业和工人陷入一片恐慌，绝望和听天由命的情绪开始在企业中蔓延。

随着日本房地产、股市、海外投资的泡沫破灭，以及美国市场的出口受阻，日本汽车制造厂商开始告别 80 年代的辉煌，进入阶段性寒冬。由于日元兑美元长期升值，日本多数传统出口产业，除了汽车，包括化学制品、金属及金属制品、纤维及纺织品、机械机器等产品自 1985 年以来出口数量持续大幅度下降，最终对美国市场感到绝望，决定将生产基地转移到亚洲其他国家和地区。

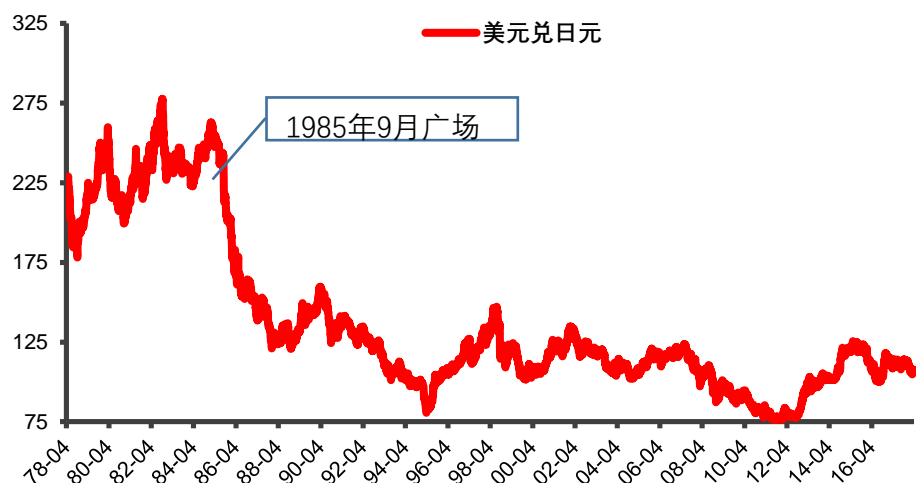
2.1.4. 美国多管齐下阻击日本经济，但丰田汽车仍创造奇迹

美日贸易战争跨越半个世纪，最终在 90 年代控制日本经济，日本进入长达 20 年的衰退。由于日本商品，特别是工业品，与美国同质化竞争严重。之后美国签订了一系列限制日本出口的协议，并且在 80 年代贸易战之后，借助日本低内需、高杠杆、海外高投资、日元大幅升值、结合房地产泡沫和股市泡沫，最终，伴随日本房地产泡沫破裂，日本金融、地产和居民生活受到较大冲击，进入长达 20 年的衰退，美国完全控制了日本经济。

1985 年 9 月，美国财政部长詹姆斯·贝克、日本财长竹下登、前联邦德国财长杰哈特·斯托登伯(Gerhard Stoltenberg)、法国财长皮埃尔·贝格伯(Pierre Berégovoy)、英国财长尼格尔·劳森(Nigel Lawson)等五个发达工业国家财政部长及五国中央银行行长在纽约广场饭店(Plaza Hotel)举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，使美元对主要货币有秩序地下调，以解决美国巨额的贸易赤字。这就是有名的“广场协议”(Plaza Accord)。

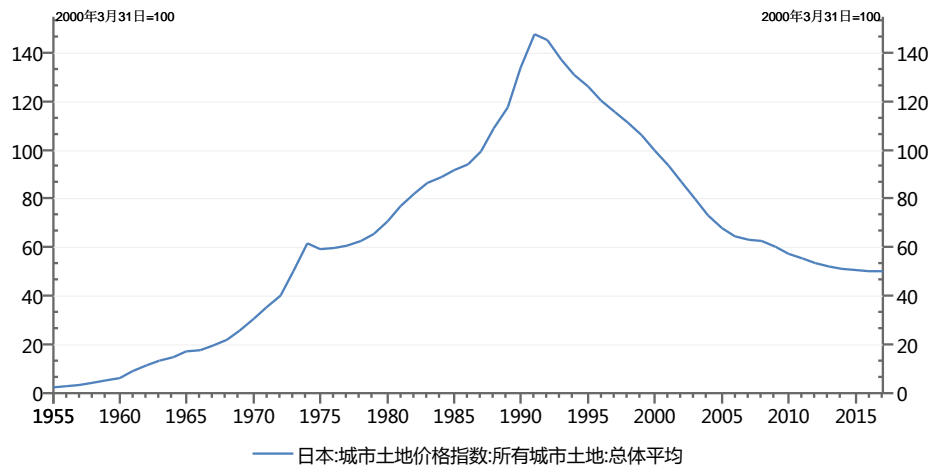
日元长达 10 年的升值导致日本陷入对美贸易陷阱。由于美国抱怨的贸易不平衡数据都是用美元计算的。通过 1985 年开始的日元大幅升值，美元计价的贸易逆差持续扩大，比如用日元的出口额没有增加，但美元计价的出口额大幅增加。1986 年日本出口美国 350 万辆，为历史最高峰，到 1992 年下降至 180 万辆，而以美元计算的汽车出口额 1992 年竟比 1986 年增加了近 20%。

图 9：“广场协议”导致的日元升值严重（日元/美元）



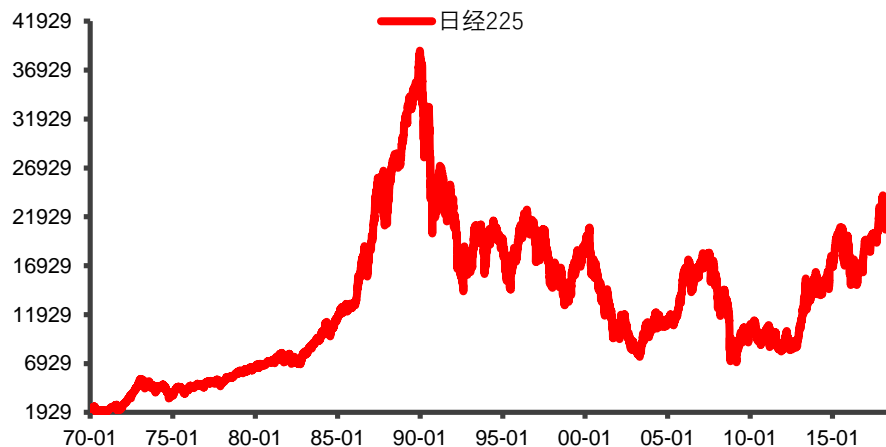
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：日本城市土地价格指数（1955-2015）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：日经 225 指数表现（1970-2018）

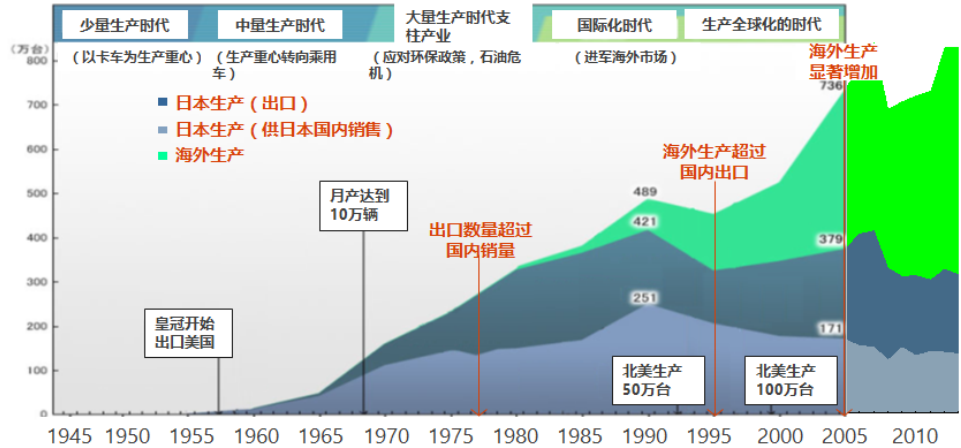


资料来源：wind，天风证券研究所

日本经济衰退 20 年，但产业竞争力是核心，丰田汽车依然创造奇迹。日本汽车工业“精益生产”的领先优势，是长期竞争力的体现，日本汽车产量并未被关税增加有所影响，反而加大了日本企业的海外建厂速度，加快日本汽车技术和品牌的直接输出，本土化生产的优势反而强化，推动丰田等车企的巨大成功。

借鉴丰田经验，依托最大的市场提升技术、管理和品牌力。我们认为，中国汽车产业竞争处于充分竞争状态，自主和合资体系都是目前全球车企在中国的最核心布局，形成具有全球竞争力高度社会化协作。放开市场准入和外资股比限制，并不是大家想象那样将会面临外资的巨大冲击，中国优质自主和合资龙头，更多考虑该如何依托全球最大的市场，挖掘潜力，全面提升技术、管理和品牌力，实现竞争力的全球输出。

图 12: 丰田汽车公司在美日贸易战后, 从出口转向海外建厂, 实现先进汽车生产力输出



资料来源: 罗兰贝格, 天风证券研究所

2.2. 中国汽车工业现状, 与八十年代日本的差异

2.2.1. 中国汽车工业依托内需, 日本汽车出口依赖过大

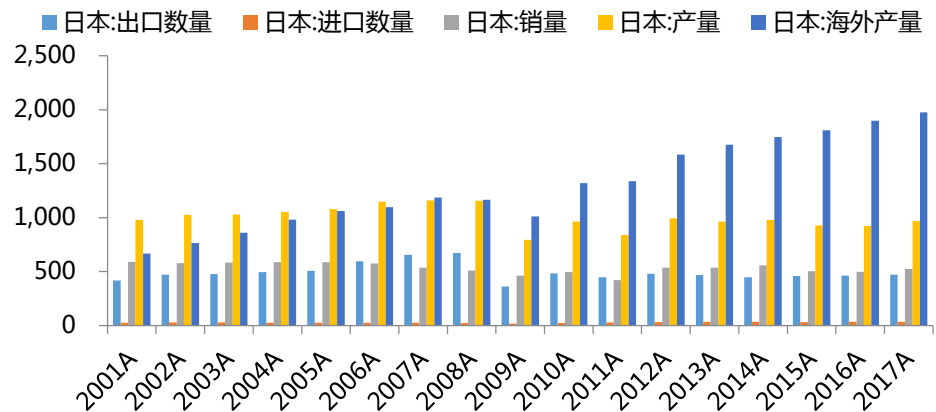
对比日本汽车工业, 因零部件供给充分及市场需求充足, 中国汽车以自产自销为主, 生产和消费主要集中于国内。相对总量, 进口和出口数量很少, 进口略大于出口。

而八十年代日本因零部件供给不足和内需过小, 汽车产业以进口零部件后加工装配再出口为主。出口数量约占产量 50%, 占销量超过 50%。出口远远大于进口, 带来了美日贸易战中极为被动的状态, 导致持续的竞争压力。

日本为应对国内零部件供应不足和内需过小, 避免贸易壁垒和冲突, 日本汽车企业通过海外建厂达到规模扩张, 实现竞争力的全球输出。2000 年-2014 年, 海外产量一直处于持续增长状态。

2017 年日本本土销量 523 万辆, 其中进口 35 万辆, 而日本本土产量 969 万辆, 其中出口高达 470 万辆; 经历海外产能的建设, 日本目前的内需占比依然较小。因此上世纪 80 年代日本的内需占比更小, 导致日本汽车工业的失衡。回望过去 30 年日本汽车工业从出口导向型, 转变为海外建厂为主, 2017 年日本海外汽车产量高达 1974 万辆! 成功实现日本汽车技术的全球输出。

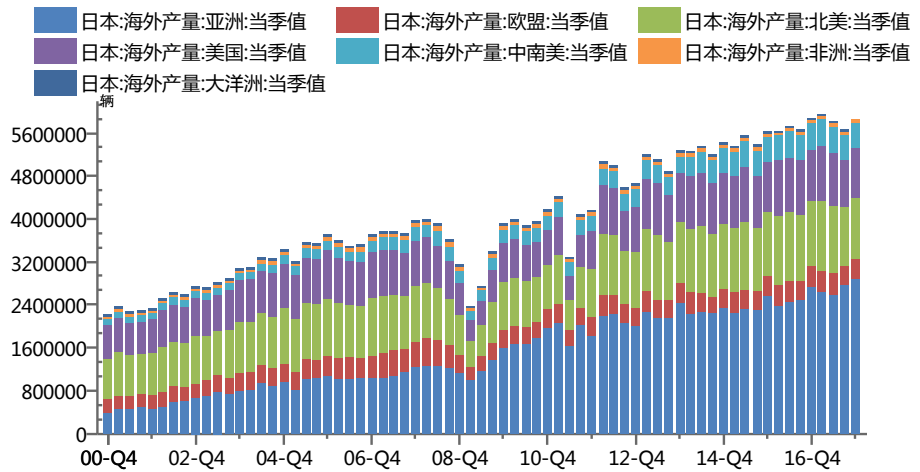
图 13: 日本汽车以出口为主, 内需过小 (万辆)



资料来源: wind, 天风证券研究所

日本汽车的全球输出，吸取美国贸易战的惨痛经验，从 90 年代开始全面从直接出口转向海外建厂，过去 30 年日本汽车海外产量全球发力，包括北美、亚洲为主力，产量规模雄霸全球，目前日本汽车产量在全球市场份额高达 30%。

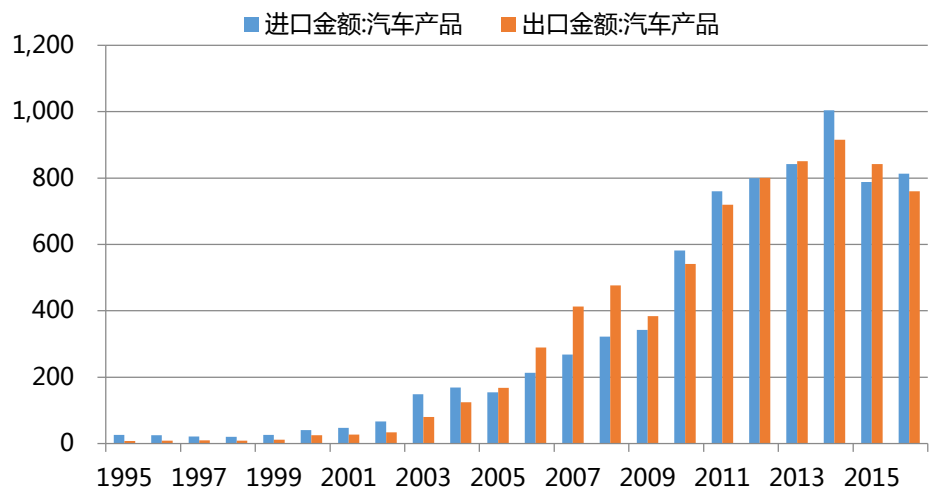
图 14：日本汽车海外建厂规模持续扩张，实现竞争力的全球输出（辆）



资料来源：wind，天风证券研究所

对比日本，中国汽车市场，以内需为主，整车进、出口比例仅 4%。2017 年中国市场的进口车总销量为 125 万辆，同比增长 17%，占全国汽车销量 4%。进口车总规模自 2011 年之后稳定在百万辆级别，区间落差不大（104, 143），最高点出现在 2014 年 143 万辆。因此，中国汽车对外依存度较低并且处于汽车贸易逆差，同时美国的汽车工业利益冲突较小，所以，美国很难通过汽车贸易政策（比如，限制整车出口）来直接打击中国汽车工业。

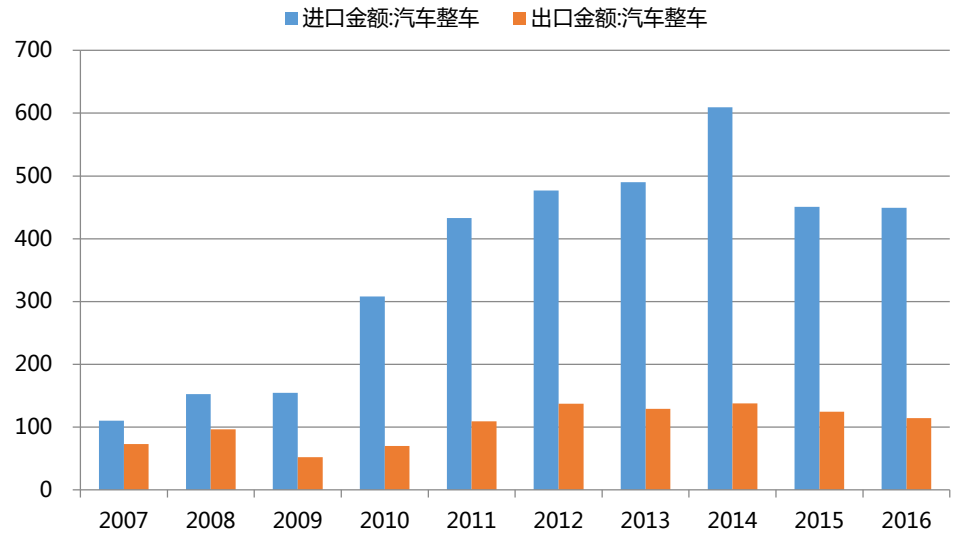
图 15：中国汽车工业内需型为主，汽车贸易常年处于逆差（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

从进口金额来看，2017 年汽车整车进口额达 510 亿美元。我们认为，从销量和金额两个角度出发，进口车在国内仍是小众市场。而且过去进口附加费用（包括关税、消费税、增值税及进口环节其他费用）及特定消费者属性决定了进口车市场整体波动不大，且向上空间有限。未来中国汽车进口市场的扩张，仍然取决于外资品牌在华整体竞争力的体现，整个在华竞争策略的实施。

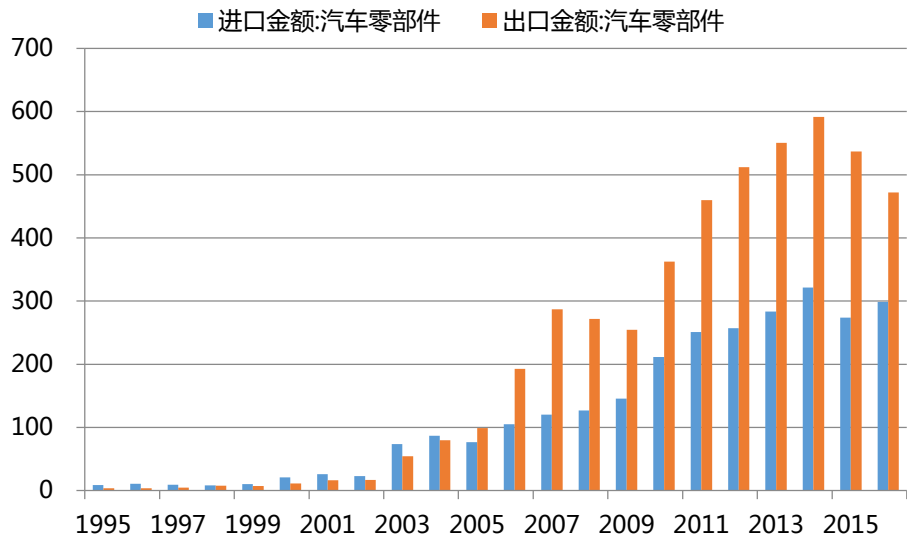
图 16：中国整车进出口销量规模相当，高端进口低端出口，形成贸易逆差（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

中国汽车零部件积极参与全球化，处于稳定的贸易顺差。2016 年中国汽车零部件进口金额 298 亿美金，出口金额 472 亿美金，形成了顺差 173 亿美金，总体规模甚至超越了，整车的进出口体量。充分说明中国汽车零部件的全球出口竞争力已经形成，但是总体而言，对比中国和全球汽车零部件总量而言，未来空间仍然很大，并且出口质量还可以提升，目前出口仍然涵盖较多的轮胎、轮毂等低附加值产品，并且针对不少美国的后装贴牌市场。

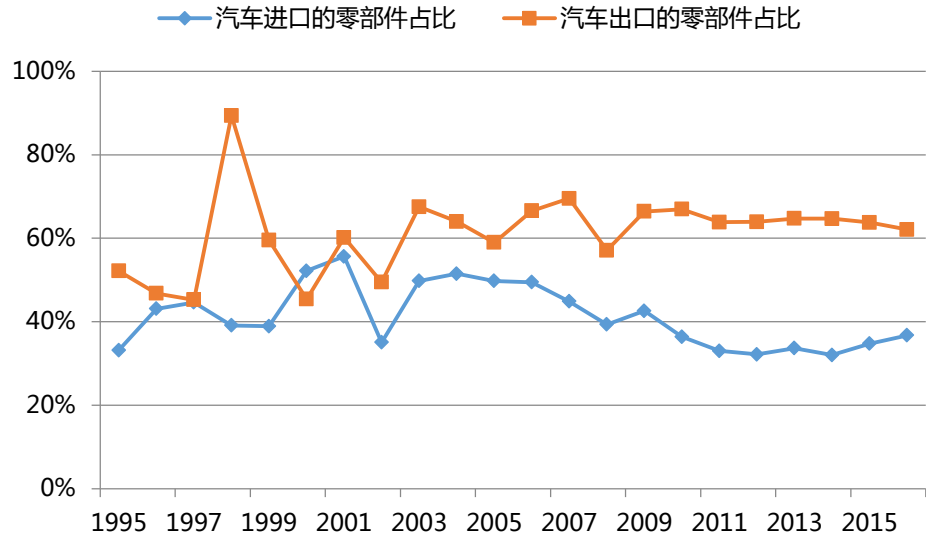
图 17：中国汽车零部件积极参与全球化，处于稳定贸易顺差（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

总体而言，零部件在我国的出口中占据更大的比例，体现中国零部件的全球出口能力，并且中国零部件企业正在通过全球并购、技术引进、海外建厂等各种手段实现零部件的全球化扩张。中国零部件在细分领域的局部优势突破已经比较明显，可能会面对一定的出口障碍，但是优质的龙头零部件公司已经跨越了简单的出口模式，已经开始走向全球替代和海外建厂。

图 18：中国汽车进出口金额中，零部件出口占比更高，整车进口占比更高（%）

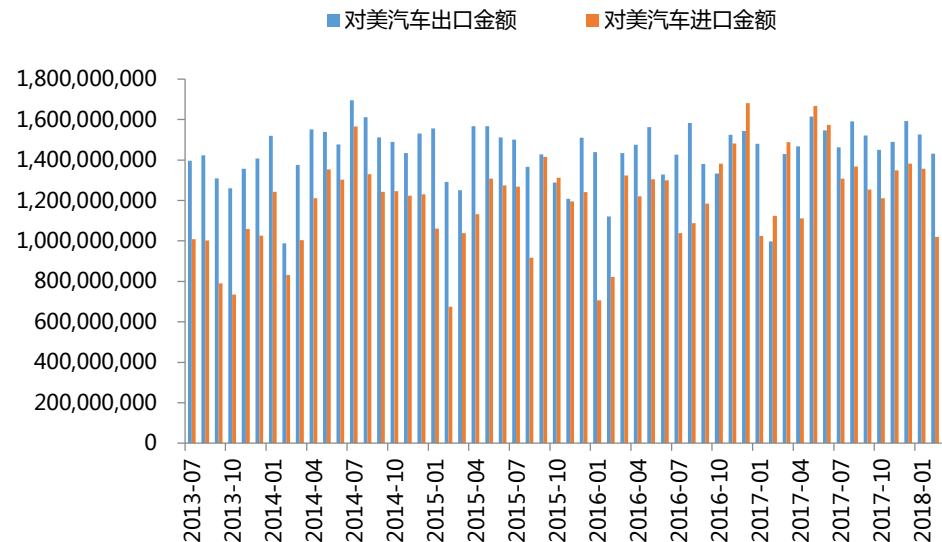


资料来源：wind，天风证券研究所

最后，关于中美汽车贸易争端对我国汽车工业的影响较小。我们认为，基于目前全球的中国汽车贸易地位、中美汽车贸易现状以及中国汽车竞争现状，未来我国汽车准入放开，包括关税下降、外资股比限制放开等，甚至美国针对中国征收惩罚性关税，并不会带来中国汽车工业全面的冲击。

2017年中国对美国的汽车商品进口金额达到158亿美元，占比中国汽车进口金额的21%，出口金额达到176亿美元，整体中国对美国实现汽车小额贸易顺差。整体，匹配在中国的整体市场份额，并不存在不公平的市场和贸易待遇。

图 19：中国对美国的汽车进出口，处于小幅顺差（美元）



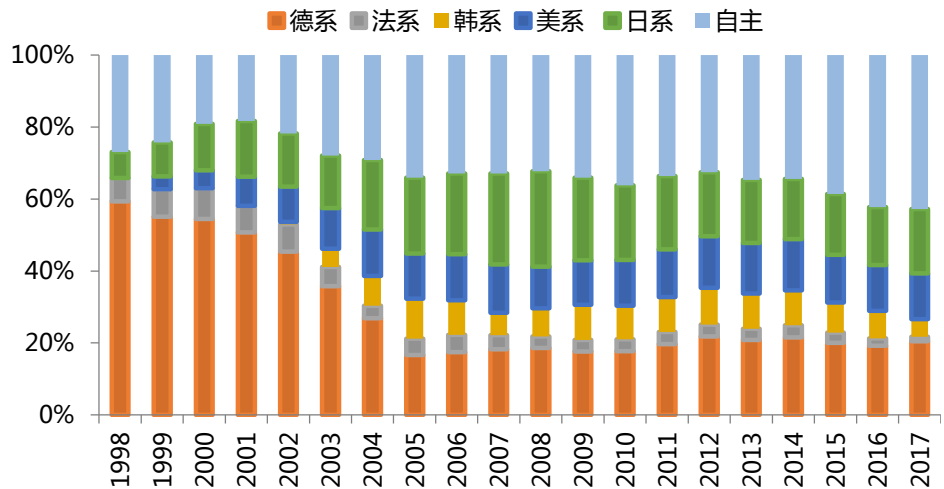
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 处于残酷的充分竞争，中国汽车并不存在贸易保护

客观而言，合资模式是当年“市场换技术”的产业战略，产业争议巨大，但是合资车企的竞争力是全球充分竞争的结果，在全球都具有优势的高度社会化协作；而中国也是全球最为开放和充分竞争的市场，产业壁垒较高，无论是品牌和企业都需要品牌、技术和管理能力。标致、观致、菲亚特、DS、宝沃、纳智捷等外资背景品牌在华的失败和低迷，充

分说明在中国汽车市场竞争的强度和残酷，不是仅仅有一个品牌和产品就能够一定成功。

图 20：中国汽车是充分竞争市场，主流车企在华利益有所体现（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

中国的合资工厂是全球最为先进的工厂，并不是落后产能。比如：丰田在中国——广汽丰田第一工厂是丰田全球模范工厂，拥有两条生产主线，其中焊装车间导入丰田的 GBL 生产线，该生产线共计 682 台全自动焊接机器人，自动化程度高达 56.3%。具备世界领先的「内侧夹紧装夹技术」，使生产线在有效地确保车身精度的同时，确保在生产节拍内进行车型的切替，多车型共线生产，真正实现了柔性化。也体现了全球模范工厂在技术装备和品质把控方面的成熟。再比如：2016 年竣工投产的上汽通用凯迪拉克工厂，是通用集团在华最为先进的「超级汽车制造工厂」。从白车身的焊接到对车身进行处理镀膜、上漆再到整车的装配形成完整的一条龙流水线作业，每小时可以生产 40 台整车。其中，涂胶喷漆等 100% 机器人全自动完成。

中国汽车外资股比限制放开时间表公布后，我们从多重渠道了解，外资在未来对应在华战略和政策上，暂时并没有调整。未来对于独资或扩大投资，以及增加股比，都会基于谨慎原则来考量任何的决策。因为在中国市场的竞争，是离不开更多的本土化人才和合作伙伴的支持和协作，每一步动作都要涉及重置成本和边际风险。

2.3. 面对挑战，依托最大市场，提升技术、管理和品牌力

面对贸易战，对于合资及自主品牌，既是挑战也是机遇。特别是新能源汽车的产业发展：

对于自主品牌，打铁还需自身硬。传统汽车技术，发动机已有效突破，变速箱和底盘技术仍是长期短板；电动汽车技术，电池电机电控已形成全球竞争力，但汽车电子正在走出中国特色和本土化设计优势，在中控、车联网、人机交互层面呈现中国汽车市场的领先优势。但是底盘控制和汽车安全领域等差距仍然较大。我们认为，未来中国自主品牌仍然通过本土化设计，加速产品迭代，前瞻性导入网联产品来巩固在中低价位的竞争优势，并且通过并购、合资、合作等方式缩小与外资的竞争差距。自主崛起趋势仍然是主流

中美贸易战，与美日贸易战“形”似“神”不似。与 80 年代日美贸易战的背景极其相似：美日贸易逆差巨大、日本崛起威胁美国安全。但“形”似“神”不似，中日的汽车工业地位和市场格局，差异较大。中国已是全球最为开放的汽车市场和高度社会分工，面对的挑战不是开放，而是如何依托本土市场，有效实现技术、管理和品牌的提升。

3. 关税下调+股比放开，并不改变市场格局

3.1. 中国汽车处于，长期的龙头扩张格局

1) 行业内未形成垄断或寡头势力。

2010年-2017年，前20名车企基本保持不变，但排名和所占市场份额有所变动。市场占有率排名首位企业所占市场份额基本维持在8%~10%，并随时间发展在平稳基础上略有减少，行业内未形成垄断或寡头势力。

图 21：中国 2010-2017 年前 20 名车企所占市场份额（%）

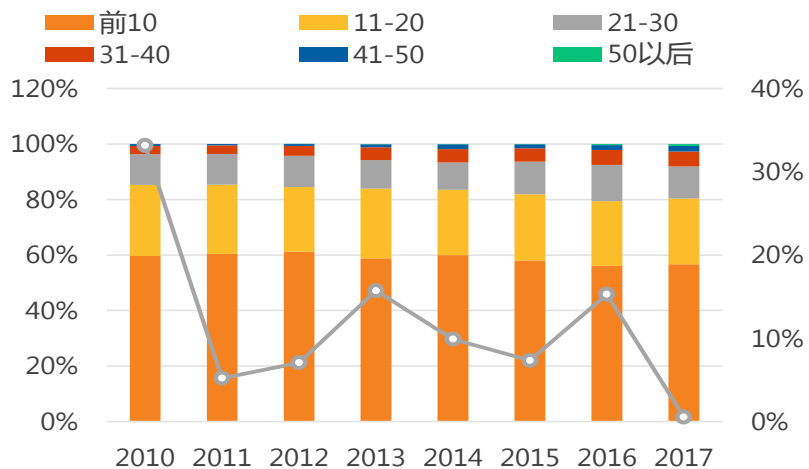
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1 上汽通用	8.98%	上汽通用 9.70%	上汽通用 10.30%	上汽通用 9.46%	一汽大众 9.69%	上汽大众 9.01%	上汽大众 8.44%	上汽大众 8.60%
2 上汽大众	8.89%	上汽大众 9.54%	一汽大众 10.04%	上汽大众 9.35%	上汽大众 9.39%	上汽通用 8.60%	上汽通用 7.93%	上汽通用 8.27%
3 一汽大众	7.72%	一汽大众 8.47%	上汽大众 9.67%	一汽大众 9.28%	上汽通用 9.38%	一汽大众 8.23%	一汽大众 7.90%	一汽大众 8.17%
4 北京现代	6.24%	东风日产 6.62%	北京现代 6.49%	北京现代 6.32%	北京现代 6.10%	上汽通用五菱 5.89%	上汽通用五菱 6.03%	上汽通用五菱 6.10%
5 东风日产	5.87%	北京现代 6.06%	东风日产 5.84%	东风日产 5.68%	东风日产 5.19%	北京现代 5.30%	长安汽车 4.85%	东风日产 5.22%
6 奇瑞汽车	5.48%	奇瑞汽车 4.92%	奇瑞汽车 4.01%	长安福特 4.19%	上汽通用五菱 5.08%	东风日产 5.12%	北京现代 4.82%	吉利汽车 5.21%
7 比亚迪	4.61%	一汽丰田 4.33%	一汽丰田 3.74%	上汽通用五菱 3.87%	长安福特 4.39%	长安汽车 4.68%	东风日产 4.72%	长安汽车 4.40%
8 一汽丰田	4.49%	比亚迪 3.67%	长安福特 3.73%	长城汽车 3.85%	长安汽车 3.87%	长安福特 4.33%	长城汽车 4.09%	长城汽车 3.97%
9 吉利汽车	3.69%	吉利汽车 3.54%	吉利汽车 3.71%	一汽丰田 3.40%	悦达起亚 3.52%	长城汽车 3.76%	长安福特 3.98%	长安福特 3.46%
10 长安福特	3.65%	悦达起亚 3.54%	长城汽车 3.68%	吉利汽车 3.37%	长城汽车 3.33%	悦达起亚 3.07%	吉利汽车 3.37%	北京现代 3.28%
11 广汽本田	3.43%	长安福特 3.43%	悦达起亚 3.63%	悦达起亚 3.35%	神龙汽车 3.21%	一汽丰田 3.03%	悦达起亚 2.74%	东风本田 2.95%
12 神龙汽车	3.31%	神龙汽车 3.31%	比亚迪 3.44%	长安汽车 3.16%	一汽丰田 3.17%	广汽本田 2.89%	一汽丰田 2.71%	广汽本田 2.93%
13 悦达起亚	2.96%	长城汽车 2.99%	神龙汽车 3.32%	比亚迪 3.10%	广汽本田 2.61%	吉利汽车 2.80%	奇瑞汽车 2.71%	一汽丰田 2.88%
14 一汽轿车	2.85%	广汽本田 2.97%	广汽本田 2.39%	神龙汽车 3.05%	奇瑞汽车 2.43%	神龙汽车 2.63%	广汽本田 2.70%	广汽乘用车 2.63%
15 长城汽车	2.61%	一汽轿车 2.31%	东风本田 2.13%	广汽本田 2.67%	比亚迪 2.38%	奇瑞汽车 2.39%	东风本田 2.41%	奇瑞汽车 2.56%
16 广汽丰田	2.39%	广汽丰田 2.25%	广汽丰田 1.89%	奇瑞汽车 2.64%	吉利汽车 2.32%	比亚迪 2.22%	东风汽车 2.32%	上汽乘用车 2.30%
17 东风本田	2.31%	东风本田 2.09%	长安汽车 1.74%	东风本田 1.97%	东风汽车 2.06%	东风汽车 2.21%	比亚迪 2.10%	东风汽车 2.17%
18 一汽夏利	2.22%	一汽夏利 2.07%	一汽轿车 1.70%	广汽丰田 1.86%	广汽丰田 2.04%	东风本田 2.03%	广汽乘用车 1.94%	广汽丰田 1.85%
19 江淮汽车	1.78%	长安铃木 1.80%	江淮汽车 1.53%	一汽轿车 1.77%	一汽轿车 1.68%	广汽丰田 2.01%	神龙汽车 1.86%	北京奔驰 1.76%
20 长安铃木	1.78%	江淮汽车 1.78%	上汽乘用车 1.51%	东风汽车 1.64%	东风本田 1.68%	江淮汽车 1.73%	广汽丰田 1.78%	比亚迪 1.64%

资料来源：中汽协，天风证券研究所

2) 行业集中度远未达到行业稳定状态。

2010年-2017年，前10合计份额基本维持60%，并随时间发展在平稳基础上略有减少；前11-20、21-30合计份额变化不大；剩余企业合计份额略有增加，行业集中度远未达到行业稳定状态。

图 22：中国 2010-2017 年车企合计份额与当年总销量增速（%）



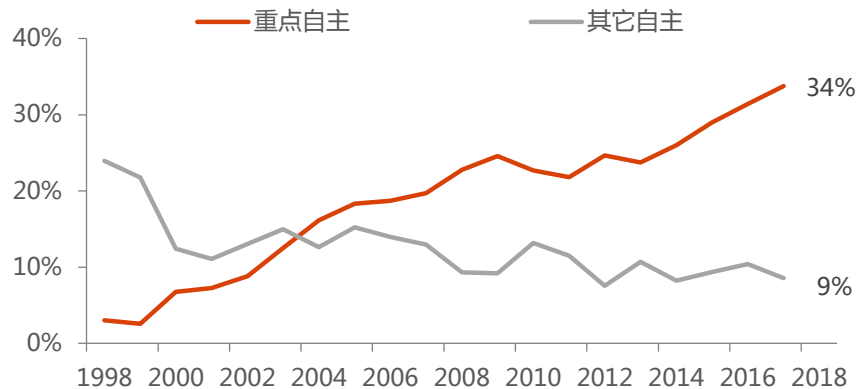
资料来源：中汽协，天风证券研究所

3) 龙头扩张格局已现，行业大洗牌降至。

2004年至今，重点自主（包括上汽通用五菱、吉利汽车、长安汽车、长城汽车、上汽乘用车

车、广汽乘用车、奇瑞汽车、比亚迪、一汽轿车、众泰汽车)市占率上升 19%；2014 年至今，重点自主市占率上升 8%。2017 年，重点自主市占率达 34%。重点自主上升势头明确，而合资品牌中韩系、法系、弱市日系也呈现较大的竞争压力和份额下降，龙头扩张格局显著。随行业增速下移，竞争加剧，尾部车企将逐步退出，大洗牌阶段到来。

图 23：中国 1998-2017 重点自主市场份额 (%)

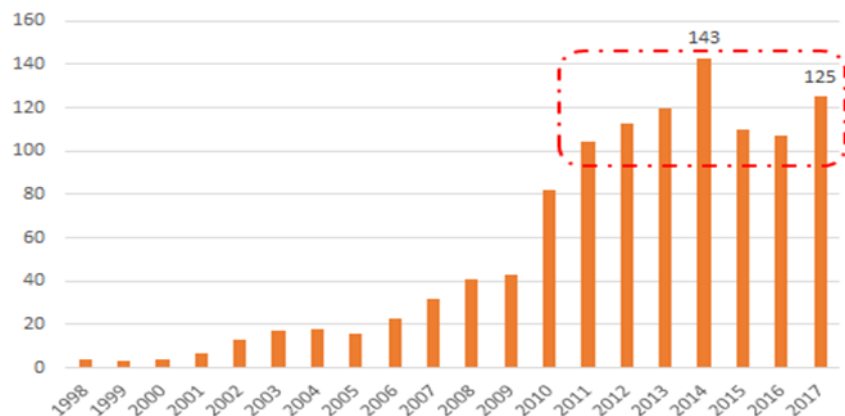


资料来源：中汽协，天风证券研究所

3.2. 性价比+服务，进口车市场仍是小众市场

进口车市场份额较小且上行空间有限。2017 年中国市场的进口车总销量为 125 万辆，同比增长 17%，占全国汽车销量 4%。进口车总规模自 2011 年之后稳定在百万辆级别，区间落差不大 (104, 143)，最高点出现在 2014 年 143 万辆。从进口金额来看，2017 年汽车整车进口额达 510 亿美元。我们认为，从销量和金额两个角度出发，进口车在国内仍是小众市场。而且过去进口附加费用 (包括关税、消费税、增值税及进口环节其他费用) 及特定消费者属性决定了进口车市场整体波动不大，且向上空间有限。

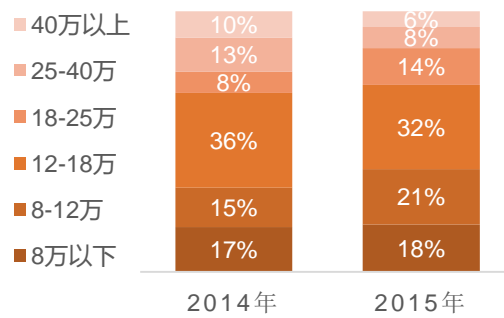
图 24：中国进口车历年销量 (万辆)



资料来源：wind，天风证券研究所

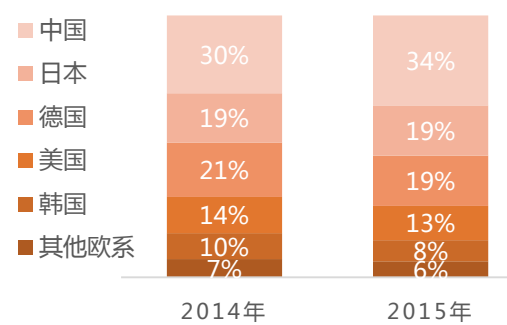
进口车性价比比较低，与消费者价格偏好不符。中国的汽车消费者对于性价比要求较高，在价格偏好中更加偏爱经济入门型以及中高端改善型汽车。2015，价位 12 万以下和 18-25 万的汽车销量增加，分别增长了 7%和 6%。进口车多为中高端品牌加上进口附加费用等，价格偏高，性价比较国产品牌无优势。由于高性价比，以及国产品牌的技术创新和营销到位，自主品牌市场份额上升。

图 25：全国市场不同价位车型销量结构（%）



资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

图 26：全国市场不同国别车型销量结构（%）



资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

进口车售后服务不完善。由于保有量较小，进口车的服务网点较少。进口车的 4S 店主要分布在北上广等大城市以及华南、华北等地区，进口车的售后网络布局仍不完善，对于一部分进口车消费者会造成修理困难的问题。根据“汽车售后服务满意度”的调查，修车难，修车贵，举证难、鉴定难、索赔更难是进口车消费者最为关注的问题。同时，进口车消费者对于维修网点服务人员的专业性以及其配件的价格虚高提出质疑。这反映了在进口车服务方面仍存在诸多问题。

2017 进口车占全国汽车销量 4%；其中，美国进口车 28 万辆，占进口量的 23%。从进口金额来看，2017 年汽车整车进口额达 510 亿美元；其中，进口美国金额为 131 亿美元，占 26%。我们认为，从销量和金额两个角度出发，进口车均对中国车市影响较小。

3.3. 合资仍是主流，独资面临高昂的，重置成本和股权成本

客观而言，合资模式是当年“市场换技术”的产业战略，产业争议巨大，但是合资车企的竞争力是全球充分竞争的结果，在全球都具有优势的高度社会化协作；而中国也是全球最为开放和充分竞争的市场，产业壁垒较高，无论是品牌和企业都需要品牌、技术和管理能力。广州标致、奇瑞观致、广汽菲亚特、长安标致雪铁龙、宝沃汽车、东风纳智捷等品牌的失败和低迷，充分说明在中国汽车市场竞争的强度和残酷。

市场判断的，合资公司中外双方及整个中国汽车行业影响大，合资公司两方的反应会有三种：①外方新建独资工厂，投放量产；②外方通过收购合资公司 100% 股权实现独资；③维持原有合资关系。**我们认为，合资模式仍是主流，并且呈现强者恒强的集中度提升趋势。**

1) 合资模式发展历史悠久。

- **第一阶段：**首家轿车合资企业成立，开辟利用外资、引进技术、加快发展的道路。1985 年 3 月 21 日，第一家轿车合资企业上海大众（现上汽大众）成立，中德双方投资比例为 5:5，合同期限 25 年；2002 年 4 月 12 日，投资双方将合营合同延长 20 年至 2030 年。
- **第二阶段：1990 年-1999 年计划经济体制向市场经济体制转变阶段：**积极引进外资支持企业发展，利用政策优势，合资企业不断涌现。
 - a) 1990 年 11 月 20 日，第一汽车制造厂与德国大众大众合资生产 15 万辆普及轿车项目在北京签约；
 - b) 1990 年 12 月 20 日，第二汽车制造厂与法国雪铁龙合资生产轿车项目在巴黎签约。签约的合同为第一期工程，目标为年产 15 万辆 C 级普通型轿车，最终目标为年产 30 万辆 C 级和 B 级普通轿车。
- **第三阶段：**2000 年-2011 年汽车工业高速增长阶段：随着个人消费市场放开，私家车正式进入中国家庭。国内企业与国外汽车巨头生产营销合作步伐加快，引进国外企业资金、技术和管理的力度不断加深。国外汽车巨头在国内均设立据点，

合资企业占据市场主导地位。

表 2：2000 年以后国外汽车巨头进入国内市场情况

建立时间	企业名称
2001.4.25 (入关前)	长安福特美系
2002.10.18 (入关后)	北京现代韩系
2002.10.25	神龙汽车法系
2002	东风悦达起亚韩系
2003.5	华晨宝马日系
2003.6.16	东风日产日系
2003.9.25	一汽丰田日系
2005.8.8	北京奔驰德系
2009.10.12	广汽三菱日系
2010.3.9	广汽菲克日系
2011.11.16	东风标致雪铁龙法系

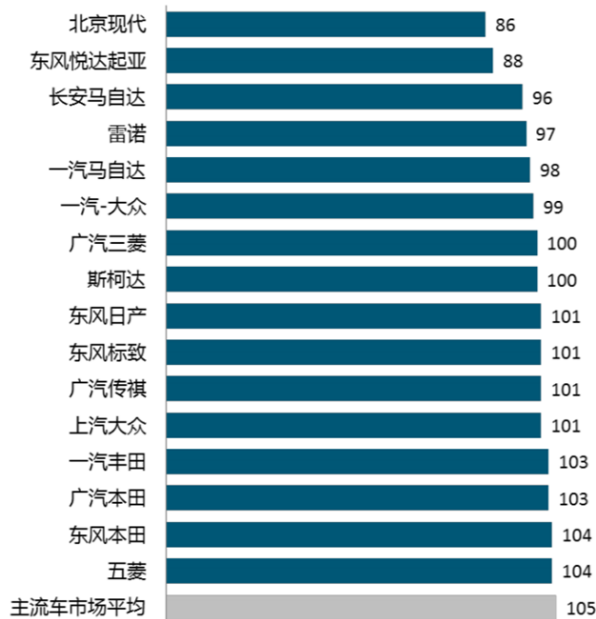
资料来源：汽车之家，天风证券研究所

- **第四阶段：**2012 年至今汽车工业平稳发展阶段：合资品牌逐渐分化为以日系和德系为主的第一阵营和除此之外的第二阵营。部分合资企业受到自主企业的冲击。

2) **合资模式优势明显：**与内资企业相比，依托外资的技术开发能力；与外资企业相比，依托内资的市场应变能力。

- a) 2017 年 IQS 排名合资靠前，证明合资技术开发能力实现共享。根据 J.D.Power 发布的 2017 中国新车质量研究 (IQS)，中国自主品牌与国际品牌新车的每百辆车问题数 (PP100) 为 13 分。在发动机/变速系统、车身外观及驾车经历上分别比国际品牌高 5.8 个 PP100、3.7 个 PP100 和 2.2 个 PP100。综合排序为：韩系品牌 (87 个 PP100)、欧系品牌 (95 个 PP100)、日系品牌 (103 个 PP100)、美系品牌 (106 个 PP100) 和中国自主品牌 (112 个 PP100)。

图 27：2017 年 IQS 排名 (每百辆问题车数 pp)(个)



资料来源：J.D.Power2017 中国新车质量研究 (IQS)，天风证券研究所

- b) 国家质检总局缺陷产品管理中心汽车召回事件统计显示，合资企业优势明显。根据国家质检总局缺陷产品管理中心布告，2018年3月至今，在销量大于内资企业的基准上，合资企业与内资企业召回事件数量相同。从数据反向验证，合资企业在安全性方面仍具有一定技术优势。

表 3：2018 年 3 月至今汽车召回事件统计 (%)

企业类型	事件数量	数量占比
内资企业	6	23.08%
合资企业	6	23.08%
外资企业	14	53.84%

数据来源：国家质检总局缺陷产品管理中心，天风证券研究所

- c) 市场应变能力外方难以独自挑大梁。中方在合资公司的经营中，对国家政策的解读、地方政策的落实等方面，相比外方有明显优势。

3) 收购合资公司股权成本高。

参考上汽通用 2012 年股权回购案例，通用集团斥资 1.2 亿美元回购上汽通用 1% 股权，推算 6 年前上汽通用 50% 的股权约值 60 亿美元。从合资公司的经营及发展来看，外方想在 22 年实现全部合资公司股权收购从成本角度出发难度较大。

同时，按部分合资公司 2017 的净利润水平来推算市值。上汽大众 50% 的股权市值约为 670/1,336 亿元 (PE=5/10)；上汽通用 50% 的股权市值约为 385/771 亿元 (PE=5/10)。

表 4：合资品牌估值测算 (万元)

品牌名称	2017 年净利润 (万元)	PE=5 市值 (万元)	PE=10 市值 (万元)
上汽大众	2,672,426.76	13,362,133.8	26,724,267.6
上汽通用	1,542,076.69	7,710,383.45	15,420,766.9
上汽通用五菱	533,232.27	2,666,161.35	5,332,322.7

数据来源：公司公告，天风证券研究所

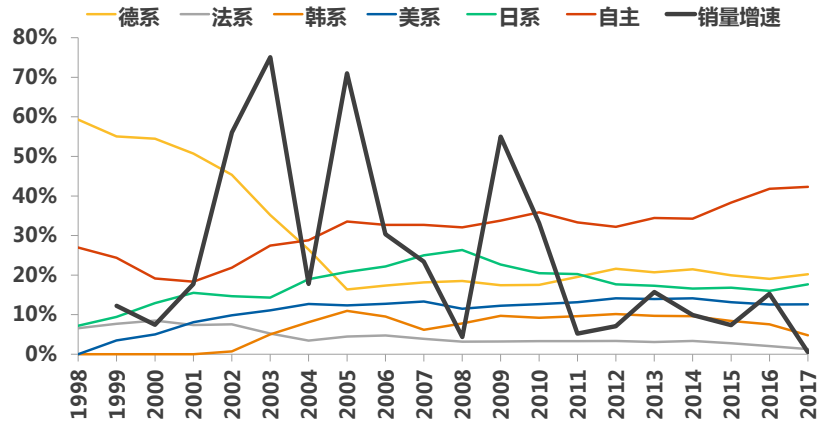
3.4. 自主崛起+新能源汽车，才是主流趋势

中国汽车工业运行至今，更多的成长机遇来自于自主崛起和新能源汽车。随着市场准入放开，尽管面对可能更大的市场竞争，但是自主品牌龙头的综合实力已经加大提升，正在加速蚕食弱势合资和弱势自主的市场份额，不惧怕外资的贸然进入。市场准入还有另一大刺激因素，就是新能源汽车的放开，包括特斯拉等海外新兴车企，有望实现国内独资建厂，有利于推动中国新能源汽车市场供需两旺，带动中国新能源汽车产业链加速放量 and 成长，在未来全球新能源汽车市场占有核心地位。

3.4.1. 过去 16 年，自主份额持续提升，龙头加速崛起

自主份额受行业整体情况影响较大，多数时候随增速向上而向上，增速向下而向下，但整体保持了增势；自主领军车企发生更替，由奇瑞、比亚迪切换为长城、长安、五菱再切换为吉利、上汽、广汽。

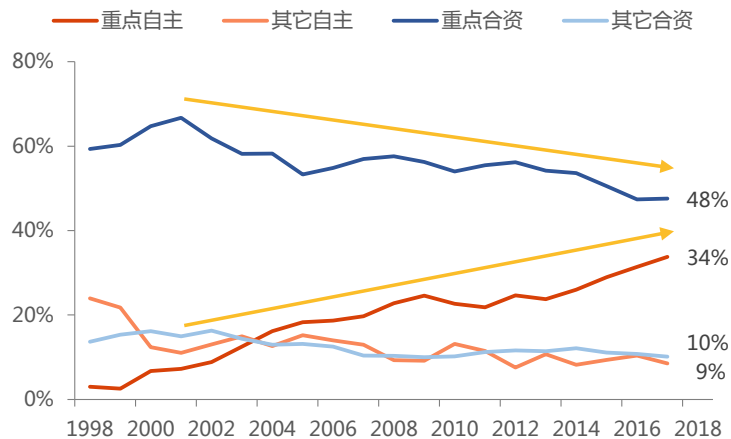
图 28：中国 1998-2017 车系份额与销量增速变化 (%)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

重点自主向上趋势显著，合资整体向下。重点自主上升趋势显著，2004 至今上升 19 个百分点，2014 至今上升 8 个百分点；重点合资呈现整体性向下，2004 至今下降 11 个百分点，2014 至今下降 6 个百分点；其它自主/合资多年来均呈下行趋势，且份额接近，但自主随行业增速波动更大。

图 29：中国 1998-2017 重点自主/合资市场份额 (%)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

注：五菱 2013 年将部分微车纳入狭义乘用车口径，导致当年五菱市占率明显上升

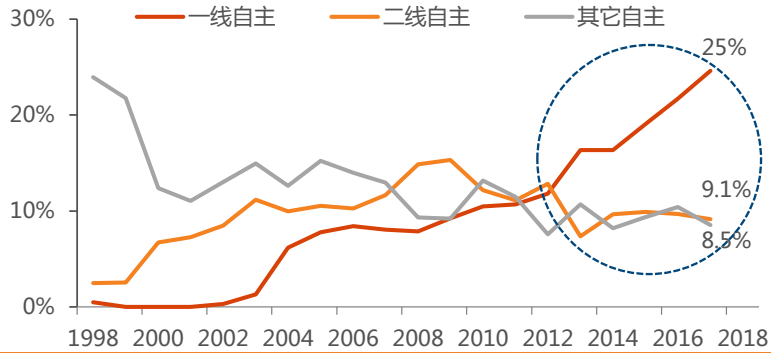
表 5：重点车企选择各自阵营 2017 年销量前 8 名

重点自主		重点合资	
吉利汽车	长安汽车	一汽大众	上汽大众
长城汽车	长安乘用车	上汽通用	东风日产
广汽乘用车	奇瑞汽车	长安福特	北京现代
比亚迪	一汽轿车	东风本田	广汽本田

数据来源：中汽协，天风证券研究所

一线自主扩张成为主流。一线自主 2013 年左右开始走势独立于二线和其他自主。2013 年起，一线自主市占率大幅上升，而二线和其他自主市占率在平稳基础上略有下降。2017 年，一线自主市占率达 25%，二线自主市占率达 9.1%，其他自主市占率达 8.5%。

图 30：中国 1998-2017 一线自主份额迅速提升 (%)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

注：五菱 2013 年将部分微车纳入狭义乘用车口径，导致当年五菱市占率明显上升

强者恒强，份额提升空间大。预计随行业增速下移，竞争压力加剧，大小洗牌平行进行，强者恒强：排名 41-50、31-40 车企将让出份额，2017 年合计约 8%；之后 21-30 车企也将逐渐让出份额，2017 年合计约 12%。前 20 名车企排名也将发生变化，其中不乏处于下坡路的车企，也将让出份额；体制活、产品力强、升级快的车企排名上移，集中度进一步上收。

一线自主车企份额提升空间大：以吉利为例，目前为份额最高的自主车企，但也仅 5.2%，距离第一有 3.4 个百分点差距，是 20 名以外车企合计份额的 1/4 不到。

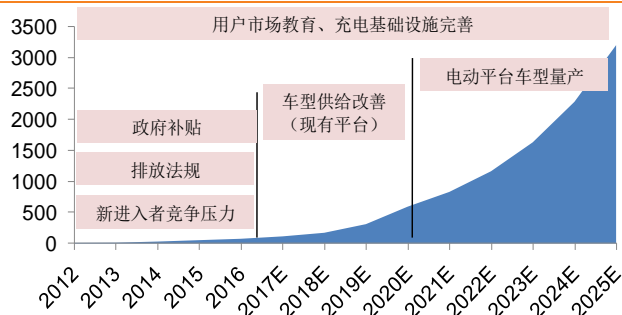
3.4.2. 新能源汽车将迎来“双积分”和“供需放开”的大好局面

中国在其中的话语权是不同的，在新能源中远远高于在传统。这一部分，无论是上游材料、中游电池还是下游造车，中国具备引领全球步伐的实力，从近期 CATL 的新动向来看，已经非常明显了。所以未来除了小众需求仍需进口以外，其余中低高端的基盘需求基本上能做到自给自足，并且有对外输出的能力。

纯电动汽车推进加快：①电池成本下降②高性价比产品③配套政策加力。我们预计，2014-2020 年间，新能源汽车销量会由 9 万增至 210 万辆，CAGR 近 70%，2018-2025 年的 CAGR 是 40%，2025 年销量达到 2200 万辆，渗透率 21%，

2018 年随着补贴重心调整，双积分压力，以及产业政策的对外开放，行业将呈现“高端紧缺，低端过剩”。如果双积分政策强力执行，意味着维持未来传统主力车企将加入新能源汽车供给，加速现有车型的电动化改造，在 2019-2020 年电动平台车型将开始量产，届时整个新能源汽车将迎来供需两旺，但是主要将集中在中高端、主流、高性价比的车型，将导致全行业的高端产业链放量，而过去过度依赖国家补贴的客车和低端乘用车将进入残酷的市场竞争阶段。

图 31：新能源汽车行业驱动要素



资料来源：第一电动网、天风证券研究所

根据乘联会统计，2017 年中国新能源乘用车总销量为 57.6 万辆，其中进口车 2.0 万辆，占比 3.4%，主要由美系和德系构成，美系占主要，合计较 2016 年下降 0.7 个百分点，主要是因为国内新能源车放量更快。这个占比较从绝对值上来讲是较低的，同时无论是乘联会还是中汽协，一般披露国内产销数据也没有将进口车纳入其中，进口新能源车一般也未采用国内生产的电池。

图 32：中国新能源进口车销量（辆）及市场占比（%）

	燃料	进口合计	全年市场总销量	全年进口占比
2016	PHEV	1,142	80,599	1.4%
	BEV	12,860	261,372	4.9%
	合计	14,002	341,971	4.1%
2017	PHEV	560	108,133	0.5%
	BEV	19,186	468,006	4.1%
	合计	19,746	576,139	3.4%

资料来源：乘联会，天风证券研究所

目前，中国进口关税下降，将带来全球畅销新能源汽车的放量，同时外资股比限制放开，也有利于加快包括特斯拉等电动汽车巨头，在华独资建厂。2016 年进口的 1.4 万和 2017 年进口的 2.0 万辆新能源车中，主要由美国的特斯拉、德国的宝马、保时捷等车型构成，并且最主要的就是特斯拉，2016/2017 年分别占进口新能源的 83%/85%，占进口纯电动的 91%/87%。

目前中美贸易争端，进口美系新能源汽车产品，有可能面临减税和加税的两种可能性。一是中国最终将下调汽车进口关税；一是中美贸易摩擦升级，中国有可能会针对美系进口新能源汽车进行关税加征。对美国车企的影响，主要是特斯拉。中国市场对特斯拉的营收贡献 2017 年为 17%，占比不算小，但营收基盘仍以美国为主（53%），并且 2018 年受制于产能，Model 3 在中国市场仍难放量的时段，中国市场占比将略有下降。

假设关税加征，我们测算后认为，随价格上涨 2 成，这部分原有需求将有 4 个流向：①对价格敏感度相对低，依然购买特斯拉；②购买同为豪华品牌的保时捷、宝马新能源车；③购买国产中高端新能源车（如今年开始交付的蔚来 ES8 等）；④购买豪华品牌燃油车。值得关注的是，随德系豪华品牌、国内新造车近两年在新能源领域发力（如保时捷和宝马乃至奥迪都在不断推出新车），人们对智能驾驶的理解进一步加深，特斯拉的科技形象和品牌溢价实际较前两年有所下降。

如果是减税，那么美系新能源汽车性价比优势继续拉大，特别是特斯拉产品在华销量将极大扩张。而且，“在华建厂”扩大销售优势是马斯克一直以来的目标，一直积极呼吁中国打开新能源汽车的资质和股比的放开。鉴于目前特斯拉的投资价值核心仍在于 Model 3 的产能问题，特斯拉一季度总产量达 34,494 辆，环比上升 40%。特斯拉称，过去七天生产了 2020 辆 Model 3，未来将稳定超越 2000 台的周产量。减税叠加股比放开，将降低特斯拉的经营风险，打开特斯拉的中期成长空间。

图 33：马斯克 3 月初推特言论



资料来源：推特，天风证券研究所

最后，我们认为中国汽车工业，在新能源领域，无论是整车、三电系统和零部件，远远高于在传统汽车产业链的市场地位和技术能力。这一部分，无论是上游材料、中游电池还是下游造车，中国具备引领全球步伐的实力，有别于当年“市场换技术”的产业尴尬，电动汽车能够实现“市场”和“技术”的双重提升。

4. 结论：风物长宜放眼量，布局价值和成长龙头

2018 年是汽车小年，汽车板块今年以价值波段为主，在“黑天鹅事件”，寻找市场错杀的价值龙头。由于贝塔较弱，寻找市场忽视的阿尔法成长个股。

短期因景气度、贸易战、关税下调等情绪冲击，板块个股大幅调整，迎来价值龙头个股的估值低点，而汽车市场空间巨大，仍存深度挖掘细分成长龙头个股的长期机遇。“风物长宜放眼量”，看好【上汽集团、吉利汽车、金龙汽车、均胜电子】，建议关注低估值【广汽集团、中鼎股份、宁波高发、新泉股份、精锻科技、银轮股份】等。

5. 风险提示

政策不确定性；相关方采取过激应对策略。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com