

2020 年 05 月 08 日

汽车

技术本田的中国加速度

■**剑指 2030，技术本田的全球战略调整。**从 CVCC 到 VTEC、i-VTEC，再到最新的地球梦科技，本田一贯重视研发投入，在汽车动力总成技术上位于世界前列。提出“2030 愿景”中期目标后，本田目前正在全球范围内进行全方位战略性调整：调整工厂布局以提升产能利用率、改革六极开发和生产体制，升级地球梦科技，全面推进电动化战略，本田架构落地实施。

■**产销占比不断扩大，本田对华战略倾斜。**过去三年，本田中国产销复合增速 9.0%，2019 年产能利用率高达 125%，远高于本田全球的 1.1% 的复合增速和 93% 的产能利用率。随着中日关系转暖，换购周期来临，中国市场在本田全球产销中占比不断扩大，本田对华战略转向积极。本田全球产能压缩，独增在华产能，发动姊妹车战略加速优势产品投放，不断填补产品配置、终端渠道洼地。外部机遇利好，叠加内部积极调整，到 2022 年，本田在华两大合资公司产销量均有望突破百万辆大关，预计年复合增速在 9% 左右。

■**多维并举，本田单车盈利有望持续提升。**过去受制于本田在中国的车型结构、核心零部件配套和本土化采购率等方面的缺失，本田单车盈利不及大众和丰田，尤其是广汽本田提升潜力巨大。目前，本田多维并举，积极谋求降本增利，强化姊妹车战略，加速导入高利润空间的 SUV 产品，销量结构有望显著改善，本田架构落地和供应链国产化提速等也将有助于提升单车盈利。随着销量持续爬坡，在规模效应的带动下，我们预计，广本单车盈利将从 2019 年的 0.95 万元左右逐年提升至 2022 年的 1.24 万元，与东本看齐，单车盈利年复合增速 9.36%。

■**投资建议：**从需求端来看，中国车市已进入换购周期，未来几年换购加速，豪华车和德日合资将是换购的最大受益者。从供给端来看，本田开启 2030 战略调整，中国区低位提升，本田中国战略转向进取，未来三年积极扩张产能，加速推进双车战略和混动战略，渠道也在有条不紊扩张，计划到 2022 年东本和广本均实现年销百万辆目标。从供应链管理来看，随着本田架构和六极开发体制的推进，本土化采购比例有望加速提升，自主供应链有望迎来机遇期，同时本田单车盈利也有望持续提升。重点推荐广汽集团（A/H），建议重点关注中鼎股份、敏实集团、星宇股份、德赛西威和华达科技等。

■**风险提示：**乘用车整体销量或不及预期；换购进程或不及预期；本田扩产或不及预期；折扣回收或不及预期；新客户开拓或不及预期。

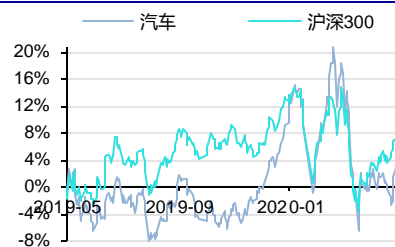
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601238 广汽集团	13.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.82	-10.08	-24.89
绝对收益	-1.99	-9.44	-17.87

袁伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100002
yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002
xuhx@essence.com.cn

相关报告

国产 Model 3 再降价，新能源车降本或加速 2020-05-03
广东省汽车下乡补贴政策落地，利好新能源车 2020-04-29
2020Q1 基金重仓汽车比例下降，整车更受偏好 2020-04-27
补贴政策落地，符合预期，利好新能源汽车平稳发展 2020-04-24
国内外燃料电池产业化知多少 2020-04-23

内容目录

1. 本田全球汽车战略大调整	4
1.1. 摩托车制造起家，汽车业务稳扎稳打	4
1.2. 改革六极开发体制，调整全球产能布局	4
1.3. 地球梦科技，i-VTEC 后的新一代本田黑科技	7
1.4. 本田架构，兼顾通用化和个性化	8
1.5. 以混动为核心的电动化战略	8
2. 外部机遇利好，对华战略倾斜	10
2.1. 换购周期来临，本田受益明显	10
2.2. 全球生产压缩，独增中国产能	12
2.3. 加快产品投放，强化姊妹车战略	12
2.4. 地球梦科技加持，产品配置不断升级	16
2.5. 渠道下沉潜力大，西部地区拓展空间大	17
3. 多维并举，降本增利	18
3.1. 单车利润差距主要源于车型结构差异	19
3.2. 本田架构应用，通用化程度提升将助力降本	20
3.3. 中国市场产销上升，本土化采购比例有望提高	21
3.4. 未来三年，广本单车有望迎来量价齐升	22
4. 投资建议与风险提示	23

图表目录

图 1: 本田各业务营业收入占比 (2018)	4
图 2: 本田全球汽车销量情况 (单位: 万辆)	4
图 3: 本田 2030 愿景路线图	5
图 4: 本田销量 60% 来自全球车型, 40% 来自区域车型 (2018)	5
图 5: 本田全球各地区汽车产量 (单位: 万辆)	6
图 6: 过分强调“当地生产当地销售”导致本田日本出口量偏低 (单位: 万辆)	6
图 7: 全球产能调整后预计能在 2022 年达到 100% 产能利用率 (单位: 万辆)	7
图 8: 本田全新一代动力总成技术“地球梦科技”	7
图 9: 地球梦发动机和变速箱实现燃油经济性及动力性能提升	8
图 10: 本田架构将实现部件通用化, 提升开发效率	8
图 11: 本田计划到 2030 年 65% 销量来自新能源汽车	9
图 12: 第三代 i-MMD 系统提升了最高热效率值和范围后更节能	9
图 13: 未来本田电动化战略将基于最高效的 i-MMD 技术	10
图 14: 2016 年开始, 中国乘用车市场进入换购周期	10
图 15: 换购前自主最高, 日系和德系次之	11
图 16: 换购后德系最高, 日系次之但份额上升快	11
图 17: 中日关系回暖	12
图 18: 2017 年后日系乘用车份额加速回升	12
图 19: 2017 年以来广本和东本产能利用率均大于 100%	12
图 20: 本田在中国已开启产能扩张周期 (单位: 万辆)	12
图 21: 本田中国销量主要来自全球车型, 中国区域车型占比逐渐上升	14
图 22: 中国区域特供车型凌派已成为广本另一销量支柱 (单位: 辆)	14
图 23: 本田在中国强化姊妹车战略	15

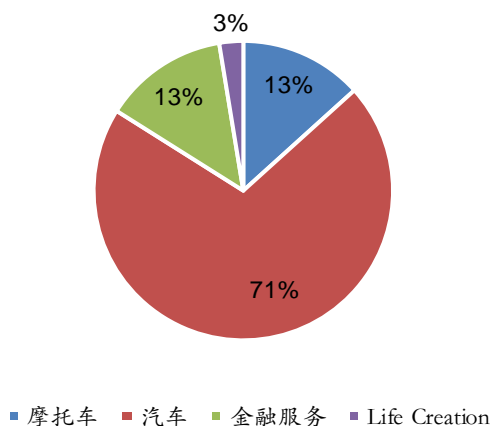
图 24: XR-V 和缤智的月销量相近 (单位: 辆)	15
图 25: 本田在中国采取与第三方合作方式开发电动车.....	15
图 26: 飞度在应用地球梦科技后月销量中枢显著上移.....	16
图 27: 本田经销商总数远低于大众 (2019)	18
图 28: 本田西部地区仍有较大拓展空间 (2019)	18
图 29: 广本和东本单车利润差别较大 (2018)	18
图 30: 2013 年开始, SUV 在我国狭义乘用车销量中占比迅速提升, 已超过 40%	19
图 31: 广汽本田的销售结构中 SUV 占比低.....	19
图 32: 东风本田的销售结构中 SUV 占比高.....	19
图 33: 未来广汽本田的销售结构将得到改善.....	20
图 34: 上世纪九十年代本田采取通用化等降本措施后盈利能力提升.....	20
图 35: 本田来自中国的采购占比仍偏低 (2018)	21
图 36: 2015 年开始中国产销占比提升迅速.....	21
图 37: 东风本田供应商中自主零部件厂商身影少 (2016)	22
图 38: 广汽本田在未来三年有望迎来单车均价和净利润齐升 (单位: 万元)	22
表 1: B 级轿车和 B 级 SUV 保值率排名中, 本田均位列第一.....	11
表 2: 过去本田产品导入保守, 平均每年不到一款.....	13
表 3: 本田产品矩阵不够丰富.....	13
表 4: 本田在中国已进入产品加速投放期.....	16
表 5: 缤智改款进行了空间加大和配置提升.....	17
表 6: 广汽本田销量预测 (单位: 辆)	23

1. 本田全球汽车战略大调整

1.1. 摩托车制造起家，汽车业务稳扎稳打

本田以研究发动机起家，初期以摩托车生产为主业，1959 年成为世界最大的摩托车制造商。上世纪 60 年代，日本汽车市场规模快速增长，本田顺势进军汽车制造领域，目前汽车产量规模位列世界前十。从本田 2018 年营业收入构成看，三大非金融业务，汽车、摩托车和 Life Creation（包括发动机、发电机和汽油机等产品）分别占 71%、13%和 3%。目前汽车生产和销售是本田最大的收入来源。

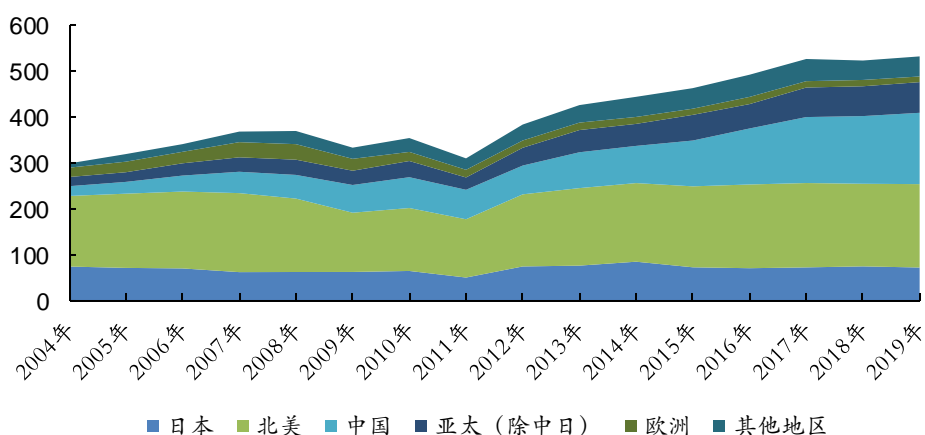
图 1：本田各业务营业收入占比（2018）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

本田全球销量，北美市场占比最高，中国市场增长最快。2017 年，本田全球销量突破 500 万辆大关，2019 财年达 532.3 万辆。从全球各区域的汽车销售情况看，北美市场销量最高，占 34%以上。近年来，中国市场销量增长最快，2015~2017 年均维持了两位数增速，在 2019 年销量再次创历史新高记录达 155.44 万辆，在中国乘用车市场总体销量下滑情况下同比增长 5.4%，目前约占本田销量的 28%。

图 2：本田全球汽车销量情况（单位：万辆）



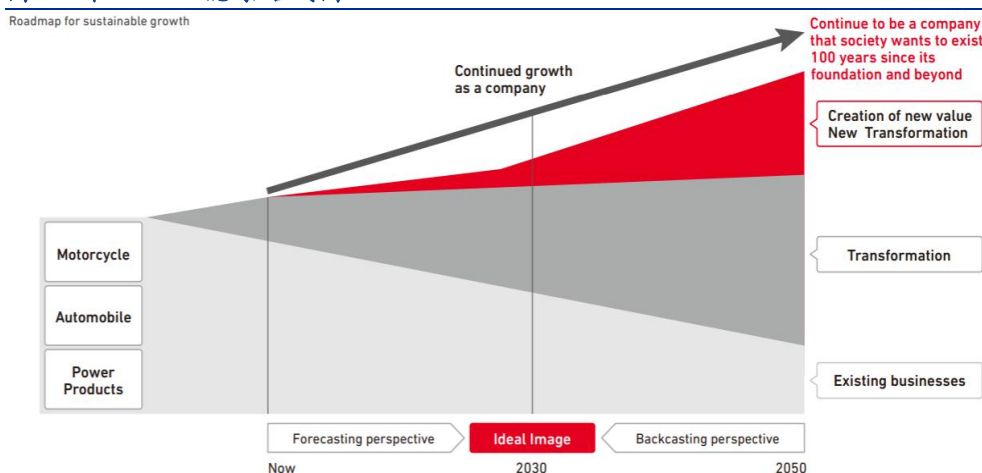
资料来源：Marklines，安信证券研究中心

1.2. 改革六极开发体制，调整全球产能布局

本田在 2017 年全球媒体大会上发布了“2030 愿景”的中期发展战略，提出要强化现有业务

的稳定发展，加强全球各区域间的协调合作，开放与第三方合作进军新领域。在 2030 愿景下，本田对其传统汽车业务进行了开发和生产等方面的战略调整。

图 3：本田 2030 愿景路线图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

改革六极开发体制，产品兼顾全球性与本土化。2012 年 9 月，本田公布实施全球六极开发体制，即在日本、北美、中国、亚洲•大洋洲、南美和欧洲同时开发。全球车型开发上，从开发的初期阶段起，六大区域就以相同进度共同参与开发，以达到短期内全球投放同一车型和从早期阶段起就确保全球产量的目的。区域车型开发上，六极根据当地消费者需求因地制宜开发。其结果是，一方面，区域车型如北美的 PILOT 及亚洲的 BRIO 系列已成为当地销量支柱。另一方面，区域开发部门的开发负担加重，日本开发中枢的支持业务也大增，过度膨胀的开发压力和成本也是引发本田系列召回事件的原因之一。2016 年，本田开始对六极开发体制进行改革，以日本为中心先开发地区间可共享的基本车型，各区域以此为基础进行按需修改，再开发区域衍生车型。在为六极开发减负提效的同时，仍兼顾了产品的全球性和本土化。同时本田再度加强了飞度、思域、雅阁、CR-V 和 HR-V 等全球车型的开发工作，在全球车型中引进新的平台，采用小型化涡轮增压发动机。

图 4：本田销量 60%来自全球车型，40%来自区域车型（2018）

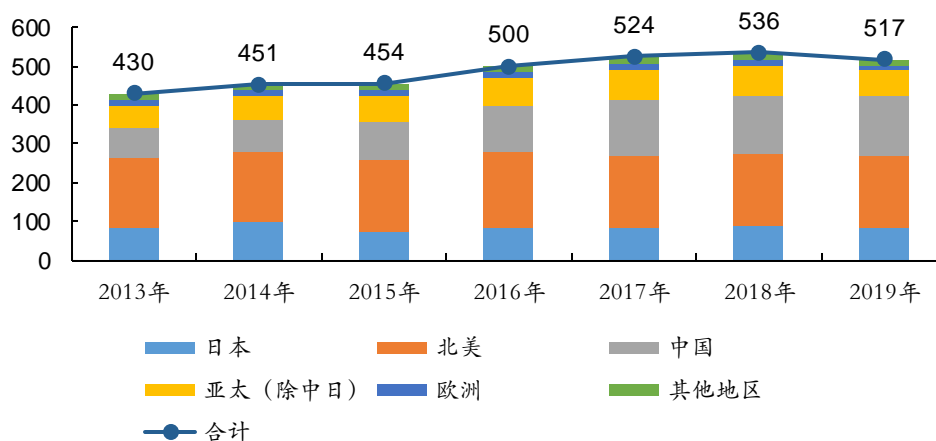


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

调配各区域产能，计划 2022 年实现 100%的产能利用率。过去本田一直奉行“在需求地生产”的生产方针，在海外各区域积极推进本地化生产。这一生产体制在为本田节约各项成本的同时也导致了全球视角下生产灵活度不高的问题。当各区域市场需求发生变化时，产能无

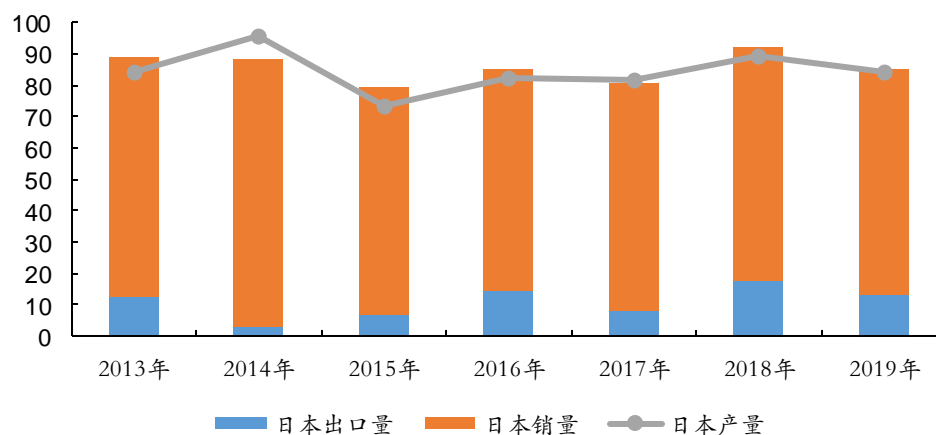
法及时作相应调整，由于过分强调“当地生产当地销售”，部分地区因市场需求减少而产能闲置，而部分市场又因需求旺盛而产能不足。本田 2014 年在日本本土的出口量低至 3.13 万辆，仅占本田日本产量的 3.4%，远低于日本行业平均的 50% 左右，在近年日本国内汽车消费低迷的情况下出现了日本本土产能利用率偏低的问题，2016 年产能利用率仅 76.9%。此外，欧洲市场自 2009 年开始出现销量负增长，2015 年产能利用率到达低点 59%。因此，本田自 2017 年开始对全球生产体制进行改革，在坚持本地化生产理念不变的前提下，对全球产能布局进行调整，同时提出生产体制的“补充计划”，即根据各区域销售情况增减产能，同时加强区域间的产能协调。本田计划在 2021 年关停英国的 15 万产能和土耳其的 5 万产能，将欧洲的汽车生产改由日本等区域出口。预计到 2022 年，本田将实现全球产能的 100% 利用。另外，本田还将因地制宜实施生产方式改革，首先计划在北美减少衍生产品数量，精简原型车，同时重新规划更高效的生产系统。本田计划在 2025 年之前在全球相较于 2018 年减少 10% 的生产成本。

图 5：本田全球各地区汽车产量（单位：万辆）



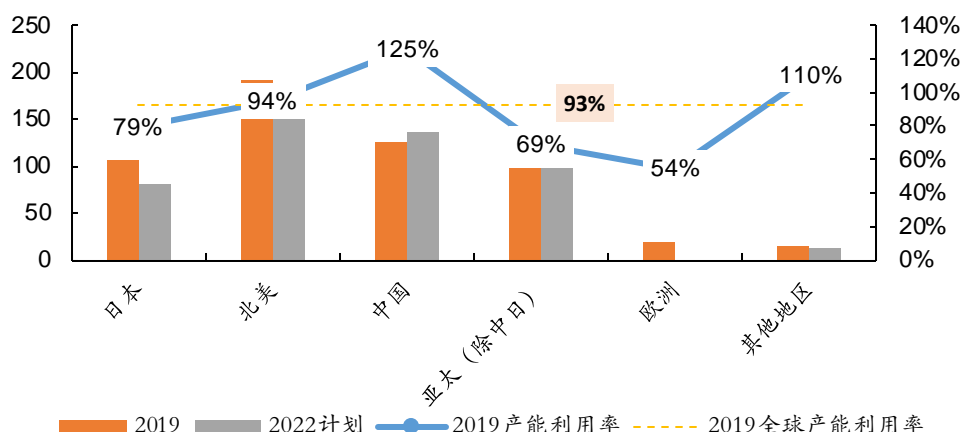
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 6：过分强调“当地生产当地销售”导致本田日本出口量偏低（单位：万辆）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 7：全球产能调整后预计能在 2022 年达到 100% 产能利用率（单位：万辆）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.3. 地球梦科技，i-VTEC 后的新一代本田黑科技

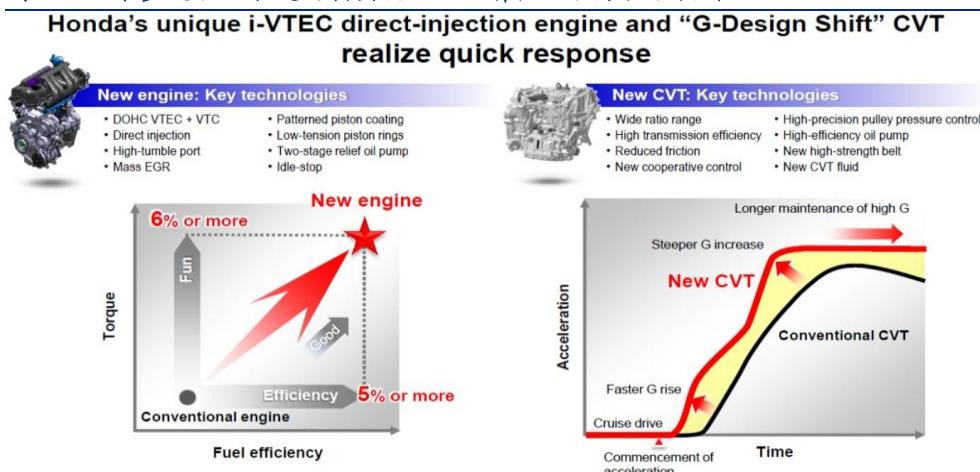
本田自进军汽车领域以来，一直专注于三大件的研发和改进，追求高转速、高效能、低排放。1972 年发布的 CVCC 发动机成功解决二次污染问题，使本田成为第一个通过美国《1970 清洁空气法案》的汽车制造商。1989 年发布 VTEC 技术，是世界上第一个能同时控制气门开闭时间及升程等两种不同情况的气门控制系统，实现了同等排量，更大马力的可能。此后，本田又在 VTEC 上增加 VTC 可变正时控制装置，令气门重叠时间更加精确，保证进、排气门最佳重叠时间，将发动机功率提高 20%，升级后的 i-VTEC 也成为了本田黑科技的标志。地球梦科技（Earth Dreams Technology）是本田最新一代动力总成技术，目前包括了 6 款内燃机、3 款 CVT 变速箱、3 款混合动力系统和 1 款纯电动力系统。地球梦系列动力总成兼顾了驾驶乐趣和环保性能，既满足了动力需求，又达到了燃油经济性。地球梦汽油发动机均采用缸内直喷技术与 DHOC 双顶置凸轮轴结构，具有轻量化与低摩擦的特点。另外，VTEC 可变气门升程、可变进气歧管、VCM 可变气缸、涡轮增压等技术也在不同排量和型号的发动机上配备。如 1.5L 汽油发动机可提升 6% 以上加速性能和 5% 以上燃油经济性，全新 CVT 在加速方面，相对于以往，G 值攀升的更快更高，并且持续时间更长，显著提升加速性能。

图 8：本田全新一代动力总成技术“地球梦科技”



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 9：地球梦发动机和变速箱实现燃油经济性及动力性能提升

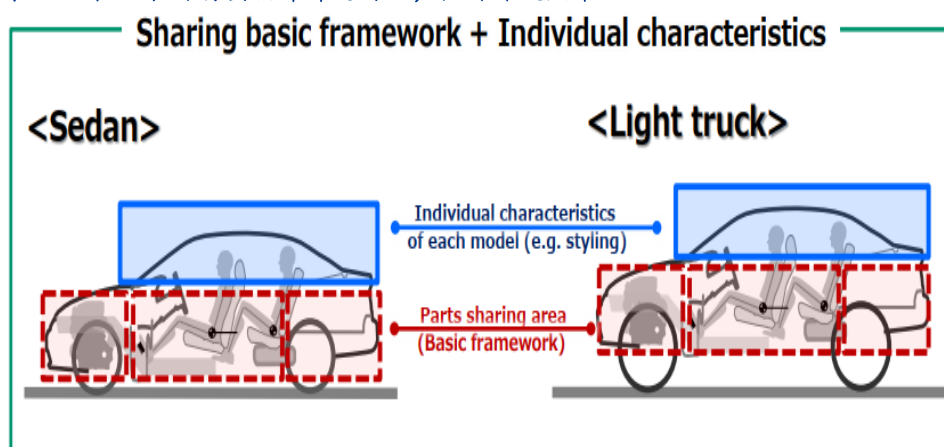


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.4. 本田架构，兼顾通用化和个性化

本田架构，Honda Architecture，是本田在 2019 年发表的适用于全球工厂的全新汽车架构。类似大众的 MQB 平台和丰田 TNGA 框架，本田架构也将采取通用化方式。在通用化思路，本田框架将车型开发分为两部分，下半部分进行模块化，不同车型将底层共享采用统一的基础框架，上半部分为个性化部分，开发不同车型在外观等方面的特色。通过该架构，未来将有约 70% 的部件能实现标准化，包括引擎舱、客舱和后备箱，在 2025 年前减少开发工时数量 30%，节约下来的人力资源将被投入到新领域的开发。该架构还将有助于加强本田内部的跨区域车型整合，同时允许针对特定区域开发车型。本田已计划在 2020 年将本田框架首次应用到一款全球车型上，并在未来逐步增加应用车型。

图 10：本田架构将实现部件通用化，提升开发效率

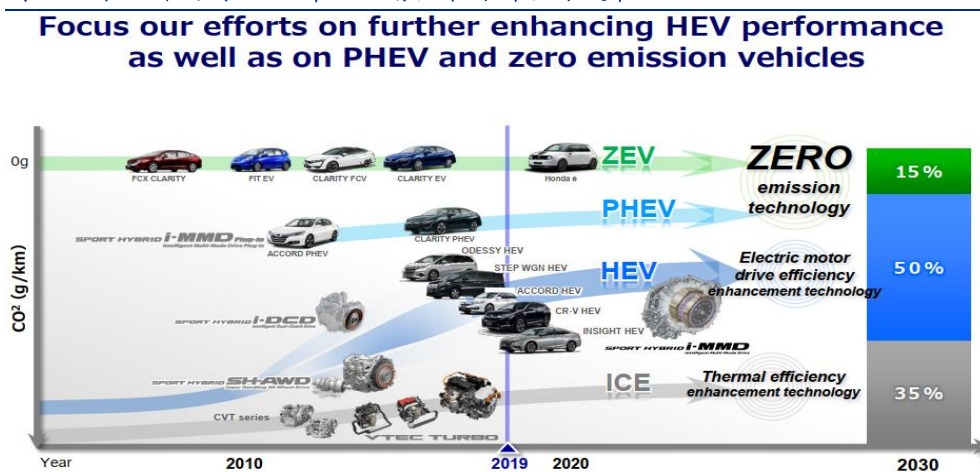


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.5. 以混动为核心的电动化战略

本田在 2017 年的北美国际车展上宣布了电动化战略，计划到 2030 年实现全球汽车销量的 65% 来自于新能源汽车。本田将电动化战略分为混合动力（包括 HEV 和 PHEV 车型）和 ZEV（包括 BEV 和 FCV 车型）两部分。其中，混合动力是目前电动化战略的重点，主要为应对美国、欧洲等市场的企业平均油耗标准（CAFÉ 标准），计划在 2030 年 HEV/PHEV 将占全球销量 50%。

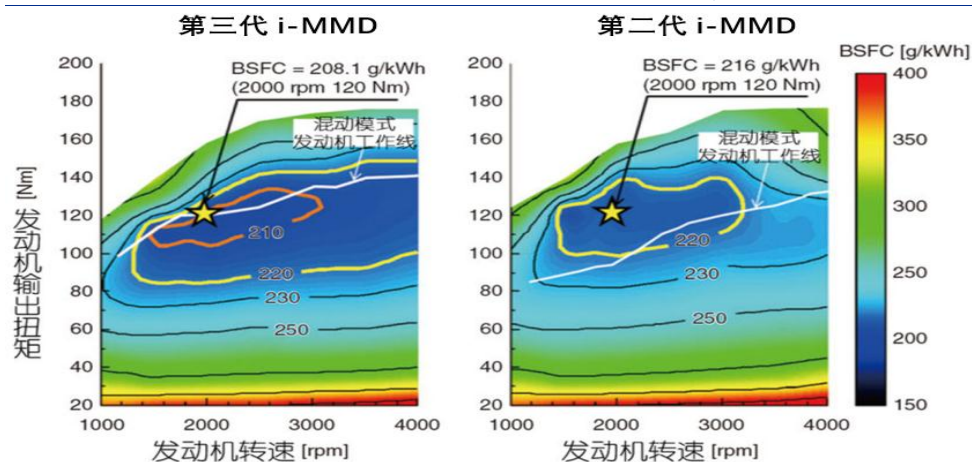
图 11：本田计划到 2030 年 65%销量来自新能源汽车



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

本田在 1999 年在 Insight 上引入混合动力技术，此后不断进行技术升级和产品线扩充。**Sport Hybrid** 系统是本田的最新混合动力技术，它包括单电机 Sport Hybrid i-DCD（智能双离合驱动），双电机 Sport Hybrid i-MMD（智能多模式驱动）和三电机 Sport Hybrid SH-AWD（运动混合动力超级装卸-全轮驱动）三种混动系统，分别适配小型、中型和大型车。其中，第三代 i-MMD 混合动力系统采用 2.0L 阿特金森循环发动机+双电机+锂离子电池组。其中 2.0L 阿特金森循环发动机热效率达到了惊人的 40.6%，高于第九代雅阁混动 38.9%。动力单元（IPU）比第九代雅阁体积小 32%，电池包的总容量为 1.4 千瓦时，可实现 1500 次充放电循环的衰减不超过 20%。在日本能源部做过的相关测试中，第三代 i-MMD 混动燃效 30 公里/升汽油，综合输出功率 158kW。

图 12：第三代 i-MMD 系统提升了最高热效率值和范围后更节能



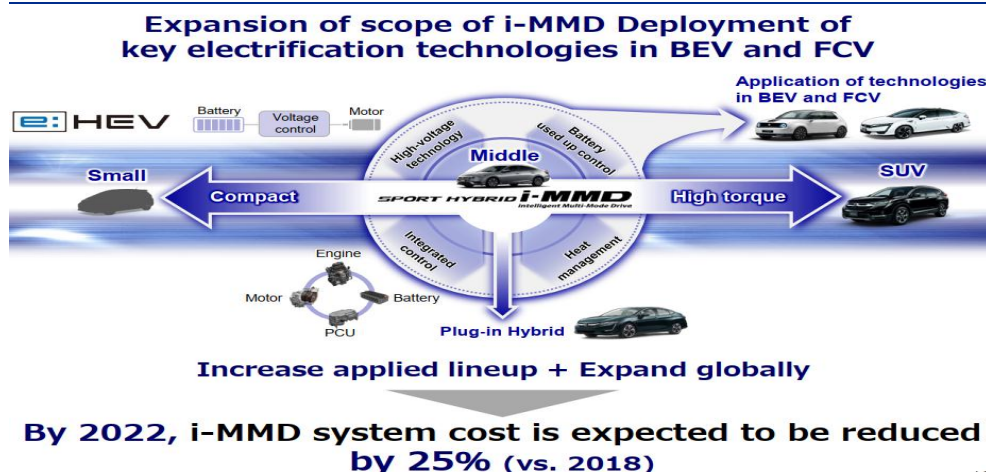
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

注：黄圈代表最佳热效率范围，第三代的混动模式工作线更多落在黄圈内

在 2019 年 7 月的 Honda Meeting 上，本田提出未来将把现有的 i-DCD、SH-AWD、i-MMD 三种类型的混动系统收拢为一种，即均基于最高效的 i-MMD 系统打造。i-MMD 进行小型化和轻量化后将取代 i-DCD，适配于小型和紧凑型车，2019 年东京国际车展上公布的下一代 FIT HYBRID 已应用了这一技术。同时，i-MMD 还将进一步提高动力性能，适配于中大型 SUV，将率先向北美市场投放。在对 i-MMD 技术进一步共享和扩展后，还将得到适用于 PHEV、BEV 和 FCV 车型的动力系统。此外，本田计划于 2022 年前，相较于 2018 年降低 i-MMD

系统的成本 25%，有力提升新能源车型的性价比。

图 13：未来本田电动化战略将基于最高效的 i-MMD 技术



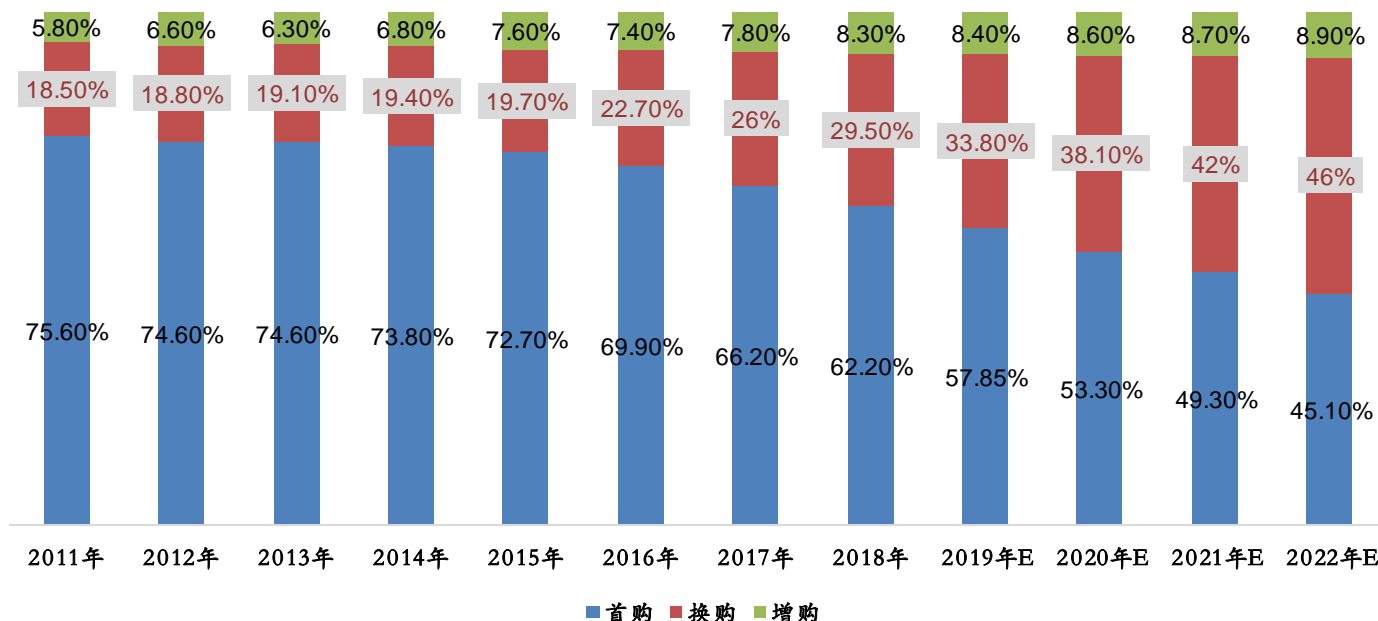
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2. 外部机遇利好，对华战略倾斜

2.1. 换购周期来临，本田受益明显

中国乘用车市场进入换购期。根据每年出生人口推演，中国人口拐点已现，预计 2018 年适龄购车人口数量开始步入下滑期，直至 2030 年逐步企稳。1985-1991 年“婴儿潮”期间出生的人口已迈入三十岁，不少已购车，而婴儿潮后出生人口呈显著下降趋势，预计未来十年乘用车首购人群基数将进一步降低。同时，中国年轻人口向用车成本更高的一二线城市流入的整体趋势不变，单身和晚婚群体增加，首购潜在人群购车欲望受削弱。根据国家信息中心数据和安信证券研究中心测算，2016 年开始，中国乘用车市场进入换购周期，2019 年换购比例约为 33.8%，预计未来三年每年以 4pp 快速提升，至 2022 年换购比例将超过首购。

图 14：2016 年开始，中国乘用车市场进入换购周期

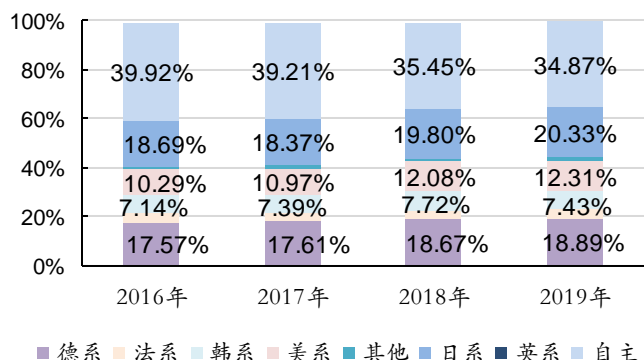


资料来源：国家信息中心，安信证券研究中心测算

换购后以德系、日系为主，近两年日系份额上升最快。据中汽中心数据，换购前后品牌分化

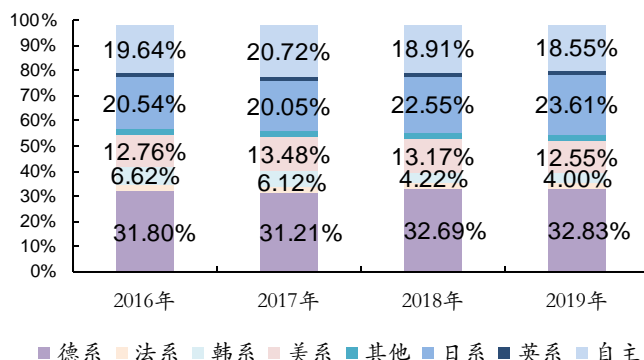
剧烈。换购前自主份额最高，在 35-40%，日系和德系均接近 20%，换购后自主份额明显下降，出让的份额主要由德系、日系瓜分。其中德系份额最高，过去四年保持在 32%左右，日系份额次之，但上升速度最快，18、19 年分别上升 2.5%和 1.06%。

图 15：换购前自主最高，日系和德系次之



资料来源：中汽中心数据中心，安信证券研究中心

图 16：换购后德系最高，日系次之但份额上升快



资料来源：中汽中心数据中心，安信证券研究中心

本田保值率高，符合换购需求。就换购而言，消费者已经有过用车体验，最关心的指标主要是品质、保值率、使用成本和操控性等，综合来看最受益的无疑是豪华车和日系车，其次是德系车。保值率作为换购群体最为关心的指标，从换购最集中的 B 级轿车和 B 级 SUV 来看，日系车几乎霸屏，而本田雅阁和 CR-V 又分别位列第一，在 B 级轿车保值率前十中本田占三席。

表 1：B 级轿车和 B 级 SUV 保值率排名中，本田均位列第一

排名	轿车	1 年	2 年	3 年	排名	SUV	1 年	2 年	3 年
1	本田雅阁	77.88%	71.44%	65.02%	1	本田 CR-V	75.50%	70.96%	65.15%
2	丰田凯美瑞	80.94%	71.68%	64.29%	2	日产奇骏	73.15%	68.69%	61.79%
3	丰田锐志		68.45%	62.76%	3	丰田 RAV4	70.98%	67.33%	61.65%
4	奔驰 C 级	72.29%	67.20%	61.66%	4	日产逍客	69.21%	65.09%	59.62%
5	雷克萨斯 IS	75.15%	67.56%	59.98%	5	马自达 CX-5	71.12%	65.37%	58.56%
6	大众迈腾	72.61%	67.32%	59.49%	6	奔驰 GLA	67.54%	62.38%	56.46%
7	奔驰 C 级 Coupe	71.53%	66.65%	59.24%	7	马自达 CX-4	68.27%	62.83%	56.41%
8	马自达 6 阿特兹	70.77%	65.48%	59.11%	8	斯巴鲁 XV	68.35%	62.20%	55.53%
9	本田思铂睿	71.98%	65.78%	58.92%	9	铃木超级维特拉	73.32%	65.23%	55.41%
10	本田雅阁混动	71.64%	65.38%	58.86%	10	哈弗 H5	69.91%	63.25%	54.50%

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心

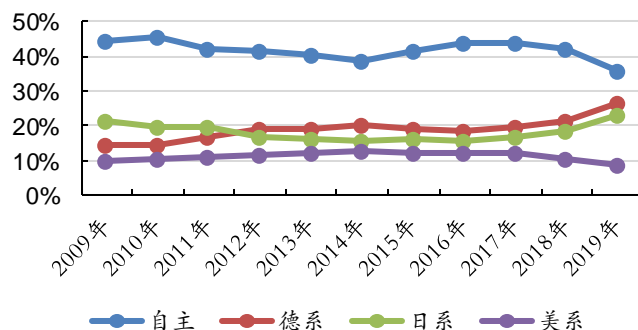
中日关系回暖，日系份额或将持续提升。2012 年钓鱼岛事件发生，中日关系趋紧，当年日系乘用车销量份额猛跌近 3%，后维持在 15%左右不见明显回升。2017 年中日关系出现缓和迹象，2018、2019 年两国对话、互访频繁，中日关系加速回暖。与此对应，2017 年日系车占乘用车销量份额有了较明显回升。根据中汽协数据，2019 年日系在轿车中份额为 27.1%仅次于德系，在轿车销量总体下降情况下，日系是唯一在销售绝对量有所有上升的。在 SUV 中，占比最高的自主品牌份额下降 5.4%，外国品牌中以日系占比最高，达 18%，德系次之。

图 17: 中日关系回暖



资料来源：新华社，安信证券研究中心

图 18: 2017 年后日系乘用车份额加速回升



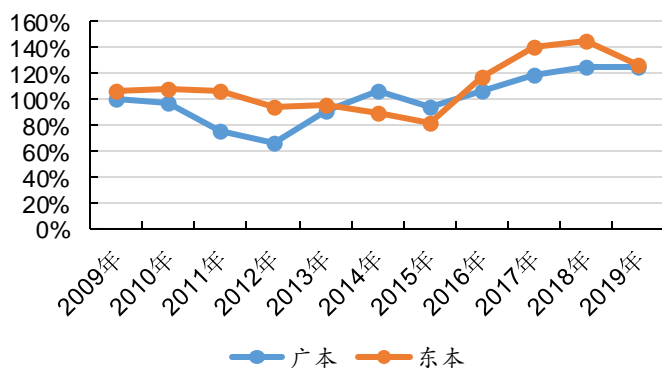
资料来源：中汽协，安信证券研究中心

2.2. 全球生产压缩，独增中国产能

中国市场占本田全球规划产能的 **22.48%**，仅次于北美，且为产能利用率最高的区域，**2019 年高达 125%**。自 2017 年以来，广汽本田和东风本田的产能利用率均维持在 100% 以上，东本在 2018 年一度超过 140%，广本在 2019 年达到 126.5% 的新高点。高产能利用率反映了本田产品在中国市场上供不应求。广本和东本在 2018 年以前均已多年未扩产，分别停滞在约 60 万辆/年和 50 万辆/年的产能水平上，产能不足也因此限制了本田在中国销量的进一步突破。

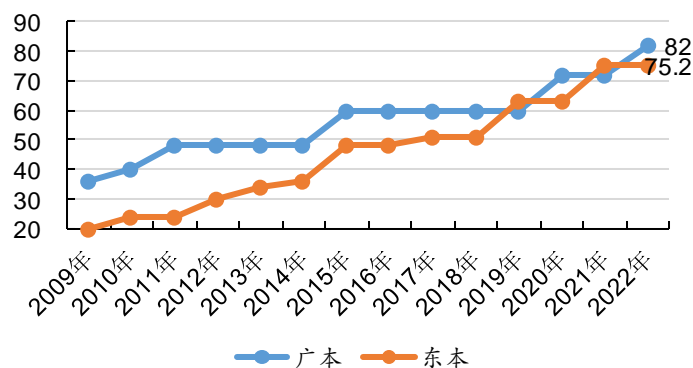
在全球总规划产能压缩情况下，本田在中国已开启产能扩张周期。从本田最新的全球产规划看，到 2022 年预计较 2019 年底减少全球产能 7.6%，其中包括关停欧洲工厂和对日本、南美等区域的产能减少计划，以提升全球产能利用率。但鉴于中国市场的旺盛需求，本田唯独在中国实施了扩产计划。2019 年 4 月，东风本田第三工厂建成投产，初期产能 12 万辆/年，预计 2021 年二期工程建成后可再增 12 万辆/年产能。2020 年，广汽本田第三工厂将有 12 万辆/年新产能投产，2022 年还将有 10 万辆/年新增产能（本田中国）。预计到 2022 年，相较 2019 年，本田将在中国新增 27.6% 的规划产能。

图 19: 2017 年以来广本和东本产能利用率均大于 100%



资料来源：公司官网，中汽协，安信证券研究中心

图 20: 本田在中国已开启产能扩张周期（单位：万辆）



资料来源：公司官网，汽车之家，安信证券研究中心

2.3. 加快产品投放，强化姊妹车战略

过去本田在中国的经营相对保守。从产品周期来看，如果剔除掉讴歌和广汽换标新能源，过去每年，在大众每年投放 2-3 款的情况下，广本和东本平均每年投放的产品不到 1 款。从产品矩阵来看，相比大众，本田的产品不够丰富。东风本田在 A0 级轿车上尚无产品，广汽本田在 2019 年底刚刚补齐 A 级 SUV 皓影。另外，相比大众在各级别车型上基本有多款产品

供选择，本田在中国的产品矩阵深度不够，尤其是在换购消费者更偏好的 SUV 车型上仍存在较明显的缺失。

表 2：过去本田产品导入保守，平均每年不到一款

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
A0 级轿车	飞度												
A 级轿车	思迪	锋范 (思迪 退市)			理念 (合资 自主)		凌派			(理念 退市)			
						思铭	杰德		哥瑞	竞瑞 (思铭 退市)			享域
B 级轿车	雅阁			歌诗图						(歌诗 图退 市)	讴歌 TLX		
			思铂睿									INSPI RE (思 铂睿退 市)	
A0 级 SUV								缤智					
								XR-V					
A 级 SUV										讴歌 CDX		讴歌 RDX	皓影
B 级 SUV										冠道			
										UR-V			
MPV	奥德赛												
							艾力绅						
EV/PHEV												世锐、 VE-1	
													X-NV

资料来源：公司官网，汽车之家，安信证券研究中心

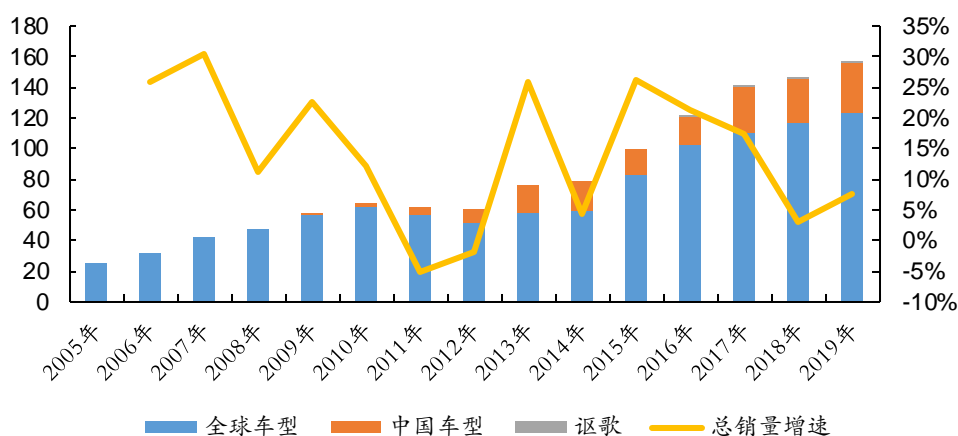
表 3：本田产品矩阵不够丰富

类型	级别	一汽大众	上汽大众	东风本田	广汽本田
轿车	A0 级		Polo		飞度
			晶锐		
		捷达	凌渡	享域	锋范
		宝来	昕动	竞瑞	凌派
	A 级	蔚领	明锐	哥瑞	
		高尔夫	朗逸	思域	
		速腾	桑塔纳	杰德	
			昕锐		
	B 级	大众 CC	帕萨特	Inspire	雅阁
		迈腾	速派		
SUV	C 级		辉昂		
	A0 级		途铠	XR-V	缤智
			柯米克		
	A 级	探歌	途岳	CR-V	皓影
		捷达 VS5	途观		
			柯珞克		
	B 级	探岳	途观 L	UR-V	冠道
			柯迪亚克		
MPV	C 级		途昂		
			途安	艾力绅	奥德赛

资料来源：公司官网，汽车之家，安信证券研究中心

全球车型占销量大头，中国区域车型占比提升。目前，本田在中国的销量主要来自于其全球车型。2019年，全球车型及其姊妹车贡献了本田在中国的78.64%的销量，同比增长5.79%。全球车型如雅阁、思域和CR-V自导入以来一直是本田在中国的销量支柱，三款车型在2019年销量均突破了20万辆。在六级开发体制下，本田在中国也实施了区域特供车型战略，针对中国消费者需求开发专门车型。目前，本田中国区域车型战略已取得了一定效果，2019年中国车型占总销量约21%，销量同比增长12.6%。中国车型如具有高性价比的A级轿车凌派已成为广本在雅阁之外的另一销量支柱，在2018年9月垂直换代后同年销量突破10万辆，2019年破15万辆，同比增长36.2%。本田在中国已开始增加特供车型投放，如2016年上市的广本冠道和东本竞瑞等。根据公司官网资料，未来，本田计划通过“本田架构”的应用实现全球车型开发提效和各区域大规模量产的加速。另一方面，在六级开发体制改革后，各区域将更专注车型的本土化开发，预计未来本田在中国也会投放更多区域特供车。

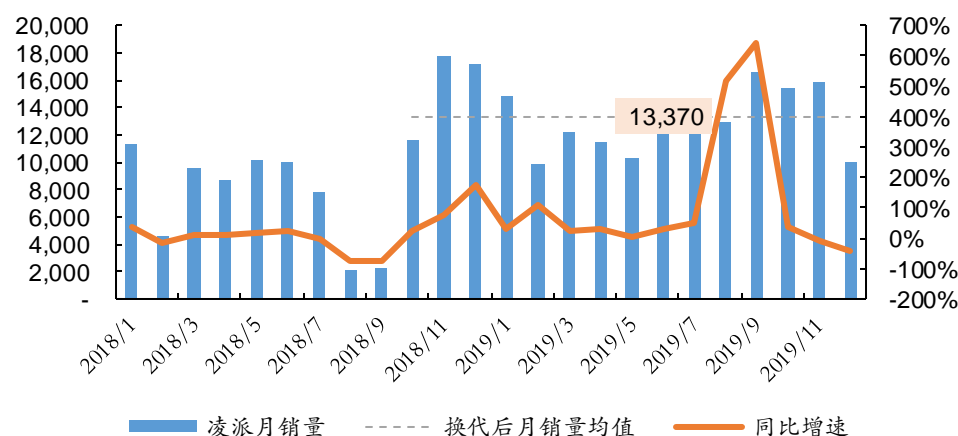
图 21：本田中国销量主要来自全球车型，中国区域车型占比逐渐上升



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

注：全球车型的姊妹车也计入全球车型销量中

图 22：中国区域特供车型凌派已成为广本另一销量支柱（单位：辆）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

差异化定位，本田加速推进姊妹车战略。2012年之前，东本和广本在产品线上区别明显，分别有若干款不同级别的全球车型和特供车型，车型重合度很低。但这也导致了两大合资品牌的产品线均存在较明显的缺失，比如广汽本田长期无A级SUV车型，东风本田长期无B级轿车、MPV车型。这种产品矩阵布局虽然避免了东本和广本在同一级别车型上的竞争，但也造成同级别车销量难突破，限制了规模效应的发挥，导致单车生产成本相对偏高。尤其是

近几年日系份额回升，两大合资品牌的部分产品均出现加价提车、供不应求的情况，产品线上特意区分显得弊大于利了。因此，本田针对中国市场的这一销售状况，自 2012 年东本艾力绅开始实施双车战略。2014 年，本田几乎同期推出姊妹车缤智和 XR-V，从月销量走势来看，几乎不分上下，自上市以来月销量均达 11000 辆以上。2017 年后，姊妹车战略明显加速。东风本田在 2018 年导入雅阁姊妹车 INSPIRE 补足 B 级轿车空白，2019 年导入凌派姊妹车享域。广汽本田在 2019 年导入 CR-V 姊妹车皓影，预计将于 2021 年中导入思域姊妹车。双车战略将扩充广本和东本的产品矩阵，用针对不同消费群体的细节调整维持品牌的差异化定位。在减少潜在客户流失，带来销售的增量的同时，姊妹车也能通过共享平台，提升零部件本地采购比率，摊薄研发费用等方式节约成本，提升产品性价比。

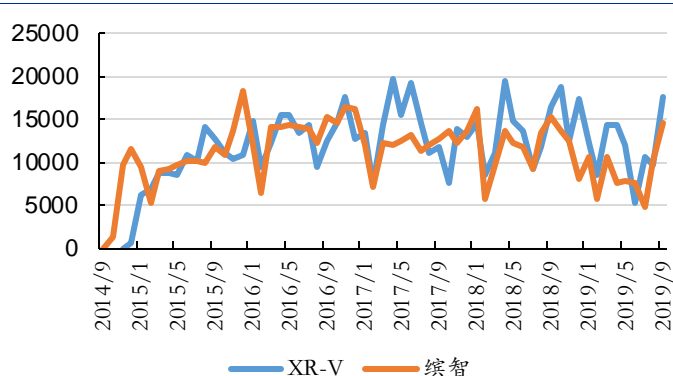
图 23：本田在中国强化姊妹车战略

Segment	Sedan(4D/5D)	SUV	MPV
D	GAC Honda Accord (May 2018)	Avancier	Odyssey
	Dongfeng Honda Inspire (Oct 2018)	UR-V	Elysion
C	GAC Honda Civic	Breeze (Nov 2019)	Jade
	Dongfeng Honda ENVIX (Apr 2019) Civic	CR-V	
B	GAC Honda Fit City	Everus VE-1 Vezel	
	Dongfeng Honda Glenia Greiz	X-NV XR-V	

Two joint ventures offer different model types consistent with their respective brand image

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 24：XR-V 和缤智的月销量相近（单位：辆）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

混动车型持续导入，纯电动车型本土化开发和生产。本田在中国加速为已有车型配备混动版本，2019 年上市奥赛德和艾力绅混动，均应用了和雅阁混动相同的第三代 i-MMD 系统。预计在 2020 年还将上市凌派和享域的混动版。另外为应对双积分政策，本田已开始在中国投放纯电车型。纯电车型上，本田在中国采取了本土化开发和生产，已达到成本节约和更快量产投放的目的。目前，本田与日立共同成立的电动车用电机合资企业已在中国设厂，将为中国电动车生产供应更低成本的电机。另外，宁德时代已进入本田供应链，根据其于 2019 年 2 月 5 日公告，将与本田合作共同开发面向插混和纯电动汽车的锂离子电池。另外，根据本田 2020 年 1 月媒体大会信息，本田计划于年内由 CR-V 导入首款插混车型。

图 25：本田在中国采取与第三方合作方式开发电动车



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 4：本田在中国已进入产品加速投放期

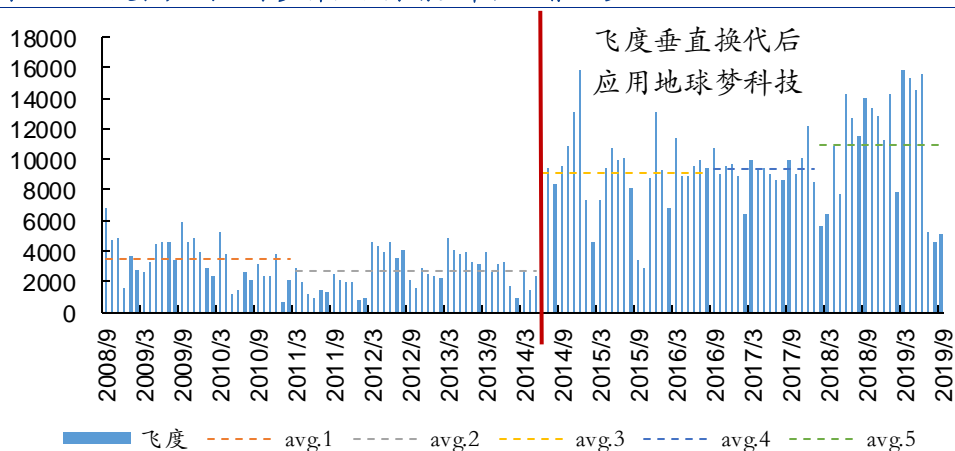
车企	车型	上市时间	车企	车型	上市时间
广汽本田	奥德赛混动	2019 年 4 月	东风本田	享域	2019 年 4 月
	缤智中期改款	2019 年 6 月		XR-V 改款	2019 年 7 月
	皓影	2019 年 11 月		艾力绅混动	2019 年 9 月
	凌派混动	2020 年 7 月		思铭 X-NV	2019 年 10 月
	飞度换代	2020 年 6 月		新款 UR-V	2020 年 3 月
	冠道中期改款/2.0T	2020 年		思域两厢版	2020 年 4 月
	思域姊妹版	2021 年年中		CR-V 改款	2020 年 6 月
	缤智换代	2022 年		享域混动	2020 年 9 月
	皓影新动力版	2022 年		CR-V Sport Hybrid e+	2020 年
	纯电动车	2022 年			

资料来源：搜狐汽车，盖世汽车网，安信证券研究中心

2.4. 地球梦科技加持，产品配置不断升级

本田动力技术处于上升期，强动力低油耗，符合国内换购需求。当前汽车工业正处于燃油车向电动车转换的阶段，电动车尚未成熟，但是车企资源和资金却主要投向电动化和智能化，多数车企对传统燃油车的技术不再做大的升级。2019 年后，新能源政策退坡，换购消费升级特征明显，消费者换购主要选择仍是燃油车/混动车。就汽车三大件而言，相比德系在燃油车技术上已停步不前 6 年，本田在传统动力技术和混合动力技术均不断更新自己的“黑科技”。本田在近几年连番引入新技术，2014 年引入地球梦发动机，2016 年引入混动和涡轮增压技术，2018 年 CVT 大幅升级。

本田最新一代动力总成技术“地球梦科技”具有更强动力和更低能耗的特点，自引进以来一直受到中国消费者青睐。如 2014 年在国内上市的第三代飞度，搭载了 1.5L 自然吸气地球梦发动机，能够输出 131 马力，同时工信部综合油耗 5.3-5.7L/100km，实现了强动力和低油耗的目标，有平民超跑 GK5 的绰号。配置地球梦科技的第三代飞度，月销量中枢由换代前约 3000 辆提升至 9000 辆以上，在 2018 年第二次小改款后仍略升至 10951 辆。2020 年飞度将迎来又一次换代，据太平洋汽车网、名车报等媒体信息透露，预计第四代飞度将进一步加大空间，同时会引入海外版车型 1.5L 油电混动系统以及满足国六排放标准的 1.5L 发动机，有望延续高销量。

图 26：飞度在应用地球梦科技后月销量中枢显著上移


资料来源：中汽协，安信证券研究中心

迎合国内消费者偏好，丰富产品配置。过去本田以买“汽车送发动机”闻名，在配置上相对薄弱，尤其在低配版本上更显“吝啬”。但近年来，本田也开始对配置进行升级，提升产品

性价比。以 2019 年 6 月改款的广本缤智为例，相对于 2017 年款，车身长宽分别加大 46mm 和 18mm，引入了涡轮增压版本，丰富动力选择，同时旗舰版官方指导价下探 1.3 万元。在具体配置上，低配版和高配版均配置可开启全景天窗、8 英寸中控屏幕、LED 日间行车灯和车内 PM2.5 过滤装置等，更符合国内消费者偏好。另外在高配版上升级更为明显，升级自适应巡航、LED 远光灯，增加车联网、道路救援呼叫、车辆保持辅助系统等新配置，性价比明显提升。

表 5：缤智改款进行了空间加大和配置提升

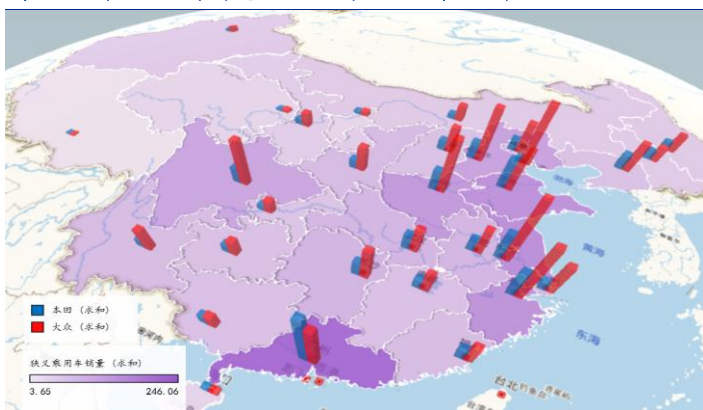
	缤智 2019 款 1.5L CVT 先锋版	缤智 2019 款 220 TURBO CVT 旗舰版	缤智 2017 款 1.5L CVT 两驱舒适版	缤智 2017 款 1.8L CVT 四驱旗舰版
厂商指导价	13.88 万	17.68 万	13.68 万	18.98 万
长*宽*高	4340*1790*1605	4340*1790*1605	4294*1772*1605	4294*1772*1605
轴距	2610mm	2610mm	2600mm	2600mm
最大功率 (kW)	96	130	96	100
最大扭矩 (Nm)	155	220	155	169
变速箱	CVT 无级变速	CVT 无级变速	CVT 无级变速	CVT 无级变速
气囊个数	3	5	3	5
胎压监测功能	●	●	-	-
车道偏离预警系统	-	●	-	-
车辆保持辅助系统	-	●	-	-
道路交通标识识别	-	●	-	-
巡航系统	-	● 自适应巡航	-	● 定速巡航
自动驻车	●	●	●	●
天窗类型	● 可开启全景天窗	● 可开启全景天窗	-	● 可开启全景天窗
运动外观套件	●	●	-	-
多功能方向盘	●	●	●	●
行车电脑显示屏	● 单色	● 彩色	● 单色	● 单色
座椅材质	● 皮/织物混搭	● 真皮	● 织物	● 真皮
前/后中央扶手	前●/后●	前●/后●	前●/后-	前●/后●
中控彩色液晶屏幕	● 触控液晶屏	● 触控液晶屏	● 普通液晶屏	● 触控液晶屏
中控液晶屏尺寸	8 英寸	8 英寸	5 英寸	7 英寸
车联网	-	●	-	-
道路救援呼叫	-	●	-	-
导航路况信息显示	-	●	-	-
USB/Type-C 接口数量	前排 2 个	前排 2 个	前排 1 个	前排 1 个
LED 日间行车灯	●	●	-	●
自动头灯	●	●	-	-
远光灯光源	卤素	LED	卤素	卤素
大灯延时关闭	●	●	-	-
车内 PM2.5 过滤装置	●	●	-	-

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

2.5. 渠道下沉潜力大，西部地区拓展空间大

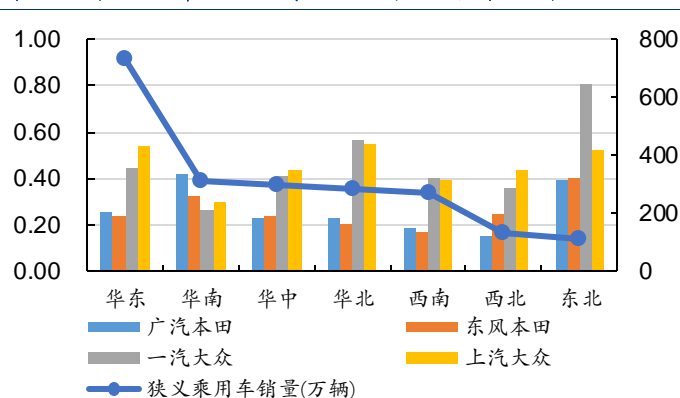
据汽车之家数据,广汽本田和东风本田分别有经销商 564 和 527 家。而南北大众共有 1930 家,加上上汽斯柯达另有的 419 家后,大众在中国的经销商数目几乎多于本田近一倍。在经销商总数上来看,相比大众,本田仍有巨大的渠道下沉空间。从地理分布上来看,全国 31 个省市自治区(不含港澳台),本田仅在广东省的经销商数目高于大众。若用各合资品牌在全国七大区域的经销商数量除以对应区域 2019 年狭义乘用车销量,广本在西北地区万销量潜在市场仅匹配 0.16 家经销商,为四家合资品牌在七大区域中最低水平。在西南地区,广本和东本的万销量对应经销商数也均低于 0.2 家。另外在占全国销量 34% 的华东地区,相比大众,本田的经销商数在绝对量上也存在明显不足。未来,西北、西南这些每万辆销量经销商匹配数严重不足的地区和乘用车消费需求最旺盛的华东地区等均为本田可优先拓展的区域,销售渠道的边际增加有望带来更大的销售增量,从终端渠道调研来看,公司渠道开拓重心的确在西部和中部地区。

图 27: 本田经销商总数远低于大众 (2019)



资料来源:汽车之家,安信证券研究中心

图 28: 本田西部地区仍有较大拓展空间 (2019)

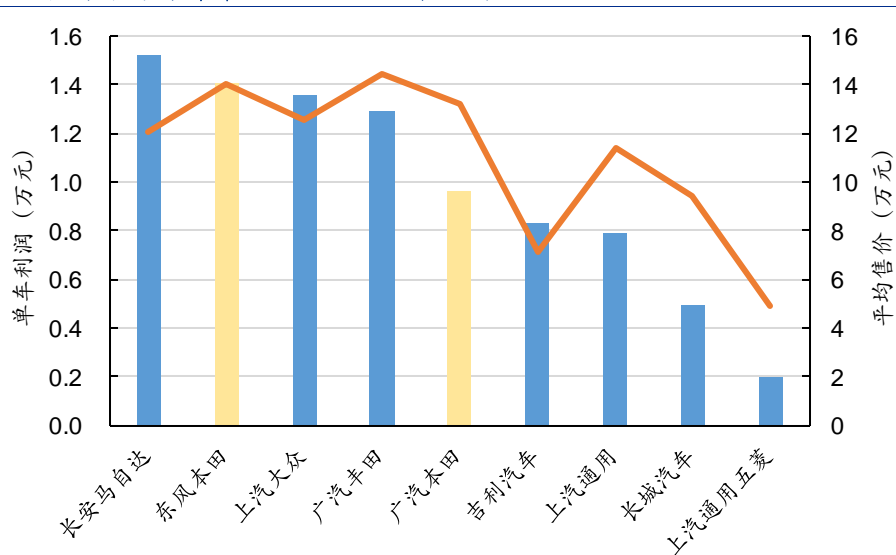


资料来源:汽车之家,中汽协,安信证券研究中心

3. 多维并举,降本增利

经测算,2018 年,本田在中国的两大合资品牌制造端平均单车利润为 1.18 万元,略低于上汽大众的 1.36 万元和广汽丰田的 1.3 万元。其中,东本和广本单车利润差距较大,东风本田制造端单车利润 1.41 万元,而广汽本田仅为 0.96 万元。从车型结构、通用化平台应用和零部件本土采购比例等方面分析,广汽本田未来单车盈利仍有较大提升空间。

图 29: 广本和东本单车利润差别较大 (2018)

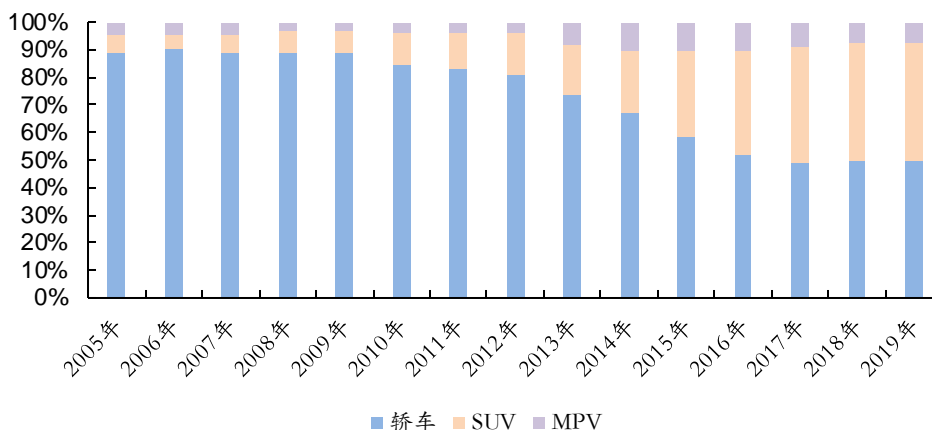


资料来源:公司年报,安信证券研究中心测算

3.1. 单车利润差距主要源于车型结构差异

SUV 和 MPV 车型盈利丰厚，利润空间高于轿车。相比于发展历史长、竞争更充分的轿车，SUV、MPV 等车型的发展历史还相对短暂。从全球范围看，SUV、MPV 等车型在汽车市场中越来越受到消费者欢迎，市场占有率仍处在上升期，竞争不像轿车那样激烈，利润空间也相对更大。相较于轿车，SUV 的边际成本上升能带来更高的溢价率。中国 SUV 份额大约从 2013 年开始快速提升，2019 年达 43%，一些侧重于 SUV 的自主品牌也因此发展迅速，如开发了畅销 SUV 哈弗系列的长城汽车 2015 年的销售利润率达 10.61%。

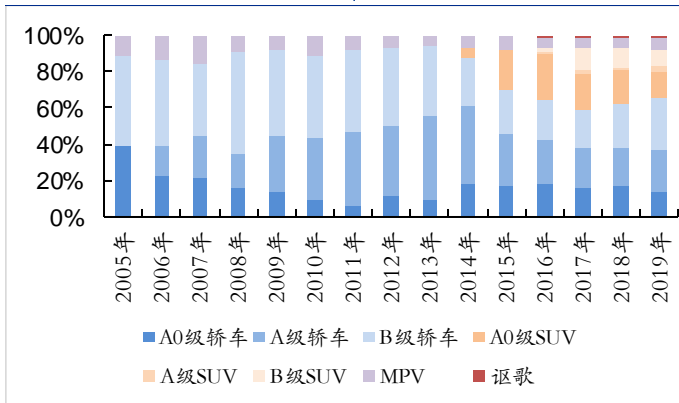
图 30：2013 年开始，SUV 在我国狭义乘用车销量中占比迅速提升，已超过 40%



资料来源：Marklines，中汽协，安信证券研究中心

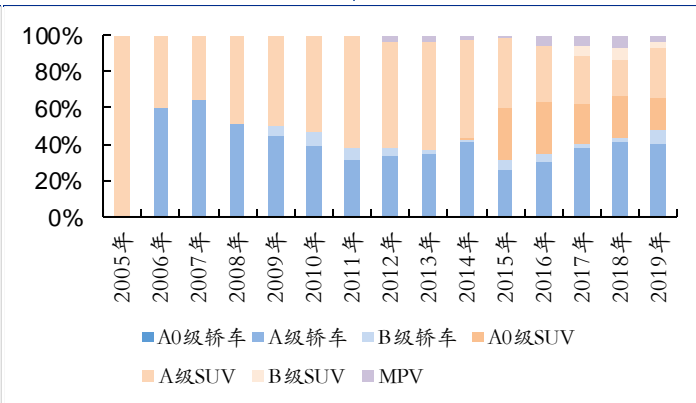
广本销售结构改善后单车盈利有望与东本看齐。过去，东风本田和广汽本田在产品线上差异明显，广汽本田的销量结构中以飞度、思迪和雅阁等轿车为主，在 2014 年之前一直没有 SUV 产品，且利润较高的中型车占比有所下降。而东风本田的销售结构中则以 SUV 为主。A 级 SUV C-RV 是东风本田最初导入的车型，2014 年之前在东本的总销量中长期占比过半。2014 年后东风本田又陆续推出其他 SUV 车型，如 A0 级 SUV X-RV 等，2019 年 SUV 销量占比达 48.73%，明显高于广汽本田的 27.79%。广汽本田在 2014 年导入 A0 级 SUV 缤智，开始布局 SUV 市场。此后，随着本田加快在中国的产品投放和姊妹车战略的实施，广汽本田加速了 SUV 产品的投放，2016 年 B 级 SUV 冠道上市，2019 年年底导入 CR-V 的姊妹车皓影。皓影上市 25 天，订单超过 2 万辆，参考 C-RV 销量，预计皓影在疫情结束后月销有望达到 1-1.2 万辆。另外，2020 年广本冠道将中期改款，重配 2.0T 版本。随着皓影销量爬坡和 2.0T 冠道增量，广本的单车利润将得到有力提升，也将改善本田在中国的整体单车盈利能力。

图 31：广汽本田的销售结构中 SUV 占比低



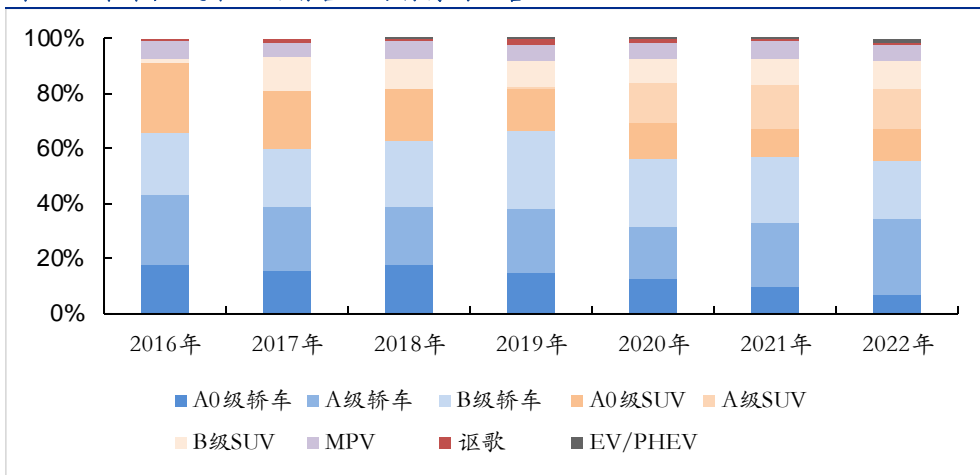
资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图 32：东风本田的销售结构中 SUV 占比高



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图 33：未来广汽本田的销售结构将得到改善

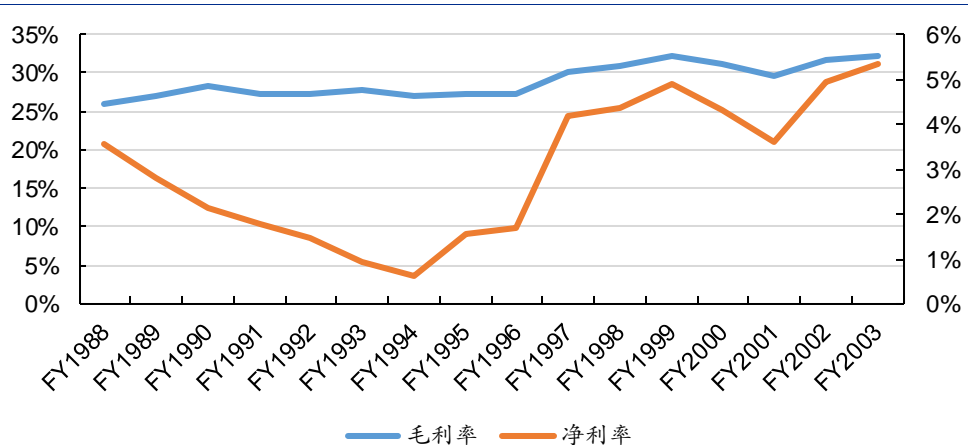


资料来源：中汽协，安信证券研究中心测算

3.2. 本田架构应用，通用化程度提升将助力降本

历史上，系列降本措施曾有效提升本田的盈利能力。本田在上世纪九十年代开始采取系列措施以提效降本，主要包括生产成本的削减和更严格的费用控制。本田在当时已经开始尝试通过共通化生产和不同车型零部件的共享来降低生产成本，例如 1992 年上市的 Domani 上约有 60% 的零部件可以适用于本田其他款车型。此外，1993 年左右，本田开始调整与供应商合作关系，在开发初期就协同供应商一道评估以进一步降低零部件的生产成本。和其他日系整车厂商类似，本田也进一步改革生产体系来达到柔性生产目的，缩短交货时间，减少费用支出。系列措施的实施帮助本田在 90 年代之后毛利率得到明显提升，自 1997 财年后超过 30%，净利润由于当时日元大幅升值而经历了先降后升。

图 34：上世纪九十年代本田采取通用化等降本措施后盈利能力提升



资料来源：汤森路透，安信证券研究中心

全球战略调整和本田架构落地将助力降本增利。本田自 2016 年开始宣布对其全球开发和生产体系进行改革。根据 2019 年 12 月本田官网信息，未来将针对不同市场进行提效降本，计划在 2025 年之前降低 10% 全球生产成本。如针对欧洲市场，将通过关停闲置产能和增加全球车型进口来提升产能利用率；针对美国市场，将精简模型数量来提升生产效率。在中国市场主要通过双车战略共享车型开发和生产平台方式来降低成本。2020 年本田架构将正式落地应用，在未来应用范围扩大后，零部件通用化程度将得到进一步提升，对照本田过去通用化后盈利能力提升和 MQB 国产化后降本成功的经历，本田在中国的单车盈利将有望持续提升。

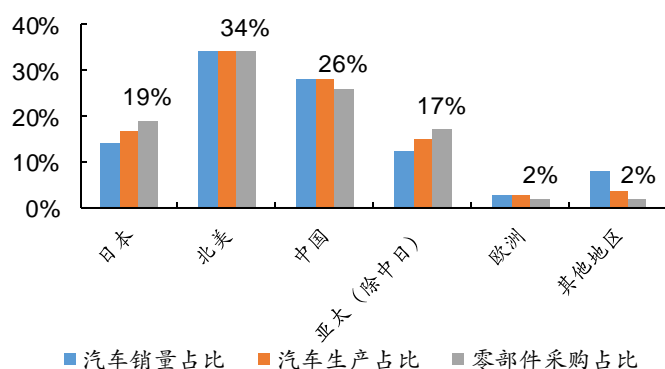
3.3. 中国市场产销上升，本土化采购比例有望提高

目前，国内日资品牌汽车的国产化率一般在 60%到 70%之间，零部件进口比例相对偏高，而部分合资厂如大众已达到 90%。对比大众，本田的国产化率还有较大提升空间，预计随着国产比例提升能节约部分关税和运费成本。

核心零部件扩产积极，广本于 2019 实现发动机配套产能零突破。在三大件核心零部件上，本田通过在中国设厂生产和从日本进口两种方式供应，近几年在零部件产能上有较积极的扩产动作。2017 年，东风本田投资 3.69 亿元新建发动机项目，项目建成后可形成 12 万台的 1.5L 地球梦发动机生产线。2019 年 4 月该新增产能已投产，当年发动机年产量达 59.5 万台，预计在 2020 年可达到发动机总规划产能 60 万台。广汽本田在 2015 年 9 月第三工厂投产之前一直没有自己的发动机生产线，而需要依靠向东风本田采购和日本进口。2019 年 5 月，广汽本田发动机工厂扩产项目完成，包括 1.5 升汽油发动机 18 万台和 1.8 升汽油发动机 6 万台发动机产能，达成 24 万台/年的总产能。预计在未来几年能为广汽本田有效降低零部件成本。

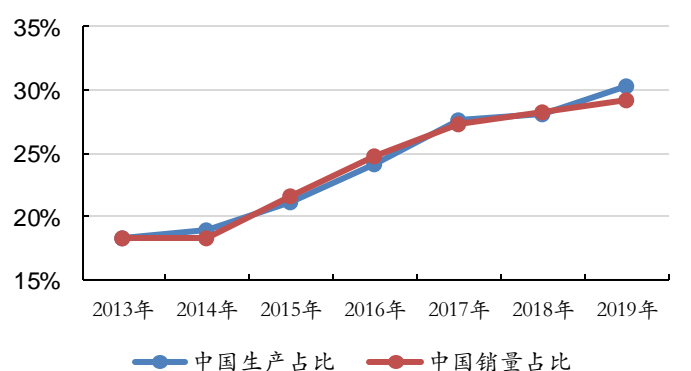
本田中国区当地采购比率仍偏低，未来有望与产销占比相匹配。与本田“在离顾客更近的地方制造产品”的公司理念相契合，本田在全球六大区域均建立了采购机制，鼓励各区域提高当地采购率。根据本田 2018 年年报，目前本田在中国的零部件采购量占本田全球采购的 26%，低于中国市场的产销占比。除日本本土外，本田北美区的采购占比与产量占比几乎一致，亚太区域采购占比高于产量占比约 4.5%。2015 年后，中国区生产量在本田全球产量中的占比迅速提升，至 2019 年达 30.3%，较 2014 年上涨 12.4%。未来随着本田全球产能调整和中国区销量占比提升，本田有望依据其本地生产本地采购的理念增加在中国的当地采购率。

图 35：本田来自中国的采购占比仍偏低（2018）



资料来源：公司年报，Marklines，安信证券研究中心

图 36：2015 年开始中国产销占比提升迅速



资料来源：公司年报，Marklines，安信证券研究中心

本田供应链审核严格，已有部分自主打入。根据盖世汽车报告，2016 年东风本田的核心配套供应商基本为外资且日资为主，自主的身影较少。本田的供应商审核制度严格，从品质、价格、交货期、研究开发能力、管理水平和生产技术(QCDDME)六个方面对供应商进行考察，审核周期较长，但确立合作后倾向于与供应商维持长期关系。目前，已有部分自主进入了本田供应链。福耀玻璃在 2018 年获得广汽本田“2018 年度优秀供应商”荣誉。2013 年，敏实集团进入本田全球采购体系，目前为东本和广本的汽车外饰件提供供应。中鼎股份为广本供应密封件和橡胶制品。2018 年年报中，本田为北美市场制定了全球车型 80%的零部件当地采购率目标。以此为参照，预计未来会有更多优秀的自主进入本田在中国的供应链，有望为本田降低生产成本。

图 37：东风本田供应商中自主零部件厂商身影少（2016）



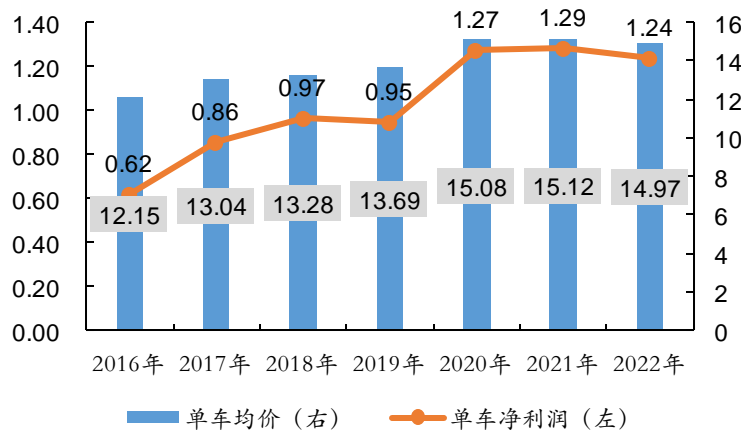
资料来源：盖世汽车研究院，安信证券研究中心

3.4. 未来三年，广本单车有望迎来量价齐升

本田一直以重技术研发的形象闻名，从 CVCC 到 VTEC、i-VTEC，再到最新的地球梦科技，对造车技术的专注为其带来了良好的口碑评价和不俗的销售成绩。目前，在 2030 愿景的中期目标下，本田正处于在产能布局、产品开发、技术应用和平台搭建等全面调整期，并陆续依据六大区域有针对性地做出改革。过去由于受中日关系影响和日系合资初期经营相对保守，本田在中国市场经历了一段发展相对停滞的时期。2017 年以来中日关系转暖，外加换购期消费者偏好日系车，本田在华销量逆势提升，本田对中国市场重视程度提高，2019 年开启扩产周期，强化姊妹车战略加速优势产品投放，更新应用深受中国消费者信赖的三大件技术，丰富产品配置以填补产品力洼地，销售网络上尤其在中国西部潜力巨大。我们认为，在外部机遇利好与本田内部积极调整相结合后，本田在中国有望迎来销量突破。

在单车盈利上，本田在售价端和成本端均有较大提升空间。售价端，过去广汽本田在车型结构上缺少 SUV，在 2020 年之后可通过 SUV 为主的新车型投放和销量爬坡补足。随着车型结构改善和换购周期消费升级利好，我们预计广汽本田在未来有望迎来单车均价的明显提升，2020 年同比上升 10.16%，单车利润有望在 2020 年超 1.2 万元。成本端，本田在中国配套核心零部件新增产能投产，当地生产理念下中国采购比例有望提升，本田架构推广后也有望降本，另外销量提升也将放大规模效应摊薄成本。因此，我们预测广汽本田 2020 年年销量可达 81.63 万辆，同比增长 5.88%，净利率达 8.45%，至 2022 年突破 100 万辆，CAGR 10.01%（2019-2022）。

图 38：广汽本田在未来三年有望迎来单车均价和净利润齐升（单位：万元）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

表 6：广汽本田销量预测（单位：辆）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
销量合计	638791	705010	741377	770884	816250	908000	1026200
飞度	113596	111634	129179	110380	55000	45000	40000
锋范	70841	64007	44751	22992	0	0	0
凌派	87405	98429	113107	154053	140000	155000	160000
雅阁	136246	149649	176770	223706	225000	230000	235000
缤智	164084	144947	141600	117064	120000	105000	130000
皓影	0	0	0	9007	130000	140000	150000
冠道	9445	86455	80848	71552	78000	90000	95000
歌诗图	6130	5	0	0	0	0	0
奥德赛	40029	35639	45498	44481	50000	60000	55000
世锐 PHEV	0	0	100	1547	2000	1000	1000
讴歌 CDX	6842	14111	6612	6776	7500	5000	5000
讴歌 RDX	0	0	604	6955	5050	2000	200
讴歌 TLX-L	0	134	2208	1053	200	0	0
理念 S1	4173	0	100	0	0	0	0
VE-1	0	0	0	1318	3500	5000	5000
思域姊妹版	0	0	0	0	0	70000	135000
EV	0	0	0	0	0	0	15000

资料来源：中汽协，安信证券研究中心测算

4. 投资建议与风险提示

从需求端来看，中国车市已进入换购周期，未来几年换购加速，豪华车和德日合资将是换购的最大受益者。从供给端来看，本田开启 2030 战略调整，中国区低位提升，本田中国战略转向进取，未来三年积极扩张产能，加速推进双车战略和混动战略，渠道也在有条不紊扩张，计划到 2022 年东本和广本均实现年销百万辆目标。从供应链管理来看，随着本田架构和六级开发体制的推进，本土化采购比例有望加速提升，自主供应链有望迎来机遇期，同时本田单车盈利也有望持续提升。重点推荐广汽集团（A/H），建议重点关注中鼎股份、敏实集团、星宇股份、德赛西威和华达科技。

广汽集团推荐逻辑：

- 1) 中国车市已进入换购周期，未来三年是加速期，预计销量占比每年以 4pp 提升，豪华车和日系车显著受益。叠加广丰广本进入产能、产品和渠道快速扩张期，未来几年两田利润预计将以指数级增长。2019.11-2020.4，广本皓影和威兰达相继上市，预计 2020 年合计销量在 18-20 万辆，叠加现有车型新增利润，预计 2020 年将大幅增加投资收益。
- 2) 中国车市进入淘汰赛，随着首购比例快速下降，边缘自主加速退出，格局快速优化。传祺转变经营发展思路，从追求规模转向注重单车盈利，库存从 2018 年底的 3.5 个月降至 2019 年底的 1.5-1.6 个月，2019 年下半年以来折扣逐渐收回。随着第二代传祺 GS4 上市销售，公司销量已经确认触底回升，2020 年销量预计在 35-39 万辆，同比增速 0-10%，叠加 2019 年经销商改造、国五车型促销专项款和售后代步车，预计 2020 年有望大幅减亏，后续随着自主格局快速优化，预计传祺将扭亏为盈。

风险提示：自主销量持续恶化的风险；新能源烧车的风险；广丰威兰达销量或不及预期；广本发动机失速扩大的风险；菲克亏损持续扩大的风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

袁伟、徐慧雄声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034