

# “自主”逢秋悲寂寥，我言秋日胜春朝

## 乘用车的“供给侧改革”机会讨论

### 核心结论

**从需求侧看总量：零售企稳，周期筑底。**短期看，受益于国内经济支持政策，5月汽车批发量同比增长11%，经历了2018年6月至今23个月的下滑后，行业终于迎来正增长，底部探明。长期看，2019年中国千人汽车拥有量为173辆，日本591辆，而中国汽车保有量超过200万台的城市、按千人保有量和人均GDP测算，中枢约300台/千人。随着经济增长，汽车逐渐由可选消费品，成为家庭生活的必需用品，国内汽车保有量还有接近一倍的潜力。

**从需求侧看总量：SUV偏好未改，车型均价提升。**从需求结构看，轿车经历了短暂的复苏后，增速继续弱于SUV，由于SUV拥有更好的驾乘视野，更受换车升级需求青睐；而同时SUV拥有更高的盈利空间，也是车厂的产品投放重点，SUV对轿车的替代趋势仍在持续。SUV也推升了产品均价，过去两年虽然汽车销量负增长，但产品均价持续上行，10万以下车型份额下滑明显，30万以上的豪华品牌增长最快，10-20万主流消费区间车型份额稳步扩张。

**从供给侧看结构：前20家车厂集中度快速提升。**2017年行业前20名市占率合计约78.6%（CR20），2020年1-4月提升为88.5%，3年提升10pct。国内尚有众多月销低于2万台、年销低于20万台的汽车企业，由于缺乏规模效应，在电动智能趋势下丧失技术升级能力，给头部品牌的份额扩张提供了空间。

**从供给侧看结构：自主品牌在产品力上超越合资。**自主品牌产品力平均三年一升级。长安UNI-T作为第三代自主品牌的代表性产品，在设计造型、智能网联、辅助驾驶层面，实现了对同级别合资品牌的全面超越，并将入门价格下探到11.59万，进入主流走量区间，将自主品牌的竞争力推升到新的高度。同时，合资公司一方面研发远离国内市场、难以满足快速变化的消费者需求，一方面受制于中外合资的管理体系、内部摩擦成本较高，近年来纷纷在竞争中掉队。此消彼长之间，自主品牌的“二次崛起”趋势逐渐成型。

**“自主”逢秋悲寂寥，我言秋日胜春朝。**受过去两年购置税透支需求叠加经济下行影响，乘用车销量连续下滑23个月，资本市场对行业空间、竞争格局、企业优势形成习惯性悲观。但是，见微知著，我们发现在需求企稳的同时，供给侧的变化更加剧烈，自主品牌在困境中打磨产品力，以长安、长城、吉利为代表的下一代自主车型，竞争力大幅提升，而合资品牌则在竞争中掉队、日渐式微。从供给侧角度看市场，或许能够发现不一样的风景。推荐长城汽车（601633.SH）、长安汽车（000625.SZ）、吉利汽车（0175.HK）。

风险提示：疫情发展进度高于预期、新产品销售遇冷

### 行业评级

### 中配

前次评级

中配

评级变动

维持

### 近一年行业走势



### 相对表现

	1 个月	3 个月	12 个月
汽车	3.54	-8.19	8.00
沪深 300	1.95	-3.32	12.25

### 分析师

王冠桥	S0800519100001
wangguanqiao@research.xbmail.com.cn	
雷肖依	S0800519060004
021-38584242	
leixiaoyi@research.xbmail.com.cn	

### 相关研究

汽车：量变到质变，电动车板块还差什么？—全球电动车跟踪 2020-06-03  
 汽车：美国特斯拉降价，疫情影响渐弱化—特斯拉跟踪及前瞻 5月 2020-06-03  
 汽车：C端同比持平，行业拐点在望—电动车上险量解构与前瞻 5月 2020-06-01

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
行业框架：乘用车的“供给侧改革” .....	5
催化剂 .....	5
一、从需求侧看总量：零售企稳，周期筑底 .....	6
1.1、终端降幅收窄，周期筑底 .....	6
1.2、批发好于零售，库存回补 .....	7
1.3、政策托底消费，底线思维 .....	9
1.4、人口决定需求，潜力犹在 .....	15
二、SUV 偏好未改，车型均价提升 .....	18
2.1、SUV 偏好未改，自主品牌集中突破 .....	18
2.2、车型均价提升，10 万以下份额萎缩 .....	19
三、从供给侧看结构：头部集中，自主崛起 .....	20
3.1、行业集中度进入快速提升阶段 .....	20
3.2、自主品牌在产品力上超越合资 .....	22
3.2.1 长安发布“UNI”系列，产品力大幅升级 .....	22
3.2.2 预售火爆，或成为现象级产品 .....	22
3.2.3 产品结构进入快速优化轨道 .....	24
3.3、合资品牌在竞争中掉队 .....	25
四、我言秋日胜春朝 .....	27
4.1 头部自主品牌产品力实现三年一飞跃 .....	27
4.2 头部自主品牌将进入新一轮上升周期 .....	31
4.3 “自主”逢秋悲寂寥，我言秋日胜春朝 .....	32

## 图表目录

图 1：核心逻辑：乘用车的“供给侧改革” .....	5
图 2：4 月乘用车终端销量同比下降 8.5%，降幅显著收窄 .....	6
图 3：随着国内疫情趋稳，3-4 月汽车消费指数环比回升 .....	6
图 4：1-4 月低线城市终端销量表现好于一二线城市 .....	7
图 5：1-4 月西部地区市占率环比 2019 年提升 3.2pct .....	7
图 6：1-4 月厂家库存减少 14.2 万台，渠道库存减少 1.3 万台 .....	7
图 7：2 季度通常为行业季节性补库（库存系数单位：月） .....	8
图 8：19Q2 由于国五清库，批售基数偏低 .....	8

图 9: 2019 年主要自主品牌厂家和渠道库存变化 (单位: 万台) .....	8
图 10: 1-4 月主要自主品牌厂家和渠道库存变化 (单位: 万台) .....	8
图 11: 2019 年主要合资品牌厂家和渠道库存变化 (单位: 万台) .....	8
图 12: 1-4 月主要自主品牌厂家和渠道库存变化 (单位: 万台) .....	8
图 13: 主要车企领导在两会期间建议 .....	9
图 14: 2020 年地方政府推出的政策和相应优惠幅度 .....	12
图 15: 测算指标和数据来源 .....	16
图 16: 2019 年报废量仅 144 万辆, 低于均值水平 (单位: 万辆) .....	16
图 17: 2019 年乘用车销量下滑 10%, 新增驾照人员增长 4% (单位: 万辆, 万人) .....	16
图 18: 1995-2020 年新生人口 1500-2000 万 (单位: 万人) .....	17
图 19: 预计 2020 年乘用车销量下滑 (单位: 万台) .....	17
图 20: 部分汽车保有量超过 200 万辆以上的城市, 千人保有量仍有提升空间 .....	17
图 21: 疫情期间 SUV、MPV 销量表现好于行业 .....	18
图 22: 1-4 月 SUV、MPV 市场份额提升明显 .....	18
图 23: 前 20 大轿车、SUV 车型销量 (单位: 万台) .....	18
图 24: 乘用车各价格区间终端销量占比 .....	19
图 25: 低线城市 10 万以内车型份额下滑, 消费升级趋势更明显 .....	19
图 26: 乘用车终端销量 TOP20、TOP10 占比走势 .....	20
图 27: 2020 年 4 月 top100 厂家终端销量与同比增速 (万辆, %) .....	20
图 28: 韩系、欧系 (非德)、美系持续跑输行业 .....	20
图 29: 日系、德系份额继续扩张, 自主、美系受到挤压 .....	20
图 30: 行业前 20 名集中度快速提升 .....	21
图 31: 一线豪华品牌、丰田、长安自主 4 月终端销量已经率先转正 (单位: 万台) .....	21
图 32: 相比吉利领克、长城 WEY, 长安 UNI 系列首款车型定价偏低 .....	22
图 33: 与同级别竞品相比, UNI-T 尺寸、动力、配置方面优势明显 .....	23
图 34: UNI-T 智能网联系统供应商 .....	23
图 35: UNIT 开启预售 16 天询单量接近 4 万台, 热度远高于竞品上市初期 (单位: 台) .....	24
图 36: 2019 年主要自主品牌分价格带占比 .....	24
图 37: 2020 年 1-4 月主要自主品牌分价格带占比 .....	24
图 38: 2019 年主要合资品牌分价格带占比 .....	25
图 39: 2020 年 1-4 月主要合资品牌分价格带占比 .....	25
图 40: 主要合资品牌年销量增速 .....	25
图 41: 政府和车企领导对合资公司政策、态度总结 .....	26
图 42: 主流合资品牌股比起始时间 .....	26
图 43: 不同时期自主品牌车型演化 .....	27
图 44: 15 万以下市场规模大, 但 SUV 渗透率低, 供给稀缺 .....	28
图 45: SUV 在 15 万以下乘用车市场挤压 A 级以下轿车份额 .....	28
图 46: 传祺 GS4、吉利博越、荣威 RX5 等月销 2 万爆款出现, 市场结构趋于均衡 (单位:	

万台) .....	28
图 47: 2018 年下半年起, 主要合资品牌掀起 SUV 上市潮, 南北大众价格下探至 15 万以内, 与自主正面竞争 .....	29
图 48: 与此同时, 头部自主尝试高端化, 纷纷推出 15-20 万车型, 但受限于品牌力和合资竞品密集上市, 销量纷纷高开低走 (单位: 万台) .....	29
图 49: CS75Plus 成为新的现象级产品 (单位: 万台) .....	30
图 50: 领克品牌终端接受程度不断提升 (单位: 万台) .....	30
图 51: 头部自主品牌份额持续提升, 从尾部自主和弱势合资获取份额 .....	30
图 52: 2020 年 1-5 月共有 143 款国五车型上市, 尾部自主品牌占比超过 95% (单位: 款) .....	31
图 53: 头部品牌市占率波动和自身新品周期强相关 .....	31
图 54: 2010-2013 年首次 SUV 购车迎来换购潮 (单位: 万台) .....	32
图 55: 长城、长安等头部自主跟进投放模块架构, 新车研发周期缩短 .....	32
图 56: 主要整车厂和零部件估值表 (截至 6 月 3 日收盘) .....	33

## 投资要点

### 区别于市场的观点

**1、市场认为乘用车总需求见顶。**我们认为，中国乘用车需求潜力依然广阔。过去两年销量下降是周期因素导致的，包括购置税透支需求，贸易战和疫情拖累经济。目前，购置税透支的影响已消化殆尽，经济也在各国强有力的对冲政策下呈企稳迹象。5月汽车批发量同比增长11%，结束23个月负增长，周期底部探明。中长期看，2019年日本千人汽车拥有量为591辆，中国173辆、国内发达地区约300辆。伴随经济增长，国内汽车保有量有翻倍潜力。

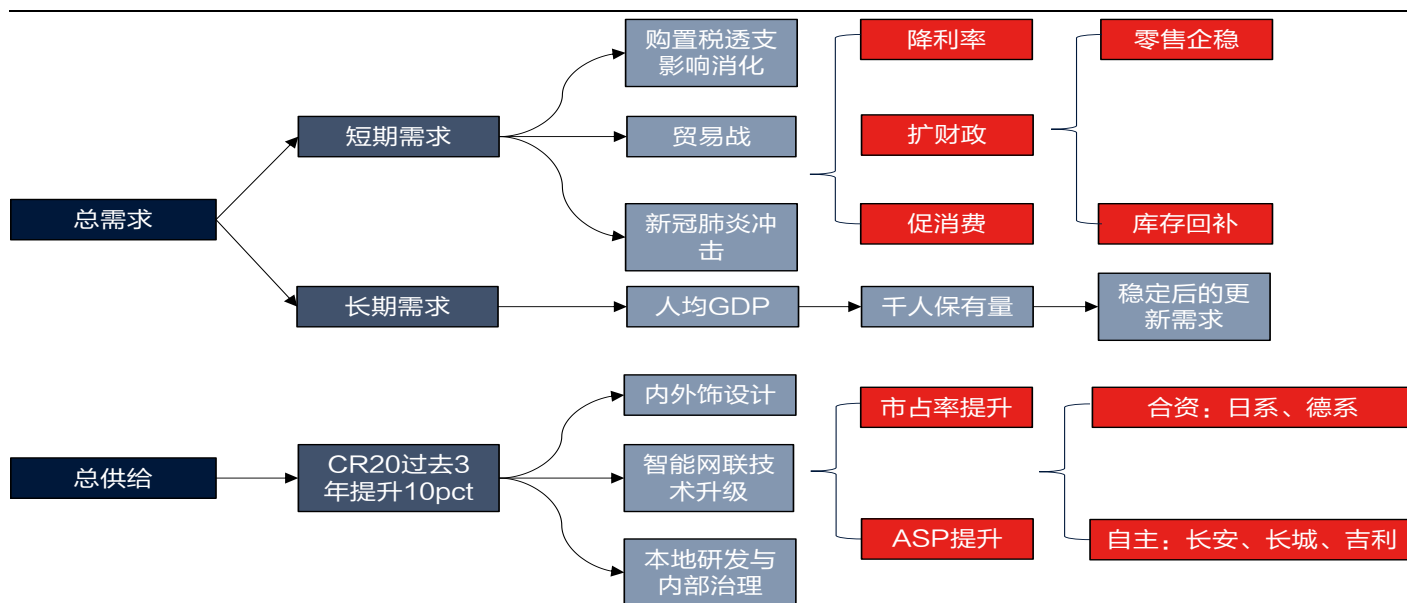
**2、市场认为行业竞争格局较差。**我们认为，在过去2年的行业下行周期中，市场集中度快速提升，竞争格局持续优化。2017年行业前20名市占率合计约78.6%，2020年1-4月提升为88.5%，3年提升10pct。国内尚有众多月销低于2万台的汽车企业，由于缺乏规模效应，在电动智能趋势下丧失技术升级能力，给头部品牌的份额扩张提供了空间。

**3、市场自主品牌竞争力不足。**我们认为，头部自主品牌正在产品力上超越合资。以长城、长安、吉利为代表，产品力平均三年一升级，且下一代产品集中在2020-2022年投放，新车型在内外饰设计、智能网联层面，实现了对同级别合资品牌的全面超越。同时，合资公司研发远离国内市场、难以满足快速变化的消费者需求，同时受制于中外合资的管理体系、内部摩擦成本较高，近年来纷纷在竞争众掉队。此消彼长之间，自主品牌的“二次崛起”趋势逐渐成型。

### 行业框架：乘用车的“供给侧改革”

市场习惯以需求周期的角度看乘用车投资，而忽略了供给侧的变化。我们认为乘用车需求企稳、但不具备大周期级别的复苏，但过去3年市场集中度快速提升，自主品牌竞争力突飞猛进，行业供给侧的变化很可能超出市场预期，带来个股的投资机会。

图1：核心逻辑：乘用车的“供给侧改革”



资料来源：西部证券研发中心

### 催化剂

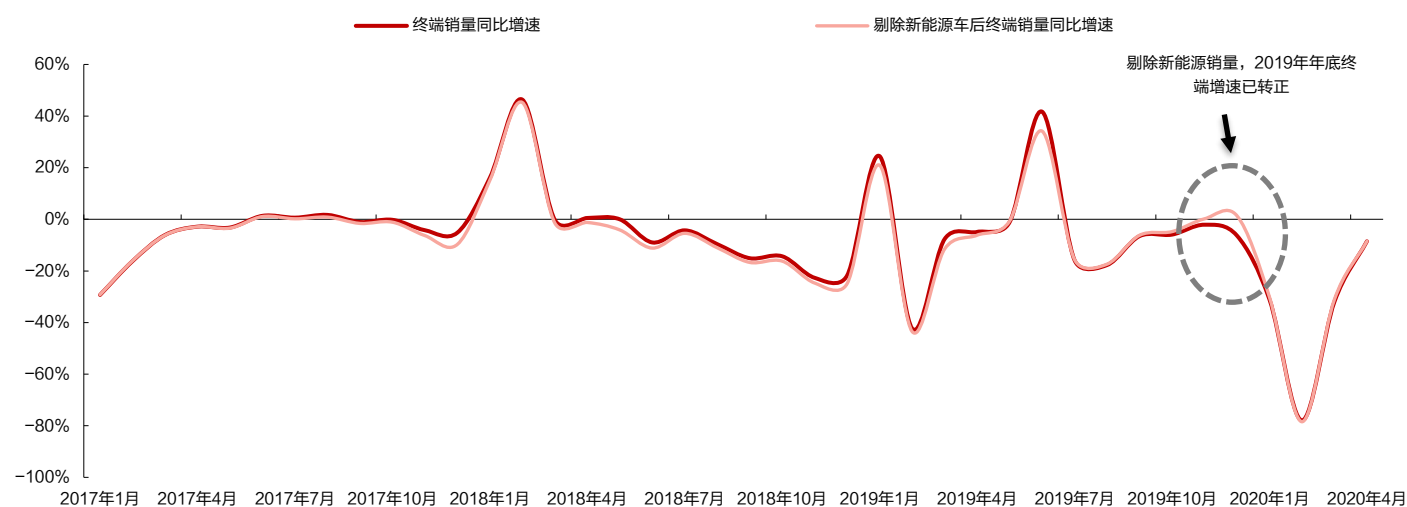
乘用车月销持续转正，自主品牌车型销量超预期。

## 一、从需求侧看总量：零售企稳，周期筑底

### 1.1、终端降幅收窄，周期筑底

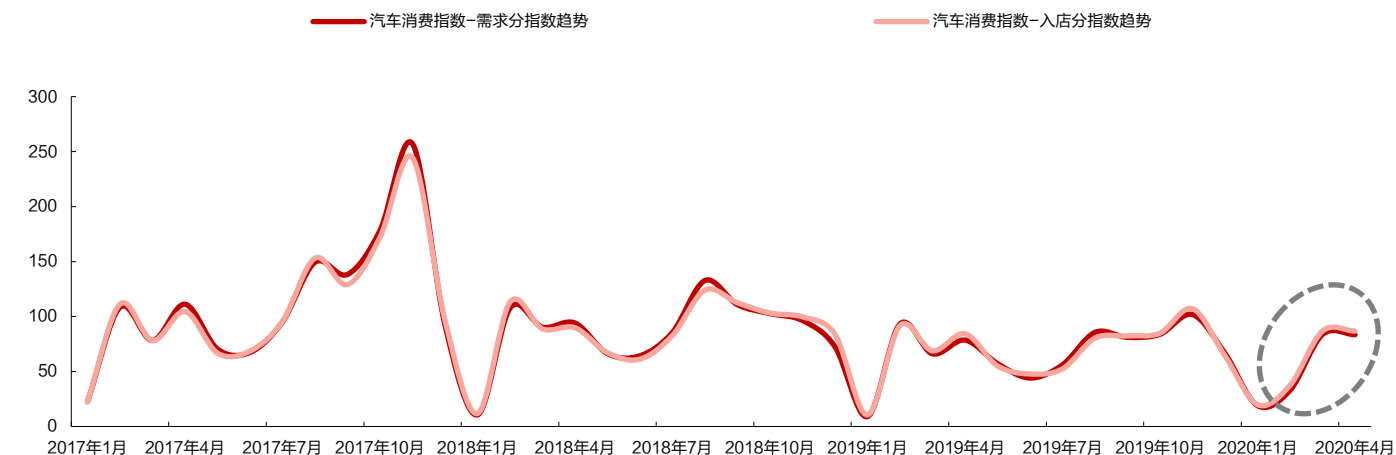
随着国内疫情趋稳，一季度消费回补，4月乘用车终端销量同比下滑8.5%，降幅较3月大幅改善，1-4月累计终端销量同比下滑32.5%，其中三四五线城市终端销量整体表现好于一二线城市，我们认为一方面是由于一二线城市复工进度较慢，另一方面疫情刺激了低线城市私家车首购需求释放。分区域看，西部地区延续去年下半年以来的强势表现，1-4月西部地区累计终端销量市占率较2019年大幅提升3.2pct至26.0%，而东部地区表现较弱，市占率相比2019年下滑2.5pct。

图2：4月乘用车终端销量同比下降8.5%，降幅显著收窄



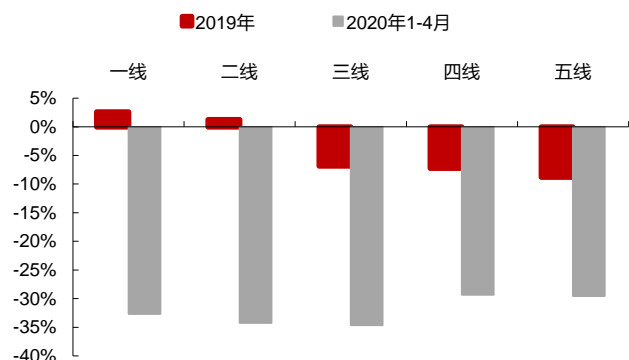
资料来源：交强险、西部证券研发中心

图3：随着国内疫情趋稳，3-4月汽车消费指数环比回升



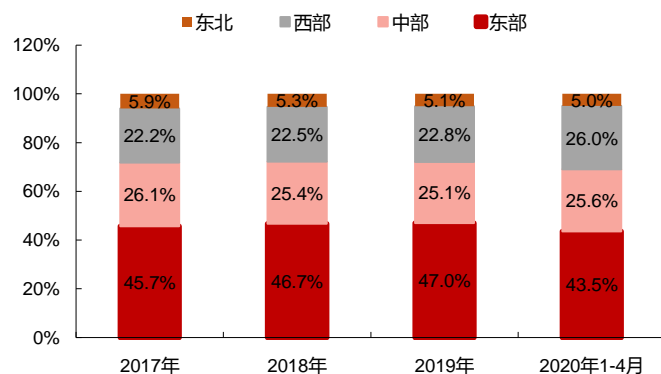
资料来源：中国汽车流通协会、西部证券研发中心

图 4：1-4 月低线城市终端销量表现好于一二线城市



资料来源：交强险、西部证券研发中心

图 5：1-4 月西部地区市占率环比 2019 年提升 3.2pct



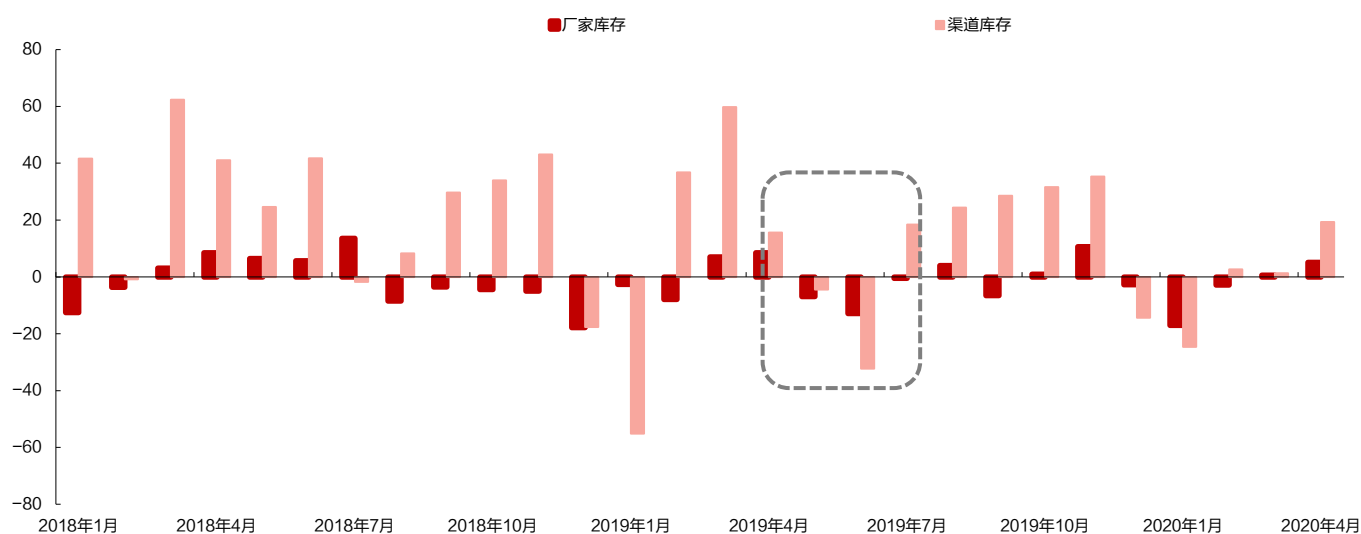
资料来源：交强险、西部证券研发中心

## 1.2、批发好于零售，库存回补

1-4 月乘用车市场合计去库存 15.5 万台，其中厂家、渠道库存分别减少 14.2 万台、1.3 万台，4 月随着疫情好转，渠道库存上升 19.3 万台。分品牌看，1-4 月自主品牌中吉利、长城、上汽自主库存仍有小幅增长，供应稳定，长安库存去化最明显，主要老款车型去库存为新品上市作准备。合资品牌中日系库存依然稳定，变化不大，上汽大众、上汽通用库存下降最大。

2 季度通常为经销商补库季节，考虑到去年 2 季度国五升级国六，5-6 月企业和渠道的库存周期被打乱，批发基数偏低，目前渠道库存系数仍处于紧平衡状态，我们预计 5-6 月经销商继续主动补充渠道库存，Q2 行业批发销量同比有望转正。

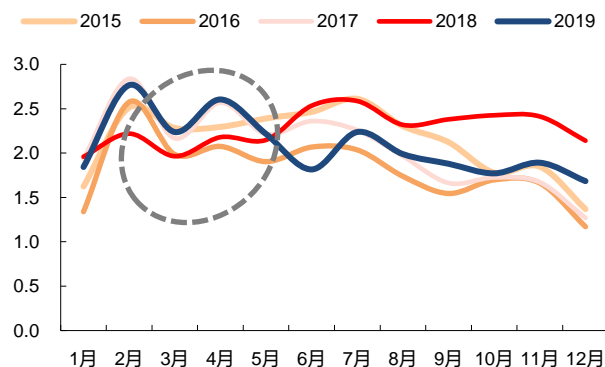
图 6：1-4 月厂家库存减少 14.2 万台，渠道库存减少 1.3 万台



资料来源：交强险、中汽协、西部证券研发中心

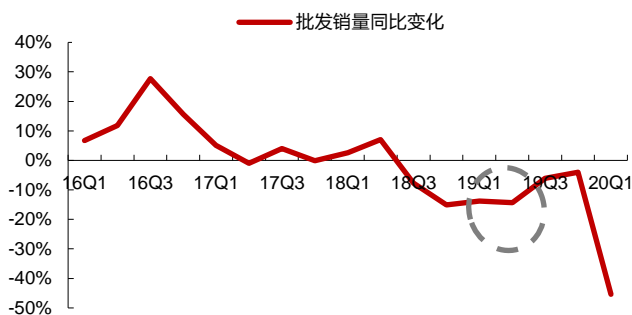


图 7：2 季度通常为行业季节性补库（库存系数单位：月）



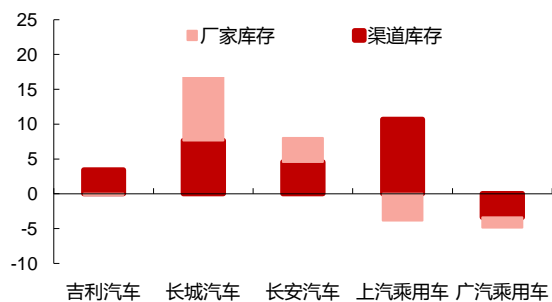
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 8：19Q2 由于国五清库，批售基数偏低



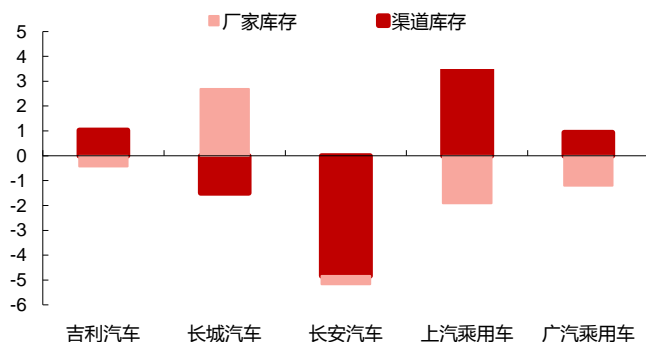
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 9：2019 年主要自主品牌厂家和渠道库存变化（单位：万台）



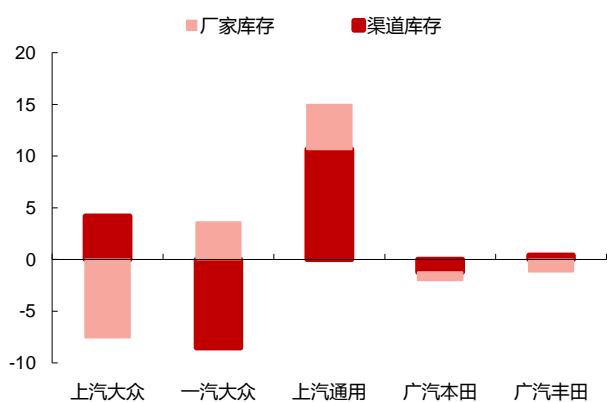
资料来源：中汽协、交强险、西部证券研发中心

图 10：1-4 月主要自主品牌厂家和渠道库存变化（单位：万台）



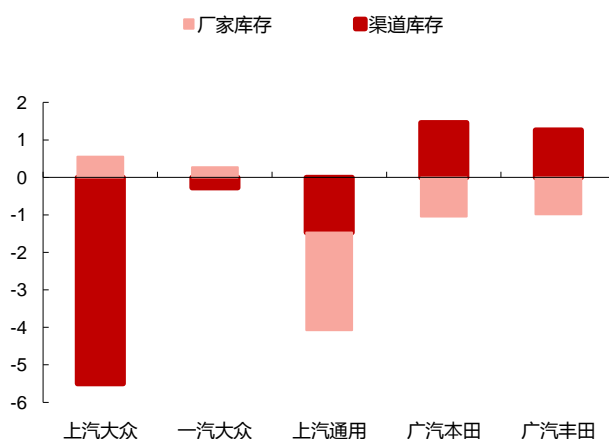
资料来源：中汽协、交强险、西部证券研发中心

图 11：2019 年主要合资品牌厂家和渠道库存变化（单位：万台）



资料来源：中汽协、交强险、西部证券研发中心

图 12：1-4 月主要自主品牌厂家和渠道库存变化（单位：万台）



资料来源：中汽协、交强险、西部证券研发中心



## 1.3、政策托底消费，底线思维

两会期间建议聚焦消费政策和四化发展。两会期间汽车界代表提出的方案主要集中在汽车消费政策优惠和智能化、新能源化发展。

- 1) 关于汽车消费政策，放宽汽车限购、减免汽车税收、优化消费补贴政策等建议不断被提及。
- 2) 智能网联方面，会议报告提案提出要加强新型基础建设，这为智能汽车发展提供基础，上汽董事长陈虹建议有条件的地区要先加强智能汽车领域的新基建，百度董事长也建议加快交通路网车路协同智能化改造。
- 3) 新能源车领域，会议报告提案中强调加强充电桩建设，推广新能源汽车，我们预计后续配套充电设施建设规划也将出台，充电设施增建速率将大幅提升。技术路径方面，吉利汽车李书福董事长提出希望增程式技术作为新能源技术路线落地应用，长城汽车副董事长王凤英政府引导加大氢燃料电池基础科研投入，未来新能源化路径或更多元化。

图 13：主要车企领导在两会期间建议

	传统车	新能源化	智能化
李书福 (吉利控股董事长)	1) 建议将汽车消费税征收环节由目前的生产环节后移至销售环节，并建议中央与地方“五五共享”。同时，消费税后移，将部分税收留在地方，拓展地方收入来源 2) 应试点开放“禁限摩”建议： - 试点部分城市恢复摩托车上牌及通行，制定摩托车相关交通管理办法 - 重新制定摩托车驾照考试等级 - 鼓励摩托车相关企业在新能源暨摩托电动化方向加大研发力度，出台全国统一的电摩上牌政策	希望增程式技术作为新能源技术路线尽快落地应用，并享有与纯电动、燃料电池车等相同的权利。	
陈虹 (上汽集团董事长)	1) 逐步开放城市限购限行 2) 放宽职工住房公积金提取限制促进消费建议： - 阶段性放宽公积金可提取的用途范围，在原有的购房、租房用途基础上，将其他家庭重大开支纳入可提取范围，如购买汽车等。 - 建议 2020 年 6 月至 12 月为该方案试行阶段，后续可视情况进行调整。		1) 支持有条件的地区（如长三角），选择整体环境较好的区域（如上海临港东海大桥、嘉定汽车城），建设高度自动驾驶（L3 级别以上）先行示范区。 2) 支持有条件的地区加快推动智能汽车产业“新基建”，从 5G 新型基础设施、智能网联汽车、智慧交通系统等方面入手，加快构建智能汽车基础设施体系，加快培育相关的创新链和产业链
王凤英 (长城汽车副董事长)	1) 制定中国汽车“走出去”国家战略 2) 搭建“一带一路”综合服务平台 3) 优化跨境金融政策支持	1) 鼓励小型电动车发展： - 确立小型电动车产品标准 - 制定以降低能耗为导向的新能源汽车补贴标准	

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 给予小型电动车税费优惠</li> <li>- 加强动力电池回收利用管理，凸显小型电动车优势</li> </ul>	
		2) 推动氢能产业持续健康发展建议： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 政府引导加大氢燃料电池基础科研投入</li> <li>- 鼓励、推动各地因地制宜开展氢能示范应用，创新激励方式</li> <li>- 通过政策引导社会资本投入，鼓励能源企业牵头建立稳定、便利、低成本的氢能供应体系</li> <li>- 加快氢气纳入能源管理体系后的管理细则制定</li> <li>- 制定国家级顶层氢能规划，合理规划加氢站，制定长期稳定的燃料电池汽车发展政策</li> </ul>	
		3) 引导新能源汽车出口新增长点，强化对出口企业的管理	
曾庆洪 (广汽集团董事长)	1) 抗疫减负，支持企业发展  2) 减轻税负促进汽车消费建议： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 推动落实各项政策措施，减轻汽车消费总体税负，降低购车成本</li> <li>- 改善汽车消费环境，拓展消费渠道，加大汽车下乡支持力度</li> <li>- 大力发展二手车交易市场，积极解决“停车难”、“充电难”问题</li> </ul>	加快粤港澳大湾区新能源汽车产业集群建设： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 做好科学规划布局，构建粤港澳大湾区新能源汽车产业集群</li> <li>- 加大技术投入，加强我国汽车产业协同</li> <li>- 加强新能源汽车配套建设</li> </ul>	
朱华荣 (长安汽车总裁)		促进新能源汽车可持续高质量发展： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 审视新能源汽车产业发展战略，优化顶层政策导向</li> <li>- 改善新能源汽车使用环境，激发消费新能源汽车动力</li> <li>- 继续加大对使用新能源汽车的鼓励</li> </ul>	
曾毓群 (宁德时代新能源科技有限公司董事长兼首席运营官)		1) 建议推进电化学储能建设助力新基建： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 强化顶层设计，将储能纳入国家能源发展规划，明确储能的法律地位</li> <li>- 建立价格机制，准许电网侧储能纳入电网规划，进入输配电成本核算</li> <li>- 完善标准和管理体系，确保储能产业安全可持续发展</li> <li>- 建设吉瓦时级大型储能示范站</li> </ul>	

		<b>2) 加快公共服务领域车辆的电动化:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 开展示范工程加速推广应用</li> <li>- 建立相关标准法规引导技术发展</li> <li>- 巩固我国核心零部件的领先地位</li> <li>- 制定政策鼓励商业模式创新</li> </ul>	
尹同跃 (奇瑞汽车董事长)	制定商用车积分管理办法建议:  1) 打通乘用车和商用车的积分, 将轻型商用车 (N1 类) 与乘用车双积分管理办法 (基本为 M1 类车) 相融合, 统筹制定为轻型汽车双积分管理办法	1) 建议取消 NEV 正积分结转的相关条件限制  2) 新能源汽车核心零部件再制造再利用建议: <ul style="list-style-type: none"> <li>- 建议国家推动新能源汽车基础高价值零部件延长在役寿命工程, 将再制造归入国家战略性新兴产业</li> <li>- 建议出台政策允许整车制造企业回收低续航新能源汽车</li> <li>- 允许回收铝合金及复合材料车身以及新能源三电系统</li> </ul>	

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

习总书记在《求是》杂志提出“要积极稳定汽车等传统大宗消费, 鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额, 带动汽车及相关产品消费”, 各地方政府积极相应出台刺激政策, 对于本轮汽车刺激消费的配合程度远高于 2018-2019 年。

我们梳理年初至今各地方政府推出的汽车刺激政策:

- 1) 广州、深圳、上海、天津、杭州已跟进放开限购, **我们测算 2020 年公布新增指标额度共 19.7 万台, 对应 2019 年销量增量弹性约 1%**。此前网络消息称北京研究推出刺激政策, 措施包括: 新增释放 10 万张牌照、鼓励老旧车加快更新、推出不纳入调控指标的郊区专用牌照等。我们认为如果北京汽车刺激政策最终出台, 有望产生更大效果, 一是北京作为汽车消费大市, 对销售的绝对量刺激效果大。另一方面, 北京作为政治中心, 推出刺激政策后对其他限购城市有带动作用。
- 2) 推出非限牌城市刺激政策主要围绕现金补贴、以旧换新、汽车下乡等展开。出台政策地区普遍对汽车产业依赖程度较高, 补贴范围侧重于本地生产、销售的乘用车品牌。

图 14：2020 年地方政府推出的政策和相应优惠幅度

区域	是否限行限购	生产品牌	产能	文件	出台时间	持续时间	优惠政策	要求
重庆	√	长安福特 长安汽车 北京现代 上汽通用五菱 长城汽车	101 99 30 40 9	《重庆市人民政府办公厅关于加快发展流通促进商业消费的通知》	1月2日	n.a.	1) 对在本市购买新能源汽车的单位和個人，按规定给予补贴。 2) 全面取消二手车限迁政策，除国家要求淘汰的黄标车以外，对符合国家在用机动车排放和安全标准，在环保定期检验有效期和年检有效期内的二手车均可办理迁入手续。	
佛山	×	一汽大众	60	《关于印发佛山市促进汽车市场消费升级若干措施》	2月3日	1年	1) 购买新车，2000 元/辆；旧车更新换代，3000 元/辆 2) 同一消费者一次性购买 5 台及以上大、中、重型客运、载货汽车（单价不低于 50 万元），补助 5000 元/辆	
深圳	√	比亚迪 长安标致雪铁龙	40 20	《关于统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作的若干措施》	2月21日	n.a.	稳定汽车等大宗消费，加快广州、深圳新增汽车指标放号，优先保障家庭首购需求	
株洲	×	北京汽车	35	《关于出台促进促进吉利地产车在长株潭消费升级》	3月2日	限额前 3500 名 消费者	3000 元/台，每人限购一台	吉利全新远景、缤越
湘潭		吉利	24					吉利全新远景、缤越
广州	√	广丰 广本 广汽乘用车 广菲克 东风日产 北京汽车	60 72 20 16 75 10	《关于印发广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》	3月3日	9个月，至 12月底	1) 新能源汽车 1 万元/辆 2) 购买国六标准新车，3000 元/辆	
湖南省	×	长沙+株洲+湘潭	59	《鼓励各地对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持》	3月4日	n.a.	未定	
珠海	×	n.a.	n.a.	《珠海市人民政府关于有效降低疫情影响促进经济平稳运行的实施意见》	3月11日	n.a.	1) 对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车的消费者给予补助，对符合规定的车展布展企业、车展汽车销售企业，给予场地、宣传投入补助和销售奖励。 2) 简化汽车登记、二手车交易手续，优化汽车金融服务。	

长沙	×	上汽大众	30	长沙鼓励汽车消费;买车每台最高补贴3000元	3月14日	3.5个月	在长沙上牌落户,可获得裸车价款3%的一次性补贴,每台车最高补贴不超过3000元。	上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆
		广菲克	16					
		广汽三菱	25					
		比亚迪	20					
黑龙江	×	长安福特	20	《关于统筹支持疫情防控和复工复产若干财税政策的意见》	3月2日	实施到疫情解除	2019年主营业务收入1亿元以上,2020年新增流动资金贷款1000万元以上的制造业企业,照疫情期间企业实付利息的50%贴息	
		沃尔沃	8					
吉林	×	一汽大众	105	《关于应对疫情影响支持服务业健康发展的若干政策举措》	3月3日	n.a.	1)对2019年零售额亿元以上,且2020年一季度同比增量达到500万元(含)-1000万元的汽车销售企业,每户企业给予一次性奖励资金20万元;2)2020年一季度零售额同比增量达到1000万元及以上的,每户企业给予一次性奖励资金30万元	
		一汽轿车	40					
		一汽通用	28					
		一汽红旗	10					
		一汽吉林	13					
杭州	√	长安福特	25	《关于2020年一次性增加小客车指标的配置公告》	3月25日	n.a.	1)2020年一次性增加的2万个小客车指标,按3:1的比例通过个人阶梯摇号和县(市)个人指标摇号的方式进行配置,即个人阶梯摇号15000个、县(市)个人指标摇号5000个。 2)将于2020年5月29日组织一次个人阶梯摇号,完成15000个指标的配置。	
		吉利	20					
		广汽乘用车	15					
		东风沃尔沃	5					
		比亚迪(专用车)	0.3					
南昌	×	江铃福特	30	《南昌市战疫情促消费若干措施》	3月25日	n.a.	1)对疫情期间在南昌市内购买新车(含乘用车和商用车),按1000元/辆给予补贴。 2)对2020年度销售额增速超过全市平均增速的限上商贸企业,在2019年该企业销售额基础上,每增加1000万元销售额给予1万元奖励,单个企业20万元封顶。	
		江铃汽车	20					
宁波	×	上汽大众	60	《关于推进工业达产扩能稳增长的若干意见》	3月27日	6个月	1)消费者购买本地生产、销售的乘用车,给予每辆车让利5000元,每家企业限让利销售6000辆。 2)宁波将根据企业季度增速,给予每百分点最低5万元、最高100万元支持。	
		吉利	46					
		比亚迪	5					
长春	×	一汽大众	105	促进汽车消费若干政策措施在长春落地见效	3月29日	3个月	1)在长春市购买新车每辆给予购车价格3%的补助,最高不超过4002)对一次性在长春市购买新车5辆及以上的(车辆单价不低于20万元),给予每辆最高6000元补助。	
		一汽轿车	40					

		一汽通用、	28				3) 吉林省号牌车主凭 2020 年 3 月 20 日至 6 月 30 日旧车售卖发票或汽车报废注销证明, 在长春市购买新车给予最高 5000 元补助。
		一汽红旗	10				
浙江省	√	上汽大众、吉利、长城等品牌	261	《浙江省促进汽车消费的若干意见(2020—2022 年)》	3 月 30 日	2 年	<p>1) 杭州市已公告 2020 年一次性增加 2 万个小客车指标。</p> <p>2) 到 2020 年和 2022 年底前, 环卫、邮政快递等领域国三及以下排放标准车辆淘汰率分别达 25%以上和 50%以上; 到 2022 年底前, 道路客运等领域国三及以下排放标准车辆的淘汰率达 20%以上。</p> <p>3) 到 2021 年底前, 全省累计淘汰国三及以下排放标准的营运柴油货车 30%以上, 对提前报废国三及以下排放标准的营运柴油货车, 每辆车省财政给予 1 万元补助。</p> <p>4) 对农村地区购买 4.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车给予适当补贴。</p>
山西省	×	比亚迪(客车)	0.4	实施汽车消费专项奖励	4 月 3 日	9 个月	<p>1) 7 米以上的客车、载重 4.5 吨以上商用车型, 每辆奖励 8000 元</p> <p>2) 轿车、SUV 及 MPV 等乘用车型, 每辆奖励 6000 元</p> <p>3) 3.5 米以下微型客车及其他商用车, 每辆奖励 4000 元</p>
		吉利	18				
广东省	√	广汽本田	72				1) 鼓励汽车整车企业对广东省农村居民让利。
		广汽丰田	60	《广东省财政			2) 在企业每台车让利不低于 1 万元的基础上, 广东省对本省农村居民新购买新能源车或燃油车的, 每辆车分别给予 1 万元、0.5 万元补贴, 每辆综合成本节约 1.5—2 万元。
		广汽乘用车	20	安排 12 亿元支	4 月 27 日	n.a.	3) 鼓励淘汰国三及以下标准旧车辆, 对农村居民在汽车销售企业以旧换新的, 除享受财政补贴外, 鼓励汽车销售企业给予增值服务。
		东风汽车	75	持开展 2020			
		比亚迪	40	年汽车下乡专			
		一汽大众	60	项行动》			
		长安汽车	20				
深圳	√	比亚迪	40	关于应对新冠肺炎疫情影响促进深圳市新能源汽车推广应用的若干措施(征求意见稿)	5 月 1 日	8 个月	<p>1) 放宽个人新能源小汽车增量指标申请条件。</p> <p>2) 扩大个人增购新能源小汽车车型范围。将其增购新能源小汽车车型范围由纯电动小汽车扩大至纯电动小汽车或插电式混合动力小汽车。</p> <p>3) 新购纯电动高级型或经济型乘用车补贴 2 万元/车、新购插电式混合动力高级型乘用车补贴 1 万元/车。</p> <p>4) 更新置换为纯电动高级型或插电式混合动力高级型乘用车补贴 2 万元/车、更新置换为纯电动经济型乘用车补贴 1 万元/车。</p> <p>5) 新能源汽车当日免首次首 1 小时临时停车费的基础上, 增加一次不超过 1 小时的免临时停车费优惠。</p>
		长安标致雪铁龙	20				广丰 5 款 广本 5 款 广汽 5 款 一汽大众 4 款 东风日产 5 款 长安 3 款 比亚迪 5 款
		比亚迪戴姆勒	4				

海南	√	一汽海马	30	《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》	5 月 12 日	截至 2021 年 1 月 15 日	新能源汽车奖励资金总额不超过人民币 1.5 亿元,奖励标准为每辆新能源汽车奖励人民币 1 万元,新能源汽车奖励总量不超过 1.5 万辆。
上海	√	上汽通用(含凯迪拉克)	48	《关于促进本市汽车消费若干措施》	5 月 20 日	2020 年 4 月 23 日起实施,具体措施已明确执行期限	1) 新增 4 万个非营业性客车额度。 2) 2020 年 12 月 31 日以前,本市个人消费者报废或转出国四及以下排放标准的燃油汽车,同时在本市购买符合要求的国六排放标准燃油新车,本市给予每辆车 4000 元的财政补贴。 3) 给予每位在本市购买新能源车的消费者 5000 元电费补贴。 4) 2020 年全市更新新能源公交车 2500 辆左右;2020 年完成 5000 辆左右纯电动出租车上牌并投入使用。 5) 每年建设 15 个出租车充电示范站且给予财政补助;2020 年内,出租车可享受 0.4 元/千瓦时的额外电费补贴。 6) 2020 年新建 5 座以上加氢站,力争完成全市 10 座以上加氢站布局。 7) 对消费者购买新能源汽车继续发放免费专用额度。
		上汽大众	66.5				
		上汽乘用车	30				
天津	√	长城汽车	45	《天津市人民政府办公厅关于印发天津市促进汽车消费若干措施的通	5 月 20 日	自 2020 年 6 月 1 日起施行,2025 年 5 月 31 日废止。	1) 新增小客车个人增量指标配置额度 35000 个。 2) 2020 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间,在本市新购置新能源小客车,给予每辆车 2000 元汽车充电消费券,全市不超过 30000 辆。 3) 三年内新建各类充电桩不少于 1.5 万台,2020 年内新增公共充电桩 4000 台。
		一汽夏利	30				
		一汽丰田	49				
		一汽大众	30				
		比亚迪(客车)	1				

资料来源:各政府官网、西部证券研发中心

#### 1.4、人口决定需求,潜力犹在

根据公安部数据,截至 2019 年底,小型载客汽车保有量达 2.2 亿辆,与 2018 年底相比,增加 1926 万辆,增长 9.37%。而同期中汽协数据,全国乘用车销量 2144 万辆,同比下降 10%。我们根据公安部和中汽协的数据,测算了过去 10 年乘用车报废数据,显示 2019 年报废量明显低于历史均值,反映出经济下行时期、居民收入下降、平均车龄延长。

我们在测算过程中应用了一些基础数据和假设,并对一些异常数据做了模拟处理。其中:

- 1) 公安部保有量数据并不准确,我们发现 2018 年和 2019 年公布的汽车保有量数据有差异,且 2012-2013 年度保有量数据缺失。
- 2) 虽然国内汽车没有强制报废年限,但根据行业规律,一辆汽车的使用寿命超过 15 年后,其维修成本、排放标准可能使其难以继续上路,我们以这一极限年份作为国内乘用车报废周期的假设。



3) 假设 25 岁人口是汽车的主要新增购买力。

图 15：测算指标和数据来源

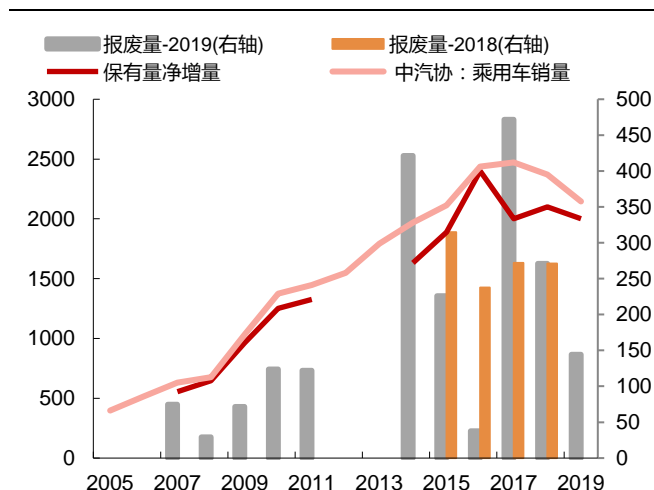
指标	数据来源
保有量	公安部, 小型载客汽车保有量
销量	中汽协, 广义乘用车销量
新增人口	统计局
机动车驾驶人	公安部
新增购买力	统计局, 25 年前新增人口

资料来源：西部证券研发中心

根据模型，我们能够得出一些推论：

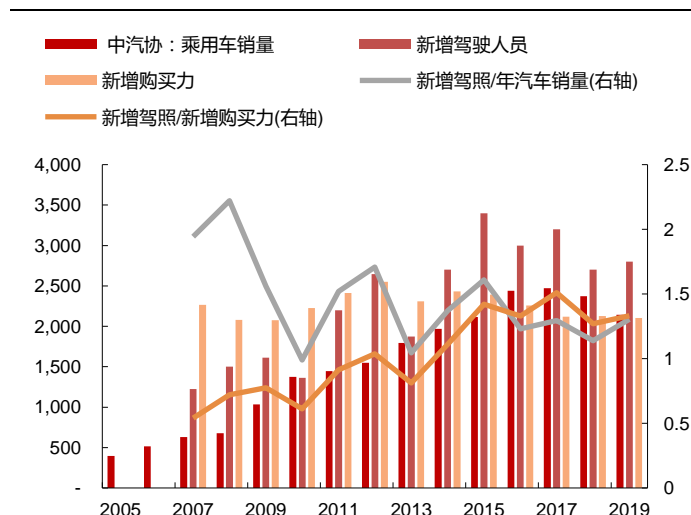
- 1) 2015-2018 年国内乘用车年均报废量在 250-300 万辆区间, 但 2019 年报废量仅 144 万辆, 显著低于均值水平, 可能受经济影响, 消费者推迟换车;
- 2) 2007 年至今, 新增持有驾照的人员持续高于乘用车销量, 即使在 2019 年乘用车下滑 10% 的情况下, 新增驾照人员却增长 4%, 这反映出潜在购买力被抑制;
- 3) 随着汽车成为结婚成家的重要物品, 我们以 25 岁作为年轻人购车的平均年龄, 作为新增购买力的观测指标。1995-2020 年间, 中国年新生儿人口在 1500-2000 万之间, 这保证了未来 20 年新增购买力的充沛。预计 2030 年驾照保有量约 6.2 亿, 对应乘用车保有量 4.2 亿, 届时国内乘用车销量约 2700 万辆。

图 16：2019 年报废量仅 144 万辆，低于均值水平（单位:万辆）



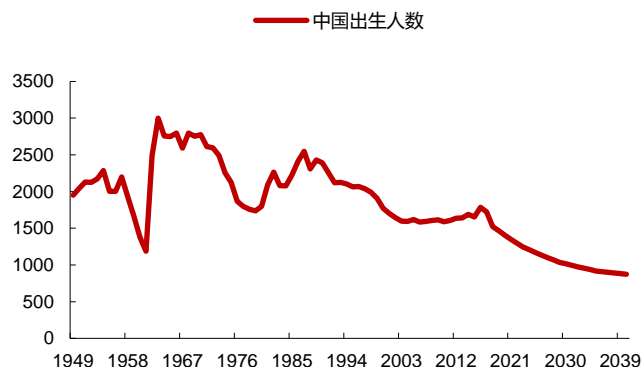
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 17：2019 年乘用车销量下滑 10%，新增驾照人员增长 4%（单位：万辆，万人）



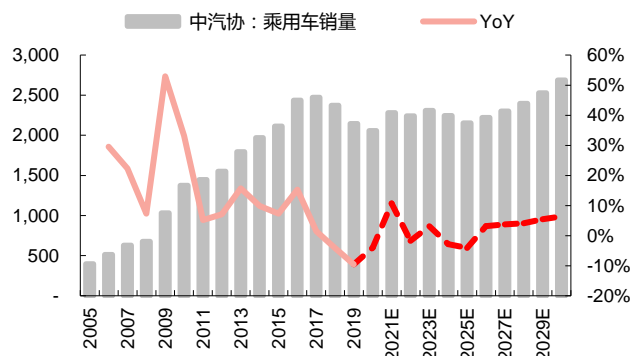
资料来源：公安部、中汽协、西部证券研发中心

图 18: 1995-2020 年新生人口 1500-2000 万 (单位: 万人)



资料来源: Wind、西部证券研发中心

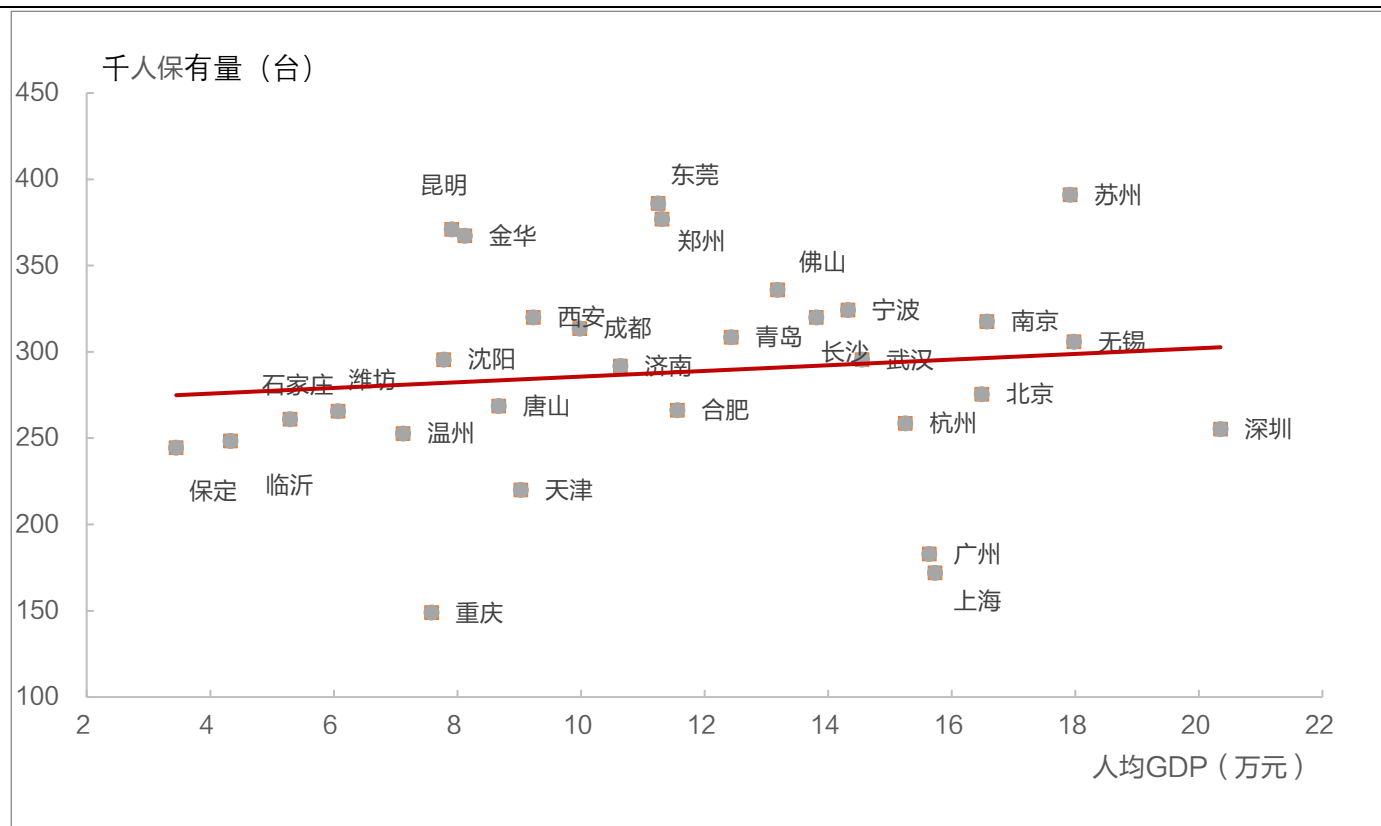
图 19: 预计 2020 年乘用车销量下滑 (单位: 万台)



资料来源: Wind、西部证券研发中心

据世界银行数据统计, 2019 年中国千人汽车拥有量为 173 辆, 在统计的 20 个国家中排名倒数第四位(17 位)。而美国以千人拥车量 837 辆高居第一, 日本 591 辆。我们统计了中国汽车保有量超过 200 万台的城市, 按千人保有量和额人均 GDP 测算, 中枢约 300 台/千人。从这个角度看, 国内汽车保有量还有接近一倍的潜力。

图 20: 部分汽车保有量超过 200 万辆以上的城市, 千人保有量仍有提升空间



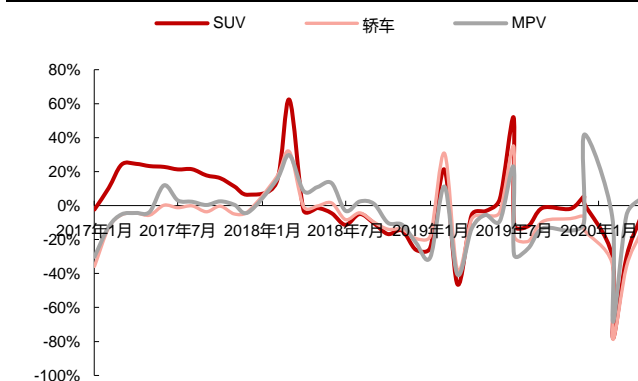
资料来源: Wind、CEIC、西部证券研发中心

## 二、SUV偏好未改，车型均价提升

### 2.1、SUV偏好未改，自主品牌集中突破

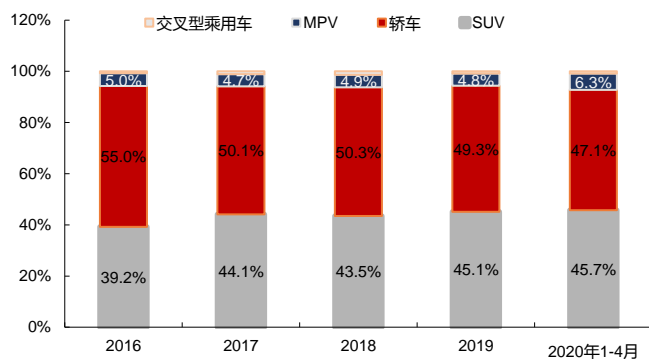
今年1-4月SUV销量表现好于轿车，SUV市占率较2019年提升0.6pct，一方面得益于皓影、RAV4换代、威兰达、CS75P等优质供给上市，另一方面我们终端调研显示疫情催化下，拥有更大空间及舒适性的SUV更受消费者青睐。而轿车市场淘汰赛正加速，全新轩逸换代、英朗新动力版本上市后增长明显，非主流车型份额受到挤压。

图 21：疫情期间 SUV、MPV 销量表现好于行业



资料来源：交强险、西部证券研发中心

图 22：1-4 月 SUV、MPV 市场份额提升明显



资料来源：交强险、西部证券研发中心

对比SUV和轿车前20大畅销车型，轿车中仅两款自主品牌（吉利帝豪、长安逸动），其余车型均为合资品牌。而在SUV市场，自主品牌则占了7个席位。自主在SUV上投放了更多资源，以大空间、高配置、合理价格，与合资进行差异化竞争。

图 23：前 20 大轿车、SUV 车型销量（单位：万台）

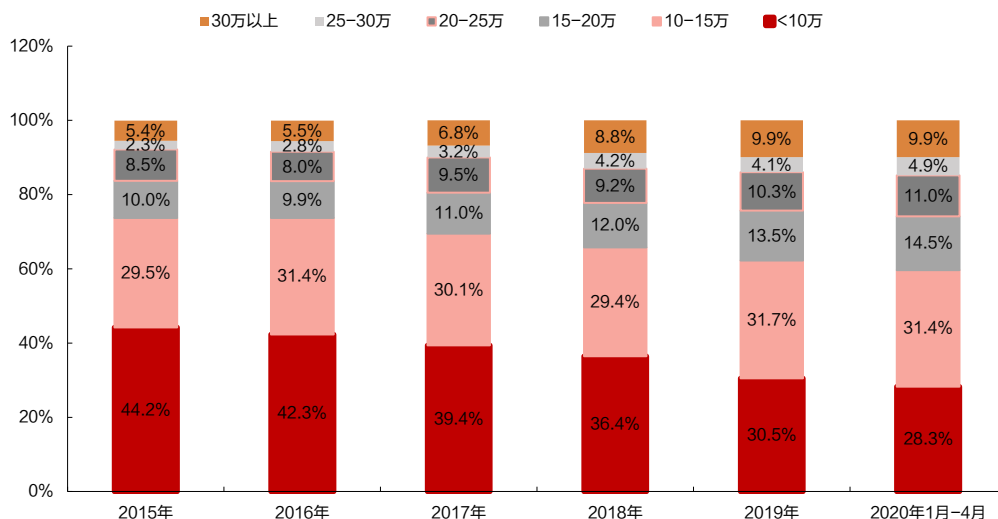
排序	SUV车型	2019年	4月销量	4月同比	1-4月同比	轿车车型	2019年	4月销量	4月同比	1-4月同比
1	哈弗H6	38.6	1.6	43.0%	-49.3%	轩逸	46.3	4.1	48.6%	-22.5%
2	CR-V	21.3	1.6	38.8%	-27.4%	新朗逸	52.5	3.6	-1.4%	-44.0%
3	长安CS75	19.3	1.5	101.4%	30.3%	卡罗拉	35.8	3.1	2.9%	-26.7%
4	博越	23.2	1.5	13.8%	-30.6%	全新英朗	27.9	3.1	143.2%	-48.5%
5	RAV4	12.6	1.4	28.5%	-11.7%	新宝来	33.5	2.5	26.3%	-2.1%
6	途观	22.9	1.3	21.8%	-54.6%	思域	24.4	2.5	86.3%	-39.6%
7	比亚迪宋	10.9	1.3	n.m.	n.m.	帝豪	21.1	2.1	30.3%	-25.3%
8	XR-V	14.7	1.3	11.0%	-40.0%	雷凌	22.2	2.0	34.3%	-15.8%
9	哈弗M6	11.9	1.2	23.7%	-0.9%	速腾	30.7	2.0	-25.7%	-19.5%
10	逍客	18.0	1.2	2.3%	-30.3%	雅阁	22.4	1.9	-11.1%	-35.2%
11	奔驰GLC	14.3	1.2	7.0%	-10.1%	帕萨特	21.4	1.7	0.0%	-36.3%
12	昂科威	13.3	1.2	-2.9%	-27.2%	凯美瑞	18.5	1.5	9.8%	-14.3%
13	途岳	13.8	1.1	-5.3%	-32.3%	奥迪A6	13.0	1.5	125.7%	32.4%
14	缤智	11.7	1.1	45.2%	-22.9%	宝马3系	10.9	1.5	11.6%	-34.5%
15	宝马X3	12.2	1.1	10.0%	0.3%	奔驰C级	15.5	1.4	13.2%	-19.5%
16	奥迪Q5	13.6	1.0	32.4%	1.3%	迈腾	16.9	1.4	11.9%	-30.9%
17	奇骏	20.8	1.0	44.5%	-50.6%	科鲁泽	14.2	1.3	27.0%	42.8%
18	荣威RX5	16.6	1.0	14.2%	-12.8%	奔驰E级	15.8	1.3	3.2%	-23.8%
19	皓影	0.9	0.9	6.8%	-9.9%	凌派	15.4	1.3	10.3%	-42.1%
20	哈弗F7	14.1	0.9	12.2%	-47.6%	逸动	12.4	1.2	n.m.	-18.1%
CR5		12%	11%			19%		22%		
CR10		20%	20%			31%		36%		
CR20		34%	35%			46%		55%		

资料来源：中汽协、西部证券研发中心

## 2.2、车型均价提升，10万以下份额萎缩

SUV 也推升了产品均价，过去两年虽然汽车销量负增长，但产品均价持续上行，10 万以下车型份额下滑明显，30 万以上的豪华品牌增长最快，10-20 万主流消费区间车型份额稳步扩张。

图 24：乘用车各价格区间终端销量占比



资料来源：交强险、西部证券研发中心

分城市级别来看，低线城市销售表现好于行业，但 10 万以下车型份额下滑较快，我们认为主要是因为首购需求升级至 10-15 万导致。高线城市在 10-15 万细分市场份略有下滑，增换购需求大多上移至 15-20 万和 20 万以上的价格带。

图 25：低线城市 10 万以内车型份额下滑，消费升级趋势更明显

2019年	<10	10-15	15-20	20-25	25-30	>30
一线	16.9%	27.7%	14.2%	14.1%	10.6%	16.5%
二线	21.4%	31.9%	14.2%	8.7%	9.9%	13.9%
三线	26.8%	33.4%	12.7%	10.8%	8.0%	8.3%
四线	31.2%	34.5%	12.0%	9.5%	6.7%	6.1%
五线	35.3%	35.2%	11.0%	8.9%	5.6%	3.9%
2020年1-4月	<10	10-15	15-20	20-25	25-30	>30
一线	16.0%	25.3%	15.0%	16.3%	10.6%	16.8%
二线	19.6%	30.2%	15.2%	10.9%	10.1%	14.0%
三线	24.4%	33.3%	12.2%	12.1%	8.0%	10.0%
四线	30.0%	35.7%	11.8%	9.8%	5.8%	6.9%
五线	33.9%	35.9%	11.2%	8.7%	6.3%	4.0%

资料来源：交强险、西部证券研发中心

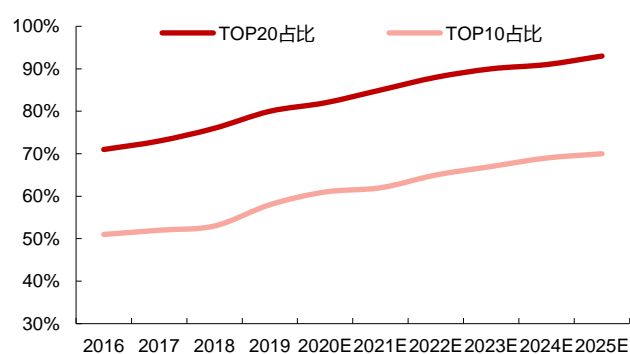
### 三、从供给侧看结构：头部集中，自主崛起

#### 3.1、行业集中度进入快速提升阶段

过去3年行业前20名集中度提升10个百分点。我们统计了2017年至今主要品牌市占率的变化，其中2017年行业前20名市占率合计约78.6%（CR20），而这一数据到2020年1-4月提升为88.5%，提升接近10个百分点。

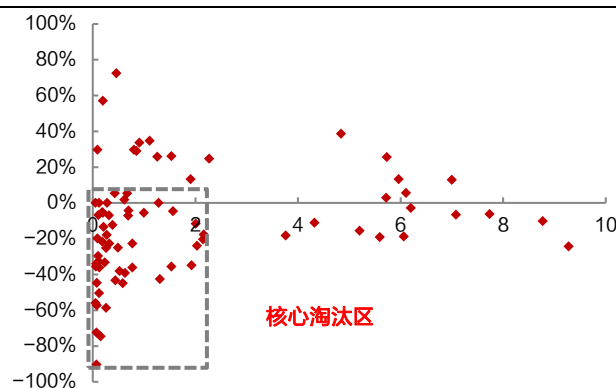
从4月市场表现看，国内尚有众多月销低于2万台、年销低于20万台的汽车企业，由于缺乏规模效应，这些公司在电动化、智能化的升级浪潮中，逐步丧失技术跟随能力，这也给头部品牌的持续扩张提供了空间。

图 26：乘用车终端销量 TOP20、TOP10 占比走势



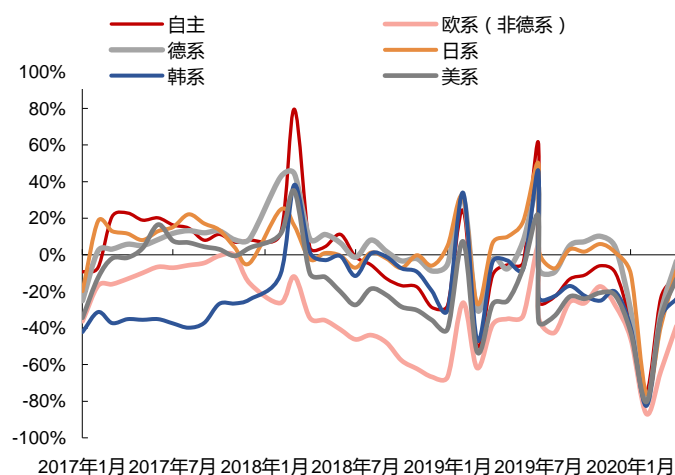
资料来源：易车网、交强险、西部证券研发中心

图 27：2020 年 4 月 top100 厂家终端销量与同比增速（万辆，%）



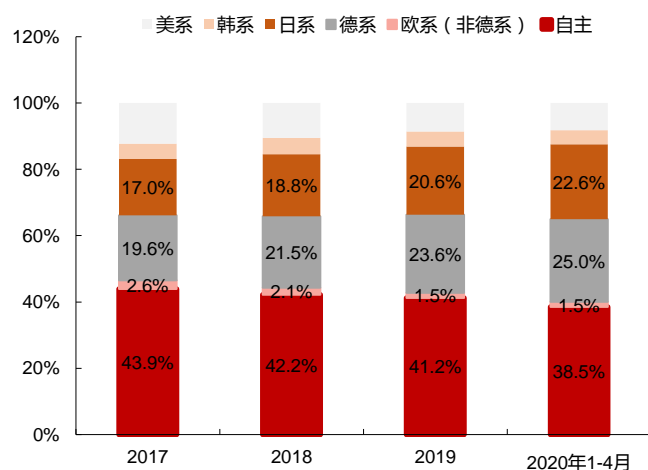
资料来源：交强险、西部证券研发中心

图 28：韩系、欧系（非德）、美系持续跑输行业



资料来源：交强险、西部证券研发中心

图 29：日系、德系份额继续扩张，自主、美系受到挤压



资料来源：中汽协、西部证券研发中心

## 行业深度研究 | 汽车

图 30：行业前 20 名集中度快速提升

排名	品牌名称	2017年	品牌名称	2018年	品牌名称	2019年	品牌名称	2020年1-4月
1	上汽大众	8.5%	上汽大众	8.9%	一汽-大众	9.7%	一汽-大众	11.1%
2	上汽通用	8.3%	一汽-大众	8.8%	上汽大众	9.5%	吉利控股	7.2%
3	一汽-大众	8.1%	上汽通用	8.5%	上汽通用	7.6%	上汽大众	7.0%
4	上汽通用五菱	6.4%	吉利控股	6.5%	吉利控股	6.5%	上汽通用	6.7%
5	东风日产	5.2%	上汽通用五菱汽车 To	5.8%	东风日产	6.1%	东风日产	5.8%
6	吉利控股	5.2%	东风日产	5.6%	上汽通用五菱	4.6%	长安汽车	5.4%
7	长安汽车	4.4%	长城汽车	3.9%	长城汽车	4.3%	一汽丰田	4.5%
8	长城汽车	3.9%	长安汽车	3.7%	长安汽车	3.8%	广汽丰田	4.3%
9	长安福特	3.4%	北京现代	3.4%	东风本田	3.8%	长城汽车	4.3%
10	北京现代	3.2%	广汽本田	3.2%	广汽本田	3.7%	广汽本田	4.0%
11	东风本田	2.9%	上汽乘用车	3.1%	天津一汽	3.5%	北京奔驰	3.7%
12	广汽本田	2.9%	东风本田	3.1%	上汽乘用车	3.3%	华晨宝马	3.6%
13	天津一汽丰田	2.8%	一汽丰田	3.1%	北京现代	3.3%	东风本田	3.5%
14	奇瑞汽车	2.3%	广汽丰田	2.5%	广汽丰田	3.2%	上汽乘用车	3.4%
15	上汽乘用车	2.2%	奇瑞汽车	2.3%	奇瑞汽车	2.9%	奇瑞汽车	3.0%
16	广汽乘用车	2.1%	广汽乘用车	2.3%	北京奔驰	2.7%	上汽通用五菱	2.9%
17	广汽丰田	1.8%	比亚迪汽车	2.2%	华晨宝马	2.6%	北京现代	2.3%
18	北京奔驰	1.7%	北京奔驰	2.1%	比亚迪	2.1%	比亚迪	2.1%
19	比亚迪	1.7%	华晨宝马	2.0%	广汽乘用车	1.8%	广汽乘用车	2.0%
20	华晨宝马	1.6%	长安福特	1.6%	一汽轿车	1.4%	一汽轿车	1.9%
CR5		36.4%		38.4%		39.3%		37.8%
CR10		56.5%		58.2%		59.5%		60.2%
CR20		78.6%		82.6%		86.3%		88.5%

资料来源：中汽协、西部证券研发中心

疫情加剧行业分化，美系、二线自主品牌份额继续下行。由于目标客户购买力受冲击较小，且存在消费升级需求，豪华品牌 4 月终端销量增速率先转正，宝马、奔驰终端销量同比增长 16%、4%，二线豪华品牌除凯迪拉克受老产品换代影响出现下滑外，其余也实现正增长。

图 31：一线豪华品牌、丰田、长安自主 4 月终端销量已经率先转正（单位：万台）

品牌	2020年4月	2020年4月同比	2020年1-4月累计同比	2019年市占率	2020年4月市占率	2020年1-4月市占
一汽大众	15.5	12.4%	-18.1%	9.9%	11.5%	10.9%
上汽大众	10.6	-27.1%	-41.1%	9.3%	7.9%	8.1%
上汽通用	9.2	-9.3%	-37.4%	7.0%	6.9%	6.7%
吉利汽车	8.2	-2.3%	-26.9%	6.3%	6.1%	6.8%
东风日产	7.7	-5.3%	-25.7%	5.6%	5.7%	5.7%
上汽通用五菱	6.8	-18.6%	-41.9%	5.6%	5.1%	5.8%
长安自主	6.3	47.7%	-2.1%	3.6%	4.7%	5.1%
一汽丰田	6.2	-2.7%	-20.0%	3.6%	4.6%	4.1%
广汽丰田	6.0	13.4%	-14.4%	3.2%	4.4%	3.9%
广汽本田	5.7	-17.5%	-35.8%	3.7%	4.3%	3.6%
东风本田	5.2	-15.5%	-39.1%	3.9%	3.9%	3.3%
华晨宝马	5.2	16.1%	-14.6%	2.6%	3.8%	3.3%
长城汽车	5.0	-11.3%	-34.4%	4.1%	3.7%	4.5%
北京奔驰	4.8	3.7%	-15.5%	2.5%	3.6%	3.5%
北京现代	3.8	-18.2%	-36.6%	3.3%	2.8%	3.3%
奇瑞汽车	2.7	-2.3%	-27.2%	2.3%	2.0%	2.2%
上汽乘用车	2.7	-28.1%	-38.5%	2.8%	2.0%	2.4%
广汽乘用车	2.2	-23.3%	-43.8%	2.0%	1.6%	1.7%
长安福特	1.9	12.0%	-27.1%	1.0%	1.4%	1.2%
东风悦达起亚	1.5	-35.5%	-51.4%	1.4%	1.1%	1.2%

资料来源：交强险、西部证券研发中心

## 3.2、自主品牌在产品力上超越合资

### 3.2.1 长安发布“UNI”系列，产品力大幅升级

今年3月长安发布“UNI”系列，定位为长安乘用车中高端系列，类似吉利领克、长城WEY。该系列基于全新平台打造，未来1-2年还有4-5款新车（包括SUV和轿车）在规划中，动力搭载蓝鲸1.5T和2.0T发动机。自前马自达设计师山田敦彦2018年加盟长安乘用车担任设计总监以来，其设计的CS75 Plus、逸动 Plus已经获得成功。“UNI”系列设计语言更加年轻化、强调科技感，和现有产品线形成有效区分。“UNI”系列暂时没有单独建设渠道的计划，并且首款产品定位于级别较低的轿跑型SUV，预售价格在10-15万元之间。长安用极低的价格实现了产品力的跃升，对自主品牌销量的带动和对合资的冲击会更明显。

图 32：相比吉利领克、长城 WEY，长安 UNI 系列首款车型定价偏低

公司	长城汽车	吉利汽车	长安汽车
品牌	WEY	领克	引力 UNI
发布时间、地点	2016 年 11 月 广州	2016 年 10 月 柏林	2020 年 线上
首款产品	VV7	领克 01	UNI-T
首款产品上市时间	2017 年 4 月	2017 年 11 月	2020 年 6 月
首款产品价格区间	15-20 万	15-20 万	10-15 万
销售渠道	单独建立渠道销售，基本被哈弗经销商内部消化	全新的渠道销售，倾向于招募合资或者豪华品牌的经销商，尝试直营店和电商等多样化销售模式	暂无单独销售渠道
品牌定位与调性	轻奢、务实、安全	介于吉利和沃尔沃之间	长安旗下中高端产品线
技术	搭载中国首款拥有自主知识产权的 7 速湿式双离合变速器	CMA 平台和沃尔沃共同开发，动力系统共享	基于全新模块化平台，未来会搭载蓝鲸 1.5T 和 2.0T 发动机
设计团队	前 CEO 是前奥迪高管闫斯·施泰因格莱贝，最高级别担任过奥迪 Q3 的产品管理经理。工程师格哈德曾设计过奔驰 9AT、7G-DCT、SG6-310 变速器。	基础研发由位于瑞典哥德堡的吉利汽车欧洲研发中(CEVT)主导。团队核心成员在沃尔沃、福特、通用汽车公司有丰富的工作经验。	前马自达设计师山田敦彦

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

### 3.2.2 预售火爆，或成为现象级产品

“UNI”系列首款车型命名 UNI-T，预售共推出 3 个版本，预售价格为 11.59-13.59 万，动力方面搭载蓝鲸 1.5T 发动机，未来还将推出 2.0T 版本。作为国内为数不多将量产搭载 L3 级别自动驾驶的车型，我们认为 UNI-T 将成现象级产品。

- 1) UNI-T 定位轿跑型 SUV，尺寸和轴距大于同级别竞品，定价却更为吸引。外观方面，UNI-T 采用无边界格栅和溜背设计，造型前卫，中控区域延续了 CS75 Plus 的设计语言，搭载备受欢迎的双 12.3 英寸大屏。
- 2) UNI-T 将是国内率先搭载 L3 级别自动驾驶的量产车，软硬件配置国内领先。软件方面，UNI-T 搭载长安和地平线联合开发的“智能驾驶舱 NPU 计算平台”，全面实现人机交互。



硬件方面，UNI-T 搭载 5 个毫米波雷达、6 个摄像头、12 个超声波雷达，可实时获取 8 km 范围内的道路信息，感知驾驶员的视野、疲劳状态。

3) UNI-T 自 5 月 20 日开启预售以来，询单量已经突破 3.3 万台，按照 30%的渠道转换率测算隐含需求约 1 万台，热度远超领克 02、CS55Plus 等竞品上市初期，我们预计 2.0T 版本上市后，UNI-T 稳态月销量有望维持在 1.5-2 万台。

图 33：与同级别竞品相比，UNI-T 尺寸、动力、配置方面优势明显

公司	长安	领克	长城	上汽大众
车型	长安UNI-T	领克02	WEY VV5	朗逸
型号	2020款 1.5T 尊贵型 9款	1.5T DCT两驱劲版	2020款 1.5T 两驱颜先锋	2019款 1.5L 自动风尚版 国VI
图片				
指导价	12.59万（预）	13.98万	12.98万	12.49万
终端售价	/	13.28万	12.48万	10.99万
上市时间	2020.06	2019.03	2019.10	2019.01
基本参数				
尺寸（mm）	4515*1870*1565	4448*1890*1528	4462*1857*1638	4670*1806*1474
轴距（mm）	2710	2702	2680	2688
发动机	1.5T 180马力 L4	1.5T 180马力 L3	1.5T 171马力 L4	1.5L 113马力 L4
最大功率（kW）	132	132	126	83
最大扭矩（Nm）	300	265	287	145
最大扭矩转速（rpm）	1250-3500	1500-4000	1400-3000	3900
档位个数	7	7	7	6
百公里油耗	6.3	6.4	6.6	5.5
内外饰系统				
座椅材质	仿皮	皮/翻毛皮混搭	仿皮	织物
全液晶仪表盘	●	●	—	—
多功能方向盘	●	●	●	—
转向头灯	—	●	—	—
内置行车记录仪	●	—	—	—
智能系统				
驾驶辅助影像	360度全景影像	倒车影像	360度全景影像	—
巡航系统	全速自适应巡航	定速巡航	全速自适应巡航	—
面部识别	●	—	—	—
车联网	●	●	●	—
OTA升级	●	—	●	—
自动头灯	●	—	—	—
远程启动功能	●	●	●	—

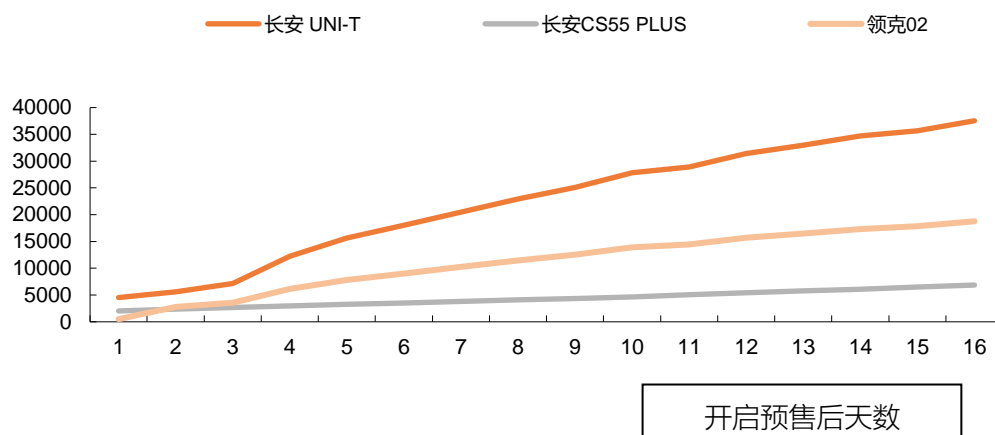
资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 34：UNI-T 智能网联系统供应商

	供应商
中控主机	北斗星通智联科技（BICV）
双联屏（含仪表盘主机）	华阳通用
AI 芯片	地平线
导航地图	高德、腾讯
多场景语音交互系统	梧桐车联 TINNOVE
面部识别系统	腾讯
毫米波雷达	
超声波雷达	博世
摄像头	
短距雷达	安波福
第三方应用	车载微信-腾讯

资料来源：盖世汽车、西部证券研发中心

图 35: UNIT 开启预售 16 天询单量接近 4 万台, 热度远高于竞品上市初期 (单位: 台)

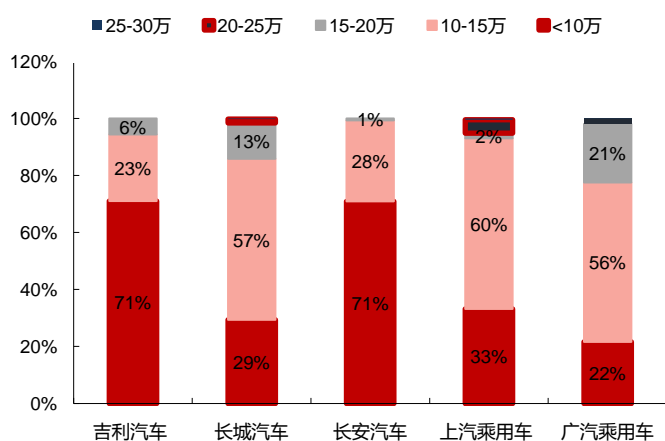


资料来源: 汽车之家、西部证券研发中心

### 3.2.3 产品结构进入快速优化轨道

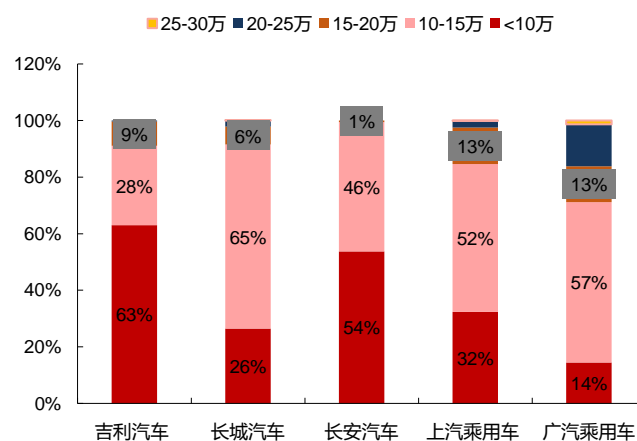
相比长城、上汽等自主品牌, 长安的产品结构历史上处于较差的位置, 10 万以内的低价车占比超过 70%, 限制了盈利能力。随着 CS75 Plus、UNI-T 等高端产品发力, 高单价车型获得消费者认可, 长安自主品牌进入产品结构优化、均价持续提升的通道。

图 36: 2019 年主要自主品牌分价格带占比



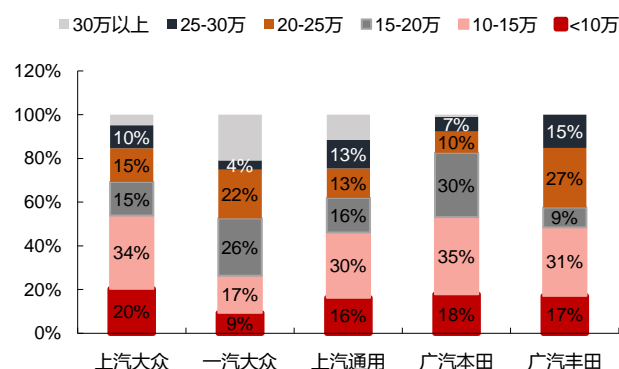
资料来源: 交强险、西部证券研发中心

图 37: 2020 年 1-4 月主要自主品牌分价格带占比



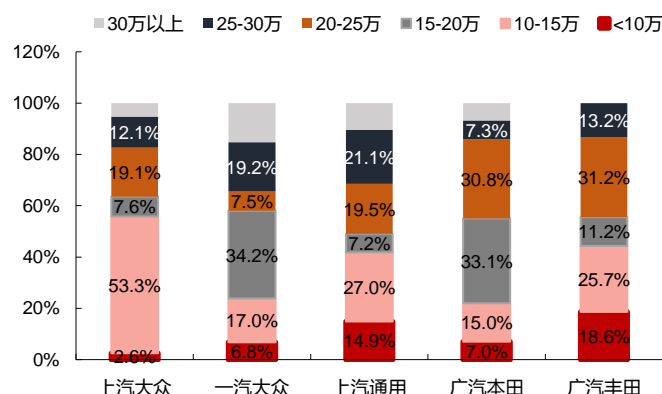
资料来源: 交强险、西部证券研发中心

图 38：2019 年主要合资品牌分价格带占比



资料来源：交强险、西部证券研发中心

图 39：2020 年 1-4 月主要合资品牌分价格带占比



资料来源：交强险、西部证券研发中心

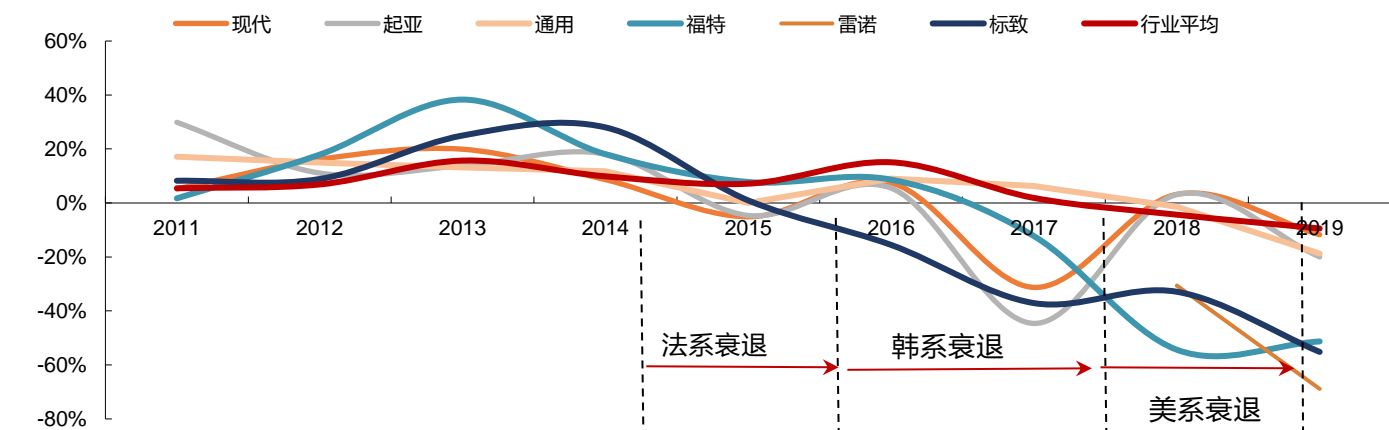
### 3.3、合资品牌在竞争中掉队

最近几年，合资公司下滑趋势明显，几乎每年都会出现 1-2 个品牌掉队。最早是意法系的雷诺、标致，进而是韩系的现代、起亚，现在是美系的福特、通用。

合资品牌的下滑，一方面原因是外资车型难以使用快速变化的国内需求，这既包括影音娱乐的需求，也包括车型设计和动力性能。

- 1) 随着智能网联技术的发展，国内消费者对车载电子、娱乐需求快速增长，而部分欧美系车型由于本土市场对此需求并不强烈，导致开发进度慢于自主品牌。
- 2) 车型设计和动力性能方面，近年国人的主流偏好可以总结为：内外饰细腻、车型耐操、动力省油。而这基本都是美系车企的软肋，为了降低油耗，通用、福特大力推广三缸机，更是加速了国内份额的下滑。
- 3) 另一方面，合资公司双方派驻高管的合作模式，增加了摩擦成本，也制约了股东双方的技术投入。这些问题在需求扩张期被掩盖，在行业减速、竞争加剧的时期，逐渐显露。

图 40：主要合资品牌年销量增速



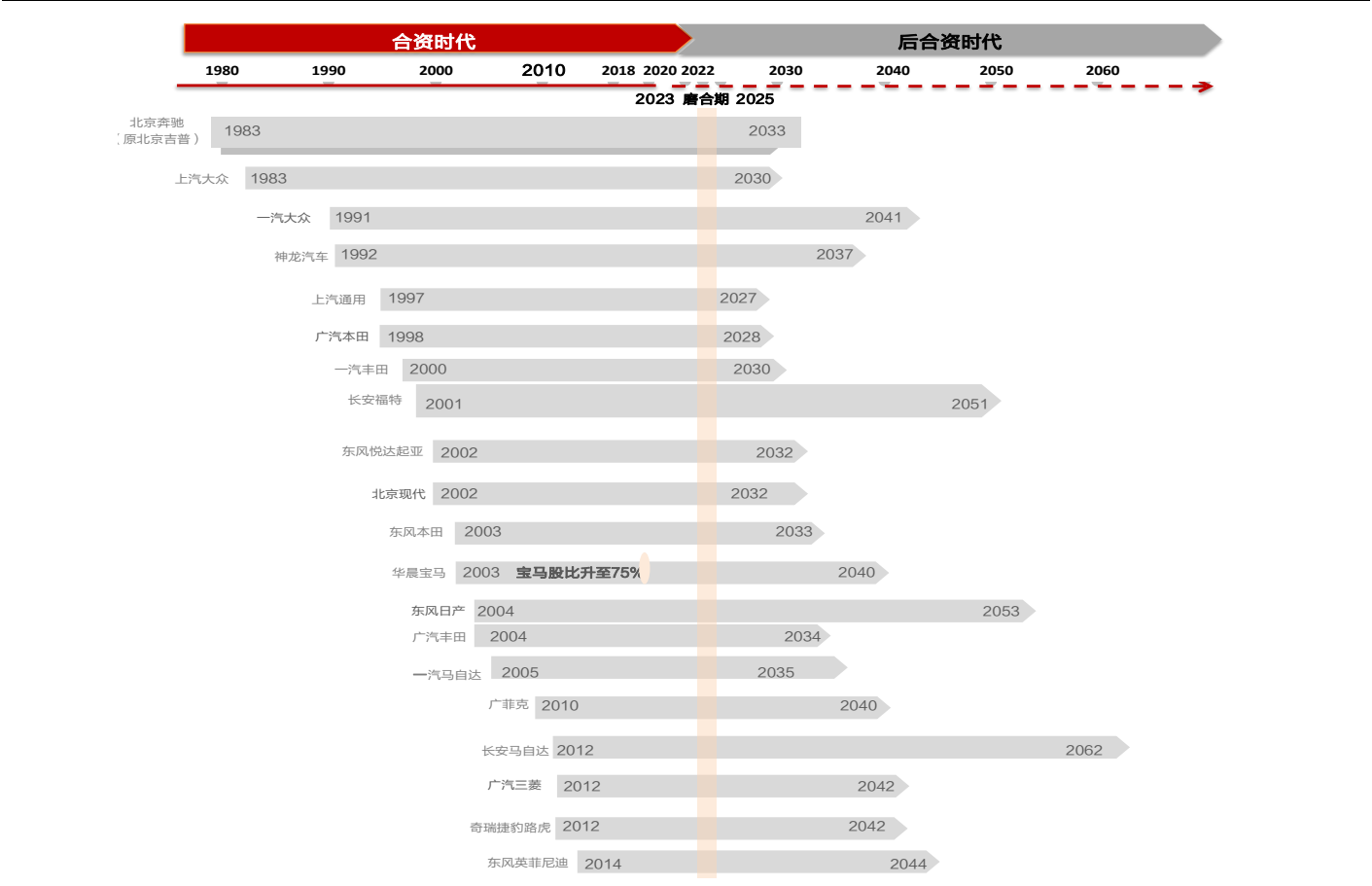
资料来源：中汽协、西部证券研发中心

图 41：政府和车企领导对合资公司政策、态度总结



资料来源：易车研究院、西部证券研发中心

图 42：主流合资品牌股比起始时间















资料来源：易车研究院、西部证券研发中心

## 四、我言秋日胜春朝

### 4.1 头部自主品牌产品力实现三年一飞跃

中国自主品牌产品力的发展，可以说是三年一飞跃。我们根据产品力，可以概括为几个阶段：

图 43：不同时期自主品牌车型演化

品牌	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
 	H6	M4		H2、H1、H9	H8、H5	H7	全新H6、VV7、VV5、H4、M6	F5、F7、VV6	F7x	B01、B06
 		GX7、SX7				博越、远景SUV	远景X1、远景X3、领克01	缤越、领克02	星越、远景X6	ICON、领克05、领克06
 		CS35		CS75		CS15	CS95、CS55		CS75Plus、CS35Plus、CS55Plus、CS85 Coupe、欧尚X7	Uni-T
 		GS5			GS4	GS8	GS7		全新GS4、AionLX	GS8s、AionV
 	荣威W5				MG SUV	RX5	RX3	RX8、MarvelX、名爵HS	RX5 MAX	
 					560 SUV		510 SUV		RS-3、RS-5	
新增SUV车型数量	2	4	0	4	4	6	13	8	14	8
累计SUV车型数量	2	6	6	10	14	20	33	41	55	63
阶段划分	1.0时期（2011-2014）			2.0时期（2015-2016）		2.5时期（2017-2018）		3.0时期（2019年至今）		
行业格局	15万以下SUV替换轿车需求，渗透率加速提升，市场竞品稀缺，H6独占鳌头			头部自主品牌推出 GS4/博越/RX5，享受SUV红利		合资品牌补齐SUV产品线，SUV同质化严重，市场竞争加剧，自主品牌由于缺乏品牌积淀高端化受阻，份额收到挤压		自主品牌加强产品个性化、差异化、用低价实现品质跃升，挤压合资份额		

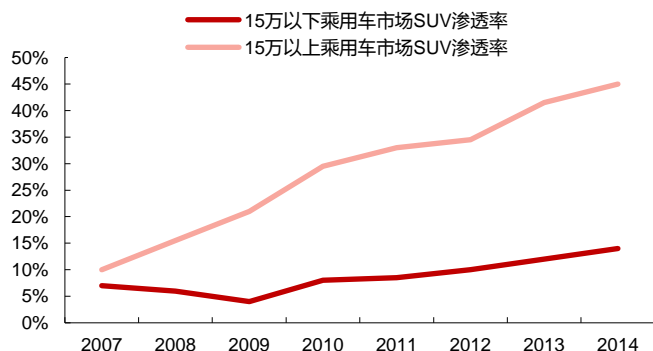
资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

\*标红为不同时期的“现象级”产品

#### 1) 1.0 时期（2011-2014 年）：15 万以下 SUV 承接 A 级以下轿车替换需求，长城、长安率先受益于市场供给稀缺。

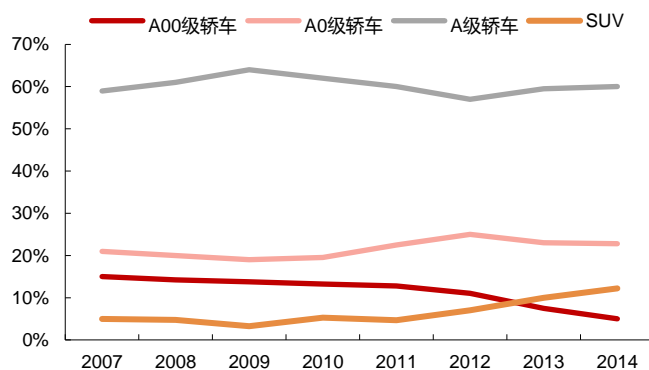
2011 年以前，15 万以下车型在乘用车市场占比超 2/3，但 SUV 在该价格带市场的渗透率却远低于在 15 万以上中高端市场的渗透率，主要原因是合资品牌受制于较高的供应链成本，并且价格弹性较小，导致 15 万以下价格带缺乏有竞争力的 SUV 车型。在此背景下，以长城、长安为代表的自主品牌凭借灵活的定价体系和降本能力，率先推出 H6 和 CS75 等经济型 SUV，有效捕捉了市场需求，迅速成为爆款。

图 44：15 万以下市场规模大，但 SUV 渗透率低，供给稀缺



资料来源：中汽协、西部证券研发中心

图 45：SUV 在 15 万以下乘用车市场挤压 A 级以下轿车份额

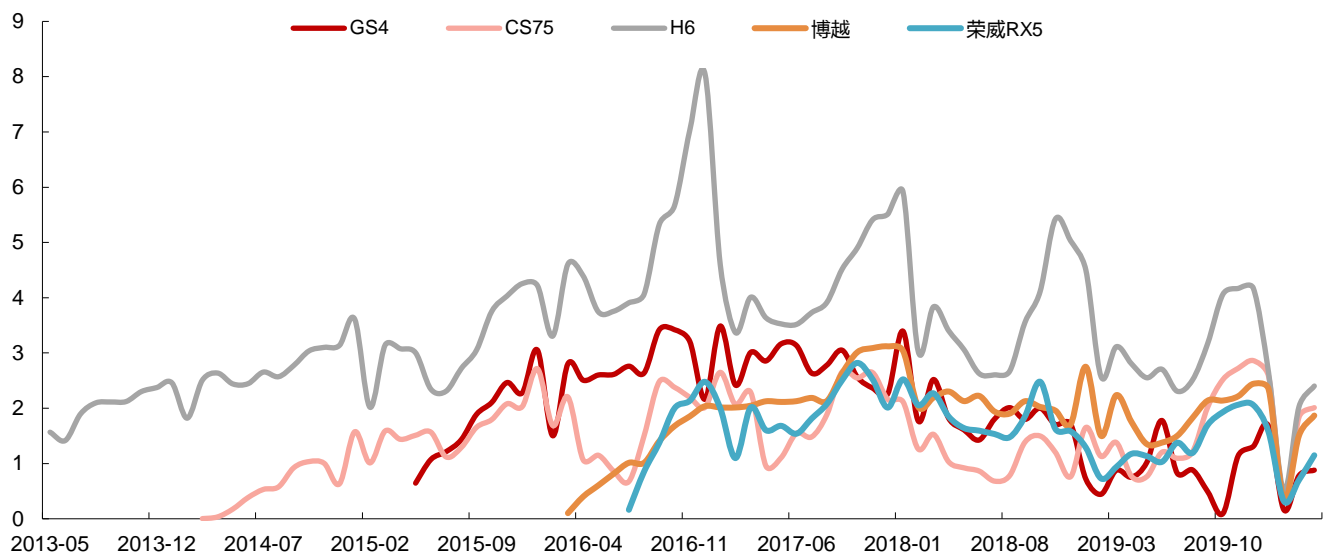


资料来源：中汽协、西部证券研发中心

## 2) 2.0 时期 (2015-2017 年)：头部自主跟进 SUV 产品线，传祺 GS4、吉利博越、荣威 RX5 等优质供给出现，享受 SUV 红利。

继哈弗 H6 成为现象级产品后，广汽、吉利、上汽跟进推出同级别竞品，GS4、博越、RX5 等车型等同样凭借大空间、精致内饰和高性价比优势获得消费者青睐，迅速成为月销过 2 万的“爆款”。

图 46：传祺 GS4、吉利博越、荣威 RX5 等月销 2 万爆款出现，市场结构趋于均衡 (单位：万台)



资料来源：中汽协、西部证券研发中心

## 3) 2.5 时期 (2018-2019 年)：合资品牌补齐中小型 SUV 产品线，降维打击，与此同时，自主品牌由于缺乏品牌积淀高端化受阻，份额受到挤压。

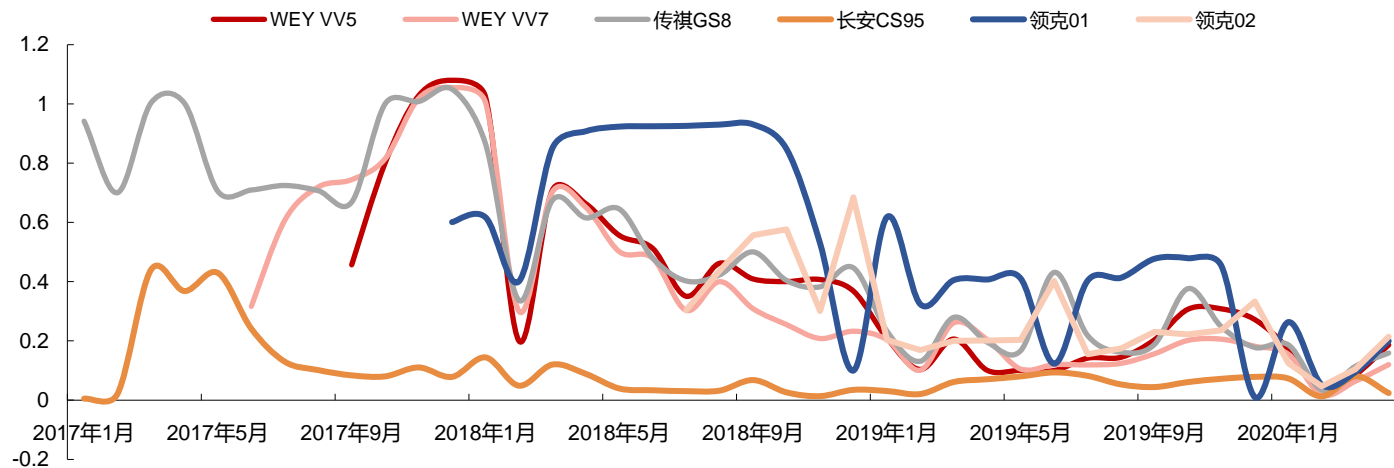
2018 年下半年起，合资 SUV 掀起上市潮，南北大众、丰田、本田旗下中小型 SUV 相继投放市场，南北大众为争夺市场份额，终端加大促销力度，探歌、途岳等紧凑型 SUV 价格下探至 15 万以内，与自主品牌展开正面竞争。另一方面，头部自主为实现高端化，从 2017 年底开始纷纷推出 15-20 万车型，在高端产品上市的第 2 年遭遇合资品牌 A 级 SUV 密集上市和降维打击，销量普遍高开低走。

图 47：2018 年下半年起，主要合资品牌掀起 SUV 上市潮，南北大众价格下探至 15 万以内，与自主正面竞争

上市时间	名称	定位	售价区间	终端现金优惠
2018 年 7 月	探歌	紧凑型 SUV	15-20 万	约 2 万
2018 年 11 月	探岳	中大型 SUV	20-25 万	约 2 万
2019 年 12 月	探影	小型 SUV	10-15 万	5000
2019 年 9 月	捷达 V5	紧凑型 SUV	5-10 万	/
2020 年 3 月	捷达 V7	中型 SUV	10-15 万	/
2018 年 10 月	途岳	紧凑型 SUV	15-20 万	2-3 万
2018 年 11 月	途昂	中型 SUV	20-25 万	3-4 万
2019 年 4 月	T-CROSS	小型 SUV	10-15 万	1.2 万
2019 年 5 月	途昂 X	中大型 SUV	>30 万	3-4 万
2018 年 9 月	C-HR	小型 SUV	15-20 万	1
2020 年 4 月	威兰达	紧凑型 SUV	20-28 万	/
2018 年 6 月	IZOA	小型 SUV	15-20 万	~5000
2019 年 10 月	RAV4 换代	紧凑型 SUV	15-20 万	1-1.5 万
2019 年 11 月	皓影	紧凑型 SUV	15-20 万	/

资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 48：与此同时，头部自主尝试高端化，纷纷推出 15-20 万车型，但受限于品牌力和合资竞品密集上市，销量纷纷高开低走（单位：万台）



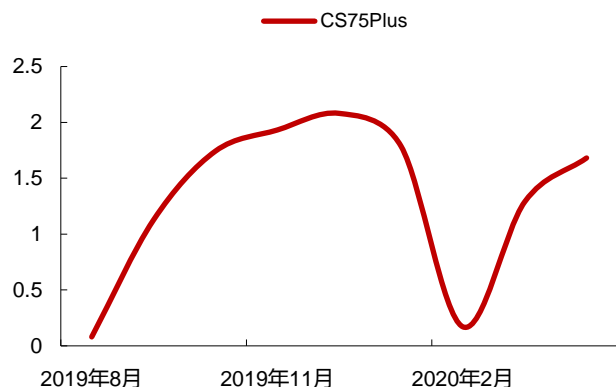
资料来源：中汽协、西部证券研发中心

#### 4）3.0 时期（2019 年至今）：CS75Plus、ICON、UNI-T 等实现产品差异化，领克品牌循序渐进，品牌形象跟随保有量增长而提升，持续赢得市场份额。

2019 年起，自主品牌开启新一轮 SUV 投放周期，以 CS75Plus、ICON、领克 05 为代表的 3.0 时期产品在终端市场获得认可，销售情况超出预期。相比之前的自主品牌紧凑型 SUV，新一轮供给在造型上区分度更高，更加注重年轻化、未来感，并且在价格相同的基础上实现了尺寸和内饰的升级，智能驾驶系统实现 L2+级别。此外我们注意到，领克品牌循序渐进，品牌形象跟随保有量增长而提升，市场份额持续上行，有望成为首个成功向上突破的自主品牌。



图 49: CS75Plus 成为新的现象级产品 (单位: 万台)



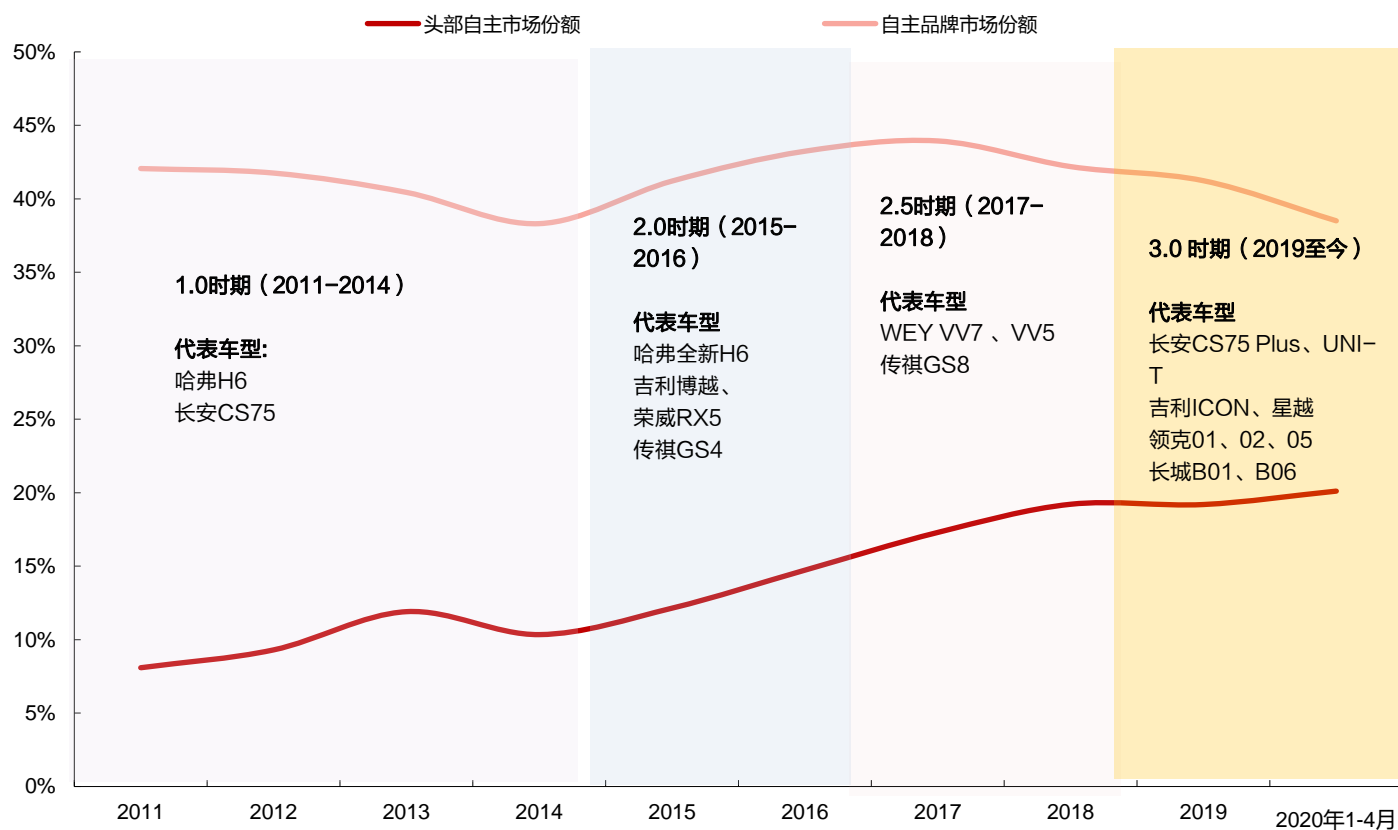
资料来源: 中汽协、西部证券研发中心

图 50: 领克品牌终端接受程度不断提升 (单位: 万台)



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 51: 头部自主品牌份额持续提升, 从尾部自主和弱势合资获取份额



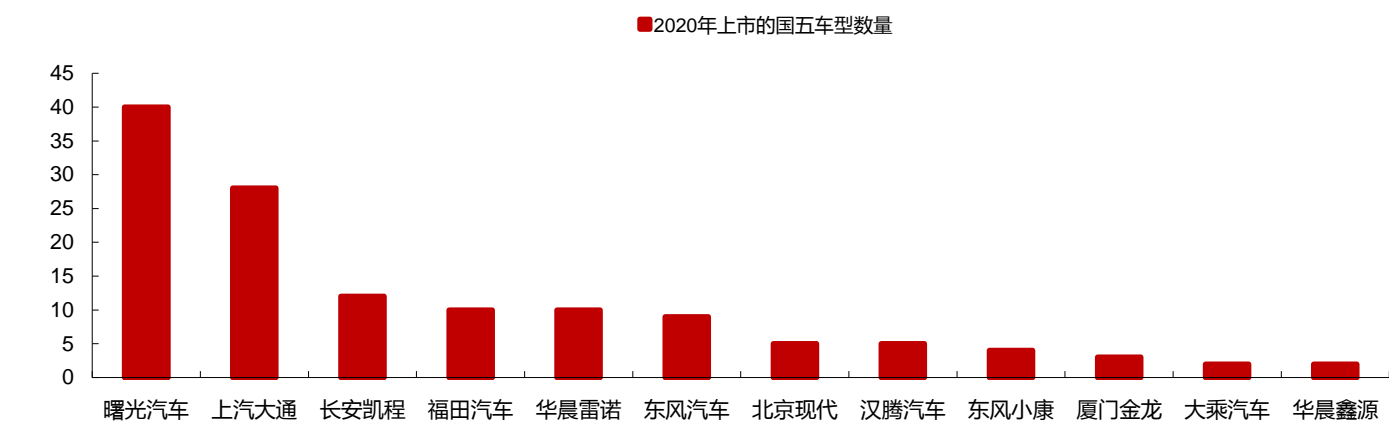
资料来源: 中汽协、公司公告、西部证券研发中心

\*头部自主品牌计算方法为吉利、长城、长安自主、广汽自主、上汽乘用车合计市场份额

## 4.2 头部自主品牌将进入新一轮上升周期

国六切换是尾部自主车企淘汰的催化剂。国六排放标准实施延期至2021年1月1日国六切换，我们统计今年上市的国五车型中，有超过95%的供给来自于尾部自主车企，发动机升级给这些企业带来进一步的技术和成本压力，随着国六排放标准实施临近，年底尾部自主车企的淘汰将加速。

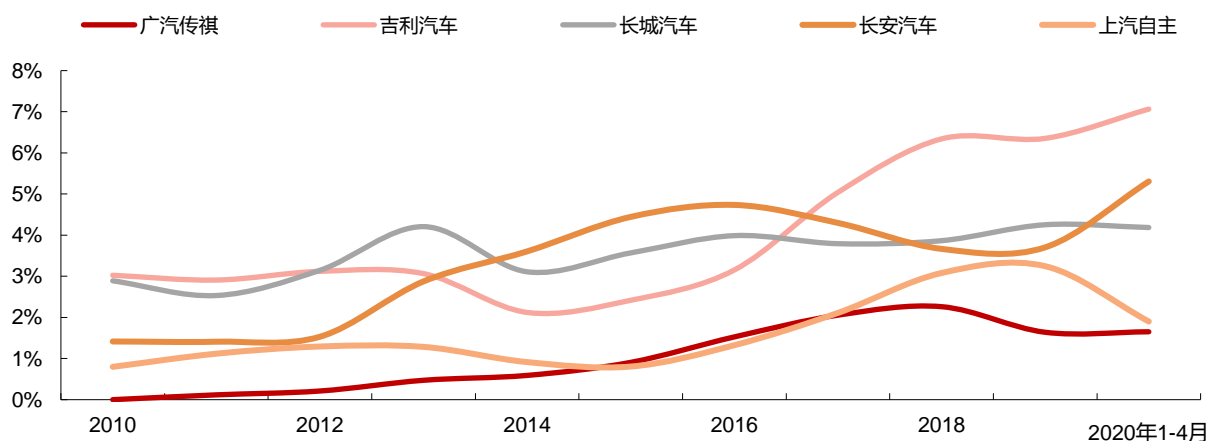
图 52：2020 年 1-5 月共有 143 款国五车型上市，尾部自主品牌占比超过 95%（单位：款）



资料来源：西部证券研发中心

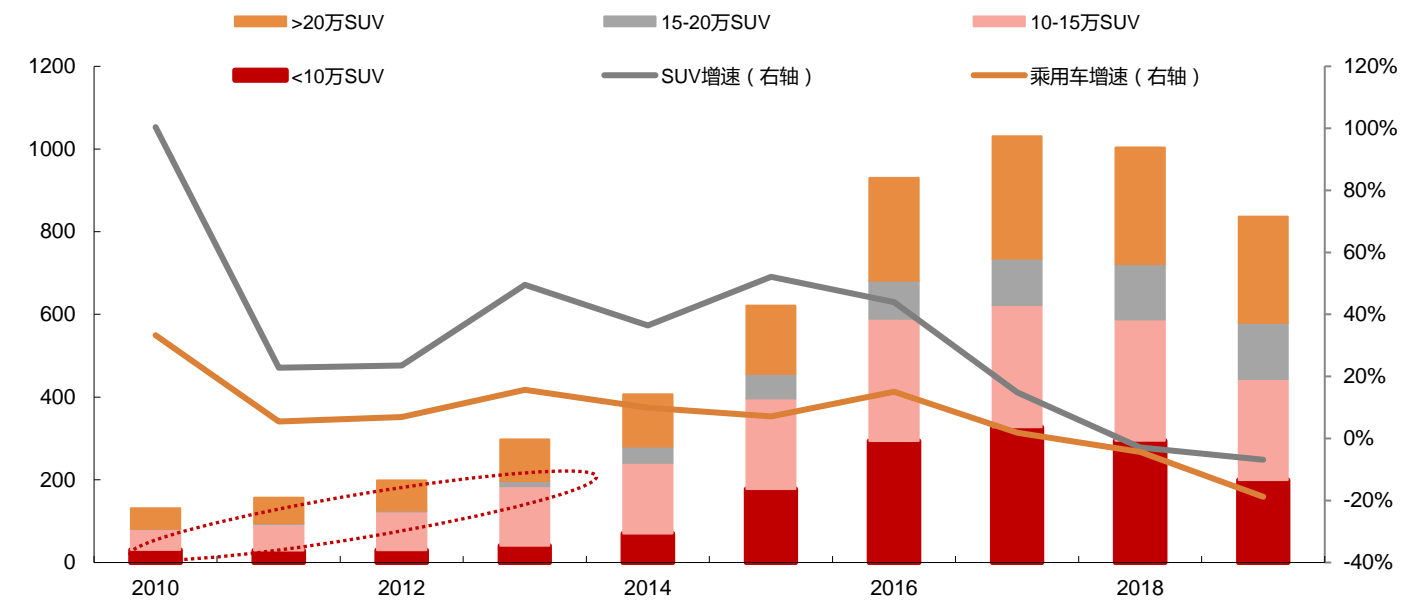
经过 2018-19 年的深度调整，头部自主品牌资源投放更为聚焦，并全面进入模块化生产时代，打造精品 SUV。比如吉利汽车收缩远景系列产品线，并合并沃尔沃，充分发挥模块化平台下的协同效应，2020 年新车全面实现模块化生产。长安宣布出售 PSA 股权，聚焦自主乘用车业务，并在新架构下推出 UNI 系列。长城下半年将跟进模块化平台投放，推出全新换代 SUV。从产品规划来看，头部自主未来 1-2 年新品集中在 SUV，我们认为头部自主将充分发挥先发优势，开启向上周期。

图 53：头部品牌市占率波动和自身新品周期强相关








资料来源：中汽协、西部证券研发中心

图 54：2010-2013 年首次 SUV 购车迎来换购潮（单位：万台）



资料来源：中汽协、西部证券研发中心

图 55：长城、长安等头部自主跟进投放模块架构，新车研发周期缩短

公司名称	现有平台名称							
	CMA	BMA	PMA	SPA	CV	NL	KC	FE
	G-CPMA	AF	CPMA-1	C				
	全新模块化平台年中推出	A	B	C	ME			
	全新模块化平台年中推出	P3	P1	P2	P4			
	罗孚75	AP	ZP	IP	BT	IS		

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

\*标红为模块化架构

### 4.3 “自主”逢秋悲寂寥，我言秋日胜春朝

受过去两年购置税透支需求叠加经济下行影响，乘用车销量连续下滑 23 个月，资本市场对行业空间、竞争格局、企业优势形成习惯性悲观。但是，见微知著，我们发现在需求企稳的同时，供给侧的变化更加剧烈，自主品牌在困境中打磨产品力，以长安、长城、吉利为代表的下一代自主车型，竞争力大幅提升，而合资品牌则在竞争中掉队、日渐式微。从供给侧角度看市场，或许能够发现不一样的风景。推荐长城汽车（601633.SH）、长安汽车（000625.SZ）、吉利汽车（0175.HK）。

图 56：主要整车厂和零部件估值表（截至 6 月 3 日收盘）

公司名称	股票代码	收盘价	市值	每股收益增长率(%)		市盈率(x)		市净率(x)	股利收益率(%)
				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020F
<b>A股乘用车</b>									
上汽集团	600104.SH	18	2138	-6.8	18.0	8.8	7.4	0.8	4.3%
长安汽车	000625.SZ	10	427	n.m.	28.7	13.2	10.3	1.0	1.8%
广汽集团	601238.SH	9	849	12.0	25.0	12.2	9.7	1.1	2.3%
长城汽车*	601633.SH	8	632	-1.2	30.4	16.4	12.6	1.3	2.8%
江淮汽车	600418.SH	9	189	11.8	n.m.	n.m.	70.0	1.3	0.5%
江铃汽车	000550.SZ	12	78	n.m.	29.3	30.9	23.9	0.9	0.8%
<b>平均值</b>				<b>3.9</b>	<b>26.3</b>	<b>16.3</b>	<b>22.3</b>	<b>1.1</b>	<b>2.1%</b>
<b>H股乘用车厂</b>									
东风集团股份	489 HK	5	405	-14.7	16.3	3.6	3.1	0.3	7.6%
广汽集团*	2238 HK	6	858	12.0	25.0	8.2	6.4	0.7	4.7%
吉利汽车*	175 HK	11	937	7.1	20.0	10.5	8.7	1.5	2.8%
华晨中国汽车	1114 HK	7	326	-0.3	17.4	4.7	4.0	0.8	4.9%
长城汽车*	2333 HK	5	631	-1.2	30.4	10.8	8.4	0.7	5.3%
北京汽车	1958 HK	3	235	-17.8	31.9	7.0	5.3	0.4	6.1%
<b>平均值</b>				<b>-2.5</b>	<b>23.5</b>	<b>7.5</b>	<b>6.0</b>	<b>0.7</b>	<b>5.2%</b>
<b>全球乘用车厂</b>									
通用汽车	GM US	27	2744	-84.3	n.m.	37.6	7.0	1.0	4.4%
福特汽车	F US	6	1661	n.m.	n.m.	n.m.	14.4	1.0	3.4%
大众汽车	VOW GR	145	5772	-57.6	87.2	12.9	6.9	0.6	3.9%
宝马汽车	BMW GR	54	2873	-50.7	82.2	14.7	8.1	0.6	4.2%
戴姆勒	DAI GR	35	3060	-74.2	n.m.	n.m.	9.4	0.6	3.7%
标致	UG FP	13	991	-63.4	n.m.	10.8	4.9	0.6	6.9%
丰田汽车	7203 JP	6720	14594	-18.8	36.4	12.8	9.4	0.9	3.4%
本田汽车	7267 JP	2795	3378	-46.7	n.m.	15.2	6.8	0.6	3.9%
日产汽车	7201 JP	412	1143	n.m.	n.m.	n.m.	4.9	0.4	4.0%
<b>平均值</b>				<b>-56.5</b>	<b>68.6</b>	<b>17.3</b>	<b>8.0</b>	<b>0.7</b>	<b>4.2%</b>
<b>A股零部件</b>									
华域汽车	600741.SH	19	634	-8.8	15.4	10.2	8.9	1.4	5.0%
拓普集团	601689.SH	24	257	38.1	30.3	40.3	30.9	3.4	0.9%
星宇股份	601799.SH	109	313	16.7	25.9	32.6	25.9	16.9	1.2%
均胜电子	600699.SH	20	262	4.7	36.7	24.5	17.9	2.6	0.8%
德赛西威	002920.SZ	52	316	34.3	41.3	73.4	51.9	6.2	0.4%
<b>平均值</b>				<b>17.0</b>	<b>29.9</b>	<b>36.2</b>	<b>27.1</b>	<b>6.1</b>	<b>1.6%</b>
<b>H股零部件</b>									
敏实集团*	425 HK	21.1	227	-5.4	25.1	14.0	11.2	1.4	3.2%
耐世特	1316 HK	4	106	-25.6	37.3	9.1	6.7	0.8	3.2%
福耀玻璃	3606 HK	18	485	-9.9	30.0	15.6	12.0	1.9	6.3%
<b>平均值</b>				<b>-13.6</b>	<b>30.8</b>	<b>12.9</b>	<b>9.9</b>	<b>1.4</b>	<b>4.2%</b>
<b>全球零部件</b>									
奥拓立夫	ALV US	65	405	-46.1	99.3	22.8	11.5	2.6	3.5%
麦格纳	MGA US	44	943	-72.0	199.1	27.9	9.3	1.2	3.6%
佛吉亚	EO FP	37	464	-82.6	n.m.	49.5	10.9	1.3	2.7%
维宁尔	VNE US	11	86	-7.1	-45.4	n.m.	n.m.	0.9	0.5%
<b>平均值</b>				<b>-51.9</b>	<b>84.4</b>	<b>33.4</b>	<b>10.6</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6%</b>

资料来源：Wind、Bloomberg、西部证券研发中心

\*西部覆盖为西部预测，其余为 Bloomberg 和 Wind 一致预期

## 西部证券—行业投资评级说明

超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

## 联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn

魏彤 北京 机构销售助理 13120078585 weitong@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。