

2019-2-18

行业研究 | 行业周报

评级 看好 维持

## 汽车与汽车零部件行业

## 长江汽车 | 再论“以旧换新”政策效果几何？

## 报告要点

## ■ 核心观点

经济预期企稳以及政策转暖，行业左侧拐点确立。一方面，2018年贸易战、去杠杆等因素使居民对经济预期较为悲观，压制了汽车消费，这些因素在2019年得到了边际改善；另一方面，发改委已于1月提出汽车刺激方案，从鼓励老旧车型淘汰、汽车下乡等方面推动汽车消费。我们判断未来各地消费刺激政策将陆续出台，汽车销量将企稳回升。推荐三条主线：1) 有积极变化的整车企业：江铃汽车、长安汽车、比亚迪。2) 有业绩弹性的零部件成长股：星宇股份、拓普集团。3) 长期稳健增长的蓝筹：上汽集团、华域汽车、潍柴动力、宇通客车。

## ■ 专题研究：再论“以旧换新”政策效果几何？

目前增换购比例已达到33.8%，对汽车销量影响比重逐步加大。从10年内累计销量占保有量的比重作为更新率来看，2016年之前更新率持续提升，但2016-2018年更新率停止增长呈现下降趋势。更新率与汽车消费有正相关性，更新率下降较大省份，汽车增速下降较大，背后的逻辑是宏观经济下降预期对换购的拖累更为明显。新一轮政策再次启动，以旧换新将是对症下药的良方。过去几年以旧换新政策主要为两阶段：第一阶段是2009-2010年，2010年投放补贴64.1亿元，补贴车辆45.9万辆，拉动消费496亿，是补贴金额的7.7倍，资金利用效率较高；第二阶段2013-2017年国家推出《大气十条》淘汰黄标车，各地通过“行政限行+配套补贴”相结合，2014年淘汰黄标车约368万，占黄标车保有量27%。目前国I+国II保有量为1897万辆，国III为3408万辆，经济发达地区国III车占比更高，经济欠发达地区国I+国II保有量更大。我们认为各地或根据车龄提供不同金额补贴，提高财政补助的效率。根据过往以旧换新的经验，行政限行+配套补贴手段或可以带动15-25%老旧车淘汰，约790-1326万辆，有助于拉动汽车消费。

## ■ 市场回顾

本周汽车与汽车零部件指数上涨3.66%，跑输万得全A指数0.66个百分点。各概念板块均有上涨。个股来看，中通客车领涨，华域汽车领跌。

## ■ 重点关注

我们发布了江铃汽车最新深度报告。我们认为，领界开启乘用车新篇章，商用车有安全边际，预计公司2018-2020年EPS分别为0.11、1.15和1.95元，对应PE为153.7X、14.2X和8.3X，给予买入评级。

**风险提示：**

1. 宏观环境明显恶化，影响汽车消费；
2. 车企爆发价格战，盈利能力被极大削弱。

分析师 高登

☎ (8621) 61118738

✉ gaodeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517120001

联系人 陈斯竹

☎ (8621) 61118738

✉ chensz1@cjsc.com.cn

联系人 袁子杰

☎ (8621) 61118738

✉ yuanzj1@cjsc.com.cn

分析师 高伊楠

☎ (8621) 61118738

✉ gaoyin@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517060001

## 相关研究

《刺激政策出台，行业拐点即将到来》2019-1-29

《汽车行业四季度基金持仓分析——配置比例持续下行，刺激政策有望加速拐点》2019-1-24

《福特因何落，因何起？》2019-1-20

## 目录

核心观点.....	4
专题：再论“以旧换新”政策效果几何？ .....	4
换购比重加大，更新率提升有助拉动汽车消费 .....	4
复盘历史汽车报废，“补贴+行政”双拳出击效果更佳 .....	6
各省份车龄分布不同，可因地制宜调整金额 .....	11
本周市场回顾 .....	16
重点关注.....	17

## 图表目录

图 1：增购+换购销量占比逐步提升 .....	4
图 2：2016-17 年更新率涨势停滞 .....	5
图 3：更新率与上牌量增速正相关 .....	6
图 4：历史车辆报废量情况 .....	6
图 5：补贴金额环比保持快速增长 .....	8
图 6：2010 年受理车辆约 2009 年的 12 倍 .....	8
图 7：补贴金额前十的省市财政支出占比达到 45.1% .....	8
图 8：补贴金额前十的省市 GDP 增长较快 .....	8
图 9：2014 年政策首年换标车保有量下降 27% .....	9
图 10：2014 年政策首年淘汰量占比前一年保有量 27% .....	9
图 11：上海老旧车补贴数量和金额 .....	11
图 12：2014 年上海补贴车辆占比总体淘汰车辆 .....	11
图 13：7 座以下小客车排放标准实施时间表 .....	11
图 14：各排放标准预测值与实际值误差在可接受范围内 .....	11
图 15：山东、广东、河北等地区仍有大量国 II 及以下车型 .....	12
图 16：国 II 及以下标准车型在东部地区占比低，边疆地区占比高 .....	13
图 17：国 II 及以下标准车型占比越低的地区，通常经济越发达 .....	13
图 18：山东、广东、江苏、浙江等地区有较多国 III 车型 .....	14
图 19：国 III 标准车型在东部经济发达地区占比高，中部西北部地区其次 .....	15
图 20：国 III 标准车型占比较高的地区经济水平通常也较发达 .....	15
图 12：本周汽车细分行业与大盘涨跌幅对比（单位：%） .....	16
图 13：本周涨/跌幅前五的行业（单位：%） .....	16
图 14：本周概念板块均上涨（单位：%） .....	16
图 15：中通客车本周涨幅领先（单位：%） .....	16
图 16：本周汽车整车、零部件估值均上涨 .....	17
图 17：本周乘用车估值上涨，商用车估值上涨 .....	17
图 18：本周乘用车、白电、白酒估值均上涨 .....	17
图 19：本周汽车零部件、计算机、传媒估值均上涨 .....	17

表 1: 2010 年上调单车补贴金额 (单位: 元/车) .....	7
表 2: 部分城市淘汰黄标以及老旧车型的补贴政策 .....	9
表 3: 《上海市清洁空气计划行动》主要政策梳理 .....	9
表 4: 《上海市清洁空气计划行动》轿车补贴金额 .....	10

## 核心观点

考虑季节因素和基数原因，1月销量表现较好，Q1销量数据或有反复。根据乘联会最新统计数据，预计1月零售销量同比-2%，下滑幅度明显收窄；预计1月批发销量同比-17%，下滑幅度亦小幅收窄。主要原因：1)从季节因素看，今年春节比去年早半个月，1月旺销日更多，批发和零售数据均受益；2)从基数原因看，2017年底购置税优惠退出造成部分提前消费，2018年1月份零售基数较低，整车厂补库存；与去年同期相比，2019年1月整车厂处于去库存初期，导致批发数据落后于零售数据。同理考虑上述两个因素，在2-3月体现为负面影响，预计未来销量增速数据或有反复。

经济预期企稳以及政策转暖，行业左侧拐点确立。一方面，2018年贸易战、去杠杆等因素使居民对经济预期较为悲观，压制了汽车消费，这些因素在2019年得到了边际改善；另一方面，发改委已于1月提出汽车刺激方案，从鼓励老旧车型淘汰、汽车下乡等方面推动汽车消费。我们判断未来各地消费刺激政策将陆续出台，汽车销量将企稳回升，行业左侧拐点确立。

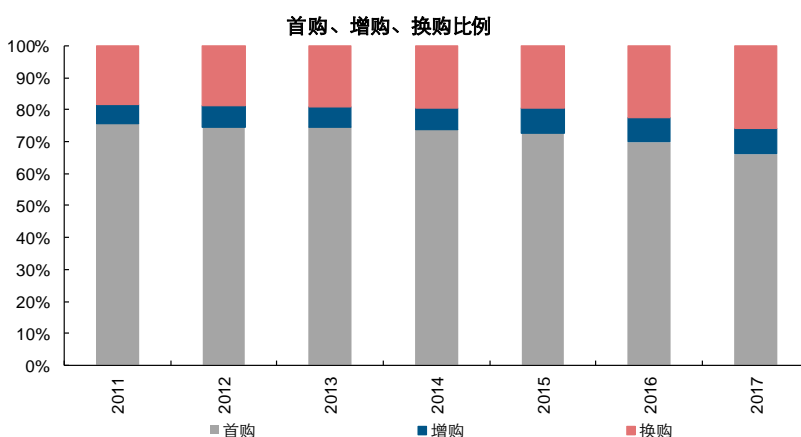
投资建议：左侧拐点确立，建议超配汽车，推荐三条主线：1)有积极变化的整车企业：江铃汽车、长安汽车、比亚迪、广汽集团。2)有业绩弹性的零部件成长股：星宇股份、拓普集团。3)长期稳健增长的蓝筹：上汽集团、华域汽车、潍柴动力、宇通客车。

## 专题：再论“以旧换新”政策效果几何？

### 换购比重加大，更新率提升有助拉动汽车消费

**汽车消费增换购比例逐步上升，未来将逐渐主导汽车消费。**随着中国汽车进入普及期中后期，增购、换购带来的汽车销量比例持续提升，2011-2017年两者之和的占比由24.3%提升到33.8%，增长了近10个百分点，并且未来仍有望保持提升态势，将逐渐成为汽车消费的主要动力。

图1：增购+换购销量占比逐步提升



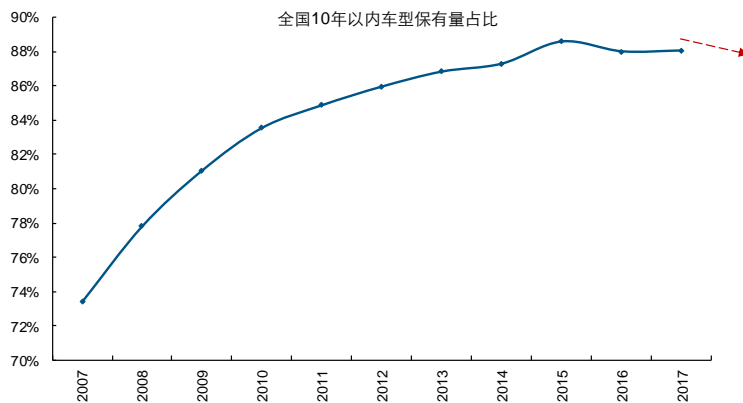
资料来源：国家信息中心，长江证券研究所

我们假设正常情况下居民从购车起10年后开始考虑淘汰旧车更换新车，引入“更新率”这一指标，计算公式如下：**更新率(某年) = 以某年为基点往前推十年(含该年)累计上牌数 / 该年载客汽车保有量。**

更新率可以侧面衡量居民购车意愿的高低以及老旧车型淘汰后的换购意愿。更新率越高，代表 10 年以内的汽车保有量占比越高，10 年以上的汽车保有量占比越低，表明居民在近 10 年首购意愿强，或在驾车 10 年后换购意愿高，总体表明汽车消费景气度较高；更新率越低，代表 10 年以内的汽车保有量占比越低，10 年以上的车占比越高，表明近 10 年买车意愿下降，或居民倾向于尽可能长时间使用旧车，汽车消费景气度较差。

过去 10 年国内更新率持续提升，而近两年更新率走平并呈现下降趋势。2007 年至今更新率的变化趋势可以分为两个阶段：1) 2007-2015 年，10 年以内的汽车保有量占比提升，更新率由 73% 提升到了 89%；2) 2016-17 年，10 年以内汽车保有量占比不再提升，更新率由 89% 高点略微下滑，并保持平稳。2018 年汽车首次出现负增长，预计更新率将会下降。

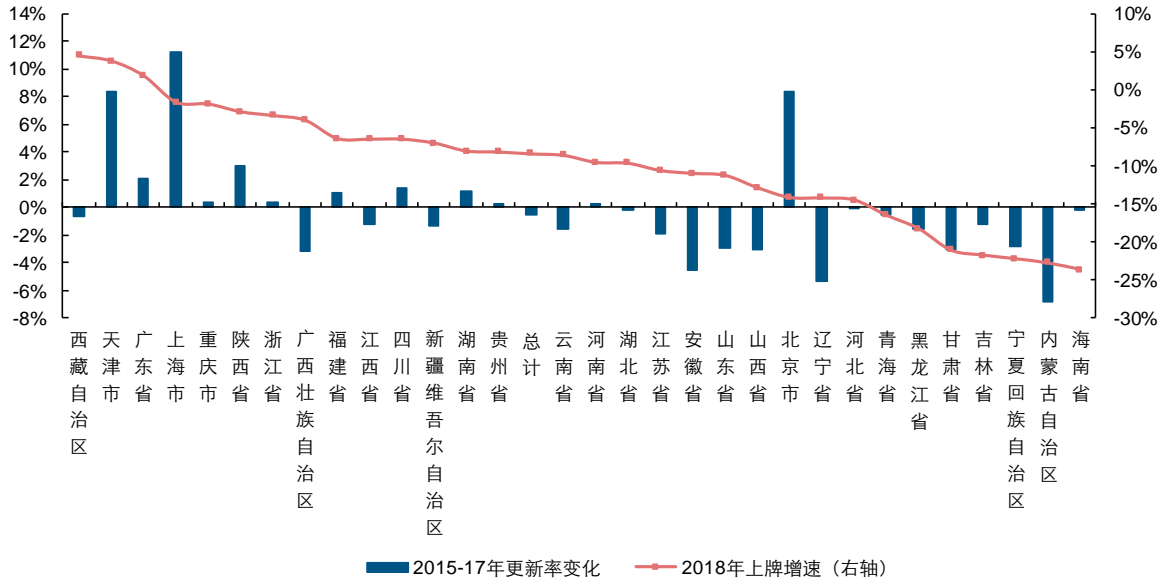
图 2：2016-17 年更新率涨势停滞



资料来源：Wind, 上牌量, 长江证券研究所

2016 年以来汽车更新率的下滑与销量增速的下滑程度呈现较为明显的相关性，核心原因是经济悲观预期下对换购汽车的消费压制更加显著。分析区域更新率变化可以发现，各区域之间分化较大，上海、北京、陕西等地区更新率仍然有较大提升，辽宁、内蒙古、安徽等地区更新率出现明显下滑。更新率提升较高的地区近年汽车上牌增速也相对较高，而更新率下跌的地区上牌增速相对较低。究其原因，主要是 2017-18 年以来中国经济增速的放缓使得居民对未来预期较为悲观，消费者对未来收入预期不明朗时更倾向于延期换购汽车。

图 3：更新率与上牌量增速正相关

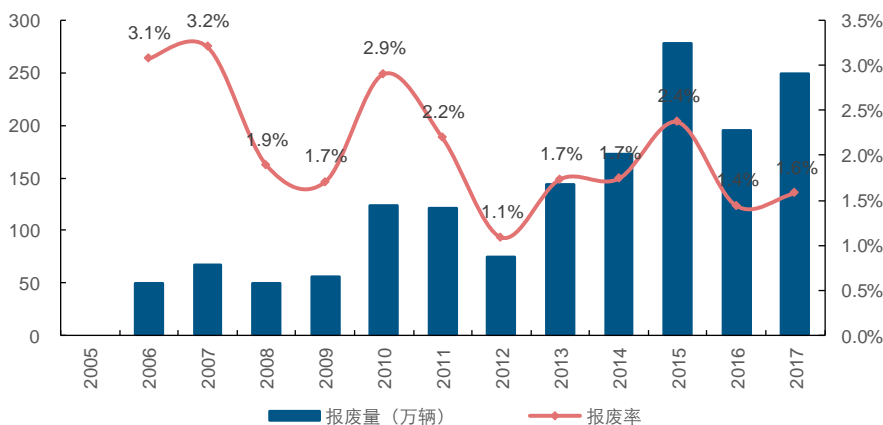


资料来源：Wind，上牌量，长江证券研究所

## 复盘历史汽车报废，“补贴+行政”双拳出击效果更佳

对汽车报废以及整治黄标车一直是国家重要的任务，主要分为两个阶段。1) 2009-2010年，刺激汽车消费推出以旧换新政策；2) 2013-2017年，国务院印发《大气污染防治行动计划》，其中对机动车要求加快淘汰黄标车和老旧车辆，各地方政府也配套推出相应政策。

图 4：历史车辆报废量情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：本年报废量=上一年保有量+本年销量-本年保有量

**以旧换新政策：**2009年7月13日，财政部、商务部等九部委联合发文《汽车以旧换新实施办法》，鼓励提前报废老旧汽车、“黄标车”并换购新车。**2010年1月15日，财政部上调单车补贴金额。**

**定义：**“黄标车”是指污染物排放达不到国Ⅰ标准的汽油车和达不到国Ⅲ标准的柴油车。老旧汽车、“黄标车”和新车均不包括三轮汽车、低速货车。

**补贴范围包括：**在2009年6月1日-2010年5月31日期间（2010年6月25日将截止时间延长至2010年12月31日）将符合下列条件的汽车交给依法设立的指定报废汽车回收拆解企业，并换购新车的：（一）使用不到8年的老旧微型载货车，老旧中型出租载客车；（二）使用不到12年的老旧中、轻型载货车；（三）使用不到12年的老旧中型载客车（不含出租车）；（四）与“汽车报废标准规定使用年限表”中规定的使用年限相比，提前报废的各类“黄标车”。

**和2009年的以旧换新政策相比，2010年的政策主要有两方面的改变：**1、上调了单车补贴额度；2、将轿车补贴金额分类细化，由原先的不分排量，统一补贴单车6000元改为分排量补贴，1.35L以上补贴1.8万/辆，1-1.35L补贴1万/辆，1L以下补贴额度不变，仍为6000元。

表 1：2010 年上调单车补贴金额（单位：元/车）

	老旧汽车 (2009)	黄标车 (2009)	老旧汽车 (2010)	黄标车 (2010)
中型载货车	6,000	6,000	13,000	13,000
轻型载货车	5,000	5,000	9,000	9,000
微型载货车	4,000	4,000	6,000	6,000
中型载客车	5,000	5,000	11,000	11,000
报废小型载客车（不含轿车）		3,000		7,000
报废轿车、重型载货车、大型载客车、 专项作业车		6,000		
重型载货车				18,000
大型载客车				18,000
微型载客车（不含轿车）				5,000
<b>1.35升及以上排量轿车</b>				<b>18,000</b>
<b>1升（不含）—1.35升（不含）排量轿车</b>				<b>10,000</b>
<b>1升及以下排量轿车、专项作业车</b>				<b>6,000</b>

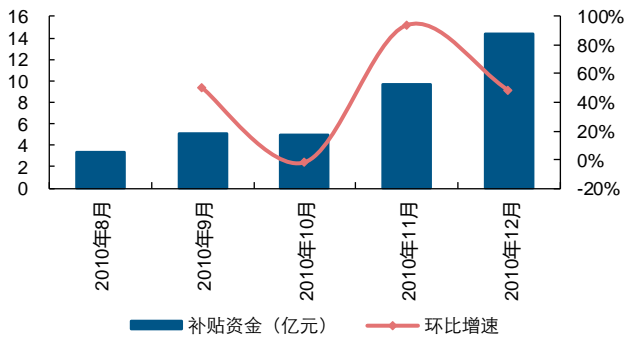
资料来源：财政部，长江证券研究所

**从政策实施结果来看，2010年补贴车辆45.9万辆，拉动消费496亿，是补贴金额的7.7倍，补贴加码后政策实施结果加强。**从全年受理补贴车辆数量来看，2010年共受理以旧换新补贴车辆45.90万辆，比2009年增长了12倍。从消费金额来看，以旧换新拉动汽车消费具有较好的杠杆放大效果。2010年全年补贴资金为64.1亿元，拉动新车销售496亿元，杠杆为7.7倍。从补贴节奏来看，进入下半年月度补贴金额环比增长，



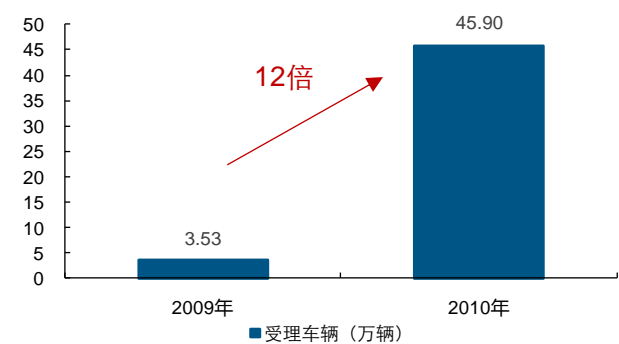
尤其到 11-12 月补贴提升明显，表明政策退出前市场有一定抢装现象。2010 年 9 月补贴资金为 5.1 亿元，环比 8 月增长 50%；2010 年 12 月补贴资金为 14.4 亿元，相比 8 月份增长了 3.2 倍。

图 5：补贴金额环比保持快速增长



资料来源：商务部，长江证券研究所

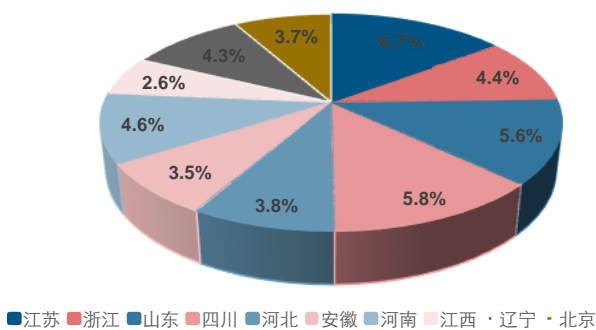
图 6：2010 年受理车辆约 2009 年的 12 倍



资料来源：商务部，长江证券研究所

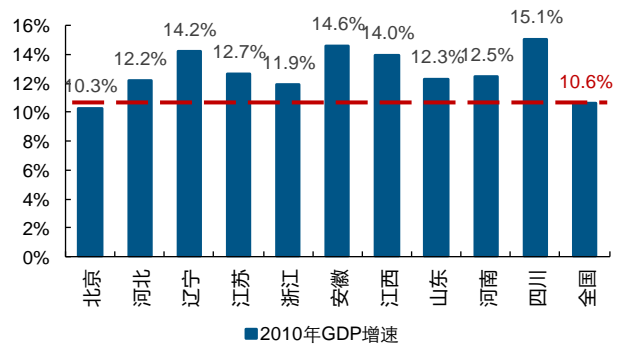
补贴金额较高的省市，其财政支出较高、GDP 增长较快。2010 年全年，补贴金额前十的省市分别为江苏、浙江、山东、四川、河北、安徽、河南、江西、辽宁和北京，合计占比达到了 72%。根据各省市披露情况，2010 年江苏省以旧换新拉动新车销售额约 64.6 亿元，占比达到 13.0%。2010 年山东省以旧换新汽车量为 4.1 万辆，占比达到 8.9%。2010 年河北省以旧换新拉动新车销售额 27.2 亿元，占比达到 5.5%。从该部分省市的财政支出和 GDP 增速来看，前十省市的财政支出占到全国地方财政支出总和的 45.1%，补贴金额排名靠前的如江苏、山东，其财政支出占比分别为为 6.7%和 5.6%，位于第一和第三；2010 年全国 GDP 增速为 10.6%，前十省市的 GDP 增速基本高于平均线，发展较为迅速。

图 7：补贴金额前十的省市财政支出占比达到 45.1%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：补贴金额前十的省市 GDP 增长较快

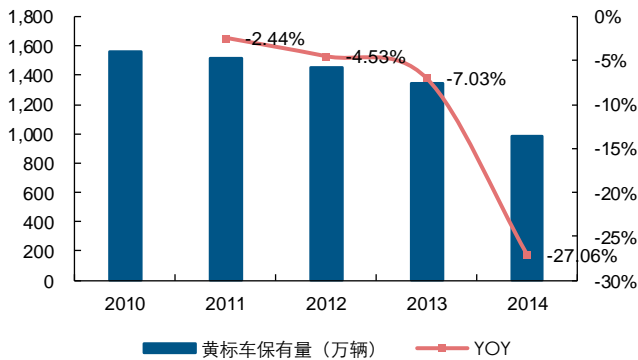


资料来源：Wind，长江证券研究所

第二阶段，国务院印发《大气污染防治行动计划》，提出 2014-2017 年，加快淘汰黄标车和老旧车辆。规定采取划定禁行区域、经济补偿等方式，逐步淘汰黄标车和老旧车辆。到 2015 年，淘汰 2005 年底前注册营运的黄标车，基本淘汰京津冀、长三角、珠三角等区域内的 500 万辆黄标车。到 2017 年，基本淘汰全国范围的黄标车。各地政府也相应出台了黄标车和老旧车提前淘汰的补偿措施。2014 年最终淘汰黄标车约 365 万辆，占比 2013 年黄标车保有量约 27%，效果显著。

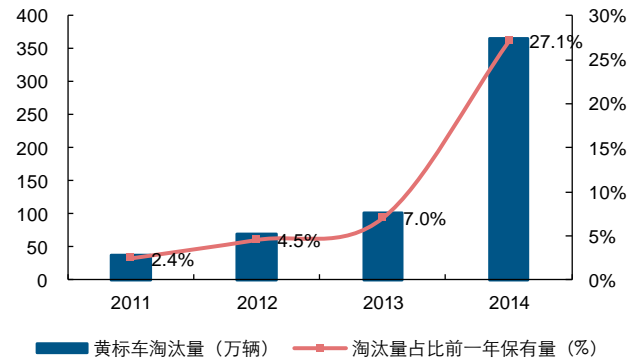


图 9：2014 年政策首年换标车保有量下降 27%



资料来源：商务部，长江证券研究所

图 10：2014 年政策首年淘汰量占比前一年保有量 27%



资料来源：商务部，长江证券研究所

表 2：部分城市淘汰黄标以及老旧车型的补贴政策

城市	补贴政策
北京市	对国 I 客车提供 5000-10000 万元的补贴，货车 5000-8000 元补贴；对国 II 客车提供 7000-12000 元补贴，货车 7000-10000 元补贴
上海市	对不同年份的车型提供 1500-17000 元补贴
天津市	对中小客车给予 3500-9000 元补贴，对中大客车给予 8000-50000 元补贴，对于货车不同尺寸给予 3000-50000 元补贴
西安市	载客汽车补贴范围为 5000-18000 元，载货汽车为 6000-18000 元；
深圳市	对载客汽车国 I 3500-20000 元补贴，国 II 8000-25000 元补贴，国 III（柴油车）10000-30000 元补贴，载货汽车根据不同排放给予 3500-30000 元补贴

资料来源：各地老旧车淘汰专项报告，长江证券研究所

以上海市为例，该地区的做法是：配合国家政策对黄标车和老旧车加大限行范围和年检审查力度，并配套环保专项基金对提前淘汰车型提供补贴。2013 年 6 月，上海市政府印发《上海市清洁空气行动计划（2013-2017）》，加快推淘汰黄标车和老旧车辆。政策主要包括对扩大黄标车和国 I 老旧车的限行范围，对全市所有车辆做排放检查以及加强对老旧车的年检制度，同时通过环保专项基金对提前淘汰的不同年限的车型给予 0.15-1 万元的补贴。

表 3：《上海市清洁空气计划行动》主要政策梳理

政策项目	具体政策
扩大黄标车限行区域范围	在 2014 年 7 月 1 日起，严格实施 S20 外环高速范围内全天禁止无国家绿色环保检验合格标志的车辆行驶的基础上，进一步扩大限行范围。从 2015 年 4 月 1 日起，G1501 上海绕城高速范围内全天禁止无国家绿色环保检验合格标志的车辆行驶。
实施国 I 标准汽油车限行政策	在 2015 年 4 月 1 日起实施 G1501 上海绕城高速范围内以及 S20 外环高速范围内全天禁止国 I 标准汽油车通行。

从2014年7月1日起,本市运营车辆全面实行简易工况法进行尾气排放检测。从2015年1月1日起,本市非运营黄标车和注册日期已满10年的老旧车辆全面实行简易工况法进行尾气;增加机动车环保检测频次,已满10年的老旧车辆每6个月进行一次尾气排放检测,安排专门检测点实施检排放检测。强化机动车环保年审要求

经检测不达标的车辆对尾气排放检测不达标的车辆,不得发放国家环保检验合格标志,不予发放机动车安全技术检验合格证明,不予核发机动车检验合格标志。

本市注册、符合补贴要求的黄标车提前淘汰的,以及老旧车辆提前淘汰的,按车辆注册的时间给予差别化经济补贴,鼓励尽早淘汰。补贴资金来源为本市节能减排专项资金。

资料来源:《上海市清洁空气计划行动(2013-2017)》,长江证券研究所

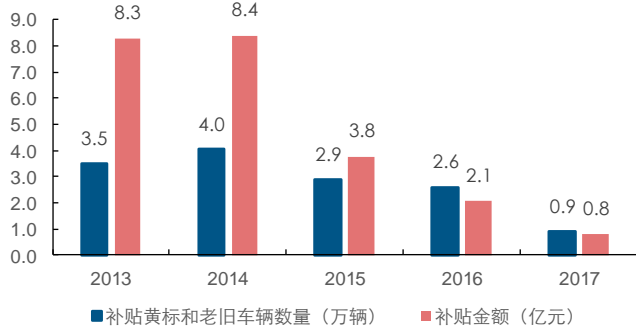
表 4:《上海市清洁空气计划行动》轿车补贴金额

车辆注册时间 车辆类型		车辆注册时间				
		1999-2000	2001-2002	2003-2004	2005-2006	2007
载 客 汽 车	微 型	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
	小 型 (轿 车 除 外)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
	轿 车	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
	中 型		1.0	1.1	1.2	1.3
	大 型		1.2	1.3	1.4	1.5

资料来源:《上海市清洁空气计划行动(2013-2017)》,长江证券研究所

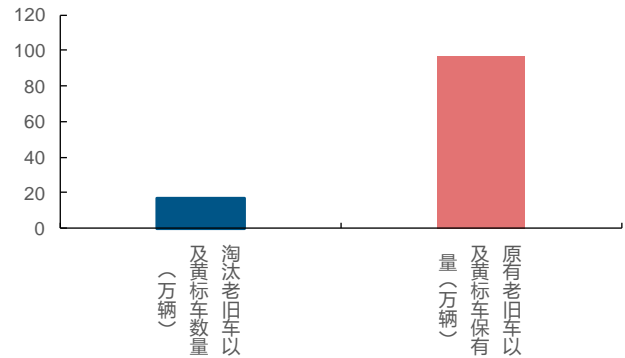
**政策推出后效果较为明显,2014年政策推出当年完成淘汰约16%,到2017年基本完成黄标车淘汰。**2013-2014年也是上海市淘汰老旧车型力度较大的两年,补贴提前淘汰的车辆分别为3.5万辆和4万辆,花费补贴为8.3亿和8.4亿。除提前淘汰外,2014年总计淘汰黄标车和老旧车17.16万辆,其余主要是对用车时间较早的强制报废等。2013年上海市约有老旧车及黄标车约为97万辆,2014年政策淘汰车辆占比达到16%左右。2014年底,上海市黄标车保有量约为6.2万辆,随高污染的黄标车和老旧车保有量下降,从2015年尽管补贴政策仍有延续,淘汰车辆数量和金额逐渐下降。2017年上海市基本已经完成对黄标车的淘汰。

图 11：上海老旧车补贴数量和金额



资料来源：上海环保专项资金汇报，长江证券研究所

图 12：2014 年上海补贴车辆占比总体淘汰车辆



资料来源：新华网，长江证券研究所

## 各省份车龄分布不同，可因地制宜调整金额

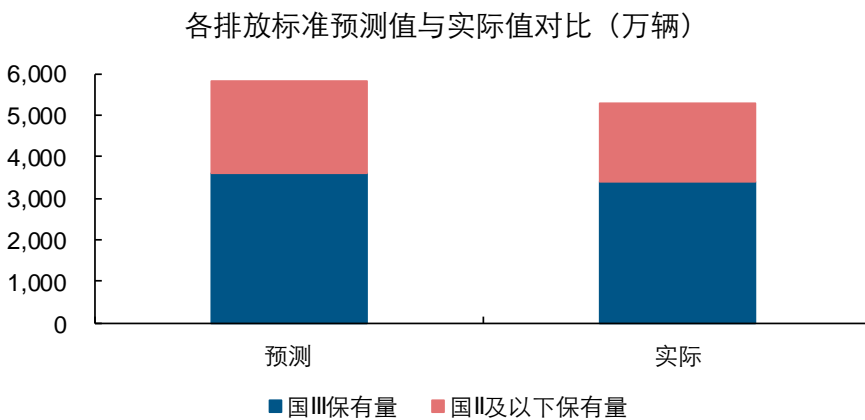
我们通过汽车车龄来估算中国各排放标准车型的保有量。从过去小客车各级排放标准执行时间来看，国 II 及以下标准汽车目前车龄在 10-13 年，国 III 标准汽车车龄在 7-10 年。通过测算可得国 II 及以下标准汽车估算保有量约 2213 万辆，实际值 1897 万辆；国 III 及以下标准汽车估算保有量约 3595 万辆，实际值 3408 万辆；合计估算保有量 5808 万辆，实际值 5305 万辆，二者误差在可接受范围内。

图 13：7 座以下小客车排放标准实施时间表



资料来源：环保部，长江证券研究所

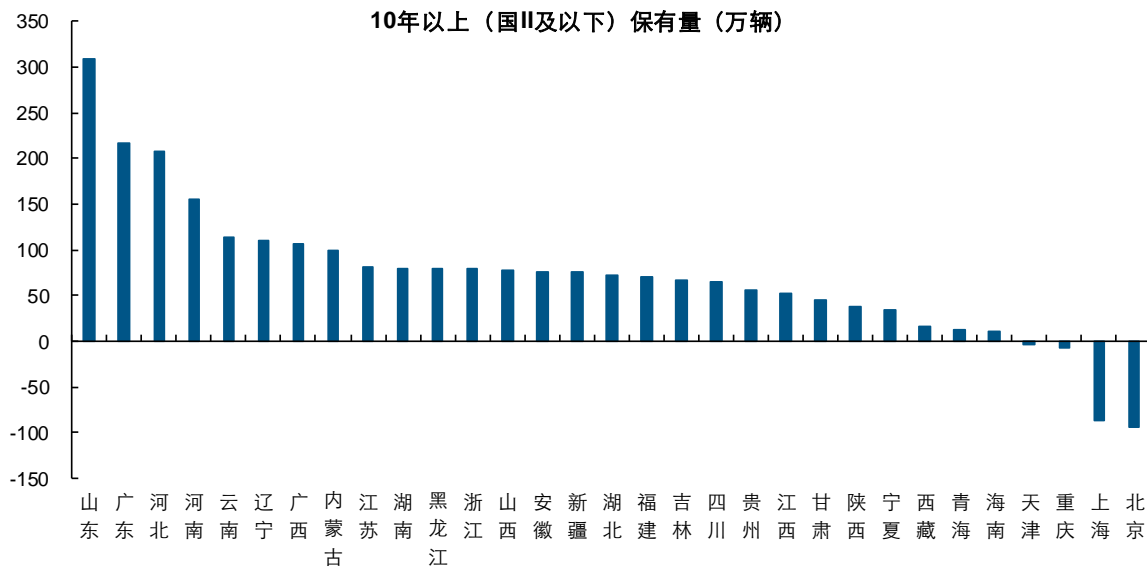
图 14：各排放标准预测值与实际值误差在可接受范围内



资料来源：Wind，上牌量，长江证券研究所

山东、广东、河北等地区仍有大量国 II 及以下标准车型。通过测算可得各地区 10 年以上车型（国 II 及以下标准）保有量如下。从绝对量角度来看，山东、广东、河北三个地区各自仍然存有 200 万辆以上国 II 及以下标准乘用车；江苏、湖南等超过半数地区国 II 及以下标准乘用车保有量位于 50 万到 100 万辆之间；天津、重庆、上海、北京乘用车当中国 II 及以下标准乘用车已被完全淘汰（保有量为负数表明汽车更新频率较高，汽车使用寿命短于 10 年）。

图 15：山东、广东、河北等地区仍有大量国 II 及以下车型



资料来源：Wind，上牌量，长江证券研究所

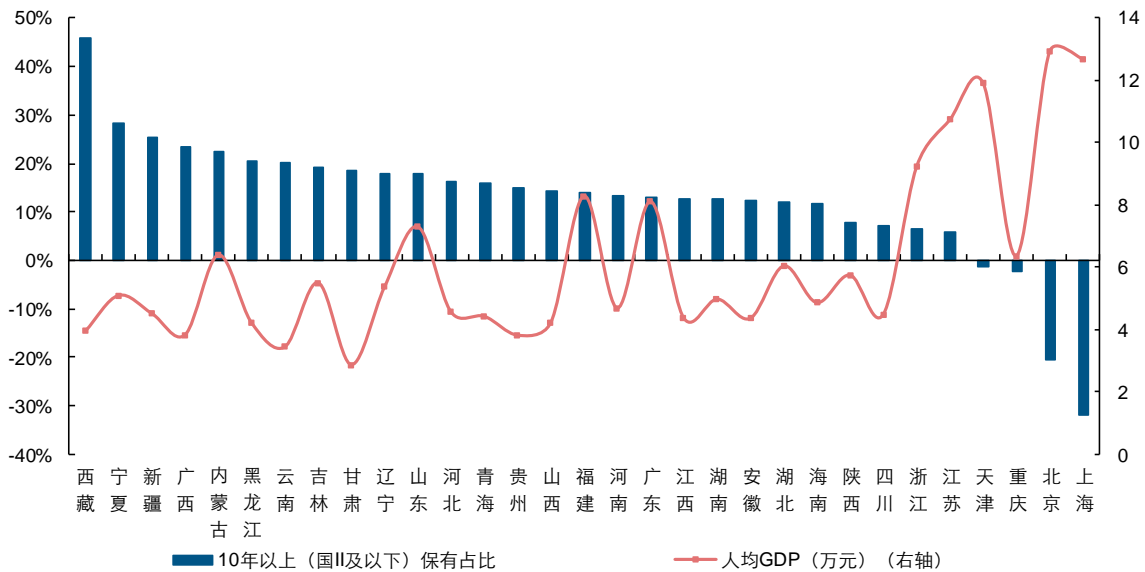
国 II 及以下标准车型在东部经济发达地区占比低，边疆欠发达地区占比高。从国 II 及以下标准车型占各自地区乘用车保有量角度来看，上海、北京、天津、江苏、浙江等东部地区国 II 及以下标准车型保有量占比较低，位于 10% 以下，这些地区也是我国较发达地区，人均 GDP 位于全国前列；以湖南、湖北为代表的中部地区国 II 及以下标准车型保有量占比位于 10%-15%；辽宁、吉林等东北地区以及青海、甘肃等西部地区国 II 及以下标准车型保有量占比位于 15%-20%；新疆、西藏、内蒙古等边疆地区国 II 及以下标准车型保有量占比最高，位于 20% 以上，这些地区发展水平相对较为落后，人均 GDP 在全国靠后。

图 16: 国 II 及以下标准车型在东部地区占比低, 边疆地区占比高



资料来源: Wind, 上牌量, 长江证券研究所

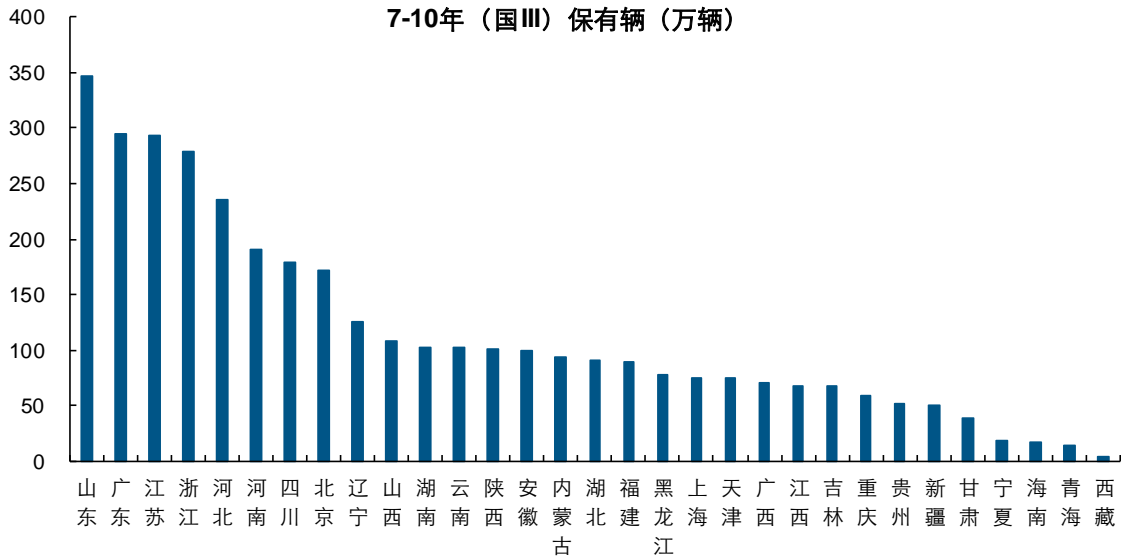
图 17: 国 II 及以下标准车型占比越低的地区, 通常经济越发达



资料来源: Wind, 长江证券研究所

山东、广东、江苏、浙江等地区有较多国 III 车型。各地区 7-10 年（国 III）车型保有量如下。从绝对量角度来看，山东、广东、江苏、浙江四个地区国 III 保有量较高，各自在 250 万辆以上；江苏、湖南等超过半数地区国 III 车型保有量位于 50 万到 120 万辆之间；宁夏、海南、青海、西藏等地区国 III 车型保有量较低，位于 50 万辆以下。

图 18：山东、广东、江苏、浙江等地区有较多国 III 车型



资料来源：Wind，上牌量，长江证券研究所

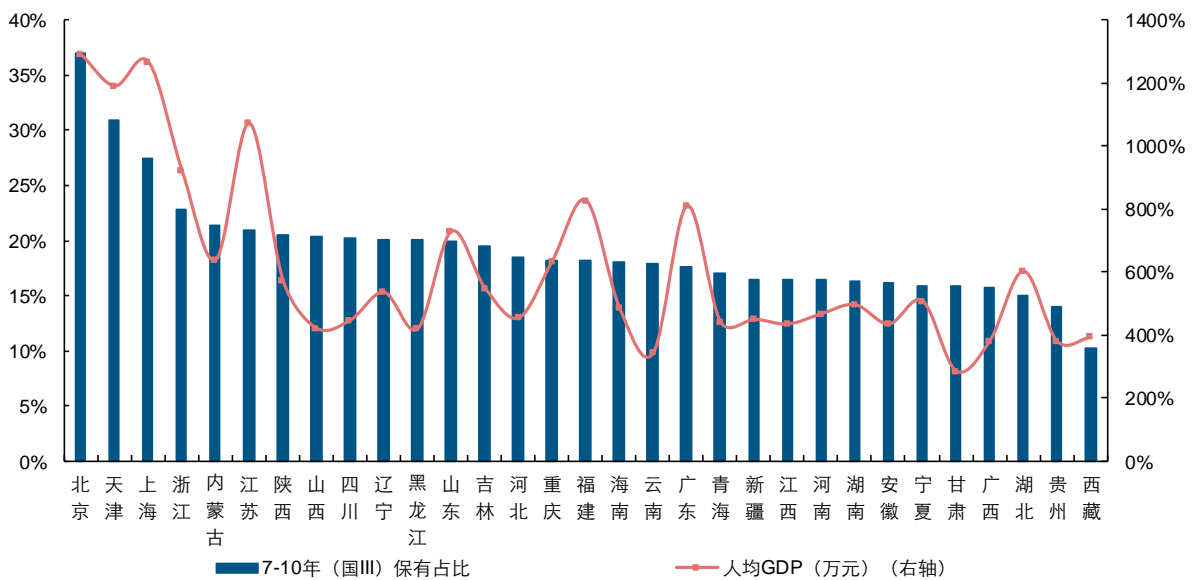
国 III 标准车型在东部经济发达地区占比高，中部西北部地区其次。从国 III 标准车型占各自地区乘用车保有量角度来看，上海、北京、天津、江苏、浙江等东部地区国 III 标准车型保有量占比较高，位于 20% 以上，这些地区也是我国较发达地区，人均 GDP 位于全国前列；以湖南、湖北为代表的中部地区以及青海、甘肃等西北地区国 III 标准车型保有量占比位于 15%-20%，这些地区整体经济水平不如东部地区；西藏等个别地区国 III 标准车型保有量占比在 15% 以下，这些地区经济水平相对落后，人均 GDP 在全国靠后。

图 19：国 III 标准车型在东部经济发达地区占比高，中部西北部地区其次



资料来源：Wind, 上牌量, 长江证券研究所

图 20：国 III 标准车型占比较高的地区经济水平通常也较发达



资料来源：Wind, 上牌量, 长江证券研究所

核心结论是，从各地区淘汰老旧车型结构与可能的鼓励政策来看：1) 中部东部地区国 III 标准车型保有量占比较大，经济水平和财政状况较好，未来预计以淘汰国 III 车型为

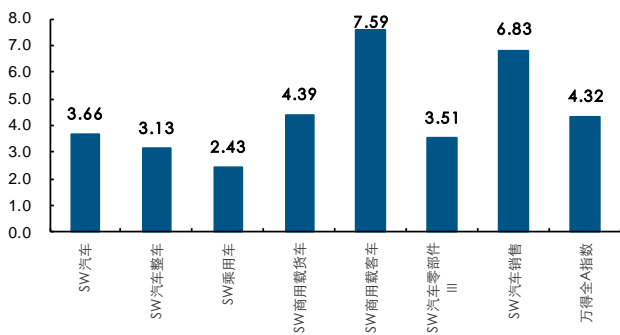


主；2) 其他地区虽然整体经济水平相对靠后，但国 II 及以下标准车型保有量占比较大，未来预计以淘汰国 II 及以下标准车型为主，财政压力相比淘汰国 III 较小。根据以往淘汰黄标车和老旧车辆经验，行政+补贴手段或可以带动 15-25%老旧车淘汰，约 790-1326 万辆，有助于拉动汽车消费。

## 本周市场回顾

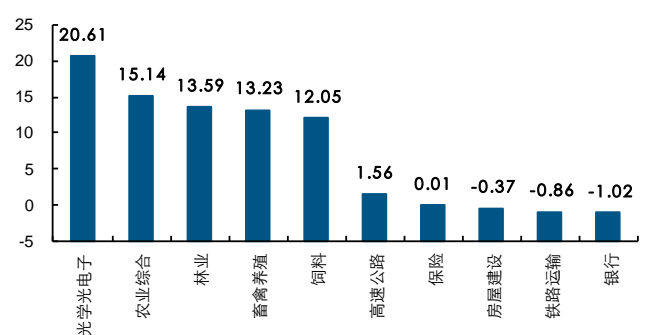
本周汽车与汽车零部件指数上涨 3.66%，跑输万得全 A 指数 0.66 个百分点。整车上涨 3.13%，跑输万得全 A 指数 1.2 个百分点；乘用车上涨 2.43%，跑输万得全 A 指数 1.89 个百分点；商用载货车上涨 4.39%，跑赢万得全 A 指数 0.07 个百分点；商用载客车上涨 7.59%，跑赢万得全 A 指数 3.27 个百分点；汽车零部件板块上涨 3.51%，跑输万得全 A 指数 0.81 个百分点；汽车销售板块上涨 6.83%，跑赢万得全 A 指数 2.5 个百分点。

图 21：本周汽车细分行业与大盘涨跌幅对比（单位：%）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 22：本周涨/跌幅前五的行业（单位：%）

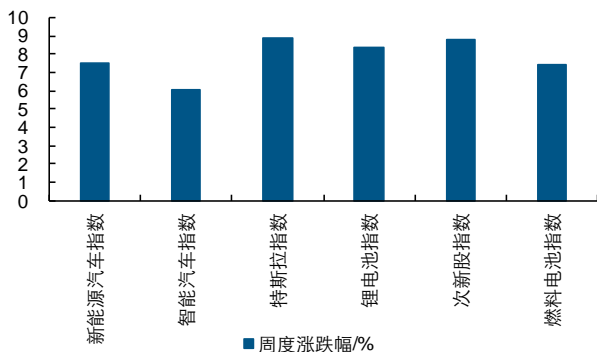


资料来源：Wind, 长江证券研究所

**本周各概念板块迎来上涨。**新能源汽车指数上涨 7.55 个百分点，智能汽车指数上涨 6.07 个百分点，特斯拉指数上涨 8.87 个百分点，锂电池指数上涨 8.37 个百分点，次新股指数上涨 8.81 个百分点，燃料电池指数上涨 7.42 个百分点。

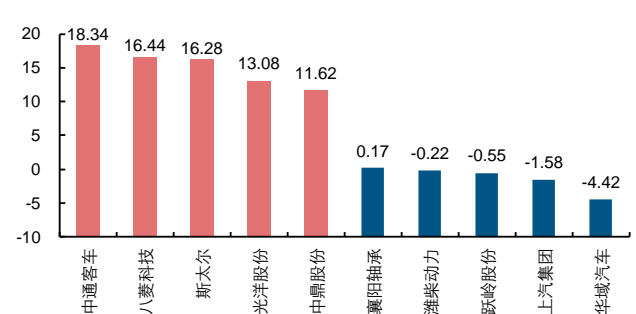
**本周汽车板块涨幅最好是中通客车，跌幅最大是华域汽车。**本周涨幅前五：中通客车、八菱科技、斯太尔、光洋股份、中鼎股份；跌幅前五：华域汽车、上汽集团、跃岭股份、潍柴动力等。

图 23：本周概念板块均上涨（单位：%）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 24：中通客车本周涨幅领先（单位：%）

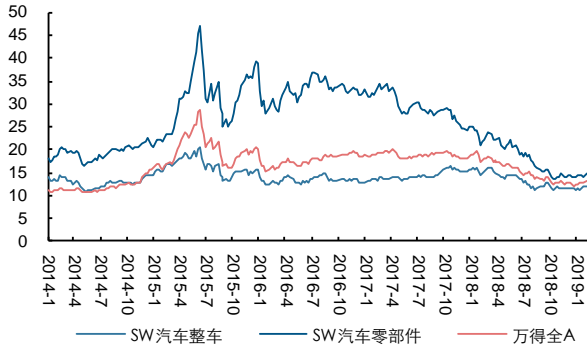


资料来源：Wind, 长江证券研究所

**本周汽车板块估值上涨。**1) 本周汽车整车板块 PE 为 12.19，是万得全 A 的 0.92 倍，汽车零部件 PE 为 14.68，是万得全 A 的 1.10 倍；2) 乘用车 PE 为 12.00，商用载货

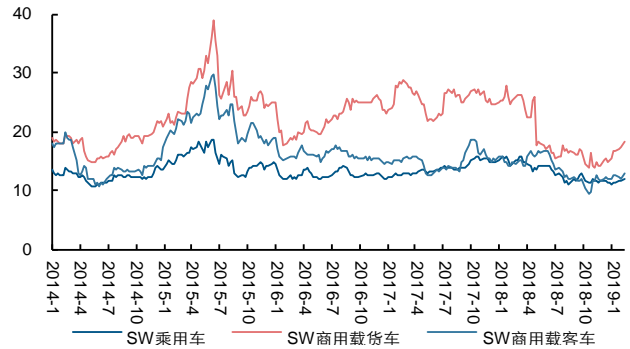
车 PE 为 18.20, 商用载客车 PE 为 12.78; 3) 白色家电 PE 为 13.61, 是乘用车的 1.13 倍, 白酒 PE 为 25.00, 是乘用车的 2.08 倍; 4) 计算机 PE 为 38.63, 是汽车零部件的 2.63 倍, 传媒 PE 为 20.10, 是汽车零部件的 1.37 倍。

图 25: 本周汽车整车、零部件估值均上涨



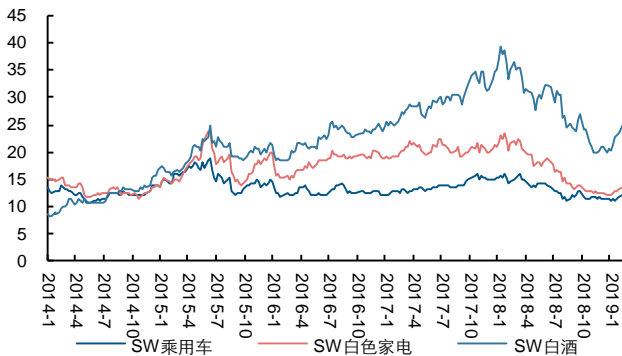
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 26: 本周乘用车估值上涨, 商用货车估值上涨



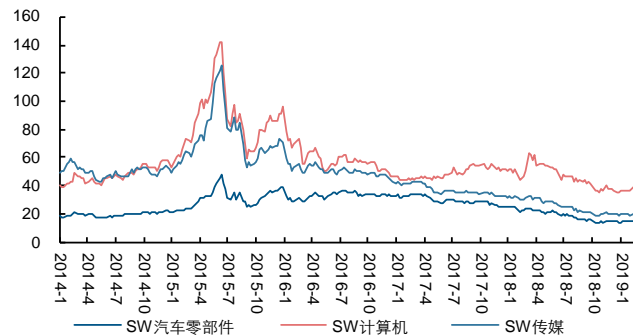
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 本周乘用车、白电、白酒估值均上涨



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 28: 本周汽车零部件、计算机、传媒估值均上涨



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 重点关注

近期我们发布了江铃汽车最新深度报告《江铃汽车：福特领界上市，开启新篇章》，以下是我们的核心观点。

### 牵手福特，成长为轻型商用车领导者

江铃前身创立于 1968 年，1995 年与福特结成战略合作伙伴。在江铃的发展过程中，引进福特产品成为公司发展的强劲推剂，福特先后导入了旗下全顺轻客、撼路者 SUV、途睿欧 MPV 等优势产品。与福特的合作助力江铃成长为轻型商用车领导者，公司轻客、轻卡、皮卡业务在行业内均具备领先优势。

### 从取胜到领界，乘用车业务历史性拐点

公司实行商乘并举战略，2010 年驭胜 350 上市，2016 年驭胜 330 上市，但是受限于品牌、产品、渠道三方面能力，驭胜品牌于 2016 年取得 3.7 万辆的历史最好销量后，近

两年销量连续下滑，销量不佳使得自主乘用车业务对公司业绩拖累加大。吸取驭胜经验，公司联合福特研发全新 SUV 车型领界，开启公司乘用车业务新篇章。领界定位于 10-15 万紧凑级 SUV，相比竞品实力优秀，NDS 全渠道销售保障销量，有望给公司带来较大的业绩弹性。

#### **打造家族产品系列，轻客龙头地位稳固**

2015 年以来，随着中国经济增长放缓+物流集约化，轻客行业需求持续下滑，预计未来短期仍将延续。从结构看，欧系轻客因综合性能突出，逐渐替代低端日系轻客。公司欧系轻客已形成“新世代全顺+新全顺+特顺”高中低产品布局，销量稳居行业龙头，但竞争加剧和产品结构恶化导致公司业绩承压。竞争加剧的负面影响已充分体现，公司轻客业务盈利能力有望逐步企稳。

#### **受益国五升级国六，轻卡强化市场地位**

2011 年以来排放标准升级使得轻卡行业销量波动较大，预计 2019 年轻卡行业销量将受益国六前抢装与国三及以下老旧车型淘汰而提升。排放升级加速行业洗牌，公司严格遵守排放法规，在 2014 年国三升国四阶段市占率大幅提升，2020 年国六的实施有望继续强化公司龙头地位。

**投资建议：领界开启乘用车新篇章，商用车有安全边际，给予“买入”评级。** 1) 乘用车业务：领界正式上市，依托 NDS 渠道，凭高性价比有望取得热销，将贡献明显业绩增量。2) 轻客业务：公司打造家族产品系列，竞争加剧负面影响已充分体现，盈利能力有望企稳。3) 轻卡业务：公司定位中高端，国六产品准备充分，有望受益于排放升级。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.11、1.15 和 1.95 元，对应 PE 为 153.7X、14.2X 和 8.3X，给予买入评级。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。