

推荐 (维持)

深入解读《汽车产业投资管理规定 (征求意见稿)》

2018年05月28日

把握三化大机遇，龙头扩张趋势明确

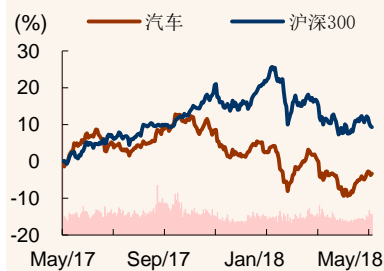
上证指数 3141

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	184	5.2
总市值 (亿元)	22358	4.1
流通市值 (亿元)	17225	4.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.7	-8.3	-2.2
相对表现	5.1	-1.3	-11.7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《降关税靴子落地，汽车板块估值修复—汽车行业进口关税下调点评》2018-05-23
- 2、《中美贸易战停火，建议关注板块估值修复机会—汽车行业周报》2018-05-21
- 3、《4月销量同比大增12%，看好二季度高增速持续—汽车行业周报》2018-05-14

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

事件:

近日国家发展改革委员会 (以下简称“发改委”) 向有关部门发布了《汽车产业投资管理规定 (征求意见稿)》 (以下简称“征求意见稿”)。

政策是去年6.13发布的发改委与工信部印发《关于完善汽车投资管理项目意见》的细则版本, 结合之前的版本看, 此次征求意见稿大部分内容属于规定细化, 因而实施的可能性较大。

相关单位已于25日前将书面意见反馈, 发改委根据收到的反馈意见进行调整和修改后, 规定将于2018年出台实施。我们认为该规定对行业的影响很大, 将规范未来几年的汽车产业投资方向, 确定未来龙头扩张的发展方向。

结论:

1、基调: 严控新增传统燃油汽车产能给优质车企, 门槛大幅提高并推动新能源汽车高效规模化发展, 鼓励优质汽车企业做优做强推动新能源化、智能化、国际化三化进程。

2、投资方向: 我们认为、国际化趋势明确, 龙头化背景下, 长期配置推荐龙头车企上汽、吉利、广汽。落后产能将强制性淘汰, 利好国内乘用车龙头企业。新能源汽车投资低成本窗口期已过, 政策与地方政府加速出清落后产能, 为龙头腾出空间。

3、格局上看好上汽、吉利、广汽。新政策为乘用车龙头带来了三点好处, (1) 龙头企业产能扩张顺畅, 完全占据行业增量, 股比放开后外资设厂进一步受限, 担忧消除; (2) 强产业链支持背景下的新能源加速扩张, 不同于新势力造车及后入局投资者, 传统车厂在新能源领域扩张基本不受限, 而几个龙头汽车公司积淀深厚, 有先发优势; (3) 新建产能对各省提出要求, 地方产能利用率达标考核+僵尸企业清理要求+新能源产能达设计值要求, 政府政策强有力推动淘汰落后产能, 促进龙头格局集中化发展。

风险提示: 政策落地时间不及预期, 最终执行版本内容发生变更, 政策执行力度不强。

细则分析:

全文共八章四十条, 我们针对有干货的各条进行分析:

## 1、管理范围覆盖面极广

**第四条:** 本规定适用于各类市场主体在中国境内的汽车整车和零部件投资项目。

整车基本涵盖了所有乘用车和商用车车型, **零部件将动力电池、燃料电池、专用汽车和挂车归入汽车零部件**, 传统零部件主要包含汽车发动机、车身总成两类。

新能源动力电池等中游归入零部件供应体系, 中游龙头配整车龙头的格局逐渐形成, 我们认为中游长期估值的大框架已定。

## 2、股改进度不用臆测, 重点是新的风向

**第九条:** 鼓励企业通过股权投资, 开展兼并重组和战略合作, 联合研发产品, 共同组织生产, 提升产业集中度。支持国有汽车企业与民营汽车企业开展混合所有制改革, 强强联合, 组建具有世界一流水平的汽车企业集团。鼓励汽车产业骨干企业整合产、学、研、用等领域优势资源组建产业联盟和产业联合体。

近期一汽二汽长安重组、北汽吉利合作等传言不断流出, 结合政策风口的变化。反应了两点变化,

1、不满足当前汽车产业发展需要的产能, 在龙头集中化的今天自我革新越发困难, 无论是国企还是民企都会有改革的压力。

2、产业龙头公司未来会进一步合并, 类似于日韩的汽车行业崛起过程, 强强联合, 技术互补, 最终龙头走向国际化。在 2022 年股比放开的背景下, **混改会成为提升整个产业水平的重要手段, 自主逐步替代合资的趋势将持续演绎。**

## 3、燃油车整车项目要求顶格, 利好现有龙头车企

**第六条:** 优化传统燃油汽车产能布局, 新增产能投资项目应建设在上两个年度汽车产能利用率均高于全国平均水平的省份。鼓励汽车产能利用率低的省份和企业加大资金投入和兼并重组力度加快技术进步淘汰落后产能, 增强市场竞争力。

该点的目的是推动产能向产业基础扎实、配套体系完善、竞争优势明显的十个不到的省份聚集。

**国内产能** (根据行业设计规范, 按照每年 250 天、每天两班计算的汽车生产能力) **在 17 年约 80%, 而 5 年前利用率在 95%。**

因此要求上两年度的产能利用率高于全国平均 80%, 上海、广东、浙江等高利用率地区同时具有大产量特征, 因而多数地区的产能利用率是低于这一水平的, 因而很多地区新建产能有可能会停滞。政策落地后, **商用车、专用车等先天性产能利用率低的行业, 会首先面临出清。**

**第十条:** 禁投项目:(一)新建独立燃油汽车整车企业。(二)现有汽车整车企业跨乘用车、

商用车类别建设燃油汽车生产能力。(三)未列入国家区域发展规划的现有燃油汽车企业整体搬迁至外省份。(四)燃油汽车僵尸企业股权变更。

禁投项目最先的影响是，外资车厂在 22 年股比放开，无法新建产能，无法通过收购僵尸车企（指停产半停产、连年亏损、资不抵债，靠政府补贴和银行续贷存在的现有汽车整车企业）资质进入中国，产能无法兑现。股比开放的担忧消除，管理层的股比放开本质是放开新能源。

另一方面，燃油汽车僵尸企业股权无法变更，壳子也失去了价值。资质无法变现，只能固定资产变现，而且越晚越不值钱，加速产能出清。当然僵尸企业也可以奋发图强，但是可能性极小。毕竟现在看，可能僵尸企业数量已有 40 家以上的规模。

因此龙头车厂销量和产能利用率无忧的背景下，龙头有可能低价收购部分出清资产。

**第十一条：**现有汽车企业扩产燃油车项目，应同时符合以下条件：(一)上两个年度汽车产能利用率均高于全行业平均水平。(二)上两个年度新能源汽车产量占比均高于全行业平均水平。(三)上两个年度研发费用支出占主营业务收入的比例均高于 3%。(四)上年度汽车出口量占比高于全行业平均水平。(五)项目所在省份燃油汽车僵尸企业清理工作全部完成，且上两个年度汽车产能利用率均高于全国平均水平。(六)企业平均燃料消耗量应满足国家标准和有关规定的要求异地新建扩能投资项目建设规模不低于 15 万辆且企业现有各生产单位上年度产量均不低于 30 万辆。

注意是同时符合，要求就很高了。

产能平均利用率在 80%左右，由于龙头的量且利用率高，比如，上汽大众 2016 年产能利用率 123%，吉利汽车 2017 年上半年产能利用率 92%，当前的德系日系的产能扩张比较谨慎，利用率大于 100%。法系只有不到 40%，韩系不到 60%，优质自主接近 100%，其他则处在 80%边缘水平。

表 1：车企产能利用率

车企	产能利用率
长安铃木	28%
北京现代	60%
长安	67%
东风神龙	38%
悦达起亚	40%
长安福特	59%
广汽丰田	92%
上海通用	108%
上汽自主	94%
吉利	97%
长城	80%
一汽大众	105%
东风日产	96%
一汽丰田	103%
上海大众	130%
广汽本田	118%
东风本田	148%

资料来源：招商证券

可见大量非头部厂商低于这一水平，起亚现代的利用率 60%以下，长安的利用率也不到 70%，原来的一些落后产能也需要尽快出清。

新能源产量更是亮起红灯，去年占比是 2.5%左右，以后还会逐年提升。长城等新能源压力大的公司，新产能会有问题。当然还有大量无新能源业务的公司。

**国际化具体落地，目前国家出口占比 3%，乘用车出口比例更低。**

上文已经分析，清理和提升利用率是个长期过程，相关省份工作会以这两点为主。

乘用车企业当前国内有近 89 家左右有资质厂商，17 年销量低于 1 万的有 24 家，销量低于 10 万的有 52 余家，低于 30 万的有 65 家。**符合异地建厂要求，超过 30 万的仅有 20 家左右。**

商用车企业当前国内有近 89 家左右有资质厂商，不到 1000 辆的有 26 家，不到 1 万辆的有 46 家。30 万的异地建厂要求可能会做调整，商用车行业僵尸企业的比例更高，需要淘汰比例更高。

**因此，扩产能只有真龙头才有资格参与，普通的龙头会因为产能利用率、新能源占比、国际化等问题上出局。**

**那么投资项目立刻上马有无可能？**的确有打时间差的可能性，但是地方政府确实需要重新审核项目是否会有搞的产能利用率等问题，**政策出台前可能是最后的投资窗口期。**

#### 4、传统零部件影响不大，环保化和轻量化两个趋势

**第十七条：**新建汽车发动机和新增发动机产品投资项目，拟生产的汽油发动机升功率应不低于 70 千瓦，柴油发动机升功率应不低于 50 千瓦。发动机应满足整车排放国六标准相应要求。

**第二十一条：**禁止新建传统车身总成投资项目。新建新材料车身总成投资项目应符合以下条件：(一)企业法人应拥有产品研发机构和专业研发团队，具备新材料、新工艺等轻量化技术开发能力及试验验证能力。(二)采用新工艺，建设新材料车身成型和总成等生产能力。

国六标准，按规划的时间是要到 2020 年才会实施，现在目前只有极少发动机号称满足国六标准。

1、国六的各地要求提前，政策要求提前，**将利好后处理龙头提前业绩兑现**，比如威孚高科。

2、利好混动汽车，当前国六发动机还不完全成熟，深圳等要求 19 年开始售卖。当前国六标准的三款乘用车，包含 eRX5，都是混动版本，**短期存在一个供需不平衡。**

钢板冲压焊接车身往铝合金、碳纤维车身转化，这与实际可能有点偏差，毕竟大部分车身还是钢板冲压结构。

## 5、新能源门槛要求高，传统车厂从容应对

**第十二条** 新建独立纯电动汽车企业投资项目，所在省份应符合以下条件：

- (一)新能源汽车保有量占比高于全国平均水平。
- (二)电动汽车充电基础设施比较完善，桩车比高于全国平均水平。
- (三)新能源汽车僵尸企业和僵尸资质清理工作全部完成。
- (四)现有新建纯电动汽车企业投资项目均已建成，且产量达到建设规模。

1、2 两点有点恶性循环，先天不足的省份，没有市场，也带不来产能。加上北上的市占率大幅拔高平均水平，导致大部分省份都不能满足要求，市场销量及产能相互促进的预期落空。

3、4 两点的出清，以及接收一个新项目才有可能接收下一个。尤其是对于产量达到建设规模，对很多新造车公司基本上遥不可及，因为当前在建产能规模普遍偏高。僵尸资质是指（汽车企业已获得新能源汽车生产资质、但连续两年年均产量低于：乘用车、货车、轻型客车 1000 辆，大中型客车 100 辆）。去年没有销量，今年下半年很多仍然没销量，如果到政策落地，大概率是明年 1、3 月份考核，预计很多新能源公司很快会被划入范畴。

**第十三条** 新建独立纯电动汽车企业投资项目，新建企业法人应符合以下条件：

- (一)所有股东在项目建成且产量达到建设规模前，不撤出股本。
- (二)股东拥有整车控制系统、驱动电机、车用动力电池等关键零部件的知识产权和生产能力，且对关键零部件具有较强掌控能力。
- (三)股东现有的新建纯电动汽车企业投资项目均已建成，且产量达到建设规模，不存在违规建设项目。

(四)1.汽车整车企业为主要股东的，其中燃油汽车企业上两个年度新能源汽车产量占比均高于全行业平均水平，纯电动汽车企业上年度产量达到建设规模。2，汽车零部件企业为主要股东的，上两个年度关键零部件（整车控制系统、驱动电机、车用动力电池）的配套装车量累计大于 10 万套。3，设计研发企业、境外企业等其他市场主体为主要股东的，研发且拥有知识产权的纯电动汽车产品，上两个年度累计市场销售并登记注册的数量大于 3 万辆乘用车或 3000 辆商用车，且平均单车累计行驶里程大于 1 万公里。

对新股东要求更为严苛。前三点很好理解，不撤出股本、研发能力、产量达到建设规模。就目前情况来看，基本产量都没有达到建设规模，也就意味着短期新能源造成企业的原股东不能再投资新项目。

第四部分明确三类股东方面，整车企业难度前面已经阐述，优势企业难度不大；零部件较难、外国势力进来也不容易（3 万辆纯电动销量），实际上奔驰、福特等巨头也很难达标。

**第十四条**[项目要求]新建独立纯电动汽车企业投资项目应符合以下条件：

研究测算能力、生产工艺达标，销售售后保障。建设规模，纯电动乘用车不低于 10 万

辆，纯电动商用车不低于 5000 辆。

再次体现了前文新能源低成本进入的大门关闭，新建的需要设计 10 万产能以上或 5000 辆商用车，实际规模是 10 万。因此新进入玩家除了满足资本、技术、资质等要求后，一次性规划释放产能还要求有很大规模，同时背后还有省级部门催促完成产能建设，**投资新能源整车间槛迅速提高。**

但是给专用车留了个口子，专用车 5000 辆以上产能难度不大。

**第十五条[燃油车企扩能]**现有燃油汽车企业扩大纯电动汽车生产能力，上两个年度汽车产能利用率均高于全行业平均水平，拟生产产品的能耗、续航里程等指标达到国内先进水平。

**第十六条[纯电动车企扩能]**现有纯电动汽车企业扩大生产能力，上年度纯电动汽车产量达到建设规模，拟生产产品的能耗、续航里程等指标达到国内先进水平。

相比而言，已有生产资质的传统燃油车厂则门槛不高，对于传统燃油车厂，**不存在大额投资和面对不确定市场的问题。**前面已经分析了龙头产能利用率没有问题，另外能耗和续航里程达到先进水平并不难。

纯电车企是可以放大产能，但是原先的产量还远远没有达标，**新能源造成新势力的达摩克利斯之剑确实可以感受得到。**

**表 2: 获得新能源资质简介**

企业名称	地点	项目投资(亿元)	产能(万台)	批复年
北汽新能源	北京	11.50	7	2016 年
长江汽车	浙江杭州	8.01	5	2016 年
长城华冠	江苏苏州	20.18	5	2016 年
奇瑞新能源	安徽芜湖	20.46	8.5	2016 年
敏安汽车	江苏淮安	25.01	5	2016 年
万向集团	浙江杭州	27.45	5	2016 年
江铃汽车	江西南昌	13.25	5	2016 年
重庆金康新能源	重庆	25.10	5	2017 年
国能新能源	天津	42.67	5	2017 年
云度新能源	福建莆田	18.86	6.5	2017 年
知豆	甘肃兰州	8.81	4	2017 年
河南速达	河南省三	26.43	10	2017 年
合众新能源	浙江嘉兴	11.57	5	2017 年
陆地方舟新能源	广东佛山	17.83	5	2017 年
江淮大众	安徽合肥	50.61	10	2017 年

资料来源：招商证券

综合新能源项目投资看，新能源下游会成为龙头的天下，充分享受新能源快速发展跑道带来的超额收益。

## 6、动力电池：产能出清，提升利用率，进一步推动高能量密度产品

**第十八条**[新建车用动力电池项目]新建车用动力电池单体/系统投资项目，应符合以下条件：

(一)项目所在省份上两个年度车用动力电池产能利用率均高于全国平均水平。

当前，产能利用率约 19%，主要由于 17 年后 8Gwh 白名单的原因大量扩产。对省份进行区分后，有利于落后产能出清。

(二)新产能能量型车用动力电池单体比能量应不低于 300Wh/kg，系统比能量应不低于 220Wh/kg。

该指标高于预期，门槛高于市场实际水平，有望进行调整。目前推广目录动力电池系统能量密度最高仅达到 152Wh/kg，此指标将多数动力电池项目排除在外，预计该指标有一定的下调空间。

但是高要求也反映了行业趋势，高能量密度仍然是大趋势，**高镍、软包等电池提升能量密度是核心炒作环节。**

(三)功率型车用动力电池单体快充倍率不低于 8C，循环 2000 次后剩余容量不低于初始容量的 95%；功率型动力电池系统快充倍率不低于 5C，循环 1500 次后剩余容量不低于初始容量的 95%。

该项要求还算合理，目前系统最高倍率为 6.42C，总体而言 80%集中在 3C-5C 之间，20%在 5C-10C 之间。循环 1500 次后剩余 95%的容量指标相对较高，对一致性、设备精度、工艺提出更高要求。

**第十九条：**[车用动力电池扩能项目]现有车用动力电池扩能项目，除符合第十八条外，企业上两个年度车用动力电池产能利用率均高于全行业平均水平，且产品生产及应用未发生安全事故。

17 年“8Gwh”指标的门槛出台，动力电池企业大幅增加产能以求规避政策风险，产能利用率相对较差。18 年 1 季度国内动力电池合计产能近 180Gwh，1 季度单季产能 45Gwh，出货量 8.6Gwh，产能利用率 19%。当前高于这一标准的仅有 CATL、孚能、国轩等。

表 3: 主流动力电池产能利用

	年底总产能 GWh	季度产能	1 季度出货量	产能利用率
CATL	18	6.00	3.10	52%
比亚迪	16	4.50	0.90	20%
沃特玛	12	3.00	0.05	2%
国轩	10	2.50	0.75	30%
力神	7.1	2.50	0.20	8%
亿纬锂能	8.5	2.25	0.21	9%
比克	6	2.00	0.25	13%
北京国能	8	2.00	0.09	5%
鹏辉能源	6.8	1.70	0.15	9%
中航	5.9	1.50	0.04	3%
孚能科技	5	1.25	0.40	32%
银隆	4	1.00	0.08	8%
智航新能	3.2	0.88	0.16	18%
天能	3.2	0.80	0.10	13%
远东福斯	3	0.75	0.22	29%
万向	3	0.75	0.12	16%
上海德朗	3	0.75	0.13	17%
广西卓能	3	0.75	0.08	11%

资料来源: 招商证券

## 7、总结:

产业投资管理政策核心就是: 整车、动力电池龙头集中化

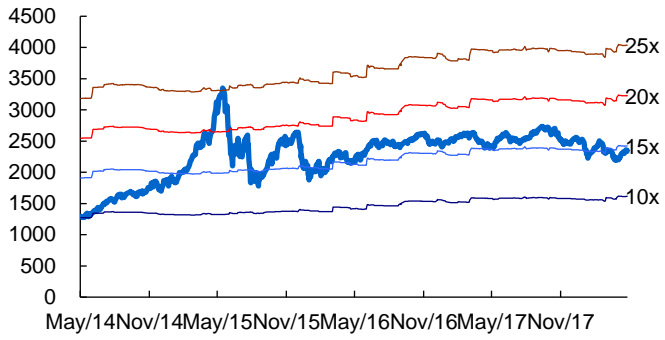
燃油车和新能源车低成本进入窗口已基本关闭, 政策落地后, 产能加速出清, 低效率市场腾出空间给龙头发展。配合股权运作, 最终推动中国汽车产业的高质量发展, 自主发展是未来五年的主旋律, 逐步走向国际化。

格局上看好上汽、吉利、广汽。强调新政策带来了三点好处, 1、龙头企业产能扩张顺畅, 完全占据行业增量, 股比放开后外资设厂进一步受限, 担忧消除; 2、强产业链支持背景下的新能源加速扩张, 不同于新势力造车及后入局投资者, 传统车厂在新能源领域扩张基本不受限, 而几个龙头汽车公司积淀深厚, 有先发优势; 3、新建产能对各省提出要求, 地方产能利用率达标考核+僵尸企业清理要求+新能源产能达设计值, 政府政策强有力推动淘汰落后产能, 促进龙头格局集中化发展。



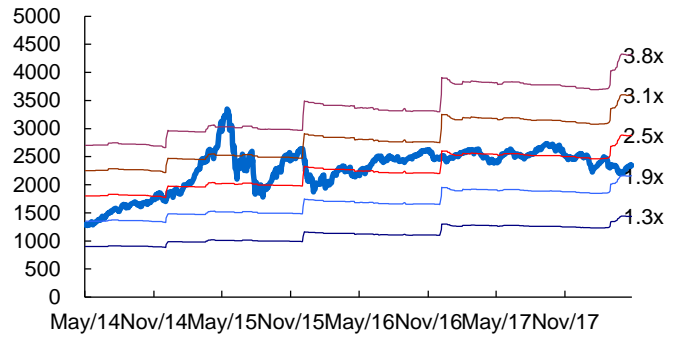
图1- 2: 汽车行业历史PE Band和PB Band

图 1: 汽车行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 汽车行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。