

汽车

证券研究报告
2018年12月05日

贸易雾霾略散，关税壁垒释放利好进口车市场

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

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

周沐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090007
zhoumu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业点评:11月重卡行业销量继续略超预期》 2018-12-04
- 《汽车-行业研究周报:11月经销商库存预警指数 75.1%——汽车行业周报 (2018.11.26-2018.11.30)》 2018-12-02
- 《汽车-行业专题研究:燃油淘汰赛 电动快车道》 2018-11-30

事件

北京时间 2018 年 12 月 3 日,美国总统特朗普在推特官宣:中国承诺将对美国汽车将关税 40%调降为 15%。之前,5月22日中国宣布从7月1日将汽车进口税率由 25%降至 15%,但针对美国汽车则从 25%上调为 40%。

点评

美国进口车终端指导价理论下降 18%,但走量车型堆积于超豪华价位,消费者敏感度不高。走量车型主要为美产德系车,前五占三,依次为宝马 X5 (4.5 万辆/年)、奔驰 GLE (4.1 万辆/年)、GLS (1.8 万辆/年)、林肯 MKC (1.7 万辆/年)、福特 Explorer (1.3 万辆/年),其他车型均在一万辆及以下,主要价格带位于 50 万元以上,对市场影响小且特定消费群体价格敏感度低。

贸易战影响宏观经济,汽车进口总量低迷,但终端结构性变化。

1) 自贸易战 (三月底) 以来,四五月进口车观望情绪高涨,单月销量一度下滑至 5 万辆,6 月开始回升,9 月销量 8 万辆 (同比略有下滑 -4.4%),我们认为贸易战造成了市场对宏观经济的担忧,导致汽车消费收缩。

2) 类别结构来看,轿车表现优异 (单月同比+10%,1-9 月累计同比+8%);SUV、MPV 下滑明显,SUV 单月同比-22%,MPV 单月-10%。

3) 国家派系来看,终端结构发生变化。贸易战,欧系、美系消费者观望情绪大于购买,影响进口总量下滑;而日系车 (尤其雷克萨斯) 保持增长占比继续提升,主要受益于中低配置车型价格带下探抢占合资市场份额,美国进口车相应采取措施,短期内牺牲毛利换市场。

美国进口车关税下降后,特斯拉、林肯为受益者。特斯拉 Q3 产能加速爬坡,Model 3 如果价格下调至 40 万元左右 (目前 50 万元),有望有效刺激高端电动车终端市场;林肯全系进口车型且产品类别覆盖广,整体价格区间下移满足消费者各类需求。

投资建议

美国进口车关税壁垒释放,利好重要进口车商【国机汽车】,建议持续关注。公司进口批发业务中包含福特、林肯及克莱斯勒部分车型,预计美国进口车每年量在 2 万辆左右,占公司进口批发总量 10%不到,未来林肯进口增量空间大,美国进口占比有望提升至 15-20%,增厚业绩。

公司亮点逻辑梳理:①主营进口批发放量,毛利水平稳定。进口批发业务收入常年占比高达 90%,毛利率稳定,未来靠进口车放量驱动增长;融资租赁业务随汽车消费渗透率提升空间大,且公司资金优势明显,期待 2B、2C 业务模式及客户管理清晰化,兑现业绩;公司 wind 一致预期 2018 年归母净利润 6.34 亿元,对应 PE 12.8 倍;②近日披露拟收购中汽工程 100%股权,交易价格 31 亿元,中汽工程目前承诺业绩 2018-2019 年分别 2.23 亿/2.37 亿元,标的资产对应 PE 14/13 倍,资产注入后公司有望实现汽车工程领域拓展,推进产业链延伸与资源整合。

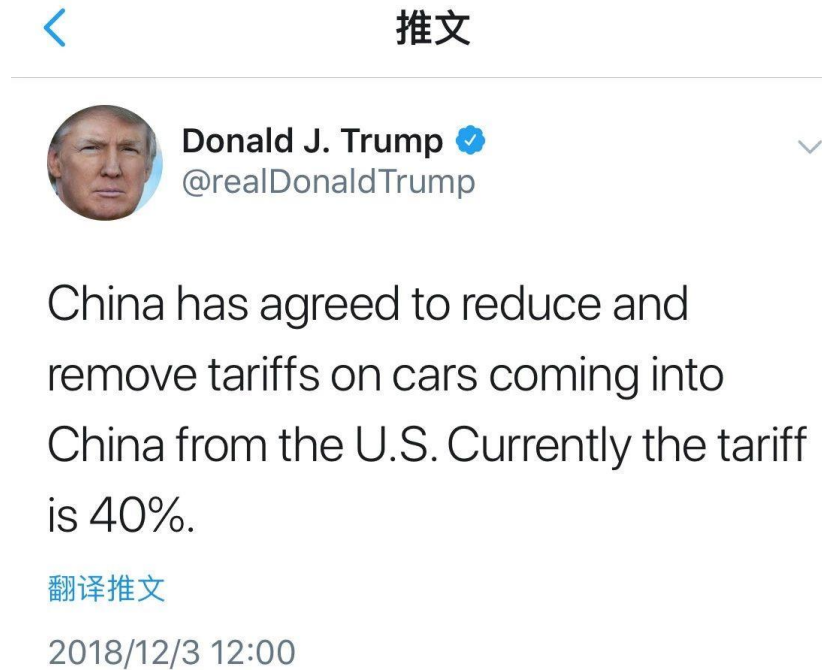
风险提示:中美摩擦未来不确定性导致的关税等相关产业政策变化;美国总统特朗普个人社交媒体口径与正式外交官方文件内容出入;进口车市场需求疲软;汽车消费情绪修复不达预期。



1. 事件：对美汽车关税下降至 15%

北京时间 2018 年 12 月 3 日，美国总统特朗普在推特官宣：中国承诺将对美国汽车将关税 40%调降为 15%。之前，5 月 22 日中国宣布从 7 月 1 日将汽车进口税率由 25%降至 15%，但针对美国汽车则从 25%上调为 40%。此次，针对美国进口汽车从原来 40%下调为 15%，利好美国制造的汽车进口量有望修复向上，特别是特斯拉、林肯、福特、吉普等品牌汽车进口量大幅回升。

图 1：美国总统特朗普社交媒体官宣汽车关税下降



资料来源：推特网，天风证券研究所

2. 美国进口车指导价理论下调 18%，主要产品价格敏感度不高

美国进口车终端指导价理论下降 18%，但走量车型堆积于超豪华价位，消费者敏感度不高。情景假设：①如果关税从 40%降至 15%，终端指导价理论下调 18%；②如果关税降至 0，终端指导价下调 29%；但是实际情况为，消费者最后拿到的价格下调幅度小于理论值（经销商按照供需关系缩小折扣）。根据彭博社预测，走量车型主要为美产德系车，前五占三，依次为宝马 X5（4.5 万辆/年）、奔驰 GLE（4.1 万辆/年）、奔驰 GLS（1.8 万辆/年）、林肯 MKC（1.7 万辆/年）、福特 Explorer（1.3 万辆/年），其他车型均在一万辆及以下，主要价格带位于 50 万元以上，对市场影响小且特定消费群体价格敏感度低。

进口税费计算公式推算

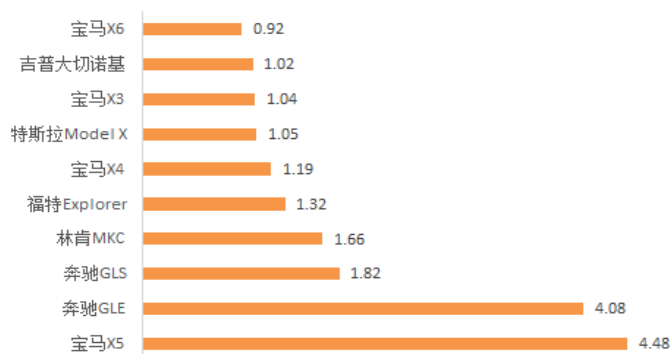
- 1) 进口税款=关税+消费税+增值税
- 2) 进口税消费额=(完税价格+实征关税)×消费税率/(1-消费税率)
- 3) 进口增值税额=(完税价格+实征关税+实征消费税)×增值税率
- 4) 进口综合税率=(关税税率+消费税税率+增值税税率+关税税率×增值税税率)/(1-消费税率)

图 2：关税及综合税率情景测试（单位：%）

排量	消费税	关税	增值税	0关税下综合税率	15%关税下综合税率	25%关税下综合税率	40%关税下综合税率
排气量在1.0升以下(含1.0升)	1%	X	17%	18%	36%	48%	65%
排气量在1.0升以上至1.5升(含1.5升)	3%			21%	39%	51%	69%
排气量在1.5升以上至2.0升(含2.0升)	5%			23%	42%	54%	72%
排气量在2.0升以上至2.5升(含2.5升)	9%			29%	48%	61%	80%
排气量在2.5升以上至3.0升(含3.0升)	12%			33%	53%	66%	86%
排气量在3.0升以上至4.0升(含4.0升)	25%			56%	79%	95%	118%
排气量在4.0升以上	40%			95%	124%	144%	173%

资料来源：海关信息网，天风证券研究所

图 3：美国对中国进口车前十大车型 2018 年预测销量（单位：万辆）



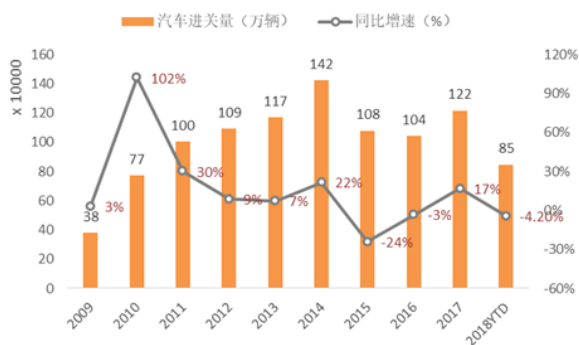
资料来源：LMC 汽车，彭博社，天风证券研究所

3. 贸易战致使汽车进口总量低迷，终端结构发生变化

3.1. 宏观经济受挫，汽车进口总量低迷

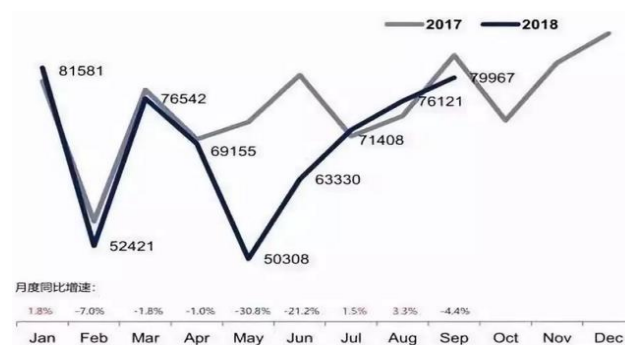
截止至 2018 年 9 月，进口车总量进关量和销量分别为 85 万和 62 万辆，同比分别-4.2%和 -6.4%；自贸易战（三月底）以来，四五月进口车观望情绪高涨，单月销量一度下滑至 5 万辆，6 月开始回升，9 月销量 8 万辆（同比略有下滑 -4.4%），我们认为贸易战造成了市场对宏观经济的担忧，导致汽车消费收缩，此次中美局势缓解对于汽车消费有一定修复作用。

图 4：2012-2018 年进口汽车市场进关量历年走势



资料来源：汽车流通协会，天风证券研究所

图 5：2017-2018 年月度进口车销量（单位：辆）



资料来源：汽车流通协会，天风证券研究所

3.2. 结构性变化显现：轿车表现好，日系品牌占比扩张

类别结构来看，轿车表现优异（单月同比+10%，1-9月累计同比+8%）；SUV、MPV下滑明显，SUV单月同比-22%，MPV单月-10%。

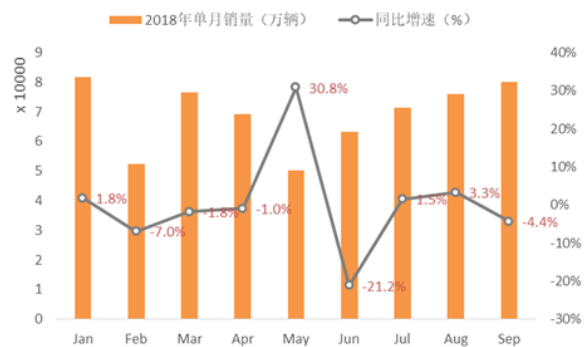
国家派系来看，终端结构发生变化。截止至2018年3月（贸易战前），中国进口车按国家占比与2017年差别不大：日本27%、德国24%、美国19%、英国11%、其他19%；贸易战前，欧系、日系及其他地区汽车关税下调至15%，而美国上调至40%。欧系、美系消费者观望情绪大于购买，影响进口总量下滑；而日系车保持增长占比继续提升，主要受益于中低配置车型价格带下探抢占合资市场份额，以雷克萨斯为例，新款CT车型最低终端价20万元左右。美国进口车相应采取措施，特斯拉保持原先终端价格，短期内牺牲毛利换市场。

图6：中国汽车进口量分车型情况（单位：辆；%）

2017-2018年9月份乘用车进口量分车型情况								
车型	当月(万)				当月累计(万)			
	2018	2017	同比增长	占比	2018	2017	同比增长	占比
进口乘用车	93525	101726	-8.1%	100.0%	831704	871673	-4.6%	100.0%
轿车	47000	42725	10.0%	50.3%	354255	329183	7.6%	42.6%
SUV	43065	55141	-21.9%	46.0%	446519	503586	-11.3%	53.7%
MPV	3460	3860	-10.4%	3.7%	30930	38964	-20.6%	3.7%

资料来源：汽车流通协会，天风证券研究所

图7：中国进口车2018年单月销量及同比（单位：万辆；%）



资料来源：汽车流通协会，天风证券研究所

3.3. 美国进口车税下降后，特斯拉、林肯成受益者

特斯拉 Q3 产能加速爬坡，Model 3 如果价格下调至 40 万元左右（目前 50 万元），有望有效刺激高端电动车终端市场；林肯在实现合资化之前，全系进口车型且产品类别覆盖广，整体价格区间下移满足消费者各类需求。

4. 投资建议

美国进口车关税壁垒释放，利好重要进口车商【国机汽车】，建议持续关注。公司进口批发业务中包含福特、林肯及克莱斯勒部分车型，预计美国进口车每年量在 2 万辆左右，占公司进口批发总量 10% 不到，未来林肯进口增量空间大，美国进口占比有望提升至 15-20%，增厚业绩。

公司主要逻辑梳理：① 主营进口批发未来放量，毛利水平稳定。2017 年分别实现汽车批发及贸易、汽车销售、汽车后市场业务营收 369、105、0.4 亿元，毛利率分别为 4.53%、5.67%、21.67%；进口批发业务收入占比高达 90%，多年毛利率稳定，未来靠进口车放量驱动增长；融资租赁业务随汽车消费渗透率提升空间大，且公司资金优势明显，期待 2B、2C 业务模式清晰化，兑现业绩；公司 wind 一致预期 2018 年归母净利润 6.34 亿元，对应 PE 12.8 倍。② 近日公司披露拟收购中汽工程 100% 股权，交易价格 31 亿元，中汽工程目前承诺业绩 2018-2019 年分别为 2.23 亿/2.37 亿元，标的资产对应 PE 14/13 倍；资产注入后公司有望实现汽车工程领域拓展，推进产业链延伸与资源整合。

5. 风险提示

中美摩擦未来不确定性导致的关税等相关产业政策变化；美国总统特朗普个人社交媒体口径与正式外交官方文件内容出入；进口车市场需求疲软；汽车消费情绪修复不达预期。

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

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