

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年01月13日

**分析师**

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhdong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

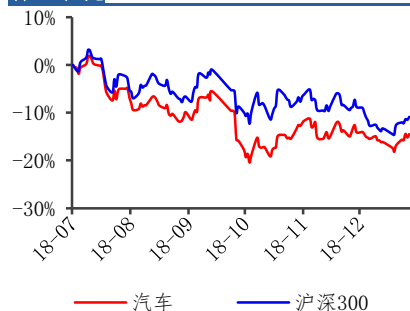
☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040

☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

**行业表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 新一轮刺激政策到来前的复盘与思考

——汽车行业专题报告

**重点推荐公司盈利预测**

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
上汽集团	3.15	3.40	7.99	7.40
广汽集团	1.33	1.52	7.98	6.98
福耀玻璃	1.72	1.70	13.11	13.26
精锻科技	0.79	0.94	15.19	12.77
一汽富维	0.99	1.26	10.51	8.25
星宇股份	2.23	2.89	22.30	17.21
中国汽研	0.44	0.51	17.61	15.20

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 刺激政策对汽车销量的拉动效应显著。**2009年政策期间，汽车市场复合增长率达38.81%，2015年刺激政策期间，汽车市场复合增长率达8.55%，但是政策结束后一年的透支效应也是非常明显。2015年刺激政策的边际效应明显弱于2009年的刺激政策，一方面是由于2009年购置税减免政策是国家四万亿刺激政策的中一部分，并且辅以汽车下乡、车船税减免等一系列辅助政策，对车市的刺激作用明显，另一方面是由于2015年我国汽车年销售量已接近于2009年的两倍，政策对于销量的拉动作用减弱。
- 刺激政策期间，自主品牌份额上升明显。**两次刺激政策期间，自主品牌市场份额均显著上升，上升幅度均接近5个百分点，其中上汽乘用车市场份额上升均超过1个百分点；而合资品牌在两次政策期间份额均出现了下跌。我们认为自主品牌能在两次刺激政策中份额显著上升的原因有两点：1、自主品牌1.6L排量以下的车型占比较高；2、购置税减半的政策更符合首次购车且注重性价比的消费者的偏好。
- 刺激政策期间，汽车企业盈利普遍提升。**第一次刺激政策期间，整车公司盈利上升的持续性更强；第二次刺激政策期间，零部件公司盈利上升的持续性更强。整车企业中，上汽集团、广汽集团、吉利汽车和东风集团股份在整个刺激政策期间均保持盈利的正增长。
- 刺激政策期间，汽车板块相较于大盘超额收益明显，且估值显著提升。**第一次政策期间，整车企业业绩均大幅上升，估值普遍提升；第二次刺激政策期间，业绩增长对估值提升的拉动作用更为明显。
- 根据发改委此前的声明，我们认为此轮刺激的重点在于绿色消费和升级消费。**目前国内整车企业中头部企业在电动车领域布局完善、技术储备充足，而且产品结构合理，产品品质领先，预计将在此轮政策期间攫取更多的市场份额，推荐上汽集团、广汽集团、吉利汽车和比亚迪。此外，发改

委考虑制定相关政策鼓励农民的消费,长城汽车作为国内自主品牌的领先者,产品性价比和产品力均较高,近些年通过高端品牌 WEY,品牌溢价也得到一定提升,而江淮汽车在电动车方面技术储备也较强,与大众在新能源汽车上面的合作将促进江淮自主新能源技术的提升,建议关注长城汽车和江淮汽车。

- **风险提示:** 政策推广不及预期,汽车市场低迷,中美贸易摩擦的影响。

## 目录

1. 政策回顾.....	5
2. 刺激政策对销量的影响.....	6
2.1 刺激政策对整体市场的影响.....	6
2.2 刺激政策期间市场份额变化.....	7
3. 刺激政策对盈利的影响.....	9
4. 刺激政策对估值的影响.....	14
4.1 刺激政策对板块行情和估值的影响.....	14
4.2 上汽集团、吉利汽车行情及估值.....	16
5. 投资建议.....	17
6. 风险提示.....	17

## 图表目录

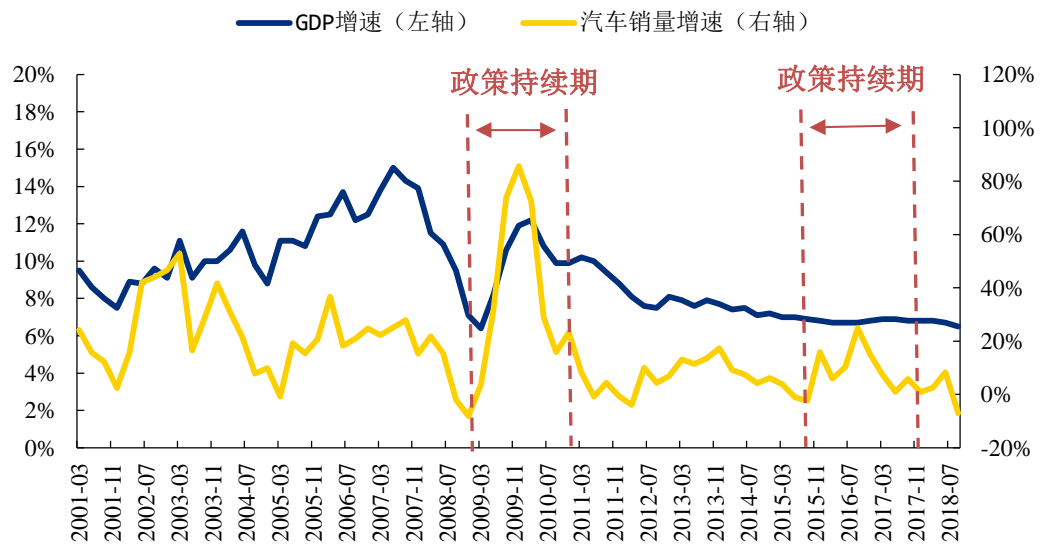
图 1:	两次政策期 GDP 增速及汽车销量增速	5
图 2:	2009 年刺激政策前后汽车销量增速	6
图 3:	2015 年刺激政策前后汽车销量增速	7
图 4:	刺激政策期间自主品牌市场份额变化	7
图 5:	刺激政策期间德系、日系、美系市场份额变化	7
图 6:	不同车系 1.6L 及以下排量车型占比	8
图 7:	2008-2010 年乘用车公司整体毛利率	10
图 8:	2015-2017 年乘用车公司整体毛利率	10
图 9:	2008-2010 年零部件公司整体毛利率	10
图 10:	2015-2017 年零部件公司整体毛利率	10
图 11:	2008-2010 年乘用车公司整体净利率	10
图 12:	此 2015-2017 年乘用车公司整体净利率	10
图 13:	2008-2010 年零部件公司整体净利率	11
图 14:	2015-2017 年零部件公司整体净利率	11
图 15:	第一次刺激政策前后沪深 300 指数及汽车板块行情	14
图 16:	第二次刺激政策前后沪深 300 指数及汽车板块行情	14
图 17:	汽车板块 PE-Band	15
图 18:	上汽集团 PE-Band	16
图 19:	吉利汽车 PE-Band	16
表 1:	历次政策出台时间及内容	5
表 2:	汽车下乡补贴标准	6
表 3:	主要自主品牌企业市场份额变化	8
表 4:	主要合资品牌企业市场份额变化	9
表 5:	主要整车企业毛利率变动 (单位: pct)	11
表 6:	行业及主要整车企业归母净利润同比增速要	12
表 7:	主要零部件企业毛利率变动 (单位: pct)	12
表 8:	行业及主要零部件企业归母净利润同比增速要	13
表 9:	政策出台前后多区间超额收益统计	15

# 1. 政策回顾

为应对 2008 年金融危机的影响，2009 年 1 月 14 日《汽车行业调整振兴规划》发布，主要涉及两大政策：1、从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税，2010 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车购置税减按 7.5% 征收；2、2009 年 3 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日，对购买 1.3 升及以下排量的微型客车，以及将三轮汽车或低速货车报废换购轻型载货车的，给予一次性财政补贴。

随着中国宏观经济步入“新常态”，中国汽车市场自 2014 年底也开始步入低速增长的新阶段，过往两位数以上的增长不复存在，2015 年第二和第三季度均出现负增长，为提振汽车产业，2015 年 10 月“小排量车购置税减半政策”出台。

图 1：两次政策期 GDP 增速及汽车销量增速



资料来源：wind、长城证券研究所

表 1：历次政策出台时间及内容

具体政策	出台时间	主要内容	资金安排
小排量车购置税减半政策	2009 年 1 月	2009 年 1 月 20 日-12 月 31 日，1.6L 及以下排量乘用车购置税减按 5% 征收；2010 年 1 月 1 日-12 月 31 日，1.6L 及以下排量乘用车购置税减按 7.5% 征收	/
汽车下乡政策	2009 年 3 月	汽车下乡补贴细则出台	50 亿元
汽车以旧换新政策	2009 年 7 月	汽车以旧换新补贴细则出台，符合标准的车辆补贴标准在 3000-6000 元/辆，后提高至 5000-18000 元/辆	40 亿元
小排量车购置税减半政策	2015 年 10 月	2015 年 10 月 1 日-2016 年 12 月 31 日，1.6L 及以下排量乘用车购置税减按 5% 征收；2017 年 1 月 1 日-12 月 31 日，1.6L 及以下排量乘用车购置税减按 7.5% 征收	/

资料来源：政府网站、长城证券研究所

表 2: 汽车下乡补贴标准

车型	主要内容
微型载货车、轻型载货车和微型客车	销售价格每辆 5 万元及以下的, 补贴销售价格的 10%; 销售价格每辆 5 万元以上的, 定额补贴 5,000 元
摩托车	销售价格每辆 5,000 元及以下的, 补贴销售价格的 13%; 销售价格每辆 5,000 元以上的, 定额补贴 650 元

资料来源: 政府网站、长城证券研究所

## 2. 刺激政策对销量的影响

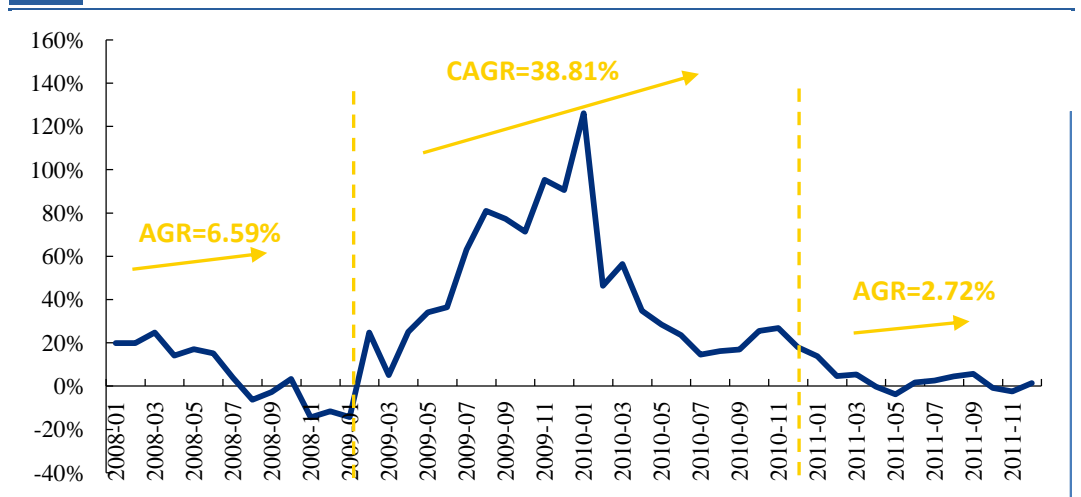
### 2.1 刺激政策对整体市场的影响

刺激政策对汽车销量的拉动效应显著。从以往两次刺激政策来看, 政策出台时间一般是整体市场连续三月负增长之后, 2008 年 11 月-2009 年 1 月汽车市场销量呈现月均双位数下降, 2015 年 6 月-2015 年 8 月汽车市场销量呈现月均个位数下降。

刺激政策期间, 汽车销量均呈现大幅增长, 2009 年政策期间, 汽车市场复合增长率达 38.81%, 2015 年刺激政策期间, 汽车市场复合增长率达 8.55%, 但是政策结束后一年的透支效应也是非常明显, 2011 年汽车市场年增长率为 2.72%, 2018 年前 11 月汽车市场增长率为-1.95%, 均显著低于政策出台前的年增长率。

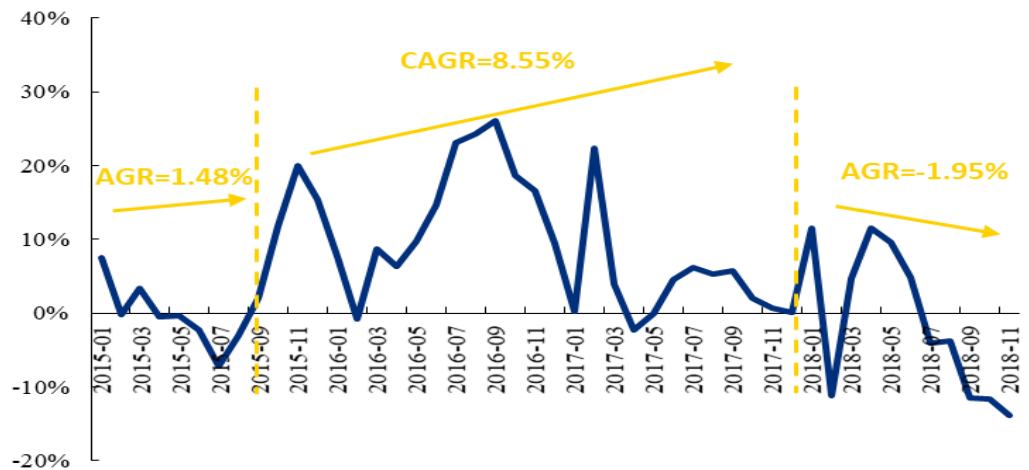
2015 年刺激政策的边际效应明显弱于 2009 年的刺激政策, 一方面是由于 2009 年购置税减免政策是国家四万亿刺激政策的中一部分, 并且辅以汽车下乡、车船税减免等一系列辅助政策, 对车市的刺激作用明显, 另一方面是由于 2015 年我国汽车年销售量已接近于 2009 年的两倍, 政策对于销量的拉动作用减弱。

图 2: 2009 年刺激政策前后汽车销量增速



资料来源: wind、长城证券研究所

图 3：2015 年刺激政策前后汽车销量增速

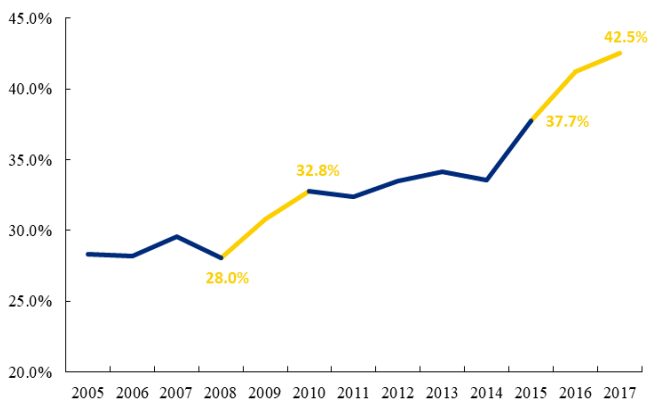


资料来源：wind、长城证券研究所

## 2.2 刺激政策期间市场份额变化

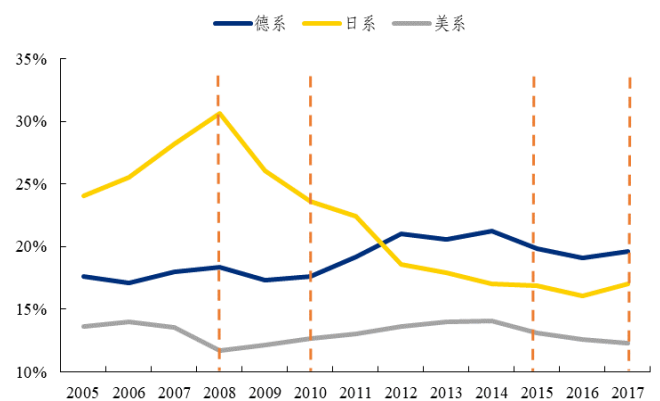
刺激政策期间，自主品牌份额上升明显。两次刺激政策期间，自主品牌市场份额均显著上升，上升幅度均接近 5 个百分点；而合资品牌在两次政策期间份额均出现了下跌，其中德系品牌在刺激政策第一年市场份额均小幅下降，第二年小幅回升，整体份额比较稳定，日系品牌在第一次刺激政策期间市场份额下滑明显，在第二次刺激政策期间基本持平，美系品牌在第一次刺激政策期间市场份额小幅上升，在第二次刺激政策期间小幅下滑。我们认为自主品牌能在两次刺激政策中份额显著上升的原因有两点：1、自主品牌 1.6L 排量以下的车型占比较高；2、购置税减半的政策更符合首次购车且注重性价比的消费者的偏好。

图 4：刺激政策期间自主品牌市场份额变化



资料来源：乘联会、长城证券研究所

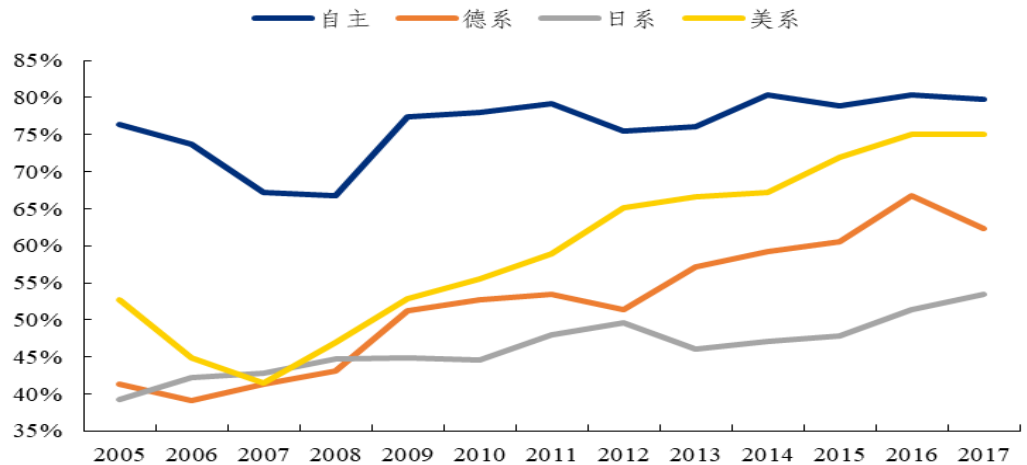
图 5：刺激政策期间德系、日系、美系市场份额变化



资料来源：乘联会、长城证券研究所

自主品牌 1.6L 及以下排量的车型一直占比较高，第一次刺激政策之后，迅速上升至 77%，目前基本稳定在 80% 左右；美系与德系品牌 1.6L 及以下排量的车型占比在第一次刺激政策后迅速上升，而日系基本变化不大；第二次刺激政策期间，自主品牌 1.6L 及以下排量车型占比变化不大，德系品牌先升后降，美系和日系品牌持续上升。

图 6: 不同车系 1.6L 及以下排量车型占比



资料来源: 乘联会、长城证券研究所

在两次刺激政策期间, 自主品牌企业中, 上汽乘用车、长城汽车和长安汽车均实现份额上升, 其中上汽乘用车两次上升幅度均较高, 分别为 1 个百分点和 1.3 个百分点; 第一次刺激政策期间比亚迪份额上升幅度最高, 达到 1.6 个百分点, 其次为长城汽车、上汽乘用车和长安汽车; 第二次刺激政策期间吉利汽车份额上升幅度最高, 达到 2.5 个百分点, 其次为上汽乘用车和广汽乘用车。

表 3: 主要自主品牌企业市场份额变化

自主品牌企业	2009 年刺激政策市场份额变化 (2010 年底市场份额较 2008 年 底变化)	2015 年刺激政策市场份额变化 (2017 年底市场份额较 2015 年 底变化)
上汽乘用车	1.0%	1.3%
广汽乘用车	0.0%	1.2%
吉利汽车	-0.2%	2.5%
长城汽车	1.3%	0.2%
长安汽车	1.0%	0.4%
比亚迪	1.6%	-0.5%
奇瑞汽车	-0.9%	0.1%
北京汽车	0.0%	-0.4%
东风乘用车	0.2%	0.0%
江淮汽车	0.7%	-0.8%

资料来源: 乘联会、长城证券研究所



合资品牌在两次刺激政策期间份额变化相对于自主品牌较小，第一次政策期间，上汽通用份额上升幅度最高，为 1.1 个百分点，其次为北京现代、东风悦达起亚和上汽大众；第二次政策期间，东风本田份额上升幅度最高，为 0.9 个百分点，其次是广汽菲克、北京奔驰和东风日产。

**表 4：主要合资品牌企业市场份额变化**

合资品牌企业	2009 年刺激政策市场份额变化 (2010 年底市场份额较 2008 年底变化)	2015 年刺激政策市场份额变化 (2017 年底市场份额较 2015 年底变化)
上汽大众	0.2%	-0.4%
一汽大众	-1.1%	-0.1%
上汽通用	1.1%	-0.4%
东风日产	-0.4%	0.3%
长安福特	0.0%	-0.8%
北京现代	1.0%	-2.0%
一汽丰田	-2.0%	-0.2%
东风本田	-0.6%	0.9%
广汽本田	-2.0%	0.0%
广汽丰田	-0.7%	-0.2%
北京奔驰	0.1%	0.5%
华晨宝马	0.0%	0.2%
神龙汽车	0.1%	-1.9%
东风悦达起亚	0.4%	-1.6%
广汽菲克	0.0%	0.7%
长安马自达	0.0%	0.1%
一汽马自达	0.0%	0.1%
广汽三菱	-0.1%	0.2%

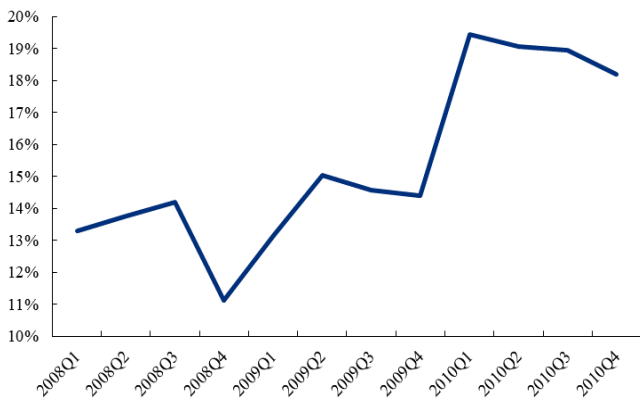
资料来源：乘联会、长城证券研究所

### 3. 刺激政策对盈利的影响

第一次刺激政策期间，整车公司盈利上升的持续性更强；第二次刺激政策期间，零部件公司盈利上升的持续性更强。两次刺激政策对乘用车、零部件公司的毛利率、净利率的拉动作用不同，第一次政策期间，乘用车公司毛利率、净利率呈两阶段上升，零部件公司毛利率、净利率均迅速上升后保持平稳；第二次刺激政策期间，乘用车公司毛利率小幅震荡上升，零部件公司毛利率变化不大，净利率均有所下降。

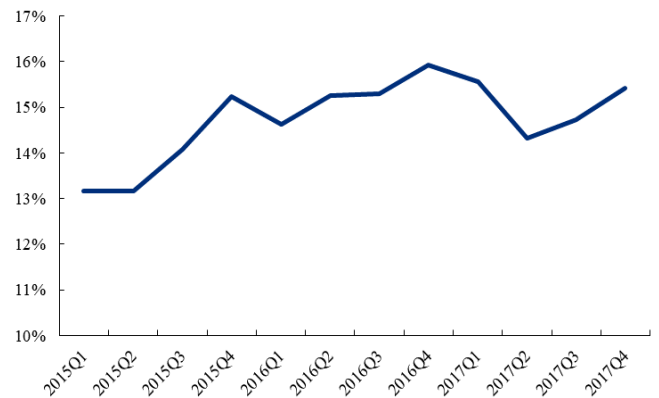
2009 年刺激政策之前，乘用车公司整体毛利率下降至 11%，刺激政策出台后，毛利率上升明显，09Q2 毛利率上升至第一个高点 15.0%，之后毛利率继续上升，并在 10Q1 达到第二个高点 19.4%；2015 年 10 月刺激政策出台后，2015Q4 毛利率上升至 15.2%，较 2015Q3 上升 1.1 个百分点，之后有所震荡，但基本维持在 15% 附近。

图 7: 2008-2010 年乘用车公司整体毛利率



资料来源: wind、长城证券研究所

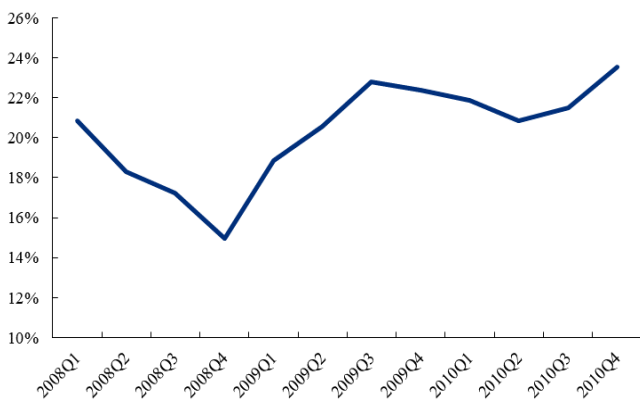
图 8: 2015-2017 年乘用车公司整体毛利率



资料来源: wind、长城证券研究所

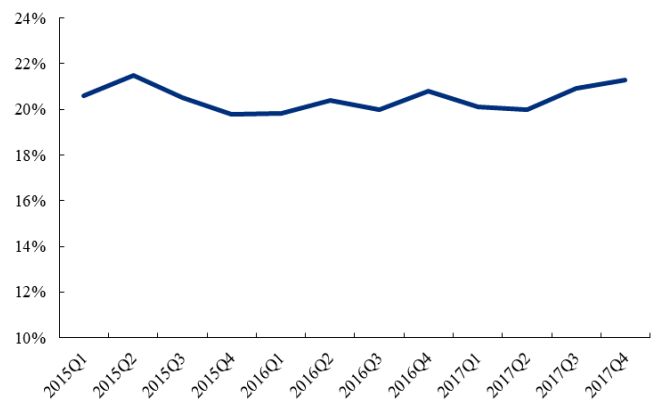
09 年刺激政策后, 零部件公司的整体毛利率开始回升, 并在 09Q3 达到高点 22.8%, 较 08Q4 上升近 8 个百分点, 之后比较稳定, 并未如乘用车公司毛利率一样再上一个台阶; 15 年 10 月刺激政策后, 零部件公司整体毛利率比较稳定, 较刺激政策前变化不大。

图 9: 2008-2010 年零部件公司整体毛利率



资料来源: wind、长城证券研究所

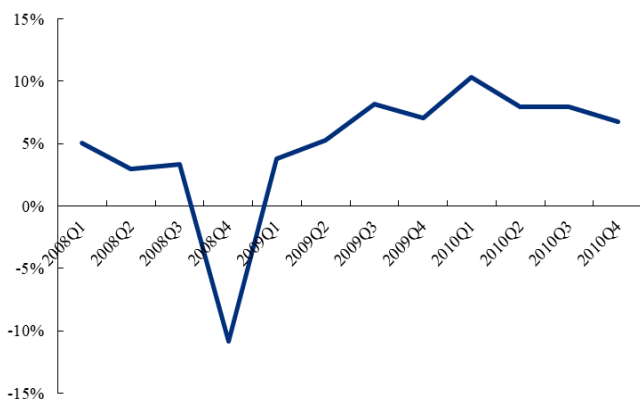
图 10: 2015-2017 年零部件公司整体毛利率



资料来源: wind、长城证券研究所

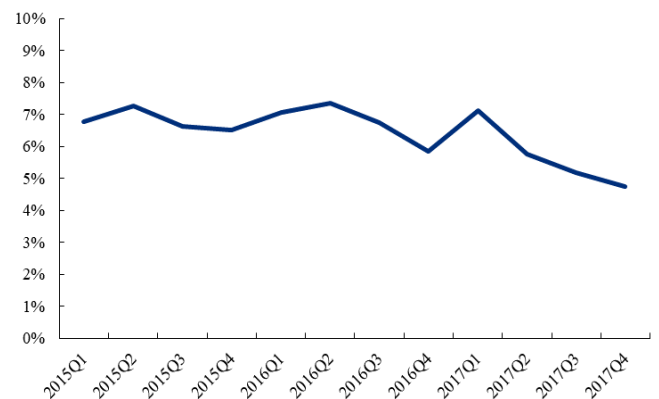
09 年刺激政策后, 乘用车公司净利率迅速回升, 09Q3 达到第一个高点 8.2%, 较 08Q4 上升了 19 个百分点, 之后在 10Q1 达到第二个高点 10.3%, 之后有所下降。15 年 10 月刺激政策后, 乘用车公司净利率先小幅上升, 后震荡下行。

图 11: 2008-2010 年乘用车公司整体净利率



资料来源: wind、长城证券研究所

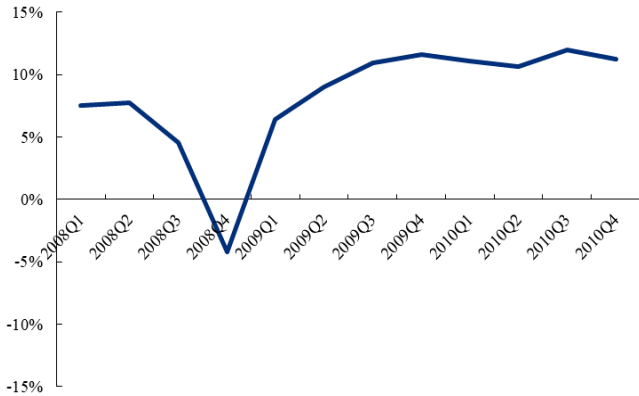
图 12: 此 2015-2017 年乘用车公司整体净利率



资料来源: wind、长城证券研究所

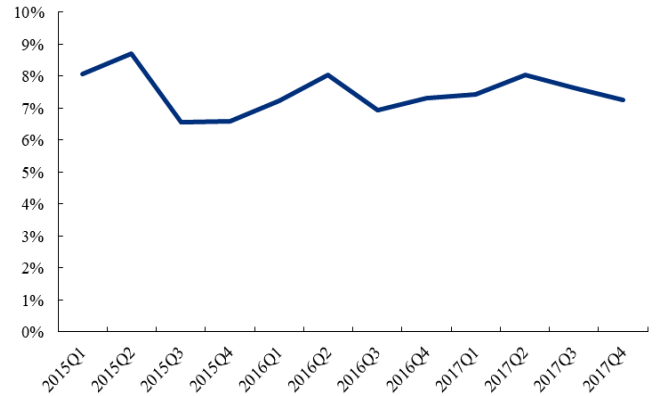
09 年刺激政策后，零部件公司的整体净利率开始回升，并在 09Q4 达到高点 11.6%，较 08Q4 上升近 16 个百分点，之后比较稳定；15 年 10 月刺激政策后，零部件公司整体毛利率先小幅上升，后保持稳定。

图 13: 2008-2010 年零部件公司整体净利率



资料来源: wind、长城证券研究所

图 14: 2015-2017 年零部件公司整体净利率



资料来源: wind、长城证券研究所

09-10 年第一次刺激政策期间，大部分整车企业的毛利率实现增长，A 股市场 09 年毛利率增长居前的为长安汽车、比亚迪、江淮汽车和上汽集团，较 08 年分别增长 5.0、2.9、2.5 和 1.2 个百分点，10 年毛利率增长居前的为海马汽车、上汽集团和长城汽车，较 09 年分别增长 6.8、6.7 和 4.5 个百分点。港股市场 09 年毛利率增长居前的为华晨中国、吉利汽车和东风集团，较 08 年分别增长 12.98、2.9 和 2.2 个百分点，10 年毛利率增长居前的为东风集团，较 09 年增长 2.5 个百分点。

15 年 10 月-17 年 12 月第二次刺激政策期间，整车企业的利润率有升有降，A 股市场 16 年毛利率增长居前的为广汽集团、比亚迪和上汽集团，较 15 年分别增长 4.3、3.5 和 1.5 个百分点，17 年毛利率增长居前的为广汽集团、一汽轿车和江淮汽车，较 16 年分别增长 3.1、2.7 和 2.0 个百分点。港股市场 16 年毛利率增长居前的为北京汽车，较 08 年增长 4.4 个百分点，17 年毛利率增长居前的为北京汽车和吉利汽车，较 16 年分别增长 3.9 和 1.1 个百分点。

表 5: 主要整车企业毛利率变动 (单位: pct)

企业代码	企业名称	09VS08	10VS09	16VS15	17VS16
600104.SH	上汽集团	1.16	6.68	1.45	0.61
000572.SZ	海马汽车	-1.21	6.83	-1.91	-3.75
601633.SH	长城汽车	-0.46	4.54	-0.67	-6.03
600418.SH	江淮汽车	2.51	0.92	-1.55	2.02
000625.SZ	长安汽车	5.01	-2.57	-2.12	-4.59
601777.SH	力帆股份	1.85	-0.58	-7.09	1.85
601238.SH	广汽集团	-0.14	0.58	4.31	3.05
000800.SZ	一汽轿车	-0.12	-1.27	-0.85	2.73
002594.SZ	比亚迪	2.89	-4.29	3.50	-1.35
000927.SZ	一汽夏利	-0.02	-1.50	-16.41	-18.67
1114.HK	BRILLIANCE CHI	12.98	-0.23	-0.93	0.16
0489.HK	东风集团股份	2.22	2.48	0.93	-1.42
0175.HK	吉利汽车	2.87	0.35	0.17	1.06
1958.HK	北京汽车	/	/	4.41	3.89

资料来源: wind、长城证券研究所

**表 6: 行业及主要整车企业归母净利润同比增速**

企业代码	企业名称	2009	2010	2016	2017
850911	SW 乘用车	222%	79%	15%	-7%
600104.SH	上汽集团	905%	108%	7%	8%
000572.SZ	海马汽车	-605%	251%	42%	-532%
601633.SH	长城汽车	95%	169%	31%	-52%
600418.SH	江淮汽车	482%	246%	35%	-63%
000625.SZ	长安汽车	4323%	81%	3%	-31%
601777.SH	力帆股份	53%	25%	-77%	106%
601238.SH	广汽集团	27%	112%	49%	72%
000800.SZ	一汽轿车	50%	12%	-1902%	129%
002594.SZ	比亚迪	271%	-33%	79%	-20%
000927.SZ	一汽夏利	76%	76%	799%	-1111%
1114.HK	BRILLIANCE CHI	-2126%	178%	5%	19%
0489.HK	东风集团股份	58%	76%	16%	5%
0175.HK	吉利汽车	35%	16%	126%	108%
1958.HK	北京汽车	/	/	92%	-65%

资料来源: wind、长城证券研究所

09 年刺激政策后, 大部分零部件企业的毛利率实现增长, 09 年毛利率增长居前的为福耀玻璃、中原内配和银轮股份, 较 08 年分别增长 10.7、6.6 和 6.0 个百分点, 10 年毛利率增长居前的为长春一东、威孚高科和中原内配, 较 09 年分别增长 9.7、8.1 和 3.9 个百分点。

15 年 10 月刺激政策后, 大部分零部件企业的利润率仍实现增长, 16 年毛利率增长居前的为长春一东、宁波华翔和襄阳轴承, 较 15 年分别增长 3.8、3.4 和 2.8 个百分点, 17 年毛利率增长居前的为中原内配、松芝股份和宁波高发, 较 16 年分别增长 3.9、3.2 和 1.4 个百分点。

**表 7: 主要零部件企业毛利率变动 (单位: pct)**

企业代码	企业名称	09VS08	10VS09	16VS15	17VS16
600148.SH	长春一东	3.11	9.74	3.81	-1.53
002448.SZ	中原内配	6.56	3.86	1.01	3.94
600660.SH	福耀玻璃	10.73	-1.63	0.64	-0.30
000581.SZ	威孚高科	0.87	8.14	0.50	1.06
300258.SZ	精锻科技	5.75	2.19	1.53	0.48
600741.SH	华域汽车	5.55	-0.26	0.35	-0.19
002048.SZ	宁波华翔	3.33	1.25	3.43	-0.36
000338.SZ	潍柴动力	4.15	0.24	-0.38	-0.79
600742.SH	一汽富维	0.78	3.52	0.62	0.11
601311.SH	骆驼股份	3.46	0.25	2.04	-2.21
002126.SZ	银轮股份	5.99	-2.76	2.09	-2.68
601799.SH	星宇股份	-0.30	2.44	-2.48	0.59
000678.SZ	襄阳轴承	2.34	-0.53	2.79	0.58
002662.SZ	京威股份	3.22	-1.85	-0.39	-1.95
002434.SZ	万里扬	4.22	-2.93	-4.73	-0.82

企业代码	企业名称	09VS08	10VS09	16VS15	17VS16
002472.SZ	双环传动	2.34	-1.09	-2.64	0.26
000559.SZ	万向钱潮	1.15	-0.45	0.70	-1.28
600933.SH	爱柯迪	/	/	-0.59	-2.28
601689.SH	拓普集团	/	/	2.43	-2.21
603179.SH	新泉股份	/	/	-0.96	0.01
603788.SH	宁波高发	/	/	2.01	1.41
002454.SZ	松芝股份	-0.30	-0.40	-4.42	3.19
300100.SZ	双林股份	-3.71	2.27	1.08	-3.92
002239.SZ	奥特佳	1.80	-4.08	-1.72	-2.09
600699.SH	均胜电子	1.81	-6.59	-2.80	-2.46

资料来源: wind、长城证券研究所

**表 8: 行业及主要零部件企业归母净利润同比增速**

企业代码	企业名称	2009	2010	2016	2017
850921	SW 汽车零部件	91%	74%	28%	28%
600148.SH	长春一东	155%	155%	988%	48%
002448.SZ	中原内配	57%	57%	11%	30%
600660.SH	福耀玻璃	60%	60%	21%	0%
000581.SZ	威孚高科	199%	199%	10%	54%
300258.SZ	精锻科技	52%	52%	36%	31%
600741.SH	华域汽车	64%	64%	16%	8%
002048.SZ	宁波华翔	17%	17%	345%	12%
000338.SZ	潍柴动力	99%	99%	73%	179%
600742.SH	一汽富维	61%	61%	1%	9%
601311.SH	骆驼股份	51%	51%	-15%	-6%
002126.SZ	银轮股份	142%	142%	28%	21%
601799.SH	星宇股份	73%	73%	19%	34%
000678.SZ	襄阳轴承	76%	76%	115%	-1%
002662.SZ	京威股份	60%	60%	40%	-50%
002434.SZ	万里扬	9%	9%	48%	106%
002472.SZ	双环传动	86%	86%	36%	31%
000559.SZ	万向钱潮	60%	60%	7%	6%
600933.SH	爱柯迪	/	/	39%	-4%
601689.SH	拓普集团	/	/	51%	20%
603179.SH	新泉股份	/	/	116%	120%
603788.SH	宁波高发	/	/	40%	48%
002454.SZ	松芝股份	51%	51%	-25%	56%
300100.SZ	双林股份	101%	101%	34%	-44%
002239.SZ	奥特佳	-64%	-64%	100%	-18%
600699.SH	均胜电子	132%	132%	13%	-13%

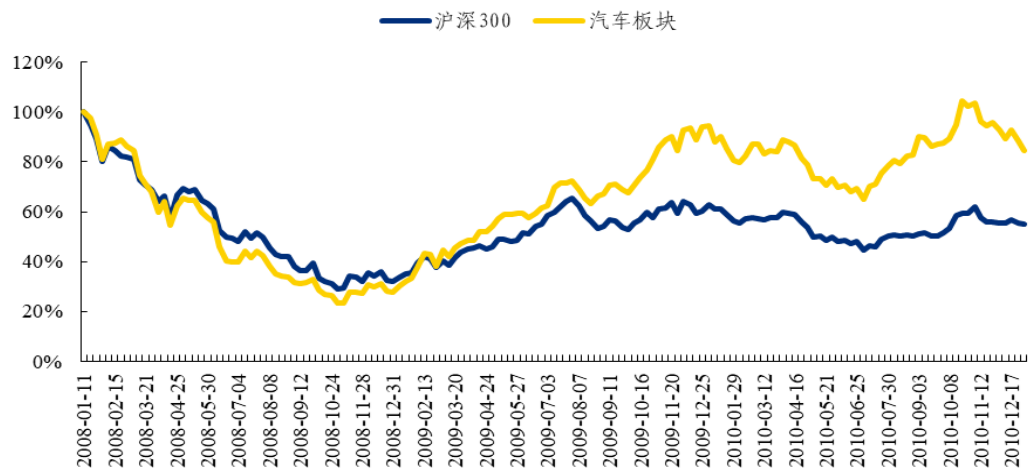
资料来源: wind、长城证券研究所

## 4. 刺激政策对估值的影响

### 4.1 刺激政策对板块行情和估值的影响

09 年刺激政策之后，汽车板块走势强劲，申万汽车指数相较于沪深 300 指数超额收益明显，并呈逐渐扩大趋势，2009 年 1 月 14 日-2009 年 12 月 31 日超额收益为 113%，2010 年政策延续期汽车板块走势一般，全年超额收益为 2%。

图 15：第一次刺激政策前后沪深 300 指数及汽车板块行情



资料来源：wind、长城证券研究所

15 年 10 月刺激政策之后，汽车板块走势较沪深 300 指数较强，2015 年 9 月 29 日-2016 年 12 月 31 日超额收益为 18%，2017 年政策延续期汽车板块走弱，全年超额收益为-22%。

图 16：第二次刺激政策前后沪深 300 指数及汽车板块行情



资料来源：wind、长城证券研究所

两次政策出台后一年内汽车板块较沪深 300 指数均取得不错的超额收益，第一次是呈现逐步扩大的趋势，第二次是震荡扩大的趋势，但是在政策延续期超额收益均大幅收窄，而且第二次刺激政策的第二年超额收益显著为负。两次政策出台前，汽车板块也会获得一定的超额收益。

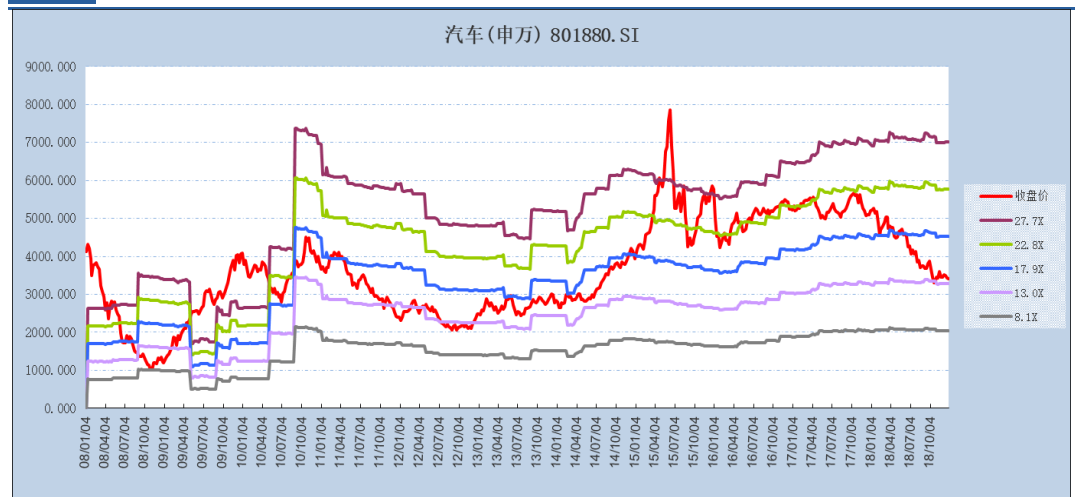
表 9：政策出台前后多区间超额收益统计

	时间区间	第一次刺激政策 超额收益	第二次刺激政策 超额收益
政策公布前	一年	-3.6%	-12.6%
	半年	6.9%	5.0%
	一季度	12.6%	-2.3%
	一个月	6.0%	0.4%
	一周	4.1%	1.5%
政策公布后	一周	0.8%	0.7%
	一个月	15.1%	4.0%
	一季度	27.9%	12.6%
	半年	44.2%	8.7%
	一年	95.6%	14.2%
	第二年（政策延续期）	2.0%	-22.3%

资料来源：wind、长城证券研究所

两次刺激政策期间，汽车板块估值上升明显，09 年刺激政策期间，汽车板块估值从 11 倍左右上升至最高 40 倍左右，后回落至 15 倍左右，15 年 10 月刺激政策期间，汽车板块估值从 21 倍左右上升至高点 28 倍左右，后重回 21 倍左右。

图 17：汽车板块 PE-Band

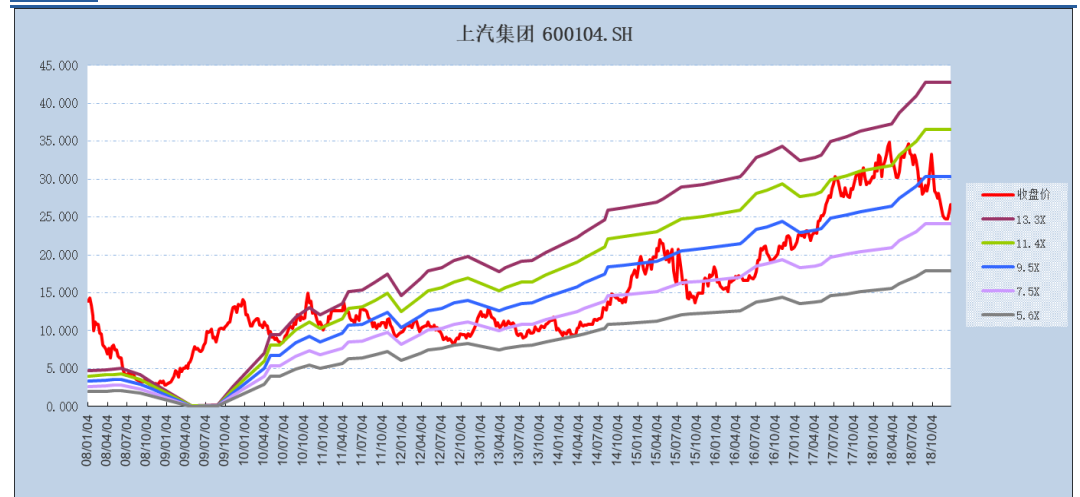


资料来源：wind、长城证券研究所

## 4.2 上汽集团、吉利汽车行情及估值

上汽集团两次政策期间分别受合资企业和自主品牌的车型周期影响，市场份额、归母净利润均上升，股价整体呈上升通道，估值提升明显。第一次政策期间，公司估值从09年初的13倍左右上升至09年底的71倍左右，10年底回落到11倍左右。第二次政策期间，公司估值从15年9月的6倍左右上升至17年底的11倍左右。

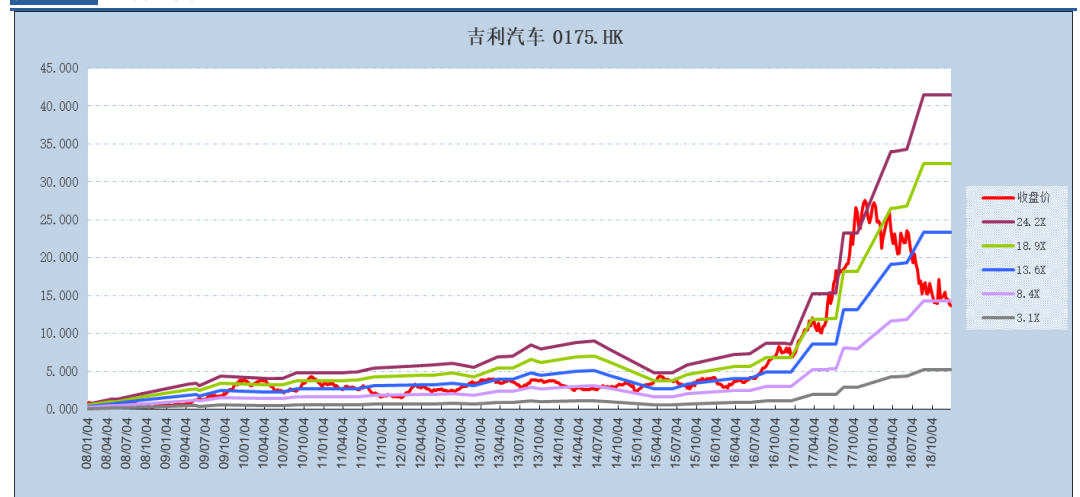
图 18: 上汽集团 PE-Band



资料来源: wind、长城证券研究所

吉利汽车第一次政策期间市场份额稍降，利润增长弱于乘用车整体水平，但是估值依然随整体汽车板块上升，从09年初的6倍左右上升至10年底的16倍左右，第二次政策期间叠加产品周期，估值提升明显，从15年9月的13倍左右上升至17年底的28倍左右。

图 19: 吉利汽车 PE-Band



资料来源: wind、长城证券研究所



## 5. 投资建议

2019年1月8日，国家发改委表示今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，将支持居民合理消费、绿色消费、升级消费。汽车已经从城市进入乡村，现在也在考虑制定相关政策鼓励农民的消费。我们认为此轮刺激的重点在于绿色消费和升级消费。目前国内整车企业中头部企业在电动车领域布局完善、技术储备充足，而且产品结构合理，产品品质领先，预计将在本轮政策期间攫取更多的市场份额，推荐上汽集团、广汽集团、吉利汽车和比亚迪。此外，发改委考虑制定相关政策鼓励农民的消费，长城汽车作为国内自主品牌的领先者，产品性价比和产品力均较高，近些年通过高端品牌 WEY，品牌溢价也得到一定提升，而江淮汽车在电动车方面技术储备较强，与大众在新能源汽车上面的合作将促进江淮自主新能源技术的提升，建议关注长城汽车和江淮汽车。

## 6. 风险提示

政策推广不及预期，汽车市场低迷，中美贸易摩擦的影响。

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>