

汽车行业

如何看待当下汽车政策：不会简单照搬历史，温和政策更合时宜

● 事件：工信部表示老旧车型淘汰加快，应乐观看待 19 年汽车产销

根据新华网报道，1月16日国务院举行新闻发布会，工信部副部长辛国斌表示，应该对19年的汽车产销形势乐观看待，汽车保有量达到一定规模后，持续快速增长不现实，但也不至于大起大落，未来三四线城市的需求还会不断释放，随着新的环保标准的实施，一些老旧车型的淘汰还会加快。

● 与广覆盖的强刺激政策相比，温和的促进汽车消费政策或更合时宜

我们认为，目前出台大规模、广覆盖的强刺激政策并不是最佳选择：1) 强刺激政策没有出台的必要性：根据终端实销数据，2018年乘用车终端销量同比下滑8.5%，恰恰是15年9月-17年12月小排量乘用车购置税优惠政策透支了需求所致，而18年终端销量增速逐季度下降，主要是基数不正常导致，18年4季度乘用车终端环比没有中美贸易战等因素影响的18年1季度终端销量没有恶化的迹象；2) 强刺激政策不一定有效：本轮小排量乘用车购置税优惠经历了2年零3个月，如果新一轮刺激政策间隔时间过短，稳增长效果将大打折扣；3) 普适性的强刺激政策带来每年数百亿元补贴的财政压力，增量却不大。

当然，为了应对或有的内外部风险，促进汽车消费的温和政策储备也有必要，一方面它对财政施压较小，另一方面仍可起到兜底的效果。温和性促进汽车消费的政策选择上，环保或是重要抓手：根据环保部统计，截至16年底，国二及以下排放车型保有量超过2300万辆，规模上已接近汽车年销量水平，这部分车辆购买时间超过了十年，如果通过环保限行的策略加速更新，有望在经济增长与能源、排放压力中取得较好的平衡。我们估计，类似针对低排放标准汽车限行的政策未来或根据实际需要择机加速推出。

● 19年乘用车终端需求不依赖政策，依然有望迎来显著复苏

由于透支还债影响的逻辑是短期影响大、长期没有影响，2019年乘用车终端销量在不依靠外部政策的背景下，参考09-12年汽车政策周期，我们认为自身也蕴含着复苏的可能，我们估计19年乘用车终端增速或达5%-10%，18年4季度有望成为本轮政策周期终端销量增速的低点。当然，19年批发销量可能仍是负增长，主要是去库存所致，我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点最快可能是19年2、3季度，届时有望迎来需求周期、库存周期和估值的三因子共振。

● 投资建议

我们认为，盈利能力稳定、估值有折价的公司具有较好的配置价值。关税调整、汽车合资企业股比放开中长期或对乘用车企业有一定影响，但影响可控，长远看中资、外资合作共赢的基础没有改变，放开有助于创新和加速行业洗牌，乘用车板块我们推荐华域汽车、上汽集团、广汽集团(A、H股)。

● 风险提示

宏观经济增速不及预期；汽车终端低于预期；政策推进不符预期。

行业评级

买入

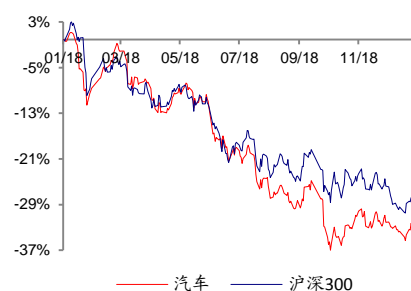
前次评级

买入

报告日期

2019-01-18

相对市场表现



分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

唐哲



SAC 执证号：S0260516090003



SFC CE No. BMV323



021-60750621



tangzhe@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、刘智琪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

汽车行业：从环保措施看 18 2017-11-20
 年汽车行业政策思路与空间

联系人：

李爽 021-60750604

zlishuang@gf.com.cn

事件：工信部表示老旧车型淘汰加快，应乐观看待 19 年汽车产销

根据新华网报道，1月16日国务院举行新闻发布会，工信部副部长辛国斌表示，应该对19年的汽车产销形势乐观看待，汽车保有量达到一定规模后，持续快速增长不现实，但也不至于大起大落，未来三四线城市的需求还会不断释放，随着新的环保标准的实施，一些老旧车型的淘汰还会加快。

与广覆盖的强刺激政策相比，温和的促进汽车消费政策或更合时宜

我们认为，目前出台大规模、广覆盖的强刺激政策并不是最佳选择：1) 强刺激政策没有出台的必要性：根据终端实销数据，2018年乘用车终端销量同比下滑8.5%，恰恰是15年9月-17年12月小排量乘用车购置税优惠政策透支了需求所致，而18年终端销量增速逐季度下降，主要是基数不正常导致，18年4季度乘用车终端环比没有中美贸易战等因素影响的18年1季度终端销量没有恶化的迹象；2) 强刺激政策不一定有效：本轮小排量乘用车购置税优惠经历了2年零3个月，如果新一轮刺激政策间隔时间过短，稳增长效果将大打折扣；3) 普适性的强刺激政策带来每年数百亿元补贴的财政压力，增量却不大。

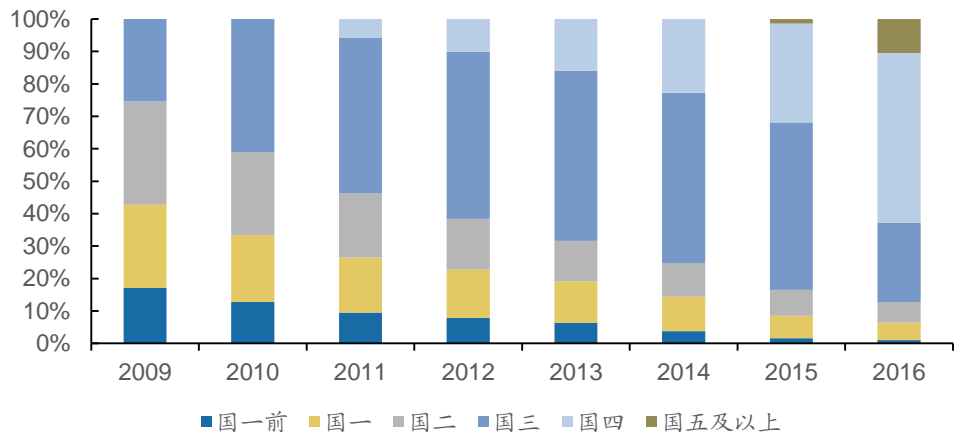
表 1：06-18 年狭义乘用车 4 季度终端数据相比 1 季度情况

年份	Q1 终端/万台	Q4 终端/万台	Q4 较 Q1	非正常年份情况说明
2006	94.6	95.6	1.1%	相对正常的年份
2007	119.7	112.3	-6.1%	相对正常的年份
2008	145.2	117.6	-19.0%	下半年受金融危机影响
2009	170.9	242.8	42.1%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2010	220.1	323.4	46.9%	刺激政策退出，年末透支次年需求
2011	247.6	274.2	10.8%	与本轮有点类似
2012	304.2	327.1	7.5%	
2013	362.0	375.3	3.7%	相对正常的年份
2014	409.1	417.0	1.9%	相对正常的年份
2015	483.4	605.9	25.3%	购置税优惠刺激政策 10 月起实施
2016	523.2	751.9	43.7%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2017	461.5	765.8	66.0%	刺激政策退出，年末透支次年需求
2018	526.5	602.6	14.5%	
06-07、13-14 平均			0.5%	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

当然，为了应对或有的内外部风险，促进汽车消费的温和政策储备也有必要，一方面它对财政施压较小，另一方面仍可起到兜底的效果。温和性促进汽车消费的政策选择上，环保或是重要抓手：根据环保部统计，截至16年底，国二及以下排放车型保有量超过2300万辆，规模上已接近汽车年销量水平，这部分车辆购买时间超过了十年，如果通过环保限行的策略加速更新，有望在经济增长与能源、排放压力中取得较好的平衡。我们估计，类似针对低排放标准汽车限行的政策未来或根据实际需要择机加速推出。

图1：我国汽车保有量中分排放标准车型占比



数据来源：环保部、广发证券发展研究中心

19 年乘用车终端需求不依赖政策，依然有望迎来显著复苏

由于透支还债影响的逻辑是短期影响大、长期没有影响，2019年乘用车终端销量在不依靠外部政策的背景下，参考09-12年汽车政策周期，我们认为自身也蕴含着复苏的可能，我们估计19年乘用车终端增速或达5%-10%，18年4季度有望成为本轮政策周期终端销量增速的低点。当然，19年批发销量可能仍是负增长，主要是去库存所致，我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点最快可能是19年2、3季度，届时有望迎来需求周期、库存周期和估值的三因子共振。

投资建议

我们认为，盈利能力稳定、估值有折价的公司具有较好的配置价值。关税调整、汽车合资企业股比放开中长期或对乘用车企业有一定影响，但影响可控，长远看中资、外资合作共赢的基础没有改变，放开有助于创新和加速行业洗牌，乘用车

板块我们推荐华域汽车、上汽集团、广汽集团（A、H股）。

风险提示

宏观经济增速不及预期；汽车终端低于预期；政策推进不符预期。

广发汽车行业研究小组

- 张 乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5 年半汽车产业工作经历，8 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名，金牛奖评比中多次上榜和入围；2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：资深分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，4 年卖方研究经验，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐 哲**：资深分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽**：联系人，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。