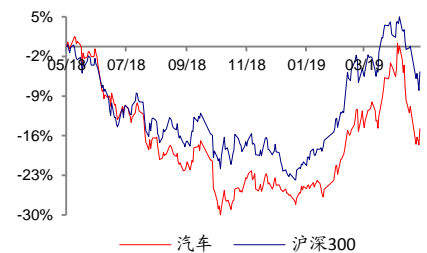


汽车行业

国六实施渐近加速库存调整，静待终端回暖苦尽甘来

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-14

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:一文读懂国六排放标准实施时间及区域 2018-12-19
- 汽车行业:国六执行时间表全落地，排气后处理系统迎广阔空间 2018-07-24

联系人: 李爽 021-60750604
fzlishuang@gf.com.cn

● 全国范围内国六排放标准实施时间

由生态环境部，我国第六阶段机动车污染物排放标准实施时间为：1) 轻型汽车自 20 年 7 月 1 日起要符合 6a 限值要求，自 23 年 7 月 1 日起要符合 6b 限值要求；2) 重型汽车中的燃气车辆、城市车辆、所有车辆分别自 19 年 7 月 1 日、20 年 7 月 1 日、21 年 7 月 1 日起符合 6a 标准，燃气车辆、所有车辆分别于 21 年 1 月 1 日、23 年 7 月 1 日起符合 6b 标准。

● 国六提前实施地区及体量测算

18 年 7 月份，国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，该文件明确指出：19 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。根据我们的统计，在国务院发布该文后，截至 19 年 5 月 13 日，共有 15 个省及直辖市相继出台了国六提前实施的文件，除深圳、北京、河南、安徽对部分重型车、柴油车有要求外，大部分针对轻型汽车。我们对这部分地区 18 年的乘用车终端销量进行了统计：2018 年，这部分地区乘用车终端销量约 1470 万辆，约占全国 18 年乘用车终端销量的 68.7%。

● 国六实施渐近加速去库存和库存结构调整，静待终端回暖苦尽甘来

根据中汽协及终端数据，18 年我国乘用车渠道库存累计增加 153.5 万，19 年以来乘用车行业在主动进行库存调整，今年 1-4 月我国乘用车产量累计下滑 13.6%，其中 4 月份产量同比下滑 17.0%。由于之前库存以国五为主，国六提前实施日期渐近，将加速行业国五库存车的去化。

值得注意的是政策预期对终端需求干扰比较明显。一方面，参考 09-12 年汽车行业政策周期，19 年随着需求透支的影响减小，即使不依靠刺激政策终端需求也有望复苏，18 年 Q4 较 18 年 Q1 及 19 年 1 月的同比已经验证；另一方面，年初以来促进汽车消费政策出台预期和国五降价带来的观望影响了短期的需求，但国五车的促销有相对明确的退出时间，6 月底之前观望有望转为实际购买。我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能在 2、3 季度，届时有望迎来需求周期、库存周期和估值的共振。

● 投资建议

乘用车板块我们推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团 (A/H)；汽车服务板块建议关注汽车检测机构中国汽研；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力 (A/H) 及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科 (A/B)；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头万里扬，下游客户取得重大突破，19 年有望迎基本面拐点；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕 ROE 上升逻辑作调整的福田汽车。

● 风险提示

宏观经济不及预期；汽车终端需求恢复及国六政策推进低于预期。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	CNY	25.52	2019/4/30	买入	33.9	3.08	3.27	8.27	7.80	6.45	4.75	13.7	12.7
华域汽车	600741.SH	CNY	21.00	2019/4/27	买入	27.4	2.28	2.42	9.19	8.67	3.45	2.27	15.2	14.9
广汽集团	601238.SH	CNY	11.67	2019/4/30	买入	13.8	1.15	1.27	10.11	9.19	14.77	10.76	13.4	12.9
中国汽研	601965.SH	CNY	7.21	2019/4/28	买入	11.3	0.49	0.58	14.72	12.44	9.89	8.23	9.6	10.2
中国重汽	000951.SZ	CNY	19.19	2019/4/26	买入	27.2	1.81	2.37	10.59	8.08	6.04	4.49	16.3	17.5
威孚高科	000581.SZ	CNY	19.29	2019/4/29	买入	34.1	2.27	2.35	8.50	8.22	16.55	14.73	13.5	13.2
潍柴动力	000338.SZ	CNY	11.93	2019/4/29	买入	18.2	1.21	1.33	9.89	8.96	3.61	2.94	21	20.8
万里扬	002434.SZ	CNY	6.78	2019/4/3	买入	9.5	0.38	0.56	17.86	12.11	13.27	9.18	7.3	9.8
福田汽车	600166.SH	CNY	2.54	2019/4/28	增持	3.11	0.03	0.06	80.94	45.59	36.50	33.78	1.3	2.3
广汽集团	02238.HK	HKD	7.91	2019/4/30	买入	12.1	1.15	1.27	6.01	5.46	5.23	2.68	13.4	12.9
潍柴动力	02338.HK	HKD	12.74	2019/4/29	买入	21.0	1.21	1.33	9.25	8.39	3.34	2.70	21	20.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 广汽集团港股、潍柴动力港股合理价值单位为港币。




目录索引

全国范围内国六排放标准实施时间	4
国六提前实施地区及体量测算	4
国六实施渐近加速去库存和库存结构调整，静待终端回暖苦尽甘来.....	7
投资建议	7
风险提示	7

全国范围内国六排放标准实施时间

根据生态环境部《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》、《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，我国第六阶段机动车污染物排放标准采用分步实施的方式：1）对于轻型汽车，自20年7月1日起要符合6a限值要求，自23年7月1日起要符合6b限值要求；2）重型汽车中的燃气车辆、城市车辆、所有车辆分别自19年7月1日、20年7月1日、21年7月1日起符合6a标准，燃气车辆、所有车辆分别于21年1月1日、23年7月1日起符合6b标准。近年来我国各阶段排放法规实施时间总结如下：

图 1：2011 年来各阶段排放法规实施时间表

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
 轻型汽油车	国四 2011.7.1				国五 2017.1.1				国六a：2020.7.1 国六b：2023.7.1				
 轻型柴油车	国三 2008.7.1 (M类) 2009.7.1 (N类)		国四 2013.7.1				国五 2018.1.1				国六a：2020.7.1 国六b：2023.7.1		
 重型柴油车	国三 2008.7.1				国四 2015.1.1			国五 2017.7.1		国六a：燃气19.7、城市20.7、全部21.7 国六b：燃气21.1、全部23.7			

数据来源：机动车环保网、工信部、广发证券发展研究中心

国六提前实施地区及体量测算

18年7月份，国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，该文件明确指出：19年7月1日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。

其中，重点区域指的是京津冀及周边地区、长三角地区和汾渭平原。所以，《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出的国六提前实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原、珠三角地区、成渝地区，具体如下：

1) 京津冀及周边地区：北京市，天津市，河北省石家庄、唐山、邯郸、邢台、保定、沧州、廊坊、衡水市以及雄安新区，山西省太原、阳泉、长治、晋城市，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市等；**2) 长三角地区：**上海市、江苏省、浙江省、安徽省；**3) 汾渭平原：**山西省晋中、运城、临汾、吕梁市，河南省洛阳、三门峡市，陕西省西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南市以及杨凌示范区等；**4) 珠三角地区：**由珠江沿岸广州、深圳、佛山、珠海、东莞、中山、惠州、江门、肇庆9个城市组成的区域；**5) 成渝地区：**四川成都和重庆以及之间地区，一般指重庆及四川成都、绵阳、德阳、眉山、乐山、雅安、资阳、内江、自贡、宜宾、泸州、遂宁、南充、广安、达州15个市。

图 2: 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中国六排放标准提前实施区域涉及省市



数据来源:《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、广发证券发展研究中心

根据我们的统计,在国务院发布该文件后,截至19年5月13日,共有15个省及直辖市相继出台了国六提前实施的文件,除深圳、北京、河南、安徽对部分重型车、柴油车有要求外,大部分针对轻型汽车。我们对这部分地区18年的乘用车终端销量进行了统计:2018年,这部分地区乘用车终端销量约1470万辆,约占全国18年乘用车终端销量的68.7%。

表 1: 地方政府国六提前实施相关文件及规定

省	市	实施日期	标准	车型	文件类型	发布时间	文件
广东	广州	19.07.01	国六*	轻型汽车	正式稿	18.11.09	《广州市提前执行轻型汽车国六排放标准工作方案》(后延期)
	深圳	18.11.01	国六*	轻型压燃式发动机汽车	正式稿	18.10.16	《深圳市人居环境委员会 深圳市公安局交通警察局关于轻型汽车执行第六阶段国家机动车大气污染物排放标准的通告》及补充通知(延期)
		19.07.01	国六*	轻型点燃式发动机汽车		18.12.24	
	其它地区	19.07.01	国六*	轻型汽车	征求意见稿	18.08.14	广东省环境保护厅关于征求《广东省提前实施机动车国六排放标准方案(征求意见稿)》意见的函
北京		19.07.01	国六 b	重型燃气车、公交和环卫行业重型柴油车	正式稿	18.09.14	北京市人民政府关于印发《北京市打赢蓝天保卫战三年行动计划》的通知
		20.01.01	国六 b	轻型汽油车和其余行业重型柴油车			
上海		19.07.01	国六 b*	轻型汽车	正式稿	19.04.19	《上海市人民政府关于本市轻型汽车实施第六阶段国家机动车大气污染物排放标准的通告》

省	市	实施日期	标准	车型	文件类型	发布时间	文件
海南	全省	19.07.01	国六	轻型汽车	正式稿	18.12.30	《海南省人民政府办公厅关于轻型汽车执行国家第六阶段机动车排放标准的通告》
天津		19.07.01	国六*	轻型汽车	正式稿	19.01.22	《关于实施第六阶段国家轻型汽车大气污染物排放标准的通告》
山东	全省	19.07.01	国六 a	轻型汽车	正式稿	19.01.22	《山东省生态环境厅等 4 部门关于山东省实施国家第六阶段机动车排放标准的通告》
		23.07.01	国六 b				
河南	全省	19.07.01	国六 a	销售和注册登记的轻型汽车	正式稿	19.04.26	《河南省实施国家第六阶段机动车排放标准的公告》
				生产、进口、销售和注册登记的 重型燃气车			
				销售和注册登记的 公交、邮政、环卫等城 市用途重型柴油车			
		20.07.01	国六 a	生产、进口的 公交、邮政、 环卫等城市用 途重型柴油车			
		21.07.01	国六 a	全部重型柴油 车			
浙江	全省	19.07.01	国六	机动车		19.04.22	《关于做好国五国六排放标准切换工作的通知》
	杭州	19.07.01	国六	机动车		18.11.28	《杭州市打赢蓝天保卫战行动计划》
河北	全省	19.07.01	国六	机动车		19.03.11	《2019 年全省生态环境保护工作要点》
江苏	全省	19.07.01	国六	机动车		18.09.30	《省政府关于印发江苏省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案的通知》
山西	8 市	19.07.01	国六	机动车		18.07.29	《山西省人民政府关于印发山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》
四川	全省	19.07.01	国六	机动车		19.01.12	《四川省打赢蓝天保卫战实施方案》
重庆		19.07.01	国六	机动车		18.09.29	《重庆市贯彻国务院打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》
安徽	全省	19.07.01	国六	机动车		18.09.27	《安徽省人民政府关于印发安徽省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案的通知》
		19.07.01	国六*	严格实施重型		19.02.22	《安徽省柴油货车污染防治攻坚战实

省	市	实施日期	标准	车型	文件类型	发布时间	文件
				柴油车燃料消耗量限值标准			施方案》
陕西	全省	19.07.01	国六	机动车		19.04.03	《陕西省人民政府办公厅关于印发四大保卫战 2019 年工作方案的通

数据来源：机动车环保网、各地政府网站及生态环境厅、广发证券发展研究中心；国六*、国六 b*指 I 型试验需符合 6b 限值要求

国六实施渐近加速去库存和库存结构调整，静待终端回暖苦尽甘来

根据中汽协及终端数据，18年我国乘用车渠道库存累计增加153.5万，19年以来乘用车行业在主动进行库存调整，今年1-4月我国乘用车产量累计下滑13.6%，其中4月份产量同比下滑17.0%。由于之前库存以国五为主，国六提前实施日期渐近，将加速行业国五库存车的去化。

值得注意的是政策预期对终端需求干扰比较明显。一方面，参考09-12年汽车行业政策周期，19年随着需求透支的影响减小，即使不依靠刺激政策终端需求也有望复苏，18年Q4较18年Q1及19年1月的同比已经验证；另一方面，年初以来促进汽车消费政策出台预期和国五降价带来的观望影响了短期的需求，但国五车的促销有相对明确的退出时间，6月底之前观望有望转为实际购买。我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能在2、3季度，届时有望迎来需求周期、库存周期和估值的共振。

投资建议

乘用车板块我们推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）；汽车服务板块建议关注汽车检测机构中国汽研；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科（A/B）；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头万里扬，下游客户取得重大突破，19年有望迎基本面拐点；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕ROE上升逻辑作调整的福田汽车。

风险提示

宏观经济不及预期；汽车终端需求恢复及国六政策推进低于预期。

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，9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**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 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；水晶球 2018 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；水晶球 2018 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，水晶球 2018 年第一名，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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。