

# 国六加速大鱼吃小鱼

## ——排放升级专题报告三之乘用车

✉ : 黄细里 执业证书编号: S1230518050001  
☎ : 021-80106011  
✉ : huangxili@stocke.com.cn

### 行业评级

汽车整车 看好

### 报告导读

11省/城2019/7/1实施国六，自主准备显著不足合资，成本难以转移。

### 投资要点

#### □ 国六是史上最严格排放标准

排放升级是经济发展与改善环境之间的平衡问题。日本虽晚于美国但实施进度更快。中国起初参照欧洲标准，后期融合美日标准，一直快速追赶日美欧进度。本次国六标准要求极其严格，不亚于海外：1) 测试循环从欧洲循环变为世界统一循环。2) 限值加严程度极其大。轻型汽车国六阶段NO<sub>x</sub>加严42%。轻型汽车国六a对PM限值范围扩大所有汽油车，国六b阶段加严33%

#### □ 地方政府积极推进国六实施

目前已有11个省份/城市确定轻型汽车2019年7月1日实施国六。2018年6月国务院出台蓝天保卫战政策，要求京津冀/长三角/珠三角/川渝等重点区域（覆盖全国50%+销量占比）提前至2019年7月实施国六（提前1年）。据不完全统计，截止目前有11个省份/城市明确了2019年7月1日轻型汽车实施国六（7个国六b，4个国六a），北京2020年1月1日开始实施轻型汽车国六b，还有5个省份提出2019年7月1日开始实施国六但没有明确具体车型。

#### □ 国六自主准备显著不足于合资

提前一年打乱了车企节奏，一线自主准备慢于合资1-2个季度，尾部自主或面临无车可卖的困境。1) 国六新车公告维度：一线自主比合资晚1-2个季度，尾部自主比一线自主又晚1-2个季度，而且不少自主品牌因自身实力有限，只能减少车型型号。2) 国六新车上市维度：合资最早2018Q3已上（日系），2018Q4-2019Q1集中上，一线自主2019Q2开始上，集中上预计2019Q3，尾部自主预计2019Q3-Q4陆续上。3) 国六新车销量维度：截止2019年4月新车销量中25%满足国六，其中合资品牌占比达到96%，销量排名前十车企中无一个自主品牌，【东风日产】+【华晨宝马】国六推进最为积极，两家占比达50%。

#### □ 国六上升的成本难以转移给消费者

国六带来单车成本上升2000-2500元：GPF约1000-1500元，GDI升级/TWC催化剂升级/EGR约1000元。东风日产和华晨宝马（国六车型上市已经半年以上）案例分析表明，成本难以转移给消费者：1) 华晨宝马策略是国六上市国五的就退市不重叠销售。但国六车型实际成交价却一路走低，且远低于国五停售之前的价格。2) 东风日产的策略是同一款车型国五与国六重叠销售一段时间，实际成交价起初半年国六更高，但后期依然低于国五停售前价格。

#### □ 国六投资：下游利好合资，上游利好检测

国六提前实施是本轮乘用车景气触底复苏阶段的重要干扰因素，或兴起供给侧改革，加速大鱼吃小鱼的进度。1) 下游端：看好未来三年市占率有望提升的合资品牌【日系+大众+福特】及其产业链，推荐【星宇股份+广汽集团+江铃汽车+长安汽车】。2) 上游端：看好受益国六检测量价齐升的【中国汽研】。

风险提示：迫于车企/经销商压力过大，地方政府推迟国六实施和执行进度。

### 相关报告

- 1《汽油车排放升级专题报告：深度解读国六提前实施带来的影响》2018.10.20
- 2《柴油车排放升级专题报告：战略布局国六，“万润股份”最受益》2018.11.2

报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

## 正文目录

1. 国六是史上最严格排放标准 .....	3
2. 地方政府积极推进国六实施 .....	4
3. 国六自主准备显著不足于合资 .....	4
4. 国六上升的成本难以转移给消费者 .....	6
5. 国六投资：下游利好合资，上游利好检测.....	7
6. 风险提示.....	7

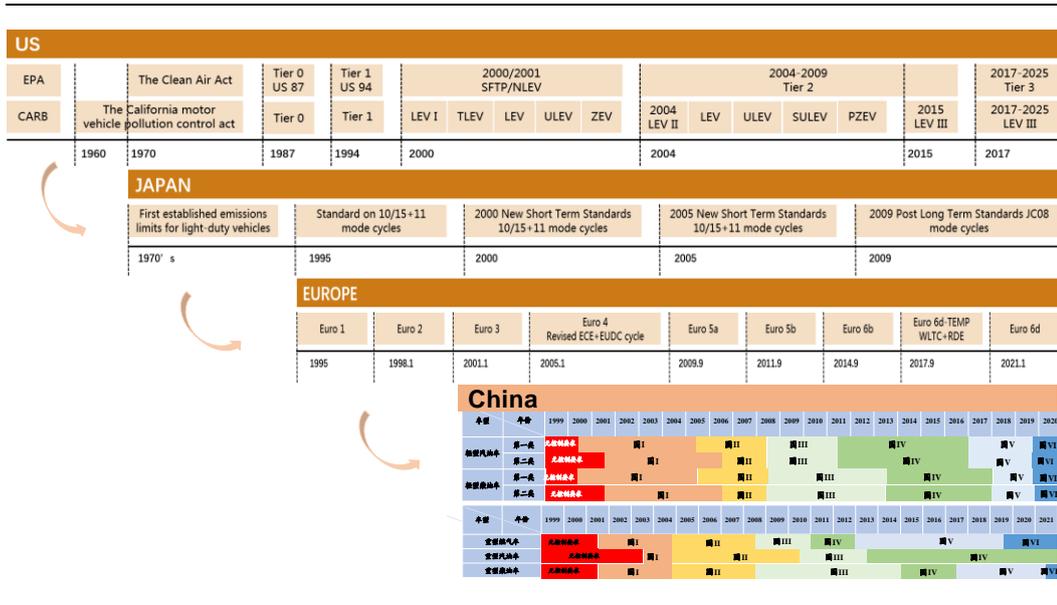
## 图表目录

图 1: 美国-日本-欧洲-中国各国排放升级时间表 .....	3
图 2: 第一类轻型汽油车 I 型试验 CO 和 HC 限值变化 .....	3
图 3: 第一类轻型汽油车段 I 型试验 NO <sub>x</sub> 和颗粒物限值变化 .....	3
图 4: 主要合资和自主品牌车企国六新车公告申报时间表 .....	4
图 5: 2018Q3-2019Q2 各个系列国六新车上市节奏 .....	5
图 6: 自主品牌目前已经上国六车型数量分布情况 .....	5
图 7: 传统车中国六车型占比持续上升至 25% .....	5
图 8: 累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十省份 .....	5
图 9: 截止 2019 年 4 月国六新车销售合资主导 .....	6
图 10: 累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十企业 .....	6
图 11: 宝马 3 系 L 国六版上来后成交价持续走低 .....	6
图 12: 日产轩逸国六版上市以后成交价稳步走低 .....	6
表 1: 目前已有 11 个省份/城市确定 2019 年 7 月 1 日开始实施国六标准.....	4

# 1. 国六是史上最严格排放标准

中国排放升级开始时间晚于海外，但升级速度最快。纵观全球排放升级历史：1) 时间维度，美国（1960s）-日本（1970s）-欧洲（1995年）-中国（2000年），开始早晚与经济发展水平直接相关。2) 排放升级本质上是一国经济发展与改善环境之间的平衡问题。日本虽晚于美国但实施进度更快。中国起初参照欧洲标准，后期融合美日标准，一直快速追赶日美欧进度。

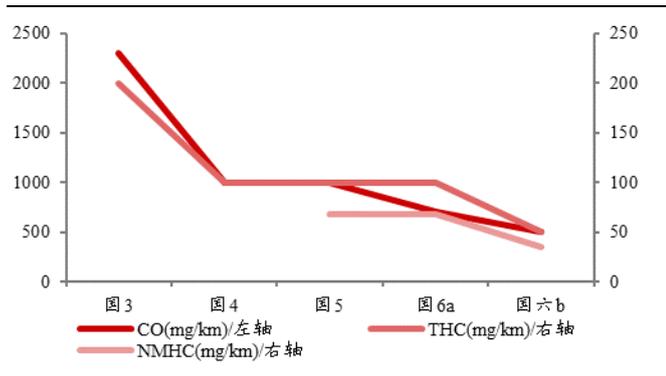
图 1：美国-日本-欧洲-中国各国排放升级时间表



资料来源：各国政府官网，浙商证券研究所

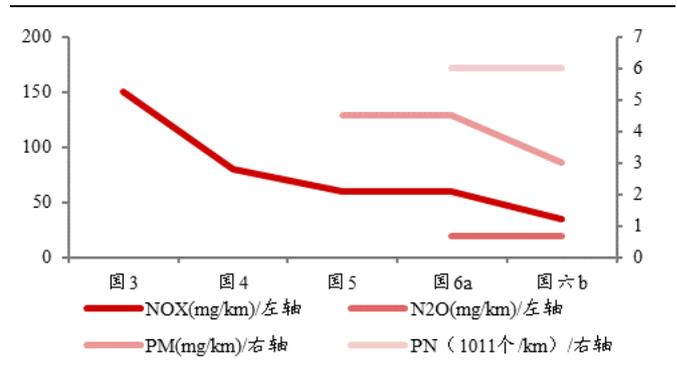
中国的国六标准要求极其严格，不亚于海外，体现在：1) 测试循环从欧洲循环变为世界统一循环，加大满足限值的难度。轻型汽车从NEDC循环变为WLTC循环。2) 限值加严程度极大。轻型汽车国六六阶段NOx加严42%。轻型汽车国六a对PM限值范围扩大所有汽油车，国六b阶段加严33%。

图 2：第一类轻型汽油车 | 型试验 CO 和 HC 限值变化



资料来源：生态环境部，浙商证券研究所

图 3：第一类轻型汽油车段 | 型试验 NOx 和颗粒物限值变化



资料来源：生态环境部，浙商证券研究所

## 2. 地方政府积极推进国六实施

目前已有 11 个省份/城市确定轻型汽车 2019 年 7 月 1 日实施国六。原定于 2020 年 7 月开始实施国六 a，因 2018 年 6 月国务院出台蓝天保卫战政策，要求京津冀/长三角/珠三角/川渝等重点区域（覆盖全国 50%+销量占比）提前至 2019 年 7 月实施国六（提前 1 年）。据不完全统计，截止目前已经 17 个省份/城市出台了相关国六实施政策，其中有 11 个省份/城市明确了 2019 年 7 月 1 日轻型汽车实施国六（其中 7 个直接国六 b，4 个国六 a），北京 2020 年 1 月 1 日开始实施轻型汽车国六 b，还有 5 个省份提出 2019 年 7 月 1 日开始实施国六但没有明确具体车型。

**表 1：目前已有 11 个省份/城市确定 2019 年 7 月 1 日开始实施国六标准**

	实施车型	实施标准	开始时间
北京	公交-环卫-重型柴油	国六 b	2019 年 7 月
	轻型汽车	国六 b	2020 年 1 月
天津			
山东			
河南			
上海	轻型汽车	国六 b	2019 年 7 月
深圳			
广州			
广东其他地区			
陕西重点区域			
江苏	轻型汽车	国六 a	2019 年 7 月
浙江			
海南			
四川			
重庆			
河北	未指定具体车型	国六	2019 年 7 月
山西			
安徽			

资料来源：各地方政府网站，浙商证券研究所

## 3. 国六自主准备显著慢于合资

提前一年打乱车企的准备节奏，核心自主准备慢于合资 1-2 个季度，尾部自主或面临无车可卖的困境。1) 国六新车公告维度：一线自主比合资晚 1-2 个季度，尾部自主比一线自主又晚 1-2 个季度，而且不少自主品牌因自身实力有限，只能减少车型型号。2) 国六新车上市维度：合资最早 2018Q3 已上（日系），2018Q4-2019Q1 集中上，一线自主 2019Q2 开始上，集中上预计 2019Q3，尾部自主预计 2019Q3-Q4 陆续上。3) 国六新车销量维度：截止 2019 年 4 月新车销量中 25% 满足国六，其中合资品牌占比达到 96%，销量排名前十车企中无一个自主品牌，【东风日产】+【华晨宝马】国六推进最为积极，两家占比达 50%。

- 国六新车公告公布节奏：合资领先核心自主 1-2 个季度，日系最积极。一线自主品牌比合资品牌晚 1-2 个季度，二三线自主品牌比一线自主品牌晚 1-2 个季度，而且不少自主品牌因自身实力有限，只能减少车型型号。

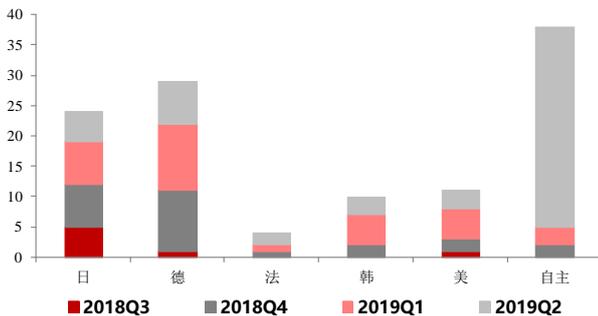
**图 4：主要合资和自主品牌车企国六新车公告申报时间表**

公司简称	2018年2月	2018年3月	2018年4月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月	2018年10月	2018年11月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月
	304	305	306	307	308	309	310	311	312	313	314	315	316	317	318	319
东风日产		6	5	36	11	6	8	8		3	6		5		4	1
上汽大众		1	1	1	2	15	7	6	4	3	14	5	4		12	5
上汽通用					2	2	4	1	7	1	12	1	12	4	6	10
北京现代								12	9	17		6	6		5	5
华晨宝马					15	12	9		6			9				2
东风悦达起亚									10	9	2	7	2		15	2
一汽-大众						2	15	5	4	3	8	2	1	1	2	3
长安福特					5	5			7		1		13		13	1
一汽丰田			10	3		3			1		2	4				12
东风本田				3	8	3				3			2		10	3
广汽丰田			6	8		1				1	3				12	0
北京奔驰	4				1	2	3		8				5		10	2
东风雷诺							4		7						4	0
广汽本田	1		3			2					3	11				0
上汽通用五菱										7	4	2	5	0	5	7
上汽乘用车					1				18				1	1	4	4
长城汽车										18	2		2	1		1
长安汽车							7	4	12	14	25	15	19	2	27	20
吉利汽车						2		2	7	23	7	5	19	1	19	27
比亚迪									2	1	5	7	2		15	10

资料来源：工信部，浙商证券研究所

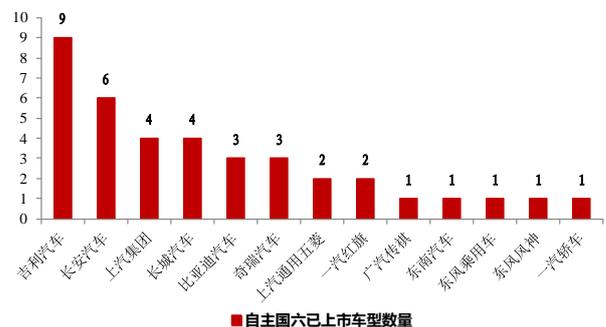
- 国六新车上市节奏统计：合资领先核心自主 1-2 个季度，日系最佳。**一款车型拿到了工信部新车目录公告后便可以准备生产上市。经过我们不完全统计发现：合资国六车型正式上市时间节奏整体依然是早自主 1-2 个季度。合资里面日系准备最早（尤其是东风日产）2018Q3-2019Q2 各个季度分布均匀，都有国六车型上。德系比日系晚一个季度，其他合资（美/韩/法）比德系再晚一个季度，自主比其他合资再晚一个季度左右且上市较为集中。自主品牌内部看，目前主要集中在核心自主，尾部自主品牌目前仍几乎无一款国六车型。

图 5：2018Q3-2019Q2 各个系别国六新车上市节奏



资料来源：浙商证券研究所

图 6：自主品牌目前已经上国六车型数量分布情况

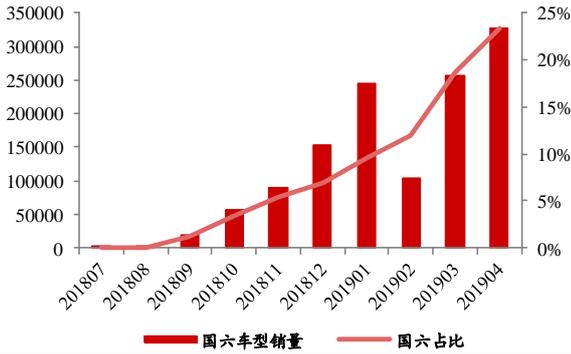


资料来源：浙商证券研究所

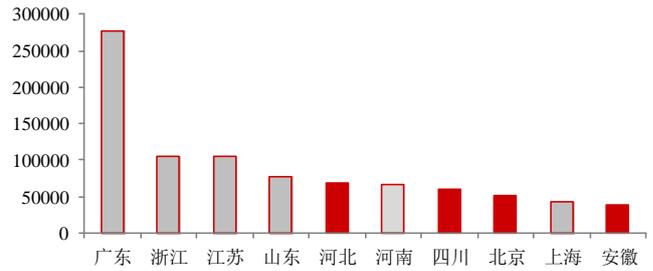
- 国六新车销量统计：合资品牌占据 96% 市场份额。**以传统车交强险数据看（剔除新能源），新车销量结构中国六占比经过半年多时间提升至 25%（4 月）。销量排名前十省份均是已明确或较为明确要 2019 年 7 月 1 日开始实施国六。合资品牌占比目前达到 96%，销量排名前十车企中无一个自主品牌，【东风日产】+【华晨宝马】国六推进最为积极，两家占比达 50%。

图 7：传统车中国六车型占比持续上升至 25%

图 8：累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十省份

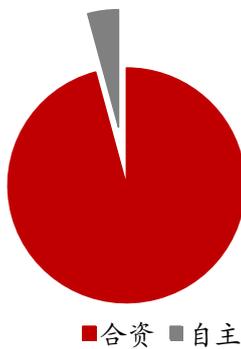


资料来源：交强险，浙商证券研究所



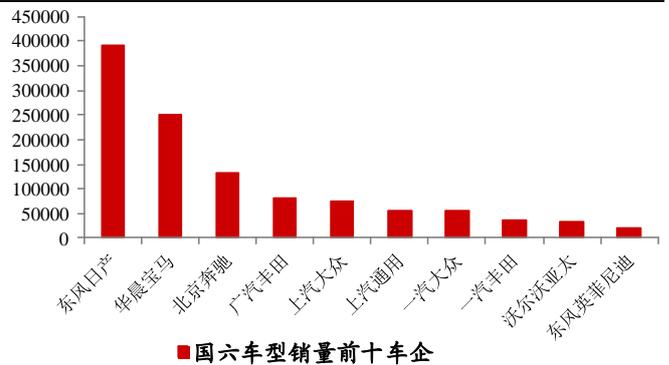
资料来源：交强险，浙商证券研究所

图 9：截止 2019 年 4 月国六新车销售合资主导



资料来源：交强险，浙商证券研究所

图 10：累计至 2019 年 4 月国六新车销量排名前十企业

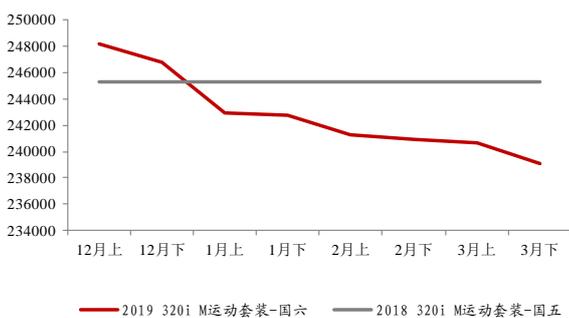


资料来源：交强险，浙商证券研究所

## 4. 国六上升的成本难以转移给消费者

轻型汽车国五升级国六，单车成本上升 2000-2500 元：GPF 约 1000-1500 元，GDI 升级+TWC 催化剂升级+EGR 等 1000 元。增加的成本能否转移给消费者对于车企的盈利至关重要。我们采用了东风日产和华晨宝马（两家国六车型上市已经半年以上）的案例分析来看，转移给消费者概率较小：1）宝马采取的策略是国六车型上市国五的就退市，几乎不会重叠销售。但国六车型实际销售成交价却一路走低，且远低于国五车型停售之前的价格（例如：320i M 运动套装）。东风日产采取的策略是国六车型上市国五依然会销售一段时间然后再退市。例如：轩逸 2019 经典版 1.6XE+CVT 智联豪华版属于国六版，期初指导价高于国五 3500 元，实际成交价期初高于国五版本，但经历约 10 个月销售，实际成交价已经低于国五停售之前的价格。

图 11：宝马 3 系 L 国六版上来后成交价持续走低



资料来源：浙商证券研究所（灰色：国五车停售后假设价格不变）

图 12：日产轩逸国六版上市以后成交价稳步走低



资料来源：浙商证券研究所（灰色：国五车停售后假设价格不变）

## 5. 国六投资：下游利好合资，上游利好检测

国六提前实施是本轮乘用车景气触底复苏阶段的重要干扰因素，或兴起供给侧改革，加速大鱼吃小鱼的进度。1) 下游端：看好未来三年市占率有望提升的合资品牌【日系+大众+福特】及其产业链，推荐【星宇股份+广汽集团+江铃汽车+长安汽车】。2) 上游端：看好受益国六检测量价齐升的【中国汽研】。

## 6. 风险提示

迫于车企/经销商压力过大，地方政府推迟国六实施和执行进度。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>