

汽车

证券研究报告
2019年05月24日

国六切换带来怎样的5、6月？

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

张程航

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070005
zhangchenghang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《行业专题研究:【天风汽车邓学团队】汽车行业数据库 - 2019年4月刊》
2019-05-20
- 2 《汽车-行业研究周报:吉利戴姆勒再成立合资公司,日产欲参股造车新势力——汽车行业周报(2019.05.13-2019.05.17)》
2019-05-18
- 3 《汽车-行业专题研究:聚焦产品力系列:旭升股份:借力特斯拉 迈向全球多元化》 2019-05-17

5月国六车产量占比有望达到100万辆,对应占比62%。提前实施国六地区的乘用车需求占全国约65%,3月国六车生产开始提速,4月约65万辆,占比约39%,5月有望升至100万和62%。

6月末国五车库存风险上限20万辆。根据我们估算,中性假设下提前实施国六地区的国五车库存可能在5+6两月内基本去化,但考虑品牌、地区结构性不均,实际无法实现,悲观情形下6月末还有20万辆国五车库存有待去化,只能以更低价格流向非国六地区,影响经销商盈利,影响选择出手补助经销商的车企的盈利。

5月零售可能超预期。由于国五车带来的库存压力,车企和经销商在5月加大对国五车的促销和宣传力度,同一车型国五款终端售价比国六款便宜1千到1万元不等,车企也开始纷纷推出员工优惠购车方案,折扣低至5折,整体宣传在社会上引起的关注度超预期,有望带动5月零售超预期,我们月初预期上险-5%,目前看可能在0%上下。批发预计5月继续保持疲软,6月再受年中冲量而改善。从国四国五切换来看也是切换前需求增速提高,当月受影响回落,随后恢复。

股价深度调整带来估值历史新低,酝酿机会。本轮汽车下跌已过度反映外部短期风险,即中美摩擦升级、宏观及流动性预期走弱、市场整体下跌以及国五库存压力,但汽车需求持续改善,5月也存在超预期可能。市场情绪过于悲观,中长期来看更是低估,乘用车PB 1.3倍已是08年金融危机后最低,零部件PB 2.0倍也接近历史低点1.7倍。即使中美谈判有反复,汽车销量有波动,需要时间换空间,只要估值足够低,短期股价不确定带来的就不会是下落的尖刀。中期看,我们维持汽车景气修复观点;长期看中国经济有韧性,优质汽车行业公司,无论整车还是零部件,都有份额进而利润提升空间。

投资建议:国六切换带来销量短期波动,5月零售可能超预期,中期维持汽车景气修复观点,长期中国经济有韧性、优质汽车行业公司有成长空间,近期股价深度调整,酝酿机会,乘用车板块PB 1.3倍为08年以来最低,零部件2.0倍也在历史底部。乘用车建议关注【长安汽车、吉利汽车、长城汽车、广汽集团】,零部件布局成长【均胜电子、精锻科技、中鼎股份】,以及后市场【金固股份、五洋停车】。

风险提示:测算误差、中美贸易摩擦再度升级、宏观经济不及预期、政策托底不及预期、汽车销量波动等。

内容目录

1. 国六：销量风眼.....	3
1.1. 国六提前实施带来压力	3
1.2. 国四切国五时销量波动较大	5
1.3. 国五库存风险上限 40 万辆	6
2. 注意促销对 5 月销量的正向刺激	9
3. 不是下落的尖刀而是机会.....	11
4. 投资建议.....	13
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：乘用车全国、东部 11 省市、其它省市上险量增速（%）	5
图 2：乘用车行业、自主、合资上险量增速（%）	5
图 3：乘用车行业、自主、合资批发销量增速（%）	6
图 4：国六轻型车月度产量及占比估算（万辆）	6
图 5：国六轻型车月度产量及占比估算（万辆）	7
图 6：车企 5 月推出员工内购促销方案（以上汽大众、上汽通用、长安乘用车为例）	10
图 7：中信乘用车指数 vs 沪深 300 相对涨跌	11
图 8：中信零部件指数 vs 创业板指相对涨跌	11
图 9：中信乘用车历史 PB	11
图 10：中信零部件历史 PB	11
图 11：中信乘用车历史 PE TTM	11
图 12：中信零部件历史 PE TTM	11
图 13：狭义乘用车月度批发销量同比增速仍在底部（%）	12
图 14：乘用车交强险月度注册量同比增速走出底部（%）	12
图 15：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比（季度）	12
图 16：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比排名（季度，29 个行业）	12
表 1：国五国六排放标准要求	3
表 2：提前实施国六的省市	3
表 3：蓝天保卫战规定提前实施国六标准的地区	4
表 4：国六实施对产业链各环节的潜在影响	4
表 5：国五国六库存压力测算（截至 4 月末，中性假设，万辆）	7
表 6：省市 1 国五国六库存压力敏感性测算，按全国国六库存增加（截至 4 月末）	8
表 7：省市 1 国五国六库存压力敏感性测算，按全国国五库存占比（截至 4 月末）	8
表 8：国五国六车型价差情况	9

1. 国六：销量风眼

1.1. 国六提前实施带来压力

国六为下一阶段机动车排放标准。2016年12月13日，环保部与国家质检总局发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，即“国六标准”，分为A和B两阶段，A为过渡阶段，实施时间为2020/7/1至2023/7/1；B为最终阶段，自2023/7/1开始实施，实施后新车销售上牌就只能为国六车型。B阶段排放标准严苛，要求一氧化碳排放量、总碳氢化合物、氮氧化物、非甲烷总烃排放都要在国五基础上降低近50%，在全球来看都是相对严苛的标准，主机厂需要通过加装尾气处理装置、升级发动机、优化设计来满足要求。

表 1：国五国六排放标准要求

排放物 (mg/km)	国五	国六 A	国六 B
一氧化碳 (CO)	1000	700	500
总碳氢化合物 (THC)	100	100	50
非甲烷烃 (NMHC)	68	68	35
氮氧化物 (NO _x)	60	60	35
细颗粒物 (PM)	4.5	4.5	3.0
颗粒数 (PN, 个/km)	6*10 ¹¹	6*10 ¹¹	6*10 ¹¹

资料来源：环保部，天风证券研究所

2018年7月国务院出台蓝天保卫战计划，65%地区将于2019年7月提前实施。2018年7月国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，指出京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原、珠三角地区及成渝地区要自2019/7/1起提前实施国六排放标准，此后陆续有上海市、广东省、海南省等14个省级行政区明确将从2019/7/1起实施国六标准，这14个省市2018年上险数占全国总量67%左右，考虑陕晋部分地区未覆盖，估计2019年7月1日实际提前国六地区乘用车/全国占比在65%左右。

表 2：提前实施国六的省市

#	省/市	标准	实施时间	乘用车上险占比		
				2017	2018	2019 前 4 月
1	北京	国VI B	公交、环卫等重型柴油车 2019.07.01 所有车辆 2020.01.01	2% (2020年1月 月开始)	2% (2020年1月 月开始)	2% (2020年1月 月开始)
2	上海	国VI B	2019.07.01	3%	3%	3%
3	重庆	国VI A	2019.07.01	2%	2%	2%
4	天津	国VI B	2019.07.01	1%	1%	1%
5	广东	国VI B	2019.07.01	10%	11%	10%
6	海南	国VI	2019.07.01	1%	1%	0%
7	四川	国VI	2019.07.01	5%	5%	6%
8	河南	国VI	2019.07.01	7%	7%	7%
9	河北	国VI B	2019.07.01	7%	6%	6%
10	山东	国VI	2019.07.01	8%	7%	8%
11	山西*	国VI	2019.07.01	3%	2%	2%
12	江苏	国VI A	2019.07.01	8%	7%	8%
13	安徽	国VI A	2019.07.01	4%	4%	4%
14	陕西*	国VI A	2019.07.01	3%	3%	3%
15	浙江	国VI A	2019.07.01	7%	7%	6%
	其余	国VI A	2020.07.01	32%	31%	31%

省份 国 VI B 2023.07.01

合计	100%	100%	100%
-----------	-------------	-------------	-------------

资料来源：各省市生态环境厅/局官网，各省市政府官网，银保监会，天风证券研究所

注：

- 1) 部分省市未明确国六 A 还是国六 B
- 2) *山西为太原、阳泉、长治、晋城、晋中、运城、临汾、吕梁 8 市，占全省常住人口 77% (山西省统计局)
- 3) *陕西为关中地区西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南、韩城、杨凌示范区、西咸新区，占全省常住人口的 63% (陕西省统计局)

表 3：蓝天保卫战规定提前实施国六标准的地区

蓝天保卫战限定地区	省	市
京津冀及周边地区	北京市	全市
	天津市	全市
	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
	河南省	郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市
	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
长三角地区	上海市	全市
	江苏省	全省
	浙江省	全省
	安徽省	全省
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
珠三角地区	广东省	佛山、东莞
成渝地区	重庆市	
	四川省	

资料来源：国务院、天风证券研究所

国六对乘用车行业造成的影响主要在短期销量和售价上。对车企而言，升级国六成本并不高，如果一切顺利的话晚一些时间销售国六车，可以降低新增成本，但如果国五车滞销，则又会因为促销国五而有所损失，这种微妙平衡给车企经营带来难度。国五之所以有滞销可能，一方面因为汽车销售本身有波动，另一方面消费者由于保值、改款等因素可能会倾向于国六车。经销商夹在车企和消费者双重压力下，让这个系统成为了不稳定的三方角力。预计 4 月开始到 8 月，国五切国六都是引起短期销量波动的核心因素之一。

表 4：国六实施对产业链各环节的潜在影响

产业链环节	潜在影响
车企	<ol style="list-style-type: none"> 1) 成本上升：轻型汽油车 1200 元左右，轻型柴油 4000 元左右 (2016 年 12 月，现在应该更低) (目前车企大多选择直接推出国六 B 车型) 2) 提高设计难度：平衡排放、油耗和动力之间的关系 3) 切换阶段提升决策和管理难度：平衡国五、国六车型投放比例和节奏，管理经销商 4) 降价促销：国五库存过多时
供应商	尾气处理装置供应商受益
经销商	<ol style="list-style-type: none"> 1) 提高经营难度：平衡国五、国六提车比例 2) 降价促销：国五库存过多时
消费者	<ol style="list-style-type: none"> 1) 新车：指导价基本没变化，零售价国五车可能低于国六车 1 千-1 万元 (促销去库因素) 2) 二手车：国五及以前标准的车型保值率下降，消费者担心国四车型可能逐渐出现使用、流转限制，国三以

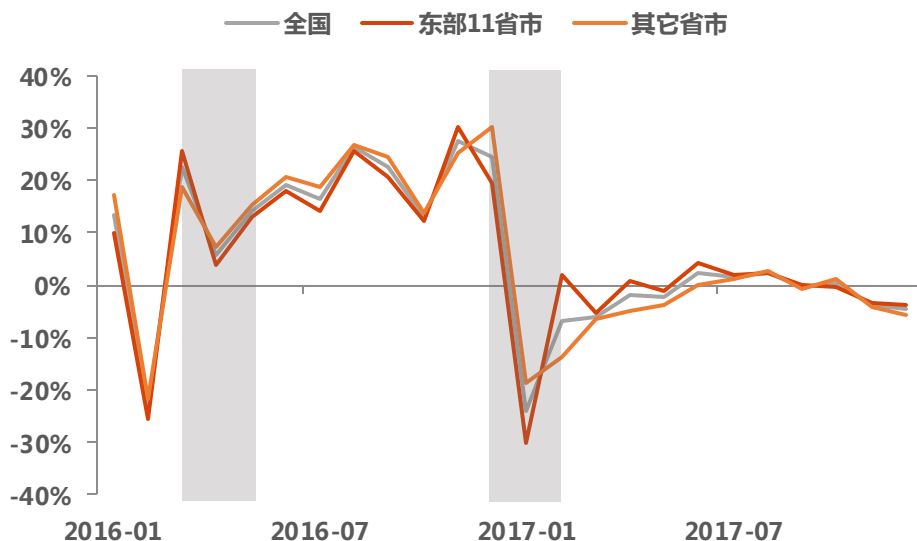
前车型可能面临强制报废

资料来源：环保部、VECC 等、天风证券研究所

1.2. 国四切国五时销量波动较大

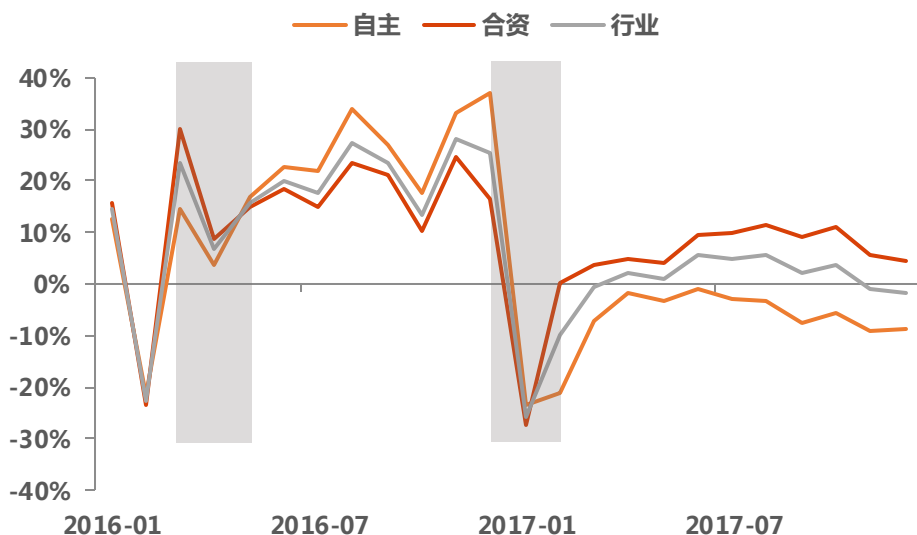
国四国五切换前需求增速提高，当月受影响回落，随后恢复。国四切换国五也分两批实施，分别于 2016 年 4 月 1 日和 2017 年 1 月 1 日，首批为东部 11 省市，包括北京市、天津市、河北省、辽宁省、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省和海南省。2016 年 4 月全国上险增速分为 7%，较上月下降了 16 个百分点，随后 5 月又恢复至 14%；其中东 11 省市 4 月增速 5%，环比下降 22 个百分点，降幅大于全国整体；3 月虽然有一定节后小旺季因素，但从 3/4 月数据联动来看，3 月仍表现出对 4 月的预支作用（国四车降价）。而在 4 月切换前，新车供应较慢的自主增速表现弱于合资，切换后强于合资。2017 年 1 月增速大幅下探，更大程度上是受购置税优惠退坡影响，这里不再展开。

图 1：乘用车全国、东部 11 省市、其它省市上险量增速 (%)



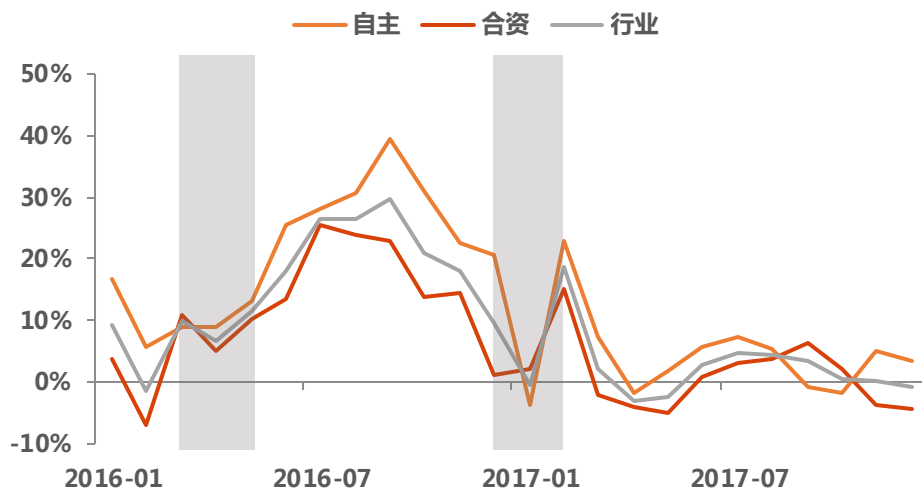
资料来源：银保监会，天风证券研究所

图 2：乘用车行业、自主、合资上险量增速 (%)



资料来源：银保监会，天风证券研究所

图 3：乘用车行业、自主、合资批发销量增速（%）

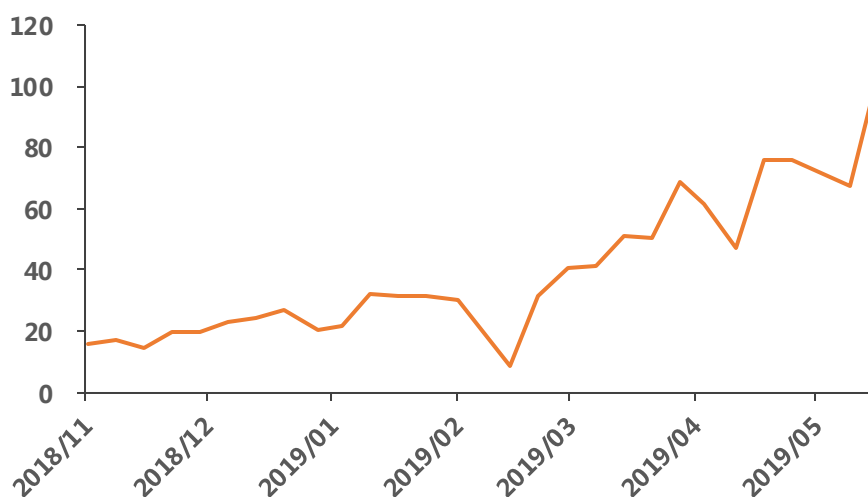


资料来源：中汽协，天风证券研究所

1.3. 国五库存风险上限 40 万辆

4 月国六车产量约 65 万辆，占比约 39%，预计 5 月有望升至 100 万和 62% 甚至更高。从机动车环保网我们可以看到在过去 1 个季度国六轻型车产量迅速攀升，2 月、3 月、4 月分别达到约 21 万、54 万、65 万辆，占当月乘用车产量 19%、26%、39%。从周度情况来看，5 月国六车产量进一步上台阶，我们预计自主车企带来的增量比较明显。截至 5/16 这周，月化产量已经达到 104 万，高出 4 月同期 76 万辆近 30 万辆，我们预计 5 月国六轻型车产量有望接近 100 万辆，假设 5 月产量增速与 4 月一致（-17%），则对应国六占比为 62%。

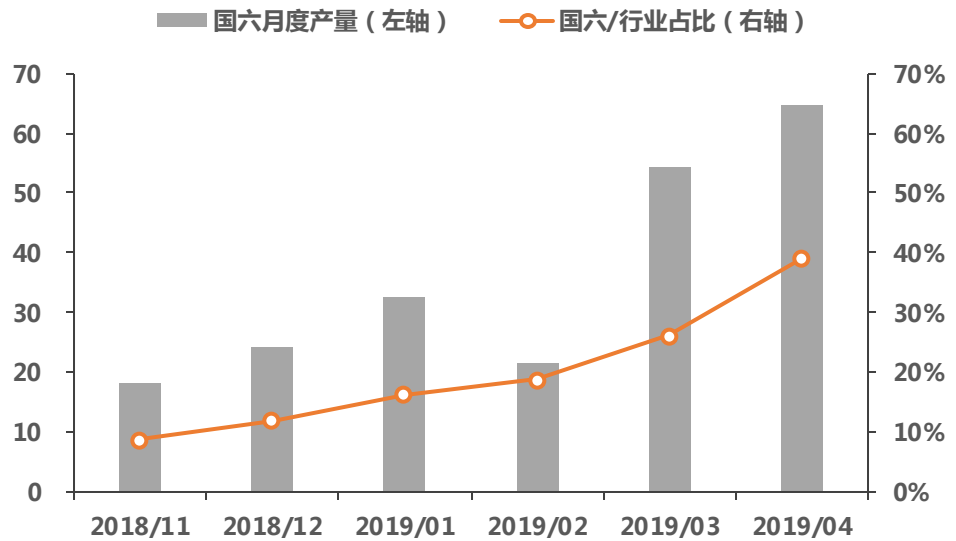
图 4：国六轻型车月度产量及占比估算（万辆）



资料来源：中汽协、VECC、天风证券研究所

注：产量披露口径为周度，我们按周度日均产量乘以 30 天将其月度化

图 5：国六轻型车月度产量及占比估算（万辆）



资料来源：中汽协、VECC、天风证券研究所

注：

- 1) 产量披露口径为周度，我们取近似整月数据计算日均产量，再乘以 30/31 天将其月度化
- 2) 国六/行业占比中，国六为轻型车，行业取广义乘用车，口径略有差异，实际占比可能较图中略低，但差异不大

4 月末提前实施国六省市的国五库存深度可能在 1.9-2.5 个月。当前核心是国五库存压力究竟有多大，到 7 月 1 日仍消化不掉库存有多少。我们做了一定测算，但数据太少假设较多，结果仅供参考。这里主要关注提前实施国六的省市，7 月 1 日前国五库存必须清光因此留给经销商的时间并不多。根据中性假设（下列三张表），截至 4 月末，提前实施国六省市的国五库存可能在 110 万辆左右（全国 203 万辆），按当月上险则库存深度为 1.9 个月，与全国平均水平偏离不多。调整关键假设，4 月末国五库存深度上限可能在 2.5 个月。

行业层面国五车库存风险上限可能在 20 万辆水平。能否在 5+6 两月去化，需要同时看经销商国五车提车和销售两方面的情况。从历史经验来看，5、6 月零售一般不低于 4 月，按我们此前预期 5、6 月上险增速分别 -5% 和 +3%，那么上险分别比 4 月多 15 万和 8 万辆。按 4 月末提前实施国六省市的国五库存深度 1.9-2.5 个月，截至 6 月末，未去化的国五库存可能在 5-18 万辆。这些压力是否会进一步在 6 月冲击车市价格体系，具体要看 5 月去库效果如何，看消费者在国六新车-国五便宜车之间的平衡点在哪。

另外还要考虑结构性问题。部分合资品牌很早就开始生产、批发国六车，其国五库存较小，那么其它品牌压力就会更大，迫于压力的而升级的促销又会对全市场有影响。如果最终这些库存在 7 月 1 日前消化不掉，则将以更低的价格流转不到提前实施国六的地区，对 4S 店盈利形成负面影响，车企未必会采取相应补助措施。

表 5：国五国六库存压力测算（截至 4 月末，中性假设，万辆）

指标	排放	省市 1	省市 2	合计
库存	国五	110	93	203
	国六	78	9	87
	合计	189	102	290
批发	国五	43	46	89
	国六	54	6	60
	合计	97	52	149
上险	国五	58	47	105
	国六	36	4	40

	合计	94	51	145
	国五	1.9	2.0	1.9
库存系数	国六	2.2	2.2	2.2
	合计	2.0	2.0	2.0

资料来源：中汽协、银保监会、VECC、天风证券研究所

注：

- 1) 省市 1 为提前实施国六地区，省市 2 为其它地区；
- 2) 4 月全国国六批发：根据 VECC 数据，4 月国内国六轻型车产量估算在 65 万上下，批发一般低于产量，假设 4 月国六狭义乘用车批发 60 万辆；
- 3) 4 月省市 1 国六批发：参考 4 月提前实施国六省市上险占比 67%，考虑陕西山西部分地区实施，将假设值调整为 65%；
- 4) 4 月全国国六上险：假设新增 20 万库存，高于行业整体（即国五已经开始去库存）；
- 5) 4 月省市 2 国六库存、上险、批发：统一假设为 10%，即国六车型优先在省市 1 开售，但考虑省市 2 少部分终端和备货需求，简化处理；
- 6) 4 月省市 1、省市 2 整体库存系数：假设与全国一致；
- 7) 4 月全国国五库存比例：国五库存总量高于国六，假设为 70%（对应国六库存 87 万辆，前 4 月国六合计批发约 160 万辆）；
- 8) 库存系数按当月末库存/当月上险计算。

表 6：省市 1 国五国六库存压力敏感性测算，按全国国六库存增加（截至 4 月末）

4 月全国国六加库（万辆）	0	10	20	30	40
4 月省市 1 国六上险（万辆）	54	50	36	27	18
省市 1 国五库存系数	2.7	2.2	1.9	1.6	1.4
省市 1 国六库存系数	1.5	1.7	2.2	2.9	4.4

资料来源：中汽协、银保监会、VECC、天风证券研究所

注：

- 1) 其它假设与表 5 一致
- 2) 经销商会提国六车，但会优先卖国五车，使国六车加库存，国五车去库存

表 7：省市 1 国五国六库存压力敏感性测算，按全国国五库存占比（截至 4 月末）

全国国五库存/所有车型占比	60%	65%	70%	75%	85%
省市 1 国五库存系数	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3
省市 1 国六库存系数	2.9	2.5	2.2	1.8	1.5

资料来源：中汽协、银保监会、VECC、天风证券研究所

注：其它假设与表 5 一致

2. 注意促销对5月销量的正向刺激

不要忽略5月大促销对销量的正面影响。虽然消费者有选择国六车的倾向，但反过来推高国五库存深度后会刺激车企和经销商对国五车进一步降价。静态来看，以我们选择的14款在售可比车型为例（同时有国五国六版本），指导价一般国六车持平（7款）或略高于国五车型（部分国六车型是年度改款）1-3千元（6款），而终端零售价多数国六高出国五车型1千-1万元甚至以上不等。同时在5月部分车企开始推出内购方案，以低至5折的员工价、合作伙伴价来去化国五库存。

存在零售超预期可能性较大。价格对销量的短期刺激主要看边际变化，如果折扣环比放大，或者消费者认为是放大的（因为有时车企会给同等折扣以不同名义来吸引市场关注度），那么销量受到提振的可能性就较大。总体来看，5月以来的这一波降价促销、内购活动是在社会上引起的关注度强于过去一年以来的促销活动，这是略超预期的，我们认为对5月销量有积极的正面影响。5月初我们对5月上险增速预估为-5%，目前看存在超预期可能性。至于车企利润损失，要结合其本身给5、6月季节性（较高的）销售资源预算来看，是否有进一步明显提升、提升多少。

表 8：国五国六车型价差情况

车型	车企	系别	价位	配置款式	指导价（万元）			零售价（万元）			月均销量（辆）
					国五	国六	国六-国五	国五	国六	国六-国五	
启辰 D60	东风	自主	10万以下	2019款 1.6L CVT 智联豪华版	9.88	9.98	0.10	9.68	9.78	0.10	6,927
CS15	长安			2019款 1.5L 双离合悦享版	7.49	7.69	0.20	7.29	7.49	0.20	1,628
VV5	长城	自主	10-15万	2019款 升级款 2.0T 双离合 两驱 超豪版	15.00	15.00	0.00	13.40	14.80	1.40	1,723
GS5	广汽			2019款 手自一体 精英版	13.38	13.68	0.30	12.88	13.18	0.30	5,083
英朗	上汽通用	合资		2019款 18T 手自一体 互联精英版	13.59	13.59	0.00	8.83	8.83	0.00	24,395
骐达	东风日产			2019款 1.6L CVT 智行版	12.29	12.29	0.00	11.29	11.29	0.00	5,780
领克 01	吉利	自主	15-20万	2019款 2.0TD 手自一体 两驱 型	16.58	16.78	0.20	16.28	16.78	0.50	4,770
VV7	长城			2019款 升级款 2.0T 豪华版	16.98	16.98	0.00	15.98	16.18	0.20	2,233
C-HR	广汽丰田	合资		2018款 2.0L CVT 酷越领先版	15.98	15.98	0.00	15.38	15.38	0.00	5,175
柯珞克	上汽大众			2019款 TSI280 舒适版	14.99	15.14	0.15	13.49	14.14	0.65	2,899
科迪亚克	上汽大众	合资	20万以上	2019款 改款 TSI330 两驱 豪华优享版 7座	22.69	22.84	0.15	20.19	21.14	0.95	2,579
昂科威	上汽通用			2019款 20T 双离合 两驱 精英版	22.49	22.49	0.00	15.89	17.49	1.60	11,957
宝马 X3	华晨宝马	豪华		2018款 xDrive 25i 豪华套装	39.98	38.98	-1.00	35.19	35.40	0.21	9,457
奥迪 Q5L	一汽大众			2018款 40 TFSI 荣享时尚版	41.38	41.38	0.00	34.76	34.76	0.00	9,173

资料来源：易车网、天风证券研究所；


注：截至2019年5月19日，样本为上海地区

图6：车企5月推出员工内购促销方案（以上汽大众、上汽通用、长安乘用车为例）

中文名	指导价	员工价	折扣	实际到手价	折扣优惠比例	
朗逸 1.4T自动标准版	169800	114081	34000	82081	48%	87719
朗逸 1.5L自动舒适版	160900	70937	22000	48937	49%	51963
朗逸 1.4T自动舒适版	212900	148210	40000	108210	51%	104690
朗逸 1.4T自动标准版	179800	125660	34000	91660	51%	88140
途观L 2.0T自动标准版	231800	147198	28000	119198	51%	112602
途观L 2.0T自动舒适版	206800	129047	22000	107047	52%	99753
途观L 2.0T自动豪华版	220800	142677	28000	114677	52%	106123
朗逸 1.5L自动标准版	86900	67204	22000	45204	52%	41696
朗逸 1.8T自动舒适版	189800	134395	34000	100395	53%	89405
朗逸 1.5L自动舒适版	115900	81549	22000	61549	53%	54351
朗逸 1.5L自动豪华版	208800	145107	34000	111107	53%	97993
朗逸 1.5L自动豪华版	226900	160702	40000	120702	53%	106198
朗逸 1.5L自动豪华版	222900	154260	34000	120260	54%	102640
朗逸 1.5L自动豪华版	266900	184209	40000	144209	54%	122691
朗逸 1.5L自动豪华版	250900	176086	40000	136086	54%	114814
朗逸 1.5L自动豪华版	212900	149714	34000	115714	54%	97186
朗逸 1.5L自动豪华版	105900	79763	22000	57763	55%	48137
朗逸 1.5L自动豪华版	250900	176981	40000	136981	55%	113919
朗逸 1.5L自动豪华版	266900	186689	40000	146689	55%	120211
朗逸 1.5L自动豪华版	226900	158866	34000	124866	55%	102054
朗逸 1.5L自动豪华版	221800	150669	28000	122669	55%	98931
朗逸 1.5L自动豪华版	505900	314545	34000	280545	55%	225355
朗逸 1.5L自动豪华版	150900	106161	22000	84161	56%	66779
朗逸 1.5L自动豪华版	151800	106713	22000	84713	56%	67087
朗逸 1.5L自动豪华版	185900	138605	34000	104605	56%	81295
朗逸 1.5L自动豪华版	476900	302525	34000	268525	56%	208375
朗逸 1.8T自动豪华版	207800	151039	34000	117039	56%	90761
朗逸 1.5L自动标准版	105900	81726	22000	59726	56%	46174
朗逸 1.5L自动标准版	194800	131953	22000	109953	56%	84847
朗逸 1.5L自动标准版	116900	88185	22000	66185	57%	50715
朗逸 1.5L自动标准版	239800	171610	34000	137610	57%	102190
朗逸 1.5L自动标准版	126900	95002	22000	73002	58%	53898
朗逸 1.5L自动标准版	427900	280525	34000	246525	58%	181375
朗逸 1.5L自动标准版	149900	109073	22000	87073	58%	62827
朗逸 1.5L自动标准版	115900	89433	22000	67433	58%	48467
朗逸 1.5L自动标准版	165900	119298	22000	97298	59%	68602
朗逸 1.5L自动标准版	165800	119331	22000	97331	59%	68649
朗逸 1.5L自动标准版	142900	105943	22000	83943	59%	58957
朗逸 1.5L自动标准版	119900	93046	22000	71046	59%	48854
朗逸 1.5L自动标准版	149900	110877	22000	88877	59%	61023
朗逸 1.5L自动标准版	177800	128544	22000	106544	60%	71256
朗逸 1.5L自动标准版	157900	116751	22000	94751	60%	63149
朗逸 1.5L自动标准版	139900	107067	22000	85067	61%	54833
朗逸 1.5L自动标准版	159900	119498	22000	97498	61%	62402
朗逸 1.5L自动标准版	129900	102158	22000	80158	62%	49742
朗逸 1.5L自动标准版	139900	109010	22000	87010	62%	52890
朗逸 1.5L自动标准版	175900	131403	22000	109403	62%	66497
朗逸 1.5L自动标准版	639000	440010	34000	406010	64%	232990
朗逸 1.5L自动标准版	545000	395556	34000	361556	66%	183444
朗逸 1.5L自动标准版	282800	219397	22000	197397	70%	185403
朗逸 1.5L自动标准版	292800	227406	22000	205406	70%	185403

2019年5月 SGM 系列产品上汽员工购车方案
(别克品牌)

车系	车型	厂方指导价 (元)	专享优惠 (含 5%折扣) (元)	员工车价 (元)
GL6	GL6 18T 6座互联豪华型	159900	45795	110105
	GL6 18T 6座互联尊贵型	166900	46345	120555
	昂科威 20T 四驱精英型	214900	65745	149155
	昂科威 20T 四驱豪华型	234900	66745	168155
昂科威	昂科威 20T 四驱精英型	224900	66245	158655
	昂科威 28T 四驱精英型	264900	71245	193655
	昂科威 28T 四驱豪华型	284900	72245	212655
	全新一代君威 20T 精英型	180200	46140	136660
全新一代君威	全新一代君威 20T 豪华型	196800	46840	149960
	全新一代君威 28T 尊享型	226800	48340	178460
	全新一代君威 GS 28T 尊贵型	259800	52990	206810
	全新一代君威 20T 精英型	239800	74990	164810
全新一代君越	全新一代君越 20T 豪华型	259800	75990	183810
	全新一代君越 28T 精英型	269800	78490	191310
	全新一代君越 28T 豪华型	289800	79490	210310



长安汽车 员工内购

● 活动时间 ●
自公文下发之日起至2019年8月31日

● 参与车型 ●
长安乘用车全系车型
欧尚汽车全系车型
长安新能源EV460、CS75PHEV

● 活动区域 ●
3个整车品牌全国授权经销商下属销售网点
重庆车和美科技有限公司下属门店

● 活动对象 ●
与人员：股份公司在册员工（含劳务派遣人员、借工）
活动对象：员工的亲属、朋友等

● 购车优惠 ●
凡员工推荐亲属、朋友购车的，可在4S店谈判成交价的基础上依据“购车现金抵用券”减免现金2000元。

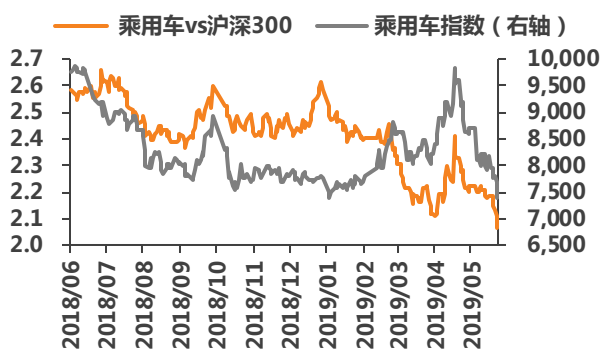
● 操作步骤 ●
1. 每位员工留存公司的手机号码会自动绑定2张每面额2000元的购车现金抵用券（电子券），员工亲友客户购车时每辆车可使用一张；
2. 员工亲友客户以普通客户的身份到经销商处询价，与经销商谈定购车成交价；

资料来源：盖世汽车、汽车大世界、长安汽车、天风证券研究所

3. 不是下落的尖刀而是机会

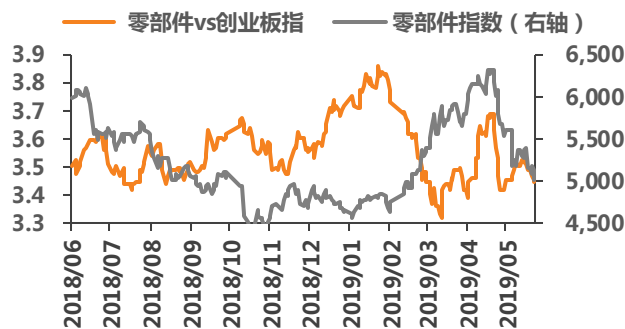
最近一个月由于中美摩擦升级、宏观及流动性预期走弱，汽车板块随市场下跌明显，尤其乘用车板块相对沪深 300 走势达到近一年以来最低，PB 1.3 倍成为 08 年金融危机后的最低值，零部件跌幅小于乘用车，但 PB 2.0 倍也接近历史低点 1.7 倍。然而于此同时，乘用车上险数据自 2018 年 12 月以来一直在改善过程中，5 月也存在超预期可能，这一轮下跌已经过度反映来自外部的短期风险，情绪过于悲观，中长期来看更是低估。即使中美谈判有反复，汽车销量有波动，只要估值足够低，短期股价的不确定带来的就不会是下落的尖刀。中期看，我们维持汽车景气修复观点；长期看中国经济有韧性，优质汽车行业公司，无论整车还是零部件，都有销量、份额进而利润提升的空间。从这个角度来看，近期的深度调整反而带来机会。

图 7：中信乘用车指数 vs 沪深 300 相对涨跌



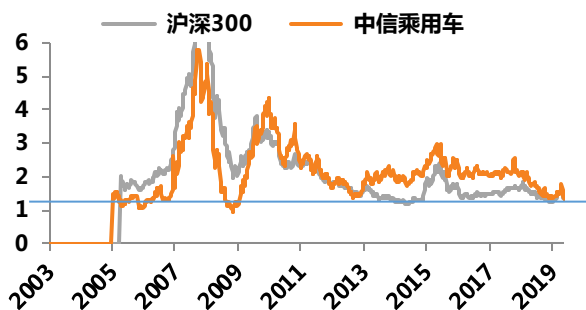
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：中信零部件指数 vs 创业板指相对涨跌



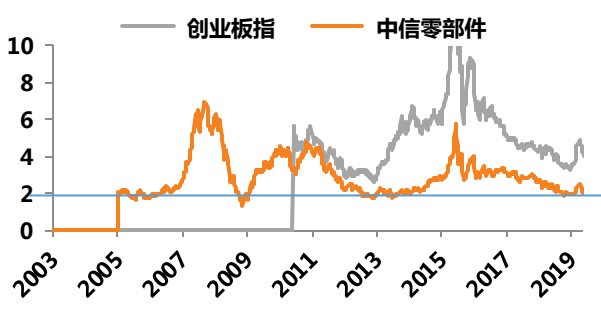
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：中信乘用车历史 PB



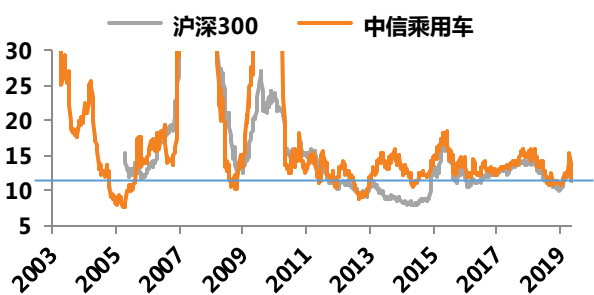
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：中信零部件历史 PB



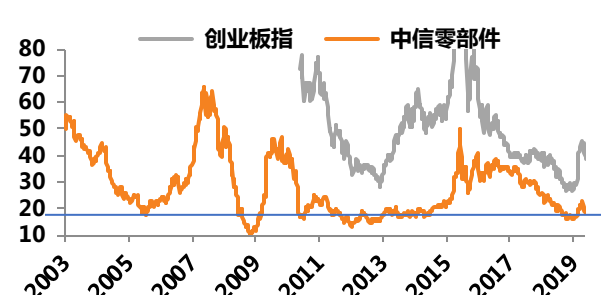
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：中信乘用车历史 PE TTM



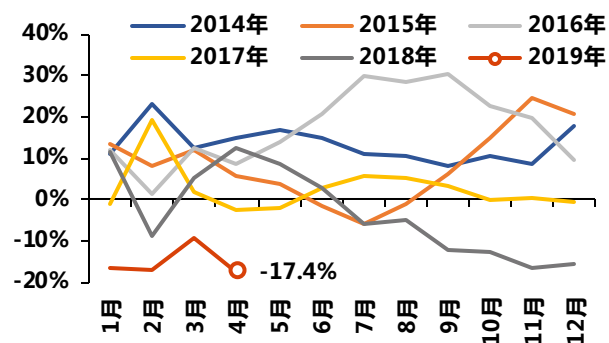
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：中信零部件历史 PE TTM



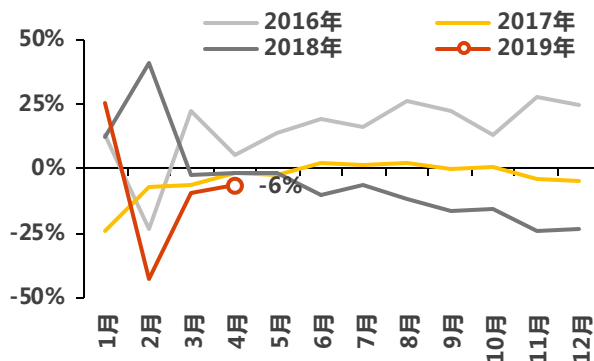
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：狭义乘用车月度批发销量同比增速仍在底部（%）



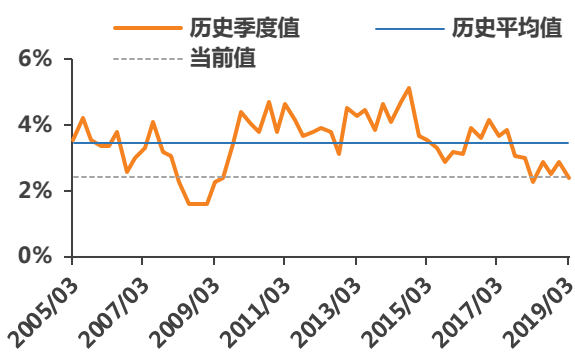
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 14：乘用车交强险月度注册量同比增速走出底部（%）



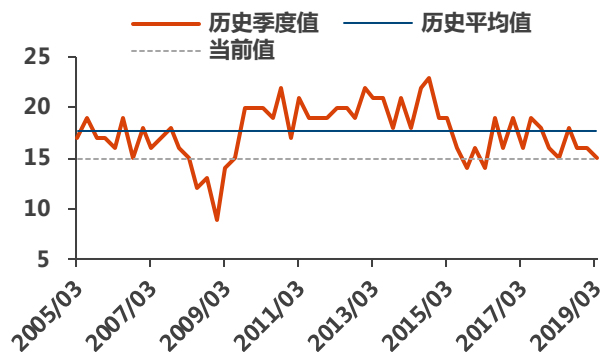
资料来源：银保监会、天风证券研究所

图 15：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比（季度）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比排名（季度，29 个行业）



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：升序排列，数字越大，占比越大

4. 投资建议

国六切换带来销量短期波动，5月零售可能超预期，中期维持汽车景气修复观点，长期中国经济有韧性、优质汽车行业公司有成长空间，近期股价深度调整，酝酿机会，乘用车板块PB 1.3倍为08年以来最低，零部件2.0倍也在历史底部。乘用车建议关注【长安汽车、吉利汽车、长城汽车、广汽集团】，零部件布局成长【均胜电子、精锻科技、中鼎股份】，以及后市场【金固股份、五洋停车】。

5. 风险提示

测算误差、中美贸易摩擦再度升级、宏观经济不及预期、政策托底不及预期、汽车销量波动等。

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