

汽车

从欧洲到中国：行业提标终有序，两极分化见真章

复盘欧洲，新车供给不足造成市场短期扰动：欧盟 17 年 9 月颁布实施欧 6d-temp 排放标准——排放指标较欧 6 标准不变，但检测方法由原来的 NEDC 转向 WLTP+RDE，期间仅设一年的过渡期。新标准 18 年 9 月实施时，全市场仅 6 成车型过审。**从销量看，提标对市场扰动共持续了 9 个月：**其中前两月清库促销阶段，销量同比+14.7%，增速同比+11.5 PCT；18 年 9 月正式实施至年底为下滑阶段，销量同比-10.8%，增速同比-12.9 PCT；19 年 1-4 月增速回归阶段，销量同比-1.8%，增速同比-3.9 PCT。**从格局看，提标 2 个月各车企市占率基本恢复。**提标期间受影响较大的品牌 9 月市占率-6PCT，受影响较小的品牌为同期市占率+6PCT，11 月随着车型供给恢复，市占率基本回到提标前水平。**价格方面，经销商能够通过“预注册”来消纳无法按时出售的库存车型，行业价格体系维持平稳。**促销期间德国车型的折扣率在 20%-30% 之间，而英国各车型的折扣率在 10%-20% 之间。

回到国内，提标对于行业的影响有何异同？造成行业波动的原因相同：1) 对比欧洲（14 年欧 6&18 年欧 6d-temp），中国（16 年国五&19 年国六），整体行业增速的放缓，是提标影响被放大的根本原因；2) 对于欧洲和中国最近一次的提标而言，政策实施进度的超预期，造成了行业的准备不足。**不同点在于格局的演化与终端价格体系的维持：**1) 国六提标幅度更大，尾部车企更难达标；2) 国内对于旧车容纳程度更低，持币待购情绪更强，致使历次提标前夕行业增速均明显下滑，此次对终端价格体系冲击则更为明显。

行业边际改善，下半年销量增速有望渐进回归：提标实施当月为销量增速与终端价格谷底。从历史上国五看，与国六情况类似，16 年 4 月 1 日，11 省市提前实施国五，16 年 4-7 月销量同比增速 6%/10%/15%/23%，2017 年 1 月 1 日正式实施后，17 年 1-2 月同比增速为 0%/22%，行业均呈现增速上升的态势。**目前清库持续推进，5 月以来终端销量、价格与折扣率均边际改善，三季度销量增速有望企稳回升。**根据乘联会数据，以周度数据统计，5 月 1 日至 6 月 9 日期间，零售销量分别为 3.35/3.96/4.41/7.71/2.51 万辆，同比增速每周分别为 -24%/-12%/-9%/5%/-24%，行业库存持续消化，未来随着国六切换影响逐步消除，7 月起批售辆有望继续改善。

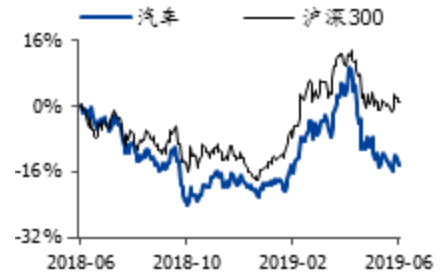
国六地区分化加剧，马太效应下头部品牌将确定性受益。根据太平洋汽车网站的车系数据，目前自主品牌的国六车系数量为 25，占全部自主车系 5%，远低于德（67%）/日（34%）/美（45%）/韩（37%）。随着下半年国六车型的陆续上市，比例将有所改善，但**自主两级分化的趋势是显而易见的，下半年头部品牌将重塑行业格局。**以目前比例测算，随着下半年尾部自主在国六地区的集中出清，将释放 228 万辆的市场空间，其中头部自主有望占 62.8 万辆（占其 18 年销量 10.4%），有望提振 19 年销量增速约 10 PCT。从价格看，目前小于 10/10-30/大于 30 万各区间国六车系占比分别为 13%/29%/45%，因此出清将集中在低端市场，而车型供给集中度的提高有利于诞生新的爆款。对价格体系，18 年 8 月至今自主品牌折扣率已累计上升近 4PCT，目前随着国六新车上市与供需平衡的重新确立，行业迎来价格重建的时机，日前上汽、长城等头部自主的国六价格政策，也证明了这一点。

投资建议。考虑到递延需求集中释放、同期低基数、刺激政策等多重利好，销量有望在 Q3 季度渐进复苏。除销量增速外，更需要关注未来行业格局的变化与价格体系的重新建立。**目前自主品牌两极分化趋势下，**新车产品不断迭代推出、国六布局完善的整车龙头将率先受益，建议关注整车龙头上汽集团、江铃汽车、长城汽车、吉利汽车、广汽集团。

风险提示：宏观经济不确定性叠加贸易摩擦或影响居民收入端使得消费不振；汽车市场销量或终端价格超预期下滑；行业整合不达预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 程似骥

执业证书编号：S0680519050005

邮箱：chengsiqi@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱：liruofei@gszq.com

相关研究

- 1、《汽车：国六切换影响逐步消除，批销量 7 月有望回暖》2019-06-16
- 2、《汽车：发改委文件力挺，行业迎政策拐点》2019-06-10
- 3、《汽车：政策逐步强化，板块估值底部迎配置窗口期》2019-06-10



内容目录

1. 回顾欧洲，新车供给不足造成市场短期扰动.....	4
1.1 欧盟由 NEDC 转向 WLTP+RDE，一年过渡期造成车企准备不足.....	4
1.2 集中认证叠加检测产能缺口，至 2018Q4 仅 6 成车型过审.....	6
1.3 伴随车型供给的逐渐恢复，欧洲销量 4 个月增速见底，2 个月格局恢复.....	7
1.4 健全的库存消纳渠道维持了价格体系，促销期间折扣率 10%-30%.....	10
2. 从欧洲到国内，提标对于行业的影响有何异同？.....	13
2.1 相同点一：整体行业增速的放缓，放大了提标造成的影响.....	13
2.2 相同点二：政策实施进度的超预期，造成了行业的准备不足.....	14
2.3 不同点一：国六提标幅度更大，尾部车企更难达标.....	15
2.4 不同点二：国内消费习惯加大了清库压力，价格体系受冲击更大.....	18
3. 行业边际改善，销量增速有望渐进回归.....	20
3.1 从国 V 看，提标实施当月为销量增速终端与价格谷底.....	20
3.2 行业 5 月销量周环比改善，下半年有望进入增速回归阶段.....	21
4. 洗牌在即，关注未来自主两极分化与价格重建.....	23
4.1 尾部出清已成定局，未来车型集中度提升，自主龙头将相对受益.....	23
4.2 行业供需重新平衡，价格体系迎来重新建立.....	28
5. 投资建议.....	29
6. 风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 欧盟乘用车排放标准的执行时间及污染物排放浓度限值 (M1 类).....	4
图表 2: 欧盟的一般车辆类别.....	5
图表 3: NEDC 和 WLTP 检测方法对比.....	5
图表 4: 大众 WLTP 测试中心.....	6
图表 5: 大众对车型进行 RDE 测试.....	6
图表 6: 欧盟各测试方法的执行时间 (M1 类).....	6
图表 7: 2018 年 10-11 月，欧洲车型 WLTP 认证率分别为 57%/63%.....	7
图表 8: 2018 年 10-11 月，欧洲前 36 个品牌的车型 WLTP 认证率分别为 60%/66%.....	7
图表 9: 欧 6d-temp 提标期间欧洲销量同比增速对比.....	8
图表 10: 欧 6d-temp 提标期间欧洲销量环比增速对比.....	8
图表 11: 截止 2018 年 8 月，德国汽车市场各品牌车型认证情况.....	9
图表 12: 受提标影响较大品牌的销量同比增速.....	9
图表 13: 受提标影响较大品牌的市占率.....	9
图表 14: 受提标影响较小品牌的销量同比增速.....	10
图表 15: 受提标影响较小品牌的市占率.....	10
图表 16: 2018 年大众在柏林机场停放 20 万辆库存车型等待 WLTP 认证，其中 80%已经预售.....	11
图表 17: 德国 2018 年 8 月终端折扣率约 20%-30%.....	11
图表 18: 英国 2018 年 8 月终端折扣率约 10%-20%.....	11
图表 19: 按国家分，各国 2017/2018 年汽车注册量中，机构注册量的比例.....	12
图表 20: 按品牌分，各品牌 2017/2018 年汽车注册量中，机构注册量的比例.....	12
图表 21: AUTOTRADER 公布的英国二手车价格指数.....	13
图表 22: 德国汽车销量及同比增速.....	13
图表 23: 法国汽车销量及同比增速.....	13

图表 24: 2016 年至今行业批售销量增速.....	14
图表 25: 多个省(市)宣布提前实施国六标准.....	15
图表 26: 我国与欧盟汽车排放标准对比(轻型汽油车).....	16
图表 27: 国六排放法规与国五的区别.....	17
图表 28: 国六排放法规应对需要系统性的解决方案.....	18
图表 29: 欧盟各车龄车辆占比非常平均,是典型的成熟市场.....	19
图表 30: 各国家平均车龄对比.....	19
图表 31: 欧洲对于老车的接纳程度更高.....	19
图表 32: 由于待购情绪,国三至国五提标期间,行业增速均出现下滑.....	20
图表 33: 我国汽车销量同比增速.....	20
图表 34: 提前实施国五地区的乘用车零售量(交强险)同比及环比数据.....	21
图表 35: 未提前实施国五地区的乘用车零售量(交强险)同比及环比数据.....	21
图表 36: 国五实施期间行业的价格变换指数.....	21
图表 37: 国五实施期间行业的终端优惠指数.....	21
图表 38: 5月1日至6月9日期间乘用车零售量.....	22
图表 39: 5月1日至6月9日期间乘用车批发量.....	22
图表 40: 截至2019年6月9日整体终端折扣变化.....	22
图表 41: 截至2019年6月9日整体终端价格变化(万元).....	22
图表 42: 国六排放法规成本费用增加分解.....	23
图表 43: 截至6月13日,在售国六轿车车系数量及占比.....	24
图表 44: 截至6月13日,在售国六SUV车系数量及占比.....	24
图表 45: 截至6月13日,自主品牌在售国六车系统计.....	25
图表 46: 2017年提前实施国六地区的销量占比.....	26
图表 47: 2018年1-10月,提前实施国六地区的销量占比.....	26
图表 48: 下半年行业出清有望释放228万辆的市场空间.....	26
图表 49: 估算头部自主品牌下半年抢占出清的市场份额有望达62.8万辆.....	27
图表 50: 头部自主品牌下半年抢占出清的市场份额占其2018年销量的10.4%.....	27
图表 51: 行业增速及市占率对头部自主品牌19年销量增速的敏感性分析.....	28
图表 52: 截至6月13日,各价格区间的国六车系占比.....	28
图表 53: 部分新上市国六车型价格方案.....	28
图表 54: 截至2019年6月9日分品牌,行业终端折扣率.....	29
图表 55: 截至2019年6月9日自主品牌终端价格(万元).....	29
图表 56: 截至2019年6月9日合资品牌终端价格(万元).....	29
图表 57: 截至2019年6月9日豪华品牌终端价格(万元).....	29

1. 回顾欧洲，新车供给不足造成市场短期扰动

1.1 欧盟由 NEDC 转向 WLTP+RDE，一年过渡期造成车企准备不足

欧盟目前执行欧 6d-temp，标准限值与欧 6 一致，但改进了测试方法。欧洲汽车废气排放标准是欧盟国家为限制汽车废气排放污染物对环境造成的危害而共同采用的汽车废气排放标准，由欧洲经济委员会（ECE）的汽车废气排放法规和欧盟（EU）的汽车废气排放指令共同加以实现的。梳理欧盟的汽车排放标准，大致可以分为两个阶段：

- 第一阶段是 1992 年-2017 年，欧盟汽车排放标准从欧 1 逐步提标至欧 6，主要是污染物排放限值的提升。排放限值涵盖了全部主要的汽车污染物包括氮氧化物（NOx）、碳氢化合物（HC）、一氧化碳（CO）和悬浮粒子（particulate matter; PM）；
- 第二阶段从 2017 年起，排放标准由原来的欧 6 提标欧 6d，主要是污染物测试方法的改进，强调数据的真实可靠性。在欧 6 标准下，欧洲汽车已经是世界上最环保的汽车，此时再强求排放强度的降低显得并不经济。因此，欧 6d-TEMP（2017 年 9 月颁布实施，过渡期一年）和欧 6d（2020 年 2 月实施）主要是测试方法的改进，引入了 WLTP 和 RDE 测试。

图表 1: 欧盟乘用车排放标准的执行时间及污染物排放浓度限值 (M1 类)

标准阶段	执行时间	CO	HC	HC+NOx g/km	NOx	PM	PN #/km
汽油							
欧 1	1992.07	2.72 (3.16)	-	0.97 (1.13)	-	-	-
欧 2	1996.01	2.2	-	0.5	-	-	-
欧 3	2000.01	2.3	0.20	-	0.15	-	-
欧 4	2005.01	1	0.10	-	0.08	-	-
欧 5	2009.09	1	0.10	-	0.06	0.005	-
欧 6	2014.09	1	0.10	-	0.06	0.005	6.0×10 ¹¹
欧 6d-TEMP (WLTP+RDE)	2017.9.1				CF=2.1		CF=2.1
欧 6d (WLTP+RDE)	2020.2.21				CF=1.5		CF=1.5
柴油							
欧 1	1992.07	2.72 (3.16)	-	0.97 (1.13)	-	0.14 (0.18)	-
欧 2, IDI	1996.01	1	-	0.70	-	0.08	-
欧 2, DI	1996.01	1	-	0.90	-	0.10	-
欧 3	2000.01	0.64	-	0.56	0.50	0.05	-
欧 4	2005.01	0.50	-	0.30	0.25	0.025	-
欧 5a	2009.09	0.50	-	0.23	0.18	0.005	-
欧 5b	2011.09	0.50	-	0.23	0.18	0.005	6.0×10 ¹¹
欧 6	2014.09	0.50	-	0.17	0.08	0.005	6.0×10 ¹¹
欧 6d-TEMP (WLTP+RDE)	2017.9.1				CF=2.1		CF=2.1
欧 6d (WLTP+RDE)	2020.2.21				CF=1.5		CF=1.5

资料来源: Dieselnet, 国盛证券研究所

图表 2: 欧盟的一般车辆类别

类别	车辆类型
L类	轻便摩托车, 摩托车, 机动三轮车和四轮车
M类	具有至少四个轮子并用于运载乘客的机动车辆
M1	为乘客运输而设计和建造的车辆, 除驾驶员座椅外, 不得超过 8 个座位, 且最大质量 (“技术上允许的最大载重量”) 不超过 3.5 吨
M2	为乘客运输而设计和建造的车辆, 除了驾驶员座椅外还包括 8 个以上的座位, 并且具有不超过 5 吨的最大质量 (“技术上允许的最大载重量”)
M3	为乘客运输而设计和建造的车辆, 除驾驶员座位外还包括八个以上的座位, 最大质量超过 5 吨
N类	动力驱动的车辆, 具有至少四个轮子并用于运输货物
O类	拖车 (包括半挂车)

资料来源: Transportpolicy, 国盛证券研究所

欧 6d-temp 采用的 WLTP+RDE 测试方法, 测试时长较原有方法延长了 50%, 同时需要测试所有车型的全部配置组合。2018 年 9 月以前, 欧盟以 NEDC 测试方法 (欧洲驾驶循环测试) 作为欧盟新车上市前的法规认证环节, 该测试方法早在 1980 年代末期就已提出, 最新的一次修正则是 1997 年, 距离欧盟在 2017 年 9 月确定以 WLTP 测试方法作为未来新车的实验室测试方法的时间点, 已经有 20 年之久。由于实验室的环境固定、测试方式单纯, 所交出的油耗与排污数据可能并不如实际驾驶状况。而且车厂还可能因应这样的测试环境与方法, 在引擎控制软体内编写对应的模式, 让车辆在实验室中交出更出色的油耗与排污数字。而 WLTP 尽量考虑到真实的行驶工况, 同时和 RDE 测试相互补充, 考虑到用户的驾驶风格、交通条件、天气条件和负载情况等, 尽可能缩小实际排放情况与实验室测试数据之间的差异。

图表 3: NEDC 和 WLTP 检测方法对比

	NEDC	WLTP
测试周期	单个测试周期	动态循环 (表征代表真正的驾驶)
周期	20 分钟	30 分钟
周期距离	11 公里	23.25 公里
驾驶阶段	2 个阶段, 66% 的城市驾驶和 34% 的非城市驾驶	4 个阶段, 52% 的城市和 48% 的非城市
平均速度	34 公里/小时	46.5 公里/小时
最大速度	120 公里/小时	131 公里/小时
可选设备的影响	不考虑	其他功能 (每辆车可能有所不同) 也会被考虑在内
换档	车辆具有固定的换档点	每辆车的不同换档点
测试温度	在 20-30°C 下测量	在 23°C 下测量, CO ₂ 值校正到 14°C

资料来源: Dieselnet, 国盛证券研究所

RDE (真实驾驶排放) 用以和 WLTP 测试相互配合, 欧 6d-temp 标准要求 RDE 测试符合性系数 (CF: RDE 测量值/WLTP 测量值) 不大于 1.5。RDE 是测试车辆在铺装的路面上进行的排气污染物 (重点是 NO_x 和 PN), RDE 的引入是为了控制车辆的实际驾驶排放, 它将汽车尾气检测从实验室扩展到实际驾驶路面, 实际道路排放测试过程考虑到了包括驾驶工况、交通状况、驾驶风格、环境温度和海拔等影响实际驾驶排放结果的因素, 能更真实的反映汽车在实际使用过程中的排放水平

图表 4: 大众 WLTP 测试中心



资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

图表 5: 大众对车型进行 RDE 测试

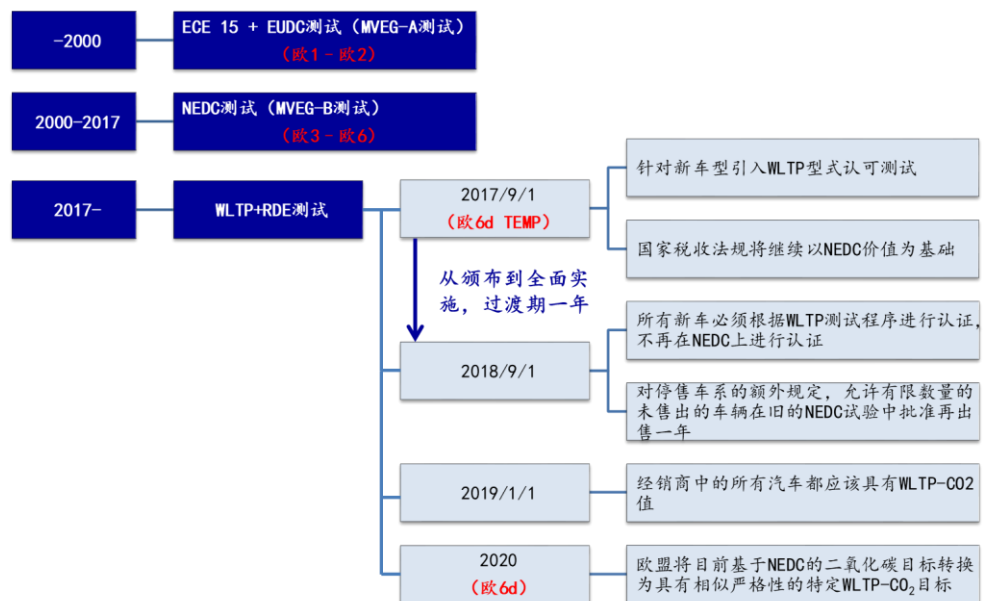


资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

1.2 集中认证叠加检测产能缺口, 至 2018Q4 仅 6 成车型过审

欧 6d-temp 从颁布至实施, 过渡期仅一年 (即 2018 年 9 月 1 日开始实施)。2015 年底的大众汽车排放门, 是欧盟委员会决定将汽车排放标准从欧 6 提升至欧 6d 的直接导火索。2015 年 9 月, EPA (美国环境保护署) 指控大众汽车所售部分柴油车安装了专门应对尾气排放检测的软件, 可以识别汽车是否处于被检测状态, 继而在车检时秘密启动, 从而使汽车能够在车检时以“高环保标准”过关, 而在平时行驶时, 这些汽车却大量排放污染物, 最大可达美国法定标准的 40 倍。2018 年 6 月, 德国对大众公司亦作出了 10 亿欧元的罚款令。造假事件极大地打击了公众的信心, 因此欧盟委员会在 2017 年宣布将废除原有的 NEDC 测试方法, 在 2018 年全面改用更为严格可靠的 WLTP+RDE 测试, 期间的过渡期仅一年。

图表 6: 欧盟各测试方法的执行时间 (M1 类)

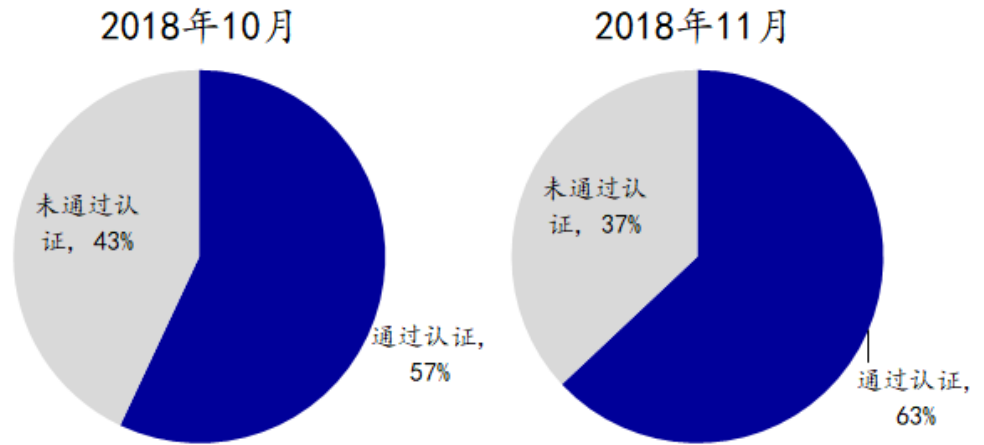


资料来源: Dieseln.net, 国盛证券研究所

排放新规带来测试系统 6-8 倍的运行负担, 检测产能缺口是造成新车供给不足的主要原因, 新标实施时, 认证通过率仅六成。由于车企需要在 2018 年 9 月 1 日之前, 对旗下所有车型进行集中认证。根据巴克莱的研究显示, 大众、宝马、戴姆勒分别需要对

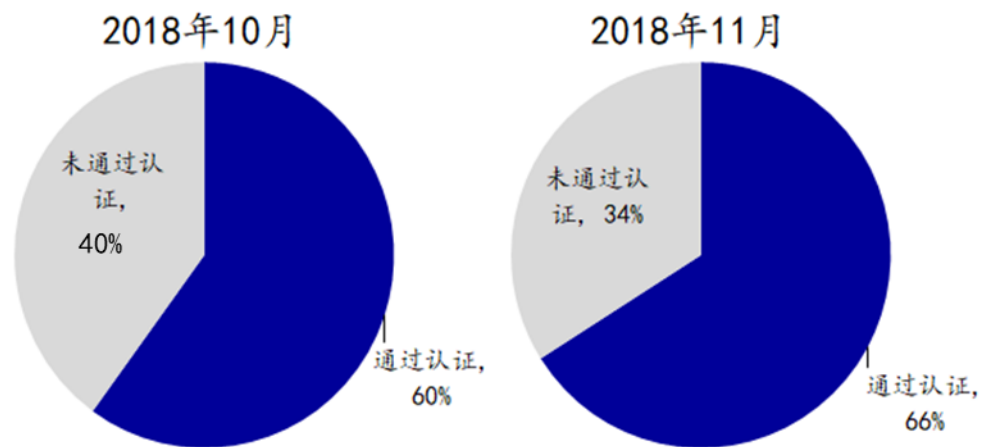
550/160/240 款新车型进行检测，根据欧洲汽车制造协会（ACEA）的测算，由此造成的测试系统运行负担增加了 6-8 倍。检测产能的缺口造成欧洲 2018 年四季度的新车供给严重不足，2018 年 10 月，欧洲全部 5044 款车型中，通过 WLTP 认证的车型仅 2898 款，认证通过率仅 57%，2018 年 11 月，该比例上升至 63%，对于前 36 家头部品牌，2018 年 10-11 月的车型 WLTP 认证率分别为 60%/66%。

图表 7: 2018 年 10-11 月，欧洲车型 WLTP 认证率分别为 57%/63%



资料来源: JATO, 国盛证券研究所

图表 8: 2018 年 10-11 月，欧洲前 36 个品牌的车型 WLTP 认证率分别为 60%/66%



资料来源: JATO, 国盛证券研究所

1.3 伴随车型供给的逐渐恢复，欧洲销量 4 个月增速见底，2 个月格局恢复

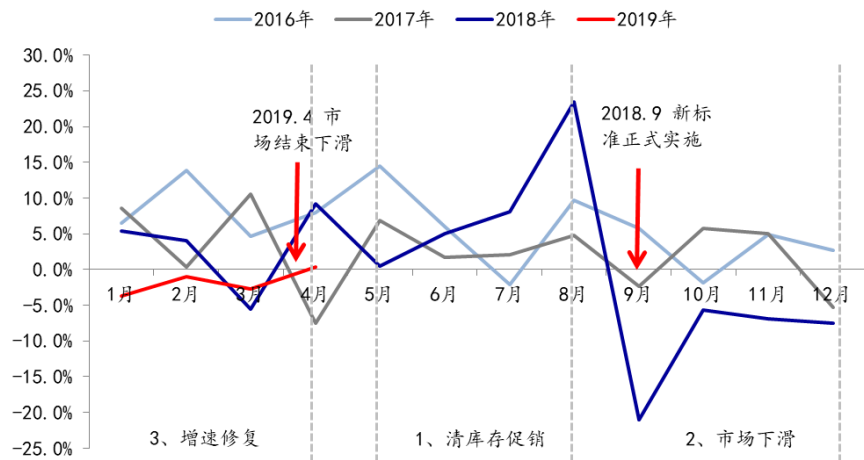
清库促销-市场下滑-渐进复苏，提标带来的扰动共持续了 9 个月，其中行业销量加速下滑持续了 4 个月，环比增速受影响一个季度。我们统计了近三年欧洲市场的逐月销量，统计范围为西欧主要国家，包括：德国，法国，西班牙，意大利，葡萄牙，英国，爱尔兰，比利时，荷兰，奥地利，瑞士，卢森堡，瑞典，挪威，芬兰，丹麦，希腊。通过销量数据，我们发现排放标准提标对于欧洲市场的影响，从 2018 年 7 月开始体现，至 2019 年 4 月行业增速首次转正，期间共持续了 10 个月的时间，主要包括三个阶段：

- 行业清库促销阶段（2018.7-2018.8）。从 2018 年 7 月至 2018 年 8 月，欧洲市场的汽车销量分别为 134、115 万辆，同比增长 8%、24%，合计销售 248 万辆，同

比 14.7%，销量增速远高于 2016(210 万辆，同比 2.6%)、2017 年 (217 万辆，同比 3.2%) 同期，主要由于主机厂采取降价促销与经销商预认证的方式，集中清理清除旧标准的未认证车型所致。

- **行业增速下滑阶段 (2018.9-2018.12)**。从 2018 年 9 月至 2018 年 12 月，欧洲市场的汽车销量分别为 123、119、122、111 万辆，同比-21.0%、-5.7%、-6.9%、-7.5%，合计销售 475 万辆，同比-10.8%，低于 2016 年(530 万辆，同比 3.0%)、2017 年 (533 万辆，同比 0.5%) 同期。由于 2018Q4 各车企近 4 成车型仍然处于认证阶段，行业供给不足，叠加 7/8 月行业促销带来的透支效应，行业增速在四季度呈现加速下滑的趋势。
- **行业增速回归阶段 (2019.1-2019.4)**。从 2019 年 1 月至 2019 年 4 月，欧洲市场的汽车销量分别为 126、118、187、139 万辆，同比-3.6%、-1.0%、-2.7%、0.4%。2019 年起，欧洲市场逐渐进入弱复苏阶段，2019 年 4 月销量同比增速首次转正。

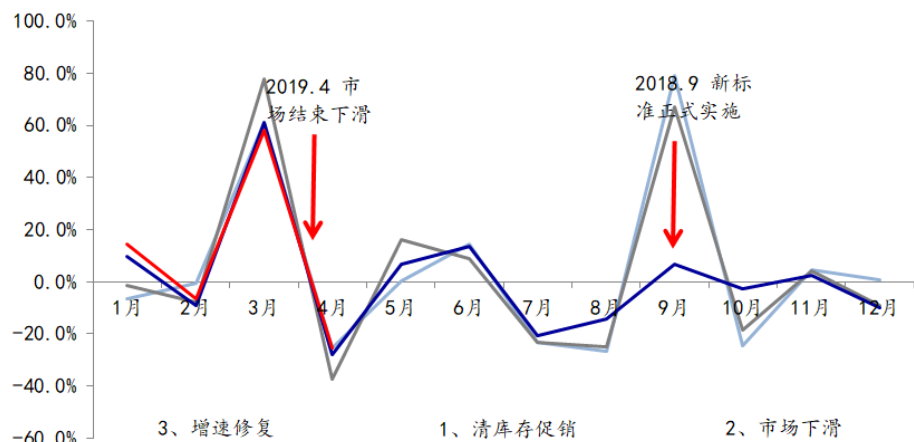
图表 9: 欧 6d-temp 提标期间欧洲销量同比增速对比



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

从环比来看，新规执行后一个季度，恢复到同期水平。2018 年的 7、8 月累计销售 248 万辆，环比-21.7%，高于 2016 年 (累计 210 万辆，环比-29.2%)、2017 年 (累计 217 万辆，环比-29.8%) 同期，2018 年 4 季度累计销售 475 万辆，环比-16%，低于 16 (累计 530 万辆，环比 4.7%)、17 年 (累计 533 万辆，环比 1.5%) 同期，从 19 年 1 季度开始，环比回到正常水平

图表 10: 欧 6d-temp 提标期间欧洲销量环比增速对比



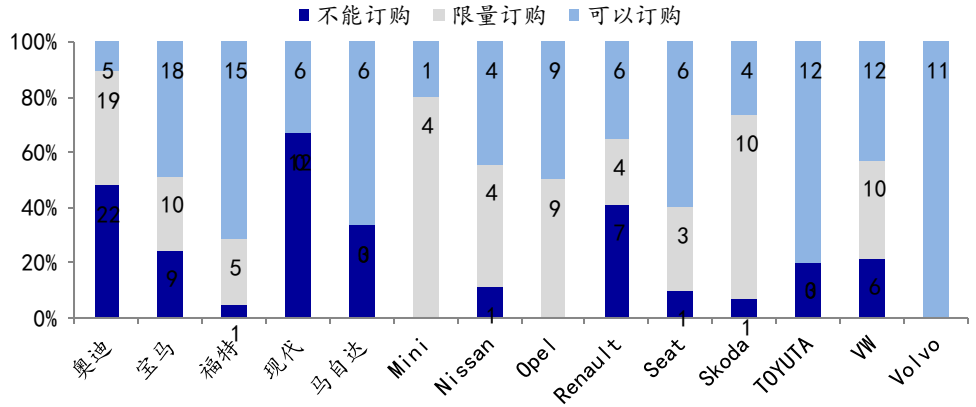
资料来源: marklines, 国盛证券研究所

对于市场格局，根据 europe.autonews.com 在 2018 年 8 月统计的德国市场各品牌车型

的认证情况，分品牌看：

- 车型受影响较大的品牌为：现代、奥迪、Mini、Skoda、大众。以可以订购/限量订购/不能订购的车型数量计，受影响较大的品牌为现代(6/0/12)，奥迪(5/19/22)，Mini(1/4/0)，Skoda(4/10/1)，大众(12/10/6)。
- 车型受影响较小的品牌为：福特、马自达、Toyota、沃尔沃。以可以订购/限量订购/不能订购的车型数量计，受影响较小的品牌为福特(15/5/1)，马自达(6/0/8)，Toyota(12/0/8)，沃尔沃(11/0/0)。

图表 11: 截止 2018 年 8 月，德国汽车市场各品牌车型认证情况

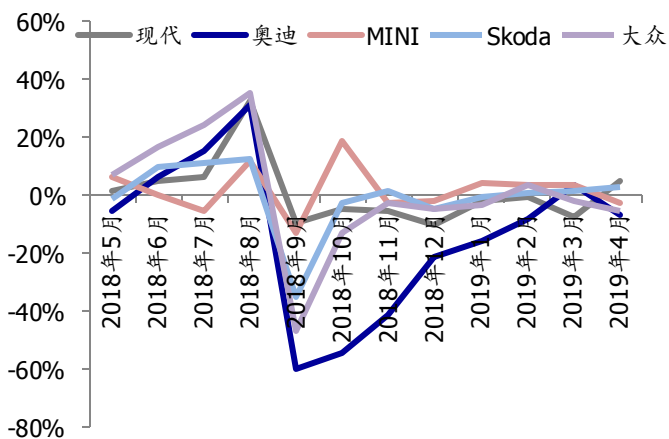


资料来源: europe.autonews.com, 国盛证券研究所

前五个受影响较大的品牌销量均在 2018.9-11 出现严重下滑，合计市占率较正常情况下滑约 6 PCT，11 月之后逐渐恢复。前五个受影响较大的品牌(现代、奥迪、Mini、Skoda、大众)，由于较多车型受到影响，在 2018 年 6-8 月促销力度较大，而在提标之后则出现明显下滑，从数据看：

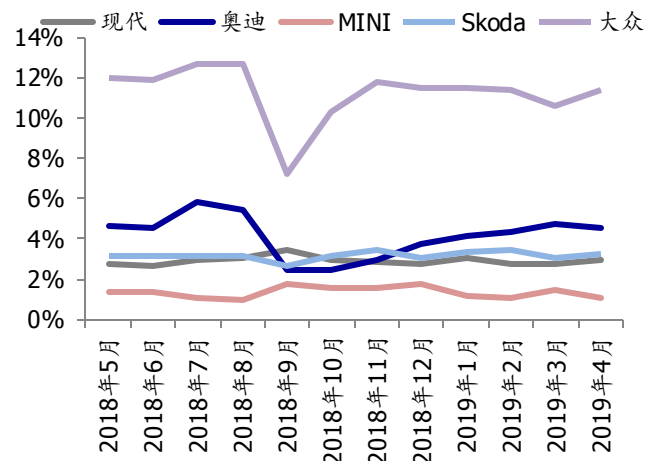
- 2018 年 5 月合计销量 34.5 万辆，同比增 2.49%，合计市占率 23.88%；
- 2018 年 8 月合计销量 28.9 万辆，同比增 29.72%，合计市占率 25.19%；
- 2018 年 9 月合计销量 21.5 万辆，同比增-41.29%，合计市占率 17.52%；
- 2018 年 11 月合计销量 27.6 万辆，同比增-10.47%，合计市占率 22.50%。

图表 12: 受提标影响较大品牌的销量同比增速



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 13: 受提标影响较大品牌的市占率



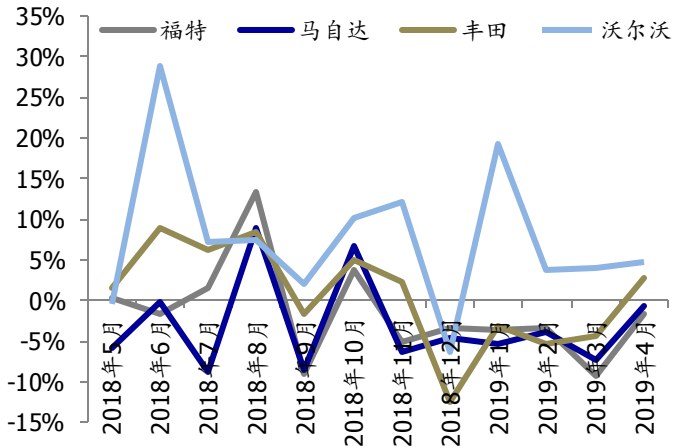
资料来源: marklines, 国盛证券研究所

前四个受影响较小的品牌则由于同期销量相对平稳，合计市占率较正常情况下上升约

6PCT，11月之后随着其他品牌的销量恢复，市占率回落到前值水平。前四个受影响较小的品牌（福特、马自达、Toyota、沃尔沃），受到的影响较小，更多是由于行业增速下滑的影响所致，从数据看：

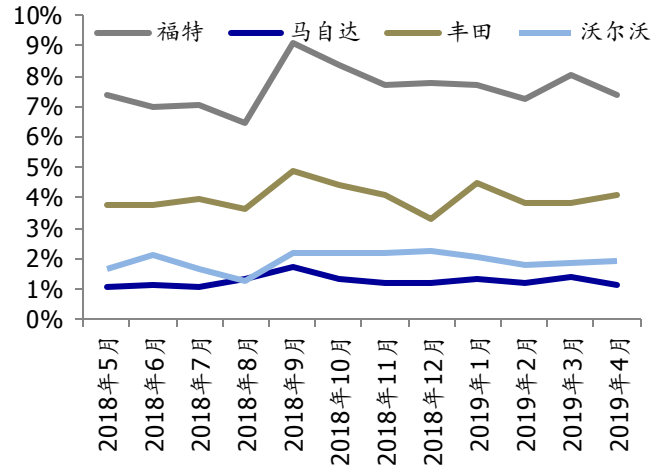
- 2018年5月合计销量20.6万辆，同比增-0.01%，合计市占率13.91%；
- 2018年8月合计销量14.6万辆，同比增10.78%，合计市占率12.72%；
- 2018年9月合计销量21.9万辆，同比增-5.89%，合计市占率17.89%；
- 2018年11月合计销量18.6万辆，同比增-1.17%，合计市占率15.16%。

图表 14: 受提标影响较小品牌的销量同比增速



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

图表 15: 受提标影响较小品牌的市占率



资料来源: marklines, 国盛证券研究所

1.4 健全的库存消纳渠道维持了价格体系，促销期间折扣率 10%-30%

在欧洲市场对于在 2018 年 9 月之前，经过 NEDC 认证，而尚未通过 WLTP 认证的库存车，经销商有三种处理方法：

- **等待 WLTP 认证，然后作为新车销售。**如果销售车型是新车型或继续生产的旧车型，新车销售是经销商消纳库存车型的主要渠道。例如 2018 年夏季，大众汽车由于大部分的主力车型仍然在 WLTP 认证过程中，其租用新建的柏林机场，在未投运的场地存放了 20 万辆库存车型。
- **对于未来停产的车型，欧盟规定可以继续销售至 2019 年 9 月 1 日，但销售量不得超过 2018 年销量的 10%。**
- **对于大部分的库存车型，经销商可以对车辆进行“预注册”，使其成为“二手车”，然后通过一定的折扣予以销售。**

图表 16: 2018年大众在柏林机场停放 20 万辆库存车型等待 WLTP 认证, 其中 80%已经预售



资料来源: ICDP, 国盛证券研究所

库存消纳渠道的健全, 使得行业价格体系得以维持, 终端折扣率在 10%-30%。由于经销商可以通过多种渠道消纳行业库存, 因此在新标准执行前夕, 虽然各车企的折扣力度都有所大幅上升, 但仍然维持在可接纳的范围之内。根据经销商网站的统计, 2018 年 8 月, 德国车型的折扣率在 20%-30%之间, 而英国各车型的折扣率在 10%-20%之间。

图表 17: 德国 2018 年 8 月终端折扣率约 20%-30%

车型	指导价	零售价	折扣 (折扣率)
Jeep Cherokee Limited M-Jet	£34715	£22495	£12,220 (35 %)
Ford Focus Zetec Edition 1.0 125	£20,640	£15,000	£5,640 (27 %)
Toyota Aygo x-Play 5dr	£10,910	£797	£2,940 (27 %)
Nissan Qashqai N-Connecta 1.5 dCi	£25,580	£18980	£6,600 (26 %)
BMW 116d Sport	£24,425	£18,810	£5,615 (23 %)
Vauxhall Grandland X SE 1.2	£23,130	£17995	£5,135 (22 %)
Audi A5 S Line 1.4 TFSI S Tronic	£35495	£28500	£6,995 (20 %)
Citroen C3 Aircross Feel 1.2 PureTech	£15805	£12749	£3,056 (19 %)

资料来源: BuyACar, 国盛证券研究所

图表 18: 英国 2018 年 8 月终端折扣率约 10%-20%

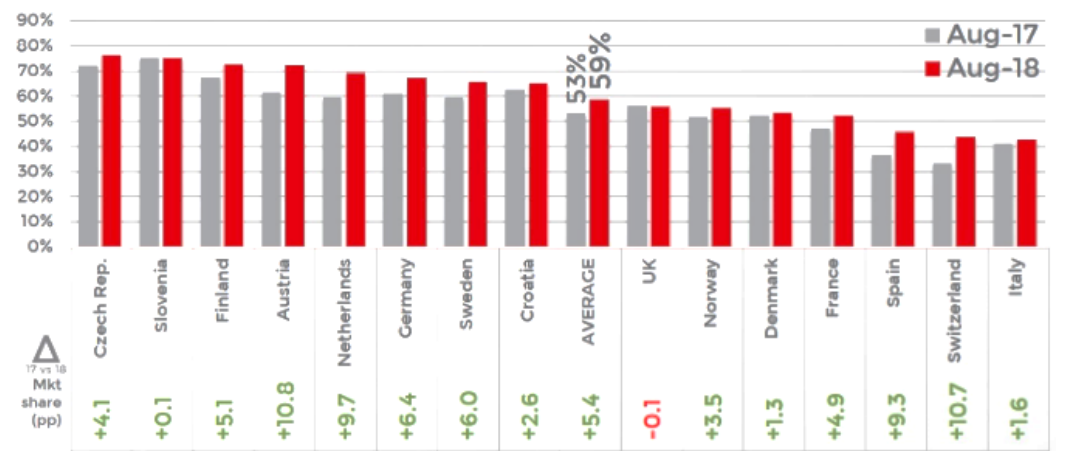
车型	折扣	折扣率
Citroen C4 Spacetourer	£4,147	20.50%
Citroen DS3 Hatchback	£2,617	17%
Ford Fiesta (exc. ST and Style)	£1,160	7.80%
Jaguar E-Pace	£833	3%
Mazda MX-5	£1,077	5.80%
Mercedes A-Class (new model)	£2,407	9.30%
Mercedes C-Class (new model)	£2,581	8%
Mercedes GLC Estate	£3,379	9.80%
MINI Countryman	£1,528	6.80%
Peugeot 308	£1,971	10.50%
Peugeot 3008	£1,818	7.50%
Renault Clio	£1,439	11%
Skoda Octavia (diesel) hatchback	£1,758	9.30%
Skoda Kodiaq (diesel)	£1,845	6.80%
Volkswagen Tiguan	£1,867	8.30%

资料来源: New Car Buying, 国盛证券研究所

由于经销商普遍采用“预注册”以消纳无法按时出售的库存车型, 2018 年 8 月欧洲汽车注册量中, 机构的注册比例提升 6 PCT。根据 JATO 的统计, 由于经销商在 2018 年 8

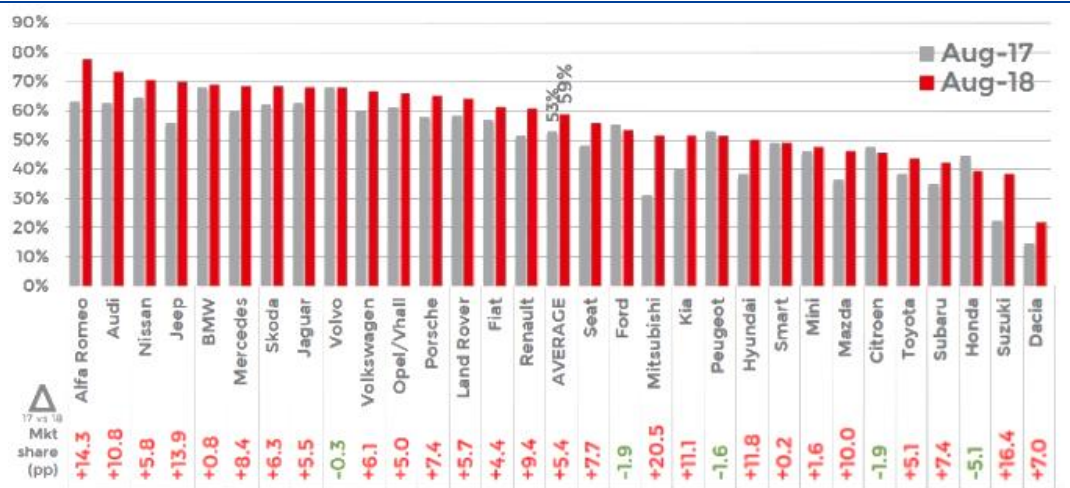
月的集中注册,2018年欧洲汽车注册量中,机构注册量(business/fleet)同比增长38%,占比59%,同比提升6PCT,私家车注册量(privite)同比提升11%,占比41%,同比-6PCT。各国的主要市场中,2018年8月的公车注册量占比分别为德国(66%),法国(52%),西班牙(46%)。

图表 19: 按国家分, 各国 2017/2018 年汽车注册量中, 机构注册量的比例



资料来源: JATO, 国盛证券研究所

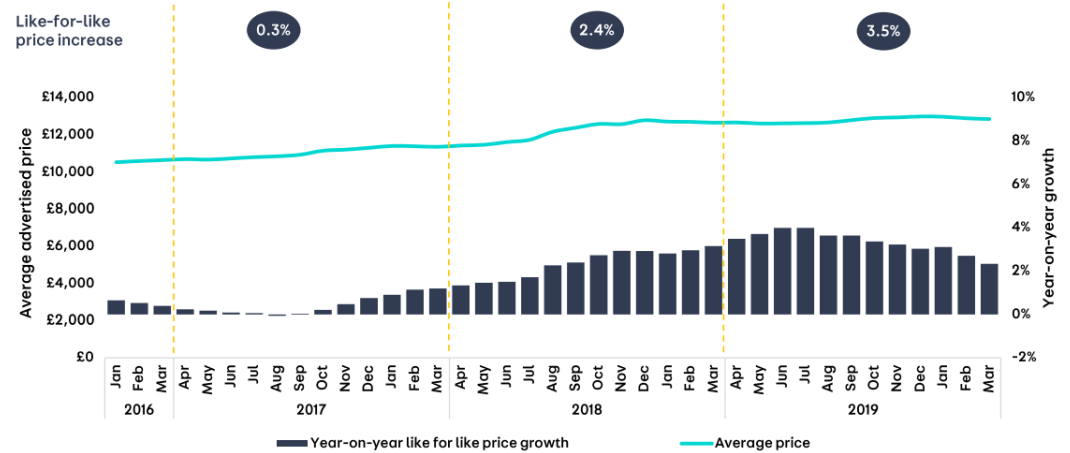
图表 20: 按品牌分, 各品牌 2017/2018 年汽车注册量中, 机构注册量的比例



资料来源: JATO, 国盛证券研究所

从价格看, 由于大量新车涌入, 欧洲同期的二手车市场价格不降反升。以英国为例, 经销商 AUTOTRADER 在当地的网上市占率约 90%, 其每月公布二手车价格指数, 在 2019 财年 (2018.3-2019.3) 英国二手车平均价格上涨了 3.5%, 2018 年 11 月达到 12,967 英镑, 创历史新高。

图表 21: AUTOTRADER 公布的英国二手车价格指数



资料来源: AUTOTRADER, 国盛证券研究所

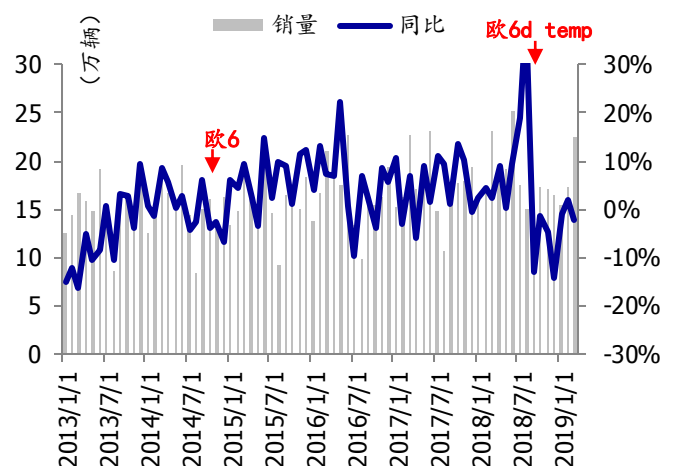
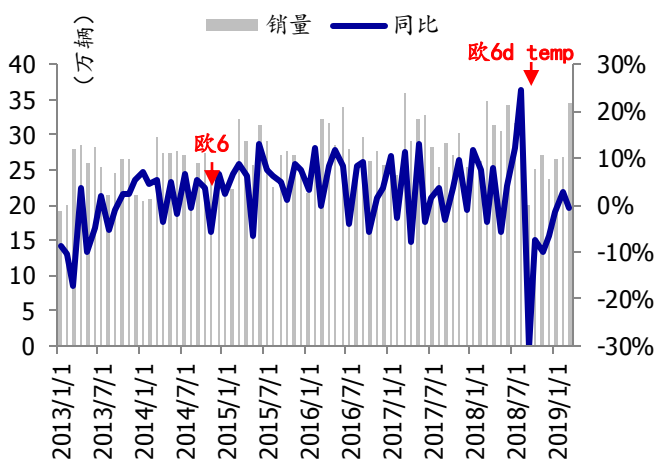
2. 从欧洲到国内，提标对于行业的影响有何异同？

2.1 相同点一：整体行业增速的放缓，放大了提标造成的影响

对比 2014 年欧 6 和 2018 年欧 6d-temp 执行时期的行业背景，近三年欧洲乘用车增速整体下行，放大了提标对行业的影响。对比欧 6 (2014 年 9 月 1 日实施) 和欧 6d-temp (2018 年 9 月 1 日实施) 实施期间的欧洲汽车市场的销量，以德国和法国为例，2014-2018 年，德国乘用车市场的同比销量增速为 2.5%/5.6%/4.5%/2.7%/-0.2%，法国乘用车市场同期的销量同比增速为 0.3%/6.8%/5.1%/4.7%/3.0%，2015 年见顶之后，欧洲乘用车市场近几年处于增速下行的区间。在行业增速下滑的背景下，市场需求相对较弱、经销商库存加大，放大了提标对于行业的扰动。此外，英国脱欧带来的政治不稳定，也在一定程度上加剧了提标的影响。

图表 22: 德国汽车销量及同比增速

图表 23: 法国汽车销量及同比增速



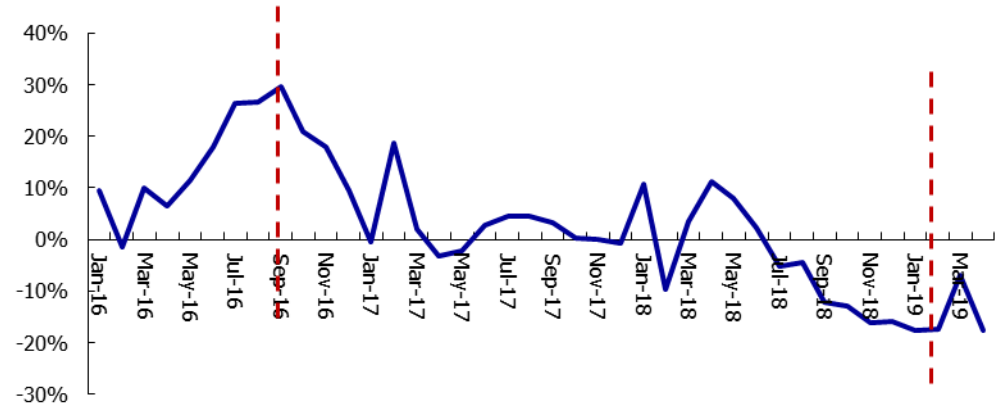
资料来源: choice, 国盛证券研究所

资料来源: choice, 国盛证券研究所

我国汽车行业增速换挡，销量的负增长削弱了市场的韧性。2016-2017 年四部委对乘用车进行购置税优惠政策，2016 年当年乘用车销量同比增长 15.1%，为近三年历史新高，同年 9 月乘用车单月增速达到 29.5%，之后开启下行通道，至 2018 年 7 月，行业开始负增长并持续至今。从 2016 年 8 月销量增速顶点开始，从时间维度来看，我们认为本

轮行业周期下行已经到达拐点位置。从长期来看，销量中枢有望保持3-4%左右。

图表 24: 2016年至今行业批售销量增速



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

2.2 相同点二：政策实施进度的超预期，造成了行业的准备不足

欧洲市场的扰动源于检测产能缺口导致的新车供给不足，行业订单积压，供货时间延长。根据 autocarpro 的报道，由于主机厂普遍由于无法按时完成 WLTP 检测，因而只能暂时削减新车的产量，例如宝马由于不符合 WLTP 规定，不得不宣布停产 M3 F80，捷豹只能在欧洲提供 296 马力的 3.0 升 V6 柴油发动机版本，斯巴鲁则在英全面停售柴油车，最为典型是大众高尔夫，作为 2018 年德国销量冠军，在 9 月底才通过 WLTP 认证，导致交货时间由 6 至 10 周提升至 14 至 15 周，此外大众不得不通过降低功率输出以减少尾气排放，供给的不足成为了拖累欧洲汽车销量的主要因素。但是另一方面，在需求相对稳定的背景下，随着行业供给的逐渐恢复，销量也很快进入了增速回归的阶段。

对于国内市场，2016年起有 2 年的认证过渡时间，市场准备不足的主要原因在于：各地由于实施大气污染防治计划，在 2017 年底宣布提前实施国六 b。2016 年底环保部公布了国六排放标准，根据要求是在 2020 年 7 月实施国六 a，2023 年 7 月开始实施国六 b，但目前根据我们统计已经有 13 个省市宣布将国六实施时间提前，其中北京市提前到 2020 年 1 月，其余省市包括上海、天津、山东、河北、河南在内的几个汽车销售大省，提前到今年 7 月 1 日，届时现有国五车型将不得销售注册。

图表 25: 多个省(市)宣布提前实施国六标准

地区	车辆类型	执行时间	执行标准及方式
北京	重型燃气车, 公交, 环卫	2019年7月1日	国六 b
	其余车辆	2020年1月1日	国六 b
深圳	汽油车	2019年7月1日	国六 b
	柴油车	2018年11月1日	国六 b
上海	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
天津	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
重庆	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河北	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
广东	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
山东	轻型汽车	2019年7月1日	国六
山西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
海南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
安徽	轻型汽车	2019年7月1日	国六
陕西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
四川	轻型汽车	2019年7月1日	国六
杭州	轻型汽车	2019年7月1日	国六
南京	轻型汽车	2019年7月1日	国六
全国	轻型汽车	2020年7月1日	国六 a
		2023年7月1日	国六 b

资料来源: 各省市环保厅(局), 国盛证券研究所

2.3 不同点一: 国六提标幅度更大, 尾部车企更难达标

从排放限值到检测方法全面提标, 国六 b 各限值要求已全面严于欧盟现行欧 6d-temp 标准。环保部 2016 年底颁布第六阶段汽车污染物排放标准, 各项主要污染物已经全面严于欧洲排放标准的, 例如 CO(欧 6 为 1000mg/km, 国六 a/b 分别为 700/500 mg/km), THC(欧 6 为 100mg/km, 国六 a/b 分别为 100/50 mg/km), NMHC(欧 6 为 68mg/km, 国六 a/b 分别为 68/35 mg/km), PM(欧 6 为 5mg/km, 国六 a/b 分别为 4.5/3mg/km)。此外, 对于监测方法, 国六 a 对于 RDE 仅要求监控, 国六 b 阶段对于 RDE 则全面要求实施, 且符合性因子 (CF) 与欧盟现行标准一致 (2.1)。

图表 26: 我国与欧盟汽车排放标准对比 (轻型汽油车)

法规等级	实施日期	测试循环	CO	THC	NMHC	NOx	N ₂ O	PM	PN/km ⁻¹
欧 3	2000/1/1	NDEC	2300	200	-	150	-	-	-
国三	2008/7/1	NDEC	2300	200	-	150	-	-	-
欧 4	2005/1/1	NDEC	1000	100	-	80	-	-	-
国四	2011/7/1	NDEC	1000	100	-	80	-	-	-
欧 5	2009/9/1	NDEC	1000	100	68	60	-	5	-
国五	2017/1/1	NDEC	1000	100	68	60	-	4.5	-
欧 6	2014/9/1	NDEC	1000	100	68	60	-	5	6.0×10 ¹¹
欧 6d-temp	2017/9/1	WLTP+RDE				CF=2.1			CF=2.1
欧 6d	2020/2/21	WLTP+RDE				CF=1.5			CF=1.5
国六 a	全国 2020/7/1, 部分省市提前	WLTP,RDE 仅监控	700	100	68	60	20	4.5	6.0×10 ¹¹
国六 b	全国 2023/7/1, 部分省市提前	WLTP+RDE	500	50	35	35 CF=2.1	20	3	6.0×10 ¹¹ CF=2.1

资料来源: 环保部, Dieselnet, 国盛证券研究所

国六 b 作为史上最严的排放标准, 各方面要求较国五大幅提升。根据环保部 2016 年 12 月 23 日颁布的《轻型汽车污染物排放限值及测量方法 (中国第六阶段)》公告, 相较于国 V 标准, 我国轻型车国六标准采用分步实施的方式, 设置国六 a 和国六 b 两个排放限值方案, 自 2020 年 7 月 1 日起, 轻型汽车要符合 6a 限值要求; 自 2023 年 7 月 1 日起, 轻型汽车要符合 6b 限值要求。主要污染物方面, 国六相较于国五加严了 40-50% 左右。对于循环测试, 国六从国五的 NEDC 循环变为 WLTC 循环, 而对于 RDE 监测, 国六 a 仅要求监测, 国六 b 则要求全面实施, 且符合性因子 (CF) 不大于 2.1。此外, 国六还加入了汽油蒸发排放控制、排放质保期、美国车载诊断系统 (OBD) 控制要求等。

图表 27: 国六排放法规与国五的区别

区别	具体内容
测试循环不同	全面考核冷启动、加减速及高速负荷状态下排放
新增实际行驶排放 (RDE)	首次将排放测试转移至实际道路, 避免排放作弊。RDE 的引入是为了控制车辆的实际驾驶排放, 它将汽车尾气检测从实验室扩展到实际驾驶路面, 实际道路排放测试过程考虑到了包括驾驶工况、交通状况、驾驶风格、环境温度和海拔等影响实际驾驶排放结果的因素, 能更真实的反映汽车在实际使用过程中的排放水平
测试程序要求不同	为了避免实验室测试数据与实际使用不一致
增加排放保质期	车辆 3 年或 6 万公里内因故障排放超标, 车企承担费用
限值要求更加严格	加严 40%-50%, 且对柴油车限值要求相同
加严政法排放控制	要求车辆安装 ORVR 油气在线回收装置
提升车辆排放实时监控	引入美国车载诊断系统, 及时发现排放故障
提高低温试验要求	CO 碳氮化合物限值加严 1/3, 新增碳氮化合物控制
新增测量要求	增加了汽油排放颗粒物测量要求
曲轴箱污染物排放试验新增要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 增加柴油车曲轴箱的控制要求; 2. 不允许曲轴箱通风系统有任何污染物排入大气 3. 对没有采用曲轴箱强制通风系统的汽车, I 型试验过程中, 应将曲轴箱气体引入 CVS, 计入排气污染物总量
换挡策略	国六排放测试时的换挡时间和档位是不固定, 换挡点是基于为克服行驶阻力和加速度所需要的功率与所有可能档位下发动机能提供的功率两者之间取得平衡来确定。而国五 (NEDC) 的换挡时间和档位是固定不变的, 无论是 A0 级微型车, 还是 D 级豪华车, 也无论发动机功率扭矩是大是小, 转速是高是低, 都只能在同一条跑道上起跑, 并在规定车速下在同一时刻换挡
新增测试适用范围	增加了混合动力电动汽车的试验要求。混合动力汽车在诊断 OBD 的过程增加 8 个监测要求。

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

国六提标需要系统性的解决方案, 升级成本短期难以转移至终端, 尾部车企面临巨大压力。一方面, 国五升级至国六需要对整个发动机进气、供油、点火及尾气处理系统进行系统化改造, 对车企的研发能力与供应体系的要求更高, 另一方面, 根据环保部测算, 国五升级到国六轻型汽油车单车升级成本约需 1200 元, 轻型柴油车单车升级成本约需 4000 元, 该部分成本在目前行业清库的背景下, 难以转移至终端, 这对于规模较小、现金流较差的尾部车企而言, 将造成严峻的考验。

图表 28: 国六排放法规应对需要系统性的解决方案

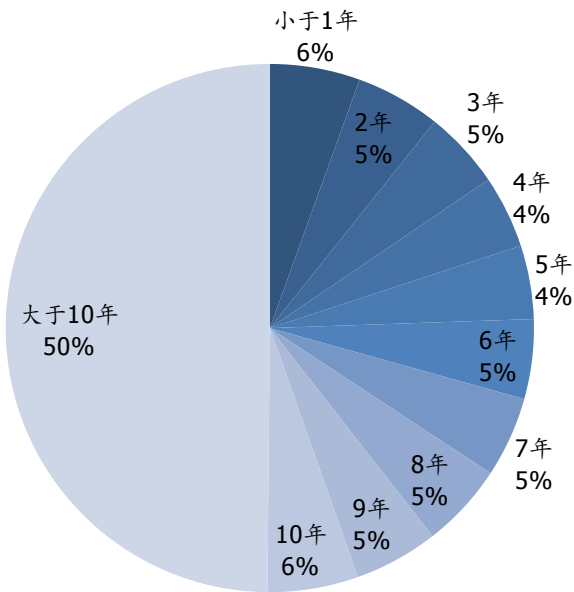
要求	应对方案	PFI 发动机	GDI 发动机
降低 CO	高速大负荷区域混合气加浓解决	1) 排气歧管集成冷却水套→降低排气温度; 2) 低压冷却 EGR→抑制爆震, 降低排气温度; 3) 喷水技术→抑制爆震, 降低排气温度; 4) 48V 系统→避免内燃机工作在高速大负荷区	1) 优化进气系统, 对于增压发动机可以改进进气系统增大滚流比; 2) 增大气门重叠角, 利用内部 EGR 加热混合气改善冷机阶段的燃油雾化条件; 3) 降低喷油器的 SMD: 提高冷机阶段的系统压力, 采用多孔喷油器; 4) 优化喷射导向
	燃油与空气更好混合解决措施	1. 提高贵金属含量 2. 优化催化器的布置位置, 采用紧耦合催化器 3. 增加催化器目数 (比如 600 目或 750 目) 4. 对于涡轮增压发动机, 采用电子废气门或负压控制废气门	
降低 HC	优化燃油系统, 改善燃油雾化	1. 提高系统油压, 改善燃油雾化 2. 优化喷射导向 3. 采用多孔喷油器 4. 采用双喷油器	1. 提高最大系统油压 2. 优化喷射导向
	优化空气系统	1. 对于增压发动机, 增大发动机滚流比, 并合理选择增压器 2. 采用双 VVT, 在冷机状态下采用较大的气门重叠角获得更大的内部 EGR 率, 有效加热混合气, 改善燃油雾化	
	优化匹配	优化气门重叠角	1. 合理匹配多次喷射, 最大程度做好推迟点火角与怠速稳定性的平衡, 以加速催化器起燃 2. 提高冷机阶段的系统油压, 改善燃油雾化 3. 优化气门重叠角
降低 PN	降低 PN 措施	1. 喷油器雾化设计优化 2. 喷油时刻的优化, 在大负荷工况下, 可以尝试开阀喷射的喷射策略 (OVI) 3. VVT 控制的优化, 控制 VVT 产生较大的气门重叠角 4. 提高系统喷油压力 5. 大进气滚流比的进气道设计	1. 优化喷油器的喷孔几何形状及内流场 2. 优化喷雾油束与燃烧室的匹配 3. 提高喷油压力等方法
	排气后处理 GPF	对于降低 PN 排放的后处理技术, 可以应用 GPF 技术。(汽油机颗粒捕捉器)	

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

2.4 不同点二: 国内消费习惯加大了清库压力, 价格体系受冲击更大

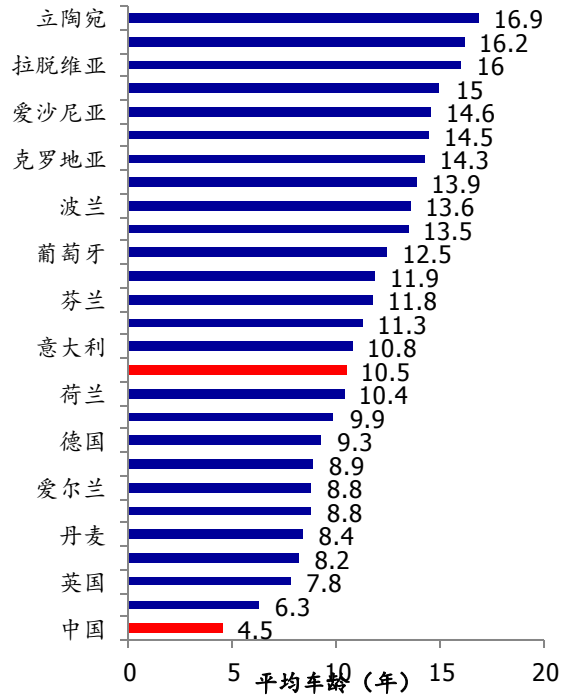
欧洲对于旧车接纳程度更高, 经销商清库期间, 折扣压力更小。一方面, 如前所述, 经销商能够通过“预注册”的方式, 将旧款车作为二手车继续出售; 另一方面, 从消费习惯而言, 欧洲对于旧车的接纳程度更高, 经销商在清库期间的库存压力也更小。从车龄分部看, 根据 ACEA (欧洲汽车工业协会) 的报告, 欧洲在用车辆中, 各个车龄的分布极为平均, 且大于 10 年的车辆占比达 50%, 整体的平均车龄也达到 10.5 年, 远高于目前国内的平均车龄 (4.5 年)。

图表 29: 欧盟各车龄车辆占比非常平均, 是典型的成熟市场



资料来源: ACEA, 国盛证券研究所

图表 30: 各国家平均车龄对比



资料来源: ACEA, 国盛证券研究所

图表 31: 欧洲对于老车的接纳程度更高

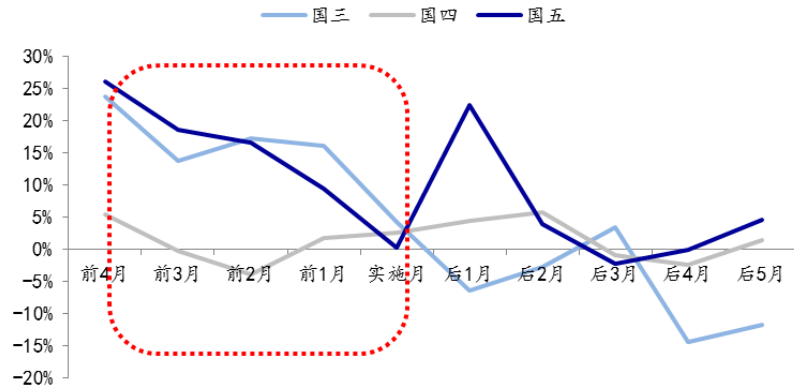


资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

国内持币待购情绪较浓, 提标前夕批零数据受影响较大。对于国内市场, 排放标准的切换最为重要的是引发消费者两个担心:

- 1) 新车型上市将带来旧车型的保值率快速下降;
- 2) 强制报废的风险, 以国一国二为例, 在国五标准全面实行之后, 国一国二的车基本上就进入了“强制报废”的状态。因此在国六排放全面切换后, 国三车型很大可能会被强制报废, 因此线性外推, 国八标准出台后, 国五车型将禁止流通, 因此消费者存在担心未来国八切换后国五将强制报废, 国五车型使用年限可能是十多年, 增加了大家对于当前时点购买国五车型使用时间的担心。

图表 32: 由于待购情绪, 国三至国五提标期间, 行业增速均出现下滑



资料来源: Choice, 国盛证券研究所

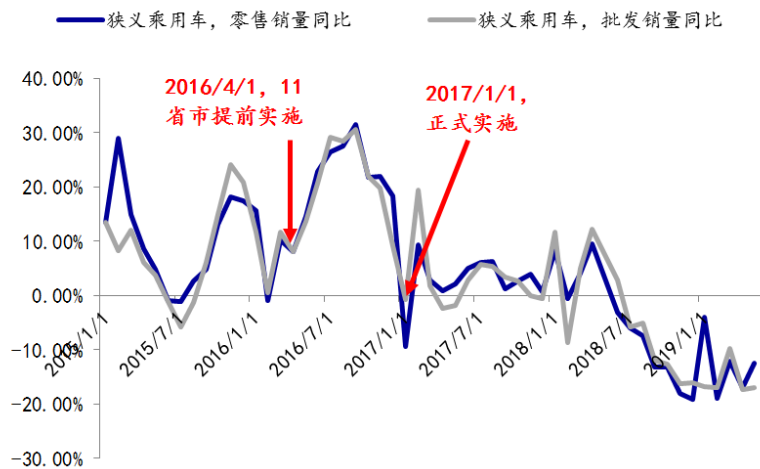
3. 行业边际改善, 销量增速有望渐进回归

3.1 从国 V 看, 提标实施当月为销量增速终端与价格谷底

从历史来看, 国五实施对整车销量同样存在影响。根据国务院要求, 国五全国实施时间日期为 2017 年 1 月 1 日, 而为贯彻《中华人民共和国大气污染防治法》, 严格控制机动车污染, 11 省市(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)自 2016 年 4 月 1 日起, 所有进口、销售和注册登记的轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途), 开始实施国五标准要求。

- 与欧洲市场不同, 国内市场在标准实施前两个月, 增速一般呈现明显的下滑趋势。从销量来看, 在 11 省市 2016 年实施国五前的 1 季度, 乘用车同比增速由 2015Q4 的 18% 的下滑至 6.7%, 考虑到 15 年 Q4 进行了汽车购置税减半的刺激政策, 15Q4、16Q2-Q4 同比增长均为双位数, 16Q1 同比增速显著低于全年平均增速。
- 由于前期市场的预先“消化”, 国内市场在新标实施后即进入增速回归阶段。从国内汽车市场的同比增速看, 2016 年 4 月 1 日在 11 省市提前实施国五后, 4~7 月的销量同比分别为 6%/10%/15%/23%, 2017 年 1 月 1 日国五正式实施后, 由于前一轮市场的充分消化, 1/2 月分同比增速分别为 0%/22%, 仅一个月即恢复增速。

图表 33: 我国汽车销量同比增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

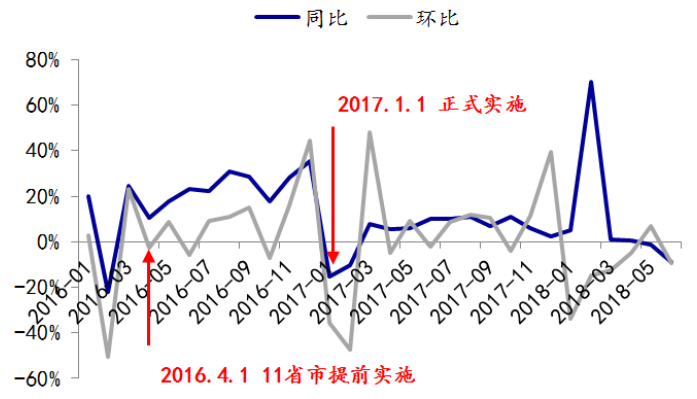
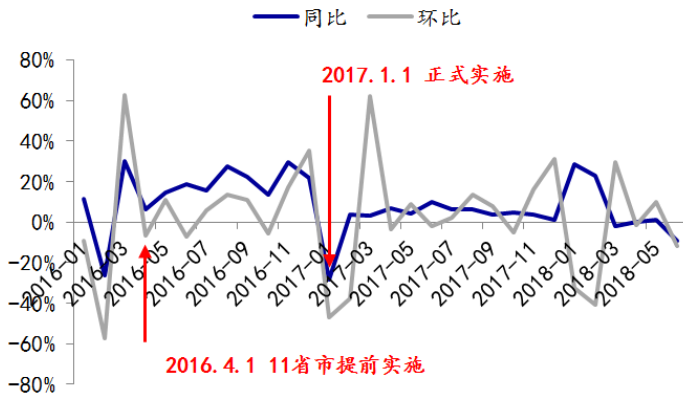
从零售数据看, 国五两次提标(提前实施/正式实施)对行业的扰动时间为两个月左右,

实施当月均为销量增速的最低点:

- 2016年3-5月(国五提前实施)期间,提前实施国五的十一省市销量同比增速分别为30%/6%/15%,环比22%/29%/4%,其他地区的销量同比增速分别为24%/10%/18%,环比23%/-3%/9%。
- 2016年12-2017年2月(国五正式实施)期间,提前实施国五的十一省市销量同比增速分别为22%/-29%/4%,环比35%/-47%/-38%,其他地区的销量同比增速分别为43%/-10%/-7%,环比45%/-36%/-47%。

图表 34: 提前实施国五地区的乘用车零售量(交强险)同比及环比数据

图表 35: 未提前实施国五地区的乘用车零售量(交强险)同比及环比数据



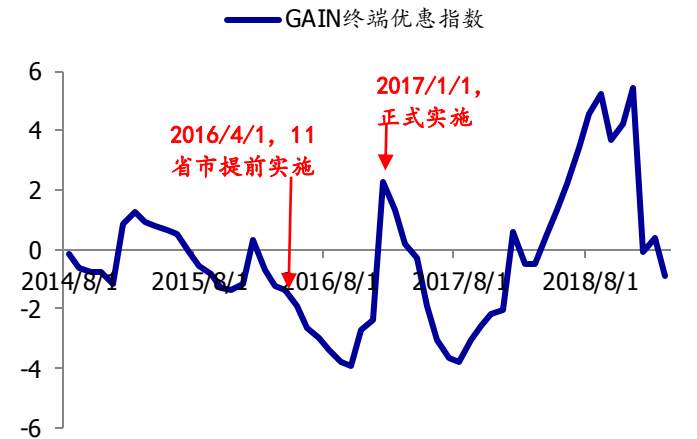
资料来源: 交强险, 国盛证券研究所

资料来源: 交强险, 国盛证券研究所

从价格看, 国五正式实施当月为终端折扣率峰值。由于提前实施国五的范围在天津市、河北省和山东省等在东部的11省市, 该11省市之外的地区仍然可以正常销售国四车型至2017年1月1日, 11省市之内的地区同样能够转移地区进行销售。因此, 国五真正的折扣率峰值在2017年1月, 即国五正式实施当月。2016年11月至2017年3月期间, GAIN终端折扣指数分别为-2.7/-2.39/2.24/1.31/0.19。

图表 36: 国五实施期间行业的价格变换指数

图表 37: 国五实施期间行业的终端优惠指数



资料来源: choice, 国盛证券研究所

资料来源: choice, 国盛证券研究所

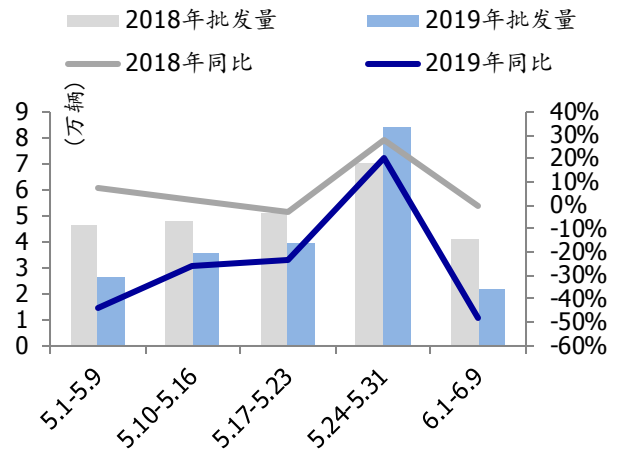
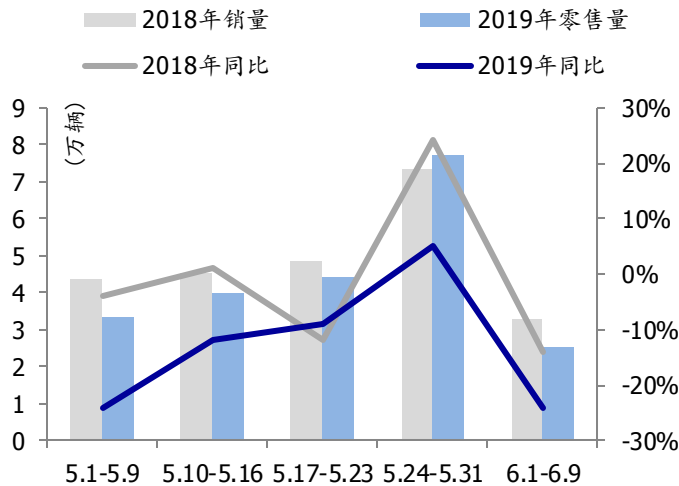
3.2 行业 5 月销量周环比改善, 下半年有望进入增速回归阶段

需求被滞后, 但不会消失, 3 季度国内市场将加速复苏。我们认为政策层面的影响短期内将对行业销量造成一定冲击, 但行业的真实需求是存在的, 今年以来零售边际逐步改善也印证了这一点。国五升级国六造成的持币待购, 将导致部分需求被延后至 3 季度, 叠加低基数, 将加速行业复苏。

5月以来乘用车零售逐渐改善，终端消费需求有望迎来复苏。根据乘联会数据，5月1日至6月9日期间，以周度数据统计，乘用车零售销量分别为3.35/3.96/4.41/7.71/2.51万辆，同比增速每周分别为-24%/-12%/-9%/5%/-24%，批发销量每周分别为2.61/3.58/3.94/8.39/2.16，同比增速每周分别为-44%/-26%/-23%/20%/-48%，行业库存持续消化，未来随着国六切换影响逐步消除，7月起批售辆有望继续改善。

图表 38: 5月1日至6月9日期间乘用车零售量

图表 39: 5月1日至6月9日期间乘用车批发量



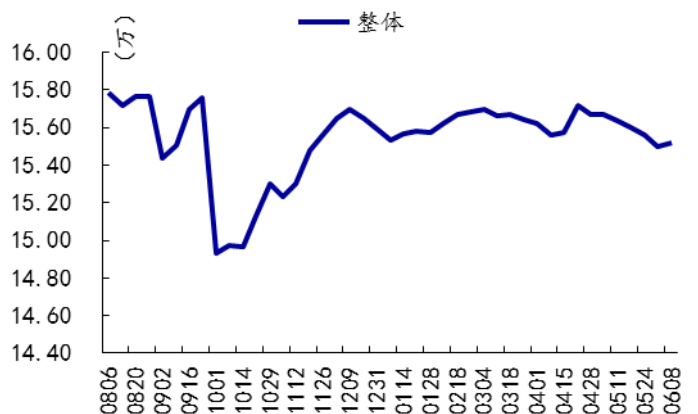
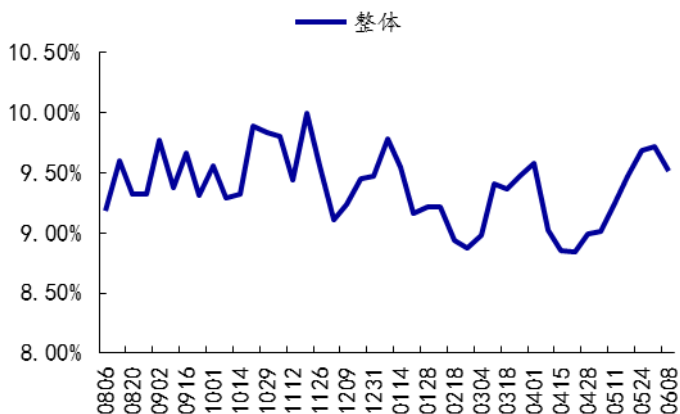
资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

6月第一周终端折扣率微降，国五库存对行业价格的冲击有望迎来缓解。2019年4-5月，考虑到终端的国五库存，车企均开始减少批售量集中清理现有国五库存，加大了终端折扣，由于媒体的全面报道引发了消费者的持币待购情绪。根据我们每周对于汽车之家终端车型价格的大数据监测，今年以来自主品牌的终端折扣整体上升了2pct，5月以来更是快速提升，截至6月第一周，随着行业需求的改善，终端整体折扣率为9.51%，环比下降0.20PCT，整体终端价格为15.52万元，环比上升0.12%。

图表 40: 截至2019年6月9日整体终端折扣变化

图表 41: 截至2019年6月9日整体终端价格变化 (万元)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

行业弱复苏的背景下，竞争整合加剧，中长期利好头部整车企业增加市占率。由于国六排放法规全面系统性的升级，对于PN、CO、HC都有进一步的要求，因此对于发动机、变速箱都提出了一定的系统性的提升要求，提升了行业的准入门槛。根据环保部的测算，国五升级到国六轻型汽油车单车升级成本约需1200元，轻型柴油车单车升级成本约需4000元，具体体现在研发、测试、燃烧优化、后处理以及质保方面。我们认为在车市竞争加剧、自主价格受到豪车挤压的情况下，国六排放标准的升级将增加尾部车企的成本。

负担与滞后产品推出节奏，行业自身将加速整合，预计洗牌节奏加速，最快在 2020 年就能看到大批尾部企业淘汰出局。中长期看，利好头部整车企业市占率提升。

图表 42: 国六排放法规成本费用增加分解

区别	具体内容
增加前期研发及测试费用	国六前期研发成本较高，许多机型需要全新开发 满足国六法规，需要 2-3 年标定 增加测试项目，测试成本提高 提升燃油喷射压力 调整喷油规律，降低 Nox
增加机内燃烧优化费用	多次喷射 优化匹配涡轮增压器，降低 HC 原排 优化进排气 优化燃烧室设计
增加机外净化（后处理）费用	选择性催化还原系统(SCR) 柴油氧化催化剂(DOC) 柴油颗粒捕集器(DPF) 氮捕捉器(ASC)
增加排放保质期费用	5 年 16 万公里的排放质保需由厂家负责，排放系统部件损坏费用高 SCR、EGR、DPF 喷油器机、共轨系统等排放失效导致较大更换费用

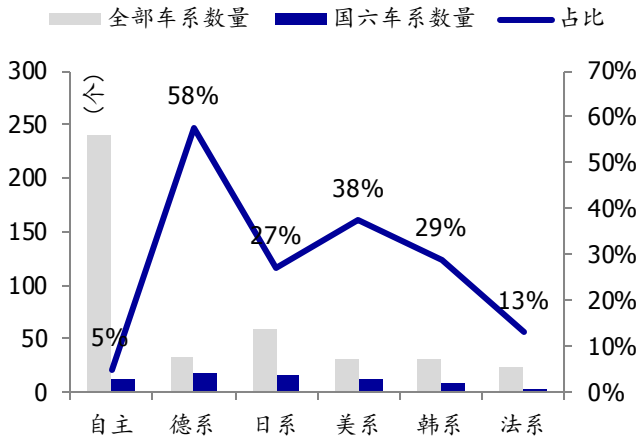
资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

4. 洗牌在即，关注未来自主两极分化与价格重建

4.1 尾部出清已成定局，未来车型集中度提升，自主龙头将相对受益

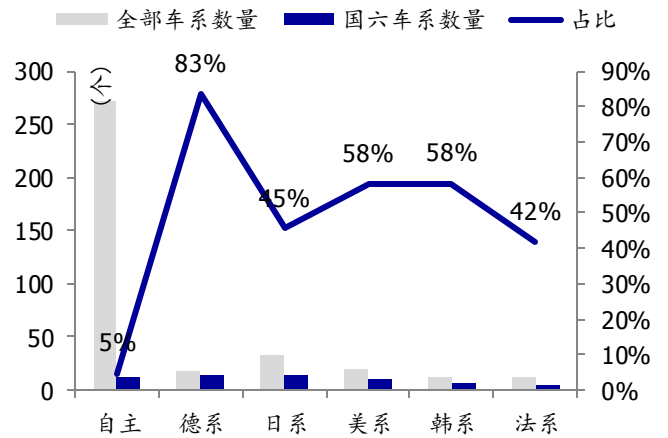
目前自主在售车系中，国六占比仅 5%，未来行业两极分化已成定局。据 6 月 12 日央广网汽车报告：“近两月日系表现逆势上升，很大因素是对‘国六’到来准备充分，现在日系品牌在售车型 50% 以上都是‘国六’，但自主品牌在售车型 90% 却仍是‘国五’，因此只能不断‘压价’销售。”而根据我们在太平洋汽车抓取的数据，目前各车系中国六占比分别为：自主(轿车 5.0%，SUV 4.8%)、德系(轿车 57.6%，SUV 83.3%)、日系(轿车 27.1%，SUV 45.5%)、美系(轿车 37.5%，SUV 57.9%)、韩系(轿车 29.0%，SUV 58.3%)、法系(轿车 13.0%，SUV 41.7%)，目前离国六实施已不足 1 个月，而自主在售车系中，国六占比仅 5%，未来行业两极分化已成定局。

图表 43: 截至6月13日, 在售国六轿车车系数量及占比



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 44: 截至6月13日, 在售国六SUV车系数量及占比



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

尾部车企短期将无车可卖, 面临出局, 中长期利好头部整车企业增加市占率。我们认为在车市竞争加剧、自主价格受到豪车挤压的情况下, 国六排放标准的升级将增加尾部车企的成本负担与滞后产品推出节奏, 行业自身将加速整合, 预计洗牌节奏加速, 最快在2020年就能看到大批尾部企业淘汰出局。中长期看, 利好头部整车企业市占率提升。根据我们在太平洋汽车抓取的数据, 目前在售国六车型的自主品牌包括: 长城、长安、一汽、上汽、奇瑞、江铃、吉利、广汽、东南、东风、比亚迪、北汽。

图表 45: 截至6月13日, 自主品牌在售国六车系统计

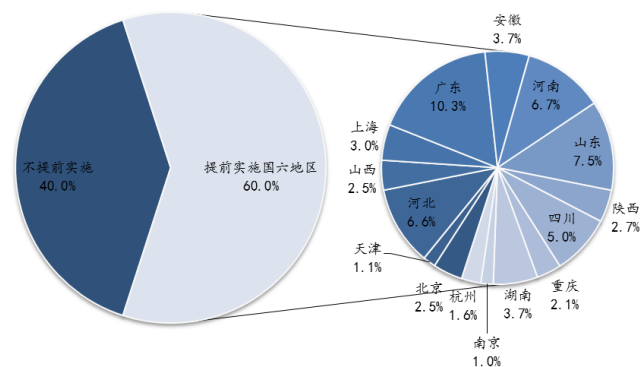
品牌	车系	类别	车型	指导价	2018年销量(辆)
长城	长城汽车	SUV	哈弗 F5	10.00-13.00	23463
长城	长城汽车	SUV	哈弗 F7x	11.99-15.49	17109
长城	长城汽车	SUV	哈弗 H4	7.90-11.50	43017
长城	长城汽车	SUV	哈弗 H6	10.20-13.60	452552
长城	长城汽车	SUV	哈弗 H6 Coupe	9.60-12.70	
长城	长城汽车	SUV	WEY VV5	12.58-17.30	62968
长城	长城汽车	SUV	WEY VV6	14.80-17.50	18460
长城	长城汽车	SUV	WEY VV7	16.98-18.88	54671
长安	长安汽车	SUV	长安 CS15	5.39-7.89	31249
长安	长安汽车	SUV	长安 CS55	8.29-13.19	165102
长安	长安汽车	SUV	长安 CS75	7.98-17.48	140066
长安	长安汽车	SUV	长安 CS85 COUPE	11.99-16.99	183
长安	长安汽车	SUV	长安 CS95	15.98-22.98	6804
一汽	一汽红旗	轿车	红旗 H5	14.68-19.08	22960
一汽	一汽红旗	轿车	红旗 H7	25.28-31.78	10065
一汽	一汽奔腾	SUV	奔腾 T77	8.98-13.58	8295
一汽	一汽红旗	SUV	红旗 HS5	18.38-24.98	-
上汽	上汽集团	轿车	名爵 6	9.68-14.98	94901
上汽	上汽集团	SUV	名爵 HS	9.98-16.98	12810
上汽	上汽大通 MAXUS	SUV	上汽 MAXUS D90	15.67-26.69	6114
奇瑞	奇瑞汽车	轿车	艾瑞泽 5	4.99-9.79	104398
奇瑞	奇瑞汽车	轿车	艾瑞泽 GX	7.49-11.39	10278
奇瑞	奇瑞汽车	SUV	瑞虎 8	8.88-15.89	50553
奇瑞	星途	SUV	星途 TX	12.59-17.59	-
江铃	陆风汽车	SUV	荣曜	-	-
吉利	吉利汽车	轿车	博瑞 GE	13.68-17.98	44299
吉利	吉利汽车	轿车	缤瑞	7.58-11.08	33084
吉利	吉利汽车	轿车	远景	4.79-7.29	143851
吉利	领克	轿车	领克 03	11.38-16.68	9258
吉利	吉利汽车	SUV	星越	13.58-19.58	-
吉利	吉利汽车	SUV	缤越	7.98-11.98	23361
吉利	吉利汽车	SUV	远景 S1	5.99-10.29	67908
吉利	吉利汽车	SUV	远景 SUV	6.99-10.59	113309
吉利	吉利汽车	SUV	远景 X3	4.59-6.79	116944
吉利	领克	SUV	领克 01	15.08-20.08	89405
吉利	领克	SUV	领克 02	11.98-19.08	21751
广汽	广汽乘用车	SUV	传祺 GS5	10.98-16.98	14598
东南	东南汽车	SUV	东南 DX3	6.39-10.59	61490
东风	东风启辰	轿车	启辰 D60	6.98-9.98	64872
东风	东风启辰	SUV	启辰 T70	8.98-12.78	36765
东风	东风乘用车	SUV	东风风神 AX7	8.98-13.29	45829
比亚迪	比亚迪	轿车	秦 Pro	7.98-11.59	7919
比亚迪	比亚迪	SUV	宋 Pro	11.00-13.00	40693 (含宋)
北汽	北京汽车	SUV	BJ 212	7.07-9.82	-
北汽	北京汽车	SUV	勇士	9.98-16.17	3374
北汽	北京汽车	SUV	战旗	7.36-9.86	-
合计					2274728

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

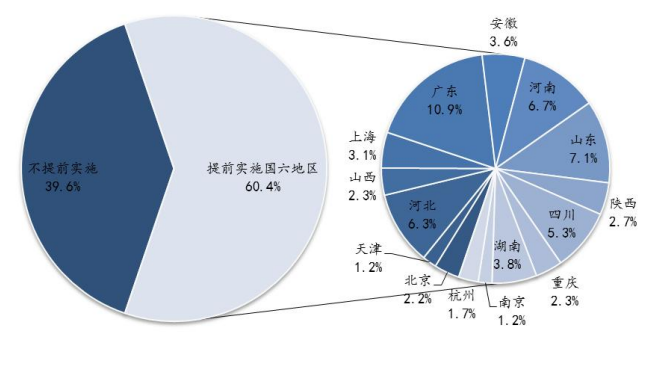
 以目前的国六车型比例计, 下半年国六地区将释放 **228** 万辆的市场空间。

- (1) 提前实施国六地区销量占全国销量的**60%**。根据交强险数据，提前实施国六的地区，占全国销量的比例在2017全年/2018年1-10月期间分别为60.0%/60.4%。
- (2) **2018提前实施国六地区自主品牌销量约592万辆**。根据中汽协数据，2018年自主品牌乘用车销量986万辆，按照60%的比例计算，提前实施国六地区销量约592万辆。
- (3) 目前已有国六车型的自主车系在国六地区的销量合计**136万辆**。太平洋汽车网站的车系分类统计，目前在售国六车系2018年合计销量227万辆，按60%的比例计，其中实施国六地区的销量为136万辆。
- (4) 假定未来无国六车型的车系全部出清，则国六地区将释放**455万辆**的市场空间（592-136），下半年销量占一半计，则出清将释放**228万辆**的市场空间。值得注意的是，随着下半年其他自主品牌国六车型的陆续上市，228万辆的市场将有所缩小，但自主分化的趋势是显而易见的。

图表 46: 2017年提前实施国六地区的销量占比



图表 47: 2018年1-10月，提前实施国六地区的销量占比



资料来源：交强险，国盛证券研究所

资料来源：交强险，国盛证券研究所

图表 48: 下半年行业出清有望释放 228 万辆的市场空间

编号	项目	单位	数量	
(1)	2018 年全国乘用车销量	辆	23,671,529	
(2)	其中：自主品牌销量	辆	9,859,989	
(3)	其中：目前在售国六车型自主车系销量		2,274,728	
(4)	提前实施国六地区销量占比	%	60	
(5)	其中：提前实施国六地区自主品牌销量	辆	5,915,993	
(6)	其中：实施地区在售国六自主车系销量	辆	1,364,837	
(7)	国六实施地区未来洗牌带来的市场空间	(5) - (6)	辆	4,551,156
(8)	19 年下半年行业出清带来的新增市场	(8) / 2	辆	2,275,578

资料来源：太平洋汽车，中汽协，国盛证券研究所

下半年自主龙头有望优先受益于市场释放，合理外推下半年增量空间市场份额为**62.8万辆**。根据交强险数据，2018年提前实施国六地区的零售量合计582万辆，其中头部自主零售量合计160万辆，市占率合计27.58%。以此比例外推，19年下半年释放的空间中（228万辆）头部自主将占有62.8万辆。

图表 49: 估算头部自主品牌下半年抢占出清的市场份额有望达 62.8 万辆

编号	项目	单位	备注	数值
(1)	国六地区合计零售(交强险)量	辆	2018年1-10月	5,816,740
(2)	头部自主在国六地区零售(交强险)量	辆	2018年1-10月	1,604,157
(3)	吉利汽车	辆		354,190
(4)	长安汽车	辆		215,608
(5)	长城汽车	辆		199,659
(6)	上汽乘用车(含宝骏)	辆		407,205
(7)	广汽传祺	辆		139,395
(8)	比亚迪	辆		121,446
(9)	奇瑞汽车	辆		77,167
(10)	东南汽车	辆		28,408
(11)	东风乘用车	辆		45,294
(12)	江铃汽车	辆		15,785
(13)	头部自主合计市占率	辆	(2)/(1)	27.58%
(14)	行业出清带来的新增市场	辆	表 48 测算结果	2,275,578
(15)	头部自主在新增市场中的份额	辆	(14)*(13)	627,565

资料来源: 交强险, 国盛证券研究所

头部自主品牌下半年抢占出清的市场份额占 2018 年销量的 10.4%，将显著抵消行业全年下滑的带来的负面影响。2018 年头部自主品牌合计销量 601 万辆，对应下半年抢占出清的市场份额（62.8 万辆），占比达 10.4%，将显著抵消行业全年下滑的带来的负面影响。

图表 50: 头部自主品牌下半年抢占出清的市场份额占其 2018 年销量的 10.4%

编号	项目	单位	备注	数值
(1)	头部自主 2018 年销量	辆		6,010,776
(2)	吉利汽车	辆		1,500,838
(3)	长安汽车	辆		868,885
(4)	长城汽车	辆		915,039
(5)	上汽乘用车(含宝骏)	辆		732,856
(6)	广汽传祺	辆		535,168
(7)	比亚迪	辆		502,002
(8)	奇瑞汽车	辆		540,931
(9)	东南汽车	辆		89,311
(10)	东风乘用车	辆		249,933
(11)	江铃汽车	辆		75,813
(12)	头部自主在新增市场中的份额	辆	表 49 测算结果	627,565
(13)	占 2018 年销量比例	%	(12)/(1)	10.44%

资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

下半年头部自主迎来确定性受益，19 年头部自主销量增速有望提升 10 PCT。对不同行业增速及市占率对头部自主品牌 19 年销量增速进行敏感性分析。对于行业增速，考虑到自主品牌 19 年 1-5 月销量下滑幅度较大，同时日系、德系等合资车系带来的竞争加剧，以 -5% 作为行业 19 年增速。而对于下半年出清带来的新增市场（228 万辆）中，头部自主市占率则采用表 49 中的测算数据，以 27.58% 为基准情境，假设原本自主品牌增速与行业增速同幅度，则测算可知，基准情境下头部自主品牌受益明显，19 年销量增速有望

提升 10 PCT，当行业增速下滑 5%时，头部自主品牌增速为 0%。

图表 51: 行业增速及市占率对头部自主品牌 19 年销量增速的敏感性分析

头部自主品牌 219 年销量增速测算		出清带来的新增市场中，头部自主市占率				
		0%	15%	27.58%	40%	55%
19 年	-10%	-10.00%	-4.32%	0.44%	5.14%	10.82%
行业	-5%	-5.00%	0.68%	5.44%	10.14%	15.82%
增速	0%	0.00%	5.68%	10.44%	15.14%	20.82%
	5%	5.00%	10.68%	15.44%	20.14%	25.82%
	10%	10.00%	15.68%	20.44%	25.14%	30.82%

资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

从价格看，未来行业出清将集中在低端车市场，下半年车型供给集中，有望诞生爆款车型。由于国六提标带来的研发/制造成本的提高，主机厂普遍偏向在高端车市场先升级国六车型。目前在售车系中，10 万以下/10-30 万/30 万以上各价格区间的国六车系占比分别为 13%/29%/45%，未来行业出清将集中在低端车市场，随着下半年车型供给的集中度提高，有望诞生新的爆款车型。

图表 52: 截至 6 月 13 日，各价格区间的国六车系占比

	轿车	SUV	合计	
10 万以下	全部车型	140	161	301
	国六车型	23	17	40
	国六车型占比	16%	11%	13%
10-30 万	全部车型	182	257	439
	国六车型	74	54	128
	国六车型占比	41%	21%	29%
30 万以上	全部车型	106	113	219
	国六车型	49	50	99
	国六车型占比	46%	44%	45%

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

4.2 行业供需重新平衡，价格体系迎来重新建立

从目前国六车型的价格政策看，自主品牌正在重新构建价格体系。今年以来，由于库存压力加大，自主品牌的折扣率不断上升，对行业的价格体系造成了巨大的冲击，目前随着国六新车型的陆续上市，自主品牌迎来重新构建价格体系的时机。从目前部分新上市国六车型的价格方案看，长城哈弗国六车型的整体价格上涨约 2000 元，而上汽荣威 i6 则采取指导价上涨+限时现金优惠的方式，以期在未来提振行业终端价格。

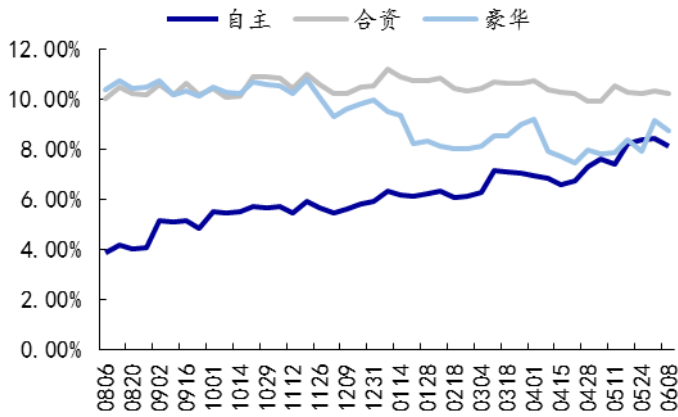
图表 53: 部分新上市国六车型价格方案

厂商	车型	上市时间	价格	备注
长城汽车	哈弗 H6/H6 Coupe 国六版	2019-6-11	9.8-13.6 万元	整体价格上涨 2000 元。
长城汽车	哈弗 H4 智联版国六车型	2019-6-11	9.70-11.50 万元	整体价格上涨 2000 元。
上汽荣威	荣威 i6 PLUS 荣耀系列	2019-6-13	8.98-13.98 万元	7 月 31 日前 1 万名购车用户可享 2 万元现金优惠

资料来源: 皮卡汽车, 国盛证券研究所

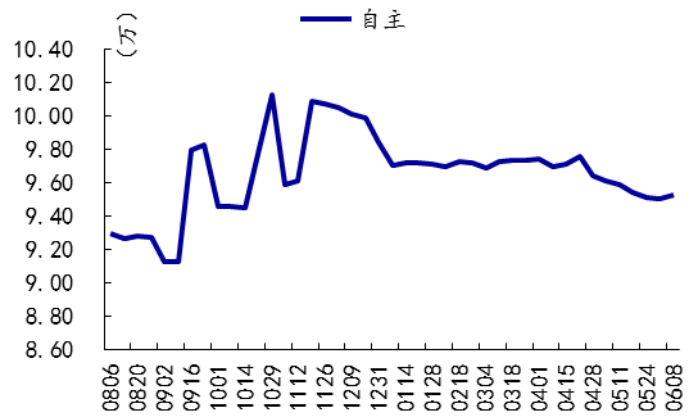
未来行业供需重新平衡，折扣率有望实现反转。未来随着供需的新平衡，折扣率有望实现反转。从折扣率看，自主品牌的终端折扣率目前为8.15%，合资品牌的终端折扣率为10.25%，豪华品牌的终端折扣率为8.76%。终端价格方面，自主品牌终端售价平均9.53万元，合资品牌终端售价14.62万元，豪华品牌终端售价34.81万元。

图表 54: 截至2019年6月9日分品牌，行业终端折扣率



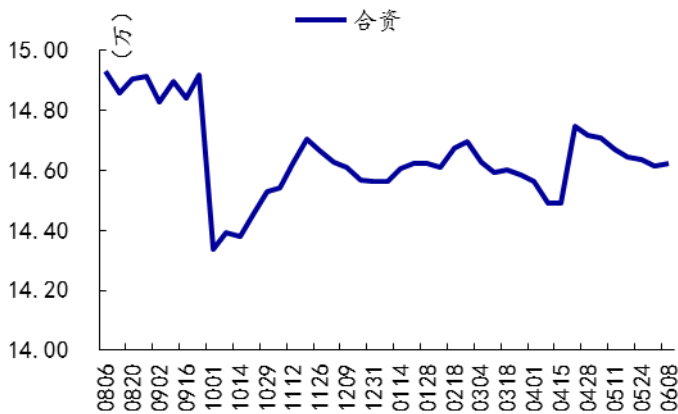
资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 55: 截至2019年6月9日自主品牌终端价格(万元)



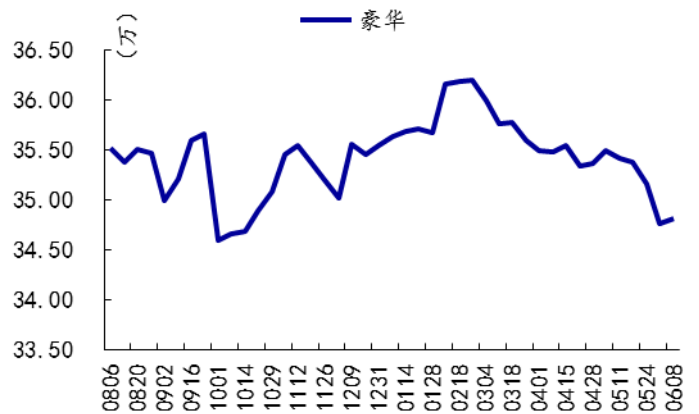
资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 56: 截至2019年6月9日合资品牌终端价格(万元)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 57: 截至2019年6月9日豪华品牌终端价格(万元)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

5. 投资建议

我们认为行业销量当前受到多地国六提前实施，渠道集中清理国五库存影响导致跌幅扩大。目前行业5月零售销量周环比改善，考虑到Q3季度将迎来递延需求集中释放、去年同期低基数、刺激政策有望出台等多重利好，我们认为行业批售同比增速有望在Q3季度触底反转，销量实现渐进复苏。除销量增速外，更需要关注未来行业格局的变化与价格体系的重新建立。目前自主品牌的国六车型比例远低于行业合资，7月新标正式施行后，自主品牌两极分化几成定局，新车产品不断迭代推出的整车龙头将率先受益，建议关注目前国六车型布局完善、品牌溢价突出的整车龙头上汽集团、江铃汽车、长城汽车、吉利汽车、广汽集团。

6. 风险提示

1、宏观经济不确定性叠加贸易摩擦或影响居民收入端使得消费不振。汽车作为耐用消费品，占限额以上社零数据 25%左右，居民收入对购车愿望影响较大。受宏观经济不确定性影响，我国消费数据持续下行，或对车市有一定影响。今年 5 月美国宣布对中国 2000 亿美元商品加征 25%左右的关税，对我国以外贸为导向的沿海省份有较大影响。目前我国汽车金融渗透率达到了 35-40%左右，居民收入下滑或对居民的购买能力以及影响收入预期从而影响汽车消费。

2、汽车市场销量或终端价格超预期下滑。需求弱复苏的背景下，如果国五国六排放切换过分透支了消费需求，而汽车消费支持政策效果仍需观察，2019 年下半年汽车市场销量与终端价格仍然存在大幅下滑的风险。

3、行业整合不达预期。传统汽车产业产能已经过剩，国六提标对于尾部车企的整合催化效果仍需观察。受地方税收、人员就业、社会稳定等非行业因素影响，部分过剩产能“僵而不死”。汽车行业过剩产能僵尸化，不利于汽车业持续健康发展。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com