

汽车及零部件

政策出大招，减税 700 亿，长城、长安、比亚迪最受益

行业动态

行业近况

国务院常务会议决定：1) 完善新能源汽车扶持政策；2) 从 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策；3) 加快淘汰营运黄标车。

评论

刺激乘用车需求，拉动经济增长。从各国在经济危机中刺激经济的措施来看，刺激乘用车需求是拉动经济最有效的办法，2008 年金融危机时欧美各国都用。同样花财政的钱来拉动消费，刺激乘用车需求的弹性最大。

我们测算相当于 **15 个月为汽车行业减税 720 亿元**。按照 2014 年的销量数据，排量在 1.6L 以下的乘用车月均销量为 110 万辆。我们假设在此次刺激政策下相应乘用车的销量增长 10% 至 120 万辆，每辆车均价 8 万，则 15 个月的销量为 1,800 万辆，对应销售收入 14,400 亿元，对应的购置税减免额度为 720 亿元。

1.6 升及以下排量占狭义乘用车比重 2/3，长城、长安有望最受益。我们以 2015 年前 8 个月的销量统计数据按照发动机排量统计之后，发现上市公司中 1.6 升及以下排量占比最高的车企是长城和长安，其中长城约为 83%，长安约为 78%，上汽集团和比亚迪 72%，江淮汽车 69%，东风悦达起亚 66%，力帆 53%，东风集团 51%，北汽 43%，吉利 45%，华晨宝马仅 2%；非上市公司中，奇瑞汽车占比 75%。

股价反应需要 10 月销量数据确认刺激效果。从 2009 年的股价表现回顾来看，A 股市场刺激政策出台后的一周、H 股市场在刺激政策出台后的一个月内反应都并不明显。我们认为市场需要旺季的销量数据来确认刺激效果。

估值与建议

我们认为此刺激政策将带动乘用车板块估值修复，推动新能源汽车板块实现销量突破，长城、长安和比亚迪的弹性最大，其次为上汽和东风集团股份。

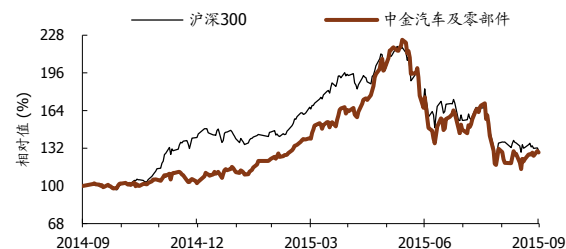
风险

刺激效果低于预期。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
上汽集团-A	确信买入	28.00	5.9	5.2
宇通客车-A	确信买入	27.00	13.4	10.8
金龙汽车-A	确信买入	30.00	25.0	15.0
长安汽车-A	确信买入	20.00	5.9	4.7
比亚迪-A	推荐	70.00	65.3	43.2
福耀玻璃-A	推荐	22.00	11.2	9.3
均胜电子-A	推荐	31.00	37.3	28.8
威孚高科-A	推荐	32.00	11.8	10.6
中国重汽-A	推荐	17.00	18.4	15.3
长城汽车-A	中性	27.00	9.7	7.9
比亚迪股份-H	推荐	50.00	33.8	22.5
敏实集团-H	推荐	15.00	10.2	9.2
东风集团-H	推荐	11.30	4.6	4.2
长安-B	确信买入	21.00	4.3	3.5
苏威孚-B	推荐	32.00	9.0	8.2

中金一级行业

可选消费



相关研究报告

- 大众造假对国内车市影响有限 继续看好新能源汽车 (2015.09.27)
- 比亚迪-A | 新能源汽车放量，盈利进入上升通道 (2015.09.25)
- 长城汽车-A | 更坦然的心态，更清晰的战略 (2015.09.24)
- 大众造假跟踪：短线投资看风向 中长线影响待定 (2015.09.23)
- 在美排放造假 大众遭遇重创 (2015.09.22)
- 新能源客车三季度业绩将继续超预期 (2015.09.21)

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

奉玮

分析师

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513110002

SFC CE Ref: BCK590

刘册

分析师

ce.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513090002

SFC CE Ref: BCF475



目录

政策解读：15 个月汽车行业减税 720 亿元	3
两轮汽车购置税减免政策原文对比	3
政策力度测算：相当于给汽车行业定向减税 720 亿元，每月减税 48 亿元	3
2009~2010 年汽车行业支持政策汇总	4
对车市的影响：长安、长城最受益	5
狭义乘用车销量按照排量划分情况	5
各车企受惠情况分析：长安、长城最受益	7
2009~2012 政策周期对于乘用车需求的弹性测算：18~20%的增量（预支）需求	8
2016 年狭义乘用车销量增速向上修正：同比增速上调至 10%以上	9
对股市乘用车板块的影响：旺季销量确认刺激效果是关键	10
2009 年乘用车板块表现回顾：市场反应有明显滞后 关键需要旺季数据确认效果	10
4Q15 与 1Q09 的对比分析：旺季销量数据的确认是关键	12
附录：中国乘用车流通体系税收	13
汽车流通环节 3 种税：消费税、增值税和车辆购置税	13
消费税、增值税和车辆购置税的税率及调节空间	13

图表

图表 1：2009 年 1 月 14 日与 2015 年 9 月 29 日两轮乘用车消费刺激政策原文对比	3
图表 2：2011~2013 年汽车购置税月度上缴额（单位：10 亿人民币）	4
图表 3：2009 年与 2015 年两轮乘用车各类刺激政策汇总	4
图表 4：发动机排量<1.6L 狭义乘用车销量及占比	5
图表 5：发动机排量<1.6L 狭义乘用车销量增速与狭义乘用车整体销量增速对比	6
图表 6：各排量狭义乘用车销量分布情况	6
图表 7：SUV 在狭义乘用车中的占比在 09 年上半年有短暂的下降	7
图表 8：不同销量占比的典型车企	7
图表 9：各车企 1.6L 排量车型销量占比情况	8
图表 10：2009~2010 年刺激效果弹性分析	9
图表 11：2009 年 1 月 14 日之后 A/H 主要乘用车公司股价表现	10
图表 12：A 股主要乘用车公司股价相对表现	10
图表 13：A 股汽车行业主要细分板块指数涨幅	11
图表 14：A 股汽车行业主要细分板块相对涨幅对比	11
图表 15：H 股主要乘用车公司股价相对表现	12
图表 16：中国汽车流通体系的税收征收机制	13
图表 17：汽车消费税的税率	13
图表 18：可比估值表	14



政策解读：15 个月汽车行业减税 720 亿元

两轮汽车购置税减免政策原文对比

2009 年 1 月 14 日，国务院常务会议决定对汽车行业推出下表所列的 5 条政策。与之相仿，2015 年 9 月 29 日，国务院常务会议再次决定对汽车行业推出下表所列的 3 条政策。

图表 1：2009 年 1 月 14 日与 2015 年 9 月 29 日两轮乘用车消费刺激政策原文对比

	2009 年政策原文	2015 年政策原文
目的	加快汽车产业调整和振兴，必须实施积极的消费政策，稳定和扩大汽车消费需求，以结构调整为主线，推进企业联合重组，以新能源汽车为突破口，加强自主创新，形成新的竞争优势。	促进新能源和小排量汽车发展，淘汰超标排放汽车，有利于缓解能源与环境压力、推动汽车产业结构优化和消费升级、培育新的经济增长点。
第一条	一要培育汽车消费市场。从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税。从 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，国家安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3 升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。增加老旧汽车报废更新补贴资金，并清理取消限购汽车的不合理规定。	一是完善新能源汽车扶持政策，支持动力电池、燃料电池汽车等研发，开展智能网联汽车示范试点。机关企事业单位要落实车辆更新中新能源汽车占比要求，加大对新增及更新公交车中新能源汽车比例的考核力度，对不达标地区要扣减燃油和运营补贴。创新分时租赁、车辆共享等运营模式。各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。
第二条	二要推进汽车产业重组。支持大型汽车企业集团进行兼并重组，支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模。	二是从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策。
第三条	三要支持企业自主创新和技术改造。今后 3 年中央安排 100 亿元专项资金，重点支持企业技术创新、技术改造和新能源汽车及零部件发展。	三是加快淘汰营运黄标车，开展清理整顿专项行动。对进度严重滞后省份要强化问责。在现有资金支持基础上，允许地方政府将盘活财政存量资金用于推动淘汰工作。确保完成到 2017 年全国基本淘汰黄标车任务。
第四条	四要实施新能源汽车战略。推动电动汽车及其关键零部件产业化。中央财政安排补贴资金，支持节能和新能源汽车在大中城市示范推广。	
第五条	五要支持汽车生产企业发展自主品牌，加快汽车及零部件出口基地建设，发展现代汽车服务业，完善汽车消费信贷。	

资料来源：中国政府网，中金公司研究部整理

政策力度测算：相当于给汽车行业定向减税 720 亿元，每月减税 48 亿元

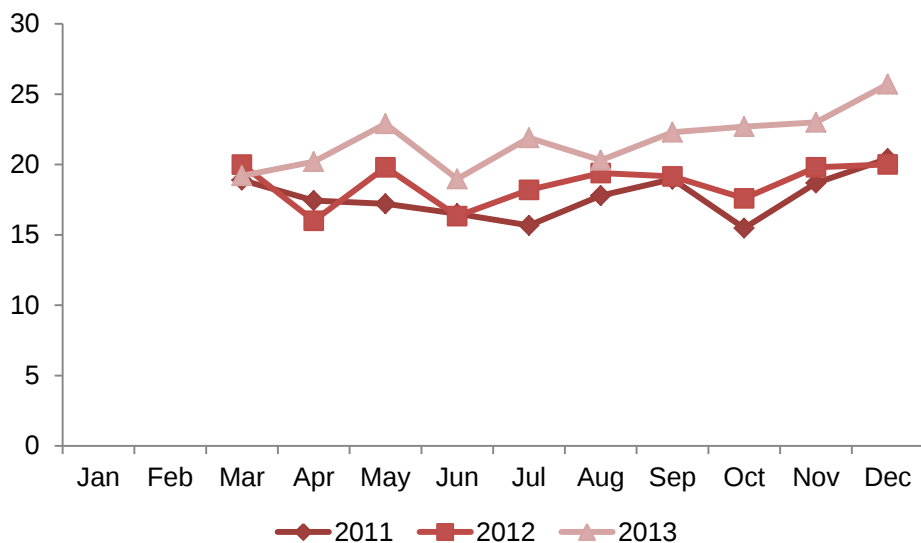
根据 2014 年的汽车产销数据，1.6L 以下排量的狭义乘用车销量为 1,181.7 万辆，交叉乘用车（交叉乘用车的发动机排量全部在 1.6L 以下）销量为 133.2 万辆，即 2014 年符合此次购置税减免规定的乘用车销量为 1,314.9 万辆，对应每个月的平均销量为 110 万辆。

我们假设在此次刺激政策下相应乘用车的销量增长 10% 至 120 万辆，每辆车均价 8 万辆，则 15 个月的销量为 1,800 万辆，对应销售收入 14,400 亿元，对应的购置税减免额度为 720 亿元。

根据 CEIC 的数据统计，2011 年至 2013 年的汽车购置税上缴额分别为 1,771 亿元、1,863 亿元、2,172 亿元（统计数据中仅有 3~12 月的数据，缺 1~2 月的数据），2013 年月均汽车购置税上缴额为 217 亿元。即此次针对 1.6L 以下乘用车的购置税减免，相当于每月减少购置税 48 亿元，相当于汽车购置税收入整体减少约 20%。



图表 2：2011~2013 年汽车购置税月度上缴额（单位：10 亿人民币）



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

2009~2010 年汽车行业支持政策汇总

从 2009 年 1 月 14 日开始，中央政府在 2 年的时间里给予了汽车行业下表所列的 4 项政策支持。

我们预计“汽车下乡”的政策再出台的概率相对偏小，而节能车补贴和以旧换新两项政策仍在执行。

图表 3：2009 年与 2015 年两轮乘用车各类刺激政策汇总

	2009 年政策	2015 年政策及我们的预期
购置税减免	购置 1.6 升及以下排量乘用车,2009 年 1 月 20 日至 2009 年 12 月 31 日按 5%的税率征收车辆购置税, 2010 年全年按照 7.5%的税率征收	2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日按 5%的税率征收车辆购置税
汽车下乡	2009 年, 国家安排 50 亿元, 对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3 升以下排量的微型客车, 给予一次性财政补贴	我们预计, 此次不太可能再出“汽车下乡”政策, 因为交叉乘用车和微型轿车的市场已明显在萎缩, 农村市场已不再是汽车消费市场的一个重要增长点
1.6L 以下节能车补贴	自 2010 年 6 月 1 日开始, 对发动机排量为 1.6 升及以下, 综合燃料消耗量达到第三阶段油耗标准的节能车定额补助 3,000 元/辆	目前仍在执行, 只是能够进入节能车补贴目录的车型数量大幅减少、门槛大幅提高
以旧换新	从 2009 年 6 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日, 对符合规定提前报废老旧汽车、“黄标车”并换购新车的, 按 3,000~6,000 元/辆给予补贴	此次国务院常务会议中提出“加快淘汰营运黄标车, 开展清理整顿专项行动”

资料来源：中国政府网，中金公司研究部整理

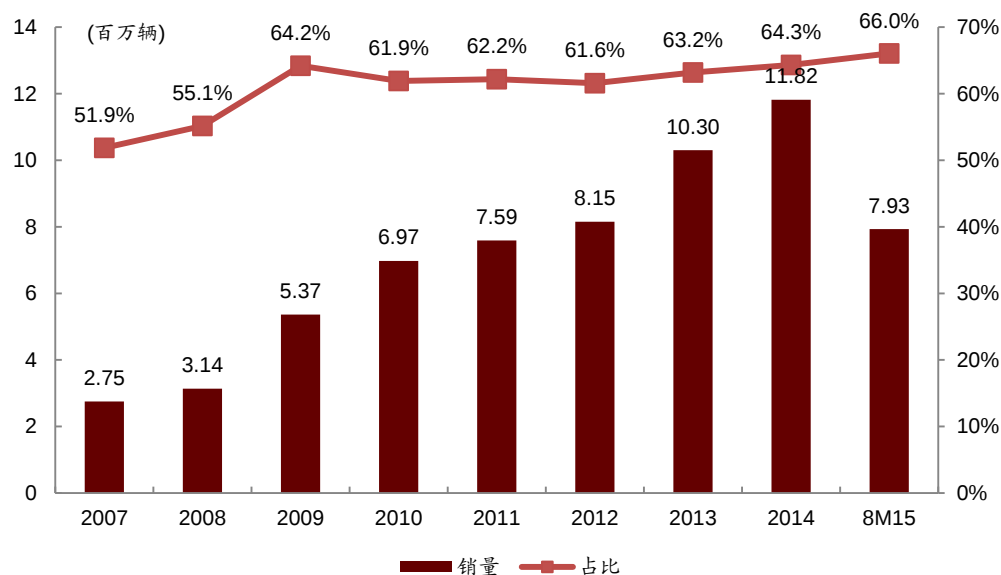


对车市的影响：长安、长城最受益

狭义乘用车销量按照排量划分情况

目前中国狭义乘用车约 2/3 的销量是发动机排量在 1.6L 以下。2014 年国内车企共销售了 1,181.7 万辆发动机排量在 1.6L 以下的狭义乘用车。

图表 4：发动机排量<1.6L 狭义乘用车销量及占比



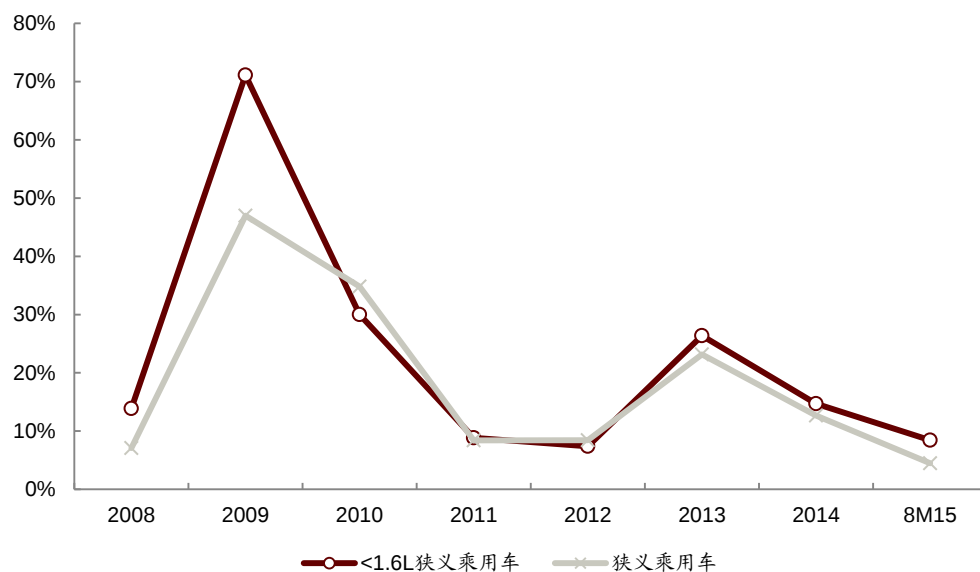
资料来源：中汽协，中金公司研究部整理

如图表 5 所示，由于 2009~2010 年购置税优惠政策，2009 年排量在 1.6L 以下狭义乘用车的销量增速大幅跑赢狭义乘用车的整体销量增速，但 2010~2012 年的三年间，1.6L 及以下排量的狭义乘用车在 2010 年和 2012 年的销量增速均弱于狭义乘用车整体，透支效应非常明显。

从 2013 年开始，1.6L 以下排量狭义乘用车的销量增速领先狭义乘用车整体增速 2~4 个百分点。



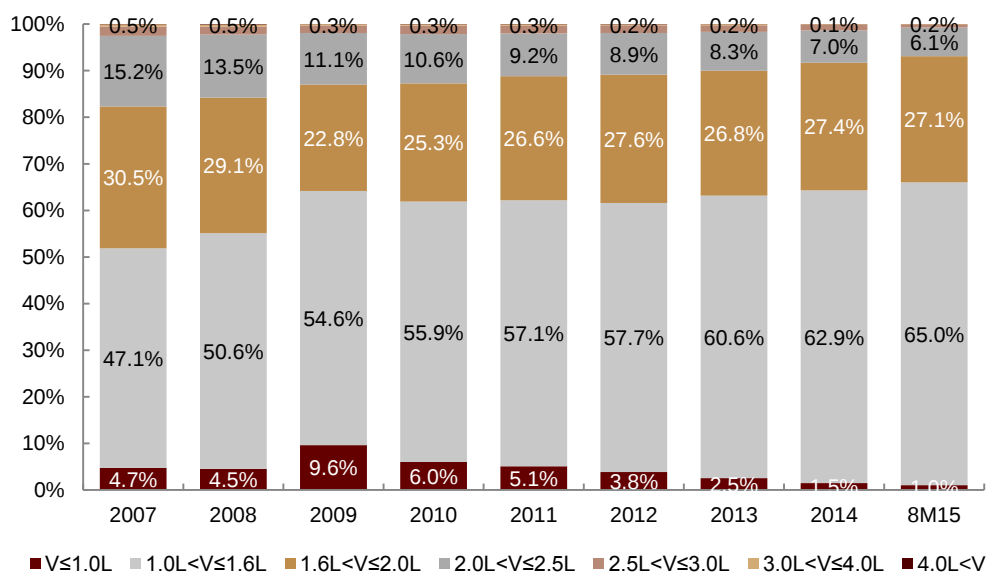
图表 5：发动机排量<1.6L 狭义乘用车销量增速与狭义乘用车整体销量增速对比



资料来源：中汽协，中金公司研究部整理

实际上，1.6L 及以下排量狭义乘用车在 2010~2012 年主要是受累于 1.0L 以下排量狭义乘用车的影响，1.0~1.6L 这一细分市场的占比一直在提高。

图表 6：各排量狭义乘用车销量分布情况

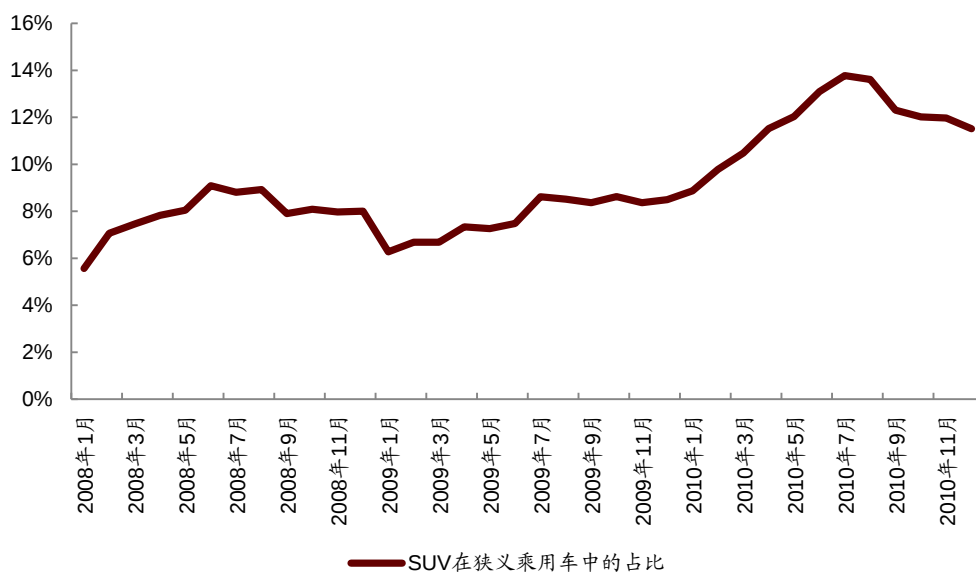


资料来源：中汽协，中金公司研究部整理

由于 1.6L 以下 SUV 的占比远低于轿车，因此在 2009 年的刺激政策出台之后，实际上在 09 年上半年轿车的占比提高，SUV 占比下降，但这一趋势在 09 年下半年就不再明显。因此我们认为这可能也与 2009 年长城汽车在 H 股的表现弱于东风集团股份有关。



图表 7: SUV 在狭义乘用车中的占比在 09 年上半年有短暂的下降



资料来源：中汽协，中金公司研究部整理

各车企受惠情况分析：长安、长城最受益

我们以 2015 年前 8 个月的销量数据作为样本，梳理了主要车企的按排量的销售结构，可以看出，长安系的大部分品牌（长安自主、长安 PSA、长安铃木）1.6L 以下排量的车型，销量占比都在 80% 以上（长安福特 74%），将显著受益于本轮政策的刺激。上汽通用五菱，长城汽车的受益车型比重也超过 80%。

图表 8：不同销量占比的典型车企

排量<=1.6L车型销量占比	厂商名称
占比=100%	长安PSA、长安铃木、广汽菲克
占比>80%	上汽通用五菱、北京汽车、长城汽车、长安汽车
占比<30%	广汽三菱、东风本田
占比=0%	北京奔驰、东风英菲尼迪、华晨宝马

资料来源：乘联会，中金公司研究部整理

分上市公司来看，长城受益车型的比例最高，达到 83%，其次是长安（78%）和上汽（73%）。而广汽由于广本广丰的主力轿车车型都在 1.6L 以上，受益车型比例为 42%，排名较低。Brilliance 的占比最低。



图表 9: 各车企 1.6L 排量车型销量占比情况

上市公司	品牌	受益车型销量占比
长城汽车	长城、哈弗	83%
长安汽车	长安汽车	82%
	长安福特	74%
	长安马自达	54%
	长安铃木	100%
	长安标致雪铁龙	100%
长安合计		78%
上汽集团	上海大众	69%
	上海通用	63%
	上汽通用五菱	93%
上汽集团合计		72%
东风集团股份	东风风神	32%
	东风日产	59%
	神龙汽车	71%
	东风本田	2%
东风集团合计		51%
北京汽车	北京汽车	89%
	北京现代	67%
	北京奔驰	0%
北京汽车合计		43%
吉利汽车	吉利汽车	45%
广汽集团	广汽乘用车	67%
	广汽丰田	44%
	广汽本田	33%
广汽集团合计		42%
华晨中国	华晨宝马	2%
比亚迪汽车	比亚迪汽车	72%
力帆汽车	力帆汽车	53%
江淮汽车	江淮汽车	69%

资料来源：乘联会，中金公司研究部整理

2009~2012 政策周期对于乘用车需求的弹性测算：18~20%的增量（预支）需求

测算的边界条件：2009~2012 完整周期中，总的乘用车需求恒定，刺激政策仅把一部分需求从 2011~2012 年移到了 2009~2010 年。

上一轮购置税减免政策始于 2009 年，为期 2 年，政策于 2011 年退出，恢复 10%的征收标准。购置税减免对乘用车需求刺激效果显著，2009/2010 年的乘用车销量增速分别达到 53%和 33%，而政策退出之后，在 2011/2012 年，需求增速骤然放缓至 5%和 7%。

从销量增速的剧烈波动可以看出，政策之手对短期需求有着显著的影响作用，在政策的刺激下，2009 和 2010 显然预支了 2011 和 2012 年的需求。我们以 2009~2012 为一个完整的政策周期和需求周期，将政策刺激对需求的预支程度进行了测算。



若不考虑政策的影响，我们假设中国的汽车消费在 2009~2012 年，每年维持恒定的自然增速，在此增速下，2009~2012 年总共的销量达到 5,406 万辆。我们计算此增速约为 29.8%。

比较在假设的增长率下得到的假设销量，和实际销量的差距，可以看出：2009/2010 年分别预支了 156 万和 238 万辆的需求。预支的需求分别占到 2009/2010 假设销量的 18% 和 21%。

可见在自然增长的基础上，上一轮政策刺激给 2009/2010 带来了约 18% 和 21% 的额外增量贡献，而透支了 2011/2012 年约 2% 和 19% 的销量。

图表 10: 2009~2010 年刺激效果弹性分析

	2008	2009	2010	2011	2012
汽车销量	6,747,460	10,315,363	13,748,884	14,498,020	15,493,569
YoY		7%	53%	33%	5%
2009~2012 平均 CAGR	29.8%				
边界条件：2009~2012 消费总量不变					
假设计算(若没有刺激政策的自然增长率)：以平均 CAGR 计算的 2009~2012 的销量	6,747,460	8,758,203	11,368,148	14,755,856	19,153,101
实际销量和假设计算的差距	-	1,557,160	2,380,736	-257,836	-3,659,532
差距占当年假设销量的比重（刺激政策对销量的拉动）	0%	18%	21%	-2%	-19%
差距占当年实际销量的比重	0%	15%	17%	-2%	-24%

资料来源：中汽协，中金公司研究部

2016 年狭义乘用车销量增速向上修正：同比增速上调至 10% 以上

虽然此轮刺激的效果需要等待 10 月的销量数据进行确认，但参照 2009~2010 年的刺激效果，我们认为 2016 年的狭义乘用车销量增速将上移至 10% 以上。



对股市乘用车板块的影响：旺季销量确认刺激效果是关键

2009年乘用车板块表现回顾：市场反应有明显滞后 关键需要旺季数据确认效果

在2009年1月14日国务院常务会议宣布减半征收乘用车购置税的政策之后，我们发现无论是A股乘用车板块还是H股乘用车板块，在第一周的表现都是相对平淡的，而H股的乘用车板块甚至在该政策出台一个月之后依然没有明显的反应。

我们认为上轮股价反应滞后的核心原因是政策于1月14日出台，而旺季是在3月，因此投资者需要一个旺季的数据来确认刺激效果。

但从3个月的涨幅这一指标来看，A股涨幅最大的是长安汽车，H股涨幅最大的是东风集团股份，而主要以小排量乘用车为主的海马汽车和吉利汽车在A股和H股的涨幅居中。因此我们认为，最终决定股价涨幅的，并不是该车企排量在1.6L以下的销量占比，而是对于该刺激政策的利润弹性。

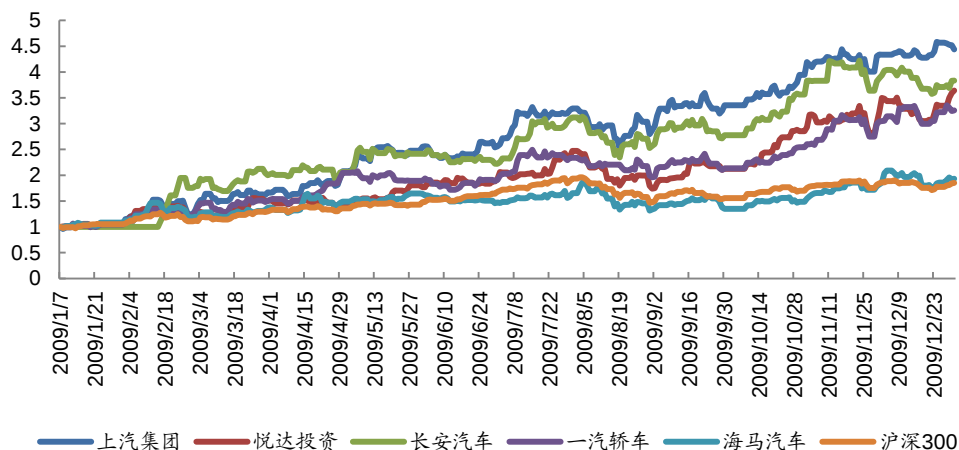
图表 11: 2009 年 1 月 14 日之后 A/H 主要乘用车公司股价表现

A股主要乘用车企	当日涨跌幅(%)	次日涨跌幅(%)	一周涨跌(%)	1月涨跌幅(%)	3月涨跌幅(%)
600104.SH 上汽集团	1.3%	-1.6%	-2.6%	48.2%	73.8%
600805.SH 悦达投资	2.5%	0.6%	1.5%	36.2%	50.3%
000625.SZ 长安汽车	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	119.3%
000800.SZ 一汽轿车	5.2%	-2.1%	-5.8%	26.5%	49.8%
000572.SZ 海马汽车	2.7%	-2.1%	-5.5%	36.0%	36.0%
000300.SH 沪深300	4.2%	0.0%	3.4%	22.7%	36.9%
A股汽车板块	当日涨跌幅(%)	次日涨跌幅(%)	一周涨跌(%)	1月涨跌幅(%)	3月涨跌幅(%)
850911.SI 乘用车板块指数	2.1%	-1.6%	-3.4%	35.9%	65.6%
850912.SI 货车板块	3.0%	2.2%	2.8%	40.5%	60.4%
850913.SI 客车板块	2.0%	-0.7%	-1.9%	33.2%	56.2%
850921.SI 零部件板块	3.5%	3.0%	9.5%	38.0%	66.0%
H股乘用车企	当日涨跌幅(%)	次日涨跌幅(%)	一周涨跌(%)	1月涨跌幅(%)	3月涨跌幅(%)
HSI.HI 恒生指数	0.3%	-3.4%	-8.2%	-1.1%	13.7%
2333.HK 长城汽车	4.0%	-7.5%	-10.7%	-14.6%	19.4%
0489.HK 东风集团股份	5.4%	-6.9%	-0.4%	9.8%	90.9%
0175.HK 吉利汽车	0.0%	-3.3%	-1.6%	11.5%	41.0%
1114.HK 华晨	4.0%	-5.8%	-5.8%	-7.7%	11.5%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

在2009年1月14日政策发布时，长安汽车仍处于停牌状态，随后长安与上汽成为2009年A股乘用车板块的领涨品种。

图表 12: A 股主要乘用车公司股价相对表现



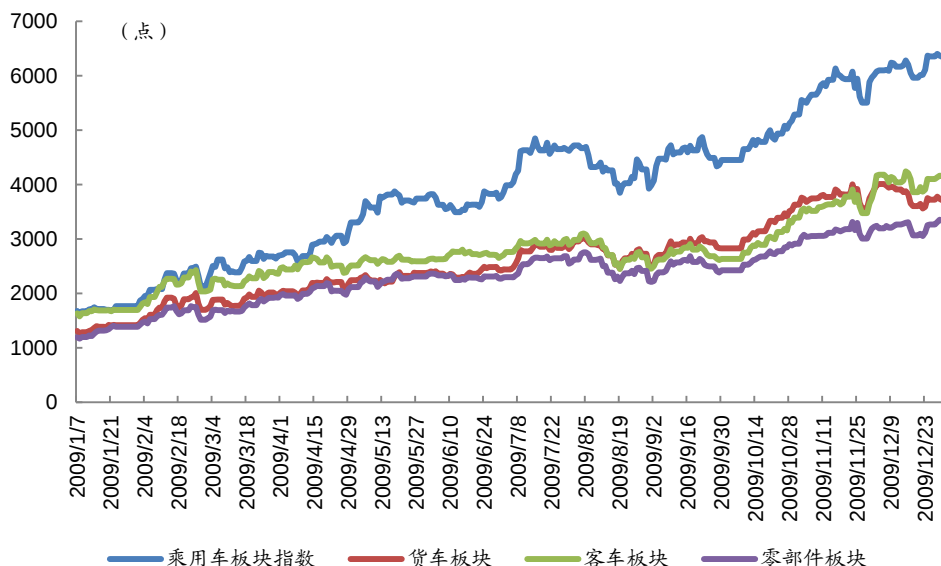
资料来源：万得资讯，中金公司研究部整理



从图表 13~14 可以看出，在 2009 年 1 月 14 日之后的 3 个月里，A 股汽车行业的 4 个主要细分板块（乘用车、卡车、客车和零部件）涨幅相差不多，但在 3 个月之后，乘用车显著跑赢其他 3 个子板块。

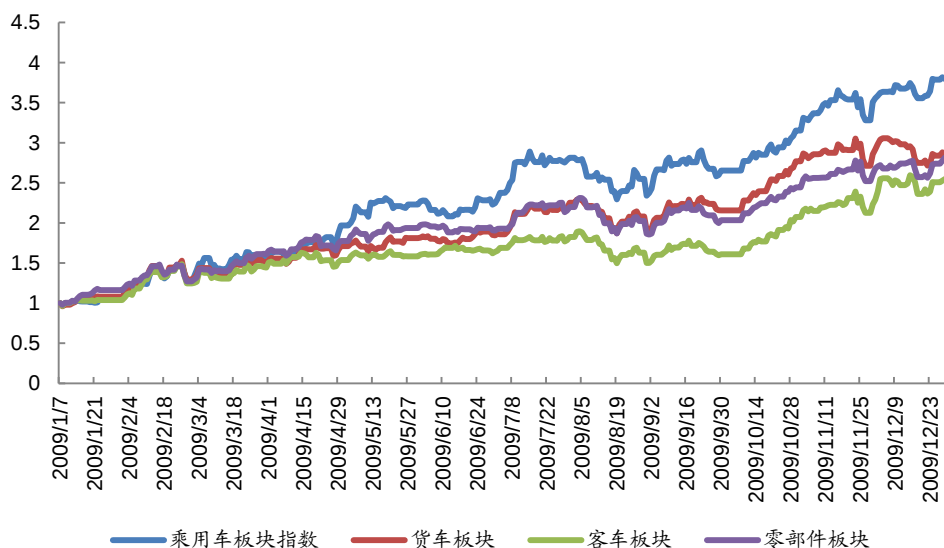
我们认为这说明一旦市场确认乘用车的刺激政策能够拉动宏观经济出现新一轮的上升周期，在宏观经济复苏的早期，乘用车板块会取得显著的超额收益。

图表 13: A 股汽车行业主要细分板块指数涨幅



资料来源：万得资讯，中金公司研究部整理

图表 14: A 股汽车行业主要细分板块相对涨幅对比

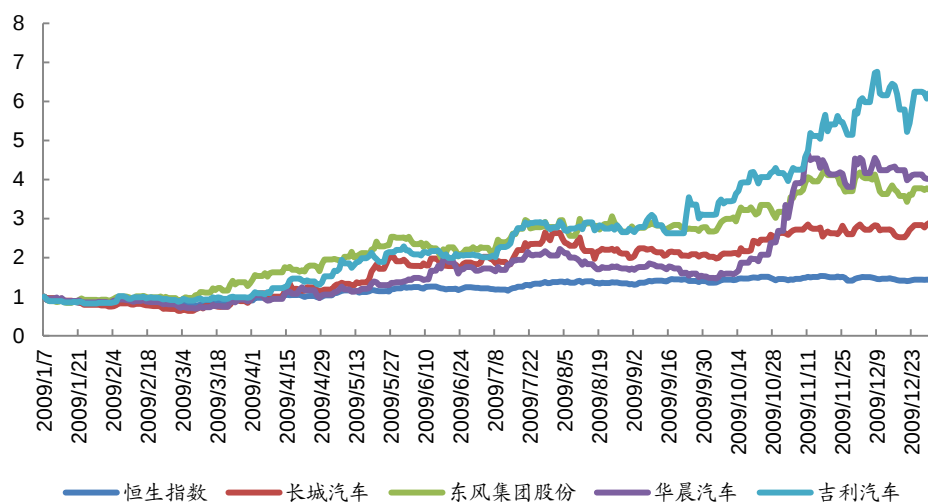


资料来源：万得资讯，中金公司研究部整理

在 2009 年 1 月 14 日之后的 3 个月里，东风集团股份、长城汽车在 H 股市场也是大幅跑赢恒生指数。但长城汽车的股价启动相对较晚，累计涨幅也弱于东风集团股份。



图表 15: H 股主要乘用车公司股份相对表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部整理

4Q15 与 1Q09 的对比分析：旺季销量数据的确认是关键

历史不会简单地重复。

将 4Q15 与 1Q09 做对比，我们认为站在当前时点看未来与回顾 1Q09 那轮周期，有以下相似与不同之处：

- 1) 最大的不同之处：中国宏观经济在 1Q09 仍处于依靠投资拉动的高潮之中，而 4Q15 中国宏观经济的驱动力正在从投资转向消费，如果说 2009 年的经济复苏主要依靠的是 4 万亿的投资拉动，乘用车的消费仅能称得上是小配角，而 2015 年乘用车对于拉动经济复苏的重要性要显然更大；
- 2) 另一点不同之处在于基数不同，2008 年中国乘用车销量仅为 674.7 万辆，而今年前 8 个月，虽然同比增速仅有 2.6%，但乘用车销量已达到 1,278.2 万辆；
- 3) 此外，今年的刺激政策首先着眼新能源汽车，因此对于新能源汽车的期望也远高于 2009 年；
- 4) 2009 年 1 月的刺激政策在春节之前作出，市场实际上等到 3 月初的旺季才对效果予以确认，而今年的刺激政策正好是在旺季之中作出，十一长假正好适合消费者到 4S 店选购汽车，因此刺激效果可能只需要 2~3 周即可确认。



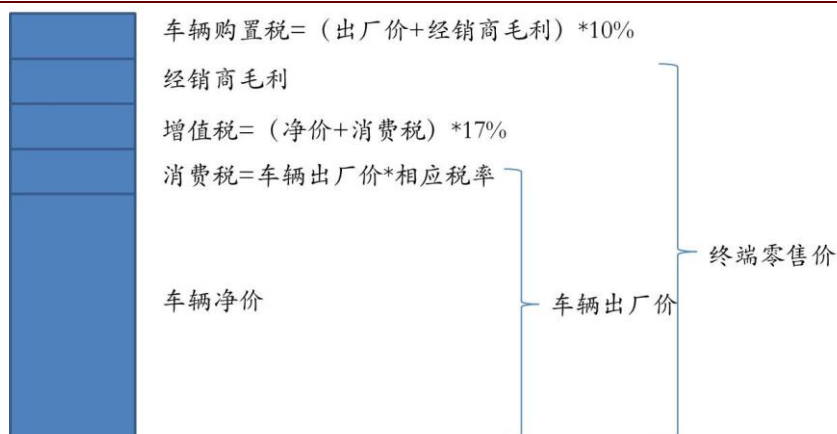
附录：中国乘用车流通体系税收

汽车流通环节 3 种税：消费税、增值税和车辆购置税

在中国的汽车流通环节需要缴纳 3 种税，分别是消费税、增值税和车辆购置税。

其中在出厂环节征收的有消费税和增值税，而消费者在购车时需要另外单独缴纳的仅有车辆购置税（此外还有车船税，但其数额要远低于车辆购置税）。因此从调整汽车流通环节税收的角度来看，减免购置税的效果最为明显，且仅有这一种税是消费者直接缴纳，因此对于消费者的体验也最直接。

图表 16：中国汽车流通体系的税收征收机制



资料来源：中金公司研究部整理

消费税、增值税和车辆购置税的税率及调节空间

在汽车流通环节的三种税中，增值税为各类商品统一征收 17%，为汽车单列一种税率的概率极小，操作层面也有诸多不变。

车辆购置税为各类汽车统一征收 10%，此前仅规定“从 2014 年 9 月 1 日到 2017 年年底，对获得许可在中国境内销售（包括进口）的纯电动以及符合条件的插电式（含增程式）混合动力、燃料电池三类新能源汽车，免征车辆购置税。”

对于消费税而言，此前已有多次调整，2.0L 以下排量汽车的购置税已相对较低，减税空间并不大。

图表 17：汽车消费税的税率

排量	消费税率
排量 ≤ 1.0L	1%
1.0L < 排量 ≤ 1.5L	3%
1.5L < 排量 ≤ 2.0L	5%
2.0L < 排量 ≤ 2.5L	9%
2.5L < 排量 ≤ 3.0L	12%
3.0L < 排量 ≤ 3.5L	25%
4.0L < 排量	40%

资料来源：公开资料，中金公司研究部



图表 18: 可比估值表

公司名称	类别	股价		市值		市盈率				市净率				EV/EBITDA			
		2015/9/29	百万美元	12A	13 A	14A	15E	12A	13 A	14A	15E	12A	13 A	14A	15E		
中国A股上市公司																	
中金覆盖																	
长安汽车	PV	13.42	9,837	43.3	17.9	8.1	5.5	4.0	3.3	2.4	1.7	29.7	15.8	48.2	21.3		
上汽集团	PV	16.16	28,009	8.6	7.2	6.4	5.9	1.5	1.3	1.1	1.0	6.2	5.9	5.8	5.2		
江淮汽车	CV/PV	12.65	2,910	33.3	17.8	13.5	11.0	2.7	2.4	2.3	2.1	21.8	12.9	9.2	10.0		
潍柴动力	CV	8.42	5,293	5.6	4.7	3.4	9.4	0.7	0.6	0.5	0.5	10.0	7.0	8.5	7.2		
中国重汽	CV	13.00	857	117.3	14.3	12.6	10.9	1.5	1.3	1.2	1.1	23.2	17.2	14.2	9.7		
宇通客车	CV	18.36	6,390	15.1	9.2	10.4	13.4	3.2	2.5	3.3	2.9	18.7	16.0	10.9	9.0		
江铃汽车	CV	25.20	3,420	14.3	12.8	10.3	10.1	2.7	2.4	1.8	1.5	5.8	5.4	3.9	3.0		
金龙汽车	CV	16.59	1,582	29.7	31.9	30.2	25.1	3.5	3.2	3.0	2.5	24.4	19.9	n.a.	12.0		
福耀玻璃	Parts	11.67	4,602	15.3	12.2	10.5	11.2	3.4	3.6	2.7	1.8	10.1	8.4	7.3	6.8		
银轮股份	Parts	13.54	767	104.2	45.1	28.2	20.2	3.5	3.3	3.0	2.6	52.5	28.2	20.0	13.6		
威孚高科	Parts	21.01	3,332	16.1	19.3	12.5	11.8	1.7	2.2	2.0	2.0	17.4	14.5	11.7	13.8		
均胜电子	Parts	23.29	2,524	64.7	51.8	42.3	37.6	8.0	6.5	6.1	4.1	25.4	20.5	18.9	17.6		
比亚迪	PV	61.08	195	2,036.0	265.6	381.8	138.8	6.8	6.6	5.8	6.3	-	-	-	-		
中金未覆盖																	
福田汽车	CV	5.72	2,999	11.9	21.0	n.a.	n.a.	1.1	1.1	1.1	n.a.	86.7	13.9	9.3	n.a.		
一汽轿车	PV	14.39	3,682	8.8	23.3	n.a.	43.4	3.1	2.7	2.7	2.5	8.8	12.4	n.a.	15.0		
一汽夏利	PV	6.45	1,617	39.5	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	3.2	6.8	n.a.	n.a.	76.7	n.a.	n.a.		
东风汽车	CV	8.21	2,581	20.7	327.1	n.a.	21.0	2.7	2.8	2.7	2.4	25.6	20.5	n.a.	18.7		
一汽富维	Parts	21.19	705	11.5	12.2	n.a.	9.0	1.5	1.4	1.2	1.1	21.1	23.1	n.a.	6.3		
物产中大	Dealer	14.47	2,266	26.8	22.6	23.1	31.9	2.9	2.7	2.5	2.8	18.2	12.4	10.5	n.a.		
亚夏汽车	Dealer	9.61	539	21.8	45.8	60.0	57.0	2.0	2.5	3.3	n.a.	39.1	24.1	18.6	n.a.		
青岛双星	Parts	6.10	647	15.7	122.0	n.a.	46.7	2.1	2.1	1.6	1.6	9.8	13.9	n.a.	26.2		
平均值	Median			18.4	21.0	20.3	18.5	2.7	2.5	2.6	2.3	18.7	15.3	11.3	10.9		
香港上市公司																	
中金覆盖																	
华晨汽车	PV	8.69	5,635	15.5	10.6	6.7	5.9	3.6	2.8	2.0	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
吉利汽车	PV	3.17	3,600	9.6	8.1	16.3	10.8	1.5	1.4	1.2	1.1	4.9	4.0	4.3	3.5		
东风汽车	PV	8.38	9,316	6.5	5.6	4.6	4.2	1.1	0.9	0.8	0.7	n.m.	n.m.	15.5	14.8		
长城汽车	CV/PV	21.45	25,261	9.4	6.5	6.7	5.2	2.5	1.9	1.6	1.3	10.3	7.3	5.8	5.0		
潍柴动力	CV	7.12	3,673	3.9	3.3	2.1	2.6	0.5	0.4	0.4	0.3	9.4	7.2	5.6	5.0		
中国重汽	CV	2.74	976	56.2	22.5	15.0	11.8	0.3	0.3	0.3	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
敏实集团	Parts	13.76	1,965	12.7	12.7	11.1	9.4	1.8	1.7	1.5	1.4	12.7	10.0	7.8	6.7		
中升集团	Dealer	2.98	825	6.3	4.6	6.3	4.5	0.5	0.5	0.4	0.3	9.2	8.0	7.6	6.7		
正通汽车	Dealer	3.11	887	9.5	6.7	7.1	5.2	0.8	0.7	0.7	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
比亚迪股份	PV	38.25	238	23.0	13.5	n.a.	6.5	1.1	1.0	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
和谐汽车	Dealer	3.24	8	n.a.	7.2	5.3	4.4	n.a.	1.3	1.1	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
中金未覆盖																	
信义玻璃	Parts	3.43	1,736	11.1	6.6	5.5	n.a.	1.3	1.2	1.1	n.a.	10.2	6.5	7.6	6.7		
庆铃汽车	CV	2.54	814	21.2	16.9	13.0	11.3	0.9	0.9	0.8	0.8	2.5	2.1	n.a.	n.a.		
宝信汽车	Dealer	3.16	1043	11.3	8.1	8.6	7.1	2.1	1.7	1.4	1.2	12.2	7.4	7.4	6.4		
大昌行	Dealer	2.95	697	5.2	6.7	5.4	n.a.	0.6	0.6	0.5	n.a.	4.9	5.6	5.6	5.0		
永达汽车	Dealer	3.53	674	10.4	8.8	7.8	6.2	1.7	1.5	1.2	1.0	12.5	10.5	7.4	6.1		
平均值	Median			11.1	7.6	7.1	6.4	0.9	0.9	0.8	0.8	9.8	7.3	7.4	6.4		
欧洲及美国上市公司																	
雷诺	PV	63.40	21,061	9.7	29.5	6.5	5.4	0.8	0.8	0.7	0.6	5.0	5.5	3.6	3.26		
标志	PV	12.74	11,560	n.m	n.m	9.2	7.2	0.6	0.8	1.0	0.9	6.4	3.0	2.0	1.83		
宝马	PV	76.92	55,695	9.9	9.5	8.3	8.0	1.7	1.4	1.2	1.1	5.7	6.8	6.8	6.66		
大众	PV	104.80	54,379	2.3	5.6	4.7	4.6	0.6	0.6	0.6	0.5	1.2	1.1	1.1	1.01		
戴姆勒	CV/PV	63.73	76,587	10.6	10.0	7.9	7.2	1.8	1.6	1.4	1.2	4.0	3.9	2.5	2.33		
福特汽车	CV/PV	13.17	52,256	8.9	7.2	7.7	6.8	3.2	2.0	1.8	1.5	3.7	3.5	3.9	3.30		
通用汽车	CV/PV	29.06	46,031	9.4	10.7	6.5	5.7	1.5	1.0	1.3	1.1	n.m.	2.5	2.3	2.08		
曼	CV	90.47	14,939	73.6	n.m	301.6	47.2	2.4	2.6	2.6	2.6	13.6	13.4	26.4	16.06		
沃尔沃	CV	78.90	19,998	14.1	44.6	11.6	10.0	2.1	2.1	1.9	1.7	8.8	11.8	8.0	7.57		
帕卡	CV	52.76	18,728	16.9	15.9	11.2	11.0	3.2	2.8	2.5	2.2	6.7	6.2	5.6	5.26		
玛格纳	Parts	45.94	18,880	14.9	13.4	9.8	8.3	2.3	2.1	1.6	1.7	7.8	6.1	5.8	5.02		
博格华纳	Parts	40.24	9,107	18.1	14.7	13.4	11.3	3.0	2.6	2.5	2.4	9.5	8.5	7.3	6.28		
奥托立夫	Parts	104.00	9,157	20.1	20.4	16.7	14.6	2.6	2.5	2.7	2.4	9.7	9.0	8.4	7.35		
爱尔铃克铃尔	Parts	16.81	1,196	12.4	10.1	11.7	9.6	1.7	1.6	1.3	1.2	7.2	6.5	6.9	6.00		
法雷奥	Parts	115.40	10,301	23.5	20.2	12.8	11.1	4.3	3.8	2.8	2.4	7.9	7.8	5.6	5.04		
平均值	Median			17.5	15.9	12.2	11.1	2.5	2.5	2.5	2.3	8.4	8.1	7.1	6.1		
日本上市公司																	
马自达	PV	1775	8,876	30.9	7.8	8.8	8.8	2.1	1.6	1.7	1.3	10.8	5.2	5.2	4.3		
本田	PV	3477	52,503	17.1	10.0	10.8	10.8	1.2	1.0	1.1	0.9	10.4	8.3	9.1	8.8		
铃木	PV	3552	16,612	24.8	18.5	17.8	17.8	1.7	1.5	1.5	1.4	6.8	5.3	5.4	5.2		
日产	PV	1036	39,041	12.7	11.2	11.6	11.6	1.2	1.0	1.0	0.9	4.1	3.5	4.5	3.7		
丰田	CV/PV	6719	191,441	22.1	11.7	11.3	11.3	1.8	1.5	1.5	1.3	15.9	10.9	11.7	10.3		
五十铃	CV	1158	8,190	10.2	8.2	8.7	8.7	1.9	1.5	1.5	1.3	6.1	4.7	4.8	4.6		
日野汽车	CV	1196	5,728	14.3	7.7	8.7	8.7	2.6	2.0	2.2	1.8	7.6	5.4	5.5	5.6		
电装	Parts	4966	36,597	21.9	14.3	13.9	15.0	1.7	1.4	1.5	1.3	8.9	6.9	6.6	6.8		
爱信精机	Parts	3805	9,347	13.8	11.9	11.8	12.9	1.2	1.1	1.1	1.0	5.2	4.7	4.5	4.6		
丰田纺织	Parts	1928	3,016	22.6	28.3	25.5	133.2	1.9	1.7	1.8	1.7	6.7	6.0	6.2	6.2		
捷太格特	Parts	1593	4,559	39.3	23.3	26.0	12.4	1.5	1.4	1.4	1.3	9.9	6.6	6.7	5.8		
平均值	Median			18.1	13.1	12.8	12.6	1.8	1.5	1.5	1.3	7.1	5.7	5.9	5.7		
全球平均	Global Median			16.1	15.4	11.8	11.8	2.1	2.0	1.8	1.7	10.0	9.5	7.6	6.7		

资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部整理



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

