



中信证券研究部

核心观点



陈俊弢
首席制造产业分析师
S1010512070001



宋韶灵
汽车分析师
S1010518090002



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

汽车行业

评级 **强于大市（维持）**

我们本篇报告梳理了目前汽车消费中存在的限制因素，如：1. 限牌城市的牌照限制；2. 皮卡进城的限制；3. 二手车税收和限迁的限制等。如果这些限制因素得到改善，预计将进一步释放汽车消费活力，缓解汽车销量下行压力。

- **乘用车：限购+限牌+限行，抑制一二线城市销量。**上海自 1994 年开始执行消费者出资“拍车牌”的变相限购政策，是我国首个执行乘用车限牌的城市。2011 年起，北京、贵阳、广州等地相继开始执行限牌政策，对新增燃油车的上牌数有比较苛刻的限制，新增牌照数量主要侧重于新能源车。以北京为例，2018 年北京共有保有量 602 万辆，更新需求 33.1 万辆，但只提供 4 万燃油车+6 万新能源车的新增上牌量指标，当前北京的首次摇号中签燃油车指标的中签几率已经低至千分之二，共有 314 万个编码参与摇号；而新能源车排队中签也须排队至 2027 年。
- **皮卡：双证方才取消，进城仍是难题。**皮卡行业主要限制政策此前分为三大类：（1）证件限制：皮卡车辆按照商用车管理，驾驶人员需考取普通货运车辆道路运输证和从业资格证；（2）进城限制：除河北、辽宁、河南、云南、新疆、湖北等六省外，绝大省份和大城市禁止皮卡车辆进入市区；（3）美观限制：2018 年 1 月前，皮卡车型便强制要求喷字和粘贴反光条，抑制了皮卡的消费属性。2017 年，中国共销售皮卡 41.1 万辆，仅占整个汽车市场销量的 1.4%，相比美国市场 16% 的皮卡渗透率有显著的差距。我们预计如果皮卡限行政策逐渐放开（全面开放皮卡进城等），有望带动中国皮卡渗透率达到 5%-8% 的水平，带来行业 3-5 倍的成长空间。
- **二手车：“限迁”+“税收”，有望迎来破局。**2018 年中国二手车总销量为 1382 万辆，同比增长 11.5%，但参照发达国家市场新车与二手车的销售比例，预计我国二手车行业仍有 3-5 倍的增长空间。由于二手车限迁、税收制度不合理、信用体系不完善等原因，导致行业份额主要被“黄牛”占据，并没有诞生类似美国市值超百亿美元的二手车企业（CARMAX）。发改委等部门去年以来不断在二手车领域推进改革，两会也将二手车改革作为重点工作，预计限迁的取消和税收方面的潜在改革将为行业长期健康发展打下基础。
- **风险因素：**汽车销量不达预期；政策落地不达预期；终端发生价格战；中美贸易摩擦升级。
- **投资建议：**中国汽车行业已经进入增长的第三阶段，预计年复合增长对应 2%-3% 的增速。如果当前汽车行业的消费限制因素（限牌限购、皮卡限制进城、二手车税收和限迁政策）有所改变，预计将进一步释放汽车消费活力，缓解汽车销量下行压力。重点推荐（1）自主品牌车型储备丰富，新能源汽车具有市场竞争力的龙头车企：比亚迪（A+H）、吉利汽车（H）、广汽集团（A+H）、上汽集团（A）；（2）皮卡市场份额第一的：长城汽车（A+H）；（3）在二手车领域市场份额高，弹性大的龙头经销商：广汇汽车（A）。

目录

乘用车：限购+限牌+限行，抑制一二线城市销量	1
皮卡行业：双证方才取消，进城仍是难题	3
二手车行业：旧货增值税、限迁令是主要的行政限制	5
投资建议	8
风险因素	9

插图目录

图 1：2005 年-2018 年中国皮卡销量及同比增速.....	3
图 2：2005-2018 年皮卡、MPV、交叉型乘用车在汽车行业中的渗透率.....	4
图 3：2011-2018 年中国二手车市场销量及同比增速（%）.....	6
图 4：美中德英日二手车市场规模（单位：万辆）.....	6
图 5：2018H1 美国和中国二手车销售毛利率.....	6
图 6：2017-2018 年中国二手车市场转籍率（%）.....	7
图 7：2017 年广汇汽车佣金毛利拆分（推测）（单位：亿元）.....	8
图 8：2017 年广汇汽车平均单车毛利（单位：万元/辆）.....	8

表格目录

表 1：限牌城市更新量及保有量比较（单位：个）.....	1
表 2：限牌城市销量统计（单位：个、元、辆）.....	2
表 3：限号限行城市销量统计（单位：辆）.....	2
表 4：皮卡行业政策松绑梳理.....	4
表 5：2018 年 1-11 月中国皮卡市场分品牌销量统计.....	5
表 6：广汇汽车二手车盈利弹性测算.....	8

■ 乘用车：限购+限牌+限行，抑制一二线城市销量

上海自 1994 年开始执行消费者出资“拍车牌”的变相限购政策，是我国首个执行乘用车限牌的城市。2011 年起，北京、贵阳、广州等地相继开始执行限牌政策，对新增燃油车的上牌数有比较苛刻的限制，新增牌照数量主要侧重于新能源车。以北京为例，2018 年北京共有保有量 602 万辆，更新需求 33.1 万辆，但只提供 4 万燃油车+6 万新能源车的新增上牌量指标，新发放牌照的额度几乎可以忽略不计。当前北京的首次摇号中签燃油车指标的中签几率已经低至千分之二，共有 314 万个编码参与摇号；而新能源车排队中签也须排队至 2027 年。

此外，贵阳、上海、广州、杭州、深圳、天津、海南等地也出于“控制汽车保有量规模，减轻道路交通压力”的目的，出台了各类限牌政策，较大程度上抑制了销量需求。

表 1：限牌城市更新量及保有量比较（单位：个）

	2017		2018		2019 年 1-3 月		2,016	2,017	2018H1		
	传统车	新能源车	传统车	新能源车	传统车	新能源车					
	额度	90,000	60,000	40,000	60,000	10,000	15,000	保有量	5,480,000	5,640,000	6,018,000
北京	上牌数	503,060		430,528		94,855		保有量增加	160,000		378,000
	更新量	353,060		330,528		69,855					
	额度	33,600		33,600		17,600		保有量	1,190,600	1,314,000	
贵阳	上牌数	218,995		198,660		51,716		保有量增加	123,400		
	更新量	185,395		165,060		34,116					
	额度	133,385		134,896		33,000		保有量	3,220,000	3,590,000	3,905,000
上海	上牌数	633,492		626,156		132,607		保有量增加	370,000		315,000
	更新量	500,107		491,260		99,607					
	额度	120,000		120,000		30,000		保有量	2,300,000	2,400,000	
广州	上牌数	515,766		631,172		138,774		保有量增加	100,000		
	更新量	395,766		511,172		108,774					
	额度	80,000		80,000		20,000		保有量	2,340,000	2,440,000	
杭州	上牌数	435,839		485,105		101,905		保有量增加	100,000		
	更新量	355,839		405,105		81,905					
	额度	80,000		80,000		20,000		保有量	3,180,000	3,220,000	3,398,500
深圳	上牌数	381,773		455,810		84,799		保有量增加	40,000		178,500
	更新量	301,773		375,810		64,799					
	额度	100,000		100,000		25,000		保有量	2,740,000	2,870,000	
天津	上牌数	231,059		243,932		50,900		保有量增加	130,000		
	更新量	131,059		143,932		25,900					
	额度			50,000		30,000		保有量		950,000	1,077,748
海南	上牌数	152,207		116,269		24,274		保有量增加			127,748
	更新量	152,207		66,269		-5,726					

资料来源：国家统计局，Marklines，中信证券研究部

表 2：限牌城市销量统计（单位：个、元、辆）

省份	地级市	限牌			限号		乘用车销量		
		燃油车	新能源牌照	竞拍牌照价格 (最新均价)	燃油车	新能源	2017	2018	2019年1-3月
广东	广州	约 12 万	EV PHEV 即可	36240	外地车牌开 4 限 4	不限制	515,766	631,172	138,774
	深圳	约 8 万	EV PHEV 即可	67667	高峰期外地牌限行	不限制	381,773	455,810	84,799
上海	上海	约 13.5 万	EV PHEV 即可, 2018 年上牌 73724 辆	89348	高峰期外地牌限行	不限制	633,492	626,156	132,607
浙江	杭州	约 8 万	EV PHEV 即可	38573	工作日高峰期限行 2 个尾号	不限制	435,839	485,105	101,905
天津	天津	约 10 万	EV PHEV 即可	23539	工作日 7-19 点限行 2 个尾号	不限制	231,059	243,932	50,900
贵州	贵阳	6.95 万	EV PHEV 即可	无竞拍	工作日 7-20 时一环以内限行 2 个尾号 外地车辆进入一环“开 4 停 4”	不限制	218,995	198,660	51,716
北京	北京	4 万	6 万/EV 排队 (目前八年)	无竞拍	工作日 7-20 点每日限行 2 个尾号	不限制	503,060	430,528	94,855
海南	海口	海南合计	EV PHEV 单独排队 (2019 暂不限牌)	无竞拍	工作日高峰期外地车辆限行	不限制	124,492	101,404	18,896
	三亚	12 万					27,218	19,349	5,357

资料来源：中汽协，Marklines，中信证券研究部

除了限牌限购外，部分城市还通过“限行”政策进行“路权”的重新分配：新能源车一般不限行，但传统车采取尾号限行的方式。因此，限行政策对新能源汽车的普及也有一定贡献。

表 3：限号限行城市销量统计（单位：辆）

地级市	限号	乘用车销量				
		燃油车	新能源	2017	2018	2019年1-3月
西安	工作日 7-20 点部分区域限行 2 个数字尾号		不限制	399,275	407,794	107,216
宝鸡	重污染天气工作日 7-20 点部分区域限行 2 个尾号		不限制	40,757	35,469	8,948
成都	工作日 7:30-20 点限行 2 个尾号		不限制	636,817	618,327	143,242
绵阳	重污染天气工作日全天限行 2 个尾号或单双号限行		不限制	69,950	68,369	18,910
济南	工作日高峰期外地牌限行		不限制	228,098	236,929	54,360
石家庄	工作日 7-20 点每日限行 2 个尾号 空气污染预警时升级为单双号限行		不限制	266,439	236,498	54,720
唐山	工作日 7-20 点每日限行 2 个尾号		不限制	134,895	114,665	25,101
郑州	工作日 7-21 点每日限行 2 个尾号		不限制	541,311	534,320	118,578
洛阳	每日 8-19 点部分道路单双号限行		不限制	114,470	97,910	22,914
大连	工作日高峰期部分道路单双号限行 旅游旺季节假日 9-16 点单双号限行		不限制	133,490	119,386	23,982
武汉	每日 7-22 点在几座大桥单双号限行		不限制	424,493	401,952	96,078
乌鲁木齐	工作日高峰期外地车辆限行		不限制	159,107	151,437	33,975
太原	重污染天气实施部分尾号限行		不限制	205,827	185,352	41,290
兰州	每日 7:30-19:30 部分区域限行 2 个尾号		不限制	122,542	104,784	25,359
长春	每日 6-20 点“一点带三段”限行一个尾号		不限制	247,248	220,047	48,872
吉林	重污染天气单双号限行		不限制	49,249	37,726	80,477
哈尔滨	重污染天气每日 6:30-19 时部分区域单双号限行		不限制	215,785	190,320	38,292
银川	重污染天气全天单双号限行		不限制	93,932	74,818	16,906
拉萨	重污染天气分级别按尾号限行		不限制	25,005	27,645	8,853

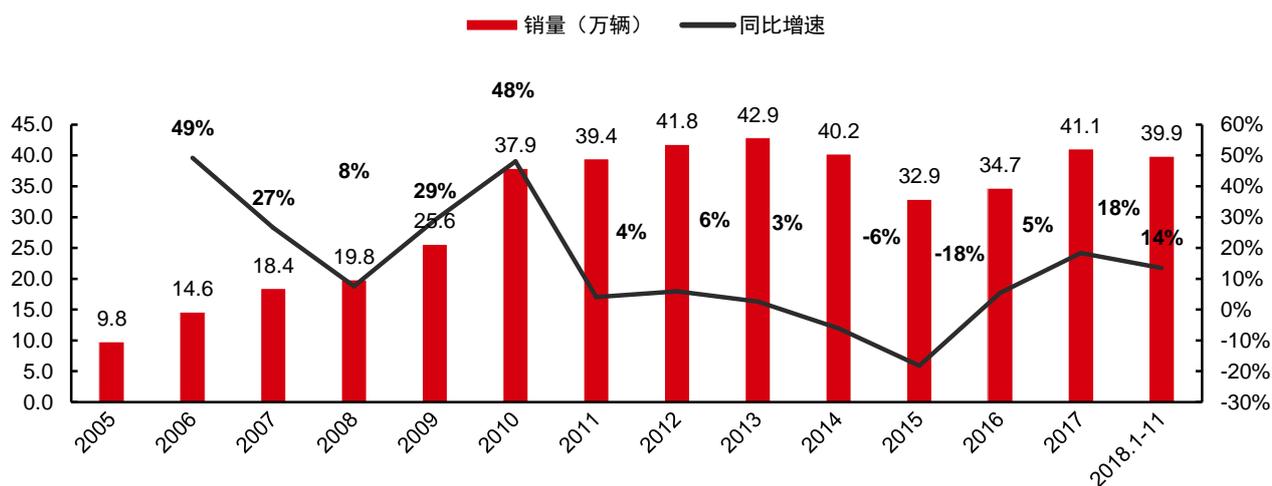
资料来源：中汽协，Marklines，中信证券研究部

■ 皮卡行业：双证方才取消，进城仍是难题

中国汽车市场对皮卡行业此前限制较多。主要限制政策此前分为三大类：（1）证件限制：皮卡车辆按照商用车管理，驾驶人员需考取普通货运车辆道路运输证和从业资格证；（2）进城限制：除河北、辽宁、河南、云南、新疆、湖北等六省外，绝大省份和大城市禁止皮卡车辆进入市区；（3）美观限制：2018年1月前，皮卡车型强制要求喷字和粘贴反光条，抑制了皮卡的消费属性。

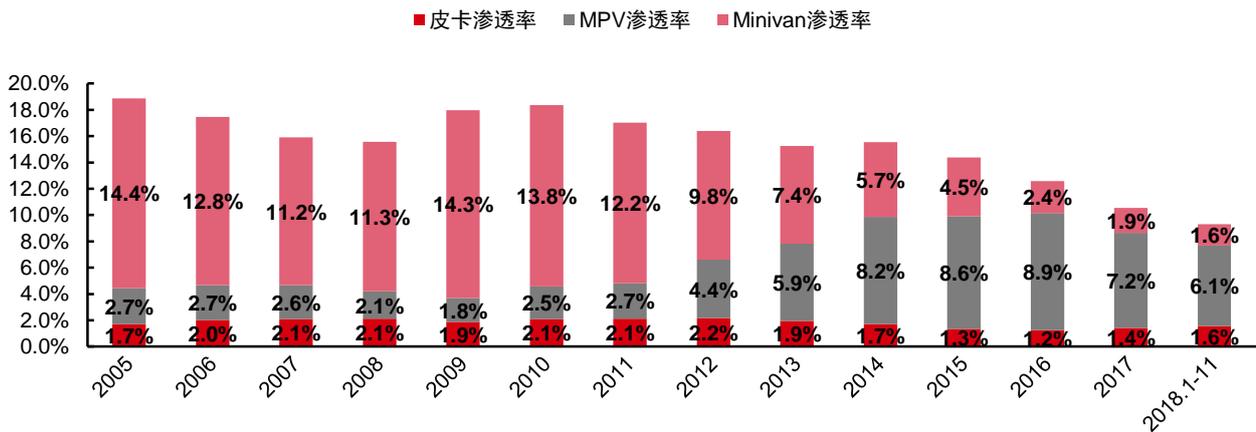
由于行业的强力的限制性政策，中国皮卡的销量和渗透率总体较低。2017年，中国共销售皮卡41.1万辆，同比增长+18%，但仅占整个汽车市场销量的1.4%，距离美国市场16%的皮卡渗透率有较大的差距。2018年前11月，中国皮卡累计销量为39.9万辆，同比+14%。中国皮卡市场渗透率较低主要是由于部分皮卡的功能被交叉型乘用车和MPV替代，造成后两类车型对皮卡的挤出效应。实际上，2017年三类车型总计的渗透率为10.5%，接近美国市场16%的渗透率。

图 1：2005 年-2018 年中国皮卡销量及同比增速



资料来源：中商情报网，中信证券研究部

图 2：2005-2018 年皮卡、MPV、交叉型乘用车在汽车行业中的渗透率



资料来源：中汽协，中信证券研究部

2016年起皮卡政策逐渐松绑，“皮卡进城”、“取消反光条”等政策引导行业走向良性发展。2018年12月24日，交通部下发通知：自2019年1月1日起，取消总质量4.5吨及以下普通货运车辆道路运输证和从业资格证。自2016年皮卡行业政策逐渐松绑后，“双证取消”是近几年皮卡行业松绑政策中最为重要的一项政策，至此普通的C1类小客车驾照持有者无需取得以前要求的“双证”，可以直接驾驶皮卡合法上路。

表 4：皮卡行业政策松绑梳理

时间	政策内容	松绑力度
2016年	河北、辽宁、河南、云南四省作为第一批试点省份，开展放宽皮卡进城限制试点，正式拉开皮卡解禁序幕	★★★★
2017年	皮卡解禁试点的省份增加新疆和湖北两地	★★
2018年1月	皮卡车型便不再强制要求喷字和粘贴反光条	★★★
2018年7月	全国各省相继推行货车年审、年检和尾气排放检测“三检合一”，实现了皮卡“一次上线、一次检测、一次收费、结果互认”。	★★★
2018年9月	全面推行小型汽车、货车和中型客车跨省异地检验，实现全国范围“通检”	★★
2019年1月	取消总质量4.5吨及以下普通货运车辆道路运输证和从业资格证。	★★★★★

资料来源：交通部，中信证券研究部

即使不能进城，北京皮卡市场从2018Q4起也出现了火爆销售的场面，终端一车难求。根据我们的调研情况，北京市场销售火爆的原因主要有以下3点：

(1) 皮卡“双证取消”政策是直接的刺激因素；

(2) 摇号中签率越来越低，新能源汽车号牌需排队到2025年之后，而皮卡作为小货车可以直接上蓝牌，购车不限牌照；

(3) 北京加强对外地车牌进京证的限制，每年最多只能办理84天进京证，因此此前住在郊区不进入5环内的“无京牌开车族”纷纷放弃外地车牌照，转而使用皮卡牌照。

我们预计后续非一线城市的皮卡限行政策将逐渐放开，皮卡进城的进一步落地有望促进皮卡销量快速增长。短期来看，受“取消双证”影响，终端皮卡销售保持高景气，整车

厂皮卡单车盈利能力有望抬升，行业销量在 2019 年大概率保持双位数增长。中期看，皮卡的乘用车属性正在被消费者接受，皮卡的智能化和新能源化也将是未来行业自我升级的驱动力。长期来看，中国皮卡的渗透率仅为 1.4%，距离美国的 16% 有巨大差距，但实际上中国 MPV+皮卡+交叉型乘用车的渗透率有 10.5%。未来低端的商乘两用型 MPV 和交叉型乘用车的升级方向即是动力更强、扭矩更大的皮卡车型，皮卡市场长期有 3-5 倍的成长空间。

长城汽车是皮卡行业的绝对龙头。当前中国国产皮卡市场总共有 13 个整车厂商，21 个主要在售车型（占比 99%）。长城汽车作为行业的绝对龙头（长城皮卡车型中，约 7 成为柴油车型，3 成为汽油车型），市场份额常年保持在 30%+ 的水平。2018 年前 11 月，中国皮卡市场总计销量为 39.9 万辆，同比+13.7%。其中，长城、江铃、郑州日产分列前三位，市场份额分别为 31%、16% 和 10%。上汽大通依靠爆款皮卡大通 T60，目前增速上涨迅速，前 11 月已经累计销售 2.03 万辆，同比增长 117%，市场份额达到为 5.1%，是第二梯队中增速最高的车企。

表 5：2018 年 1-11 月中国皮卡市场分品牌销量统计

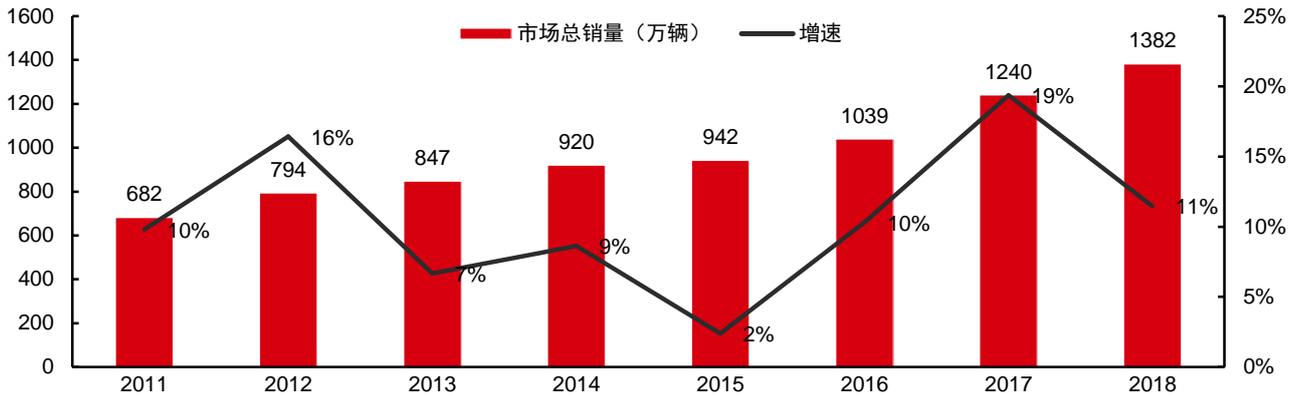
排名	品牌车系	2018 年 11 月销量	2017 年 11 月销量	单月销量同比增长率	2018 年 1-11 月销量	2017 年 1-11 月销量	累计同比增长	2018 年累计市场份额
1	长城皮卡	13677	11777	16.1%	124565	106006	17.5%	31.2%
2	江铃皮卡	5921	8128	-27.2%	63678	64215	-0.8%	16.0%
3	郑州日产	5721	2585	121.3%	38554	24727	55.9%	9.7%
4	江西五十铃	4357	3098	40.6%	30500	23956	27.3%	7.6%
5	上汽大通	2160	1039	107.9%	20293	9373	116.5%	5.1%
6	中兴皮卡	2088	3986	-47.6%	29162	35723	-18.4%	7.3%
7	黄海皮卡	2083	2021	3.1%	25213	22957	9.8%	6.3%
8	江淮皮卡	2041	1965	3.9%	26418	23150	14.1%	6.6%
9	福田皮卡	1614	1876	-14.0%	16955	19464	-12.9%	4.3%
10	骐铃皮卡	1516	1135	33.6%	9282	9245	0.4%	2.3%
11	长安皮卡	1260	1069	17.9%	10763	9226	16.7%	2.7%
12	东风皮卡	265	201	31.8%	2556	1073	138.2%	0.6%
13	卡威皮卡	37	94	-60.6%	809	1493	-45.8%	0.2%
	合计	42740	38974	9.7%	398748	350608	13.7%	100.0%

资料来源：中国皮卡网，中信证券研究部

■ 二手车行业：旧货增值税、限迁令是主要的行政限制

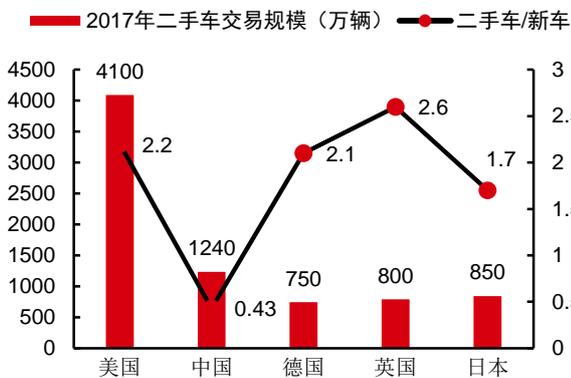
中国二手车销量有 4-5 倍成长空间。中国二手车 2018 年总销量为 1382 万辆，相比 2017 年增长 11.5%。但相比发达国家市场，我国二手车市场的规模仍相对较小：2017 年，中国的二手车/新车销量比为 0.43，这一比例在美国、德国、英国、日本分别为 2.2、2.1、2.6 和 1.7（需要特别指出，2018 年 1382 万辆的二手车交易量有一部分是黄牛的多次过户的过桥交易，真实的 2C 交易量可能要在在此基础上打 7 折）。相比之下，我国二手车行业的销量规模有 4-5 倍的成长空间。

图 3：2011-2018 年中国二手车市场销量及同比增速（%）



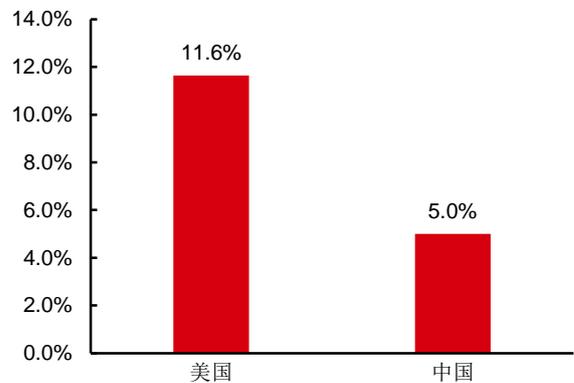
资料来源：中国汽车流通协会，中信证券研究部

图 4：美中德英日二手车市场规模（单位：万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，中信证券研究部

图 5：2018H1 美国和中国二手车销售毛利率



资料来源：中国汽车流通协会，美国汽车流通协会

从行业格局来看，中国目前 80% 的交易由黄牛完成，经销商仅占 5%，比例远低于美国的 60%；由于黄牛不能提供质保和售后维修，二手车行业实际上存在明显的“劣币驱逐良币”。从利润率角度来看，2018 年上半年我国二手车的销售毛利率为 5.0%，低于美国的 11.6%。因此我国二手车行业的总量，换手率和销售毛利率都显著低于发达汽车市场。我们认为，“**两点政策限制因素+维保信息体系不完善**”是导致中国二手车行业的困局：

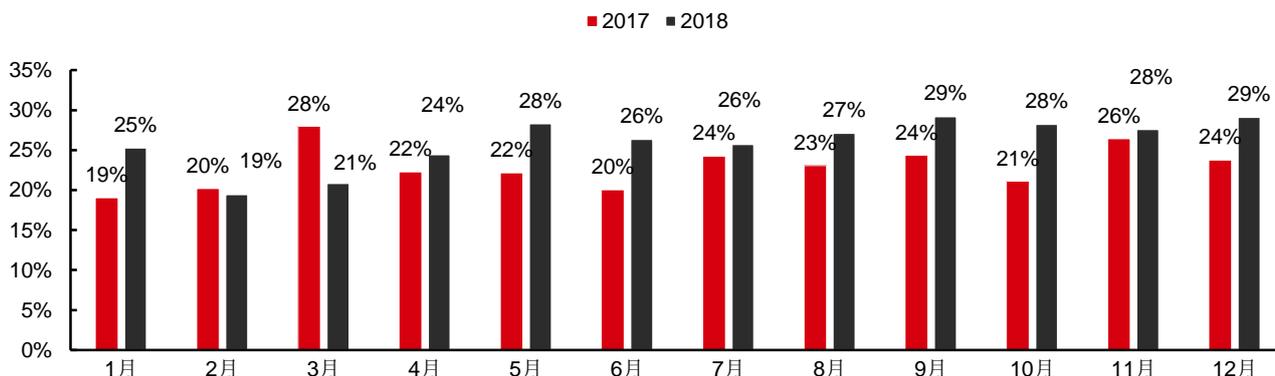
- (1) **二手车流通环节的税收体系亟待完善（政策限制）**。当前我国对二手车征税是按照交易总额的 2% 征收旧货增值税，正规的二手车商如果在交易过程中遵循正规的交易途径，过户两次（卖主->车商->买主），则整个交易过程将产生 4% 的旧货增值税。而很多黄牛可以选择“不过户”或者“个人赠予”等灰色路径节省 4% 的税费。总体而言，当前按照交易总额征税的模式限制了车商通过正规的途径做强做大，导致不正规经营的黄牛占据了这个行业的主要份额。
- (2) **限迁政策仍是制约行业发展的瓶颈（政策限制）**。2017 年 3 月 16 日，商务部、公安部、环境保护部三部委就二手车限制迁入问题联合发函，再次要求落实取消二手车限制迁入政策。但取消限迁政策的落实是一个相对缓慢的过程，受到来自地方政府的较多阻力：相较新车，二手车排放标准低，会给迁入地造成环

境压力；此外新车的消费税、购置税等税收对于地方政府是一笔可观的收入。因此多数地方政府此前对取消二手车限迁政策一直没有执行的积极性。从流通协会数据来看，2018年12月，我国二手车转籍率已经达到29%，较上年同期有一定提升，但长期仍有巨大的成长空间。根据我们的调研了解，网点布局较全的大型车商在转籍二手车市场的渠道和物流优势较明显，转籍二手车的毛利率显著高于同城交易的二手车。

(3) 二手车信用体系、维保信息仍有待完善。与美国市场（Carfax 等）不同，中国市场的二手车由于缺乏广泛认可的汽车维修保养记录，因此消费者和经销商对于个体车的使用状况都很难做到快速的信息甄别。预计随着科技企业对二手车市场的赋能，该问题将逐步得到较好的解决。

为什么说二手车行业在 2019 年有望迎来政策改革契机？考虑到当前部分地方政府财政收入紧张、消费增速下滑，政府实际上有意愿、也有动力推动二手车行业的税制改革和全面取消二手车行业的限迁令，一方面可以做大税基，另一方面也将有利于行业的正规车商做强做大。2018年8月，中国汽车流通协会向国家税务总局办公厅提交了《调整二手车交易增值税征收方式的建议报告》，该报告对二手车交易税，建议将现行的按照交易金额的2%计征，调整为按照增值部分来计征，以此激发二手车经营企业的积极性。行业的呼声于今年两会得到了一定响应：发改委，工信部，商务部等十部委出台的于2019年1月出台的《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》提出了三条具体的措施：包括：（1）要有序推进老旧汽车报废更新，支持有条件的地方对报废国III及以下排放标准的汽车以旧换新；（2）进一步落实全面取消二手车限迁政策；（3）对二手车经销企业销售二手车，落实适用销售旧货增值税政策。今年两会期间，《政府工作报告》中也重申落实全面取消二手车限迁政策，进一步释放了消费者跨区域购车的需求。总结来看，《政府工作报告》已经确认将落实取消二手车限迁政策；行业协会、发改委、工信部、商务部等已发文，继续推进二手车税收制度的改革。

图 6：2017-2018 年中国二手车市场转籍率（%）



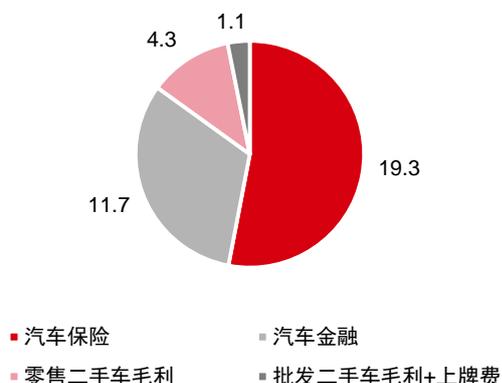
资料来源：中国汽车流通协会，中信证券研究部

广汇汽车二手车业务行业领先。2017年广汇汽车共销售二手车21.06万辆，二手车/新车销售比为0.23；2018H1，公司共销售二手车14.24万辆，二手车/新车销售比达到了

0.35；预计公司全年销售二手车数量将突破 30 万辆，是经销商行业中二手车销量的冠军。

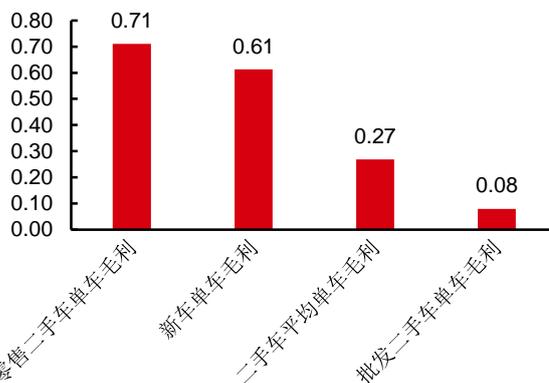
为什么说广汇汽车对二手车业务具有较大盈利弹性？公司二手车的销售收入不直接计入营业收入，但其产生的销售毛利会计入佣金毛利中。目前公司的佣金毛利中总共分为三部分：（1）汽车金融返佣；（2）汽车保险返佣；（3）二手车业务毛利；（4）上牌费等。而二手车业务当前又分为两部分：（i）B2B 批发二手车（占比 75%），该部分二手车流转速度快（1-3 天），直接贩卖给本地黄牛或其他二手车交易商，毛利低至 500-1000 元，基本不占用公司运营资金；（ii）B2C 精品零售二手车（占比 25%），该部分二手车流转时间长（1-2 个月），但毛利较高，单车毛利可达 5000-10000 元。根据我们的推算，当前广汇汽车的佣金中，零售二手车的毛利约为 4.3 亿元（占比为 12%），批发二手车的毛利约为 1.1 亿元（占比 3.1%）。对于广汇汽车来说，二手车业务当前以 2B 为主的主要原因是由于税收和限迁等政策因素，如果以上两项制约因素发生积极变化，则零售二手车占比仅提升 10%，预计就将带来公司 10%的净利润增厚。

图 7：2017 年广汇汽车佣金毛利拆分（推测）（单位：亿元）



资料来源：中信证券研究部测算

图 8：2017 年广汇汽车平均单车毛利（单位：万元/辆）



资料来源：中信证券研究部测算

表 6：广汇汽车二手车盈利弹性测算

年份 假设情景	2017 推测	2018E 推测	2019E			
			保守	中性	乐观	非常乐观
零售二手车占比	30%	25%	25%	35%	45%	55%
二手车总销量 (辆)	203,332	300,000	360,000	360,000	360,000	360,000
零售二手车销量 (辆)	61,000	75,000	90,000	126,000	162,000	198,000
批发二手车销量 (辆)	142,332	225,000	270,000	234,000	198,000	162,000
贡献佣金毛利 (亿元)	5.47	7.05	8.46	10.69	12.92	15.16
盈利弹性		4.2%	3.6%	9.3%	15.1%	20.8%

资料来源：中信证券研究部

投资建议

中国汽车行业已经进入增长的第三阶段，长期来看中国乘用车行业的销量天花板约为 3000 万辆，对应未来每年 2%-3%的低个位数增长。当前汽车行业的消费限制政策（限牌限购、皮卡限制进城、二手车税收和限迁政策）对行业的需求抑制产生了较大的负面影响，

我们预计随着中央深化改革的不断推进，汽车行业的消费限制政策有望趋于合理化，行业精细化管理和精细化调控有望助力行业重回良性发展循环。

推荐把握 3 条投资逻辑主线：

1. 自主品牌车型储备丰富，新能源汽车具有市场竞争力的龙头车企：比亚迪（A+H）、吉利汽车（H）、广汽集团（A+H）、上汽集团（A）；
2. 受益于皮卡政策松绑的皮卡行业龙头：长城汽车（A+H）；
3. 潜在受益于二手车行业改革，在二手车领域份额高，具有足够弹性的龙头经销商：广汇汽车（A）。

■ 风险因素

汽车销量不达预期；政策落地不达预期；终端发生价格战；中美贸易摩擦升级。

■ 相关研究

汽车行业 2019 年 3 月销量点评—销量好于预期，期待景气回升	(2019-04-15)
中信证券汽车·车闻天下第 139 期—2019 上海车展前瞻	(2019-04-12)
汽车行业景气度盘点专题—水涨船高，更为乐观	(2019-04-08)
新能源汽车补贴退坡影响分析—靴子落地，扰动消除	(2019-03-27)
新能源汽车行业重大事项点评—靴子落地，扰动消除	(2019-03-27)
新能源汽车行业专题报告—科创板首批名单出炉，锂电产业链占据三成	(2019-03-24)
中信证券汽车·车闻天下第 138 期—智能驾驶专题报告：一级融资火热，二级关注提升	(2019-03-19)
汽车行业 2 月销量点评—电动和重卡高景气，关注行业去库存	(2019-03-12)
汽车行业零部件行业专题—2019 年汽车零部件行业趋势	(2019-03-07)
汽车行业 2019 展望—汽车零部件投资机会探讨	(2019-03-06)
新能源汽车行业专题报告—从“平价逻辑”对动力电池行业的重新审视	(2019-03-04)
特斯拉产业链跟踪报告—特斯拉降价意味着什么？	(2019-03-04)
新能源汽车行业专题报告—从“平价逻辑”对动力电池行业的重新审视	(2019-02-27)
汽车经销商行业跟踪报告—受益于去库存、降利率的汽车经销商	(2019-02-25)
汽车行业 1 月销量点评—总量符合市场预期，电动和重卡超预期	(2019-02-19)
汽车行业专题报告—2018 年电池市场装机回顾	(2019-02-18)
一张图看懂国六标准执行时间更新	(2019-02-18)
制造产业专题 20190211—制造产业假期全知道	(2019-02-11)
中信证券汽车·车闻天下（第 136 期）—2018 年中国乘用车市场销量回顾	(2019-02-01)
汽车行业专题研究—2018 年全球新能源乘用车市场回顾	(2019-02-01)
中信证券汽车·车闻天下（第 135 期）—东风科技重组方案	(2019-02-01)
中信证券汽车·车闻天下（第 134 期）—东风汽车零部件集团概览	(2019-01-21)
皮卡行业专题报告—双证取消，皮卡市场迎来高速增长	(2019-01-17)
中信证券汽车·车闻天下（第 133 期）—CES2019 看点盘点	(2019-01-16)
汽车行业 2018 年 12 月销量点评：总量全年首现负增长，电动销量超市场预期	(2019-01-15)
中信证券汽车·车闻天下（第 132 期）—如何看上汽集团的财报	(2019-01-14)
汽车行业重大事项点评—电动汽车百人会：大格局定调，全方位推进	(2019-01-14)
汽车行业专题报告—特斯拉上海工厂奠基后的猜想	(2019-01-11)
汽车行业 2019 年销量回顾专题报告之一—揭秘车市低增长下的分城市表现	(2019-01-07)
汽车行业重大事项点评—行动计划发布，智能汽车加速	(2019-01-02)
中信证券汽车·车闻天下（第 130 期）—Waymo 开启无人驾驶商业化先河	(2018-12-18)
车闻天下第 131 期—电动车技术皇冠上的明珠：IGBT	(2018-12-17)
汽车行业重大事项点评—美产车关税降低，关注进口车板块	(2018-12-17)
汽车行业专题研究报告—特斯拉供应链的 5 个特征	(2018-12-12)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities（Thailand）Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。