

# 新格局下乘用车系列报告十二

## 什么是下一阶段乘用车总量成长的新动能？

行业评级

买入

前次评级

买入

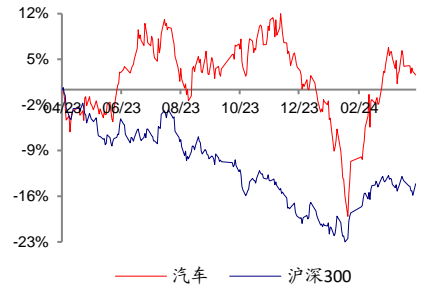
报告日期

2024-04-16

### 核心观点：

- 本篇报告的核心目的在于构建乘用车需求结构模型，以识别未来一定阶段乘用车总量成长的核心动能。过去针对乘用车总量的研究多是基于历史经验、结合经济预期的定性判断，较难对总量及其变化作出准确预判，对增长动能的识别相对模糊，对结构性驱动因素亦难定量测算。我们认为将需求拆分为首购、增购、换购需求是细化乘用车总量研究的可行方式和必要手段。其中，换购需求是可通过二手车供给与报废量进行合理测算、进而识别出需求结构的关键因子。我们通过首购、增购、换购需求与新车、二手车供给的勾稽关系搭建乘用车需求结构模型，识别出未来一定阶段换购需求有望成为乘用车总量成长的新动能。
- 国务院相关方案提出二手车交易量与报废回收量的增长目标，通过激励引导机制促进购车需求释放。24年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出将通过节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新，27年实现报废汽车回收量较23年翻倍增长、二手车交易量45%增幅。参考18年国务院提出的蓝天保卫战三年行动计划对京津冀等地区低排放等级重卡提前淘汰更新带来的终端销量提升，我们认为本次以旧换新政策也有望显著拉动购车需求。
- 未来几年换购需求增长弹性显著。换购需求产生的本质是用户对现有车辆进行置换或报废更新，故从数量视角有以下公式近似成立：换购需求=二手车供给量（置换量）+报废更新量。根据我们测算，23年二手车供给量/报废更新量/换购需求分别为801/484/1285万辆，参考政策目标，我们中性预期下27年二手车供给量/报废更新量/换购需求将分别达1161/968/2129万辆，CAGR分别为+9.7%/+18.9%/+13.5%。
- 换购需求有望成为下一阶段总量成长新动能。我们通过乘用车需求结构模型测算，保守/中性/乐观预期下27年换购需求分别达到1872/2129/2763万辆，拉动总需求23-27年CAGR提升5.3%/5.7%/9.4%。从政策的中短期拉动效应来看，保守/中性/乐观预期下24年终端销量将分别达到2188/2246/2300万辆，同比分别+3.6%/+6.4%/+8.9%。
- 投资建议：考虑行业及企业所处位置，结合当前的市场定价以及以旧换新政策有望带来显著换购需求背景下：（1）乘用车整车我们依旧推荐拐点基本确立的吉利汽车、长安汽车、长城汽车（A/H），关注广汽集团（A/H）、上汽集团；建议关注趋势依然向上的理想汽车、比亚迪、小鹏汽车、零跑汽车；关注24年销量有望突破向上的华为系整车合作企业、小米汽车。（2）零部件推荐耐世特、郑煤机（A/H）、敏实集团、银轮股份、伯特利、爱柯迪等；（3）汽车服务推荐中国汽研。
- 风险提示：行业景气度下降；行业竞争加剧；部分假设与实际存在一定偏离度等。

### 相对市场表现



分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、张乐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

汽车行业:重视政策积极变化 2024-03-03 带来的预期差机会

联系人：

罗英 021-38003839

shluoying@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
长城汽车	601633.SH	CNY	25.68	2024/03/31	买入	32.03	1.07	1.37	24.00	18.74	11.79	10.09	11.70	13.10
长城汽车	02333.HK	HKD	11.50	2024/03/31	买入	17.36	1.07	1.37	9.92	7.75	11.46	9.81	11.70	13.10
吉利汽车	00175.HK	HKD	9.26	2024/03/27	买入	14.78	0.75	1.02	11.47	8.35	6.95	6.09	7.77	9.92
长安汽车	000625.SZ	CNY	17.89	2023/11/28	买入	21.89	0.95	1.19	18.83	15.03	15.20	12.02	11.60	12.60
上汽集团	600104.SH	CNY	15.21	2023/11/03	买入	21.74	1.55	1.72	9.81	8.84	5.23	4.83	6.50	7.30
耐世特	01316.HK	HKD	4.08	2024/03/31	买入	7.57	0.39	0.63	9.61	6.01	3.77	3.07	6.40	8.90
郑煤机	601717.SH	CNY	16.69	2024/04/02	买入	26.40	2.11	2.39	7.91	6.98	5.30	4.72	15.60	15.00
郑煤机	00564.HK	HKD	11.86	2024/04/02	买入	22.80	2.11	2.39	5.19	4.58	6.35	5.65	15.60	15.00
敏实集团	00425.HK	HKD	12.86	2024/04/01	买入	26.03	2.00	2.36	6.43	5.45	3.18	2.83	11.30	11.70
银轮股份	002126.SZ	CNY	17.82	2023/10/28	买入	26.73	1.07	1.56	16.65	11.42	9.65	7.18	12.80	15.10
伯特利	603596.SH	CNY	52.50	2024/04/02	买入	80.81	2.69	3.54	19.52	14.83	13.51	10.41	17.10	18.30
爱柯迪	600933.SH	CNY	18.48	2023/10/31	买入	28.21	1.14	1.39	16.21	13.29	11.16	9.27	13.60	13.90
拓普集团	601689.SH	CNY	55.30	2023/10/31	买入	81.12	2.68	3.29	20.63	16.81	13.57	11.11	13.20	12.50
科博达	603786.SH	CNY	60.36	2023/10/29	买入	93.80	2.08	2.61	29.02	23.13	26.16	21.13	14.60	15.40
华域汽车	600741.SH	CNY	17.70	2024/03/31	买入	25.51	2.55	2.75	6.94	6.44	3.56	3.33	12.70	12.60
旭升集团	603305.SH	CNY	12.90	2023/10/24	买入	27.15	1.09	1.42	11.83	9.08	7.39	5.92	13.80	15.30
福耀玻璃	600660.SH	CNY	45.42	2024/03/18	买入	46.94	2.49	2.92	18.24	15.55	13.23	10.93	17.10	16.70
福耀玻璃	03606.HK	HKD	42.05	2024/03/18	买入	48.11	2.49	2.92	15.59	13.30	14.30	11.81	17.10	16.70
继峰股份	603997.SH	CNY	12.30	2024/01/08	买入	16.15	0.54	0.93	22.78	13.23	7.34	5.92	14.30	19.80
上声电子	688533.SH	CNY	24.13	2023/11/02	买入	54.47	1.56	2.18	15.47	11.07	10.91	8.28	16.40	18.70
文灿股份	603348.SH	CNY	24.65	2023/09/26	买入	48.50	1.62	2.36	15.22	10.44	6.32	5.04	11.30	14.10
宁波华翔	002048.SZ	CNY	12.85	2023/11/05	买入	16.85	1.69	1.96	7.60	6.56	3.84	3.47	10.20	10.60
中国汽研	601965.SH	CNY	19.20	2023/10/24	买入	26.86	0.90	1.02	21.33	18.82	14.35	12.78	13.10	13.70

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、引言：什么是下一阶段乘用车总量成长的新动能？ .....	5
二、国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》促进二手车交易量和报废量提升 .....	8
三、换购需求释放或是下一阶段拉动乘用车总量成长的新动能 .....	11
（一）乘用车供需关系：总需求=首购需求+增购需求+换购需求，总供给=新车供给+二手车供给 .....	11
（二）促进汽车以旧换新/报废政策的核心是促进换购需求的释放 .....	12
四、通过供需勾稽关系构建乘用车需求结构预测模型 .....	15
（一）乘用车供需勾稽关系 .....	15
（二）乘用车需求结构预测模型的核心假设 .....	15
（三）通过构建的乘用车需求结构模型得到的主要结论 .....	16
五、投资建议 .....	19
六、风险提示 .....	19

## 图表索引

图 1: 保守、中性、乐观情形下 2023-2027 年国内乘用车总需求 (万辆) 变化....	6
图 2: 保守、中性、乐观情形下 2023-2027 年国内乘用车新车需求 (万辆) 变化	7
图 3: 京津冀及汾渭平原地区省份 2017-2020 年重卡终端销量 CAGR (%) .....	10
图 4: 乘用车供需勾稽关系图 .....	11
图 5: 乘用车换购需求 (万辆) 预测图.....	12
图 6: 2007-2023 年中国二手车乘用车交易量 (万辆)、实际供给 (需求) 及同比增速 (%) .....	13
图 7: 2016-2023 年中国乘用车报废量 (万辆)、报废更新量 (万辆) 及同比增速 (%) .....	14
图 8: 保守、中性、乐观情形下 2024 年新车销量 (万辆) 及同比增速 (%) ....	16
图 9: 保守、中性、乐观情形下 2023-2027 年新车需求 (万辆) 变化 .....	17
表 1: 上海市与济南市汽车以旧换新补贴细则.....	9
表 2: 保守预期下的乘用车需求预测模型 .....	17
表 3: 中性预期下的乘用车需求预测模型 .....	18
表 4: 乐观预期下的乘用车需求预测模型 .....	18

## 一、引言：什么是下一阶段乘用车总量成长的新动能？

**写在前面：**过去针对乘用车市场总量的研究多是基于历史经验、并结合经济预期的定性判断，较难准确预测总量及其增幅，对增长动能的识别相对模糊，对结构性驱动因素也难以定量测算。乘用车终端销量增速下台阶以来，市场对乘用车增长的隐忧主要集中在首购需求是否将出现明显下滑从而导致新车销量的下行，但由于客观统计数据的缺失，首购需求的变化趋势及其对总量的影响难以评估。

对需求结构认知的不清晰是总量判断困难的重要因素之一，我们认为将购车需求拆分为首购、增购、换购需求是进一步细化乘用车总量研究的可行方式和必要手段，而换购需求则是可以通过二手车销量与报废更新量进行合理测算、进而帮助拆分需求结构的关键因子。

本篇报告结合当前国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的核心要点，主要尝试回答以下问题：

**问题一：**若将乘用车增长动能进行拆分，未来一定阶段的成长弹性更多来自于首购、增购、还是换购需求？基于政策指引及合理假设下，未来几年新车销量又将如何变化？

**回答一：**换购需求是下一阶段乘用车总量成长的新动能。根据我们测算，保守/中性/乐观预期下2027年换购需求将分别达到1872/2129/2763万辆，分别拉动乘用车总需求23-27年CAGR提升5.3%/5.7%/9.4%；

从政策的中短期拉动效应来看，24年终端销量同比增速可观。根据我们测算，保守/中性/乐观预期下2024年终端销量将分别达到2188/2246/2300万辆，同比分别+3.6%/+6.4%/+8.9%，终端销量23-27年CAGR分别为3.5%/6.4%/8.8%。

**问题二：**市场有观点认为中国乘用车市场已经进入存量时代，我们试图通过乘用车需求结构的拆分回答：中国乘用车市场是否已经进入存量时代？如果尚未进入，当前所处阶段的主要特征及跟踪变量是什么？

**回答二：**我们认为，存量时代的主要特征为保有量不会出现明显增量，故不贡献保有量增量的换购需求应成为主要购车需求。根据我们测算，23年换购需求占比44%，保守/中性/乐观预期下2027年换购需求占比将分别达到55%/55%/61%，首购与增购需求仍占比较高，同时数量上有望维稳，因而我们认为当前中国乘用车市场尚未进入存量时代。

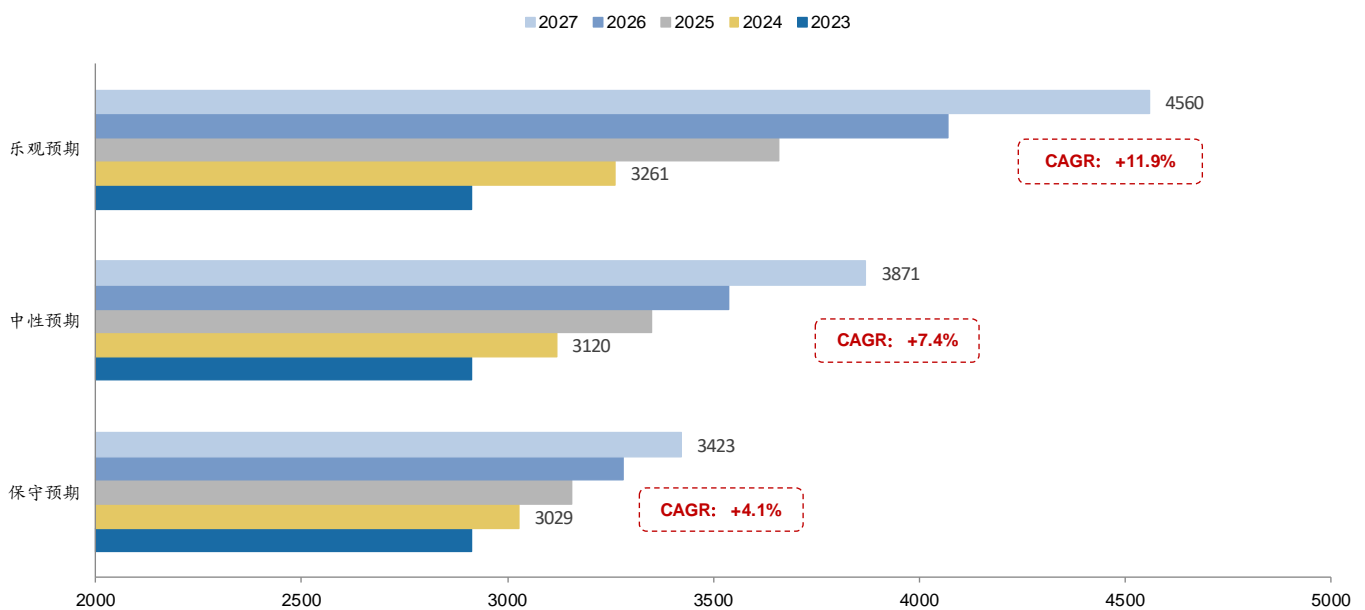
未来一定时期内换购需求将呈现快速提升趋势、拉动总需求向上，保守/中性/乐观预期下换购需求23-27CAGR分别为9.9% / 13.5% / 21.1%。未来一定时期内，二手车供给量与报废更新量作为计算换购需求的两大因子，将成为研判乘用车需求结构变化的核心跟踪变量。

**问题三：**首购、增购、换购比例或在未来一定时期产生显著变化，此变化将导致新车、二手车市场如何变化？

**回答三：**我们认为，换购需求的显著提升既贡献需求增量，又有望带动新车供给中的车辆ASP显著上移；与此同时，政策推行后优质二手车供给有望显著增加，其性价比优势或将明显降低购车门槛，使得潜在首购需求得以释放，拉动乘用车总销量的增长。根据我们测算，中性预期下2024年新车需求（终端销量）/二手车需求将分别达到2246/873万辆，2027年将分别达到2710/1161万辆，23-27年CAGR分别为6.4%/9.7%。

我们认为以旧换新和报废政策的核心作用在于通过激励和引导机制，有效促进二手车交易量和报废回收量的提升，进而促进更新率的提升及新车需求的释放。从乘用车保有量结构来看，乘用车已进入到换车/报废可以拉动销量的新阶段，我们过去几年一直强调需求侧乘用车销量易上难下，更新需求加速释放下的销量中枢或再上台阶，在政策呵护下汽车行业有望迎来一轮新的机会。

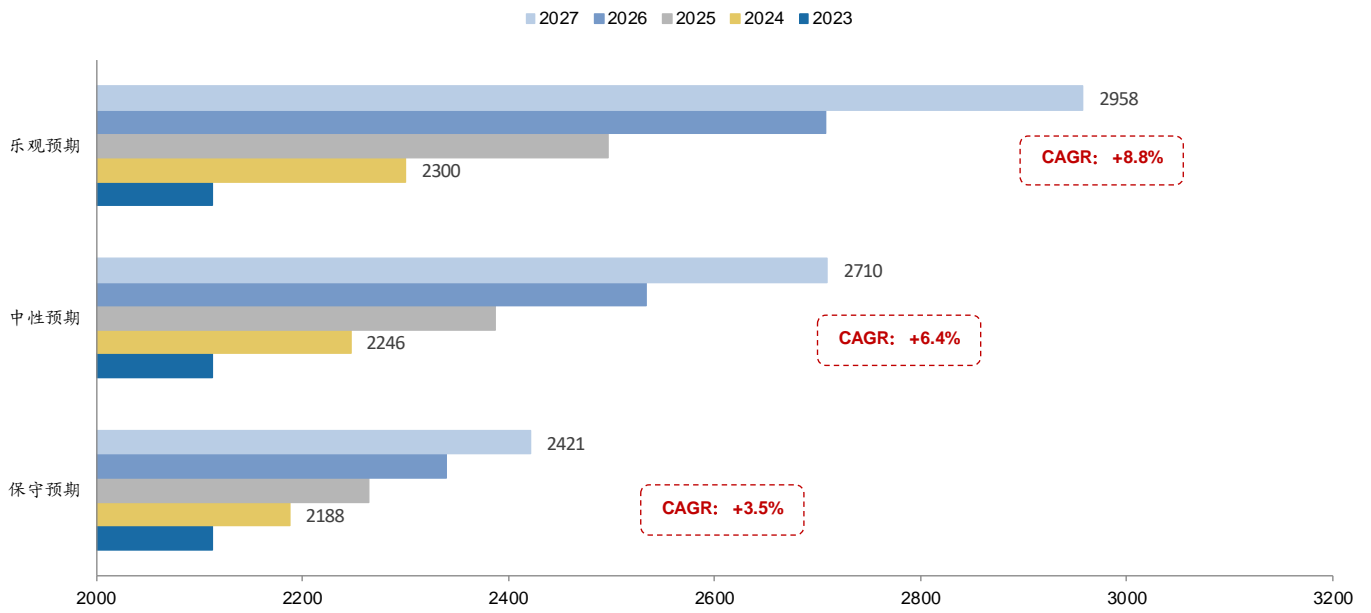
图1：保守、中性、乐观情形下2023-2027年国内乘用车总需求（万辆）变化



数据来源：中国汽车流通协会，公安部，商务部，交强险、广发证券发展研究中心

注：乘用车总需求包括新车需求及二手车需求

图2: 保守、中性、乐观情形下2023-2027年国内乘用车新车需求(万辆)变化



数据来源: 中国汽车流通协会, 公安部, 商务部, 交强险、广发证券发展研究中心

## 二、国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》促进二手车交易量和报废量提升

2024年3月7日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。方案指出，坚持以市场为主导、政府引导的原则，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升，畅通资源循环利用的各个环节，显著提升国民经济循环的整体质量与效率。根据方案指引，将通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新；到2027年，报废汽车的回收量要实现较2023年翻倍的增长，二手车交易量也要实现45%的显著增幅。

2024年3月27日，商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，其中提出通过加大政策引导支持力度，力争到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，报废汽车回收量较2023年增长50%。

2024年4月11日，国新办举行国务院政策例行吹风会介绍《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》有关情况，财政部经济建设司司长符金陵表示：1) 中央财政将统筹存量政策和新增政策，坚持中央财政和地方政府联动，推动汽车等耐用消费品以旧换新，并结合不同类型消费品特点有针对性实施财政支持政策；2) 中央财政将重点支持推动汽车以旧换新。对报废高排放乘用车或符合条件的新能源乘用车，并购买符合节能要求或新能源汽车的消费者给予定额补贴。3) 坚持中央财政和地方政府联动，补贴资金由中央财政和地方财政按比例分担，共同推动汽车以旧换新；后续财政部将会同相关部门及时出台扶持政策，并指导地方加快推进这项工作，确保“真金白银”的惠民政策直达消费者。同时，商务部市场运行和消费促进司司长徐兴锋也在此吹风会中表示，要统筹汽车流通消费的全链条各环节，出台一揽子政策包。在各地实施过程中，对内资外资、“本地外地”一视同仁，购买新能源车和燃油车都能享受优惠。

**各地政府对方案正在快速推进落实。**方案发出后陆续已有湖南、广东等省级行政区政府印发了相应地区的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》，对行政区内报废汽车回收量与二手车交易量给出了至27年的增长指引；部分城市如上海、济南已出台了地方对于汽车以旧换新的具体补贴细则。



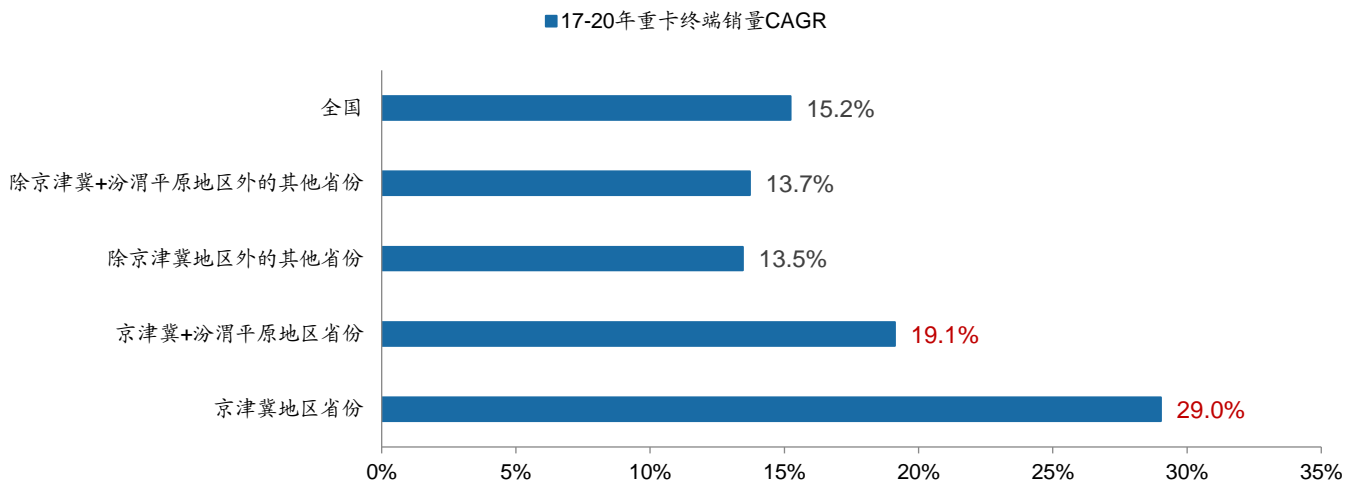
表1: 上海市与济南市汽车以旧换新补贴细则

城市	实施时间	单车补贴金额(元)	对旧车规定	对新车规定
上海市	24.01.01 - 24.12.31	2800	1.旧车是在本市注册登记的国五及以下排放标准沪牌燃油小客车, 不包括插电式混合动力(含增程式)和纯电动车。 2.旧车是沪牌号码(包括沪C); 车辆类型是小型客车; 登记的使用性质为非营运。 3. 旧车于2023年12月31日之前注册登记在本人名下。 4. 旧车的处置方式包括转让(不含变更)和报废, 处置日期应当介于23年8月1日至24年12月31日之间。 5. 报废车辆需取得有效的《报废机动车回收证明》。 6. 转让车辆需取得有效的《二手车销售统一发票》。	1. 新车是个人用户购买符合国六b排放标准的非营运燃油小客车新车(含符合排放要求的插电式混合动力(含增程式))。 2. 新车须应于2025年1月31日之前在本市公安局交通管理部门完成注册登记手续, 取得有效的本市《机动车登记证书》和《机动车行驶证》。 3. 新车注册登记日期起一年内将车辆性质转为营运的且未履行资金退还义务的, 有关失信记录将纳入公共信用信息平台。
济南市	24.03.28 - 24.06.30	购买燃油乘用车: 4000 购买为新能源乘用车: 5000	1.个人消费者转让名下的乘用车(以下简称“旧车”)应当于24年3月15日(以下日期均含当日)之前登记在本人名下。 2.个人消费者转让名下的旧车, 转让日期应在24年3月28日至24年6月30日之间, 转让日期以《二手车销售统一发票》上载明的开票日期为准。	1.个人消费者新购车辆, 购买日期应在24年3月28日至24年6月30日之间, 购买日期以汽车销售机构开具的《机动车销售统一发票》上载明的开票日期为准。 2.个人消费者购买的新车应当于24年7月20日之前在公安机关交通管理部门车辆管理所(不限地域)完成车辆初次登记上牌, 取得《机动车登记证书》和《机动车行驶证》, 注册日期以《机动车行驶证》上载明的注册日期为准。

数据来源: 上海市商务委员会, 上海发布, 山东省人民政府, 广发证券发展研究中心

从历史上促进商用车报废的相关政策的复盘来看，报废对于购车需求的拉动效应显著。2018年6月27日国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，其中提出2020年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上。根据交强险数据，政策所提及京津冀地区省份（北京、天津、河北）、京津冀地区及汾渭平原地区省份（北京、天津、河北、山西、陕西、河南）2017-2020年重卡终端销量CAGR分别为29.0%、19.1%，显著高于其他地区，老旧车辆的淘汰报废对于购车需求的拉动效应显著。

图3: 京津冀及汾渭平原地区省份2017-2020年重卡终端销量CAGR (%)



数据来源：交强险，国务院，广发证券发展研究中心

注：京津冀地区省份包括北京、天津、河北，京津冀地区及汾渭平原地区省份包括北京、天津、河北、山西、陕西、河南

我们认为，财政部的相关发言进一步明确了国家正统筹多部门与地方政府协同出台政策，将使用“真金白银”促进汽车以旧换新、且新能源车和燃油车都能享受优惠，彰显了快速推进落实方案的决心。参考历史上全国范围的大规模以旧换新政策（如2009年发改委等部门提出的《促进扩大内需鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》）及部分地方政府当前已推出的以旧换新政策，我们认为后续本次政策大概率会通过中央+地方政府、对置换或报废现有车辆并购买符合要求新车的用户予以一次性补贴的方式推行。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/356144035235010115>