

## 汽车销量见顶了吗?

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

彭勇

分析师

SAC 证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

吴鹏

分析师

SAC 证书编号: S0160518110001

wupeng@ctsec.com

## 相关报告

## 投资要点:

## ● 年度销量首次负增长, 但言顶尚早

2018年汽车行业景气度总体低迷,自7月开始连续5个月销量同比负增长,全年销量同比下滑3%。21世纪初汽车开始进入中国家庭,中国汽车行业经历两个发展阶段:1)2001-2010年行业复合增速高达25.3%的高速增长期;2)SUV需求爆发推动的2011-2017年复合增速7.7%的中速增长期。结合中国汽车普及率和海外成熟市场发展历程,我们认为中国汽车产销规模仍有较大增长空间,以年度销量首次负增长来推断中国汽车销量见顶的观点过于武断。当然,首次年度销量负增长的到来也预示着行业进入第三发展阶段,即进入年复合增速2%-3%的低速增长期。

## ● 年度销量负增长: 增速降档是大背景, 刺激政策退出是直接原因

我们认为,行业销量增速快速下行原因包括:1)回溯历史,当前行业正处于主驱动力SUV增长乏力,整体增速中枢再次降档阶段,这是行业销量增速下行的大背景;2)2018年购置税优惠政策退出与行业增速降档的大背景叠加在一起,进而放大了下行幅度,这在2018年下半年体现得尤为明显,月度销量同比出现两位数的下滑;3)汽车的可选消费品属性决定了其早周期性,汽车消费可作为经济走势的领先指标,同时经济走势又可通过传导至居民财富变化从更为长期的维度影响汽车行业的增速中枢,汽车行业增速再降档与近年来GDP增速放缓不无关系。

## ● 行业空间: 保有量空间约6亿辆, 销量峰值或不低于4000万辆

我们通过对标海外较为成熟的汽车市场来测算中国汽车行业空间:1)与日本相比,当前中国汽车市场所处阶段相当于日本的1971年,也是首次出现年度销量负增长,两者千人保有量基本相当。若中国未来社会发展水平能达到日本水平,汽车保有量有望达到8.2亿辆,销量峰值可达5600万辆(约为现在的两倍)。2)由于日本是世界一流发达国家与汽车强国,达到日本水平难度非较大。我们选择与中国大陆在文化、风俗习惯等相近的中国台湾对标,据此推算中国汽车保有量有可能达到5.8亿辆,销量峰值约为4000万辆(约为现在的1.4倍)。中国汽车行业自21世纪初爆发以来仅发展不到20年,纵观海外成熟汽车市场,从成长初期到走向饱和至少用时60余年。我们认为,行业自有周期,蛰伏之后将走向更广阔的空间。

● **投资建议:** 可选消费品和耐用品的属性决定了汽车销量及增速总是呈现周期性波动的特点。保有车寿命、换车周期和消费者对经济的预期都会带来这些波动。虽然未来几年汽车年复合增速可能只有2%-3%,但年度增速波动仍会不小。由于研发周期长和消费者“喜新厌旧”,汽车制造企业销量会随着自身产品周期波动,若推出的新产品比较匹配消费者有望获得更多市场份额。若企业自身新产品周期与行业景气度复苏周期同步,将会带来“共振”,业绩增长幅度将会较为可观。我们预计4Q18行业触底后将会回升,处在强有力新产品周期的整车企业业绩弹性和确定性更高,建议重点关注长安汽车、上汽集团、比亚迪等。

● **风险提示:** 国内宏观经济运行不及预期;国内居民收入增长不及预期;居民消费需求不及预期;汽车行业景气度不及预期。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (01.08)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000625	长安汽车	344.4	7.17	1.49	0.27	0.78	4.8	26.6	9.2	买入
600104	上汽集团	2,839.1	24.30	2.95	3.33	3.57	8.2	7.3	6.8	买入
002594	比亚迪	1,442.6	52.88	1.49	1.11	1.43	35.5	47.6	37.0	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 内容目录

1、 汽车行业跌势未止，2018 年将首现年度负增长 .....	5
2、 为何此轮汽车行业增速快速下行? .....	5
2.1 行业增速中枢降档是此轮行业增速快速下行的大背景 .....	5
2.2 政策退出是此轮行业增速快速下行的主要因素 .....	9
2.3 经济趋弱导致汽车消费趋弱 or 汽车消费趋弱预示经济趋弱? .....	10
2.4 房价涨跌对汽车消费的影响几何? .....	14
3、 中国汽车行业未来空间有多大? ——基于国际对比视角 .....	18
3.1 美国汽车市场: 保有量维持稳定, 销量周期波动 .....	18
3.2 日本汽车市场: 周期性显著, 已处存量市场阶段 .....	19
3.3 中国汽车市场处于国外成熟市场哪一阶段? .....	20
3.4 中国汽车市场空间预测——基于对标日本的情景假设 .....	23
3.5 中国汽车市场空间预测——基于对标台湾的情景假设 .....	25
3.6 小结: 中国汽车市场仍有巨大空间, 何须过早悲观 .....	27
4、 投资建议 .....	28
5、 风险提示 .....	32

## 图表目录

图 1: 2018 年 7 月份开始汽车销量连续负增长 .....	5
图 2: 2018 年汽车行业将迎来首个年度负增长 .....	5
图 3: 汽车行业增速中枢已经历过一次切换 .....	6
图 4: 乘用车销量结构 .....	6
图 5: 各类车型销量同比增速 .....	6
图 6: 各类车型对乘用车增长的贡献度 .....	7
图 7: SUV 销量增速趋势走低 .....	8
图 8: 2018 年将成为 SUV 首个负增长年度 .....	8
图 9: 行业销量增速受购置税政策影响较大 .....	9
图 10: 三大产业对 GDP 增长的贡献度 .....	11
图 11: 三大产业对 GDP 增长的拉动 .....	11
图 12: 2018 年前 11 月限额以上企业商品零售总额的结构 .....	11
图 13: 汽车销量与名义 GDP 相关 .....	12
图 14: 汽车销量与社会消费品零售总额的相关性 .....	13
图 15: 汽车销量与社会消费品零售总额的相关性 .....	14
图 16: 汽车销量同比增速与商品房销售面积/销售额同比增速高度相关 .....	15
图 17: M1 增速与汽车销量增速和商品房销售面积增速都强相关 .....	15
图 18: 消费的边际效用递减规律 .....	17
图 19: 美国汽车销量及同比增速 .....	18
图 20: 美国汽车保有量及同比增速 .....	19
图 21: 日本汽车销量及同比增速 .....	19
图 22: 日本汽车保有量及同比增速 .....	20
图 23: 中国与日本汽车销量及增速对比 .....	21
图 24: 日本汽车千人保有量 .....	22
图 25: 中国汽车千人保有量 .....	22
图 26: 中国汽车销量增长所处阶段 (类比日本) .....	23
图 27: 中国汽车保有量增长所处阶段 (类比日本) .....	23
图 28: 中国汽车千人保有量与人均 GDP 关系 .....	24
图 29: 各市场千人保有量 .....	25
图 30: 各国人均 GDP .....	25
图 31: 台湾汽车保有量及同比增速 .....	25
图 32: 台湾千人保有量 .....	25
图 33: 各市场保有量与销量比值 (2015 年) .....	26

图 34: 2019-2020 年汽车行业有望迎来复苏 .....	28
图 35: 长安福特对长安汽车利润贡献常年维持 80%以上 .....	30
图 36: 长安汽车当前 PB 处于历史低位 .....	31
表 1: 乘用车销量边际增量的结构 .....	7
表 2: 两轮购置税优惠政策对行业销量的影响程度 .....	10
表 3: 社会消费品零售总额同比数据 (当月同比) 拆分 .....	13
表 4: 房价涨跌对居民汽车消费倾向的影响 .....	16
表 5: 中国与日本汽车销量及保有量 .....	21
表 6: 若中国汽车市场远期能达到日本水平, 销量和保有量天花板预测 .....	24
表 7: 若中国汽车市场远期能达到台湾水平, 销量和保有量天花板预测 .....	26
表 8: 若中国汽车市场远期水平介于台湾和日本之间, 销量和保有量天花板预测 .....	26
表 9: 长安福特强产品周期 .....	29
表 10: 重点公司盈利预测及评级 .....	32

**有别于市场的认识：**

2018 年汽车行业景气度低迷，并创下连续 5 个月销量负增长的最长连跌记录，且当前跌势未止，我们认为，一国汽车行业的历史首次年度负增长是个值得关注的信号。在此之际，市场对此轮行业增速快速下行的原因颇为关注，不乏“购置税优惠退出导致行业增速下行”、“房价高位的挤出效应导致行业增长承压”、“经济趋弱导致汽车消费趋弱”等观点，也不乏“中国汽车市场未来空间还有多大”等担忧。此文我们将针对市场关注点重点回答以下几个问题：

**为什么此轮汽车行业增速快速下行？** 与市场认识不同的是，我们认为分析此轮行业增速快速下行的原因首先需回溯行业发展历史看当前所处的阶段，这是分析的大背景。当前行业正处于增速再次降档的起始点，首个年度负增长是重要信号，未来行业增速中枢将至 2%-3%。而 2018 年购置税优惠政策退出正是叠加在行业增速降档的大背景下，进而放大了行业跌速与跌幅。

**经济趋弱导致汽车消费趋弱 or 汽车消费趋弱预示经济趋弱？** 我们在本文中验证了汽车行业的早周期性，认为汽车作为可选消费品，对收入弹性极高，因此汽车消费趋弱预示着其他类消费也将随之趋弱。而消费对 GDP 增长的贡献度高达 78%，因此得出“汽车消费可作为经济走势的领先指标”这一结论。而从远期视角看，经济走势又可通过传导至居民财富影响汽车行业的长期增速中枢。我们认为，近年来 GDP 增速放缓导致居民财富增速放缓亦可解释行业增速中枢下行。

**房价涨跌对汽车消费的影响几何？** 我们首创从“边际效用递减”这一经济学规律来分析房价波动对汽车消费的影响。我们认为：房价上涨将导致贫富差距加剧，而根据“边际效用递减”理论，中高收入人群的消费意愿较低收入人群更低，因此房价上涨导致社会总体消费意愿降低，弱化消费动力，不利于汽车销量增长；而房价下跌所释放的是最具消费潜力人群的消费意愿，社会总体消费意愿提升，强化消费动力，利于汽车销量增长。

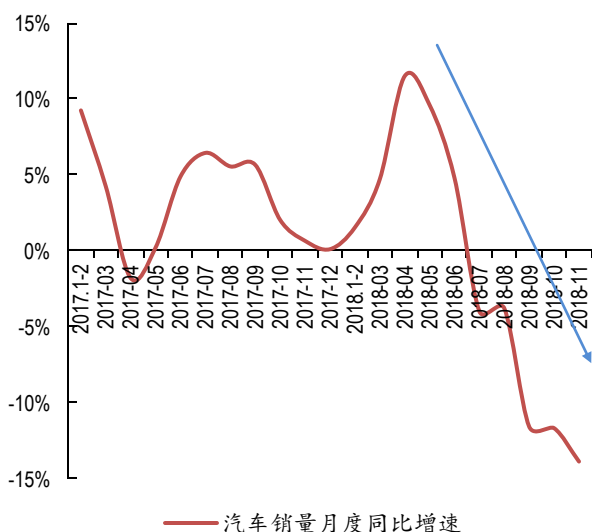
**中国汽车行业未来空间还有多大？** 我们首次引入国际对标的视角预测了中国汽车行业空间：1) 对标日本：我们发现，当前中国汽车市场所处阶段相当于 1971 年附近的日本汽车市场，据此预计中国汽车市场的保有量空间为 8.22 亿辆（2017 年 2.09 亿辆），销量峰值可达 5600 万辆（2017 年 2894 万辆）。2) 对标台湾：由于日本是世界顶尖发达国家，且是世界顶尖汽车强国，达到日本水平难度非常大。因此退一步对标与中国大陆在文化、风俗习惯等最为相像的中国台湾，据此预计中国汽车市场的保有量空间为 5.76 亿辆，销量峰值可达 4000 万辆。我们认为，无论从保有量还是销量角度，未来中国汽车市场仍有巨大空间，当前悲观毫无必要。

## 1、汽车行业跌势未止，2018年将首现年度负增长

2018年以来，汽车销量增速前高后低：1-4月份逐步走高，自5月份开始趋势走低，并于7月份开始连续5个月负增长，且当前跌势未止。2018年是中国汽车行业发展史上标志性的一年，行业将迎来首次年度负增长。

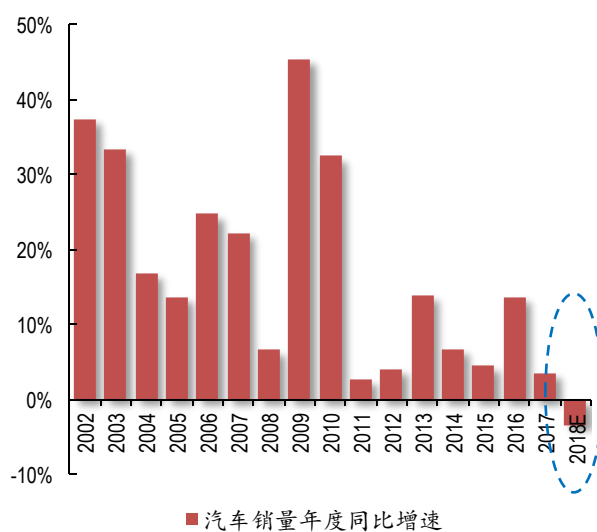
在此之际，市场对汽车行业增速下滑的原因众说纷纭，的确影响行业景气度的因素复杂多样，很难穷尽所有因素进行解释。因此我们在此篇报告中力求抓住关键影响因素对行业增速大幅下滑做出解释。

图1：2018年7月份开始汽车销量连续负增长



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图2：2018年汽车行业将迎来首个年度负增长



数据来源：中汽协，财通证券研究所

## 2、为何此轮汽车行业增速快速下行？

### 2.1 行业增速中枢降档是此轮行业增速快速下行的大背景

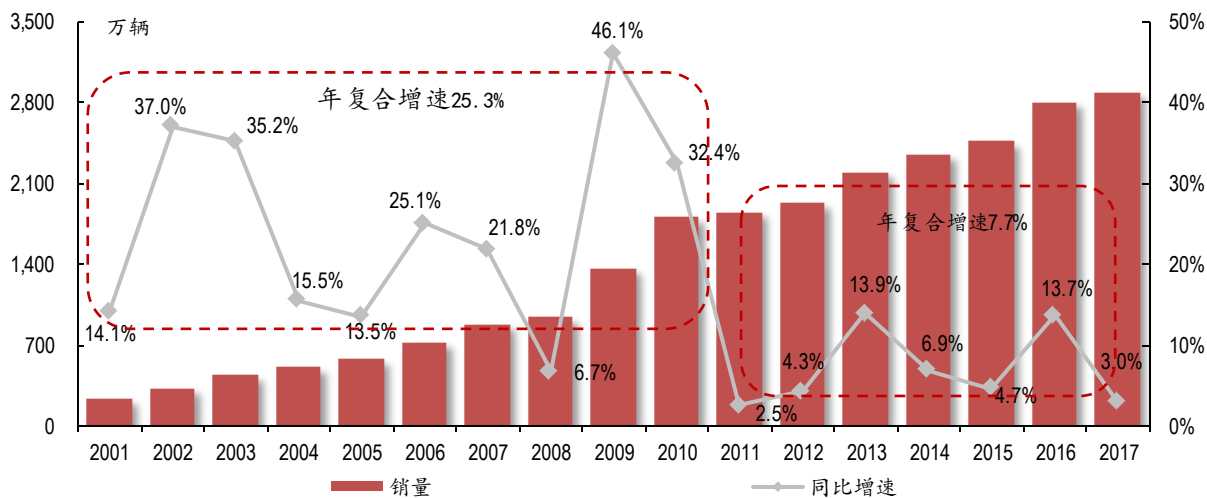
要回答当前汽车行业增速为何大幅下滑的问题，首先得回顾历史，因为中国汽车行业发展至今，不同历史时期对应的增速中枢是不同的，这是分析的必要背景。

我们发现，中国汽车行业增速中枢在此前已经历过一次切换：1) 中国汽车工业自21世纪初开始爆发，2001-2010年10年间汽车销量实现了25.3%的超高年复合增速；2) 以2011年为节点，汽车行业增速中枢下一个台阶，由前10年的年复合增速25.3%下滑至近几年的7.7%，接近同期GDP增速。也就是说，行业由快速普及期过度到普及后期，增速下滑在所难免，这是行业历史进程中的自然规律。

基于以上分析，我们大胆推测，2018年很可能是行业增速中枢进入第三档的起始点。



图3：汽车行业增速中枢已经历过一次切换



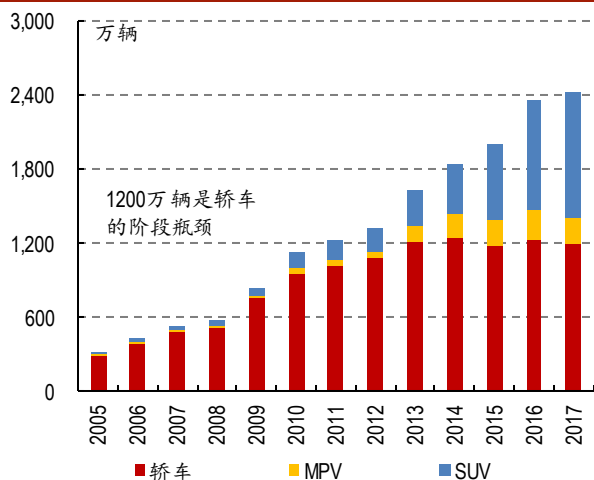
数据来源：中汽协，财通证券研究所

为什么 2018 年可能是行业增速中枢进入第三档的起始点？

我们发现，行业增速中枢的每一档所对应的驱动力也是不同的。第一档：2001-2010年期间（复合增速 25.3%），主要增长驱动力是轿车；第二档：2011-2017年期间（复合增速 7.7%），此阶段轿车增长乏力，SUV 大爆发，开始接过轿车的大旗。

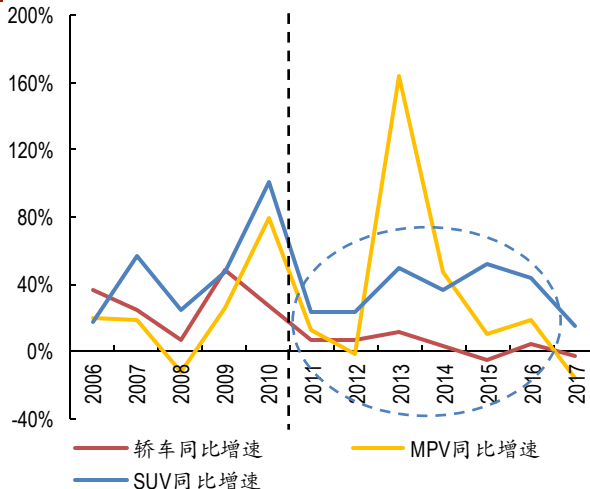
轿车销量从 2005 年的 278.8 万辆持续增长至 2013 年的 1200.8 万辆，此后便维持 1200 万辆的平台，1200 万辆也成为轿车的阶段瓶颈。SUV 销量始终保持对轿车的追赶态势，从 2005 年不足轿车销量的 10%，到 2017 年达轿车销量的近 90%。这一过程中，2011 年 SUV 开始大爆发，车市增长主驱动开始从轿车切换至 SUV（真正完成切换发生在 2014 年），此节点大致和行业增速第一次降档节点吻合。

图 4：乘用车销量结构



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图 5：各类车型销量同比增速



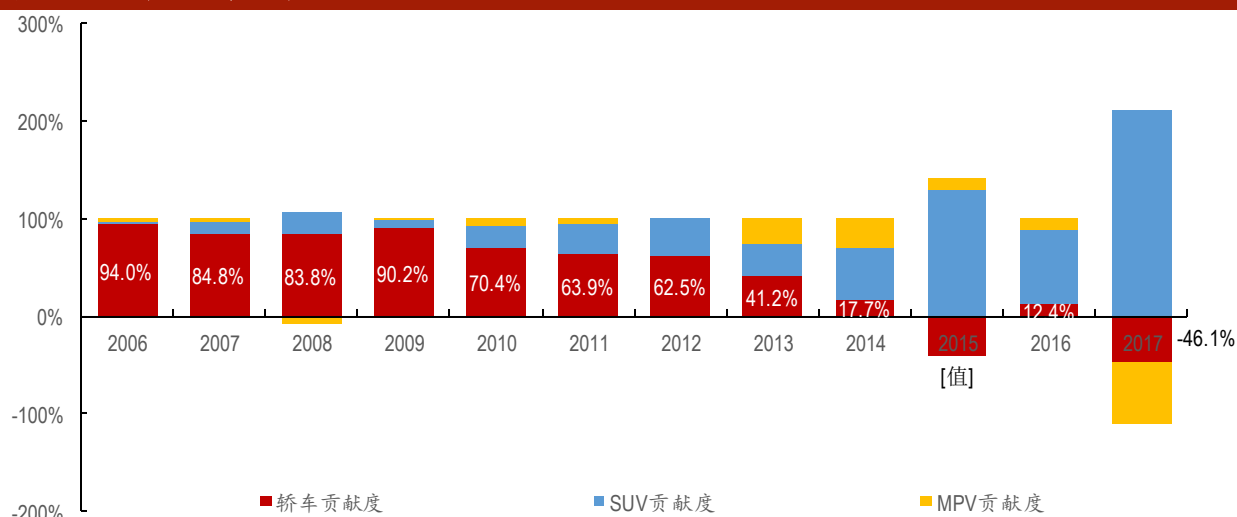
数据来源：中汽协，财通证券研究所

我们以边际增量思维看车市增长的主要驱动力，统计了历年乘用车销量的增量，并分别计算其中轿车、SUV、MPV 的增量，以此观察三种车型对乘用车增长的贡献度。

**表 1：乘用车销量边际增量的结构**

单位：万辆 年度	乘用车（狭义） 销量	乘用车销量 增量	轿车销量增量	SUV 销量增量	MPV 销量增量
2005	314.2				
2006	423.1	108.8	102.3	3.3	3.2
2007	531.0	107.9	91.5	12.9	3.5
2008	568.4	37.4	31.3	8.9	-2.8
2009	836.7	268.3	242.0	21.1	5.2
<b>2010</b>	<b>1125.7</b>	<b>289.0</b>	<b>203.4</b>	<b>66.0</b>	<b>19.6</b>
2011	1224.3	98.6	63.0	30.0	5.6
2012	1323.7	99.4	62.1	38.1	-0.8
2013	1630.2	306.4	126.2	99.1	81.1
2014	1836.8	206.6	36.6	109.0	61.1
2015	2001.0	164.2	-67.8	212.8	19.2
2016	2356.8	355.8	44.1	272.9	38.8
2017	2419.7	62.9	-29.0	132.8	-40.9

数据来源：中汽协，财通证券研究所

**图 6：各类车型对乘用车增长的贡献度**


数据来源：中汽协，财通证券研究所

我们发现，2010 年及以前，轿车销量增长对乘用车增长的贡献度为 70% 以上，堪称轿车的“黄金时期”。2011 年，尽管轿车对乘用车增长的贡献度仍在 50% 以上，

但增长明显乏力，对乘用车增长的贡献度较前一年大幅走低。

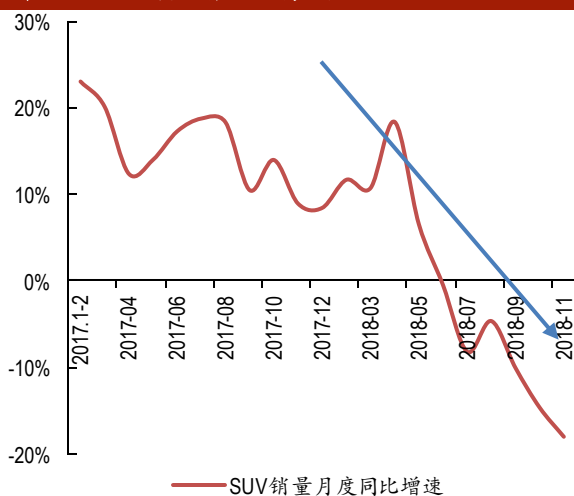
与此同时，SUV 销量增长对乘用车销量增长的贡献度持续提升，并于 2011 年开始大爆发，由前一年的贡献度 23% 提升至当年的 30%，与轿车增量的差距也由前一年的 137 万辆缩小至 2011 年的 33 万辆，开始逐步接过轿车的大旗，成为乘用车增长的主要动力。2014 年 SUV 对乘用车增长的贡献度达 53%，真正完成车市增长动力由轿车到 SUV 的切换。

### SUV 增长失速，行业于 2018 年进入增速中枢第三档

我们从前文分析得出：轿车快速普及是 2001-2010 年的行业增速第一档（复合增速 25.3%）的主驱动力；当轿车增长乏力，SUV 爆发接力，支撑了 2011-2017 年的行业增速第二档的较高增速（复合增速 7.7%）。那么当前 SUV 已退潮，未来行业的增速中枢会进一步降档吗？

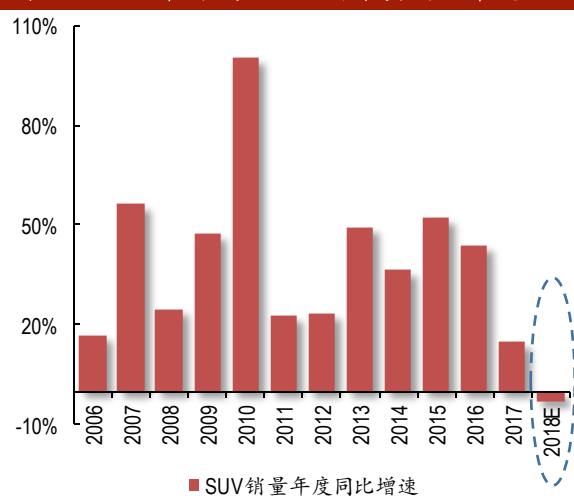
**答案是肯定的。**值得注意的是，2018 年不仅将成为行业首个负增长年度，也将是 SUV 首个负增长年度。近几年 SUV 销量增速趋势走低，2018 年 SUV 增速更是继续大幅下行，11 月同比下滑 18.1%，将迎来首个负增长年度，由此 SUV 正式告别蓝海市场。

图 7：SUV 销量增速趋势走低



数据来源：财通证券研究所

图 8：2018 年将成为 SUV 首个负增长年度



数据来源：财通证券研究所

我们认为，随着车市最后一块蓝海市场 SUV 于 2018 年迎来首个年度下滑（这是标志性的信号），未来支撑行业维持此前增速中枢的动力又将缺失一个，行业增速中枢势必下行，进入第三档的增速中枢我们预测为 2%-3%。

行业发展有自身规律及进程，忽略行业所处的历史阶段谈 2018 年增速为何下滑是舍本逐末的。2018 年汽车行业增速大幅下滑所发生的阶段不再是早期的快速普及阶段（2001-2010 年），也不是第一次增速中枢降档阶段（2011-2017 年），当前行业所处的阶段我们判断是步入 2%-3% 增速中枢的第三档阶段，这是导致 2018



年行业增速大幅下滑的背景基础。

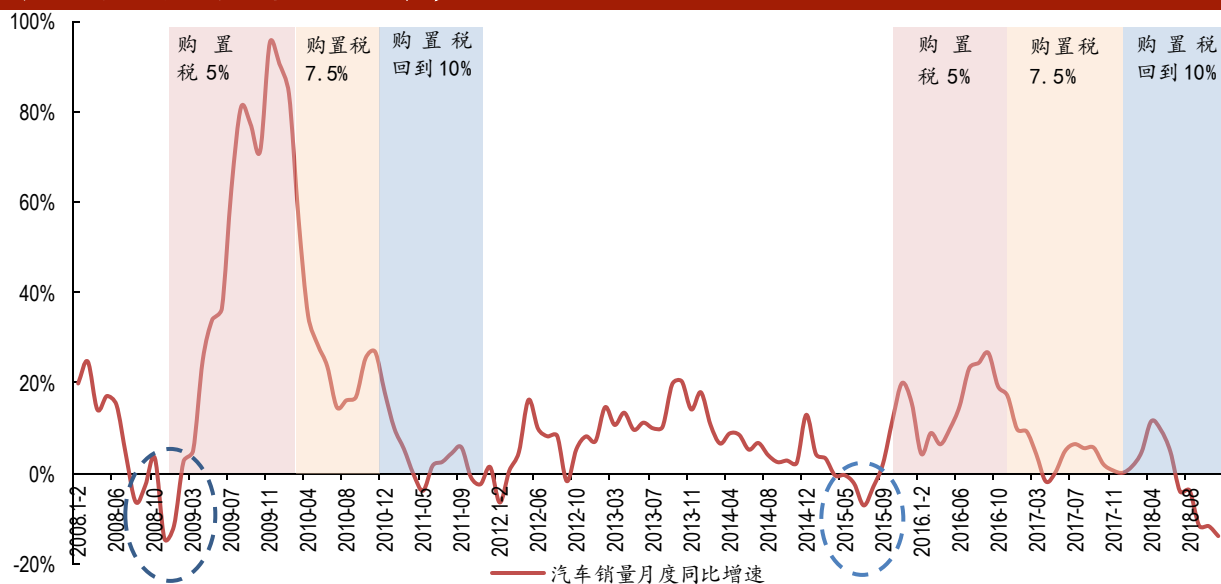
## 2.2 政策退出是此轮行业增速快速下行的主要因素

汽车作为可选消费品，居民收入决定购买能力，汽车价格决定购买意愿。而购置税优惠政策的作用是从价格弹性上刺激汽车消费意愿。

购置税=购车款/(1+17%) X 购置税率（无优惠时为10%，减半优惠后为5%）。购置税减半情况下，若以10万元价格的车计算，购车成本下降4274元，若以15万元价格的车计算，购车成本下降6411元。因此购置税减半大致能减少约5000元的购车成本，这种优惠力度还是可观的，能显著提升居民购买意愿。

我们对比了2009年、2015年两次购置税优惠政策推出的时间窗口，从汽车销量表现上看，政策对销量的影响十分显著。

图9：行业销量增速受购置税政策影响较大



数据来源：中汽协，财通证券研究所

### 上一轮购置税优惠政策（2009年开始）：

- **政策退出背景：**2008年11月和12月汽车销量同比增速分别为-14.5%和-11.6%，连续两个月出现十位数以上下滑，这在此前汽车行业发展中从未出现过。
- **政策窗口期效果：**2009年购置税开始减半至5%，政策刺激效果立即显现，行业销量增速转正并持续走高至2009年11月的95.2%。2010年购置税退坡至7.5%，行业销量增速从高点开始走低，但全年增速仍维持32.5%的高位。
- **政策退出后行业表现：**2011年购置税恢复至10%，行业销量增速降至全年的2.7%，并且年中已出现单月下滑。

此轮购置税优惠政策（2015年10月开始）：

- **政策推出背景：**2015年4-8月行业销量连续5个月下滑，成为此前行业历史上最长的连续下滑。
- **政策窗口期效果：**2015年9月购置税开始减半至5%，行业销量增速迅速由8月的-3.0%走高至11月的20.0%；2016年全年购置税维持5%，全年销量增速提升至13.7%；2017年购置税退坡至7.5%，行业销量增速开始走低，全年增速由2016年的13.7%下滑至3.6%，降幅10.1pct。
- **政策退出后行业表现：**2018年购置税完全退出，恢复至10%，行业销量增速于4月后快速走低，并于7-11月遭遇连续5个月下滑，并且当前看来连续下滑仍在持续，将继续突破历史，2018年全年迎来首个年度负增长已成定局。

**表 2：两轮购置税优惠政策对行业销量的影响程度**

政策刺激轮次	时间	政策内容	汽车销量增速同比变化
第一轮	2009年	购置税减半至5%	上升 38.9PCT
	2010年	购置税退坡至7.5%	下降 13.0PCT
	2011年	购置税退出至10%	下降 29.7PCT
第二轮	2015年10月	购置税减半至5%	上升 9.7PCT
	2016年	购置税维持5%	上升 9.2PCT
	2017年	购置税退坡至7.5%	下降 10.2PCT
	2018年	购置税退出至10%	预计下降 7.0PCT

数据来源：中汽协，财通证券研究所

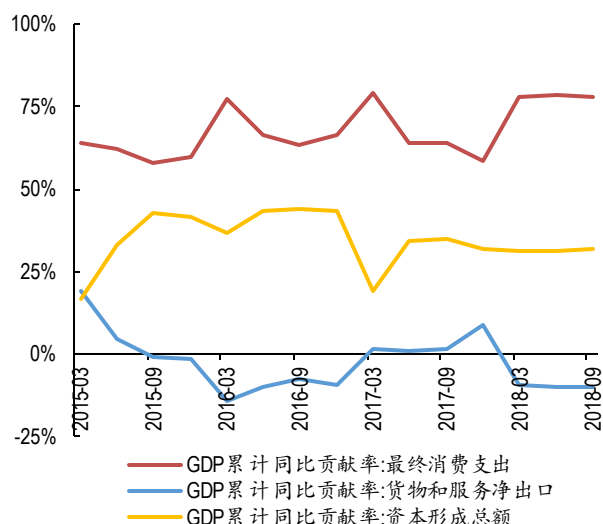
政策刺激跨越不了“购车意愿”到“购车需求”的巨大鸿沟。我们认为，车市在一段时间的需求是相对稳定的，政策刺激的作用更多的是腾挪销量，而非创造大量新增需求。因此政策刺激对短期销量的拔高立竿见影，实则是对中长期销量的透支，政策退坡直至退出后，行业仍需偿还“旧账”，销量增速将大幅下滑，这加大了2018年行业增速下滑的幅度。换言之，潜在的消费者会因为固定时间窗口的5000元购车优惠而提升购车意愿进而选择提前购车，但对于部分人而言，缺的并不是那5000元的购车优惠，这部分人的需求并不会在这一阶段释放。

### 2.3 经济趋弱导致汽车消费趋弱 or 汽车消费趋弱预示经济趋弱？

宏观经济与汽车行业景气度具有强相关性是逻辑上可以简单推出的结论，因此本轮汽车销量增速大幅下行，有人归因于宏观经济下行所致。但汽车作为国内消费结构中比重较大的一项，同样也影响着宏观经济。我们在探究经济下行是否是本轮汽车销量增速下行的重要因素之前，首先需要明确二者究竟“谁为因，谁为果”？

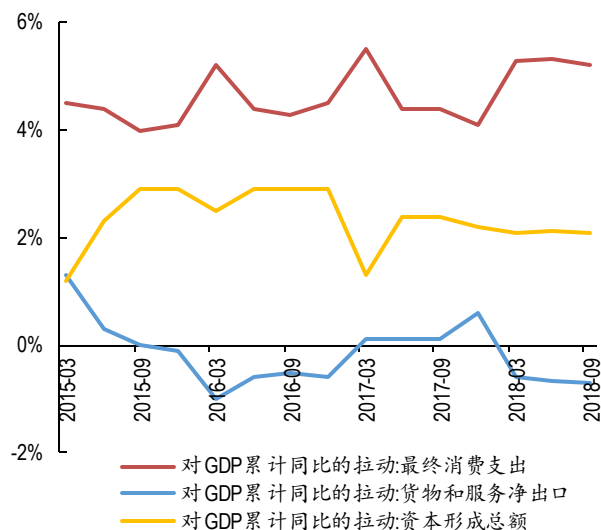
消费对 GDP 增长的贡献度为 78.0%。2018 年前三季度国内 GDP 增速 6.7%，最终消费支出对 GDP 同比的拉动为 5.2 个百分点，对 GDP 增长的贡献度高达 78.0%。也就是说，支撑国内经济增长的三驾马车中，显然消费是马力最大的一架马车。

图 10：三大产业对 GDP 增长的贡献度



数据来源：Wind，财通证券研究所

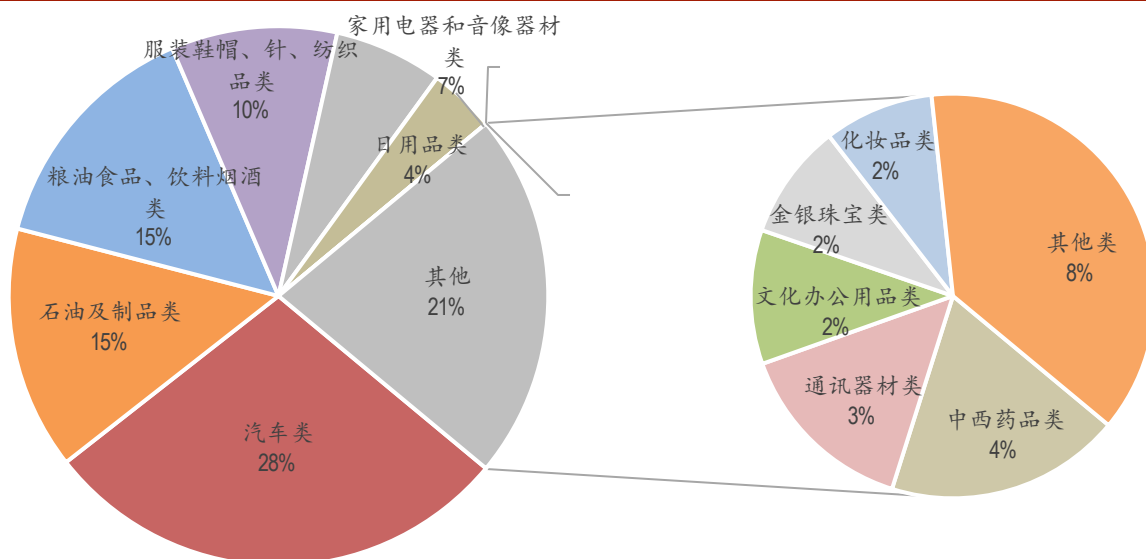
图 11：三大产业对 GDP 增长的拉动



数据来源：Wind，财通证券研究所

汽车消费在消费中占有较大比重。社会消费品零售总额中，汽车消费占比第一。我们统计了 2018 年前 11 个月的限额以上企业商品零售总额，其中汽车类零售总额占比高达 28.4%，远超其他商品消费占比。

图 12：2018 年前 11 月限额以上企业商品零售总额的结构

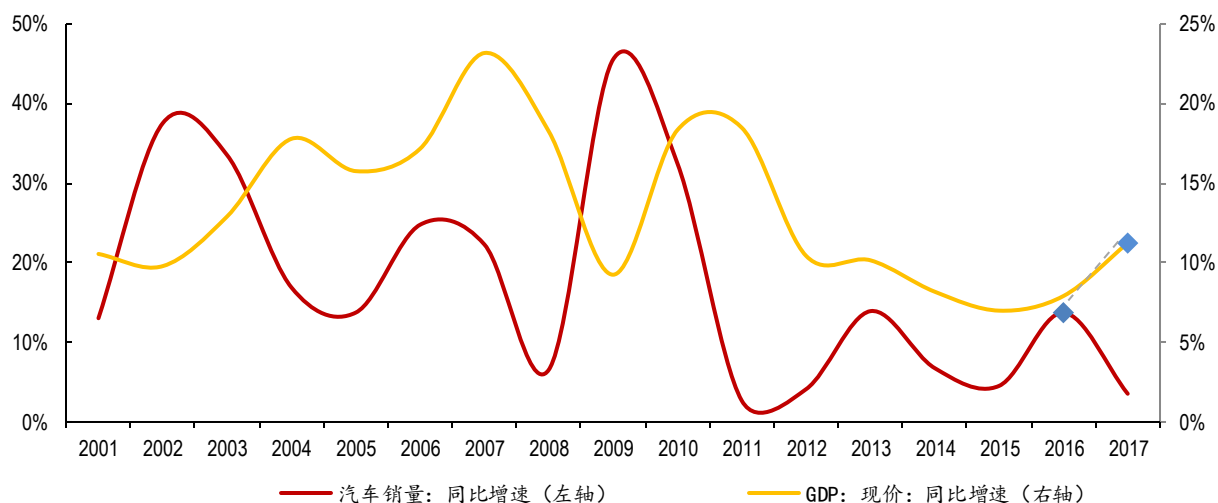


数据来源：Wind，财通证券研究所

由于汽车消费在国内消费结构中的占比最大，消费又是 GDP 增长的主要贡献力量，因此汽车消费对经济走势起着至关重要的作用。因此我们认为，本来汽车行业景气度走弱，将对经济走势造成不利影响，

**汽车是早周期：汽车销量增速与 GDP 增速高度相关，走势早于 GDP。**我们将汽车销量增速与名义 GDP 增速进行对比，发现二者高度相关，且汽车销量增速略领先于 GDP 增速 1-2 年。我们认为：汽车消费是对经济的重要支撑力量，且是经济走势的领先指标。

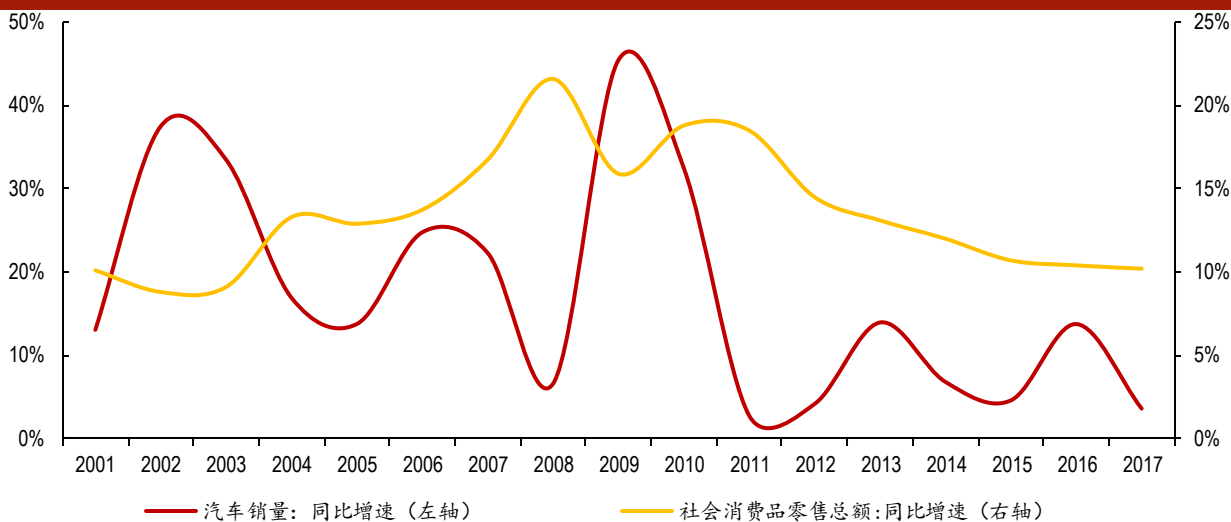
图 13：汽车销量与名义 GDP 相关



数据来源：中汽协，Wind，财通证券研究所

**为什么汽车是早周期？**汽车作为可选消费品，对收入的弹性极高，也就是说，消费走弱时，首先抑制的是汽车这类可选消费，这一点从社会消费品零售总额数据中不难看出。我们发现，汽车销量增速与社会消费品零售总额增速高度相关，也领先于社会消费品零售总额增速 1-2 年。

图 14：汽车销量与社会消费品零售总额的相关性



数据来源：中汽协，Wind，财通证券研究所

汽车消费领先于其他商品类消费。我们拆分了 2018 年 9-11 月的社零数据，发现：社会消费品零售总额同比增速总体呈现下滑趋势，日用品、粮油、食品、服装等对收入弹性较低的商品增速下滑幅度较小，而汽车、化妆品、娱乐用品、烟酒类等对收入弹性较高的商品出现幅度大于社零总额的快速下滑，尤其汽车在所有商品中下滑幅度最大。也就是说，汽车作为价值量最大的可选消费品，在消费走弱时最先受到影响，且所受影响最大，进一步印证了汽车消费的早周期性。

表 3：社会消费品零售总额同比数据（当月同比）拆分

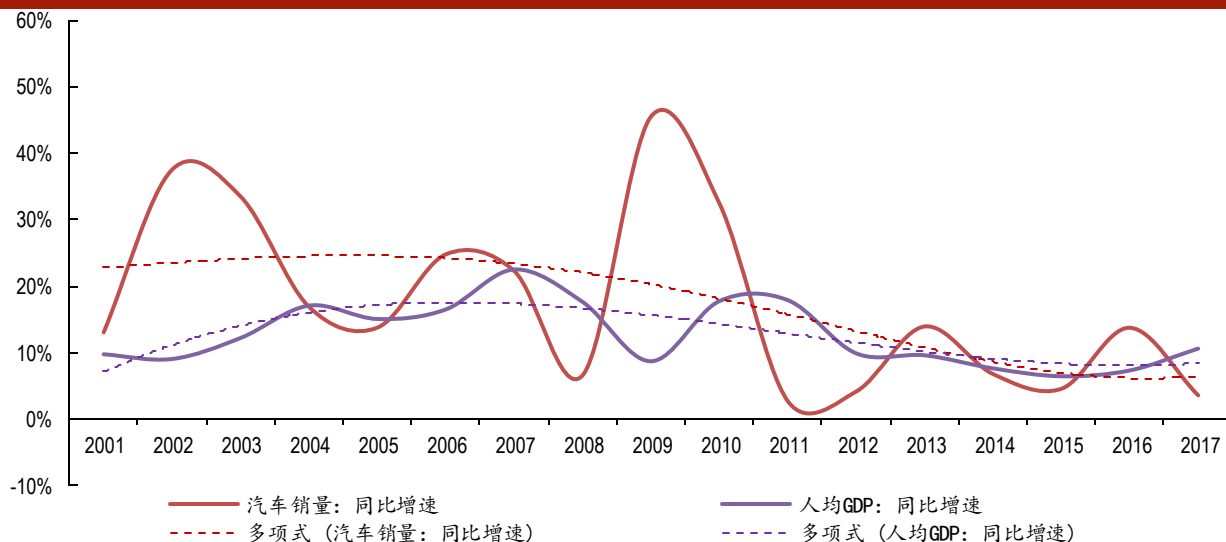
	2018 年 9 月	2018 年 10 月	2018 年 11 月
社会消费品零售总额	9.2%	8.6%	8.1%
日用品类	17.4%	10.2%	16.0%
粮油、食品类	13.6%	7.7%	10.6%
服装类	9.7%	4.9%	5.6%
家具类	9.9%	9.5%	8.0%
家用电器和音像器材类	5.7%	4.8%	12.5%
建筑及装潢材料类	8.4%	8.5%	9.8%
石油及制品类	19.2%	17.1%	8.5%
通讯器材类	16.9%	7.1%	-5.9%
体育、娱乐用品类	-1.5%	-8.5%	-3.2%
化妆品类	7.7%	6.4%	4.4%
金银珠宝类	11.6%	4.7%	5.6%
烟酒类	9.8%	1.2%	3.1%
汽车类	-7.1%	-6.4%	-10.0%

数据来源：Wind，财通证券研究所

经济走势通过传导至居民财富从更为长期维度影响汽车消费。基于以上分析，从中短期视角看，汽车消费走弱往往预示着经济走弱，但这并不能否认经济走势对汽车消费也有影响的观点。我们认为，经济走势对汽车消费的影响在更为长期的维度更加显著。

我们将汽车销量增速与人均 GDP 增速进行对比（实际上将销量增速与居民可支配收入对比更合适，但居民可支配收入无 2003 年以前数据，同时人均 GDP 增速与居民可支配收入增速强相关，因此可做替代），并根据多项式拟合二者的长期趋势。我们发现，汽车销量增速与人均 GDP 增速的长期趋势高度吻合，2005-2006 年人均 GDP 增速的趋势开始放缓，2006 年汽车销量增速的总体趋势也随之走低。我们认为，二者趋势的同步并非巧合，可从长期的视角加以解释，即居民收入增速总体放缓，导致汽车消费动力逐步减弱，进而汽车销量增速总体放缓。

图 15：汽车销量与社会消费品零售总额的相关性



数据来源：中汽协，Wind，财通证券研究所

基于以上分别论证，我们认为，经济走势与汽车消费互为因果。从中短期视角看，汽车消费可作为经济走势的领先指标；从长期视角看，经济走势通过传导至居民财富影响汽车行业的长期增速中枢。因此本轮汽车行业增速大幅下行，我们认为可从宏观经济上得出的解释是：近年来 GDP 增速放缓导致居民财富增速放缓，从而导致中长期的汽车消费动力减弱，进而使行业增速中枢下行。2018 年只是在原本就应下行的增速中枢上进一步下行（政策退出的影响）。

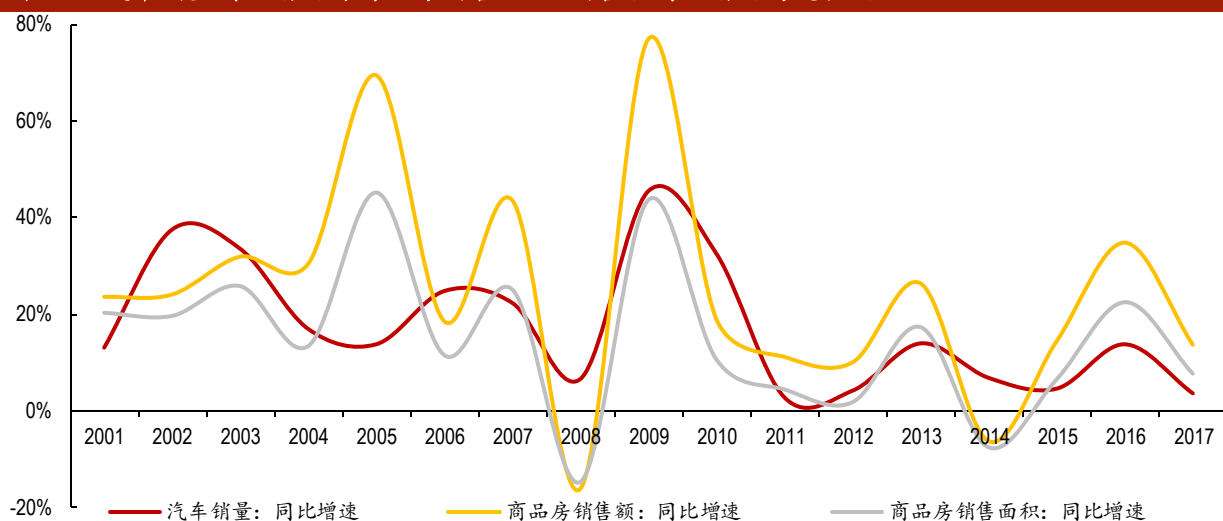
#### 2.4 房价涨跌对汽车消费的影响几何？

从历史数据上看，汽车销量增速与商品房销售面积/销售额增速高度相关，可以说汽车的每一轮周期都与房地产周期相匹配，二者同步性惊人。目前市场上主要



从房价波动带来的“财富效应”解释房价与汽车销量的关系，推出“房价上涨带动汽车销量上涨”的观点，但具体如何影响莫衷一是。

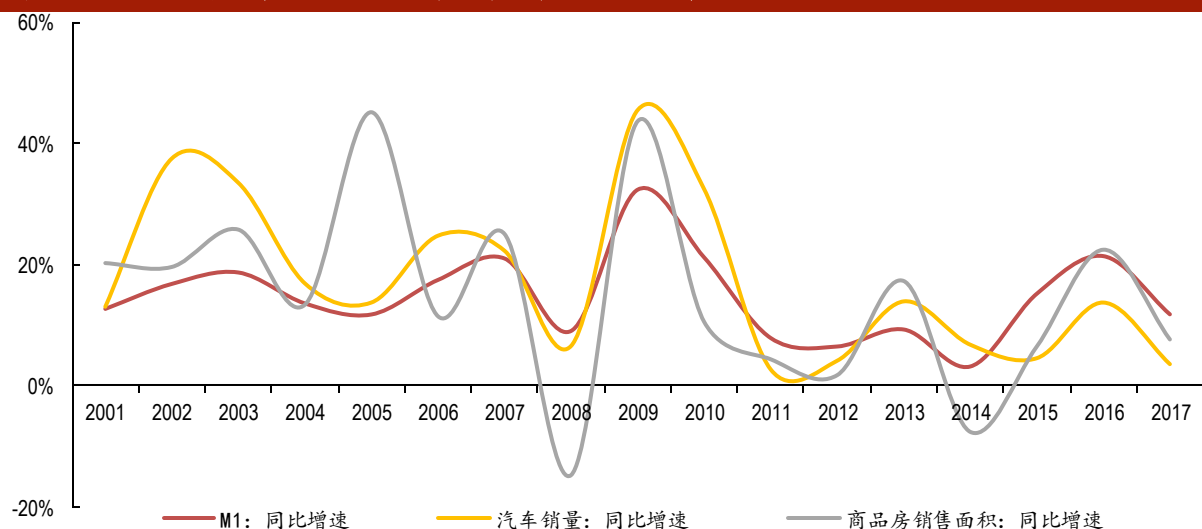
图 16: 汽车销量同比增速与商品房销售面积/销售额同比增速高度相关



数据来源: 中汽协, Wind, 财通证券研究所

我们认为，具有相关性并不一定具有逻辑性。房地产和汽车共同作为支撑经济增长的关键要素，很可能同时受另一更大因素的影响进而走势一致。我们对比了M1增速与汽车销量增速及商品房销售面积增速的走势，发现M1增速与二者都具有强相关关系，据此可从一个角度做出解释：货币宽松既可拉动投资又可刺激消费，对房地产与汽车都有显著拉动，而房地产和汽车作为支撑经济增长的两大核心产业，通过货币的传导可最终实现拉动经济的目的。因此我们推断：M1增速是“因”，汽车销量增速与房地产销售增速是“中间传导通道”，GDP增速是最终的“果”，而实际上四者走势高度相关，且GDP略有滞后，也可印证我们的推断。

图 17: M1 增速与汽车销量增速和商品房销售面积增速都强相关



数据来源: 中汽协, Wind, 财通证券研究所

究竟房价涨跌对汽车消费有无影响？答案是肯定的，我们认为，**房价涨跌对汽车消费的影响在不同群体存在明显差异**。我们将人群模糊分类为中上收入人群和低收入人群，中上收入人群分为持有房产一套者和多套者。房价上涨，对持有有多套房产的人群有显著的“财富效应”（他们可以售卖非自住房产或收更多租金改善可支配现金流），提升汽车消费倾向。对于持有一套房产的人群，房价上涨虽然并不能实质改善可支配现金流，但由于其净资产升值带来的“财富效应”也会提升其消费信心。对于低收入人群而言，无房状态下的房价上涨，一是会导致当期的租金上涨，挤占个人可支配现金流，抑制购车倾向；二是购房成本提升导致未来需要储蓄更多的钱，存在明显“挤出效应”，抑制购车倾向。

**表 4：房价涨跌对居民汽车消费倾向的影响**

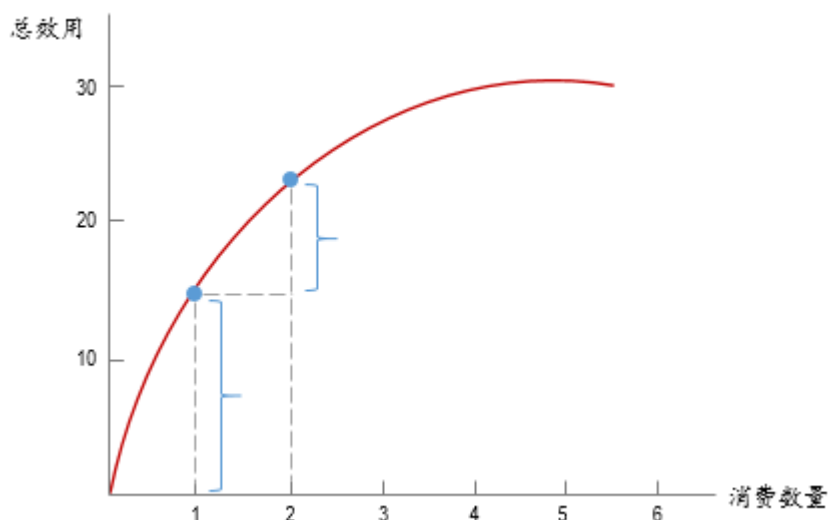
房价 上涨	低收入人 群	有购房计划	购房成本上升，房租上升——正的挤占效应——降低汽车消费倾向
		无购房计划	房租上升——正的挤占效应——降低汽车消费倾向
	中高收入 人群	拥有一套房产	虽可支配现金流无改善，但净资产上升——正的财富效应——提升汽车消费倾向
		拥有多套房产	可支配现金流改善（租金或卖房），净资产上升——正的财富效应——提升汽车消费倾向
房价 下跌	低收入人 群	有购房计划	购房成本下降——负的挤占效应——提升汽车消费倾向
		无购房计划	房租下降——负的挤占效应——提升汽车消费倾向
	中高收入 人群	拥有一套房产	净资产下降——负的财富效应——降低汽车消费倾向
		拥有多套房产	可支配现金流恶化（租金），净资产下降——负的财富效应——降低汽车消费倾向

数据来源：财通证券研究所

我们对不同群体在房价涨跌不同情景假设下的消费倾向判断只能是一种模糊的“正确”，并不排除个体的异常差异，比如：无购房计划人群在房价下跌时，很可能转为计划购房，由此提升储蓄率，进而在“挤出效应”下降低汽车消费倾向。因此我们只能从大概率大框架上去判断其实际影响。

此外，在以上推断中我们忽略了两点事实：1) 不同收入人群的消费意愿具有较大差异。根据边际效应递减理论，随着消费量的提升，此后每消费一件商品所带来的边际效用逐步降低，因此中高收入人群较低收入人群具有更低的消费意愿。2) 从概率上看，汽车在中高收入人群的普及率比低收入人群高，因此即使房价上涨提升了中高收入人群的消费意愿，但他们原本就有车也就无需继续购车。

图 18：消费的边际效用递减规律



数据来源：财通证券研究所

房价涨跌与汽车消费的关系错综复杂，我们只能忽略小的个体差异，抓住大的框架逻辑去推断其对汽车消费的影响。我们认为，房价上涨带来的“财富效应”将拉大贫富差距，导致中高收入人群的消费意愿提升（但此类人群消费意愿原本就低，边际改善幅度有限），而导致低收入人群的消费意愿降低（此类人群有很强的消费意愿，边际恶化幅度较大），因此全社会总体的消费意愿是降低的。且与汽车消费而言，高收入人群通常有车，即使“财富效应”提升了消费意愿也无再购车必要。因此我们倾向于得出这样的结论：房价上涨导致社会总体消费意愿降低，弱化消费动力，不利于汽车销量增长；而房价下跌所释放的是最具消费潜力人群的消费意愿，社会总体消费意愿提升，强化消费动力，利于汽车销量增长。

基于这一观点，我们认为：当前整体消费趋弱，汽车消费最先受到影响（接下来其他消费也将逐步反应），此时大范围减税，尤其针对中低收入人群减税将有力释放最具消费潜力人群的消费动力，对抑制汽车行业颓势乃至拉动经济意义重大。

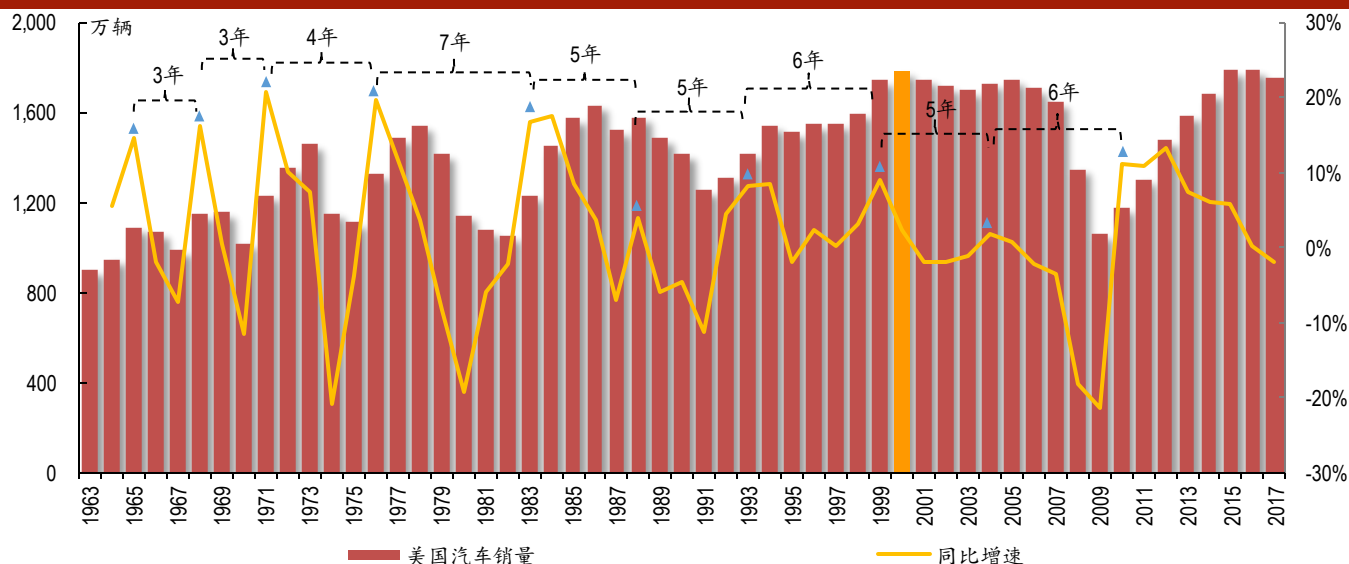
### 3、中国汽车行业未来空间有多大？——基于国际对比视角

#### 3.1 美国汽车市场：保有量维持稳定，销量周期波动

从销量增速来看，美国汽车市场在 1976 年以前基本保持 3-4 年一个小周期。此后每个周期的跨度拉长，1976 年至今基本保持 5-7 年一个周期。纵贯历史，美国汽车市场的周期性非常明显。

美国汽车销量 2000 年已到顶部，1790 万辆是天花板。1931 年美国汽车销量达 223.1 万辆，直到 1963 年达 899.0 万辆，此阶段为美国汽车市场的普及前期。1963 年至 1987 年，美国汽车销量的复合增速为 2.2%，随后增速中枢明显降档，1988 年至 2000 年销量复合增速为 1.0%，至 2000 年达到销量高点 1781.2 万辆。此后美国汽车市场正式进入存量阶段，销量再未突破 1790 万辆瓶颈。

图 19：美国汽车销量及同比增速

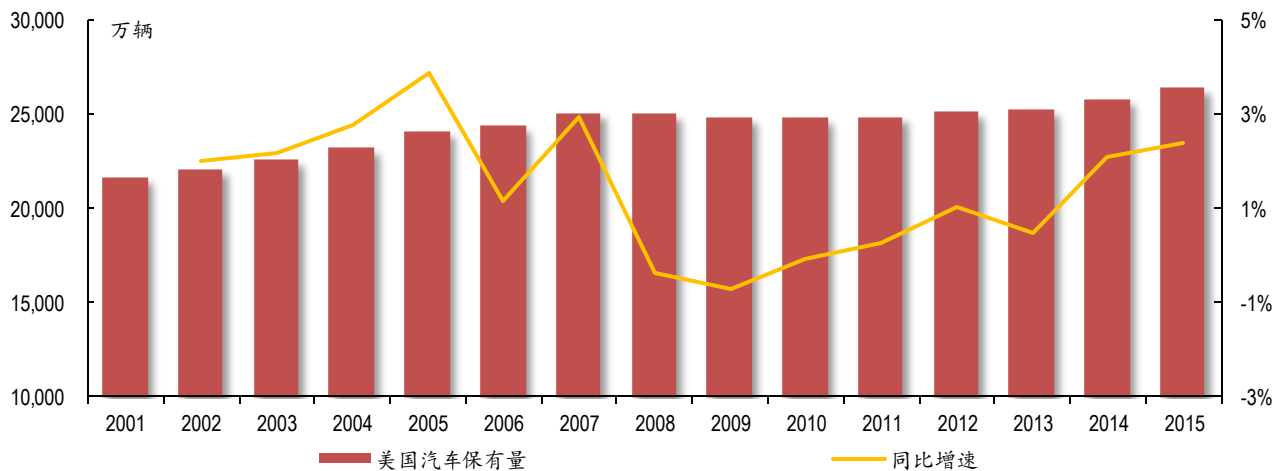


数据来源：美国汽车制造商协会，财通证券研究所

保有量走向饱和，基本维持 2.6 亿辆水平。美国汽车市场是全球最成熟的汽车市场，2001-2015 年美国汽车保有量从 2.2 亿辆缓慢增长至 2.6 亿辆，年复合增速为 1.4%。其中 2008 年保有量 2.5 亿辆，同比下滑 0.4%，为首次保有量下滑，预示美国汽车市场已进入完全的存量阶段。近几年美国汽车保有量基本维持在 2.5-2.6 亿辆的水平，顶部信号已现。

由于美国汽车市场已步入典型的存量市场阶段，普及需求基本耗尽，旧车报废后换新是销量的主要增长动力。因此市场整体呈现保有量维持稳定，销量周期波动的特征。

图 20：美国汽车保有量及同比增速



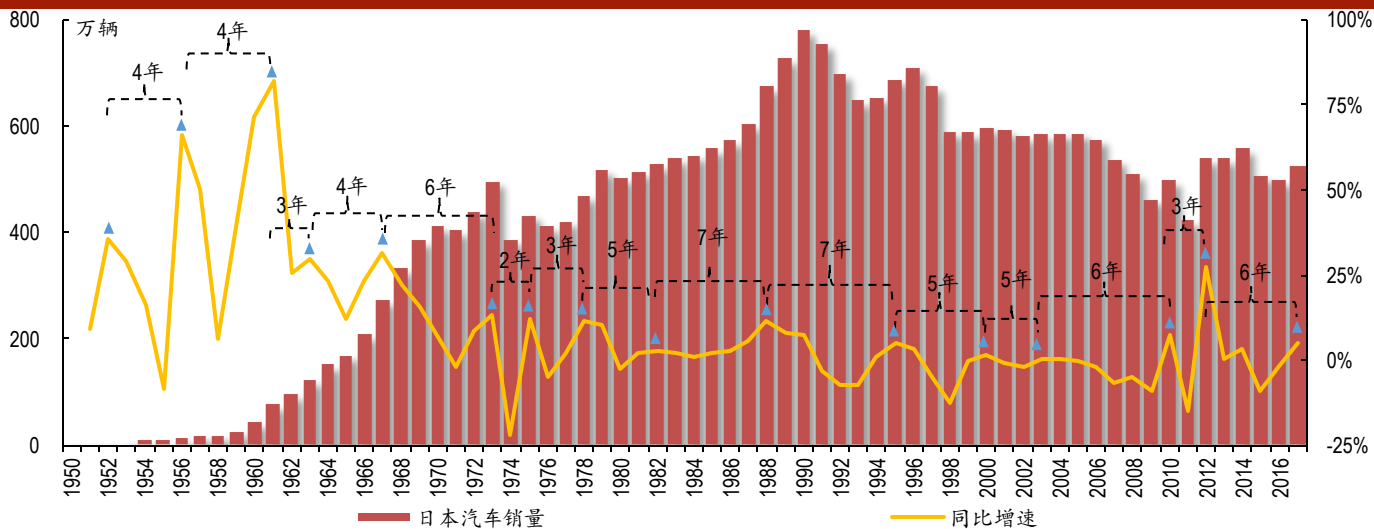
数据来源：美国汽车制造商协会，财通证券研究所

### 3.2 日本汽车市场：周期性显著，已处存量市场阶段

从销量增速来看，日本汽车市场在 1982 年以前基本保持 3-4 年一个小周期。此后每个周期的跨度拉长，1982 年至今基本保持 5-7 年一个周期。与美国车市一样，日本车市随着成熟度越来越高，销量周期的时间间隔逐渐拉长。

“两浪”走向销量顶部，780 万辆是销量天花板。日本汽车市场的成长分为“两浪”完成：第一阶段是 1950 年到 1973 年，20 余年时间实现汽车销量由 3.2 万辆到 494.9 万辆的快速增长；第二段是 1974 年到 1990 年，1974 年销量在前一阶段高点的基础上大幅回落至 385.0 万辆，此后不到 20 年时间又从 385.0 万辆提升至 777.7 万辆，1990 年后日本汽车销量大幅回落，此后再也未突破 777.7 万辆的天花板。当前日本汽车销量基本维持 500-600 万辆区间，处于典型的存量市场阶段。

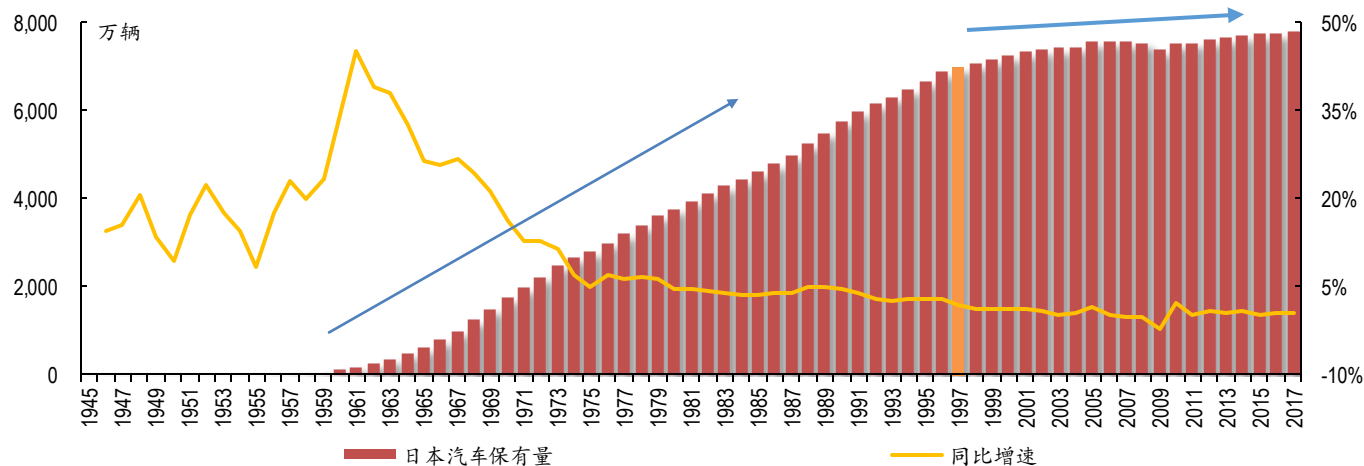
图 21：日本汽车销量及同比增速



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

保有量处于 7800 万辆水平，瓶颈已至。日本汽车保有量的快速提升期发生在 1997 年以前，从 1945 年的 11.4 万辆一直提升至 1997 年的 7000.3 万辆，年复合增速 13.1%。随后保有量增速显著放缓，1997 年至 2017 年 20 年间，保有量仅从 7000.3 万辆提升至 7807.8 万辆，年复合增速仅为 0.5%，并于 2007 年迎来保有量首次下滑。由此可见，日本汽车市场已步入典型的存量市场阶段，普及需求消耗殆尽，当前保有量 7807.8 万辆已至瓶颈。

图 22：日本汽车保有量及同比增速



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

### 3.3 中国汽车市场处于国外成熟市场哪一阶段？

由于数据的可获得性受限，我们只将中国汽车市场与美国、日本汽车市场这两大成熟市场对比，以求将现阶段的中国市场对应美国、日本市场历史进程中的某一阶段，再以此作为推演未来中国市场发展进程及空间的参照。

**中国汽车市场与日本汽车市场可比性更强。**美国汽车市场由于起步较早，经历了第一、二次世界大战与经济大萧条，因此最具参考意义的普及早期数据缺失以及数据连续性较差，可比性较差。而日本汽车市场起步于 1950 年左右，销量数据始于 1950 年，保有量数据始于 1945 年，数据完整度和连续性都较强，可比性较强。因此我们重点拿日本汽车市场进行对比，以此探究中国汽车市场空间。

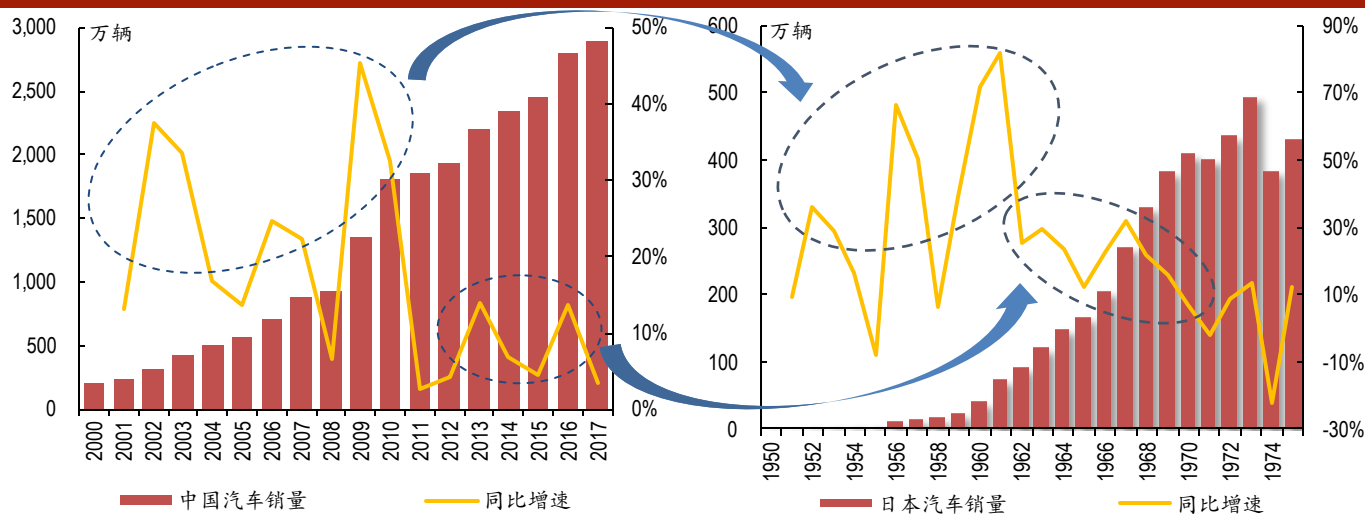
**当前中国汽车市场与 1971 年附近的日本汽车市场非常相似：**

- **相似点一：**当前中国汽车市场经历了 2000 年到 2010 年三轮周期后增速明显降档，且在降档增速期又经历了 2011 年至 2017 年两轮小周期，并于 2018 年迎来首个年度负增长。日本汽车市场在 1950 年到 1962 年同样经历三轮周期，随后销量增速明显降档，且在降档增速期又经历了 1962 年到 1970 年两轮小周期，到 1971 年迎来销量负增长（可以理解为首个年度负增长，尽管在普



及期最早期的 1955 年曾出现过一次异常年度负增长)。

图 23：中国与日本汽车销量及增速对比



数据来源：中汽协，日本自动车工业协会，财通证券研究所

- **相似点二：**日本汽车销量首个年度下滑出现在 1971 年（剔除普及初期的异常下滑年度 1955 年），当年销量同比下滑 1.9%；当年保有量为 1985.8 万辆，同比仍增长 12.9%。中国汽车销量首个年度负增长将出现在 2018 年，而 2017 年保有量 2.09 亿辆，同比仍增长 12.6%。也就是说，当销量出现首个年度负增长时，中国和日本汽车保有量仍处于较高速增长阶段，且同比增速都近 13%，也说明当前的中国汽车市场与 1971 年附近的日本汽车市场非常相似。

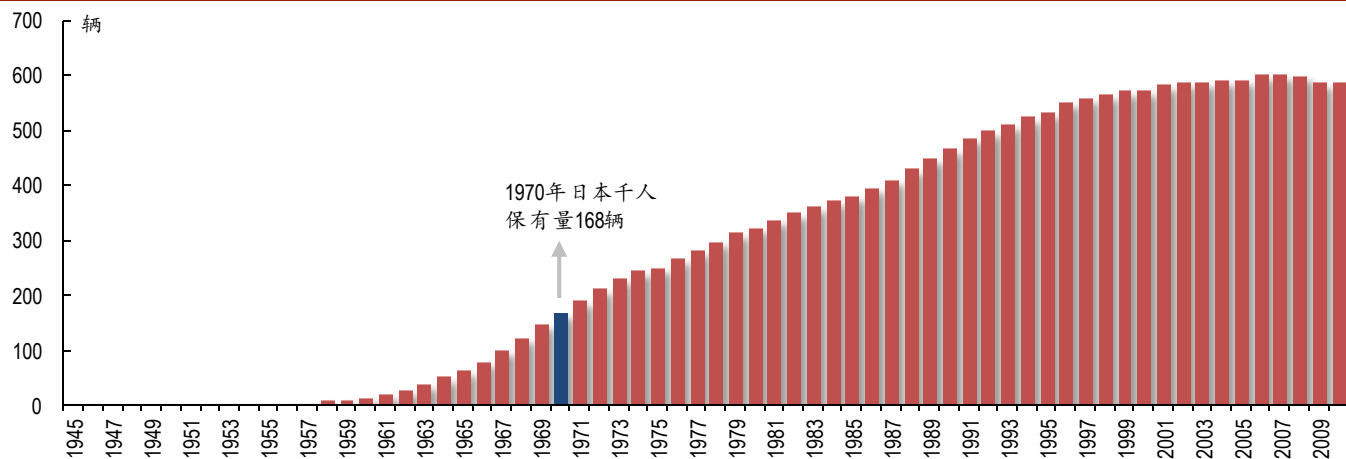
表 5：中国与日本汽车销量及保有量

年度	日本汽车销量 (万辆)	同比增速	日本汽车保有量 (万辆)	同比增速	年度	中国汽车销量 (万辆)	同比增速	中国汽车保有量 (万辆)	同比增速
1961	74.3	82.0%	196.4	45.1%	2004	506.1	16.9%	2693.7	13.0%
1962	93.3	25.6%	272.9	39.0%	2005	575.7	13.8%	3159.7	17.3%
1963	121.1	29.7%	376.2	37.9%	2006	718.4	24.8%	3697.4	17.0%
1964	149.4	23.4%	498.8	32.6%	2007	878.5	22.3%	4358.4	17.9%
1965	167.5	12.1%	630.0	26.3%	2008	936.3	6.6%	5099.6	17.0%
1966	206.0	23.0%	792.1	25.7%	2009	1362.1	45.5%	6280.6	23.2%
1967	271.5	31.8%	1002.9	26.6%	2010	1804.2	32.5%	7801.8	24.2%
1968	330.9	21.9%	1248.2	24.5%	2011	1853.3	2.7%	9356.3	19.9%
1969	383.5	15.9%	1512.7	21.2%	2012	1930.3	4.2%	10933.1	16.9%
1970	410.0	6.9%	1758.2	16.2%	2013	2199.4	13.9%	12670.1	15.9%
1971	402.1	-1.9%	1985.8	12.9%	2014	2348.9	6.8%	14598.1	15.2%
1972	436.7	8.6%	2240.9	12.8%	2015	2456.2	4.6%	16284.5	11.6%
1973	494.9	13.3%	2499.9	11.6%	2016	2793.9	13.7%	18574.5	14.1%
1974	385.0	-22.2%	2678.1	7.1%	2017	2894.1	3.6%	20906.7	12.6%

数据来源：中汽协，日本自动车工业协会，财通证券研究所

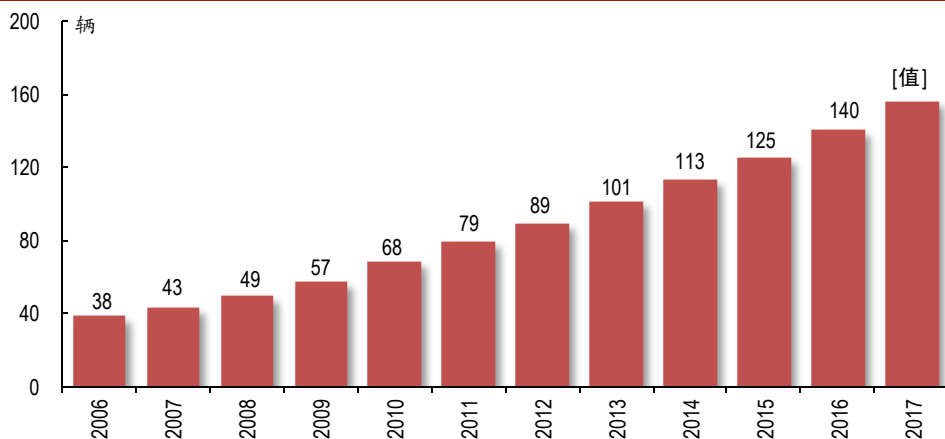
- 相似点三：1970 年日本千人保有量为 168 辆；2017 年中国汽车千人保有量为 156 辆，2018 年千人保有量预计 170 辆左右。千人保有量这一指标是衡量一国汽车普及程度的重要指标，从这一指标也可看出，当前中国汽车市场所处阶段与日本 1971 年附近较为相似。

图 24：日本汽车千人保有量



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

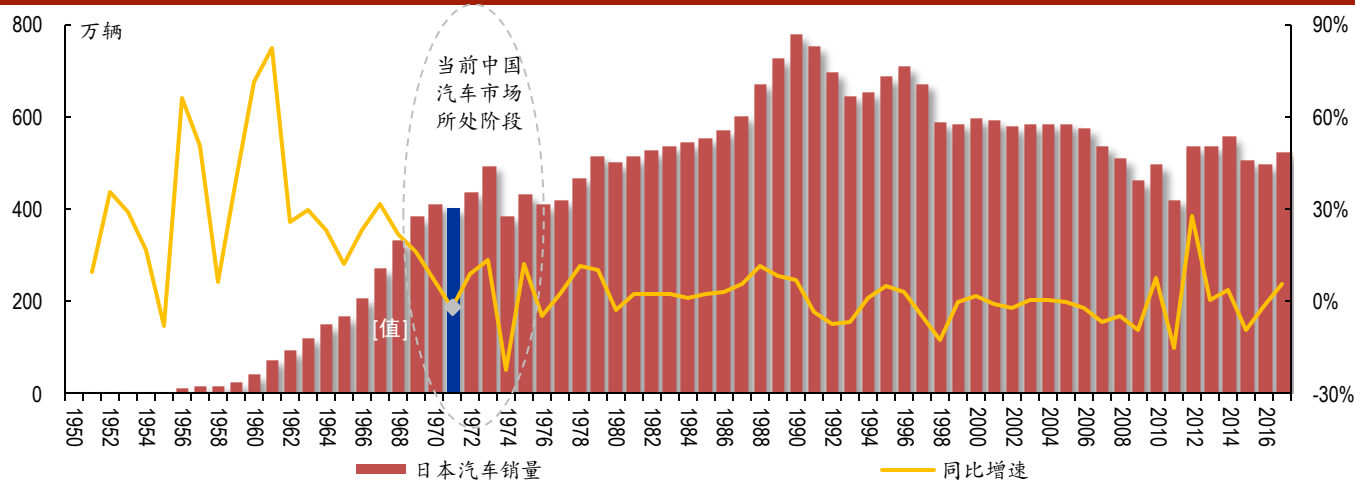
图 25：中国汽车千人保有量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

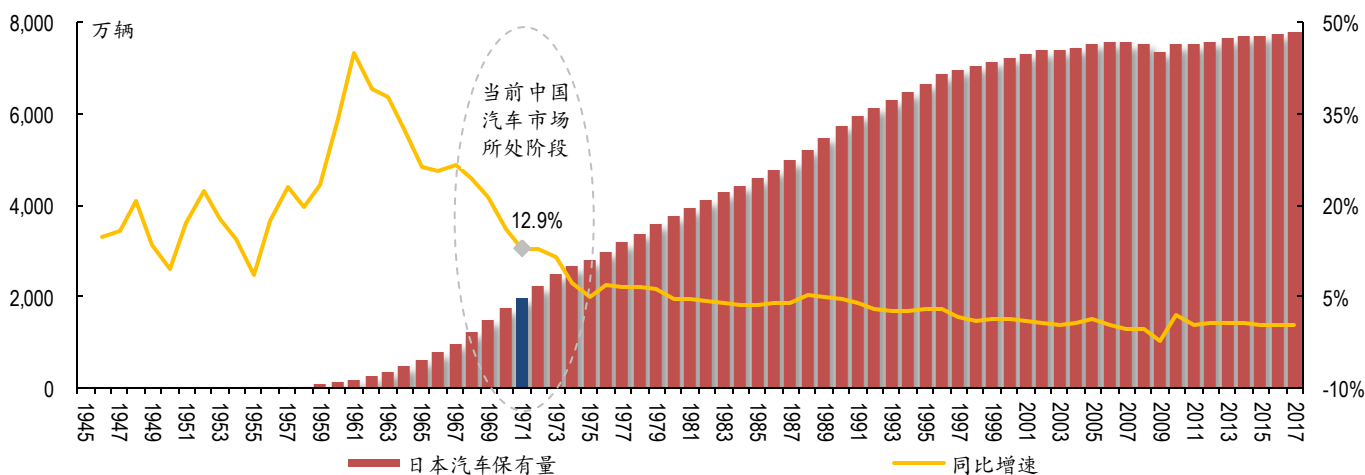
通过销量与保有量两个角度的对比，我们认为，当前的中国汽车市场正处于日本汽车市场发展进程中 1971 年附近。日本汽车保有量在 1971 年为 1985.8 万辆，2017 年为 7807.8 万辆，基本处于保有量顶部位置。也就是说，1971 年日本汽车市场仅完成了保有量普及进程的 25.4%。日本汽车销量在 1971 年为 402.1 万辆，销量最高点出现于 1990 年的 778.7 万辆，1971 年日本汽车销量仅有最高销量的 51.6%。

图 26：中国汽车销量增长所处阶段（类比日本）



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

图 27：中国汽车保有量增长所处阶段（类比日本）



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

### 3.4 中国汽车市场空间预测——基于对标日本的情景假设

中国汽车行业发展到当前阶段，增长压力显现，引发市场对未来行业销量及保有量空间的担忧与广泛探讨。我们认为，尽管不同国家在人口规模、资源禀赋等各种条件上不尽相同，美国或日本汽车市场的今天也并不一定代表中国汽车市场的明天，但仍可基于将中国市场类比于其他成熟汽车市场的情景假设，为预测中国汽车市场发展空间提供一种可行视角。

#### 基于日本汽车市场的情景假设：

我们在上文中得出结论：当前的中国汽车市场与 1971 年附近的日本汽车市场非常相似，若假设中国汽车市场发展可以达到日本的高度，则：2017 年中国汽车保

有量为 2.09 亿辆，类比日本的话当前仅完成保有量普及进程的 25.4%，则中国汽车保有量的顶部为 8.22 亿辆。2017 年中国汽车销量为 2894.1 万辆，类比日本 1971 年前后，仅为未来顶部销量的 51.6%，则销量即将回落后进入第二浪，最高可攀升至 5600 万辆。

日本汽车市场从销量首次年度负增长（剔除普及初期的异常下滑年度 1955 年）的 1971 年到保有量首次年度负增长的 2007 年，用了 36 年。中国当前恰逢销量首次年度负增长之际，保有量见顶仍长路漫漫。

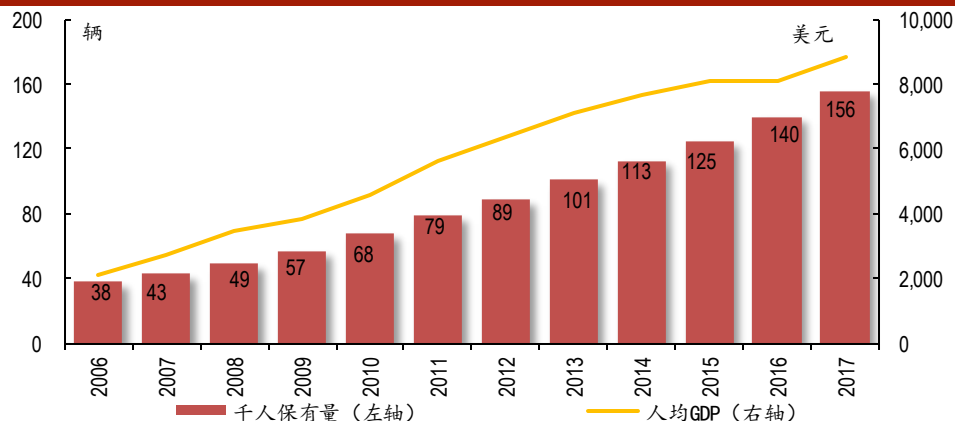
表 6：若中国汽车市场远期能达到日本水平，销量和保有量天花板预测

	2017 年中国汽车市场 (万辆)	未来中国汽车市场天 花板 (万辆)	增长空间
销量	2894	5600	194%
保有量	20900	82200	393%

数据来源：财通证券研究所

千人保有量是衡量一国汽车普及程度的关键指标，且与一国的人均 GDP 强相关。若想验证中国汽车市场与日本对标的合理性，我们认为，可通过计算中国汽车市场饱和时的千人保有量，并结合人均 GDP 与日本进行全面对比。

图 28：中国汽车千人保有量与人均 GDP 关系



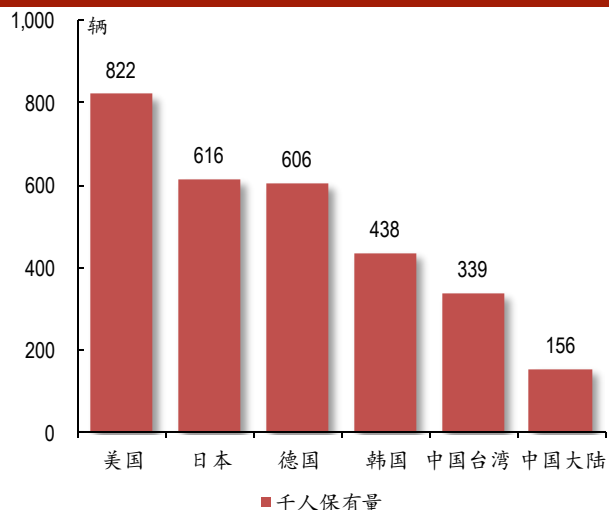
数据来源：中汽协，Wind，财通证券研究所

若中国汽车保有量天花板为 8.22 亿辆（对标日本），我们按照远期中国人口 17 亿算，届时千人保有量将达 484 辆，低于 2017 年美国/日本/德国的 822/616/606 辆，与韩国的 438 辆较为接近，并非不可能达到。

与千人保有量对应的是人均 GDP，2017 年美国/日本/德国/韩国的人均 GDP 分别为 6.0/3.8/4.4/3.0 万美元，当前中国人均 GDP 仅为 0.9 万美元，也就是说远期中国的人均 GDP 至少达到韩国水平，接近日本水平，才能使千人保有量达到 484 辆。当前中国经济所处阶段与发达国家存在较大差距，且中国受限人口基数较大等因素影响，人均 GDP 接近日本等发达国家水平的难度较大。但日本千人保有量从 1971

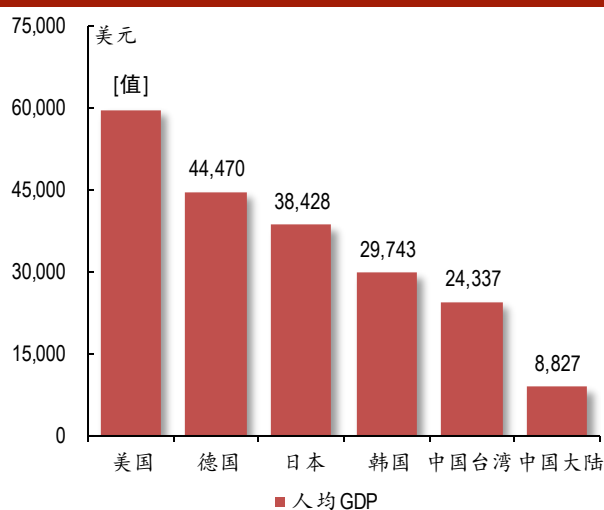
年的 189 辆到 2017 年的 616 辆的 46 年中，人均 GDP 从 1971 年的 2260.4 美元提升至 2017 年的 3.8 万美元，因此给中国的时间还很长，难度的确很大，但也绝非不可能。

图 29：各市场千人保有量



数据来源：Wind，财通证券研究所  
注：除台湾数据为 2018 年 6 月末外，其余市场数据截至 2017 年末

图 30：各国人均 GDP



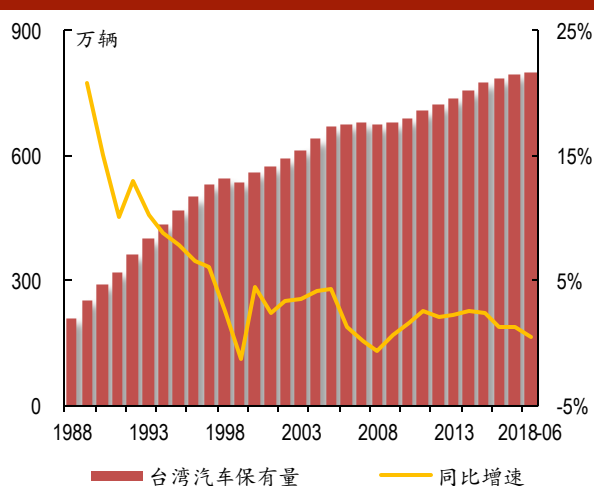
数据来源：世界银行，财通证券研究所

### 3.5 中国汽车市场空间预测——基于对标台湾的情景假设

以现阶段的中国汽车市场直接对标日本或许好高骛远，因此退一步对标中国台湾或更为合理。由于中国大陆和中国台湾在文化、风俗等各方面较为相似，居民生活理念与消费倾向最为接近。因此我们认为，将台湾汽车市场作为中国大陆汽车市场的对标更能让人信服。

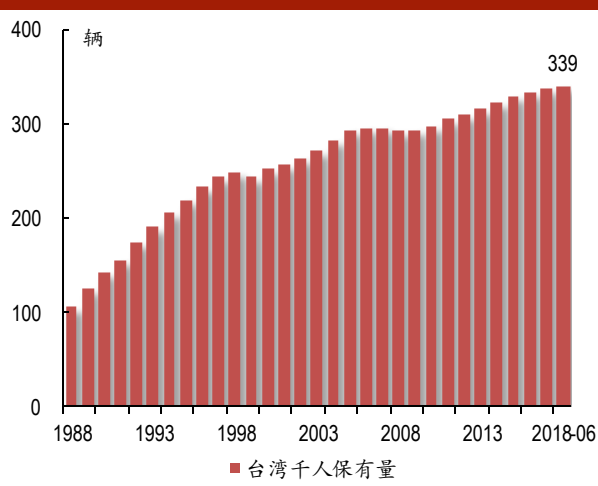
台湾汽车市场早已步入成熟阶段，1999 年汽车保有量首次年度负增长，近几年保有量基本稳定在 800 万辆左右，千人保有量维持 330-340 辆区间。

图 31：台湾汽车保有量及同比增速



数据来源：台湾公路局，财通证券研究所

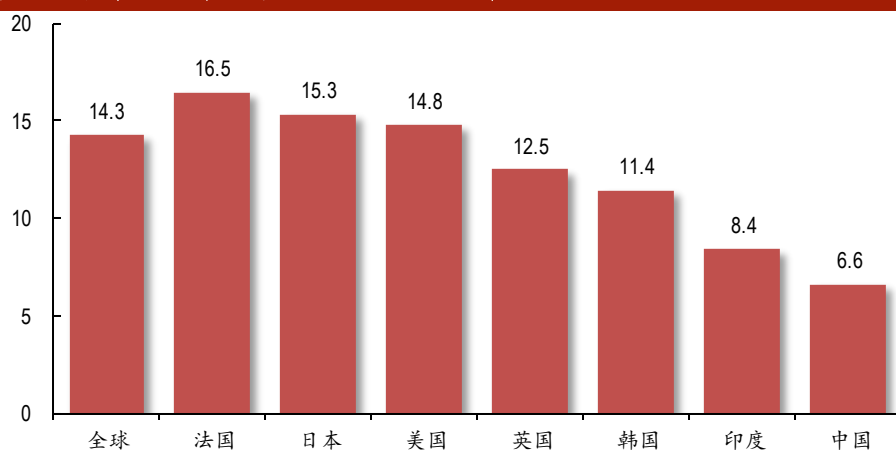
图 32：台湾千人保有量



数据来源：台湾公路局，财通证券研究所

假设中国大陆汽车市场能达到中国台湾的水平，则远期人均 GDP 达到 2017 年台湾人均 GDP 2.4 万美元，远期的千人保有量达到 2018 年台湾千人保有量 339 辆的水平。按照远期中国人口 17 亿来算，远期中国汽车的保有量将达 5.76 亿辆，较现在 2.09 亿辆仍有巨大的增长空间。按照成熟汽车市场保有量与销量比值的均值 15 倍计算，远期中国汽车的销量将达 4000 万辆。

图 33：各市场保有量与销量比值（2015 年）



数据来源：中汽协，财通证券研究所

除汽车外，国内还有大量非标的各类机动车同样肩负着解决居民出行的使命。若从机动车普及率的角度看，中国大陆与台湾的差距更大。截至 2017 年，中国大陆机动车保有量 3.1 亿辆，机动车千人保有量为 223 辆；截至 2018 年 6 月，台湾机动车保有量 2179.5 万辆，机动车千人保有量高达 917 辆。若远期中国大陆达到台湾的水平，则机动车保有量空间依然巨大。而随着居民财富提升带来汽车替换非标类机动车的消费升级，国内汽车保有量的空间也依然巨大。

表 7：若中国汽车市场远期能达到台湾水平，销量和保有量天花板预测

	2017 年中国汽车市场 (万辆)	未来中国汽车市场 天花板 (万辆)	增长空间
销量	2894	4000	38%
保有量	20900	57600	176%

数据来源：财通证券研究所

表 8：若中国汽车市场远期水平介于台湾和日本之间，销量和保有量天花板预测

	2017 年中国汽车 市场 (万辆)	未来中国汽车市场 天花板 (万辆)	增长空间
销量	2894	4800	66%
保有量	20900	70000	235%

数据来源：财通证券研究所



### 3.6 小结：中国汽车市场仍有巨大空间，何须过早悲观

日本汽车市场从 1971 年销量首次下滑到 2007 年保有量首次下滑用时 36 年，中国汽车市场正值年度销量首次下滑之际，保有量增速仍有 12.6%，市场瓶颈远未到来。在基于对标日本的情景假设下，我们测得中国汽车市场的保有量空间为 8.22 亿辆，较当前仍有 393% 成长空间，销量峰值可达 5600 万辆，较当前仍有 194% 成长空间，届时千人保有量将达 484 辆。

由于日本是世界顶尖发达国家，且是世界顶尖汽车强国，汽车普及率仅次于美国，达到日本水平将有非常大难度。因此退一步对标中国台湾，据此我们测得中国汽车市场的保有量空间为 5.76 亿辆，较当前仍有 176% 成长空间，销量峰值可达 4000 万辆，较当前仍有 38% 成长空间，届时千人保有量将达 339 辆。

2017 年中国人均 GDP 0.9 万美元，中国台湾/日本人均 GDP 分别为 4.4/2.4 万美元，若未来中国经济发展水平可达到介于台湾与日本之间，则据此推算，中国汽车市场的保有量空间为 7.00 亿辆，较当前仍有 235% 成长空间，销量峰值可达 4800 万辆，较当前仍有 66% 成长空间，届时千人保有量将达 412 辆。

总而言之，中国汽车工业自 21 世纪初爆发以来仅发展不到 20 年，纵观海外成熟汽车市场，从成长初期到走向饱和至少用时 60 余年。纵然销量首次年度负增长是值得关注的信号，但以此来推断中国汽车销量见顶的观点过于武断。我们认为，中国汽车产销规模及保有量规模仍有较大增长空间，在此时点根本无需过度悲观。行业自有周期，蛰伏之后将走向更广阔的空间。

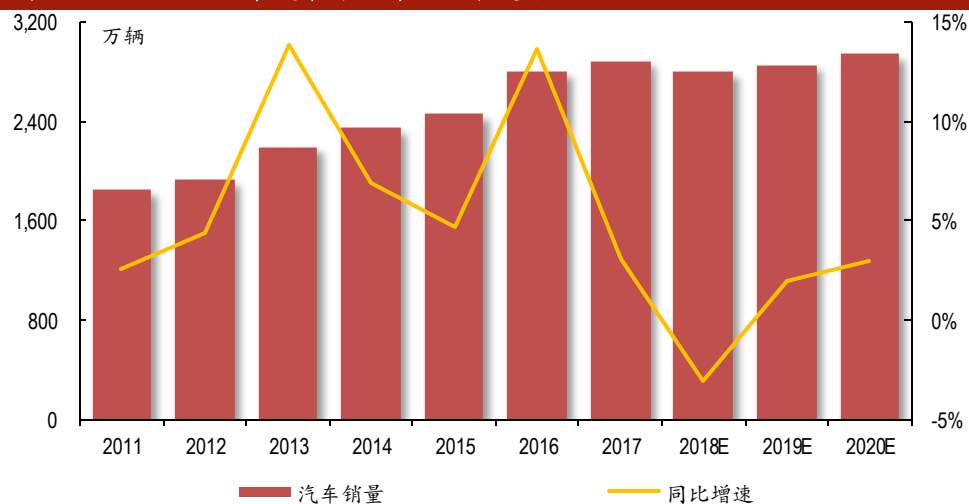
#### 4、投资建议

可选消费品和耐用品的属性决定了汽车销量及增速总是呈现周期性波动的特点。尽管未来几年汽车年复合增速可能只有 2%-3%，但并不意味行业失去弹性。那么行业或车企的弹性来自何处？

我们认为：1) 就行业而言，保有车寿命、换车周期和消费者对经济的预期等因素会带来行业的波动，从而创造弹性；2) 就车企而言，由于研发周期长和消费者“喜新厌旧”，车企销量会随着自身产品周期波动，若车企推出的新产品比较匹配消费者偏好则有望获得更多市场份额，从而创造弹性。

**“造势”+“乘势”，方能实现周期共振。**车企形成自身强产品周期为“造势”，但若同时踏准行业复苏节奏，即可“乘势”实现周期“共振”，则业绩增长幅度将非常可观。我们预计：4Q18 行业触底后将会回升；2019 年上半年月度销量跌幅将持续收窄，下半年开始月度销量同比数据有望转正，全年预计实现 2% 的微增长；2020 年行业将延续复苏态势，向上弹性有望进一步加大。因此在 2019-2020 年区间处在强产品周期的整车企业业绩弹性和确定性更高。值此行业景气即将回升之际，我们建议重点关注恰好处于强产品周期的长安汽车、上汽集团、比亚迪。

图 34：2019-2020 年汽车行业有望迎来复苏












数据来源：中汽协，财通证券研究所

#### ■ 长安汽车：公司强产品周期与行业周期“共振”，向上业绩弹性较大 超强产品周期来袭，公司周期有望与行业周期叠加“共振”

福特开启“中国 2025 计划”：截至 2025 年年末，福特将在中国市场投放 50 款新车型，包括 8 款全新 SUV。从节奏上看，2018 年福克斯换代车型、福睿斯改款已上市，2019 年将有翼虎年度款换代、年底锐界中期改款上市。2020 年上半年翼虎换代、林肯国产化第一款车 MKC 上市。2020 年底林肯飞行家上市、福特大型 SUV

探险者国产化。2021 年航海家（跟锐界同平台）、林肯 MKZ 上市。我们预计，汽车行业在 2018 年 12 月触底后有望迎来复苏，公司产品周期与行业周期叠加“共振”，将大幅提升公司业绩弹性。

**表 9：长安福特强产品周期**

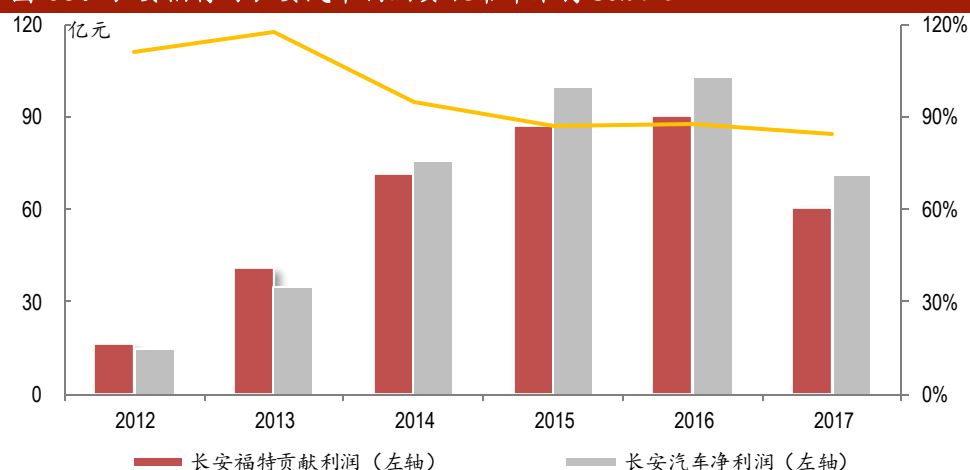
车型	车种	级别	上市时间
福睿斯改款 	轿车	A	2018 年 10 月
福克斯换代 	轿车	A	2018 年 11 月
翼虎年度车型 	SUV	A	2019 年下半年
锐界中期改款 	SUV	B	2019 年
林肯 MKC 	SUV	B	2020 年上半年
林肯飞行家 	SUV	C	2020 年底
探险者国产化 	SUV	C	2020 年底
林肯航海家 	SUV	C	2021 年
林肯 MKZ 	轿车	B	2021 年

数据来源：财通证券研究所

### 长安福特销量有望触底反弹，边际改善力度大

2018年11月长安福特销量2.4万辆，12月批售预计上升至2.7万辆，零售上升至3.0万辆以上，环比大幅改善。长安福特前期产品老化，导致销量率先下跌，并有望早于行业见底。长安福特月销量高峰时可达10万辆，当前跌至2万辆平台已跌无可跌。长安福特对公司利润贡献常年维持80%以上，我们认为随着长安福特销量企稳回升，公司业绩有望显著改善，PB有望持续修复。

图 35：长安福特对长安汽车利润贡献常年维持 80% 以上



数据来源：财通证券研究所

### 谨防“估值陷阱”，从PB角度看长安股价具备高安全边际

由于PE与PB分别是股价相对于EPS和每股净资产的比值，业绩的变化比净资产的变化更为活跃，因此PB与股价走势一致性更强。换言之，PE见底并非意味股价触底，倘若业绩继续下滑，则PE将被动抬升，从而落入“估值陷阱”。从这一角度而言，在行业处于向下周期时，紧跟PB以判断公司股价是否绝对便宜更具参考意义。我们认为，行业下行周期时，整车股大致要经历“杀估值”和“杀业绩”两个阶段，长安已经历“杀估值”阶段，并早于行业进入“杀业绩”阶段，PB已反应充分，当前长安PB已跌至0.7倍，处于历史底部位置，股价具备较高安全边际。

图 36：长安汽车当前 PB 处于历史低位



数据来源：Wind，财通证券研究所

### ■ 上汽集团：合资迎新产品大年，自主高增长延续

合资企业方面：上汽大众、上汽通用在 2019 年将有多款 SUV 上市，进一步改善产品结构，提升利润。其中上汽大众 2019 年的新车 T-Cross、途昂 GT 以及 2018 年 10 月底上市的途岳有望带动上汽大众在 2019 年销量和利润稳健增长。上汽通用 2019 年预计会有四款全新及换代 SUV 投放，新车型上市有望提升销量并回收终端价格。上汽奥迪将补齐公司豪华车产品体系，我们预计首款车 A7 将与辉昂同平台，有望于 2021 年上市。上汽奥迪的落地，将使公司产品结构升级，并带来业绩增厚。

自主品牌方面：MG HS 和荣威 i5 分别在 2018 年 9 月中旬和 10 月底上市，MG HS 为 RX5 的同平台车型，但定位更加年轻。荣威 i5 起步价 5.6 万在自主轿车市场具有强大的竞争力，有望与 MG HS 一起成为带动自主品牌销量持续增长的全新动力。公司近年来分红居高不下，一直维持 50% 以上水平。优秀业绩+高股息率为公司股价提供较强安全边际。

### ■ 比亚迪：“王朝”系列强产品周期+电池外供稳步推进，业绩和估值有望双升

整车业务：强产品周期持续，唐二代、秦 Pro、改款宋、元 EV 等主力车型均采用“Dragon Face”家族化设计语言大幅提升颜值，且推出燃油版、DM 和纯电动三种动力车型，助力销量大幅提升。预计 2019 年公司销量有望延续高增长态势，实现销量 62 万，同比增长 25%。动力电池业务方面：除了已经与长安汽车成立合资公司外，与国内外 OEM 的谈判进展还在稳步推进中，中性化的动力电池业务有望得到价值重估带动公司整体估值提升。

**表 10：重点公司盈利预测及评级**

证券代码	公司名称	价格 (2019.01.08)	EPS			PE			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
000625	长安汽车	7.17	0.27	0.78	1.37	26.6	9.2	5.3	买入
600104	上汽集团	24.30	3.33	3.57	3.87	7.3	6.8	6.3	买入
002594	比亚迪	52.88	1.11	1.43	1.70	47.6	37.0	31.1	买入

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 5、风险提示

- (1) 国内宏观经济运行不及预期；
- (2) 国内居民收入增长不及预期；
- (3) 居民消费需求不及预期；
- (4) 汽车行业景气度不及预期。



## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。