

# 汽车销量增速预计 2019 年恢复至 2%

## 投资要点

- **销量未到天花板，潜在增速为正。**2018年中国人均实际GDP约0.9万美元，接近美国1940s时的实际人均GDP水平，但中国千人汽车保有量约167辆，远低于1940年美国当时千人汽车保有量246辆的水平。随着中国经济不断向前发展，假设人均GDP达到1.5~2.0万美元时，千人保有量最终达到美国人均实际GDP约1.6万美元时的410辆，届时中国汽车保有量将达到约5.7亿辆，按照15年更换周期，年销量可达约3800万辆（2018年销量2808万辆）。
- **汽车消费有望企稳回升，预计2019年恢复增长至2%。**随着经济下行压力加大，政府采取减税降费等多种措施保障经济稳增长，有助于居民消费能力及意愿的提升。国六排放标准推迟执行有助厂商具有充足时间准备供应，供给端改善。同时，2018年总体基数相对较低，特别是2018H2基数较低，亦有助于汽车销量增速回升。若出台汽车消费促进政策，将是锦上添花，有望加快汽车市场回暖。预计2019年汽车销量增速约2.0%（中汽协口径）。
- **关注汽车消费促进政策，或将侧重农村市场。**政府过去使用的促进汽车消费政策主要包括：购置税优惠、节能补贴、汽车下乡等。其中，购置税优惠政策力度最大，短期效果显著，但边际效果减弱，代价相对较大。2015Q4出台购置税优惠措施，2016年1.6L及以下乘用车销量达21%，2017年、2018年则为-3%、-7%，透支较多，同时，2016年购置税优惠拉动1.6L及以下乘用车增量约276万辆，减免购置税达899亿元左右，全国购置税税收总收入出现下降。节能减排是汽车发展趋势，政策侧重支持新能源汽车发展和提升尾气排放标准。农村居民消费支出占比约1/4，且消费水平不断提升，消费潜力较大。我们认为，农村汽车保有量具有较大提升空间，且农村居民价格敏感性更高，若促进汽车消费政策侧重农村市场，或将有效提升农村汽车市场销量。
- **汽车板块总体估值相对处于历史低位，基本面有望企稳回升，重点关注弹性较大标的及行业龙头企业：**（1）长安汽车：PB仅0.77倍，“主力车型换代+林肯国产”强产品周期将至。（2）上汽集团：自主给力，合资回暖，发展稳健的带盾骑士。（3）比亚迪：新能源龙头，景气度向上。（4）广汽集团：自主强者，迎来日系较强周期。
- **风险提示：**汽车销量不及预期风险，盈利能力不及预期风险。

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
000625.SZ	长安汽车	7.49	增持	1.49	0.09	0.43	5	83	17
600104.SH	上汽集团	25.03	买入	2.95	3.30	3.59	8	8	7
002594.SZ	比亚迪	47.49	增持	1.49	1.08	1.33	32	44	36
601238.SH	广汽集团	10.27	买入	1.05	1.22	1.43	10	8	7

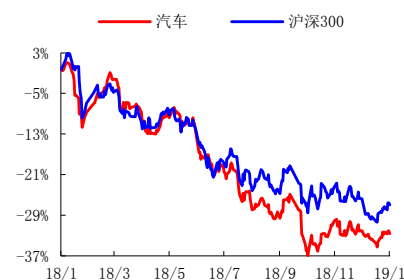
数据来源：Wind，西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师：刘洋  
执业证号：S1250518090002  
电话：021-58351909  
邮箱：liuyqc@swsc.com.cn

分析师：梁美美  
执业证号：S1250518100003  
电话：021-58351937  
邮箱：lmm@swsc.com.cn

## 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

股票家数	171
行业总市值(亿元)	16,446.04
流通市值(亿元)	15,021.26
行业市盈率 TTM	12.85
沪深300市盈率 TTM	10.5

## 相关研究

1. 汽车行业：汽车零售小幅回暖，按周同比转正（2019-01-17）
2. 汽车行业：关注促进消费措施，预计2019年销量增速约2%（2019-01-15）
3. 汽车及新能源行业周报（0107-0113）：电动车百人论坛举行，新能源车保有量达261万（2019-01-13）
4. 汽车行业：将出台促进汽车消费措施，或迎来板块性行情（2019-01-09）

## 目 录

<b>1 负增长并非常态，预计 2019 年汽车销量恢复增长</b> .....	<b>1</b>
1.1 潜在销量增速仍为正，多重因素叠加致 2018 年负增长 .....	1
1.2 预计 2019 年将恢复增长，关注汽车消费促进政策 .....	2
<b>2 促进汽车消费政策对比分析，建议关注农村消费</b> .....	<b>4</b>
2.1 购置税减半政策效果显著，但是代价较大 .....	4
2.2 节能补贴：更加侧重供给端 .....	5
2.3 农村市场存在较大空间，消费潜力大 .....	5
<b>3 经济下行压力加大，促进汽车消费有助经济企稳</b> .....	<b>7</b>
<b>4 投资建议</b> .....	<b>9</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图 目 录

图 1: 中国当前汽车人均保有量, 显著低于人均 GDP 接近时的美国汽车人均保有量.....	1
图 2: 假设销量天花板约 3800 万辆 (保有量约 410 辆/千人), 不同年份达到该销量的复合增长率情况.....	1
图 3: 刺激期间, 1.6L 及以下乘用车销量增速更高, 透支需求.....	2
图 4: 全球股票市场 2018 年总体下跌较多, 财富缩水.....	2
图 5: 社融数据总体较差, 经济下行压力加大, 消费更加谨慎.....	2
图 6: 2018Q4 销量加速下滑, 部分源于国六 2019 年初执行预期.....	2
图 7: 2018 年四季度销量较低, 接近 2015Q4 水平.....	3
图 8: 经济稳增长措施不断出台, 有助于需求回暖.....	3
图 9: 国六标准推迟执行有助保障产品供应.....	3
图 10: 汽车消费促进政策或将出台, 暂不明确具体措施.....	3
图 11: 预计 2019 年汽车销量增速约 2.0%.....	3
图 12: 预计 2019 年乘用车销量增速约 2.8%.....	3
图 13: 短期刺激效果显著, 但边际效果显著减弱.....	4
图 14: 购置税减免金额大幅提升但销量提升幅度不大.....	5
图 15: 2015 年刺激政策致使购置税税收收入下降 (亿元).....	5
图 16: 新能源汽车销量持续高增长, 突破百万辆.....	5
图 17: 国六相比国五排放标准大幅度提升.....	5
图 18: 农村市场消费支出占比虽然下降, 但仍高达约 1/4, 市场空间较大.....	6
图 19: 农村消费水平相对更低, 但消费水平提升更快.....	6
图 20: 经济下行压力加大, GDP 增速下降.....	7
图 21: 社会消费品零售总额增速下行.....	7
图 22: 汽车零售额月度增速持续负增长.....	8
图 23: 社会消费品零售总额中, 2018 前 11 月汽车占比达到 10%.....	8
图 24: 2018 年前 11 月汽车零售总额同比-1.6%, 拉低消费.....	8
图 25: 2005 年以来整车估值走势, 当前 PE (TTM) 为 13.1 倍, 处于相对低位.....	9
图 26: 2005 年以来零配件估值走势, 当前 PE (TTM) 为 16.9 倍, 处于相对低位.....	10

## 表 目 录

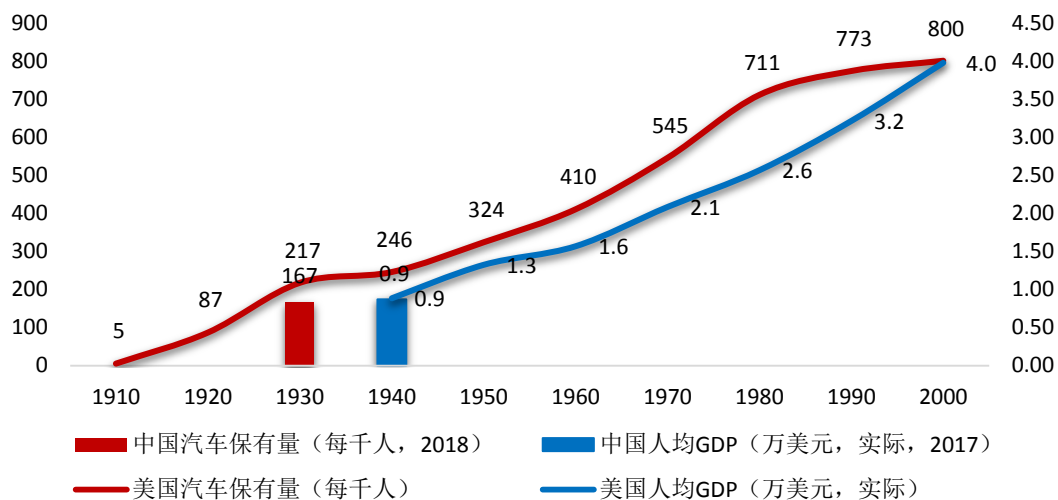
表 1: 过去两次购置税优惠政策出台背景梳理.....	4
表 2: 重点关注公司盈利预测与评级.....	9
表 3: 汽车当前估值相比 2005 年以来中位数更低.....	9

# 1 负增长并非常态，预计 2019 年汽车销量恢复增长

## 1.1 潜在销量增速仍为正，多重因素叠加致 2018 年负增长

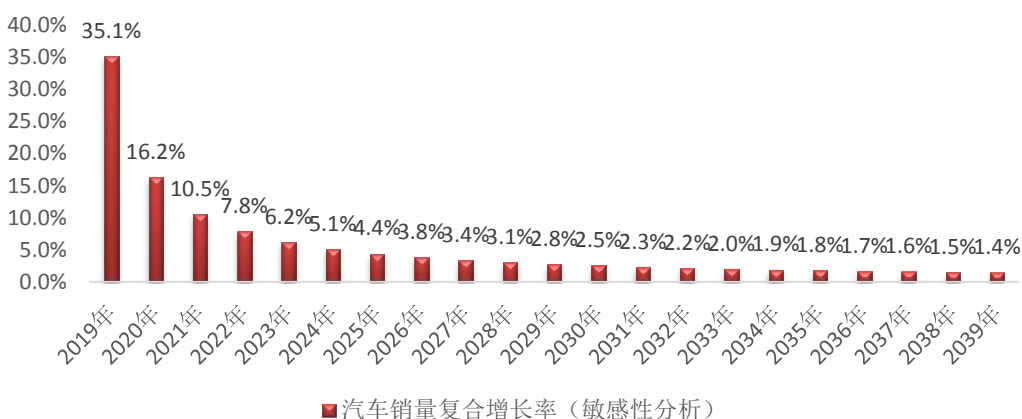
中国汽车销量未到天花板，潜在增速仍然为正。2018 年中国人均实际 GDP 约 0.9 万美元，接近美国 1940s 时的实际人均 GDP 水平，但中国千人汽车保有量约 167 辆，远低于 1940 年美国当时千人保有量 246 辆的水平。随着中国经济不断向前发展，假设人均 GDP 达到 1.5~2.0 万美元时，千人保有量最终达到美国人均实际 GDP 约 1.6 万美元时的 410 辆，届时中国汽车保有量将达到约 5.7 亿辆，按照 15 年更换周期，年销量可达到约 3800 万辆。

图 1：中国当前汽车人均保有量，显著低于人均 GDP 接近时的美国汽车人均保有量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：假设销量天花板约 3800 万辆（保有量约 410 辆/千人），不同年份达到该销量的复合增长率情况

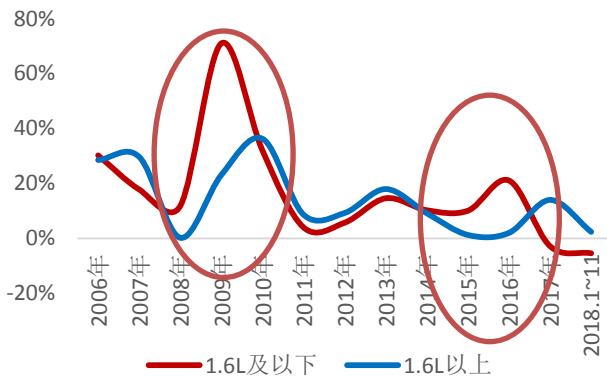


数据来源：Wind，西南证券整理

**2018 年负增长源于多方面因素叠加：提前买、买不起、不敢买。**2018 年负增长，特别是 2018Q4 两位数负增长，是多种因素叠加所致，包括：前期汽车刺激消费政策带来的提前消费产生的基数效应；多种资产价格下跌带来的财富缩水，以及经济承压背景下对未来现金

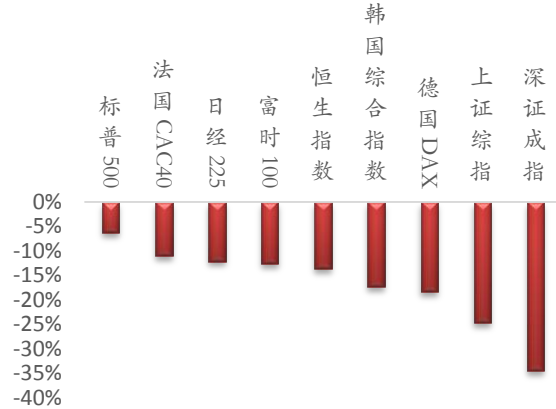
流的谨慎预期，致使需求相对不足；2019年初执行国六排放标准存在预期，消费者2018Q4观望情绪较浓。

图3：刺激期间，1.6L及以下乘用车销量增速更高，透支需求



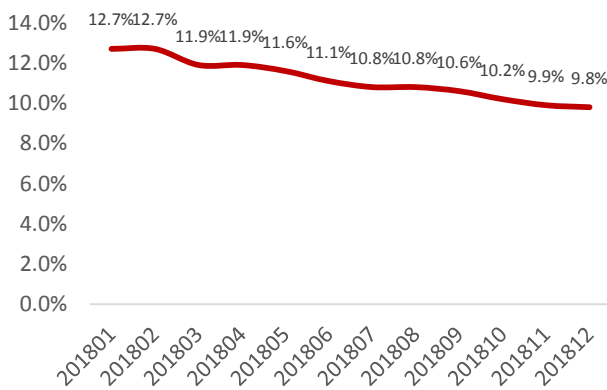
数据来源：Wind，西南证券整理

图4：全球股票市场2018年总体下跌较多，财富缩水



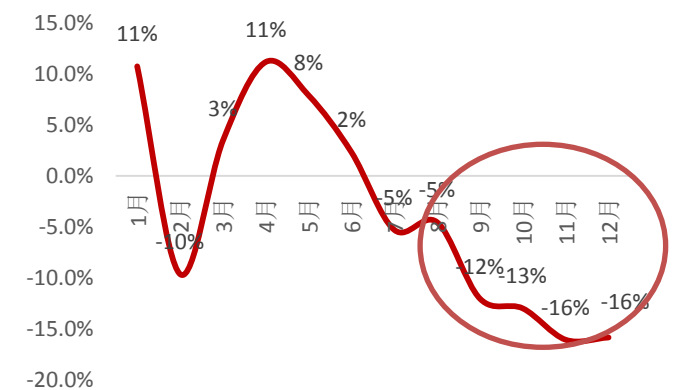
数据来源：Wind，西南证券整理

图5：社融数据总体较差，经济下行压力加大，消费更加谨慎



数据来源：Wind，西南证券整理

图6：2018Q4销量加速下滑，部分源于国六2019年初执行预期



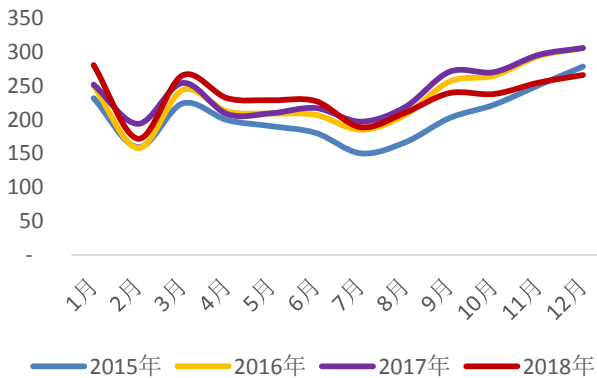
数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 预计2019年将恢复增长，关注汽车消费促进政策

经济稳增长、国六推迟、基数较低，保障汽车销量增速回升。随着经济下行压力加大，政府采取减税降费等多种措施保障经济稳增长，有助于居民消费能力及意愿的提升。国六排放标准推迟执行有助厂商具有充足时间准备产品，供给端改善。同时，2018年总体基数相对较低，特别是2018H2基数较低，亦有助于汽车销量增速回升。

汽车消费促进政策或将出台，加快汽车市场回暖。政府过去使用的促进汽车消费政策主要包括：购置税优惠、节能补贴、汽车下乡等，当前暂时无法判断汽车消费的具体促进措施及效果，但即使不出台汽车消费促进措施，2019H2汽车消费亦有望企稳回升，为此，若出台汽车消费促进政策，将是锦上添花，有望加快汽车市场回暖。预计2019年汽车销量增速约2.0%（中汽协口径）。

图 7：2018 年四季度销量较低，接近 2015Q4 水平



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：经济稳增长措施不断出台，有助于需求回暖



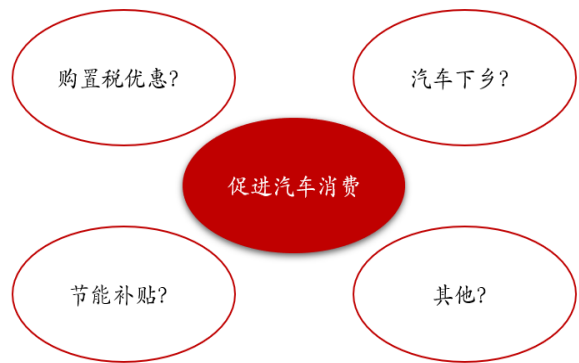
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：国六标准推迟执行有助保障产品供应



数据来源：易车网，西南证券整理

图 10：汽车消费促进政策或将出台，暂不明确具体措施



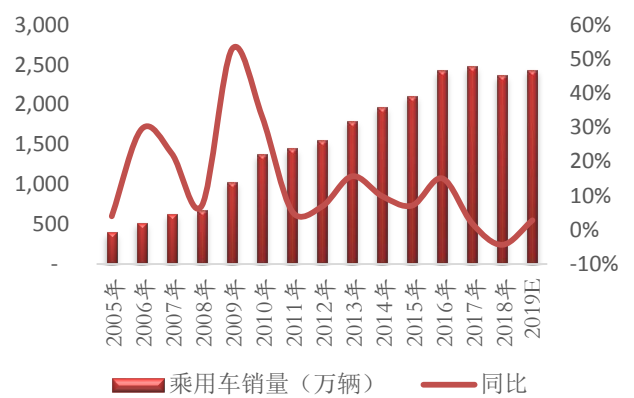
数据来源：西南证券整理

图 11：预计 2019 年汽车销量增速约 2.0%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：预计 2019 年乘用车销量增速约 2.8%



数据来源：Wind，西南证券整理



## 2 促进汽车消费政策对比分析，建议关注农村消费

### 2.1 购置税减半政策效果显著，但是代价较大

2009年、2015年我国两次出台购置税减半政策，短期效果显著。2009年1月开始实行汽车购置税减半，2009年1.6L及以下乘用车销量增速达到71%，2015年Q4再次实行汽车购置税减半优惠政策，2016年全年享受购置税减半优惠，致使2016年1.6L及以下乘用车销量增速达到21%，短期效果十分显著。

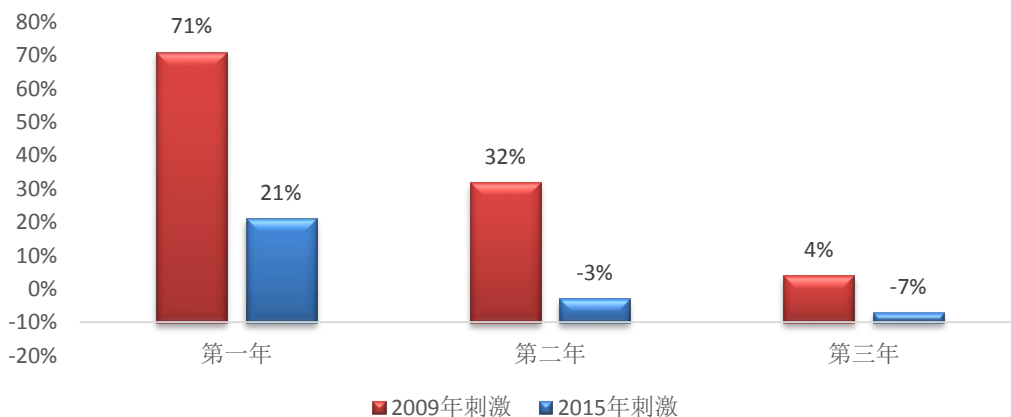
表 1：过去两次购置税优惠政策出台背景梳理

时间	单位	内容
2008/11/20	中汽协	建议扩内需，提出“减免小排量车购置税”方案
2008/11/26	国务院	国务院常务会议：大力支持汽车等九大重点产业发展
2008/12/12	工信部	正在制定针对汽车行业的救市计划，包括对车辆购置税的减免等
2009/1/14	国务院	国务院常务会议：购置税减半+汽车下乡
2011/7/13	中汽协	下半年车市刺激政策出台可能性小
2018/9/21	中汽协	呼吁相关部门不要采取临时性刺激市场措施来发展汽车产业
2015/9/14	中汽协	向政府建议将10%的汽车购置税减半
2015/9/29	国务院	国务院常务会议：购置税减半

数据来源：新浪网，西南证券整理

刺激政策边际效果弱化，刺激效果更加短期。2009年购置税减半政策出台后的第二年、第三年，1.6L及以下乘用车销量增速仍然为正，达到32%、4%，而2015年购置税减半政策出台后的第二年、第三年，1.6L及以下乘用车销量增速转负，分别为-3%、-7%。

图 13：短期刺激效果显著，但边际效果显著减弱

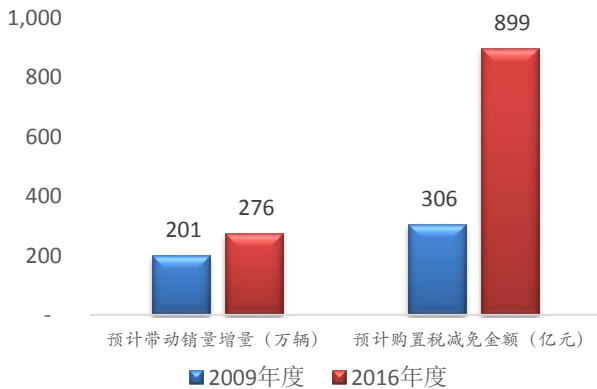


数据来源：Wind，西南证券整理

刺激政策边际效果弱化，刺激代价相比更大。2009年刺激政策预计额外拉动1.6L及以下乘用车销量约201万辆，预计购置税总体减免金额约306亿元（按10万元/车计算）。2015年刺激政策预计额外拉动2016年1.6L及以下乘用车销量约276万辆，预计购置税总体减免金额约899亿元（按12万元/车计算）。2014年、2015年、2016年全国汽车购置税税收收

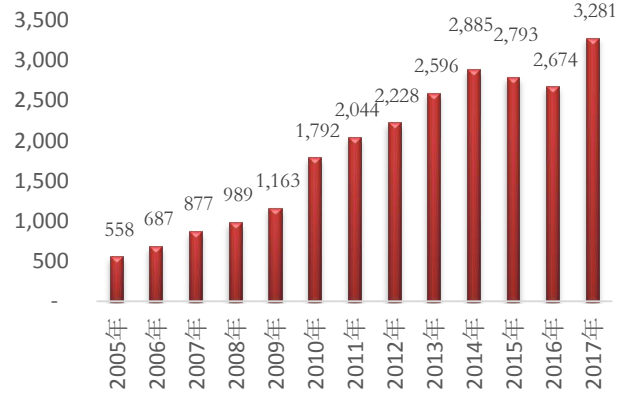
入分别为 2885 亿元、2793 亿元、2674 亿元，显示 2015 年购置税优惠政策致使全国汽车购置税税收收入出现下降。

图 14: 购置税减免金额大幅提升但销量提升幅度不大



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 2015 年刺激政策致使购置税税收收入下降 (亿元)

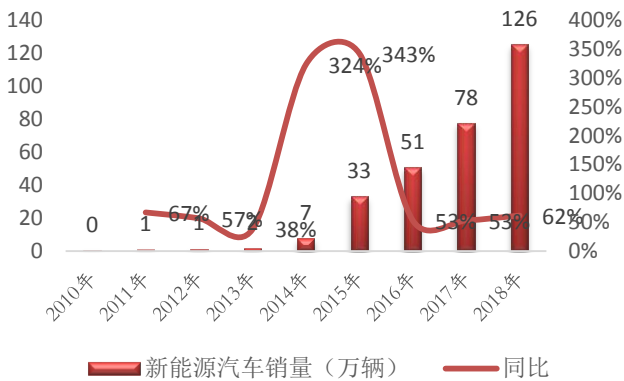


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2.2 节能补贴: 更加侧重供给端

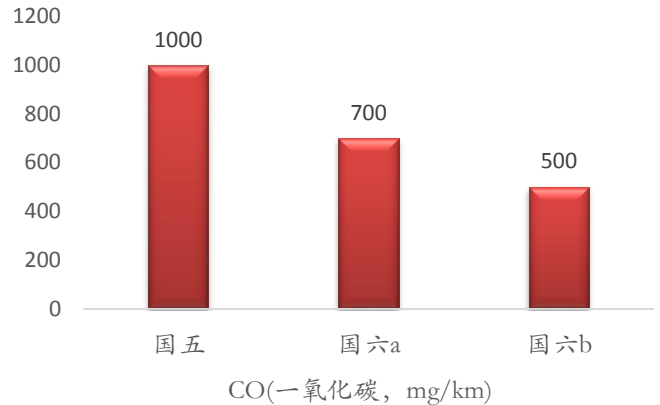
汽车节能减排大势所趋, 侧重新能源与排放标准升级。中国大力发展新能源汽车, 2018 年总体销量达到 126 万辆, 同比增长 62%, 电动化渗透率不断提升。国六相比国五排放标准更加严格, 以一氧化碳排放为例, 国六 a 排放标准相比国五严格 30%。我们认为, 中国通过大力发展新能源汽车以及不断提升排放标准, 促进汽车行业节能减排。

图 16: 新能源汽车销量持续高增长, 突破百万辆



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 国六相比国五排放标准大幅度提升



数据来源: Wind, 西南证券整理

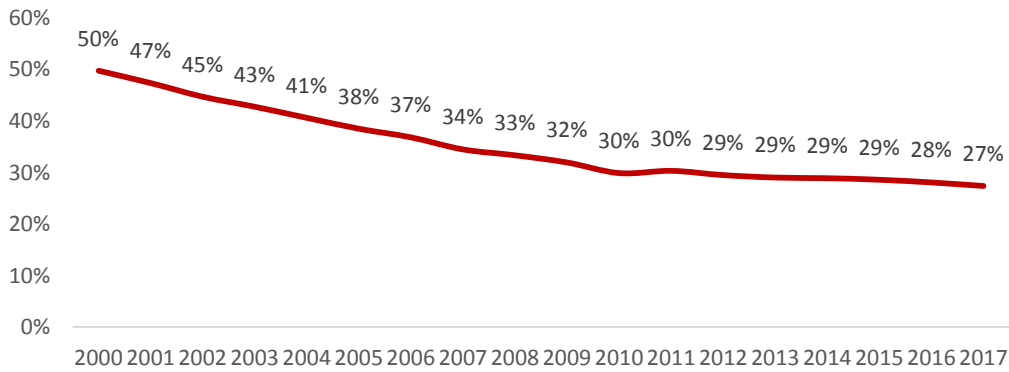
## 2.3 农村市场存在较大空间, 消费潜力大

农村市场空间较大, 农村居民消费水平提升, 汽车消费潜力较大。2017 年农村市场消费支出占比为 27%, 空间较大, 并且农村居民消费水平不断提升, 2017 年农村居民消费水平约为城镇居民消费水平的 37%, 占比呈上升趋势。我们认为, 农村地区汽车保有量具有较



大提升空间，农村居民价格敏感性更高，若政策侧重促进农村汽车消费，或将有效提升农村汽车市场销量。

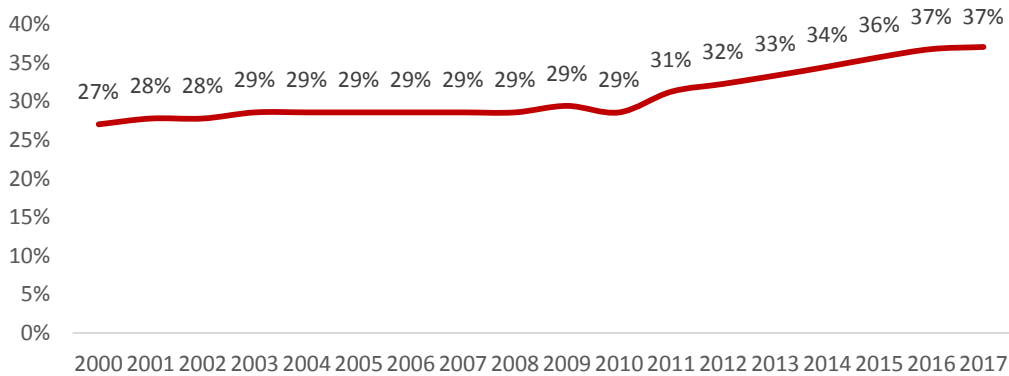
图 18：农村市场消费支出占比虽然下降，但仍高达约 1/4，市场空间较大



城乡居民消费支出对比：城镇居民=1

数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：农村消费水平相对更低，但消费水平提升更快



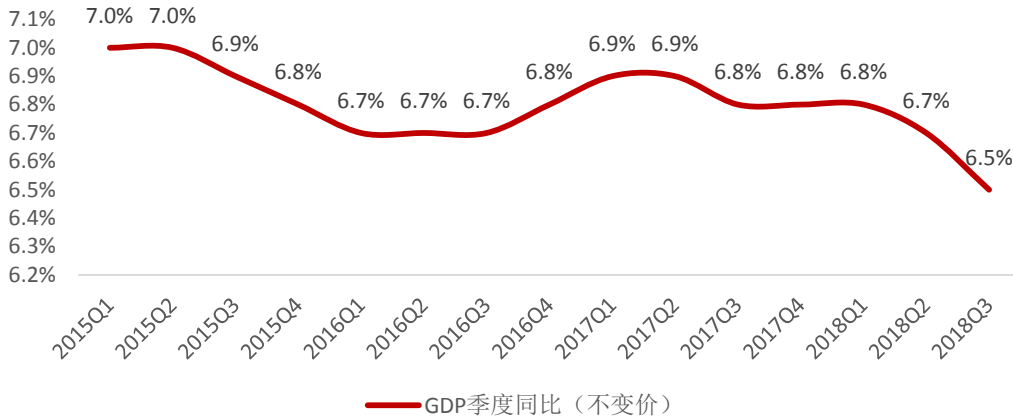
城乡消费水平对比：城镇居民=1

数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 经济下行压力加大，促进汽车消费有助经济企稳

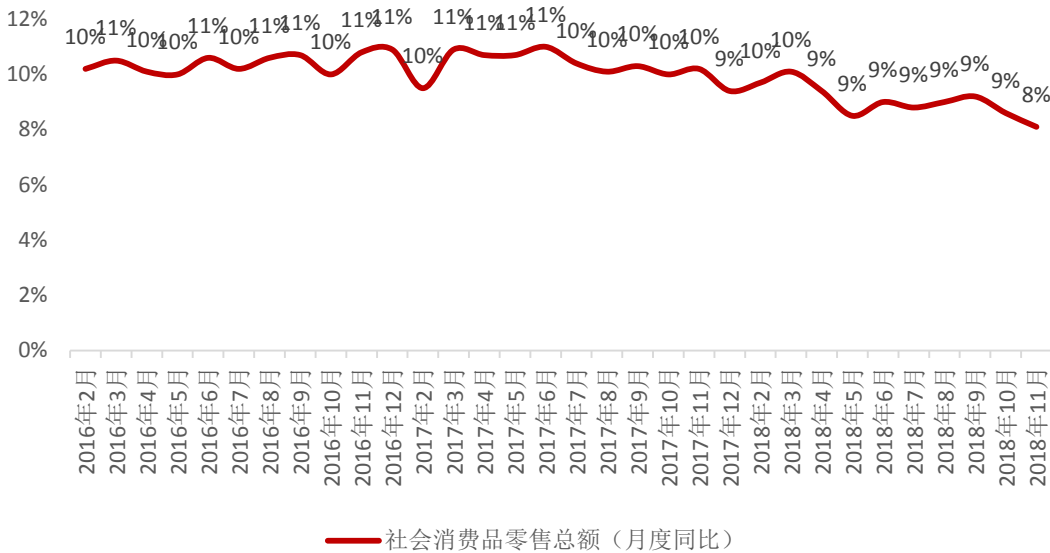
经济下行压力加大，GDP 增速下降，消费总额增速下行。2018 年 Q1、Q2、Q3 我国 GDP 增速分别为 6.8%、6.7%、6.5%，2018 年 9 月、10 月、11 月全国社会消费品零售总额增速分别为 9.2%、8.6%、8.1%，其中汽车消费增速分别为-7.1%、-6.4%、-10.0%，成为拉低全国社会消费品零售总额增速的重要因素。

图 20：经济下行压力加大，GDP 增速下降



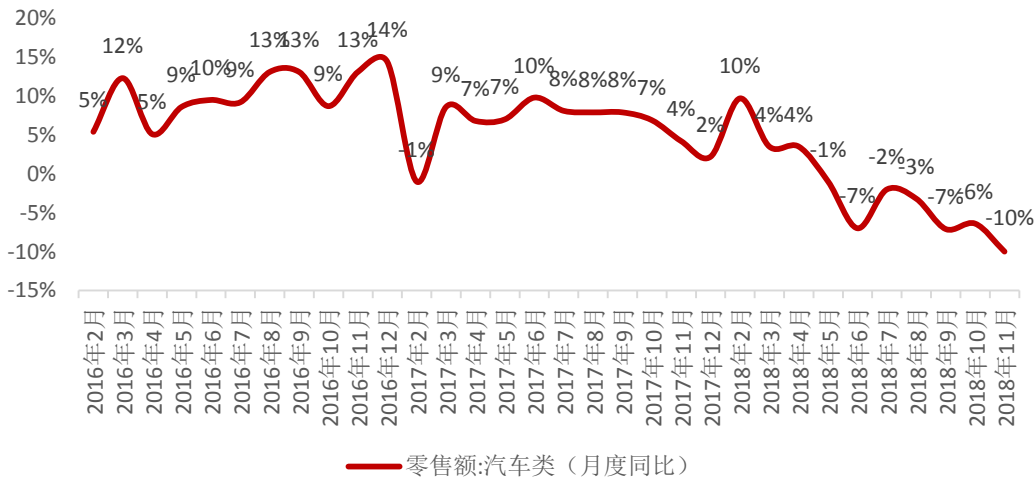
数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：社会消费品零售总额增速下行



数据来源：Wind，西南证券整理

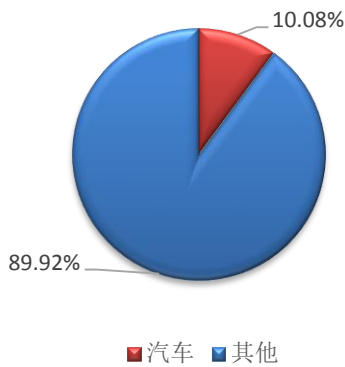
图 22: 汽车零售额月度增速持续负增长



数据来源: Wind, 西南证券整理

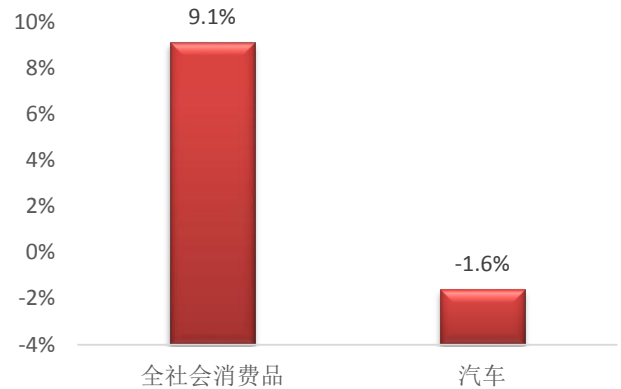
汽车消费占比高达 10%，稳定汽车消费，有助经济企稳。2018 年前 11 月汽车零售总额高达 3.48 万亿元，占比达 10.08%，并且，汽车行业产业链较长，附加值高，对整体经济的影响较大。由于汽车需求疲软，2018 年前 11 月汽车零售总额同比-1.6%，拉低全社会消费品零售总额约 1.35 个百分点，经济下行压力加大。为此，稳定汽车消费，提升全社会消费水平，缓解经济下行压力，有助经济企稳。

图 23: 社会消费品零售总额中, 2018 前 11 月汽车占比达到 10%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 2018 年前 11 月汽车零售总额同比-1.6%，拉低消费



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4 投资建议

汽车板块总体估值处于历史低位，基本面有望企稳回升，重点关注弹性较大标的及行业龙头企业：

- 1) 长安汽车：PB 仅 0.77 倍，“主力车型换代+林肯国产”强产品周期将至，否极泰来；
- 2) 上汽集团：自主给力，合资回暖，发展稳健的带盾骑士；
- 3) 比亚迪：新能源龙头，景气度向上；
- 4) 广汽集团：自主强者，迎来日系较强周期。

表 2：重点关注公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
000625.SZ	长安汽车	7.49	增持	1.49	0.09	0.43	5	83	17
600104.SH	上汽集团	25.03	买入	2.95	3.30	3.59	8	8	7
002594.SZ	比亚迪	47.49	增持	1.49	1.08	1.33	32	44	36
601238.SH	广汽集团	10.27	买入	1.05	1.22	1.43	10	8	7

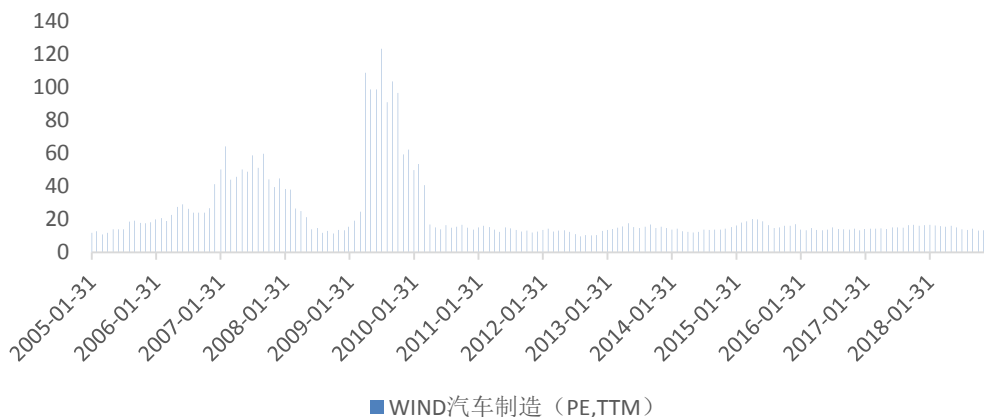
数据来源：Wind，西南证券

表 3：汽车当前估值相比 2005 年以来中位数更低

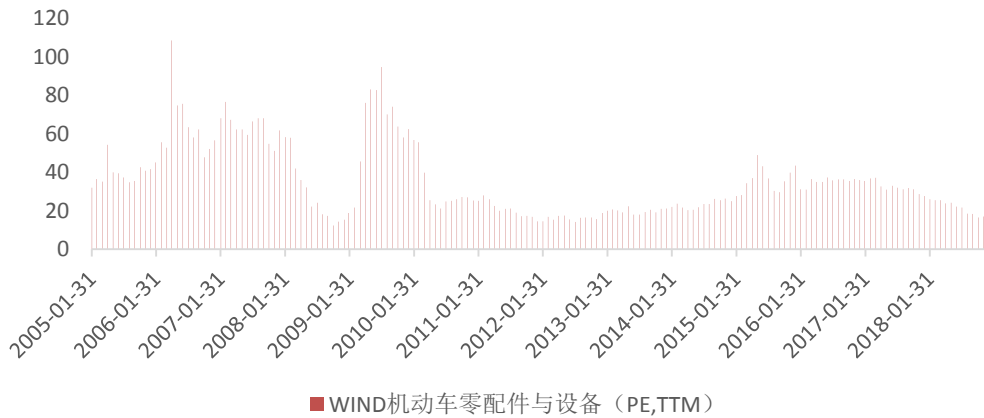
	WIND 汽车制造 (PE,TTM)	WIND 机动车零配件及设备 (PE,TTM)
最大	123.45	108.43
最小	9.69	12.25
中值	15.00	30.49
2019.1.17	13.10	16.90

数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：2005 年以来整车估值走势，当前 PE (TTM) 为 13.1 倍，处于相对低位



数据来源：Wind，西南证券整理

**图 26：2005 年以来零配件估值走势，当前 PE（TTM）为 16.9 倍，处于相对低位**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

（1）销量不及预期风险。当前汽车消费按周已经同比转正，但后续需求能否企稳回升仍取决于宏观经济环境、行业政策等多方面因素，尽管汽车消费促进政策或将出台，但具体措施仍然不明确，存在需求不及预期，销量不及预期风险。

（2）盈利能力不及预期风险。汽车市场竞争加剧，厂商库存压力加大，存在通过价格竞争加大去库存力度，致使盈利能力不及预期风险。

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn