

# 汽车行业：19 年数据点评系列之五

1 月国内乘用车终端销量同比增长 24.9%，19 年需求复苏得到验证

## ● 1 月国内乘用车终端、批发（剔除出口）增速分别为 24.9%、-17.9%

根据中汽协、终端实销数，19 年 1 月国内乘用车终端销售 265 万辆，同比增长 24.9%；批发销量（剔除出口）197 万辆，同比下降 17.9%。我们在年度策略报告中强调，由于购置税优惠政策退出影响的逻辑是短期影响大、长期没有影响，参考 09-12 年汽车行业政策周期，19 年乘用车终端销量不依靠刺激政策自身也蕴含着复苏的可能，估计 19 年乘用车终端增速或达 5%-10%，而 19 年乘用车批发销量由于去库存仍或负增长。

## ● 1 月终端销量剔除春节因素仍正增长，19 年需求反弹得到进一步验证

1 月乘用车终端同比大幅增长尽管与春节因素有关，但剔除春节因素终端销量仍明显正增长。18 年 1 月狭义乘用车终端销量占 1 季度的 40.0%，若假设 19 年 1 月这一比值为 45.6%（历史上与 19 年类似春节在 2 月初的 08/11/16 年 1 月狭义乘用车终端销量占 1 季度比重分别为 45.3%/44.2%/47.1%，均值为 45.6%），则春节因素会带来约 14% 左右的增长。剔除春节扰动后，1 月乘用车终端销量仍或有 10% 左右的增长，而考虑到 1 月份刺激政策出台预期带来的观望情绪，潜在的乘用车终端需求可能好于实际情况。

我们前期报告强调，尽管 18 年 4 季度乘用车终端销量同比显著下滑，但环比却没有恶化的迹象：18 年 4 季度狭义乘用车终端销量相比没有中美贸易战等因素影响的 1 季度增长 14.5%，显著好于历史上正常年份（06、07、13、14 年）0.5% 的均值，也好于政策周期类似的 11 年的 10.8%，1 月终端销量剔除春节扰动仍有增长，19 年需求反弹得到进一步验证。展望 1 季度，在全年终端增速分别为 5%、10% 假设下，若 19Q1 狭义乘用车终端销量占全年比重与政策周期类似的 12 年一致，则预计 1 季度同比增速分别为 7.3%、12.5%。

## ● 1 月乘用车行业渠道库存大幅下降，企业库存已连续下降 6 个月

1 月乘用车行业库存压力有所缓解。得益于终端需求同比大幅增长及批发销量明显下滑，1 月乘用车渠道库存下降 68 万辆；1 月企业库存水平小幅下降 3 万辆，是自 18 年 8 月以来连续 6 个月持续下降。我们认为目前处于主动去库存的开始，国五升国六等环保政策使得车企主动去库存的动力很强，库存结构也将进一步调整，1 月份乘用车产量的负增长、库存的去化验证了我们前期的判断。我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能是 19 年 2、3 季度，届时有望迎来需求周期、库存周期和估值的三因子共振。

## ● 投资建议

在考虑温和的刺激政策背景下，19 年行业将加速去库存进程，库存去化后盈利能力有望迎来改善，乘用车板块我们推荐业绩稳定增长、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）。

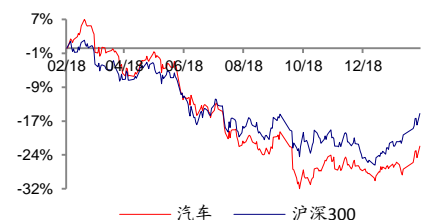
## ● 风险提示

宏观经济不及预期；汽车行业景气度不及预期；乘用车行业竞争加剧。

## 行业评级

前次评级 买入  
 报告日期 2019-02-20

## 相对市场表现



分析师：张乐  
 SAC 执证号：S0260512030010  
 021-60750618  
 gfzhangle@gf.com.cn

分析师：闫俊刚  
 SAC 执证号：S0260516010001  
 021-60750621  
 yanjungang@gf.com.cn

分析师：唐哲  
 SAC 执证号：S0260516090003  
 SFC CE No. BMV323  
 021-60750621  
 tangzhe@gf.com.cn

分析师：刘智琪  
 SAC 执证号：S0260518080002  
 021-60750604  
 liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、刘智琪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：18 年 12 月乘用车销量综述：4 季度终端销量环比表现强势 2019-01-16

汽车及汽车零部件行业：2019 年年度策略：至暗即至明，19 年将迎未来三年最好布局期 2018-11-24

汽车及汽车零部件行业：从库存周期看目前乘用车所处阶段 2018-09-14

联系人：李爽 021-60750604  
 fzlshuang@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/19	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
上汽集团	600104.SH	买入	CNY	27.62	-	3.21	3.38	8.6	8.2	5.4	4.2	16.7	16.5
华域汽车	600741.SH	买入	CNY	20.24	-	2.61	2.30	7.7	8.8	6.3	4.3	17.9	14.6
广汽集团	601238.SH	买入	CNY	11.19	-	1.27	1.47	8.8	7.6	7.4	4.6	15.3	15.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

1月国内乘用车终端、批发（剔除出口）增速分别为 24.9%、-17.9% .....	5
1月终端销量剔除春节因素仍正增长，19年需求反弹得到进一步验证 .....	5
1月乘用车行业渠道库存大幅下降，企业库存已连续下降6个月 .....	8
投资建议 .....	9
风险提示 .....	9

## 图表索引

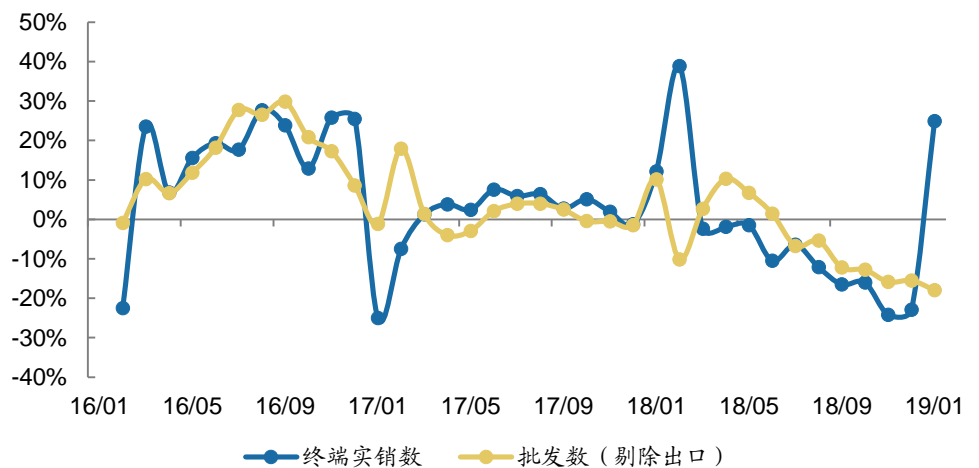
图 1: 乘用车批发销量 (剔除出口)、终端实销数同比增速.....	5
图 2: 乘用车渠道库存增加值 (万辆) .....	9
图 3: 乘用车企业库存增加值 (万辆) .....	9
表 1: 2019 年 1 月狭义乘用车终端销量占 19 年 1 季度可能的比例测算.....	6
表 2: 06-18 年狭义乘用车 4 季度终端数据相比 1 季度情况 .....	6
表 3: 根据 06-18 年狭义乘用车 Q1 占全年比重测算 19Q1 同比增速.....	7
表 4: 根据 06-18 年狭义乘用车 1 月份占 1 季度比重测算 19Q1 同比增速.....	7
表 5: 2019 年 1-3 月狭义乘用车可能的终端销量增速测算.....	8

## 1 月国内乘用车终端、批发（剔除出口）增速分别为 24.9%、-17.9%

数据口径说明：本报告如未作特殊说明，乘用车指的是轿车、SUV、MPV、交叉型乘用车之和，狭义乘用车指的是乘用车剔除交叉型乘用车。

根据中汽协、终端实销数，19年1月国内乘用车终端销售265万辆，同比增长24.9%；批发销量（剔除出口）197万辆，同比下降17.9%。我们在年度策略报告中强调，由于购置税优惠政策退出影响的逻辑是短期影响大、长期没有影响，参考09-12年汽车行业政策周期，19年乘用车终端销量不依靠刺激政策自身也蕴含着复苏的可能，估计19年乘用车终端增速或达5%-10%，而19年乘用车批发销量由于去库存仍或负增长。

图1：乘用车批发销量（剔除出口）、终端实销数同比增速



数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

## 1 月终端销量剔除春节因素仍正增长，19 年需求反弹得到进一步验证

1月乘用车终端同比大幅增长尽管与春节因素有关，但剔除春节因素终端销量仍明显正增长。18年1月狭义乘用车终端销量占1季度的40.0%，若假设19年1月这一比值为45.6%（历史上与19年类似、春节在2月初的08/11/16年1月狭义乘用车终端销量占1季度比重分别为45.3%/44.2%/47.1%，均值为45.6%），则春节因素会带来约14%左右的增长。剔除春节扰动后，1月乘用车终端销量仍或有10%左右的增长，而考虑到1月份刺激政策出台预期带来的观望情绪，潜在的乘用车终端需求可

能好于实际情况。

表 1: 2019年1月狭义乘用车终端销量占19年1季度可能的比例测算

年份	春节日期	M1/Q1	M2/Q1	M3/Q1	(M1+M2)/Q1
2006年	1月29日	41.0%	23.1%	35.9%	64.1%
2007年	2月18日	40.9%	28.5%	30.6%	69.4%
2008年	2月7日	45.3%	23.1%	31.5%	68.5%
2009年	1月26日	33.3%	32.6%	34.1%	65.9%
2010年	2月14日	39.3%	26.2%	34.5%	65.5%
2011年	2月3日	44.2%	20.1%	35.7%	64.3%
2012年	1月23日	38.4%	30.5%	31.1%	68.9%
2013年	2月10日	50.0%	22.9%	27.1%	72.9%
2014年	1月31日	50.6%	21.6%	27.8%	72.2%
2015年	2月19日	43.1%	30.6%	26.3%	73.7%
2016年	2月8日	47.1%	22.3%	30.6%	69.3%
2017年	1月28日	40.6%	23.7%	35.7%	64.3%
2018年	2月16日	40.0%	29.4%	30.6%	69.4%
<b>2019年测算(假设为08、11、16年均值)</b>	<b>2月5日</b>	<b>45.6%</b>	<b>21.8%</b>	<b>32.6%</b>	<b>67.4%</b>

数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

我们前期报告强调, 尽管18年4季度乘用车终端销量同比显著下滑, 但环比却没有恶化的迹象: 18年4季度狭义乘用车终端销量相比没有中美贸易战等因素影响的1季度增长14.5%, 显著好于历史上正常年份(06、07、13、14年) 0.5%的均值, 也好于政策周期类似的11年的10.8%, 1月终端销量剔除春节扰动仍有增长, 19年需求反弹得到进一步验证。

表 2: 06-18年狭义乘用车4季度终端数据相比1季度情况

年份	Q1 终端/万台	Q4 终端/万台	Q4 较 Q1	非正常年份情况说明
2006	94.6	95.6	1.1%	
2007	119.7	112.3	-6.1%	
2008	145.2	117.6	-19.0%	下半年受金融危机影响
2009	170.9	242.8	42.1%	刺激政策退坡, 年末透支次年需求
2010	220.1	323.4	46.9%	刺激政策退出, 年末透支次年需求
<b>2011</b>	<b>247.6</b>	<b>274.2</b>	<b>10.8%</b>	
2012	304.2	327.1	7.5%	
2013	362.0	375.3	3.7%	
2014	409.1	417.0	1.9%	
2015	483.4	605.9	25.3%	购置税优惠刺激政策 10月起实施

2016	523.2	751.9	43.7%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2017	461.5	765.8	66.0%	刺激政策退出，年末透支次年需求
<b>2018</b>	<b>526.5</b>	<b>602.6</b>	<b>14.5%</b>	
<b>06-07、13-14 平均</b>			<b>0.5%</b>	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

展望1季度，在全年终端增速分别为5%、10%假设下，若19Q1狭义乘用车终端销量占全年比重与政策周期类似的12年一致，则预计19Q1同比增速分别为7.3%、12.5%。

表 3：根据06-18年狭义乘用车Q1占全年比重测算19Q1同比增速

	Q1 占比	测算 2019Q1 同比增速	
		假设狭义乘用车全年终端增速 5%	假设狭义乘用车全年终端增速 10%
2012 年	25.4%	7.3%	12.5%
06-18 年平均	24.3%	3.0%	7.9%
06-18 年最大值	28.6%	21.0%	26.8%
06-18 年最小值	19.9%	-15.5%	-11.5%
06-18 年中位数	24.9%	5.6%	10.6%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

若按照历史上1月占1季度销量比重的数据进行测算，假设19年1月占1季度比重分别为45.3%、44.2%、47.1%（对应年份为08、11、16年，均为春节在2月上旬），则预计19年1季度狭义乘用车同比增速分别为10.5%、13.2%、6.3%。

表 4：根据06-18年狭义乘用车1月份占1季度比重测算19Q1同比增速

年份	春节日期	1 月份占 1 季度比重	根据 19 年 1 月终端销量测算 1 季度增速
<b>春节在 1 月下旬</b>			
2006 年	1 月 29 日	41.0%	22.2%
2009 年	1 月 26 日	33.3%	50.5%
2012 年	1 月 23 日	38.4%	30.3%
2014 年	1 月 31 日	50.6%	-1.1%
2017 年	1 月 28 日	40.6%	23.4%
<b>春节在 2 月上旬</b>			
2008 年	2 月 7 日	45.3%	10.5%
2011 年	2 月 3 日	44.2%	13.2%
2016 年	2 月 8 日	47.1%	6.3%
2019 年	2 月 5 日	-	-
<b>春节在 2 月下旬</b>			
2007 年	2 月 18 日	40.9%	22.5%
2010 年	2 月 14 日	39.3%	27.4%



2013年	2月10日	50.0%	0.1%
2015年	2月19日	43.4%	15.3%
2018年	2月16日	40.0%	25.1%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

我们根据表1对19年1-3月终端销量占19年1季度比例测算情况，测算了19年1-3月可能的单月终端销量。根据我们的测算，在全年终端销量5%、10%的同比增速假设下，19年1月份终端销量增速分别为21.3%、27.3%，2月份终端销量增速分别为-20.1%、-16.3%，1、2月份终端累计销量增速分别为3.8%、8.7%。

表 5: 2019年1-3月狭义乘用车可能的终端销量增速测算

月份	假设 19 年终端同比增速	该月份终端销量同比
19M1	5%	21.3%
	10%	27.1%
19M2	5%	-20.1%
	10%	-16.3%
19M3	5%	13.4%
	10%	18.8%
19M1+M2	5%	3.8%
	10%	8.7%

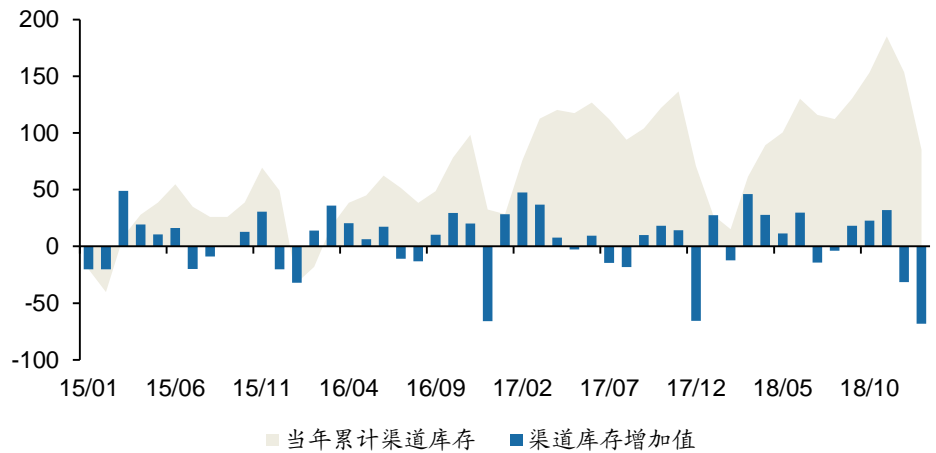
数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

## 1月乘用车行业渠道库存大幅下降，企业库存已连续下降6个月

1月乘用车行业库存压力有所缓解。得益于终端需求同比大幅增长及批发销量明显下滑，1月乘用车渠道库存下降68万辆；1月企业库存水平小幅下降3万辆，是自18年8月以来连续6个月持续下降。我们认为目前处于主动去库存的开始，国五升国六等环保政策使得车企主动去库存的动力很强，库存结构也将进一步调整，1月份乘用车产量的负增长、库存的去化验证了我们前期的判断。我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能是19年2、3季度，届时有望迎来需求周期、库存周期和估值的三因子共振。

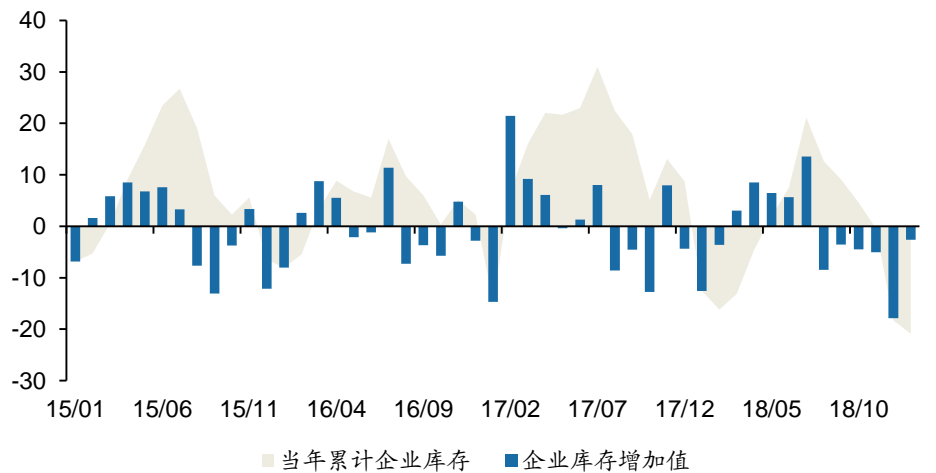


图2: 乘用车渠道库存增加值 (万辆)



数据来源: 中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

图3: 乘用车企业库存增加值 (万辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

## 投资建议

在考虑温和的刺激政策背景下，19年行业将加速去库存进程，库存去化后盈利能力有望迎来改善，乘用车板块我们推荐业绩稳定增长、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）。

## 风险提示

宏观经济不及预期；汽车行业景气度不及预期；乘用车行业竞争加剧。

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，8年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名，金牛奖评比中多次上榜和入围；2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：资深分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，4 年卖方研究经验，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲**：资深分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽**：联系人，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。