

商乘销量分化显现，新能源车继续高歌

——2019年2月汽车销量跟踪报告

行业动态

◆汽车市场：2月销量148.2万辆，同比-13.8%/环比-37.4%

受春节假期影响，2月汽车销量同比环比均下滑。综合1月和2月数据，2019年1-2月累计销售汽车385.2万辆，同比-14.9%。其中，乘用车同比下滑，商用车同比增长。乘用车累计销售324.3万辆，同比-17.5%；商用车累计销售60.8万辆，同比+2.0%。4类乘用车负增速维持稳定，货车销量呈现增长，客车负增速持续收窄。

◆新能源车：2月销量5.3万辆，同比+53.6%/环比-44.8%

2019年2月，国内新能源汽车销量为5.3万辆，同比+53.6%，环比-44.8%。受春节假期影响，2月份新能源汽车产销量环比负增长，但同比增速较快。2019年2月，国内纯电动乘用车销量为3.7万辆，同比+72.2%，环比-43.4%；插电混动乘用车销量为1.3万辆，同比+15.1%，环比-37.1%。2月份纯电动乘用车同比增速高于插混乘用车。

◆动力电池：装机同比高增长

2019年2月，国内动力电池装机量为2.24Gwh，同比增长118%。总体来看，2月新能源乘用车和客车装机量同比大幅增长143%和49%；三元电池装机量和钛酸锂电池装机量同比大幅增长170%和148%，磷酸铁锂电池同比下降5%。

◆投资建议：

中汽协和乘联会乘用车批发销量口径下显示行业依然处于主动去库阶段。当前演绎的春躁行情，即板块估值抢跑行业基本面复苏，这一抢跑的触发因素是金融指标的拐点而非汽车零售数据的企稳回升。我们预计汽车行业到一季度前都无法确认萧条至复苏期的切换，而从主动去库到主动补库的时间预计会长于历史均值。在我们最近发布的研报《光大汽车时钟解构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列二》中，我们认为春躁行情切换到趋势行情存疑，板块二、三季度或会出现折返跑。随着经济下行的风险释放得到确认，作为早周期的汽车行业或会开启被动去库过程，届时有望出现下一轮汽车周期中板块更好的配置机会。

A股汽车方面：春躁兑现期，建议关注行业龙头上汽集团和潍柴动力的估值修复性机会。港股汽车方面：建议关注广汽集团、以及需求若复苏弹性较大的吉利汽车/长城汽车。

新能源乘用车高端化趋势下，建议关注宁德时代；考虑补贴退坡趋势下的经济性，建议关注国轩高科。

◆风险分析：

行业增长不及预期，宏观经济因素的扰动，去库存不达预期产能过剩，促进汽车消费政策不及预期，新能源汽车政策变化带来负面影响，新能源汽车技术更新风险等。

中性（维持）

分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)
021-52523869
shaoj@ebscn.com

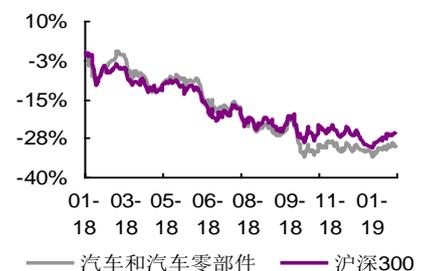
殷磊 (执业证书编号：S0930515070001)
021-52523802
vinl@ebscn.com

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)
021-52523850
mars@ebscn.com

联系人

杨耀先
021-52523656
yangyx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

光大汽车时钟解构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列二
.....2019-03-05
站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录系列一
.....2018-12-20
销量持续下滑，厂商主动去库，新能源汽车迎来开门红——2019年1月汽车销量跟踪报告
.....2019-02-20

目 录

1、 汽车销量继续下滑，乘商市场呈现分化	3
1.1、 总体数据：2月销量 148.2 万辆，同比-13.8%/环比-37.4%	3
1.2、 乘用车：市场维持低迷态势	3
1.3、 商用车：货车销量呈现增长，客车负增速持续收窄	4
2、 2月乘用车厂商持续去库	5
3、 受春节因素影响，新能源汽车产销环比负增长	6
3.1、 总体数据：2月销量 5.3 万辆，同比+53.6%/环比-44.8%	6
3.2、 乘用车：2月 EV/PHEV 乘用车销量同比+72.2%/+15.1%	7
3.3、 商用车：2月销量 0.4 万辆，同比+65.5%/环比-67.6%	8
4、 动力电池装机同比高增长，国轩市占率提升	8
5、 汽车板块估值小幅反弹	11
6、 投资建议	11
7、 风险分析	12

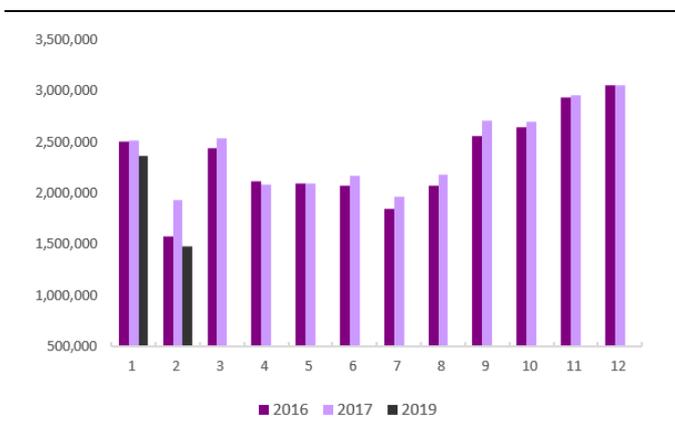
1、汽车销量继续下滑，乘商市场呈现分化

1.1、总体数据：2月销量148.2万辆，同比-13.8%/环比-37.4%

受春节假期影响，2019年2月汽车销售148.2万辆，同比-13.8%，环比-37.4%。其中，乘用车销售121.9万辆，同比-17.4%，环比-39.7%；商用车销售26.2万辆，同比+8.0%，环比-24.3%。

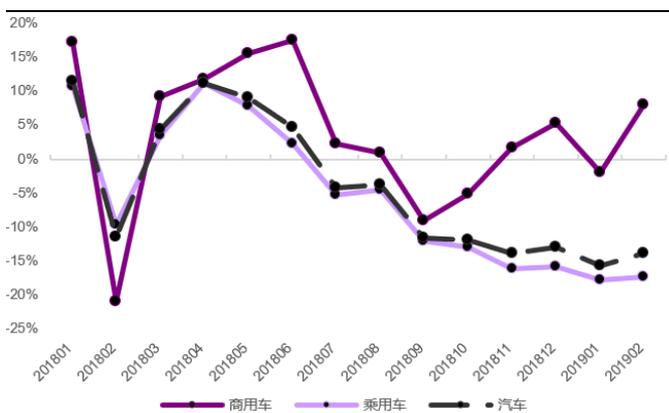
综合1月和2月数据，2019年1-2月累计销售汽车385.2万辆，同比-14.9%。其中，乘用车同比下滑，商用车同比增长。乘用车累计销售324.3万辆，同比-17.5%；商用车累计销售60.8万辆，同比+2.0%。

图1：汽车月度销量（辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图2：汽车月度销量同比增速

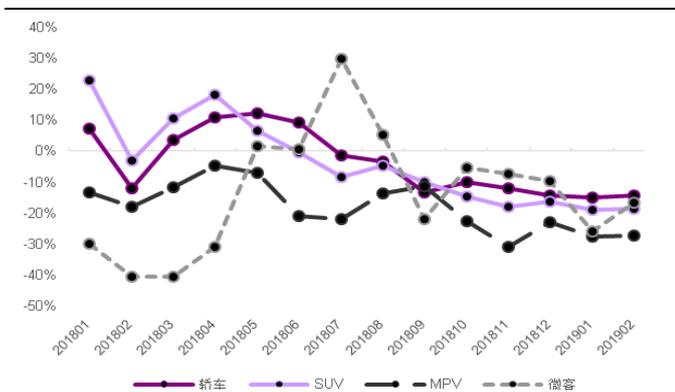


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

1.2、乘用车：市场维持低迷态势

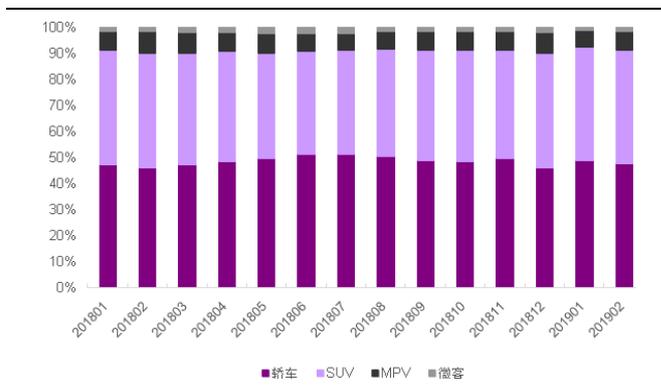
乘用车各车型负增速维持稳定。2月轿车销量58.0万辆，同比-14.4%，环比-41.2%，1-2月累计销量156.6万辆，同比-14.7%；2月SUV销量53.0万辆，同比-18.6%，环比-39.7%，1-2月累计销量141.1万辆，同比-18.6%；2月MPV销量8.8万辆，同比-27.2%，环比-31.7%，1-2月累计销量21.8万辆，同比-27.4%。2月微客销量2.1万辆，同比-16.7%，环比-19.2%，1-2月累计销量4.8万辆，同比-22.1%。

图3：乘用车各车型月度销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图4：乘用车各车型月度销量份额

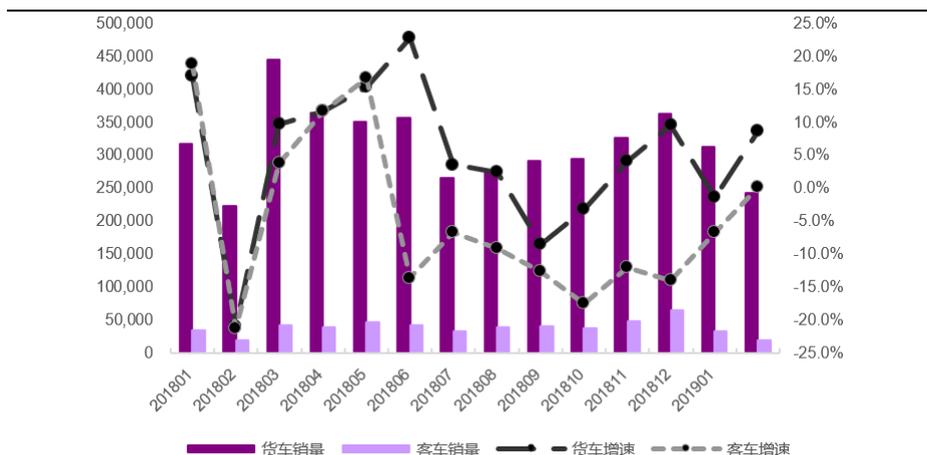


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

1.3、商用车：货车销量呈现增长，客车负增速持续收窄

商用车中，货车销量经历了1月份的调整后同比增速重回上升通道，客车负增速也持续收窄。2月货车销售24.3万辆，同比+8.7%，环比-22.6%，1-2月累计销量55.6万辆，同比+2.6%；2月客车销售1.9万辆，同比+0.1%，环比-40.9%，1-2月累计销量5.2万辆，同比-4.1%。

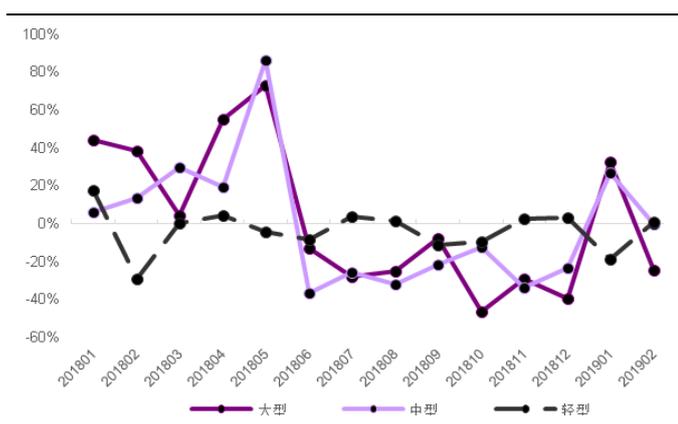
图5：客车货车月度销量（左：辆）及同比增速（右）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

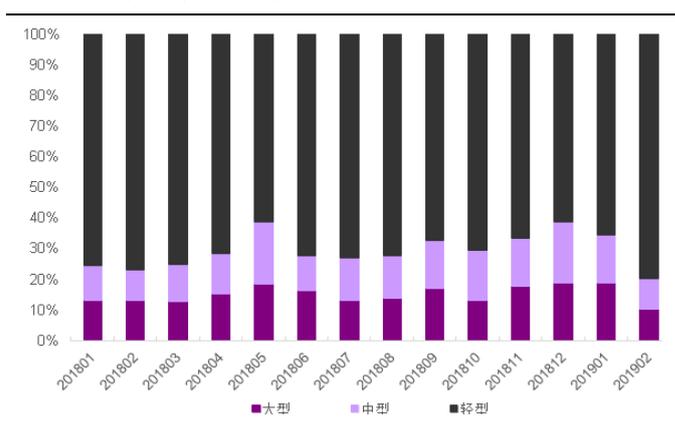
2月份，轻型客车实现同比增长6.3%，大型、中型客车则分别同比下降24.4%、15.1%。1-2月大型客车累计销量0.8万辆，同比+0.1%；中型客车累计销量0.7万辆，同比+0.1%；轻型客车累计销量3.7万辆，同比-0.4%。

图6：客车各车型月度销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

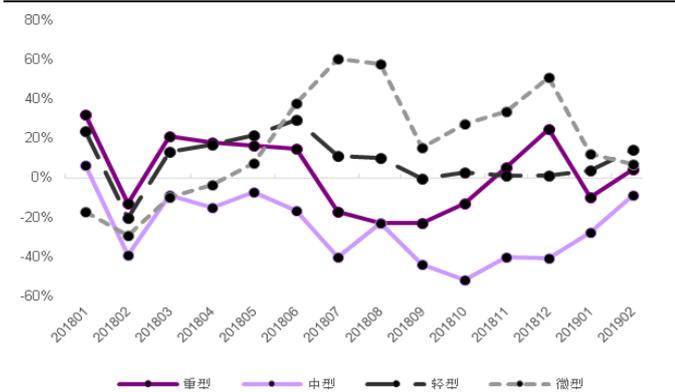
图7：客车各车型月度销量份额



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

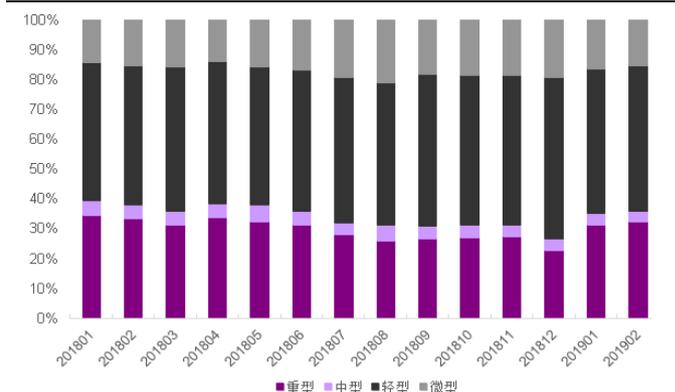
2月份，重型、轻型和微型货车均实现了增长，中型货车继续保持负增长。1-2月份重型货车累计销量17.7万辆，同比-4.2%；中型货车累计销量2.1万辆，同比-20.3%；轻型货车累计销量27.1万辆，同比+1.9%；微型货车累计销量8.8万辆，同比+0.8%。

图 8：货车各车型月度销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 9：货车各车型月度销量份额



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

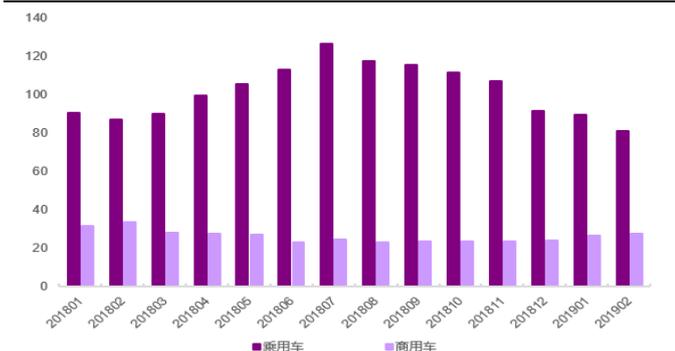
2、2月乘用车厂商持续去库

据中汽协数据，2月末汽车厂商库存较月初-6.4%。其中，乘用车库存保持去化，较月初-9.3%；在销量增长的带动下，商用车库存继续增长，较月初+3.1%。

中国汽车流通协会发布的 2019 年 2 月汽车经销商库存预警指数为 63.6%，环比上升 4.7 个百分点，同比上升 11.3 个百分点，库存预警指数位于警戒线之上。

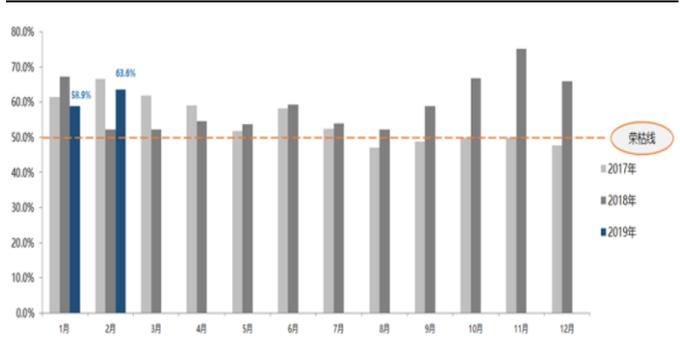
另据乘联会数据，乘用车厂家库存下降 10.6 万辆，渠道库存增长了 0.4 万辆。上游厂商的库存下降部分会使渠道库存增长，去库的过程是逐级传导。整个乘用车市场仍然处在主动去库的阶段。

图 10：厂商月末库存（万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 11：2017-2019 年中国汽车经销商库存预警指数图



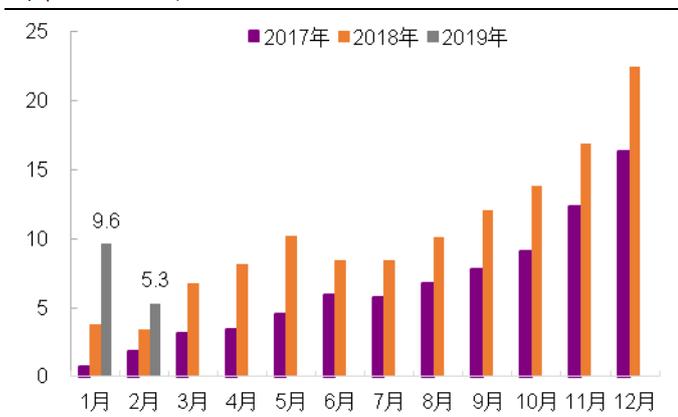
资料来源：中国汽车流通协会

3、受春节因素影响，新能源汽车产销环比负增长

3.1、总体数据：2月销量5.3万辆，同比+53.6%/环比-44.8%

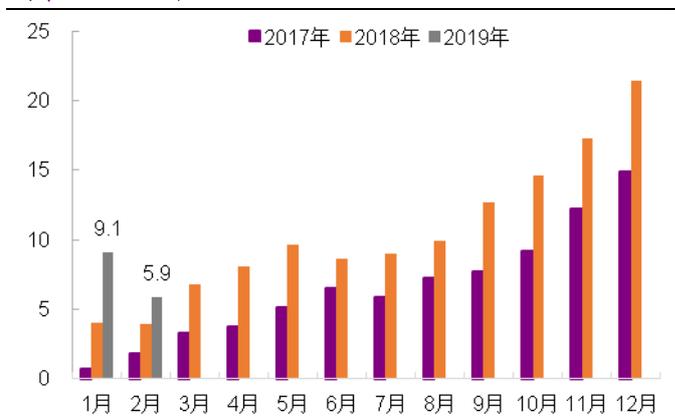
2019年2月，国内新能源汽车销量为5.3万辆，同比+53.6%，环比-44.8%；国内新能源汽车产量为5.9万辆，同比+50.9%，环比-34.9%。总体来看，受春节假期影响，2月份新能源汽车产销量环比负增长，但同比增速较快。

图 12：2017-2019 年 2 月新能源汽车单月销量 (单位：万辆)



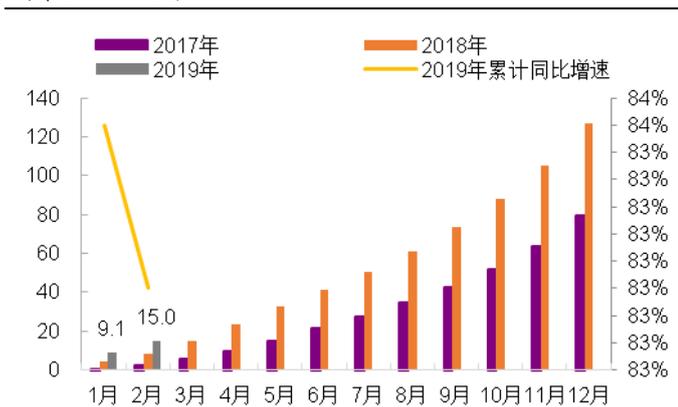
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 13：2017-2019 年 2 月新能源汽车单月产量 (单位：万辆)



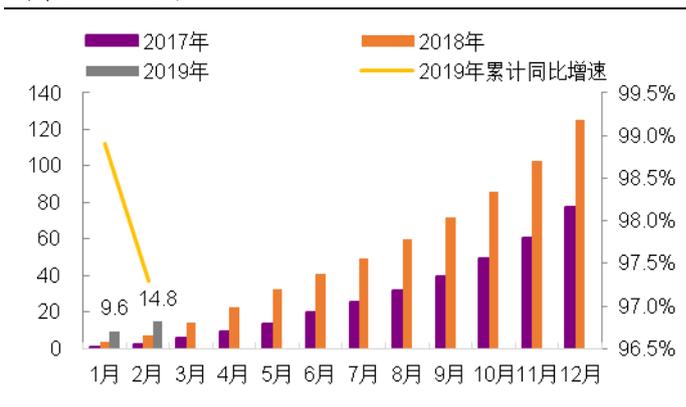
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 14：2017-2019 年 2 月新能源汽车累计销量 (单位：万辆)



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

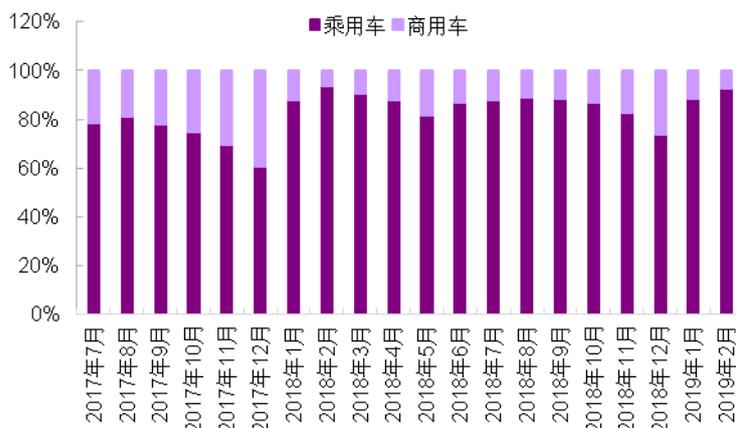
图 15：2017-2019 年 2 月新能源汽车累计产量 (单位：万辆)



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

从销量结构来看，2019年2月国内新能源乘用车销量为4.9万辆，占总销量的比例为92.5%，比2019年1月份的88.5%上升了4pcts；新能源商用车销量为0.4万辆，占总销量的比例为7.6%，比2019年1月份下降了4pcts。

图 16: 2018-2019 年 2 月国内新能源汽车销量结构



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

3.2、乘用车: 2 月 EV/PHEV 乘用车销量同比 +72.2%/+15.1%

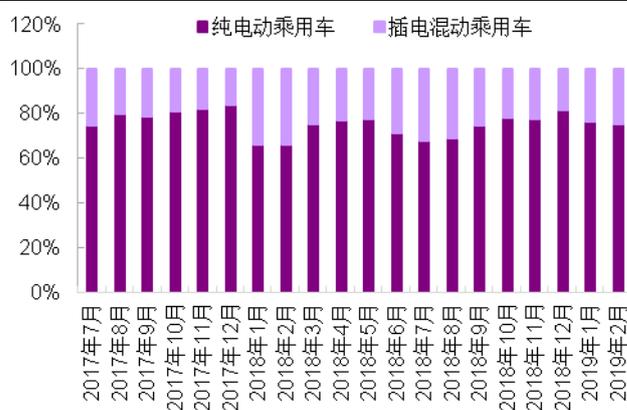
根据中汽协的数据, 2019 年 2 月, 国内纯电动乘用车销量为 3.7 万辆, 同比+72.2%, 环比-43.4%; 插电混动乘用车销量为 1.3 万辆, 同比+15.1%, 环比-37.1%。总体来看, 2 月份纯电动乘用车同比增速高于插混乘用车。

图 17: 2017-2019 年 2 月 EV 乘用车/PHEV 乘用车单月销量 (单位: 万辆)



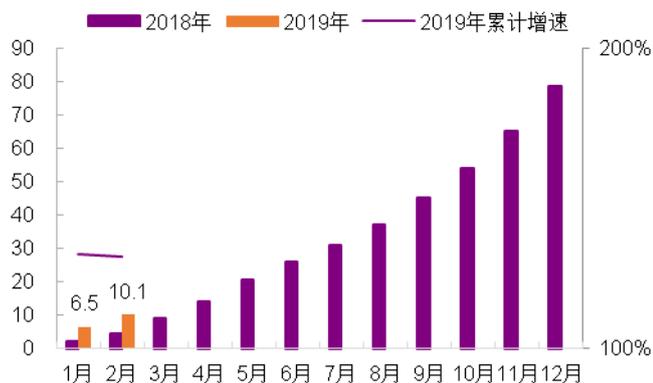
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 18: 2017-2019 年 2 月新能源乘用车单月销量结构



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 19: 2018-2019 年 2 月 EV 乘用车累计销量
(单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 20: 2018-2019 年 2 月 PHEV 乘用车累计销量
(单位: 万辆)

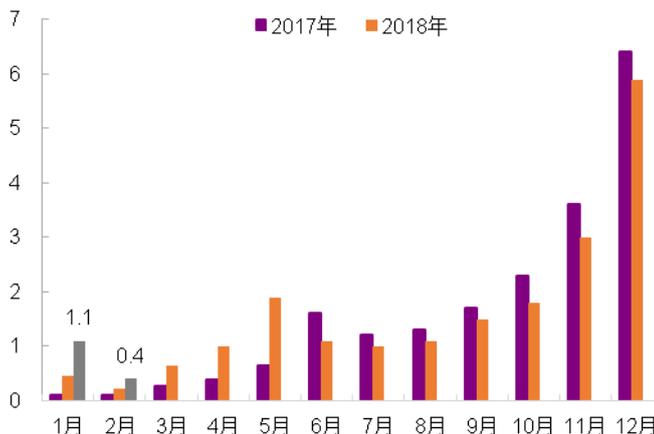


资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

3.3、商用车: 2 月销量 0.4 万辆, 同比+65.5%/环比-67.6%

根据中汽协的数据, 2019 年 2 月, 国内新能源商用车销量为 0.4 万辆, 同比+65.5%, 环比-67.6%。

图 21: 2017 年-2019 年 2 月国内新能源商用车单月销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

4、动力电池装机同比高增长, 国轩市占率提升

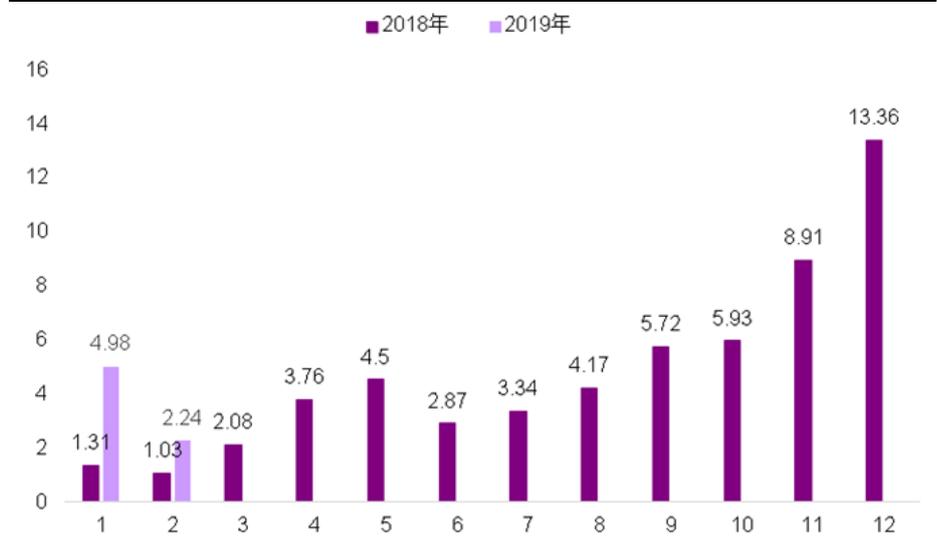
根据高工产研锂电研究院的数据, 2019 年 2 月, 国内动力电池装机量为 2.24Gwh, 同比增长 118%; 2019 年 1 月, 国内动力电池装机量 4.98Gwh, 同比增长 281%。总体来看, 2019 年 2 月, 新能源乘用车和客车装机量同比大幅增长 143% 和 49%; 三元电池装机量和钛酸锂电池装机量同比大幅增长 170% 和 148%, 磷酸铁锂电池同比下降 5%。

分车型来看:

- 乘用车用动力电池: 2019 年 2 月国内新能源乘用车动力电池装机量合计 1.90Gwh, 占比为 84.8%, 同比增长 143%。

- 客车用动力电池：2019年2月国内新能源客车动力电池装机量合计0.29Gwh，占比为12.9%，同比增长49%。
- 专用车用动力电池：2019年2月国内新能源专用车动力电池装机量合计0.05Gwh，占比为2.2%，与去年同期相比基本持平。

图 22：2017-2018 年国内动力电池装机量（单位：Gwh）



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

表 1：2018 年以来国内动力电池装机量月度数据（按车型，单位：Gwh）

	乘用车	客车	专用车	合计
2018年1月	0.69	0.46	0.16	1.31
2018年2月	0.78	0.2	0.05	1.03
2018年3月	1.54	0.45	0.09	2.08
2018年4月	2.28	1.32	0.16	3.76
2018年5月	1.81	2.37	0.32	4.50
2018年6月	1.85	0.82	0.2	2.87
2018年7月	2.35	0.6	0.39	3.34
2018年8月	2.97	0.84	0.36	4.17
2018年9月	3.30	1.87	0.55	5.72
2018年10月	4.03	1.31	0.6	5.94
2018年11月	5.41	2.24	1.26	8.91
2018年12月	6.05	4.85	2.46	13.36
2019年1月	3.53	1.24	0.21	4.98
2019年2月	1.90	0.29	0.05	2.24

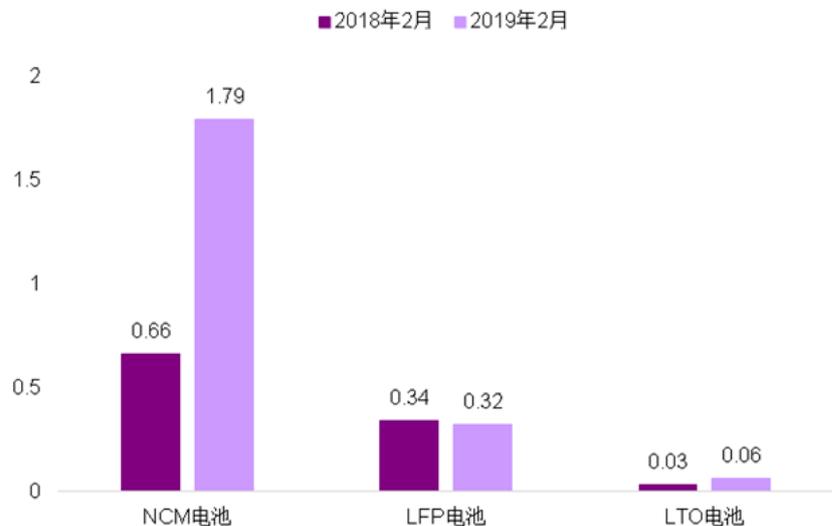
资料来源：GGII，光大证券研究所整理

按照电池技术路线来看：

- 三元电池：2019年2月国内三元动力电池装机量1.79Gwh，同比增长170%。
- 磷酸铁锂电池：2019年2月国内磷酸铁锂动力电池装机量0.32Gwh，同比下降5%。

- 钛酸锂电池：2019年2月国内钛酸锂动力电池装机量 0.06Gwh，同比增长 148%。

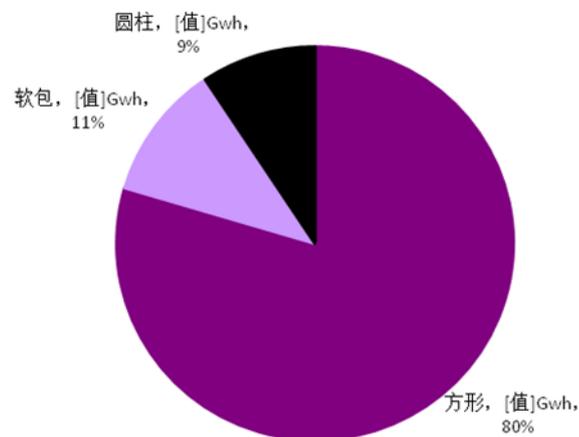
图 23：2019 年 2 月国内动力电池装机量（按技术路线分，单位：Gwh）



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

按照电池形状来看,2019年2月,国内方形动力电池装机量为 1.79Gwh, 占比 80%; 软包动力电池装机量为 0.25Gwh, 占比 11%; 圆柱动力电池装机量为 0.21Gwh, 占比 9%。

图 24：2019 年 2 月国内动力电池装机量（按形状分）



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

2019年2月,动力电池装机量排名前三的企业分别为宁德时代、比亚迪、国轩高科,装机量分别为 1.02/0.58/0.13Gwh,市占率分别为 45.5%/25.9%/5.8%。2019年1月,动力电池装机量排名前三的企业分别为宁德时代、比亚迪、国轩高科,装机量分别为 2.17/1.37/0.19Gwh,市占率分别为 43.6%/27.5%/3.8%。总体来看,装机量排名前三的宁德时代、比亚迪、国轩高科市场份额继续领先,且龙头份额不断提升。

表 2: 2018-2019 年 2 月份国内动力电池装机量 TOP7

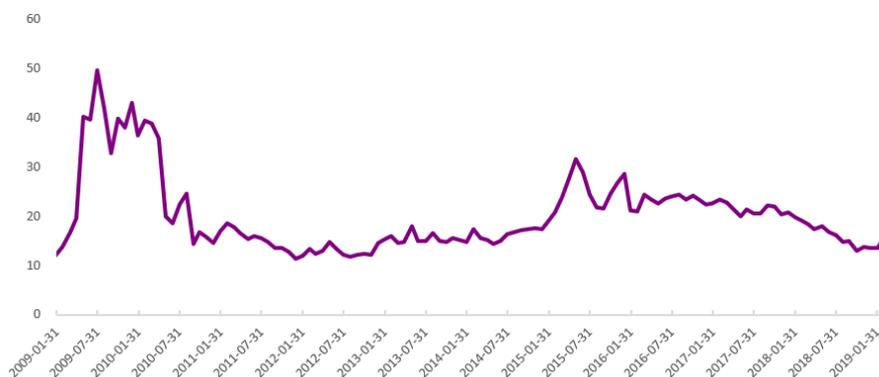
2018 年		2019 年 1 月		2019 年 2 月	
企业	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)
宁德时代	23.52	宁德时代	2.17	宁德时代	1.02
比亚迪	11.44	比亚迪	1.37	比亚迪	0.58
国轩高科	3.09	国轩高科	0.19	国轩高科	0.13
力神	2.07	亿纬锂能	0.15	孚能科技	0.08
孚能科技	1.90	孚能科技	0.15	珠海银隆	0.06
比克	1.74	比克	0.12	卡耐新能源	0.05
亿纬锂能	1.27	力神	0.10	比克	0.05

资料来源: GGII, 光大证券研究所整理

5、汽车板块估值小幅反弹

汽车行业估值水平经历 2015 年和 2016 年的提升后, 18 年开始进入下行通道。2019 年 3 月 11 日行业 PE (TTM) 为 16.18 倍, 低于 18 年同期的 20.77 倍, 较 19 年 2 月同期的 14.11 倍有所提升。虽然节后春躁行情的演绎驱动行业估值水平小幅提升, 但总体看板块估值水平仍处于大的历史底部区域。

图 25: 汽车行业 (申万) 历史 PE (TTM) (单位: 倍)



资料来源: Wind

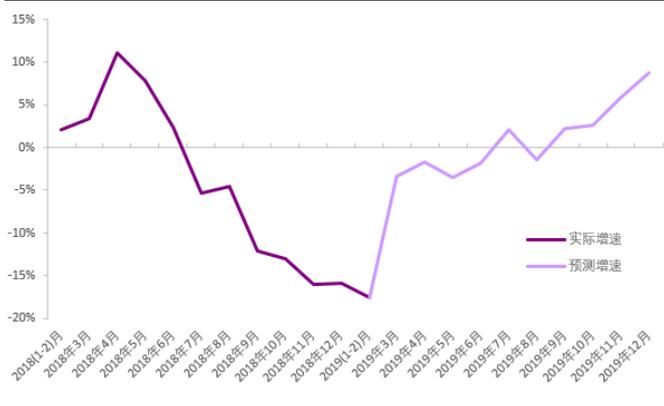
6、投资建议

中汽协和乘联会乘用车批发销量口径下显示行业依然处于主动去库阶段。考虑到汽车行业的景气位置处于萧条末期, 我们中性假设 19 年乘用车零增长, 根据历史均值回归上看, 18 年四季度或成本轮汽车周期销量增速底部。但鉴于目前仍处于主动去库阶段, 且社融的趋势拐点没有最终确认, 1-2 月累计销量实际的增速继续下滑。在上述两个要素逆转前, 19 年 1 季度销量实际增速会弱于预测值。

在我们最近发布的研报《光大汽车时钟解构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列二》中, 我们认为春躁行情切换到趋势行情存疑, 板

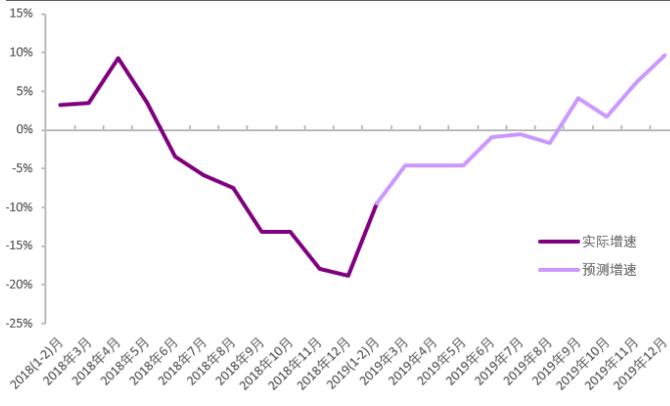
块二、三季度或会出现折返跑，但有望出现板块在下一轮汽车周期中更好的配置时机。我们预计汽车行业到一季度前都无法确认萧条至复苏期的切换，而从主动去库到主动补库的时间预计会长于历史均值。随着经济下行的风险释放得到确认，作为早周期的汽车行业或会开启被动去库过程，届时有望出现下一轮汽车周期中板块更好的配置机会。

图 26：乘用车批发销量增速预测



资料来源：中汽协、光大证券研究所预测

图 27：乘用车零售销量增速预测



资料来源：乘联会、光大证券研究所预测

A 股汽车方面：春躁兑现期，建议持续关注行业龙头上汽集团和潍柴动力的估值修复性机会。港股汽车方面：建议关注广汽集团、以及需求若复苏弹性较大的吉利汽车/长城汽车。

新能源乘用车高端化趋势下，建议关注宁德时代；考虑补贴退坡趋势下的经济性，建议关注国轩高科。

7、风险分析

1. **行业增长不及预期**：消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险。
2. **宏观经济因素对行业的扰动**：房地产对消费挤压效应超预期，降低购车意愿。零部件成本上升。
3. **产能过剩，去库存进程不达预期**：18 年后半年销量持续下滑，企业和经销商库存高企，19 年行业面临去库存压力。新能源汽车行业拥有很大发展空间，有大量企业参与竞争，行业产能可能在短期内超过需求，从而出现产能过剩的风险。
4. **汽车促销政策落地不及预期**。19 年初发改委、工信部等十部委出台促进汽车消费相关政策纲领。汽车促销政策落地时间和细则暂不明确，政策刺激效果边际递减。
5. **新能源汽车政策变化影响行业发展的风险**：新能源汽车行业仍在早期发展阶段，政策会对行业发展产生较大影响，若监管部门发布相关政策，可能会冲击行业发展。

6. **技术路线变更的风险：**技术进步是新能源汽车行业发展的驱动力之一，新产品的产业化可能会对上一代产品产生冲击，进而替代原有的技术路线。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼