

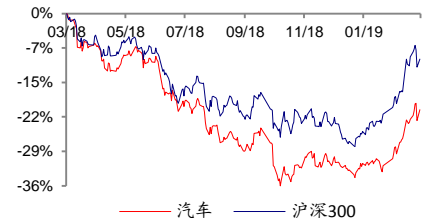
汽车行业：19 年数据点评系列之十

前 2 月国内乘用车终端同比下降或与消费观望情绪有关，行业主动去库存仍在进行

行业评级	买入
------	----

前次评级	买入
报告日期	2019-03-12

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：19 年数据点评系列之七：前 2 月乘用车合格证生产量同比下降 19.0%，进一步验证行业主动去库存	2019-03-04
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	2019-02-20

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

2 月国内乘用车终端实销同比下降 42.1%，前 2 月累计同比下降 3.5%

根据中机中心及中汽协公布的数据，2 月国内乘用车终端实销 90.2 万辆，同比下降 42.1%；批发销量(剔除出口)为 116.2 万辆，同比下降 19.0%。前 2 月国内乘用车终端实销 355.2 万辆，累计同比下降 3.5%；批发销量(剔除出口)为 312.9 万辆，累计同比下降 18.3%。

我们认为，前 2 月国内乘用车终端同比下降主要与刺激汽车消费政策出台预期带来的消费者观望情绪有关。1 月国内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。2 月国内乘用车终端环比下降 65.9%，环比增速为 2006 年以来最低水平，一方面由于春节在 2 月初，节前旺季相对较短、节后休眠期较长，另一方面在春节前购买因素集中释放以后，消费观望情绪导致 2 月终端需求相对疲弱。

19 年乘用车终端需求不依赖政策，依然有望迎来显著复苏

我们在前期报告中提到，与广覆盖的强刺激政策相比，温和的促进汽车消费政策或更合时宜。我们认为，随着汽车行业政策思路逐渐被市场充分认知，消费观望会迅速转化为实际购买力，预计后续乘用车终端销量将迎来反弹。实际上，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%。

3 月上旬乘用车合格证产量同比降 12.5%，行业主动去库存仍在进行

根据中机中心公布的合格证生产情况，3 月前 10 天乘用车整体生产 57.3 万辆，同比下降 12.5%；年初以来累计生产 344.3 万辆，同比下降 18.0%。3 月上旬乘用车产量同比下降进一步验证了我们在前期报告中多次提到的行业已开始主动去库存的观点，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，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。

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。

重点公司估值和财务分析表

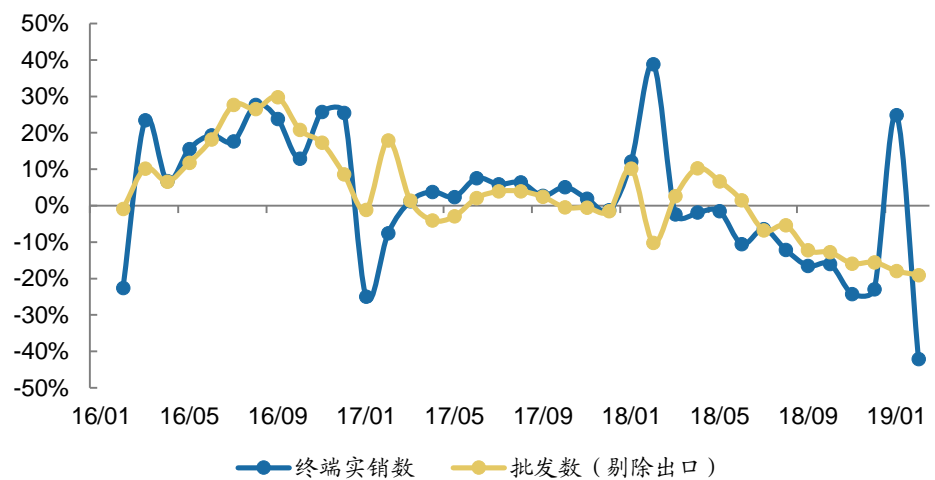
股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/11		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
上汽集团	600104.SH	买入	CNY	26.68	-	3.21	3.38	8.30	7.89	5.15	3.94	16.7	16.5
华域汽车	600741.SH	买入	CNY	20.40	-	2.61	2.30	7.81	8.89	6.41	4.41	17.9	14.6
广汽集团	601238.SH	买入	CNY	11.95	-	1.27	1.47	9.41	8.13	8.32	5.40	15.3	15.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2月国内乘用车终端实销同比下降42.1%，前2月累计同比下降3.5%

根据中机中心及中汽协公布的数据，2月国内乘用车终端实销90.2万辆，同比下降42.1%；批发销量（剔除出口）为116.2万辆，同比下降19.0%。前2月国内乘用车终端实销355.2万辆，累计同比下降3.5%；批发销量（剔除出口）为312.9万辆，累计同比下降18.3%。

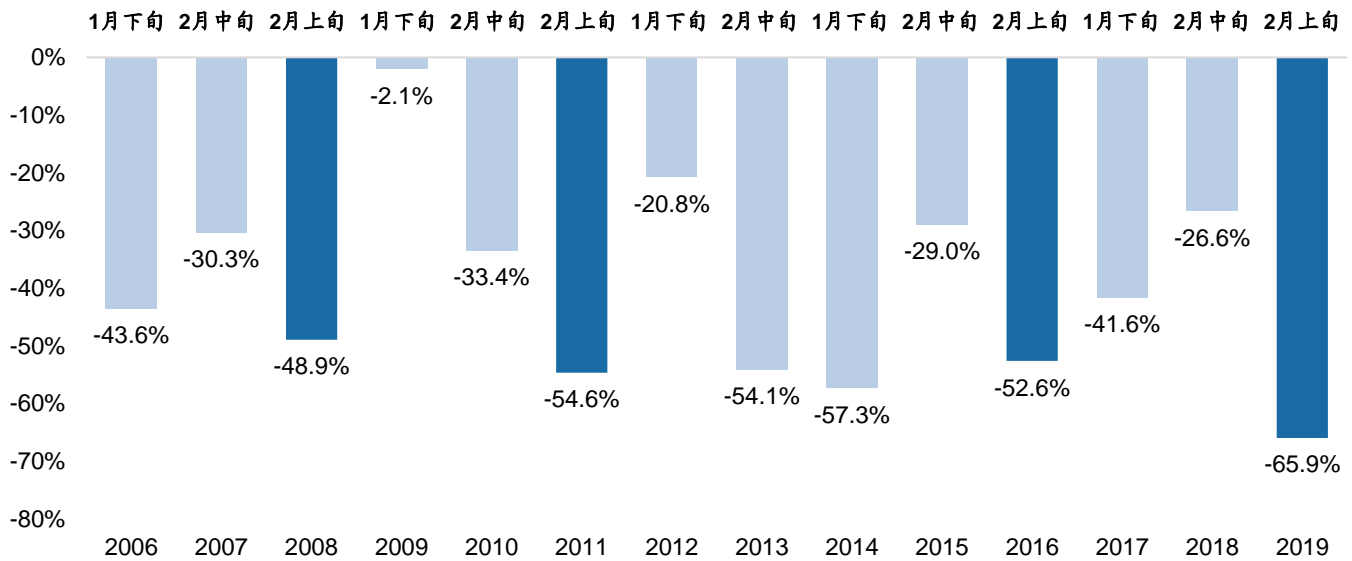
图1：乘用车批发销量（剔除出口）、终端实销数同比增速



数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

我们认为，前2月国内乘用车终端同比下降主要与刺激汽车消费政策出台预期带来的消费者观望情绪有关。1月国内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。2月国内乘用车终端环比下降65.9%，环比增速为2006年以来最低水平，一方面由于春节在二月初，节前旺季相对较短、节后休眠期较长，另一方面在春节前购买因素集中释放以后，消费观望情绪导致2月终端需求相对疲弱。

图2: 2006-2019年国内乘用车终端实销2月环比1月增速



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

19 年乘用车终端需求不依赖政策，依然有望迎来显著复苏

我们在前期报告中提到，与广覆盖的强刺激政策相比，温和的促进汽车消费政策或更合时宜。我们认为，随着汽车行业政策思路逐渐被市场充分认知，消费观望会快速转化为实际购买力，预计后续乘用车终端销量将迎来反弹。实际上，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%。

3月上旬乘用车合格证产量同比降 12.5%，行业主动去库存仍在进行

根据中机中心公布的合格证生产情况，3月前10天乘用车整体生产57.3万辆，同比下降12.5%；年初以来累计生产344.3万辆，同比下降18.0%。3月上旬乘用车产量同比下降进一步验证了我们在前期报告中多次提到的行业已开始主动去库存的观点，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，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。

表 1: 2019年3月上旬乘用车合格证生产量报表 (3月1日-10日, 单位: 万辆)

类别	19M3.1-10	同比	年初至今累计	累计同比
乘用车	57.3	-12.5%	344.3	-18.0%
狭义乘用车	56.6	-12.8%	340.0	-18.2%
CAR	28.0	-12.6%	171.5	-14.5%
SUV	24.9	-11.7%	143.2	-23.1%
MPV	3.7	-20.5%	25.4	-12.7%
交叉乘用车	0.7	9.1%	4.2	8.1%

数据来源: 中机中心、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)。

表 2: 整车企业可比公司PE估值情况 (截止2019.03.11)

市场	公司	代码	EPS (元, 人民币)		PE 估值 (倍)	
			18E	19E	18E	19E
A 股	上汽集团	600104.SH	3.21	3.38	8.30	7.89
	广汽集团	601238.SH	1.27	1.47	9.41	8.13
	长安汽车	000625.SZ	0.16	0.33	52.22	24.33
港股	吉利汽车	00175.HK	1.43	1.59	8.36	7.50
	BRILLIANCE CHI	01114.HK	1.26	1.53	4.96	4.10

资料来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

注: 上汽集团、广汽集团盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。

表 3: 零部件企业可比公司PE估值情况 (截止2019.03.11)

市场	公司	代码	EPS (元, 人民币)		PE 估值 (倍)	
			18E	19E	18E	19E
A 股	华域汽车	600741.SH	2.61	2.30	7.81	8.89
	福耀玻璃	600660.SH	1.64	1.76	14.73	13.72
	均胜电子	600699.SH	1.37	1.48	19.48	18.08
港股	耐世特	01316.HK	0.16	0.17	8.01	7.35
	敏实集团	00425.HK	1.80	2.15	13.64	11.42

资料来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

注: 华域汽车盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。

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。

附：发改委等十部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》

为深入贯彻中央经济工作会议精神，加快落实《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》（中发〔2018〕32号）和《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》（国办发〔2018〕93号），着力引导企业顺应居民消费升级大趋势，加快转型升级提升供给质量和水平，以高质量的供给催生创造新的市场需求，更好满足人民群众对美好生活的向往，促进形成强大国内市场，推动消费平稳增长，特制订如下方案。

一、多措并举促进汽车消费，更好满足居民出行需要

（一）有序推进老旧汽车报废更新。按规定放开报废汽车“五大总成”再制造再利用。有条件的地方可依托市场交易平台，对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主，给予适当补助。

对淘汰更新老旧柴油货车、推广使用新能源汽车等大气污染治理措施成效显著的地方，中央财政在安排相关资金时予以适当倾斜支持。

（二）持续优化新能源汽车补贴结构。坚持扶优扶强的导向，将更多补贴用于支持综合性能先进的新能源汽车销售，鼓励发展高技术水平新能源汽车。落实新能源货车差异化通行管理政策，提供通行便利，扩大通行范围。

（三）促进农村汽车更新换代。有条件的地方，可对农村居民报废三轮汽车，购买3.5吨及以下货车或者1.6升及以下排量乘用车，给予适当补贴，带动农村汽车消费。

（四）稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆6省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上，稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。

（五）加快繁荣二手车市场。进一步落实全面取消二手车限迁政策，严防限迁政策出现回潮。对二手车经销企业销售二手车，落实适用销售旧货的增值税政策，依照3%征收率减按2%征收增值税。

（六）进一步优化地方政府机动车管理措施。已实施汽车限购政策的地方，要结合本地实际情况，优化机动车限购管理措施，有条件的地方可适度盘活历年废弃的购车指标，更好满足居民汽车消费需求。

二、补足城镇消费供给短板，更好满足城镇化和老龄化需求

(七) 加快推进老旧小区和老年家庭适老化改造。有条件的地方可对老旧小区加装电梯、无障碍通道、适老化家居环境、适老辅具等方面进行补贴，调动市场积极性。

(八) 进一步满足农业转移人口市民化住房消费需求。加快发展住房租赁市场，发挥国有租赁企业对市场的引领、规范、激活和调控作用，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。将符合条件的农业转移人口纳入住房保障范围。支持部分人口净流入、房价高、租赁需求缺口大的大中城市多渠道筹集公租房和市场租赁住房房源，将集体土地建设租赁住房作为重点支持内容。

(九) 完善托幼等配套政策鼓励居民按政策生育。鼓励地方政府通过采取提供场地、减免租金等政策措施，加大对社会力量开展3岁以下婴幼儿托育服务的支持力度。持续促进家政服务提质扩容。

(十) 加强城市养老设施建设提升养老服务供给水平。加大城市养老服务用地供给，加强城市闲置资源转化利用，规划建设一批、改建扩建一批养老服务机构。升级改造大城市郊区、周边地区养老服务机构，建设一批社区医养结合服务中心，增加社区护理床位供给。

三、促进农村消费提质升级，拉动城乡消费联动发展

(十一) 着力挖掘农村网购和旅游消费潜力。充分发挥邮政系统、供销社系统和信息进村入户工程现有农村网点布局优势，引导电商企业在乡镇和农村建设服务网点，开展品牌消费、品质消费系列活动。建立健全住宿餐饮等乡村旅游和服务标准，开展休闲农业和乡村旅游精品发布推介活动。

(十二) 持续畅通城乡双向联动销售渠道。鼓励地方特别是中西部地区和“三区三州”深度贫困地区政府，与电商企业开展多种形式的合作，挖掘优质特色农产品，加强品牌培育，集中展示销售。

有条件的地方可针对本地优质特色农产品网络销售进行补贴。大力发展连锁化、品牌化便利店。确定一批重点城市开展城乡高效配送专项行动。

(十三) 优化农村消费市场环境。加大农村流通产品监督检查覆盖面，强化消费领域大数据在打击假冒伪劣方面的应用，扩大农村对合格产品的消费使用。积极开展有机产品认证，提升食品农产品供给质量。

四、加强引导支持，带动新品消费

(十四) 支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。

(十五) 促进家电产品更新换代。有条件的地方可对消费者交售旧家电（冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机）并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售。

(十六) 积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售。各级机关、国有企事业单位、金融机构、大专院校等在同等条件下优先采购贫困地区产品，推动帮扶省市与贫困地区建立长期稳定的供销关系，鼓励民营企业采取“以购代捐”“以买代帮”等方式采购贫困地区产品和服务。

五、扩大优质产品和服务供给，更好满足高品质消费需求

(十七) 打造中高端消费载体。改造提升重点城市步行街，加快国际消费中心城市培育建设。认定公布一批中华老字号品牌。抓紧出台商品交易市场发展平台经济的指导意见，促进商产融合。

(十八) 扩大升级信息消费。加快推出 5G 商用牌照。支持有条件的地方建设信息消费体验中心。推动开展信息消费体验周、城市行、技能培训等各类活动，推广典型案例经验，培养信息消费习惯。

(十九) 加快推进超高清视频产品消费。加大对中央和地方电视台 4K 超高清电视频道开播支持力度，丰富超高清视频内容供给。

支持广电网络和电信网络升级改造，提升超高清视频传输保障能力。有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴，扩大超高清视频终端消费。

(二十) 促进离境退税商品销售。优化离境退税服务网点布局，鼓励增设退税商店，研究完善退税代理机构条件，提高离境退税服务便利化水平。

六、完善政策体系，进一步优化消费市场环境

(二十一) 持续完善消费基础设施。推进实施中小城市、农村以及边远地区、林牧区、海岛等区域基础网络完善工程，进一步为扩大和升级信息消费提供支撑。加快补齐道路、停车场、能源、电信、物流、新能源汽车充电设施等方面建设短板，推进厕所革命、垃圾和污水治理等农村人居环境整治。

(二十二) 加强质量认证体系建设。充分发挥质量认证保障安全底线，对涉及人身健康、安全环保的产品实行强制性认证，将防爆电器、家用燃气具、500 升以上大冰箱等 3 类产品列入强制性产品认证目录范围，推进落实强制性产品认证改革方案，促进认证制度简捷便利。鼓励企业开展自愿认证，健全认证采信机制。

(二十三) 持续深化收入分配改革。全面实施修改后的个人所得税法及其实施条例，落实好专项附加扣除政策。进一步提高相对低收入群体的待遇。

(二十四) 进一步加大消费者权益保护力度。深入开展放心消费创建活动，推动大型零售企业进行线下购物无理由退货制度试点。运用多种方式和载体，全面启动消费投诉公示工作，督促经营者诚信经营。联合开展消费者个人信息保护和预付卡治理专项行动，净化消费环境。

各地区各部门要充分认识优化供给、推动消费平稳增长对促进形成强大国内市场、满足人民群众日益增长的美好生活需要具有重要意义，切实强化组织领导，突出保障协调，推动政策切实落地生效。

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，9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**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 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；水晶球 2018 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；水晶球 2018 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，水晶球 2018 年第一名，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	北京市西城区月坛南街 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。