

零售逐步向好，行业有望温和复苏

——汽车行业投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2019年04月11日

● 汽车零售环比改善良好，行业温和复苏

根据乘联会数据，3月狭义乘用车174万辆，同比增长-12.1%，环比增长48.2%，相较于去年四季度以来的同比降幅，近几个月呈现出逐步回升的态势，1-3月累计销量514.7万辆，同比增长-14.2%，较去年四季度降幅收窄。4月1日制造业增值税率下调3%，进口汽车及高端豪车价格快速下调，商务部也表示将采取措施提振汽车消费，政策刺激将温和推动乘用车市场的回暖，我们预计上半年依旧维持-5%左右的降幅，行业增速由负转正的拐点或许于三季度来临，全年走势前低后高，预计下半年增速明显好于上半年。

● 经销商库存压力减轻，合资表现好于自主

2019年3月汽车经销商库存预警指数为55.3%，环比下降8.3个百分点，同比上升3.2个百分点，库存预警指数虽然位于警戒线之上，但较去年四季度具有明显的减轻。另外，合资库存明显好于自主，3月合资品牌库存系数为1.5比2月下降0.37，而自主品牌库存系数为2.1比2月仅仅微降0.04。而根据产销情况及库存数据，我们预计车企尤其是自主品牌有望于年中结束去库存阶段，随着下半年零售需求的好转及消费旺季的到来，经销商补库存的预期渐近。

● 估值回归中枢，仓位配置比例预期上升

汽车行业估值PE 17.5倍，低于近7年以来的历史均值18.2倍，从细分行业来看，即使是近期整车涨幅较大，其汽车整车估值PE 14.4倍，也只是回归其历史均值14.3倍附近，零部件估值19.7倍，低于其均值24.4倍，后期提升的空间仍然较为广阔。但从年初以来板块涨跌幅情况来看，申万汽车行业指数上涨32%，位列28个一级行业中第18位，自去年汽车首次负增长以来，公募基金对板块的仓位配置以降低至历史地位水平，且持仓较为集中，随着零售终端的预期向好及可操作的个股增多，机构对汽车板块的仓位配置有望明显提升。

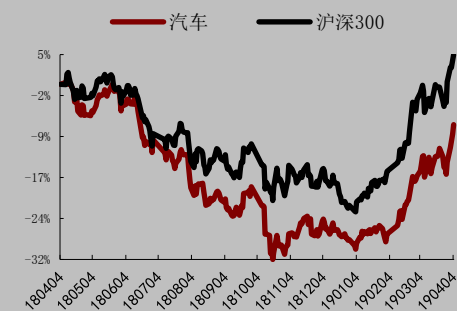
● 投资建议：短期优先整车、中长期配置优质零部件

汽车零售有望温和复苏，建议短期优先低估值整车，零售数据预期向好有望带动整车估值回归及业绩的稳健增长，中长期配置细分领域优质零部件个股，下游整车消费回暖有望带动相关零部件业绩的稳步增长，尤其是在“新四化”等细分领域布局优先的零部件企业将充分享受行业的确定性高增长。

● 风险提示

汽车销量不及预期、中美贸易摩擦加剧

汽车行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年04月04日

相关研究

万联证券研究所 20190408_商务部将提振汽车消费，重卡再创新高_AAA_汽车行业周观点
万联证券研究所 20190402_公司年报点评_AAA_宇通客车(600066)点评报告
万联证券研究所 20190401_新能源补贴政策落地，一汽旗下资产整合提速_AAA_汽车行业周观点

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

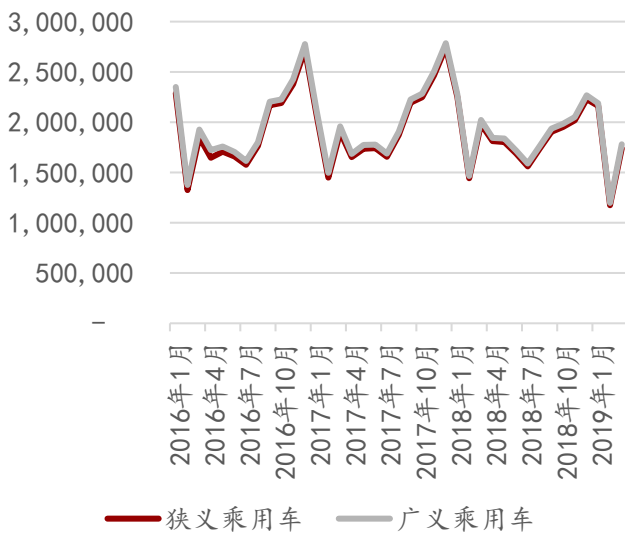
目录

1、乘用车月销量降幅收窄，政策刺激有望促使行业温和复苏	3
2、乘用车季度销量低点回升，全年预计前低后高	4
3、经销商库存压力减轻，合资表现好于自主	4
4、估值回归中枢，仓位配置比例预期上升	5
5、投资建议：短期优先整车、中长期配置优质零部件	6
6、风险提示	6
图表 1：乘用车月销量情况	3
图表 2：乘用车细分类别月销量情况	3
图表 3：乘用车月销量同比增速 (%)	3
图表 4：乘用车细分类别月销量同比增速 (%)	3
图表 5：乘用车季度销量情况	4
图表 6：乘用车细分类别季度销量情况	4
图表 7：经销商库存预警指数 (%)	5
图表 8：自主与合资库存系数	5
图表 9：汽车行业估值情况	5
图表 10：申万 28 个一级行业年初以来涨跌幅	6

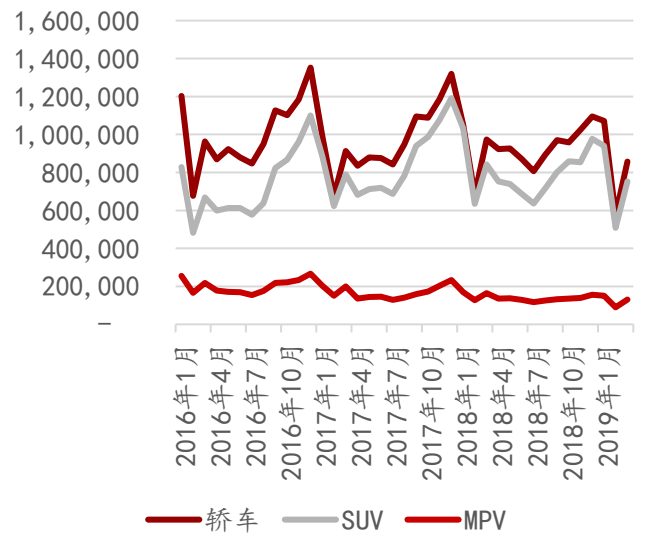
1、乘用车月销量降幅收窄，政策刺激有望促使行业温和复苏

3月狭义乘用车销量174万辆，同比增长-12.1%，环比增长48.2%，相较于去年四季度接近-20%的降幅均有明显的探底回升趋势，从乘用车细分类型来看，3月轿车销量85.7万辆，同比增长-12.0%；SUV销量75.2万辆，同比增长-10.7%；MPV销量13.0万辆，同比增长-20.2%，各大细分车型分化明显，但总体与去年11、12月增速相比降幅收窄。

图表1：乘用车月销量情况



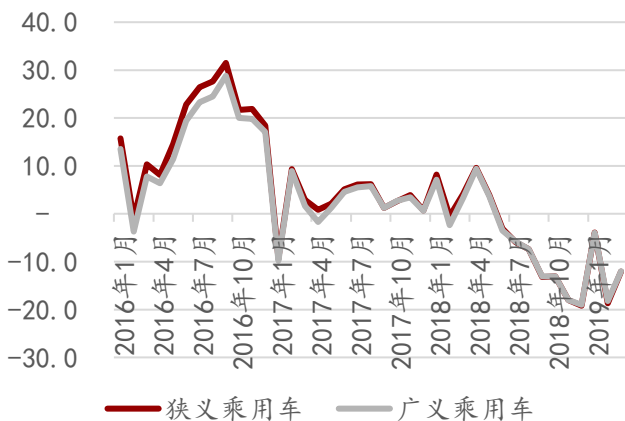
图表2：乘用车细分类别月销量情况



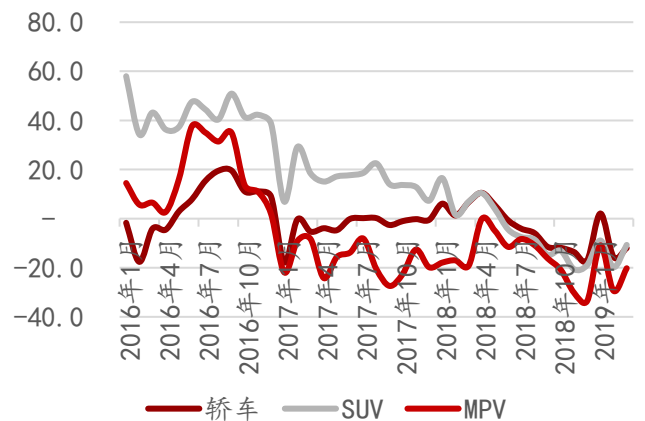
资料来源：乘联会、万联证券

资料来源：乘联会、万联证券

图表3：乘用车月销量同比增速 (%)



图表4：乘用车细分类别月销量同比增速 (%)



资料来源：乘联会、万联证券

资料来源：乘联会、万联证券

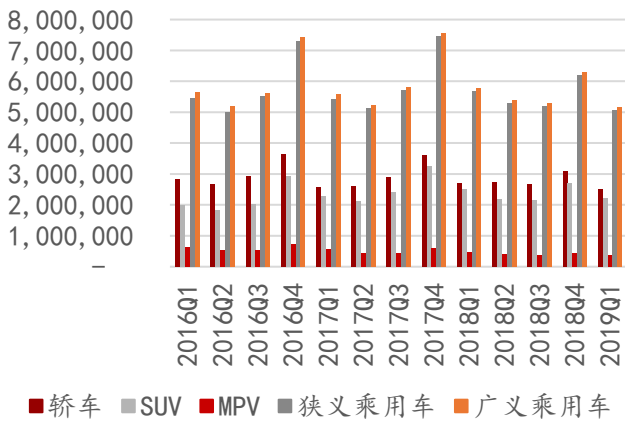
展望4月，中美进口关税税率继续暂停加征，中美贸易朝互利友好迹象发展，各大城市以旧换新、老旧汽车报废更新等稳消费政策的具体落实，加上制造业增值税率的下调，进口汽车及高端豪车价格优先下调，后续自主及中低端汽车的调价也会有所

行动，振兴汽车消费的政策执行及汽车价格的降低有望消除消费者的观望情绪，且车展后新车不断上市，乘用车月销量改善预期强烈。

2、乘用车季度销量低点回升，全年预计前低后高

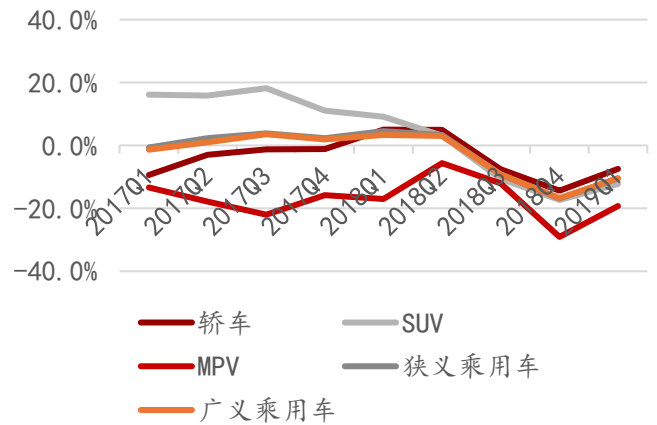
从乘用车季度消费情况来看，2019年第一季度狭义乘用车总销量507.8万辆，同比增长-10.5%，比去年四季度降幅明显收窄，其中轿车实现总销量250.4万辆，同比增长-7.4%，SUV总销量220.2万辆，同比增长-19.3%，MPV总销量37.1万辆，同比增长-19.3%，均表现好于去年四季度，表现出探底回升趋势。我们预计2019年二季度销量继续改善，上半年降幅有望收窄至-5%左右，行业增速由负转正的拐点或许于三季度来临，全年走势前低后高，下半年增速有望明显好于上半年。

图表5：乘用车季度销量情况



资料来源：乘联会、万联证券

图表6：乘用车细分类别季度销量情况

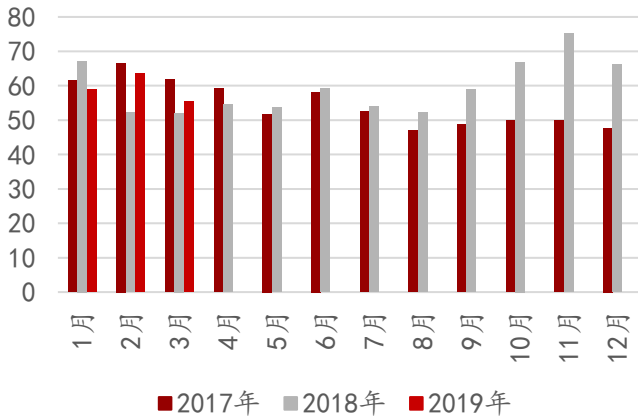


资料来源：乘联会、万联证券

3、经销商库存压力减轻，合资表现好于自主

从经销商库存情况来看，2019年3月汽车经销商库存预警指数为55.3%，环比下降8.3个百分点，同比上升3.2个百分点，库存预警指数虽然位于警戒线之上，但较去年四季度具有明显的减轻。另外，合资库存明显好于自主，3月合资品牌库存系数为1.5比2月下降0.37，而自主品牌库存系数为2.1比2月仅仅微降0.04。而根据产销情况及库存数据，我们预计车企尤其是自主品牌有望于年中结束去库存阶段，随着下半年零售需求的好转及消费旺季的到来，经销商补库存的预期渐近。

图表7: 经销商库存预警指数 (%)



图表8: 自主与合资库存系数



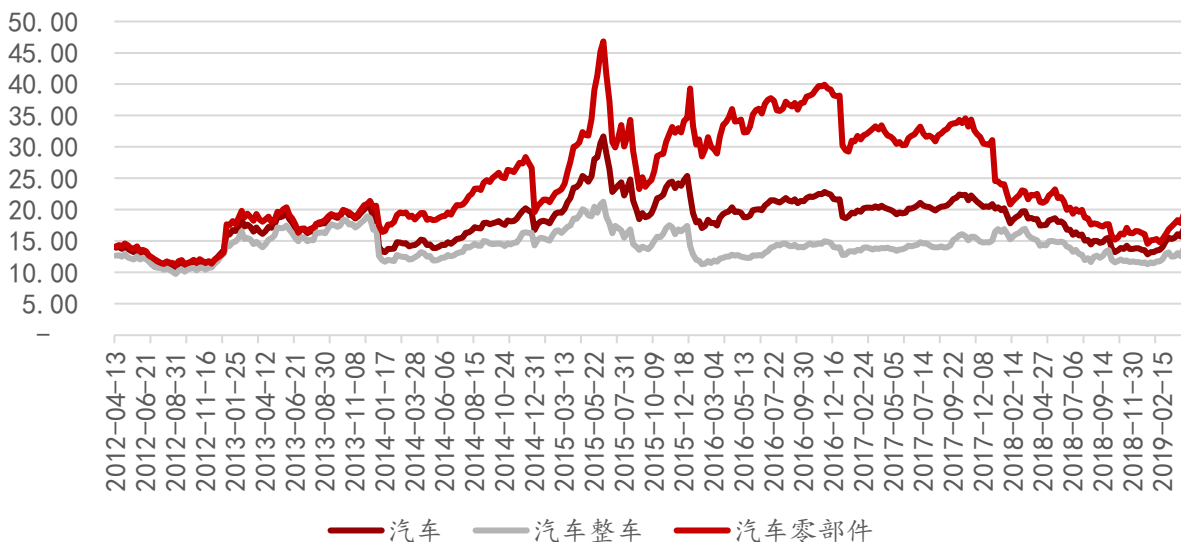
资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

4、估值回归中枢，仓位配置比例预期上升

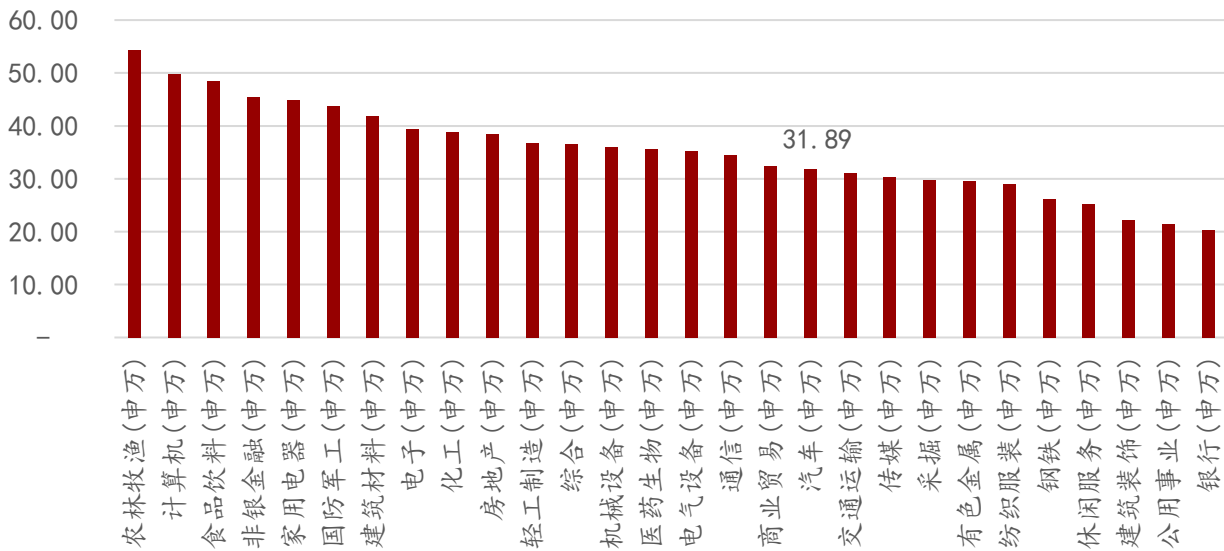
目前，汽车行业估值PE 17.5倍，低于近7年以来的历史均值18.2倍，从细分行业来看，即使是近期整车涨幅较大，其汽车整车估值PE 14.4倍，也只是回归其历史均值14.3倍附近，零部件估值19.7倍，低于其均值24.4倍，后期提升的空间仍然较为广阔。但从年初以来板块涨跌幅情况来看，申万汽车行业指数上涨32%，位列28个一级行业中第18位，自去年汽车首次负增长以来，公募基金对板块的仓位配置以降低至历史地位水平，且持仓较为集中，随着零售终端的预期向好及可操作的个股增多，机构对板块的仓位配置将明显提升。

图表9: 汽车行业估值情况



资料来源: WIND、万联证券

图表10：申万28个一级行业年初以来涨跌幅



资料来源：WIND、万联证券

5、投资建议：短期优先整车、中长期配置优质零部件

汽车零售有望温和复苏，建议短期优先低估值整车，零售数据预期向好有望带动整车估值回归及业绩的稳健增长，中长期配置细分领域优质零部件个股，下游整车消费回暖有望带动相关零部件业绩的稳步增长，尤其是在“新四化”等细分领域布局优先的零部件企业将充分享受行业的确定性高增长。

6、风险提示

汽车销量不及预期、中美贸易摩擦加剧

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场