

汽车行业：19 年数据点评系列之十三

3 月乘用车终端同比下降 9.3%，促进汽车消费政策出台预期递延需求

核心观点：

● 1 季度国内乘用车终端、批发（剔除出口）同比下降 5.3%、13.8%

根据中机中心及中汽协，3 月国内乘用车终端实销 148.6 万辆，同比下降 9.3%，批发（剔除出口）为 196.3 万辆，同比下降 6.6%；1 季度国内乘用车终端 503.8 万辆，同比下降 5.3%，批发（剔除出口）511.4 万辆，同比下降 13.8%。尽管 1 季度乘用车终端同比下降，但相比 18 年全年降幅明显收窄，18 年 Q4 环比当年 Q1 好于历史正常年份，且 19 年 1 月剔除基数影响后，依然表现正面；2、3 月份终端同比销量表现较差，估计是促进汽车消费政策出台预期带来的消费者观望情绪带来的负面影响。

● 终端偏弱导致 3 月渠道库存被动上升，2 季度库存调整压力依然较大

3 月国内乘用车企业库存水平增加 7.0 万辆，渠道库存水平增加 47.7 万辆；1 季度国内乘用车累计企业库存下降 3.5 万辆，累计渠道库存增加 7.6 万辆。乘用车产量自 18 年 7 月以来持续同比下降，19 年 1 季度累计同比下降 12.4%，产量端的负增长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。

● 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和增值税减税政策落地，消费观望会逐渐转化为实际购买力，预计 2 季度以后乘用车终端销量同比增速将再次验证企稳反弹。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有望复苏，估计 19 年乘用车终端增速或达 5%-10%。

● 投资建议

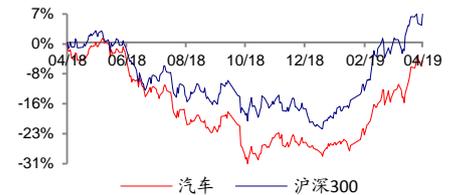
在考虑温和的刺激政策背景下，19 年行业将加速去库存进程，库存去化后盈利能力有望迎来改善，乘用车板块我们推荐业绩稳定增长、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）。

● 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	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-04-17

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 年数据点评系列之十	2019-04-16
二:3 月新能源汽车合格证同比增长 65%	
汽车行业：19 年数据点评系列之十一:3 月乘用车合格证产量同比下降 8.1%，行业仍在主动去库存	2019-04-03

联系人：李爽 021-60750604
fzlishuang@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(%)	
				2019/4/16	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	买入	CNY	28.52	33.9	3.08	3.27	9.25	8.71	7.41	5.63	13.7	12.7
华域汽车	600741.SH	买入	CNY	23.59	27.4	2.28	2.42	10.33	9.74	4.21	2.98	15.2	14.9
广汽集团	601238.SH	买入	CNY	13.59	13.8	1.15	1.27	11.78	10.70	18.64	14.04	13.4	12.9
广汽集团	02238.HK	买入	HKD	9.45 (港币)	12.1 (港币)	1.15	1.27	7.01	6.37	7.56	4.65	13.4	12.9

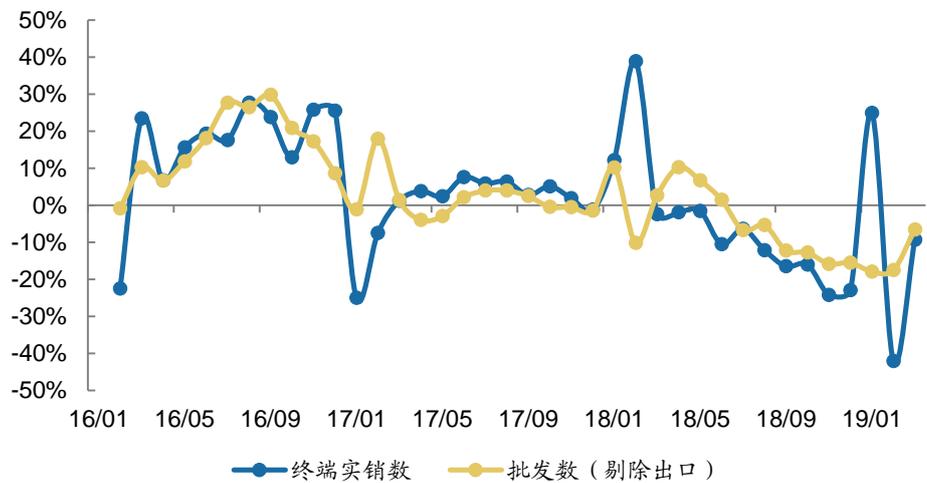
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 本表格将港股股价换算成人民币计算估值数据

1 季度国内乘用车终端、批发(剔除出口)同比下降 5.3% 13.8%

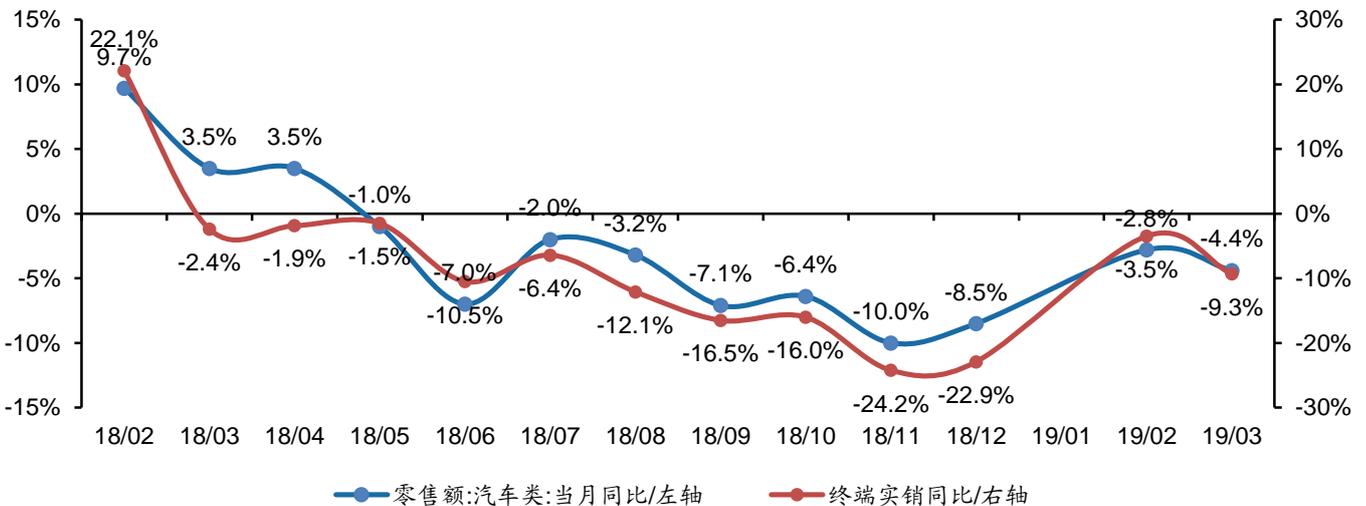
根据中机中心及中汽协, 3月国内乘用车终端实销148.6万辆, 同比下降9.3%, 批发(剔除出口)为196.3万辆, 同比下降6.6%; 1季度国内乘用车终端503.8万辆, 同比下降5.3%, 批发(剔除出口)511.4万辆, 同比下降13.8%。根据国家统计局, 3月汽车零售额同比下降4.4%, 前2月汽车零售额累计同比下降2.8%, 社零数据变化趋势与终端实销数基本一致。

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

图2: 汽车社零增速与终端实销同比增速 (%)



数据来源: 国家统计局、中机中心、广发证券发展研究中心

尽管1季度乘用车终端同比下降，但相比18年全年降幅明显收窄，18年Q4环比当年Q1好于历史正常年份，且19年1月剔除基数影响后，依然表现正面；2、3月份终端同比销量表现较差，估计是促进汽车消费政策出台预期带来的消费者观望情绪带来的负面影响。

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。

表 1: 06-18年狭义乘用车4季度终端数据相比1季度情况

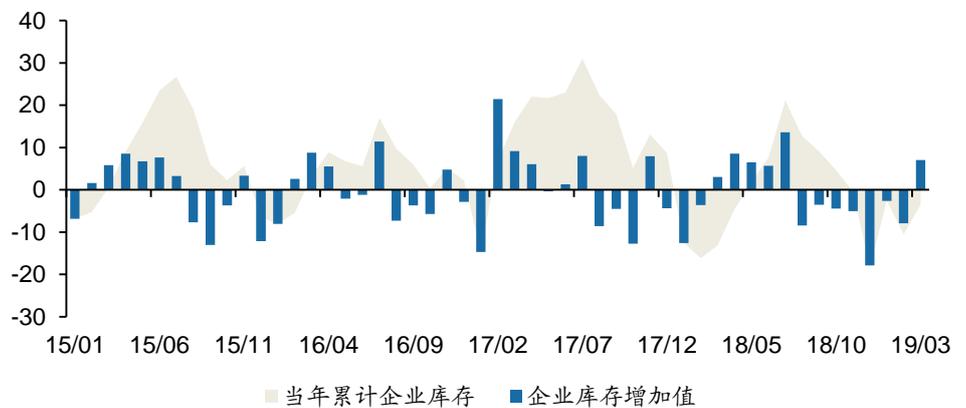
年份	Q1 终端/万台	Q4 终端/万台	Q4 较 Q1	非正常年份情况说明
2006	94.6	95.6	1.1%	
2007	119.7	112.3	-6.1%	
2008	145.2	117.6	-19.0%	下半年受金融危机影响
2009	170.9	242.8	42.1%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2010	220.1	323.4	46.9%	刺激政策退出，年末透支次年需求
2011	247.6	274.2	10.8%	
2012	304.2	327.1	7.5%	
2013	362.0	375.3	3.7%	
2014	409.1	417.0	1.9%	
2015	483.4	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
2018	526.5	602.6	14.5%	
06-07、13-14 平均			0.5%	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

终端偏弱导致 3 月渠道库存被动上升，2 季度库存调整压力依然较大

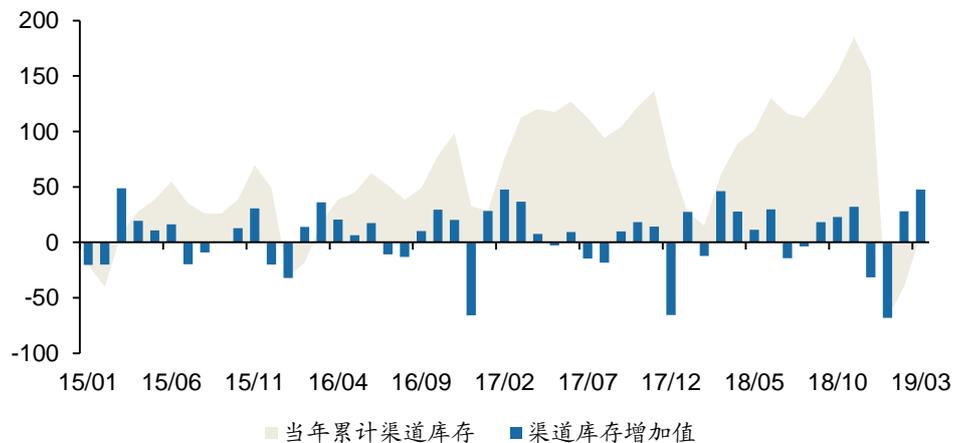
3月国内乘用车企业库存水平增加7.0万辆，渠道库存水平增加47.7万辆；1季度国内乘用车累计企业库存下降3.5万辆，累计渠道库存增加7.6万辆。乘用车产量自18年7月以来持续同比下降，19年1季度累计同比下降12.4%，产量端的负增长进一步验证了我们在前期报告中多次提到的行业已开始主动去库存的观点，国五升国六等环保政策使得车企主动去库存的动力很强，库存结构也将进一步调整，我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能是19年2、3季度。

图3: 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4: 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

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%，时间节奏上我们认为2-3季度终端需求有望企稳回暖。

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2019.04.16）

市场	公司	代码	EPS（元，人民币）		PE 估值（倍）	
			19E	20E	19E	20E
A 股	上汽集团	600104.SH	3.08	3.27	9.25	8.71
	广汽集团	601238.SH	1.15	1.27	11.78	10.70
	长安汽车	000625.SZ	0.32	0.91	29.24	10.30
港股	广汽集团	02238.HK	1.15	1.27	7.01	6.37
	吉利汽车	00175.HK	1.52	1.78	9.40	8.00
	BRILLIANCE CHI	01114.HK	1.43	1.65	5.17	4.48

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。

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、工信部等部门有关汽车消费政策及表述

18年11月15日 发改委明确否认出台购置税减半政策

国家发展改革委于11月15日上午10:00，在中配楼三层大会议室召开定时定主题新闻发布会，发布宏观经济运行情况并回答记者提问。发改委新闻发言人孟玮针对“发改委计划将车辆购置税减至5%”做出明确否。孟玮表示，关于购置税有关信息，目前，发改委没有研究或提出过“将汽车购置税减半至5%”的建议。

资料来源：经济观察网

1月8日 发改委副主任宁吉喆：今年将出台鼓励汽车家电消费新政

在央视新闻频道推出《出实招办实事求实效》系列报道中，国家发展改革委副主任宁吉喆表示，今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，汽车已经从城市进入乡村，现在也在考虑制定这个相关政策鼓励农民的消费。

此外，他表示，今年还要实施第二批外商投资重大项目，包括这个新能源汽车、新能源电池等等，这些外资项目的落地，必将跟内资企业一起支持中国经济持续健康发展。

资料来源：华尔街见闻

1月16日 工信部：对2019年汽车产销形势保持乐观

16日，在国新办举行的发布会上，工业和信息化部副部长辛国斌表示，虽然2018年我国汽车产销量下降，但2018年新能源汽车的产销量达到了127万辆和126万辆，同比分别增长了59.9%和61.7%。此外，对于2019年的汽车产销形势，还是应该保持乐观。

辛国斌说，目前我国经济正处在新旧动能的接续转换期，一些行业对增长的拉合作用在减缓，但同时更应该看到，一些新的动能正在稳步形成。虽然从短期看，这些新成长起来的动能还不足以抵消过去一些行业下降带来的影响，但是这种积极因素是非常乐意见到的。

辛国斌表示，对于2019年的汽车产销形势，还是应该保持乐观的。“因为本身汽车保有量到了一定规模以后，持续高增长是不现实的，但是也不至于出现大幅波动、大起大落。我们三四线城市的需求还会不断释放，随着新的环保标准的实施，有一些老旧车型的淘汰还会加快。”

资料来源：新京报

1月18日 三部委：因地制宜促进汽车、家电消费

1月18日，国家发改委、商务部、国家市场监督管理总局在北京联合召开优化市场

供给促进居民消费电视电话会议。会议强调，着力扩大消费规模。因地制宜促进汽车、家电消费，有条件的地方要加大政策支持力度，满足人民群众对绿色智能新型汽车和家电的消费需求；推动农村消费提质扩容，支持优质工业品下乡。

会议强调，党中央、国务院高度重视促进消费工作，去年下半年以来在完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力方面作出了一系列重要部署。做好今后一个时期促进消费工作，关键是抓好中央已出台政策措施的贯彻落实。

一是着力扩大消费规模。因地制宜促进汽车、家电消费，有条件的地方要加大政策支持力度，满足人民群众对绿色智能新型汽车和家电的消费需求；推动农村消费提质扩容，支持优质工业品下乡。

二是着力提升消费质量。适应居民消费从注重“量”的满足向追求“质”的提升，强化产品和服务标准体系建设，以标准实施促进质量提升，统筹实施消费升级行动计划，增加优质商品和服务供给，更好满足高品质消费需求。

三是着力提高消费能力。改善居民消费能力和预期，落实好个人所得税专项附加扣除政策，切实做好保障农民工工资支付工作，认真执行社会救助和保障标准与物价上涨挂钩的联动机制，保障群众基本生活。

四是着力改善消费环境。加快补齐道路、能源等建设短板，推进农村人居环境整治，加大市场监管和执法力度，加大失信联合惩戒力度，完善消费后评价体系，健全消费者维权机制。

五是着力健全消费政策。完善有利于提高居民消费能力的收入分配制度，落实好健康、养老、家政等生活性服务业的税收优惠政策，加大文化、旅游、体育等领域用地政策落实力度，抓紧构建有利于商业零售创新发展的制度环境。

资料来源：发改委

1月29日 发改委等十部门印发推动消费增长方案，强调汽车、家电、农村消费

发改委、工信部、民政部、财政部、住建部、交通运输部、农业农村部、商务部、卫生健康委、市场监管总局等有关部门共同印发《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)》。

方案指出，要多措并举促进汽车消费，完善托幼等配套政策鼓励居民按政策生育，促进家电产品更新换代，持续深化收入分配改革等。部分要点如下：

促进汽车消费：持续优化新能源汽车补贴结构；促进农村汽车更新换代；加快繁荣二手车市场；

补足城镇消费供给短板：加快发展住房租赁市场，支持部分大中城市多渠道筹集公租房和市场租赁住房房源；完善托幼等配套政策鼓励居民按政策生育；加强城市养老设施建设提升养老服务供给水平；

促进农村消费：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；鼓励地方与电商企业开展多种形式的合作；

带动新品消费：支持绿色、智能家电销售；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并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售；推动帮扶省市与贫困地区建立长期稳定的供销关系；

满足高品质消费：加快推出5G商用牌照；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；促进离境退税商品销售；

优化消费市场环境：持续完善消费基础设施，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。

资料来源：发改委

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	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。