

迎接主动补库存阶段，产销有望复苏

——汽车行业专题报告

专题研究小组成员：郑连声

2019年6月20日

专题研究小组

郑连声

SACNO:S1150513080003

022-28451904

zhengls@bhq.com

助理分析师

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

022-23839069

chenlf@bhq.com

子行业评级

整车	中性
汽车零部件	中性
新能源汽车	看好

重点品种推荐

广汽集团	增持
长安汽车	增持
精锻科技	增持
豪迈科技	增持
玲珑轮胎	增持

投资要点：

● 中国经济面临内外部压力，整体正处于主动去库存阶段

近年来，GDP增速和工业增加值增速走势放缓，叠加中美经贸摩擦和全球经济放缓带来的外部压力，中国经济面临压力。我们通过分析全部工业品的PPI同比增速和工业企业产成品存货的同比增速，发现自2000年以来，中国已经历了五轮完整的库存周期，现正处于的第六轮库存周期的主动去库存阶段。

● 汽车行业是典型的周期性行业

汽车属于可选耐用消费品，寿命一般为10年左右，其产销与经济走势密切相关，是典型的周期性行业。在经济复苏和繁荣时期，汽车作为可选消费品，需求会上升；而在经济下行时期，消费不振，汽车的需求会下降。汽车库存周期可分为工业库存周期和渠道库存周期，分别对应主机厂库存和经销商库存。

● 汽车工业库存：正处于第五轮周期的主动去库存阶段

自2001年以来，主机厂经历了四轮完整的库存周期，现正处于第五轮库存周期的主动去库存阶段，分析数轮周期的特点，我们发现汽车刺激政策会加速周期拐点的到来。我们预计主机厂将于三季度进入主动补库存阶段，主要基于以下几点：1) 近期汽车相关刺激政策频繁出台，包括《购置税法》取消价外费用、增值税下调、放宽限购、汽车下乡补贴等；2) 面临国五国六切换限期，库存将得到有效消化；3) 本轮周期的主动去库存阶段已持续16个月，已与历史峰值持平。

● 汽车渠道库存：已进入第三轮周期的主动去库存阶段

根据已有数据，自2014年4月以来，经销商经历了两轮库存周期，现正处于2019年5月开始的第三轮库存周期的主动去库存阶段，主要原因在于主机厂和经销商主动消化国五车型库存。我们预计经销商有望在三季度进入主动补库存阶段，我们的判断主要基于：国六标准实施前，经销商主动消化国五库存；国六标准实施后，经销商主动补充国六车型。

● 投资建议

从中长期看，中国汽车消费预计未来中低速增长，而新能源汽车和智能网联汽车将成为汽车市场增长的重要抓手。我们预计下半年汽车工业库存和渠道库存将进入主动补库存阶段，叠加政策呵护，产销有望出现复苏，建议配置业绩增长确定性较强，与估值匹配度较好的优质标的，如整车标的广汽集团(601238)、长安汽车(000625)；优质零部件标的精锻科技(300258)、豪迈科技(002595)、玲珑轮胎(601966)。

风险提示：经贸摩擦风险；汽车产销低于预期；去库存进度低于预期；新能源汽车推广低于预期；智能网联技术发展低于预期

目 录

1.经济面临内外部压力，汽车行业整体低迷.....	4
1.1 经济增速放缓，面临内外部环境压力.....	4
1.2 汽车产销承压，库存压力较大.....	5
2.汽车行业的周期性.....	7
2.1 中国正处于第六轮库存周期的主动去库存阶段.....	7
2.2 汽车行业是典型的周期性行业.....	8
3.探寻汽车库存周期的奥秘.....	9
3.1 工业库存：正处于第五轮周期的主动去库存阶段.....	9
3.2 渠道库存：已进入第三轮周期的主动去库存阶段.....	14
4.投资建议.....	17

图 目 录

图 1: GDP 增速放缓	4
图 2: 工业增加值增速走势放缓	4
图 3: 2017 年以来沪深 300 指数的涨跌幅走势	5
图 4: 2017 年来沪深 300 的估值走势 (历史 TTM, 剔除负值)	5
图 5: 汽车制造业工业增加值回落明显	5
图 6: 汽车产量增速下滑明显	5
图 7: 汽车销量增速下滑明显	6
图 8: 汽车零售额负增长	6
图 9: 汽车厂商库存维持较高水平	6
图 10: 汽车经销商库存系数处于警戒线以上	6
图 11: 2017 年以来中信汽车指数的涨跌幅走势	7
图 12: 2004 年来中信汽车估值走势 (PE (TTM))	7
图 13: 2000 年以来中国的六轮库存周期	7
图 14: 汽车厂商批发销量增速走势与 GDP 增速走势联动	8
图 15: 汽车终端零售销量增速走势与 GDP 增速走势联动	8
图 16: 汽车库存周期的表现	9
图 17: 2001 年以来的五轮汽车工业库存周期	10
图 18: 汽车刺激政策加速周期拐点的到来	10
图 19: 新能源汽车销量及增速	11
图 20: 近期的汽车刺激政策	13
图 21: 2018 年下半年汽车销量基数低	14
图 22: 2014 年以来的三轮汽车渠道库存周期	15
图 23: 狭义乘用车的批发销量和零售销量增速以及它们的差值	16
图 24: 国五国六切换	17
图 25: 汽车工业库存和渠道库存周期的错位	17
图 26: 我国千人汽车保有量 (单位: 辆/千人)	18
图 27: 美国汽车销量增速	18
图 28: 汽车行业市盈率 (TTM, 整体法) 处于历史低位	19
图 29: 汽车行业市净率 (整体法, 最新) 处于历史低位	19

表 目 录

表 1: 中国正处于 2000 年以来的第六轮库存周期	8
表 2: 中国正处于 2001 年以来的第五轮汽车工业库存周期	11
表 3: 各省份“国六”标准实施时间表	13
表 4: 中国正处于 2014 年以来的第三轮汽车渠道库存周期	15

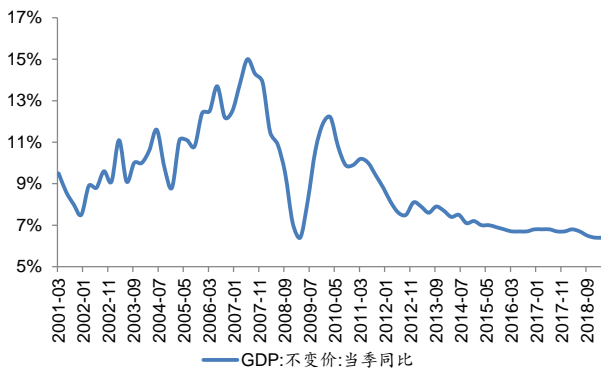
在中美经贸摩擦带来的内外部宏观经济环境压力下，消费者收入预期不乐观导致终端需求不足，使汽车行业整体低迷，自 2018 年 7 月开始，中国汽车产销已连续 11 个月下滑，产销承压；终端需求不足也使主机厂和经销商库存压力较大，主机厂和经销商纷纷通过促销、下乡补贴等手段提振终端需求。那么，汽车行业低迷的状态何时能够改变？汽车产销增速何时能够转正？本文将通过分析汽车的库存周期对汽车行业走势加以判断。

1.经济面临内外部压力，汽车行业整体低迷

1.1 经济增速放缓，面临内外部环境压力

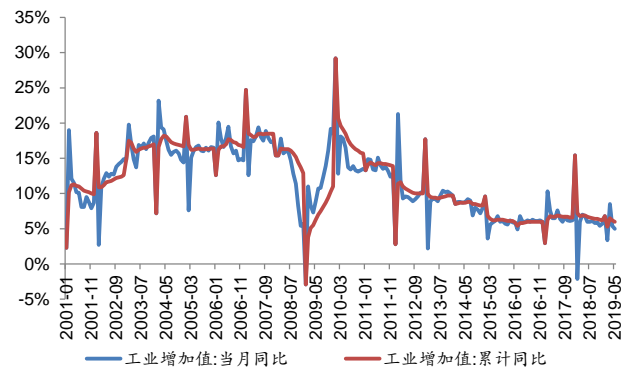
近年来，GDP 增速放缓，2018Q4、2019Q1 的增速均为 6.4%，已与历史最低值（2009 年 Q1 的 6.4%）持平。从生产端看，工业增加值增速走势也放缓，2019 年 1~5 月工业增加值同比增长 6.0%，低于去年同期的 6.9%，也低于 2018 年末累计增速，其中 5 月工业增加值同比增长 5.0%，较去年同期下滑 1.8 个百分点。

图 1: GDP 增速放缓



资料来源: wind, 渤海证券

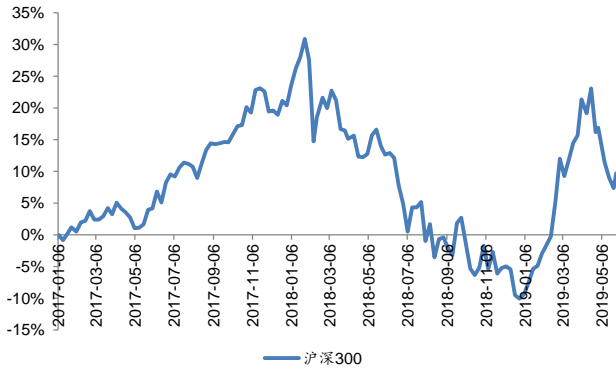
图 2: 工业增加值增速走势放缓



资料来源: wind, 渤海证券

2018 年，在中美经贸摩擦和全球经济放缓带来的外部压力以及国内经济调结构、去杠杆带来的内部压力下，同时叠加上市公司股权质押影响，大盘整体震荡下行；自 2019 年年初到 4 月中旬，受中美经贸摩擦暂缓、逆周期调节政策、资本市场改革等利好影响，大盘整体回升；但 419 中央政治局会议以来，投资者情绪一方面受政策重提“调结构”影响，另一方面受中美经贸摩擦再次升级影响，大盘震荡回落。中美经贸谈判走势牵动投资者情绪，自 2018 年 3 月 23 日特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，中美经贸摩擦逐渐升级，现阶段中美经贸高级别磋商已进行了十一轮，中间出现多次反复，未来谈判走向尚不明朗，预计 6 月 G20 峰会前市场将维持震荡格局。（参考渤海证券策略团队《渤海证券 A 股市场 5 月份投资策略报告：经济业绩筑底后，谨慎预期回升时》及策略周报）

图 3: 2017 年以来沪深 300 指数的涨跌幅走势



资料来源: wind, 渤海证券

图 4: 2017 年来沪深 300 的估值走势(历史 TTM, 剔除负值)

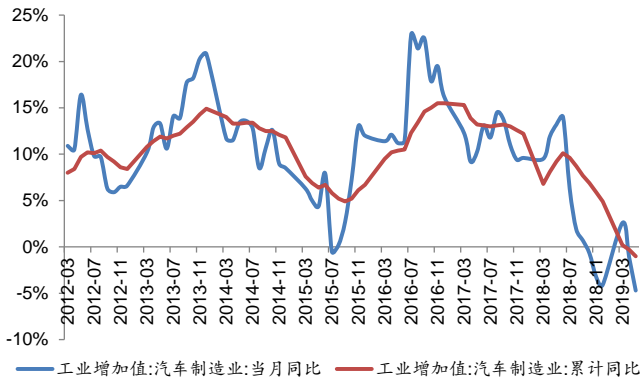


资料来源: wind, 渤海证券

1.2 汽车产销承压，库存压力较大

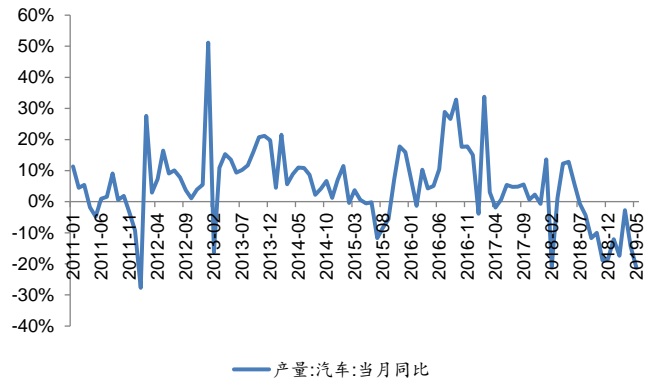
从生产端看，2018 年 7 月开始汽车制造业工业增加值回落，而 2018 年 10 月开始负增长；汽车产量也自 2018 年 7 月开始负增长，下滑幅度最大达到-21.20%（2019 年 5 月），截至目前已连续 11 个月下滑。工业增加值和汽车产量走势反映出主机厂逐步降低生产节奏。

图 5: 汽车制造业工业增加值回落明显



资料来源: wind, 渤海证券

图 6: 汽车产量增速下滑明显



资料来源: wind, 渤海证券

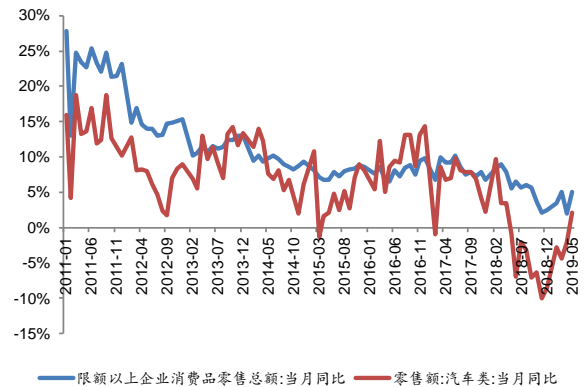
从销售端看，汽车销量自 2018 年 7 月开始负增长，于 2019 年 5 月增速降至-16.40%，截至目前已连续 11 个月下滑，主要原因在于宏观经济运行的压力对民企数据产生了影响，进而影响了普通工薪阶层的收入预期，继而影响终端消费表现，作为可选消费品的汽车则首当其冲受到的负面影响较大。汽车零售额自 2018 年 5 月开始负增长，但 7 月后的降幅小于销量降幅，主要归因于整体汽车终端零售均价较去年同期有所上升（主要是以自主为代表的低端车型销量下滑相对较大，而高级及豪华车表现明显好于行业，车市整体结构发生改善而使得均价有所提升）。

图 7: 汽车销量增速下滑明显



资料来源: wind, 渤海证券

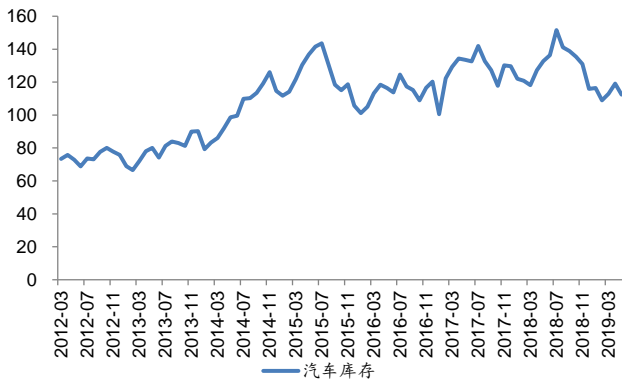
图 8: 汽车零售额负增长



资料来源: wind, 渤海证券

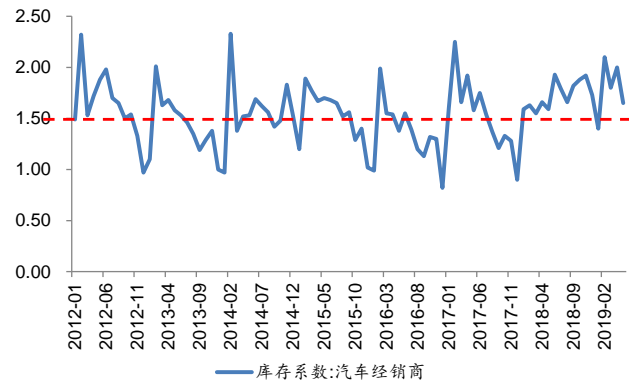
从库存端看, 关于主机厂库存, 2018 年 8 月开始汽车库存开始回落, 压力有所缓解, 但仍维持在较高水平, 尤其是 2019 年 3 月开始有所回升, 主要原因在于主机厂季节性备货、适当增加生产节奏 (2019 年 3 月汽车制造业工业增加值同比增长 2.6%), 但汽车销量不及预期; 5 月主机厂库存下降, 主要在于主机厂主动降低生产节奏来消化国五车型库存。关于经销商库存, 2018 年 1 月以来, 除 2019 年 1 月外经销商库存系数都处于警戒线以上, 经销商库存压力较大, 不过面临国五国六切换限期来临的压力下, 经过主机厂和经销商采取措施消化库存, 库存系数回落至 1.65, 经销商库存压力减小。

图 9: 汽车厂商库存维持较高水平



资料来源: wind, 渤海证券

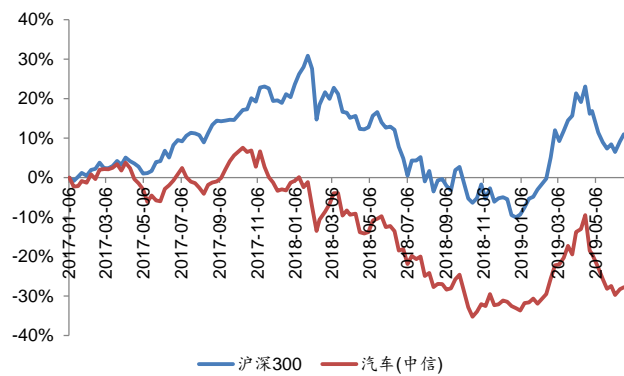
图 10: 汽车经销商库存系数处于警戒线以上



资料来源: wind, 渤海证券

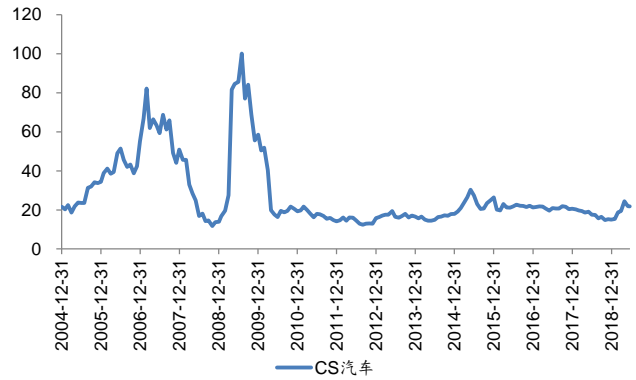
受大盘震荡以及汽车行业整体低迷影响, 中信汽车指数整体震荡较大, 与沪深 300 指数走势保持同步且跌幅更大, 估值处于较低水平。

图 11: 2017 年以来中信汽车指数的涨跌幅走势



资料来源: wind, 渤海证券 (注: 相比期间初)

图 12: 2004 年来中信汽车估值走势 (PE (TTM))



资料来源: wind, 渤海证券-

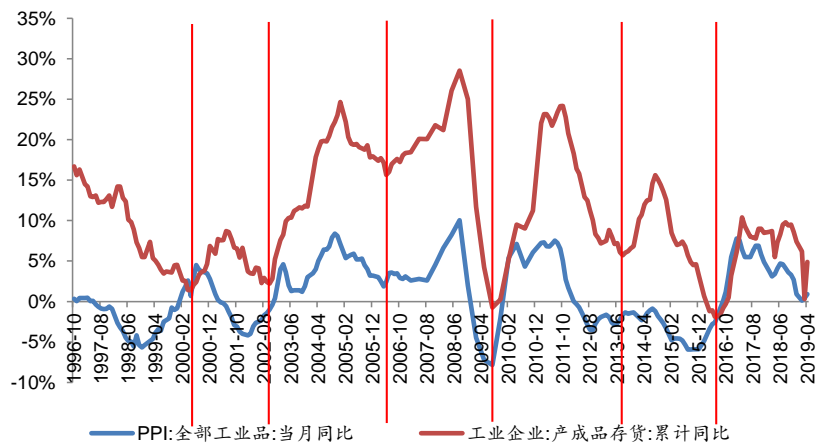
2. 汽车行业的周期性

2.1 中国正处于第六轮库存周期的主动去库存阶段

库存周期也叫基钦周期, 是厂商的库存随市场供求而呈现的周期性变化, 当经济向好、需求增加时, 厂商会增加生产、补充库存; 当经济出现下滑、生产过多时, 厂商会减少生产、消化库存。库存周期一般包括被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存四个阶段, 一轮周期大概在 40 个月左右。

我们通过对全部工业品的 PPI 同比增速和工业企业产成品存货的同比增速加以分析, 发现自 2000 年以来, 中国已经经历了五轮完整的库存周期 (2000~2002 年、2002~2006 年、2006~2009 年、2009~2013 年、2013~2016 年), 现正处于 2016 年 7 月以来的第六轮库存周期的主动去库存阶段。

图 13: 2000 年以来中国的六轮库存周期



资料来源: wind, 渤海证券

表 1: 中国正处于 2000 年以来的第六轮库存周期

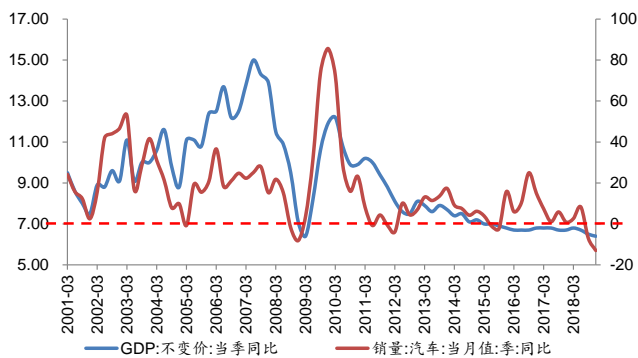
库存周期	时间区间	持续月数		
		补库存	去库存	整个周期
第一轮	2000.06~2002.10	13	16	29
第二轮	2002.11~2006.05	26	17	43
第三轮	2006.06~2009.08	27	12	39
第四轮	2009.09~2013.08	26	22	48
第五轮	2013.09~2016.06	12	22	34
第六轮	2016.07 至今	26	9+	35+

资料来源: 渤海证券

2.2 汽车行业是典型的周期性行业

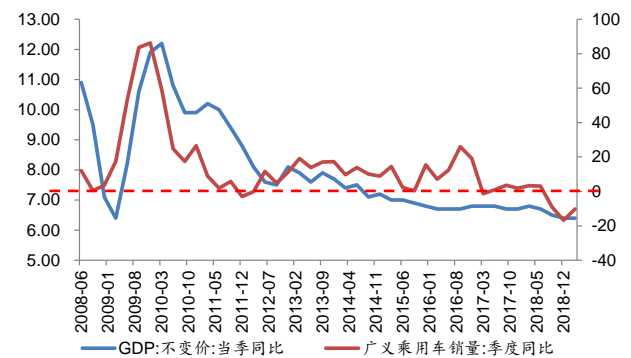
汽车属于可选耐用消费品，寿命一般为 10 年，其产销与经济走势密切相关，是典型的周期性行业。从汽车销量增速走势和 GDP 增速走势看，在 2015 年之前，不论是厂商批发销量还是终端零售销量，他们的增速走势都与 GDP 增速走势基本同步，上涨或下跌的拐点基本上只差一个季度，可见，在经济复苏和繁荣时期，汽车作为可选消费品，需求会上升；而在经济下行时期，消费不振，汽车的需求会下降。在 2015 年之后，由于 GDP 增速波动很小，其与汽车销量增速走势的联动性降低。

图 14: 汽车厂商批发销量增速走势与 GDP 增速走势联动



资料来源: wind, 渤海证券

图 15: 汽车终端零售销量增速走势与 GDP 增速走势联动



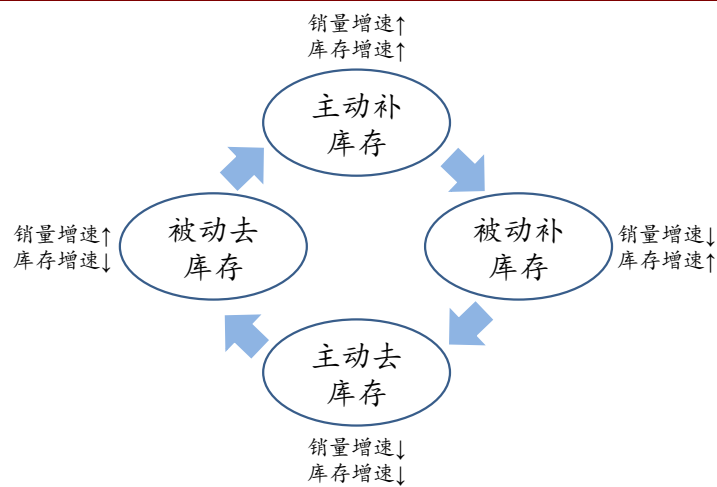
资料来源: wind, 渤海证券

汽车库存周期是汽车行业的典型周期，四个阶段的逻辑和表现一般为：

- **主动补库存:** 经济繁荣时期，消费者购车需求强，促使经销商主动补库存，传导至主机厂主动增加产量、主动补库存。这一阶段的表现是汽车销量增速上行、库存上升。
- **被动补库存:** 经济下行初期，消费者购车需求减弱，但经销商和主机厂反应滞后，主机厂依然保持较高的产量，导致经销商和主机厂被动补库存。这一阶段的表现是汽车销量增速下行、库存上升，经销商和主机厂利润增长。

- **主动去库存**: 经济衰退时期, 消费者购车需求下降, 惯性下经销商库存较高, 经销商主动去库存, 主机厂有义务帮助经销商去库存。这一阶段的表现是汽车销量增速下行、库存下降, 同时经销商终端促销和主机厂官降等手段频出, 导致经销商和主机厂利润下滑明显。
- **被动去库存**: 经济复苏时期, 经济动能转化, 就业提升、居民可支配收入水平提高, 消费者购车需求逐步好转, 但主机厂反应滞后, 产量未能及时跟进, 导致被动去库存; 另一方面, 换车周期的集中来临也会使主机厂被动去库存。这一阶段的表现是汽车销量增速上行、库存下降。

图 16: 汽车库存周期的表现



资料来源: 渤海证券

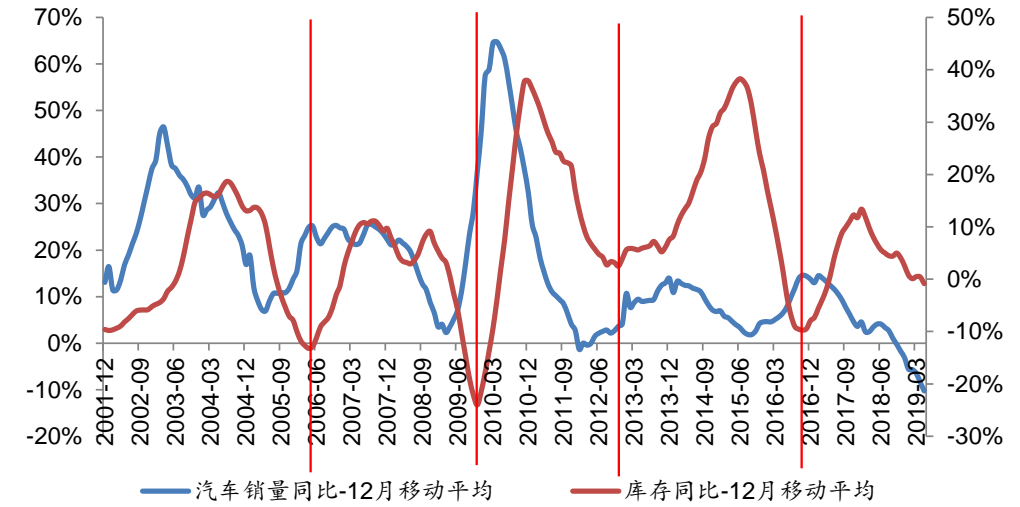
3. 探寻汽车库存周期的奥秘

对于汽车库存周期, 因为汽车销量分为批发销量和终端零售销量, 汽车库存分为主机厂库存和经销商库存, 因此汽车库存周期可分为工业库存周期和渠道库存周期, 我们将分别对汽车的工业库存周期和渠道库存周期加以分析。

3.1 工业库存: 正处于第五轮周期的主动去库存阶段

自 2001 年以来, 主机厂经历了四轮完整的库存周期(2001~2006 年、2006~2009 年、2009~2012 年、2012~2016 年), 现正处于 2016 年 11 月以来的第五轮库存周期的主动去库存阶段。

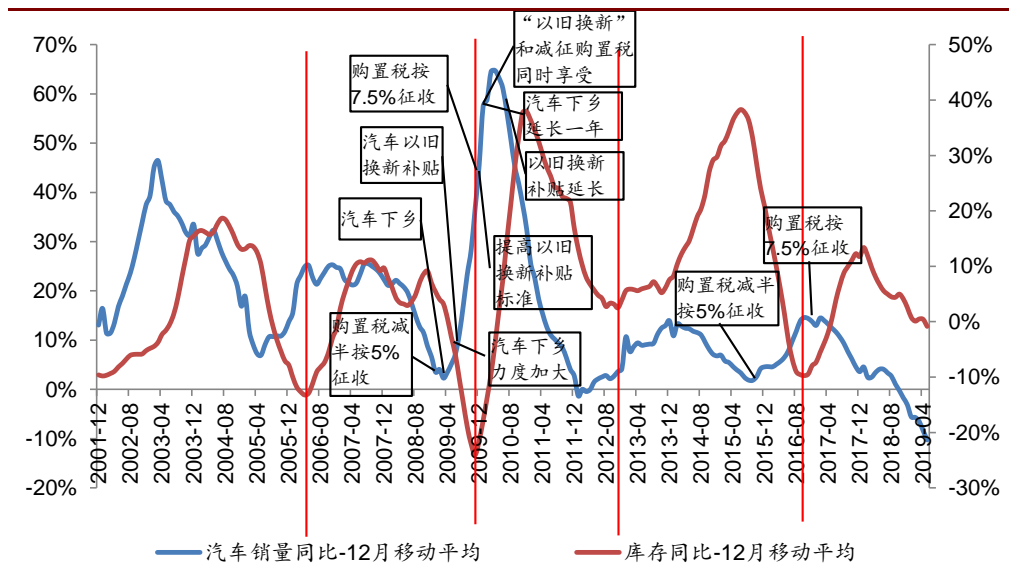
图 17: 2001 年以来的五轮汽车工业库存周期



资料来源: wind, 渤海证券

汽车刺激政策加速周期拐点的到来。为扩大内需、鼓励汽车消费，2009~2010 年国家发布了减征车辆购置税、汽车下乡补贴、汽车以旧换新补贴等一系列刺激政策，2015 和 2016 年国家发布了减征购置税的刺激政策。分析这两次政策发布后汽车行业的变化，可以看到在 2009 年 1 月 20 日和 2015 年 10 月 1 日实施购置税减半的时点，汽车库存周期都进入了被动去库存阶段；而在 2009 年 12 月宣布购置税减按 7.5%征收、汽车以旧换新补贴提高等政策的时点，以及 2016 年 12 月宣布购置税减按 7.5%征收的时点，汽车库存周期进入了主动补库存阶段。以上说明汽车刺激政策尤其是车辆购置税优惠政策的出台会将消费者购车需求前置，加速周期拐点的到来。

图 18: 汽车刺激政策加速周期拐点的到来



资料来源: wind, 渤海证券

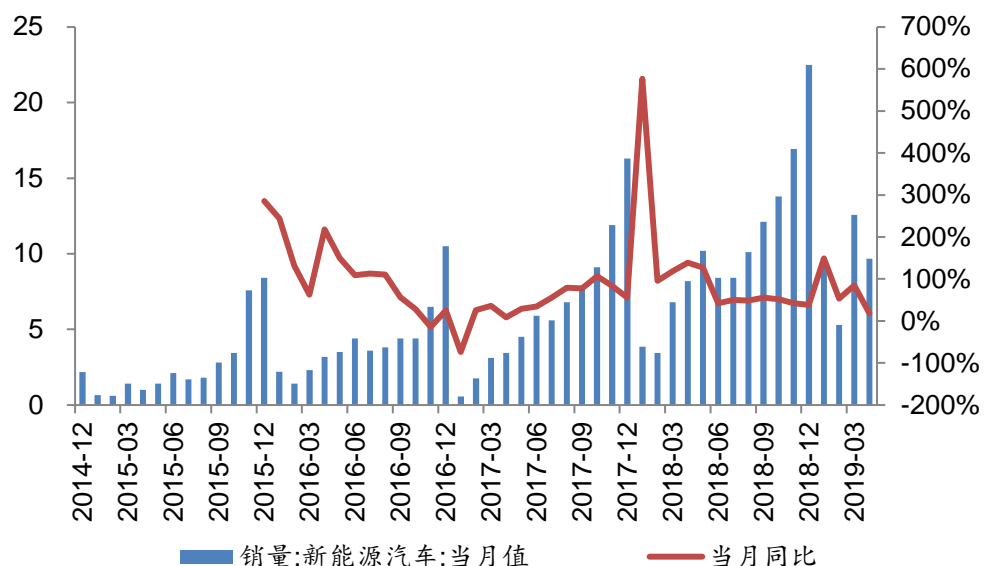
最新一轮周期已持续 31 个月。最新一轮周期开始于 2016 年 11 月，此后经历了短短 4 个月的主动补库存阶段、11 个月的被动补库存，现正处于已持续了 16 个月的主动去库存阶段。观察分析本轮周期，主要有以下特点：（1）同第三轮周期类似，进入主动补库存和主动去库存阶段的拐点都在车辆购置税优惠退坡和退出的前后；（2）2018 年 7 月开始的这一轮汽车销量下跌时间超预期，增速下降幅度超预期；（3）新能源汽车在 2015、2016 年爆发式增长，即使在低迷的汽车市场中仍保持着较高的增速，在整车销售中的占比逐步提升，最高时达到了 8.45%（2018 年 12 月）。

表 2：中国正处于 2001 年以来的第五轮汽车工业库存周期

库存周期	时间区间	持续月数				
		主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存	整个周期
第一轮	2001.12~2006.04	16	10	16	11	53
第二轮	2006.05~2009.11	14	5	12	12	43
第三轮	2009.12~2012.11	5	8	15	8	36
第四轮	2012.12~2016.10	13	18	3	13	47
平均		12	10.25	11.50	11	44.75
第五轮	2016.11 至今	4	11	16+	/	31+

资料来源：渤海证券

图 19：新能源汽车销量及增速



资料来源：wind，渤海证券

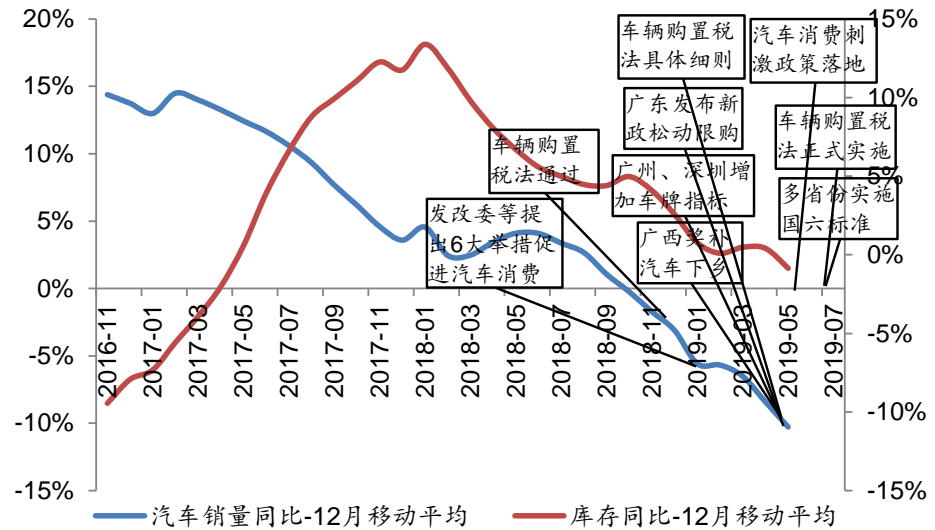
我们预计主机厂将于三季度进入主动补库存阶段。我们的判断主要基于以下几点

➢ 《购置税法》取消价外费用和增值税下调降低购车成本。2018 年 12 月 29

日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议通过了《中华人民共和国车辆购置税法》，自 2019 年 7 月 1 日起实施；2019 年 5 月 23 日，财政部和税务总局发布《关于车辆购置税有关具体政策的公告》；5 月 24 日，国家税务总局发布《关于车辆购置税征收管理有关事项的公告（征求意见稿）》。与《中华人民共和国车辆购置税暂行条例》相比，《购置税法》的计税价格仅包括“为纳税人实际支付给销售者的全部价款”，而取消了基金、集资费等价外费用，有利于降低消费者的购车成本。同时，李克强总理在《2019 年国务院政府工作报告》上表示“将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%”，增值税的降低也有利于进一步降低消费者的购车成本。

- **放宽限购、汽车下乡补贴，政府出台政策促进汽车消费。**2019 年 1 月 29 日，发改委等 10 部委联合发布了《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）》，提出六大举措促进汽车消费。6 月 6 日，国家发改委等 3 部委联合印发《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》方案中提到“严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购的地方政府应根据城市交通拥堵、污染治理、交通需求管控效果，加快由限制购买转向引导使用”“原则上对拥堵区域外不予限购”，同时提出加快淘汰更新、组织开展“汽车下乡”促销活动。而地方政府也已采取行动：5 月 28 日，广东出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，明确优化汽车消费环境，逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他地市不得再出台汽车限购规定，广东率先跟进国家政策松动限购；随后于 6 月 2 日，广州、深圳发布通告增加今明年两年车牌指标，两地分别新增 10 万个和 8 万个；与此同时，据广西日报报道，广西财政部门筹措资金 4.31 亿元开展 2019 汽车下乡专项行动，成为率先奖补汽车下乡的省份。我们认为，广东和广西是地方政府采取行动促进汽车消费的先行者，后续其他地方政府有望逐步跟进，激发消费活力。

图 20: 近期的汽车刺激政策



资料来源: wind, 渤海证券

- **国五国六切换, 将有效消化库存。** 目前已有 15 个省或直辖市宣布提前实施轻型汽车国六标准, 基本上 (除北京外) 都提前至 2019 年 7 月 1 日实施。现主机厂、经销商的国五车型库存仍较为严重, 主机厂采取官降、内部员工购车优惠、下乡补贴等方式, 经销商采取加大终端促销的方式在限期内积极去库存。我们认为, 6 月汽车库存将有望继续降低。

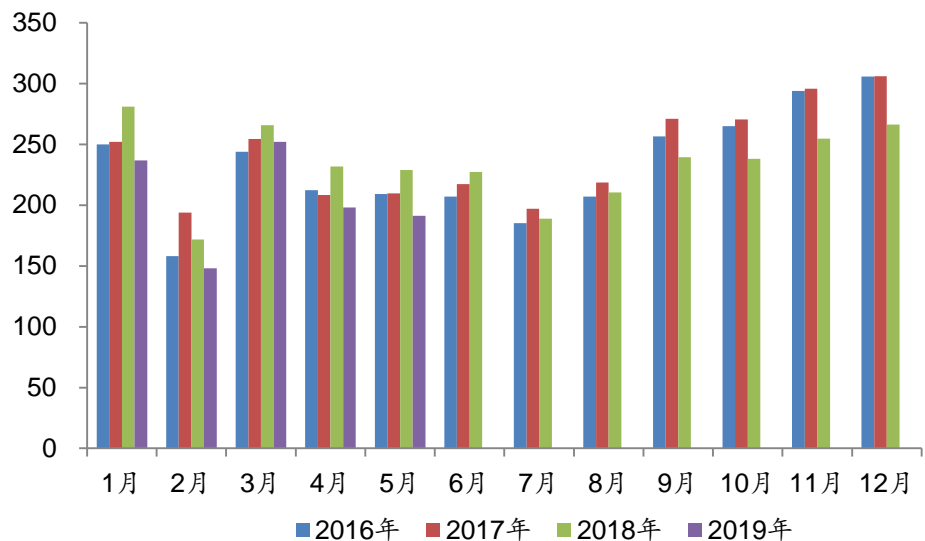
表 3: 各省份“国六”标准实施时间表

省份	车辆类型	实施时间	执行标准
上海	轻型汽车	2019/7/1	国六 b
天津	轻型汽车	2019/7/1	国六 b
河北	轻型汽车	2019/7/1	国六 b
广东	轻型汽车	2019/7/1	国六 b
北京	轻型汽车	2020/1/1	国六 b
重庆	轻型汽车	2019/7/1	国六 a
安徽	轻型汽车	2019/7/1	国六 a
陕西	轻型汽车	2019/7/1	国六 a
江苏	轻型汽车	2019/7/1	国六 a
浙江	轻型汽车	2019/7/1	国六 a
河南	轻型汽车	2019/7/1	国六 a/b
山东	轻型汽车	2019/7/1	国六
山西	轻型汽车	2019/7/1	国六
海南	轻型汽车	2019/7/1	国六
四川	轻型汽车	2019/7/1	国六
全国	轻型汽车	2020/7/1	国六 a
		2023/7/1	国六 b

资料来源: 政府网站, 渤海证券

- 本轮周期的主动去库存阶段已持续 16 个月。从周期长度看，前四轮周期平均持续 44.75 个月，其中主动去库存阶段平均持续 11.50 个月；而第五轮周期已持续了 32 个月，其中主动去库存阶段已持续了 16 个月，历史上最长持续 16 个月，我们认为已给了主机厂足够的时间主动消化库存，同时政策呵护叠加去年下半年汽车销量基数低，今年下半年汽车销量预期将上升，因此三季度有望进入主动补库存阶段。

图 21：2018 年下半年汽车销量基数低

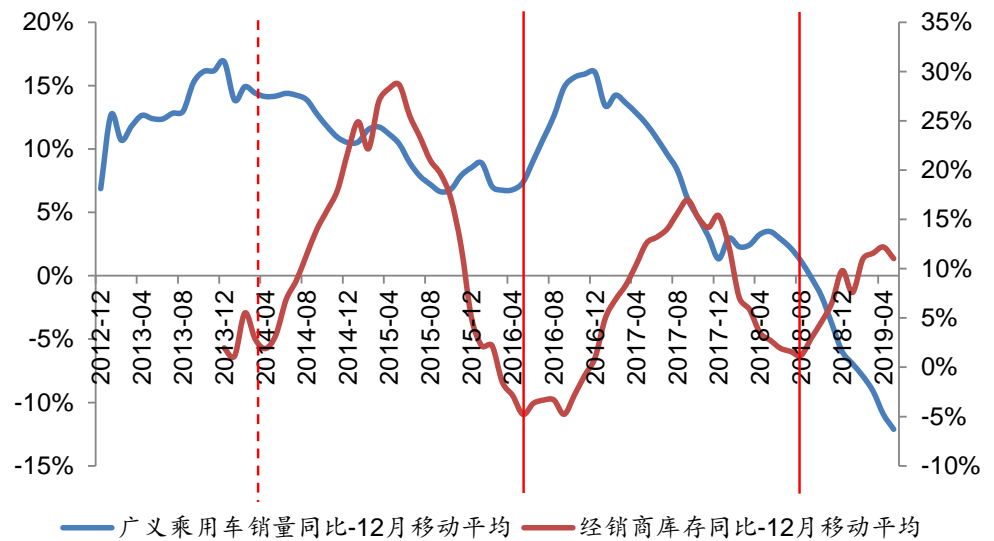


资料来源：wind，渤海证券

3.2 渠道库存：已进入第三轮周期的主动去库存阶段

因经销商库存数据有限，我们仅能分析 2013 年 12 月以来的乘用车数据。与工业库存不同，经我们分析，渠道库存一般仅有主动补库存、被动补库存和主动去库存阶段，因为经销商处于产业链下游，话语权较低，在需求不振时易被主机厂压库，被动去库存的几率较小，期限短不易统计。自 2014 年 4 月以来，经销商经历了两轮库存周期（2014~2016 年、2016~2018 年），现正处于 2018 年 9 月开始的第三轮库存周期的主动去库存阶段。

图 22: 2014 年以来的三轮汽车渠道库存周期



资料来源: wind, 渤海证券

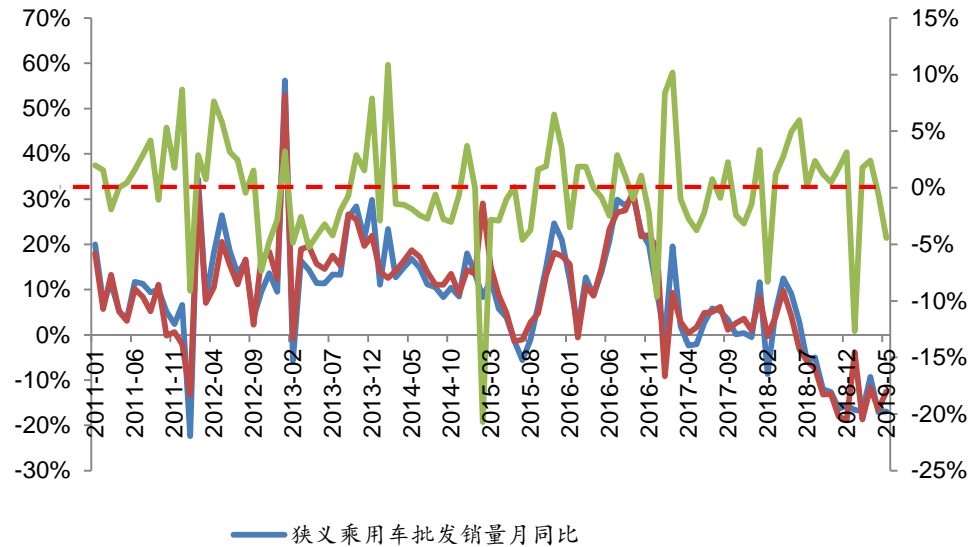
经销商已于 5 月进入主动去库存阶段。2018 年 9 月因乘用车销量超预期下跌，且降幅扩大至两位数，使渠道库存直接跨过主动补库存、再次进入被动补库存阶段，由此进入渠道库存的第三轮周期。此后几个月乘用车零售销量除 2019 年 1 月因错峰导致的购车节奏变化以及新能源汽车销量高增而使降幅回升至个位数外，其余月份销量降幅均维持在两位数。2019 年 5 月，狭义乘用车的批发销量增速为-16.90%，零售销量增速为-12.45%，批发销量增速较零售销量增速低了 4.45 个百分点，说明主机厂压库减少，库存增速（12 月移动平均）下降；同时广义乘用车销量增速（12 月移动平均）也下降，因此我们认为经销商已在 5 月进入主动去库存阶段。

表 4: 中国正处于 2014 年以来的第三轮汽车渠道库存周期

库存周期	时间区间	持续月数			整个周期
		主动补库存	被动补库存	主动去库存	
第一轮	2014.04~2016.05		14	12	25
第二轮	2016.06~2018.08	7	9	11	27
平均		7	11.5	11.5	26
第三轮	2018.09 至今		8	1+	9+

资料来源: 渤海证券

图 23: 狭义乘用车的批发销量和零售销量增速以及它们的差值



资料来源: wind, 渤海证券

我们预计经销商将在三季度进入主动补库存阶段。我们的判断主要基于：国六标准实施前，经销商主动消化国五库存；国六标准实施后，经销商主动补充国六车型。即将进入7月份，多数地区的国六标准实施时间即将来临，为此主机厂减少压库，经销商和主机厂采取措施共同消化现有库存，而此前4月乘用车批发销量增速已小幅低于零售销量增速（差值为-0.56%），5月两者差值扩大至-4.45%，预计6月将延续或扩大5月态势，乘用车批发销量增速有望继续低于零售销量增速。因此5月和6月的乘用车库存将有效下降。而待进入7月，已实施国六标准地区的经销商将主动补充国六车型，而这些地区的汽车产销量占全国的60%左右，整体库存很大程度上受这些地区影响；未提前实施国六标准地区的经销商库存压力将加大，未消化完的国五车型将转移至这些地区，他们将继续主动去库存，同时由于现国五车型的价格体系已在一定程度上被打乱，国五车型利润空间大幅降低甚至亏损，这些地区的经销商将主动补充国六车型以维持利润空间。我们认为，下半年整体库存有望适当回升；而基于去年下半年销量基数较低，以及受国五国六切换影响而处于观望状态的部分消费者度过观望期，汽车销量增速预期将上升。

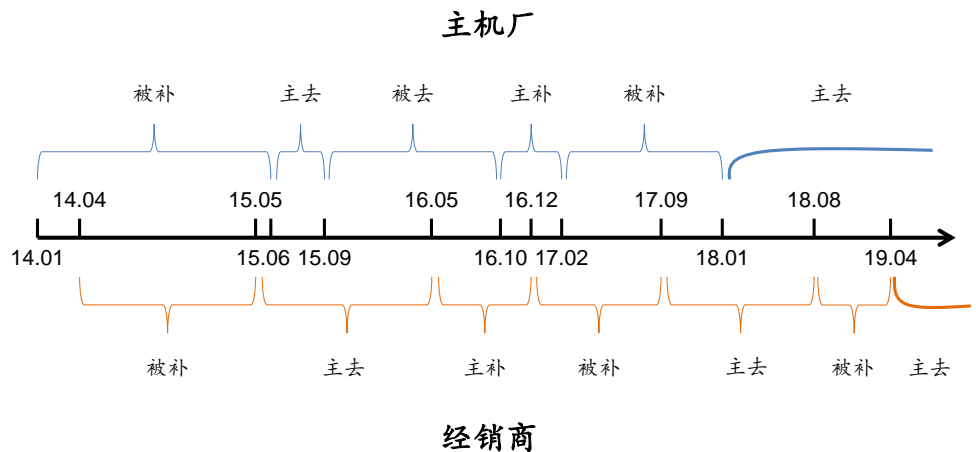
图 24: 国五国六切换



资料来源: wind, 渤海证券

对比分析汽车工业库存周期和渠道库存周期,发现存在错位现象,主要原因在于厂商和经销商在产业链上的地位不同以及汽车终端需求的变化需要时间来反应。从7月开始由于受汽车排放标准升级影响,在Q2主机厂与经销商努力清理国五库存的情况下,下半年出现对国六车型的主动补库存是大概率事件。

图 25: 汽车工业库存和渠道库存周期的错位



资料来源: 渤海证券

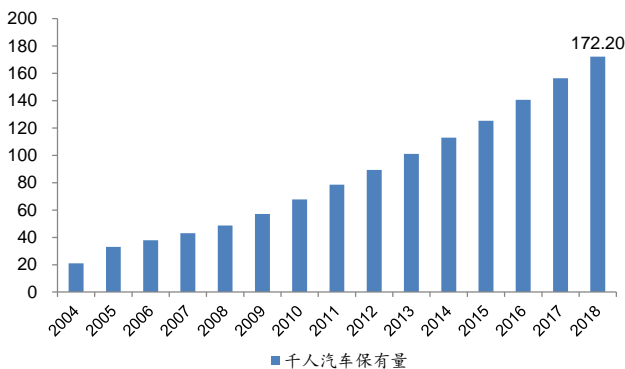
4.投资建议

中国汽车消费预计未来中低速增长。从市场空间来看,2018 年我国汽车千人保有量达 172 辆,虽然近些年不断上升,但仍低于全球平均水平,尤其是中西部地

区汽车千人保有量仍明显低于东部。因此，我们认为，从中长期看，我国汽车市场仍存在不错的发展空间。美国汽车产业已非常成熟，借鉴美国汽车市场，从第三次石油危机之后，美国汽车销量即保持中低速增长，最高仅为 13.27%（2012 年），中国汽车市场成熟度逐渐提升，汽车年销量早在 2009 年超过美国，因此中长期看，中国整体汽车消费也将进入正常中低速增长阶段，国内新车市场将长期呈现以存量竞争为主的特点。

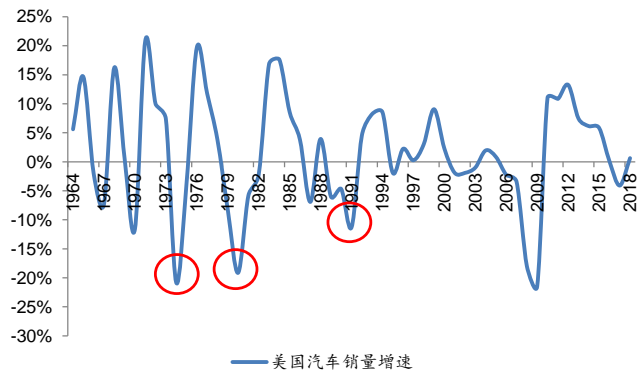
新能源汽车和智能网联汽车将成为汽车市场增长的重要抓手。2014 年，新能源汽车在政府和产业界的大力推动下开始爆发式增长，经过多年的发展，技术虽尚不成熟但已有了很大的进步，现全球各大车企已纷纷宣布大力发展新能源汽车并扩建产能，未来技术的进步将更加快速，随着质量的提高和成本的降低，我们认为新能源汽车将成为汽车市场的重要增长极。近两年，产业界对智能网联汽车的关注度和投入加大，车企、信息通信企业和互联网企业的合作不断深入，后续随着 5G 研发应用进程加快，智能网联汽车产业的发展将提速，随着技术走向成熟，我们认为未来智能网联汽车对汽车市场的拉动作用将越发现。

图 26: 我国千人汽车保有量 (单位: 辆/千人)



资料来源: wind, 渤海证券

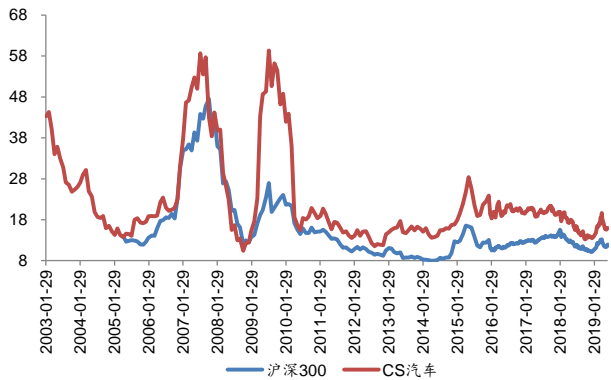
图 27: 美国汽车销量增速



资料来源: wind, 渤海证券

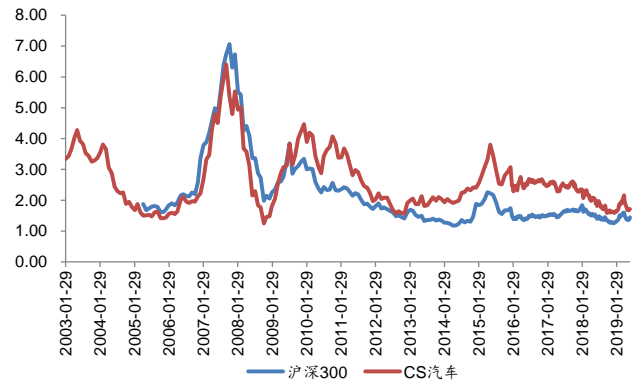
截至 2019 年 6 月 19 日，中信汽车板块 TTM 市盈率为 16 倍，PB 为 1.7 倍，从 2003 年以来的历史数据来看，仍位于历史估值中枢下方，基本上也处于春节后的估值底部。我们认为目前汽车行业景气度正处于底部，下半年在销量复苏的预期下景气度有望回升，届时估值有望企稳回升，行业优质龙头具备配置价值。

图 28: 汽车行业市盈率 (TTM, 整体法) 处于历史低位



资料来源: wind, 渤海证券

图 29: 汽车行业市净率 (整体法, 最新) 处于历史低位



资料来源: wind, 渤海证券

综上所述, 我们预计下半年汽车工业库存和渠道库存将进入主动补库存阶段, 叠加政策呵护, 产销有望出现复苏, 建议配置业绩增长确定性较强, 与估值匹配度较好的优质标的, 如整车标的广汽集团 (601238)、长安汽车 (000625); 优质零部件标的精锻科技 (300258)、豪迈科技 (002595)、玲珑轮胎 (601966)。

风险提示: 经贸摩擦风险; 汽车产销低于预期; 去库存进度低于预期; 新能源汽车推广低于预期; 智能网联技术发展低于预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

20 of 22

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn