

# 汽车行业

19H1 乘用车市场回顾: 不依赖刺激政策, 终端销量录得同比增长+1.6%

## 核心观点:

### ● 上半年乘用车终端逐步好转, 国五库存调整已近尾声

回顾上半年, 1-6 月乘用车终端实销数累计同比增长 1.6%, 单月增速分别 +24.9%、-42.1%、-9.3%、-6.5%、-3.2%、+39.6%。1、基数分析。18 年季度销量增速高开低走, 但季度占比基本符合正常季节性, 说明基数相对正常。2、扰动变量主要是刺激政策预期和降价预期。1 月份剔除春节扰动后仍有 10% 左右增长; 2-5 月终端销量持续同比下降或与市场对促进汽车消费政策出台预期、国五车降价促销带来的观望情绪有关; 6 月终端大幅增长主要与多数区域国五车降价促销在 6 月底到期, 部分持币观望情绪陆续转化为真实的消费需求。

汽车需求恢复了吗? 我们认为, 16-17 年的小排量乘用车购置税优惠透支了需求, 导致 18 年终端全年下滑 8.5%, 2019 年将迎来恢复性的反弹。19 年上半年乘用车终端同比增长 1.6%, 观点得到了部分验证。随着促销减少、汽车售价的温和回升, 消费者的持币待购将逐渐转为实际购买, 3、4 季度和 2019 年全年乘用车终端销量依然有望正增长。

根据中汽协及中机中心公布的数据, 今年 1-6 月份乘用车渠道库存、企业库存分别累计下降 46.9 万辆、14.8 万辆, 表明乘用车企业主动去库存动力仍然很强。国五车型在销售端大幅促销、生产端严格控制双重作用下库存水平大幅下降, 乘用车行业库存结构进一步优化, 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 3 季度, 库存去化后行业盈利能力或将环比迎来改善。

### ● 乘用车细分领域表现概况

分车型: 上半年轿车、SUV 终端均同比增长, 剔除新能源后轿车终端同比下降, SUV 终端仍正增长。

分系列: 上半年日系、德系品牌乘用车终端实销增速大幅好于行业, 自主品牌累计同比仍下降。

分地区: 上半年东部地区乘用车终端销量领跑行业, 中西部微增长, 东北地区消费仍较疲弱。

### ● 乘用车企业表现分析

上半年日系及豪华品牌车企均表现亮眼。日系品牌中东风本田、广汽本田、广汽丰田终端销量增速居前, 豪华品牌中华晨宝马、北京奔驰表现较好。主流自主品牌中, 长城汽车上半年终端、批发销量均实现同比正增长, 上汽乘用车、吉利汽车、广汽乘用车终端销量同比增长, 批发销量有不同程度下降。

### ● 新能源乘用车表现分析

上半年新能源乘用车累计终端销量为 53.7 万辆, 同比增长 98.9%, 占乘用车终端销量比重为 5.2%; 累计批发销量 56.3 万辆, 累计同比增长 58.7%, 占乘用车批发销量比重为 5.7%。上半年新能源乘用车限牌地区终端销量占比为 47.9%, 与去年同期基本持平, 15-18 年限牌地区新能源乘用车终端销量占比分别为 58.6%、59.8%、49.2%。

### ● 投资建议

在考虑政策友好温和的背景下, 国五升国六导致行业加速去库存, 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、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

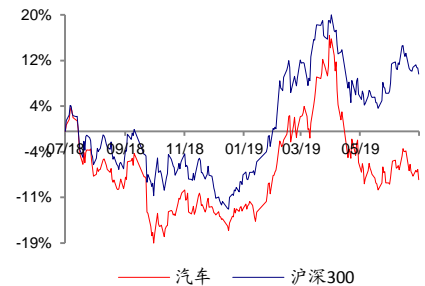
前次评级

买入

报告日期

2019-07-19

## 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 年数据点评系列之二 2019-07-12

十三:6 月乘用车终端同比劲增

40%, 行业库存明显去化

汽车行业:2019 年中期策略: 枕戈待旦 2019-06-21

旦

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	CNY	23.7	2019/4/30	买入	33.9	3.08	3.27	7.68	7.24	5.86	4.21	13.7	12.7
华域汽车	600741.SH	CNY	22.8	2019/4/27	买入	27.4	2.28	2.42	10.02	9.44	3.99	2.78	15.2	14.9
广汽集团	601238.SH	CNY	11.0	2019/4/30	买入	13.8	1.15	1.27	9.57	8.67	13.45	9.64	13.4	12.9
广汽集团	02238.HK	HKD	8.1	2019/4/30	买入	12.1	1.15	1.27	6.19	5.61	5.62	3.01	13.4	12.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 港股收盘价及合理价值货币单位为港币, EPS 货币单位为人民币。

## 目录索引

上半年乘用车终端逐步好转，国五库存调整已近尾声 .....	5
终端：上半年乘用车终端实销累计同比增长 1.4%，短期有扰动但季度环比有改善 ..	5
批发：乘用车批发端销量仍有压力，国五车库存调整已接近尾声 .....	6
展望：预计下半年乘用车终端仍有望实现正增长 .....	8
乘用车细分领域表现概况 .....	9
分车型：上半年轿车、SUV 终端实销分别同比增长 2.8%、3.4% .....	9
分系列：上半年日系、德系品牌乘用车终端实销增速大幅好于行业 .....	10
分地区：上半年东部地区终端销售同比增长 4.1%，中西部微增长 .....	12
乘用车企业表现分析 .....	16
主流乘用车企业终端销量情况 .....	16
主流乘用车企业批发销量情况 .....	18
主流乘用车企业渠道库存情况：国五车库存占比已大幅下降 .....	19
新能源乘用车表现分析 .....	21
投资建议 .....	22
风险提示 .....	22

## 图表索引

图 1: 乘用车月度终端实销数 (万辆) 及同比增速 .....	5
图 2: 汽车消费增速及乘用车终端实销数增速 (%) .....	6
图 3: 乘用车批发销量 (万辆) 及单月同比增速 .....	6
图 4: 乘用车企业库存增加值 (万辆) .....	7
图 5: 乘用车渠道库存增加值 (万辆) .....	7
图 6: 16-19H1 乘用车分车型终端实销累计同比增速 .....	9
图 7: 15-19H1 乘用车分车型占比情况 .....	9
图 8: 乘用车、轿车、SUV 中新能源车占比 (终端实销数口径) .....	10
图 9: 自主、合资品牌乘用车终端实销数累计同比增速 .....	10
图 10: 合资分品牌乘用车终端实销数累计同比增速 .....	11
图 11: 乘用车分品牌市场份额情况 .....	11
图 12: 乘用车分地区终端实销同比增速 .....	12
图 13: 乘用车 (剔除新能源) 分地区终端实销同比增速 .....	12
图 14: 乘用车各省份 19 年上半年终端实销同比增速 .....	13
图 15: 乘用车各省份 19 年上半年终端实销同比增速——剔除新能源车型 .....	13
图 16: 各乘用车企业 2019 年上半年终端销量累计同比增速及市场份额 (蓝色为合资品牌, 黄色为自主品牌) .....	16
图 17: 15-19 年 6 月主流豪华品牌在豪华车市场占比情况 .....	17
图 18: 19 年上半年主流豪华品牌在豪华车市场占比情况 .....	17
图 19: 狭义乘用车行业库存结构 (截至 19 年 4 月) .....	19
图 20: 狭义乘用车行业库存结构 (截至 19 年 5 月) .....	19
图 21: 各乘用车企业 2015 至 2019 年 6 月渠道库存累计变动情况 (万辆) 及累计渠道库存变动与月均批发销量比值 .....	20
图 22: 新能源乘用车批发终端销量分别占乘用车批发终端销量比重 (万辆, %) .....	21
图 23: 限牌地区新能源乘用车终端销量占比 .....	22
表 1: 2019 年下半年狭义乘用车终端销量增速预测推算表 .....	8
表 2: 2019 年下半年狭义乘用车批发销量增速预测推算表 .....	8
表 3: 2015-2019H1 乘用车分车型终端实销同比增速 .....	9
表 4: 2019H1 乘用车分地区终端销量同比增速及剔除新能源后终端销量同比增速 .....	14
表 5: 我国乘用车终端的省份集中度情况 .....	15
表 6: 主流乘用车企业 2019 年 6 月批发销量、2019 年上半年累计批发销量及市占率、同比、环比增速 .....	18
表 7: 主流乘用车企业当年累计渠道库存变化与当年月均销量比值 (动态库销比变化值) 及同比增速 .....	20
表 8: 新能源乘用车 2019 年 6 月、2019 年上半年累计批发、终端销量 (万辆) 及同比增速 .....	21

## 上半年乘用车终端逐步好转，国五库存调整已近尾声

**终端：上半年乘用车终端实销累计同比增长 1.4%，短期有扰动但季度环比有改善**

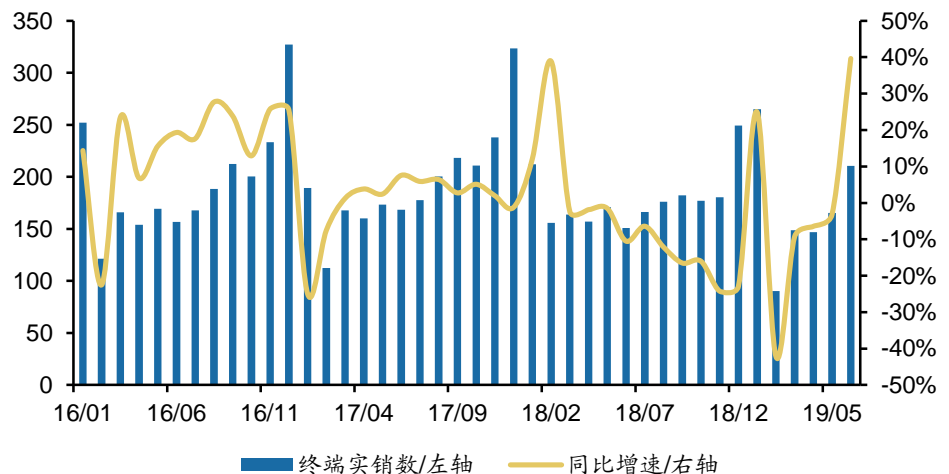
上半年乘用车终端销售总体同比正增长，从月度数据来看短期有扰动，但2季度环比1季度有较大改善。根据中机中心统计，今年1-6月乘用车终端约1026万辆，累计同比增速为+1.6%。分季度来看，1季度乘用车终端实销同比增速为-5.3%，2季度为+9.2%，单月来看，1-6月乘用车终端实销增速分别为+24.9%、-42.1%、-9.3%、-6.5%、-3.2%、+39.6%。

1、基数分析。18年季度销量增速高开低走，但季度占比基本符合正常季节性，说明基数相对正常。2、扰动变量主要是刺激政策预期和降价预期。具体而言：

- 1月份乘用车终端同比大幅增长主要与春节因素有关，但剔除春节扰动后，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。
- 2-5月终端销量持续同比下降或与市场对促进汽车消费政策出台预期、国五车降价促销带来的观望情绪有关，而降幅环比持续收窄表明部分消费观望逐渐转化为实际购买需求。
- 6月乘用车终端实销数同比大幅增长主要与多数区域国五车降价促销在6月底到期，部分持币观望情绪陆续转化为真实的消费，也印证了我们前期报告多次提到的观点。

汽车需求恢复了吗？我们认为，16-17年的小排量乘用车购置税优惠透支了需求，导致18年终端全年下滑8.5%，2019年将迎来恢复性的反弹，19年上半年乘用车终端同比增长1.6%，观点得到了部分验证。随着促销减少、汽车售价的温和回升，消费者的持币待购将逐渐转为实际购买，3、4季度和2019年全年乘用车终端销量依然有望正增长。

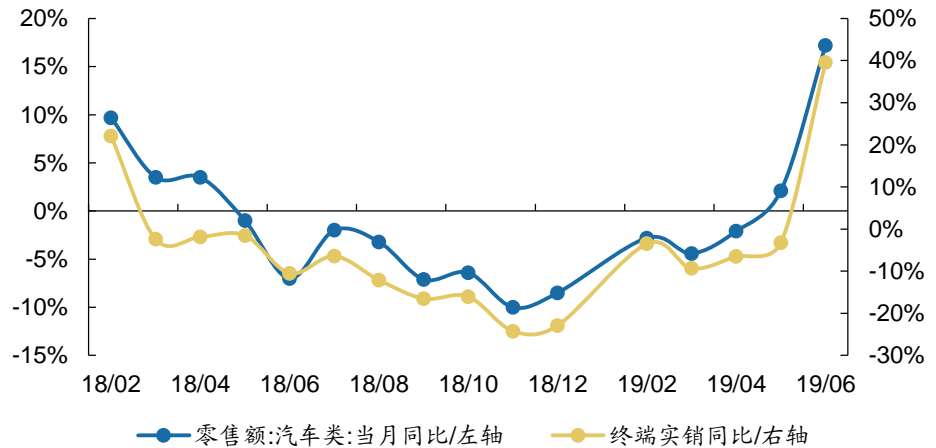
图1：乘用车月度终端实销数（万辆）及同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

在全社会消费零售中，汽车消费占比近三分之一，因此汽车消费强弱对全社会消费零售数据影响较大，汽车类商品零售额增速与乘用车终端实销数增速趋势基本一致。根据国统局公布的数据，6月社零数据中汽车消费同比增速为+17.2%，前6月累计同比增速为+1.2%。

图2：汽车消费增速及乘用车终端实销数增速（%）

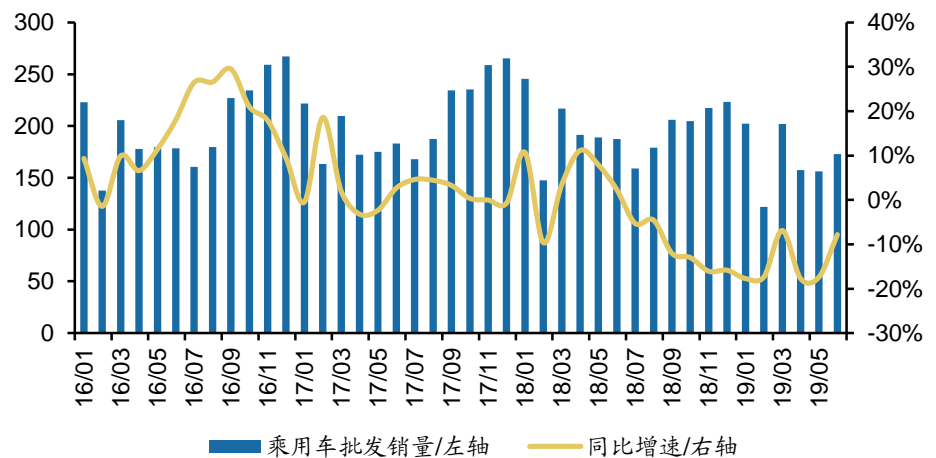


数据来源：中机中心、国家统计局、广发证券发展研究中心

### 批发：乘用车批发端销量仍有压力，国五车库存调整已接近尾声

产量端、批发销量的持续负增长验证了我们在前期报告中多次提到的乘用车企业已开始主动去库存的观点。根据中汽协统计，今年1-6月份乘用车批发销量累计1012.4万辆，累计同比增速为-14.0%；分季度看，1、2季度乘用车批发销量同比增速分别为-13.8%、-14.3%。

图3：乘用车批发销量（万辆）及单月同比增速

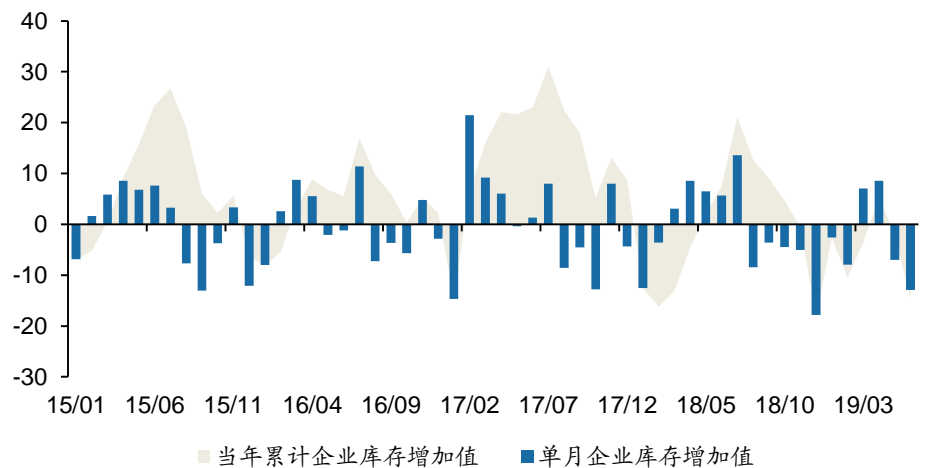


数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

6月份乘用车渠道库存下降44.7万辆，上半年渠道库存累计下降46.9万辆；6月份乘用车企业库存下降12.9万辆，上半年企业库存累计下降14.8万辆，表明乘用车企业主动去库存动力仍然很强。

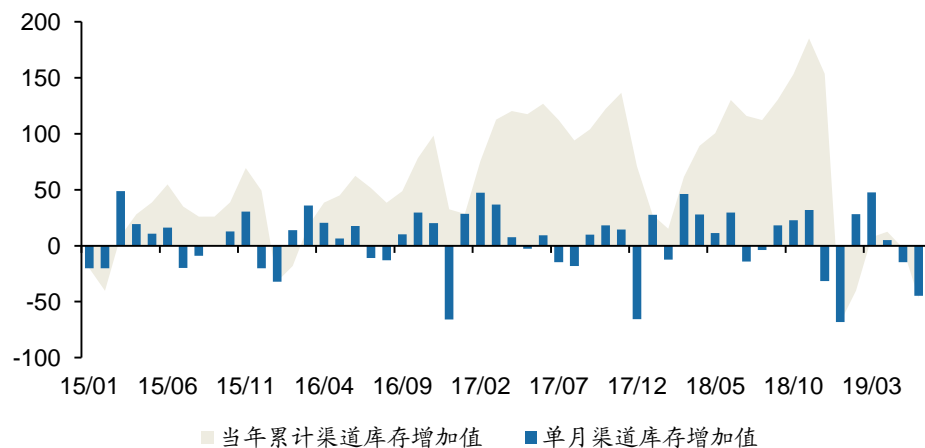
国五车型在销售端大幅促销、生产端严格控制双重作用下库存水平大幅下降，乘用车行业库存结构进一步优化，我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能是19年3季度，库存去化后行业盈利能力或将环比迎来改善。

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

图5：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

## 展望：预计下半年乘用车终端仍有望实现正增长

我们维持2019年年度策略报告《至暗即至明，19年将迎未来三年最好布局期》中对狭义乘用车终端、批发销量的预判，即：保守估计19年狭义乘用车终端销量同比增长5%-10%，批发销量由于受终端需求和库存策略的共同影响，复苏将滞后于终端销量，估计19年批发销量与终端销量增速会产生背离，19年批发销量或为负增长，中性偏乐观假设下估计批发销量增速在-5%-0%。

若假设2019年狭义乘用车终端销量增速为5%-10%，那么可以测算出19年下半年狭义乘用车终端销量增速为7.9%-17.3%。考虑悲观情形下，假设19年狭义乘用车终端销量增速为0%-2%，则测算19年下半年狭义乘用车终端增速为-1.6%-2.2%。

同理，在中性假设条件下（19年狭义乘用车批发销量增速为-10%~-5%），19年下半年狭义乘用车批发销量增速为-6.1%~3.9%。

表1：2019年下半年狭义乘用车终端销量增速预测推算表

假设：2019年终端增速		2019年终端销量（E，万辆）	2019H2终端销量（E，万辆）	2019H2同比增速
悲观假设	0%	2122.8	1104.9	-1.6%
	2%	2165.3	1147.3	2.2%
中性假设	5%	2229.0	1211.0	7.9%
	8%	2292.7	1274.7	13.6%
	10%	2335.1	1317.1	17.3%
乐观假设	11%	2356.3	1338.4	19.2%
	12%	2377.6	1359.6	21.1%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

表2：2019年下半年狭义乘用车批发销量增速预测推算表

假设：2019年批发增速		2019年批发销量（E，万辆）	2019H2批发销量（E，万辆）	2019H2同比增速
悲观假设	-15%	1973.1	980.1	-16.0%
	-12%	2042.8	1049.7	-10.1%
中性假设	-10%	2089.2	1096.2	-6.1%
	-8%	2135.6	1142.6	-2.1%
	-5%	2205.3	1212.2	3.9%
乐观假设	-2%	2274.9	1281.9	9.8%
	0%	2321.3	1328.3	13.8%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

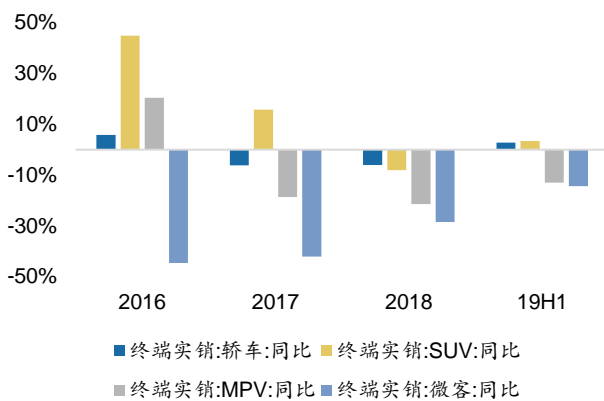


## 乘用车细分领域表现概况

分车型：上半年轿车、SUV 终端实销分别同比增长 2.8%、3.4%

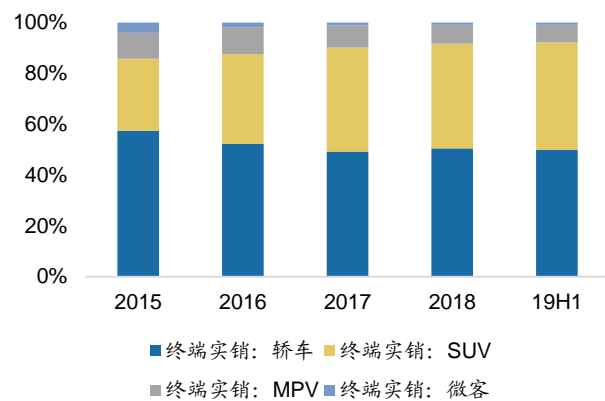
根据中机中心统计，19年上半年轿车终端实销累计513.0万辆，累计同比增速为+2.8%；SUV终端实销累计434.1万辆，累计同比增速为+3.4%；MPV终端实销累计70.9万辆，累计同比增速为-13.0%；交叉乘用车终端实销累计8.5万辆，累计同比增速为-14.4%。

图6：16-19H1乘用车分车型终端实销累计同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图7：15-19H1乘用车分车型占比情况



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

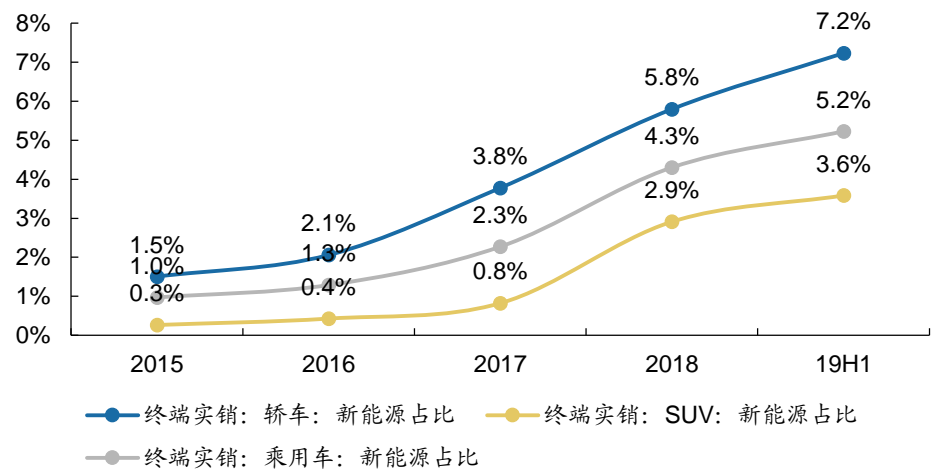
剔除新能源乘用车后，上半年轿车终端实销同比增速转负为-0.6%，SUV终端实销累计同比增速为+1.2%。新能源轿车占轿车比重从2015年的1.5%上升至2018年的5.8%，2019年上半年进一步提升至7.2%；新能源SUV占SUV比重从2015年的0.3%上升至2018年的2.9%，2019年上半年提升至3.6%。

表3：2015-2019H1乘用车分车型终端实销同比增速

	2016	2017	2018	2019H1
终端实销：轿车：同比	5.8%	-6.1%	-6.0%	2.8%
终端实销：轿车（剔除新能源）：同比	5.2%	-7.8%	-8.0%	-0.6%
终端实销：SUV：同比	44.8%	15.8%	-8.1%	3.4%
终端实销：SUV（剔除新能源）：同比	44.6%	15.3%	-10.1%	1.2%
终端实销：乘用车：同比	16.3%	-0.4%	-8.5%	1.6%
终端实销：乘用车（剔除新能源）：同比	16.0%	-1.4%	-10.4%	-1.1%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图8：乘用车、轿车、SUV中新能源车占比（终端实销数口径）



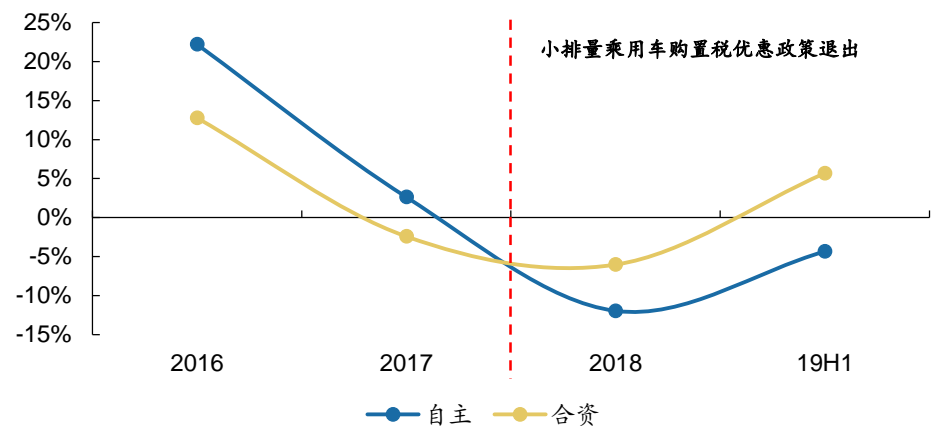
数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

### 分系列：上半年日系、德系品牌乘用车终端实销增速大幅好于行业

根据中机中心统计，上半年自主、合资品牌乘用车终端实销分别为393.7万辆、632.8万辆，累计同比增速分别为-4.3%、+5.7%。

从16年-19年上半年自主、合资品牌终端表现来看，自主品牌受小排量乘用车购置税优惠政策力度的影响较合资品牌更大。16、17年自主品牌终端销量分别同比增长22.2%、2.6%，合资品牌终端销量同比增速分别为12.8%、-2.4%。18年刺激政策正式退出后，自主品牌终端销量大幅下降，同比增速为-12.0%，合资品牌终端销量则同比下降6.0%，19年上半年自主品牌终端销量同比增速仍为负，合资品牌已实现正增长。

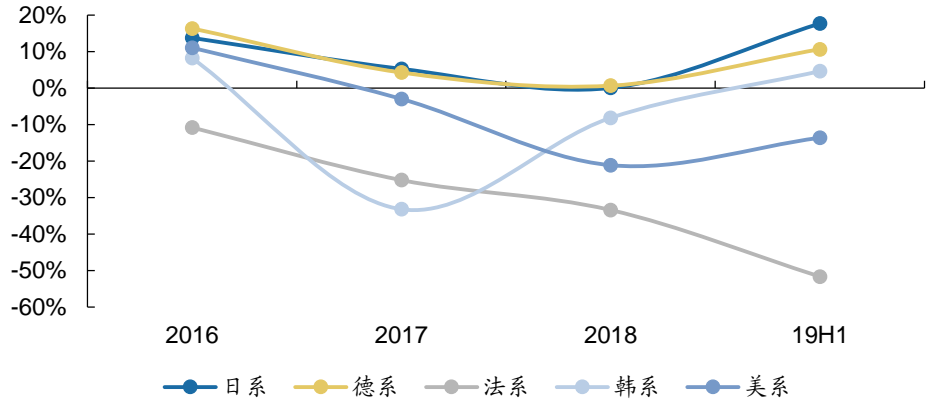
图9：自主、合资品牌乘用车终端实销数累计同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

合资品牌中，日系、德系品牌乘用车终端实销增速大幅好于行业。根据中机中心统计，19年上半年日系品牌终端销量221.2万辆，累计同比增长17.7%；德系品牌终端销量244.5万辆，累计同比增长10.6%；韩系品牌终端销量52.3万辆，累计同比增长4.6%；美系品牌终端销量90.1万辆，累计同比下降13.6%。

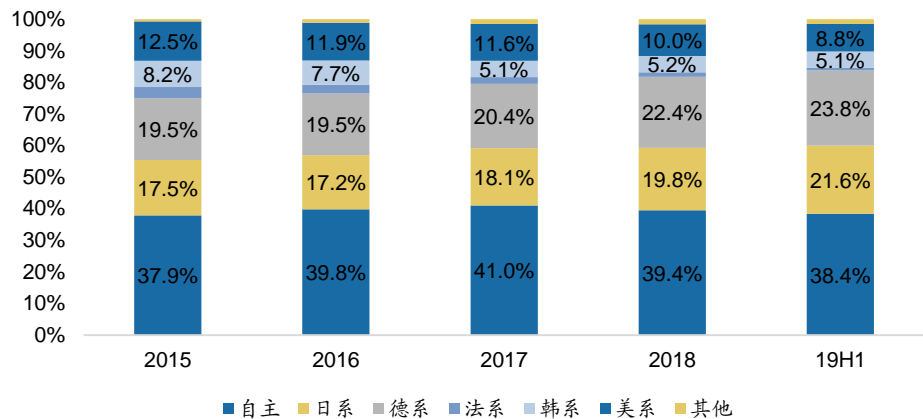
图10: 合资分品牌乘用车终端实销数累计同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

市场份额表现上看，19年上半年自主品牌市场份额为38.4%，同比下降2.4个百分点；合资品牌中，日系、德系品牌市场份额分别为21.6%、23.8%，同比提升2.9、1.9个百分点；美系品牌市场份额为10.3%，同比下降1.5个百分点。

图11: 乘用车分品牌市场份额情况



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

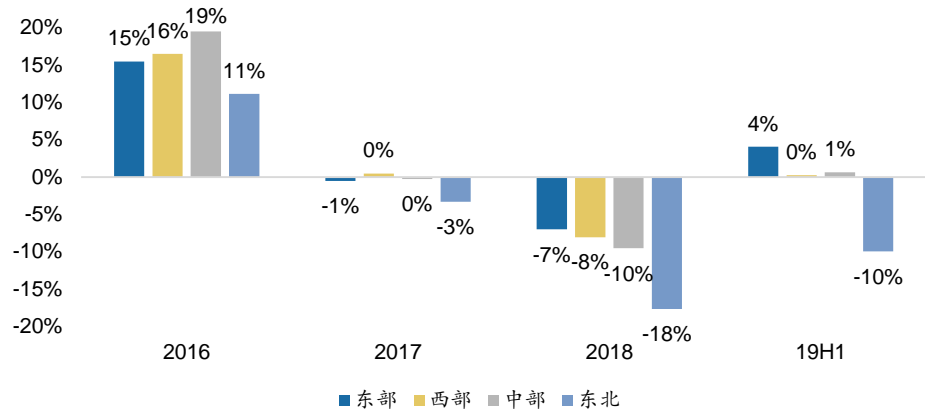
分地区：上半年东部地区终端销售同比增长4.1%，中西部微增长

我们按照国家统计局区域划分标准，对我国东部、中部、西部、东北部区域乘用车终端实销表现进行了统计。

19年上半年东部地区乘用车终端实销500.0万辆，同比增长4.1%，表现好于行业整体水平；西部地区乘用车终端240.1万辆，同比微增长0.2%；中部地区乘用车终端237.9万辆，同比微增长0.6%；东北地区乘用车终端48.4万辆，同比下降10.0%。若剔除新能源乘用车，则19年上半年东部、中部、西部、东北地区传统乘用车终端销量同比增速分别为0.3%、-1.1%、-1.8%、-10.2%。

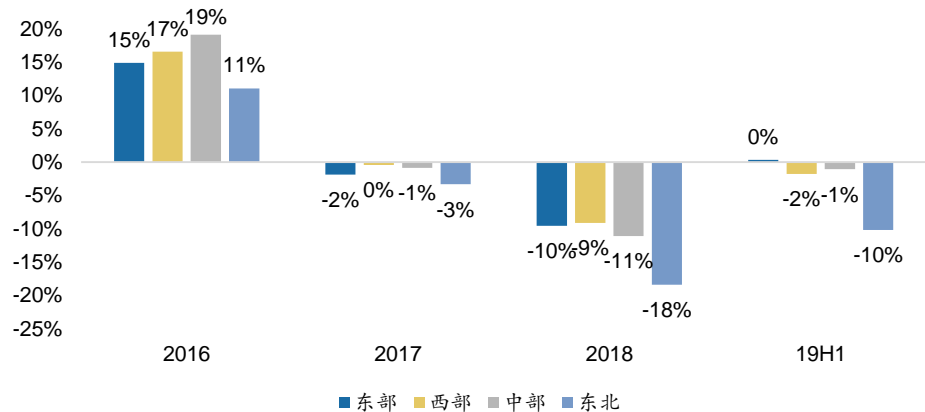
注：国家统计局对我国进行地区划分，其中东部包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南，中部包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南，西部包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆，东北部包括辽宁、吉林和黑龙江。

图12：乘用车分地区终端实销同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

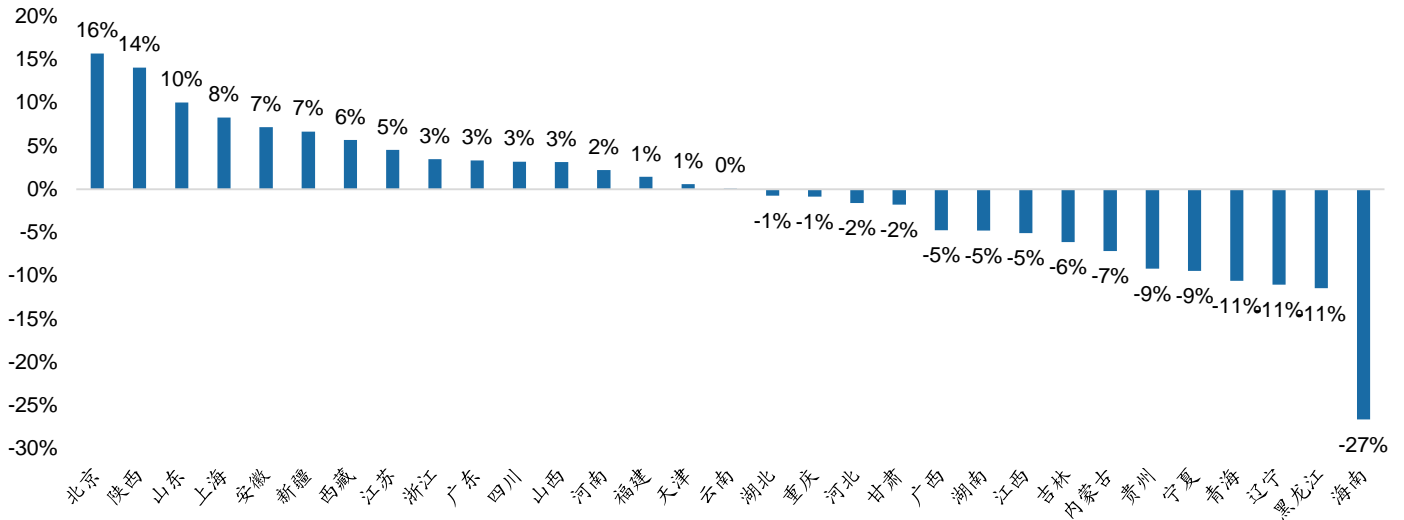
图13：乘用车（剔除新能源）分地区终端实销同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

从各省份乘用车终端销量同比增速来看，19年上半年北京、陕西、山东三地乘用车终端销量超过两位数增长，分别为15.7%、14.1%、10.0%；其次是上海、安徽、新疆、西藏四地终端销量同比增速在5%-10%；上半年海南、黑龙江、辽宁及青海四地乘用车终端销量同比两位数负增长，其中海南同比大幅下降26.6%。

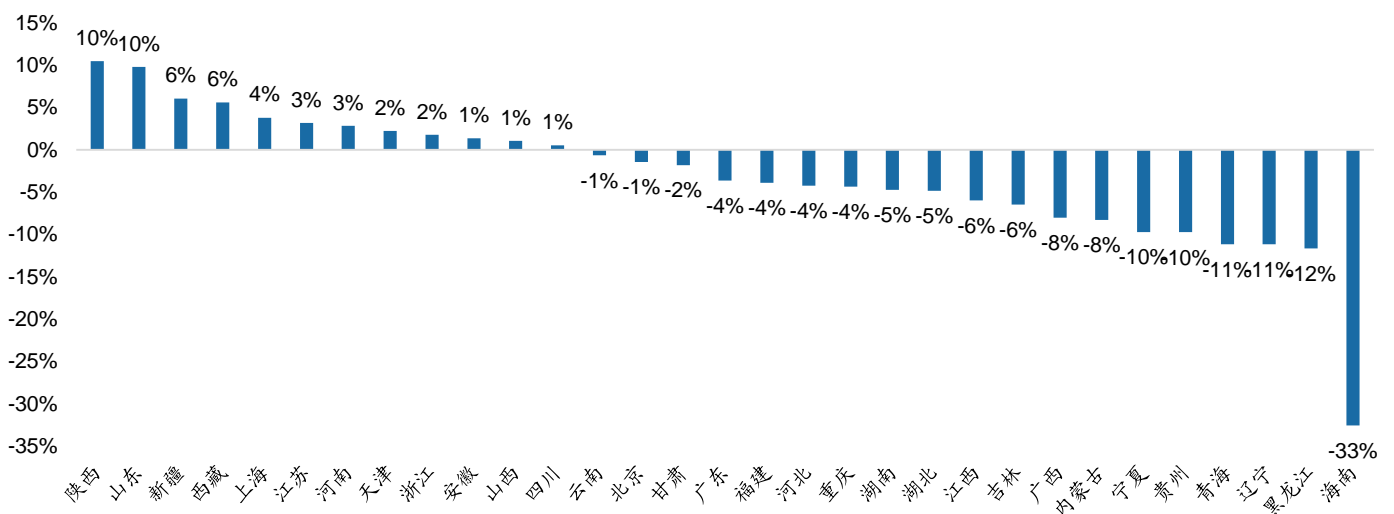
图14: 乘用车各省份19年上半年终端实销同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

剔除新能源乘用车后，陕西、山东、新疆等地区上半年传统乘用车终端实销同比增速居前，分别为10.5%、9.8%、6.0%；北京地区上半年传统乘用车终端实销则同比下降1.5%；海南、黑龙江、辽宁及青海四地传统乘用车终端销量仍然呈两位数负增长，其中海南地区降幅扩大至32.6%。

图15: 乘用车各省份19年上半年终端实销同比增速——剔除新能源车型



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

**表4: 2019H1乘用车分地区终端销量同比增速及剔除新能源后终端销量同比增速**

省份及地区	19H1 乘用车同比增速	19H1 乘用车同比增速 (剔除新能源)	差值 (新能源贡献)
北京	15.7%	-1.5%	17.2%
广东	3.3%	-3.6%	7.0%
海南	-26.6%	-32.6%	6.0%
安徽	7.2%	1.4%	5.8%
福建	1.4%	-3.9%	5.3%
上海	8.3%	3.8%	4.5%
湖北	-0.8%	-4.8%	4.1%
陕西	14.1%	10.5%	3.6%
重庆	-0.9%	-4.3%	3.5%
广西	-4.7%	-8.0%	3.3%
行业	1.6%	-1.1%	2.7%
四川	3.2%	0.5%	2.7%
河北	-1.6%	-4.3%	2.7%
山西	3.1%	1.0%	2.1%
浙江	3.5%	1.8%	1.7%
江苏	4.5%	3.2%	1.4%
内蒙古	-7.1%	-8.3%	1.1%
江西	-5.1%	-6.0%	0.9%
云南	0.1%	-0.7%	0.7%
新疆	6.7%	6.0%	0.6%
贵州	-9.2%	-9.7%	0.6%
青海	-10.6%	-11.2%	0.5%
吉林	-6.1%	-6.5%	0.4%
宁夏	-9.5%	-9.7%	0.3%
山东	10.0%	9.8%	0.2%
黑龙江	-11.5%	-11.7%	0.2%
辽宁	-11.0%	-11.2%	0.1%
西藏	5.7%	5.6%	0.1%
甘肃	-1.8%	-1.8%	0.0%
湖南	-4.8%	-4.7%	0.0%
河南	2.2%	2.8%	-0.6%
天津	0.6%	2.2%	-1.6%

数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

从省份角度衡量乘用车地区集中度来看，今年上半年乘用车地区集中度有所提升。根据中机中心，1-6月乘用车终端省份集中度CR3、CR5、CR10分别为26.1%、40.0%、62.8%，较18年上半年分别提升1.0、1.2、0.9个百分点。

表5: 我国乘用车终端的省份集中度情况

序号	15年	16年	17年	18年	18年H1	19年H1
1	广东 9.0%	广东 9.5%	广东 9.9%	广东 11.0%	广东 10.4%	广东 10.6%
2	山东 8.6%	山东 8.0%	江苏 7.7%	江苏 7.4%	江苏 7.6%	江苏 7.8%
3	江苏 7.7%	江苏 7.8%	山东 7.6%	山东 7.3%	山东 7.1%	山东 7.7%
4	河南 6.6%	河南 6.8%	河南 7.0%	浙江 7.0%	河南 7.0%	河南 7.0%
5	河北 6.5%	浙江 6.2%	河北 6.8%	河南 7.0%	浙江 6.7%	浙江 6.8%
6	浙江 6.5%	河北 6.2%	浙江 6.6%	河北 6.3%	河北 6.5%	河北 6.3%
7	四川 5.4%	四川 5.1%	四川 5.0%	四川 5.1%	四川 5.3%	四川 5.4%
8	湖北 3.9%	湖北 3.8%	安徽 3.7%	湖南 3.7%	湖南 3.9%	安徽 3.9%
9	湖南 3.7%	湖南 3.8%	湖南 3.7%	安徽 3.6%	湖北 3.7%	湖北 3.6%
10	安徽 3.5%	安徽 3.8%	湖北 3.7%	湖北 3.6%	安徽 3.7%	湖南 3.6%
CR3	25.3%	25.3%	25.1%	25.8%	25.1%	26.1%
CR5	38.4%	38.3%	38.9%	39.7%	38.8%	40.0%
CR10	61.3%	61.1%	61.7%	62.1%	61.9%	62.8%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

## 乘用车企业表现分析

### 主流乘用车企业终端销量情况

我们根据市场份额将主流乘用车企业进行分类：

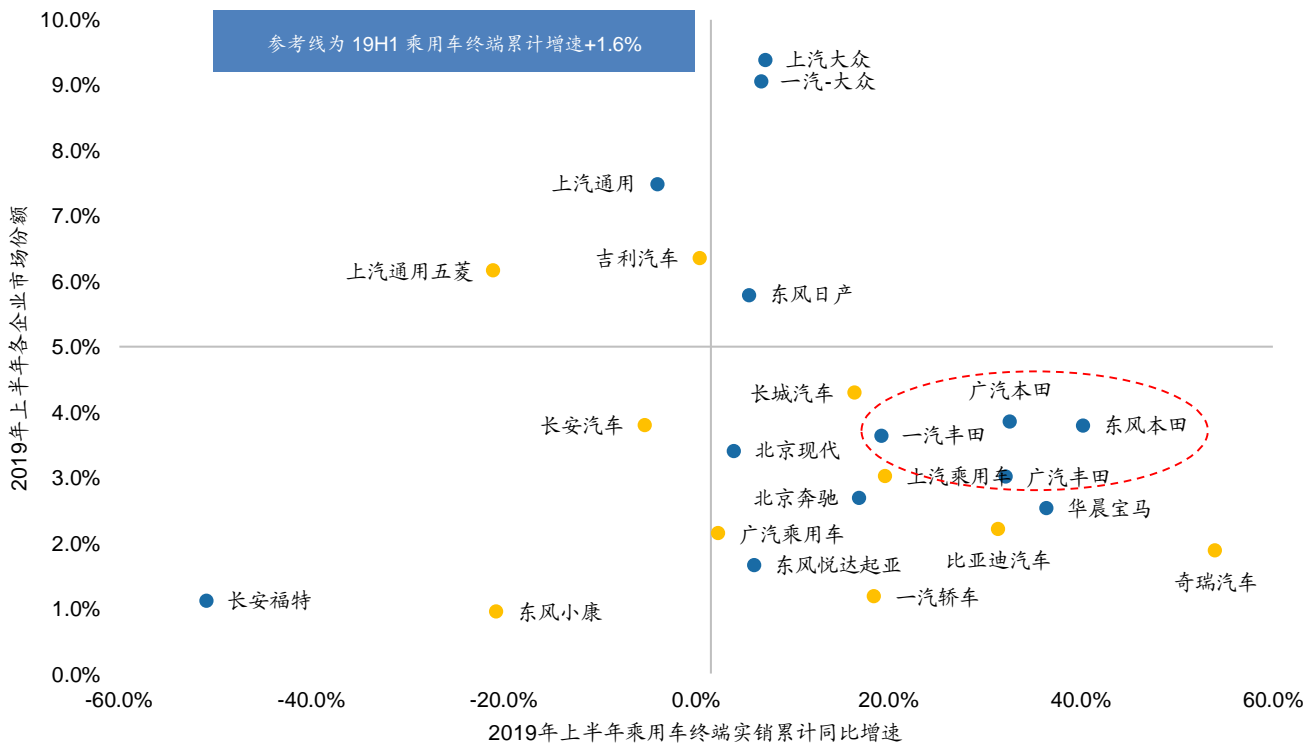
1、市场份额在5%以上(括号内为19年上半年市场份额,下同):上汽大众(9.4%)、一汽-大众(9.1%)、上汽通用(7.5%)、吉利汽车(6.4%)、上汽通用五菱(6.2%)、东风日产(5.8%)共6家企业。

上汽大众、一汽-大众及东风日产19年上半年乘用车终端销量同比表现好于乘用车行业整体,累计同比增速分别为7.2%、6.8%、5.5%;吉利汽车上半年乘用车终端实销累计同比增长0.4%,表现略逊于行业;上汽通用、上汽通用五菱上半年乘用车终端则分别累计同比下降4.1%、21.0%。

2、市场份额在1%-5%:长城汽车(4.3%)、广汽本田(3.9%)、东风本田(3.8%)、长安汽车(3.8%)、一汽丰田(3.7%)、北京现代(3.4%)等17家企业。

17家车企中长安汽车、东风小康、长安福特上半年终端实销同比增速表现弱于行业整体,其余企业表现均好于行业。其中日系品牌东风本田、广汽本田、广汽丰田上半年终端实销同比增速分别为40.2%、32.7%、32.2%,表现较为亮眼;自主品牌中奇瑞汽车、比亚迪、上汽乘用车、长城汽车上半年终端实销分别同比增长54.1%、31.5%、19.8%、16.6%,广汽乘用车上半年累计同比增速2.4%。

图16: 各乘用车企业2019年上半年终端销量累计同比增速及市场份额(蓝色为合资品牌,黄色为自主品牌)

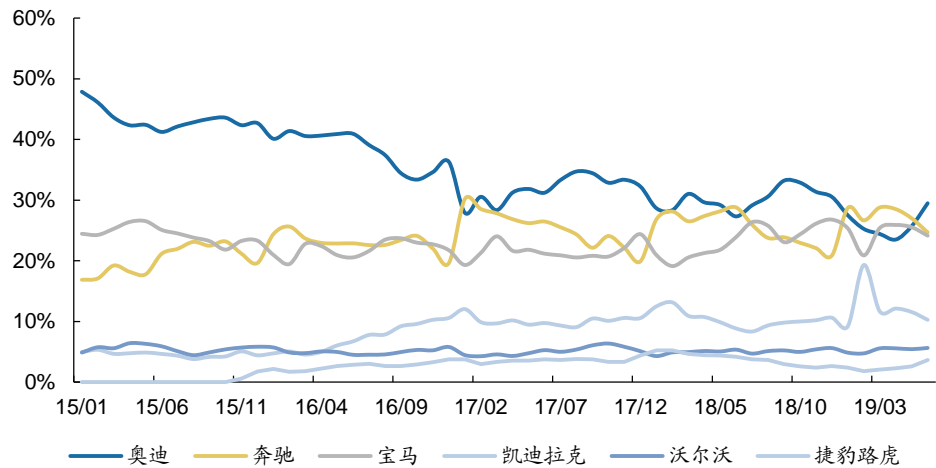


数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心



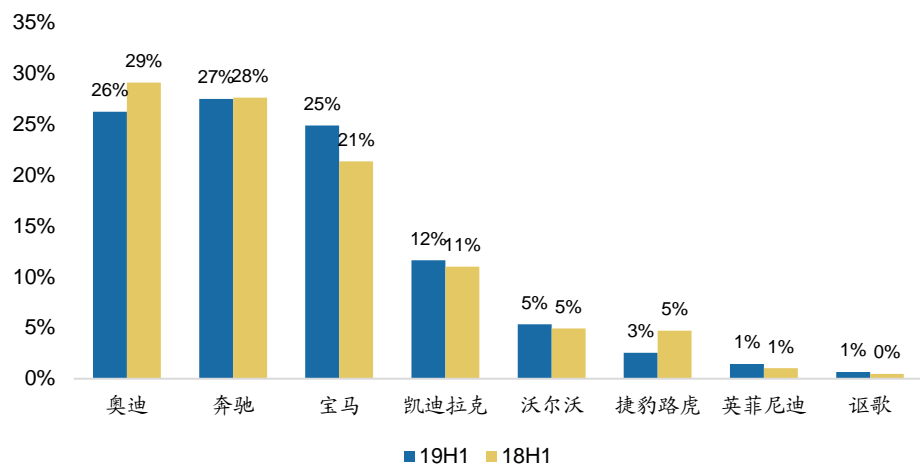
豪华车方面，19年上半年豪华品牌乘用车终端销量为105.1万辆，同比增长17.2%，市占率为10.2%，市占率同比提升1.4个百分点。其中宝马、奔驰、奥迪上半年终端累计同比增速分别为36.4%、16.7%、5.7%，市占率方面，宝马上半年在豪华品牌中的市占率为24.8%，同比提升3.5个百分点，奔驰、奥迪市占率分别为27.5%、26.2%，同比下降0.1、2.8个百分点。

图17: 15-19年6月主流豪华品牌在豪华车市场占比情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图18: 19年上半年主流豪华品牌在豪华车市场占比情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

## 主流乘用车企业批发销量情况

由于中汽协公布的批发销量与乘用车企业的盈利相关性较为紧密，因此批发销量也是我们研究的重点之一。

19年上半年大多数乘用车企业批发销量呈不同程度的下降态势，主要与去库存及乘用车终端需求不强有关，其中豪华品牌及日系品牌车企表现亮眼，华晨宝马、广汽丰田、广汽本田、北京奔驰上半年批发销量分别同比增长25.9%、21.9%、16.4%、13.3%、11.9%，此外奇瑞汽车、一汽丰田、长城汽车、比亚迪上半年批发销量实现同比正增长。主流自主品牌中，上汽乘用车、吉利汽车、广汽乘用车上半年批发销量分别同比下降13.2%、15.0%、30.3%。

表6: 主流乘用车企业2019年6月批发销量、2019年上半年累计批发销量及市占率、同比、环比增速

企业名称	19M6 批发销量 (万辆)	19H1 批发销量 (万辆)	19M6 环比	19M6 同比	19H1 同比	19H1 市占率	市占率同比
上汽大众	15.4	91.9	0.0%	-12.9%	-9.9%	9.1%	0.4%
一汽-大众	15.1	86.9	11.7%	1.4%	-11.3%	8.6%	0.3%
上汽通用	14.0	83.4	-0.6%	0.2%	-12.9%	8.2%	0.1%
吉利汽车	9.1	65.2	0.6%	-29.3%	-15.0%	6.4%	-0.1%
东风日产	10.6	58.5	9.2%	-2.8%	-4.3%	5.8%	0.6%
上通五菱	7.3	56.2	-8.1%	-39.3%	-35.6%	5.5%	-1.9%
长城汽车	5.6	42.9	3.1%	5.3%	5.5%	4.2%	0.8%
广汽本田	7.1	39.5	9.4%	8.6%	16.4%	3.9%	1.0%
长安汽车	6.8	38.0	48.4%	1.1%	-23.5%	3.8%	-0.5%
一汽丰田	6.3	37.9	-11.2%	6.5%	5.6%	3.7%	0.7%
东风本田	6.6	36.4	5.0%	20.4%	13.3%	3.6%	0.9%
北京现代	6.3	32.0	69.4%	-27.5%	-15.8%	3.2%	-0.1%
上汽乘用车	5.0	31.2	-9.0%	-11.1%	-13.2%	3.1%	0.0%
广汽丰田	5.6	31.1	9.7%	8.8%	21.9%	3.1%	0.9%
北京奔驰	4.5	28.2	-5.2%	9.4%	11.9%	2.8%	0.6%
华晨宝马	4.0	26.4	-9.2%	19.6%	25.9%	2.6%	0.8%
奇瑞汽车	4.5	26.2	12.5%	9.2%	6.0%	2.6%	0.5%
比亚迪	3.8	22.5	9.4%	3.2%	1.7%	2.2%	0.3%
广汽乘用车	4.4	18.7	57.9%	18.9%	-30.3%	1.8%	-0.4%
悦达起亚	2.2	15.2	-2.6%	-18.1%	-11.9%	1.5%	0.0%
长安福特	1.6	7.5	117.7%	-44.5%	-67.0%	0.7%	-1.2%

数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

### 主流乘用车企业渠道库存情况：国五车库存占比已大幅下降

我们用中汽协公布的批发销量（剔除出口）与中机中心公布的终端实销数之差衡量各企业的渠道库存的相对变化情况，用2015年以来渠道库存累计变化情况与月均销量（12月滚动平均值）作为动态库销比来衡量各企业的渠道库存的相对深度。

目前行业总库存水平或略高于合理值，从国五车型库存结构占比来看，风险最大的阶段已经过去。根据我们跟踪的数据及测算，6月乘用车生产合格证150万，合理假设国六车型占比78%，则国五车型产量约33万；6月乘用车终端销量210万，合理假设国五占比80%，则国五终端约168万辆，由于截至5月底国五车型库存为233万辆，那么测算得6月份国五库存下降至98万。

图19：狭义乘用车行业库存结构（截至19年4月）

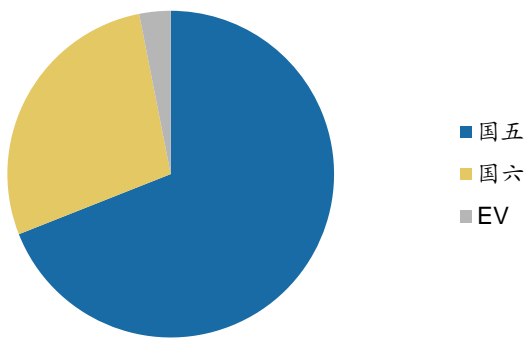
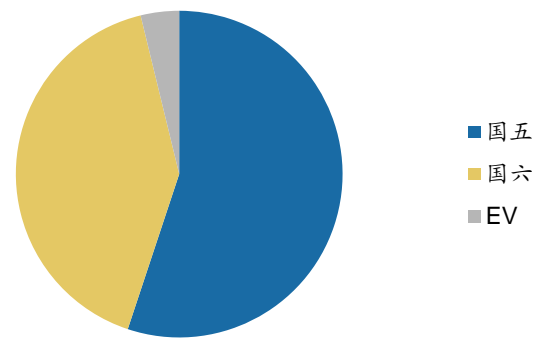


图20：狭义乘用车行业库存结构（截至19年5月）

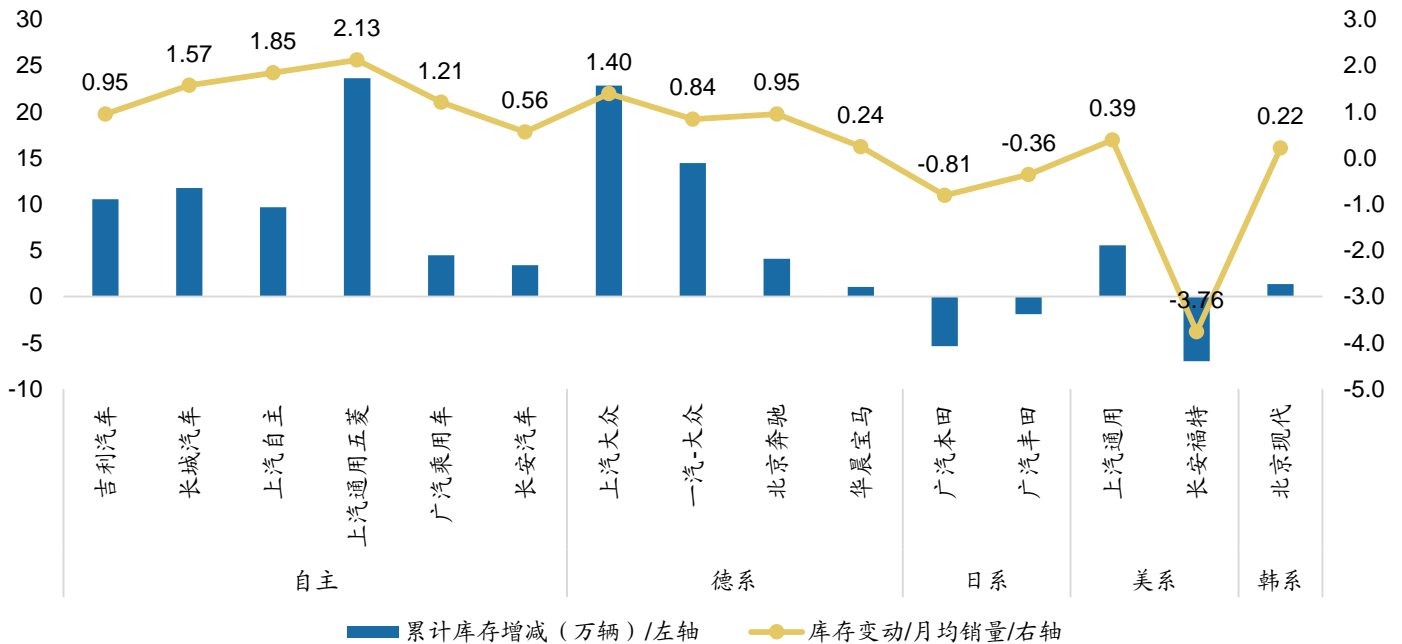


数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

以2014年年底渠道库存为基数，截至2019年6月份主流乘用车企业中大部分企业渠道库存水平平均相对增加，仅广汽本田、广汽丰田、长安福特渠道库存水平相对2014年年底有所下降。需要注意的是，对乘用车企业的渠道库存相对增加值需结合车企近几年销量增速情况进行分析，在车企销量增速较高的情况下，乘用车企业渠道库存水平有所增加是企业运营合理的体现。

图21: 各乘用车企业2015至2019年6月渠道库存累计变动情况(万辆)及累计渠道库存变动与月均批发销量比值



数据来源: 中机中心、中汽协、广发证券发展研究中心

表7: 主流乘用车企业当年累计渠道库存变化与当年月均销量比值(动态库销比变化值)及同比增速

	2016		2017		2018		2019.1-6	
	当年动态库销比变化值	销量增速	当年动态库销比变化值	销量增速	当年动态库销比变化值	销量增速	当年动态库销比变化值	销量增速
<b>自主品牌</b>								
吉利汽车	-0.58	61.7%	0.51	51.7%	1.03	13.8%	-0.35	0.4%
长城汽车	0.72	24.5%	0.18	0.6%	0.93	-10.0%	-0.48	16.6%
上汽自主	0.53	74.9%	0.64	61.4%	1.64	16.9%	-0.68	21.2%
上通五菱	0.23	8.5%	0.12	1.6%	1.20	-19.9%	-0.73	-21.0%
广汽乘用车	0.12	90.4%	0.49	29.7%	1.42	-3.5%	-0.97	6.9%
长安汽车	0.02	12.8%	0.09	-8.7%	0.07	-23.8%	-0.48	2.4%
<b>德系品牌</b>								
上汽大众	-0.12	16.6%	0.38	0.0%	0.81	-4.7%	-0.28	7.2%
一汽-大众	-0.25	14.9%	0.08	1.6%	0.82	-0.9%	0.25	6.8%
北京奔驰	-0.02	33.6%	0.24	30.3%	0.39	13.3%	0.13	16.9%
华晨宝马	-0.22	8.1%	0.40	18.3%	0.13	23.2%	0.06	36.4%
<b>日系品牌</b>								
广汽本田	-0.96	17.4%	-0.30	4.8%	0.41	-0.9%	-0.05	32.7%
广汽丰田	-0.14	1.0%	-0.03	3.7%	0.31	27.4%	0.02	32.2%
<b>美系品牌</b>								

上汽通用	-0.27	9.5%	-0.03	3.1%	0.66	-9.7%	-0.02	-4.1%
长安福特	-0.16	13.1%	0.21	-15.1%	-1.71	-47.2%	-2.23	-50.9%
<b>韩系品牌</b>								
北京现代	-0.20	10.7%	-0.16	-31.5%	0.90	-5.8%	-0.51	4.0%

数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

注：销量增速为终端实销口径；动态库销比为当年渠道库存增减变化水平与当年月均销量之比；上汽自主包括上汽乘用车和上汽大通

## 新能源乘用车表现分析

上半年新能源乘用车累计终端销量为53.7万辆，同比增长98.9%；累计批发销量56.3万辆，累计同比增长58.7%。其中，纯电动乘用车累计终端销量43.1万辆，同比增长125.1%，累计批发销量44.0万辆，同比增长69.8%；插电式混合动力乘用车累计终端销量10.5万辆，同比增长34.7%，累计批发销量12.3万辆，同比增长28.5%。

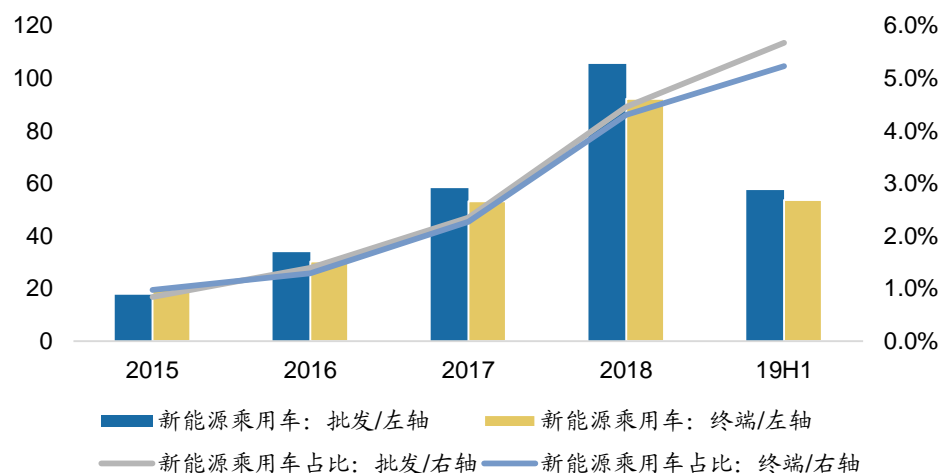
表8：新能源乘用车2019年6月、2019年上半年累计批发、终端销量（万辆）及同比增速

		2019年6月	单月同比增速	2019年1-6月	累计同比增速
终端销量	新能源乘用车	19.0	207.3%	53.7	98.9%
	纯电动乘用车	15.5	258.5%	43.1	125.1%
	插电式混合动力乘用车	3.5	90.3%	10.5	34.7%
批发销量	新能源乘用车	13.7	87.6%	56.3	58.7%
	纯电动乘用车	11.5	123.6%	44.0	69.8%
	插电式混合动力乘用车	2.2	1.5%	12.3	28.5%

数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

19年上半年新能源乘用车终端销量占乘用车总终端销量比重为5.2%，15-18年分别为1.0%、1.3%、2.3%、4.3%；新能源乘用车批发销量占乘用车总批发销量比重为5.7%，15-18年分别为0.8%、1.4%、2.3%、4.5%。

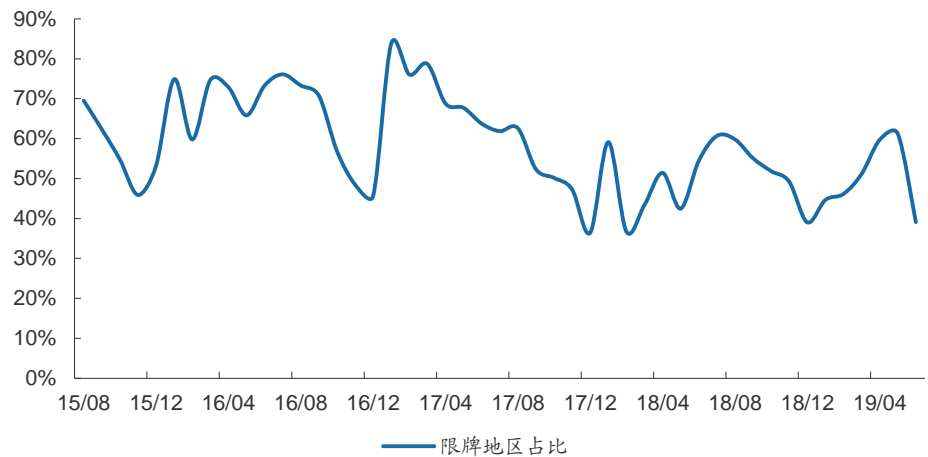
图22：新能源乘用车批发终端销量分别占乘用车批发终端销量比重（万辆，%）



数据来源：中机中心、中汽协、广发证券发展研究中心

上半年新能源乘用车限牌地区终端销量占比为47.9%，18年上半年限牌地区占比为47.8%。15-18年限牌地区新能源乘用车终端销量占比分别为58.6%、59.8%、49.2%。

图23: 限牌地区新能源乘用车终端销量占比



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

## 投资建议

在考虑政策友好温和的背景下，国五升国六导致行业加速去库存，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、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。

## 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。