

## 汽车行业：19 年数据点评系列之二十七

7 月乘用车终端同比下降 16.9%，3、4 季度终端有望转暖

### 核心观点：

#### ● 7 月国内乘用车终端实现同比下降 16.9%，前 7 月累计同比微降 1.0%

根据中机中心统计，7 月国内乘用车终端实销 138.1 万辆，同比下降 16.9%，环比下降 34.4%。我们前期报告指出，6 月乘用车终端实销同比劲增 39.6%，主要与多数区域国五车降价促销在 6 月底到期、部分持币观望消费者陆续转化为真实的消费有关，与多数人的预期不同，我们认为 6 月乘用车终端同比大幅增长并不意味着需求被提前透支，前期观望的潜在需求可能并未完全释放。

7 月负增长主要是因为部分消费者预期车价将持续下行，但随着国五库存调整到位，促销减少、汽车售价的温和回升，这部分消费者预期落空。随着优惠收窄的事实逐渐被接受，持币待购者将在“买涨不买跌”的心理下逐渐转为实际购买，我们认为 3、4 季度乘用车终端销量依然有望实现正增长。另一方面，若将同比增速波动较大的月份合并来看，6-7 月国内乘用车终端实销较去年同期增长约 10.0%，相比 2-5 月份连续数月负增长也已明显好转。

根据中汽协统计，7 月乘用车批发销量（剔除出口）146.8 万辆，同比下降 3.5%，降幅环比明显收窄；1-7 月乘用车累计批发销量（剔除出口）1126.4 万辆，累计同比下降 12.9%。

#### ● 乘用车企业主动去库存动力仍然很强，行业库存结构持续优化

7 月乘用车企业库存水平下降约 0.5 万辆，1-7 月累计下降 15.4 万辆，7 月乘用车渠道库存水平增加约 8.7 万辆，1-7 月累计下降 38.2 万辆，从目前国五库存占比来看，风险最大的阶段已经过去；目前乘用车的总库存水平处于合理略高的水平，库存仍有小幅下降的空间，待库存合理后行业盈利能力将环比迎来明显改善。

#### ● 乘用车终端市场结构特征

分车型：7 月 SUV 终端销量 59.3 万辆，同比下降 11.7%；轿车终端销量 69.5 万辆，同比下降 18.7%；MPV、交叉乘用车终端同比下降 32.0%、32.1%。

分系列：日系表现亮眼，7 月终端销量同比增长 3.4%，市场份额 26.1%，同比提升 5.0pct；德系品牌终端同比下降 6.9%，市场份额 27.2%，同比提升 2.9pct；自主终端同比下降 27.3%，市场份额 31.9%，同比下降 4.5pct；韩系、美系终端分别下降 27.3%、35.3%。

豪华车：7 月豪华品牌终端实销 18.1 万辆，同比增长 8.0%，豪华车市占率达 13.1%，同比提升 3.0pct；1-7 月豪华品牌终端实销累计 123.2 万辆，同比增长 15.7%。一线豪华品牌中，奔驰终端实销 7 月同比增长 18.9%，奥迪、宝马分别同比下降 3.0%、4.8%，1-7 月宝马、奔驰、奥迪终端实销累计同比增速分别为 28.7%、17.0%、4.4%。

#### ● 投资建议

在考虑温和促进汽车消费政策背景下，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

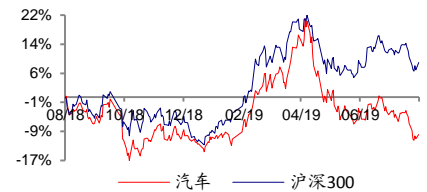
前次评级

买入

报告日期

2019-08-13

### 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：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

分析师：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、刘智琪、李爽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 2019-07-12

二十三：6 月乘用车终端同比劲增

40%，行业库存明显去化

汽车行业：19 年数据点评系列之十 2019-06-15

九：国五去库存致 5 月乘用车终端销

量环比大增，终端需求进一步企稳

**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	23.9	2019/4/30	买入	33.9	3.08	3.27	7.77	7.32	5.95	4.29	13.7	12.7
华域汽车	600741.SH	CNY	21.5	2019/4/27	买入	27.4	2.28	2.42	9.43	8.89	3.60	2.41	15.2	14.9
广汽集团	601238.SH	CNY	10.5	2019/4/30	买入	13.8	1.15	1.27	9.17	8.30	12.51	8.84	13.4	12.9
广汽集团	02238.HK	HKD	7.3	2019/4/30	买入	12.1	1.15	1.27	5.71	5.17	4.50	2.05	13.4	12.9

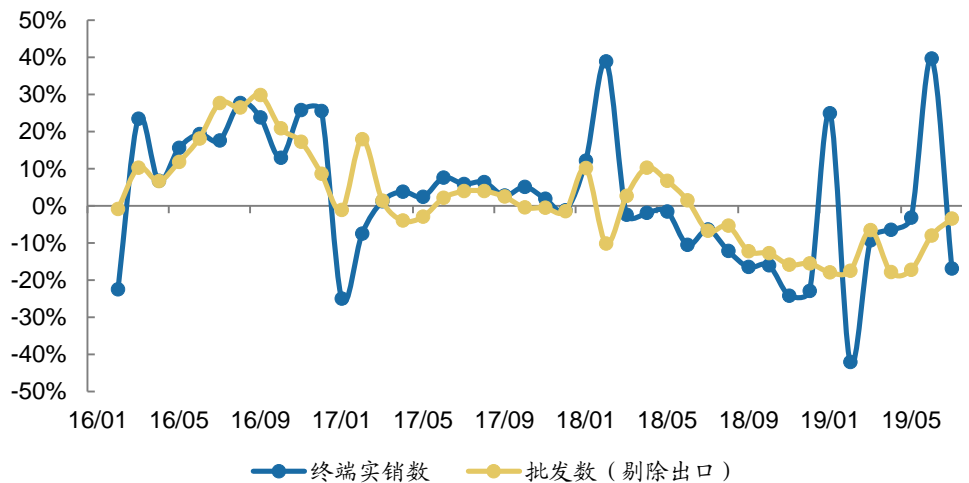
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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。

## 7月国内乘用车终端实现同比下降16.9% 前7月累计同比微降1.0%

根据中机中心统计，7月国内乘用车终端实销138.1万辆，同比下降16.9%，环比下降34.4%。我们前期报告指出，6月乘用车终端实销同比劲增39.6%，主要与多数区域国五车降价促销在6月底到期、部分持币观望消费者陆续转化为真实的消费有关，与多数人的预期不同，我们认为6月乘用车终端同比大幅增长并不意味着需求被提前透支，前期观望的潜在需求可能并未完全释放。

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

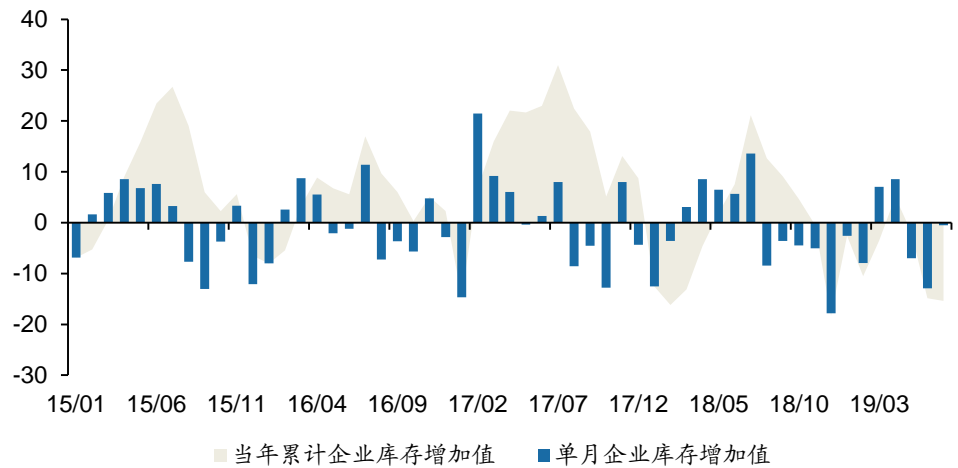
7月负增长主要是因为部分消费者预期车价将持续下行，但随着国五库存调整到位，促销减少、汽车售价的温和回升，这部分消费者预期落空。随着优惠收窄的事实逐渐被接受，持币待购者将在“买涨不买跌”的心理下逐渐转为实际购买，我们认为3、4季度乘用车终端销量依然有望实现正增长。另一方面，若将同比增速波动较大的月份合并来看，6-7月国内乘用车终端实销较去年同期增长约10.0%，相比2-5月份连续数月负增长也已明显好转。

根据中汽协统计，7月乘用车批发销量（剔除出口）146.8万辆，同比下降3.5%，降幅环比明显收窄；1-7月乘用车累计批发销量（剔除出口）1126.4万辆，累计同比下降12.9%。

## 乘用车企业主动去库存动力仍然很强，行业库存结构持续优化

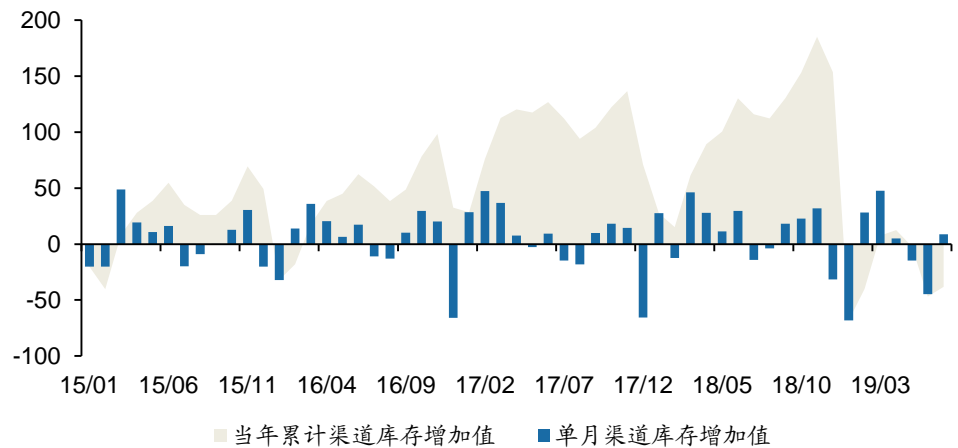
7月乘用车企业库存水平下降约0.5万辆，1-7月累计下降15.4万辆，7月乘用车渠道库存水平增加约8.7万辆，1-7月累计下降38.2万辆，从目前国五库存占比来看，风险最大的阶段已经过去，乘用车行业库存结构进一步优化，我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能是19年3季度，库存去化后行业盈利能力或将环比迎来改善。

图2: 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)



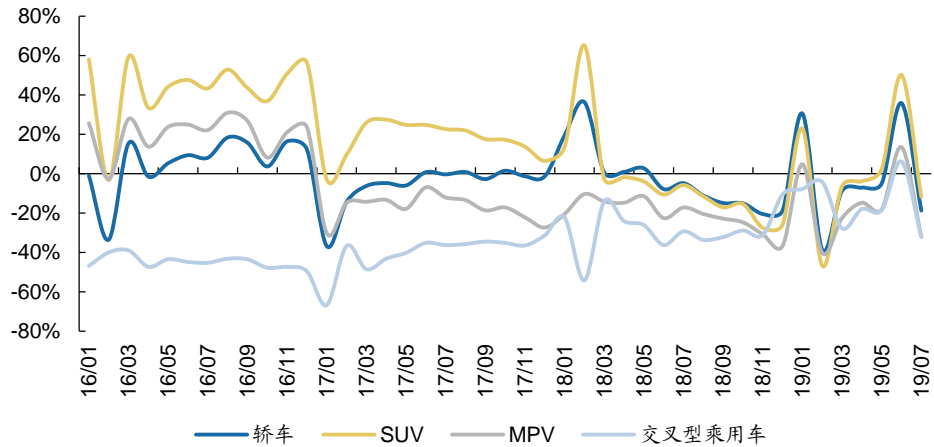
数据来源: 中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

## 乘用车终端市场结构特征

分车型: 7月SUV终端销量59.3万辆, 同比下降11.7%; 轿车终端销量69.5万辆,

同比下降18.7%；MPV、交叉乘用车终端同比下降32.0%、32.1%。

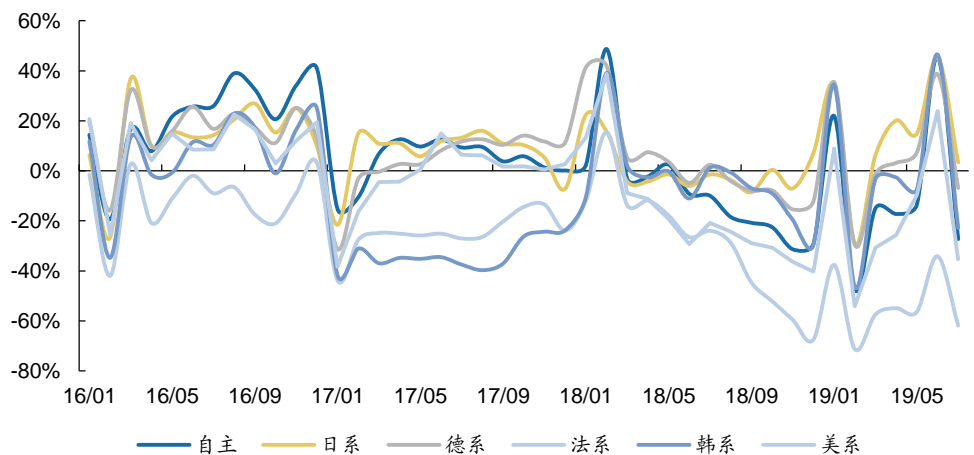
图4：乘用车分车型终端销量同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

分系列：日系表现亮眼，7月终端销量同比增长3.4%，市场份额26.1%，同比提升5.0pct；德系品牌终端同比下降6.9%，市场份额27.2%，同比提升2.9pct；自主终端同比下降27.3%，市场份额31.9%，同比下降4.5pct；韩系、美系终端分别下降27.3%、35.3%。

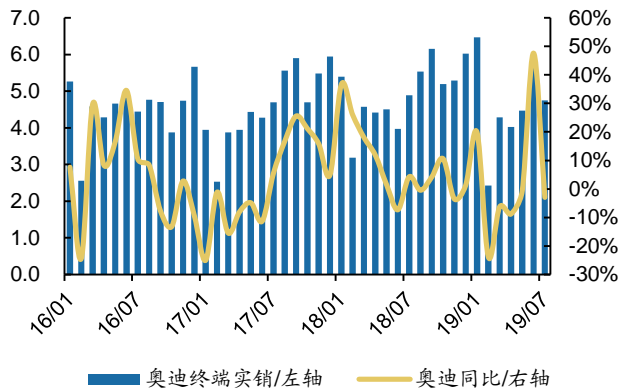
图5：乘用车分系列终端销量同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

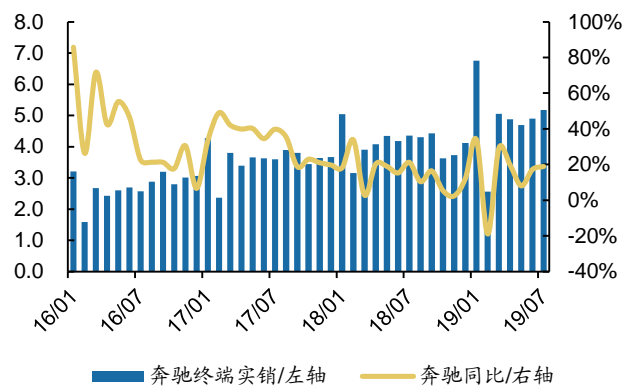
豪华车：7月豪华品牌终端实销18.1万辆，同比增长8.0%，豪华车市占率达13.1%，同比提升3.0pct；1-7月豪华品牌终端实销累计123.2万辆，同比增长15.7%。一线豪华品牌中，奔驰终端实销7月同比增长18.9%，奥迪、宝马分别同比下降3.0%、4.8%，1-7月宝马、奔驰、奥迪终端实销累计同比增速分别为28.7%、17.0%、4.4%。

图6: 奥迪终端实销(万辆)及同比增速



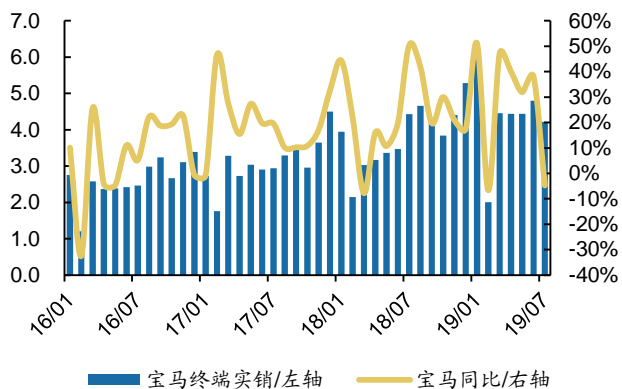
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图7: 奔驰终端实销(万辆)及同比增速



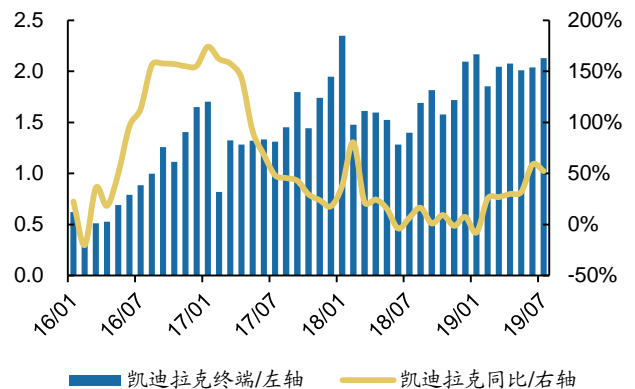
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图8: 宝马终端实销(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

图9: 凯迪拉克终端实销(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

## 投资建议

在考虑温和促进汽车消费政策背景下, 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。



## 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。
- 刘智琪**：资深分析师，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**：高级分析师，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。
- 邓崇静**：海外汽车行业高级分析师，2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

## 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。