

汽车行业：关税下调，未国产豪华品牌受惠

——2019 年上半年进口乘用车销量点评

2019 年 08 月 14 日

看好/维持

汽车

行业报告

投资摘要：

2019 年上半年进口车销量同比下滑 4.1%，延续了近年的下降趋势，但是下滑幅度小于整体乘用车市场。进口车以豪华品牌为主，参考国产豪华车型的独立行情。

进口车占乘用车销量的比重从 2018 年的 4.1% 小幅回升到 2019 年上半年的 4.5%。进口车份额上升主要来自雷克萨斯、奥迪和特斯拉的贡献。

2018 年以来的关税下调，主要促进了未在中国量产的豪华品牌的销售。2019 年上半年未国产豪华品牌合计销售 19.4 万辆，同比大增 26.7%，是按照豪华/普通品牌和已/未国产品牌区分的所有细分领域中，唯一增长的部分。在低关税的带动下，主要进口品牌如雷克萨斯、保时捷和 MINI 等均实现了销量同比 20% 以上的增长，此外特斯拉 Model 3 开始在中国批量交付，上半年合计销售约 1.8 万辆。

按照品牌特点区分，消费者通过进口车进行个性表达的需求仍然强烈。2019 年上半年未国产性能（保时捷、玛莎拉蒂）和个性（如特斯拉、MINI）品牌销量增速明显高于综合品牌（如雷克萨斯、斯巴鲁）。

已国产品牌进口车销量下滑的原因主要是厂商的全球策略性产品布局和产能配置。

普通品牌进口车型销量大幅下滑的原因主要是消费者的个性化需求对收入预期等条件的弹性较大。

投资策略及建议：

目前国内乘用车市场仍在寻底，相对而言进口豪华品牌的走势比较独立。同时豪华品牌的国产化红利即将结束，市场份额将向头部企业倾斜。建议关注豪华品牌占比较高的永达汽车（3669.HK）和旗下北京奔驰产品周期较强的北京汽车（1958.HK）。

风险提示：国内乘用车消费不及预期。

未来 3-6 个月行业大事：

2019 年 8 月下旬：多数上市公司公布中报

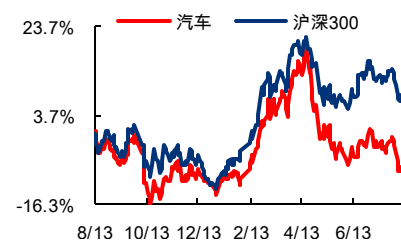
2019 年 9 月上旬：公布 8 月汽车销量

行业基本资料

占比%

股票家数	87	5.79%
重点公司家数	-	-
行业市值	10323 亿元	2.77%
流通市值	8426 亿元	3.14%
行业平均市盈率	10.3	/
市场平均市盈率	10.55	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

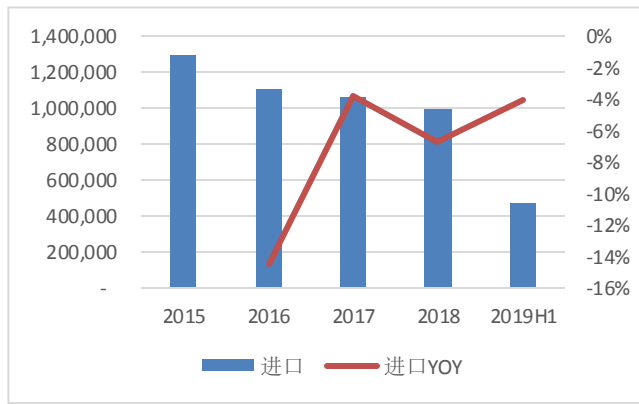
021-25102862

liu_y_m@dxzq.net.cn

1. 进口车维持低位，市场集中度上升

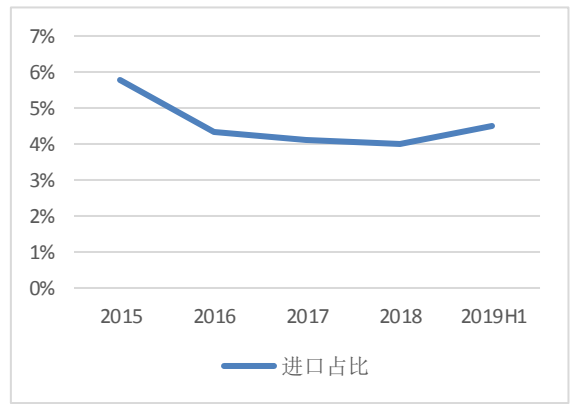
2015年至2018年进口乘用车（主要为豪华车）销量呈下降趋势，2019年上半年这个趋势延续，进口车销量为47.6万辆，同比下降4.1%。与此同时，进口车占乘用车销量的比重从2018年的4.1%小幅回升到2019年上半年的4.5%。进口车份额上升主要来自雷克萨斯、奥迪和特斯拉的贡献。

图 1: 2015-2019 上半年进口乘用车总销量及同比增速



资料来源：Marklines；东兴证券研究所

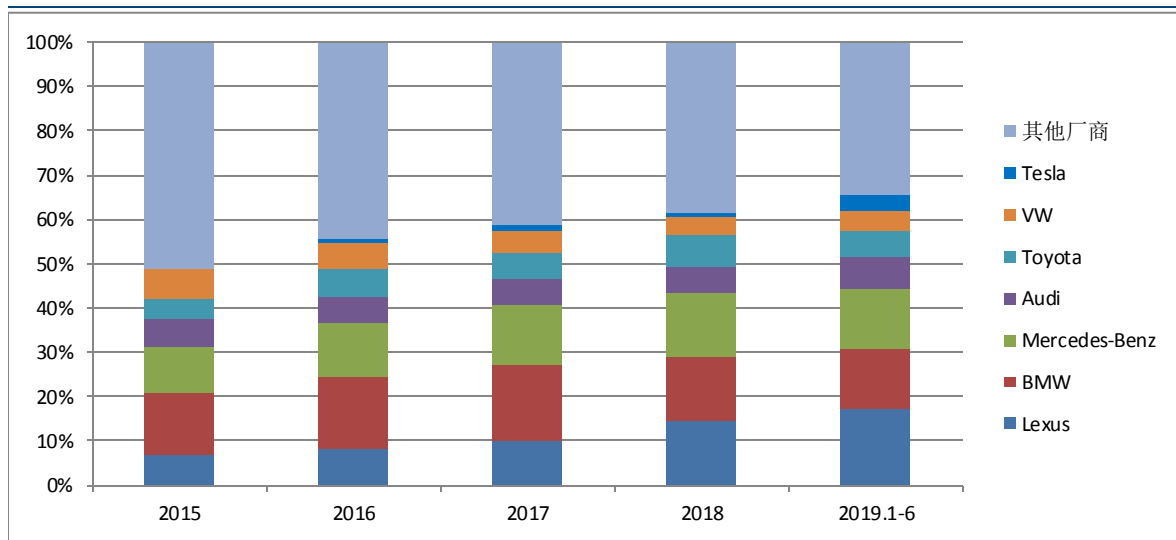
图 2: 进口车占乘用车销量比例



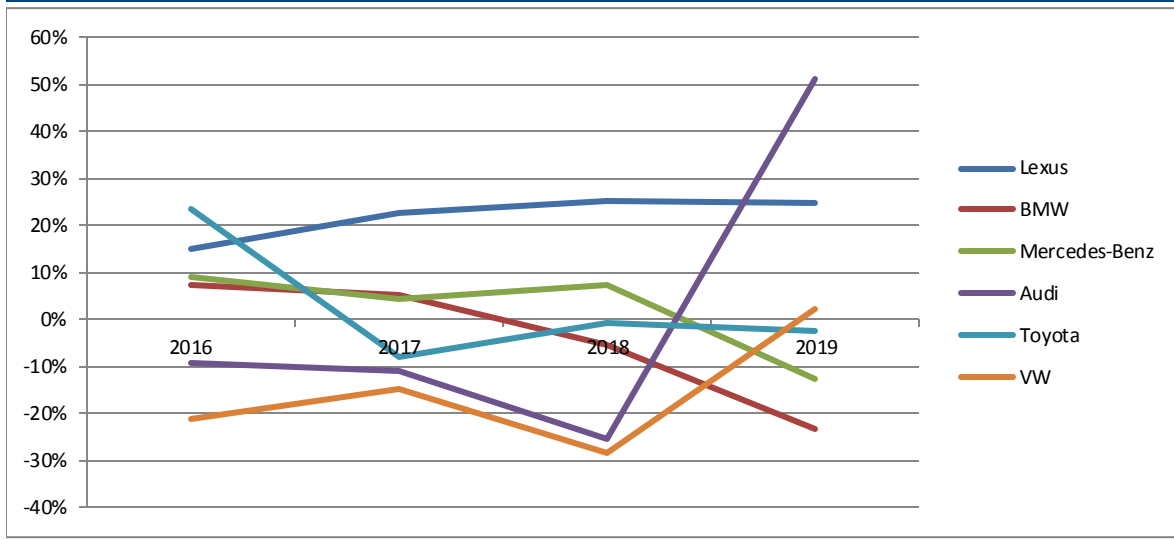
资料来源：Marklines；中汽协；东兴证券研究所

近年进口车市场集中度明显提升。2019年上半年CR4达到50%，比2015年提升了13%。2015至2019年上半年，尾部进口车厂商所占市场份额呈缩小趋势，雷克萨斯、宝马、丰田等主要厂商市场份额增多，其中奥迪较去年同比增速达到51.0%，奔驰和宝马同比增速为负值，目前主要进口厂商中雷克萨斯市场份额排名第一。我们认为进口车的格局主要受消费习惯和主要厂商国产进度的影响。随着各大厂商国产化的基本稳定，未来进口车格局将不会有大的变化。整体豪华车市场份额将向头部倾斜。

图 3: 2015-2019H1 进口车厂商结构



资料来源：Marklines；东兴证券研究所

图 4: 2016-2019 主要厂商进口车型销量同比增速


资料来源: Marklines; 东兴证券研究所

2. 关税降低对未国产豪华品牌拉动作用明显

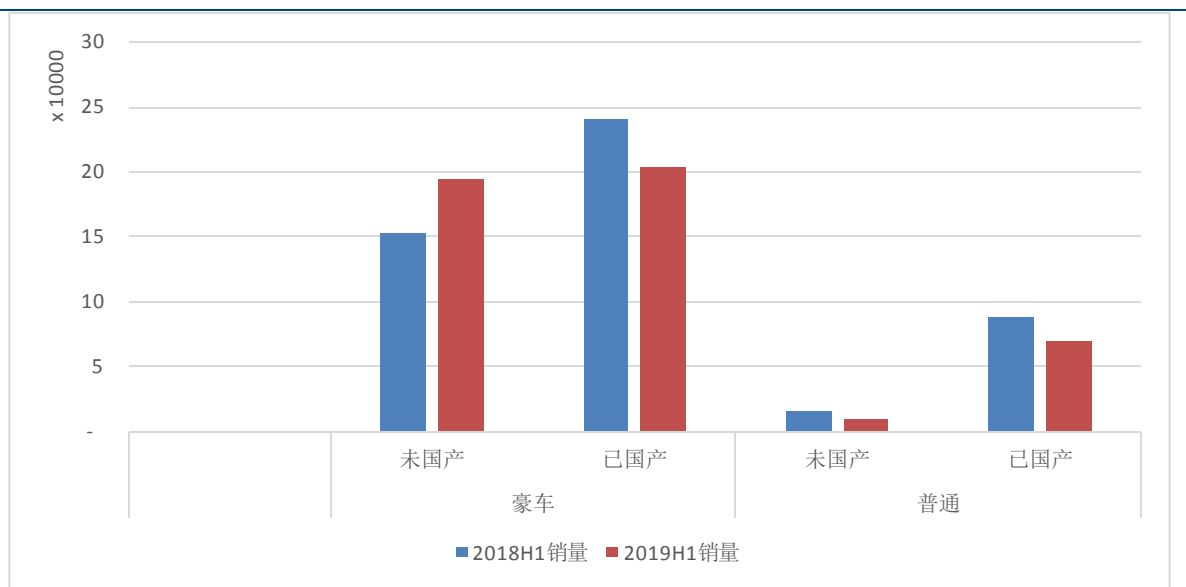
2019 年上半年未国产豪华品牌合计销售 19.4 万辆，同比大增 26.7%，是按照豪华/普通品牌和已/未国产品牌区分的所有细分领域中，唯一增长的部分。扣除特斯拉 Model 3 在中国交付的影响，未国产豪华品牌销量同比仍然有 20% 的增速。其他细分领域中，体量较大的已国产豪华/普通品牌的进口车销量同比都有明显下滑。

表格 1: 豪华/普通品牌和已/未国产区分的进口车细分领域增速

典型车型	豪华	普通	
未国产品牌	保时捷卡宴 103%	斯巴鲁傲虎 -83%	
已国产品牌	奥迪 A8 -48%	大众夏朗 -36%	
按品牌销量同比	豪华	普通	合计
未国产品牌	26.7%	-38.7%	20.8%
已国产品牌	-15.7%	-20.0%	-16.9%
合计	0.8%	-22.8%	-4.1%

资料来源: Marklines; 东兴证券研究所

图 5: 按豪华/普通品牌和已/未国产品牌区分的进口车细分领域销量增长

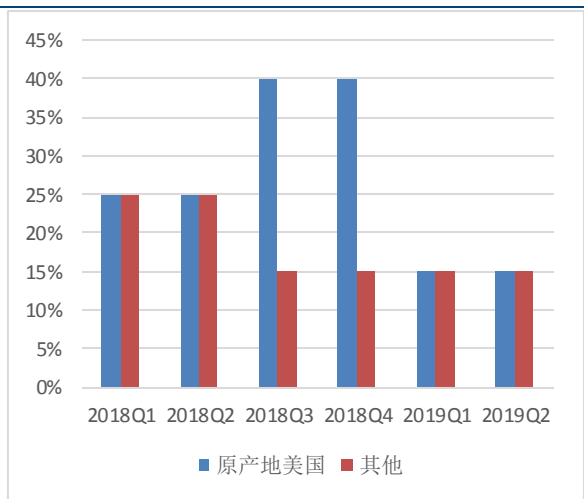


资料来源：Marklines；东兴证券研究所

推动未国产豪华品牌上半年销量大涨的主要因素之一是关税降低。2018 年中以来，进口车的关税经历了多次变动。单从上半年同比来看，2019 年上半年进口车的关税为 15%，比去年同期降低了 10%。

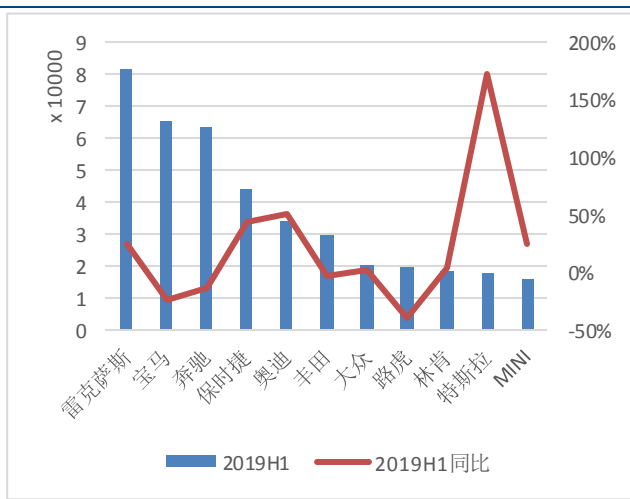
在低关税的带动下，主要进口品牌如雷克萨斯、保时捷和 MINI 等均实现了销量同比 20% 以上的增长，此外特斯拉 Model 3 开始在中国批量交付，上半年合计销售约 1.8 万辆。

图 6: 2018-2019 进口车关税变化



资料来源：中国海关；东兴证券研究所

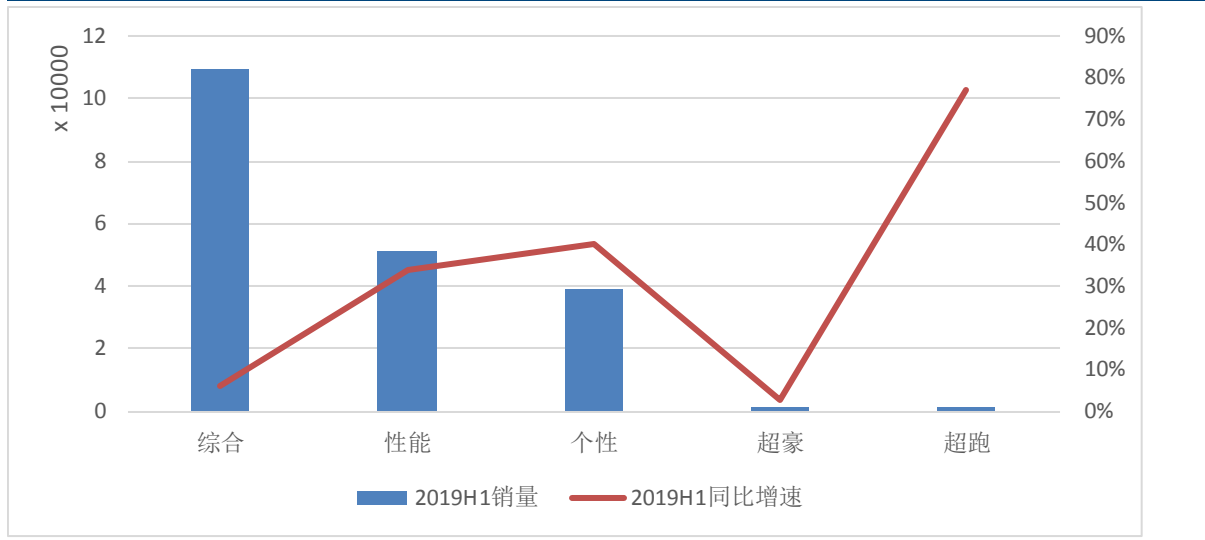
图 7: 2019H1 主要品牌进口车销量和同比增速



资料来源：Marklines；东兴证券研究所

按照品牌特点区分，消费者通过进口车进行个性表达的需求仍然强烈，相关品牌销量逆市大涨。我们注意到除部分综合品牌之外，未国产车型以性能（保时捷、玛莎拉蒂）、超跑（如法拉利、兰博基尼）、和个性（如特斯拉、MINI）品牌为主。2019 年上半年主打性能的品牌销量同比增长 34%，个性品牌销量同比增长 40%，超跑销量同比增长 77%，均远远跑赢市场。而综合品牌（主要为雷克萨斯、林肯和斯巴鲁）进口车上半年销量同比仅增长 6.2%。我们认为随着国内消费水平和汽车消费环境、文化的转变，对个性、需求不强的消费者可能更多的转向国产豪华品牌。

图 8: 按品牌个性区分的 2019H1 进口车销量及增速



资料来源：Marklines；东兴证券研究所

已国产品牌进口车销量下滑的原因主要是厂商的全球策略性产品布局，以及产能优化配置。2017 年之前的数年内国内车市发展较快，凯迪拉克、捷豹路虎等豪华品牌均在国内大量布置了产能。这些生产基地投产不久，厂商每年面对大量的折旧压力，势必会选择最大化国内的生产以确保盈利能力。凯迪拉克等厂商甚至几乎完全取消了进口车型的销售，同时其国产产品线覆盖了轿车和 SUV 的绝大多数主流产品区间。

图 9: 凯迪拉克即将国产的 CT5 (B 级轿车)



资料来源：凯迪拉克中国官网；东兴证券研究所

图 10: 凯迪拉克即将国产的 XT6 (B 级 SUV)



资料来源：凯迪拉克中国官网；东兴证券研究所

普通品牌进口车型销量大幅下滑的原因主要是消费者的个性化需求对收入预期等的弹性较大。2019 年 S 上半年进口量较大的普通品牌车型主要包括斯巴鲁森林人和大众途观（进口版）等。这些车型均在国内存在大量产品特性接近的竞品车型；同时，这些车型多数为非商务车型，消费者选择它们主要是出于情怀和文化等方面的考虑。因此，在国内人均可支配收入增长趋缓的背景下，选择该类车型的消费者大幅减少。

图 11: 斯巴鲁森林人

图 12: 大众途观（进口）



资料来源：斯巴鲁中国官网；东兴证券研究所



资料来源：大众汽车官网；东兴证券研究所

3. 结论：

目前国内乘用车市场仍在寻底，相对而言进口豪华品牌的走势比较独立。同时豪华品牌的国产化红利即将结束，市场份额将向头部倾斜。建议关注豪华品牌占比较高的永达汽车（3669.HK）和旗下北京奔驰产品周期较强的北京汽车（1958.HK）。

4. 风险提示：

国内乘用车消费不及预期。

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。