

2019年08月19日

乘用车

乘用车后市三大预判

--深度解读7月交强险数据

■7月零售销量同比-16.8%，超市场预期。根据7月交强险数据，7月乘用车零售销量1372309辆，同比-16.8%，其中国六地区零售销量873820辆，同比-21.0%，国五地区零售销量509141辆，同比-8.4%，7月零售端表现超市场预期。基于对7月及历史数据分析，提出乘用车后市三大预判如下。

■预判一：8月零售销量同比降幅有望收窄至个位数。从边际变化不大且敏感度较低的国五地区出发，根据其历史8月环比7月零售销量增速，给定合理环比增速10%，推导其8月销量为54.8万辆，再根据国五地区零售销量占全国总销量合理比值34.0%，推测8月全国总销量161.3万辆，同比-7.8%。

■预判二：透支效应弱于表观数据，9月有望批发、零售销量同比增速双双转正。6月透支销量表观来看约为53-60万辆，其中国六地区大约透支50万辆，6月抢开票导致实际透支销量低于表观透支销量，实际或仅透支33-39万辆，考虑未透支情况下2019年7、8月零售理论销量，则可得7、8月份预计可消化6月实际透支销量的41.6万辆，已大于实际透支销量，认为9月零售同比转正可期，库存去化+年内旺季来临+低基数效应，认为9月或10月批发同比增速转正也具备较大可能性。

■预判三：2020H1有望延复苏行情，维持个位数增长。2019H1一改此前2016、2017、2018H1累库常态表现为去库，若剔除实际透支销量，2019H1零售应为982.9万辆，根据此前行业需求复苏的判断，认为2020年零售有望恢复3%左右的增长可得2020H1零售销量有望实现1012.4万辆，假设2020年既不累库也不去库，则批发端销量等于零售端销量，由此可推测2020H1批发端销量有望维持3.3%的增长。

■投资建议：基于上述分析，看好2019Q4及2020H1乘用车行业复苏行情，基于弱市行业龙头集中逻辑推荐上汽集团，基于个股经营向上有望与行业周期共振逻辑建议关注长城汽车、广汽集团。

■风险提示：行业复苏或不及预期风险，格局优化或不及预期风险。

行业快报

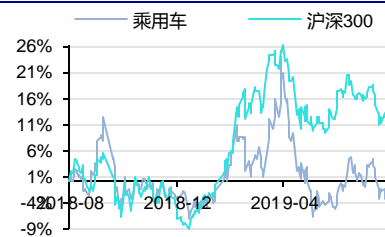
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

首次评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.73	-10.19	-29.78
绝对收益	-6.29	-8.50	-14.89

袁伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100002
yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

吴文丽

报告联系人

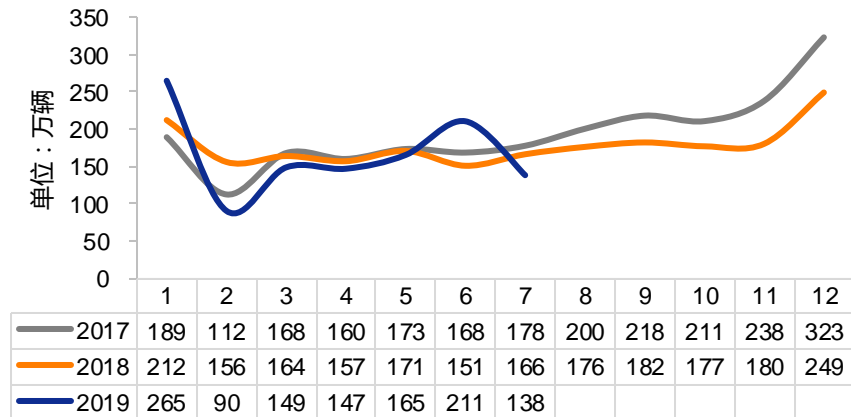
wuw11@essence.com.cn
021-35082030

相关报告

1.7月交强险同比-16.8%，超市场预期

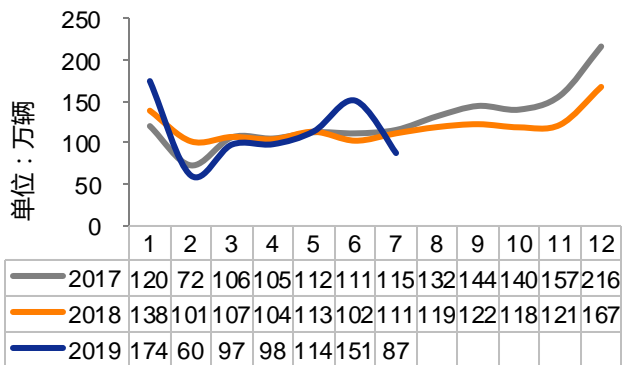
根据7月交强险数据，7月乘用车零售销量1372309辆，同比-16.8%，其中国六地区零售销量873820辆，同比-21.0%，国五地区零售销量509141辆，同比-8.4%，7月零售端表现超市场预期。

图 1：7月交强险同比-16.8%



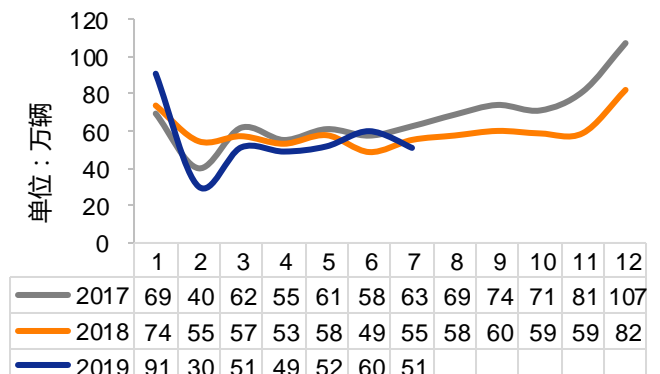
资料来源：中机中心，安信证券研究中心

图 2：7月国六地区交强险同比-21.4%



资料来源：中机中心，安信证券研究中心

图 3：7月国五地区交强险同比-8.4%



资料来源：中机中心，安信证券研究中心

6月透支对7月影响有多大？8月零售销量同比增速预计如何？乘用车后市零售与批发销量怎么看？对历史数据进行了深度分析后得出如下三大预判：

- 1) 8月零售销量同比降幅有望显著收窄；
- 2) 透支效应弱于直观数据，9月有望批发、零售销量同比增速双双转正；
- 3) 2020H1 仍有望延复苏行情。

逻辑推演见下文。

2. 判断一：8月零售销量同比降幅有望收窄至个位数

1) 逻辑推演思路

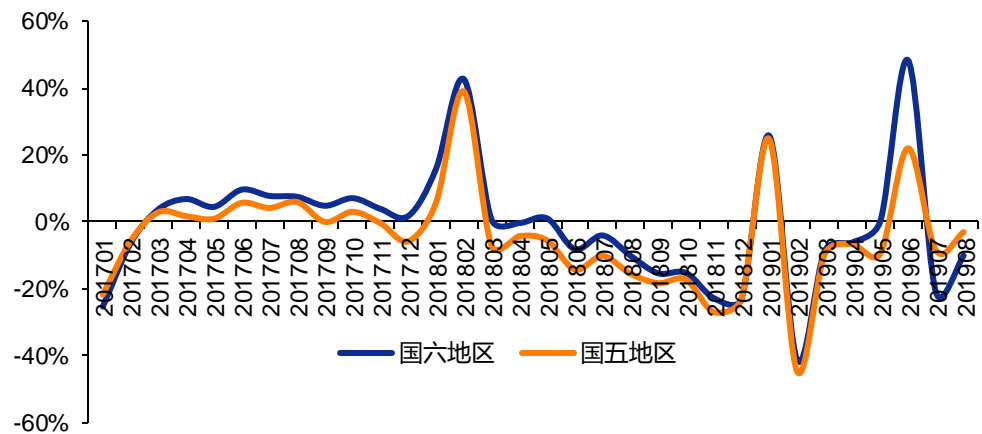
优选国五地区作为观测对象，以国五地区历史8月较7月销量合理平均增速推导国五地区8月销量，再以国五地区合理销量占比推导总销量。

优选国五作为观测对象主要有如下2点原因：

其一，国五地区虽在6月乘用车排放升级大幅促销下也有一定促销，但促销力度相对较多，透支效应不明显，零售销量接近真实需求；

其二，国五地区包括北京、福建、甘肃、广西、贵州、黑龙江、湖北、湖南、吉林、江西、辽宁、内蒙古、宁夏、青海、西藏、新疆、云南15个省份，这些省份除北京、福建外，大多分布在内陆地区，以西北和东北居多，经济相对较弱，除2019年7月外，2017年以来国五地区零售销量增速始终低于国六地区，若透支效应消化殆尽，购买力较弱的国五地区能实现同比增速转正的话，认为车市大概率已全面转正。

图4：除2019年7月外，2017年以来国五地区零售销量增速始终低于国六地区



资料来源：中机中心，安信证券研究中心

2) 逻辑推演过程

国五地区8月销量预计约为54.8万辆。根据交强险数据，2016-2018年6月受淡季影响环比均为负增长，7月环比均为正增长，但2019年一改常态，6月国五地区环比正增长，7月环比负增长，认为国五地区在国六地区排放升级大促销影响下也被迫促销，存在一定的透支，这一点在终端调研中得到确认。

2016-2017年国五地区8月较7月环比增速平均为9.5%，2018年车市低迷，零售端数据从6月开始就大幅下滑，8月环比7月同比仅+3.9%，认为依据2016、2017年年度8月较7月环比增速，再考虑到2019年6月国五地区或存一定透支，7月零售数据虚低，则2019年8月国五地区环比增速有望实现10%左右的环比增速，基于此，可得国五地区8月预计零售销量为54.8万辆。

表1：国五地区月度环比增速

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2016	N/A	-53.0%	41.8%	-8.6%	11.4%	-9.9%	10.4%	8.6%	13.8%	-6.6%	17.6%	40.0%
2017	-39.0%	-43.3%	54.7%	-9.7%	10.6%	-5.7%	8.8%	10.4%	7.5%	-3.8%	13.7%	32.5%

2018	-31.5%	-25.5%	3.3%	-6.9%	9.1%	-14.4%	14.0%	3.9%	3.8%	-2.5%	0.3%	39.9%
2019	10.9%	-67.0%	68.8%	-3.8%	5.8%	15.4%	-14.5%					

资料来源：中机中心，安信证券研究中心

表 2：国五地区月度零售销量（2019 年 8 月为预测值，单位：万辆）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2016	86.2	40.5	57.5	52.5	58.5	52.7	58.2	63.1	71.9	67.1	79.0	110.6
2017	67.5	38.2	59.1	53.4	59.1	55.7	60.6	66.9	71.9	69.2	78.6	104.2
2018	71.4	53.2	54.9	51.2	55.8	47.8	54.4	56.6	58.7	57.2	57.4	80.3
2019	89.1	29.4	49.7	47.8	50.5	58.3	49.8	54.8				

资料来源：中机中心，安信证券研究中心

预计国五地区销量占全国比为 34%，则可推导 8 月全国销量或为 161.1 万辆。2016、2017 年国五地区销量占比分别为 34.0%、33.7%，2018 年车市差率先影响敏感度高的国五地区致其占比下行，2019 年 6 月国六地区透支影响显著高于国五地区，导致 7 月国五地区占比提升至年内新高 36%，若认为透支效应还可能微幅影响 8 月销量，则 8 月国五地区零售占比为 34% 可能会是合理水平，以此推导全国销量约为 $54.8/34%=161.1$ 万辆。

表 3：国五地区月度零售销量占全国比值

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计占比
2016	35.0%	34.9%	36.1%	35.0%	35.3%	34.3%	35.2%	34.0%	34.3%	34.0%	34.3%	34.2%	34.6%
2017	36.0%	35.0%	35.9%	33.9%	34.5%	33.4%	34.5%	33.7%	33.2%	33.1%	33.3%	32.5%	33.9%
2018	34.0%	34.4%	34.1%	33.0%	33.0%	31.9%	33.0%	32.3%	32.5%	32.6%	32.1%	32.5%	32.9%
2019	33.8%	33.1%	33.9%	32.9%	30.8%	27.9%	36.3%						32.4%

资料来源：中机中心，安信证券研究中心

若全国销量为 161.1 万辆，则 8 月总销量同比降幅收窄至 -7.8%，由此倒挤国六地区销量为 106.4 万辆，同比降幅约 10.1%。

表 4：2019 年 8 月全国销量预计（单位：万辆）

单位：辆	201901	201902	201903	201904	201905	201906	201907	201908E
合计销量	263.6	89.0	146.7	145.4	164.0	209.2	137.2	161.3
mom	6.7%	-66.3%	64.9%	-0.9%	12.8%	27.6%	-34.4%	17.5%
yoy	25.4%	-42.4%	-9.0%	-6.3%	-3.0%	39.9%	-16.8%	-7.8%
国六地区销量	174.6	59.5	97.0	97.6	113.5	151.0	87.4	106.4
mom	4.7%	-65.9%	63.0%	0.6%	16.3%	33.0%	-42.1%	21.8%
yoy	25.8%	-41.2%	-8.6%	-6.1%	0.2%	48.3%	-21.0%	-10.1%
国五地区销量	89.1	29.4	49.7	47.8	50.5	58.3	49.8	54.8
mom	10.9%	-67.0%	68.8%	-3.8%	5.8%	15.4%	-14.5%	10.0%
yoy	24.8%	-44.6%	-9.6%	-6.6%	-9.5%	22.0%	-8.4%	-3.1%
国五占比	33.78%	33.08%	33.86%	32.86%	30.80%	27.85%	36.32%	34.00%

资料来源：中机中心，安信证券研究中心

3. 判断二：透支效应弱于表观数据，9 月有望批发、零售销量同比增速双双转正

6 月透支销量表观来看约为 53-60 万辆。不考虑透支效应，评估 2019 年 6 月的合理销量，用实际销量-合理销量可得透支销量。环比来看，2016、2017、2018 年 6 月较 5 月环比增速分别为 -7.2%、-2.7%、-11.5%，若假设 2019 年 6 月合理环比增速为 -5%，则 6 月合理销量

可能为 155.8 万辆；同比来看，2017、2018 年同比增速分别为 8.2%、-10.2%，若假设 2019 年 6 月合理同比为 0%，则 6 月合理销量可能为 149.5 万辆。2019 年 6 月实际销量为 209.2 万辆，则 6 月表观透支销量约为 53.4-59.7 万辆，其中国六地区大约透支 50 万辆。

表 5：全国月度零售销量（2019 年 8 月零售为上述预测值，单位：万辆）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2016	246.5	116.3	159.1	150.1	165.7	153.7	165.0	185.5	209.5	197.5	230.3	323.5
2017	187.2	109.2	164.7	157.7	171.1	166.5	175.8	198.5	216.2	208.8	235.9	320.8
2018	210.2	154.4	161.1	155.1	169.0	149.5	165.0	174.9	180.9	175.6	696.6	967.8
2019	890.4	496.2	644.1	145.4	164.0	209.2	137.2	161.3				

资料来源：中机中心，安信证券研究中心

表 6：国六地区月度零售销量（2019 年 8 月零售为上述预测值，单位：万辆）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2016	160.3	75.8	101.7	97.6	107.2	101.0	106.9	122.4	137.6	130.4	151.4	212.9
2017	119.7	71.0	105.5	104.2	112.0	110.8	115.2	131.6	144.3	139.6	157.3	216.7
2018	138.8	101.2	106.2	103.9	113.2	101.8	110.5	118.4	122.1	118.4	121.5	166.8
2019	174.6	59.5	97.0	97.6	113.5	151.0	87.4	106.4				

资料来源：中机中心，安信证券研究中心

6 月抢开票导致实际透支销量低于表观透支销量，实际或仅透支 33-39 万辆。乘用车理论上开票结束即上交强险，4S 店正常月份每月会有开票销量与来不及开票订单，根据从业 20 年的经销商店总经验反馈，正常月份最后一周来不及开票订单占比约为 20% 左右，由于国五升国六导致厂家有动力抢在 6 月最后一周前全部开票，6 月最后一周原本来不及开票订单存在抢开票现象。为评估真实透支数量，将 6 月表观透支销量数剔除最后一周来不及开票订单可得实际透支数，保守起见，假设最后一周订单占比 10%，则实际透支数或为 32.5-38.8 万辆（ $53.4-209.2*10%=32.5$ 万辆、 $59.7-209.2*10%=38.8$ 万辆）。

6 月实际透支销量预计 7、8 月份可消化完毕，9 月零售、批发同比增速转正可期。假设 6 月未透支，参照历年全国 7 月、8 月零售销量，保守估计 2019 年 7 月能做到 165.0 万辆（近 3 年最低值）、2019 年 8 月能做到 174.9 万辆（近 3 年最低值），则 2019 年 7 月已消化 6 月透支销量的 $165.0-137.2=27.8$ 万辆，预计 8 月能消化 6 月透支销量的 $174.9-161.3=13.6$ 万辆，则 7、8 月份可消化透支销量数 $27.8+13.6=41.4$ 万辆 > 上述测算的实际透支数 32.5-38.8 万辆，认为 9 月零售同比转正可期，库存去化+年内旺季来临+低基数效应，认为 9 月或 10 月批发同比增速转正也具备较大可能性。

4. 判断三：2020H1 有望延复苏行情

与 2016-2018 年不同，2019H1 受车市低迷及排放升级影响，一改以往大幅累库为明显去库，累计去库 38.3 万辆。

表 7：2019H1 一改常态变累库为去库（单位：万辆）

	批发-出口	保险数	库存数
2016H1	1081.8	991.4	90.3
2017H1	1097.9	956.3	141.6
2018H1	1140.5	999.4	141.1
2019H1	979.6	1017.9	-38.3

资料来源：中机中心，安信证券研究中心

根据上述测算,6月实际透支零售销量在32.5-38.8万辆,为方便测算,此处折中取35万辆,则2019H1剔除透支销量后的上险数或应为982.9万辆,根据此前对行业需求复苏的判断,认为2020年零售有望恢复3%左右的增长,则2020H1零售销量有望实现 $982.9 \times 1.03 = 1012.4$ 万辆。在此基础上,做保守判断,2020年即不累库也不去库,批发销量等于零售销量,则批发端增速为 $1012.4/979.6 - 1 = 3.3\%$,2019H1批发端销量增速为正意味着车企盈利有望得到持续性修复,看好2019Q4及2020H1乘用车行业复苏行情。

综上,从边际变化不大且敏感度较低的国五地区出发,根据历史8月环比7月零售销量增速推导其8月销量为54.8万辆,再根据其占全国总销量合理比值34.0%推导全国总销量161.3万辆,同比-7.8%。6月表观透支销量为53-60万辆,考虑6月抢开票,实际透支销量为33-39万辆,考虑6月未发生透支的7、8月份合理销量,则可估计透支销量基本已在7、8月份消化完,9月零售增速有望转正,9/10月份批发转正可期。2019H1一改常态表现为去库存,若剔除实际透支销量,2019H1零售应为982.9万辆,根据此前行业需求复苏的判断,认为2020年零售有望恢复3%左右的增长可得2020H1零售有望实现1012.4万辆,假设2020年既不累库也不去库,则批发端销量等于零售端销量,由此可推测2020H1批发端销量有望维持3.3%的增长。

基于以上分析,看好2019Q4及2020H1乘用车行业复苏行情,基于弱市行业龙头集中逻辑推荐上汽集团,基于个股经营向上有望与行业周期共振逻辑建议关注长城汽车、广汽集团。

5. 风险提示

行业复苏或不及预期。尽管2018Q4及2019H1销量总体呈低基数,若宏观环境未改善,车市需求有可能持续低迷,存在行业需求复苏节奏不及预期风险。

格局优化或不及预期。尽管目前已观测到部分落后产能的关停,但由于乘用车集中度较为分散,落后产能具备一定的长尾效应,存在格局优化或不及预期风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

袁伟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034