

## 汽车行业

### 关于乘用车若干问题的再认识

#### 核心观点:

#### ● 过去几年乘用车终端销售真实的复合增速中枢可能远好于多数人的想象

普遍的观点是随着保有量提升、销量基数变大，乘用车销量增速中枢明显放缓，比如 07-11、12-14、15-18 年狭义乘用车终端销量年均复合增速分别为 22.6%、14.7%、3.1%。然而，通常的复合增速算法仅考虑期初和期末值，而忽略了期间的销量波动。考虑从累计销量测算复合增速角度测算 15-18 年乘用车终端真实增长中枢，累计法下 07-11、12-14、15-18 年狭义乘用车终端销量年复合增速分别修正为 25.6%、15.2%、7.6%，增速中枢有所放缓但并未失速。不能忽视的是 15 年由于购置税优惠政策在 9 月 29 日出台，拉高了 4 季度销量，意味着 15-18 年狭义乘用车终端销量实际复合增速可能更高，我们估计 15 年 4 季度销量超卖了全年销量的 5%，若将 15Q4 终端销量按正常占比进行调整后，累计法下 15-18 年狭义乘用车终端复合增速甚至高达 11.0%。同时，由于 18 年终端销量负增长形成了较低的基数，对明、后年的销量增速会有正面影响。

#### ● 18 年乘用车下半年终端销量占比比较正常

市场可能存在简单用前一年同期销量增速来判断基数高低，认为 19 年下半年基数较低，其实并不准确。18 年的季度同比增速高开低走主要是因为 17 年销量的基数不正常导致，这在我们去年 3 月份发布的数据点评研究报告中就提前预判过。而 18 年的季度销量占比分布与正常年份差别不大，因此 2019 年下半年的基数相对正常，同比数据如果有改善并不是基数波动的游戏。

#### ● 19 年 8-12 月终端销量同比增速有望逐月改善

从长波周期来看，过去几年乘用车隐含的增长中枢依然不低，18 年终端销量不高也为明、后年终端销量增长提供了较大的空间；去年底我们就强调，从中波周期看，乘用车购置税优惠政策带来了 16、17 年需求透支必然会影响到 18 年需求，经过充分消化后，19 年不依靠刺激政策，汽车终端销量也有望企稳。

今年上半年狭义乘用车终端销量同比增长 1.8%，部分验证了需求企稳的逻辑。目前部分消费者或对促消费政策出台仍有预期，或预期车价将持续下行，仍存在一定的持币待购的观望情绪，随着库存下降、优惠收窄逐渐被接受，持币待购者将在“买涨不买跌”的心理下逐渐转为实际购买，3、4 季度乘用车终端销量依然有望实现正增长，同比增速环比有望逐月改善。（具体参见正文）

库存风险最大阶段也已过去。目前乘用车总库存水平合理略高，国五库存占比基本合理。考虑到去年下半年乘用车厂商+渠道库存变化不大，终端销量同比增速改善也将在批发销量上得到体现，这与上半年两者背离有所不同。

#### ● 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，终端销量同比增速逐月改善可能成为乘用车板块股价的催化剂。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；汽车政策预期导致持币待购；乘用车行业竞争加剧。

#### 行业评级

买入

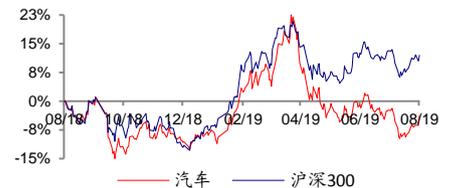
前次评级

买入

报告日期

2019-08-29

#### 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:2019 年度策略: 至 2018-11-24

暗即至明, 19 年将迎未来三

年最好布局期

汽车行业:从库存周期看目前 2018-09-14

乘用车所处阶段

汽车行业: 2018 年度策略: 2017-12-03

稳也是快

**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	24.7	2019/4/30	买入	33.9	3.08	3.27	8.03	7.56	6.20	4.52	13.7	12.7
华域汽车	600741.SH	CNY	24.4	2019/8/23	买入	27.2	2.09	2.29	11.68	10.66	5.14	3.67	14.0	14.4
广汽集团	601238.SH	CNY	11.9	2019/4/30	买入	13.8	1.15	1.27	10.31	9.34	15.17	11.10	13.4	12.9
广汽集团	02238.HK	HKD	7.7	2019/4/30	买入	12.1	1.15	1.27	6.13	5.55	5.48	2.89	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

引言.....	5
过去几年乘用车终端销售真实复合增速中枢可能远好于多数人的想象.....	5
明晰 CAGR 分析方法局限性，警惕“高波动、基数不正常”陷阱.....	5
长波周期来看，15-18 年乘用车终端真实增长中枢可能远比数据本身乐观.....	7
若考虑 2015 年 4 季度销量不正常因素，则本轮周期乘用车终端真实增长中枢可能更高.....	8
多维度论证 2018 年乘用车终端需求其实并不差.....	10
如何看待 2018 年乘用车终端需求表现？——基数的扰动不可忽视.....	10
环比角度看，18 年 4 季度乘用车终端没有大幅恶化的迹象.....	11
乘用车终端消费需求韧性已经凸显，今年 8-12 月终端销量同比增速有望逐月改善.....	12
上半年乘用车终端销量边际改善趋势相对确定但有反复.....	12
推演下半年乘用车终端仍有较大概率实现正增长，趋势上环比有改善.....	14
基于库存角度测算 2019 年批发销量可能表现.....	16
投资建议.....	17
风险提示.....	17

## 图表索引

图 1: A 行业历年销量规模及同比增速 .....	6
图 2: B 行业历年销量规模及同比增速 .....	6
图 3: 2006-2018 年狭义乘用车终端销量 (万辆) 及同比增速 .....	7
图 4: 2018 年狭义乘用车单月批发销量 (万辆) 及同比增速 .....	10
图 5: 2018 年狭义乘用车单月终端销量 (万辆) 及同比增速 .....	10
图 6: 2017 年狭义乘用车批发数月度占比与 05-17 年均值偏离度 .....	11
图 7: 2017 年狭义乘用车终端实销数月度占比与 06-17 年均值偏离度 .....	11
图 8: 2019 年狭义乘用车 1-7 月终端、批发销量同比增速 .....	13
图 9: 狭义乘用车行业库存走势图 .....	13
图 10: 狭义乘用车库存构成情况 .....	14
表 1: 累计法测算 A 行业销量累计 CAGR .....	6
表 2: 累计法测算 B 行业销量累计 CAGR .....	6
表 3: 累计法测算我国狭义乘用车 07-11、12-14、15-18 年终端销量累计 CAGR .....	8
表 4: 累计法测算我国狭义乘用车 07-11、12-14、15-18 年终端销量累计 CAGR .....	9
表 5: 2006-2018 年狭义乘用车终端实销各个季度占比情况 .....	9
表 6: 06-18 年狭义乘用车 4 季度终端数据相比 1 季度情况 .....	11
表 7: 2019 年 8-12 月份狭义乘用车终端销量增速预测推算表 .....	14
表 8: 理论测算: 7 月实际终端销量约偏离理论值 15%-30% .....	15
表 9: 调整测算 19M8-M12 狭义乘用车终端销量可能的情况 .....	15
表 10: 2019 年狭义乘用车批发销量 (万辆) 及同比增速测算 .....	16
表 11: 2019 年下半年狭义乘用车批发销量 (万辆) 及同比增速敏感性测算 .....	17

注：为保证历史数据口径可比性，不做特殊说明，本报告研究对象均采用狭义乘用车，即轿车、SUV、MPV三者之和。

## 引言

2018年我国狭义乘用车批发销量约2321万辆，同比下降4.1%，为行业近二十年来首次负增长；从更能代表消费需求的终端口径来看，2018年国内狭义乘用车终端销量约2123.0万辆，同比下降8.2%。

对于2018年我国乘用车市场批发、终端销量双双下滑，市场反映十分悲观，SW乘用车PE TTM从18年年初的19.5倍下降至年末的12.7倍，降幅达到35%。我们在2017年底发布的报告《汽车行业2018年年度投资策略：稳也是快》中已经提前提示了风险：从我国刺激政策从推出到退出的09-12年行业估值演变情况来看，政策退出后行业基本面数据承压，不利于汽车股高估值的维持，站在追求风险收益比的角度，一些低估值龙头公司的估值有望向上修复，而一些高估值汽车股则面临估值向下回归。

我们在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》中强调：18年乘用车批发和终端销量月度增速高开低走，主要是购置税优惠政策退出和基数不正常带来的扰动，目前时点终端需求的趋势远比数据本身乐观，由于优惠政策影响是短期的，19年汽车终端消费将迎来边际上的强劲改善。

目前来看我们前期观点正在逐步得到验证，本篇报告试图从新的角度对2018年乘用车需求再思考，我们的结论是：18年乘用车终端需求并没有市场所想的那么脆弱，甚至某种意义上乘用车需求韧性远超过市场预期。

## 过去几年乘用车终端销售真实复合增速中枢可能远好于多数人的想象

### 明晰 CAGR 分析方法局限性，警惕“高波动、基数不正常”陷阱

年均复合增速（CAGR）最初是用来衡量一段时期投资平均回报率，经过延伸与拓展后也十分普遍地运用在衡量某一时期行业规模或者利润水平等等某一指标的年均增长速度。CAGR的计算公式如下：

$$CAGR = (\text{期末值} / \text{期初值})^{1/N} - 1$$

为什么通常意义下的复合增速算法不适用于成熟市场，主要原因在于：CAGR计算仅依赖于期初、期末值，隐含的假设条件是行业规模、利润或投资的增长是稳步提升的，因此比较适合衡量处于成长期的行业年均增长速度，考虑到当基数达到一定规模，行业增速中枢下降同时波动性加大的情况，按照上述方法计算的CAGR

会忽视期间的波动率，从而无法衡量行业真实的增长情况。

举个例子加以阐述：考虑A、B两个行业，若以五年为一个周期，两个行业销量规模分别如下图所示，A行业历年销量规模呈稳定增长态势，B行业历年销量规模则波动性较大，增速上呈前高后低态势。若采用通常意义的计算方法计算A、B两个行业的CAGR，均为8.8%。但实际上，B行业由于前两年高增速带来行业规模快速上升，后两年虽然增速大幅下降，但绝对水平仍处于高位，从累计数据上看B行业销量规模的隐含增长率应明显高于A行业。

图1: A行业历年销量规模及同比增速

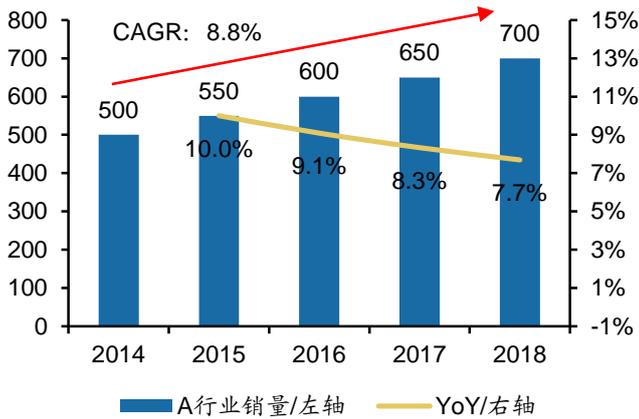
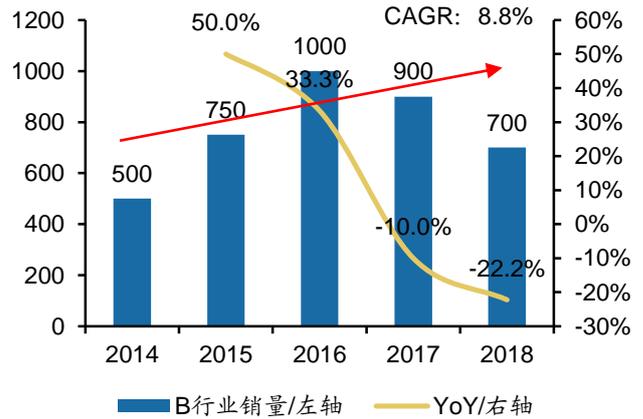


图2: B行业历年销量规模及同比增速



数据来源：广发证券发展研究中心

数据来源：广发证券发展研究中心

基于行业发展特点，我们采用累计法对复合增速进行修正，结果显示，累计法下A行业CAGR\*为9.2%，B行业CAGR\*为21.7%，B行业隐含的实际复合增速远高于按通常算法测算的复合增速。

表1: 累计法测算A行业销量累计CAGR

	实际销量	YoY	14-18年 CAGR	按累计 CAGR 调整后销量	累计法 CAGR*
2014年	500			500	
2015年	550	10.0%		545	
2016年	600	9.1%		595	
2017年	650	8.3%	8.8%	650	9.2%
2018年	700	7.7%		710	
2014-2018 累计	3000			3000	

数据来源：广发证券发展研究中心

表2: 累计法测算B行业销量累计CAGR

	实际销量	YoY	14-18年 CAGR	按累计 CAGR 调整后销量	累计法 CAGR*
2014年	500		8.8%	500	21.7%

2015年	750	50.0%	609
2016年	1000	33.3%	741
2017年	900	-10.0%	902
2018年	700	-22.2%	1098
2014-2018 累计	3850		3850

数据来源：广发证券发展研究中心

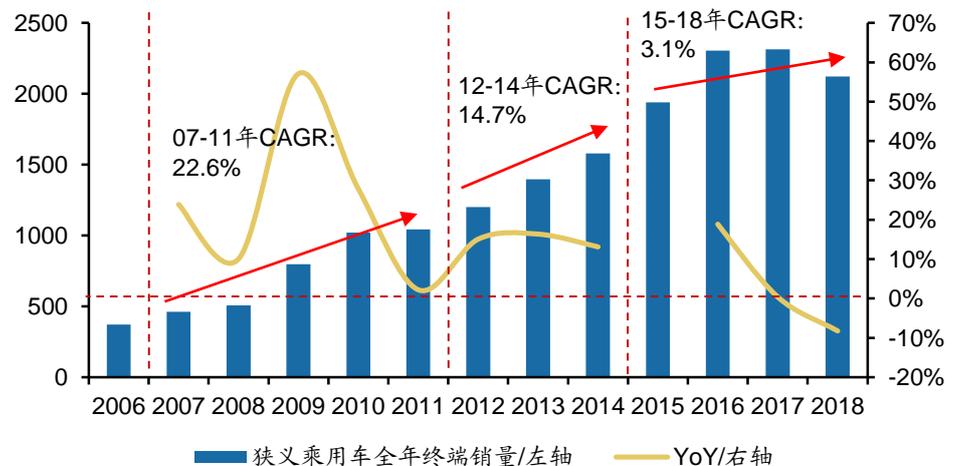
CAGR另一“陷阱”在于期初时点的选取，即基数的选取是否与参考系有明显偏差，若所选取的期初值相比参考系偏高，会导致CAGR计算结果偏低，反之亦然。采用累计法计算CAGR仍无法剔除基数干扰带来的影响，因此适当对基数进行调整或修正是有必要的。

### 长波周期来看，15-18年乘用车终端真实增长中枢可能远比数据本身乐观

普遍的观点是随着保有量提升、销量基数变大，乘用车销量增速中枢明显放缓。按通常方法计算，2007-2011年狭义乘用车终端销量复合增速为22.6%，2012-2014年狭义乘用车终端销量复合增速下降至14.7%，2015-2018年狭义乘用车终端销量复合增速仅3.1%，从通常意义下的复合增速来看，15-18年乘用车销量增长中枢明显放缓。

一个普遍的认知是，行业没有出现能够导致拐点性变化的内外因素，乘用车终端复合增速并不存在下台阶的充分条件。而从乘用车终端增速表现上看，07-14年我国狭义乘用车终端销量规模逐年上升，15-18年中两年出现下滑，而16、17年狭义乘用车终端销量绝对水平分别达到历史上最高及次高点位，因此类似上一小节所举例子中的B行业，本轮政策周期乘用车终端真实增长中枢远比通常计算的复合增速数字要乐观。

图3：2006-2018年狭义乘用车终端销量（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

考虑从累计复合增速角度探寻15-18年乘用车终端真实增长中枢。累计法下，07-11、12-14、15-18年狭义乘用车终端销量CAGR\*分别修正为25.6%、15.2%、7.6%，分别相比通常算法下的CAGR增加3.0pct、0.5pct、4.5pct。

趋势上看，修正后的狭义乘用车CAGR\*在07-11、12-14、15-18年三个阶段有所放缓但并未失速，这也符合行业周期自身运行规律。此外，可以看到15-18年修正后CAGR\*相比通常算法下的CAGR\*提升幅度最高，这主要是由于这一轮政策周期中乘用车销量的高波动性特征导致的。

累计法复合增速计算说明：以五年为一个周期，假设累计法复合增速用g代表，期初值为A，假设实际情况下五年销量累计值为M，那么累计法复合增速通过以下公式计算得到：

$$A + A * (1 + g) + A * (1 + g)^2 + A * (1 + g)^3 + A * (1 + g)^4 = M$$

表3：累计法测算我国狭义乘用车07-11、12-14、15-18年终端销量累计CAGR

	实际终端销量 (万辆)	YoY	CAGR	按累计 CAGR 调 整后终端销量 (万辆)	累计法 CAGR*
2007年	461.5	23.9%		461.5	
2008年	507.9	10.1%		579.5	
2009年	798.0	57.1%	22.6%	727.7	25.6%
2010年	1020.1	27.8%		913.8	
2011年	1042.6	2.2%		1147.5	
<b>07-11 累计</b>	<b>3830.1</b>			<b>3830.1</b>	
2012年	1199.8	15.1%		1199.8	
2013年	1396.1	16.4%	14.7%	1382.4	15.2%
2014年	1579.0	13.1%		1592.7	
<b>12-14 累计</b>	<b>4174.9</b>			<b>4174.9</b>	
2015年	1938.7			1938.7	
2016年	2304.5	18.9%	3.1%	2085.3	7.6%
2017年	2313.5	0.4%		2243.0	
2018年	2122.8	-8.2%		2412.6	
<b>15-18 累计</b>	<b>8679.6</b>			<b>8679.6</b>	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

**若考虑2015年4季度销量不正常因素，则本轮周期乘用车终端真实增长中枢可能更高**

前文提到，不管用通常方法计算的CAGR还是累计法计算的CAGR，都需要考虑基数不正常对测算结果的影响。我们不能忽视，2015年由于购置税优惠政策在9月29日出台，拉高了4季度销量，意味着15-18年狭义乘用车终端销量实际复合增速可能更高。

进一步剔除刺激政策导致的2015年4季度基数过高的影响。15年Q4终端销量占比31.3%，剔除非正常年份（08-11、15-17）Q4占全年比重为26.5%，15Q4终端占比偏离约5个百分点，因此我们将15年狭义乘用车终端销量进行基数调整，按实际值的0.95测算，累计法下15-18年狭义乘用车复合增速达11.0%。

同时，由于18年终端销量负增长形成了较低的基数，对明、后年的销量增速会有正面影响。

**表4：累计法测算我国狭义乘用车07-11、12-14、15-18年终端销量累计CAGR**

	实际终端销量 (万辆)	YoY	CAGR	按累计 CAGR 调 整后终端销量 (万辆)	累计法 CAGR*
2015 年	1938.7			1841.8*	
2016 年	2304.5	18.9%	3.1%	2045.1	11.0%
2017 年	2313.5	0.4%		2271.0	
2018 年	2122.8	-8.2%		2521.7	
<b>15-18 累计</b>	<b>8679.6</b>			<b>8679.6</b>	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

注：\*为 2015 年乘用车终端销量实际值乘以 0.95

**表5：2006-2018年狭义乘用车终端实销各个季度占比情况**

	Q1	Q2	Q3	Q4	非正常年份情况说明
2006	25.4%	24.8%	24.2%	25.7%	
2007	25.9%	24.2%	25.5%	24.3%	
2008	28.6%	26.4%	21.9%	23.2%	下半年受金融危机影响
2009	21.4%	22.7%	25.5%	30.4%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2010	21.6%	22.3%	24.4%	31.7%	刺激政策退出，年末透支次年需求
2011	23.7%	22.6%	27.4%	26.3%	
2012	25.4%	22.1%	25.3%	27.3%	
2013	25.9%	22.3%	24.9%	26.9%	
2014	25.9%	23.1%	24.6%	26.4%	
2015	24.9%	20.8%	23.0%	31.3%	购置税优惠刺激政策 10 月起实施
2016	22.7%	20.4%	24.3%	32.6%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2017	19.9%	21.4%	25.5%	33.1%	刺激政策退出，年末透支次年需求
2018	24.8%	22.3%	24.5%	28.3%	
06-18 平均值	24.3%	22.7%	24.7%	28.3%	
06-18 中位数	24.9%	22.3%	24.6%	27.3%	
剔除非正常年份（08-11、15-17）					
平均值	25.3%	23.1%	25.2%	26.5%	
中位数	25.6%	22.7%	24.7%	26.6%	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

## 多维度论证 2018 年乘用车终端需求其实并不差

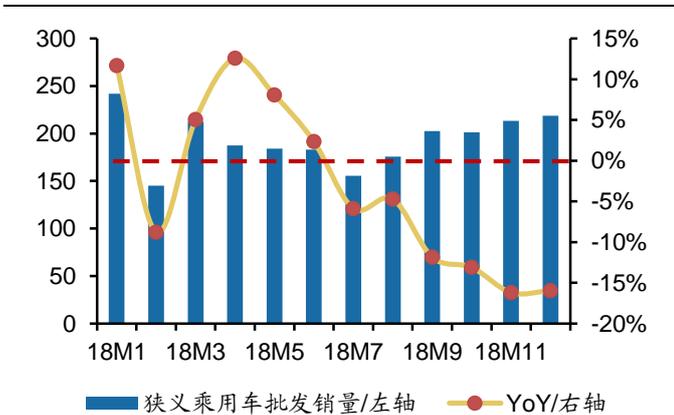
### 如何看待 2018 年乘用车终端需求表现？——基数的扰动不可忽视

市场可能存在简单用前一年同期销量增速来判断基数高低，认为19年下半年基数较低，其实并不准确。18年乘用车终端销量表现不佳主要受政策刺激透支影响，关税调整、消费者对刺激政策再次出台的预期以及部分地区实施国六带来消费者持币观望。但刺激政策透支带来的需求透支并不是长期负面影响，18年乘用车终端销量月度增速的高开低走，主要是政策退出和基数不正常带来的扰动。而18年的季度销量分布与正常年份差别不大，因此2019年下半年的基数相对正常，数据如果有改善并不是基数的游戏。

单月同比增速能够反映销量增减变动幅度，但我们也需要考虑基数变动对其影响。我们引入“月度占比与历史均值偏离度”指标，其反映的是单月销量占全年比重与历史均值的相对变化情况。

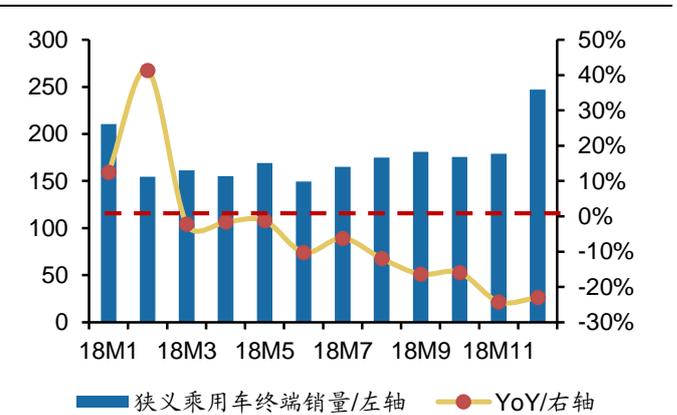
我们选取2005-2017年作为统计区间，计算2017年乘用车批发数单月占比均值偏离度，从第2季度开始2017年单月批发销量占比与历史平均水平的偏离度逐渐缩小，3、4季度批发销量占比处于历史较高水平。同理，我们以2006-2017年终端实销数作为统计区间，计算2017年乘用车批发数单月占比均值偏离度，与批发数表现类似，17年4季度终端实销数占全年比重处于历史较高水平。

图4：2018年狭义乘用车单月批发销量（万辆）及同比增速



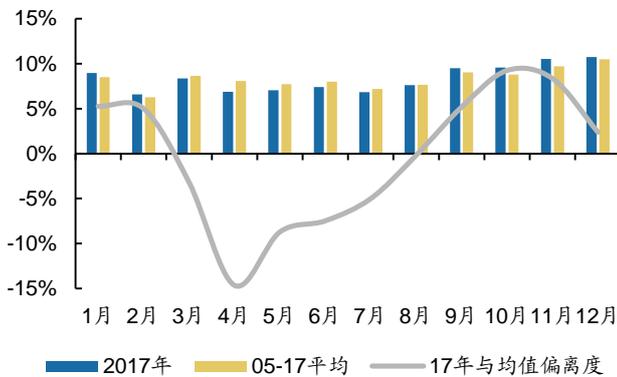
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图5：2018年狭义乘用车单月终端销量（万辆）及同比增速



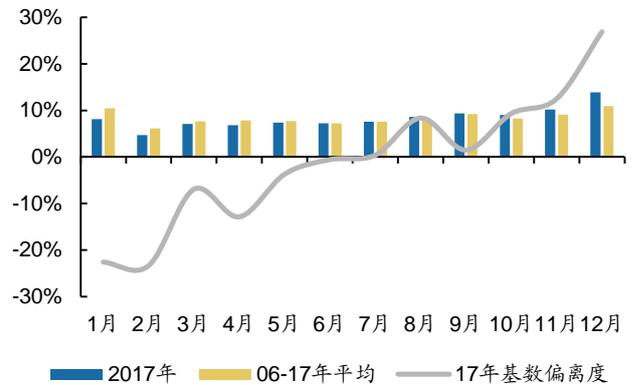
数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图6: 2017年狭义乘用车批发数月度占比与05-17年均值偏离度



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图7: 2017年狭义乘用车终端实销数月度占比与06-17年均值偏离度



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

### 环比角度看, 18年4季度乘用车终端没有大幅恶化的迹象

乘用车终端销量自18年3月开始同比下滑, 18Q2-Q4降幅逐渐扩大至-4.6%、-12.0%、-21.4%。尽管18年4季度乘用车终端销量同比显著下滑, 但环比却没有恶化的迹象: 18年4季度狭义乘用车终端销量相比没有中美贸易战等因素影响的1季度增长14.5%, 显著好于历史上正常年份(06、07、13、14年)0.5%的均值, 也好于政策周期类似的11年的10.8%。

表6: 06-18年狭义乘用车4季度终端数据相比1季度情况

年份	Q1 终端/万辆	Q4 终端/万辆	Q4 较 Q1	非正常年份情况说明
2006	94.6	95.6	1.1%	
2007	119.7	112.3	-6.1%	
2008	145.2	117.6	-19.0%	下半年受金融危机影响
2009	170.9	242.8	42.1%	刺激政策退坡带来年末需求提前透支
2010	220.1	323.4	46.9%	刺激政策退出带来年末需求提前透支(购置税税率由7.5%恢复至10%)
2011	247.6	274.2	10.8%	
2012	304.2	327.1	7.5%	
2013	362.0	375.3	3.7%	
2014	409.1	417.0	1.9%	
2015	483.4	605.9	25.3%	15年9月刺激政策出台,10月1日正式实施
2016	523.2	751.9	43.7%	刺激政策退坡带来年末需求提前透支(购置税税率由5%上调至7.5%)
2017	461.5	765.8	66.0%	刺激政策退出带来年末需求提前透支(购

				购置税税率由 7.5%恢复至 10%)
2018	526.5	602.6	14.5%	
06-07、13-14 平均			0.5%	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

## 乘用车终端消费需求韧性已经凸显，今年 8-12 月终端销量同比增速有望逐月改善

### 上半年乘用车终端销量边际改善趋势相对确定但有反复

尽管市场对上半年乘用车市场表现分歧较大，但边际改善比较确定，批发、终端销量同比降幅有收窄趋势，同时受刺激政策预期和降价预期等短期因素影响，乘用车终端表现仍有反复。

回顾上半年，1-6月狭义乘用车终端实销数累计同比增长1.8%，单月增速分别+25.1%、-42.4%、-9.0%、-6.3%、-3.0%、+39.9%。

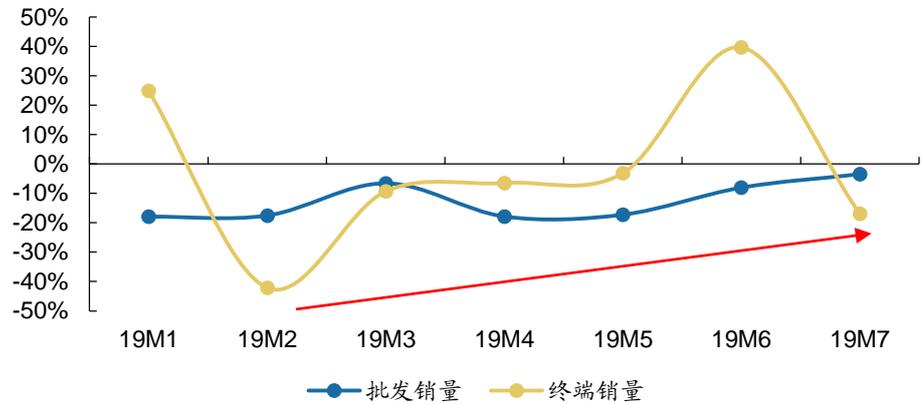
1. 基数分析。18年季度销量增速高开低走，但季度占比基本符合正常季节性，说明基数相对正常。

2. 扰动变量主要是刺激政策预期和降价预期。1月份剔除春节因素扰动后仍有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。

我们前期报告指出，6月乘用车终端实销同比劲增近40%，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月国内狭义乘用车终端实销同比下降16.8%，主要由于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，这部分消费者预期将会落空。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。

图8：2019年狭义乘用车1-7月终端、批发销量同比增速

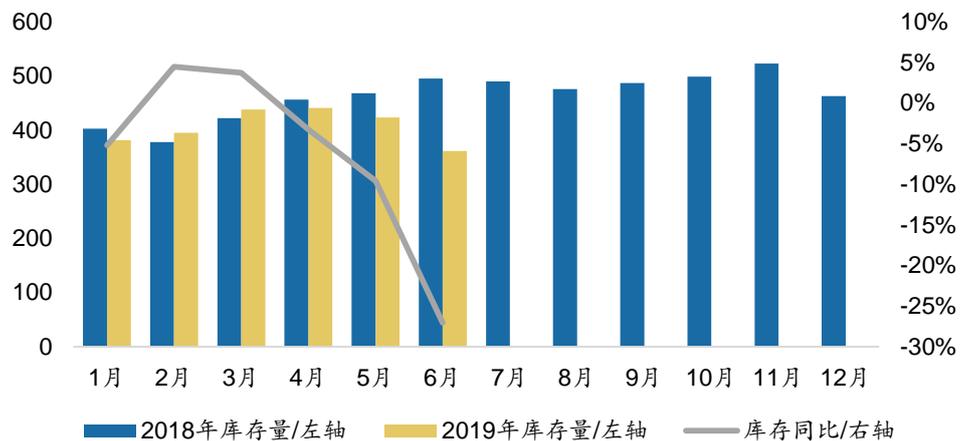


数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

库存风险最大阶段也已过去。目前乘用车总库存水平合理略高，国五库存占比基本合理。经过上半年行业主动去库存，目前全行业库存总量接近合理库销比上限。截至6月国五库存占比下降至38%，国六库存占比近60%，狭义乘用车行业国五库存占比过高的问题已经基本解决。

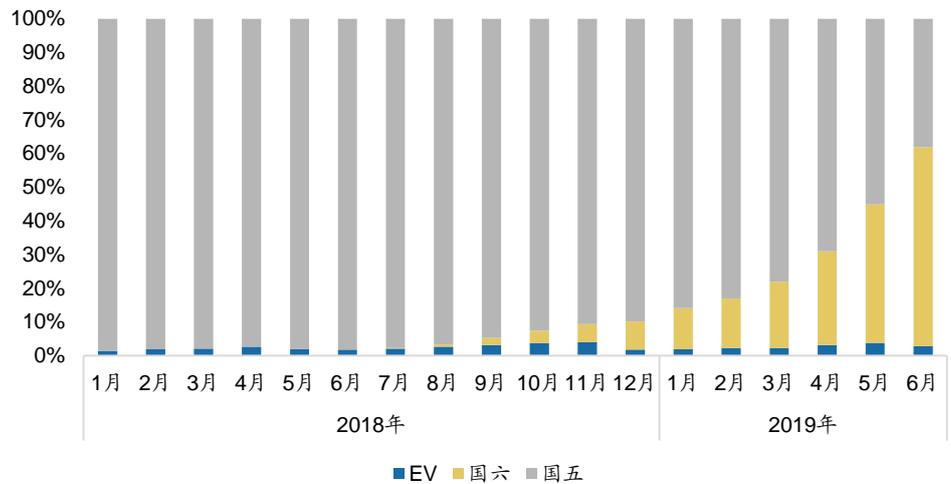
考虑到去年下半年乘用车厂商+渠道库存变化不大，终端销量同比增速改善也将在批发销量上得到体现，这与上半年两者背离有所不同。

图9：狭义乘用车行业库存走势图（万辆）



数据来源：中机中心、合格证、广发证券发展研究中心

图10: 狭义乘用车库存构成情况



数据来源: 中机中心、合格证、广发证券发展研究中心

推演下半年乘用车终端仍有较大概率实现正增长, 趋势上环比有改善

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销量的预判。若19年狭义乘用车终端销量同比增长5%-10%, 那么可以测算出19M8-M12合计狭义乘用车终端销量同比增速为12.1%-23.2%; 若假设2019年狭义乘用车终端销量增速为0%-2%, 那么可以测算出19M8-M12合计狭义乘用车终端销量同比增速为1.1%-5.5%。

表7: 2019年8-12月份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)	2019.8-12月终端销量 (E, 万辆)	2019.8-12月同比增速	
悲观假设	0%	2122.8	967.6	1.1%
	2%	2165.3	1031.3	7.7%
中性假设	5%	2229	1073.8	12.1%
	8%	2292.7	1137.4	18.8%
	10%	2335.1	1179.9	23.2%
乐观假设	11%	2356.3	1201.1	25.4%
	12%	2377.6	1222.4	27.7%

数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

预测19M8-M12单月终端销量及同比增速前, 我们首先解决一个问题: 即19年7月份狭义乘用车终端销量同比下降17%, 相对历史情况来看偏离度有多大? 我们按照06-18年 (剔除非正常年份08-10、15-17) 7月份占下半年比重的平均值为参考, 测算19年狭义乘用车终端销量增速在0%-12%的不同情景下7月终端销量理论测算值。若19年狭义乘用车终端销量同比增速在0%-10%, 测算得到7月份终端销量理论

测算值为165-196万辆，7月实际值与理论测算值相比偏离度在16.7%~30.1%范围内。

**表8: 理论测算：7月实际终端销量约偏离理论值15%-30%**

2019 年终端增速	对应 19M7-M12 增速	7 月理论测算值	7 月实际值	偏离度
0%	-1.6%	164.7	137.2	-16.7%
2%	4.1%	174.2	137.2	-21.2%
5%	7.9%	180.6	137.2	-24.0%
8%	13.6%	190.1	137.2	-27.8%
10%	17.3%	196.4	137.2	-30.1%
11%	19.2%	199.5	137.2	-31.2%
12%	21.1%	202.7	137.2	-32.3%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

若按照剔除非正常年份后各月占比均值预测19M8-M12各月终端销量同比增速情况，若假设19年狭义乘用车终端销量同比增长5%，则M8-M12同比增速分别为13.1%、27.0%、11.6%、19.9%、-4.6%，19年实际情况可能与理论情况有所不同。

考虑到2019年实际情况，部分消费者一方面对促消费政策仍有预期，同时预期车价将持续下行，仍存在一定的持币待购的观望情绪，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。我们根据实际情况做微调各个月份占比，预计8-11月份终端销量增速环比持续改善，12月受基数影响增速略低，但我们并未考虑2020年春节较早，使得12月的终端销量同比可能并不会太差。

**表9: 调整测算19M8-M12狭义乘用车终端销量可能的情况**

单月终端销量占 8-12 月比重		8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
剔除非正常年份均值		18.4%	21.4%	18.3%	20.0%	21.9%
修正值		15%	19%	18%	22%	26%
偏离度		-19%	-11%	0%	10%	17%
19 终端增速	19M8-M12 同比增速	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
0%	1.1%	-17.0%	1.6%	0.8%	19.0%	0.6%
2%	7.7%	-11.6%	8.3%	7.4%	26.8%	7.3%
5%	12.1%	-7.9%	12.8%	11.9%	32.0%	11.7%
8%	18.8%	-2.5%	19.5%	18.5%	39.9%	18.3%
10%	23.2%	1.2%	23.9%	22.9%	45.1%	22.7%
11%	25.4%	3.0%	26.2%	25.1%	47.7%	24.9%
12%	27.7%	4.8%	28.4%	27.3%	50.3%	27.1%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

### 基于库存角度测算 2019 年批发销量可能表现

关于下半年行业库存变化的推演：目前库存绝对水平相比最高位已有明显下降，国五库存结构性风险已经不大，考虑到部分整车厂采取“市占率为导向”的销售策略，我们认为下半年行业库存变化或将在加库与去库中寻求一个动态平衡，而不是简单的单边趋势性变化。

基于库存角度对19年批发销量的测算：上半年乘用车行业厂家+渠道总库存已经下降102万辆，按月均200万辆计算库销比差不多下降0.5个月，若以19年下半年渠道库存不增不减为基准（即全年库存下降0.5个月），在19年终端销量增速为5%至10%的前提假设下，19年批发销量增速为-5.1%至-0.5%，由于去年下半年库存变化不大，下半年批发数据将不会受到去库存的大幅拖累，批发销量走势将可能与终端销量同比相差不会太大，这与上半年的背离将有所不同。

表10: 2019年狭义乘用车批发销量（万辆）及同比增速测算

			19年全年去库存变化月数（负值表示去库存，正值表示加库存）						
2019年终端销量及增速	19年终端E	全年库存变化月数	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2
		下半年库存变化月数	-0.3	-0.2	-0.1	0	+0.1	+0.2	+0.3
0%	2122.8	2019 批发销量	2037.8	2057.8	2077.8	2097.8	2117.8	2137.8	2157.8
3%	2186.5		2101.5	2121.5	2141.5	2161.5	2181.5	2201.5	2221.5
5%	2229.0		2144.0	2164.0	2184.0	2204.0	2224.0	2244.0	2264.0
8%	2292.7		2207.7	2227.7	2247.7	2267.7	2287.7	2307.7	2327.7
10%	2335.1		2250.1	2270.1	2290.1	2310.1	2330.1	2350.1	2370.1
11%	2356.3		2271.3	2291.3	2311.3	2331.3	2351.3	2371.3	2391.3
12%	2377.6		2292.6	2312.6	2332.6	2352.6	2372.6	2392.6	2412.6
2019年终端销量及增速	19年终端E								
0%	2122.8	2019 批发销量 同比增速	-12.2%	-11.4%	-10.5%	-9.6%	-8.8%	-7.9%	-7.0%
3%	2186.5		-9.5%	-8.6%	-7.7%	-6.9%	-6.0%	-5.2%	-4.3%
5%	2229.0		-7.6%	-6.8%	-5.9%	-5.1%	-4.2%	-3.3%	-2.5%
8%	2292.7		-4.9%	-4.0%	-3.2%	-2.3%	-1.5%	-0.6%	0.3%
10%	2335.1		-3.1%	-2.2%	-1.3%	-0.5%	0.4%	1.2%	2.1%
11%	2356.3		-2.2%	-1.3%	-0.4%	0.4%	1.3%	2.2%	3.0%
12%	2377.6		-1.2%	-0.4%	0.5%	1.3%	2.2%	3.1%	3.9%

数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

**表11: 2019年下半年狭义乘用车批发销量（万辆）及同比增速敏感性测算**

			19年去库存变化月数（负值表示去库存，正值表示加库存）							
2019年终端销量及增速	19年终端E	全年库存变化月数	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	
		下半年库存变化月数	-0.3	-0.2	-0.1	0	+0.1	+0.2	+0.3	
0%	2122.8	2019H2 批发销量	1059.2	1079.2	1099.2	1119.2	1139.2	1159.2	1179.2	
3%	2186.5		1122.9	1142.9	1162.9	1182.9	1202.9	1222.9	1242.9	
5%	2229.0		1165.4	1185.4	1205.4	1225.4	1245.4	1265.4	1285.4	
8%	2292.7		1229.1	1249.1	1269.1	1289.1	1309.1	1329.1	1349.1	
10%	2335.1		1271.5	1291.5	1311.5	1331.5	1351.5	1371.5	1391.5	
11%	2356.3		1292.7	1312.7	1332.7	1352.7	1372.7	1392.7	1412.7	
12%	2377.6		1314.0	1334.0	1354.0	1374.0	1394.0	1414.0	1434.0	
2019年终端销量及增速	19年终端E									
0%	2122.8		2019H2 批发销量 同比增速	-9.3%	-7.5%	-5.8%	-4.1%	-2.4%	-0.7%	1.0%
3%	2186.5			-3.8%	-2.1%	-0.4%	1.3%	3.1%	4.8%	6.5%
5%	2229.0	-0.2%		1.5%	3.3%	5.0%	6.7%	8.4%	10.1%	
8%	2292.7	5.3%		7.0%	8.7%	10.4%	12.1%	13.9%	15.6%	
10%	2335.1	8.9%		10.6%	12.4%	14.1%	15.8%	17.5%	19.2%	
11%	2356.3	10.7%		12.5%	14.2%	15.9%	17.6%	19.3%	21.0%	
12%	2377.6	12.6%		14.3%	16.0%	17.7%	19.4%	21.1%	22.8%	

数据来源：中汽协、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，8-12月终端销量同比增速逐月改善可能成为乘用车板块股价的催化剂。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；汽车政策预期导致持币待购；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。