

汽车行业: 19 年数据点评系列之三十一

8 月乘用车终端同比下降 17.7%，受优惠收窄观望情绪影响

核心观点:

● **8 月国内乘用车终端销量同比降 17.7%，受优惠幅度收窄带来的观望影响**

根据中机中心统计，8 月乘用车终端销量为 145.0 万辆，同比下降 17.7%，环比增长 5.0%，1-8 月乘用车终端销量为 1309.6 万辆，同比下降 3.2%。今年乘用车月度增速波动较大是汽车行业内多方面因素导致的，基数和宏观因素可能反而不是影响销量最重要的原因。7、8 月终端同比负增长，主要是不少消费者 2 季度看到降价较多，线性外推预期车价将持续下行，但 7 月份以后随着库存结构改善，库销比接近合理，乘用车优惠明显收窄，这部分消费者预期落空，短期观望所致。在 19 年全年终端增速 0%-12% 的前提假设下，8 月终端实际销量与理论值偏低 17%-30%，与 7 月偏离度相差不大。随着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，乘用车 19 年终端销量依然有望实现正增长，9-12 月月度同比增速环比有望逐渐改善。

● **明年乘用车终端销量增速有望明显超出市场预期**

尽管乘用车终端销量复合增速持续下行，但 15-18 年乘用车隐含的增长中枢依然达到 11%，乘用车的当下需求潜力可能比市场想象中乐观。中波周期看乘用车购置税优惠政策带来的 16、17 年需求透支拉低了 18 年需求，从均值回归角度看，为明后年终端销量增长提供了较大的空间。从短期看，我们去年底判断 19 年不依靠刺激政策终端销量也有望企稳，今年上半年乘用车终端同比增 1.6% 已经部分验证了结论。终端需求从观望转化为真实购买并非一蹴而就，7、8 月因持币待购导致的低基数有望为未来终端需求复苏带来正面影响。

● **目前乘用车总库存水平合理略高，国五占比上看风险最大的阶段也已过去**

根据中汽协及中机中心统计，8 月乘用车批发（剔除出口）158.7 万辆，同比下降 8.0%，单月渠道库存水平增加 13.7 万辆；8 月份乘用车产量同比下降 0.7%，降幅明显缩窄，单月企业库存水平增加 4.0 万辆。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。

● **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

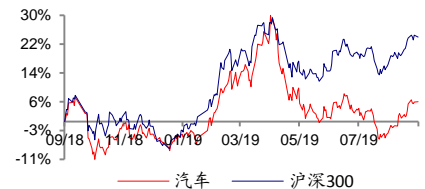
前次评级

买入

报告日期

2019-09-17

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:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

分析师:

刘智琪



SAC 执证号: S0260518080002



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意,张乐,闫俊刚,李爽,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:关于乘用车若干问题的再认识 2019-08-29
- 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 2019-08-13

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	25.0	2019/8/30	买入	30.0	2.61	3.00	9.58	8.34	7.51	5.29	11.9	12.0
华域汽车	600741.SH	CNY	25.9	2019/8/23	买入	27.2	2.09	2.29	12.40	11.32	5.62	4.10	14.0	14.4
广汽集团	601238.SH	CNY	12.8	2019/9/3	买入	12.7	0.86	0.98	14.95	13.04	147.11	36.07	10.3	10.6
广汽集团	02238.HK	HKD	8.5	2019/9/3	买入	9.6	0.86	0.98	8.92	7.78	61.62	12.95	10.3	10.6

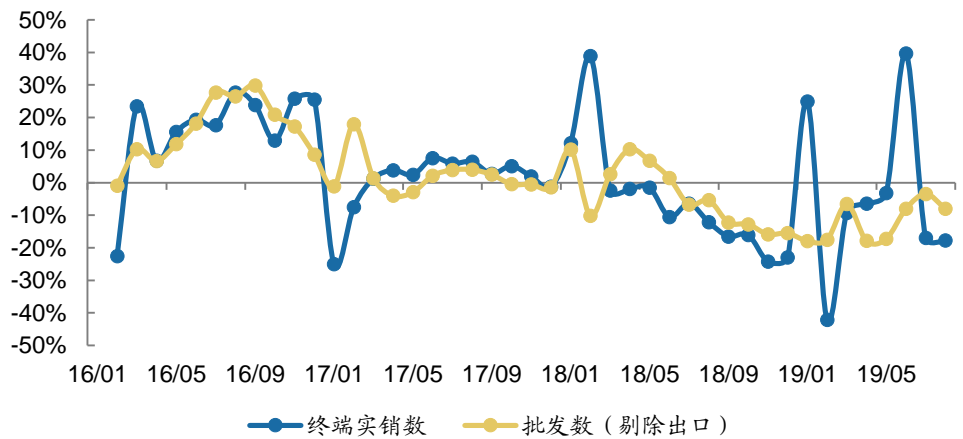
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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。

8月国内乘用车终端销量同比下降17.7%，受优惠幅度收窄带来的观望影响

根据中机中心统计，8月乘用车终端销量为145.0万辆，同比下降17.7%，环比增长5.0%，1-8月乘用车终端销量为1309.6万辆，同比下降3.2%。

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

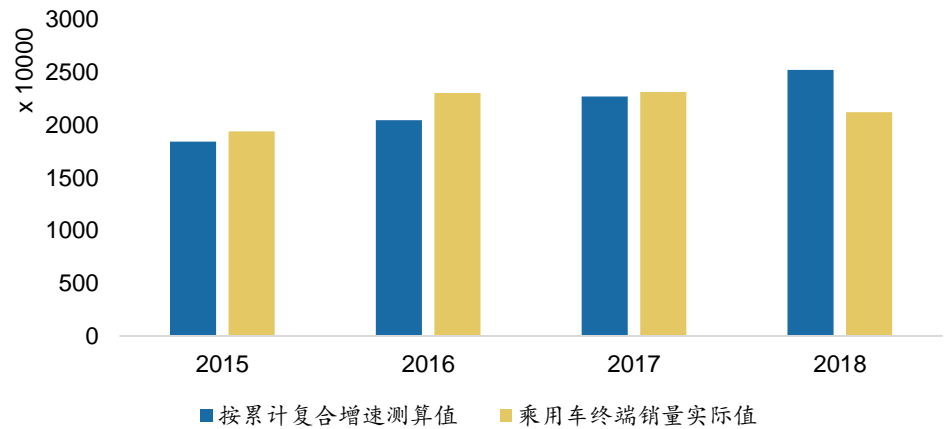
今年乘用车月度增速波动较大是汽车行业内多方面因素导致的，基数和宏观因素可能反而不是影响销量最重要的原因。7、8月终端同比负增长，主要是不少消费者2季度看到降价较多，线性外推预期车价将持续下行，但7月份以后随着库存结构改善，库销比接近合理，乘用车优惠明显收窄，这部分消费者预期落空，短期观望所致。在19年全年终端增速0%-12%的前提假设下，8月终端实际销量与理论值偏低17%-30%，与7月偏离度相差不大。随着优惠收窄逐渐被接受，持币待购者将在“买涨不买跌”的心理下逐渐转为实际购买，乘用车19年终端销量依然有望实现正增长，9-12月月度同比增速环比有望逐渐改善。

明年乘用车终端销量增速有望明显超出市场预期

尽管乘用车终端销量复合增速持续下行，但15-18年乘用车隐含的增长中枢依然达到11%，乘用车的当下需求潜力可能比市场想象中要乐观。中波周期看乘用车购置税优惠政策带来的16、17年需求透支拉低了18年需求，从均值回归角度看，为明后年终端销量增长提供了较大的空间。从短期看，我们去年底判断19年不依靠刺激政策终端销量也有望企稳，今年上半年乘用车终端同比增1.6%已经部分验证了结论。终端需求从观望转化为真实购买并非一蹴而就，7、8月因持币待购导致的低基数有

望为未来终端需求复苏带来正面影响。

图2: 2015-2018年狭义乘用车终端销量实际值与按累计复合增速测算值(辆)



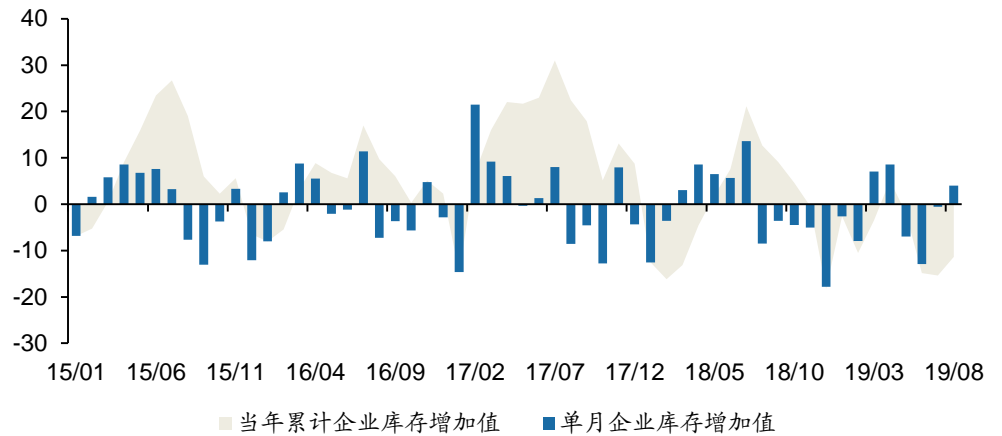
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

注: 考虑购置税优惠政策对15年4季度的影响, 15年狭义乘用车终端销量按乘以0.95调整

目前乘用车总库存水平合理略高, 国五占比上看风险最大的阶段也已过去

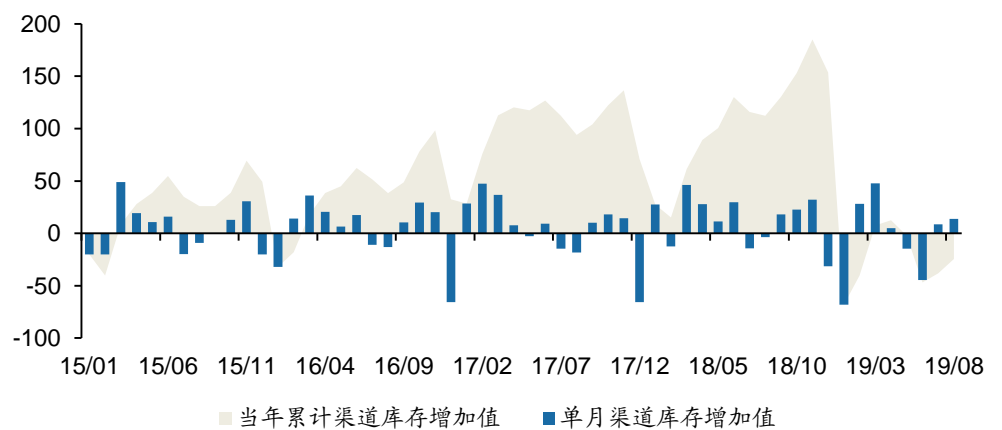
根据中汽协及中机中心统计, 8月乘用车批发(剔除出口)158.7万辆, 同比下降8.0%, 单月渠道库存水平增加13.7万辆; 8月份乘用车产量同比下降0.7%, 降幅明显缩窄, 单月企业库存水平增加4.0万辆。经过上半年行业主动去库存, 目前全行业库存总量接近合理库销比上限, 截至6月国五库存占比下降至38%, 国六库存占比近60%, 狭义乘用车行业国五库存占比过高的问题已经基本解决。考虑到去年下半年乘用车厂商+渠道库存变化不大, 终端销量同比增速改善也将在批发销量上得到体现, 这与上半年两者背离有所不同。

图3: 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4: 乘用车渠道库存增加值 (万辆)

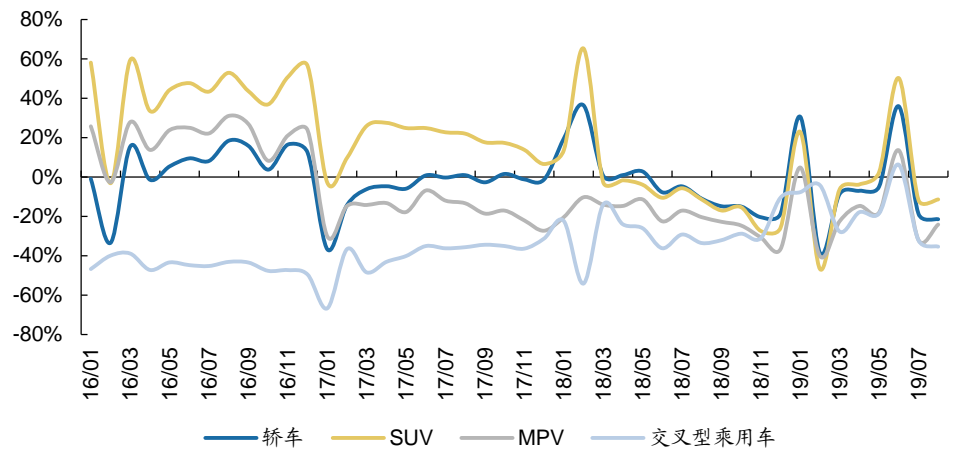


数据来源: 中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

乘用车终端市场结构特征

分车型: 8月SUV终端销量63.5万辆, 同比下降11.4%; 轿车终端销量71.2万辆, 同比下降21.5%; MPV、交叉乘用车终端同比下降24.2%、35.4%。

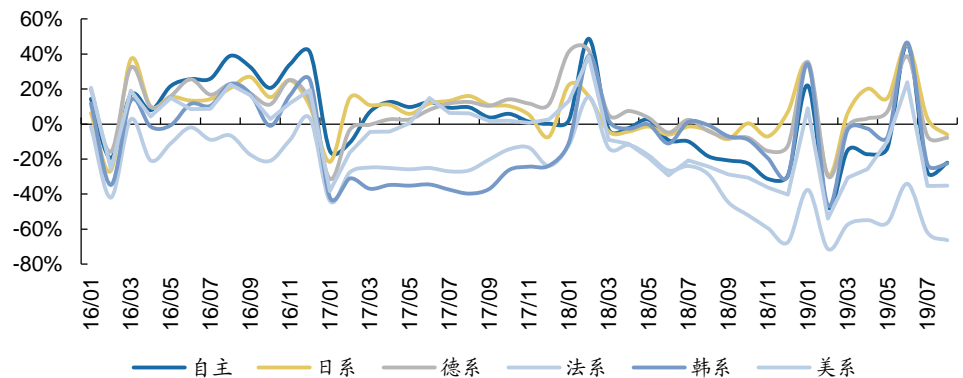
图5：乘用车分车型终端销量同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

分系列：8月日系终端销量同比下降6.2%，市场份额23.8%，同比提升2.9pct；德系品牌终端同比下降7.9%，市场份额27.1%，同比提升2.9pct；自主终端同比下降22.0%，市场份额34.1%，同比下降1.9pct；韩系、美系终端分别同比下降22.5%、35.1%。

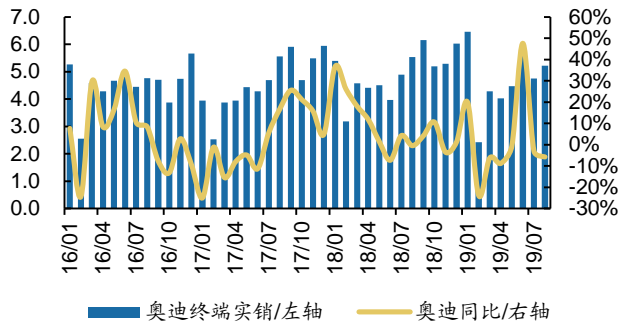
图6：乘用车分系列终端销量同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

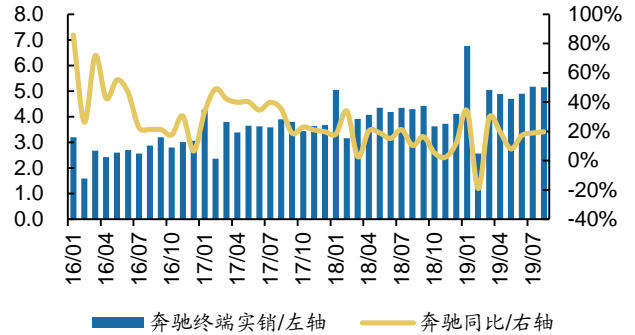
豪华车：8月豪华品牌终端实销17.6万辆，同比下降3.0%，豪华车市占率12.1%，同比提升1.8pct；1-8月豪华品牌终端实销累计140.0万辆，同比增长12.4%。一线豪华品牌中，奔驰终端实销8月同比增长19.7%，奥迪、宝马分别同比下降5.7%、11.5%，1-8月宝马、奔驰、奥迪终端实销累计同比增速分别为22.0%、17.4%、2.8%。

图7: 奥迪终端实销(万辆)及同比增速



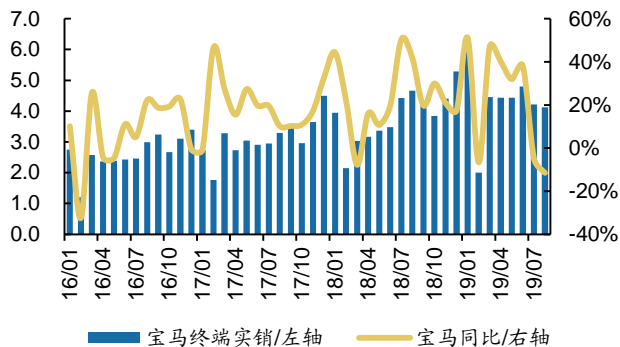
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图8: 奔驰终端实销(万辆)及同比增速



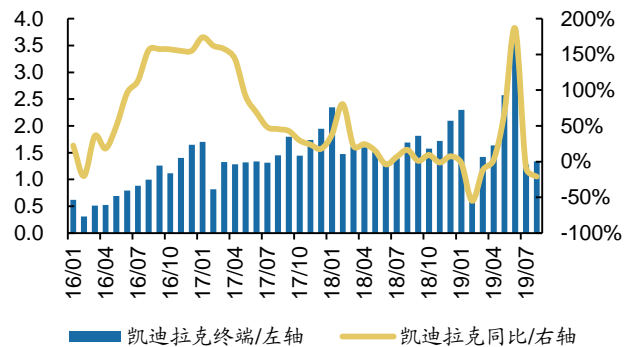
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图9: 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10: 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。

附：《关于乘用车若干问题的再认识》相关测算

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1：2019年8-12月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

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2：理论测算：7月狭义乘用车实际终端销量约偏离理论值15%-30%（万辆）

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3: 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

表4: 8月狭义乘用车实际终端销量约偏离理论值（万辆）

2019年终端增速	对应19M7-M12增速	8月理论测算值	8月实际值	实际值与理论值偏离度
0%	-1.6%	173.1	144.2	-16.7%
2%	4.1%	183.1	144.2	-21.2%
5%	7.9%	189.8	144.2	-24.0%
8%	13.6%	199.8	144.2	-27.8%
10%	17.3%	206.4	144.2	-30.1%
11%	19.2%	209.7	144.2	-31.2%
12%	21.1%	213.1	144.2	-32.3%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

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，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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。