

乘用车行业 Q4 会复苏么？

——汽车行业深度报告



投资摘要：

前期市场普遍认为乘用车行业将于 2019 年下半年复苏，但 7-8 月零售销量增速分别为 -16.9%、-17.6%，使得市场对行业拐点能否如期到来产生怀疑。为回答乘用车行业 Q4 会不会复苏，我们从影响乘用车销量的因素切入，研究本轮下行周期销量下滑的主要原因：

- ◆ 2015.10-2017 年购置税优惠政策实施期间，在人均可支配收入增速下降的情况下，乘用车销量增速分别为 7.3%、15% 和 1.8%，严重透支了后市需求，使得行业整体承压；
- ◆ 2018 年宏观经济增速放缓，一线到五线城市人均可支配收入增速较 17 年分别下降 0.07、0.4、0.6、0.7 和 1 pct，三四五线城市受到冲击更大，对未来收入预期的悲观使得乘用车消费降低；
- ◆ 乘用车已变为房地产的后周期，17-18H1 低线城市房地产销售高速增长，对乘用车消费挤出效应明显。

站在当下，进一步分析上述因素在 2019 年的变化情况，结合 19 年乘用车市场自身特点来判断乘用车行业能否在下半年触底反弹。我们认为 9 月终端零售承压，10 月有望同比转正。原因有以下四点：

- ◆ 我们将购置税优惠政策实施期间的人均可支配收入进行修正，修正后人均可支配收入与乘用车销量增速拟合效果较好，我们认为修正后人均可支配收入增速回归到正常水平有望带动乘用车销量提升；
- ◆ 通过测算，2015-2017 年购置税优惠政策透支需求已经完成消化；
- ◆ 三四五线城市受房地产抑制的乘用车需求有望在 19Q4 得到释放；
- ◆ 5-6 月国五清库期间透支约 67 万销量，7-8 月消化 45 万，仍剩约余 20 万，预计 9 月零售同比下滑 10-15%。10 月起，零售销量在去年低基数的基础上，随着下游需求回暖，有望同比转正。

投资策略：

综合考虑了修正后收入增速的回归、前期购置税透支已消化、三四五线城市乘用车需求将释放等三方面原因，我们判断行业将于 2019 年下半年复苏，9 月零售销量仍将承压，但三四五线城市销量逐渐回暖，印证了我们此前对低线城市需求复苏的判断。预计零售有望在 10 月份同比转正。因此我们坚定看好乘用车行业 Q4 复苏后带来的投资机会。

乘用车行业 PE、PB 分别为 17.2、1.3 倍，PB 较低。零部件板块 PE、PB 分别为 16.6、1.67 倍，处于历史低位。我们认为行业复苏后，行业业绩和估值将得到修复，目前重点建议重点配置零部件板块。

重点推荐：上汽集团、广汽集团、长安汽车、精锻科技、保隆科技、星宇股份和爱柯迪

风险提示：乘用车销量低于预期；原材料价格上涨；政策不及预期。

行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
上汽集团	3.08	3.12	3.29	8.63	8.52	8.08	1.33	推荐
广汽集团	1.07	1.15	1.29	10.96	10.2	9.09	1.51	推荐
长安汽车	0.14	0.05	0.81	46.49	176	10.86	0.95	推荐
精锻科技	0.64	0.81	0.93	19.1	15.1	13.1	2.63	推荐
星宇股份	2.21	2.91	3.65	26.38	20.01	15.97	3.69	推荐
爱柯迪	0.55	0.54	0.65	21.51	21.91	18.2	2.43	推荐
保隆科技	0.93	0.89	1.05	24.03	25.11	21.29	3.77	推荐

资料来源：公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级 增持（维持）

2019 年 09 月 25 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

王敬

研究助理

wangjing@shgsec.com

021-20639302

行业基本资料

股票家数	172
行业平均市盈率	23.82
市场平均市盈率	17.19

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《汽车行业周报：三四五线城市乘用车销量逐步回暖》2019-09-22
- 2、《汽车行业周报：前期透支影响 8 月销量不及预期》2019-09-15
- 3、《汽车行业深度研究：行业复苏在即 建议增配汽车板块》2019-09-09

证券研究报告

内容目录

1. 国内乘用车行业周期性分析	4
1.1 人均可支配收入为决定性因素	4
1.2 国内购置税优惠政策影响行业周期	5
1.3 乘用车变为房地产的后周期	7
2. 2018年乘用车销量为何下滑?	8
2.1 透支效应使得行业整体承压	8
2.2 收入增速下行和房地产导致低线城市下滑	9
3. 2019年行业拐点是否会如期到来?	11
3.1 修正人均可支配收入增速回归	11
3.2 2015-2017年购置税透支销量已完全消化	13
3.3 三四五线城市终端销量逐步回暖	16
4. 投资策略	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 日本人均可支配收入和汽车销量增速分析	4
图 2: 购置税优惠政策对乘用车销量促进作用(万辆)	6
图 3: 国内人均可支配收入与乘用车销量增速分析	6
图 4: 房地产和汽车周期变化关系	7
图 5: 2011-2018年乘用车销量和人家可支配收入(万辆)	9
图 6: 一线-五线城市人均可支配收入增速	10
图 7: 17-18年三四五线房地产销售面积增速	11
图 8: 2016-2018年低线城市乘用车销量增速变化	11
图 9: 修正后人均可支配收入增速与乘用车销量增速分析	12
图 10: 2009-2013大小排量乘用车销量增速	15
图 11: 2014-2019大小排量乘用车销量增速	15
图 12: 大小排量乘用车相对增速比较	15
图 13: 各类型乘用车销量市场份额	16
图 14: 2015-2019.8月上险数据(万辆)	16
图 15: 乘用车上险数及增速(万辆)	17
图 16: 一二线 vs 三四五线城市上险数增速	18
图 17: 三四五线城市与一二线城市上险数增速差值	20
图 18: 乘用车板块 PE 和 PB 变化	21
图 19: 零部件板块 PE 和 PB 变化	21
表 1: 房贷对居民收入影响分析	8
表 2: 修正后人均可支配收入及增速(元)	11
表 3: 国五促销透支销量测算	18
表 4: 各类城市交强险数据分阶段对比(万辆)	19
表 5: 各类城市交强险数据月度对比(万辆)	19

1. 国内乘用车行业周期性分析

市场对乘用车行业本轮行业周期的复苏十分期待，前期市场普遍观点认为行业拐点将于 2019 年下半年到来，但 7 月终端零售销量同比下滑 16.9%，8 月零售不及预期，同比下滑 17.6%，使得市场对行业拐点能否如期到来产生怀疑，因此汽车板块自 9 月 10 日公布了 8 月零售数据后表现不佳，截止到 9 月 23 日，申万汽车指数下跌 2.6%，跑输同期沪深 300 指数 0.6 个百分点。本报告从乘用车周期影响因素角度切入，通过研究 2018 年开始的本轮下行周期销量下滑主要原因，进一步分析导致乘用车销量下滑主要因素是否已经有所改善来判断行业未来趋势及 19 年 9-12 月行业演绎。

乘用车作为可选消费品，行业周期是由于供需关系的变位形成的。供给角度来看，据不完全统计国内汽车产能可达 5000 万辆/年，供给端充足。对乘用车行业而言，下游需求是行业研究的重点和难点。影响国内乘用车需求的因素很多，经过分析，我们认为主要因素有人均可支配收入(宏观经济水平)、汽车消费刺激政策(购置税、汽车下乡等)、地产挤出效应、以及各类政策短期的扰动。

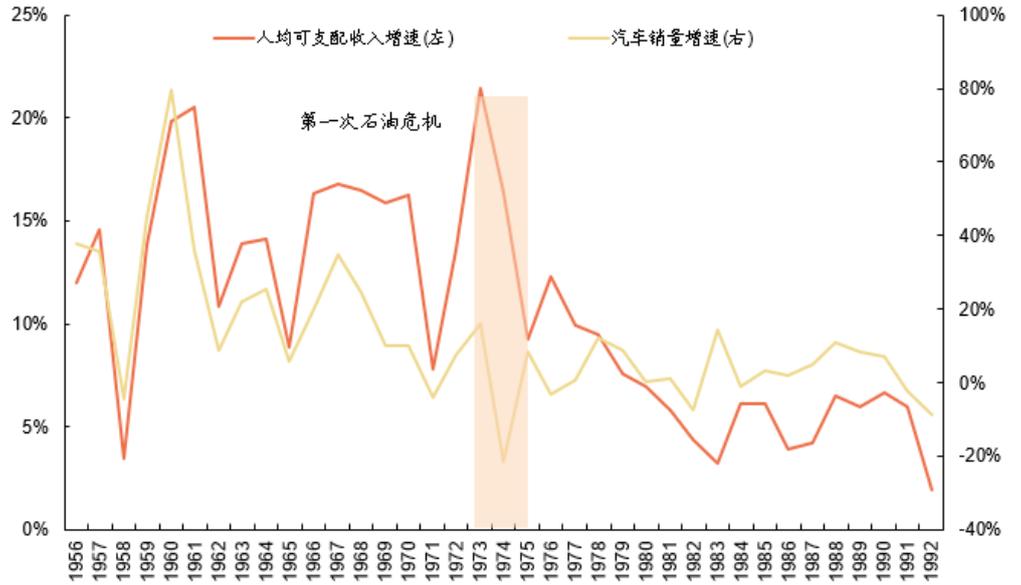
1.1 人均可支配收入为决定性因素

汽车由于价格较高，消费者在购买时相对比较谨慎，往往会基于现有的财富水平和对未来收入的预期来决定是否购买汽车，我们认为居民可支配收入的高低决定了一国汽车消费的水平。由于国内汽车发展历史较短，还未经历一轮完整的大周期，因此我们以日本汽车发展历史为基础，研究日本人均可支配收入和汽车销量之间的关系。

- ◆ 在战后恢复期结束后，日本汽车工业自 1960 年开始，到 1970 年高速增长黄金十年，在此期间，人均可支配收入增速也保持在相对较高的水平，平均增速为 15.44%，同期汽车平均增速为 20%左右；
- ◆ 1971-1980 年随着人均可支配收入增速中枢下移至 7%-12%之间，汽车销量增速也随之下移至 5%-10%左右；
- ◆ 1980-1990 年人均可支配收入增速中枢下移至 5%左右，日本汽车工业进入低速增长时代，平均增速在 1%-2%之间，部分年份甚至出现下滑。

可以看出，在汽车保有量尚未饱和阶段，人均可支配收入增长水平决定了汽车消费增速中枢的变化趋势。

图1：日本人均可支配收入和汽车销量增速分析



资料来源：日本内务府，国土交通省，申港证券研究所

1.2 国内购置税优惠政策影响行业周期

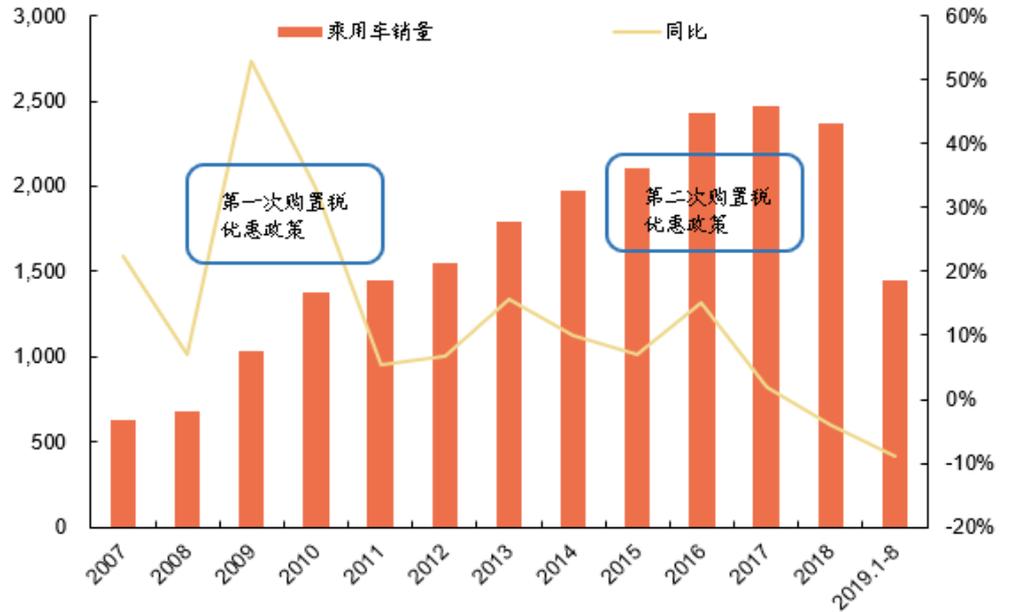
国内汽车工业发展时间相对较短，以国家统计局公布的人均可支配收入和乘联会公布的乘用车销量为基础，分析国内人均可支配收入增速和乘用车销量增速之间的关系，发现二者拟合效果不理想。我们认为 2007-2018 年乘用车行业经历了 3 轮完整的周期，其中购置税优惠政策决定了第一轮和第三轮周期的形成。

- ◆ 2009-2011 年，第一轮购置税优惠政策周期。2008 年乘用车连续 3 个月同比负增长，相关部门出台了第一此购置税优惠政策，2009-2010 年购置税分别优惠 5%、2.5%，2011 年后购置税恢复至 10%。09-11 年人均可支配收入增速分别为 10.3%、14.1%、16.6%，同期乘用车销量增速为 52.9%、33.3%、5.5%，在收入增速上升期间，销量增速呈现出下滑趋势，我们认为销量增速下滑主要是由于前期政策实施期间透支了后期的需求，在高基数情况下，被透支的销量使得增速下降；
- ◆ 2012-2014 年，自然复苏周期。12-14 年人均可支配收入增速分别为 14.3%、9.9%、10.1%，同期乘用车销量增速为 6.9%、15.7%、9.9%，从数据上看，二者没有任何关联性，甚至出现背离；
- ◆ 2015-2018 年，第二轮购置税优惠政策周期。2015 年 5-8 月乘用车销量连续四个月同比下滑，开始实施第二次购置税优惠政策，2015 年 10 月 1 日到 2016 年底，购置税优惠 5%，2017 年优惠 2.5%，2018 年恢复至 10%。在此期间人均可支配收入增速分别为 8.9%、8.4%、9%、8.7%，处于相对比较稳定的水平，同期乘用车销量增速为 7.2%、15.1%、1.9%、-4.2%，二者趋势上无明显关联性。

上述三轮汽车周期与人均可支配收入增速相关性很低，我们认为主要是受到两次购置税优惠政策影响，可以看出购置税优惠政策对汽车行业刺激力度很大，可以实现逆周期调节。2012-2014 年虽未有任何刺激政策，但由于是购置税优惠政策退出后

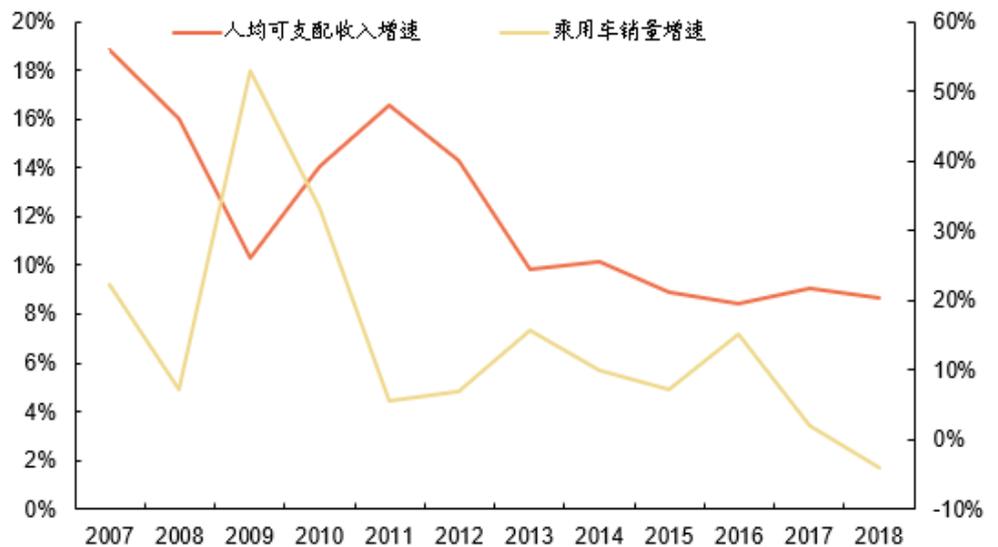
自然复苏的周期，也归结为受到前期政策影响。2019年在时间轴上，可以类比2012年自然复苏周期的起点，但由于宏观经济环境的不同，又和2012年不完全相同。

图2：购置税优惠政策对乘用车销量促进作用(万辆)



资料来源：乘联会，申港证券研究所

图3：国内人均可支配收入与乘用车销量增速分析



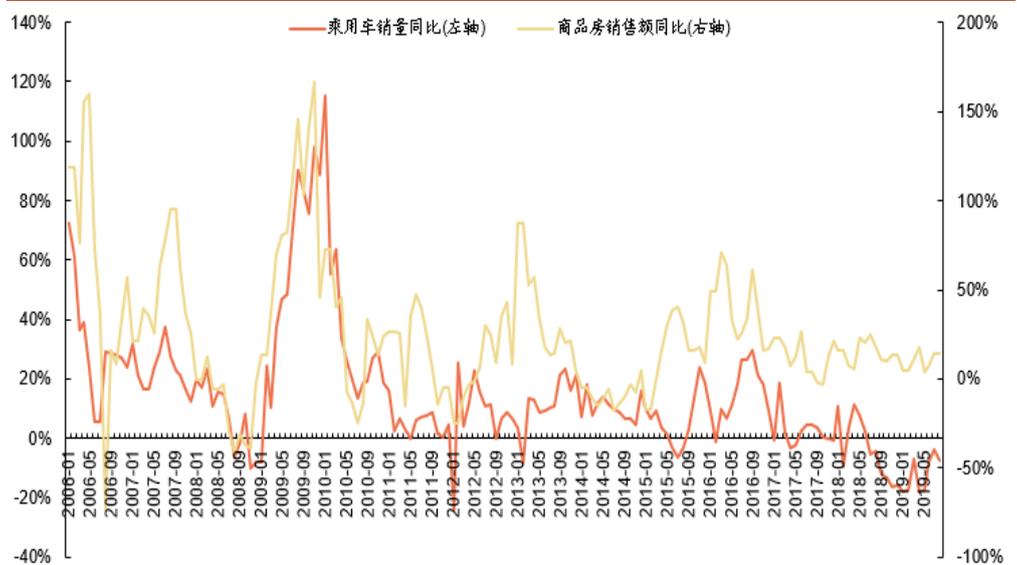
资料来源：国家统计局，乘联会，申港证券研究所

1.3 乘用车变为房地产的后周期

国内消费者买房买车传统的消费习惯，随着居民生活水平提高，在满足住房需求后，居民对汽车消费需求提高。汽车与房地产的关系发生了变化，对比房地产销售额增速和汽车销量增速可以看出，

- ◆ 2011 年之前汽车消费与房地产消费二者保持同周期关系，因为房价在 2011 年之前较低，居民在购房后仍有能力购车；
- ◆ 2011 年后，随着房价大幅上涨，房地产消费对汽车消费形成挤压效应，在购房后，汽车消费受到抑制，居民需要一段时间积累储蓄才能释放新的购车需求，因此汽车消费变为房地产后周期，滞后 12-15 个月。

图4：房地产和汽车周期变化关系



资料来源：国家统计局，中汽协，申港证券研究所

由于现在国内房价较高，居民购买房产后，使用储蓄支付首付，可支配收入大幅减少，造成无力购车，因此表现出房地产消费增长较高的年份，乘用车消费会当年与房地产消费逆向，但拉长周期来看，乘用车消费又变成房地产的后周期。我们认为主要逻辑为：居民购房-储蓄减少-乘用车消费被抑制-居民储蓄-乘用车消费释放。

市场部分观点认为房贷会加大居民杠杆，使得居民消费水平大幅下降，因此不利于乘用车消费，在此我们并不全认同。在一线城市高房价使得居民买房后，还贷压力较大；但针对二线及以下城市，房贷对居民储蓄影响较低。我们以西安为例，研究居民房贷对收入的影响。

可以看出双职工家庭公积金基本可覆盖房贷，三口之家房贷对收入影响不超过 11%。因此在购房之后，居民储蓄开始增长，对乘用车消费具有正向的促进作用。这也解

释了为何乘用车消费变为房地产的后周期。

表1: 房贷对居民收入影响分析

	两口之家	三口之家	四口之家
平均住宅面积(平米)	78.32	117.48	156.64
平均房价(元)	12246	12246	12246
总价值(元)	989093	1438640	1918186
首付 30%(元)	287728	431592	575456
所需贷款金额(元)	671365	1007048	1342730
公积金贷款部分			
月均工资(元)	6272	6272	6272
缴存比例	12%	12%	12%
公积金贷款额度(元)	671365	750000	750000
公积金贷款利率	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还(元)	2922	3264	3264
公积金偿还(元)	3010	3010	3010
自有资金偿还(元)		254	254
商业贷款部分			
商业贷款		257048	592731
贷款利率	4.87%	4.87%	4.87%
月供		1360	3135
总贷款月供	2922	4624	6399
其中公积金偿还	2922	3264	3264
公积金偿还占比	100%	70.6%	51.0%
自有资金偿还		1360	3135
自有资金偿还占工资比例	0%	10.84%	24.99%

资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

2. 2018 年乘用车销量为何下滑?

国内乘用车销量连续增长近 20 年, 2018 年同比下滑-4.2%, 首次负增长。我们认为影响销量下滑主要原因有: 前期购置税优惠政策实施期间透支效应、三四五线城市房地产挤出、宏观经济增速降低等因素。

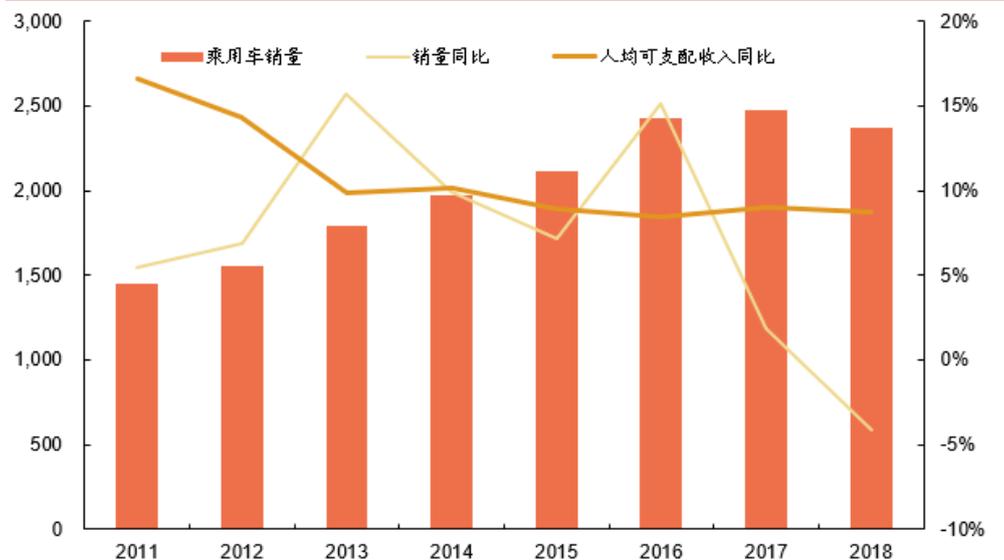
2.1 透支效应使得行业整体承压

本轮行业周期始于 2015 年, 销量增速在 2016 年达到最高, 随后增速降低, 2018 年负增长。

- ◆ 2015年5-9月销量连续下滑,行业压力增大,前9月销量累计仅同比增长2.75%,在业内建议下,相关部门决定自10月1日起实施购置税优惠政策,促使当年销量同比增长7.3%;
- ◆ 2016年人均可支配收入增速比2015年降低0.5pct的情况下,销量却逆势增长15%,购置税促进作用明显,也说明透支效应明显;
- ◆ 2017年人均可支配收入增速较2016年增长0.5pct,销量增长1.8%,其中1.6L及以下乘用车销量同比下滑2.8%,主要是由于1.6L以上排量乘用车销量带动整体增长;

可以看出,本轮周期主要是由于2015-2016年透支了后市部分需求,2017年优惠幅度由前期的5%降低至2.5%,仍处于销量高位。2018年为购置税优惠政策退出的第一年,前期透支的需求使得行业承压。

图5: 2011-2018年乘用车销量和人均可支配收入(万辆)



资料来源: 国家统计局, 中汽协, 申港证券研究所

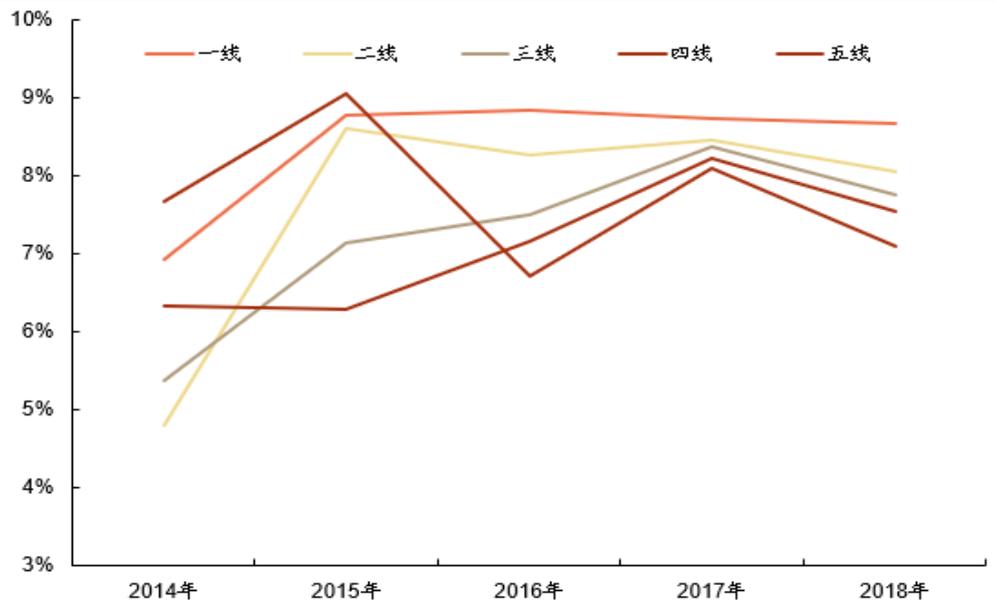
2.2 收入增速下行和房地产导致低线城市下滑

2018年一二线城市乘用车销量同比微增,导致行业整体下滑主要是由于三四五线城市销量同比下滑7%。我们认为宏观经济增速下行、房地产挤出效应是三四五线城市销量加速下滑的主要原因。

三四五线城市经济下行压力更大。2018 年国内宏观经济增速下行，其中中小企业受到影响更大，而中小企业大多位于三四五线城市。为了研究不同层次城市居民购买力，我们将国内一线城市、省会和地级市根据城市划分标准分类为一线-五线城市。以每个级别城市的城镇居民可支配收入平均值作为五类城市人均可支配收入。

- ◆ 2018 年一线城市人均可支配收入增速较 2017 年下降 0.07 pct，基本持平。同时由于限购等原因一线城市乘用车需求被压制，收入水平略有下降对乘用车销量影响可忽略不计，因此 2018 年一线城市仍能实现正增长；
- ◆ 二线城市人均可支配收入增速较 2017 年下降 0.4 pct，乘用车销量下滑 3%左右；
- ◆ 18 年三四五线城市人均可支配收入增速较 2017 年分别下降 0.6、0.7 和 1 pct，乘用车销量下滑 7%。可以看出低线城市经济压力更大，居民收入增速下降幅度较大。

图6：一线-五线城市人均可支配收入增速



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

三四五线城市房地产对乘用车消费挤出作用。前文中我们对汽车和房地产关系进行了分析，汽车已经变为地产后周期，滞后 12-15 个月。2017-2018H1 三四五线城市房地产销售面积增速为 18%-40%，保持在较高的增长水平，同期三线及以下城市居民乘用车需求增速由 2016 年的 16% 降到 2017 年 1%，2018 年的-7%。可以看出在房地产市场高速增长的同时，乘用车消费受到了抑制。

自 2018H2 低线城市房地产进入下行周期，居民储蓄对乘用车消费具有正向促进作用，预计三四五线城市由于房地产对财富挤出效应而受到抑制的消费需求将在 Q4

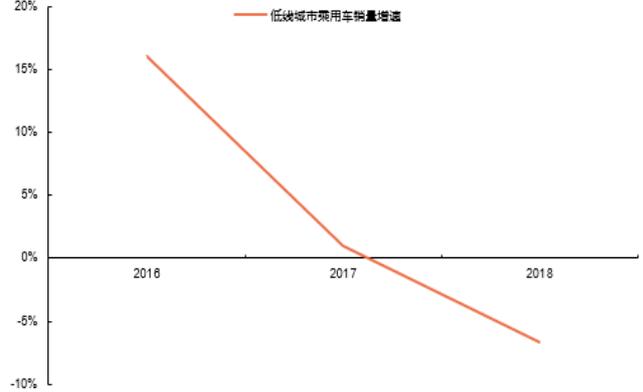
得到释放。

图7: 17-18年三四五线房地产销售面积增速



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

图8: 2016-2018年低线城市乘用车销量增速变化



资料来源: 交强险, 申港证券研究所

3. 2019年行业拐点是否会如期到来?

3.1 修正人均可支配收入增速回归

上文中对国内人均可支配收入增速和汽车销量增速进行对比, 发现相关性很低, 我们认为主要是由于购置税优惠政策影响导致。在此提出一个问题, 人均可支配收入是否真的与乘用车销量无关? 购置税优惠的金额是否变相的增加了居民可支配收入? 我们根据购置税优惠政策对人均可支配收入进行修正, 发现修正后的人均可支配收入与销量增速相关性较高。

购置税优惠政策实施期间, 对1.6L以下排量乘用车分别减免5%和2.5%的购置税, 该政策能促进乘用车消费, 主要是由于减免的购置税相当于增加了居民可支配收入, 将减免的购置税加到当年的人均可支配收入上进行修正, 具体修正方法如下:

表2: 修正后人均可支配收入及增速(元)

年份	人均可支配收入	1.6L以下乘用车均价	购置税优惠幅度	修正后人均可支配收入	修正后增速
2007	8566.7	80000		8566.7	18.8%
2008	9939.0	80000		9939.0	16.0%
2009	10964.4	80000	5%	13748.4	38.3%
2010	12507.6	80000	2.5%	13883.9	1.0%
2011	14581.9	80000		14581.9	5.0%
2012	16668.5	80000		16668.5	14.3%
2013	18310.8	80000		18310.8	9.9%
2014	20167.1	80000		20167.1	10.1%

年份	人均可支配收入	1.6L以下乘用车均价	购置税优惠幅度	修正后人均可支配收入	修正后增速
2015	21966.2	80000	5%	22651.8	12.3%
2016	23821.0	80000	5%	26706.0	17.9%
2017	25974.0	80000	2.5%	27350.0	2.4%
2018	28228.0	80000		28228.0	3.2%

资料来源：国家统计局，申港证券研究所

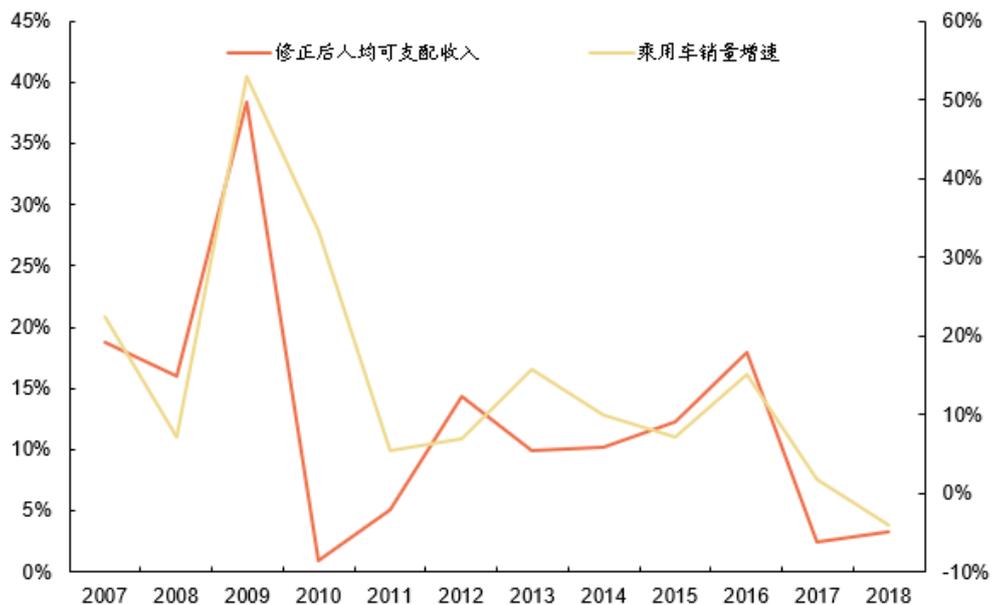
将修正后的人均可支配收入增速与乘用车销量增速进行对比，可以看出二者相关性很高：

- ◆ 由于 2009 年和 2016 年购置税优惠幅度为 5%，修正后对人均可支配收入增幅较大，导致 2010、2017 年人均可支配收入增速降低至 1%、2.4%；
- ◆ 2010、2017 年购置税优惠幅度为 2.5%，在 2011、2018 年国内居民人均可支配收入分别增长 16.6%、8.7%的情况下，修正后的人均可支配收入增速为 5%、3.2%，较 2010、2017 年有所提高。

修正后人均可支配收入增速回归有望带动乘用车销量增速的提升。购置税优惠政策退出后，人均可支配收入增速由 2011 年修正后的 5% 提高到 2012 年的 14.3%，乘用车销量增速也呈现出上升的趋势，可以看出人均可支配收入增速的恢复带动乘用车销量增速的提高；2019-2020 年人均可支配收入增速将恢复到正常水平，有望带动乘用车销量增速的止跌回升。

同时，宏观经济有望在今年四季度企稳回升，19 年一季度人均可支配收入增速较去年同期低 0.1%，但半年度人均可支配收入增速较去年同期提高 0.1%，所以我们认为宏观经济向好也将有助于乘用车消费的增长。

图9：修正后人均可支配收入增速与乘用车销量增速分析



资料来源：国家统计局，乘联会，申港证券研究所

3.2 2015-2017 年购置税透支销量已完全消化

本轮汽车行业周期下行很大一部分原因是在 2015-2017 年实行的购置税优惠政策刺激下提前消费透支了后期的销量。想要对本轮行业周期做出较为准确地预测，对购置税透支效应的研究是不可避免的。目前市场对乘用车行业周期研究时，多数观点将 2019 年与 2012 年进行类比，理由是 2019 与 2012 都是购置税退出后第二年，是否真的可以简单地从时间轴上进行类比？

我们认为要从根本上分析问题，而不是简单地进行类比后套用之前的规律。2009-2010 与 2015-2017 年两轮购置税优惠政策都是针对 1.6L 及以下排量乘用车进行刺激，对 1.6L 以上乘用车无刺激作用。相应的在购置税期间透支销量的乘用车也是 1.6L 及以下排量的部分。我们对购置税优惠政策实施期间和实施后小排量乘用车销量增速和市场份额变化情况做出四个假设：

- ◆ 假设一：购置税优惠政策实施期间，1.6L 及以下小排量乘用车销量将远远好于 1.6L 以上大排量乘用车，且小排量乘用车增速应该高于行业整体增速；
- ◆ 假设二：在购置税政策退出后，小排量乘用车提前消费造成的透支效应显现，其后若干年份，小排量乘用车销量增速低于市场整体增速；
- ◆ 假设三：无购置税优惠政策年份，小排量和大排量乘用车市场份额相对稳定，但在购置税优惠政策实施期间，小排量乘用车市场份额将逐渐升高；
- ◆ 假设四：购置税退出后，小排量乘用车市场份额逐渐降低，经过一段时间后回落至正常水平。

针对上述四个假设，我们采用销量相对增速和市场份额两个指标进行研究，用以判

断上述假设是否成立，以及能否将透支效应是否已经消化解释清楚。

2015-2017 年实施小排量乘用车购置税优惠政策，对 1.6L 以下排量乘用车销量具有一定的促进作用，具体分析来看：

- ◆ 2015 年，购置税优惠 5%：1.6L 及以下排量乘用车销量同比增长 10.1%，1.6L 以上销量同比增长仅 1.27%；
- ◆ 2016 年，购置税优惠 5%：1.6L 及以下排量乘用车销量增速为 21.1%，1.6L 以下仅为 2%；
- ◆ 2017 年，购置税优惠 2.5%：1.6L 及以下排量乘用车销量同比下滑 2.84%，1.6L 以上销量同比增长 7%。

购置税优惠幅度为 5% 的两年间，小排量乘用车销量表现远远好于大排量；这与我们上述假设一完全符合。2017 年优惠幅度为 2.5% 时，小排量乘用车销量增速比大排量低 9.84 个百分点，且同比出现下滑，17 年市场表现与假设一不符合，在购置税优惠政策实施的后期对小排量乘用车已经没有了促销作用。我们认为主要原因是由于小排量乘用车售价较低，一般在 8 万元左右，购置税优惠 5% 对到手价格影响较大，所以消费者会选择在优惠幅度较大时集中购买。

分析 2009-2010 年购置税优惠政策退出后乘用车市场表现有助于我们对 2015-2017 年之后市场进行判断。我们从销量相对增速和市场份额变化两个角度进行研究。

销量相对增速：对大小排量乘用车相对乘用车市场整体增速进行比较，可以看出：

- ◆ 2009 年小排量乘用车销量增速 71.24%，相对增速为 18.36%；与我们假设一完全相符；2010 年小排量销量增速为 31.77%，相对增速为 -1.5%，略微跑输行业整体，但正增长说明购置税促进作用仍在，仍处于透支阶段。
- ◆ 2011-2013 年小排量乘用车相对增速为负，整体表现较弱；而大排量乘用车增速好于市场整体增速；购置税优惠期间透支后期需求，政策退出后近 3 年时间小排量乘用车销量表现弱于市场，这与我们上述假设二完全符合。
- ◆ 2017-2018 年，小排量乘用车销量相对增速分别为 -4.7%、-2.75%，且两年绝对增速分别为 -2.8% 和 -7.1%；大排量乘用车相对增速分别为 5.2%、1.73%。可以看出，在本轮购置税优惠政策最后一年，小排量需求已经开始下滑，进入透支消化期。2019 年上半年小排量相对增速为 -0.6%，大排量为 -4%，小排量乘用车销量与市场整体基本持平。若扣除掉纯电动乘用车后，1.6L 以下小排量乘用车相对全部燃油车销量增速为 1%，小排量乘用车销量增速已经恢复至跑赢行业整体水平。

市场份额角度：国内乘用车市场各类车型市场份额相对稳定，我们判断在购置税优惠政策实施期间，小排量乘用车销量份额将有一定的提升，政策推出后，其份额将逐渐回落至前期水平。

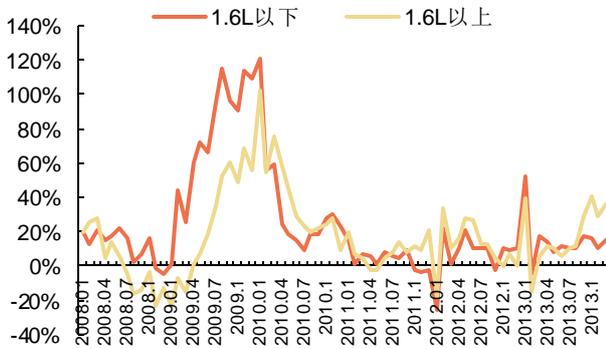
- ◆ 2009-2010 年购置税优惠政策实施期间，小排量乘用车市场份额由 2008 年的 62.1% 提高到 69.6%、68.8%，之后市场份额逐渐回落至 2013 年 66.7%，2014

年企稳。

- ◆ 2015-2016年,小排量乘用车市场份额2014年的66.7%提高到2016年的72.1%,2017年开始下滑,2018年市场份额跌至66.8%,2019年上半年回升至66.9%。
- ◆ 市场份额的变化与我们上述假设三、假设四完全相符。

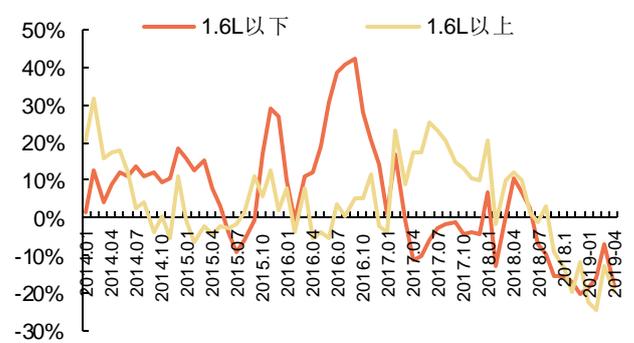
由上述销量相对增速和市场份额两个角度分析,得出的结论是:前期购置税优惠政策透支效应已经消化。不能简单的从购置税退出后的时间轴上,将2019年与2012年乘用车市场表现进行类比,我们认为在分析2019年乘用车市场表现时,购置税优惠透支的因素可以剔除,只需考虑正常需求侧的影响因素。

图10: 2009-2013 大小排量乘用车销量增速



资料来源:中汽协,申港证券研究所

图11: 2014-2019 大小排量乘用车销量增速



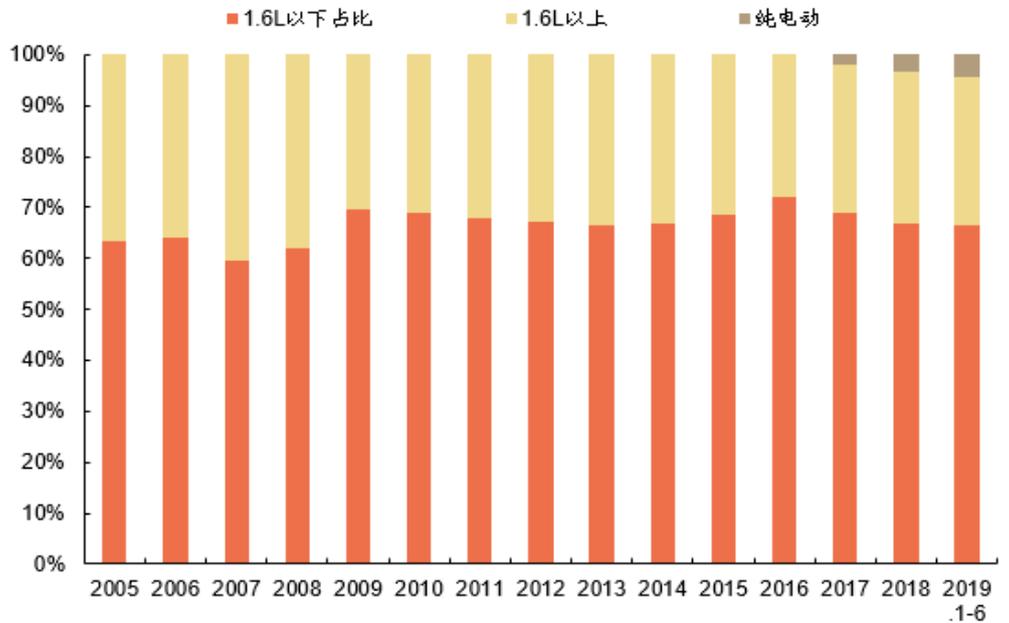
资料来源:中汽协,申港证券研究所

图12: 大小排量乘用车相对增速比较



资料来源：中汽协，申港证券研究所

图13：各类型乘用车销量市场份额

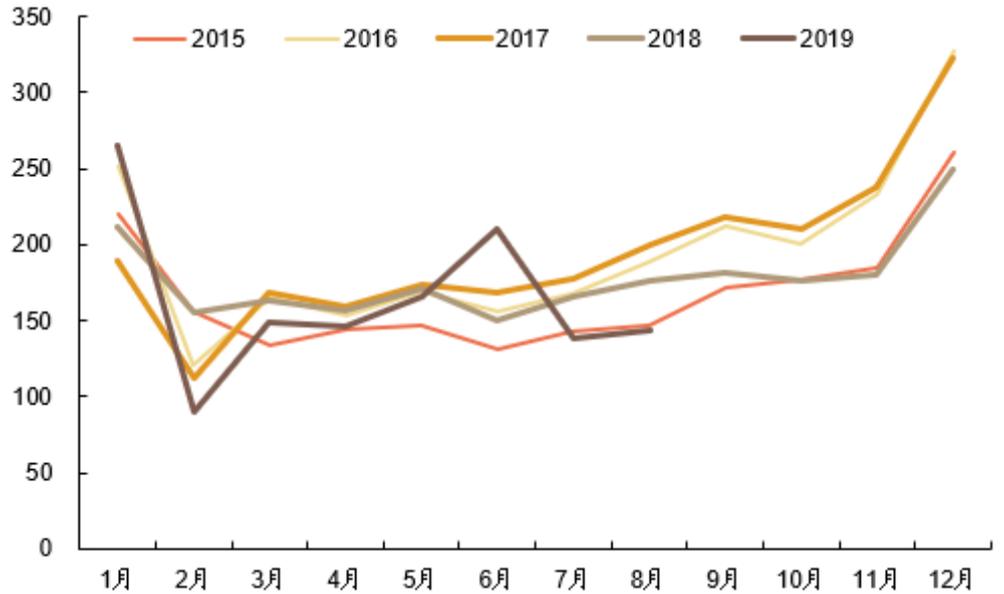


资料来源：wind，申港证券研究所

3.3 三四五线城市终端销量逐步回暖

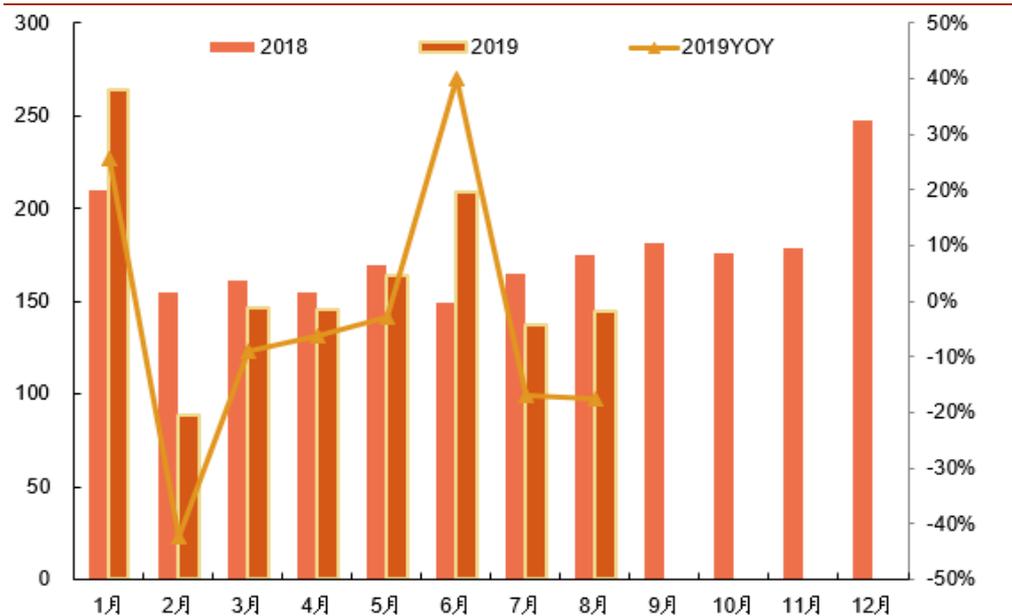
目前乘用车终端销量以上险数为准，2019年月度上险数据波动较大，主要是由于5-6月国五清库阶段，降价促销使得6月销量同比39.6%，过度透支了后续需求。因此7月终端销量同比下滑16.9%，环比下滑34.4%；8月销量同比下滑-17.6%，我们认为8月上险数大幅下滑主要是由于前期国五促销透支的影响，分地区来看，国六地区乘用车上险数同比下滑19.6%，国五地区上险数同比下滑13%，由此可以看出国六地区销量承压，前期透支效应凸显。

图14：2015-2019.8月上险数据(万辆)



资料来源: 上险数据, 申港证券研究所

图15: 乘用车上险数及增速(万辆)



资料来源: 上险数据, 申港证券研究所

市场普遍观点认为由于去年9月销量基数较低, 所以9月销量将同比转正。我们认为应该先对国五清库透支影响进行分析后再做判断。

前期透支约67万辆, 预计9月可完成消化。1-4月在没有国五清库影响的情况下上险数同比下滑5.3%, 在5月国五促销带动下, 1-5月同比下滑4.8%, 可以看出终端销售增速中枢在-5%左右, 但可以看出降幅在收窄, 因此我们假设在没有国五

促销情况下，5-8 月上险数增速均为-4%。以此来估算前期国五促销透支的终端销量消化完成的时点。根据以上条件测算出假设的销量与实际销量相减，可以计算出5-6 月国五促销透支后续需求大约为 67 万辆，7-8 月已经累计消化 45 万辆左右，9 月消化约 20 万辆即可。在假设终端需求未回暖的情况下，我们预计 9 月上险数约为 154 万辆，同比下滑 10%-15%，仍将承压。但从 10 月开始，终端销量将逐步回升至正常水平。

表3：国五促销透支销量测算

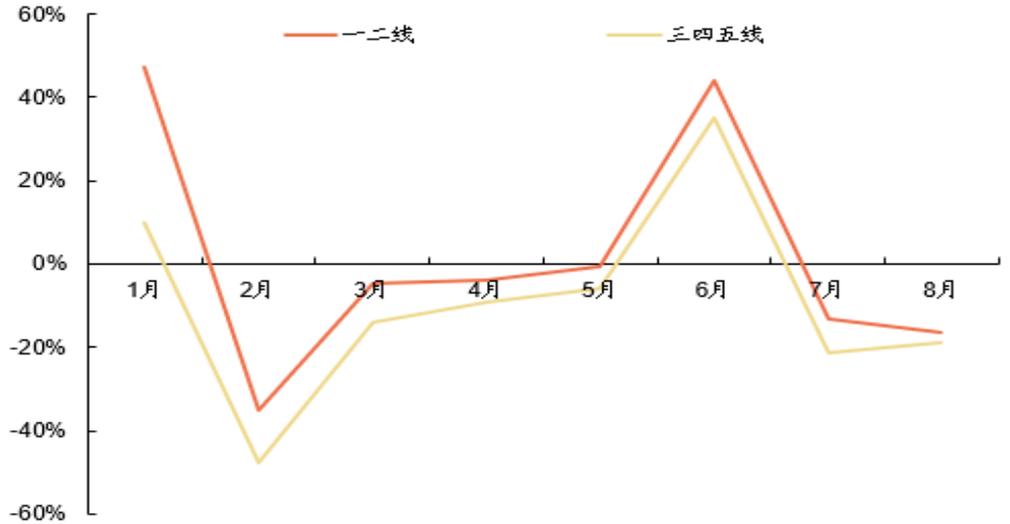
月份	5月	6月	7月	8月	9月
实际上险数(万)	164	209.2	137.2	144.2	153.6(估算)
预测上险数(万)	162.3	143.6	158.4	167.9	173.6(估算)
透支数量(万)	1.7	65.6	-21.2	-23.7	-20(估算)

资料来源：交强险，申港证券研究所

三四五线城市需求逐步复苏。前期在汽车行业 2018 年年报总结中对一线城市、三四五线城市终端上险数进行了分析，2018 年一二线城市销量同比微增，三四五线城市销量同比下滑 7%，而本轮行业复苏关键点在三四五线城市需求的回暖。我们对 2019 年 1-8 月各城市终端销量进行分析，因国五促销等原因导致月度数据波动较大，较难看出明显的规律。为此，我们将 1-8 月划分为 1-4 月、5-8 月两个阶段，可以看出：

- ◆ 1-4 月，无国五清库影响，一二线城市上险数同比增长 3.5%，而三四五线城市上险数同比下滑 13.3%，低线城市需求仍未回暖，销量大幅低于一二线城市；
- ◆ 5-8 月，国五清库影响较大，一二线城市上险数同比增长 2.2%，三四五线城市上险数同比下滑 4%，低线城市需求逐渐回暖，销量下滑幅度收窄。

图16：一二线 vs 三四五线城市上险数增速



资料来源：交强险，申港证券研究所

从单月数据来看，将一二线城市上险数增速与三四五线城市上险数增速进行比较，可以看出三四五线城市上险数增速与一二线城市的差值在不断缩小，由年初的-37.4%提高到8月份的-2%。由此可以看出三四五线城市需求正在逐步复苏，在5-6月透支销量消化完成后，终端销量将回暖。这正印证了我们半年报总结中对乘用车行业复苏时点的判断：2018年三四五线城市需求受到购置税透支、房地产挤出效应和宏观经济压力的影响而下滑。19年上半年购置税透支影响的消除，同时根据乘用车消费滞后房地产12-15个月的规律，我们认为三四五线城市需求将于2019年Q4复苏。

表4：各类城市交强险数据分阶段对比(万辆)

	2018		2019		2019YOY	
	一二线	三四五线	一二线	三四五线	一二线	三四五线
1-4月	322.4	358.3	333.8	310.8	3.53%	-13.26%
5-8月	361.2	297.3	369.2	285.5	2.22%	-3.96%

资料来源：交强险，申港证券研究所

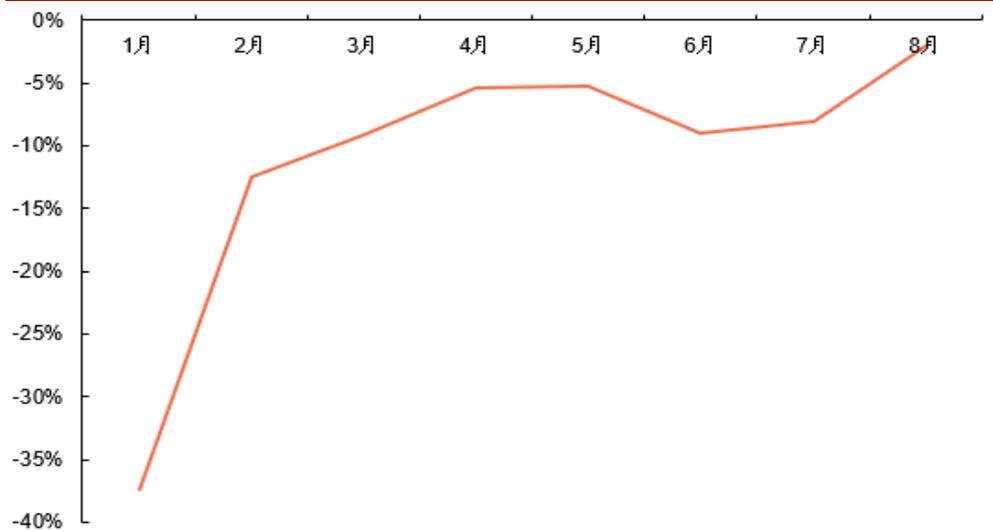
表5：各类城市交强险数据月度对比(万辆)

	2018		2019		2019YOY	
	一二线	三四五线	一二线	三四五线	一二线	三四五线
1月	87	123	128	135	47.3%	10.0%
2月	64	90	42	47	-35.1%	-47.6%
3月	87	74	83	64	-4.7%	-13.9%
4月	85	71	81	64	-3.8%	-9.2%

	2018		2019		2019YOY	
	一二线	三四五线	一二线	三四五线	一二线	三四五线
5月	93	76	92	72	-0.6%	-5.8%
6月	83	67	119	90	43.9%	35.0%
7月	89	76	78	60	-13.1%	-21.2%
8月	97	78	81	64	-16.6%	-18.7%

资料来源：交强险，申港证券研究所

图17：三四五线城市与一二线城市上险数增速差值



资料来源：交强险，申港证券研究所

结论：9月终端销量仍将承压，但坚定看好乘用车行业Q4复苏趋势。8月交强险销量不及预期，对前期透支销量的假设测算，我们认为国五促销透支将于9月份完成消化，预计9月份零售数据同比下滑10-15%，仍将承压。但通过对19年1-8月上险数据进行分析，我们认为影响2018年销量下滑的三四五线城市的需求将于Q4复苏，坚定看好乘用车行业Q4复苏趋势。

4. 投资策略

从行业大趋势角度看，综合考虑了修正后收入增速的回归、前期购置税透支已完全消化、三四五线城市受到房地产抑制的乘用车消费将得到释放等三方面原因，我们判断行业将于2019年下半年复苏。

站在当下，2019年乘用车零售端受到国五车型促销的影响，导致月度之间波动较大。5-6月销量超预期，存在一定的透支效应，因而7-8月零售销量低于预期。市场普遍观点认为乘用车销量将于9月份转正，对此我们提出不同的观点，我们认为9月销量仍将承压，预计零售将同比下滑10-15%。但可以看到三四五线城市销量在逐渐回暖，印证了我们此前对低线城市需求复苏的判断。预计乘用车零售销量有望在10月份同比转正。因此我们坚定看好乘用车行业将于Q4复苏后带来的投资机会。

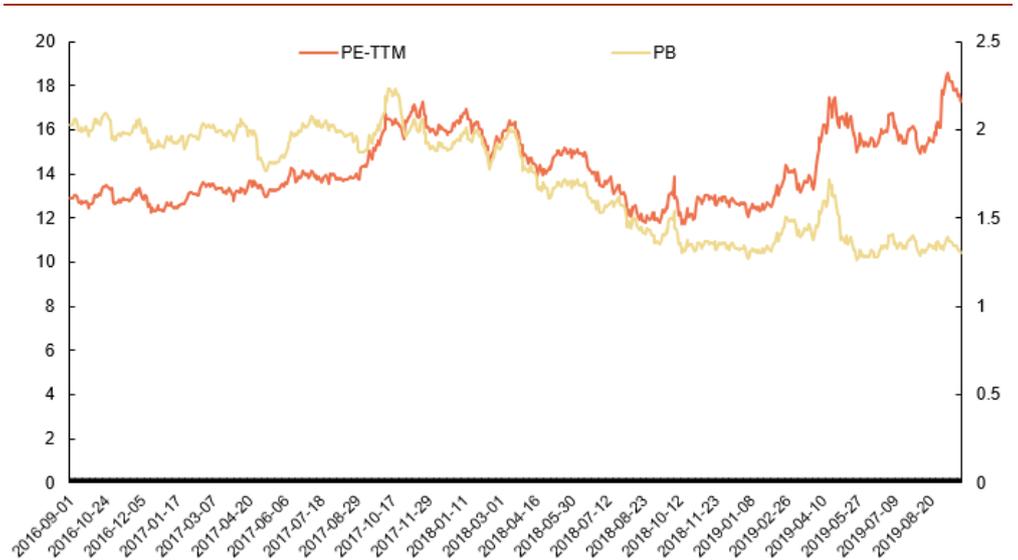
近期调研各大整车厂排产环比提高，为即将到来的销售旺季备货，同时零部件企业订单数量环比得到改善，但多数零部件企业订单仍未达到去年同期水平。我们认为零售和批发销量转正后，零部件企业的订单数量才有可能同比转正，按照以往规律，零部件企业业绩滞后整车1-2个月。但行业上行周期时，零部件板块估值修复与整车板块同步。

乘用车行业PE-TTM为17.2倍，处于相对较高的水平，主要是由于Q2板块盈利能力大幅下滑导致估值偏高，如果19Q4板块盈利能力恢复至17-18H1水平，预计PE将有所降低；行业PB为1.3倍，近3年均值为1.72倍，PB仍处于历史低位。零部件板块PE-TTM为16.6倍，PB为1.67倍，近三年PE和PB均值为21.7和2.3倍，目前板块估值处于历史低位。我们认为行业销量转正后，乘用车、零部件板块估值和业绩将得到修复，目前重点建议重点配置零部件板块。

乘用车板块推荐标的：上汽集团、广汽集团、长安汽车；

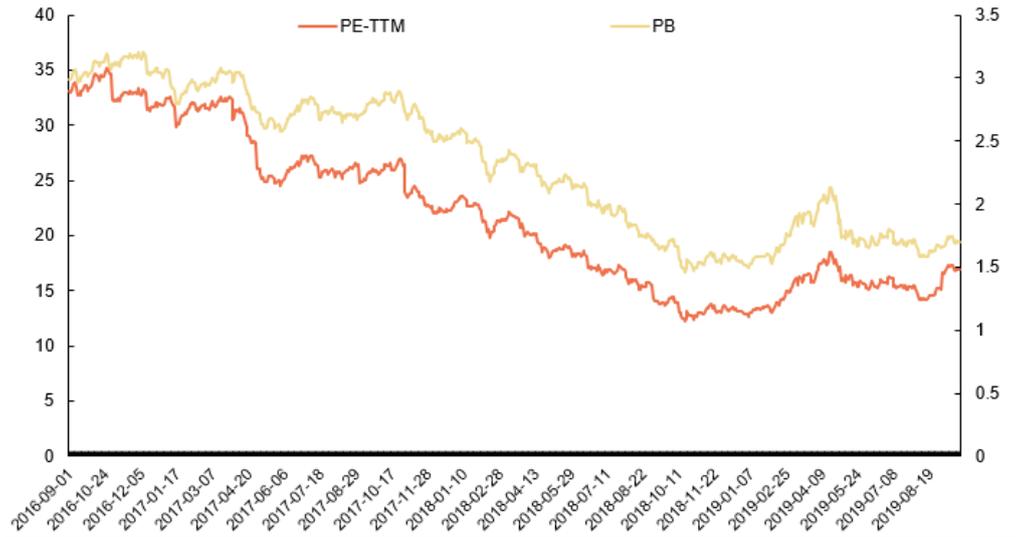
零部件板块推荐标的：精锻科技、爱柯迪、保隆科技和星宇股份。

图18：乘用车板块PE和PB变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

图19：零部件板块PE和PB变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

5. 风险提示

乘用车销量低于预期;

新能源汽车销量不及预期;

原材料价格大幅上涨;

政策不及预期。

研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上