

## 超配！站在乘用车三年新周期的起点

——乘用车基础研究系列（一）：空间与增速

### 报告摘要：

空间仍在，短期波动并不悲观。对比日本 1955-2017 年、韩国 1981-2017 年的乘用车发展演变过程，可以发现日本乘用车发展历史经历快稳平衰四个阶段，韩国目前处于第二个稳健增长阶段，而中国乘用车市场当前仅处于第一个快速引入期（演变早期），主要由新增需求驱动增长，尚未开启由更换需求驱动的稳健增长期。在人均购买力持续提升的情况下，我们预计中国乘用车保有量和销量仍有 2 倍左右空间，长期 CAGR 有望维持 3% 左右。我们预计 2035 年中国乘用车千人保有量有望实现 250-300 辆，保有量有望实现 3.62-4.35 亿辆，销量有望实现 3860 万辆。我们也相信中国人民的生活水平与购买力必然持续提高，乘用车市场依旧蓬勃发展。

**周期反转，2019 年零售转正，2020 年批发转正，且零售销量有望保持三年左右较快增长！** 2018 年销量下滑主要是购置税减半政策扰动透支叠加经济下行压力所致，并非市场常态。保守假设 2015-2035 年实现类似日韩稳健增长期 3.5% 复合增速，且 2015-2020 年零售复合增速能保持 4.5% 的情况下，预计 2019 年零售有望实现 2278 万辆，同比+6.4%，并且零售销量在 2019-2021 年有望实现 6.5% 左右增速。批发销量则会滞后一年转正，2019 年预计下滑 5.9%，2020 年预计增长 7.1%。分月度来看，零售数据估计最快在 2019Q2 回暖，并且全年增速呈现先低后高的趋势，是典型周期企稳反转信号！

**超配乘用车：估值底部，周期反转，迎接双击。** 考察乘用车企业的 PE 和 PB 估值可以发现均处于历史底部，且部分乘用车企业 PB 估值处于低于 1 倍的状态，呈现明显行业周期的底部特征。叠加终端销量周期反转向，当前正是配置乘用车板块的良好时机。综上所述我们建议超配乘用车板块。

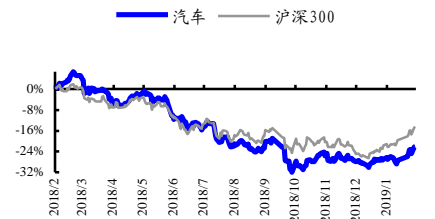
**投资建议：**在低估值角度下，推荐经营处于上升通道，行业+公司双周期叠加向上的乘用车公司。推荐买入稳健蓝筹白马上汽集团、日系强周期广汽集团、福特向上周期长安汽车、经营改善长城汽车，自身车型向上的吉利汽车。

**风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 长期人均购买力提升不及预期；3) 报废周期大幅提升；4) 零售销量不及预期

### 重点公司主要财务数据

重点公司	现价 (rmb)	EPS(rmb)			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
上汽集团 A	27.62	2.95	3.11	3.26	9.4	8.9	8.5	买入
广汽集团 A	11.19	1.05	1.25	1.39	10.6	9.0	8.1	买入
长安汽车 A	8.12	1.49	0.13	0.39	5.5	63.0	20.7	买入
长城汽车 A	7.28	0.55	0.59	0.67	13.2	12.4	10.8	买入
吉利汽车 H	12.43	1.18	1.43	1.50	10.5	8.7	8.3	买入

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6.69%	2.81%	-20.95%
相对收益	-1.87%	-1.59%	-7.65%

### 行业数据

成分股数量 (只)	184
总市值 (亿)	16729
流通市值 (亿)	6357
市盈率 (倍)	14.83
市净率 (倍)	1.64
成分股总营收 (亿)	26745
成分股总净利润 (亿)	1248
成分股资产负债率 (%)	57.63

### 相关报告

《汽车行业周报第 6 期：乘用车低估反转值得超配，电池引入外商需提质降价》

2019-02-19

《静水深流的价值：成本领先，格局优化，工艺外延》

2018-08-21

《全景环视等汽车电子将复制 TPMS 的成功》

2018-06-28

《进口替代白马化，节能减排风起时》

2017-12-26

### 证券分析师：李恒光

执业证书编号：S0550518060001  
021-20363210 021-20363210

### 研究助理：赵季新

执业证书编号：S0550118080050  
021-20363251 021-20363251

## 目录

<b>1. 2018 年乘用车行业复盘.....</b>	<b>5</b>
1.1. 全年熊市，估值触底.....	5
1.2. 周期下行，销量分化.....	7
<b>2. 中国乘用车行业销量空间与增速研究 .....</b>	<b>12</b>
2.1. 为什么要研究乘用车行业销量空间与增速? .....	12
2.2. 乘用车千人保有量空间的海外对比定性分析.....	12
2.3. 乘用车销量空间与增速海外对比定量分析.....	15
2.3.1. 日本 1955-2017 乘用车保有量、销量、增速研究.....	18
2.3.2. 韩国 1981-2017 乘用车保有量、销量、增速研究.....	22
2.3.3. 中国 2004-2017 乘用车保有量、销量、增速研究.....	26
<b>3. 中国乘用车长短期销量估计及敏感性分析.....</b>	<b>30</b>
3.1. 销量估计的前提假设讨论.....	30
3.2. 长期视角下的中国乘用车市场销量估计.....	30
3.3. 短期视角下中国乘用车市场销量估计.....	32
3.3.1. 2019-2025 年乘用车零售、批发估计.....	32
3.3.2. 2019 年分月度乘用车零售、批发估计.....	33
<b>4. 超配乘用车：空间仍在+周期反转+估值底部 .....</b>	<b>34</b>
4.1. 板块策略：进攻！超配乘用车，三年周期新起点.....	34
4.2. 选股策略：低估值+强车型周期带来的双击机会 .....	37
4.2.1. 上汽集团：低估值+通用周期向上，行业龙头受益回暖.....	37
4.2.2. 广汽集团：低估值+日系确定崛起，具备持续双击机会 .....	38
4.2.3. 长安汽车：PB<1+福特林肯上升周期，估值修复业绩弹性大.....	38
4.2.4. 长城汽车：低估值+经营改善，估值修复.....	39
4.2.5. 吉利汽车：低估值+自身周期向上，估值修复.....	39
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>39</b>

## 图目录

图 1: 2018 年汽车跑输大盘 9pct, 板块排名靠后.....	5
图 2: 子板块中乘用车跌幅最轻, 客车跌幅较深.....	5
图 3: 强车型周期支撑跑赢行业.....	6
图 4: 汽车 SW 指数 PE-ttm 已跌至 13 倍附近.....	6
图 5: 乘用车 PE-ttm 中枢约 8 倍, 基本企稳.....	7
图 6: 2018 年首次行业销量负增长, 批发同比下滑 4.3%.....	7
图 7: 18 年 GDP 当季同比增速出现下滑.....	8
图 8: 18 年 PMI 从 3 月份开始回落.....	8
图 9: 15-18 年月度乘用车零售销量.....	8
图 10: 15-18 年月度乘用车批发销量.....	8
图 11: 16-18 年月度乘用车零售同比增速.....	8
图 12: 16-18 年月度乘用车批发同比增速.....	8
图 13: 乘用车企库存系数, 2019 年 1 月降低至 1.40 的健康水平.....	9
图 14: 乘用车企业月度库存变化量, 从 18M12 开始去库存.....	9
图 15: 18 年渠道库存增加 190 万辆, 但 12 月已开始去库存阶段.....	9
图 16: 2018 年合资品牌零售销量出现明显分化, 日系与豪华较强.....	10
图 17: 2018 年合资品牌批发销量波动幅度小于零售端, 主要受库存影响.....	10
图 18: 2018 年自主品牌零售销量分红明显, 比亚迪、上汽、吉利较强.....	11
图 19: 2018 年自主品牌批发销量增速快于零售, 库存升高.....	11
图 20: 2018 年末当年累计渠道库存自主相对较高, 日系、豪华、德系较低.....	12
图 21: 中美日韩乘用车千人保有量(辆)对比, 中国呈现快速提升趋势.....	13
图 22: 中美日韩乘用车千人保有量增速对比, 中国增速最高, 其余三国较为稳定.....	13
图 23: 中美日韩人均 GDP(现价)对比, 中国与发达国家差距巨大.....	14
图 24: 中美日韩人均 GDP(不变价)同比增速对比, 中国增速更快.....	14
图 25: 中美日韩人口密度, 可见生活面积对千人保有量影响不大.....	15
图 26: 美国千人保有量与人均 GDP, 以及同比增速呈现明显正相关关系.....	16
图 27: 日本千人保有量与人均 GDP 呈正相关关系.....	16
图 28: 韩国千人保有量与人均 GDP 呈正相关关系.....	17
图 29: 日韩人均 GDP 与千人保有量关系显著, 美国受到文化、居住等因素影响千人保有量远高于相同经济发达时期的日本.....	17
图 30: 日本乘用车保有量持续增长 62 年, 在行业销量稳定后依旧持续增长.....	18
图 31: 日本人口增速低, 自 2006 年开始基本处于负增长状态.....	19
图 32: 日本乘用车销量演变历经行业发展从引进到衰退的四阶段模型.....	20
图 33: 乘用车销量的需求结构拆分: 新增和更换.....	20
图 34: 日本新增需求与更换需求也契合行业销量发展的四阶段模型.....	21
图 35: 日本乘用车更换需求占比在成长期和快速提升, 最终成为需求主力.....	21
图 36: 日本乘用车报废周期估计, 经历降升降过程, 目前稳定在 15 年左右.....	22
图 37: 韩国乘用车保有量持续增长 36 年, 目前仍保持 5% 增速.....	23
图 38: 韩国人口增速低, 自 1985 年基本处于 1% 以内增速.....	23
图 39: 韩国乘用车销量演变只经历两个阶段, 目前处于稳健增长长期.....	24
图 40: 韩国乘用车更换需求和新增需求自 98 年经济危机后总体仍处提升通道.....	25
图 41: 韩国乘用车目前的更换需求比例提升, 但是没有主导所有需求.....	25
图 42: 韩国乘用车报废周期并未像日本那样在稳健增长长期降低, 反而升高.....	26

图 43: 中国千人保有量与人均 GDP 呈正相关关系	26
图 44: 中国乘用车保有量目前仍处快速增长阶段, 增速超 15%	27
图 45: 中国乘用车销量依旧处于快速引入期, 短期扰动不改长期上行趋势	27
图 46: 中国乘用车新增需求快速提升, 更换需求量少且缓慢增长	28
图 47: 中国乘用车新增需求占绝对主导, 更换需求周期尚未开启	28
图 48: 中国乘用车报废周期很高, 侧面反映了中国车市处于早期阶段	28
图 49: 中国人均 GDP 现价(美元)估计	30
图 50: 中国乘用车千人保有量(辆)估计	30
图 51: 中国人口(万人)估计	31
图 52: 中国乘用车保有量(万辆)估计	31
图 53: 中国乘用车销量长期趋势预测, 空间仍在	32
图 54: 中国乘用车销量(万辆)短期预测, 零售 2019 转正, 批发 2020 转正	33
图 55: 2019 年月度零售和批发增速估计, 零售全年呈现前低后高走势	34
图 56: 上汽集团 PE 处于较低位置, 当前 8.6 倍	35
图 57: 上汽集团 PB 大约处于 1.4	35
图 58: 广汽 A/H PE 处于历史低位, 当前分别 9.8 倍和 6.9 倍	35
图 59: 广汽 A/H PB 分别为 1.6 和 1.1 倍	35
图 60: 吉利汽车 PE 处于历史低位, 当前 8.4 倍	35
图 61: 吉利汽车 PB 处于 3.1	35
图 62: 长城 A/H PE 均处历史低位, 当前分别 12.4 倍和 7.7 倍	36
图 63: 长城 A/H PB 分别处于 1.3 和 0.9 倍	36
图 64: 长安汽车 PE 处于历史低位, 当前 15.7 倍	36
图 65: 长安汽车 PB 处于 0.8 倍	36
图 66: 比亚迪 A/H PE 绝对值相对较高, 当前分别 50.4 倍和 46.0 倍	36
图 67: 比亚迪 A/H PB 分别处于 2.6 倍和 2.0 倍	36
图 68: 华晨汽车 PE 处于历史低位, 当前 5.6 倍	37
图 69: 华晨汽车 PB 处于 1.2 倍	37
图 70: 北京汽车 PE 处于历史低位, 当前 8.9 倍	37
图 71: 北京汽车 PB 处于 0.8 倍	37

## 表目录

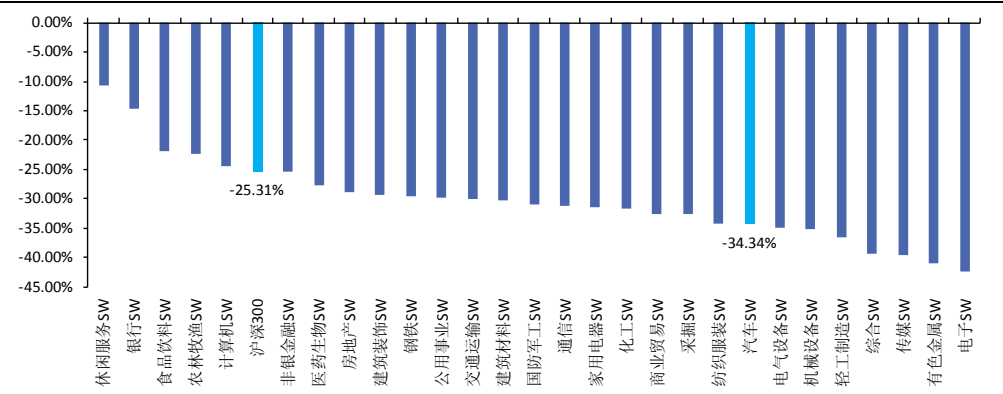
表 1: 中日韩三国乘用车发展阶段经济和乘用车数据指标对比, 中国仍有较长增长期	29
表 2: 2035 年稳态时中国乘用车销量估计	31
表 3: 中国乘用车长期复合增速估计(2018-2035)	32
表 4: 中国乘用车零售、批发销量预测(单位: 万辆), 预计零售 2019 转正, 批发 2020 转正	33

## 1. 2018 年乘用车行业复盘

### 1.1. 全年熊市，估值触底

2018 年汽车板块跑输大盘 9%，排名靠后。2018 年申万汽车指数下跌 34%，跌幅排名第 8 位，跑输沪深 300 指数约 9pct，全年大熊。

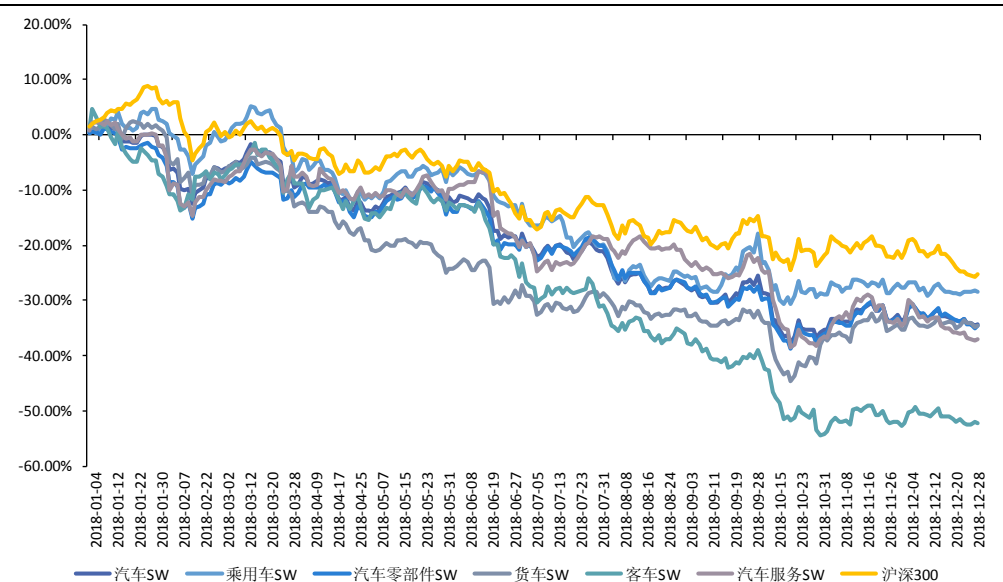
图 1: 2018 年汽车跑输大盘 9pct，板块排名靠后



数据来源：东北证券，Wind

板块整体呈单边下跌行情，乘用车跌幅最少，客车跌幅最深。分子板块来看，乘用车板块跌幅 28%，相对最少，上汽权重占比 44%，弱市中凸显防御属性，比亚迪占比 22%，受益新能源车型强周期跌幅较轻；零部件、货车、汽车服务板块跌幅在 34-37%与整体板块接近；客车板块跌幅最深，下跌 52%，主要是宇通权重占比 63%，由于行业需求下滑，补贴退坡，提价失败导致的量价双跌所致。

图 2: 子板块中乘用车跌幅最轻，客车跌幅最深

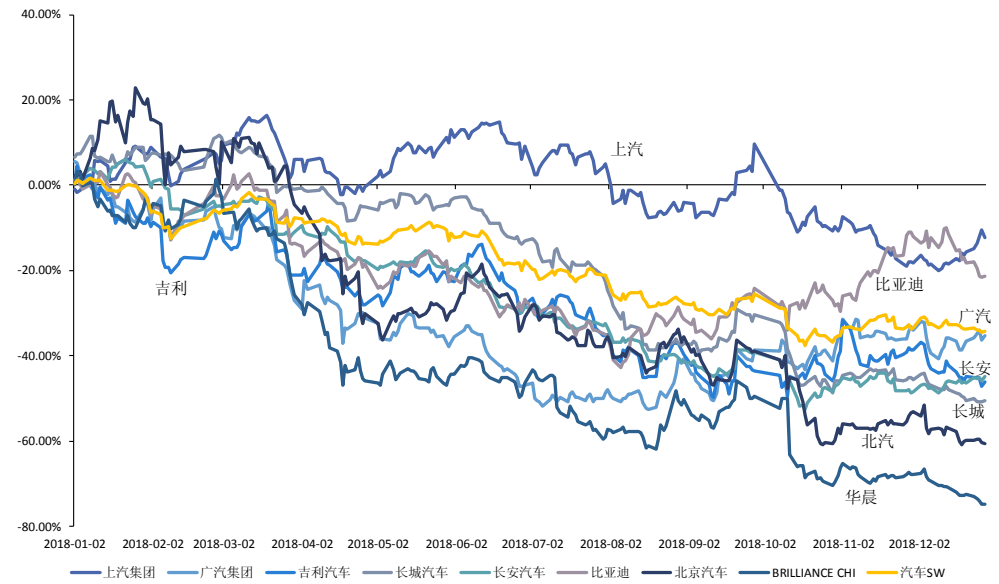


数据来源：东北证券，Wind

乘用车整体表现出现分化，强车型周期标的受益。分公司来看分化较为明显，上汽、比亚迪整体表现较优，分别跑赢行业 22pct、13pct。其中上汽上半年表现非常优秀，基本实现正绝对受益，主要受益于行业景气较高且蓝筹白马的防御属性，下半年行业销量同比转负叠加三季报承压导致收益率下滑。比亚迪上半年在 8 月前下跌最大超 40%，主要原因是车型周期尚未开启，盈利处于持续触底过程，自新能源乘用车销量带动整体公司销量实现 30%+增速后，股价开始反弹。广汽 H 最终与板块基本持平，跑输 1pct，也是受益于日系周期开启后的企稳反转。长安跑输行业

11pct, 主要受制于福特车型老旧, 销量大幅下滑所致。吉利股价表现欠佳, 跑输行业 11pct, 原因主要包括年初估值较高、港股市场外资定价受制于美元加息等宏观经济负面, 其实公司全年销量表现整体良好。长城跑输行业 16pct, 主要是行业下行叠加细分 SUV 增速放缓所致。北汽和华晨表现欠佳, 北汽跑输行业 26pct, 华晨跑输 40pct, 影响因素除了行业下行和宏观风险以外, 主要是股比放开对估值的折价。

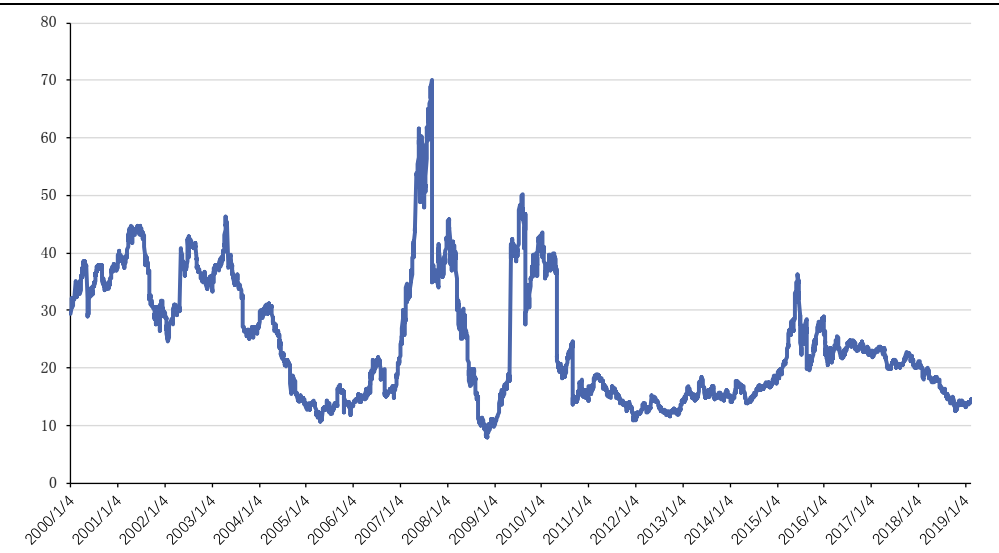
图 3: 强车型周期支撑跑赢行业



数据来源: 东北证券, Wind

汽车 SW 指数 PE-ttm 处于历史低位, 悲观预期反应充分。板块整体估值从年初 20.8 倍逐步下跌至年末的 13.5 倍, 乘用车自 16.4 倍下跌至 12.5 倍, 零部件自 23.1 倍下跌至 13.5 倍。

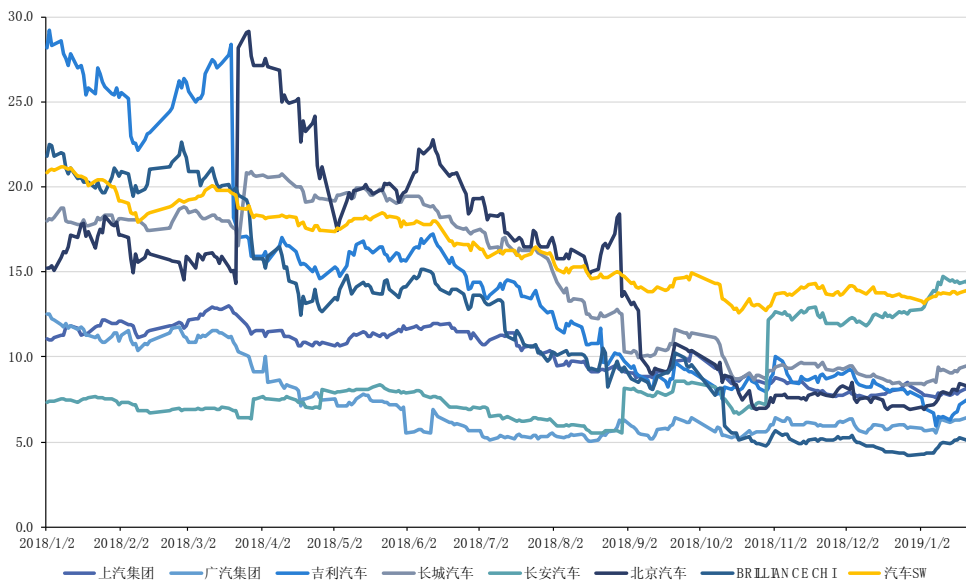
图 4: 汽车 SW 指数 PE-ttm 已跌至 13 倍附近



数据来源: 东北证券, Wind

估值收缩探底企稳, 平均约为 8 倍。行业下行估值中枢下移, 整体乘用车公司 PE-ttm 从年初 13 倍左右下跌至 8 倍附近, 分公司来看上汽从 13 至 8, 广汽从 13 至 6, 吉利从 28 至 8, 长城从 18 至 8, 长安从 7 至 13, 北汽从 15 至 7, 华晨从 22 至 4。可见吉利年初估值偏高造成全年跌幅较大, 长安出现了亏损, 股比放开对华晨造成不可挽回的估值压制。

图 5: 乘用车 PE-ttm 中枢约 8 倍, 基本企稳

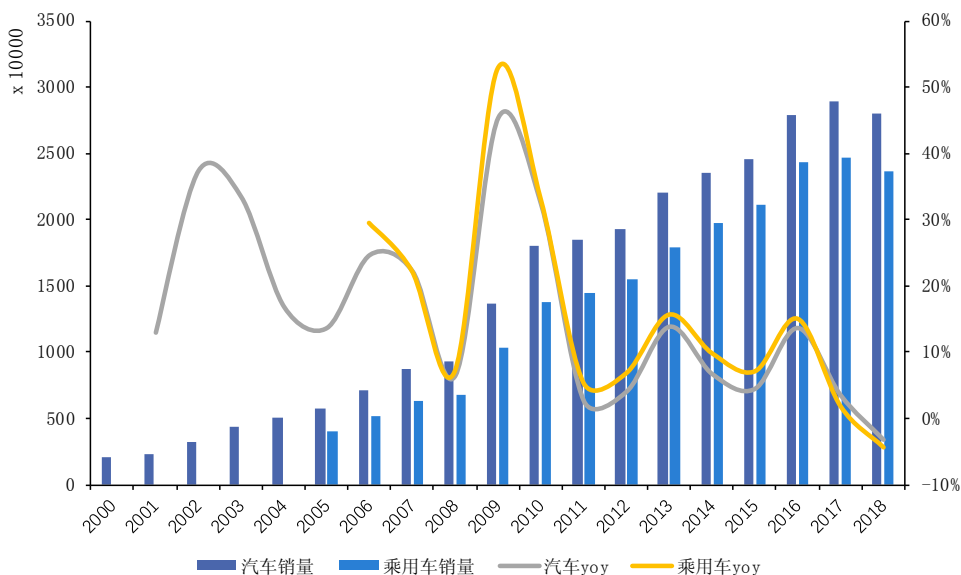


数据来源: 东北证券, Wind

## 1.2. 周期下行, 销量分化

近 20 年来行业销量首次下滑。自 2001 年我国放开民营资本进入、放开外资投资汽车工业以来, 我国汽车工业实现高速发展。2000-2017 年整体汽车销量实现从 208 万辆提升至 2894 万辆, CAGR=16.7%。2005-2017 年乘用车批发量从 397 万辆提升至 2474 万辆, CAGR=16.5%。但是 2018 年行业出现了自 2000 年以来的首次下滑, 整体汽车销量下滑 3.1%, 乘用车批发量下滑 4.3%, 零售销量下滑 8.5%。低迷的销售行业也是板块估值大幅下挫。

图 6: 2018 年首次行业销量负增长, 批发同比下滑 4.3%

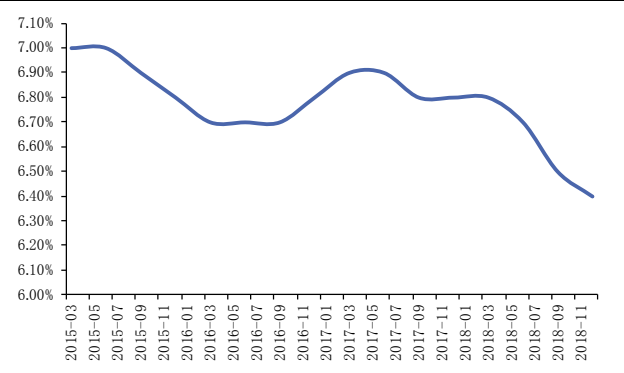


数据来源: 东北证券, Wind

诸多负面扰动叠加, 导致行业销售不及预期。第一, 宏观经济下行, GDP 增速与 PMI 均在二季度开始回落, 三四线城市房价在 18H1 进行新一轮的上涨, 叠加中美贸易战的负面情绪, 消费者对未来短中期的收入增长易形成悲观预期, 汽车作为

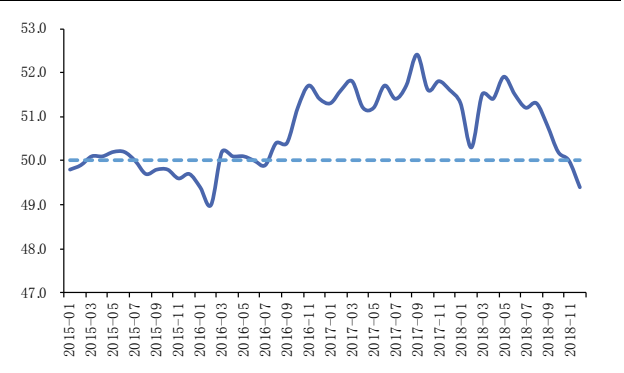
大额可选消费品面临不消费或者延迟消费。第二，2015年10月推出的汽车购置税减半政策，刺激了短期销量也透支了需求，2016年乘用车销量实现2429万辆，同比增长15.1%，比2015年增加318万辆，显著高于历史增速。第三，进口车关税降低、国六排放升级又进一步引发消费者持币观望情绪，进一步降低短期购买欲望。最终终端销量和终端售价面临双杀压力。

图 7: 18 年 GDP 当季同比增速出现下滑



数据来源: 东北证券, 国家统计局

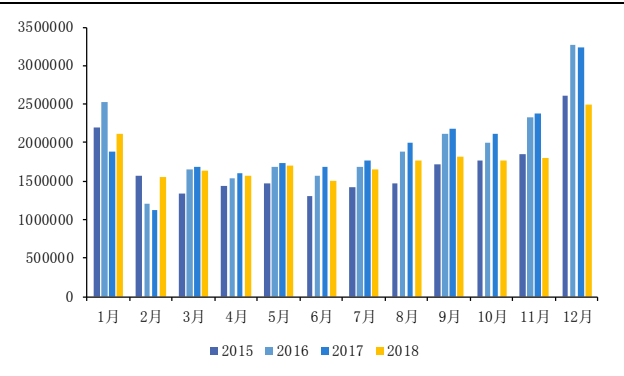
图 8: 18 年 PMI 从 3 月份开始回落



数据来源: 东北证券, 国家统计局

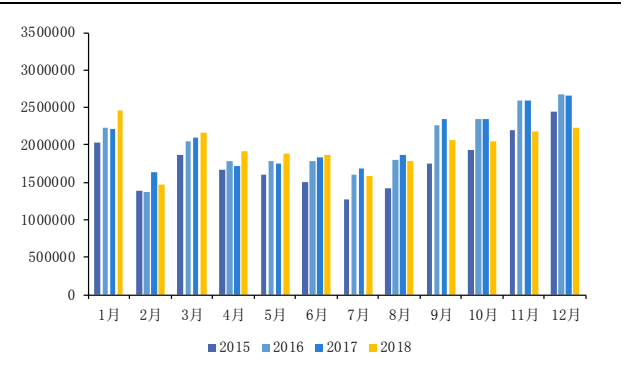
零售下滑高于批发，四季度下滑幅度较大主要是基数原因。从月度销量来看，自从15年10月推出购置税减半措施以来，16年自5月后基本实现同比20-30%增长。同时16-18年购置税分别5%-7.5%-10%的政策变化，也促进了占便宜的在提前购买行为，并且形成了16Q4和17Q4的历史较高的销量基数。18年零售增速从3月开始同比转负，下半年跌幅呈现逐步扩大趋势，18Q4零售下滑21%。批发端从7月开始转负，跌幅逐步扩大但小于零售端，18Q4批发下滑15%。

图 9: 15-18 年月度乘用车零售销量



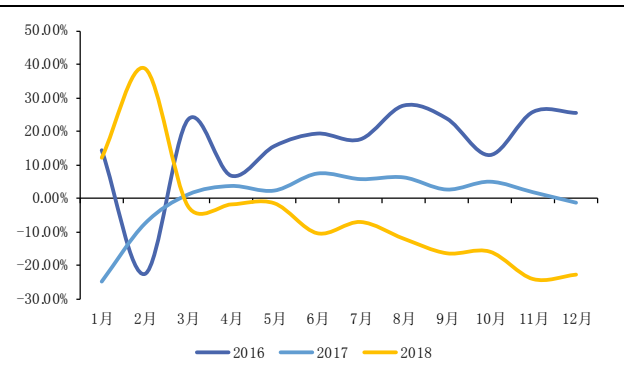
数据来源: 东北证券, 乘联会

图 10: 15-18 年月度乘用车批发销量



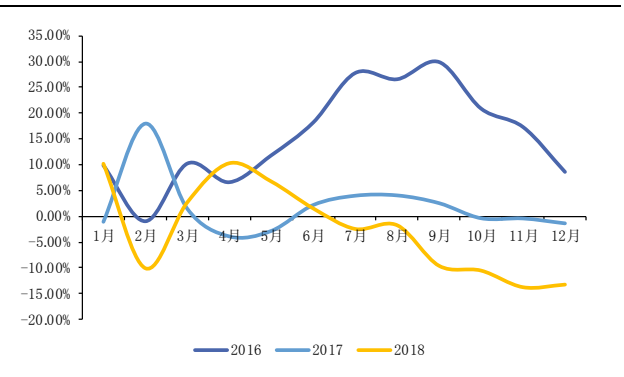
数据来源: 东北证券, 中汽协

图 11: 16-18 年月度乘用车零售同比增速



数据来源: 东北证券, 乘联会

图 12: 16-18 年月度乘用车批发同比增速

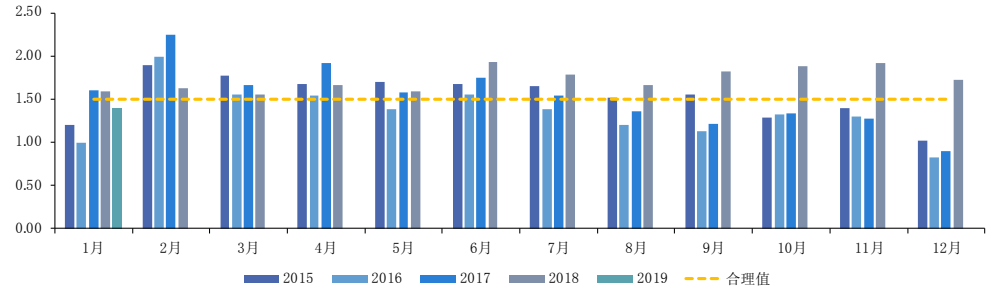


数据来源: 东北证券, 中汽协



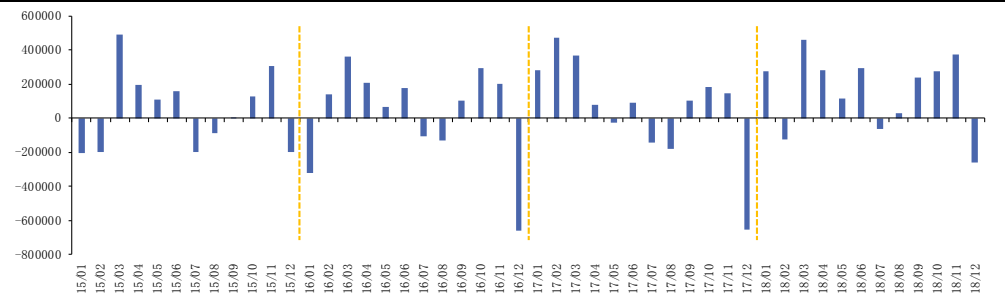
乘用车库存水平高企，但 2018 年 12 月已经开启主动去库存阶段。2018 年 12 月汽车经销商库存系数为 1.73，同比上升 92%，环比降低 10%，单月库存减少 26 万辆，开启主动去库存周期。2019 年 1 月经销商库存系数已经回归 1.40 的合理水平。2018 年全年乘用车渠道库存累计增加 190 万辆，比 15-17 年累计的 153 万还高，我们预计库存去化还需要一定时间才能完成。

图 13: 乘用车企库存系数，2019 年 1 月降低至 1.40 的健康水平



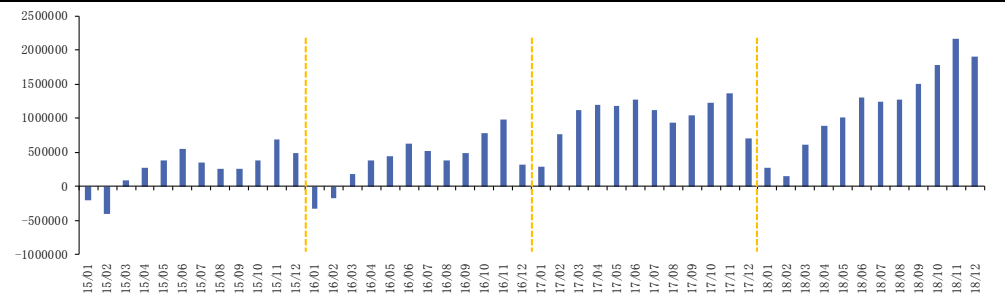
数据来源：东北证券，汽车流通协会

图 14: 乘用车企业月度库存变化量，从 18M12 开始去库存



数据来源：东北证券，中汽协，上险数

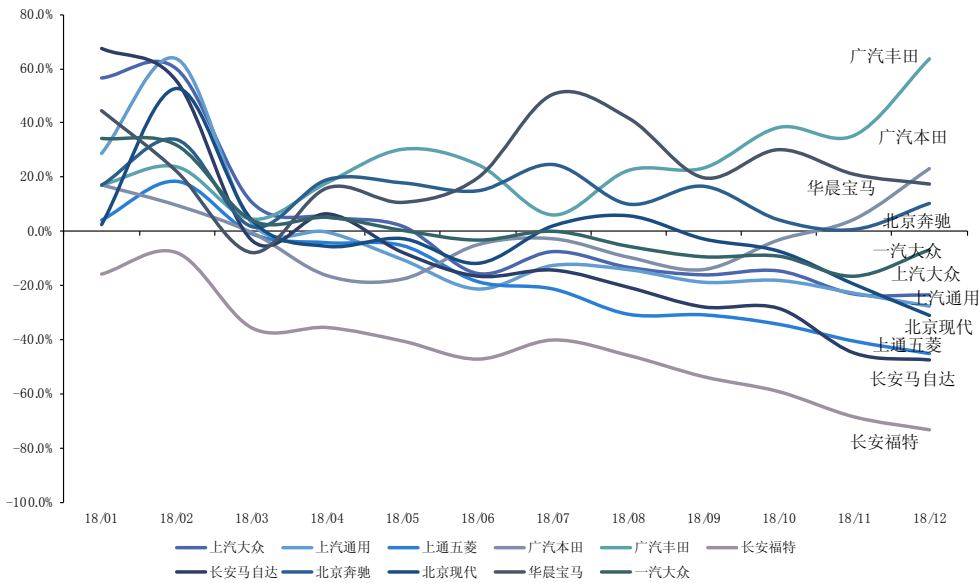
图 15: 18 年渠道库存增加 190 万辆，但 12 月已开始去库存阶段



数据来源：东北证券，中汽协，上险数

合资品牌销量分化明显，日系与豪华品牌表现优异。2018 年行业承压，竞争加剧，大多数合资品牌零售销量同比数据逐渐走低，分化较为明显。合资中广丰表现最强，2018H2 逐月同比增速提升，主要受益丰田 TNGA 平台新产品周期开启，凯美瑞与 C-HR 表现亮眼，凯美瑞自换代后月销基本稳定在 1.5 万台左右，同比增速 50-100%。广本主要受益于全新雅阁和凌派的促进。宝马和奔驰销量稳健增长，主要受益于消费升级，豪华车消费者对价格敏感性低。大众系承压但是超越行业，通用系在 Q4 跌幅扩大，上通五菱受制于消费升级，福特受制于车型周期末端，表现较为低迷。

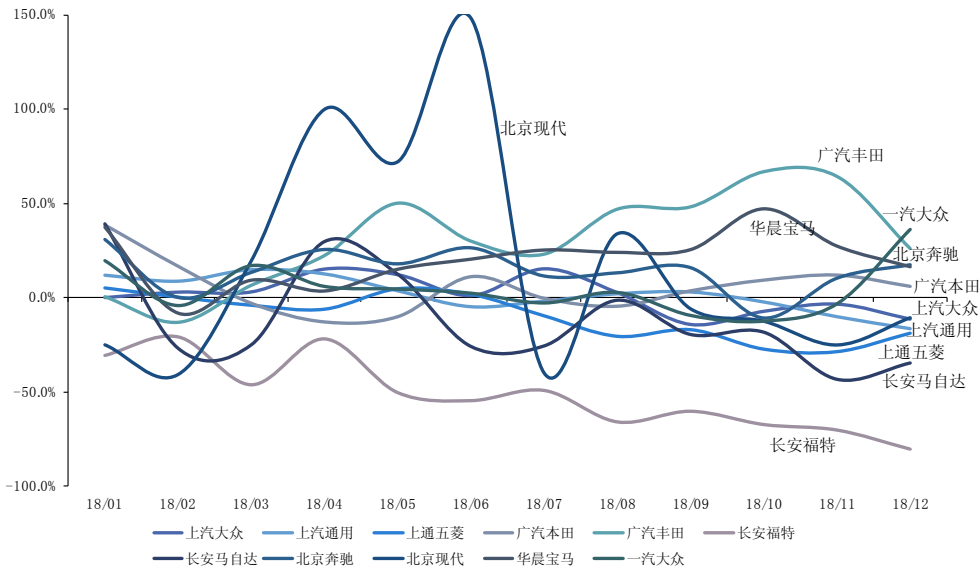
图 16: 2018 年合资品牌零售销量出现明显分化, 日系与豪华较强



数据来源: 东北证券, 上险数

合资品牌批发量增速表现优于零售量, 主要是压库的影响。整体合资品牌在 18H2 的批发端销量处于较为缓和的降幅区间, 我们认为主要由于库存影响, 国有企业为了完成年初既定产销目标而进行大量压库, 并未主动开启去库存的周期。

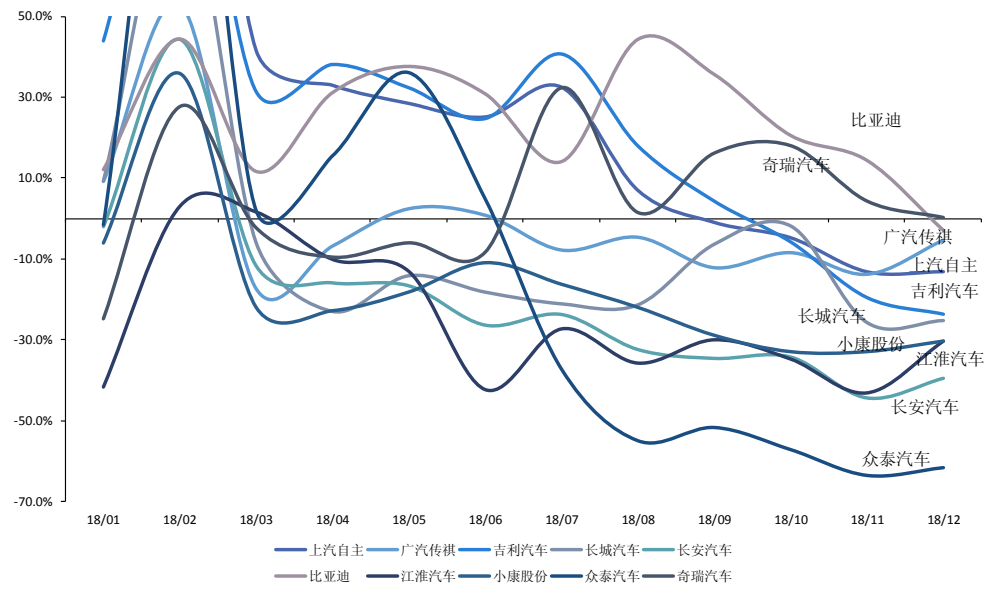
图 17: 2018 年合资品牌批发销量波动幅度小于零售端, 主要受库存影响



数据来源: 东北证券, 中汽协

自主品牌零售端分化同样严重, 波动较大, 大部分企业表现弱于合资品牌。整体上, 一线自主品牌中表现较强的包括比亚迪、上汽、吉利, 在 2018H2 依然大部分时间实现同比正增长。其余自主品牌企业零售端从上半年就呈现出较大的下行压力。

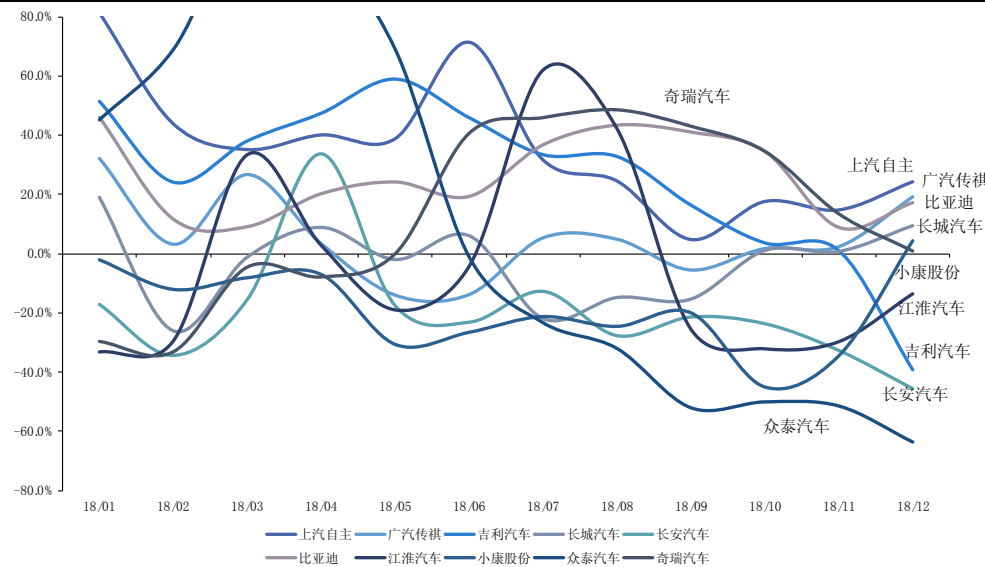
图 18: 2018 年自主品牌零售销量分红明显, 比亚迪、上汽、吉利较强



数据来源: 东北证券, 上险数

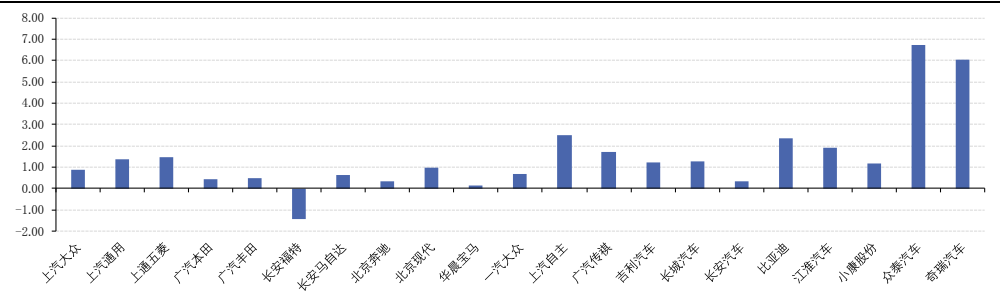
自主品牌批发端增速显著高于零售端, 库存压力提升较大。自主批发销量增速整体高于零售端, 目前除了吉利以外其余企业尚未开启主动去库存阶段 (吉利 12 月批发销量大幅下滑, 渠道库存减少 5 万辆)。从库存天数来看 (以 2018 当年累计的渠道库存/企业月平均零售销量计算得到库存天数), 众泰、奇瑞的库存达到 6 个月水平, 上汽自主和比亚迪分别达到 2.5 月和 2.4 月水平。短期行业库存去化压力仍存, 终端价格依然承压。

图 19: 2018 年自主品牌批发销量增速快于零售, 库存升高



数据来源: 东北证券, 中汽协

图 20: 2018 年末当年累计渠道库存自主相对较高, 日系、豪华、德系较低



数据来源: 东北证券, 上险数, 中汽协

## 2. 中国乘用车行业销量空间与增速研究

注: 下面乘用车销量仅仅指新车年销量, 只包括新制造生产出来的乘用车, 而不包括二手车的交易量。

### 2.1. 为什么要研究乘用车行业销量空间与增速?

**行业空间和增速影响行业估值中枢。**乘用车行业销量空间决定了行业收入、利润空间体量, 传导至中上游也决定了零部件企业前装市场的收入、利润空间体量。以 DCF 视角来看, 销量空间决定了行业中长期稳态现金流的波动范围, 进而影响行业整体估值水平。如果以 PEG 视角观察的话, 行业空间可以用来观察当前行业所处的发展阶段, 进而影响行业短中长期的预期增速, 进而影响企业自由现金流的增长程度, 进而影响行业 PE 的估值水平。

乘用车的首次负增长让投资者开始关心国内乘用车的中长期销量空间。2018 年是中国汽车与乘用车近 20 年来首次出现负增长的情况, 零售从 3 月开始同比转负, 批发从 6 月开始转负, 18Q4 零售同比下滑 15% 以上, 不禁引发投资者对中国乘用车中长期销量空间的担心, 中国乘用车市场的销量天花板究竟在哪里, 增长还能维持多久, 都是投资者很关注的问题。

**市场对乘用车空间与增速的研究简单化、口号化、难以指导投资决策。**但是反观市场其实缺乏对国内乘用车市场空间与增速的细致研究, 一般仅仅对比截面时间点的海外发达国家千人保有量, 或者叠加对比中国人均 GDP, 最后估计中国长期能够实现与发达国家接近的保有量。整体比较过程较为简单, 缺乏对人口、不同地区的对比分析, 对空间预测的可信度较低, 其次也缺乏对短中长期行业增速的判断, 无法直接用来指导当前的投资决策。

**希望通过海外发达国家美国、日本、韩国三国乘用车销量定性及定量分析, 探寻中国乘用车空间与增速的变化规律。**我们希望对比千人保有量、保有量、销量、人口、人均 GDP 等因子的关系, 从不同侧面观察乘用车行业的销量演变规律, 以估计中国乘用车销量的天花板, 未来乘用车行业的预期增速会如何变化, 并判断实现销量稳步增长的假设条件能否实现。进而估计中国乘用车市场未来短中长期的演变过程, 对乘用车板块的投资提供行业总量的参考建议。

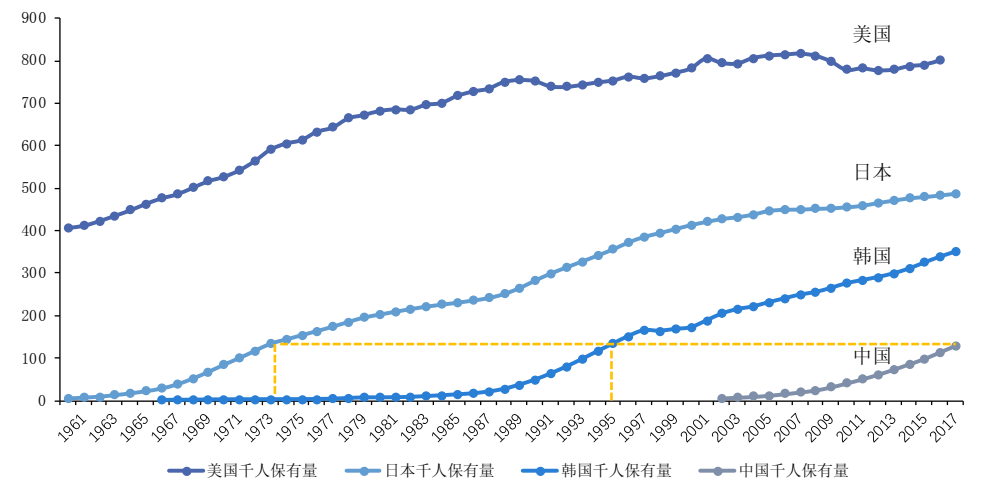
### 2.2. 乘用车千人保有量空间的海外对比定性分析

乘用车保有量反映国民对乘用车在一定时间内的总需求, 千人保有量是考察乘用车单位人口的需求的直观变量。决定一个国家乘用车行业保有量的因素包括哪些? 能够想到简单的因素有人口总量、国土面积、道路规划、经济发展程度、购车

偏好等因素。由于中国、美国、日本、韩国人口各不相同，2017年中国人口达到13.9亿人，是美国的4倍，日本的11倍，韩国的27倍，不宜直接对比各国乘用车保有量数据，而千人保有量是更加可比的统计口径，反映单位数量的国民对使用乘用车的总需求程度。

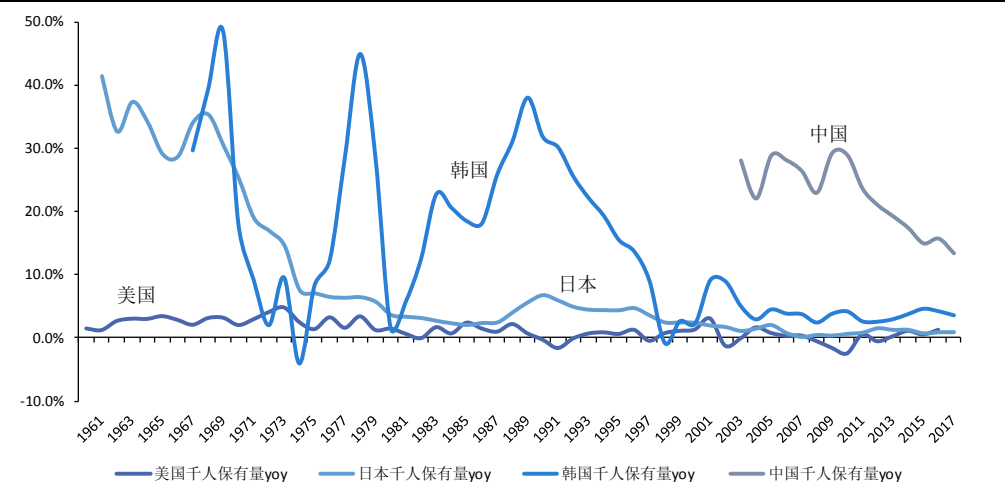
当前中国千人保有量远落后于发达国家，而增速快于发达国家。考察1960-2017年中美日韩的乘用车千人保有量数据可以发现，中国目前千人保有量约为130辆，远落后于韩国的350辆、日本的487辆、美国的801辆，仅相当于日本1973年，韩国1995年时的发展水平。从千人保有量的增速来看，中国在2003-2012年维持在20%以上的增速，在2013-2017年保持着13.5%以上的增速，显著快于发达国家，也从侧面反映出中国的保有量空间远没有到顶。美国乘用车+轻卡千人保有量增速基本在0附近波动，说明美国车市的需求处于基本饱和的状态。日本乘用车千人保有量自2006年以来也保持在1%附近波动，处于基本饱和的状态。而韩国近10年的增速保持在3-4%附近，增速虽然较为平缓，但是距离到天花板仍有一定空间。

图 21: 中美日韩乘用车千人保有量(辆)对比, 中国呈现快速提升趋势



数据来源: 东北证券, CEIC, 中汽协, 美国经济分析局, 日本统计局, 韩国央行, 国家统计局  
注: 美国千人保有量包含卡车

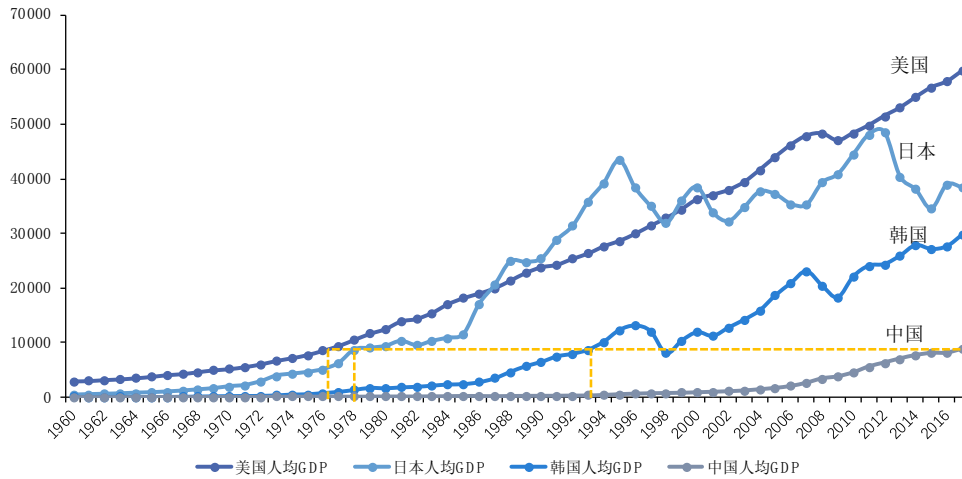
图 22: 中美日韩乘用车千人保有量增速对比, 中国增速最高, 其余三国较为稳定



数据来源: 东北证券, CEIC, BEA, 中汽协, 日本统计局, 韩国央行, 国家统计局

当前中国人均 GDP 显著落后于发达国家，而增速更快。考察 1960-2017 年中美日韩的人均 GDP(现价)数据可以发现，中国 2017 年人均 GDP 仅约 8800 美元，为同期韩国的 1/3，日本的 1/5，美国的 1/6，仍有较大差距。绝对数额相当于美日 1976-1978 年的水平，韩国 1993 年的水平，如果考虑通货膨胀的印象影响，当前中国人均购买力（以人均 GDP 作为考量）甚至低于上述时期其余美日、韩三国的购买力水平。

图 23: 中美日韩人均 GDP(现价)对比，中国与发达国家差距巨大

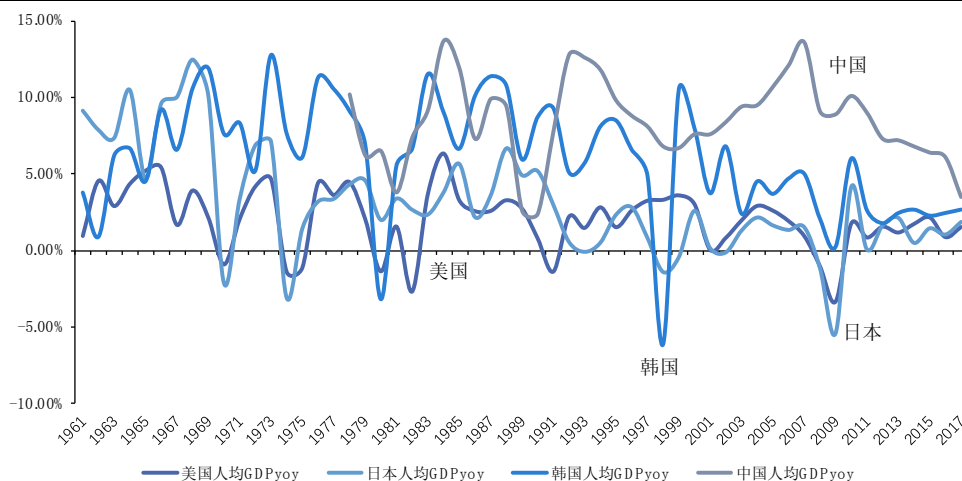


数据来源：东北证券，世界银行

单位：美元

历史来看，中国人均 GDP 增速均高于发达国家，预计短中期增速依然有望维持领先。并且观察考察中美日韩四国人均 GDP(不变价)同比增速可以发现，过去 10 年中国人均 GDP(不变价)的同比增速保持在 7.5% 附近，高于韩国的 2.5%，日本的 0.6%，美国的 0.7%。从国家整体 GDP 增速与人口的变化趋势来看，我们估计中国人均 GDP 增速依然有望维持较高增速，国民对乘用车的消费需求依然会进一步得到提升，千人保有量有望继续增加。

图 24: 中美日韩人均 GDP(不变价)同比增速对比，中国增速更快

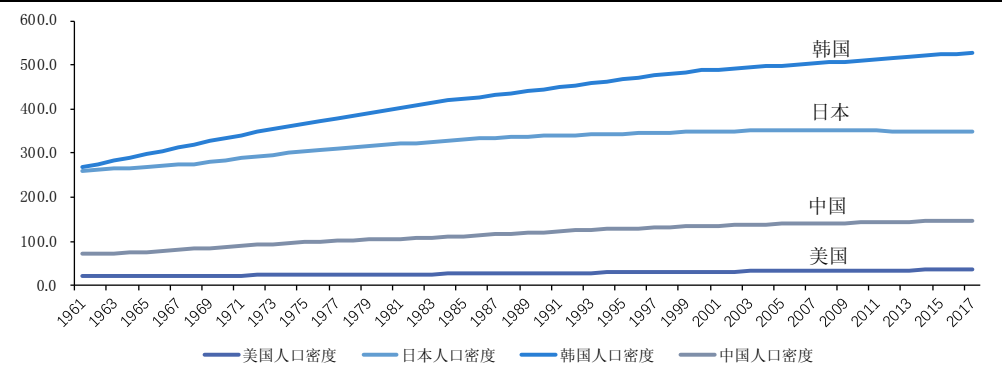


数据来源：东北证券，世界银行，韩国央行，BEA，世界银行

人口密度对千人保有量影响微弱，更应关注经济因素对千人保有量的影响。理

论上国土面积、道路密度的确会对乘用车千人保有量产生影响，但是考察中美日韩四国的人口密度可以发现，中国人口密度远低于日本与韩国，而千人保有量也远远低于两者。2010年东京人口密度大约14000人/平方公里，机动车保有量大约800万辆，北京人口密度约8500人/平方公里，汽车保有量约500万辆，而日本堵车程度远低于北京，并不存在限购一说。说明土地面积、道路密度等环境因素并非制约乘用车保有量的主要原因，而一国乘用车千人保有量更应关注经济变量的影响，也就是居民有闲钱了才能买的起车。

图 25: 中美日韩人口密度，可见生活面积对千人保有量影响不大



数据来源: 东北证券, 世界银行

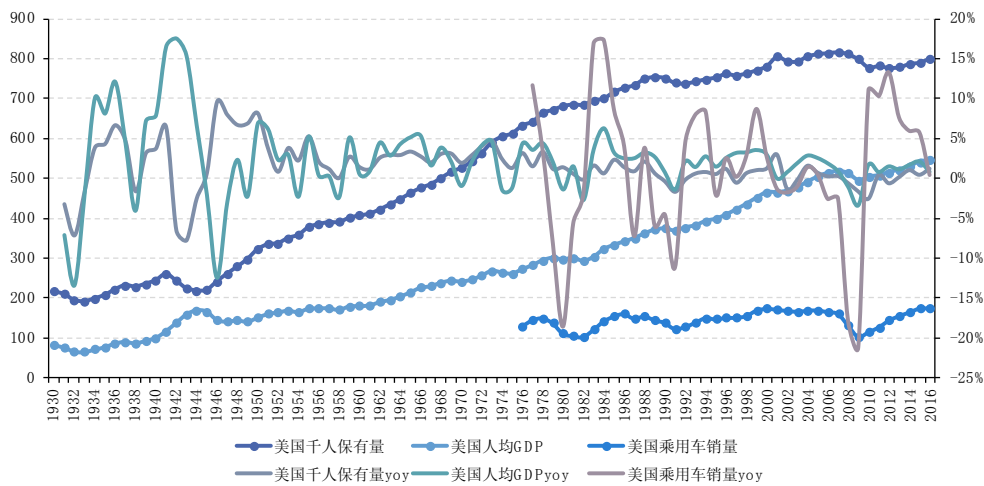
单位: 人/平方公里

综上所述，只要中国人均 GDP（购买力）持续增长，老百姓继续富裕起来，国内千人保有量依然有很大的提升空间，中长期的持续增长趋势是确定的，是不会逆转的。对于短期销量的波动，我们可以相对保持乐观一点。

### 2.3. 乘用车销量空间与增速海外对比定量分析

美、日、韩三国的乘用车发展历史中，千人保有量与人均 GDP 均呈现强正相关关系，在早期两指标的同比增速也呈现出明显的同向变动趋势。考察美、日、韩三国汽车千人保有量和销量与人均 GDP 的演变历程，可以发现三国的千人保有量与人均 GDP 均呈现较强的正相关关系，并且两指标的同比增速在千人保有量初始的高速成长期也呈现明显的正相关关系。从逻辑上可以简单进行解释，乘用车在十九世纪初的行业发展初期是马车的替代品，本质上是方便私人出行的交通工具，消费者购车的诉求相对纯粹，就是提升自己出行的半径和出行效率，兼顾舒适性。二十世纪三十年代，随着财富积累美国中产阶级办理城市中心去郊区居住，自驾游的需求开始催生，并带来的 SUV 的新兴需求。可以看出随着经济发展、财富积累，人们会有愿望去扩大出行半径，提升出行效率(速度快、节省时间)，以及提升出行的舒适度等需求，买车自然便是水到渠成的事情。

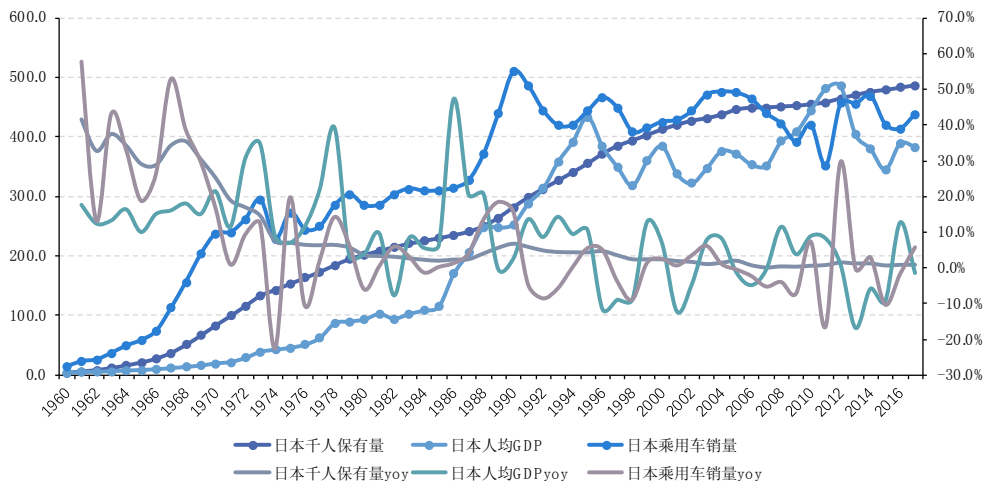
图 26: 美国千人保有量与人均 GDP, 以及同比增速呈现明显正相关关系



数据来源: 东北证券, CEIC, BEA

注: 为了数据呈现的可视化, 对左侧坐标轴各变量单位调整如下: 千人保有量单位为辆、人均 GDP 单位为 100 美金, 乘用车(包括轻卡)销量单位为 10 万辆。

图 27: 日本千人保有量与人均 GDP 呈正相关关系

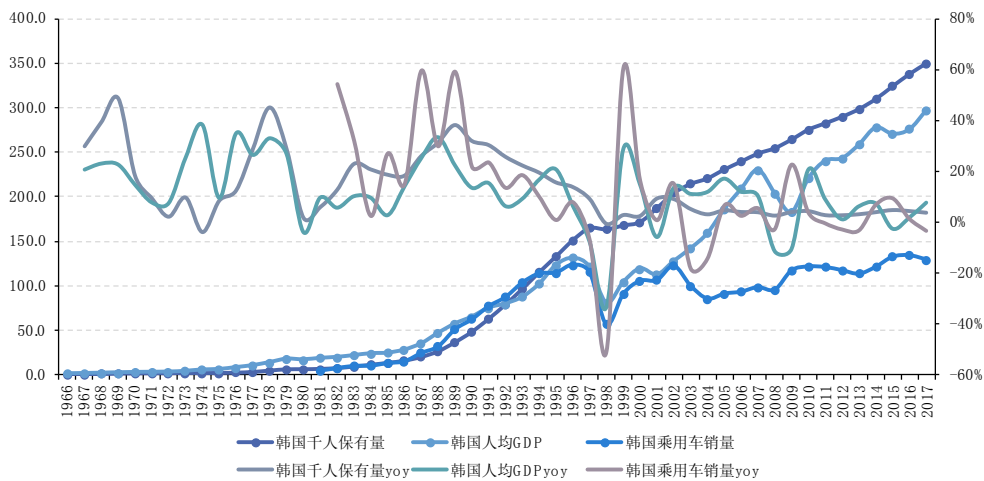


数据来源: 东北证券, JAMA, 世界银行

注: 千人保有量的单位为辆, 人均 GDP 单位 100 美金, 乘用车销量单位万辆



图 28: 韩国千人保有量与人均 GDP 呈正相关关系

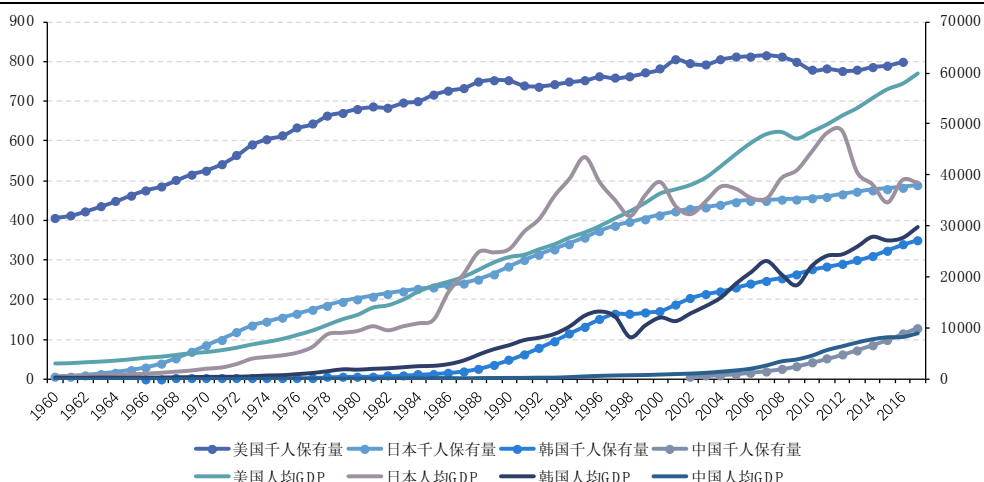


数据来源：东北证券，CEIC，世界银行

注：千人保有量的单位为辆，人均 GDP 单位 100 美金，乘用车销量单位万辆

美、日、韩三国千人保有量与人均 GDP 相关关系各不相同，说明依然有其余因素影响千人保有量的变化。考察 1960-2017 年美日韩三国千人保有量的变化，可以发现美国千人保有量在 1974 年时期已经达到了 600 辆的高度，已经高于 2017 年日本的 487 辆和韩国 350 辆，而 1974 年美国人均 GDP 仅约 7000 美金，显著低于当前日本 38000 美金和韩国的 30000 美金。说明除了人均财富以外，还有其余的因素影响着对乘用车的使用需求。我们认为三国的购车差别主要在城乡居住环境、汽车消费文化等方面影响，比如美国郊区居民较多，住宅结构都是庭院式别墅，对开车出行的需求多于日韩住公寓中的居民。而日韩大城市轨道交通发达，东京地铁系统贡献了交通出行的 80% 以上。另外，美国经济在二十世纪初领先全球，少受一战和二战波折，居民对未来收入增长的乐观预期与本身超前的消费文化也是促进汽车产业的蓬勃发展的原因。

图 29: 日韩人均 GDP 与千人保有量关系显著，美国受到文化、居住等因素影响千人保有量远高于相同经济发达时期的日本



数据来源：东北证券，CEIC，世界银行，国家统计局

注：千人保有量的单位为辆，人均 GDP(现价)单位为美元

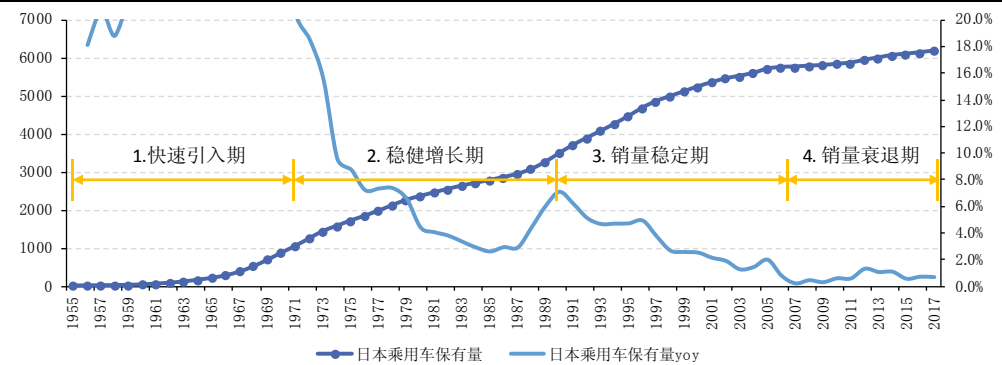
相对而言，日、韩千人保有量对研究中国乘用车空间研究更有帮助，我们下面着重研究日本与韩国的乘用车销量与增速的历史变化情况。首先，中日韩的文化、城市农村居住结构具有一定的相似性。其次从图 29 的数据上来看，日本韩国短中长期千人保有量和人均 GDP 的拟合程度也更优，而美国虽然有相关趋势，但是远高于同等收入水平的日本（1970-1980 年代）。故我们认为日韩两国的乘用车发展以及演变规律更有可能为中国所借鉴，接下来我们着重分析日本和韩国乘用车的整体保有量、销量空间、增速的历史变化情况。

### 2.3.1. 日本 1955-2017 乘用车保有量、销量、增速研究

研究乘用车销量变化需要结合保有量进行观察。乘用车保有量直接反映了一国民众对乘用车的使用需求总和，一国对乘用车使用需求之和的增减变化才会进一步影响乘用车销量波动，从而形成行业增速变化。所以研究乘用车销量与增速需要结合乘用车保有量，尤其是乘用车保有量的变化一起分析。

自 1955 年起，日本乘用车保有量持续正增长了 62 年，在行业销量稳定甚至衰退后，保有量依旧保持增长。1955 年至 2017 年，日本乘用车保有量从最初的 15.3 万辆，增长至目前 6180 万辆，翻了 403 倍，而同期日本人口基本微增长，从 1960 年的 9250 万人增长到 2017 年的 12679 万人。日本乘用车销量于 1990 年见顶 510 万辆，之后处于衰退下滑期，而乘用车保有量依旧保持了 27 年的继续增长，说明日本居民对汽车使用的需求依旧持续提升，换车周期的延长也是一个影响因素。在 2006 年以后，日本乘用车保有量增速处于 1% 以内，基本处于零增长的状态，此时的乘用车年销量 430 万辆，可以等效理解成为了维持全日本乘用车使用需求不变，每年老旧乘用车报废所需的新购置的乘用车对应的填补数量。

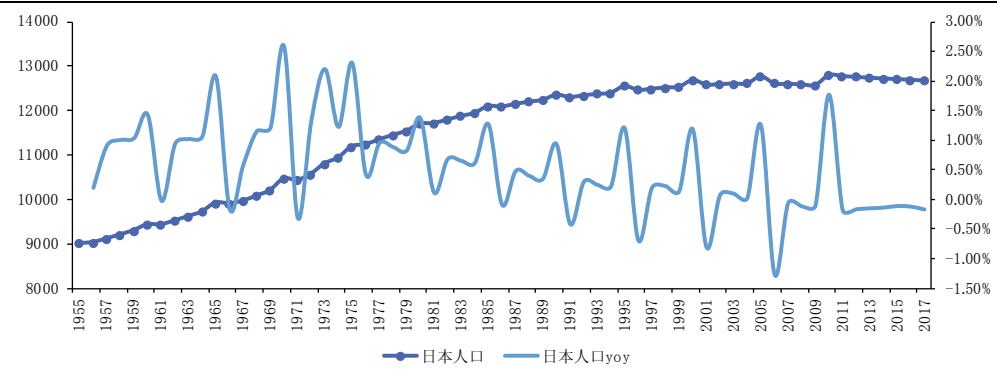
图 30: 日本乘用车保有量持续增长了 62 年，在行业销量稳定后依旧持续增长



数据来源：东北证券，CEIC，JAMA

单位：万辆

图 31: 日本人口增速低, 自 2006 年开始基本处于负增长状态



数据来源: 东北证券, 日本统计局

单位: 万人

日本乘用车销量演变发展基本历经了类似行业生命周期理论中完整的四个阶段。我们可以将 1955-2017 年日本乘用车销量发展历史划分为如下四个发展阶段:

1) 1955-1970 年大约 16 年的快速引入期。日本乘用车销量自 2 万辆提升至 238 万辆, 翻 119 倍, CAGR=38%, 日本乘用车快速在国内普及。同期日本乘用车保有量从 15 万辆提升至 878 万辆, 翻 58 倍, CAGR=31%。日本人均 GDP 从 1960 年的 479 美金增长至 1970 年的 2027 美金, 翻 4.2 倍, CAGR=15.5%。

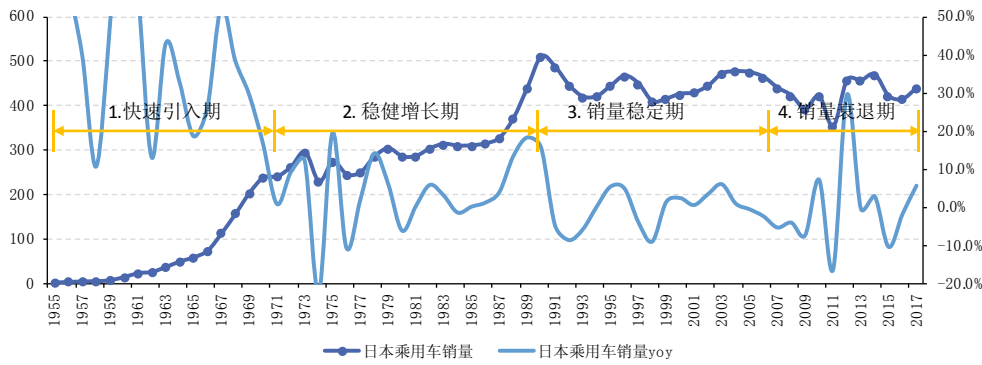
2) 1971-1990 年大约 20 年的稳健增长期。日本乘用车销量自 263 万辆, 提升至 510 万辆的高峰, 翻 1.9 倍, CAGR=4.1%。同期保有量从 1057 万辆提升至 3492 万辆, 翻 3.3 倍, CAGR=7.5%。同期日本人均 GDP 从 2260 美金提升至 25417 美金, 翻 11.2 倍, 增速为 13.6%。

3) 1991-2006 年大约 16 年的销量稳定期。日本乘用车销量从 487 万辆略有下滑至 477 万辆, 整体较为稳定, 销量中枢基本稳定在 450 万辆, CAGR=-0.3%。保有量自 3708 万辆提升至 5752 万辆, 翻 1.55 倍, CAGR=3.2%。同期日本人均 GDP 从 28874 美金提升至 35434 美金, 翻 1.23 倍, 增速为 1.4%。

4) 2007-2017 年大约 11 年的销量衰退期。乘用车销量从 440 万辆下滑至 415 万辆(2016 年), CAGR=-0.59%。同期保有量从 5762 万辆提升至 6180 万辆, 翻 1.07 倍, CAGR=0.7%。同期日本人均 GDP 从 35275 美金提升至 38428 美金, 翻 1.09 倍, CAGR=0.78%。

需要注意, 我们划分的四个阶段与行业生命周期理论中的导入期、成长期、稳定期、衰退期略有区别。主要是行业成长期我们划分在了快速引入期的后段和完整稳健增长期, 主要按销量的驱动力进行划分。

图 32: 日本乘用车销量演变历经行业发展从引进到衰退的四阶段模型

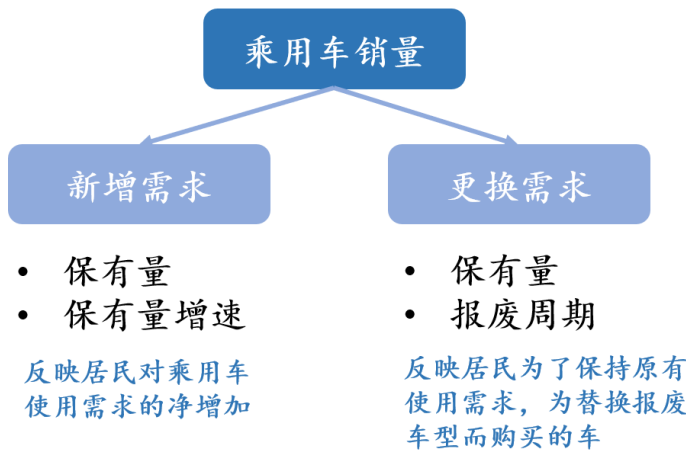


数据来源: 东北证券, CEIC, JAMA

单位: 万辆

为了考察乘用车保有量与销量之间的关系,我们将每年的乘用车销量的结构拆分成新增需求与更换需求,可以发现不同乘用车发展阶段两者的贡献程度不同。拆分日本乘用车销量为“年保有量之差”和“年销量与(年保有量之差)之差”,并分别定义为新增需求和更换需求。需要注意的是,这里的新增需求并不等同与购置新车,而是体现出整体市场对汽车使用需求净增加量。例如,在乘用车保有量稳定的时期,每年都会有新车购买,也会有老旧车报废,但是定义中的新增需求基本等于零。这里的新车购买对应的需求完全由更换需求决定。这里的更换需求表示的含义是,为了维持一国居民乘用车使用需求不变,为了弥补老旧车辆报废的缺口而购买的新车。经过上述定义,我们可以拆分观察日本乘用车销量在上述四个时期的结构变化。

图 33: 乘用车销量的需求结构拆分: 新增和更换



数据来源: 东北证券

在日本乘用车发展四个阶段,新增需求与更换需求的占比发生显著变化,更换需求占比在行业成长期之后持续提升,并逐渐成为需求的主力军。

1) 1955-1970年的快速引入期,新增需求占比基本达到80%以上,新增需求从2.8万辆增长至185万辆,CAGR=34.8%,同期更换需求从0.4万辆增长至53万辆,CAGR=41.8%,也保持了同步的快速增长。

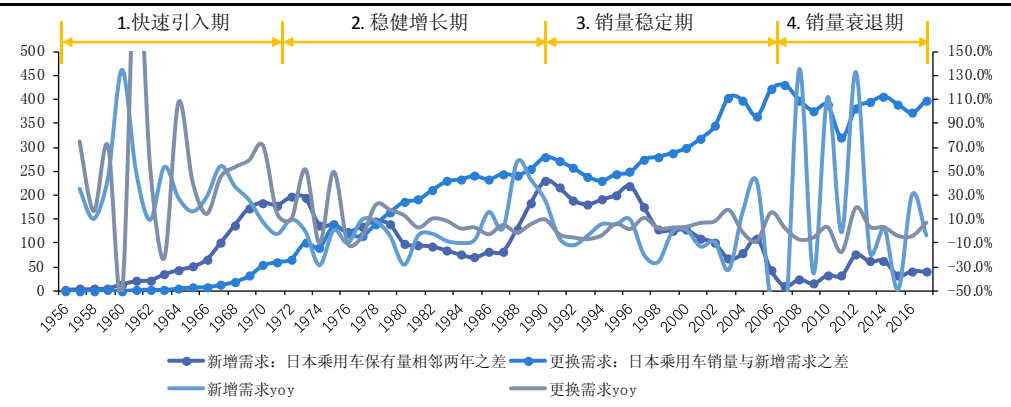
2) 1971-1990年稳健增长期,新增需求的高点出现在1972年为196万辆,之后呈现下滑趋势,销量增长主要由更换需求支撑。当期,新增需求从72年的196万辆下滑至1986年的80万辆,CAGR=-6.1%。而同期更换需求从61万辆上涨至

280 万辆，CAGR=8.4%。我们没有考虑 1987 至 1990 年新增需求的快速反弹(1990 年的新增需求反弹至 230 万辆)，主要原因是，我们认为这次反弹主要伴随着日本在 1985 年“广场协议”后的采取的激进的货币政策，1986-1989 年日本 M2 增速分别为 8%、10.8%、10.2%和 12%。(观察图 29 “日韩人均 GDP 与千人保有量关系显著，美国受到文化、居住等因素影响千人保有量远高于相同经济发达时期的日本”也可以发现在 1986-1995 年之间，日本人均 GDP 增速出现了异常的大幅上涨情况)，这也催生了日本 90 年代楼市泡沫，短期的财富效应对日本车市需求产生了直接的提振作用，带动了新增需求的高速增长。

3) 1991-2006 年的销量稳定期，新增需求处于逐步下滑的状态。上面已经分析了“广场协议”后日本人均 GDP 的异常上涨贡献了新增需求的反弹，但是在楼市泡沫之后新增需求持续下行，从 1991 年的 215 万辆逐步下滑至 2006 年仅约 43 万辆，CAGR=-10%。而同期的更换需求从 1991 年的 272 万辆增长到了 421 万辆，CAGR=3.0%，保有量的增长主要由更换需求进行推动。

4) 2007-2017 年的销量衰退期，新增需求保持低迷，基本稳定在 40 万辆附近，增速基本等于 0。而更换需求从 2007 年的 430 万辆下滑到 2017 年的 400 万辆，CAGR=-0.7%，整体销量增速处于下滑阶段。更换需求的逐步走低的原因主要是经济发展低增长，人口老龄化后，人们使用乘用车时间延长的缘故。

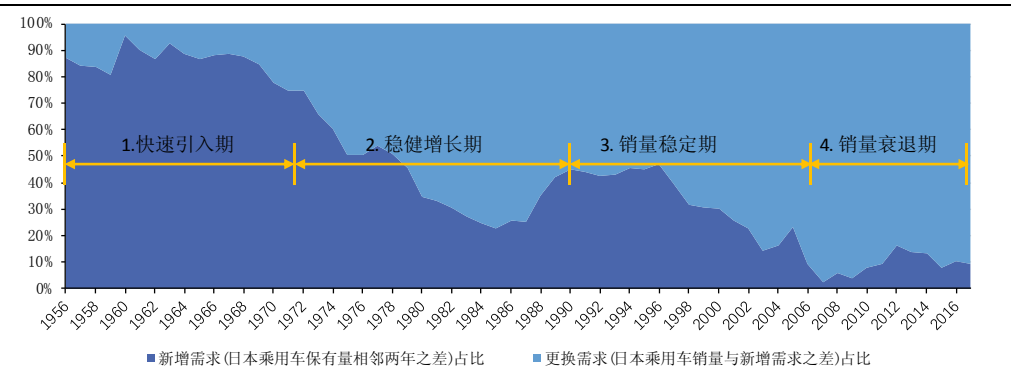
图 34: 日本新增需求与更换需求也契合行业销量发展的四阶段模型



数据来源: 东北证券, CEIC, JAMA

单位: 万辆

图 35: 日本乘用车更换需求占比在成长期和快速提升, 最终成为需求主力



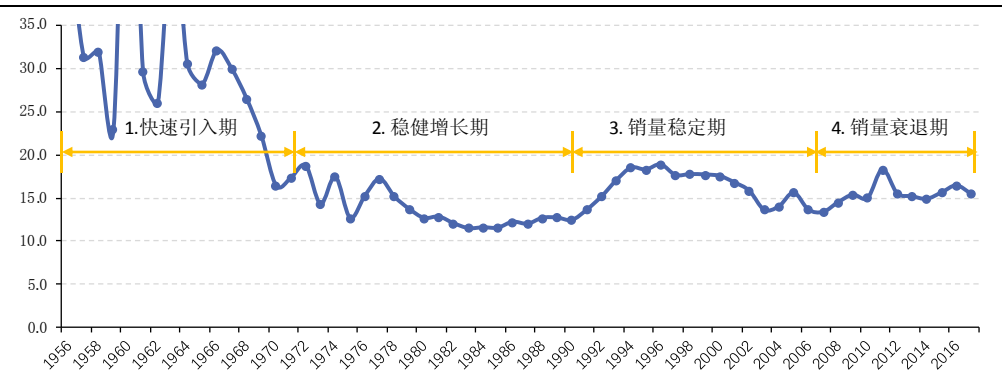
数据来源: 东北证券, CEIC, JAMA

乘用车报废周期的估计算法简介。理论上，乘用车报废周期(车辆从新车状态直到不能使用而报废的平均时间)难以统计，需要对当年更换需求的报废车辆的用车年

限求算数平均，得到报废周期的估计。为了简化计算，我们直接取第 n 年的乘用车保有量与第 n 年更换需求之比，作为第 n 年报废周期的估计。从这个算法来看，此估计在乘用车新增需求占比高的时间段内应长于实际报废周期，而在新增需求基本为 0 的时间段内近似等于报废周期，但这并不影响我们对乘用车报废周期整体趋势性的研究。

日本乘用车报废周期经历高-低-高的三段过程，目前基本稳定在 15 年附近。1) 在 1956-1970 年的快速引入期，日本乘用车报废周期由 30-40 年下降至 16 年左右。2) 1971-1990 年的稳健增长期，报废周期由 16 年逐步下降至 12.5 年附近，并且在 1980-1990 年期间，基本稳定在 11.5-13 年之间，可见随着经济稳健快速增长，居民的购车需求在快速的释放，报废周期也是逐步缩短。3) 1991-2006 年的销量稳定期，报废周期先升后降，从 1991 年 13.6 年提升至 1998 年的 17.8 年，后又降低至 2006 年的 13.7 年，体现了日本人民在经济危机后的消费能力先大幅减弱再逐步回暖的过程。在此阶段内，由于报废周期的延长，更换需求增速降低至 0 附近，等经济好转报废周期降低后，更换需求又开始恢复一定的增长程度。4) 2007-2017 年的销量衰退期，报废周期基本稳定在 15 年左右，反应出消费习惯趋向稳定。

图 36: 日本乘用车报废周期估计，经历降升降过程，目前稳定在 15 年左右



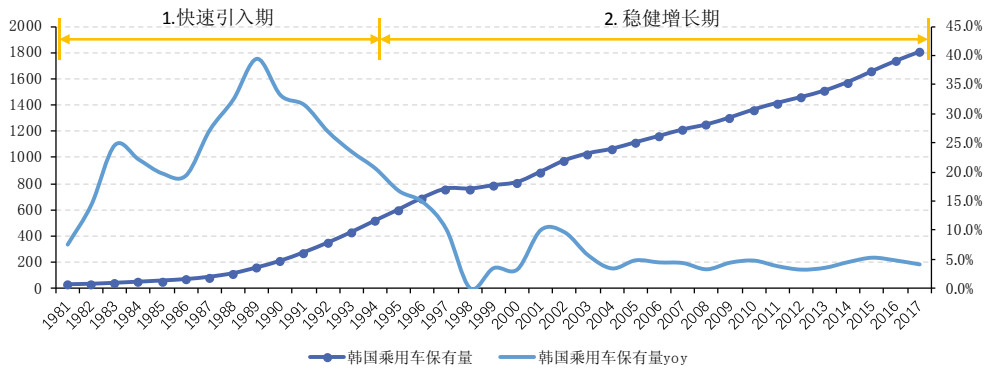
数据来源：东北证券，CEIC，JAMA

单位：年

### 2.3.2. 韩国 1981-2017 乘用车保有量、销量、增速研究

韩国乘用车保有量持续增长 36 年，目前仍有 5% 增速，预示韩国保有量空间仍未到顶。自 1981 至 2017 年，韩国乘用车保有量从 26.8 万辆提升至 1803.5 万辆，翻了 67 倍，而同期韩国人口处于微增长状态，从 1981 年的 3872 万人增长到 2017 年 5147 万人，仅约 1.33 倍。说明韩国居民对乘用车的使用需求长期处于持续提升的状态，并且自 2003 年后，保有量增速基本维持在 4-5% 区间，说明目前使用需求依然继续提升。

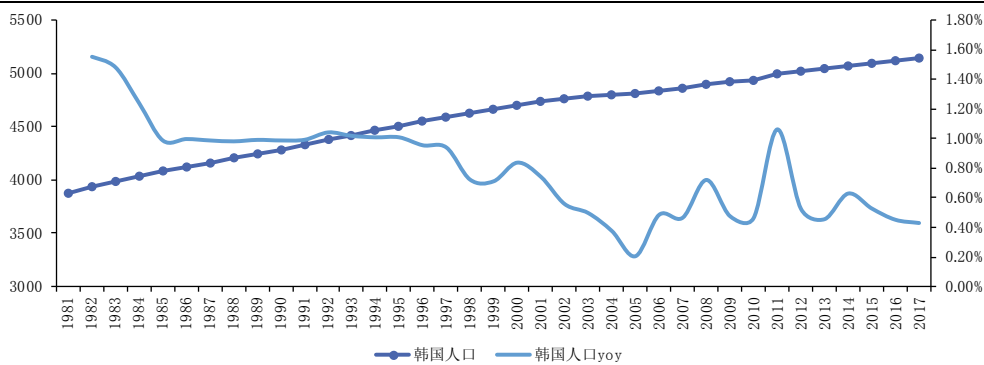
图 37: 韩国乘用车保有量持续增长 36 年，目前仍保持 5% 增速



数据来源：东北证券，CEIC，KAMA

单位：万辆

图 38: 韩国人口增速低，自 1985 年基本处于 1% 以内增速



数据来源：东北证券，世界银行

单位：万人

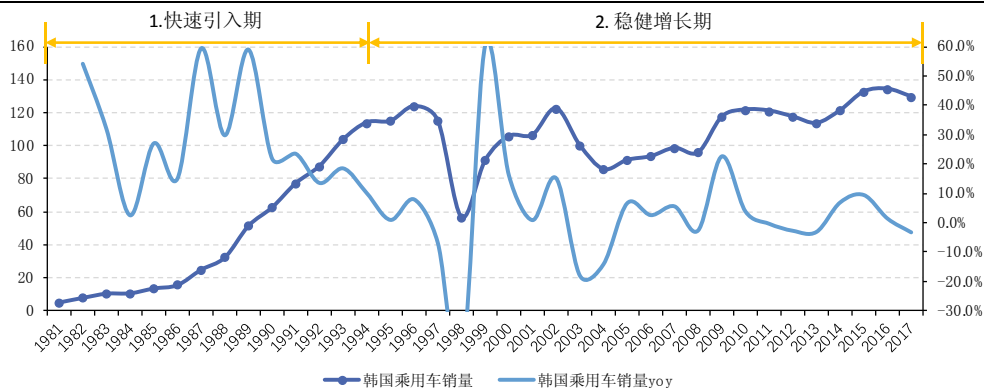
韩国乘用车销量自 1994 年后增速放缓，目前处于接近零增长的状态。需要注意，韩国乘用车销量演变趋势与日本有所差别，我们参照更换需求占比、销量增速两个指标，初步将韩国乘用车 1981-2017 的增长阶段划分为两部分：

1) 1981-1994 年的大约 14 年的快速引入期。此阶段内韩国乘用车销量自 5.2 万辆提升至 114 万辆，翻 21.9 倍，CAGR=26.8%，乘用车在韩国境内迅速普及。同期韩国乘用车保有量从 26.8 万辆提升至 514.9 万辆，翻 19.2 倍，CAGR=25.5%。同期韩国人均 GDP 从 1870 美金增长至 10210 美金，翻 5.5 倍，CAGR=13.9%。

2) 1995-2017 年的大约 23 年的“稳健增长期”。此阶段内韩国乘用车销量自 114.9 万辆提升至 134.3 万辆(2016 年数据)，翻 1.17 倍，CAGR 仅约 0.75%，销量基本没有实现快速增长。同期保有量从 601 万辆提升至 1804 万辆，翻 3.0 倍，CAGR=4.9%。同期韩国人均 GDP 从 12330 美金增长至 29740 美金，翻 2.4 倍，CAGR=3.9%。

可以看出，韩国的“稳健增长期”与日本不同，虽然保有量大约都实现 3 倍左右的增长，但是韩国乘用车销量似乎提前陷入了零增长的状态，即使同期的人均 GDP 依然在持续提升。其实主要是报废周期变化的影响，稍后会继续讨论。

图 39: 韩国乘用车销量演变只经历两个阶段, 目前处于稳健增长期



数据来源: 东北证券, CEIC, KAMA

单位: 万辆

同理, 拆分韩国乘用车销量为新增需求和更换需求, 可以发现, 1998 年新增需求直接降为 0, 增加了后续数据的波动性, 但是整体上 98 年后的新增需求和更换需求依然处于持续提升的通道, 并且更换需求的占比并未大幅提升至 80-90%, 暗示韩国车市仍有潜力。这也是我们仍将 1995-2017 年判定为韩国乘用车稳健增长期的原因。

1) 1981-1994 年的快速引入期。新增需求的占比基本维持在 70-80% 区间, 新增需求从 3.8 万辆增长至 87.8 万辆, 翻 23.1 倍, CAGR=29.8%。同期更换需求从 3.0 万辆(1983 年)增长至 26.3 万辆, 翻 8.8 倍, CAGR=22.0%, 也保持了基本同步的快速增长。

2) 1995-2017 年的稳定增长期。新增需求的占比逐步由 75% 下降至 50%, 而更换需求的比例从 25% 提升至 50% 左右, 乘用车增长的驱动力进行变化。同期新增需求从 85.8 万辆下降至 2013 年的 50 万辆, 之后回升至 70 万辆, 整体 CAGR=-0.9%。而同期更换需求从 29.2 万辆增长至 60 万辆, 翻 2.1 倍, CAGR=3.3%。

韩国稳健增长期增速较低主要由于报废周期延长所致, 大概率是 1997-1998 年亚洲金融危机的后遗症所致。在韩国乘用车稳健增长期内, 韩国保有量快速增长, 然而①销量增速极低, 但新增需求的下降程度与更换需求的增长程度均低于同时期的日本水平(同期日本新增需求增速-6.1%, 更换需求增速 8.4%), 并且②数据的波动性在 1997 年之后明显加大不易观察。

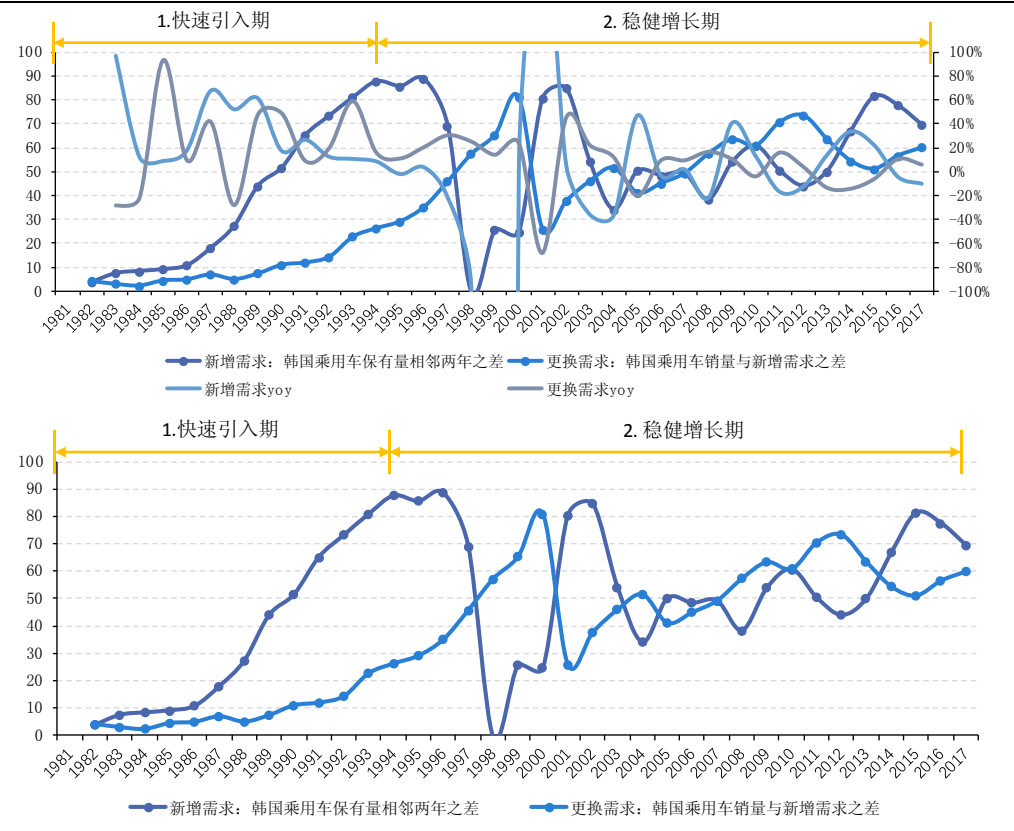
我们认为形成①和②的原因均来自 1997-1998 年韩国伴随东南亚金融危机而爆发金融危机所致(主要原因包括短期负债高且期限错配, 间接融资比重大而监管不到位, 企业杠杆高等), 1997 年韩国人均 GDP 同比-7.7%, 1998 年同比-33.4%, 危机的悲观情绪叠加购买力下降, 导致 1998 年新增需求直接降为 0(如果统计数据没有错误的话, 暂时没有考查统计口径在该时期是否有变化), 形成了新增需求和更换需求的大幅波动, 故而造成了之后的数据波动较大。危机之后, 韩国乘用车的报废周期从 1997-2000 年的 10-15 年直接阶跃提升至 25 年左右, 从 2014 年之后逐渐提升至 30 年, 明显高于日本在稳定增长期和销量稳定期的大约 15 年附近水平, 我们认为可能是危机之后人们对车辆使用的寿命给予了更多宽容, 变得节约了。

同时可以发现, 从 2003 年左右开始, 韩国乘用车新增需求和更换需求整体趋势上依然处于提升通道(见图 40 的下半部分)。新增需求从 2004 年的 34.2 万辆提升至 2017 年的 70.0 万辆, CAGR=5.6%, 而更换需求从 2002 年的 37.7 万辆提升至 2017 年的 60.1 万辆, CAGR=3.2%。整体销量从 2004 年的 85.8 万辆提升至 2017 年



的 129.7 万辆，翻 1.5 倍，CAGR=3.2%。可见目前韩国乘用车新增需求和更换需求依然处于提升通道，韩国还没有到达更换需求主导整个销量的阶段。我们估计，未来韩国乘用车销量仍有空间，并且韩国乘用车的报废时间会逐步回归 15 年区间，更换需求将成为今后销量的主要驱动力。

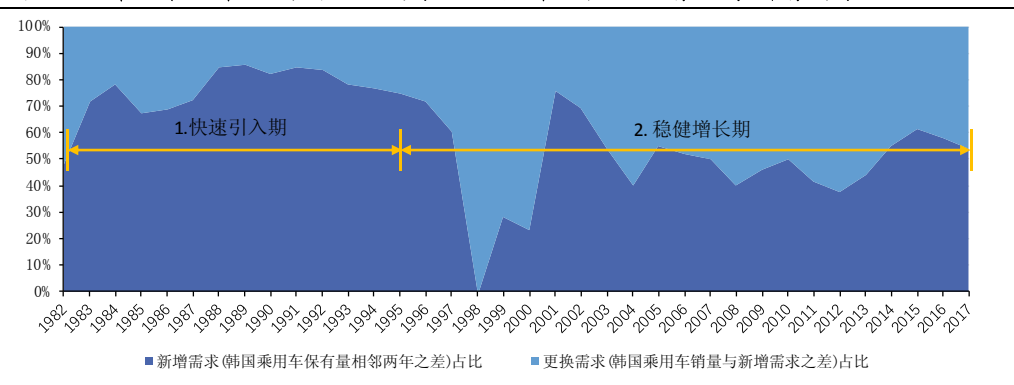
图 40: 韩国乘用车更换需求和新增需求自 98 年经济危机后总体仍处提升通道



数据来源: 东北证券, CEIC, KAMA

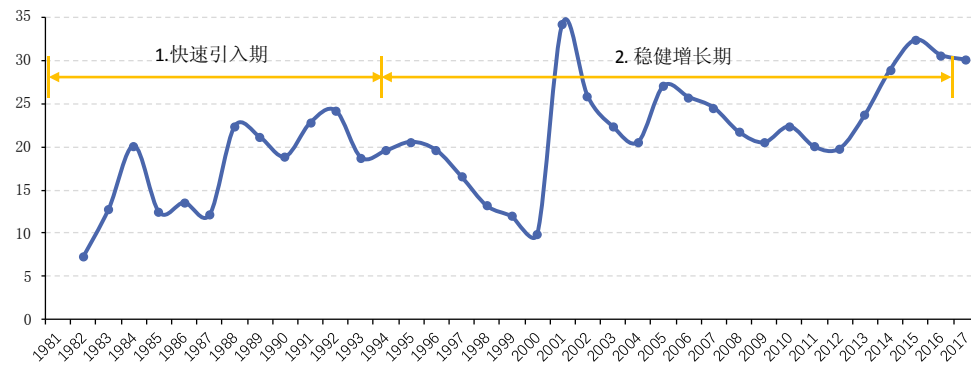
单位: 万辆

图 41: 韩国乘用车目前的更换需求比例提升, 但是没有主导所有需求



数据来源: 东北证券, CEIC, KAMA

图 42: 韩国乘用车报废周期并未像日本那样在稳健增长期降低, 反而升高



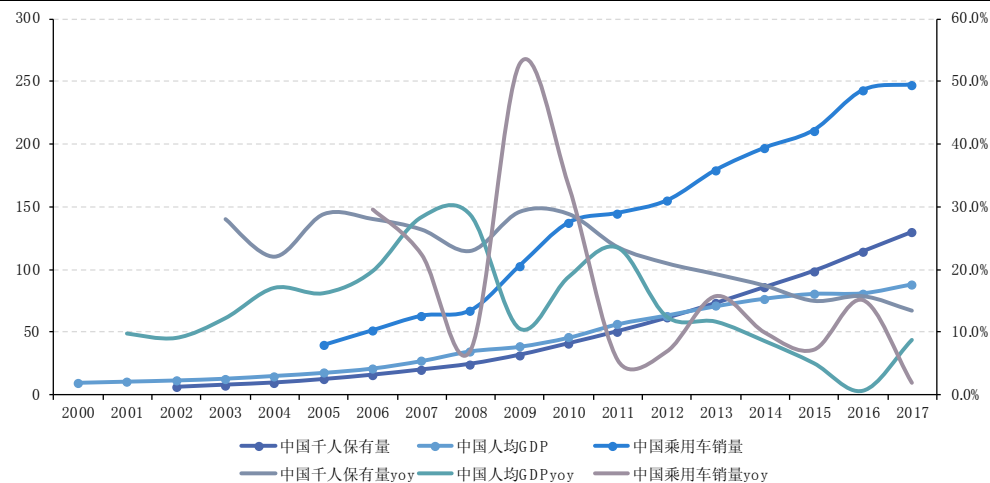
数据来源: 东北证券, CEIC, KAMA

单位: 年

### 2.3.3. 中国 2004-2017 乘用车保有量、销量、增速研究

中国千人保有量与人均 GDP 也呈现明显正相关关系。2002 年至 2017 年, 中国千人保有量从 6.15 辆提升至 130.0 辆, 翻 21.1 倍, CAGR=22.5%。同期人均 GDP 从 1149 美金增长至 8827 美金, 翻 7.7 倍, CAGR=14.6%。不论千人保有量还是人均 GDP 都实现了快速发展。

图 43: 中国千人保有量与人均 GDP 呈正相关关系



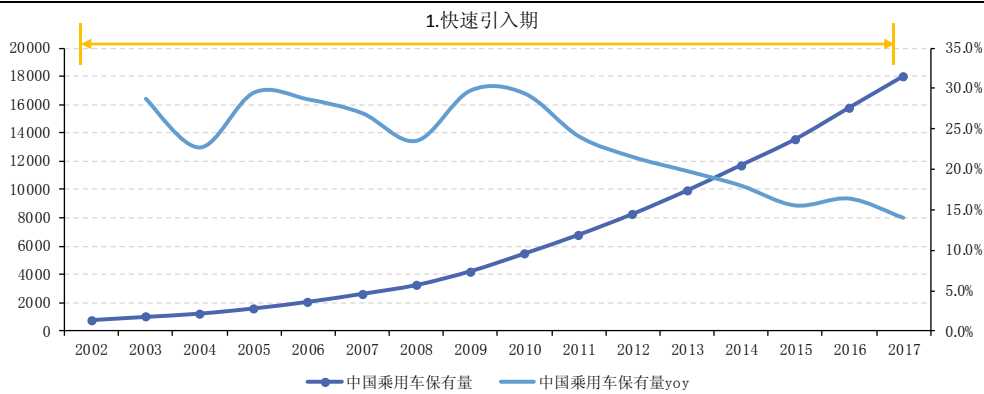
数据来源: 东北证券, 中汽协, 统计局, 世界银行

注: 千人保有量的单位为辆, 人均 GDP 单位 100 美金, 乘用车销量单位万辆

中国乘用车保有量依旧处于高速增长期, 近期增速维持 15%。2002 年至 2017 年, 中国乘用车保有量从 790 万辆增长至 18039 万辆, 翻 22.8 倍, CAGR=23.2%, 处于高速增长阶段。

中国乘用车销量依旧处于快速引入期, 短期扰动并不改长期上行趋势。2005 年至 2018 年, 中国乘用车销量从 397 万辆增长至 2367 万辆, 翻 6.0 倍, CAGR=14.7%, 处于快速引入期。短期行业下行主要是由于 2015 年购置税减半政策造成的小排量车型提前透支消费的还债表现, 并不改变长期上行趋势。从日韩两国的发展历程, 能够直观看出中国 2018 年的波动是在历史中是非常微弱的。

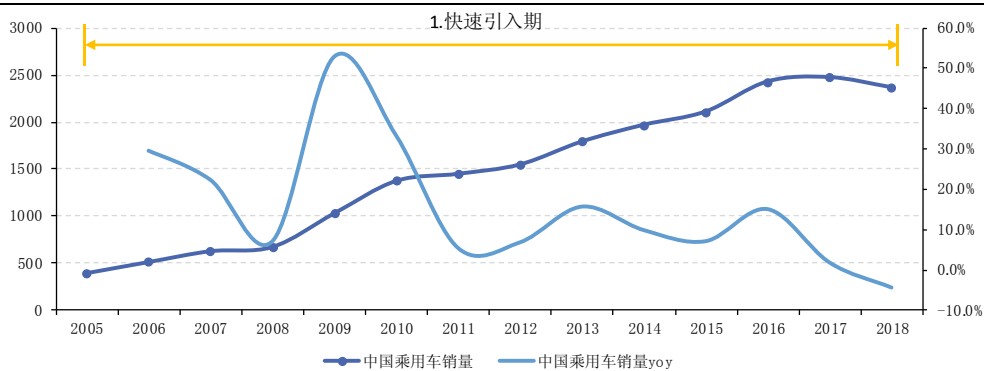
图 44: 中国乘用车保有量目前仍处快速增长阶段, 增速超 15%



数据来源: 东北证券, 国家统计局

单位: 万辆

图 45: 中国乘用车销量依旧处于快速引入期, 短期扰动不改长期上行趋势

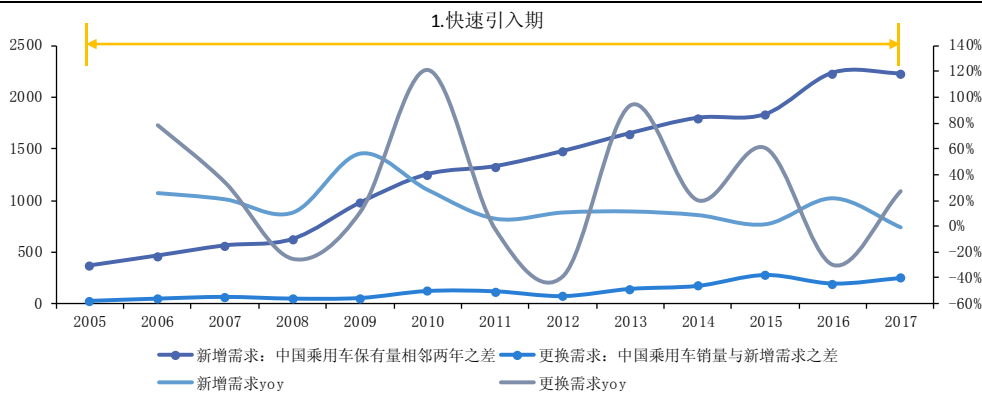


数据来源: 东北证券, 中汽协

单位: 万辆

中国目前新增需求是绝对主力, 占比高达 90%, 反映出中国乘用车还处于发展阶段的早期(快速引入期)。拆分中国乘用车需求结构发现, 新增需求占绝对主力, 更换需求周期尚未开启。2005-2017 年, 中国乘用车新增需求从 369 万辆增长至 2225 万辆, 翻 6.0 倍, CAGR=16.1%。而同期更换需求从 28 万辆增长至 250 万辆, 翻 8.9 倍, CAGR=20.0%, 基本实现了快速同步增长。但是新增需求的占比高达 90% 以上, 而更换需求占比基本处于 10% 以内, 尚未进入更换需求大幅提升的稳健增长期, 整体空间依然巨大。从报废周期的角度来看, 中国乘用车报废周期仍处于 40-60 年的高位, 主要是算法引入的误差, 也是日本快速导入期所发生的现象。未来随着更换需求周期的逐步开启, 报废周期会逐步缩短至更加合理的水平。

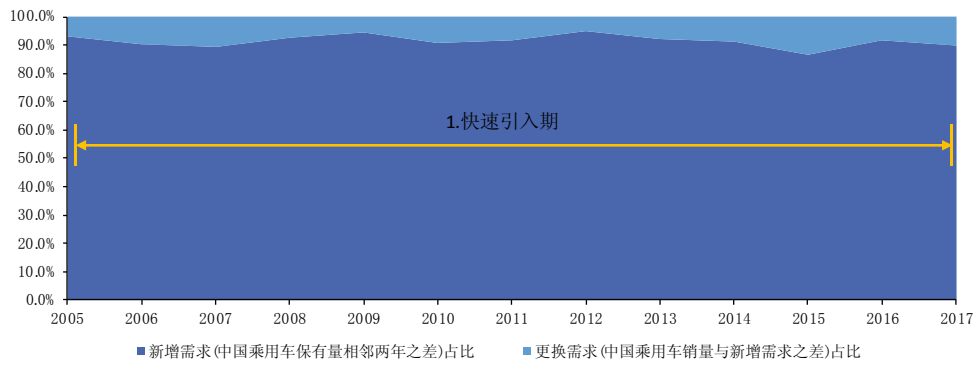
图 46: 中国乘用车新增需求快速提升, 更换需求量少且缓慢增长



数据来源: 东北证券, 中汽协, 国家统计局

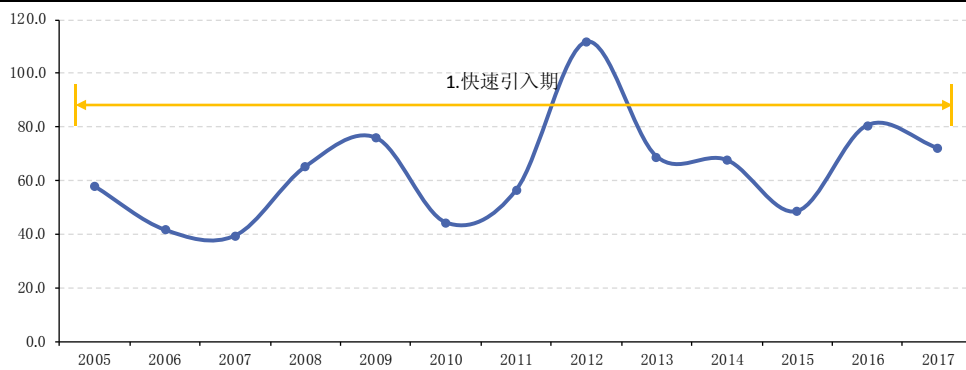
单位: 万辆

图 47: 中国乘用车新增需求占绝对主导, 更换需求周期尚未开启



数据来源: 东北证券, 中汽协, 国家统计局

图 48: 中国乘用车报废周期很高, 侧面反映了中国车市处于早期阶段



数据来源: 东北证券, 中汽协, 国家统计局

单位: 年

中国目前新增需求是绝对主力, 占比高达 90%, 反映出中国乘用车还处于发展阶段的早期(快速引入期)。表 1 对比了中、日、韩三国乘用车不同发展阶段的经济和乘用车数据, 可以看出中国目前尚未开启由更换需求驱动的稳健增长期, 仍然处在快速导入期, 当前时期近似可类比成日本 1970 年代和韩国 1990 年代的发展阶段。

可以推断, 假如中国未来人均 GDP (人均购买力) 能够在较长一段时期 (比如 20 年) 内保持或超过相同时期日韩两国人均 GDP 增速, 即维持 4% 左右的一个增长速度, 且报废周期保持合理正常水平大约 10-20 年附近, 那么中国乘用车市场

变化有望对标同时期的日韩两国，即：①千人保有量达到 250-350 辆左右，整体保有量相对当前有 2.0-2.7 倍空间；②乘用车销量增速有望保持在 3.2-4% 附近（如果考虑快速引入期后端+稳态增长期，可能增速会高于此值），销量天花板可能在 4920 万辆左右（ $2474 \times 1.035^{20}$ ），相对目前仍有翻倍空间；③乘用车更换需求比例提升至 80% 以上，报废周期约 11-13 年左右。

**表 1：中日韩三国乘用车发展阶段经济和乘用车数据指标对比，中国仍有较长增长期**

	经济+乘用车数据	日本	韩国	中国
快速引入期	时间跨度(年份)	1955-1970	1981-1994	2005-2017
	人均 GDP 现价(美金)	479-2027*	1870-10206	1753-8827
	人均 GDP 不变价 CAGR	8.8%	8.8%	9.2%
	千人保有量范围(辆)	5-84**	7-115	12-130
	保有量 CAGR	31.0%	25.5%	22.3%
	销量 CAGR	37.5%	26.9%	16.5%
	新增需求 CAGR	35.0%	33.0%	16.1%
	更换需求 CAGR	41.9%	18.3%	20.0%
稳健增长期	时间跨度(年份)	1971-1990	1995-2017	
	人均 GDP 现价(美金)	2260-25417	12333-29743	
	人均 GDP 不变价 CAGR	3.9%	4.0%	
	千人保有量范围(辆)	100-283	133-350	未开启
	保有量 CAGR	6.5%	4.9%	
	销量 CAGR	4.0%	3.2%****	
	新增需求 CAGR	1.3%	5.6%****	
	更换需求 CAGR	8.4%	3.2%****	
销量稳定期	时间跨度(年份)	1991-2006		
	人均 GDP 现价(美金)	28874-35434		
	人均 GDP 不变价 CAGR	1.2%		
	千人保有量范围(辆)	299-450	未开启	未开启
	保有量 CAGR	3.0%		
	销量 CAGR	-0.3%		
	新增需求 CAGR	-10.2%		
	更换需求 CAGR	3.0%		
销量衰退期	时间跨度(年份)	2007-2017		
	人均 GDP 现价(美金)	35275-38428		
	人均 GDP 不变价 CAGR	0.8%		
	千人保有量范围(辆)	450-487	未开启	未开启
	保有量 CAGR	0.7%		
	销量 CAGR	-0.5%***		
	新增需求 CAGR	-0.7%***		
	更换需求 CAGR	-0.5%***		

数据来源：东北证券，CEIC，JAMA，KAMA，中汽协，国家统计局，世界银行

注：\*日本乘用车快速导入期的人均 GDP 是 1960-1970 的数据，\*\*千人保有量是 1960-1970 的数据，\*\*\*计算 06-17 年的 CAGR。\*\*\*\*在第 2.3.3 节已经解释了为何韩国稳健增长期的增速较低，这里分别取从 04 年、04 年、02 年的观察数据。

### 3. 中国乘用车长短期销量估计及敏感性分析

#### 3.1. 销量估计的前提假设讨论

人均购买力稳健增长和报废周期不会异常延长是判断长期增速与空间的两个重要的前提假设。经过 2.3 小节中日韩三国乘用车演变历史的分析，我们得到了如下判断：①中国乘用车当前发展阶段仅仅处于“快速导入期”，类似日本的 1970 年代初期和韩国 1990 年代中前期的水平，剩下的绝对空间是足够的。②类比日韩，假如中国人均购买力(人均 GDP 不变价)中长期(20 年)增速能够保持日韩稳健增长长期的 4% 或以上的增速，且乘用车报废周期能够维持在 10-20 年区间的水平，那么未来中国仍然有由更换需求逐步驱动的长期(20 年)的稳健增长阶段，且阶段销量增速有望维持在 3.2%-4% 区间。所以人均购买力的逐步提升和报废周期不会异常延长是两个前提假设。

由于假设验证的困难性，我们暂时简化假设，通过枚举法观察不同情况下的中国乘用车销量变化趋势。由于对人均 GDP(人均购买力)长期的变化判断十分困难，并且对乘用车报废周期的判断亦不简单，我们在本篇报告不做展开，留待后续观察和研究。本章中直接假设中国经济发展和能够满足上述两点假设，进行简化讨论。通过枚举法观察不同情况下的中国乘用车销量的变化趋势。

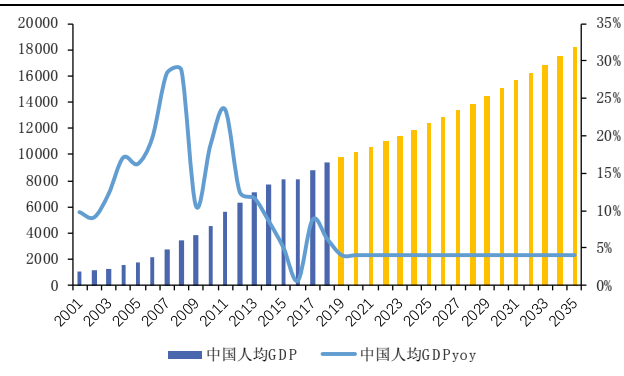
#### 3.2. 长期视角下的中国乘用车市场销量估计

我们讨论 2019-2035 年这 17 年的中国乘用车市场变化。

在中国人均购买力能够长期稳步提升的前提下，我们假设 2019-2035 年的中国人均 GDP 增速能够保持 4% 的复合增速，2018 年设为 6%，则在 2035 年有望实现 18260 美金的人均 GDP，为 2017 年 8827 美金的 2.1 倍。考虑稳健增长长期后段日本千人保有量水平 250-300 和韩国的 250-350，我们取重合区间 250-300 进行估计，约为当前中国千人保有量 130 辆的 1.9-2.3 倍，千人保有量复合增速区间为 3.70%-4.76%。参考国务院对中国人口 2030 年 14.5 亿人的预测，考虑到出生率可能走低，我们假设中国人口在 2035 年能够稳健增长至 14.5 亿人，约为 2018 年的 1.04 倍，增速约 0.2%。

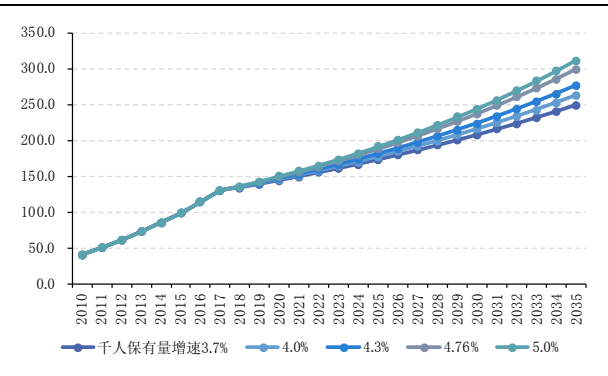
可以估计出 2035 年，中国乘用车保有量有望达到 3.62-4.35 亿辆的水平，大约为 2017 年保有量 1.80 亿的 2.01-2.42 倍，年化复合增速约 3.95%-5.03%。此预测增速还略低于稳健增长长期的日韩保有量增速(分别为 6.5% 和 4.9%)，相对保守。

图 49: 中国人均 GDP 现价(美元)估计



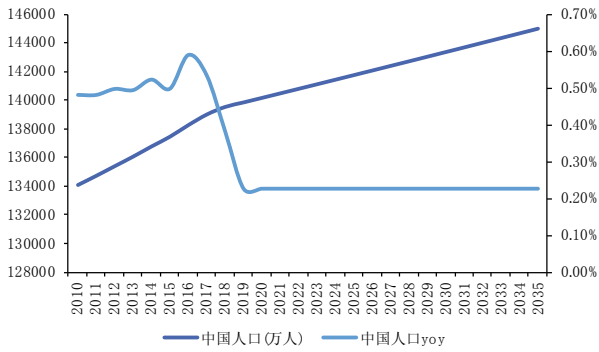
数据来源: 东北证券, 世界银行

图 50: 中国乘用车千人保有量(辆)估计



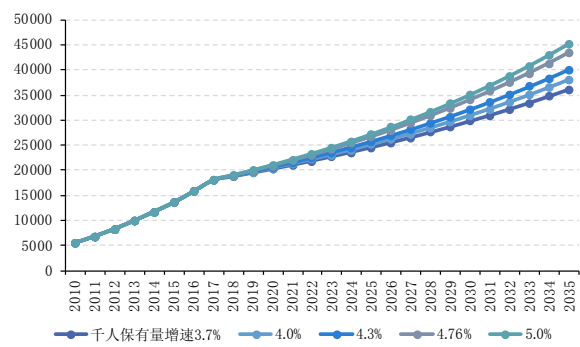
数据来源: 东北证券,

图 51: 中国人口(万人)估计



数据来源: 东北证券, 统计局

图 52: 中国乘用车保有量(万辆)估计



数据来源: 东北证券, 统计局

中性偏保守估计下, 2035 年中国乘用车销量有望达到 3860 万辆, 长期 CAGR 有望维持在 2.5% 以上。我们假设 2035 年在到达稳健增长长期末段时, 中国乘用车市场的更换需求占比达到 80%, 考察在不同更换年限下的乘用车销量, 如表 2 所示。同时, 我们根据表 1 进一步估计长期乘用车销量的复合增速, 如表 3 所示。可以看出在较为中性偏保守的预测下(千人保有量达到 277 辆, 报废年限 13 年), 中国乘用车 2035 年销量有望达到 3860 万辆左右, 而长期的 CAGR 有望维持在 2.5% 左右。需要注意的是, 报废年限是重要影响因素, 如果车均报废年限能够达到 11 年, 则长期 CAGR 能够实现 3.5% 的复合增速。如果我们考虑到①中国乘用车发展阶段仍然未完成快速引入期, 尚未开启更换需求驱动的增长阶段+②中国人均 GDP 同比增速高于同样发展阶段的日韩两国的情况, 那么其实整体估计可以认为是偏保守的。

表 2: 2035 年稳态时中国乘用车销量估计

2035 销量估计	千人保有量(辆)				
	250	263	277	300	312
18	2513	2647	2788	3018	3145
17	2661	2803	2952	3195	3330
16	2827	2978	3136	3395	3538
15	3016	3177	3346	3621	3774
14	3231	3403	3585	3880	4043
13	3480	3665	3860	4178	4354
12	3769	3971	4182	4527	4717
11	4112	4332	4562	4938	5146
10	4523	4765	5018	5432	5660
9	5026	5294	5576	6036	6289
8	5654	5956	6273	6790	7076

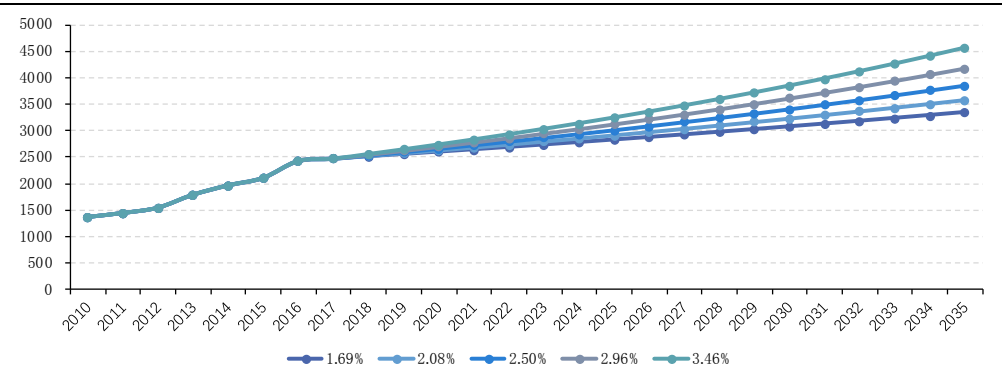
数据来源: 东北证券

表 3: 中国乘用车长期复合增速估计(2018-2035)

CAGR 估计	千人保有量 (辆)				
	250	263	277	300	312
18	0.09%	0.38%	0.67%	1.11%	1.34%
17	0.41%	0.70%	0.99%	1.43%	1.66%
16	0.74%	1.04%	1.33%	1.77%	2.01%
15	1.11%	1.40%	1.69%	2.14%	2.37%
14	1.49%	1.79%	2.08%	2.53%	2.77%
13	1.91%	2.21%	2.50%	2.95%	3.19%
12	2.37%	2.66%	2.96%	3.41%	3.65%
11	2.86%	3.16%	3.46%	3.91%	4.15%
10	3.41%	3.71%	4.01%	4.47%	4.71%
9	4.02%	4.32%	4.62%	5.08%	5.32%
8	4.70%	5.00%	5.30%	5.77%	6.01%

数据来源: 东北证券

图 53: 中国乘用车销量长期趋势预测, 空间仍在



数据来源: 东北证券, 中汽协

### 3.3. 短期视角下中国乘用车市场销量估计

#### 3.3.1. 2019-2025 年乘用车零售、批发估计

**考察短期波动的前提假设。**短期我们考察 2019-2025 年的乘用车零售和批发销量波动。短期销量估计还需要考虑长期内增速分布以及短期扰动项的多少。首先, 从长期趋势来看, 乘用车销量增速会是一个前高后低的过程, 与经济增速其实是一样的, 在短期内的销量增速大于长期的 CAGR; 另外长期来看, 零售销量增速与批发销量是保持一致的。其次考虑的扰动项有, ①2015 年的购置税透支影响, ②经销商库存对批发量的扰动, 所以需要尽量选择没有扰动的 2015 年作为基年进行估计

我们假设 2015-2035 年乘用车销量的增速中枢能维持在 3.5%, 并且假设 2019 年宏观经济能够企稳, 并不会出现 2012 年下行的趋势, 2015-2020 年销量增速中枢保持 4.5%, 之后保持 3.17% 的中枢。同时考虑渠道库存长期会回归大约 2 个月甚至更低的正常水平, 假设零售量的透支在 2 年内还清, 渠道库存的透支在 5 年内还清, 预测乘用车销量如表 4 所示。

预计乘用车零售 2019 年转正, 批发 2020 年转正, 并且零售在 2019-2021 年将维持 3 年快速增长, 增速中枢约 6.5%-7%。



经过假设我们预计 2019 年零售销量有望实现 2278 万辆，同增 6.4%。如果还债量提升增速可能会降低，如果 1 年还债完毕，零售增速也有 2.7%，所以全年零售转正是极大概率确定的。并且未来 3 年零售端增速均有望维持较高的增速。

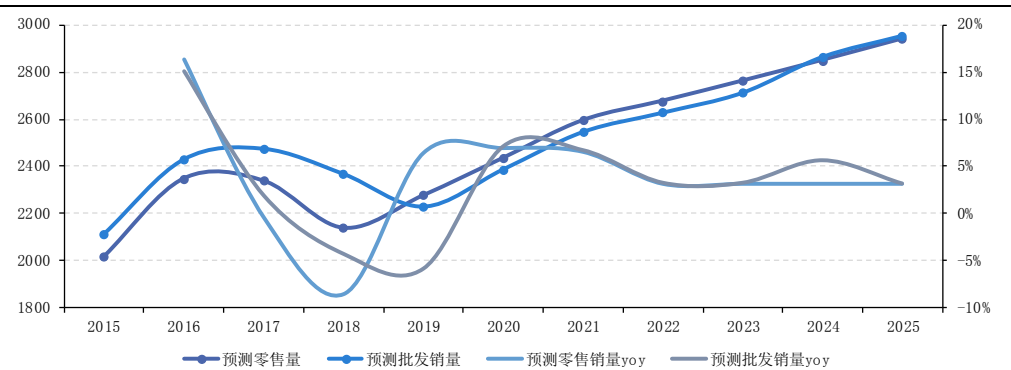
预计 2019 年批发销量实现 2228 万辆，同减 5.9%。如果考虑去库存加大，按全年渠道库存去掉 100 万辆估计则会同减 11.4%，但是超过双位数的下滑我们估计大概率并不会出现，预计整体仍会温和的去库存等待需求回暖。预计 2020 年批发销量实现 2386 万辆，同比增长 7.1%，回暖滞后零售端一年。

表 4: 中国乘用车零售、批发销量预测(单位: 万辆), 预计零售 2019 转正, 批发 2020 转正

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
零售实际	2019	2349	2339	2140							
零售实际 yoy		16.3%	-0.4%	-8.5%							
零售理想	2019	2110	2205	2304	2408	2516	2596	2678	2763	2851	2941
零售理想 yoy		4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
透支量预测	0	239	134	-164	-130	-80	0	0	0	0	0
零售预测	2019	2349	2339	2140	2278	2436	2596	2678	2763	2851	2941
零售预测 yoy		16.3%	-0.4%	-8.5%	6.4%	7.0%	6.6%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
批发实际	2111	2429	2474	2367							
批发实际 yoy		15.1%	1.9%	-4.3%							
年新增库存预测	92	80	135	227	-50	-50	-50	-50	-50	15	15
库存总量	292	372	507	734	684	634	584	534	484	499	514
批发预测	2111	2429	2474	2367	2228	2386	2546	2628	2713	2865	2965
批发预测 yoy		15.1%	1.9%	-4.3%	-5.9%	7.1%	6.7%	3.2%	3.2%	5.6%	3.2%

数据来源: 东北证券, 上险数, 中汽协

图 54: 中国乘用车销量(万辆)短期预测, 零售 2019 转正, 批发 2020 转正



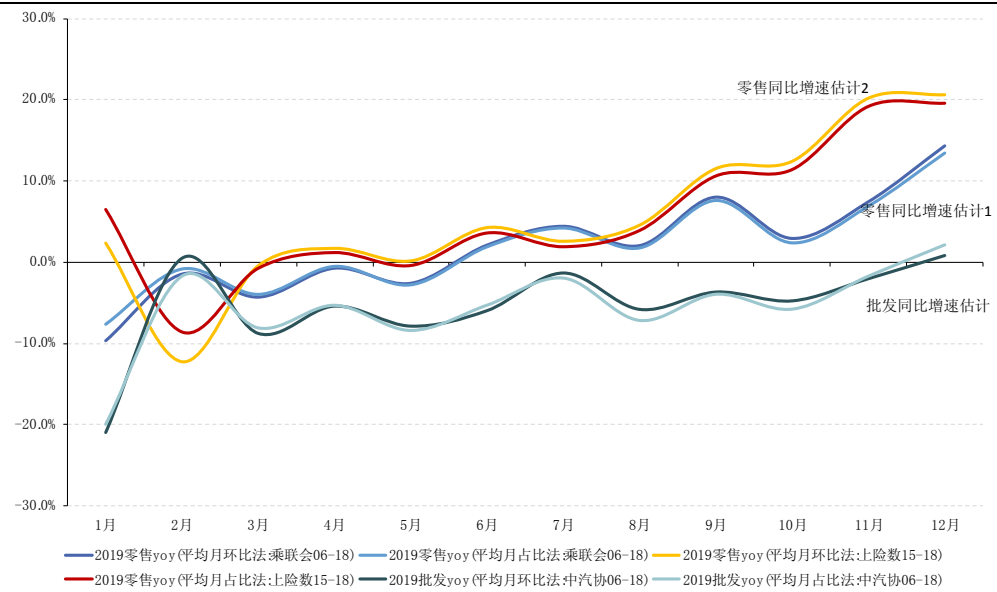
数据来源: 东北证券, 中汽协

### 3.3.2. 2019 年分月度乘用车零售、批发估计

月度销量估计的准确性会低于年度预测, 也低于长期趋势判断, 仅仅作为一个参考基准, 我们预计零售销量最快有望在 19Q2 同比转正。在估计 2019 零售销量 2278 万辆和批发销量 2228 万辆的前提下, 我们通过 2006-2018 年的平均月度占比及平均月度环比两种算法测算了 2019 年分月度销量作为参考基准。可以看出两种方法下的 2019 年乘用车批发销量月度同比增速全年基本保持负增长, 但是下半年跌幅会逐渐收窄。而两种方法下的 2019 年乘用车零售销量同比增速整体呈现前低后高的一个走势, 在 5、6 月份之后就开始了同比转正, 并且如果根据上险数的估

算，最早可能在 3-4 月份开始逐步同比转正。零售销量增速企稳转正，叠加行业长期成长空间仍在，孕育着较强的乘用车板块性投资机会。

图 55：2019 年月度零售和批发增速估计，零售全年呈现前低后高走势



数据来源：东北证券，中汽协，上险数，乘联会

## 4. 超配乘用车：空间仍在+周期反转+估值底部

### 4.1. 板块策略：进攻！超配乘用车，三年周期新起点

当前我们强烈建议关注乘用车板块的投资机会，当前时点是三年向上周期的起点，并且处于历史估值底部有安全边际，建议超配乘用车板块！

第一，经过第 2 章的分析，我们得出的最大结论是：①对比日本 1955-2017 年、韩国 1981-2017 年的乘用车发展阶段，中国乘用车当前仅仅处于快速引入期（演变早期），尚未开启由更换需求驱动的稳健增长期，在人均购买力稳步提升的情况下，中国乘用车销量市场仍有 2 倍以上的成长空间。说明中国乘用车发展仍然充满活力，空间仍在，我们也相信中国人民的生活水平与购买力必然持续提高！

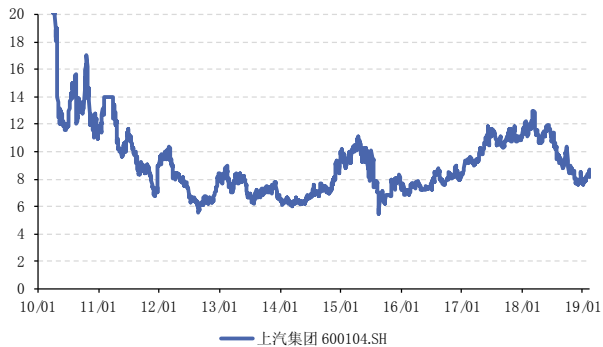
第二，经过第 3 章的讨论，我们在一定假设条件下的判断是：②长期视角下，保守估计 2035 年中国乘用车保有量有望达到 3.62-4.35 亿辆水平，是目前的 2.0-2.4 倍，乘用车销量有望实现 3860 万辆，复合增速实现 2.5% 以上。③短期视角下，保守估计 2015-2035 年零售销量复合增速有望实现 3.5% 的增速中枢，假设 2015-2020 年复合增速为 4.5% 时，2019 年零售销量有望同比转正，实现零售 2278 万辆，同比 +6.4%，并且 2019-2021 年三年的增速均有望维持 6.5% 左右。分月度来看，零售数据最快在 2019Q2 同比转正。批发销量则会在 2020 年销量转正，滞后零售数据一年回暖。

第三，从估值端看，当前绝大多数乘用车企业的 PE 估值均处于过去 8 年的历史低位，并且少数公司 PB 低于 1 倍。周期向上还需结合估值进行综合评判，我们考察了部分乘用车企业的 PE-ttm 和 PB-lyr 变化趋势，可以发现上汽、广汽、吉利、长城、长安，华晨，北汽的估值均处于 2010 年至今以来的历史低位，并且长安、长城 H、北汽的估值水平低于 1 倍。说明 2018 年经济下行、行业销量下行、对长期空间的担忧等悲观预期已经较为充分的反映在了股价之中，当前乘用车板块估值是具备较强安全边际。

综上所述：乘用车行业基本面底部反转+估值底部，大概率迎来双击机会，板块具备较强进攻性，建议超配！

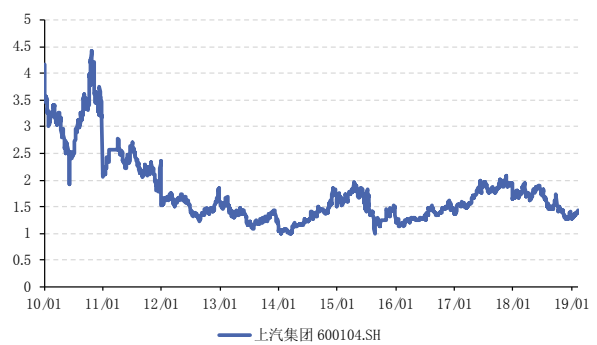
从销量端看，乘用车销量空间仍在，长期有望维持低速增长，2018年并非销量天花板，而2019年是乘用车零售触底反转之年，并且开启了未来三年较快增速的成长周期。从估值端看，乘用车企业PE和PB估值均处过去8年历史低位，具备较强安全边际。虽然企业盈利在2019年或将继续承压一段时间，但是周期拐点已现，估值必将迎来修复，随后业绩也会逐步释放支撑，最终共创板块的戴维斯双击。

图 56: 上汽集团 PE 处于较低位置，当前 8.6 倍



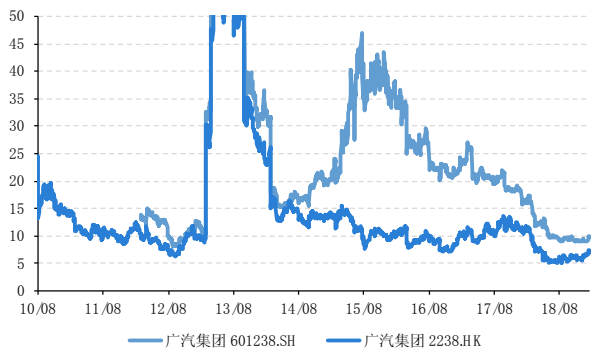
数据来源：东北证券，Wind

图 57: 上汽集团 PB 大约处于 1.4



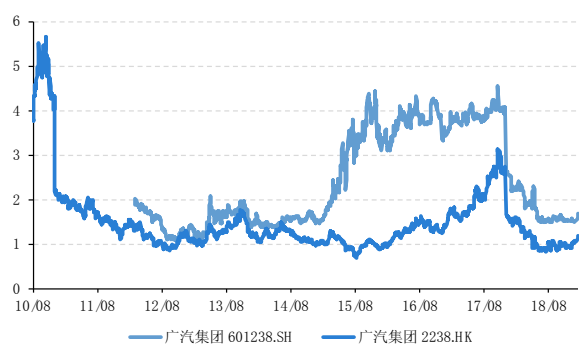
数据来源：东北证券，Wind

图 58: 广汽 A/H PE 处于历史低位，当前分别 9.8 倍和 6.9 倍



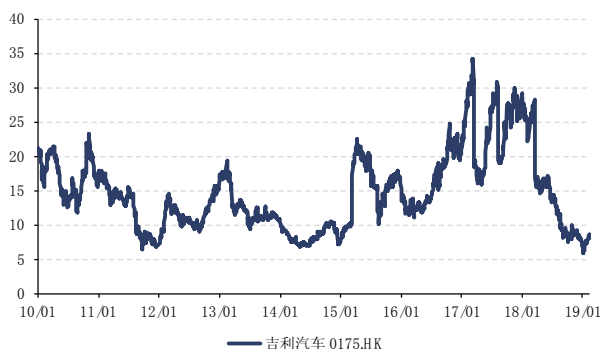
数据来源：东北证券，Wind

图 59: 广汽 A/H PB 分别为 1.6 和 1.1 倍



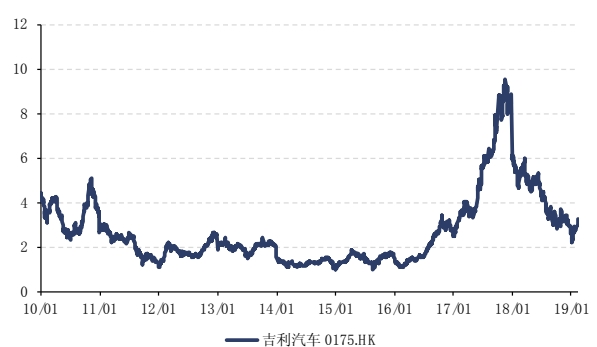
数据来源：东北证券，Wind

图 60: 吉利汽车 PE 处于历史低位，当前 8.4 倍



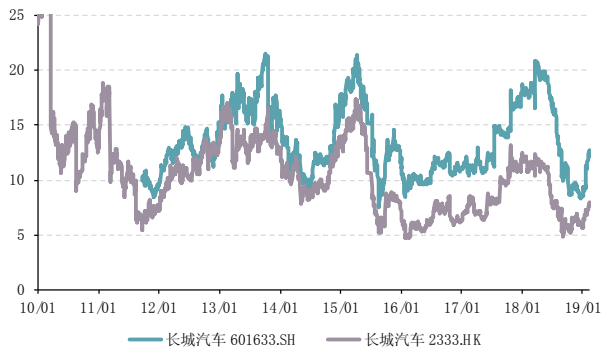
数据来源：东北证券，Wind

图 61: 吉利汽车 PB 处于 3.1



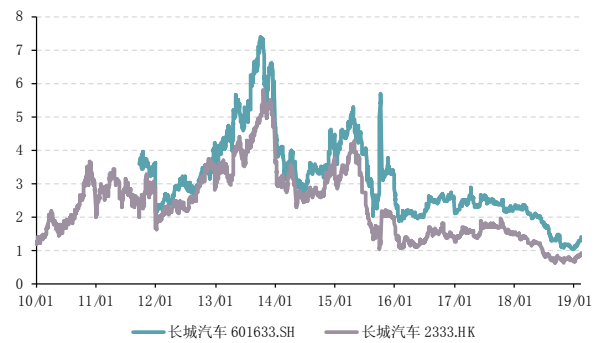
数据来源：东北证券，Wind

**图 62: 长城 A/H PE 均处历史低位, 当前分别 12.4 倍和 7.7 倍**



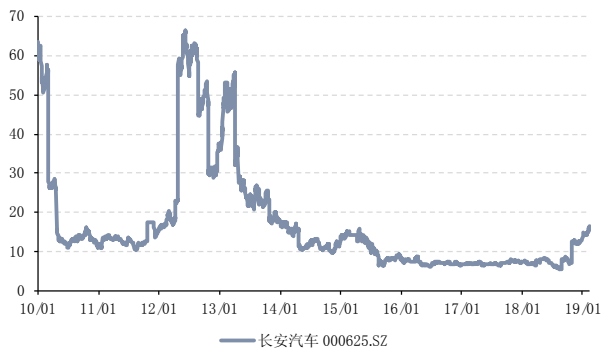
数据来源: 东北证券, Wind

**图 63: 长城 A/H PB 分别处于 1.3 和 0.9 倍**



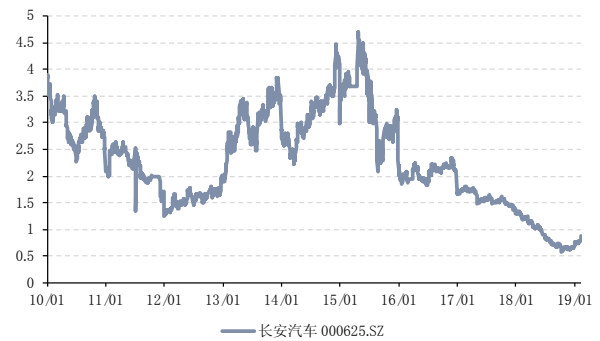
数据来源: 东北证券, Wind

**图 64: 长安汽车 PE 处于历史低位, 当前 15.7 倍**



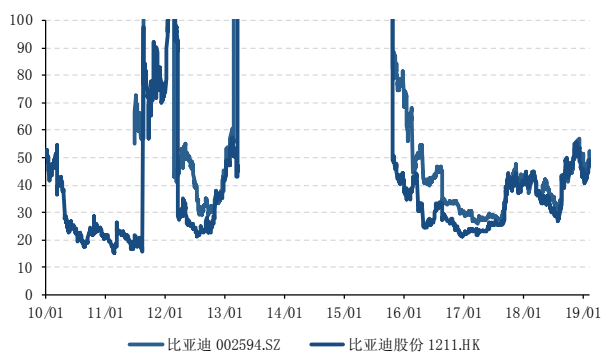
数据来源: 东北证券, Wind

**图 65: 长安汽车 PB 处于 0.8 倍**



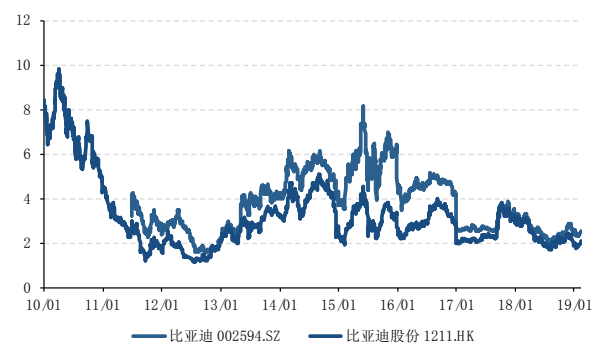
数据来源: 东北证券, Wind

**图 66: 比亚迪 A/H PE 绝对值相对较高, 当前分别 50.4 倍和 46.0 倍**



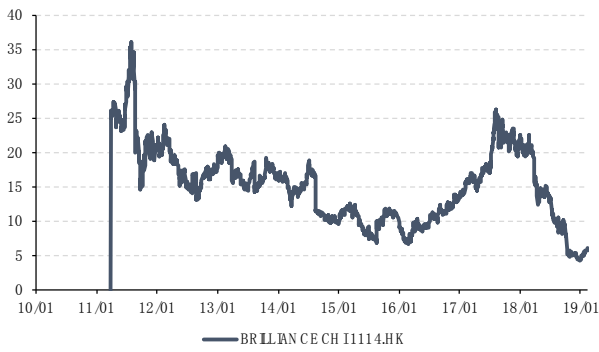
数据来源: 东北证券, Wind

**图 67: 比亚迪 A/H PB 分别处于 2.6 倍和 2.0 倍**



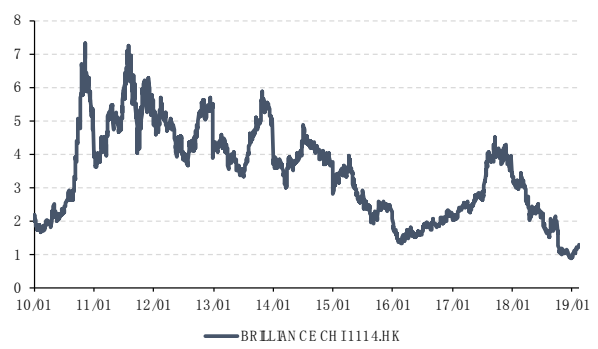
数据来源: 东北证券, Wind

图 68: 华晨汽车 PE 处于历史低位, 当前 5.6 倍



数据来源: 东北证券, Wind

图 69: 华晨汽车 PB 处于 1.2 倍



数据来源: 东北证券, Wind

图 70: 北京汽车 PE 处于历史低位, 当前 8.9 倍



数据来源: 东北证券, Wind

图 71: 北京汽车 PB 处于 0.8 倍



数据来源: 东北证券, Wind

#### 4.2. 选股策略: 低估值+强车型周期带来的双击机会

周期底部反转、股票上涨的过程, 我们预计会经历三个阶段: ①估值修复, 业绩承压; ②估值业绩双击; ③估值稳, 业绩升; 当前依旧处于第①阶段。周期反转三阶段中, 第①阶段是行业性的, 水涨船高, 第②阶段则需要精选有竞争力的企业, 需要业绩持续释放, 第③阶段的钱其实已经比较难挣了, 必须是全球性的龙头才有望持续胜出。从风险的角度来看, 在低估值的前提下, 精选业绩持续释放, 车型周期向上的乘用车企业是更优的选择。

我们重点推荐关注: 上汽集团, 广汽集团 (A+H), 长安汽车, 吉利汽车(H)和长城汽车 (A+H)。

##### 4.2.1. 上汽集团: 低估值+通用周期向上, 行业龙头受益回暖

通用 2019 产品大年, 大众销量保持稳健。上汽两大合资品牌销量历史上保持超越行业的增长。上汽通用 2019 迎产品大年, 将有 9 款新车上市, 包括 4 款 SUV 车型, 凯迪拉克的持续热销也将持续提升上汽通用的单价中枢和盈利中枢, 开启新的上升周期。上汽大众在 2018Q4-2019 将投放两款 SUV, 分别为紧凑型途岳和小型 T-cross, 主打最热细分市场, 途岳目前月销已经稳定在 1 万台以上, 我们预计大众终端销量也能保持平稳增长。

荣威产品竞争力强, i5 月销破 2 万。上汽荣威自从推出爆款 SUV RX5 以来, 实现了快速增长, 已经具备了领先的产品研发生产能力, 2018 年底推出的 i5 车型在今年 1 月销量已破 2 万, 随着 2019 年 RX5 产品换代销量有望持续提升。全年预

计仍然能保持快速增长。

**估值处于历史低位，股息率达 6.9%。**上汽目前 PE-ttm 仅 8.6 倍，处于历史低位，PB-lyr 处于 1.4 倍，处于行业中较低位置。高分红造就 6.9% 的高股息率，伴随行业终端零售回暖，有望实现稳健的收益。

**投资评级：**预计上汽集团 2018-2020 年归母净利润分别为 363、381、419 亿元，EPS 分别为 3.11、3.26、3.59 元，PE 分别为 8.9、8.5、7.7 倍。维持“买入”评级。

#### 4.2.2. 广汽集团：低估值+日系确定崛起，具备持续双击机会

**广汽集团旗下日系合资全系逆市崛起，充分证明日系优秀产品力。**中日关系回暖+日系资源向华倾斜+品牌本身出色产品力+基数较低，共同铸就日系 2018 年靓丽的市场表现，2018 年广丰、广本、广三零售端分别取得 56 (+26%)、72 (-1%)、13 (+11%) 万辆的销量，远超行业平均水平。我们认为丰田 TNGA 架构下生产的新车型的持续导入会进一步提振广丰整体销售水平。本田地球梦发动机和十代雅阁的销量表现基本证明了本田的产品力，销量有望随着车型导入稳健增长。集团整体的业绩增长确定性高。

**传祺全新 GS4 有望支撑自主品牌销量中枢稳健增长。**传祺在自主品牌中始终处于领先地位，整体车型具备较强的竞争力。2018 年传祺零售端下滑 3.5% 主要原因是老款 GS4 出现大幅下滑，2019 年主力车型 GS4 换代有望支撑整体销量中枢稳步上移，重启自主上升周期。

**估值低，具备安全边际，存在双击机会。**广汽集团 A/H 股 PE-ttm 估值水平分别处于 9.8 倍和 6.9 倍水平，均处于历史低位。A/H 股 PB-lyr 估值分别处于 1.6 倍和 1.1 倍，港股估值相对更具吸引力。伴随业绩的持续提升，形成持续的双击机会。

**投资评级：**预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 128/142/158 亿元，EPS 分别为 1.25/1.39/1.54 元，A/H 股 PE 分别为 9.0/8.1/7.3 倍和 6.3/5.7/5.1 倍，维持“买入”评级

#### 4.2.3. 长安汽车：PB < 1+福特林肯上升周期，估值修复业绩弹性大

**困境反转，福特 2025 计划开启新车型周期。**福特是长安主要利润贡献来源，占比达到 80-90%。“1515”计划开启了长福 2011-2015 年强产品周期，销量从 33.6 万辆提升至 86.9 万辆，长安利润也伴随翻了 10 倍。但 2016-2018H1 福特毫无新车投放，2018 年受制于当前福特主力车型均处于车型周期末端，销量下滑严重，全年销量仅 37.8 万辆，同比下滑 54%。但是 2017 年福特全球更换 CEO 后进行战略调整，提升中国战略地位，提出“2025 中国战略”，计划未来 6 年在中国推出 50 款新车，包括 8 款全新 SUV 和 15 款电动车，并且导入林肯豪华品牌。改善长福经营管理层面，提升长福管理团队工程背景，并加大大本土化研发投入。2019-2020 年锐界改款，翼虎换代，全新探险者，并陆续导入林肯 3 款新车，有望开启一轮新的上升周期。

**自主研发实力仍在，降本增效有空间。**长安自主经历了典型的后发企业模仿、吸收、创新的过程，目前成为第一个产销过 100 万辆的国产自主品牌。目前主要问题单车利润较低，大幅低于行业平均水平，随车车型高端化以及供应链成本控制加强，我们认为自主依然具备一定的盈利空间。2018 年公司正式开启第三次创业模式，提出“香格里拉”电动化战略以及“北斗天枢”智能化战略，有望长期提升公司的竞争力。

**估值低，具备安全边际。**长安汽车目前 PE-ttm 处于 15.7 倍，PB-lyr 仅为 0.8 倍，呈现出典型周期股底部的特征，具备安全边际。预计首先会迎来估值修复行情，之后随着福特周期开启有望形成双击机会。

**投资评级：**预计长安汽车 2018-2020 年归母净利润分别为 6.2/18.8/43.7 亿元，EPS 分别为 0.13/0.39/0.91 元，PE 分别为 62.5/20.6/8.9 倍，PB 分别为 0.81/0.78/0.72 倍，维持“买入”评级。

#### 4.2.4. 长城汽车：低估值+经营改善，估值修复

**经营改善，新车型稳步推出，整体有望保持稳健增长。**长城汽车发展初期搭乘了中国 SUV 市场红利，迅速占领紧凑级 SUV 细分市场，H6 目前月销依然有 4.5 万辆以上，也造就了 2010-2013 年 4 年 10 倍的巨大涨幅。之后受制于 SUV 增速放缓竞争加剧，14-15 年过早进行高端化探索 H8 H9 的失利，红蓝标销售政策失利，新能源布局的缓慢，长城发展放缓，利润也出现了下滑。随着长城重大经营战略调整，推出独立高端 WEY 品牌，推出更年轻的 F 系列替代红蓝标战略，以及积极布局新能源，计划在 2025 年基于 5 个车型平台推出 12 款车型。1 月 F7 销售已突破 1.5 万台仍处爬坡之中，WEY 销量也持续保持在 1 万辆左右，新能源欧拉 iQ 和 R1 也在稳步提升，长城整体改革初见成效。随着 2019 年 H6 中期改款稳定销量和盈利中枢，哈弗 F7x 的全新上市，公司销量有望保持稳健增长。

**估值较低，具备安全边际。**长城汽车 A/H 股 PE-ttm 估值水平分别处于 12.4 倍和 7.7 倍水平，均处于历史低位。A/H 股 PB-lyr 估值分别处于 1.4 倍和 0.9 倍，港股估值相对更具吸引力。

**投资评级：**预计长城汽车 2018-2020 年归母净利润分别为 53.5/61.3/69.8 亿元，EPS 分别为 0.59/0.67/0.76 元，A/H 股 PE 分别为 12.4/10.8/9.5 倍和 9.9/8.6/7.6 倍，维持“买入”评级。

#### 4.2.5. 吉利汽车：低估值+自身周期向上，估值修复

**研发创新实力已经质变，产品系列均衡强劲，有望保持稳健增长。**吉利自 2010 年并购沃尔沃乘用车之后，花了 5 年时间基本完成了学习与整合，自 2016 年推出月销 2-3 万的爆款紧凑 SUV 博越已经充分证明。吉利目前 9 款车型月销过万，轿车 SUV 系列保持均衡，高端品牌领克销量保持在 1 万以上的稳健态势。吉利 2018 年 12 月开启主动去库存周期，批发端虽然承压但表态积极，随着 2019 年 6 款吉利新车和 2 款领克新车的全面上市，有望进一步延续吉利的强势产品周期表现。

**估值较低，具备安全边际。**吉利汽车 H 股 PE-ttm 估值水平处于 8.4 倍水平，均处于历史低位，PB-lyr 估值处于 3.1 倍水平。具备一定安全边际。

**投资评级：**预计吉利汽车 2018-2020 年归母净利润分别为 128、135、155 亿元，EPS 分别为 1.43、1.50、1.72 元，PE 估值分别为 8.7、8.3、7.2 倍。给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 宏观经济增速不及预期，中美贸易战加剧；
- 2) 长期中国人均购买力（人均 GDP）无法得到持续提升；
- 3) 由于消费习惯，中国乘用车报废周期均值远高于日韩两国，更换需求无法较快提升；
- 4) 终端零售销量不及预期，价格战风险；

**分析师简介:**

**李恒光:** 汽车行业分析师, 2016年加入东北证券研究所, 现任汽车组组长, 主要研究领域为新能源汽车、智能驾驶、零部件等。

**赵季新:** 汽车行业研究助理, 清华大学硕士, 2017年加入东北证券研究所, 主要研究零部件、乘用车等。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。



## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn