

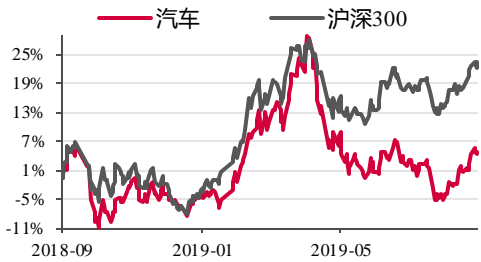
如何看待我国汽车行业未来发展？

2019年09月16日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
汽车	8.92	4.24	3.50
沪深300	7.06	8.69	22.53

李文瀚

分析师

执业证书编号: S0530519070005
liwh1@cfzq.com

0731-89955753

相关报告

- 《汽车：汽车行业2019年8月行业跟踪报告：销量下滑继续收窄，行业或将迎来景气拐点》
2019-09-02
- 《汽车：汽车行业2019年7月行业跟踪报告：新能源补贴退坡，关注低PB、高成长两条主线》
2019-08-01
- 《汽车：汽车行业点评：双积分修正办法公布，节能成为新风向》 2019-07-12

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
拓普集团	1.04	11.49	1.12	10.67	1.28	9.34	推荐
广汇汽车	0.40	10.20	0.47	8.68	0.54	7.56	推荐
华域汽车	2.55	9.76	2.38	10.46	2.66	9.36	谨慎推荐
均胜电子	1.01	16.81	0.97	17.51	1.13	15.03	谨慎推荐
比亚迪	1.03	49.31	1.41	36.02	1.82	27.91	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 周期波动：中国的汽车行业在过去十年内不属于周期性行业，而在未来的五到十年内也将呈现周期和成长并存的局面。中国汽车消费以2014年为界，分为两个不同阶段，其核心驱动因素不同。2014年前的核心是驱动因素是中国消费者收入水平不断提升，购买力可支撑满足出行交通工具由自行车、摩托车改为汽车，消费者主要为首次购车人群。2014年以后，存量替换的需求则占据主导地位。
- 市场空间：我们认为我国汽车保有量的天花板来自资源支持和主观需求两个方面。中国汽车未来的保有量区间在5.2亿-6.5亿辆之间，年销量在3500万辆至4000万辆之间。从客观资源支持层面看，结合经济总量、出行距离和环境承载能力等因素，我们预计我国未来汽车保有量在5.2亿-6亿辆之间；从主观消费需求层面看，我国汽车驾驶员未来需求的汽车总量在6亿-6.5亿辆之间。
- 汽车售价：长期看汽车消费绝对值将不断提升，但占人均GDP（不变价）比重将会下降。整体看汽车价格上涨无法跑赢通胀幅度，但由于汽车配置的提升带来的单车价值量的提升，以及消费者对高端品牌和豪华车型偏好提升，均使得汽车平均销售单价能维持上涨趋势。
- 近期销量走势判断：汽车短期销量受M2和房地产销售增速影响，其中房地产销售在2014年前与汽车销售正相关，此后负相关。通过综合考虑以上因素，预计2019Q4汽车销量有望月度转正，2020年行业景气度全面回升。
- 维持行业“同步大市”评级。虽然政策端和销量端利好频出，但考虑到行业月度销量尚未实质性好转，我们仍维持谨慎乐观态度，认为汽车零售销量将在未来的几个月内转正。建议关注国内汽车零部件龙头华域汽车（600741）、全球汽车安全龙头均胜电子（600699）、NVH、IBS龙头拓普集团（601689）、新能源汽车龙头主机厂比亚迪（002594）和我国最大的汽车销售商广汇汽车（600297）。
- 风险提示：2019年汽车销量持续下滑；新能源、无人驾驶技术应用不达预期；居民杠杆率提升导致消费不振。

内容目录

前言：系列报告的核心出发点.....	3
1 如何认知汽车行业的波动和周期性?	3
2 中国汽车行业的消费潜力	6
2.1 中国到底需要多少汽车?	6
2.2 中国驾驶员的需求被满足了吗?	8
3 汽车售价的变化趋势	11
4 近期汽车销量走势的判断	13
5 投资建议	16
6 风险提示	17

图表目录

图 1: 2009-2017 年主要发达国家及中国汽车销量增速.....	4
图 2: 2011-2018 年汽车可能的存量替换来源.....	5
图 3: 2011-2018 年中国汽车保有量及换车周期.....	5
图 4: 2011-2018 年汽车消费中新增需求和存量替换需求占比.....	5
图 5: BBA 品牌和汽车销量增速对比	6
图 6: 2011 年至今乘用车均价变化趋势.....	6
图 7: 发达国家汽车更换周期在 12-15 年间	6
图 8: 2017 年全球主要发达国家及中国人均 GDP (美元)	7
图 9: 2016 年世界各国汽车千人保有量.....	7
图 10: 2009-2018 年中国公里里程数.....	8
图 11: 我国汽车驾驶人数、汽车保有量及同比增长率	9
图 12: 日本 VS 中国驾照持有者占总人口比例对比	10
图 13: 日本 VS 中国单车对应驾驶员人数对比	10
图 14: 2018-2045 年中低速增长期我国汽车年销量及保有量预测.....	10
图 15: 2011 年至今的乘用车、SUV 和 MPV 销售均价.....	11
图 16: 2011 年至今的不同级别轿车销售均价	11
图 16: 2012 年下半年轿车按级别分类销量占比.....	12
图 17: 2019 年上半年轿车按级别分类销量占比.....	12
图 19: 1929-2018 年美国人均现价、不变价 GDP (美元)	13
图 20: 2006 年至今汽车累计销量增速与 M2 增速对比.....	14
图 21: 房地产贷款、投资额增速与汽车销量增速对比.....	14
图 22: 2015-2017 年间居民新增人民币存款累计值明显降低.....	15
图 23: 二手房挂牌指数与汽车累计销量在 2018 年开始同向变化.....	15
图 22: 购房与购车驱动因素及相关关系思考框架.....	16
图 25: 2019 年一至四季度汽车产量预测.....	17
表 1: 2019 年 7 月份社会消费品零售情况	3
表 2: 中美日韩单车对应公路里程.....	8
表 3: 1924 年通用各品牌平均售价 (美元)	13

前言：系列报告的核心出发点

撰写该系列的目的是通过横向和纵向对比全球各国和我国的汽车历史发展经验，判断我国汽车行业现在的发展阶段和未来的发展路径，进而指导对行业的投资。在文章内容中，我们更注重通过数据的整理和分析来理清逻辑，因此对行业介绍将较少着墨，尽可能的将核心内容以简洁的语句阐明。本文是汽车行业观察系列报告的第一篇，旨在分析近几年的汽车销售趋势，判断我国汽车行业目前所处位置以及何时实现底部反转。

1 如何认知汽车行业的波动和周期性？

表 1：2019 年 7 月份社会消费品零售情况

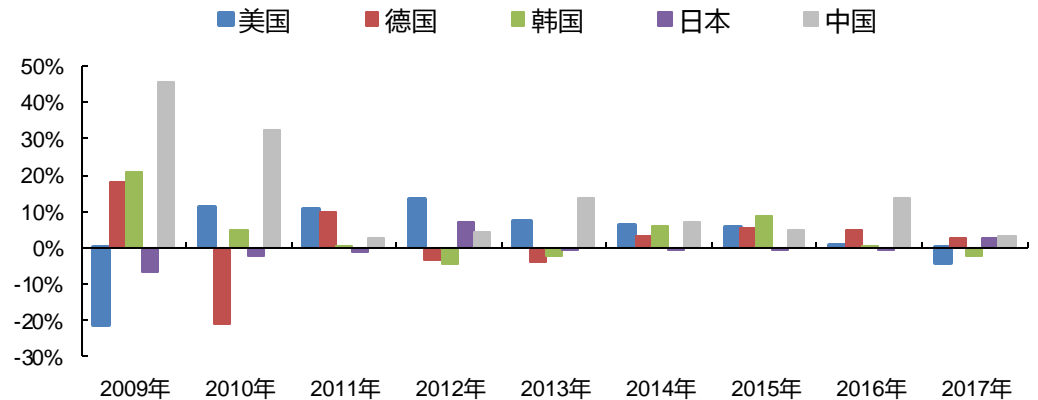
指标	7 月		1-7 月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
餐饮收入	3658	9.4	24937	9.4
其中：限额以上单位餐饮收入	777	7.3	5238	7.2
商品零售	29415	7.4	203345	8.2
其中：限额以上商品零售	10635	2.6	77208	4.4
粮油、食品类	1107	9.9	8064	10.3
饮料类	180	9.7	1173	9.9
烟酒类	287	10.9	2199	6.6
服装鞋帽、针纺织品类	934	2.9	7499	3.0
化妆品类	202	9.4	1666	12.7
金银珠宝类	175	-1.6	1529	2.9
日用品类	462	13.0	3294	13.9
家用电器和音像器材类	713	3.0	5113	6.2
中西药品类	485	11.6	3424	11.0
文化办公用品类	258	14.5	1739	5.6
家具类	163	6.3	1062	5.8
通讯器材类	338	1.0	2581	6.5
石油及制品类	1641	-1.1	11288	2.5
汽车类	3056	-2.6	22147	0.6
建筑及装潢材料类	173	0.4	1083	3.1

资料来源：国家统计局，财富证券

从国家统计局科目归类看，汽车属于社会消费品，并与其互补品石油及制品一道，构成了我国居民消费最大的一部分，两者 7 月消费绝对值合计占社零总额的 14%。但和上表其他消费行业相比，汽车及相关行业下滑速度更为明显，也远低于 GDP 和人均收入增速。根据普遍认知，汽车是典型的可选消费品，在经济不景气的背景下非刚需型消费者倾向将需求延后，汽车行业呈现明显的周期性。因此，在我国经济增速放缓的情况下，2018 年至今的汽车单月销售下滑可以直接归因于经济不景气以及汽车行业的周期属性。

但我们通过对比中国与美、德、韩、日各发达国家汽车销量变化情况，更倾向于认为中国的汽车行业在过去十年内不属于周期性行业，而在未来的五到十年内也将呈现周期和成长并存的局面。以美国为代表的成熟汽车市场为例，每年销售汽车以存量替换为主，在总需求量年度变化较小的情况下，发达国家汽车销量增速呈现围绕0的双向波动。而中国则不然，最主要原因是中国每年的汽车销量增速是由存量替换和增量需求复合决定。

图 1：2009-2017 年主要发达国家及中国汽车销量增速

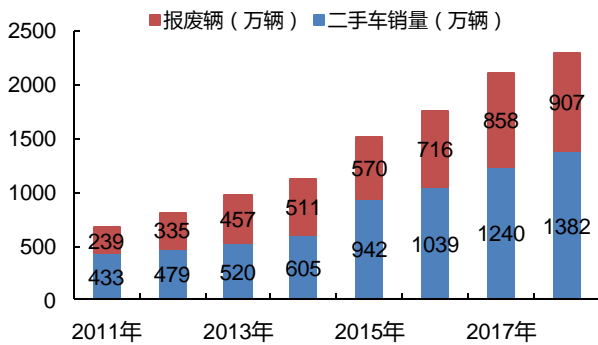


资料来源：Wind，财富证券

我们认为中国汽车消费以 2014 年为界，分为两个不同阶段，其核心驱动因素不同。2014 年前的核心是驱动因素是中国消费者收入水平不断提升，购买力可支撑满足出行交通工具由自行车、摩托车改为汽车，消费者主要为首次购车人群。2014 年以后，存量替换的需求则占据主导位置。

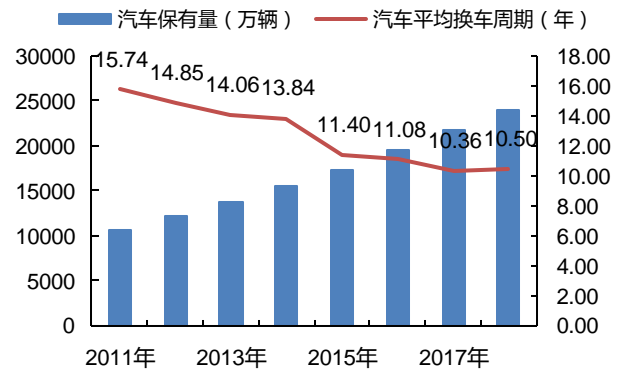
为更清晰的说明分析框架，我们将消费者购买汽车的动机划分为初次购车和存量替换两部分，分别分析其影响因素。为测算存量替换占比，我们假定被替换车源的流向为报废和二手车销售，将两者叠加可粗略统计存量替换需求占每年新车销量比例。据 2011-2018 年的数据显示，新车销售中的存量替换比例持续上升，这符合我们的直觉判断。为了进一步验证假设的严谨性，我们采用年度存量替换汽车数量/年度汽车总保有量，计算我国的汽车使用周期，得出 2011 年至今我国平均换车周期在 10-15 年之间，更换时长有逐年下降趋势。这符合国际汽车成熟市场 10-12 年的换车周期，再一次验证了假设的合理性。

图 2：2011-2018 年汽车可能的存量替换来源



资料来源：Wind，财富证券

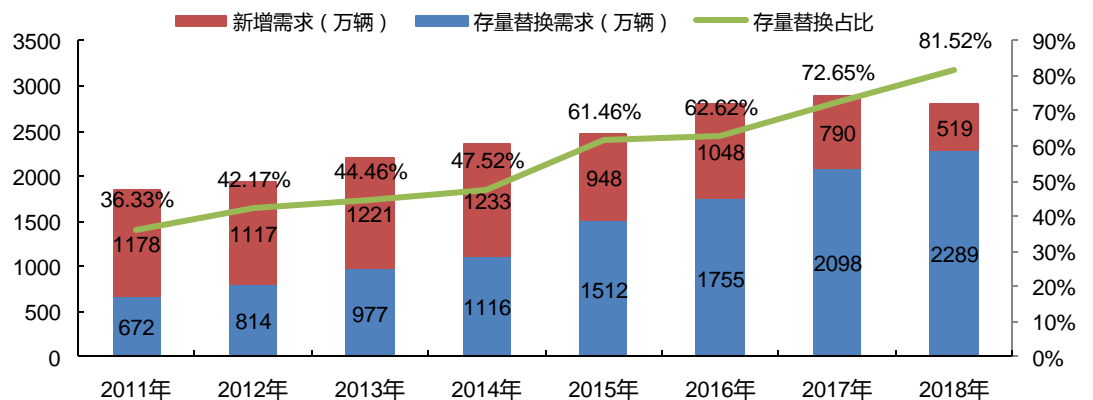
图 3：2011-2018 年中国汽车保有量及换车周期



资料来源：Wind，财富证券

在分离的存量替代的汽车消费后，我们发现新增需求在观测期内波动较大，可以称之为增量弹性；而存量替换需求部分则稳健增加，这部分可以称之为基盘。不过，在基盘之中的非报废替换需求也明显受到经济周期影响。因此，2011年后随着报废车数量占存量替换比例的不断下降，作为基盘的存量需求波动正逐渐增加。增量弹性叠加基盘弹性，造成了中国汽车销量波动。并且，可以较为清晰的发现新增需求的影响权重在2015年开始明显落后于存量替换，可认为我国汽车消费在2015年迎来的存量替换的新阶段。而未来在存量替换为主导的市场行情中，汽车年度销量中报废车辆带来的刚性需求占比下降，将行业导致波动增大，销量增速也将放缓。

图 4：2011-2018 年汽车消费中新增需求和存量替换需求占比

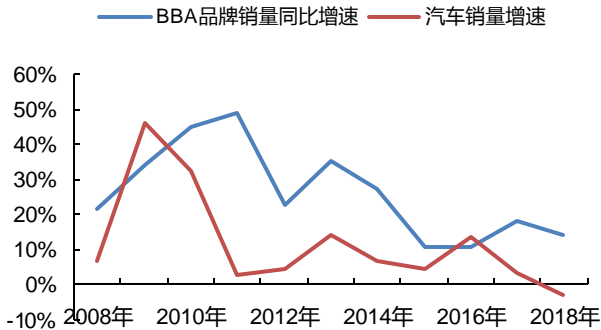


资料来源：Wind，财富证券

存量替换作为驱动力使得行业消费呈现的新的变化：(1)相较于首次购车的消费者，存量替换的消费更稳定也更刚性。我们认为主要原因是当消费者已经习惯了有车出行，重新选择公共出行将相对困难，因此在出售（报废）原有车型后，将紧接着购置新车满足使用需求。而首次购车者则没有形成用车习惯，因此会根据自身收入及经济周期选择购车时点；(2)汽车替换需求和改善型购房需求类似，消费者对产品的偏好将由价格过渡到品质，因此以BBA为代表的豪华车品牌可能将更受青睐。行业实际情况也正在验证我们的观点，在替换需求的支持下，BBA等豪华品牌的销量波动低于行业整体，在经济

景气度下滑 2018 年下半年后维持了相对较高的增长。乘用车销售单价在 2015 年起触底回升，也是替换需求占比增加，价格更高的车型消费占比提升所致。

图 5：BBA 品牌和汽车销量增速对比



资料来源：Wind，财富证券

图 6：2011 年至今乘用车均价变化趋势



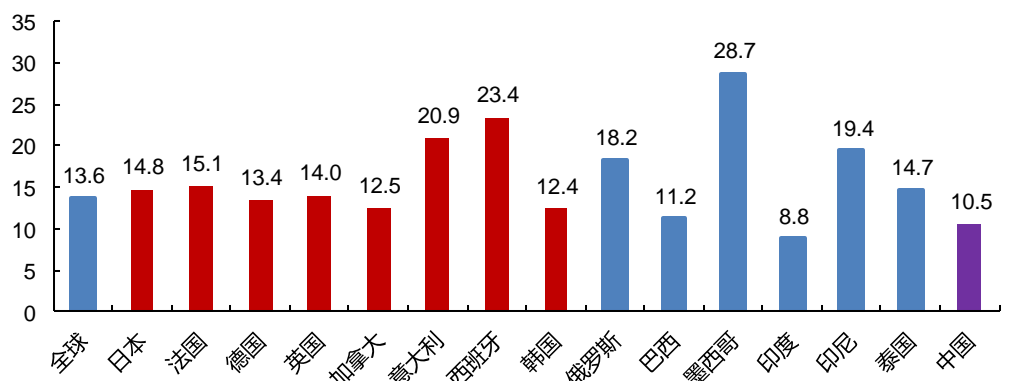
资料来源：Wind，财富证券

2 中国汽车行业的消费潜力

在了解中国汽车行业发展阶段和波动、周期产生原因后，我们将延续之前的分析框架对汽车行业的发展进行预测，其中最重要的就是行业天花板的判断。

根据上一部分的分析，中国汽车消费由存量替换和新增需求叠加而成，存量构成底盘，新增构成弹性。当新增需求绝对值不高、且占总消费比例较低时，基本就可以判断行业发展到达天花板。那么，对中国汽车行业消费潜力的预测问题就变成了对汽车市场每年存量替换需求的判断。在全球成熟汽车市场换车周期相近的情况下，存量替换需求和总保有量最为相关。

图 7：发达国家汽车更换周期在 12-15 年间



资料来源：Wind，财富证券

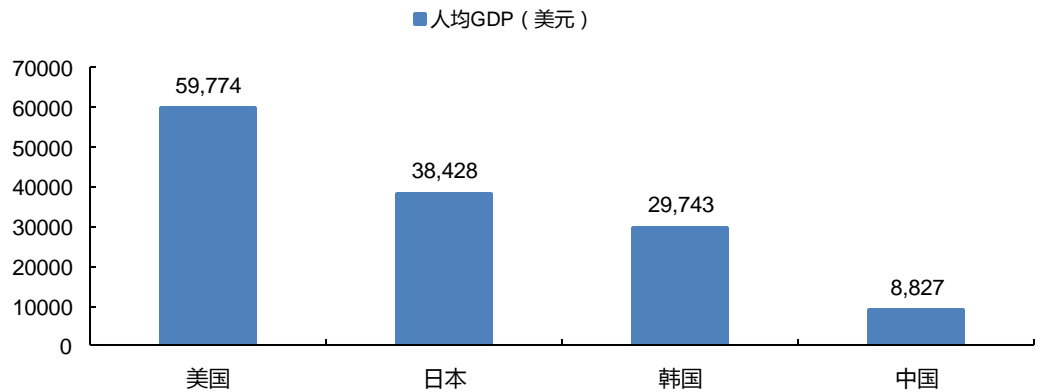
2.1 中国到底需要多少汽车？

中国到底需要多少汽车？这一直都是一个困扰着整个行业的关键问题。本文通过对

比与中国文化习俗、经济总量（日本、韩国）和领土面积（美国）相近的国家的汽车保有量，预测中国未来汽车保有量。之所以选择文化习俗、经济总量和领土面积，是考虑到汽车作为可选消费品，消费数量与当地经济发展状况相关；作为出行工具，与出行距离和出行习惯相关。

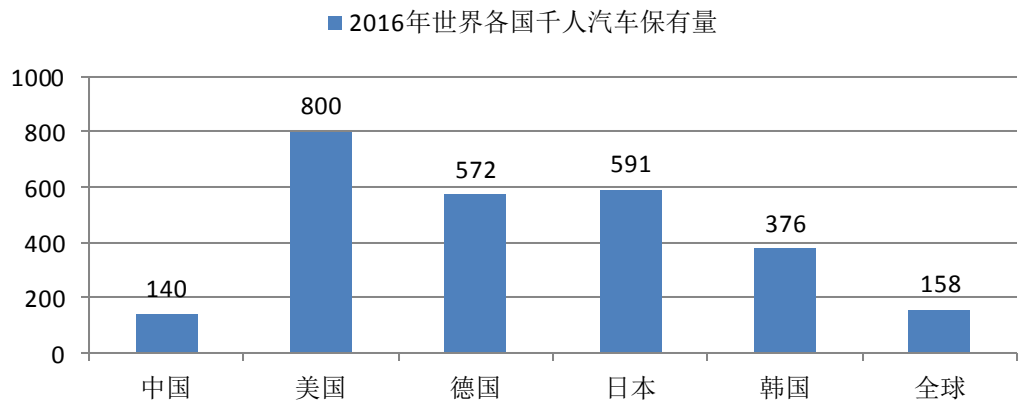
首先考虑经济总量。我们认为汽车作为出行需求的主要体现方式，其在消费中占比将保持相对保持稳定（至于为什么会保持稳定，我们在下文有论述），因此可以通过一国未来可能达到的人均 GDP 水平来推测汽车最终保有量。考虑到我国人口基数较大，我们将韩国的人均接近 3 万美元的 GDP 作为我国未来能达到的合理水平。在此收入水平下，韩国 2016 年千人汽车保有量 376 辆中国远期的汽车保有目标。同时 376 辆每千人也接近三人户均一台汽车的标准，假设具备一定合理性。

图 8：2017 年全球主要发达国家及中国人均 GDP（美元）



资料来源：Wind，财富证券

图 9：2016 年世界各国汽车千人保有量



资料来源：Wind，财富证券

若中国未来实现每千人汽车保有 376 辆，对应 2017 年人口的汽车总保有量将达到 5.23 亿辆，参考全球发展中国家及发达国家 2006-2017 年的平均换车周期为 13.6（全球水平）-15 年（样本平均水平），仅存量替换年销量在 3500-3800 万辆之间，进一步细化可认为在缓慢增长期（作为发展中国家，更换频率更快）的年销量为 3800 万辆，在成熟

期（作为发达国家，更换频率较慢）的年销量为 3500 万辆（更详细测算请参考 2019 年度策略报告《逆小局，顺大势》）。

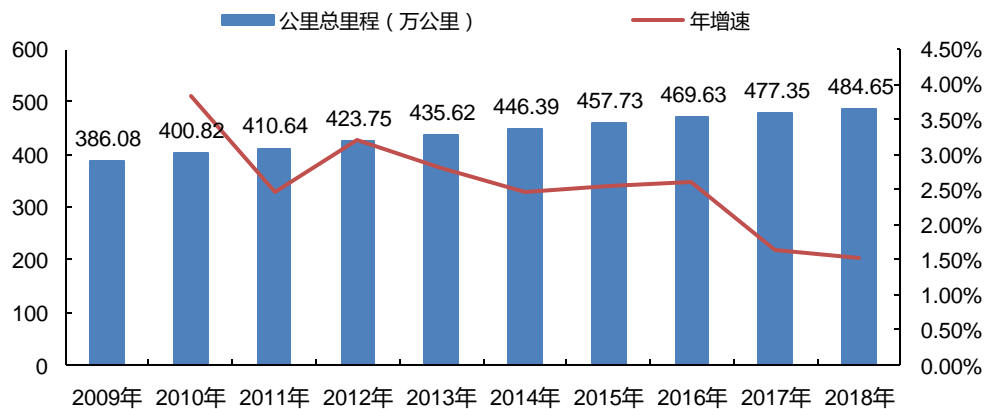
再以出行距离和使用习惯视角分析。从地理条件看，我国和美国领土面积相对较大，对车辆出行的承载潜力也更强，对标韩国和日本，未来保有量仍有提升的可能性。若进一步增加保有量至单车对应公路里程数接近日本水平，则目前公路系统能承载的汽车保有量为 3.6 亿辆左右。考虑到我国部分边远地区公路覆盖仍有提升可能，能进一步提升公路网对汽车的承载能力。因此假设我国公路里程在未来 20 年内仍能维持 2009-2018 年 2.56% 的复合增速，20 年后我国对应的汽车保有量有望达到 6 亿辆左右，与按 GDP 测算数据处于同一水平。

表 2：中美日韩单车对应公路里程

	公路里程（万公里）	汽车保有量（万辆）	单车对应公路里程（米）
中国	485	21700	22.35
美国	685	26419	25.93
日本	122	7808	15.63
韩国	11	2099	5.10

资料来源：Wind，财富证券

图 10：2009-2018 年中国公里里程数

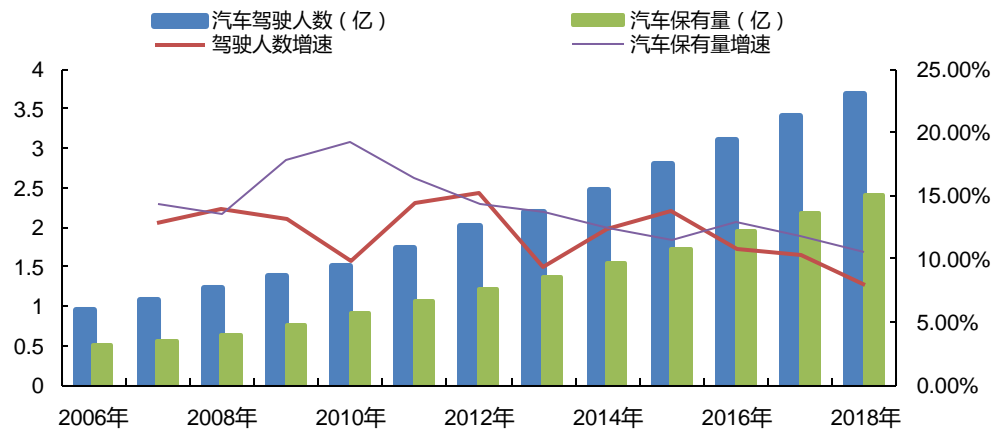


资料来源：国家统计局，财富证券

2.2 中国驾驶员的需求被满足了吗？

以往的中国汽车行业市场总量预测视角主要来自于客观的外界环境，包括人均 GDP 和环境承载力等多种维度，忽略了对消费者的主观需求的测算。因此本篇文章中我们提出了一个疑问——中国驾驶员的需求被满足了吗？通过消费者主观的需求端与汽车发达国家的对比，测算中国的汽车驾驶员对汽车需求的数量，进而判断我国未来的汽车保有量水平。

图 11：我国汽车驾驶人、汽车保有量及同比增长率



资料来源：Wind，财富证券

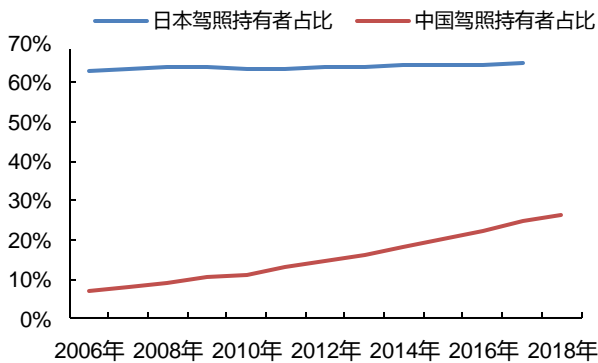
2018 年我国汽车驾驶人（驾照持有人数）达到了 3.69 亿人，较 2017 年同期增加 2700 万人，同比增长 7.89%，是近十年来增速最低的一年。对应的汽车保有量为 2.40 亿辆，较 2017 年增加 2300 万辆，同比增长 10.51%。整体看，大部分年份中汽车保有量增速快于驾驶人的增速，意味着居民的被压抑的驾车需求（持有驾驶执照）正不断被满足（购置车辆）。

那么对于一个国家的居民来说，驾车的最终需求该如何衡量呢？我们不妨以发达国家日本为参考对象。根据我们测算的数据所示，日本 2006 年至 2017 年间的驾照持有者占总人口的比重维持在 63%-65% 之间，区间内变化不大。而我国在 2006 年至 2018 年间的驾照持有者占总人口的比重快速上升，由 2006 年的 7.22% 增长至 2018 年的 26.44%，但仍仅有日本水平的 40%。因为我国考取驾照的成本不菲（包括时间成本和资金成本），居民如果考取驾照即可认为是具备购车需求，因此我们认为驾照持有者数量是汽车保有量的基础，一国的汽车总保有量空间由驾驶人数量决定。

长期看，随着我国居民收入水平的不断提升，我们认为未来中国的驾照持有者比例将向日本趋近。但考虑到环境承载能力（停车位、道路里程）、路权（牌照）及能源限制，我国每位驾驶员对应的车辆数将会低于日本。以 2017 年数据为例，日本每辆汽车对应的驾驶员为 1.05 名，并且这个数据在 2006 年后基本未出现变化；而我国每辆汽车对应驾驶员则为 1.54 名，说明在驾驶层面，居民的需求被抑制。我们倾向于这种抑制力的来源是多方面合力所致：包括经济收入、路权和车位等因素。相对于日本而言，上述抑制力的影响在中国将很难被完全消除。

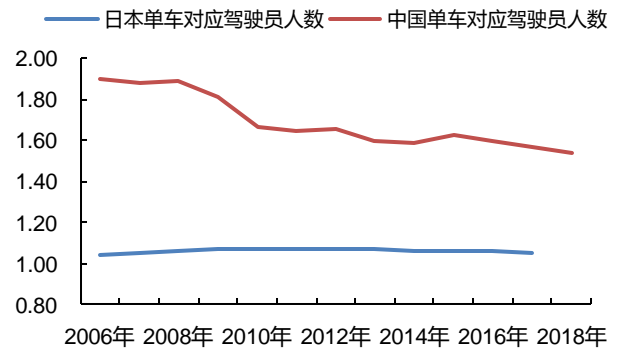
因此我们判断，对于驾驶执照这类投资相对较小、并且不存在物理局限的资源，我国未来的趋势将靠近日本的 65% 的水平。而单车对应驾驶员人数则会高于日本，我们将保有范围估算值 1.4-1.5 之间，那么对应我国 14 亿人口，我国的驾驶者对汽车的总需求在 6.0-6.5 亿辆之间。

图 12: 日本 VS 中国驾照持有者占总人口比例对比



资料来源: Wind, 财富证券

图 13: 日本 VS 中国单车对应驾驶员人数对比



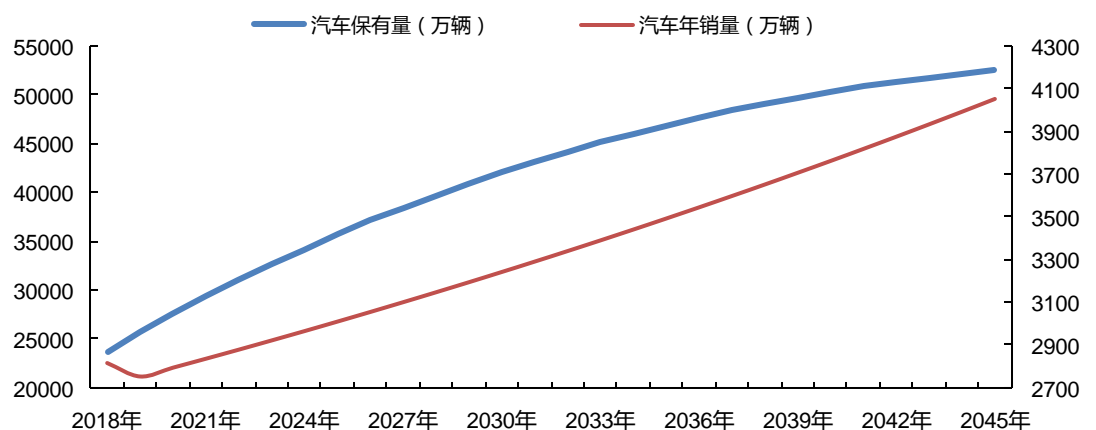
资料来源: Wind, 财富证券

综上所述, 结合环境容量和消费者需求, 我们认为中国汽车未来的保有量区间在 5.2 亿-6.5 亿辆之间 (取平均值为 5.9 亿辆)。而实现该水平保有量需要超过 20 年的积累, 也就意味着我国的汽车销量年增长率将由 2015 年的高增长区间 (5-15%), 过度至 2015 年后的稳增长水平 (0-5%)。以 2015 年为分界点, 也能一定程度上解释 2018 年至今的销量下滑原因——即 2016、2017 年购置税减免政策导致了汽车消费的提前, 使得存量汽车替换占比急剧提升, 动摇了原有的相对稳定的存量替换周期, 造成了此后两年的需求疲软。

我们认为在未来的 30 年内, 我国汽车年销量复合增长率为 1.5% 左右, 在 2044-2045 年达到年最大销量约 4000 万辆, 与乘联会对我国汽车年销售上限判断一致。此后增量需求消失, 进入存量替换时代。开始的成长期替换周期较短, 年销量为 3800 万辆, 成熟期后更替周期延长, 年销量为 3500 万辆。

因此我们认为我国汽车行业市场空间仍然巨大, 虽然未来增速将明显下滑, 但仍有足够需求支撑行业二十年绵长增长的空间, 长期成长趋势依然存在。

图 14: 2018-2045 年中低速增长长期我国汽车年销量及保有量预测

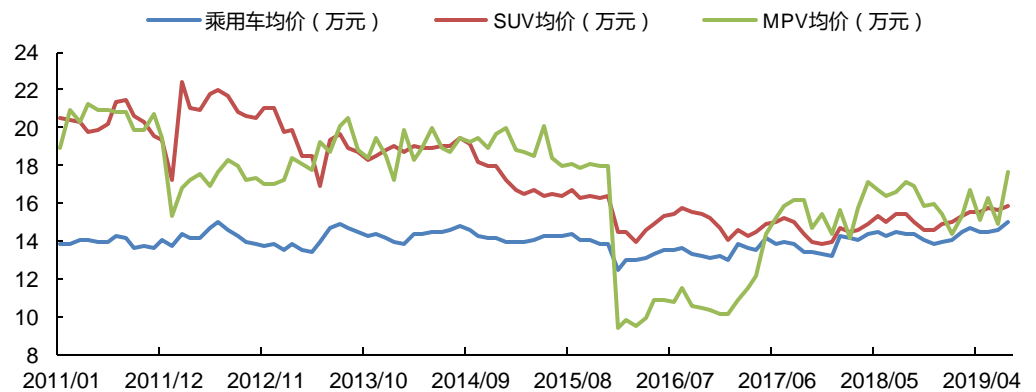


资料来源: Wind, 财富证券

3 汽车售价的变化趋势

评估汽车行业的发展趋势除了销量之外，价格也十分重要。在中国消费者的普遍认知中，汽车建议售价每年都有下降趋势，并且经销商的让利幅度也越来越大。但通过回顾 2011 年至今的我国乘用车、SUV 和 MPV 销售单价可知，虽然 SUV 及 MPV 销售均价有逐年下降的趋势，但乘用车消费的均价却呈现不降反升的态势，2019 年 7 月销售均价比 2011 年 7 月高出 7500 元（为消除季节影响，均采用同一月份数据对照）。

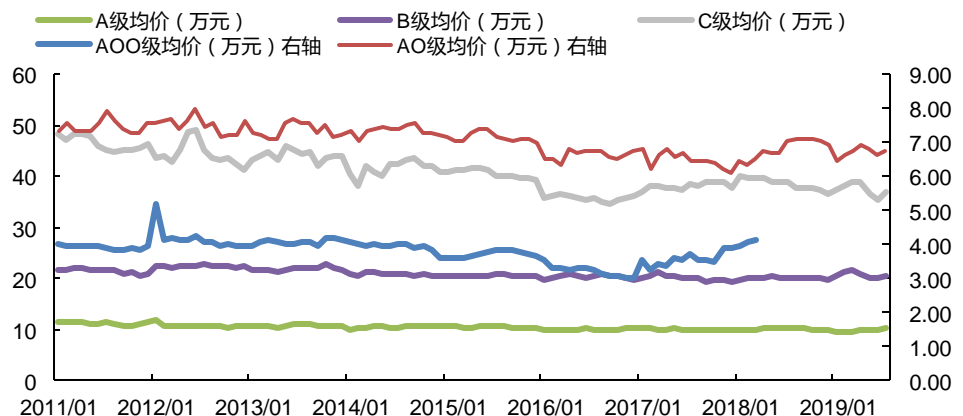
图 15：2011 年至今的乘用车、SUV 和 MPV 销售均价



资料来源：Wind，财富证券

考虑到乘用车销售均价由轿车、SUV 和 MPV 价格的平均值得出，在 SUV、MPV 价格下降的情况下，只能得出轿车销售均价上升的结论。但在将轿车按级别分类的均价走势来看，各级别车型的销售均价自 2011 年以来也呈明显下降态势，个别如 C 级车型的销售均价下降幅度高达 10 万元。

图 16：2011 年至今的不同级别轿车销售均价

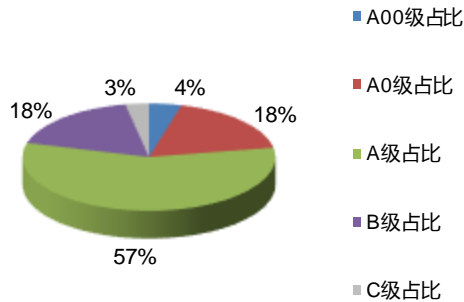


资料来源：Wind，财富证券

排除单价的影响因素后，我们认为仅有消费结构变化一个因素才能解释汽车消费均价的上涨趋势。对照 2012 年下半年和 2019 年上半年我国轿车消费的结构，可以得出消费升级的趋势较为明显，低端轿车（包括 A00 级和 A0 级）消费占比由 22% 下降至 11%，

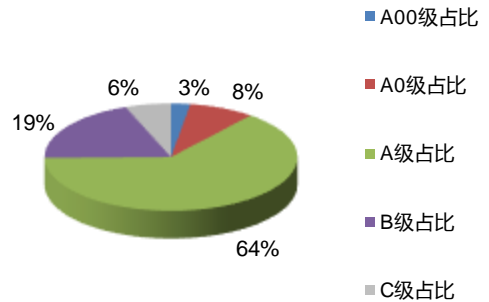
中高端轿车（包含 B 级和 C 级）消费占比由 21% 提升至 25%。考虑到不同级别汽车销售价格的巨大差异，这种消费结构的变化将能明显提升整个轿车板块的平均售价，甚至抵消我们常理上认知的汽车每年销售价格下降的幅度。

图 17：2012 年下半年轿车按级别分类销量占比



资料来源：Wind，财富证券

图 18：2019 年上半年轿车按级别分类销量占比



资料来源：Wind，财富证券

那么既然汽车新品的售价在降低，为什么消费者在汽车消费上的支出不降反升？通过回顾汽车强国美国的车价走势历史，我们可以看出车价与人均 GDP 存在密切的关系。

因为美国历史车价难以追溯，所以我们采用艾尔弗雷德·斯隆在其著作《我在通用汽车的岁月》中提及的通用汽车的销售均价，作为 1924 年美国汽车的销售均价，取平均数为 1242 美元，并认为均价在 5-10 年的短期内不发生明显变化。人均 GDP 则由于缺少 1924 年数据，选用有统计数据的 1929 年美国人均 GDP，粗略估计当时汽车售价占人均 GDP 的比重，得到 1929 年美国汽车售价占不变价人均 GDP 的比重约为 13.6%，占现价 GDP（考虑物价上涨）比重为 144.8%。

美国 2018 年的汽车销售均价约为 3 万美元左右，对应粗略计算的汽车销售占不变价人均 GDP 的比重约为 47.7%，占现价 GDP 比重为 52.7%。对照两组数据可知，美国消费者在购车方面的投入在之前的近 100 年间不断增加，在忽略物价上涨的不变价人均 GDP 的占比提升约 34pct，与我们对中国汽车消费的趋势判断一致。即随着经济的发展，消费者更倾向于在出行领域投入更多的资金、买更贵的车型。我们认为这种价格不断提升的消费趋势形成的原因有两点：（1）汽车配置的提升带来的单车价值量的提升。虽然相较于其他电子产品的技术更新迭代频率，汽车行业的核心技术路线变化相对较小。但汽车电子系统及各类安全配置的使用明显的提升了整车制造成本，增加了产品的价值量；（2）汽车带有面子属性，导致消费者越级购车。高档汽车一般具备一定的奢侈品属性，随着消费者财富的不断累积，通过购买豪车提升自身层次的行为也就水到渠成。

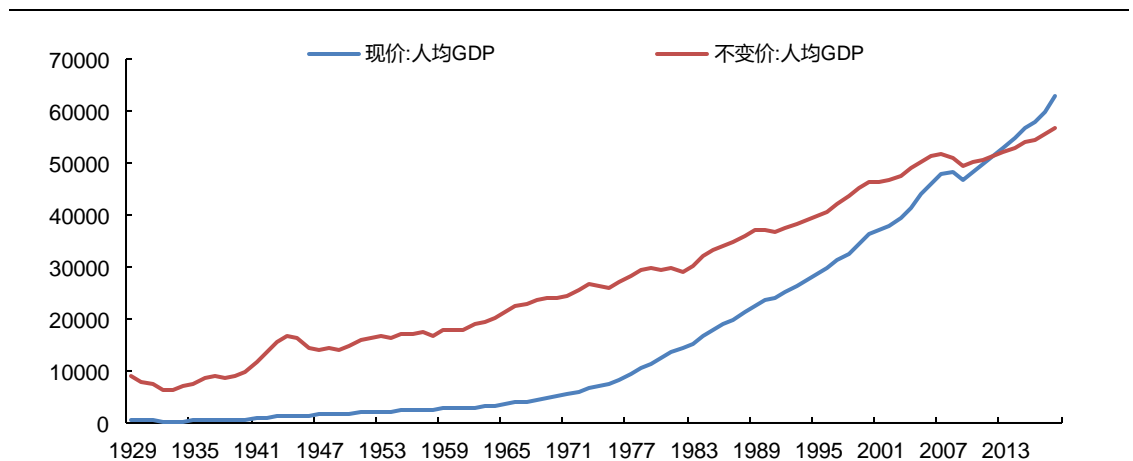
另外一点值得注意的是，虽然汽车消费在不变人均 GDP 中的占比提升，但是在现价人均 GDP 中的占比则明显下降，这表明产业链的成本及原材料的涨幅快于车价涨幅，车企在近 100 年的发展过程中盈利能力在不断受到挤压。

表 3：1924 年通用各品牌平均售价（美元）

车型	价格（美元）	平均售价（美元）
雪佛兰	510	
奥斯莫比	750	
奥克兰	945	1242
别克 4 系	965	
别克 6 系	1295	
凯迪拉克	2985	

资料来源：《我在通用汽车的岁月》，财富证券

图 19：1929-2018 年美国人均现价、不变价 GDP（美元）



资料来源：Wind，财富证券

我们认为中国汽车价格的变化逻辑未来也将与美国类似，虽然低级别的车型在生产能力进步和竞争加剧的环境下有价格年降的趋势，但技术升级带来的单车价值量提升以及消费者对更高档次品牌的需求将拉升汽车的整体销售价格。因此我们无须担忧汽车销售价格持续下降带来的行业市场萎缩。

4 近期汽车销量走势的判断

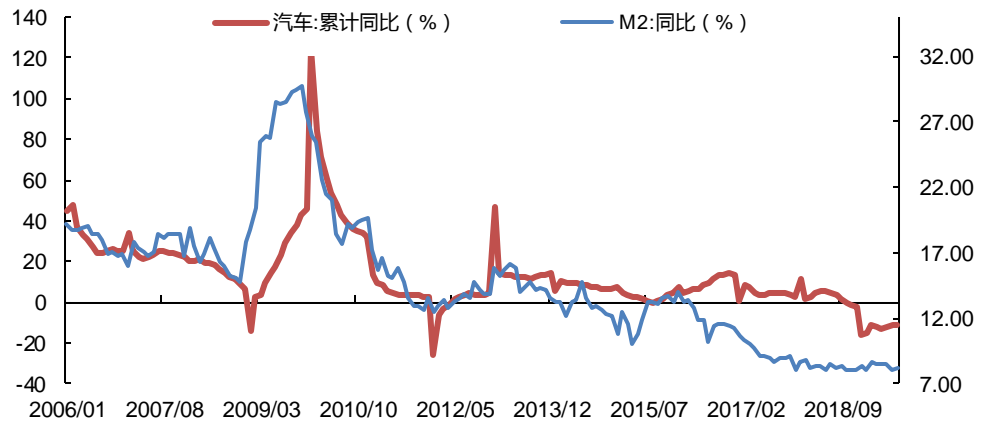
前几部分我们主要分析了我国汽车行业的长期发展潜力和价格走势，但实际上对短期的投资指导意义有限，只有汽车消费结构部分可以一定程度上对未来汽车销量做出指引。按前文所述，每年的汽车消费是由“存量替换”叠加“新增需求”，存量替换更为刚性，新增需求提供弹性。因此 2018 年至今的汽车销量不振，虽有一定政策透支的影响，但就目前行业的销售现状来看，下行周期已远超历史最长水平，仅以政策原因解释难以完全说明。

据我们最新的研究理解和判断，我们认为本轮汽车消费下行周期实际是由房地产消费挤压和政策透支双重因素影响。看似我们的观点是陈词滥调，但我们的思维逻辑形成过程却与市场有一定差别。

我们非常赞同 M2 增速与汽车销售增速的超强相关关系。因为目前国内的汽车金融发展迅速，贷款购车行为将明显受 M2 发行的影响。而随着 2016 年以后 M2 发行增速下

滑，汽车销售下滑也有迹可循。

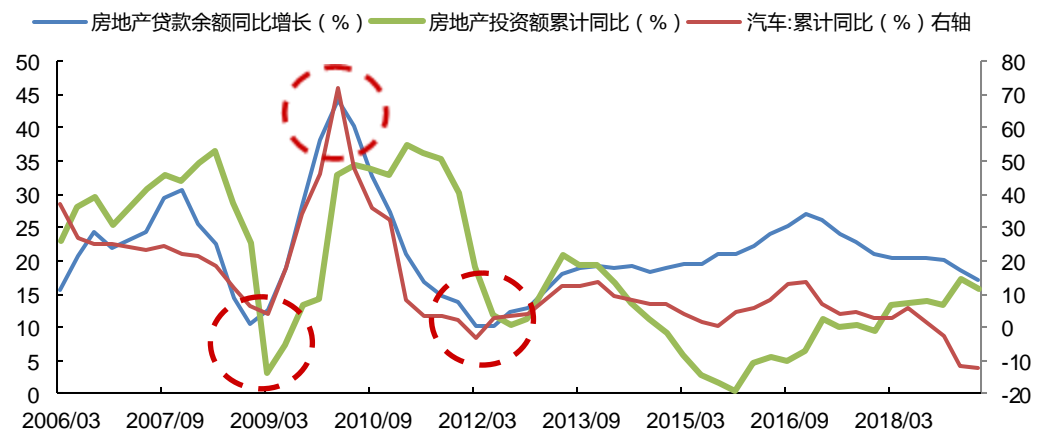
图 20：2006 年至今汽车累计销量增速与 M2 增速对比



资料来源：Wind，财富证券

但市场另一普遍认同的房地产销售将压制汽车的观点，我们只表示部分同意。我们的观点是：2014 年前，房地产销售与汽车销售正相关；2015 年至今，两者负相关。2014 年前，不论是房地产贷款余额增长率还是房地产投资额累计增长率都与汽车销量增长显著相关，并同步经历了 2009 年、2012 年初的谷底和 2010 年的波峰；2015 年后，随着房地产去库存开始，汽车和房地产销量呈负相关关系，也是市场上现在认知的购房压制购车需求的观点来源。

图 21：房地产贷款、投资额增速与汽车销量增速对比



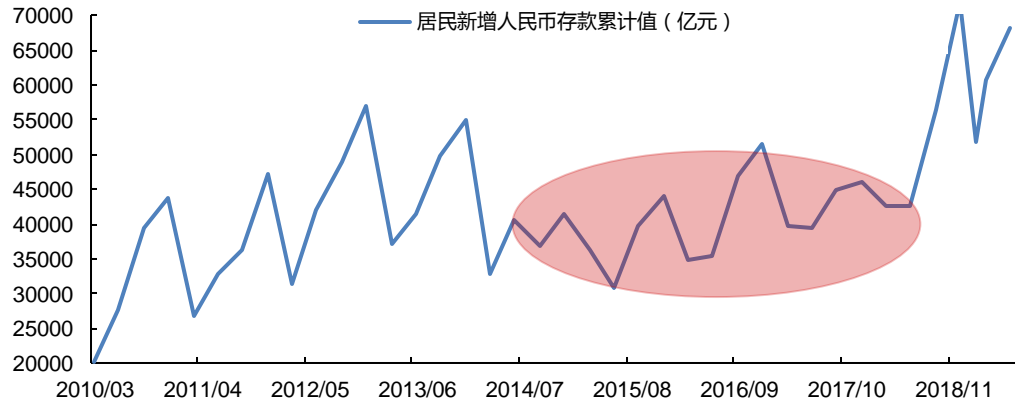
资料来源：Wind，财富证券

我们倾向认为，在正常的行业发展周期内，房地产和汽车同时受到 M2 增长的正向影响。并且房地产在销售火爆的同时，会为购房者带来明显的财富效应（出售地产将带来大量现金），促进可选消费品、特别是汽车消费。这就解释了汽车消费和购房在 2015 年前的强相关性。而 2015 年后，在地产去库存过程中并未出现曾经的大规模货币放水，此时前一轮作为增量购车主力的售房者购车仅 5 年，远未达到存量替换时间。并且本轮房地产去库存后房价上涨较快，带来两个对汽车行业影响重大的结果。

(1) 房地产价格过高。既大量消耗了居民的储蓄存款，降低了消费者首次购车首付

现金；又降低了居民此后一段时间的现金流净额，削弱了后续偿还汽车贷款的能力。自 2014 年下半年开始，居民新增人民币贷款累计值明显下降，表明购房正明显消耗居民的存款。购房在此阶段呈现明显的消费挤压效应，抑制了汽车的消费。而 2018 年底至 2019 年 H1，存款累计值快速回升，意味着着房地产挤压效应正逐步减弱；

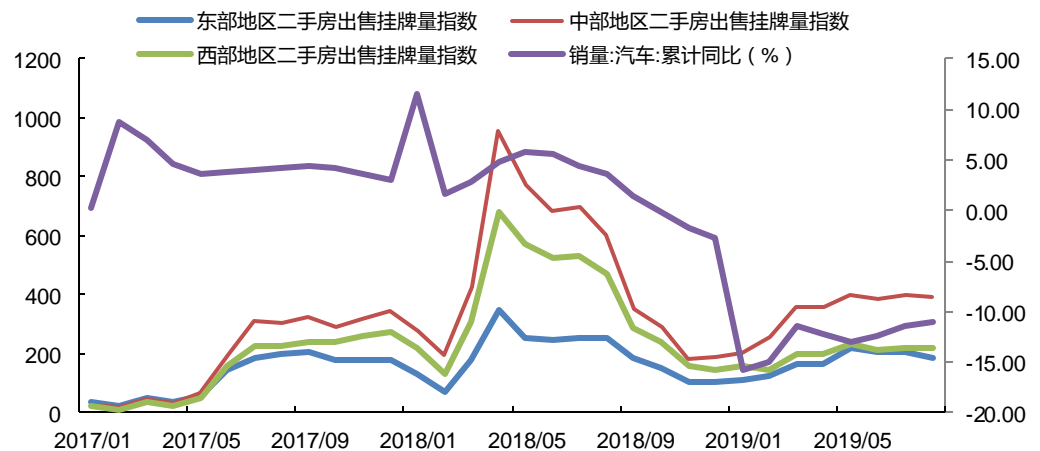
图 22：2015-2017 年间居民新增人民币存款累计值明显降低



资料来源：Wind，财富证券

(2) 各省市通过颁布限购和限售政策，调控地产价格，抑制了售房者的财富效应的产生。自 2018 年 6 月份开始，受全国房地产政策收紧影响，各地区二手房挂牌指数由升转降，而本轮汽车消费单月负增长也自该月开始，验证了我们的观点：若房产持有者无法顺利售房，也就不能获取大量现金购车。在中性经济周期下，出售房地产带来的财富效应有助于汽车消费。其实同理来看，股市也有一定的造富效应。只不过我国股市牛短熊长，赚钱股民仅为少数。并且房地产具有一定杠杆属性，获益倍率更高。另外，本轮的房地产周期也体现了消费升级和消费边际递减效应。在地产销售政策下，本轮售房者地产持有时间更久，对应家庭收入也更高，购车需求也是存量替换为主，导致 2017 年后豪华车品牌的热销。

图 23：二手房挂牌指数与汽车累计销量在 2018 年开始同向变化

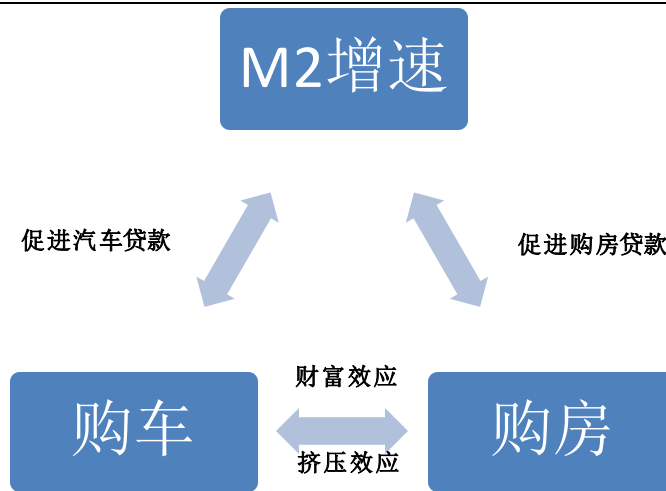


资料来源：财富证券

我们在原有 M2 分析汽车销售需求周期的框架下，进一步将国内最重要的地产产业

链与汽车产业链统筹分析，一定程度上说明了 2018 年以来的汽车销量下滑产生原因。而未来 2019H2 至 2020 年间，根据我们的模型所示：(1) M2 将逐渐企稳，中性影响；(2) 压制新车销售的居民新增人民币存款累计值逐步回归正常，正面影响；(3) 影响存量替换的二手房销量正从低部向上提升，并且 2010 年对应 1100 万辆的新增购车需求消费者将在 2020 年左右进行存量替换，两者均为正面影响。叠加限购的部分城市牌照放开带来的一定增量，我们判断 2020 年的汽车销量有望转正并实现一定增长。

图 24：购房与购车驱动因素及相关关系思考框架

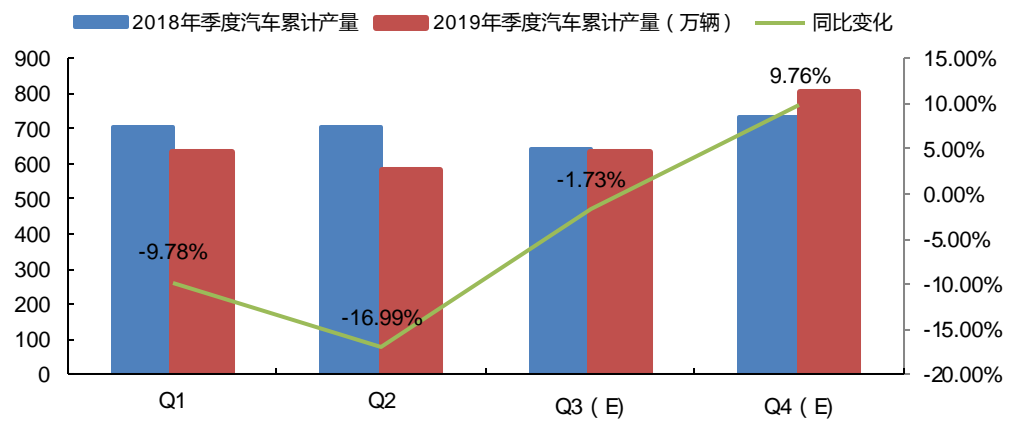


资料来源：财富证券

5 投资建议

维持行业“同步大市”评级。目前汽车产业正处于百年间少有的技术巨大革新的前期，以新能源汽车为代表的汽车电动化在重塑行业格局，而无人驾驶对行业的颠覆则将在不远的未来接踵而至。我们站在这个节点上，以市场空间和成长确定性为出发点，推荐电动化、智能化这两条长线投资逻辑，而中短期则依赖我们对汽车销量周期的判断模型。整体上看，我们认为行业在 2019H2 是筑底回升阶段，2020 年将重回成长车道。推荐国内汽车零部件龙头华域汽车（600741）——低 PB 估值叠加汽车电子市场空间被打开；全球汽车安全龙头均胜电子（600699）——全球汽车安全龙头，订单充沛、下游客户优质；NVH、IBS 龙头拓普集团（601689）——轻量化业务快速增长，IBS 具备较大市场空间；关注新能源汽车龙头主机厂比亚迪（002594）和我国最大的汽车销售商广汇汽车（600297）。

图 25：2019 年一至四季度汽车产量预测



资料来源：Wind，财富证券

6 风险提示

2019 年汽车销量持续下滑；新能源、无人驾驶技术应用不达预期；居民杠杆率提升导致消费不振。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438