

# 销量增速继续探底，19年行业复苏可期

## ——2018年11月汽车销量点评

行业简报

### ◆中汽协披露11月销量数据，负增长进一步扩大

11月汽车销售254.8万辆，环比增长7.1%，同比下降13.9%。其中，乘用车销售217.3万辆，环比增长6.2%，同比下降16.1%；商用车销售37.4万辆，环比增长12.3%，同比增长1.7%。

乘用车中，MPV和SUV同比降幅继续扩大。11月轿车销量107.6万辆，同比下降11.9%，环比增长8.1%，市场份额49.5%；SUV销量90.9万辆，同比下降18.1%，环比增长4.4%，市场份额41.8%；MPV综合销量15万辆，同比下降30.8%，环比增长1.9%，市场份额6.9%。

商用车中，货车增速反弹，带动商用车同比增速转正。11月货车销售32.6万辆，同比增长4.1%，环比增长10.5%，市场份额87.2%；客车销售4.8万辆，同比下降12%，环比增长26.2%，市场份额12.8%。

1-11月汽车累计销量同比增速为-1.7%，今年年度销量将出现自2001年以来的首次负增长。

### ◆流通协会公布11月库存同比环比均上升

11月份汽车经销商综合库存系数为1.92，同比上升50%，环比上升2%，库存水平位于警戒线以上。自主品牌库存系数为2.44，环比上升5%；合资品牌库存系数为1.84，环比上升3%；高端豪华/进口品牌库存系数为1.52，环比下降3%。库存深度超过2个月的品牌有21个。

### ◆行业估值在业绩空窗期接近历史底部

2018年11月30日行业PE(TTM)为13.72倍，较去年同期的20.33倍下降明显。我们认为目前行业处于萧条末期，后续随着数据的边际修复以及业绩真空期带来的PE(TTM)底部表象，大概率存在春躁行情。

### ◆投资建议：

随着春节前旺季临近，行业渠道库存会开始去化，由于基数效应，明年一季度相较今年四季度乘用车增速大概率边际改善，四季度销量会成为这一轮周期的销量增速底部。同时节前处于业绩空窗期，考虑到行业估值水平接近历史底部，板块春躁行情可期。预计明年下半年行业增速有望转正，届时会形成更好的板块配置机会。

### ◆风险分析：

行业增长不及预期，宏观经济因素的扰动，去库存进程不达预期。

## 中性（维持）

### 分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

[shaoj@ebcn.com](mailto:shaoj@ebcn.com)

### 联系人

文姬

021-52523658

[wenji@ebcn.com](mailto:wenji@ebcn.com)

杨耀先

021-52523656

[yangyx@ebcn.com](mailto:yangyx@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

终端市场低迷，企业盈利承压，业绩分化凸显——汽车和汽车零部件行业2018年三季报总结

..... 2018-11-20

## 目 录

1、 11月销量数据披露，负增长进一步扩大 .....	3
2、 11月库存同比环比均上升 .....	4
3、 行业估值在业绩空窗期接近历史底部 .....	4
4、 投资建议 .....	5
5、 风险分析 .....	5

## 1、11月销量数据披露，负增长进一步扩大

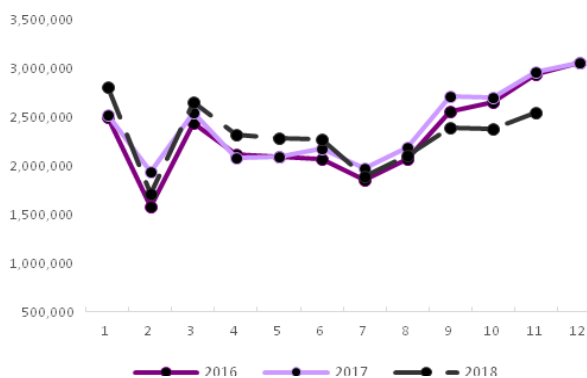
11月汽车销量环比增长，同比继续下滑。11月汽车销售254.8万辆，环比增长7.1%，同比下降13.9%。其中，乘用车销售217.3万辆，环比增长6.2%，同比下降16.1%；商用车销售37.4万辆，环比增长12.3%，同比增长1.7%。

乘用车中，MPV和SUV同比降幅继续扩大。11月轿车销量107.6万辆，同比下降11.9%，环比增长8.1%，市场份额49.5%；SUV销量90.9万辆，同比下降18.1%，环比增长4.4%，市场份额41.8%；MPV综合销量15万辆，同比下降30.8%，环比增长1.9%，市场份额维持在6.9%。

商用车中，货车增速反弹，带动商用车同比增速转正。11月货车销售32.6万辆，同比增长4.1%，环比增长10.5%，市场份额87.2%；客车销售4.8万辆，同比下降12%，环比增长26.2%，市场份额12.8%。

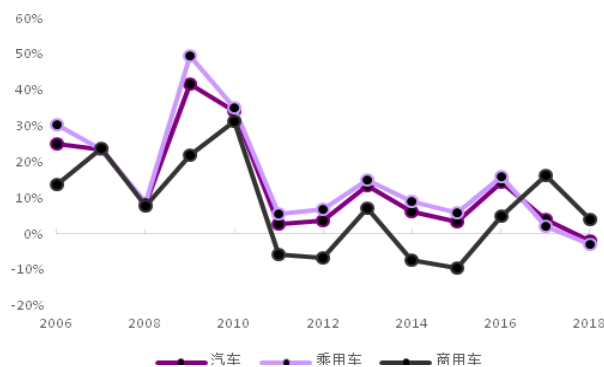
1-11月汽车累计销量同比增速为-1.7%，今年年度销量将出现自2001年以来首次负增长。

图1：汽车月度销量（辆）



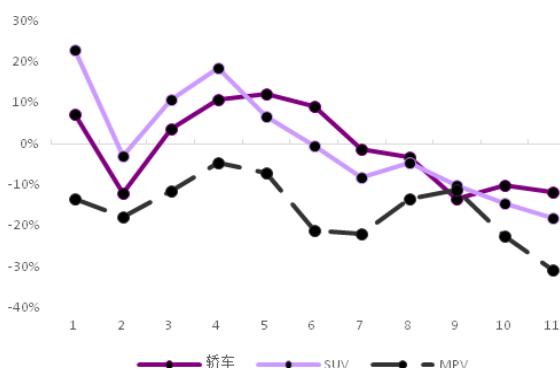
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图2：汽车历年1-11月同比增速



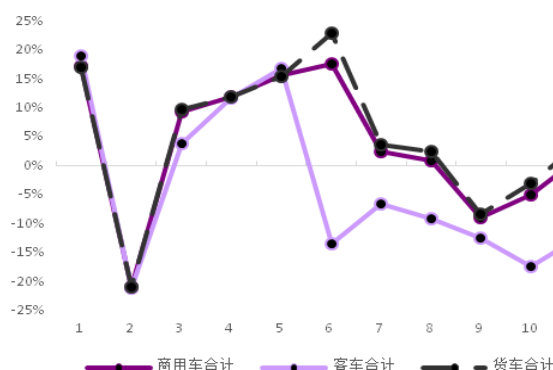
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图3：乘用车各车型2018年月度销量同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

图4：商用车各车型2018年月度销量同比增速

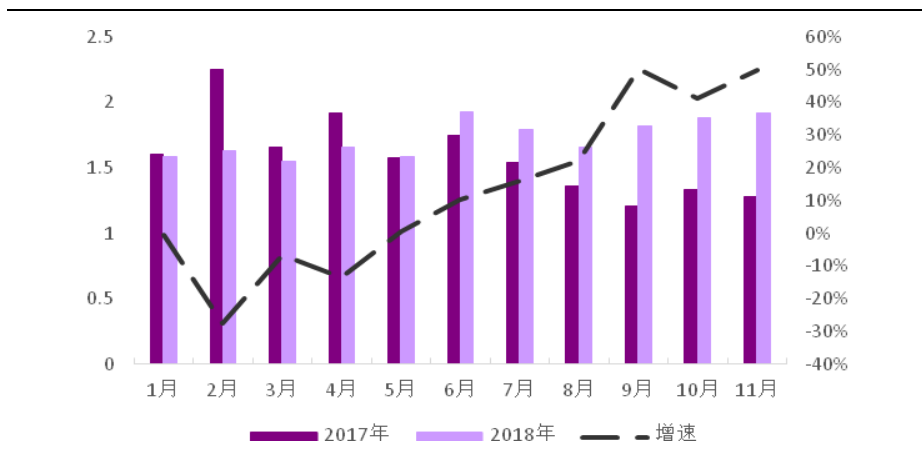


资料来源：中汽协、光大证券研究所

## 2、11月库存同比环比均上升

11月份汽车经销商综合库存系数为1.92,同比上升50%,环比上升2%,库存水平位于1.5的警戒线以上。2018年1-11月,汽车库存系数持续保持在警戒线以上。自主品牌库存系数为2.44,环比上升5%;合资品牌库存系数为1.84,环比上升3%;高端豪华/进口品牌库存系数为1.52,环比下降3%。库存深度超过2个月的品牌有21个。受年末零售销量负增速增大的影响,经销商库存系数呈现连续增长态势。

图5: 汽车经销商库存系数(左轴)和同比增速(右轴)

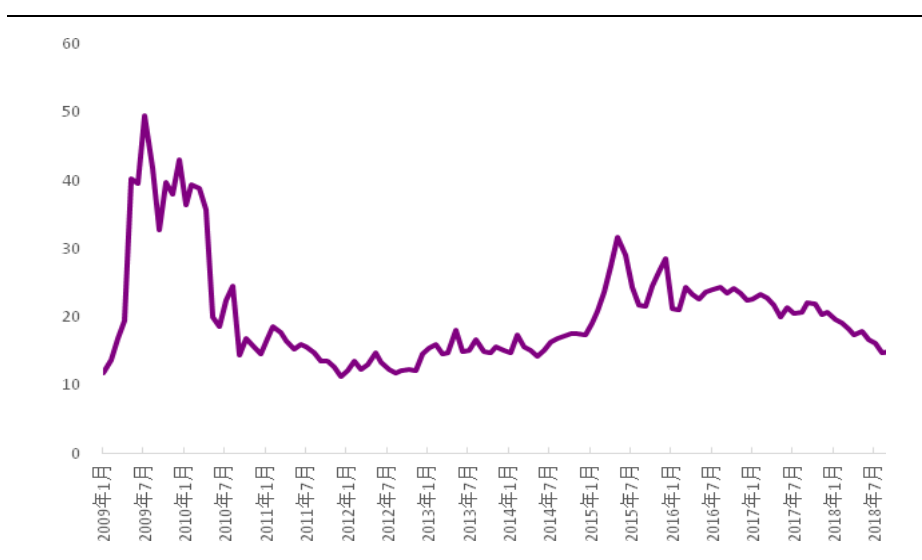


资料来源: 中国汽车流通协会、光大证券研究所

## 3、行业估值在业绩空窗期接近历史底部

汽车行业估值水平经历2015年和2016年的提升后,18年进入下行通道。2018年11月30日行业PE(TTM)为13.72倍,较去年同期的20.33倍下降明显。我们认为目前行业处于萧条末期,后续随着数据的边际修复以及业绩真空期带来的PE(TTM)底部表象,大概率存在春躁行情。

图6: 汽车行业(申万)历史PE(TTM)(单位:倍)



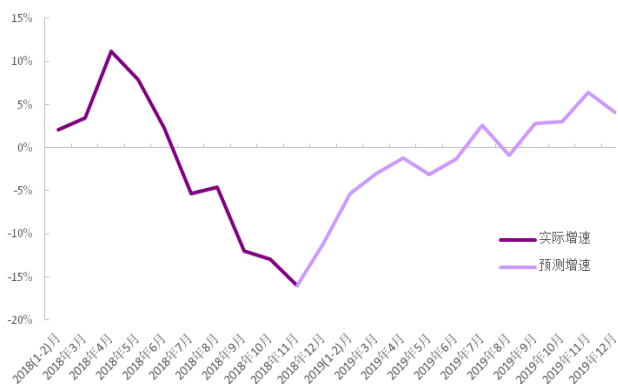
资料来源: Wind

## 4、投资建议

随着春节前旺季临近，行业渠道库存会开始去化，由于基数效应，明年一季度相较今年四季度乘用车增速大概率边际改善，四季度销量会成为这一轮周期的销量增速底部。同时节前处于业绩空窗期，考虑到行业估值水平接近历史底部，板块春躁行情可期。预计明年下半年行业增速有望转正，届时会形成更好的板块配置机会。

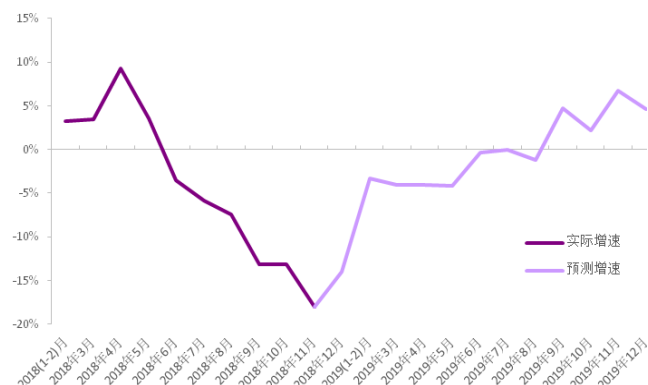
以下是对行业的销量预测（仅考虑历史均值回归并中性假设明年行业零增长）

图 7：乘用车批发销量增速预测



资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 6：乘用车零售销量增速预测



资料来源：乘联会、光大证券研究所

## 5、风险分析

1. 行业增长不及预期：消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险。
2. 宏观经济因素对行业的扰动：房地产对消费挤压效应超预期，降低购车意愿。中美贸易摩擦趋紧，零部件成本上升。
3. 产能过剩，去库存进程不达预期：今年下半年销量持续下滑，企业和经销商库存高企，明年行业面临去库存压力。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com