

# 汽车

证券研究报告  
2018年12月11日

## 11月车市继续同比负增长，新能源继续高增长

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

作者

邓学 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

张程航 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070005  
zhangchenghang@tfzq.com

文康 联系人  
wenkang@tfzq.com

事件:

乘联会发布数据: 11月乘用车批发销量同比下滑16%, 新能源乘用车销量增长68%。

点评:

**11月批发销量同比-16%，环比+6%，符合预期。**零售(202万辆，同比-18%)弱于批发(214万辆，同比-16%)，厂家库存下降，但渠道库存仍在增长，库存压力较大。结构上MPV和SUV下降明显，11月SUV批发增速下探，本月同比-18%(上月-15%)。今年11月份汽车销量数据在传统旺季依然延续低迷状态，主要是因为——1)楼市挤压可选消费，社会消费能力不足；2)结构上来看，SUV表现较弱；3)17年末由于购置税优惠即将退出，带来的提前消费，使得去年四季度基数较高。我们预计今年全年销量-3%左右。

**车企分化。**广汽总销量20.4万辆，同比+13%，环比+3%，其中广汽乘用车+2%，广本+12%，广丰+65%，乘用车行业景气度低迷，而日系继续逆势增长。吉利总销量14.2万辆，同比+0.3%，环比+10%，公司在低需求的市场背景下，核心要义是控制渠道库存，因此销量同环比没有出现大幅增长。

**11月新能源乘用车销量13.6万台，同比增长68%，环比上量14%。**截至11月新能源乘用车累计售出88.6万辆，我们预计全年销量101万辆，同比增长82%，市场推动力主要来自于中高端车型的加速放量。明年市场环境预计和今年非常相似，中高端车型推出、放量的速度依然会保持在高位，我们预计明年新能源乘用车销量154万辆，同比增速52%。

投资建议:

策略思路将从“抓大放小”转向“核心成长”，经历2018年估值大幅下行，成长个股10倍PE、具备较高增长潜力、PEG低于1的优质龙头，大面积出现。未来成长驱动力来自于“电动智能技术升级”、“集中度提升”、“出口替代”看好【广汽集团H、旭升股份、中鼎股份、均胜电子】，建议关注【长城汽车、长安汽车】。关注电动化领先车企【比亚迪、特斯拉、蔚来汽车】。

风险提示: 汽车景气度低于预期，新能源汽车政策调整幅度过大等。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业研究周报:比亚迪正拆分汽车电池业务，特斯拉实现日产1000辆目标——汽车行业周报(2018.12.03-2018.12.07)》 2018-12-09
- 《汽车行业专题研究》 2018-12-09
- 《汽车-行业点评:贸易雾霾略散，关税壁垒释放利好进口车市场》 2018-12-05

## 内容目录

1. 车市继续负增长 .....	3
1.1. 轿车、SUV、MPV 增速均下滑 .....	4
1.2. 经销商库存压力大幅增加 .....	4
1.3. 新能源乘用车：继续高增长 .....	5
2. 不同企业分化明显，龙头集中度继续提升 .....	7
2.1. 广汽集团——日系持续爆棚 .....	7
2.2. 吉利汽车——11 月控制库存，同比持平、环比略增 .....	8
3. 投资建议 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

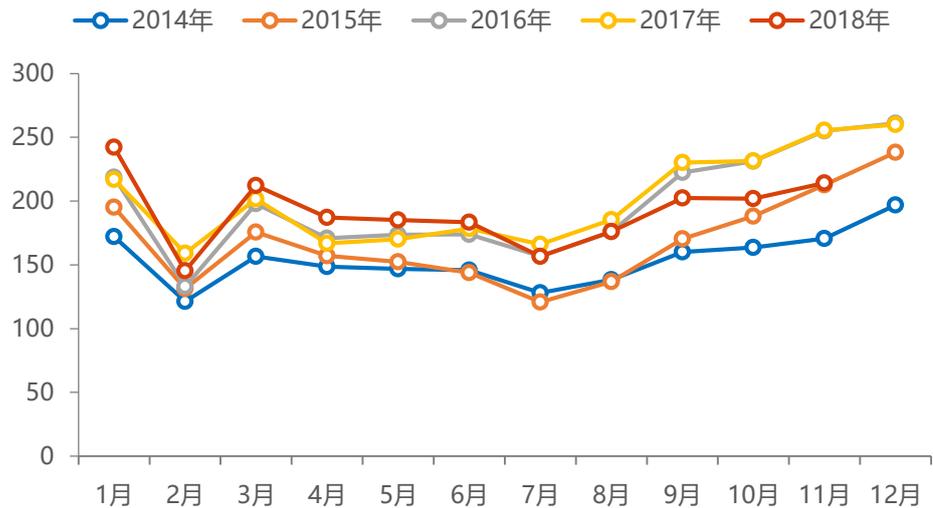
图 1：乘用车批发销量（万辆） .....	3
图 2：乘用车零售销量（万辆） .....	3
图 3：轿车、SUV、MPV 批发销量同比增速 .....	4
图 4：经销商库存预警系数 .....	5
图 5：汽车消费指数 .....	5
图 6：新能源乘用车月度销量（万辆） .....	6
图 7：新能源乘用车月度销量增速（%） .....	6
图 8：2018 年 11 月份厂商零售销量排行榜（万辆） .....	7
图 9：2015-2018 广汽月度总销量及同比增速（万辆，%） .....	8
图 10：2015-2018 吉利月度总销量及增速（万辆，%） .....	8
表 1：2016、2017、2018 年 11 月份乘用车日均批发销量（单位：辆） .....	4

## 1. 车市继续负增长

11月批发销量同比-16%，环比+6%，符合预期。零售（202万辆，同比-18%）弱于批发（214万辆，同比-16%），厂家库存下降，但渠道库存仍在增长，库存压力较大。结构上MPV和SUV下降明显，11月SUV批发增速下探，本月同比-18%（上月-15%）。

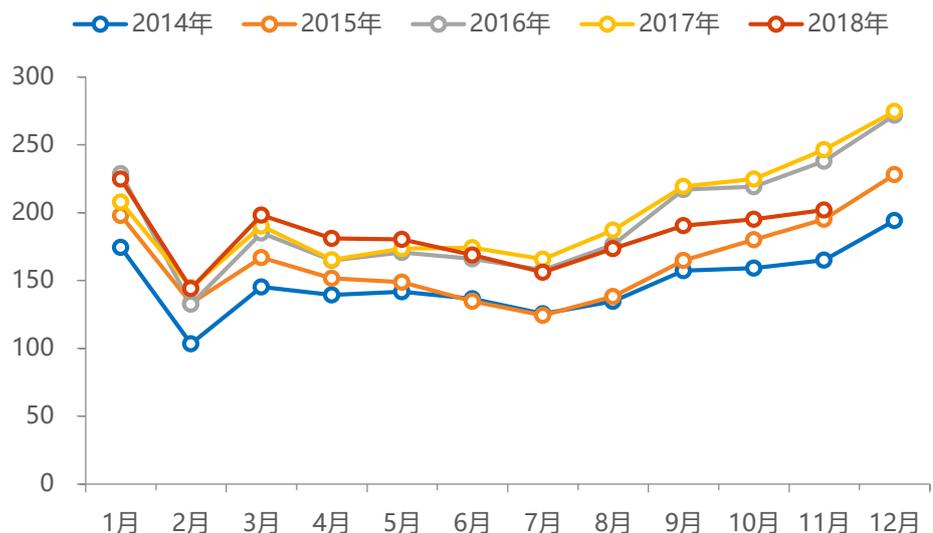
今年11月份汽车销量数据在传统旺季依然延续低迷状态，主要是因为——1）楼市挤压可选消费，社会消费能力不足；2）结构上来看，SUV表现较弱；3）17年末由于购置税优惠即将退出，带来的提前消费，使得去年四季度基数较高。我们预计今年全年销量-3%左右。

图 1：乘用车批发销量（万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 2：乘用车零售销量（万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

月内来看，销量起步低迷而后持续改善。根据乘联会数据，11月24日之前，日均批发销量与零售销量同比都有着不同程度的下滑，但24日到31日日均批发销量同比增速达到6%左右，增加显著。造成这种现象的可能原因为（1）由于10月份市场较差，许多企业月末冲刺较强，进而对11月初的市场产生影响；（2）临近月末，整车厂往渠道压库严重。

表 1: 2016、2017、2018 年 11 月份乘用车日均批发销量 (单位: 辆)

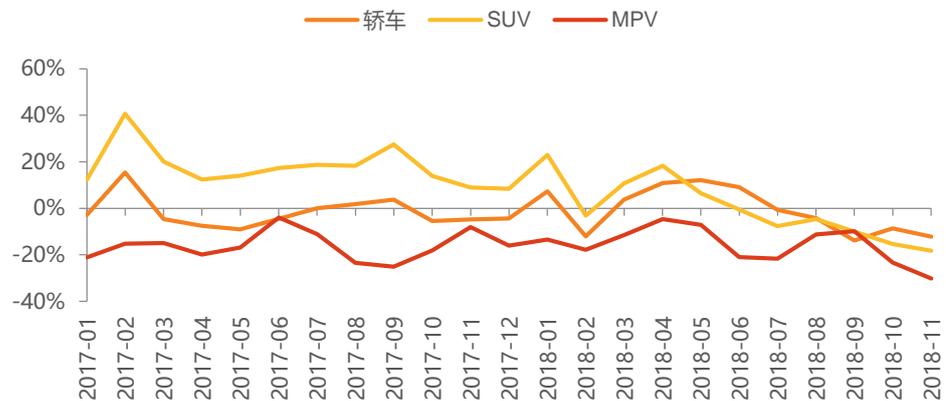
时间	1-9 日	10-16 日	17-23 日	24-31 日	全月
2016 年	59978	67362	69603	88349	70567
2017 年	58858	67394	70316	99256	72949
2018 年	34952	51657	53671	105140	59595
2018 同比	-41%	-23%	-24%	6%	-18%

资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

### 1.1. 轿车、SUV、MPV 增速均下滑

**SUV 同比加速下滑, MPV 增速下滑速度减缓。**根据乘联会数据, 零售端来看, 11 月份的 SUV 零售同比下滑 21%, 中西部下滑和楼市火爆挤压可选消费的问题导致 SUV 的增长动力衰退。批发端来看, 10 月轿车、SUV、MPV 批发销量分别为 108 万、91 万与 15 万辆, 同比分别下滑 12%、18%、30%。在 10 月份, 轿车同比降幅有所上升, 到了 11 月份降幅再次扩大, 但同比增速仍高于 SUV 和 MPV, 好于行业平均水平。

图 3: 轿车、SUV、MPV 批发销量同比增速



资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

### 1.2. 经销商库存压力大幅增加

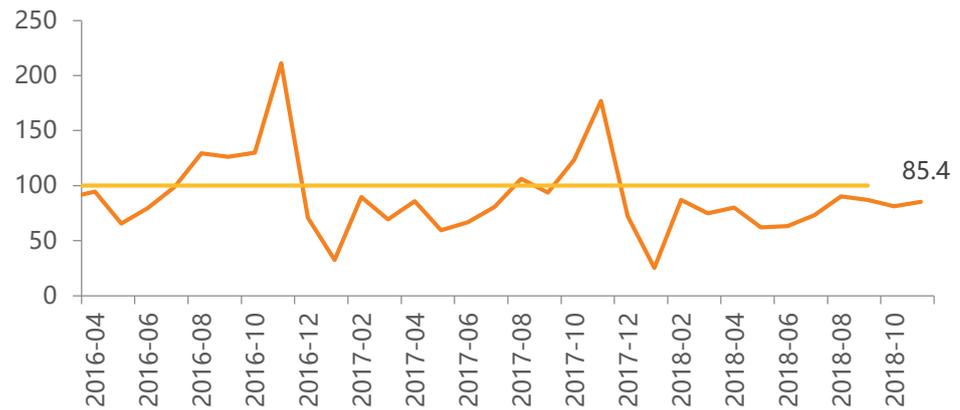
**11 月终端经销商库存压力大幅加剧。**根据汽车流通协会数据, 经销商库存预警指数 75.1%, 环比上升 8.2 个百分点, 同比上升 25.3 个百分点, 经销商库存压力相较上月大幅增加, 其原因一方面是因为经济不景气和消费者的观望导致需求不佳, 另一方面是因为厂商压库和资源车商跨区域销售的外部压力。2018 年 11 月汽车消费指数为 85.4, 对比上月有所上升。从构成汽车消费指数的分指数来看, 2018 年 11 月份进店分指数继续回落, 为 96.4, 天气寒冷导致消费者进店看车意愿降低; 购买分指数为 109.8, 消费者实际购买意愿增加; 需求分指数为 96.4, 较上月有明显下降, 消费者购车需求继续减弱。预计 12 月份经销商会继续降价促销去库存, 加上年末消费者收入增加或能提高销量, 但依旧不容乐观。

图 4：经销商库存预警系数



资料来源：中国汽车流通协会，天风证券研究所

图 5：汽车消费指数

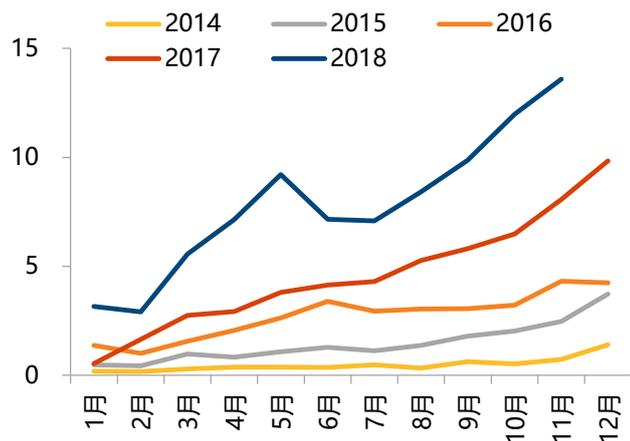


资料来源：中国汽车流通协会，天风证券研究所

### 1.3. 新能源乘用车：继续高增长

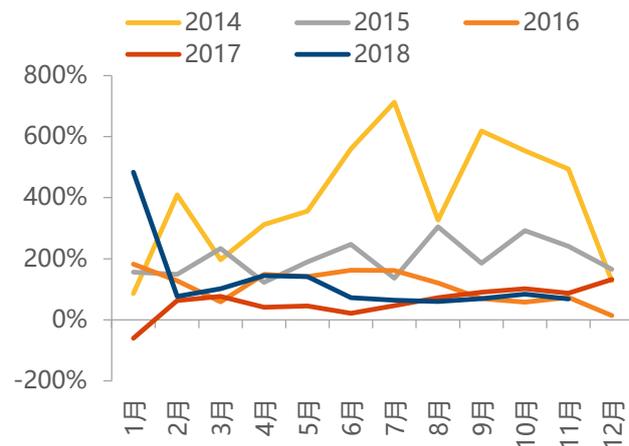
**11 月新能源乘用车销量同比增长 68%，符合预期。**根据乘联会披露数据，10 月新能源乘用车销量 13.6 万台，同比增长 68%，环比上量 14%。截至 11 月新能源乘用车累计售出 86 万辆，同比增长 88%，我们预计全年销量 101 万辆，同比增长 82%，市场推动力主要来自于中高端车型的加速放量。明年市场环境预计和今年非常相似——在补贴政策支持下，中高端车型推出、放量的速度依然会保持在高位，我们预计明年新能源乘用车销量 154 万辆，同比增速 52%。

图 6：新能源乘用车月度销量（万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 7：新能源乘用车月度销量增速（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

## 2. 不同企业分化明显，龙头集中度继续提升

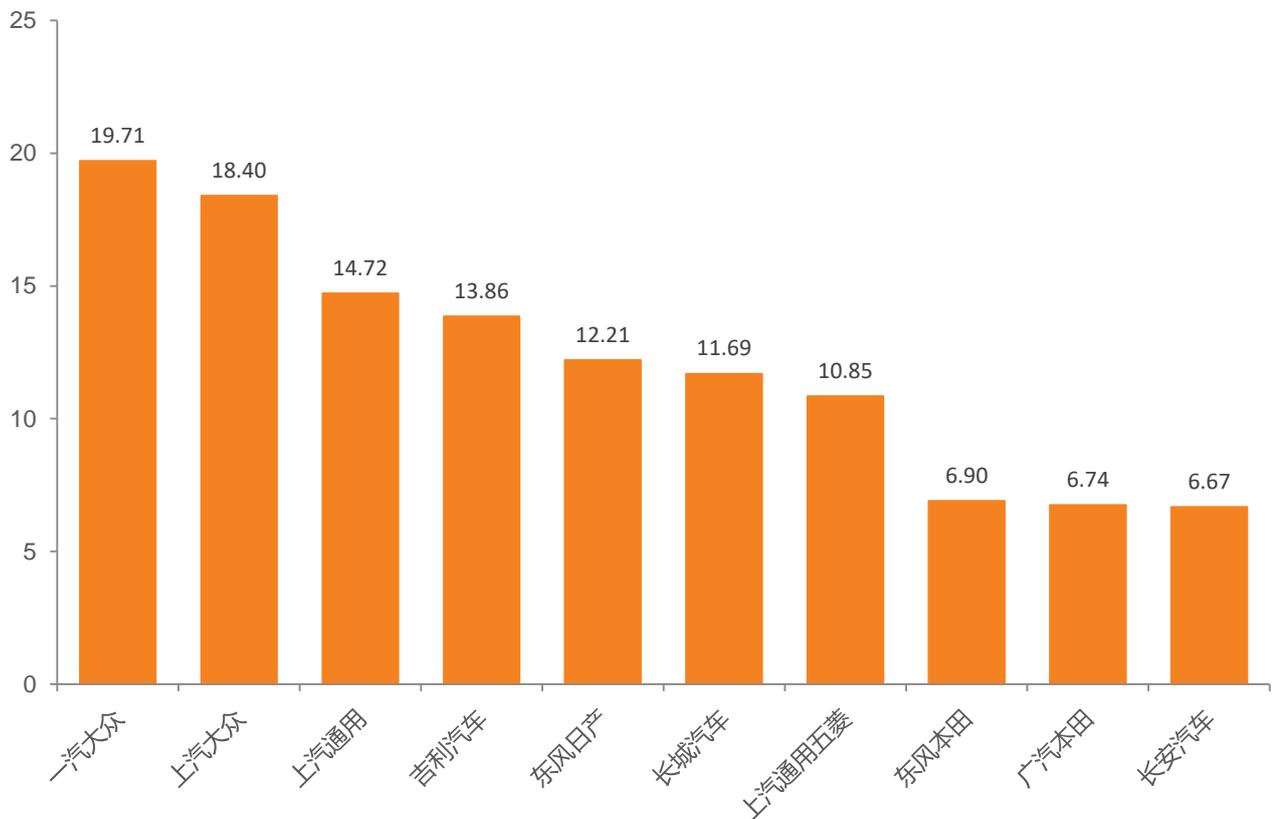
11 月份车市继续下行，传统旺季下，汽车销量仍然不佳。车市整体表现不佳的背景下，车企间表现分化，龙头集中度继续提升，穿越行业低迷周期。

乘联会 11 月份狭义乘用车批发销量同比下降 16.3%。其中，自主同比-22%、环比+12%，合资（-12%，+9%），日系同比+8%，环比+14%。美系下滑趋势明显，同比减少 32%。韩系下跌明显，同比减少 23%。自主同比相比上月略有下降，同比减少 22%，但环比明显增加，环比增加 12%。整体弱于合资表现。

一汽大众、上汽大众、上汽通用、吉利汽车、东风日产稳稳占据厂商零售销量排行前五名。上汽旗下几家合资依然占据重要排名位置。

吉利汽车继续保持高速增长，而上汽乘用车也有望依靠高增长突围进入前十名。

图 8：2018 年 11 月份厂商零售销量排行榜（万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

### 2.1. 广汽集团——日系持续爆棚

乘用车行业景气度低迷，而日系继续逆势增长。广汽 11 月销售增速（同比+13%）大幅跑赢行业（乘用车行业约-11%）；同时，广汽自三季度起销售同比数据超过乘用车行业，且超额幅度不断扩大。我们判断，旗下日系品牌广本、广丰景气度高涨，驱动集团增长。结构性来看：自主品牌微增；合资日系品牌跑出独立向上行情。

日系景气度高涨，利好广汽集团。战略方面，公司已推出“1513”战略，做强做实研发、整车、零部件、商贸服务和金融服务五大板块，同时全力发展自主品牌，着力实现电动化、国际化、网联化三大方面的突破。业绩方面，日系双雄“广本、广丰”持续超预期表现促进四季度集团投资收益增长；预计 2018-2020 年归母净利润分别为 123/132/143 亿元（139/150/162 亿港元），EPS 分别为 1.20/1.29/1.40 元（1.36/1.47/1.59 港元），对应 H 股

PE 5.5/5.1/4.7 倍。从传统乘用车周期角度出发，目前广汽旗下日系品牌景气度高涨，数据大幅跑赢行业同时跑赢其他所有派系，短期内市场对公司投资情绪有望改善；我们给予公司“买入”评级，目标价 9.5 港元。

**风险提示：**新车型销量或上市不及预期，四季度集团资产减值规模风险

图 9：2015-2018 广汽月度总销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 吉利汽车——11 月控制库存，同比持平、环比略增

**11 月特征为低需求+控制库存。**公司 11 月销量同比基本持平，环比上升，增长点主要来自于新车型缤越和领克 03，主力老车型销量基本环比持平，同比下滑 20%-37% 不等；领克 01 和 02 销量分别为 5,302 和 3,008 辆，环比下降 37% 和 48%，但缤瑞、缤越销量过万，分别为 10,197 和 10,139 辆。11 月行业总销量增速预计在 -15% 左右，环比持平，没有明显的旺季特征，公司在低需求的市场背景下，控制渠道库存。

**龙头过冬还是龙头。**从目前披露的情况来看，吉利 11 月仍将保持行业第 4 的销量位次，但增速弱于近期渠道库存控制得好、产能释放、新品周期的日系，以及豪华车。公司之所以在控制库存阶段能保证总销量不显著下滑，主要还是得益于产品矩阵扩大和老车型口碑积累，11 月仍有 9 款车型销量过万，阵列并不松散。整体来看只要渠道库存稳步控制，吉利对风险的抵御能力依旧强于对手，低景气依旧是份额提升的催化剂。未来 1-2 个季度建议持续关注行业去库存情况。

**风险提示：**行业销售不及预期、价格战力度超预期、领克销量不及预期

图 10：2015-2018 吉利月度总销量及增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议

策略思路将从“抓大放小”转向“核心成长”，经历 2018 年估值大幅下行，成长个股 10 倍 PE、具备较高增长潜力、PEG 低于 1 的优质龙头，大面积出现。未来成长驱动力来自于“电动智能技术升级”、“集中度提升”、“出口替代”看好【广汽集团 H、旭升股份、中鼎股份、均胜电子】，建议关注【长城汽车、长安汽车】。关注电动化领先车企【比亚迪、特斯拉、蔚来汽车】。

### 4. 风险提示

汽车景气度低于预期，新能源汽车政策调整幅度过大等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com