

汽车

证券研究报告
2019年01月10日

12月车市继续负增长，去库存加速

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《汽车-行业研究周报:库存预警指数66%,吉利新能源板块或独立——汽车行业周报(2019.1.2-2019.1.4)》
2019-01-05
- 2 《汽车-行业专题研究:12月新能源汽车月报:
超预期的2018,持续成长的2019》
2019-01-03
- 3 《汽车-行业点评:12月重卡行业销量略超预期,18年销量再创纪录》
2019-01-02

事件:

乘联会发布数据:12月乘用车批发销量同比下滑16%,新能源乘用车销量增长79%。

点评:

12月零售远大于批发,批发大于产量,加速去库。12月批发销量222万,同比下滑16%,环比增长2%,符合预期,全年批发累计下滑4%,低于年初预期。12月零售(222万)远大于批发(218万)大于产量(204万),主动去库加速进行中,无论是厂家库存还是渠道库存都在下降。结构上SUV表现依然不佳,12月SUV批发增速下探,本月同比下滑19%(上月下滑18%)。18年12月汽车销量数据在传统旺季延续低迷,主要受宏观经济和17年基数影响。

12月新能源乘用车16.0万辆,符合预期。12月同比增长79%,环比增长19%,其中BEV同比增长50%,PHEV增长116%。全年销量101万辆,同比增长88%,较年初预期多出20万辆,主要在于新车型对非限购需求的撬动。2019年补贴政策未定,但我们认为对中高端的倾斜思路不会变化,行业成长趋势也不会因短期政策波动而变化,龙头依然最终脱颖而出。中性预期2019年销量157万/+55%。受政策影响1月产销可能保持旺势,同比增速可能达到100%(6万辆)。

投资建议:

【重视周期拐点】根据天风汽车投资时钟,主动去库存已一年,刺激政策可能加速新一轮景气周期到来,个股估值具备较强安全边际,或将陆续进入业绩拐点,建议关注弹性标的【长安汽车、广汽集团H】,关注【长城汽车、上汽集团、吉利汽车】。

【电动核心成长】强成长穿越需求周期,高端化开启龙头时代,推荐【比亚迪、旭升股份、宁德时代(电新覆盖)、均胜电子】等。

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。



内容目录

1. 渠道和厂家均在去库中.....	3
1.1. SUV 继续拖累车市.....	4
1.2. 经销商库存压力小幅减少.....	5
1.3. 新能源乘用车：继续高增长.....	6
2. 不同企业分化明显.....	7
2.1. 广汽集团——12月销量同比增长5%，广丰同比增长26%.....	7
2.2. 长城汽车——12月销量同比增长7%，哈弗WEY继续分化.....	8
2.3. 上汽集团——12月销量同比-10%，环比+3%.....	8
2.4. 吉利汽车——12月批发同比下滑39%，主动去库存.....	9
3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	11

图表目录

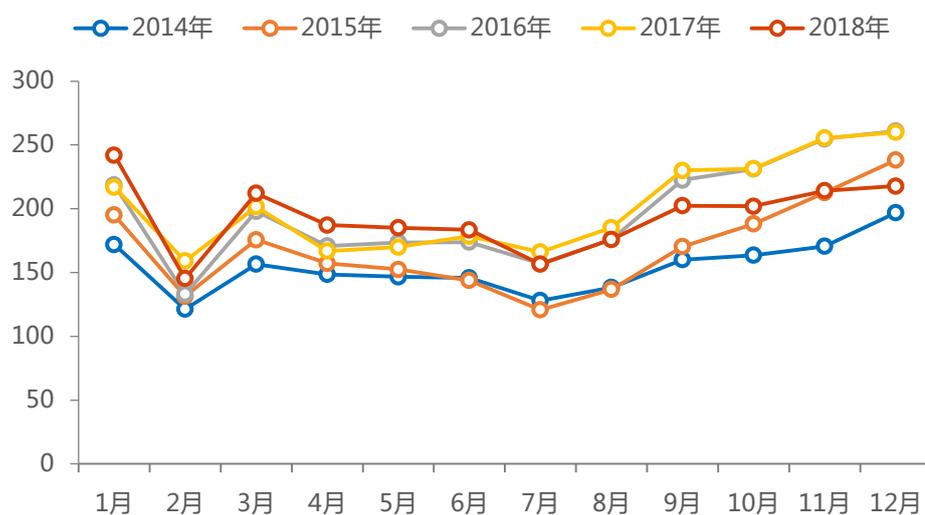
图 1：乘用车批发销量（万辆）.....	3
图 2：乘用车零售销量（万辆）.....	3
图 3：轿车、SUV、MPV 批发销量同比增速.....	4
图 4：经销商库存预警系数.....	5
图 5：汽车消费指数.....	5
图 6：新能源乘用车月度销量（万辆）.....	6
图 7：新能源乘用车月度销量增速（%）.....	6
图 8：2018 年 12 月份厂商零售销量排行榜（万辆）.....	7
图 9：2015-2018 广汽月度总销量及同比增速（万辆，%）.....	8
图 10：2015-2018 长城月度总销量及增速（万辆，%）.....	8
图 11：2015-2018 上汽月度总销量及增速（万辆，%）.....	9
图 12：2015-2018 吉利月度总销量及增速（万辆，%）.....	9
表 1：2016、2017、2018 年 12 月份乘用车日均批发销量（单位：辆）.....	4

1. 渠道和厂家均在去库中

12月批发销量同比-16.1%，环比+1.7%，符合预期。12月零售（222万辆）>>批发（218万辆）>产量（204万辆），主动去库加速进行中，无论是厂家库存还是渠道库存都在下降。

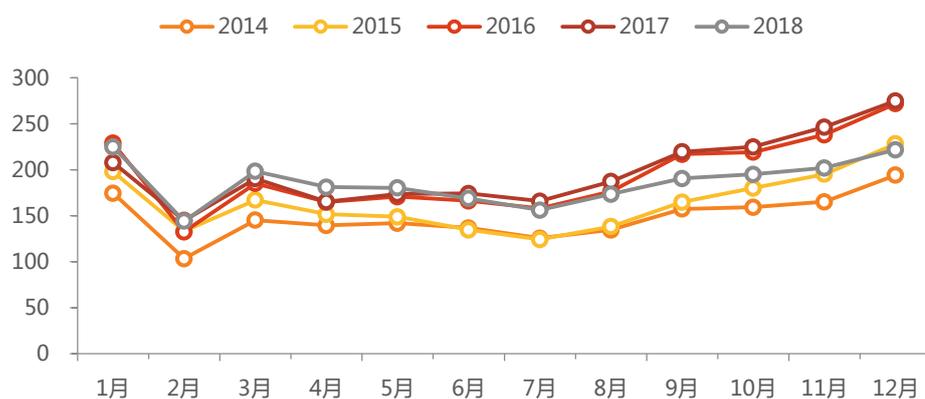
18年12月份汽车销量数据在传统旺季依然延续低迷状态，主要是因为——1）楼市挤压可选消费，社会消费能力不足；2）17年末由于购置税优惠即将退出，带来的提前消费，使得17年四季度特别是12月份基数较高。

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，销量前低后高趋势更为明显。在高基数和居民购房债务高企的消费挤压下，加上 2017 年 12 月的零售基数较高，18 年的 12 月周度压力偏大。12 月的前两周走势与 11 月同比走势基本相同，且下滑幅度均较大。我们相信 12 月是最艰难的时刻，至暗时刻已过。

表 1: 2016、2017、2018 年 12 月份乘用车日均批发销量 (单位: 辆)

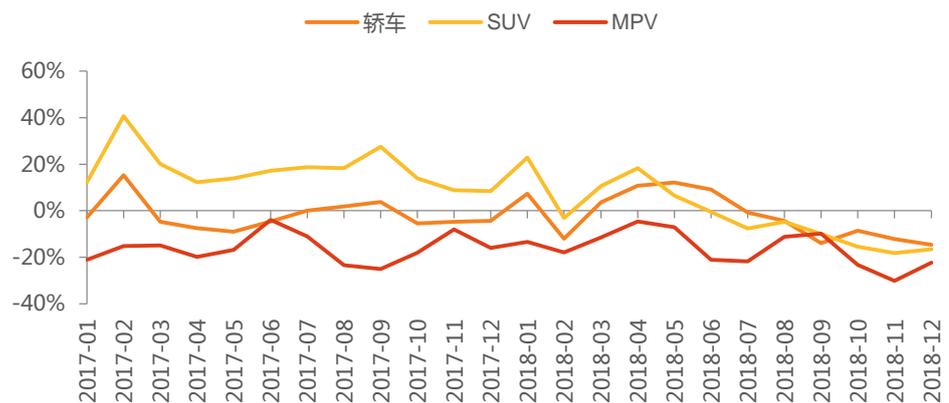
时间	1-7 日	8-14 日	15-21 日	22-31 日	全月
2016 年	65965	78047	78701	84873	77668
2017 年	59593	72873	86361	90431	78584
2018 年	35173	52152	55623		
2018 同比	-41%	-28%	-36%		

资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

1.1. SUV 继续拖累车市

轿车同比加速下滑, SUV 和 MPV 增速下滑有所改善。根据乘联会数据, 零售端来看, 12 月份的 SUV 零售同比下滑 18.9%, 同比降幅相比于 11 月有所收窄, 但降幅仍大于乘用车整体的同比降幅, 对车市形成了拖累。批发端来看, 12 月轿车、SUV、MPV 批发销量分别为 102 万、98 万与 17 万辆, 同比分别下滑 14.6%、16.5%、22.3%。

图 3: 轿车、SUV、MPV 批发销量同比增速

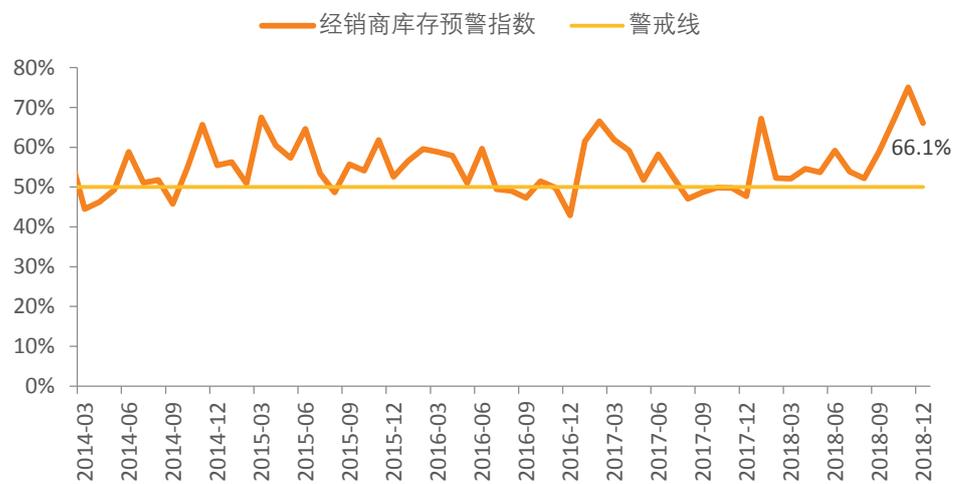


资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

1.2. 经销商库存压力小幅减少

12月终端经销商库存压力小幅减少。根据汽车流通协会数据,经销商库存预警指数66.1%,环比下降9.0个百分点,经销商库存压力相较上月小幅降低,其原因一方面是因为多年来形成的年底习惯性购车消费使得12月份客户成交意向变强,另一方面是因为全国多地确定不会提前实施“国六”排放标准的消息,缓解了部分消费者持币观望的情绪,拉动了部分销量。2018年12月汽车消费指数为65.9,对比上月大幅下降。从构成汽车消费指数的分指数来看,2018年12月份入店分指数继续回落,为83.9;购买分指数为76.5,消费者实际购买意愿减弱;需求分指数为72.5,较上月继续下降,消费者购车需求持续低迷。春节将至,有一波购车需求将集中释放;全国多地确定不会提前实施“国六”排放标准,缓解了部分消费者持币观望的情绪;经销商将会为了避免年后库存压力较大而降价销售。但是受经济下行影响,居民财富缩水;临近春节,物流时间长等因素会降低购车需求。**综上所述,预计2019年1月份销量环比呈下降趋势,市场依旧较为低迷。**

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

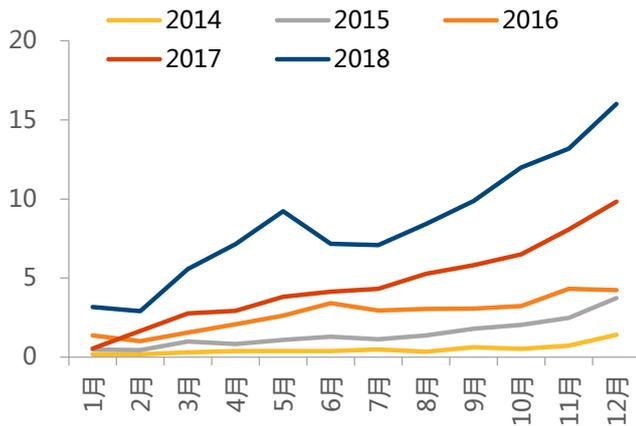


资料来源: 中国汽车流通协会, 天风证券研究所

1.3. 新能源乘用车：继续高增长

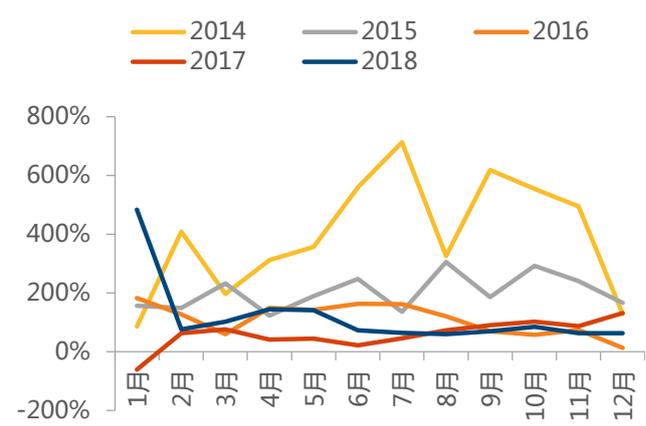
12月新能源乘用车 16.0 万辆，符合预期。12月同比增长 79%，环比增长 19%，其中 BEV 同比增长 50%，PHEV 增长 116%。全年销量 101 万辆，同比增长 88%，较年初预期多出 20 万辆，主要在于新车型对非限购需求的撬动。2019 年补贴政策未定，但我们认为对中高端的倾斜思路不会变化，行业成长趋势也不会因短期政策波动而变化，龙头依然最终脱颖而出。中性预期 2019 年销量 157 万/+55%。受政策影响 1 月产销可能保持旺势，同比增速可能达到 100%（6 万辆）。

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

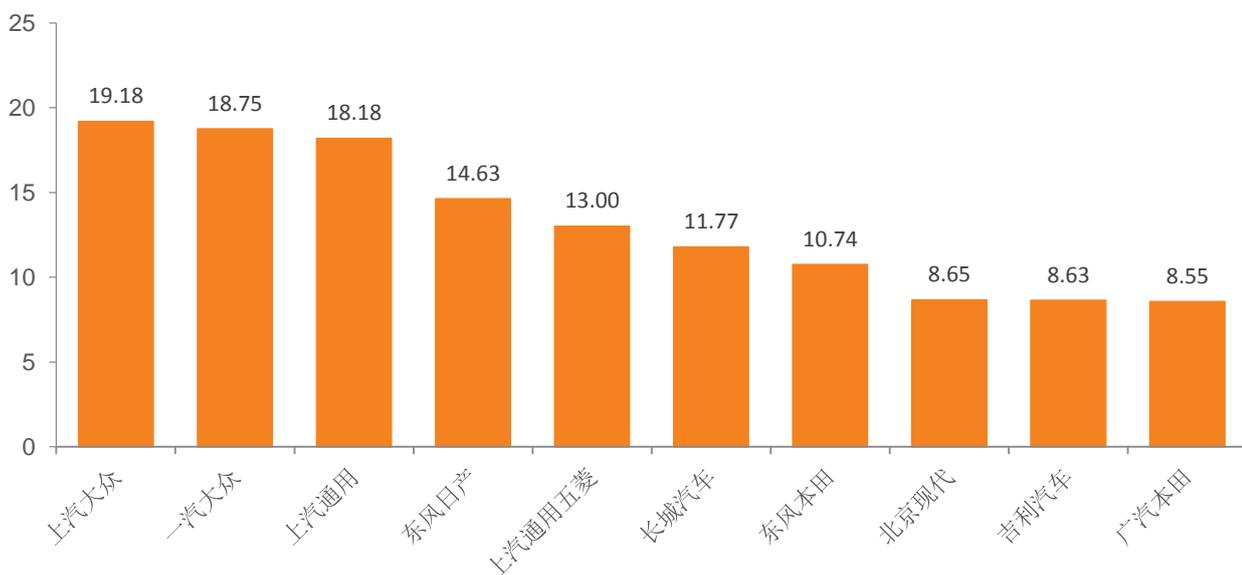
12 月份车市继续下行，传统旺季下，车市整体表现不佳，车企间表现分化。

乘联会 12 月份狭义乘用车批发销量同比下滑 16%。其中，自主同比下滑 35%、环比下滑 16%，合资（-11%，-6%），日系同比增长 9%，环比下滑 9%。韩系下滑趋势明显，同比下滑 43%。美系下跌明显，同比下滑 39%。自主同比相比上月下降明显，同比下滑 35%，环比也不尽如人意，环比下滑 16%。整体弱于合资表现。

一汽大众、上汽大众、上汽通用、东风日产、上汽通用五菱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。

长城汽车突围进入前十名，吉利有所下降，跌出前五。

图 8：2018 年 12 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——12 月销量同比增长 5%，广丰同比增长 26%

广汽发布 12 月产销快报：单月总销量 19 万辆/+5%；2018 全年总销量 215 万辆/+7%。其中，自主 5 万辆/+15%；合资：广汽本田 7 万辆/+6%，广汽丰田 4 万辆/+26%，广菲克 1 万辆/-51%，广汽三菱 1.3 万辆/+6%。

1、广汽旗下日系双雄继续跑赢行业，景气度持续性高。

【广丰+广本】单月增速分别为 26%/6%，继续大幅超越行业及各大派系（我们测算 12 月行业增速约为-15%，德、美系及自主品牌均下滑超 10%），日系双雄驱动广汽集团整体逆势增长，而日系景气度主要受益于产品周期及汽车消费情绪的转变，宏观经济增长预期降低，节油经济偏好明显提升。

【自主品牌】GS8 换代及全新 GM5 上市，传祺产品线换血刺激销售。展望 2019 年，广汽新能源重装上阵，独立品牌、独立纯电平台、崭新产品助力广汽自主迎接电动时代。

2、广汽集团 H 估值洼地，日系独立向上行情预示 Alpha 空间。从需求周期出发，日系品牌竞争优势明显，景气度高且持续，数据大幅超越行业；而估值层面，短期市场过度悲观，叠加全球避险情绪浓重，公司基本面持续超预期有望创造绝对和超额收益。预计 2018-2020 年 H 股 PE 分别为 5.5/5.1/4.7 倍，推荐“买入”！

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. 长城汽车——12 月销量同比增长 7%，哈弗 WEY 继续分化

长城发布 12 月产销快报：汽车销量 13 万辆/+7%。其中，哈弗 11 万辆/+21%；WEY 1.2 万辆/-45%；皮卡 1.3 万辆/-3%。2018 全年销量 105 万辆/-2%。

长城 12 月走势延续上月分化：哈弗需求修复，WEY 销售承压。【哈弗】四季度比前三季度明显改善，部分受益于四季度初推出的官降促销，明星产品 H6、H2 在行业景气度低、竞争加剧的环境下，依然有下行压力；增量在于新产品（F5/F7），未来品牌战略将有效划分为 H 和 F 两大系列，H 针对家庭需求，F 走时尚动感路线。【WEY】缺乏产品周期推动，VV7/VV5 均大幅下滑，自主高端化需求在汽车小年难以释放。

图 10：2015-2018 长城月度总销量及增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，公司公告，天风证券研究所

2.3. 上汽集团——12 月销量同比-10%，环比+3%

上汽发布 12 月产销快报：汽车销量 66 万辆/-10%；全年总销量 705 万辆/+2%。其中，自主 7 万辆/+27%；大众 17 万辆/-11%；通用 17 万辆/-22%；通用五菱 23 万辆/-8%。

乘用车景气度继续低迷，自主、合资结构分化：自主逆势增长势头不减，德美系合资均处

周期底部。

【上汽大众】增速回归行业平均，环比-14%；全年完成 200 万辆以上销售目标，蝉联乘用车品牌榜首；期待 2019 年电动化进程加速。

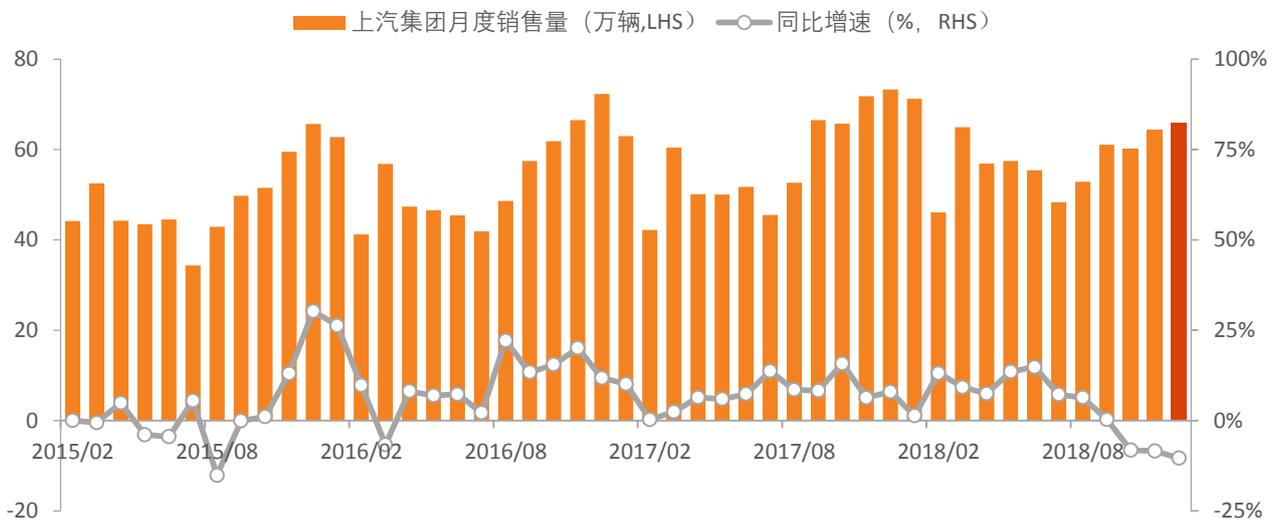
【上汽通用】延续较大库存压力，结构上凯迪拉克增速高于别克、雪佛兰，趋向中高端化。

【上汽乘用车】单月销量近 7 万，同环比双升，受益于强大的自主新能源产品周期；电动车单月稳定上万，且远未触及天花板，期待 2019 年更多混动车型增改上市，扩大电动车细分领域覆盖度。

汽车小年上汽表现优于行业，龙头扩张已成必然。汽车消费周期由去库存走向去产能，低效产能逐渐出清，市占率稳居榜首、产业综合实力横向比较具备优势的上汽逐步实现优胜劣汰，长线维度坚定看好上汽；目前公司 18 年 PE 8 倍，业绩稳定，股息收益率预计超 7%。

风险提示：车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期。

图 11：2015-2018 上汽月度总销量及增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，公司公告，天风证券研究所

2.4. 吉利汽车——12 月批发同比下滑 39%，主动去库存

12 月进一步为渠道去库存，批发 9.3 万辆，同比下滑 39%。公司 11 月开始松绑经销商提车政策，12 月延续，但终端需求在 12 月末有所恢复，所以整体渠道库存下降较快，同时批发销量下滑也较多，12 月仅 9.3 万辆，同环比分别下滑 39%和下滑 34%。全年公司总销量 150 万辆，同比增长 20%。除博越、新帝豪、帝豪 GS、领克 03 外，其余车型都明显减量，环比降幅在 40%以上。

2019 年目标 151 万辆，基本与 2018 年持平。公司考虑 2019 年行业不确定性和国六逐步实施，给出了保守的销量目标，有利于经销体系顺利过冬。

吉利中长期自主领军地位预计不变，主动去库存会使其对风险的抵御能力增强，低景气依旧是份额提升催化剂。未来 1-2 个季度建议持续关注行业去库存、终端需求企稳进展，周期拐点建议关注弹性标的，推荐买入。

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 12：2015-2018 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

【重视周期拐点】根据天风汽车投资时钟，主动去库存已一年，刺激政策可能加速新一轮景气周期到来，个股估值具备较强安全边际，或将陆续进入业绩拐点，建议关注弹性标的【长安汽车、广汽集团 H】，关注【长城汽车、上汽集团、吉利汽车】。

【电动核心成长】强成长穿越需求周期，高端化开启龙头时代，推荐【比亚迪、旭升股份、宁德时代（电新覆盖）、均胜电子】等。

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