

汽车

 证券研究报告
 2019年06月11日

5月乘用车批发符合预期，国五库存加速去化

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

分析师

 SAC 执业证书编号: S1110519040002
 wenkang@tfzq.com

事件:

乘联会发布数据: 5月乘用车批发销量为154万辆, 同比下滑16.9%, 零售销量158万辆, 同比下滑12.5%, 新能源乘用车销量9.7万, 同比增长5.4%。

点评:

5月批发销量符合预期。乘联会5月批发154万辆, 同比-16.9%、环比-0.6%, 符合预期。5月零售(158万)>批发(154万)>生产(147万), 无论是批发端还是渠道端都在加速去库。由于国五库存压力较大, 终端折扣较高, 一定程度上刺激了5月的终端零售。

经销商的库存压力有所降低。5月份汽车经销商综合库存系数为1.65, 环比下降18%, 同比上升4%。受国五国六切换的影响, 经销商对库存管理更加谨慎, 清国五库存加速。值得注意的是, 自主品牌的库存系数下降幅度最为明显, 从4月的2.55大幅下滑至5月的1.81。

消费需求微弱下降。2019年5月汽车消费指数为56.0, 较4月份消费需求有所下降, 受国五国六政策的影响, 市场观望情绪较重, 经销商清库压力也增大。6月份市场进入传统淡季, 集客量少, 预计市场表现平淡, 经销商压力进一步加大。

新能源乘用车5月批发9.7万辆, 同比+5.4%, 环比+5.8%, 表现相对平淡。1-5月累计销量44.2万, 同比+58.0%。近期新能源新车型推出较多, 产品配置提升明显, 一定程度上帮助推动了近期的销量。

投资建议:

维持2019景气拐点判断, 我们认为二次探底临近结束。发改委印发《方案》积极推动农村车辆消费升级。此外, 限牌城市中的广州、深圳首先加大牌照投放力度。建议关注【上汽集团、长城汽车、广汽集团、旭升股份、精锻科技】。

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

- 1 《汽车-行业研究周报:发改委《方案》促进汽车消费 5月重卡销量同比-4%——汽车行业周报 (2019.06.03-2019.06.09)》 2019-06-09
- 2 《汽车-行业点评:重卡:5月同比下滑, 但好于预期》 2019-06-04
- 3 《汽车-行业研究周报:国产Model 3开启预订 32.8万起售——汽车行业周报 (2019.05.27-2019.06.02)》 2019-06-02



内容目录

1. 批发销量符合预期	3
1.1. SUV 与 MPV 下降速度有所改善	4
1.2. 经销商库存压力有所降低	4
1.3. 新能源乘用车：表现相对平淡	6
2. 上汽通用登顶，日系车表现较好	7
2.1. 吉利汽车——5 月批发同比-27%	7
3. 投资建议	9
4. 风险提示	9

图表目录

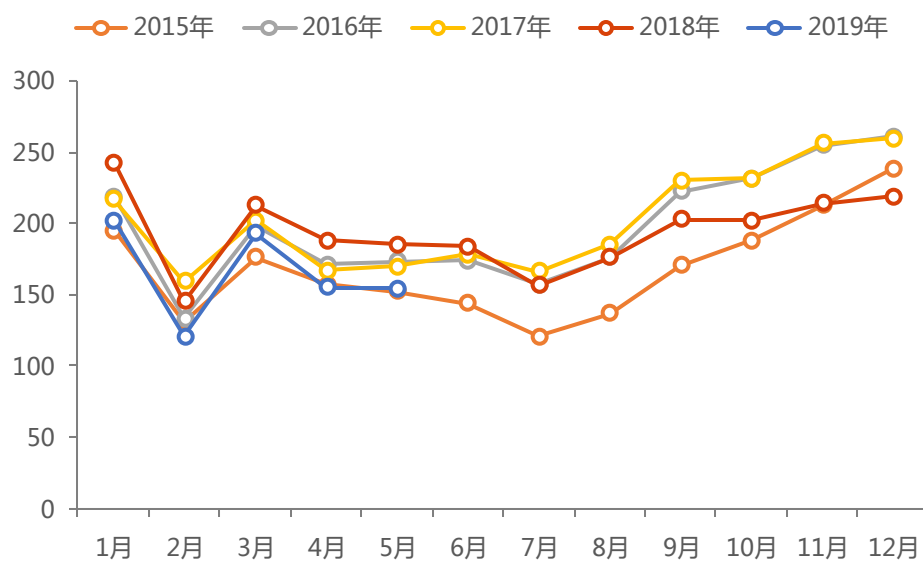
图 1：乘用车批发销量（万辆）	3
图 2：乘用车零售销量（万辆）	3
图 3：轿车、SUV、MPV 批发销量同比增速	4
图 4：经销商库存预警系数	5
图 5：汽车消费指数	5
图 6：新能源乘用车月度销量（万辆）	6
图 7：新能源乘用车月度销量增速（%）	6
图 8：2019 年 5 月份厂商零售销量排行榜（万辆）	7
图 9：2015-2019 吉利月度总销量及增速（万辆，%）	8
表 1：2017、2018、2019 年 5 月份乘用车日均批发销量（单位：辆）	4

1. 批发销量符合预期

5月乘用车批发销量同比-16.9%，零售同比-12.5%，符合预期。5月狭义乘用车生产147.1万台，同比下降23.2%；厂家批发154.2万台，同比下降16.9%；由此厂家库存下降6.9万，渠道库存下降8.4万。渠道库存的下降幅度大于厂家库存，这主要是因为国六在部分地区突发实施，厂家及时缓解经销商的进货压力，加速消化库存。

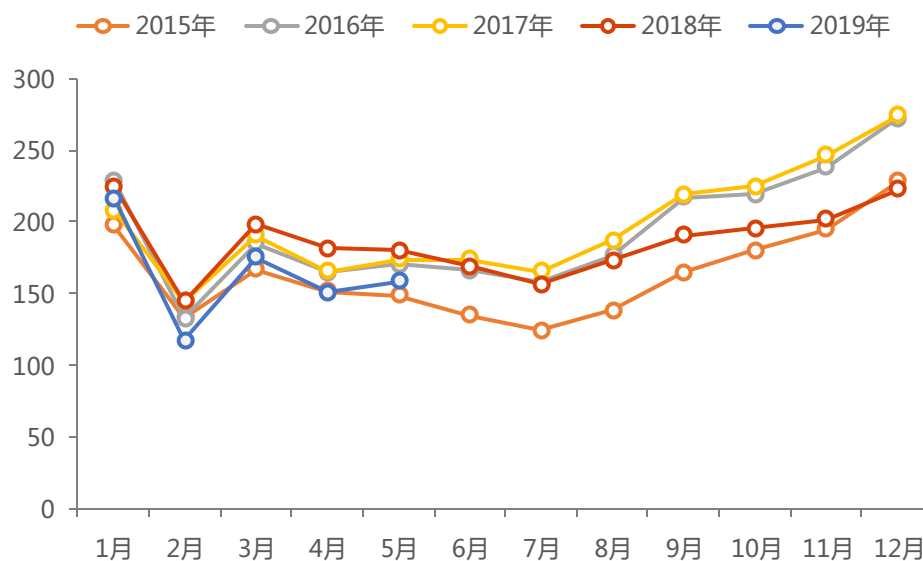
5月狭义乘用车零售环比上升4.8%，这是近些年表现最强的5月，这主要是因为国六实施之际去库存力度的加大。随着国六的逐步落地，距离部分地区7月实施不足50天，厂家加大促销力度。部分经销商急于消化国五库存，再加上五月各地车展的爆发，终端价格下降，导致今年5月零售环比的上涨。

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，总体走势不强，结构上前低后高。第一周的厂家日均批发量只有 2.6 万辆，同比下滑 44%，下滑幅度很大，出现低开的局面。第二周与第三周逐渐改善，但走势仍然不强。第四周的批发数据仍有较大缺损，由于国六实施的信息突然明确，5 月经销商进货应该比较谨慎，因而近期批发表现不强，估计最后一周也无法重现 4 月的月末冲刺。

表 1：2017、2018、2019 年 5 月份乘用车日均批发销量（单位：辆）

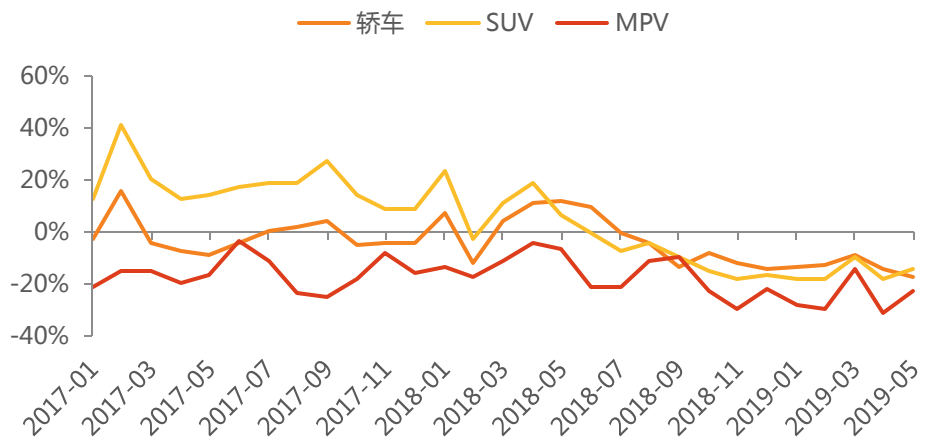
时间	1-10 日	11-17 日	18-24 日	25-31 日	1-24 日	月度
2017 年	43525	47294	52415	54557	47217	48875
2018 年	46513	48100	50903	69914	48256	53147
2019 年	26092	35798	39410		32807	
2019 同比	-44%	-26%	-23%		-32%	

资料来源：乘联会，天风证券研究所

1.1. SUV 与 MPV 下降速度有所改善

SUV 与 MPV 下降速度有所改善。根据乘联会数据，5 月轿车、SUV、MPV 批发端的销量分别为 78.0 万辆、65.5 万辆和 10.6 万辆，轿车批发销量同比下滑 17.9%，SUV 批发同比下滑 14.7%，MPV 同比下滑 22.6%，车市需求相对均衡性低迷。SUV 与 MPV 增速相对 4 月得到了改善，但三大车型仍都处于下滑的趋势，从下滑幅度来看，MPV 仍是表现最差的车型。

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

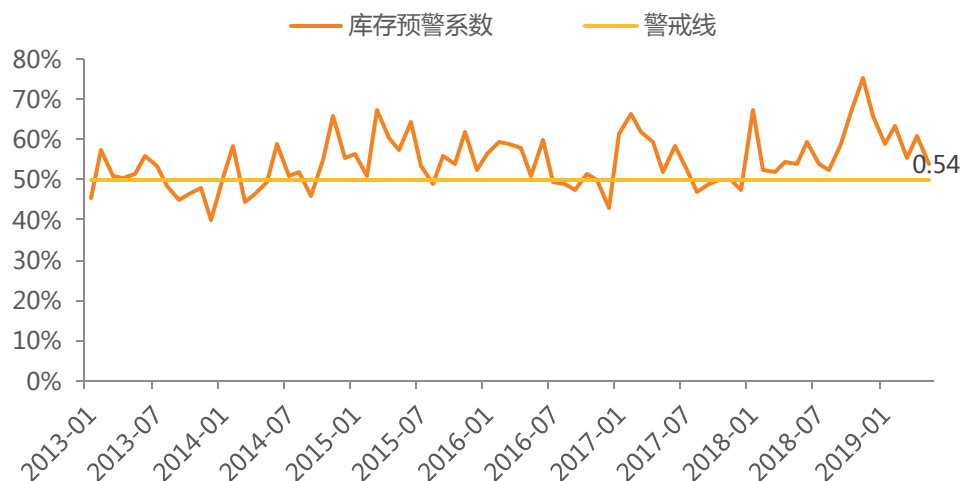
1.2. 经销商库存压力有所降低

经销商库存压力环比有所降低，根据汽车流通协会数据，5 月份汽车经销商综合库存系数为 1.65，环比下降 18%，同比上升 4%。受国五国六切换的影响，经销商对库存管理更加谨慎，清国五库存加速。值得注意的是，自主品牌的库存系数下降幅度最为明显，从 4 月的 2.55 大幅下滑至 5 月的 1.81。

5 月经销商库存预警指数 54.0%，环比有所改善。下降 7.0 个百分点，同比上升 0.3 个百分点。库存预警指数仍位于警戒线之上，目前已经连续 17 个月处于警戒线上方，但值得注意的是，较去年 11 月份，目前经销商库存压力已得到较大幅度改善，在国五切换国六的窗口，很多经销商会尽量控制库存，但需求的疲软使得库存下降速度仍不够快。

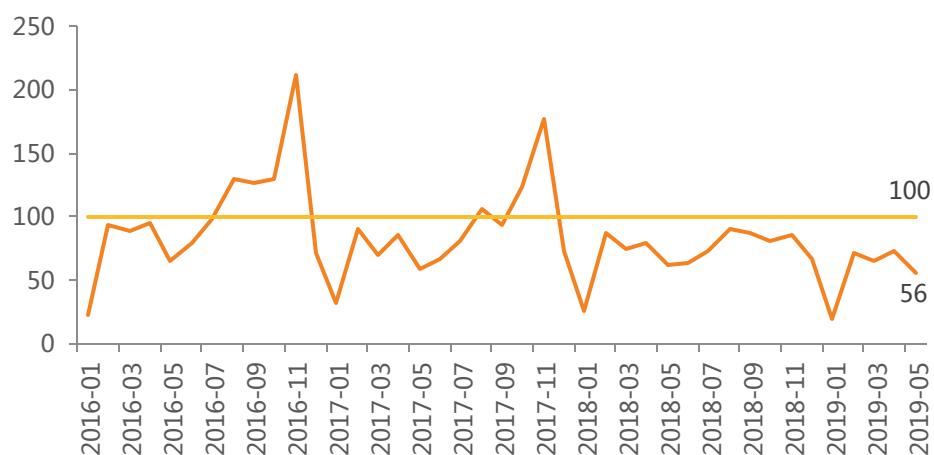
消费需求微弱下降。2019 年 5 月汽车消费指数为 56.0，较 4 月份消费需求有所下降，受国五国六政策的影响，市场观望情绪较重，经销商清库压力也增大。6 月份市场进入传统淡季，集客量少，预计市场表现平淡，经销商压力进一步加大。

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

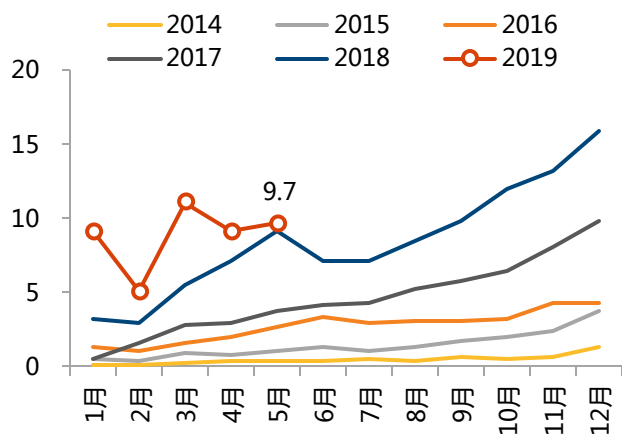


资料来源：中国汽车流通协会，天风证券研究所

1.3. 新能源乘用车：表现相对平淡

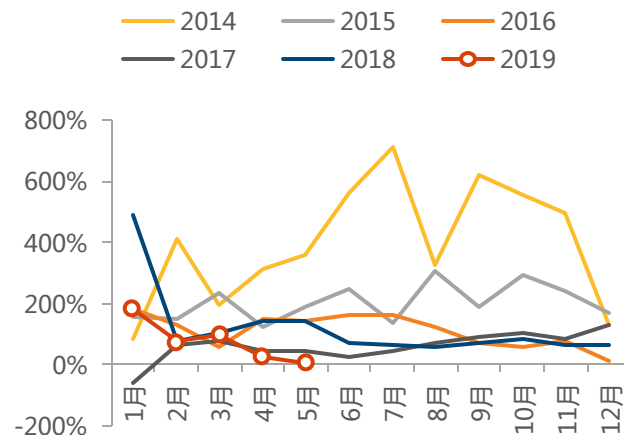
新能源乘用车 5 月批发 9.7 万辆，同比+5.4%，环比+5.8%，表现相对平淡。1-5 月累计销量 44.2 万，同比+58.0%。近期新能源新车型推出较多，产品配置提升明显，一定程度上帮助推动了近期的销量。

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（%）

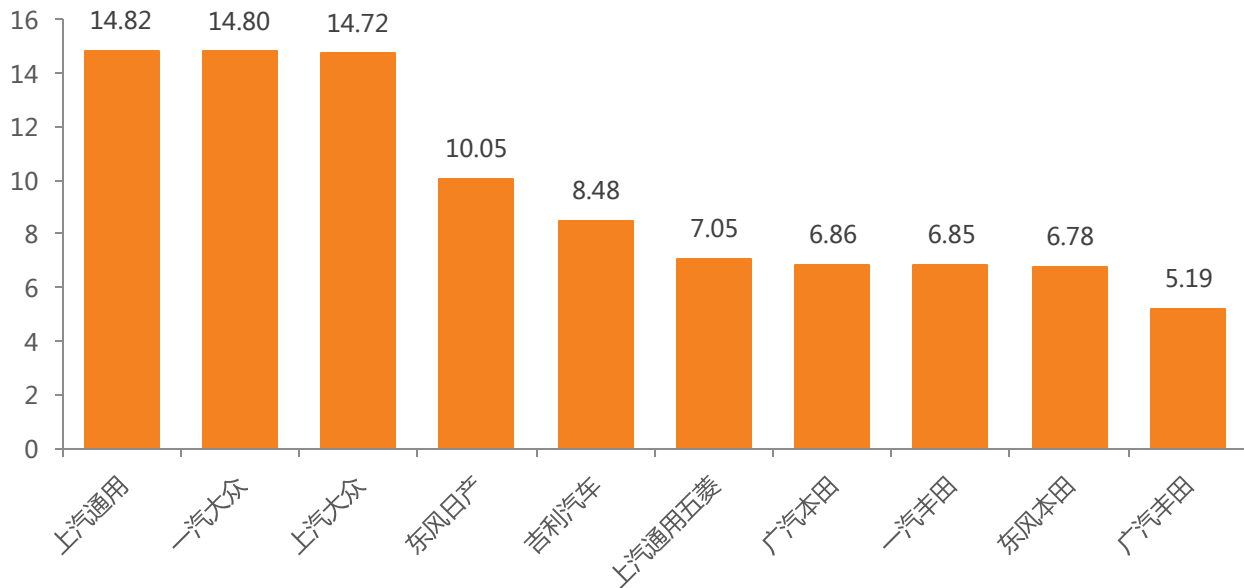


资料来源：乘联会，天风证券研究所

2. 上汽通用登顶，日系车表现较好

上汽通用登顶，日系车表现较好。上汽通用打破了今年一汽大众和上汽大众轮流居首的局面，销量上升为第一。一汽大众、上汽大众、东风日产、吉利汽车均依次下滑一位，销量相对于4月变化不大。除此之外，上汽通用五菱销量大幅改善，因此上升三个席位，长城汽车销量大幅下滑，被广汽丰田挤出前十排行榜。日系车表现仍然非常不错，在前十中占据了5个席位。相反，内资车企只有吉利汽车还稳住前十席位。

图 8：2019 年 5 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. 吉利汽车——5 月批发同比-27%

公司公告 5 月批发 9.0 万辆，同比-27%，环比-13%。

2019 产品大年，上半年 3 款，下半年 2-3 款。3 月嘉际 MPV 已上市，其它新车还包括几何 A（4 月 11 日，A 级 BEV 轿车）、星越（5 月）、SX12、VF12、领克 05 等多款车型。领克 02、03 的 2.0T 和 PHEV 版本也将陆续开售。

5 月批发符合预期，预计库存下降。从历史数据看，行业 5 月批发环比增速在-7%到+2%之间，基本持平，吉利 5 月批发在 4 月基础上环比下降主要有 3 方面原因：

1) **核心是终端需求一般+控制渠道库存压力**：公司 5 月内销 8.5 万辆，同比-30%、环比-12%，我们预计 5 月终端上险 9~10 万辆，对应同比-14%~-4%、环比 7%~19%，渠道库存减少 0.5 万~1.5 万辆，渠道库存系数下降 0.2~0.5 个月。

2) **远景系列国五国六切换档口主动减量**：从第 312-319 批工信部车型目录来看（2018-10 至 2019-05），远景系列中仅 2 款远景 X3 车型申报国六版本，即短期几乎无远景国六车销售，这对其销量有一定扰动，我们判断是公司出于成本等综合考虑而主动进行的节奏调整（2019 年前 4 月，远景系列上险占公司总量 28%，提前国六地区的远景系列占公司总量 18%）。具体数据方面，远景系列 5 月批发 1.8 万辆，同比-56%、环比-18%，占比 19%同比下降 13 个百分点，而 10 个百分点就对应 5 月 9 千的批发量。此外，需注意由于远景是吉利最低端的产品系列（4-10 万元），其利润降幅应小于销量降幅。

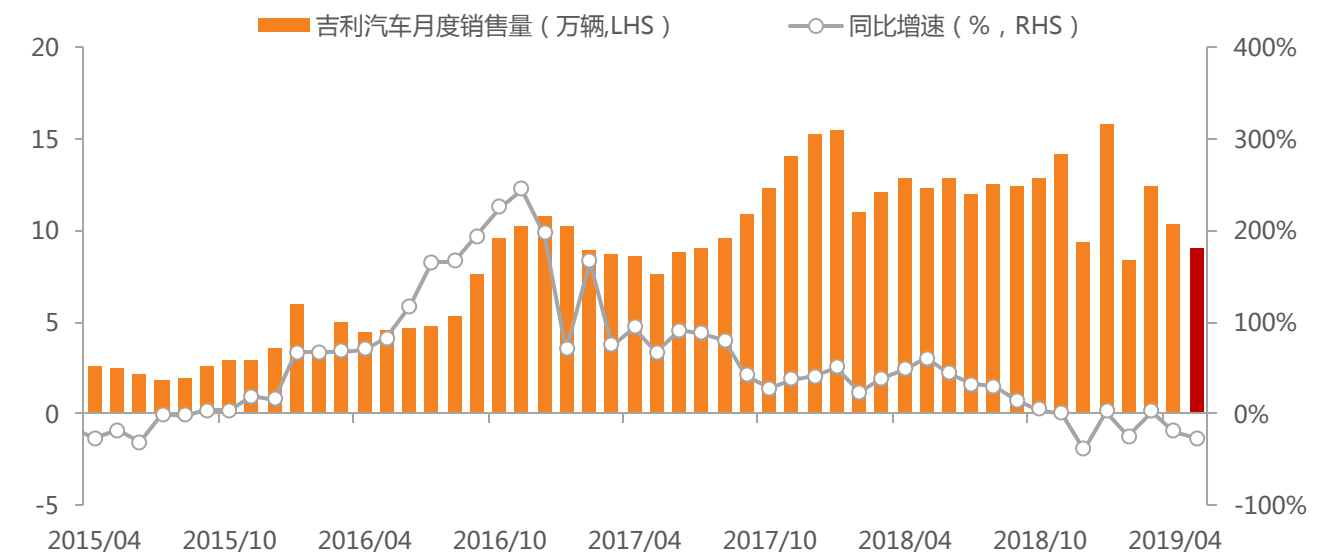
3) **博越出口逐渐接近上限**：公司 5 月出口 5,498 辆，同比 231%、环比-22%。公司对宝腾

出售整车、整车成套件及相关售后零件年度上限为 41.5 亿元（2018-2020），假设目前出口博越均价 12-14 万元、不考虑整车成套件和售后零件，则对应 3.0-3.5 万出口总量。从前 5 月公司累计出口 3.2 万辆、同比增量 2.6 万辆来看，已较接近上限，未来单月同比增量将较前期下降。

我们判断 2019 年大概率迎来汽车景气周期拐点，建议积极把握整车机会。预计公司 19、20 年净利分别为 138 亿、180 亿元，同比增长 10%和 31%，对应当前 PE 7.2X、5.5X，近期受市场、贸易战、行业销量预期波动影响估值回落明显，维持“买入”评级。

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 9：2015-2019 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

维持 2019 景气拐点判断，我们认为二次探底临近结束。发改委印发《方案》积极推动农村车辆消费升级。此外，限牌城市中的广州、深圳首先加大牌照投放力度。建议关注【上汽集团、长城汽车、广汽集团、旭升股份、精锻科技】。

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