

9月终端降幅收窄 国五促销影响已结束

——汽车

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

9月零售销量同比下滑7.38%，主要是前期透支影响。9月狭义乘用车终端销量为168.7万辆，同比下滑7.38%，环比增长16.31%。此前我们对1-8月份上险数据进行分析后认为5-6月国五促销透支了约65万辆销量，7-8月消化45万辆左右，预计9月终端销量同比下滑10%-15%，实际数据好于我们的预期，整体趋势与我们判断一致，终端零售逐渐回暖。1-9月累计零售1476万辆，同比增速-3.83%。分季度来看，Q1-Q3零售增速分别为-5.3%、8.7%和-13.8%，7-9月零售整体承压。

国六地区销量降幅与国五地区差距逐渐缩小，透支效应已结束。19年7月1日起全国15个省市实施国六排放标准，国六地区主要为经济相对发达的省份，国五地区主要是中西部经济欠发达省份。1-4月国六地区销量增速均好于国五地区。5-6月国五促销期间，国六地区销量增速分别为0.5%、48.5%，而同期国五地区增速为-10.5%、19.6%，可以看出国五地区透支严重。因此7月开始国六地区销量增速低于国五地区，前期透支效应明显。但9月份国六与国五地区销量增速基本持平，我们维持在深度报告《乘用车行业Q4会复苏么？》中的观点：9月完成前期透支销量的消化，10月终端零售有望同比转正。

日系德系表现亮眼，自主分化明显。9月日系、德系终端销量实现同比正增长，增速分别为3.66%、6.35%。美系、韩系终端零售分别同比下滑25.46%、16.9%，我们认为美韩系短期内难有较大的改善。自主品牌同比下滑13.56%。我们认为随着三四五线城市需求的复苏，自主品牌销量将有所改善。目前自主品牌内部分化明显，未来产品竞争力强、综合实力雄厚的公司有望胜出，相对弱势的品牌将逐渐在竞争中失去市场。

库存方面降至合理水平。9月厂家库存较8月减少5.6万辆，年初至今累计-16.6万辆；经销商库存增加17.3万辆，1-9月经销商累计库存-4.9万辆。目前行业库存处于合理水平，后期批发销量将逐步提高，有望与零售趋于同步。

投资策略：前期市场认为18年9月销量基数较低，19年9月销量有望同比转正，而实际9月终端上险数据不及市场预期。我们9月21日发布的报告中对5-6月透支销量进行了测算，预测9月终端销量增速-15%~-10%。报告中我们通过对三四五线城市销量分析，判断本轮汽车周期下行阶段即将结束，且预计10月终端零售有望转正。我们认为终端销量逐月改善，同比持平或转正将成为乘用车和零部件板块估值修复的催化剂。乘用车板块推荐估值较低的上汽集团、长安汽车；零部件板块推荐爱柯迪、星宇股份、精锻科技和旭升股份。

风险提示：乘用车销量低于预期；原材料价格大幅上涨；政策不及预期。

行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
上汽集团	3.08	3.12	3.29	8.63	8.52	8.08	1.33	推荐
长安汽车	0.14	0.05	0.81	46.49	176	10.86	0.95	推荐
精锻科技	0.64	0.81	0.93	19.1	15.1	13.1	2.63	推荐
星宇股份	2.21	2.91	3.65	26.38	20.01	15.97	3.69	推荐
爱柯迪	0.55	0.54	0.65	21.51	21.91	18.2	2.43	推荐
旭升股份	0.73	0.6	0.73	39.59	48.17	39.59	8.33	推荐

资料来源：公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级 增持(维持)

2019年10月20日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王敬 研究助理

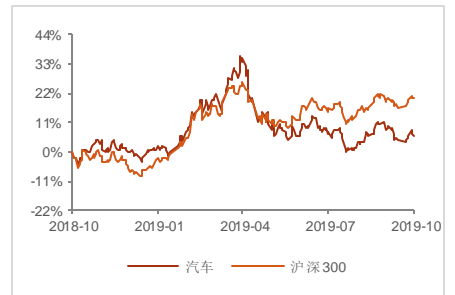
wangjing@shgsec.com

021-20639302

行业基本资料

股票家数	173
行业平均市盈率	23.73
市场平均市盈率	17.04

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《汽车行业周报：9月销量低于预期 静待行业拐点》2019-10-14
- 2、《汽车行业周报：TPMS即将全面安装 关注相关产业链》2019-10-07
- 3、《汽车行业周报：国产Model 3即将投产 关注特斯拉产业链》2019-09-29

证券研究报告

内容目录

1. 整体：受前期透支影响 9 月终端销量承压	3
2. 结构：日德系表现亮眼 自主分化明显	5
3. 库存：传统旺季到来 短期库存增加	9
4. 投资策略	10
5. 风险提示	11

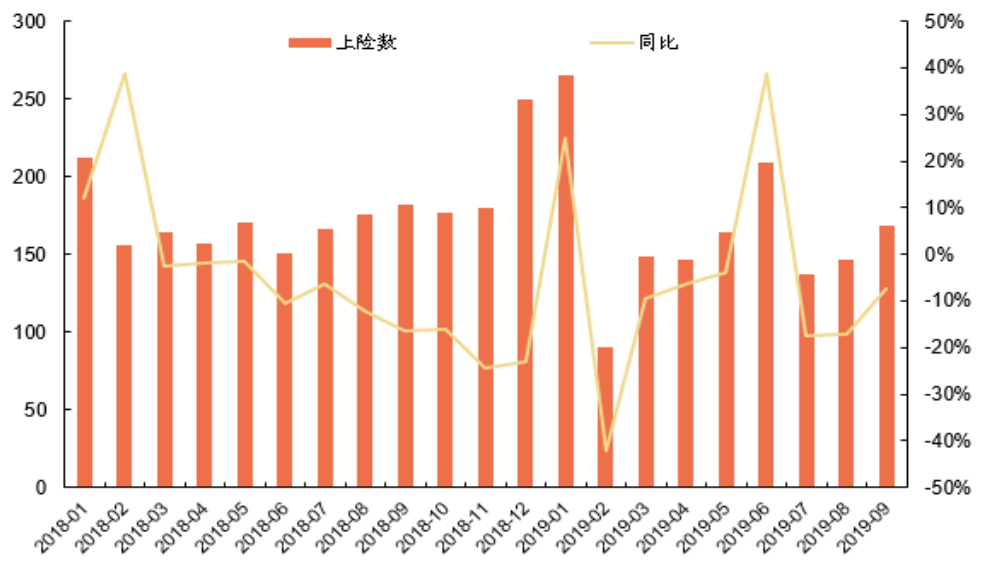
图表目录

图 1：终端上险数及增速(万辆)	3
图 2：Q3 国六/国五地区终端销量增速比较	4
图 3：9 月日系主流品牌销量及增速(辆)	5
图 4：9 月德系主流品牌销量及增速(辆)	6
图 5：9 月美系主流品牌销量及增速(辆)	6
图 6：9 月主流自主品牌销量及增速(辆)	7
图 7：9 月韩系主流品牌销量及增速(辆)	8
图 8：2018-2019.9 厂家库存情况(万辆)	9
图 9：2018-2019.9 经销商库存情况(万辆)	9
图 10：2018-2019.9 行业库存情况(万辆)	10
表 1：Q3 各省市终端零售增速	3

1. 整体：受前期透支影响 9 月终端销量承压

9 月狭义乘用车上险数 168.7 万辆，同比下滑 7.38%。2019 年 9 月狭义乘用车终端销量为 168.7 万辆，同比下滑 7.38%，环比增长 16.31%。此前我们对 1-8 月份上险数据进行分析后认为 5-6 月国五促销透支了约 65 万辆销量，7-8 月消化 45 万辆左右，预计 9 月终端销量同比下滑 10%-15%，实际数据好于我们的预期，整体趋势与我们判断一致，终端零售逐渐回暖。1-9 月累计零售 1476 万辆，同比增速 -3.83%。分季度来看，Q1-Q3 零售增速分别为-5.3%、8.7%和-13.8%，7-9 月零售整体承压。

图1：终端上险数及增速(万辆)



资料来源：上险数据，申港证券研究所

国六地区销量降幅与国五地区差距逐渐缩小，透支效应已结束。19 年 7 月 1 日起全国 15 个省市实施国六排放新标准，从地区来看，国六地区主要为一线城市、东部沿海地区和中部经济相对发达的省份，国五地区主要是中西部经济欠发达省份。我们此前对 18 年交强险数据进行分析发现一线和二线城市销量持平，三四五线城市销量下滑 6.6%。2019 年 1-4 月国六地区销量增速均好于国五地区，5-6 月国五促销期间，国六地区销量增速分别为 0.5%、48.5%，而同期国五地区增速为-10.5%、19.6%，可以看出国五地区透支严重。因此 7 月开始，国六地区销量增速低于国五地区，前期透支效应明显。但可以看出 9 月份国六与国五地区销量增速基本持平，我们维持在深度报告《乘用车行业 Q4 会复苏么？》中的观点：9 月完成前期透支销量的消化，10 月终端零售有望同比转正。

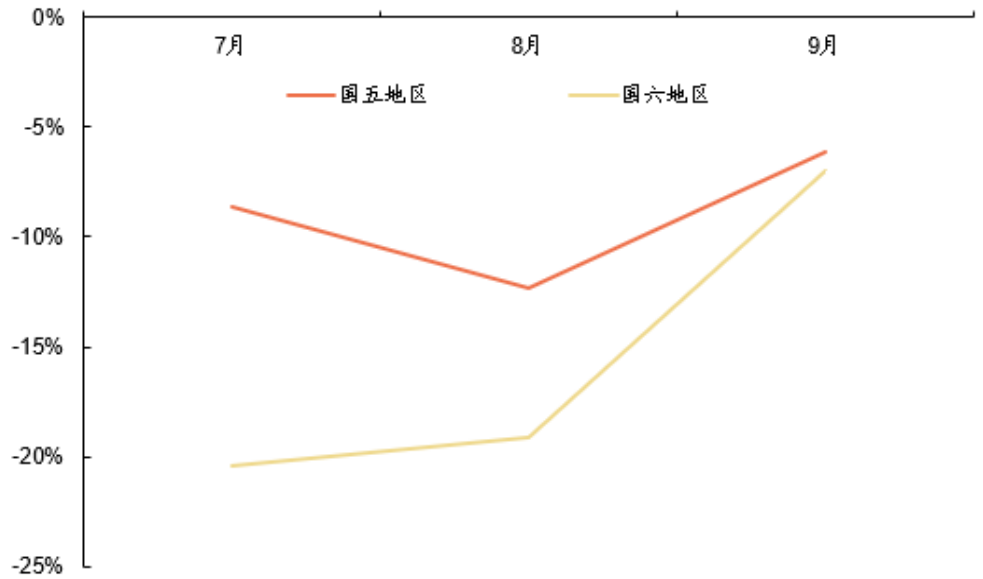
表1：Q3 各省市终端零售增速

地区	省市	7 月	8 月	9 月
----	----	-----	-----	-----

地区	省市	7月	8月	9月
国六地区	北京	10.5%	5.7%	24.6%
	上海	-6.9%	-26.0%	-8.1%
	天津	-10.7%	-15.0%	-4.1%
	山东	-12.9%	-19.6%	-7.2%
	山西	-18.1%	-19.6%	-9.1%
	河北	-24.6%	-27.6%	-17.8%
	河南	-19.7%	-20.2%	-8.9%
	安徽	-8.2%	-15.6%	-14.1%
	陕西	-13.7%	-24.0%	-9.9%
	四川	-8.0%	-18.5%	-9.8%
	海南	55.4%	18.9%	1.3%
	广东	-12.7%	-15.0%	-0.1%
	江苏	-8.0%	-21.6%	-9.9%
	浙江	-15.8%	-18.9%	-3.5%
	重庆	-30.2%	-25.1%	-14.1%
	辽宁	-5.2%	-15.0%	-10.2%
	吉林	50.9%	-7.3%	-5.1%
	黑龙江	-6.1%	-13.1%	-6.3%
	福建	9.0%	-12.3%	-3.9%
国五地区	江西	-9.6%	-11.4%	-7.1%
	湖北	-2.9%	-15.7%	-0.4%
	湖南	-0.2%	-11.1%	-2.3%
	贵州	-4.9%	-20.1%	-13.9%
	云南	13.7%	-12.2%	-8.4%
	甘肃	9.6%	-6.1%	2.5%
	青海	4.5%	-15.3%	-12.3%
	内蒙古	-6.5%	-15.8%	-13.0%
	广西	10.9%	-10.7%	-7.9%
	西藏	30.4%	-4.2%	-8.7%
	宁夏	-2.1%	-10.0%	-6.9%
新疆	27.5%	1.8%	-2.5%	
国六地区合计		-20.4%	-19.2%	-7.0%
国五地区合计		-8.6%	-12.3%	-6.1%

资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

图2：Q3 国六/国五地区终端销量增速比较

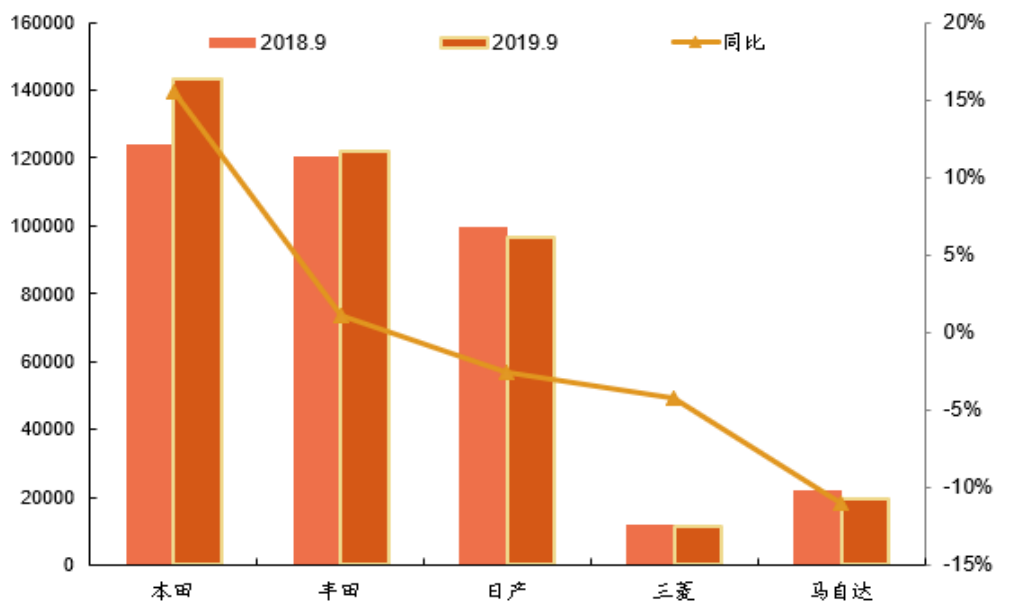


资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

2. 结构：日德系表现亮眼 自主分化明显

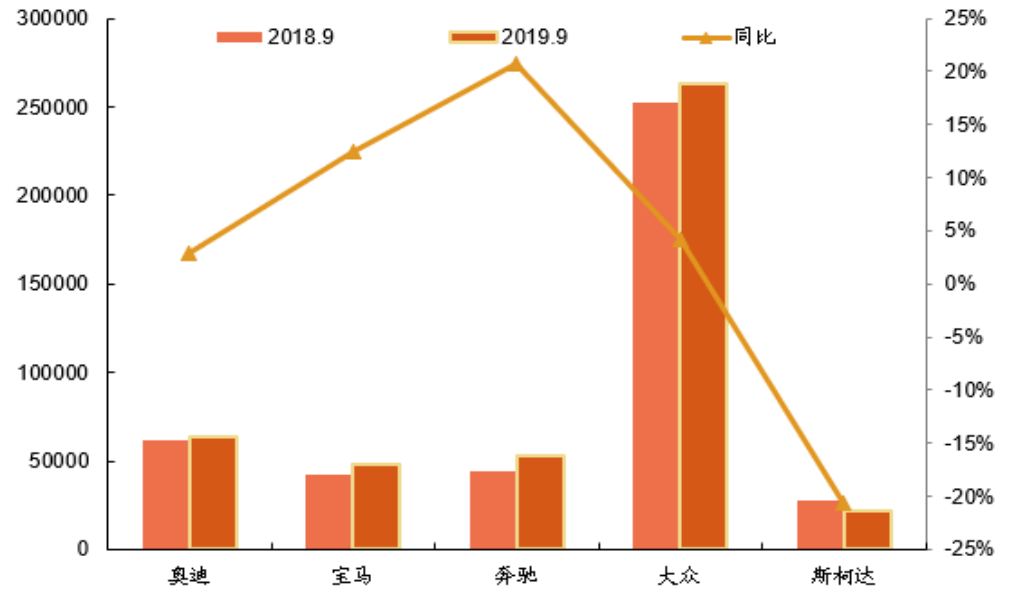
德系、日系表现终端销量亮眼。19年在行业下行的背景下，日系销量逆势上涨，体现出了自身产品的竞争力；德系在豪华车的拉动下，销量逐渐回升。9月日系、德系终端销量实现同比正增长，增速分别为3.66%、6.35%。分品牌看，日系的本田、丰田分别同比增长15.1%、1.1%；日产、三菱和马自达同比下滑，增速分别为-2.6%、-4.3%和-10.95%。

图3：9月日系主流品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

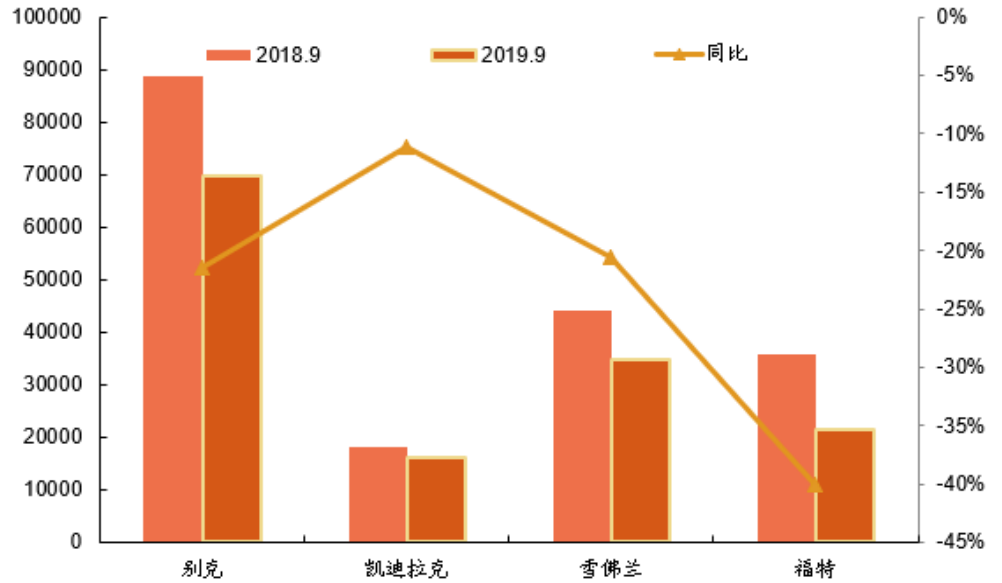
图4：9月德系主流品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

美系终端销量增速低于行业平均。9月美系终端零售同比下滑25.46%，上汽通用上险数同比下滑19.9%，旗下别克、雪佛兰和凯迪拉克增速分别为21.4%、20.6%、11.1%，19年豪华车销量远远好于经济型，但凯迪拉克由于销售策略原因，导致其销量不及豪华车整体水平。福特终端零售同比下滑40%，主要是由于国内旧款车型改款集中在下半年上市，还未能对销量做出贡献。

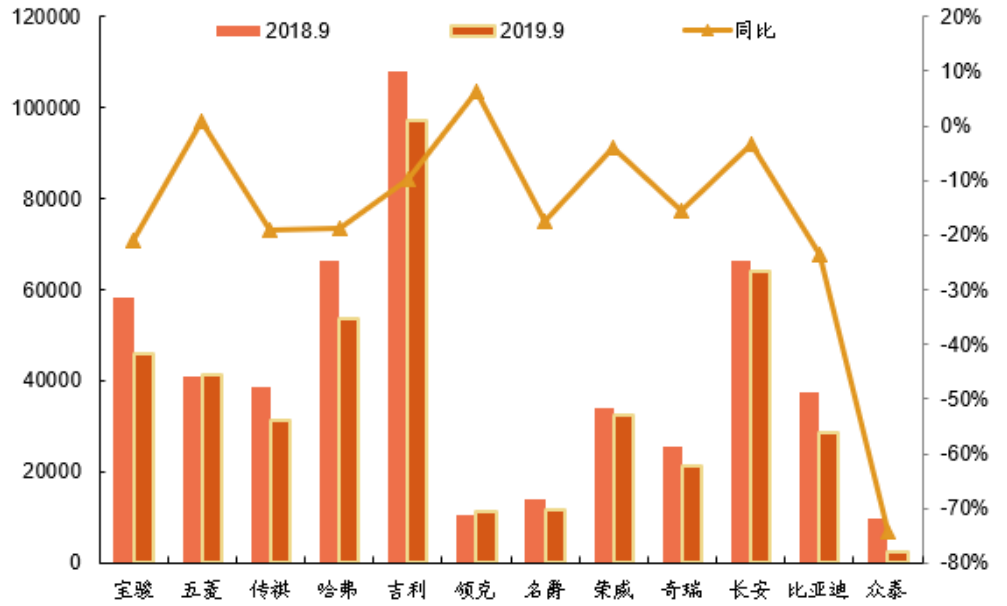
图5：9月美系主流品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

自主品牌内部分化明显。9月自主品牌乘用车零售整体延续下滑趋势，终端零售同比下滑 13.56%。我们认为随着三四五线城市需求的复苏，主打低线城市市场的自主品牌销量将有所改善，且弹性较大。目前自主品牌内部分化明显，一线自主品牌中，吉利销量同比下滑 8.4%，其中吉利、领克品牌增速分别为-9.9%、6.3%；上汽乘用车同比下滑 8%，荣威、名爵增速分别为-4.2%、-17.35；长安汽车销量同比下滑 3.4%，好于行业平均，主要是由于新车上市拉动效应。新能源汽车龙头比亚迪销量同比下滑 23.5%，补贴退坡后新能源汽车销量大幅下滑。而竞争力相对较弱的众泰销量同比下滑 74.3%。我们认为未来自主品牌内部将产生较大的整合，只有产品竞争力强、综合实力雄厚的公司有望胜出，相对弱势的品牌将逐渐在竞争中失去市场。

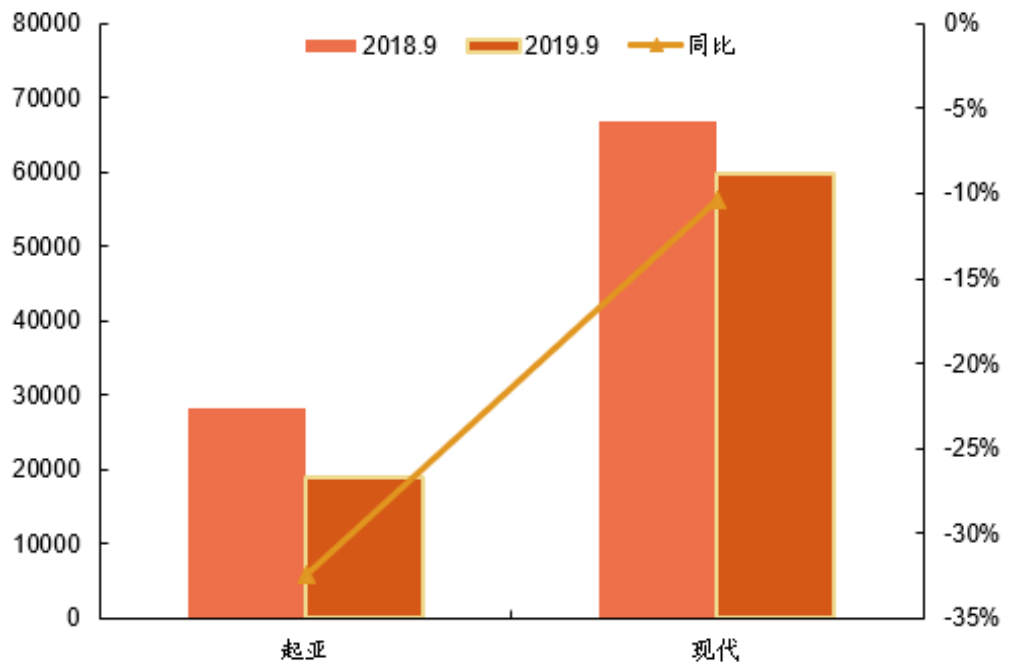
图6：9月主流自主品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

韩系缺少新产品，销量延续下滑趋势。9月韩系零售销量同比下滑16.9%，其中现代、起亚销量分别同比下滑10.4%、32.4%。由于缺少新产品等原因，我们认为韩系销量难有较大的改善。

图7：9月韩系主流品牌销量及增速(辆)

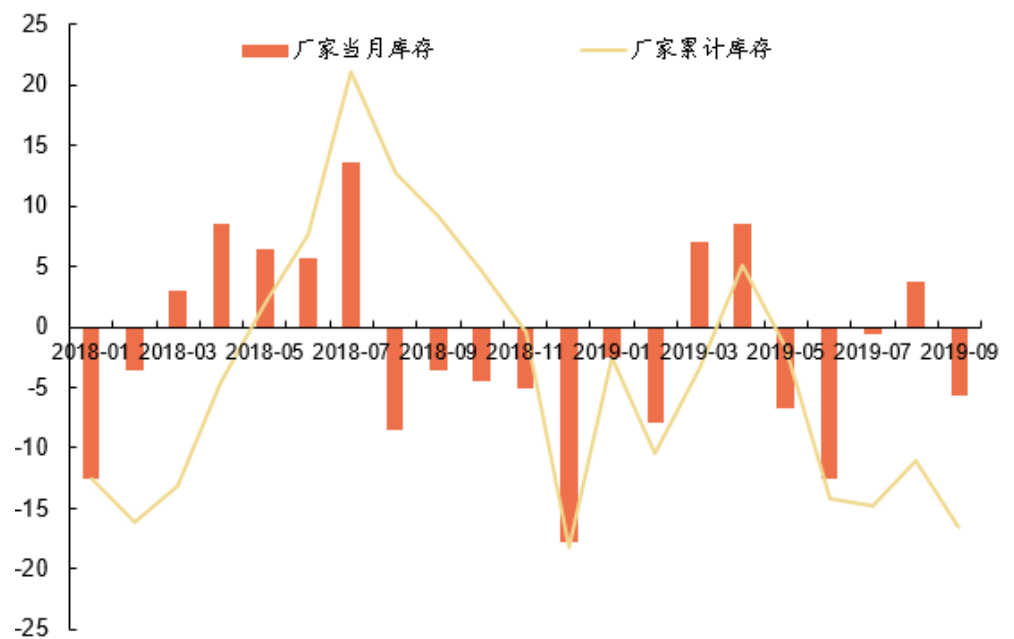


资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

3. 库存：传统旺季到来 短期库存增加

9月进入传统销售旺季，根据我们终端调研信息，大部分整车厂9月提高排产，狭义乘用车产品同比下滑8.8%，较前期有较大的改善。行业仍处于主动去库存阶段，但已经临近主动去库存尾声。9月厂家库存较8月减少5.6万辆，年初至今厂家累计库存-16.6万辆。

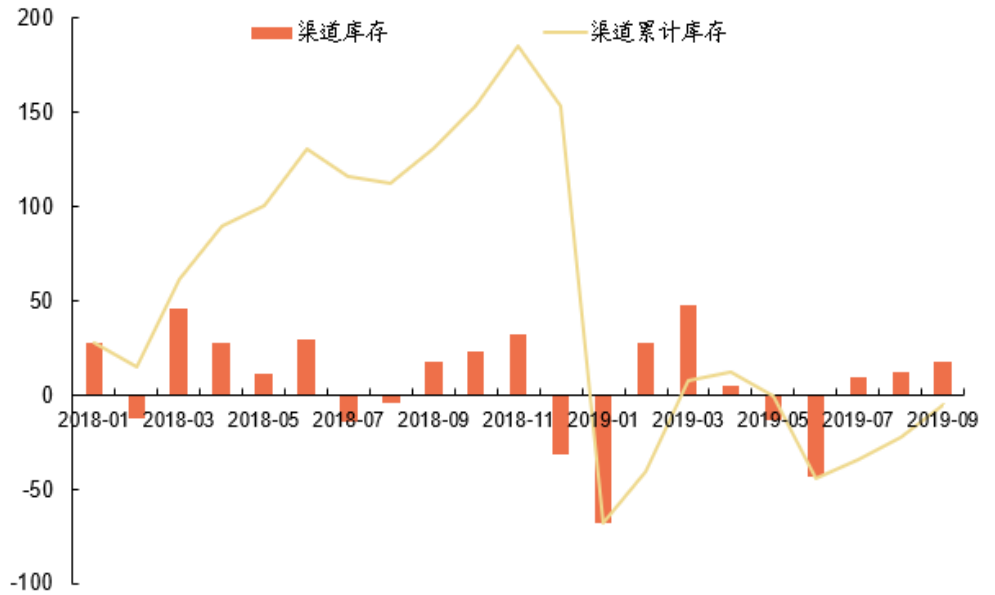
图8：2018-2019.9 厂家库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端上险数据，申港证券研究所

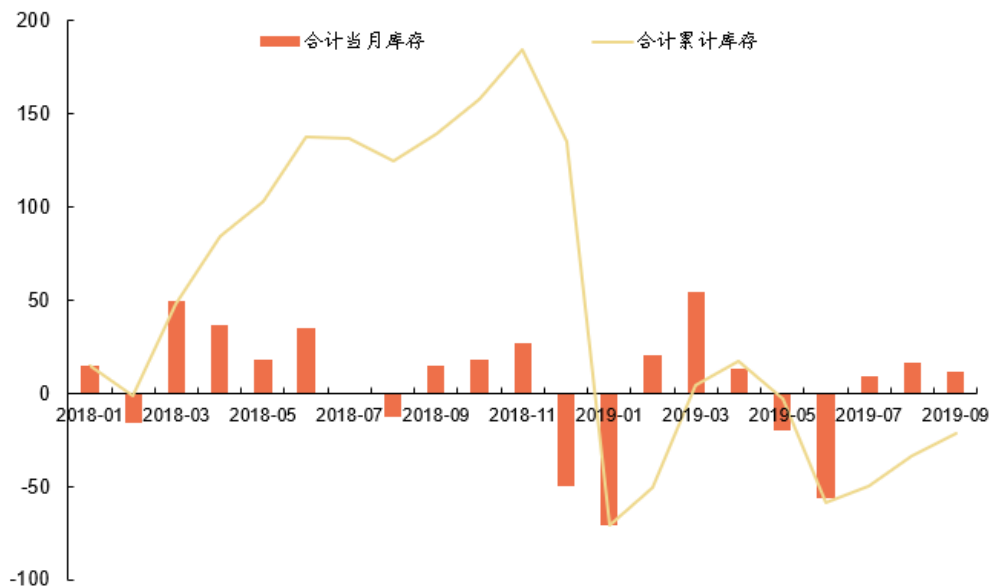
9月经销商库存较8月增加约17.3万辆，我们认为主要是由于传统销售旺季到来，终端备库存导致；1-9月经销商累计库存-4.9万辆。9月经销商和厂家合计库存11.6万辆，1-9月累计合计库存-21.5万辆。目前行业库存处于合理水平，后期批发销量将逐步提高，有望与零售趋于同步。

图9：2018-2019.9 经销商库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端上险数据，申港证券研究所

图10: 2018-2019.9 行业库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端上险数据，申港证券研究所

4. 投资策略

前期市场认为 18 年 9 月销量基数较低，19 年 9 月销量有望同比转正，而实际 9 月终端上险数据不及市场预期，市场对左侧交易存在担忧，因此近期汽车板块表现较弱。我们在 9 月 21 日发布的报告中对 5-6 月透支销量进行了测算，预测 9 月终端

销量仍将承压，增速-15%~-10%，从此角度看，终端零售好于我们的预期，主要是由于传统销售旺季使得销量环比大幅增长。报告中我们通过对三四五线城市销量分析，做出本轮汽车周期下行阶段即将结束，且预计 10 月终端零售有望转正的判断。我们认为，终端销量逐月改善，同比持平或转正将成为乘用车和零部件板块估值修复的催化剂。乘用车板块推荐估值较低的上汽集团、长安汽车；零部件板块推荐华域汽车、爱柯迪、星宇股份、精锻科技和旭升股份。

5. 风险提示

乘用车销量低于预期；

新能源汽车销量不及预期；

原材料价格大幅上涨；

政策不及预期。

研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上