

陈晓  
联系人  
chenxiao@gjzq.com.cn

何凯易  
分析师 SAC 执业编号: S1130519100002  
hekaiyi@gjzq.com.cn

张帅  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 市场弱复苏，头部企业优于行业

### 事件

- 乘联会发布 2019 年 10 月乘用车销量数据：10 月狭义乘用车批发销量为 190.5 万辆，同比下降 5.9%，环比增长 0.2%；狭义乘用车零售销量为 184.3 万辆，同比下降 5.7%，环比上升 3.5%；新能源乘用车批发销量 6.6 万辆，同比下降 45.4%。
- 1-10 月，狭义乘用车累计批发销量 1690.7 万辆，同比下降 10.7%；狭义乘用车累计零售销量 1662.6 万辆，同比下降 8.3%；新能源乘用车累计批发销量 84.4 万辆，同比增长 17.0%

### 评论

- **销售：汽车消费受挤压、需求不强，板块三季度环比改善，自主品牌头部企业表现优于行业**
  - 10 月狭义乘用车零售销量同比-5.7%，环比上升 3.5%，需求边际上有一定的恢复，但今年 10 月销量相较 2017 年 10 月已下跌 18%，创 2016 年以来新低。受必选消费品价格上涨、房地产销售回暖挤压居民消费，汽车可选消费受挤压，购车换车需求放缓，“金九银十”效应低于市场预期。但从行业层面观察，三季度乘用车板块环比改善，降幅收窄，盈利水平回升，产销量在去年年底低基数下有望同比转正，累计降幅收窄。
  - 分品牌看，豪华品牌同比增长 14%，合资品牌-3%，自主品牌-12%；车型看，轿车零售同比下降 9.1%，SUV 同比下降 0.7%，仍优于轿车。消费分化豪华车维持高增速，日系车型改款切换影响了增速，德系大众多款 SUV 新品上市支持了销量，长城 SUV 销量仍然保持正增长支撑了 SUV 强于轿车的表现；自主品牌整体下滑明显，但车企趋向分化，头部企业长城、吉利 10 月销量分别同比增长 4.5%和 1%，中小企业销量逐渐被市场淘汰。
- **生产：排产补库谨慎，需求弱导致库存上升**
  - 10 月产量同比-4.1%，环比增长 3.7%；批发销量同比-5.9%，环比增长 0.2%；10 月库存预警指数 62.4%，环比上升 3.8pct，同比下降 4.5pct；厂家库存较 9 月下降 0.1 万台，渠道库存上升 1.3 万台。反映了车企排产以及经销商提车都相对谨慎，终端需求不强，造成库存环比上升，销售压力加大。
- **新能源车环比改善不强，年底销量承压：**
  - 10 月新能源乘用车批发 6.6 万辆，同比-45.4%，环比增长 1%，反映了自发需求不强、运营需求放缓的情况。去年 11 月、12 月销量分别为 13.2 万辆、16 万辆，合计占比全年 29%，但明年补贴退坡幅度没有今年大，目前政策仍不明朗的情况下，年底抢装动力冲量效果可能不及去年前年，新能源乘用车销量 120 万压力很大。但在限牌限行路权、营运需求以及双积分长期调控的驱动下，以及特斯拉和大众 MEB 国产带来的行业协同效应，新能源车增长逻辑仍在，未来的发展呈乐观态势。

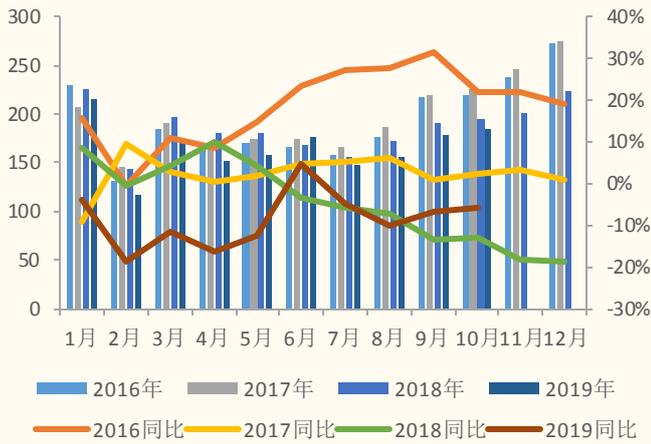
### 投资建议

- 乘用车板块三季度环比改善，盈利水平回升，年底产销有望在去年低基数下转正。建议关注竞争力及市场表现强、估值较合理的龙头企业：**长城汽车、吉利汽车、广汽集团 (A+H)**。

### 风险提示

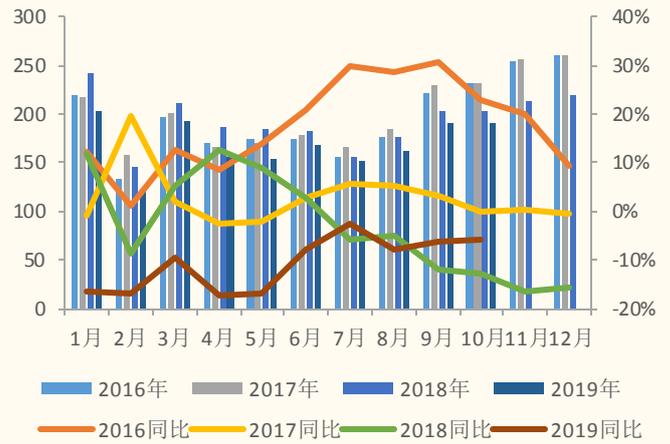
- 宏观经济持续低迷，汽车需求下降，产销不及预期；与美国贸易争端持续升级，关税进一步提高影响成本和售价；各地政策细则发布和实施不及预期；补贴退坡、竞争加剧导致新能源车产销低于预期，盈利能力下降。

图表 1: 历年狭义乘用车零售销量情况 (万辆)



来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 2: 历年狭义乘用车批发销量情况 (万辆)



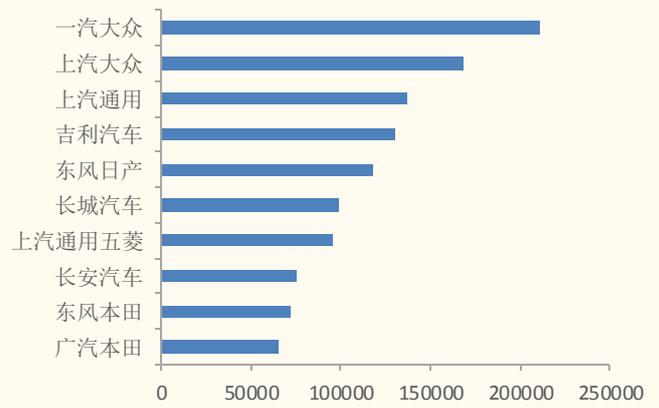
来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 3: 10月狭义乘用车厂商零售销量Top10 (辆)



来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 4: 10月狭义乘用车厂商批发销量Top10 (辆)



来源: 乘联会、国金证券研究所

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼