

10月零售下降6.4% 环比延续改善趋势

——汽车行业专题报告

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

10月狭义乘用车零售销量同比下滑6.4%。2019年10月狭义乘用车终端销量为164.8万辆,同比下滑6.4%,环比下滑1.8%,同比增速较9月份收窄1pct。整体来看销量不及预期,但终端零售逐渐回暖趋势明显。1-10月累计零售同比增速-4.15%。2018年11月终端上险数为180万辆,而2016年11月和2017年11月终端分别为233万辆、238万辆,我们预计在低基数影响下,11月终端销量增速将有较大的改善。排除基数影响, Q4终端销量逐月改善的趋势不变。

国六地区销量增速弱于国五地区。由于一二线城市主要位于国六地区,我们预期国六地区销量增速好于国五地区,19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%,国六地区透支严重。因此7月开始,国六地区销量增速低于国五地区,10月国五、国六地区销量增速分别为-4.6%、-6.3%,国五地区增速领先国六地区1.7pct,我们预计11-12月国六地区销量增速与国五地区销量增速差距将缩小,透支效应将逐步完成消化。

三四五线城市乘用车销量增速环比分别提高0.9、1.5和3.4pct。受三四五线城市人均可支配收入增速降低、房地产挤出效应等影响,2018年三四五线城市销量下滑7%。2019年10月一线城市、二线城市销量增速分别为0.8%、-4.2%;而三四五线城市销量增速分别为-9.9%、-9.92%和-6.7%,较9月份分别环比提高0.9、1.5和3.4pct,低线城市销量逐渐回暖。

德系强势增长,头部自主转正。10月日系、德系终端销量实现同比正增长,增速分别为2.5%、10%;美系、韩系终端零售分别同比下滑26.2%、22.3%;自主品牌同比下滑12.9%,但环比增长3.6%。随着三四五线城市需求的复苏,自主品牌销量将逐步改善。10月头部自主终端销量较好,吉利、上汽乘用车终端零售分别为4.7万辆、11.6万辆,增速分别为5.7%、8.1%。

投资策略:10月狭义乘用车零售同比下滑6.4%,其中三四五线城市需求下滑仍是影响行业销量的主要因素,但环比来看,低线城市销量降幅逐渐收窄,行业复苏趋势不变。汽车板块整体上涨的趋势还未出现,但存在结构性机会,如前期重点推荐的TPMS强装标的保隆科技、特斯拉产业链的旭升股份和拓普集团。由于终端折扣力度较大,乘用车企业毛利率受到影响,此阶段建议配置零部件板块,重点推荐华域汽车、星宇股份、爱柯迪、宁波高发,关注特斯拉产业链的拓普集团;乘用车板块建议关注广汽集团、长安汽车和上汽集团。

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
华域汽车	2.55	2.19	2.35	10.1	11.7	10.9	1.68	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
宁波高发	0.93	0.86	1.1	15.9	17.2	13.5	1.85	推荐

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

增持(维持)

2019年11月18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	25.37
市场平均市盈率	16.69

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:10月零售下滑6.4% 降幅环比收窄1pct》2019-11-17
- 2、《汽车行业周报:销量逐月改善 拐点即将到来》2019-11-10
- 3、《汽车行业周报:汽车三季报总结:Q3营收环比改善 盈利能力仍承压》2019-11-04

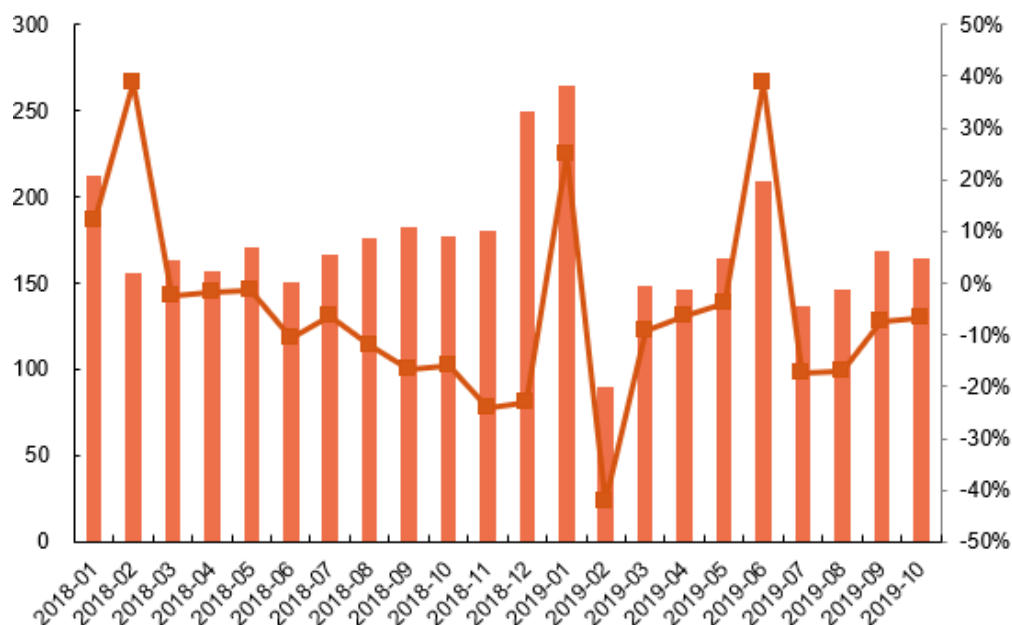
图表目录

图 1: 终端上险数及增速(万辆).....	3
图 2: 7-10 月国六/国五地区终端销量增速比较	4
图 3: 2019 年 1-10 月各线城市销量增速.....	5
图 4: 2019 年 10 月各系别狭义乘用车上险数及增速(辆)	6
图 5: 10 月日系主流品牌销量及增速(辆)	6
图 6: 10 月德系主流品牌销量及增速(辆)	7
图 7: 10 月美系主流品牌销量及增速(辆)	8
图 8: 10 月主流自主品牌销量及增速(辆)	8
图 9: 10 月韩系主流品牌销量及增速(辆)	9
图 10: 2018-2019.10 厂家库存情况(万辆)	10
图 11: 2018-2019.10 经销商库存情况(万辆).....	11
图 12: 2018-2019.10 行业库存情况(万辆)	12
表 1: 8-10 月各省市终端零售增速	4
表 2: 2019 年 9-10 月重点车企终端零售数据(万辆).....	10

1. 整体：10月零售下滑6.4% 国六地区表现较弱

10月狭义乘用车上险数164.8万辆，同比下滑6.4%。2019年10月狭义乘用车终端销量为164.8万辆，同比下滑6.4%，较9月份增速收窄1pct，环比下滑1.8%。此前我们基于对1-9月交强险数据进行分析，预期10月销量会接近0位或同比转正，整体来看销量不及预期，但趋势与我们判断一致，终端零售逐渐回暖。1-10月累计零售1640万辆，同比增速-4.15%。分季度来看，Q1-Q3零售增速分别为-5.3%、8.7%和-13.8%，其中Q3销量承压主要是Q2透支影响。2018年11月终端上险数为180万辆，而2016年11月和2017年11月终端分别为233万辆、238万辆，我们预计在低基数的影响下，11月终端销量增速将有较大的改善。排除基数影响，Q4终端销量逐月改善的趋势不变。

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

国六地区销量增速弱于国五地区。18年一二线城市销量增速要好于三四五线城市，19年7月1日起，一线城市和经济相对发达的地区实施国六排放新标准，而中西部地区欠发达省份尚未实施。由于一二线城市主要位于国六地区，我们预期国六地区销量增速好于国五地区，2019年1-4月国六地区销量增速均好于国五地区，与我们判断一致；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%，国六地区透支严重。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。经过测算，国五促销期间透支销量65万左右，7-10月累计消化约57万辆，仍有8万辆左右未消化。可以看出国六地区销量增速连续4个月弱于国五地区，10月国五、国六地区销量增速分别为-4.6%、-6.3%，国五地区增速领先国六地区1.7pct，我们预计11-12月国六地区销量增速

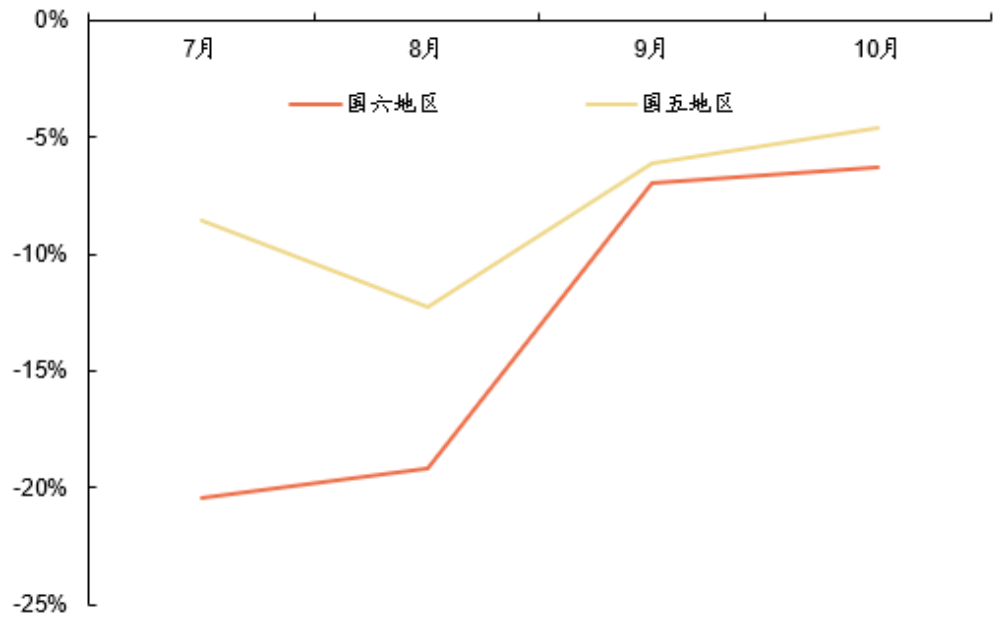
与国五地区销量增速差距将缩小，透支效应将逐步完成消化。

表1：8-10月各省市终端零售增速

地区	省市	8月	9月	10月
国六地区	北京	5.7%	24.6%	18.19%
	上海	-26.0%	-8.1%	-11.43%
	天津	-15.0%	-4.1%	-1.46%
	山东	-19.6%	-7.2%	-9.68%
	山西	-19.6%	-9.1%	-9.54%
	河北	-27.6%	-17.8%	-15.02%
	河南	-20.2%	-8.9%	-9.21%
	安徽	-15.6%	-14.1%	-10.21%
	陕西	-24.0%	-9.9%	-6.86%
	四川	-18.5%	-9.8%	-2.76%
	海南	18.9%	1.3%	-18.83%
	广东	-15.0%	-0.1%	-5.75%
	江苏	-21.6%	-9.9%	-2.99%
	浙江	-18.9%	-3.5%	0.20%
	重庆	-25.1%	-14.1%	-5.88%
	国五地区	辽宁	-15.0%	-10.2%
吉林		-7.3%	-5.1%	2.47%
黑龙江		-13.1%	-6.3%	-7.69%
福建		-12.3%	-3.9%	-4.82%
江西		-11.4%	-7.1%	-6.45%
湖北		-15.7%	-0.4%	-1.57%
湖南		-11.1%	-2.3%	1.65%
贵州		-20.1%	-13.9%	-7.20%
云南		-12.2%	-8.4%	-3.62%
甘肃		-6.1%	2.5%	6.89%
青海		-15.3%	-12.3%	-14.05%
内蒙古		-15.8%	-13.0%	-11.23%
广西		-10.7%	-7.9%	-15.15%
西藏		-4.2%	-8.7%	-1.31%
宁夏	-10.0%	-6.9%	-2.75%	
新疆	1.8%	-2.5%	7.67%	
国六地区合计		-19.2%	-7.0%	-6.3%
国五地区合计		-12.3%	-6.1%	-4.6%

资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

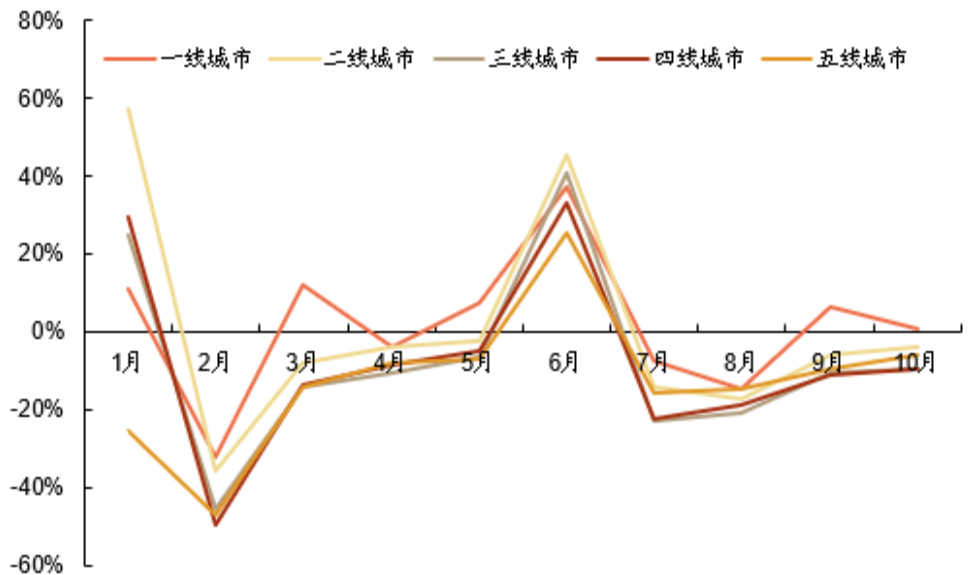
图2：7-10月国六/国五地区终端销量增速比较



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

三四五线城市乘用车销量增速环比分别提高 0.9、1.5 和 3.4 pct。2018 年行业销量下滑主要是三四五线城市销量下滑导致，而三四五线城市销量下滑的主要原因是由于三四五线城市人均可支配收入增速降低、房地产挤出效应等。2019 年 10 月一线城市、二线城市销量增速分别为 0.8%、-4.2%；而三四五线城市销量增速分别为 -9.9%、-9.92%和-6.7%，较 9 月份分别环比提高 0.9、1.5 和 3.4pct，低线城市销量逐渐回暖。

图3：2019 年 1-10 月各线城市销量增速

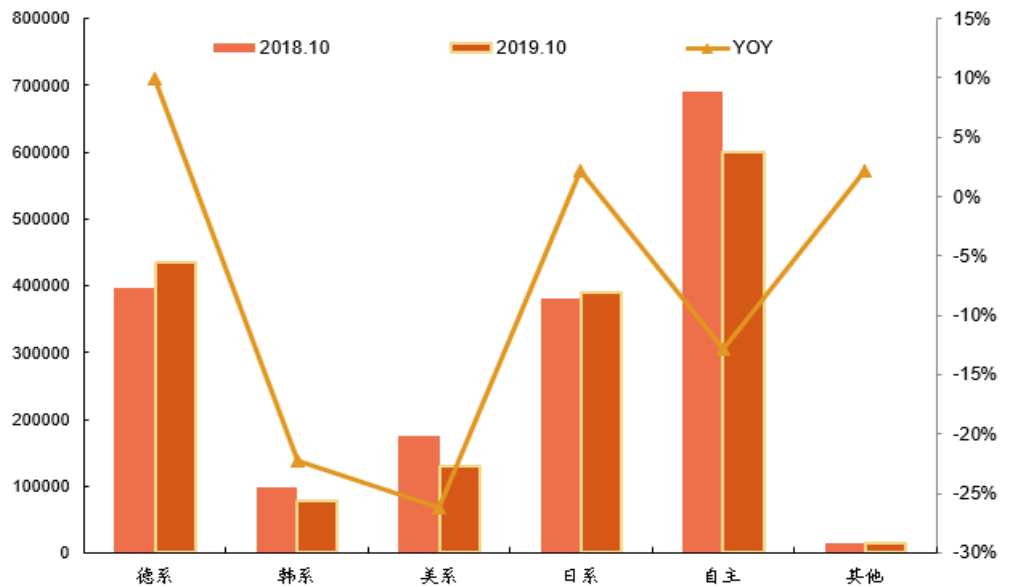


资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

2. 结构：德系销量强势增长 头部自主转正

2019年10月，德系终端销量同比增长10%，日系同比增长2.5%；自主品牌同比下滑12.9%，但环比增长3.6%；美系、韩系分别同比下滑26.2%、22.3%。整体来看，德系和日系保持持续增长态势；自主品牌环比得到改善，我们认为主要是由于三四五线城市销量增速降幅收窄所致。

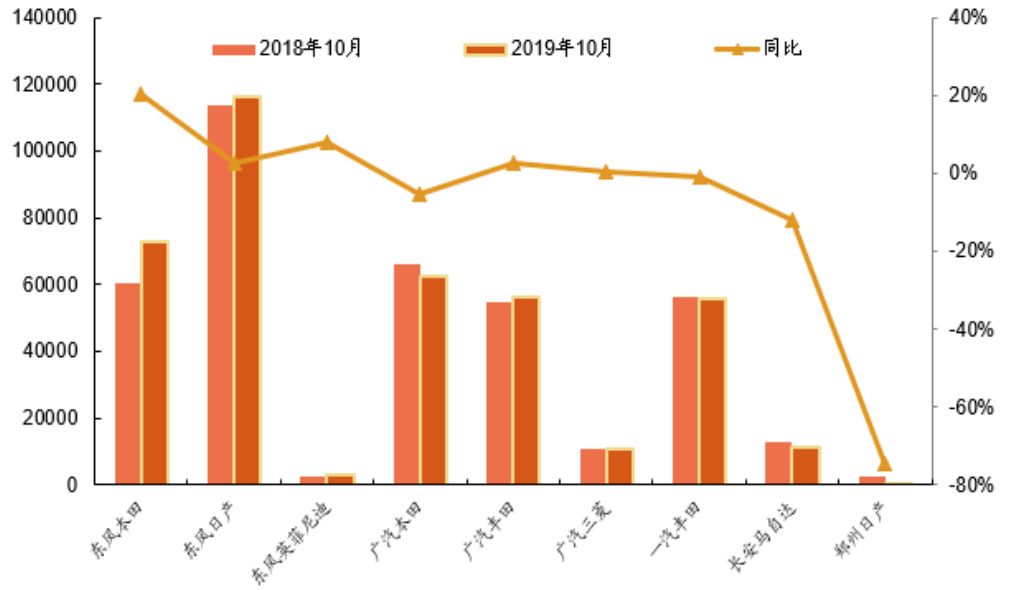
图4：2019年10月各系别狭义乘用车上险数及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

日系：日系10月终端销量合计为38.9万辆，同比增长2.5%，整体维持稳定增长的态势。其中东风本田7.3万辆，同比增长20.5%，广汽本田6.2万辆，同比下滑5.5%；广汽丰田5.6万辆，同比增长2.8%，一汽丰田5.56万辆，同比下滑1%；东风日产11.6万辆，同比增长2.4%。

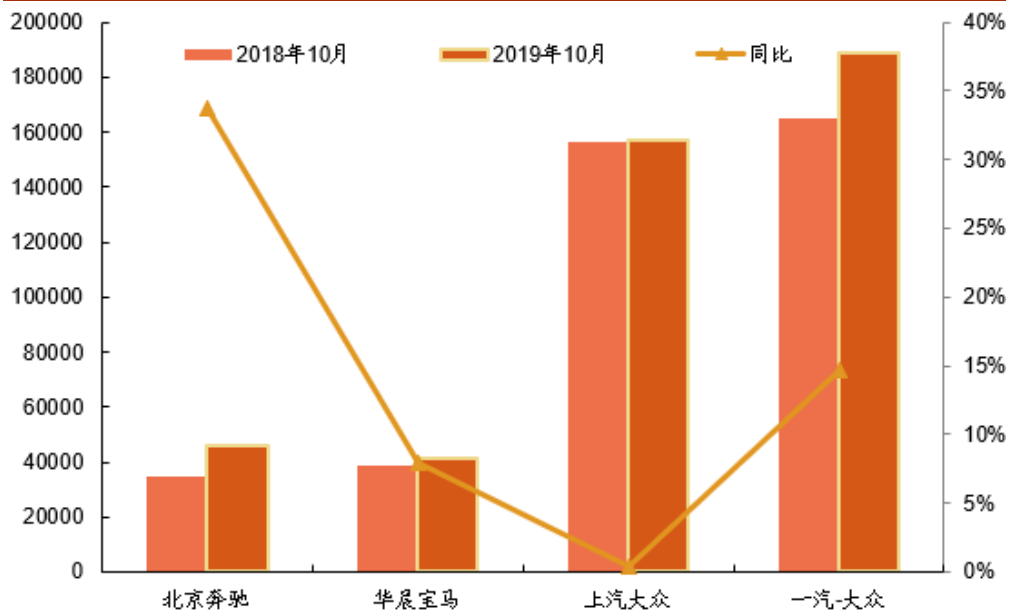
图5：10月日系主流品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

德系：10月德系终端销量43.5万辆，同比增长14%，其中一汽大众18.9万辆，同比增长14.8%，主要是由于探歌、探岳、奥迪Q2和捷达VS5贡献了主要增量；上汽大众15.7万辆，同比增长0.4%；北京奔驰4.6万辆，同比增长33.7%；华晨宝马4.1万辆，同比增长7.9%。德系整体处于回升的趋势，在合资品牌中率先转正。

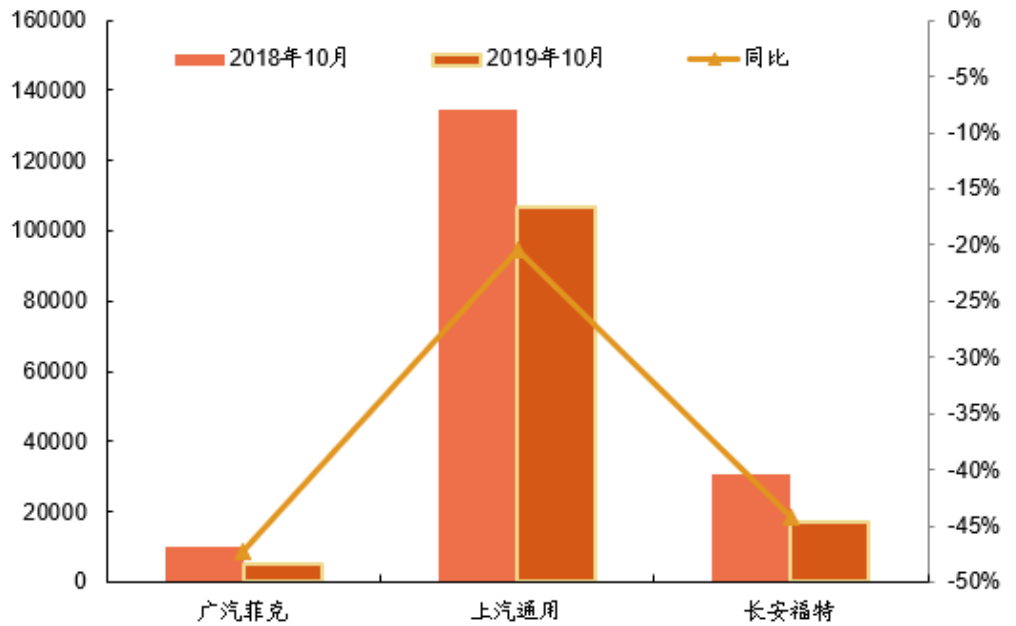
图6：10月德系主流品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

美系：10月美系终端零售12.9万辆，同比下滑26.2%，上汽通用10.7万辆，同比下滑20.5%；长安福特终端零售同比下滑44.2%，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；广菲克同比下滑47.3%。美系在本轮行业下行周期中受到冲击较大，短期内难有较好的改善，福特新周期有望提振长安福特销量。

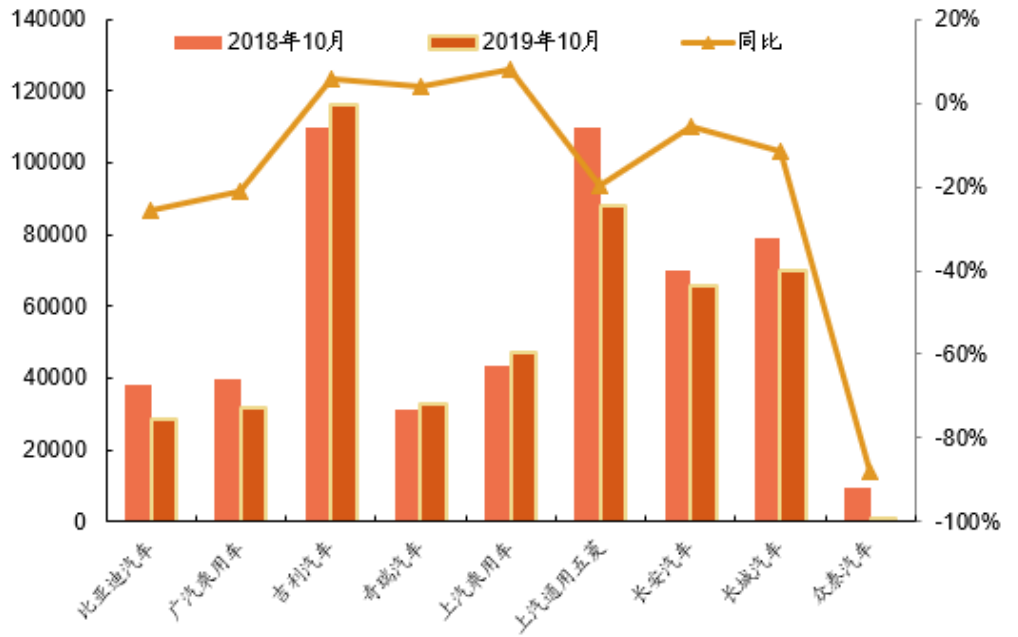
图7：10月美系主流品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

自主品牌：10月自主品牌乘用车零售销量60.1万辆，同比下滑12.9%。自主品牌在三四五线城市销量占比超过55%，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。在整体销量下滑的趋势下，可以看到自主品牌内部分化明显，其中吉利、上汽乘用车、奇瑞10月份零售销量分别增长5.7%、8.1%、4%。补贴退坡后新能源汽车销量大幅下滑，比亚迪销量同比下滑25.7%，降幅较9月份有所扩大。长安汽车、长城汽车和广汽传祺销量增速分别为-5.5%、-11.6%、-21.1%；众泰销量同比下滑87.8%。未来产品竞争力强、综合实力雄厚的自主品牌有望在竞争中获得更多的市场份额，而相对弱势的品牌将逐渐被淘汰。

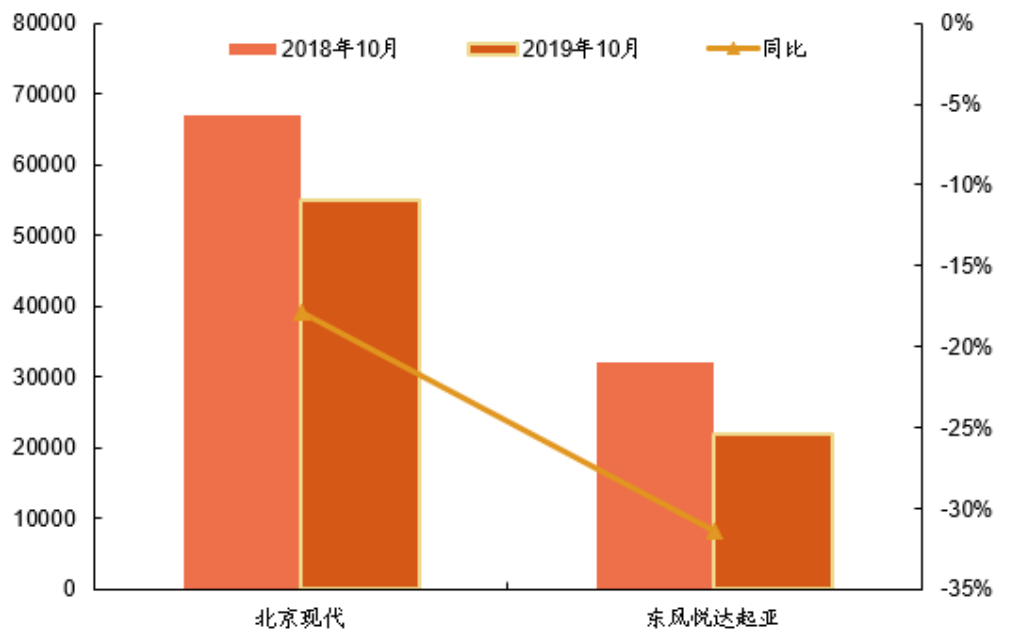
图8：10月主流自主品牌销量及增速(辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

韩系：10月韩系零售销量7.7万辆，同比下滑22.3%，降幅较9月份扩大5.4pct，其中现代、起亚销量分别为5.5万辆、2.2万辆，分别同比下滑17.9%、31.4%。

图9：10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

表2：2019年9-10月重点车企终端零售数据(万辆)

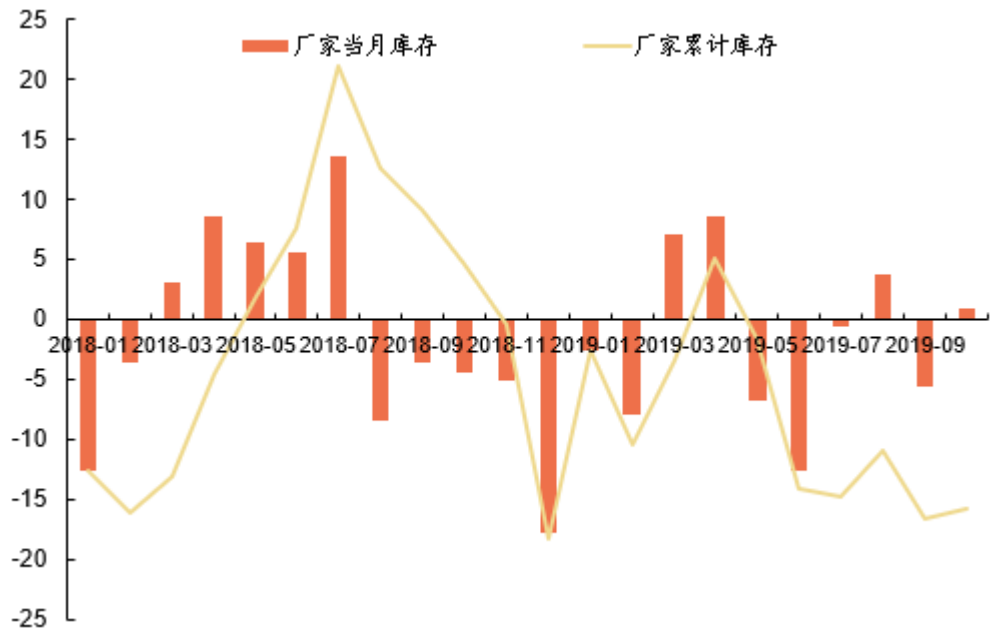
企业名称	9月	同比	10月	同比
北京奔驰	5.09	20.70%	4.62	33.69%
北京现代	5.98	-10.38%	5.49	-17.89%
比亚迪汽车	2.87	-23.53%	2.84	-25.74%
东风本田	7.77	22.18%	7.31	20.50%
东风日产	10.57	-1.00%	11.63	2.42%
东风悦达起亚	1.91	-32.34%	2.20	-31.44%
广汽本田	6.72	10.79%	6.23	-5.51%
广汽乘用车	3.13	-18.68%	3.15	-21.06%
广汽菲克	0.60	-51.02%	0.53	-47.08%
广汽丰田	6.18	6.97%	5.61	2.79%
广汽三菱	1.18	-3.79%	1.08	0.59%
华晨宝马	4.81	12.41%	4.15	7.91%
吉利汽车	10.90	-8.11%	11.61	5.65%
奇瑞汽车	2.96	-2.10%	3.27	3.98%
上汽大众	15.79	-3.93%	15.71	0.36%
上汽集团	4.43	-8.02%	4.71	8.10%
上汽通用	12.09	-19.93%	10.68	-20.46%
上汽通用五菱	8.73	-12.04%	9.15	-16.48%
沃尔沃汽车	1.40	44.70%	1.13	44.46%
一汽-大众	19.67	10.82%	18.90	14.75%
一汽丰田	6.01	-4.28%	5.56	-1.01%
一汽轿车	2.79	65.78%	2.83	93.22%
长安福特	1.72	-50.90%	1.72	-44.17%
长安马自达	1.08	-19.08%	1.13	-11.88%
长安汽车	6.42	-3.41%	6.72	-3.75%
长城汽车	6.39	-16.08%	7.00	-11.58%
汇总	168.67	-6.74%	164.8	-6.4%

资料来源：申港证券研究所

3. 库存：迎旺季备货 短期库存增加

10月进入传统销售旺季，狭义乘用车产量同比下滑3.7%，环比提高4.1%，整车厂生产较前期有较大的改善，体现了积极备库存的趋势。行业处于主动去库存阶段的，但已经临近主动去库存尾声。10月厂家库存较9月增加0.8万辆，年初至今厂家累计库存-15.8万辆。部分车企库存已经处于健康状态，随着下游销量逐渐好转，预计销量率先转正的企业将开始加库存。

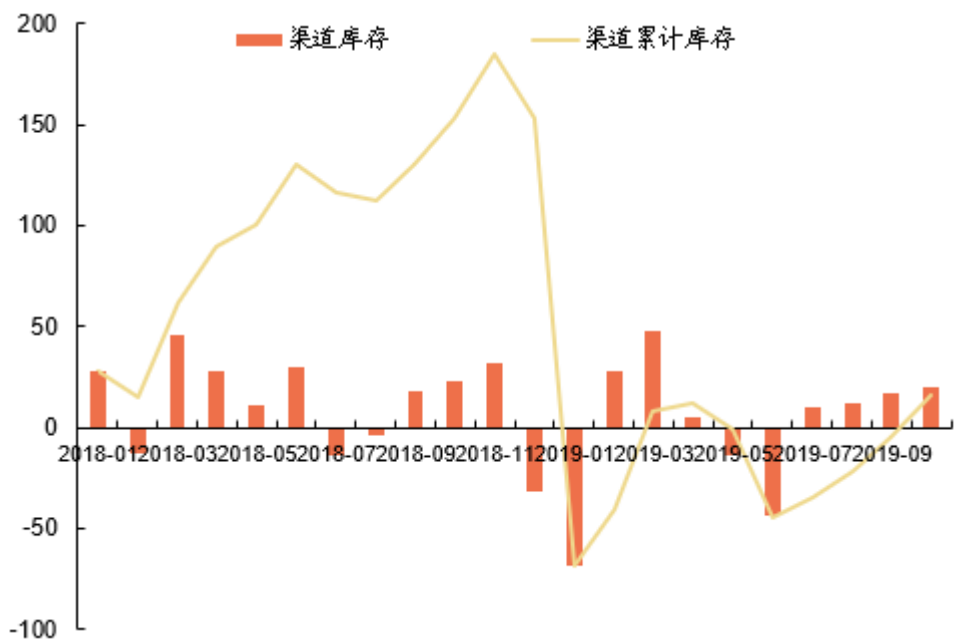
图10：2018-2019.10 厂家库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端上险数据，申港证券研究所

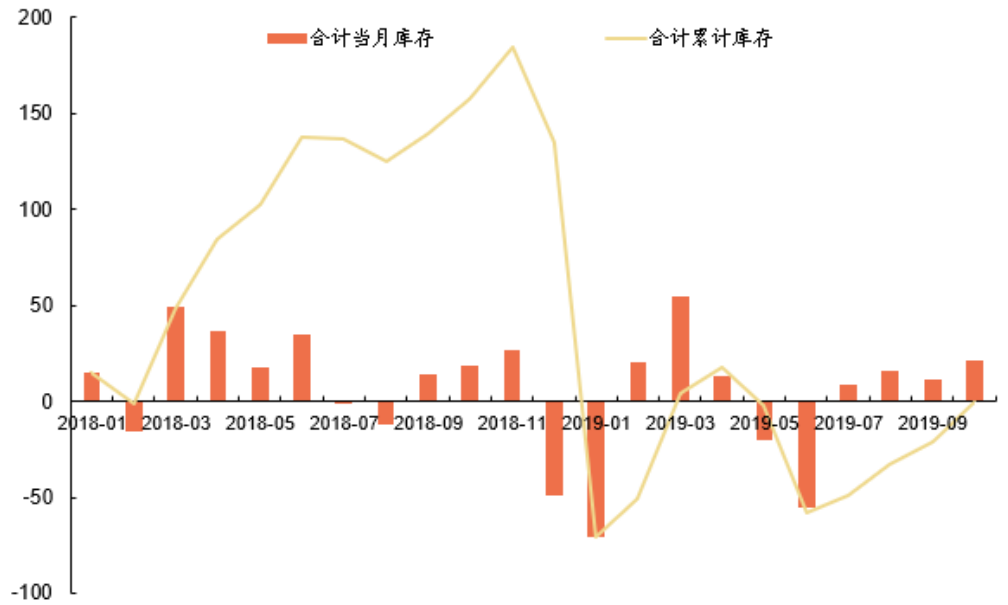
10 月经销商库存较 9 月增加约 20 万辆，我们认为主要是由于传统销售旺季到来，终端备库存导致；1-10 月经销商累计库存 15.5 万辆，较前期有所升高。终端库存 7-10 月连续 4 个月升高，我们预计与排放标准升级后国六铺货和销售旺季备货有关。

图11：2018-2019.10 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12: 2018-2019.10 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

零售销量逐月改善, 建议配置低估值零部件。10月狭义乘用车上险数同比下滑6.4%, 其中三四五线城市需求下滑仍是影响行业销量的主要因素, 但环比来看, 低线城市销量降幅逐渐收窄, 行业复苏趋势不变。现阶段汽车板块上涨的趋势还未出现, 但存在结构性机会, 比如前期重点推荐的 TPMS 强装标的保隆科技、特斯拉产业链的旭升股份和拓普集团。由于整体销量还未回暖, 终端折扣力度较大, 乘用车企业毛利率受到一定的影响, 此阶段我们建议重点配置零部件板块, 重点推荐华域汽车、星宇股份、爱柯迪、宁波高发, 重点关注特斯拉产业链的拓普集团; 乘用车板块建议关注广汽集团、长安汽车和上汽集团。

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