

汽车行业：19年数据点评系列之三十四

10月乘用车终端同比下降6.4%，剔除基数因素后环比明显改善

核心观点：

● 10月乘用车终端同比下降6.4%，剔除新能源后同比下降5.2%

根据中机中心，10月国内乘用车终端销量为166万辆，同比下降6.4%，降幅环比收窄1.0pct，其中新能源乘用车终端4.9万辆，同比下降34.5%，乘用车（剔除新能源）终端同比下降5.2%，降幅环比收窄1.5pct；批发（剔除出口）186万辆，同比下降6.8%，降幅环比收窄约0.1个点。1-10月乘用车终端累计同比下降4.0%，批发（剔除出口）累计同比下降11.1%。

● 剔除基数因素后10月终端改善趋势显著，11-12月增速有望持续回升

市场可能认为10月份乘用车终端同比增速环比9月仅收窄1.0pct，改善趋势并不明显，实际上忽略了基数扰动带来的影响。06-18年9月终端销量占全年比重均值为9.2%，剔除政策扰动的正常年份（08-11年、15-17年，下同）占比均值为9.4%，18年9月终端销量占比为8.5%，比正常年份占比低9.4%，同理06-18年10月终端销量占全年比重均值为8.3%，正常年份占比为8.0%，18年10月终端销量占比为8.3%，比正常年份占比高3.2%，剔除季节性因素后10月份乘用车终端增速环比有14%-15%的改善。我们预计11-12月乘用车终端销量同比增速有望继续回升。中波周期看乘用车购置税优惠政策带来的16、17年需求透支拉低了18、19年需求，从均值回归角度看，为明后年终端销量增长提供了向上空间。

● 10月德系、日系终端同比增长，自主终端降幅收窄

分品牌看，10月自主品牌终端销量59.3万辆，同比下降12.5%，合资品牌终端销量106.2万辆，同比下降2.7%，其中德系/日系实现同比正增长。具体而言：10月德系品牌终端同比增长10.0%，增幅环比提升3.6pct，其中一汽大众同比增长14.8%，上汽大众同比微增0.4%；10月日系品牌终端同比增长1.7%，增速环比略降2.0pct，其中东风本田表同比增长20.5%，广汽丰田、东风日产同比增长2.8%、2.4%。10月份自主品牌终端同比下降12.5%，降幅环比收窄1.7pct，环比增长1.4%，其中上汽乘用车、吉利汽车、奇瑞汽车同比增长8.1%、5.8%、4.0%，主流自主车企10月终端销量环比均有所增长，奇瑞、长城、吉利、上汽乘用车、长安、广汽乘用车分别环比增长10.4%、9.5%、6.5%、6.4%、4.6%、0.7%。

● 投资建议

我们紧密跟踪终端与库存的表现，2020年有望迎乘用车库存周期、需求周期共振，乘用车行业盈利能力有望迎来改善，年内终端销量同比增速逐月改善可能成为乘用车板块股价的催化剂。乘用车板块我们推荐业绩稳定、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团及广汽集团（A/H），零部件板块我们推荐业绩拐点确立的万里扬。

● 风险提示

宏观经济不及预期；汽车政策预期导致持币待购；行业竞争加剧。

行业评级

买入

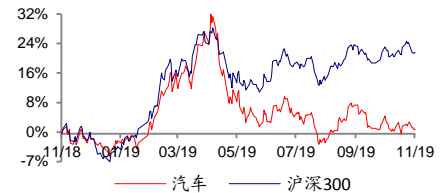
前次评级

买入

报告日期

2019-11-14

相对市场表现



分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

汽车行业：10月合格证：重 2019-11-03

卡景气度持续超预期，乘用车改善趋势正逐步验证

汽车行业：9月乘用车终端 2019-10-16

同比跌幅如期大幅收窄至7.4%

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	CNY	23.0	2019/10/31	买入	30.00	2.61	3.00	8.80	7.66	6.78	4.68	11.9	12.0
华域汽车	600741.SH	CNY	25.5	2019/10/30	买入	27.17	2.09	2.29	12.21	11.14	5.49	3.98	14.0	14.4
广汽集团	601238.SH	CNY	11.0	2019/11/3	买入	11.96	0.79	0.92	13.94	11.97	-	40.90	9.5	10.0
广汽集团	02238.HK	HKD	7.3	2019/11/3	买入	8.28	0.79	0.92	10.34	8.88	-	22.69	9.5	10.0
万里扬	002434.SZ	CNY	9.0	2019/10/29	买入	9.25	0.37	0.57	24.41	15.84	16.41	13.01	7.7	10.4

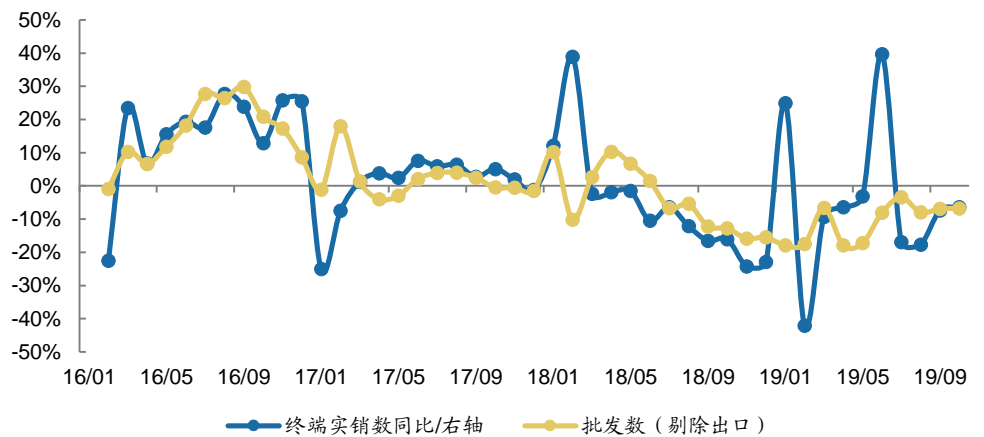
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 港股收盘价及合理价值货币单位为港币, EPS 货币单位为人民币。

10月乘用车终端同比下降6.4%，剔除新能源后同比下降5.2%

根据中机中心，10月国内乘用车终端销量为166万辆，同比下降6.4%，降幅环比收窄1.0pct，其中新能源乘用车终端4.9万辆，同比下降34.5%，乘用车（剔除新能源）终端同比下降5.2%，降幅环比收窄1.5pct；批发（剔除出口）186万辆，同比下降6.8%，降幅环比收窄约0.1个点。1-10月乘用车终端累计同比下降4.0%，批发（剔除出口）累计同比下降11.1%。

图1：乘用车批发销量（剔除出口）、终端实销数同比增速（%）



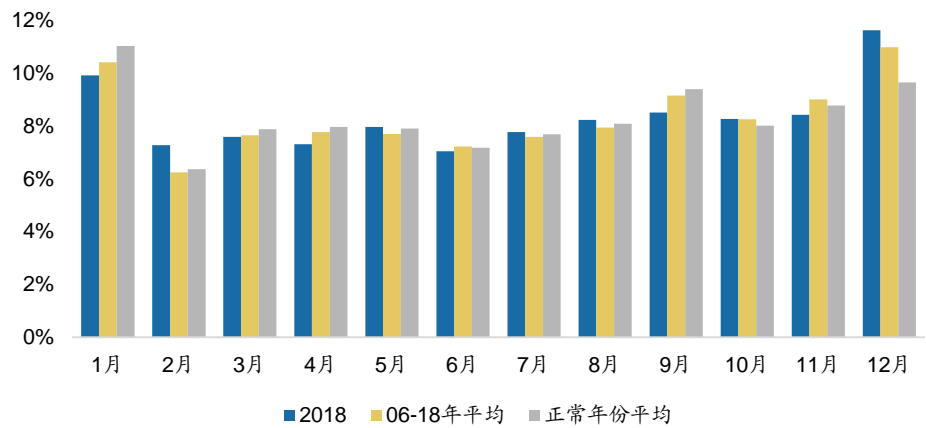
数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

剔除基数因素后 10月终端改善趋势显著，11-12月增速有望持续回升

市场可能认为10月份乘用车终端同比增速环比9月仅收窄1.0pct，改善趋势并不明显，实际上忽略了基数带来的影响。

06-18年9月终端销量占全年比重均值为9.2%，剔除政策扰动的正常年份（08-11年、15-17年，下同）占比均值为9.4%，18年9月终端销量占比为8.5%，比正常年份占比低9.4%，同理06-18年10月终端销量占全年比重均值为8.3%，正常年份占比为8.0%，18年10月终端销量占比为8.3%，比正常年份占比高3.2%，因此剔除季节性因素后10月份乘用车终端增速环比有14%-15%的改善。

图2: 2018年、06-18年及正常年份各月终端销量占全年比重



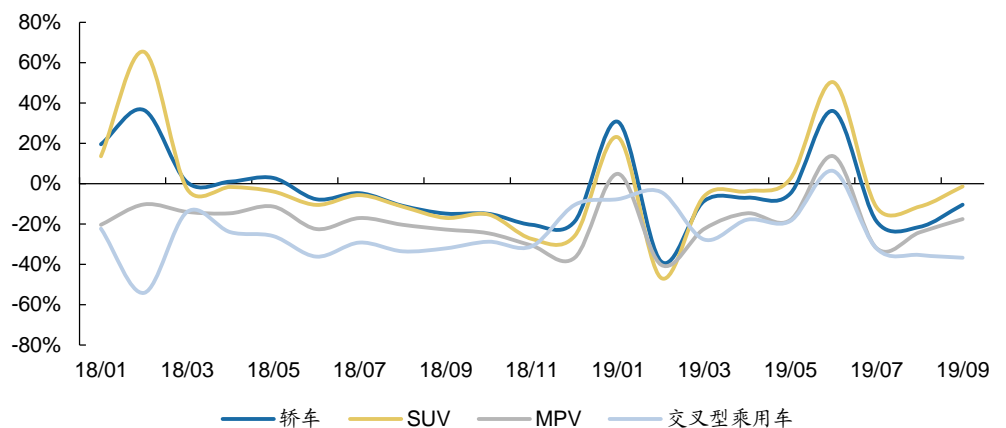
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

我们预计11-12月乘用车终端销量同比增速有望继续回升。中波周期看乘用车购置税优惠政策带来的16、17年需求透支拉低了18、19年需求,从均值回归角度看,为明后年终端销量增长提供了向上空间。

乘用车终端市场结构特征

分车型: 10月轿车终端83万辆,同比下降6.2%,降幅环比收窄4.2pct; SUV终端74万辆,同比下降0.6%,降幅环比收窄0.8pct; MPV、交叉乘用车分别同比下降14.9%、39.6%。

图3: 乘用车分车型终端销量同比增速



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

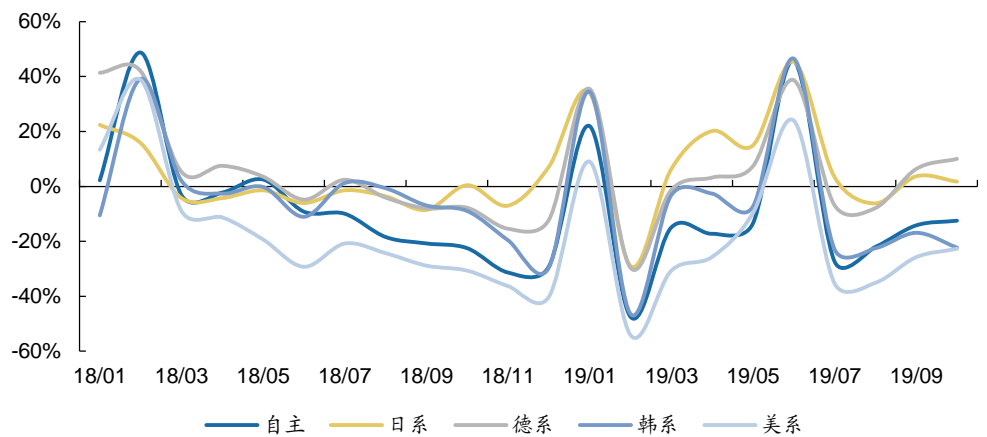
分品牌看, 10月自主品牌终端销量59.3万辆, 同比下降12.5%, 合资品牌终端销量106.2万辆, 同比下降2.7%, 其中德系/日系实现同比正增长。具体而言:

10月德系品牌终端同比增长10.0%，增幅环比提升3.6pct，其中一汽大众同比增长14.8%，上汽大众同比微增0.4%；

10月日系品牌终端同比增长1.7%，增速环比略降2.0pct，其中东风本田表同比增长20.5%，广汽丰田、东风日产同比增长2.8%、2.4%，一汽丰田、广汽本田同比下降1.0%、6.7%；

10月份自主品牌终端同比下降12.5%，降幅环比收窄1.7pct，环比增长1.4%，其中上汽乘用车、吉利汽车、奇瑞汽车同比增长8.1%、5.8%、4.0%，主流自主车企10月终端销量环比均有所增长，奇瑞、长城、吉利、上汽乘用车、长安、广汽乘用车分别环比增长10.4%、9.5%、6.5%、6.4%、4.6%、0.7%。

图4：乘用车分系别终端销量同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

表1：2019年10月主流乘用车企业终端实销数据（单位：万辆）

	10月	单月同比	环比	19年累计	累计同比
一汽大众	18.91	14.8%	-3.9%	162.80	5.2%
上汽大众	15.72	0.4%	-0.5%	154.99	0.7%
上汽通用	10.68	-20.5%	-11.6%	119.39	-12.8%
上汽通用五菱	9.15	-22.6%	4.9%	95.86	-22.1%
吉利汽车	11.61	5.8%	6.5%	104.29	-4.6%
东风日产	11.63	2.4%	10.1%	101.96	2.4%
长安汽车	6.72	-5.1%	4.6%	62.09	-7.9%
奇瑞汽车	3.27	4.0%	10.4%	30.07	27.2%
长城汽车	7.00	-11.6%	9.5%	67.00	4.6%
北京现代	5.49	-17.9%	-8.1%	56.09	-5.1%
广汽本田	6.23	-6.7%	-7.3%	63.34	16.2%
东风本田	7.31	20.5%	-6.0%	66.51	27.2%
一汽丰田	5.56	-1.0%	-7.5%	61.10	9.8%
广汽丰田	5.61	2.8%	-9.3%	54.26	20.8%
上汽乘用车	4.72	8.1%	6.4%	47.26	6.7%

广汽乘用车	3.15	-21.1%	0.7%	34.00	-8.1%
华晨宝马	4.15	7.9%	-13.7%	43.39	19.4%
比亚迪汽车	2.84	-25.7%	-1.0%	32.42	1.1%
北京奔驰	4.62	33.6%	-9.2%	47.23	19.4%
长安福特	1.72	-44.2%	-0.1%	17.90	-52.3%
乘用车行业总计	165.57	-6.4%	-1.8%	1643.83	-4.0%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

投资建议

我们紧密跟踪终端与库存的表现，2020年有望迎来乘用车库存周期、需求周期共振，乘用车行业盈利能力有望迎来改善，年内终端销量同比增速逐月改善可能成为乘用车板块股价的催化剂。乘用车板块我们推荐业绩稳定、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团及广汽集团（A/H），零部件板块我们推荐业绩拐点确立的万里扬。

风险提示

宏观经济不及预期；汽车政策预期导致持币待购；行业竞争加剧。

广发汽车行业研究小组

- 张乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽**：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静**：海外汽车行业高级分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。