

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

## 季节性回暖不强，边际改善，新能源销量承压

### 事件

- 乘联会发布 2019 年 11 月乘用车销量数据：11 月狭义乘用车批发销量为 204.3 万辆，同比下降 4.6%，环比增长 7.3%；狭义乘用车零售销量为 193.7 万辆，同比下降 4.1%，环比上升 5.1%；新能源乘用车批发销量 7.8 万辆，同比下降 42%，环比增长 15%。
- 1-11 月，狭义乘用车累计批发销量 1895.0 万辆，同比下降 10.1%；狭义乘用车累计零售销量 1856.3 万辆，同比下降 7.9%；新能源乘用车累计批发销量 93 万辆，同比增长 12.0%。

### 评论

- **销售：季节性回暖效应不强，自主品牌向头部集中，年底销量有望转正**
  - 11 月狭义乘用车零售销量同比-4.1%，环比上升 5.1%，需求边际上有一定的恢复，但在往年季节性回暖的 11-12 月，同比在去年低基数基础上仍为负，环比 2015 年以来仅高于去年，表明购车换车需求仍较弱。此外必选消费涨价（10 月 CPI3.8%创新高）、房地产销售回暖等因素挤压汽车可选消费，季节性销量回暖不及预期。从行业看，乘用车公司三季度营收、利润分别环比增长 10.5%和 1%，盈利能力有所改善。在去年年底低基数、今年春节较早提振年底购车需求等因素影响下，销量有望同比转正，累计降幅收窄。
  - 分品牌看，豪华品牌同比增长 19%，合资品牌-4%，自主品牌-9%；车型看，轿车零售同比下降 10%，SUV 同比增长 3%。消费分化趋势延续，豪华车维持高增速。合资品牌中日系车同比增长 9%表现仍较强，德系大众 SUV 新款支持销量。自主品牌在推出多款产品力较强的新款和改款后，同比降幅比上月下降 3pct，但销量偏弱、车企趋向分化的趋势不变，头部企业 11 月吉利、上汽乘用车销量同比增长 1%和 0.8%，吉利已连续两个月同比增速转正，而中小企业逐渐被淘汰。
- **生产：产量小幅转正，提货谨慎库存仍上升，销售压力较大**
  - 11 月产量同比增长 1.5%，16 个月以来首次转正，环比增长 11.1%；批发销量同比-4%，环比增长 7%；10 月库存预警指数 62.5%，环比上升 0.1pct，同比下降 12.6pct；厂家库存较 10 月增加 7 万台，渠道库存增加 6 万台。反映了车企在国六车型逐步上市后产量小幅提升，但经销商提车谨慎，体现在批发数据比往年较弱，同时由于需求仍较弱，渠道库存和厂家库存都有所上升，销售压力较大。
- **新能源车：明年补贴降幅小抢装动力弱，销量承压，看好长期增长**
  - 11 月新能源乘用车批发 7.8 万辆，同比-42%，环比增长 15%，反映了自发需求不强、运营需求放缓的情况。前年和去年最后两个月销量分别占全年的 32%和 29%，抢装效应显著，但明年补贴退坡幅度比近两年小，今年年底抢装动力小于往年，预计全年新能源乘用车销量中枢在 110 万辆区间。但在营运端中长期需求、自发需求初现、大众 MEB、特斯拉加速国内布局及双积分比例递增、限牌限行路权等因素驱动下，新能源车增长逻辑仍在，未来发展呈乐观态势。

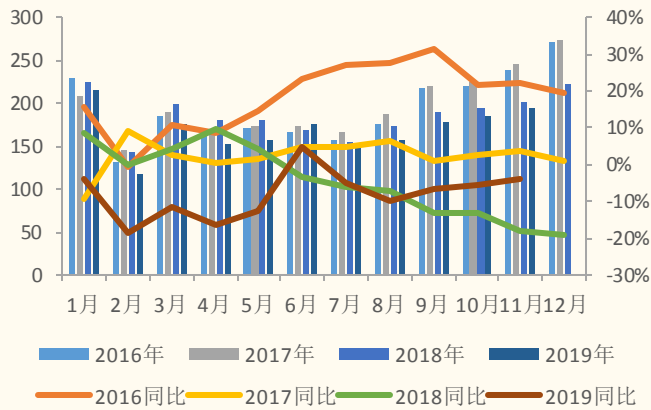
### 投资建议

- 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：广汽集团（H）、长城汽车、吉利汽车。

### 风险提示

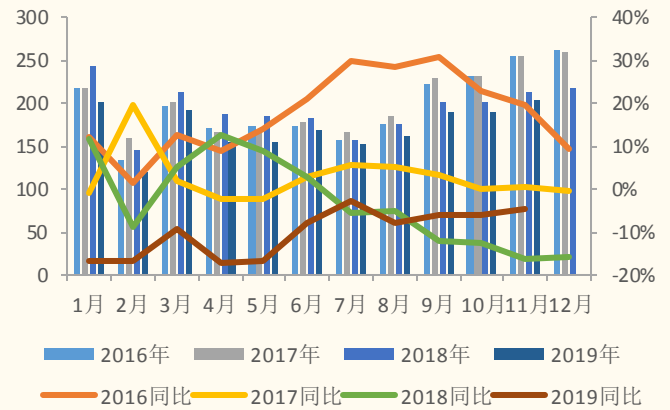
- 宏观经济持续低迷，汽车需求下降，产销不及预期；与美国贸易争端持续升级，关税进一步提高影响成本和售价；各地政策细则发布和实施不及预期；补贴退坡、竞争加剧导致新能源车产销低于预期，盈利能力下降。

图表 1: 历年狭义乘用车零售销量情况 (万辆)



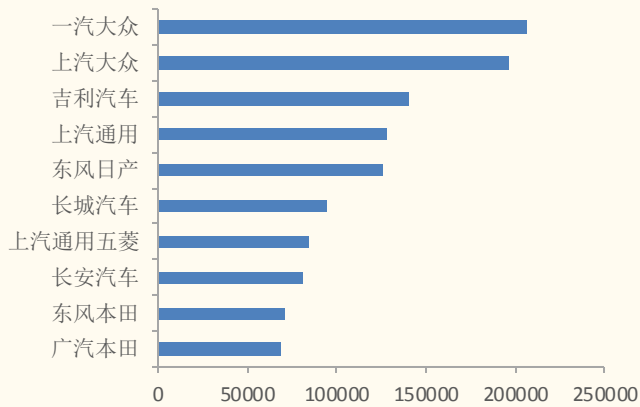
来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 2: 历年狭义乘用车批发销量情况 (万辆)



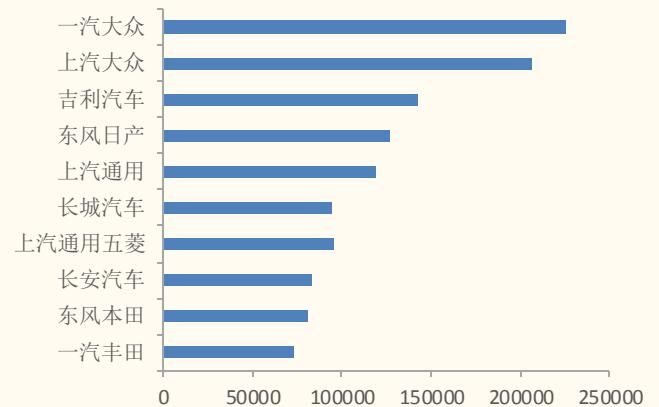
来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 3: 11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: 11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