

撰写日期：2019年12月17日

证券研究报告--产业金融专题报告

乘用车零售有环比改善、主机厂备库迎年末消费

11月份汽车数据点评专题报告

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

研究助理：张锦

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆ **乘用车终端日均零售销量环比上升、年末销售冲量预期整体不悲观：**11月份乘用车终端日均零售销量环比上升，好于去年同期，市场最差时刻已经过去。主机厂开工继续上升，集中发布新车、开始为年终消费旺季主动备库：11月乘用车产量216.3万辆，同比增加1.9%；乘用车销量205.7万，同比减少5.4%；从历史同期数据来看，主机厂整体库存水平处于2014年以来的最低，延续低库策略；但不同于2018年的情景主机厂在弱势下降库，今年11月主机厂乘用车库存82.6万辆，环比增加9万辆，年终消费旺季主动备库的动机较强。经销商和主机厂整体对接下来的12月旺季、年末销售冲量整体不悲观。

◆ **商用车产销同比继续增长、货车高景气度延续：**11月份商用车产销同比继续增长；其中客车产量50000辆，同比-4.9%；客车销量49000辆，同比1.3%，产销同比一降一升；货车产量381000辆，同比17.8%；货车销量352000辆，同比7.7%；11月第一商用车网公布重卡销量9.4万辆，同比增长5.3%。

◆ **新能源车产销降幅有逐步企稳的趋势：**11月新能源车产量9.5万辆，同比减少41%；销量9.5万，同比减少43.9%，连续五个月同比负增长，降幅逐步企稳。11月纯电动车销售8.1万辆，占比85.26%，前值78.2%；插电混动销售1.4万辆，占比14.74%，前值21.8%。

◆ **投资建议：**乘用车领域，从11月的同比数据看，终端需求整体仍较弱；但从环比数据看看，乘用车终端日均销量转好，市场最差时刻已经过去；建议关注环比业绩有所改善且符合更新换代、消费升级趋势的上市公司标的。在商用车领域，市场高景气度延续，建议关注重卡龙头企业。

◆ **风险提示：**宏观经济走弱，居民收入和消费支出下降，汽车销量进一步下降。

内容目录

1. 乘用车终端日均零售销量环比上升.....	4
2. 乘用车主机厂开工环比上升、主动备库动机较强.....	5
3. 客车销量由降转升、货车延续高景气度.....	6
4. 新能源车产销降幅逐步企稳.....	8
5. 上市公司市场表现及估值情况.....	9
6. 投资建议.....	10
7. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 乘用车狭义零售销量.....	4
图 2: 狭义乘用车批零差值.....	4
图 3: 汽车经销商库存预警指数.....	4
图 4: 汽车经销商库存系数.....	4
图 5: 乘用车狭义零售日均销量和环比情况.....	5
图 6: 中汽协乘用车产量.....	5
图 7: 中汽协乘用车销量.....	5
图 8: 新车上市款数.....	6
图 9: 乘用车库存数.....	6
图 10: 细分类型乘用车销售情况.....	6
图 11: 中汽协商用车产量.....	7
图 12: 中汽协商用车销量.....	7
图 13: 中汽协客车产量.....	7
图 14: 中汽协客车销量.....	7
图 15: 中汽协货车产量.....	7
图 16: 中汽协货车销量.....	7
图 17: 商用车库存情况.....	8
图 18: 中国重卡销量.....	8
图 19: 部分上市公司的客车销售情况.....	8
图 20: 重卡车企销量情况.....	8
图 21: 中汽协新能源车产量.....	8
图 22: 中汽协新能源车销量.....	8
图 23: 新能源汽车消费结构.....	9
图 24: A 股汽车制造上市公司月涨跌幅.....	9
表 1: 汽车产业链产销变动.....	3
表 2: A 股汽车制造上市公司估值情况.....	9

11月乘用车狭义日均零售销量环比增速8.57%，考虑到淡旺季因素的影响，零售端日均销量环比改善好于去年同期，乘用车市场最差时刻已经过去。乘用车主机厂开工继续上升，集中发布新车、开始为年终消费旺季主动备库：11月乘用车产量216.3万辆，同比增加1.9%；乘用车销量205.7万，同比减少5.4%；从历史同期数据来看，主机厂整体库存水平处于2014年以来的最低，延续低库策略；但不同于2018年的情景主机厂在弱势下降库，今年11月主机厂乘用车库存82.6万辆，环比增加9万辆，为年终消费旺季主动备库的动机较强。经销商和主机厂对接下来的12月旺季、年终销售冲量整体不悲观。

11月份商用车产销同比继续增长；其中客车销量由降转升，货车产销增长、景气度延续；其中客车产量50000辆，同比-4.9%；客车销量49000辆，同比1.3%，产销同比一降一升；货车产量381000辆，同比17.8%；货车销量352000辆，同比7.7%；11月第一商用车网公布重卡销量9.4万辆，同比增长5.3%。

11月新能源车产销降幅有逐步企稳的趋势：11月新能源车产量9.5万辆，同比减少41%；销量9.5万，同比减少43.9%，连续五个月同比负增长，降幅逐步企稳。11月纯电动车销售8.1万辆，占比85.26%，前值78.2%；插电混动销售1.4万辆，占比14.74%，前值21.8%。

表 1：汽车产业链产销变动

		(万辆)	本月	上月	同比/增量	今年累计	同比
经销商	狭义零售		192.6	184.34	-4.63%	1855.3	-7.96%
	库存预警指数		62.5%	62.4%	上升0.1个百分点		
	库存系数		1.49	1.39	0.1		
主机厂	汽车	产量	259.3	229.5	3.8%	2304	-9%
		销量	245.7	228.4	-3.6%	2311	-9.1%
		库存	107.1	95	-23.9 (万辆)		
	乘用车	产量	216.3	193.8	1.9%	1917.5	-10.7%
		销量	205.7	192.8	-5.4%	1923.1	-10.5%
		库存	82.6	73.6	-24.5 (万辆)		
	商用车	产量	43	35.8	14.6%	386.3	0.3%
		销量	40	35.7	6.9%	387.9	-1.6%
		库存	24.5	21.4	0.6 (万辆)		
	新能源车	产量	9.5	8.5	-41%	105.4	3.6%
销量		9.5	7.5	-43.9%	104.3	1.29%	

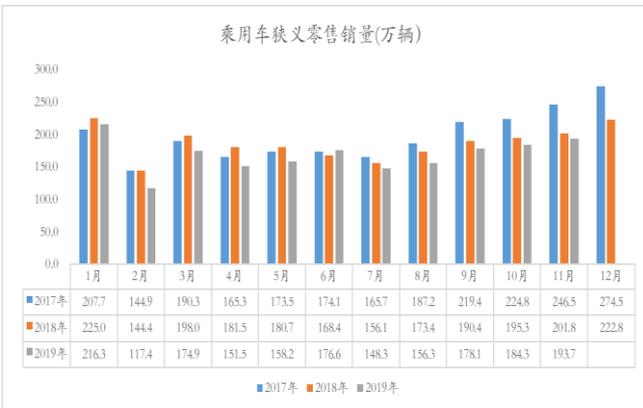
资料来源：Wind、华宝证券研究创新部

1. 乘用车终端日均零售销量环比上升

乘用车终端日均零售环比改善: 11月份全月狭义零售量 1936759 量, 同比减少 4.13%, 相比 10 月降幅继续缩窄。1-11 月, 乘用车狭义累积零售量达 18562949 量, 同比减少 7.91%, 同比下降趋势逐步收窄。11 月乘用车狭义日均零售销量 64558.63 辆, 环比增速 8.57%, 持续改善; 考虑季节性因素的影响, 19 年环比增速已高于去年同期, 乘用车市场最差的时刻已经过去。

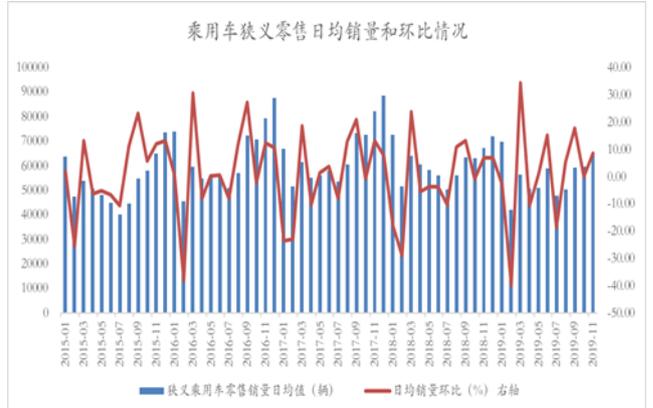
终端经销商库存小幅上升, 为年终促销准备: 11 月份汽车经销商库存系数 1.49, 小幅上升。根据狭义批发与零售数据差值的推测经销商大约增加了 10.65 万辆的库存。从历史数据来看, 每年 11 月经销商库存系数会有小幅上升, 主要是为年终 12 月的旺季冲销量做准备。11 月份汽车经销商库存预警指数 62.5%, 相比上月基本持平, 经销商信心未出现恶化。

图 1: 乘用车狭义零售销量



资料来源: 乘联会、华宝证券研究创新部

图 2: 狭义乘用车批零差值



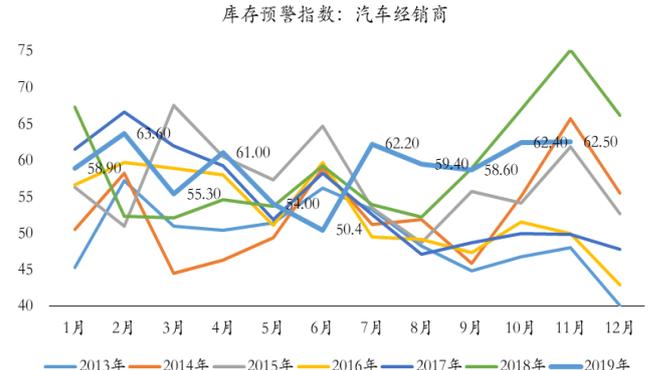
资料来源: 乘联会、华宝证券研究创新部

图 3: 汽车经销商库存预警指数



资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 4: 汽车经销商库存系数



资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 5：乘用车狭义零售日均销量和环比情况



资料来源：华宝证券研究创新部

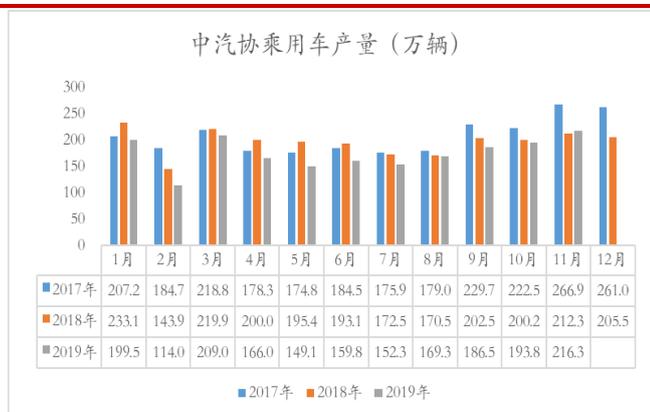
2. 乘用车主机厂开工环比上升、主动备库动机较强

主机厂开工继续上升、11 月份新车投放较集中：11 月乘用车产量 216.3 万辆，同比增加 1.9%。乘用车销量 205.7 万，同比减少 5.4%。1-11 月乘用车累计产量 1917.5 万辆，同比减少 10.7%，1-11 月乘用车累积销量 1923.1 万辆，同比减少 10.5%。根据汽车之家统计，11 月上市新车款式达到 95 款，赶在年末消费旺季集中投放。

主机厂尽管延续低库策略、但开始为年终消费旺季主动备库：从历史同期数据来看，主机厂整体库存水平处于 2014 年以来的最低，延续低库策略。但不同于 18 年的情景主机厂在弱势下降库，今年 11 月主机厂乘用车库存 82.6 万辆，环比增加 9 万辆，为年终消费旺季主动备库的动机较强。

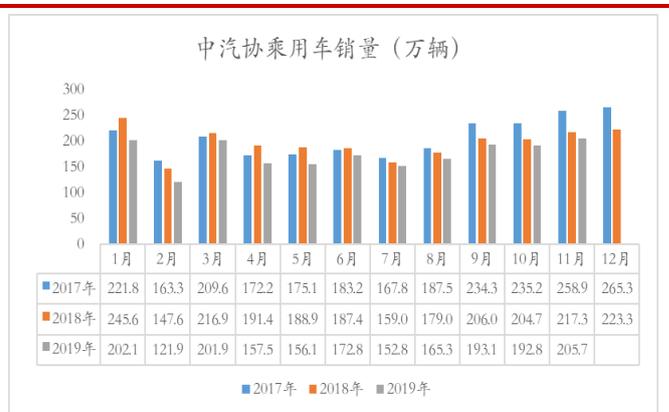
SUV 重迎增长，整体符合消费升级趋势：11 月份基本轿车销量 96.3 万辆，同比-10.53%，降幅再次放大；SUV 销量 93.5 万辆，同比 2.87%，相比上月出现回升，以 SUV 为代表、追求宽敞舒适及良好的载物和载客功能，是中国乘用车消费升级的一种趋势；MPV 销量 123000 辆，同比-17.98%；交叉型销量 3.5 万辆，同比-8.7%。

图 6：中汽协乘用车产量



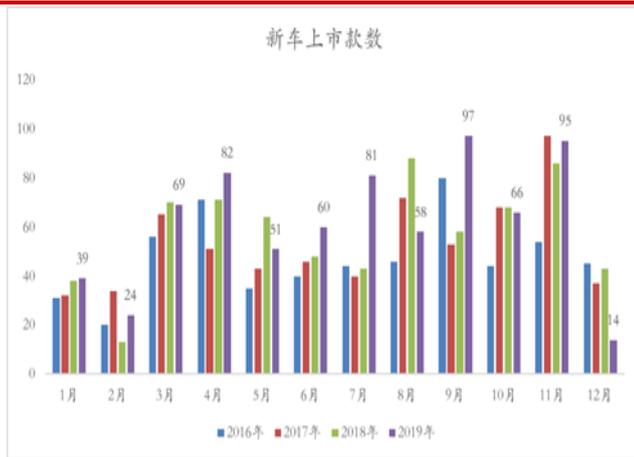
资料来源：中汽协、华宝证券研究创新部

图 7：中汽协乘用车销量



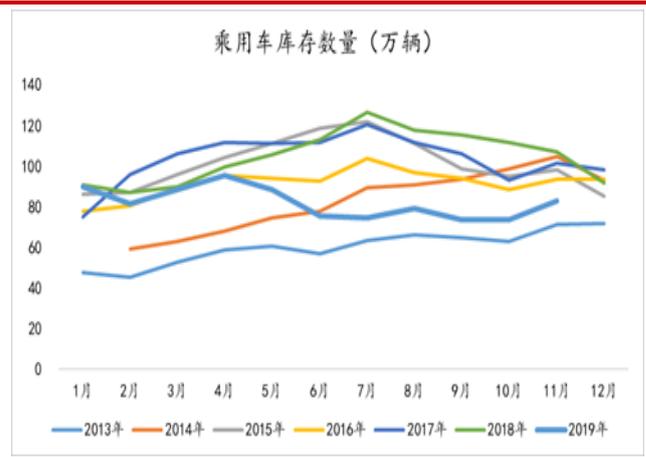
资料来源：中汽协、华宝证券研究创新部

图 8：新车上市款数



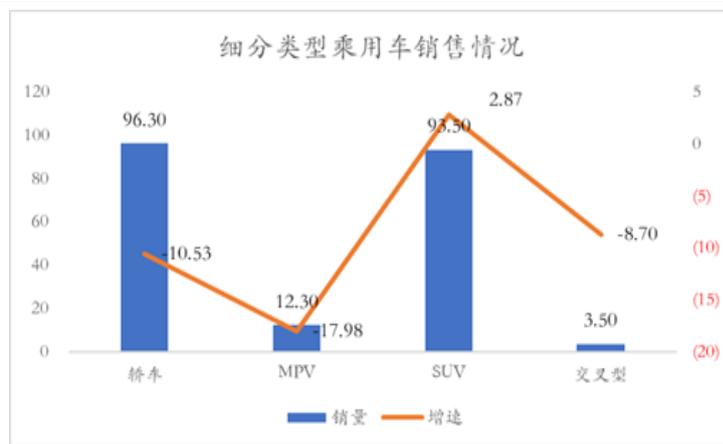
资料来源：中汽协、华宝证券研究创新部

图 9：乘用车库存数



资料来源：中汽协、华宝证券研究创新部

图 10：细分类型乘用车销售情况



资料来源：华宝证券研究创新部

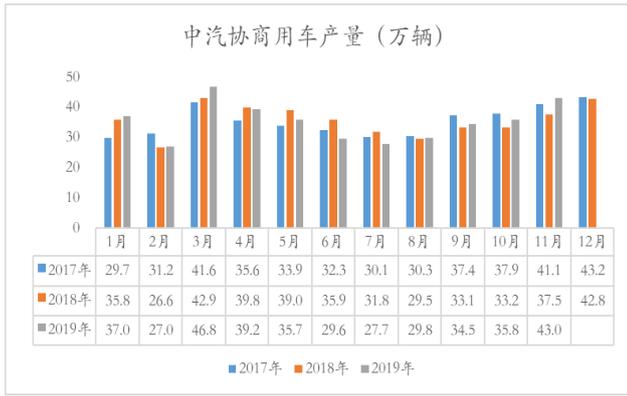
3. 客车销量由降转升、货车延续高景气度

商用车产销同比继续增长，其中客车销量由降转升，货车延续高景气度，产销维系增长：11月商用车产量43万辆，同比增加14.6%；商用车销量40万辆，同比增加6.9%；1-11月商用车累计产量386.3万辆，由负转正，同比0.3%；累积销量387.9万辆，同比-1.6%。

其中客车产量50000辆，同比-4.9%；客车销量49000辆，同比1.3%，产销同比一降一升；全年累计产量408000辆，同比-6.12%；全年累计销量411000辆，同比-1.96%。其中货车产量381000辆，同比17.8%；货车销量352000辆，同比7.7%；全年累计产量3455000辆，同比1.13%；全年累计销量3468000辆，同比-1.54%。11月第一商用车网公布重卡销量9.4万辆，同比增长5.3%。库存：11月主机厂商商用车库存24.5万辆，环比增加3.1万辆，同比增加0.6万辆。

受环保治理、国三标重卡加速淘汰，重卡进入更新高峰；同时严格超标治理的拉动，需要更多的重卡来满足运力；大吨小标治理严格推进、部分轻卡需求转移到重卡，重卡占比继续提升；未来一段时间内重卡将延续高景气度。其中重卡龙头企业优势明显：11月重卡销售前三位企业：东风商用车、中国重汽、一汽解放分别销售2.24万辆、1.87万辆、1.77万辆，同比增速33%、24%、-11%，大幅领先于其他企业。11月客车销售前两位企业：宇通客车、金龙汽车分别销售4580、5628辆，同比-38%和0.08%；但增速上，上汽集团延续高增长。

图 11: 中汽协商用车产量



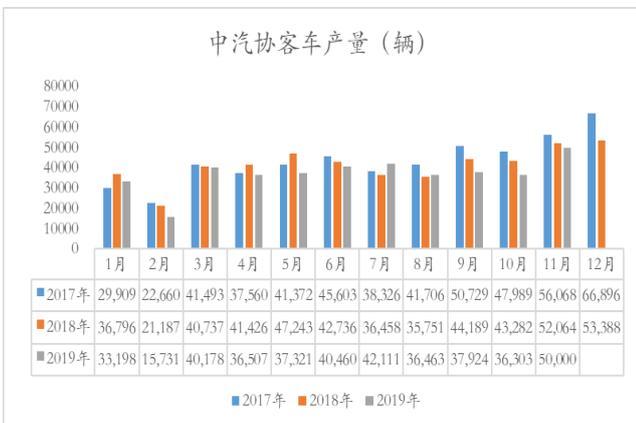
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 12: 中汽协商用车销量



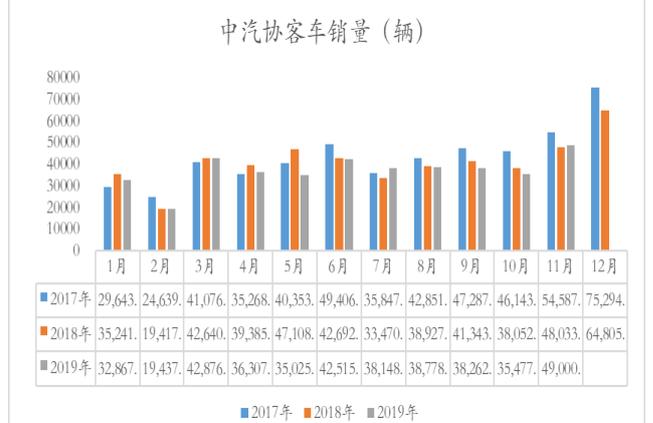
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 13: 中汽协客车产量



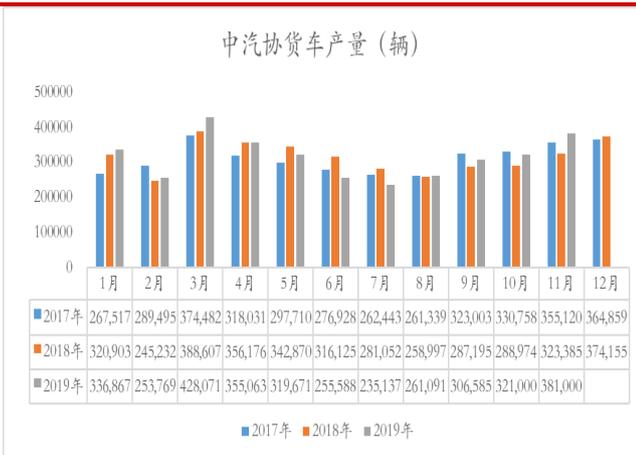
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 14: 中汽协客车销量



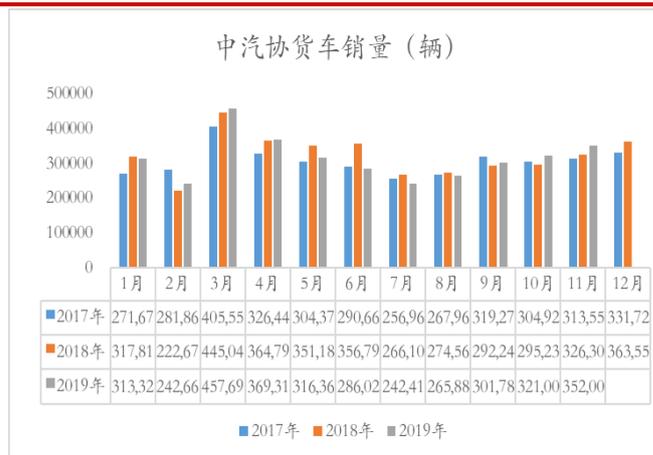
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 15: 中汽协货车产量



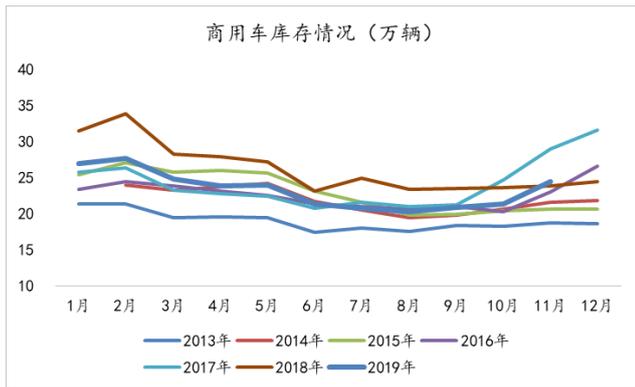
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 16: 中汽协货车销量



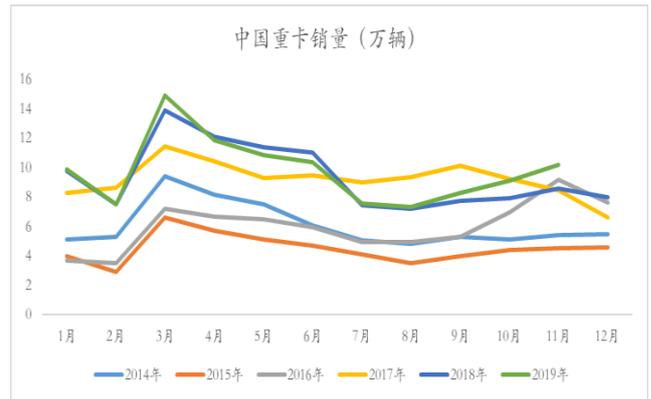
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 17: 商用车库存情况



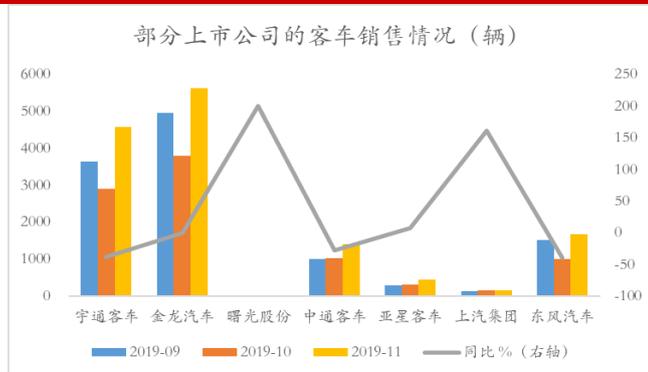
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 18: 中国重卡销量



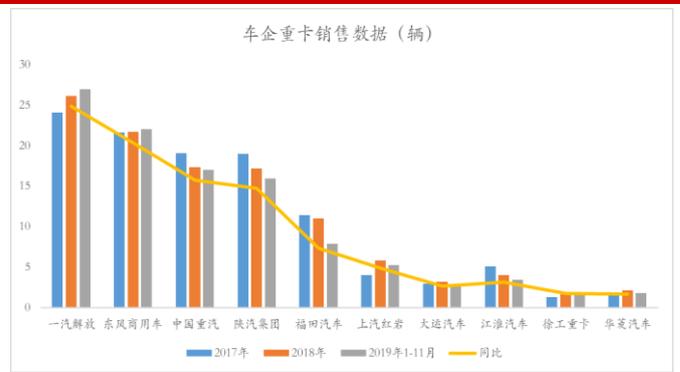
资料来源: 第一商用车网、华宝证券研究创新部

图 19: 部分上市公司的客车销售情况



资料来源: 上市公司、中汽协、华宝证券研究创新部

图 20: 重卡车企销量情况



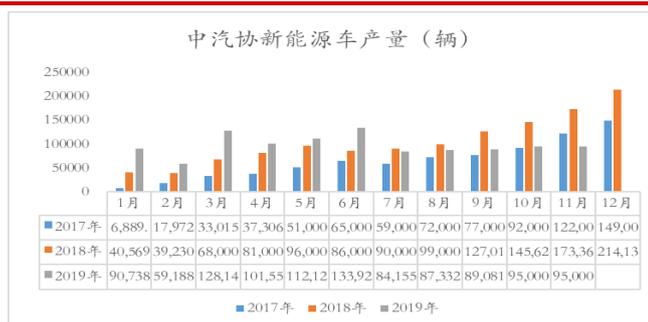
资料来源: 上市公司、中汽协、华宝证券研究创新部

4. 新能源车产销降幅逐步企稳

新能源车产销降幅有逐步企稳的趋势: 11月新能源车产量9.5万辆, 同比减少41%; 销量9.5万, 同比减少43.9%, 连续五个月同比负增长, 降幅逐步企稳。补贴退坡和6月集中清库带来的影响还在继续, 这也基本符合预期; 1-11月新能源车累计产量105.4万辆, 同比增加3.6%, 1-9月新能源车累积销量104.3万辆, 同比增加1.29%。

纯电占比上升, 插电混动下降: 11月纯电动车销售8.1万辆, 占比85.26%, 前值78.2%; 插电混动销售1.4万辆, 占比14.74%, 前值21.8%; 燃料电池车销售0辆。

图 21: 中汽协新能源车产量



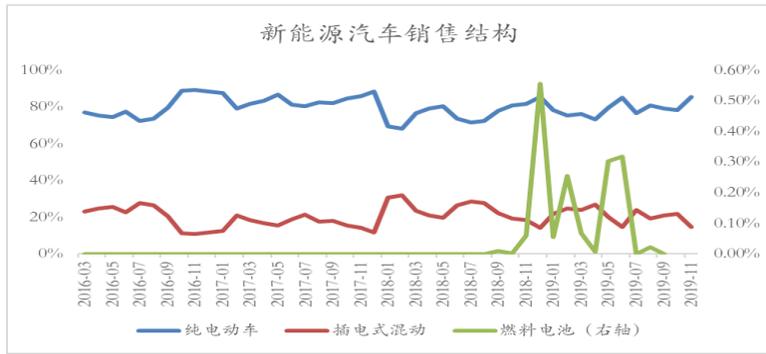
资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 22: 中汽协新能源车销量



资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

图 23: 新能源汽车消费结构

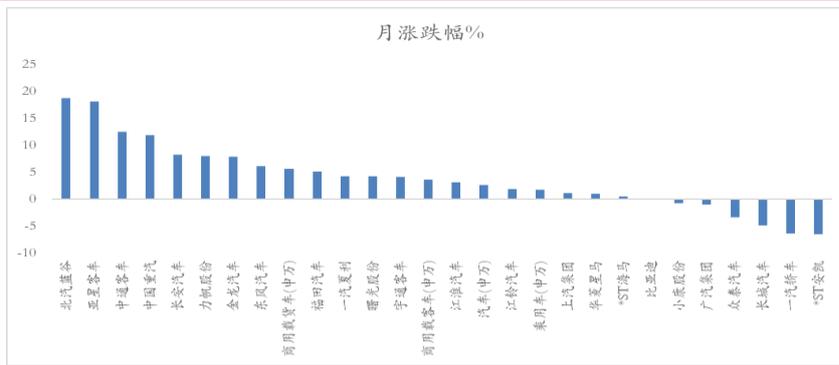


资料来源: 中汽协、华宝证券研究创新部

5. 上市公司市场表现及估值情况

截止 12 月 12 日, 申万汽车指数月度上涨 2.68%, 跑赢沪深 300 (1.87%); 跟踪的 24 家 A 股上市公司, 18 家上涨, 6 家下跌。

图 24: A 股汽车制造上市公司月涨跌幅



资料来源: Wind、华宝证券研究创新部

表 2: A 股汽车制造上市公司估值情况

证券简称	总市值 1 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	年涨跌幅 %
*ST 海马	29.4	-2.2	-1.8	-16.0
长安汽车	390.8	-14.1	65.0	40.3
一汽轿车	160.1	-80.7	78.7	49.1
一汽夏利	57.7	17.0	154.8	14.9
众泰汽车	52.7	-14.0	6.6	-40.0
比亚迪	1,095.0	42.0	42.7	-14.4
上汽集团	2,748.0	9.4	7.6	-7.2
北汽蓝谷	216.3	-87.5	139.4	-22.2
广汽集团	1,090.2	16.2	11.0	17.0
长城汽车	694.4	19.3	15.5	64.0
力帆股份	40.6	-1.6	16.0	-18.9
小康股份	117.9	-32.3	110.9	-26.5

金龙汽车	43.7	28.9	27.5	5.5
宇通客车	323.7	13.3	14.1	28.0
中通客车	40.4	69.4	110.6	53.3
亚星客车	20.1	289.8	154.0	52.5
曙光股份	22.8	-12.3	-17.8	-13.6
*ST 安凯	32.2	-6.4	-3.6	18.6
江铃汽车	93.8	407.4	136.3	13.9
东风汽车	93.2	19.7	16.8	31.6
中国重汽	142.1	14.3	15.7	95.6
福田汽车	134.8	-8.3	-3.8	12.6
江淮汽车	93.9	-13.2	-11.9	3.1
华菱星马	25.6	46.5	43.0	30.7
*ST 海马	29.4	-2.2	-1.8	-16.0

资料来源：Wind、华宝证券研究创新部

6. 投资建议

乘用车领域，从 11 月的同比数据看，终端需求整体仍较弱；但从环比数据看看，乘用车终端日均销量转好，市场最差时刻已经过去；建议关注环比业绩有所改善且符合更新换代、消费升级趋势的上市公司标的。在商用车领域，市场高景气度延续，建议关注重卡龙头企业。。

7. 风险提示

宏观经济走弱，居民收入和消费支出下降，汽车销量进一步下降。

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。