

## 自主品牌改善明显 低线回暖趋势不变

——汽车行业专题报告

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

11月狭义乘用车上险数174.1万辆,同比下滑2.68%,环比增长5.65%。1-11月累计零售1807万辆,同比增速-3.61%。剔除新能源汽车影响后,终端零售仅同比下滑0.58%。此前我们预计11月终端销量增速将有较大的改善,实际零售与我们预期接近。2018年12月零售销量249万辆,预计今年12月销量增速有望进一步收窄;但由于19年1月份销量基数较高,同时春节期间购车数量较少,预计2020年1月销量承压。从趋势角度来看,预计2020年Q1零售销量逐渐收窄至0位。

国五地区零售增速转正,国六地区环比收窄1.8pct。5-6月国六地区针对国五车进行降价促销,导致短期内销量较高,国六地区5-6月销量增速分别为0.5%、48.5%,而同期国五地区增速为-10.5%、19.6%。7-10月国六地区销量增速连续4个月弱于国五地区,11月国六地区销量增速分别为-4.5%,环比10月增速收窄1.8pct;同期国五地区零售销量同比增长1.58%。预计国六地区销量增速将逐渐收窄。

一线城市受新能源汽车影响增速放缓,三四五线城市增速环比分别提高2pct、3.4pct和4.6pct。11月一线城市、二线城市销量增速分别为0.2%、0.03%,一线城市销量增速放缓主要与新能源汽车销量大幅下滑有关,剔除新能源汽车后一线城市销量同比增长12%。而三四五线城市销量增速分别为-7.7%、-6.2%和-1.5%,较10月份分别环比提高2pct、3.4pct和4.6pct。我们认为随着宏观经济回暖、三四五线城市房地产影响逐渐消退后,低线城市需求将得到释放,预计2020年Q1-Q2有望实现正增长。

德系日系逆势增长,自主品牌明显改善。11月日系、德系终端销量分别同比增长12.8%、6.3%;美系、韩系终端零售增速分别为-25.4%、-25%;自主品牌同比下滑6.61%,降幅收窄6.3pct,改善明显。11月自主品牌中,吉利、长安、长城、奇瑞11月份零售销量分别增长7.6%、16.7%、8.1%和0.2%。

投资策略:11月狭义乘用车上险数同比下滑主要是由于三四五线城市需求下滑和新能源汽车销量大幅下滑,剔除新能源汽车影响,销量同比下滑0.58%。目前低线城市销量降幅逐渐收窄,行业复苏趋势不变。预计2020年乘用车行业整体弹性较小,建议关注结构性投资机会。本轮行业复苏主要是三四五线城市需求的回升,我们认为低线城市销量增长,自主品牌弹性更大,重点推荐广汽集团、长安汽车,关注长城汽车、上汽集团。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、新泉股份、精锻科技等。

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。

评级

增持(维持)

2019年12月22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	174
行业平均市盈率	26.97
市场平均市盈率	17.18

## 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:11月零售增速-2.7%扣除新能源为-0.6%》2019-12-16
- 2、《汽车行业周报:11月重卡销量增长5.3%行业景气度有望延续》2019-12-08
- 3、《汽车行业周报:行业复苏周期看好零部件板块》2019-12-02

## 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	2.45	2.87	8.63	9.79	8.36	1.15	推荐
长安汽车	0.14	-0.05	0.64	46.49	-194.8	15.22	1.07	推荐
华域汽车	2.55	2.19	2.35	10.1	11.15	10.38	1.60	推荐
星宇股份	2.21	2.81	3.35	26.38	31.52	26.44	5.29	推荐
爱柯迪	0.55	0.52	0.66	21.51	23.85	19.82	2.81	推荐
精锻科技	0.64	0.54	0.65	19.15	20.3	16.87	2.24	推荐

资料来源:公司财报、申港证券研究所

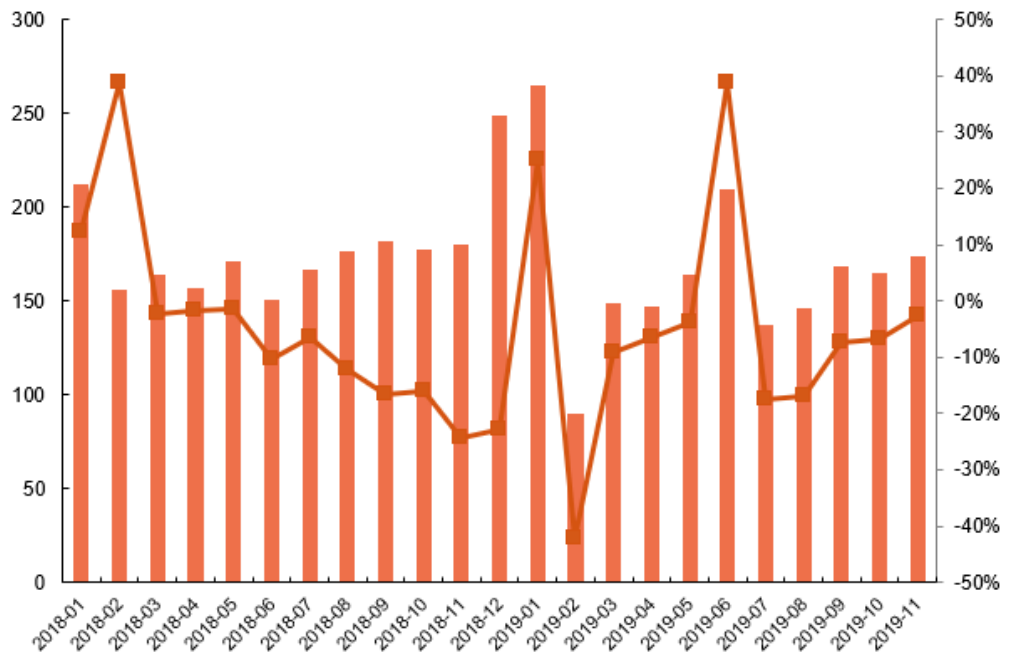
## 图表目录

图 1: 2018-2019.11 月终端上险数及增速(万辆).....	3
图 2: 7-11 月国六/国五地区终端销量增速比较.....	4
图 3: 2019 年 1-11 月各线城市销量增速.....	5
图 4: 2019 年 11 月各系别狭义乘用车上险数及增速(万辆).....	6
图 5: 11 月日系主流品牌销量及增速(万辆).....	7
图 6: 11 月德系主流品牌销量及增速(万辆).....	8
图 7: 11 月美系主流品牌销量及增速(万辆).....	8
图 8: 11 月主流自主品牌销量及增速(万辆).....	9
图 9: 11 月韩系主流品牌销量及增速(万辆).....	10
图 10: 2018-2019.11 厂家库存情况(万辆).....	11
图 11: 2018-2019.11 经销商库存情况(万辆).....	11
图 12: 2018-2019.11 行业库存情况(万辆).....	12
表 1: 9-11 月各省市终端零售增速.....	4
表 2: 2019 年 11 月新能源汽车对终端销量影响(万辆).....	6

## 1. 整体：11月零售下滑2.7% 国五地区增速转正

11月狭义乘用车上险数174.1万辆，同比下滑2.68%。2019年11月狭义乘用车终端销量为174.1万辆，同比下滑2.68%，环比增长5.65%，同比增速较10月份收窄3.7pct。2019年1-11月累计零售1807万辆，同比增速-3.61%。下半年开始由于补贴大幅退坡，新能源汽车销量大幅下滑，11月新能源汽车上险数同比下滑28.8%，剔除新能源汽车影响后，终端零售仅同比下滑0.58%，降幅接近0位。此前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，实际零售与我们预期接近。去年12月零售销量249万辆，预计今年12月销量增速有望进一步收窄；但由于19年1月份销量基数较高，同时春节期间购车数量较少，预计2020年1月销量承压。从趋势角度来看，预计2020年Q1零售销量逐渐收窄至0位。

图1：2018-2019.11月终端上险数及增速(万辆)



资料来源：上险数据，申港证券研究所

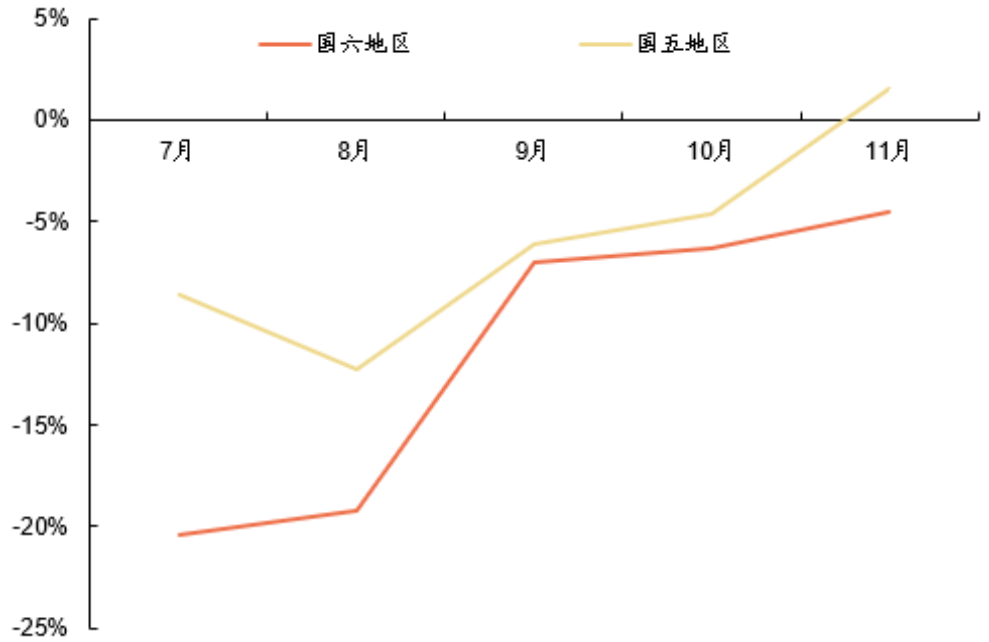
国五地区零售增速转正，国六地区环比收窄1.8pct。19年7月1日起部分地区实施国六排放新标，为减少国五车型库存，5-6月国六地区针对国五车进行降价促销，导致短期内销量较高，国六地区5-6月销量增速分别为0.5%、48.5%，而同期国五地区增速为-10.5%、19.6%。国五促销结束后，国六地区销量增速低于国五地区，前期透支效应明显，7-10月国六地区销量增速连续4个月弱于国五地区，11月国六地区销量增速为-4.5%，环比10月增速收窄1.8pct；同期国五地区零售销量同比增长1.58%。预计国六地区销量增速将逐渐收窄。

**表1: 9-11月各省市终端零售增速**

地区	省市	9月	10月	11月	
国六地区	北京	24.6%	18.19%	23.40%	
	上海	-8.1%	-11.43%	-9.24%	
	天津	-4.1%	-1.46%	-14.39%	
	山东	-7.2%	-9.68%	-8.32%	
	山西	-9.1%	-9.54%	-6.53%	
	河北	-17.8%	-15.02%	-13.37%	
	河南	-8.9%	-9.21%	-7.85%	
	安徽	-14.1%	-10.21%	-13.57%	
	陕西	-9.9%	-6.86%	-2.39%	
	四川	-9.8%	-2.76%	-2.42%	
	海南	1.3%	-18.83%	-12.24%	
	广东	-0.1%	-5.75%	-3.11%	
	江苏	-9.9%	-2.99%	-0.77%	
	浙江	-3.5%	0.20%	3.98%	
	重庆	-14.1%	-5.88%	-7.46%	
	国五地区	辽宁	-10.2%	-10.52%	-2.31%
		吉林	-5.1%	2.47%	11.17%
		黑龙江	-6.3%	-7.69%	-5.70%
		福建	-3.9%	-4.82%	1.06%
江西		-7.1%	-6.45%	-4.86%	
湖北		-0.4%	-1.57%	2.00%	
湖南		-2.3%	1.65%	4.75%	
贵州		-13.9%	-7.20%	-4.32%	
云南		-8.4%	-3.62%	2.61%	
甘肃		2.5%	6.89%	14.75%	
青海		-12.3%	-14.05%	1.05%	
内蒙古		-13.0%	-11.23%	-0.07%	
广西		-7.9%	-15.15%	2.05%	
西藏	-8.7%	-1.31%	14.92%		
宁夏	-6.9%	-2.75%	-4.40%		
新疆	-2.5%	7.67%	10.27%		
国六地区合计		-7.0%	-6.3%	-4.5%	
国五地区合计		-6.1%	-4.6%	1.58%	

资料来源: 终端上险数据, 申港证券研究所

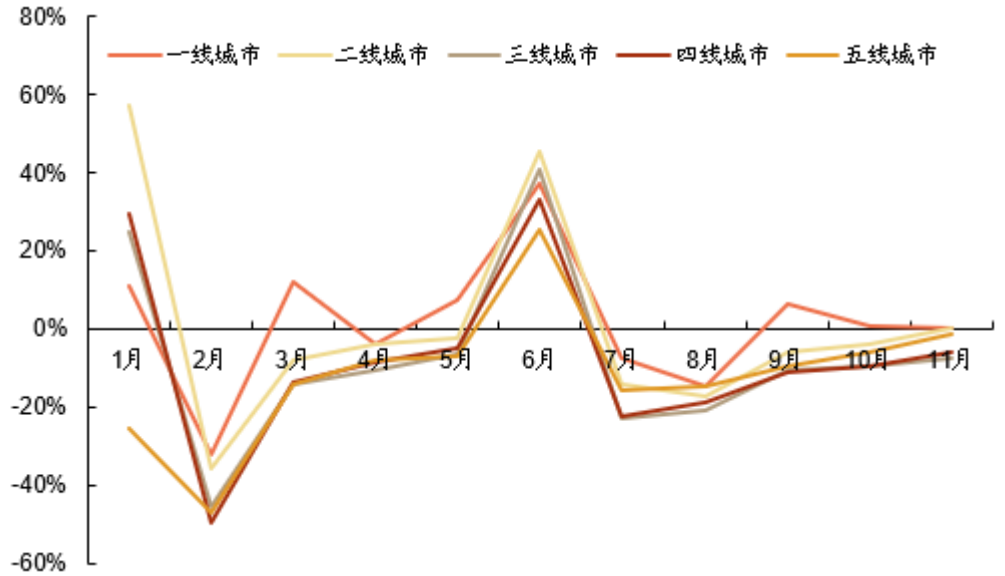
**图2: 7-11月国六/国五地区终端销量增速比较**



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

一线城市受新能源汽车影响增速放缓，三四五线城市乘用车销量增速环比分别提高**2、3.4和4.6 pct**。自2018年以来，导致行业销量下滑主要是三四五线城市需求下滑。2019年低线城市销量降幅逐渐收窄，我们此前判断19Q4低线城市需求有望复苏，从月度数据来看，三四五线城市销量降幅由7月份的15%以上收窄至当前的个位数降幅。11月一线城市、二线城市销量增速分别为0.2%、0.03%，一线城市销量增速放缓主要与新能源汽车销量大幅下滑有关，若剔除新能源汽车影响，一线城市销量同比增长12%。而三四五线城市销量增速分别为-7.7%、-6.2%和-1.5%，较10月份分别环比提高2、3.4和4.6 pct，低线城市销量逐渐回暖。我们认为随着宏观经济回暖、三四五线城市房地产影响逐渐消退后，低线城市需求将得到释放，预计2020年Q1-Q2有望实现正增长。

图3：2019年1-11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

表2: 2019年11月新能源汽车对终端销量影响(万辆)

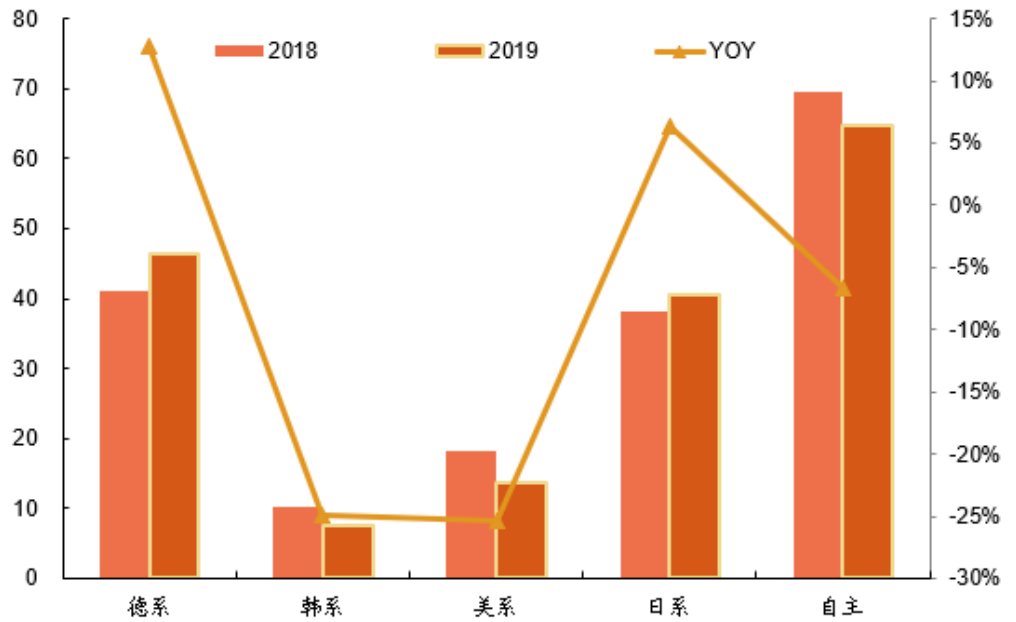
	一线	二线	三线	四线	五线	合计
2018.11	17.53	80.86	38.90	26.58	15.04	178.91
2019.11	17.56	80.88	35.92	24.95	14.82	174.12
YOY	0.17%	0.03%	-7.66%	-6.15%	-1.50%	-2.68%
18.11 新能源	4.05	5.84	2.33	0.76	0.32	13.29
19.11 新能源	2.45	4.48	1.41	0.77	0.36	9.47
YOY	-39.42%	-23.38%	-39.41%	1.19%	12.30%	-28.80%
18.11 剔除新能源	13.49	75.01	36.57	25.82	14.72	165.62
19.11 剔除新能源	15.11	76.40	34.51	24.18	14.46	164.66
YOY	12.04%	1.85%	-5.64%	-6.36%	-1.80%	-0.58%

资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

## 2. 结构：德系、日系逆势增长 自主明显改善

2019年11月，行业整体下行的情况下，各系乘用车分化明显，德系、日系保持高速增长，美系、韩系销量仍大幅下滑。其中德系终端销量同比增长12.8%，日系同比增长6.3%；自主品牌同比下滑6.6%，增速较10月提高6.3pct，销量明显得到改善；美系、韩系分别同比下滑25.4%、25%。我们认为自主品牌销量改善主要是由于三四五线城市销量降幅收窄所致。

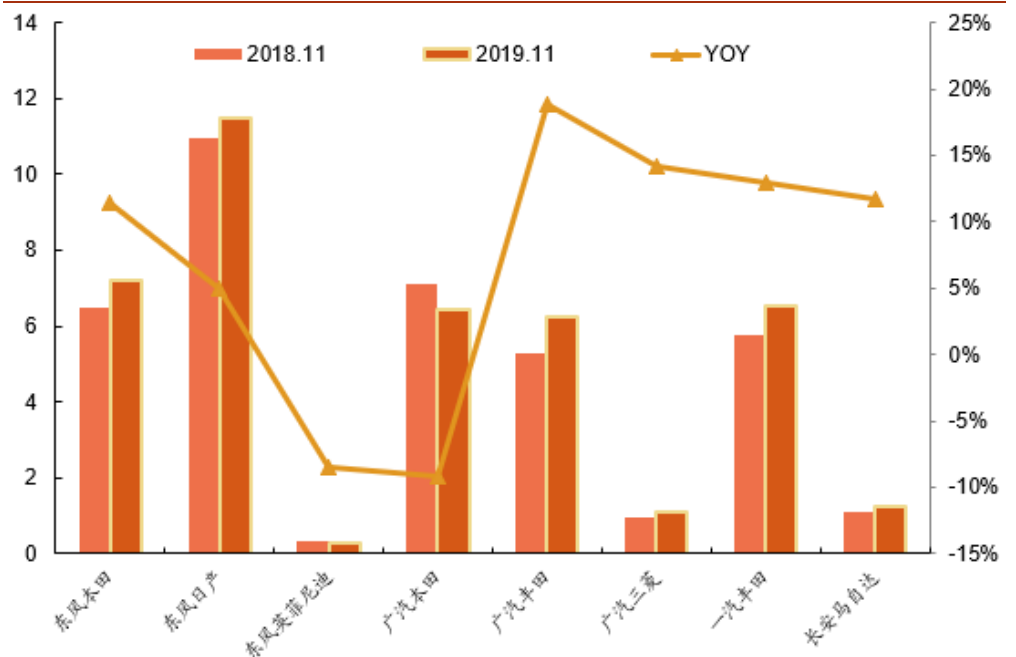
图4: 2019年11月各系别狭义乘用车上险数及增速(万辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

**日系：**日系 11 月终端销量合计为 40.6 万辆，同比增长 6.3%，销量保持稳定增长，且涨幅较 10 月提高。其中东风本田、广汽丰田销量分别增长 11.4%、18.8%，广汽三菱、一汽丰田销量增速分别为 14.2%、12.9%。长安马自达 11 月销量由负转正，同比增长 11.6%。广汽本田零售同比下滑 9.2%，主要是由于去年基数较高，预计新车皓影上市后将对广汽本田销量有较大幅度的提升。

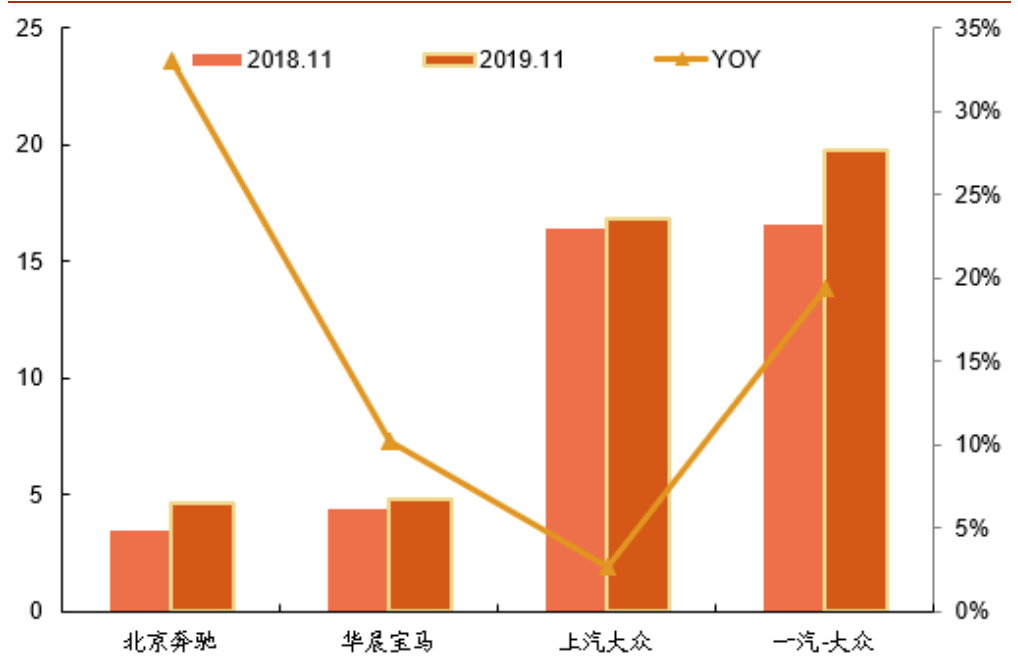
图5：11月日系主流品牌销量及增速(万辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

**德系：**11月德系终端销量46.3万辆，同比大增12.8%。一汽大众终端销量19.7万辆，同比增长19.37%，其中大众品牌增长11%，奥迪品牌增长14.5%，捷达品牌贡献1.2万销量；上汽大众16.8万辆，同比增长2.7%；北京奔驰4.66万辆，同比增长33%；华晨宝马4.85万辆，同比增长10.2%。

图6：11月德系主流品牌销量及增速(万辆)

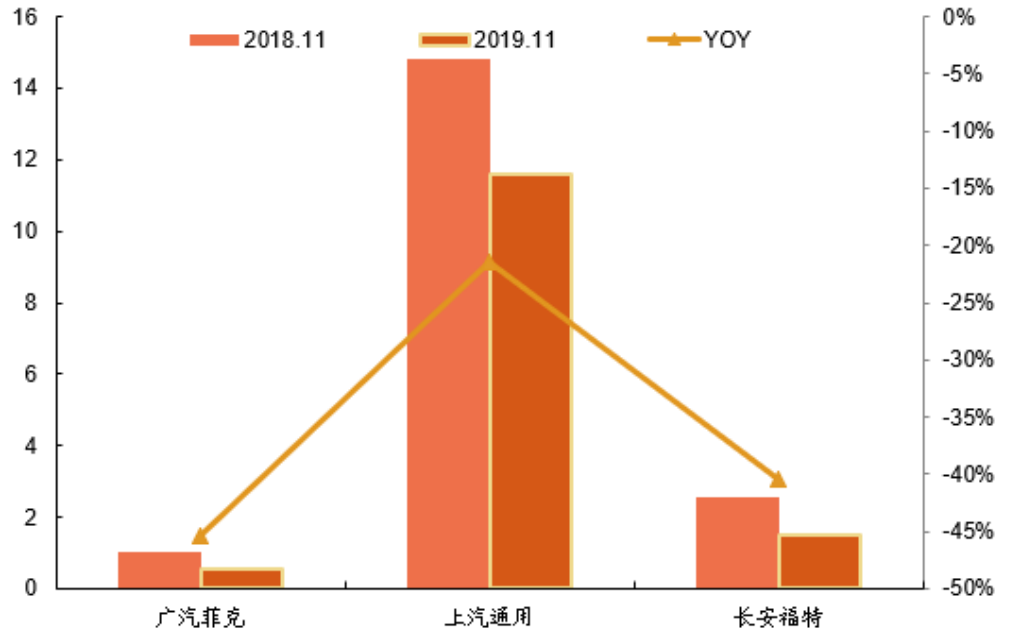


资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

**美系：**11月美系终端零售13.7万辆，同比下滑25.4%，销量较10月有所改善，但幅度较小。分企业来看，上汽通用14.8万辆，同比下滑21.5%；长安福特终端零售同比下滑40.4%；广菲克销量仅0.55万辆，较去年同期大幅下滑45.4%，目前美系乘用车在国内市场份额不足10%。上汽通用由于三缸机和品牌定价战略上的失误，短期内难有较大的改善；19H2长安福特主要车型进行改款或换代，林肯国产车即将上市，预计2020年销量有望得到改善。

图7：11月美系主流品牌销量及增速(万辆)

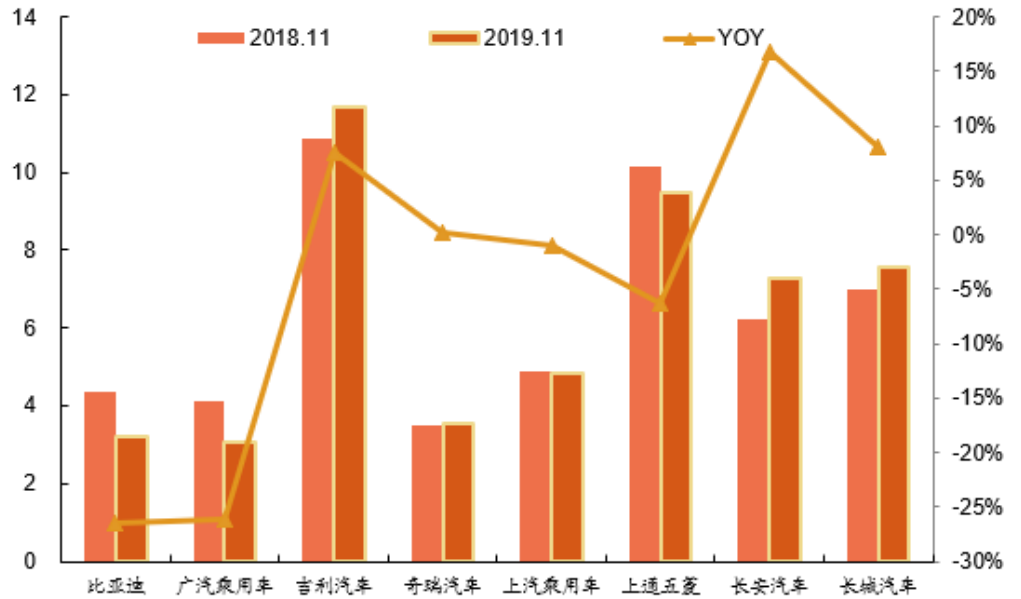




资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

**自主品牌：**11月自主品牌乘用车零售销量64.8万辆，同比下滑6.6%，销量改善明显，增速较10月提高6.3pct。我们认为主要是由于三四五线城市需求的复苏。自主品牌中，吉利、长安、长城、奇瑞11月份零售销量分别增长7.6%、16.7%、8.1%和0.2%，其中长安汽车由于新车上市放量后销量大幅增长。自主新能源汽车龙头比亚迪销量同比下滑26.4%。上汽乘用车、上汽通用五菱销量分别下滑1%、6.3%，由于自主和上汽通用销量不佳，今年上汽集团整体销量和业绩压力较大。广汽传祺销量同比下滑26.2%，全新一代GS4于11月上市，我们认为其销量有望恢复至1.5-2万辆水平。

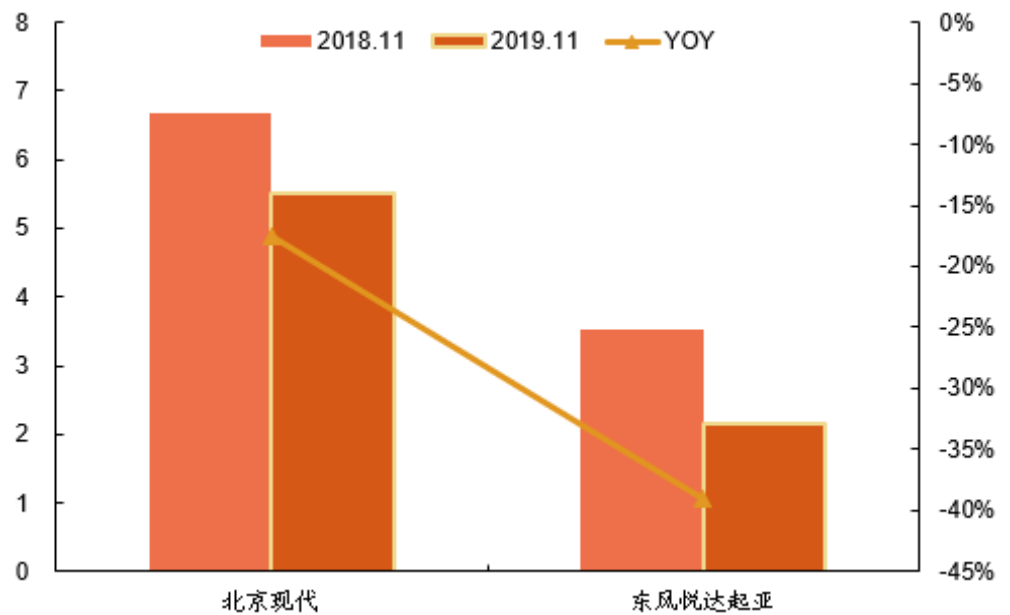
图8：11月主流自主品牌销量及增速(万辆)



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

**韩系：**11月韩系零售销量7.6万辆，同比下滑25%，降幅较9月份扩大2.7pct，北京现代销量5.5万辆，同比下滑17.6%；东风悦达起亚销量2.1万辆，同比下滑39%。我们认为韩系在国内市场竞争力下降，新车导入较慢，未来市场份额有望被日系和德系进一步抢占。

图9：11月韩系主流品牌销量及增速(万辆)

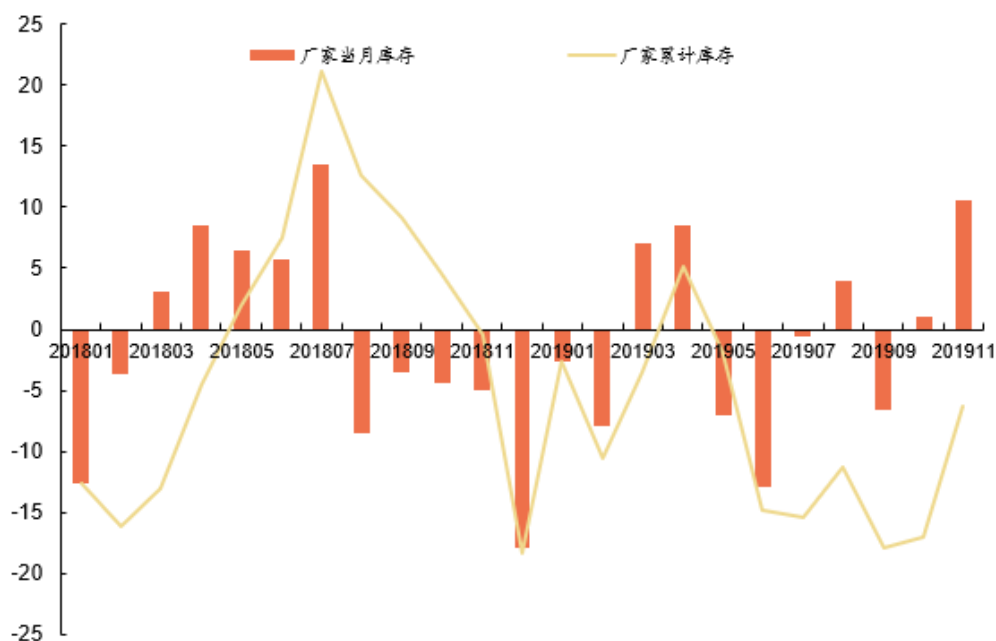


资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

### 3. 库存：渠道库存连续 5 个月增长

**厂家库存：**11月狭义乘用车产量同比增长1.5%，环比增长11.1%，整车厂1-9月累计库存-18万辆，由于库存相对较低，为应对Q4销售旺季，从10月开始整车厂增加排产，10月厂家库存较9月增加0.8万辆，11月增加10.6万辆，1-11月累计库存-6.3万辆。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。

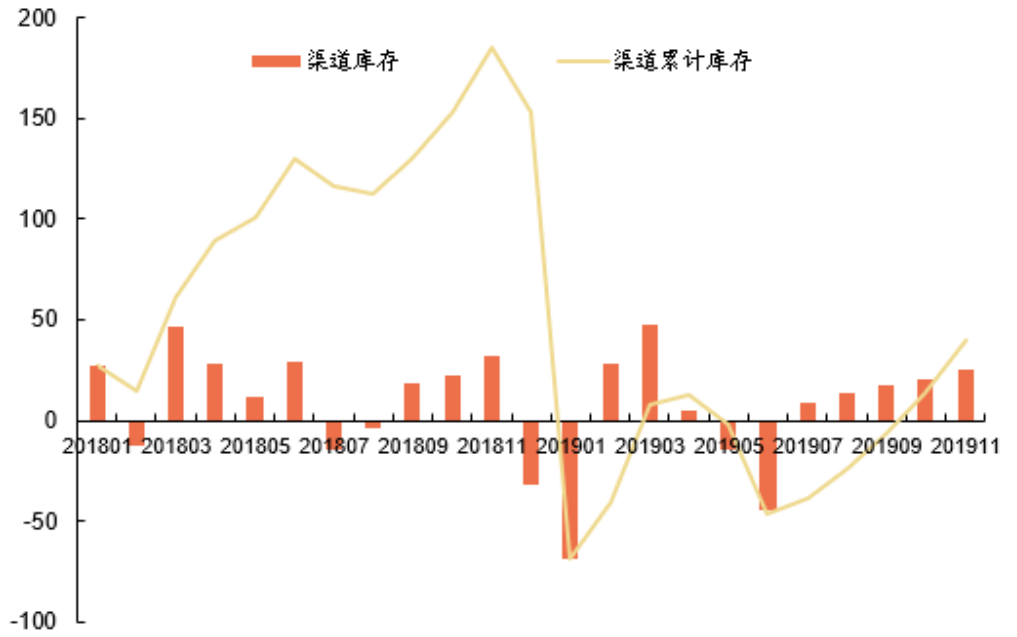
图10：2018-2019.11 厂家库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端上险数据，申港证券研究所

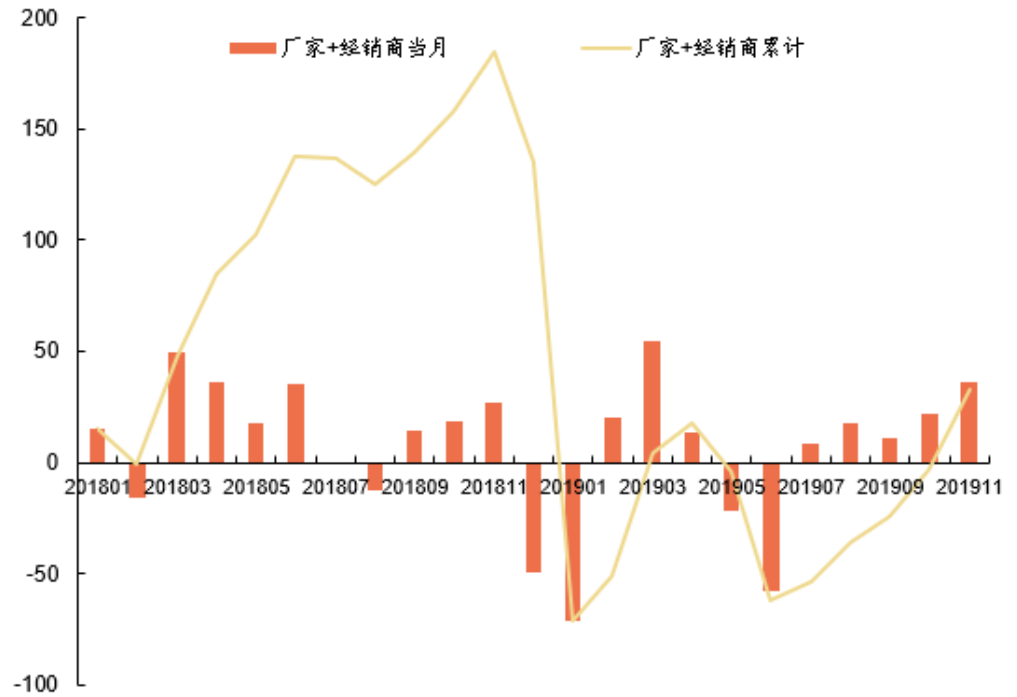
**渠道库存：**11月乘用车经销商库存较10月增加约25.5万辆，主要是由于传统销售旺季到来，整车厂铺货，但实际终端销量不及预期导致。终端库存自7月开始，连续5个月升高，1-11月经销商累计库存39.5万辆，较上半年大幅提高，但远远低于去年同期185万辆的库存。Q4开始，经销商为完成年度销量目标进行降价促销，有助于库存的消化。

图11：2018-2019.11 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: 2018-2019.11 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

终端零售逐渐回暖，建议关注结构性投资机会。11月狭义乘用车上险数同比下滑2.7%，其中三四五线城市需求下滑和新能源汽车销量大幅下滑是影响行业销量的主要因素，若剔除新能源汽车，乘用车销量仅同比下滑0.58%。目前低线城市销量降幅逐渐收窄，与我们此前判断一致，行业复苏趋势不变。预计2020年乘用车销量有望同比增长2-3%，行业整体弹性较小，建议关注结构性投资机会。本轮行业复苏主要是三四五线城市需求的回升，我们认为低线城市销量增长，自主品牌弹性更大，重点推荐广汽集团、长安汽车，关注长城汽车、上汽集团。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、新泉股份、精锻科技等。

## 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