

4 月零售回暖 行业进入配置阶段

——汽车行业专题报告

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

4 月狭义乘用车上险数 132.9 万辆, 同比下滑 8.5%, 我们认为乘用车和零部件板块已经进入配置窗口, 考虑到乘用车企业多数只有行业贝塔, 而部分零部件企业有望获得更高的超额收益, 建议重点增配零部件标的。

2020 年 4 月狭义乘用车终端销量为 132.94 万辆, 同比下滑 8.5%, 降幅较 3 月收窄 22.2 pct; 销量同比虽未转正, 但环比大增 30.84%。受疫情影响, Q1 销量大幅下滑, 但基于对乘用车周期影响因素的分析, 我们认为乘用车行业复苏被暂时打断, 但疫情得到控制后将延续底部复苏的逻辑。而 4 月份调研终端后, 我们预计终端销量降幅有望在-10%以内, 因此 4 月销量基本符合预期。

三四五线城市销量增速好于一二线城市, 行业复苏逻辑确定。从各级别城市维度分析乘用车销量, 一线到五线城市销量增速分别为: -11.5%、-9.2%、-8.8%、-9.1%和 0.4%; 与 3 月份相比, 分别提高 30.8、23.6、21.9、14、18.6 pct, 其中一线和二线城市改善幅度大于三四五线城市, 但整体来看, 三四五线城市销量增速好于一二线城市, 尤其是五线城市销量已经转正。由于 18-19 年行业销量下滑主要是受三四五线城市需求影响, 3-4 月三四五线城市销量明显改善也验证了行业复苏的逻辑。我们认为三四五线城市销量随着居民消费需求的释放得到改善; 一线城市限购逐渐放宽, 销量有望快速回升, 乘用车行业销量有望前逐月收窄。

豪华品牌销量同比增长 16.3%。4 月豪华品牌零售销量 18.5 万辆, 同比增长 16.3%, 其中奥迪、宝马、奔驰和沃尔沃销量增速分别为: 35.1%、16.1%、3.4%、39.3%, 而凯迪拉克销量同比下滑 4.6%。豪华品牌销量大增的背后, 我们认为主要有两方面原因:

- ◆ 消费升级。尤其是以一线城市等消费者换购, 前期购买合资品牌的消费者换购时会重点考虑豪华品牌;
- ◆ 豪华品牌降价。随着豪华品牌乘用车国产后, 价格下探, 奥迪、宝马和奔驰目前终端零售价格优惠 4-8 万元不等, 部分车型价格已经下降到 25-30 万元。

厂家库存增加 5 万辆, 渠道库存增加 15 万辆。4 月乘用车产量 158.7 万辆, 同比下滑 4.4%; 批发销量 153.6 万辆, 同比下滑 2.5%。当月整车厂库存增加 5 万辆左右, 1-4 月厂家累计库存-14.2 万辆, 可以看出 4 月厂家进入加库存阶段。乘用车经销商库存增加约 15 万辆, 主要是由于受疫情影响, Q1 渠道库存一直处于下降趋势, 1-3 月份渠道库存累计下降 36.1 万辆, 4 月随着销量的恢复, 库存有所提高, 1-4 月累计库存-21 万辆, 仍处于较低的水平。

投资策略: 疫情对行业影响逐渐消退, 行业进入配置阶段。4 月狭义乘用车上险数同比下滑 8.5%, 疫情对乘用车行业的影响正在消退, 前期受到抑制的需求得到释放, 同时, 各地刺激汽车消费政策落地, 在一定程度上促进汽车销量。我们认为 Q2 乘用车销量将逐月收窄, Q3 将迎来拐点, 因此, 我们建议增配乘用车和零部件板块。零部件板块重点推爱柯迪、拓普集团、新泉股份、荃华域汽车、精锻科技、星宇股份、均胜电子等; 乘用车推荐上汽集团、长安汽车和广汽集团。

风险提示: 乘用车销量低于预期; 新能源汽车销量不及预期; 刺激政策力度较小。

评级

增持 (维持)

2020 年 05 月 17 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王敬

研究助理

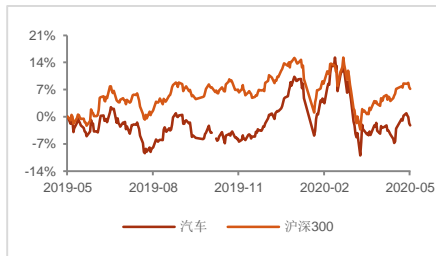
wangjing@shgsec.com

021-20639302

行业基本资料

股票家数	177
行业平均市盈率	34.53
市场平均市盈率	18.35

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: 4 月下游需求回暖 重点车企销量转正》2020-05-10
- 2、《汽车行业 2019 年报及 2020 一季报总结: 行业短期承压 Q3 有望迎来拐点》2020-05-10
- 3、《汽车行业周报: 汽车行业业绩承压 Q3 有望迎来拐点》2020-05-06

行业重点公司跟踪

证券 简称	EPS(元)			PE			PB	投资 评级
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
上汽集团	2.2	2.1	2.4	10.9	9.4	8.2	0.92	推荐
长安汽车	-0.6	0.7	1.1	-19.1	15.0	9.6	1.13	推荐
拓普集团	0.43	0.62	0.86	56.0	38.9	28.0	3.41	推荐
新泉股份	0.8	1.1	1.4	31.0	22.5	18.4	3.42	推荐
爱柯迪	0.5	0.5	0.7	22.2	21.8	16.9	2.33	推荐
中国重汽	1.8	2.2	2.4	14.0	11.8	10.8	2.36	推荐

资料来源：公司财报、申港证券研究所

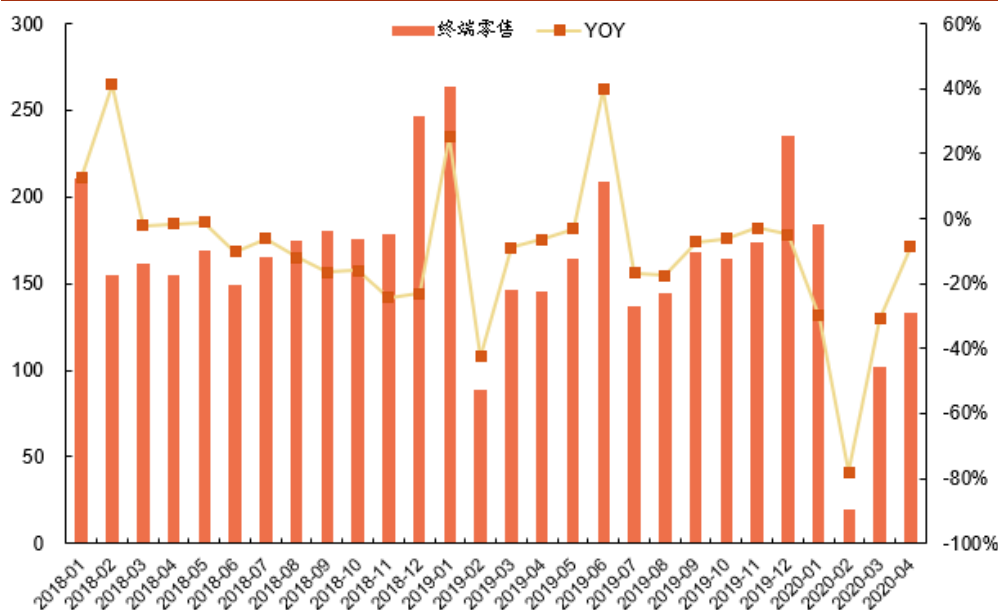
图表目录

图 1: 2018-2020.4 月终端上险数及增速(万辆)	4
图 2: 2019-2020.4 月各线城市销量增速	4
图 3: 2020.4 月纯电动和混动乘用车销量(辆)	6
图 4: 1-4 月特斯拉国产 Model 3 销量(辆)	6
图 5: 2020 年 4 月各系狭义乘用车上险数及增速(辆)	7
图 6: 4 月日系主流品牌销量及增速(万辆)	8
图 7: 4 月德系主流品牌销量及增速(万辆)	9
图 8: 4 月美系主流品牌销量及增速(万辆)	9
图 9: 4 月主流自主品牌销量及增速(万辆)	10
图 10: 4 月韩系主流品牌销量及增速(万辆)	11
图 11: 豪华品牌销量及增速(万辆)	11
图 12: 2018-2020.4 厂家库存情况(万辆)	12
图 13: 2018-2020.4 月经销商库存情况(万辆)	13
 表 1: 2020 年 4 月新能源汽车对终端销量影响(万辆)	 5

1. 整体：终端需求回暖 4 月零售下滑 8.5%

4 月狭义乘用车终端零售 132.9 万辆，同比下滑 8.5%。2020 年 4 月狭义乘用车终端销量为 132.94 万辆，同比下滑 8.54%，降幅较 3 月收窄 22.2 pct；销量同比虽未转正，但环比大增 30.84%。受疫情影响，Q1 销量大幅下滑，但基于对乘用车周期影响因素的分析，我们认为乘用车行业复苏被暂时打断，但疫情得到控制后将延续底部复苏的逻辑。而 4 月份调研终端后，我们预计终端销量降幅有望在-10% 以内，因此 4 月销量基本符合预期。

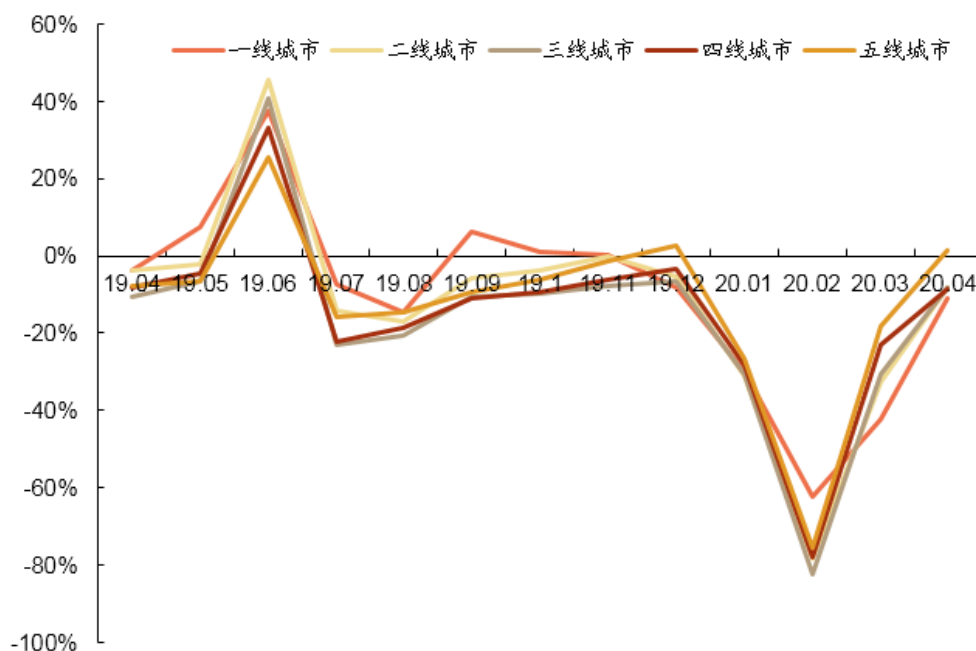
图1：2018-2020.4 月终端上险数及增速(万辆)



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

三四五线城市销量增速好于一二线城市。从各级别城市维度分析乘用车销量，一线到五线城市销量增速分别为：-11.5%、-9.2%、-8.8%、-9.1%和 0.4%；与 3 月份相比，分别提高 30.8、23.6、21.9、14、18.6 pct，其中一线和二线城市改善幅度大于三四五线城市，但整体来看，三四五线城市销量增速好于一二线城市，尤其是五线城市销量已经转正。由于 18-19 年行业销量下滑主要是受三四五线城市需求影响，3-4 月三四五线城市销量明显改善也验证了行业复苏的逻辑。我们认为三四五线城市销量随着居民消费需求的释放得到改善；一线城市限购逐渐放宽，销量有望快速回升，乘用车行业销量有望前逐月收窄。

图2：2019-2020.4 月各线城市销量增速



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

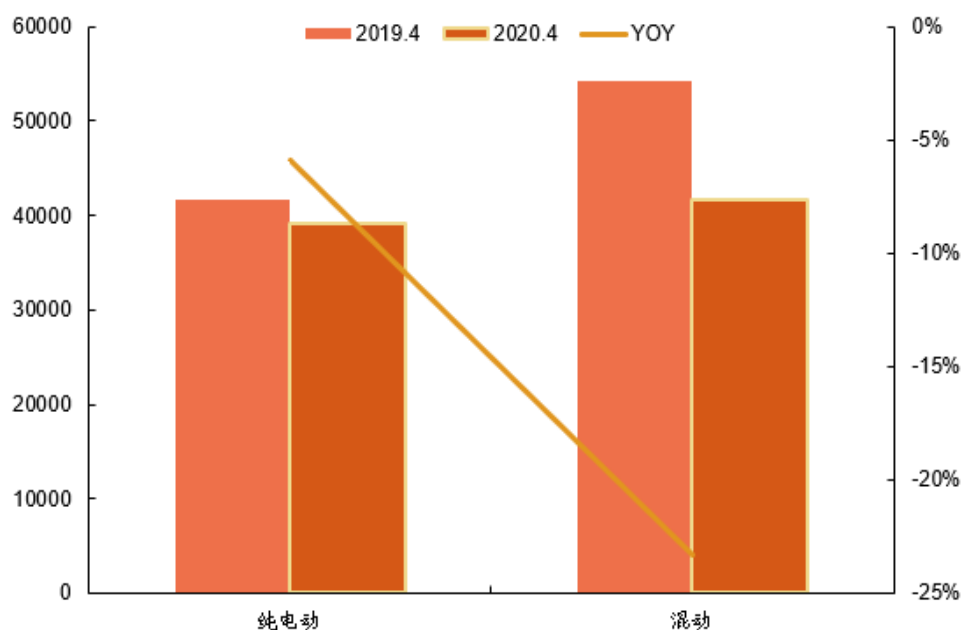
4月新能源乘用车销量同比下滑15.8%，纯电动好于混动。4月新能源乘用车终端零售8.07万辆，同比下滑15.8%，其中纯电动和混动销量分别为3.91万辆、4.16万辆，增速分别为-5.9%、-23.3%，纯电动销量好于混动。整体来看，新能源乘用车销量仍对弱于传统燃油车销量增速，传统燃油车销量同比下滑8%。我们认为2020年新能源乘用车在供给端的刺激下，有望触底反弹，对行业销量拖累效应将逐渐消退。

表1：2020年4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
2019.4	14.50	66.79	31.07	21.32	11.68	145.36
2020.4	12.84	60.67	28.34	19.37	11.73	132.94
YOY	-11.46%	-9.17%	-8.79%	-9.14%	0.40%	-8.54%
2019.4 新能源	2.89	4.67	1.18	0.59	0.25	9.58
2020.4 新能源	2.47	3.46	1.18	0.65	0.31	8.07
YOY	-14.51%	-25.92%	0.15%	9.74%	24.74%	-15.76%
19.4 剔除新能源	11.61	62.11	29.89	20.73	11.43	135.78
20.4 剔除新能源	10.37	57.20	27.16	18.72	11.42	124.87
YOY	-10.71%	-7.91%	-9.14%	-9.68%	-0.12%	-8.03%

资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

图3：2020.4 月纯电动和混动乘用车销量(辆)



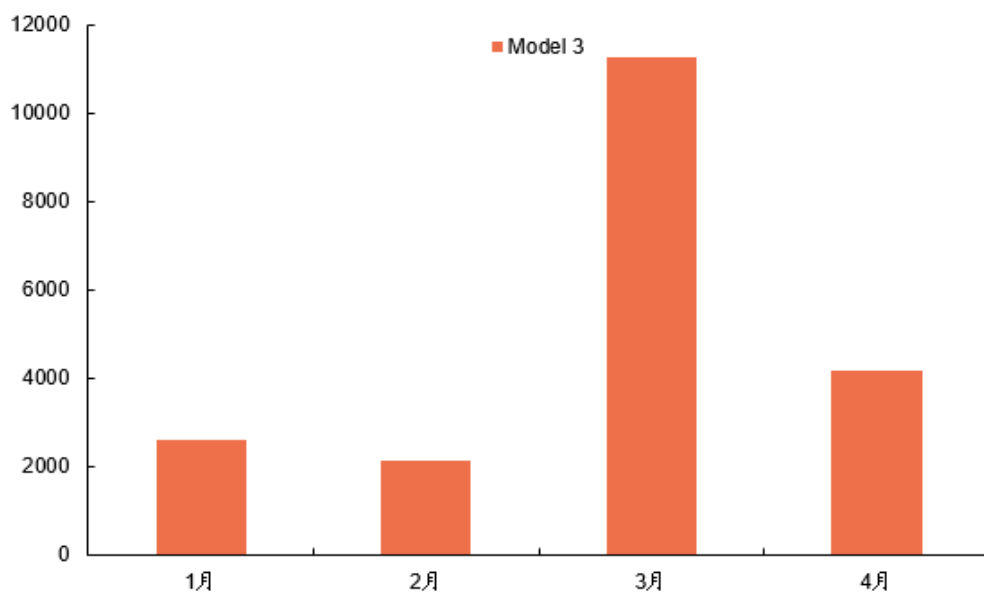
资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

国产 Model 3 终端零售 4154 万辆，环比下滑 63.2%。国产 Model 3 上市后，3 月销量达到 11278 辆，4 月销量 4154 辆，我们认为环比下滑的原因主要有两点：

- ◆ 4 月初长续航 Model 3 开始预售，由于价格较标准续航高 4 万元，但续航和配置提高很多，因此部分标准续航订单转为长续航；
- ◆ 由于 4 月出台新的补贴政策后，规定 30 万元以上的新能源汽车在 7 月 22 日以后不再享受补贴，导致消费者对特斯拉在 7 月 22 日以后降价预期较高，部分消费者选择取消订单或者延期交付，对 4 月销量造成一定的负面影响。

在 4 月销量环比下滑的情况下，4 月底特斯拉将标准续航 Model 3 的价格调整到 30 万以内，近期又宣布在 7 月 22 日以后长续航 Model 3 价格维持 34.4 万元不变，以此来促进标准续航和长续航 Model 3 销量。但我们认为在价格上，特斯拉和消费者存在博弈，部分消费者或选择观望，等待 7 月 22 日以后根据长续航 Model 3 是否降价来决定购买与否。但在现在价格的体系下，预计销量环比改善，长续航和标准续航月销量合计有望恢复到 1 万辆以上。

图4：1-4 月特斯拉国产 Model 3 销量(辆)

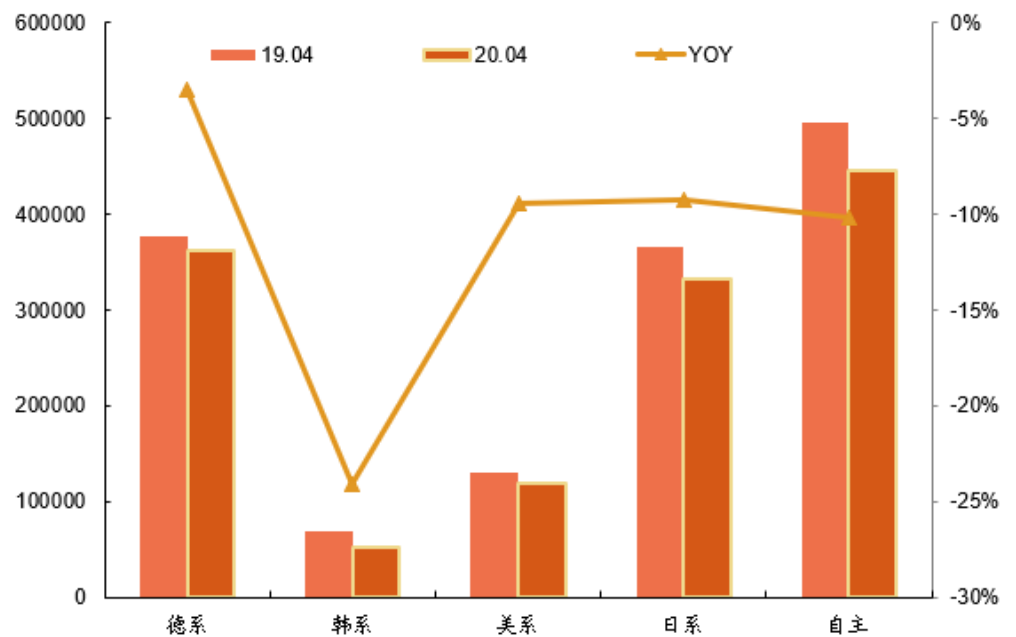


资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

2. 结构：豪华品牌销量大增 16.3%

20 年 4 月行业整体下行的情况下，德系、日系乘用车销量增速分别为-3.54%、-9.22%，韩系、美系和自主品牌销量增速分别为-24.08%、-9.42%、-10.15%，可以看出德系销量好于行业平均，我们认为主要是由于一汽大众、宝马、奔驰和奥迪等销量正增长的带动。

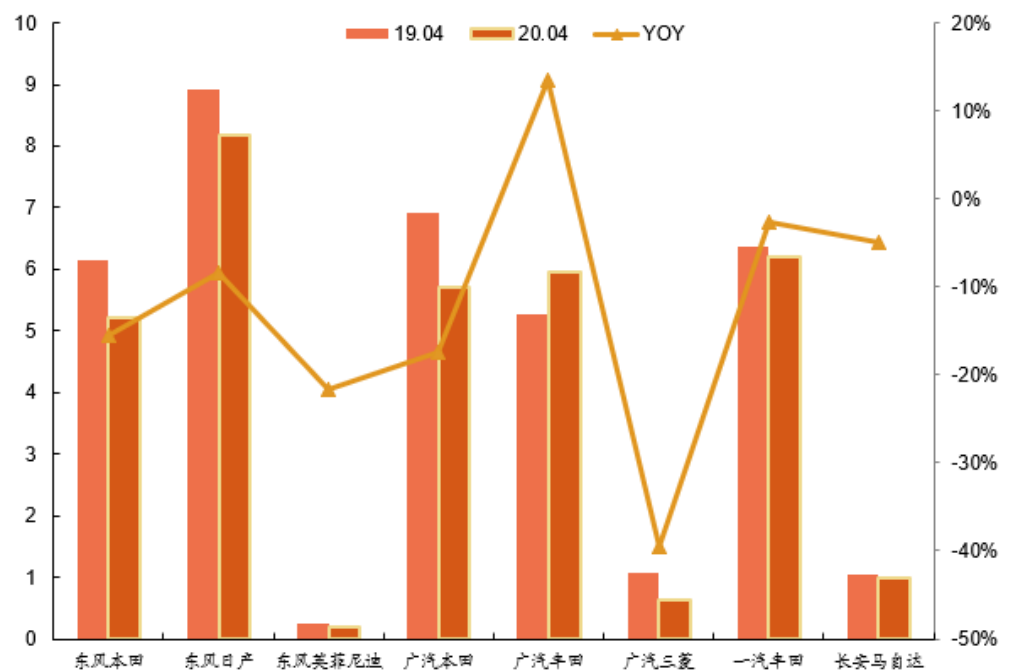
图5：2020 年 4 月各系狭义乘用车上险数及增速(辆)



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

日系：日系主流品牌4月终端销量合计为33.22万辆，同比下滑8.4%，其中广汽丰田销量同比增长13.4%、一汽丰田、长安马自达、东风日产销量增速分别为-2.7%、-4.9%、-8.4%，其他品牌销量增速均低于-10%。

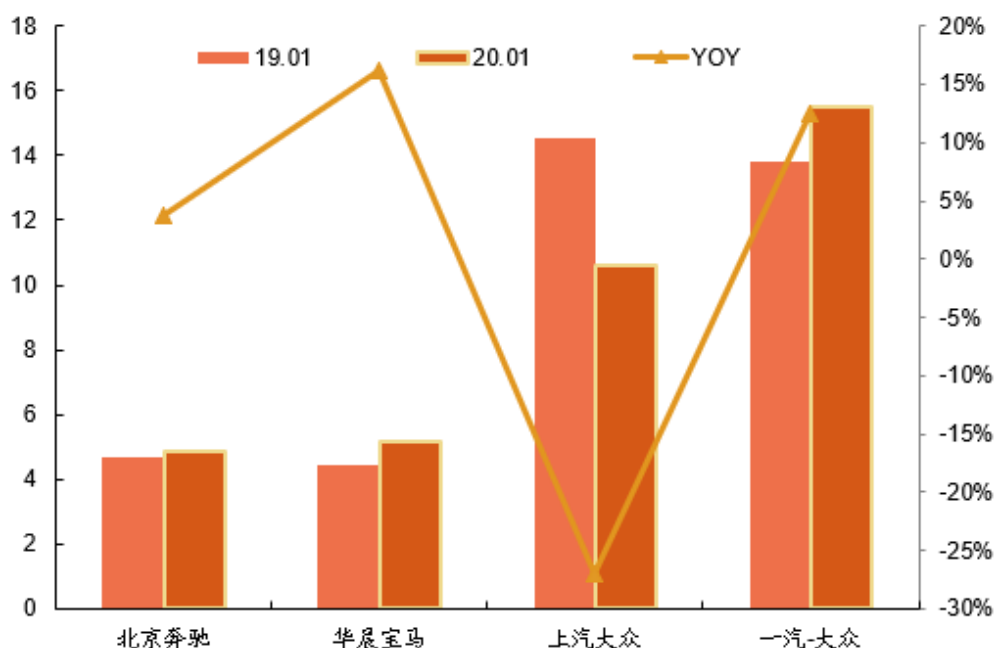
图6：4月日系主流品牌销量及增速(万辆)



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

德系：4月德系终端销量36.3万辆，同比下滑3.54%。其中一汽大众终端销量15.5万辆，同比增长12.43%。其中大众品牌8.8万辆、同比下滑10.1%；奥迪品牌5.4万辆，同比增长35.1%，捷达品牌贡献1.28万辆销量；上汽大众10.6万辆，同比下滑27.1%，其中大众品牌下滑24.2%，斯柯达品牌下滑42.5%；北京奔驰4.85万辆，同比增长3.74%；华晨宝马5.15万辆，同比下滑16.15%。

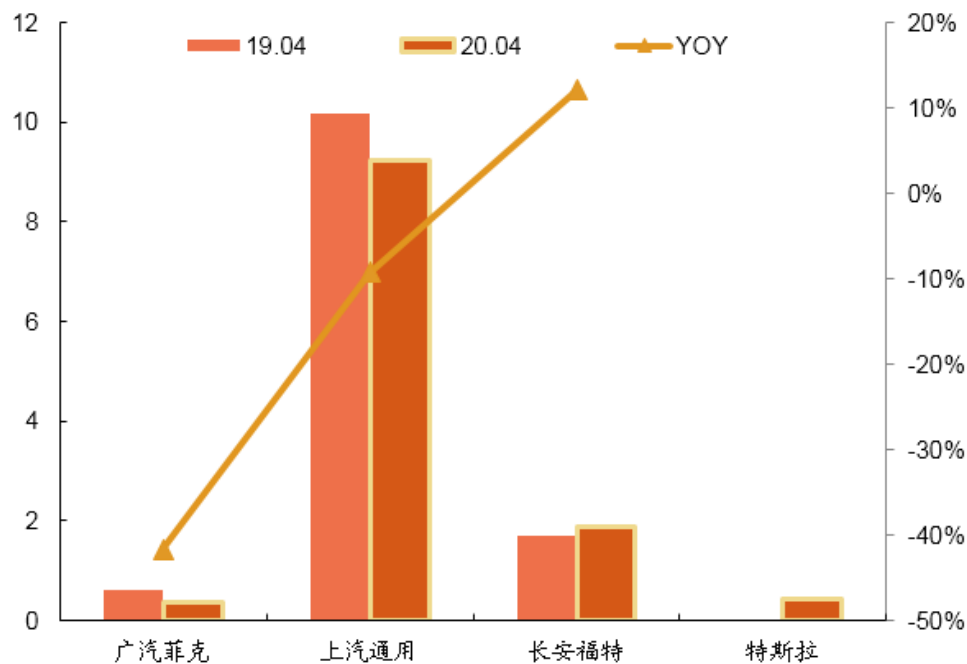
图7：4月德系主流品牌销量及增速(万辆)



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

美系：4月美系终端零售11.88万辆，同比下滑9.42%，较前期改善明显，主要是由于部分企业销量的提高。分企业来看，上汽通用9.2万辆，同比下滑9.29%，我们认为上汽通用前期销量下滑受三缸机影响较大，20年上汽通用会将三缸机切换为四缸机，预计销量将逐渐改善。长安福特终端零售1.89万辆，同比上升12%，我们认为长安福特销量在新车型的带动下触底反弹；广菲克销量仅0.36万辆，较去年同期大幅下滑41.6%。4月份国产特斯拉Model 3销量0.4万辆，目前国产Model 3产量已经超过3000/周，预计爬坡结束后，销量有望达到1.2万辆/月。考虑到Model 3未来降价空间较大，其销量仍有提升的可能。

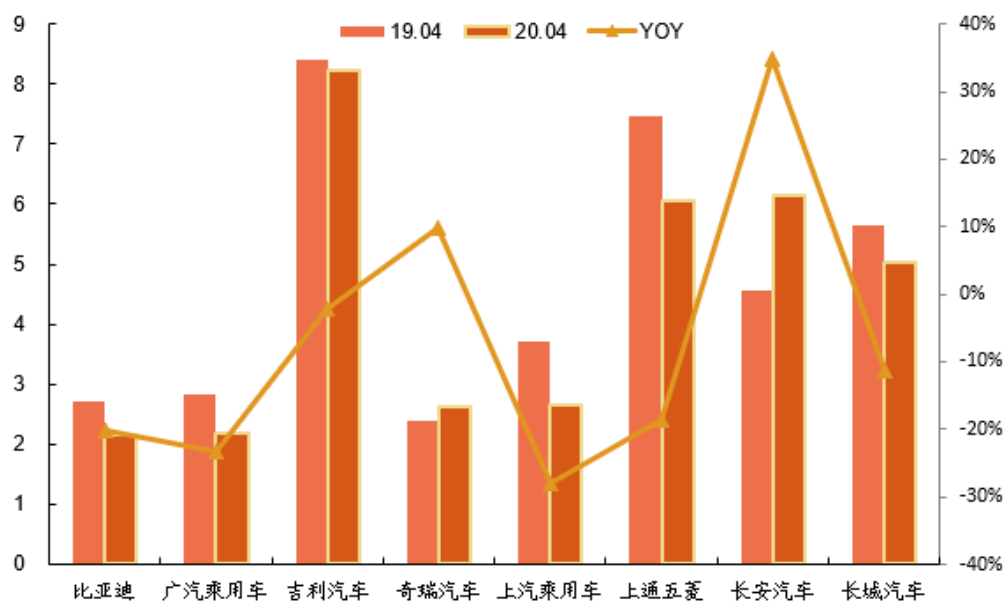
图8：4月美系主流品牌销量及增速(万辆)



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

自主品牌：4月自主品牌乘用车零售销量44.47万辆，同比下滑10.15%，销量仍然低于行业平均，但是已经接近行业平均水平。我们预计和三四五线城市需求复苏有关。自主品牌中，长安汽车、奇瑞汽车销量分别同比增长34.8%、9.9%。长安汽车销量大增主要是由于上市爆款车型销量的带动；其他各企业销量均下滑，吉利汽车、上汽乘用车、广汽乘用车和长城汽车销量增速分别为-2.1%、-28%、-23.3%和-11.3%；自主新能源汽车企业比亚迪销量同比下滑20.2%。

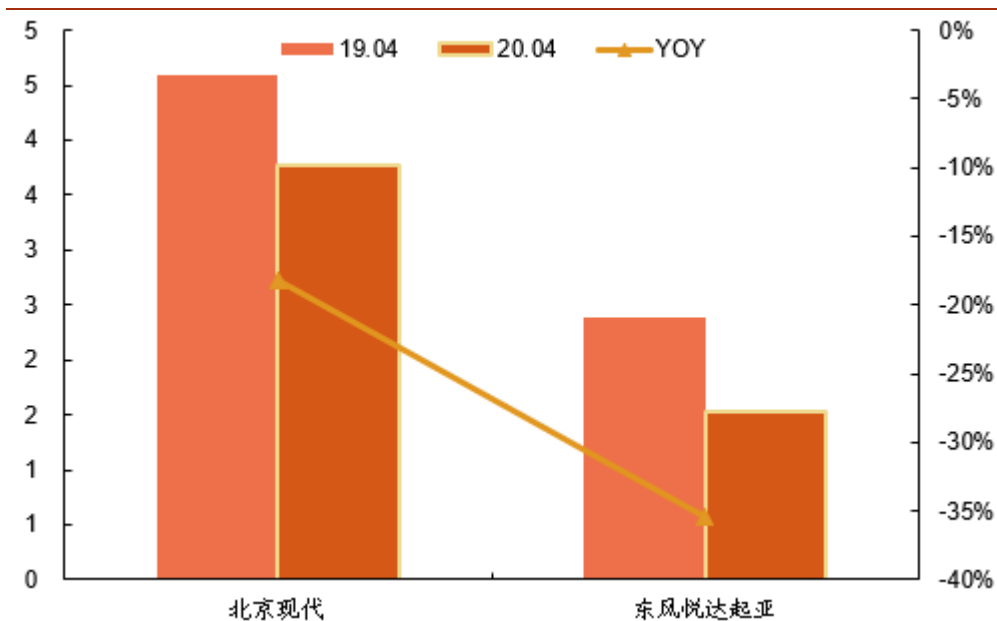
图9：4月主流自主品牌销量及增速(万辆)



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

韩系：4月韩系零售销量5.3万辆，同比下滑24.1%，其中北京现代销量3.8万辆，同比下滑18.18%；东风悦达起亚销量1.5万辆，同比下滑35.47%。

图10：4月韩系主流品牌销量及增速(万辆)

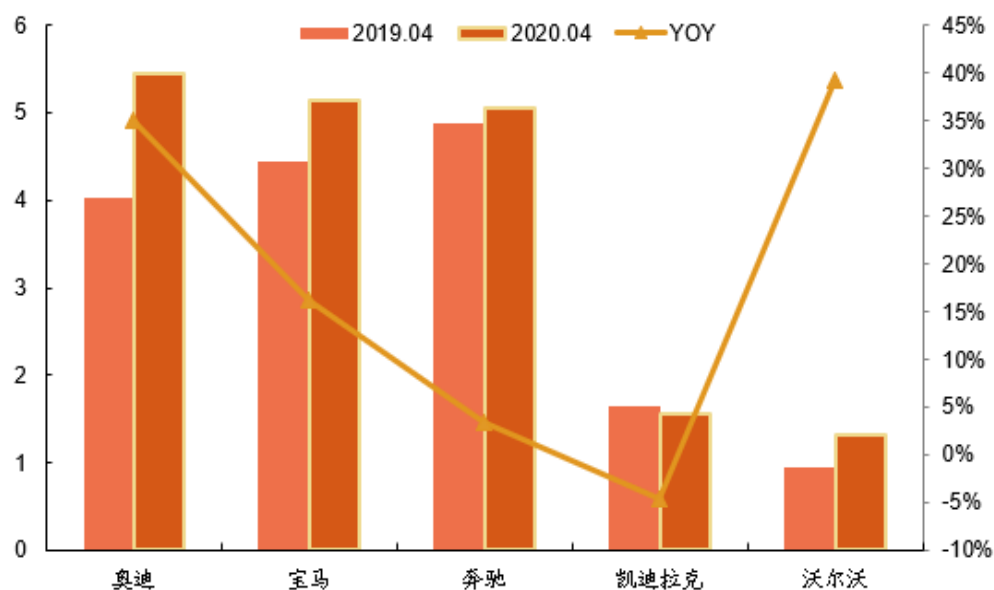


资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

豪华品牌销量同比增长16.3%。4月豪华品牌零售销量18.5万辆，同比增长16.3%，其中奥迪、宝马、奔驰和沃尔沃销量增速分别为：35.1%、16.1%、3.4%、39.3%，而凯迪拉克销量同比下滑4.6%。豪华品牌销量大增的背后，我们认为主要有两方面原因：

- ◆ 消费升级，尤其是以一线城市等消费者换购，前期购买合资品牌的消费者换购时会重点考虑豪华品牌；
- ◆ 豪华品牌降价。随着豪华品牌乘用车国产后，价格下探，奥迪、宝马和奔驰目前终端零售价格优惠4-8万元不等，部分车型价格已经下降到25-30万元。

图11：豪华品牌销量及增速(万辆)

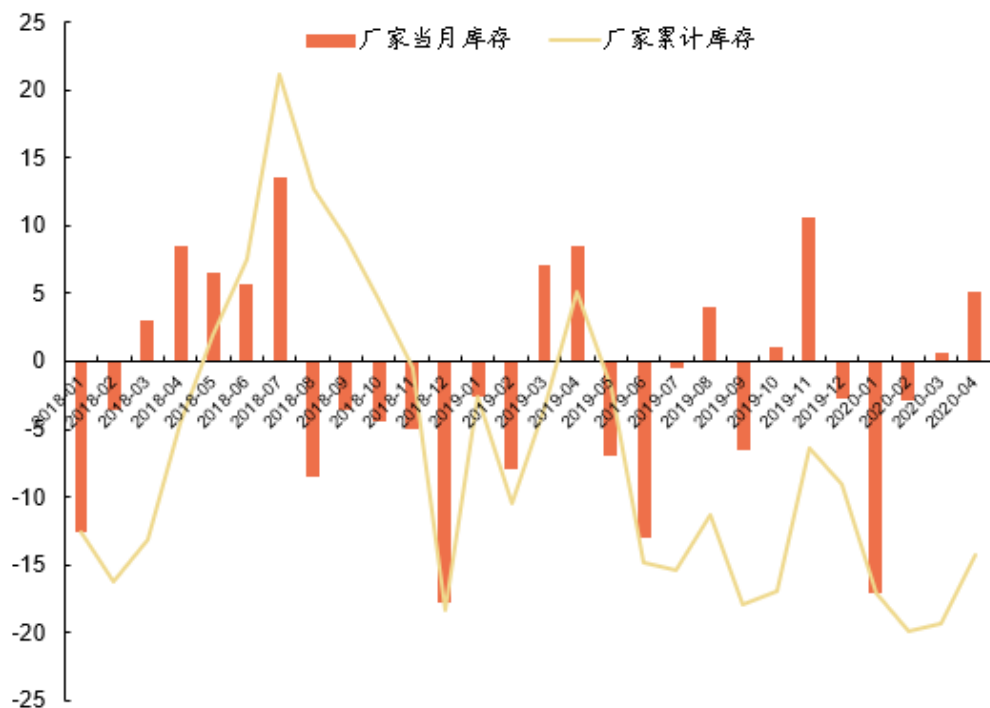


资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

3. 库存：4月进入加库阶段 厂家和渠道库存均增加

厂家库存：4月乘用车产量158.7万辆，同比下滑4.4%；批发销量153.6万辆，同比下滑2.5%。当月整车厂库存增加5万辆左右，1-4月厂家累计库存-14.2万辆，可以看出4月厂家进入加库存阶段。

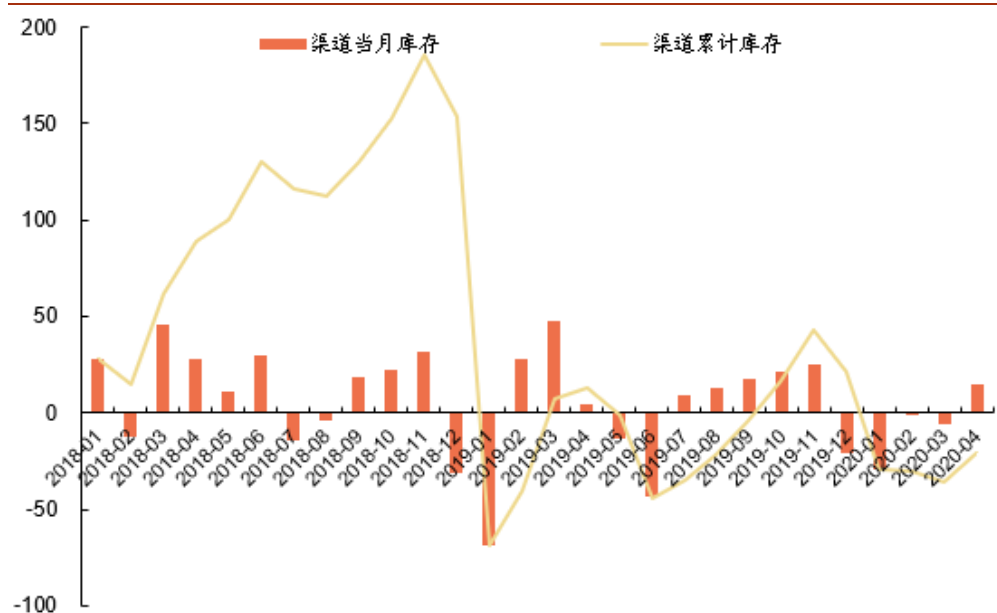
图12：2018-2020.4 厂家库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端零售数据，申港证券研究所

渠道库存：4月乘用车经销商库存增加约15万辆，主要是由于受疫情影响，Q1渠道库存一直处于下降趋势，1-3月份渠道库存累计下降36.1万辆，4月随着销量的恢复，库存有所提高，1-4月累计库存-21万辆，仍处于较低的水平。

图13：2018-2020.4月经销商库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端零售数据，申港证券研究所

4. 投资策略

疫情对行业影响逐渐消退，4月销量同比下滑8.5%，行业进入配置阶段。4月狭义乘用车上险数同比下滑8.5%，疫情对乘用车行业的影响正在消退，前期受到抑制的需求得到释放，同时，各地刺激汽车消费政策落地，在一定程度上促进汽车销量。我们认为Q2乘用车销量将逐月收窄，Q3将迎来拐点，因此，我们建议增配乘用车和零部件板块。零部件板块重点推爱柯迪、拓普集团、新泉股份、华域汽车、精锻科技、星宇股份、均胜电子等；乘用车推荐上汽集团、长安汽车和广汽集团。

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；

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