

港股汽车观点:

中性 (维持)

11月销量总体符合预期，重卡继续是亮点

2016年12月13日

相关报告

10月汽车销量点评-海外事件
点评-20161111

海外汽车研究

高级分析师: 姚炜
yaowei@xyzq.com.cn
SFC: AVW558
SAC: S0190516050001

事件:

- 中国汽车工业协会公布11月汽车销售293.9万辆，环比增加10.5%，同比增长16.5%，低于上月的18.7%。其中乘用车同比增长17.2%，商用车同比增长11.2%，11月份乘用车基本符合预期，商用车表现超预期。1-11月份累计销售2494.8万辆，同比增长14.1%。其中乘用车累计增长15.6%，商用车累计增长5.3%。

点评:

- **11月乘用车终端需求依然强劲。**11月份乘用车批发销售259.0万辆，同比增长17.2%，低于上月的20.3%。乘用车增速连续2个月出现下降，总体符合预期，主要是由于基数逐步提高，加上渠道库存增加幅度低于上年同期。终端销售来看，11月狭义乘用车销量增速21.9%，较上月的21.7%仍然有反弹，终端销量表现超出预期，这显示出乘用车销售仍然延续旺销态势，终端销量的强势表现或与购置税减半到期的刺激有一定关系。
- **重卡表现显著超预期。**11月份重卡销售8.8万辆，环比增长26.4%，同比增长88.4%，增速较上月显著回升，11月份重卡销量表现超预期。有以下几方面原因：一、治超新政的实施。二、煤炭行业的火爆推动了重卡需求；三、“双十一”等电商活动推动物流需求的增加。预计上述因素仍将推动重卡市场需求，未来3至6个月重卡市场需求依然有望实现高增长。
- **我们的观点:**总体来看，11月份销量增速由于基数较高出现下降，但整体表现符合预期。未来来看，我们预计由于基数抬高，加上政策退出影响，12月份乃至明年行业增速整体上仍将延续下滑趋势，我们维持行业中性投资评级。投资策略上重点把握能穿越周期个股，乘用车关注新产品周期受益的吉利汽车、广汽集团及华晨中国；零部件关注敏实集团；重卡关注兴达国际、中国重汽及潍柴动力等，同时关注经销商个股，主要逻辑在于新车毛利率趋稳+售后服务提供增长动力，重点关注宝信汽车和永达汽车。
- **风险提示。**宏观经济低迷，可能拖累行业销量增长，从而带来价格战。

报告正文

- **11月汽车销量总体符合预期。**中国汽车工业协会公布11月汽车销售293.9万辆，环比增加10.5%，同比增长16.5%，低于上月的18.7%。其中乘用车同比增长17.2%，商用车同比增长11.2%，11月份乘用车基本符合预期，商用车表现超预期。1-11月份累计销售2494.8万辆，同比增长14.1%。其中乘用车累计增长15.6%，商用车累计增长5.3%。

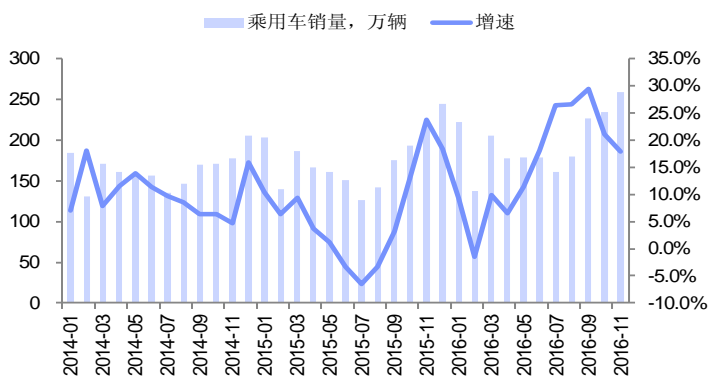
图1、11月份汽车销量分布

	销量(万辆)	环比(%)	同比(%)	1-11月份累计	同比累计增长	12月销量预估(万辆)	环比增长(%)	同比增长(%)	预估增速(%)	偏差,百分点
整体汽车	293.87	10.90	16.55	2,494.80	14.11	312.20	6.20	12.10	16.70	0.15
乘用车	259.02	10.50	17.20	2,167.81	15.57	274.56	6.00	12.40	17.90	0.70
轿车	128.35	9.65	8.83	1,089.52	4.14					
MPV	23.57	1.70	7.94	222.44	21.28					
SUV	101.86	13.69	41.47	793.88	45.49					
微客	5.23	14.08	(42.91)	61.97	(38.30)					
商用车	34.85	13.98	11.70	326.99	5.30	37.64	8.00	9.60	7.80	(3.90)

资料来源：CAAM，兴业证券研究所

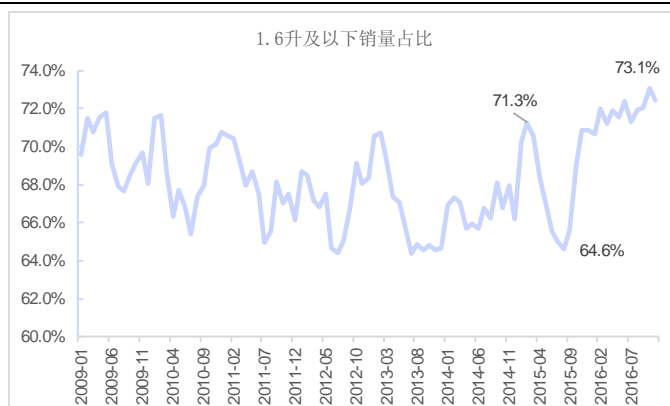
- **乘用车终端需求依然强劲。**11月份乘用车批发销售259.0万辆，环比增加10.5%，同比增长17.2%，低于上月的20.3%。乘用车批发销量增速连续2个月出现下降，总体符合预期，主要是由于基数逐步提高，加上渠道库存增加幅度低于上年同期。根据乘联会数据，11月份渠道库存增加14.8万辆，库存月数从1.3个月上升至1.35个月，但库存增量同比下降1%。终端销售来看，11月狭义乘用车销量增速21.9%，较上月的21.7%仍然有反弹，终端销量表现超出预期，这显示出乘用车销售仍然延续旺销态势，终端销量的强势表现或与购置税减半到期的刺激有一定关系。

图 2、乘用车销量和增速



资料来源：Wind，兴业证券研究所

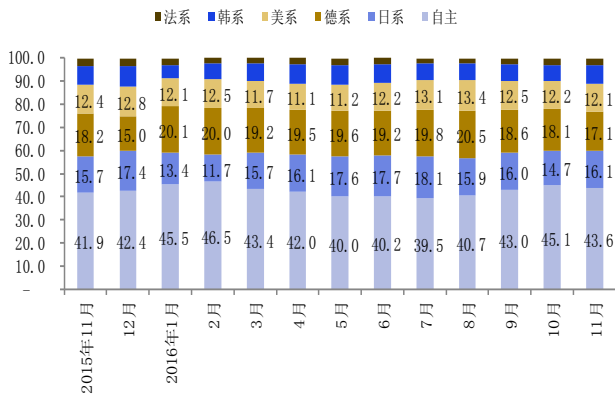
图 3、1.6 升及以下销量占比



资料来源：Wind，兴业证券研究所

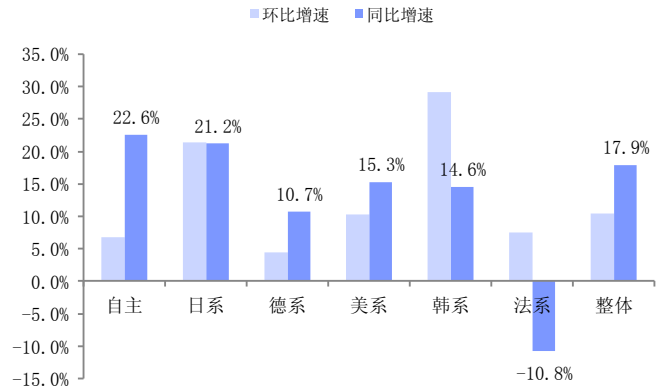
- SUV 继续领跑各子行业。**分品类来看，SUV 行业继续领跑各细分子行业，11 月份 SUV 当月销售 101.9 万辆，同比增长 41.5%；其他品类方面，MPV 销售 23.6 万辆，同比增长 7.9%。轿车当月同比增长 8.8%，微客同比下降 42.9%。1-11 月份累计来看，SUV 累计增长 45.5%，表现最好，SUV 表现较好，部分由于挤压了轿车需求，另外换车需求增加使得 SUV 需求较好，未来来看，随着二胎放开，七座 SUV 等中大型 SUV 存在较大的发展潜力。
- 11 月日系和韩系反弹均最明显。**11 月份各车系市场份额继续分化。环比来看，日系和韩系市场份额反弹幅度最大，而自主品牌份额下降最明显，具体来看，11 月份日系市场份额为 16.1%，高于上月 1.4 个百分点。韩系市场份额为 8%，高于上个月 1.2 个百分点。自主品牌当月市场份额为 43.6%，较上月下降 1.5 个百分点。其余车系来看，德系/美系/法系市场份额分别增加-1/-0.1/0 个百分点至 17.1%/12.1%/2.5%。日系和韩系本月反弹较多可能与前月份下降较多有关。份额同比来看，自主品牌上升幅度最多，德系和法系下降最明显。自主品牌市场份额同比上升显示其竞争力的提升。

图 4、11 月日系和韩系环比反弹最多



资料来源：CAAM，兴业证券研究所

图 5、11 月份各车系销量增速



资料来源：CAAM，兴业证券研究所

- 重卡表现显著超预期。**11 月份商用车销售 34.85 万辆，环比增长 13.98%，同比增长 11.7%，商用车整体表现好于预期。重卡方面，根据第一商用车网，11 月份重卡销售 8.8 万辆，环比增长 26.4%，同比增长 88.4%，增速较上月显著回升，11 月份重卡销量表现超预期。有几方面原因：一、治超新政的实施。使得 6x2 牵引车总重从 55 吨下降至 46 吨，相比 6x4 牵引车 49 吨的总重减少了 3 吨，政策因素推动用户将 6x2 牵引车换成 6x4 牵引车。二、煤炭行业的火爆推动了重卡需求；三、双十一等电商活动推动物流需求的增加。预计上述因素仍将推动重卡市场需求，未来 3 至 6 个月重卡市场需求依然有望实现高增长。
- 本月整体表现不佳，新能源汽车个股跌幅居前。**过去一个月，汽车股整体表现不如指数，整体上体现出市场对于购置税到期退出带来的担心。表现较好的个股包括汽车之家、中国重汽、华晨中国、信义玻璃及长城汽车等。这些个股表现较好显示市场配置的思路有两类：一、穿越市场周期。中国重汽受益于重卡销量旺销；华晨中国受购置税减半影响非常小；二、估值低，但有催化剂。如长城汽车受 11 月销量高增长刺激，股价有表现。本月表现较弱的个股主要是新能源汽车个股。主要是由于 17 年退坡可能带来的产销量表现不如预期。主要个股包括光宇国际、比亚迪。

图 6、主要海外中国汽车股股价表现

证券代码	证券简称	月度涨幅	年度涨幅
ATHM.N	汽车之家	20%	-21%
3808.HK	中国重汽	11%	83%
1114.HK	BRILLIANCE CHI	10%	11%
0868.HK	信义玻璃	5%	45%
2333.HK	长城汽车	4%	-14%
HSCEI.HI	恒生国企指数	3%	0%
2238.HK	广汽集团	3%	42%
1899.HK	兴达国际	2%	112%
3669.HK	永达汽车	2%	-32%
0175.HK	吉利汽车	1%	91%
0425.HK	敏实集团	1%	64%
0489.HK	东风集团股份	1%	-21%
3606.HK	福耀玻璃	0%	26%
1122.HK	庆铃汽车股份	0%	7%
1828.HK	大昌行集团	-1%	-19%
1958.HK	北京汽车	-2%	-6%
1728.HK	正通汽车	-2%	-34%
0699.HK	神州租车	-2%	-40%
1293.HK	宝信汽车	-3%	-53%
1316.HK	耐世特	-4%	11%
2338.HK	潍柴动力	-6%	45%
0881.HK	中升控股	-6%	46%
1211.HK	比亚迪股份	-11%	-1%
BITA.N	易车	-18%	-30%
3836.HK	和谐汽车	-21%	-47%
1043.HK	光宇国际集团科技	-21%	34%

资料来源：Wind，兴业证券研究所

- **我们的观点:**总体来看，11 月份销量增速由于基数较高出现下降，但整体表现符合预期，乘用车终端销售依然强劲，重卡增长高达 88%。未来来看，我们预计由于基数的抬高，12 月份汽车增速仍然会继续下降，但由于受购置税减半政策到期的影响，乘用车销量下滑幅度或好于预期，商用车中重卡增速仍将是细分行业中重要亮点。明年来看，行业增速整体上仍将出现下滑趋势，考虑到行业增速下滑的趋势，我们维持行业中性投资评级。投资策略上，重点把握能穿越周期的个股，乘用车关注新产品周期受益的吉利汽车、广汽集团及华晨中国；零部件关注敏实集团；重卡关注兴达国际、中国重汽及潍柴动力等，同时关注经销商个股，主要逻辑在于新车毛利率趋稳+售后服务提供增长动力，重点关注宝信汽车和永达汽车。
- **风险提示。**宏观经济低迷，可能拖累行业销量增长，从而带来价格战。

图 7、海外汽车股估值比较

股票名称	股票代码	股价货币	评级	目标价	总市值	市盈率			市净率			ROE			EPS CAGR		股息率
						FY15	FY16E	FY17E	FY15	FY16E	FY17E	FY15	FY16E	FY17E	FY15-17E	16E	
		Price*	百万港元														
		12 Dec16															
			(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
比亚迪股份	1211 HK	41.90	港元		114,309	29.5	19.5	16.7	2.0	1.9	1.8	6.7	9.8	10.7	38.5	1.5	
广汽集团	2238 HK	9.61	港元		62,008	11.9	7.5	6.8	1.2	1.2	1.1	10.1	16.1	15.7	38.0	3.7	
长城汽车	2333 HK	7.46	港元		68,089	6.8	6.4	6.3	1.2	1.3	1.2	18.3	20.9	18.5	8.3	4.7	
吉利汽车	175 HK	7.80	港元	买入 11.2	69,262	24.4	14.1	8.5	2.8	2.5	2.0	11.6	17.7	23.0	76.4	0.9	
东风集团股份	489 HK	7.94	港元		68,412	4.8	4.9	4.8	0.6	0.6	0.5	12.8	12.6	11.5	4.0	3.1	
华晨中国	1114 HK	10.72	港元		54,027	12.4	13.2	10.8	1.9	2.1	1.8	15.5	15.7	16.3	11.3	0.9	
北京汽车	1958 HK	7.08	港元		53,775	12.9	8.7	6.9	1.2	1.2	1.0	9.2	13.6	15.1	42.2	4.0	
庆铃汽车	1122 HK	2.39	港元		5,933	10.1	10.4	10.4	0.6	0.7	0.7	6.3	6.5	6.4	2.6	7.7	
中国重汽	3808 HK	5.58	港元		15,406	64.0	29.1	22.6	0.6	0.7	0.7	1.0	2.3	2.9	75.3	1.1	
H 股整车平均值						17.6	12.0	9.8	1.6	1.5	1.3	11.2	14.2	14.9			
剔除比亚迪后						14.2	9.8	7.9	1.5	1.4	1.2	12.4	15.5	16.1			
潍柴动力	2338 HK	12.10	港元		48,383	27.8	20.4	17.3	1.2	1.3	1.2	4.4	6.2	6.9	31.8	2.1	
敏实集团	425 HK	24.70	港元	增持 31.7	27,919	17.2	13.6	11.1	2.4	2.3	2.0	13.9	16.8	18.1	29.9	2.8	
信义玻璃	868 HK	6.11	港元		23,777	11.3	7.7	6.8	1.5	1.4	1.3	16.0	21.6	21.8	29.3	7.8	
新晨动力	1148 HK	1.25	港元		1,603	5.7	5.8	5.9	0.5	0.5	0.4	8.0	8.2	7.4	2.3	0.0	
耐世特	1316 HK	9.45	港元		23,642	15.2	10.9	9.5	20.3	19.4	15.5	21.4	26.5	24.4	27.0	0.3	
兴达国际	1899 HK	3.15	港元		4,641	21.9	15.2	8.6	0.7	0.8	0.8	3.4	5.2	8.9	66.3	5.1	
福耀玻璃	3606 HK	22.50	港元		56,444	16.4	16.2	14.3	2.8	2.7	2.5	16.8	17.0	17.8	11.5	4.5	
H 股零部件平均值						18.7	15.0	12.8	4.3	4.2	3.5	13.2	15.6	16.1			
神州租车	699 HK	7.67	港元		17,953	10.4	14.7	13.5	1.8	1.9	1.6	16.9	12.6	12.0	(8.7)	0.0	
中升控股	881 HK	6.77	港元		14,532	25.9	12.5	10.6	1.0	1.1	1.0	4.0	8.6	9.2	62.4	1.7	
宝信汽车	1293 HK	2.29	港元		5,856	20.4	12.6	9.4	1.0	0.9	0.9	4.7	7.5	9.1	53.5	0.6	
正通汽车	1728 HK	2.29	港元	中性 3.6	5,061	6.6	7.3	5.2	0.5	0.5	0.4	7.2	6.6	8.7	17.2	4.4	
永达汽车	3669 HK	3.86	港元		5,713	8.9	6.7	5.6	1.0	1.0	0.9	11.6	14.7	15.3	30.6	4.8	
大昌行	1828 HK	3.04	港元		5,570	9.8	9.3	7.8	0.5	0.5	0.5	6.3	6.3	7.1	12.0	5.3	
和谐汽车	3836 HK	2.82	港元		4,443	5.8	6.0	5.4	0.6	0.6	0.6	10.2	10.0	10.4	8.2	3.8	
H 股服务企业平均						14.3	11.4	9.8	1.1	1.1	1.0	9.7	10.0	10.5			
剔除神州租车后						16.0	9.9	8.1	0.8	0.8	0.8	6.5	8.9	9.8			
汽车之家	Athm us	27.54	美元		24,506	20.3	16.0	14.1	3.5	3.4	2.7	17.3	21.0	19.1	19.9	0.0	
易车	bita us	19.78	美元		9,266	(17.6)	26.4	14.2	0.3	0.8	0.8	(1.9)	2.9	5.4	0.0	0.0	
美股平均						9.9	18.9	14.1	2.6	2.7	2.2	12.0	16.0	15.3			

资料来源：彭博，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。