

行业研究/深度研究

2018年09月04日

行业评级：

交运设备

增持（维持）

谢志才 执业证书编号：S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

李弘扬 执业证书编号：S0570517030001
研究员 0755-82492080
lihongyang@htsc.com

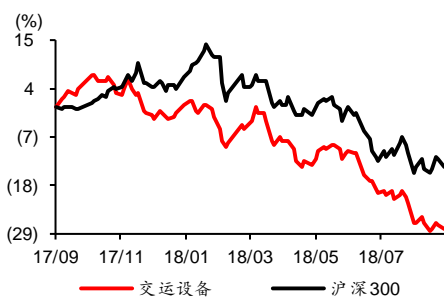
陈燕平 执业证书编号：S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

刘千琳 执业证书编号：S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1 《交运设备：行业周报（第三十五周）》
2018.09
- 2 《长安汽车(000625,增持)：业绩低于预期，
待新车型销量发力》2018.08
- 3 《长城汽车(601633,增持)：中报符合预期，
关注 WEY 销量提升》2018.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

汽车行业中期：业绩增速显著收窄

汽车行业 2018 年中报业绩回顾

汽车行业营收与净利增速均显著收窄

2018H1 汽车行业营收同比+12.21%（较去年同期-5.71 pct）；净利同比+3.67%（-7.40 pct）。多个子行业竞争压力加大，毛利率均同比下行，管控费用率成为维持业绩增长的重要手段。乘用车行业营收高增速受益于优质龙头市占率提升，但业绩分化剧烈，成本压力传导至零部件环节。客车行业营收增速较高，但补贴退坡致毛利率下行。物流车需求不振拖累货车行业业绩下滑。行业竞争加剧促进优胜劣汰，继续关注业绩稳健增长的优质整车与零部件龙头上汽集团、华域汽车、福耀玻璃、星宇股份等。

乘用车：龙头市占率提升促营收高增速，对合资企业投资收益下滑

乘用车行业 2018H1 营收同比+13.98%（+2.53 pct），主要系行业龙头上汽集团（营收+17.72%）等市占率提升。净利润同比+1.24%，其中对合资企业投资收益同比-4.48%，主要受长安福特销量下滑拖累，扣除投资收益后乘用车行业本部净利润同比+16.96%（+28.38 pct）。板块内业绩分化剧烈，若剔除上汽，乘用车行业 2018H1 营收同比+8.01%，净利同比-17.52%，多家公司归母净利润下滑幅度超 50%。

零部件：营收与净利增速收窄，管控期间费用率对冲毛利率下行

零部件行业 2018H1 营收同比+17.27%（-20.65 pct），净利同比+17.81%（-18.06 pct）。除高基数效应外，我们认为板块业绩增速收窄主要系下游整车厂转嫁成本压力所致。零部件行业 2018H1 毛利率 19.81%（-1.01 pct），零部件公司普遍通过精益运营缩减三费，并受益于人民币贬值带来的汇兑收益，部分对冲了毛利率下行影响，净利率反而同比微增至 6.95%。

客车：营收显著上行，但补贴退坡致毛利率下滑

2018H1 客车行业营收同比+23.47%，创 2016 年以来新高。我们认为主要系新能源补贴过渡期“抢装”下新能源客车占比提升，提升平均单车营收所致。由于过渡期内单车补贴退坡至 7 折，而三电成本的降低尚未集中体现，行业毛利率下行至 16.64%（-1.50 pct），为 2014 年以来新低，并拖累净利率下行至 2.23%（-3.49 pct），行业净利同比-51.85%。

货车：物流车竞争加剧，重卡行业延续景气

货车行业（不含潍柴动力）2018H1 营收同比-1.19%，净利同比-84.76%，我们认为主要系物流车行业竞争加剧、上市公司产品老化所致。2018H1 行业毛利率同比下行至 12.41%（-1.79 pct），为 2013 年以来新低，行业净利率仅 0.30%。受益于重卡行业景气，潍柴动力（营收+13.76%，归母净利+65.76%）等重卡核心标的业绩增速较高，我们认为在排放标准升级、国三重卡分批强制淘汰背景下，重卡销量稳定性有望持续强于市场预期。

风险提示：乘用车销量不及预期；零部件国产替代进度及毛利率回升不及预期；客车销量及毛利率不及预期；重卡销量稳定性不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600104	上汽集团	29.06	买入	2.95	3.36	3.62	3.89	9.9	8.6	8.0	7.5
600741	华域汽车	20.63	增持	2.08	2.58	2.76	2.99	9.9	8.0	7.5	6.9
601799	星宇股份	49.99	增持	1.70	2.25	2.89	3.69	29.4	22.2	17.3	13.5
600660	福耀玻璃	25.78	增持	1.26	1.59	1.77	2.05	20.5	16.2	14.6	12.6

资料来源：华泰证券研究所

正文目录

汽车行业业绩增速收窄，费用率管控成对冲毛利率下行重要手段	3
汽车行业营收及净利增速均大幅收窄	3
子行业毛利率均下行，管控费用率成为维持业绩增长的重要手段	4
乘用车：龙头崛起促营收高增速，对合资企业投资收益下滑	5
优势自主品牌市占率提升，板块营收增速高于乘用车行业销量增速	5
对合资企业投资收益下滑，拉低板块净利同比增速	5
零部件：营收增速大幅收窄，期间费用率下行对冲毛利率下行	8
零部件板块营收与净利增速均同比收窄，毛利率下行	8
管控费用率成对冲毛利下行重要手段	9
客车：营收显著上行，但补贴退破致毛利率下滑	11
客车新能源化提速促单车营收提升，行业营收增速超预期	11
补贴退破压力下，行业毛利率显著下滑	11
货车：物流车需求不振，净利大幅下滑，重卡行业延续景气	14
风险提示	17

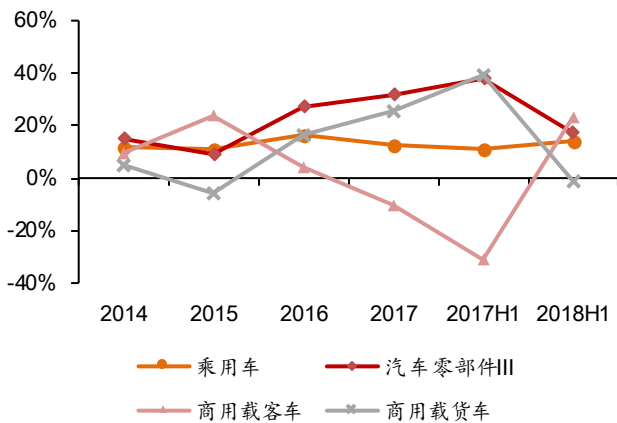
汽车行业业绩增速收窄，费用率管控成对冲毛利率下行重要手段

2018H1 汽车行业营收同比+12.21%(较去年同期-5.71 pct), 净利同比+3.67%(-7.40 pct)。乘用车行业营收+13.98% (+2.53 pct), 受益于龙头市占率提升, 但行业竞争加剧, 毛利率小幅下行, 净利同比仅+1.24%。受整车厂竞争压力传导, 零部件行业营收+17.27% (-20.65 pct), 毛利率 19.81% (-1.01 pct), 净利同比+17.81% (-18.06 pct)。客车行业营收+23.47%, 受益于公交车电动化背景下单车价值提升, 但补贴退坡致毛利率下行至 16.64%(-1.50 pct), 净利同比-51.85%。受物流车需求不振拖累, 货车行业营收同比-1.19%, 净利同比-84.76%。

汽车行业营收及净利增速均大幅收窄

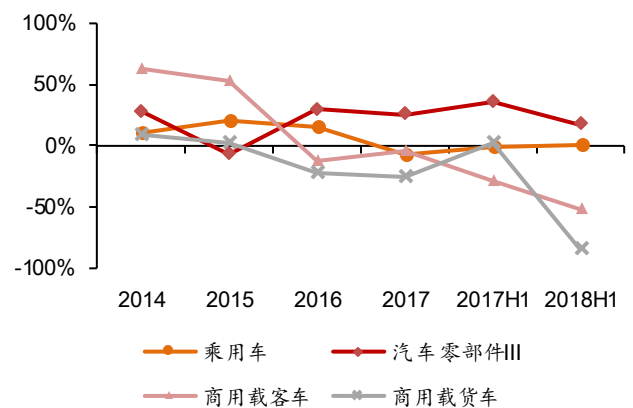
2018H1 汽车行业总体营收同比+12.21%(较去年同期-5.71 pct); 净利同比+3.67%(-7.40 pct)。乘用车、零部件、客车、货车四个主要子行业中, 营收增速降幅较大的子行业为: 货车 (-40.43 pct 至 -1.19%)、零部件 (-20.65 pct 至 17.27%); 净利增速降幅较大的子行业为: 货车 (-87.51 pct 至 -84.76%)、客车 (-22.97 pct 至 -51.85%)。

图表1: 客车行业营收增速较高, 零部件与货车行业营收增速收窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 货车、客车、零部件行业净利增速均显著下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 各子行业营收同比增速: 客车行业营收增速较高

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
乘用车	11.91%	11.03%	16.46%	12.25%	11.45%	13.98%
汽车零部件III	15.28%	9.09%	27.47%	32.01%	37.91%	17.27%
商用载客车	9.75%	23.71%	4.23%	-10.62%	-31.11%	23.47%
商用载货车	4.97%	-5.77%	16.40%	25.71%	39.24%	-1.19%
汽车行业总体	11.22%	12.52%	18.34%	16.39%	17.92%	12.21%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 本报告采用申万行业分类, 未列示汽车服务、其他交运设备子行业

图表4: 各子行业净利同比增速: 货车、客车、零部件行业净利增速均显著下行

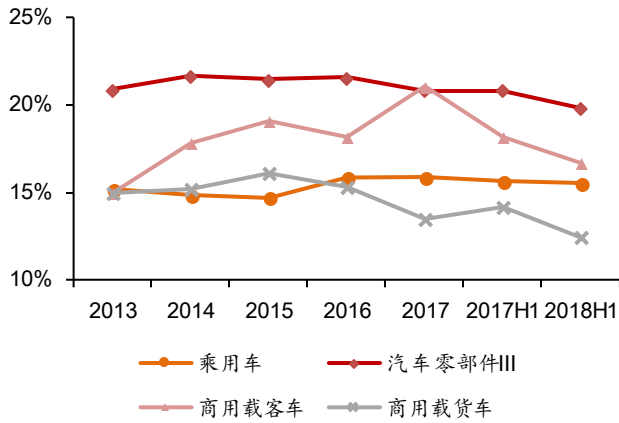
	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
乘用车	11.16%	20.64%	14.92%	-7.11%	-1.33%	1.24%
汽车零部件III	27.66%	-6.96%	29.37%	25.92%	35.87%	17.81%
商用载客车	63.02%	52.94%	-11.83%	-3.85%	-28.88%	-51.85%
商用载货车	9.15%	2.99%	-22.44%	-24.61%	2.76%	-84.76%
汽车行业总体	14.47%	13.23%	17.81%	4.10%	11.07%	3.67%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

子行业毛利率均下行，管控费用率成为维持业绩增长的重要手段

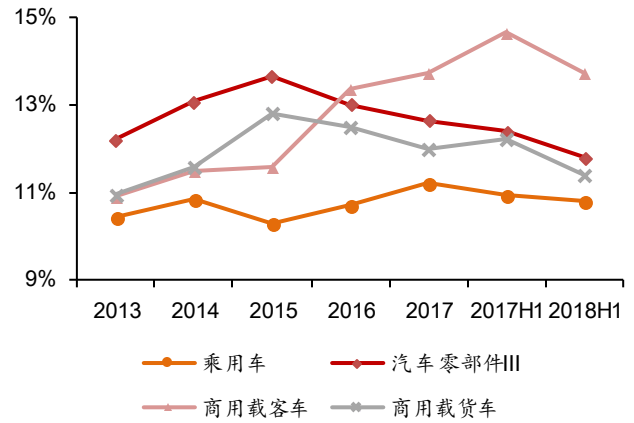
各子行业毛利率均同比下行，体现行业竞争激烈、成本管控压力提升。期间费用率均同比下行，通过精益运营部分对冲毛利率下行对盈利的冲击。

图表5: 四个子行业毛利率均下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 四个子行业期间费用率均下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 各子行业毛利率均下行

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
乘用车	14.79%	14.67%	15.84%	15.83%	15.70%	15.56%
汽车零部件III	21.66%	21.43%	21.54%	20.84%	20.82%	19.81%
商用载客车	17.82%	19.07%	18.13%	21.06%	18.15%	16.64%
商用载货车	15.18%	16.08%	15.26%	13.50%	14.20%	12.41%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 各子行业期间费用率均下行

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
乘用车	10.83%	10.29%	10.72%	11.22%	10.93%	10.78%
汽车零部件III	13.06%	13.65%	13.01%	12.64%	12.39%	11.80%
商用载客车	11.49%	11.57%	13.34%	13.74%	14.66%	13.72%
商用载货车	11.58%	12.80%	12.49%	11.99%	12.21%	11.41%

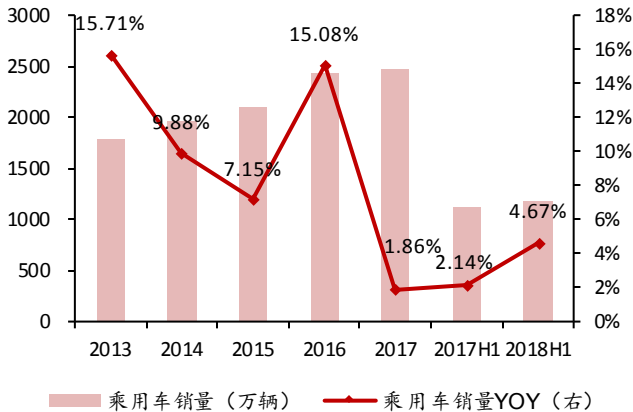
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

乘用车：龙头崛起促营收高增速，对合资企业投资收益下滑

优势自主品牌市占率提升，板块营收增速高于乘用车行业销量增速

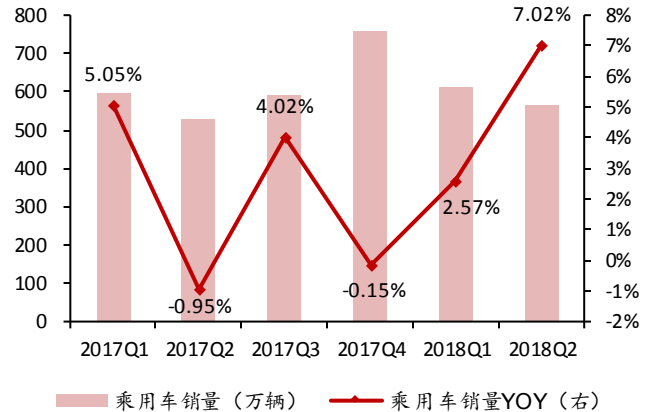
据中汽协数据，2018H1 乘用车行业销量同比+4.67%，较 2017H1 及 2017 年同比增速有所提升。乘用车行业 2018H1 营收同比+13.98%，显著高于乘用车行业销量增速。我们认为主要系行业龙头上汽集团（营收+17.27%）、比亚迪（+20.23%）、长城汽车（+17.99%）营收增速高于行业所致。我们认为，受益于强产品周期及自主崛起，优势自主品牌龙头销量增速有望持续高于乘用车行业销量增速。

图表9：2018H1 乘用车销量增速小幅提升



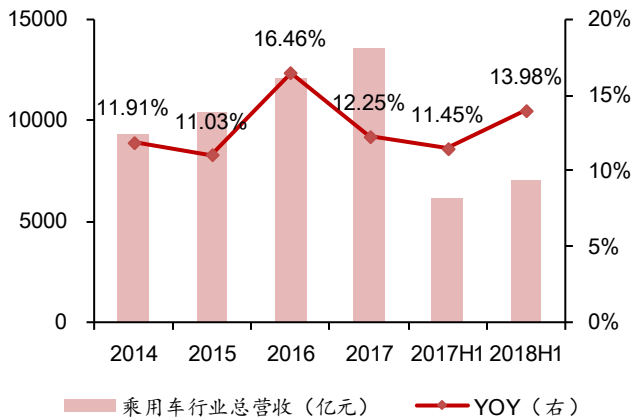
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表10：2018Q2 乘用车销量环比下行，同比增速小幅提升



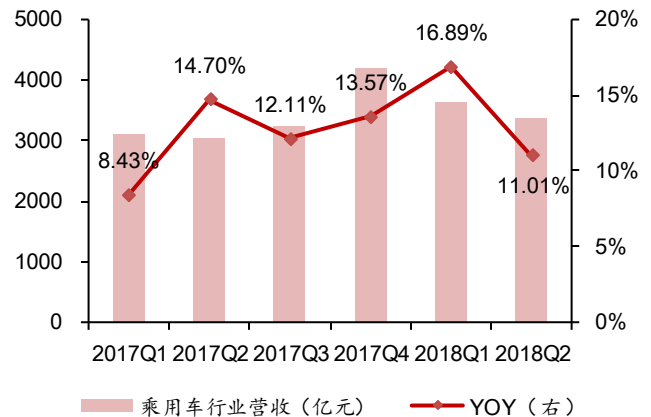
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表11：乘用车行业 2018H1 营收增速上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：乘用车行业 Q2 营收增速环比小幅下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

对合资企业投资收益下滑，拉低板块净利同比增速

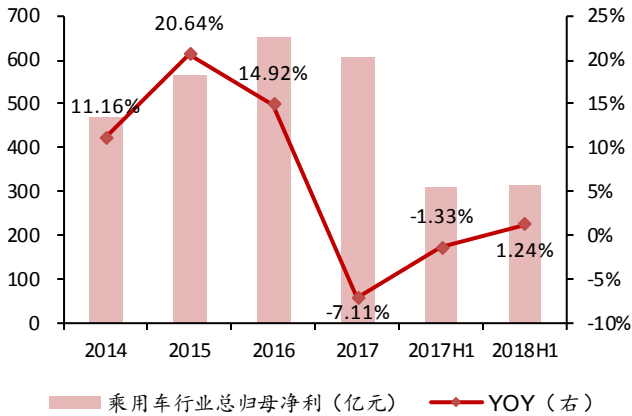
2018H1 乘用车行业净利同比+1.24%，显著低于营收增速。我们认为主要原因包括：

- 1) 从净利结构来看，2018H1 乘用车行业归母净利中 69.18%为对合资企业投资收益，2018H1 本部净利润同比增长 16.96%（较去年同期+28.38 pct），而对合资企业投资收益同比下滑 4.48%，拖累行业整体净利增速。对合资企业投资收益下滑主因系长安福特销量显著下滑。
- 2) Q2 以来，乘用车市场竞争趋于激烈，SUV 销量增速同比转负，厂商加大促销力度，导致行业毛利率下行、销售费用率上行，2018H1 乘用车行业毛利率下行至 15.56%（-0.14 pct），为 2016 年以来最低水平，销售费用率提升至 6.15%（+0.21 pct）。

上汽集团 2018H1 营收占乘用车行业营收的 66.35%，占行业净利的 60.42%，对乘用车板块财务指标影响权重较大。上汽集团 2018H1 营收同比+17.72%，归母净利同比+18.95%，

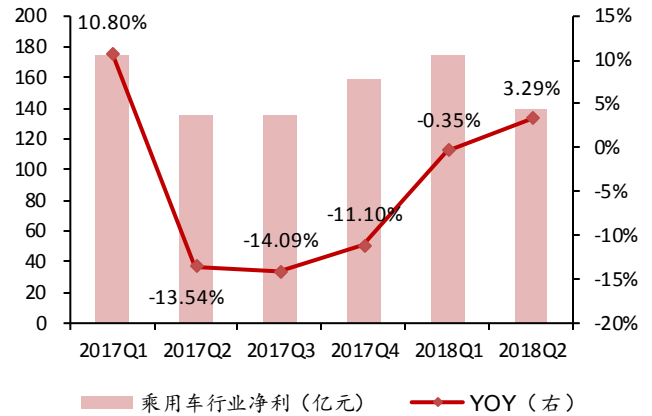
营收与净利增速均显著高于乘用车行业。若剔除上汽集团，乘用车行业 2018H1 营收同比 +8.01%，净利同比 -17.52%。长安汽车、比亚迪、江淮汽车、一汽轿车等多个公司归母净利润下滑幅度超 50%，板块内业绩分化较为显著。

图表 13: 乘用车行业净利增速小幅上行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

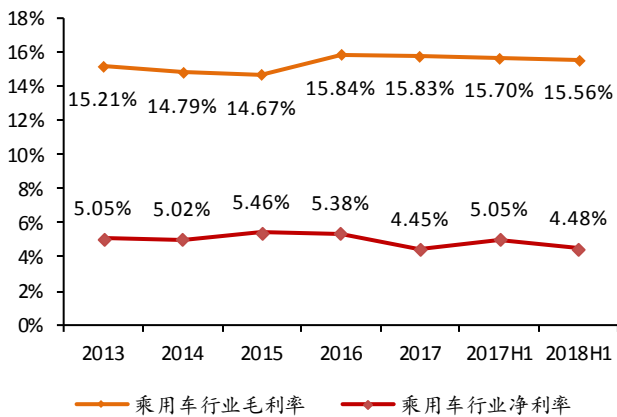
图表 14: 乘用车行业净利同比增速环比持续上行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

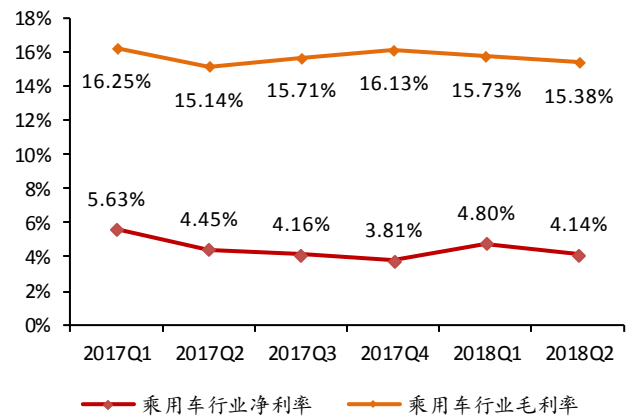
随着 Q1、Q2 乘用车销量连续环比下行，部分厂商加大促销力度，乘用车行业毛利率连续小幅下行，Q1、Q2 分别为 15.73%、15.38%。上半年行业净利率 4.48%，与 2017 年全年水平 (4.45%) 基本持平。

图表 15: 乘用车行业毛利率小幅下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

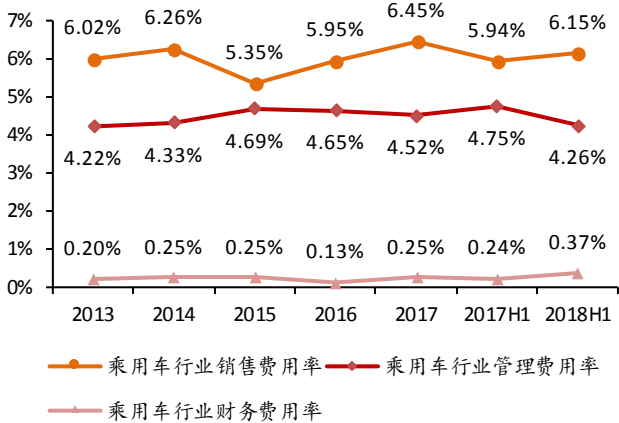
图表 16: 乘用车行业 Q2 毛利率及净利率下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

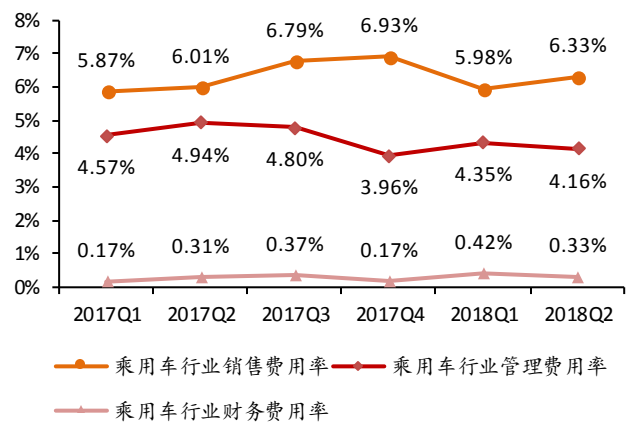
乘用车行业 2018H1 期间费用率总体较为平稳。行业销售费用率微增，主要系广汽集团、长安汽车销售费用率分别较去年同期提升 2.02 pct、1.16 pct 所致，2018H1 销售费用率分别为 7.80%、7.14%，反映营销力度加大。行业管理费用率有所降低，我们认为主要系长城汽车上半年对部分研发费用进行了资本化处理，管理费用率降低至 1.39% (-4.21 pct) 所致。

图表 17: 乘用车行业期间费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

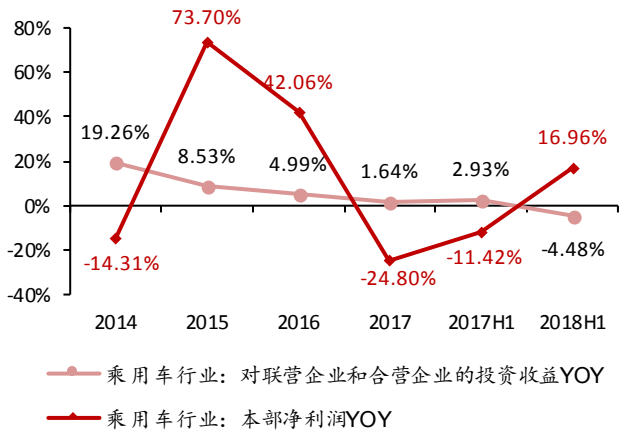
图表 18: 乘用车行业单季度期间费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

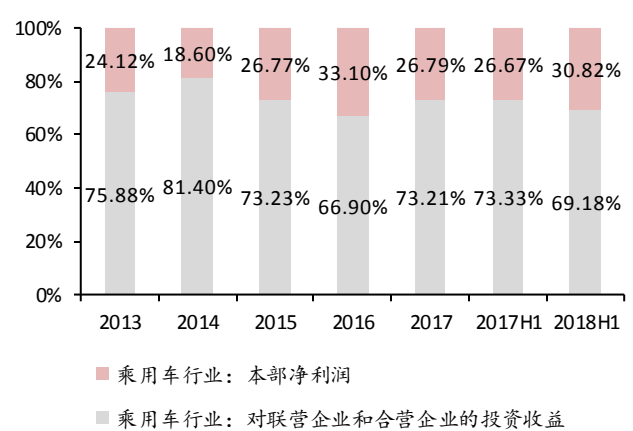
从净利结构来看, 2018H1 乘用车行业净利中, 69.18%为对合资企业投资收益, 30.82%为本部净利润(及归母净利润扣除对联营和合营企业的投资收益)。2018H1 本部净利润同比增长 16.96%, 而对合资企业投资收益同比下滑 4.48%。我们认为投资收益下滑主因系长安福特 2018H1 销量同比下滑 38.95%。上汽集团、广汽集团对合资企业投资收益分别同比增长 6.96%、7.43%, 均较为稳健。本部净利润增长主要由上汽集团、长城汽车、广汽集团拉动, 三者 2018H1 本部净利润分别同比增长 91.26%、52.73%、24.57%, 表现优异。

图表 19: 乘用车行业本部净利润增速反超对合资企业投资收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 20: 乘用车行业本部净利润占比回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业龙头营收增速普遍高于乘用车行业销量增速, 反映龙头市占率提升, 但行业内业绩分化较为显著。我们认为, 强产品周期下, 优势自主品牌销量增速有望持续高于行业, 继续关注优质整车龙头上汽集团、广汽集团、比亚迪等。

图表 21: 乘用车行业 2018H1 营收 top5 个股主要财务指标: 分化较为显著

	营收 (亿元)	营收 YOY	归母净利 (亿元)	归母净利 YOY	对联营及合营企业投资收益 (亿元)	对联营及合营企业投资收益 YOY	毛利率	毛利率较去年同期变化 (pct)
上汽集团	4648.52	17.27%	189.82	18.95%	146.41	6.96%	13.13%	0.29
比亚迪	541.51	20.23%	4.79	-72.19%	-0.27	39.63%	15.93%	-4.40
长城汽车	486.78	17.99%	36.96	52.73%	0.00	-	19.90%	0.51
广汽集团	372.00	7.00%	69.13	11.82%	49.43	7.43%	22.29%	-0.35
长安汽车	356.43	6.22%	16.10	-65.16%	13.62	-64.45%	14.11%	-0.09

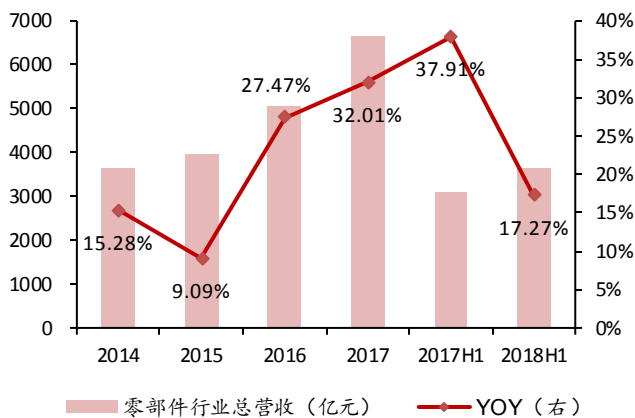
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

零部件：营收增速大幅收窄，期间费用率下行对冲毛利率下行

零部件板块营收与净利增速均同比收窄，毛利率下行

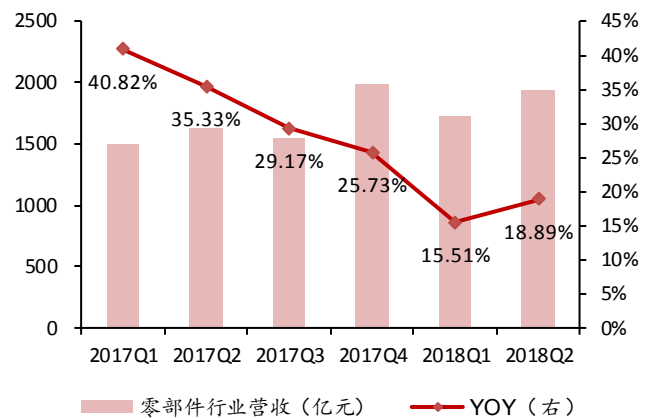
零部件行业 2018H1 营收同比+17.27%（较去年同期-20.65%），净利同比+17.81%（-18.06%），营收与净利增速较去年同期收窄幅度均较大。零部件深度国产替代趋势下，2017H1 零部件行业营收与净利基数均较高，我们认为 2018H1 营收增速收窄主要系下游乘用车行业竞争压力加大，采购有所放缓；净利增速收窄主要系整车厂通过较强的议价能力，将成本压力转嫁给供应商。零部件行业毛利率下行至 19.81%（-1.01 pct），为 2013 年以来最低水平。

图表 22：零部件行业 2018H1 营收增速收窄



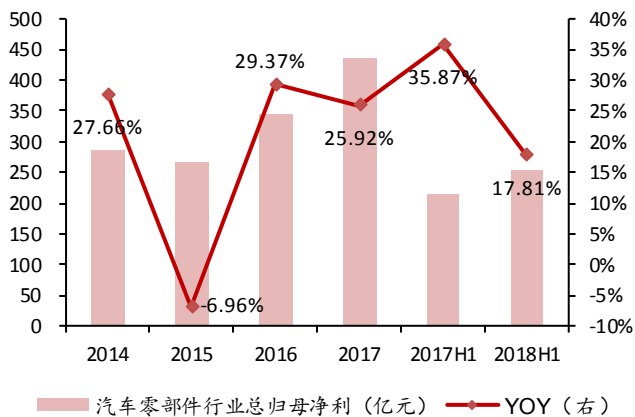
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 23：零部件行业 Q2 营收增速略有回升



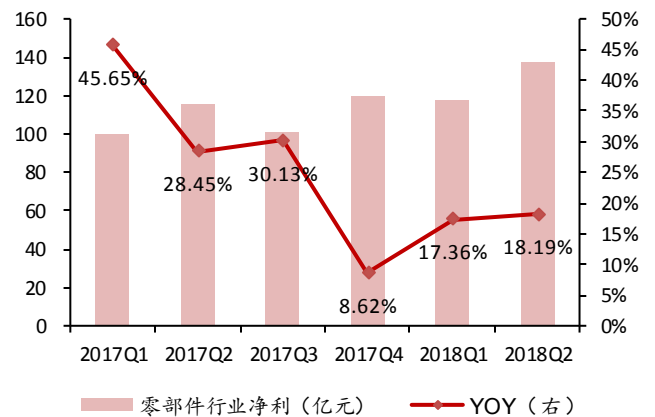
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 24：零部件行业 2018H1 净利增速收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

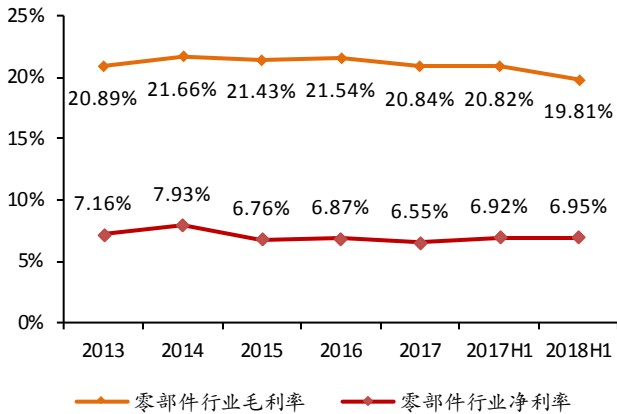
图表 25：零部件行业 Q2 净利增速略有回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

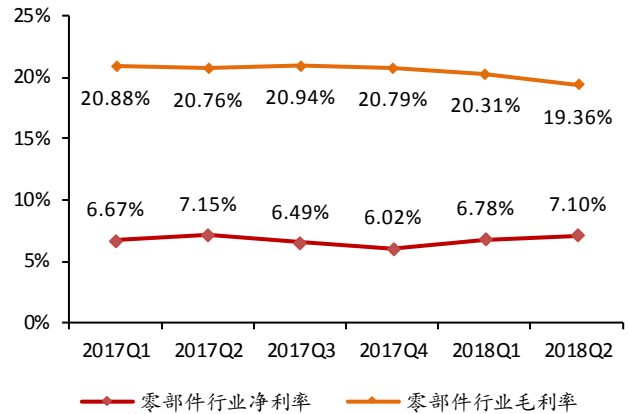
零部件行业 2018H1 毛利率下行至 19.81%（-1.01 pct），为 2013 年以来最低水平。Q1、Q2 毛利率分别为 20.31%、19.36%，Q2 毛利率进一步下行。我们认为 Q2 毛利率进一步下行，一方面系钢材等原材料价格上涨，另一方面主要系 Q2 下游整车环节竞争压力加大，凭借较强溢价能力向上游供应商转嫁成本压力所致。

图表 26: 零部件行业 2018H1 毛利率显著下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 27: 零部件行业单季毛利率下行、净利率上行



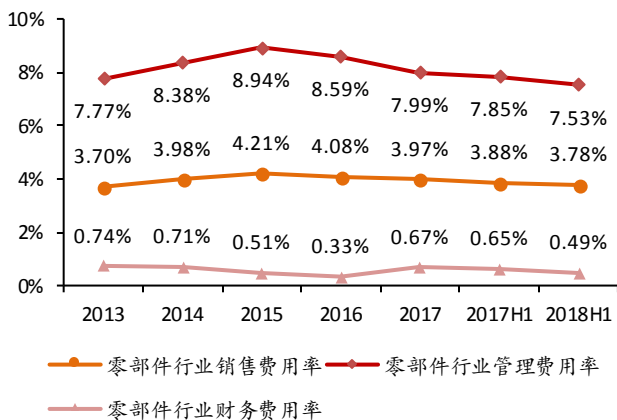
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

管控费用率成对冲毛利下行重要手段

为对冲毛利率下行的不利影响, 零部件行业普遍通过精益运营缩减销售费用率与管理费用率, 而上半年人民币贬值也为部分企业带来一定汇兑损益, 缩减了财务费用率。由于三项费用率降低幅度高于毛利率降低幅度, 行业净利率水平反而略有提升, 2018H1 净利率 6.95%, 为 2015 年以来高位。零部件行业营收增速持续高于乘用车行业, 我们认为核心零部件龙头国产替代并积极参与全球竞争的趋势仍将持续。

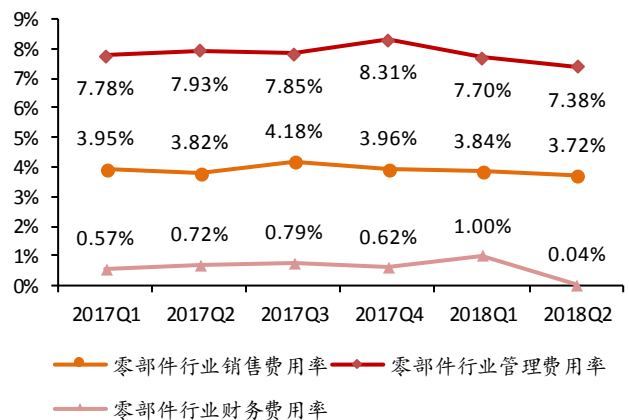
Q1、Q2 零部件行业净利率均呈上行态势, Q1、Q2 净利率分别为 6.78%、7.10%。我们认为主要由于三项费用率均下行。在毛利率下行趋势下, 零部件环节通过精益管理缩减期间费用率。Q2 销售费用率由 Q1 7.70%下行至 7.38%, 管理费用率由 Q1 3.84%下行至 3.72%。同时由于人民币贬值因素, 海外业务占比较高的零部件公司 Q2 汇兑收益较高, 零部件行业财务费用率由 Q1 1.00%降至 Q2 0.04%。

图表 28: 零部件行业 2018H1 期间费用率下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

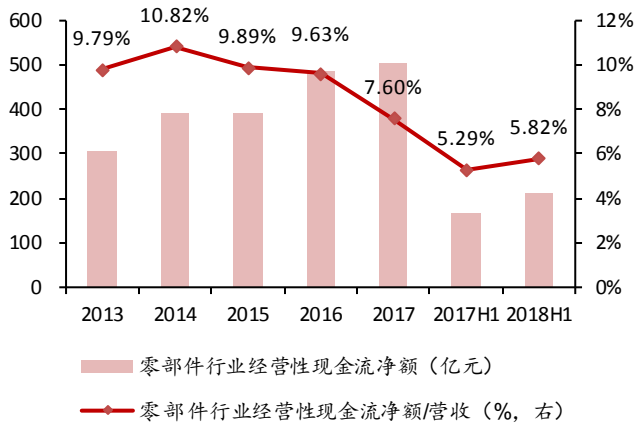
图表 29: 零部件行业 Q2 单季度期间费用率进一步下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

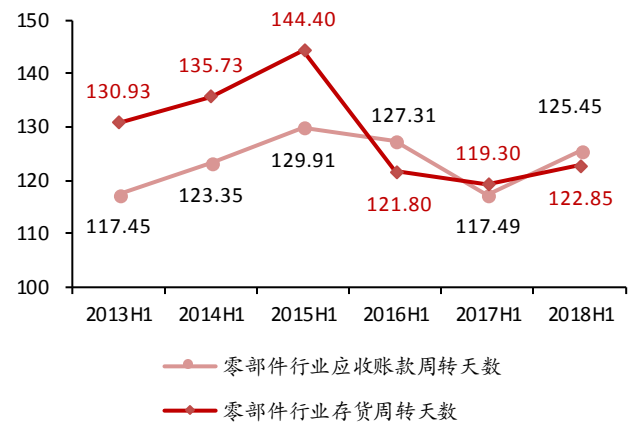
2018H1 零部件行业现金流质量较好, 经营性现金流净额与营收比值由 2017H1 5.29% 小幅提升至 5.82%, 应收账款周转天数由 2017H1 117.49 天提升至 125.45 天, 存货周转天数由去年同期 119.30 天提升至 122.85 天, 反映回款情况和库存周转同比出现一定程度恶化, 但总体运营仍较为健康。

图表 30: 零部件行业经营性现金流小幅提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 31: 零部件行业存货周转率及应收账款周转天数均提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业营收 top 5 个股潍柴动力、华域汽车、均胜电子、众泰汽车、福耀玻璃等 2018H1 归母净利润增速均维持 30% 以上, 龙头市占率稳步提升。我们认为, 优质零部件龙头将继续受益于零部件深度国产替代及全球市占率提升, 建议继续关注优质零部件龙头华域汽车、福耀玻璃、星宇股份等。

图表 32: 零部件行业 2018H1 营收 top 10 个股主要财务指标: 龙头市占率稳步提升

	营收 (亿元)	营收 YOY	归母净利 (亿元)	归母净利 YOY	毛利率	毛利率较 去年同期 变化 (pct)	三项费用率	三项费用率 较去年同期 变化 (pct)
潍柴动力	822.64	13.76%	43.93	65.76%	21.79%	+0.60	10.61%	-3.21
华域汽车	816.27	19.35%	47.74	47.67%	13.61%	-0.61	9.13%	-0.03
均胜电子	226.34	72.90%	8.21	33.39%	15.13%	-3.00	13.76%	+0.08
众泰汽车	102.51	77.15%	3.05	37.00%	17.92%	+0.41	11.09%	+1.86
福耀玻璃	100.85	15.74%	18.69	34.80%	41.96%	-1.02	20.13%	-2.80
宁波华翔	69.40	-2.49%	2.97	-24.18%	19.13%	-2.06	11.91%	+0.04
一汽富维	65.10	6.38%	2.58	-11.44%	8.03%	+1.36	4.57%	+0.82
凌云股份	63.27	9.12%	1.77	-24.68%	19.18%	-1.08	12.81%	+0.70
中鼎股份	60.98	13.32%	7.02	12.41%	28.52%	-1.39	14.57%	-0.40
万向钱潮	58.84	6.30%	4.50	1.41%	19.33%	-1.59	11.73%	-0.53

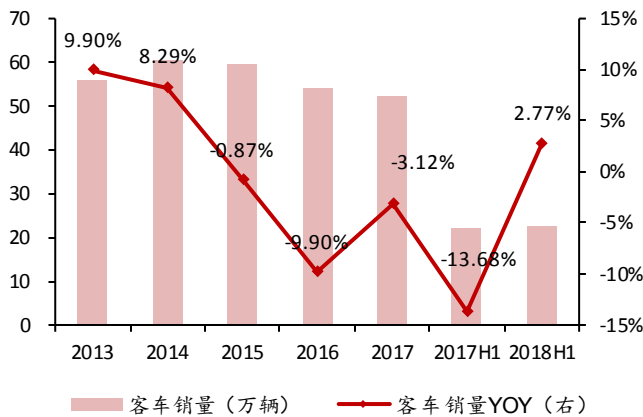
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

客车：营收显著上行，但补贴退破致毛利率下滑

客车新能源化提速促单车营收提升，行业营收增速超预期

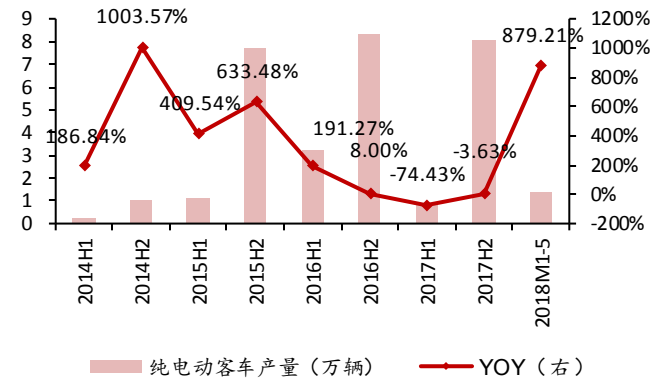
2018H1 客车行业营收同比+23.47%，创 2016 年以来新高。据中汽协数据，上半年客车总销量 22.65 万辆，同比+2.77%，扭转了 2015 年以来由于前期补贴透支，客车销量增速持续为负的局面。同时，受益于公交车电动化增量需求，大客销量占比同比提升 2.85 pct 至 15.26%。2018 年新能源汽车补贴新规过渡期于 6 月 12 日结束，过渡期内“抢装”现象较为明显。据节能与新能源汽车网数据，2018 年 1-5 月纯电动客车产量 1.38 万辆，同比增速高达+879.21%。我们认为，新能源客车与大客占比的提升，显著提升了客车行业平均单车营收，行业营收增速显著高于客车行业销量增速。

图表 33: 2018H1 客车销量转正



资料来源：Wind，华泰证券研究所

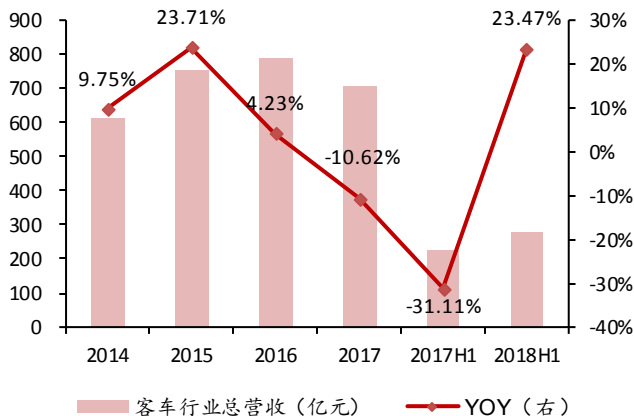
图表 34: 2018 年 1-5 月纯电动客车产量增速较高



资料来源：节能与新能源汽车网，华泰证券研究所

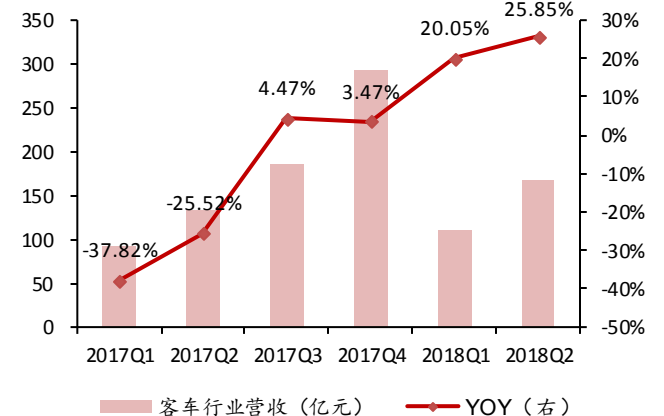
由于 5 月份新能源客车“抢装”现象尤其明显，客车行业 Q2 单季度营收增速较 Q1 20.05% 进一步扩大至 25.85%。宇通客车、金龙汽车 Q2 营收同比增速分别高达 35.14%、53.31%。

图表 35: 客车行业 2018H1 营收增速较高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 36: 客车行业单季度营收增速持续走扩

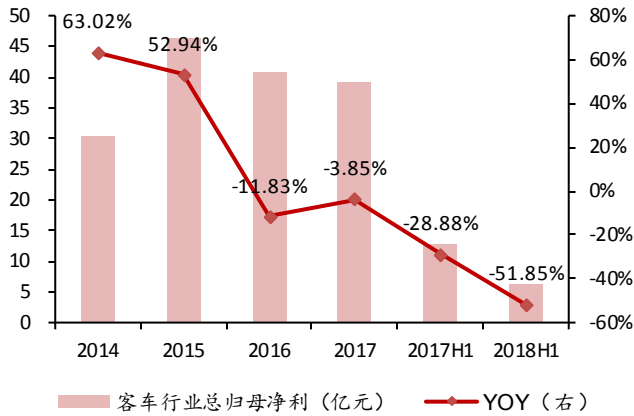


资料来源：Wind，华泰证券研究所

补贴退破压力下，行业毛利率显著下滑

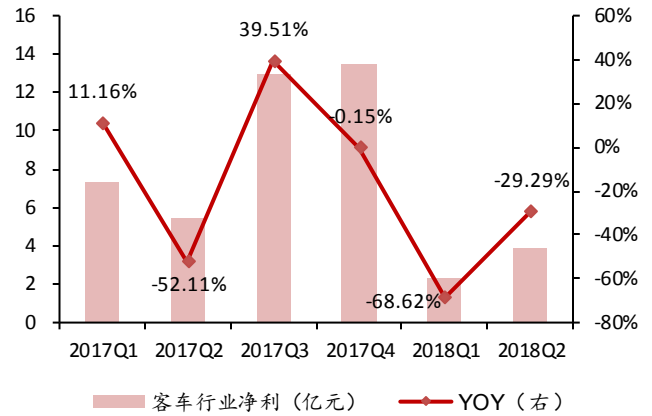
2018H1 客车行业净利同比-51.85%，补贴退坡致行业毛利率显著下滑。新能源车补贴新规过渡期内，按照 2017 年补贴标准打 7 折执行，行业平均单车成本提升幅度显著高于平均单车营收，致使毛利率显著下行至 16.64% (-1.50 pct)，为 2014 年以来新低，并拖累净利率下行至 2.23% (-3.49%)。

图表 37: 客车行业净利增速下行明显



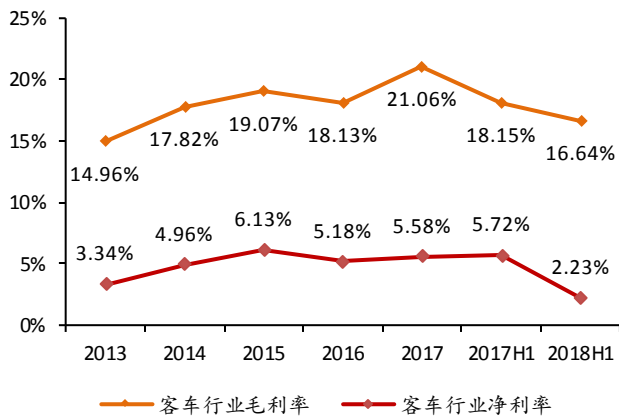
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 38: 客车行业 Q2 净利有所改善



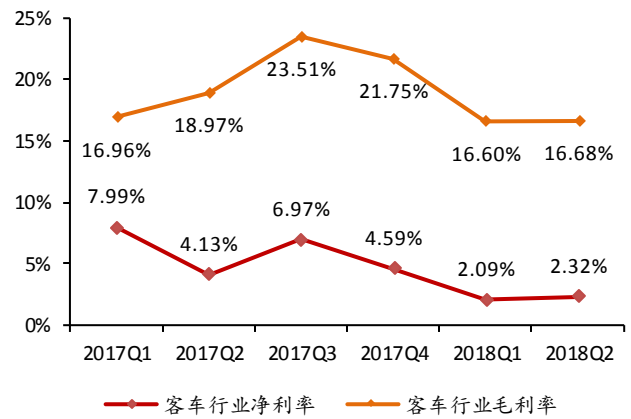
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 39: 客车行业毛利率及净利率均显著下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

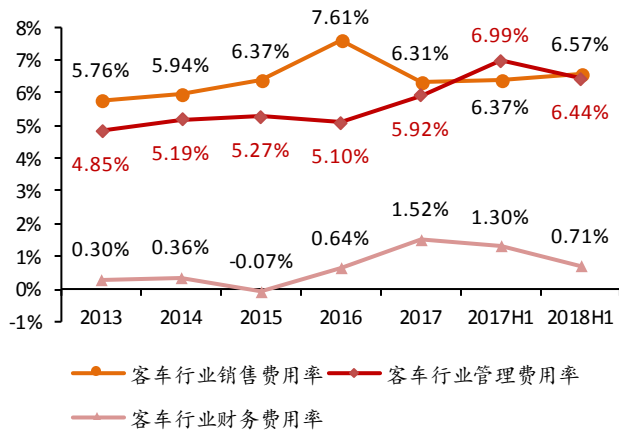
图表 40: 客车行业 Q1、Q2 毛利率及净利率水平大致相当



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

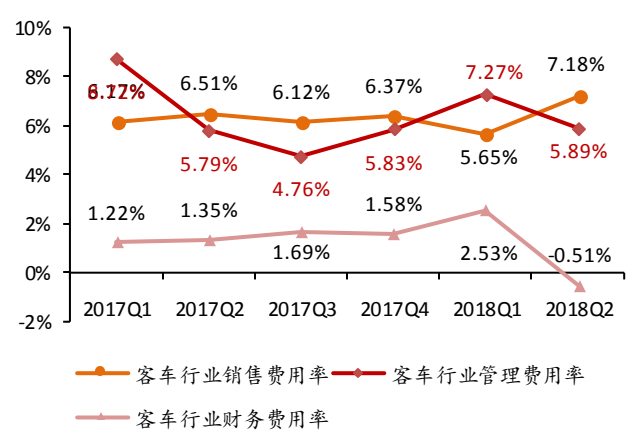
客车行业 2018H1 期间费用率总体较为平稳, 销售费用率微增, 管理费用率与财务费用率略降。2018H1 销售费用率微增, 主要系宇通客车 Q2 销售费用率环比与同比均有所提升, 公司新能源客车销量占比提升带来的运输费用、按揭服务费用有所提升。行业通过精益运营管控管理费用, 对冲毛利率下行压力, Q2 管理费用率与财务费用率下降尤为显著。

图表 41: 客车行业销售费用率微增



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

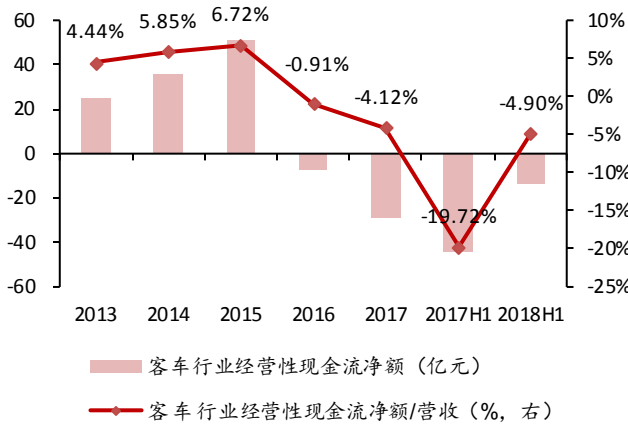
图表 42: 客车行业 Q2 销售费用率提升较为明显



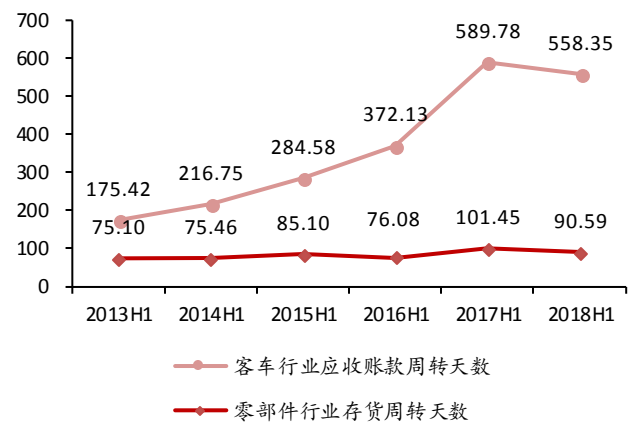
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2018H1 客车行业收到部分国补资金，而国补运营里程门槛由 3 万 km 降低至 2 万 km，行业现金流情况环比出现较大幅度改善，经营性现金流净额与营业收入的比值由去年同期 -19.72% 提升至 -4.90%。应收账款周转天数由去年同期 589.78 天降为 558.35 天。同时由于行业销量景气，存货周转天数由去年同期 101.45 天降为 90.59 天。

图表 43: 客车行业经营性现金流有所改善



图表 44: 客车行业应收账款与存货周转天数均有所减少



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业龙头宇通客车与金龙汽车营收增速均高于全行业，金龙汽车营收及净利增速均显著高于其他公司，但受新能源补贴退坡影响，宇通、金龙、中通毛利率均下行。

图表 45: 客车行业 2018H1 营收 top3 个股主要财务指标

	营收 (亿元)	营收 YOY	归母净利 (亿元)	归母净利 YOY	毛利率 毛利率	毛利率较 去年同期 变化 (pct)	三项 费用率	三项费用率 较去年同期 变化 (pct)
宇通客车	120.17	29.03%	6.16	-23.42%	21.42%	-3.52	15.91%	+0.42
金龙汽车	90.29	57.23%	0.79	106.41%	12.62%	-0.88	10.64%	-3.94
中通客车	24.01	5.37%	0.31	-50.36%	21.30%	-0.97	13.45%	+0.38

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

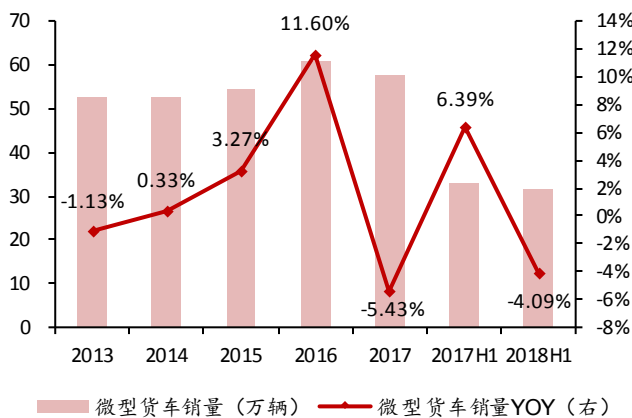
我们认为，补贴新规对满足能量密度及轻量化要求的车型可给予双 1.1 倍补贴加成，满足要求的车型单车补贴不降反增，拥有技术及规模优势的行业龙头有望持续把握博弈主动权。宇通客车等行业龙头已逐渐完成产品升级，下半年在售车型单车营收与单车国补均环比提升。同时，我们预计三电成本有望继续下行，并在下半年集中体现。随着下半年客车传统旺季来临后，经营情况有望环比改善。

货车：物流车需求不振，净利大幅下滑，重卡行业延续景气

货车行业(不含潍柴动力,归为零部件行业)2018H1 营收同比-1.19%, 净利同比-84.76%。报告期内物流行业需求下滑,微型货车行业销量-4.09%; 中低端乘用车销量出现较快下滑。货车板块内福田汽车、江铃汽车、东风汽车受多个细分行业需求下滑拖累,且自身产品竞争力下降,业绩均出现不同程度下滑。货车行业毛利率下行至 12.41% (-1.79%), 为 2013 年以来新低,行业净利率仅 0.30%。

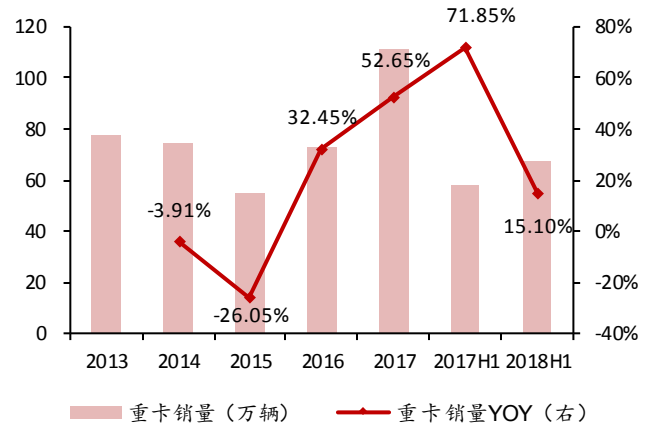
据中汽协数据,2018H1 重卡销量同比+15.10%, 我们认为主要系工程重卡需求及排放标准升级下的更新需求拉动。受益于重卡行业景气,中国重汽营收同比+23.10%, 归母净利润同比+1.01%, 重卡行业核心标的潍柴动力(营收+13.76%, 归母净利润+65.76%)、威孚高科(营收+4.92%, 归母净利润+16.54%)等同样显著受益。

图表 46: 微型货车 2018H1 销量增速下滑



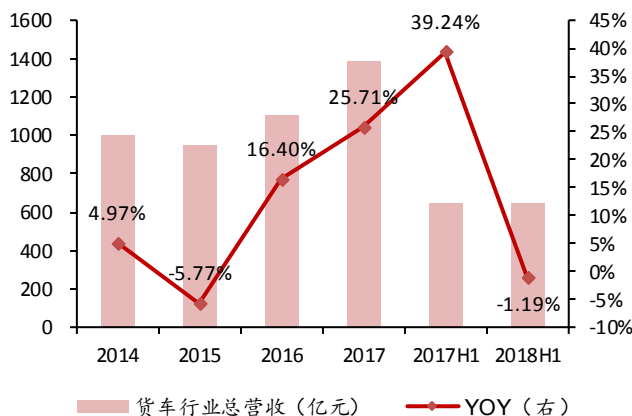
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 47: 重卡 2018H1 销量延续景气



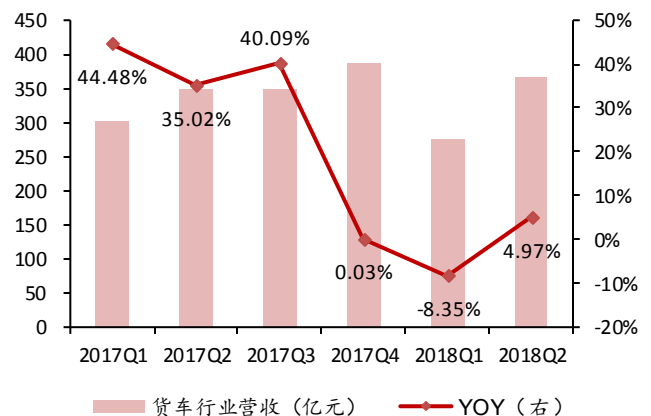
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 48: 货车行业营收增速下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

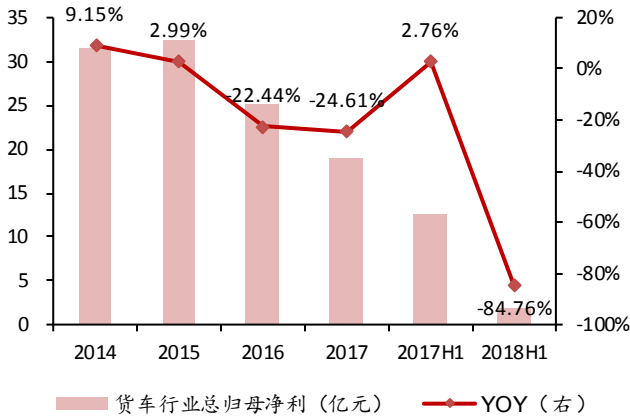
图表 49: 货车行业 Q2 营收增速转正



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

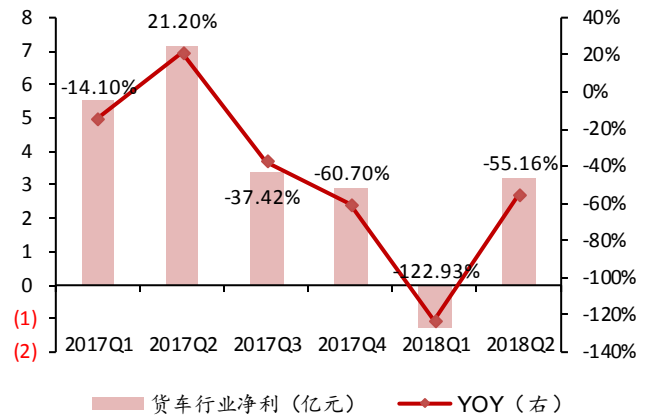
货车行业(不含潍柴动力)2018H1 净利大幅下滑 84.76%, Q1 出现亏损, Q2 扭亏, 净利下行幅度有所收窄。

图表50: 货车行业净利增速显著下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

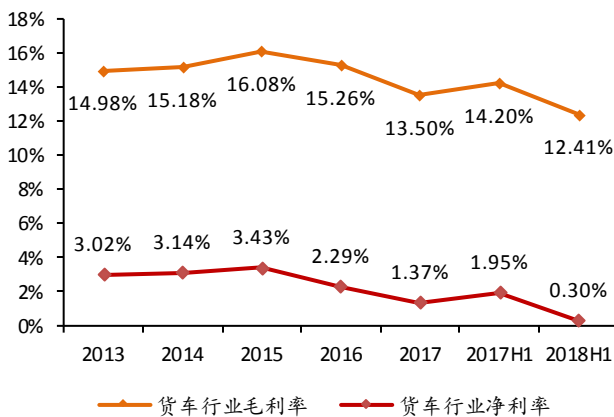
图表51: 货车行业 Q2 净利下行幅度有所收窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

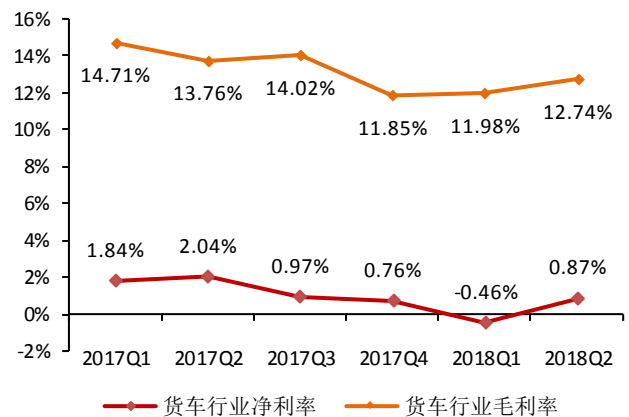
受物流行业需求不振拖累, 货车行业 2018H1 毛利率下行至 12.41% (-1.79%), 为 2013 年以来新低, Q2 毛利率 12.74%, 较 Q1 环比有所改善。H1 净利率 0.30% 同样为 2013 年以来新低, Q2 较 Q1 环比改善至 0.87%。货车行业 2018H1 期间费用率总体有所降低, 部分对冲了毛利率下行对盈利带来的冲击。

图表52: 货车行业毛利率及净利率下行



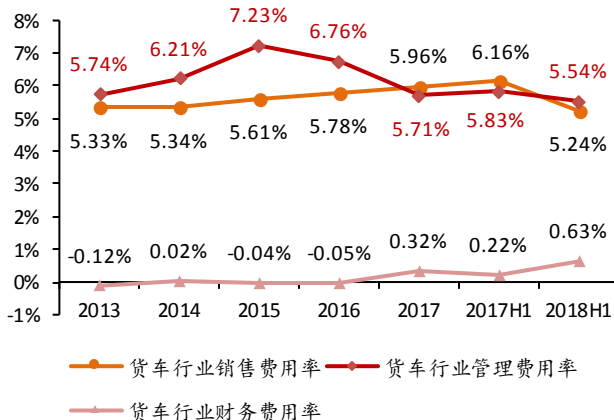
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表53: 货车行业 Q2 毛利率及净利率有所改善



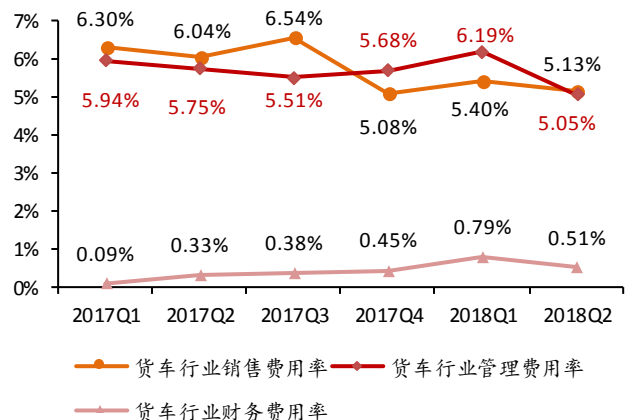
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表54: 货车行业期间费用率总体降低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表55: 货车行业 Q2 期间费用率下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

货车产业链主要上市公司业绩出现分化，重卡行业核心标的潍柴动力营收与净利均实现较高增长，但由于轻卡及微卡领域竞争较为激烈，福田汽车、江铃汽车业绩下滑较大。

图表 56: 货车产业链主要上市公司 2018H1 营收

	营收 (亿元)	营收 YOY	归母净利 (亿元)	归母净利 YOY	毛利率	毛利率较 去年同期 变化 (pct)	三项 费用率	三项费用率 较去年同期 变化 (pct)
中国重汽	225.41	23.10%	4.84	1.01%	9.25%	-1.38	4.02%	-1.94
福田汽车	216.63	-5.54%	-9.01	-986.19%	14.61%	+1.11	19.72%	+4.24
江铃汽车	142.87	-8.80%	3.19	-42.31%	14.07%	-6.96	10.40%	-4.42
东风汽车	57.89	-28.93%	2.91	116.10%	12.40%	+1.33	11.53%	-0.52
潍柴动力	822.64	13.76%	43.93	65.76%	21.79%	+0.60	10.61%	-3.21
威孚高科	49.61	4.92%	15.45	16.54%	+21.59%	+0.62	10.45%	+0.45

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们认为，在排放标准升级、国三重卡分批强制淘汰背景下，重卡行业销量稳定性有望持续强于市场预期。

风险提示

- 1) 乘用车销量不及预期：由于消费乏力等原因，导致汽车产销增速不及预期、优势自主品牌销量不及预期；
- 2) 零部件国产替代进度及毛利率回升不及预期：由于行业景气下行、行业竞争加剧等原因，导致零部件深度国产替代进度及毛利率回升不及预期；
- 3) 客车销量及毛利率不及预期：由于下游需求不振、新能源补贴退坡，导致客车销量及毛利率不及预期。
- 4) 重卡销量稳定性不及预期：由于基建投资不及预期、重卡更新换代不及预期、国三重卡淘汰进度不及预期等，导致重卡产销量不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com