

汽车

格局继续集中，赢家或能通吃

——汽车行业半年报总结

证券研究报告

2018年09月04日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

邓学

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518010001
dengxue@tfzq.com

文康

联系人

wenkang@tfzq.com

报告摘要:

汽车行业 2018 年的中报，可以说是“一将功成万骨枯”，每个细分行业的营收增长，基本都被一家公司吃尽；落实到净利润，更是对企业销售、管理、财务各方面的能力水平的集中体现，基本就是“一将功成万骨枯”。从此以后，如果没有特殊事件发生，未来竞争格局只会更集中，而不可能更分散，赢家通吃可能是最终结局。

从行业整体营收、盈利和 ROE 表现来看，2018 年汽车行业总体的表现是“仍在探底，稳健为主”。截至 2018 年 9 月 2 日，汽车板块总市值为 1.81 万亿元，占 A 股总市值的 3.5%。乘用车板块营收端增速整体略有下滑，18Q2 相较 18Q1 增速环比降低（分别为 11%、13%），扣非净利增速连续 5 季度为负，18Q2 有所改善。零部件板块 18Q2 营收增速高于乘用车整车板块，达到了 18%，18Q2 扣非净利增速回升至 18%。

乘用车板块整体平均估值已经调整到 11.1 倍，已经达到 2008 年的低点；零部件板块整体平均估值已经调整到 16.3 倍，对比历史而言，仍高于 2012 年低点和 2008 年低点。

回顾历史和行业现状，整体板块的估值回升依赖于业绩的回升，汽车板块估值低位，提供了一定的安全边际，和未来的提升空间。尽管中期来看，仍然没有明确迹象看到未来半年行业全面的业绩大幅回升；但是长期而言，优质个股买点正在形成，因为中国汽车工业的品质和品味空间依然很大，符合产业趋势和竞争力提升的优秀公司，未来投资空间依然巨大；短期而言，我们判断金九银十旺季会推动行业景气回升，带动龙头个股的估值修复，但整体性的景气全面回升预计仍需等待。

无数的事实指向中国市场的销量规模再大的扩张不太现实，中国汽车本土需求类似美国的 70 年代，后续更多的成长来自于品质和品味的双重提升。品质，是指进口替代的深化，电动智能技术的演进，带来的优秀核心龙头公司的成长，主要是产业趋势和竞争扩张的零部件龙头；而品味，是指品牌力和产品力提升，获取消费者的认可，从而得到更多品牌溢价和产业链金字塔地位，主要是汽车整车龙头企业。

投资建议:

【汽车】维持推荐强者恒强的龙头【上汽集团、吉利汽车】，以及估值有足够安全边际的零部件标的【新泉股份、宁波高发、精锻科技、银轮股份】。

【电动化】推荐整合有望加速的客车寡头【金龙汽车】，建议关注新能源乘用车【比亚迪】，供应全球的高端核心部件【旭升股份、三花智控（家电覆盖）、宏发股份（电新、电子覆盖）、中鼎股份、银轮股份】；以及上游资源的锂和钴标的。

【智能化、网联化】看好【华域汽车、均胜电子、宏发股份（电新覆盖）、四维图新（计算机覆盖）拓普集团、宁波高发】。建议关注：【法拉电子】。

风险提示：汽车产销增速低于预期、新能源汽车政策调整幅度过大等

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《汽车-行业研究周报:上汽半年报喜人，潍柴动力拟投资巴拉德——汽车行业周报（2018.08.27-2018.09.02）》
2018-09-02
- 2 《汽车-行业研究周报:7月进出口汽车双增长，Waymo 设立中国全资子公司——汽车行业周报（2018.08.20-2018.08.26）》
2018-08-26
- 3 《行业专题研究:【天风汽车邓学团队】汽车行业数据库 - 2018 年 7 月刊》
2018-08-20

内容目录

1. 概览	4
2. 乘用车：18Q2 分化显著	6
3. 零部件：估值继续下行	10
4. 客车：寡头趋势明显	13
5. 卡车：温和复苏	15
6. 经销服务：净利润下滑明显	17
7. 投资建议	20
8. 风险提示	21

图表目录

图 1：乘用车板块单季营收同比 (%)	6
图 2：乘用车板块单季毛利率 (%)	6
图 3：狭义乘用车批发销量及增速 (万辆, %)	6
图 4：乘用车板块单季三费费用率 (%)	7
图 5：乘用车板块单季销售费用率 (%)	7
图 6：乘用车板块单季管理费用率 (%)	7
图 7：乘用车板块单季财务费用率 (%)	7
图 8：乘用车板块单季扣非净利同比增速 (%)	7
图 9：乘用车板块单季扣非净利率 (%)	7
图 10：乘用车、乘用车 (不含上汽)、上汽市盈率(历史 TTM_整体法)	8
图 11：汽车零部件板块与乘用车板块单季营收同比 (%)	10
图 12：汽车零部件板块单季毛利率 (%)	10
图 13：汽车零部件板块单季三费费用率 (%)	11
图 14：汽车零部件板块单季销售、管理、财务费用率 (%)	11
图 15：汽车零部件板块单季扣非净利同比增速 (%)	11
图 16：汽车零部件板块单季扣非净利率 (%)	11
图 17：汽车零部件板块单季市盈率(历史 TTM_整体法) (%)	12
图 18：客车板块单季营收同比 (%)	13
图 19：客车板块单季毛利率 (%)	13
图 20：客车板块单季三费费用率 (%)	13
图 21：客车板块单季销售、管理、财务费用率 (%)	13
图 22：客车板块单季扣非净利同比增速 (%)	14
图 23：客车板块单季扣非净利率 (%)	14
图 24：客车板块单季扣非 ROE (%，整体法)	14
图 25：客车板块累计扣非 ROE (%，整体法)	14
图 26：卡车板块单季营收同比 (%)	15
图 27：卡车板块单季毛利率 (%)	15
图 28：卡车板块单季三费费用率 (%)	15

图 29: 卡车板块单季销售、管理、财务费用率 (%)	15
图 30: 卡车板块单季扣非净利同比增速 (%)	16
图 31: 卡车板块单季扣非净利率 (%)	16
图 32: 卡车板块单季扣非 ROE (%，整体法)	16
图 33: 卡车板块累计扣非 ROE (%，整体法)	16
图 34: 汽车销售与服务板块单季营收同比 (%)	17
图 35: 汽车销售与服务板块单季毛利率 (%)	17
图 36: 汽车销售与服务板块单季三费费用率 (%)	17
图 37: 汽车销售与服务板块单季销售、管理、财务费用率 (%)	17
图 38: 汽车销售与服务板块单季扣非净利同比增速 (%)	18
图 39: 汽车消费与服务板块单季扣非净利率 (%)	18
图 40: 汽车消费与服务板块单季扣非 ROE (%，整体法)	18
图 41: 汽车消费与服务板块累计扣非 ROE (%，整体法)	18
图 42: 2005-2018 年汽车行业基金持仓市值占比	20
图 43: 乘用车板块 PE TTM (整体法,剔除负值)	21
图 44: 零部件板块 PE TTM (整体法,剔除负值)	21
表 1: 汽车细分行业上市公司样本构成	4
表 2: 乘用车标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)	8
表 3: 零部件板块中毛利率排名前 10 名和后 10 名的公司	10
表 4: 零部件标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)	12
表 5: 客车标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)	14
表 6: 卡车标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)	16
表 7: 经销服务标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)	18
表 8: 基金持仓汽车行业前十大重仓股 (以持股市值为排序标准)	20

1. 概览

我们以中信行业分类为基础，剔除成分中的 ST 股和摩托车子行业并加入部分具有代表性的新股，共选择汽车及汽车零部件行业 A 股 153 家上市公司作为分析样本。截至 2018 年 9 月 2 日，总市值为 1.81 万亿元，占 A 股总市值 3.5%。

汽车行业 2018 年的中报，可以说是“一将功成万骨枯”，每个细分行业的营收增长，基本都被一家公司吃尽；落实到净利润，更是对企业销售、管理、财务各方面的能力水平的集中体现，基本就是“一将功成万骨枯”。从此以后，如果没有特殊事件发生，未来竞争格局只会更集中，而不可能更分散，**赢家通吃可能是最终结局。**

从行业整体营收、盈利和 ROE 表现来看，2018 年汽车行业总体的表现是“**仍在探底，稳健为主**”。乘用车板块营收端增速整体略有下滑，18Q2 相较 18Q1 增速环比降低（分别为 11%、13%），扣非净利增速连续 5 季度为负，18Q2 有所改善。零部件板块 18Q2 营收增速高于乘用车整车板块，达到了 18%，18Q2 扣非净利增速回升至 18%。

乘用车板块整体平均估值已经调整到 11.1 倍，已经达到 2008 年的低点；零部件板块整体平均估值已经调整到 16.3 倍，对比历史而言，仍高于 2012 年低点和 2008 年低点。

回顾历史和行业现状，整体板块的估值回升依赖于业绩的回升，汽车板块估值低位，提供了一定的安全边际，和未来的提升空间。尽管中期来看，仍然没有明确迹象看到未来半年行业全面的业绩大幅回升；但是长期而言，优质个股买点正在形成，因为中国汽车工业的品质和品味空间依然很大，符合产业趋势和竞争力提升的优秀公司，未来投资空间依然巨大；短期而言，我们判断金九银十旺季会推动行业景气回升，带动龙头个股的估值修复，但整体性的景气全面回升预计仍需等待。

无数的事实指向中国市场的销量规模再大的扩张不太现实，中国汽车本土需求类似美国的 70 年代，后续更多的成长来自于品质和品味的双重提升。**品质，是指进口替代的深化，电动智能技术的演进，带来的优秀核心龙头公司的成长，主要是产业趋势和竞争扩张的零部件龙头；而品味，是指品牌力和产品力提升，获取消费者的认可，从而得到更多品牌溢价和产业链金字塔地位，主要是汽车整车龙头企业。**

表 1：汽车细分行业上市公司样本构成

序号	板块名称	公司数量	市值 (亿元)	相关公司
1	乘用车	11	6939	海马汽车、长安汽车、一汽轿车、一汽夏利、比亚迪、上汽集团、江淮汽车、悦达投资、广汽集团、长城汽车、小康股份
2	卡车	4	367	江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车
3	客车	7	568	安凯客车、中通客车、宇通客车、亚星客车、曙光股份、金杯汽车、金龙汽车
4	汽车销售及服务	12	1325	特力 A、漳州发展、中国中期、亚夏汽车、龙洲股份、大东方、国机汽车、申华控股、物产中大、庞大集团、东方时尚、广汇汽车
5	汽车零部件及其他	119	8890	潍柴动力、万向钱潮、威孚高科、黔轮胎 A、青岛双星、模塑科技、天兴仪表、浩物股份、斯太尔、中鼎股份、云内动力、巨轮智能、宁波华翔、万丰奥威、银轮股份、特尔佳、奥特佳、西仪股份、天润曲轴、亚太股份、新朋股份、兴民智通、隆基机械、万里扬、中原内配、松芝股份、金固股份、天汽模、旷达科技、西泵股份、海立美达、南方轴承、万安科技、八菱科技、日上集团、世纪华通、龙生股份、京威股份、信质电机、猛狮科技、浙江世宝、光洋股份、登云股份、跃岭股份、蓝黛传动、双林股份、鸿特精密、美晨科技、精锻科技、云意电气、鹏翎股份、富临精工、德尔股份、苏奥传感、东风科技、禾嘉股份、长春一东、东安动力、全柴动力、风神股份、凌云股份、中国动力、贵航股份、天华院、福耀玻璃、交运股

份、湖南天雁、均胜电子、华域汽车、一汽富维、上柴股份、渤海活塞、赛轮金宇、骆驼股份、拓普集团、星宇股份、联明股份、北特科技、威帝股份、腾龙股份、福达股份、华懋科技、德宏股份、宁波高发、继峰股份、富奥股份、襄阳轴承、宗申动力、广东鸿图、远东传动、盛路通信、双环传动、索菱股份、合康变频、科力远、新坐标、新泉股份等
占 A 股总市值 3.5%

6 汽车行业 153 18088

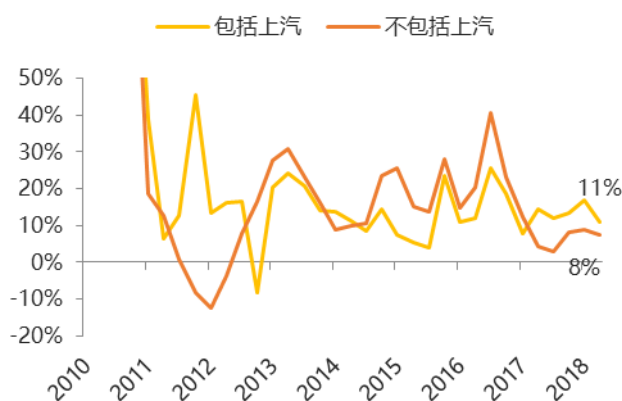
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 乘用车：18Q2 分化显著

乘用车板块整体营收增速区间下移，Q2 相比 Q1 略有降低。单季来看，乘用车板块营收端增速整体略有下滑，18Q2 相较 18Q1 增速环比降低（分别为 11%、13%），上汽在其中扮演了重要角色，剔除上汽后，18Q2 和 18Q1 增速大致相仿（分别为 8%和 9%），低于包含上汽的板块表现，也低于 2014 年以来的单季增速区间。

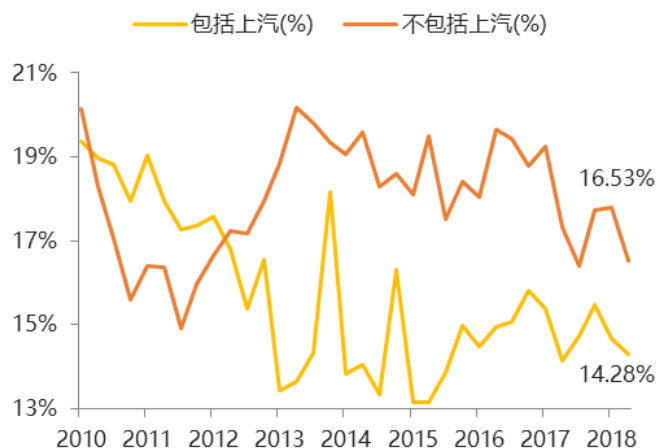
量（规模）价双重压力导致毛利率稳中略降。18Q2 毛利率相比 18Q1 下滑明显，18Q2 为 14.3%，环比小幅下降 0.4 个百分点；剔除上汽后降幅更明显，同环比都下降 1.3 个百分点，达到 16.5%。主要也是反映了增速下行之后，带来的量（规模）价双重压力。

图 1：乘用车板块单季营收同比（%）



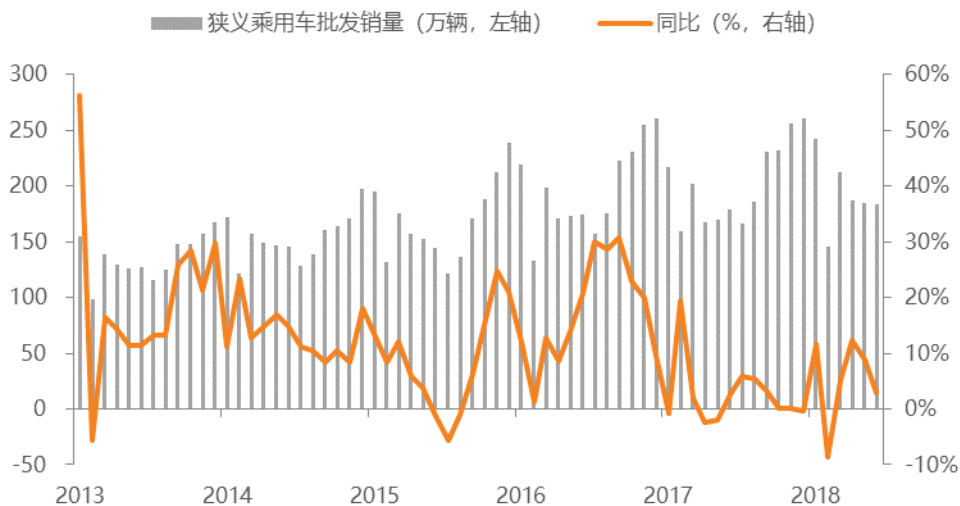
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：乘用车板块单季毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

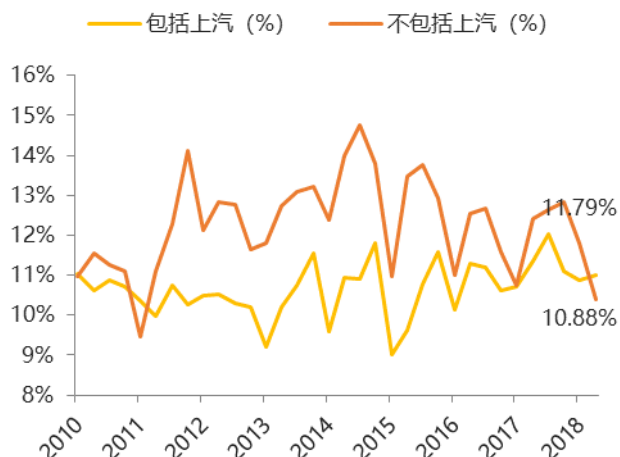
图 3：狭义乘用车批发销量及增速（万辆，%）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

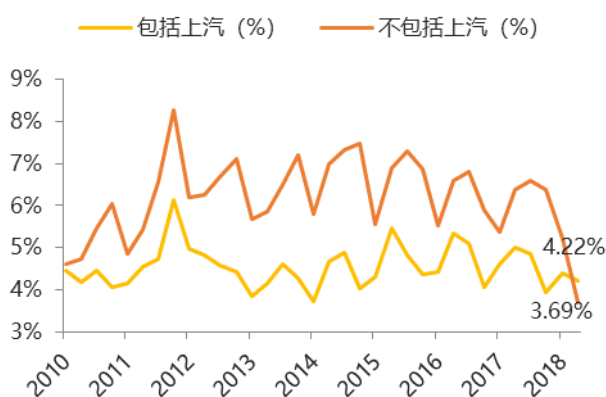
乘用车板块 2018Q2 年期间费用率略有上升，费用压力主要来自于销售，但剔除上汽后期间费用率下滑较多。2018Q2 销售费用率都有所上升，主要是由于乘用车销量不景气，部分厂商通过终端促销以提振销量。但剔除上汽后管理费用率明显下降，主要是由于比亚迪 18Q2 的管理费用从 18Q1 的 18.8 亿元下降到负 1.3 亿元带来的。

图 4：乘用车板块单季三费费率 (%)



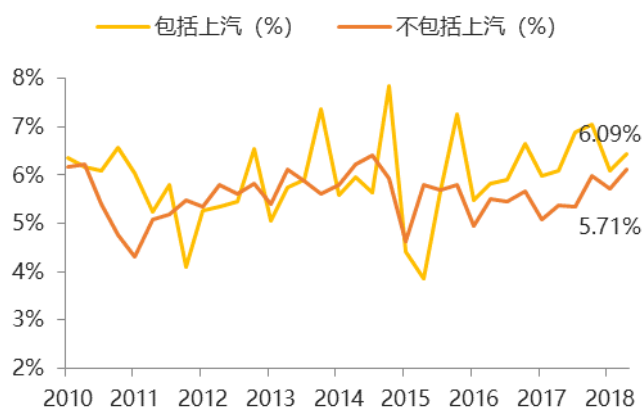
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：乘用车板块单季管理费用率 (%)



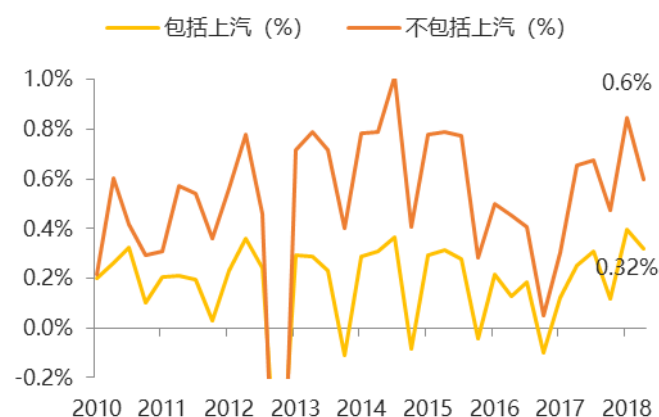
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：乘用车板块单季销售费用率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

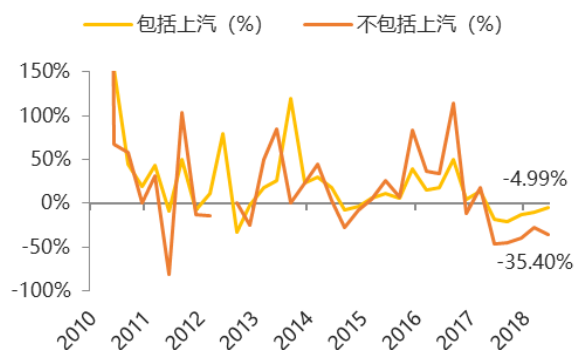
图 7：乘用车板块单季财务费用率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

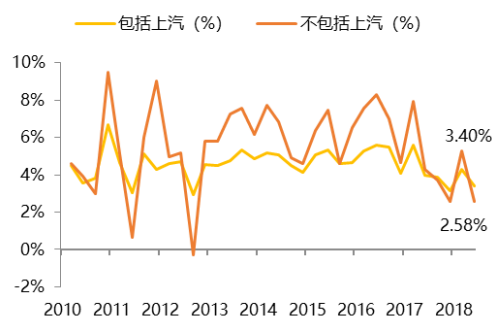
扣非净利增速连续 5 季度为负，18Q2 有所改善。由于乘用车板块净利率（扣非）只有几个百分点，因此对毛利率、期间费用率的微弱变化会比较敏感。从最后的结果上来看，17Q2 以来板块扣非净利连续 5 个季度处于负增长状态，这是之前没有出现过的情况，由于营收端增速并没有非常糟糕，我们认为核心还是竞争加剧带来的利润侵蚀（规模效益下降、费用提升）。具体来看，18Q2 和 18Q1 相对之前略有改善，包括上汽分别为-5%和-10%，不包括上汽为-35%和-28%，环比收窄。上汽净利在乘用车板块占比达到 72%，去年同期占比仅为 61%。

图 8：乘用车板块单季扣非净利同比增速 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：乘用车板块单季扣非净利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

龙头增速高，PE 低，PEG 有很大的优势。上汽的 PE 已经下降到 9.1，安全边际高，而剔除龙头上汽之后，乘用车板块的 PE 相对较高，达到了 14.1 倍，而增速确定性很多都不如上汽。

图 10: 乘用车、乘用车 (不含上汽)、上汽市盈率(历史 TTM_整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

增长空间压缩，竞争加剧，行业分化显著。这种增速下行、竞争加剧带来的分化非常明显，18Q2 尤为显著，A 股乘用车板块里只有上汽、海马、长城、广汽实现了明显的扣非净利润增长。这种剧烈的分化也非常直接地反映到了股价上，上汽集团年初至今跌幅最小仅 4%，其余很多公司皆下跌明显，最大跌幅达到了 53%。

表 2: 乘用车标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)

公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q1 扣非净利增速	PE TTM	预测 18PE
上汽集团	600104.SH	-9%	-15%	-4%	12%	9	9
东风集团股份	0489.HK	11%	2%	-4%	未披露	4	4
小康股份	601127.SH	-1%	-10%	-14%	-158%	27	19
悦达投资	600805.SH	-8%	-7%	-16%	-163%	-23	33
一汽夏利	000927.SZ	-9%	-20%	-26%	-1%	-3	-
比亚迪	002594.SZ	6%	-13%	-31%	-152%	43	31
比亚迪股份	1211.HK	5%	-8%	-31%	-152%	42	30
广汽集团	2238.HK	16%	-7%	-33%	22%	6	6
北京汽车	1958.HK	1%	-40%	-34%	12%	13	7
力帆股份	601777.SH	-10%	-19%	-36%	-28%	35	-
长城汽车	601633.SH	-19%	-35%	-37%	446%	10	9
一汽轿车	000800.SZ	-9%	-23%	-37%	-81%	121	23
吉利汽车	0175.HK	-7%	-24%	-38%	未披露	10	9
海马汽车	000572.SZ	-11%	-27%	-39%	362%	-4	-
广汽集团	601238.SH	-2%	-17%	-40%	22%	9	8
BRILLIANCECHI	1114.HK	21%	-15%	-40%	未披露	9	8
长安汽车	000625.SZ	-13%	-27%	-42%	-116%	8	7

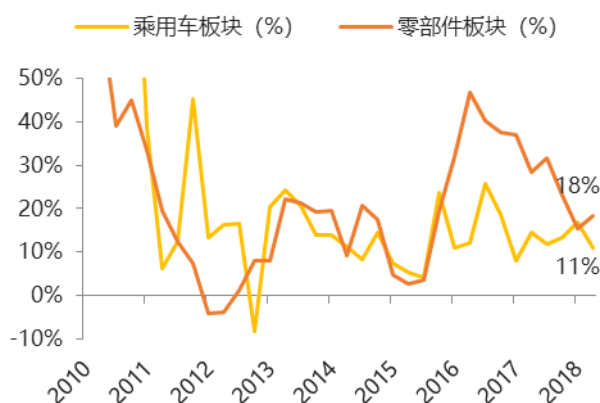
长城汽车	2333.HK	-14%	-37%	-45%	446%	7	5
江淮汽车	600418.SH	-21%	-33%	-48%	转亏	37	15
众泰汽车	000980.SZ	-21%	-31%	-53%	-11%	9	9

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 零部件：估值继续下行

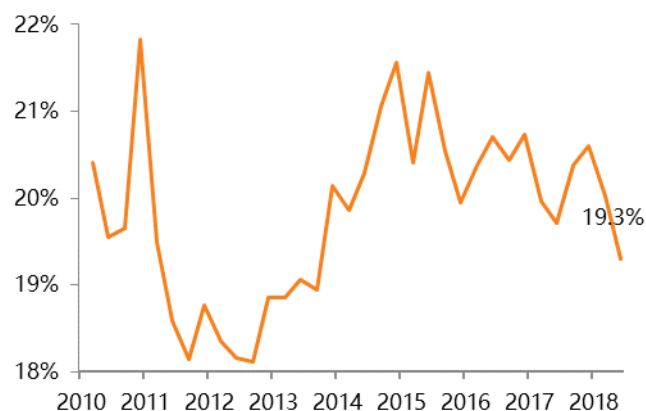
18Q2 零部件营收增速高于乘用车整车。下游增速下滑，乘用车整车板块营收增速继续下行。2016 年以前，乘用车和零部件板块营收增速同步且相仿，2016 年开始零部件增速领先乘用车，主要是自主车企进入黄金一年，对本土零部件公司的推动明显，当行业景气下降时，自主车企的配套零部件商面临的销量和价格压力也会更大，因此零部件板块营收增速向下的幅度也高于乘用车板块。但值得注意的是，零部件板块 18Q2 的营收增速相比 18Q1 提升了 3 个百分点，达到了 18%，这主要是受益于 18Q2 汽车产量同比增速高于 18Q1（分别为 8.1%和 0.3%）。

图 11: 汽车零部件板块与乘用车板块单季营收同比 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 12: 汽车零部件板块单季毛利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

毛利率下滑明显，盈利能力受影响较大。18Q1 毛利率季节性回落至 20.0%，环比降幅小于 17Q1，同比也略高于 17Q1。2018Q2 年零部件公司在下游需求增速放缓、原材料价格高企、汇率波动、年降的大背景下，整体毛利率为 19.3%，较 2018Q1 年略降 0.7 个百分点，17Q4 为 20.6%，下滑趋势明显，盈利能力受影响较大。

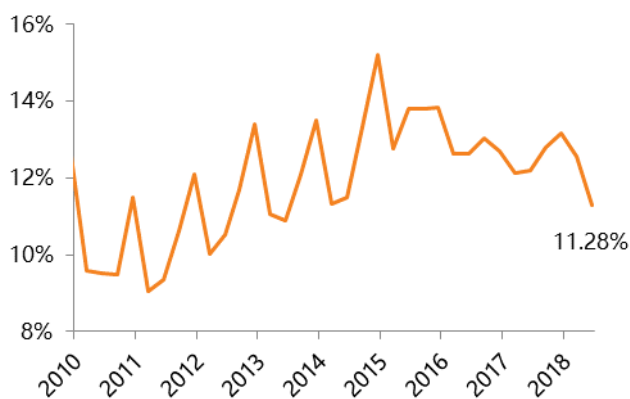
表 3: 零部件板块中毛利率排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	18Q2-18Q1	18Q2-17Q2	18Q2	18Q1	17Q4	17Q3	17Q2	17Q1
前 1	鸿特精密	-2%	27%	69%	71%	69%	70%	42%	22%
前 2	新坐标	0%	1%	64%	64%	65%	63%	63%	65%
前 3	天兴仪表	3%	54%	58%	55%	59%	63%	4%	6%
前 4	威帝股份	-3%	2%	52%	55%	57%	55%	51%	57%
前 5	天铁股份	6%	-16%	52%	46%	59%	60%	68%	59%
前 6	凯众股份	-4%	2%	43%	47%	47%	42%	41%	48%
前 7	福耀玻璃	0%	0%	42%	42%	43%	42%	42%	44%
前 8	精锻科技	1%	-3%	42%	40%	40%	39%	44%	43%
前 9	华懋科技	-1%	1%	41%	42%	44%	41%	40%	45%
前 10	浙江仙通	-1%	-2%	41%	41%	43%	39%	43%	48%
后 10	东安动力	1%	-1%	13%	12%	15%	16%	14%	10%
后 9	日上集团	-2%	-5%	11%	13%	11%	15%	16%	15%
后 8	全柴动力	-1%	1%	11%	12%	11%	11%	10%	14%
后 7	天华院	-13%	-14%	10%	23%	6%	-12%	24%	32%
后 6	交运股份	1%	-1%	10%	9%	10%	9%	11%	12%
后 5	襄阳轴承	-3%	-2%	9%	12%	11%	13%	10%	13%
后 4	一汽富维	0%	1%	8%	8%	7%	6%	7%	7%

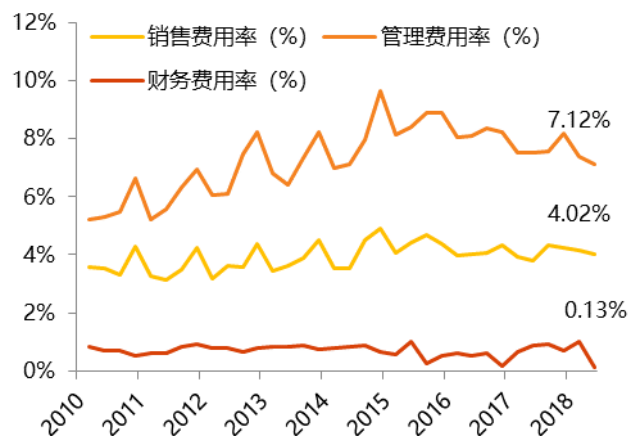
后 3	禾嘉股份	-1%	-1%	6%	6%	6%	8%	7%	7%
后 2	斯太尔	-22%	59%	-3%	19%	60%	4%	-62%	4%
后 1	猛狮科技	-65%	-63%	-40%	25%	14%	26%	23%	26%

资料来源: Wind、天风证券研究所

期间费用率下降明显,管理降本持续。零部件板块 2018 上半年期间费用率下降明显, 18Q1 和 18Q2 分别为 12.6%和 11.3%, 主要是管理费用率下降带动。18Q2 期间费用率环比下降 1.3 个百分点。其中销售费用率环比下降 0.1 个百分点;管理费用率环比下降 0.3 个百分点, 延续了 2016 年以来的趋势, 管理降本持续; 财务费用率环比下降 0.9 个百分点, 主要是受到 18Q1 基数较高影响所致。

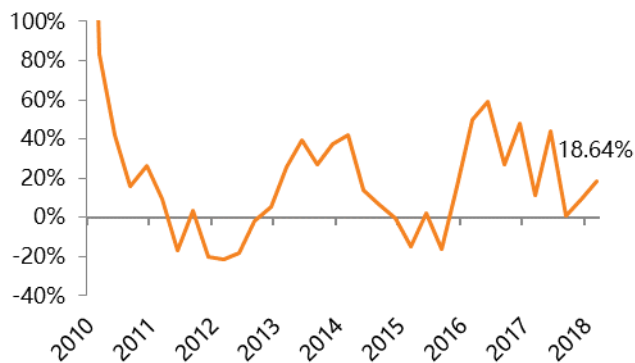
图 13: 汽车零部件板块单季三费费用率 (%)


资料来源: Wind、天风证券研究所

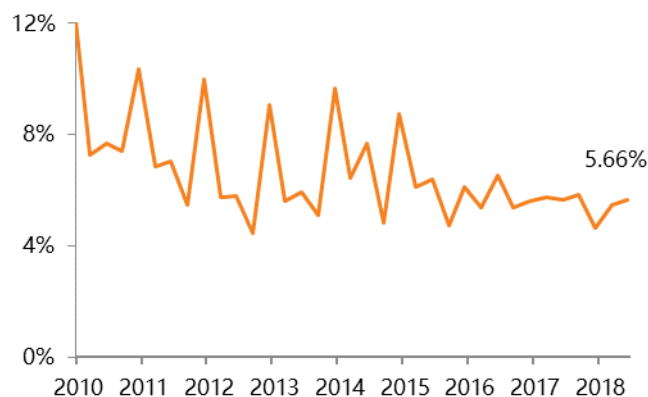
图 14: 汽车零部件板块单季销售、管理、财务费用率 (%)


资料来源: Wind、天风证券研究所

18Q2 扣非净利增速回升。零部件板块 2018 年扣非净利同比增长 18%, 单季增速回升明显, 17Q4 和 18Q1 单季增速分别仅有 1%和 10%。环比增长主要在于 18Q1 净利率基数较低。同时潍柴动力、福耀玻璃对 18Q2 的扣非净利增速贡献较大。18Q2 三家零部件龙头公司 (潍柴动力、华域汽车和福耀玻璃) 净利占比达到 42%, 去年同期占比仅为 36%

图 15: 汽车零部件板块单季扣非净利同比增长 (%)


资料来源: Wind、天风证券研究所

图 16: 汽车零部件板块单季扣非净利率 (%)


资料来源: Wind、天风证券研究所

零部件 PE 下行明显, 估值回到历史中低位置, 但不同公司分化明显。华域福耀潍柴 ttm 的 PE 不到 10 倍, 而剔除以上三家后, ttm 的 PE 均值达到了 20.5 倍。部分零部件估值高达 25 的平均 PE 对应 11%的业绩增长, 估值依然有下行风险。

图 17: 汽车零部件板块单季市盈率(历史 TTM_整体法) (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

零部件板块内只有少数标的一枝独秀。零部件标的年初至今也普遍以下跌，超过 110 只 A 股标的中，实现上涨的仅 4 只，星宇股份业绩增速和股价都逆势上行，而宁波高发和新泉股份尽管 Q2 扣非增速依然较高，但在估值下杀的压力下，股价有所回调。

表 4: 零部件标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)

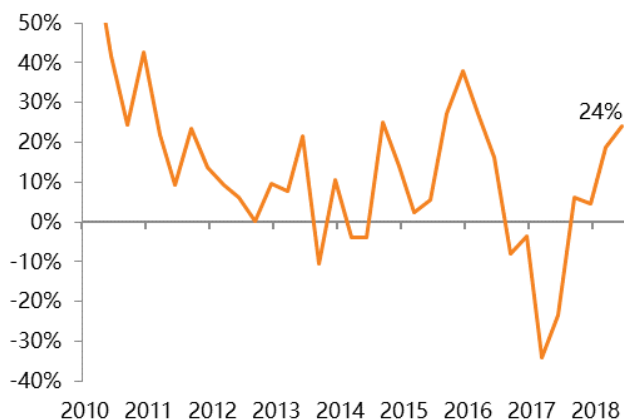
公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q2 扣非净利增速	PE TTM	预测 18PE
S 佳通	600182.SH	5%	6%	9%	-285%	104	-
星宇股份	601799.SH	-6%	-18%	3%	31%	25	22
华谊集团	600623.SH	-11%	-27%	2%	891%	13	9
海联金汇	002537.SZ	1%	-2%	1%	44%	28	21
继峰股份	603997.SH	0%	0%	-1%	3%	23	20
易见股份	600093.SH	-2%	-14%	-2%	4%	13	12
金固股份	002488.SZ	-1%	-24%	-7%	-187%	37	28
跃岭股份	002725.SZ	-16%	-14%	-7%	-19%	196	-
鸿特精密	300176.SZ	-7%	-12%	-7%	518%	16	-
今飞凯达	002863.SZ	-18%	-34%	-14%	-27%	39	-
英搏尔	300681.SZ	-10%	-29%	-18%	-5%	38	34
东睦股份	600114.SH	-12%	-18%	-19%	9%	16	14
苏奥传感	300507.SZ	-16%	-22%	-24%	-8%	25	-
宁波高发	603788.SH	-25%	-36%	-27%	21%	15	13
新泉股份	603179.SH	-10%	-26%	-28%	50%	14	12
北特科技	603009.SH	-10%	-45%	-32%	49%	30	-
上柴股份	600841.SH	-12%	-25%	-32%	21%	52	-

资料来源: Wind、天风证券研究所

4. 客车：寡头趋势明显

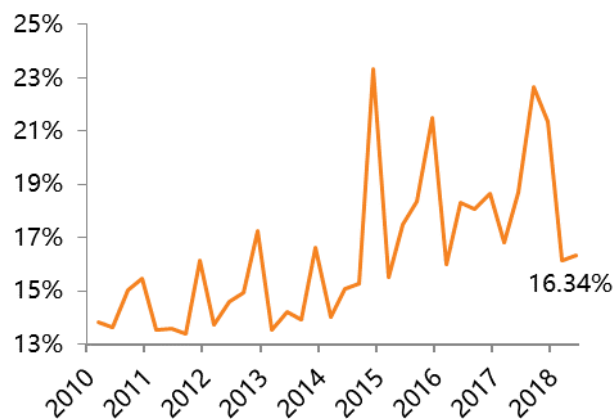
压力之下，寡头化趋势明显。18Q2 年营收增速 24%，18Q1 营收增速 19%，同比增长 5 个百分点，主要由于新能源补贴政策因素的影响，新能源客车销售淡季不淡。金龙汽车、宇通客车作为客车双寡头，18Q1 营收同比增速超过板块平均增速，其中金龙 53%，宇通 35%，安凯以及曙光负增长。毛利率变化也伴随补贴退坡和新能源客车销量变化，客车板块 2017 年为 21%，较 2016 年提升 3 个百分点，但 18Q1 和 18Q2 毛利率均在 16% 左右，较 17 年下半年的 22% 左右下降了 6 个百分点左右，主要是受季节性销量影响造成的。板块中，依然是宇通客车毛利率最高，2017 年和 18Q2 分别为 26% 和 21%，亚星改善明显，18Q2 同比提升 3 个百分点。

图 18：客车板块单季营收同比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

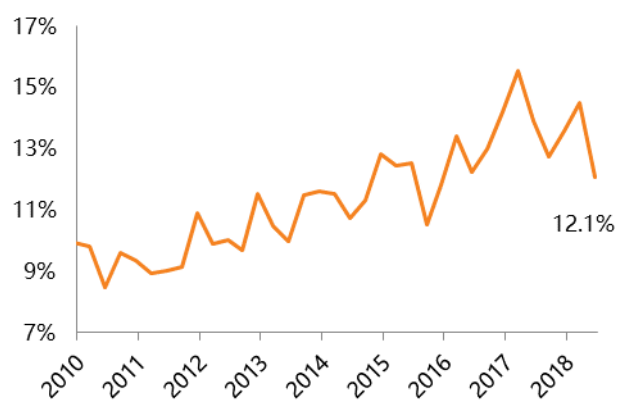
图 19：客车板块单季毛利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

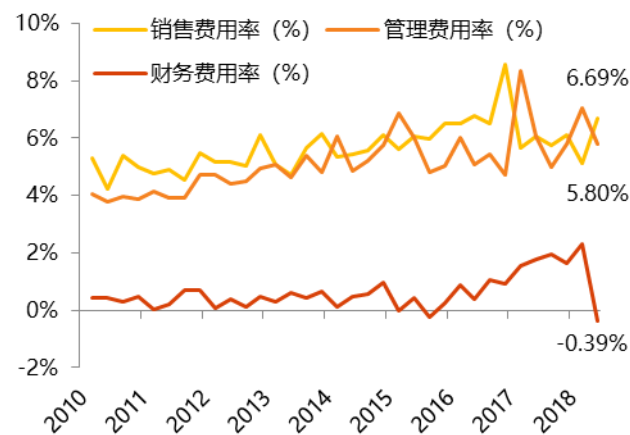
财务压力有所释放。客车公司期间费用率近年逐年上升，2017 年为 13.7%，同比提升 0.4 个百分点，其中财务费用率和管理费用率分别提升 0.9 和 0.8 个百分点。18Q2 期间费用率 12.1%，同比下滑 1.8 个百分点，主要由管理费用率和销售费用率同比回落带来，财务费用率同比减少 2.2 个百分点，财务费用率的降低并不是个别公司的财务费用率大幅降低造成了，而是行业的普遍现象，包括宇通客车、金龙汽车和金杯汽车在内的多家客车企业的毛利率同比都下降了 2 个百分点以上。

图 20：客车板块单季三费费用率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 21：客车板块单季销售、管理、财务费用率 (%)

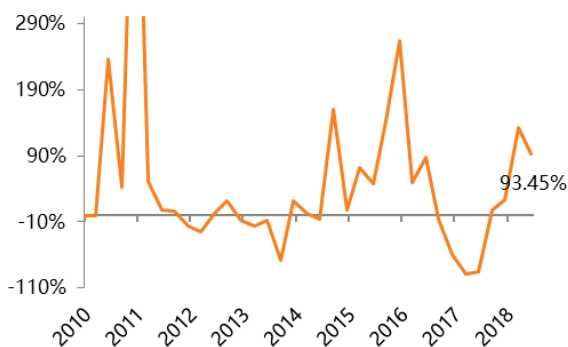


资料来源：WIND、天风证券研究所

18Q2 淡季不淡，金龙、宇通扣非净利贡献明显。18Q2 中通客车、金龙汽车以及金杯汽车扭亏为盈，安凯客车亏损减少，对板块扣非净利润有所贡献，宇通客车则依旧领先，18Q2 也延续了该趋势。板块 18Q1 大幅增长 133%，18Q2 增长 93.5%，主要在于 18Q2 营收同比

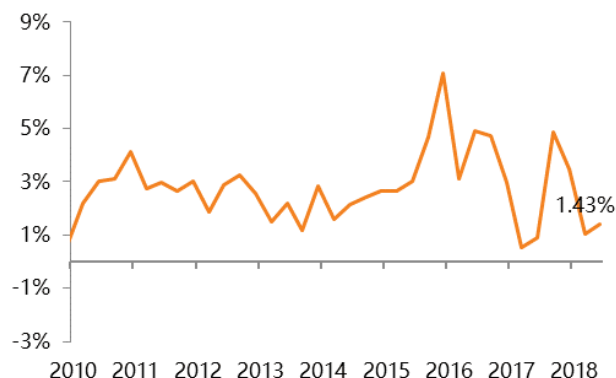
提升，淡季不淡对营收和利润形成支撑，但由于高基数原因，增速放缓。

图 22: 客车板块单季扣非净利同比增速 (%)



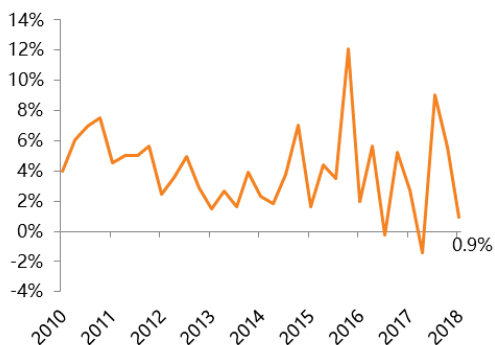
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 23: 客车板块单季扣非净利率 (%)



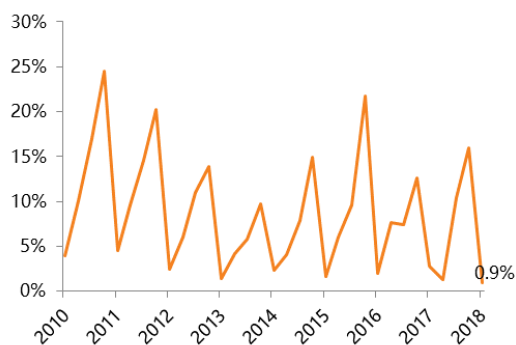
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 24: 客车板块单季扣非 ROE (%，整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 25: 客车板块累计扣非 ROE (%，整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 5: 客车标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)

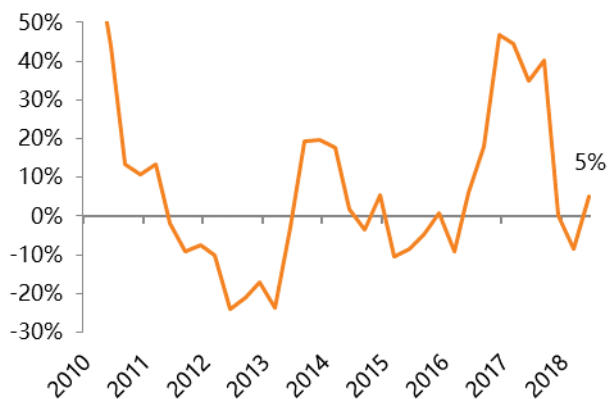
公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q1 扣非净利增速	PE TTM	预测 18PE
金龙汽车	600686.SH	-13%	-29%	-18%	-483%	12	14
金杯汽车	600609.SH	-7%	0%	-21%	-101%	10	-
亚星客车	600213.SH	-12%	-22%	-34%	84%	34	-
宇通客车	600066.SH	-10%	-29%	-35%	-45%	11	10
曙光股份	600303.SH	-4%	-25%	-43%	-57%	-57	-
安凯客车	000868.SZ	-13%	-14%	-45%	105%	-10	-
中通客车	000957.SZ	-9%	-24%	-47%	73%	22	-

资料来源: Wind、天风证券研究所

5. 卡车：温和复苏

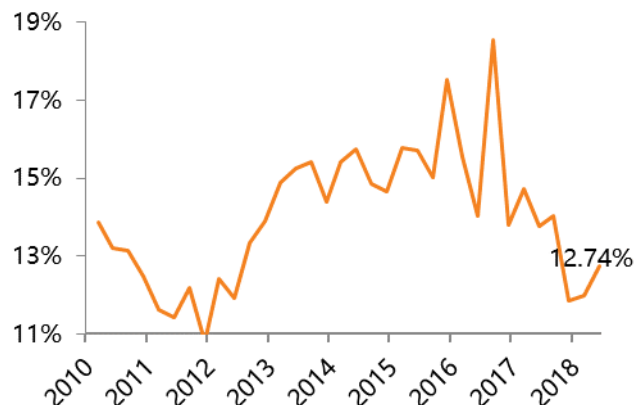
卡车板块整体温和复苏，当前基数也较高。18Q2 相较 18Q1 板块营收有所回升，分别为 5%和-8%，增长 13 个百分点。18Q2 重汽营收延续增长，同比增 19%。18Q1 卡车板块毛利率为 12%，同比下滑 2.7 个百分点，18Q2 单季环比小幅上升为 12.7%，增加 0.7 个百分点。

图 26：卡车板块单季营收同比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

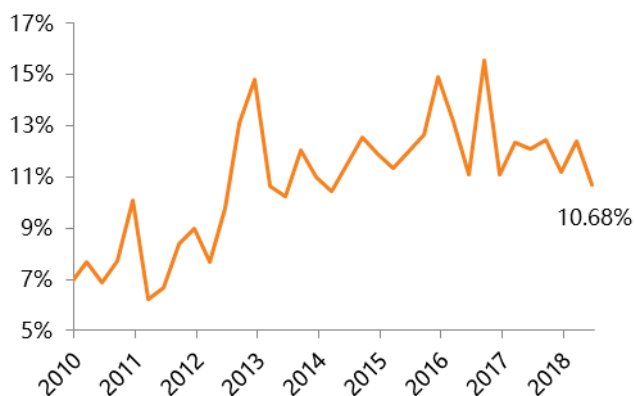
图 27：卡车板块单季毛利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

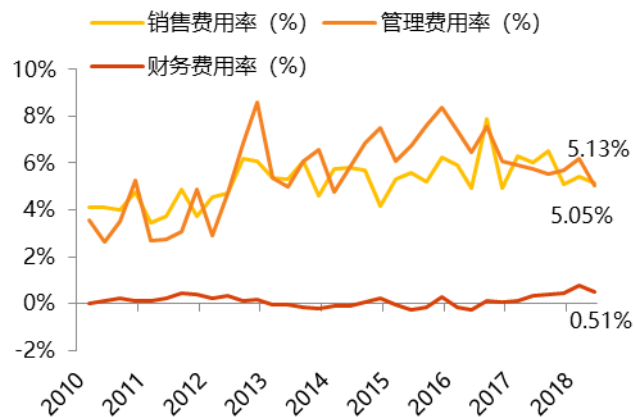
期间费用率整体稳定，财务费用率略有回落。卡车板块三费率 18Q1 为 12.4%，同比大致持平，18Q2 为 10.7%，同比下降 1.4 个百分点，回落显著。由于福田汽车和中国重汽财务费用率下降，卡车板块整体财务费用率相较 18Q1 小幅回落。18Q1 卡车板块财务费用率为 0.8%，同比增长 0.7 个百分点，18Q2 财务费用率为 0.5%，同比增加 0.2 个百分点。

图 28：卡车板块单季三费费用率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

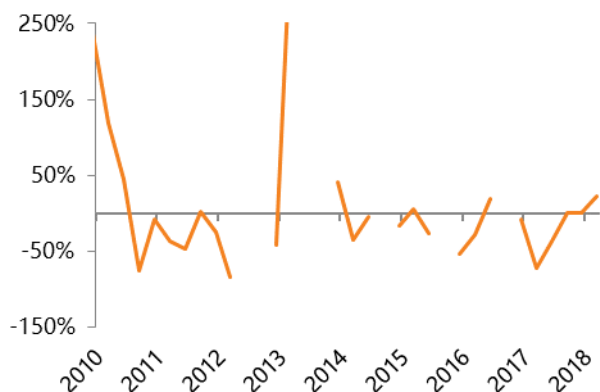
图 29：卡车板块单季销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

福田拖累板块扣非净利下滑，重汽表现相对较好。卡车板块 18Q2 整体扣非净利年环比上升 1.5 个百分点，18Q1 受福田(-6.6 亿元)拖累亏损 2.9 亿元，18Q2 因福田亏损减少(-3.48 亿元)而中国重汽和东风汽车盈利显著，板块整体转盈 1.4 亿。

图 30: 卡车板块单季扣非净利同比增速 (%)



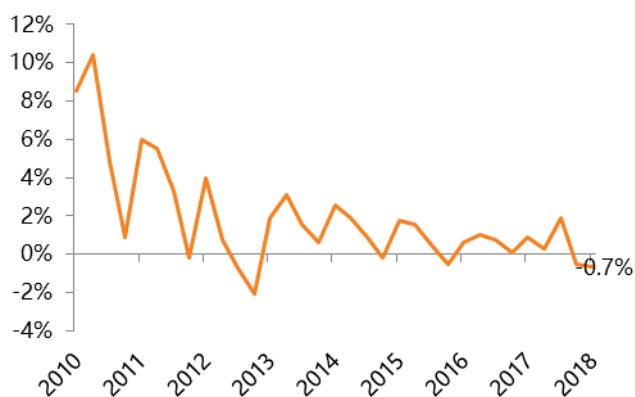
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 31: 卡车板块单季扣非净利率 (%)



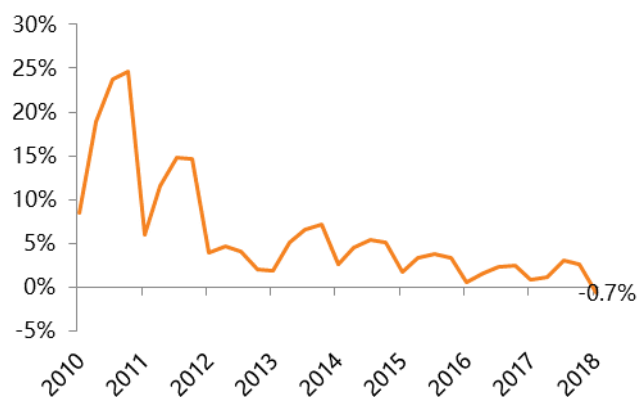
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 32: 卡车板块单季扣非 ROE (%) (整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 33: 卡车板块累计扣非 ROE (%) (整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 6: 卡车标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)

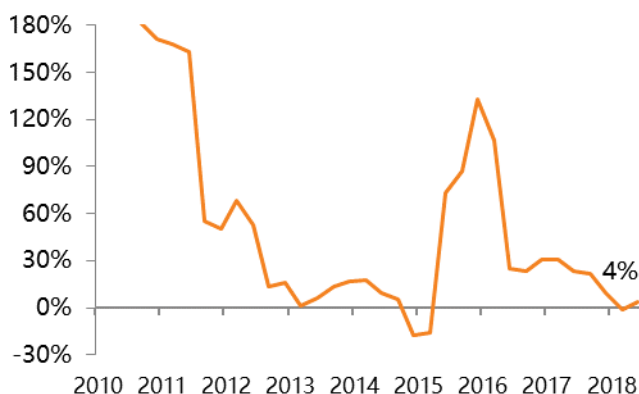
公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q1 扣非净利增速	PE TTM	预测 18PE
庆铃汽车	1122.HK	-5%	-12%	-7%		11	-
江铃汽车	000550.SZ	-4%	-11%	-18%	-59%	21	17
东风集团	0489.HK	11%	2%	-4%		4	4
福田汽车	600166.SH	-7%	-13%	-33%	-20%	-14	-
东风汽车	600006.SH	-5%	-11%	-33%	134%	22	15
中国重汽	000951.SZ	-4%	-5%	-28%	-10%	9	8

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 经销服务：净利润下滑明显

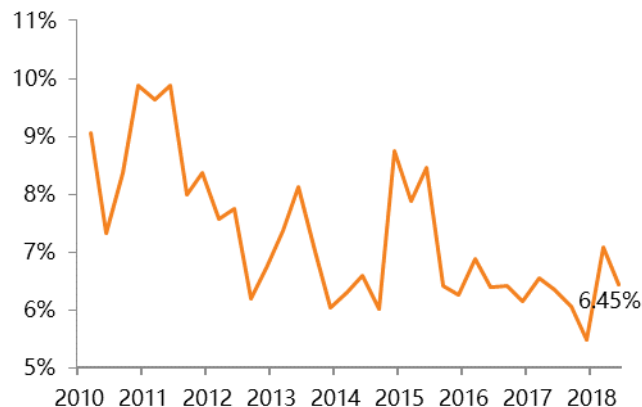
营收增速因市场因素小幅回升，18Q2 毛利率有所回落。18Q1 和 18Q2 营收同比增速分别为-1%和 4%，营收同比增速较上个季度小幅提升，但增速绝对值依然较低，车市相对低迷。经销服务 18Q2 毛利率为 6.5%，同比基本持平，环比减少 0.7 个百分点，主要受终端销售压力影响，促销较多导致的。

图 34：汽车销售与服务板块单季营收同比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

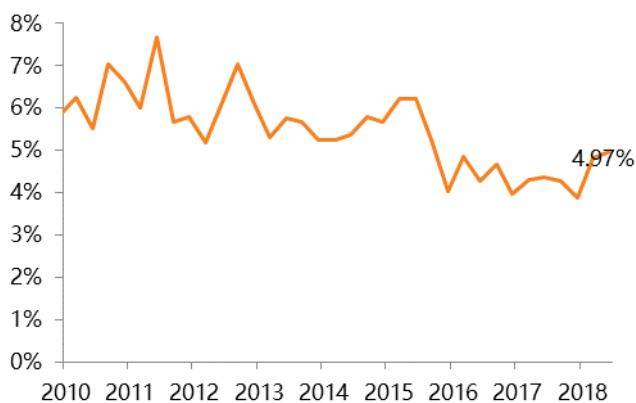
图 35：汽车销售与服务板块单季毛利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

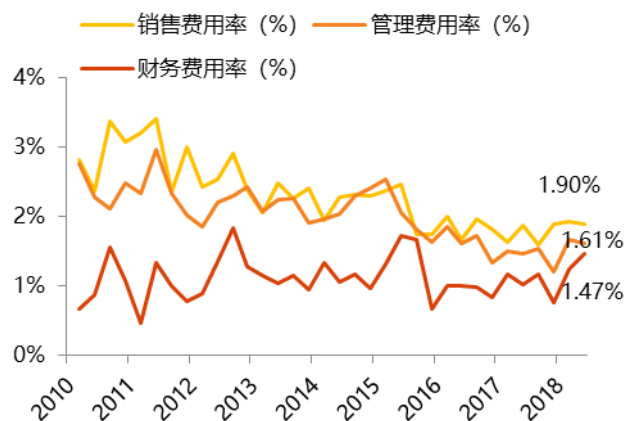
经销板块 18Q2 期间费用率增速放缓。汽车销售与服务板块 18Q1 三费费用率为 4.8%，高于 17Q4 年 0.9 个百分点，主要由于财务费用和管理费用的环比大幅提升所致。18Q2 三费费用率为 5%，环比提升 0.2 个百分点，其中虽然财务费率提升明显，但销售费用与管理费用均有所下滑，一定程度上削弱了财务费用上涨带来的影响。

图 36：汽车销售与服务板块单季三费费用率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

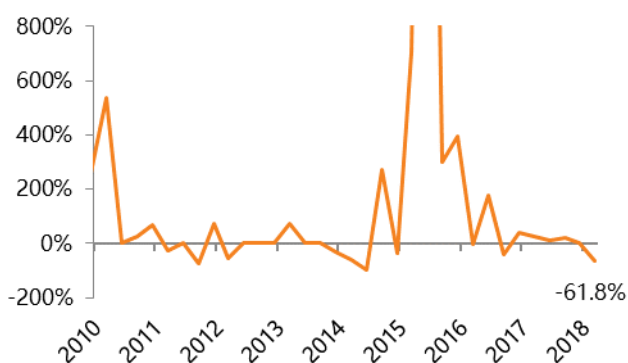
图 37：汽车销售与服务板块单季销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

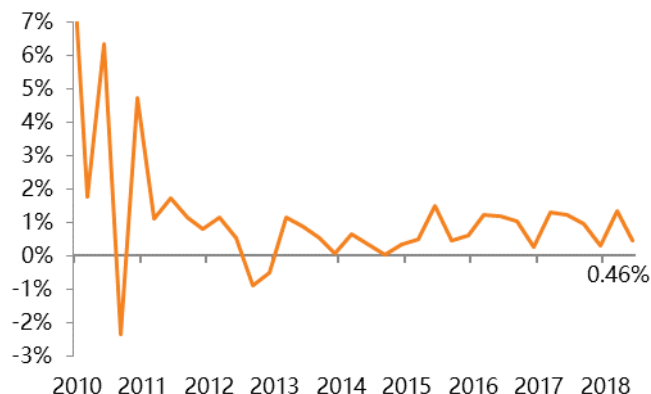
扣非净利增速下移，18Q2 毛利率下跌带动净利润下降。18Q2 扣非净利润同比下滑 62%，营收增速放缓对行业盈利能力影响较大，其中广汇汽车的 18Q2 扣非下滑了 32%。18Q2 扣非净利率为 0.46%，扣非净利受毛利率下降影响而有所降低，同比下降 0.7%。

图 38: 汽车销售与服务板块单季扣非净利同比增速 (%)



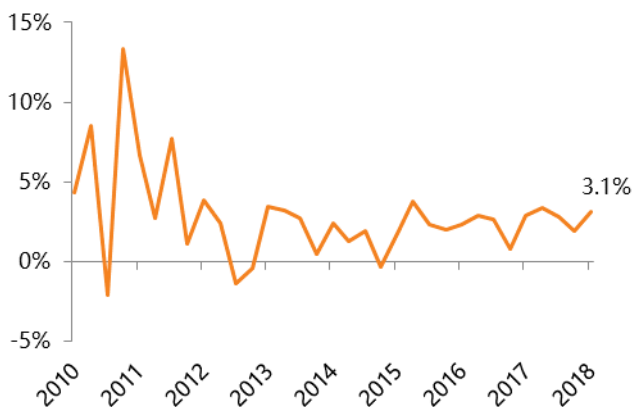
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 39: 汽车消费与服务板块单季扣非净利率 (%)



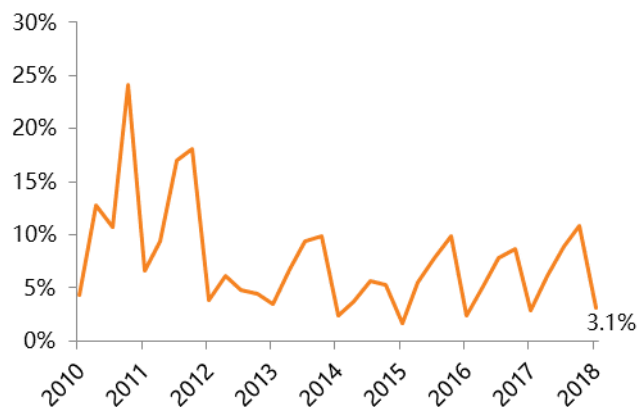
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 40: 汽车消费与服务板块单季扣非 ROE (%，整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 41: 汽车消费与服务板块累计扣非 ROE (%，整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 7: 经销服务标的近期涨跌情况 (截至 2018 年 8 月 31 日)

公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q1 扣非净利增速	PE TTM	预测 18PE
亚夏汽车	002607.SZ	-17%	-8%	83%	-64%	87	49
中升控股	0881.HK	-4%	-31%	-2%		9	8
国机汽车	600335.SH	0%	0%	-6%	-47%	20	13
大东方	600327.SH	-4%	-18%	-18%	2%	12	11
永达汽车	3669.HK	12%	-21%	-18%		7	6
广汇汽车	600297.SH	-1%	-7%	-21%	-32%	13	11
漳州发展	000753.SZ	-6%	-11%	-23%	-7685%	24	-
物产中大	600704.SH	-8%	-18%	-24%	-1%	8	8
申华控股	600653.SH	1%	-10%	-25%	-2%	-6	-
庞大集团	601258.SH	-5%	-18%	-30%	599%	68	-
特力 A	000025.SZ	-18%	-23%	-31%	-37%	114	-
龙洲股份	002682.SZ	-9%	-19%	-34%	18%	15	11
正通汽车	1728.HK	3%	-29%	-38%		7	6
中国中期	000996.SZ	-14%	-22%	-40%	-62%	121	-
广汇宝信	1293.HK	-12%	-36%	-43%		7	6

和谐汽车	3836.HK	-5%	-20%	-44%		5	5
东方时尚	603377.SH	-1%	-40%	-51%	-33%	34	27

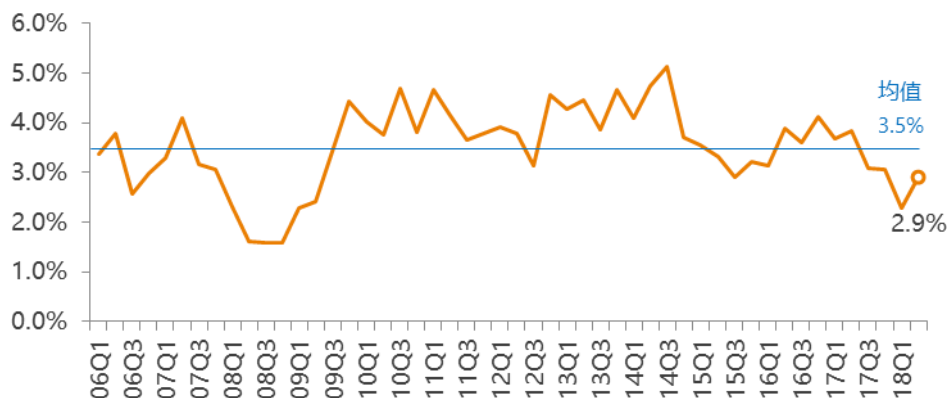
资料来源：Wind、天风证券研究所

7. 投资建议

汽车板块基金持仓比例 18Q2 保持低位。2018 年 2 季度行业批发增速反弹，但市场对行业景气谨慎预期不改，贸易战带来的影响预期仍不明朗，汽车板块基金持仓比例（占基金总持仓）Q2 保持低位，但较 Q1 的 2.3% 回升至 2.9%，所持标的数从 89 只回升到 165 只，主要为零部件标的增加 59 只。其中，乘用车由 0.61% 升至 0.88%，商用车由 0.11% 升至 0.22%，零部件由 1.39% 升至 1.63%，汽车服务由 0.18% 降至 0.17%。

前十重仓股持股总量均有增加，持仓集中度提高。

图 42：2005-2018 年汽车行业基金持仓市值占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 8：基金持仓汽车行业前十大重仓股（以持股市值为排序标准）

排序	2018Q2			2018Q1	
	股票	持股市值 (亿元)	持股总量变动	股票	持股市值 (亿元)
1	上汽集团	113	1.6%	华域汽车	48
2	华域汽车	84	4.9%	上汽集团	47
3	潍柴动力	47	4.0%	长城汽车	22
4	宇通客车	29	5.1%	潍柴动力	17
5	福耀玻璃	27	2.7%	星宇股份	11
6	长城汽车	22	0.5%	福耀玻璃	10
7	星宇股份	18	3.8%	银轮股份	9
8	威孚高科	18	6.2%	广汇汽车	9
9	银轮股份	16	9.9%	宇通客车	9
10	比亚迪	15	1.0%	宁波华翔	10

资料来源：Wind、天风证券研究所

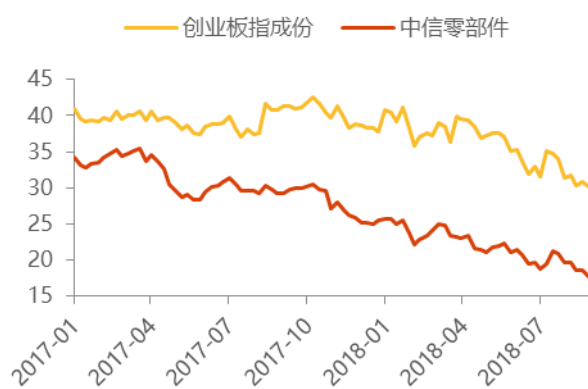
整车坚守龙头，零部件择机择优。从 2010-2013 的情况来看，乘用车板块和零部件板块股价、PE 对盈利情况的反应相对灵敏，2013 年年中零部件板块的盈利修复市场基本也及时给予了反馈。从当前的情况来看，乘用车板块由于增速下移，分化进一步加剧，板块整体盈利被中小厂拖累，投资上无疑需瞄准龙头，无论市场份额还是消费升级，都仍有较大提升空间。客车在新能源补贴连续退坡的大背景下，份额向宇通、金龙双寡头集中。零部件板块盈利能力没有显著下降，ROE 持续小幅提升，估值水平回落明显，金九银十之前仍可选择相对低估值、业绩高增速、成长通道明晰的优质标的。

图 43: 乘用车板块 PE TTM (整体法,剔除负值)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 44: 零部件板块 PE TTM (整体法,剔除负值)



资料来源: Wind、天风证券研究所

中国汽车消费已经确定走向龙头时代,消费升级和技术升级指向龙头强者恒强。中美贸易摩擦短期多空参半,汽车及零部件行业格局逐渐清晰,中长期看产业竞争力。建议重点关注:

【汽车】我们对乘用车全年维持小年判断,3季度数据仍有压力,但龙头份额仍保持扩张,在市场预期过度悲观时,选择价值龙头配置,且金九银十的旺季即将到来,投资机会浮现。维持推荐强者恒强的龙头**【上汽集团、吉利汽车】**,以及估值有足够安全边际的零部件标的**【新泉股份、宁波高发、精锻科技、银轮股份】**。

【电动化】新能源汽车投资进入高端化新周期,当前为量、价、预期的三低点,建议紧扣乘用车高端化、客车寡头化趋势积极布局。推荐整合有望加速的客车寡头**【金龙汽车】**,建议关注新能源乘用车**【比亚迪】**,供应全球的高端核心部件**【旭升股份、三花智控(家电覆盖)、宏发股份(电新、电子覆盖)、中鼎股份、银轮股份】**;以及上游资源的锂和钴标的。

【智能化、网联化】《智能汽车创新发展战略(征求意见稿)》开启中国汽车产业弯道超车的另一重大布局,目标2020年新车销售实现50%为智能汽车。将加速智能汽车在电动、电子、网联、AI等技术升级,自动驾驶产业化进程值得期待。看好**【华域汽车、均胜电子、宏发股份(电新覆盖)、四维图新(计算机覆盖)拓普集团、宁波高发】**。建议关注:**【法拉电子】**。

8. 风险提示

汽车产销增速低于预期、新能源汽车政策调整幅度过大等

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com