

# 汽车行业半年报综述

## 弱者淘汰、强者更强

### 中性（维持）

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《行业快评\*汽车和汽车零部件\*销量实现高增长、盈利能力提升》 2018-08-22
- 《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*中升控股中报启示录》 2018-08-17
- 《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*淡季很淡，分化进一步加剧》 2018-08-14
- 《行业深度报告\*汽车和汽车零部件\*特斯拉：颠覆者的进击》 2018-08-11
- 《行业深度报告\*汽车和汽车零部件\*激荡廿载、制胜未来》 2018-08-09

#### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**曹群海** 一般从业资格编号  
S1060116080003  
021-38630860  
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

**肖潇** 一般从业资格编号  
S1060118050036  
15000862289  
XIAOXIAO718@PINGAN.COM.CN

- **乘用车上半年量利承压、下半年难言景气。**1H18 乘用车景气度较低，扣除库存变动经测算 2Q 实际销量增幅为-14%，终端消费低迷、高库存依然会影响下半年乘用车销量增幅。上半年自主乘用车企业业绩分化加剧，其中吉利、上汽自主、长城表现较好；长安自主、广汽自主、江淮净利润下滑。合资品牌中，豪华车和日系车表现较强，韩系车由于加大优惠略有反弹，长安福特盈利大幅下滑，大众通用表现中规中矩。全球角度来看，受益于成本削减和产品组合优化日系丰田、本田走强，美系、韩系车企走弱。展望下半年，不利因素犹存，乘用车难言景气，看好日系品牌回归与优质自主崛起。
- **重卡维持高景气，上游盈利更强。**政策轮番接力使重卡行业上半年维持高景气度，实现销量 67.2 万辆，同比增幅 15.1%；重卡产业链从上游到下游的利润率递减，利润弹性递增。由于金融机构新增中长期贷款等先行指标同比下降，下半年重卡销售增速或放缓，中长期来看，随着“国三”淘汰，“国六”提前实施等政策持续，未来 2~3 年重卡销量有望保持较高水平。
- **客车企业盈利下滑，三季度有望改善。**上半年受补贴过渡期影响，市场竞争环境恶化，主要客车企业净利润下滑明显。新能源补贴政策的实施导致主要客车企业的财务费用率与应收账款周转天数高涨，随着国补逐步到位，财务费用与减值损失有望改善；补贴退坡与电池成本下降将使低端产能逐步出清，客车龙头企业有望在三季度末步入上升通道，新能源客车市场龙头格局强化。
- **上半年零部件表现疲软，话语权至关重要。**1H18 汽车零部件合计收入同比增速 17.6%，增幅较同期大幅下滑，毛利率由于大幅年降、汇兑损失、原材料上涨等原因略有降低；剔除小系一次性损益后零部件合计净利润增幅为 19.9%（2017 年同期为+33.7%），主要是由于多数自主零部件企业相较主机厂还较为弱小，不能抵御行业周期风险，受年降、部分客户销量波动影响较大。龙头企业及话语权较强的零部件公司营运能力进一步提升，其上半年存货、应收账款周转速度加快，逆周期而行。由于零部件企业的业绩滞后效应，下半年行业下行周期多数企业仍面临较大压力，看好绑定日系+优质自主客户、具备较强话语权的零部件供应商。
- **投资建议与推荐个股：**我们认为，汽车行业下半年仍难言高景气，优分化将会更加明显。乘用车：合资看日系、自主看产品丰富的龙头，对应公司吉利汽车(多平台、多产品、未来三年持续向上)、强烈推荐上汽集团（2Q 自主首次扭亏、合资稳健）、推荐广汽集团（看好日系未来

年增长空间、自主产品丰富有望渡过调整期迎来复苏)；商用车部分：强烈推荐宇通客车(份额及盈利能力环比回升期)，蓝天保卫战力度或超预期，国三车淘汰加速，对冲柴油车周期下行，国六排放带来历史性机遇：推荐潍柴动力、威孚高科(掌握产业链核心环节定价权)；下半年行业下行周期看好产品单车价值量提升，客户结构高端，具备较强抵御周期能力，具备“做大”可能性的零部件供应商，强烈推荐星宇股份(民营车灯龙头受益 LED 车灯升级、绑定德系大众)，中鼎股份(非轮胎橡胶件内龙头内生外延)，推荐福耀玻璃(全球玻璃龙头、打开海外市场)、银轮股份(产品布局优异、热管理全球扩张)、拓普集团(产品横向延伸、吉利产业链)、宁波高发(产品升级+自动变速器渗透率提升)。

- **风险提示：**1) 汽车市场景气度不及预期，乘用车出现大规模价格战，影响主机厂毛利率及盈利能力，造成业绩大幅下滑的风险。2) 大宗原材料价格继续上涨，对零部件企业造成更大的压力，抬高企业生产制造成本。3) 客运市场可能继续受高速铁路、城际铁路建设影响，市场需求存在进一步萎缩风险；校车市场可能存在政策扶持力度不足，需求下滑风险。

股票名称	股票价格	EPS			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
上汽集团	29.05	2.95	3.28	3.53	9.8	8.9	8.2	强烈推荐
星宇股份	50.40	1.7	2.23	2.95	29.6	22.6	17.1	强烈推荐
宇通客车	15.41	1.41	1.55	1.78	10.9	9.9	8.7	强烈推荐
中鼎股份	11.12	0.91	1.05	1.23	12.2	10.6	9.0	强烈推荐
广汽集团	10.21	1.06	1.13	1.21	9.6	9.0	8.4	推荐
福耀玻璃	25.71	1.26	1.6	1.82	20.4	16.1	14.1	推荐
银轮股份	7.45	0.39	0.47	0.57	19.1	15.9	13.1	推荐
长城汽车	7.18	0.55	0.72	0.83	13.1	10.0	8.7	推荐
潍柴动力	8.06	0.85	1.00	1.07	9.5	8.1	7.5	推荐
均胜电子	24.33	0.42	1.35	1.37	57.9	18.0	17.8	推荐
拓普集团	16.68	1.01	1.19	1.44	16.5	14.0	11.6	推荐
宁波高发	18.29	1.01	1.34	1.72	18.1	13.6	10.6	推荐
骆驼股份	11.46	0.57	0.74	0.91	20.1	15.5	12.6	推荐
威孚高科	19.13	2.55	2.53	2.83	7.5	7.6	6.8	推荐
吉利汽车*	14.13	1.16	1.62	2.13	12.2	8.7	6.6	-

\*为 wind 一致预测

# 正文目录

<b>一、整车板块：乘用车难言景气、客车尚在出清</b>	<b>5</b>
1.1 乘用车：上半年量利承压、下半年难言景气	5
1.2 乘用车企业：分化加剧	6
1.3 重卡维持高景气，上游盈利更强	8
1.4 客车企业盈利下滑，三季度末有望改善	10
<b>二、零部件：年降+材料+汇兑影响较大，话语权至关重要</b>	<b>13</b>
<b>三、投资建议与推荐个股</b>	<b>15</b>
<b>四、风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图表 1	乘用车月度销量	单位：万辆	5
图表 2	乘用车季度销量同比增幅		5
图表 3	汽车全行业收入及利润增长情况		6
图表 4	汽车零售额当月同比增幅		6
图表 5	主要自主品牌乘用车净利润	单位：亿元	7
图表 6	自主品牌历年净利润	单位：亿元	7
图表 7	上半年主要合资企业收入及净利润情况	单位：亿元	7
图表 8	合资品牌历年净利润	单位：亿元	8
图表 9	1H18 全球车企财务情况	单位：亿美元	8
图表 10	主要重卡企业二季度及上半年销量及同比增长	单位：万辆	9
图表 11	零部件股 2018 上半年经营简况	单位：亿元	9
图表 12	重卡产业链相关公司净利率		10
图表 13	重卡产业链相关公司净利润增长率		10
图表 14	2018 年上半年主要客车股经营简况	单位：亿元	11
图表 15	主要客车企业财务费用/营业总收入	单位：%	11
图表 16	主要客车企业应收账款周转天数	单位：天	12
图表 17	主要客车企业资产减值损失/营业总收入	单位：%	12
图表 18	主要客车企业市占率	单位：%	13
图表 19	主要客车企业新能源客车市占率	单位：%	13
图表 20	主要客车企业新能源客车销量结构	单位：万辆	13
图表 21	零部件股 2018 上半年经营简况		14
图表 22	2018 年上半年主要零部件股经营简况	单位：亿元	14
图表 23	主要零部件企业单季度毛利率	单位：%	15
图表 24	存货周转率		15
图表 25	应收账款周转率		15

## 一、 整车板块：乘用车难言景气、客车尚在出清

### 1.1 乘用车：上半年量利承压、下半年难言景气

乘用车上半年实现销量 1177.5 万辆（同比+4.6%），实现较为不错的批发销量增速，但我们观察到行业中 2 个特点：

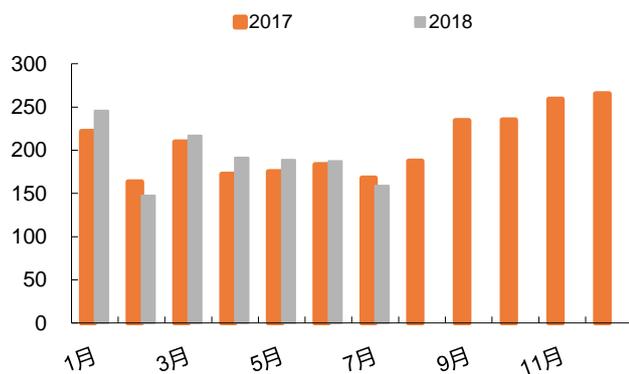
1、2Q17 和 2Q18 的库存周期变动变相抬高了批发销量的同比增速，经库存周期加回测算，2Q 的实际销量增速应该在-14%左右（2Q 库存同比变动 0.54 个月），这也与我们观察到的终端 4 月开始大幅优惠现象相吻合，与统计局观测到的汽车零售额同比增速 4 月转负相吻合。

2、外部环境方面：宏观经济增速放缓，2018 年 1、2 季度 GDP 同比增速分别为 6.8%、6.7%，比 2017 年同期分别下滑 0.1 个和 0.2 个百分点，居民当期及未来收入悲观预期加强，影响购车消费。4 月份开始的中美贸易战使得消费者观望情绪浓厚，棚改货币化的停滞使得汽车低端消费受到部分抑制。

综合来看我们认为下半年上述 2 个因素仍难言改善，乘用车市场仍然承压。

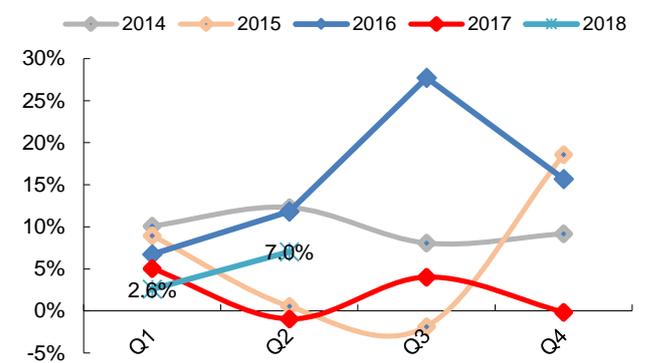
**汽车制造收入与利润增幅仍处低位。**据国家统计局数据，2018 年 1~6 月汽车全行业收入增幅 10.6%（同比下降 1.4 个百分点），利润总额增幅 4.9%（同比下降 6.8 个百分点），利润总额增幅同比下降较快。零售角度来看，2018 年 5-6 月汽车零售额连续 2 个月同比增幅为负。

图表1 乘用车月度销量 单位：万辆



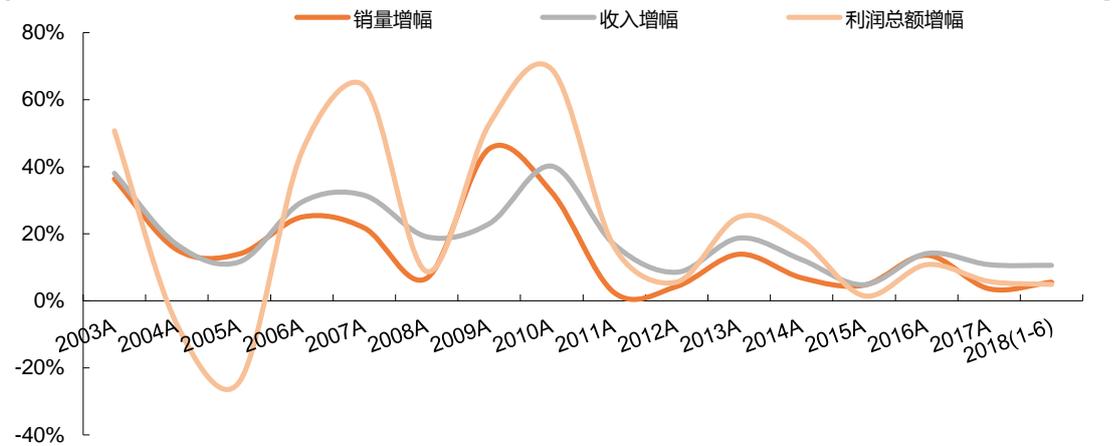
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表2 乘用车季度销量同比增幅



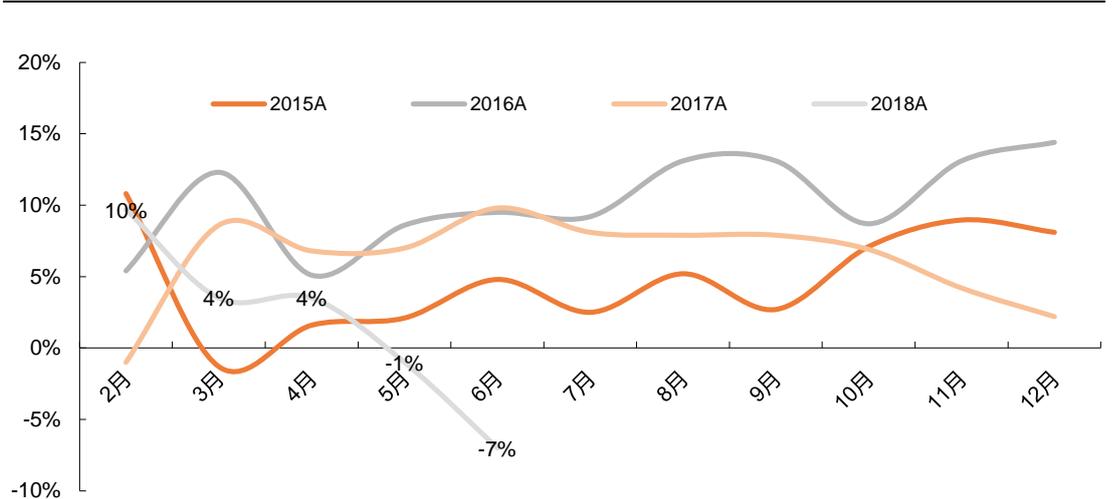
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表3 汽车全行业收入及利润增长情况



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

图表4 汽车零售额当月同比增幅



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

## 1.2 乘用车企业：分化加剧

1H18 自主车企分化进一步加剧，其中吉利、上汽自主、长城汽车业绩表现较好，而广汽自主、长安自主、江淮汽车等表现较差。

表现较好的车企吉利、上汽等均为仍处于新品周期且品牌号召力较强的企业，上半年增量大部分由新品贡献，比如吉利 2017 年下半年上市的远景 X3、S1 等车型，上汽自主 2017 年底上市的 RX3、MG6 等车型，这部分车型经测算约贡献了 50-65% 的销量增量。2 家车企的新能源布局也较为领先，新能源车型的高增长也提振了利润率以及销量增速。

长城汽车上半年高增长主要是由于 2017 年 2Q 发放红包优惠基数较低所致，在 2018 年 3Q 公司发放了拼单红包且红包活动结束后终端继续大幅优惠，预计 3Q 盈利承压。

广汽自主品牌上半年利润增速较低，主要是由于 GS4 新老款换代，老款车型去库存导致公司大幅补贴经销商，影响毛利率和销售费用所致。

综合来看，上半年 SUV 增速的放缓及终端的不景气对大部分企业造成了影响，唯独上汽自主、吉利汽车仍然保持高速增长。

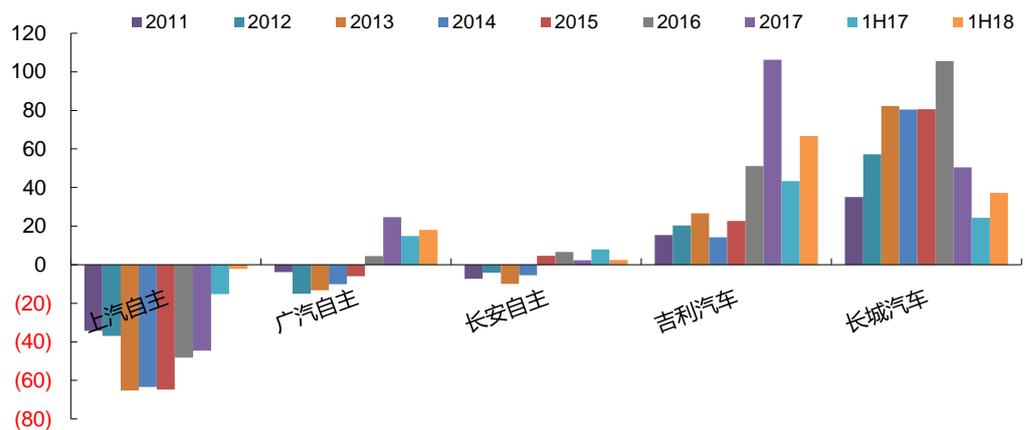
图表5 主要自主品牌乘用车净利润 单位：亿元

	1H17	1H18	同比增幅	2Q17	2Q18	同比增幅
上汽自主	-15.2	-2.1	减亏	-11.3	6.6	扭亏为盈
吉利汽车	43.4	66.7	53.5%	-	-	
长城汽车	24.2	37.0	52.9%	4.7	16.2	244.7%
广汽自主*	24.4	18.7	-23.4%	9.2	4.3	-53.3%
江淮汽车	3.5	1.6	-52.6%	0.7	-0.5	亏损
长安自主	7.9	2.5	-68.6%	6.1	0.0	-99.3%
一汽轿车	0.8	-2.7	亏损	0.1	-1.6	亏损

资料来源：公司公告，平安证券研究所

\*广汽自主为加回资产减值损失口径

图表6 自主品牌历年净利润 单位：亿元



资料来源：wind，平安证券研究所

合资企业中日系表现较强，福特和韩系继续下滑。上半年净利润增幅最高的有广汽三菱、华晨宝马、北京奔驰、广汽本田、上海大众、广汽丰田等；受益于三菱欧蓝德的畅销，广三菱盈利进一步扩大。受益于豪华车市场上半年销量快速增长 11.9%，华晨宝马、北京奔驰盈利增幅较大，利润率也都有所提高。日系车平台换代及产品的更新使得日系丰田、本田实现较高的利润增幅，凯美瑞、雅阁及其混动车型销售都异常火爆，提振了 ASP 及单车利润率。

韩系车悦达起亚扭亏为盈，主要是由于同期销量基数较低，较高的终端优惠导致销量有所反弹，预计在无优质产品力支撑下不可持续。长安福特、广菲克表现较差，其中福特主要是由于产品多年未更新换代，销量持续下滑，广菲克是由于产品力较弱，弱市行情下销量逐渐疲软导致。

图表7 上半年主要合资企业收入及净利润情况 单位：亿元

	营业收入			净利润		
	1H17	1H18	同比增幅	1H17	1H18	同比增幅
广汽三菱	81.8	98.5	20.4%	2.9	5.3	83.4%
华晨宝马	530.43	631.2	19.0%	53.38	73.5	37.8%

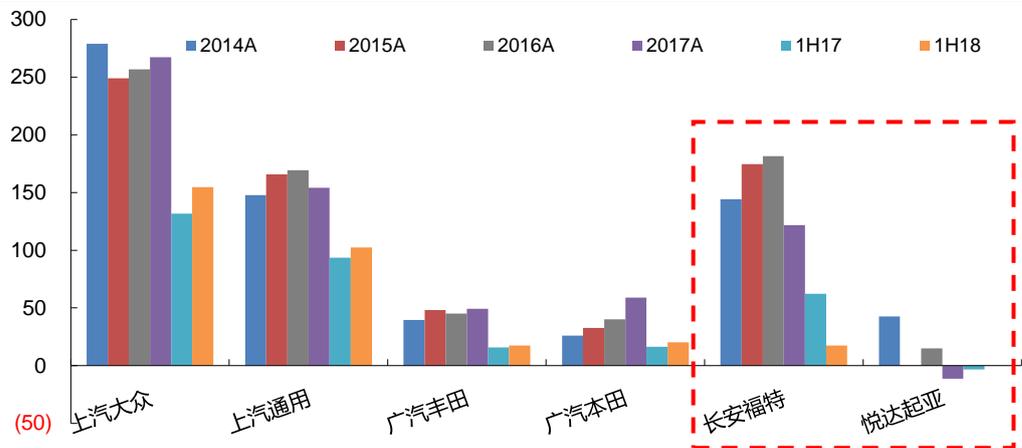
北京奔驰*	583.1	702.2	20.4%	83.1	110.3	32.7%
广汽本田	413.2	450.2	9.0%	32.9	40.2	22.2%
上海大众	1214.6	1395.0	14.9%	131.7	154.7	17.5%
广汽丰田	311.8	372.1	19.3%	31.3	35.0	11.8%
上海通用	1031.5	1119.0	8.5%	93.6	102.5	9.5%
长安马自达	108.6	110.7	1.9%	12	12.7	5.9%
天津一汽丰田	246.6	248.3	0.7%	7.6	7.8	2.0%
悦达起亚	133.2	152.2	14.3%	-3.3	0.2	扭亏为盈
长安福特	494.2	306.4	-38.0%	62.4	17.5	-72.0%
广汽菲克	168.5	109.6	-35.0%	4.1	-0.4	亏损

资料来源：公司公告，平安证券研究所

\*北京奔驰为戴姆勒报表预估

图表8 合资品牌历年净利润

单位：亿元



资料来源：wind，平安证券研究所

从全球车企来看，通用和福特表现较差，福特由于产品老化，在中国、欧洲市场表现较差，通用受大宗商品价格上涨和南美市场货币贬值影响，净利润下滑 19.5%，本田受益于北美、中国市场销量增长，产品组合优化，净利润增幅较高，丰田进一步受益于成本优化，净利润增幅有所提升，大众在欧洲、中国市场销量表现优异，ASP 提升，盈利实现较高增长。

图表9 1H18 全球车企财务情况

单位：亿美元

	营业收入			净利润		
	1H17	1H18	同比增幅	1H17	1H18	同比增幅
福特	790.0	808.8	2.4%	36.3	28.0	-22.8%
通用	742.5	728.6	-1.9%	42.7	34.4	-19.5%
菲亚特克莱斯勒	636.5	647.8	1.8%	20.4	20.4	0.0%
本田	665.0	730.0	9.8%	27.1	32.2	19.0%
丰田	1289.6	1374.9	6.6%	91.1	103.1	13.1%
大众	1249.9	1444.6	15.6%	71.9	94.6	31.6%
现代	417.8	438.1	4.9%	17.1	10.1	-41.1%

资料来源：wind，彭博，平安证券研究所

### 1.3 重卡维持高景气，上游盈利更强

政策轮番接力维持重卡上半年高景气度。上半年，重卡实现了 67.2 万辆的销量，同比增幅 15.1%，主要是由于 2017 年新版 GB1589 实施，导致平均单车载重量下降约 18%，2016 年重卡保有量 569 万辆，则理论上需要 694 万辆重卡才能满足法规实施之前的运力，从而产生 125 万辆重卡的新增需求，加上政府严格治超的措施，使 2017 年重卡销量创新高达到 111.7 万辆，受 GB1589 影响最大的是物流类重卡，所以 2017 年主要作为物流用途的半挂牵引车销量达到 58.3 万辆，占重卡比例过半。

图表10 主要重卡企业二季度及上半年销量及同比增长 单位：万辆

	2Q18 销量	1H18 销量	2Q18 同比增幅	1H18 同比增幅
行业合计	34.8	67.2	16.3%	15.1%
一汽	7.7	16.5	23.6%	25.8%
东风	6.5	12.0	10.2%	8.4%
重汽	5.7	11.0	6.6%	10.7%
陕汽	5.3	9.9	15.0%	12.7%
福田	3.6	6.3	24.4%	11.9%

资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

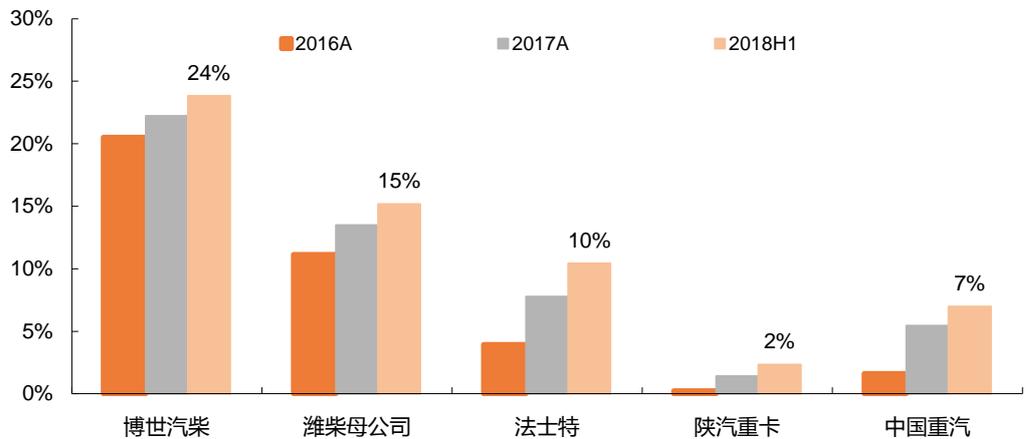
上半年陕汽重卡与重汽集团营业收入合计 618.6 亿元，同比增加 25.8%，合计归母净利润 30.2 亿元，同比增长 82%。从产业链看，重卡行业高景气度使产业链各环节盈利能力持续提升，在利润分配上，从上游到下游的利润率依次递减，最上游的博世汽柴净利润率高达 24%，潍柴发动机与法士特变速箱净利润率分别为 15%和 10%，而陕汽与重汽的净利润率则降至 2%和 7%，体现出上游较强的话语权。在盈利稳定性上，下游的陕汽与重汽利润弹性较大，而上游零部件的利润波动则相对平缓。

图表11 零部件股 2018 上半年经营简况 单位：亿元

		2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2017H1	2018H1
博世汽柴	营业收入	54.0	98.1	90.3	105.4	153.9	77.8	87.1
	净利润	9.4	18.5	21.6	21.6	34.2	17.5	20.8
潍柴母公司 (扣除投资收益)	营业收入	229.7	236.9	129.0	205.4	398.3	183.5	208.1
	净利润	33.4	32.8	12.6	22.9	53.8	20.2	31.6
法士特	营业收入	82.8	90.6	59.8	75.9	132.5	68.0	80.5
	净利润	5.0	5.1	0.7	3.0	10.3	5.2	8.4
陕汽重卡	营业收入	245.6	258.8	165.6	243.6	473.5	223.8	279.5
	净利润	2.6	3.8	0.4	0.6	6.7	2.6	6.5
中国重汽	营业收入	304.9	329.2	284.0	330.1	555.7	268.0	339.1
	净利润	2.7	4.1	2.1	5.3	30.2	14.0	23.7

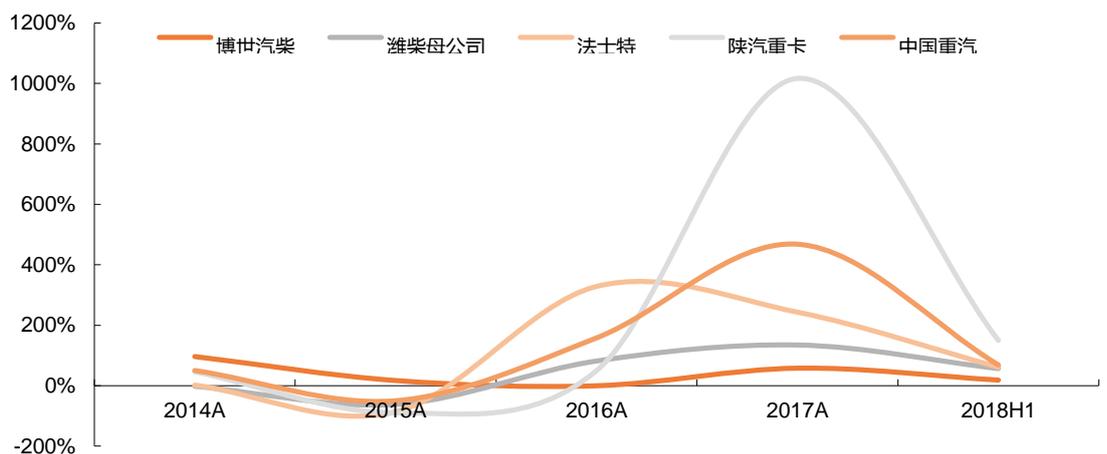
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 重卡产业链相关公司净利率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表13 重卡产业链相关公司净利润增长率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

**下半年重卡销售增速或放缓。**由于重卡用途主要为施工或长途运输, 与新开工项目高度相关, 项目开工前往往伴随金融机构中长期贷款提升, 此外, 重卡的购买方式也以金融贷款为主, 因此金融机构新增中长期贷款增速与重卡增速高度相关, 可以看作重卡销量的先行指标。2018年上半年, 金融机构新增中长期贷款同比下降 12%, 预计下半年重卡销量增速也将趋于放缓。

**重卡中长期销量或将保持高位。**未来随着环保法规趋严, 越来越多的一线城市和省会城市加强对国三排放车辆限行, 根据国务院 2018 年 7 月发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 2020 年底前京津冀等地区淘汰国三以下中、重型柴油货车 100 万辆以上, 自 2019 年 7 月起, 重点区域提前实施国六排放标准。再加上 2010 年后销售高峰时期的重卡车辆迎来更新潮, 2010 年至 2011 年重卡销量合计达 182 万辆, 预计将在未来 2~3 年完成更新, 因此未来 2~3 年重卡销量有望保持较高水平。

#### 1.4 客车企业盈利下滑, 三季度末有望改善

上半年受补贴过渡期影响, 市场竞争环境恶化, 主要客车企业净利润下滑明显。宇通客车上半年净利润下滑 23.4%, 估计由于上半年公司承担了补贴退坡的成本, 按照 2017 年标准的 0.7 倍补贴, 过

渡期宇通客车大、中、小型客车单车承担补贴退坡金额分别约为 9 万元、6 万元、2.7 万元，共计约 5.7 亿元左右。公司 2017 年电池价格三季度才确定，估计 2018 年大概率也在三季度定新一年度电池采购价，因此，我们估计上半年公司仍以 2017 年底电池成本入账，或对半年报带来一定负面影响。待 3Q18 敲定新的电池采购价后，公司大概率将追溯调整上半年电池成本。

**金龙客车上半年扭亏，毛利率下降。**金龙客车上半年累计实现营业收入 90.3 亿元，同比增长 57.3%，实现归属母公司股东净利润 0.8 亿元，同比增长 106.4%。金龙汽车利润与现金流好转，主要受益电动福建+苏州金龙恢复补贴+出口恢复，但公司毛利率同比下降，这是因为“电动福建”属政府推进项目，没有提高公司毛利率；出口销量虽高，但以中小型为主，单价仅 27.5 万元（约为宇通单价 1/2）；苏州金龙增幅高但对集团几无利润贡献。

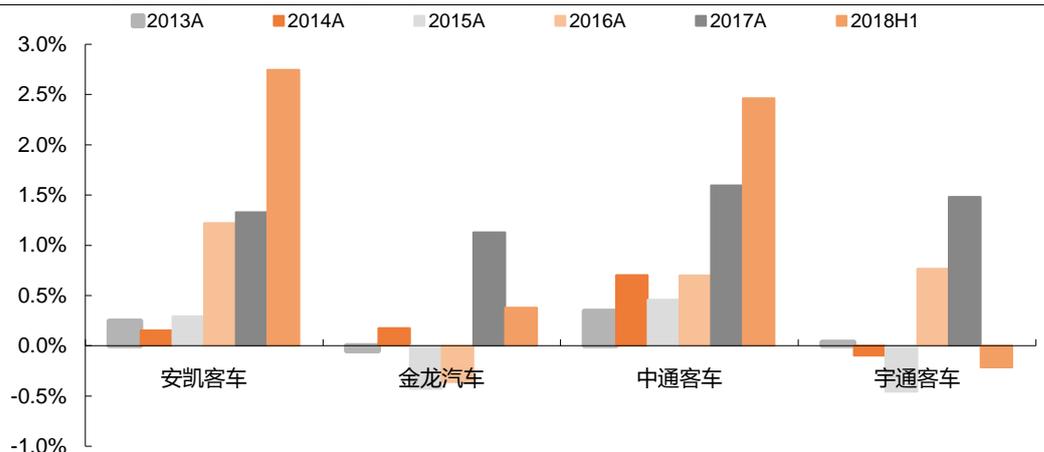
图表14 2018年上半年主要客车股经营简况 单位：亿元

	安凯客车	中通客车	宇通客车	金龙汽车
营业总收入	14.9	24.0	120.2	90.3
同比增幅	-37.3%	5.3%	29.1%	57.3%
归母净利润	-1.4	0.3	6.2	0.8
同比增幅	-390.1%	-50.7%	-23.4%	106.4%
毛利率	4.9%	14.6%	21.4%	12.6%
同比增加百分点	-3.7	-1.5	-3.5	-0.9
净利率	-11.0%	1.3%	5.2%	1.1%
同比增加百分点	-9.8	-1.4	-3.4	0.4
经营活动现金流	-1.8	-3.0	-11.9	5.3
17年同期	7.9	-6.2	-44.9	-5.9

资料来源：公司公告，平安证券研究所

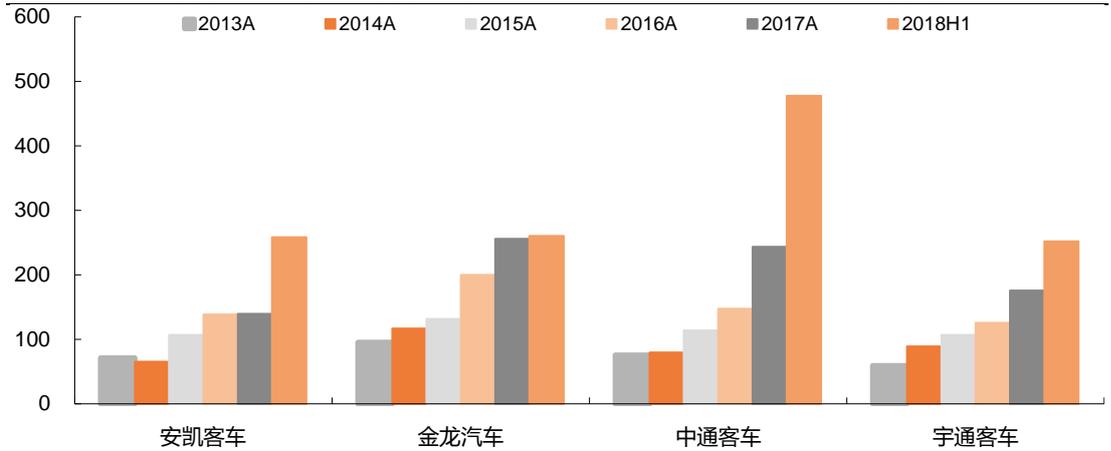
**国补到位改善财务费用与减值损失。**2015 年以来，新能源补贴政策的实施导致主要客车企业的财务费用率与应收账款周转天数高涨，资产减值损失加大，2018 年上半年，宇通客车已两次收到国家新能源补贴款共计 66.97 亿元，按照补贴新政规定，申请补贴的行驶里程门槛由 3 万公里减为 2 万公里，目前宇通客车达到 2 万公里要求的应收补贴款为 33.31 亿元，随着补贴逐步到位，预计主要客车企业的财务费用与减值损失将得到改善。

图表15 主要客车企业财务费用/营业总收入 单位：%



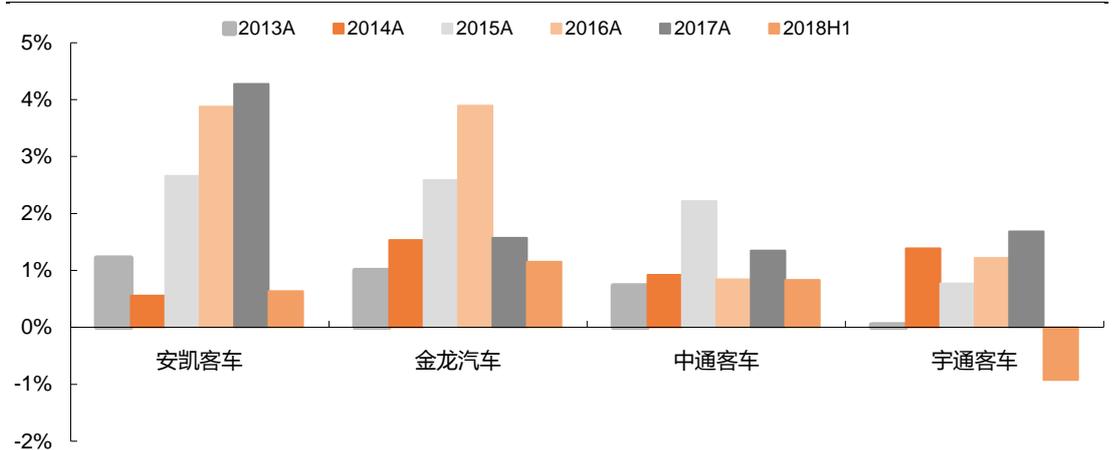
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图16 主要客车企业应收账款周转天数 单位：天



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图17 主要客车企业资产减值损失/营业总收入 单位：%



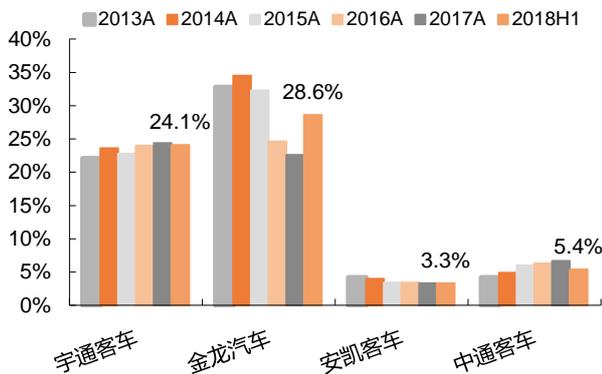
资料来源：公司公告，平安证券研究所

**新能源客车市场龙头格局强化。**根据中客网数据，上半年客车销量 11.9 万辆，同比增长 26%。由于 2018 年 5 月 1 日起增值税税率从 17% 下调至 16%，叠加新能源补贴新政策过渡期于 6 月 11 日截止，5 月新能源客车市场出现抢装行情，新能源客车销量高达 1.2 万辆，6 月受透支消费影响，新能源销量客车销量下降至 4789 辆，综合作用使 2018 年 2 季度销量平稳，且仍低于 2017 年同期。

8 月 16 日，工信部发布第 311 批新车公示，宇通客车多款新能源车上榜，部分其他客车厂亦跟进推出新品，行业新品周期有望催生新的订单需求，预计淡季过后行业销量将恢复增长，由于 2019 年新能源补贴大概率继续退坡，因此 2018 年底可能出现抢装潮，带来年底高销量。

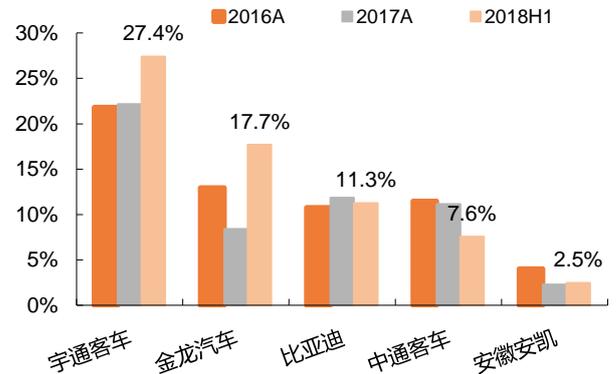
从新能源车型销售结构上看，宇通以大中客为主，单车利润更高且销量远超竞争对手，2018 年 1~7 月公司新能源客车市占率比 2017 年同期增加 7 个百分点，达到 24%，而主要竞争对手市占率均出现不同程度下滑，公司行业龙头地位稳固。2020 年后补贴可能完全退出，新能源客车单价中补贴占比急剧减少，将导致大量低端产能快速出清，品牌与产品差异将体现在价格差异上，龙头客车企业凭借规模优势享受更低的电池成本，市场份额将稳步上升。

图表18 主要客车企业市占率 单位：%



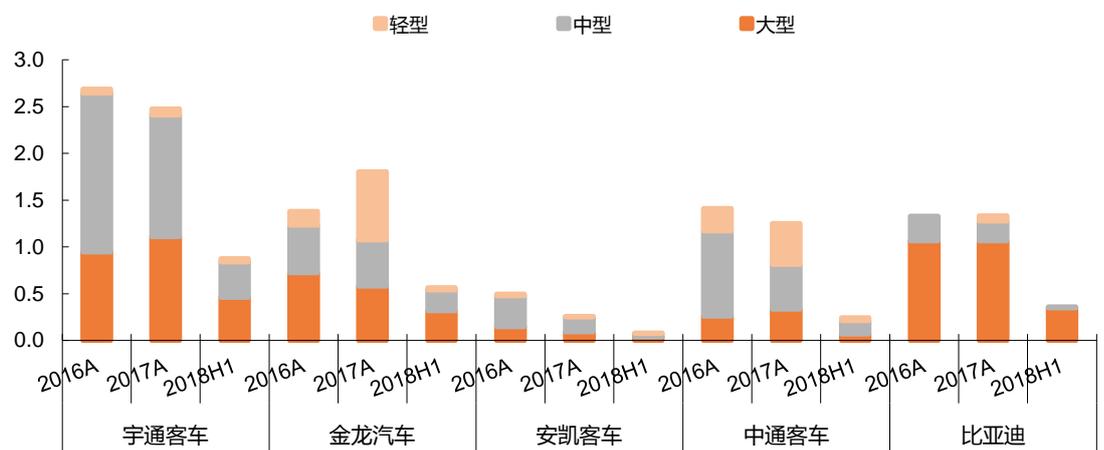
资料来源：中客网，平安证券研究所

图表19 主要客车企业新能源客车市占率 单位：%



资料来源：中客网，平安证券研究所

图表20 主要客车企业新能源客车销量结构 单位：万辆



资料来源：中客网，平安证券研究所

## 二、 零部件:年降+材料+汇兑影响较大，话语权至关重要

2018 上半年汽车零部件股合计收入增幅为 17.6%，相比 2017 上半年，收入增幅大幅下滑，主要原因为：

- 1) 主机厂年降幅度较大，2Q18 下游整车行业年降充分体现在零部件企业报表中，拉低零部件销售价格。
- 2) 下游行业实际销量增幅较低，影响零部件企业销量。

**毛利率同比下降：**上半年毛利率为 20.2%，相比 2017 年同期降低 0.3 个百分点，主要是由于上半年铝、钢、塑料粒子等大宗原材料维持在高位，同比略有增长导致，预计下半年同比增幅将有所降低；2018 年降多在 1 季度谈定，2Q 体现在财务报表中影响了企业毛利率；1Q 人民币升值也对部分企业出口业务毛利率造成负面影响。

**费用率降低：**自 2016 年起持续下降，上半年较 2017 同期继续降低 0.5 个百分点，预计是在经历 2014-2015 年自动化和研发投入期之后，部分企业的生产效率提高，规模效应提高，产品进入收获期，三费率降低，预计这一趋势将会延续。

**盈利能力总体承压：**1H18 零部件股归母净利润增幅为 24.7% (剔除华域小系公允价值变动一次性损益 9.2 亿，同比增幅为 19.9%)，低于收入增幅。

分企业来看，上半年绝大多数的零部件企业毛利率都有不同幅度的下滑，只有重卡类企业潍柴动力、威孚高科、玻璃龙头福耀玻璃 (剔除汇兑之后) 表现较好。

预计下半年下游景气度仍然承压，而零部件企业较主机厂产量有一定景气度滞后，而且年降、中美贸易战、社保缴费基数加严等不确定因素依然会影响零部件业绩，行业弱周期看好具备产品壁垒和话语权的公司，抵抗风险能力较强。

图表21 零部件股 2018 上半年经营简况

	收入增幅		毛利率		费用率		归母净利润增幅	
	1H18	1H17	1H18	1H17	1H18	1H17	1H18	1H17
汽车零部件股合计	17.6%	32.7%	20.2%	20.5%	11.8%	12.3%	24.7%	33.7%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表22 2018 年上半年主要零部件股经营简况

单位: 亿元

	营业总收入	同比增幅	归母净利润	同比增幅	毛利率	同比增加百分点	净利率	同比增加百分点
潍柴动力	822.6	13.8%	43.9	65.8%	21.8%	0.6	5.3%	1.7
华域汽车	816.3	19.3%	47.7	47.7%	13.6%	-0.6	5.8%	1.1
均胜电子	226.3	72.9%	8.2	33.4%	15.1%	-3.0	3.6%	-1.1
福耀玻璃	100.9	15.7%	18.7	34.8%	42.0%	-1.0	18.5%	2.6
一汽富维	65.1	6.4%	2.6	-11.4%	8.0%	1.4	4.0%	-0.8
中鼎股份	61.0	13.3%	7.0	12.4%	28.5%	-1.4	11.5%	-0.1
威孚高科	49.6	4.9%	15.5	16.5%	21.6%	0.6	31.1%	3.1
骆驼股份	42.3	32.4%	2.9	34.2%	20.8%	0.9	6.8%	0.1
云内动力	31.9	9.5%	1.8	5.9%	14.7%	1.5	5.5%	-0.2
拓普集团	30.7	31.6%	4.4	12.9%	28.0%	-1.9	14.2%	-2.4
银轮股份	26.3	30.8%	2.0	21.2%	25.0%	-1.6	7.7%	-0.6
星宇股份	24.5	22.4%	3.0	32.3%	21.6%	-0.3	12.2%	0.9
万里扬	21.6	-19.6%	2.8	-33.8%	26.5%	0.8	12.9%	-2.8
双林股份	19.5	-3.1%	0.9	-47.2%	20.0%	-4.6	4.7%	-3.9
新泉股份	18.5	17.2%	1.5	39.6%	23.3%	-0.5	8.2%	1.3
金固股份	14.8	13.3%	0.8	-229.5%	21.6%	5.4	5.7%	10.7
保隆科技	11.4	16.1%	0.9	-9.1%	32.8%	-3.5	7.5%	-2.1
继峰股份	10.6	22.4%	1.5	3.9%	32.1%	-2.0	13.7%	-2.4

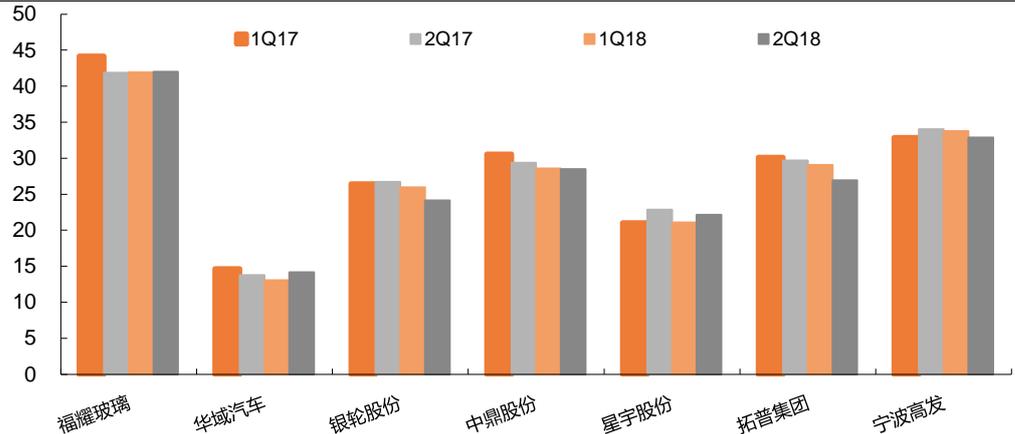
资料来源: WIND, 平安证券研究

话语权掌握在龙头手中。对主流零部件公司盈利能力、营运能力做横向比较，可以发现毛利率端，除华域汽车、福耀玻璃较为稳定之外，其余零部件企业上半年同比都略有下降，龙头类零部件企业稳定性更强。

而在存货、应收账款周转速度方面，由于下游不景气导致大部分零部件企业收款周期变长，存货积压，唯有星宇股份、福耀玻璃在存货与应收账款的周转速度上同比提升，充分显示其在产业链具备较高的话语权。

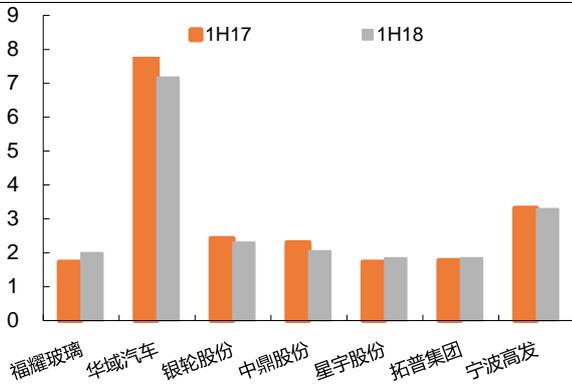
图表23 主要零部件企业单季度毛利率

单位：%



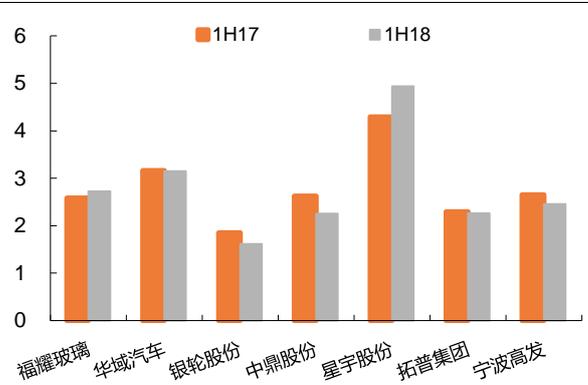
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表24 存货周转率



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表25 应收账款周转率



资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、投资建议与推荐个股

我们认为，汽车行业 2017-2018 年总体形势可类比于 2011-2012 年，预计今年汽车行业全年增幅约为 0.3%，但优劣分化将会明显。

乘用车：合资看日系、自主看产品丰富的龙头，对应公司吉利汽车(多平台、多产品、未来三年持续向上)、强烈推荐上汽集团（2Q 自主首次扭亏、合资稳健）、推荐广汽集团（看好日系未来 3 年增长空间、自主产品丰富有望渡过调整期迎来复苏）。

商用车：强烈推荐宇通客车（份额及盈利能力环比回升期），蓝天保卫战力度或超预期，国三车淘汰加速，对冲柴油车周期下行，国六排放带来历史性机遇；推荐潍柴动力、威孚高科（掌握产业链核心环节定价权）。

零部件领域：下半年行业下行周期看好产品单车价值量提升，客户结构高端，具备较强抵御周期能力，具备“做大”可能性的零部件供应商。强烈推荐星宇股份（民营车灯龙头受益 LED 车灯升级、绑定德系大众），中鼎股份（非轮胎橡胶件内龙头内生外延），推荐福耀玻璃（全球玻璃龙头、打开海外市场）、银轮股份（产品布局优异、热管理全球扩张）、拓普集团（产品横向延伸、吉利产业链）、宁波高发（产品升级+自动变速器渗透率提升）。

## 四、风险提示

- 1) 汽车市场景气度不及预期，乘用车出现大规模价格战，影响主机厂毛利率及盈利能力，造成业绩大幅下滑的风险。
- 2) 大宗原材料价格继续上涨，对零部件企业造成更大的压力，抬高企业生产制造成本。
- 3) 客运市场可能继续受高速铁路、城际铁路建设影响，市场需求存在进一步萎缩风险；校车市场可能存在政策扶持力度不足，需求下滑风险。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033