

行业月度报告
汽车
关注经销商去库存进程，销量拐点或于下半年出现

2019年02月20日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
汽车	6.69	4.88	-20.95
沪深300	8.57	6.87	-13.29

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

李文瀚

liwh1@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-89955753

相关报告

- 《汽车：汽车行业2019年1月行业跟踪报告：关注主机厂拐点弹性和估值修复逻辑》 2019-01-21
- 《汽车行业2019年度策略报告-逆小局，顺大势》 2018-12-26
- 《汽车：汽车行业2018年11月行业跟踪报告：整体销量下滑，关注新能源爆发》 2018-11-20

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
拓普集团	1.01	15.29	1.05	14.70	1.22	12.66	推荐
精锻科技	0.62	20.71	0.76	16.89	0.96	13.38	推荐
银轮股份	0.39	20.79	0.46	17.63	0.60	13.52	推荐
均胜电子	0.42	54.98	1.34	17.23	1.31	17.63	推荐
比亚迪	1.49	35.14	1.11	47.17	1.32	39.37	推荐
广汇汽车	0.47	10.96	0.54	9.54	0.59	8.73	谨慎推荐
宁波高发	1.42	10.67	1.90	7.97	2.34	6.47	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 汽车行业指数本月明显反弹，涨幅略高于全A指数。本月（2019.1.18-2019.2.20）全部A股涨跌幅为+7.67%，汽车行业涨幅为7.88%，整体跑赢大盘0.21个百分点，位于SW行业中第16位。
- 本月估值小幅反弹，但仍位于本轮周期的底部区间。截至2019年2月20日，申万汽车行业最新PE估值为14.30倍，相对沪深300、上证A股、深证A股的折溢价率分别为+28%、+20%和-21%，分别位于区间（2012年6月至今）历史估值溢价的后9%、11%和54%；PB估值为1.48倍，最新折溢价率分别为+9%、+10%和-33%，分别位于历史估值溢价的后6%、10%和0%。我们2019年上半年汽车服务板块受零售数据转暖影响，出现明显反弹，或将成为行业内最大亮点。同时，继续看好前期被低估整车板块，逻辑仍是汽车销量出现景气度反转后，整车板块将最大程度受益。
- 汽车产销比上月均呈下降，新能源汽车出现抢装潮。1月汽车产销量分别为236.52万辆和236.73万辆，同比下降12.05%和11.05%。新能源汽车出现抢装潮，1月产销量分别为9.1万辆和9.6万辆，同比增长124.3%和149.5%。我们认为主要原因是市场普遍预期2019年度新能源车补贴将有40-50%的退坡，预计政策正式执行时间在2019年下半年。为实现盈亏平衡，车企将在补贴减少后提升单车售价，因此消费者和整车厂均倾向于在补贴退坡前购买车辆，造成1月新能源车市场的异常高增长。
- 投资策略：2019年2月板块小幅下跌，行业历史估值继续处于底部区间，予以行业“同步大市”评级，年内核心投资逻辑正转入布局估值修复的低估个股和业绩拐点前的弹性个股。本月建议继续重点关注：拓普集团（601689）、比亚迪（002594）、精锻科技（300258）、均胜电子（600699）和银轮股份（002126），关注宁波高发（603788）和广汇汽车（600297）。
- 风险提示：汽车销售不达预期；中美贸易影响超预期；流动性收紧

内容目录

1 市场回顾.....	3
2 汽车产销数据跟踪.....	6
3 市场及公司信息汇总.....	9
4 投资策略.....	9
5 风险提示.....	10

图表目录

图 1: SW 一级行业涨跌情况	3
图 2: SW 汽车行业二级子板块涨跌情况	3
图 3: SW 汽车行业指数与各指数 PE (TTM)	4
图 4: SW 汽车行业指数对各指数 PE (TTM) 溢价	4
图 5: SW 汽车行业指数与各指数 PB (LF)	4
图 6: SW 汽车行业指数对各指数 PB (LF) 溢价	4
图 7: 汽车各子行业市盈率比较 (除交运板块)	5
图 8: 子行业对汽车行业指数市盈率溢价 (除交运板块)	5
图 9: 2012 年至今汽车经销商库存指数	6
图 10: 汽车每月及累计产销量情况	7
图 11: 汽车每月及累计产销量增长率情况	7
图 12: 2017-2018 年新能源汽车单月产销情况	8
图 13: 2017-2018 年新能源汽车累计产销情况	8
图 14: 2017-2018 年新能源汽车产销同比增长情况	8
图 15: 2017-2018 年新能源汽车产销环比增长情况	8
图 16: 纯电动、混动新能源汽车产销情况	8
图 17: 新能源乘用车、商用车累计销售及充电桩数量	8
表 1: 上月推荐个股本月涨跌幅情况	6
表 2: 2018 年度中国新能源汽车销量排行榜	错误!未定义书签。

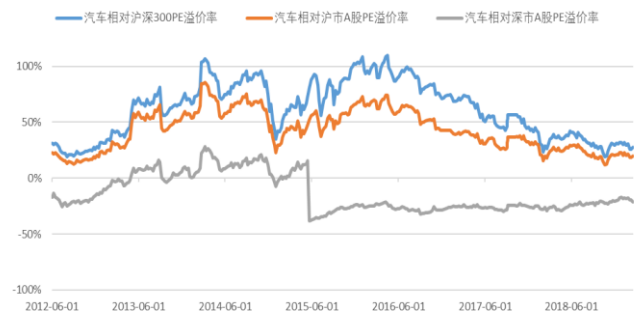
下跌空间有限, 板块中优质龙头个股具备一定配置潜力, 建议采用风险中性的配置策略。

图 3: SW 汽车行业指数与各指数 PE (TTM)



资料来源: 财富证券, Wind

图 4: SW 汽车行业指数对各指数 PE (TTM) 溢价



资料来源: 财富证券, Wind

图 5: SW 汽车行业指数与各指数 PB (LF)



资料来源: 财富证券, Wind

图 6: SW 汽车行业指数对各指数 PB (LF) 溢价



资料来源: 财富证券, Wind

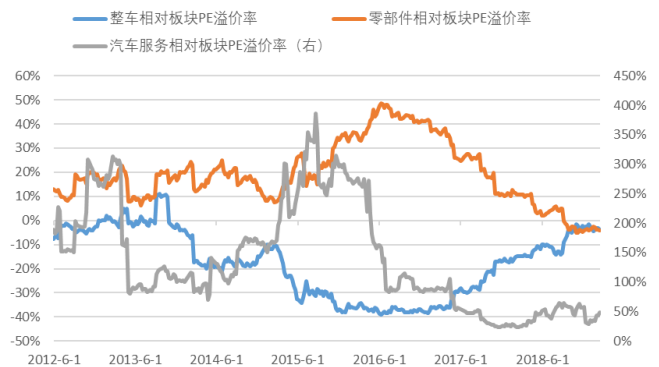
截至 2019 年 2 月 20 日, 汽车行业子板块中, 汽车整车、汽车零部件、汽车服务、其他交运设备的最新 PE 分别为 13.77 倍、13.72 倍、21.17 倍和 52.48 倍, 2012 年 6 月至今中值分别为 14.76 倍、20.24 倍、36.04 倍和 53.11 倍, 分别位于区间估值后 24%、7%、3%和 48%。子板块最新估值与汽车行业最新估值 (14.30 倍) 比较, 汽车整车和零部件板块折价率为-4%和-4%, 汽车服务、其他交运设备板块溢价率分别为+17%、+58%, 分别位于历史估值溢价的后 78%、2%、17%和 58%。本月汽车服务板块受零售数据转暖影响, 出现明显反弹, 成为行业内最大亮点。同时, 我们继续看好前期被低估整车板块, 逻辑仍是汽车销量出现景气度反转后, 整车板块将最大程度受益。整车板块 2012 年 6 月至今的中值对汽车行业同期中值 (17.99 倍) 的折价率为-18%, 其余零部件、汽车服务和其他交运设备三个子板块的溢价率分别为+13%、+100%和+195%。2 月份汽车子板块最新估值除汽车零部件、汽车服务板块外均高于各自同期中值溢价率, 也表明汽车零部件和服务板块中优质龙头个股值得继续配置。

图 7：汽车各子行业市盈率比较（除交运板块）



资料来源：财富证券，Wind

图 8：子行业对汽车行业指数市盈率溢价（除交运板块）

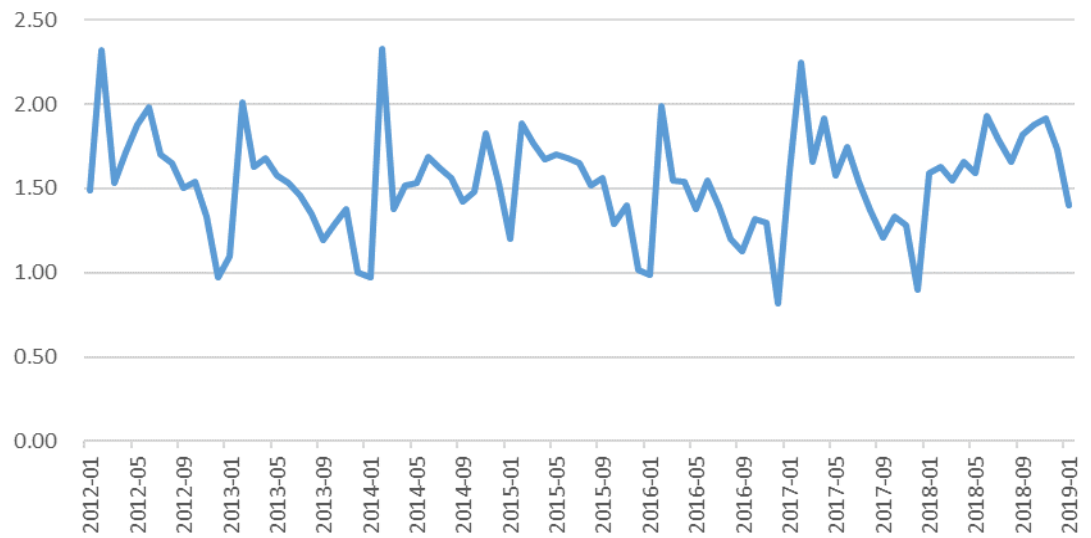


资料来源：财富证券，Wind

3、整车个股表现：波澜不兴，销量下滑预期已被充分反映。2019年1月18日至2019年2月20日，汽车整车板块涨幅居前三位的个股分别是长城汽车（+19.74%）、中国重汽（+16.12%）、长安汽车（+11.75%），跌幅居前三位的个股分别是安凯客车（-13.90%）、金龙汽车（-2.12%）、中通客车（-1.58%），板块涨跌中位数为+3.07%，行业绩优股表现均较好，上涨比例为63.64%。**2019年1月汽车销量继续同比下滑，但受到前期市场的充分预期影响，本月整车板块反而迎来了补涨。**我们认为本轮汽车行业的景气下行将整车板块的估值已经压制到了较低位置，一旦行业出现销量的超预期增长，整车板块将成为汽车行业弹性最大的进攻性板块。考虑到本年度推出购置税减免政策的不确定性和边际效用的下降，我们中性预测全年的汽车销量增速将位于-5%-0%之间，行业景气反转将出现在下半年。

汽车零部件个股表现：概念股继续受到市场追捧。板块中涨幅（前复权）居前三位的个股分别是黎明股份（+30.13%）、ST天仪（+22.75%）、宗申动力（+21.55%），跌幅位列前三位的个股分别是湖南天雁（-15.74%）、双林股份（-6.12%）、钧达股份（-5.21%），行业个股涨跌中位数为+3.54%，上涨个股比例77.69%，板块出现了久违的普涨行情。汽车零部件公司与主机厂相比，受汽车销量影响相对较小也更为滞后，在业绩上表现为少有暴涨暴跌，在行业拐点出现后缺乏弹性，更适合作为稳定成长性而非周期性投资标的。但汽车零部件板块估值水平仍处于本周期的历史底部区域，部分超跌个股短期反弹继续和长期成长逻辑仍然存在。

汽车服务板块个股表现：库存压力正在缓解，本月普涨。板块中涨幅（前复权）排名首位的是广汇汽车（+17.58%），跌幅居首的是庞大汽车（-12.50%），板块涨跌幅中位数为+7.02%，上涨个股比例为91.67%。**短期看，2019年1月经销商库存系数接近往年7、8月份水平，表明批发端脱离的需求不振还需4-5个月时间，整车销量拐点将出现在下半年；长期看，随着汽车销售市场竞争的愈发激烈，毛利率下滑趋势已不可逆转，行业中公司转型正在进行时。优胜劣汰的结果必将导致行业领导者市占率的扩大和规模效应带来的成本下降、利润提升，进一步压缩小企业的生存空间。我们认为未来国内汽车服务市场将出现3-5家寡头垄断局面，超过4万亿规模的汽车服务市场大蛋糕将被其瓜分。**

图 9：2012 年至今汽车经销商库存指数


资料来源：Wind，财富证券

表 1：上月推荐个股本月涨跌幅情况

股票名称	证券代码	推荐时间	本月涨跌幅 (%)	主要推荐逻辑
精锻科技	300258.SZ	2018/1/1	7.60	变速箱零部件龙头
拓普集团	601689.SH	2018/1/1	4.04	具备同步研发能力的 NVH 部件、汽车电子优秀供应商
银轮股份	002126.SZ	2018/3/1	9.69	国内热交换器龙头，切入乘用车市场
广汇汽车	600297.SH	2018/1/1	17.58	国内汽车销售龙头，估值处于历史底部
比亚迪	002536.SZ	2019/1/1	10.25	新能源汽车及动力电池龙头
均胜电子	600699.SH	2018/10/1	9.07	全球汽车安全龙头
宁波高发	603788.SH	2018/3/1	9.54	受益于产品升级，单车价值提升

资料来源：财富证券，Wind

2 汽车产销数据跟踪

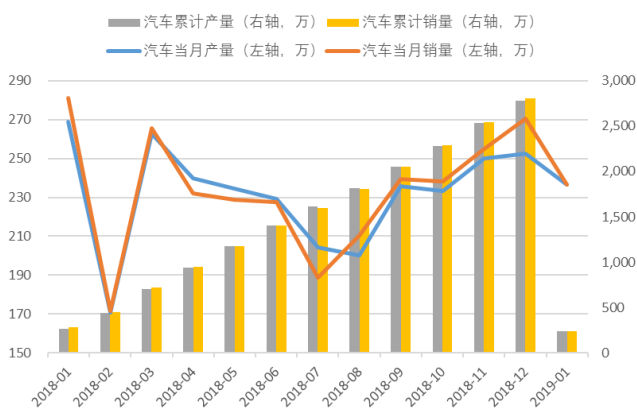
1、汽车整体产销情况：2019 年 1 月，汽车产销比上月均呈下降，商用车降幅更为明显；与上年同期相比，汽车产销呈较快下降，乘用车降幅高于行业。1 月，汽车生产 236.52 万辆，环比下降 4.71%，同比下降 12.05%；销售 236.73 万辆，环比下降 11.05%，同比下降 15.76%。其中：乘用车生产 199.51 万辆，环比下降 2.90%，同比下降 14.39%；销售 202.11 万辆，环比下降 9.49%，同比下降 17.71%。商用车生产 37.01 万辆，环比下降 13.44%，同比增长 3.18%；销售 34.62 万辆，环比下降 19.18%，同比下降 2.18%。

在乘用车主要品种中，与上月相比，基本型乘用车（轿车）销量降幅略低，其他三大类乘用车品种均呈较快下降，交叉型乘用车降幅更为明显；与上年同期相比，四大类乘用车品种销量均呈两位数快速下降，多功能乘用车（MPV）和交叉型乘用车降幅居前。1 月，基本型乘用车（轿车）销售 98.62 万辆，环比下降 4.11%，同比下降 14.89%；运动型多用途乘用车（SUV）销售 87.89 万辆，环比下降 10.47%，同比下降 18.86%；多功能

乘用车（MPV）销售 12.96 万辆，环比下降 26.45%，同比下降 27.44%；交叉型乘用车销售 2.64 万辆，环比下降 43.54%，同比下降 25.99%。

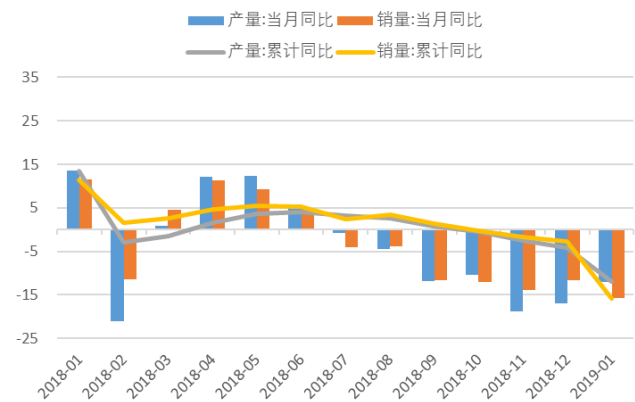
相对批发端的持续萎靡，零售端表现相对较好。1 月乘用车市场零售 216.1 万辆，同比下降 4.0%，环比下降 2.8%，相对于 2018 年 4 季度-15.0%的同比增速，2019 年 1 月零售增速的大幅改善，也一定程度缓解了经销商的库存压力。以经销商库存系数和居民储蓄恢复情况推算，行业复苏时间大概率出现在 4-5 个月后，下半年汽车销量有望由负转正。因此对 2019 年的汽车销量下滑无需过度悲观，我们预计全年销量增长在-5-0%区间，并且以新能源汽车为代表的技术替换带来的 30-40%需求增长具备确定性。

图 10：汽车每月及累计产销量情况



资料来源：财富证券，中国汽车工业协会

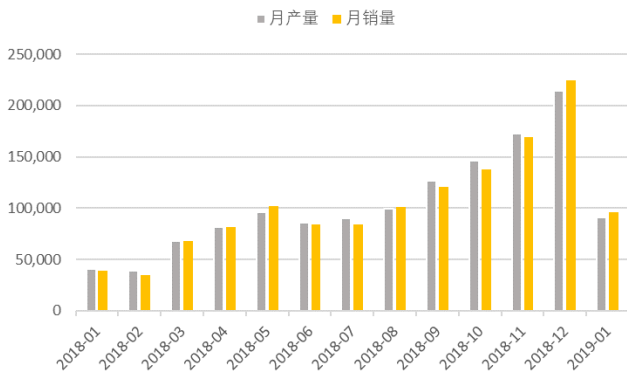
图 11：汽车每月及累计产销量增长率情况



资料来源：财富证券，中国汽车工业协会

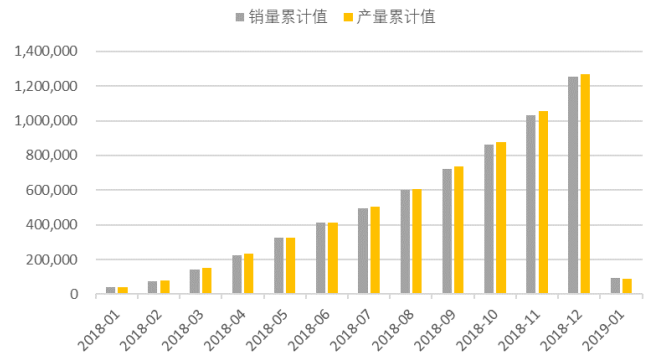
2、新能源汽车产销情况：受补贴退坡政策不确定影响，新能源汽车出现抢装潮。2019 年 1 月份，新能源汽车产销量分别为 9.1 万辆和 9.6 万辆，同比大幅增长 124.3%和 149.5%。分动力类型看，1 月份纯电动汽车产销量分别为 6.7 万和 7.5 万辆，插电式混合动力汽车产销量分别为 2.4 万和 2.1 万辆。按用途分类，1 月份新能源乘用车累计销量为 8.5 万辆，同比增长 151.1%；商用车累计销量为 1.1 万辆，同比增加 138.0%。对于新能源纯电动车销量在 2019 年 1 月出现爆发性增长，我们认为主要原因是市场普遍预期 2019 年度新能源车补贴将有 40-50%的退坡，为在政策正式执行的 2019 年下半年后实现盈亏平衡，车企将提升单车售价，因此消费者和整车厂均倾向于在补贴退坡前购买和销售车辆，造成了 1 月新能源车市场的异常高增长。从受补贴降低影响程度看，混动车型因其电池成本相对较低，涨价幅度相对较小，具备路权也性能更优，下半年可能成为主机厂和消费者更加青睐的品类，在新能源市场销量占比有望更进一步超过 30%。

图 12: 2017-2018 年新能源汽车单月产销情况



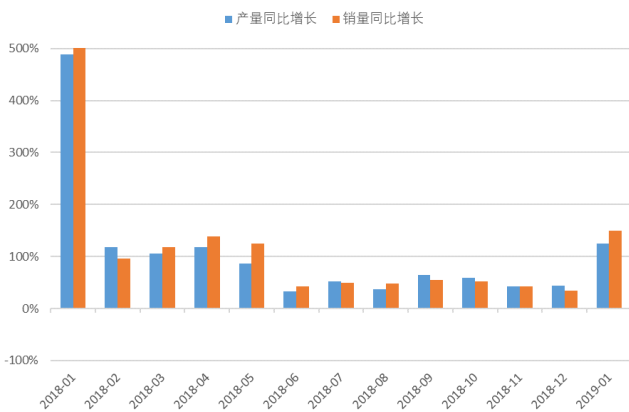
资料来源: 财富证券, ifind

图 13: 2017-2018 年新能源汽车累计产销情况



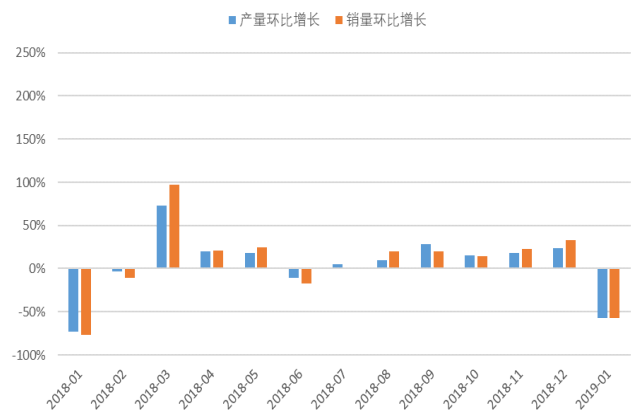
资料来源: 财富证券, ifind

图 14: 2017-2018 年新能源汽车产销同比增长情况



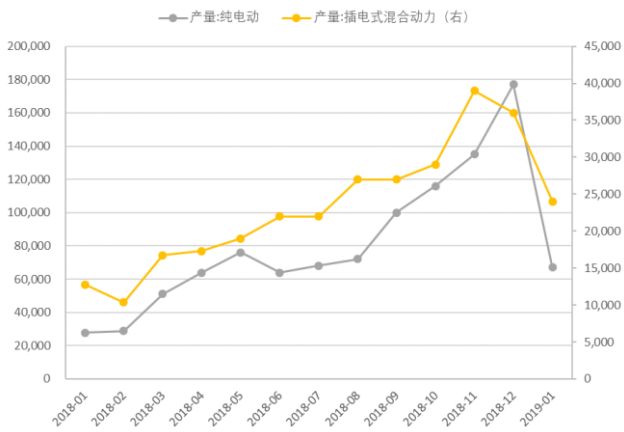
资料来源: 财富证券, ifind

图 15: 2017-2018 年新能源汽车产销环比增长情况



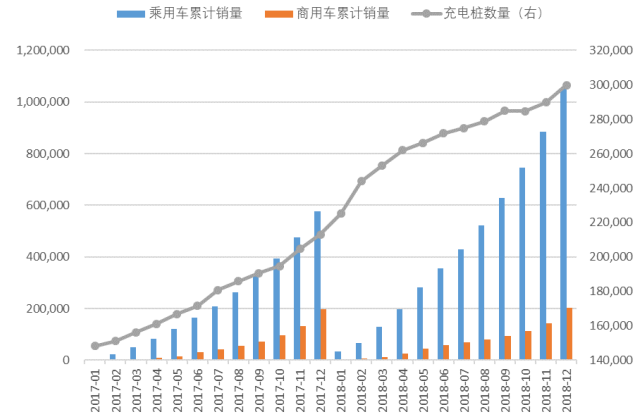
资料来源: 财富证券, ifind

图 16: 纯电动、混动新能源汽车产销情况



资料来源: 财富证券, ifind

图 17: 新能源乘用车、商用车累计销售及充电桩数量



资料来源: 财富证券, ifind

3 市场及公司信息汇总

1、精锻科技公布 2018 年业绩预告

报告期内，公司预计 2018 年实现归属上市公司股东净利润为 29000-30000 万元，同比增长 15.85%-19.84%。合并报表营业收入比上年同期增长约 12%，其中：江苏本部订单继续保持增长态势，国内市场销售收入比上年同期增长约 10%，出口市场销售收入比上年同期增长约 23%，第四季度受国内汽车市场下滑影响，产品销售收入增速放缓；宁波太平洋电控系统有限公司受主要客户整车销售下滑影响，业绩未达预期。

2、拓普集团公布 2018 年业绩预告

公司预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 74257.35-80057.35 万元，与上年同期相比增加 457.32-257.32 万元，同比增长 0.62-8.48%。2018 年度公司原有业务保持基本稳定，业绩预增的主要原因来自 2017 年年底收购的底盘业务，该业务于 2018 年度被新纳入公司合并报表范围。扣除非经常性损益后，公司预计 2018 年度归属于上市公司股东的净利润为 66,525.35-72,325.35 万元，与上年同期相比增加-971.87 万元-4828.13 万元，同比增长-1.44-7.15%。

3、潍柴动力公布 2018 年业绩预告

公司预计 2018 年实现归属上市公司股东净利润 74.89-88.51 亿元，比上年同期增长 10-30%。

4、均胜电子公布 2018 年业绩预告

公司预计 2018 年实现归属于上市公司股东的净利润为 12.5-14.5 亿元，与上年同期相比增长约 216-266%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 9-10.5 亿元，与上年同期相比增长约 2100-2433%。主营业务持续稳定增长。公司汽车安全业务在收购完成高田优质资产后，稳步推进各区域的整合，运营成本和效率得到优化，同时积极争取新订单，保证未来业务的持续稳定增长。公司汽车电子和汽车功能件业务随着客户订单不断量产，2018 年保持了持续稳定的增长。公司预计 2018 年全年实现主营业务收入约 538 亿元。公司因收购高田全球资产和收购后的全球业务整合等非经常性损益事项对公司本次业绩预增影响金额为 3.5-4 亿元。

4 投资策略

从行业配置角度看，政策层面上汽车板块具备新能源汽车和智能汽车两大顶层设计，具备其他行业不曾享有的丰富政策资源；产业层面自主品牌崛起及零部件国产替代的两条确定逻辑，值得关注；投资逻辑层面汽车行业具有良好的延续性，技术变革相对较慢——核心零部件近 100 年内未发生重大变化；竞争力维持能力强——诞生了数十家经营百年的零部件企业；规模效应带来的经营杆杆率提升形成了宽阔护城河，近二十年内几乎没有成功的新入者。根据历史经验，即便汽车品牌增多，但市场份额则会逐渐聚

集向龙头，强者恒强趋势愈发明显，适合长线稳健投资。

中期的投资机会在于我国城乡二元结构问题导致的城市分化造成的购车驱动因素异质化。一线级强二线城市汽车销售的核心限制因素为限行和限牌，大部分需求都是追求品质提升的存量替换，小部分增量则来源于牌照较为宽松的新能源汽车；未来，一般二线和三四线城市贡献了燃油车的主要增量，但这部分增量受居民可支配收入及存款数额影响，在2017年楼市透支存款及未来现金流以及理财市场（股市、P2P）大萧条的背景下，购买能力大幅下降。以上就能解释2018年汽车销量一线城市稳定增长、新能源汽车爆发增长而整体却有下降趋势的结构性变化。

本月汽车板块在销量下滑的背景下出现反弹，表明市场对2019年汽车行业低增长或负增长预期已较为充分，年内核心投资逻辑正转入布局估值修复的低估个股和业绩拐点前的弹性个股，以上分别对应汽车零部件和汽车整车板块。另外，上半年另有经销商库存下降、毛利提升和行业洗牌资源重新分配利好龙头的汽车经销商投资逻辑，值得持续关注。我们本月推荐仍以长逻辑的低估值成长股为主，辅以少部分短期弹性个股，建议投资者关注标的：NVH、IBS龙头拓普集团(601689)、变速箱齿轮龙头精锻科技(300258)、全球汽车安全龙头均胜电子(600699)、我国最大的汽车销售商广汇汽车(600297)、新能源汽车热管理供应商银轮股份(002126)、成本控制能力优秀的宁波高发(603788)，新增新能源汽车龙头主机厂比亚迪(002594)。

5 风险提示

汽车销售下滑超预期；中美贸易战影响超预期；流动性收紧。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438