

# 去库存中优质整车和零部件公司将见盈利改善

汽车行业深度研究报告



## 核心观点

- **主要投资策略。**在行业见底去库存过程中，整车将率先去库存，然后整车库存正常化后，将再向零部件公司采购部件，整车盈利改善时间有望快于零部件。从二级市场表现看，整车公司股价表现也将先于零部件公司，我们仍坚持投资选择先整车，后零部件的观点。建议关注标的：整车：上汽集团、长安汽车；零部件：华域汽车、银轮股份、拓普集团、三花智控、东睦股份、星宇股份、精锻科技、德赛西威、保隆科技、新泉股份等。
- **预计 19 年乘用车零售量增速将率先企稳转正，全年批零增速趋势向上。**在行业景气向下时，零售量增速先下滑，汽车社零数据和乘联会零售销量增速分别在 18 年 5 月、6 月下月，批发销量增速在 7 月出现下滑。我们根据乘用车行业历年月度批发和零售销量进行预测，预计 19 年 6 月将见零售销量同比增速持续转正；19 年 7 月左右批发销量同比增速转正；全年比较，乘用车批发和零售销量增速趋势向上。
- **去库存时间分析：预计 2 季度末可见去库存基本结束。**我们分别从厂商和经销商角度分析去库存时间：分析历史数据，在 2004-2005 年，2007-2009 年、2013-2016 年期间，这 3 个时间段，按较长时间推导，从高库存率到低库存率，预计时间在 12 个月左右，按此预测，预计在 19 年 6 月左右，行业库存可降至正常水平。经销商去库存时间分析：2018 年从 1 月开始，经销商库存系数一直在 1.5 以上，在 6 月达到高点 1.93，若按历史经验从高点降至低点时间，预计在 19 年 5 月左右该指标有望降低至正常水平或正常水平之下，并有望能够持续。
- **去库存 VS 行业指数走势分析。**我们比较了汽车整车行业指数与库存系数关系，发现虽然二者并不是完全负相关，但某些阶段呈现出明显的相关性，当汽车库存系数下降时，行业指数上涨趋势。如 2015 年 7 月-12 月期间，当库存下降时，行业指数向上；2017 年 7 月-12 月期间，当库存下降时，行业指数向上。分析了乘用车、零部件公司股价走势与库存关系，上汽集团、长安汽车等股价和汽车库存系数的关系来看，整体呈现当汽车库存系数下降，股价上涨的趋势。去库存中整车公司股价先于零部件公司上涨。
- **去库存到库存正常化中行业盈利表现分析。**在 2006Q3 至 2007Q4、2008Q3 至 2009Q4、2015Q4 至 2016Q4 期间，当库存下降且逐步正常化后，乘用车行业和零部件行业盈利呈现明显的改善趋势。从盈利改善的时间上来看，随着库存下降，乘用车整车的盈利较零部件行业改善早。

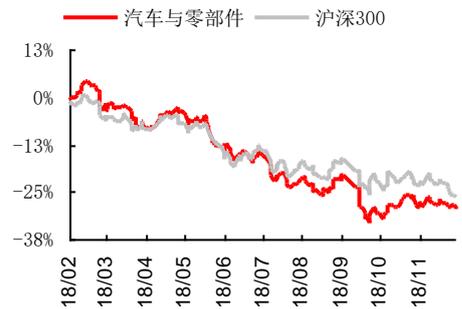
## 投资建议与投资标的

- 建议关注标的：上汽集团、长安汽车、华域汽车、银轮股份、拓普集团、三花智控、东睦股份、新泉股份、宁德时代、比亚迪、星宇股份、精锻科技、华懋科技、德赛西威、保隆科技。

**风险提示：**宏观经济下行影响汽车需求；新能源车补贴政策低于预期影响新能源汽车需求；上游原材料成本压力影响相关公司盈利能力。

|        |                  |    |         |
|--------|------------------|----|---------|
| 行业评级   | 看好               | 中性 | 看淡 (维持) |
| 国家/地区  | 中国/A 股           |    |         |
| 行业     | 汽车与零部件           |    |         |
| 报告发布日期 | 2019 年 02 月 26 日 |    |         |

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 姜雪晴  
021-63325888\*6097  
jiangxueqing@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860512060001

## 相关报告

- 复盘历史，假设刺激政策出台后的投资选择 2018-12-26
- 静待行业触底后，龙头和成长共振 2018-11-28
- 行业景气向下，公司抗风险能力继续分化 2018-11-05
- 行业 3 季度经营分析及投资策略

## 目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 预计 19 年乘用车零售量增速将率先企稳转正 .....</b>       | <b>4</b>  |
| 1.1 行业景气向下时，零售量增速先下滑 .....                  | 4         |
| 1.2 车企去库存中，批发销量增速持续下滑 .....                 | 5         |
| 1.3 预计批发量增速企稳将滞后于零售增速，全年趋势向上 .....          | 5         |
| <b>2 去库存时间分析：预计 2 季度末可见去库存基本结束 .....</b>    | <b>6</b>  |
| 2.1 厂商去库存时间：预计 19 年 6 月可见去库存结束 .....        | 6         |
| 2.2 经销商去库存时间：预计在 19 年 5 月左右可见库存降至正常水平 ..... | 8         |
| <b>3 去库存 VS 行业指数走势分析 .....</b>              | <b>9</b>  |
| 3.1 去库存中，行业指数向上 .....                       | 9         |
| 3.2 去库存中，汽车公司股价走势分析 .....                   | 9         |
| 3.3 去库存中整车公司股价先于零部件公司上涨 .....               | 11        |
| <b>4 库存下降到正常水平子行业盈利表现分析 .....</b>           | <b>12</b> |
| 4.1 乘用车整车和零部件盈利均改善明显 .....                  | 12        |
| 4.2 乘用车整车盈利改善快于零部件 .....                    | 13        |
| <b>5 主要投资策略 .....</b>                       | <b>14</b> |
| 5.1 整车估值仍在历史低位 .....                        | 14        |
| 5.2 主要关注标的 .....                            | 15        |
| <b>6 主要风险 .....</b>                         | <b>16</b> |

## 图表目录：

|  |    |
|--|----|
| 图 1：狭义乘用车月度零售量增速情况（2018） .....                 | 4  |
| 图 2：汽车类月度零售额增速 VS 零售量增速（2018） .....            | 4  |
| 图 3：历年狭义乘用车月度零售量及增速情况 .....                    | 4  |
| 图 4：历年汽车类月度零售额及增速情况 .....                      | 4  |
| 图 5：乘联会狭义乘用车月度批发量及增速 .....                     | 5  |
| 图 6：中汽协狭义乘用车月度批发量及增速 .....                     | 5  |
| 图 7：2019 年批发、零售销量月度增速预测 .....                  | 6  |
| 图 8：轿车行业库存率（2004–2005（1–11 月）） .....           | 7  |
| 图 9：轿车行业库存量（2004–2005（1–11 月））（辆） .....        | 7  |
| 图 10：轿车行业库存率（2007–2009（1–11 月）） .....          | 7  |
| 图 11：轿车行业库存量（2007–2009（1–11 月））（辆） .....       | 7  |
| 图 12：轿车行业库存率（2013–2016） .....                  | 7  |
| 图 13：轿车行业库存量（2013–2016）（辆） .....               | 7  |
| 图 14：经销商库存预警指数（2015–2016 年 1 月） .....          | 8  |
| 图 15：经销商库存预警指数（2018） .....                     | 8  |
| 图 16：库存 VS 行业走势（整车） .....                      | 9  |
| 图 17：库存 VS 行业走势（零部件） .....                     | 9  |
| 图 18：上汽集团股价和汽车库存系数的走势关系 .....                  | 10 |
| 图 19：长安汽车股价和汽车库存系数的走势关系 .....                  | 10 |
| 图 20：华域汽车股价和汽车库存系数的走势关系 .....                  | 10 |
| 图 21：福耀玻璃股价和汽车库存系数的走势关系 .....                  | 10 |
| 图 22：上汽、华域股价走势（2015–2017） .....                | 11 |
| 图 23：上汽、华域股价和汽车库存系数的走势关系 .....                 | 11 |
| 图 24：2006 年三季度至 2007 年四季度乘用车行业和零部件行业的毛利率 ..... | 12 |
| 图 25：2008Q3 至 2009Q4 乘用车行业和零部件行业毛利率 .....      | 12 |
| 图 26：2015Q4 至 2016Q4 乘用车行业和零部件行业毛利率 .....      | 12 |
| 图 27：2006Q3 至 2007Q4 乘用车行业和零部件行业净利润增速 .....    | 13 |
| 图 28：2008Q3 至 2009Q4 乘用车行业和零部件行业净利润增速 .....    | 14 |
| 图 29：2015Q4 至 2016Q4 乘用车行业和零部件行业净利润增速 .....    | 14 |
| 图 30：整车 PE 估值 .....                            | 14 |
| 图 31：整车 PB 估值 .....                            | 14 |
| 表 1：主要汽车公司估值比较 .....                           | 16 |

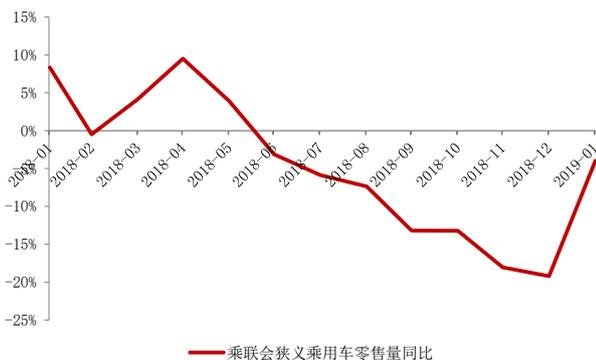
# 1 预计 19 年乘用车零售量增速将率先企稳转正

## 1.1 行业景气向下时，零售量增速先下滑

从乘用车行业的零售销量的情况来看，根据乘联会数据，2018 年年初表现良好，1 月份增速达到 8.2%。零售销量增速在 4 月份达到最高，与批发量增速保持同步，当月增速为 9.5%。此后，销售量增速下滑明显，在 6 月份即出现负增长，当月增速为-3.1%，较批发量增速出现负增长提前一个月的时间，表明零售端较早受到车市下滑的冲击。此后，零售销量增速持续下滑，12 月份增速达到新低，当月增速为-19.1%。

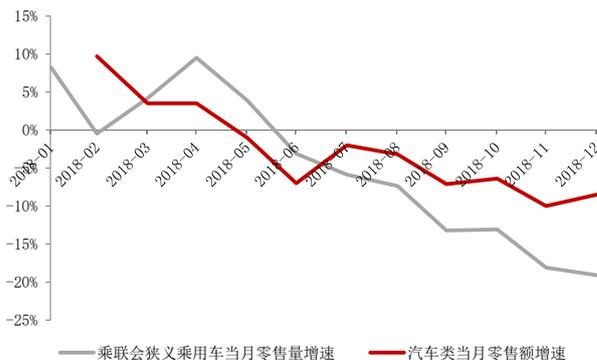
从汽车月度零售额的情况来看，根据国家统计局的数据，2018 年全年呈现持续下滑的趋势。2018 年 1 月和 2 月份的汽车零售额同比增速为 9.7%，此后增速持续下滑，在 5 月份零售额即出现负增长，当月增速为-1.0%，汽车零售额较行业批发量提前两个月出现负增长。此后零售额增速持续下滑，虽然部分月份出现反弹，但整体下滑趋势明显，11 月份增速达到新低，当月增速为-10.0%。19 年 1 月乘用车行业零售量增速为-4%，下滑幅度环比大幅收窄，说明车企和经销商主动去库存力度较大。

图 1：狭义乘用车月度零售量增速情况（2018）



数据来源：乘联会、东方证券研究所

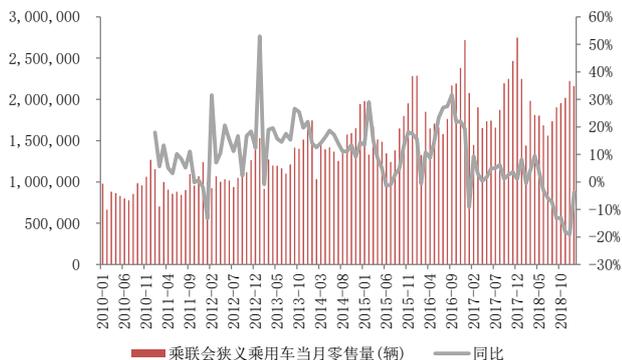
图 2：汽车类月度零售额增速 VS 零售量增速（2018）



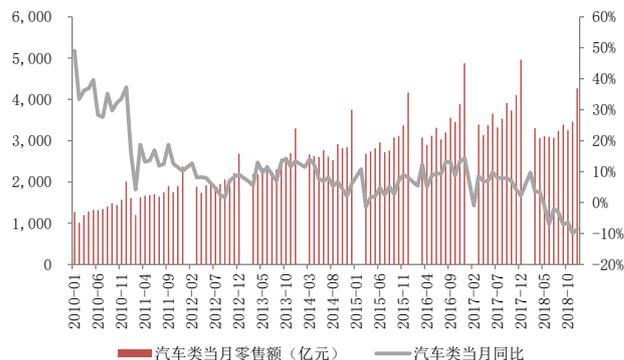
数据来源：乘联会、国家统计局、东方证券研究所

图 3：历年狭义乘用车月度零售量及增速情况

图 4：历年汽车类月度零售额及增速情况



数据来源：乘联会、东方证券研究所

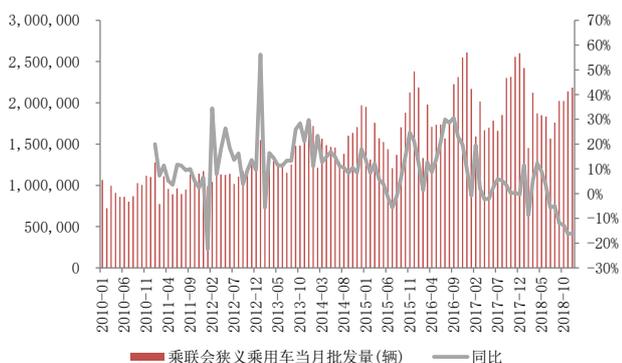


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

## 1.2 车企去库存中，批发销量增速持续下滑

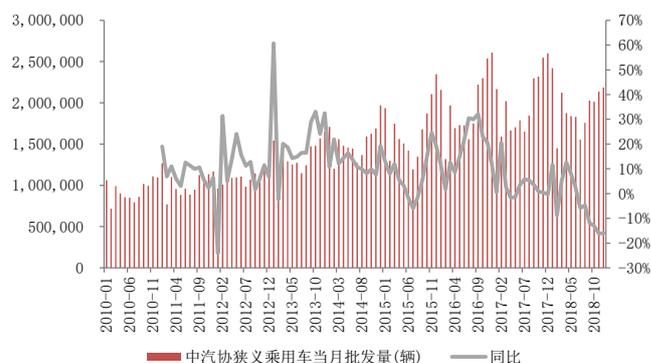
从狭义乘用车批发量的情况来看，根据乘联会和中汽协的数据，2018 年月度批发量同比增速在年初表现良好，1 月份增速分别为 11.6%和 11.7%，远高于 2017 年同期水平。批发量同比增速在 4 月份达到最高，当月增速分别为 12.2%和 12.6%。此后，批发量同比增速开始下滑，根据中汽协数据，7 月份首次出现负增长，当月增速为-5.9%。出现负增长之后，批发量同比增速持续下降，11 月份批发销量同比增速为 -16.2%，12 月批发同比下滑幅度环比略收窄，同比增速为-15.96%。19 年 1 月乘用车批发销量同比下降 17.6%，车企主动去库存中，批发销量继续下降。

图 5：乘联会狭义乘用车月度批发量及增速



数据来源：乘联会、东方证券研究所

图 6：中汽协狭义乘用车月度批发量及增速



数据来源：中汽协、东方证券研究所

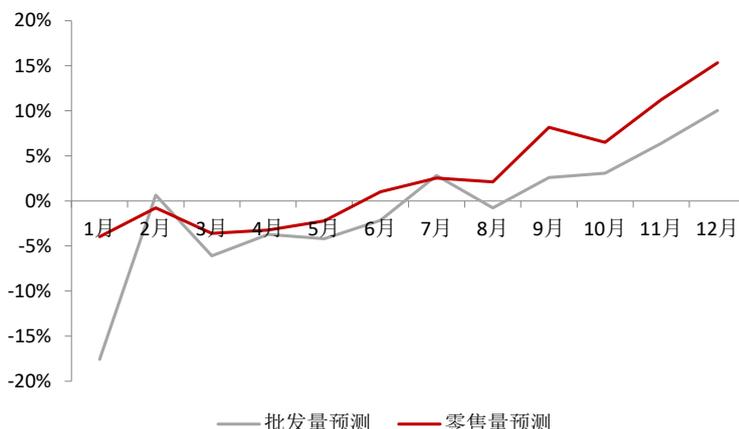
## 1.3 预计批发量增速企稳将滞后于零售增速，全年趋势向上

我们根据乘用车行业历年月度批发和零售销量预测 2019 年月度销量增速的走势。

根据批发销量（中汽协历年数据）和零售销量（乘联会历年数据）月度历年比重，预计 19 年 6 月左右将见零售销量同比增速持续转正；19 年 7 月左右批发销量同比增速转正，即在 2 季度末 3 季度初有望见到批发销量增速转正。

从全年比较，预计乘用车批发和零售销量增速趋势向上。

图 7：2019 年批发、零售销量月度增速预测



数据来源：乘联会、中汽协，东方证券研究所

## 2 去库存时间分析：预计 2 季度末可见去库存基本结束

### 2.1 厂商去库存时间：预计 19 年 6 月可见去库存结束

我们分析历史数据，来验证 2018 年行业高库存去库存需要经历的时间（本文中，库存降至正常水平的时间是指库存降至正常水平后仍具备一定持续性）。

我们对轿车行业历史数据进行统计分析：在 2004-2005 年期间，2004 年 7 月行业库存率达到高点数为 87.3%，去库存时间约在 6 个月左右，即 2004 年 12 月库存率下降至 10.7%，即从库存高点到低点经历约 6 个月时间。

在 2007-2009 年期间，2008 年 8 月行业库存率达到 53.2%，去库存时间在 6 个月左右，即 2009 年 1 月库存率下降至 7.6%，即从库存高点到低点经历约 6 个月时间。在 2009 年政府出台刺激汽车行业相关政策后，库存率继续大幅下降。

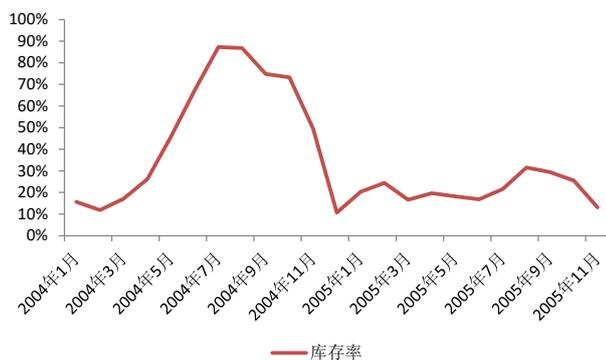
在 2013-2016 年期间，2015 年 7 月行业库存率达到 76.2%，去库存时间在 12 个月左右，即 2016 年 6 月库存率下降至 36.6%，即从库存高点到低点经历约 12 个月时间。

我们分析历年几个去库存时间阶段，在 2004-2005 及 2007-2009 年期间，行业库存从高点到低点时间基本在 6 个月左右时间，预计主要是当时行业仍处于高速发展期间，去库存时间相对较短；且从高库存率到低库存率后，低库存率可降低至 10%左右。

在 2013-2016 年期间，行业高库存降至低库存时间延长至接近 12 个月左右时间，且即使降至低库存率，低库存率仍在 10%以上。

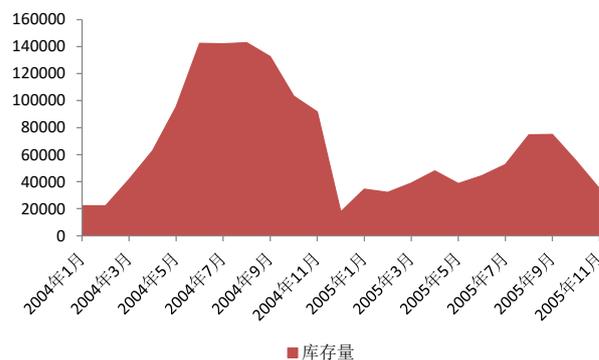
2018 年行业高库存率指标在 18 年 7 月出现，达到 43.7%，按较长时间推断，从高库存率到低库存率，预计时间在 12 个月左右，即预计在 19 年 6 月左右，行业库存可降至正常水平。

图 8：轿车行业库存率（2004—2005（1—11 月））



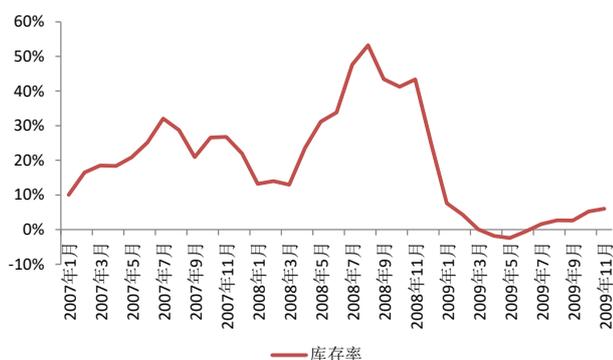
数据来源：中汽协、东方证券研究所

图 9：轿车行业库存量（2004—2005（1—11 月））（辆）



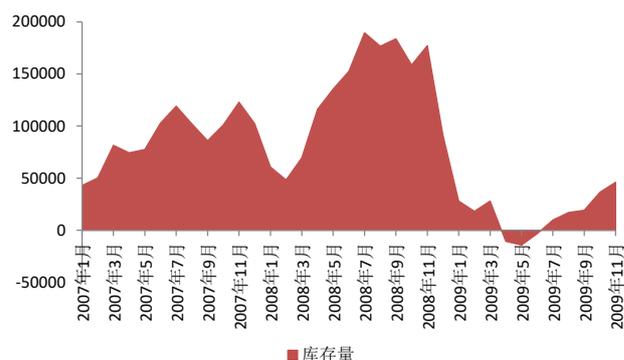
数据来源：中汽协、东方证券研究所

图 10：轿车行业库存率（2007—2009（1—11 月））



数据来源：中汽协、东方证券研究所

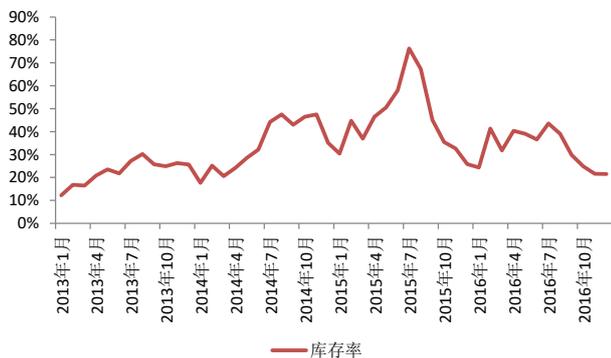
图 11：轿车行业库存量（2007—2009（1—11 月））（辆）



数据来源：中汽协、东方证券研究所

图 12：轿车行业库存率（2013—2016）

图 13：轿车行业库存量（2013—2016）（辆）



数据来源：中汽协、东方证券研究所



数据来源：中汽协、东方证券研究所

## 2.2 经销商去库存时间：预计在 19 年 5 月左右可见库存降至正常水平

上文中我们主要分析厂商库存周期，在此我们继续分析经销商去库存周期情况，分析经销商去库存时间。

根据国际同行业通行的惯例，一般经销商库存系数在 0.8 至 1.2 之间，反映库存处在合理范围；库存系数大于 1.5，反映库存达到警戒水平。

2015 年期间，2015 年 2 月经销商库存系数达到 1.89，经过 6 个月左右时间，在 8 月库存系数下降至正常水平 1.52，经过 12 个月左右时间下降至 2016 年 1 月的 0.99。

2018 年从 1 月开始，经销商库存系数一直在 1.5 以上，在 6 月达到高点达到 1.93，若按历史经验推断，从高点降低至低点时间，预计在 19 年 5 月左右该指标有望降低至正常水平或正常水平之下。

图 14：经销商库存预警指数（2015—2016 年 1 月）



数据来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

图 15：经销商库存预警指数（2018）



数据来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

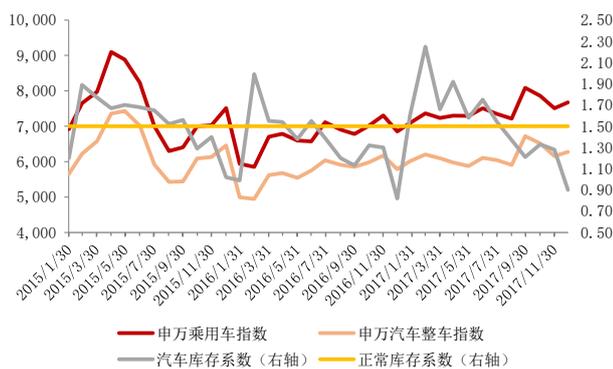
### 3 去库存 VS 行业指数走势分析

#### 3.1 去库存中，行业指数向上

我们比较了汽车整车行业指数与库存系数关系，发现虽然二者并不是完全负相关，但某些阶段呈现出明显相关性：即当汽车库存系数下降时，行业指数呈现上涨趋势。如 2015 年 7 月-12 月期间，当库存下降时，行业指数向上；2017 年 7 月-12 月期间，当库存下降时，行业指数向上。

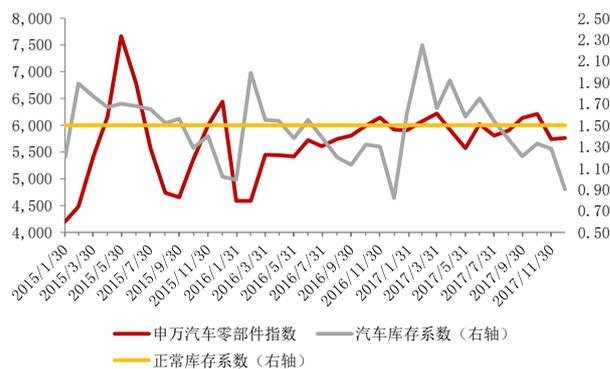
汽车零部件指数与库存系数之间也存在类似关系。

图 16：库存 VS 行业走势（整车）



数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

图 17：库存 VS 行业走势（零部件）



数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

#### 3.2 去库存中，汽车公司股价走势分析

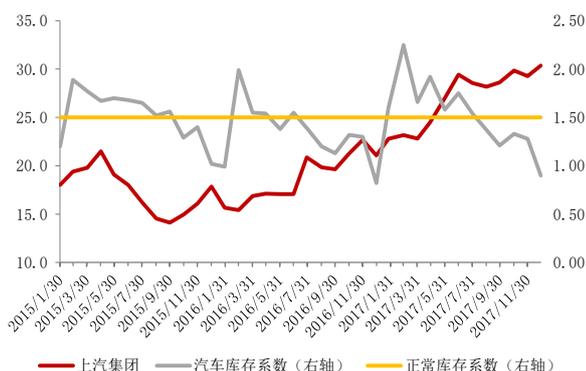
我们在此分析了乘用车公司股价走势与库存关系。

从上汽集团股价和汽车库存系数的关系来看，整体呈现当汽车库存系数下降，股价上涨的趋势。按年分阶段来看，2015 年初汽车库存系数从 2 月份的 1.89 下降到 4 月份的 1.67 的过程中，上汽集团股价从 19.4 元上涨到 21.5 元；此后 5 月份到 9 月份的股价下跌主要受 2015 年的市场整体大幅下滑的拖累；10 月份至 12 月份，汽车库存系数继续下降，上汽集团股价企稳回升，从 14.9 元回升到 17.8 元。2016 年，上汽集团股价和汽车库存系数的走势规律更加明显，汽车库存指数从年初 2 月份的 1.99 逐渐下降到 12 月份的 0.82 的过程中，上汽集团的股价从 2 月份的 15.4 元开始上涨，虽然在 8、9 月份出现小幅回调至 19.6 元，但是整体还是上涨到 12 月的 21.1 元。2017 年，汽车库存指数从年初 2 月份的 2.25 逐渐下降到 6 月份的 1.75 的过程中，上汽集团的股价从 23.2 元快速上涨到 29.4 元；此后汽车库存系数继续下降到 12 月的 0.9，上汽集团股价在 30 元左右的水平小幅上涨，最终在 12 月收涨于 30.4 元。

长安汽车股价和汽车库存系数的关系呈现和上汽集团股价一样的整体趋势。按年份分阶段来看，2015 年年初汽车库存系数从 2 月份到 4 月份的下降过程中，长安汽车股价从 18.4 元上涨到 21.6 元；5 月份至 8 月份的股价下跌主要受市场整体大幅下滑的影响；9 月份至 12 月份长安汽车股价企稳回升，在汽车库存系数逐渐下降的情况下，股价从 12.8 元上涨到 14.7 元。2016 年，长安汽车归母净利润增速仅为 3.34%，低于行业平均增速，受此影响，在汽车库存系数从 2 月份到 12 月

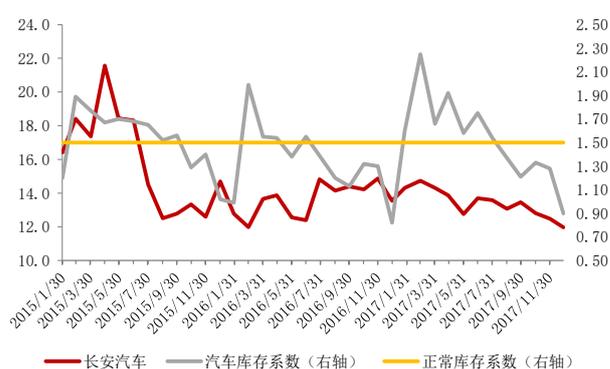
份逐渐下降的过程中，长安汽车股价涨幅不明显，股价从 12.0 元震荡上涨到 13.6 元。2017 年，长安汽车受自身盈利影响，归母净利润同比下滑 30.61%，受此拖累，股价持续走低，此前股价与库存指数之间的趋势没有再次呈现。

**图 18：上汽集团股价和汽车库存系数的走势关系**



数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

**图 19：长安汽车股价和汽车库存系数的走势关系**



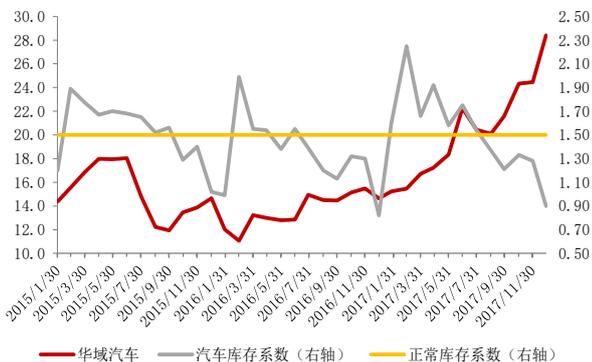
数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

华域汽车股价和汽车库存系数的关系呈现和上汽集团股价一样的趋势。按年份分阶段来看，2015 年年初汽车库存系数从 2 月份到 6 月份的下降过程中，华域汽车股价从 15.5 元上涨到 18.0 元；受市场整体大幅下滑的影响，7 月份至 9 月份的股价出现下跌；10 月份至 12 月份股价企稳回升，在汽车库存系数逐渐下降的情况下，股价从 13.5 元上涨到 14.7 元。2016 年，汽车库存系数从 2 月份的 1.99 下降到 7 月份的 1.39，华域汽车股价从 11.1 元上涨到 14.9 元；之后汽车库存系数继续下降到 12 月份的 0.82，华域汽车股价维持在 15 元左右的水平，并最终收于 12 月的 14.6 元。2017 年，汽车库存系数从 2 月份的 2.25 下降到 6 月份的 1.75 的过程中，华域汽车股价从 15.5 元快速上涨到 22.2 元；7、8 月华域汽车股价出现短期回调；之后库存系数继续下降到 12 月的 0.9，华域汽车股价收涨于 12 月的 28.4 元。

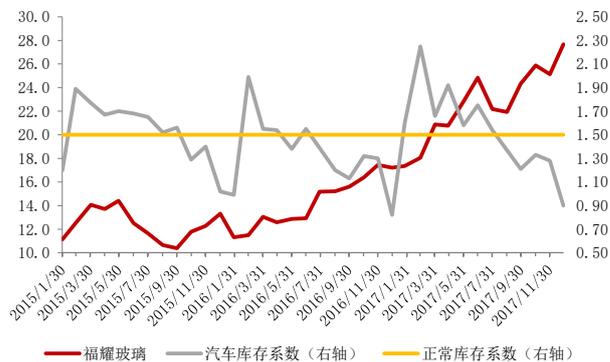
福耀玻璃股价和汽车库存系数的关系呈现和上汽集团股价一样的趋势。按年份分阶段来看，2015 年年初汽车库存系数从 2 月份到 5 月份的下降过程中，福耀玻璃股价从 12.5 元上涨到 14.4 元；受市场整体大幅下滑的影响，6 月份至 9 月份的股价出现下跌；10 月份至 12 月份股价企稳回升，在汽车库存系数逐渐下降的情况下，股价从 11.8 元上涨到 13.3 元。2016 年，在汽车库存指数从年初 2 月份到 12 月份的逐渐下降过程中，福耀玻璃股价从 2 月份的 11.5 元开始上涨，除在 4 月份出现小幅下调，其余月份均保持稳步上涨，并最终收涨于 12 月的 17.2 元。2017 年，汽车库存系数从 2 月份的 2.25 下降到 6 月份的 1.75 的过程中，福耀玻璃股价从 18.0 元上涨到 24.9 元；7、8 月股价出现短期回调；之后库存系数继续下降，福耀玻璃股价收涨于 12 月的 28.4 元。

**图 20：华域汽车股价和汽车库存系数的走势关系**

**图 21：福耀玻璃股价和汽车库存系数的走势关系**



数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所



数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

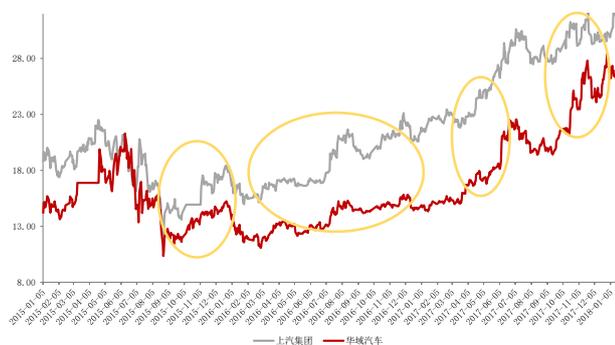
### 3.3 去库存中整车公司股价先于零部件公司上涨

在行业去库存过程中，我们比较了整车和零部件龙头公司上汽、华域股价表现。

从上汽集团和华域汽车在 2015 至 2017 年的股价走势来看，在汽车库存下降的过程中，乘用车公司股价提升较零部件公司早。

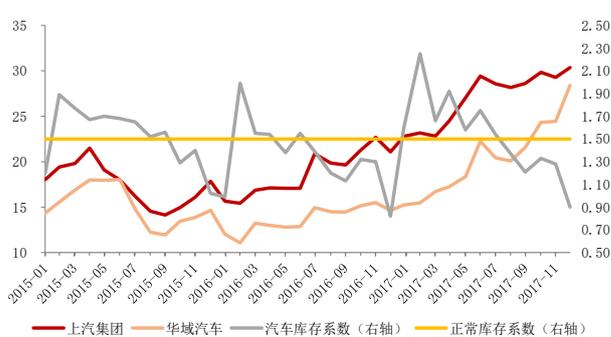
2015 年 9 月，上汽集团股价快速回升，在 11 月初即较最低点回升近 50%，而华域汽车则在 11 月末才回升 40%。2016 年，从 2 月份到 12 月份的汽车库存下降过程中，上汽集团股价提升节奏较快，股价在 2 月份到 12 月份期间上涨 34.6%，而华域汽车同期上涨 21.7%。2017 年，在从 2 月份到 12 月份的汽车库存下降过程中，上汽集团股价在 2、3 月份调整，4、5 月份快速提升，涨幅分别达到 7.4% 和 10.3%；华域汽车股价在 4、5 月份上涨相对较慢，涨幅分别为 3.1% 和 6.4%，而在 6 月份则快速提升，涨幅达到 21.3%，较上汽集团晚一个月左右。2017 年 10 月，上汽集团股价已经进入 30 元左右高位，并之后维持这个水平；华域汽车在 10 月至 12 月则仍在上升通道中，进入高位时间较上汽集团较晚。

图 22：上汽、华域股价走势（2015—2017）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 23：上汽、华域股价和汽车库存系数的走势关系



数据来源：WIND、中国汽车流通协会、东方证券研究所

## 4 库存下降到正常水平子行业盈利表现分析

### 4.1 乘用车整车和零部件盈利均改善明显

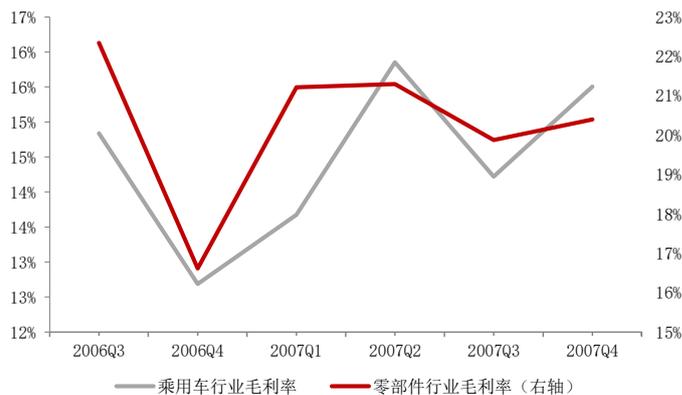
当库存逐步下降到正常水平后，乘用车行业和零部件行业盈利呈现明显的改善趋势。

在 2006 年三季度至 2007 年四季度期间，当库存存在 2007 年一季度下降到正常水平后，乘用车行业和零部件行业的毛利率改善明显，其中：乘用车行业毛利率从 2006 年四季度的 12.7% 提升到 2007 年一季度的 13.7%，在后三个季度维持在 14% 至 16% 的水平；零部件行业毛利率从 2006 年四季度的 16.6% 提升到 2007 年一季度的 21.2%，并在之后维持在 20% 左右的水平。

在 2008 年三季度至 2009 年四季度期间，当库存存在 2009 年一季度下降到正常水平后，乘用车行业的毛利率从 2008 年四季度的 11.8% 提升到 2009 年一季度的 13.4%，并在之后维持在 14.7% 至 16.1% 的较高水平；零部件行业毛利率从 2008 年四季度的 14.1% 提升到 2009 年一季度的 19.7%，在之后维持在 20.8% 至 23.1% 的较高水平。

在 2015 年四季度至 2016 年四季度期间，当库存存在 2016 年二季度下降到正常水平后，乘用车行业和零部件行业的毛利率改善明显，其中：乘用车行业毛利率从 2016 年一季度 15.3% 的低点一直上升到 2016 年四季度的 16.5%，提升 1.2 个百分点；零部件行业毛利率整体从 2016 年一季度 18.6% 的低点提升到 2016 年四季度的 20.9%，提升 2.2 个百分点。

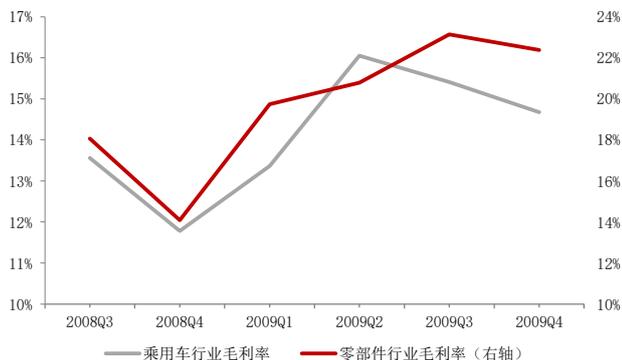
图 24：2006 年三季度至 2007 年四季度乘用车行业和零部件行业的毛利率



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 25：2008Q3 至 2009Q4 乘用车行业和零部件行业毛利率

图 26：2015Q4 至 2016Q4 乘用车行业和零部件行业毛利率



数据来源：WIND、东方证券研究所



数据来源：WIND、东方证券研究所

## 4.2 乘用车整车盈利改善快于零部件

从盈利改善的时间上来看，随着库存下降到库存正常化后，乘用车行业的盈利情况较零部件行业改善略早。

在2006年三季度至2007年四季度期间，乘用车行业的净利润增速较零部件行业更早地实现回升，在2007年一季度乘用车行业的净利润增速从2006年四季度的-54.4%回升到130.1%，并在此后继续提升；而零部件行业的净利润增速相较前一期有所回落，且之后在较低位浮动。

在2008年三季度至2009年四季度期间，乘用车行业的净利润增速与零部件行业整体呈现相同的趋势，但乘用车行业的净利润增速改善幅度显著高于零部件行业，从2008年四季度的-393.8%提升到2009年三季度的436.9%，整体增幅达到830.7%，而同期零部件行业的净利润增速提升幅度为470.6%。

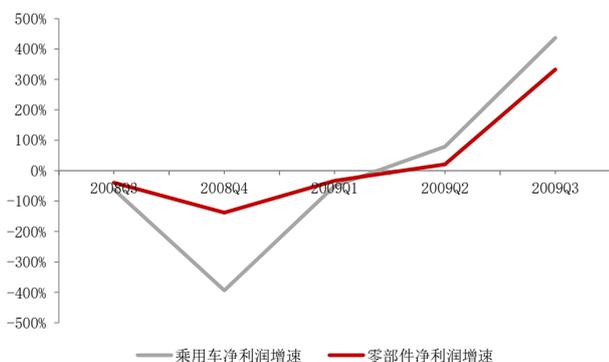
在2015年四季度至2016年四季度期间，整车净利润增速改善较早，但零部件整体改善幅度更大。零部件从2016年一季度至三季度，净利润增速从8.4%提升到43.0%，并在四季度维持42.5%的高增速；乘用车整车行业净利润增速从2015年四季度的34.4%降低到2016年二季度的13.8%，在2016年三季度实现回升，达到26.6%，但在四季度再次降低，情况出现反复。在2015年四季度至2016年四季度期间零部件行业净利润改善较乘用车行业较好，主要由于以下原因：（1）零部件行业净利润2014年四季度至2015年三季度持续负增长，造成较低基数，因此在2015年四季度至2016年四季度期间增速较高；（2）乘用车行业净利润2014年四季度至2015年三季度增速持续上升，造成较高基数，因此在2015年四季度至2016年四季度期间相对较低；（3）上汽集团、长安汽车、广汽集团为代表的整车公司在2016年四季度净利润增速较低或负增长，其增速分别8.4%、-20.8%和-52.3%，造成整体乘用车行业净利润增速下降。

图 27：2006Q3 至 2007Q4 乘用车行业和零部件行业净利润增速



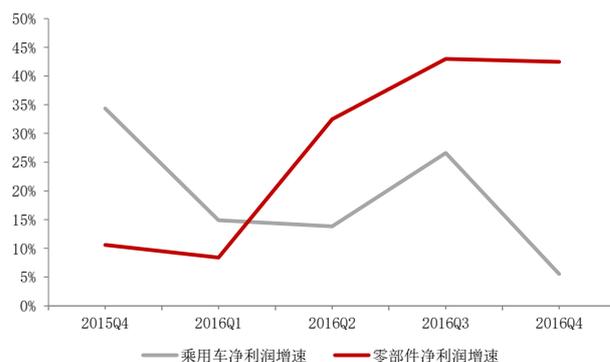
数据来源: WIND, 东方证券研究所

**图 28: 2008Q3 至 2009Q4 乘用车行业和零部件行业净利润增速**



数据来源: WIND, 东方证券研究所

**图 29: 2015Q4 至 2016Q4 乘用车行业和零部件行业净利润增速**



数据来源: WIND, 东方证券研究所

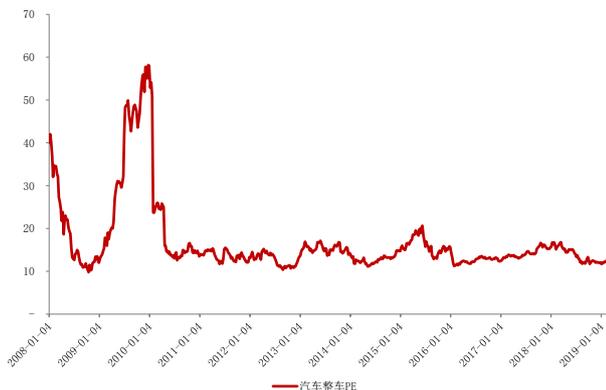
## 5 主要投资策略

### 5.1 整车估值仍在历史低位

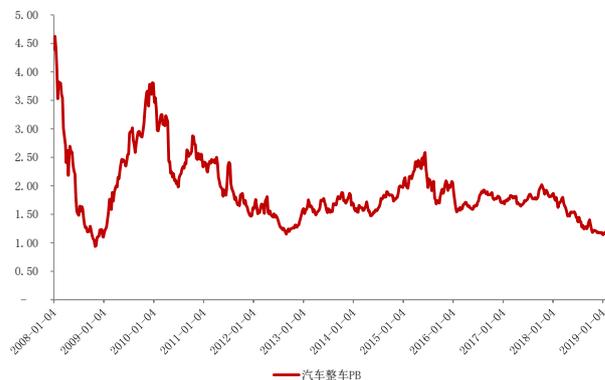
截至到 2 月 22 日, 汽车整车 PE 估值为 13.5 倍, 基本处于历史低位, 整车中包含比亚迪、一汽轿车等公司, 这些公司 PE 估值较高, 而大部分整车公司估值仍处于低位; 从 PB 估值看, PB1.32 倍, 也处于历史估值低位。

**图 30: 整车 PE 估值**

**图 31: 整车 PB 估值**



数据来源：WIND，东方证券研究所



数据来源：WIND，东方证券研究所

## 5.2 主要关注标的

在行业见底去库存过程中，汽车行业产业链上投资建议：行业去库存中，整车将率先去库存，然后整车库存正常化后，将再向零部件公司采购部件，从二级市场表现看，整车公司股价表现将先于零部件公司，投资上我们仍坚持先整车，后零部件的观点。

建议关注标的：

主线一：乘用车整车：上汽集团(600104，买入)、长安汽车(000625，买入)；

主线二：零部件龙头：华域汽车(600741，买入)、福耀玻璃(600660，未评级)等；

主线三：低估值、细分龙头：拓普集团(601689，买入)、星宇股份(601799，买入)、新泉股份(603179，买入)、精锻科技(300258，买入)、东睦股份(600114，买入)；

主线四：电动智能汽车产业链：银轮股份(002126，买入)、宁德时代(300750，未评级)、三花智控(002050，买入)、德赛西威(002920，买入)、保隆科技(603197，增持)、比亚迪(002594，增持)。

**表 1：主要汽车公司估值比较**

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价 (2-26) | EPS   |       |       | PE    |        |       |
|-----------|------|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
|           |      |            | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E  | 2019E |
| 600104.SH | 上汽集团 | 28.45      | 2.95  | 3.15  | 3.36  | 9.66  | 9.02   | 8.46  |
| 600741.SH | 华域汽车 | 21.33      | 2.08  | 2.54  | 2.50  | 10.26 | 8.40   | 8.52  |
| 601799.SH | 星宇股份 | 57.00      | 1.70  | 2.24  | 2.92  | 33.49 | 25.42  | 19.53 |
| 603730.SH | 岱美股份 | 23.33      | 1.42  | 1.57  | 1.92  | 16.45 | 14.87  | 12.15 |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 24.76      | 1.26  | 1.64  | 1.76  | 19.73 | 15.10  | 14.06 |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 25.31      | 1.12  | 0.89  | 1.04  | 22.58 | 28.42  | 24.25 |
| 603179.SH | 新泉股份 | 17.92      | 1.10  | 1.46  | 1.81  | 16.27 | 12.30  | 9.92  |
| 601238.SH | 广汽集团 | 12.32      | 1.05  | 1.20  | 1.35  | 11.68 | 10.24  | 9.12  |
| 603197.SH | 保隆科技 | 23.49      | 1.04  | 1.04  | 1.33  | 22.56 | 22.49  | 17.64 |
| 601689.SH | 拓普集团 | 16.26      | 1.01  | 1.12  | 1.29  | 16.03 | 14.53  | 12.64 |
| 603788.SH | 宁波高发 | 16.43      | 1.01  | 1.26  | 1.55  | 16.22 | 13.06  | 10.62 |
| 603306.SH | 华懋科技 | 16.12      | 0.89  | 1.01  | 1.20  | 18.15 | 15.97  | 13.43 |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 9.60       | 0.85  | 0.99  | 1.06  | 11.28 | 9.71   | 9.07  |
| 603035.SH | 常熟汽车 | 13.35      | 0.81  | 1.31  | 1.37  | 16.42 | 10.19  | 9.78  |
| 600686.SH | 金龙汽车 | 8.76       | 0.79  | 0.29  | 0.63  | 11.10 | 29.99  | 13.96 |
| 002074.SZ | 国轩高科 | 16.93      | 0.74  | 0.77  | 0.88  | 22.96 | 21.98  | 19.33 |
| 300258.SZ | 精锻科技 | 13.22      | 0.62  | 0.75  | 0.92  | 21.39 | 17.57  | 14.39 |
| 002050.SZ | 三花智控 | 15.07      | 0.58  | 0.64  | 0.76  | 25.85 | 23.51  | 19.94 |
| 600114.SH | 东睦股份 | 7.50       | 0.46  | 0.51  | 0.67  | 16.14 | 14.63  | 11.21 |
| 603997.SH | 继峰股份 | 8.22       | 0.46  | 0.50  | 0.59  | 17.90 | 16.48  | 13.97 |
| 600699.SH | 均胜电子 | 25.10      | 0.42  | 1.35  | 1.47  | 60.19 | 18.54  | 17.05 |
| 002126.SZ | 银轮股份 | 8.50       | 0.39  | 0.47  | 0.57  | 21.90 | 18.26  | 14.99 |
| 002472.SZ | 双环传动 | 7.06       | 0.35  | 0.39  | 0.48  | 19.98 | 18.30  | 14.59 |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 88.50      | 1.35  | 1.65  | 2.04  | 65.39 | 53.79  | 43.43 |
| 002594.SZ | 比亚迪  | 56.74      | 2.35  | 1.12  | 1.53  | 24.11 | 50.86  | 37.13 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 8.73       | 1.49  | 0.21  | 0.41  | 5.86  | 40.93  | 21.22 |
| 000550.SZ | 江铃汽车 | 18.47      | 0.80  | 0.16  | 0.90  | 23.09 | 115.73 | 20.50 |

资料来源：wind、东方证券研究所

## 6 主要风险

**宏观经济下行影响汽车需求。**若 2019 年宏观经济复苏低于预期，消费者推迟购车，则将影响乘用车需求，进而影响行业整体盈利能力。

**政府推广力度低于预期，导致新能源汽车需求低于预期。**若 2019 年新能源汽车补贴政策低于预期，则将制约新能源汽车需求的释放。

**上游原材料成本压力。**若 2019 年上游原材料价格仍继续上涨，则将影响汽车行业产业链整体盈利能力，进而影响到相关公司盈利增长。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

