

汽车

 证券研究报告
 2019年05月05日

板块盈利能力筑底 把握弹性、布局成长 ——汽车行业年报一季报总结

 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

张程航 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518070005
 zhangchenghang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业研究周报:国产 Model3 成本或降低 50%, 大众江淮将新建工厂——汽车行业周报 (2019.04.22-2019.04.26)》
2019-04-27
- 《汽车-行业点评:燃料电池快速发展, 客车价值或被重估》
2019-04-22
- 《汽车-行业研究周报:一汽集团或整体上市, 华为聚焦 ICT 技术——汽车行业周报 (2019.04.15-2019.04.19)》
2019-04-20

报告摘要:

汽车板块盈利能力正在筑底。19Q1 乘用车市场表现仍在低位, 批发同比-14%, 与 18Q4 的-15%基本持平。乘用车板块扣非净利-45%, 降幅扩大, 但毛利率环比企稳。零部件营收增速放缓, 仍实现 6%增长, 扣非净利-12%, 降幅收窄。客车由于新能源车补贴政策未退坡, 扣非净利-19%降幅大幅收窄。卡车受重卡热销和福田扭亏带动而大幅扭亏。经销服务板块净利同比-3%, 小幅负增长, 环比扭亏为盈。

板块估值年初至今有所修复, 近期回落, 重回历史底部区间。由于市场上涨、景气拐点预期等因素推动, 汽车板块估值年初至今先于盈利改善, 4月中下旬回落后, 仍在历史底部。其中, 乘用车截至 4 月 30 日 PB 中值 1.4 倍, 年初 1.1 倍, 2008 年以后历史低点 1.0 倍, 零部件 2.1 倍, 年初 1.7 倍, 低点 1.4 倍。市场(基金)对汽车板块的持仓也仍在低位, 截至 19Q1 占比为 2.4%, 仅高于过去 14 年中的 6 个季度, 其中 5 个季度为 08 年金融危机。

维持 2019 年大概率景气拐点判断, 继续把握弹性乘用车, 开始布局成长零部件。2018 年 12 月我们发布投资时钟报告, 判断 2019 年大概率成为行业景气周期拐点, 并积极推荐乘用车弹性标的。虽然短期销量数据有波动、股价有反复, 但大趋势不会变化。当前乘用车估值较前期回落, 我们继续推荐其中的弹性标的。此外还需注意到, 随下游销量逐步走出底部, 成长型零部件公司未来 1-2 年业绩也有望重回高增长, 市场关注度将回升, 投资性价比正逐步凸显。

投资建议:

2019 汽车进入超配, 整体为渐进式推进, 个股呈现轮动特征, 当前建议继续把握近期估值回落的弹性乘用车, 并开始布局成长零部件——弹性标的【长安汽车、长城汽车、广汽集团、吉利汽车】, 成长型零部件【均胜电子、旭升股份、岱美股份、精锻科技】, 后市场【金固股份、五洋停车】, 国企改革【东风科技、金龙汽车、江淮汽车】, 重卡【潍柴动力、中国重汽】。

风险提示: 汽车产销低于预期、中美贸易谈判汽车关税进一步下调、新能源汽车政策调整幅度过大等。

内容目录

1. 概览.....	4
2. 乘用车：利润降幅扩大，但毛利率环比企稳.....	5
3. 零部件：营收增速继续放缓，利润降幅收窄.....	9
4. 客车：一季度受补贴政策支撑.....	13
5. 卡车：营收增速大幅转正，福田改善明显.....	16
6. 经销服务：净利环比扭亏为盈.....	19
7. 投资建议.....	22
8. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：乘用车板块单季营收同比（%）.....	5
图 2：乘用车板块单季毛利率（%）.....	5
图 3：乘用车季度销量及同比（万辆、%）.....	5
图 4：乘用车板块单季三费费用率（%）.....	6
图 5：乘用车板块单季销售费用率（%）.....	6
图 6：乘用车板块单季管理费用率（%）.....	6
图 7：乘用车板块单季财务费用率（%）.....	6
图 8：乘用车板块单季净利同比增速（%）.....	7
图 9：乘用车板块单季扣非净利同比增速（%）.....	7
图 10：乘用车板块单季扣非 ROE（%，整体法）.....	7
图 11：乘用车板块累计扣非 ROE（%，整体法）.....	7
图 12：乘用车 PE TTM 和 PB（中值法）（截至 2019 年 4 月 30 日）.....	8
图 13：汽车零部件板块与乘用车板块单季营收同比（%）.....	9
图 14：汽车零部件板块单季毛利率（%）.....	9
图 15：乘用车季度产量及同比（万辆、%）.....	9
图 16：乘用车季度产量及同比（万辆、%）（按 12/1/2 月为一季度，3/4/5 月为二季度，依此类推）.....	10
图 17：汽车零部件板块单季三费费用率（%）.....	10
图 18：汽车零部件板块单季三费费用率（%，整体法）.....	11
图 19：汽车零部件板块单季三费费用率（%，中值法）.....	11
图 20：汽车零部件板块单季净利同比增速（%）.....	11
图 21：汽车零部件板块单季扣非净利同比增速（%）.....	11
图 22：零部件板块单季扣非 ROE（%，整体法）.....	11
图 23：零部件板块累计扣非 ROE（%，整体法）.....	11
图 24：汽车零部件板块 PE TTM 和 PB（中值法）（截至 2019 年 4 月 30 日）.....	12
图 25：客车板块单季营收同比（%）.....	13
图 26：客车板块单季毛利率（%）.....	13
图 27：大中型客车季度销量及同比（万辆；%）.....	13

图 28: 新能源商用车季度销量及同比 (万辆、%)	14
图 29: 客车板块单季三费费用率 (%)	14
图 30: 客车板块单季销售、管理、财务费用率 (%)	14
图 31: 客车板块单季净利同比增速 (%)	15
图 32: 客车板块单季扣非净利同比增速 (%)	15
图 33: 客车板块单季扣非 ROE (%，整体法)	15
图 34: 客车板块累计扣非 ROE (%，整体法)	15
图 35: 卡车板块单季营收同比 (%)	16
图 36: 卡车板块单季毛利率 (%)	16
图 37: 卡车季度产量及同比 (万辆; %)	16
图 38: 卡车板块单季三费费用率 (%)	17
图 39: 卡车板块单季销售、管理、财务费用率 (%)	17
图 40: 卡车板块单季净利同比增速 (%)	17
图 41: 卡车板块单季扣非净利同比增速 (%)	17
图 42: 卡车板块单季扣非 ROE (%，整体法)	17
图 43: 卡车板块累计扣非 ROE (%，整体法)	17
图 44: 汽车销售与服务板块单季营收同比 (%)	19
图 45: 汽车销售与服务板块单季毛利率 (%)	19
图 46: 汽车销售与服务板块单季三费费用率 (%)	19
图 47: 汽车销售与服务板块单季销售、管理、财务费用率 (%)	19
图 48: 汽车销售与服务板块单季净利同比增速 (%)	20
图 49: 汽车销售与服务板块单季扣非净利同比增速 (%)	20
图 50: 汽车消费与服务板块单季扣非 ROE (%，整体法)	20
图 51: 汽车消费与服务板块累计扣非 ROE (%，整体法)	20
图 52: 2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比 (季度)	22
图 53: 2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比排名 (季度, 29 个行业)	22
图 54: 2005-2019 年汽车板块净利和基金持仓在 28 个行业中的占比情况	22
图 55: 2005-2019 年汽车板块净利和基金持仓在 28 个行业中的排名情况	22
表 1: 汽车细分行业上市公司样本构成 (截至 2019 年 4 月 30 日)	4
表 2: 乘用车标的近期涨跌情况 (截至 2019 年 4 月 30 日)	8
表 3: 零部件标的年初至今涨跌幅前十情况 (截至 2019 年 4 月 30 日)	12
表 4: 客车标的近期涨跌情况 (截至 2019 年 4 月 30 日)	15
表 5: 卡车标的近期涨跌情况 (截至 2019 年 4 月 30 日)	18
表 6: 经销服务标的近期涨跌情况 (截至 2019 年 4 月 30 日)	20
表 7: 基金持仓汽车行业前十大重仓股 (以持股市值为排序标准)	23

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具有代表性的新股，共选择汽车及汽车零部件行业 A 股 190 家上市公司作为分析样本。截至 2019 年 4 月 30 日，总市值为 2.24 万亿元，占 A 股总市值 3.6%。

19Q1 乘用车批发继续负增长并保持低位，带动乘用车毛利率同比下滑，板块净利降幅进一步扩大（扣非-45%），环比来看毛利率基本企稳。由于下游销量疲软，零部件板块整体财务虽承压，但营收仍实现增长（6%，增速放缓）、净利同比降幅收窄（扣非-12%），依然好于乘用车板块，对行业景气低迷的抵御能力相对较强，但考虑 18Q2 乘用车产销相对较高，19Q2 零部件板块盈利同比数据可能弱于 Q1。

此外，客车板块由于 19Q1 仍沿用 2018 年新能源车补贴政策，在宇通的拉动下净利降幅大幅收窄（扣非-19%）。卡车进入旺季，重卡表现较好，在福田大幅扭亏的带动下，板块盈利能力回升（净利 6.2 亿元，同比提升 23 亿元）。经销服务板块净利同比负增长（扣非-3%），环比扭亏为盈。

估值方面，乘用车和零部件板块年初至今有所修复，领先于盈利改善，主要受到市场上涨、景气周期拐点等预期带动。从 PB 角度看，乘用车截至 4 月 30 日中值 1.4 倍，年初 1.1 倍，2008 年以后历史低点 1.0 倍，修复幅度不大、且仍在历史底部区间；零部件中值 2.1 倍，年初 1.7 倍，历史低点 1.4 倍，修复幅度小于乘用车，也在历史底部区间。

综合 19Q1 的财报情况，可以判断行业盈利正在筑底过程中，我们预计未来 1 年随行业逐渐走过景气拐点，销量回升将推动板块盈利能力改善，从当前的估值和市场持仓来看，股价仍有上行空间，此外需关注到，除我们此前推荐的弹性乘用车以外，零部件公司的性价比正在逐步凸显。

表 1：汽车细分行业上市公司样本构成（截至 2019 年 4 月 30 日）

#	板块	公司数量(家)	市值(亿元)	相关公司
1	乘用车	13	7,940	众泰汽车、力帆股份、北汽蓝谷、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	588	江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车
3	客车	6	529	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	14	2,133	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、多伦科技、中国汽研
5	汽车零部件及其他	153	11,233	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、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、黎明股份、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
6	汽车行业	190	22,423	占 A 股总市值 3.6%

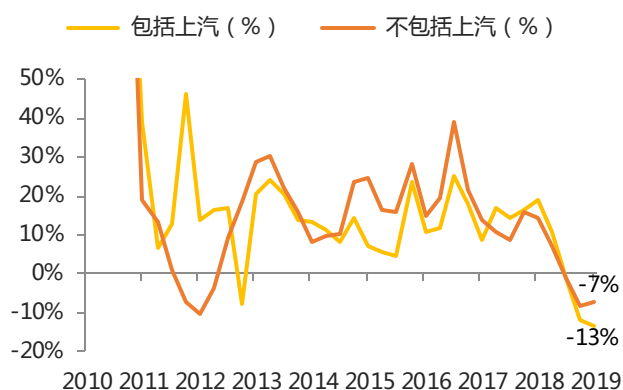
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 乘用车：利润降幅扩大，但毛利率环比企稳

19Q1 乘用车板块营收继续负增长。1 季度狭义乘用车批发增速为-14%，基本与 18Q4 的-15%持平，在此背景下，板块营收增速从 18Q4 的-11.6%降至-13.3%。剔除上汽后，板块营收降幅从-8.4%收窄至-7.3%。

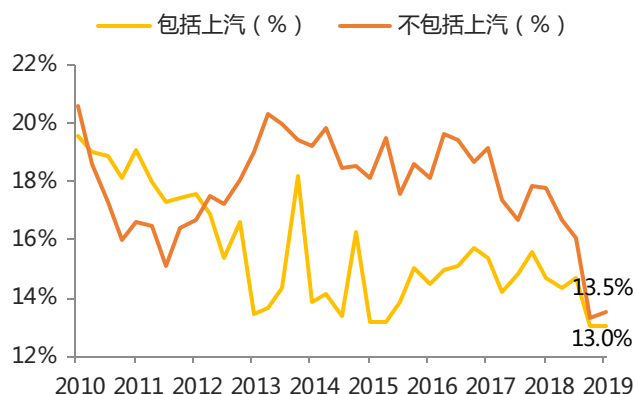
毛利率情况率先企稳。1 季度乘用车板块毛利率环比仅略微降 0.1 个百分点到 13.0%，剔除上汽后则从 13.3%回升至 13.5%，整体基本企稳。具体来看，13 家车企中 8 家车企毛利率 1 季度环比提升（广汽、长城、比亚迪、众泰、力帆、北汽蓝谷、江淮、悦达），5 家下降（上汽、长安、一汽轿车、一汽夏利、小康）。同比来看，毛利率降幅较大，整体下降 1.7 个百分点，剔除上汽后下降 4.3 个百分点。我们认为 1 季度毛利率环比企稳与 4 季度折扣加大、红包结算压低当期毛利率有关系，另一方面也显示，如果之后批发能够企稳，毛利率可能也基本触底。

图 1：乘用车板块单季营收同比（%）



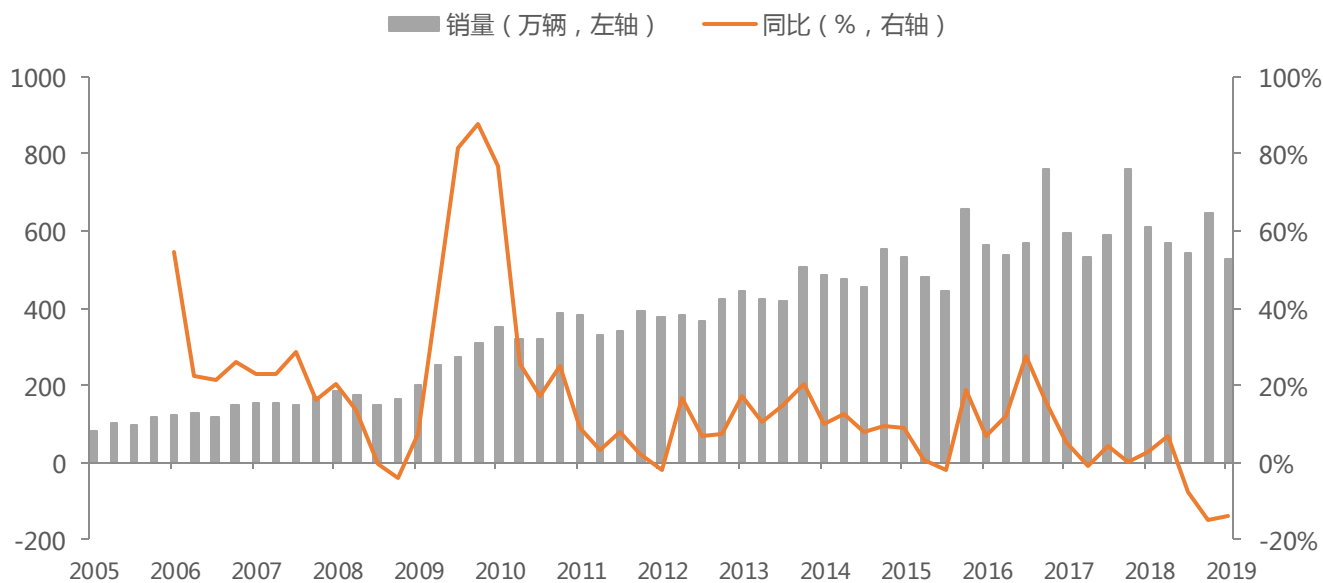
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：乘用车板块单季毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

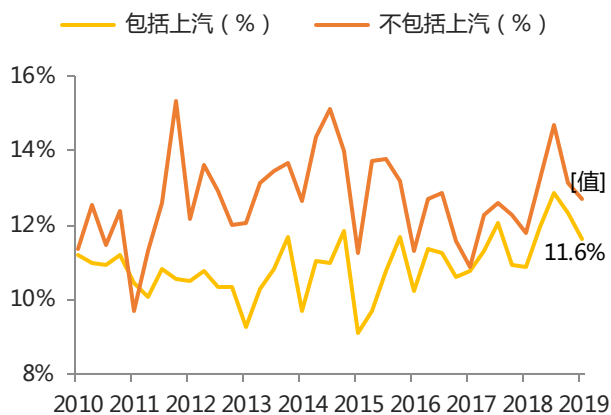
图 3：乘用车季度销量及同比（万辆、%）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

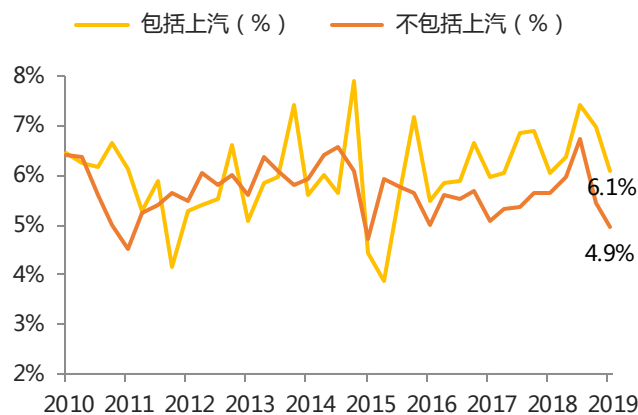
费用率同比上升、环比下降。1 季度板块营收同比-13.3%，销售费用同比例下降(-13.0%)，费用率 6.1%，同比基本稳定，环比季节性下降 0.9 个百分点；剔除上汽后销售费用率同比降幅相对明显。管理费用同比-1.6%，费用率 6.4%，同比提升 1.1 个百分点，环比季节性减少 0.3 个百分点；剔除上汽变化基本一致。财务费用同比上升 11.4%，主要受到比亚迪拉动(占 65%，同比+44%)，使财务费用率 0.6%，同比略提升 0.2 个百分点，环比提升 0.5 个百分点。最终，板块期间费用率 11.6%，同比上升 0.7 个百分点，环比下降 0.7 个百分点。

图 4：乘用车板块单季三费费用率 (%)



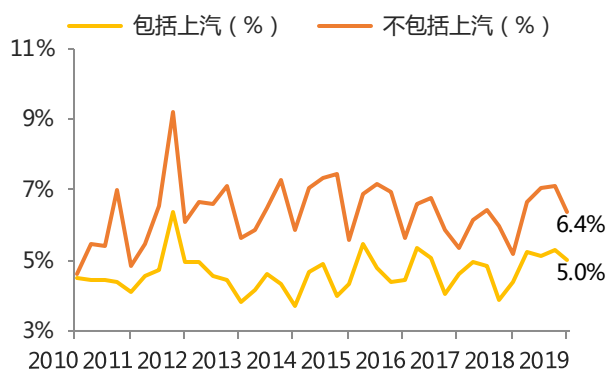
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：乘用车板块单季销售费用率 (%)



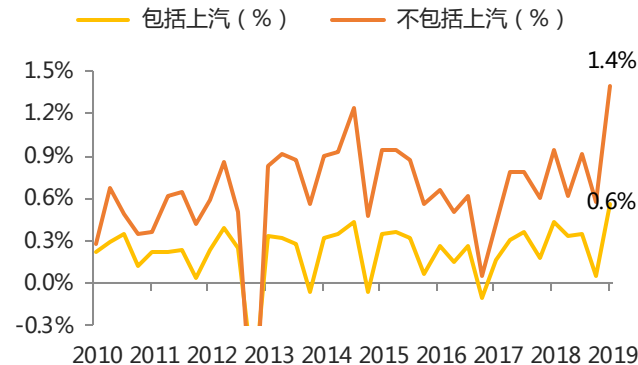
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 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

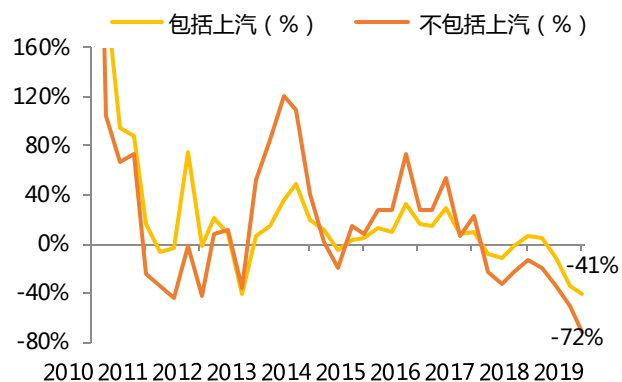
图 7：乘用车板块单季财务费用率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

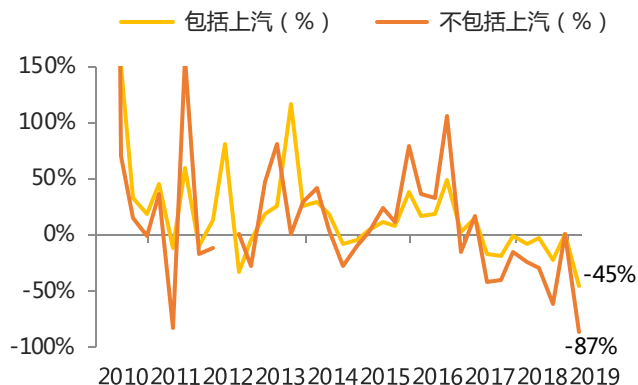
车企 19Q1 净利降幅扩大，扣非 ROE 环比回升。由于营收同比负增长、毛利率同比下降，乘用车板块 19Q1 净利进一步下滑，由 18Q4 的 -34% 降至 -41%，剔除上汽后则由 -50% 降至 -72%；扣非净利降幅也进一步扩大。主流车企中，比亚迪单季净利同比 236%，上汽集团与广汽集团单季净利同比分别为 -22% 和 -28%，其余车企均有较大幅度下降，其中长安汽车、北汽蓝谷、一汽夏利、力帆股份、小康股份均处于亏损状态。扣非净利增速来看，上汽集团 -14%，其余车企降幅更明显。扣非 ROE 于 1 季度回升，18Q4 单季下探到历史最低的 -0.1%，19Q1 回升至 1.5%。

图 8：乘用车板块单季净利同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

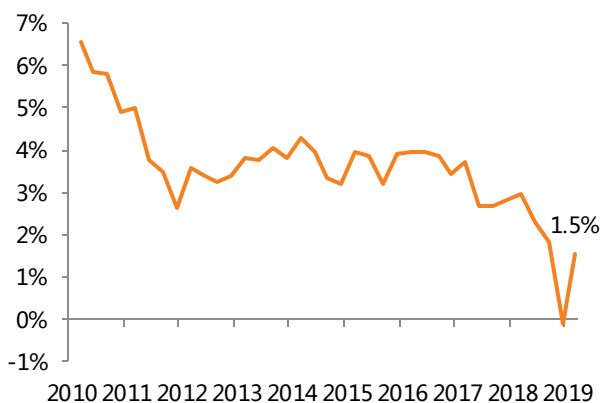
图 9：乘用车板块单季扣非净利同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

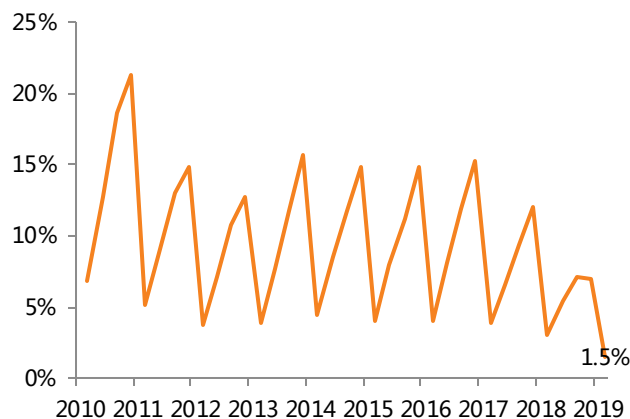
注：4Q18 同比由盈转亏，无法计算增速

图 10：乘用车板块单季扣非 ROE（%，整体法）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：乘用车板块累计扣非 ROE（%，整体法）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2019 年以来板块估值有所修复，PB 仍在历史底部。虽然 19Q1 乘用车批发销量增速仍在低位，但随上险数降幅收窄、宏观经济企稳预期增强、整体市场上涨等因素，乘用车板块估值也有所修复。截至 4 月 30 日，行业 PE TTM 中值为 61 倍，较年初 32 倍接近翻了一番，也超过 2015 年的近期历史高位。但要考虑的是，过去两个季度也是行业历史盈利能力最低的两个季度，对推高 PE 指标也有明显影响。从 PB 来看，4 月末中值为 1.4 倍，较年初的 1.1 倍有所修复，但幅度比 PE TTM 小很多，总体仍在历史底部区间。

图 12：乘用车 PE TTM 和 PB（中值法）（截至 2019 年 4 月 30 日）



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 2：乘用车标的近期涨跌情况（截至 2019 年 4 月 30 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 19PE
力帆股份	601777.SH	46%	27%	85%	-222%	98	0.0
长城汽车	601633.SH	15%	40%	61%	-70%	21	7.9
一汽夏利	000927.SZ	9%	45%	59%	-3%	130	0.0
一汽轿车	000800.SZ	24%	27%	58%	-28%	121	0.0
BRILLIANCE CHI	1114.HK	11%	33%	48%	未披露	7	3.2
长城汽车	2333.HK	8%	31%	42%	-68%	13	5.6
北京汽车	1958.HK	7%	24%	33%	-18%	9	3.7
悦达投资	600805.SH	-5%	38%	32%	-39%	76	25.8
长安汽车	000625.SZ	3%	26%	30%	-341%	-15	10.5
众泰汽车	000980.SZ	5%	21%	27%	-28%	15	6.7
江淮汽车	600418.SH	17%	6%	23%	78%	-12	25.4
北汽蓝谷	600733.SH	14%	7%	22%	964%	177	52.2
广汽集团	601238.SH	7%	14%	21%	-42%	13	7.6
吉利汽车	0175.HK	5%	9%	14%	0%	10	6.4
比亚迪	002594.SZ	6%	5%	12%	225%	45	33.7
广汽集团	2238.HK	-9%	19%	8%	-42%	8	4.9
东风集团股份	0489.HK	-3%	11%	7%	未披露	4	3.5
比亚迪股份	1211.HK	13%	-5%	7%	204%	39	24.7
上汽集团	600104.SH	5%	-2%	3%	0%	9	7.7
小康股份	601127.SH	-10%	-4%	-14%	-158%	-71	23.3

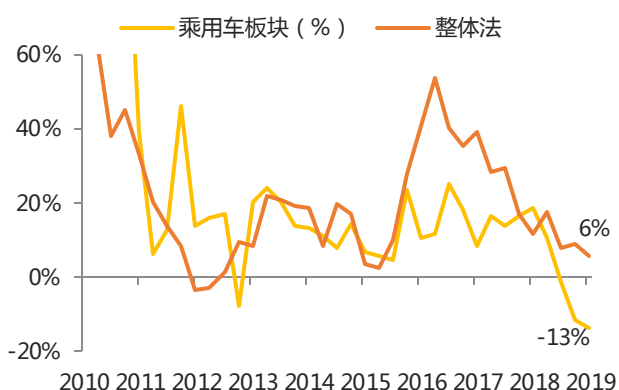
资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 零部件：营收增速继续放缓，利润降幅收窄

19Q1 零部件营收增速进一步放缓，但仍高于乘用车板块。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，主要是一批优质零部件公司上市并进入成长期，此外部分零部件公司由于海外市场占比较高，也能适当平衡国内市场下滑带来的风险。过去 3 年中，仅 18Q1 零部件营收增速略低于乘用车板块增速。19Q1 零部件板块仍保持 6% 的增速，虽然较前期进一步下降，但仍强于乘用车的负增长状态。剔除华域汽车、福耀玻璃、潍柴动力后，板块 19Q1 营收同比 10%，依然强于乘用车。

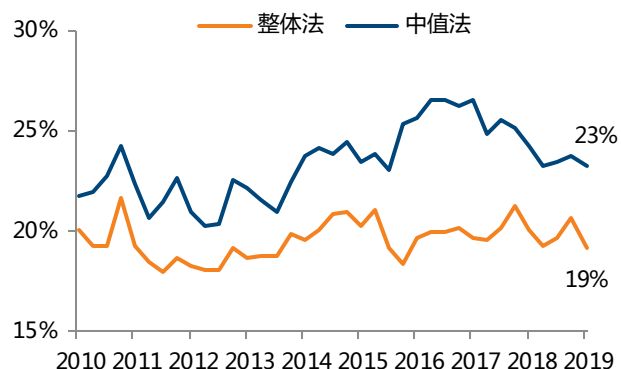
毛利率环比、同比略降。零部件 19Q1 毛利率随下游走弱、营收增速放缓而略受影响，但整体季节性下降，但降幅不大，中值环比微降 0.5 个百分点，与过去 3 个季度相比变动也不大，同比下降 1.0 个百分点。过去几年，零部件营收增速从高点 54% 持续下降至当前的 6%，但毛利率由最高仅回落 3.2 个点，显示板块整体承压能力相对还是较强。

图 13：汽车零部件板块与乘用车板块单季营收同比 (%)



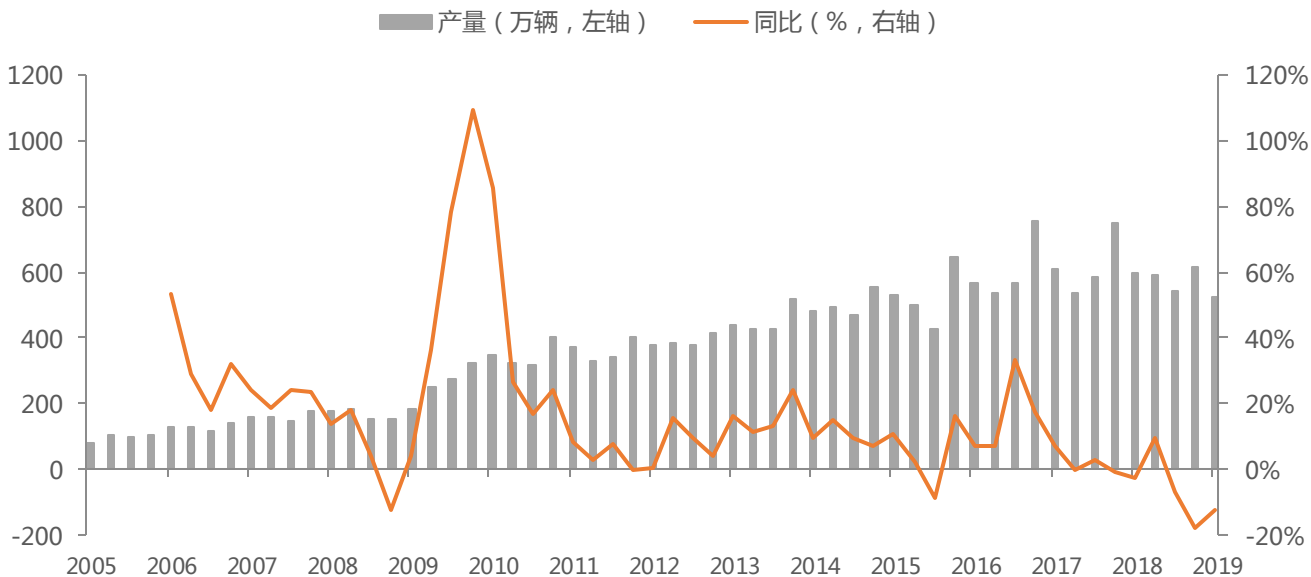
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：汽车零部件板块单季毛利率 (%)



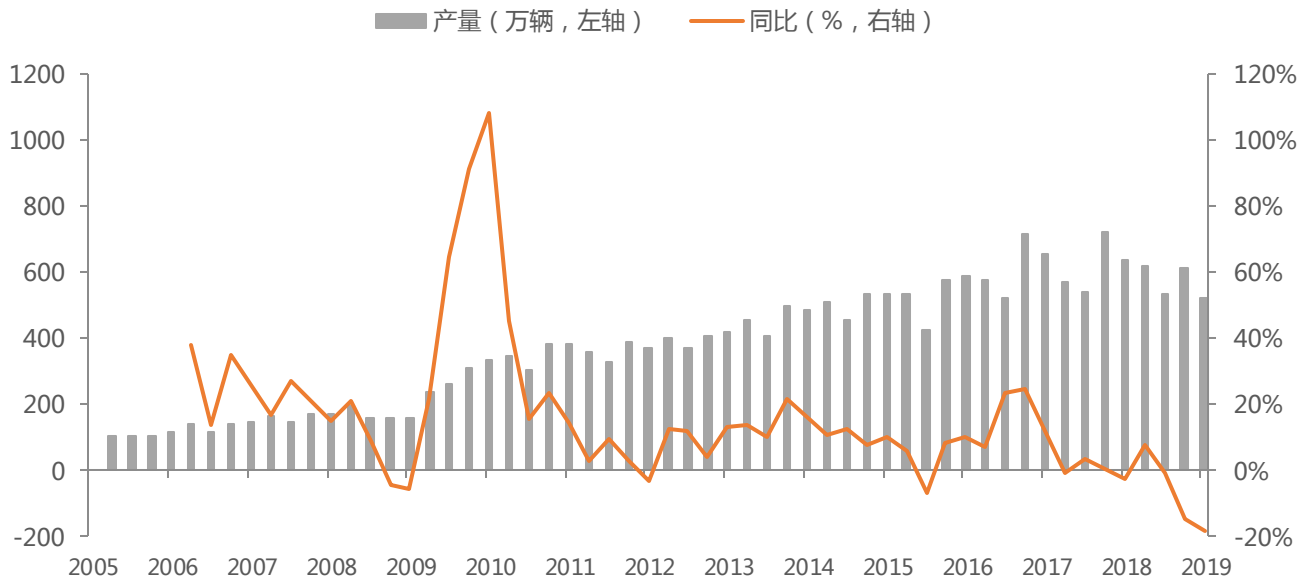
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：乘用车季度产量及同比 (万辆、%)



资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 16：乘用车季度产量及同比（万辆、%）（按 12/1/2 月为一季度，3/4/5 月为二季度，依此类推）

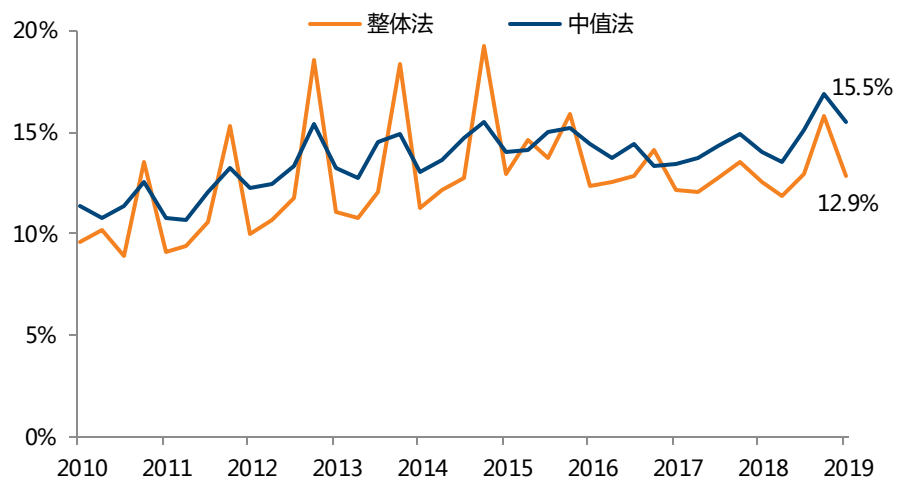


资料来源：中汽协、天风证券研究所

注：部分零部件公司开票确认收入会滞后于车企生产。

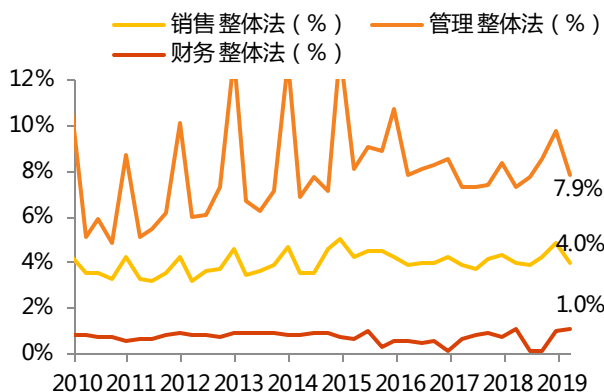
期间费用率同比上升，环比季节性回落。19Q1 零部件板块期间费用率同比上升 1.5 个百分点至 15.5%（中值法），主要受到管理费用率同比上升 0.7 个百分点、财务费用率上升 0.5 个百分点带动，销售费用率微升 0.1 个百分点。板块 19Q1 有 6% 的正增长，三项费用增速则更高，显示降本降费在当前阶段并没显著发生，尤其财务费用率同环比上升明显。管理费用率和销售费用率环比均季节性回落。

图 17：汽车零部件板块单季三费费用率（%）



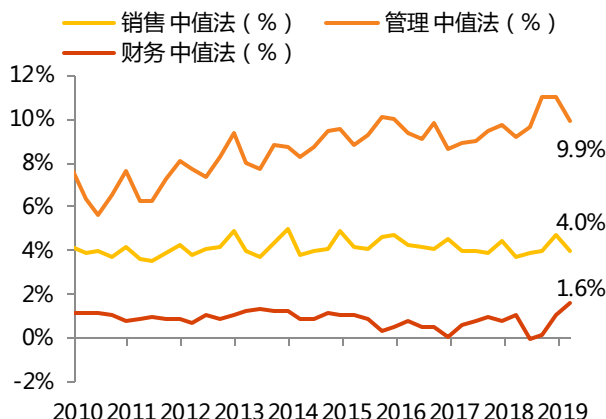
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 18: 汽车零部件板块单季三费费率(%, 整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

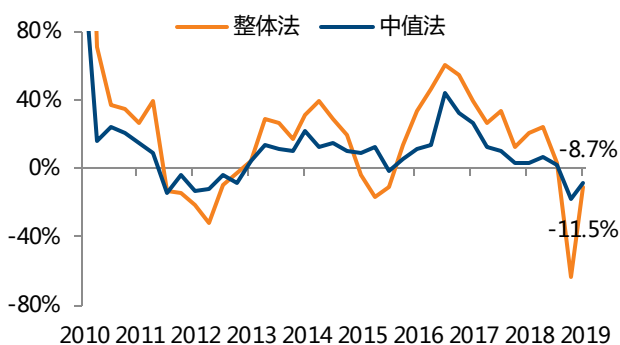
图 19: 汽车零部件板块单季三费费率(%, 中值法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

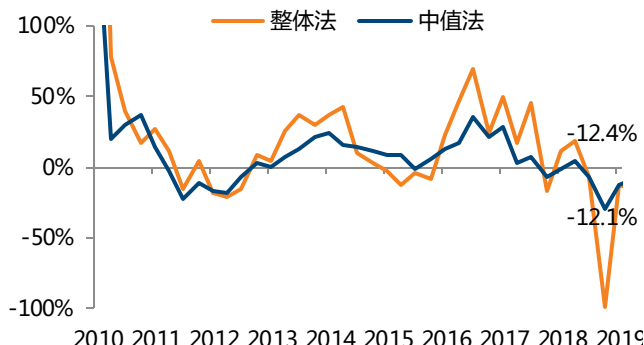
19Q1 净利同比降幅收窄。无论整体法还是中值法，零部件板块 19Q1 净利、扣非净利同比降幅均收窄——从波动更小的中值法来看，18Q4 净利、扣非净利单季同比增速分别-18.4%和-29.4%，19Q1 则分别收窄至-8.7%和-12.4%。剔除华域、福耀、潍柴三家公司后，其余零部件公司的净利增速由 18Q4 的-79.0%提升至 19Q1 的-4.5%，扣非净利实现扭亏为盈，单季扣非 ROE 从 18Q4 的-0.3%相应回升至 1 季度的 1.8%。零部件板块 19Q1 净利降幅收窄主要有两方面原因：1) 18Q4 由于费用率同比提升明显，净利增速表现较差；2) 19Q1 板块营收仍保持增长，毛利率、费用率恶化幅度较小。但考虑 18Q2 乘用车产销相对较高，19Q2 零部件板块盈利同比数据可能弱于 Q1。

图 20: 汽车零部件板块单季净利同比增速(%)



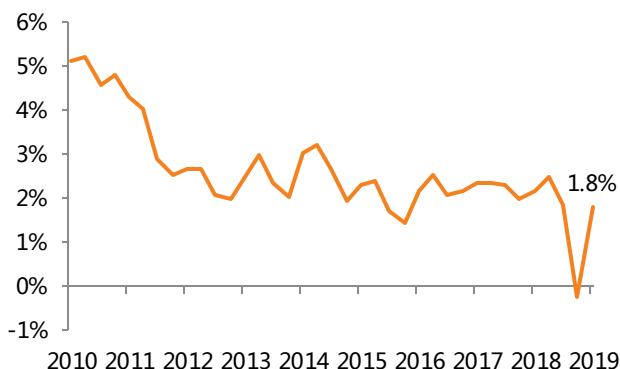
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 21: 汽车零部件板块单季扣非净利同比增速(%)



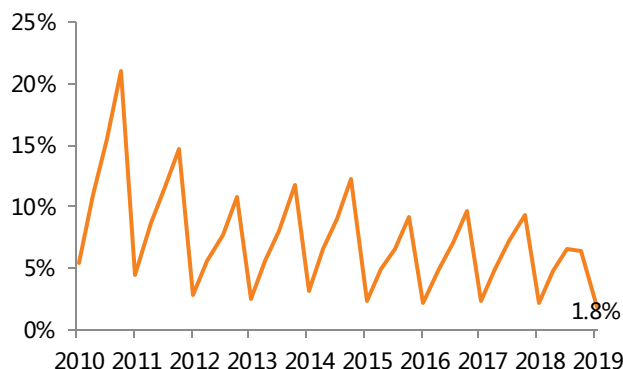
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 22: 零部件板块单季扣非 ROE(%, 整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 23: 零部件板块累计扣非 ROE(%, 整体法)



资料来源: Wind、天风证券研究所

当前零部件 PE、PB 均处于历史底部。截至 4 月 30 日，行业 PE TTM 中值从年初的 23 倍修复至 27 倍，PB 由 1.8 倍修复至 2.1 倍，表现落后于乘用车板块，且二者均处于历史底部区间。

图 24：汽车零部件板块 PETTM 和 PB（中值法）（截至 2019 年 4 月 30 日）



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 3：零部件标的年初至今涨跌幅前十情况（截至 2019 年 4 月 30 日）

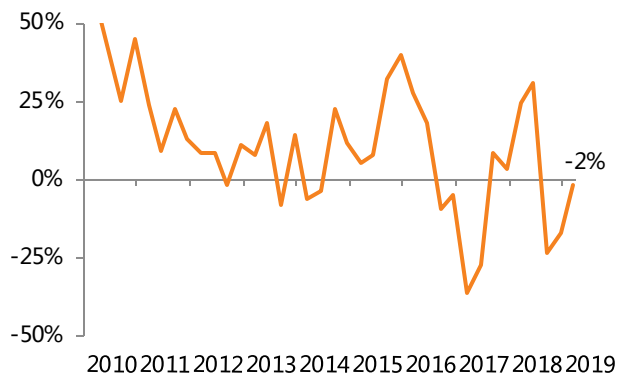
公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q1 扣非净利增速	PE TTM	预测 19PE
全柴动力	600218.SH	60%	152%	304%	35%	149	-
东风科技	600081.SH	53%	30%	99%	-59%	37	15
襄阳轴承	000678.SZ	5%	76%	84%	-1059%	-58	-
宗申动力	001696.SZ	17%	54%	80%	25%	23	-
天龙股份	603266.SH	18%	49%	76%	-26%	54	-
禾嘉股份	600093.SH	-9%	93%	76%	-5%	19	8
潍柴动力	000338.SZ	4%	54%	60%	23%	11	7
科力远	600478.SH	7%	49%	59%	-178%	-749	-
星宇股份	601799.SH	24%	27%	57%	33%	32	16
新朋股份	002328.SZ	15%	36%	57%	46%	38	-
欣锐科技	300745.SZ	-9%	-2%	-11%	-6%	53	-
双林股份	300100.SZ	-14%	4%	-11%	-71%	-55	-
越博动力	300742.SZ	-21%	9%	-13%	-127%	31	-
西菱动力	300733.SZ	-7%	-6%	-13%	-66%	40	-
万通智控	300643.SZ	-10%	-5%	-14%	74%	56	-
旭升股份	603305.SH	-17%	2%	-15%	-34%	37	26
伯特利	603596.SH	-16%	-1%	-17%	-5%	29	21
联诚精密	002921.SZ	-13%	-5%	-17%	-48%	37	-
八菱科技	002592.SZ	-28%	14%	-18%	-324%	-891	-
鸿特精密	300176.SZ	-62%	39%	-47%	-95%	49	-

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 客车：一季度受补贴政策支撑

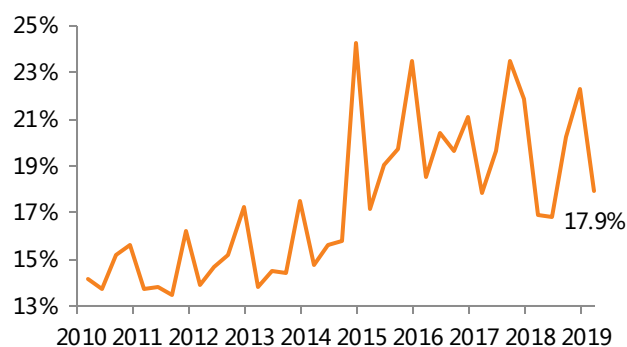
1 季度新能源车补贴政策未退坡，支撑当季营收和毛利指标。由于 19Q1 仍采用 2018 年的新能源车补贴政策，行业整体产销没有迅速滑坡。全行业大中客 19Q1 销量增速+1%，新能源商用车+66%，叠加基数因素，板块营收增速从 18Q4 的-17%回升至-2%。19Q1 客车板块毛利率 18%，随产销规模环比回落而环比下降 4.4 个百分点，但在新能源车同比大增/补贴标准保持不变的基础上同比提升 1.0 个百分点。

图 25：客车板块单季营收同比（%）



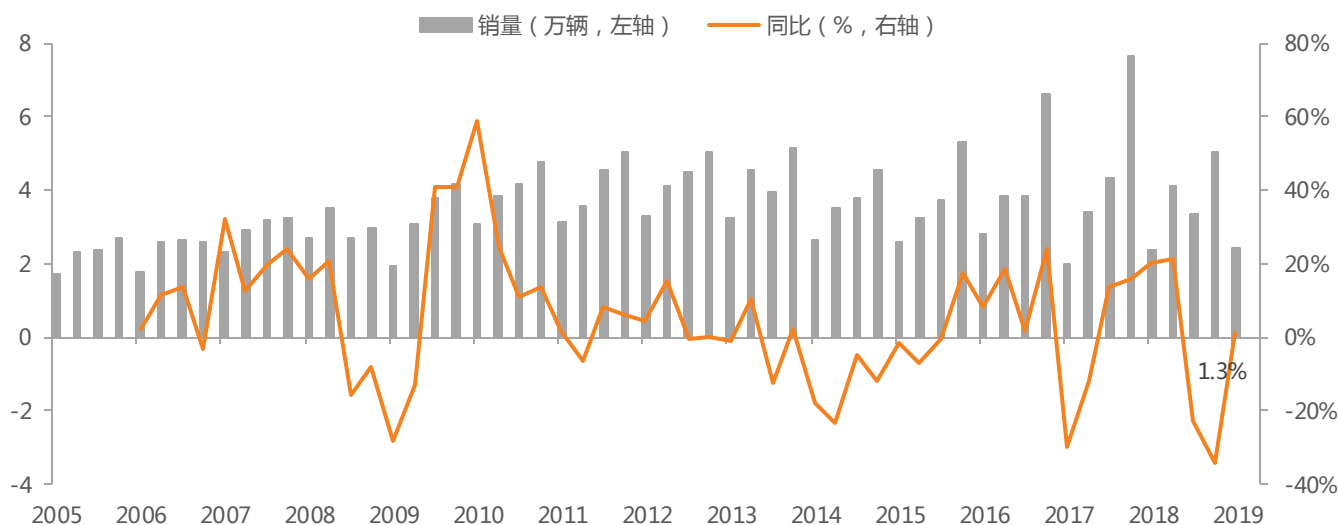
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：客车板块单季毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 27：大中型客车季度销量及同比（万辆；%）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

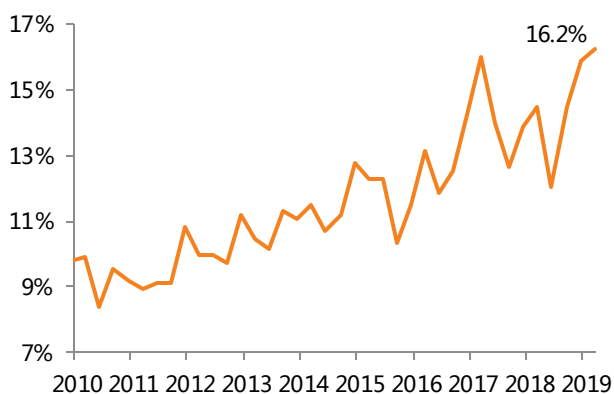
图 28：新能源商用车季度销量及同比（万辆、%）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

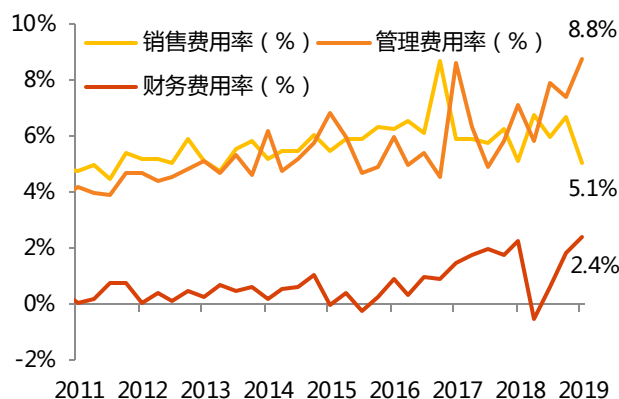
费用率环比基本平稳，同比有所上升。客车板块 19Q1 期间费用率 16.2%，环比微升 0.3 个百分点，主要由管理费用率、财务费用率上升与销售费用率下降相抵而来；同比上升 1.7 个百分点，基本主要来自于管理费用率同比提升的 1.7 个百分点。

图 29：客车板块单季三费费用率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

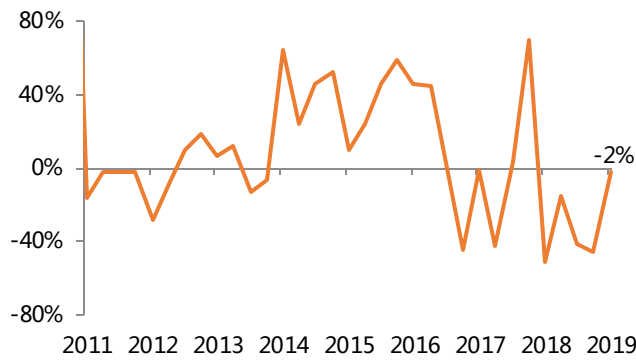
图 30：客车板块单季销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

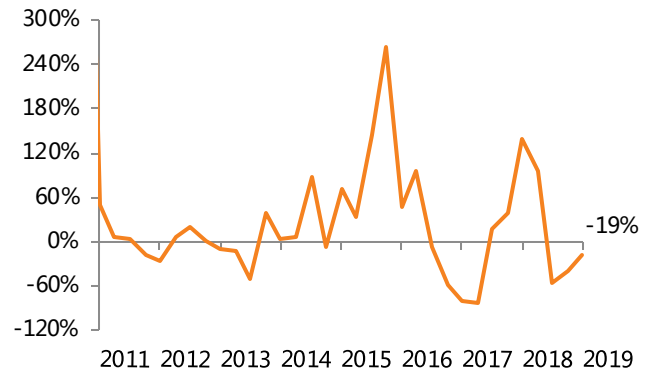
净利降幅大幅收窄。19Q1 板块无论净利还是扣非净利大幅收窄，主要来自于毛利率同比提升，具体公司层面主要受到宇通客车拉动。整体来看客车 19Q1 净利同比-2%，较 18Q4 收窄 43 个百分点，扣非净利同比-19%，较 18Q4 收窄 22 个百分点。

图 31：客车板块单季净利同比增速 (%)



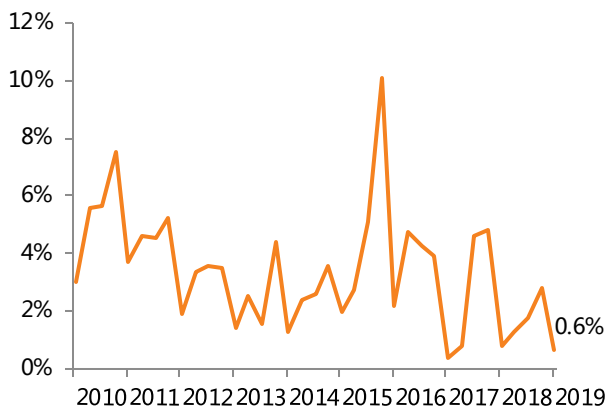
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 32：客车板块单季扣非净利同比增速 (%)



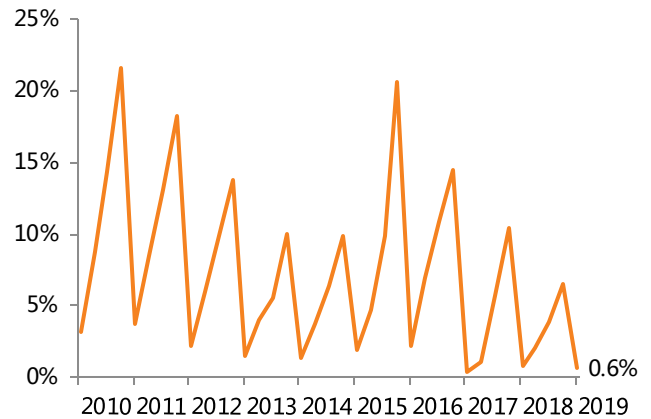
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 33：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 34：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 4：客车标的近期涨跌情况 (截至 2019 年 4 月 30 日)

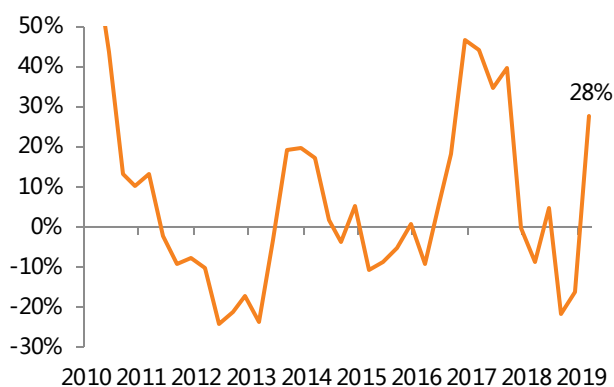
公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q1 扣非净利增速	PE TTM	预测 19PE
亚星客车	600213.SH	47%	27%	87%	-61%	223	-
中通客车	000957.SZ	7%	67%	78%	101%	120	-
金杯汽车	600609.SH	15%	30%	50%	158%	64	-
金龙汽车	600686.SH	-6%	41%	33%	-154%	33	7.0
曙光股份	600303.SH	14%	16%	32%	-439%	-20	-
宇通客车	600066.SH	6%	13%	21%	-9%	14	8.3

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 卡车：营收增速大幅转正，福田改善明显

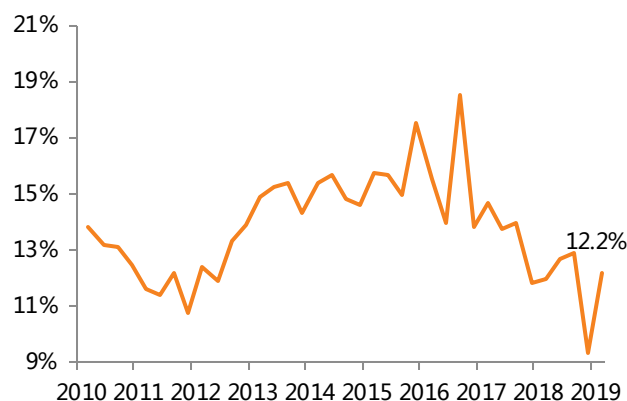
卡车板块营收同比大幅增长，毛利率同比持平环比改善。19Q1 重卡带动卡车销量恢复正增长(7%)，也带动板块营收增速实现 28%的增长，高于销量增速，也明显强于 2018 年 3、4 季度-22%和-16%的负增长。单季毛利率 12%，同比基本持平（略增 0.2 个百分点）主要受到东风汽车拖累，环比显著改善 2.9 个百分点。

图 35：卡车板块单季营收同比（%）



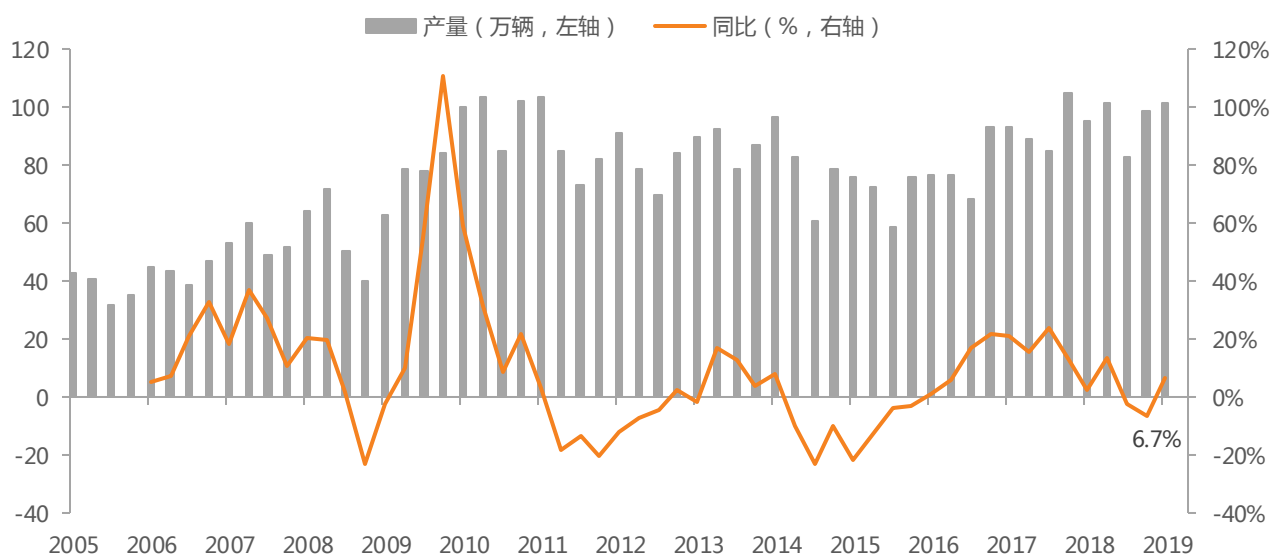
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36：卡车板块单季毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

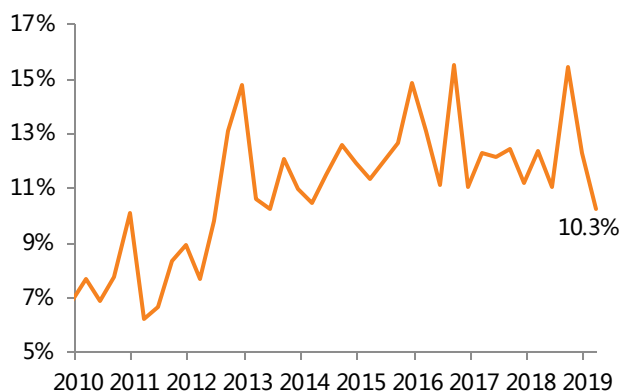
图 37：卡车季度产量及同比（万辆；%）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

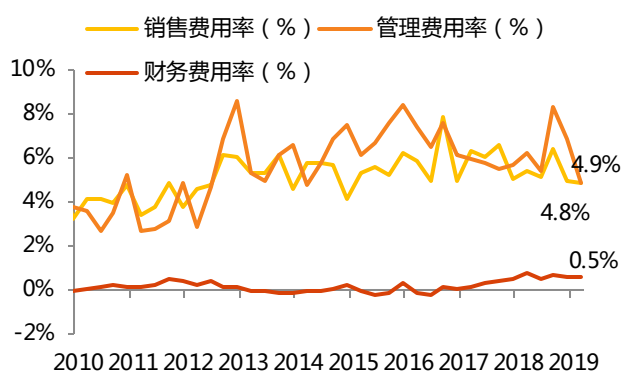
期间费用率同环比下降明显，主要受益于福田汽车改善。19Q1 卡车板块期间费用率为 10.3%，同比下降 2.1 个百分点，环比下降 2.0 个百分点。同比下降主要源自管理费用率和销售费用率分别下降 1.3 和 0.6 个百分点，环比下降主要来自于管理费用率下降 1.9 个百分点。财务费用率同环比变动不大。从公司层面来看，板块费用率的改善主要来自于福田汽车。

图 38：卡车板块单季三费费率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

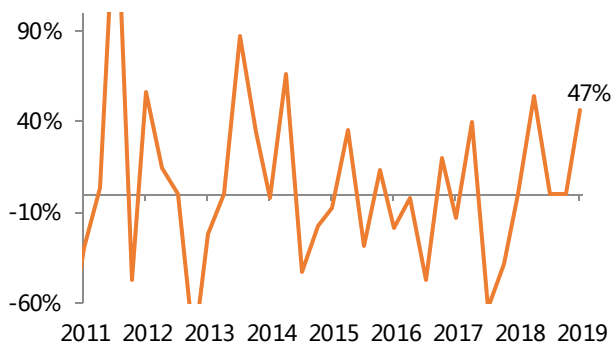
图 39：卡车板块单季销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

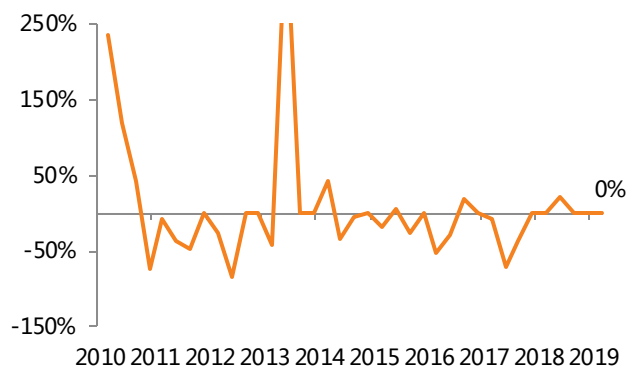
板块盈利能力回升，福田大幅度扭亏为盈、重汽净利明显增长。卡车板块 19Q1 净利总和 6.2 亿元，4 家公司均实现盈利，同环比也都扭亏为盈，分别提升 7 亿、23 亿元。净利润率 1.8%，同环比提升 2.1 和 6.9 个百分点。板块大幅减亏主要由福田带来，19Q1 净利率从 18Q1 的 -6.5% 和 18Q4 的 -19% 恢复至 0.5%。中国重汽 19Q1 净利占板块 68%，同比+68%、环比+74%，增长显著。

图 40：卡车板块单季净利同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 41：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

注：0%为同比增速无法计算情形

图 42：卡车板块单季扣非 ROE（%，整体法）

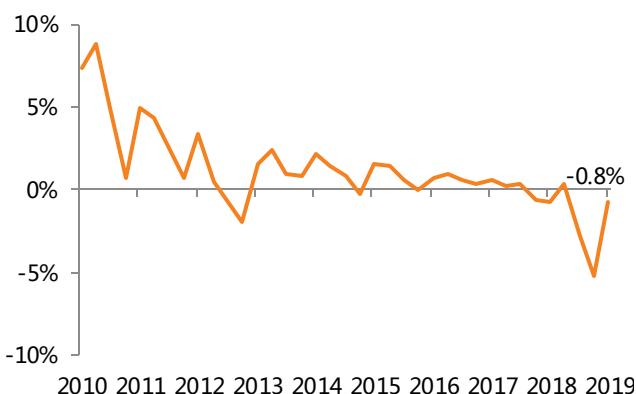
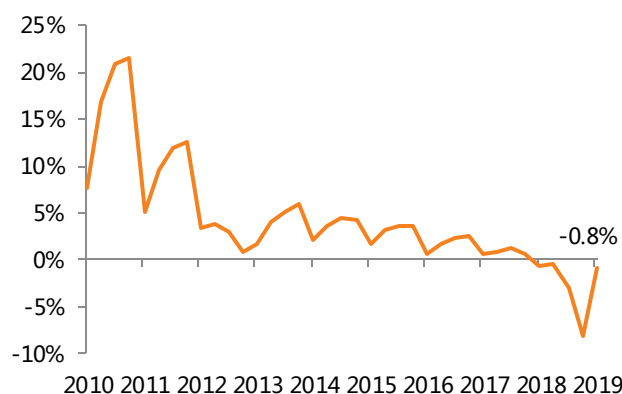


图 43：卡车板块累计扣非 ROE（%，整体法）



资料来源：Wind、天风证券研究所

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 5：卡车标的近期涨跌情况（截至 2019 年 4 月 30 日）

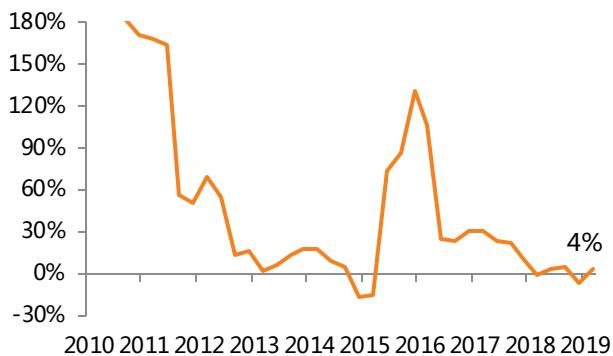
公司	代码	月度涨幅	季度涨幅	年初至今涨幅	Q1 扣非净利增速	PE TTM	预测 19PE
江铃汽车	000550.SZ	18%	78%	111%	-285%	-633	28
中国重汽	000951.SZ	5%	61%	69%	12%	12	7
东风汽车	600006.SH	23%	29%	58%	-547%	21	11
福田汽车	600166.SH	15%	29%	48%	1588%	-6	-
庆铃汽车	1122.HK	7%	8%	16%		11	-

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 经销服务：净利环比扭亏为盈

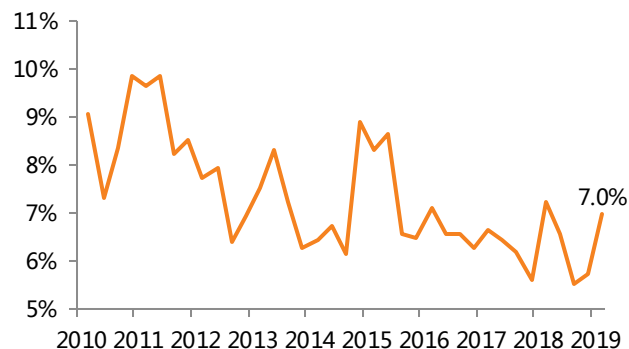
营收增速保持低位，毛利率同比基本持平。销售与服务板块 19Q1 营收同比+4%，较 18Q4 回升 11 个百分点，主要受物产中大拉动，相对于 2015-2017 年，仍在增速低位，其中广汇为-5%。毛利率 7.0%，环比季节性回升 1.2 个百分点，主要在于年末降价促销等影响消除，同比基本持平（微降 0.2 个百分点）。

图 44：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

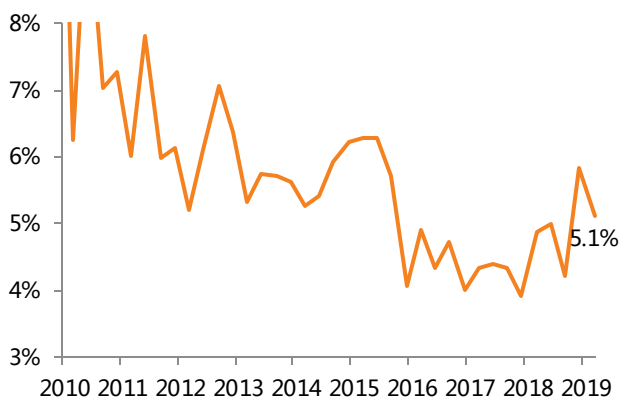
图 45：汽车销售与服务板块单季毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

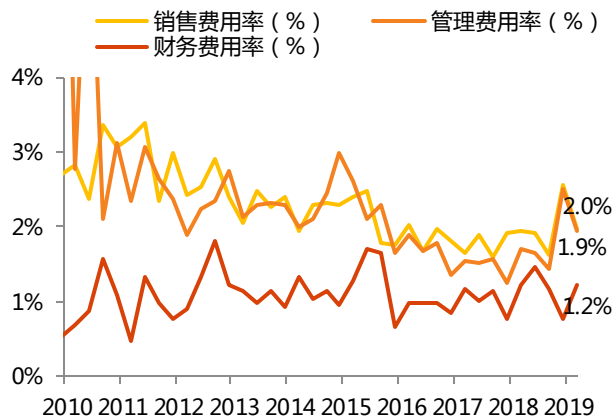
费用率同比大致持平，环比回落。销售与服务板块 19Q1 期间费用率为 5.1%，同比略升 0.2 个百分点，环比回落 0.7 个百分点。分项来看，销售、管理、财务费用率同比基本都持平，环比销售、管理费用率分别下降 0.5 和 0.6 个百分点，财务费用率上升 0.4 个百分点。

图 46：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

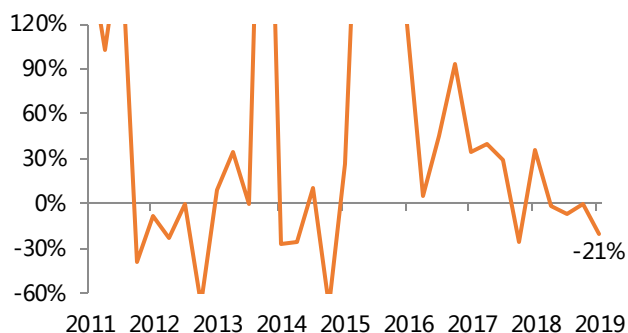
图 47：汽车销售与服务板块单季销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

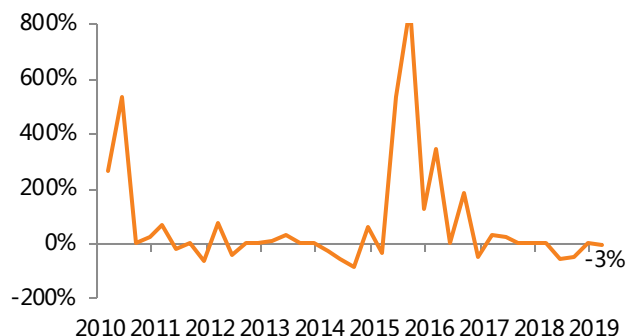
净利润同比负增长，环比扭亏为盈。板块 19Q1 净利 23 亿元，同比-21%，净利润率同比下降 0.6 个百分点至 1.7%（毛利率和费用率分别影响 0.2 个百分点），环比扭亏为盈（18Q4 为-28 亿元）。扣非净利 17 亿元，同比-3%，环比亦扭亏为盈（18Q4 为-41 亿元）。

图 48: 汽车销售与服务板块单季净利同比增速 (%)



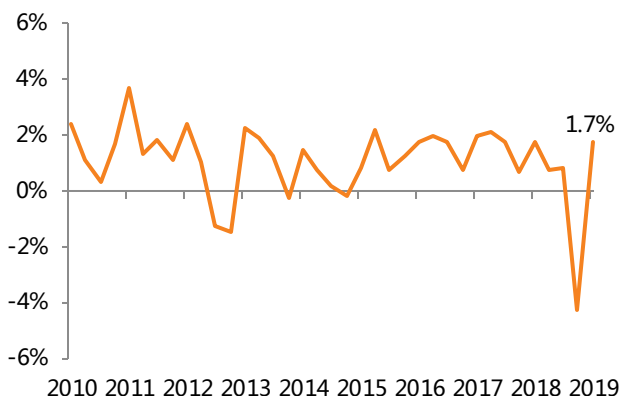
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 49: 汽车销售与服务板块单季扣非净利同比增速 (%)



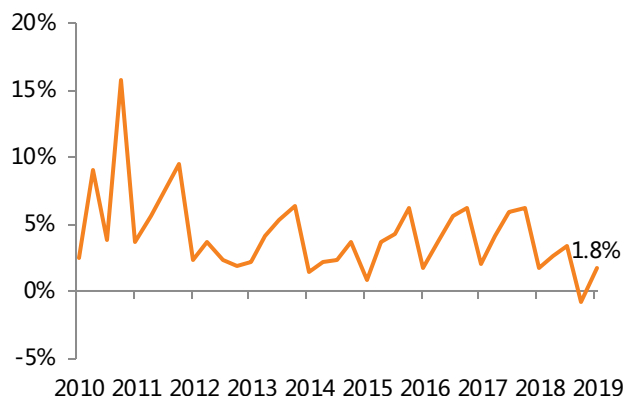
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 50: 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 51: 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 6: 经销服务标的近期涨跌情况 (截至 2019 年 4 月 30 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 19PE
中国中期	000996.SZ	6%	72%	83%	-1%	521	-
亚夏汽车	002607.SZ	-4%	88%	80%	3%	61	27
永达汽车	3669.HK	22%	31%	60%	未披露	10	4
中升控股	0881.HK	6%	26%	33%	未披露	11	7
申华控股	600653.SH	-2%	34%	31%	1%	10	-
物产中大	600704.SH	2%	24%	26%	1%	10	7
广汇宝信	1293.HK	1%	23%	24%	未披露	12	6
大东方	600327.SH	-2%	25%	22%	0%	12	9
漳州发展	000753.SZ	1%	22%	22%	1%	38	-
国机汽车	600335.SH	1%	21%	22%	0%	19	9
广汇汽车	600297.SH	-7%	31%	22%	0%	14	7
龙洲股份	002682.SZ	-6%	25%	18%	3%	18	-
东方时尚	603377.SH	0%	17%	17%	-1%	42	25
特力 A	000025.SZ	-8%	23%	13%	0%	101	-
庞大集团	601258.SH	-12%	21%	6%	-25%	-1	-

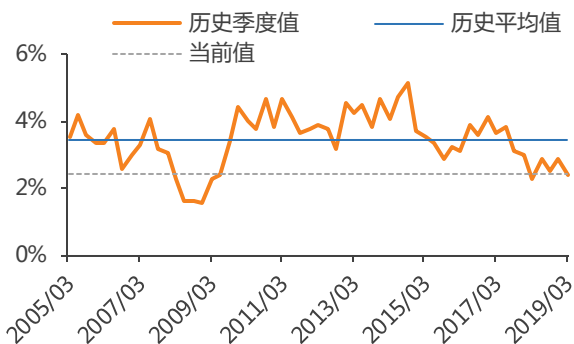
和谐汽车	3836.HK	-5%	0%	-5%	未披露	5	6
正通汽车	1728.HK	0%	-7%	-7%	未披露	8	5

资料来源：Wind、天风证券研究所

7. 投资建议

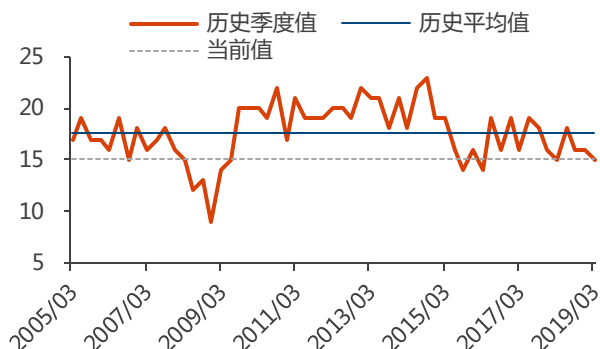
汽车板块的基金持仓比例截至 1Q19 末仍在历史低位。尽管 2019 年以来汽车板块有过几次明显跑赢大盘的行情，但由于汽车行业产销仍在负增长状态，市场（基金）对汽车板块的持仓情况仍然保持在相对低位，截至 1Q18、4Q18、1Q19，基金对汽车板块持仓占比分别为 2.3%、2.9%、2.4%，已经连续 5 个季度低于 3% 并低于 05 年以来历史平均的 3.5%（年报、半年报披露往往更详尽全面，因此每个季度统计口径会不一样，披露时间也会影响具体结果）。

图 52：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比（季度）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 53：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比排名（季度，29 个行业）

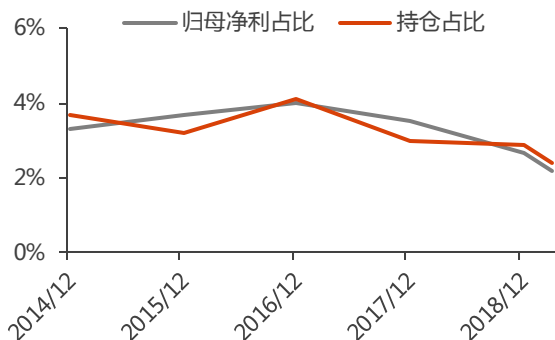


资料来源：Wind、天风证券研究所

注：升序排列，数字越大，占比越大

预计随行业盈利改善，市场持仓占比仍有提升空间。汽车持仓占比基本跟随净利占比（占全市场）变化趋势。由于汽车板块估值相对低于全市场，其持仓市值占比也低于净利占比。1Q19 汽车板块归母净利占全市场 2.2%，排名 11 名（由高到低降序），截至 1Q19 末基金持仓市值占 2.4%，排名 14 名（由高到低降序）。过去 5 年里，2016 年汽车板块处于阶段的盈利顶峰，全年净利占比 4.0%/第 5 名，年末持仓占比 4.1%/第 10 名。对照历史，如果当前为汽车行业盈利能力的周期底部，那么我们可以判断的是，未来随行业盈利能力修复，汽车板块的持仓比重和相对排名仍有上升空间。

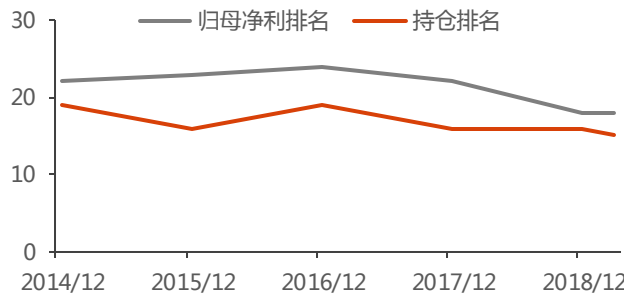
图 54：2005-2019 年汽车板块净利和基金持仓在 28 个行业中的占比情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2014-2018 取年度净利占比、4 季度末持仓占比，2019 年 1 季度取季度净利及季度末持仓占比

图 55：2005-2019 年汽车板块净利和基金持仓在 28 个行业中的排名情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：升序排列，数字越大，占比越大；2014-2018 取年度净利占比、4 季度末持仓占比，2019 年 1 季度取季度净利及季度末持仓占比

表 7：基金持仓汽车行业前十大重仓股（以持股市值为排序标准）

排名	1Q19 末			4Q18 末	
	股票	持股市值 (亿元)	持股总量环比变动	股票	持股市值 (亿元)
1	潍柴动力	53	-0.8%	上汽集团	84
2	华域汽车	51	-4.3%	华域汽车	71
3	上汽集团	28	-1.8%	福耀玻璃	42
4	比亚迪	21	-1.4%	潍柴动力	41
5	星宇股份	12	-5.4%	比亚迪	40
6	拓普集团	9	-2.3%	宇通客车	18
7	威孚高科	8	-4.5%	星宇股份	16
8	江铃汽车	8	3.1%	长安汽车	15
9	福耀玻璃	8	-6.0%	威孚高科	14
10	广汇汽车	7	-0.6%	宁波华翔	10

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2Q、4Q 末由于基金披露更详尽，持仓个股及持仓总量通常更高。

维持 2019 年大概率景气拐点判断,继续把握弹性乘用车,开始布局成长零部件。综合 19Q1 的财报情况,可以判断行业盈利正在筑底过程中,我们预计未来 1 年随行业逐渐走过景气拐点,销量回升将推动板块盈利能力改善,从当前的估值和市场持仓来看,股价仍有上行空间,此外需关注到,除我们此前推荐的弹性乘用车以外,零部件公司的性价比正在逐步凸显。建议关注:

- 1) 弹性标的：长安汽车、长城汽车、广汽集团、吉利汽车；
- 2) 成长型零部件：均胜电子、旭升股份、岱美股份、精锻科技；
- 3) 后市场：金固股份、五洋停车；
- 4) 国企改革：东风科技、金龙汽车、江淮汽车；
- 5) 重卡：潍柴动力、中国重汽。

8. 风险提示

汽车产销低于预期、中美贸易谈判汽车关税进一步下调、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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com