

行业、业绩同步探底，坚守优质公司

—汽车行业 2018 年报&2019 年一季报综述

动态研究报告/汽车

2019 年 05 月 06 日

报告摘要：

- 行业整体：1Q19延续2018年业绩探底趋势，板块估值、基金配置比例均有提升空间**
1Q19延续2018年以来业绩探底趋势：汽车板块2018/1Q19营收分别为26451亿/6111亿，同比降2.6%/降6.7%。2018/1Q19归母净利分别为890亿/228亿，同比降26.1%/降28.4%。当前汽车市盈率为18.1倍（TTM），市净率为1.7倍（LF），均低于近十年均值水平，仍有上行空间；**基金显著低配：**1Q19基金汽车持仓市值为274亿元，占板块流通市值比例1.8%，占基金股票仓位比例1.4%，均接近过去十年低点。当前汽车板块总市值占A股整体3.0%，基金显著低配。
- 乘用车：一季度板块销量、业绩同步承压，等待行业库存去化**
乘用车批发量探底中：1Q19狭义/广义乘用车批销量分别同比降13.9%/13.7%，终端销量（上险数）为520万，同比降5.5%。结合海关进出口数据，我们预计1Q19乘用车渠道库存略有增加；**板块业绩承压：**2018年/1Q19板块分别实现营收14068亿/3153亿，同比增3.6%/降13.0%/9.1%，2018年/1Q19板块分别实现归母净利539亿/102亿，同比降10.8%/41.5%。
- 汽车零部件：一季度营收实现增长，利润端受毛利率下行压制**
 2018年/1Q19零部件板块分别实现营收7334亿/1816亿，同比增10.2%/6.0%；分别实现归母净利344亿/103亿，同比降21.1%/12.3%。1Q19板块营收、净利增速背离主因为毛利率下降（同比降0.6个百分点），费用率上升（同比升0.3个百分点）。
- 货车：一季度中重卡销量同比增长，板块所有公司均实现盈利**
 1Q19重卡/微卡销量分别达14.9/22.1万辆，同比增0.6%/48.6%，19年以来重卡销售逐月好转，前三月分别增-9.9%/4.3%/7.1%。板块2018/1Q19分别实现营收1241亿/353亿，同比降10.5%/增27.9%。分别实现归母净利-20亿/5亿，同比降39亿/增7亿，1Q19板块所有公司均实现盈利，同环比均显著改善。
- 客车：一季度大中客销量稳健增长，头部公司业绩企稳**
 1Q19客车市场销量同比降2.2%，其中大/中客销量分别达1.4/1.1万辆，同比增7.7%/5.5%，大型/中型客车CR5分别下降2.1/3.6个百分点，市场集中度略有下滑。板块2018/1Q19实现营收646亿/110亿，同比降8.3%/降0.8%；实现归母净利15亿/3亿，同比降62.1%/增35.3%，1Q19板块业绩高增主因为宇通利润端实现增长、安凯客车实现扭亏（1Q19归母净利同比增1.0亿）。
- 投资建议：布局市场份额领先的整车企业，具备国际竞争力的零部件企业**
 整车推荐乘用车市占率第一的上汽集团。零部件推荐具备挑战外资龙头实力的星宇股份、19年有望迎乘变业务突破的万里扬，中国汽车技术服务头部企业中国汽研
- 风险提示**
 整车股比放开潜在影响，中美贸易争端潜在影响，突发召回事件等

盈利预测与财务指标

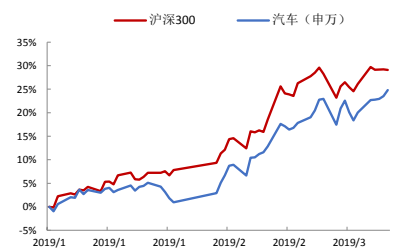
代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600104.SH	上汽集团	27.38	3.2	3.4	3.8	9	9	8	推荐
601799.SH	星宇股份	74.74	2.9	3.8	4.8	34	26	20	推荐
601965.SH	中国汽研	7.83	0.5	0.6	0.7	19	15	13	推荐
002434.SZ	万里扬	7.38	0.4	0.6	0.7	28	19	13	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号：S0100519020001

电话：021-60876718

邮箱：qiangchaoting@mszq.com

研究助理：陈逸同

执业证号：S0100118060035

电话：021-60876716

邮箱：chenyitong@mszq.com

相关研究

1. 2018年三季报总结：汽车销量寻底冲击板块业绩，关注业绩逆势走强标的

目录

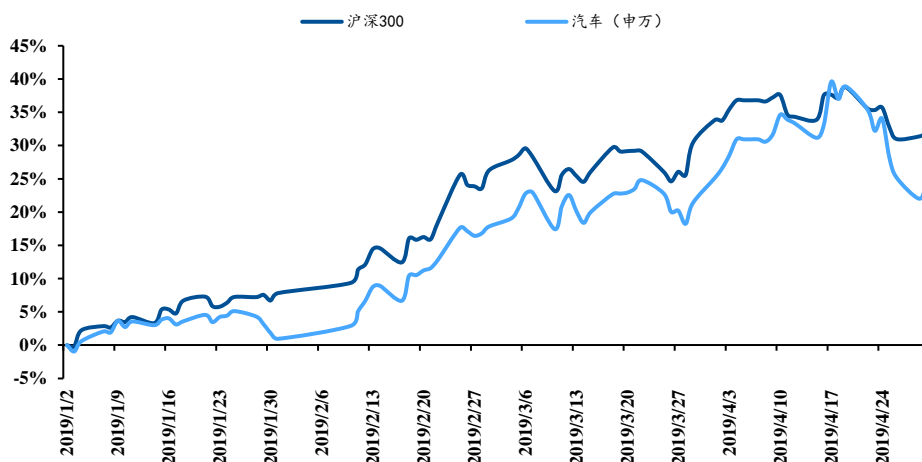
一、汽车板块今年大幅跑输大盘，当前板块估值、基金配置比例均处历史底部	3
(一) 板块行情：年初以来跑输大盘 8.1 个百分点，零部件个股领涨	3
(二) 板块业绩：4Q18 施压 2018 全年，1Q19 营收、利润跌幅收窄	4
(三) 板块估值：当前估值低于近十年均值水平，仍有上行空间	7
(四) 资金配置：基金配置处于近十年来低点，有望受益资金调仓	7
(五) 资金流向：陆股通标的普遍获得增持，重卡细分领域标的最受青睐	8
二、乘用车：1Q19 板块销量、业绩同步承压，等待行业库存去化	9
(一) 乘用车市场：1Q19 乘用车销量仍在探底，等待行业库存去化	9
(二) 业绩及运营：收入、利润同步承压，等待库存压力进一步缓解	11
三、汽车零部件：1Q19 收入端同比增长，利润端受毛利率下行压制	14
四、货车：1Q19 重卡销售持续回暖，上市公司均实现盈利	16
(一) 货车市场：一季度中重卡销售同比增长，市场集中度提升	16
(二) 业绩及运营：1Q19 收入同比承压、归母净利润同比扭亏	17
五、客车：1Q19 大中客销量同比增长，头部公司业绩趋稳	19
(一) 客车市场：一季度大中客销量同比增长，市场集中度略有下降	19
(二) 业绩及运营：一季度收入、利润同比增速均有改善，板块龙头经营企稳.....	20
六、标的：布局市场份额领先的整车企业，关注细分领域领先零部件标的	22
插图目录	24
表格目录	26

一、汽车板块今年大幅跑输大盘，当前板块估值、基金配置比例均处历史底部

(一) 板块行情：年初以来跑输大盘 8.1 个百分点，零部件个股领涨

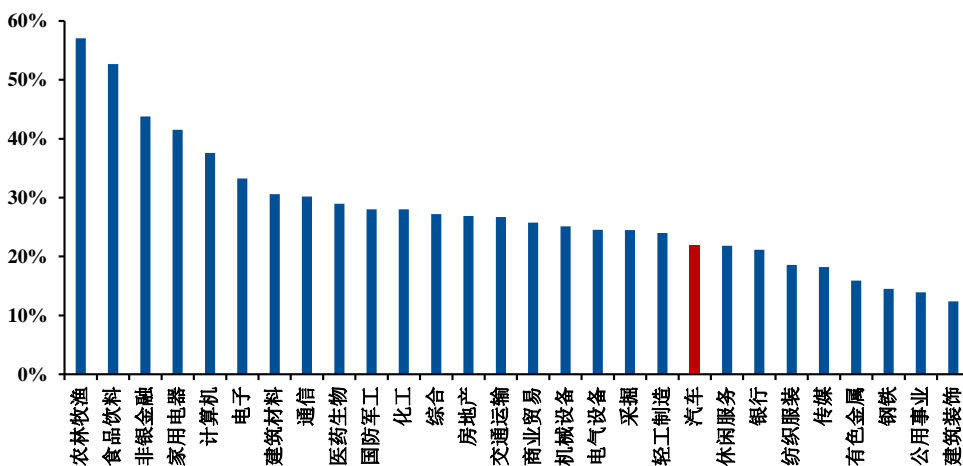
今年年初以来（截至 4 月 30 日收盘），沪深 300 指数上涨 30.0%，汽车板块（申万）上涨 21.9%，跑输大盘 8.1 个百分点，在 28 个子行业中位列第 20 名；各子板块全部上涨，货车板块领涨。

图 1：汽车板块年初至今上涨 21.9%



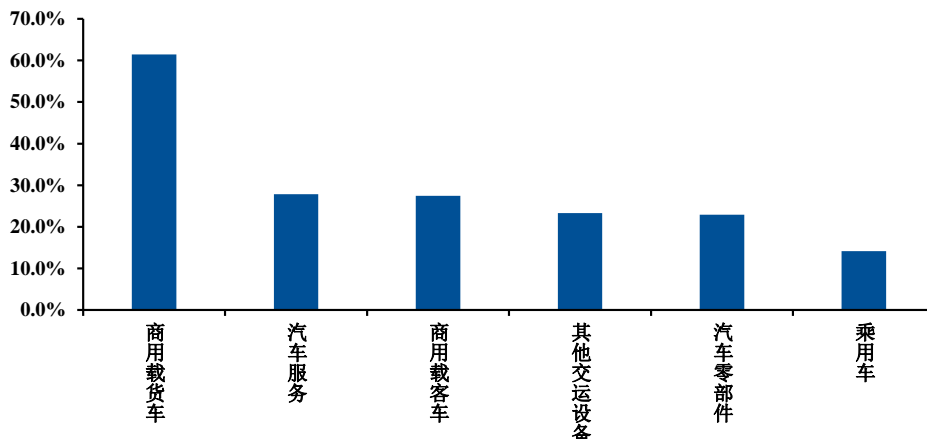
资料来源：Wind，民生证券研究院；注：行情数据截至 4 月 30 日

图 2：年初以来汽车板块涨跌幅表现在 28 个子行业中位列第 20 名



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：行情数据截至 4 月 30 日

图 3：年初以来货车板块领涨



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：行情数据截至 4 月 30 日

优质汽车零部件个股表现强势。年初至今涨幅前十的个股中，货车/客车/乘用车/零部件各占 2/2/2/4，整车公司在估值修复阶段显现出了较大的估值弹性。

表 1：年初至今汽车行业涨幅排名前十

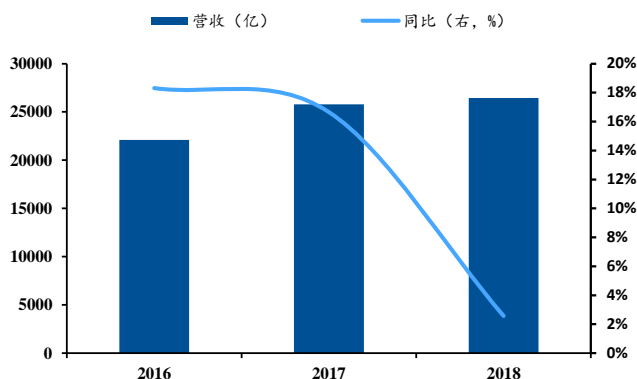
证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅	总市值 (亿元)	PE (TTM)	所属板块
000550.SZ	江铃汽车	110.5%	231.9	-633.2	商用载货车
600081.SH	东风科技	98.6%	45.0	37.5	汽车零部件
600213.SH	亚星客车	87.0%	24.7	223.5	商用载客车
601777.SH	力帆股份	84.8%	92.5	98.3	乘用车
000678.SZ	襄阳轴承	83.8%	42.2	-57.8	汽车零部件
001696.SZ	宗申动力	79.6%	89.7	23.2	汽车零部件
000957.SZ	中通客车	78.2%	47.0	120.5	商用载客车
000951.SZ	中国重汽	69.2%	126.5	12.4	商用载货车
601633.SH	长城汽车	61.1%	823.3	21.1	乘用车
000338.SZ	潍柴动力	60.4%	979.8	10.5	汽车零部件

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）板块业绩：4Q18 施压 2018 全年，1Q19 营收、利润跌幅收窄

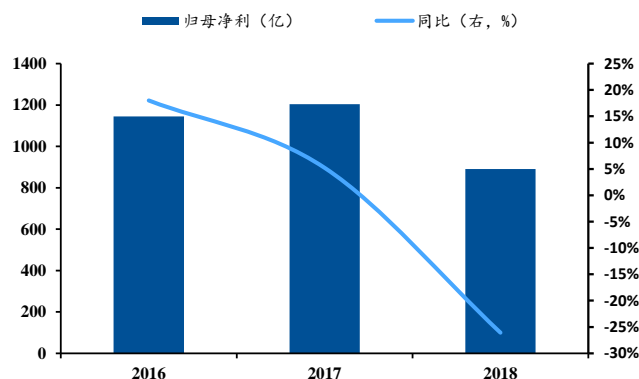
1Q19 汽车行业营收、利润均同比承压，但同比降幅环比收窄。汽车板块 2018/1Q19 营收分别为 26451 亿/6111 亿，同比降 2.6%/降 6.7%。板块 2018/1Q19 归母净利分别为 890 亿/228 亿，同比降 26.1%/降 28.4%。板块 1Q19 营收、利润仍然承压，但同比跌幅较 4Q18 环比显著收窄。

图 4：2018 年汽车板块营收同比增 2.6%



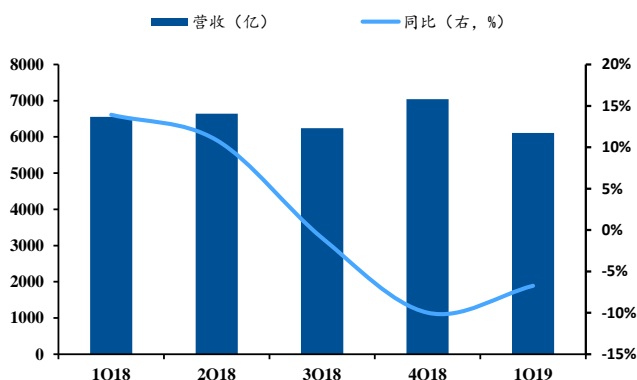
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：2018 汽车板块归母净利同比降 26.1%



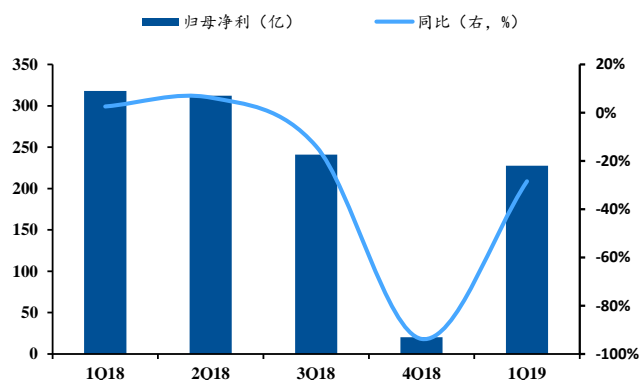
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：4Q18/1Q19 汽车板块营收同比降 10.0%/6.7%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：4Q18/1Q19 汽车板块归母净利同比降 93.8%/28.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

1Q19 板块盈利能力同比承压，季度环比大幅回升。汽车板块 2018/1Q19 毛利率分别为 15.2%/14.8%，分别同比下降 0.8/0.8 个百分点；费用率分别为 12.0%/11.6%，同比分别增 0.8/0.6 个百分点；扣非净利率分别为 2.1%/3.0%，同比降 1.9/降 1.1 个百分点。1Q19 行业扣非净利率水平仍然同比下降，但得益于毛利率环比回升及资产减值损失的环比收窄，扣非净利率水平环比增 5.0 个百分点。

图 8：2018 年板块毛利率同比降 0.8 个百分点

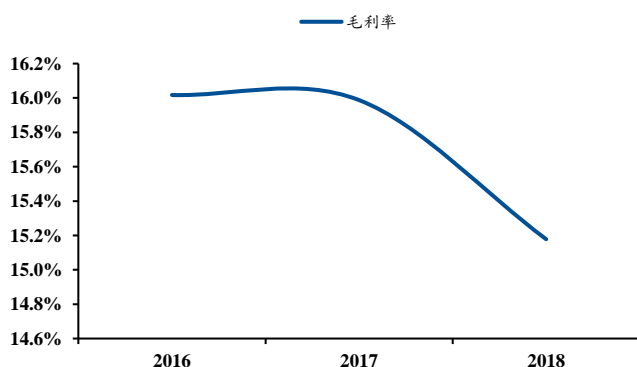
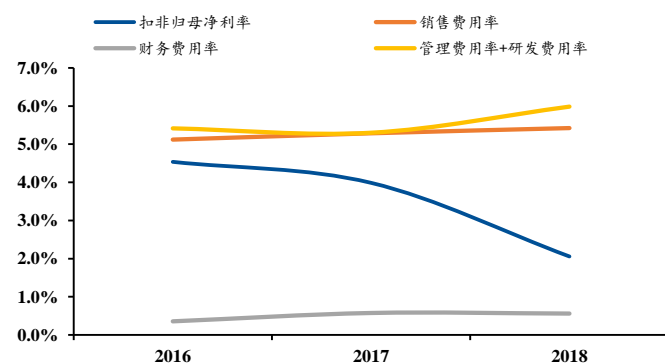
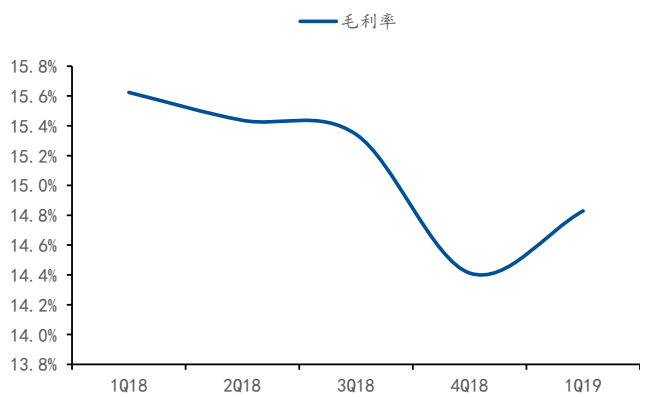


图 9：2018 年板块扣非净利率同比降 1.9 个百分点



资料来源：Wind，民生证券研究院

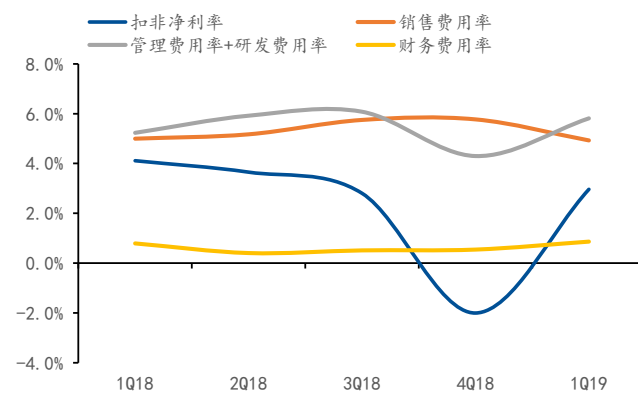
图 10: 1Q19 板块毛利率同/环比分别降 0.8/升 0.4 个百分点



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

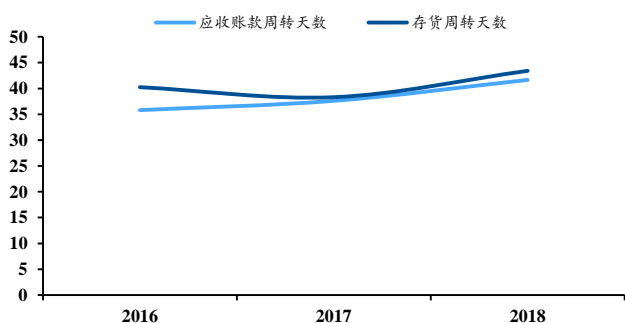
图 11: 1Q19 板块扣非净利率同/环比降 1.1/升 5.0 个百分点



资料来源：Wind，民生证券研究院

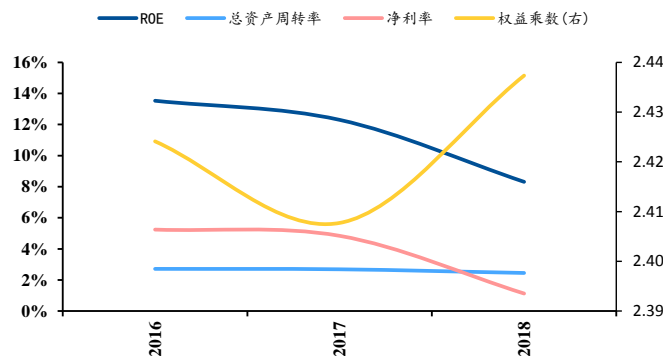
1Q19 运营周期走高，ROE 同比持平、环比大幅改善。1) 2018 年板块库存、应收账款周转均同环比走高，1Q19 上行趋势依旧；2) 2018 年板块 ROE 受净利率同比下行影响，1Q19 板块 ROE 同比基本持平，环比显著回升。

图 12: 2018 年板块库存周转+应收周转持续走高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13: 2018 年净利率下行压制 ROE



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14: 1Q19 板块库存周转天数+应收周转天数同环比持续走高

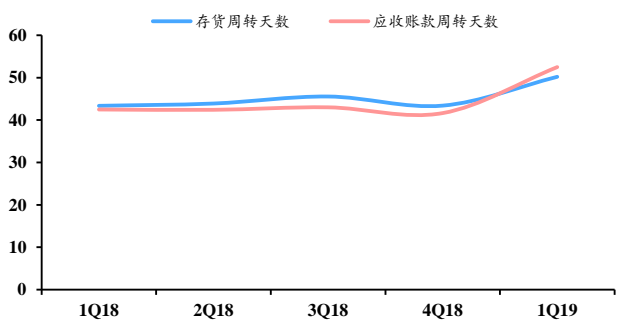
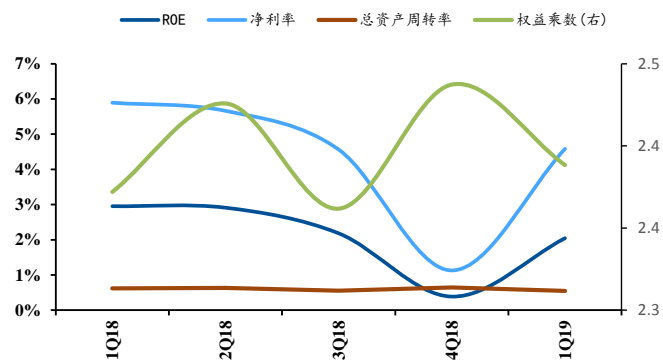


图 15: 1Q19 板块 ROE 同比基本持平，环比显著回暖



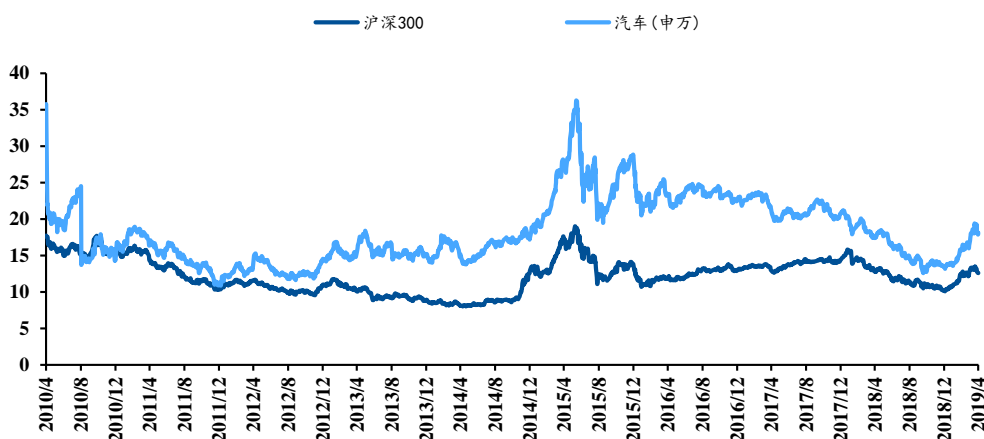
资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）板块估值：当前估值低于近十年均值水平，仍有上行空间

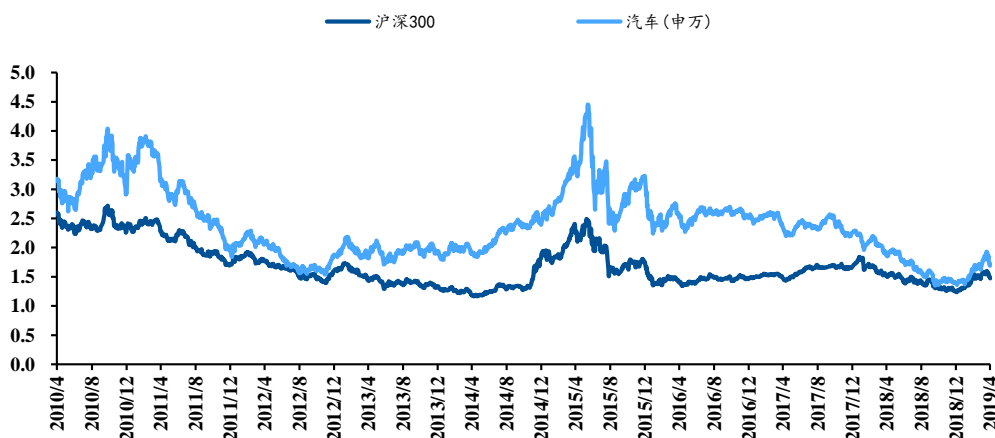
当前汽车板块绝对估值、相对估值仍处于近十年。当前汽车市盈率为 18.1 倍（TTM），略低于近十年均值水平（18.3 倍），同沪深 300 比值为 1.4，略低于近十年均值水平（1.5 倍）。市净率为 1.7 倍（LF），低于近十年均值 27.9%，同沪深 300 比值为 1.2，低于近十年均值 17.9%。当前汽车板块整体估值仍低于近十年平均水平，仍有上行空间。

图 16：当前汽车市盈率绝对值 18.1 倍，同沪深 300 比值为 1.4，均略低于近十年平均水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：当前汽车板块市净率绝对值、相对值分别低于近十年均值 27.9%、17.9%



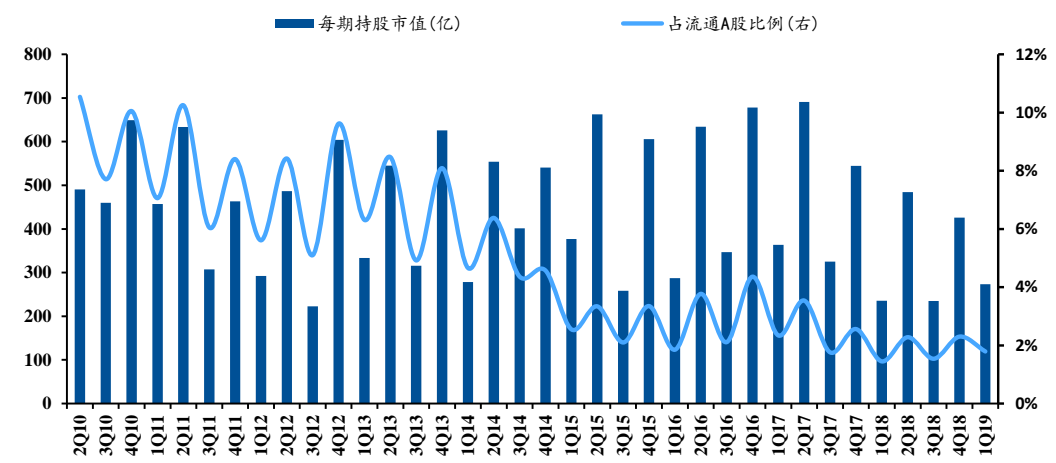
资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）资金配置：基金配置处于近十年来低点，有望受益资金调仓

基金持仓处于历史低位，显著低配：1) 1Q19 基金持仓占汽车板块流通市值相较 3Q18 有所回升。2019 年基金一季报显示，汽车（申万）的持仓市值为 274 亿元，占流通股比例为 1.8%，相较 3Q18 低点上升 0.3%；2) 1Q19 汽车板块占基金持仓比例小幅回升。1Q19 汽车板块持仓占基金股票仓位比例 1.4%，相较 3Q18 回升 0.1 个百分点，但仍接近历史低点。当前汽

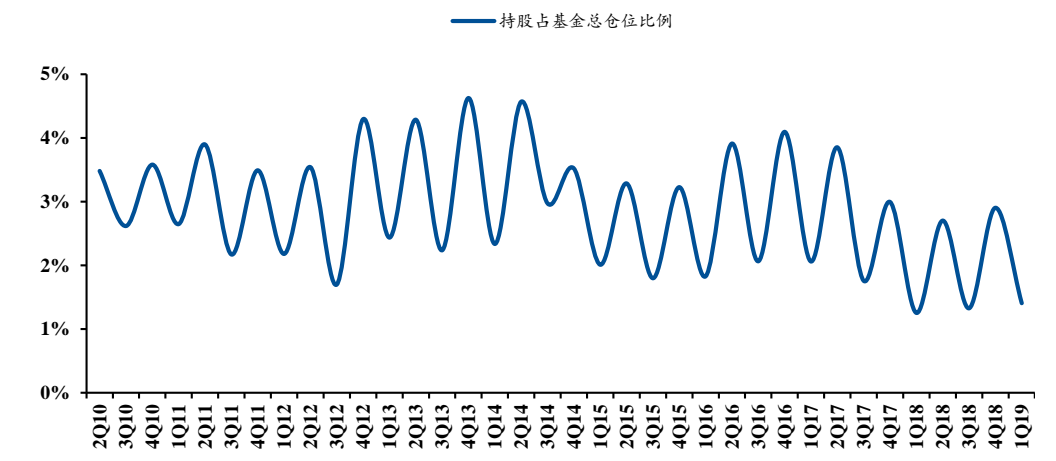
车板块总市值占 A 股整体 3.0%，基金显著低配。

图 18：基金持仓占汽车流通市值比例：近十年总体下行，1Q19 相较 3Q18 回升 0.3 个百分点



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：汽车持仓占基金股票总体仓位：近十年总体稳中有降，1Q19 较 3Q18 提升 0.1%



资料来源：Wind，民生证券研究院

（五）资金流向：陆股通标的普遍获得增持，重卡细分领域标的最受青睐

北上资金青睐优质零部件企业及整车头部公司：年初至今沪（深）港通汽车标的中 69.8%（44/63）获得北上资金增持。从增持比例来看：1）中国重汽获得最大幅度的增持。1Q19 重卡/微卡销量分别达 14.9/22.1 万辆，同比增 0.6%/48.6%，其中 19 年以来重卡销售逐月好转，前三月增速分别为-9.9%/4.3%/7.1%；2）优质乘用车零部件公司仍然得到北上资金青睐，但长期我国乘用车保有量仍将随 GDP 增长稳步提升，国内零部件企业国产替代及市场集中逻辑持续；3）乘用车、客车头部企业享受市占率、品牌力、技术储备优势，具备中长期配置价值。

表 2：港（深）股通标的北上资金持股情况（今年以来增持比例前十及 MSCI 标的）

排名	公司	年初持股比例	当前持股比例	增持幅度	行业	是否 MSCI 标的
----	----	--------	--------	------	----	------------

1	中国重汽	0.00%	4.62%	4.62%	商用载货车	否
2	威孚高科	2.20%	6.47%	4.27%	汽车零部件	是
3	银轮股份	0.26%	4.21%	3.95%	汽车零部件	否
4	潍柴动力	1.25%	5.09%	3.84%	汽车零部件	是
5	浙江仙通	0.13%	1.85%	1.72%	汽车零部件	否
6	宁波华翔	0.12%	1.52%	1.40%	汽车零部件	否
7	一汽富维	0.48%	1.82%	1.34%	汽车零部件	否
8	中鼎股份	0.92%	1.99%	1.07%	汽车零部件	否
9	隆鑫通用	0.28%	1.32%	1.04%	其他交运设备	否
10	旭升股份	0.18%	1.18%	1.00%	汽车零部件	否
11	上汽集团	2.42%	3.39%	0.97%	乘用车	是
14	华域汽车	5.93%	6.45%	0.52%	汽车零部件	是
21	万向钱潮	0.08%	0.41%	0.33%	汽车零部件	是
27	长安汽车	0.46%	0.70%	0.24%	乘用车	是
31	广汽集团	0.1%	0.3%	0.2%	乘用车	是
56	广汇汽车	0.51%	0.32%	-0.19%	汽车服务	是
57	比亚迪	1.08%	0.85%	-0.23%	乘用车	是
62	福耀玻璃	13.68%	12.57%	-1.11%	汽车零部件	是
63	宇通客车	14.73%	12.46%	-2.27%	商用载客车	是

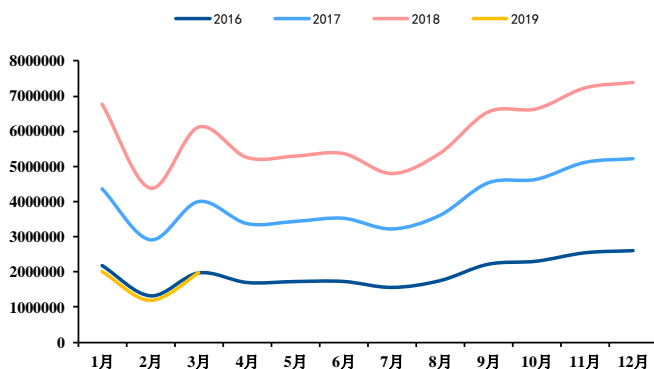
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、乘用车：1Q19 板块销量、业绩同步承压，等待行业库存去化

（一）乘用车市场：1Q19 乘用车销量仍在探底，等待行业库存去化

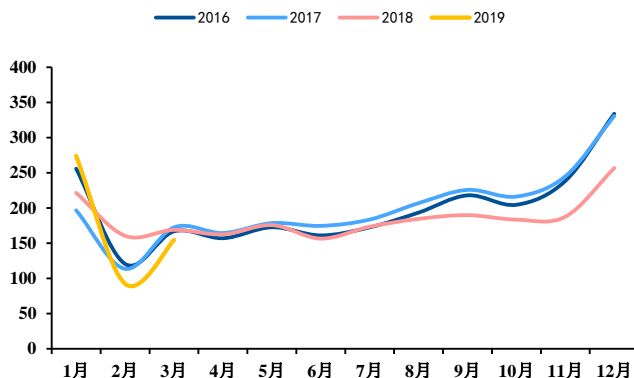
1Q19 乘用车批零端同步承压，预计渠道库存小幅攀升：1Q19 狭义/广义乘用车批销量为 516 万/526 万，同比降 13.9%/13.7%，终端销量（上险数）为 520 万，同比降 5.5%。结合海关进出口数据，我们预计 1Q19 乘用车渠道库存略有增加。

图 20: 1Q19 狭义乘用车同比降 13.9%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

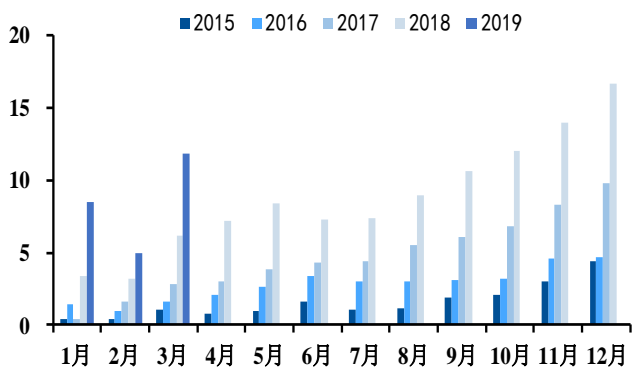
图 21: 1Q19 乘用车上险数同比降 5.5%



资料来源: 民生证券研究院整理

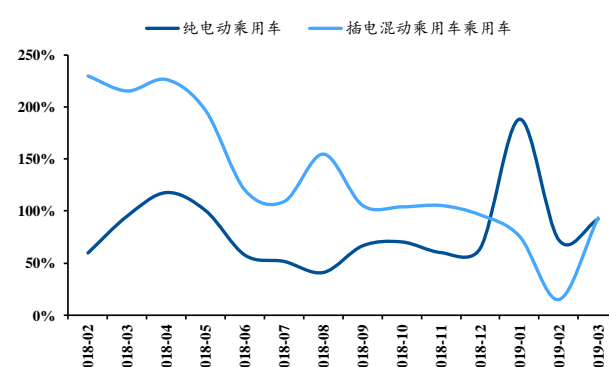
1Q19 新能源乘用车销售维持高增长, 占广义乘用车比例 4.8%: 1Q19 新能源乘用车销量达 25.2 万, 同比增 97.9%, 占广义乘用车销量比例为 4.8%。其中纯电动/插电销量分别为 19.0/6.2 万, 分别同比增 111.5%/65.2%。

图 22: 3 月新能源乘用车销量增幅达 92.6% (万)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

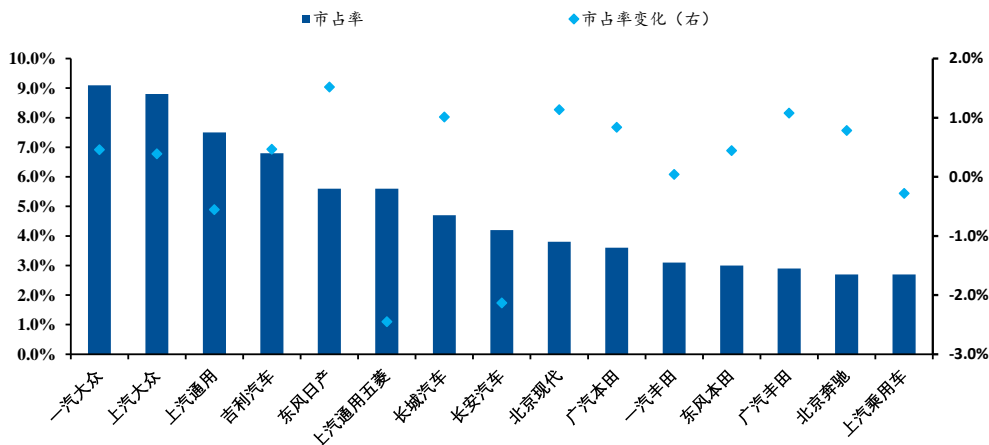
图 23: 3 月纯电动/插电式乘用车销量同比增 92.3%/93.4%



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

竞争格局: 上汽系承压、长城、吉利逆势攀升: 分汽车厂来看, 1Q19 上汽系承压, 除上汽大众市占率提升 0.4 个百分点外, 上汽通用/上汽通用五菱/上汽乘用车市场占有率分别下滑 0.6/2.5/0.3 个百分点; 其他自主车企方面, 长城、吉利市占率分别逆势增长 1.0、0.5 个百分点, 长安汽车市占率同比下滑了 2.1 个百分点。

图 24：1Q19 前十五大车企市场份额及同比变化情况



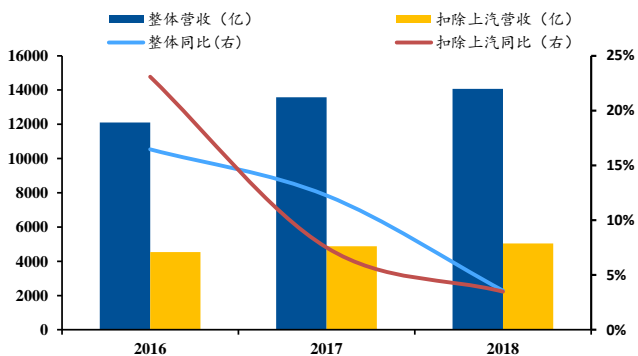
资料来源：中汽协，民生证券研究院

（二）业绩及运营：收入、利润同步承压，等待库存压力进一步缓解

收入：2018 年以来连续 5 个季度增速下行。2018 年/1Q19 乘用车板块分别实现营收 14068 亿/3153 亿，同比增 3.6%/降 13.0%/9.1%，1Q18 以来板块收入增速逐季走低，仍处于寻底过程中。扣除上汽集团后，2018 年/1Q19 乘用车板块分别实现营收 9022 亿/1208 亿，同比增 3.5%/降 7.0%。

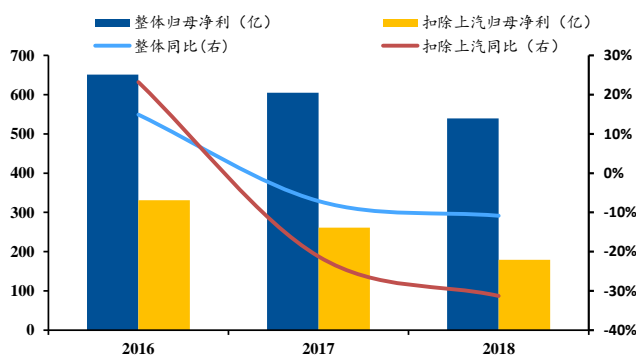
利润：2018 年以来与营收同步寻底。2018 年/1Q19 乘用车板块分别实现归母净利 539 亿/102 亿，同比降 10.8%/41.5%，1Q18 以来板块归母净利与营收同步寻底。扣除上汽集团后，2018 年/1Q19 乘用车板块分别实现归母净利 179 亿/19 亿，同比降 31.3%/降 74.8%。

图 25：2018 乘用车整体/扣除上汽后营收同比增 3.6%/3.5%



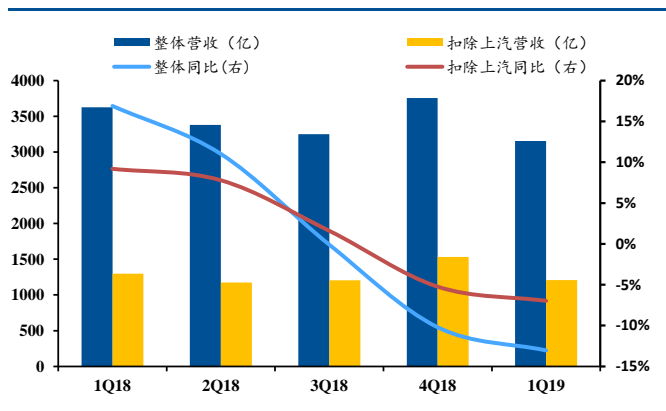
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：2018 乘用车整体/扣除上汽后归母净利同比降 10.8%/31.3%



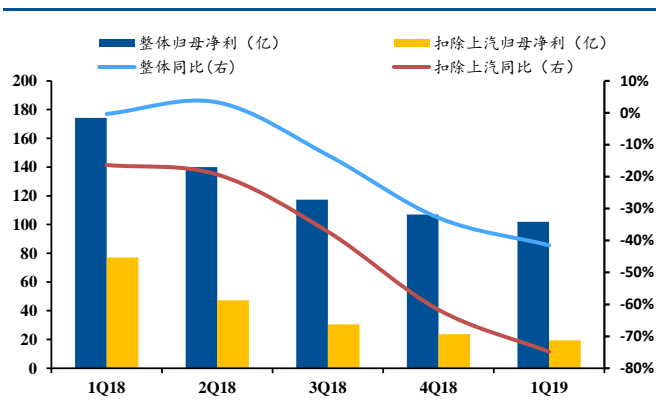
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27: 1Q19 乘用车整体/扣除上汽后营收同比降 13.0%/7.0%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

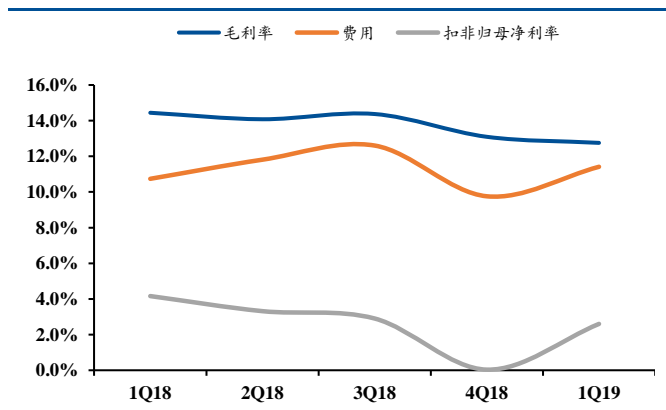
图 28: 1Q19 乘用车整体/扣除上汽后归母净利润同比降 41.5%/74.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

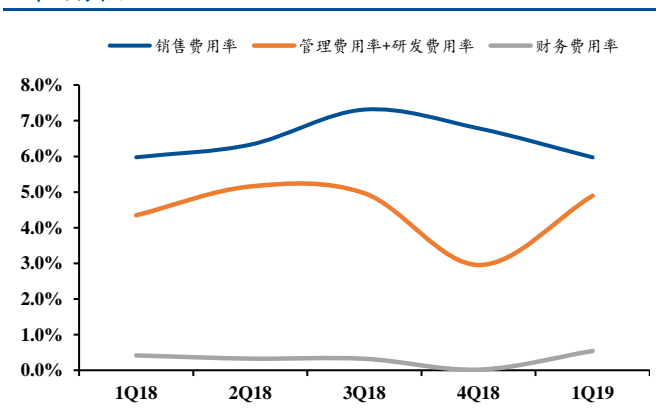
1Q19 乘用车板块毛利率、扣非净利率同比承压: 1Q19 乘用车板块毛利率为 12.8%，同/环比分别降同/环比降 1.7/0.3 个百分点，预计毛利率同比下行主因为终端折扣力度的加强；费用率为 11.4%，同/环比分别升 0.7 个百分点/升 1.7 个百分点，主因为管理费用率（含研发）同比增 0.6 个百分点；1Q19 扣非净利率为 2.6%，同/环比降 1.6 个百分点/升 2.6 个百分点，1Q19 扣非净利率同比下行压力来自于毛利率同比下降及费用率同比上升，环比上行的主要原因则因为 4Q18 长安汽车、力帆股份、海马汽车亏损幅度较大带来的低基数效应。

图 29: 1Q19 乘用车板块毛利率同/环比降 1.7/0.1 个百分点



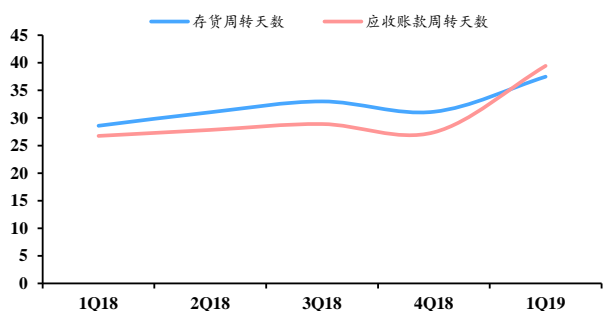
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 1Q19 乘用车板块管理（含研发）费用率同比降 1.8 个百分点



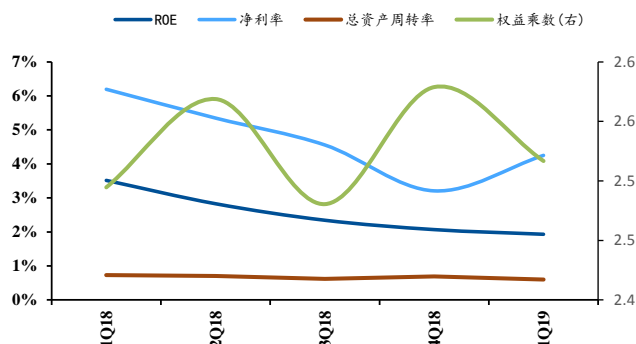
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 31: 1Q19 乘用车存货、应收账款周转天数同步走高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 32: 1Q19 乘用车板块净利率同比下行施压 ROE



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 3: 乘用车整车主要公司业绩一览

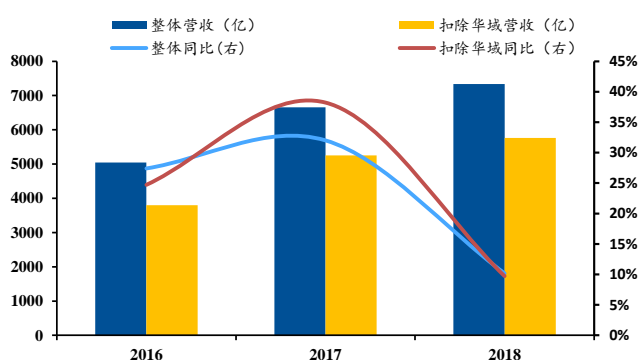
公司	市值(百 万)	市盈率 (TTM)	营收增速(%)			归母净利润(百万)					
			1Q19	4Q18	2018	1Q19	1Q18	4Q18	4Q17	2018	2017
上汽集团	319893	9.3	-16.2%	-13.4%	3.6%	8251	9707	8337	9772	36009	34410
比亚迪	155231	45.3	22.5%	28.4%	22.8%	750	102	1253	1275	2780	4066
广汽集团	127819	13.0	-26.1%	-5.4%	1.1%	2778	3880	1042	1824	10903	10786
长城汽车	82328	21.1	-14.8%	-13.7%	-1.9%	773	2081	1281	2148	5207	5027
长安汽车	41063	-	-20.0%	-42.5%	-17.1%	-2096	1392	-482	1327	681	7137
北汽蓝谷	33923	177.4	76.3%	21.0%	43.0%	34	-2	23	7	155	8
一汽轿车	17072	120.8	-34.4%	-10.7%	-5.9%	39	52	20	-10	155	281
小康股份	13946	-	-24.3%	-19.4%	-7.7%	-82	221	57	234	106	725
江淮汽车	11227	-12.1	13.7%	1.1%	1.9%	65	209	-834	213	-786	432
力帆股份	9249	98.3	-31.1%	-23.1%	-12.6%	-97	62	119	7	253	171
一汽夏利	7976	130.1	-64.1%	-59.8%	-22.5%	-199	-223	1040	-517	37	-1641
金杯汽车	5081	63.9	6.4%	7.8%	6.5%	19	20	8	602	81	101
海马汽车	3635	-	-55.6%	-63.3%	-47.4%	-44	-86	-1160	-932	-1637	-994

资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、汽车零部件：1Q19 收入端同比增长，利润端受毛利率下行压制

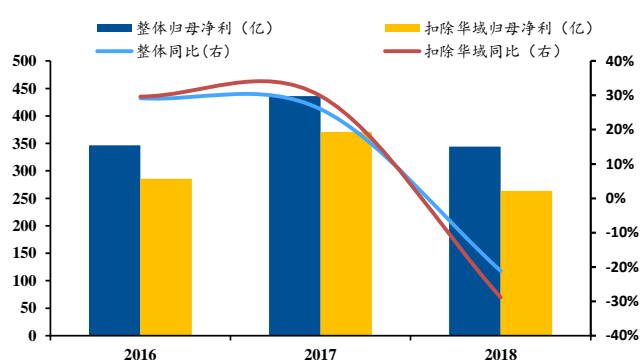
1Q19 营收于利润同比走势分化。收入：1Q19 营收同比增长。2018 年/1Q19 零部件板块分别实现营收 7334 亿/1816 亿，同比增 10.2%/6.0%。扣除华域汽车后，2018 年/1Q19 乘用车板块分别实现营收 5762 亿/1462 亿，同比增 9.7%/增 9.9%。**利润：1Q19 归母净利同比小幅下降。**2018 年/1Q19 零部件板块分别实现归母净利 344 亿/103 亿，同比降 21.1%/12.3%。扣除华域汽车后，2018 年/1Q19 零部件板块分别实现归母净利 264 亿/84 亿，同比降 28.9%/降 4.1%。

图 33：2018 年零部件板块营收同比增 10.2%



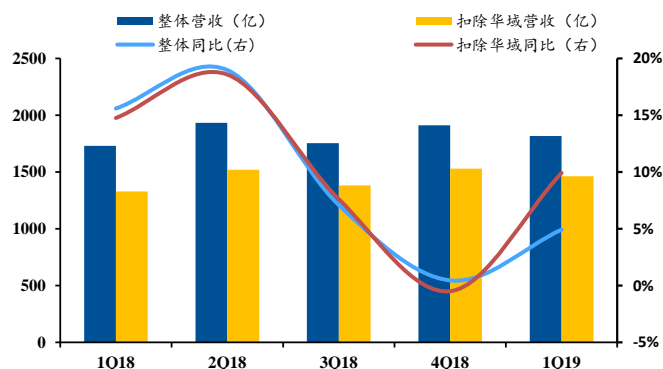
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 34：2018 年零部件板块归母净利同比降 21.1%



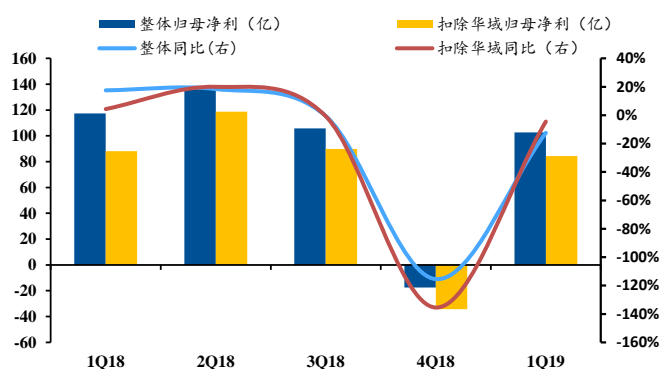
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35：1Q19 零部件板块营收同比增 6.0%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 36：1Q19 零部件归母净利同比降 12.3%

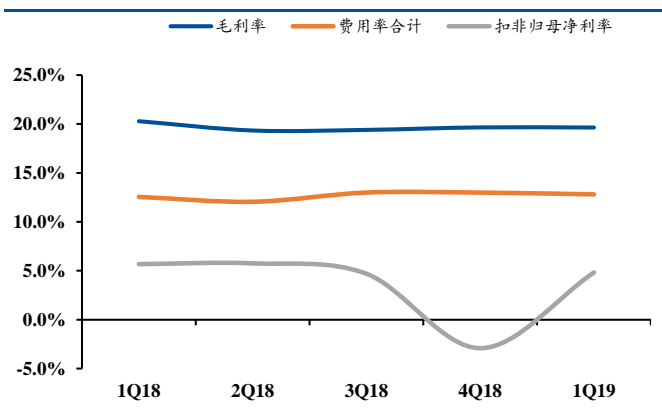


资料来源：Wind，民生证券研究院

1Q19 零部件板块毛利率同比下降施压净利率：1Q19 零部件板块毛利率为 19.4%，同/环比分别降 0.6 个百分点/持平；费用率为 12.8%，同/环比分别上升 0.3 个百分点/下降 0.2 个百分点。扣非净利率为 4.8%，同/环比降 0.9 个百分点/升 7.7 个百分点，环比大幅增长主因为 4Q18 基数较低。

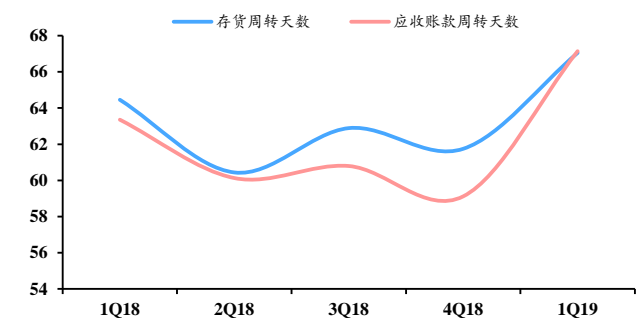
图 37：1Q19 零部件板块毛利率同比下降 0.6 个百分点

图 38：1Q19 零部件板块费用率同比上升 0.3 个百分点



资料来源: Wind, 民生证券研究院

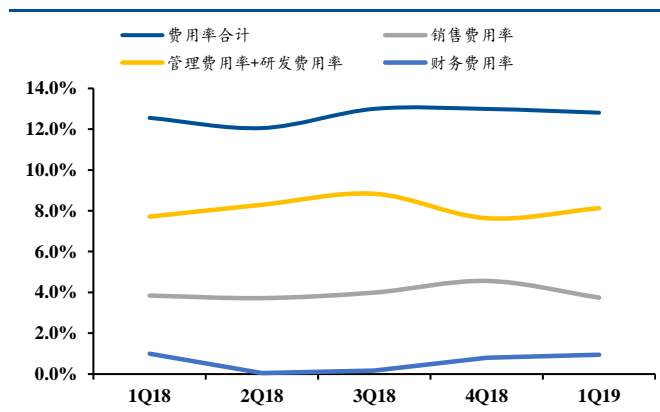
图 39: 1Q19 零部件板块存货、应收周转天数同环比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

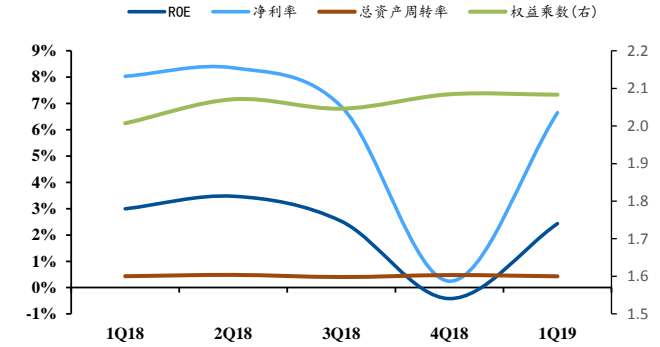
表 4: 零部件主要公司业绩一览 (市值前 15 大公司)

公司	市值(百万)	市盈率 (TTM)	营收增速 (%)			归母净利润 (百万)					
			1Q19	4Q18	2018	1Q19	1Q18	4Q18	4Q17	2018	2017
潍柴动力	97983	10.5	15.3%	2.6%	5.1%	2591	1920	2656	2205	8658	6808
华域汽车	74184	10.7	-11.6%	4.4%	11.9%	1845	2911	1663	1738	8027	6554
福耀玻璃	63016	15.1	3.9%	-4.0%	8.1%	606	563	858	1005	4120	3149
均胜电子	25289	16.2	120.9%	133.0%	111.2%	278	31	260	-491	1318	396
光启技术	22063	329.2	-13.6%	47.7%	22.1%	9	12	37	7	71	81
威孚高科	20734	9.0	-5.1%	-24.2%	-3.3%	689	784	340	718	2396	2571
星宇股份	20640	31.8	21.2%	8.1%	19.2%	170	131	171	146	611	470
万向钱潮	17593	25.2	-7.8%	-10.4%	1.9%	222	247	143	259	723	882
万丰奥威	17517	18.7	-4.9%	3.6%	8.1%	203	226	174	191	959	901



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 40: 1Q19 零部件板块 ROE 同比下行主因为净利率下行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

中鼎股份	13978	13.3	-12.6%	-7.9%	5.1%	309	377	66	176	1116	1127
拓普集团	13191	19.8	-16.8%	-1.4%	17.6%	114	199	136	187	753	738
岱美股份	11550	20.3	44.8%	44.2%	31.6%	161	149	113	146	558	582
众泰汽车	11132	14.6	-27.1%	-84.8%	-29.0%	106	141	385	776	800	1256
骆驼股份	10824	18.3	15.1%	12.4%	21.1%	160	129	181	142	559	483
旭升股份	10323	37.3	17.2%	34.8%	48.3%	38	55	64	61	294	222

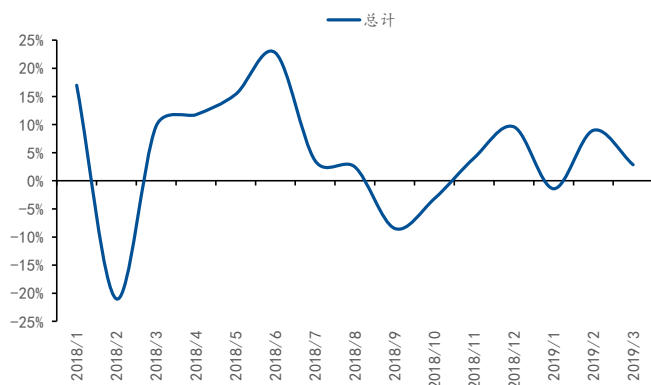
资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、货车: 1Q19 重卡销售持续回暖, 上市公司均实现盈利

(一) 货车市场: 一季度中重卡销售同比增长, 市场集中度提升

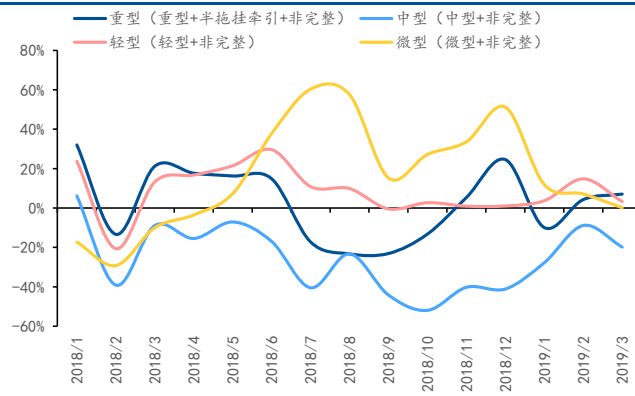
总量: 销量增速二季度短暂冲高, 三季度持续走弱。1Q19 货车共销售 101 万辆, 同比增长 2.9%。**结构:** 重卡、轻卡同比增长, 中卡承压。1Q19 重卡/微卡销量分别达 14.9/22.1 万辆, 同比增 0.6%/48.6%, 其中 19 年以来重卡销售逐月好转, 前三月增速分别为 -9.9%/4.3%/7.1%。

图 41: 1Q19 货车销量同比增 2.9%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

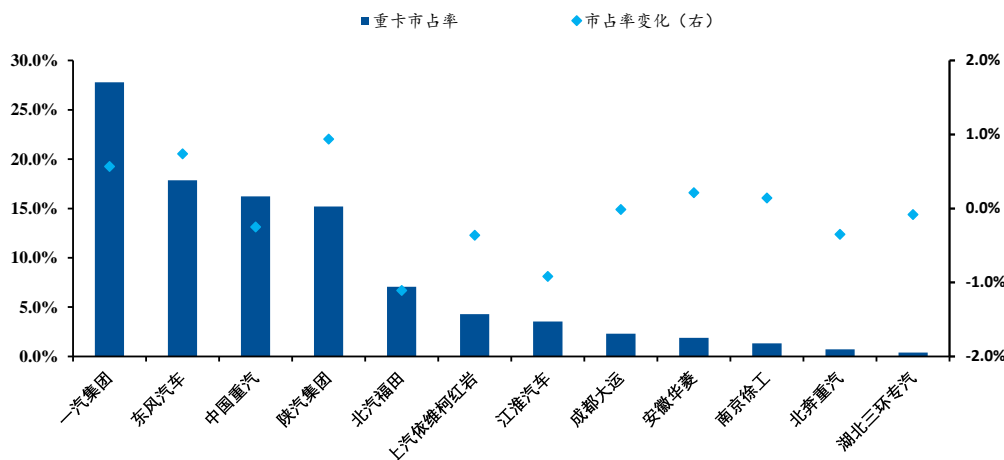
图 42: 1Q19 重卡/微卡销量分别同比增 0.6%/48.6%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

市场集中度同比提升: 1Q19 重卡 CR5 上升 0.8 个百分点, 市占率前三名中一汽集团/东风汽车/中国重汽市占率分别升 0.6 个百分点/升 0.7 个百分点/降 0.3 个百分点。

图 43: 1Q19 前十五大车企市场份额及同比变化情况

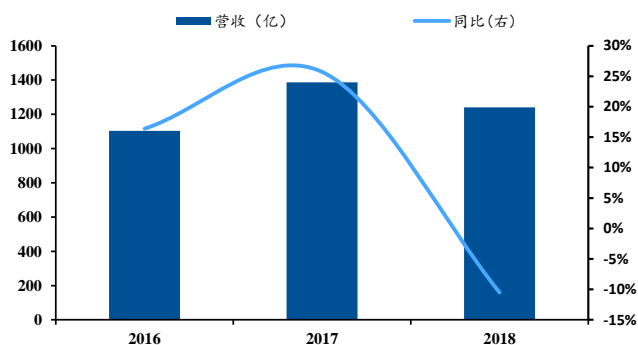


资料来源：中汽协，民生证券研究院

(二) 业绩及营运：1Q19 收入同比承压、归母利润同比扭亏

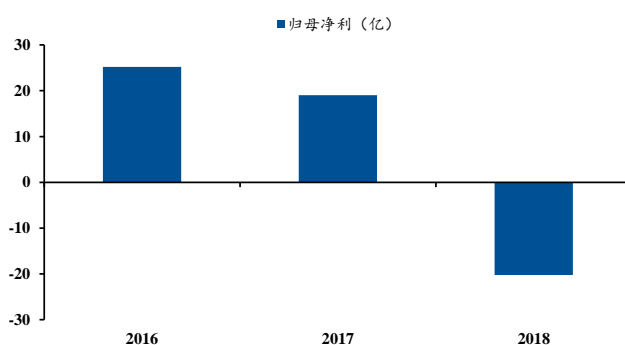
1Q19 收入同比大增，归母利润同比扭亏。收入：板块 2018/1Q19 分别实现营收 1241 亿/353 亿，同比降 10.5%/增 27.9%。**利润**：板块 2018/1Q19 分别实现归母净利-20 亿/5 亿，同比降 39 亿/增 7，1Q19 板块归母净利实现扭亏主因为福田汽车实现扭亏（归母净利同比增 6.8 亿）。

图 44: 2018 年货车板块营收同比降 10.5%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 45: 2018 年货车板块归母净利同比转亏



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 46: 1Q19 货车板块营收同比增 27.9%

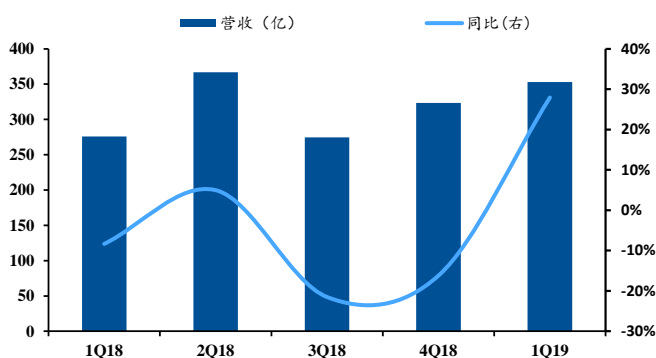
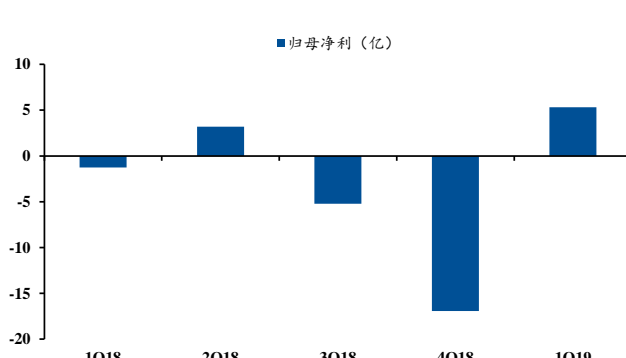


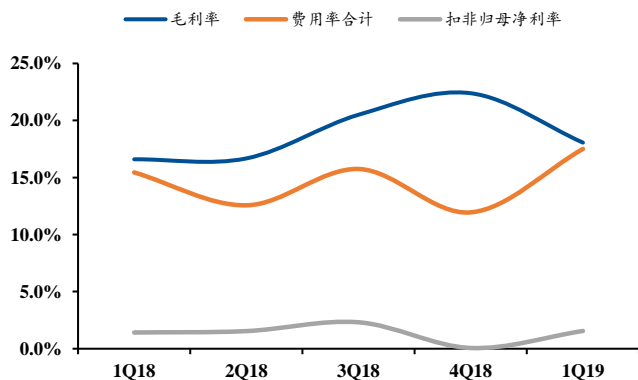
图 47: 1Q19 货车板块归母净利同比扭亏



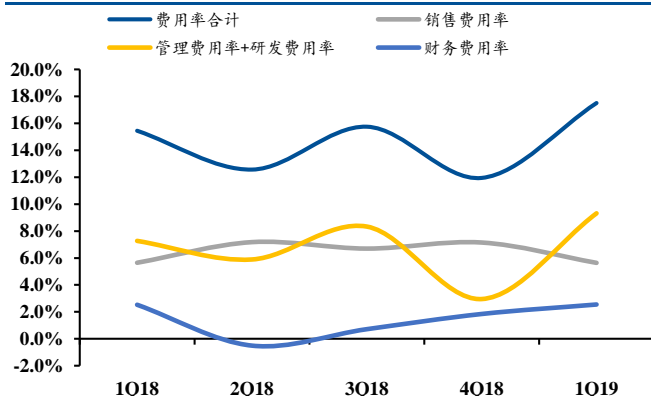
资料来源: Wind, 民生证券研究院

资料来源: Wind, 民生证券研究院

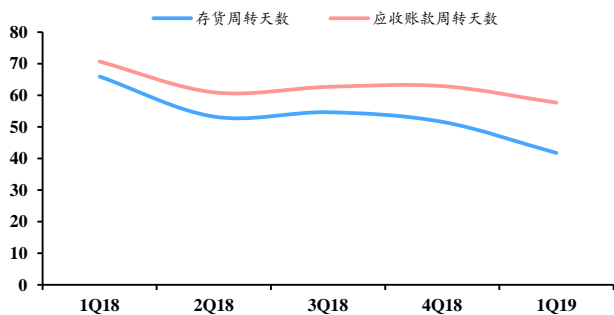
1Q19 板块毛利率、扣非净利率均同环比回升: 1Q19 货车板块毛利率为 12.2%, 同/环比分别升 0.3 个百分点/升 2.9 个百分点; 费用率为 9.7%, 同/环比分别降 6.1 个百分点/降 1.0 个百分点。扣非净利率为-0.9%, 同/环比分别升 0.2 个百分点/5.4 个百分点, 行业整体扣非净利率为负主因为福田汽车扣非净利亏损 6.3 亿, 拖累板块整体利润表现。

图 48: 1Q19 货车板块毛利率同/环比升 0.3/2.9 个百分点


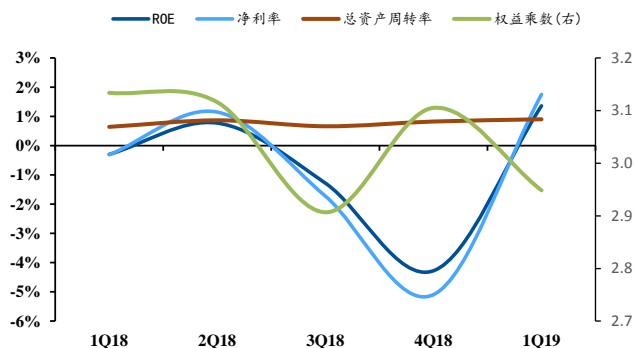
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 49: 1Q19 货车板块扣非净利率同/环比升 0.2/5.4 个百分点


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 50: 1Q19 货车板块存货、应收账款周转天数均同比下行


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 51: 1Q19 货车板块 ROE 受销售净利率提振


资料来源: Wind, 民生证券研究院。注: 管理费用含研发费用

表 5: 零部件主要公司业绩一览

公司	市值(百万)	市盈率 (TTM)	营收增速 (%)			归母净利润 (百万)					
			1Q19	4Q18	2018	1Q19	1Q18	4Q18	4Q17	2018	2017
中国重汽	12650	12.4	24.8%	1.2%	8.2%	311	194	173	185	905	898
东风汽车	11400	21.1	26.8%	-2.4%	-21.2%	116	129	140	85	554	201
江铃汽车	23186	-633.2	0.4%	-9.6%	-9.9%	25	154	-127	47	92	691
福田汽车	17943	-6.2	50.3%	-35.1%	-20.6%	80	-604	-1881	-26	-3575	112

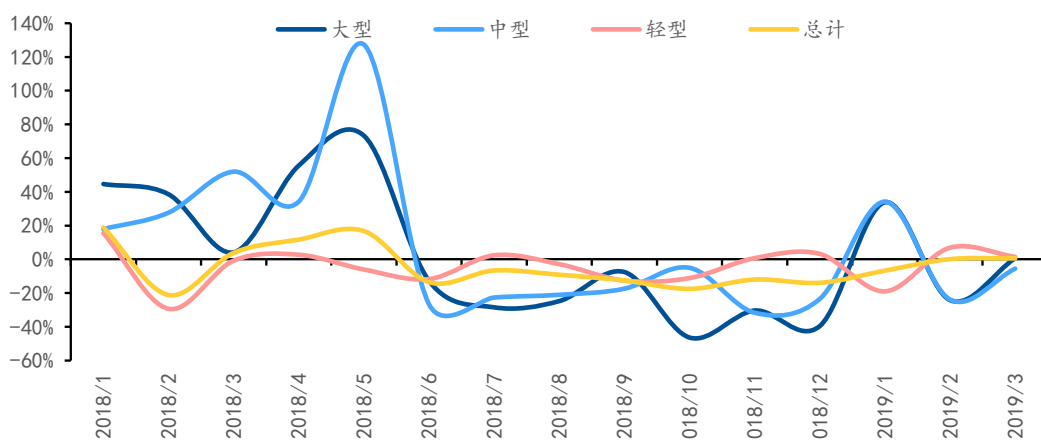
资料来源: Wind, 民生证券研究院

五、客车：1Q19 大中客销量同比增长，头部公司业绩趋稳

(一) 客车市场：一季度大中客销量同比增长，市场集中度略有下降

总量：1Q19 客车市场总销量为 9.5 万辆，同比降 2.2%。**结构：**大、中型客车销量同比增长。1Q19 大客/中客销量分别达 1.4/1.1 万辆，同比增 7.7%/5.5%，其中在抢装效应推动下 1M19 大中客合计销量增长 34.0%，销量占 1 季度总体销量 45.2%。

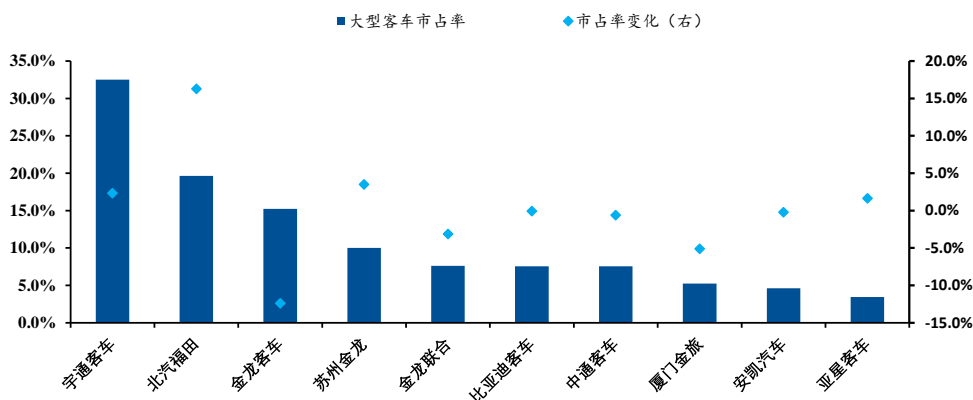
图 52：3M19 客车销量增速恢复至零值附近



资料来源：中汽协，民生证券研究院

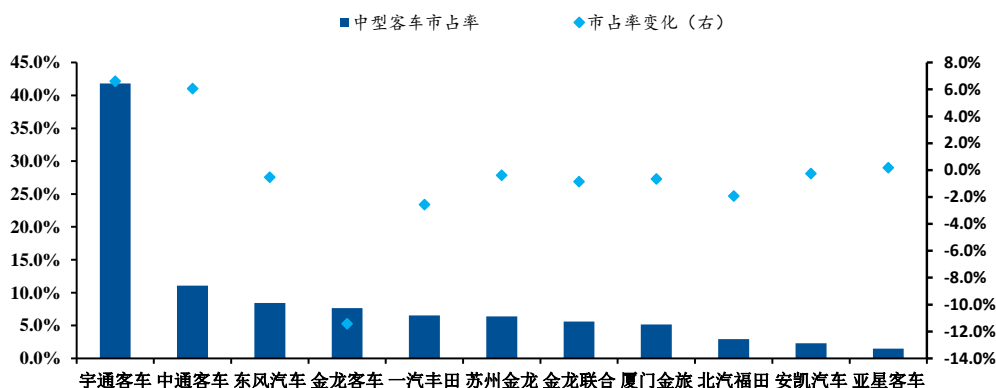
市场格局：1) 1Q19 市场集中度同比下降，1Q19 大型/中型客车 CR5 分别下降 2.1/3.6 个百分点；2) 新能源领域后发企业弹性显现：1Q19 北汽福田在大型客车销量同比增幅达 450%，市占率同比提升达 16.3 个百分点，我们预计主因为北京公交订单释放进度超预期。

图 53：1Q19 大型客车市场中福田汽车市占率显著提升



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图 54：1Q19 中型客车市占率及市场份额变化

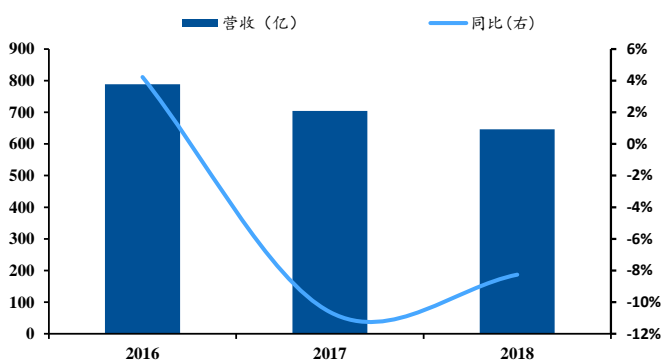


资料来源：中汽协，民生证券研究院

(二) 业绩及营运：一季度收入、利润同比增速均有改善，板块龙头经营企稳

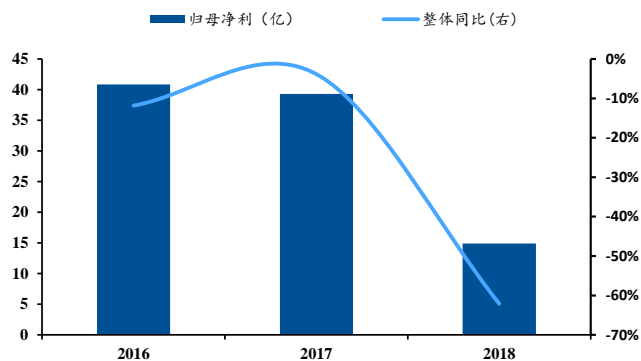
1Q19 收入端降幅大幅收窄，利润端显著回暖。1) 收入：板块 2018/1Q19 实现营收 646 亿/110 亿，同比降 8.3%/降 0.8%；2) 利润：板块 2018/1Q19 实现归母净利 15 亿/3 亿，同比降 62.1%/增 35.3%，主因为宇通利润端实现增长、安凯客车实现扭亏（1Q19 归母净利同比增 1.0 亿）。

图 55：2018 年客车板块营收同比降 8.3%



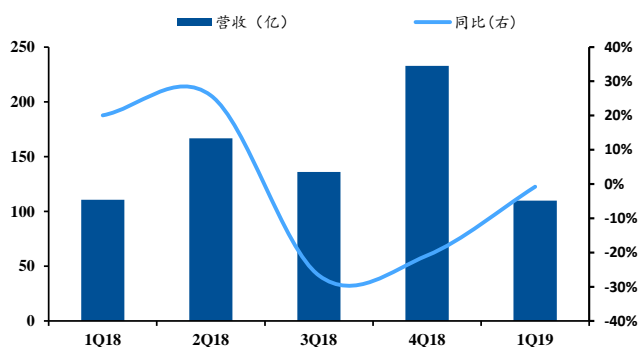
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 56：2018 年客车板块归母净利同比降 62.1%



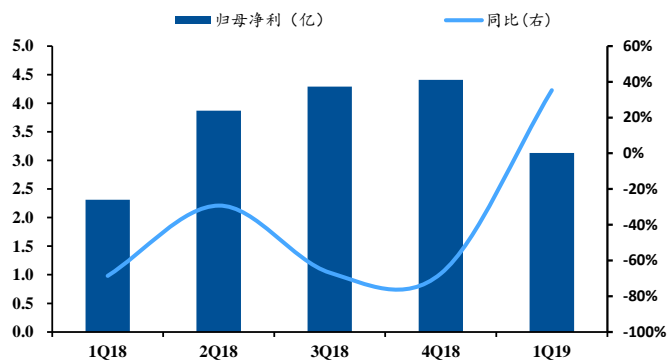
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 57: 1Q19 板块营收同比降 0.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

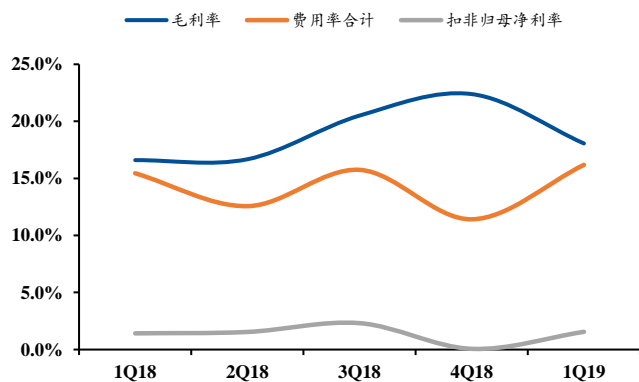
图 58: 1Q19 板块归母净利同比增 35.3%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

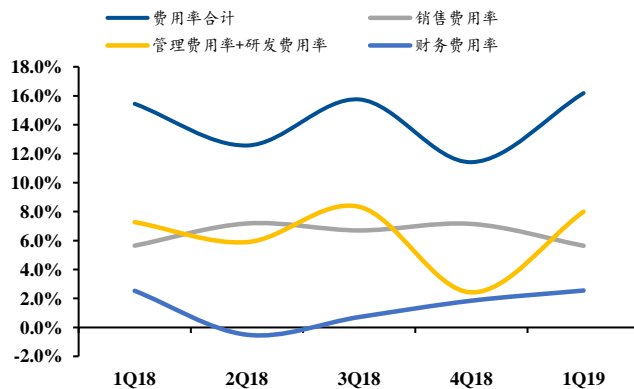
1Q19 毛利率回升, 费用率走高: 1Q19 客车板块毛利率为 18.1%, 同比升 1.5 个百分点; 费用率上升至 17.5%, 同比分别升 2.1 个百分点, 其中管理费用率+研发费用率同比大增 2.0 个百分点 (1Q19 研发费用率高达 5.4%); 板块扣非净利率为 1.6%, 同/环比分别升 0.1 个百分点/升 1.5 个百分点。

图 59: 1Q19 客车板块毛利率同比升 1.5 个百分点



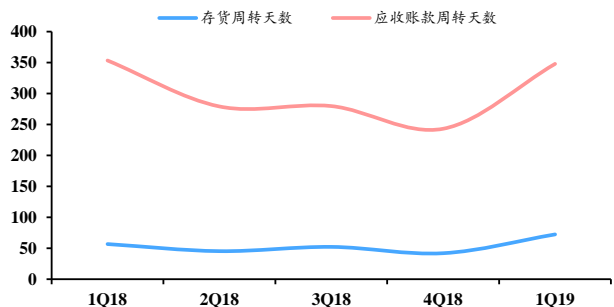
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 60: 1Q19 客车板块费用率同比升 2.0 个百分点



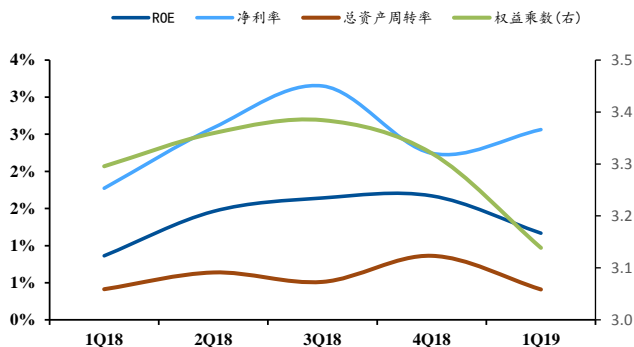
资料来源: Wind, 民生证券研究院; 注: 管理费用含研发费用

图 61: 1Q19 板块存货、应收周转天数同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 62: 1Q19 受益于净利率同比提升, 板块 ROE 同比上行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 6: 客车板块主要公司业绩一览

公司	市值(百万)	市盈率 (TTM)	营收增速 (%)			归母净利润 (百万)					
			1Q19	4Q18	2018	1Q19	1Q18	4Q18	4Q17	2018	2017
宇通客车	31659	13.7	3.9%	-13.0%	-4.4%	311	295	1104	1227	2301	3129
金龙汽车	5527	33.1	-21.5%	-25.1%	3.1%	8	0	73	249	159	479
中通客车	4702	120.5	54.1%	-19.9%	-22.6%	4	1	3	69	37	191
曙光股份	3486	-20.3	-26.2%	-39.3%	-23.5%	-30	14	-97	-68	-128	316
安凯客车	2867	-3.6	31.1%	-50.4%	-42.2%	19	-82	-635	-146	-893	-230
亚星客车	2468	223.5	36.9%	-17.9%	3.0%	1	3	-6	18	13	43

资料来源: Wind, 民生证券研究院

六、标的：布局市场份额领先的整车企业，关注细分领域领先零部件标的

1、上汽集团：18 年业绩逆势增长，看好公司持续领跑行业

自主品牌高增长支撑估值水平。一方面，自主品牌高增期间往往推升公司市盈率(12-13, 16-今)，2018 年上汽乘用车销量逆势增长 34.5%，我们预计 19 年自主品牌仍将保持约 30% 的增长，上市公司估值水平将得到有效支撑。**大众、通用新车周期支撑业绩。**1) 大众：2H18 换代帕萨特、途岳已上市，1H19 将陆续有全新 Polo、T-cross 上市；2) 通用：2019 年是上汽通用新一轮产品投放周期开启之年，旗下三大品牌将推出 18 款全新或改款车型，覆盖轿车、SUV、MPV、豪华车、新能源车等多个细分市场。我们认为上汽大众、通用在国内仍享有显著的品牌、渠道优势，新车的加速投放将有效支撑上汽合资板块业绩。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.2 元、3.4 元、3.8 元，对应 PE 为 9 倍、8 倍、7 倍，给予“推荐”评级。

2、星宇股份：配套强势客户，具备挑战外资龙头实力

短、中、长期逻辑完备：1) 2H18-1H19 公司业绩得到一汽大众、南北丰田新搭载车型上量保障；2) 中期看，公司量价齐升逻辑将在合资领域渗透率提升+Led、ADB 等新技术趋势下持续；3) 长期看，公司当前具备为大众、奥迪、丰田配套能力，技术上同全球龙头小系差距不大(上海小系 17 年收入 130 亿+)，具备冲击行业龙头能力。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.9 元、3.8 元、4.8 元，对应 PE 为 26 倍、20 倍、15 倍，给予“推荐”评级。

3、中国汽研：检测、研发服务业务齐发力，指数产品助力合资品牌渗透

2019 年国六切换催化、风洞投产，公司技术服务业务兼具爆发力与持续成长能力

公司的技术服务业务可分为检测、研发服务两类。1) 检测：一方面，国六在排放标准方

面要求大幅提升，预计公司单车排放检测价值量提升 20%-40%，2018 年公司发动机排放检测业务增速 10%-30%，检测业务整体中高速增长，当前达到国六标准厂商仍然有限，我们预计国六检测业务中高速增长仍将维持 2 年；另一方面，当前公司已形成完备的新能源车检测能力（2017 年新能源汽车检测业务占比约 25%），具备完整的电机、电池穿刺、火烧、衰减等项目监测能力，单车整体检测费用超过 300 万/台（与国六燃油车相当），我们认为公司在电动化加速渗透趋势中有望受益。2）公司风洞实验室有望于 2019 年 1 季度末开启试运行，于 2 季度投产，并在 1 年试运营期后实现满产（满产将实现约 1.1 亿收入，毛利率约 50%），17 年公司的研发服务营收约 1.3 亿，风洞产能投产将推动公司研发服务营收大增。我们认为公司的风洞业务能够与 CAE 等研发服务形成良好协同效应，有望吸引客户进一步外包研发需求，推动公司研发服务增长。

四大指数推升公司品牌影响力，打造中国权威汽车评价品牌

2017 年起公司相继推出智能、保险、健康、驾乘四大指数。自指数发布以来，包括奔驰宝马在内的合资企业均开始寻求与公司合作。我们认为指数的持续发布以及公司数据运营业务的开展将提升中汽研品牌在行业中的影响力，为进一步开拓合资市场打下基础。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.5 元、0.6 元、0.7 元，PE 分别为 15 倍、13 倍、12 倍，给予“推荐”评级。

4、万里扬：19 年有望迎乘变业务拐点，长期看大概率成为国内第三方变速器头部企业

乘变业务迎拐点：公司 2018 年完成了长城汽车、一汽集团、观致汽车等 5 家新客户开发，CVT/MT 产品分别搭载了 21 个/6 个车型适配。其中 CVT25 产品已于 2H18 量产搭载于艾瑞泽 GX，1Q19 起公司的 CVT 系列产品有望逐步搭载于吉利、比亚迪等客户车型，我们预计公司 CVT 产品 19-21 年出货量复合增速超 100%；**新能源储备充分保障持续发展能力：**当前公司已有几款减速器、EDS 驱动系统、PHEV 产品进入样机制造和搭载试车阶段，并于上海车展发布了国内领先的 E-CVT 方案，我们认为公司混动技术储备国内领跑，无惧新能源时代竞争。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.4 元、0.6 元、0.7 元，PE 分别为 19 倍、13 倍、10 倍，给予“推荐”评级。

插图目录

图 1: 汽车板块年初至今上涨 21.9%	3
图 2: 年初以来汽车板块涨跌幅表现在 28 个子行业中位列第 20 名	3
图 3: 年初以来货车板块领涨	4
图 4: 2018 年汽车板块营收同比增 2.6%	5
图 5: 2018 汽车板块归母净利同比降 26.1%	5
图 6: 4Q18/1Q19 汽车板块营收同比降 10.0%/6.7%	5
图 7: 4Q18/1Q19 汽车板块归母净利同比降 93.8%/28.4%	5
图 8: 2018 年板块毛利率同比降 0.8 个百分点	5
图 9: 2018 年板块扣非净利率同比降 1.9 个百分点	5
图 10: 1Q19 板块毛利率同/环比分别降 0.8/升 0.4 个百分点	6
图 11: 1Q19 板块扣非净利率同/环比降 1.1/升 5.0 个百分点	6
图 12: 2018 年板块库存周转+应收周转持续走高	6
图 13: 2018 年净利率下行压制 ROE	6
图 14: 1Q19 板块库存周转天数+应收周转天数同环比持续走高	6
图 15: 1Q19 板块 ROE 同比基本持平, 环比显著回暖	6
图 16: 当前汽车市盈率绝对值 18.1 倍, 同沪深 300 比值为 1.4, 均略低于近十年平均水平	7
图 17: 当前汽车板块市净率绝对值、相对值分别低于近十年均值 27.9%、17.9%	7
图 18: 基金持仓占汽车流通市值比例: 近十年总体下行, 1Q19 相较 3Q18 回升 0.3 个百分点	8
图 19: 汽车持仓占基金股票总体仓位: 近十年总体稳中有降, 1Q19 较 3Q18 提升 0.1%	8
图 20: 1Q19 狭义乘用车同比降 13.9%	10
图 21: 1Q19 乘用车上险数同比降 5.5%	10
图 22: 3 月新能源乘用车销量增幅达 92.6% (万)	10
图 23: 3 月纯电动/插电式乘用车销量同比增 92.3%/93.4%	10
图 24: 1Q19 前十五大车企市场份额及同比变化情况	11
图 25: 2018 乘用车整体/扣除上汽后营收同比增 3.6%/3.5%	11
图 26: 2018 乘用车整体/扣除上汽后归母净利同比降 10.8%/31.3%	11
图 27: 1Q19 乘用车整体/扣除上汽后营收同比降 13.0%/7.0%	12
图 28: 1Q19 乘用车整体/扣除上汽后归母净利同比降 41.5%/74.8%	12
图 29: 1Q19 乘用车板块毛利率同/环比降 1.7/0.1 个百分点	12
图 30: 1Q19 乘用车板块管理 (含研发) 费用率同比降 1.8 个百分点	12
图 31: 1Q19 乘用车存货、应收账款周转天数同步走高	13
图 32: 1Q19 乘用车板块净利率同比下行施压 ROE	13
图 33: 2018 年零部件板块营收同比增 10.2%	14
图 34: 2018 年零部件板块归母净利同比降 21.1%	14
图 35: 1Q19 零部件板块营收同比增 6.0%	14
图 36: 1Q19 零部件归母净利同比降 12.3%	14
图 37: 1Q19 零部件板块毛利率同比下降 0.6 个百分点	14
图 38: 1Q19 零部件板块费用率同比升 0.3 个百分点	14
图 39: 1Q19 零部件板块存货、应收周转天数同环比上升	15
图 40: 1Q19 零部件板块 ROE 同比下行主因为净利率下行	15
图 41: 1Q19 货车销量同比增 2.9%	16
图 42: 1Q19 重卡/微卡销量分别同比增 0.6%/48.6%	16
图 43: 1Q19 前十五大车企市场份额及同比变化情况	17
图 44: 2018 年货车板块营收同比降 10.5%	17
图 45: 2018 年货车板块归母净利同比转亏	17
图 46: 1Q19 货车板块营收同比增 27.9%	17

图 47: 1Q19 货车板块归母净利同比扭亏	17
图 48: 1Q19 货车板块毛利率同/环比升 0.3/2.9 个百分点	18
图 49: 1Q19 货车板块扣非净利率同/环比升 0.2/5.4 百分点	18
图 50: 1Q19 货车板块存货、应收账款周转天数均同比下行	18
图 51: 1Q19 货车板块 ROE 受销售净利率提振	18
图 52: 3M19 客车销量增速恢复至零值附近	19
图 53: 1Q19 大型客车市场中福田汽车市占率显著提升	19
图 54: 1Q19 中型客车市占率及市场份额变化	19
图 55: 2018 年客车板块营收同比降 8.3%	20
图 56: 2018 年客车板块归母净利同比降 62.1%	20
图 57: 1Q19 板块营收同比降 0.8%	21
图 58: 1Q19 板块归母净利同比增 35.3%	21
图 59: 1Q19 客车板块毛利率同比升 1.5 个百分点	21
图 60: 1Q19 客车板块费用率同比升 2.0 个百分点	21
图 61: 1Q19 板块存货、应收周转天数同比上升	21
图 62: 1Q19 受益于净利率同比提升, 板块 ROE 同比上行	21

表格目录

表 1: 年初至今汽车行业涨幅排名前十	4
表 2: 港(深)股通标的北上资金持股情况(今年以来增持比例前十及 MSCI 标的)	8
表 3: 乘用车整车主要公司业绩一览	13
表 4: 零部件主要公司业绩一览(市值前 15 大公司)	15
表 5: 零部件主要公司业绩一览	18
表 6: 客车板块主要公司业绩一览	22

分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院教育&中小盘行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

陈逸同，汽车行业研究员，上海交通大学管理科学与工程硕士。曾任上汽乘用车变速箱部工程师、威尔森咨询研究员。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。