

汽车及汽车零部件行业

18 年报及 19 年 1 季报综述：汽车刺激政策退出的阵痛正在体现

● 主动去库存的压力导致行业盈利下滑，重卡产业链盈利韧性持续得到验证

根据我们统计的 141 家 A 股汽车行业上市公司数据，18 年汽车行业实现营业收入 2.4 万亿元，同比增长 2.1%，归母净利润 846.7 亿元，同比下降 25.6%；19 年 1 季度汽车行业上市公司实现营业收入 0.5 万亿元，同比下降 8.3%，归母净利润 211.7 亿元，同比下降 30.0%。1 季度汽车行业营收、业绩均同比下降，主要与乘用车行业主动去库存的压力导致销量同比下降有关。

分板块看，1 季度整车板块归母净利润同比下降 37.7%，主要受乘用车业绩同比下降 41.8% 拖累；商用货车业绩同比大幅上升 518.9%，主要与福田汽车扭亏为盈有关，同时中国重汽 1 季度归母净利润同比增长 60.5% 也对商用货车板块业绩产生正贡献。1 季度汽车零部件板块归母净利润同比下降 13.9%，其中核心零部件业绩仍表现亮眼，1 季度归母净利润同比增长 18.1%，非核心零部件业绩同比下降 23.3%，若剔除潍柴母公司、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科几家权重较大的公司，汽车零部件 1 季度归母净利润同比下降 19.1%。重卡产业链盈利韧性持续得到验证，1 季度中国重汽、潍柴动力（母公司）及威孚高科合计归母净利润同比增长 23.9%，表现大幅好于汽车行业整体。

● 盈利及营运能力分析：1 季度汽车行业调整后经营性净现金流同比改善

乘用车净利率承压影响行业盈利能力：1 季度汽车行业净利率为 4.7%，同比下降 1.5pct，除核心零部件、商用货车及汽车服务板块外，其余板块净利率均同比下降。乘用车销量承压，1 季度主动去库存的压力导致行业盈利下滑，此外费用率上升也有一定影响。

1 季度汽车行业净现金流转负属于正常的季节性现象：我们以经营性净现金流量与应收票据增加值之和衡量经营性现金流情况，剔除未披露应收票据明细的公司，19 年 1 季度汽车行业调整后经营性现金流量净额为 -401.0 亿元，相比 18 年 1 季度增加 28.0 亿元。

乘用车、商用客车资本开支同比增加，商用货车资本性开支压力不大：1 季度乘用车板块资本性支出 209.6 亿元，同比增长 10.1%；商用货车资本性支出为 7.3 亿元，同比下降 40.5%；商用客车资本性支出 3.4 亿元，同比增长 43.6%。

● 1 季度汽车行业销售净利率、资产周转率下滑导致 ROE 同比下降

19 年 1 季度汽车行业 ROE 为 2.3%，同比下降 1.0 个百分点，受到销售净利率、总资产周转率下降影响，我们认为汽车行业总资产周转率的下降与行业营业收入增速放缓有关。

● 投资建议

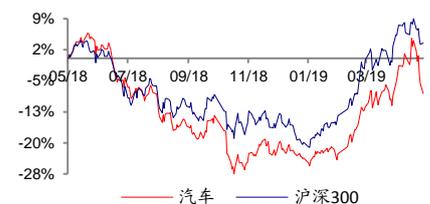
乘用车板块我们推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）；汽车服务板块建议关注汽车检测机构中国汽研；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科（A/B）；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头万里扬，下游客户取得重大突破，19 年有望迎基本面拐点；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕 ROE 上升逻辑作调整的福田汽车。

● 风险提示

宏观经济不及预期；汽车行业景气度下降；政策推进力度不及预期。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-05

相对市场表现



分析师：张乐



SAC 执证号：S0260512030010
021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001
021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：唐哲



SAC 执证号：S0260516090003
SFC CE No. BMV323



021-60750621
tangzhe@gf.com.cn

分析师：刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002
021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、刘智琪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

汽车行业：3 月乘用车终端同	2019-04-17
比下降 9.3%，促进汽车消费	
政策出台预期递延需求	
汽车行业：心无旁骛做主业，	2019-03-17
重卡股有望迎来价值重估	

联系人：李爽 021-60750604

fzlishuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	CNY	27.4	2019/4/30	买入	33.9	3.08	3.27	8.89	8.37	7.05	5.30	13.7	12.7
华域汽车	600741.SH	CNY	23.5	2019/4/27	买入	27.4	2.28	2.42	10.32	9.72	4.19	2.97	15.2	14.9
广汽集团	601238.SH	CNY	12.5	2019/4/30	买入	13.8	1.15	1.27	10.86	9.83	16.43	12.16	13.4	12.9
中国汽研	601965.SH	CNY	7.8	2019/4/28	买入	11.3	0.49	0.58	15.98	13.50	10.99	8.96	9.6	10.2
中国重汽	000951.SZ	CNY	18.9	2019/4/26	买入	27.2	1.81	2.37	10.41	7.95	9.17	7.02	16.3	17.5
威孚高科	000581.SZ	CNY	20.6	2019/4/29	买入	34.1	2.27	2.35	9.05	8.74	17.87	15.98	13.5	13.2
潍柴动力	000338.SZ	CNY	12.4	2019/4/29	买入	18.2	1.21	1.33	10.21	9.29	3.75	3.08	21	20.8
万里扬	002434.SZ	CNY	7.4	2019/4/3	买入	9.5	0.38	0.56	19.42	13.18	14.46	10.00	7.3	9.8
广汽集团	02238.HK	HKD	8.4	2019/4/30	买入	12.1	1.15	1.27	6.29	5.69	5.84	3.19	13.4	12.9
潍柴动力	02338.HK	HKD	12.8	2019/4/29	买入	21.0	1.21	1.33	9.09	8.27	3.28	2.65	21	20.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 广汽集团港股、潍柴动力港股合理价值单位为港币。

目录索引

汽车行业上市公司样本构成	6
汽车行业上市公司总体运营情况	8
整车板块：行业去库存压力致乘用车业绩普遍承压，重卡股业绩表现亮丽	10
汽车零部件板块：核心零部件业绩表现	11
汽车行业盈利能力分析	13
净利率：19Q1 核心零部件、商用货车及汽车服务板块净利率同比上升	13
成本端：1 季度原材料成本同比下降	14
费用端：1 季度汽车行业期间费用率同比上升	15
汽车行业营运能力分析	17
现金流：1 季度汽车行业净现金流转负属于正常的季节性现象	17
资本性支出：乘用车及零部件板块增长较快，货车板块增长相对稳定	18
周转率：19 年 1 季度存货周转率、应收账款周转率均同比下降	19
资产负债率：1 季度汽车行业资产负债率同比上升	20
折旧：商用货车板块折旧压力较小	21
ROE 影响指标分析	22
19 年 1 季度汽车行业 ROE 同比下降	23
投资建议	26
风险提示	26

图表索引

图 1: 汽车整车子板块单季度营业收入增速.....	10
图 2: 汽车整车子板块单季度归母净利润增速.....	10
图 3: 汽车零部件子板块单季度营业收入增速.....	11
图 4: 汽车零部件子板块单季度归母净利润增速.....	11
图 5: 广发汽车原材料成本指数及同比增速.....	14
图 6: 轿车原材料成本指数及同比增速.....	15
图 7: 重卡原材料成本指数及同比增速.....	15
图 8: 经营性净现金流量+应收票据增加值 (单位: 亿元)	17
图 9: 乘用车板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	18
图 10: 商用货车板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	18
图 11: 商用客车板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	19
图 12: 汽车销售板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	19
图 13: 核心零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	19
图 14: 其他零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	19
图 15: 乘用车整车在建工程/固定资产指标变化情况.....	21
图 16: 商用货车整车在建工程/固定资产指标变化情况.....	22
图 17: 商用客车整车在建工程/固定资产指标变化情况.....	22
图 18: 汽车行业及子行业 ROE 变化.....	23
图 19: 汽车行业 ROE 同比变化贡献率.....	24
图 20: 汽车行业 ROE 环比变化贡献率.....	24
图 21: 乘用车行业 ROE 同比变化贡献率.....	24
图 22: 乘用车行业 ROE 环比变化贡献率.....	24
图 23: 乘用车扣除上汽 ROE 同比变化贡献率.....	24
图 24: 乘用车扣除上汽 ROE 环比变化贡献率.....	24
图 25: 核心零部件 ROE 同比变化贡献率.....	25
图 26: 核心零部件 ROE 环比变化贡献率.....	25
图 27: 非核心零部件 ROE 同比变化贡献率.....	25
图 28: 非核心零部件 ROE 环比变化贡献率.....	25
图 29: 商用客车 ROE 同比变化贡献率.....	25
图 30: 商用客车 ROE 环比变化贡献率.....	25
图 31: 商用货车 ROE 同比变化贡献率.....	26
图 32: 商用货车 ROE 环比变化贡献率.....	26
图 33: 汽车销售 ROE 同比变化贡献率.....	26
图 34: 汽车销售 ROE 环比变化贡献率.....	26

表 1: 纳入沪深 300 指数的 SW 汽车标的 (截至 2019 年 4 月 30 日)	6
表 2: 汽车细分行业所选代表公司	7
表 3: 汽车行业营业收入同比增速情况	8
表 4: 汽车行业归母净利润同比增速情况	8
表 5: SW 汽车零部件公司单季度归母净利润增速 (潍柴动力为母公司数据, 权重为各公司业绩占整体零部件比重)	12
表 6: 汽车细分行业净利率情况	13
表 7: 汽车细分行业毛利率情况	13
表 8: 汽车细分行业期间费用率情况	16
表 9: 汽车细分行业期间费用率	16
表 10: 汽车细分行业调整后经营性现金流量净额 (亿元)	17
表 11: 汽车细分行业存货周转率、应收账款周转率	20
表 12: 汽车细分行业资产负债率情况	20

汽车行业上市公司样本构成

汽车及零部件行业上市公司已经超过百家。截至2019年4月30日，沪深300指数中共包含12只汽车股，合计权重为2.9%。在研究汽车行业的整体走势前，我们首先需明确样本的选择，主要的考虑点包括：1、个股数量比较充分；2、数据要有可比性；3、市场关注程度；4、我们覆盖的情况。

表 1：纳入沪深300指数的SW汽车标的（截至2019年4月30日）

证券代码	证券简称	权重	总市值（亿元）	SW 三级行业
600104.SH	上汽集团	0.75%	3,198.93	乘用车
000338.SZ	潍柴动力	0.48%	979.83	汽车零部件III
002594.SZ	比亚迪	0.40%	1,552.31	乘用车
600660.SH	福耀玻璃	0.28%	630.16	汽车零部件III
600741.SH	华域汽车	0.27%	741.84	汽车零部件III
600066.SH	宇通客车	0.15%	316.59	商用载客车
000625.SZ	长安汽车	0.14%	410.63	乘用车
600297.SH	广汇汽车	0.11%	405.09	汽车服务III
601238.SH	广汽集团	0.09%	1,278.19	乘用车
002085.SZ	万丰奥威	0.09%	175.17	汽车零部件III
601633.SH	长城汽车	0.08%	823.28	乘用车
002625.SZ	光启技术	0.04%	220.63	汽车零部件III

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

我们以申万二级行业指数汽车整车、汽车零部件、汽车服务中所包含的企业为基础选择样本，并考虑历史数据的可比性，删除ST公司，最终确定样本共包含141家上市公司。

由于汽车行业各细分领域驱动力有显著的不同，这要求我们不仅要汽车及零部件行业作为一个整体研究，还需要分别从乘用车整车、商用货车、商用客车、汽车零部件、汽车销售、汽车服务等细分领域进行研究。考虑到汽车产业链各环节盈利能力及谈判能力的不同，我们将零部件进一步拆分为核心和非核心零部件进行研究。核心零部件中潍柴动力公司合并报表包含了整车业务且权重较大，为避免数据的干扰，我们以潍柴动力母公司财务报表替代合并报表进行研究。

表 2: 汽车细分行业所选代表公司

核心零部件 4	非核心零部件 114			乘用车 10	商用货车 4	商用客车 5	汽车销售 3	汽车服务 1
威孚高科 万里扬 潍柴动力 上柴股份	福耀玻璃 富奥股份 均胜电子 万向钱潮 华域汽车 一汽富维 襄阳轴承 模塑科技 浩物股份 斯太尔 东风科技 长春一东 东安动力 中鼎股份 云内动力 贵航股份 凌云股份 渤海汽车 宁波华翔 万丰奥威	星宇股份 南方轴承 骆驼股份 万安科技 精锻科技 东方精工 光启技术 八菱科技 京威股份 长鹰信质 云意电气 猛狮科技 浙江世宝 光洋股份 鹏翎股份 跃岭股份 登云股份 黎明股份 北特科技 华懋科技 福达股份 宁波高发	凯众股份 华达科技 新坐标 美力科技 新泉股份 常青股份 圣龙股份 金麒麟 今飞凯达 钧达股份 万通智控 铁流股份 雷迪克 秦安股份 保隆科技 中马传动 迪生力 日盈电子 旭升股份 隆盛科技 英搏尔 岱美股份 兆丰股份 威唐工业 华阳集团 金鸿顺 爱柯迪 豪能股份 合力科技 联诚精密 朗博科技 科华控股 西菱动力 锋龙股份 文灿股份 伯特利 越博动力 亚普股份	长安汽车 一汽轿车 一汽夏利 比亚迪 上汽集团 江淮汽车 小康股份 广汽集团 长城汽车 力帆股份	江铃汽车 中国重汽 东风汽车 福田汽车	中通客车 宇通客车 亚星客车 曙光股份 金龙汽车	广汇汽车 国机汽车 庞大集团	中国汽研

数据来源: 广发证券发展研究中心

汽车行业上市公司总体运营情况

根据我们汇总的样本公司数据，18年汽车行业上市公司实现营业收入2.4万亿元，同比增长2.1%；实现归母净利润846.7亿元，同比下降25.6%。其中，汽车整车企业实现营业收入1.5万亿元，同比增长1.0%，实现归母净利润557.0亿元，同比下降17.4%；汽车零部件企业实现营业收入0.6万亿元，同比增长12.1%；实现归母净利润308.7亿元，同比下降25.1%。

19年1季度汽车行业上市公司实现营业收入0.5万亿元，同比下降8.3%；实现归母净利润211.7亿元，同比下降30.0%。其中，汽车整车企业实现营业收入0.4万亿元，同比下降10.8%，实现归母净利润110.0亿元，同比下降37.7%；汽车零部件企业实现营业收入0.1万亿元，同比增长4.9%；实现归母净利润95.6亿元，同比下降13.9%。

表 3: 汽车行业营业收入同比增速情况

	18Q1 同比	18Q2 同比	18Q3 同比	18Q4 同比	19Q1 同比	2016 同比	2017 同比	2018 同比
核心零部件	2.4%	16.9%	-20.6%	0.6%	15.7%	46.0%	73.1%	-0.8%
非核心零部件	13.4%	21.6%	14.9%	6.3%	3.6%	41.6%	26.0%	13.7%
汽车销售	3.2%	-9.1%	-8.7%	-23.0%	-20.5%	17.6%	11.7%	-10.3%
商用客车	26.5%	33.6%	-26.3%	-18.4%	-2.8%	3.4%	-12.2%	-5.4%
商用货车	-8.4%	5.0%	-21.5%	-16.2%	27.9%	16.4%	25.7%	-10.5%
乘用车	17.4%	11.2%	-1.5%	-11.6%	-14.0%	16.5%	12.5%	2.5%
汽车服务	72.4%	14.6%	-2.8%	0.0%	-22.3%	37.6%	45.1%	14.9%
零部件合计	12.0%	21.1%	10.6%	5.7%	4.9%	42.0%	30.0%	12.1%
整车合计	15.4%	11.3%	-4.6%	-12.4%	-10.8%	15.7%	12.3%	1.0%
汽车合计	13.2%	11.1%	-1.7%	-9.8%	-8.3%	20.4%	15.7%	2.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 4: 汽车行业归母净利润同比增速情况

	18Q1 同比	18Q2 同比	18Q3 同比	18Q4 同比	19Q1 同比	2016 同比	2017 同比	2018 同比
核心零部件	24.7%	46.9%	-43.4%	-11.5%	18.1%	44.5%	87.5%	1.3%
非核心零部件	11.7%	11.6%	5.3%	-170.5%	-23.3%	46.9%	15.6%	-33.0%
汽车销售	9.1%	-10.7%	-39.8%	-755.7%	-63.0%	40.4%	25.5%	-148.3%

商用客车	-58.8%	-19.1%	-59.6%	-28.1%	-6.2%	-12.2%	3.1%	-42.7%
商用货车	-122.9%	-55.2%	-253.1%	-680.8%	518.9%	-22.4%	-24.6%	-206.5%
乘用车	0.0%	2.2%	-13.9%	-27.3%	-41.8%	15.3%	-5.8%	-9.9%
汽车服务	17.5%	37.6%	3.6%	-7.3%	8.4%	9.4%	10.3%	7.5%
零部件合计	14.4%	18.5%	-6.6%	-126.5%	-13.9%	46.5%	26.8%	-25.1%
整车合计	-6.0%	-1.3%	-23.1%	-37.9%	-37.7%	11.4%	-5.9%	-17.4%
汽车合计	1.3%	6.1%	-17.5%	-90.2%	-30.0%	21.0%	5.0%	-25.6%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2018年汽车行业批发销量首次同比下降，除核心零部件和汽车服务板块外，其他细分子领域业绩均有不同程度下滑，重卡产业链在高基数压力下业绩仍实现正增长。具体而言：

1、18年汽车行业营业收入同比微增2.1%，归母净利润同比大幅下降25.6%，与18年汽车行业整体景气度下降、销量下滑导致行业竞争加剧有关。

分子领域看，整车板块中乘用车、商用客车、商用货车归母净利润分别同比下降9.9%、42.7%、206.5%；汽车零部件板块中，核心零部件业绩18年归母净利润同比增长1.3%，非核心零部件归母净利润则同比下降33.0%；汽车销售板块归母净利润同比下降148.3%；仅含中国汽研的汽车服务板块归母净利润同比增长7.5%。

2、包括中国重汽、潍柴动力（母公司）及威孚高科的重卡板块业绩表现较好，在高基数压力下18年三家公司合计归母净利润同比增长4.2%。

19年1季度汽车批发销量增速继续下行，受主动去库存影响汽车企业盈利能力继续承压，核心零部件及汽车服务板块业绩仍逆势同比上升。具体而言：

1、1季度汽车行业营收、业绩均大幅下降，主要与权重较高的乘用车板块表现不佳有关，1季度乘用车板块营业收入和归母净利润分别同比下降14.0%、41.8%。汽车零部件板块中，核心零部件业绩仍表现亮眼，1季度归母净利润同比增长18.1%，非核心零部件业绩同比下降23.3%；汽车销售板块归母净利润同比下降63.0%；仅含中国汽研的汽车服务板块归母净利润同比增长8.4%。

2、重卡产业链盈利韧性凸显，1季度中国重汽、潍柴动力（母公司）及威孚高科合计归母净利润同比增长23.9%。

3、商用货车板块1季度业绩同比大幅上升518.9%，主要与福田汽车业绩扭亏为盈有关，同时中国重汽1季度归母净利润同比增长60.5%也对商用货车板块业绩产生正贡献。

整车板块：行业去库存压力致乘用车业绩普遍承压，重卡股业绩表现亮丽

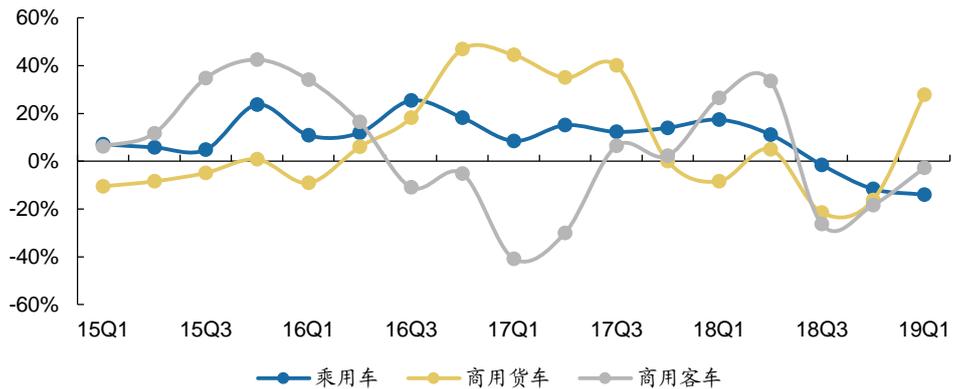
汽车整车18年营业收入同比增长1.0%，归母净利润同比下降17.4%；19年1季度营业收入同比下降10.8%，归母净利润同比下降37.7%。分子领域看：

乘用车板块18年营业收入同比增长2.5%，归母净利润同比下降9.9%；19年1季度营业收入同比下降14.0%，归母净利润同比下降41.8%。剔除权重较大的上汽集团后，乘用车板块18年营收及归母净利润增速分别为0.8%、-28.3%，1季度营收及归母净利润增速分别为-9.1%、-75.2%。从个股来看，1季度除比亚迪、一汽夏利外乘用车板块其他公司业绩均有不同程度下滑。

商用货车18年营业收入同比下降10.5%，归母净利润同比下降209.5%；19年1季度营业收入同比增长27.9%，归母净利润同比增长518.9%。1季度商用货车板块业绩同比大幅上升，主要与福田汽车业绩扭亏为盈有关，同时中国重汽1季度归母净利润同比增长60.5%也对商用货车板块业绩产生正贡献。

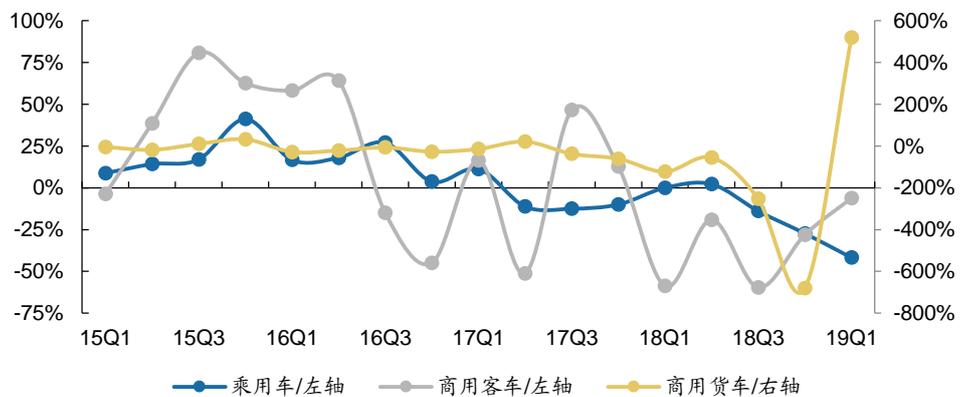
商用客车18年营业收入同比下降5.4%，归母净利润同比下降42.7%；19年1季度营业收入同比下降2.8%，归母净利润同比下降6.2%。

图 1：汽车整车子板块单季度营业收入增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：汽车整车子板块单季度归母净利润增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

汽车零部件板块：核心零部件业绩表现

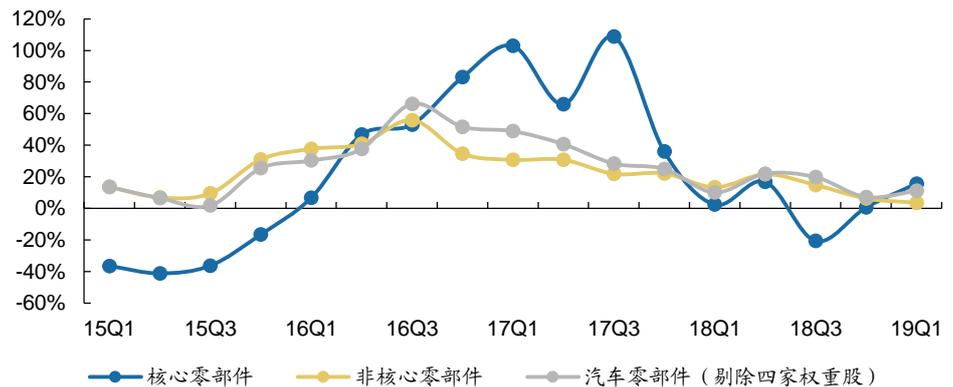
汽车零部件企业18年营业收入同比增长12.1%，归母净利润同比下降25.1%；1季度营业收入同比增长4.9%，归母净利润同比下降13.9%。分子领域看：

核心零部件板块18年营收同比下降0.8%，归母净利润同比增长1.3%；1季度营收同比增长15.7%，归母净利润同比增长18.1%。从个股表现来看，核心零部件板块业绩同比上升主要得益于潍柴动力母公司，1季度潍柴动力母公司实现归母净利润21.4亿元，同比增长37.5%，占核心板块零部件归母净利润比重为72.0%。

非核心零部件板块18年营收同比增长13.7%，归母净利润同比下降33.0%；1季度营收同比增长3.6%，归母净利润同比下降23.3%。

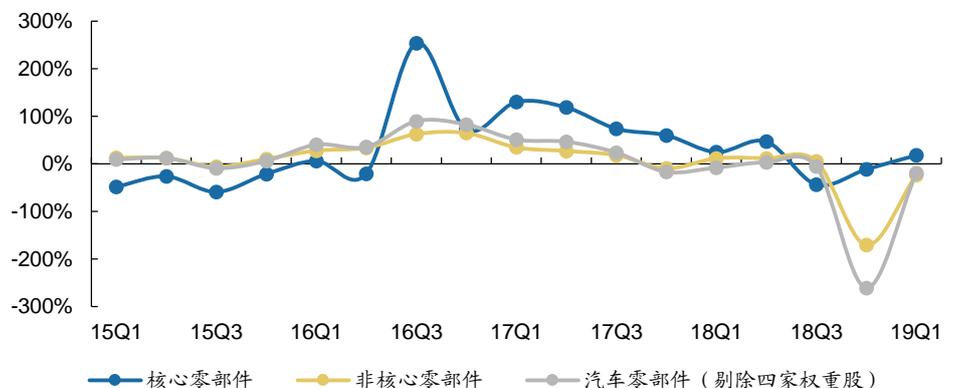
若剔除潍柴母公司、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科几家归母净利润权重较大的公司，汽车零部件行业1季度营业收入同比增长11.1%，归母净利润同比下降19.1%。

图 3：汽车零部件子板块单季度营业收入增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：汽车零部件子板块单季度归母净利润增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 5: SW汽车零部件公司单季度归母净利润增速 (潍柴动力为母公司数据, 权重为各公司业绩占整体零部件比重)

公司简称	19Q1归母 净利润增速	权重	公司简称	19Q1归母 净利润增速	权重	公司简称	19Q1归母 净利润增速	权重
潍柴动力	35.0%	22.37%	福达股份	19.6%	0.48%	东风科技	-57.3%	0.23%
华域汽车	-36.6%	19.30%	宁波高发	-48.2%	0.44%	新朋股份	13.7%	0.22%
威孚高科	-12.1%	7.21%	凯众股份	-7.1%	0.42%	隆基机械	4.5%	0.22%
福耀玻璃	7.7%	6.34%	金麒麟	1242.5%	0.42%	兴民智通	-26.2%	0.19%
中鼎股份	-18.0%	3.23%	双环传动	-28.8%	0.41%	腾龙股份	-28.1%	0.19%
均胜电子	792.5%	2.90%	豪能股份	-17.9%	0.40%	双林股份	-77.5%	0.18%
万向钱潮	-10.2%	2.32%	旭升股份	-30.7%	0.40%	中马传动	-4.5%	0.18%
富奥股份	-11.2%	2.13%	华达科技	-55.6%	0.38%	德宏股份	-18.4%	0.17%
万丰奥威	-10.0%	2.12%	保隆科技	-29.2%	0.37%	合力科技	20.2%	0.16%
星宇股份	30.2%	1.78%	文灿股份	-17.4%	0.36%	联诚精密	6.5%	0.16%
岱美股份	7.7%	1.68%	常青股份	-20.3%	0.36%	南方轴承	-40.2%	0.14%
骆驼股份	26.0%	1.67%	富临精工	31.5%	0.35%	雷迪克	-9.0%	0.13%
云内动力	6.3%	1.40%	湘油泵	20.0%	0.35%	北特科技	-49.1%	0.12%
宁波华翔	16.1%	1.25%	贝斯特	3.8%	0.34%	威唐工业	-62.1%	0.12%
伯特利	34.2%	1.22%	兆丰股份	8.5%	0.33%	威帝股份	-33.7%	0.12%
万里扬	-11.7%	1.21%	金固股份	-21.5%	0.30%	锋龙股份	1.2%	0.11%
拓普集团	-43.1%	1.19%	川环科技	2.9%	0.29%	美力科技	9.0%	0.10%
银轮股份	6.4%	1.14%	浙江仙通	-28.1%	0.29%	今飞凯达	-38.8%	0.09%
一汽富维	-6.9%	1.12%	西泵股份	-62.7%	0.29%	光启技术	-29.0%	0.09%
松芝股份	138.5%	0.98%	新坐标	5.8%	0.29%	华阳集团	47.3%	0.09%
天润曲轴	10.0%	0.97%	云意电气	-3.8%	0.29%	西菱动力	-58.0%	0.09%
爱柯迪	-21.1%	0.97%	鹏翎股份	5.8%	0.28%	苏奥传感	-78.3%	0.07%
精锻科技	-0.3%	0.69%	东方精工	120.1%	0.27%	奥特佳	-92.7%	0.07%
远东传动	42.8%	0.68%	上柴股份	-41.3%	0.27%	贵航股份	-49.8%	0.06%
亚普股份	-12.6%	0.66%	德尔股份	-44.2%	0.27%	万安科技	-81.9%	0.06%
模塑科技	467.4%	0.64%	联明股份	-2.2%	0.26%	长春一东	-60.6%	0.06%
			常熟汽饰	-71.9%	0.26%	浩物股份	-58.0%	0.06%
长鹰信质	-2.2%	0.59%	天汽模	-7.7%	0.25%	日盈电子	-25.8%	0.06%
新泉股份	-28.6%	0.57%	科华控股	-6.3%	0.25%	奥联电子	-65.7%	0.05%
华懋科技	-31.1%	0.57%	天成自控	101.7%	0.24%	朗博科技	-61.7%	0.05%
中原内配	-0.8%	0.51%	跃岭股份	435.9%	0.24%	隆盛科技	122.5%	0.04%
凌云股份	-29.0%	0.50%	铁流股份	-0.1%	0.24%	迪生力	-4.5%	0.03%
			渤海汽车	-34.8%	0.23%	万通智控	88.1%	0.01%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

汽车行业盈利能力分析

净利率：19Q1 核心零部件、商用货车及汽车服务板块净利率同比上升

相对毛利率而言，我们更看重净利润率的变化，原因在于净利润率作为结果，可能比毛利率更反映行业的盈利能力。

18年汽车行业净利率为4.3%，同比下降1.4个百分点。其中，整车板块净利率为4.5%，同比下降0.8个百分点；汽车零部件板块净利率为6.1%。

19年1季度汽车行业净利率为4.7%，环比显著提升但同比仍下降1.5个百分点。其中，整车、汽车零部件板块净利率分别为4.0%、7.4%，均同比下降1.7个百分点；汽车销售板块净利率为1.3%，同比下降1.2个百分点；汽车服务板块净利率为19.0%，同比提升5.3个百分点。

整车板块中，乘用车19年1季度净利率为4.3%，同比下降2.0个百分点；商用客车净利率为2.7%，同比下降0.1个百分点；商用货车净利率为1.8%，同比提升2.1个百分点。

汽车零部件板块中，核心零部件19年1季度净利率为17.5%，同比提升0.3个百分点；非核心零部件净利率为6.1%，同比下降2.1个百分点。

表 6：汽车细分行业净利率情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2016	2017	2018
核心零部件	17.2%	20.7%	11.7%	17.1%	17.5%	15.4%	16.7%	17.0%
非核心零部件	8.2%	8.1%	7.0%	-2.9%	6.1%	8.6%	7.8%	4.9%
汽车销售	2.5%	2.5%	1.3%	-9.0%	1.3%	1.6%	1.9%	-0.7%
商用客车	2.8%	3.2%	4.2%	5.0%	2.7%	4.0%	7.1%	4.0%
商用货车	-0.3%	1.2%	-1.7%	-5.1%	1.8%	2.2%	1.3%	-1.4%
乘用车	6.3%	5.4%	4.7%	3.7%	4.3%	6.6%	5.7%	5.0%
汽车服务	13.7%	10.8%	15.0%	19.4%	19.0%	20.6%	15.5%	14.7%
零部件合计	9.1%	9.4%	7.4%	-1.0%	7.4%	9.2%	8.8%	6.1%
整车合计	5.7%	4.9%	4.2%	3.1%	4.0%	6.1%	5.3%	4.5%
汽车合计	6.2%	5.8%	4.7%	1.0%	4.7%	6.1%	5.7%	4.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 7：汽车细分行业毛利率情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2016	2017	2018
--	------	------	------	------	------	------	------	------

核心零部件	26.6%	26.4%	21.5%	27.4%	27.2%	23.9%	25.2%	25.7%
非核心零部件	19.7%	19.1%	19.2%	18.9%	19.1%	21.3%	20.8%	19.2%
汽车销售	9.8%	9.9%	8.2%	4.1%	10.0%	8.5%	8.9%	8.0%
商用客车	17.5%	17.2%	21.3%	23.2%	18.3%	20.5%	22.0%	20.3%
商用货车	12.0%	12.7%	12.9%	9.3%	12.2%	15.3%	13.5%	11.7%
乘用车	14.7%	14.3%	14.7%	13.2%	13.0%	15.1%	15.0%	14.2%
汽车服务	24.3%	17.3%	27.3%	35.6%	30.2%	33.0%	25.0%	25.9%
零部件合计	20.4%	19.9%	19.4%	19.7%	20.1%	21.5%	21.3%	19.8%
整车合计	14.6%	14.3%	14.8%	13.5%	13.1%	15.4%	15.2%	14.2%
汽车合计	15.4%	15.3%	15.2%	14.1%	14.6%	15.8%	15.8%	15.0%

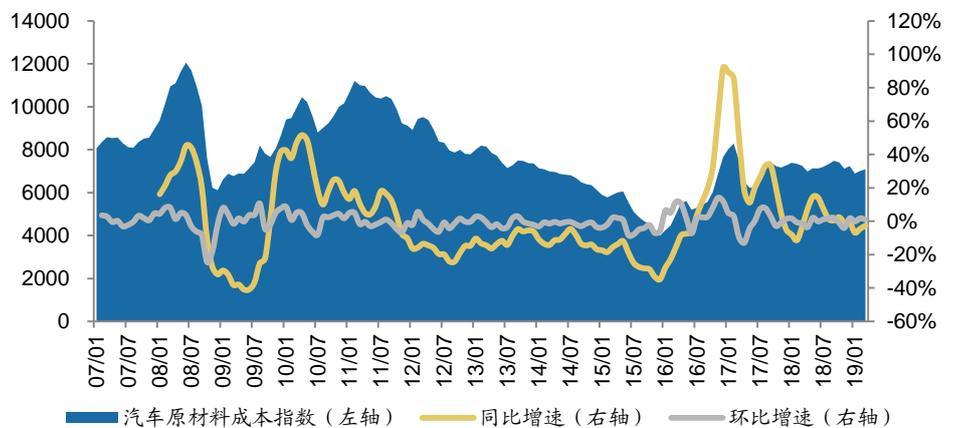
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

成本端：1 季度原材料成本同比下降

汽车行业原材料成本大约占汽车总成本的25-30%，尽管从长期看成本与行业盈利能力相关性似乎较弱，但我们得出几个重要的研究成果：1、定量测算有助于我们测算成本变化对行业盈利能力影响的弹性；2、当需求平稳增长而原材料成本大幅下降时，有议价能力的公司（比如整车厂）将会受益于原材料成本下降带来的利润改善；3、行业景气度较高时成本上升对行业盈利能力的负面影响有限。

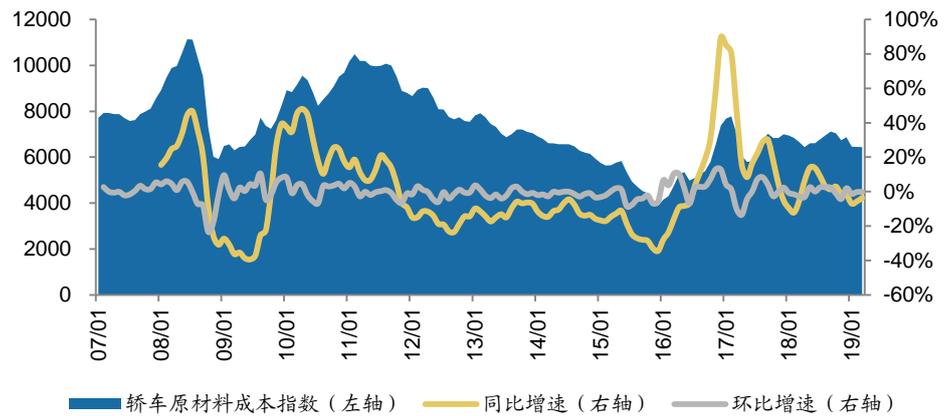
我们统计的2019年1季度汽车原材料成本指数较去年同期下降4.6%，其中轿车原材料成本指数同比下降5.4%，重卡原材料成本指数同比下降6.0%。

图 5：广发汽车原材料成本指数及同比增速



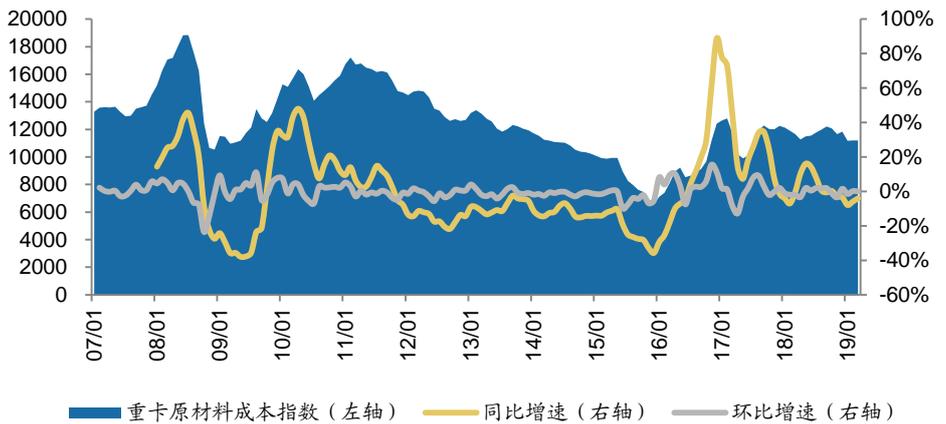
数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

图 6: 轿车原材料成本指数及同比增速



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

图 7: 重卡原材料成本指数及同比增速



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

费用端: 1 季度汽车行业期间费用率同比上升

注: 由于会计政策变更, 部分公司在利润表中从“管理费用”项目中分拆“研发费用”项目, 为保证口径可比性, 我们将“研发费用”加回“管理费用”项目。

18年汽车行业期间费用率为11.3%, 同比上升0.3个百分点, 其中销售费用率、管理&研发费用率、财务费用率分别均同比上升0.1个百分点。细分领域来看, 18年汽车销售、乘用车板块期间费用率分别同比上升1.1、0.1个百分点, 非核心零部件板块期间费用率同比持平, 其余板块期间费用率均同比下降。

19年1季度汽车行业期间费用率为11.5%, 同比上升0.7个百分点, 主要由于管理及研发费用率同比上升0.7个百分点所致, 另外销售费用率同比下降0.1个百分点, 财务费用率同比上升0.1个百分点。细分领域来看, 除商用货车板块1季度期间

费用率同比下降外，其余板块均有不同程度上升。

表 8: 汽车细分行业期间费用率情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2016	2017	2018
核心零部件	8.9%	11.9%	11.8%	7.7%	9.0%	13.0%	10.4%	10.1%
非核心零部件	12.5%	12.2%	13.2%	13.0%	13.2%	12.3%	12.7%	12.7%
汽车销售	6.3%	7.9%	6.6%	7.8%	7.7%	5.7%	6.0%	7.1%
商用客车	15.6%	12.6%	15.6%	11.9%	17.7%	13.1%	13.9%	13.5%
商用货车	12.4%	11.0%	15.5%	9.3%	10.2%	12.5%	12.0%	11.9%
乘用车	10.9%	11.9%	12.7%	9.6%	11.5%	10.9%	11.2%	11.3%
汽车服务	5.9%	6.5%	11.1%	9.3%	9.3%	11.7%	9.1%	8.0%
零部件合计	12.2%	12.2%	13.0%	12.5%	12.7%	12.3%	12.5%	12.4%
整车合计	11.1%	11.8%	13.1%	9.7%	11.6%	11.0%	11.5%	11.4%
汽车合计	10.8%	11.6%	12.4%	10.2%	11.5%	10.7%	11.0%	11.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 9: 汽车细分行业期间费用率

	销售费用率				管理&研发费用率				财务费用率			
	2017	2018	18Q1	19Q1	2017	2018	18Q1	19Q1	2017	2018	18Q1	19Q1
核心零部件	3.8%	3.4%	3.5%	2.8%	6.8%	7.0%	5.6%	6.5%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.3%
非核心零部件	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	8.8%	8.9%	8.5%	9.1%	0.8%	0.6%	1.1%	1.2%
汽车销售	2.6%	3.0%	2.7%	3.0%	1.8%	2.1%	2.0%	2.5%	1.6%	2.0%	1.6%	2.2%
商用客车	6.4%	6.8%	5.7%	5.7%	6.0%	5.6%	7.4%	9.5%	1.5%	1.1%	2.5%	2.5%
商用货车	6.0%	5.4%	5.4%	4.8%	5.7%	5.9%	6.2%	4.9%	0.3%	0.6%	0.8%	0.5%
乘用车	6.5%	6.7%	6.1%	6.1%	4.5%	4.3%	4.4%	4.9%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
汽车服务	2.6%	2.7%	1.8%	2.3%	7.9%	6.5%	5.2%	8.8%	-1.4%	-1.2%	-1.1%	-1.8%
零部件合计	3.2%	3.2%	3.0%	2.9%	8.6%	8.7%	8.2%	8.8%	0.7%	0.5%	1.0%	1.0%
整车合计	6.5%	6.6%	6.0%	5.9%	4.7%	4.5%	4.6%	5.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%
汽车合计	5.3%	5.4%	5.0%	4.9%	5.2%	5.3%	5.1%	5.8%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

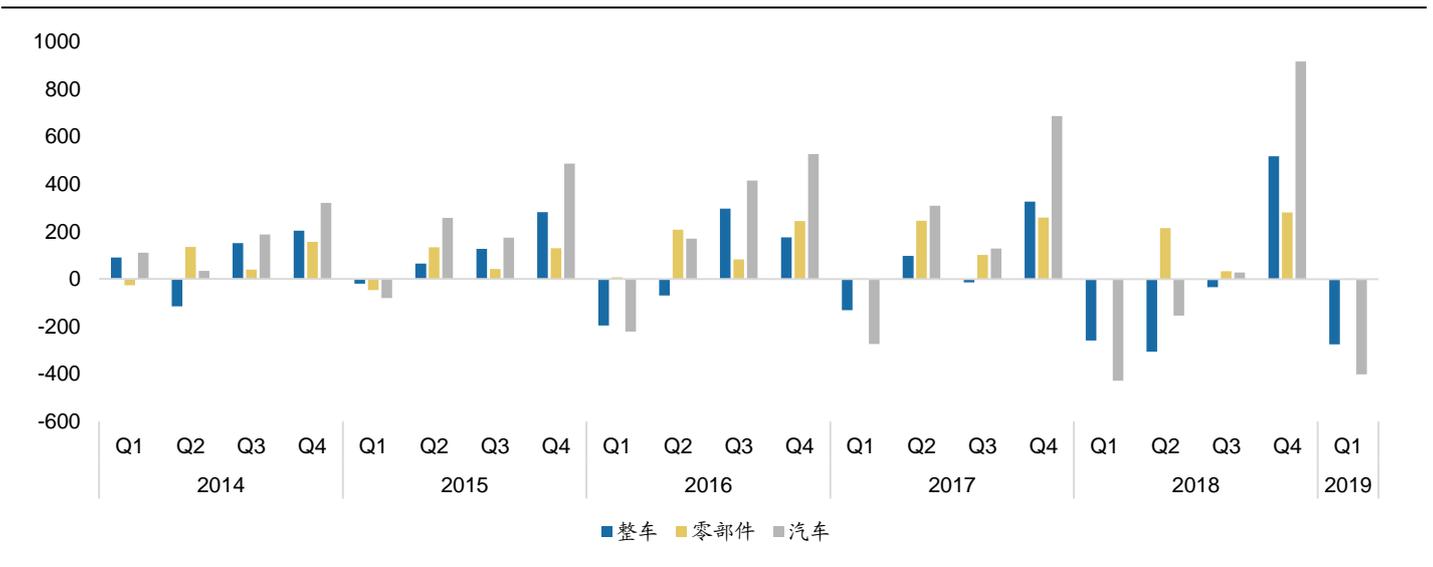
汽车行业营运能力分析

现金流：1 季度汽车行业净现金流转负属于正常的季节性现象

由于汽车行业上市公司管理水平相对较高，现在企业的应收票据基本为银行汇票，变现能力较强，且目前银行承兑汇票被用作基本的支付方式，我们以**经营性净现金流量与应收票据增加值之和**衡量经营性现金流情况，会比仅用经营性净现金流更加准确反映企业获取现金的能力。

剔除将应收票据重分类且未在报表中详细披露的公司，19年1季度汽车行业调整后经营性现金流量净额为-401.0亿元，相比18年1季度增加28.0亿元。细分领域来看，汽车销售、商用货车、商用客车、非核心零部件调整后经营性净现金流分别同比增加48.2亿元、45.6亿元、22.6亿元、10.0亿元，核心零部件、乘用车板块经营性净现金流同比减少12.3亿元、84.8亿元。

图 8：经营性净现金流量+应收票据增加值（单位：亿元）



数据来源：公司财务报告、广发证券发展研究中心

表 10：汽车细分行业调整后经营性现金流量净额（亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
核心零部件	-13.3	84.8	16.8	107.0	-29.6	77.1	-29.9	101.3	-41.9
非核心零部件	14.6	161.2	84.1	152.5	32.0	137.0	62.9	179.2	42.0
汽车销售	-143.5	-35.4	40.2	95.8	-172.4	-61.5	29.9	114.5	-124.2
商用客车	-33.0	-21.9	8.0	31.7	-38.6	25.2	-11.7	27.9	-16.0
商用货车	-20.8	-0.8	-19.9	13.8	-33.8	-14.7	-32.4	61.4	11.8

乘用车	-76.7	120.1	-2.0	280.6	-186.4	-316.3	9.8	427.4	-271.2
汽车服务	-1.1	0.3	1.5	5.0	-0.2	-0.2	-0.5	5.6	-1.5
零部件合计	1.3	246.0	100.9	259.5	2.4	214.1	33.0	280.5	0.1
整车合计	-130.5	97.4	-13.9	326.1	-258.8	-305.8	-34.3	516.7	-275.4
汽车合计	-273.8	308.3	128.7	686.4	-429.0	-153.4	28.1	917.3	-401.0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

资本性支出：乘用车及零部件板块增长较快，货车板块增长相对稳定

我们用现金流量表的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目衡量汽车行业的资本性支出情况。

18年汽车行业资本性支出1378.4亿元，同比增长22.4%。其中：乘用车板块资本性支出776.3亿元，同比增长31.4%；商用货车资本性支出为44.4亿元，同比增长0.3%；商用客车资本性支出12.1亿元，同比增长8.2%；核心零部件板块资本性支出52.3亿元，同比增长40.6%；非核心零部件资本性支出452.6亿元，同比增长13.5%。

19年1季度汽车行业资本性支出357.1亿元，同比增长7.0%。其中：乘用车板块资本性支出209.6亿元，同比增长10.1%；商用货车资本性支出为7.3亿元，同比下降40.5%；商用客车资本性支出3.4亿元，同比增长43.6%；核心零部件板块资本性支出13.5亿元，同比增长40.6%；非核心零部件资本性支出114.6亿元，同比增长3.0%。

图 9：乘用车板块资本性支出（亿元）及同比

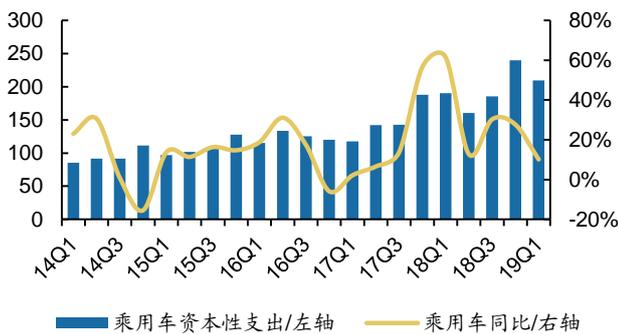
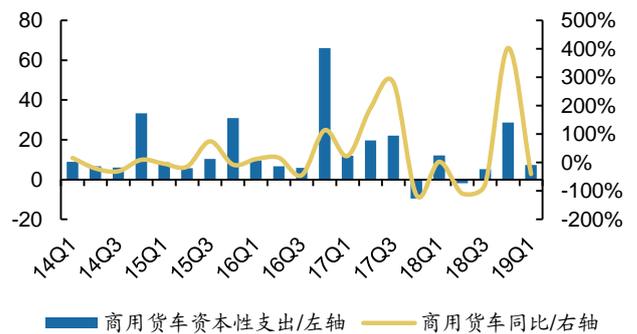


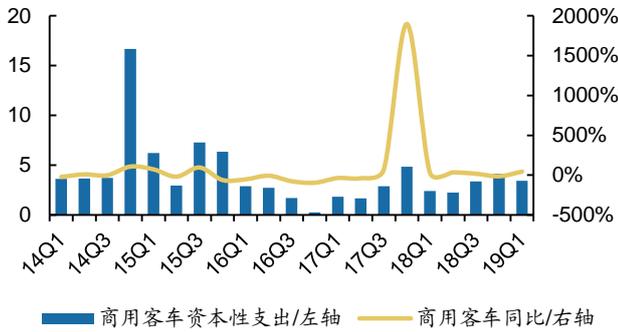
图 10：商用货车板块资本性支出（亿元）及同比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

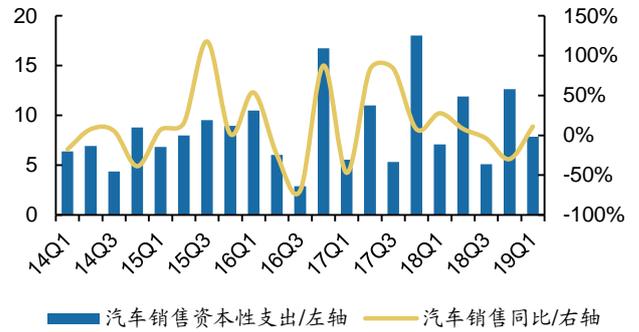
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 11: 商用客车板块资本性支出 (亿元) 及同比



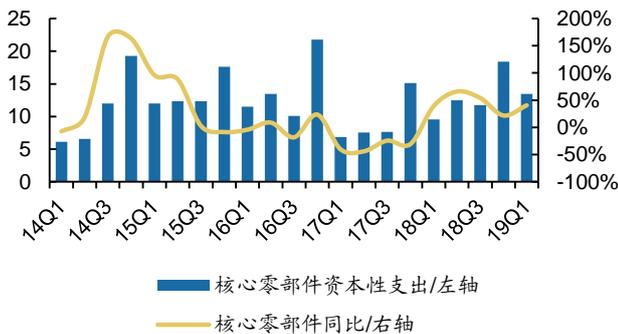
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 12: 汽车销售板块资本性支出 (亿元) 及同比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 13: 核心零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 14: 其他零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

周转率: 19 年 1 季度存货周转率、应收账款周转率均同比下降

会计准则调整将应收账款重分类至应收账款及应收票据科目, 部分上市公司未披露应收账款细分数据, 我们予以剔除。

19 年 1 季度汽车行业存货周转率较去年同期下降 0.3 次, 其中, 乘用车、商用客车、汽车销售、非核心零部件存货周转率分别同比下降 0.9 次、0.8 次、0.3 次、0.2 次、0.1 次, 核心零部件存货周转率同比持平, 商用货车存货周转率同比提升 0.8 次。

19 年 1 季度汽车行业应收账款周转率较去年同期下降 0.2 次, 其中, 汽车销售、乘用车应收账款周转率分别同比下降 1.5 次、0.6 次, 非核心零部件、商用客车板块同比持平, 商用货车、核心零部件板块应收账款周转率同比上升 0.3 次、0.1 次。

表 11: 汽车细分行业存货周转率、应收账款周转率

	存货周转率				应收账款周转率			
	2017	2018	18Q1	19Q1	2017	2018	18Q1	19Q1
核心零部件	10.4	9.8	2.5	2.5	3.4	3.2	0.6	0.7
非核心零部件	5.9	5.8	1.4	1.3	5.2	5.3	1.2	1.2
汽车销售	7.3	6.8	1.6	1.4	45.3	39.9	10.1	8.6
商用客车	10.5	8.3	1.5	1.2	1.7	1.5	0.3	0.3
商用货车	8.7	7.0	1.4	2.2	6.6	5.7	1.3	1.6
乘用车	13.2	11.6	3.2	2.4	14.8	13.4	3.4	2.8
汽车服务	10.7	9.9	2.2	1.3	9.3	9.1	2.3	1.4
零部件合计	6.2	6.0	1.4	1.4	4.9	5.0	1.1	1.1
整车合计	12.5	10.9	2.8	2.3	10.2	9.4	2.4	2.0
汽车合计	9.6	8.7	2.2	1.9	8.9	8.3	2.0	1.8

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

资产负债率: 1 季度汽车行业资产负债率同比上升

19年1季度末汽车行业资产负债率为57.1%，同比提升0.2个百分点。其中，整车板块资产负债率为61.0%，同比下降0.1个百分点；零部件板块资产负债率为47.1%，同比提升2.3个百分点。

从细分行业来看，1季度末非核心零部件、汽车服务、核心零部件、乘用车板块资产负债率分别同比提升2.4、1.7、0.9、0.2个百分点，商用货车、商用客车、汽车销售资产负债率分别同比下降2.0、2.0、0.4个百分点。

表 12: 汽车细分行业资产负债率情况

	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
核心零部件	35.3%	37.7%	36.1%	37.8%	39.1%	37.4%	37.9%	38.7%
非核心零部件	45.3%	44.6%	46.0%	46.0%	47.9%	47.3%	48.5%	48.4%
汽车销售	73.7%	73.9%	71.0%	68.2%	67.9%	67.0%	69.6%	67.8%
商用客车	69.4%	68.7%	68.4%	68.1%	69.0%	69.3%	67.9%	66.1%
商用货车	65.9%	66.7%	66.3%	68.1%	67.9%	65.6%	67.8%	66.1%
乘用车	59.6%	59.4%	60.6%	60.0%	61.2%	60.0%	61.2%	60.2%

汽车服务	13.6%	14.7%	17.5%	17.1%	17.2%	18.5%	21.5%	18.8%
零部件合计	43.9%	43.6%	44.7%	44.8%	46.8%	46.0%	47.1%	47.1%
整车合计	60.7%	60.6%	61.5%	61.1%	62.2%	60.9%	62.0%	61.0%
汽车合计	57.0%	56.8%	57.5%	56.9%	57.9%	56.8%	58.1%	57.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

折旧：商用货车板块折旧压力较小

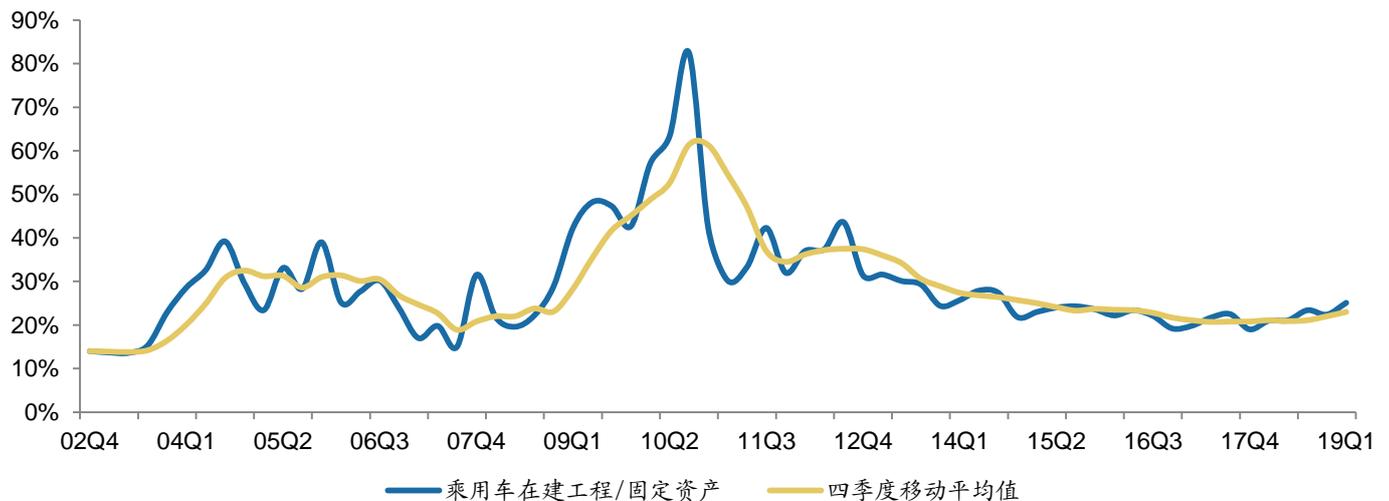
我们可以通过财务报表内**在建工程/固定资产**的比值，大致判断行业产能扩张的情况以及未来的折旧压力。具体分行业来看：

乘用车板块19年第1季度在建工程同比上升28.7%，环比上升12.3%；固定资产同比增加7.7%，环比下降0.2%；在建工程/固定资产指标较18年1季度增加4.1个百分点。

商用货车板块19年1季度在建工程同比增长11.8%，固定资产同比下降14.5%，在建工程/固定资产指标较18年同期增加5.1个百分点。考虑到重卡未来销量稳定性上升，相较而言未来折旧压力可能不大。

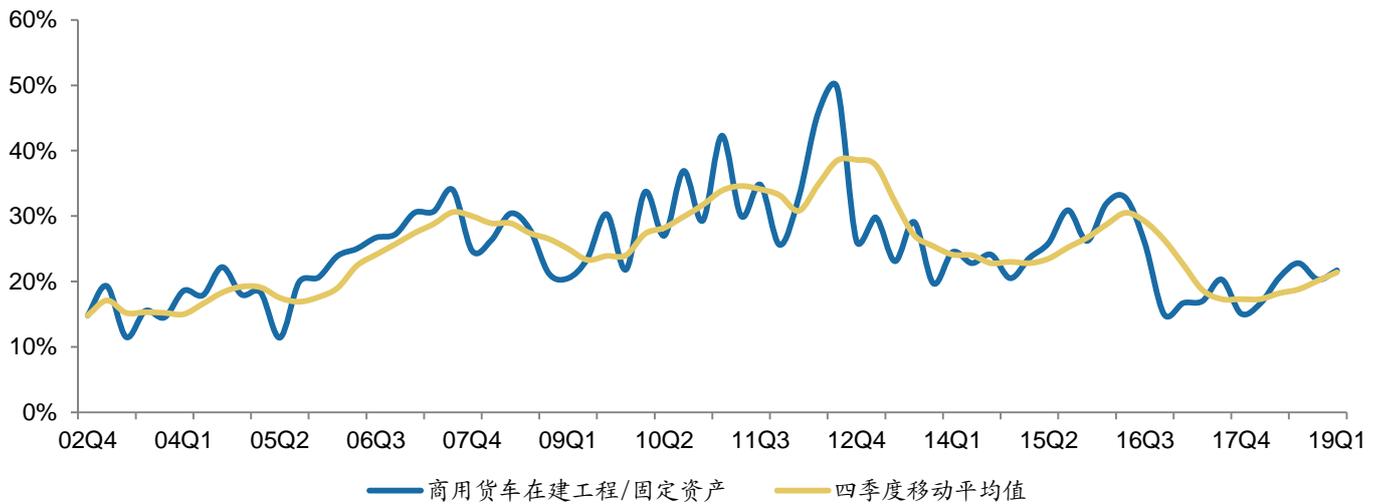
商用客车板块19年1季度在建工程同比增长59.4%，固定资产同比下降3.1%，在建工程/固定资产指标较去年同期上升6.3个百分点。座位客车有一定刚性需求，但受其他交通方式替代影响，未来销量可能将保持平稳或有所下滑；过去曾被视为接替座位客车带动客车行业销量增长的校车由于补贴政策尚不完善，销量增长乏力。在客车销量增速放缓的情况下，客车板块未来折旧压力可能较大。

图 15：乘用车整车在建工程/固定资产指标变化情况



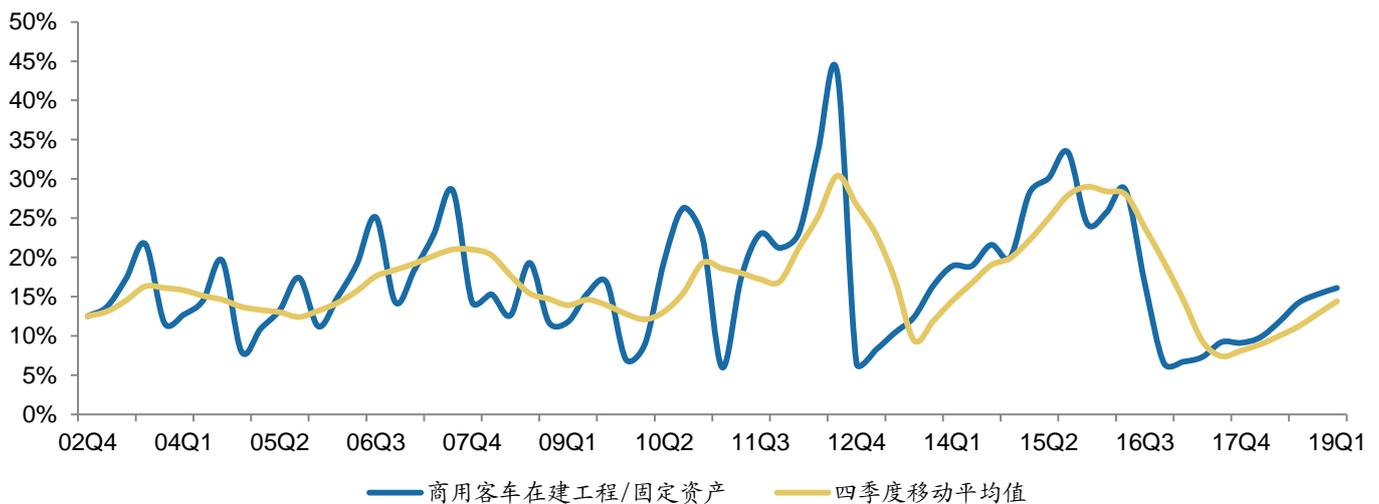
数据来源：公司财务报告、广发证券发展研究中心

图 16: 商用货车整车在建工程/固定资产指标变化情况



数据来源: 公司财务报告、广发证券发展研究中心

图 17: 商用客车整车在建工程/固定资产指标变化情况



数据来源: 公司财务报告、广发证券发展研究中心

ROE 影响指标分析

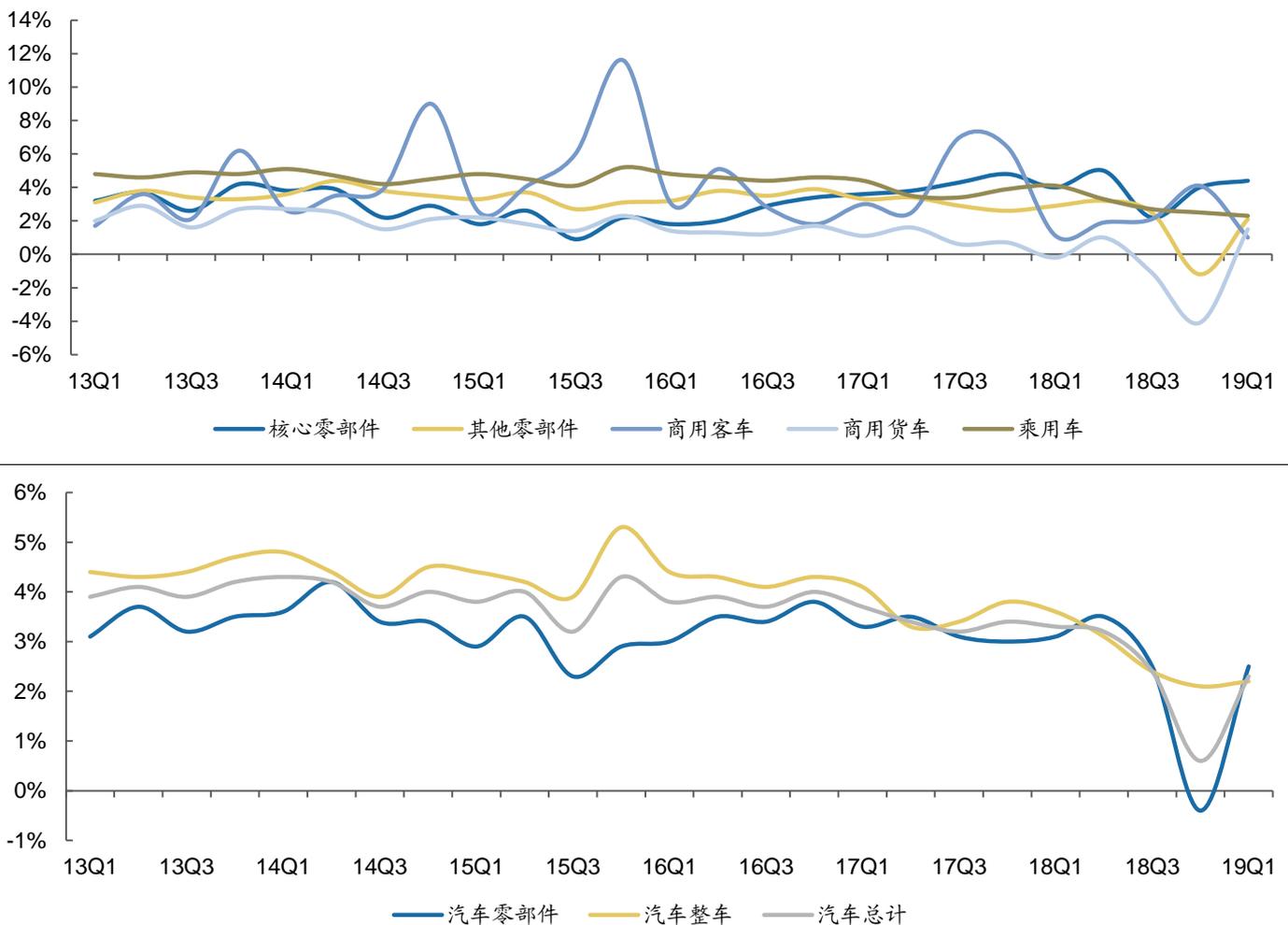
净资产收益率 (ROE) 是分析行业和公司获利能力较为有效的指标, 能够反映净资产的盈利能力。根据我们的研究, 从中期看汽车行业PB的走势大体与ROE是一致的, 如果能够前瞻性的判断ROE的未来走势, 则能够比较可靠的判断未来股价的中长期趋势。财务报表数据尽管滞后, 但进行回顾与分析仍是很有价值的。

19年1季度汽车行业ROE同比下降

19年1季度汽车行业ROE为2.3%，同比下降1.0个百分点，主要与与销售净利率、总资产周转率下降有关，行业总资产周转率的下降与行业营业收入增速放缓有关。

我们认为：在宏观经济增速放缓、汽车行业竞争加剧、经营风险加大的情况下，继续加大财务杠杆，大幅提升权益乘数的可能性不大。汽车行业ROE的进一步提升需要依靠总资产周转率和销售净利率的提升。细分市场增长迅速、成本费用控制能力较好、运营效率逐渐改善的公司应当是关注的重点。

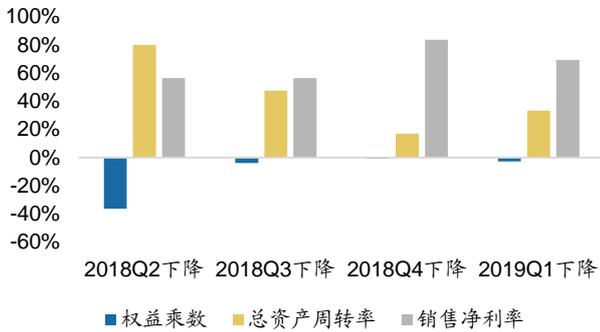
图 18：汽车行业及子行业ROE变化



数据来源：公司财务报告、广发证券发展研究中心

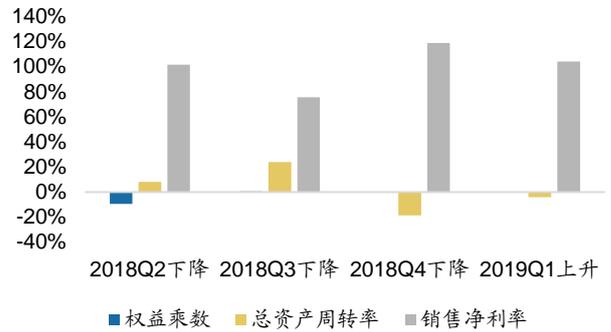
贡献率图标说明：以汽车行业ROE同比变化贡献率为例，“2018Q1下降”表示2018Q1汽车行业ROE同比下降，图中显示权益乘数贡献率为负，总资产周转率、销售净利率贡献率为正，表明2018Q1汽车行业ROE同比下降主要由于总资产周转率、销售净利率同比下降所致。

图 19: 汽车行业ROE同比变化贡献率



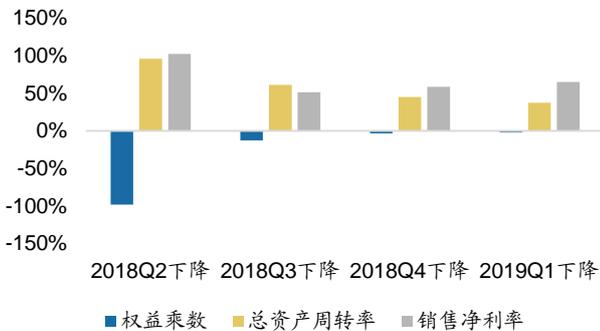
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 20: 汽车行业ROE环比变化贡献率



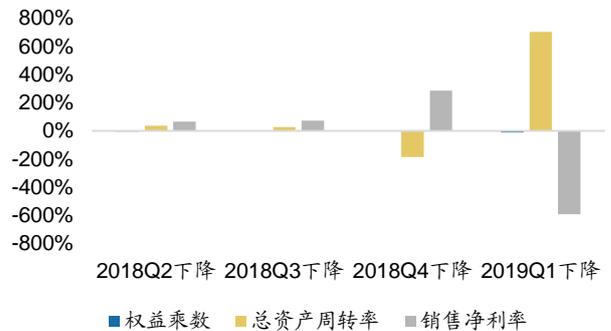
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 21: 乘用车行业ROE同比变化贡献率



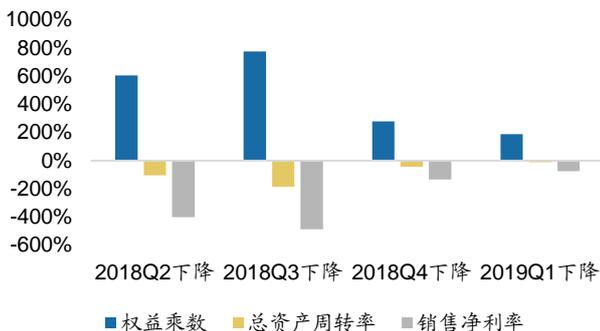
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 22: 乘用车行业ROE环比变化贡献率



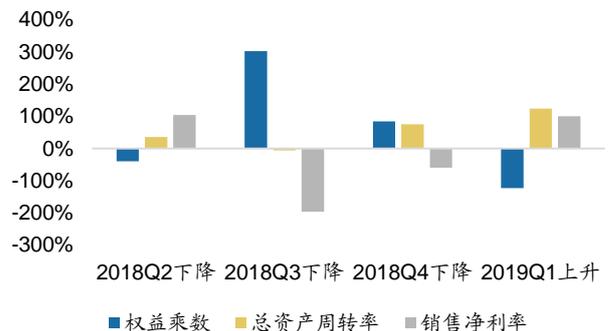
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 23: 乘用车扣除上汽ROE同比变化贡献率



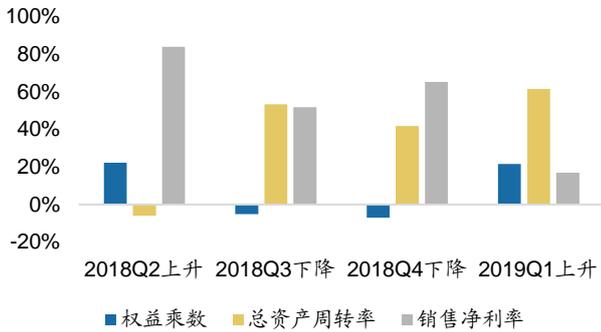
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 24: 乘用车扣除上汽ROE环比变化贡献率



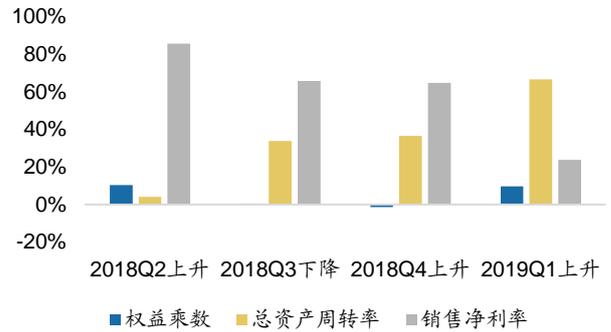
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 25: 核心零部件ROE同比变化贡献率



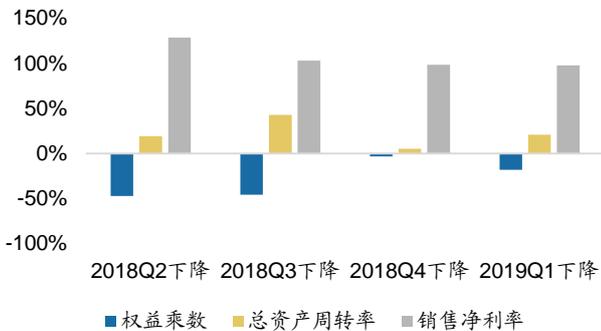
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 26: 核心零部件ROE环比变化贡献率



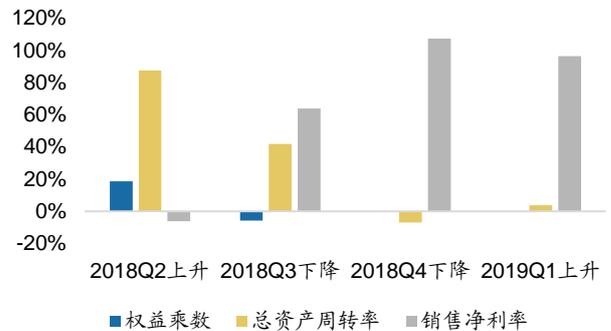
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 27: 非核心零部件ROE同比变化贡献率



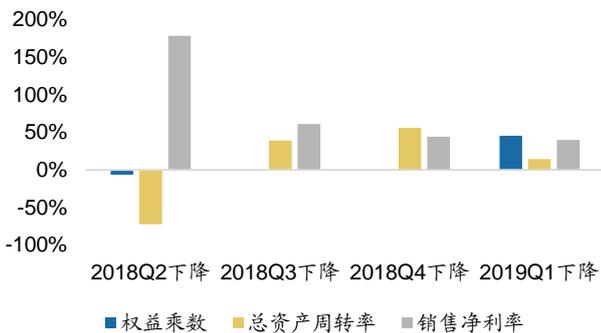
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 28: 非核心零部件ROE环比变化贡献率



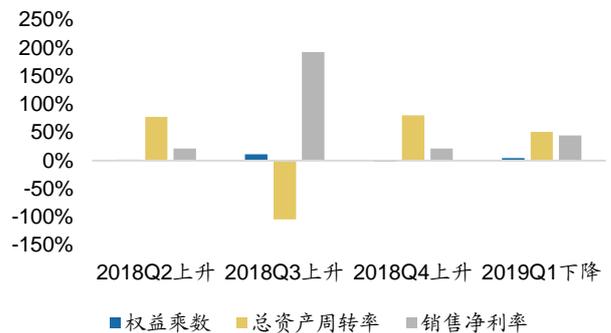
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 29: 商用客车ROE同比变化贡献率



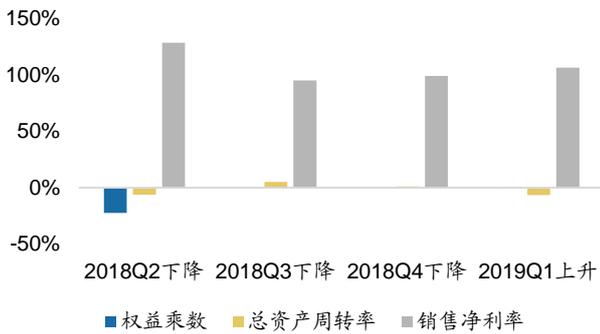
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 30: 商用客车ROE环比变化贡献率



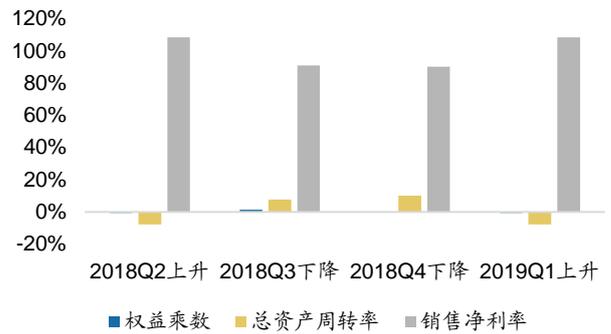
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 31: 商用车ROE同比变化贡献率



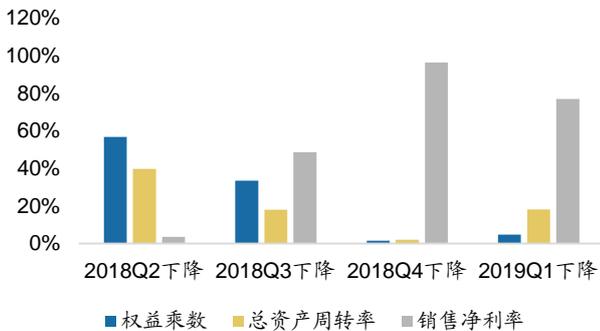
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 32: 商用车ROE环比变化贡献率



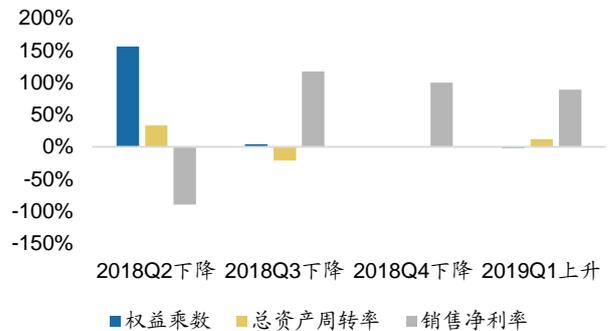
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 33: 汽车销售ROE同比变化贡献率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 34: 汽车销售ROE环比变化贡献率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

投资建议

乘用车板块我们推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）；汽车服务板块建议关注汽车检测机构稀缺标中国汽研；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科（A/B）；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头万里扬，下游客户取得重大突破，19年有望迎基本面拐点；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕ROE上升逻辑作调整的福田汽车。

风险提示

宏观经济不及预期；汽车行业景气度下降；政策推进力度不及预期。

广发汽车行业研究小组

- 张乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲**：资深分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽**：联系人，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。