

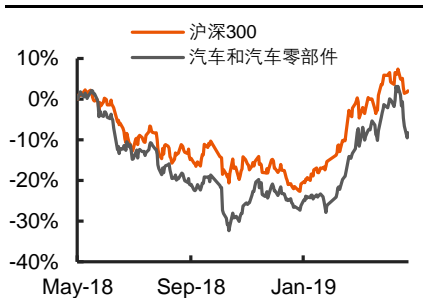
# 汽车行业 2018 年年报及 2019 年一季报业绩综述

## 行业处复苏前夜、格局继续分化

### 中性（维持）

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*销量符合预期、期待行业复苏》  
2019-04-21

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*销量实现高速增长、盈利能力提升》  
2019-03-22

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*Model Y发布、双剑合璧抢占中高端电动市场》  
2019-03-17

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*股比调整大势所趋、长期利于自主崛起》  
2019-03-14

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*2月销量符合预期、期待行业进一步回暖》  
2019-03-07

#### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

**曹群海** 投资咨询资格编号  
S1060518100001  
021-38630860  
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **2018 年产品结构向上，1Q19 利润大幅下滑。**2018 年汽车全行业受制于购置税补贴政策透支影响，收入/利润总额分别同比+2.9%/-4.7%，收入增幅高于销量增幅，产品结构向上。1Q19 汽车全行业利润总额同比下滑 25%，远差于销量降幅，终端优惠促销幅度同比提升，其中美系品牌、自主品牌等促销力度较大，往后看随行业零售拐点到来，优惠促销幅度有望收窄，行业利润有望得到修复。
- **乘用车：车企业绩普遍下行、合资品牌日系表现较好。**受优惠促销和行业景气度下行影响，2018 年/1Q19 乘用车股合计收入同比+2.7%/-13.6%，扣非净利润同比增幅为-27%/-44%。2018 年/1Q19 乘用车股投资收益同比-20%/-21.7%，1Q19 合资品牌收益增幅较 2018 年基本持平，主要是美系福特、别克品牌等产品周期较弱造成拖累，而日系合资品牌在 18 年和 1Q19 业绩估计均保持增长，2019 年行业弱修复态势下，品牌格局将继续分化，关注优质自主和日系品牌。
- **零部件：量价齐跌，1Q19 利润下滑。**受行业景气度影响，2018 年/1Q19 零部件制造业利润增幅 2.1%/-6.5%，收入同比增幅 12.8%/7.3%，零部件利润增幅持续下降，尤其是 2019 年 1 季度受年降+销量双重影响，价格和毛利率承压。往后看我们认为零部件业绩拐点要落后于整车，2019 年看下游客户销量，2020 年看新品价格，随汽车行业低速发展期到来，抢占份额难度提高，细分行业龙头的优势将越来越显著。
- **客车：2018 年客车行业承压，1Q19 行业销量增长，分化有望加剧。**2018 年共销售客车 24 万台（-14.9%），净利润方面，企业下滑幅度大。2019 年新能源客车补贴再度退坡，且取消地补，导致车企的利润端有一定压力，1Q19 除了金龙，其余客车企业的收入出现了同比上升，净利率除了亚星，其他也有提高。目前行业整体盈利偏弱，只有龙头企业盈利情况远好于其他企业，未来市占率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议：**乘用车行业处于复苏前夜，关注处于新品周期的优质自主品牌、合资品牌，**推荐长城汽车、上汽集团、广汽集团，关注吉利汽车。**零部件行业受益于整车成本控制加强，优秀企业有望加速抢占市场份额，关注细分行业龙头，**强烈推荐星宇股份，推荐银轮股份、宁波高发、福耀玻璃**，客车企业随着满足补贴的技术要求的进一步提高，龙头企业市占率及利润率有望进入上升通道，**推荐宇通客车。**
- **风险提示：**（1）汽车行业销量不及预期：如果汽车行业销量不达预期，主机厂出现价格战，盈利能力将受到影响；（2）原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响零部件企业的盈利能力；（3）新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足将导致销量下滑。

# 正文目录

一、	乘用车行业位于复苏前夜 .....	4
二、	车企品牌格局分化、零部件业绩承压 .....	5
	2.1 乘用车：车企业绩普遍下行、日系合资品牌表现较好 .....	5
	2.2 零部件：业绩承压、格局分化 .....	6
三、	2018 年客车行业承压，分化预计加剧 .....	7
四、	盈利预测与投资建议 .....	13
五、	风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1	我国汽车制造业销量、利润总额增幅 .....	4
图表 2	汽车全行业利润总额同比增幅 .....	4
图表 3	汽车全行业盈利能力 .....	4
图表 4	主要乘用车股 2018 年度、2019 一季度经营简况 单位：亿元 .....	5
图表 5	主要外资车企 2019 一季度经营简况 单位：亿美元 .....	6
图表 6	零部件行业 2018 年与 2019Q1 主要上市公司业绩情况 .....	6
图表 7	2018 年主要客车企业经营简况 单位：亿元 .....	8
图表 8	客车行业年度销量 单位：万辆 .....	8
图表 9	2018 年主要客车企业经营性现金流情况 单位：亿元 .....	8
图表 10	2018 年主要客车企业经营效率 单位：天 .....	9
图表 11	客车行业主要企业年度营业收入总和 单位：亿元 .....	9
图表 12	客车行业主要企业年度净利润总和 单位：亿元 .....	10
图表 13	客车行业主要企业年度毛利率 .....	10
图表 14	1Q19 主要客车企业经营简况 单位：亿元 .....	10
图表 15	新能源客车 2019 年 Q1 销量情况 单位：辆 .....	11
图表 16	1Q19 主要客车企业经营性现金流情况 单位：亿元 .....	11
图表 17	1Q19 主要客车企业经营效率 单位：天 .....	11
图表 18	客车行业主要企业季度营业收入总和 单位：亿元 .....	12
图表 19	客车行业主要企业季度净利润总和 单位：亿元 .....	12
图表 20	客车行业主要企业季度毛利率 .....	12
图表 21	主要汽车股盈利预测与投资评级 .....	13

## 一、乘用车行业位于复苏前夜

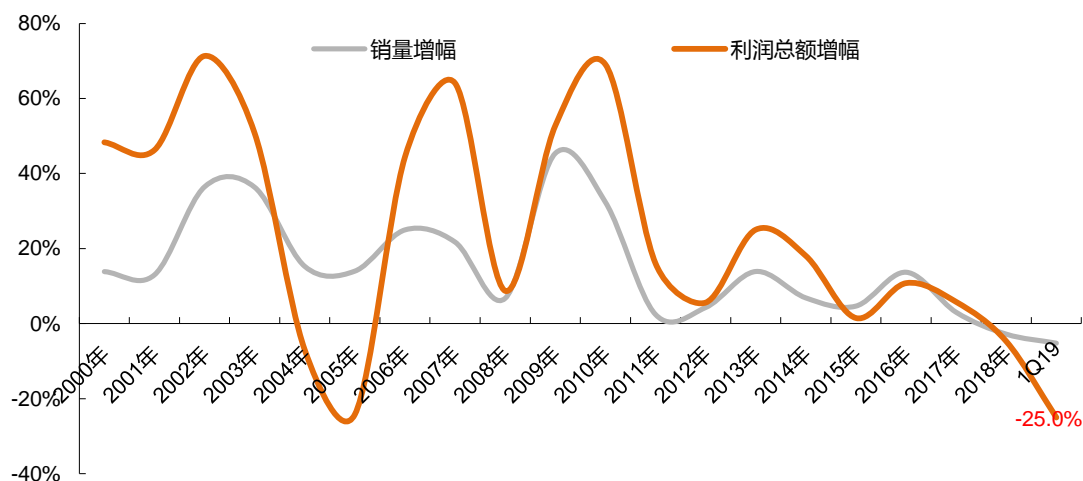
### ■ 2018 年汽车行业利润下滑 4.7%

据国家统计局，2018 年汽车全行业收入/利润总额同比+2.9%/-4.7%，2018 年汽车行业收入增幅高于销量增幅，高端车型结构占比提高。2018 年汽车全行业税前利润率为 7.6%，低于 2017 年水平，毛利率同比下滑 0.3 个百分点。

### ■ 1Q19 利润大幅下滑

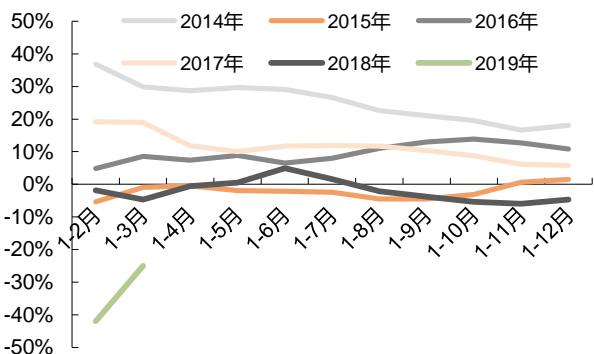
1Q19 汽车全行业利润总额同比下滑 25%，远差于销量同比降幅（-5.2%），我们认为主要是由于车型优惠同比大幅增加，毛利率损失，销售费用率提高导致，大部分合资品牌及自主品牌优惠同比来看均有提高。3 月份汽车产销有所回暖，汽车制造业利润同比增长 1.0%，往后看随 2-3Q 行业零售拐点到来，终端折扣环比有望缩小，利润率也将回暖。

图表1 我国汽车制造业销量、利润总额增幅



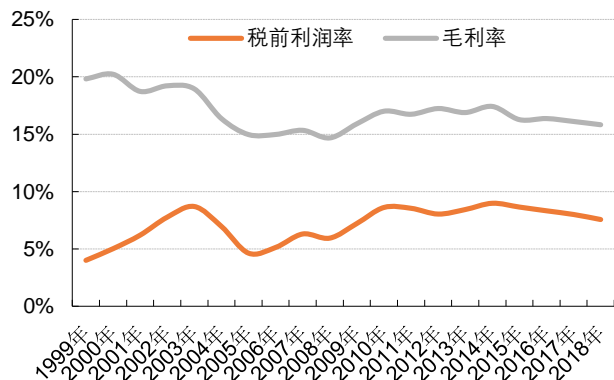
资料来源:国家统计局, 平安证券研究所

图表2 汽车全行业利润总额同比增幅



资料来源:国家统计局, 平安证券研究所

图表3 汽车全行业盈利能力



资料来源:国家统计局, 平安证券研究所

## 二、 车企品牌格局分化、零部件业绩承压

### 2.1 乘用车：车企业绩普遍下行、日系合资品牌表现较好

2018 年/1Q19 乘用车股合计收入同比+2.7%/-13.6%，扣非净利润同比增幅为-27%/-44%，在销量景气度下行状态下，车企普遍加大优惠保证销量，使得各家车企净利润压力较大，包括主流自主品牌长城、上汽自主、广汽自主，也包括大众、通用等合资品牌，合资中只有日系业绩表现较好。

2018 年投资收益同比下降 20%，1Q19 投资收益同比下降 21.7%，好于扣非净利润同比降幅。主要是由于日系合资企业业绩贡献正增长，而主流燃油车自主品牌业绩均处于下滑态势。

我们预计随 2-3Q 行业零售拐点到来，车企的优惠幅度将会缩减，单车利润有望提升，批发销量增幅有望回暖。前期亏损巨大的福特等外资品牌，也有望受益于行业复苏，减少亏损程度，但我们预计美系品牌后续可能呈现销量增但利润恢复较慢态势，自主品牌向上，豪华品牌向下，共同挤压二线合资品牌生存空间，日系本轮复苏周期还远未结束，继续关注其新车表现。

图表4 主要乘用车股 2018 年度、2019 一季度经营简况 单位：亿元

公司简称	收入增幅		扣非净利润				投资收益增幅		扣非净利润增幅	
	2018 年	1Q19	2018 年	2017 年	1Q19	1Q18	2018 年	1Q19	2018 年	1Q19
江淮汽车	1.9%	13.7%	-18.8	-0.9	-0.3	-1.5	亏损	143.7%	亏损加剧	亏损减小
长安汽车	-17.1%	-20.0%	-31.7	57.2	-21.6	9.0	亏损	亏损	亏损	亏损
上汽集团	3.6%	-16.2%	324.1	329.2	76.0	88.3	-8.4%	-12.7%	-1.5%	-13.9%
悦达投资	36.7%	35.0%	-0.5	-4.0	0.2	0.3	1388.8%		亏损减小	-38.7%
一汽轿车	-5.9%	-34.4%	1.8	1.9	0.3	0.4	74.2%	3.2%	-6.4%	-27.6%
一汽夏利	-22.5%	-64.1%	-12.6	-16.7	-2.3	-2.2	17.0%	-92.1%	亏损减小	亏损加剧
比亚迪	22.8%	22.5%	5.9	29.9	4.1	-3.3	0.1%	178.1%	-80.4%	扭亏为盈
海马汽车	-47.4%	-55.6%	-17.1	-10.7	-1.3	-0.9	-	-	亏损加剧	亏损加剧
广汽集团	1.1%	-26.1%	98.0	102.9	22.1	38.0	6.2%	4.7%	-4.7%	-41.9%
长城汽车	-1.9%	-14.8%	38.9	43.0	6.4	21.2	-	-	-9.5%	-69.7%
合计	2.7%	-13.6%	388.0	531.7	83.6	149.2	-20.1%	-21.7%	-27.0%	-44.0%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

海外车企盈利在 1 季度也同时受到影响，一是由于中国市场表现疲软，二是由于发展电动车和无人驾驶的大幅资本开支导致费用率和现金流压力提升；但同时我们也注意到美系、韩系 2 家车企在 1 季度表现较为强劲，主要受益于美国市场 SUV 新车型的投放。

外资车企将会通过裁员和退出非核心市场的方式加快转型，改善成本效益，且进一步加大对智能化、电动化等领域的资本开支。而新能源车企面临补贴退出后的需求萎缩考验，我们认为电动车领域仍然需要深耕 A00 级市场化产品，及进一步开拓高端品牌产品，随 2019 年底特斯拉工厂投产，我们认为特斯拉现金流有望逐步好转。

图表5 主要外资车企 2019 一季度经营简况 单位：亿美元

公司名称	1Q19 净利润	增幅
特斯拉	-7.0	亏损收窄 1%
戴姆勒	24.1	-9%
通用汽车	21.6	+106.2%
现代汽车	7.2	+24%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

## 2.2 零部件：业绩承压、格局分化

受行业景气度影响,2018 年/1Q19 零部件制造业利润增幅 2.1%/-6.5%,收入同比增幅 12.8%/7.3%,零部件利润增幅持续下降,尤其是 2019 年 1 季度受年降+销量双重影响,利润增幅为负。往后看我们认为零部件业绩拐点要落后于整车,2019 年看下游客户销量,2020 年看新品价格,而且在行业增速放缓的态势下,多数规模较小的零部件企业业绩下滑严重,我们认为随行业低速发展期到来,对小企业来讲发展壮大的机会将越来越少。

其中表现不错的企业:福耀玻璃 2018/1Q19 净利润增幅为 30.9%/7.7%,星宇股份 2018/1Q19 净利润增幅为 29.9%/30.2%,银轮股份 2018/1Q19 净利润增幅为 12.3%/6.4%,拓普集团 2018/1Q19 净利润增幅为 2.1%/-43.1%,宁波高发 2018/1Q19 净利润增幅为-7.7%/-48.2%。

图表6 零部件行业 2018 年与 2019Q1 主要上市公司业绩情况

证券代码	证券名称	2018 年				2019Q1	
		营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	净利润 (亿元)	净利润增速 (%)	净利润 (亿元)	净利润增速 (%)
000338.SZ	潍柴动力	1592.6	5.1%	86.6	27.2%	25.9	35.0%
600741.SH	华域汽车	1571.7	11.9%	80.3	22.5%	18.5	-36.6%
600660.SH	福耀玻璃	202.2	8.1%	41.2	30.9%	6.1	7.7%
000581.SZ	威孚高科	87.2	-3.3%	24.0	-6.8%	6.9	-12.1%
000559.SZ	万向钱潮	113.6	1.9%	7.2	-18.0%	2.2	-10.2%
601311.SH	骆驼股份	92.2	21.1%	5.6	15.8%	1.6	24.1%
000887.SZ	中鼎股份	123.7	5.1%	11.2	-1.0%	3.1	-18.0%
600742.SH	一汽富维	136.1	6.9%	4.9	5.8%	1.1	-6.9%
002048.SZ	宁波华翔	149.3	0.8%	7.3	-8.3%	1.2	16.1%
002662.SZ	京威股份	54.1	-4.9%	0.9	-71.2%	-1.0	亏损加剧
002085.SZ	万丰奥威	110.1	8.1%	9.6	6.5%	2.0	-10.0%
600699.SH	均胜电子	561.8	111.2%	13.2	232.9%	2.8	792.5%
002454.SZ	松芝股份	36.9	-11.6%	1.8	-51.9%	0.9	138.5%
601799.SH	星宇股份	50.7	19.2%	6.1	29.9%	1.7	30.2%
000700.SZ	模塑科技	49.7	14.4%	0.1	-91.8%	0.6	467.4%
603997.SH	继峰股份	21.5	13.1%	3.0	3.3%	0.6	-24.3%

600081.SH	东风科技	66.7	9.4%	1.5	5.5%	0.2	-55.0%
002448.SZ	中原内配	16.0	6.1%	2.8	0.8%	0.5	-0.8%
000903.SZ	云内动力	65.3	10.6%	2.3	-12.3%	1.3	6.3%
002434.SZ	万里扬	43.7	-13.1%	3.5	-45.3%	1.2	-11.7%
002284.SZ	亚太股份	39.0	-1.5%	0.1	-90.4%	0.0	亏损
600480.SH	凌云股份	122.5	3.4%	2.7	-17.8%	0.5	-29.0%
300258.SZ	精锻科技	12.7	12.1%	2.6	3.3%	0.7	-0.3%
300100.SZ	双林股份	55.6	29.9%	-0.5	-126.8%	0.2	-63.2%
002283.SZ	天润曲轴	34.1	12.7%	3.4	2.1%	0.9	10.0%
002126.SZ	银轮股份	50.2	16.1%	3.5	12.3%	1.1	6.4%
300375.SZ	鹏翎股份	14.6	27.6%	1.2	-0.8%	0.3	5.8%
300304.SZ	云意电气	6.6	2.7%	1.3	-4.7%	0.3	-3.8%
603306.SH	华懋科技	9.8	-0.6%	2.8	-0.6%	0.5	-31.1%
603788.SH	宁波高发	12.9	6.7%	2.2	-7.7%	0.4	-48.2%
002355.SZ	兴民钢圈	18.9	1.2%	-2.6	-518.5%	0.2	-26.2%
603006.SH	黎明股份	10.3	1.0%	1.0	-11.0%	0.3	-2.2%
600960.SH	渤海活塞	38.8	55.2%	1.4	-41.5%	0.2	-34.8%
002703.SZ	浙江世宝	11.3	-1.8%	0.1	-77.7%	-0.1	亏损加剧
002488.SZ	金固股份	27.4	-9.1%	1.6	204.2%	0.3	-21.5%
603009.SH	北特科技	12.5	36.7%	0.6	-23.3%	0.1	-49.1%
002590.SZ	万安科技	22.6	-0.9%	-0.3	-125.2%	0.1	-82.1%
002536.SZ	西泵股份	28.2	5.8%	2.5	1.6%	0.3	-62.7%
600178.SH	东安动力	12.9	-28.6%	0.1	-87.0%	0.0	亏损
603158.SH	腾龙股份	10.2	12.6%	1.2	-10.6%	0.2	-28.1%
601689.SH	拓普集团	59.8	17.6%	7.5	2.1%	1.1	-43.1%

资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、 2018 年客车行业承压，分化预计加剧

2018 年共销售客车 24 万台 (-14.9%)，客车行业整体承压的情况下，龙头企业的市占率提升，金龙汽车市占率提升 4.9 个百分点，达到 25.8%，宇通客车市占率提升 1.4 个百分点。

新能源客车销售 10.4 万台 (-7.3%)，金龙新能源客车市占率提高 5 个百分点，达到了 13.5%。宇通客车的新能源客车市占率提升 1.6 个百分点，达到了 23.8%。

新能源客车补贴下降，不仅影响了客车行业的整体销量，同时也影响了各个主要客车企业的盈利能力。

2018 年，除了亚星客车和金龙汽车，其他主要客车企业的收入均出现下滑。

净利润方面，主要客车企业下滑幅度大，中通客车为 1.6 亿元(-80.9%)、宇通客车 23 亿元(-26.5%)、亚星客车 0.4 亿元(-69.5%)、金龙汽车 0.1 亿元(-66.8%)、安凯客车-8.9 亿元。

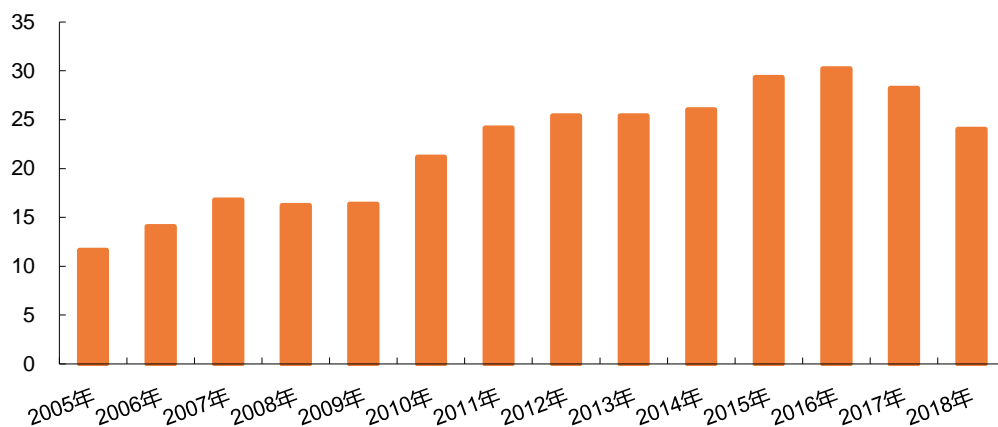


图表7 2018年主要客车企业经营简况 单位：亿元

	宇通客车	中通客车	亚星客车	*ST安凯	金龙汽车
营业总收入	317.5	182.9	60.8	31.5	24.6
同比增幅	-4.4%	-22.6%	3.0%	-42.2%	3.1%
归母净利润	23.0	1.6	0.4	-8.9	0.1
同比增幅	-26.5%	-80.9%	-69.5%	-288.2%	-66.8%
毛利率	25.3%	16.3%	18.9%	4.7%	14.0%
同比增加百分点	-1.0	1.8	0.8	-5.4	-4.7
净利率	7.3%	0.6%	0.6%	-27.8%	1.1%
同比增加百分点	-2.2	-1.8	-1.6	-22.7	-4.0

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 客车行业年度销量 单位：万辆



资料来源: 中客网, 平安证券研究所

图表9 2018年主要客车企业经营性现金流情况 单位：亿元

		宇通客车	中通客车	亚星客车	*ST安凯	金龙汽车
经营活动现金流入小计	2018年	329	49	17	34	224
	2017年	299	39	19	43	179
经营活动现金流出小计	2018年	304	57	21	38	221
	2017年	317	49	21	41	185
经营活动产生的现金流量净额	2018年	26	-8	-4	-4	3
	2017年	-18	-10	-2	3	-7
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	2018年	99	73	68	100	111
	2017年	87	48	75	77	93

资料来源: wind, 平安证券研究所



图表10 2018年主要客车企业经营效率 单位：天

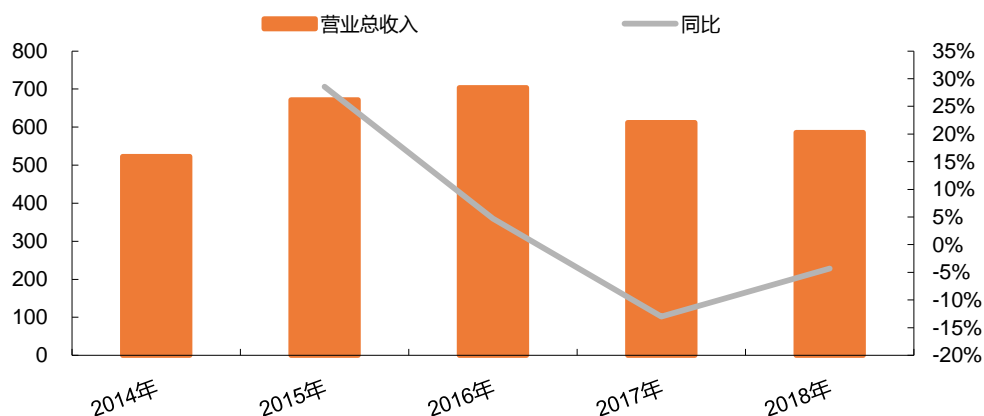
		宇通客车	中通客车	亚星客车	*ST安凯	金龙汽车
营业周期	2018年	249	439	603	251	281
	2017年	213	261	558	153	290
	2018 同比增加	37	177	46	98	-9
存货周转天数	2018年	52	33	37	17	32
	2017年	37	18	37	14	34
	2018 同比增加	16	15	0	3	-2
应收账款周转天数	2018年	197	406	567	234	249
	2017年	176	243	521	139	256
	2018 同比增加	21	163	46	95	-7

资料来源: wind, 平安证券研究所

**补贴继续退坡，行业龙头表现稳健。**2018年补贴退坡明显，新能源客车企业财务状况不佳。除了宇通和金龙以外，其他客车企业的经营活动现金流普遍为负，企业通过增加借款等方式补充现金流，增加了公司资金成本，这在一定程度上也增加了企业的财务费用，影响了企业的净利润。经营效率方面，新能源占比较高的企业，营业周期普遍延长，行业龙头具有相对更优的周转率。

选取宇通、金龙、中通、亚星，分析这4家企业的营业收入总和、净利润总和以及毛利率的变化。2018年客车销量下滑，客车企业营业收入下滑0.04%，而行业的净利润和毛利率较2017年大幅下降。

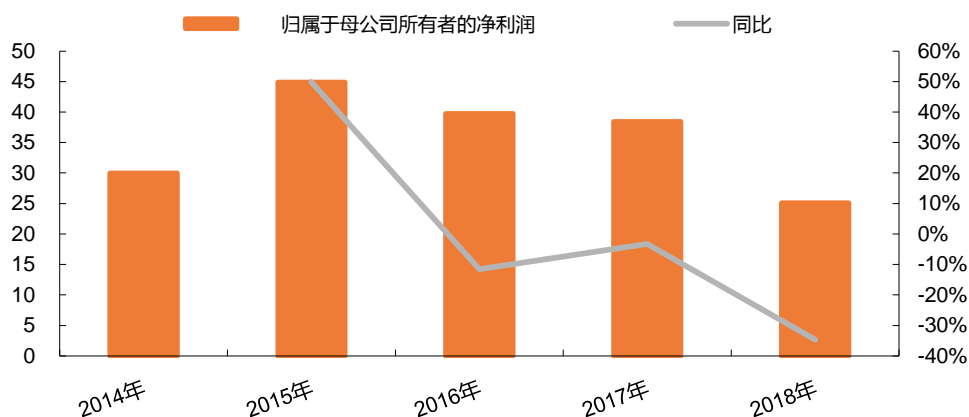
图表11 客车行业主要企业年度营业收入总和 单位：亿元



资料来源: wind, 平安证券研究所

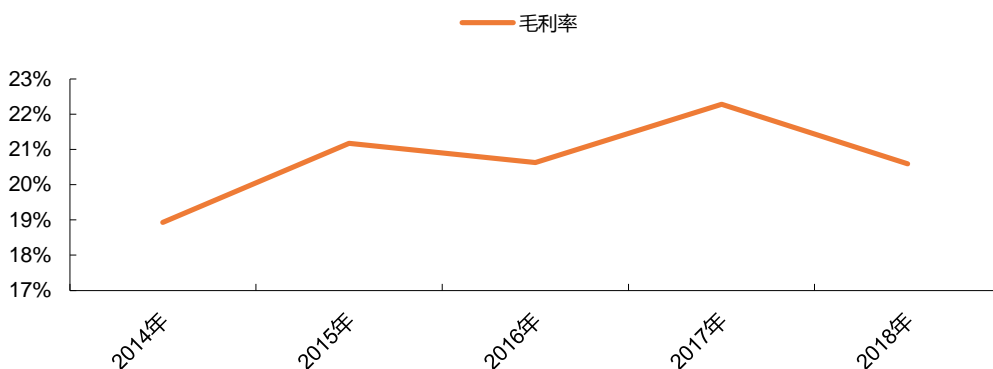
图表12 客车行业主要企业年度净利润总和

单位：亿元



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 客车行业主要企业年度毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

### ■ 1Q19 行业销量增长，分化有望加剧

1Q19，客车行业共销售客车 43810，同比增长 4.4%；新能源客车销售 15775 台，同比增加 79.2%。

由于 2019 年新能源客车补贴再度退坡，且取消地补，导致车企的利润端有一定压力。

1Q19 除了金龙，其余客车企业的收入出现了同比上升。宇通实现净利润 3.11 亿元(+5.4%)，安凯、中通、金龙和亚星基本上都在为微盈利状态。毛利率方面，宇通、中通、安凯均有提升，净利率除了亚星，其他也有提高。目前行业整体盈利偏弱，只有龙头企业盈利情况远好于其他企业，未来市场占有率有望进一步提升。

图表14 1Q19 主要客车企业经营简况

单位：亿元

	宇通客车	中通客车	亚星客车	*ST 安凯	金龙汽车
营业总收入	48.4	29.7	13.3	8.6	3.6
同比增幅	3.9%	54.1%	36.9%	31.1%	-21.5%
归母净利润	3.11	0.08	0.04	0.19	0.01%
同比增幅	5.4%	204.6%	-64.3%	123.4%	2,098.0%

毛利率	24.3%	15.3%	18.0%	15.0%	10.9%
同比增加百分点	1.6	2.3	-1.1	12.6	-0.9
净利率	6.5%	0.3%	0.3%	1.0%	-0.5%
同比增加百分点	0.1	0.2	-1.6	13.5	0.3

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 新能源客车 2019 年 Q1 销量情况 单位: 辆

	类型	总计	大型	中型	轻型
行业情况	合计	15775	7987	4739	3049
	座位客车	1082	791	249	42
	校车	0	0	0	0
	公交客车	12488	7196	4484	808
	卧铺与其他	2205	0	6	2199

资料来源: 中客网, 平安证券研究所

图表16 1Q19 主要客车企业经营性现金流情况 单位: 亿元

		宇通客车	中通客车	亚星客车	*ST 安凯	金龙汽车
经营活动现金流入小计	1Q19	68	18	4	13	44
	1Q18	58	6	2	4	34
经营活动现金流出小计	1Q19	86	16	3	9	45
	1Q18	80	12	4	9	41
经营活动产生的现金流量净额	1Q19	-18	3	1	4	-1
	1Q18	-23	-6	-2	-6	-7

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 1Q19 主要客车企业经营效率 单位: 天

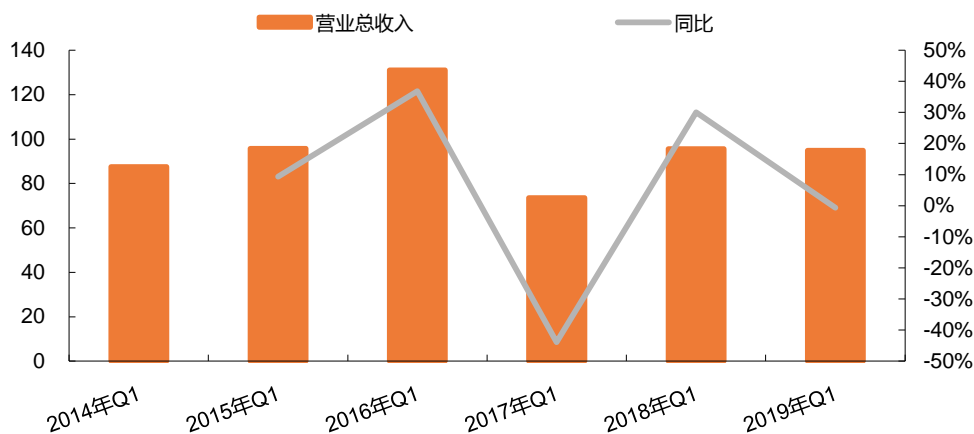
		宇通客车	中通客车	亚星客车	*ST 安凯	金龙汽车
营业周期	1Q19	417	507	1,074	222	421
	1Q18	408	730	1,335	308	354
	1Q19增加	8	-223	-261	-86	67
存货周转天数	1Q19	105	41	68	24	55
	1Q18	77	43	104	22	43
	1Q19增加	28	-2	-36	2	12
应收账款周转天数	1Q19	312	467	1,006	198	366
	1Q18	331	687	1,231	286	312
	1Q19增加	-19	-220	-226	-88	55

资料来源: wind, 平安证券研究所

现金流同比改善。1Q2019 经营活动产生的现金流净额同比均有改善, 中通、亚星和安凯汽车与去年同期相比由负转正, 宇通和金龙也有所好转。

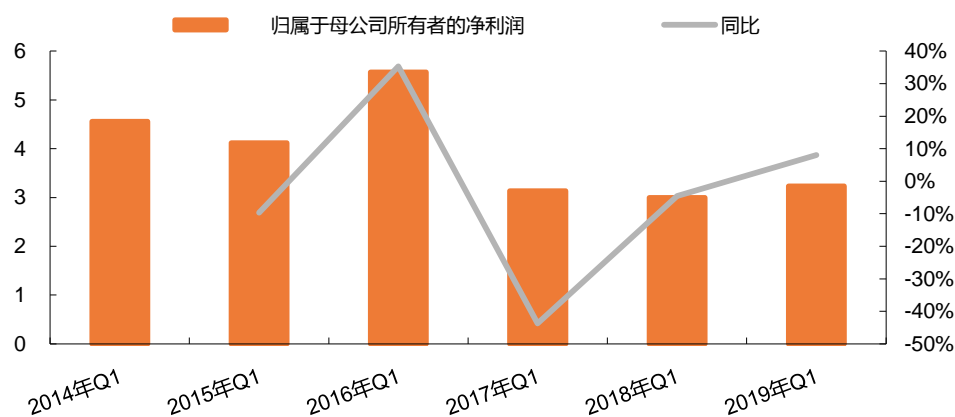
经营效率方面，亚星客车的营业周期、存货周转天数和应收账款周转天数改善幅度最大，主要是因为去年同期的高基数。主要客车企业的应收账款周转天数基本有所改善。

图表18 客车行业主要企业季度营业收入总和 单位：亿元



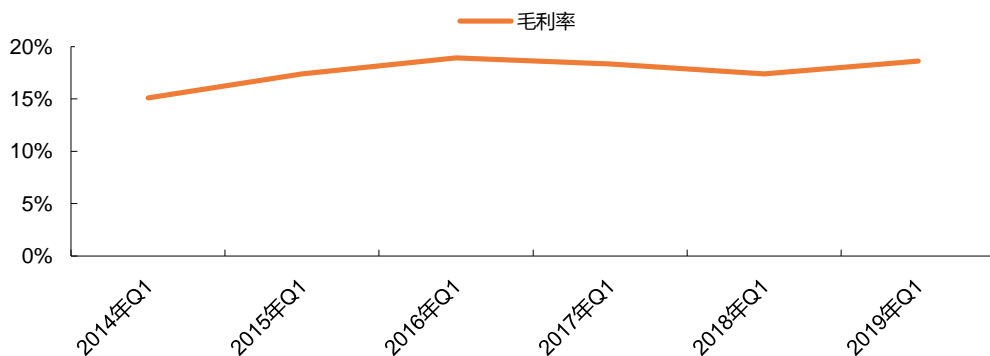
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表19 客车行业主要企业季度净利润总和 单位：亿元



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表20 客车行业主要企业季度毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

2018年产品结构向上，1Q19利润大幅下滑。2018年汽车全行业受制于购置税补贴政策透支影响，收入/利润总额分别同比+2.9%/-4.7%，收入增幅高于销量增幅，产品结构向上。1Q19汽车全行业利润总额同比下滑25%，远差于销量降幅，体现出终端优惠促销幅度同比提升，其中美系品牌、自主品牌等促销力度较大，往后看随行业零售拐点到来，优惠促销幅度有望收窄，行业利润有望得到改善。

乘用车：车企业绩普遍下行、合资品牌日系表现较好。受优惠促销和行业景气度下行影响，2018年/1Q19乘用车股合计收入同比+2.7%/-13.6%，扣非净利润同比增幅为-27%/-44%。2018年/1Q19乘用车股投资收益同比-20%/-21.7%，1Q19合资品牌收益增幅较2018年基本持平，主要是美系福特、别克品牌等产品周期较弱造成拖累，其中日系合资品牌在18年和1Q19估计均保持增长，2019年行业格局将继续分化，关注优质自主和日系品牌。

零部件：量价齐跌，1Q19利润下滑。受行业景气度影响，2018年/1Q19零部件制造业利润增幅2.1%/-6.5%，收入同比增幅12.8%/7.3%，零部件利润增幅持续下降，尤其是2019年1季度受年降+销量双重影响，价格和毛利率承压。往后看我们认为零部件业绩拐点要落后于整车，2019年看下游客户销量，2020年看新品价格，随汽车行业低速发展期到来，抢占份额越来越困难，细分行业龙头的优势将越来越显著。

客车：2018年客车行业承压，1Q19行业销量增长，分化有望加剧。2018年共销售客车24万台（-14.9%），净利润方面，企业下滑幅度大。2019年新能源客车补贴再度退坡，且取消地补，导致车企的利润端有一定压力，1Q19除了金龙，其余客车企业的收入出现了同比上升，净利率除了亚星，其他也有提高。目前行业整体盈利偏弱，只有龙头企业盈利情况远好于其他企业，未来市占率有望进一步提升。

盈利预测与投资建议：乘用车行业处于复苏前夜，关注处于新品周期的优质自主品牌、合资品牌，推荐长城汽车、上汽集团、广汽集团，关注吉利汽车。零部件行业受益于整车成本控制加强，优秀企业有望加速抢占市场份额，关注细分行业龙头，强烈推荐星宇股份，推荐银轮股份、宁波高发、福耀玻璃，客车企业随着满足补贴的技术要求的进一步提高，龙头企业市占率及利润率有望进入上升通道，推荐宇通客车。

图表21 主要汽车股盈利预测与投资评级

股票名称	股票代码	股票价格		EPS		P/E			评级
		2019/5/6	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
星宇股份	601799	72.20	2.21	2.88	3.76	32.7	25.1	19.2	强烈推荐
宇通客车	600066	13.19	1.04	1.29	1.5	12.7	10.2	8.8	推荐
上汽集团	600104	26.12	3.08	3.15	3.29	8.5	8.3	7.9	推荐
广汽集团	601238	11.58	1.07	1.09	1.32	10.8	10.6	8.8	推荐
银轮股份	002126	7.80	0.44	0.5	0.59	17.7	15.6	13.2	推荐
福耀玻璃	600660	23.84	1.64	1.83	2.03	14.5	13.0	11.7	推荐
长城汽车	601633	8.26	0.57	0.69	0.99	14.5	12.0	8.3	推荐

资料来源:公司公告、平安证券研究所

## 五、风险提示

- (1) 汽车行业销量不及预期：如果汽车行业销量不达预期，主机厂出现价格战，盈利能力将受到影响；
- (2) 原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响零部件企业的盈利能力；
- (3) 新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足将导致销量下滑。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033