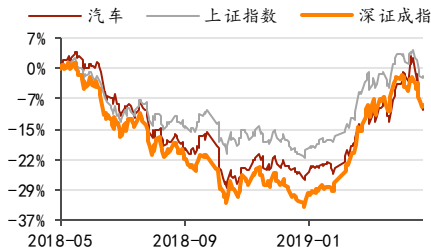


行业筑底回升在即,超配汽车正当时

最近一年行业指数走势



联系信息

彭勇

分析师

SAC证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

管正月

联系人

gzzy@ctsec.com

021-68592396

相关报告

- 《自主产品力再上台阶,各方势力共谋新四化:2019年上海车展报告》 2019-04-24
- 《汽车国企改革全面加速,资产证券化为投资主线:汽车行业国企改革专题》 2019-04-19
- 《4月汽车及零部件行业月报:行业迎复苏拐点,超配汽车正当时》 2019-04-15

投资要点:

● 行业景气持续低迷,上市公司2018年及1Q19业绩筑底

购置税优惠政策在2018年正式退出,叠加房市挤压、经济环境影响,行业销量首个年度下滑,导致2018年汽车行业企业业绩疲软。2018年,行业整体实现营业收入2.8万亿元,同比下滑5.5%;实现归母净利润1013.7亿元,同比下滑19.0%。由于企业盈利回升滞后于销量,叠加去年高基数因素,上市公司一季报整体表现不佳,1Q19行业实现营业收入6357.3亿元,同比下降6.5%;归母净利润245.8亿元,同比下降24.7%。

● 行业筑底回升,拐点时刻到来

一季度终端需求回暖,3月批售数据降幅收窄,考虑上半年的高基数因素,行业已经进入企稳回升的阶段。1-3月乘用车终端累计零售507.8万辆,同比下滑10.5%,较18年Q4(零售同比-17%)明显收窄;Q1汽车行业累计批售637.2万辆,同比下滑11.3%,较4Q18略有收窄;3月,在增值税影响下,批售同比降幅收窄至个位数,同比下降5.2%。批发数据年初受去库存与基数影响,数据改善滞后零售数据,不过在厂商促销配合国家降税惠民等多重利好下,我们认为,终端需求将持续回暖,批售数据逐步向零售端收敛,开启逐月或逐季改善的态势。

● 超配汽车正当时,首选新车周期与行业周期共振标的

当前汽车股估值处在底部区间,中信乘用车PB(MRQ)已经从2016年初的2.1倍下杀至当前的1.5倍,中信汽车零部件PB(MRQ)已经从2016年初的3.5倍下杀至2.2倍,提供了较高安全边际;同时,行业正处于由底部向右侧进击的阶段,汽车行业即将进入有望持续两年的景气度回升周期,我们认为汽车股最好的布局时刻来临,建议以新车周期为主线布局,未来仍处于或即将进入新产品周期的企业值得关注,重点推荐低估值、新车周期与行业复苏共振的长安汽车,精选配套强产品周期车企的零部件个股,推荐电池壳隐形冠军凌云股份,一汽大众产业链标的一汽富维、宁波华翔,并提示关注万里扬自动变速器出货量增长带来业绩大幅增长。

● 风险提示:国内汽车市场复苏不及预期;汽车行业政策变化。

表1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (04.30)	EPS(元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000625	长安汽车	410.6	8.55	0.14	0.44	1.46	61.1	19.4	5.9	买入
600480	凌云股份	46.1	10.12	0.80	0.94	1.12	12.7	10.8	9.4	买入
600742	一汽富维	66.5	13.10	0.97	1.22	1.40	13.5	10.7	9.4	买入
002048	宁波华翔	79.5	12.70	1.17	1.36	1.61	10.9	9.3	7.9	买入
002434	万里扬	98.9	7.38	0.26	0.42	0.62	28.4	17.6	11.9	买入

数据来源:Wind,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

内容目录

1、汽车行业整体：销量压力下盈利能力受损，行业拐点时刻到来.....	5
1.1 行业逐步走出至暗时刻，汽车股处在估值低位.....	5
1.2 车市持续低迷，行业整体业绩疲软.....	6
1.3 终端大促销导致销售费用上升，行业盈利能力下滑.....	7
2、乘用车：以价换量致业绩低迷，期待行业复苏改善盈利能力.....	9
2.1 业绩分析.....	9
2.2 盈利能力分析.....	10
3、商用车：补贴退坡压制客车市场，重卡旺销带动业绩增长.....	12
3.1 业绩分析.....	12
3.2 盈利能力分析.....	14
4、零部件：下游需求不振，板块盈利能力下滑.....	18
4.1 业绩分析.....	18
4.2 盈利能力分析.....	19
5、汽车销售及服务：车市寒冬下，经销商业绩普遍下滑或亏损.....	22
5.1 业绩分析.....	22
5.2 盈利能力分析.....	23
6、新能源汽车：补贴大幅退坡，上下游面临业绩压力.....	25
6.1 业绩分析.....	25
6.2 盈利能力分析.....	26
7、投资建议：行业复苏进行时，超配汽车正当下.....	28
8、风险提示.....	29

图表目录

图 1：汽车行业季度销量及同比增速.....	5
图 2：汽车行业年度销量及同比增速.....	5
图 3：中信乘用车与零部件 PE (TTM) 走势.....	6
图 4：中信乘用车与零部件 PB (MRQ) 走势.....	6
图 5：汽车行业年度营业收入及同比增速.....	6
图 6：汽车行业年度归母净利润及同比增速.....	6
图 7：汽车行业季度营业收入及同比增速.....	7
图 8：汽车行业季度归母净利润及同比增速.....	7
图 9：汽车行业年度毛利率及净利率.....	7
图 10：汽车行业年度费用率.....	7
图 11：汽车行业年度 ROE.....	8
图 12：汽车行业季度毛利率及净利率.....	8
图 13：汽车行业季度费用率.....	8
图 14：汽车行业季度 ROE.....	8
图 15：乘用车板块年度营业收入及同比增速.....	10
图 16：乘用车板块年度归母净利润及同比增速.....	10
图 17：乘用车板块季度营业收入及同比增速.....	10
图 18：乘用车板块季度归母净利润及同比增速.....	10
图 19：乘用车板块年度毛利率及净利率.....	11
图 20：乘用车板块年度费用率.....	11

图 21: 乘用车板块年度 ROE.....	11
图 22: 乘用车板块季度毛利率及净利率.....	11
图 23: 乘用车板块季度费用率.....	11
图 24: 乘用车板块季度 ROE.....	12
图 25: 客车板块年度营业收入及同比增速.....	13
图 26: 客车板块年度归母净利润及同比增速.....	13
图 27: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年营业收入.....	13
图 28: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 归母净利润.....	13
图 29: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度营收.....	14
图 30: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度利润.....	14
图 31: 客车板块季度营业收入及同比增速.....	14
图 32: 客车板块季度归母净利润及同比增速.....	14
图 33: 客车板块年度毛利率及净利率.....	15
图 34: 客车板块年度费用率.....	15
图 35: 客车板块年度 ROE.....	15
图 36: 客车板块季度毛利率及净利率.....	15
图 37: 客车板块季度费用率.....	15
图 38: 客车板块季度 ROE.....	16
图 39: 卡车 (剔除福田、江铃) 毛利率及净利率.....	17
图 40: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年度费用率.....	17
图 41: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年度 ROE.....	17
图 42: 卡车 (剔除福田、江铃) 季度毛利率.....	17
图 43: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度费用率.....	17
图 44: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度 ROE.....	18
图 45: 零部件板块年度营业收入及同比增速.....	19
图 46: 零部件板块年度归母净利润及同比增速.....	19
图 47: 零部件板块季度营业收入及同比增速.....	19
图 48: 零部件板块季度归母净利润及同比增速.....	19
图 49: 零部件板块年度毛利率及净利率.....	20
图 50: 零部件板块年度费用率.....	20
图 51: 零部件板块年度 ROE.....	20
图 52: 零部件板块季度毛利率及净利率.....	21
图 53: 零部件板块季度费用率.....	21
图 54: 零部件板块季度 ROE.....	21
图 55: 汽车销售服务板块年度营业收入.....	22
图 56: 汽车销售服务板块年度归母净利润.....	22
图 57: 汽车销售服务板块季度营业收入.....	23
图 58: 汽车销售服务板块季度归母净利润.....	23
图 59: 汽车销售服务板块年度毛利率及净利率.....	23
图 60: 汽车销售服务板块年度费用率.....	23
图 61: 汽车销售服务板块年度 ROE.....	24
图 62: 汽车销售服务板块季度毛利率及净利率.....	24
图 63: 汽车销售服务板块季度费用率.....	24
图 64: 汽车销售服务板块季度 ROE.....	24
图 65: 新能源汽车板块年度营业收入及同比增速.....	25
图 66: 新能源汽车板块年度归母净利润.....	25
图 67: 新能源汽车板块季度营业收入及同比增速.....	26
图 68: 新能源汽车板块季度归母净利润.....	26
图 69: 新能源汽车板块年度毛利率及净利率.....	26
图 70: 新能源汽车板块年度费用率.....	26

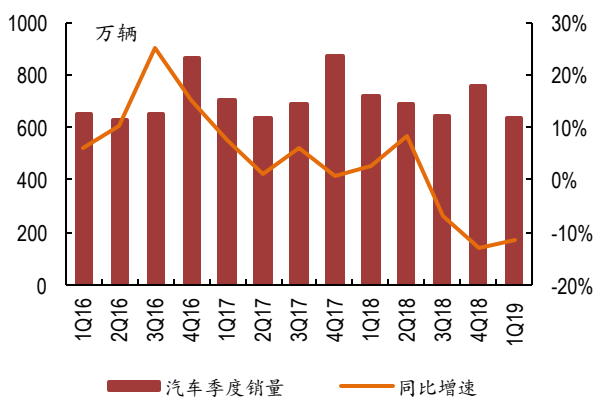
图 71: 新能源汽车板块季度 ROE.....	27
图 72: 新能源汽车板块季度毛利率及净利率.....	27
图 73: 新能源汽车板块季度费用率.....	27
图 74: 新能源汽车板块季度 ROE.....	28
表 1: 汽车各细分行业 2018 年报业绩情况.....	9
表 2: 汽车各细分行业 2019 年一季报业绩情况.....	9
表 3: 乘用车板块重点公司业绩情况.....	12
表 4: 客车板块重点公司业绩情况.....	16
表 5: 卡车板块重点公司业绩情况.....	18
表 6: 零部件板块重点公司业绩情况.....	22
表 7: 汽车销售及服务板块重点公司业绩情况.....	25
表 8: 新能源汽车板块重点公司业绩情况.....	28
表 9: 重点公司盈利预测及评级.....	29

1、汽车行业整体：销量压力下盈利能力受损，行业拐点时刻到来

1.1 行业逐步走出至暗时刻，汽车股处在估值低位

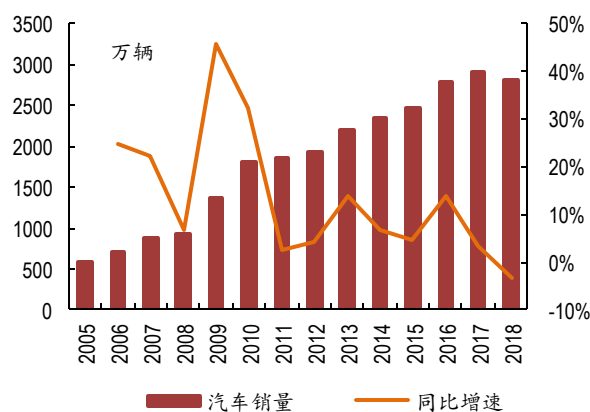
2019 年一季度行业销量迎来拐点，开启逐月或逐季上升的态势。2018 年，汽车行业全年销量 2808.1 万辆，同比下滑 2.8%，是我国汽车行业首次年度下滑，行业在 4Q18 迎来至暗时刻。在经销商积极促销，车企自掏腰包鼓励汽车下乡等多重措施下，行业 1Q19 销量降幅收窄，行业迎来拐点。我们认为，2019 年比 2018 年可以更乐观些，2018 年行业增速前高后低，景气度是持续下行；2019 年行业将开启逐月或逐季改善的上行趋势；若有汽车消费刺激政策，2019 年行业复苏力度将更为强劲。

图1：汽车行业季度销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图2：汽车行业年度销量及同比增速

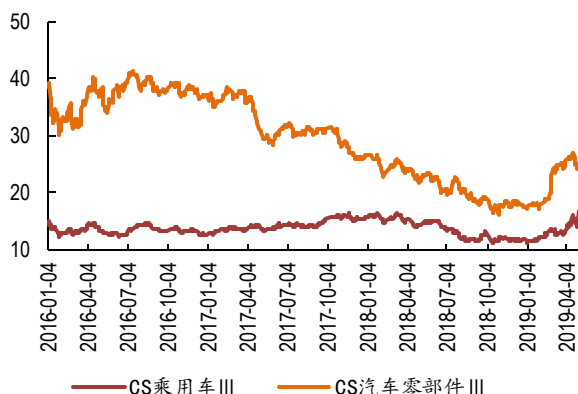


数据来源：财通证券研究所

行业估值位于底部区间，具备一定的安全边际。2019年一季度，在大盘情绪的带动下，汽车股估值较2018年底有所修复，但仍在底部区间。2018年行业景气低迷，上市公司业绩下滑，EPS下降，也导致了行业PE增长，截至2019年4月底，中信乘用车PE (TTM) 16.8倍，中信零部件PE (TTM) 25.3倍。

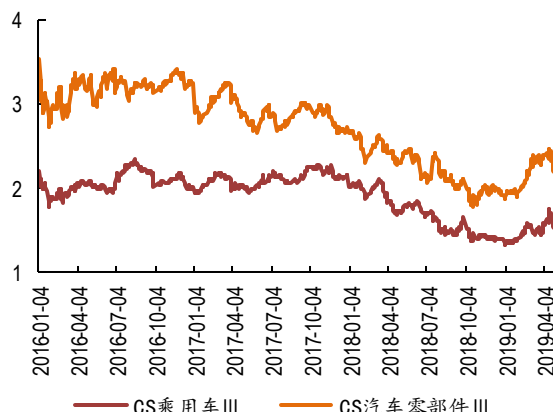
从PB角度看，中信乘用车PB (MRQ) 已经从2016年初的2.1倍下杀至当前的1.5倍，中信汽车零部件PB (MRQ) 已经从2016年初的3.5倍下杀至2.2倍，具备较高安全边际。我们认为，行业当前终端零售销量转好，批发销量将持续向终端收敛，行业走出最艰难时刻，迎来拐点，同时低估值提供了较高的安全边际，布局汽车股正当时。

图3：中信乘用车与零部件PE（TTM）走势



数据来源：wind，财通证券研究所

图4：中信乘用车与零部件PB（MRQ）走势

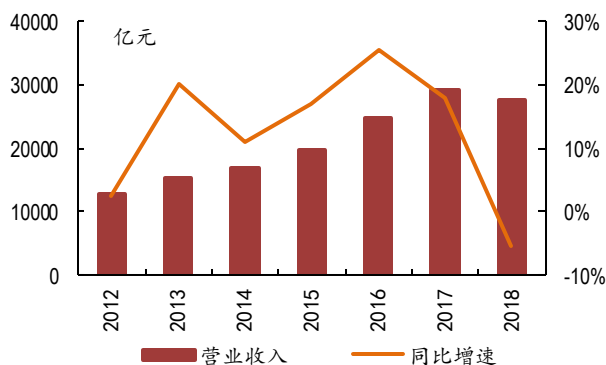


数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 车市持续低迷，行业整体业绩疲软

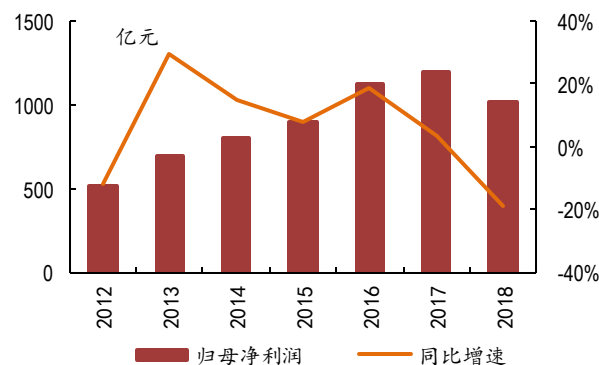
2018年车市低迷，上市公司整体业绩疲软。购置税优惠政策在2018年正式退出，叠加房市挤压、经济环境影响，行业销量首个年度下滑，导致2018年汽车行业企业业绩疲软。2018年，行业整体实现营业收入2.8万亿元，同比下滑5.5%；实现归母净利润1013.7亿元，同比下滑19.0%。

图5：汽车行业年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

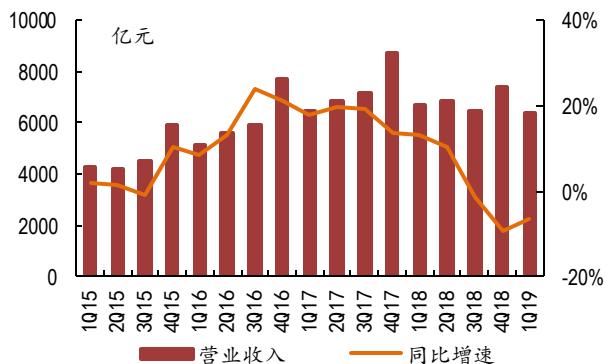
图6：汽车行业年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

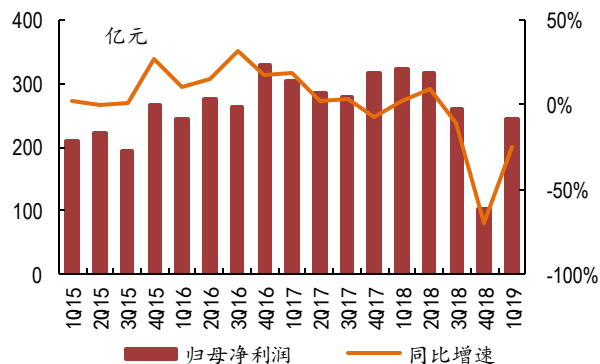
行业逐步走出至暗时刻，1Q19 迎来拐点时刻。2019年1-3月汽车累计销售637.2万辆，同比下滑11.3%，较4Q18降幅收窄，行业触底回升，迎来复苏拐点。行业4Q18实现营业收入7380.2亿元，同比下滑9.2%；归母净利润102.4亿元，同比下滑69.6%，是近三年业绩降幅最大的单季度。随着行业的复苏，上市公司业绩略有回暖，1Q19行业实现营业收入6357.3亿元，同比降幅收窄至6.5%；归母净利润245.8亿元，同比降幅收窄至24.7%。

图 7：汽车行业季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 8：汽车行业季度归母净利润及同比增速

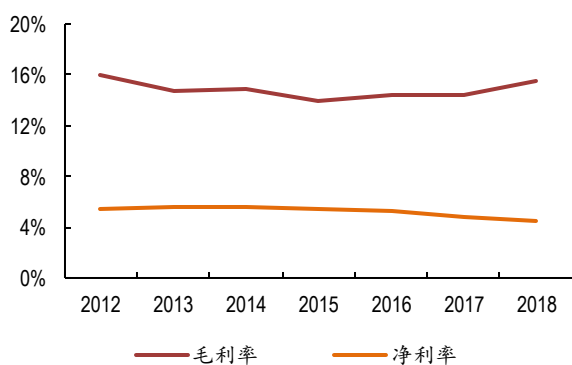


数据来源：wind，财通证券研究所

1.3 终端大促销导致销售费用上升，行业盈利能力下滑

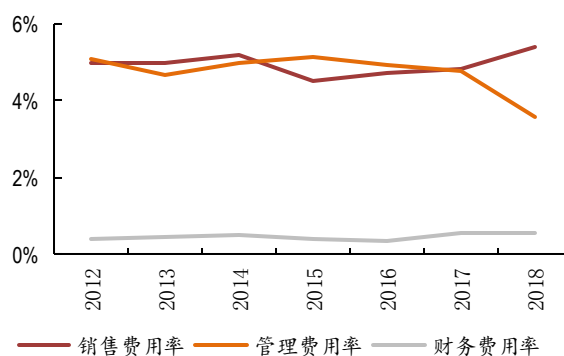
车企加大促销力度应对低迷市场，导致销售费用率上升，盈利能力下降。2018 年，行业毛利率 15.5%，同比增加 1pct；净利率 4.5%，同比下降 0.4pct；行业销售费用率 5.4%，同比增加 0.6pct，主要是车市低迷，终端促销力度较大，导致销售费用增加。2018 年，汽车行业 ROE 8.7%，同比下降 2.1pct，行业盈利能力下滑。

图 9：汽车行业年度毛利率及净利率



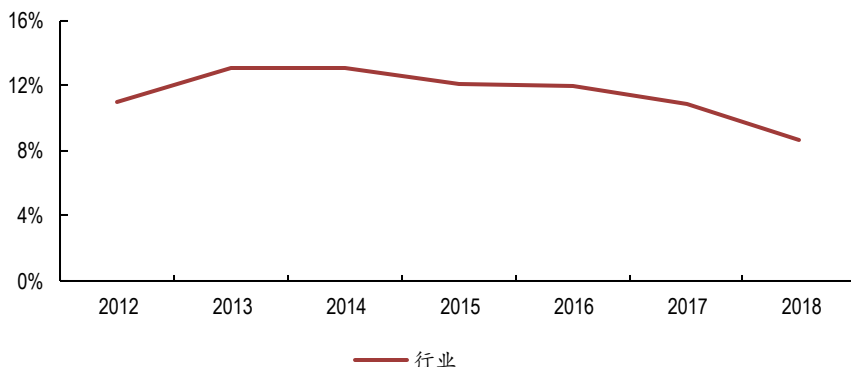
数据来源：wind，财通证券研究所

图 10：汽车行业年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

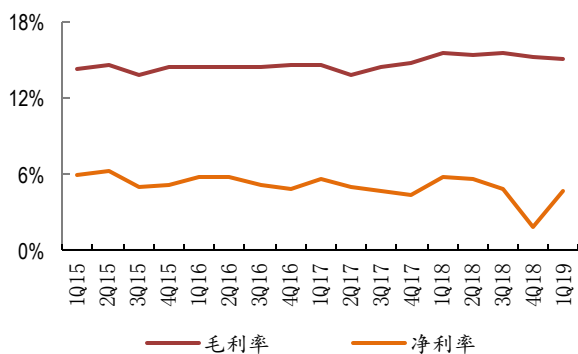
图11：汽车行业年度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

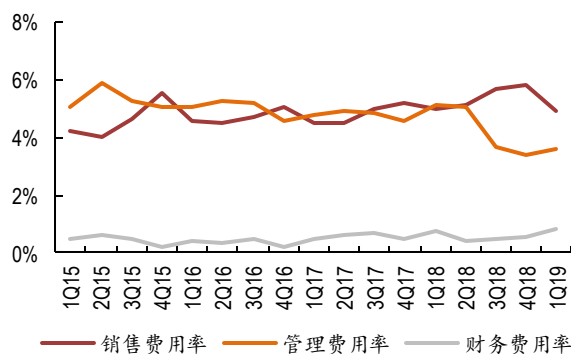
春节后促销折扣减少，销售费用率环比下降，行业盈利能力企稳。行业 1Q19 销售费用率 4.9%，环比下降 0.9pct；净利率 4.7%，环比增加 2.8pct；ROE 2.1%，环比增加 1.2pct。

图 12：汽车行业季度毛利率及净利率



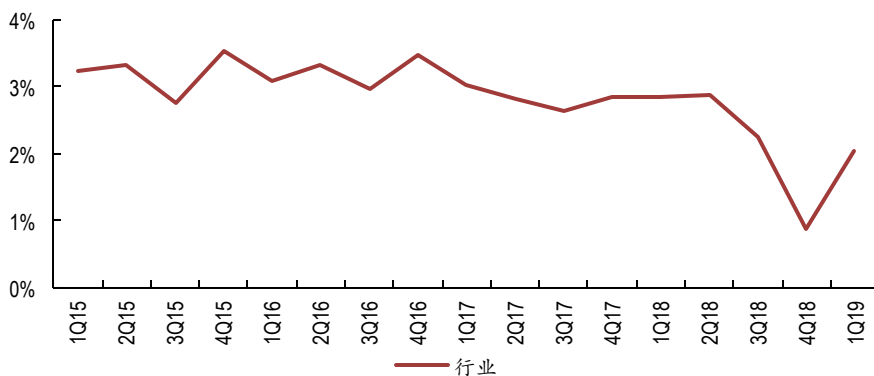
数据来源：wind，财通证券研究所

图 13：汽车行业季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 14：汽车行业季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表1：汽车各细分行业2018年报业绩情况

	公司数	营业收入(亿元)	同比增速(%)	归母净利润(亿元)	同比增速(%)
<u>汽车行业</u>	181	27,557.7	2.2	1,013.7	-19.0
<u>乘用车</u>	11	13,615.2	2.3	538.6	-11.2
<u>商用车</u>	15	2,092.9	-7.8	3.0	-95.6
<u>客车</u>	7	707.8	-7.1	15.7	-61.0
<u>卡车</u>	5	1,313.9	-9.2	-19.6	-200.4
<u>汽车零部件</u>	135	8,653.5	8.7	457.7	-8.4
<u>汽车销售与服务</u>	9	2,791.5	-8.3	-13.1	-127.1
<u>新能源汽车</u>	39	5,938.5	10.6	281.2	-30.3

数据来源：Wind，财通证券研究所

表2：汽车各细分行业2019年一季度业绩情况

	公司数	营业收入(亿元)	同比增速(%)	归母净利润(亿元)	同比增速(%)
<u>汽车行业</u>	181	6,357.3	-6.5	245.8	-24.7
<u>乘用车</u>	11	3,047.4	-14.0	102.9	-40.9
<u>商用车</u>	15	509.9	18.9	10.0	315.5
<u>客车</u>	7	124.4	0.0	3.3	32.0
<u>卡车</u>	5	372.1	28.1	5.4	558.7
<u>汽车零部件</u>	135	2,150.3	5.4	122.9	-8.2
<u>汽车销售与服务</u>	9	563.0	-18.9	7.0	-50.9
<u>新能源汽车</u>	39	1,382.1	9.7	73.2	-19.3

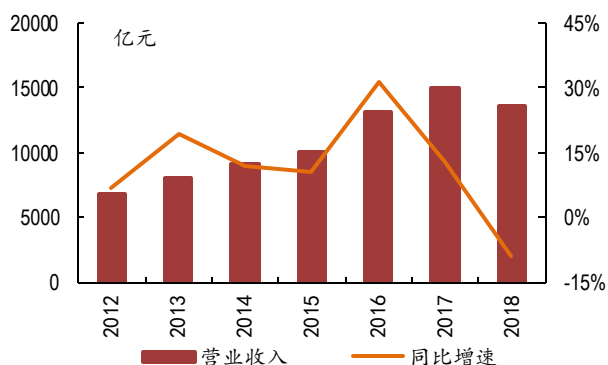
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、乘用车：以价换量致业绩低迷，期待行业复苏改善盈利能力

2.1 业绩分析

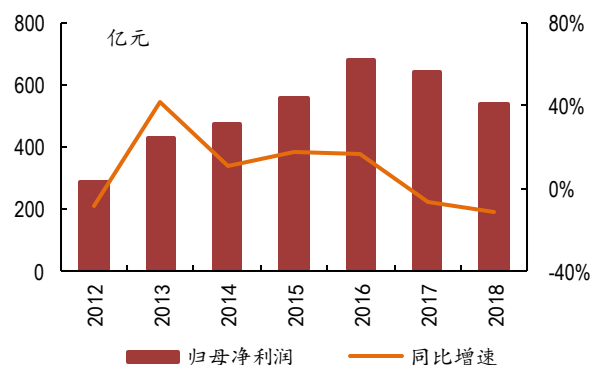
乘用车销量持续下滑，上市公司业绩低迷。2018年，乘用车板块实现营业收入1.4万亿，同比下滑8.8%；归母净利润538.6亿元，同比下滑11.2%。

图 15: 乘用车板块年度营业收入及同比增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

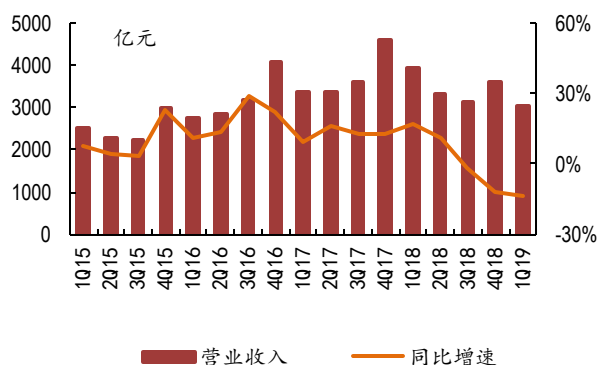
图 16: 乘用车板块年度归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

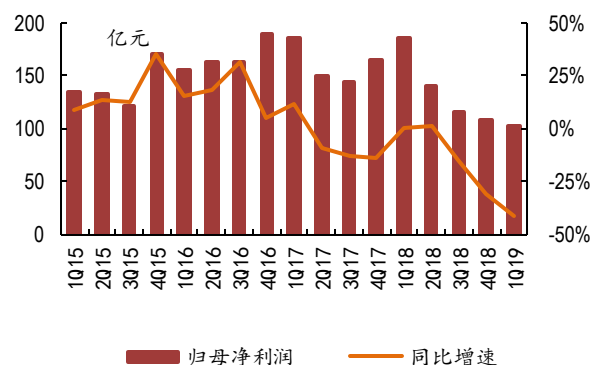
业绩回暖滞后行业销量，叠加高基数因素，乘用车板块 1Q19 业绩尚未改善。2017 年底行业普遍出现销量转移至 2018 年初，导致 1Q18 基数较高。2019 年一季度，乘用车板块实现营业收入 3047.4 亿元，同比下滑 14.0%；归母净利润 102.9 亿元，同比下滑 40.9%，较 4Q18 降幅有所扩大。

图 17: 乘用车板块季度营业收入及同比增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 18: 乘用车板块季度归母净利润及同比增速

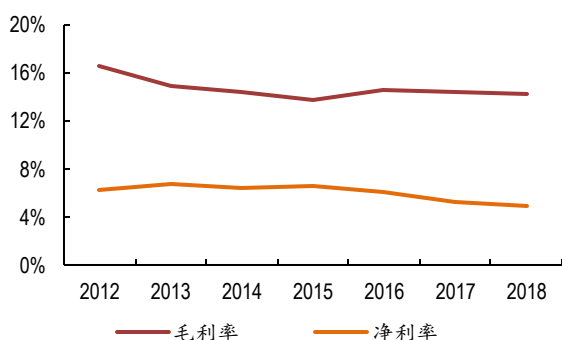


数据来源: wind, 财通证券研究所

2.2 盈利能力分析

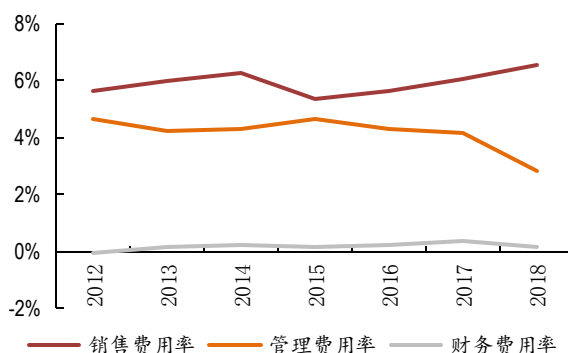
以价换量导致销售费用高企，盈利能力下滑。4Q18及2019年初，车市低迷以及国六切换在即，车企和经销商加大促销折扣力度，2018年销售费用抬升，导致能力能力受损。2018年乘用车板块毛利率14.2%，同比下降0.2pct；净利率4.9%，同比下滑0.3pct；销售费用率6.6%，同比增加0.5pct；ROE 10.8%，同比下滑0.5pct。

图 19: 乘用车板块年度毛利率及净利率



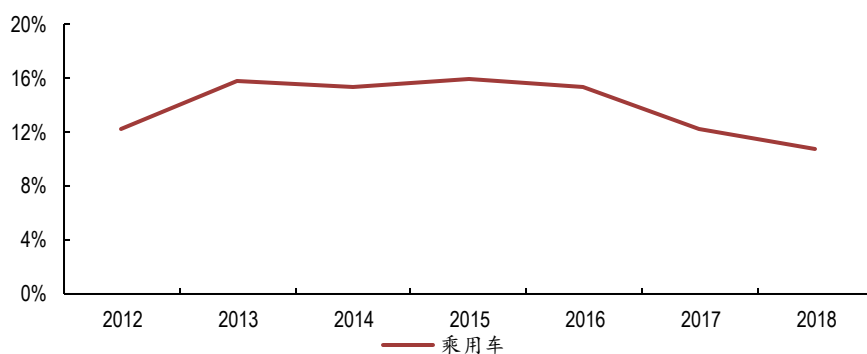
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 20: 乘用车板块年度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

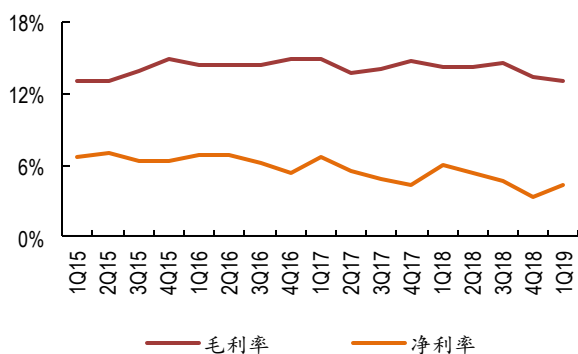
图 21: 乘用车板块年度 ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

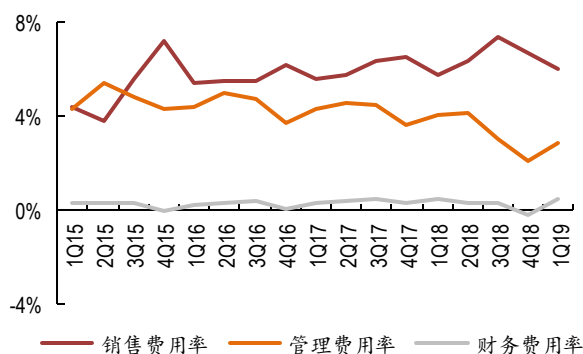
业绩复苏滞后销量回升, 一季度上市公司业绩仍面临较大压力。1Q19乘用车板块毛利率13.0%, 同比下降0.4pct; 净利率4.3%, 同比下滑1.0pct; 销售费用率6.0%, 同比下降1.3pct; ROE 2.0%, 环比下滑0.2pct。

图 22: 乘用车板块季度毛利率及净利率

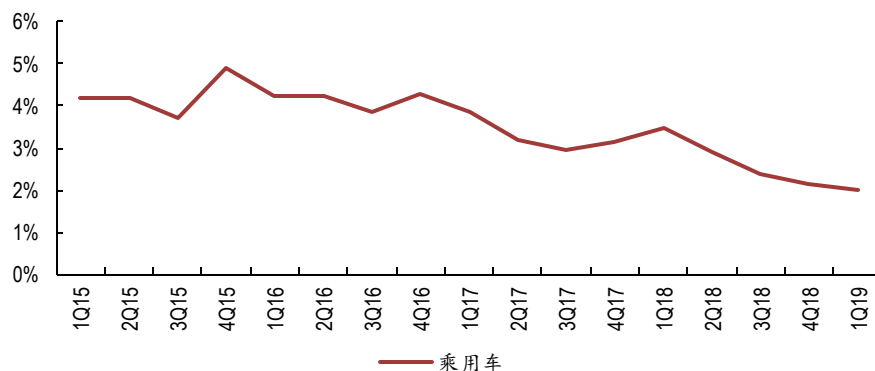


数据来源: wind, 财通证券研究所

图 23: 乘用车板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图24：乘用车板块季度ROE


数据来源：wind，财通证券研究所

表3：乘用车板块重点公司业绩情况

证券简称	2018年				1Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
长安汽车	663.0	-17.1	6.8	-90.5	160.1	-20.0	-21.0	-250.6
上汽集团	8,876.3	3.5	360.1	4.6	1,960.2	-16.5	82.5	-15.0
一汽轿车	262.4	-5.9	1.6	-44.9	46.9	-34.4	0.4	-26.2
长城汽车	978.0	-2.7	52.1	3.6	220.9	-15.8	7.7	-62.8
广汽集团	715.1	0.5	109.0	1.1	142.6	-25.7	27.8	-28.4
比亚迪	1,300.5	22.8	27.8	-31.6	303.0	22.5	7.5	632.0
江淮汽车	500.9	1.9	-7.9	-282.0	146.3	13.8	0.6	-69.1
小康股份	202.4	-7.7	1.1	-85.3	47.3	-24.3	-0.8	-137.0
一汽夏利	11.2	-22.5	0.4	102.3	1.3	-64.1	-2.0	10.8
长久物流	54.8	10.5	4.0	2.4	11.7	-3.5	0.5	-15.8
*ST海马	50.5	-47.9	-16.4	-64.6	7.1	-56.1	-0.4	49.1

数据来源：wind，财通证券研究所

3、商用车：补贴退坡压制客车市场，重卡旺销带动业绩增长

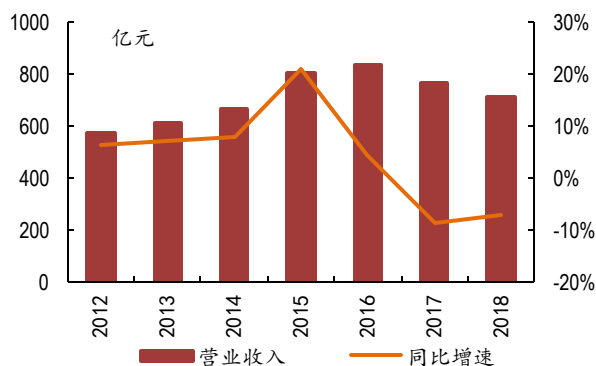
3.1 业绩分析

客车拖累商用车整体业绩。2018年，商用车板块营业收入2092.9亿元，同比下滑7.8%；归母净利润3.0亿元，同比下滑95.6%；剔除福田汽车影响，实现营业收入1682.4亿元，同比下滑4.0%；归母净利润38.7亿元，同比下滑41.1%。商用车板块业绩下滑，主要是受客车市场不景气的拖累。

补贴退坡叠加公路客运低迷，客车市场销量和盈利能力双下滑。2018年共销售客车24.8万辆（同比-12.1%），其中座位客车10.7万辆（同比-16.6%），公交客车9.9

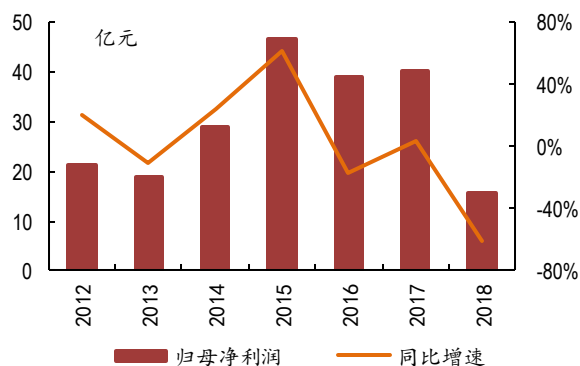
万辆（同比-0.7%）。2018年，客车板块实现营业收入707.8亿元，同比下滑7.1%；归母净利润15.7亿元，同比下滑61.0%。

图 25：客车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

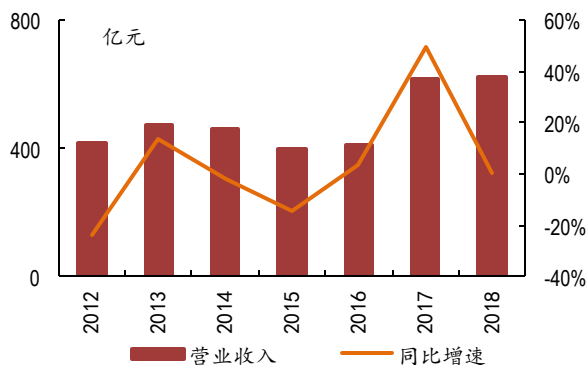
图 26：客车板块年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

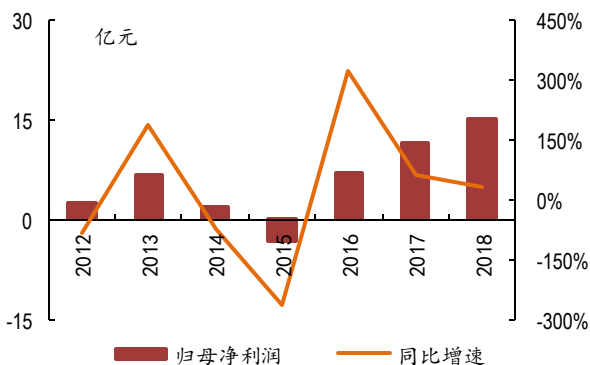
重卡市场连续第三年销量破百万，带动卡车企业在高基数上再创佳绩。剔除福田汽车和江铃汽车影响，2018年卡车板块实现营业收入620.9亿元，同比增长0.8%；归母净利润15.2亿元，同比增长31.6%。

图 27：卡车板块（剔除福田、江铃）年营业收入



数据来源：wind，财通证券研究所

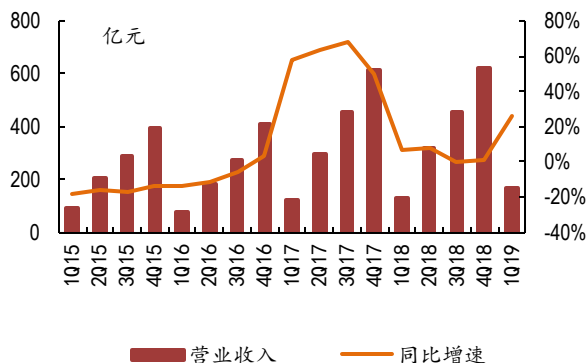
图 28：卡车板块（剔除福田、江铃）归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

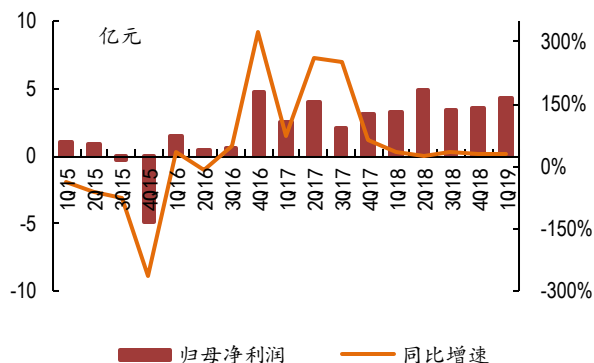
一季度重卡销量持续超市场预期，板块业绩保持增长，但全年来看，重卡销量大概率下滑，建议谨慎对待重卡产业链。环保政策持续趋严，加速老旧车辆更新，基建投入加大，促进工程车辆需求，重卡持续好于市场预期，1Q19 卡车板块实现营业收入165.6亿元，同比增长25.8%；归母净利润4.3亿元，同比增长30.0%。经历连续两年的百万销量，保有车辆中新车比例较高，我们坚持认为2019年重卡销量大概率是下滑，建议谨慎对待重卡产业链。

图 29: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度营收



数据来源: wind, 财通证券研究所

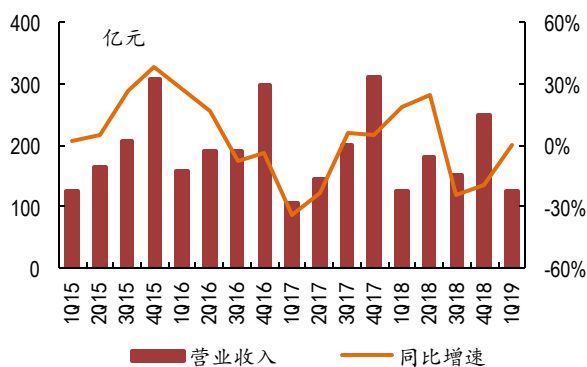
图 30: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度利润



数据来源: wind, 财通证券研究所

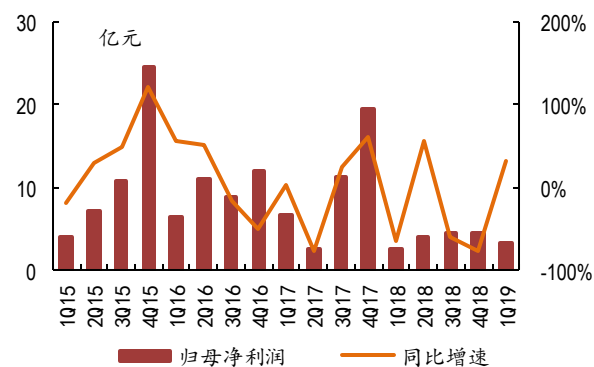
新补贴政策发布较晚, 1Q19 抢装效应下客车市场平稳增长。2019 年 1-3 月客车市场累计销量 4.4 万辆, 同比增长 4.4%, 其中座位客车 2.3 万辆 (同比-2.3%), 公交客车 1.4 万辆 (同比+39.1%), 带动客车板块业绩有所恢复, 1Q19 实现营业收入 124.4 亿元, 同比持平; 归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 32.0%。

图 31: 客车板块季度营业收入及同比增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 32: 客车板块季度归母净利润及同比增速

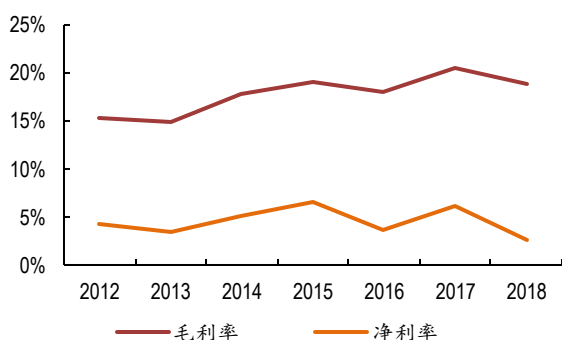


数据来源: wind, 财通证券研究所

3.2 盈利能力分析

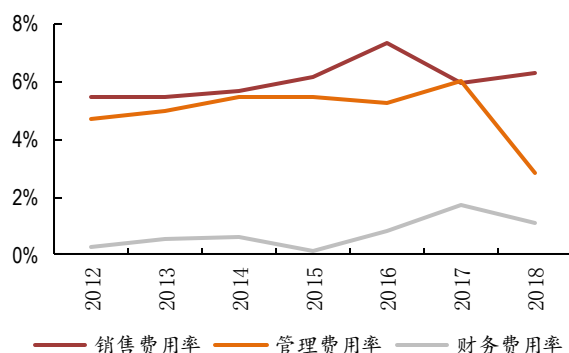
补贴大幅退坡, 客车企业盈利能力大幅下滑。2018 年, 客车板块毛利率 18.9%, 同比下降 0.7pct; 净利率 2.6%, 同比下降 3.6pct; ROE 5.8%, 同比下降 9.1pct。

图 33: 客车板块年度毛利率及净利率



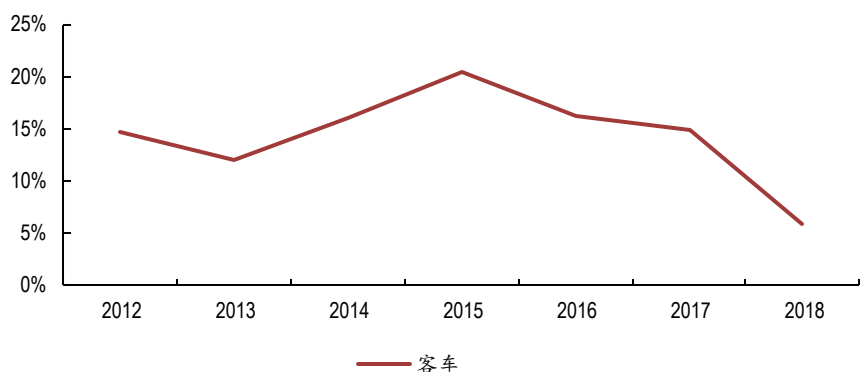
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 34: 客车板块年度费用率



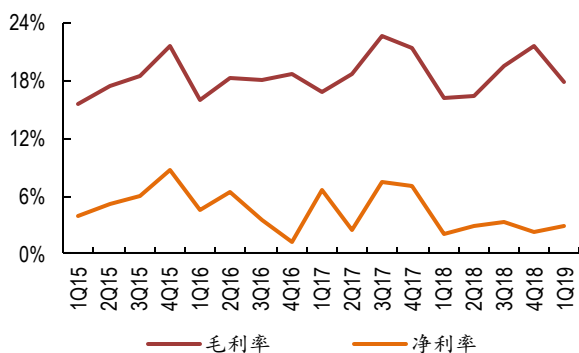
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 35: 客车板块年度 ROE



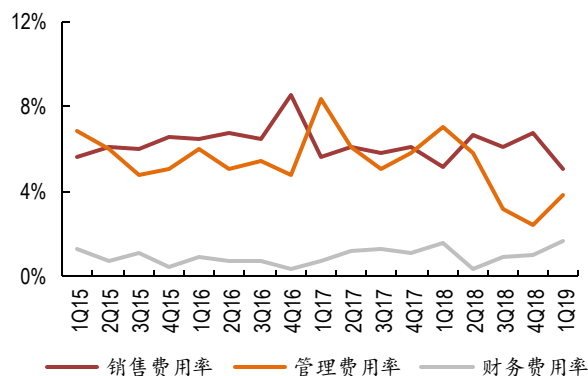
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 36: 客车板块季度毛利率及净利率

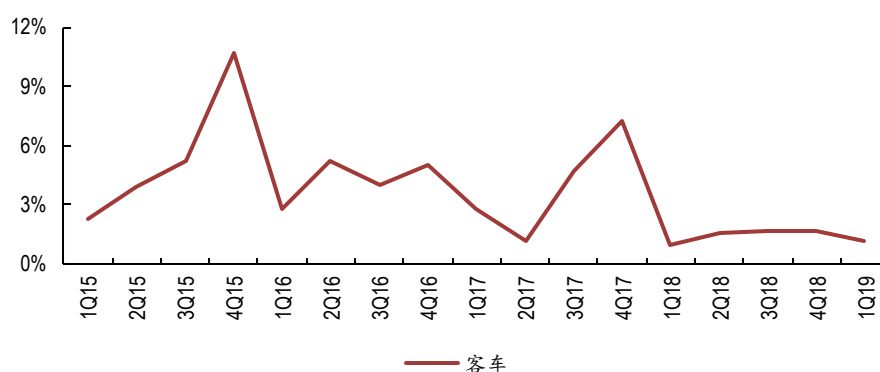


数据来源: wind, 财通证券研究所

图 37: 客车板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图38：客车板块季度ROE


数据来源：wind，财通证券研究所

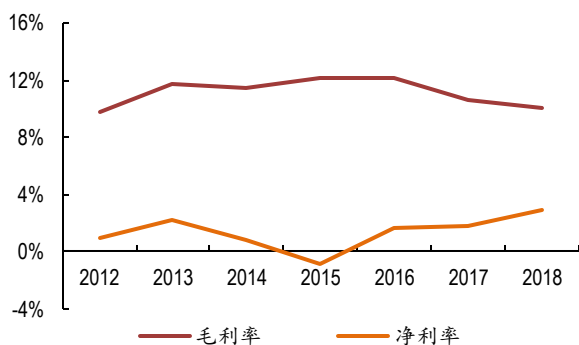
表4：客车板块重点公司业绩情况

证券简称	2018年				1Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
宇通客车	317.5	-4.4	23.0	-26.5	48.4	3.9	3.1	5.4
金龙汽车	182.9	3.1	1.6	-66.8	29.7	-21.5	0.1	2,098.0
亚星客车	24.6	3.0	0.1	-69.5	3.6	36.9	0.0	-64.3
曙光股份	29.2	-23.5	-1.3	-140.5	6.3	-26.2	-0.3	-315.4
金杯汽车	61.5	6.5	0.8	-19.8	14.6	6.4	0.2	-6.0
*ST安凯	31.5	-42.2	-8.9	-288.2	8.6	31.1	0.2	123.4
中通客车	60.8	-22.6	0.4	-80.9	13.3	54.1	0.0	204.6

数据来源：wind，财通证券研究所

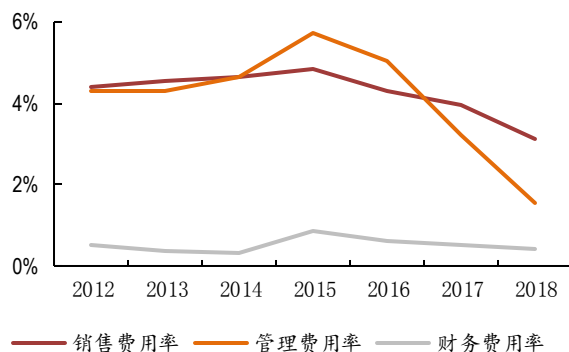
卡车行业具有较强的周期性，越接近景气高点，财务指标越亮眼。自2015年起，板块盈利能力持续向好，2018年毛利率10.0%，同比减少0.7pct；净利率2.9%，同比增长1.0pct；ROE 9.5%，同比增加1.8pct。我们认为，本轮更替周期接近尾声，建议谨慎对待重卡产业链。

图 39: 卡车 (剔除福田、江铃) 毛利率及净利率



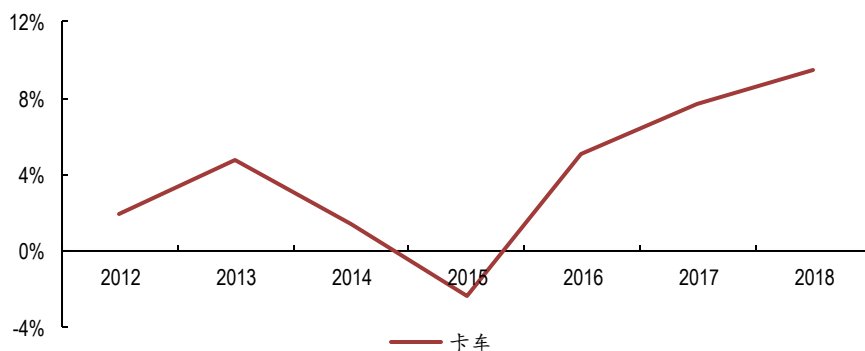
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 40: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

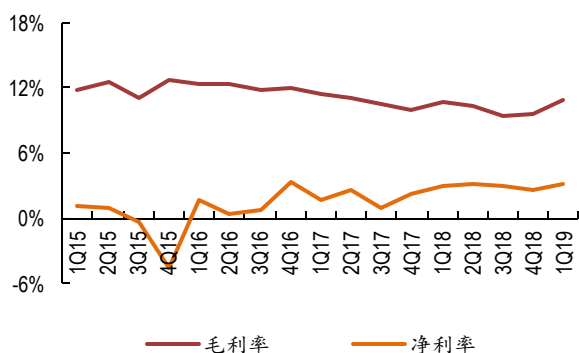
图 41: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年度 ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

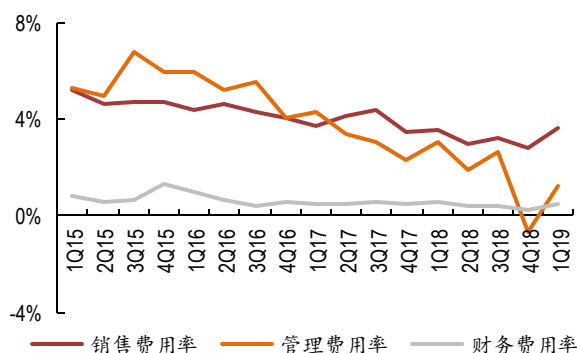
2019年一季度, 卡车板块毛利率10.9%, 同比增加0.2pct; 净利率3.2%, 同比增加0.3pct; ROE 2.6%, 同比增加0.4pct。

图 42: 卡车 (剔除福田、江铃) 季度毛利率



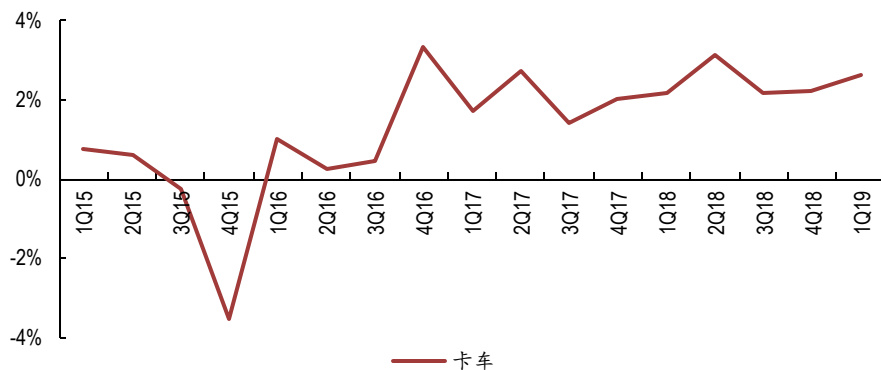
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 43: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图44：卡车板块（剔除福田、江铃）季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表5：卡车板块重点公司业绩情况

证券简称	2018年				1Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
中国重汽	403.8	8.2	9.1	0.8	115.3	24.8	3.1	60.5
东风汽车	144.2	-21.2	5.5	176.0	31.2	26.8	1.2	-10.4
福田汽车	410.5	-20.6	-35.7	-3,293.7	141.4	50.3	0.8	113.3
华菱星马	72.9	21.7	0.6	6.5	19.2	30.5	0.1	-38.8
江铃汽车	282.5	-9.9	0.9	-86.7	65.1	0.4	0.3	-83.6

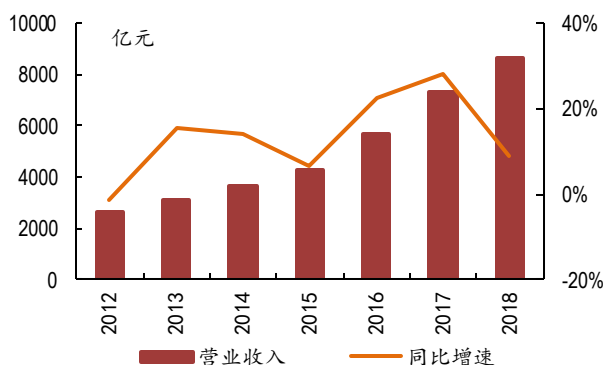
数据来源：wind，财通证券研究所

4、零部件：下游需求不振，板块盈利能力下滑

4.1 业绩分析

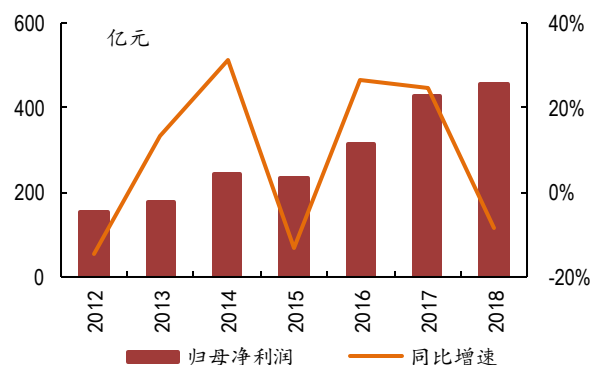
车市不振导致零部件企业业绩疲软。2018年，零部件板块实现营业收入8653.5亿元，同比增长8.7%；归母净利润457.7亿元，同比下滑8.4%。考虑到多只权重股业绩增速均保持高速增长，华域汽车并购小系增厚投资收益、福耀玻璃转让北京福耀获得资产处置损益、均胜电子并表高田、潍柴动力业绩大增，显著提升行业整体水平。若剔除华域、福耀、均胜、潍柴4家公司，零部件板块2018年实现营业收入4715.9亿元，同比增长3.0%；归母净利润234.5亿元，同比下滑28.8%。

图 45：零部件板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

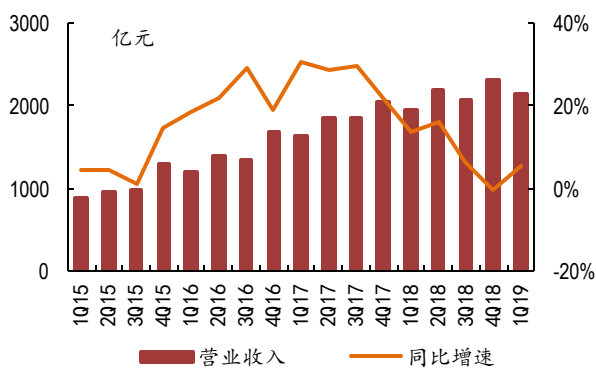
图 46：零部件板块年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

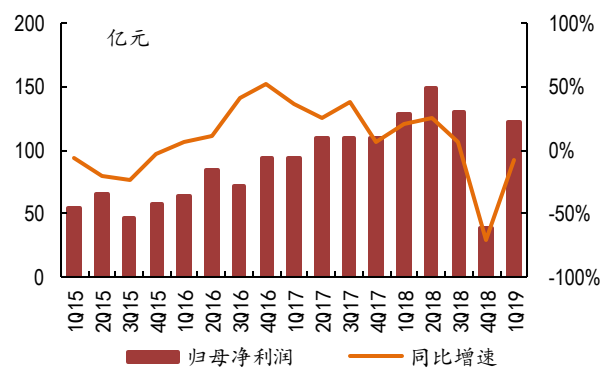
行业拐点将至，一季度零部件板块业绩降幅收窄。1Q19，零部件板块实现营业收入 2150.3 亿元，同比增长 5.4%；归母净利润 122.9 亿元，同比下滑 8.2%。剔除华域、福耀、均胜、潍柴影响，实现营业收入 1135.5 亿元，同比增长 0.9%；归母净利润 68.0 亿元，同比下滑 13.9%。

图 47：零部件板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 48：零部件板块季度归母净利润及同比增速

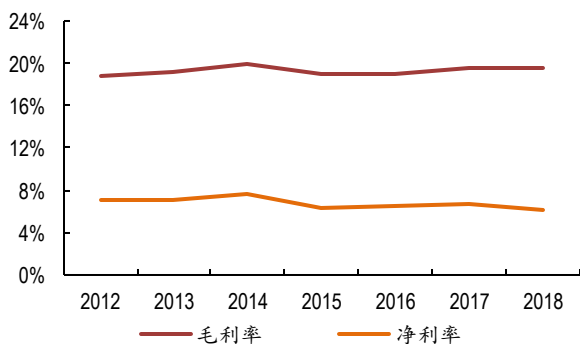


数据来源：wind，财通证券研究所

4.2 盈利能力分析

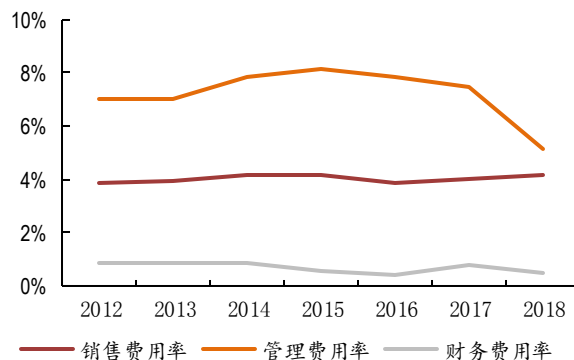
下游需求疲软叠加原材料价格波动，零部件企业盈利能力下降。2018年零部件板块毛利率19.6%，同比持平；净利率6.2%，同比下降0.6pct；ROE 9.1%，同比下降0.9pct。我们认为，零部件企业盈利能力下滑的主要原因是：1) 受2018年下半年国内汽车行业景气度持续下行影响，零部件企业收到整车厂商订单数量减少，产品年降幅度增加；2) 原材料价格波动，进一步压缩零部件企业利润空间。

图 49：零部件板块年度毛利率及净利率



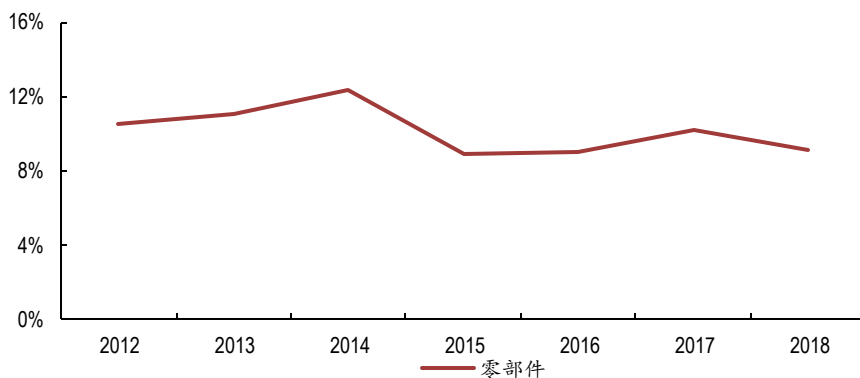
数据来源：wind，财通证券研究所

图 50：零部件板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

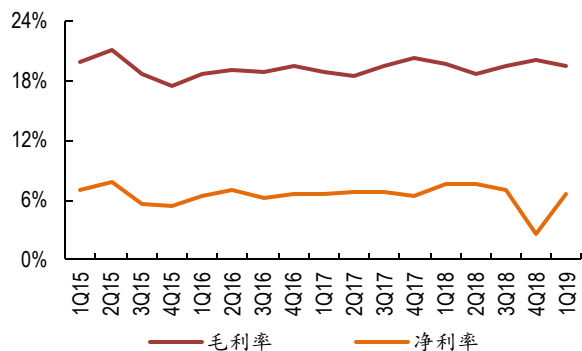
图 51：零部件板块年度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

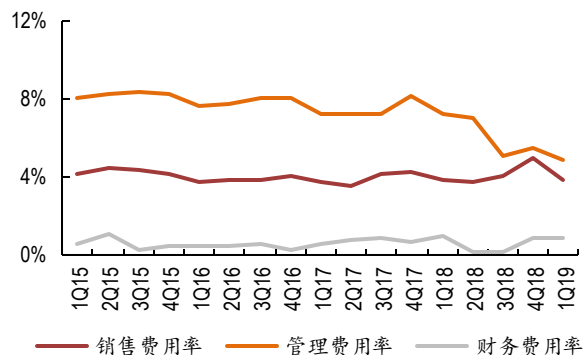
一季度零部件费用率下降，盈利能力企稳。4Q18是行业的至暗时刻，零部件板块ROE下降至0.8%，是2013年以来行业单季度最差的ROE，盈利能力短期承压显著。随着企业开源节流，行业筑底企稳，零部件板块盈利能力有所恢复，1Q19毛利率19.4%（同比小幅下降0.3pct），净利率6.6%（同比下降1.0pct，环比增加4.0pct），ROE 2.4%（同比下降0.4pct，环比增加1.6pct）；费用率方面，1Q19管理费用率4.9%，销售费用率3.8%（同比小幅下降0.1pct，环比下降1.1pct），财务费用率0.9%（同比小幅下降0.1pct，环比下降0.1pct）。

图 52: 零部件板块季度毛利率及净利率



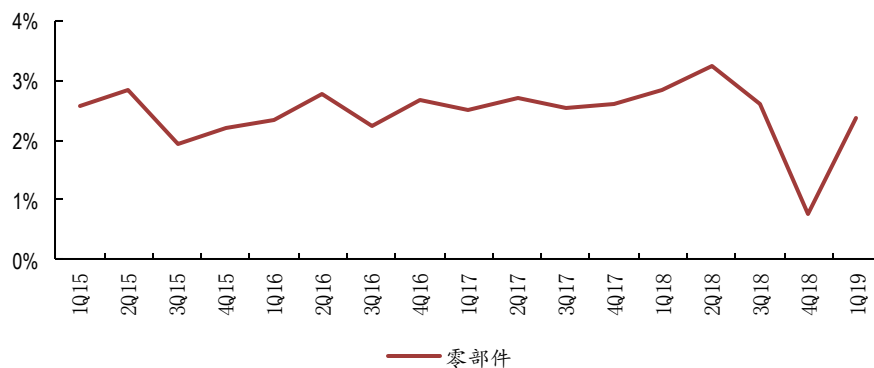
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 53: 零部件板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 54: 零部件板块季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表6：零部件板块重点公司业绩情况

证券简称	2018年				1Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速(%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速(%)	营业收入 (亿元)	同比增 速(%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速(%)
华域汽车	1,571.7	11.9	80.3	22.5	355.7	-11.6	18.5	-36.6
潍柴动力	1,592.6	5.1	86.6	27.2	452.1	15.3	25.9	35.0
均胜电子	561.8	111.2	13.2	232.9	154.3	120.9	2.8	792.5
福耀玻璃	202.2	8.1	41.2	30.9	49.3	3.9	6.1	7.7
宁波华翔	149.3	0.8	7.3	-8.3	36.8	14.3	1.2	16.1
一汽富维	136.1	6.9	4.9	5.8	29.6	-1.3	1.1	-6.9
万丰奥威	110.1	8.1	9.6	6.5	24.6	-4.9	2.0	-10.0
凌云股份	122.5	3.4	2.7	-17.8	27.7	-10.9	0.5	-29.0
万向钱潮	113.6	1.9	7.2	-18.0	26.7	-7.8	2.2	-10.2
中鼎股份	123.7	5.1	11.2	-1.0	26.6	-12.6	3.1	-18.0
骆驼股份	92.2	21.1	5.6	15.8	22.6	14.9	1.6	26.0
威孚高科	87.2	-3.3	24.0	-6.8	22.7	-5.1	6.9	-12.1
富奥股份	78.5	9.2	8.8	6.0	23.5	35.2	2.0	-11.2
亚普股份	78.5	10.9	3.3	-0.4	17.5	4.7	0.6	-12.6
宁波高发	12.9	6.7	2.2	-7.7	2.2	-42.2	0.4	-48.2
拓普集团	59.8	17.6	7.5	2.1	12.5	-16.8	1.1	-43.1
继峰股份	21.5	13.1	3.0	3.3	5.1	0.3	0.6	-24.3
爱柯迪	25.1	15.3	4.7	0.6	6.3	-1.6	0.9	-21.1
双环传动	31.5	19.4	2.0	-19.5	7.6	4.3	0.4	-28.8
岱美股份	42.7	31.6	5.6	-4.1	12.5	44.8	1.6	7.7

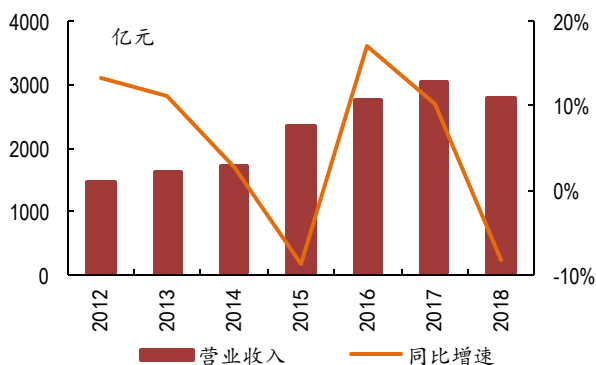
数据来源：wind，财通证券研究所

5、汽车销售及服务：车市寒冬下，经销商业绩普遍下滑或亏损

5.1 业绩分析

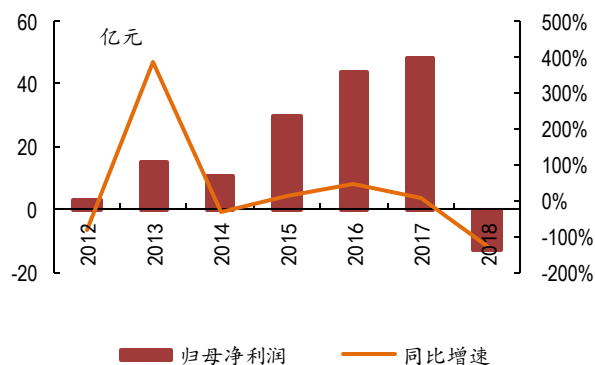
车市寒冬下，经销商业绩下滑。2018年，汽车销售及服务板块实现营业收入2791.5亿元，同比下滑8.3%；归母净利润亏损13.1亿元。

图 55：汽车销售服务板块年度营业收入



数据来源：wind，财通证券研究所

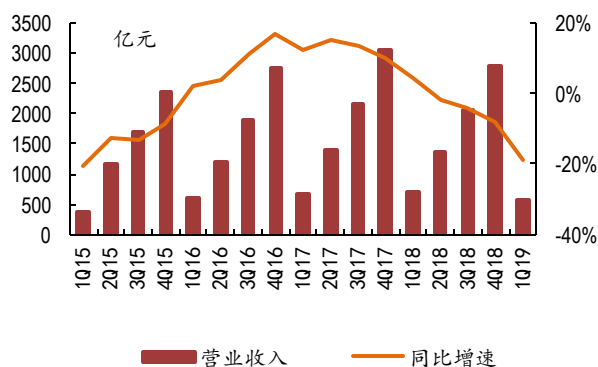
图 56：汽车销售服务板块年度归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

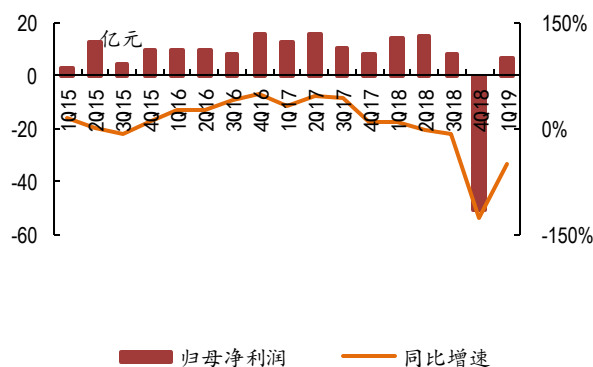
四季度汽车销售及服务板块整体亏损，1Q19 行业主动去库存，减轻经销商渠道压力，板块实现季度扭亏，但仍然面临较大的业绩压力。2018 年四季度，汽车销售及服务板块实现营业收入 739.6 亿元，同比下滑 15.9%；归母净利润亏损 50.4 亿元，板块上次发生单季度亏损是在 2012 年下半年三、四季度。行业前三的广汇汽车、庞大集团、国机汽车一季度业绩均下滑，庞大集团连续 3 个季度业绩发生亏损，行业整体盈利压力较大。

图 57：汽车销售服务板块季度营业收入



数据来源：wind，财通证券研究所

图 58：汽车销售服务板块季度归母净利润

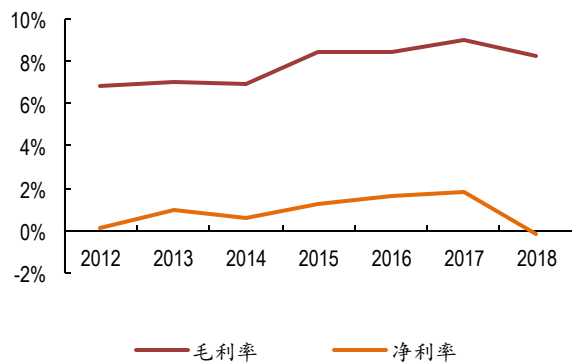


数据来源：wind，财通证券研究所

5.2 盈利能力分析

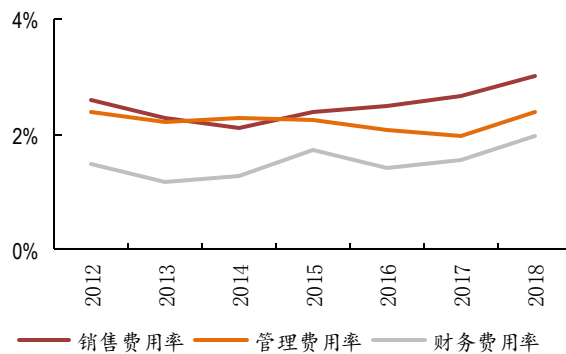
费用率高企，盈利能力下滑。汽车销售及服务板块 2018 年毛利率 8.3%，同比下降 0.7pct；净利率 -0.2%，同比下降 2.0pct；ROE -2.1%，同比下降 9.3pct。受高库存和促销让利影响，费用率有所增加，2018 年销售费用率 3.0%（同比+0.4pct），财务费用率 2.0%（同比+0.4pct）。

图 59：汽车销售服务板块年度毛利率及净利率



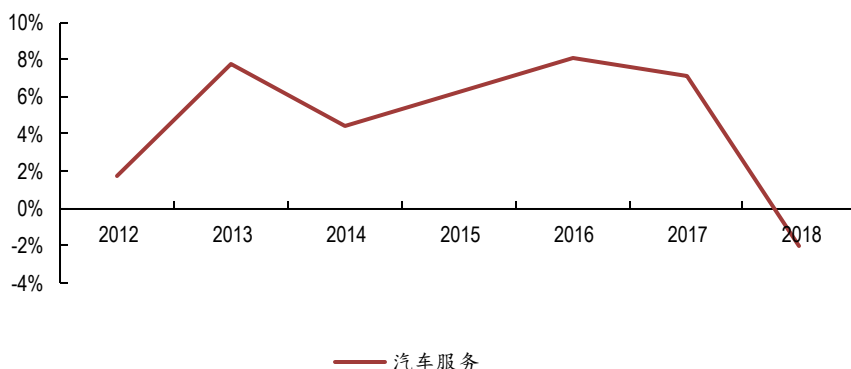
数据来源：wind，财通证券研究所

图 60：汽车销售服务板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

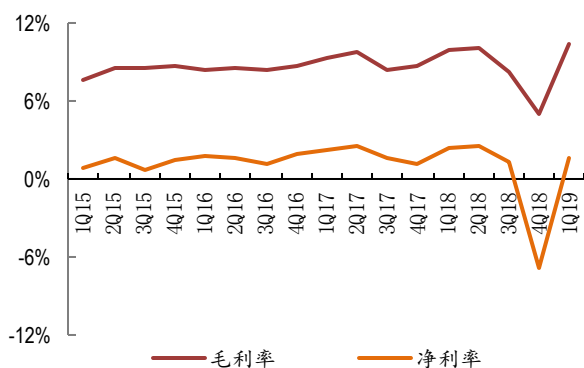
图61：汽车销售服务板块年度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

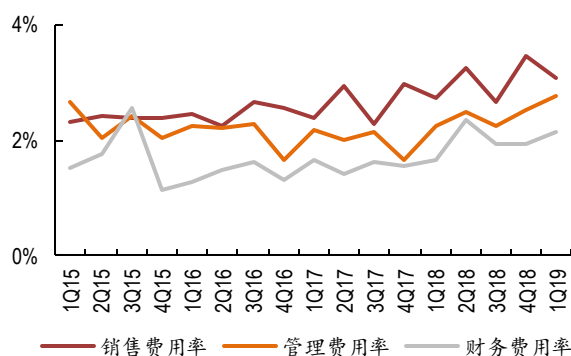
一季度零售端回暖，经销商压力略有缓解。汽车销售及服务板1Q19毛利率10.3%，净利率1.6%，ROE 1.1%。一季度市场仍依靠以价换量主动去库存，板块费用率仍在高位，1Q19销售费用率3.1%（同比+0.4pct），财务费用率2.1%（同比+0.5pct）。

图62：汽车销售服务板块季度毛利率及净利率



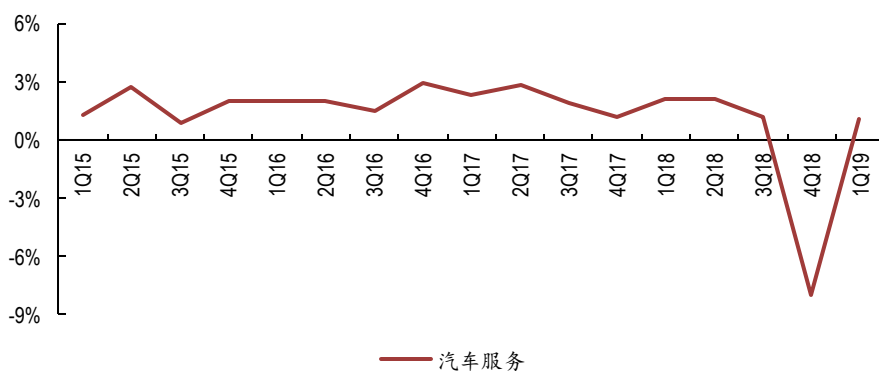
数据来源：wind，财通证券研究所

图63：汽车销售服务板块季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图64：汽车销售服务板块季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表7：汽车销售及服务板块重点公司业绩情况

证券简称	2018年				1Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
广汇汽车	1,661.7	3.4	32.6	-16.3	373.0	-5.5	8.0	-28.4
国机汽车	442.5	-11.9	5.9	-11.3	89.5	-12.3	1.9	-4.2
庞大集团	420.3	-40.4	-61.6	-3,003.2	44.8	-68.3	-4.9	-1,168.1
特力A	4.1	19.3	0.9	30.0	1.2	29.7	0.2	11.9
漳州发展	30.7	12.0	0.9	8.3	6.0	-11.5	0.3	4.6
中国中期	0.7	9.2	0.2	-49.9	0.1	35.1	0.0	-107.2
龙洲股份	68.4	44.0	1.7	0.1	8.3	3.2	0.1	-46.7
大东方	91.5	-0.2	2.9	12.7	22.7	-7.5	1.3	4.5
中华控股	71.5	23.2	3.4	159.8	17.3	11.7	0.1	108.9

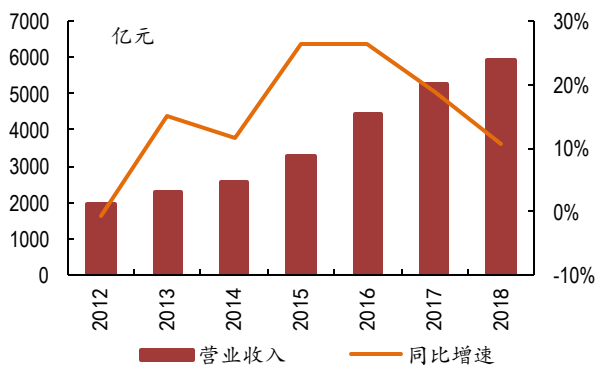
数据来源：wind，财通证券研究所

6、新能源汽车：补贴大幅退坡，上下游面临业绩压力

6.1 业绩分析

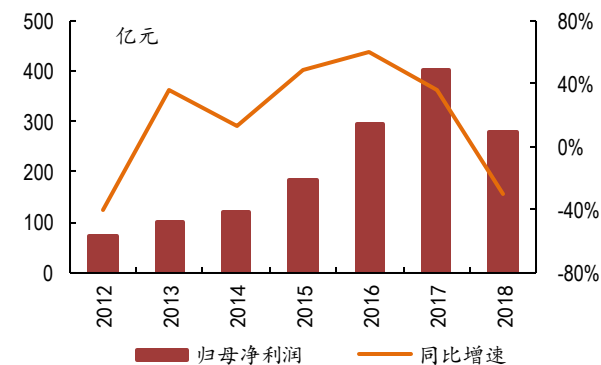
补贴退坡下，新能源汽车产业链业绩承压。2018年，新能源汽车板块实现营业收入5938.5亿元，同比增长10.6%；归母净利润281.2亿元，同比下滑30.3%。2019年新能源补贴再退坡50%以上，产业链成本短期内若无法快速下降，上下游均面临较大的业绩压力。

图 65：新能源汽车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

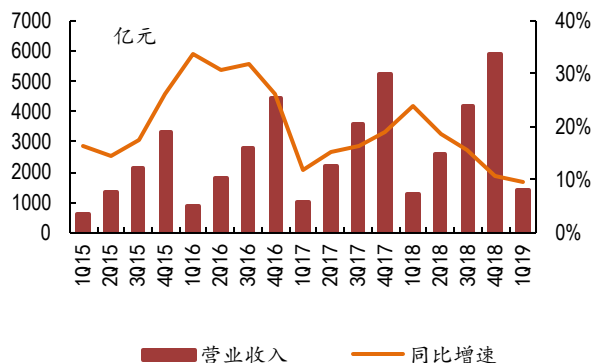
图 66：新能源汽车板块年度归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

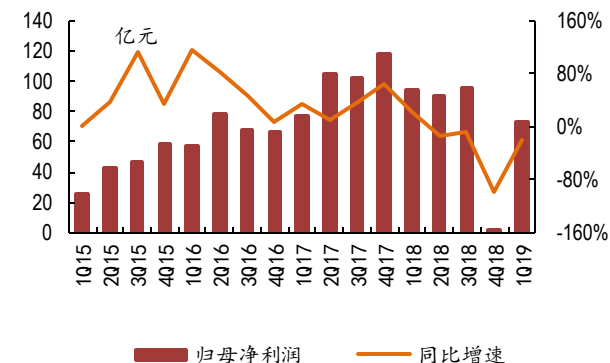
一季度抢装效应较强，新能源汽车板块业绩略有回升，但二季度补贴退坡40%，下半年补贴退坡50%以上（考虑地补退坡约70%），板块中短期内面临较大的业绩压力。新能源汽车板块1Q19实现营业收入1382.1亿元，同比增长9.7%；归母净利润73.2亿元，同比下滑19.3%。

图 67：新能源汽车板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 68：新能源汽车板块季度归母净利润

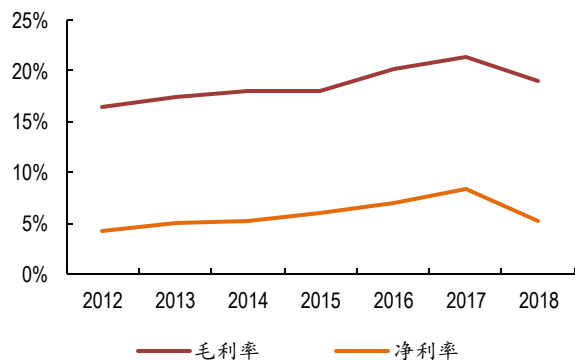


数据来源：wind，财通证券研究所

6.2 盈利能力分析

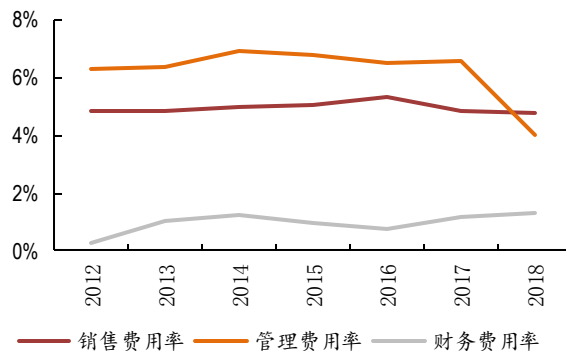
补贴退坡致盈利能力显著下降。2018年新能源汽车板块毛利率18.9%，同比下降0.4pct；净利率5.2%，同比下降3.1pct；ROE 7.4%，同比下降4.8pct。费用率稳中有增，销售费用率4.8%（同比持平），财务费用率1.3%（同比+0.1pct），管理费用率4.0%。

图 69：新能源汽车板块年度毛利率及净利率



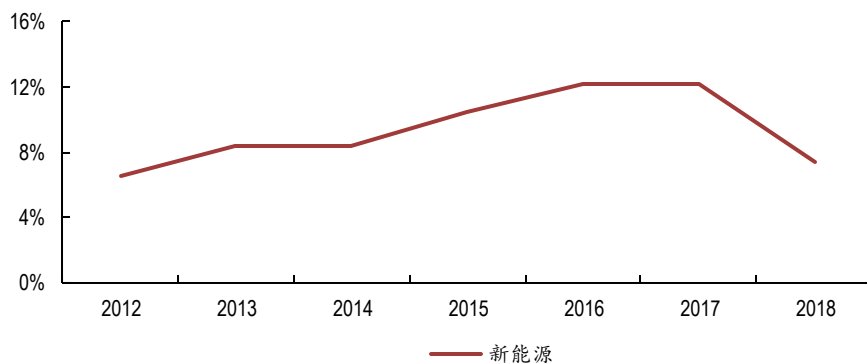
数据来源：wind，财通证券研究所

图 70：新能源汽车板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

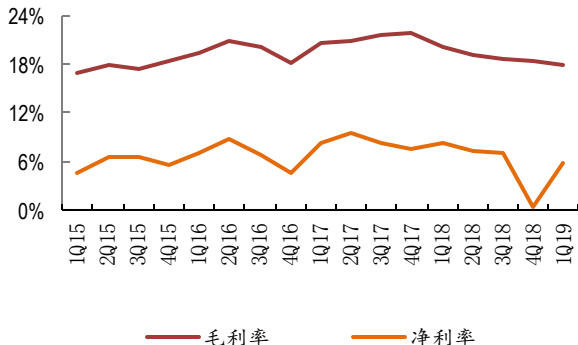
图71：新能源汽车板块季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

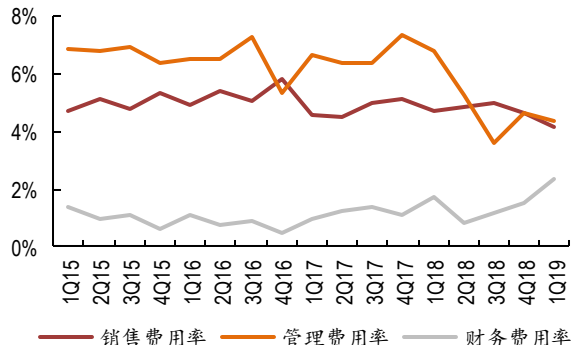
一季度盈利能力持续承压，下半年新能源产业链盈利压力更大。受补贴退坡影响，价格压力自下而上传导，年初订单集中调价，产业链盈利能力持续承压。新能源汽车板块1Q19毛利率17.9%，同比下降1.2pct；净利率5.8%，同比下降2.4pct；ROE 1.9%，同比下降0.8pct。

图72：新能源汽车板块季度毛利率及净利率

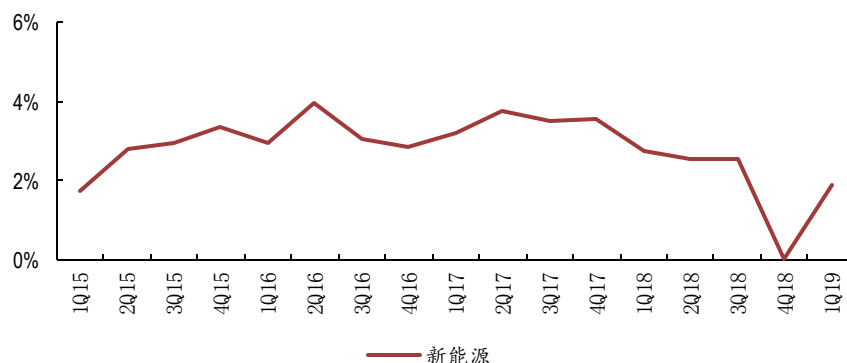


数据来源：wind，财通证券研究所

图73：新能源汽车板块季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图74：新能源汽车板块季度ROE


数据来源：wind，财通证券研究所

表8：新能源汽车板块重点公司业绩情况

证券简称	2018年				1Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
宁德时代	296.1	48.1	33.9	-12.7	99.8	168.9	10.5	153.4
宇通客车	317.5	-4.4	23.0	-26.5	48.4	3.9	3.1	5.4
比亚迪	1,300.5	22.8	27.8	-31.6	303.0	22.5	7.5	632.0
广汽集团	715.1	0.5	109.0	1.1	142.6	-25.7	27.8	-28.4
江苏国泰	368.0	6.7	10.2	31.2	82.9	9.3	2.2	-4.2
江淮汽车	500.9	1.9	-7.9	-282.0	146.3	13.8	0.6	-69.1
欣旺达	203.4	44.8	7.0	29.0	46.8	32.5	1.3	15.9
厦门钨业	195.6	37.8	5.0	-19.3	38.1	11.7	-0.3	-187.4
宁德时代	296.1	48.1	33.9	-12.7	99.8	168.9	10.5	153.4

数据来源：wind，财通证券研究所

7、投资建议：行业复苏进行时，超配汽车正当下

行业正处于由底部向右侧进击的阶段。终端需求持续改善，1-3月乘用车终端累计销售526.3万辆，同比下滑13.7%，降幅较4Q18收窄3.8pct.；批发数据年初受去库存与基数影响，数据改善滞后零售数据，3月汽车批发销量同比下滑5.2%，降幅较2019年1-2月和4Q18明显收窄。我们认为，行业拐点来临，随着终端需求的持续回暖，批售数据将逐步向零售端收敛，开启逐月或逐季改善的态势。

汽车布局正当时，建议超配低估值、强产品周期的整车股。车企形成自身强产品周期为“造势”，但若同时踏准行业复苏节奏，即可“乘势”实现周期“共振”，则业绩增长幅度将非常可观。建议重点关注恰好处于或即将进入强产品周期的长

安汽车。长安汽车当前 PB 0.9 倍，安全边际较高，2019-2021 年长安福特将迎来多款福特品牌车型换代，以及多款全新福特、林肯车型的国产化，公司业绩有望显著改善，PB 有望持续修复，我们继续重点推荐。

把握一汽大众产业链红利，精选高弹性品种。随着一汽大众强周期走向深入，其零部件供应商将显著受益产业链红利，业绩具备较高弹性。我们认为，一汽大众强周期是今年汽车行业高确定性的投资主线，重点推荐一汽富维、宁波华翔、富奥股份、常熟汽饰、星宇股份。同时结合 PB 考虑，宁波华翔（0.9 倍 PB）、一汽富维（1.3 倍 PB）处于低位，具备高安全边际且业绩弹性十足，重点推荐。

表 9：重点公司盈利预测及评级

证券代码	公司名称	收盘价 (2019.4.30)	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000625	长安汽车	410.6	0.14	0.44	1.46	61.1	19.4	5.9	买入
600480	凌云股份	46.1	0.80	0.94	1.12	12.7	10.8	9.4	买入
600742	一汽富维	66.5	0.97	1.22	1.40	13.5	10.7	9.4	买入
002048	宁波华翔	79.5	1.17	1.36	1.61	10.9	9.3	7.9	买入
002434	万里扬	98.9	0.26	0.42	0.62	28.4	17.6	11.9	买入
000625	长安汽车	410.6	0.14	0.44	1.46	61.1	19.4	5.9	买入

数据来源：Wind，财通证券研究所

8、风险提示

- 1) 宏观经济下行；
- 2) 汽车行业景气度不及预期；
- 3) 零部件企业客户拓展及产品拓展不及预期；
- 4) 汽车行业政策风险。

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。