

# 行业整体承压，期待穿越黑夜迎接黎明

## ——汽车行业 2018 年报及 2019 一季报综述

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2019 年 5 月 10 日

### 证券分析师

郑连声  
022-28451904  
zhengls@bhzq.com

### 助理分析师

陈兰芳  
SAC No: S1150118080005  
022-23839069  
chenlf@bhzq.com

### 子行业评级

|        |    |
|--------|----|
| 整车     | 中性 |
| 汽车零部件  | 中性 |
| 汽车经销服务 | 中性 |
| 新能源汽车  | 看好 |

### 重点品种推荐

|      |    |
|------|----|
| 上汽集团 | 增持 |
| 广汽集团 | 增持 |
| 长安汽车 | 增持 |
| 精锻科技 | 增持 |
| 豪迈科技 | 增持 |
| 星宇股份 | 增持 |
| 比亚迪  | 增持 |
| 北汽蓝谷 | 增持 |
| 宇通客车 | 增持 |
| 宁德时代 | 增持 |
| 潍柴动力 | 增持 |
| 威孚高科 | 增持 |

### 投资要点：

#### ● 行业基本面

1) 销量方面，2018 年汽车销量 2808.06 万辆，同比下降 2.76%，分季度看，从 2018Q3 开始连续三个季度负增长；2019Q1 销量同比下降 11.32%，增速较去年同期下降 14.11 个百分点，主要归因于经济面临压力下，消费者收入预期不乐观导致作为可选消费品的汽车终端需求不足。2018 年、2019Q1 新能源汽车销量增速分别达到 61.67%、109.03%，实现快速增长，成为行业中的增长亮点。重卡销量依旧保持增长，2018/2019Q1 同比增长 3.24%/0.65%。

2) 库存与价格方面，2018 年 1 月以来，除 2019 年 1 月外经销商库存系数都处于警戒线以上，经销商库存压力较大；2018 年 12 月以来同比有所下降，主机厂存压力有所缓解；2018 年乘用车价格比较坚挺，预计与厂商新车型导入有关，但整体优惠幅度相比同期在扩大。3) 主要原材料钢铝铜等价格仍处于高位，汽车制造成本压力仍存，我们预计未来主要原材料价格或将以震荡为主。

#### ● 行业整体经营情况

1) 2018 年以来营业收入和净利润增速明显收窄，其中自 2018Q4 开始营业收入出现负增长，自 2018Q3 开始净利润出现负增长，主要原因在于汽车产销低迷以及上游原材料成本压力带来的营业成本增加。2) 行业毛利率和净利率的下滑以及经营性现金流量净额的降低以及 ROA/ROE 下降均反映出行业盈利能力的减弱。3) 2018 年在建工程相比年初增长率上升，2018/2019Q1 投资性现金流量净额减少，资本性支出明显增多，主要原因在于车企通过加大研发推出新车型等手段以期站稳市场，以及车企加大电动化与智能化领域的投资与研发投入。

#### ● 细分行业情况

板块经营持续分化，盈利能力减弱：1) 乘用车板块 2018 年营业收入随单车价格提高有所增长；但从单季看，自 2018Q3 开始连续三季度营业收入因乘用车销量下降较快而持续下滑，同时盈利能力减弱且降幅较大。2) 客车板块 2018 年营业收入因销量下滑(-5.99%)而出现较大下滑(-7.14%)，但 2019Q1 单车价格有所提升而使整体营业收入与去年同期持平，新能源客车补贴退坡致盈利能力减弱。3) 货车板块 2018 年营业收入出现下滑，但 2019Q1 营业收入因重卡景气度回升而上涨，盈利能力持续减弱。4) 零部件板块业绩仍然保持正增长，但增速已明显放缓，主要受下游汽车产销低迷影响，盈利能力也出现小幅下滑。5) 汽车经销服务板块业绩增速显著下降，而在销量下滑及终端促销的背景下，盈利能力不可避免受到影响。

### ● 机构持仓情况

行业配置方面, 2019Q1 机构继续减仓汽车股, 配置比例由 2018Q4 的 2.38% 降至 1.90%, 下降幅度位列申万一级行业第 6。个股配置方面, 机构更偏好于流动性好的行业细分龙头, 截至 2019 年一季度末, 汽车行业前十大重仓持股总市值合计 400.78 亿元, 占汽车行业持股总市值的 68.38%, 其中比亚迪以 104.79 亿元的持股总市值位列第一。

### ● 行业表现及估值

今年以来, 汽车板块跑输大盘 4.22 个百分点, 目前行业 TTM 市盈率为 16 倍, 年初以来虽跟随大盘有所上升, 但从 2002 年以来的历史数据来看, 仍位于历史估值中枢下方。其中, 乘用车板块 14 倍, 零部件板块 17 倍。目前来看, 整体估值已基本消化了汽车景气度低迷的预期, 行业优质龙头仍具备配置价值。

### ● 行业投资策略

1) 当前宏观经济运行压力仍较大, 终端需求仍较低迷, 汽车行业整体承压, 同时面临上游原材料价格压力, 汽车产业链利润率受到影响; 考虑到去年同期基数高的原因, 今年二季度汽车产销增长仍面临较大压力, 但去年下半年基数较低, 预期今年下半年汽车产销将有所回暖。我们认为, 在存量竞争格局下, 未来汽车板块经营分化仍将持续, 优质龙头效应将越发显现, 建议关注正处于新车周期的丰田本田等主流日系品牌、预期即将开启新一轮新车周期的福特、以及部分优质自主品牌, 如整车标的上汽集团 (600104)、广汽集团 (601238)、长安汽车 (000625), 以及优质零部件标的精锻科技 (300258)、豪迈科技 (002595)、星宇股份 (601799)。

2) 新能源汽车行业正由“政策驱动”转向“市场驱动”, 补贴政策的逐步退坡有利于车企依靠自身实现独立长效发展, 结合股比放开以及双积分政策正式实施, 外资和合资车企纷纷加大投资力度和产能布局, 市场竞争愈加充分, 未来新能源汽车市场供给将持续改善, 并将面临“消费分级”, 中高端车型和低端车型将持续分化, 整体仍将保持快速增长。建议关注具备技术储备和客户渠道优势的优质产业链龙头公司, 如比亚迪 (002594)、北汽蓝谷 (600733)、宇通客车 (600066)、宁德时代 (300750, 电新组覆盖)。

3) 商用车方面, 随着基建投资力度加码, 以及今年 7 月 1 号国六排放标准开始实施, 存量大的国三车面临淘汰更新, 我们预计重卡产销有望保持稳定, 建议关注产品覆盖全、市场竞争力强的潍柴动力 (000338), 以及威孚高科 (000581)。

**风险提示:** 经贸摩擦风险; 经济下行超预期; 政策波动风险; 新能源汽车市场增速低于预期; 原材料涨价及汇率风险。

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1.行业整体情况.....                | 6  |
| 行业基本面：汽车销量下滑，经销商库存压力仍较大..... | 6  |
| 行业整体经营情况：业绩面临压力，行业盈利减弱.....  | 9  |
| 2.细分行业情况.....                | 12 |
| 乘用车：销量下滑致单季营收下降，经营将持续分化..... | 12 |
| 客车：销量下滑致营收下降，盈利能力减弱幅度较大..... | 13 |
| 货车：重卡景气度回升拉动业绩，盈利能力有所好转..... | 14 |
| 汽车零部件：业绩增速放缓，盈利能力下降.....     | 15 |
| 汽车经销服务：业绩增速显著下降，库存压力仍存.....  | 16 |
| 3.机构持仓分析.....                | 17 |
| 行业配置：机构继续减仓汽车股.....          | 17 |
| 个股配置：偏好于流动性好的行业细分龙头.....     | 18 |
| 4.行业板块表现与估值.....             | 19 |
| 5.投资策略.....                  | 21 |

## 图 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 汽车批发销量 (万辆)              | 7  |
| 图 2: 新能源汽车销量 (万辆)             | 7  |
| 图 3: 重卡销量走势                   | 7  |
| 图 4: 汽车经销商库存                  | 8  |
| 图 5: 厂商库存压力有所缓解 (万辆)          | 8  |
| 图 6: 汽车制造业工业增加值走低             | 8  |
| 图 7: 汽车产成品存货增长走势低于去年同期        | 8  |
| 图 8: 今年以来乘用车价格变化指数低于同期        | 8  |
| 图 9: 乘用车终端优惠高于同期              | 8  |
| 图 10: 钢材价格走势                  | 9  |
| 图 11: 铝价格走势                   | 9  |
| 图 12: 铜价格走势                   | 9  |
| 图 13: 顺丁橡胶价格                  | 9  |
| 图 14: 汽车行业营业收入                | 10 |
| 图 15: 汽车行业净利润                 | 10 |
| 图 16: 汽车行业毛利率                 | 10 |
| 图 17: 汽车行业净利率                 | 10 |
| 图 18: 汽车行业期间费用率走势             | 11 |
| 图 19: 汽车行业经营性现金流量净额 (年度累计)    | 11 |
| 图 20: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)   | 11 |
| 图 21: 汽车行业在建工程相比年初增长率         | 12 |
| 图 22: 汽车行业投资性现金流量净额 (年度累计)    | 12 |
| 图 23: 汽车行业资本性支出               | 12 |
| 图 24: 汽车行业折旧与摊销额              | 12 |
| 图 25: 广义乘用车销量走势               | 13 |
| 图 26: 乘用车板块营业收入               | 13 |
| 图 27: 乘用车板块毛利率与净利率            | 13 |
| 图 28: 客车销量走势                  | 14 |
| 图 29: 客车板块营业收入                | 14 |
| 图 30: 客车板块毛利率与净利率             | 14 |
| 图 31: 货车销量走势                  | 15 |
| 图 32: 货车板块营业收入                | 15 |
| 图 33: 货车板块毛利率与净利率             | 15 |
| 图 34: 汽车零部件板块营业收入             | 16 |
| 图 35: 汽车零部件板块毛利率与净利率          | 16 |
| 图 36: 汽车经销服务板块营业收入            | 16 |
| 图 37: 汽车经销服务板块毛利率与净利率         | 16 |
| 图 38: 汽车经销服务板块存货走势            | 17 |
| 图 39: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额       | 17 |
| 图 40: 汽车行业配置比例下降幅度位列申万一级行业第 6 | 17 |
| 图 41: 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 7     | 17 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 42: 机构持股市值排名前 20 公司 .....           | 18 |
| 图 43: 机构增持金额排名前 20 公司 .....           | 18 |
| 图 44: 机构减持金额排名前 20 公司 .....           | 18 |
| 图 45: 机构持股市值排名前 20 公司的行业分布比例 .....    | 19 |
| 图 46: 行业及各板块估值 (PE, TTM 整体法) 走势 ..... | 20 |
| 图 47: 乘用车板块估值溢价率 .....                | 20 |
| 图 48: 商用车板块估值溢价率 .....                | 20 |
| 图 49: 汽车零部件板块估值溢价率 .....              | 20 |
| 图 50: 汽车经销服务板块估值溢价率 .....             | 20 |

## 表 目 录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 行业板块涨跌幅 (2019.1.1-2019.5.10) ..... | 19 |
|---|----|

## 1.行业整体情况

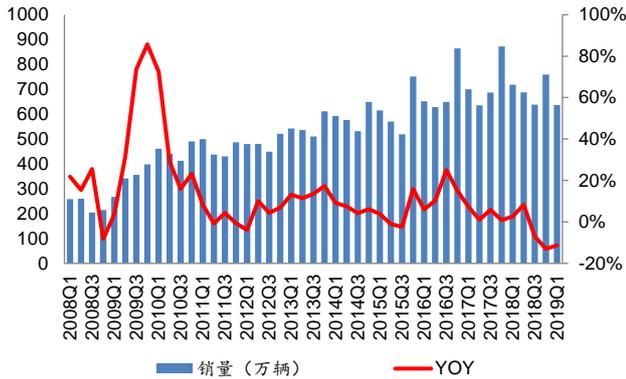
### 行业基本面：汽车销量下滑，经销商库存压力仍较大

1) 销量方面，2018 年汽车销量 2808.06 万辆，同比下降 2.76%，增速较 2017 年下降 5.80 个百分点；2019Q1 销量 637.24 万辆，同比下降 11.32%，增速较去年同期下降 14.11 个百分点。分季度看，汽车销量从 2018Q3 开始连续三个季度负增长，其中 2018Q4 跌幅最大，达到 12.98%，主要归因于经济面临压力下，消费者收入预期不乐观导致作为可选消费品的汽车终端需求不足，同时去年同期基数较高也是影响因素。我们认为，考虑到去年同期基数高的原因，今年二季度汽车产销增长仍面临较大压力，但去年下半年基数较低，预期今年下半年汽车产销将回暖；未来品牌与企业分化仍将持续，优质龙头效应将越发显现，正处于新车周期的丰田本田等主流日系品牌、预期即将开启新一轮新车周期的福特、以及部分优质自主品牌未来表现有望持续超越行业。

2018 年、2019Q1 新能源汽车销量分别为 125.62、29.89 万辆，增速分别达到 61.67%、109.03%，实现快速增长，成为行业中的增长亮点。在新能源汽车补贴大幅退坡、股比放开以及双积分政策正式实施的共同作用下，国内外车企纷纷加大投资力度和产能布局，市场竞争愈加充分，未来新能源汽车市场供给将持续改善，并将面临“消费分级”，一方面中高端车型补贴相对较多，技术水平高，驾乘体验好，加上对应消费群体对成本敏感性相对较低，未来有望持续快速增长；另一方面，低端车型因选择使用磷酸铁锂电池而具备性价比优势，对补贴依赖度低，从而实现销量自发较快增长。

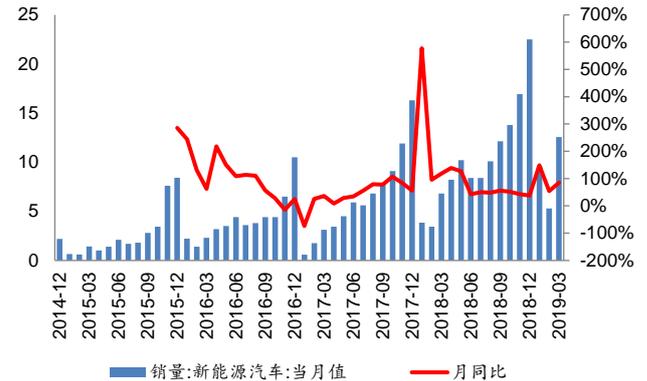
2018 年重卡销量虽在 7~10 月有所回落，但全年依旧保持增长，2018 年销量为 114.80 万辆，同比增长 3.24%；2019Q1 重卡景气度有所回升，销量为 32.55 万辆，同比增长 0.65%，其中 3 月份增速回升至 7.06%，主要归于基建投资力度加码。

图 1: 汽车批发销量 (万辆)



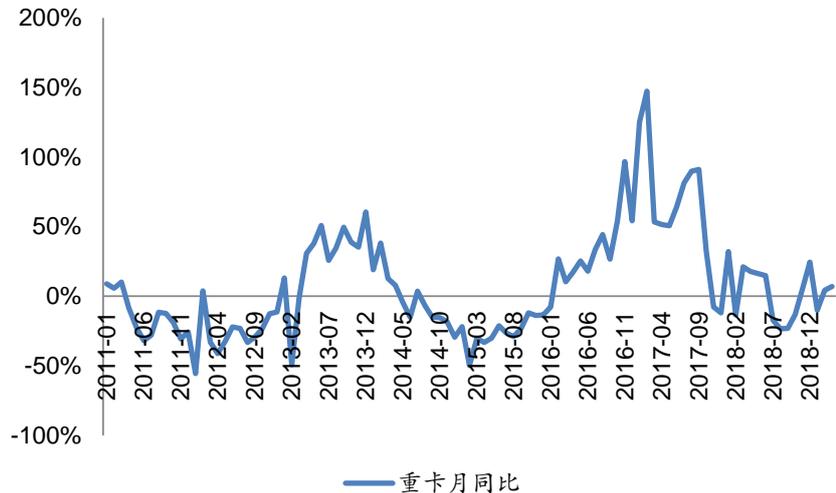
资料来源: Wind, 渤海证券

图 2: 新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 3: 重卡销量走势

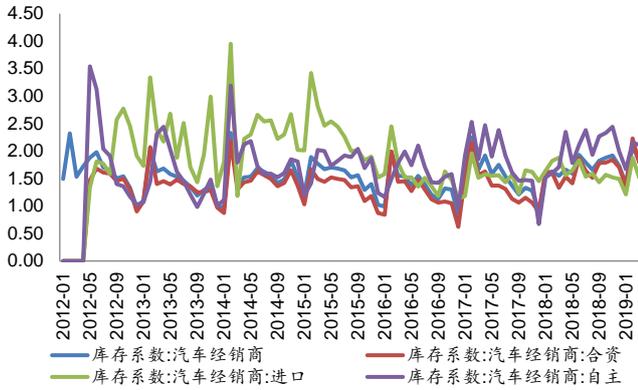


资料来源: Wind, 渤海证券

2) 库存与价格方面, 关于经销商库存, 2018 年 1 月以来, 除 2019 年 1 月外经销商库存系数都处于警戒线以上, 2019 年 2 月更是达到 2.10, 经销商库存压力较大, 未来仍需依靠终端促销等手段消化库存; 关于主机厂库存, 2018 年 12 月以来汽车库存同比有所下降, 主机厂库存压力有所缓解, 至 2019 年 3 月底, 汽车库存为 113.0 万辆, 其中乘用车库存 88.3 万辆, 相比月初增长 8.7%, 库存增加主要在于主机厂季节性备货, 适当增加生产节奏, 而从工业增加值及产成品存货走势来看, 目前整车厂商整体处于谨慎生产去库存阶段。价格方面, 2018 年乘用车价格比较坚挺, 预计与主机厂新车型导入有关, 但整体优惠幅度相比同期有扩大。在行业景气度预期低迷的情况下, 主机厂与经销商希望通过价格优惠来消化库存, 我们预计价格波动与库存波动仍将处于理性范围内, 出现恶性价格竞争

的可能性不大。

图 4: 汽车经销商库存



资料来源: Wind, 渤海证券

图 5: 厂商库存压力有所缓解 (万辆)



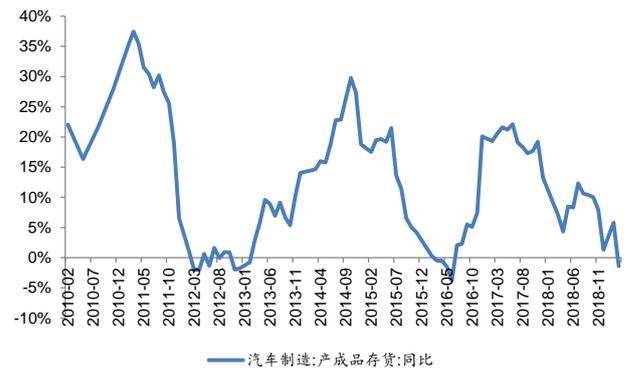
资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 汽车制造业工业增加值走低



资料来源: Wind, 渤海证券

图 7: 汽车产成品存货增长走势低于去年同期



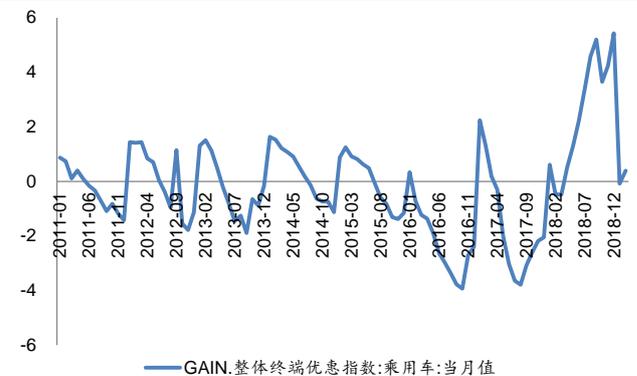
资料来源: Wind, 渤海证券

图 8: 今年以来乘用车价格变化指数低于同期



资料来源: Wind, 乘联会, 渤海证券

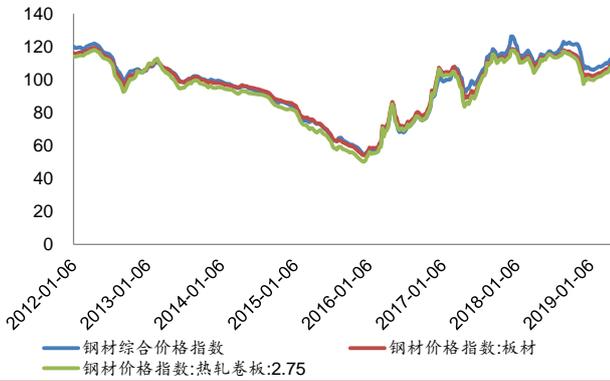
图 9: 乘用车终端优惠高于同期



资料来源: Wind, 乘联会, 渤海证券

3) 成本方面, 主要原材料钢铝铜等价格仍处于较高位, 汽车制造成本压力仍存。考虑到全球贸易摩擦背景下经济走势的不确定性, 我们预计未来主要原材料价格或将以震荡为主。

图 10: 钢材价格走势



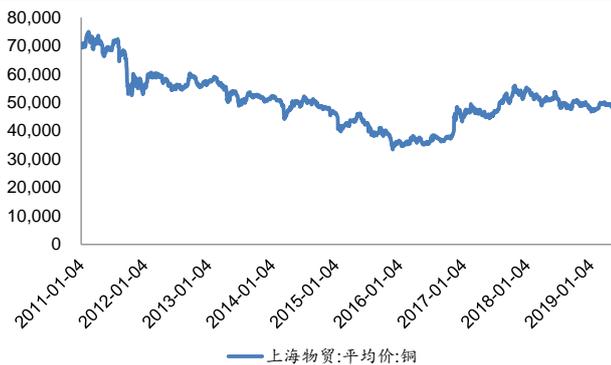
资料来源: Wind, 渤海证券

图 11: 铝价格走势



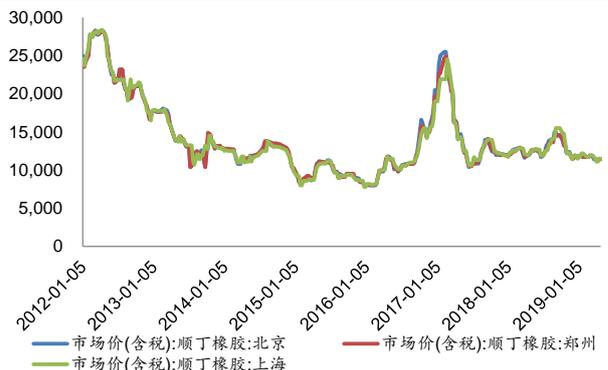
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 铜价格走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: 顺丁橡胶价格



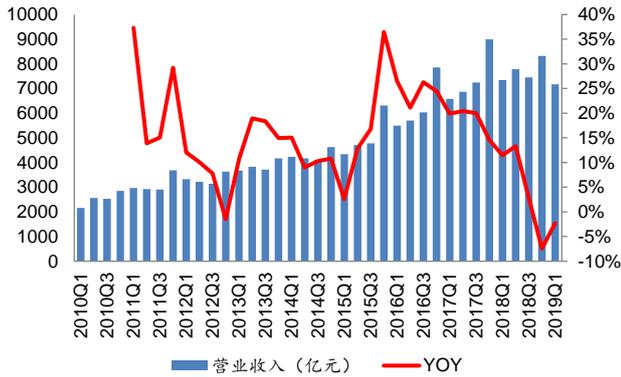
资料来源: Wind, 渤海证券

## 行业整体经营情况: 业绩面临压力, 行业盈利减弱

我们对汽车及零部件行业上市公司数据(合计)进行统计分析如下:

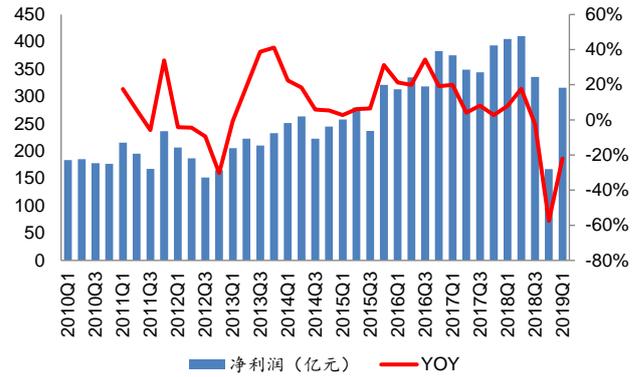
1) 经营业绩方面, 2018 年, 汽车行业整体营业收入 3.09 万亿元, 同比增长 4.05%, 净利润 1317.95 亿元, 同比下降 9.83%; 2019Q1 整体实现营业收入 7170.40 亿元, 同比下降 2.31%, 净利润 315.82 亿元, 同比下降 22.02%。2018 年以来营业收入和净利润增速明显收窄, 其中自 2018Q4 开始营业收入出现负增长, 自 2018Q3 开始净利润出现负增长, 主要原因在于经济面临压力下, 汽车产销低迷以及上游原材料成本压力共同作用。

图 14: 汽车行业营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

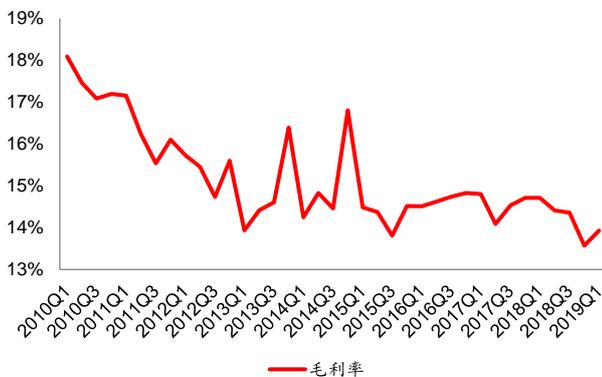
图 15: 汽车行业净利润



资料来源: Wind, 渤海证券

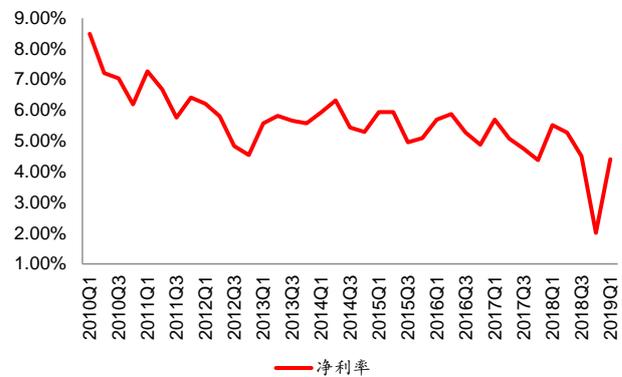
2) 盈利能力方面, 2018 年, 汽车行业毛利率 14.24%, 净利率 4.27%, 分别下滑 0.30、0.66 个百分点, 主要受下半年盈利下降影响, 经营性现金流量净额增长 45.32%; 2019Q1 汽车行业毛利率 13.93%, 净利率 4.40%, 分别同比下滑 0.78、1.11 个百分点, 经营性现金流量净额下降 35.53%。行业毛利率和净利率的下滑以及经营性现金流量净额的降低反映出行业盈利的减弱。进一步从 ROA 与 ROE 表现看, 2018 年 ROA 与 ROE 分别下降 1.08、2.76 个百分点, 2019Q1 分别下降 0.37、0.80 个百分点, ROA 与 ROE 下降幅度较大, 归因于销售净利率和总资产周转率的下降。

图 16: 汽车行业毛利率



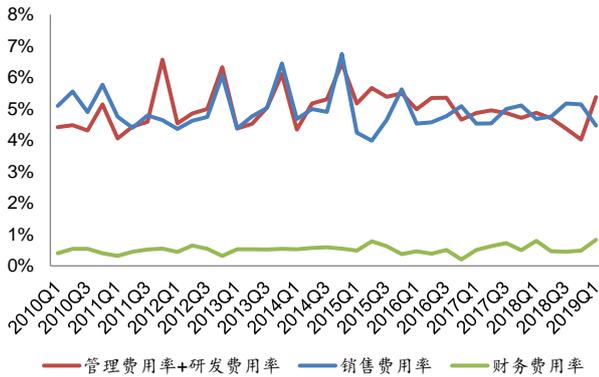
资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 汽车行业净利率



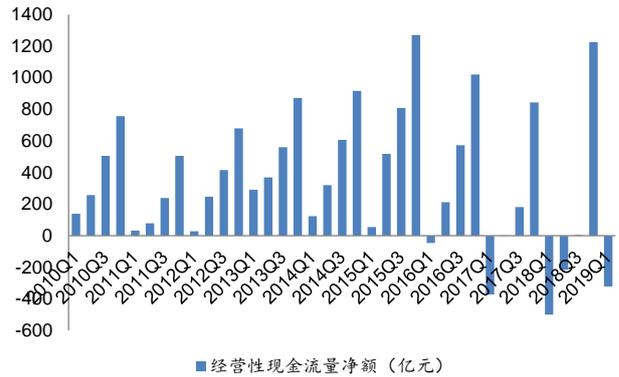
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 汽车行业期间费用率走势



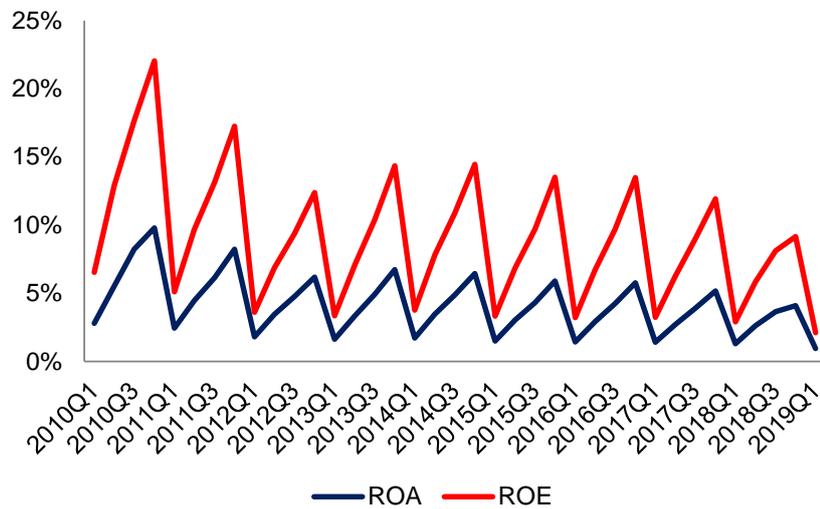
资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 汽车行业经营性现金流量净额 (年度累计)



资料来源: Wind, 渤海证券

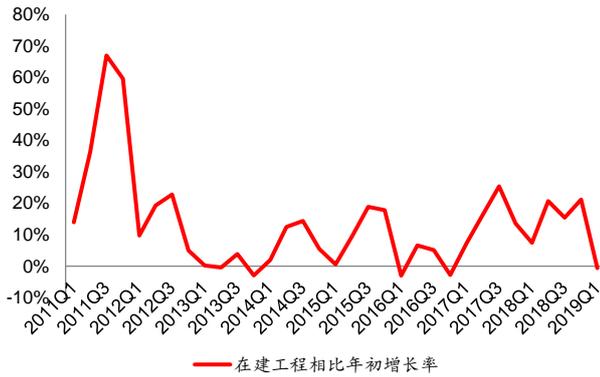
图 20: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)



资料来源: Wind, 渤海证券

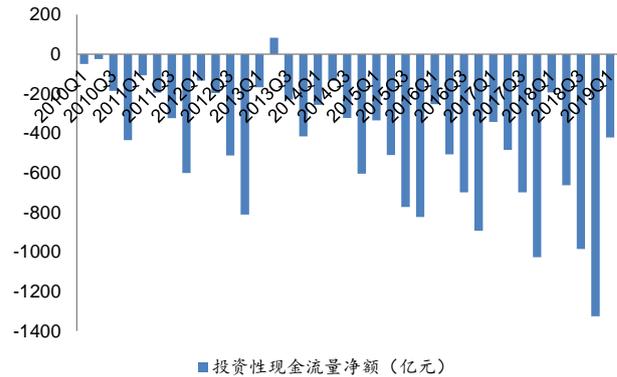
3) 投资方面, 从在建工程指标看, 2018 年在建工程相比年初增长率为 21.19%, 仍较快增长, 但 2019Q1 相比年初增长率为-0.64%, 较 2018Q1 下降 8.07 个百分点; 从投资性现金流量净额和资本性支出指标看, 2018 年、2019Q1 投资性现金流量净额分别为-1326.14、-421.04 亿元, 较上年同期的-1027.46、-193.46 亿元明显减少, 2018 年、2019Q1 资本性支出同比增长 27.59%、17.06%; 从折旧与摊销指标看, 2018 年折旧与摊销同比增长 21.78%。在汽车产销低迷的情况下, 车市竞争愈发激烈, 车企通过加大研发推出新车型等手段以期站稳市场、实现超越行业的表现、甚至扩大市场份额; 同时在双积分政策和新能源汽车大浪潮下, 各大车企纷纷布局电动化与智能化领域, 投资与研发投入均增长。

图 21: 汽车行业在建工程相比年初增长率



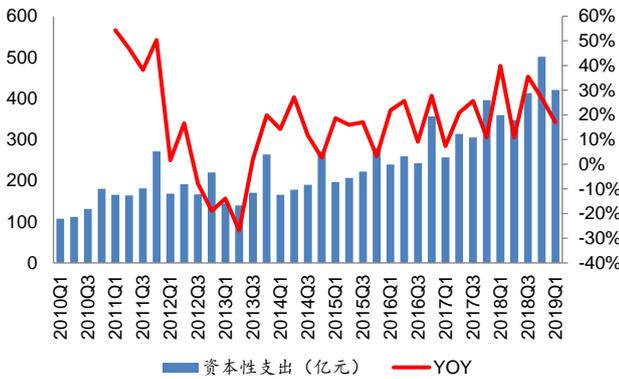
资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 汽车行业投资性现金流量净额 (年度累计)



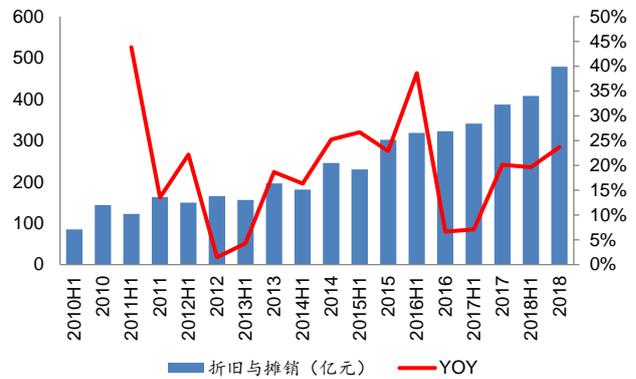
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 汽车行业资本性支出



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 汽车行业折旧与摊销额



资料来源: Wind, 渤海证券

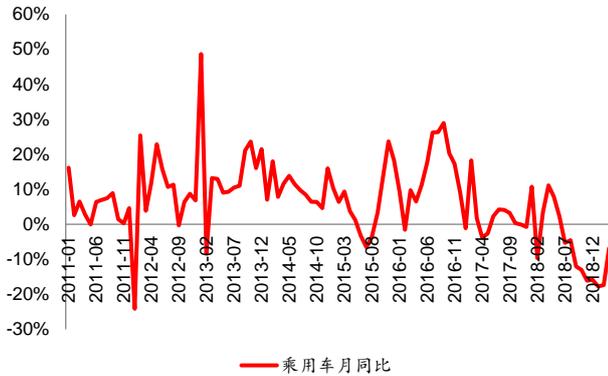
## 2. 细分行业情况

### 乘用车: 销量下滑致单季营收下降, 经营将持续分化

乘用车板块 2018 年营业收入随单车价格提高有所增长 (同比增长 2.70%); 但从单季看, 因 2018Q3 开始乘用车销量下降较快, 尽管单车价格提高, 但营业收入仍然下滑, 2019Q1 营业收入更是同比下滑 13.04%。2018 年以来乘用车板块盈利能力减弱且降幅较大, 2018 年毛利率/净利率分别为 14.15%/4.72%, 分别下降 0.91/0.70 个百分点, 分季度看每季度都有所下滑, 2018Q4 更是分别下滑 2.26/1.42 个百分点; 2019Q1 毛利率/净利率分别为 12.96%/4.16%, 分别下降 1.66/1.97 个百分点。我们认为, 在乘用车产销低迷的情况下, 新车市场已经呈现以存量竞争为主的特点, 乘用车板块未来的竞争将日益激烈, 品牌和车企分化是

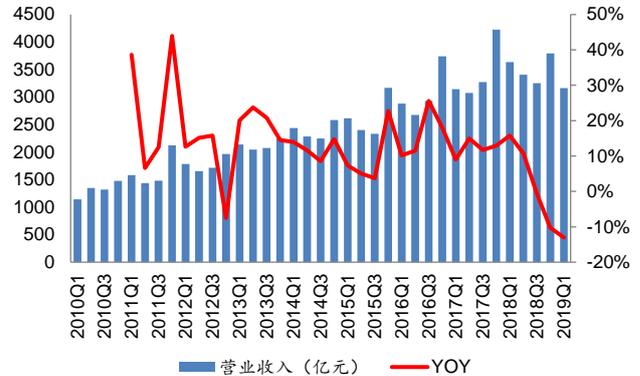
大势所趋，具备技术研发优势和规模优势的优质合资与自主品牌有望在竞争中磨砺出来并提升市场份额，实现超越行业的良好业绩，例如南北丰田与本田、吉利等。

图 25: 广义乘用车销量走势



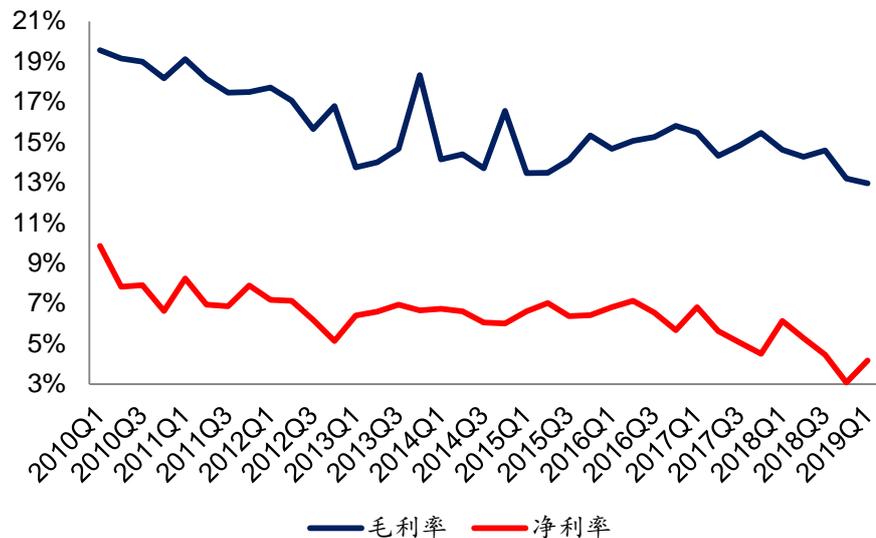
资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 乘用车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 乘用车板块毛利率与净利率



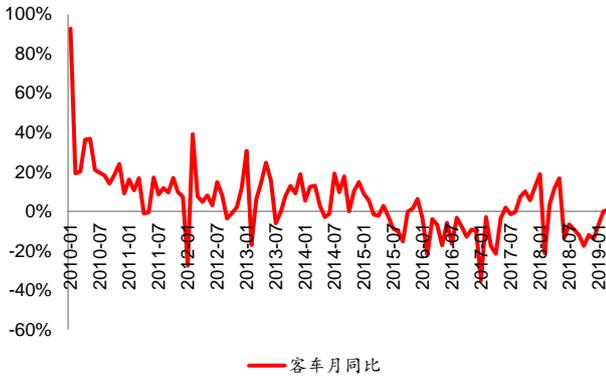
资料来源: Wind, 渤海证券

### 客车: 销量下滑致营收下降, 盈利能力减弱幅度较大

客车板块 2018 年营业收入因销量下滑 (-5.99%) 而出现较大下滑 (-7.14%), 仅金龙汽车、金杯汽车和亚星客车实现营收增长; 2019Q1 虽销量下滑 (-2.18%) 但单车价格有所提升而使整体营业收入与去年同期持平。2018 年以来客车行业盈利能力减弱, 2018 年毛利率/净利率分别为 18.86%/2.63%, 分别下降 1.70/3.56

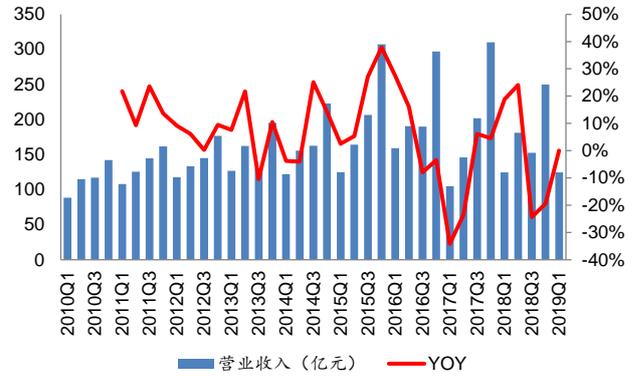
个百分点，主要原因在于新能源客车补贴退坡导致净利润下降；2019Q1 毛利率/净利率分别为 17.74%/2.90%，分别提升 1.58/0.77 个百分点，在于 2018 年同期利润率处于较低水平。

图 28: 客车销量走势



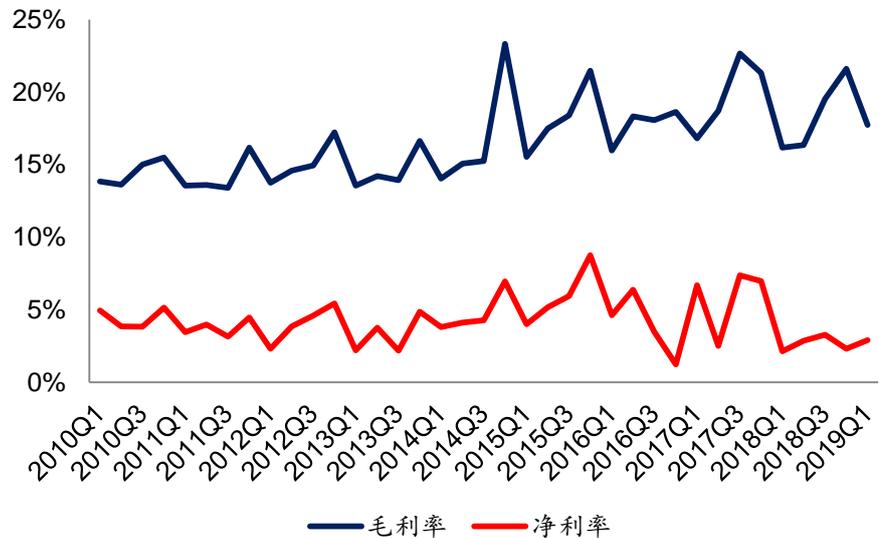
资料来源: Wind, 渤海证券

图 29: 客车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 30: 客车板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 渤海证券

## 货车: 重卡景气度回升拉动业绩, 盈利能力有所好转

货车板块 2018 年营业收入因单车价格下降而出现下滑 (同比下降 9.17%), 而净利润因福田汽车净利润为负 (-36.39 亿元) 而成负值 (-17.24 亿元); 2019Q1 营业收入因重卡景气度回升而上涨 (同比增长 28.06%)。2018 年以来货车行业盈利能力持续减弱, 2018 年毛利率/净利率分别为 11.81%/-1.31%, 分别下降

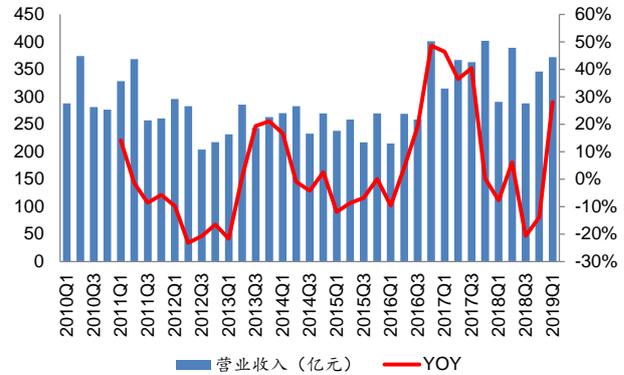
1.73/2.60 个百分点，单季度看每个季度均同比下滑；但 2019Q1 盈利能力有所好转，毛利率/净利率分别提升 0.23/1.94 个百分点。

图 31: 货车销量走势



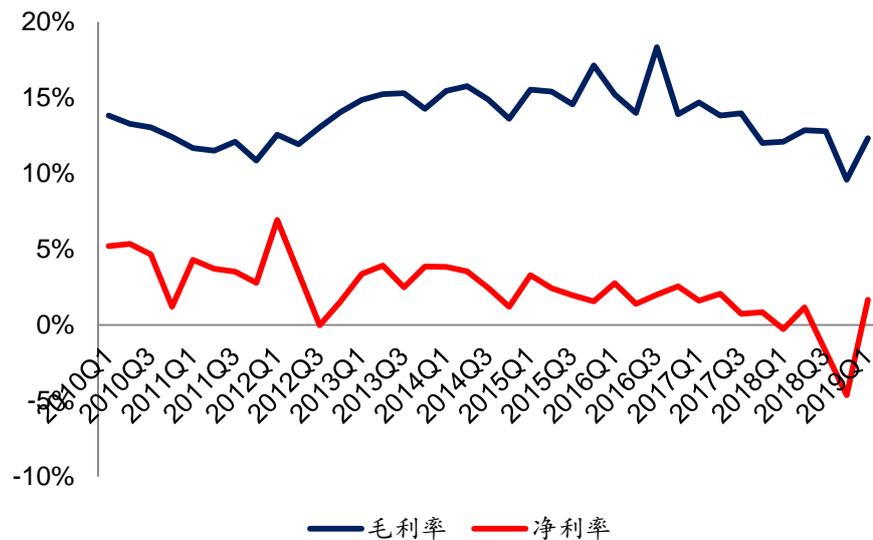
资料来源: Wind, 渤海证券

图 32: 货车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 33: 货车板块毛利率与净利率

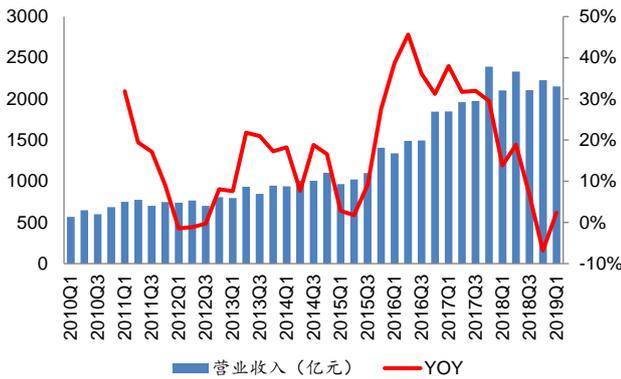


资料来源: Wind, 渤海证券

### 汽车零部件: 业绩增速放缓, 盈利能力下降

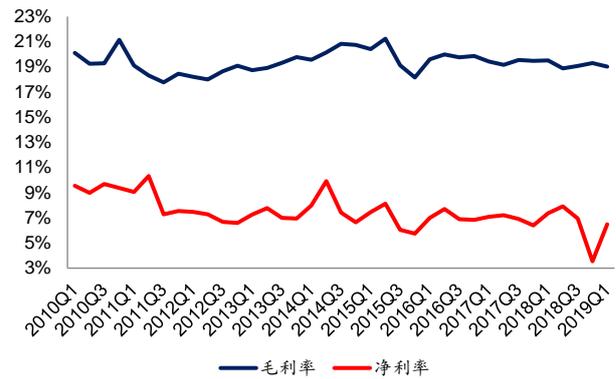
汽车零部件板块业绩仍然保持正增长, 但增速已明显放缓, 2018/2019Q1 营业收入分别同比增长 7.26%/2.36%, 而 2017/2018Q1 分别为 32.46%/13.81%, 主要受下游汽车产销低迷影响; 2018 年净利润增速明显收窄至 0.50%, 2019Q1 增速转负至 -9.88%。零部件板块盈利能力出现小幅下滑, 2018 年毛利率/净利率分别下降 0.23/0.43 个百分点, 2019Q1 分别下降 0.49/0.88 个百分点, 主要受下游产销低迷与上游原材料价格上涨的双重影响。

图 34: 汽车零部件板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 35: 汽车零部件板块毛利率与净利率

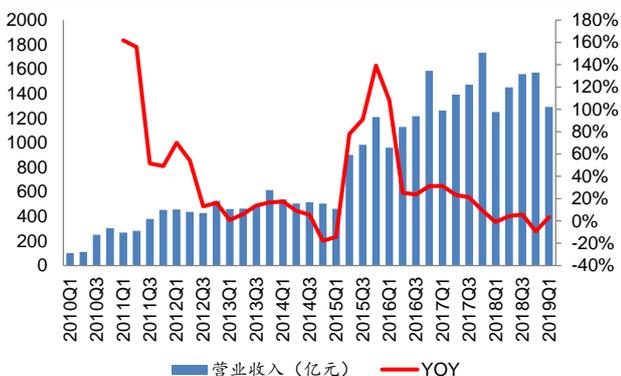


资料来源: Wind, 渤海证券

### 汽车经销服务: 业绩增速显著下降, 库存压力仍存

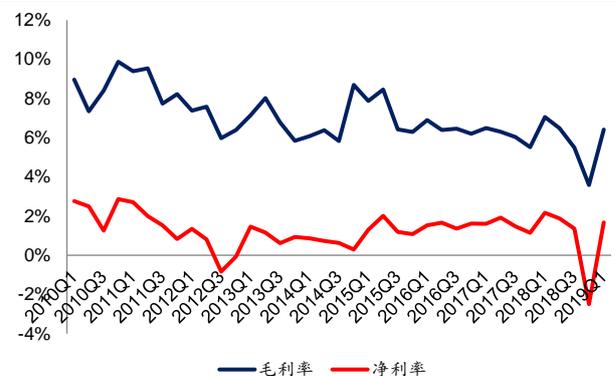
汽车经销服务板块业绩增速显著下降, 2018年营业收入同比下滑0.49%, 而2017为19.82%, 营收增速放缓主要受到汽车产销低迷影响, 2019Q1营业收入增速转为正, 同比增长3.36% (2018Q1为-0.94%); 2018/2019Q1净利润增速分别同比下降至-58.93%/-20.61%, 而2017/2018Q1为17.19%/34.25%。在销量下滑及终端促销的背景下, 经销服务板块盈利能力不可避免受到影响, 2018年毛利率/净利率分别下降0.48/0.89个百分点, 其中2018Q4都降至历史低点 (分别为3.58%/-2.49%); 2019Q1毛利率/净利率分别下降0.64/0.50个百分点, 但汽车经销服务行业的服务方式由单一的新车销售转向销售与服务并重, 而不再单一依靠新车销售, 使其利润率下降幅度略小于整车。2019Q1汽车经销服务板块存货相比年初增速为7.99%, 反映库存压力仍存; 2019Q1经营性现金流净额为-163.05亿元, 较2018Q1的-221.59亿元有所好转, 主要是国机与庞大两家经营性现金流有所改善所致。

图 36: 汽车经销服务板块营业收入



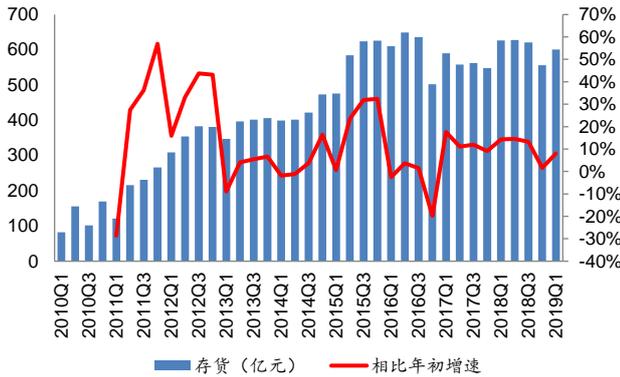
资料来源: Wind, 渤海证券

图 37: 汽车经销服务板块毛利率与净利率



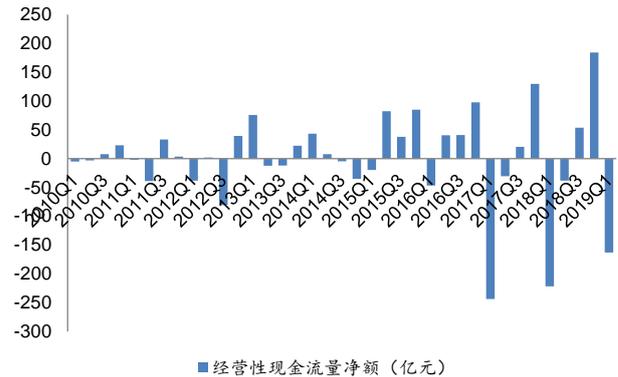
资料来源: Wind, 渤海证券

图 38: 汽车经销服务板块存货走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 39: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额



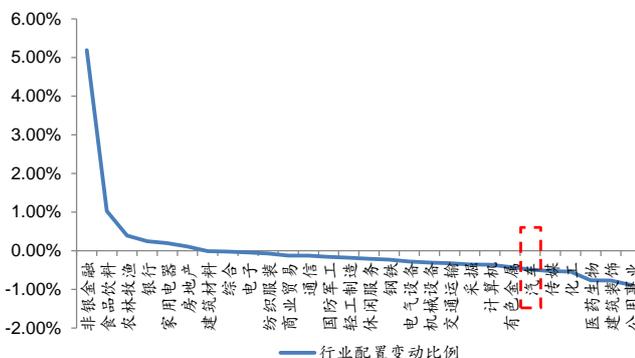
资料来源: Wind, 渤海证券

### 3.机构持仓分析

#### 行业配置: 机构继续减仓汽车股

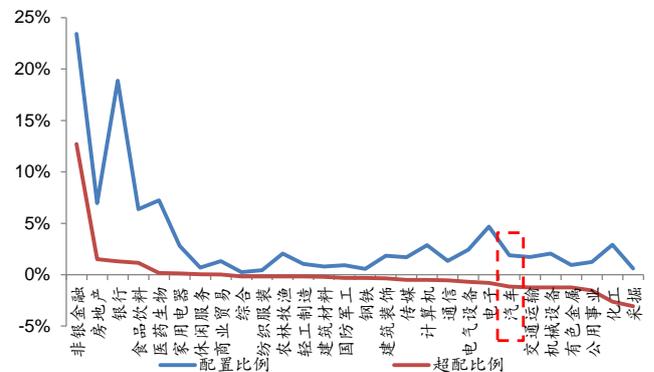
行业配置方面, 机构(QFII、保险、基金、企业年金、券商、券商集合理财、社保基金、信托公司、银行、基金管理公司、阳光私募)继续减仓汽车股。2019年一季度, 机构持有汽车行业证券数量由2018Q4的167支降至118支, 持股市值由2018Q4的735.11亿元降至586.14亿元。纵向对比来看, 机构2019Q1继续减仓汽车股, 配置比例由2018Q4的2.38%降至1.90%。横向对比来看, 汽车配置比例较2018Q4下降0.49%, 下降幅度位列申万一级行业第6, 减仓幅度位居前列; 同时, 机构对汽车的配置比例由2018Q4的低配1.37%变为2019Q1的低配1.16%, 低配比例位列申万一级行业第7位。

图 40: 汽车行业配置比例下降幅度位列申万一级行业第 6



资料来源: Wind, 渤海证券

图 41: 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 7

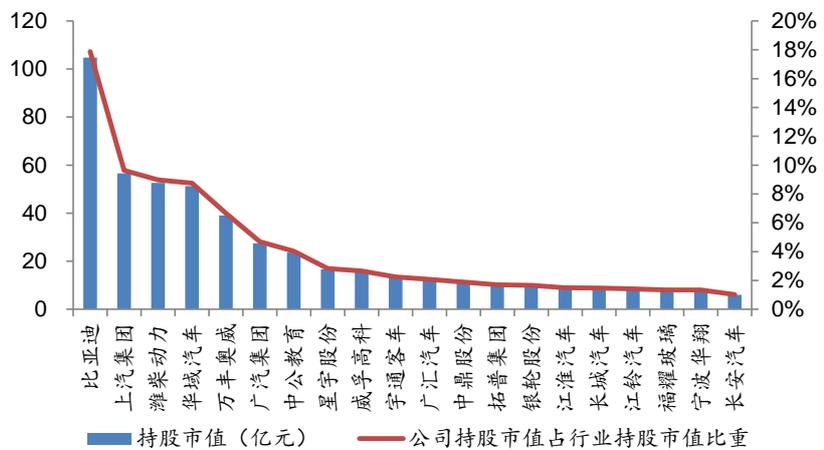


资料来源: Wind, 渤海证券

### 个股配置：偏好于流动性好的行业细分龙头

个股配置方面，截至 2019 年一季度末，汽车行业前十大重仓股持股总市值合计 400.78 亿元，占汽车行业持股总市值的 68.38%（2018Q4 为 71.59%），其中比亚迪以 104.79 亿元的持股总市值位列第一，占汽车行业持股总市值的 17.88%，另外九支依次为：上汽集团、潍柴动力、华域汽车、万丰奥威、广汽集团、中公教育（重组前为亚夏汽车）、星宇股份、威孚高科、宇通客车。

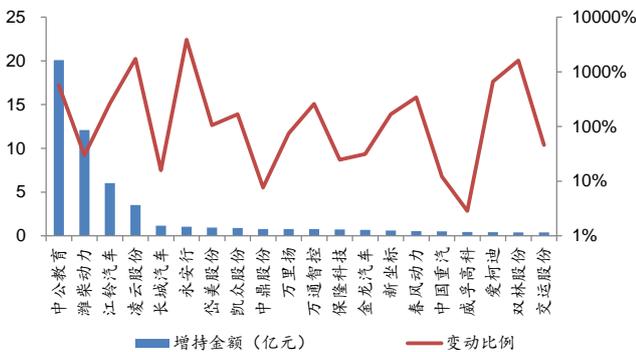
图 42：机构持股市值排名前 20 公司



资料来源：Wind，渤海证券

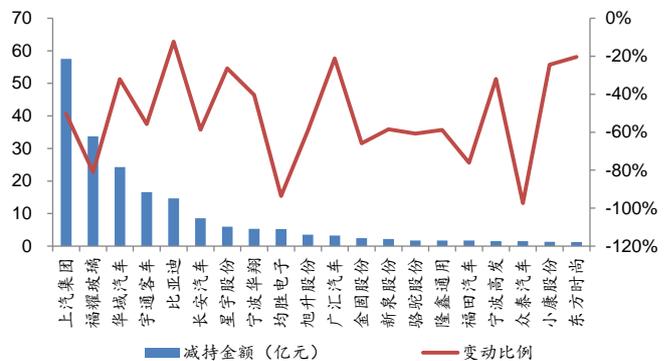
2019Q1 有 65 家公司获得增持，按增持金额排名前 10 的公司为：中公教育、潍柴动力、江铃汽车、凌云股份、长城汽车、永安行、岱美股份、凯众股份、中鼎股份、万里扬。而在 2019Q1 被减持的公司中，按减持金额排名前 10 的分别是：上汽集团、福耀玻璃、华域汽车、宇通客车、比亚迪、长安汽车、星宇股份、宁波华翔、均胜电子、旭升股份。

图 43：机构增持金额排名前 20 公司



资料来源：Wind，渤海证券

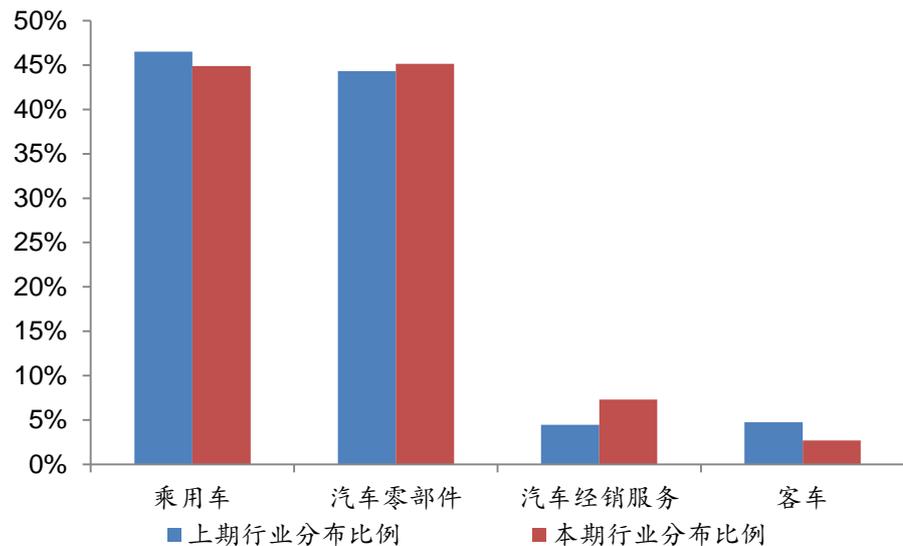
图 44：机构减持金额排名前 20 公司



资料来源：Wind，渤海证券

从细分板块来看，机构持股市值排名前 20 公司中，乘用车公司 7 家，汽车经销服务公司 2 家，汽车零部件公司 10 家，客车公司 1 家，与 2018Q4 分布情况相近，各家公司以行业细分龙头为主；持股市值占比方面，汽车经销服务占比提高 2.86%，客车下降 2.05%，变动较大；从流通市值大小来看，流通市值在 500 亿以上的公司有 5 家，流通市值在 100 亿以上、500 亿以下的公司有 12 家。可见，机构更偏好于流动性好的行业细分龙头。

图 45: 机构持股市值排名前 20 公司的行业分布比例



资料来源: Wind, 渤海证券

## 4. 行业板块表现与估值

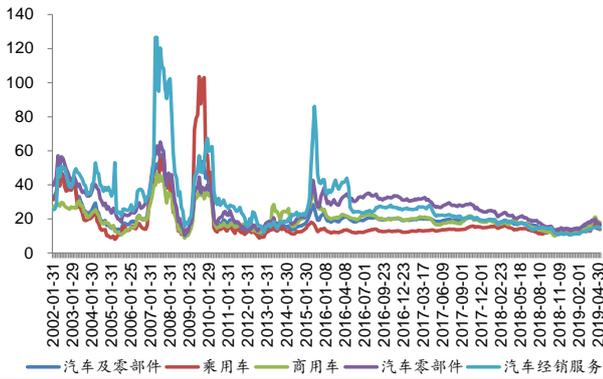
今年以来，汽车板块跑输大盘 4.22 个百分点，目前行业 TTM 市盈率为 16 倍，年初以来虽跟随大盘有所上升，但从 2002 年以来的历史数据来看，仍位于历史估值中枢下方。其中，乘用车板块 14 倍，零部件板块 17 倍。目前来看，整体估值已基本消化了汽车景气度低迷的预期，行业优质龙头具备配置价值。

表 1: 行业板块涨跌幅 (2019.1.1-2019.5.10)

| 板块        | 年初至今涨跌幅[%] |
|-----------|------------|
| 沪深 300    | 18.33      |
| BH 汽车及零部件 | 14.11      |
| BH 乘用车    | 10.19      |
| BH 商用车    | 37.58      |
| BH 汽车零部件  | 17.34      |
| BH 汽车经销服务 | 15.68      |

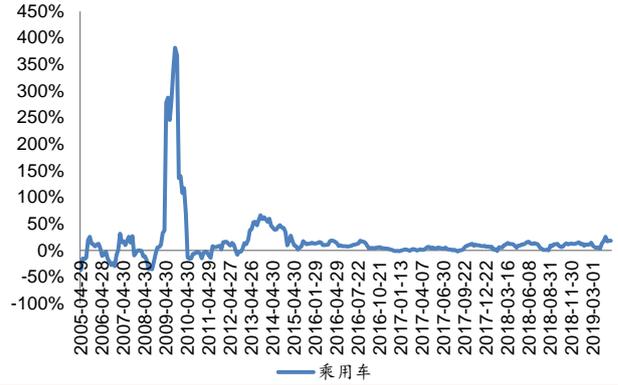
资料来源: Wind, 渤海证券

图 46: 行业及各板块估值 (PB, TTM 整体法) 走势



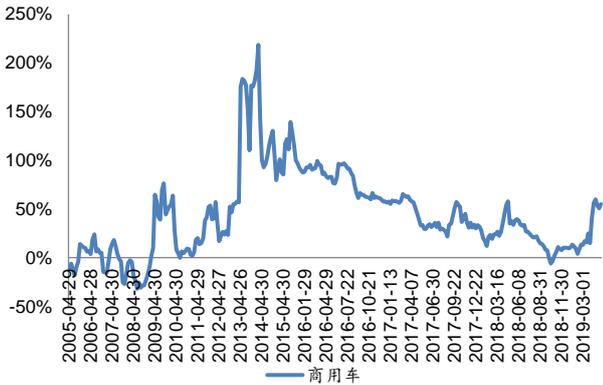
资料来源: Wind, 渤海证券

图 47: 乘用车板块估值溢价率



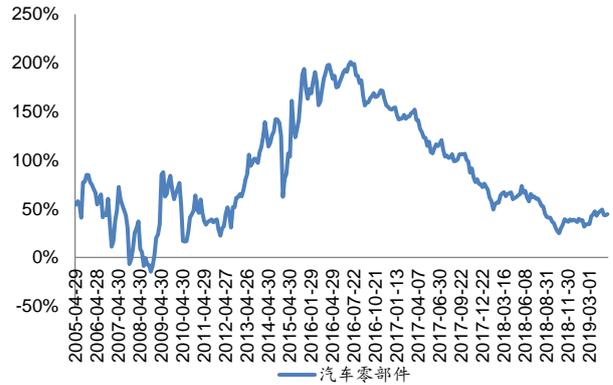
资料来源: Wind, 渤海证券

图 48: 商用车板块估值溢价率



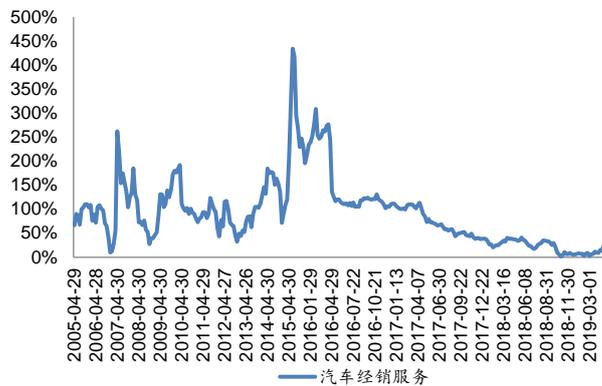
资料来源: Wind, 渤海证券

图 49: 汽车零部件板块估值溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券

图 50: 汽车经销服务板块估值溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券

## 5. 投资策略

1) 当前宏观经济运行压力仍较大，终端需求仍较低迷，汽车行业整体承压，同时面临上游原材料价格压力，汽车产业链利润率受到影响；考虑到去年同期基数高的原因，今年二季度汽车产销增长仍面临较大压力，但去年下半年基数较低，预期今年下半年汽车产销将有所回暖。我们认为，在存量竞争格局下，未来汽车板块经营分化仍将持续，优质龙头效应将越发显现，建议关注正处于新车周期的丰田本田等主流日系品牌、预期即将开启新一轮新车周期的福特、以及部分优质自主品牌，如整车标的上汽集团（600104）、广汽集团（601238）、长安汽车（000625），以及优质零部件标的精锻科技（300258）、豪迈科技（002595）、星宇股份（601799）。

2) 新能源汽车行业正由“政策驱动”转向“市场驱动”，补贴政策的逐步退坡有利于车企依靠自身实现独立长效发展，结合股比放开以及双积分政策正式实施，外资和合资车企纷纷加大投资力度和产能布局，市场竞争愈加充分，未来新能源汽车市场供给将持续改善，并将面临“消费分级”，中高端车型和低端车型将持续分化，整体仍将保持快速增长。建议关注具备技术储备和客户渠道优势的优质产业链龙头公司，如比亚迪（002594）、北汽蓝谷（600733）、宇通客车（600066）、宁德时代（300750，电新组覆盖）。

3) 商用车方面，随着基建投资力度加码，以及今年7月1号国六排放标准开始实施，存量大的国三车面临淘汰更新，我们预计重卡产销有望保持稳定，建议关注产品覆盖全、市场竞争力强的潍柴动力（000338），以及威孚高科（000581）。

**风险提示：**经贸摩擦风险；经济下行超预期；政策波动风险；新能源汽车推广及销售增速低于预期；新能源汽车补贴退坡超预期；原材料涨价及汇率风险。

**投资评级说明**

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 买入   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%         |
|        | 增持   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间   |
|        | 中性   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间   |
|        | 减持   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%         |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067  
王磊  
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)