

## 销量业绩双承压，行业筑底待复苏

### ——汽车和汽车零部件行业 2018 年年报&2019 年一季报总结

行业动态

◆**整体情况：销量下滑，业绩承压。**18 年汽车销量为 2808.1 万辆，同比-2.8%，19Q1 同比-11.6%。18 年下半年汽车市场销量下滑，厂商促销，行业营收利润承压。18 年行业营收同比+4.2%，归母净利润同比-19.7%。19Q1 营收同比-6.0%，归母净利润同比-27.3%，负增速收窄。

◆**乘用车：降价促销去库，营收利润齐跌。**18 年乘用车销量 2371.0 万辆，同比-4.1%，19Q1 销量 52.6 万辆，同比-13.8%，负增速环比收窄。得益于上半年销量增长，2018 年营收同比+2.3%，但 Q3 和 Q4 营收连续下滑。18 年归母净利润同比-11.1%。19 年市场继续低迷，Q1 营收同比-14.0%，归母净利润同比-41.7%。

◆**货车：市场旺销拉动板块业绩。**18 年货车销量为 387.6 万辆，同比+5.5%。19 年货车延续旺销行情，Q1 销量 101.4 万辆，同比+2.9%。剔除福田汽车（乘用车板块大幅亏损），18 年行业营收同比-4.5%，归母净利润同比-13.3%。受益于销量持续增长，19Q1 行业整体营收同比+27.9%，归母净利润同比+518.9%。

◆**客车：19 年中大型客车市场回暖，板块业绩回升。**18 年客车累计销量为 49.1 万辆，同比-6.0%。19Q1 销量 9.5 万辆，同比-2.2%，降幅环比收窄。客车行业 2018 年总体营收同比-8.3%，归母净利润同比-62.1%。19Q1 大中型客车市场回暖，行业营收同比-0.8%，负增速收窄，归母净利润同比+35.3%。

◆**零部件：下游需求低迷，板块业绩下滑。**18 年零部件板块总体营收同比+12.4%，归母净利润同比-19.7%。19Q1 商用车市场复苏，零部件板块盈利能力略有回升，营收同比+4.9%，归母净利润-12.5%。

◆**投资建议。**一季度是光大汽车时钟中的主动去库末期，行业收入和利润增速在萧条末期不断寻底，我们预计二季度末大概率会结束本轮汽车周期的主动去库过程，三季度大概率开启行业复苏期。下半年行业景气度开始底部向上回升但复苏期行业利润弹性十分有限，板块的主要投资价值仍然是行业拐点反复确认中的估值提升，估值修复过程会受到信用和货币数据的扰动，震荡中板块的早周期配置价值会进一步获得市场的共识，配置比例会持续提升，建议在在二季度末至三季报前后标配乘用车板块。

A 股汽车方面：建议持续关注行业龙头上汽集团、长安汽车和潍柴动力的估值修复性机会。

港股汽车方面：前期板块上涨主要是基于经济/行业复苏预期、以及政策刺激预期带动的估值扩张。鉴于前期预期已较为充分、中美贸易摩擦等市场风险、以及行业基本面尚未企稳，预计 2Q19E 板块呈现震荡走势。建议关注拐点显现阶段有较大销量/盈利弹性的整车板块，建议关注长城汽车。

◆**风险分析。**行业增长不及预期，政策波动风险，原材料成本上涨风险。

## 增持（维持）

### 分析师

邵将（执业证书编号：S0930518120001）

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

倪昱婧 CFA（执业证书编号：S0930515090002）

021-52523852

niyj@ebsecn.com

文姬（执业证书编号：S0930519030001）

021-52523658

wenji@ebsecn.com

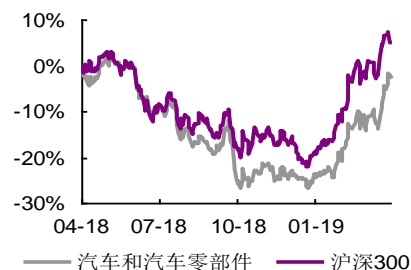
### 联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

汽车 Q1 销量增速处于历史底部，新能源车抢装行情延续——2019 年 3 月汽车销量跟踪报告

..... 2019-04-15

汽车时钟复苏尚需时日，板块或将抢跑超额收益——光大汽车时钟五问五答板块配置节奏

..... 2019-04-08

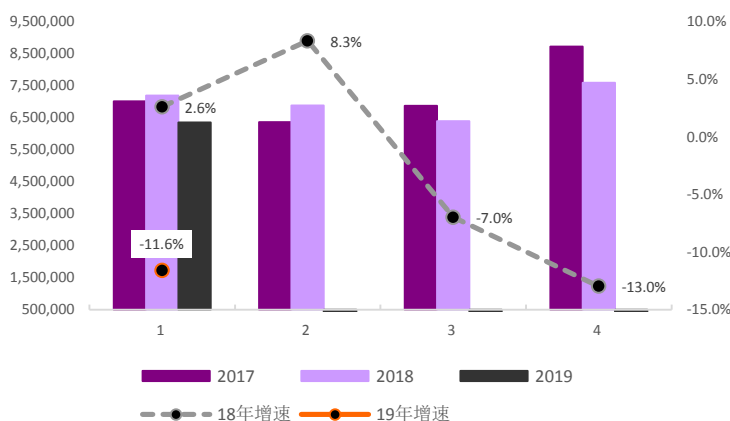
## 目 录

1、 整体情况：销量下滑，业绩承压 .....	3
2、 乘用车：降价促销去库，营收利润齐跌 .....	5
2.1、 销量情况 .....	5
2.2、 板块业绩和运营情况 .....	7
3、 货车：市场旺销拉动板块业绩 .....	10
3.1、 销量情况 .....	10
3.2、 板块业绩和运营情况 .....	12
4、 客车：19 年大中型客车市场回暖，板块业绩回升 .....	15
4.1、 销量情况 .....	15
4.2、 板块业绩和运营情况 .....	16
5、 零部件：下游需求低迷，板块业绩下滑 .....	19
6、 投资建议 .....	22
7、 风险分析 .....	22

## 1、整体情况：销量下滑，业绩承压

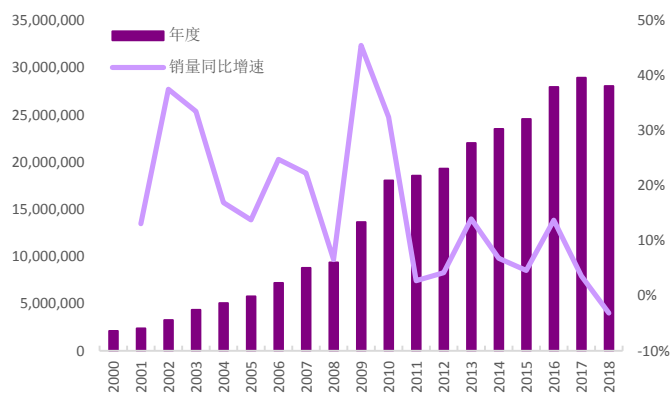
2018 年汽车累计销量为 2808.1 万辆，同比增速-2.8%，汽车行业销量首次下滑。其中，四季度销量增速分别为+2.6%、+8.3%、-7.0%和-13.0%。2019Q1 汽车销量 635.0 万辆，同比增速-11.6%。

图 1：汽车单季度销量（左：辆）与同比增速



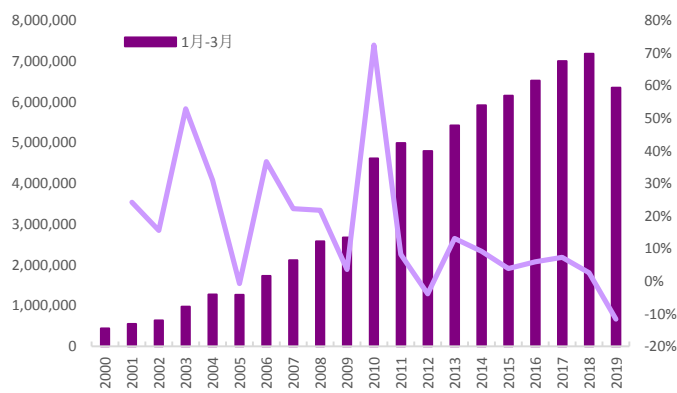
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 2：汽车年度销量（左：辆）与同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 3：汽车 Q1 销量（左：辆）与同比增速

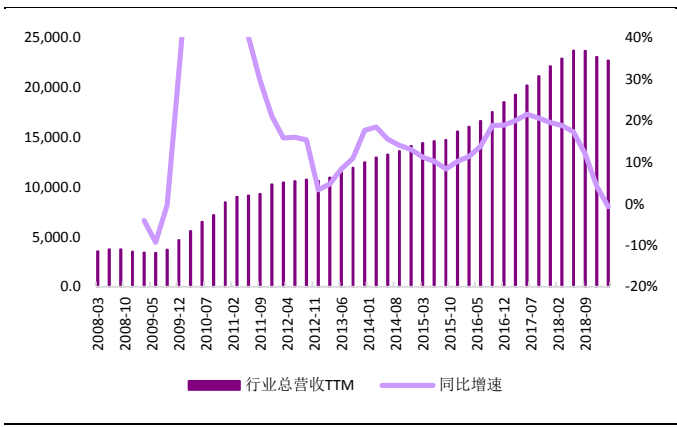


资料来源：中汽协、光大证券研究所

我们根据申万行业分类中的汽车二级分类板块，按乘用车、商用载货车、商用载客车和汽车零部件分别选取标的样本，剔除其中如 B 股、刚上市不久等不具备可比性的标的进行汇总分析。

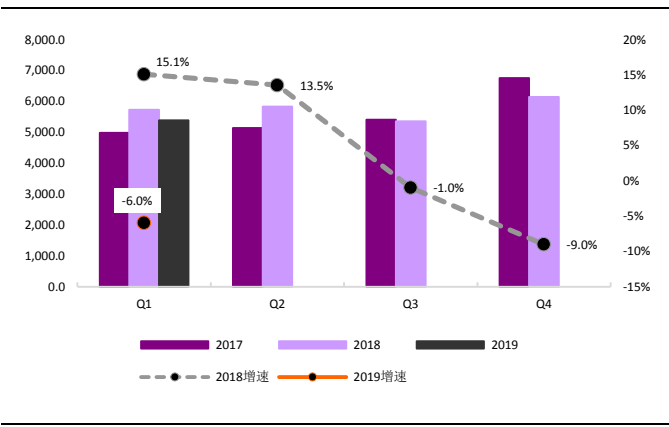
2018 年下半年汽车市场低迷，销量下滑，厂商促销，行业营业收入和利润承压。得益于上半年销量的增长，18 年行业整体营业收入同比+4.2%。18Q3 和 18Q4 营业收入连续同比下滑。18 年行业增收不增利，归母净利润同比-19.7%，18Q3 和 18Q4 增速分别为-14.1%和-73.1%。19Q1 商用车板块有所复苏，行业营业收入同比-6.0%，归母净利润同比-27.3%，负增速双双环比收窄。伴随销量下滑，企业降价促销，行业毛利率和净利率均有所下滑。

图 4：汽车板块营收 TTM（左：亿元）及增速



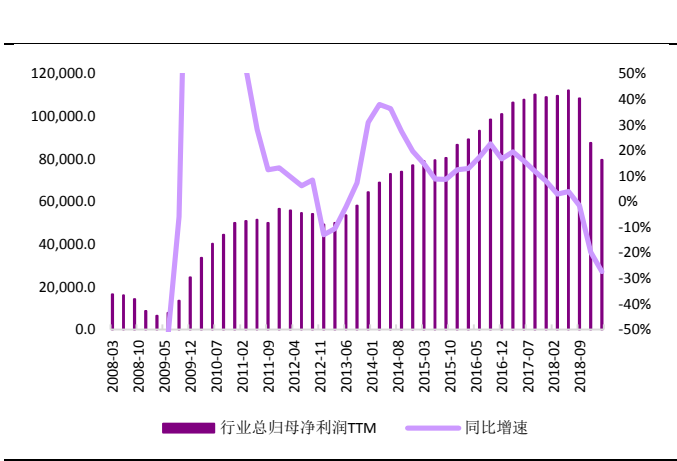
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 5：汽车板块单季度营收（左：亿元）及增速



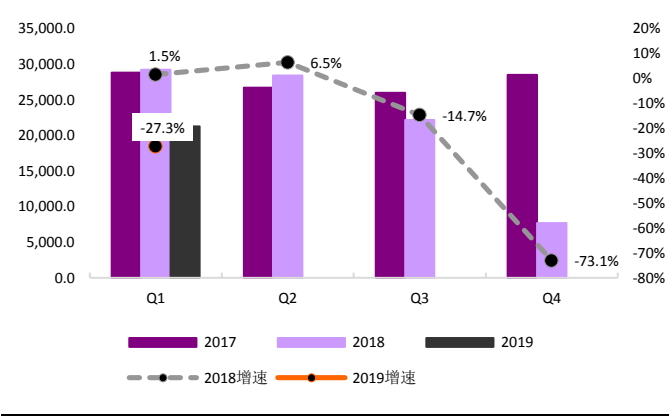
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 6：汽车板块归母净利润 TTM（左：百万元）及增速



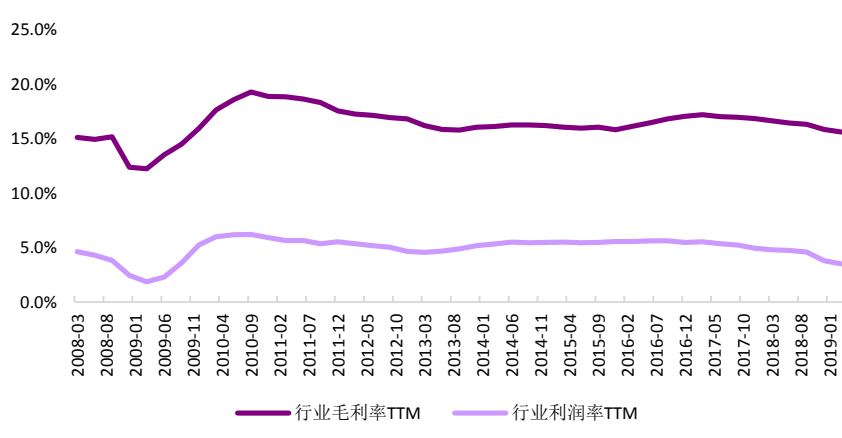
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 7：汽车板块单季度归母净利润（左：百万元）及增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 8：汽车板块毛利率 TTM 和净利率 TTM



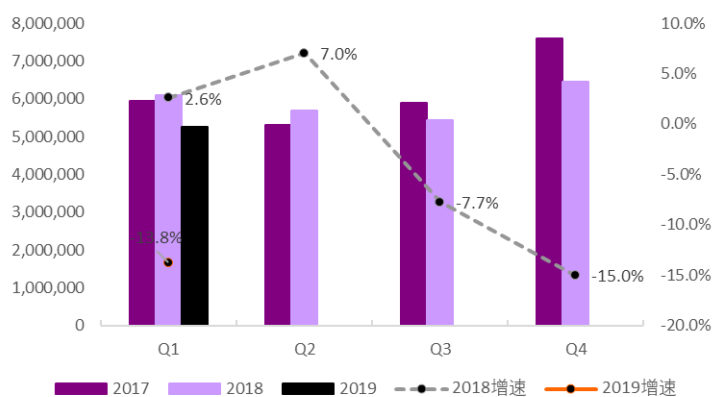
资料来源：中汽协、光大证券研究所

## 2、乘用车：降价促销去库，营收利润齐跌

### 2.1、销量情况

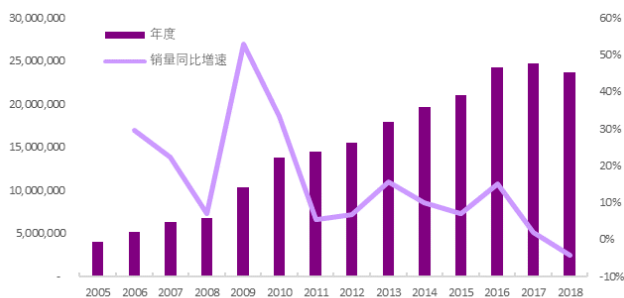
2018 年乘用车累计销量 2371.0 万辆，同比-4.1%。其中，四个季度销量增速分别为+2.6%、+7.0%、-7.7%和-15.0%。19 年企业加大去库力度，开展了“汽车下乡”、“以旧换新”等形式的促销活动。2019Q1 销量 52.6 万辆，同比增速-13.8%，负增速较 18Q4 收窄。

图 9：乘用车单季度销量（左：辆）与同比增速



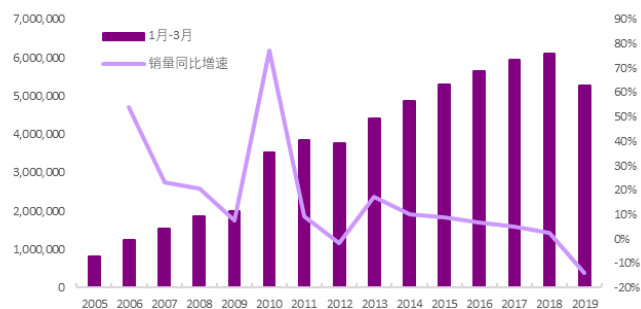
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 10：乘用车年度销量（左：辆）与同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

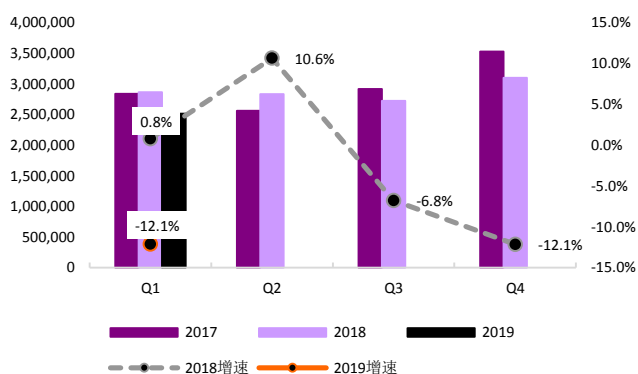
图 11：乘用车 Q1 销量（左：辆）与同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

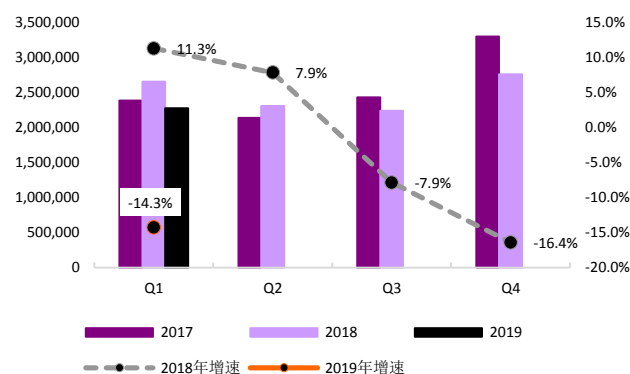
细分车型中，市场需求属性较弱的 MPV 销量下滑幅度最大。轿车 2018 年销量 1151.6 万辆，同比-2.8%；19Q1 销量 251.5 万辆，同比-12.1%。SUV 2018 年销量 996.9 万辆，同比-2.9%；19Q1 销量 227.7 万辆，同比-14.3%。MPV 2018 年销量 172.8 万辆，同比-17.1%；19Q1 销量 37.0 万辆，同比-22.4%。微客 2018 年销量 45.8 万辆，同比-16.2%；19Q1 销量 9.8 万辆，同比-6.9%。

图 12: 轿车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



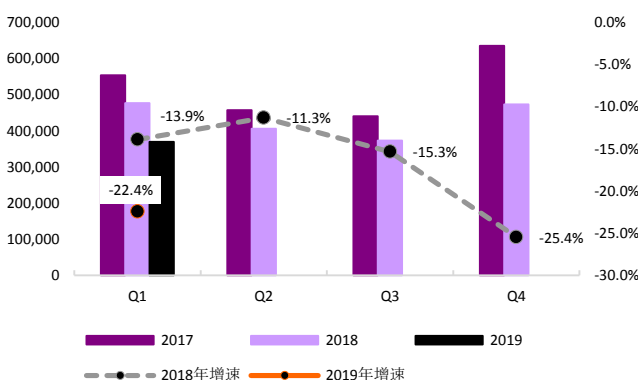
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 13: SUV 单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



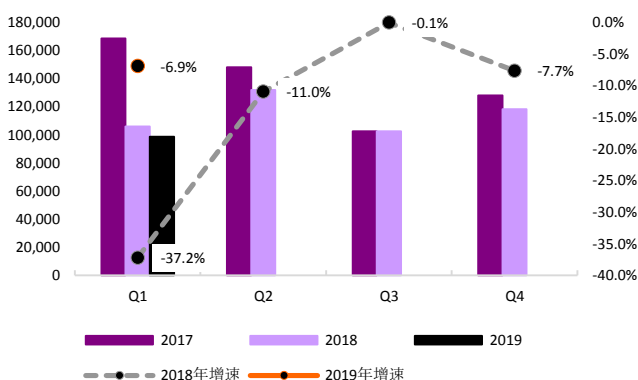
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 14: MPV 单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



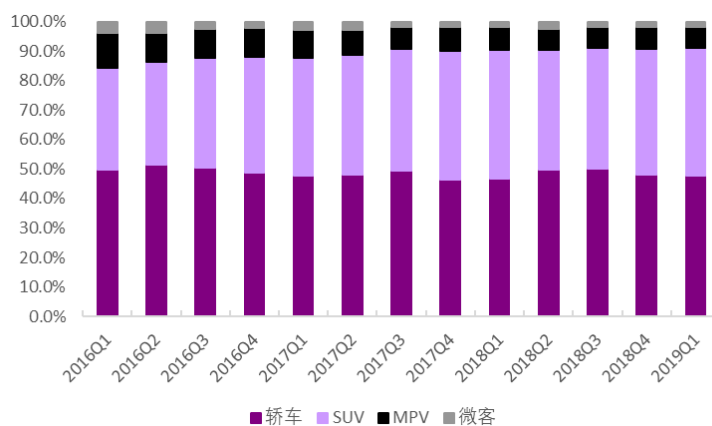
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 15: 微客单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 16: 乘用车单季销量结构



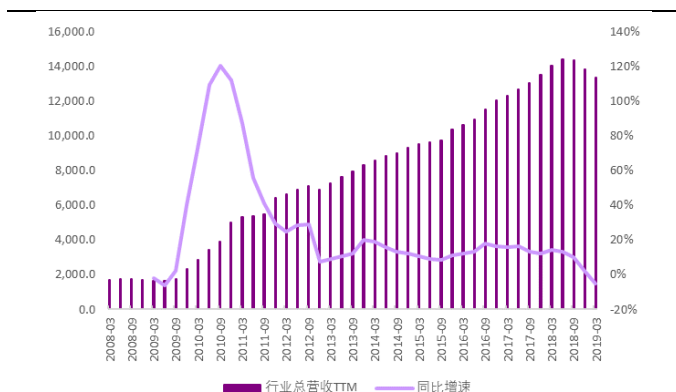
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

## 2.2、板块业绩和运营情况

乘用车板块中，我们剔除了刚上市的北汽蓝谷以及 2017 年整车业务营收占比远低于零部件及材料业务的金杯汽车。

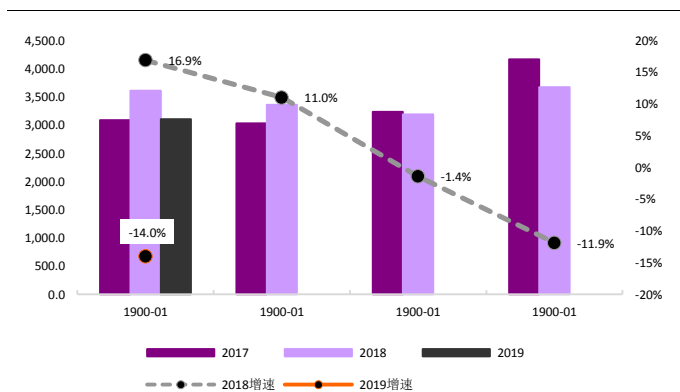
得益于上半年良好的销量情况，2018 年总体营业收入同比+2.3%，但 18Q3 和 18Q4 营业收入连续下滑。销量下滑和企业的降价促销打压行业利润。18 年行业归母净利润同比-11.1%。19 年市场继续低迷，受企业去库存开展降价促销活动，19 年 Q1 行业营收同比-14.0%，归母净利润同比-41.7%，营收和利润降幅双双环比扩大。

图 17：乘用车营收 TTM（左：亿元）及增速



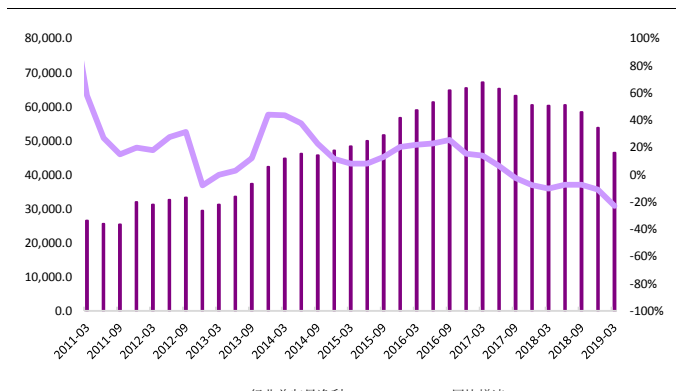
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 18：乘用车单季度营收（左：亿元）及增速



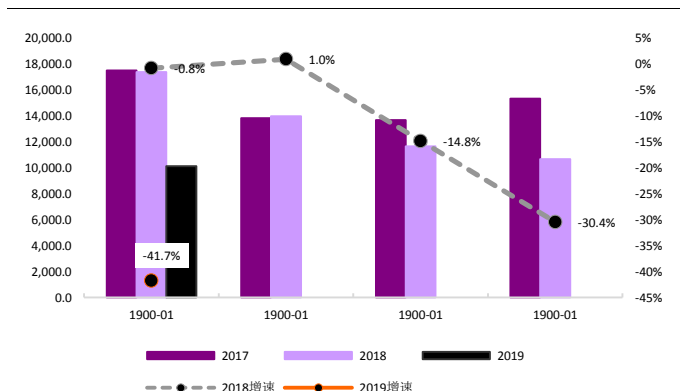
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 19：乘用车归母净利润 TTM（左：百万元）及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 20：乘用车单季度归母净利润（左：百万元）及增速

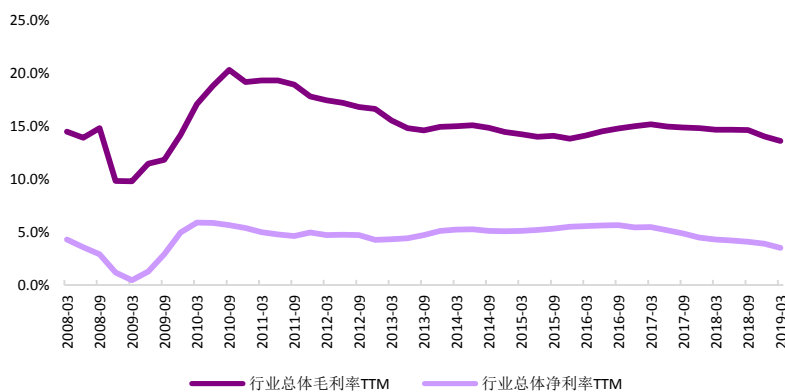


资料来源：Wind、光大证券研究所

行业毛利率和利润率双双下行。18 年毛利率为 14.0%，同比-0.8pct；19Q1 毛利率下滑至 12.7%，同比-1.7pct。2018 年行业利润率为 3.9%，同比-0.6pct；19Q1 利润率为 3.3%，同比-1.5pct。

在共计 11 家乘用车板块企业中，2018 年有 7 家企业营收同比下滑，2 家企业出现亏损，6 家企业的归母净利润负增长；2019Q1，除江淮汽车和比亚迪，其余企业营业收入均出现下滑，5 家企业亏损。

图 21：乘用车毛利率 TTM 和净利率 TTM



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 22：乘用车板块上市公司业绩表现

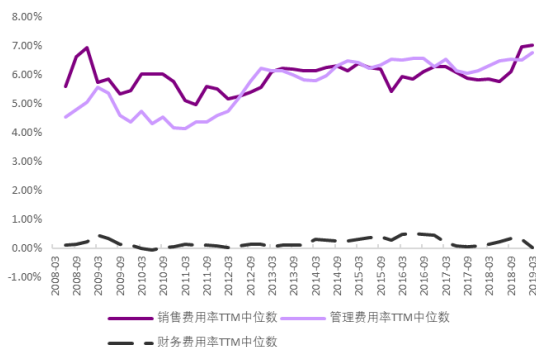
上市公司	2018年						2019Q1					
	营收(亿元)	营收增速	归母净利润(百万元)	归母净利润增速	毛利率	净利率	营收(亿元)	同比增速	归母净利润(百万元)	同比增速	毛利率	净利率
上汽集团	9,021.9	3.6%	36,009.2	4.65%	13.3%	5.5%	2,001.9	-16.2%	8,250.8	-15.00%	12.7%	5.6%
比亚迪	1,300.5	22.8%	2,780.2	-31.63%	16.4%	2.7%	303.0	22.5%	749.7	631.98%	19.0%	2.9%
长城汽车	992.3	-1.9%	5,207.3	3.58%	16.7%	5.4%	226.3	-14.8%	773.3	-62.84%	13.7%	3.6%
广汽集团	723.8	1.1%	10,902.6	1.08%	18.6%	15.3%	143.7	-26.1%	2,778.0	-28.40%	12.4%	19.8%
长安汽车	663.0	-17.1%	680.7	-90.46%	14.7%	1.1%	160.1	-20.0%	-2,096.4	-250.62%	5.0%	-13.1%
江淮汽车	501.6	1.9%	-786.1	-282.02%	8.7%	-2.8%	146.5	13.7%	64.6	-69.13%	10.7%	0.5%
一汽轿车	262.4	-5.9%	155.0	-44.88%	20.2%	0.9%	46.9	-34.4%	38.5	-26.20%	15.6%	1.0%
小康股份	202.4	-7.7%	106.3	-85.33%	23.9%	2.5%	47.3	-24.3%	-81.7	-137.01%	19.4%	-1.2%
力帆股份	110.1	-12.6%	253.0	-48.34%	9.1%	2.2%	22.5	-31.1%	-97.2	-257.56%	10.4%	-4.5%
海马汽车	53.0	-47.4%	-1,637.2	-64.65%	7.0%	-45.0%	7.5	-55.6%	-44.0	49.09%	-0.3%	-6.6%
一汽夏利	11.2	-22.5%	37.3	102.27%	-31.2%	3.3%	1.3	-64.1%	-199.0	10.75%	-113.4%	-147.5%

资料来源：Wind、光大证券研究所

受行业净利率下行影响，乘用车行业 ROE 从 2017 年起持续下滑。2018 年 ROE 为 2.7%。19Q1 继续下滑。

18 年和 19Q1 行业管理费用率和销售费用率有所提升。2018 年，受销量下滑，企业库存高企的影响，行业的存货周转率和应收账款周转率下滑。19Q1 企业主动去库，但营收下滑幅度大，库存周转率继续下行。

图 23：乘用车板块期间费用率



资料来源：Wind、光大证券研究所

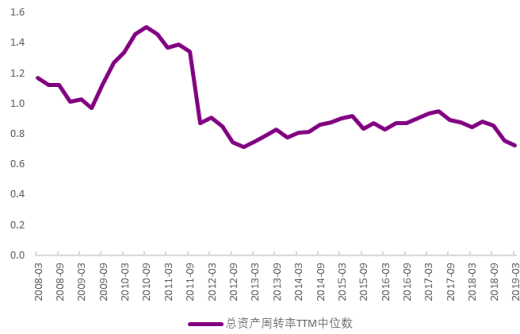
图 24：乘用车板块 ROE



资料来源：Wind、光大证券研究所

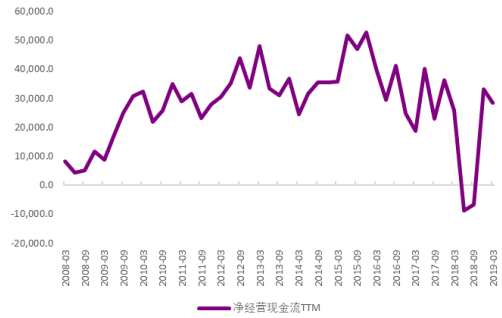


图 25: 乘用车板块总资产周转率



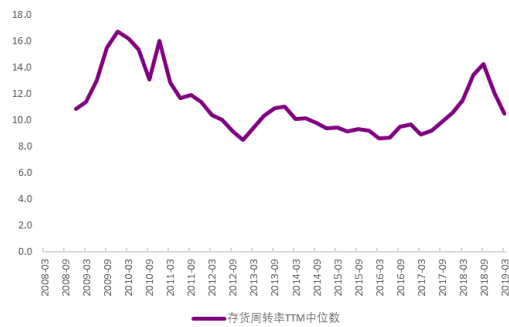
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 26: 乘用车板块净经营现金流 (百万元)



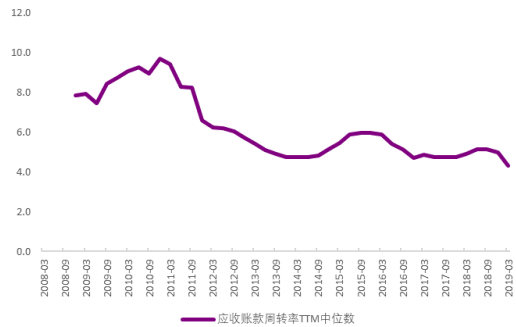
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 27: 乘用车板块存货周转率



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 28: 乘用车板块应收账款周转率



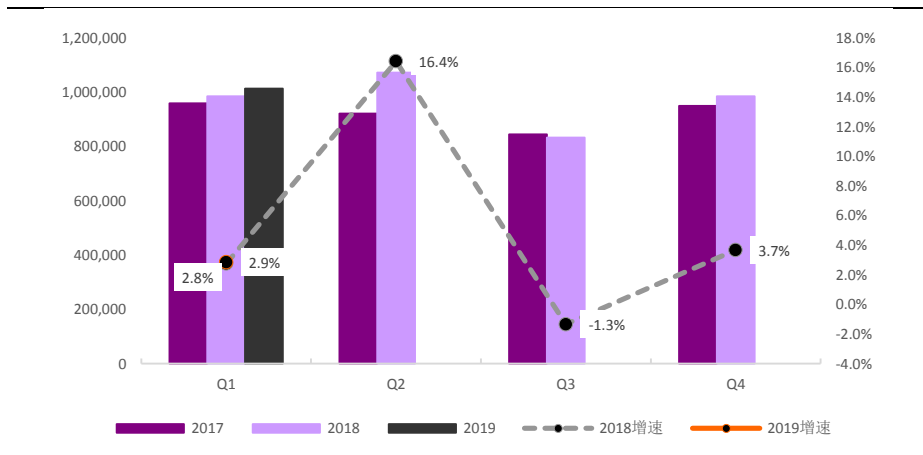
资料来源: Wind、光大证券研究所

### 3、货车：市场旺销拉动板块业绩

#### 3.1、销量情况

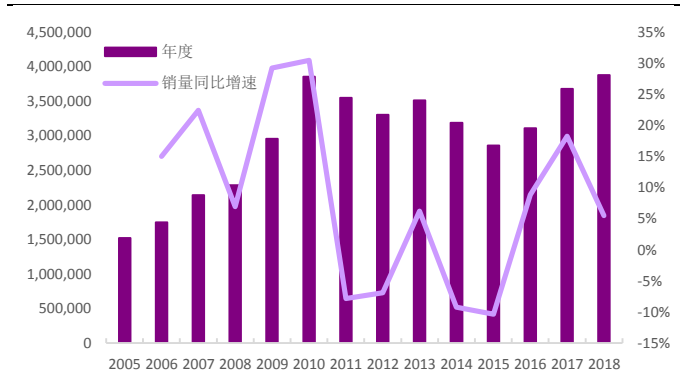
货车是汽车板块中表现最亮眼的子板块。2018 年货车累计销量为 387.6 万辆，同比增速+5.5%。其中，四个季度销量增速分别为+2.8%、+16.4%、-1.3%和+3.7%。19 年货车延续旺销行情，Q1 销量 101.4 万辆，同比增速+2.9%。

图 29：货车单季度销量（左：辆）与同比增速



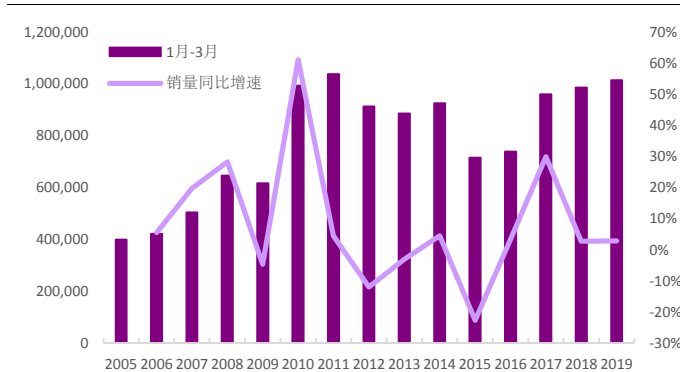
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 30：货车年度销量（左：辆）与同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

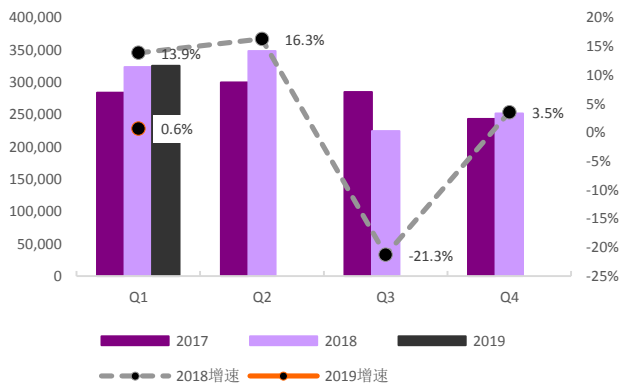
图 31：货车 Q1 销量（左：辆）与同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

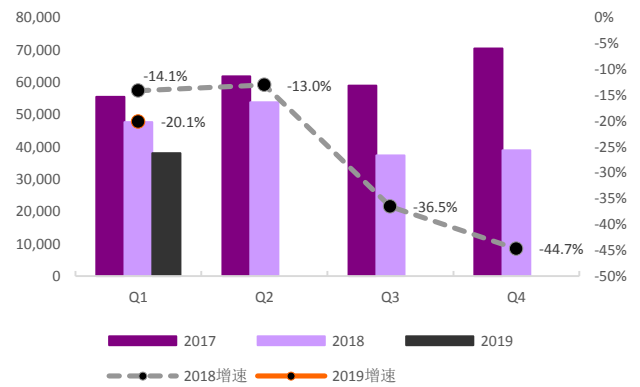
细分车型中，重型货车、轻型货车和微型货车均实现同比增长。2018 年，重型货车销量 114.8 万辆，同比+3.2%；中型货车销量 17.7 万辆，同比-27.9%；轻型货车销量 198.1 万辆，同比+8.6%；微型货车销量 66.0 万辆，同比+14.6%。19 年 Q1，重型、轻型和微型延续增长势头，增速分别为+0.6%、+6.0%和+5.3%。

图 32: 重型货车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



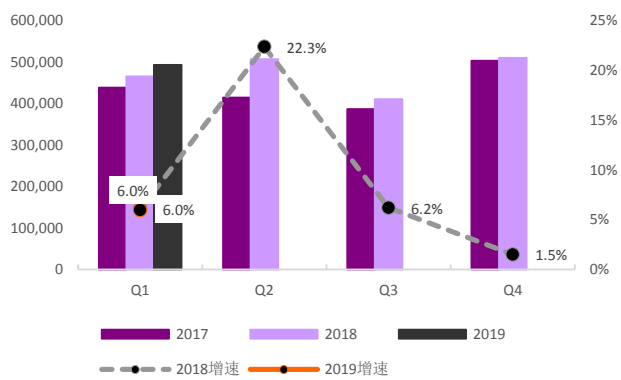
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 33: 中型货车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



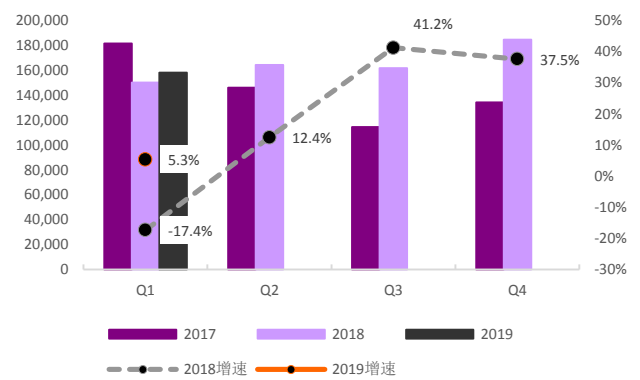
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 34: 轻型货车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



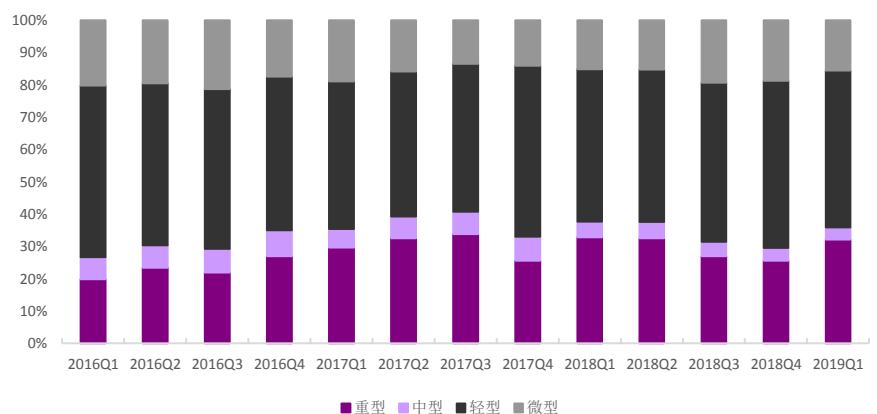
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 35: 微型货车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 36: 货车单季销量结构

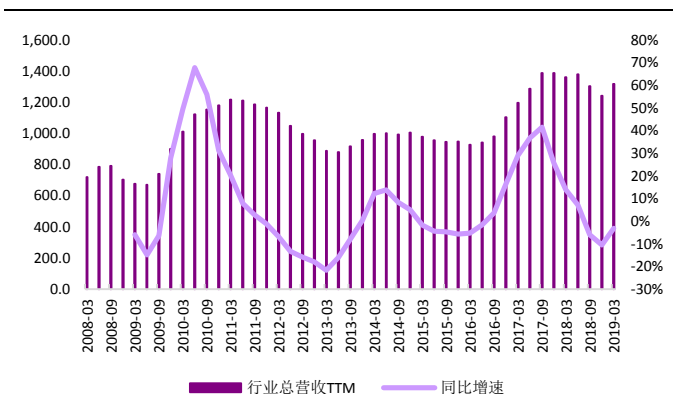


资料来源: 中汽协、光大证券研究所

### 3.2、板块业绩和运营情况

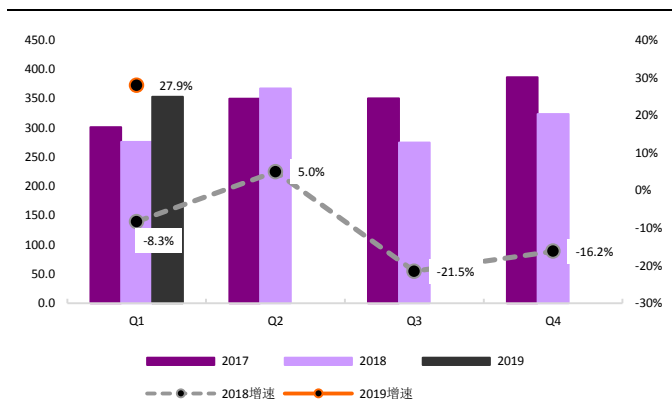
受福田汽车 18 年连续亏损的影响，货车行业 2018 年总体营业收入同比-10.5%，行业整体亏损，归母净利润同比-206.4%。剔除福田汽车，18 年行业营业收入同比-4.5%，归母净利润同比-13.3%，整体盈利。19 年 Q1，行业销量保持稳定增长，同时福田汽车剥离亏损的乘用车板块宝沃汽车，使公司业绩转正，行业业绩因此大幅反弹，行业整体营收同比+27.9%，归母净利润同比+518.9%。

图 37：货车营收 TTM（左：亿元）及增速



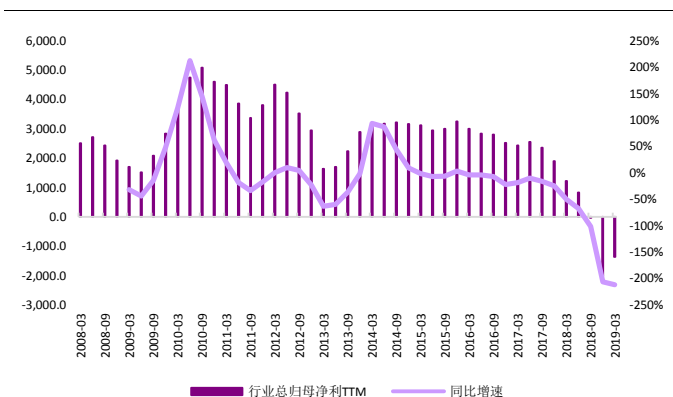
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 38：货车单季度营收（左：亿元）及增速



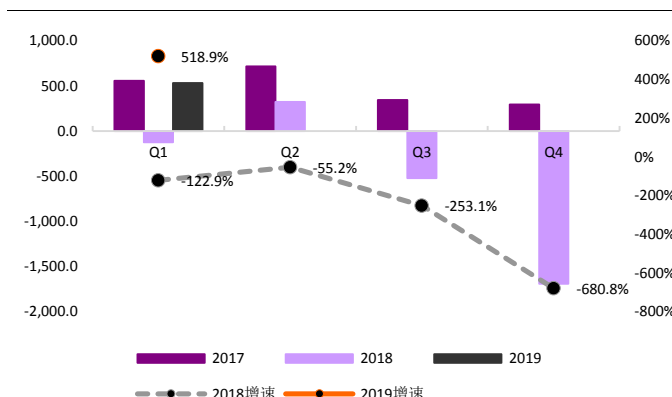
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 39：货车归母净利润 TTM（左：百万元）及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 40：货车单季度归母净利润（左：百万元）及增速

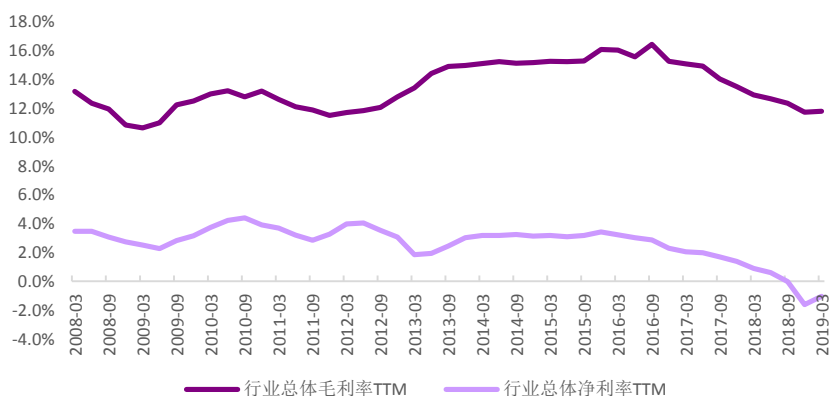


资料来源：Wind、光大证券研究所

行业毛利率呈周期波动，2018 年行业毛利率为 11.7%，较 17 年-1.8pct。行业利润在 2018 年出现亏损，利润率变负。随着 19 年销量市场保持向好，19Q1 行业毛利率提升至 12.2%。同时福田汽车剥离亏损宝沃汽车，19Q1 行业利润率回升至 1.5%，同比+2pct。

在共计 4 家货车板块企业中，2018 年只有中国重汽实现营业收入同比增长，1 家企业出现亏损，2 家企业的归母净利润负增长；2019Q1，4 家企业营业收入全部实现同比增长，2 家企业归母净利润负增长。

图 41：货车毛利率 TTM 和净利率 TTM



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 42：货车板块上市公司业绩表现

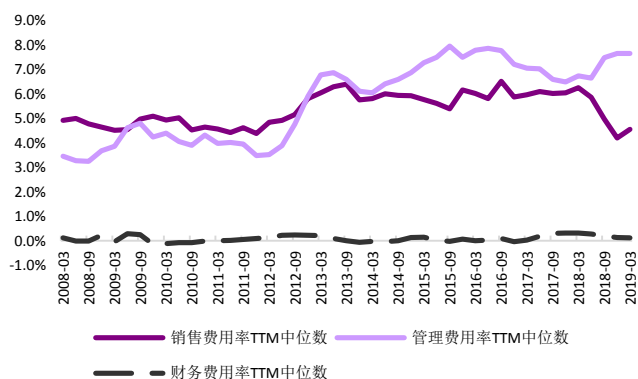
上市公司	2018年						2019Q1					
	营收(亿元)	营收增速	归母净利润(百万元)	归母净利润增速	毛利率	净利率	营收(亿元)	同比增速	归母净利润(百万元)	同比增速	毛利率	净利率
福田汽车	410.5	-20.6%	-3,574.6	-3293.73%	13.3%	-8.9%	141.4	50.3%	80.2	113.28%	13.3%	0.5%
中国重汽	403.8	8.2%	905.1	0.84%	8.9%	3.0%	115.3	24.8%	310.7	60.47%	9.5%	3.6%
江铃汽车	282.5	-9.9%	91.8	-86.71%	13.6%	0.3%	65.1	0.4%	25.2	-83.62%	13.9%	0.4%
东风汽车	144.2	-21.2%	553.8	175.95%	11.4%	3.8%	31.2	26.8%	116.0	-10.40%	13.8%	3.6%

资料来源：Wind、光大证券研究所

受 2018 年行业盈利能力下滑,行业 ROE 从 2017 年的 11.0% 下滑至 2.8%。行业管理费用率提升,销售费用率降低。2018 年行业管理费用率为 7.6%,同比+1.1pct,销售费用率为 4.2%,同比-1.8pct。

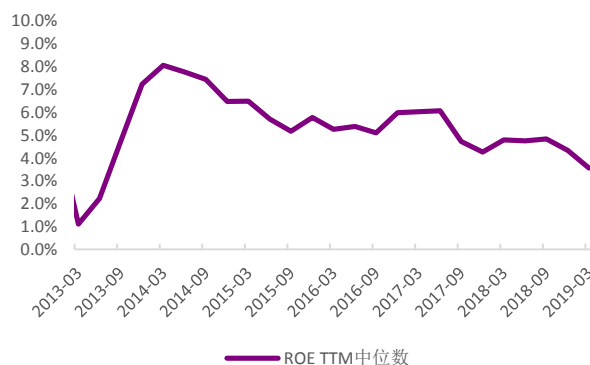
19Q1 销量的增长拉动行业库存周转率、应收账款周转率的回弹。行业经营现金流大幅改善。

图 43：货车板块期间费用率



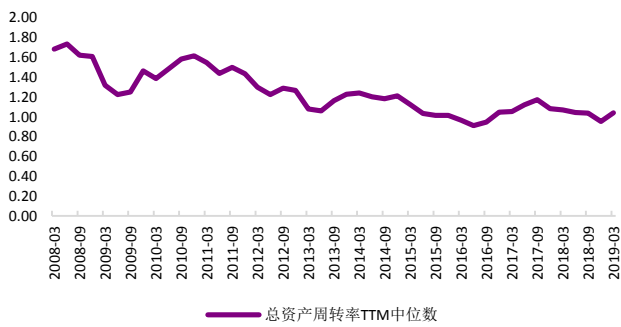
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 44：货车板块 ROE



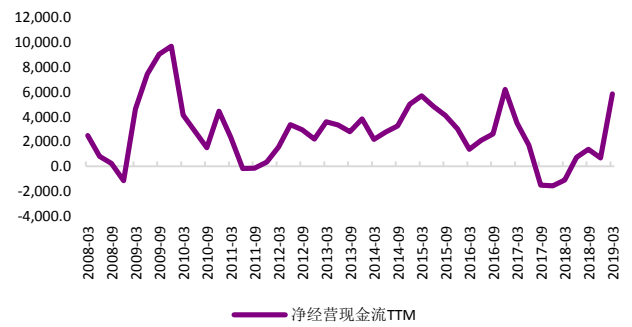
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 45: 货车板块总资产周转率



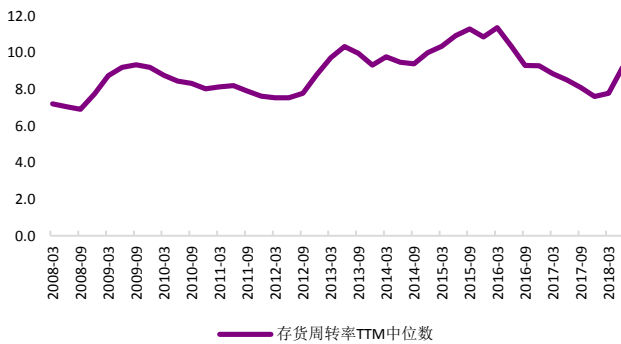
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 46: 货车板块净经营现金流 (百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 47: 货车板块存货周转率



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 48: 货车板块应收账款周转率



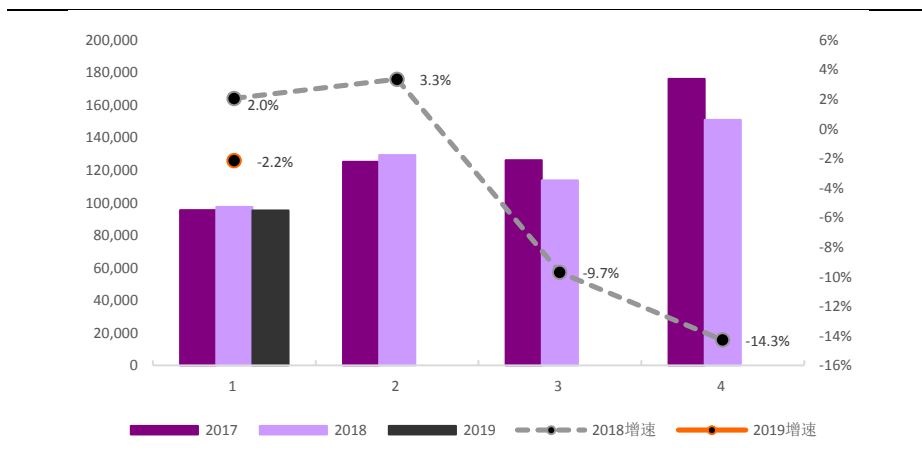
资料来源: Wind、光大证券研究所

## 4、客车：19 年大中型客车市场回暖，板块业绩回升

### 4.1、销量情况

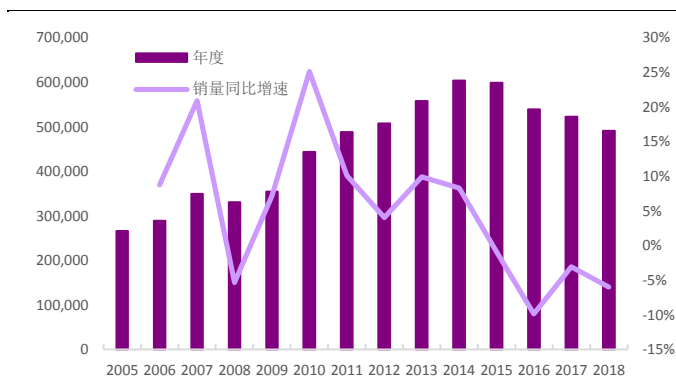
受公路客车市场持续萎缩影响，客车销量同比下滑。2018 年客车累计销量为 49.1 万辆，同比-6.0%。其中，四个季度销量增速分别为+2.0%、+3.3%、-9.7%和-14.3%。受新能源补贴退坡过渡期抢装行情影响，18Q1 和 Q2 同比增长。2019Q1 客车销量 9.5 万辆，同比-2.2%，降幅环比收窄。

图 49：客车单季度销量（左：辆）与同比增速



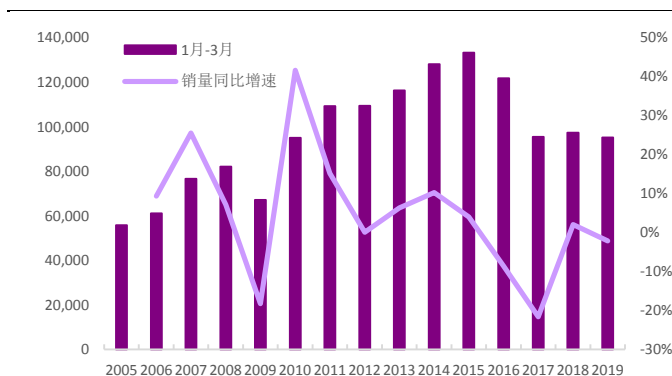
资料来源：中汽协、光大证券研究所

图 50：客车年度销量（左：辆）与同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

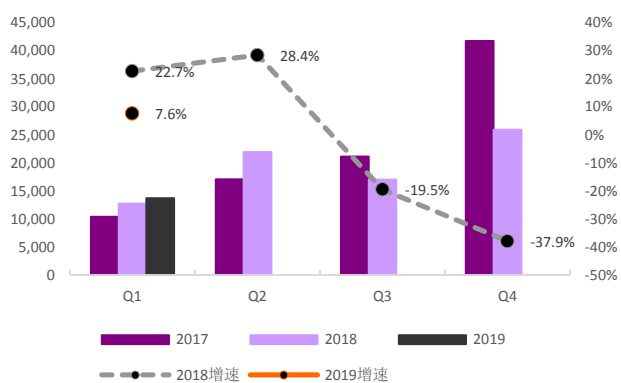
图 51：客车 Q1 销量（左：辆）与同比增速



资料来源：中汽协、光大证券研究所

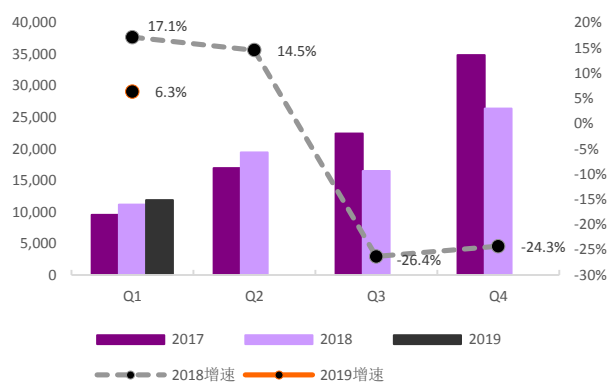
18 年所有车型销量均同比下滑，19 年大中型客车市场复苏，实现同比增长。2018 年，大型客车销量 7.7 万辆，同比-14.1%；中型客车销量 7.3 万辆，同比-12.3%；轻型客车销量 34.0 万辆，同比-2.4%。19Q1，大中型客车实现同比增长，增速分别为+7.6%和+6.3%。轻型客车同比-5.2%。

图 52: 大型客车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



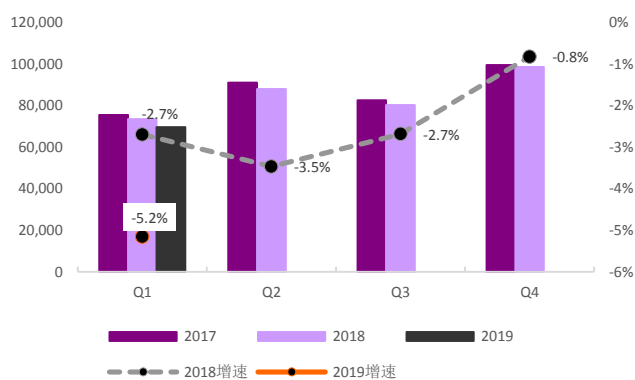
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 53: 中型客车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



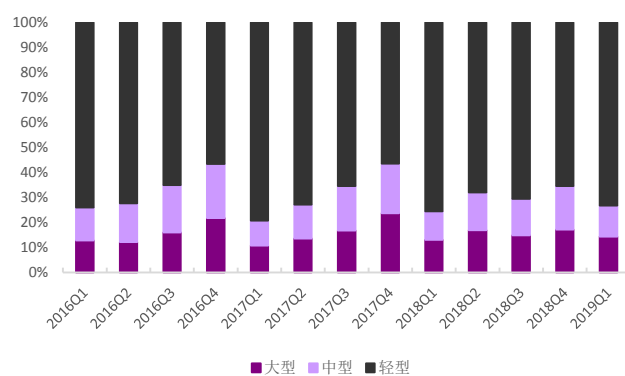
资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 54: 轻型客车单季度销量 (左: 辆) 与同比增速



资料来源: 中汽协、光大证券研究所

图 55: 客车单季销量结构

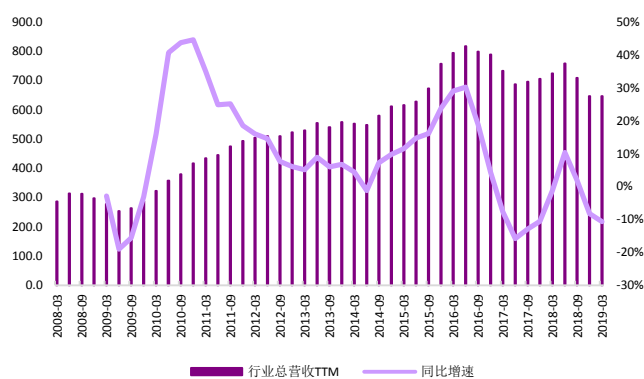


资料来源: 中汽协、光大证券研究所

## 4.2、板块业绩和运营情况

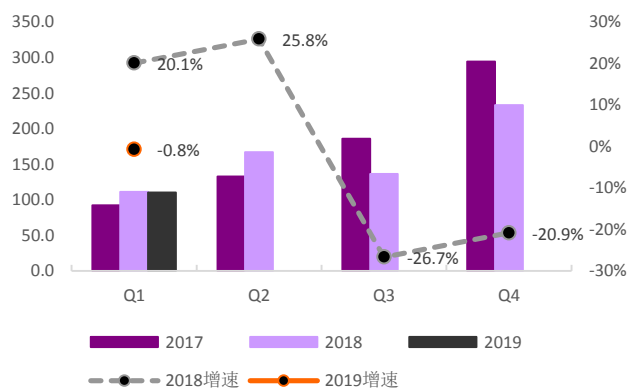
受销量下滑的影响, 客车行业 2018 年总体营业收入同比-8.3%, 归母净利润同比-62.1%。19Q1 大中型客车市场回暖, 行业营收同比-0.8%, 负增速收窄, 归母净利润同比+35.3%。

图 56: 客车营收 TTM (左: 亿元) 及增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

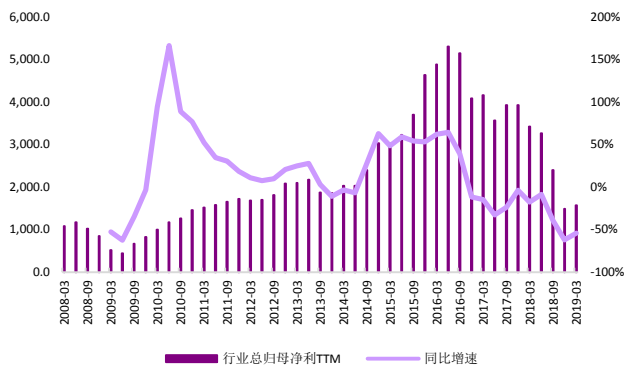
图 57: 客车单季度营收 (左: 亿元) 及增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

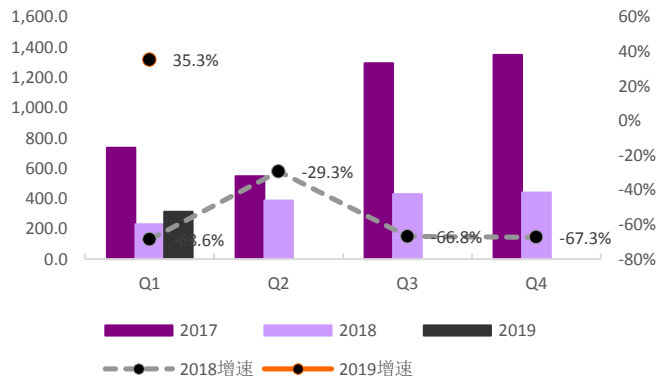


图 58: 客车归母净利润 TTM (左: 百万元) 及增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 59: 客车单季度归母净利润 (左: 百万元) 及增速

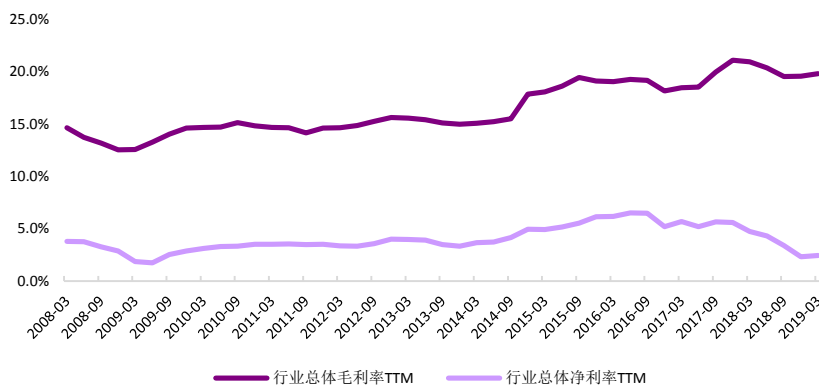


资料来源: Wind、光大证券研究所

行业毛利率仍然维持向上趋势,18 年毛利率为 19.5%,19Q1 提升至 19.8%;行业利润率在 2018 年出现大幅下滑,同比下降 3.4pct。19 年 Q1 利润率有所回升,同比上升 0.7pct。

在共计 6 家客车板块企业中,2018 年有 5 家企业营收同比下滑,2 家企业出现亏损,6 家企业的归母净利润负增长;2019 年 Q1,4 家企业营收实现同比增长,1 家企业亏损。

图 60: 客车毛利率 TTM 和净利率 TTM



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 61: 客车板块上市公司业绩表现

上市公司	2018年						2019Q1					
	营收(亿元)	营收增速	归母净利润(百万元)	归母净利润增速	毛利率	净利率	营收(亿元)	同比增速	归母净利润(百万元)	同比增速	毛利率	净利率
宇通客车	317.5	-4.4%	2,301.5	-26.45%	25.3%	7.3%	48.4	3.9%	310.6	5.40%	24.3%	6.5%
金龙汽车	182.9	3.1%	158.9	-66.82%	14.0%	1.1%	29.7	-21.5%	8.3	2097.98%	10.9%	-0.5%
中通客车	60.8	-22.6%	36.6	-80.87%	16.3%	0.6%	13.3	54.1%	3.7	204.60%	15.3%	0.3%
安凯客车	31.5	-42.2%	-893.3	-288.15%	4.7%	-27.8%	8.6	31.1%	19.2	123.43%	15.0%	1.0%
曙光股份	29.2	-23.5%	-128.1	-140.55%	14.0%	-4.5%	6.3	-26.2%	-29.9	-315.35%	13.9%	-4.9%
亚星客车	24.6	3.0%	13.1	-69.47%	18.9%	0.6%	3.6	36.9%	1.1	-64.27%	18.0%	0.3%

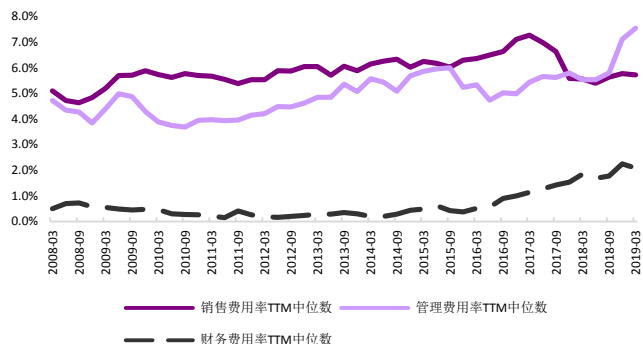
资料来源: Wind、光大证券研究所

客车行业 ROE 在 2018 年下滑至较低位置，为 2.8%。19Q1 回弹，主要因为 19Q1 行业资产周转率的回升和净利率保持稳定。

18 年和 19 Q1 行业管理费用率明显提升，主要因为头部企业研发支出增加。销售费用率和财务费用率相对稳定。

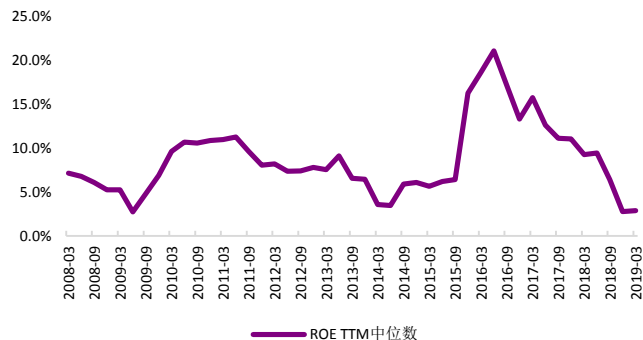
2018 年，受销量下滑和新能源补贴回款政策的影响，行业的存货周转率和应收账款周转率延续下滑趋势。19Q1 销量回弹带动企业去库，库存周转率小幅回升。

图 62：客车板块期间费用率



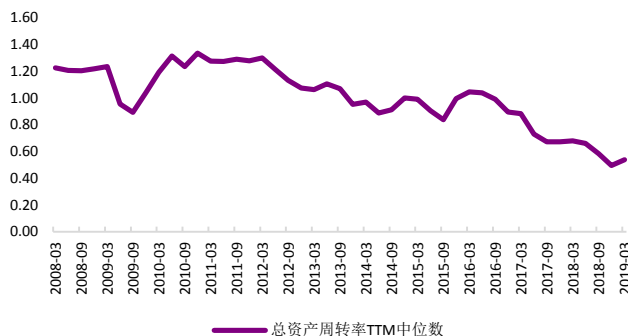
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 63：客车板块 ROE



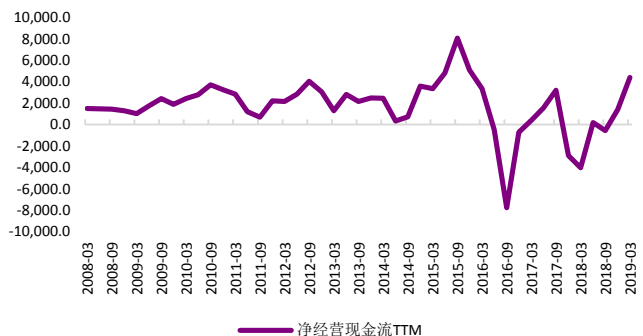
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 64：客车板块总资产周转率



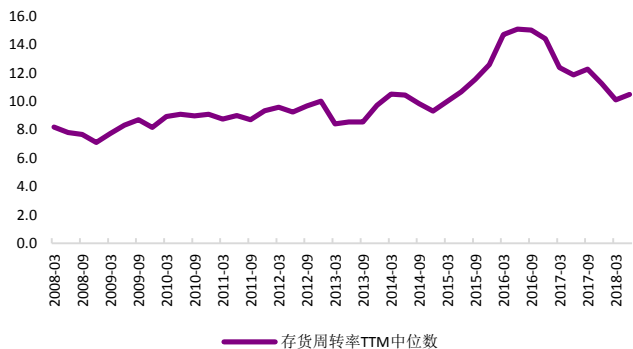
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 65：客车板块净经营现金流（百万元）



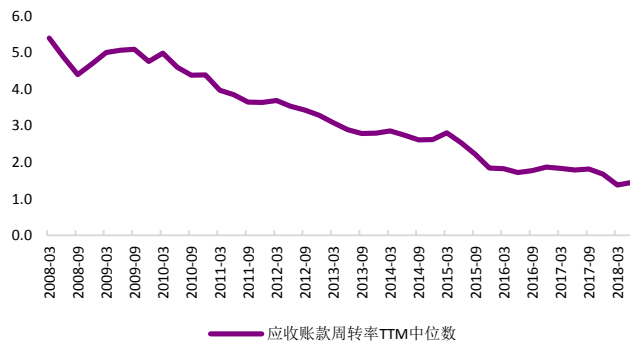
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 66：客车板块存货周转率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 67：客车板块应收账款周转率

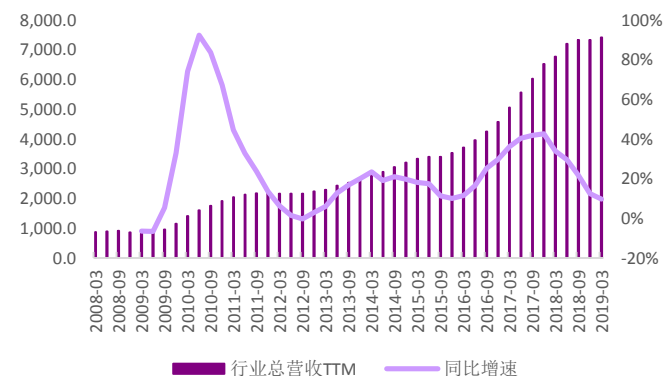


资料来源：Wind、光大证券研究所

## 5、零部件：下游需求低迷，板块业绩下滑

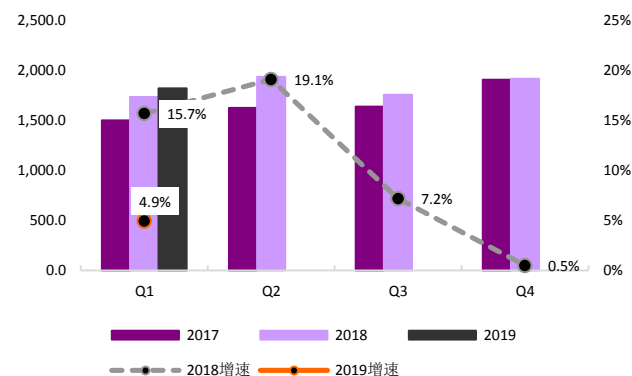
2018 年零部件板块总体营业收入同比+12.4%，归母净利润同比-19.7%。18 年下半年随终端市场的下滑，零部件板块季度营业收入增速下滑，归母净利润负增长，四季度出现亏损。19Q1 商用车市场复苏，零部件板块盈利能力略有回升，营收同比+4.9%，归母净利润同比-12.5%。

图 68：零部件营收 TTM（左：亿元）及增速



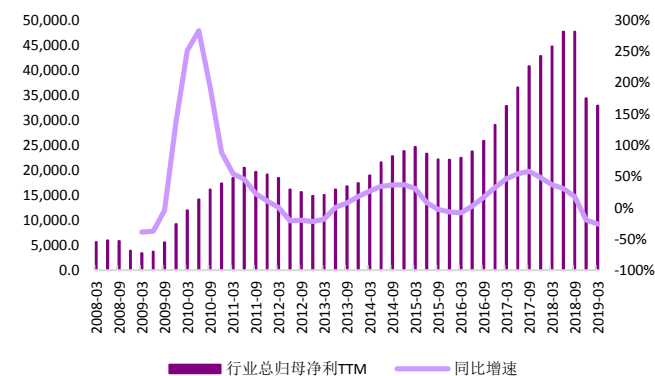
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 69：零部件单季度营收（左：亿元）及增速



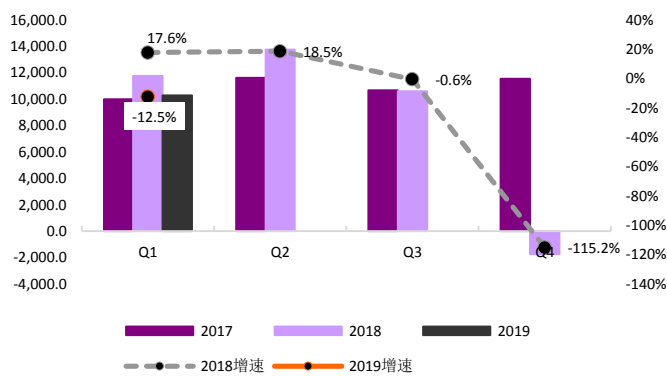
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 70：零部件归母净利润 TTM（左：百万元）及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 71：零部件单季度归母净利润（左：百万元）及增速

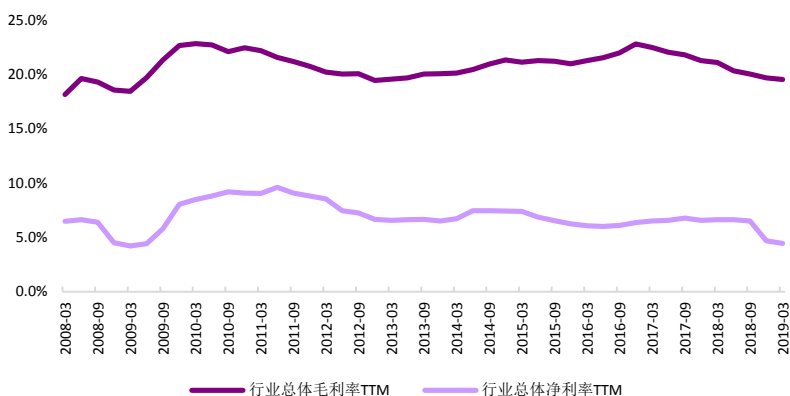


资料来源：Wind、光大证券研究所

行业毛利率缓慢下行，18 年毛利率为 19.7%，19Q1 毛利率维持不变；行业利润率在 2018 年下滑，同比-1.9pct，19Q1 利润率环比有所回升，但同比-1.1pct。

在共计 125 家零部件企业中，2018 年有 83 家企业营收同比上涨，12 家企业出现亏损，59 家企业的归母净利润负增长；2019 年 Q1，58 家企业营收实现同比增长，20 家企业亏损。

图 72：零部件毛利率 TTM 和净利率 TTM



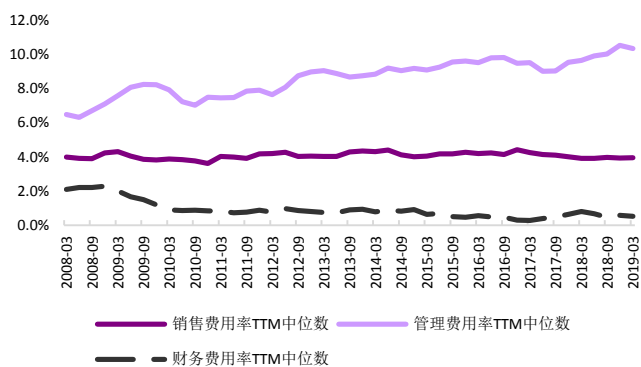
资料来源：Wind、光大证券研究所

零部件行业 ROE 呈周期性波动，2018 年位于下行通道。2018 年行业 ROE 为 7.4%。受资产周转率下降的影响，19Q1 ROE 小幅下滑。

行业 18 年销售费用率和财务费用率相对稳定，管理费用率持续上升。2018 年管理费用率为 10.5%，同比+1pct。

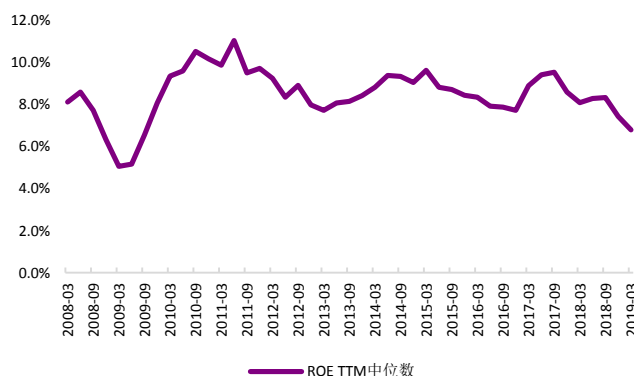
零部件经营现金流回升，存货周转率和应收账款周转率相对稳定。

图 73：零部件板块期间费用率



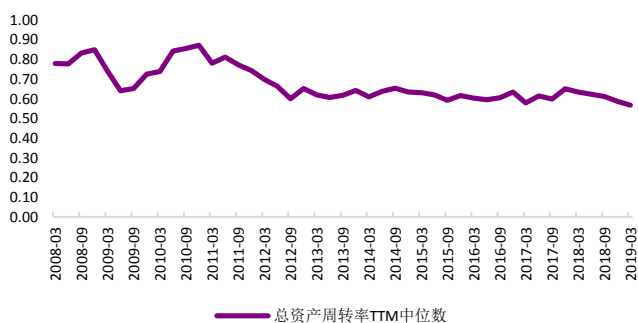
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 74：零部件板块 ROE



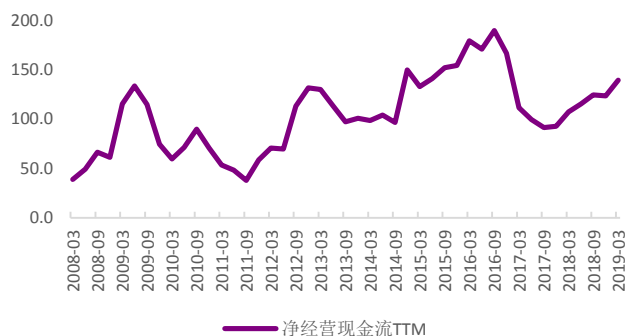
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 75：零部件板块总资产周转率



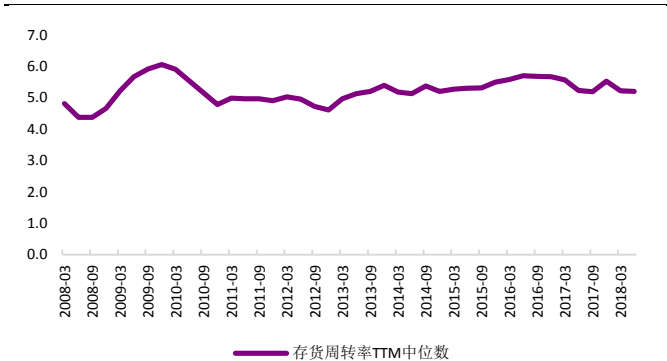
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 76：零部件板块净经营现金流（百万元）



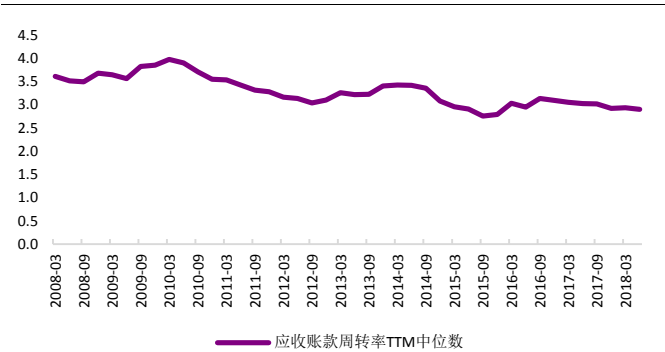
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 77：零部件板块存货周转率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 78：零部件板块应收账款周转率



资料来源：Wind、光大证券研究所

## 6、投资建议

一季度是光大汽车时钟中的主动去库末期，行业收入和利润增速在萧条末期不断寻底，我们预计二季度末大概率会结束本轮汽车周期的主动去库过程，三季度大概率开启行业复苏期。下半年行业景气度开始底部向上回升但复苏期行业利润弹性十分有限，板块的主要投资价值仍然是行业拐点反复确认中的估值提升，估值修复过程会受到信用和货币数据的扰动，震荡中板块的早周期配置价值会进一步获得市场的共识，配置比例会持续提升，建议在在二季度末至三季报前后标配乘用车板块。

A 股汽车方面：建议持续关注行业龙头上汽集团、长安汽车和潍柴动力的估值修复性机会。

港股汽车方面：前期板块上涨主要是基于经济/行业复苏预期、以及政策刺激预期带动的估值扩张。鉴于前期预期已较为充分、中美贸易摩擦等市场风险、以及行业基本面尚未企稳，预计 2Q19E 板块呈现震荡走势。建议关注拐点显现阶段有较大销量/盈利弹性的整车板块，建议关注长城汽车。

## 7、风险分析

1. 行业增长不及预期：消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险；
2. 政策波动风险：汽车消费刺激政策落地具备一定的不确定性；
3. 原材料成本上涨风险：汽车原材料成本持续上升，将一定程度影响整车与零部件公司的毛利率水平与业绩表现。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼