

投资评级：中性

证券分析师

**韩伟琪**

资格编号：S0120518020002

电话：021-68761616-6160

邮箱：hanwq@tebon.com.cn

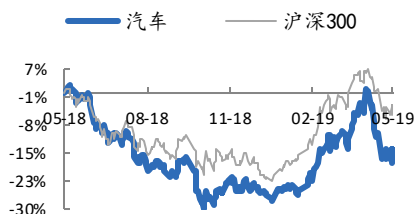
联系人

**申屠旺**

电话：021-68761616-6416

邮箱：shentu@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

## 二季度低迷恐延续，寄望下半年回暖

### 汽车行业一季度总结

#### 投资要点：

- 行业销量难止跌势，盈利堪忧。** 19年Q1的汽车制造业营业收入19064亿元，同比增长-4.2%，成本下降-2.9%，全行业实现利润总额1096亿元，同比增长-25%。在供给侧改革、环保督查力度加大的背景下，上游原材料行业议价能力提高，企业盈利增长继续向原材料行业集中，中下游行业利润则被一定程度压缩。
- 乘用车和商用车冰火两重天。** 乘用车方面，受行业整体景气度下行的影响，龙头上汽集团也难逃营收同比下降的命运，营收出现两位数的下降。发力新能源汽车的比亚迪一枝独秀，营收同比增长22.5%，毛利率净利率均同比上升了近2个百分点。商用车方面，上市公司各企业均有不同程度的营收增长，其中中国重汽的营收增速远超行业水平，公司改革治理成效初显，重卡销量持续向好。受益新能源客车的宇通客车毛利率高于行业平均水平，毛利率与净利率均同比增长。
- 现金流同比趋于稳定，费用控制较好。** 整车、汽车零部件、汽车服务板块销售费用占营业收入比重均有所下降，反应车企均降低了产销预期，成本较18年得到有效的控制。结合管理费用和研发投入占营业收入比重看，行业的不景气也让上市公司缩减了研发投入，进而缩减了管理费用。财务费用略有上升，龙头企业仍有举债扩大产能的迹象，如比亚迪继续加码新能源产业链。
- 营运能力整体下降，商用车表现良好，零部件企业分化。** 乘用车企业的存货周转天数和应收账款周转天数同比均有所上升，发力新能源汽车的比亚迪和宇通客车应收账款周转天数同比有明显下降，回款速度提升。表现最优的是福田汽车，其存货周转天数和应收账款周转天数均明显缩短。零部件企业有所分化。大部分企业随着整体汽车行业景气度下行，应收账款周转天数增加，而福耀玻璃等龙头企业同比减少，显示了较强的议价能力。
- 寒冬下显真龙，建议关注子板块龙头。** 从财务数据看，随着行业景气度下行，各行业龙头显著优于行业的表现，预计二季度低迷恐延续，寄望下半年回暖。建议关注整车龙头上汽集团（自主品牌发力），宇通客车（新能源客车持续发力），零部件企业龙头福耀玻璃（稳定的业绩表现）。
- 风险提示。** 行业销量不及预期；上游原材料涨价；政策不及预期；中美贸易摩擦加剧。

## 目 录

1. 行业：销量难止跌势，盈利堪忧.....	4
2. 上市公司经营情况分析 .....	5
2.1 样本选取 .....	5
2.2 汽车行业景气度下行，营收降速.....	5
2.2.1 乘用车与商用车：冰火两重天.....	5
2.3 行业盈利能力持续承压 .....	6
2.4 寒冬下有良好的成本控制.....	7
2.5 商用车经营性现金流较好，乘用车企业不容乐观 .....	8
2.6 营运能力整体下降，商用车表现良好，零部件企业分化 .....	8
3. 乘用车销量增速有望在下半年回升.....	9
3.1 乘用车：Q2 预计低迷依旧，下半年预边际改善.....	9
3.2 商用车：全年基建投资维持良好预期，预维持稳定格局 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1	国内汽车销量及同比增速	4
图 2	分车型销量及同比增速	4
图 3	子板块 19Q1 营业总收入（亿元）	5
图 4	子板块 19Q1 毛利率均值（%）	6
图 5	子板块 19Q1 毛利率中位数（%）	6
图 6	扣非归母净利润（亿元）	7
图 7	扣非归母净利润占营业收入比重（%）	7
图 8	销售费用占营业收入比重	7
图 9	管理费用占营业收入比重	7
图 10	研发投入占营业收入比重	7
图 11	财务费用占营业收入比重	7
图 12	经营性现金流情况（亿元）	8
图 13	存货周转天数均值（天）	8
图 14	存货周转天数中位数（天）	8
图 15	应收账款周转天数均值（天）	9
图 16	应收账款周转天数中位数（天）	9
图 17	中汽协月度销量（万辆）	9
图 18	乘联会周度销量 YoY（%）	9
表 1	子板块代表个股情况	5
表 2	主要乘用车经营情况	6
表 3	主要商用车经营情况	6

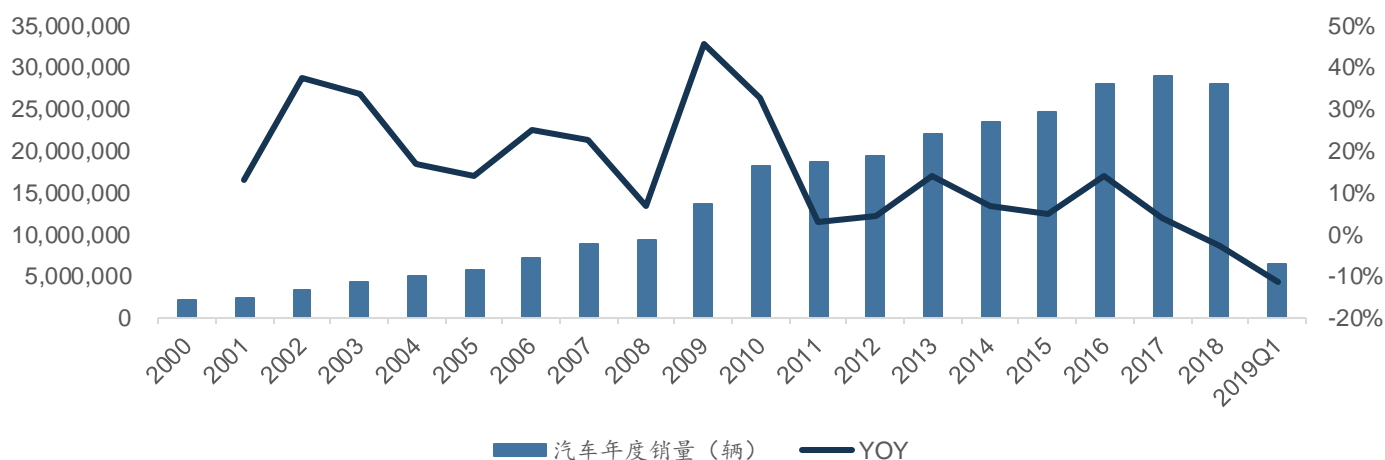
## 1. 行业：销量难止跌势，盈利堪忧

根据国家统计局发布的工业企业财务数据显示，19年Q1全国规模以上工业企业实现利润总额12972.0亿元，同比下降3.3%。19年Q1的汽车制造业营业收入19064亿元，同比增长-4.2%，成本下降-2.9%，全行业实现利润总额1096亿元，同比增长-25%。

在供给侧改革、环保督查力度加大的背景下，上游原材料行业议价能力提高，企业盈利增长继续向原材料行业集中，中下游行业利润则被一定程度压缩。2019年1-3月份汽车企业利润同比下降25%，表现较差的原因是宏观环境的变化、上游材料的高成本、企业的谨慎产销等因素影响。

2018年全年汽车销量为2803.89万台，同比增速-3.1%；受到贸易摩擦的影响，2018年下滑超过预期，全年表现也是进入21世纪来首次增速为负。2019Q1汽车总计销量636.89万台，同比增速-11.33%，行业景气度进一步下降。

图1 国内汽车销量及同比增速

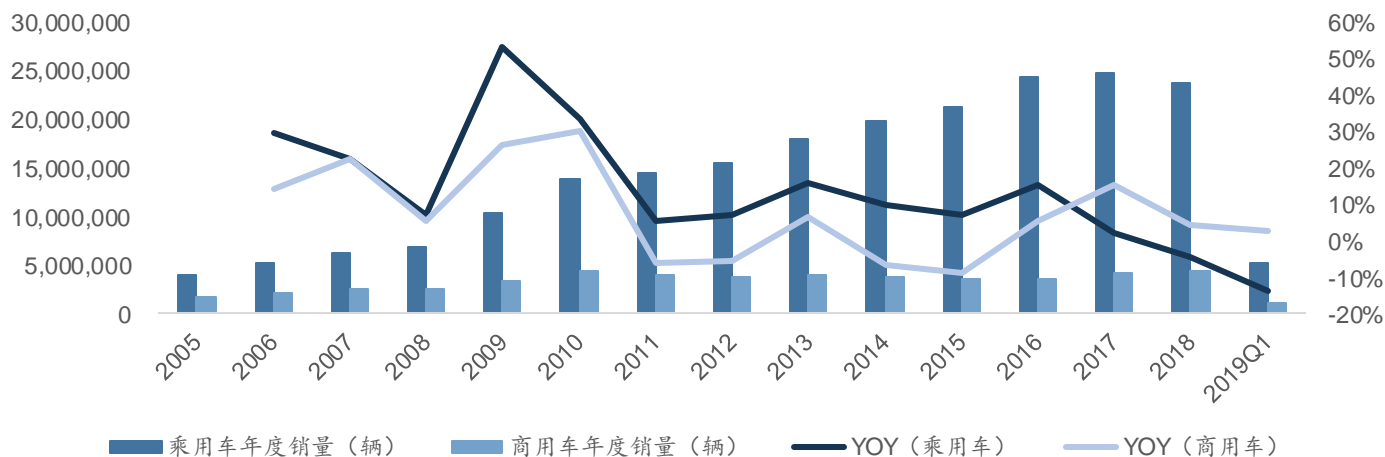


资料来源：中汽协，德邦研究

分车型来看，2019Q1乘用车销售526万台，同比下降-13.77%，商用车Q1销售110.9万台，同比增长2.4%。

乘用车销量大幅下滑拖累了汽车销售增速。而商用车同比略有增幅，近几年随着环保标准提升以及基建的持续投入，商用车需求很好。19Q1柴油货车和汽油货车的需求都在10%以上，而天然气货车的需求超强增长，与乘用车形成巨大的反差。

图2 分车型销量及同比增速



资料来源：中汽协，德邦研究

## 2. 上市公司经营情况分析

### 2.1 样本选取

为了更好的反应汽车行业上市公司的经营情况，我们精选了整车、零部件以及汽车服务的 39 家公司作为代表，具体分类如下表所示：

表 1 子板块代表个股情况

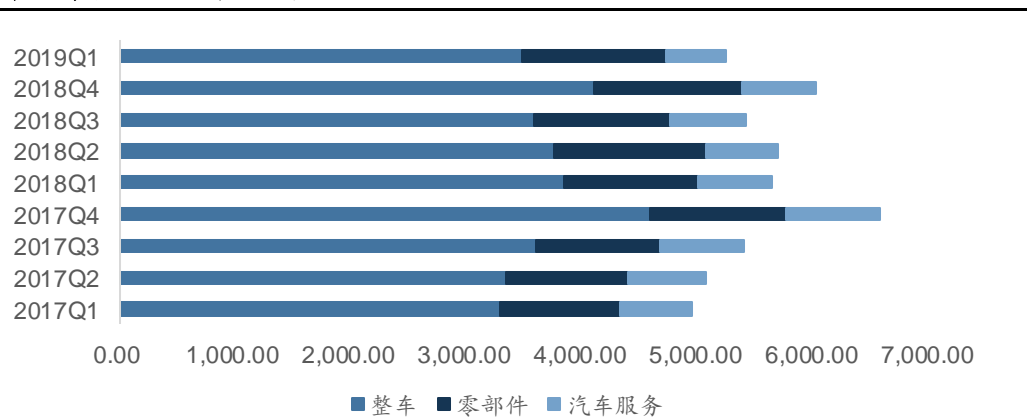
子板块	证券代码	证券名称	子板块	证券代码	证券名称
整车	000550.SZ	江铃汽车	零部件	002283.SZ	天润曲轴
	000625.SZ	长安汽车		002434.SZ	万里扬
	000800.SZ	一汽轿车		002454.SZ	松芝股份
	000951.SZ	中国重汽		002472.SZ	双环传动
	002594.SZ	比亚迪		002510.SZ	天汽模
	600066.SH	宇通客车		300258.SZ	精锻科技
	600104.SH	上汽集团		600660.SH	福耀玻璃
	600166.SH	福田汽车		600699.SH	均胜电子
	600418.SH	江淮汽车		600741.SH	华域汽车
	600609.SH	金杯汽车		600742.SH	一汽富维
	600686.SH	金龙汽车		601689.SH	拓普集团
	600733.SH	北汽蓝谷		601799.SH	星宇股份
	601238.SH	广汽集团		603035.SH	常熟汽饰
	601633.SH	长城汽车		603197.SH	保隆科技
零部件	000338.SZ	潍柴动力	603306.SH	华懋科技	
	000559.SZ	万向钱潮	600297.SH	广汇汽车	
	000581.SZ	威孚高科	600335.SH	国机汽车	
	000887.SZ	中鼎股份	601258.SH	庞大集团	
	002048.SZ	宁波华翔	601965.SH	中国汽研	
	002126.SZ	银轮股份			

资料来源：德邦研究

### 2.2 汽车行业景气度下行，营收降速

统计的 39 家上市公司 19Q1 营业总收入为 5236.79 亿元，同比减少 7.16%。其中，整车板块营业总收入为 3474.12 亿元，同比减少 9.66%，汽车零部件板块营业总收入为 1250.32 亿元，同比增长 8.69%，汽车服务板块营业总收入为 512.35 亿元，同比减少 20.5%，

图 3 子板块 19Q1 营业总收入（亿元）



资料来源：wind, 德邦研究

#### 2.2.1 乘用车与商用车：冰火两重天

乘用车方面，受行业整体景气度下行的影响，龙头上汽集团也难逃营收同比下降的命运，营收出现两位数的下降。发力新能源汽车的比亚迪一枝独秀，营收同比增长 22.5%，毛利率净利率均同比上升了近 2 个百分点。

表 2 主要乘用车经营情况

	上汽集团	广汽集团	比亚迪	一汽轿车	长城汽车
营业总收入(亿元)	2001.92	143.74	303.04	46.89	226.27
同比 (%)	-16.54	-25.74	22.50	-34.39	-15.80
归母净利润(亿元)	82.51	27.78	7.50	0.39	7.73
同比 (%)	-21.88	-27.76	236.37	-73.03	-62.00
毛利率 (%)	12.72	12.36	19.05	15.64	13.72
同比 (%)	-0.35	-12.17	1.90	-6.65	-6.72
净利率 (%)	5.60	19.76	2.93	0.97	3.59
同比 (%)	-0.38	-0.55	1.86	-1.39	-4.37

资料来源: wind, 德邦研究

商用车方面，上市公司各企业均有不同程度的营收增长，其中中国重汽的营收增速远超行业水平，公司改革治理成效初显，重卡销量持续向好。受益新能源客车的宇通客车毛利率高于行业平均水平，毛利率与净利率均同比增长。

我们认为客车行业的盈利后续会承压。主要理由如下：1、传统客车低迷。2、Q1 仍处于新能源客车的过渡期，销量有抢装行为的透支，新能源公交车的补贴过渡期到 2019 年 8 月 7 日，再加上客车电动化的空间不大，本年度三四季度客车的销量不容乐观。

表 3 主要商用车经营情况

	宇通客车	金龙汽车	中国重汽	金杯汽车	福田汽车	江铃汽车
营业总收入(亿元)	48.39	29.67	115.26	14.59	141.44	65.06
同比 (%)	3.85	-21.46	24.78	6.36	50.27	0.39
归母净利润(亿元)	3.11	0.08	3.11	0.19	0.8	0.25
同比 (%)	5.47	44.56	67.89	16.48	110.58	-83.62
毛利率 (%)	24.28	10.94	9.54	15.30	13.3	13.91
同比 (%)	1.59	-0.80	0.56	2.69	0.19	0.36
净利率 (%)	6.50	-0.53	3.63	5.40	0.46	0.39
同比 (%)	0.10	0.22	0.93	0.47	7.00	-1.98

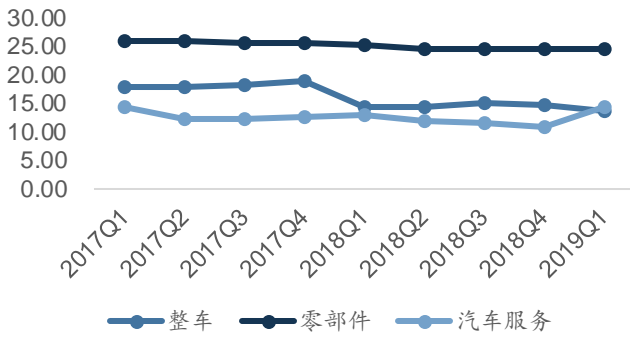
资料来源: wind, 德邦研究

### 2.3 行业盈利能力持续承压

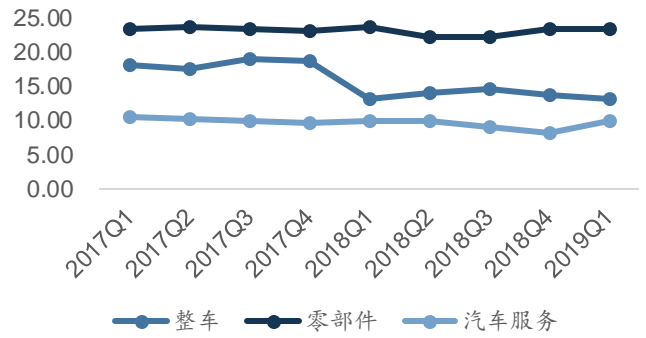
从三个板块毛利率来看，汽车零部件板块毛利率高于整车和汽车服务板块，相对稳定在 25%，而整车板块在 18Q3 之后呈现持续下行的态势。受中美贸易摩擦的影响，居民的收入预期降低，可选消费品的购买力大幅下降。

图 4 子板块 19Q1 毛利率均值 (%)

图 5 子板块 19Q1 毛利率中位数 (%)



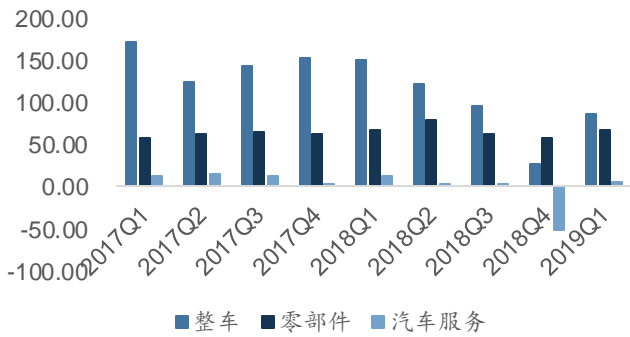
资料来源: wind, 德邦研究



资料来源: wind, 德邦研究

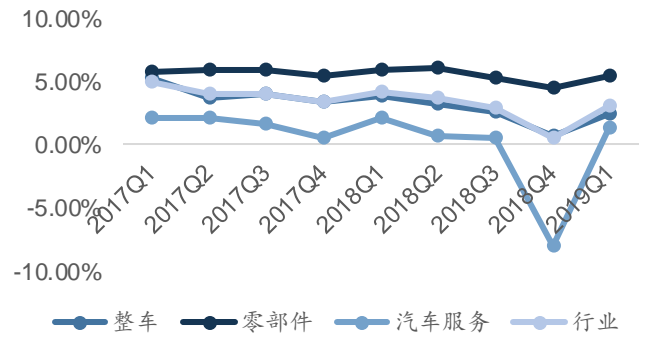
毛利和销量的双双下滑导致了行业的利润大幅下降。汽车服务板块在 18Q4 扣非归母净利润大幅下降原因系庞大集团亏损 61.55 亿元导致。剔除庞大集团的影响，汽车服务板块 18Q4 扣非归母净利润占营业收入比重为 2.78%，同比仍略上升 0.65%。

图 6 扣非归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究

图 7 扣非归母净利润占营业收入比重 (%)



资料来源: wind, 德邦研究

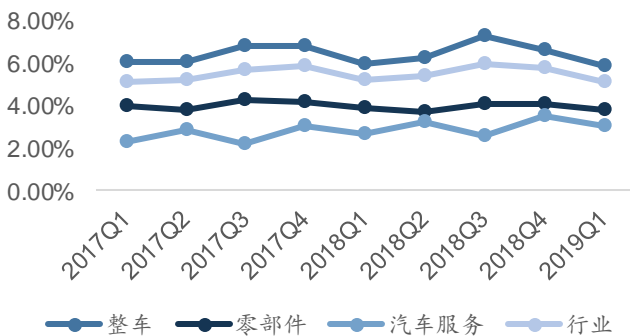
### 2.4 寒冬下有良好的成本控制

整车板块销售费用占营业收入比重为 5.87%，同比-0.88%，汽车零部件板块销售费用占营业收入比重为 3.73%，同比-0.12%，汽车服务板块销售费用占营业收入比重为 3.02%，同比-0.36%。从销售费用看，车企均降低了产销预期，成本较 18 年得到有效的控制。

结合管理费用和研发投入占营业收入比重看，行业的不景气也让上市公司缩减了研发投入，进而缩减了管理费用。

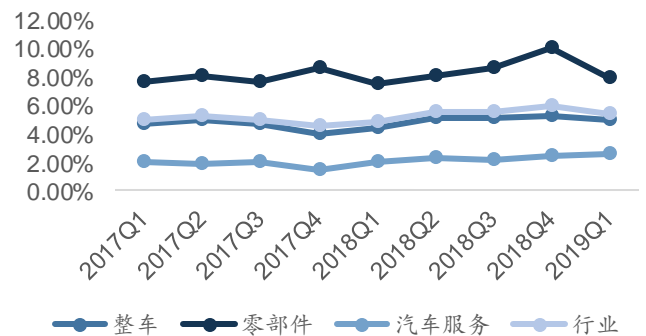
财务费用略有上升，龙头企业仍有举债扩大产能的迹象。如比亚迪继续加码新能源产业链。

图 8 销售费用占营业收入比重



资料来源: wind, 德邦研究

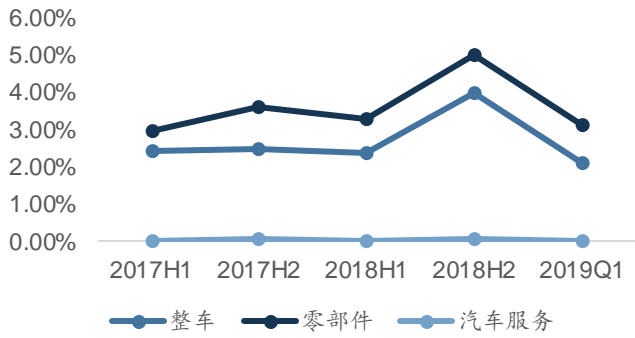
图 9 管理费用占营业收入比重



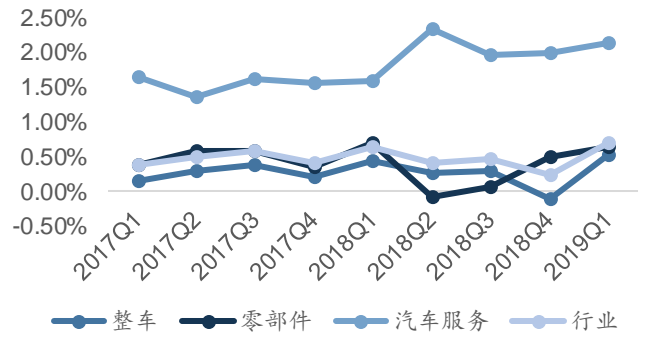
资料来源: wind, 德邦研究 注: 包含研发费用

图 10 研发投入占营业收入比重

图 11 财务费用占营业收入比重



资料来源: wind, 德邦研究



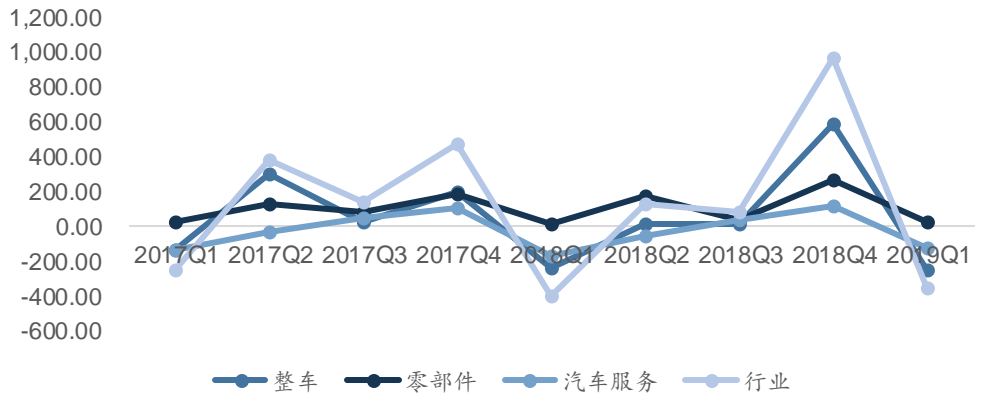
资料来源: wind, 德邦研究

## 2.5 商用车经营性现金流较好，乘用车企业不容乐观

从经营性现金流看，零部件企业的现金流较为稳定，整车企业因为在 Q1 备货的情况下库存较高，现金流普遍较差。细分来看，乘用车的现金流明显恶化（上汽集团同时减少 23.64 亿，广汽集团同比减少 47.91 亿，主要为销量下降导致），而商用车的现金流大幅改善。

汽车服务企业的现金流也有改善，主要是由于产销规模的略有缩减以及税费的减少。

图 12 经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究

## 2.6 营运能力整体下降，商用车表现良好，零部件企业分化

乘用车企业的存货周转天数和应收账款周转天数同比均有所上升，发力新能源汽车的比亚迪和宇通客车应收账款周转天数同比有明显下降，回款速度提升。

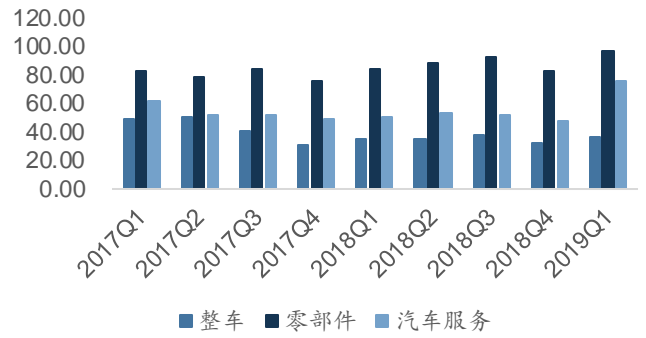
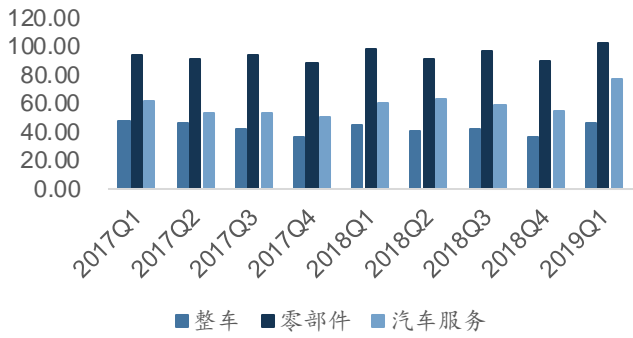
表现最优的是福田汽车，其存货周转天数缩短了 22.3 天，应收账款周转天数缩短了 55.6 天，主要系本期中重卡、轻卡、大中客销量增加所致，反应了商用车市场需求旺盛，我们认为，受蓝天保卫战及国三燃油车淘汰的影响，商用车有望继续保持低增长。

零部件企业有所分化。大部分企业随着整体汽车行业景气度下行，应收账款周转天数增加，而福耀玻璃等龙头企业同比减少，显示了较强的议价能力。我们认为，随着汽车行业低速发展期到来，抢占份额将变得越来越困难，细分行业龙头因其拥有规模和成本的优势将越来越显著。

图 13 存货周转天数均值 (天)

图 14 存货周转天数中位数 (天)



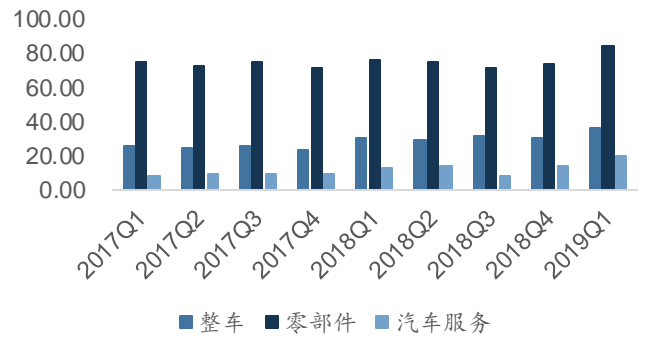
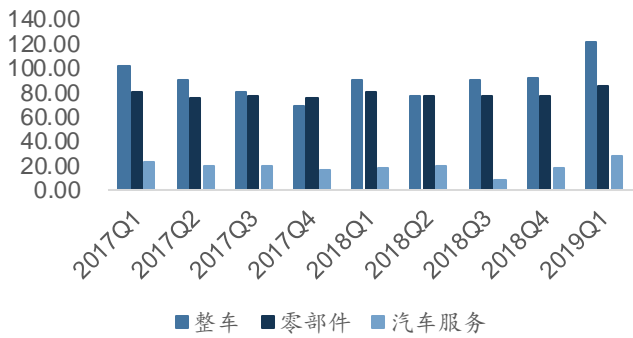


资料来源: wind, 德邦研究

资料来源: wind, 德邦研究

图 15 应收账款周转天数均值 (天)

图 16 应收账款周转天数中位数 (天)



资料来源: wind, 德邦研究

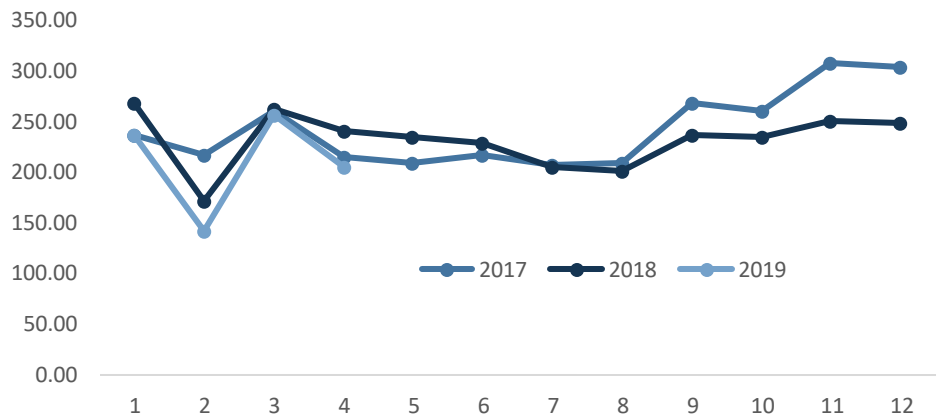
资料来源: wind, 德邦研究

### 3. 乘用车销量增速有望在下半年回升

#### 3.1 乘用车：Q2 预计低迷依旧，下半年预边际改善

去年年末以来，以中低端品牌车企为代表，行业开始去库存行为，但由于今年车市超预期低迷，实际清库效果不佳，目前全行业各线品牌都面临较大的库存压力。4 月份中汽协数据显示乘用车单月销量 YoY-17.7%、累计 YoY-14.7%。

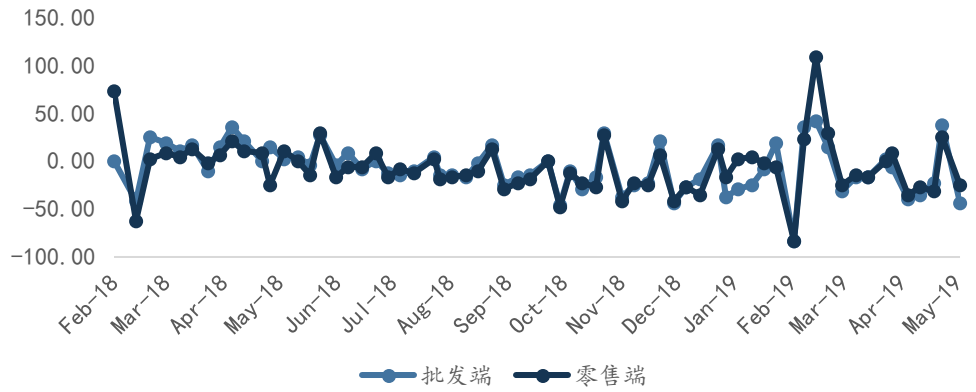
图 17 中汽协月度销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 德邦研究

而乘联会周度销量数据显示，5 月上旬乘用车批发端销量 YoY-44%、零售端 YoY-24%，可见厂商去库存持续进行，而零售端的购车景气仍不乐观。

图 18 乘联会周度销量 YoY (%)



资料来源: 乘联会, 德邦研究

后续来看, 我们认为乘用车二季度情况依旧会非常糟糕, 购车需求低迷、整车厂和经销商还是以清库存为主要目标; 业绩方面, 整车及上游零部件的半年报预计会大概率延续一季度的低迷。

我们目前预计进入下半年后, 去库存行为会告一段落, 厂家和经销商应该会全力争取“金九银十”, 加上 18 年 H2 的基期较低, 产销的 YoY 边际会有所改善, 市场情绪预计会随之修复。

在这一过程中, 建议优先关注综合实力强、车型结构成熟且齐全、估值低且有良好分红保底的龙头企业, 如上汽集团和华域汽车。

### 3.2 商用车: 全年基建投资维持良好预期, 预维持稳定格局

相对于乘用车, 19 年以来商用车表现则非常良好, 前 4 月累计销量增长 1.5%, 其中货车累计 YoY+1.9%、客车累计 YoY-3.0%。

后续来看, 我们认为 2019 年基建投资整体将维持良好的态势, 以保障国内经济增速平稳, 所以与之相关的重卡等产品需求预计也将保持稳定; 而客车方面预计以新能源汽车为主的大中型客车会在 8 月“过渡期”结束前实现抢装, 从而对客车产销量形成支撑。

商用车方面我们建议关注发动机和重卡龙头潍柴动力、威孚高科。

## 4. 风险提示

行业销量不及预期;

上游原材料涨价;

政策不及预期;

中美贸易摩擦加剧。

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后6个月 内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标 普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。