

## 行业虽低迷，反转仍可期

### 汽车行业 2018 年报及 2019 年一季报点评

投资建议： 中性

上次建议： 中性

#### 投资要点：

##### ➤ 乘用车：跌幅收窄，下半年有望企稳复苏

乘用车板块18年下半年和19年年初，受高基数效应和宏观经济下行影响，汽车销量周期下行，18Q4销量增速跌至谷底，19Q1仍保持负增长，但降幅收窄。业绩端也有望触底回升。长期看，我国汽车销量增长空间仍然很大，中短期，我国汽车销量未来将由低速增长转为微增长，行业成长性弱化，周期性将更加明显。当前为未来2-3年周期的底部。我们判断下半年在基数效应消除，宏观基本面企稳的背景下，汽车销量增速有望进入回升通道。标的方面，我们推荐公司新品周期与行业周期叠加，弹性较大的长安汽车（000625）和新品周期强劲，销量稳健的长城汽车（601633）。

##### ➤ 商用车：重卡高位微增长，下半年将平稳回落

19年下半年商用车重卡销量或将进入下行通道，但由于排放治理余威犹存，且行业将进入新一轮排放升级周期，重卡行业销量或将维持在90-100万辆左右水平，推荐重卡核心零部件供应商，拥有重卡黄金产业链标的潍柴动力（000338）。

##### ➤ 商用车：电动趋势确立，产品升级打开成长空间

受益于政策引导、技术进步以及车企重视程度明显提升等，新能源汽车特别是新能源乘用车产销预计将继续保持较快增长，19年销量增速预计仍是前高后低，上半年补贴退坡过渡期内，新能源汽车销量预计将保持高增长，全年销量有望超过160万辆。电动化趋势确立，中、日、韩电池企业相继进入新一轮扩产周期，整车企业为了保证产业链话语权，扶持第二供应商态度积极，二线电池企业在新一轮扩产周期中，成长空间及弹性较大，建议关注亿纬锂能（300014）和国轩高科（002074）。中游材料推荐恩捷股份（002812），湿法隔膜技术达到全球先进水平，相继进入LG化学、三星、松下等客户供应链，国内客户为宁德时代、国轩高科等。未来几年，在海外客户迅速上量，国内客户销量快速增长下，公司有望产销两旺，快速成长。上游原材料端，行业库存持续去化，需求稳定增加，当前位置处于中长期底部区域，建议关注相关标的等。

##### ➤ 零部件：推荐细分领域优质成长个股

在乘用车市场有望触底回升的背景下，当前周期底部，坚定推荐板块优质个股。有以下投资主线，1) 随着自动变速箱渗透率将快速提升，自动变速箱将迎来国产化拐点，我们推荐独立第三方CVT+AT变速箱供应商万里扬（002434）、精锻科技（300258）、双环传动（002472）；2) 替代升级，我们推荐客户群由自主向合资以及全球车企拓展，产品由传统换热器向新能源热管理升级的银轮股份；3) 轻量化，推荐进入特斯拉供应链的轻量化底盘结构件供应商拓普集团（601689）。

##### ➤ 风险提示：车市低迷超预期；宏观经济下行超预期。

#### 一年内行业相对大盘走势



夏纾雨 分析师

执业证书编号：S0590517090004

电话：85607670

邮箱：xiasy@glsc.com.cn

彭福宏 研究助理

电话：0510-85613713

邮箱：pengfh@glsc.com.cn

王昆 研究助理

电话：0510-85607670

邮箱：wangkun@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《4月乘用车销量继续下行，需求偏弱》  
《汽车》
- 2、《4月重卡销量超12万辆，同比小幅下降》  
《汽车》
- 3、《排放升级周期到来，上海7月将实施国六》  
《汽车》

## 正文目录

1.	乘弱商强，乘用车最黑暗时期已过 .....	4
1.1.	乘用车：跌幅收窄，下半年有望企稳复苏 .....	4
1.2.	商用车：重卡高位微增长，下半年将平稳回落 .....	6
1.3.	新能源汽车：电动化趋势确立，后补贴时代由政策走向市场 .....	7
2.	汽车板块行情回顾 .....	8
3.	整车板块：竞争日趋激烈，业绩承压 .....	9
3.1.	乘用车：行业渐触底，进入中期布局期 .....	9
3.2.	卡车板块：板块整体表现低迷，重卡景气度超预期 .....	11
3.3.	客车板块：补贴退坡，板块业绩承压 .....	11
4.	新能源汽车板块：补贴退坡，产业链持续承压 .....	13
5.	汽车零部件板块：业绩跌幅收窄，静待行业复苏 .....	14
5.1.	A股汽车零部件行业总体分析 .....	14
5.2.	A股汽车零部件板块公司分析 .....	17
6.	小结及标的推荐 .....	18
7.	风险提示 .....	19

## 图表目录

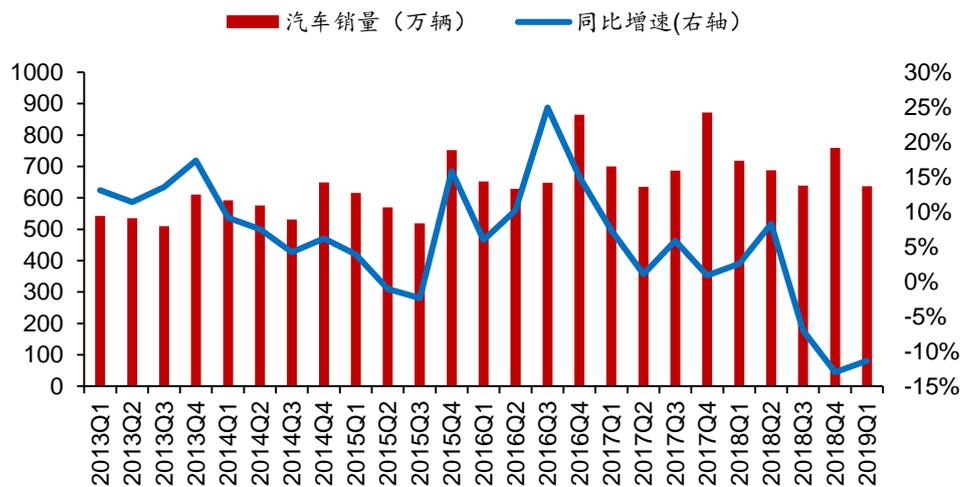
图表 1：国内汽车销量季度数据 .....	4
图表 2：国内乘用车季度销量数据 .....	4
图表 3：国内 SUV 季度销量 .....	5
图表 4：国内轿车季度销量数据 .....	5
图表 5：国内 MPV 季度销量 .....	5
图表 6：乘用车中不同车型销量占比 .....	5
图表 7：国内不同车系乘用车销量市场份额 (%) .....	6
图表 8：19Q1 乘用车销量前十企业表现 .....	6
图表 9：国内商用车季度销量 .....	6
图表 10：国内重卡季度销量 .....	6
图表 11：国内新能源汽车季度销量 .....	7
图表 12：国内新能源乘用车季度销量 .....	7
图表 13：国内新能源商用车季度销量 .....	8
图表 14：2019Q1 申万一级行业指数涨跌幅 (%) .....	8
图表 15：18.1.2-19.4.30SW 汽车板块和沪深 300 走势 (总股本加权平均法) .....	9
图表 16：乘用车板块营收及增速情况 .....	9
图表 17：乘用车板块扣非归母净利润及增速情况 .....	9
图表 18：乘用车板块毛利率及净利率情况 .....	10
图表 19：乘用车板块三项费用率情况 .....	10
图表 20：乘用车板块主要公司业绩表现 .....	10
图表 21：卡车板块营收及增速情况 .....	11
图表 22：卡车板块扣非归母净利润及增速情况 .....	11
图表 23：卡车板块毛利率及净利率情况 .....	11
图表 24：卡车板块三项费用率情况 .....	11
图表 25：客车板块营收及增速情况 .....	12
图表 26：客车板块扣非归母净利润及增速情况 .....	12
图表 27：客车板块毛利率及净利率情况 .....	12
图表 28：客车板块三项费用率情况 .....	12

图表 29: 新能源汽车板块营收及增速 .....	13
图表 30: 2018 年新能源汽车子板块营收增量贡献 .....	13
图表 31: 新能源汽车板块扣非归母净利润及增速 .....	13
图表 32: 2018 年新能源汽车子板块扣非归母净利增量贡献 .....	13
图表 33: 新能源汽车板块毛利率及净利率情况 .....	14
图表 34: 新能源汽车板块三项费用率情况 .....	14
图表 35: 历年年报汽车零部件行业营收及增速 .....	15
图表 36: 分季度 SW 汽车零部件行业营收及增速 .....	15
图表 37: 年度汽车零部件行业扣非净利润及增速 .....	15
图表 38: 季度零部件行业扣非归母净利润及增速 .....	15
图表 39: 历年年报汽车零部件行业毛利率与净利率 .....	16
图表 40: 分季度汽车零部件行业毛利率与净利率 .....	16
图表 41: 历年年报汽车零部件行业期间费用率 .....	16
图表 42: 分季度汽车零部件行业期间费用率 .....	16
图表 43: 一季度汽车零部件行业总体资产负债率 .....	16
图表 44: 历年年报汽车零部件行业总体 ROE .....	17
图表 45: 分季度汽车零部件行业总体 ROE .....	17
图表 46: 零部件板块公司扣非净利润增速 (%) 区间分布 .....	17
图表 47: 汽车零部件企业净利率 (%) 分布 .....	18
图表 48: 汽车零部件企业 ROE (%) 分布 .....	18
图表 49: 重点个股推荐 .....	19

## 1. 乘弱商强，乘用车最黑暗时期已过

乘弱商强，重卡销量高位微增长。2018 年国内汽车销量 2804 万辆，同比下降 3.1%，汽车销量十年来首现负增长，汽车销售呈现乘弱商强的局面，乘用车销售 18Q4 以来出现大幅下滑，商用车销量保持稳健。19Q1 国内汽车销量增速进一步下行，实现销售 636.9 万辆，同比下降 11.3%。汽车销量跌幅较 18Q4（同比下降 13.0%）有所收窄。预计下半年随着乘用车销量企稳回升，汽车销量有望恢复正增长。

图表 1：国内汽车销量季度数据



来源：中汽协，国联证券研究所

### 1.1. 乘用车：跌幅收窄，下半年有望企稳复苏

2018 年国内乘用车销售 2367.2 万辆，同比下降 4.3%，首次出现负增长，主要是因为购置税优惠政策使得前一年基数较高，基数效应、宏观经济下行和中美贸易战等负面因素叠加共振，导致 18Q4 乘用车销量大幅下跌 15.0%。在宏观经济下行的背景下，一季度汽车消费需求整体偏弱，但行业最黑暗的时间已过，19Q1 汽车销量下跌 13.8%，跌幅有所收窄。

图表 2：国内乘用车季度销量数据



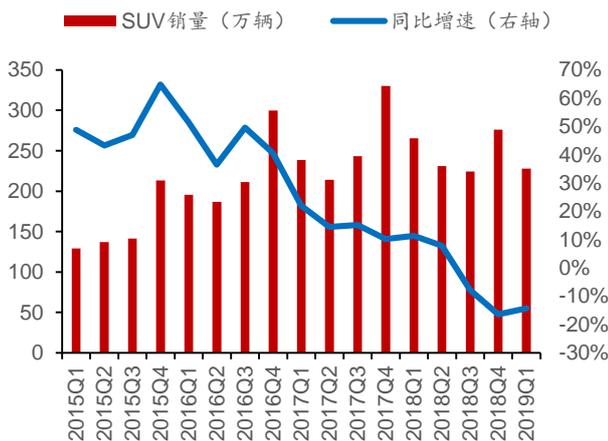
来源：中汽协，国联证券研究所

我们认为“分化”是近期乘用车行业最为突出的特点之一，包括不同车型、不同级别、不同车企表现均有明显分化。

### 1) 不同车型表现分化

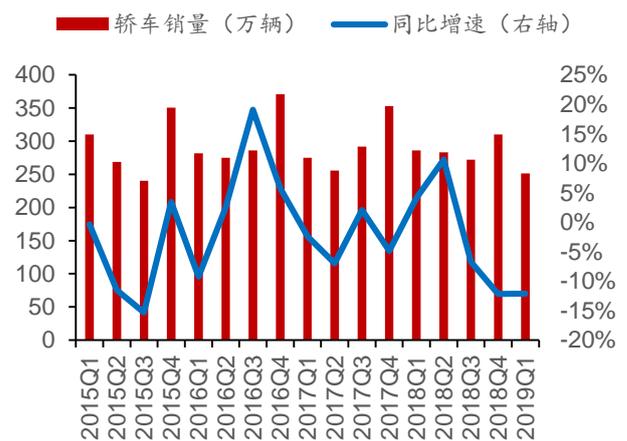
**细分车型销量齐下跌，MPV 跌幅最大。**分车型销售情况来看：18 年/19Q1 国内轿车销量分别为 1151.6/251.5 万辆，同比下降 2.1%/12.1%，市占率 18 年/19Q1 分别为 48.6%/47.8%，较去年同期分别上升 0.7pct 和下降 2.1pct；18 年/19Q1 国内轿车销量分别为 996.9/227.7 万辆，同比分别下降 2.8%/14.3%，18 年/19Q1 市占率分别为 42.1%/43.3%，较去年同期上升 0.7pct 和下降 0.2pct；18 年/19Q1 销量分别为 172.8/37.0 万辆，同比下降 17.1%/22.4%，市占率持续走低，17 年/18Q1 分别为 7.3%/7%，同比下降 1.1/0.8pct。由于自主在 SUV 领域占据优势，而自主车企的消费者在二三四五线城市居多，消费者对使用成本敏感程度高于合资车，因此 SUV 市占率部分程度受油价的影响；由于中低端 MPV 销量持续下滑，未来市占率或将进一步降低。

图表 3：国内 SUV 季度销量



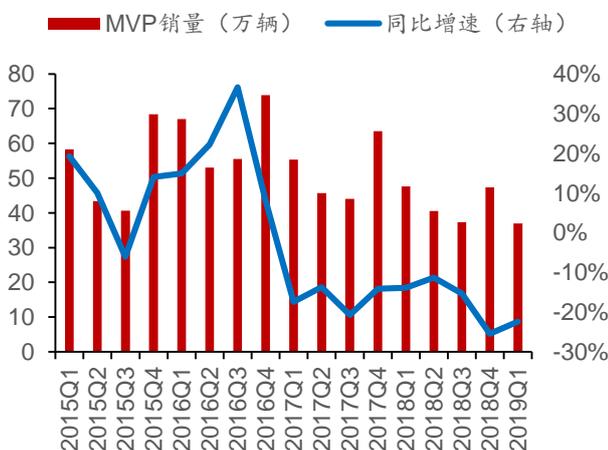
来源：中汽协，国联证券研究所

图表 4：国内轿车季度销量数据



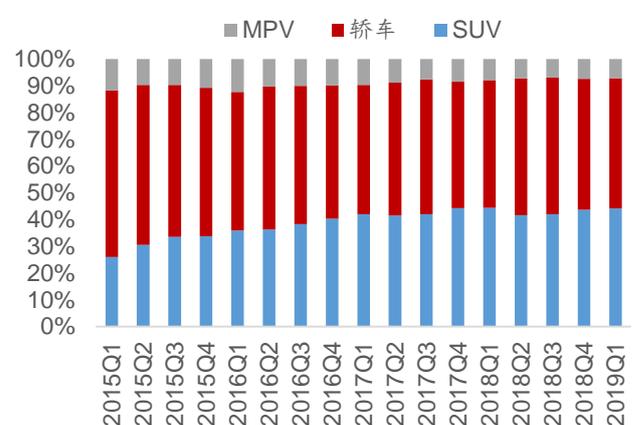
来源：中汽协，国联证券研究所

图表 5：国内 MPV 季度销量



来源：中汽协，国联证券研究所

图表 6：乘用车中不同车型销量占比

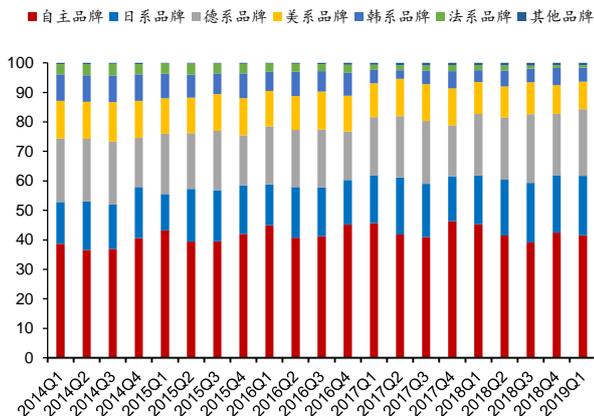


来源：中汽协，国联证券研究所

## 2) 不同车企表现分化

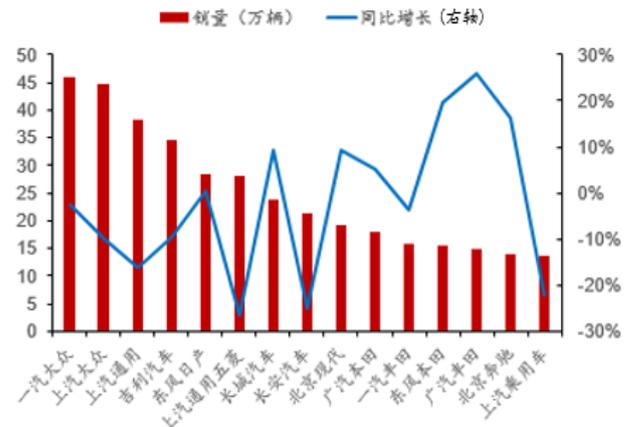
在行业整体增速下行，自主仅长城汽车保持正增长。分车系来看，18年以来日系和德系表现较好，德系18/19Q1市场份额分别为21.5%/23.0%；日系18/19Q1市场份额分别为18.8%/20.7%；在德系、日系新品强周期，产品价格向下的冲击之下，自主遭遇寒流，18/19Q1市场份额分别为42.2%/40.6%，韩系、法系等其他车系持续被边缘化。从车企表现来看，19Q1自主仅长城汽车保持正增长，吉利汽车、上汽乘用车销量均下滑，合资车企中，北京奔驰、广汽丰田、东风本田、广汽本田销量表现较好。

图表 7：国内不同车系乘用车销量市场份额 (%)



来源：中汽协，国联证券研究所

图表 8：19Q1 乘用车销量前十企业表现



来源：中汽协，国联证券研究所

## 1.2. 商用车：重卡高位微增长，下半年将平稳回落

国内2018年销售商用车436.7万辆，同比增长4.1%，商用车中轻卡保持中低速增长，2018年重卡销量110万辆，同比下降3.8%。分季度来看，18Q1/18Q2季度重卡销量保持10%以上增速，17年下半年由于重卡治超及国三车治理持续深入推进，导致17年全年销量高基数，因此18Q3/18Q4销量增速分别为21.8%/14.4%。19Q1重卡销量增长5.3%，重卡销量高峰已过，19年销量将回落，未来1-2年或将回落至90-100万辆销量中枢位置。

图表 9：国内商用车季度销量



来源：中汽协，国联证券研究所

图表 10：国内重卡季度销量



来源：中汽协，国联证券研究所

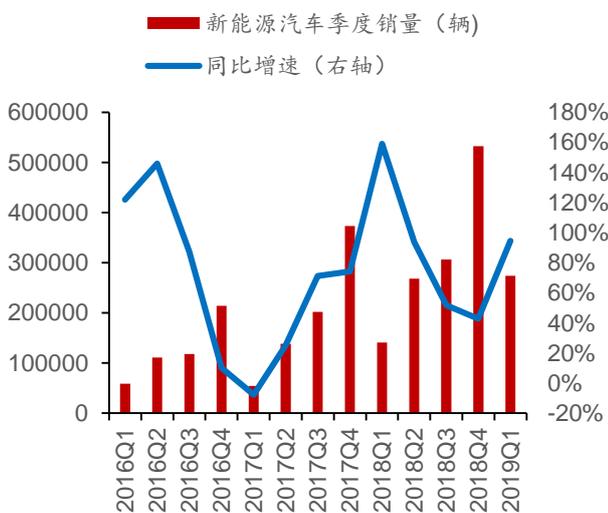
### 1.3. 新能源汽车：电动化趋势确立，后补贴时代由政策走向市场

2018 年国内共销售新能源汽车 124.7 万辆，同比增长 62.5%，表现亮眼。分季度来看，由于补贴退坡政策设置了 4 个月过渡期，过渡期内新能源汽车销量高速增长，18Q1/Q2 销量同比增速分别为 159.0%和 93.7%；18Q3/Q3 销量增速分别为 51.6%和 42.7%，增速有所减缓。19 年与 18 年补贴退坡政策类似，19Q1 新能源汽车销量同比增长 94.6%。预计 19 年新能源汽车销量增速也将是前高后低，全年销量可达 160 万辆左右。

#### 1) 新能源乘用车

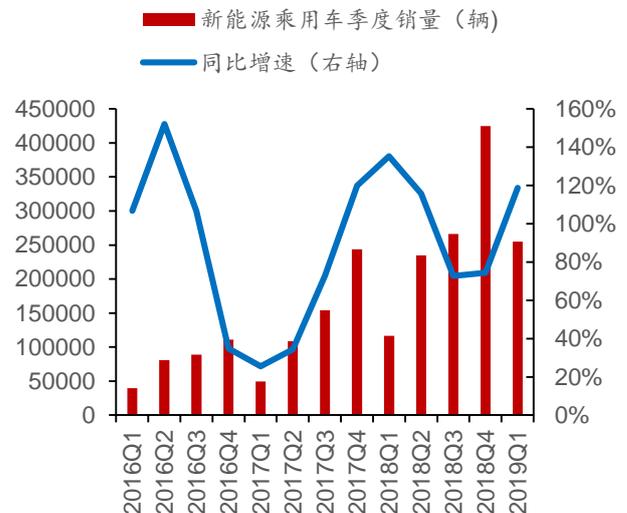
**表现突出，产品竞争力有望持续提升。**作为新能源汽车发展潜力最大也最受关注的领域，新能源乘用车始终保持同比快速增长的良好发展态势，增速也与补贴政策退坡节奏相关。从补贴政策引导、技术提升和厂家产品规划来看，续航更高、性能更好、尺寸更大将是新能源乘用车的发展方向，各级别车型中，19Q1 A 级车销量占比从 18 年的 33%提升至 51%，A00 级车从 49%降至 29%。从今年各个厂家推出的新车来看，主流产品的续航已经在 300Km 以上，也有更多 A 级乃至更大的车型推出，随着产品竞争力的持续提升，也将吸引更多的消费者，从而进一步打开行业发展空间。

图表 11：国内新能源汽车季度销量



来源：中汽协，国联证券研究所

图表 12：国内新能源乘用车季度销量

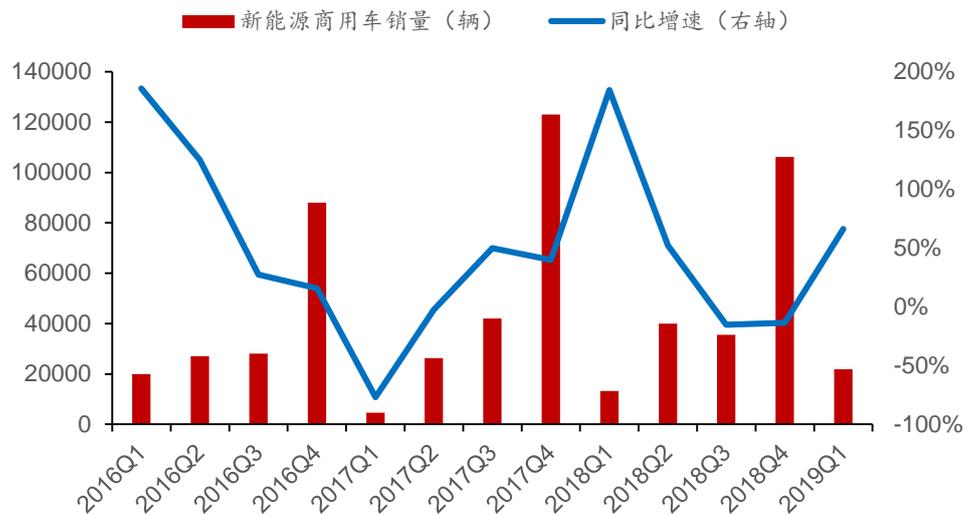


来源：节能与新能源汽车网，国联证券研究所

#### 2) 新能源商用车

**盈利能力仍有压力，龙头优势愈加凸显。**2018 年由于受到补贴大幅退坡、公交车招标启动时间较晚、企业现金流紧张等因素的影响，新能源客车产量同比下滑 22%。由于客车在补贴过渡期获得补贴高于 18 年的正式补贴以及 19Q1 基数较低，19Q1 新能源客车产量同比增长 14%。我们认为目前新能源客车由于应用领域主要为公交领域，整体增长空间有限，在技术要求持续提升而补贴继续大幅退坡的背景下，客车企业盈利端短期仍将面临较大的压力，优质龙头企业在产品、资金、研发方面的优势将更为凸显，行业集中度将进一步提升。

图表 13: 国内新能源商用车季度销量

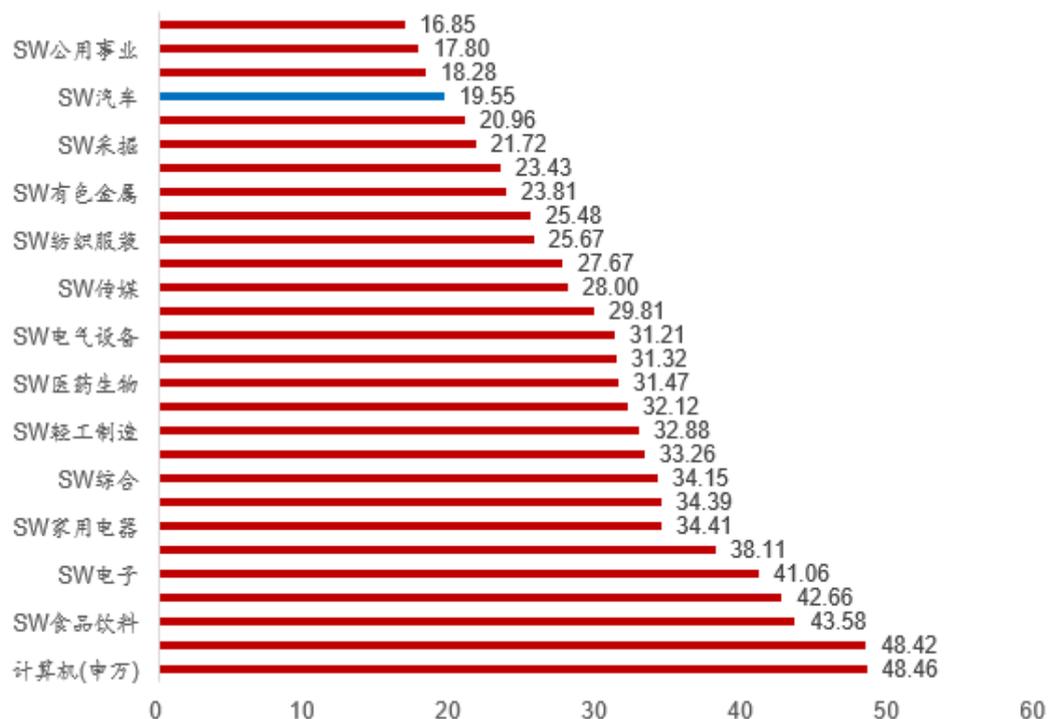


来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 汽车板块行情回顾

汽车板块相对表现较差。19年一季度，汽车板块上涨 19.55%，在全部 28 个申万一级行业中涨幅倒数第四，相对表现较差。

图表 14: 2019Q1 申万一级行业指数涨跌幅 (%)

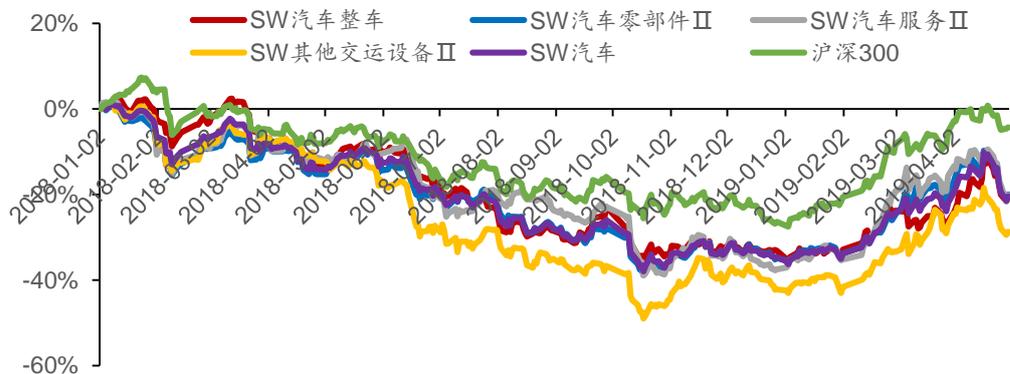


来源: Wind, 国联证券研究所

相对沪深 300 超额收益为负。近一年半以来，汽车板块估值持续下行，绝大部分时间，汽车行业均大幅跑输沪深 300 指数。从 18 年年初到 19 年 4 月底，SW 汽车零部件、SW 汽车服务、SW 其他交运设备分别下跌了 19.93%、20.10%、28.67%；

SW 汽车和 SW 整车均下跌 20.38%；同期沪深 300 仅下跌 4.26%。

图表 15：18.1.2-19.4.30SW 汽车板块和沪深 300 走势（总股本加权平均法）



来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 整车板块：竞争日趋激烈，业绩承压

#### 3.1. 乘用车：行业渐触底，进入中期布局期

乘用车营收持续下滑，业绩低迷。2018 年乘用车板块实现营收 14068.21 亿元，同比增长 3.58%。分季度来看，18Q4 板块实现营收 3756.93 亿元，同比下滑 10.2%，而 18Q3 同比增速为-0.09%，17Q4 同比增长为 18.04%，环比和同比营收增速均出现明显恶化，主要是高基数和宏观经济下行等多因素共振，18Q4 乘用车销量大幅下滑。19Q1 板块实现营收 3152.99 亿元，同比下滑 13.04%，营收跌幅继续扩大。利润端，2018 年板块实现扣非归母净利润 358.78 亿元，同比下滑 32.87%，分季度来看，18Q4/19Q1 实现扣非归母净利润 1.36/82.03 亿元，同比分别下滑 98.92%/45.66%，18Q4 业绩下滑主要是因为年底销量增速跌入谷底，且当时市场有认为部分地区将提前实施国六，因此年终促销，终端让利幅度较大。19Q1 业绩降幅收窄，主要是一季度汽车销量增速降幅有收窄迹象，终端折扣幅度减小所致。整车企业中，长安汽车由于福特销量大幅下滑，业绩跌入谷底。上汽集团 18 年营收小幅下跌，19 年跌幅有扩大趋势。行业低迷形势下，全行业均出现业绩下滑或亏损现象。

图表 16：乘用车板块营收及增速情况



来源：Wind，国联证券研究所

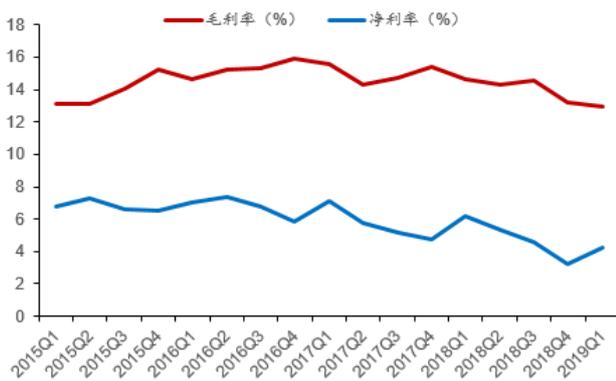
图表 17：乘用车板块扣非归母净利润及增速情况



来源：Wind，国联证券研究所

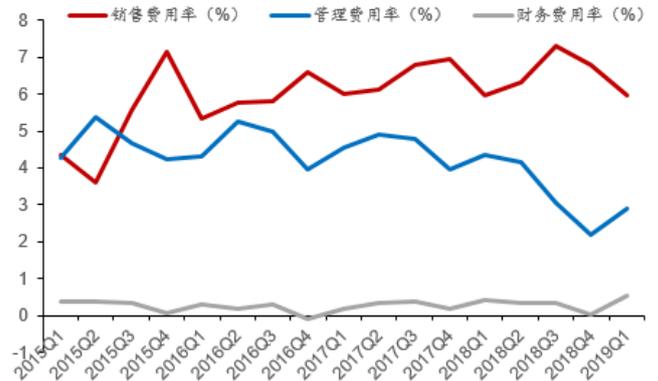
盈利能力持续走低，三项费用率整体下降。盈利能力 2018 年乘用车板块整体毛利率和净利率分别为 14.13%/4.79%，较 17 年分别下降 0.81/0.73 个百分点；分季度来看，18Q4 的毛利率和利率分别为 13.22%/3.21%，同比下滑 2.19/1.53pct，主要是车企和经销商终端促销力度加大，收入降低，销售费用增加所致。19Q1 毛利率和净利率分别为 12.96%/4.25%，同比下滑 1.68/1.942pct，延续跌势，净利率下降幅度增加。由于销售费用率和财务费用率同比有所提升，但管理费用有所下降，2018 年板块三项费用率同比降低 1.48 个百分点；19Q1 的三项费用率同比下滑 1.32pct。

图表 18：乘用车板块毛利率及净利率情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表 19：乘用车板块三项费用率情况



来源：Wind，国联证券研究所

在行业增速大幅下行背景下，车企之间的分化表现预计将愈发明显，拥有突出产品力和品牌力的龙头车企业绩相对稳健。标的方面，我们推荐业绩触底，未来公司新品周期有望与行业周期叠加共振，弹性较大的长安汽车（000625）和新品周期强劲，销量逆势增长的长城汽车（601633）。

图表 20：乘用车板块主要公司业绩表现

证券代码	证券简称	18 年年报				19 年一季报			
		营业总收 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	营业总收(亿 元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
600104.SH	上汽集团	9,021.9	3.6	360.1	4.6	2,001.9	-16.2	82.5	-15.0
601633.SH	长城汽车	992.3	-1.9	52.1	3.6	226.3	-14.8	7.7	-62.8
601238.SH	广汽集团	723.8	1.1	109.0	1.1	143.7	-26.1	27.8	-28.4
000625.SZ	长安汽车	663.0	-17.1	6.8	-90.5	160.1	-20.0	-21.0	-250.6
200625.SZ	长安 B	663.0	-17.1	6.8	-90.5	160.1	-20.0	-21.0	-250.6
600418.SH	江淮汽车	501.6	1.9	-7.9	-282.0	146.5	13.7	0.6	-69.1
000800.SZ	一汽轿车	262.4	-5.9	1.6	-44.9	46.9	-34.4	0.4	-26.2
601127.SH	小康股份	202.4	-7.7	1.1	-85.3	47.3	-24.3	-0.8	-137.0
600733.SH	北汽蓝谷	164.4	43.0	1.6	161.2	31.3	76.0	0.3	115.0
601777.SH	力帆股份	110.1	-12.6	2.5	48.3	22.5	-31.1	-1.0	-257.6
600609.SH	金杯汽车	61.5	6.5	0.8	-19.8	14.6	6.4	0.2	-6.0
000572.SZ	*ST 海马	53.0	-47.4	-16.4	-64.6	7.5	-55.6	-0.4	49.1
000927.SZ	一汽夏利	11.2	-22.5	0.4	102.3	1.3	-64.1	-2.0	10.8

来源：Wind，国联证券研究所

### 3.2. 卡车板块：板块整体表现低迷，重卡景气度超预期

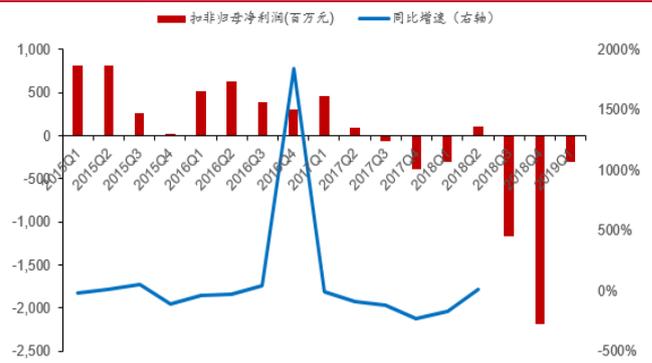
延续营收利润明显背离表现。2018 年卡车板块实现营收 1277.7 亿元，同比下滑 24.34%；19Q1 板块实现营收 363.68 亿元，同比增长 26.09%，板块中除了凯马 B 负增长之外，中国重汽、东风汽车、福田汽车营收均实现快速增长。利润端来看，2018 年板块实现扣非归母净利润-35.48 亿元，同比下滑 3411.54%，主要是因为福田汽车和江铃汽车业绩同比大幅下滑。19Q1 受福田汽车的影响，板块实现扣非归母净利润-3.03 亿元，连续两个季度为负，一季度重卡销量高位平稳增长，中国重汽业绩持续超预期。

图表 21：卡车板块营收及增速情况



来源：Wind，国联证券研究所

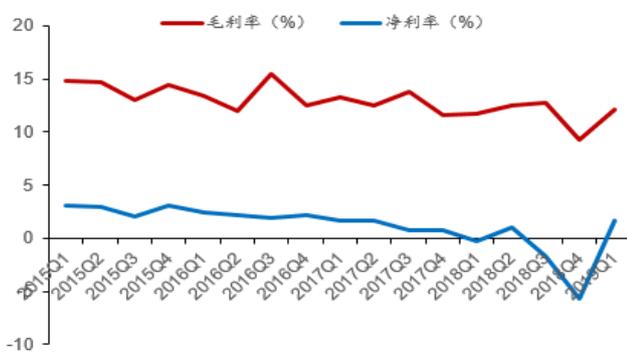
图表 22：卡车板块扣非归母净利润及增速情况



来源：Wind，国联证券研究所

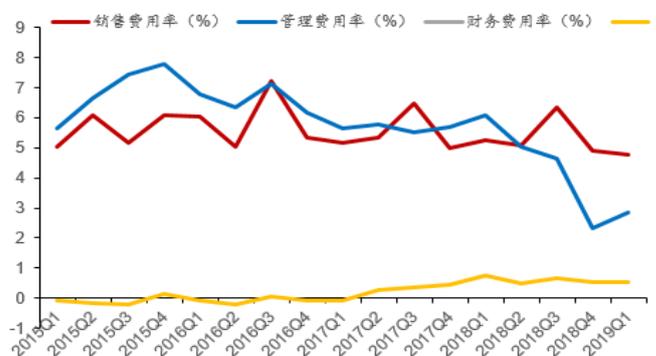
盈利能力不容乐观，财务费用率持续提升。2018 年板块毛利率和净利率分别为 11.54%/-1.60%，同比下降 1.68%/2.88%。分季度看，18Q4 板块毛利率和净利率分别为 9.25%/-5.70%，同比下降 2.34/6.44pct，降幅明显；19Q1 板块毛利率/净利率分别为 12.14%/1.72%，同比分别上升 0.42/2.03pct，利润率提升主要是中国重汽业绩快速增长。三项费用率来看，由于管理费用率下降明显，2018 年板块三项费用率较 17 年下降 2.34pct；19Q1，三项费用率同比下降 3.94 个百分点，环比有所提升，其中管理费用率同比下降明显，管理费用率和财务费用率也有所下降。

图表 23：卡车板块毛利率及净利率情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：卡车板块三项费用率情况



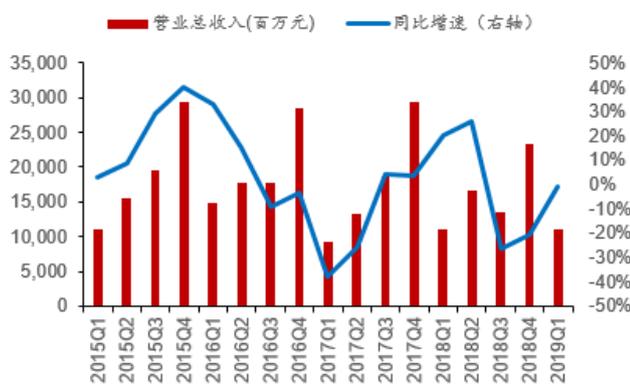
来源：Wind，国联证券研究所

### 3.3. 客车板块：补贴退坡，板块业绩承压

公路客运低迷，营收业绩均承压。2018 年板块实现营收 646.34 亿元，同比减少

8.26%；实现扣非归母净利润 7.43 亿元，同比下降 73.73%。18Q4 实现营收 232.86 亿元，同比下滑 20.87%，扣非归母净利润 0.14 亿元，同比下滑 98.75%。2018 年由于补贴政策给出了四个月的缓冲期拉动了新能源客车的销量，叠加 17 年同期客车基本停滞的销售表现，上半年板块营收快速增长，下半年由于补贴退坡，新能源客车销量下滑，板块营收及扣非净利润也出现明显下滑，板块龙头，主要业绩来源宇通客车扣非后净利润由 28.03 亿将至 17.83 亿。19Q1 板块实现营收 109.86 亿元，同比下滑 0.80%；实现扣非归母净利润 1.71 亿元，同比增长 8.6%，一季度由于 st 安凯和中通客车扭亏，利润同比小幅增长。但在补贴继续退坡的背景下，预计 19 年板块业绩仍将承压。

图表 25：客车板块营收及增速情况



来源：Wind，国联证券研究所

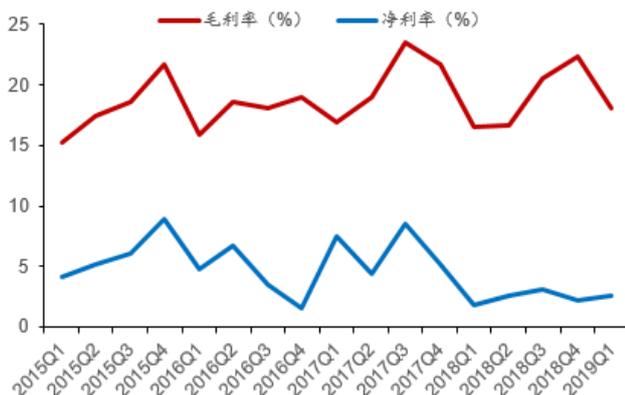
图表 26：客车板块扣非归母净利润及增速情况



来源：Wind，国联证券研究所

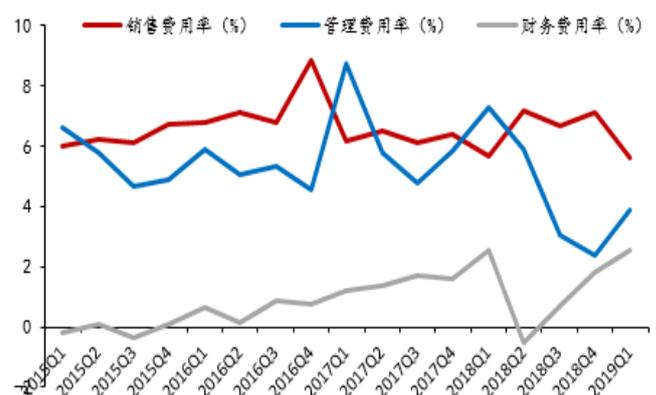
毛利率回升，期间费用增加。2018 年客车板块毛利率和净利率分别为 19.53%/2.44%，同比分别下降 1.54/3.74pct。分季度看，18Q4 毛利率和净利率分别为 22.39%/2.24%，同比分别下降 0.64/-2.9pct。19Q1 板块毛利率和净利率分别为 18.06%/2.56%，同比分别上升 1.46/0.79pct，19Q1 利润率回升主要是部分车企新能源补贴到位，st 安凯、中通客车扭亏等因素。三项费用率方面，受到管理费用率和财务费用率上升的影响，板块 18 年/19Q1 三项费用率分别为 10.62%/12.06%，同比分别降低 3.12/3.39pct。

图表 27：客车板块毛利率及净利率情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表 28：客车板块三项费用率情况

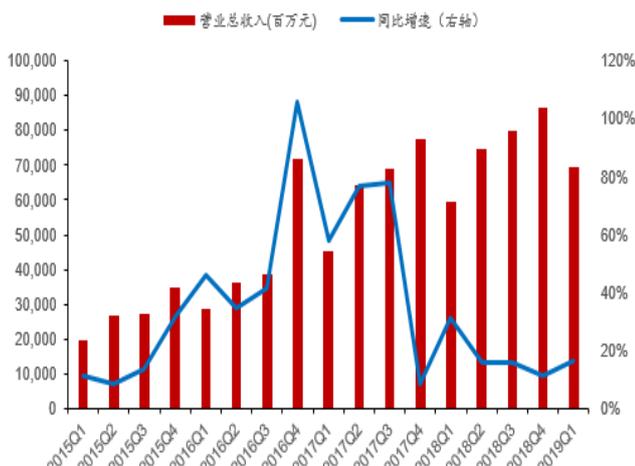


来源：Wind，国联证券研究所

#### 4. 新能源汽车板块：补贴退坡，产业链持续承压

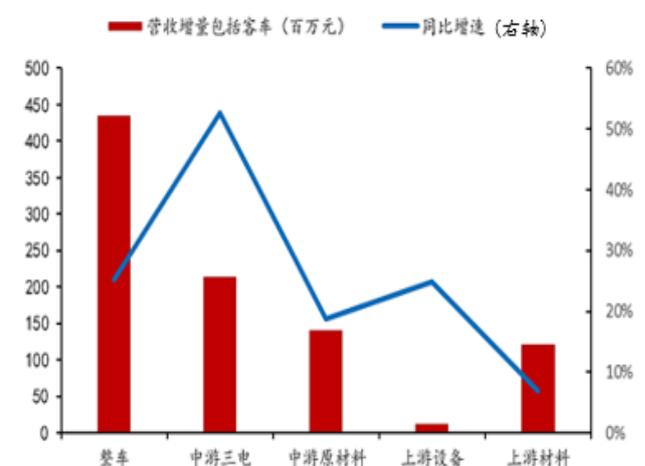
营收保持较快增长，各子板块营收均保持增长。2018 年国联新能源汽车板块实现营收 3011.04 亿元，同比增长 17.09%。19Q1 国联新能源汽车板块实现营收 693.98 亿元，同比增长 16.43%，分板块来看，整车、中游三电、中游原材料、上游设备、上游材料均实现正增长，其中整车、中游三电、上游设备营收增长较快。上游原材料受原材料价格下行的影响，营收增长趋缓。由于新能源汽车销量以及单车电池装机量持续提升，整车和中游三电业务保持快速增长，上游设备主要受新一轮电池企业扩产驱动。

图表 29：新能源汽车板块营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 30：2018 年新能源汽车子板块营收增量贡献



来源：Wind，国联证券研究所

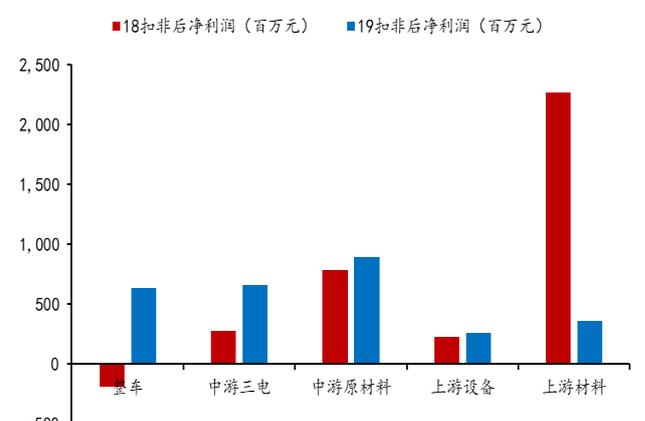
扣非后净利润平稳增长，资源类业绩降幅较大。18 年公司实现扣非后净利润 440.29 亿元，同比增长 7.34%，19Q1 国联新能源汽车板块实现扣非后净利润 134.95 亿元，同比增长 12.16%。分板块看，资源类业绩降幅较大，中游三电、整车业绩快速增长，中游原材料和上游设备业绩平稳。

图表 31：新能源汽车板块扣非归母净利润及增速



来源：Wind，国联证券研究所

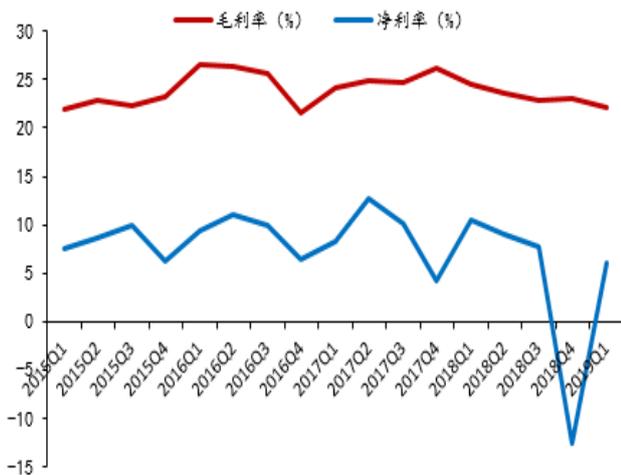
图表 32：2018 年新能源汽车子板块扣非归母净利润增量贡献



来源：Wind，国联证券研究所

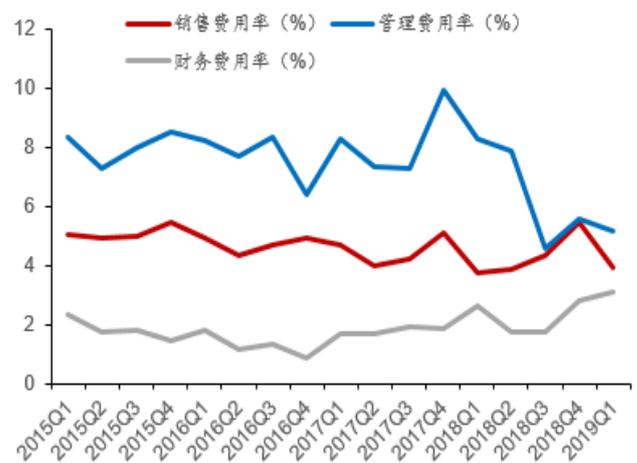
利润率回升，期间费用率降低。受补贴政策退坡的影响，板块利润率继续下滑。2018年国联新能源汽车板块毛利率为35.27%，同比微降0.08pct；净利率为9.08%，同比下降0.72pct。19Q1板块毛利率和净利率分别为22.21%/6.04%，同比下滑2.38/4.4pct。由于管理费用率的持续降低，18年/19Q1公司三项费用率较同期分别减少2.65/2.47pct。

图表 33：新能源汽车板块毛利率及净利率情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表 34：新能源汽车板块三项费用率情况



来源：Wind，国联证券研究所

**电动趋势确立，产品升级打开成长空间。**受益于政策引导、技术进步以及车企重视程度明显提升等，新能源汽车特别是新能源乘用车产销预计将继续保持较快增长，19年销量增速预计仍是前高后低，上半年补贴退坡过渡期内，新能源汽车销量预计将保持高增长，全年销量有望超过160万辆。电动化趋势确立，中、日、韩电池企业相继进入新一轮扩产周期，整车企业为了保证产业链话语权，扶持第二供应商态度积极，二线电池企业在新一轮扩产周期中，成长空间及弹性较大，建议关注亿纬锂能和国轩高科。中游材料推荐恩捷股份(002812)，湿法隔膜技术达到全球先进水平，相继进入LG化学、三星、松下等客户供应链，国内客户为宁德时代、国轩高科等。未来几年，在海外客户迅速上量，国内客户销量快速增长下，公司有望产销两旺，快速成长。上游原材料端，行业库存持续去化，需求稳定增加，当前位置处于中长期底部区域，建议关注相关标的等。

## 5. 汽车零部件板块：业绩跌幅收窄，静待行业复苏

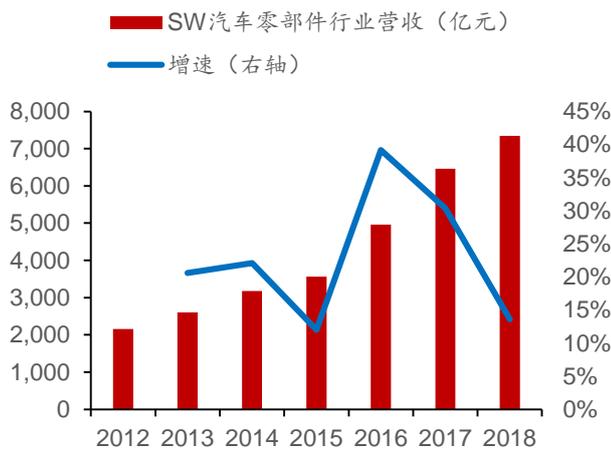
### 5.1.A股汽车零部件行业总体分析

2018年，A股汽车零部件公司共实现营业收入7344.77亿元，同比增长13.61%，合计扣非净利润236.67亿元，同比下滑38.55%。2019Q1，A股汽车零部件公司共实现营业收入1818.6亿元，同比增长7.06%，合计扣非净利润87.9亿元，同比下滑11.32%，增速环比2014Q4上升141.5pct。从业绩端来看，18Q4以来，乘用车销量大幅下滑，板块业绩跌入谷底，19Q1开始板块有触底回升趋势。

18和19Q1零部件板块有以下几个特征：

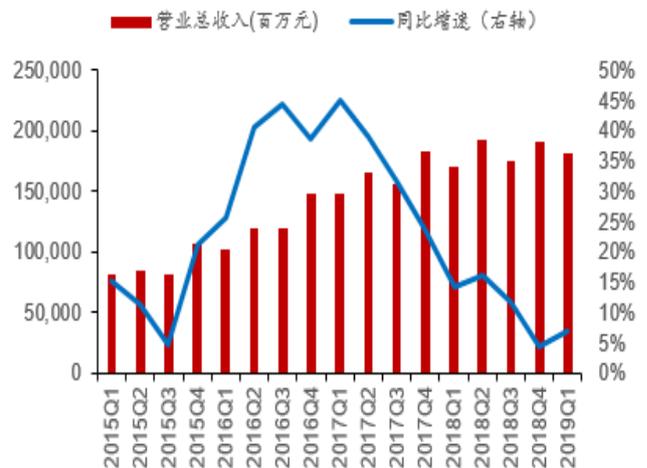
- 1) 板块业绩下行，重卡板块业绩亮眼，18年重卡销量同比微增长，销量再创历史新高。得益于重卡市占率提升以及非重卡发动机销量的快速增长，潍柴动力18和19Q1扣非后净利润均保持20%以上增长。
- 2) 蓝筹股业绩稳定性强，从营收和市值排名来看，零部件板块主要的蓝筹标的有潍柴动力、华域汽车、福耀玻璃等，18年行业下行，上述公司扣非净利润同比增长9.2%，板块中的业绩占比由17年的46.16%提升至18年的83.19%。19Q1上述四家公司扣非净利润同比增长1.2%，板块业绩占比由49.60%提升至56.15%。

图表 35：历年年报汽车零部件行业营收及增速



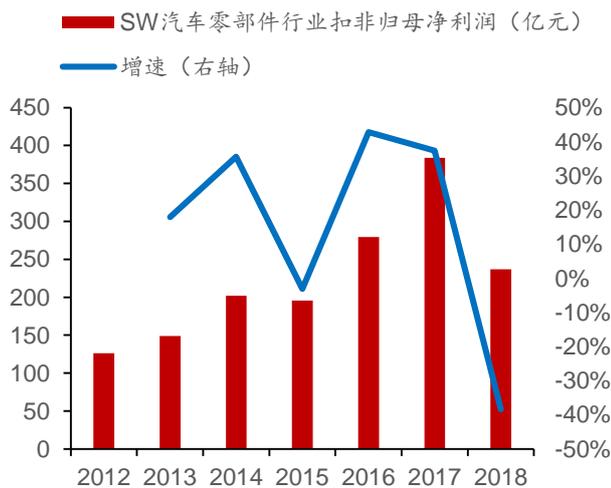
来源：Wind，国联证券研究所

图表 36：分季度 SW 汽车零部件行业营收及增速



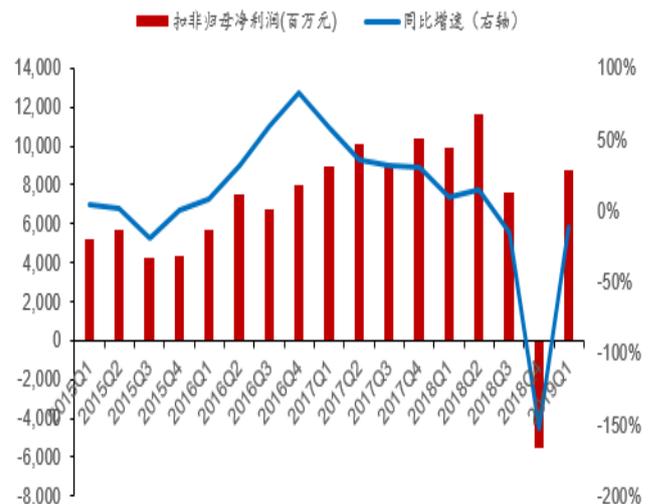
来源：Wind，国联证券研究所

图表 37：年度汽车零部件行业扣非净利润及增速



来源：Wind，国联证券研究所

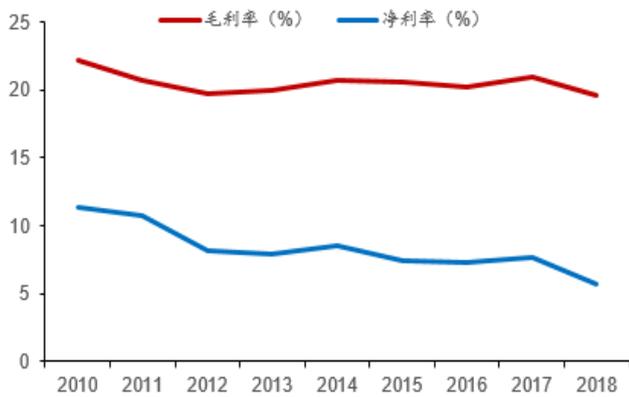
图表 38：季度零部件行业扣非归母净利润及增速



来源：Wind，国联证券研究所

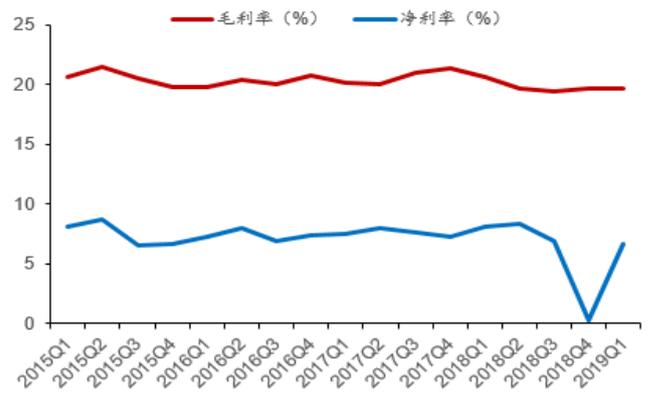
**零部件板块利润率下滑。**2018年，零部件板块总体毛利率为19.66%，同比下滑1.35pct。净利率为5.72%，同比下滑1.98%。2019Q1零部件板块总体毛利率为19.65%，同比下滑1.01pct，净利率为6.65%，同比下滑1.38pct。

图表 39: 历年年报汽车零部件行业毛利率与净利



来源: Wind, 国联证券研究所

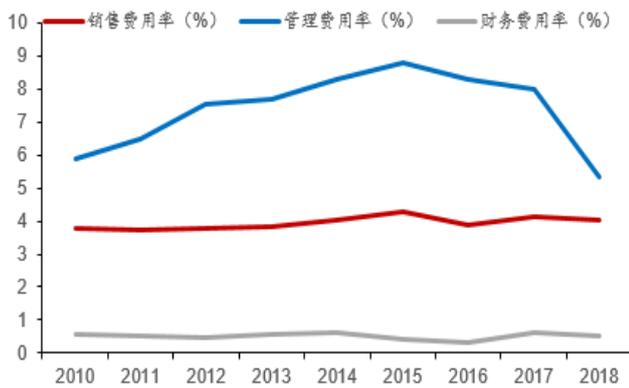
图表 40: 分季度汽车零部件行业毛利率与净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

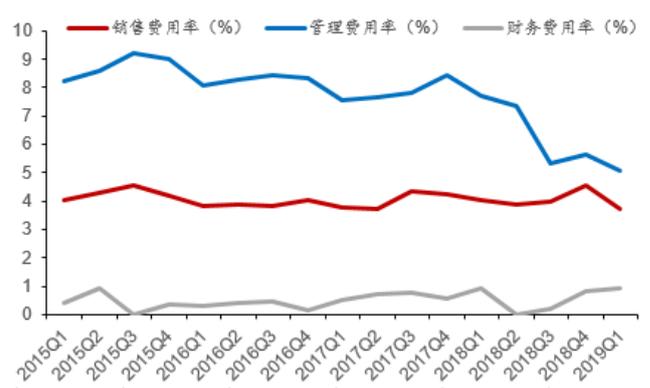
期间费用率降低。按年度来看,管理费用 2017-2018 连续两年下降,财务费用和销售费用也有所下降。2019Q1 管理费用与 2018Q1 相比下降 2.64pct,财务费用持平,销售费用下降 0.32pct。行业资产负债率继续上升。

图表 41: 历年年报汽车零部件行业期间费用率



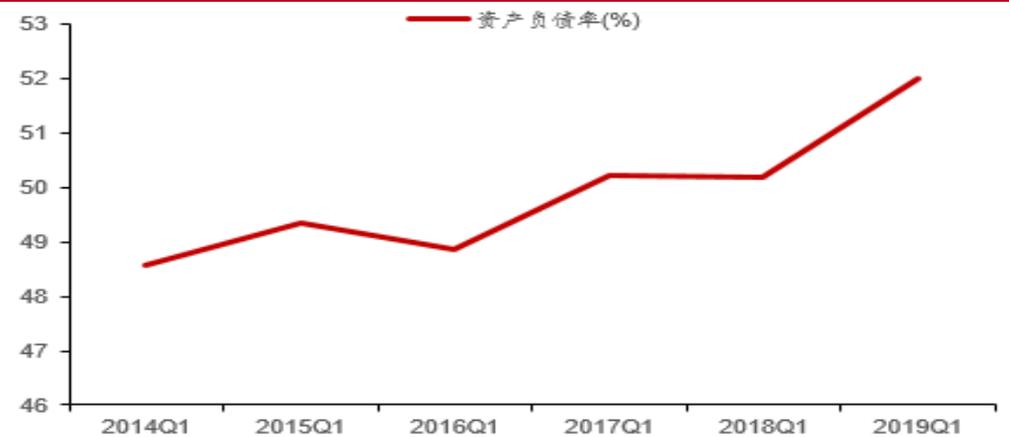
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 42: 分季度汽车零部件行业期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 43: 一季度汽车零部件行业总体资产负债率

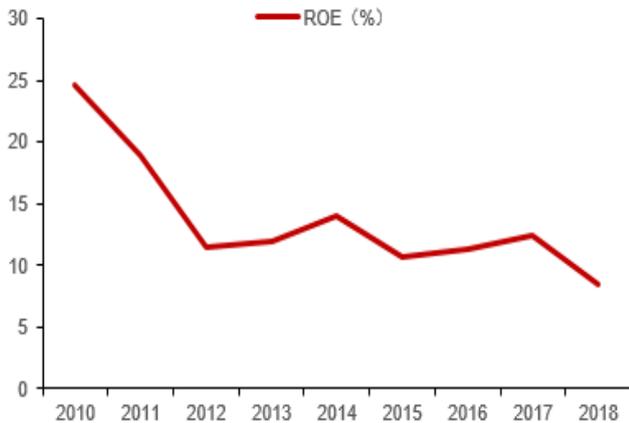


来源: Wind, 国联证券研究所

由于乘用车销量下半年特别是四季度以来的大幅下滑,使得板块利润率明显降低,

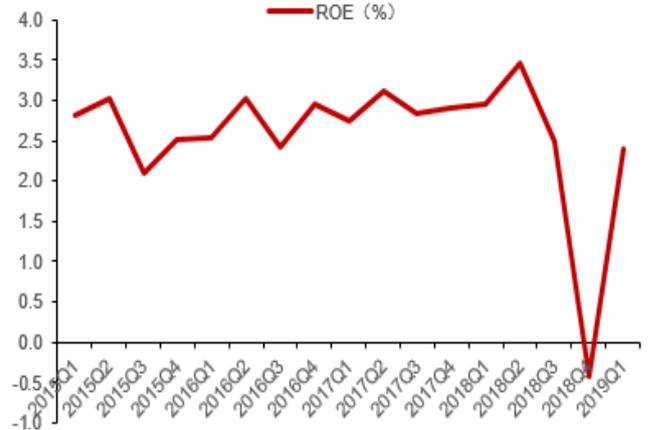
同时资产周转率也小幅下降，板块 ROE 下降 4Pct 至 8.41%，分季度来看，18Q4 板块 ROE 为-0.42%，19Q1 板块 ROE 为 2.40%，ROE 开始触底回升。

图表 44：历年年报汽车零部件行业总体 ROE



来源：Wind，国联证券研究所

图表 45：分季度汽车零部件行业总体 ROE



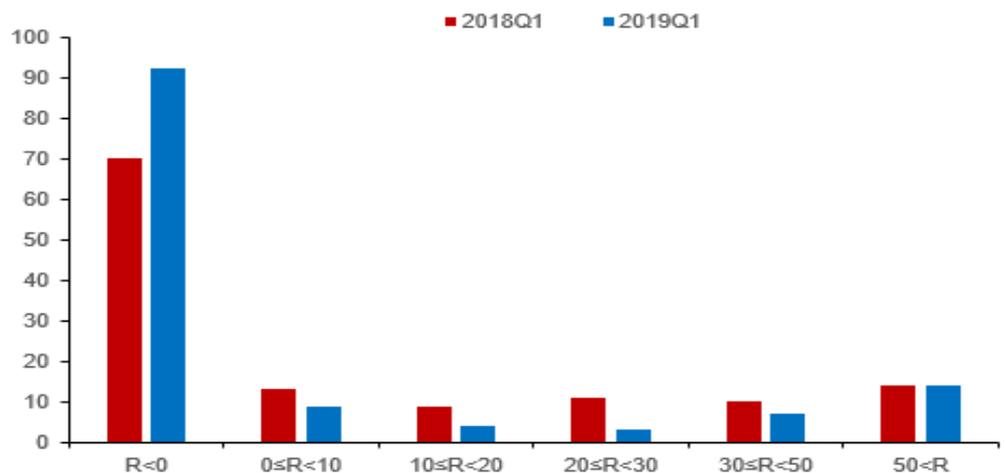
来源：Wind，国联证券研究所

### 5.2.A 股汽车零部件板块公司分析

从行业内具体公司来看，19Q1 板块业绩继续承压，2019 年 Q1 零部件板块共 129 家公司，比 2018 年 Q1 多 15 家。2019Q1 出现负增长的公司有 92 家，明显多于 2018Q1 的 70 家，业绩增速高于 50%的家数基本持平，2018 年 Q1 为 14 家，2019Q1 为 14 家。

零部件为汽车周期的后周期品种，业绩弹性释放晚于整车，因此行业下行阶段，零部件标的业绩表现要相对偏弱。板块中行业龙头的业绩稳定性高于行业整体水平。

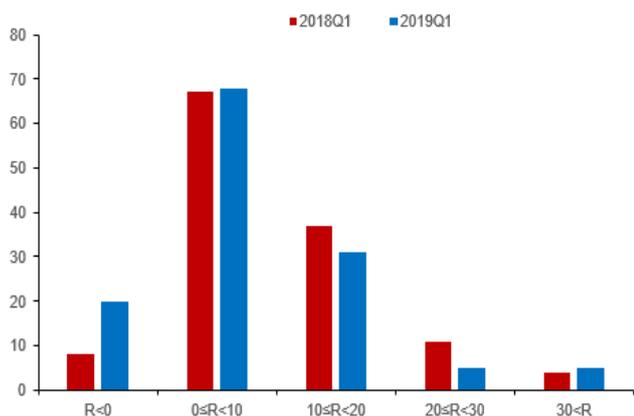
图表 46：零部件板块公司扣非净利润增速 (%) 区间分布



来源：Wind，国联证券研究所

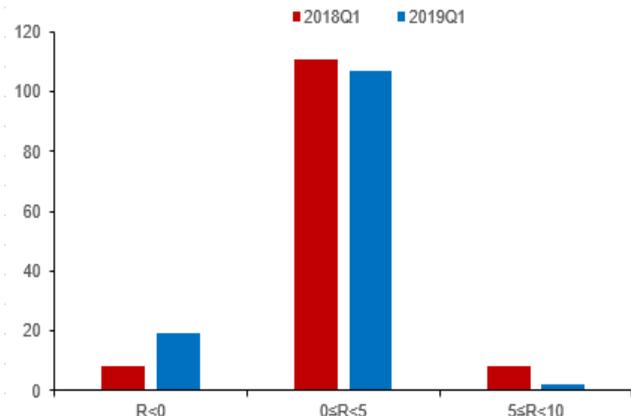
约 50%的汽车零部件企业净利率介于 0 和 10%之间。2019Q1，板块 20 家公司，总体盈利能力同比不如 2018Q1 略好，净利率低于 0 的公司由 8 家增加为 20 家。有 68 家公司净利率介于 0 和 10%之间，约占全部零部件公司的 52.71%。2019Q1 汽车零部件企业平均 ROE 下行趋势明显，ROE 介于 5%-10%由 8 家降至 2 家。

图表 47: 汽车零部件企业净利率 (%) 分布



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 48: 汽车零部件企业 ROE (%) 分布



来源: Wind, 国联证券研究所

## 6. 小结及标的推荐

回顾汽车行业 18 年年报及 19 年一季报, 我们的主要结论如下:

1、乘用车板块 18 年下半年和 19 年年初, 受高基数效应和宏观经济下行影响, 汽车销量周期下行, 18Q4 销量增速跌至谷底, 19Q1 仍保持负增长, 但降幅收窄。业绩端也有望触底回升。从长周期来看, 我国汽车销量增长空间仍然很大, 从中短周期来看, 我国汽车销量未来将由中低速增长转为微增长, 行业成长性减弱, 周期性将更加明显。18Q4/19Q1 或为未来 2-3 年周期的底部。我们判断下半年基数效应消除, 宏观基本面企稳的背景下, 汽车销量增速有望进入回升通道。标的方面, 我们推荐业绩触底, 未来公司新品周期有望与行业周期叠加共振, 弹性较大的长安汽车 (000625) 和新品周期强劲, 销量逆势增长的长城汽车 (601633)。

2、19 年下半年商用车重卡销量或将进入下行通道, 但由于排放治理余威犹存, 且行业将进入新一轮排放升级周期, 重卡行业销量或将维持在 90-100 万辆左右水平, 推荐重卡核心零部件供应商, 拥有重卡黄金产业链标的潍柴动力, 得益于非道路发动机、液压系统、智能物流等业务稳健增长, 公司业绩有望摆脱周期性, 保持稳健增长。

3、电动趋势确立, 产品升级打开成长空间。受益于政策引导、技术进步以及车企重视程度明显提升等, 新能源汽车特别是新能源乘用车产销预计将继续保持较快增长, 19 年销量增速预计仍是前高后低, 上半年补贴退坡过渡期内, 新能源汽车销量预计将保持高增长, 全年销量有望超过 160 万辆。电动化趋势确立, 中、日、韩电池企业相继进入新一轮扩产周期, 整车企业为了保证产业链话语权, 扶持第二供应商态度积极, 二线电池企业在新一轮扩产周期中, 成长空间及弹性较大, 建议关注亿纬锂能和国轩高科。锂电设备也将迎来新一轮业绩扩张期。中游材料推荐恩捷股份 (002812), 湿法隔膜技术达到全球先进水平, 相继进入 LG 化学、三星、松下等客户供应链, 国内客户为宁德时代、国轩高科等。未来几年, 在海外客户迅速上量, 国内客户销量快速增长下, 公司有望产销两旺, 快速成长。上游原材料端, 行业库存持续去化, 需求稳定增加, 当前位置处于中长期底部区域, 建议关注相关标的。

4、汽车零部件板块。在乘用车市场有望触底回升的背景下, 当前周期底部, 坚

定推荐板块优质个股。有以下投资主线，1) 随着自动变速箱渗透率将快速提升，自动变速箱将迎来国产化拐点。我们推荐独立第三方 CVT+AT 变速箱供应商万里扬 (002434)、精锻科技 (300258)、双环传动 (002472)；2) 替代升级，我们推荐客户群由自主向合资以及全球车企拓展，产品由传统换热器向新能源热管理升级的银轮股份；3) 轻量化，推荐进入特斯拉供应链的轻量化底盘结构件供应商拓普集团 (601689)；4) TPMS 和智能驾驶，推荐保隆科技 (603197)。

**图表 49：重点个股推荐**

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS2019	EPS2020	EPS2021	PE2019	PE2020	PE2021
601633.SH	长城汽车	657.78	8.35	0.61	0.70	0.80	13.74	11.85	10.48
000625.SZ	长安汽车	305.77	7.15	0.19	0.89	1.42	37.71	8.00	5.02
000338.SZ	潍柴动力	881.75	11.44	1.16	1.30	1.42	9.86	8.80	8.06
300014.SZ	亿纬锂能	242.72	25.01	0.90	1.25	1.78	27.75	19.93	14.05
002074.SZ	国轩高科	144.81	12.74	0.80	0.93	0.99	15.99	13.76	12.91
002812.SZ	恩捷股份	262.76	55.45	1.77	2.26	2.82	31.27	24.53	19.67
002434.SZ	万里扬	89.51	6.68	0.37	0.53	0.73	18.05	12.60	9.15
002472.SZ	双环传动	39.96	5.82	0.32	0.41	0.54	18.18	14.20	10.78
300258.SZ	精锻科技	50.95	12.58	0.81	0.99	1.13	15.48	12.73	11.09
002126.SZ	银轮股份	61.20	7.64	0.50	0.62	0.81	15.28	12.32	9.43
601689.SH	拓普集团	114.45	15.73	1.12	1.29	1.48	14.08	12.19	10.61
000887.SZ	中鼎股份	121.23	9.93	0.82	1.02	1.20	12.11	9.74	8.28
603197.SH	保隆科技	33.44	20.02	1.34	1.65	1.92	14.92	12.15	10.45

来源：Wind，国联证券研究所 注：预测数据为 Wind 一致预期数据

## 7. 风险提示

- 1、车市低迷超预期；
- 2、宏观经济下行超预期。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810