

## 汽车

报告原因：年报&一季报综述

2019年5月28日

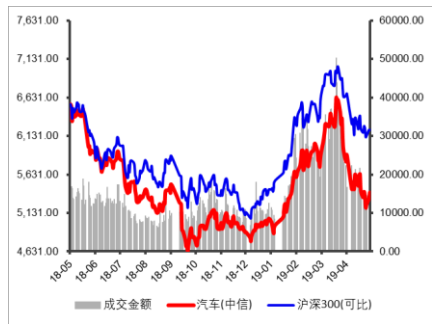
## 2018 年报&2019 年一季报综述及投资策略

行业改善尚需等待，建议配置以龙头为主

中性

行业研究/投资策略

汽车行业近一年市场表现



### 投资要点：

**市场环境：**2018年，受低排量乘用车购置税优惠政策退出、中美贸易战、等多重因素影响，汽车行业整体表现低迷，产销增速持续回落，汽车库存压力明显增大。2019Q1汽车行业以去库存为主要基调，汽车产销情况整体趋弱。短期看2019年的情况，汽车行业整体产销情况依然偏弱，但是产销情况有望逐步好转，且行业估值目前处于低位，行业仍存在修复的可能性。

**业绩概况：**2018年及2019年一季度，受汽车行业低迷影响，行业上市公司业绩整体下滑，业绩普遍承压。2019Q1汽车行业总资产为29706.49亿元，同比增加4.00%，增速进一步收窄，实现营业收入6151.19亿元，同比下降7.07%；实现归母净利润226.13亿元，同比下降28.05%。

**乘用车：**2018年受到低排量乘用车购置税优惠政策退出、中美贸易战、宏观经济下行、消费信心下降等因素影响，乘用车销量从下半年开始同比增速转负，且降幅整体扩大，同时行业库存压力持续加大。2019年一季度，行业销量维持负增长，但是同比降幅收窄，整体去库存特征显著，多数整车厂采取了加大促销力度的手段，公司层面经营压力扩大，利润整体承压。

**卡车：**2018年，福田汽车业绩大幅下滑对行业整体业绩造成明显影响，受益于重卡表现良好和福田汽车业绩的明显改善，行业营收和归母净利润均明显好转，板块盈利能力整体改善，景气度上行，存货情况有所好转。

**客车：**受到高铁和私家车普及等因素影响，客车产销转弱，受此影响，2018年客车板块整体营收延续同比下滑的趋势，归母净利润同比大幅下降。

2019Q1受新能源补贴政策影响，客车销量同比增速及板块营收和归母净利润情况均有所好转，但是利润率下降，存货周转速度放缓，库存压力增大。

**汽车零部件：**受行业产销量下滑影响，压力向上游传导，导致零部件行业整体盈利能力承压，行业营收及归母净利润同比增速增幅均收窄，存货周转天数增加的公司占大多数，库存情况有待改善。然而，细分行业龙头整

分析师：

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张湃

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

李召麒

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



体业绩表现更为稳定，我们认为这与汽车零部件行业技术提升、企业竞争力持续增强有关，随着成本优势发挥作用叠加技术提升加速国产替代的提升，这种趋势有望继续维持。

**投资评级：**产销增速放缓为汽车制造商及销售商带来挑战，而汽车行业整体改善仍然需要一定的，汽车产销表现不佳的压力向全产业链传导，全行业缺乏趋势性投资机会，维持“中性”评级。但是，行业估值目前处于低位，行业仍存在修复的可能性，同时考虑行业结构优化，企业竞争加剧，技术不断提升，新四化发展，行业仍然存在结构性投资机会。

**投资建议：**回顾 2018 年&2019Q1 汽车行业的市场表现和各公司的盈利情况，利润增速明显放缓，各板块差异较大，建议关注：1) 业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；2) 布局新能源汽车、智能汽车等新兴行业关键的整车厂及零部件供应商。

**投资标的：**上汽集团、华域汽车、星宇股份

**风险提示：**汽车行业政策大幅调整；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；股市震荡风险。

## 目录

1.市场环境 .....	7
2.整体业绩情况 .....	9
2.1 样本说明 .....	9
2.2 汽车行业整体低迷，业绩整体承压 .....	9
3.乘用车：经营压力增大，去库存特征显著 .....	11
3.1 销量影响业绩下滑，公司分化显著 .....	11
3.2 整体盈利能力下降，龙头企稳 .....	12
3.3 负债结构较为稳定，库存依然承压 .....	14
4.卡车：受益重卡行业表现良好，一季度营收同比转正 .....	16
4.1 重卡带动板块回升，业绩整体表现良好 .....	16
4.2 净利率一季度转正，板块盈利能力整体改善 .....	17
4.3 景气度上行，存货情况有所好转 .....	19
5.客车：客车产销转弱，盈利能力略有改善 .....	20
5.1 受益新能源汽车补贴政策，一季度业绩好转 .....	20
5.2 利润率下降，一季度费用率改善 .....	21
5.3 资产负债率均降，存货周转速度下降 .....	23
6.汽车零部件：板块整体承压，细分龙头企稳 .....	24
6.1 营收同比增速收窄，细分龙头企稳 .....	24
6.2 行业压力向上游传导，板块盈利能力下降 .....	25
6.3 资产负债率回升，库存压力增大 .....	26
7.投资建议及标的推进 .....	27
7.1 投资评级 .....	27
7.2 投资建议 .....	27
7.3 标的推荐 .....	27
7.3.1 上汽集团 (600104.SH)：大市值白马股，业绩稳定性强 .....	27

7.3.2 华域汽车 (600741.SH): 研发多点布局, 技术优势提升.....	28
7.3.3 星宇股份 (601799.SH): 产品逐步升级, 优质客户护航.....	28
8.风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1: 汽车年销量情况 (万辆, %)	7
图 2: 汽车月度产销情况	7
图 3: 经销商库存预警指数	7
图 4: 汽车经销商库存系数	7
图 5: 汽车板块资产情况 (亿元, %)	10
图 6: 汽车板块营业收入情况 (亿元, %)	10
图 7: 汽车板块归母净利润情况 (亿元, %)	10
图 8: 汽车板块毛利率&净利率情况	10
图 9: 乘用车产销情况	11
图 10: 乘用车板块营收情况 (亿元, %)	12
图 11: 乘用车板块归母净利润情况 (亿元, %)	12
图 12: 乘用车板块毛利率&净利率情况	13
图 13: 乘用车板块平均费用率情况 (%)	13
图 14: 乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况 (%)	13
图 15: 乘用车板块平均资产负债率情况 (%)	14
图 16: 乘用车板块平均流动比率&速动比率情况 (%)	14
图 17: 乘用车板块平均库存周转天数情况 (天)	15
图 18: 乘用车板块平均库存周转率情况 (%)	15
图 19: 卡车产销情况 (万辆, %)	16

图 20: 卡车板块营收情况 (亿元, %)	17
图 21: 卡车板块归母净利润情况 (亿元, %)	17
图 22: 卡车板块毛利率&净利率情况	17
图 23: 卡车板块平均费用率情况 (%)	17
图 24: 卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况 (%)	18
图 25: 卡车板块平均资产负债率情况 (%)	19
图 26: 卡车板块平均流动比率&速动比率情况 (%)	19
图 27: 卡车板块平均库存周转天数情况 (天)	19
图 28: 卡车板块平均库存周转率情况 (%)	19
图 29: 客车产销情况 (辆, %)	20
图 30: 客车板块营收情况 (亿元, %)	21
图 31: 客车板块归母净利润情况 (亿元, %)	21
图 32: 客车板块毛利率&净利率情况	22
图 33: 客车板块平均费用率情况 (%)	22
图 34: 客车板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况 (%)	22
图 35: 客车板块平均资产负债率情况 (%)	23
图 36: 客车板块平均流动比率&速动比率情况 (%)	23
图 37: 客车板块平均库存周转天数情况 (天)	24
图 38: 客车板块平均库存周转率情况 (%)	24
图 39: 汽车零部件板块营收情况 (亿元, %)	24
图 40: 汽车零部件板块归母净利润情况 (亿元, %)	24
图 41: 汽车零部件板块毛利率&净利率情况	25
图 42: 汽车零部件板块平均费用率情况 (%)	25

图 43: 汽车零部件板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况 (%) .....	26
图 44: 汽车零部件板块平均资产负债率情况 (%) .....	26
图 45: 汽车零部件板块平均流动比率&速动比率情况 (%) .....	26
表 1: 部分车企的战略规划及经营计划 .....	8
表 2: 此次报告研究样本及对应行业 .....	9
表 3: 各行业 2018 年度业绩表现 (亿元, %) .....	10
表 4: 各行业 2019 年一季度业绩表现 (亿元, %) .....	10
表 5: 乘用车板块重点公司业绩情况(亿元, %)... ..	12
表 6: 乘用车板块重点公司毛利率&净利率情况.....	13
表 7: 乘用车板块重点公司费用率情况 .....	14
表 8: 乘用车板块主要上市公司资产负债率&流动比率&速动比率 (%) .....	15
表 9: 乘用车板块主要上市公司存货周转情况 .....	15
表 10: 卡车板块重点公司业绩情况 (亿元, %)... ..	17
表 11: 卡车板块主要上市公司毛利率&净利率情况 .....	18
表 12: 卡车板块主要上市公司费用率情况 .....	18
表 13: 卡车板块主要上市公司资产负债率&流动比率&速动比率 (%) .....	19
表 14: 卡车板块主要上市公司存货周转情况 .....	20
表 15: 客车板块主要上市公司业绩情况(亿元, %)... ..	21
表 16: 客车板块主要上市公司毛利率&净利率情况 .....	22
表 17: 客车板块主要上市公司费用率情况 .....	22
表 18: 客车板块主要上市公司资产负债率&流动比率&速动比率 (%) .....	23
表 19: 客车板块主要上市公司存货周转情况 .....	24
表 20: 汽车零部件板块主要上市公司业绩情况(亿元, %)... ..	25
表 21: 推荐公司盈利预测表 .....	29

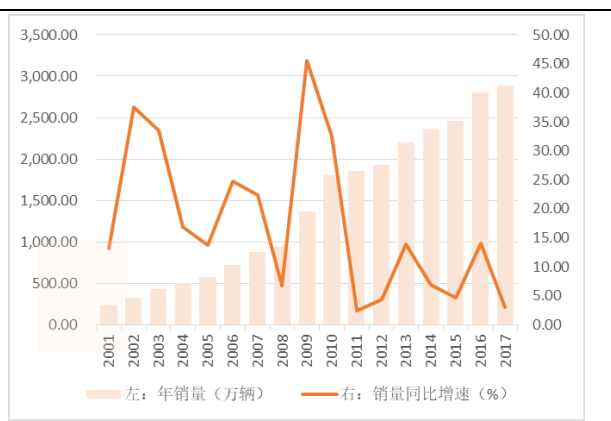
## 1. 市场环境

2018年，受低排量乘用车购置税优惠政策退出、中美贸易战、宏观经济下行、二手车高速增长等多重因素影响，汽车行业整体表现低迷，汽车库存压力明显增大，产销增速持续回落。2018年汽车产销量分别为2780.9万辆和2808.1万辆，同比分别下降4.2%和2.8%。

2019年一季度，汽车行业以去库存为主要基调，汽车产销情况整体趋弱，但是同比降幅收窄。

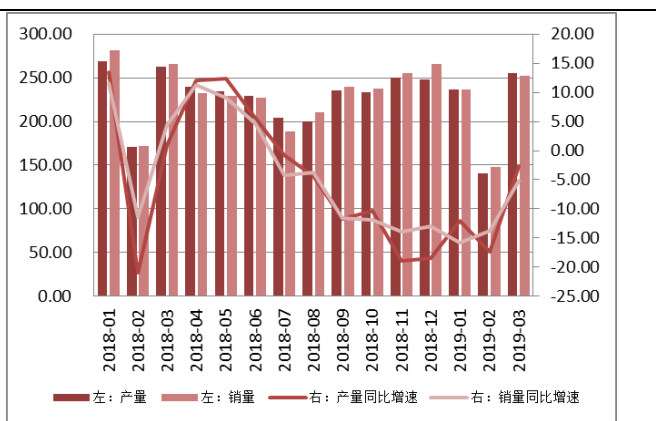
我们认为：长期看，未来汽车市场的主要趋势是消费结构的持续优化转换和汽车行业的积极转型，汽车产销增速放缓的趋势仍将延续，但是结构性机会仍然存在。短期看2019年的情况，汽车行业整体产销情况依然偏弱，但是产销情况有望逐步好转。

图 1：汽车年销量情况（万辆，%）



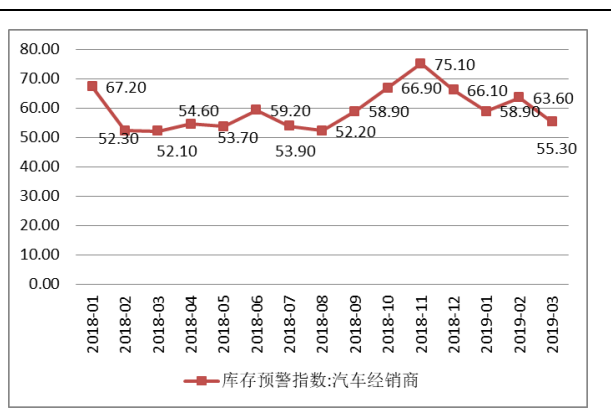
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：汽车月度产销情况



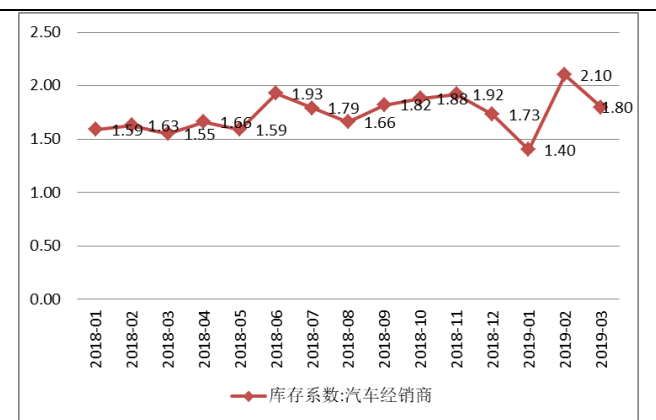
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：经销商库存预警指数



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：汽车经销商库存系数



数据来源：wind，山西证券研究所

2018年，汽车行业从下半年开始行业整体情绪低迷，但是仍然存在豪华车、新能源汽车等快速发展的细分市场，行业升级的逻辑依然存在。回顾各个车企未来的战略规划及经营计划：1) 汽车行业整体电动化、智能化、网联化、共享化的发展趋势仍然延续；2) 技术成为各车企市场博弈的重要一环，研发成本提升、

研发人员增加成为行业整体的发展趋势；3) 多元化布局、全产业链覆盖成为汽车行业主流趋势，由传统链式结构向多元化结构转变成为汽车产业的发展方向。

表 1：部分车企的战略规划及经营计划

	战略规划	经营计划
广汽集团	在“十三五”期间，本集团将秉承“内部协同创新、外部开放合作”的发展原则，完成 1 个目标、夯实 5 大板块、突出 1 个重点、实现 3 大突破；力争“十三五”期末实现汽车产能 300 万辆，产能利用率达到 80%，成为先进的汽车集团的目标；做强做实研发、整车、零部件、商贸服务和金融服务五大板块；全力发展自主品牌，实现自主品牌跨越式发展；实现电动化、国际化、网联化三个方面的重大突破。面向未来，本集团提出了新阶段的发展愿景和任务使命：“在 2027 年即公司成立 30 周年之际广汽集团争取进入世界企业 100 强；在 2037 年即公司成立 40 周年之际广汽集团将成为具有全球竞争力的世界一流企业。”	2019 年，本集团连同合营、联营公司努力挑战汽车销量同比增长 8%，将推出 14 款全新及改款车型，进一步完善产品结构和综合竞争力，包括 6 款自主品牌产品：广汽传祺 GM6、GA6 换代、GS8 中改款、GS4 换代，广汽新能源 Aion S、纯电专属 B 级 SUV；以及 7 款合资产品：广汽本田缤智中改款、奥德赛混动版，广汽丰田雷凌(含 HEV) 换代、雷凌 PHEV、全新 EV，广汽菲克大指挥官 PHEV、自由侠中改款。
江淮汽车	持以效益为中心，以战略为导向，以发展为主线，以变革为动力，以品牌向上为引领，强化品牌价值的体系化运营，统筹推进技术领先化、产品平台化、开发迭代化、制造精益化和市场国际化，大力推进质量变革、效率变革、动力变革，推动企业迈向高质量发展。	2019 年公司计划产销各类整车及底盘 50-60 万辆，同比增长 8.12%—29.74%，预计可实现营业总收入 530 亿元-600 亿元，同比增长 5.66%-19.62%。
上汽集团	深入推进“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的“新四化”战略，坚持创新引领、重点突破、以点带面、压茬推进，在抢抓市场结构性机遇、努力提升经营业绩的同时，深入部署推进创新链建设，在全球汽车产业价值链重构的过程中，全力抢占有利地位和制高点，加快推动业务转型升级，向成为具有全球竞争力和影响力的出行服务与产品的综合供应商迈进。	全年实现整车销售 710 万辆，预计营业总收入 9065 亿元，营业成本 7775 亿元。
小康股份	推进“1+5”智能生态发展战略：坚持“以用户为中心”，实施“技术迭代引领、质量效益优先、超级人才资本、品牌价值占位、业务投资聚焦”战略。	2019 年，公司将量产新电动车产品 SF5 和 SF3，以及满足大众出行的 S513；汽车整车方面公司将量产中大型 SUV 车型 F517；动力系统方面，公司将量产自主研发的电驱动系统和电池 PACK 系统，将量产 2.0T 发动机及其匹配的 CVT 自动变速器。
一汽轿车	2019 年，公司确立了“精韧·创变”的工作方针和有关基本方略，主攻出行市场，推动品牌向上，持续深化改革，一汽奔腾品牌提销量、一汽马自达品牌创收益，精韧进取，创新求变，全力全速打造“不一样”的新奔腾	预计 2019 年销量不低于上年同期。
长安汽车	长安汽车将以“愿景 2025”为牵引，改革创新，激发活力，聚焦核心，整合资源，强化效率，提升效益。以创新为驱动，将“效率”打造成为组织核心竞争力。以四大战略举措为抓手，强优去劣，实现第三次创业——创新创业计划	2019 年力争实现产销汽车超过 215 万辆。
长城汽车	坚持走高质量发展路线，抓住新一轮科技革命和产业机遇，提升软实力和硬实力，为中国汽车品牌赋能。在 4 大品牌方面会持续推出新车型，以满足市场需求。	本集团 2019 年销售目标为 120 万辆。

资料来源：公司年报，山西证券研究所



## 2.整体业绩情况

### 2.1 样本说明

我们以中信行业分级为基础，删除了 1) 重大资产重组且主营有业务发生变更的贝瑞基因和中公教育；2) 摩托车板块个股（保留了经营乘用车生产及销售的力帆股份），3) ST、\*ST 股，4) 由于上市日期较近参数不完整的新股，共统计汽车行业的 146 只个股作为样本，并在分析过程中根据实际情况对标的对应行业进行了调整。截止 2019 年 5 月 28 日，统计的 146 只个股总市值为 16658.78 亿元。

表 2：此次报告研究样本及对应行业

行业	包含公司（股票简称）
乘用车	比亚迪、广汽集团、江淮汽车、上汽集团、小康股份、一汽轿车、一汽夏利、长安汽车、长城汽车、众泰汽车、力帆股份
卡车	东风汽车、福田汽车、华菱星马、江铃汽车、中国重汽
客车	金杯汽车、金龙汽车、曙光股份、亚星客车、宇通客车、中通客车
专用车	海伦哲、诺力股份、中国汽研
汽车销售及服务	大东方、东方时尚、广汇汽车、国机汽车、龙洲股份、庞大集团、中华控股、特力 A、漳州发展、中国中期、长久物流
汽车零部件	S 佳通、爱柯迪、奥联电子、奥特佳、八菱科技、保隆科技、北特科技、贝斯特、渤海汽车、常青股份、常熟汽饰、德尔股份、德宏股份、登云股份、东安动力、东风科技、风神股份、福达股份、福耀玻璃、富奥股份、富临精工、光启技术、光洋股份、贵航股份、贵州轮胎、海联金汇、浩物股份、恒立实业、华达科技、华懋科技、华谊集团、华域汽车、继峰股份、交运股份、今创集团、今飞凯达、金固股份、金麒麟、京威股份、精锻科技、巨轮智能、均胜电子、钧达股份、凯众股份、旷达科技、蓝黛传动、雷迪克、黎明股份、凌云股份、隆基机械、隆盛科技、骆驼股份、美力科技、模塑科技、南方轴承、宁波高发、宁波华翔、派生科技、鹏翎股份、秦安股份、青岛双星、全柴动力、日上集团、日盈电子、赛轮轮胎、上柴股份、圣龙股份、双林股份、松芝股份、苏奥传感、特尔佳、腾龙股份、天华院、天汽模、天润曲轴、铁流股份、拓普集团、万安科技、万丰奥威、万里扬、万通智控、万向钱潮、威帝股份、威孚高科、威唐工业、潍柴动力、文灿股份、西泵股份、西仪股份、襄阳轴承、新朋股份、新泉股份、新坐标、星宇股份、兴民智通、亚太股份、一汽富维、易见股份、银轮股份、英搏尔、跃岭股份、云内动力、云意电气、长春一东、浙江世宝、浙江仙通、正裕工业、中鼎股份、中马传动、中原内配

资料来源：山西证券研究所

### 2.2 汽车行业整体低迷，业绩整体承压

**资产增速收窄，业绩整体承压。**2018 年及 2019 年一季度，受汽车行业低迷影响，行业上市公司业绩整体下滑，业绩普遍承压。2018 年汽车行业整体总资产为 29639.58 亿元，同比提升 5.21%，增速明显收窄，实现营业收入 26735.38 亿元，同比增速 2.71%，实现归母净利润 993.62 亿元，同比下降 14.721%，增速由正转负。2019Q1 汽车行业总资产为 29706.49 亿元，同比增加 4.00%，增速进一步收窄，实现营业收入 6151.19 亿元，同比下降 7.07%；实现归母净利润 226.13 亿元，同比下降 28.05%。

表 3：各行业 2018 年度业绩表现（亿元，%）

	总资产	总资产同比增速	营业收入	营收同比增速	归母净利润	归母净利润同比增速
乘用车	14723.32	5.70%	13937.04	2.24%	561.45	-10.39%
卡车	1364.78	-5.39%	1313.94	-9.17%	-19.64	-200.37%
客车	921.94	0.09%	676.33	-4.44%	24.63	-42.18%
专用车	125.53	15.70%	71.20	17.16%	6.91	-0.65%
汽车销售及服务	2398.63	-8.29%	2856.81	-7.97%	-6.80	-112.50%
汽车零部件	10105.38	10.38%	7880.06	11.33%	427.07	2.92%
<b>汽车</b>	<b>29639.58</b>	<b>5.21%</b>	<b>26735.38</b>	<b>2.71%</b>	<b>993.62</b>	<b>-14.71%</b>

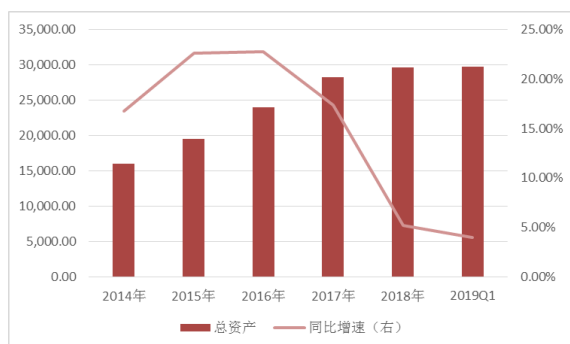
数据来源：wind，山西证券研究所

表 4：各行业 2019 年一季度业绩表现（亿元，%）

	总资产	总资产同比增速	营业收入	营收同比增速	归母净利润	归母净利润同比增速
乘用车	14718.56	3.42%	3139.29	-13.99%	102.87	-41.63%
卡车	1332.86	-8.72%	372.09	28.06%	5.38	-558.70%
客车	885.65	-3.71%	115.84	-1.73%	3.13	-6.22%
专用车	124.13	13.48%	13.39	-2.38%	1.34	24.99%
汽车销售及服务	2311.63	-6.85%	576.71	-18.57%	7.86	-47.81%
汽车零部件	10333.65	10.40%	1933.87	5.15%	105.55	-11.87%
<b>汽车</b>	<b>29706.49</b>	<b>4.00%</b>	<b>6151.19</b>	<b>-7.07%</b>	<b>226.13</b>	<b>-28.05%</b>

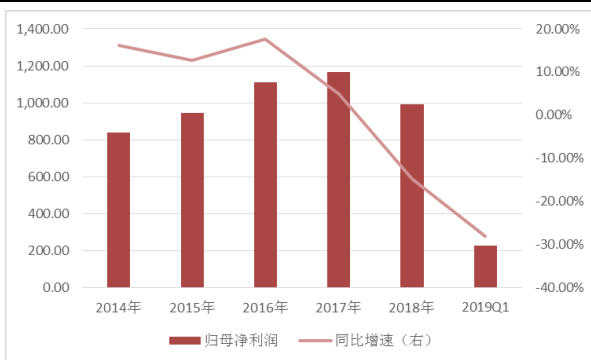
数据来源：wind，山西证券研究所

图 5：汽车板块资产情况（亿元，%）



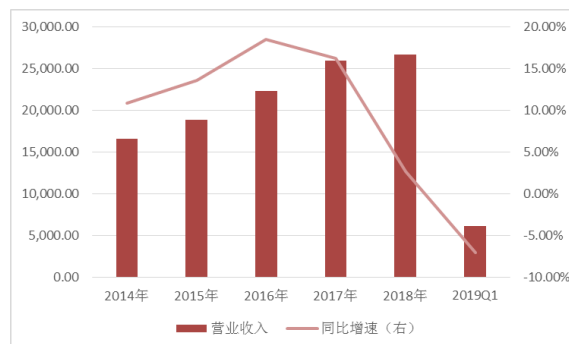
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：汽车板块归母净利润情况（亿元，%）



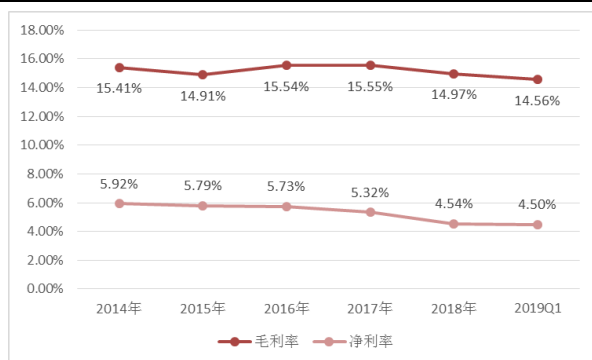
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：汽车板块营业收入情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：汽车板块毛利率&净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

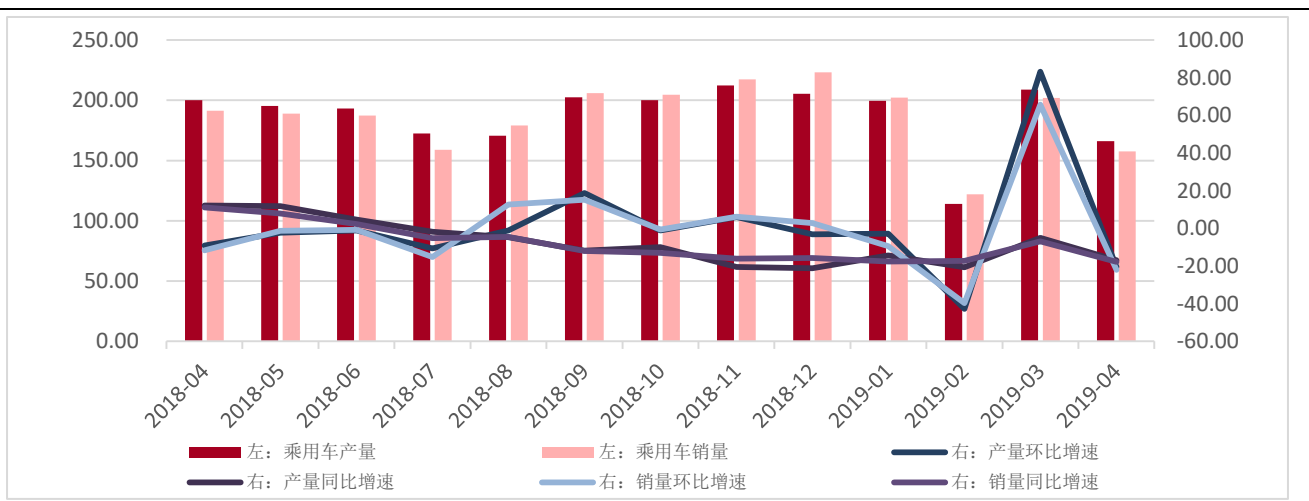
净利率持续下滑，毛利率降幅收窄。受汽车产销整体表现不佳影响，行业毛利率及净利率整体下滑，且一季度延续下滑趋势，但是整体状况有所好转。2018 年，汽车行业整体毛利率为 14.97%，较 2017 年下降 0.48pct，净利率 4.54%，较 2017 年下降 0.78pct；2019 年一季度，汽车行业整体毛利率 14.56%，较 2018 年度下降 0.41pct，净利率 4.54%，较 2018 年度下降 0.04pct。

### 3.乘用车：经营压力增大，去库存特征显著

#### 3.1 销量影响业绩下滑，公司分化显著

乘用车行业 2018 年受到低排量乘用车购置税优惠政策退出、中美贸易战、宏观经济下行、消费信心下降等因素影响，乘用车销量从下半年开始同比增速转负，且降幅整体扩大，同时行业库存压力持续加大。2019 年一季度，行业销量维持负增长，但是同比降幅收窄，整体去库存特征显著，多数整车厂采取了加大促销力度的手段，公司层面经营压力扩大，利润整体承压。

图 9：乘用车产销情况



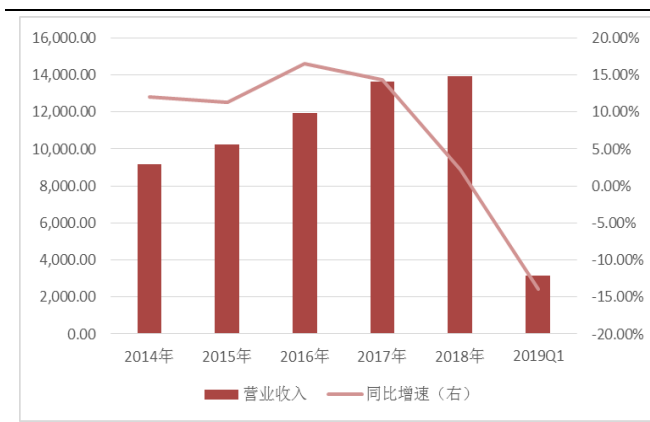
数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

营业收入普降，比亚迪表现突出。2018 年度合计营收为 13937.04 亿元，同比增加 2.24%。分公司看，其中 4 家公司年度营业收入同比增长，比亚迪营业收入同比大幅增长（增幅 22.79%）；2019Q1 合计营收为 3139.29 亿元，同比下降 13.39%。分公司看，仅比亚迪和江淮汽车营业收入同比增长（增速 22.50%和 13.76%），其余公司营业收入同比不同程度下降，且降幅均较大。

归母净利润转负，公司分化显著。2018 年合计归母净利润 561.45 亿元，同比下降 10.39%，分公司看，其中 4 家公司年度归母净利润同比增长，力帆股份归母净利润收入同比大幅增长（增幅 48.34%）；2019Q1 合计归母净利润为 102.87 亿元，同比下降 41.63%。分公司看，仅比亚迪归母净利润同比增长（增速 631.98%），

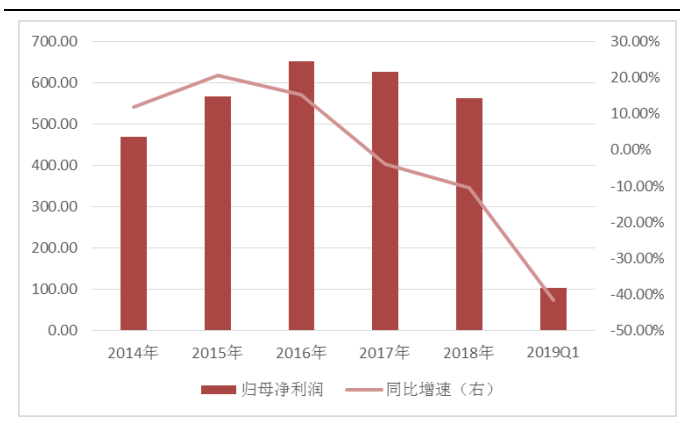
其余公司归母净利润同比不同程度下降，且降幅均较大。

图 10：乘用车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 11：乘用车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 5：乘用车板块重点公司业绩情况(亿元，%)

公司		2018 年					2019 年一季度				
代码	简称	总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速	总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速
002594.SZ	比亚迪	1,945.71	1,300.55	22.79	27.80	-31.63	1,988.26	303.04	22.50	7.50	631.98
601238.SH	广汽集团	1,321.20	715.15	0.53	109.03	1.08	1,260.82	142.56	-25.74	27.78	-28.40
600418.SH	江淮汽车	474.92	500.92	1.92	-7.86	-282.02	493.34	146.33	13.76	0.65	-69.13
600104.SH	上汽集团	7,827.70	8,876.26	3.46	360.09	4.65	7,835.98	1,960.16	-16.54	82.51	-15.00
601127.SH	小康股份	265.64	202.40	-7.72	1.06	-85.33	257.25	47.35	-24.33	-0.82	-137.01
000800.SZ	一汽轿车	186.28	262.44	-5.94	1.55	-44.88	179.65	46.89	-34.39	0.39	-26.20
000927.SZ	一汽夏利	45.15	11.25	-22.50	0.37	102.27	40.91	1.35	-64.06	-1.99	10.76
000625.SZ	长安汽车	934.89	662.98	-17.14	6.81	-90.46	958.67	160.08	-20.00	-20.96	-250.62
601633.SH	长城汽车	1,118.00	978.00	-2.68	52.07	3.58	1,114.80	220.85	-15.80	7.73	-62.84
000980.SZ	众泰汽车	324.79	147.64	-29.03	8.00	-36.34	320.70	39.69	-27.11	1.06	-24.85
601777.SH	力帆股份	279.05	110.13	-12.60	2.53	48.34	268.19	22.47	-31.07	-0.97	-257.56

数据来源：wind，山西证券研究所

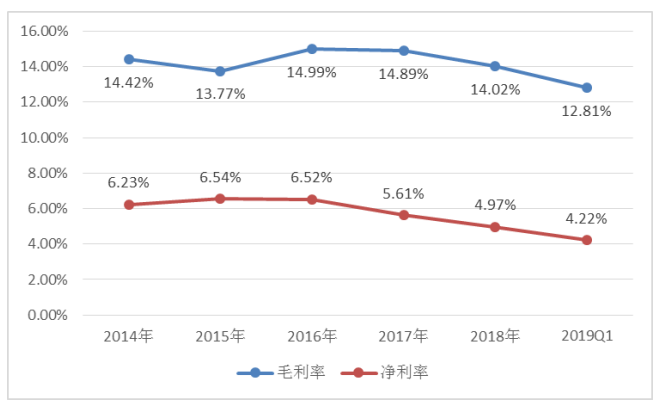
### 3.2 整体盈利能力下降，龙头企稳

整体来看，乘用车行业：1)2018 年乘用车产销不佳，库存压力加大，导致行业盈利能力明显下降，2019Q1 行业整体去库存特征显著，多数整车厂加大了促销力度，盈利能力仍然较差，行业整体承压。2) 龙头企业各项指标均表现较为稳定。

**毛利率&净利率下行，龙头企稳。**2018 年整体毛利率为 14.02%，较上 2017 年下降 0.87pct，净利率 4.97%，较 2017 年下降 0.64pct。2019Q1 毛利率为 12.81%，较去年同期下降 1.20pct，净利率 4.22%，较去年同期下降 0.75pct，分公司看，4 家公司（比亚迪、江淮汽车、众泰汽车、力帆股份）毛利率在一季度均较上年有

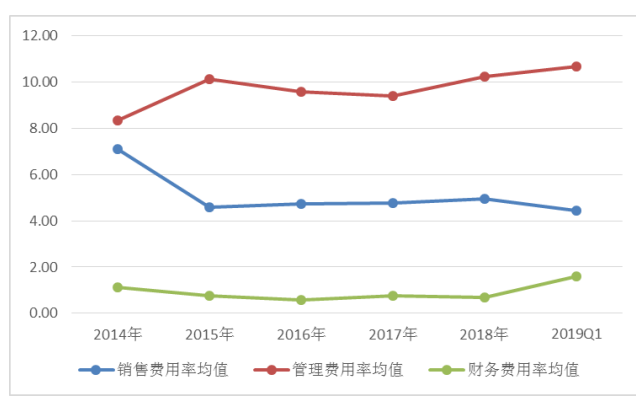
所回升，5家公司（比亚迪、广汽集团、江淮汽车、上汽集团、一汽轿车）净利率较2018年有所提升，上汽集团作为乘用车龙头，整体表现较为稳定，毛利率较2018下降0.54pct，净利率较2018年提升0.14pct。

图 12：乘用车板块毛利率&净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

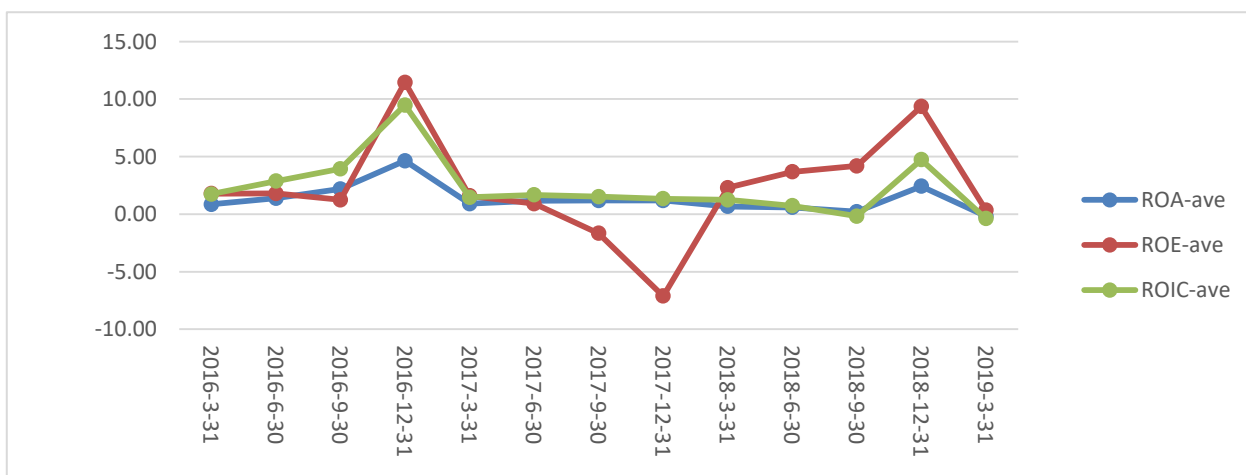
图 13：乘用车板块平均费用率情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

管理费用率持续增加，盈利指标趋弱。2018年，厂家加大折扣叠加库存压力加大，板块管理费用率和销售费用率明显提升，ROA、ROE、ROIC 三项指标均明显下降。2019Q1 行业整体去库存特征明显，管理费用率持续增加，销售费用率季节性下降。

图 14：乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

表 6：乘用车板块重点公司毛利率&净利率情况

公司		毛利率					净利率				
代码	简称	2018年 (%)	同比增减 (pct)	2019Q1 (%)	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)	2018年 (%)	同比增减 (pct)	2019Q1 (%)	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)
002594.SZ	比亚迪	16.40	-2.61	19.05	1.90	2.70	2.73	-1.91	2.93	1.86	-0.50
601238.SH	广汽集团	18.56	-4.44	12.36	-12.17	0.62	15.31	0.09	19.76	-0.55	14.13
600418.SH	江淮汽车	8.65	-2.96	10.70	0.69	2.21	-2.84	-3.32	0.52	-0.60	9.64

600104.SH	上汽集团	13.25	-0.22	12.72	-0.35	-0.20	5.45	-0.04	5.60	-0.38	1.04
601127.SH	小康股份	23.86	1.68	19.44	-3.20	-4.62	2.51	-2.51	-1.15	-7.55	-4.07
000800.SZ	一汽轿车	20.16	-2.32	15.64	-6.65	-2.43	0.87	-0.27	0.97	-1.39	1.55
000927.SZ	一汽夏利	-31.16	17.02	-113.44	-90.53	-50.69	3.25	116.24	-147.54	-88.14	-717.55
000625.SZ	长安汽车	14.65	1.34	5.02	-6.98	-7.92	1.09	-7.92	-13.14	-19.92	-10.41
601633.SH	长城汽车	16.69	-1.75	13.72	-6.72	0.16	5.37	0.35	3.59	-4.37	-0.40
000980.SZ	众泰汽车	13.54	-5.23	16.03	-2.00	44.07	5.42	-0.62	2.67	0.08	-24.83
601777.SH	力帆股份	9.08	-3.92	10.41	-3.04	17.67	2.24	1.01	-4.48	-6.33	-8.69

数据来源：wind，山西证券研究所

表 7：乘用车板块重点公司费用率情况

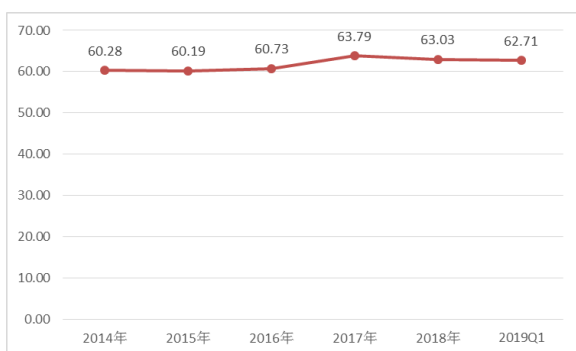
公司		销售费用率			管理费用率			财务费用率		
代码	简称	2019Q1 (%)	同比增减 (pet)	环比增减 (pet)	2019Q1 (%)	同比增减 (pet)	环比增减 (pet)	2019Q1 (%)	同比增减 (pet)	环比增减 (pet)
002594.SZ	比亚迪	3.51	-1.23	2.08	7.71	0.10	1.42	3.81	0.52	1.88
601238.SH	广汽集团	5.24	-2.36	1.96	7.23	2.50	-2.69	0.41	0.12	0.68
600418.SH	江淮汽车	4.66	0.17	-1.13	4.65	-0.65	-2.23	0.66	0.40	0.98
600104.SH	上汽集团	6.62	0.45	-1.27	4.09	0.17	0.08	0.06	-0.10	0.35
601127.SH	小康股份	6.21	0.75	-2.79	9.07	3.45	0.87	0.83	0.51	0.56
000800.SZ	一汽轿车	8.81	0.03	-2.29	5.62	-1.12	3.13	0.06	0.13	0.10
000927.SZ	一汽夏利	20.39	-0.52	-34.78	35.03	9.86	-26.29	8.36	2.04	-9.33
000625.SZ	长安汽车	5.47	-0.75	-2.86	6.76	2.14	-3.62	-0.27	0.36	0.25
601633.SH	长城汽车	4.61	0.21	-0.07	3.67	1.31	0.01	-0.28	-0.84	2.63
000980.SZ	众泰汽车	5.22	-0.18	-28.94	6.88	2.05	-32.37	1.06	0.06	-7.00
601777.SH	力帆股份	4.08	0.07	-9.73	6.40	-0.07	-4.68	10.22	6.00	-25.03

数据来源：wind，山西证券研究所

### 3.3 负债结构较为稳定，库存依然承压

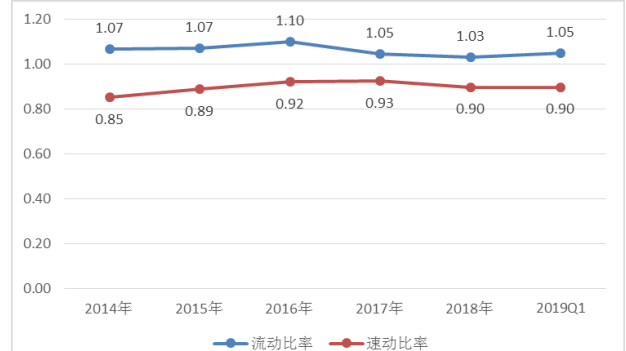
负债情况整体稳定。整体看，整车厂受益于自身较强的议价能力，负债结构较为良好，资产负债率、流动比率和速动比率指标均较为稳定。

图 15：乘用车板块平均资产负债率情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

图 16：乘用车板块平均流动比率&速动比率情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

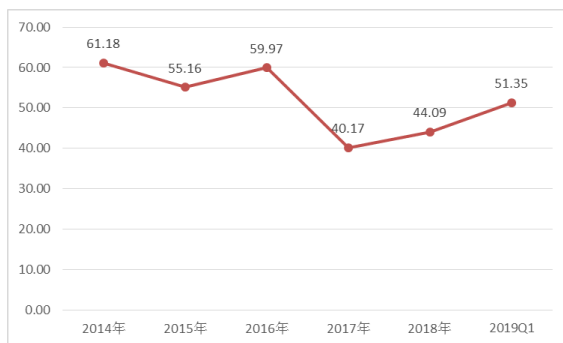
表 8：乘用车板块主要上市公司资产负债率&流动比率&速动比率（%）

公司		资产负债率			流动比率			速动比率		
代码	简称	2017 年	2018 年	2019Q1	2017 年	2018 年	2019Q1	2017 年	2018 年	2019Q1
002594.SZ	比亚迪	66.33	68.81	68.74	0.98	0.99	1.02	0.79	0.76	0.77
601238.SH	广汽集团	41.13	41.02	35.81	1.76	1.63	1.77	1.66	1.47	1.50
600418.SH	江淮汽车	65.74	71.10	72.02	0.94	0.91	0.96	0.88	0.84	0.89
600104.SH	上汽集团	62.39	63.63	62.35	1.00	1.09	1.17	0.87	0.95	1.03
601127.SH	小康股份	75.44	72.92	72.11	1.00	0.87	0.82	0.90	0.76	0.70
000800.SZ	一汽轿车	56.88	56.21	54.32	1.08	1.03	1.03	0.85	0.80	0.77
000927.SZ	一汽夏利	98.20	97.34	101.93	0.43	0.67	0.59	0.40	0.61	0.55
000625.SZ	长安汽车	55.28	50.63	53.75	1.15	1.00	1.03	1.06	0.89	0.89
601633.SH	长城汽车	55.44	52.87	51.93	1.18	1.21	1.28	1.08	1.13	1.19
000980.SZ	众泰汽车	49.15	45.88	44.85	1.22	1.22	1.23	1.02	1.05	1.04
601777.SH	力帆股份	75.72	72.94	72.05	0.81	0.72	0.66	0.66	0.63	0.55

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

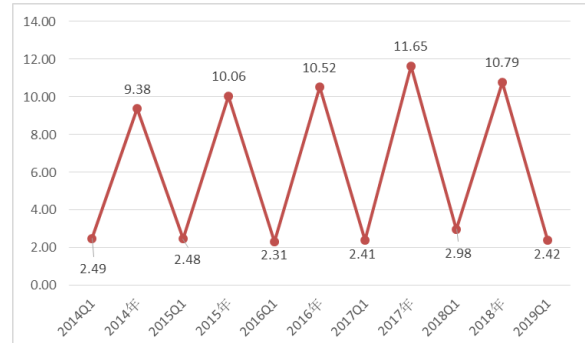
库存周转天数明显放缓，行业库存压力依然较大。从库存周转率情况来看，2018 年乘用车板块平均库存周转天数为 44.09 天，较 2017 年增加 3.92 天，2019Q1 平均库存周转天数为 51.35 天，库存周转明显放缓。从库存周转率情况来看，2018 年乘用车板块平均库存周转率 10.79%（同比-0.86pct），2019Q1 库存周转率为 2.42%（同比-0.56pct），库存压力加大。

图 17：乘用车板块平均库存周转天数情况（天）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：乘用车板块平均库存周转率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 9：乘用车板块主要上市公司存货周转情况

公司		存货周转天数				存货周转率 (%)			
代码	简称	2018 年	同比增减	2019Q1	同比增减	2018 年	同比增减	2019Q1	同比增减
002594.SZ	比亚迪	76.49	-1.68	100.96	2.97	4.71	0.10	0.89	-0.03
601238.SH	广汽集团	31.14	11.95	53.11	32.00	11.56	-7.20	1.69	-2.57
600418.SH	江淮汽车	14.54	-3.80	13.94	-1.18	24.76	5.13	6.46	0.51
600104.SH	上汽集团	25.48	4.36	30.19	7.77	14.13	-2.92	2.98	-1.03
601127.SH	小康股份	36.34	10.72	40.86	14.72	9.91	-4.14	2.20	-1.24

000800.SZ	一汽轿车	37.87	-3.96	51.45	17.16	9.51	0.90	1.75	-0.88
000927.SZ	一汽夏利	51.70	3.11	68.69	18.04	6.96	-0.45	1.31	-0.47
000625.SZ	长安汽车	30.49	-0.58	32.90	7.83	11.81	0.22	2.74	-0.85
601633.SH	长城汽车	22.13	-3.42	21.32	-1.79	16.26	2.18	4.22	0.33
000980.SZ	众泰汽车	76.50	33.31	68.03	-0.50	4.71	-3.63	1.32	0.01
601777.SH	力帆股份	82.33	-6.88	83.41	-7.03	4.37	0.34	1.08	0.08

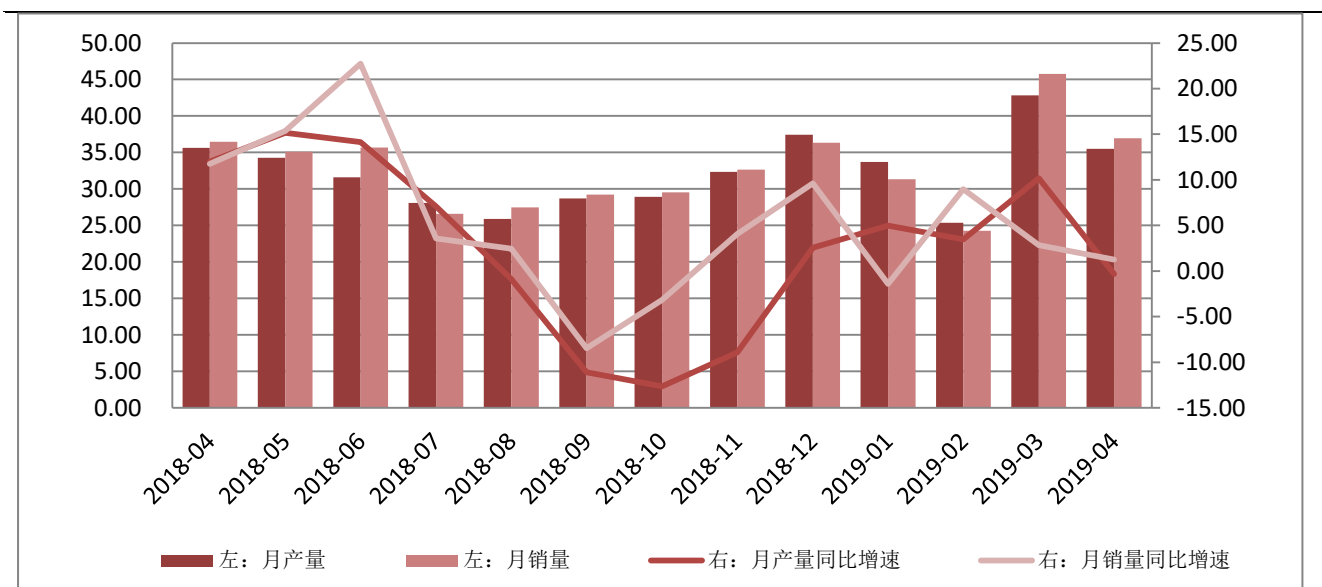
数据来源：wind，山西证券研究所

## 4. 卡车：受益重卡行业表现良好，一季度营收同比转正

### 4.1 重卡带动板块回升，业绩整体表现良好

2018 年，福田汽车业绩大幅下滑对行业整体业绩造成明显影响，受益于重卡表现良好和福田汽车业绩的明显改善，行业营收和归母净利润均明显好转。

图 19：卡车产销情况（万辆，%）

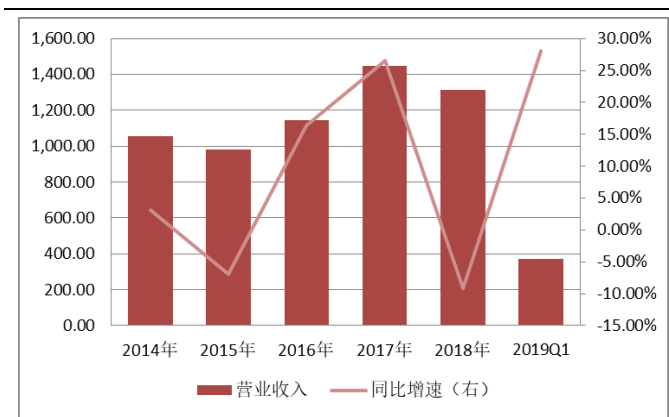


数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

一季度营收同比大增，福田汽车营收明显改善。2018 年度合计营收为 1313.94 亿元，同比降低 9.17%，其中中国重汽和华菱星马年度营业收入同比增长增幅 8.22% 和 21.72%，其余 3 家公司营收同比负增长；2019Q1 合计营收为 372.09 亿元，同比增加 28.06%，分公司看，5 家上市公司营业收入同比皆增，其中福田汽车营收情况明显改善，2019Q1 营业收入同比增长 50.27%。2018 年合计归母净利润-19.64 亿元，剔除福田汽车数据归母净利润 16.10 亿元，同比下降 12.72%，分公司看，江铃汽车和福田汽车归母净利润同比大幅下降，东风汽车归母净利润大幅提升；2019Q1 合计归母净利润为 5.38 亿元，较 2018Q1 的-1.17 亿元，板块整体归母净利润情况明显改善，福田汽车有 2018Q1 的-6.04 亿元转正，2019Q1 实现归母净利润 0.80 亿元。

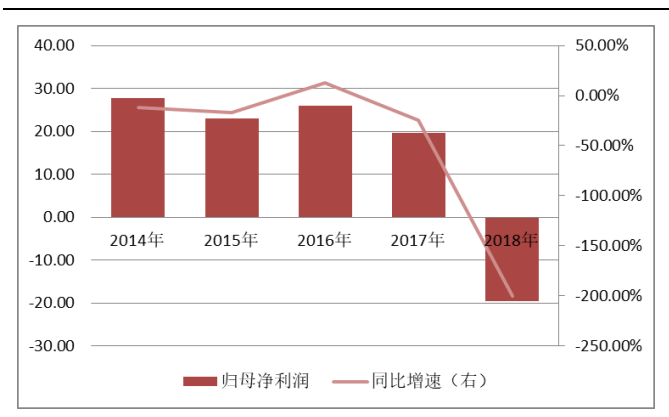


图 20：卡车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 21：卡车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 10：卡车板块重点公司业绩情况（亿元，%）

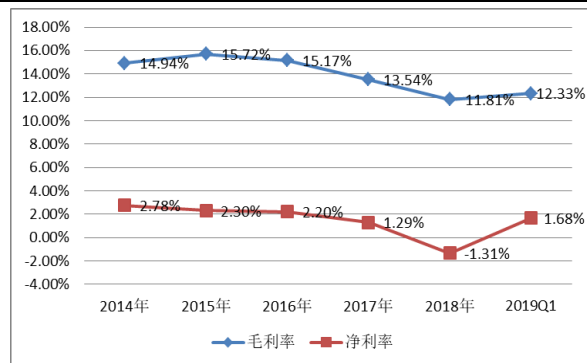
公司		2018 年					2019 年一季度				
代码	简称	总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速	总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速
600006.SH	东风汽车	196.30	144.21	-21.20	5.54	175.95	192.68	31.17	26.82	1.16	-10.40
600166.SH	福田汽车	589.10	410.54	-20.61	-35.75	-3,293.73	529.73	141.44	50.27	0.80	113.28
600375.SH	华菱星马	124.85	72.92	21.72	0.59	6.51	137.52	19.17	30.49	0.06	-38.80
000550.SZ	江铃汽车	233.97	282.49	-9.88	0.92	-86.71	221.61	65.06	0.39	0.25	-83.62
000951.SZ	中国重汽	220.57	403.78	8.22	9.05	0.84	251.32	115.26	24.78	3.11	60.47

数据来源：wind，山西证券研究所

## 4.2 净利率一季度转正，板块盈利能力整体改善

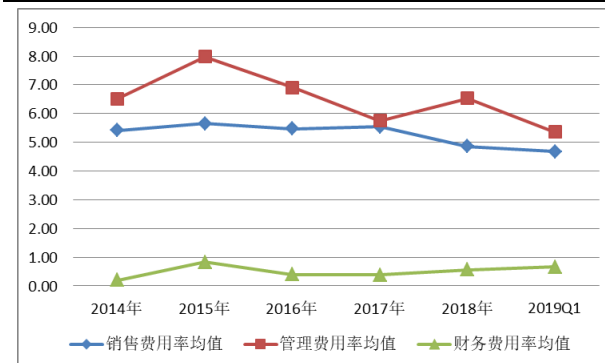
一季度毛利率改善，净利率转正。2018 年整体毛利率为 11.81%，较上年同期下降 1.73pct，分公司看东风汽车和福田汽车毛利率微升，江铃汽车毛利率大幅下降（较 2017 年降 6.51pct），中国重汽和华菱星马分别下降 1.16pct；2019Q1 毛利率为 12.33%，环比同比均有明显改善；2018 年，板块受福田汽车影响净利率为负值，2019Q1 净利率 1.68%，较 2018 年的-1.31%明显改善。

图 22：卡车板块毛利率&净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

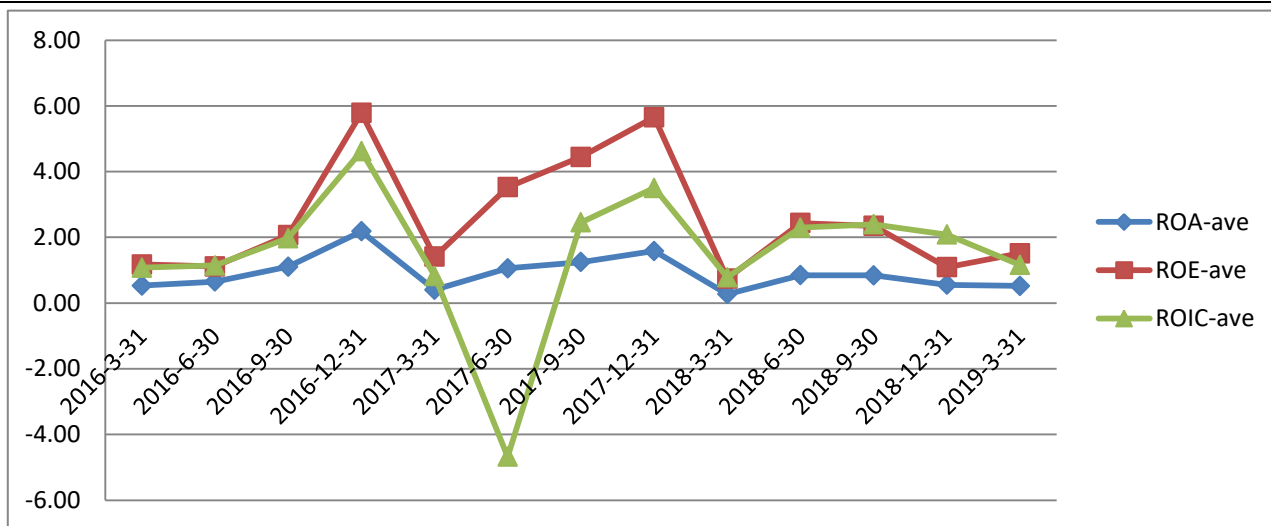
图 23：卡车板块平均费用率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

费用率下降，盈利能力整体改善。2018年，板块平均销售费用率、管理费用率、财务费用率分别4.86%、6.53%、0.57%，分别较2017年提升-0.68pct、0.78pct、0.19pct，2019Q1盈利能力整体同比有所改善，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为4.76%、5.36%、0.66%，分别较去年同期下降0.14pct、0.99pct、0.06pct，ROA、ROE、ROIC三项指标较去年同期均明显提升。

图 24：卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 11：卡车板块主要上市公司毛利率&净利率情况

公司		毛利率					净利率				
代码	简称	2018年 (%)	同比增减 (pct)	2019Q1 (%)	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)	2018年 (%)	同比增减 (pct)	2019Q1 (%)	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)
600006.SH	东风汽车	11.45	0.75	13.80	-0.93	2.21	3.81	4.28	3.55	-1.66	0.76
600166.SH	福田汽车	13.35	0.35	13.30	0.19	5.65	-8.86	-8.92	0.46	7.00	19.60
600375.SH	华菱星马	13.34	-1.16	14.20	-0.15	0.93	0.84	-0.25	0.26	-0.27	-1.98
000550.SZ	江铃汽车	13.59	-6.51	13.91	0.36	1.85	0.33	-1.88	0.39	-1.98	1.96
000951.SZ	中国重汽	8.86	-1.16	9.54	0.56	2.01	3.00	-0.14	3.63	0.93	1.01

数据来源：wind，山西证券研究所

表 12：卡车板块主要上市公司费用率情况

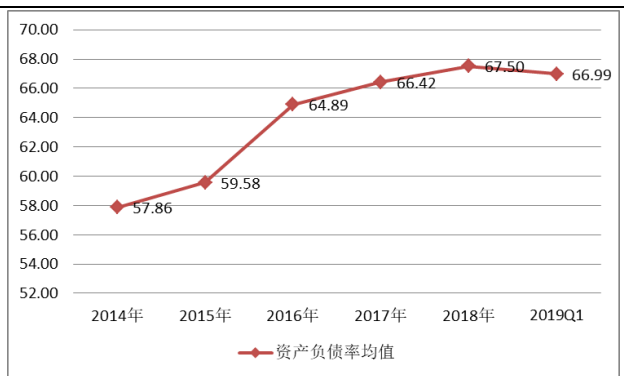
公司		销售费用率			管理费用率			财务费用率		
代码	简称	2019Q1 (%)	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)	2019Q1 (%)	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)	2019Q1 (%)	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)
600006.SH	东风汽车	5.98	0.98	2.54	6.77	-1.35	0.94	-0.02	0.11	0.16
600166.SH	福田汽车	6.04	-3.34	-1.39	6.03	-3.34	-5.19	1.32	-1.18	-0.49
600375.SH	华菱星马	3.48	-0.14	-0.54	4.59	-0.62	-1.49	2.22	0.51	1.69
000550.SZ	江铃汽车	4.85	1.96	-0.92	8.53	0.84	-0.25	-0.60	0.46	-0.10
000951.SZ	中国重汽	3.02	-0.17	0.81	0.90	-0.47	-0.01	0.38	-0.22	-0.08

数据来源：wind，山西证券研究所

### 4.3 景气度上行，存货情况有所好转

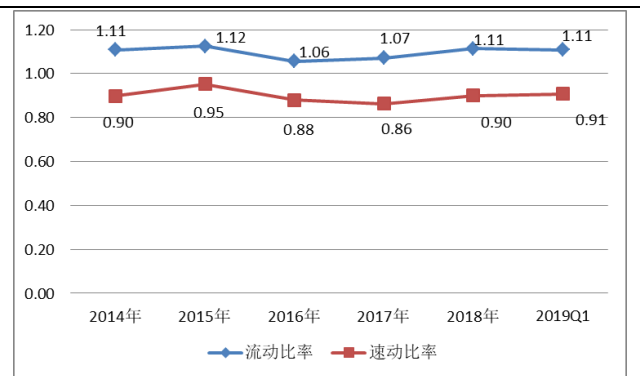
资产负债率一季度略降，流动比率速动比率基本持平。整体看，2014年以来板块资产负债率呈增长态势，但是增幅收窄，2018年板块平均资产负债率67.75%，2019Q1板块平均资产负债率66.99%，较2018年度下降0.51pct，同期流通比率、速动比率分别为1.11%、0.91%，与2018年度基本持平。

图 25：卡车板块平均资产负债率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

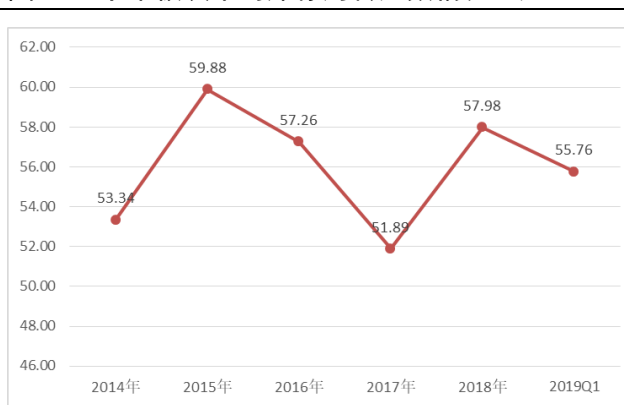
图 26：卡车板块平均流动比率&速动比率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

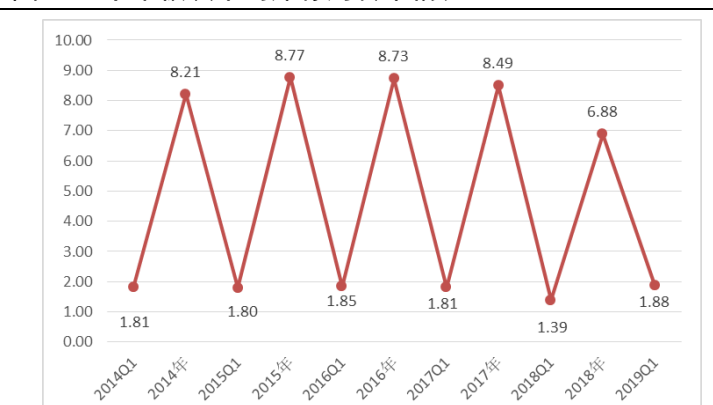
一季度存货周转情况有所好转。一季度，受益于下游基建需求稳健和春节因素影响，卡车产销表现较好，尤其是重卡行业维持高位运行，行业景气度较高，板块平均库存周转天数为55.76天，较2018年减少2.22天，库存周转率为1.88%，同比增加0.49pct，库存周转情况有所好转。

图 27：卡车板块平均库存周转天数情况（天）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：卡车板块平均库存周转率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 13：卡车板块主要上市公司资产负债率&流动比率&速动比率（%）

公司		资产负债率			流动比率			速动比率		
代码	简称	2017年	2018年	2019Q1	2017年	2018年	2019Q1	2017年	2018年	2019Q1
600006.SH	东风汽车	60.51	61.99	60.71	1.34	1.32	1.34	1.18	1.17	1.18
600166.SH	福田汽车	69.49	74.17	71.17	0.74	0.96	0.89	0.63	0.82	0.76
600375.SH	华菱星马	73.41	76.88	79.05	0.72	0.79	0.82	0.52	0.60	0.63
000550.SZ	江铃汽车	52.35	55.62	53.03	1.34	1.17	1.19	1.17	0.97	1.01
000951.SZ	中国重汽	76.35	68.86	71.01	1.22	1.33	1.30	0.82	0.94	0.96

数据来源：wind，山西证券研究所

表 14：卡车板块主要上市公司存货周转情况

公司		存货周转天数（天）				存货周转率（%）			
代码	简称	2018 年	同比增减	2019Q1	同比增减	2018 年	同比增减	2019Q1	同比增减
600006.SH	东风汽车	48.99	10.98	60.59	-14.94	7.35	-2.12	1.49	0.29
600166.SH	福田汽车	46.35	16.23	31.79	-22.29	7.77	-4.18	2.83	1.17
600375.SH	华菱星马	90.64	-4.51	98.10	-19.50	3.97	0.19	0.92	0.15
000550.SZ	江铃汽车	35.85	5.14	37.20	-0.43	10.04	-1.68	2.42	0.03
000951.SZ	中国重汽	68.04	2.61	51.10	-42.90	5.29	-0.21	1.76	0.80

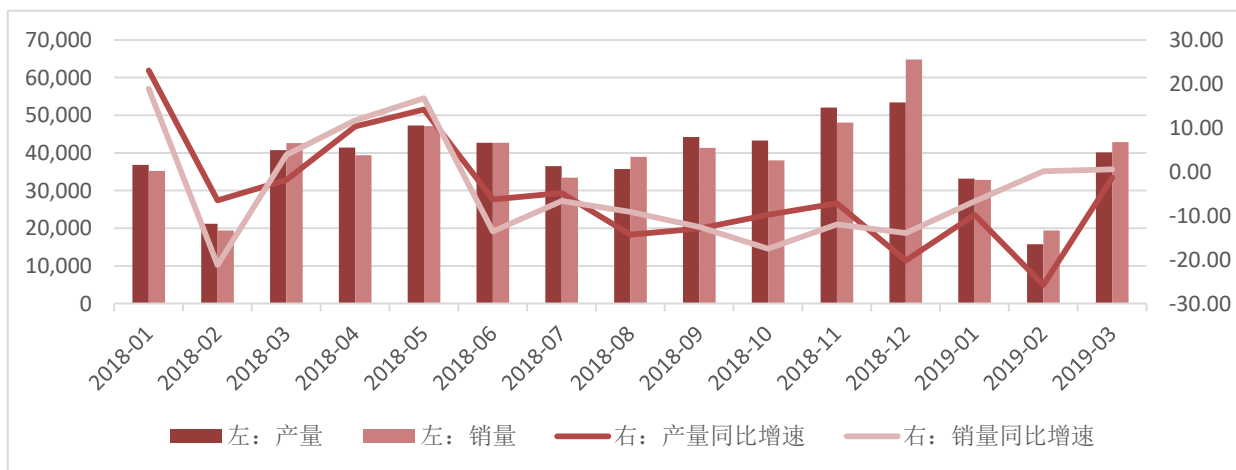
数据来源：wind，山西证券研究所

## 5. 客车：客车产销转弱，盈利能力略有改善

### 5.1 受益新能源汽车补贴政策，一季度业绩好转

受到高铁和私家车普及等因素影响，客车产销转弱，受此影响，2018 年客车板块整体营收延续同比下滑的趋势，归母净利润同比大幅下降。2019Q1 受新能源补贴政策影响，客车销量同比增速持续好转，行业营收和归母净利润情况也有所好转。

图 29：客车产销情况（辆，%）



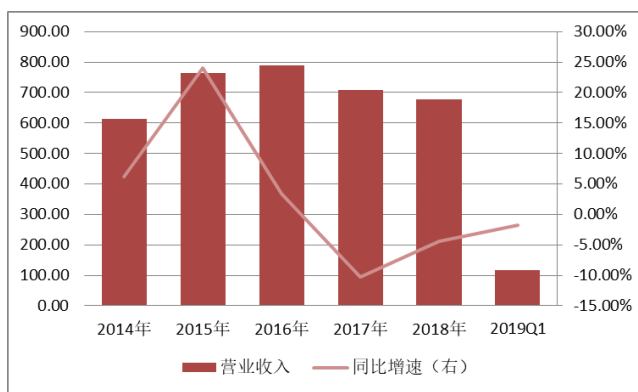
数据来源：wind，山西证券研究所

公司分化显著，一季度营收同比转正。2018 年度合计营收为 676.33 亿元，同比降低 4.44%，降幅较去年下降 5.82pct，降幅明显收窄，分公司看，中通、宇通、曙光营收同比下降；2019Q1 合计营收为 115.84 亿元，同比下降 1.73%，分公司看，曙光股份和金龙汽车营收同比大幅下降，其余 4 家公司不同程度同比增长。

归母净利润同比降幅收窄。2018 年合计归母净利润 24.63 亿元，同比下降 42.18%，6 家上市公司均同比下降；2019Q1 合计归母净利润为 3.13 亿元，同比下降 6.22%，一季度归母净利润降幅较去年同期和上季

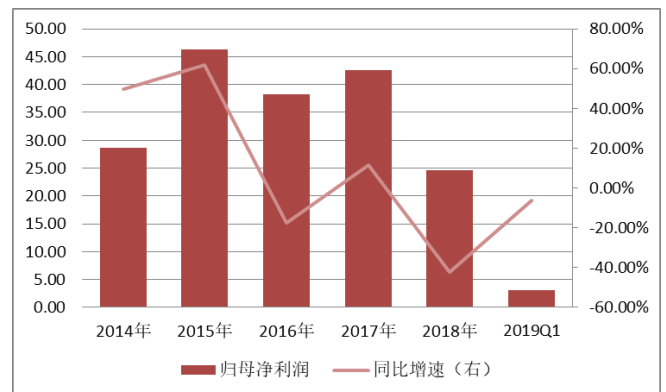
度均有明显好转，分公司看，中通、宇通和金龙汽车归母净利润同比正增长；

图 30：客车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 31：客车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 15：客车板块主要上市公司业绩情况(亿元，%)

代码	公司简称	2018 年					2019 年一季度				
		总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速	总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速
600609.SH	金杯汽车	56.94	61.46	6.50	0.81	-19.81	56.20	14.59	6.36	0.19	-6.00
600686.SH	金龙汽车	258.24	182.91	3.13	1.59	-66.82	243.45	29.67	-21.46	0.08	2,097.98
600303.SH	曙光股份	64.00	29.15	-23.47	-1.28	-140.55	62.70	6.30	-26.22	-0.30	-315.35
600213.SH	亚星客车	52.30	24.58	2.97	0.13	-69.47	51.46	3.58	36.87	0.01	-64.27
600066.SH	宇通客车	367.99	317.46	-4.44	23.01	-26.45	353.65	48.39	3.85	3.11	5.41
000957.SZ	中通客车	122.47	60.79	-22.58	0.37	-80.87	118.20	13.31	54.13	0.04	204.61

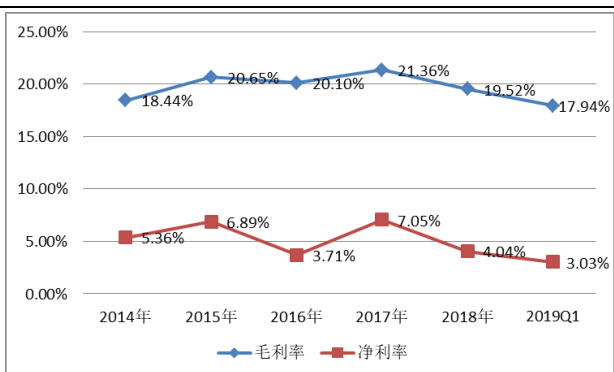
数据来源：wind，山西证券研究所

## 5.2 利润率下降，一季度费用率改善

毛利率、净利率同降，盈利能力整体下降。2018 年，板块毛利率、净利率分别为 19.52%、4.04%，分别较 2017 年下降 1.84pct、3.01pct，2019Q1 板块毛利率、净利率分别为 17.94%、3.03%，分别较 2018 年下降 1.57pct、1.01pct，利润率持续下降，同期板块平均 ROA、ROE、ROIC 三项指标明显下滑，板块盈利能力下降。

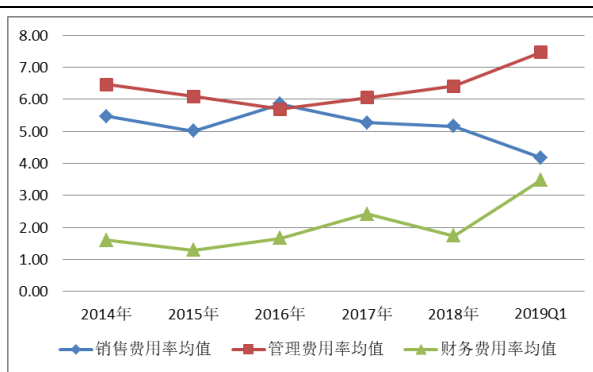
一季度整体改善，管理费用率持续提升。2018 年，板块平均销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.16%、6.41%、1.74%，分别较 2017 年提升-0.25pct、0.51pct、0.07pct，2019Q1，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.19%、7.46%、3.48%，分别较去年同期提升-0.11pct、0.36pct、-0.69pct，管理费用率持续提升，费用率一季度整体同比有所改善。

图 32：客车板块毛利率&净利率情况



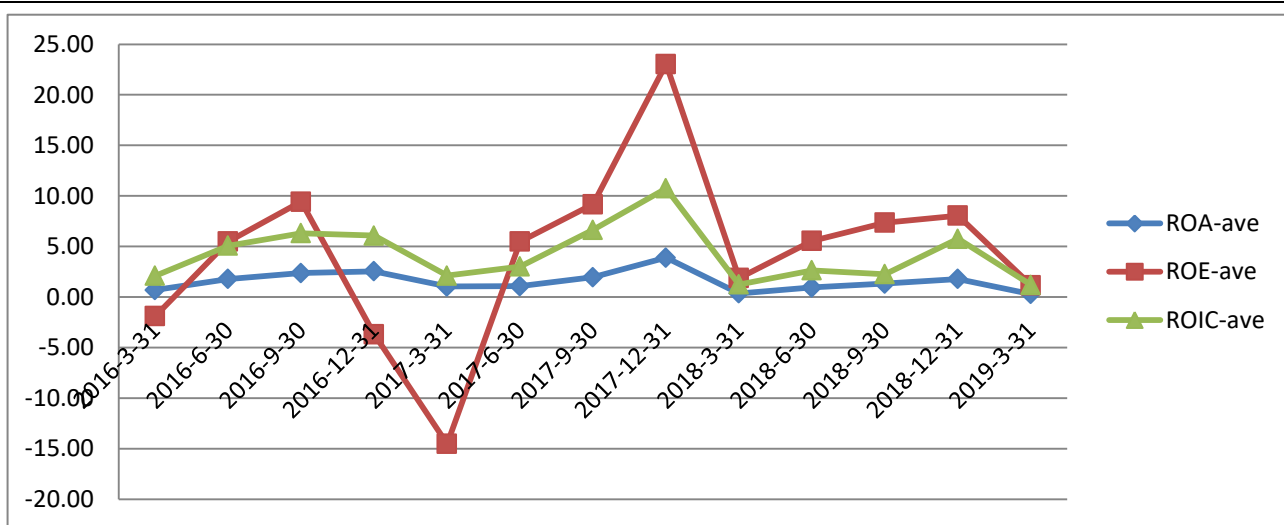
数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：客车板块平均费用率情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：客车板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

表 16：客车板块主要上市公司毛利率&净利率情况

公司		毛利率					净利率				
代码	简称	2018年	同比增减	2019Q1	同比增减	环比增减	2018年	同比增减	2019Q1	同比增减	环比增减
600609.SH	金杯汽车	11.84	-2.56	15.30	2.69	4.26	4.55	-1.68	5.40	0.47	2.25
600686.SH	金龙汽车	14.02	-4.72	10.94	-0.80	-7.00	1.12	-3.98	-0.53	0.22	-2.25
600303.SH	曙光股份	14.05	-3.02	13.88	-4.74	7.35	-4.52	-12.84	-4.88	-6.48	9.91
600213.SH	亚星客车	18.92	0.85	18.02	-1.03	-1.85	0.64	-1.56	0.32	-1.77	0.93
600066.SH	宇通客车	25.33	-0.99	24.28	1.59	-3.68	7.33	-2.20	6.50	0.10	-2.53
000957.SZ	中通客车	16.33	1.83	15.31	2.31	-2.03	0.60	-1.83	0.27	0.14	0.17

数据来源：wind，山西证券研究所

表 17：客车板块主要上市公司费用率情况

公司		销售费用率			管理费用率			财务费用率		
代码	简称	2019Q1	同比增减	环比增减	2019Q1	同比增减	环比增减	2019Q1	同比增减	环比增减
600609.SH	金杯汽车	0.83	-0.08	0.05	3.97	-1.15	-0.51	1.59	0.88	0.40
600686.SH	金龙汽车	4.64	-0.36	-1.10	7.49	2.11	0.19	2.12	-0.24	1.26

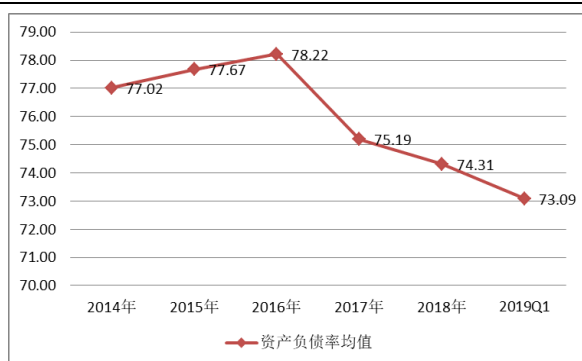
600303.SH	曙光股份	4.23	-0.07	-2.23	11.53	1.72	9.68	1.41	-0.77	-1.35
600213.SH	亚星客车	3.41	-0.94	-1.62	5.09	-1.40	-1.40	9.04	0.39	7.38
600066.SH	宇通客车	6.79	0.27	-1.50	12.01	3.12	3.34	1.78	-0.05	-0.28
000957.SZ	中通客车	5.22	-0.30	-0.20	4.68	-1.33	-0.77	4.94	0.20	2.05

数据来源：wind，山西证券研究所

### 5.3 资产负债率均降，存货周转速度下降

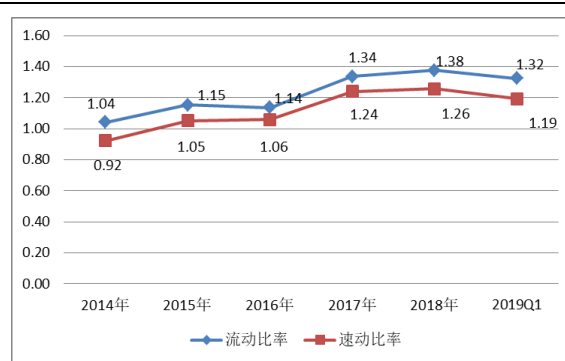
资产负债率持续下降。2016 年以来，板块平均资产负债率持续下降，2018 年板块平均资产负债率为 74.31%，较 2017 年下降 0.88pct，2019Q1 板块平均资产负债率 73.09%，且 6 家客车 A 股上市公司资产负债率均较 2018 年度有所下降。

图 35：客车板块平均资产负债率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：客车板块平均流动比率&速动比率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

金杯客车短期偿债能力明显下降。2019Q1，板块流动比率、速动比率均值，分别较 2018 年度下降 0.06pct、0.07pct，主要是受到金杯客车短期偿债能力下降影响（金杯客车 2019Q1 流动比率、速动比率分别为 0.95%、0.85%，分别较 2018 年下降 0.5pct、0.4pct）。

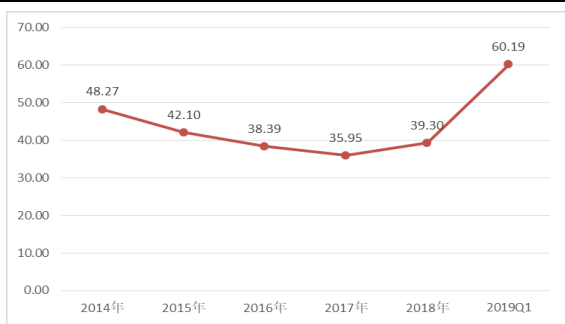
表 18：客车板块主要上市公司资产负债率&流动比率&速动比率（%）

公司		资产负债率			流动比率			速动比率		
代码	简称	2017 年	2018 年	2019Q1	2017 年	2018 年	2019Q1	2017 年	2018 年	2019Q1
600609.SH	金杯汽车	85.41	85.50	83.90	1.33	1.35	0.92	1.22	1.25	0.85
600686.SH	金龙汽车	78.89	80.78	79.21	1.31	1.27	1.31	1.24	1.18	1.21
600303.SH	曙光股份	57.88	52.55	52.06	1.09	1.06	1.05	0.98	0.88	0.89
600213.SH	亚星客车	94.50	94.73	94.61	1.51	1.62	1.63	1.44	1.56	1.55
600066.SH	宇通客车	56.85	54.47	51.66	1.47	1.57	1.62	1.31	1.36	1.33
000957.SZ	中通客车	77.59	77.86	77.12	1.30	1.38	1.40	1.25	1.31	1.33

数据来源：wind，山西证券研究所

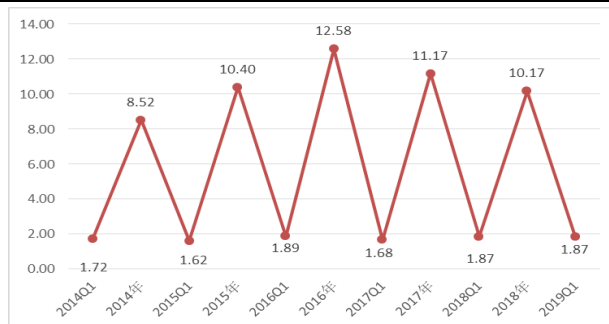
存货周转时间大幅增加。2018 年，板块平均存货周转天数为 39.30 天，较 2017 年增加 3.35 天，2019Q1 平均存货周转天数为 60.19 天，较 2018 年增加 20.89 天，同期存货周转率为 1.87%，与 2018Q1 持平。

图 37：客车板块平均库存周转天数情况（天）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：客车板块平均库存周转率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 19：客车板块主要上市公司存货周转情况

公司		存货周转天数				存货周转率			
代码	简称	2018 年	同比增减	2019Q1	同比增减	2018 年	同比增减	2019Q1	同比增减
600609.SH	金杯汽车	22.52	-14.18	23.17	-4.90	15.98	6.18	3.88	0.68
600686.SH	金龙汽车	31.90	-1.67	54.96	12.28	11.28	0.56	1.64	-0.47
600303.SH	曙光股份	59.59	5.26	69.06	18.54	6.04	-0.58	1.30	-0.48
600213.SH	亚星客车	36.79	0.28	68.00	-35.54	9.79	-0.08	1.32	0.45
600066.SH	宇通客车	52.45	15.69	105.03	27.82	6.86	-2.93	0.86	-0.31
000957.SZ	中通客车	32.52	14.69	40.91	-2.22	11.07	-9.12	2.20	0.11

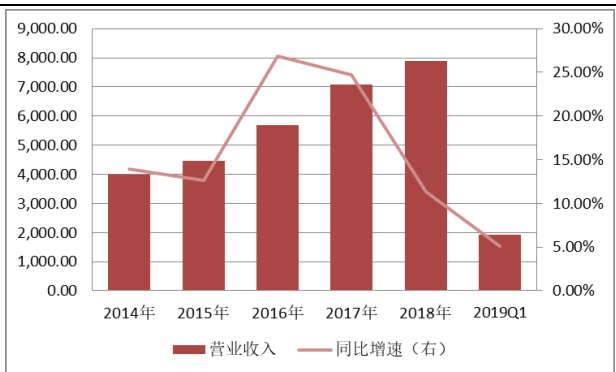
数据来源：wind，山西证券研究所

## 6.汽车零部件：板块整体承压，细分龙头企稳

### 6.1 营收同比增速收窄，细分龙头企稳

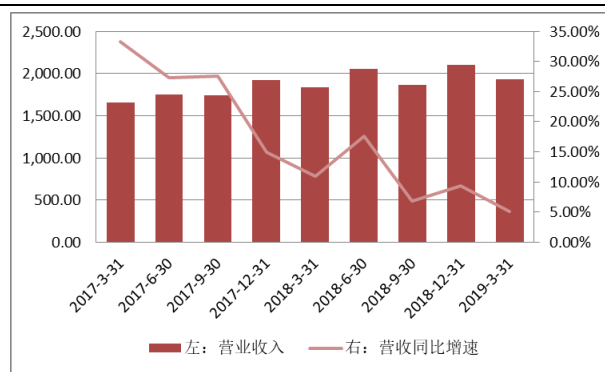
营收增速收窄，归母净利润同比下降。受行业产销量下滑影响，压力向上游传导，营收和归母净利润同比增速均下降，2018 年度合计营收为 7880.06 亿元，同比提升 11.33%，同比增速较去年同期下降 13.40pct，增幅明显收窄；2019Q1 合计营收为 1933.87 亿元，同比提升 5.15%。2018 年合计归母净利润 426.03 亿元，同比微增 2.82%；2019Q1 合计归母净利润为 105.04 亿元，同比下降 11.91%。

图 39：汽车零部件板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 40：汽车零部件板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所



龙头企稳，优势扩大。整体而言细分行业龙头整体业绩表现更为稳定，我们认为这与汽车零部件行业技术提升、企业竞争力持续增强有关，随着成本优势发挥作用叠加技术提升加速国产替代的提升，这种趋势有望继续维持。

表 20：汽车零部件板块主要上市公司业绩情况(亿元，%)

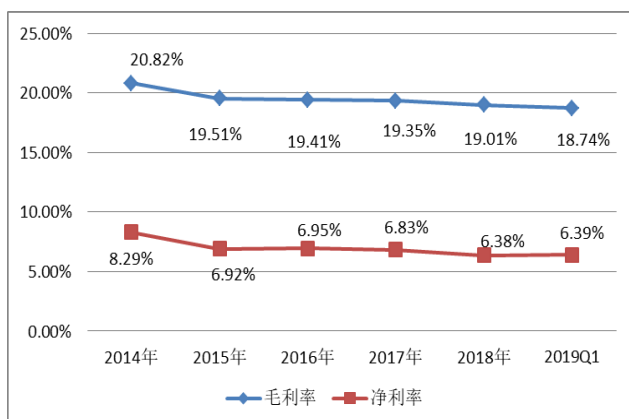
		2018 年					2019 年一季度				
		总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速	总资产	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比增速
600660.SH	福耀玻璃	344.90	202.25	8.08	41.20	30.86	394.61	49.33	3.91	6.06	7.72
600741.SH	华域汽车	1336.87	1571.70	11.88	80.27	22.48	1347.45	355.71	-11.62	18.45	-36.61
600699.SH	均胜电子	593.20	561.81	111.16	13.18	232.93	578.96	154.31	120.92	2.78	792.54
000338.SZ	潍柴动力	2052.76	1592.56	5.07	86.58	27.16	2167.54	452.12	15.30	25.91	34.99
601799.SH	星宇股份	72.49	50.74	19.24	6.11	29.91	75.35	14.24	21.21	1.70	30.15
002126.SZ	银轮股份	78.59	50.19	16.10	3.49	12.26	79.91	13.89	15.25	1.09	6.42

数据来源：wind，山西证券研究所

## 6.2 行业压力向上游传导，板块盈利能力下降

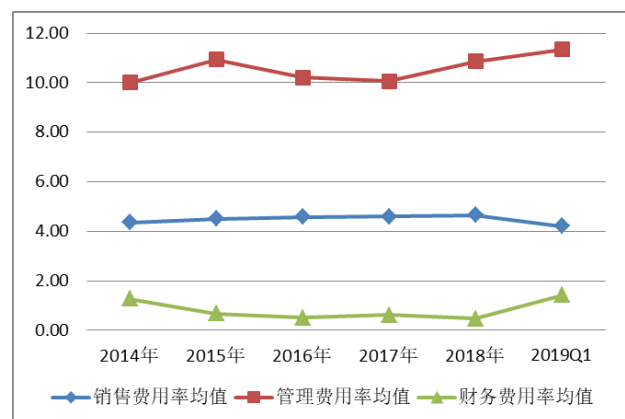
毛利率下降，费用率整体提升。2018 年整体毛利率为 19.35%，较上年同期下降 0.34pct，净利率 6.38%，较上年同期下降 0.45pct；2019Q1 毛利率为 18.74%，较 2018 年下降 0.27pct，净利率 6.39%，与 2018 年基本持平。2018 年，板块平均销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.65%、10.86%、0.46%，分别较 2017 年提升 0.05pct、0.79pct、-0.16pct，2019Q1 板块平均销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.20%、11.35%、1.43%，分别较去年同期提升-0.1pct、0.95pct、0.18pct。

图 41：汽车零部件板块毛利率&净利率情况



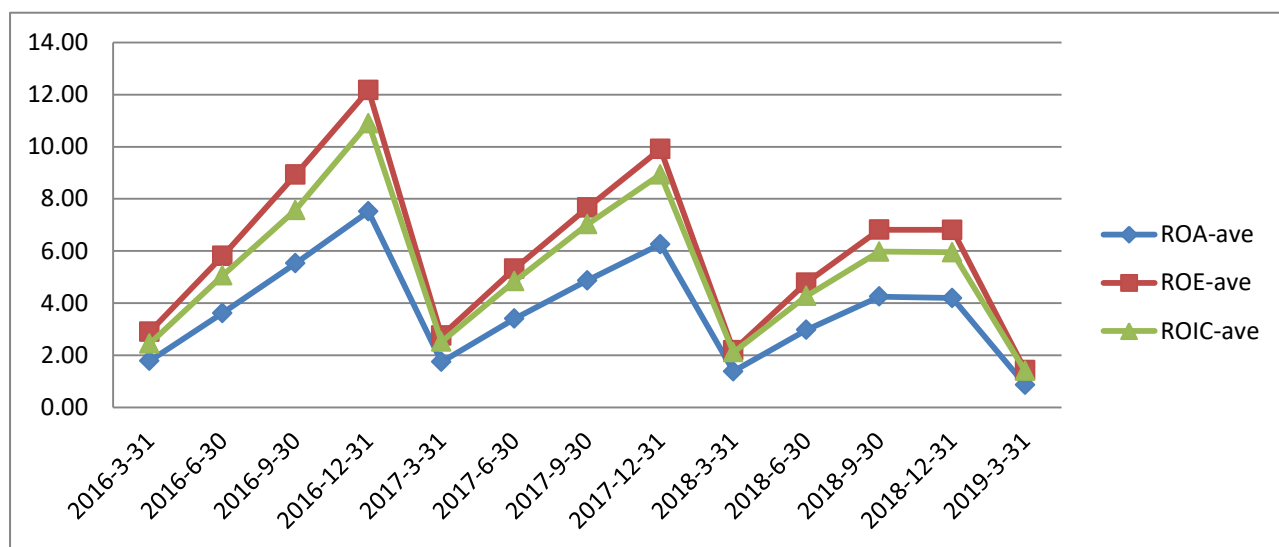
数据来源：wind，山西证券研究所

图 42：汽车零部件板块平均费用率情况 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

图 43：汽车零部件板块平均 ROA/ROE/ROIC 近三年情况（%）



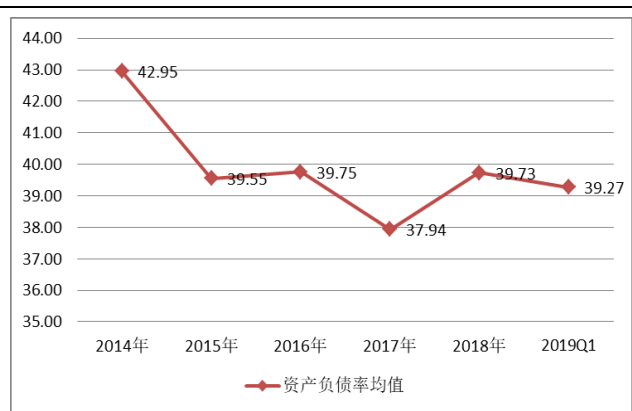
数据来源：wind，山西证券研究所

### 6.3 资产负债率回升，库存压力增大

18年资产负债率会回升，一季度资产负债率微降。2018年受汽车产销不佳影响，原材料成本压力，和整车厂降本压力向上游传导影响，板块资产负债率出现明显回升，一季度行业产销降幅收窄，整体状况略微好转，2019Q1 板块平均资产负债率为 39.27%，较 2018 年增加 0.46pct。

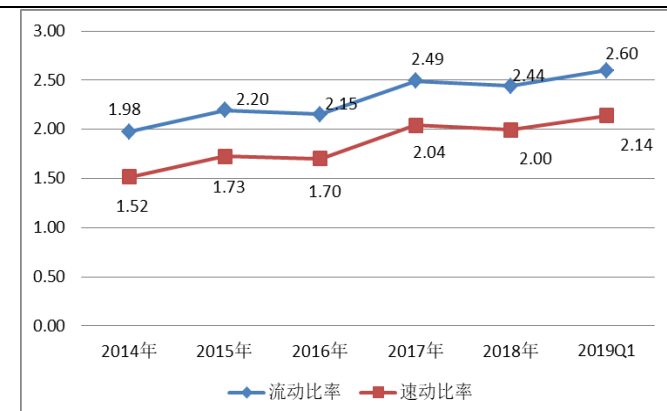
大部分公司库存周转时间增加，行业库存情况仍然有待改善。2019Q1 统计的 11 家汽车零部件 A 股上市公司中，存货周转天数减少的公司占比约 32.73%。

图 44：汽车零部件板块平均资产负债率情况（%）



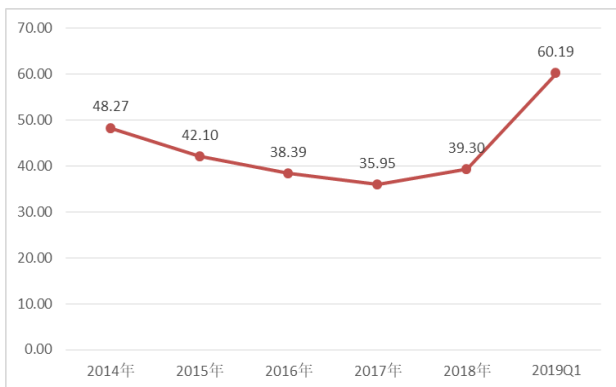
数据来源：wind，山西证券研究所

图 45：汽车零部件板块平均流动比率&速动比率情况(%)



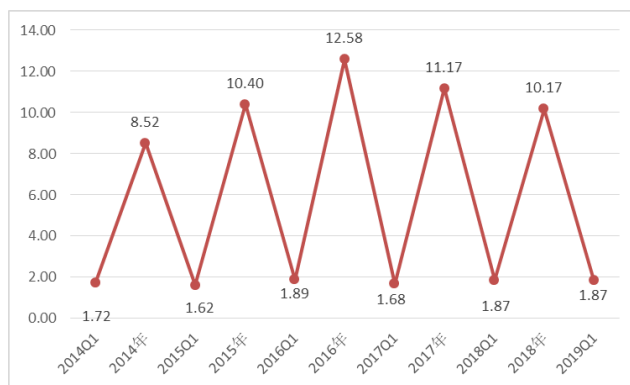
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：汽车零部件板块平均库存周转天数情况(天)



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：汽车零部件板块平均库存周转率情况（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

## 7.投资建议及标的推进

### 7.1 投资评级

基于以上分析，我们认为产销增速放缓为汽车制造商及销售商带来挑战，而汽车行业整体改善仍然需要一定的，汽车产销表现不佳的压力向行业产业链传导，全行业缺乏趋势性投资机会。但是，行业机构优化，企业竞争加剧，技术不断提升，新四化发展，汽车行业结构性投资机会仍存，维持“中性”评级。

### 7.2 投资建议

回顾 2018 年&2019Q1 汽车行业的市场表现和各公司的盈利情况，利润增速出现明显放缓，各板块差异较大，建议关注：

- 1) 业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；
- 2) 布局新能源汽车、智能汽车等新兴行业关键的整车厂及零部件供应商。

### 7.3 标的推荐

#### 7.3.1 上汽集团（600104.SH）：大市值白马股，业绩稳定性强

**公司简介：**公司是国内 A 股市场最大的汽车上市公司，主要业务包括整车、零部件的研发、生产、销售、物流、车载信息、二手车等汽车服务贸易业务，以及汽车金融业务。公司下属整车企业主要包括乘用车公司、上汽大通、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、南京依维柯、上海依维柯红岩、上海申沃等。

**业绩回顾：**上汽集团的营业收入和归母净利润规模长期领先于其它公司。2018 年度，上汽集团实现营业总收入 9021.94 亿元，同比增长 3.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 360.09 亿元，同比增长 4.65%。

2019Q1，上汽集团营业收入 1960.16 亿元，同比-16.54%，归母净利润 82.51 亿元，同比-15.00%。

**投资逻辑：**公司是传统汽车龙头，市场认可度较高，市占率遥遥领先。公司资金链完善，开发经验丰富，技术优势明显。公司的新能源汽车布局完整，对纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车均进行了布局，并布局了是实现汽车智能化的关键节点，在智能化、共享化方面具有明显的竞争优势。

**盈利预测及投资建议：**预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 9427.93、9918.18、10364.50 亿元，对应公司 2019 年 5 月 28 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 3.27、3.40、3.50 元/股，对应 PE 分别为 7.58、7.29、7.08 倍，维持公司“买入”评级。

**风险因素：**汽车行业景气度不及预期，销量不及预期。

### 7.3.2 华域汽车（600741.SH）：研发多点布局，技术优势提升

**公司简介：**公司主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等，是目前国内业务规模最大、产品品种最多、客户覆盖最广、应用开发能力最强的综合性汽车零部件上市公司，各类主要产品均具有较高国内市场占有率。

**业绩回顾：**2018 年公司实现营业收入 1571.70 亿元，同比+11.88%，归母净利润 80.27 亿元，同比增加 22.48%。2019Q1 公司营业收入 355.71 亿元，同比-11.62%，归母净利润 18.45 亿元，同比-36.61%

**投资逻辑：**公司与多家整车厂建立了良好合作关系，具有海外市场发展优势。公司推行多维发展模式，全产业链布局保证业绩增长的稳定性。公司在汽车电动化、智能化、网联化的多个关键节点都进行了布局，且研发和产业投入仍然在持续加大，技术优势持续加大，产业链协同作战能力持续加强。

**盈利预测及投资建议：**预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 1664.43、1769.29、1868.37 亿元，对应公司 2019 年 5 月 28 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.36、2.52、2.66 元/股，对应 PE 分别为 8.67、8.13、7.68 倍，维持公司“买入”评级。

**风险因素：**原材料价格大幅上涨，汽车行业景气度不及预期，下游客户拓展不及预期。

### 7.3.3 星宇股份（601799.SH）：产品逐步升级，优质客户护航

**公司简介：**公司专注于汽车（主要是乘用车）车灯的研发、设计、制造和销售，是我国主要的汽车车灯总成制造商和设计方案提供商之一，产品主要包括汽车前照灯、后组合灯、雾灯、日间行车灯、室内灯、转向灯等，客户涵盖多家国内外主要的汽车整车制造企业。公司控股子公司 I&T 公司从事柔性扁平电缆生产销售业务。

**业绩回顾：**公司 2018 年度实现营业收入 50.74 亿元，同比增长 19.24%，实现归母净利润 6.11 亿元，同

比增长 29.91%。2019Q1 公司实现营业收入 14.24 亿元，同比增长 21.21%，归母净利润 1.70 亿元，同比增长 30.15%。

**投资逻辑：**公司具有车灯自主研发体系，能够快速响应客户需求，提升市场认可度。公司产品线齐全，客户覆盖多家国内外汽车整车制造企业，手握强订单，安全边际较高，有望维持业绩高增长。公司产品结构持续提升，高端化路线持续推进。

**盈利预测及投资建议：**预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 62.11、75.96、90.54 亿元，对应公司 2019 年 5 月 28 日收盘价，预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.95、3.91、4.64 元/股，对应 PE 分别为 24.17、18.24、15.38 倍，维持公司“买入”评级。

**风险因素：**汽车行业景气度不及预期，公司下游客户销量增速不及预期。

表 21：推荐公司盈利预测表

证券代码	证券简称	股价	EPS				PE (TTM)				评级
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
600104	上汽集团	23.72	3.08	3.27	3.40	3.50	8.04	7.58	7.29	7.08	买入
600741	华域汽车	19.72	2.55	2.36	2.52	2.66	8.04	8.67	8.13	7.68	买入
601799	星宇股份	70.62	2.21	2.95	3.91	4.64	32.30	24.17	18.24	15.38	买入

注：基于 2019 年 5 月 28 日市场数据

数据来源：wind，山西证券研究所

## 8.风险提示

- 1) 汽车行业政策大幅调整；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 上游原材料价格大幅波动；
- 4) 股市震荡风险。

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

