

本报告的主要看点:

1. 2019年1至4月国内汽车市场分车型分车系销量分析。
2. 由一季报分析汽车行业各板块—乘用车、客车、货车、零部件、汽车服务—经营情况与盈利能力。
3. 分析当前汽车各车型及零部件市场所面临的压力，对纲领性政策和地方、企业细则政策方案的解读，展望未来市场走势。

汽车市场当前经营情况探讨与未来展望

行业观点

- **2019年前4月，车市延续2018年下半年以来的低迷状态，其中乘用车同比降幅明显，商用车相对稳定，重卡高基数销量承压。**
 - 乘用车累计销量683.8万辆，同比下滑14.7%，其中SUV结束了高增长时代(-15.8%)；日系品牌逆势增长4.5%，美系、自主品牌降幅分别为26.4%、22.3%，在车市下行背景下压力巨大；
 - 客车累计销量13.3万辆(-3%)，其中新能源客车达3万辆(+11.4%)，一季度抢装带动大中客同比增长5.3%、6.3%，轻客同比下降5.9%；
 - 货车累计销量为138.3万辆(+2%)，受基建及排放升级影响重卡在高基数下销量累计44.4万辆(-0.4%)，轻卡、微卡同比增长5.5%、3.4%。
- **一季报反映各板块营收、盈利能力，乘用车营收、盈利双降；商用车相对良好，盈利出现提升；零部件环节承压；汽车服务环比扭亏。**
 - 乘用车板块营收(-13%)归母净利润(-41%)双降，终端需求不足促使车企一方面调节产能，一方面加大终端优惠促销，盈利能力进一步下降；
 - 商用车板块表现相对良好，客车营收与上年同期基本持平(-0.79%)，盈利能力回升(扣非归母净利润+9%)，估值明显提升；货车营收(+26%)、归母净利润大幅扭亏，PB提升至接近2017年以来高点。
 - 零部件板块营收增速持续放缓(+7%)，盈利能力有所下降(-12%)，但环比有回升；汽车服务行业营收(-20%)、归母净利润(-39%)双降，板块盈利能力同比有所下降，但环比实现扭亏。
- **下半年乘用车市场有望回暖；客车市场压力较大；重卡市场终端需求面临压力；零部件行业面临分化和整合，汽车经销商库存压力依然较大。**
 - 乘用车市场将迎来多项政策利好：国家、地方以及车企关于稳定、鼓励汽车消费政策相继出台，深圳、广州宣布增加中小客车额度；前期购置税透支效应减弱；购置税法实施为部分消费者减轻税费；全国多地国六标准落地实施；个税红利逐步释放。
 - 新能源客车一季度抢装为大中客销量增长带来动力，但可能透支部分后续需求；在补贴大幅退坡背景下，客车销量及盈利压力或将加大。
 - 排放标准升级带动天然气重卡销量上升，但基建投资未达预期可能造成了重卡终端需求较大压力。

投资建议

- 预计2019年下半年乘用车行业将迎来积极变化，零部件行业分化整合，从而带动行业内企业盈利改善和估值的进一步修复。建议关注行业技术领先、产品丰富的龙头企业：长城汽车(A+H)、广汽集团(A+H)、上汽集团、华域汽车、星宇股份。

风险提示

- 宏观经济持续低迷，汽车消费需求下降，产销量低于预期；基建投资放缓；政策不确定性；新能源汽车产销量低于预期；补贴退坡、竞争加剧导致企业盈利能力下降超预期；零部件企业业绩不达预期。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjqz.com.cn

陈晓 联系人
chenxiao@gjqz.com.cn

徐立人 联系人
xuliren@gjqz.com.cn

内容目录

一、总论	5
二、乘用车：短期内销量承压，政策推动有望助力下半年改善.....	6
2.1 销量同比持续负增长，短期需求不明显.....	6
2.2 销量低迷拖累营收，盈利能力进一步下降	7
2.3 政策红利或将于下半年释放	9
三、客车：销量稳定，估值回升，新能源客车受补贴政策支撑.....	13
3.1 新能源客车抢装，大中客同比小幅增长.....	13
3.2 板块营收持平，盈利能力略有回升.....	14
四、货车：轻卡微卡带动增长，营收盈利提升	18
4.1 轻卡微卡同比小幅增长，重卡高基数下销量承压.....	18
4.2 板块营收、盈利能力明显提升.....	19
五、零部件：行业面临分化整合，关注行业龙头、细分成长领域	23
六、汽车经销商：车市寒冬下业绩同比下滑，有回暖迹象.....	26
七、投资建议	29
八、风险提示	29

图表目录

图表 1：国内乘用车销量情况.....	6
图表 2：国内乘用车单月销量情况.....	6
图表 3：国内乘用车销量分布（按车型）	6
图表 4：国内乘用车销量增速对比（按车型）	6
图表 5：乘用车销量增速对比（按车系）	7
图表 6：乘用车销量分布（按车系）	7
图表 7：乘用车板块营收情况.....	7
图表 8：乘用车板块营收与季度销量同比增速对比.....	7
图表 9：乘用车板块归母净利润情况.....	8
图表 10：乘用车板块扣非后归母净利润情况.....	8
图表 11：乘用车板块毛利率、净利率情况	8
图表 12：乘用车板块期间费用率情况（含研发费用）	8
图表 13：乘用车板块 ROE 情况	8
图表 14：乘用车板块扣非后 ROE 情况.....	8
图表 15：乘用车板块 PE（TTM）（截止 2019/5/31）	9
图表 16：乘用车板块 PB（LF）（截止 2019/5/31）	9
图表 17：乘用车相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况（截止 2019/5/31）	12
图表 18：国内客车销量情况.....	13
图表 19：国内客车单月销量.....	13
图表 20：国内客车销量分布（按类型）	13

图表 21: 国内客车销量增速对比 (按类型)	13
图表 22: 国内新能源商用车销量情况.....	14
图表 23: 国内新能源商用车单月销量情况.....	14
图表 24: 客车板块营收情况.....	15
图表 25: 客车板块归母净利润情况.....	15
图表 26: 客车板块扣非后归母净利润情况.....	15
图表 27: 客车板块毛利率、净利率情况.....	15
图表 28: 客车板块期间费用率情况 (含研发费用)	15
图表 29: 客车板块 ROE 情况.....	16
图表 30: 客车板块扣非后 ROE 情况	16
图表 31: 客车板块 PE (TTM) (截止 2019/5/31)	16
图表 32: 客车板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)	16
图表 33: 客车相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/5/31)	17
图表 34: 国内货车销量情况.....	18
图表 35: 国内货车单月销量情况.....	18
图表 36: 国内货车销量分布 (按类型)	18
图表 37: 国内货车销量增速对比 (按类型)	18
图表 38: 货车板块营收情况.....	19
图表 39: 货车板块归母净利润情况.....	19
图表 40: 货车板块扣非后归母净利润情况.....	19
图表 41: 货车板块毛利率、净利率情况.....	20
图表 42: 货车板块期间费用率情况 (含研发费用)	20
图表 43: 货车板块 ROE 情况.....	20
图表 44: 货车板块扣非后 ROE 情况	20
图表 45: 货车板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)	20
图表 46: 货车相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/5/31)	22
图表 47: 乘用车板块营收情况.....	23
图表 48: 零部件板块归母净利润情况.....	23
图表 49: 零部件板块扣非后归母净利润情况.....	23
图表 50: 零部件板块毛利率、净利率情况.....	24
图表 51: 零部件板块期间费用率情况 (含研发费用)	24
图表 52: 零部件板块 ROE 情况.....	24
图表 53: 零部件板块扣非后 ROE 情况.....	24
图表 54: 零部件板块 PE (TTM) (截止 2019/5/31)	24
图表 55: 零部件板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)	24
图表 56: 零部件相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/5/31)	25
图表 57: 国内汽车经销商库存预警指数情况.....	26
图表 58: 国内汽车经销商库存预警指数情况 (按品牌)	26
图表 59: 汽车服务板块营收情况.....	26

图表 60: 汽车服务板块归母净利润情况.....	27
图表 61: 汽车服务板块扣非后归母净利润情况.....	27
图表 62: 汽车服务板块毛利率、净利率情况.....	27
图表 63: 汽车服务板块期间费用率情况 (含研发费用)	27
图表 64: 汽车服务板块 ROE 情况.....	27
图表 65: 汽车服务板块扣非后 ROE 情况.....	27
图表 66: 汽车服务板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)	28
图表 67: 部分汽车服务标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/5/31) .	28

一、总论

- 国内汽车市场自 2018 年下半年起持续低迷，单月销量连续 10 月同比负增长，2019 年前 4 月累计销量同比下降 12%；其中乘用车销量下滑较明显，商用车表现总体稳定。
- 2019 年前 4 月，乘用车累计销量 683.8 万辆，同比下滑 14.7%，SUV 降幅达到 15.8%，轿车下滑 12.6%；日系品牌逆势增长 4.5%，美系、自主品牌降幅分别 26.4%、22.3%，在车市下行背景下压力巨大。
- 客车累计销量 13.3 万辆，同比下降 3%，大客、中客分别同比增长 5.3%、6.3%，轻客同比下降 5.9%；新能源商用车在一季度有一定抢装效应，4 月有所回落，前 4 月累计销量达 3 万辆，同比增长 11.4%。
- 货车累计销量 138.3 万辆，同比增长 2%，重卡在去年高基数下销量较稳固，累计销量 44.4 万辆，同比下滑 0.4%，销量占比约为 32%；中卡同比降幅 20%，轻卡、微卡分别实现小幅增长 5.5%、3.4%。

从 2019 年一季报来看，市场压力加剧，乘用车、汽车服务两大板块营收、盈利能力双降，而商用车盈利能力均有所提升。整车市场低迷拖累零部件环节，盈利能力承压。汽车服务板块环比扭亏。

2019 年乘用车延续低迷状态，一季度板块营收同比下滑 13%，归母净利润同比降幅达 41%，扣非净利润下滑 62%；终端需求不足促使车企一方面调节产能，一方面加大终端优惠促销，盈利能力进一步下降。

商用车板块表现相对良好，客车营收同比降 0.79%，与上年同期基本持平，归母净利润同比增长 35%，扣非后净利润增长 9%，在新能源客车抢装下板块盈利能力出现回升，估值明显提升；货车得益于基建投资回暖，重卡高景气度下板块在连续 6 个季度营收同比下降后实现正增长，达 26%，归母净利润同比环比大幅扭亏，主要是受到福田汽车费用率大幅减少以及出售宝沃股权影响，四家主要车企（江铃、福田、重汽、东风）均实现单季度盈利，PB 提升接近 2017 年以来高点。

零部件板块受整车市场拖累，营收增速持续放缓，同比增长 7%，归母净利润同比下降 12%，扣非归母净利润同比下降 10%，盈利能力较去年同期有所下降，但环比回升，随之带动 PE/PB 有所回升；汽车服务行业营收同比降低 20%，归母净利润同比下降 39%，扣非归母净利润同比下降 46%，板块盈利能力环比实现扭亏。

当前乘用车市场需求较弱，主要是受到宏观经济下行压力、居民购车意愿不强、前期购置税优惠透支、国五国六过渡期消费者推迟购车等多重原因所致。在政策调整和支持下，预计下半年乘用车市场逐步回暖：（1）国家出台多项纲领性文件以稳定促进汽车消费；（2）地方政府陆续跟进实施细则；（3）同时企业也为了促销清理库存，推出了例如置换补贴的优惠方案；（4）购置税透支效应减弱；（5）购置税法正式实施为部分消费者实现税费减少；（6）多省市国六标准落地；（7）个税改革红利有望释放。

客车市场因 2019Q1 期间新能源客车抢装效应，为大中客销量增长以及营收和盈利的提升来带动力，但或将透支部分后续需求；未来新能源公交仍然是重点发展领域之一，但补贴大幅退坡背景下客车市场整体销量及车企盈利能力将面临较大压力。

排放标准升级带动天然气重卡销量上升，但基建投资未达预期可能造成了重卡终端需求较大压力。

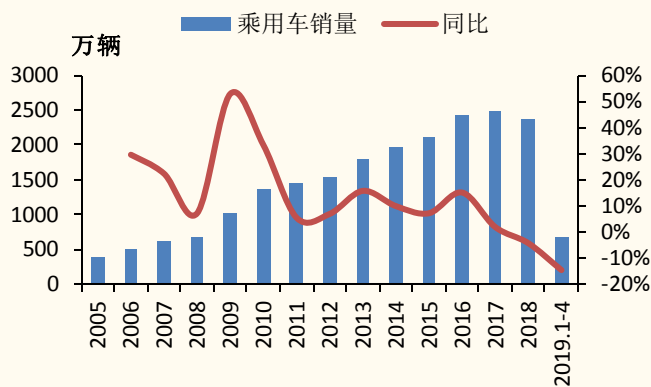
零部件企业面临降本及出货量下滑的双重压力，行业面临分化与整合；车市低迷外加国五国六切换加大终端经营压力，促销一定程度上消化了部分库存，但汽车经销商库存仍然位于高位。

二、乘用车：短期内销量承压，政策推动有望助力下半年改善

2.1 销量同比持续负增长，短期需求不明显

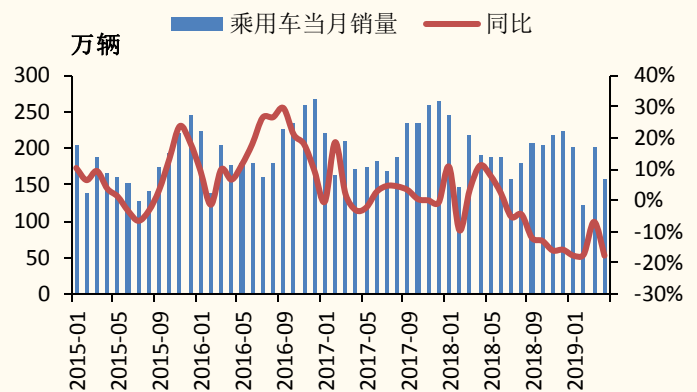
- 乘用车市场延续 2018 年下半年以来低迷状态，2019 年前 4 月累计销量降幅达到 14.7%。
 - 2015 年第三季度至 2017 年底，受到购置税优惠政策刺激影响，国内乘用车市场快速扩大，也透支了 2017 年后的部分需求；叠加宏观经济下行压力加大，居民消费意愿下降也制约了汽车消费市场，2018 年下半年起国内乘用车月销量同比持续负增长，全年下滑 4.3%。
 - 2019 年前 4 月乘用车累计销量 683.8 万辆，同比降幅达 14.7%，终端需求仍不明显。

图表 1：国内乘用车销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

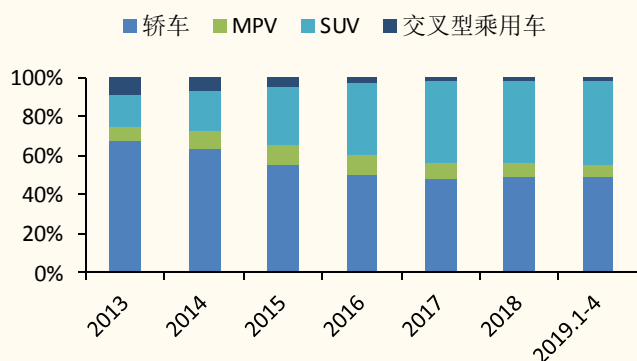
图表 2：国内乘用车单月销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

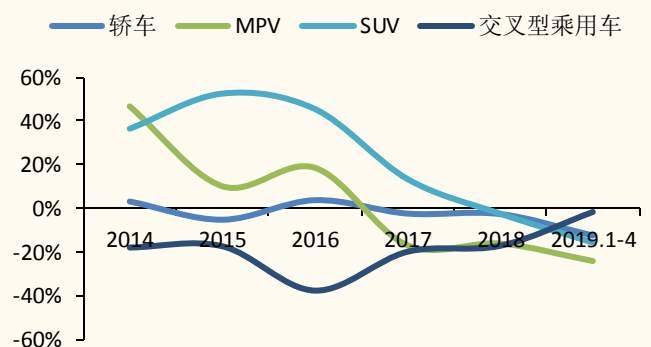
- 各类车型增速较以往均有明显下降：占比超 4 成的 SUV 车型结束了之前持续的高增长时代，在 2019 年前 4 月销量降幅达到 15.8%，渗透也随之放缓，轿车销量同比下降 12.6%，MPV 销量同比下降 24.2%。

图表 3：国内乘用车销量分布（按车型）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

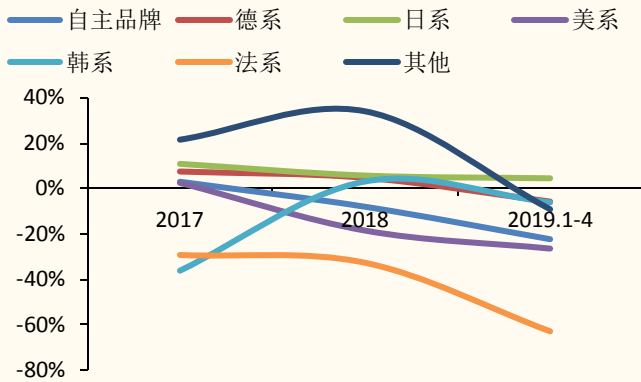
图表 4：国内乘用车销量增速对比（按车型）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

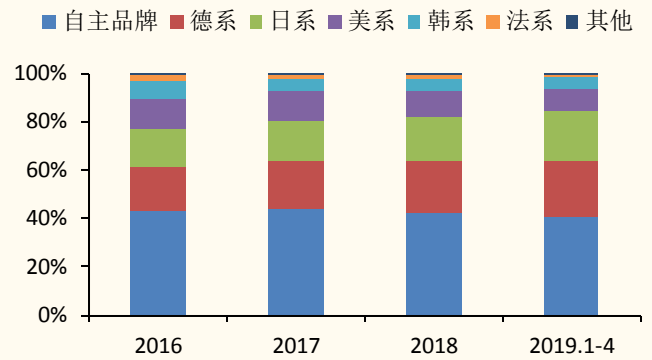
- 从车系来看，日系品牌凭借丰富的产品线、合理的定价区间以及稳定的产品品质，尤其从先前的政治事件打击销量后，稳步增长，在近期市场低迷背景下销量逆势增长，2019 年前 4 月日系品牌累计销量同比增长 4.5%；美系、自主品牌销量下滑明显，分别同比下降 26.4%和 22.3%；自主品牌受到合资品牌竞争影响，市场份额较上年下滑近 4%；法系品牌销量降幅进一步扩大，同比下降 62.8%。

图表 5：乘用车销量增速对比（按车系）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 6：乘用车销量分布（按车系）

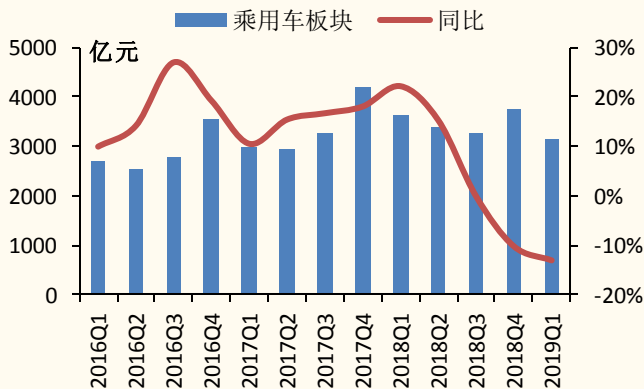


来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

2.2 销量低迷拖累营收，盈利能力进一步下降

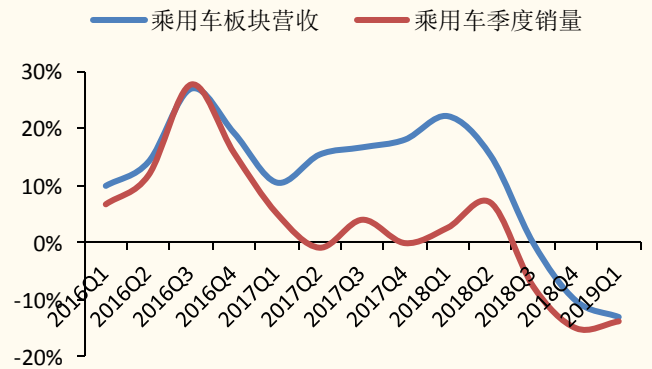
- 2018 年下半年起，板块营收同比出现负增长；随着市场销量同比进一步下滑，板块营收降幅逐步扩大，2019Q1 乘用车板块营收同比下降 13%。
- 销量持续下滑也使得价格端受到影响，国内车企加大促销优惠力度。2018Q2 起乘用车毛利率持续下滑，销售费用率同比略有提升，同时车企研发投入加大，使得净利率、ROE 均有明显下降。
- 2019Q1 毛利率继续承压，但由于期间费用率环比降低，净利率环比略有回升。与去年同期相比，板块毛利率下降 1.68%，期间费用率略有增加，净利率、ROE、扣非后 ROE 分别下降 1.94%、1.55%、1.46%；归母净利润同比降幅达到 41%，扣非后净利润下滑 62%，板块盈利能力较去年同期明显下降。

图表 7：乘用车板块营收情况



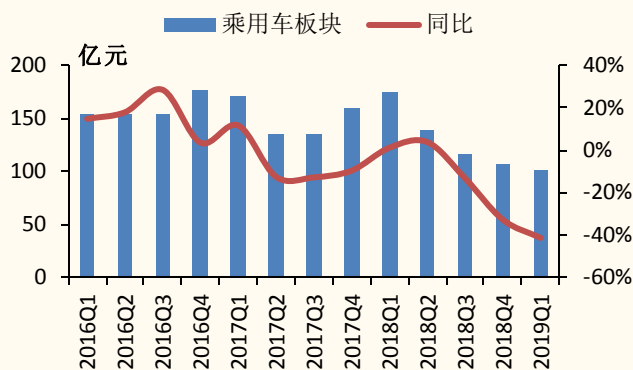
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：乘用车板块营收与季度销量同比增速对比



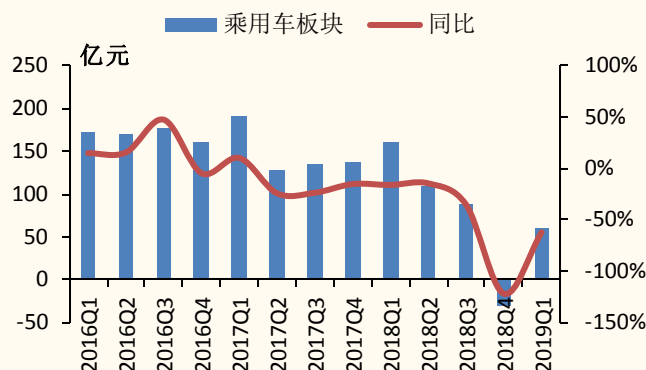
来源：中国汽车工业协会、Wind、国金证券研究所

图表 9：乘用车板块归母净利润情况



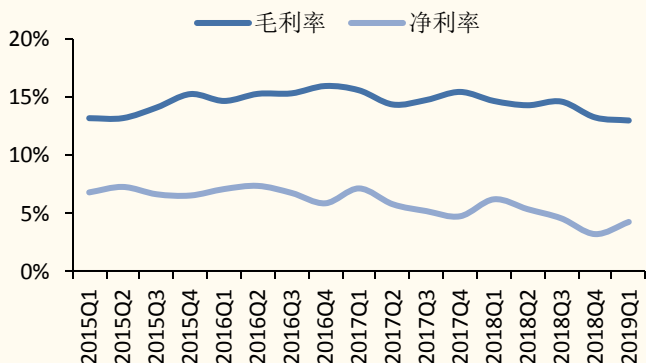
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：乘用车板块扣非后归母净利润情况



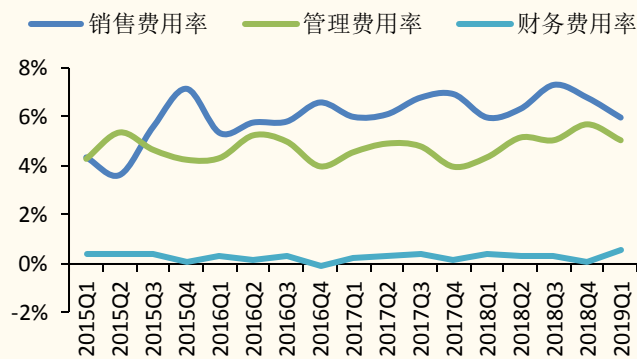
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：乘用车板块毛利率、净利率情况



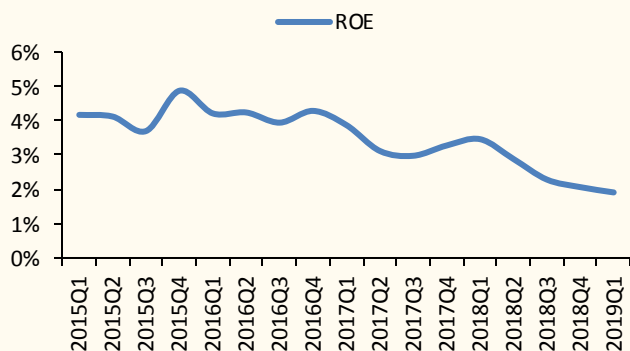
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：乘用车板块期间费用率情况 (含研发费用)



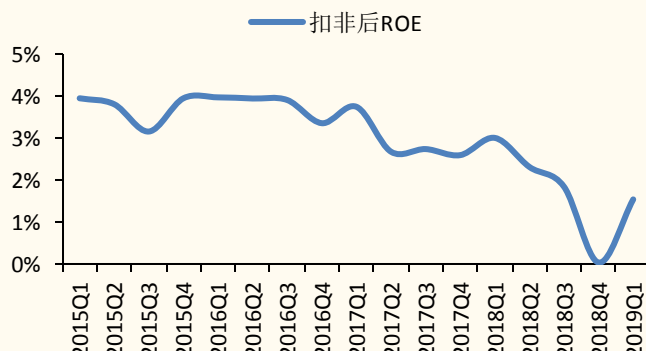
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：乘用车板块 ROE 情况



来源：Wind、国金证券研究所

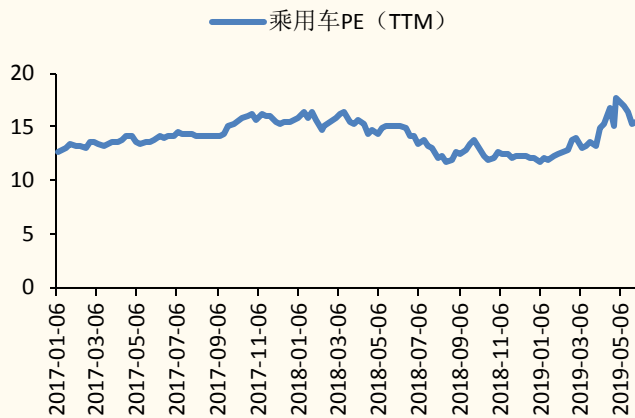
图表 14：乘用车板块扣非后 ROE 情况



来源：Wind、国金证券研究所

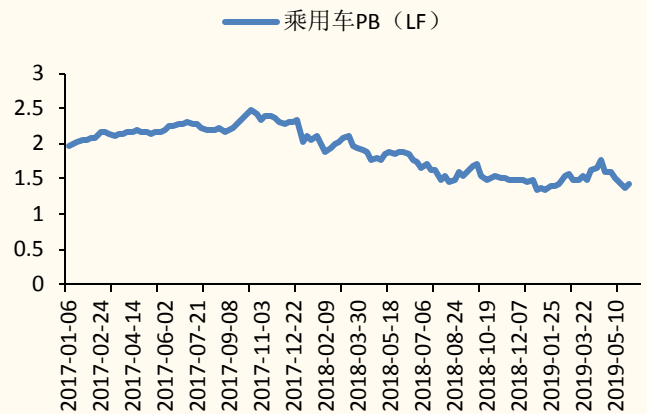
■ 2018 年下半年以来销量的持续负增长为乘用车板块估值带来较大压力，PE、PB 一路走低；2019 年以来国家多次强调稳定、鼓励汽车消费，并发布了纲领性文件，助力市场恢复对乘用车板块的信心，同时伴随 A 股市场回暖，5 月底乘用车板块 PE (TTM) 约为 15.4 倍，较年初 11.8 倍有所回升；PB (LF) 约为 1.4 倍，同样有所恢复，但仍处于近年来底部。

图表 15: 乘用车板块 PE (TTM) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 乘用车板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

2.3 政策红利或将于下半年释放

■ 国家出台多项纲领性文件以稳定、促进汽车消费。

- 第十三届全国人民代表大会第二次会议期间，政府工作报告中提出“促进形成强大国内市场，持续释放内需潜力。充分发挥消费的基础作用、投资的关键作用，稳定国内有效需求，为经济平稳运行提供有力支撑”，强调“**稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策。**”
- **2019 年 1 月，发改委等部委印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》，推出六项具体方案，意在促进汽车消费平稳增长。购车指标方面，提出优化限购城市机动车限购管理措施，盘活历年废弃购车指标；旧车置换方面，提出放开报废汽车“五大总成”再制造再利用，报废国三及以下排放标准车主有望获得适当购车补助，预计未来老旧车型将加速报废并推动新车购置；新能源汽车方面，强调补贴向高水平车型倾斜以及新能源货车差别化通行管理；促进农村汽车更新换代，提出以补助形式鼓励农村居民由三轮汽车向轻型货车和小排量乘用车转变；皮卡进城限制有望进一步放宽，需求有望得到激发；后市场方面强调全面取消二手车限迁政策，将增强二手车行业流动性，旧车处置周期将进一步缩短并获得合理估价，促进旧车置换周期。**
- 2019 年 3 月 26 日，财政部、工信部、科技部、发改委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。**补贴政策正式落地，大幅退坡符合市场预期，但也明确了行业整体发展方向，车企可以根据政策内容和自身情况及时调整产品布局，有助于行业整体更为平稳有序地进行升级和进步。**

■ 地方政府陆续推出与跟进实施方案细则促进和稳定汽车消费。

- 2019 年 5 月 28 日广东省出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，提出促进汽车消费优化升级，逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他城市不得再出台汽车限购规定等。这一方案落实了年初发改委关于汽车消费政策文件的部分实施方案，可有效激发市场活力。
- 2019 年 6 月 2 日，深圳、广州分别发布通告宣布增加中小客车额度。深圳市交通运输局发布《深圳市交通运输局关于调整我市小汽车调控增量指标配置额度的通告》，决定 2019 年 6 月起，在原来每年普通小汽车增量指标配置额度为 8 万个的调控目标基础上，2019 年至 2020 年每年增加投放普通小汽车增量指标 4 万个；广州市交通运输局发布《广州市交通运输局关于增加中小客车增量指标配置额度的通告》，2019 年 6 月至 2020 年 12 月，增加 10 万个中小客车增量指标额度。

两大限牌城市决定放宽中小客车额度，是对广东省及国家部委相关政策文件的具体落实，可在 2020 年底前增加共计 18 万个额度指标，将直接且有效地刺激两地汽车消费市场。

- 广西省财政部门计划筹措资金 4.31 亿元开展 2019 汽车下乡专项行动，对总销量达到一定标准的区内汽车生产企业给予资金奖励，对符合条件的汽车及零部件企业生产及物流给予财政补贴支持，时间为 5 月 15 日至 8 月 15 日。这一行动将直接利好广西当地整车及零部件企业，对当地汽车销量增长提供坚实基础。
- 同时企业也为了促进销量、清理库存，推出了例如置换补贴的优惠方案。
 - 2019 年 2 月，为响应国家汽车下乡号召，一汽大众发布了“一成首付购新车”和“至高万元报废补贴”的汽车下乡政策，农用车辆报废置换也可享受补贴政策；
 - 2019 年 4 月 10 日，上汽集团为了响应政策号召，切实推进节能减排，积极助力“蓝天保卫战”的重大举措，决定设立 30 亿元奖励，用于支持沪牌国三及以下排放车辆的以旧换新。
- 进入下半年预计更多的地方政策细则和车企方案将会陆续发布，更多政策红利将得到释放，车市有望稳定回暖。
 - 从政策端看，国家、地方以及车企稳定、鼓励汽车消费的具体政策细则和方案陆续出台；购置税方面，从历史经验看，购置税优惠政策退出后第二年销量增速有望恢复，前期透支效应将逐步消散；7 月 1 日将实施《中华人民共和国车辆购置税法》，废止最低计税价格，且按实际支付价款计税，严格管理车辆购置税，同时有利于消费者购置税的合理承担，预计可为部分消费者实现购置税税费的减少；部分地区 7 月 1 日起国六正式落地，预计部分目前持币观望推迟购车的消费者将逐步完成购车；此外，历史上个税起征点提高对次年汽车销量的提振提供了有限的拉动，预计 2018 年底开启的个税改革有望在年底释放税改红利。

重点关注标的

- 受到市场环境持续低迷影响，上市车企销量短期内承压，但龙头车企表现相对良好，长城汽车、比亚迪等车企实现逆势增长，广汽集团的日系品牌表现出色。

长城汽车

- 自 2018 下半年起逐步完成品牌与车型结构的调整，全新 F 系上市销量表现出色，H 系、M 系、F 系三系分别抢占不同细分市场，形成强大合力；WEY 品牌受合资 SUV 挤压短期销量承压；皮卡销量同比增长 11%。2019 年前 4 月，长城汽车实现销量 36.8 万辆，同比增长 8.65%。2019Q1 营收、归母净利润同比减少 14.9%、62.8%。
- 公司新能源布局相对较晚，但成绩令人瞩目。欧拉 iQ、R1 相继上市，前 4 月合计累销 1.9 万辆，初步站稳市场；长城宝马合资项目目前正在推进中，建成后将进一步提升公司整体新能源汽车实力；公司在氢燃料电池领域布局领先，在国内氢燃料产业链日益成熟的背景下，公司有望取得先发优势。

广汽集团

- 广汽本田、广汽丰田分别同比增长 16.67%、32.94%，远高于行业；广汽自主、广汽菲克拖累销量增长。2019Q1 营收、归母净利润分别下滑 26.1%和 28.4%。

- 2019 年合资、自主多款新车上市，新能源领域布局全面深化，产品全面扩充。公司与腾讯、科大讯飞、蔚来、伟世通等互联网和汽车及零部件企业展开新能源与自动驾驶领域合作，并计划与腾讯、广州交通集团开展移动出行项目平台。

上汽集团

- **2019 年前 4 月销量同比下降 16.8%，其中主要合资车企上汽大众、上汽通用销量分别下降 9.2%和 16.6%，上汽乘用车销量同比下降 15.4%，上汽通用五菱同比下降 26.5%。2019Q1 营收、归母净利润分别同比下降 16.2%和 15%。**
- 2019 年至今 T-Cross、途昂 X 等新品接连上市，更多新品蓄势待发，强势产品周期有望提升公司业绩；上汽奥迪项目已经完成奥迪入股上汽大众法律审批手续，未来项目正式落地有望扩大集团在豪华乘用车领域市场影响力；新能源领域自主、合资新车迭出。大众朗逸纯电版、名爵 HS 插混版即将于年内亮相，进一步扩充集团整体新能源产品线。
- 公司作为行业龙头，业绩增长确定性相对较高。公司股利支付率过去几年保持在 50%以上，2018 年受到行业低迷影响有所下滑，但仍高达 41%，在同行业内领先。较高股利支付率为公司股价提供相对较高的安全边际。

吉利汽车

- **2019 年前 4 月累计销量为 47 万辆，同比减少 9%，完成全年销售目标的 31%。**2019 年将成为吉利产品大年，计划有 14 款产品上市，包括 6 款全新车型和 8 款改款车型，产品类型涵盖紧凑型轿车，小型、紧凑型、中型 SUV，并对轿跑和轿跑 SUV 进行布局。吉利新能源正式独立，几何 A 上市 1 个月取得 1017 辆的销量成绩。后续 FY11 PHEV、嘉际 PHEV、缤越 PHEV 等也将接连上市。
- 在完成收购沃尔沃之后，吉利继续推进自身全球化战略。吉利已经形成了全球化研发体系，形成了五大工程研发中心和五大设计造型中心，与全球 200 多家国际化供应商构建具有全球化竞争力的供应链体系。海外工厂方面，白俄罗斯明斯克年产 6 万辆工厂已经投产，宝腾汽车实现扭亏并成为吉利右舵车基地。在完成入股戴姆勒并成为最大个人股东后，吉利继续深化与戴姆勒的合作，建立合资公司联合运营和推动 Smart 品牌转型，未来 Smart 将在中国全新工厂投产并于 2022 年销往全球。

比亚迪

- **2019 年前 4 月汽车累计销量同比增长 4.2%，其中新能源汽车累销达到 9.7 万辆，同比增长 123.1%，新能源乘用车同比增长 125.9%。2019Q1 营收同比增长 22.5%，费用率管控良好，归母净利润增长近 6 倍，扣非后净利润增长 225.4%。**
- 公司主要热销车型均已完成换代升级，进入新产品周期，2019 年还有更多产品即将上市，将继续补充公司在新能源汽车市场的产品布局，满足不同需求，挖掘市场潜力。公司技术突出，牢牢把控三电技术，其 IGBT 4.0 芯片已应用于唐 EV 上。

一汽轿车

- **一汽改革已经正式拉开序幕。**2019 年 4 月，上市公司发布公告，计划以拥有的除财务公司、鑫安保险之股权及部分保留资产以外的全部资产和负债作为置出资产，与一汽股份持有的实施部分资产调整后一汽

解放 100%股权中的等值部分进行置换。上市公司以发行股份和可转换债券、支付现金的方式向一汽股份购买置入资产与置出资产的差额部分。

- 交易完成后，长期以来一汽轿车与控股股东一汽股份的同业竞争问题将得以解决，而一汽解放将借壳上市公司正式登陆 A 股市场。作为国内领先的商用车品牌，一汽解放盈利能力较强，借助上市公司平台，可以进一步促进一汽商用车业务的专业化、规范化运营，提升企业在 2020 年商用车外资股比限制取消后在行业内抵御风险的能力。

图表 17：乘用车相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况（截止 2019/5/31）

证券代码	证券简称	2019Q1 营收增速	2019Q1 归母净利润增速	2019Q1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
600104.SH	上汽集团	-16.2%	-15.0%	-13.9%	8.1	7.5	-12.5%	-10.2%
0175.HK	吉利汽车	未披露	未披露	未披露	8.2	7.6	-18.3%	-6.8%
601238.SH	广汽集团	-26.1%	-28.4%	-41.9%	11.3	9.3	-13.3%	5.2%
2238.HK	广汽集团	-24.7%	-28.4%	-41.5%	6.8	5.8	-10.3%	-3.2%
601633.SH	长城汽车	-14.8%	-62.8%	-69.7%	19.3	13.6	-5.2%	52.7%
2333.HK	长城汽车	-14.0%	-62.8%	-67.8%	11.4	8.6	-5.0%	34.8%
002594.SZ	比亚迪	22.5%	632.0%	225.4%	38.4	35.7	-15.2%	-5.4%
000800.SZ	一汽轿车	-34.4%	-26.2%	-27.6%	107.3	57.5	-11.2%	40.8%
600418.SH	江淮汽车	13.7%	-69.1%	77.9%	-10.6	92.4	-12.3%	8.1%

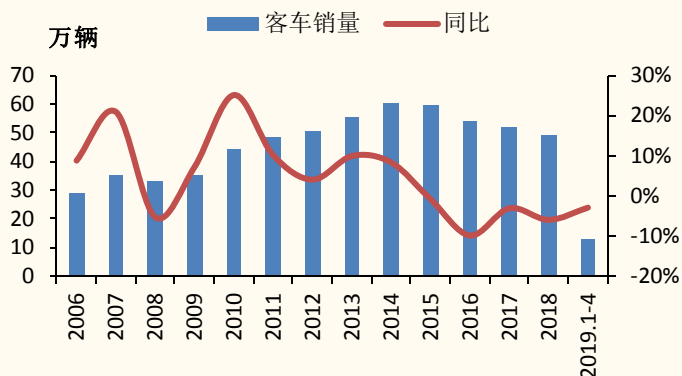
来源：Wind、国金证券研究所

三、客车：销量稳定，估值回升，新能源客车受补贴政策支撑

3.1 新能源客车抢装，大中客同比小幅增长

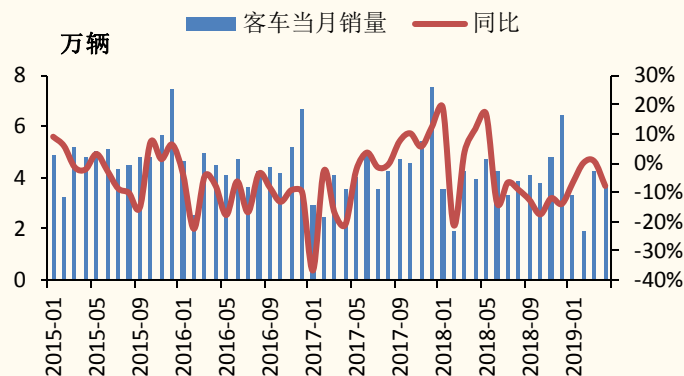
- 客车市场 2019 年前 4 月累计销量同比下降 3%，其中大中客实现正增长，轻客同比下降 5.9%。新能源补贴政策在 3 月底发布，时间较晚，2019Q1 新能源商用车销量同比大增。
- 2019 年前 4 月，国内客车累计销量 13.3 万辆，同比下降 3%，与同期汽车整体市场销量降幅达到 12% 相比，客车市场销量表现相对较好。

图表 18：国内客车销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

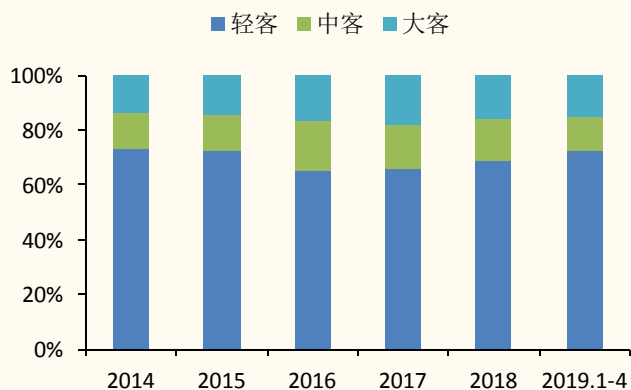
图表 19：国内客车单月销量



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

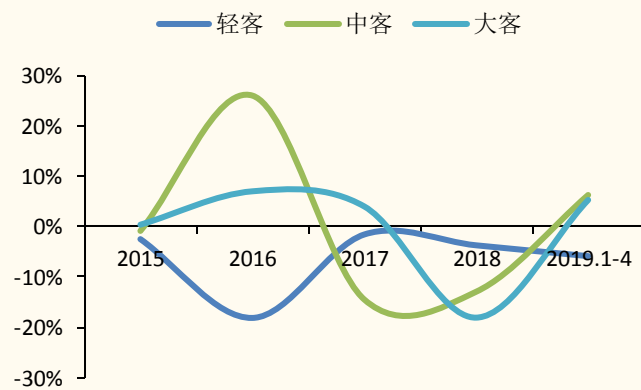
- 2019 年前 4 月，大客累计销量达到 2 万辆，同比增长 5.3%，约占市场的 16%；中客累计销量同比增长 6.3%；轻客累计销量同比下降 5.9%。新能源商用车累计销量达到 3 万辆，同比增长 11.4%，其中过渡期前 2019Q1 累计销量同比增长 75.8%，4 月单月销量同比下滑 28.7%。

图表 20：国内客车销量分布（按类型）



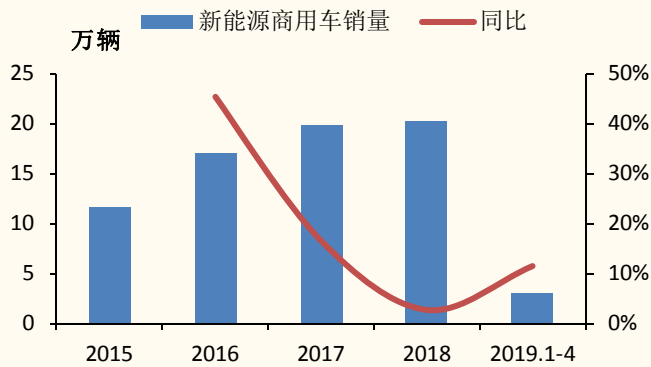
来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 21：国内客车销量增速对比（按类型）



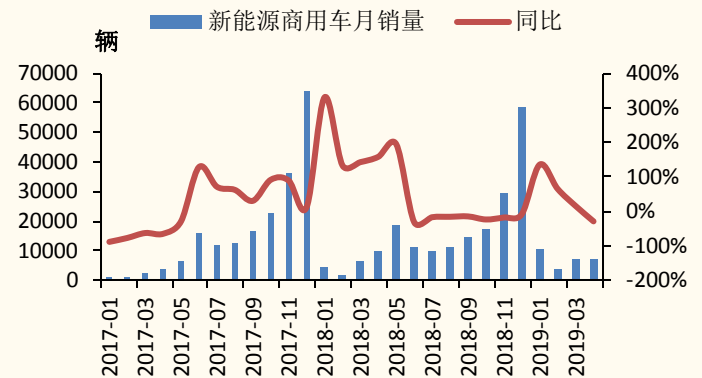
来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 22：国内新能源商用车销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 23：国内新能源商用车单月销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

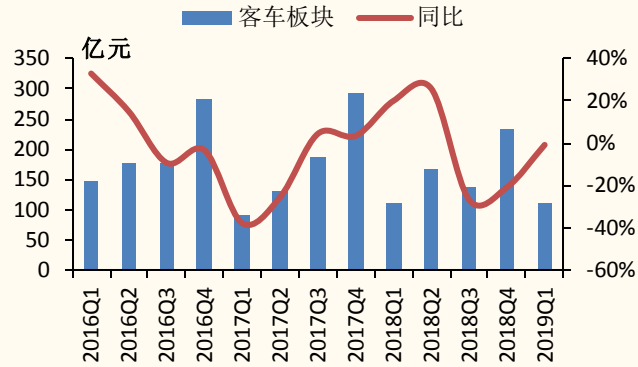
- **新能源客车抢装浪潮为市场销量整体稳定奠定基础。**
 - 2019 年前 4 月客车市场销量同比小幅下降 3%，其中轻客同比下滑 6%，而大中客同比实现增长，主要是 2019Q1 新能源汽车补贴发布时间较晚，厂家有更多时间抢装新能源客车所致。
- **随着补贴政策的落地，新能源公交继续受到政策明确支持，车企短期资金压力有望得以缓解。**
 - 根据 2019 年 3 月 26 日发布的《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，调整了补贴获取时间和补贴数额。2019 年起新能源客车完成销售上牌后即可预拨部分资金，这将有助于车企缩短回款时间，缓解短期资金压力，但新能源客车补贴退坡幅度达到 49%-56%，对整车销售的盈利能力构成不利影响。
 - 新能源公交过渡期后可继续获得地方补贴支持，且未来补贴重点逐步向运营端倾斜。2019 年 5 月 8 日，财政部等四部委发布《关于支持新能源公交车推广应用的通知》，进一步对新能源公交的推广应用进行说明：（1）提出中央财政已经安排的 2019 年及以前年度燃油补贴结余资金，地方可收回统筹用于新能源公交车运营；（2）从 2020 年起采取“以奖代补”方式重点支持新能源公交运营；（3）要求各省（区、市）制定新能源公交车推广应用实施方案，明确新能源公交车替代目标和时间表，于 2019 年 8 月 1 日前报送。
- **未来新能源客车渗透率或将进一步提升，但对销量刺激未必显著；全年销量预计与上年持平；车企盈利能力或将承压。**
 - 政策落地使得新能源公交无论在购置还是运营方面，都受到了特别优待，对推进国内公交新能源化提供了良好的政策支持；同时政策要求各地制定新能源公交更新替换时间表也将促进新能源公交进一步渗透。但各地新能源公交替换进度预计将主要依照各地制定的时间表进行，因此对销量刺激相对有限。另一方面，非公交类新能源客车则存在因补贴大幅退坡，经济性减弱，从而放缓替换进度的可能。
 - 预计 2019 年客车市场销量与上年基本持平，其中公交新能源化仍将是重点领域；同时由于补贴大幅退坡，预计未来客车企业盈利能力将略有下降。

3.2 板块营收持平，盈利能力略有回升

- 客车市场销量表现相对稳定，板块营收也与上年基本持平，2019Q1 客车板块营收同比降低 0.79%。

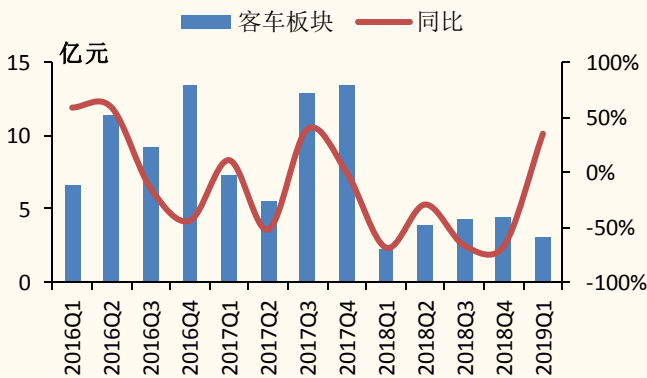
- 客车板块毛利率同比增加 1.46%，期间费用率同比增加 2.06%，其中管理费用率提升明显，净利率同比增加 0.79%，ROE 同比增加 0.3%，扣非后 ROE 增加 0.05%；客车板块归母净利润同比增长 35%，扣非后净利润增长 9%。2019Q1 客车板块盈利能力的提升主要是厂家在补贴退坡前完成抢装所致。

图表 24：客车板块营收情况



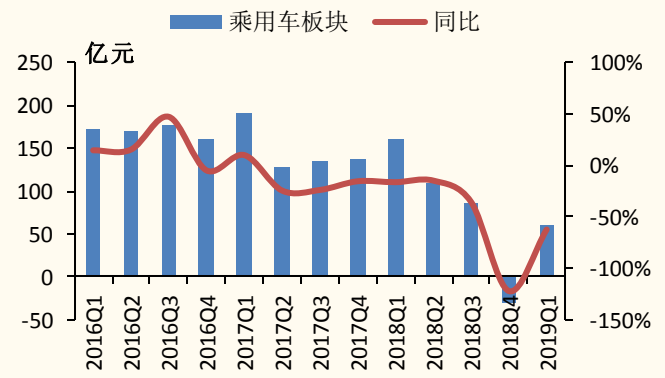
来源：Wind、国金证券研究所

图表 25：客车板块归母净利润情况



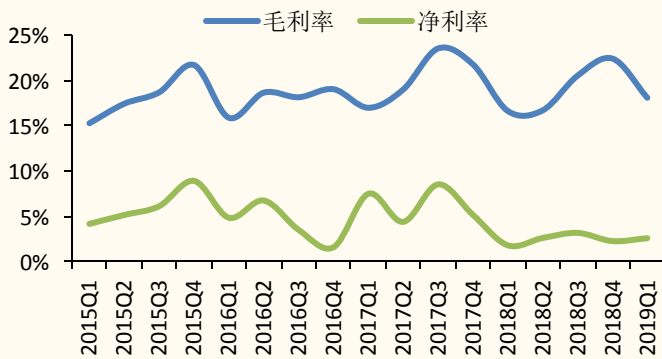
来源：Wind、国金证券研究所

图表 26：客车板块扣非后归母净利润情况



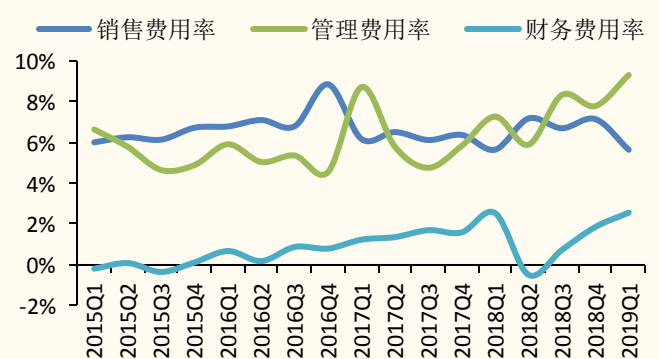
来源：Wind、国金证券研究所

图表 27：客车板块毛利率、净利率情况



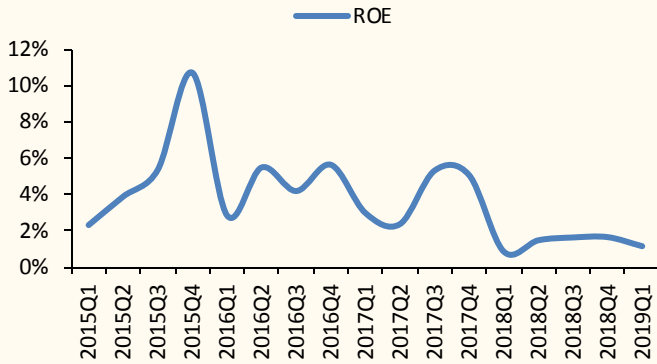
来源：Wind、国金证券研究所

图表 28：客车板块期间费用率情况（含研发费用）



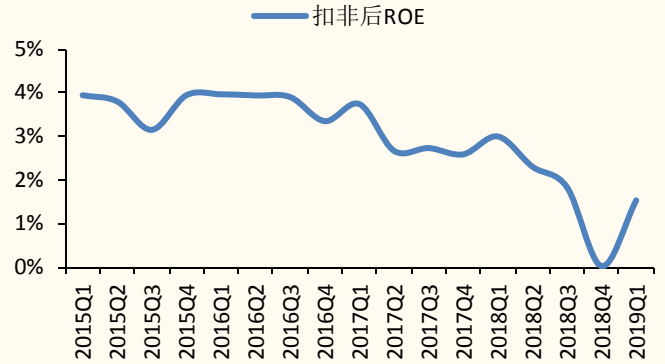
来源：Wind、国金证券研究所

图表 29: 客车板块 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

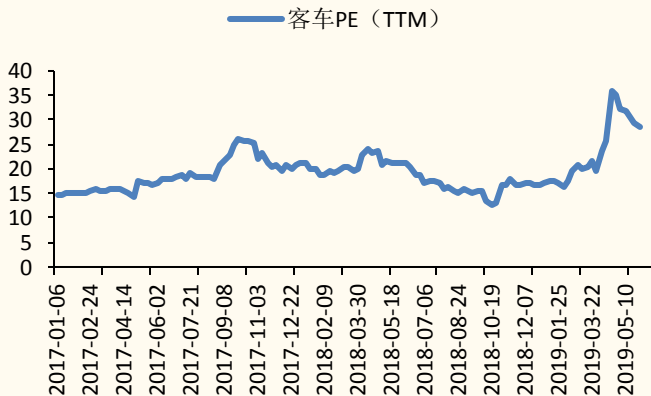
图表 30: 客车板块扣非后 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

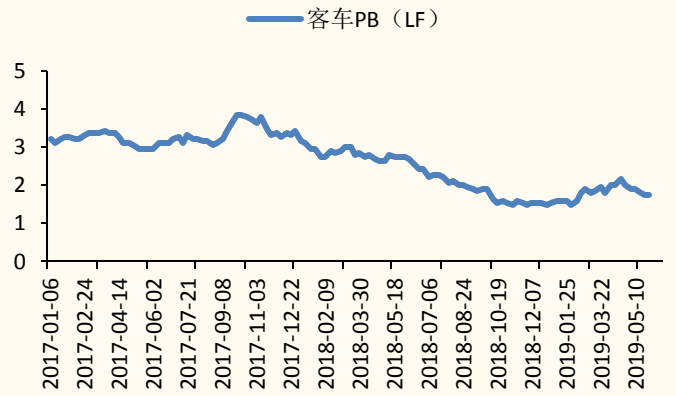
- 2019 年以来, 伴随客车市场景气度回升, 客车板块估值逐步提升; 当前客车板块 PE (TTM) 为 28.4 倍, 较年初近 17 倍的 PE (TTM) 有明显提升; PB (LF) 约为 1.7 倍, 较年初有小幅回升。

图表 31: 客车板块 PE (TTM) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 客车板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

重点关注标的

宇通客车

- 2019 年前 5 月累计销量达到 2.1 万辆, 同比增长 0.6%, 其中大客同比增长 4.6%; 中客同比减少 4.1%; 轻客同比增加 3.2%。公司 2019Q1 实现营收 48.39 亿元, 同比增长 3.9%; 新能源客车占比提高, 采购成本下降等原因使得毛利率同比有所回升; 期间费用率小幅提升, 主要是研发费用同比大增 59%所致。2019Q1 公司归母净利润同比增长 5.4%, 扣非后净利润同比减少 9.4%。
- 公司积极开展低碳化、智能化、网联化、电动化、轻量化领域的技术研究, 在高效高集成电驱动系统技术、智能整车安全控制技术、高能量密度车载能源技术等领域取得突破, 燃料电池客车、智能网联纯电客车实现交付。

图表 33：客车相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况（截止 2019/5/31）

证券代码	证券简称	2019Q1 营 收增速	2019Q1 归母 净利润增速	2019Q1 扣非归 母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌 幅	年初至今 涨跌幅
600006.SH	宇通客车	3.9%	5.4%	-9.4%	12.0	10.9	-9.2%	9.6%
000957.SZ	中通客车	54.1%	204.6%	101.4%	121.5	N/A	0.9%	79.8%
600686.SH	金龙汽车	-21.5%	2098.0%	-154.1%	27.3	14.9	-17.8%	9.3%

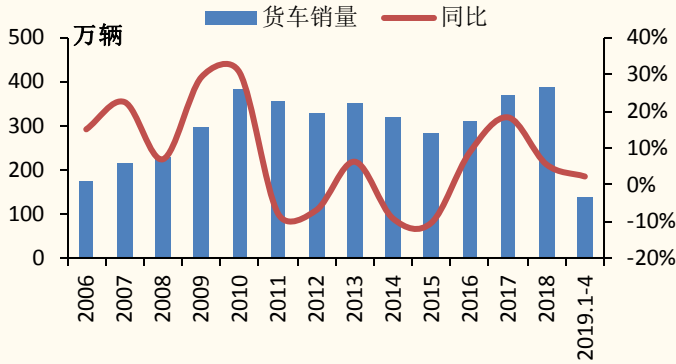
来源：Wind、国金证券研究所

四、货车：轻卡微卡带动增长，营收盈利提升

4.1 轻卡微卡同比小幅增长，重卡高基数下销量承压

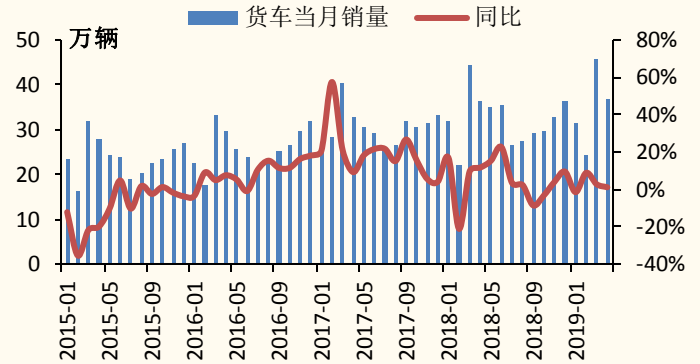
- 货车累积销量实现同比小幅增长，其中增量主要来自轻卡、微卡，重卡销量与去年基本持平。
- 2019年前4月，货车累计销量为138.3万辆，同比增长2%。

图表 34：国内货车销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

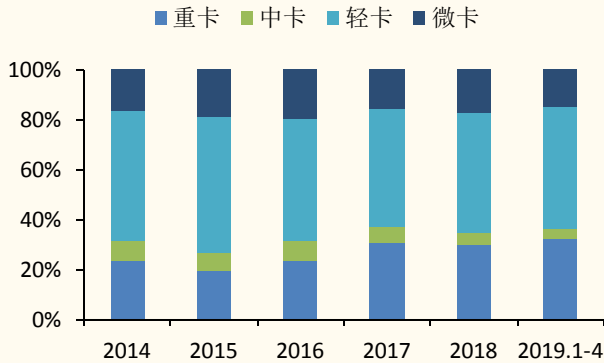
图表 35：国内货车单月销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

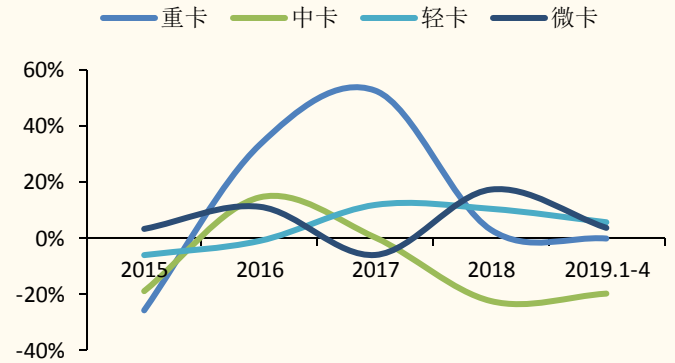
- 从类型看，2019年前4月重卡累计销量为44.4万辆，同比下滑0.4%，与上年基本持平，销量占比约为32%；中卡销量同比下滑20%；轻卡、微卡销量同比增长5.5%、3.4%。

图表 36：国内货车销量分布（按类型）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 37：国内货车销量增速对比（按类型）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

- 2019年以来受基建投资回暖影响，重卡在前高基数背景下销量较稳定。2019年前4月，重卡市场表现略超市场预期，在前高基数下销量仍能基本维持。这主要是由于今年以来基建投资逐步回暖，项目陆续开工，对重卡需求增多所致，保持了较高基数的销量水平
- 排放标准升级带动天然气重卡销量上升，但基建投资未达预期可能造成了重卡终端需求较大压力。

排放标准升级将为重卡尤其是天然气重卡市场带来置换升级需求。国内重点区域、珠三角地区、成渝地区等地将于2019年7月1日起提前实施国六排放标准。根据2018年6月27日印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出大力淘汰老旧车辆，大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新，并明确提出“2020年底前，京津冀及周边

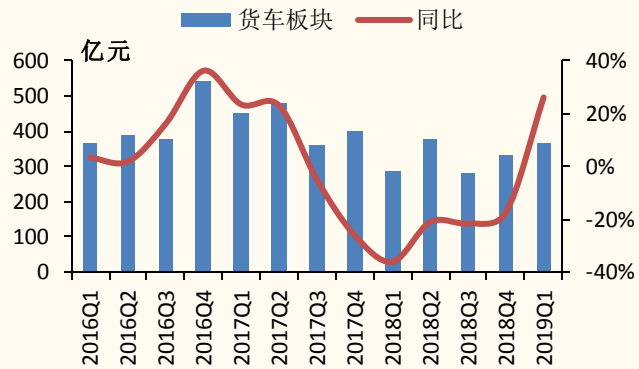
地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上”。环保标准趋严、排放标准持续升级背景下，国内重卡仍将有较大替换升级需求。

但是我国宏观经济下行压力较大，由于固定资产投资和制造业的回暖复苏未达到预期，3月重卡销量创下历史新高后，4月在同期高基数下维持，增速明显放缓，重卡市场的终端需求承受较大压力。

4.2 板块营收、盈利能力明显提升

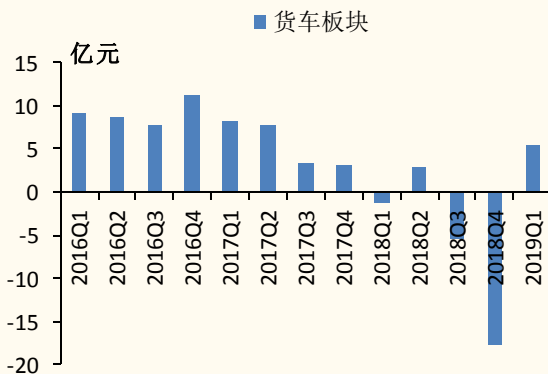
- 2019年以来货车市场销量同比实现增长，也拉动板块整体营收的提升，2019Q1货车板块营收同比增长26%，在汽车市场中表现突出，在连续6个单季度营收同比下降后开始实现正增长。
- 板块毛利率同比增长0.42%，期间费用率下降0.93%，主要是销售费用率与管理费用率同比有所下降；板块净利率同比增长2.03%，环比增长7.42%，ROE同比增长1.64%。板块盈利明显改善，归母净利润同比、环比大幅扭亏，主要是受到福田汽车费用率大幅减少以及出售宝沃67%股权的影响；四家主要货车企业均实现单季度盈利，其中江铃汽车、福田汽车、中国重汽环比2018Q4归母净利润分别增长120%、104%、80%，东风汽车环比下降17%。

图表 38：货车板块营收情况



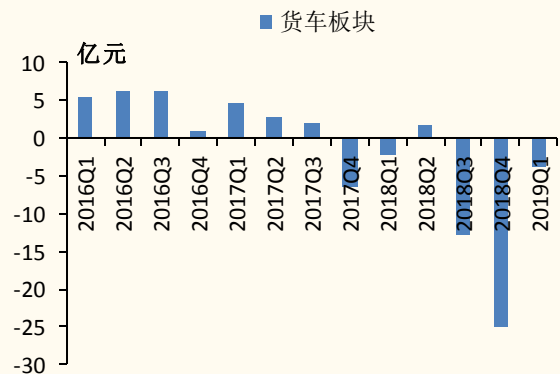
来源：Wind、国金证券研究所

图表 39：货车板块归母净利润情况



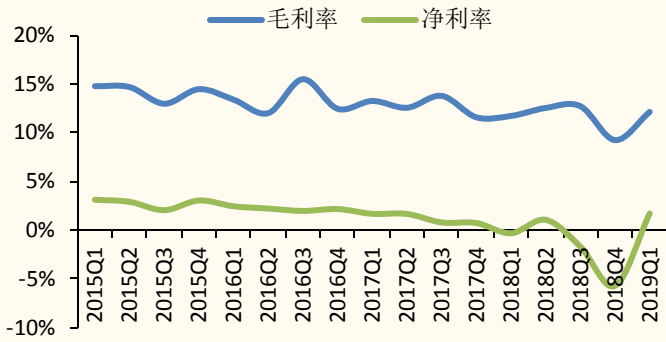
来源：Wind、国金证券研究所

图表 40：货车板块扣非后归母净利润情况



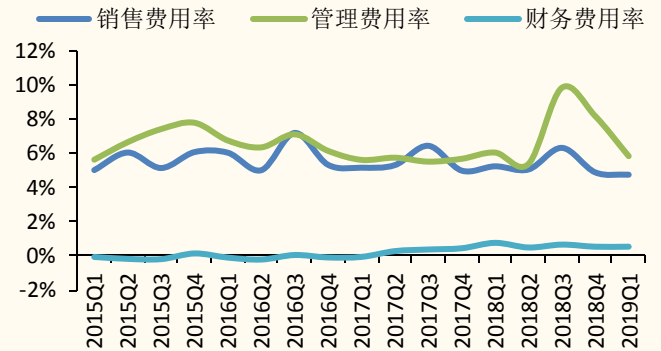
来源：Wind、国金证券研究所

图表 41: 货车板块毛利率、净利率情况



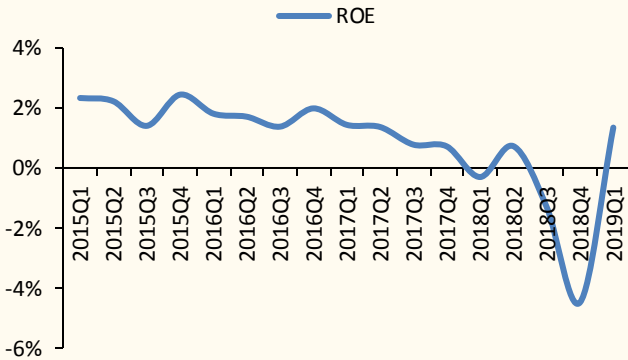
来源: Wind、国金证券研究所

图表 42: 货车板块期间费用率情况 (含研发费用)



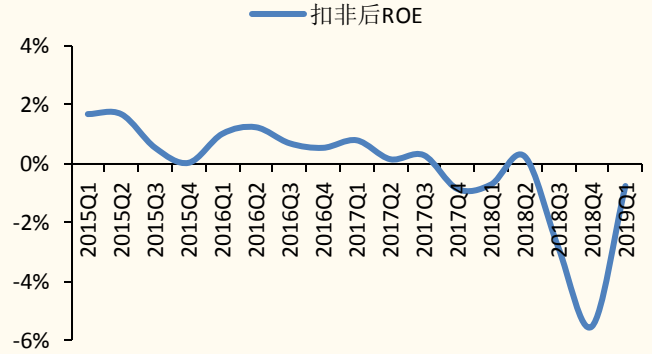
来源: Wind、国金证券研究所

图表 43: 货车板块 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

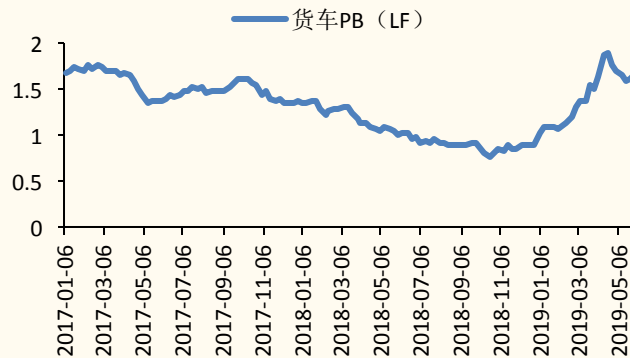
图表 44: 货车板块扣非后 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

- 货车板块盈利能力的回升也为估值提升带来了动力, 板块 PB 较年初有明显回升, 目前 PB (LF) 约为 1.7 倍, 接近 2017 年来板块估值最高点。

图表 45: 货车板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

重点关注标的

福田汽车

- 2019年前4月各类汽车累计销量18.3万辆，同比增长8.4%。其中重卡销量4万辆，同比下降20.64%，中卡、轻卡同比增长，新能源汽车销量同比增长361.6%。2019Q1公司营收141.44亿元，同比增长50.3%。归母净利润0.8亿元，同比实现扭亏。扣非后归母净利润-6.28亿元。
- 近年来公司尝试发展乘用车业务，但由于市场竞争激烈、公司乘用车销售渠道不足等多重因素下，乘用车销量同比持续大幅下滑，终端优惠折扣力度加大导致毛利率大幅下降，宝沃2018年同比增亏15.6亿元。随着2019年1月公司转让宝沃67%股权，直接为公司归母净利润同比增加4.7亿元，公司也自此全力聚焦商用车业务。2019Q1毛利率有所回升，各项费用率同比下降。2019Q1公司轻卡销量增长及工程机械销售结构优化带来利润同比增长2亿元，北京公交订单完成同比增加利润3.7亿元等，助力公司业绩大幅提升。
- 公司新能源技术储备丰富，纯电、混动、燃料电池产品均已取得突破，计划在平台化基础上实现核心部件模块化。公司在重卡领域与国际巨头深入合作，与康明斯、ZF打造黄金动力链，与戴姆勒奔驰合作研发高端产品。
- 随着环保及排放标准压力的加大，重卡销量仍有增长空间，公司作为国内重卡龙头之一，产品、技术丰富，有望取得先机，宝沃部分股权出售助力公司轻装上阵，业绩发展潜力较大。

中国重汽

- 2019年前4月，公司汽车累计销量为11.8万辆，同比增长1.1%。重卡累计销量达到7.3万辆，同比增长14%，市占率约为16%。2019Q1公司实现营收115.26亿元，同比增长24.8%，归属母公司净利润、扣非后归属母公司净利润分别同比增长60.4%和57.6%。
- 潍柴动力、山东重工董事长谭旭光自2018年9月兼任中国重汽董事长，并开始推进改革，效果逐步显现。公司毛利率同比微增，费用率同比小幅下降，净利率、ROE同比明显提升，盈利能力有所提升。
- 在重卡市场景气度维持背景下，公司作为龙头企业有望从中受益。公司持续推进改革，将进一步降本增效，有助公司盈利进一步提升。后续公司或将开展与潍柴动力、山东重工的重组工作，值得持续关注。

潍柴动力

- 公司是国内重要的汽车及装备制造产业集团，构建了动力总成、整车整机、智能物流等板块协同发展的格局。公司是国内重要的重卡发动机生产企业，近年来开始布局非重卡发动机。受益于重卡行业与工程机械行业高景气度，2019Q1公司实现营业收入452.12亿元，同比增长15.3%，归母净利润25.91亿元，同比增长35%，扣非后归母净利润24.48亿元，同比增长23.1%。
- 公司产品已经开始配套中国重汽重卡产品，配套企业范围进一步扩大。国内重卡持续高景气度，公司作为重要的配套企业有望明显受益。
- 公司近年来巩固自身研发优势，2019Q1研发费用同比增长20%。除了传统能源发动机外，公司在新能源动力系统领域加大投入，在燃料电池技术、混合动力技术和纯电动技术开展技术研究和产品开发，推出一系列新能源重卡。燃料电池领域，公司投资参股巴拉德动力系统有限公司（持股19.9%）；新设合资公司潍柴巴拉德氢能科技有限公司（公司持股51%），合资公司支付9000万美元技术转移费获得巴拉德

下一代 LCS 燃料电池电堆在中国的独家生产和基于 LCS 电堆的燃料电池模块的组装权利。

威孚高科

- 公司主营柴油燃油喷射系统产品、汽车尾气后处理系统产品和进气系统产品，配套各档功率柴油机、载货车、客车、工程机械等。受汽车市场持续低迷影响，2019Q1 公司实现营收 22.7 亿元，同比减少 5.1%，归母净利润 6.89 亿元，同比减少 12.1%，扣非后归母净利润 6.13 亿元，同比减少 11.3%，盈利减少主要来自公司投资收益同比减少 26.7%所致。
- 公司积极布局新能源汽车驱动技术，推进氢燃料电池技术、智能网联技术研发能力建设。国内基建加速，国三重卡治理持续加码，重卡行业高景气仍将持续；全国多地提前实施国六排放标准，车企加快布局国六车型。柴油燃油喷射系统是动力系统中的核心零部件，公司作为这一产品的龙头生产企业，产品符合节能减排要求，同时积极布局新能源驱动技术、氢燃料电池技术等，有望在排放标准升级和新能源汽车发展趋势中受益。

图表 46：货车相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况（截止 2019/5/31）

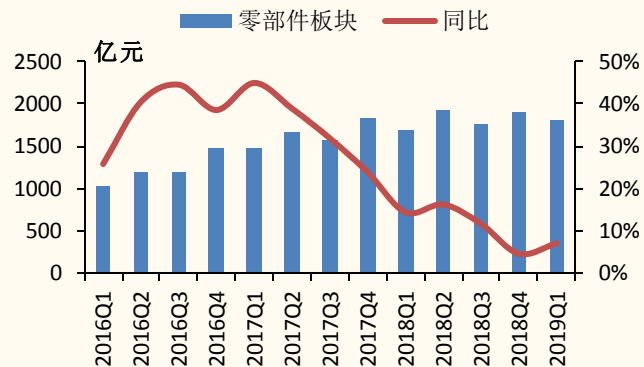
证券代码	证券简称	2019Q1 营收增速	2019Q1 归母净利润增速	2019Q1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
000951.SZ	中国重汽	24.8%	60.5%	57.6%	12.8	10.6	3.2%	74.6%
600166.SH	福田汽车	50.3%	113.3%	5.3%	-5.4	35.4	-13.4%	28.0%
600006.SH	东风汽车	26.8%	-10.4%	-11.7%	18.5	22.6	-12.3%	38.9%
000550.SZ	江铃汽车	0.4%	-83.6%	-198.0%	-657.8	28.6	3.9%	118.7%
000338.SZ	潍柴动力	15.3%	35.0%	23.1%	10.0	10.0	-5.3%	51.9%
000581.SZ	威孚高科	-5.1%	-12.1%	-11.3%	8.6	8.3	-4.3%	11.3%

来源：Wind、国金证券研究所

五、零部件：行业面临分化整合，关注行业龙头、细分成长领域

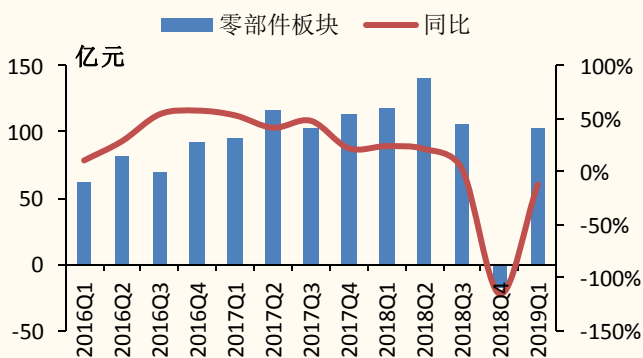
- 去年下半年以来，整体汽车市场销量下滑，零部件企业面临车企降成本以及出货量下滑的双重压力；车身内外饰等传统汽车零部件企业逐步吸收小型供应商及客户份额继续扩大规模，通过规模效应对降成本压力，但盈利能力改善不明显；汽车电子、辅助驾驶、车机娱乐系统、轻量化等相关细分领域保持较高的景气度与产品迭代，并且渗透率逐步提升，供应商持续加大投入，在行业下行中同样存在压力，但方向乐观；新能源车相关零部件受到补贴大幅退坡影响，成本压力巨大，供应商一方面继续进行产品迭代升级例如系统整合达到降本的目的，另一方面也在横向甚至纵向进行整合，行业进入洗牌期。
- 板块营收近年来持续放缓，但增速仍保持同比正增长；2019Q1 零部件板块营收同比增长 7%。毛利率同比下降 1%，期间费用率同比增长 0.32%，净利率同比下降 1.38%；ROE 同比下降 0.55%，扣非后 ROE 同比下降 0.44%；2019Q1 零部件板块归母净利润同比下降 12%，扣非后归母净利润同比下降 10%，盈利能力较去年同期有所下降，但环比明显回升。

图表 47：乘用车板块营收情况



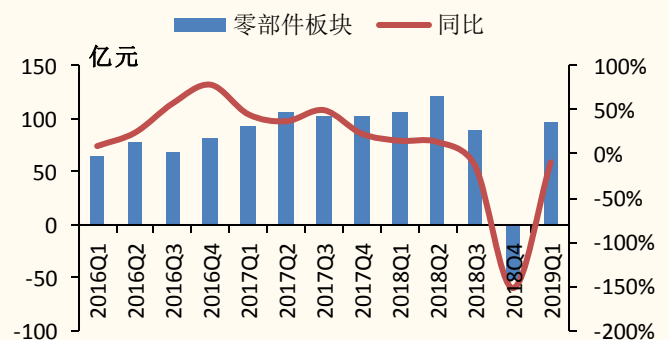
来源：Wind、国金证券研究所

图表 48：零部件板块归母净利润情况



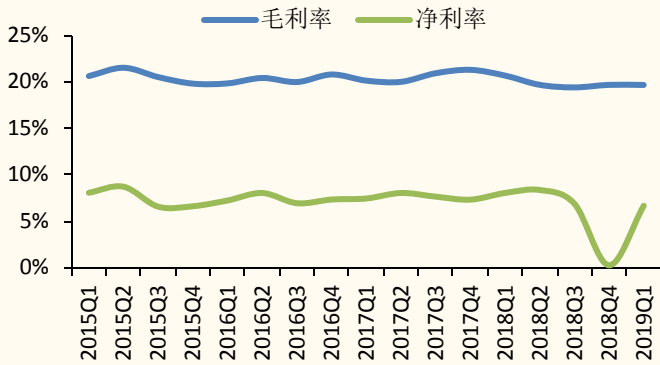
来源：Wind、国金证券研究所

图表 49：零部件板块扣非后归母净利润情况



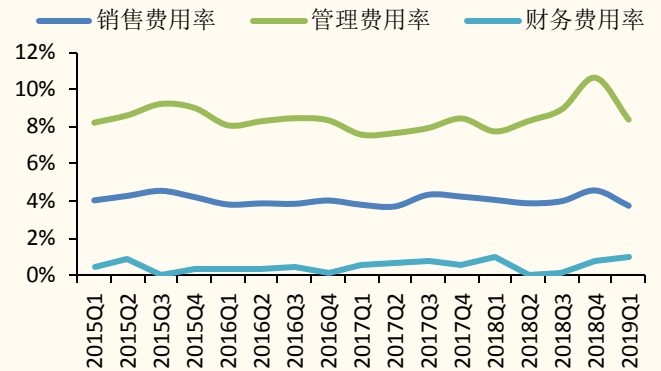
来源：Wind、国金证券研究所

图表 50: 零部件板块毛利率、净利率情况



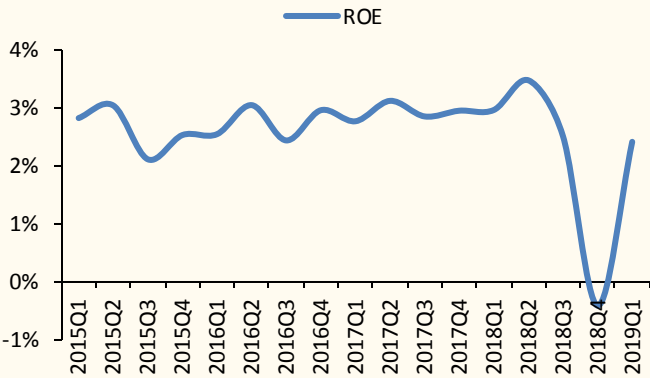
来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 零部件板块期间费用率情况 (含研发费用)



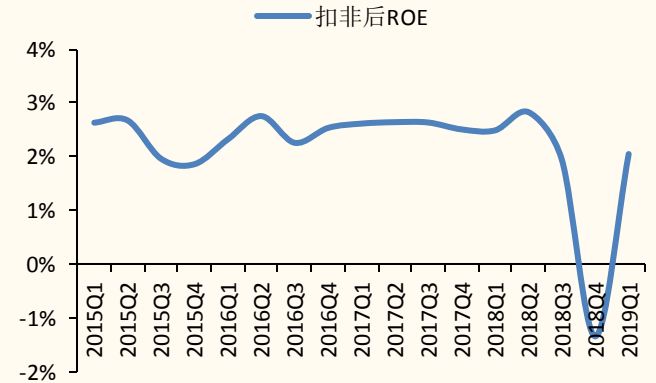
来源: Wind、国金证券研究所

图表 52: 零部件板块 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

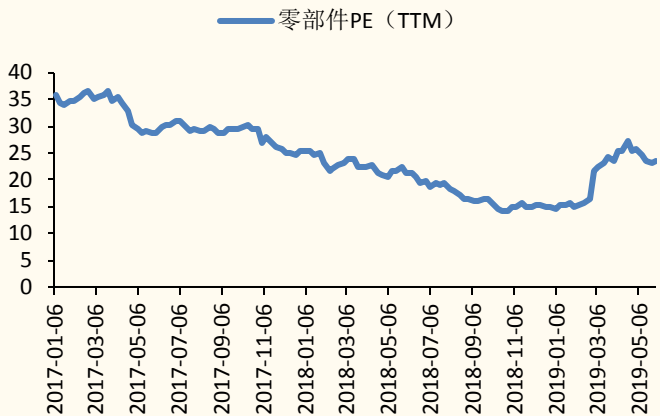
图表 53: 零部件板块扣非后 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

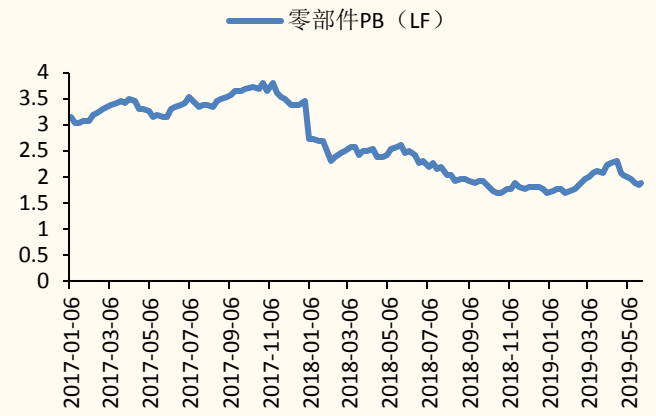
- 尽管汽车市场仍旧低迷,但随着多项鼓励汽车消费的政策、文件相继发布,以及 A 股市场 2019 年以来有所回暖,零部件板块估值快速提升;当前零部件 PE (TTM) 约为 23.7 倍, PB (LF) 约为 1.89 倍,较年初均有明显提升。

图表 54: 零部件板块 PE (TTM) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 55: 零部件板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 56：零部件相关标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况（截止 2019/5/31）

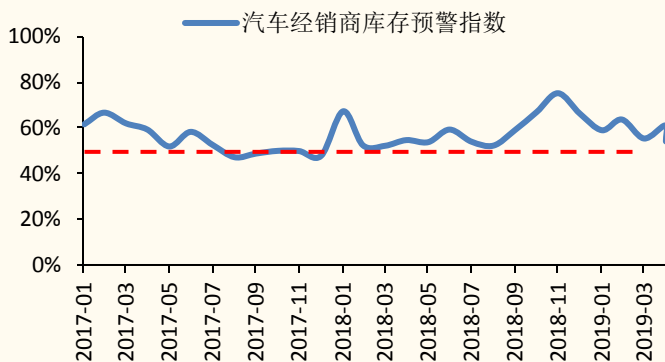
证券代码	证券简称	2019Q1 营收增速	2019Q1 归母净利润增速	2019Q1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
600741.SH	华域汽车	-11.6%	-36.6%	-15.1%	9.1	8.5	-14.7%	9.1%
000338.SZ	潍柴动力	15.3%	35.0%	23.1%	10.0	10.0	-5.3%	51.9%
000581.SZ	威孚高科	-5.1%	-12.1%	-11.3%	8.6	8.3	-4.3%	11.3%
600660.SH	福耀玻璃	3.9%	7.7%	-13.2%	13.2	13.4	-10.2%	-0.9%
0425.HK	敏实集团	未披露	未披露	未披露	13.7	11.5	-8.3%	-10.1%
601799.SH	星宇股份	21.2%	30.2%	32.8%	31.9	26.0	1.8%	60.1%
1316.HK	耐世特	未披露	未披露	未披露	8.1	7.7	-21.8%	-14.0%
603197.SH	保隆科技	26.0%	-29.2%	-37.3%	23.6	15.2	-14.1%	-4.0%
002920.SZ	德赛西威	-28.4%	-72.8%	-89.3%	40.7	28.5	-11.4%	28.7%
002405.SZ	四维图新	15.3%	-42.7%	-37.1%	63.4	64.6	-7.7%	53.7%
600699.SH	均胜电子	120.9%	792.5%	2314.8%	12.8	14.3	-20.8%	-9.7%
300258.SZ	精锻科技	-2.8%	-0.3%	-3.2%	19.7	15.5	-1.2%	4.0%
601689.SH	拓普集团	-16.8%	-43.1%	-43.0%	16.4	13.4	-17.2%	1.6%
603305.SH	旭升股份	17.2%	-30.7%	-34.1%	35.6	25.7	-3.6%	-18.3%
002179.SZ	中航光电	46.0%	39.1%	40.8%	33.3	29.3	3.4%	27.7%
002126.SZ	银轮股份	15.3%	6.4%	-19.9%	17.1	14.9	-11.2%	2.2%
000887.SZ	中鼎股份	-12.6%	-18.0%	-17.6%	11.2	9.9	-14.5%	-3.3%
002050.SZ	三花智控	7.9%	4.2%	-12.1%	21.3	18.9	-16.5%	4.7%
002454.SZ	松芝股份	-2.7%	138.5%	251.0%	14.2	N/A	-10.3%	27.6%

来源：Wind、国金证券研究所

六、汽车经销商：车市寒冬下业绩同比下滑，有回暖迹象

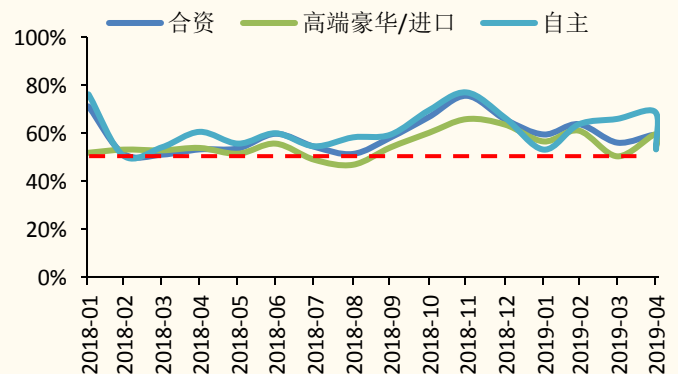
- 2019 年以来国内汽车市场依旧低迷，消费者购车意愿相对较弱；同时全国范围内多地提前正式实施国六排放标准，市场开启国五、国六标准车型切换，对终端渠道的经营情况形成较大压力。现阶段整车厂处在国五国六车型过渡期，自身也在调节产能，降低批发量，终端渠道加大折扣优惠力度吸引消费者购车，一定程度上消化了部分库存；但还存在部分消费者偏好国六新标准车型持币观望，国五车型库存依旧高企，经销商经营压力与风险持续处于高位。
- 2018 年以来汽车经销商库存预警指数已连续 17 个月高于警戒线水平（50%），但已出现改善迹象。在经销商大力清库背景下，2019 年 5 月汽车经销商预警指数为 54%，较上月回落 7%，是 2019 年以来库存指数最低水平；其中自主品牌改善明显，环比下降 15.7%，合资、高端豪华/进口品牌环比下降 5.2%、6%。

图表 57：国内汽车经销商库存预警指数情况



来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

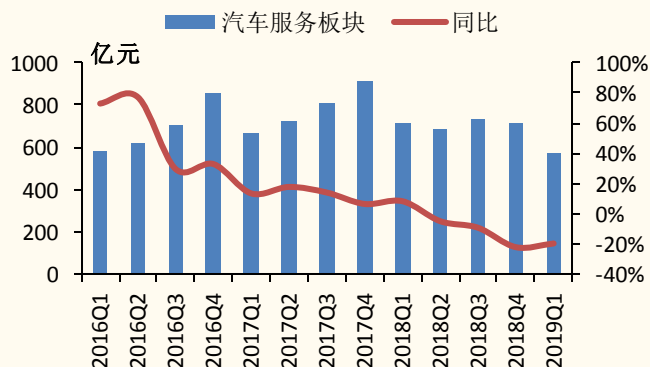
图表 58：国内汽车经销商库存预警指数情况（按品牌）



来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

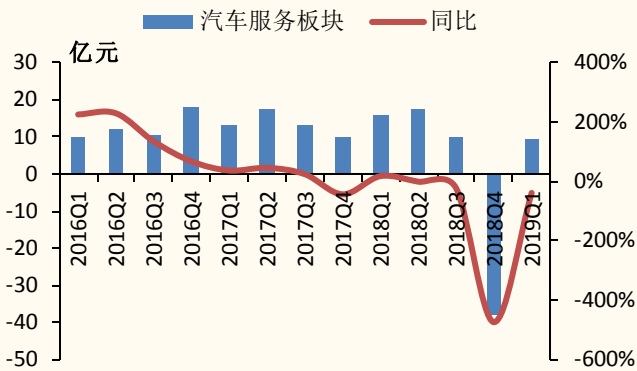
- 汽车服务板块受到市场低迷影响，2019Q1 营收同比降低 20%。
- 2019Q1 汽车服务板块毛利率同比增长 1.54%，但由于期间费用率同比提升 2.23%，导致净利率同比出现 0.56% 的下滑；ROE、扣非后 ROE 分别同比下降 0.67%、0.62%；2019Q1 板块归母净利润同比下降 39%，扣非后归母净利润同比下降 46%，板块盈利能力同比有所下降，但板块环比实现扭亏。

图表 59：汽车服务板块营收情况



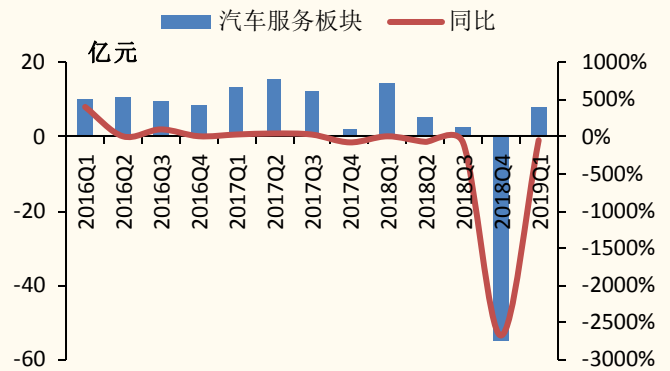
来源：Wind、国金证券研究所

图表 60: 汽车服务板块归母净利润情况



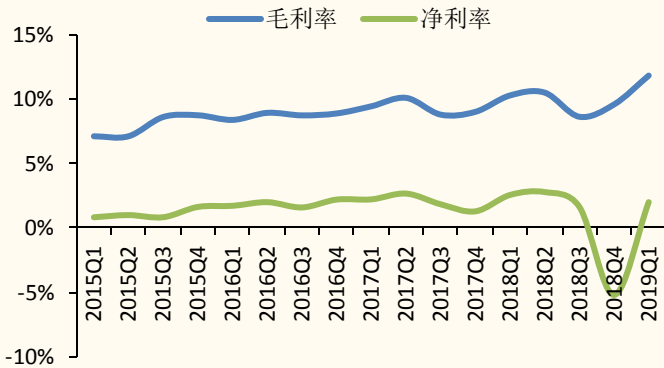
来源: Wind、国金证券研究所

图表 61: 汽车服务板块扣非后归母净利润情况



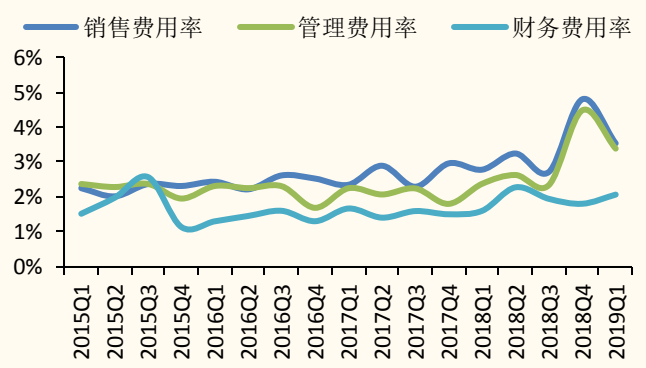
来源: Wind、国金证券研究所

图表 62: 汽车服务板块毛利率、净利率情况



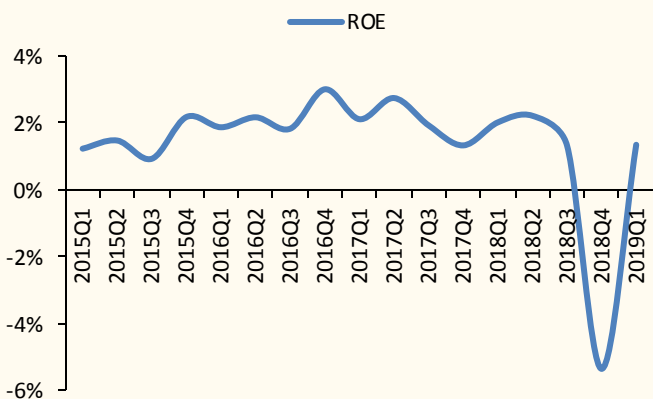
来源: Wind、国金证券研究所

图表 63: 汽车服务板块期间费用率情况 (含研发费用)



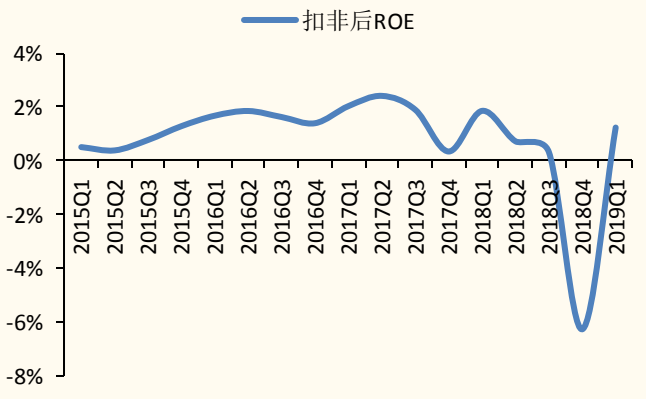
来源: Wind、国金证券研究所

图表 64: 汽车服务板块 ROE 情况



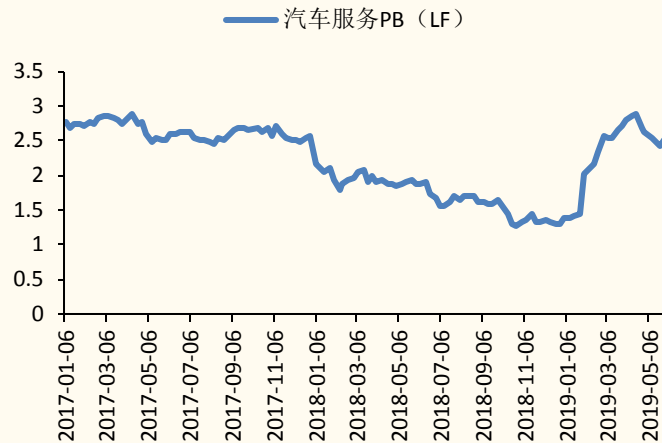
来源: Wind、国金证券研究所

图表 65: 汽车服务板块扣非后 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 66: 汽车服务板块 PB (LF) (截止 2019/5/31)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 67: 部分汽车服务标的 2019Q1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/5/31)

证券代码	证券简称	2019Q1 营收增速	2019Q1 归母净利润增速	2019Q1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
600297.SH	广汇汽车	-5.5%	-28.4%	-20.8%	12.2	8.9	-11.5%	7.9%
3669.HK	永达汽车	未披露	未披露	未披露	8.4	6.7	-13.6%	38.0%
600335.SH	国机汽车	-12.3%	-4.2%	-3.0%	16.8	15.6	-11.2%	8.5%
1728.HK	正通汽车	未披露	未披露	未披露	5.4	4.4	-28.8%	-33.8%
1293.HK	广汇宝信	未披露	未披露	未披露	11.1	9.8	-7.7%	14.5%
3836.HK	和谐汽车	未披露	未披露	未披露	5.2	5.3	-3.6%	-8.8%
600327.SH	大东方	-7.5%	4.5%	-18.8%	11.2	12.3	-5.4%	15.5%
601965.SH	中国汽研	-22.3%	8.4%	4.7%	16.9	14.2	-8.7%	1.0%
603377.SH	东方时尚	-5.7%	108.3%	-54.6%	41.4	40.4	-1.8%	15.1%

来源: Wind、国金证券研究所

七、投资建议

- 预计 2019 年下半年乘用车行业将迎来积极变化，零部件行业分化整合，从而带动行业内企业盈利改善和估值的进一步修复。
- 建议关注行业技术领先、产品丰富的龙头企业：**长城汽车 (A+H)、广汽集团 (A+H)、上汽集团、华域汽车、星宇股份。**

八、风险提示

- **宏观经济持续低迷，需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期风险。**当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。
- **基建投资放缓，对重卡等生产资料需求不达预期风险。**融资环境进一步显著改善可能性较低，基建投资可能放缓，从而减少对重卡等基建所需生产资料的采购。
- **汽车行业政府政策不确定性。**随着先前购置税优惠政策退去，新的刺激尚存在不确定性，在于政策细则的不确定以及实施效果的不确定性。
- **2019 年补贴政策正式落地，补贴大幅退坡，新能源汽车产销量大幅低于预期风险。**2019 年补贴政策大幅退坡，新能源汽车产销面临更大压力，可能导致 2019 年新能源汽车产销量大幅低于预期。
- **补贴退坡、竞争加剧导致整车企业盈利能力下降超预期风险。**当前新能源汽车企业对补贴仍旧比较依赖，随着补贴的逐步退出及行业内竞争的家具，企业的盈利能力可能受到较大冲击。
- **零部件企业受整车市场拖累，业绩不达预期风险。**国内车市仍然低迷，整车厂产销节奏放缓，可能减少对零部件需求或挤压零部件行业利润空间，影响零部件企业业绩表现。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH