

复苏在即 日德品牌率先受益

——汽车 2018 年报及 2019 一季报总结报告

投资摘要:

2018 年汽车行业销量首次负增长，产业链上下游压力较大，板块营业收入和归母净利润增速分别为 2.61%、-25%。其中，2018Q4 板块归母净利润同比减少 74.7%，我们认为主要有两方面原因：

- ◆ Q4 终端折扣力度加大，单车价格同比下降 3.2%，量与价双双下滑；
- ◆ 下游压力传递到上游，上游供应商降价提高，盈利能力下降，Q4 零部件公司毛利率和净利率分别下降 0.9 和 1 个百分点。

2019Q1 归母净利润同比下滑 27.5%，较去年 Q4 有所好转，主要是由于零部件板块和商用车板块盈利大幅改善带动。Q1 乘用车和零部件板块仍处于下行阶段，卡车表现超预期。

行业观点:

汽车行业有望 Q3 复苏。受前期购置税优惠政策透支、房地产对财富挤出、宏观经济增速放缓等影响，2018H2 汽车销量和板块业绩大幅下滑。我们认为行业有望在 Q3 复苏。主要原因有两方面：

- ◆ **低线城市乘用车需求正在复苏。**一线和新一线城市汽车需求占 30%，二三四五线城市占比 70%。18 年销量下滑主要是低线城市需求下滑 6.6%所致，我们认为低线城市销量下滑主要受到房地产挤出和宏观经济增速放缓的影响。汽车周期滞后房地产周期 12-15 个月，18H2 低线房地产开始下行，居民财富积累将促进汽车购买力的提升，低线城市需求有望在 19Q3 复苏。
- ◆ **09-10 年购车消费者换车周期已经到来。**汽车平均使用年限为 9-10 年，09-10 年乘用车增速分别为 54%和 34%，增量为 357/343 万辆，其换车周期已经到来，预计换购比例将由 2018 年 35%提升至 40%左右。

投资策略:

乘用车板块何时配置？汽车行业是早周期行业，经济回暖时将率先复苏。当前市场对于汽车行业投资时点的把握仍不确定。通过研究发现 M2 与乘用车销量正相关，其增速领先于乘用车销量增速 2 个月，R Square 达到 0.68。由于当前宏观经济放缓、贸易战等不确定因素导致行业需求回暖不确定，紧密跟踪 M2 有助于提前判断汽车行业拐点。

乘用车配置：日德在先，自主在后。通过分析各车系乘用车销量占比和车型分布，我们认为日系、德系产品线完善，销量相对稳定增长；自主品牌以小排量车型为主，未来将受益于三四五线城市销量回暖。根据此前对广深限购放宽的专题研究，我们认为其他限购城市也将逐步放宽，19H2-2020 年乘用车市场走势大致为：限购城市的增量托底行业下行趋势，Q3-Q4 三四五等低线城市需求有望回暖，叠加 2009-2010 年购车消费者换车周期，销量将逐月改善，Q3 触底，Q4 同比转正。建议首先配置受益限购城市放宽政策的日系和德系，待低线城市需求回暖后配置自主品牌。推荐上汽集团、广汽集团、比亚迪和长安汽车。

排放新规带来的更新需求驱动重卡高景气。重卡行业 Q1 销量超预期，板块盈利能力大幅提升。国六排放新标即将实施，各地政府鼓励报废国三及以下排放标准重卡，经过测算，目前国三及以下标准重卡数量 242 万辆左右，预计到 2021 年大部分将报废，由此带来的更新需求有助于重卡行业保持高景气，推荐中国重汽、潍柴动力。

业绩分化，零部件板块把握四主线。随着下游整车行业进入低速增长，零部件企业业绩分化，我们认为具备产品升级优势、优质客户资源、新兴产业未来配套空间大以及所属行业景气度高的公司能保持较高的增长，因此我们建议把握上述四条投资主线。推荐星宇股份、精锻科技、均胜电子和德赛西威。

评级 **增持（维持）**

2019 年 06 月 06 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

caoxute@shgsec.com

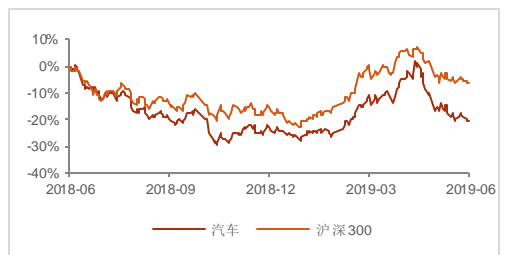
行业基本资料

股票家数

行业平均市盈率

市场平均市盈率

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《汽车行业研究周报：看好特斯拉产业链投资机会》2019-06-03
- 2、《汽车行业研究周报：合资和豪华品牌将受益广深限购放宽》2019-05-29
- 3、《汽车行业点评：限购政策放宽影响几何？》2019-05-29



风险提示：乘用车销量低于预期；原材料价格上涨；政策不及预期。

行业重点公司跟踪

证券 简称	EPS(元)			PE			PB	投资 评级
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
上汽集团	3.08	3.12	3.29	8.63	8.52	8.08	1.33	推荐
广汽集团	1.07	1.15	1.29	10.96	10.2	9.09	1.51	推荐
比亚迪	1.02	1.25	1.57	48.43	39.52	31.46	2.56	推荐
长安汽车	0.14	0.2	1.35	52.07	36.45	5.40	0.79	推荐
星宇股份	2.21	2.91	3.65	26.38	20.01	15.97	3.69	推荐
潍柴动力	1.08	1.21	1.33	10.59	9.45	8.60	2.15	推荐
均胜电子	1.39	1.45	1.74	15.62	14.97	12.48	1.63	推荐
德赛西威	0.76	0.82	0.97	30.07	27.87	23.56	3.22	推荐

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 汽车行业有望 Q3 触底.....	5
2. 乘用车：静待下游需求复苏.....	9
2.1 多因素致下游需求萎缩.....	9
2.2 乘用车板块业绩承压.....	12
2.3 下游需求复苏在即.....	15
2.4 乘用车板块何时配置？.....	17
2.5 标的选择：日德在先 自主在后.....	17
3. 商用货车：行业高景气有望延续.....	27
4. 零部件：优质公司快速成长.....	30
4.1 零部件业绩下滑收窄.....	30
4.2 新形势下零部件板块投资主线.....	33
5. 投资策略.....	33
6. 风险提示.....	34

图表目录

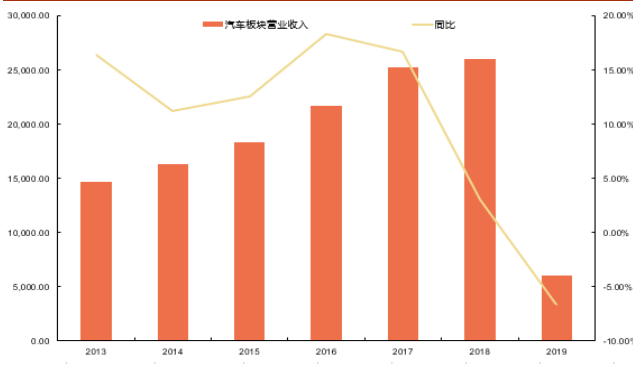
图 1： 汽车板块营业收入及增速(亿元).....	5
图 2： 汽车板块归母净利润及增速(亿元).....	5
图 3： 19Q1 长安、华域、长城归母净利润情况.....	5
图 4： 汽车板块营业收入季度增速.....	6
图 5： 汽车板块归母净利润季度增速.....	6
图 6： 汽车销量增速.....	6
图 7： 2018 年乘用车价格变化.....	7
图 8： 厂家库存变化(万辆).....	7
图 9： 渠道库存变化(万辆).....	7
图 10： 厂家与渠道合计库存变化情况(万辆).....	7
图 11： 汽车行业毛利率.....	8
图 12： 汽车行业净利率.....	8
图 13： 2018 年各子行业营收和归母净利润增速.....	9
图 14： 2019Q1 年各子行业营收和归母净利润增速.....	9
图 15： 房地产和汽车周期变化关系.....	10
图 16： 17-18 年三四五线城市销售面积增速.....	10
图 17： 低线城市乘用车销量增速变化.....	10
图 18： 2018 年各线城市乘用车销量增速.....	11
图 19： 2019Q1 各线城市乘用车销量占比.....	11
图 20： 乘用车营业收入及增速(亿元).....	12
图 21： 乘用车季度营收增速.....	12
图 22： 乘用车归母净利润及增速(亿元).....	13
图 23： 乘用车归母净利润季度增速.....	13
图 24： 2019Q1 各车企对板块归母净利润影响权重.....	13
图 25： 乘用车板块毛利率和净利率.....	13
图 26： 乘用车板块期间费用率.....	14
图 27： 乘用车消费结构变化趋势.....	15

图 28: 汽车平均使用年限	16
图 29: 乘用车板块 PE 和 PB 变化	16
图 30: M2 增速与乘用车销量增速正相关	17
图 31: 乘用车销量及增速(万辆)	18
图 32: 2009-2013 大小排量乘用车销量增速	18
图 33: 2014-2019 大小排量乘用车销量增速	19
图 34: 各系乘用车销量增速	20
图 35: 各系乘用车销量相对增速	20
图 36: 2016 年自主品牌各排量车型销量分析	21
图 37: 2017 年自主品牌各排量车型销量分析	21
图 38: 2016 年自主品牌车型款数	21
图 39: 2017 年自主品牌车型款数	21
图 40: 日系品牌乘用车市场份额	22
图 41: 2016 年日系车销量分析	23
图 42: 2017 年日系车销量分析	23
图 43: 2016 年日系车型分布	23
图 44: 2017 年日系车型分布	23
图 45: 2016 年德系车销量分析	24
图 46: 2017 年德系车销量分析	24
图 47: 2016 年德系车各排量款数分析	25
图 48: 2017 年德系车各排量款数分析	25
图 49: 德系乘用车市场份额	25
图 50: 2016 年美系销量分析	26
图 51: 2017 年美系销量分析	26
图 52: 2016 年美系车型款数分析	26
图 53: 2016 年美系车型款数分析	26
图 54: 美系乘用车市场份额	26
图 55: 商用货车板块营业收入及增速(亿元)	28
图 56: 商用货车板块归母净利润及增速(亿元)	28
图 57: 重卡行业毛利率变化	28
图 58: 重卡行业净利率变化	28
图 59: 重卡销量及增速(万辆)	29
图 60: 重卡保有量	29
图 61: 零部件营业收入及增速(亿元)	30
图 62: 零部件营收季度增速	30
图 63: 零部件归母净利润及增速(亿元)	30
图 64: 零部件归母净利润季度增速	30
图 65: 汽车零部件板块样本归母净利润增长分布	31
图 66: 零部件板块毛利率和净利率	32
图 67: 零部件板块期间费用率	32
表 1: 乘用车企业 2019 年 Q1 业绩(亿元)	14

1. 汽车行业有望 Q3 触底

2018 年汽车行业销量首次负增长，板块业绩下滑，产业链上下游压力较大。我们选择汽车行业 164 家公司作为样本，2018 年营业收入和归母净利润增速分别为 2.61%、-25%；2019Q1 营业收入和归母净利润分别下滑 6.9%、-27.5%。Q1 归母净利润主要是由于长安汽车、长城汽车和华域汽车较 18Q1 下滑幅度较大，其余公司合计归母净利润同比下滑 10.6%。

图1：汽车板块营业收入及增速(亿元)



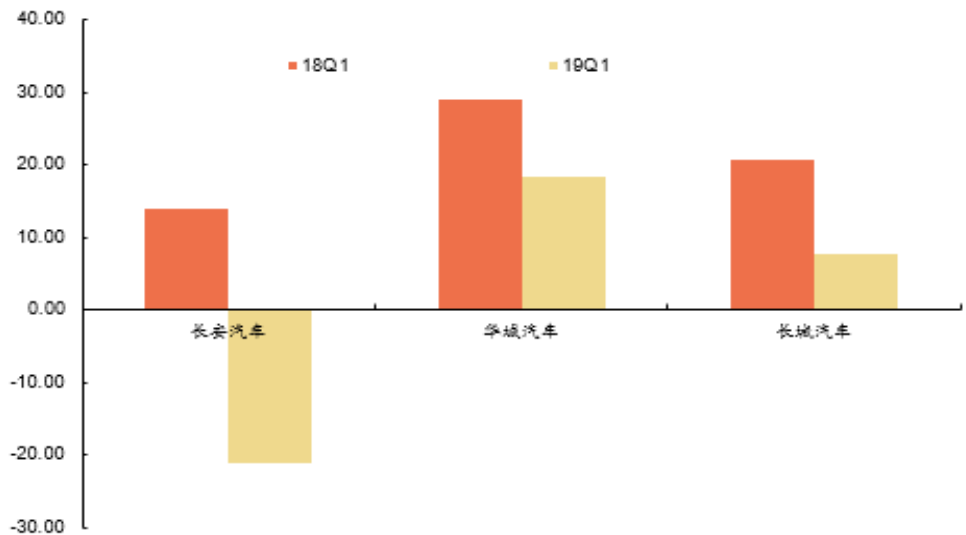
资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：汽车板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：19Q1 长安、华域、长城归母净利润情况



资料来源：公司公告，申港证券研究所

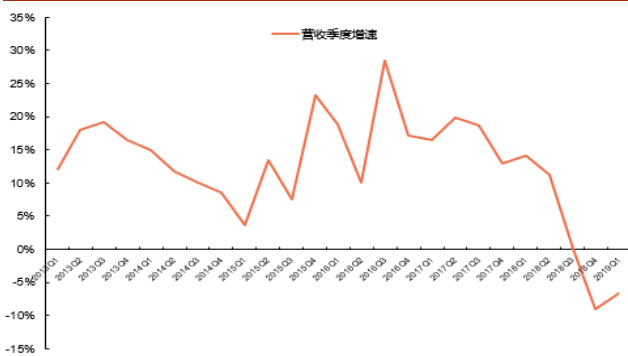
18Q4 行业盈利大幅下滑。分季度来看，2018Q4-2019Q1 板块营业收入分别同比下滑 9.6%、6.9%，与销量增速保持相同趋势，车企会根据终端销量及时调整产量，零部件企业周度订单数量相应得到调整，整个产业链营收会随着销量增减及时发生变动。但 2018Q4 板块归母净利润同比减少 74.7%，远远低于同期汽车销量增速。我们认为主要原因有两方面：

- ◆ Q3 销量增速为-6.5%，10 月份开始销量下滑幅度增大，Q4 同比下滑 12.3%，为了完成年度销量目标，终端折扣力度加大，单车价格从第三季度的 14.4 万元下降到 13.9 万元，同比下降 3.2%，量与价双双下滑叠加效应导致车企和经销商盈利能力下降；
- ◆ 下游压力传递到上游，整车厂提高上游供应商的年降，Q4 零部件公司毛利率和净利率分别下降 0.9 和 1 个百分点，行业盈利能力下降。

2019Q1 归母净利润同比下滑 27.5%，较去年 Q4 有所好转，我们认为主要有以下两方面原因：

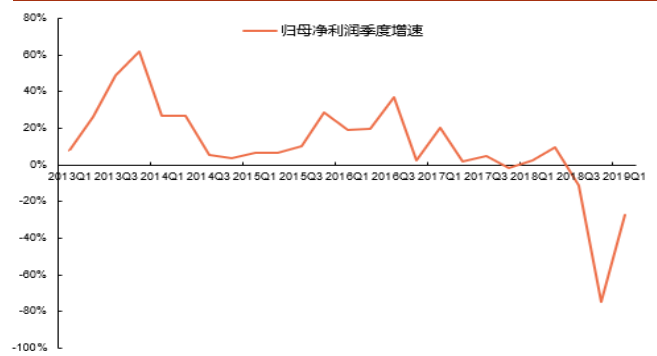
- ◆ 零部件板块盈利恢复，归母净利润下滑幅度收窄至-10.76%。主要原因是 18Q4-19Q1 整车厂和经销商主动去库存，Q1 月度平均库存数量较去年 Q4 下降 40%，库存压力缓解，汽车零部件板块年降压力减小。
- ◆ 一季度商用车利润恢复带动整体利润下滑收窄，福田汽车、江铃汽车扭亏为盈，其中福田汽车 18Q4 亏损 18.9 亿，19Q1 归母净利润为 0.8 亿。

图4：汽车板块营业收入季度增速



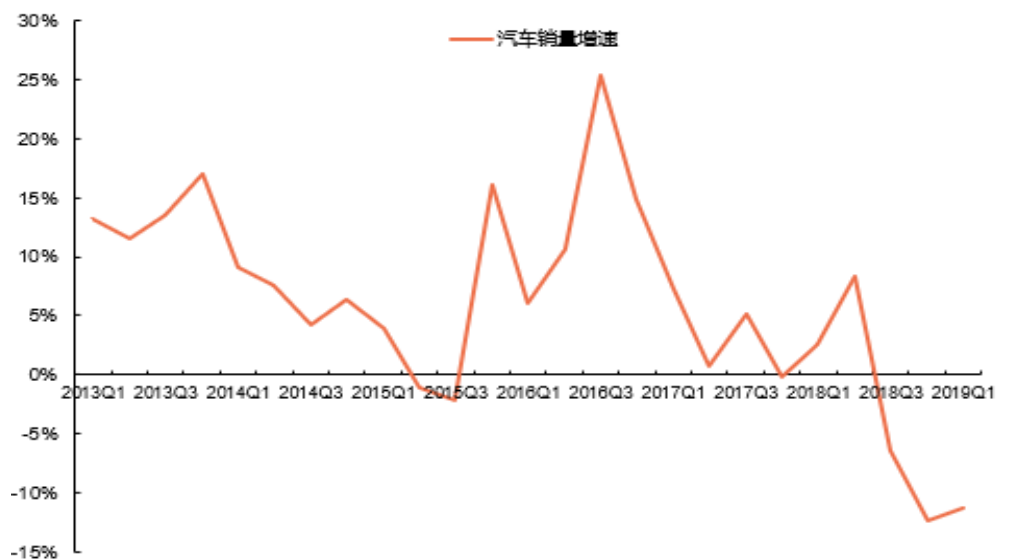
资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：汽车板块归母净利润季度增速



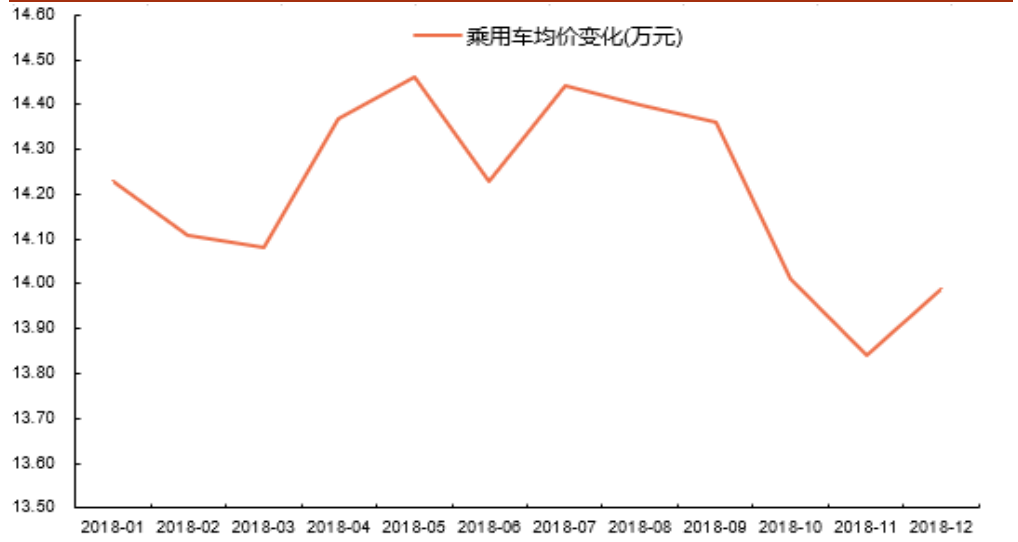
资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：汽车销量增速



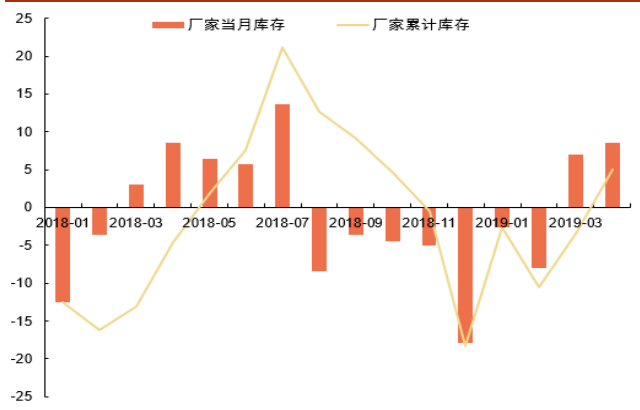
资料来源：Wind，申港证券研究所

图7: 2018年乘用车价格变化



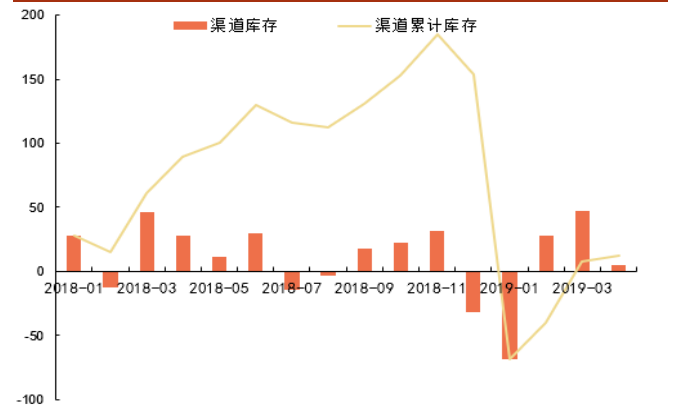
资料来源: 乘联会, 申港证券研究所

图8: 厂家库存变化(万辆)



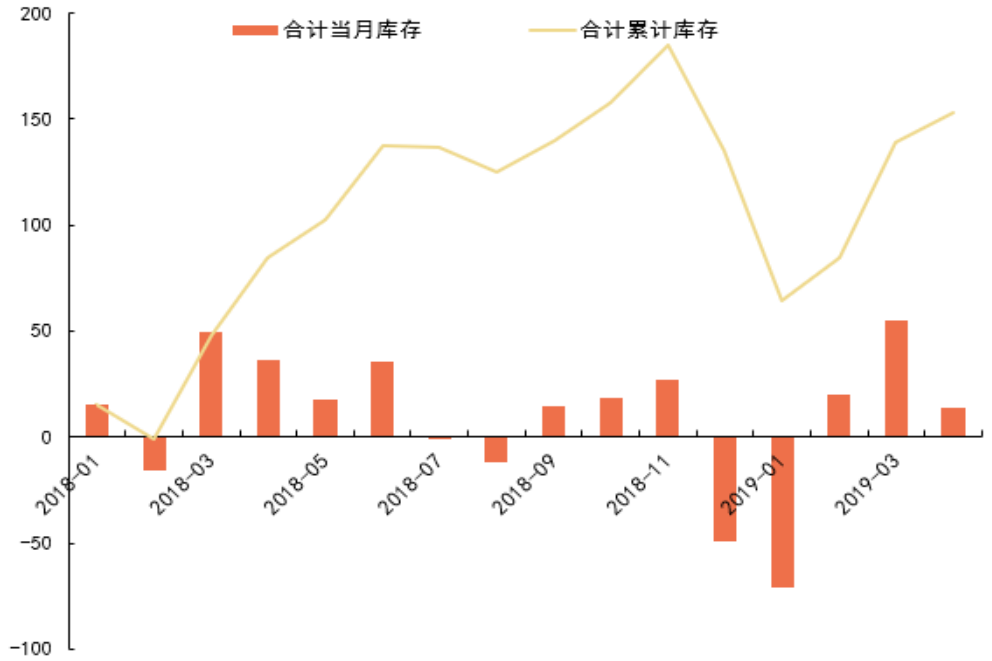
资料来源: 乘联会, 申港证券研究所

图9: 渠道库存变化(万辆)



资料来源: 乘联会, 交强险, 申港证券研究所

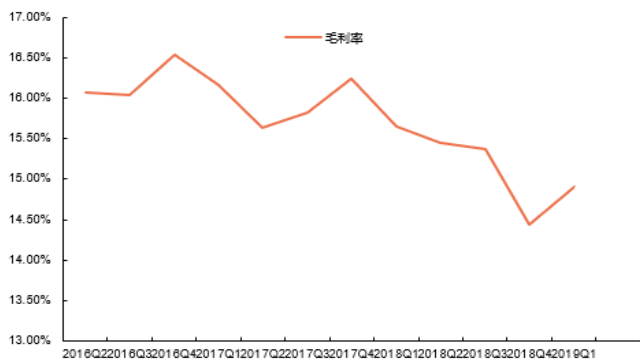
图10: 厂家与渠道合计库存变化情况(万辆)



资料来源: 乘联会, 交强险, 申港证券研究所

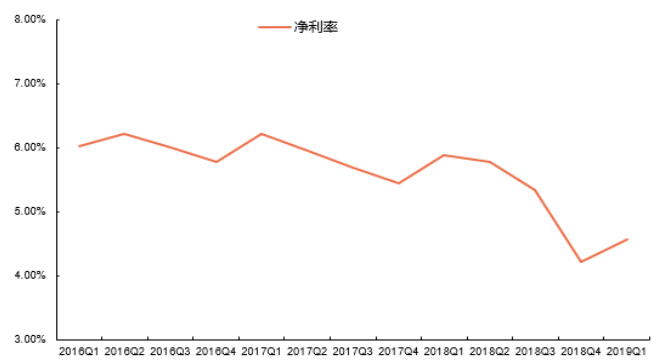
2019Q1 行业净利率环比上升 0.36 个百分点。汽车行业样本公司 19Q1 毛利率为 14.8%，同比下跌 0.8 个百分点，但环比上升 0.5 个百分点；期间费用率环比下降 1.15 个百分点；Q1 净利率为 4.57%，环比改善 0.36 个百分点。在乘用车板块下行的背景下，我们认为行业毛利率和净利率改善主要得益于库存降低，零部件板块年降幅度降低，零部件企业的毛利率和净利率得到提升；以及重卡板块一季度业绩大幅改善。

图11: 汽车行业毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 汽车行业净利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

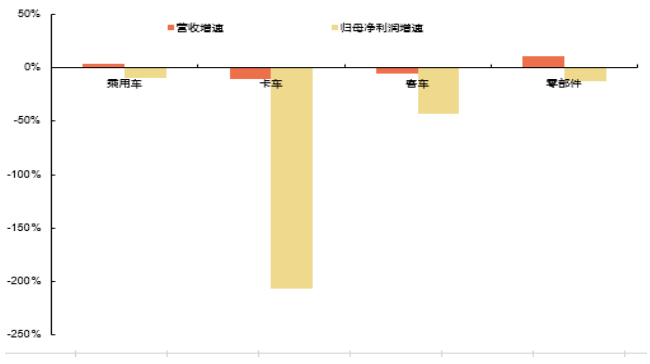
我们将选取的样本公司划分为 4 个子行业，并对乘用车、卡车、客车、零部件行业的业绩进行分析。

18 年子行业业绩全线下滑。2018 年乘用车、卡车、客车和零部件行业营收增速分别为 3.76%、-10.5%、-5.41%和 10.64%；归母净利润增速分别为-9.63%、-206.5%、-42.7%和-12.7%。

- ◆ 乘用车和客车板块业绩下滑主要是由于乘用车和客车销量分别下滑 4.1%、7.98%；
- ◆ 卡车板块业绩下滑主要是由于江铃汽车、福田汽车归母净利润分别同比减少 6 亿、36.7 亿。
- ◆ 零部件板块业绩下滑主要是由于下游订单数量减少和年降增加两方面原因。

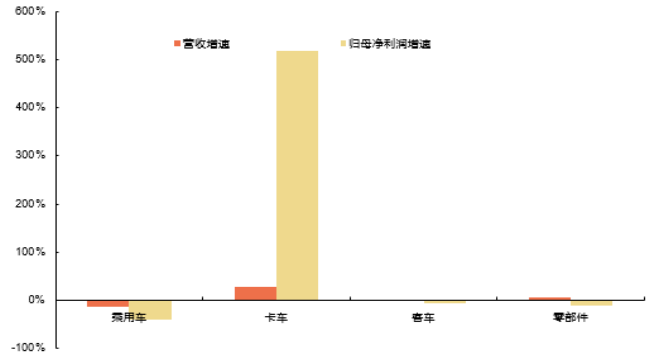
19Q1 卡车业绩改善。19 年一季度，乘用车、客车和零部件板块归母净利润增速分别为-41.53%、-6.24%和-10.76%，而卡车受基建拉动，营收和归母净利润分别同比增长 27.93%、518.9%，板块盈利大幅改善主要受福田汽车影响。

图 13: 2018 年各子行业营收和归母净利润增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图 14: 2019Q1 年各子行业营收和归母净利润增速



资料来源：申港证券研究所

行业 Q3 有望触底。当前行业盈利能力主要受到乘用车销量下滑影响，虽然 Q1 乘用车销量仍未回暖，但经过 18Q4-19Q1 整车厂适当控制排产，经销商经过降价促销，行业库存较去年 Q4 下降 40%，终端售价已经止跌企稳。考虑到汽车下游需求周期性复苏，我们认为乘用车销量下滑幅度将逐月收窄，预计 Q3 同比持平，Q4 实现正增长，板块业绩和估值将得到修复。

2. 乘用车：静待下游需求复苏

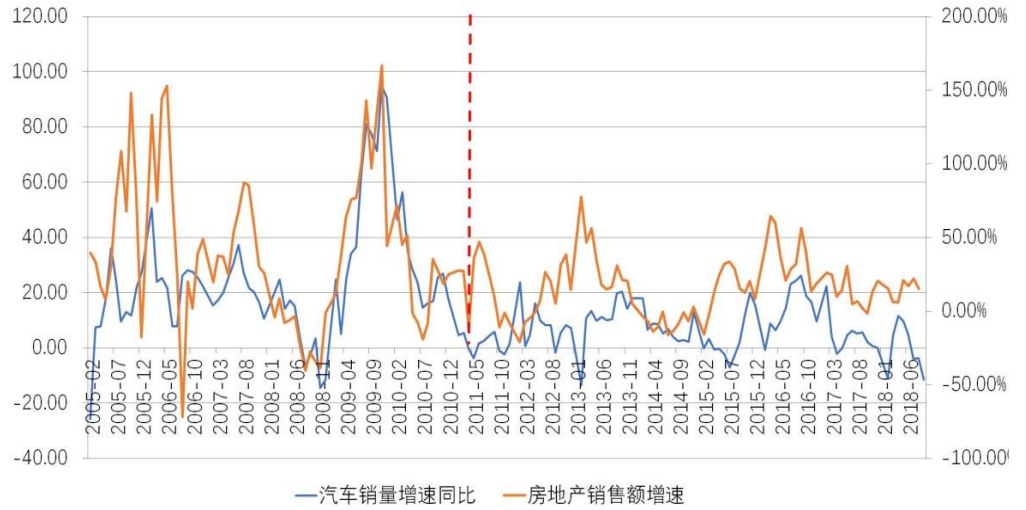
2.1 多因素致下游需求萎缩

乘用车作为可选消费品，行业周期的是由于供需关系的变位，据不完全统计国内汽车产能可达 5000 万辆/年，供给充足因此对汽车行业而言，研究下游需求更有意义。考虑到国内经济发展不均衡，我们按照最新城市划分标准来分类全国 338 个城市，2018 年一线城市和新一线销量同比增长 2%，而三四五线城市出现不同程度下滑。我们认为低线城市销量下滑的原因主要有：

- ◆ 房地产对汽车消费挤出效应。对比房地产销售额增速和汽车销量增速可以看出，房地产消费与汽车消费二者关系在 2011 年之前保持同周期，但 2011 年后房地产对汽车形成挤压效应。进一步分析，2017-2018H1 三四五线城市房地产销售面积增速为 18%-40%，保持在较高的增长水平，同期三线及以下城市居民乘用车需求增速由 2016 年的 16% 降到 2017 年 1%，2018 年-6.6%；

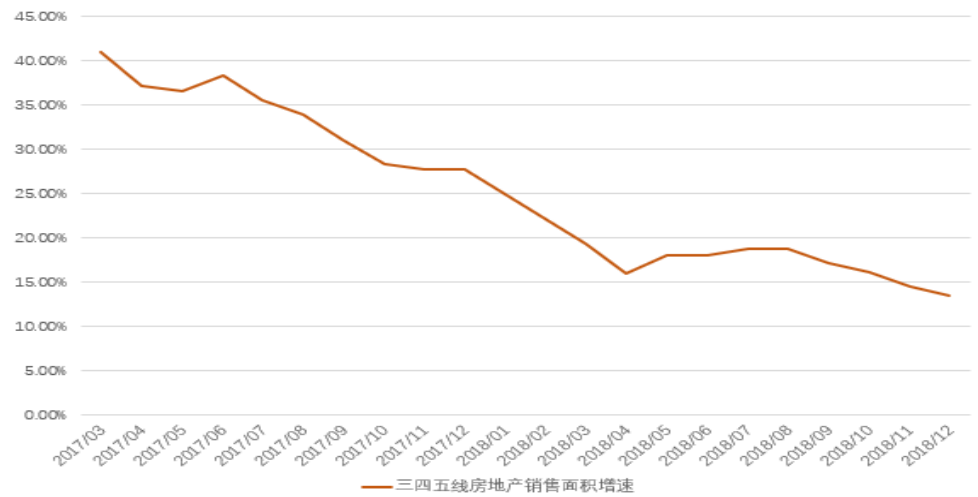
- ◆ 2018 宏观经济增速放缓，尤其是对处于三四五线城市的民营企业影响较大，导致消费预期受到抑制；
- ◆ 2015-2017 年购置税优惠政策影响，造成小排量乘用车需求被透支。

图 15: 房地产和汽车周期变化关系



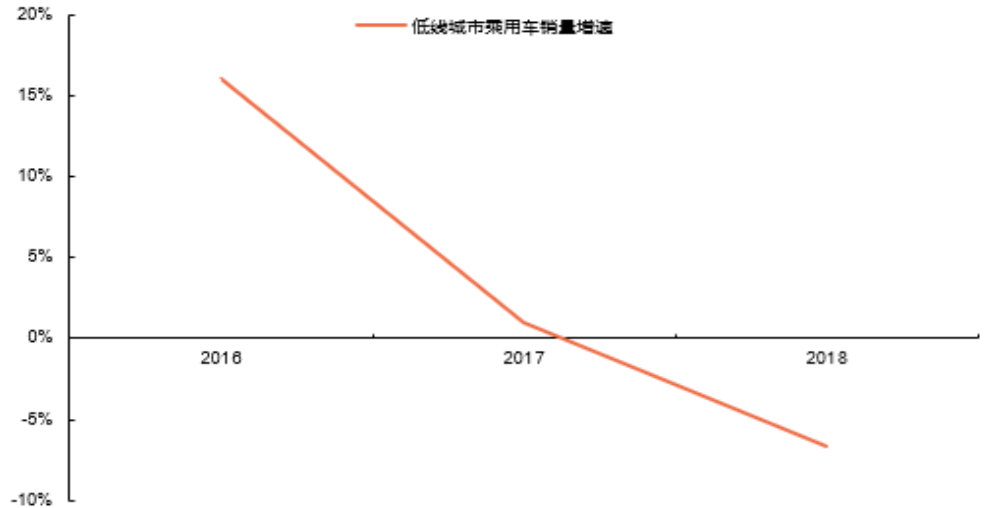
资料来源：国家统计局，中汽协，申港证券研究所

图 16: 17-18 年三四五线房地产销售面积增速



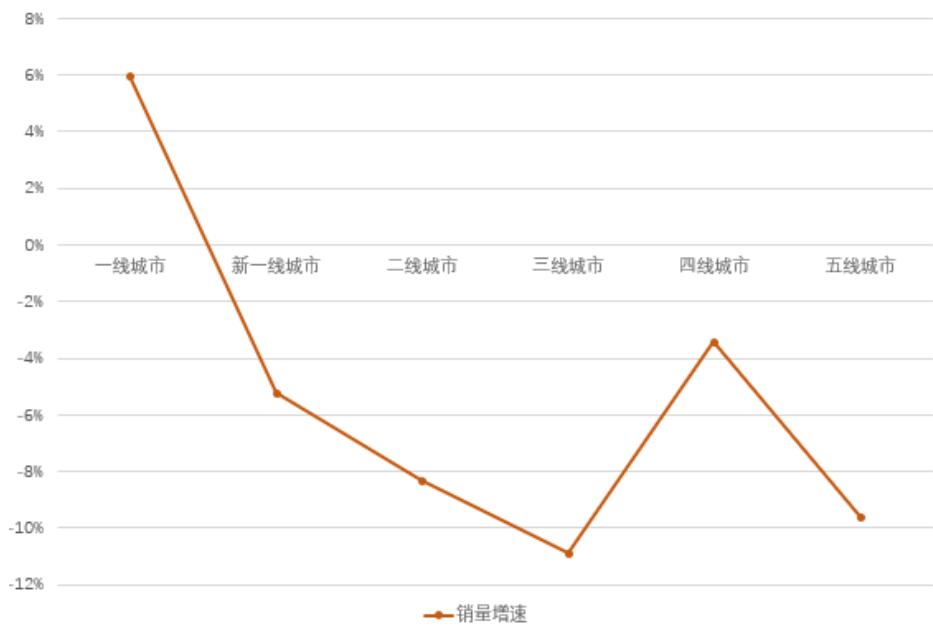
资料来源：国家统计局，申港证券研究所

图 17: 低线城市乘用车销量增速变化



资料来源：交强险，申港证券研究所

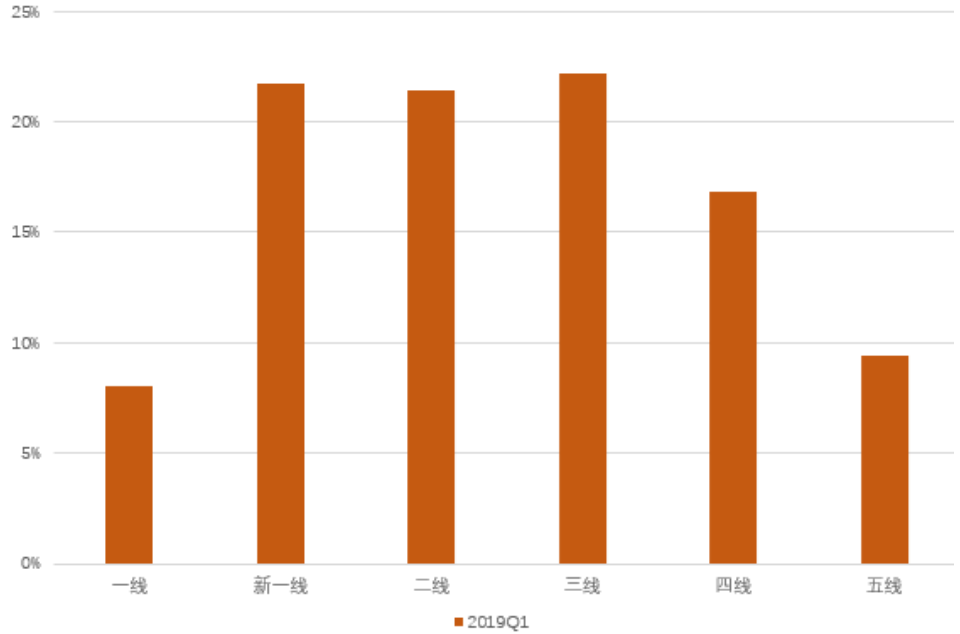
图 18：2018 年各级城市乘用车销量增速



资料来源：交强险，申港证券研究所

19Q1 乘用车销量同比下滑 13.7%，终端需求仍未回暖。经过我们的分析，一线和新一线城市销量占比约为 30%，其余低线城市销量占 70%，我们认为低线城市受房地产影响，乘用车消费需求还未回暖。

图 19：2019Q1 各线城市乘用车销量占比



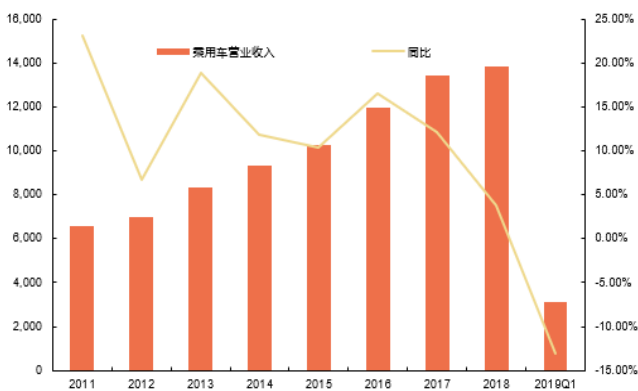
资料来源：乘联会，申港证券研究所

2.2 乘用车板块业绩承压

我们选取了 13 家乘用车上市公司为样本，从收入、利润和毛利率等角度分析板块业绩。

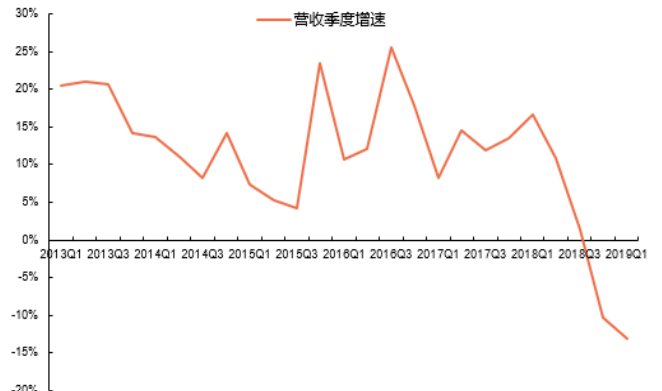
收入：18 年/19Q1 实现营业收入增速分别为 3.76%、-13.08%；扣除上汽后分别同比增长 3.3%，-7%。分季度看，19Q1 营收增速环比下滑 3 个百分点，主要是由于 Q1 销量下滑导致，我们预计 Q2 板块的营收将触底，Q3 大概率同比转正。

图 20：乘用车营业收入及增速(亿元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图 21：乘用车季度营收增速



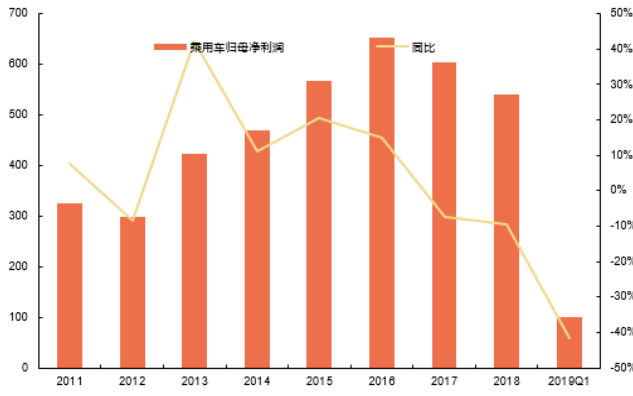
资料来源：Wind，申港证券研究所

利润：乘用车板块 18 年/19Q1 实现归母净利润分别同比下滑 10.9%、41.5%；扣除上汽后归母净利润增速分别为-31.3%、-74.9%。Q1 归母净利润大幅度下滑，主要是由于长安、上汽、长城和广汽归母净利润较去年同期下滑所致。其中长安汽车影响最大，影响权重达到 48.3%，其业绩大幅下滑的主要是由于以往贡献 85%以上净利润的长安福特销量减少所致，随着福特新周期和林肯国产化，长安福特销量有

望回升，公司业绩触底反弹。其他三家企业上汽集团、长城汽车、广汽集团权重分别为 20.2%、18.1%和 15.3%。

19Q1 主流车企中，只有比亚迪净利润同比增长 631.9%，其余均出现下滑，部分企业处于亏损状态，板块业绩承压。

图 22：乘用车归母净利润及增速(亿元)



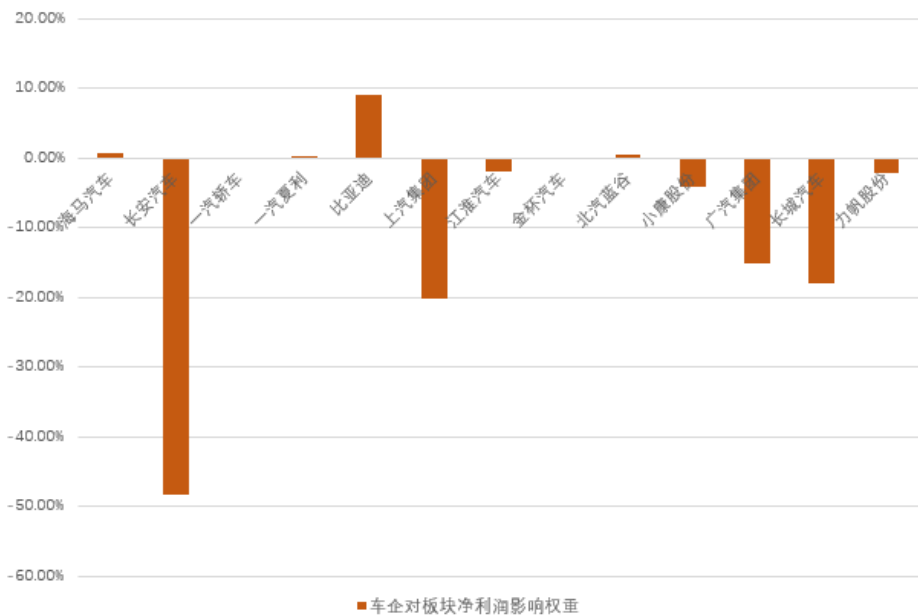
资料来源：Wind，申港证券研究所

图 23：乘用车归母净利润季度增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

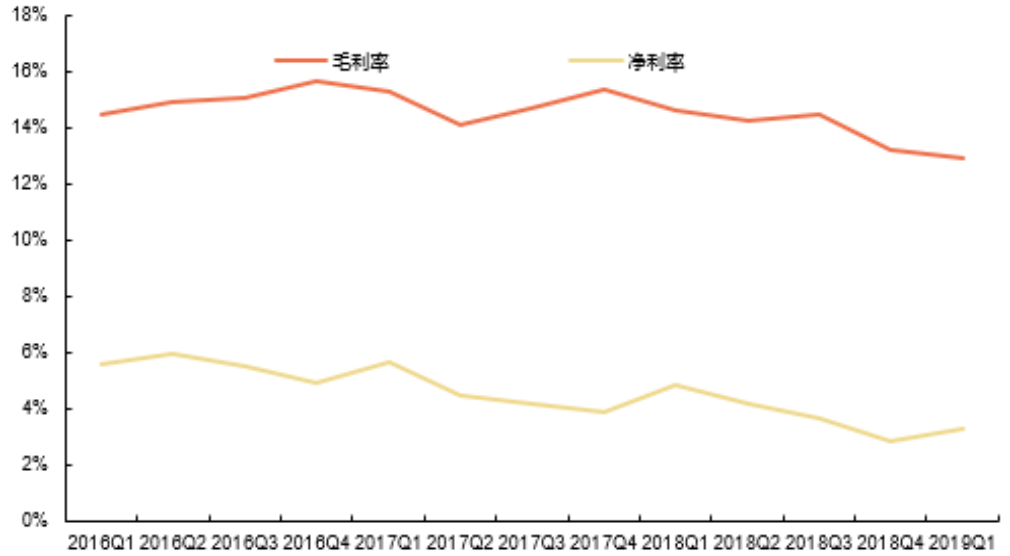
图 24：2019Q1 各车企对板块归母净利润影响权重



资料来源：Wind，申港证券研究所

毛利率和净利率：19Q1 乘用车板块毛利率为 12.96%，同比下滑 1.68 个百分点，环比下滑 0.26 个百分点，我们认为毛利率下滑的原因主要是终端折扣和销售返利导致。而同期乘用车板块净利率为 3.28%，同比下滑 1.58 个百分点，环比上升 0.41 个百分点，剔除商誉影响后，环比上升 0.31 个百分点。经过分析发现，19Q1 板块净利率上升的主要原因是由于广汽 Q1 净利率环比改善所致，受益于日系车销量高增长，其利润环比增加 17.4 亿。

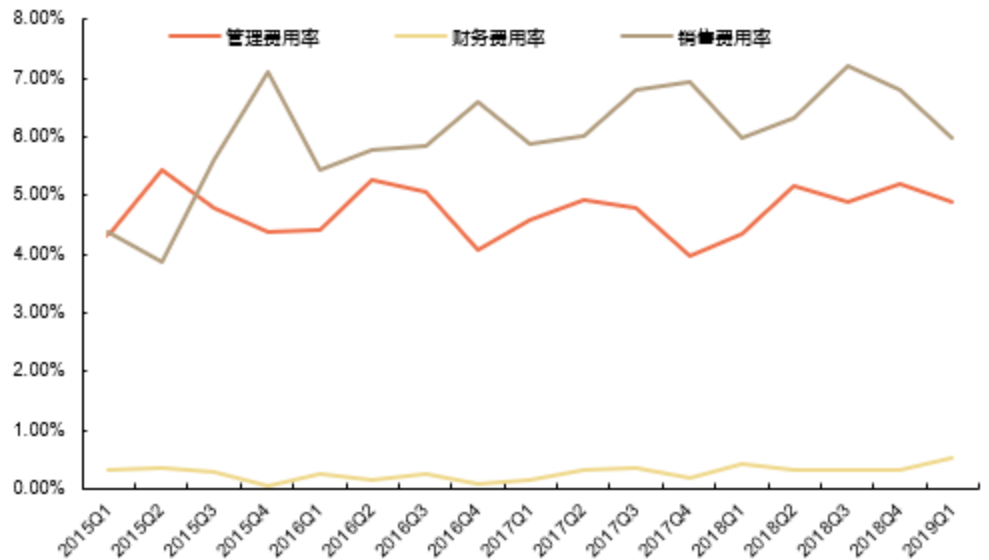
图 25：乘用车板块毛利率和净利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

期间费用率：19Q1 乘用车板块期间费用率为 11.41%，同比上升 0.67 个百分点，环比下降 0.89 个百分点。其中销售费用率同比持平，环比下降 0.81 个百分点，我们认为销售费用下降的主要原因是整车厂对经销商销售补贴减少，其中上汽集团销售费用下降对板块贡献达到 70.5%。管理费用率同比上升 0.55 个百分点，环比下降 0.3 个百分点；财务费用率同比增加 0.12 个百分点，主要受比亚迪的财务费用影响，扣除比亚迪财务费用后，同比下滑 0.02 个百分点。

图 26：乘用车板块期间费用率



资料来源：Wind，申港证券研究所

表 1：乘用车企业 2019 年 Q1 业绩(亿元)

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2018Q1	2019Q1	同比	2018Q1	2019Q1	同比	2018Q1	2019Q1	同比
上汽集团	2348.5	1960.2	-16.54%	97.1	82.5	-15.00%	88.27	76.04	-13.86%
比亚迪	247.4	303	22.5%	1.0	7.5	631.94%	-3.29	4.12	225.40%

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2018Q1	2019Q1	同比	2018Q1	2019Q1	同比	2018Q1	2019Q1	
长城汽车	262.3	220.9	-15.80%	20.8	7.7	-62.84%	21.25	6.43	-69.72%
广汽集团	192.0	142.6	-25.74%	38.8	27.8	-28.40%	38.02	22.10	-41.87%
长安汽车	200.1	160.1	-20.00%	13.9	-21.0	-250.62%	8.97	-21.61	-341%
江淮汽车	128.6	146.3	13.76%	2.1	0.6	-69.13%	-1.55	-0.34	77.95%
一汽轿车	71.5	46.9	-34.39%	0.5	0.4	-26.20%	0.44	0.32	-27.61%
小康股份	62.6	47.3	-24.33%	2.2	-0.8	-137.01%	1.55	-0.90	-158.21%
力帆股份	32.6	22.5	-31.07%	0.6	-1.0	-257.56%	0.75	-0.91	-222.2%
海马汽车	16.2	7.1	-56.09%	-0.9	-0.4	-49.09%	-0.92	-1.30	40.95%
金杯汽车	13.7	14.6	6.36%	0.2	0.2	-6.02%	-0.29	0.17	-158.22%
一汽夏利	3.8	1.3	-64.06%	-2.2	-2.0	-10.75%	-2.23	-2.29	2.65%

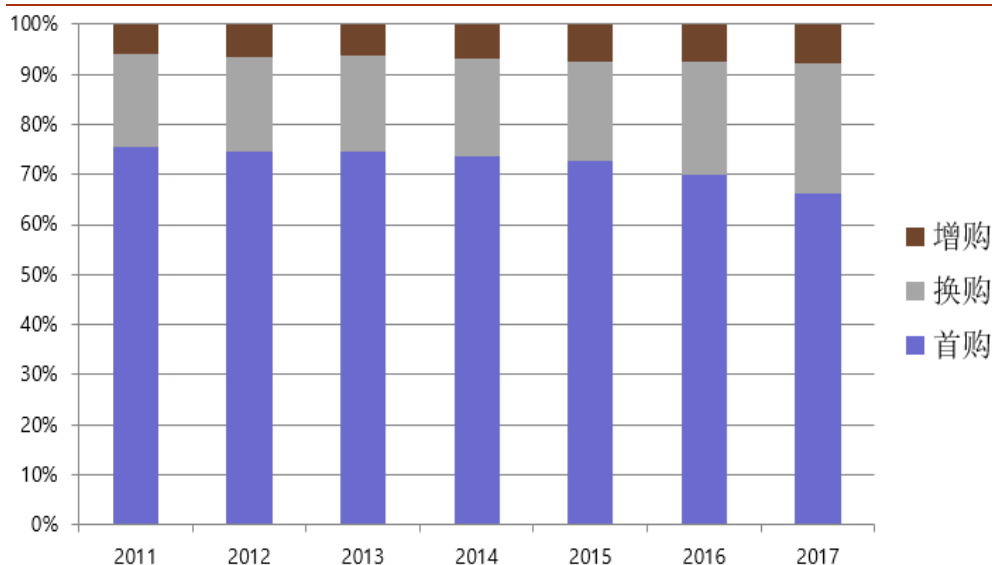
资料来源：申港证券研究所

2.3 下游需求复苏在即

通过分析乘用车下游需求影响因素，我们认为 2019Q3 行业有望迎来复苏时点。主要原因有以下三点：

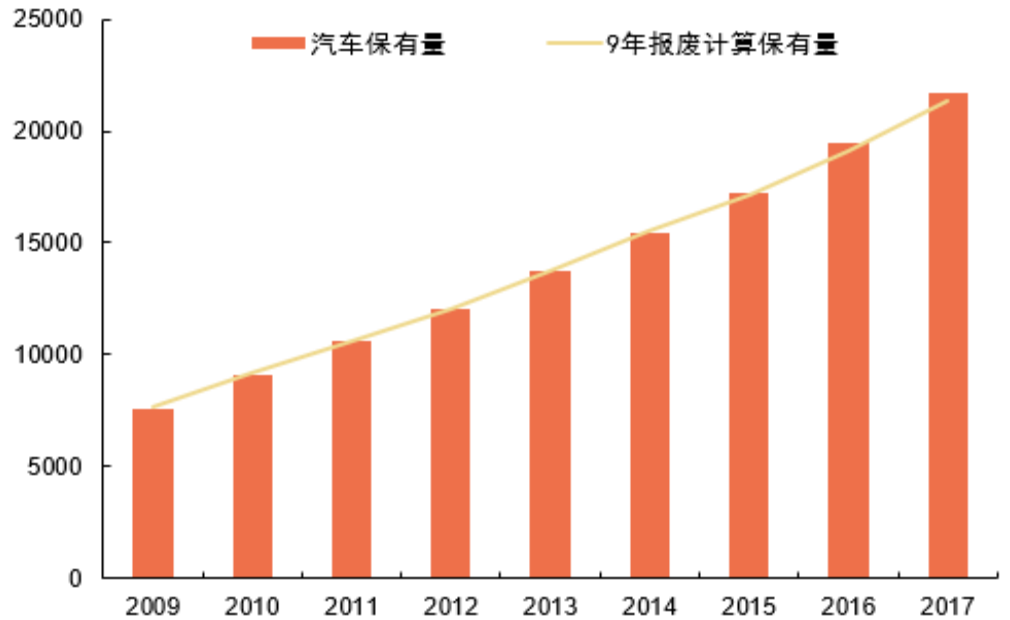
- ◆ 低线城市房地产处于下行周期，双职工家庭公积金可覆盖房贷，居民财富积累对乘用车消费具有正向促进作用。通过分析房地产销售额增速和汽车销量增速之间的关系，可以看出汽车需求复苏时点滞后房地产周期 12-15 个月。
- ◆ 09-10 年购车的换车周期已经到来。经过测算，汽车平均使用年限为 9 年，在 09-10 年购车的消费者，将在 19 年释放换车需求。
- ◆ 国六排放新标准实施在即，各大整车厂目前正低价处理国五车辆，待国六实施后，有望促进新车的销售。

图 27：乘用车消费结构变化趋势



资料来源：乘联会，申港证券研究所

图28：汽车平均使用年限



资料来源：Wind，申港证券研究所

政府相关部门正在研究刺激汽车消费相关政策，若相关政策落地，行业拐点有望提前。年初至今乘用车板块估值有所修复，行业 PE TTM 为 15.25 倍，接近历史中位水平。但行业 PB 为 1.28 倍，处于近 5 年来历史低位。

图29：乘用车板块 PE 和 PB 变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4 乘用车板块何时配置？

目前市场对于汽车行业的触底反弹十分期待，投资者对时点的把握仍不确定，因此更倾向于右侧交易。一旦销量出现好转，可能会大量配置。

同时，汽车行业的早周期性质已经得到了市场的认同，这种情况下会导致汽车板块有可能优于其他板块的表现。

我们认为乘用车行业配置的时点关键在于销量改善，因此判断销量何时出现改善，找出先行指标尤为重要。

我们对乘用车销量和相关宏观经济指标进行研究分析发现乘用车销量与 M2 正相关。进一步进行回归分析发现，M2 增速领先于乘用车销量增速 2 个月，二者 R² 达到 0.68。我们认为 M2 为乘用车行业先行指标，紧密跟踪 M2 有助于提前判断汽车行业拐点。

图 30: M2 增速与乘用车销量增速正相关



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.5 标的选择：日德在先 自主在后

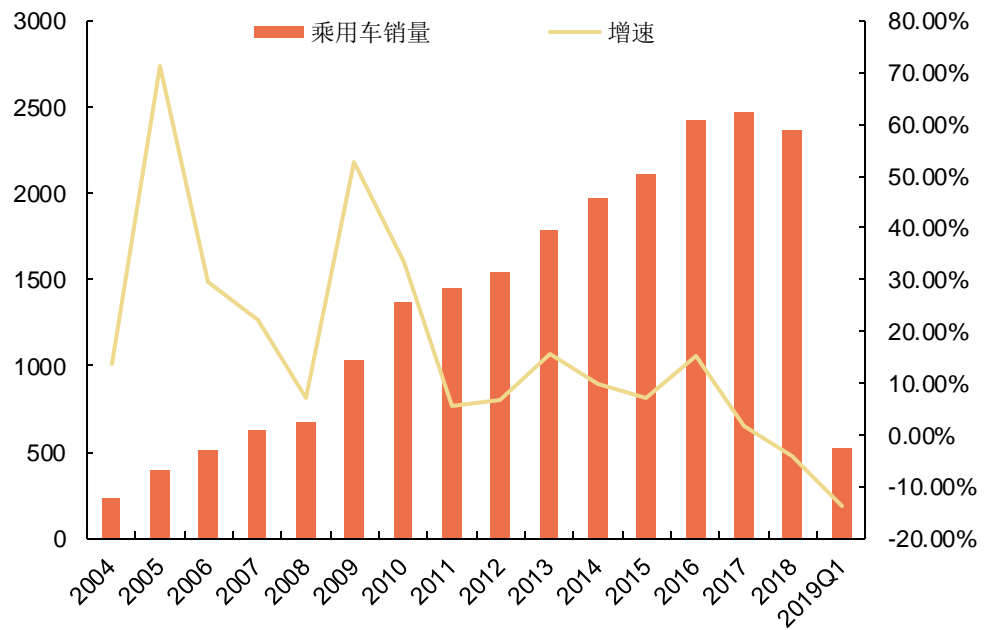
解决完何时配置乘用车板块，我们进一步研究优先配置何种标的。拉长周期看，乘用车近两次周期由政策决定：

- ◆ 2009-2010 年实施购置税优惠政策+汽车下乡+以旧换新，在多重政策刺激下，当年乘用车销量增长 52.88%，2010 年同比增长 33.29%。2011-2012 年受前期透支影响，销量增速分别为 5.5%和 6.8%。

- ◆ 2015-2017 年实施购置税优惠政策，其中 2015.10-2016.12 购置税为 5%，2017 年为 7.5%，2018 年恢复至 10%。购置税优惠政策再度出台使得 2015-2017 年乘用车销量分别同比增长 7.15%、15.08%和 1.86%。

我们认为两次购置税政策对乘用车行业销量提振明显，但可以看出刺激效果有所降低，第一轮政策效果更强。

图31：乘用车销量及增速(万辆)

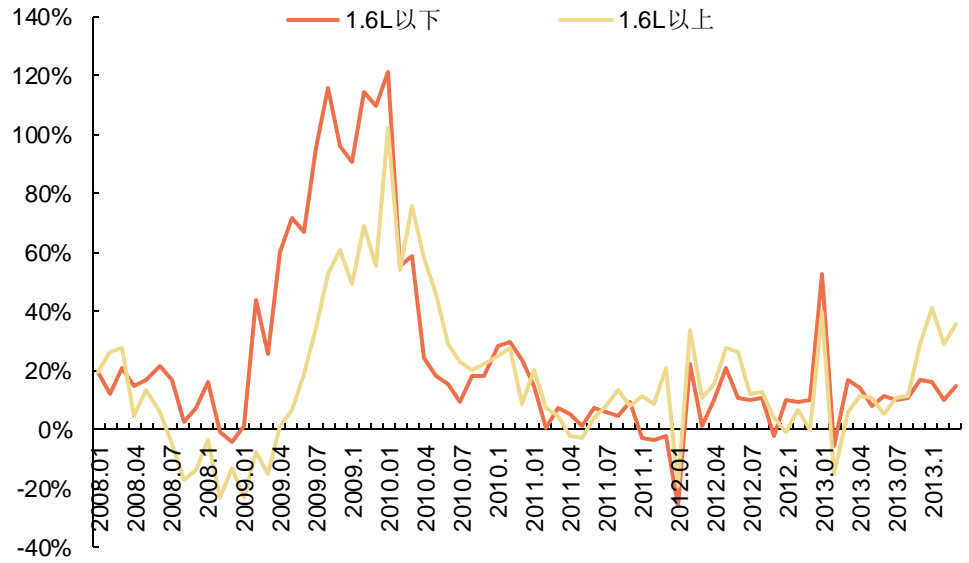


资料来源：乘联会，申港证券研究所

在刺激政策出台后，2009 年 1.6L 及以下排量乘用车销量同比增长 71.24%，1.6L 以上同比增长 22.74%；2010 年 1.6L 以下、1.6L 以上排量增速分别为 31.77%、36.75%。2011 年 1.6L 以下排量销量增速仅为 4%，1.6L 以上销量增速为 8.7%，小排量前期透支效应凸显，由于行业处于成长阶段，小排量和大排量均实现正增长。

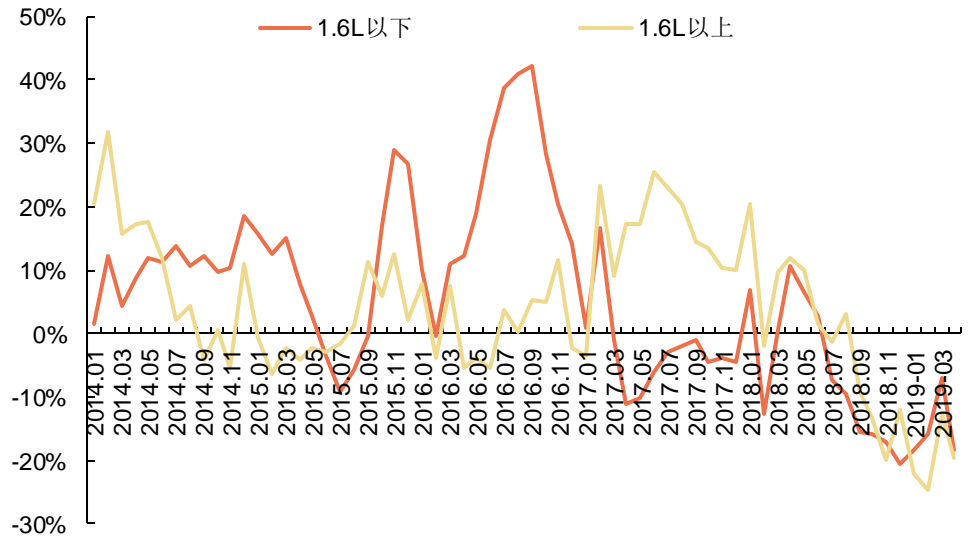
2015-2017 年刺激政策实施后，1.6L 以下乘用车销量增速分别为 10.1%、21.1%和 -2.84%，同期 1.6L 以上排量乘用车增速分别为 1.3%、2%和 14%。可以看出 2017 年虽然 1.6L 以下排量乘用车仍享受优惠政策，但销量已经同比负增长，前期透支效果明显。

图32：2009-2013 大小排量乘用车销量增速



资料来源：乘联会，申港证券研究所

图33：2014-2019 大小排量乘用车销量增速



资料来源：乘联会，申港证券研究所

为观察各品牌乘用车市场表现，将乘用车划分为自主品牌、日系、德系、美系、韩系、法系，其他品牌销量占比不足 1%，可忽略不计。从各品牌乘用车销量增速中，我们难以发现各品牌市场表现和差异。我们观察各品牌相对增速， $\text{相对增速} = \text{各系销量增速} - \text{乘用车整体增速}$ ，可以看出各系呈现出明显的差异化。

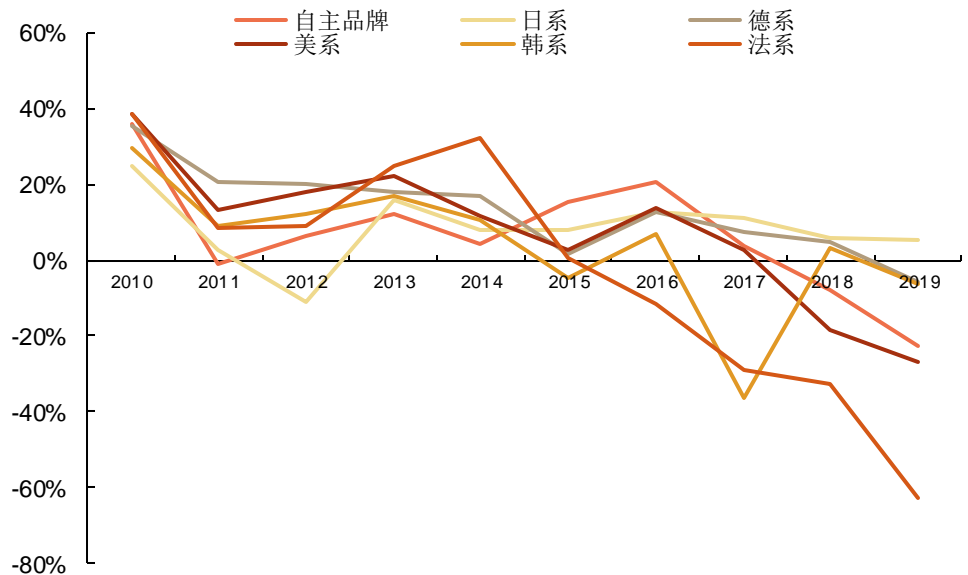
自主品牌：市场表现规律较为明显，2010-2019 年 1-4 月，其相对增速仅在 2010 年、2015-2017 年为正，其余 6 年均均为负。而相对增速为正的 4 年均均为小排量乘用车享受购置税优惠政策的年份，我们推断原因是自主品牌主要车型为 1.6L 以下小

排量车型，在购置税政策刺激的年份可以表现出超越行业整体的水平。

为验证上述观点，我们分析了 2016-2017 年自主品牌各排量销量占比和车型款数，1.6L 以下车型销量占比分别为 77.24%、76.47%，1.6L 以下车型款数占比分别为 65.7%、68.4%。由此可以看出自主品牌产品以低排量车型为主，因此，在实施购置税优惠政策的年份表现较好。

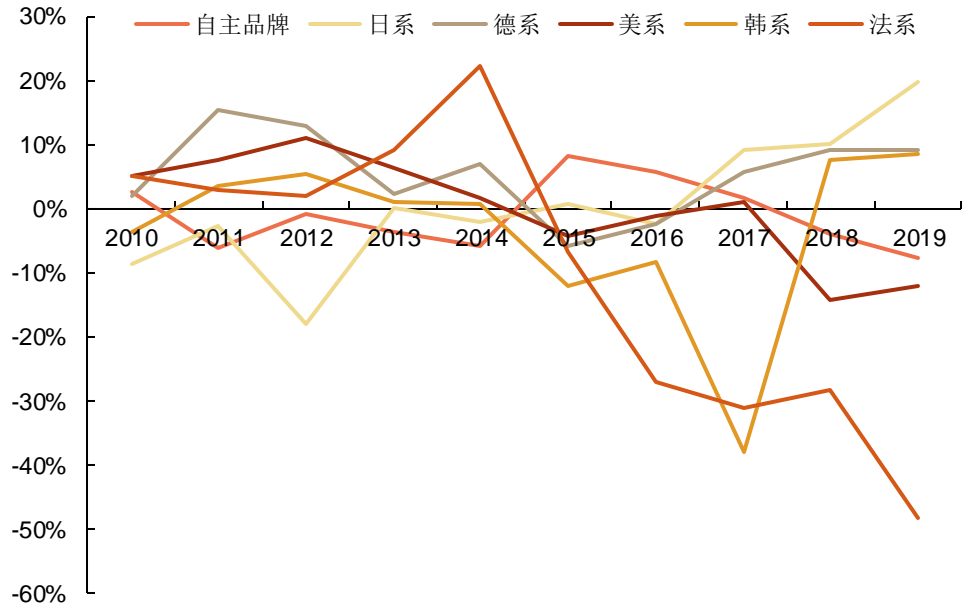
进一步分析 2016-2017 年数据发现，低排量乘用车销量占超过 70% 的省份主要为广西、贵州、河南、江西和山西等地，而沿海省份和发达地区如浙江、江苏、重庆等地占比在 50%-65% 之间，北京低排量占比仅为 31%-45%。由此，我们认为，小排量自主品牌乘用车主要销往三四五线城市，未来三四五线城市销量回暖时，将带动自主品牌销量提升。

图34：各系乘用车销量增速



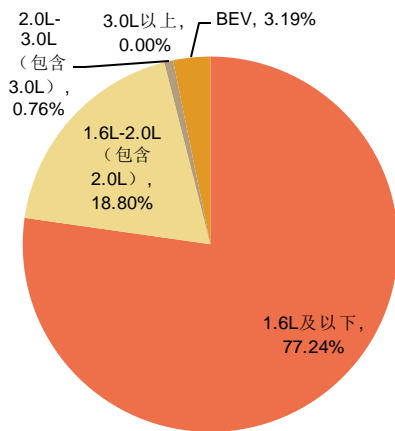
资料来源：乘联会，申港证券研究所

图35：各系乘用车销量相对增速



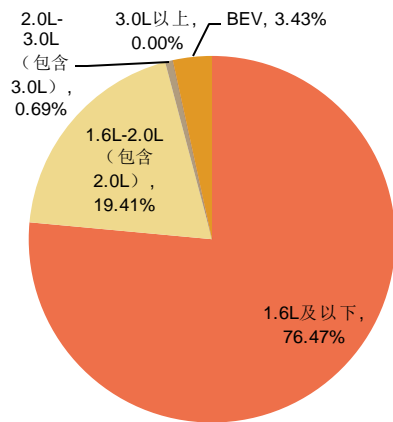
资料来源：乘联会，申港证券研究所

图36: 2016年自主品牌各排量车型销量分析



资料来源：交强险，申港证券研究所

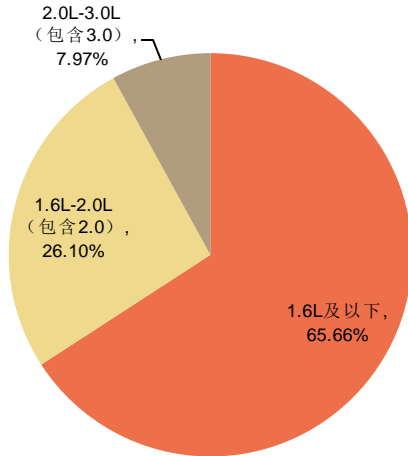
图37: 2017年自主品牌各排量车型销量分析



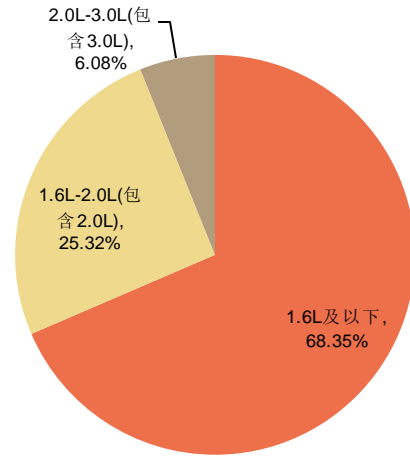
资料来源：交强险，申港证券研究所

图38: 2016年自主品牌车型款数

图39: 2017年自主品牌车型款数



资料来源：交强险，申港证券研究所



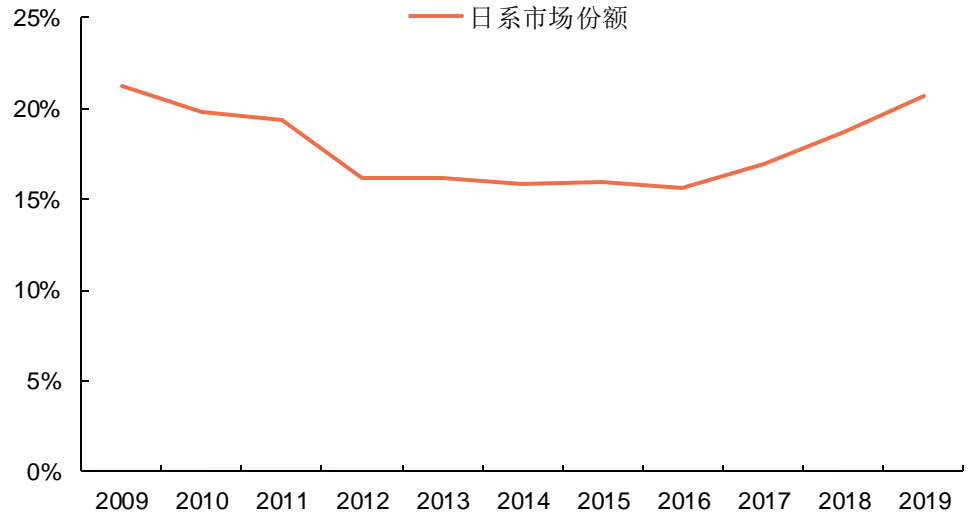
资料来源：交强险，申港证券研究所

日系品牌：日系乘用车销量一直比较稳定，2012年受特殊事件影响，销量下滑11%，市场份额由19.36%下滑至16.12%，相对增速为-17.87%。其他年份销量稳定增长。2016-2019.04销量增速保持在5%-12.7%，相对增速分别为-2.38%、9%、9.93%和19.83%。我们认为日系车销量稳定增长主要原因有以下三点：

- ◆ 日系车油耗较低，操控性能优良，做工精细，综合性能较好；
- ◆ 各排量车型销量占比合理，2016-2017年1.6L及以下车型销量占比分别为48%、48.6%，受政策等因素影响幅度较小；
- ◆ 各排量车型数量分布均匀，产品线完善，无明显短板。可以看出日系车1.6L及以下、1.6L-2.0L，2.0-3.0L以及3.0L以上车型款数占比差别不大，产品系列完善，针对不同需求消费者均可提供足够的选择。

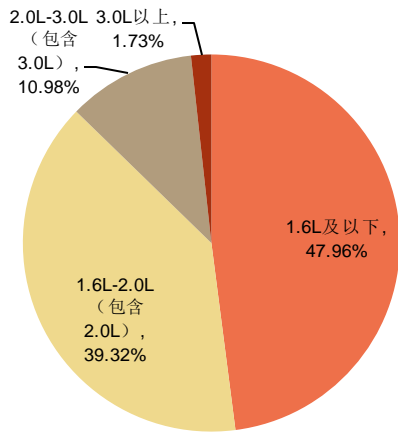
结论：我们认为日系车产品线完善，综合性能好，2013年至今，销量保持稳定增长，在行业下行阶段，展现出超越市场整体水平，相关企业可实现超额收益。

图40：日系品牌乘用车市场份额



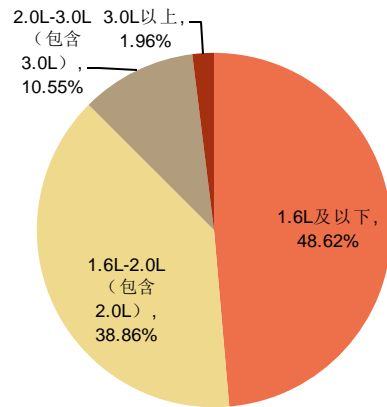
资料来源：乘联会，申港证券研究所

图41：2016年日系车销量分析



资料来源：交强险，申港证券研究所

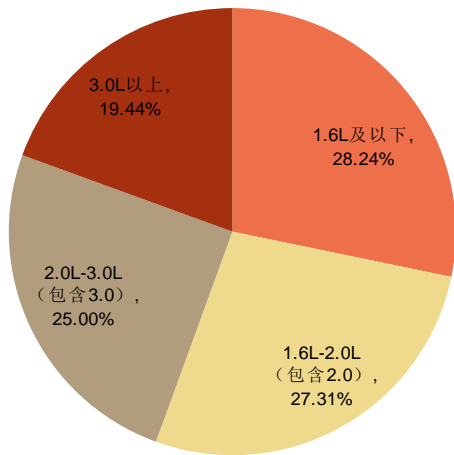
图42：2017年日系车销量分析



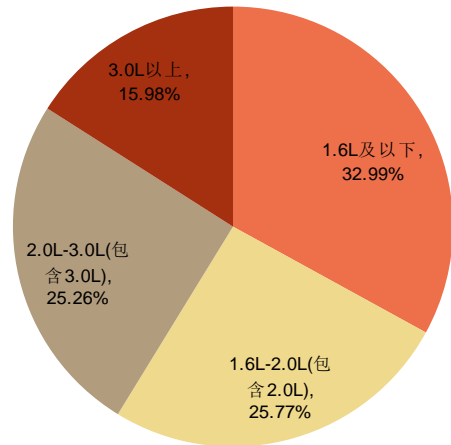
资料来源：交强险，申港证券研究所

图43：2016年日系车型分布

图44：2017年日系车型分布



资料来源：交强险，申港证券研究所



资料来源：交强险，申港证券研究所

德系品牌：德系乘用车 2016-2017 年 1.6L 以下销量占比分别为 61.9%、59.5%，与大排量车型销量比例约为 6:4，德系车各排量车型数量分布较均匀，其受大小排量车型影响均较大。

15-16 年德系车市场份额分别下降 1.07 和 0.37 个百分点，同期日系表现稳定，自主品牌市场份额分别同比增长 2.9 和 2 个百分点，美系、韩系和法系市场份额也出现不同程度的下滑，由此可以看出，在小排量购置税政策推出时，自主品牌会抢占部分德系的市场份额，导致其相对增速为负。

当小排量优惠政策透支效应退出后，德系车市场份额将逐渐上升，2017-2019.4 相对增速分别为 5.7%、9.1%和 9%。

图 45：2016 年德系车销量分析

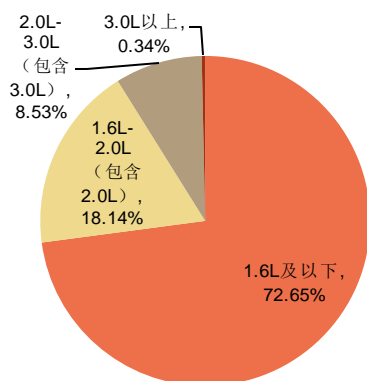
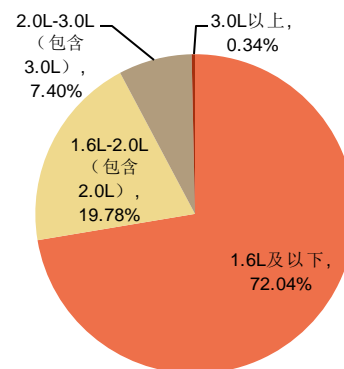
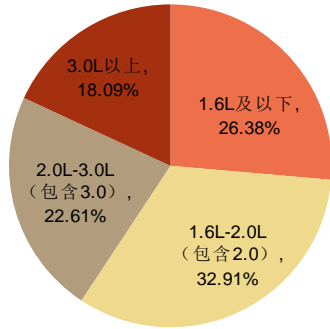


图 46：2017 年德系车销量分析



资料来源：交强险，申港证券研究所

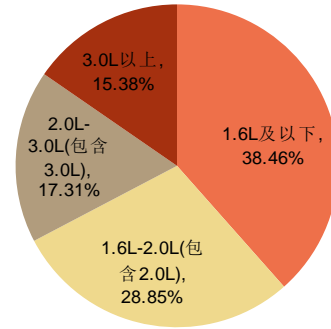
图47：2016年德系车各排量款数分析



资料来源：交强险，申港证券研究所

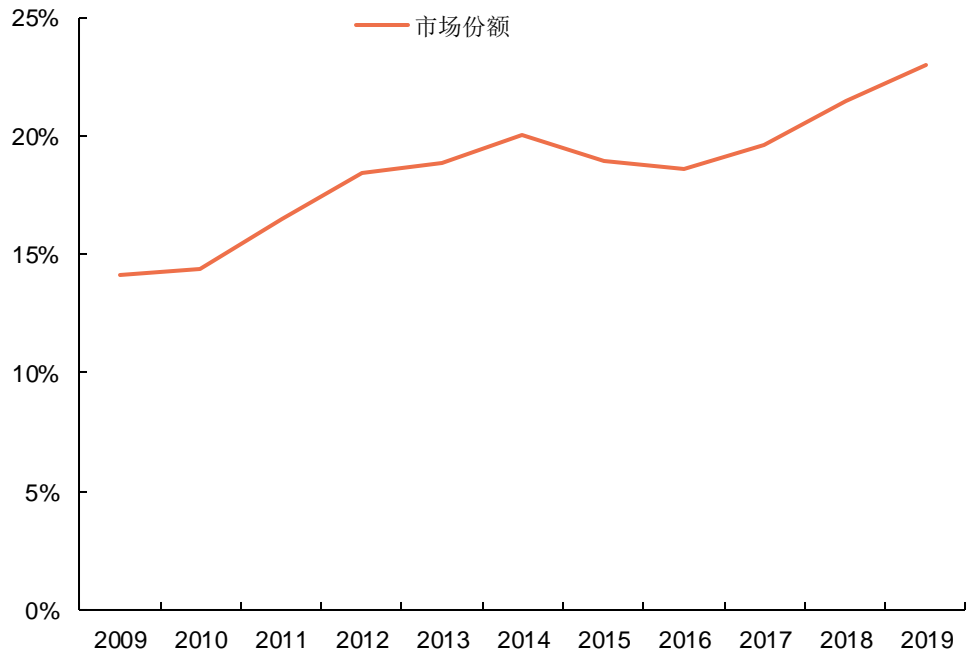
资料来源：交强险，申港证券研究所

图48：2017年德系车各排量款数分析



资料来源：交强险，申港证券研究所

图49：德系乘用车市场份额



资料来源：乘联会，申港证券研究所

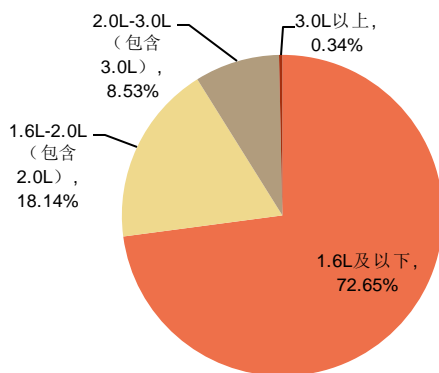
美系品牌：美系车销量中1.6L以下占72%左右，以小排量为主。在2015-2016年购置税优惠政策实施期间相对增速为负，我们认为主要原因是被自主品牌和日系挤压了市场份额，导致其销量不及行业整体水平。

美系车型分布较为均匀，但销量占比却向小排量靠拢，我们认为主要有以下两方面原因：

- ◆ 长安福特销量下滑，车型数量虽未减少，但其销量贡献大幅度降低；
- ◆ 上汽通用别克和雪佛兰品牌以小排量为主，凯迪拉克以中大排量为重，而豪华品牌凯迪拉克销量占比相对较小，贡献车型数量，但未贡献销量占比。

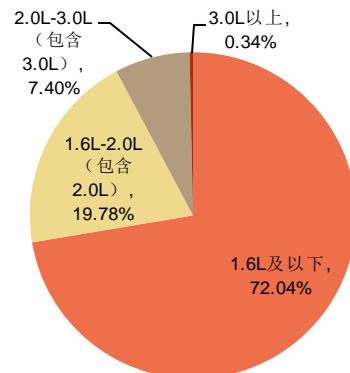
美系近两年受福特销量大幅下、以及上汽通用召回事件、三缸机等事件影响，其销量表现较差，市场份额由 2017 年 12.3% 下滑到 2019 年 4 月 9.4%。我们认为随着上汽通用进入产品大年，福特开启产品新周期，未来美系有望触底反弹。

图 50: 2016 年美系销量分析



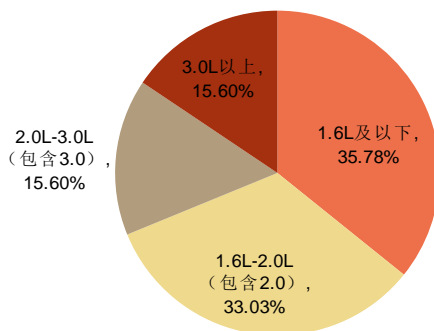
资料来源：交强险，申港证券研究所

图 51: 2017 年美系销量分析



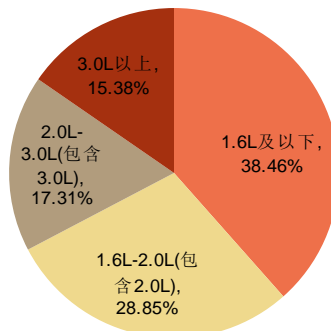
资料来源：交强险，申港证券研究所

图 52: 2016 年美系车型款数分析



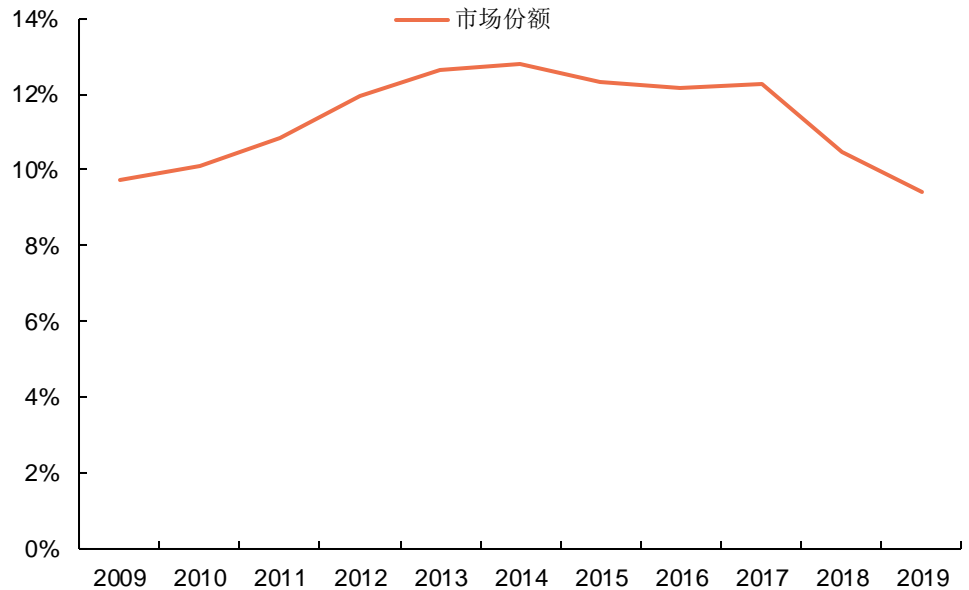
资料来源：交强险，申港证券研究所

图 53: 2016 年美系车型款数分析



资料来源：交强险，申港证券研究所

图 54: 美系乘用车市场份额



资料来源：乘联会，申港证券研究所

本章小结：通过分析购置税优惠政策实施期间各车系乘用车销量占比和车型分布得出如下结论：

- ◆ 自主品牌以小排量为主，2017 年小排量车型销量占比和车型分布占比分别为 76.5%、68.4%，且小排量车型在中西部地区销量较多，沿海和大城市销量占比较低，我们认为小排量自主品牌乘用车主要销往三四五线城市，未来将受益于三四五线城市销量回暖。
- ◆ 日系品牌不同排量的车型数量分布均匀，产品线完善，无明显短板，小排量和中大排量销量占比合理，销量受政策影响较小。加上日系车油耗低，做工精细，综合性能优良，产品竞争力强，2013 年至今销量保持稳定增长。
- ◆ 德系品牌在国内口碑好，综合性价比高，产品线完善，SUV 短板补齐，不断推出 8-13 万元的低端车以抢占三四五线城市市场，市场份额不断提高。我们认为作为最了解中国消费者的德系车将受益与行业复苏。

广深增加乘用车车牌额度，根据此前专题研究，我们认为其他限购城市也将逐步放宽限购，增加车牌供给，19H2-2020 年乘用车市场走势大致为：一线和其他限购城市放宽限购后的增量托底行业下行趋势，三四五等低线城市需求有望在 Q3-Q4 回暖，2009-2010 年购车消费者换车周期临近，销量将逐月改善，大概率在 Q3 触底，Q4 同比转正，19 年销量同比-5%左右，2020 年同比正增长。在行业复苏过程中，建议首先配置受益广深和其他限购城市放宽政策的日系和德系，待低线城市需求回暖后配置自主品牌。

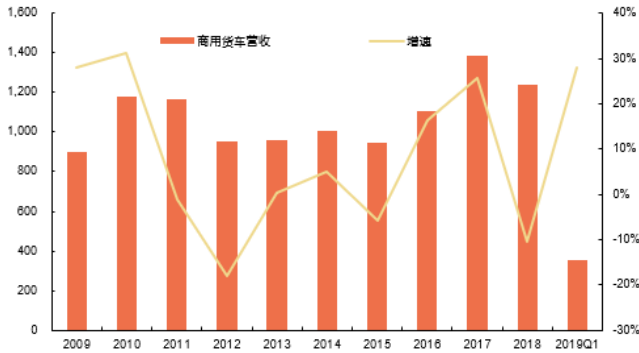
3. 商用货车：行业高景气有望延续

商用货车 18 年营业收入同比减少 10.5%，归母净利润增速为-206.5%，四家样本公司中，江铃汽车由于销量下滑、促销费用提高导致归母净利润同比下滑 87%，福

田汽车大幅亏损，中国重汽和东风汽车归母净利润增速分别为 0.84%、175.96%。

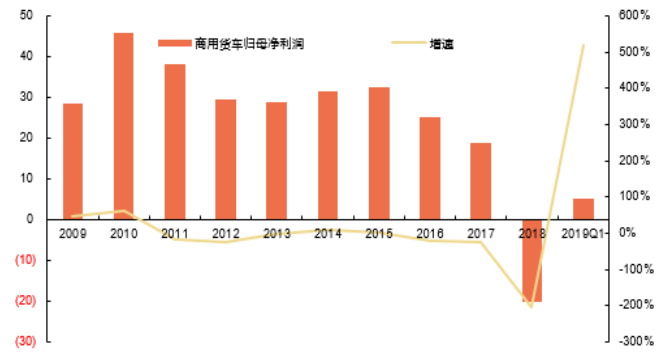
19Q1 受基建拉动影响，重卡在去年 Q1 高基数的情况下仍实现 0.65% 的销量增长。商用货车板块营业收入和归母净利润分别同比增长 27.93%、518.9%，业绩同比增幅较大，主要受福田汽车扭亏的影响，同期中国重汽归母净利润同比增长 60.5%。

图 55: 商用货车板块营业收入及增速(亿元)



资料来源：中汽协，申港证券研究所

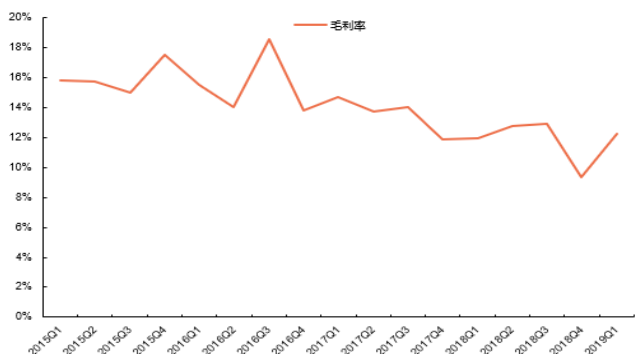
图 56: 商用货车板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源：中汽协，申港证券研究所

行业毛利率周期性波动，18 年行业整体毛利率 11.72%，较 2017 年下滑 1.8 个百分点，19Q1 毛利率环比提升 2.9 个百分点，主要原因是东风汽车和中国重汽毛利率提升。18 年因福田汽车影响，行业归母净利润为-20.2 亿元，净利率-1.63%，19Q1 福田汽车剥离亏损的乘用车业务后实现盈利，行业净利率为 1.51%。

图 57: 重卡行业毛利率变化



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图 58: 重卡行业净利率变化



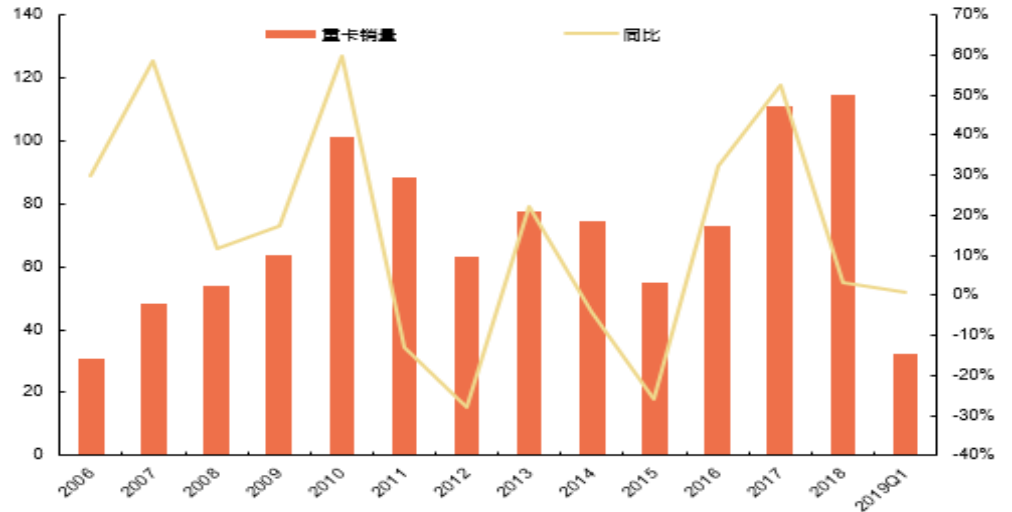
资料来源：公司公告，申港证券研究所

本轮重卡周期始于 2016 年颁布的治超新规，新规定实施后，单车运力下降 20% 左右，2016-2017 年重卡销量分别同比增长 32.5%、52.7%。

排放新标实施的更新需求将成为未来 2-3 年重卡行业的驱动力。国务院《打赢蓝天保卫战三年计划》规定自 2019 年 7 月 1 日起经，重点区域、珠三角地区和成渝地区提前实施国六排放标准，并提出 2020 年底前全国至少淘汰国三及以下标准重卡 100 万辆。经过我们的测算，重卡平均使用寿命为 7-8 年，由此我们推测 2018 年全国重卡保有量为 680 万辆。其中国三标准实施期间销售的重卡数量约为 495 万辆，已经报废数量约 253 万辆，剩余国三重卡数量 242 万辆左右。国内 2021 年 7

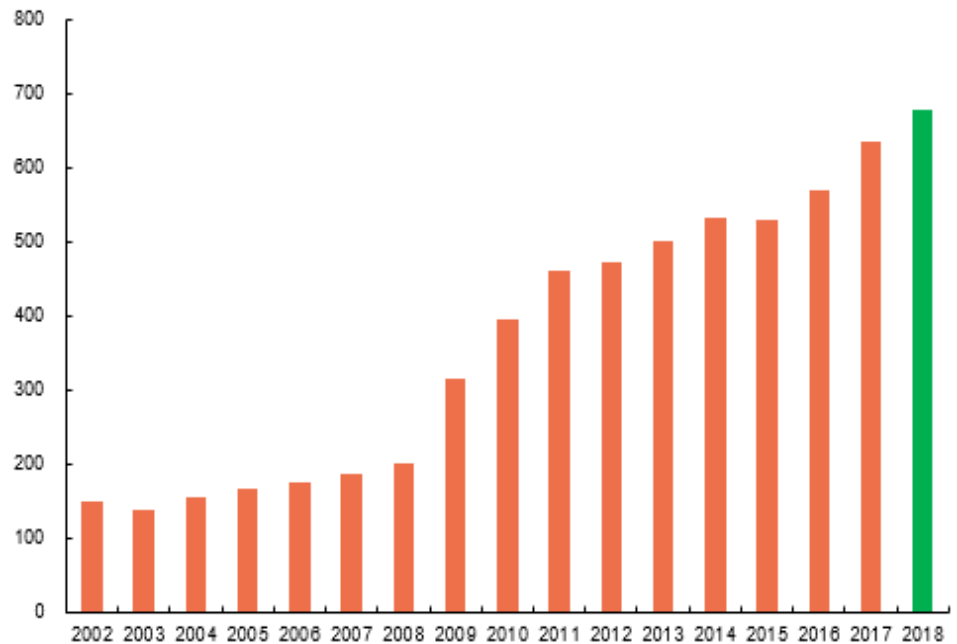
月 1 日起将全面实施国六 A 排放标准，我们预计在地方政府现有针对国三重卡报废给予一定补贴和相应的限行限时政策影响下，未来 3 年国三重卡将大部分报废。更新需求将成为行业增长新驱动力。

图 59: 重卡销量及增速(万辆)



资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

图 60: 重卡保有量



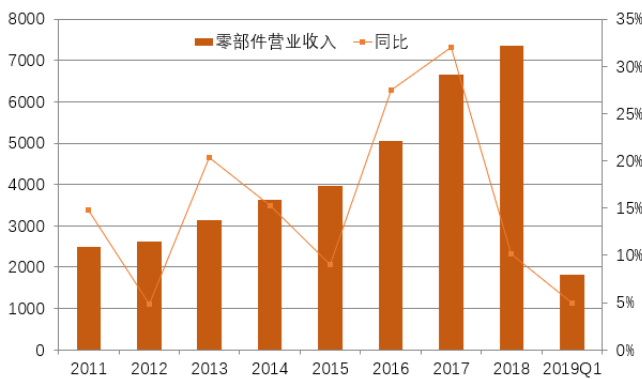
资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

4. 零部件：优质公司快速成长

4.1 零部件业绩下滑收窄

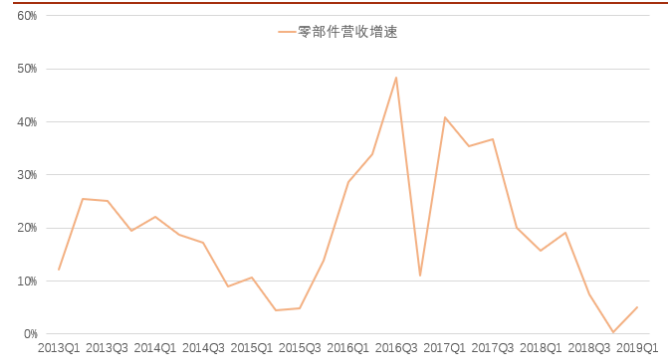
作为整车的上游产业，汽车零部件企业在整车厂面前往往处于弱势地位，在汽车销量下行时，压力将逐步传递到零部件板块。2018年汽车零部件板块总营收为7347亿元，同比增长10.64%。其中体量较大的华域汽车、潍柴动力、福耀玻璃、均胜电子同比增长16.4%，其余公司同比增长3.6%。19Q1零部件板块营收同比增长4.96%，上述四公司同比增长10.9%，其余公司营收同比下滑1.66%，零部件板块整体表现优于整车。在下游整车市场下行的背景下，大型汽车零部件公司的兼并与获取订单的能力得到了充分的体现。

图61：零部件营业收入及增速(亿元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图62：零部件营收季度增速



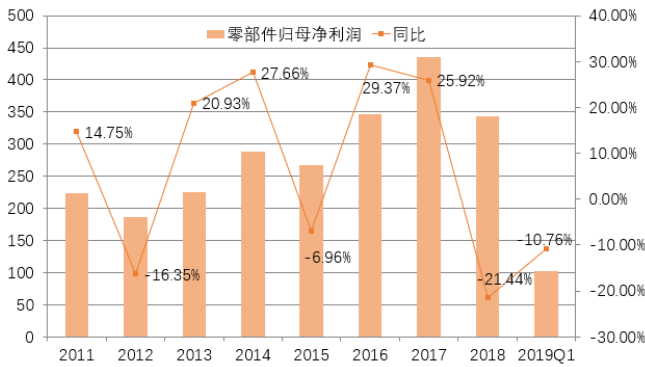
资料来源：Wind，申港证券研究所

Q1 零部件板块净利润改善。2019Q1 汽车零部件板块归母净利润为 103 亿元，同比下滑-10.76%，但较 18Q4 有所改善。分季度来看，18 年 Q4 板块归母净利润同比下滑 115%，主要原因是 Q3 乘用车销量开始下滑，整车厂库存加大，从 9 月开始陆续停产，Q4 订单减少，同时，部分零部件企业年降幅度增大，利润空间进一步被压缩。

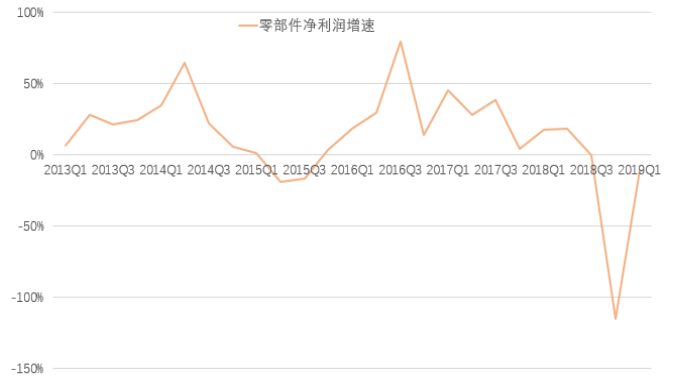
华域汽车、潍柴动力、福耀玻璃、均胜电子的归母净利润同比下滑 1.92%，主要是由于华域汽车归母净利润下滑导致，其余三家均同比正增长。扣除这四家公司，其余公司归母净利润下跌 21.36%，较去年 Q4 有所改善，但仍面临较大的压力。受下游整车厂竞争格局的变化，以及零部件企业自身竞争力和成本控制能力的影响，汽车零部件公司出现分化。

图63：零部件归母净利润及增速(亿元)

图64：零部件归母净利润季度增速



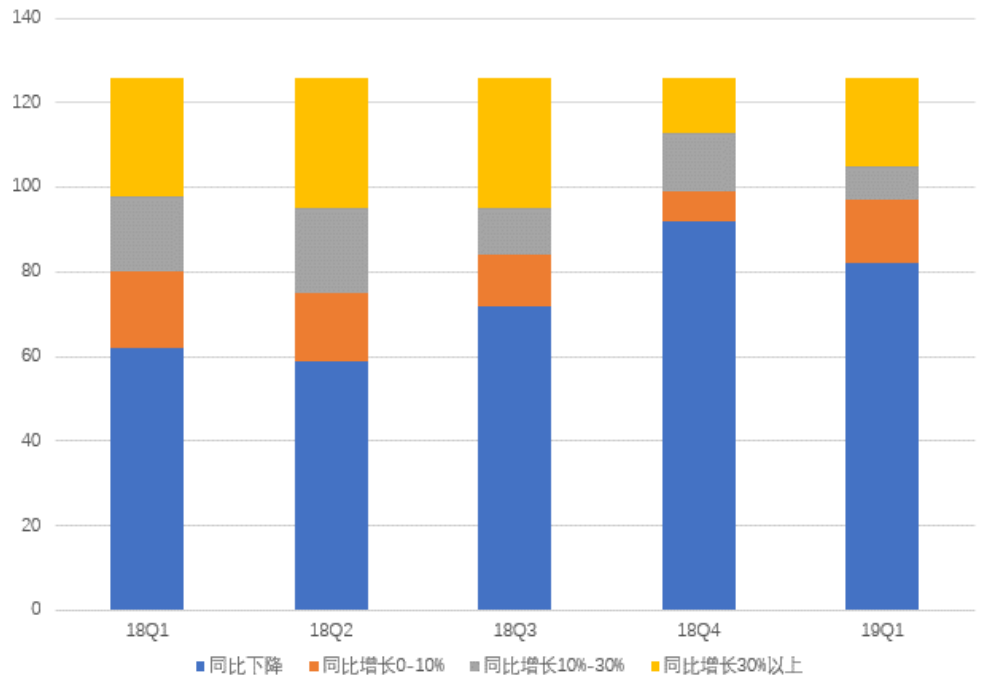
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析零部件板块样本中企业归母净利润增长情况,可以看出,18年Q3高增长的企业数量减少,Q4业绩增速30%以上的企业数量由31家减少到13家,92家企业业绩同比下滑。19Q1业绩增速高于30%的企业达到21家,同比下滑的企业数量减少到82家。这也在一定程度上说明随着各整车厂Q1库存压力减小,排产情况良好,零部件企业年将压力减小,盈利能力好转。

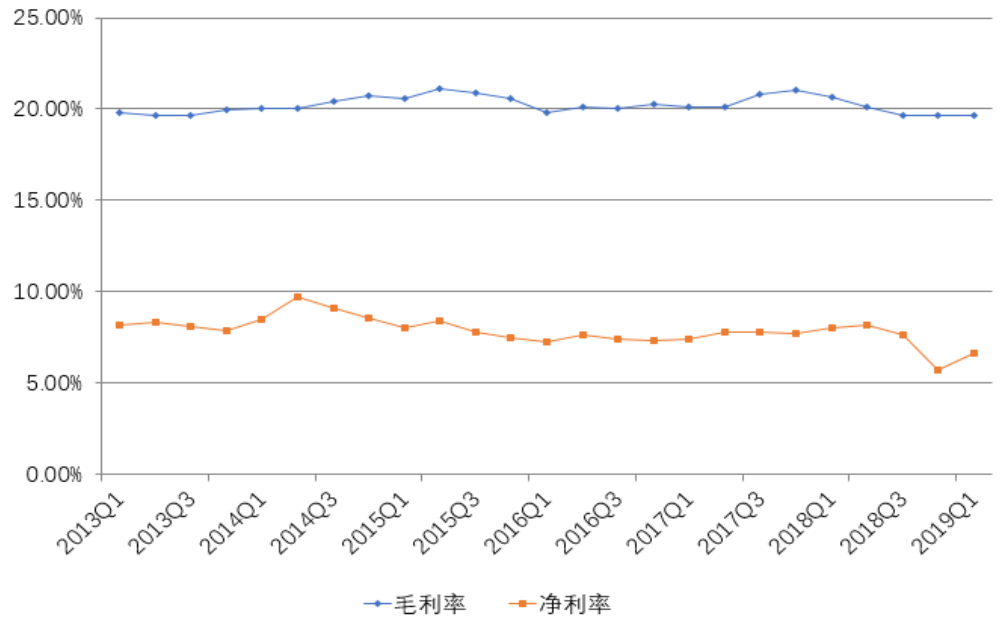
图65: 汽车零部件板块样本归母净利润增长分布



资料来源: Wind, 申港证券研究所

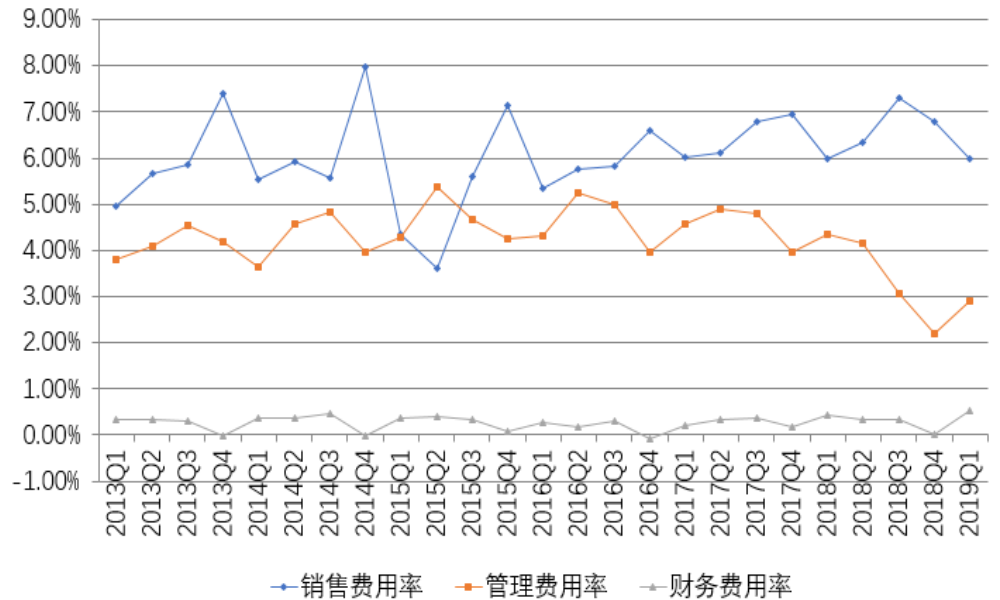
毛利率同比下降、环比企稳。19Q1零部件板块同比下降1个百分点,环比企稳。按季度分析,18年毛利率连续3个季度下滑,造成毛利率下滑的主要原因来自下游整车厂的年降压力。我们认为19年Q2零部件企业的毛利率仍将承压,由于零部件板块滞后整车板块2-3个月,我们预计Q3整车销量向好的情况下,Q4零部件板块毛利率有望得到提升。19Q1板块净利率为6.65%,同比下跌1.4个百分点,环比上升0.9个百分点,行业净利率小幅改善。

图66: 零部件板块毛利率和净利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图67: 零部件板块期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

4.2 新形势下零部件板块投资主线

我们分析自主零部件企业发展历史和业绩表现，发现行业景气度、下游客户和企业自身成长性尤为重要。国内汽车产业高速发展带动国内自主零部件企业业绩增长，汽车产业低增速已经成为常态，我们建议关注以下四条投资主线：

- ◆ **产品升级主线。**零部件企业自身成长性为内在驱动因素，世界大型零部件企业，其成长过程伴随着产品品系丰富、产品单价升级，进而提高单车配套价值。不断进行产品升级的零部件企业，有望对抗行业下行周期。
- ◆ **优质客户拓展主线。**我们认为随着自主品牌乘用车市占率提升至 42% 左右，未来其增长速度将趋于平稳，但内部也会出现分化。零部件企业仅仅依靠自主品牌车企很难保持以往高增长。与此同时，在行业下行时，自主品牌车企由于产品溢价无法与合资品牌相媲美，成本压力较大，为保持盈利水平，向上游零部件企业转移压力的驱动力更强。因此，我们更看好下游客户中合资和外资车企占比较高的零部件企业，以及由自主品牌向合资和外资客户拓展顺利的零部件企业。
- ◆ **智能驾驶领域。**目前智能驾驶技术正处于 ADAS 配套渗透率提升的阶段，L3 级别的自动驾驶技术已经逐渐趋于成熟，核心零部件激光雷达价格也由万元级别降至千元级别，随着车联网和智能驾驶技术的普及，未来市场空间巨大。短期来看，建议关注布局 ADAS 产品的相关零部件企业。
- ◆ **重卡领域。**重卡销量超预期，随着排放升级以及正常更新需求，未来 3 年重卡行业有望维持高景气度。同时排放新标实施，将带来产品单价升级，重卡厂商和配套排放相关产品的零部件企业将受益。

5. 投资策略

2018 年汽车与零部件行业总体业绩下滑幅度较大，主要受上一波购置税优惠政策透支、低线城市房地产对汽车消费挤出效应、宏观经济增速放缓等原因的影响。但通过分析下游需求影响因素、换车周期等，我们对后市保持乐观态度，行业有望在 19Q3 触底，汽车和零部件板块在行业周期上行过程中将出现趋势性投资机会。我们建议密切跟踪行业先行指标 M2 和业绩催化剂汽车销量，在合适时点进行配置。

乘用车板块弹性与稳健共存。乘用车企业在下行周期中战略规划清晰，产品体系完善，不断推出层次感强的新车的企业在一定程度上可以对抗行业周期，如上汽集团、广汽集团；但产品老化、战略布局失误的企业面临压力较大。我们重点推荐处于强产品周期、稳健的上汽集团、广汽集团；新能源汽车销量高增长的比亚迪，以及凭借福特新周期有望业绩复苏的长安汽车。

业绩分化明显，零部件行业把握四主线。零部件企业在新形势下业绩分化明显，我们认为具备产品升级优势、客户拓展顺利、新兴产业未来配套空间大以及所属行业景气度高的公司能保持较高的增长。因此建议关注四条投资主线，重点推荐星宇股份(产品升级)、精锻科技(新产品+优质客户)、潍柴动力(受益重卡高景气度)、均胜电子和德赛西威(智能驾驶领域)。

6. 风险提示

乘用车销量低于预期；

新能源汽车销量不及预期；

原材料价格大幅上涨；

政策不及预期。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上