

刺激政策陆续落地 消费回暖有望

2019年06月11日

【投资要点】

- ◆ **汽车行业基本面未明显改善，库存高企。**汽车行业连续下滑，且下滑趋势仍在延续，在刺激政策未实际落地之时，基本面也尚未明显改善。直至2019年4月份，汽车经销商综合库存系数为2.0，同比上升20.5%，环比上升11%，库存水平位于警戒线以上。18年至今，除2019年初库存系数短暂低于1.5之外，其余月份均在经销商库存系数预警状态。
- ◆ **下半年销量增速回正可期。**18省市提前一年实施国六，部分地区禁售国五。这些地区18年的累计销量占比在60%以上，对消费影响面较大。国六提上日程对库存形成了滞销的压力，一部分消费需求持币观望买国六车。预计国六正式实施后需求正常化，销量增速回正有望出现在三四季度。广东省委办公厅、广东省政府办公厅出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，将放宽购车指标，扩大准购规模。更多细则有望陆续出台，对汽车板块刺激效应明显。
- ◆ **增收减利企业众多，板块估值处于极低位置。**收入方面，一季度营收首现负增长。利润端亏损企业增多，增收减利现象十分普遍。销量下行，主机厂竞争加剧，在汽车均价呈下行趋势的同时，汽车板块毛利率仍处于从17年四季度开启的下行周期之中。19一季度板块总体毛利率为14.97%，企稳回升。其中零部件板块毛利率波动较小，毛利率水平在各板块中最高。估值上，汽车行业估值仍待修复，目前仍处于25分位水平。汽车行业估值溢价降低，同时相对沪深300的市盈率溢价缩窄至3x左右。
- ◆ **零部件龙头集团抗风险能力高。**汽车下行，车企竞争加剧，导致市场集中度下降，竞争格局种豪华品牌（ABB）优于合资品牌，合资品牌优于自主品牌，合资品牌中德系、日系最为稳健。小型零部件厂主要配套自主品牌，受主机厂压价压力较大，而大型零部件集团供应多家自主、合资品牌主机厂，其受单一品牌车型销量下滑的影响较小，抗风险能力较强。18年行业下行，营收较为稳健的企业不多，规模较大的乘用车主机厂（上汽集团、广汽集团、长城汽车）、零部件细分领域龙头集团（潍柴动力、华域汽车、福耀玻璃）抗周期风险能力较强。

【配置建议】

- ◆ 建议关注营收稳健、估值较低的乘用车整车龙头，静待板块黑暗期过去，国家汽车消费刺激政策出台，销量止跌回升后的估值修复行情。
- ◆ 建议关注抗周期能力较强的零部件龙头集团。

【风险提示】

- ◆ 国家刺激政策下达进度不及预期；
- ◆ 居民持币观望情绪延续。

中性（维持）

东方财富证券研究所

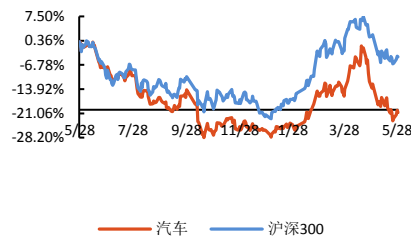
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：胡婷

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《2018年报及2019年一季度分析：业绩分化加剧，微利企业数量众多》
2019.05.20
- 《黑暗中守望黎明第一缕阳光》
2018.12.06
- 《电车之王特斯拉》
2018.11.26
- 《车市继续低位运行 新能源汽车成亮点》
2018.11.20
- 《乘用车销量及三季报综述：车市增速换挡 静待消费情绪复苏》
2018.11.09

正文目录

1. 汽车市场有望在下半年实现反转.....	4
1.1. 汽车销量仍待回暖 基本面未明显改善.....	4
1.2. 补贴大幅下滑 新能源汽车处调整期.....	5
1.3. 经销商库存持续预警 自主品牌库存居高不下.....	9
1.4. 需求提前释放 国六施行后持币观望需求有望释放.....	11
2. 板块利润承压 估值仍待修复.....	13
2.1. 2019 年一季度板块营收加速下滑.....	13
2.2. 2019 年一季度利润率企稳 费用率小幅攀升.....	14
2.3. 估值仍待修复 市盈率溢价走低.....	17
3. 零部件细分龙头抗风险强 销量回暖布局主机厂.....	18
3.1. 2018 年大型零部件集团利润增速亮眼.....	18
3.2. 抗汽车周期企业典型代表一览.....	20
4. 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 汽车行业年度销量及增速.....	4
图表 2: 汽车行业近三年月度销量趋势.....	4
图表 3: 乘用车月度分排量销量占比.....	4
图表 4: 乘用车月度分车类销量占比.....	5
图表 5: 纯电动乘用车国补标准一览.....	5
图表 6: 插混乘用车国补标准一览.....	6
图表 7: 纯电动乘用车补贴理论上限变化.....	6
图表 8: 插混乘用车补贴理论上限变化.....	6
图表 9: 新能源汽车月销量及增速.....	7
图表 10: 新能源乘用车分动力类型销量.....	7
图表 11: 新能源乘用车分动力类型销量占比.....	7
图表 12: 新能源纯电动乘用车分级别销量占比.....	8
图表 13: 新能源插混乘用车分级别销量占比.....	8
图表 14: 2018-2019 年月度汽车经销商库存系数.....	9
图表 15: 各品牌库存系数.....	9
图表 16: 2019 年 4 月库存深度最高的品牌.....	9
图表 17: 分国别乘用车销量份额.....	10
图表 18: 乘用车行业月度销量增速 (%).....	11
图表 19: 乘用车细分车型月度销量增速 (%).....	11
图表 20: 国 V 国 VI 排放标准施行时间表.....	12
图表 21: 汽车行业历年营业总收入及增速.....	13
图表 22: 汽车行业历年一季度营业收入及增速.....	13
图表 23: 汽车行业历年归母净利润.....	13
图表 24: 汽车行业历年一季度归母净利润.....	13
图表 25: 汽车行业亏损企业不断增多.....	14
图表 26: 汽车行业 18 年增收减利企业占比多.....	14
图表 27: 汽车行业 18 年子版块营收占比.....	14

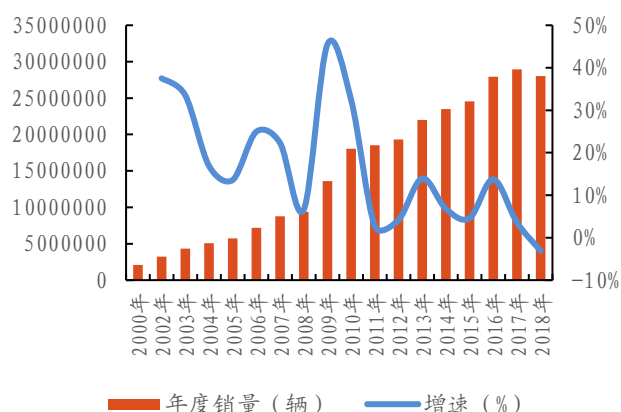
图表 28: 汽车行业 18 年子板块利润占比.....	14
图表 29: 汽车行业季度毛利率.....	15
图表 30: 汽车行业季度净利率.....	15
图表 31: 汽车行业各板块季度毛利率.....	15
图表 32: 汽车行业各板块季度净利率.....	16
图表 33: 汽车行业历年费用率.....	16
图表 34: 汽车行业季度经营现金流/营业收入.....	17
图表 35: 汽车行业估值仍待修复.....	17
图表 36: 汽车行业估值溢价在降低.....	18
图表 37: 汽车行业 18 年利润前十.....	19
图表 38: 汽车行业 18 年利润倒数前十.....	19
图表 39: 汽车行业 2008 年各板块利润及增速.....	19
图表 40: 潍柴动力营收及增速.....	20
图表 41: 潍柴动力归母净利及增速.....	20
图表 42: 潍柴动力毛利率及净利率.....	21
图表 43: 潍柴动力 ROE.....	21
图表 44: 华域汽车营收及增速.....	21
图表 45: 华域汽车归母净利及增速.....	21
图表 46: 华域汽车毛利率及净利率.....	22
图表 47: 华域汽车 ROE.....	22
图表 48: 华域汽车营收及增速.....	22
图表 49: 华域汽车归母净利及增速.....	22
图表 50: 华域汽车毛利率及净利率.....	23
图表 51: 华域汽车 ROE.....	23
图表 52: 建议关注公司.....	24

1. 汽车市场有望在下半年实现反转

1.1. 汽车销量仍待回暖 基本面未明显改善

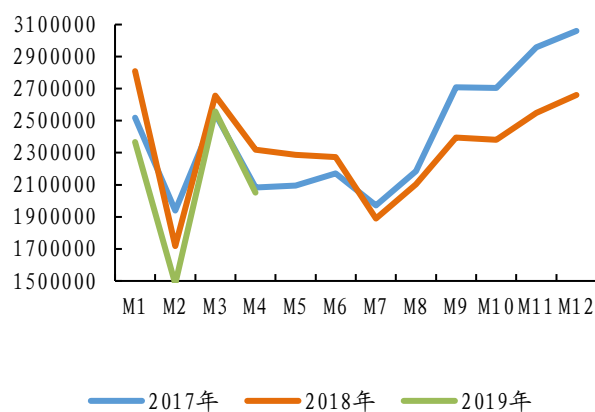
汽车行业 2018 年销量首跌。根据中汽协的数据，2018 年汽车销量 2803.89 万辆，同比下滑 3.1%；2019 年一季度销量 640.69 万辆，同比下滑 10.8%。汽车行业连续下滑，且下滑趋势仍在延续，在刺激政策未实际落地之时，基本面也尚未明显改善。

图表 1: 汽车行业年度销量及增速



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

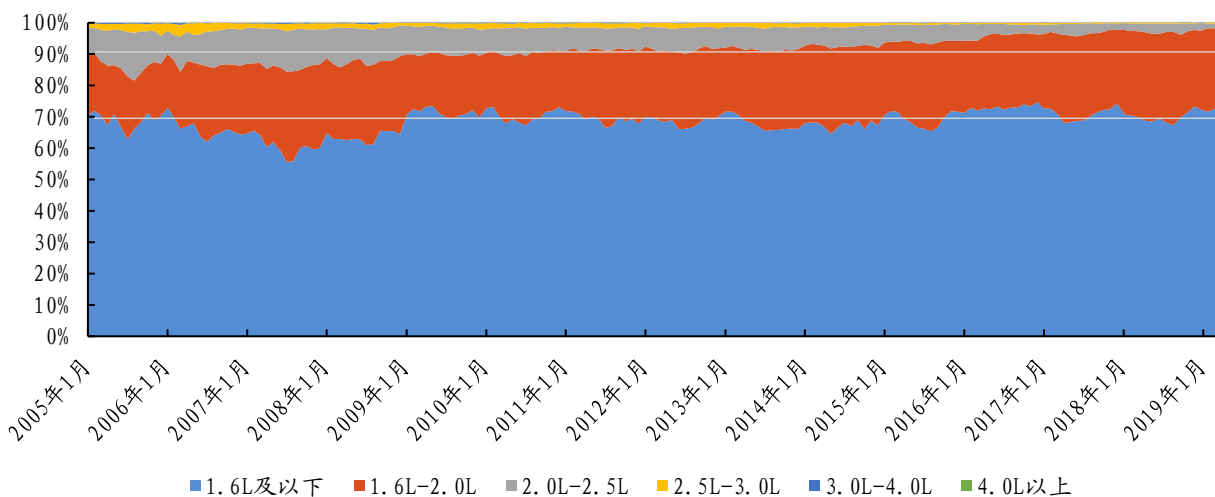
图表 2: 汽车行业近三年月度销量趋势



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

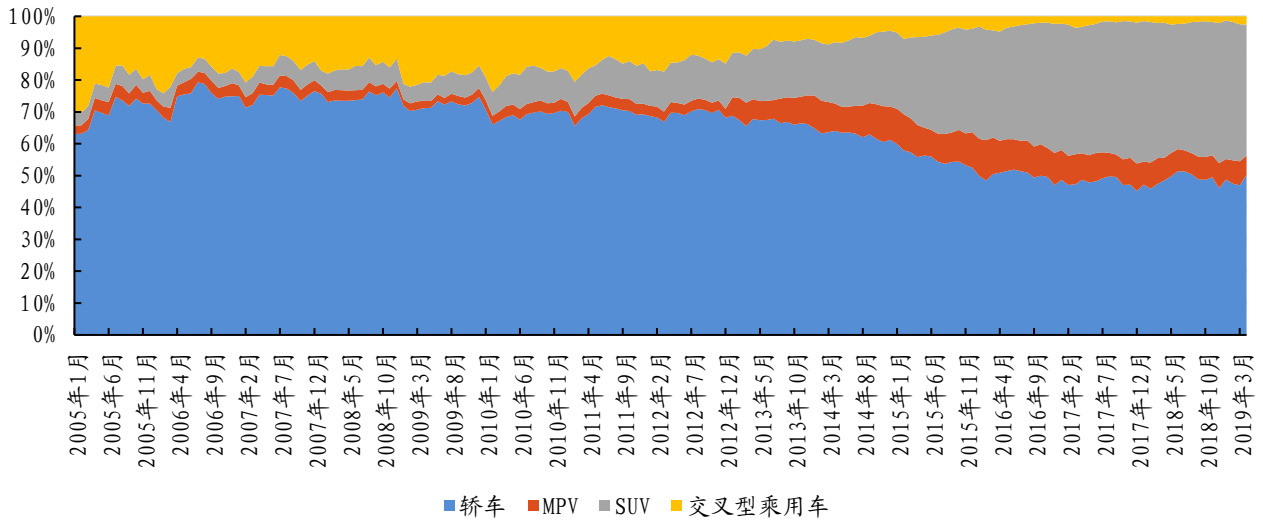
排量上看, 1.6-2L 排量车型占比提升。从 2005 年至 2019 年, 小排量车型销量占比保持在 70%左右, 而从 14 年起, 1.6-2L 排量车型销量占比从 20%上升至 25%, 大排量车消费提升主要与 SUV 市场较为火热有关。14 年起, SUV 销量占比迅速提升, 目前已经接近轿车的销量占比。而 2L 以上的大排量车销量不断萎缩, 目前占比已不足 5%。

图表 3: 乘用车月度分排量销量占比



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

图表 4: 乘用车月度分车类销量占比



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

1.2. 补贴大幅下滑 新能源汽车处调整期

补贴加速下滑, 标准提升倒逼车企升级。2019年3月26日, 国家发布了《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》, 即我国2019年新能源汽车补贴政策方案。过渡期为2019年3月26日至2019年6月25日三个月整。2019年技术标准要求的续航里程、能量密度要求继续提升, 单车补贴综合下降幅度超过50%以上。为取得补贴, 乘用车续航需到250公里以上, 电池能量密度需到125以上。标准提高倒逼车企调整技术方案, 提升电池性能以满足补贴要求。

图表 5: 纯电动乘用车国补标准一览

	2017	2018 过渡期	2018	2019 过渡期	2019
按续航里程单车补贴					
100 ≤ R < 150	2	1.4	0	0	0
150 ≤ R < 200	3.6	2.5	1.5	0.15	0
200 ≤ R < 250	3.6	2.5	2.4	0.24	0
250 ≤ R < 300	4.4	3.1	3.4	2.04	1.8
300 ≤ R < 400	4.4	3.1	4.5	2.7	1.8
400 ≤ R	4.4	3.1	5.0	3	2.5
能量密度系数					
E < 90	0	0	0	符合 2018 年, 但不符合 2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴, 符合 2018、2019 年技术要求的给 0.6 倍补贴。	0
90 ≤ E < 105	1	1	0		0
105 ≤ E < 120	1	1	0.6		0
120 ≤ E < 125	1.1	1.1	1		0
125 ≤ E < 140	1.1	1.1	1		0.8
140 ≤ E < 160	1.1	1.1	1.1		0.9

160 ≤ E	1.1	1.1	1.2	1.0
电耗节省比例系数				
0% ≤ Q < 5%			0.5	0
5% ≤ Q < 10%			1	0
10% ≤ Q < 20%			1	0.8
20% ≤ Q < 25%			1	1
25% ≤ Q < 35%			1.1	1
35% ≤ Q			1.1	1.1

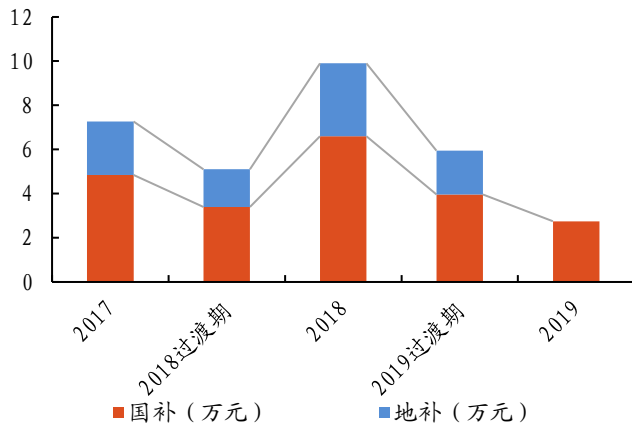
资料来源：工信部，东方财富证券研究所

图表 6：插混乘用车国补标准一览

	2017	2018 过渡期	2018	2019 过渡期	2019
50 ≤ R	2.4	1.68	2.2	1.32	1

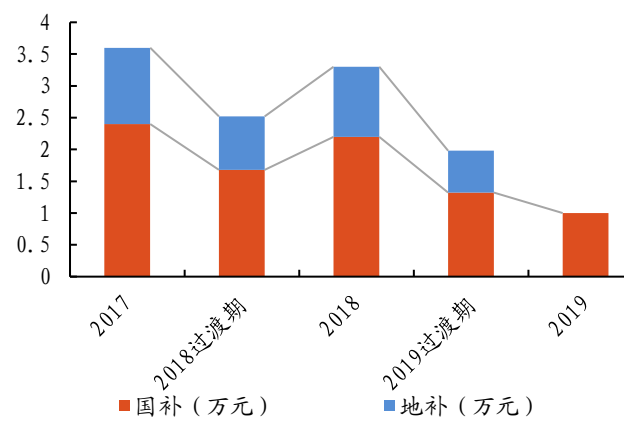
资料来源：工信部，东方财富证券研究所

图表 7：纯电动乘用车补贴理论上限变化



资料来源：工信部，东方财富证券研究所

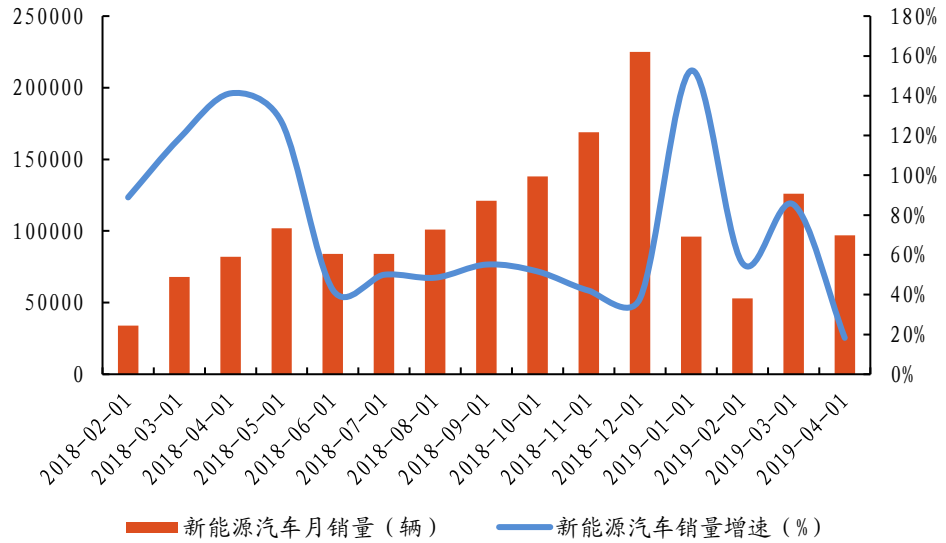
图表 8：插混乘用车补贴理论上限变化



资料来源：工信部，东方财富证券研究所

1-4 月新能源车波动较大，累计销量同比增 67.6%。受补贴政策出台较晚影响，新能源汽车车企在今年年初推新车、补库存都较为谨慎，为清燃油车库存而加大燃油车优惠力度，导致新能源车价格优势丧失，加上补贴加速退坡，今年至今销量表现欠佳，尤其是 4 月份，新能源汽车销量 9.7 万辆，同比仅上升 18%，低于预期。今年 1-4 月累计销量 37.2 万辆，同比上升 67.6%。预计今年新能源车销量仍前低后高，新车型大量在 4-6 月份上市，三季度销量爬坡后在四季度达到高峰。

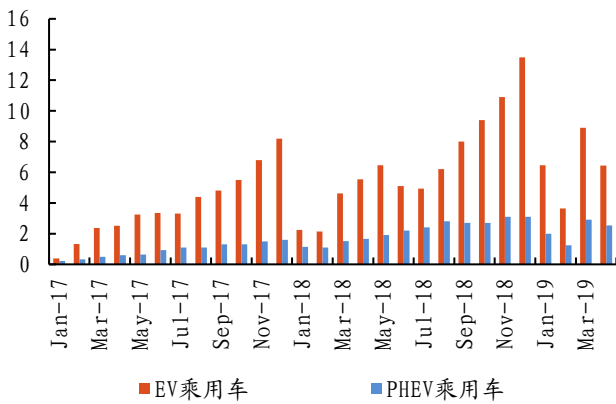
图表 9: 新能源汽车月销量及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

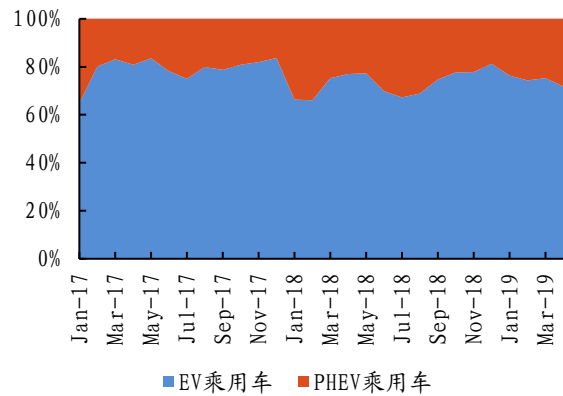
纯电动抢装周期较明显，插混占比 30%。历年补贴政策退坡前，乘用车尤其是 EV 乘用车有明显的提前抢装。而插混车单车补贴占车价比例较小，市场对补贴退坡较不敏感，销量稳速增长，在乘用车销量中的占比维持在 30%左右。

图表 10: 新能源乘用车分动力类型销量



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

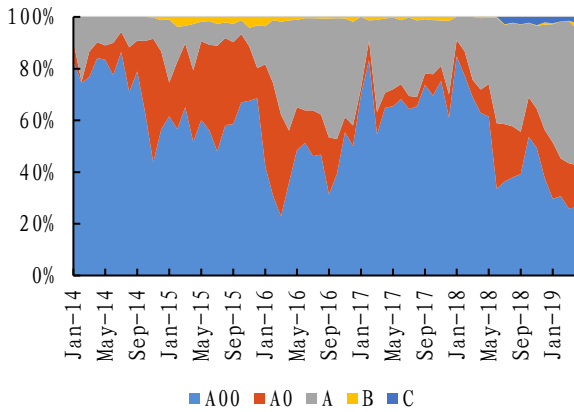
图表 11: 新能源乘用车分动力类型销量占比



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

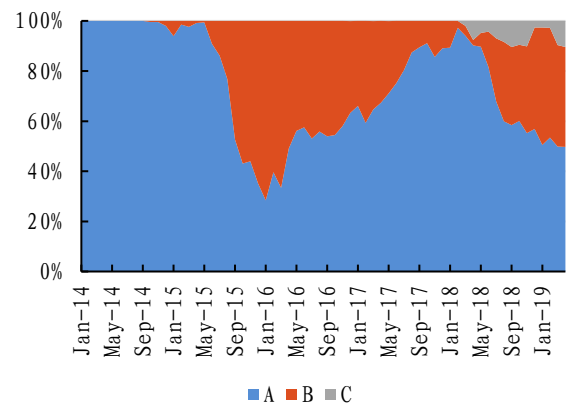
A00 级乘用车占比大幅降低，新能源车市场正常化。在补贴额度较高时期，A00 级乘用车因其低价突破了传统车极限而广受市场热捧，随着补贴逐步退坡，低续航 A00 级车补贴大幅缩水，其低价优势逐渐被抹除，销量也随之大幅下滑。今年 1-4 月 A00 级纯电动车销售了 7.4 万辆，仅占 27.8%，远小于其高峰期占比 60%以上的水平。A00 车销售占比的降低体现了新能源车需求正常化，单单为了占号、骗补而买车的行为大幅减少。目前 B、C 级以上大车的电动化还十分有限，而 A 级车成为了新能源市场的主力。

图表 12: 新能源纯电动乘用车分级别销量占比



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

图表 13: 新能源插混乘用车分级别销量占比



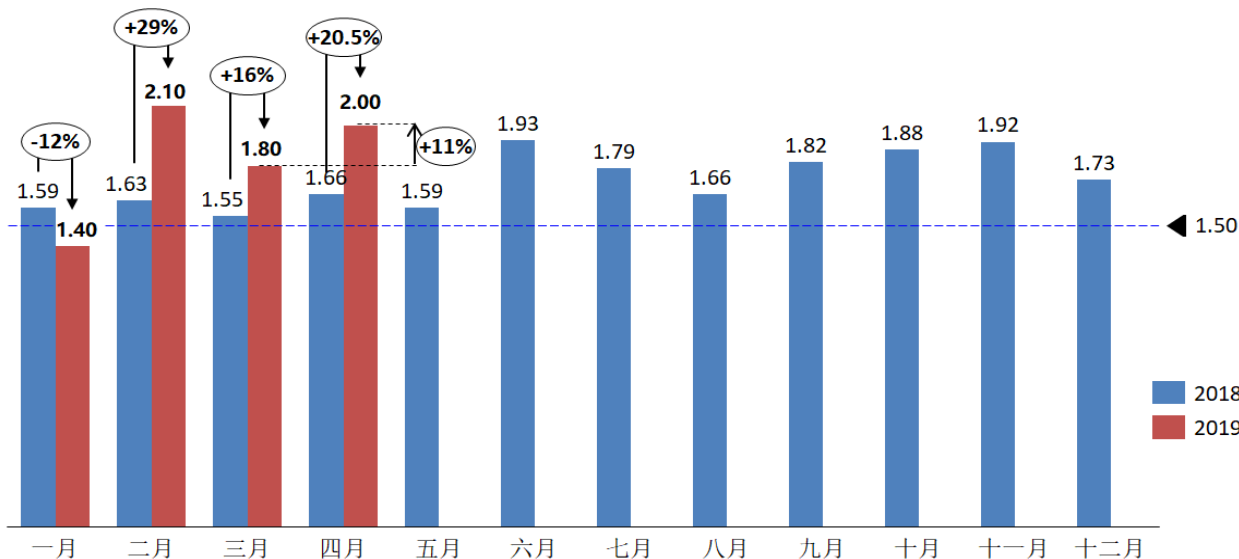
资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

目前看, 补贴退坡幅度远大于整车成本下降幅度, 新能源车成本今年仍有较大下行压力。压缩的利润空间会在消费者、主机厂、电池厂、电池上游材料厂之间消化。电池厂仍保持最大的议价能力, 而主机厂部分通过提价提配置向消费者传导价格压力, 但提价能力有限。短期板块利润率承压, 若销量在过渡期后仍较平庸, 车企及上游压力会进一步加大。短期补贴波动对企业车型、配置设计有较大扰动, 长期看新能源车成本仍有较大下行空间, 车企盈利能力正常化届时可预见。

1.3. 经销商库存持续预警 自主品牌库存居高不下

经销商库存系数持续处于 1.5 之上。直至 2019 年 4 月份，汽车经销商综合库存系数为 2.0，同比上升 20.5%，环比上升 11%，库存水平位于警戒线以上。18 年至今，除 2019 年初库存系数短暂低于 1.5 之外，其余月份均在经销商库存系数预警状态。经销商库存为汽车周期重要指标，经销商库存下降会引起主机厂主动增产加库存行为，从而是新一轮周期的起点。

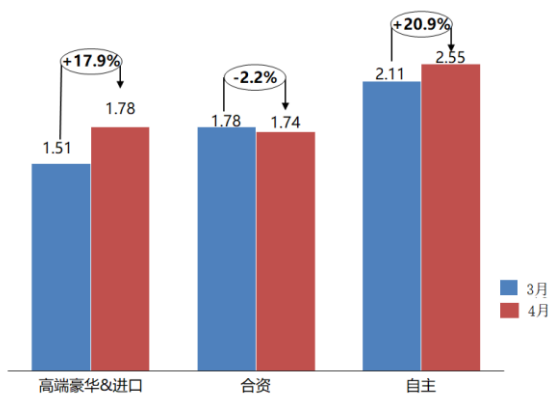
图表 14：2018-2019 年月度汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，东方财富证券研究所

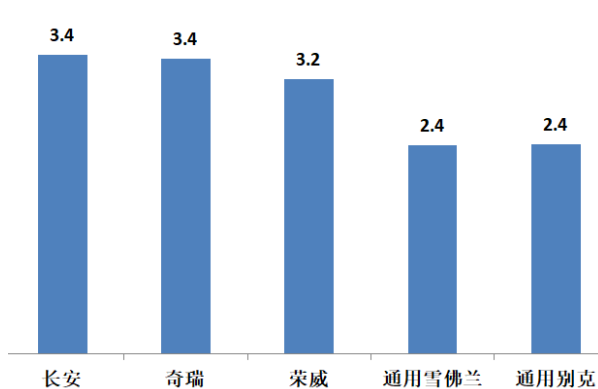
4 月自主品牌、上汽通用库存较高。分品牌看，自主品牌库存高于合资品牌，高端豪华车及进口车库存同比增长明显而合资品牌库存略有下降。自主品牌里长安、奇瑞、荣威库存最高，在 3 个月以上，其次就是合资品牌的通用雪佛兰、别克，库存深度在 2.4 个月。

图表 15：各品牌库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，东方财富证券研究所

图表 16：2019 年 4 月库存深度最高的品牌



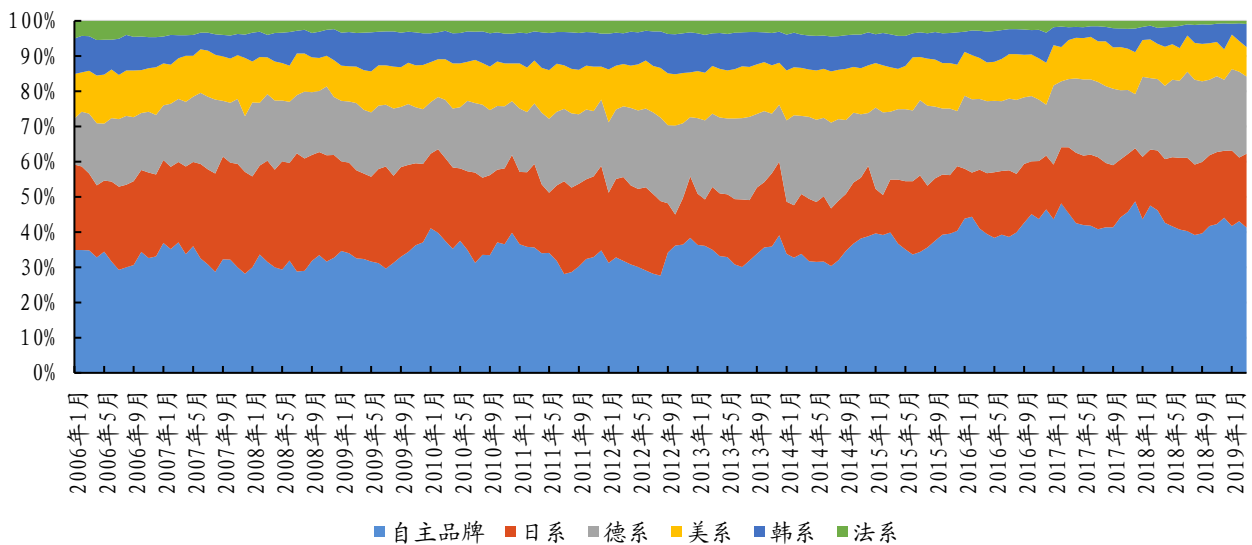
资料来源：中国汽车流通协会，东方财富证券研究所

德系日系强劲，自主份额下滑。2019 年 1-4 月，自主品牌乘用车共销售 277 万辆，YOY-22.30%，占乘用车销量的 40.51%，自主品牌占有率比上年同期下降 3.99 个 pct。

其中，自主品牌轿车销售 66.2 万辆，YOY-17.2%，在轿车销量中占比 20%，比上年同期下降 1.1 个 pct；自主品牌 SUV 销售 160.4 万辆，YOY-25%，占 SUV 销售总量的 55%，比上年同期下降 6.7 个 pct；自主品牌 MPV 销售 36.4 万辆，YOY-25%，占 MPV 销售总量的 78.3%，比上年同期下降 0.8 个 pct。

另外，德系、日系、美系、韩系和法系乘用车分别销售 157.26 万辆、141.44 万辆、64.85 万辆、32.66 万辆和 5.13 万辆，市占率分别为 23%、20.69%、9.48%、4.78%和 0.75%。与上年同期相比，日系品牌销量小幅增长，德系略降，其他品牌均呈较快下降。

图表 17: 分国别乘用车销量份额

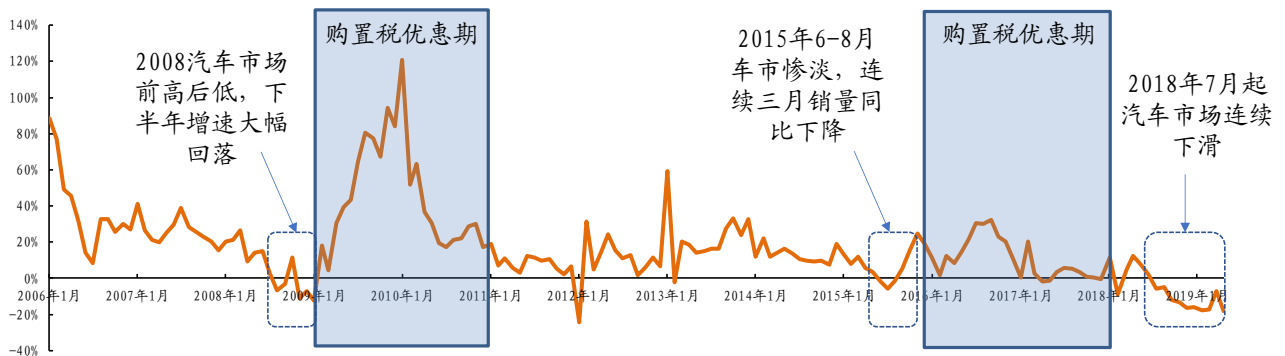


资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

1.4. 需求提前释放 国六施行后持币观望需求有望释放

需求提前释放透支消费动力。中国市场乘用车自 2018 年 7 月以来连续 10 个月下滑，主要原因为汽车普及率已经达到一定程度之时，销量增速自然回落，而 2015 年 10 月至 2017 年 12 月的购置税优惠政策使得政策结束之后的需求被提前透支，叠加经济波动预期下居民对可选消费信心不足的影响，汽车消费动力不足。

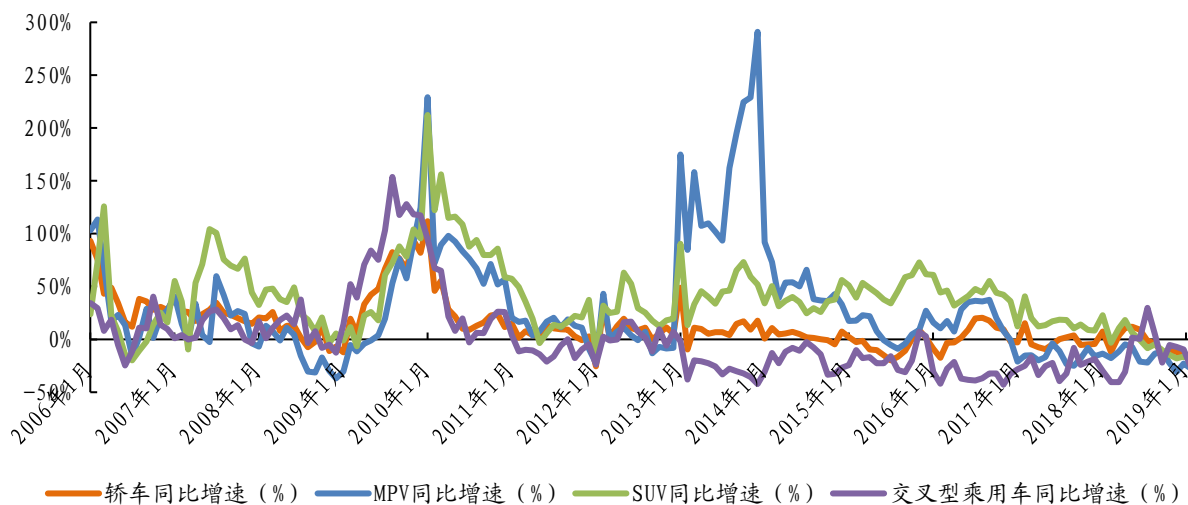
图表 18: 乘用车行业月度销量增速 (%)



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

轿车早自 17 年起增长停滞, SUV 为车市增长主要动力。2018 年 5 月以来 SUV 市场熄火导致整体销量连续下滑。从区域看, SUV 消费的核心区为中西部地区, 中西部地区为我国近十年销量增长最迅速的区域, 其销量占比从 2010 年的 37% 上升到 45%, 为仅次于东部的第二大块市场。中西部地区的房价在 18 年快速上涨, 对车市消费形成一定挤出。从千人汽车保有量看, 中国仍低于世界平均水平, 而中西部地区依然为消费潜力较大的经济区域, 随着房价恶炒被逐渐控制, 消费信心有望随着经济回暖逐渐恢复, 中西部地区的消费动力恢复将开启新一轮销售周期。

图表 19: 乘用车细分车型月度销量增速 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

排放标准不断升级。国家自国V排放标准起对轻型汽油车排放量进行了规范，2017年1月1日起全国正式实施国五排放标准。根据2016年环保部发布的《国六标准征求意见稿》指出，全国将于2020年正式开始实施，排放标准升级迅速，具体会分两个阶段进行推进：

第一阶段，从2020年7月1日起，所有销售和注册登记的汽车都必须符合国六A标准；

第二阶段，从2023年7月1日起，所有销售和注册登记的汽车都必须符合国六B标准；

18省市提前一年实施国六，部分地区禁售国五。北京市、天津市、河北省、山西省、山东省、河南省、上海市、江苏省、浙江省、安徽省、陕西省，以及内蒙古自治区呼和浩特市、包头市、乌兰察布市、鄂尔多斯市、巴彦淖尔市、乌海市，以及珠三角地区、成渝地区将在2019年7月1日提前实施国六标准以相应国家“蓝天保卫战”计划，这些地区18年的累计销量占比在60%以上，对消费影响面较大。部分地区，如上海、山东济南，将在2019年7月1日后禁售国五车。

图表 20：国V国VI排放标准施行时间表

国五国六时间推进表		
时间	标准	范围
2016-4-1	国五	东部11省市所有进口、销售、和注册登记的轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）
2017-1-1	国五	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）
2017-7-1	国五	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车
2018-1-1	国五	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车
2019-7-1	国六a	所有生产、进口、销售和注册登记的燃气汽车
2020-7-1	国六a	所有生产、进口、销售和注册登记的燃气汽车
2021-1-1	国六b	所有生产、进口、销售和注册登记的燃气汽车
2021-7-1	国六a	所有生产、进口、销售和注册登记的燃气汽车
2023-7-1	国六b	所有生产、进口、销售和注册登记的燃气汽车

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

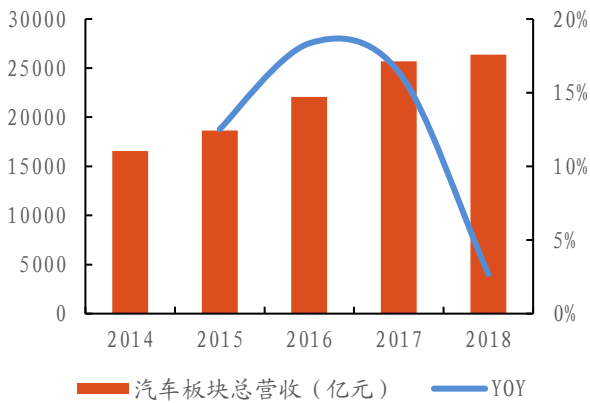
国六提上日程对库存形成了滞销的压力。虽然国家未对国六排放标准以外的乘用车的上路限制，但仍会使得一部分消费需求持币观望买国六车。为减轻国五车库存压力，应对国六车排放标准的实施，上汽、吉利、长安、比亚迪等多家车企通过员工优惠购车的方式缓解经销商潜在的国五车滞销压力。而多数自主品牌的打折力度都超过了20%。预计国六正式实施后需求正常化，销量增速回正有望出现在三四季度。

2. 板块利润承压 估值仍待修复

2.1. 2019 年一季度板块营收加速下滑

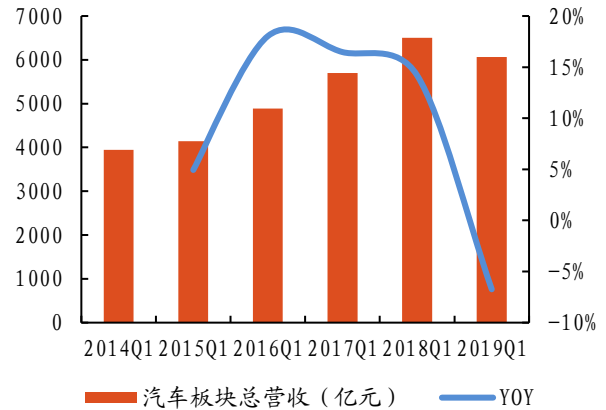
收入端：一季度营收首现负增长。2018 年汽车行业实现营业总收入 2.64 万亿元，YOY+2.69%，汽车行业增速首次大幅放缓。19 年第一季度，汽车行业实现营业收入 6503 亿元，YOY-6.74%，营收负增长出现。

图表 21: 汽车行业历年营业总收入及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

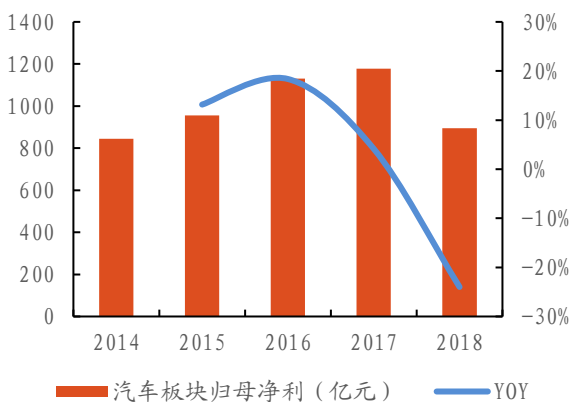
图表 22: 汽车行业历年一季度营业收入及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

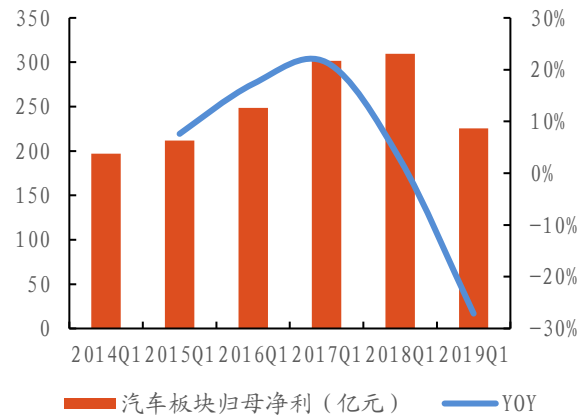
利润端：亏损企业增多，增收减利现象十分普遍。18 年度汽车行业实现归母净利润共计 895 亿元，同比大幅下降 24%。19 年第一季度，汽车行业归母净利润为 226 亿元，YOY-27%，利润下降幅度持续扩大。汽车行业已处于勉强维持经营境地的企业增多，亏损企业数量从 17 年的 8 家上升至 18 年的 20 家，2019 年一季度，行业亏损数量上升至 29 家。2018 年增收减利的企业有 56 家，减收减利的企业有 48 家，两者合计占比 60%以上。

图表 23: 汽车行业历年归母净利润



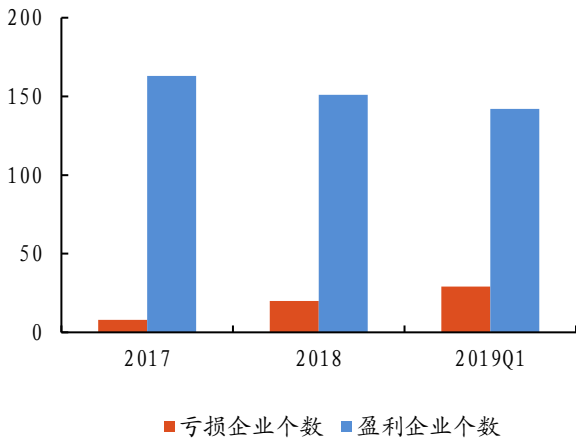
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 汽车行业历年一季度归母净利润



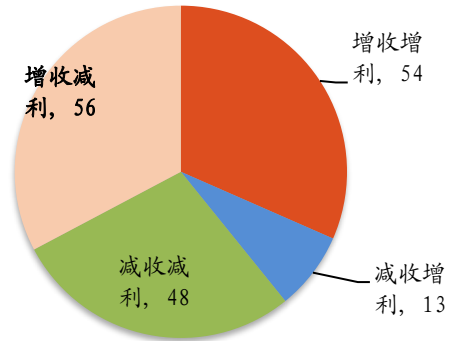
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 汽车行业亏损企业不断增多



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

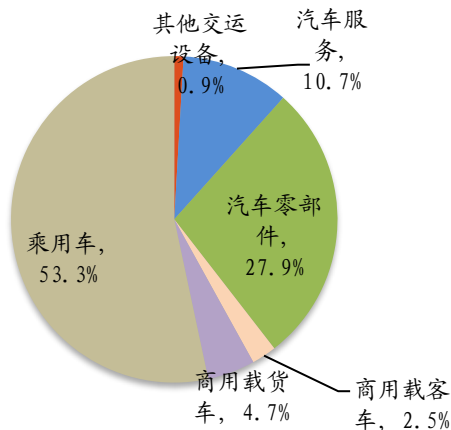
图表 26: 汽车行业 18 年增收减利企业占比多



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

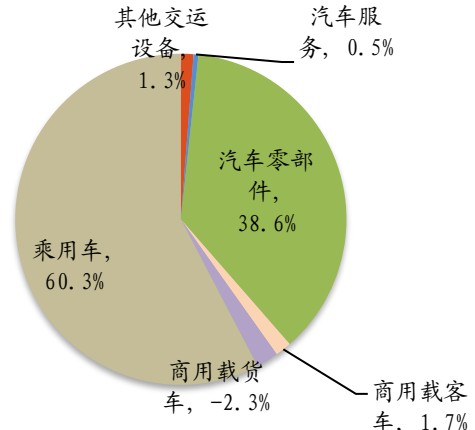
乘用车主机厂利润占比最多, 议价能力最高。A 股汽车板块上市企业中, 乘用车、零部件营收总和占行业 80%以上, 利润占行业利润 98%以上, 为板块的核心利润区。而汽车服务板块营收占比虽然有 10.7%, 但由于利润率很低, 其利润占比仅 0.5%。

图表 27: 汽车行业 18 年子版块营收占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 汽车行业 18 年子版块利润占比

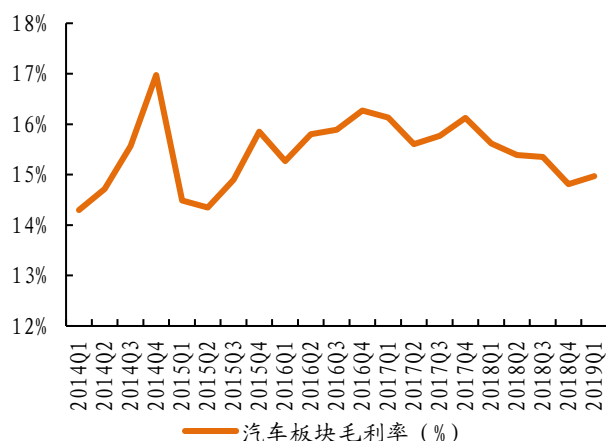


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 2019 年一季度利润率企稳 费用率小幅攀升

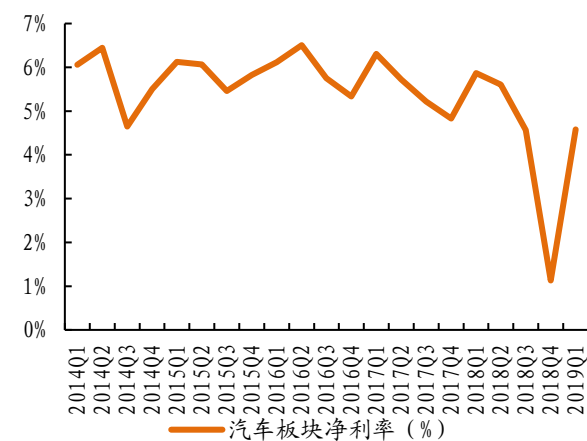
毛利率企稳, 净利率反转。销量下行, 主机厂竞争加剧, 在汽车均价呈下行趋势的同时, 汽车板块毛利率仍处于从 17 年四季度开启的下行周期之中。19 年一季度板块总体毛利率为 14.97%, 企稳回升。汽车板块净利率一直维持在 5-6% 之间, 18 年四季度整体板块利润承压, 同时出现了不少巨亏企业, 板块净利率缩小到 1%, 但今年一季度, 利润率便反弹至 4.58%。

图表 29: 汽车行业季度毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

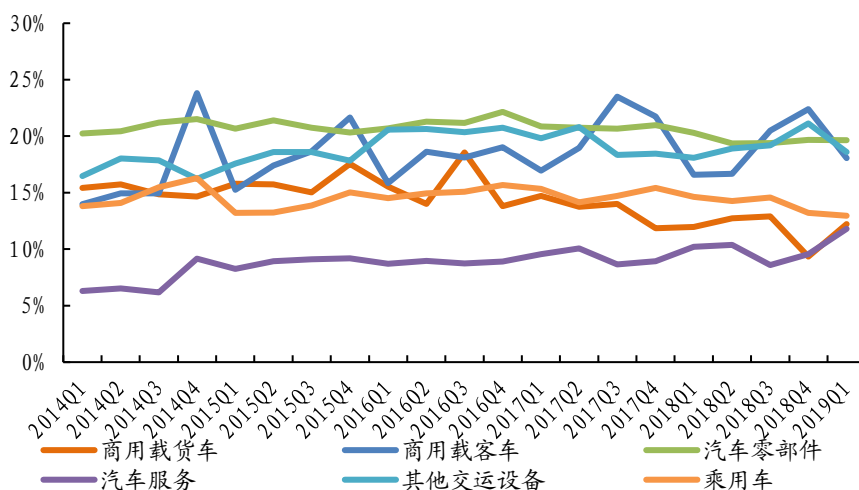
图表 30: 汽车行业季度净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

零部件板块毛利率波动较小, 毛利率水平在各板块中最高。客车板块毛利率在年中规律波动, 在年末达到最高值。零部件板块毛利率则稳定地呈缓慢下降趋势, 19 年一季度下降到历史新低 19.65%, 波动较小, 且是毛利率最高的细分板块。乘用车毛利率远低于零部件, 在市场低迷销量大幅下滑的背景下, 乘用车毛利率 19 年一季度下降到 12.96%。由于年初为基建开工高峰, 货车板块的采购高峰也在一季度, 因而 19 年一季度货车毛利率回升到 12.23%。汽车服务板块毛利率低谷在 18 年第三季度, 因为去年三季度折扣力度达到了最高以减轻出口波动对汽车销售的冲击, 随后折扣规模逐渐缩窄。

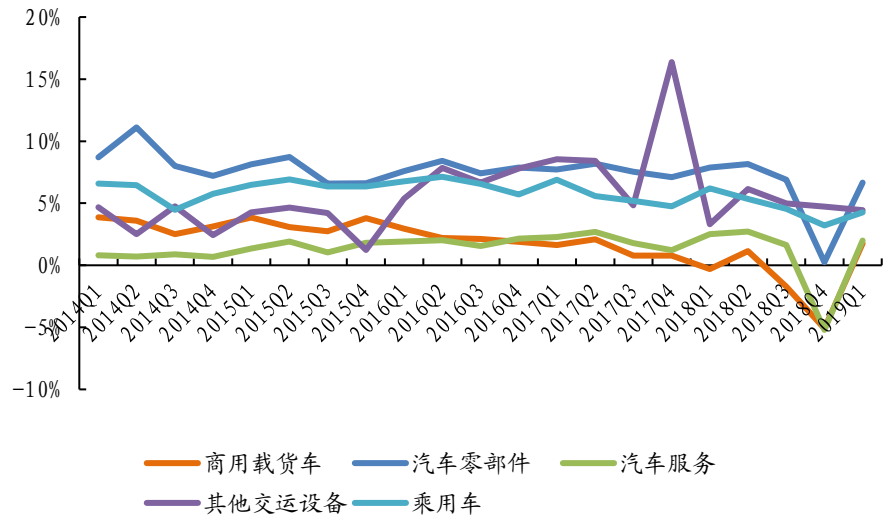
图表 31: 汽车行业各板块季度毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

各板块在 18 年四季度都不同程度上出现了利润率的大幅下滑, 其中汽车服务和载货车从板块层面看是亏损的。19 年一季度, 汽车零部件、商用载货车、汽车服务板块利润率迅速回升至 6.65%、1.75%、1.99%, 乘用车净利率也小幅回升至 4.25%。

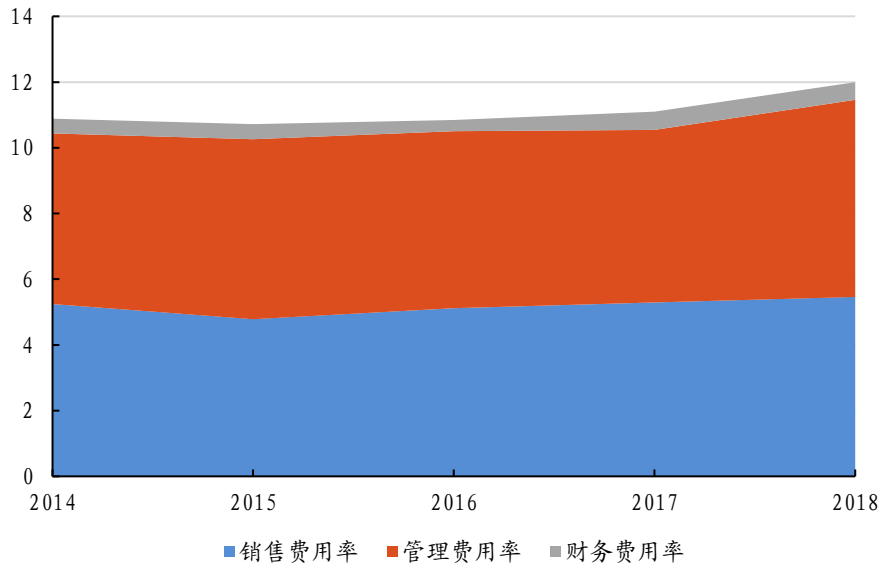
图表 32: 汽车行业各板块季度净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

由于销量规模增长停滞而原材料、人工成本继续上升, 18 年度汽车行业三费率显著上升, 较 17 年提高了 0.89 个 pct。其中, 管理费用率上升最为明显, 18 年较 17 年提升了 0.75 个 pct; 此外销售费用率上升了 0.17 个 pct, 财务费用率下降了 0.02 个 pct。

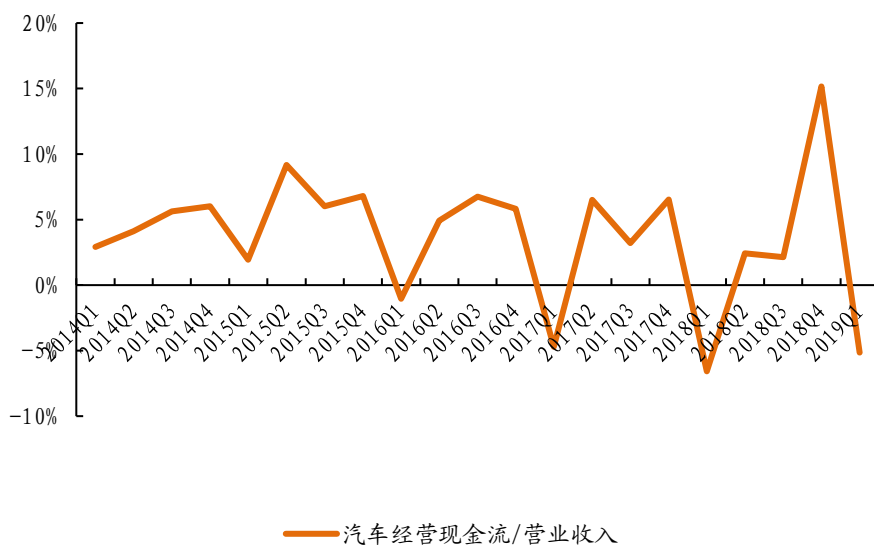
图表 33: 汽车行业历年费用率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

汽车板块现金回款周期呈明显季节性特征, 年初开票较多, 常于年底回款。18 年中现金流紧张而年末集中回款, 导致四季度经营现金流与营业收入的比例高于历年平均水平。2019 年一季度现金流受行业回款模式影响又出现现金流压力。

图表 34: 汽车行业季度经营现金流/营业收入

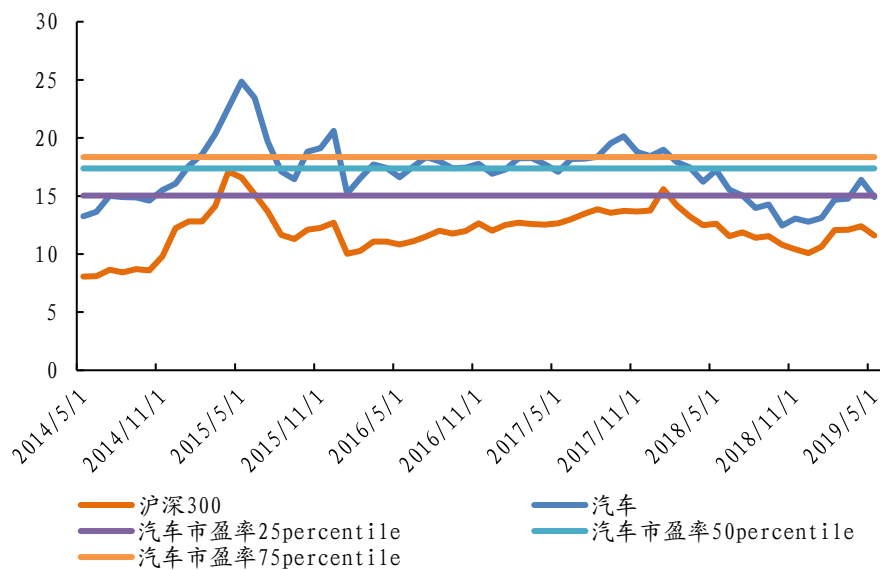


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.3. 估值仍待修复 市盈率溢价走低

汽车行业估值仍待修复，目前仍处于 25 分位水平。目前汽车行业市盈率仍处于 5 年平均之下。截至 2019 年 5 月 28 日，汽车行业平均市盈率为 14.92x，接近历史 5 年市盈率 25percentile 的位置，仍有很大的估值修复空间。汽车行业过去 5 年市盈率的 25percentile、50percentile、75percentile 值分别为 15x、17.4x、18.4x。

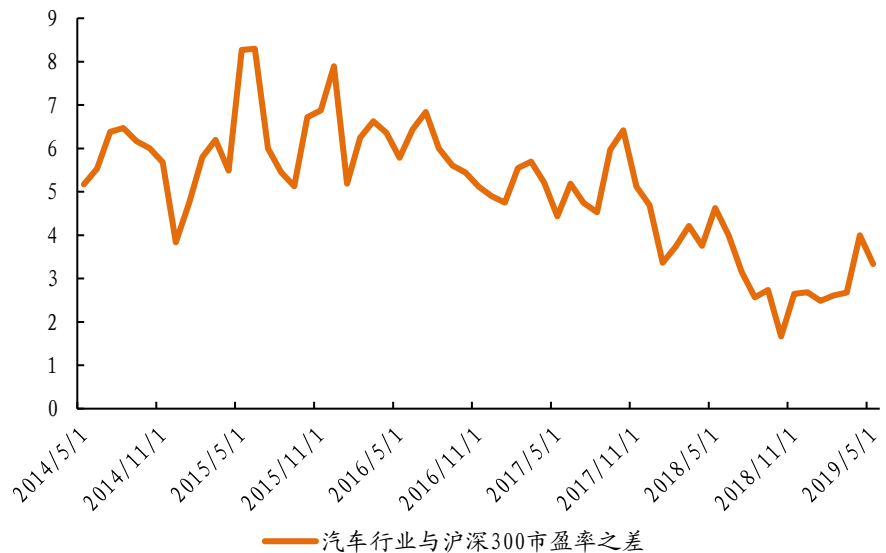
图表 35: 汽车行业估值仍待修复



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

汽车行业估值溢价降低。对比汽车行业市盈率与沪深 300 板块市盈率，可观察到自 14 年至今，汽车行业相对沪深 300 的市盈率溢价从 6x 缩窄至 3x 左右，汽车行业的估值溢价在缩小，尤其是 16 年之后，估值溢价迅速缩小。

图表 36: 汽车行业估值溢价在降低



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3. 零部件细分龙头抗风险强 销量回暖布局主机厂

3.1. 2018 年大型零部件集团利润增速亮眼

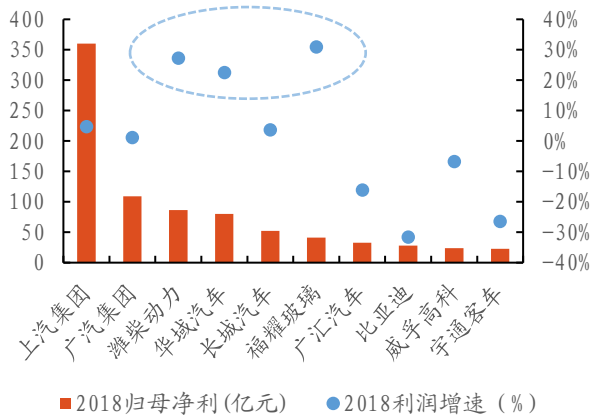
零部件龙头集团抗风险能力高。汽车行业下行背景下，车企竞争加剧，市场集中度下降。从竞争格局的稳定性看，豪华品牌（ABB）优于合资品牌，合资品牌优于自主品牌，合资品牌中德系、日系最为稳健。小型零部件厂主要配套自主品牌，受主机厂压价压力较大，而大型零部件集团供应多家自主、合资品牌主机厂，其受单一品牌车型销量下滑的影响较小，抗风险能力较强。18 年行业下行，营收较为稳健的企业不多，规模较大的乘用车主机厂（上汽集团、广汽集团、长城汽车）、零部件细分领域龙头集团（潍柴动力、华域汽车、福耀玻璃）抗周期风险能力较强。其中零部件龙头在去年行业几乎没增长的情况下，依然实现了高增长，其中潍柴动力利润同比增长 27%，华域汽车同比增长 22%，福耀玻璃同比增长 31%，抗周期风险属性显著。

零部件自主替代不断深化。另外，在合资品牌车价下行过程中，自主替代率逐步增加。合资车企国产化带来了大批零部件配套供应机会，大批自主零部件厂商得以崛起，零部件进口比例不断减少，且进一步替代外资及合资零部件供应商。

18 年发生巨亏的企业众多，有庞大集团（-61.55 亿）、东方精工（-38.76 亿）、福田汽车（-35.75 亿）、ST 猛狮（-27.69）、富临精工（-23.24 亿）等。19

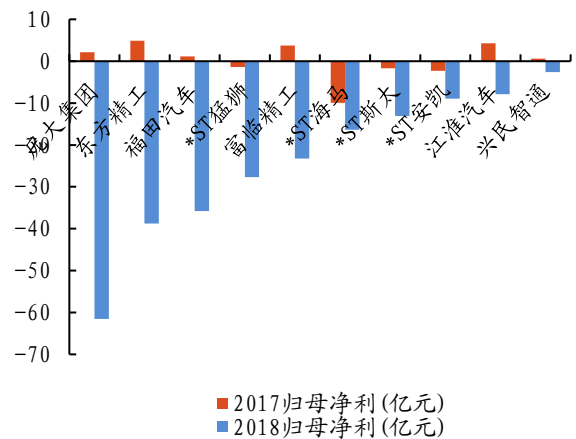
年一季度庞大集团继续亏损-4.89 亿，主机厂长安汽车巨亏 20.96 亿。

图表 37: 汽车行业 18 年利润前十



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 38: 汽车行业 18 年利润倒数前十

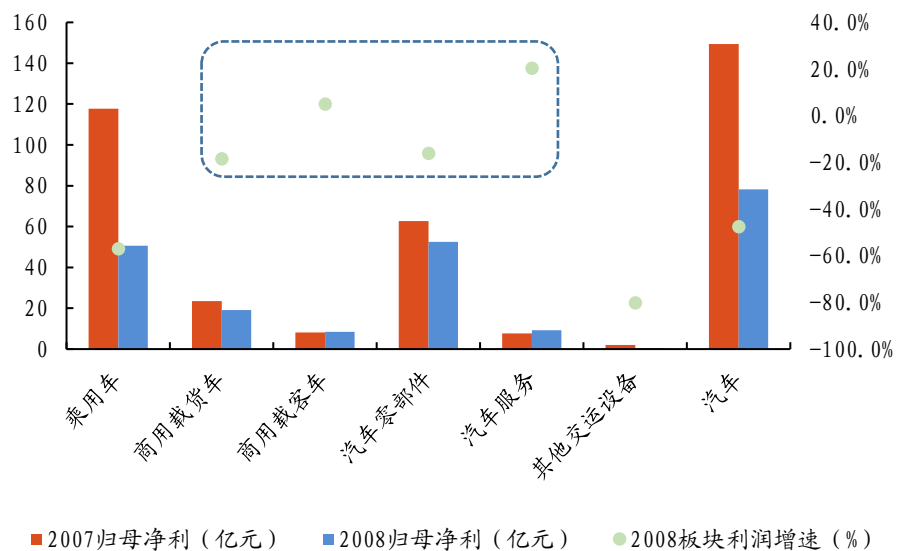


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2008 年汽车板块历史复盘: 历史上曾出现过两次汽车行业多月销量同比下滑的时期, 分别是 2008 年下半年和 2015 年 6-8 月。其中最典型的为 08 年的下半年, 中汽协乘用车销量下滑从 2008 年 8 月持续至 2009 年 1 月。两次下滑后国家均出台了刺激政策, 即历史上两次购置税优惠政策, 随即销量增速迅速转正。2008 年汽车板块利润总额同比下滑了 36.6%, 其中乘用车主机厂板块下滑了 57%, 而汽车零部件板块下滑了 16.1%, 具有明显的抗风险属性。

2008 年汽车板块中利润规模最大的企业为潍柴动力, 其 08 年利润仅下滑 4.4%, 其他规模较大的零部件如宗申动力, 归母净利润上升了 23.6%, 万向钱潮下滑了 16.1%。而当时的庞大汽车处于扩展期, 其归母净利润同比上升了 37.5%; 福耀玻璃下滑了 73.2%, 主要是公司连续关停浮法玻璃生产线, 计提了相关资产 4.18 亿资产减值所致, 若加回资产减值损失, 公司当年净利下滑 28%。

图表 39: 汽车行业 2008 年各板块利润及增速



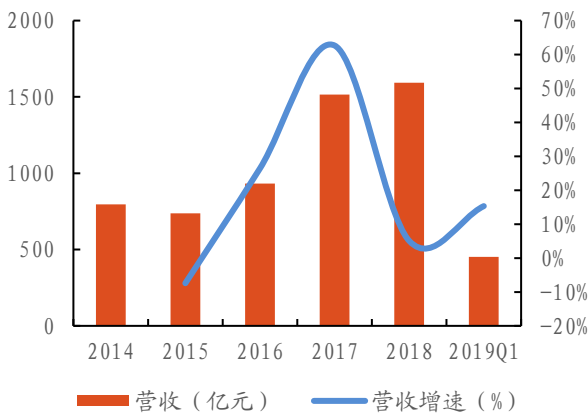
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

静待消费刺激政策出台，低位布局整车龙头。汽车行业消费在政策刺激下会有较好表现，国家发改委拟定的《进一步扩大汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案 2019-2020 年》征求意见稿显示，对已经实施限购的地方，2019、2020 年车牌增量指标数量，在 2018 年的基础上分别增加 50% 和 100%；取消对无车家庭购车的限制；对小客车更新指标的申请不得设置数量限制；燃油汽车车主更新购买新能源汽车之后，仍有再次更新购买燃油汽车的权利。在此引导下，2018 年 5 月 28 日，广东省委办公厅、广东省政府办公厅出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，将放宽购车指标，扩大准购规模。更多细则有望陆续出台，对汽车板块刺激效应明显，可布局估值较低，业绩较稳健的整车龙头。

3.2. 抗汽车周期企业典型代表一览

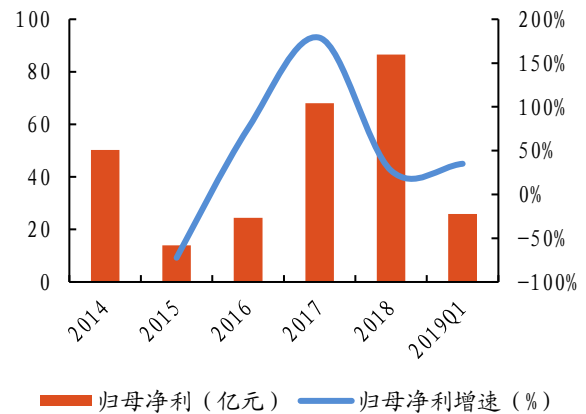
潍柴动力：重卡强周期延续，多元布局弱化周期波动。2018 年，公司实现营业收入 1592.56 亿元，同比增长 5.07%；实现归母净利润 86.58 亿元，同比增长 27.16%。2019 年 Q1，公司实现营业收入 452.12 亿元，同比增长 15.30%；归母净利 25.91 亿元，同比增长 34.99%；扣非后归母净利 24.48 亿元，同比增长 23.07%。2019Q1 重卡行业销售 32.5 万辆，同比增长 0.6%。公司是商用车动力总成与整机供应商，重卡发动机市占率超过 30%，受益于①环保升级；国三车淘汰；②基建需求火热；③公司开始给重汽配套发动机，公司重卡发动机主业持续增长。另外，公司收购凯傲叉车、德马泰克、巴拉德、弗尔赛、锡里斯动力等部分或全部股权，布局了工程机械、智能物流、燃料电池电堆，弱化了周期导致的业绩波动。

图表 40：潍柴动力营收及增速



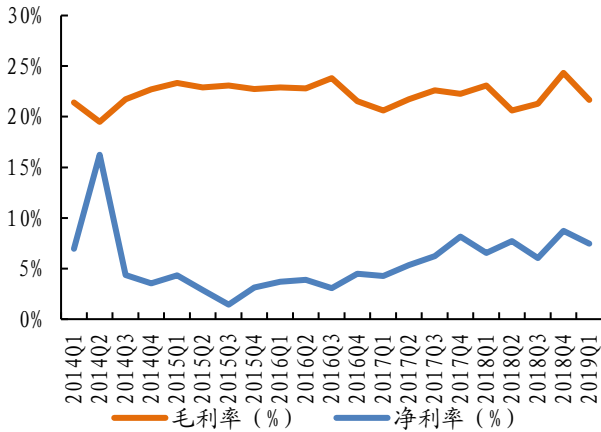
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 41：潍柴动力归母净利及增速



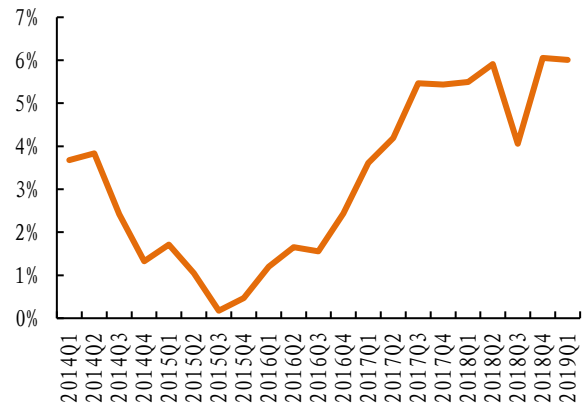
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 42: 潍柴动力毛利率及净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

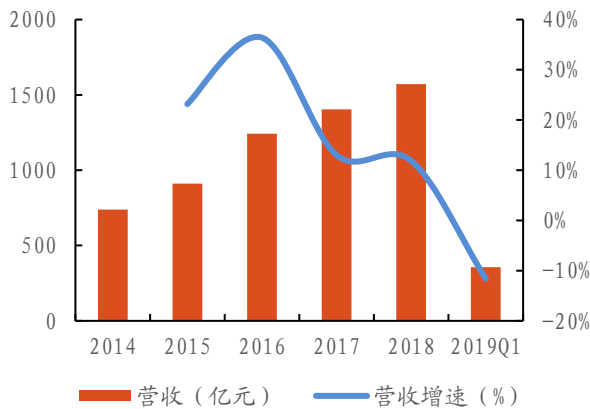
图表 43: 潍柴动力 ROE



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

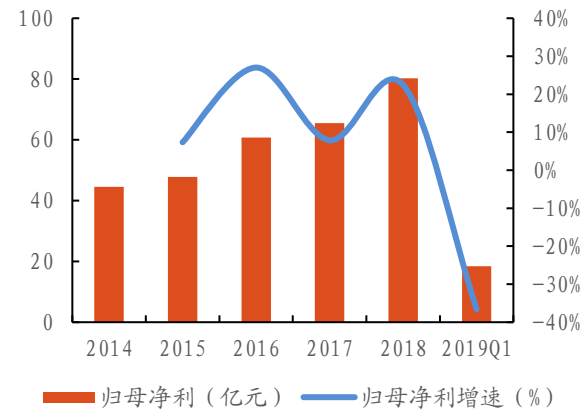
华域汽车: 以上汽为基, 不断开拓国内外新客户。公司 2018 年实现营业收入 1571.70 亿元, 同比增长 11.88%; 归母净利润 80.27 亿元, 同比增长 22.48%; 扣非归母净利润 63.12 亿元, 同比增长 0.07%。2019 年一季度, 公司实现营业收入 355.71 亿元, 同比下滑 11.62%; 归母净利润 18.45 亿元, 同比下滑 36.61%, 扣非归母净利润 13.60 亿元, 同比下滑 15.11%。2019Q1 下滑原因主要为 18 年一季度产生的华域视觉一次性溢价。公司为上汽核心供应商, 与法雷奥、麦格纳等世界零部件巨头建立了合资公司, 拥有众多优质企业及技术。18 年公司收入增速超越行业主要原因为 18 年 Q1 收购的华域视觉 (上海小系) 50% 股权的并表, 产生一次性溢价 9.26 亿元。2018 年华域视觉开拓了多个客户, 营收 138.3 亿元, 同比增长 15%, 超越行业。

图表 44: 华域汽车营收及增速



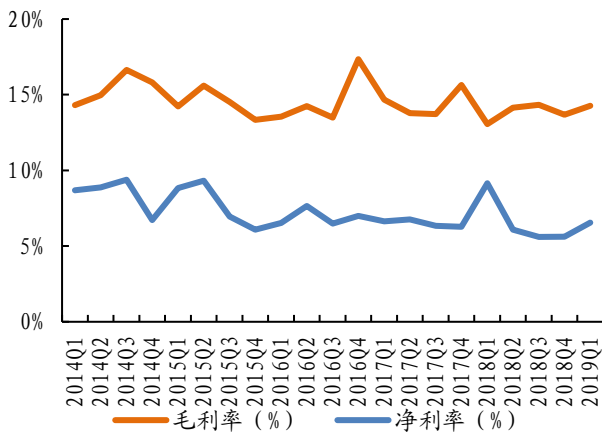
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 华域汽车归母净利及增速



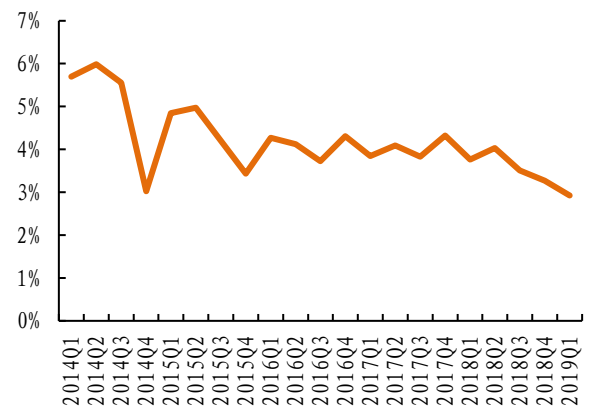
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 46: 华域汽车毛利率及净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

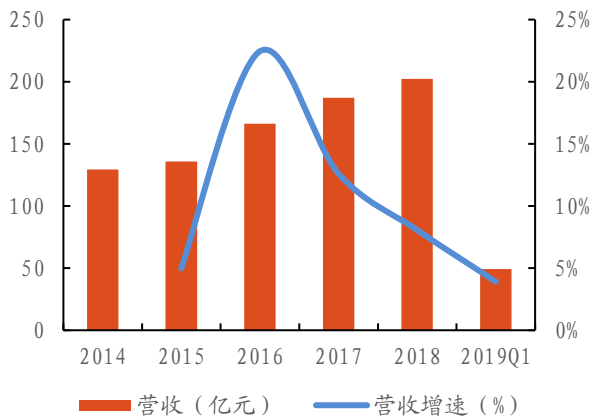
图表 47: 华域汽车 ROE



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

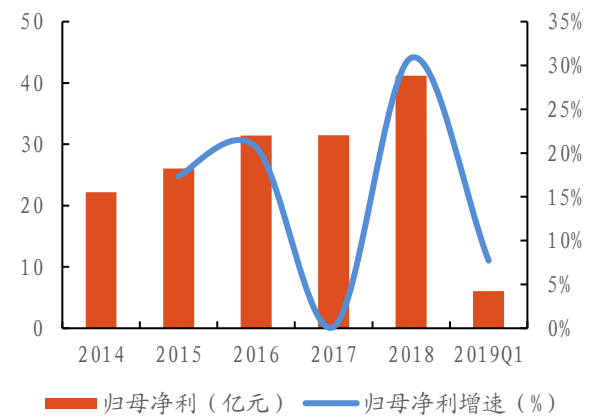
福耀玻璃: 海外工厂放量, 量价齐升助力业绩增长。公司 2018 年全年营收 202.3 亿元, 同比增长 8.1%, 其中福耀美国营收 34.1 亿元, 同比增长 50%; 实现归母净利 41.2 亿元, 同比增长 30.9%, 其中福耀美国归母净利 2.46 亿元, 17 年同期为 500 万美元; 实现扣非归母净利 34.7 亿元, 同比增长 14.4%。19 年 Q1 实现营收 49.3 亿元, 同比增长 3.9%, 归母净利 6.1 亿元, 同比增长 7.7%, 扣非归母净利 5.2 亿元, 同比下降 13.2%。公司为汽车玻璃龙头, 美国新基地建成, 产能逐步释放, 公司全球市占率提升。另外, 公司 ASP 提升了约 3.7%, 主要原因为高附加值玻璃 (智能玻璃、包边玻璃等) 的应用。

图表 48: 华域汽车营收及增速



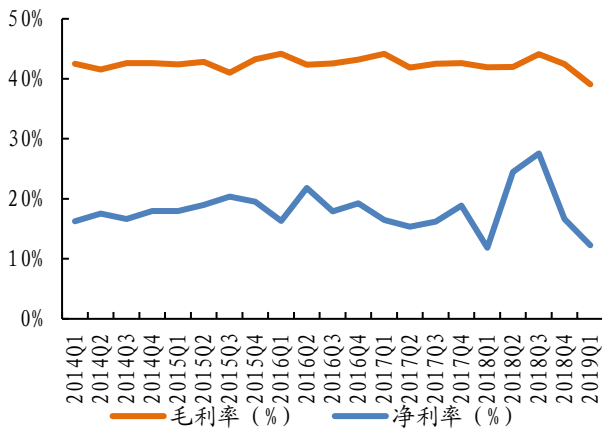
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 49: 华域汽车归母净利及增速



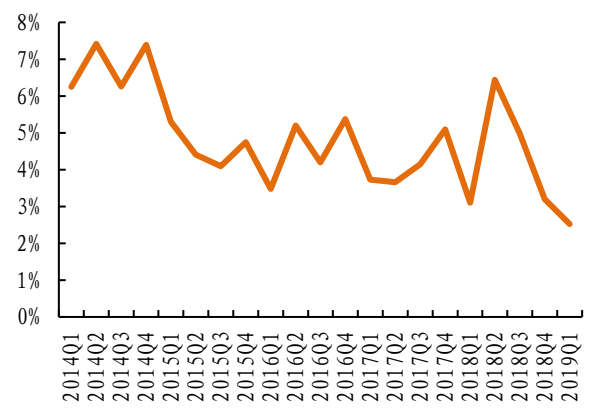
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 50: 华域汽车毛利率及净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 51: 华域汽车 ROE



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

4. 投资建议

建议关注营收稳健的乘用车龙头，静待板块黑暗期过去，国家汽车消费刺激政策出台，销量止跌回升后的估值修复行情。

建议关注抗周期能力较强的零部件龙头集团。

图表 52: 建议关注公司

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2018 归母净 利 (亿元)	2019E 归母 净利 (亿元)	2020E 归母 净利 (亿元)	评级
600104.SH	上汽集团	2809.87	8.13	360.09	371.93	398.62	增持
601633.SH	长城汽车	780.38	20.01	52.07	54.92	63.57	增持
000338.SZ	潍柴动力	956.03	10.25	86.58	92.49	100.74	增持
600660.SH	福耀玻璃	547.63	13.15	41.20	40.71	44.95	增持
600741.SH	华域汽车	635.59	9.13	80.27	73.72	79.53	增持
002594.SZ	比亚迪	1319.60	38.50	27.80	35.24	43.39	增持
601238.SH	广汽集团	1115.48	11.38	109.03	119.96	134.89	增持

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

5. 风险提示

国家刺激政策下达进度不及预期;
居民持币观望情绪延续。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。