

汽车行业

2019 年中期策略：枕戈待旦

核心观点：

● 乘用车：静待终端需求回暖，寻找较好的买点

乘用车板块核心问题是行业相对较确定的边际改善与尚未完全触底的基本面及估值背后隐含的预期较高之间的矛盾。前 5 月乘用车终端同比 -5.1%，尽管受到政策预期扰动，跌幅依然同比收窄，一旦部分消费观望转化为实际购买需求，终端需求将进一步企稳；批发销量由于主动去库存前 5 月同比显著下降 15.2%，估计将滞后于终端销量，乘用车企业盈利能力与批发销量关系更为紧密。目前 SW 乘用车 PE TTM 约 15 倍，横、纵向对比均略高，目前或已反映了未来利润增速企稳的预期。

政策扰动不可忽视。乘用车 15 年 9 月-17 年底的购置税优惠透支了需求，年初多部委新闻发言释放促进汽车政策出台的信号，使得观望政策落地再消费的情绪加深。我们认为目前出台强刺激政策并非最佳选择，温和政策储备也有必要。国五升国六将导致行业加速去库存，国五库存去化后盈利能力有望迎来改善，从目前国五库存占比来看，风险最大的阶段已经过去。我们建议关注业绩稳定性高、低估值、高分红的公司。

● 卡车：重卡股有望迎价值重估，轻卡或酝酿巨大机遇

重卡：市场将板块供需改善（保有量、产能、库存、排量结构升级）带来的盈利提升理解为周期性繁荣，认为盈利不可持续所以给予较低估值。本轮重卡景气繁荣与 09-10 年最大区别恰恰在于可持续性更强，排量和功率升级带来的单价和净利润率提高有望为行业产值、利润提供较大提升空间，而资本性开支下降、分红率提高、有息负债率大幅下降将给投资者带来持续的分红。重卡公司隐含的稳健增长与市场的悲观预期形成了预期差，而当公司盈利能力的稳定性持续兑现、持续超市场预期后，股价将迎来戴维斯双击。

轻卡：环保监管趋严、治超治限加速货车市场供给侧改革，保有量过剩问题已初步解决，轻卡强化治超使得单车运力下降，未来销量或有提升。国家取消低速货车运营证、“蓝天保卫战”加速排放升级等政策利好轻卡门槛提高，冷链物流、电商快递的兴起也使得轻卡市场向多元化、高端化发展，心无旁骛聚焦主业的公司未来市场份额有望获得提升。

● 投资建议：盈利能力稳定和估值折价的公司

乘用车板块推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）；汽车服务板块推荐稀缺的独立汽车检测机构中国汽研，国六排放升级利好短期业绩，咨询业务或为中长期增长点；重卡股推荐依靠新产品周期，未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升，国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科 A/B 股；汽车零部件板块推荐具备核心技术的独立自动变速箱供应商万里扬；商用车板块关注未来或继续围绕 ROE 上升逻辑作调整的福田汽车。

● 风险提示

宏观经济不及预期；汽车行业景气度不及预期；行业竞争加剧等。

行业评级

买入

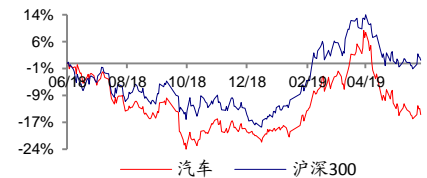
前次评级

买入

报告日期

2019-06-21

相对市场表现



分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

唐哲



SAC 执证号：S0260516090003



SFC CE No. BMV323



021-60750621



tangzhe@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、刘智琪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

汽车行业：国六实施渐近加速库存调整，静待终端回暖苦尽甘来 2019-05-14

汽车行业：心无旁骛做主业，重卡股有望迎来价值重估 2019-03-17

汽车行业：十部门印发推动消费增长方案，汽车相关政策如期偏温和 2019-01-30

联系人：李爽 021-60750604

fzlishuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	CNY	25.0	2019/4/30	买入	33.9	3.08	3.27	8.11	7.64	6.28	4.60	13.7	12.7
华域汽车	600741.SH	CNY	21.5	2019/4/27	买入	27.4	2.28	2.42	9.43	8.89	3.60	2.41	15.2	14.9
广汽集团	601238.SH	CNY	10.9	2019/4/30	买入	13.8	1.15	1.27	9.48	8.58	13.23	9.45	13.4	12.9
中国汽研	601965.SH	CNY	7.3	2019/4/28	买入	11.3	0.49	0.58	14.80	12.50	10.05	8.18	9.6	10.2
中国重汽	000951.SZ	CNY	16.5	2019/4/26	买入	27.2	1.81	2.37	9.10	6.95	8.52	6.49	16.3	17.5
威孚高科	000581.SZ	CNY	20.3	2019/4/29	买入	34.1	2.27	2.35	8.93	8.63	17.57	15.70	13.5	13.2
潍柴动力	000338.SZ	CNY	12.7	2019/4/29	买入	18.2	1.21	1.33	10.51	9.56	3.88	3.19	21	20.8
万里扬	002434.SZ	CNY	6.6	2019/4/3	买入	9.5	0.38	0.56	17.26	11.71	12.84	8.88	7.3	9.8
福田汽车	600166.SH	CNY	2.4	2019/4/28	增持	3.1	0.03	0.06	79.33	39.67	34.76	32.25	1.3	2.3
广汽集团	02238.HK	HKD	7.5	2019/4/30	买入	12.1	1.15	1.27	5.72	5.18	4.54	2.09	13.4	12.9
潍柴动力	02338.HK	HKD	13.3	2019/4/29	买入	21.0	1.21	1.33	9.64	8.77	3.51	2.86	21	20.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 港股收盘价及合理价值单位为港币, EPS 单位为人民币。

目录索引

核心观点	6
乘用车：静待终端需求回暖，寻找较好的买点	8
目前乘用车板块核心矛盾：基本面尚未完全触底，估值已隐含较高预期	8
汽车刺激政策退出的阵痛正在体现，去库存致乘用车企业业绩普遍承压	13
乘用车板块建议关注稳定性高、低估值、高分红的公司	16
卡车：重卡股有望迎价值重估，轻卡或酝酿巨大机遇	18
目前市场认为重卡股盈利不可持续给予低估值，板块存在预期差	18
国内龙头重卡公司心无旁骛做主业，盈利韧性更好、资产负债表更健康	22
纵向及横向对比来看，重卡龙头股 PE 估值处于低位	23
轻卡：保有量过剩问题初步得到解决，排放升级驱动轻卡高端化	25
汽车零部件：寻找估值低和业绩确定性高的标的	28
下游整车景气度下降影响零部件公司业绩，建议关注具有核心竞争力、盈利能力稳定的企业	28
汽车零部件估值与国际零部件公司相比仍有溢价	28
投资建议：重视盈利能力稳定和估值折价的公司	30
风险提示	30

图表索引

图 1: 19 年初至今 SW 乘用车走势及 PE TTM(倍)(截止日: 2019 年 6 月 20 日)	8
图 2: 乘用车月度终端实销数(万辆)及同比增速	8
图 3: 近期国家及部分地方政府出台有关汽车消费政策及广发证券相关点评报告时间线	10
图 4: 狭义乘用车行业库存结构(截至 19 年 4 月)	11
图 5: 狭义乘用车行业库存结构(截至 19 年 5 月)	11
图 6: 历年车辆购置税(亿元)及同比增速	12
图 7: 乘用车产销率单月同比增速(%)	13
图 8: 乘用车渠道库存当月变化值及当年累计增加值(万辆)	13
图 9: 乘用车板块单季度营业收入同比增速及归母净利润同比增速	14
图 10: 部分车企 5 月单月生产合格证国五/六车型占比	15
图 11: SW 乘用车 PE TTM(倍)	16
图 12: A 股、港股及国际乘用车公司 PE TTM、PB LF(倍, 对应 2019 年 6 月 20 日)	16
图 13: 我国重卡历年销量(万辆)及同比增速	18
图 14: 我国重卡行业库存水平(万辆)及动态库销比(月)	21
图 15: 重卡结构变化情况	21
图 16: 中国公路物流运价总指数及整车运输指数	21
图 17: 我国重卡行业市场集中度变化情况	22
图 18: 美国 8 级卡车行业市场集中度变化情况	22
图 19: 潍柴动力、中国重汽 A 股净利率(%)	22
图 20: 潍柴动力、中国重汽 A 股总资产周转率	22
图 21: 潍柴、重汽 A 股长期资本负债率, %	23
图 22: 潍柴、重汽 A 股带息债务/全部投入资本, %	23
图 23: 我国重卡出口量及同比(万辆)	23
图 24: 我国货车进口量及占国内货车销量比(辆)	23
图 25: 中国重汽 A 股 PE TTM 估值情况	24
图 26: 潍柴动力 A 股 PE TTM 估值情况	24
图 27: 2011 年来康明斯 PE TTM 估值及 2012-2018 年 GAAP 净利润(百万美元)	24
图 28: 五十铃 PE TTM 估值变动情况及历年归母净利润(百万美元)	25
图 29: 日野 PE TTM 估值变动情况及历年归母净利润同比(百万美元)	25
图 30: 我国轻型(含微型)货车销量(剔除皮卡)(辆)及同比增速	25
图 31: 我国轻型货车、微型货车历年保有量(万辆)及同比增速	26
图 32: 福田汽车历年轻卡销售均价(万元/辆)	27
图 33: 福田汽车历年轻卡毛利率(%)	27
图 34: 汽车零部件子板块单季度营业收入增速	28
图 35: 汽车零部件子板块单季度归母净利润增速	28

图 36: SW 汽车零部件 2011 年以来 PE TTM 估值 (倍)	29
表 1: 06-18 年狭义乘用车 4 季度终端数据相比 1 季度情况	9
表 2: 06-18 年狭义乘用车 5 月环比 4 月情况	9
表 3: 我国历年汽车保有量分排放标准统计 (万辆)	12
表 4: 乘用车企业 18 年/19Q1 营业收入同比增速	14
表 5: 乘用车企业 18 年/19Q1 归母净利润同比增速	14
表 6: 2019 年前 5 月重点乘用车企业销量表现 (万辆)	14
表 7: A 股、港股、美股乘用车公司 2015-2018 年 PE TTM 估值 (倍)	17
表 8: 重卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/ 实际 GDP 年复合增速为 0.46	19
表 9: 重卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/ 实际 GDP 年复合增速为 0.69	19
表 10: 中重卡 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以中重卡保有量年复合增速/ 实际 GDP 年复合增速为 0.31	20
表 11: 以 540 万、630 万保有量来测算需求	20
表 12: 轻卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 1.4	26
表 13: 国际汽车零部件公司估值 (对应 6 月 20 日收盘价)	29
表 14: 整车、零部件企业可比公司 PE 估值情况 (截止 2019.06.20)	30

核心观点

● 乘用车：静待终端需求回暖，寻找较好的买点

目前乘用车板块的核心问题是，行业未来相对比较确定的边际改善与尚未完全触底的基本面及估值背后隐含的较高预期之间的矛盾。今年1-5月乘用车终端实销同比增速分别为24.9%、-42.1%、-9.3%、-6.5%、-3.2%，其中1月份同比大幅增长与春节因素有关，但剔除春节因素终端销量仍或有10%左右的年化增长，2-5月终端销量持续同比下降或与市场对促进汽车消费政策出台预期、国五车降价促销带来的观望情绪有关，而降幅环比持续收窄表明部分消费观望逐渐转化为实际购买需求，终端需求进一步企稳。

政策的扰动不可忽视。18年乘用车销量快速下行导致了市场形成刺激汽车消费政策出台的预期，19年年初工信部新闻发言释放刺激政策出台的信号，使得市场观望情绪进一步加深。我们认为，目前出台大规模、广覆盖的强刺激政策并不是最佳选择，为了应对或有的内外部风险，促进汽车消费的温和政策储备也有必要，一方面它对财政施压较小，另一方面仍可起到兜底的效果。

国六排放标准提前实施也对乘用车终端需求产生影响。目前乘用车库存依然以国五车型为主，随着国六排放标准提前实施日临近，各车企陆续推出优惠购车措施加速库存去化，而由于消费者由于看到了国五车型促销有相对明确的退出时间表，国六提前实施日的临近将促使一部分消费观望快速转化为实际购买力。我们认为6月份乘用车终端销量表现或将迎来大幅改善，库存结构不合理问题也基本得到解决。

库存去化后盈利能力有望迎来改善，乘用车板块我们建议关注业绩稳定性高、低估值、高分红的公司。

● 卡车：重卡股有望迎价值重估，轻卡或酝酿巨大机遇

目前重卡板块预期差在于市场将重卡行业供需改善（保有量、产能、库存、排量结构升级）带来的盈利提升理解为周期性的繁荣，认为盈利不可持续所以给予了较低的估值。本轮重卡景气繁荣与09-10年最大的区别恰恰在于可持续性更强，排量和功率升级带来的单价和净利润率提高有望为行业产值、利润提供较大提升空间，而资本性开支下降带来的分红率提高、有息负债率大幅下降将给投资者带来持续的分红。

从供给端看，我国重卡行业集中度有所提升，且仍有提升空间；龙头公司盈利能力提升，资产负债表更为健康；我国重卡企业具有国际竞争力。

景气维持的时间越长，估值则越有望逐渐向正常水平回归。重卡公司隐含的稳健增长与市场的悲观预期形成了预期差，而当公司盈利能力的稳定性在业绩上持续兑现、持续超市场预期后，股价将迎来戴维斯双击。

环保监管趋严、治超治限加速货车市场供给侧改革，保有量过剩问题得到初步解决，轻卡单车运力下降，单价也有明显提升。国家取消低速货车运营证、“蓝天保卫战”等政策提高轻卡市场进入壁垒，冷链物流、电商快递的兴起也使得轻卡市场向多元化、高端化发展，心无旁骛聚焦主业的公司未来市场份额有望获得提升。

● 汽车零部件：寻找估值低和业绩增长确定性高的戴维斯双击

下游整车景气度下降影响零部件公司业绩，汽车零部件企业18年营业收入同比增长12.1%，归母净利润同比下降25.1%；1季度营业收入同比增长4.9%，归母净利润同比下降13.9%。

若剔除潍柴母公司、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科几家归母净利润权重较大的公司，汽车零部件行业1季度营业收入同比增长11.1%，归母净利润同比下降19.1%。

在整车市场增速下降的背景下，对于缺乏议价能力的零部件企业，配套价格下降对其盈利的负面影响或大于销量的影响。零部件板块中，我们建议关注具有核心竞争力、盈利能力稳定的企业。

核心零部件有较高的技术壁垒和利润空间，毛利率较为稳定。在整车销量增速下降的背景下，普通零部件企业相对议价能力较弱，需谨防价格下降对盈利能力的影响。目前SW汽车零部件PE TTM估值为15倍左右，与国际汽车零部件PE估值平均水平（10倍左右）相比并没有折价，建议关注估值较低且业绩稳定性高的汽车零部件公司。

● 投资建议：重视盈利能力稳定和估值折价的公司

乘用车板块推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）；汽车服务板块推荐稀缺的独立汽车检测机构中国汽研，国六排放升级利好短期业绩，咨询业务或为中长期增长点；重卡股推荐依靠新产品周期，未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升，国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科A/B股；汽车零部件板块推荐具备核心技术的独立自动变速箱供应商万里扬；商用车板块关注未来或继续围绕ROE上升逻辑作调整的福田汽车。

● 风险提示

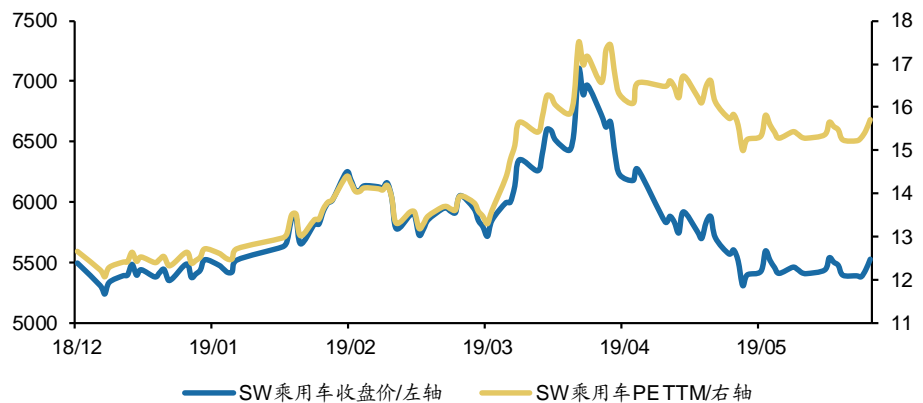
宏观经济增速不及预期，行业景气度下降：汽车行业与宏观经济走势密切相关，宏观经济若走弱将会影响汽车行业下游需求，基建及投资增速将会对商用货车产生影响。此外，汽车政策推进力度不及预期，补贴政策退坡或将对新能源汽车带来影响。

乘用车：静待终端需求回暖，寻找较好的买点

目前乘用车板块核心矛盾：基本面尚未完全触底，估值已隐含较高预期

年初以来SW乘用车指数下跌1.1%，而乘用车板块PE TTM估值从年初的12.6倍上升至15.7倍（截止6月20日）。目前市场对于乘用车板块的核心矛盾是，行业未来相对比较确定的边际改善与尚未完全触底的基本面及估值背后隐含的较高预期之间的矛盾。

图1：19年初至今SW乘用车走势及PE TTM（倍）（截止日：2019年6月20日）

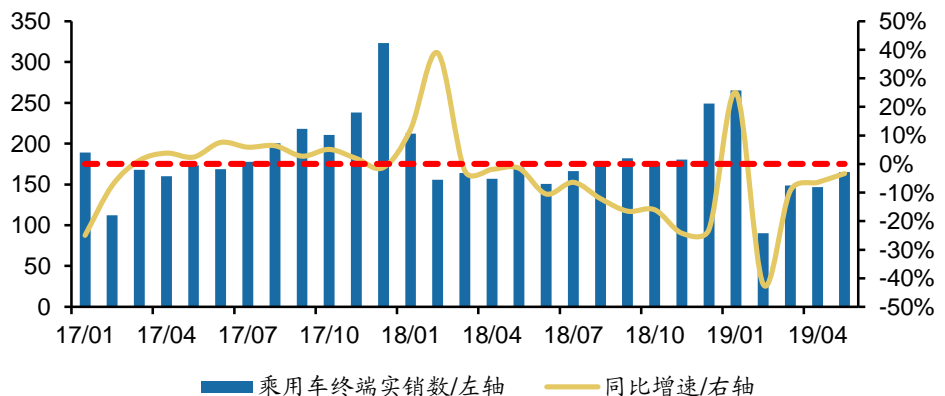


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1. 目前乘用车消费需求如何？——终端没有大幅恶化迹象，短期有扰动

从更贴近消费需求的终端数据来看，1、2月份由于春节错位等因素乘用车终端实销数同比增速为24.9%、-42.1%，3至5月同比增速分别为-9.3%、-6.5%、-3.2%。一方面市场对促进汽车消费政策出台预期、国五车降价促销带来的观望情绪或递延消费需求，另一方面终端销量降幅环比有所收窄，表明部分消费观望逐渐转化为实际购买需求。

图2：乘用车月度终端实销数（万辆）及同比增速



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

实际上，乘用车终端销量自18年3月开始同比下滑，18Q2-Q4降幅逐渐扩大至-4.6%、-12.0%、-21.4%，尽管18年4季度乘用车终端销量同比显著下滑，但环比却没有恶化的迹象：18年4季度狭义乘用车终端销量相比没有中美贸易战等因素影响的1季度增长14.5%，显著好于历史上正常年份（06、07、13、14年）0.5%的均值，也好于政策周期类似的11年的10.8%。

表1：06-18年狭义乘用车4季度终端数据相比1季度情况

年份	Q1 终端/万台	Q4 终端/万台	Q4 较 Q1	非正常年份情况说明
2006	94.6	95.6	1.1%	
2007	119.7	112.3	-6.1%	
2008	145.2	117.6	-19.0%	下半年受金融危机影响
2009	170.9	242.8	42.1%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2010	220.1	323.4	46.9%	刺激政策退出，年末透支次年需求
2011	247.6	274.2	10.8%	
2012	304.2	327.1	7.5%	
2013	362.0	375.3	3.7%	
2014	409.1	417.0	1.9%	
2015	483.4	605.9	25.3%	购置税优惠刺激政策 10 月起实施
2016	523.2	751.9	43.7%	刺激政策退坡，年末透支次年需求
2017	461.5	765.8	66.0%	刺激政策退出，年末透支次年需求
2018	526.5	602.6	14.5%	
06-07、13-14 平均			0.5%	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

今年1-5月乘用车终端实销同比增速分别为24.9%、-42.1%、-9.3%、-6.5%、-3.2%，其中1月份同比大幅增长与春节因素有关，剔除春节因素终端销量仍或有10%左右的增长，2-5月终端销量持续同比下降或与市场对促进汽车消费政策出台预期、国五车降价促销带来的观望情绪有关，而降幅环比持续收窄表明部分消费观望逐渐转化为实际购买需求。5月狭义乘用车终端销量环比4月增长12.8%（为保证历史数据可比性，此处为狭义乘用车），好于历史上的绝大多数年份（06-18年环比增速均值0.5%），进一步表明终端需求企稳。

表2：06-18年狭义乘用车5月环比4月情况

年份	M4 终端/万台	M5 终端/万台	M5 较 M4
2006	35.0	27.2	-22.5%
2007	43.4	33.5	-22.8%
2008	47.3	43.0	-9.1%
2009	61.0	56.9	-6.7%
2010	82.2	75.9	-7.6%
2011	78.0	82.1	5.2%
2012	82.1	100.3	22.3%

2013	103.5	116.4	12.4%
2014	124.8	130.2	4.3%
2015	136.6	140.2	2.6%
2016	150.0	165.7	10.5%
2017	157.6	171.2	8.6%
2018	155.2	169.1	9.0%
2019	145.4	164.0	12.8%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

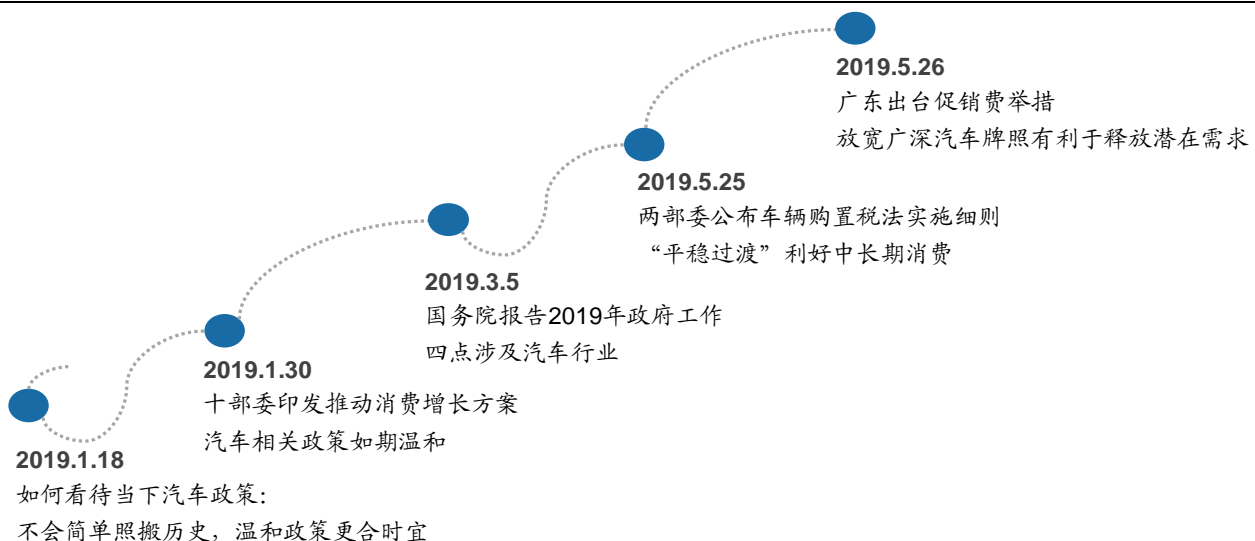
2. 短期扰动因素或是刺激消费政策预期及国六切换前期的消费观望

18年乘用车销量快速下行（其实是正常的，17-19年政策刺激透支后的还债）导致了市场形成刺激汽车消费政策出台的预期，19年年初工信部新闻发言释放刺激政策出台的信号，使得市场观望情绪进一步加深。我们于19年1月18日发布报告《如何看待当下汽车政策：不会简单照搬历史，温和政策更合时宜》，提到：目前出台大规模、广覆盖的强刺激政策并不是最佳选择，为了应对或有的内外部风险，促进汽车消费的温和政策储备也有必要，一方面它对财政施压较小，另一方面仍可起到兜底的效果。

1月29日，发改委等十部门印发《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）》，促进汽车消费六项措施总体偏温和，包括：有序推进老旧汽车报废更新；持续优化新能源汽车补贴结构；促进农村汽车更新换代；稳步推进放宽皮卡车进城限制范围；加快繁荣二手车市场；进一步优化地方政府机动车管理措施。

部分地方政府积极响应国家政策陆续着手研究促进汽车消费举措，思路大多集中在汽车限购放宽等相对温和的政策上，短期刺激效果有限，但刺激政策出台的预期带来的消费观望效应仍然存在，并且在一定程度上抑制了当下的消费需求。

图3：近期国家及部分地方政府出台有关汽车消费政策及广发证券相关点评报告时间线



数据来源：工信部等政府部门网站、广发证券发展研究中心

另一方面，国六排放标准提前实施也对乘用车终端需求产生影响。18年7月份，国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，该文件明确指出：19年7月1日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。根据我们的统计，在国务院发布该文后，截至19年5月13日，共有15个省及直辖市相继出台了国六提前实施的文件，除深圳、北京、河南、安徽对部分重型车、柴油车有要求外，大部分针对轻型汽车。

目前乘用车库存依然以国五车型为主，随着国六排放标准提前实施日临近，各车企陆续推出优惠购车措施加速库存去化，由于市场对国五车型促销有相对明确的退出时间表，国六提前实施日的临近将促使一部分消费观望快速转化为实际购买力。我们认为6月份乘用车终端销量表现或将迎来大幅改善，而7月终端需求或承压。

图4：狭义乘用车行业库存结构（截至19年4月）

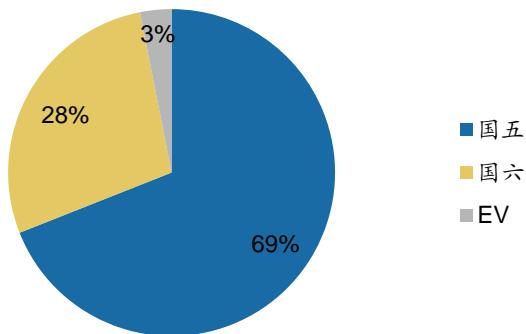
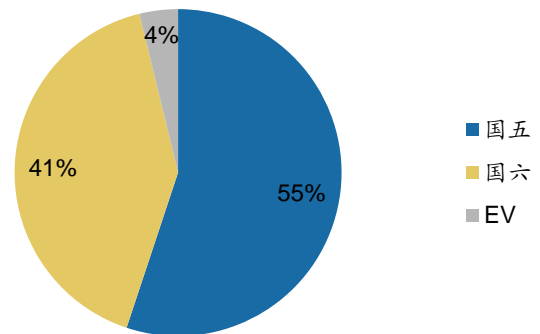


图5：狭义乘用车行业库存结构（截至19年5月）



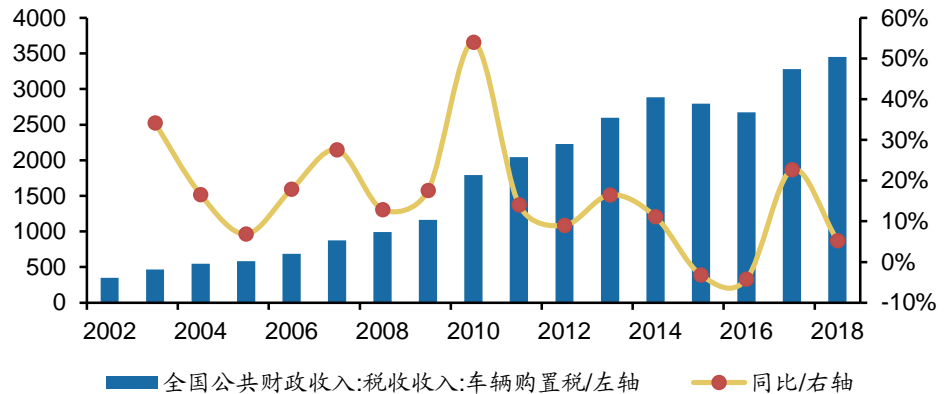
数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

3. 如何看待当下汽车政策思路？——不会简单照搬历史，温和政策更合时宜

目前出台大规模、广覆盖的强刺激政策并不是最佳选择：1) 终端需求没有出现恶化迹象，强刺激政策没有出台的必要性；2) 强刺激政策不一定有效：15年9月-17年底的本轮小排量乘用车购置税优惠经历了2年零3个月，如果新一轮刺激政策间隔时间过短，稳增长效果将大打折扣；3) 普适性的强刺激政策带来每年数百亿元补贴的财政压力，弹性却不大。

图6: 历年车辆购置税(亿元)及同比增速



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

温和性促进汽车消费不代表没有弹性，政策选择上环保或是重要抓手。为了应对环保压力，一方面更高标准的机动车油耗排放标准紧锣密鼓出台，另一方面低排放标准车型的淘汰出清进程也在提速。根据环保部统计，截至17年底国二及以下排放车型保有量超过1900万辆，使用时间已经超过10年，并不是目前更新需求的主力。总体来看，我们认为未来类似针对低排放标准汽车限行及以旧换新的汽车政策或加速推出，将对于未来汽车行业销量的总体平稳起到重大正面贡献。

表3: 我国历年汽车保有量分排放标准统计(万辆)

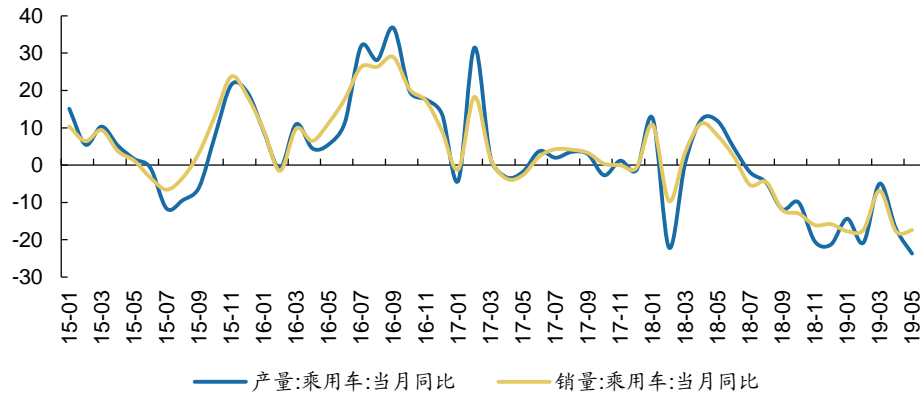
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
国一前	1062	984	880	843	792	545	258	177	27
国一	1599	1594	1575	1615	1622	1539	1119	992	757
国二	1973	1968	1835	1702	1559	1502	1301	1175	1150
国二及以下合计	4634	4547	4290	4160	3973	3587	2678	2344	1933
国三	1575	3175	4448	5581	6588	7587	8339	4488	4420
国四	-	-	528	1097	2012	3278	4927	9673	9889
国五及以上	-	-	-	-	-	-	226	1931	4574
合计	6209	7722	9266	10838	12572	14452	16170	18436	20816

数据来源: 环保部、广发证券发展研究中心

4. 乘用车批发销量仍有压力，行业主动去库存仍在进行

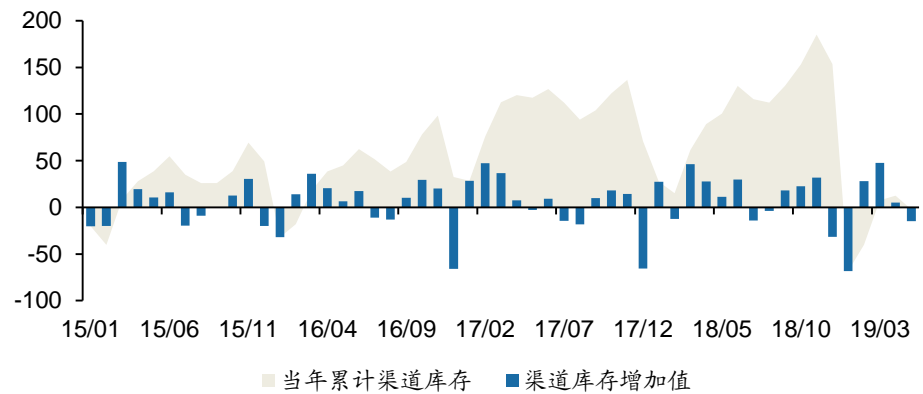
产量端、批发销量的持续负增长验证了我们在前期报告中多次提到的行业已开始主动去库存的观点。根据中汽协统计，19年前5月乘用车累计生产837.9万辆，同比下降15.6%，累计销售839.9万辆，同比下降15.2%。国五升国六等环保政策使得车企主动去库存的动力很强，乘用车国五、国六库存结构也将进一步优化，我们估计本轮主动去库存调整到位的时间节点可能是19年3季度，库存去化后行业盈利能力有望迎来明显改善。

图7: 乘用车产销率单月同比增速 (%)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图8: 乘用车渠道库存当月变化值及当年累计增加值 (万辆)

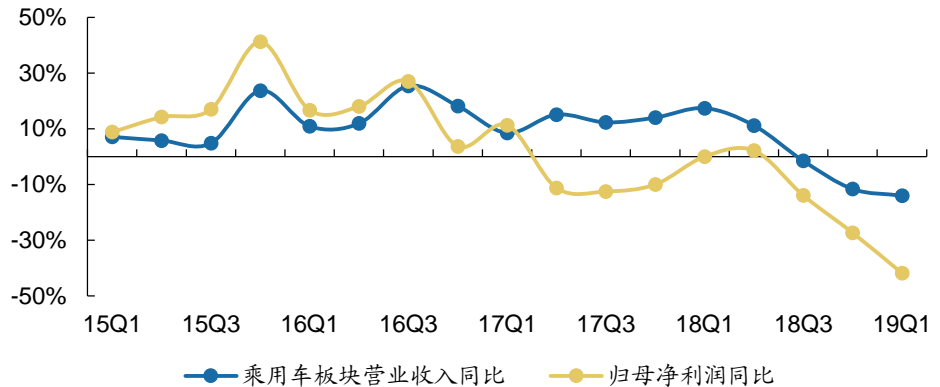


数据来源: 中机中心、中汽协、广发证券发展研究中心

汽车刺激政策退出的阵痛正在体现, 去库存致乘用车企业绩普遍承压

汽车刺激政策退出的阵痛正在体现, 去库存致乘用车企业绩普遍承压。根据财报披露的数据, 乘用车板块18年营业收入同比增长2.5%, 归母净利润同比下降9.9%; 19年1季度营业收入同比下降14.0%, 归母净利润同比下降41.8%。剔除权重较大的上汽集团后, 乘用车板块18年营收及归母净利润增速分别为0.8%、-28.3%, 1季度营收及归母净利润增速分别为-9.1%、-75.2%。从个股来看, 1季度除比亚迪、一汽夏利外乘用车板块其他公司业绩均有不同程度下滑。

图9：乘用车板块单季度营业收入同比增速及归母净利润同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表4：乘用车企业18年/19Q1营业收入同比增速

	2015	2016	2017	2018	19Q1
上汽集团	6.4%	12.8%	15.1%	3.6%	-16.2%
广汽集团	31.4%	68.0%	44.8%	1.1%	-26.1%
长城汽车	21.5%	29.7%	2.6%	-1.9%	-14.8%
长安汽车	26.2%	17.6%	1.9%	-17.1%	-20.0%
比亚迪	37.5%	29.3%	2.4%	22.8%	22.5%
江淮汽车	19.2%	13.2%	-6.3%	1.9%	13.7%
小康股份	12.1%	53.4%	35.5%	-7.7%	-24.3%
力帆股份	8.7%	-11.0%	14.1%	-12.6%	-31.1%
一汽轿车	-21.2%	-14.8%	22.9%	-5.9%	-34.4%
一汽夏利	5.3%	-40.5%	-28.3%	-22.5%	-64.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表5：乘用车企业18年/19Q1归母净利润同比增速

	2015	2016	2017	2018	19Q1
上汽集团	6.5%	7.4%	7.5%	4.6%	-15.0%
广汽集团	32.5%	48.6%	71.5%	1.1%	-28.4%
长城汽车	0.2%	30.9%	-52.4%	3.6%	-62.8%
长安汽车	31.6%	3.3%	-30.6%	-90.5%	-250.6%
比亚迪	551.3%	78.9%	-19.5%	-31.6%	632.0%
江淮汽车	55.3%	35.5%	-62.8%	-282.0%	-69.1%
小康股份	23.9%	37.9%	41.1%	-85.3%	-137.0%
力帆股份	-8.3%	-76.7%	106.5%	48.3%	-257.6%
一汽轿车	-64.8%	-1902.4%	129.5%	-44.9%	-26.2%
一汽夏利	101.1%	799.2%	-1110.6%	102.3%	10.8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从5月份乘用车批发、终端销量数据来看，多数企业批发销量仍同比下降，终端在促销力度加大情况下有所回暖。

批发：5月份日系品牌和豪华品牌批发销量表现较好，其中广汽本田、华晨宝马、北京奔驰、东风本田、一汽丰田、广汽丰田批发销量分别同比增长25.1%、20.6%、13.1%、13.1%、10.5%、1.0%，其他主流车企均同比下降，自主品牌降幅较高。

终端：5月份终端销量同比增速较高仍然以日系品牌和豪华品牌为主——广汽本田（YoY+54.6%）、东风本田（YoY+37.2%）、华晨宝马（YoY+31.9%）、一汽丰田（YoY+24.7%）。

表6：2019年前5月重点乘用车企业销量表现（万辆）

集团	车企	批发销量				终端销量			
		5月单月	5月同比	本年累计	累计同比	5月单月	5月同比	本年累计	累计同比
上汽集团	上汽大众	15.4	-9.7%	76.5	-9.3%	15.9	6.4%	76.7	-0.7%
	上汽通用	14.1	-8.9%	69.4	-15.1%	13.5	1.5%	60.9	-11.0%
	上汽乘用车	5.5	-6.2%	26.2	-13.6%	5.3	18.5%	22.8	4.8%
	上汽通用五菱	7.9	-40.7%	48.9	-35.0%	8.6	-30.1%	52.5	-25.4%

识别风险，发现价值

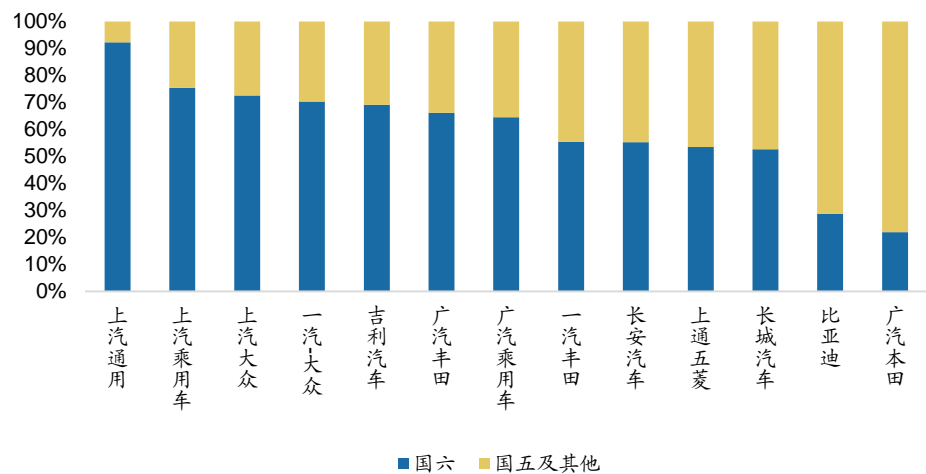
请务必阅读末页的免责声明

广汽集团	广汽本田	6.5	25.1%	32.3	18.3%	7.0	54.6%	31.9	29.0%
	广汽丰田	5.1	1.0%	25.6	25.1%	5.2	14.1%	25.5	33.5%
	广汽乘用车	2.8	-27.0%	14.3	-38.2%	3.4	-14.7%	16.8	-5.3%
	广汽菲克	0.4	-61.0%	3.1	-47.9%	0.7	-40.8%	3.7	-39.3%
长安集团	长安汽车	4.6	-24.2%	31.3	-27.3%	5.3	-9.6%	30.6	-14.6%
	长安福特	0.7	-75.6%	5.9	-70.3%	1.9	-48.6%	9.0	-55.1%
	长安马自达	1.0	-39.8%	5.2	-34.1%	1.1	-19.6%	5.4	-24.4%
一汽集团	一汽-大众	13.5	-12.0%	71.9	-13.5%	15.7	2.6%	74.8	2.3%
	一汽丰田	7.1	10.5%	31.6	5.4%	7.1	24.7%	29.5	11.0%
	一汽轿车	1.4	-15.3%	6.4	-33.5%	1.9	13.3%	9.2	5.8%
东风集团	东风日产	9.8	-7.1%	47.8	-4.6%	10.1	1.1%	47.7	0.3%
	东风本田	6.3	13.1%	29.8	11.9%	6.8	37.2%	30.4	32.3%
	东风悦达起亚	2.3	-24.4%	13.0	-10.7%	2.5	-15.2%	13.8	-0.9%
北汽集团	北京现代	3.7	-38.4%	25.7	-12.3%	5.2	-3.1%	28.3	-2.7%
	北京奔驰	4.8	13.1%	23.7	12.4%	4.5	8.8%	23.0	16.8%
	北汽新能源	0.2	-70.5%	0.5	-88.2%	0.6	-78.7%	3.0	-27.3%
其他	华晨宝马	4.4	20.6%	22.4	27.1%	4.4	31.9%	21.3	36.1%
	长城汽车	5.4	-8.4%	37.3	5.5%	5.9	-2.4%	36.3	9.5%
	吉利汽车	9.0	-26.6%	56.1	-12.1%	10.5	-0.1%	51.7	-6.6%
	比亚迪	3.5	-6.1%	18.7	1.4%	3.7	16.7%	17.8	25.4%

数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

目前多数车企国五车辆库存积压，为减轻库存压力，中汽协倡议汽车生产企业在国六排放标准提前实施区域积极调整生产节奏，及早进行国六产品的全面切换，减缓市场终端经销商的压力，同时应主动减少国五车辆的生产供应，为确保2020年7月1日全面实施国六标准做好充分准备。

图10：部分车企5月单月生产合格证国五/六车型占比



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

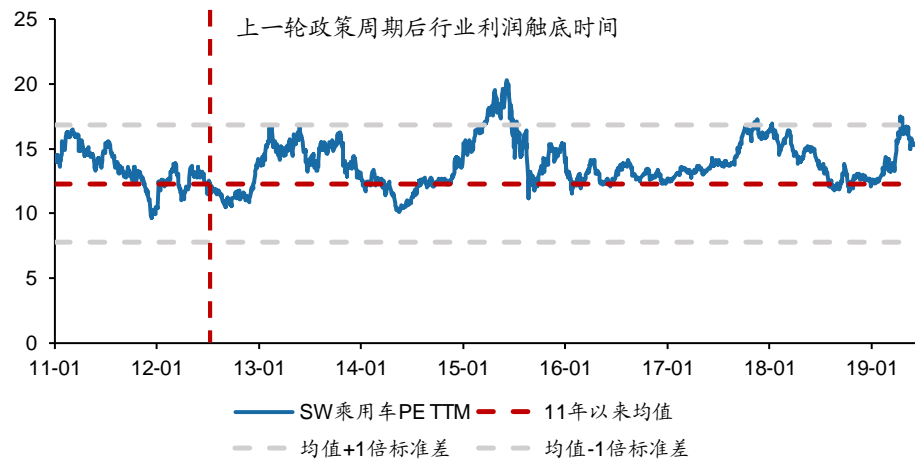
注：比亚迪国六占比较小，主要是因为其纯电动产量较高，去除纯电动后占比达到60%

乘用车板块建议关注稳定性高、低估值、高分红的公司

截至19年6月17日，SW乘用车PE TTM估值为15.22倍，2011年以来PE TTM估值均值为12.30倍，我们认为目前乘用车企业股价或已反映了未来行业或公司利润增速企稳的预期。13家主流国际乘用车企业PE TTM估值算术平均值为8.7倍，最大值为现代22.6倍，最小值为雷诺4.5倍；PB LF算术平均值为0.8倍，最大值为通用1.2倍，最小值为现代0.4倍。

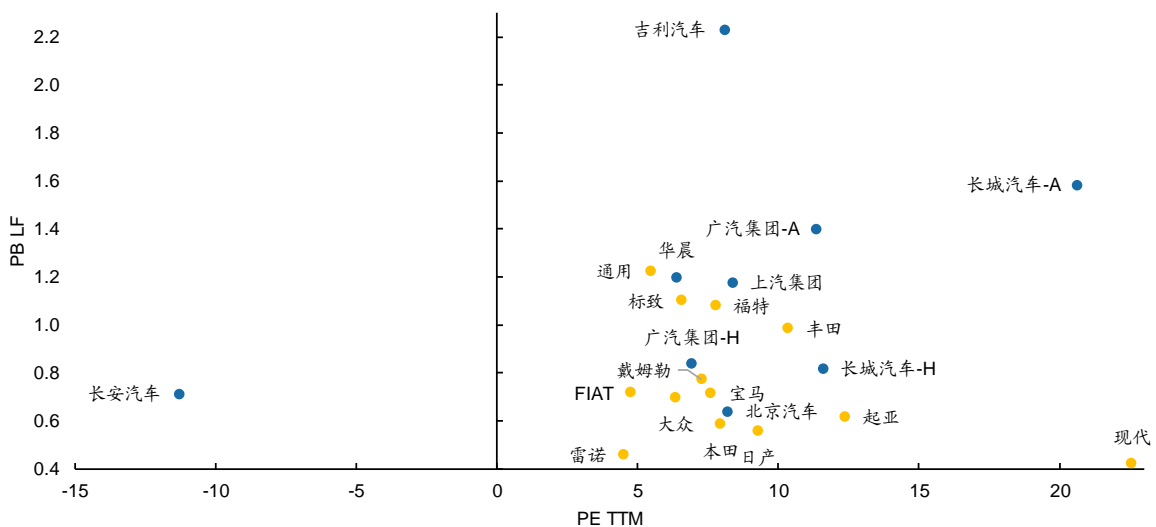
在考虑温和的刺激政策背景下，国五升国六将导致行业加速去库存，库存去化后盈利能力有望迎来改善，乘用车板块我们建议关注稳定性高、低估值、高分红的公司。

图11: SW乘用车PE TTM (倍)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12: A股、港股及国际乘用车公司PE TTM、PB LF (倍, 对应2019年6月20日)



数据来源：Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

表7: A股、港股、美股乘用车公司2015-2018年PE TTM估值(倍)

股票代码	股票简称	2015	2016	2017	2018
600104.SH	上汽集团	8.12	8.18	11.16	8.32
601238.SH	广汽集团-A	40.17	20.94	18.63	9.01
601633.SH	长城汽车-A	12.68	11.14	16.86	8.41
000625.SZ	长安汽车	8.94	6.55	7.24	12.71
002594.SZ	比亚迪	79.49	29.94	42.46	49.65
600418.SH	江淮汽车	28.15	21.33	31.80	34.89
02238.HK	广汽集团-H	10.31	7.61	11.69	5.88
02333.HK	长城汽车-H	7.97	6.53	10.98	5.91
00175.HK	吉利汽车	17.69	21.31	26.92	8.38
01958.HK	北京汽车	10.59	9.40	14.65	7.09
01114.HK	BRILLIANCE CHI	11.14	14.22	21.03	4.58
7203 JP Equity	丰田	9.68	8.55	11.34	7.47
VOW GR Equity	大众	6.13	12.46	7.16	5.71
DAI GR Equity	戴姆勒	7.91	7.52	6.53	6.34
GM US Equity	通用	3.88	4.96	5.46	4.79
F US Equity	福特	5.91	6.35	6.83	5.83
7267 JP Equity	本田	12.50	16.63	10.81	4.85
BMW GR Equity	宝马	8.42	7.42	6.04	6.18
7201 JP Equity	日产	9.91	8.30	6.25	4.47
005380 KS Equity	现代	5.72	6.84	10.07	21.04
UG FP Equity	标致	15.01	7.44	7.33	5.70
RNO FP Equity	雷诺	7.48	5.79	3.91	4.18
000270 KS Equity	起亚	7.40	5.42	13.50	11.69

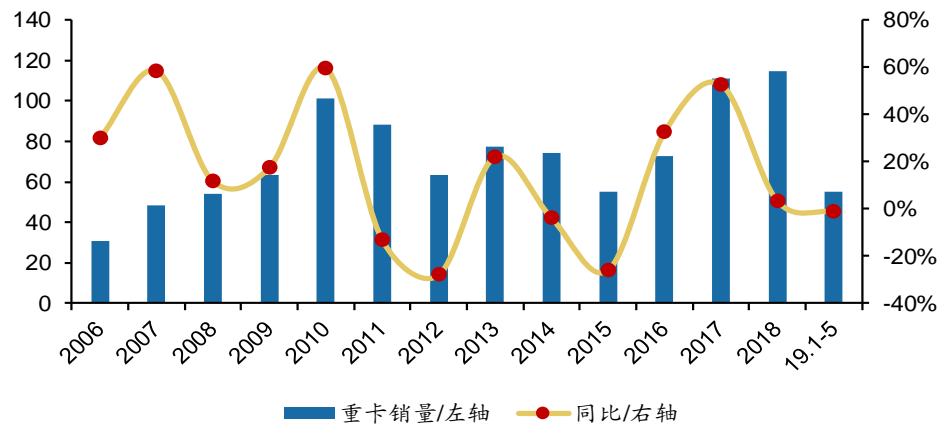
数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

卡车：重卡股有望迎价值重估，轻卡或酝酿巨大机遇

目前市场认为重卡股盈利不可持续给予低估值，板块存在预期差

目前重卡板块预期差在于市场将重卡行业供需改善（保有量、产能、库存、排量结构升级）带来的盈利提升理解为周期性的繁荣，认为盈利不可持续所以给予了较低的估值。本轮重卡景气繁荣与09-10年最大的区别恰恰在于可持续性更强，排量和功率升级带来的单价和净利润率提高有望为行业产值、利润提供较大提升空间，而资本性开支下降带来的分红率提高、有息负债率大幅下降将带来持续的分红。

图13：我国重卡历年销量（万辆）及同比增速



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

1. 重卡行业过剩的保有量或以出清，若考虑中重卡则供给还有缺口

09-10年“四万亿计划”直接推动重卡销量井喷，导致了后来持续数年的保有量过剩问题。根据已有的重卡保有量数据，“四万亿”刺激政策前的02-08年重卡保有量年复合增速为5.2%，实际GDP年复合增速为11.3%，两者比值为0.46；考虑到03年重卡保有量同比下降，剔除02年数据后03-08年重卡保有量年复合增速为8.0%，实际GDP年复合增速为11.6%，两者比值为0.69。

我们根据GDP增速计算供需相对匹配下的重卡预期保有量，若预期保有量与实际保有量相当，则09、10年带来的过剩保有量已基本出清。

算法1：若以重卡保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为0.46计算。根据国家统计局，16、17年重卡保有量为569、635万辆，考虑到治超新规带来的20%运力下滑，16、17年以运力衡量的实际保有量分别约456、508万辆。16年治超新规加速了过剩保有量的出清，相较14、15年，16年重卡实际保有量代表的供给与预期保有量代表的需求更为匹配。在此算法下，尽管保有量存在过剩的嫌疑，但我们认为本轮治超带来了牵引车的车型结构的变化，6*2车型在GB1589新规后由于运营经济性不佳被6*4牵引车大幅替换，即使尚未报废，但其有效运营必然大幅下降，因此保有量过剩的压力可能并不大。

表8: 重卡行业09、10年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为0.46

年份	实际 GDP 增速	重卡预期保有量同比增速 (GDP 增速*0.46)	重卡预期保有量/万辆	重卡实际保有量/万辆	透支需求/万辆
08年	9.6%			200.8	
09年	9.2%			315.1	
10年	10.4%	4.80%	330.2	394.8	64.6
11年	9.2%	4.20%	344.1	460.6	116.5
12年	7.9%	3.60%	356.5	472.5	116.1
13年	7.8%	3.60%	369.3	502.0	132.7
14年	7.3%	3.40%	381.8	533.7	151.8
15年	6.9%	3.20%	394.1	530.1	136.0
16年	6.7%	3.10%	406.3	455.6	49.3
17年	6.6%	3.00%	418.5	508.3	89.9
18年	6.6%	3.00%	431.1		

数据来源: 国统局、广发证券发展研究中心; 备注: 16、17年实际保有量为国统局保有量*80%, 主要考虑治超新规带来运力下滑; 考虑到08-09年保有量的异常变动, 我们从09年开始做测算

算法2: 若以重卡保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为0.69计算。16年重卡实际保有量代表的供给已小于预期保有量代表的需求, 17年两者也相差不大, 供需已相对匹配。

表9: 重卡行业09、10年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为0.69

年份	实际 GDP 增速	重卡预期保有量同比增速 (GDP 增速*0.69)	重卡预期保有量/万辆	重卡实际保有量/万辆	透支需求/万辆
08年	9.6%			200.8	
09年	9.2%			315.1	
10年	10.4%	7.18%	337.7	394.8	57.1
11年	9.2%	6.35%	359.1	460.6	101.5
12年	7.9%	5.45%	378.7	472.5	93.8
13年	7.8%	5.38%	399.1	502.0	102.9
14年	7.3%	5.04%	419.2	533.7	114.5
15年	6.9%	4.76%	439.1	530.1	90.9
16年	6.7%	4.62%	459.4	455.6	-3.9
17年	6.6%	4.55%	480.4	508.3	28.0
18年	6.6%	4.55%	502.3		

数据来源: 国统局、广发证券发展研究中心; 备注: 16、17年实际保有量为国统局保有量*80%, 主要考虑治超新规带来运力下滑

综合考虑上述两种假设下的测算, 我们认为, 上一轮重卡行情造成了行业保有量的严重过剩, 使得供大于需, 而目前行业供需或已较为匹配

另一方面, 考虑到重卡、中卡之间的替代作用, 若我们把中重卡保有量作为社会总供给, GDP作为社会总需求, 采用上述同样方法测算供需是否匹配。02-08年,

我国中重卡保有量年复合增速为3.5%，实际GDP年复合增速为11.3%，前后两者的比值为0.31。我们假设10-17年中重卡预期保有量年复合增速/实际GDP年复合增速比值为政策刺激前的0.31，测算结果显示15年中重卡过剩的保有量或已基本出清，而16年、17年考虑到治超新规带来的运力下滑，中重卡供给还有缺口。

表10: 中重卡09、10年透支影响出清测算/万辆——以中重卡保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为0.31

年份	实际 GDP 增速	中重卡预期保有量同比增速 (GDP 增速 *0.31)	中重卡预期保有量/万辆	中重卡销量/万辆	中重卡实际保有量/万辆	透支需求/万辆
08年	9.60%			75.4	450.6	
09年	9.20%			88.9	577.3	
10年	10.40%	3.22%	595.9	128.8	664.5	68.6
11年	9.20%	2.85%	612.9	117.2	728.4	115.5
12年	7.90%	2.45%	627.9	92.3	701.7	73.8
13年	7.80%	2.42%	643.1	106.0	698.4	55.3
14年	7.30%	2.26%	657.6	99.2	721.8	64.1
15年	6.90%	2.14%	671.7	75.0	678.9	7.2
16年	6.70%	2.08%	685.7	95.5	566.5	-119.1
17年	6.60%	2.05%	699.7	135.9	612.9	-86.8

数据来源: 国统局、广发证券发展研究中心; 备注: 16、17年实际保有量为国统局保有量*80%，主要考虑治超新规带来运力下滑; 考虑到08-09年保有量的异常变动, 我们从09年开始做测算

2. 更新需求占比高, 考虑中卡替代需求未来几年重卡销量稳定性依然会不错

我们估算, 目前重卡保有量的合理值或在540-630万辆: 在算法1的情况下, 18年的重卡预期保有量为431万辆, 考虑到治超新规带来的运力20%的下滑, 则重卡实际保有量需达到 $431/0.8=539$ 万辆, 达到供需平衡; 在算法2的情况下, 18年的重卡预期保有量为502万辆, 考虑到治超新规带来的运力20%的下滑, 则重卡实际保有量需达到 $502/0.8=628$ 万辆。

重卡销量=更新需求+新增需求+替代需求。仅考虑更新需求, 若我们按重卡5-8年更新, 540万、630万保有量对应的国内年合理更新量的下限约80-90万辆, 考虑到出口和军车, 年化销量约90-100万辆。如果按照更新销量的中枢值来看, 即使保守一点考虑, 对应更新需求+出口需求也在100-110万辆左右。考虑到中重卡中高端化、大排量化进程下重卡对中卡替代产生的替代需求, 我们认为, 未来几年重卡销量有望继续保持平稳。

表11: 以540万、630万保有量来测算需求

保有量	更新周期/年	更新需求/万辆	出口/万辆	年销量/万辆
540	5	108	10	118
	6	90	10	100
	7	77	10	87
	8	68	10	78
630	5	126	10	136
	6	105	10	115

	7	90	10	100
	8	79	10	89

数据来源：国统局、广发证券发展研究中心；

3. 影响重卡行业景气度的几个关键因素：库存、结构、运价

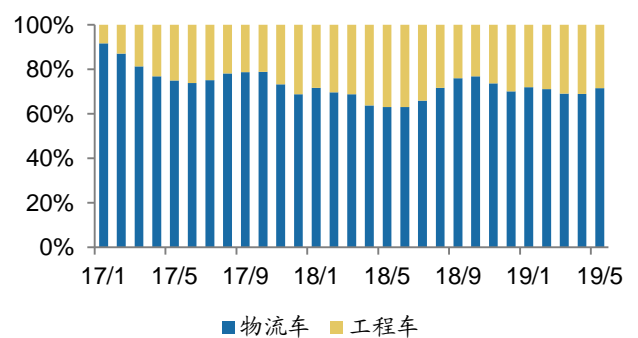
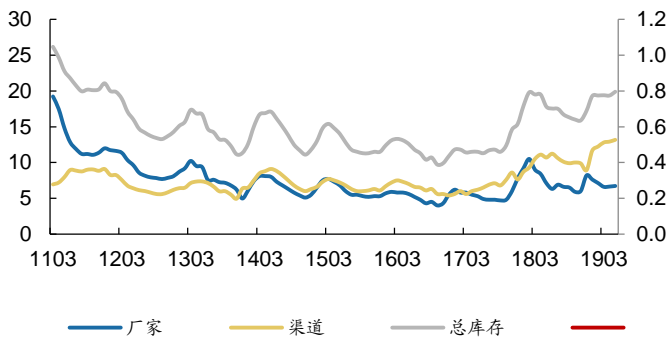
库存：库存周期是重卡车企短期盈利水平的重要影响变量，库存合理有利于其盈利能力的提升。目前重卡行业总库存（厂商+渠道）处于合理偏低的水平，其中渠道库存略高于厂家库存，其中重汽集团和东风商用车渠道库存占比较小，意味着企业的商务政策对渠道比较友好，未来如果调整可能给整车企业带来较大的盈利改善。

结构：工程类重卡更新率均值回归，形成重卡增长新动能，根据国内民品中重卡数据，19年前5月份物流车占比70.4%，工程车占比29.6%。

运价：运价是反映卡车终端需求的重要领先指标，中国物流与采购联合会和林安物流集团联合调查发布中国公路物流运价指数。6月12日运价总指数定基指数为980.8，环比上周上升0.08%，较16年9月21日下降1.0%；整车运输定基指数为983.9，环比上周上升0.07%，较16年9月21日上升8.9%。

图14: 我国重卡行业库存水平(万辆)及动态库销比(月)

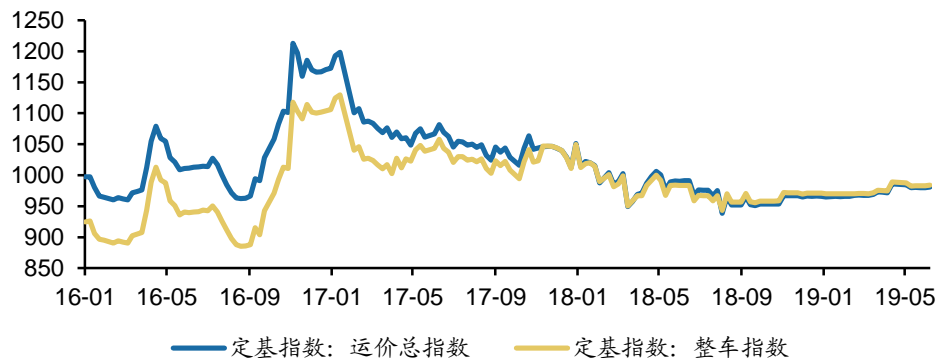
图15: 重卡结构变化情况



数据来源：专家交流、广发证券发展研究中心

数据来源：专家交流、广发证券发展研究中心

图16: 中国公路物流运价总指数及整车运输指数



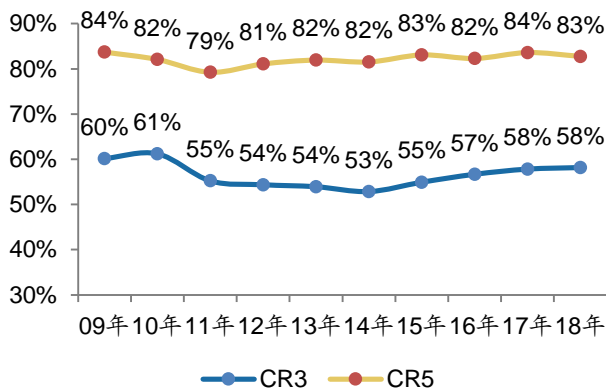
数据来源：中国物流与采购联合会、广发证券发展研究中心

国内龙头重卡公司心无旁骛做主业，盈利韧性更好、资产负债表更健康

从供给端看，我国重卡行业集中度有所提升，且仍有提升空间；龙头公司盈利能力提升，资产负债表更为健康；我国重卡企业具有国际竞争力。

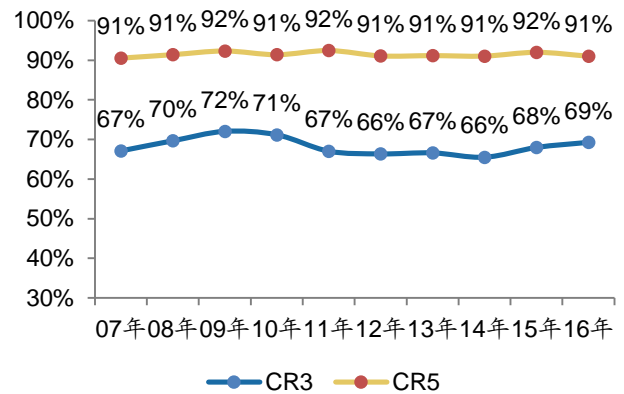
1) 根据中汽协数据，15-18年我国重卡行业CR3由54.9%提升至58.2%；根据Ward's数据，美国8级卡车行业16年CR3约69%，较我国高10个百分点以上，09年其CR3曾达72%，若简单对比美国重卡行业，我国重卡行业集中度仍有提升空间。

图17: 我国重卡行业市场集中度变化情况



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

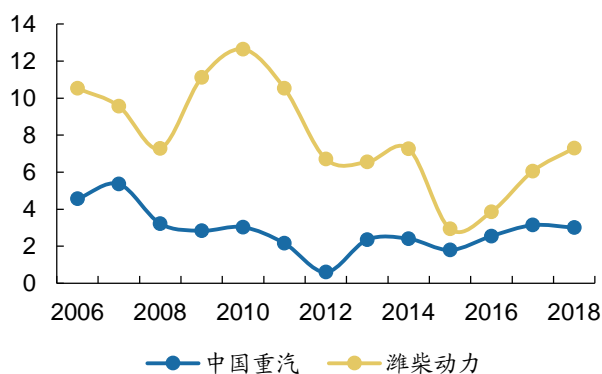
图18: 美国8级卡车行业市场集中度变化情况



数据来源：Ward's、广发证券发展研究中心

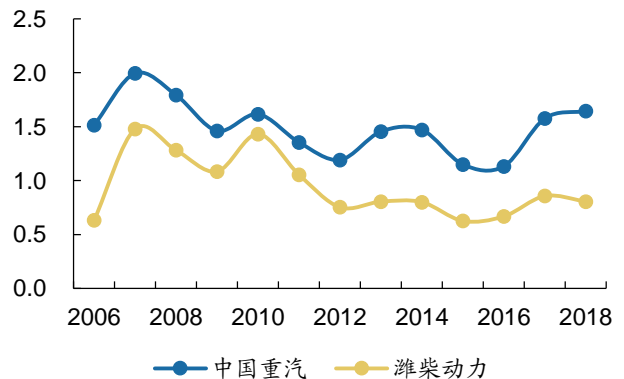
2) 龙头公司盈利能力提升，资产负债表更为健康：盈利能力方面，潍柴动力、中国重汽2015年后净利率呈上升趋势；营运能力方面，2015年后潍柴动力、中国重汽总资产周转率显著提升；偿债能力方面，中国重汽长期资本负债率、带息债务/全部投入资本均处于2010年来的低位，潍柴动力有所提升与其外延等战略执行有关；此外，从现金流情况来看，经营性现金流净额+应收票据的增加值来看，潍柴动力、中国重汽15年后显著大幅改善，威孚高科货币资金+应收票据+其他流动资产也呈上升趋势。

图19: 潍柴动力、中国重汽A股净利率 (%)



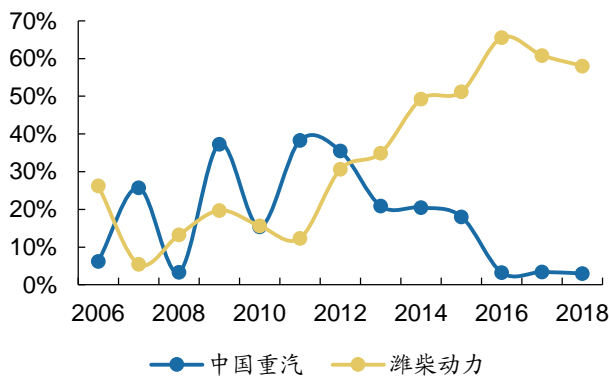
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图20: 潍柴动力、中国重汽A股总资产周转率



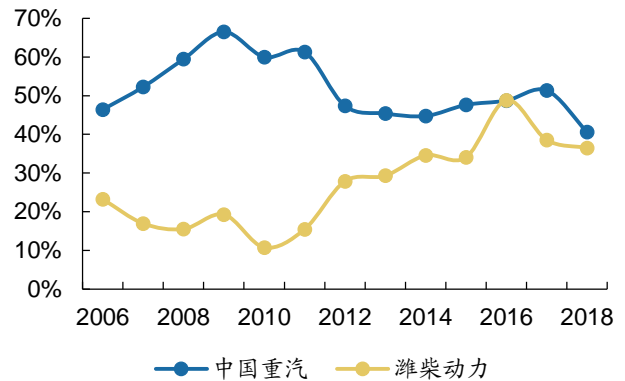
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图21: 潍柴、重汽A股长期资本负债率, %



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

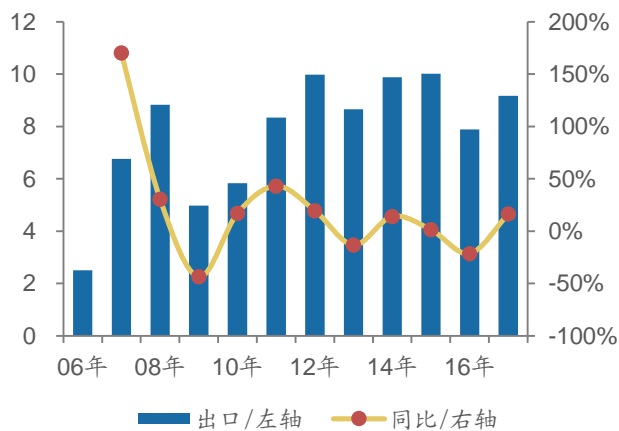
图22: 潍柴、重汽A股带息债务/全部投入资本, %



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

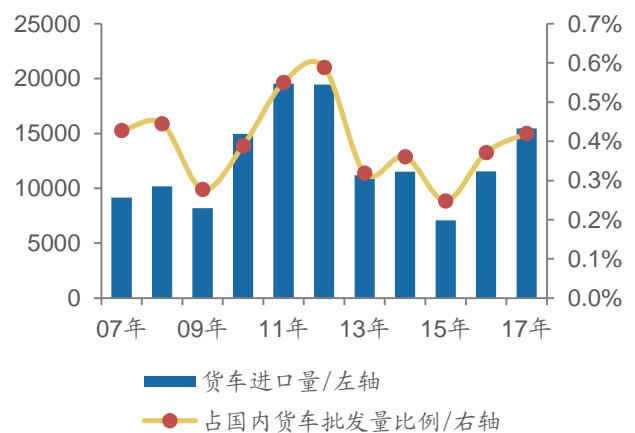
3) 我国重卡具有较强的国际竞争力, 出口规模较大, 国内市场基本被自主品牌占据。根据中汽协数据, 17年我国出口重卡9.2万辆, 11-17年基本维持在8-10万辆左右的出口水平; 而进口方面, 根据汽车工业信息网数据, 17年包括重卡、中卡、轻卡等在内的货车进口量为1.5万辆, 仅相当于17年国内卡车销量的0.4%。

图23: 我国重卡出口量及同比 (万辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图24: 我国货车进口量及占国内货车销量比 (辆)



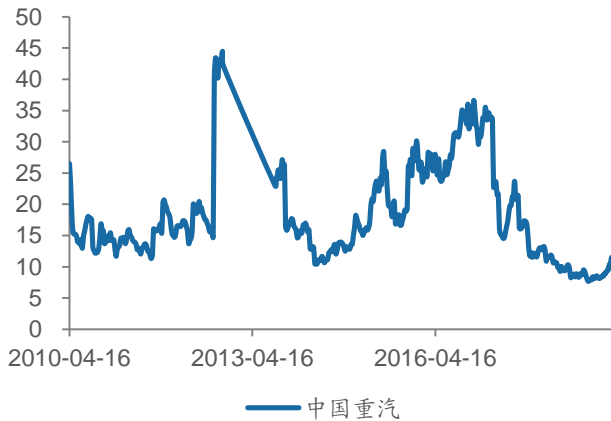
数据来源: 汽车工业信息网、广发证券发展研究中心

纵向及横向对比来看, 重卡龙头股 PE 估值处于低位

景气维持的时间越长, 估值则越有望逐渐向正常水平回归。重卡公司隐含的稳健增长与市场的悲观预期形成了预期差, 而当公司盈利能力的稳定性在业绩上持续兑现、持续超市场预期后, 股价将迎来戴维斯双击。

2019年6月20日, 中国重汽、潍柴动力A股 PE TTM估值分别为10.8、10.8倍, 纵向来看PE估值处于历史较低水平。(说明: 考虑到中国重汽PE TTM估值12年10月26日与13年8月30日在70-2000多倍不等影响图表显示, 予以剔除)

图25: 中国重汽A股PE TTM估值情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

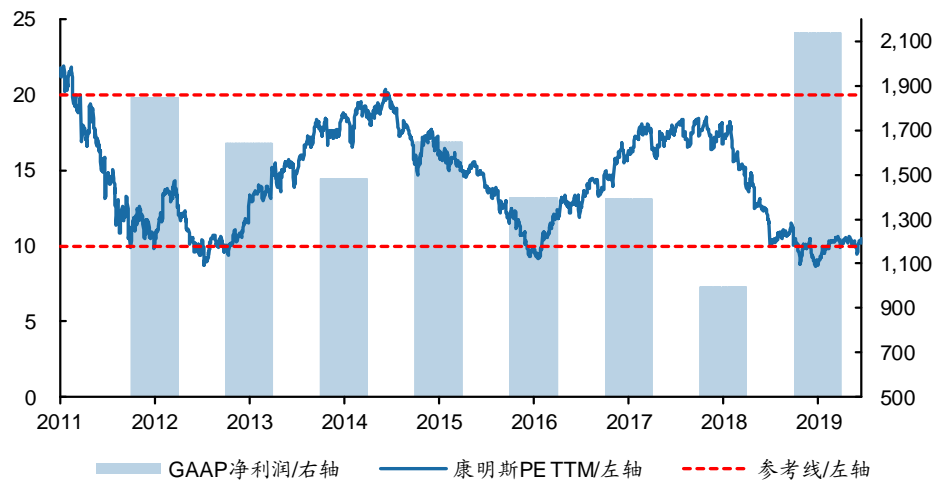
图26: 潍柴动力A股PE TTM估值情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

与国际商用车零部件龙头公司相比，潍柴动力估值相对较低。我们参考龙头康明斯PE TTM估值，2011年至今，康明斯PE TTM估值基本在10-20倍的区间内波动。

图27: 2011年来康明斯PE TTM估值及2012-2018年GAAP净利润（百万美元）

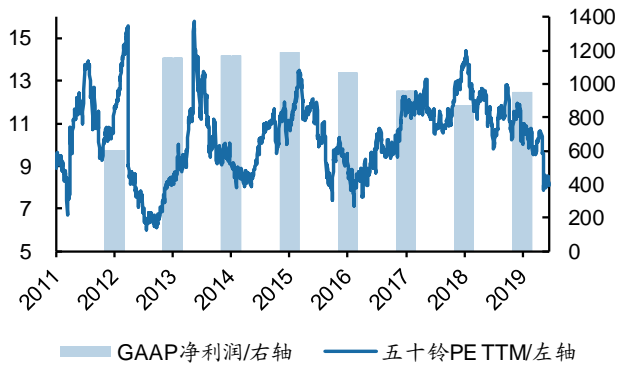


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

与国际商用车整车公司相比，中国重汽估值也相对较低。

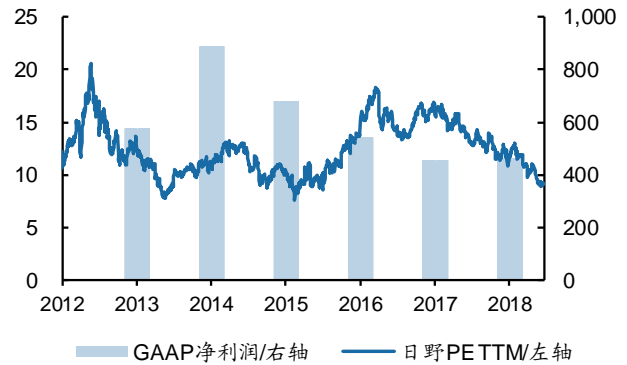
我们可参考斯堪尼亚、帕卡、五十铃、日野的估值变动情况: 2012年至退市前，斯堪尼亚PE TTM估值维持在10-25倍左右; 2018年年初至今，曼PE TTM估值维持在30-48倍左右; 2012年至今，日野、帕卡、五十铃PE TTM估值基本维持在10-20倍左右。

图28: 五十铃PE TTM估值变动情况及历年归母净利润 (百万美元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图29: 日野PE TTM估值变动情况及历年归母净利润同比 (百万美元)



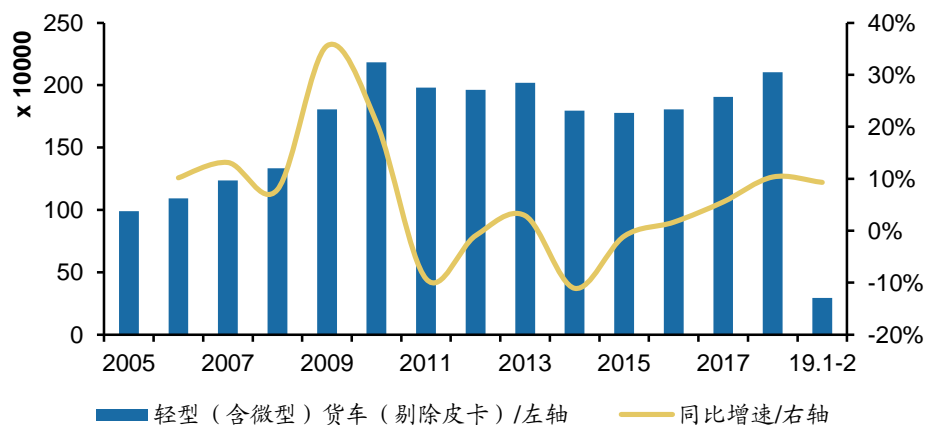
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

轻卡: 保有量过剩问题初步得到解决, 排放升级驱动轻卡高端化

2011年以来我国轻卡行业进入成熟稳定的发展阶段, 中汽协及中国皮卡网统计的数据显示, 2011-2018年我国轻微卡(剔除皮卡)销量在200万辆左右水平。2014年轻微卡(剔除皮卡)销量同比下降11.1%至179.6万辆, 主要由于环保监管趋严所致, 国家严查国四标准执行情况致使国三标准车型库存高企。

在国内经济温和增长背景下, 2015-2018年我国轻微卡(剔除皮卡)销量逐渐恢复, 同比增速持续改善(分别为-1.1%、1.6%、5.5%、10.3%), 2016年国家取消低速货车运营证对轻微卡市场需求增长也是利好因素。

图30: 我国轻型(含微型)货车销量(剔除皮卡)(辆)及同比增速

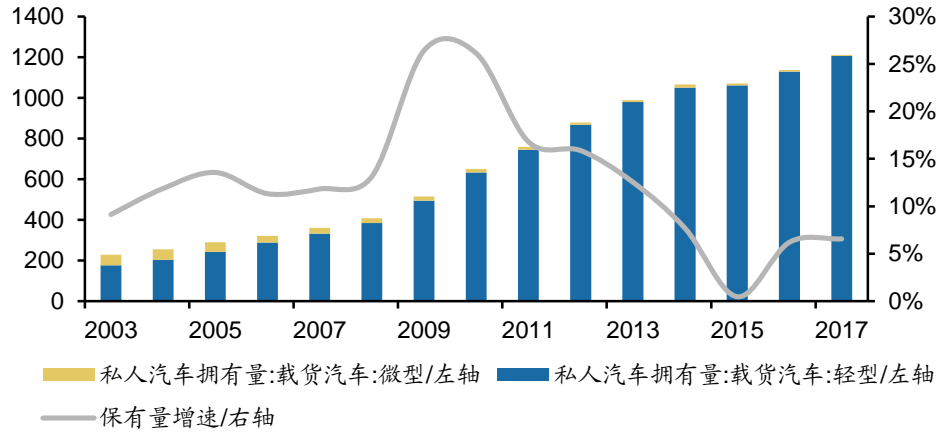


数据来源: 中汽协、皮卡网、广发证券发展研究中心

从保有量与GDP关系看, 目前轻卡行业供需也已经较为匹配。截至2017年我国轻型货车保有量为1205万辆, 同比增长7%, 趋势上看保有量仍处于增长状态。02-08年轻卡保有量年均复合增速为15.9%, 实际GDP年均复合增速为11.3%, 两者比值

为1.4。若按照轻卡保有量增速/实际GDP复合增速为1.4测算，15、16、17年透支需求相比11-15年已经明显下降。

图31: 我国轻型货车、微型货车历年保有量(万辆)及同比增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

表12: 轻卡行业09、10年透支影响出清测算/万辆——以保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为1.4

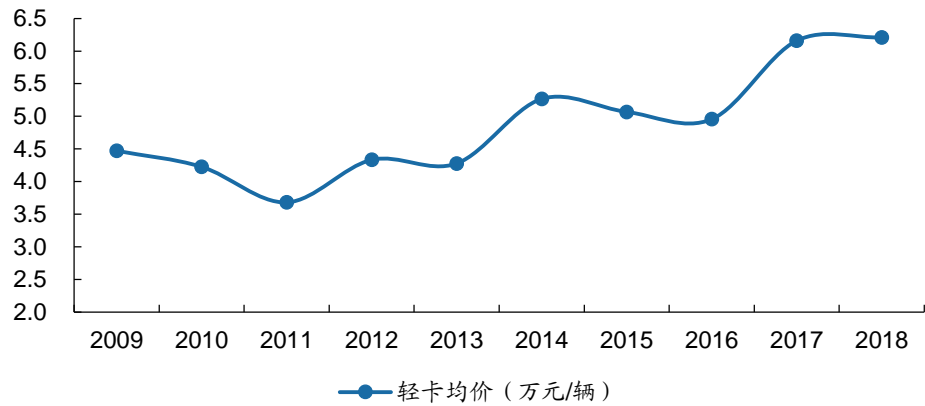
年份	实际 GDP 增速	轻卡预期保有量同比增速 (GDP 增速*1.4)	轻卡预期保有量/万辆	轻卡实际保有量/万辆	透支需求/万辆
08年	9.6%			384.1	
09年	9.2%			495.0	
10年	10.4%	14.6%	567.0	632.8	65.8
11年	9.2%	12.9%	640.1	744.4	104.3
12年	7.9%	11.1%	710.9	867.6	156.7
13年	7.8%	10.9%	788.5	978.7	190.2
14年	7.3%	10.2%	869.1	1050.6	181.5
15年	6.9%	9.7%	953.0	1060.7	107.7
16年	6.7%	9.4%	1042.4	1129.1	86.7
17年	6.6%	9.2%	1138.7	1205.7	67.0
18年	6.6%	9.2%	1244.0		

数据来源: 国统局、广发证券发展研究中心

在我国汽车排放标准不断升级、环保力度持续增强的背景下，高端轻卡产品已成为各车企攻占市场的重要利器：国六轻型柴油车而言，国六相对于国五变化最大的是NOX限值，必须增加SCR后处理来降低NOX排放，国六轻型柴油车发动机后处理主流路线为EGR+DOC+DPF+SCR。根据调研结果，国五轻型柴油车后处理系统成本约5千元，国六轻型柴油车后处理系统成本约8千元。短期而言排放升级可能对销量形成一定的负面影响，但由于需求刚性，用户的换车需求仍然比较旺盛。

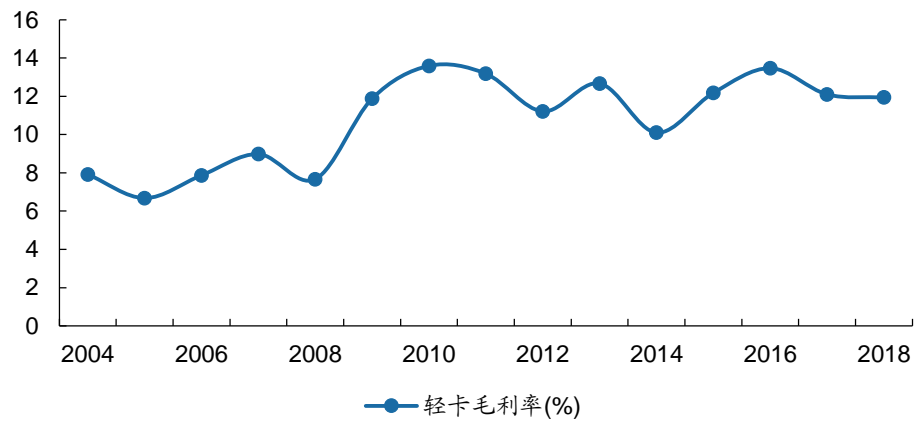
从报表上看，根据福田汽车公布的轻卡业务收入以及中汽协公布的福田汽车轻卡销量，可以看到福田轻卡销售均价上升趋势十分明显。

图32: 福田汽车历年轻卡销售均价 (万元/辆)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图33: 福田汽车历年轻卡毛利率 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

环保监管趋严加速货车市场供给侧改革, 经济托底、政策加持致使轻卡市场重回增长通道。16年国家取消低速货车运营证、蓝天保卫战”加速放升级等政策利好轻卡市场进入壁垒提高, 冷链物流、电商快递的兴起也使得轻卡市场向多元化、高端化发展。我国轻卡产品具备较强的竞争力, 心无旁骛聚焦主业的公司未来市场份额将获得提升。

汽车零部件：寻找估值低和业绩确定性高的标的

下游整车景气度下降影响零部件公司业绩，建议关注具有核心竞争力、盈利能力稳定的企业

我们沿用季报综述研究框架中的汽车行业分类标准，核心零部件公司包括潍柴动力母公司、上柴股份、威孚高科和万里扬等具有关键技术、较高盈利能力的上市公司，其他汽车零部件公司则纳入非核心零部件统计。

汽车零部件企业18年营业收入同比增长12.1%，归母净利润同比下降25.1%；1季度营业收入同比增长4.9%，归母净利润同比下降13.9%。分子领域看：

核心零部件板块18年营收同比下降0.8%，归母净利同比增长1.3%；1季度营收同比增长15.7%，归母净利润同比增长18.1%。从个股表现来看，核心零部件板块业绩同比上升主要得益于潍柴动力母公司，1季度潍柴动力母公司实现归母净利润21.4亿元，同比增长37.5%，占核心板块零部件归母净利润比重为72.0%。

非核心零部件板块18年营收同比增长13.7%，归母净利同比下降33.0%；1季度营收同比增长3.6%，归母净利润同比下降23.3%。

图34：汽车零部件子板块单季度营业收入增速

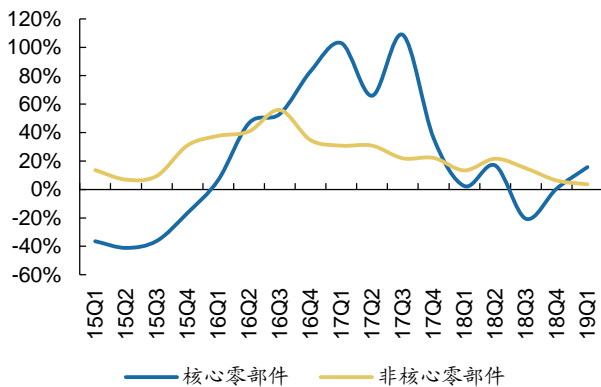
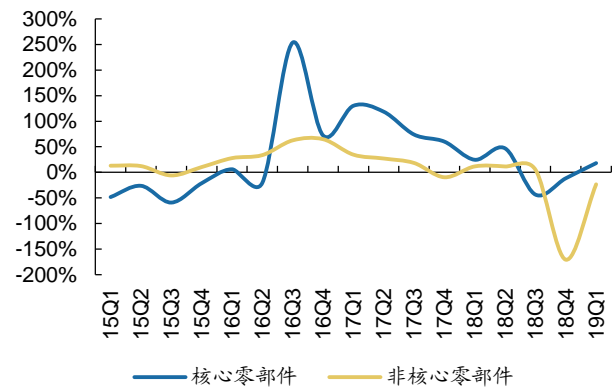


图35：汽车零部件子板块单季度归母净利润增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

若剔除潍柴母公司、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科几家归母净利润权重较大的公司，汽车零部件行业1季度营业收入同比增长11.1%，归母净利润同比下降19.1%。

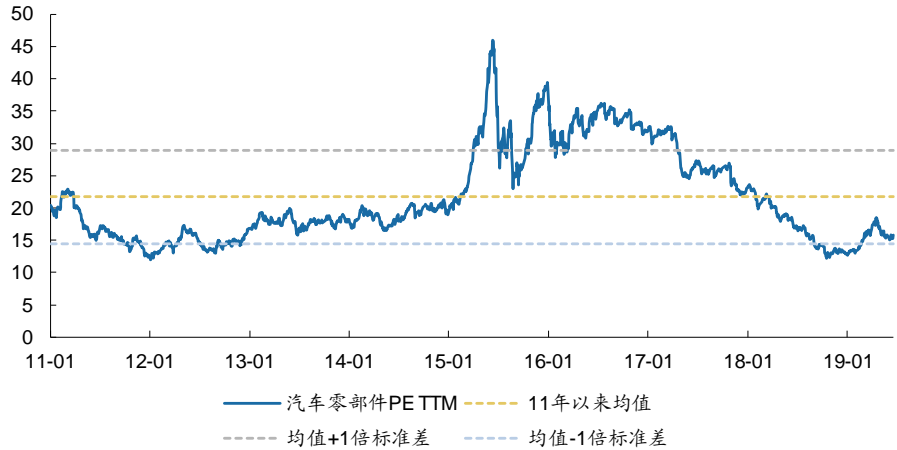
在整车市场增速下降的背景下，对于缺乏议价能力的零部件企业，配套价格下降对其盈利的负面影响或大于销量的影响。零部件板块中，我们建议关注具有核心竞争力、盈利能力稳定的企业。

汽车零部件估值与国际零部件公司相比仍有溢价

核心零部件有较高的技术壁垒和利润空间，毛利率较为稳定。在整车销量增速

下降的背景下，普通零部件企业相对议价能力较弱，需谨防价格下降对盈利能力的影 响。截至2019年6月20日，SW汽车零部件PE TTM估值为15.8倍，与国际汽车零部件PE估值算术平均水平（10倍左右）相比仍有溢价，建议关注估值较低且业绩增长确定性高的汽车零部件公司。

图36: SW汽车零部件2011年以来PE TTM估值（倍）



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表13: 国际汽车零部件公司估值（对应6月20日收盘价）

公司简称	PE (倍, TTM)	PB (倍, LY)	市值 (亿美元)	股息率 (%)
电装	13.5	1.0	319.7	3.0
麦格纳国际	7.1	1.5	164.5	2.6
大陆	9.7	1.6	316.9	3.2
现代摩比斯	15.0	0.6	179.0	1.9
爱信精机	9.2	0.8	110.2	3.6
佛吉亚	8.0	1.5	63.2	2.7
江森自控	14.3	1.6	329.9	2.9
李尔	8.3	2.2	92.0	1.9
法雷奥	11.7	1.4	73.0	4.6
德尔福科技	4.7	6.1	17.9	2.5
住友电工	9.2	0.8	108.2	3.2
捷太格特	12.7	0.9	41.2	3.3
蒂森克虏伯		2.6	86.5	1.2
康明斯	10.5	3.4	248.7	2.8

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

投资建议：重视盈利能力稳定和估值折价的公司

乘用车板块推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团，建议关注广汽集团（A/H）；汽车服务板块推荐稀缺的独立汽车检测机构中国汽研，国六排放升级利好短期业绩，咨询业务或为中长期增长点；重卡股推荐依靠新产品周期，未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升，国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科A/B股；汽车零部件板块推荐具备核心技术的独立自动变速箱供应商万里扬；商用车板块关注未来或继续围绕ROE上升逻辑作调整的福田汽车。

风险提示

宏观经济增速不及预期，行业景气度下降：汽车行业与宏观经济走势密切相关，宏观经济若走弱将会影响汽车行业下游需求，基建及投资增速将会对商用货车产生影响。此外，汽车政策推进力度不及预期，补贴政策退坡或对新能源汽车带来影响。

表14：整车、零部件企业可比公司PE估值情况（截止2019.06.20）

市场	公司	代码	EPS（元，人民币）		PE 估值（倍）	
			19E	20E	19E	20E
港股	吉利汽车	00175.HK	1.48	1.73	7.94	6.79
港股	耐世特	01316.HK	0.15	0.16	8.31	7.77
港股	敏实集团	00425.HK	1.73	2.03	10.84	9.21

资料来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测。

广发汽车行业研究小组

- 张乐：**首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：**联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：**资深分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪：**分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：**联系人，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：** 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：** 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：** 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：** 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。