

## 春天终究会来

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

彭勇

分析师

SAC 证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

吴鹏

分析师

SAC 证书编号: S0160518110001

wupeng@ctsec.com

管正月

联系人

gzy@ctsec.com

021-68592396

## 相关报告

- 《5月汽车及零部件行业月报:增值税政策扰动,不改复苏趋势》 2019-05-15
- 《行业筑底回升在即,超配汽车正当时:2018年报与2019年一季报总结》 2019-05-08
- 《自主产品力再上台阶,各方势力共谋新四化:2019年上海车展报告》 2019-04-24

## 投资要点:

## ● 政策扰动+需求不振,行业仍处于底部

汽车行业 1-5 月累计销量同比下滑 13.0%，其中乘用车同比下滑 15.2%，商用车同比下滑 1.3%。汽车月度销量同比已连续下滑 11 个月，尤其 1H19 销量同比降幅较 2H18 继续扩大，行业仍处于景气底部。部分城市和省份在今年 7 月提前实施国六排放，导致整车企业及经销商仍在大力度处理库存，批发销量一直难以好转，但在经销商大折扣处理国五车的刺激下，终端销量回升比较明显。新能源补贴退坡影响逐渐体现，新能源汽车销量增速迅速回落，5 月新能源乘用车销量同比增长 14.4%，增速较 4 月下降了 10.3 个百分点，其中 6 米以上新能源客车销量同比下滑 64.5%。

## ● 2019 年行业回升确定,政策刺激或加快复苏节奏

在多重因素影响下,上半年车市低迷,去库存力度加大,预计 2Q19 整车和零部件企业利润同比降幅或较 1Q19 扩大。下半年基数压力缓解,国六实施后消费者观望情绪减弱,以及行业自身发展规律作用下,预计批发销量有望 3Q19 转好,带来制造端景气度回升。汽车销量持续下滑,拖累消费和经济下行,政策有加码的趋势,若无政策刺激,预计 2019 年全年汽车销量仍是个位数下滑,行业月度销量同比转正或在四季度;若有强政策刺激,将加快行业复苏节奏。

## ● 投资策略:行业复苏整车首选,再选优质零部件

行业景气度仍处低位,政策有持续加码趋势,行业复苏是确定性。若有强政策刺激,则行业复苏时间更早力度更大,若无强政策刺激,则行业复苏时间更晚力度较小。叠加当前汽车股筹码处于低位,乘用车投资布局的良好时点已出现,可提前布局新产品周期与行业周期叠加的企业,重点推荐长安汽车、上汽集团,建议关注港股华晨中国。客车行业受新能源补贴退坡和公路客运持续受高铁挤压的影响下行压力依旧较大,建议关注行业龙头的超跌反弹机会。本轮重卡的超长景气周期主要受治超、环保叠加行业本身周期等多重因素影响,或从今年下半年开始进入下行趋势,建议谨慎对待重卡产业链。零部件关注受益产品升级或品类扩张带来阿尔法收益的企业,如万里扬、凌云股份、一汽富维等。新能源汽车补贴持续退坡,整车制造较难盈利,建议谨慎对待下游整车端,关注上游龙头。

- 风险提示:宏观经济下行;汽车行业景气度回升不及预期;新能源汽车销量不及预期。

表 1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (06.28)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000625	长安汽车	318	6.63	0.14	0.44	1.46	47.4	15.1	4.5	买入
600104	上汽集团	2,979	25.50	3.08	3.26	3.43	8.3	7.8	7.4	买入
002434	万里扬	91	6.79	0.26	0.42	0.62	26.1	16.2	11.0	买入
600480	凌云股份	48	8.75	0.80	0.94	1.12	10.9	9.3	7.8	买入
600742	一汽富维	54	10.67	0.97	1.22	1.40	11.0	8.8	7.6	买入

数据来源:Wind,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

## 内容目录

1、政策扰动+需求不振，扰动上半年车市	4
1.1 部分地区提前实施国六，清库压力下批售放缓	4
1.2 乘用车终端销量回暖，批售数据受多重因素影响回升不明显	5
1.3 新能源客车抢装效应减弱，二季度客车销量承压	7
1.4 重卡接近景气高点，二季度销量增长失速	8
1.5 新能源汽车增长刹车，新能源乘用车增速明显放缓	9
2、2019年行业进入景气回升周期，若有政策刺激将放大复苏力度	10
2.1 2019年行业进入景气回升周期，若有政策刺激将放大复苏力度	10
2.2 公路客运需求下滑叠加补贴退坡压力，客车基本面难言改善	11
2.3 重卡或将进入景气向下周期，谨慎对待重卡产业链	12
2.4 新能源汽车销量增速回落，产业链下半年面临考验	13
3、投资建议：超配汽车正当时，以新车周期为主线布局	15
3.1 乘用车：底部夯实复苏可期+政策预期+估值低位，布局时点出现	15
3.2 客车：紧握龙头，可适当参与超跌反弹	18
3.3 重卡：超长景气周期或将结束，市场表现谨慎观望	19
3.4 零部件：把握逆势上扬品种	19
3.5 新能源：聚焦中上游，把握电池龙头	20
4、风险提示	21

## 图表目录

图 1：汽车月度销量及同比增速	4
图 2：汽车行业销量及同比增速	4
图 3：汽车行业 2019 年季度销量预测	5
图 4：乘用车月度批发销量及同比增速	5
图 5：乘用车月度零售销量及同比增速	6
图 6：汽车月度销量及同比增速	6
图 7：乘用车各系列市场份额（1-5 月）	7
图 8：5 月库存深度最高的品牌	7
图 9：汽车各车型月度销量同比增速	7
图 10：客车销量及同比增速	8
图 11：公交客车月度销量及同比增速	8
图 12：重卡月度销量同比增速	9
图 13：新能源汽车每月销量	10
图 14：新能源汽车每月销量同比增速	10
图 15：新能源乘用车每月销量	10

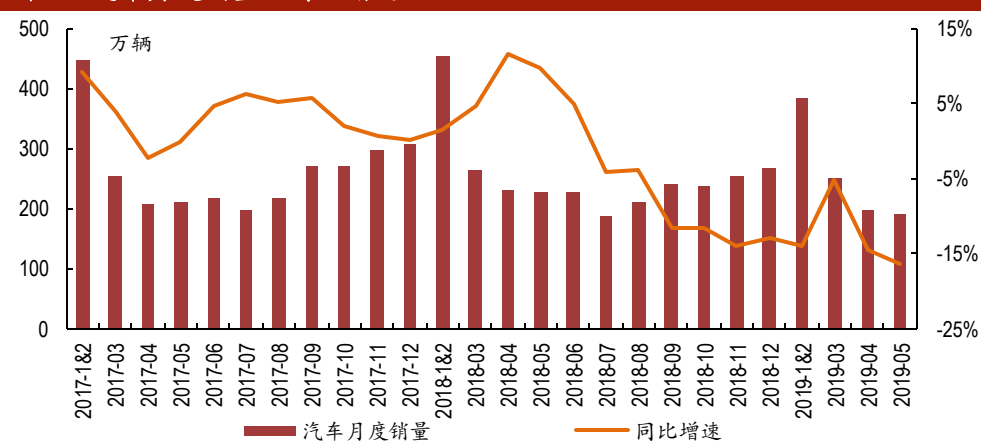
图 16: 新能源商用车每月销量.....	10
图 17: 汽车行业 2019 年销量预测.....	11
图 18: 座位客车季度销量及同比增速.....	11
图 19: 座位客车历年销量及同比增速.....	11
图 20: 公交客车季度销量及同比增速.....	12
图 21: 公交客车历年销量及同比增速.....	12
图 22: 我国客车行业历年销量及同比增速.....	12
图 23: 重卡季度销量及同比增速.....	13
图 24: 重卡历年销量及同比增速.....	13
图 25: 我国客车行业历年销量及同比增速.....	14
图 26: 汽车销量同比增速.....	15
图 27: 汽车销量同比增速预测: 月度.....	15
图 28: 汽车销量同比增速预测: 季度.....	15
图 29: 2008 和 2015 年两轮政策刺激对行业销量提振明显.....	17
图 30 汽车行业估值.....	17
图 31: 零部件企业成长路径.....	19
表 1: 5 月货车及重卡销售情况.....	9
表 2: 今年以来有关汽车刺激相关的政策.....	16
表 3: 重点公司盈利预测及评级.....	20

## 1、政策扰动+需求不振，扰动上半年车市

### 1.1 部分地区提前实施国六，清库压力下批售放缓

国六提前实施，批发销量承压，前5月汽车销量降幅扩大。中汽协披露汽车1-5月累计销售1026.6万辆，同比下滑13.0%，较1Q19（同比-11.3%）降幅扩大，其中5月销量191.3万辆，同比下滑16.4%，较4月（同比-14.6%）降幅略有扩大，主要是部分地区国六提前实施导致乘用车批售低迷，拖累行业销量下滑。

图 1：汽车月度销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图 2：汽车行业销量及同比增速

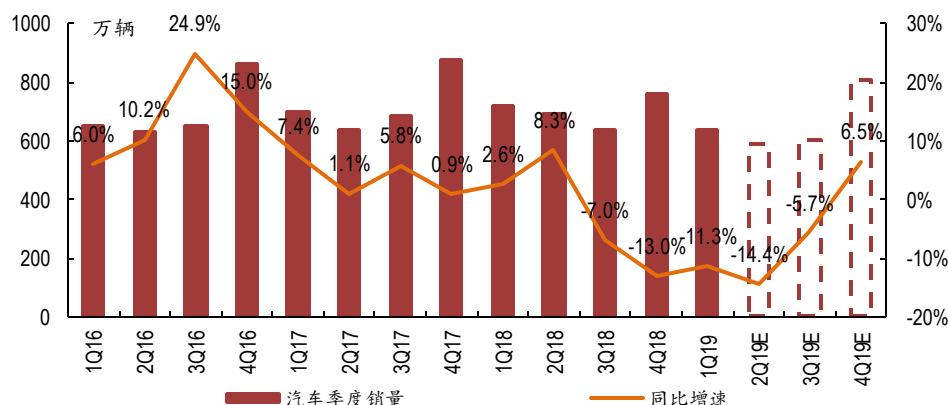


数据来源：中汽协，财通证券研究所

政策扰动+需求不振，二季度行业复苏低于预期，但2019年行业大概率进入回升通道。上半年受经济下行预期和国六排放提前实施、中美贸易战升级等外部影响，国内消费需求不振，车市受到的内外扰动较多，行业回升速度和力度略低于预期，二季度销量可能还是双位数下滑，下半年基数压力缓解，叠加销售旺季到来，预

计三季度行业销量跌幅收窄；行业销量转正预计在四季度到来。

图 3：汽车行业 2019 年季度销量预测

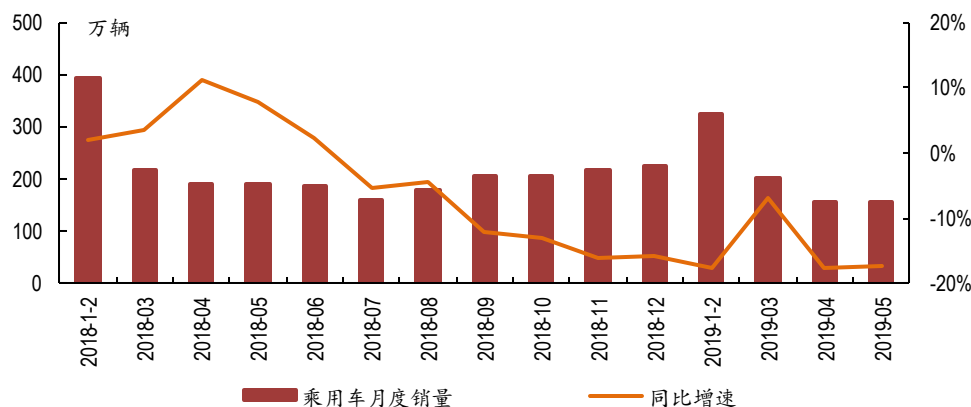


数据来源：中汽协，财通证券研究所

## 1.2 乘用车终端销量回暖，批售数据受多重因素影响回升不明显

国五清库下，乘用车终端销量表现好于批售，行业仍处于底部。中汽协 1-5 月批售销量 839.9 万辆，同比下滑 15.2%，较 1Q19 同比降幅扩大，其中 5 月乘用车批售销量 156.1 万辆，同比下滑 17.4%，降幅较 4 月略收窄 0.3 个百分点，行业仍处于底部，回升不明显。

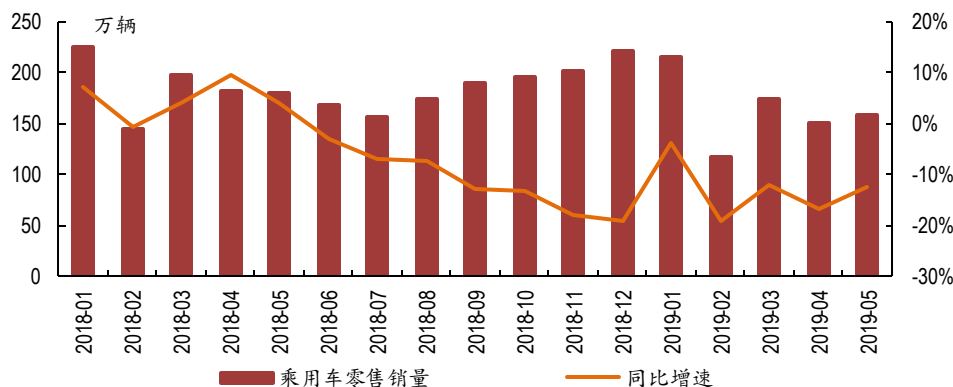
图 4：乘用车月度批发销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

乘联会 1-5 月狭义乘用车零售销量 818.7 万辆，同比下滑 11.9%，较 1Q19 同比降幅略有收窄，其中 5 月狭义乘用车零售销量 158.2 万辆，同比下滑 12.5%，降幅较 4 月收窄 4.4 个百分点，乘用车终端表现好于批售，主要是部分城市和省份在今年 7 月提前实施国六排放，渠道集中去库存，叠加 6 月淡季来临，经销商进车谨慎，厂商批发节奏放缓；经销商大折扣处理国五车的刺激下，终端价格优惠较大，零售销量环比回升。

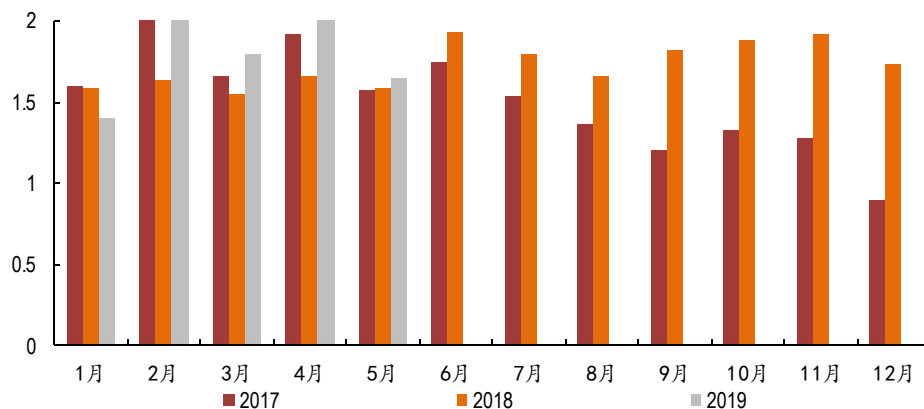
图 5：乘用车月度零售销量及同比增速



数据来源：乘联会，财通证券研究所

经销商整体库存压力仍在，市场静待需求回升。5月份汽车经销商综合库存系数为1.65，同比上升4%，环比下降18%，库存水平位于警戒线以上。据统计，占全国销量近三分之二的省份将于7月1日提前实施国六排放标准，这些区域在五月份加大折扣，集中清库，环比4月库存压力稍微缓解。国六切换也导致部分消费者选择观望，市场需求总体偏弱，经销商库存压力仍在。

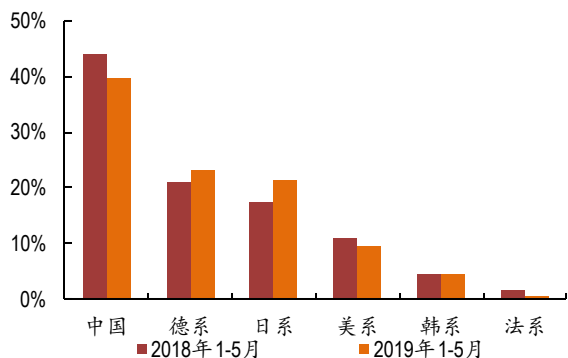
图 6：汽车月度销量及同比增速



数据来源：中国汽车流通协会，财通证券研究所

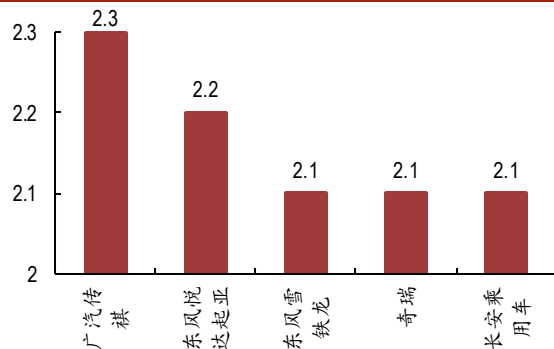
品牌分化明显，自主车份额持续缩水。5月，自主品牌乘用车销量56.5万辆，同比下降28.1%，大于行业平均下降幅度，自主品牌市场份额36.2%，同比下降5.4个百分点。1-5月，自主品牌乘用车市场份额39.7%，同比下降4.2%。日系车在两田带动下销量保持高增长，市场份额从去年同期的17.3%上升至21.3%。受居民消费低迷影响，弱合资车和部分自主车需求不振，库存高企，5月广汽传祺、东风悦达起亚、东风雪铁龙、奇瑞和长安乘用车的库存深度均超过2.0。

图 7：乘用车各系别市场份额（1-5月）



数据来源：中汽协，财通证券研究所

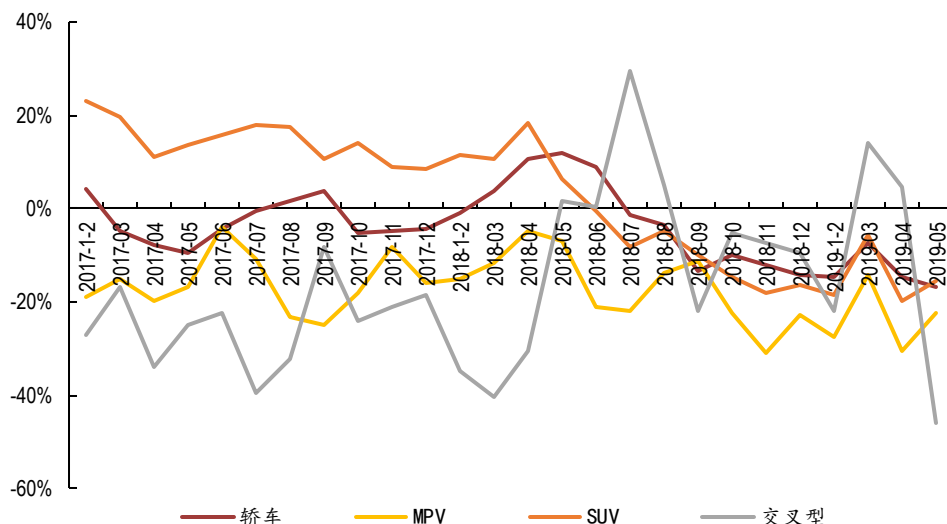
图 8：5月库存深度最高的品牌



数据来源：中国汽车流通协会，财通证券研究所

所有车型乘用车均双位数下滑，SUV降幅环比略有收窄。5月，轿车、MPV、SUV和交叉型乘用车销量同比下滑16.6%、22.4%、15.6%、46.0%。5月轿车同比降幅较4月进一步扩大，SUV同比降幅收窄4.4个百分点。

图 9：汽车各车型月度销量同比增速



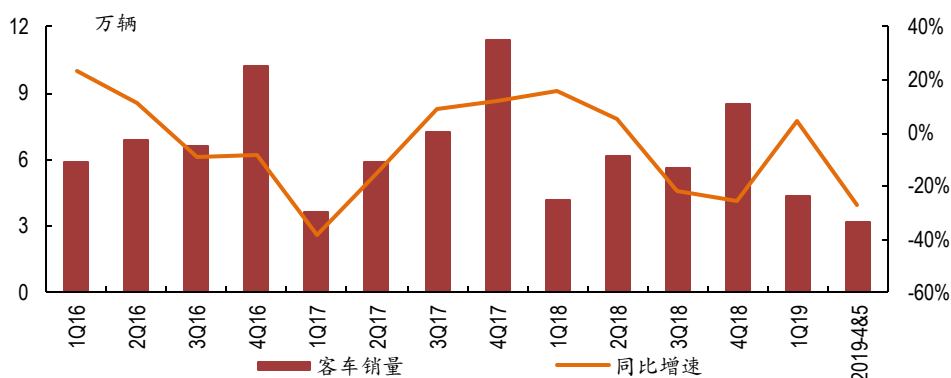
数据来源：中汽协，财通证券研究所

### 1.3 新能源客车抢装效应减弱，二季度客车销量承压

二季度客车销量同比增速再次转负。2019年新能源补贴政策延后到3月底发布，新能源客车抢装也延后至一季度，因此客车销量一季度表现较好，同比增长4.6%。二季度，新能源补贴政策开始进入过渡期，其中新能源公交过渡期延长至8月7日，因此2Q19抢装效应比较弱，预计客车销量回落，2019年4月和5月，客车累计销量同比增速下降27.0%，客车企业中报业绩承压。



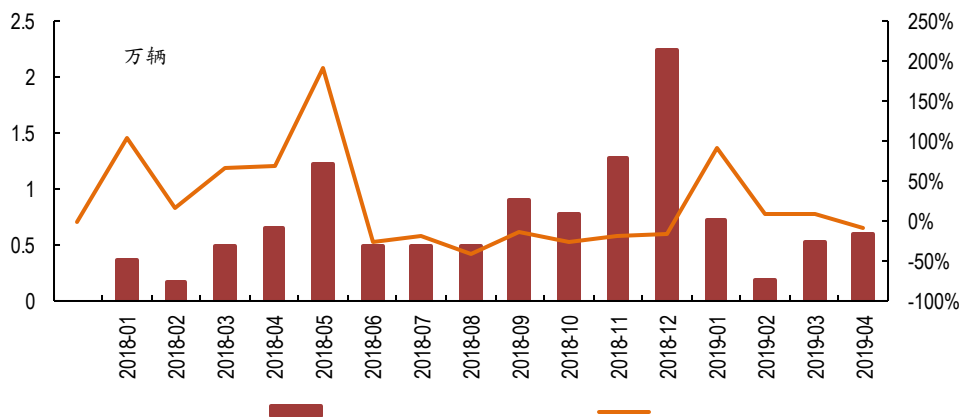
图 10: 客车销量及同比增速



数据来源: 中客网, 财通证券研究所

新能源客车抢装效应减弱, 退坡压力慢慢体现。中客网披露的 5 月公交客车销售 5273 辆, 同比下滑 57.2%, 6m 以上新能源客车销量 4304 辆, 同比下滑 64.5%, 环比下滑 14.8%, 主要是去年过渡期在 6 月中旬结束, 今年过渡期一直到 6 月底, 新能源公交的过渡期单独延长至 8 月 7 日, 造成 5 月抢装较弱, 新能源客车和公交客车销量大幅下滑, 拖累客车整体销量低迷。

图 11: 公交客车月度销量及同比增速



数据来源: 中客网, 财通证券研究所

#### 1.4 重卡接近景气高点, 二季度销量增长失速

重卡销量连续两月下滑, 预计二季度卡车景气度高位回落。中汽协披露货车 5 月销量 31.6 万辆, 同比下滑 9.9%, 其中重卡 10.8 万辆 (同比-4.9%), 中卡 1.0 万辆 (同比-50.9%), 轻卡 15.0 万辆 (同比-8.0%), 微卡 4.8 万辆 (同比-14.6%)。重卡单月销量依然保持了 10 万以上, 景气度较高, 受去年高基数影响, 同比增速为负。



1-5月货车累计销售 170.0 万辆，同比下滑 0.5%，其中重卡 55.3 万辆（同比-1.3%），中卡 6.2 万辆（同比-27.2%），轻卡 82.7 万辆（同比+2.7%），微卡 25.8 万辆（同比+0.1%）。

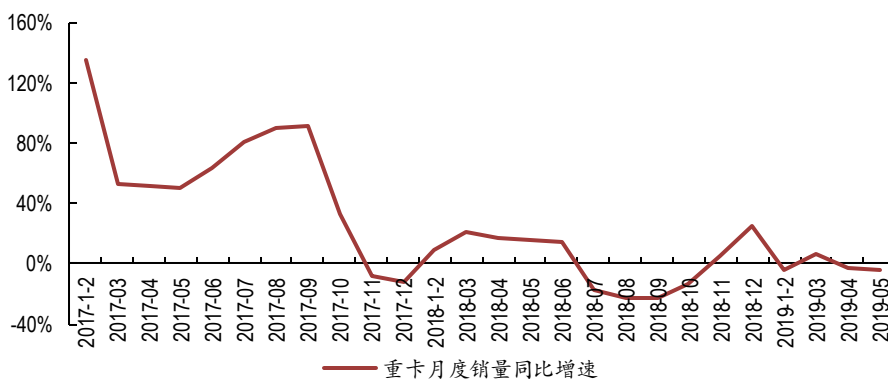
表1：5月货车及重卡销售情况

	5月销量 (万辆)	同比增速	1-5月累计销量 (万辆)	累计同比增速
货车	31.6	-9.9%	170.0	-0.5%
重卡	10.8	-4.9%	55.3	-1.3%
中卡	1.0	-50.9%	6.2	-27.2%
轻卡	15.0	-8.0%	82.7	2.7%
微卡	4.8	-14.6%	25.8	0.1%

数据来源：中汽协，财通证券研究所

重卡在治超、环保叠加行业本身周期影响，一季度高景气超预期，预计 1Q19 是景气高点，二季度及下半年行业结束高景气周期。5月受重型燃气车即将实施国六排放，天然气重卡在经销商提前备货及用户提前购买的拉动下，市场仍旧热度不减。开年以来，固定资产投资和制造业的回暖复苏未达到预期，5月中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，位于荣枯线下方，经济下行压力较大，重卡终端需求受损，我们认为，重卡景气周期或在今年下半年结束，行业将进入超长的低谷，建议谨慎对待重卡产业链。

图 12：重卡月度销量同比增速



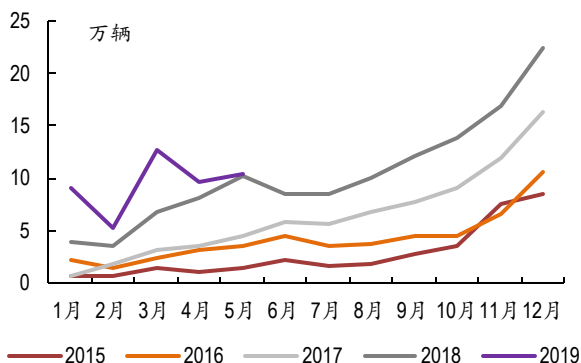
数据来源：中汽协，财通证券研究所

### 1.5 新能源汽车增长刹车，新能源乘用车增速明显放缓

受补贴退坡影响，5月新能源汽车销量增速放缓。中汽协披露5月新能源汽车销量 10.4 万辆，同比增长 1.8%，比4月同比增幅收窄 9.3 个百分点；其中纯电动 8.3 万辆，同比增长 1.8%，插电混 2.1 万辆，同比增长 2.2%。1-5月新能源汽车累计销量 46.4 万辆，同比增长 41.5%，纯电动 36.1 万辆（同比+44.1%），插电混 10.3

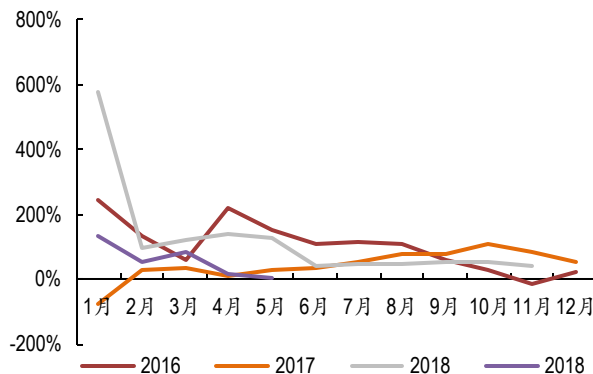
万辆（同比+32.7%）。

图13：新能源汽车每月销量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

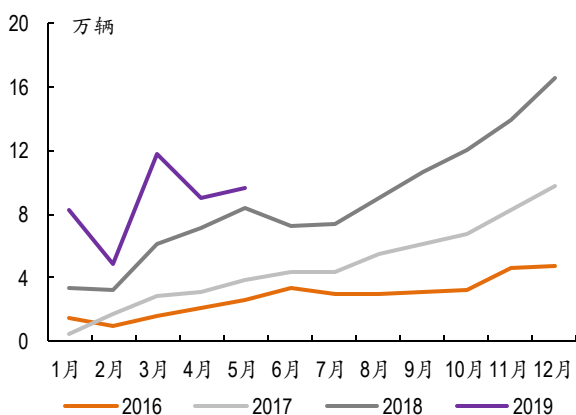
图14：新能源汽车每月销量同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

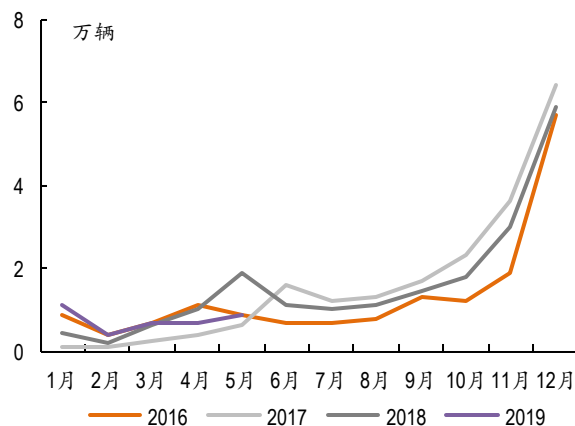
新能源乘用车销量增长刹车，新能源商用车大幅下滑。中汽协披露5月新能源乘用车销售9.6万辆，同比增长14.4%，同比增幅较4月收窄10.3个百分点；商用车0.9万辆，同比下滑53.7%。受补贴过渡期影响，5月抢装效应较弱，补贴退坡压力逐渐显现。

图15：新能源乘用车每月销量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图16：新能源商用车每月销量



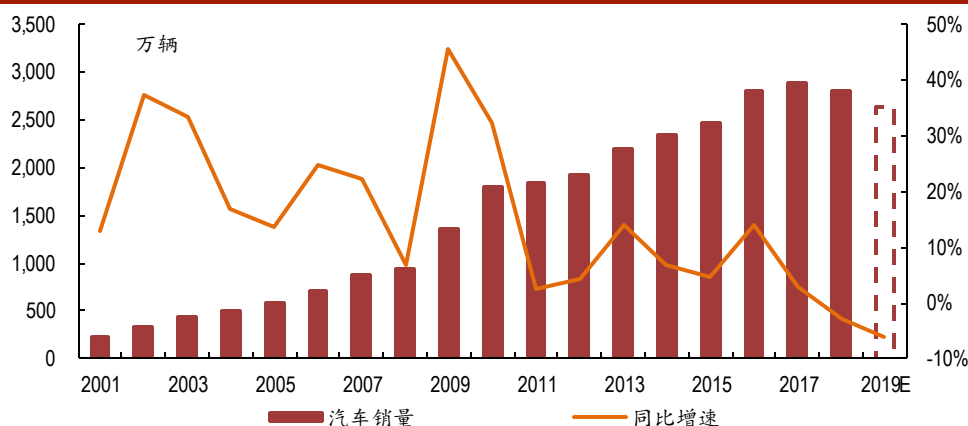
数据来源：中汽协，财通证券研究所

## 2、2019年行业进入景气回升周期，若有政策刺激将放大复苏力度

### 2.1 2019年行业进入景气回升周期，若有政策刺激将放大复苏力度

我们维持2019年行业有望进入持续两年的景气度回升周期的判断，行业将开启逐月或逐季改善的上行趋势。在汽车销量持续处于低位，政策有持续加码的趋势，若无政策刺激，预计2019年全年汽车销量同比下滑6%；若有强政策刺激，回升时间更早，复苏力度更大。

图 17：汽车行业 2019 年销量预测

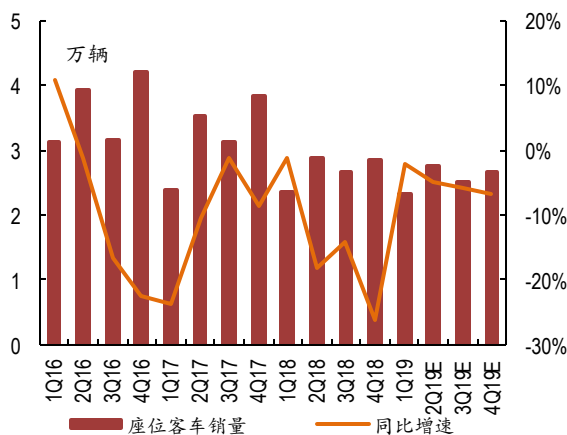


数据来源：中汽协，财通证券研究所

## 2.2 公路客运需求下滑叠加补贴退坡压力，客车基本面难言改善

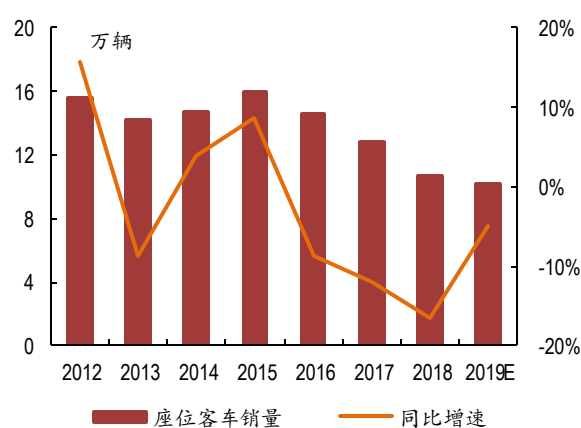
公路需求不振，座位客车连续下滑。高铁和私家车兴起，冲击公路客运，导致座位客车销量自 2012 年起就进入下行通道。截至 1Q19，座位客车连续 12 个季度下滑，二季度座位客车市场大概率继续下滑，全年预计销售 10.2 万辆，同比下滑 5.0%。

图 18：座位客车季度销量及同比增速



数据来源：中客网，财通证券研究所

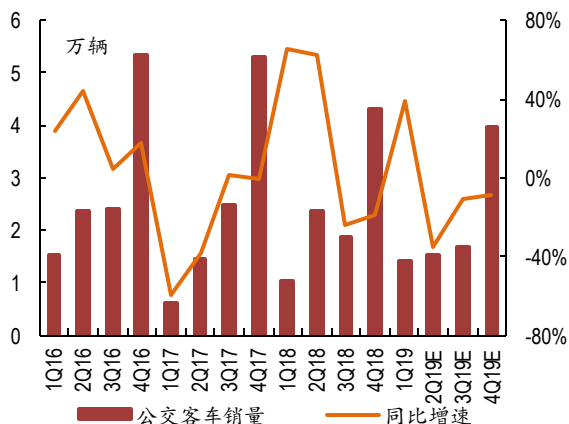
图 19：座位客车历年销量及同比增速



数据来源：中客网，财通证券研究所

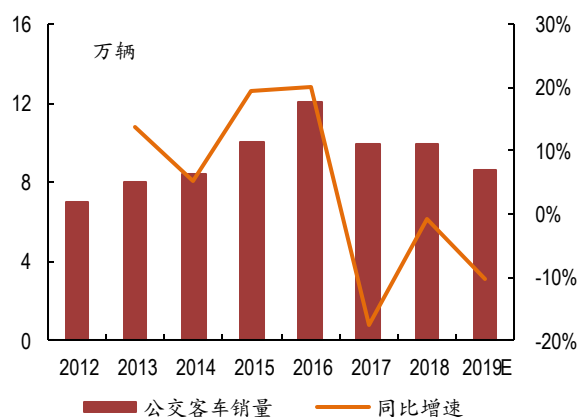
新能源公交替换接近尾声，市场透支影响渐现，公交客车销量承压。2018 年销售的的公交客车中超过 80% 为新能源公交，存量公交电动化率超过 50%，预计 2-3 年保有公交基本完成电动化，叠加新能源补贴退坡压力，我们认为，公交车未来几年将面临销量增长压力，预计 2019 年公交客车销售 8.6 万辆，同比下滑 10.3%。

图20：公交客车季度销量及同比增速



数据来源：中客网，财通证券研究所

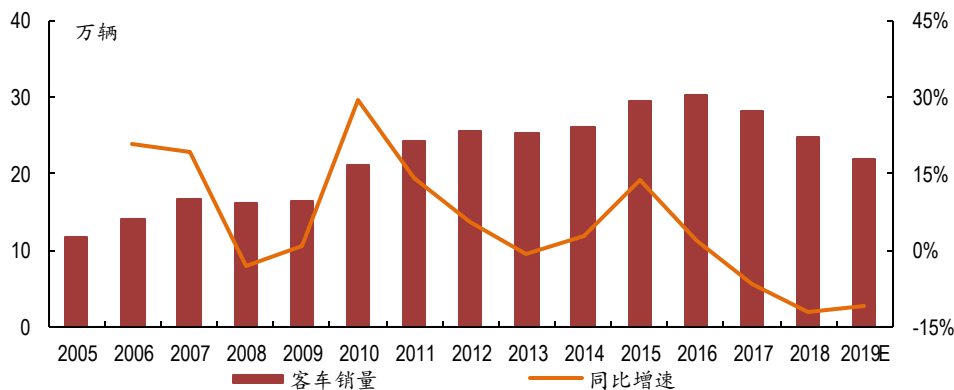
图21：公交客车历年销量及同比增速



数据来源：中客网，财通证券研究所

客车行业基本面难言改善，2019年销量继续下滑。公路客运需求下降和补贴退坡压力下，客车市场下行压力较大。高铁和私家车替代中短途客运需求，导致公路客运周转量自2012年起持续下滑，预计座位客车销量难以改善。新能源客车支撑公交市场增长，前几年补贴推动下，透支了市场较多需求，2019-2020年补贴完全退出前，新能源客车销量还会不错，但是增速回落，预计行业2019年实现销量21.8万辆，同比下滑11.0%。

图22：我国客车行业历年销量及同比增速



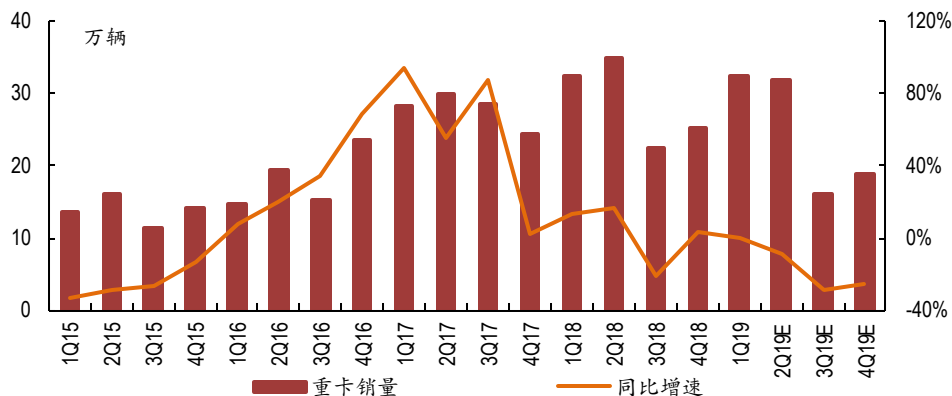
数据来源：中客网，财通证券研究所

### 2.3 重卡或将进入景气向下周期，谨慎对待重卡产业链

重卡市场接近景气高点，下半年或进入下行周期。重卡在治超、环保叠加行业本身周期影响，带来了自2016年开始至1Q19的超长景气周期，受工程车需求和重型燃气车国六升级影响，4月、5月重卡销量仍在高位，但基数压力下，增速回落转负，今年固定资产投资和制造业的回暖未达到预期，经济下行压力较大，我们认为二季度重卡销量持续下滑，重卡高景气大概率在下半年结束，行业将进入

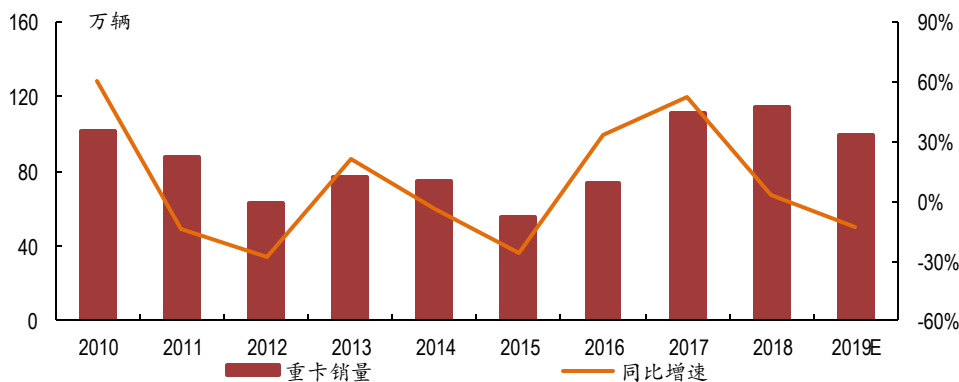
超长的低谷，建议谨慎对待重卡产业链。

图23：重卡季度销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图24：重卡历年销量及同比增速

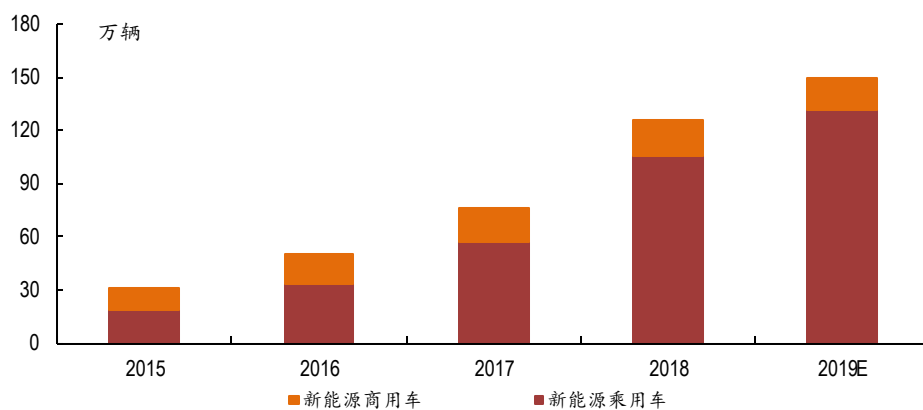


数据来源：中汽协，财通证券研究所

#### 2.4 新能源汽车销量增速回落，产业链下半年面临考验

补贴退坡影响逐步体现，新能源汽车销量下半年面临增速回落压力，2019 年全年销量预期由 160 万辆下调至 150 万辆。2019 年新补贴政策退坡幅度超过 50%，考虑地补取消影响，部分车型补贴退坡幅度超过 75%，产业链短期无法通过成本下降完全消化补贴影响，部分新能源车型上调价格或者变相加价，部分补贴退坡需要转嫁至消费者，2019 年经济下行压力下消费低迷，车市整体景气度偏弱，消费者大概率不愿意买单。我们认为，随着过渡期结束，补贴退坡压力将逐步体现，终端需求或受到影响，新能源汽车大概率回落，相关产业链面临考验。

图25：我国客车行业历年销量及同比增速



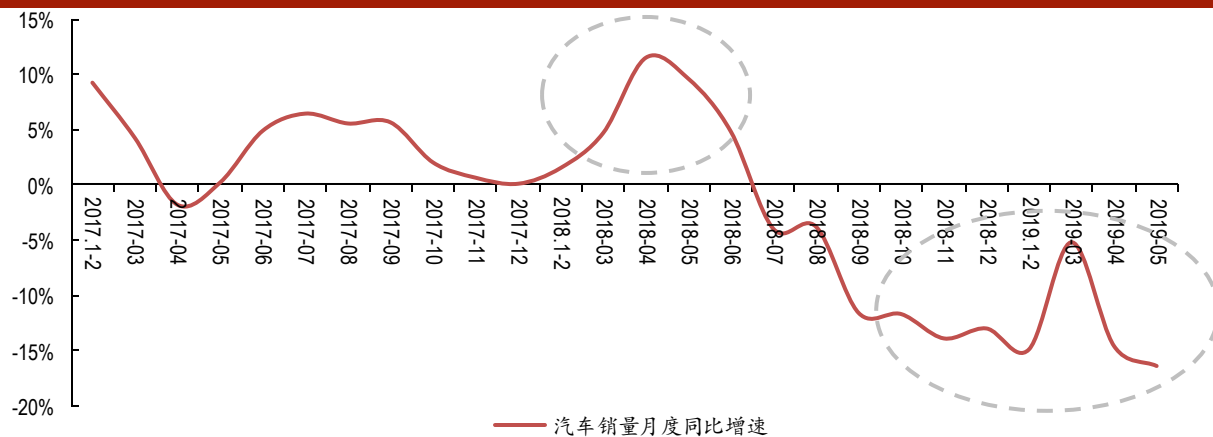
数据来源：中汽协，财通证券研究所

### 3、投资建议：超配汽车正当时，以新车周期为主线布局

#### 3.1 乘用车：底部夯实复苏可期+政策预期+估值低位，布局时点出现

底部正在夯实，复苏值得期待。2019年5月汽车批发销量（中汽协口径）同比下滑16.4%，较上月跌幅继续扩大，批售低迷的原因主要包括：1) 国六实施在即，经销商加快去国五库存；2) 终端需求依旧疲弱。2019年上半年，行业持续筑底（除3月份受增值税调整影响同比跌幅收窄外），其中一方面受到2018年上半年基数较高的影响，不过这一影响即将消失，2018年7月销量开始负增长，其中：7月（-4.0%）、8月（-3.8%）、9月（-11.6%）、10月（-11.7%）、11月（-13.9%）、12月（-13.0%）。我们认为越往后看，同期的基数压力越小，行业同比增速修复的力度或将越大，Q4有望迎来单季度同比正增长。

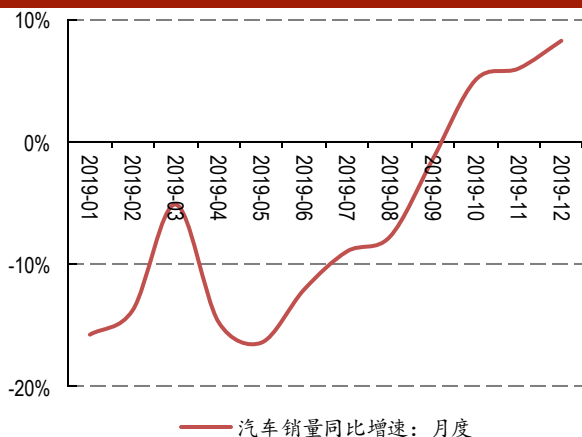
图 26：汽车销量同比增速



数据来源：财通证券研究所

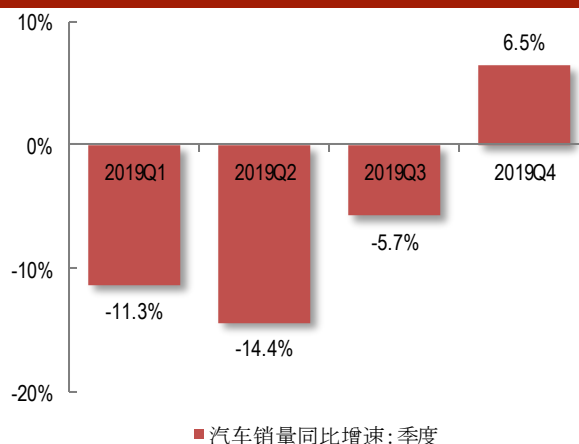
我们预计：6-9月行业批发同比跌幅有望持续收窄，10月或将迎来首个单月转正，Q1/Q2/Q3/Q4 批发增速为-11.3%/-14.4%/-5.7%/6.5%，首个单季度正增长或将出现在Q4，全年销量增速为-6.0%。现阶段行业虽仍在筑底，但复苏值得期待。

图 27：汽车销量同比增速预测：月度



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图 28：汽车销量同比增速预测：季度



数据来源：中汽协，财通证券研究所



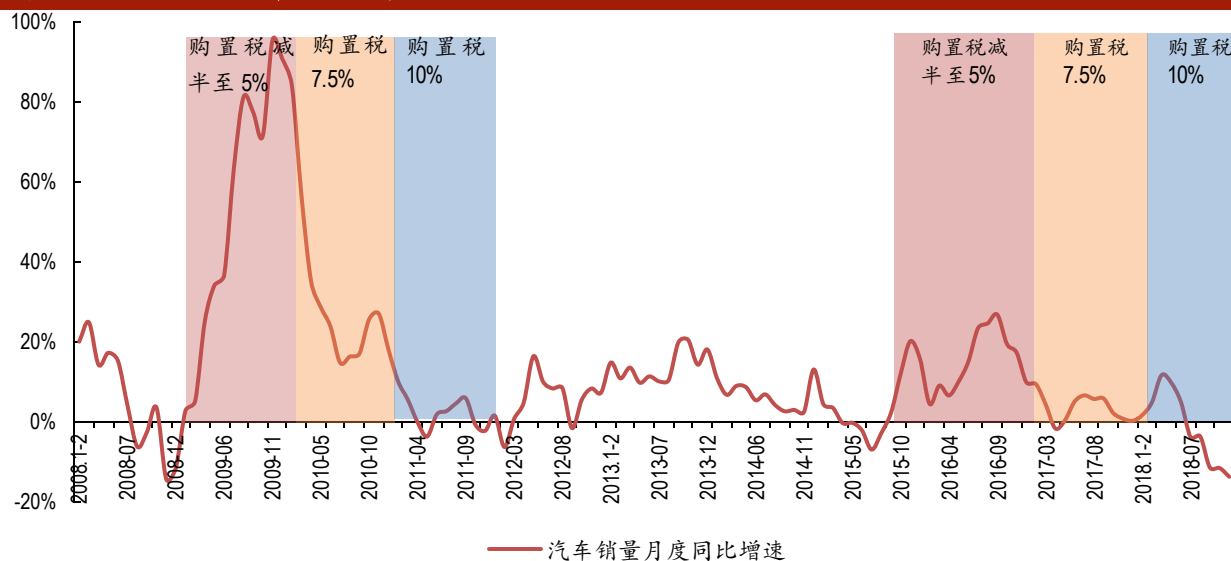
**真正有力的政策刺激或将推出。**今年以来，针对汽车消费的刺激政策频出，主要内容为加速旧车淘汰、放款限购、放宽皮卡进城限制等。本轮汽车行业景气低迷程度在历史上绝无仅有，批发销量已连续 13 个月同比负增长。前两轮汽车行业景气低迷分别出现在 2008 年（批发连续 2 个月出现同比 10% 以上下滑）、2015 年（批发连续 5 个月同比负增长），彼时都有购置税优惠政策推出，政策刺激对提振销量的效果十分显著。我们认为，当前车市景气度仍在筑底，后续不排除真正有力的刺激政策推出。若有政策强刺激，则行业回升时间更早幅度更大，若无政策强刺激，行业回升时间较晚力度较弱。

**表 2：今年以来有关汽车刺激相关的政策**

政策	主推方	推出时间	主要内容
《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）》	发改委、工信部、商务部、财政部等十部委	1 月 29 日	对报废国三及以下排放标准的汽车以旧换新给予适当补助；落实全面取消二手车限迁政策；适度盘活历年废弃的购车指标；放宽皮卡进城限制
《推动汽车、家电、消费电子等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）》	发改委	4 月 17 日	放松汽车限购政策，严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施限购地方应加快由限制购买向引导使用转变；促进老旧汽车更新，推动农村汽车消费；扩大皮卡进城范围；推进二手车流通和消费，构建有序高效的报废汽车回收利用体系
《关于车辆购置税有关具体政策的公告》	财政部、国家税务总局	5 月 23 日	明确消费者买车时的计税价格，依据购车的实际价格为准（此前规定最低计税价格为国家税务总局依据机动车生产企业或者经销商提供的车辆价格信息，参照市场平均交易价格核定的车辆购置税计税价格。）
《广东省完善促进消费体制机制实施方案》	广东省	6 月 2 日	明确逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他地市不得再出台汽车限购规定。6 月 2 日，广州和深圳公布相关通知，分别于 2019-2020 年期间增加 10 万和 8 万个小客车指标。
《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	发改委、生态环境部、商务部	6 月 6 日	严禁各地出台新的汽车限购规定；取消新能源汽车限购；加快老旧车辆置换更新；加快城市公共车辆置换更新；推动农村汽车消费升级，培育汽车特色消费市场

数据来源：财通证券研究所

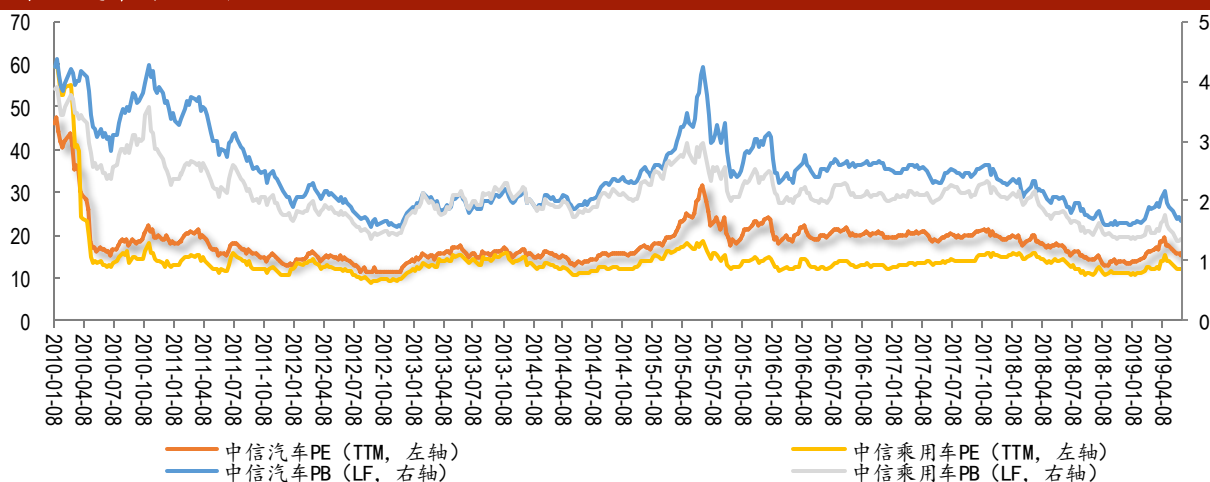
图 29：2008 和 2015 年两轮政策刺激对行业销量提振明显



数据来源：中汽协，财通证券研究所

汽车股估值处于低位。2012 年汽车行业估值由 2010 年 10 月底的高点开始一路下行，于 2012 年 9 月触及历史底部，彼时汽车行业 PE (TTM) 为 11.5 倍，PB (LF) 为 1.6 倍。乘用车 PE (TTM) 为 9.0 倍，PB (LF) 为 1.4 倍。当前汽车行业估值亦处于历史较低位置，行业 PE (TTM) 为 15.6 倍，PB (LF) 为 1.7 倍。乘用车 PE (TTM) 为 12.2 倍，PB (LF) 为 1.4 倍。

图 30 汽车行业估值



数据来源：Wind，财通证券研究所

以新车周期为主线进行布局。我们认为，当前行业仍处于底部位置，汽车股估值已充分反应行业的景气低迷。未来行业复苏可期，叠加汽车股筹码处于低位，可提前布局。布局的主线为强产品周期：车企形成自身强产品周期为“造势”，但

若同时踏准行业复苏节奏，即可“乘势”实现周期“共振”，则业绩增幅与股价涨幅将非常可观。重点推荐长安汽车和上汽集团。另外，限购政策放松，有利于豪华车销量，建议关注宝马国产加速受益的华晨中国。

#### ◆ 长安汽车

**超强产品周期来袭，公司周期有望与行业周期叠加“共振”。**福特开启“中国 2025 计划”：截至 2025 年年末，福特将在中国市场投放 50 款新车型，包括 8 款全新 SUV。从节奏上看，2018 年福克斯换代车型、福睿斯改款已上市，2019 年将有翼虎年度款换代、年底锐界中期改款上市。2020 年上半年翼虎换代、林肯国产化第一款车海盗船上市。2020 年底林肯飞行家上市、福特大型 SUV 探险者国产化。2021 年航海家（跟锐界同平台）、林肯 MKZ 上市。我们预计，公司产品周期与行业周期有望叠加“共振”，将大幅提升公司业绩弹性。

**“行业复苏+强产品周期+估值便宜”，长安汽车具备高弹性。**公司当前 PB 仅 0.70 倍，具备较高安全边际。随着后续行业走向复苏，整车股有望迎来估值修复，叠加公司迎来强产品周期，业绩弹性足，公司股价具备较高弹性。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44 元、1.46 元、2.28 元，对应 PE 为 14.7 倍、4.4 倍、2.8 倍，维持“买入”评级。

#### ◆ 上汽集团

**行业复苏在即，公司仍处强产品周期有望共振。**本轮行业复苏虽有波折，但趋势不变。且越往后基数压力越小，尤其 2018 年 7 月以后连续 13 个月出现同比负增长，9 月之后甚至出现 10% 以上的下滑，因此下半年的复苏力度较大。公司经历近几年自主的强产品周期，自主品牌产品布局较为完善，既有 RX5、i5、MG HS 等主力车型承担销量，也有 Marvel X 这样的黑科技车型展示自身研发实力，提升自主品牌价值。合资中上汽大众强产品周期释放完成，车型产品力较强，上汽通用于 2019 年上市多款 SUV 新品。因此公司周期有望与行业复苏周期共振，销量与业绩有望企稳回升。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 3.26/3.43/3.58 元，对应 PE 分别为 7.5/7.1/6.8 倍。维持“买入”评级。

### 3.2 客车：紧握龙头，可适当参与超跌反弹

受新能源补贴脱坡和公路客运持续受高铁挤压的影响，客车行业从 2017 年开始进入一个长达多年的下行周期。当前行业需求仍然较弱，下行压力依旧较大。弱市之下，经营低效的中小企业加速出清，龙头企业凭借强大的技术优势、成本管控能力和资金垫付能力凸显竞争优势，强者恒强，建议关注行业龙头宇通客车的超跌反弹机会，但行业大势短期难以改变，不可长期持有。

### 3.3 重卡：超长景气周期或将结束，市场表现谨慎观望

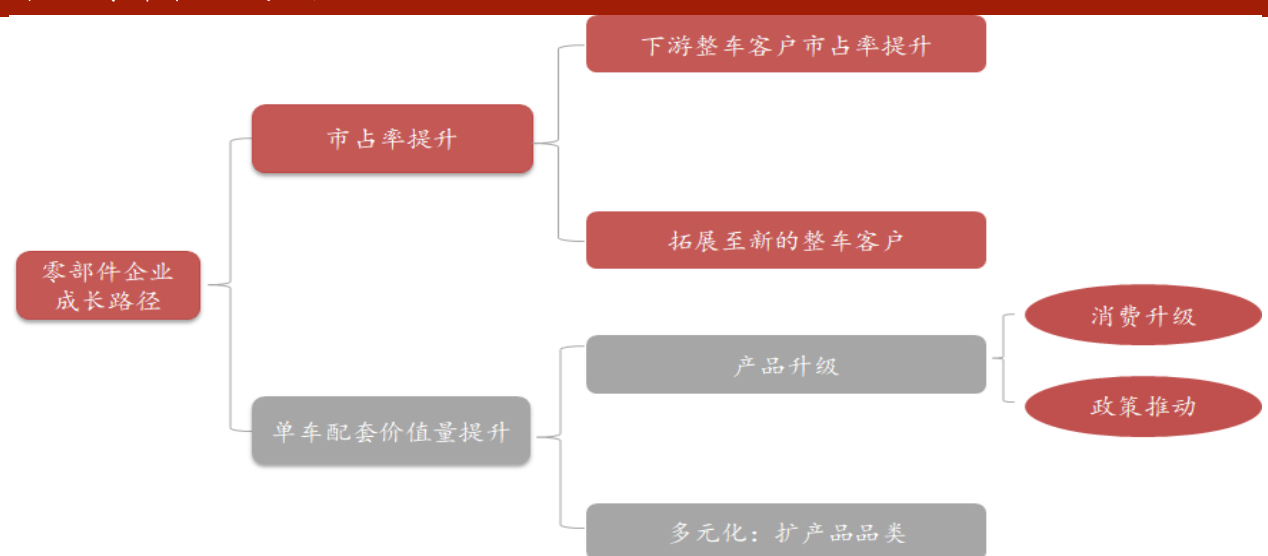
重卡在经历了 2015 年底部之后连续三年销量屡创新高，其中原因包括：1) 低基数带来的同比增长；2) 更替周期带来的替换需求；3) 治超、环保加码带来的增量需求。本轮重卡的超长景气周期或在今年下半年结束，行业将进入超长的低谷周期，建议谨慎对待重卡产业链。

### 3.4 零部件：把握逆势上扬品种

零部件作为整车行业的跟随者，在整车生产销售较为低迷的环境下，整体面临较大压力。本轮行业景气下行过程中，自主品牌销量下滑尤其严重，5 月自主品牌乘用车市占率已来到 36.2%，同比下降 5.4pct，对于部分对自主品牌配套占比较大的零部件企业，压力尤其突显。此外，早前几年集中上市的零部件企业，募投产能基本于当下释放，适逢行业景气低迷，产能利用率较低。根据我们产业链调研结果来看，部分零部件企业产能利用率已降至 40% 的水平，业绩压力较大。因此，可逆势上扬的零部件企业尤为难能可贵。

我们认为，当前阶段能够逆势上扬的零部件企业具备以下特征：1) 配套车企处于强产品周期；2) 原有产品进入新车配套；3) 企业自身产品品类扩张，单车价值量有明显提升。据此我们推荐：1) 处于强产品周期的一汽大众产业链：一汽富维、宁波华翔。2) 自动变产品 CVT25 进入吉利 5 款车配套带来较大增量的万里扬；3) 拓展电池壳体新业务，单车价值量呈数量级提升，打开成长新空间的凌云股份。

图 31：零部件企业成长路径



数据来源：财通证券研究所

### 3.5 新能源：聚焦中上游，把握电池龙头

**下游：**新能源汽车补贴持续退坡，导致新能源汽车制造盈利越来越少，虽然销量持续增长，但新能源汽车制造端盈利或持续下降，整车制造难有利可图。建议谨慎对待新能源下游整车端。

**中上游：**新能源汽车核心零部件主要是三电，电机电控竞争格局分散，动力电池行业集中度高，格局明朗，行业 1-5 月累计装机量 CR10 超过 90%，CR2 超过 70%，宁德时代 1-5 月累计装机量市占率超过 40%。下游新能源整车销量与单车带电量双重提升之下，电池需求加速增长，中上游产业链崛起。推荐可以量补价，龙头地位突出的动力电池龙头宁德时代。

表 3：重点公司盈利预测及评级

证券代码	公司名称	价格 2019.06.28	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600104.SH	上汽集团	25.5	3.26	3.43	3.58	7.8	7.4	7.1	买入
000625.SZ	长安汽车	6.6	0.44	1.46	2.28	15.1	4.5	2.9	买入
600742.SH	一汽富维	10.7	1.22	1.40	1.47	8.7	7.6	7.3	买入
002048.SZ	宁波华翔	10.8	1.36	1.61	1.87	8.0	6.7	5.8	买入
600480.SH	凌云股份	8.8	0.64	0.84	1.03	13.7	10.4	8.5	买入
002434.SZ	万里扬	6.8	0.42	0.62	0.75	16.2	11.0	9.1	买入
300258.SZ	精锻科技	12.1	0.78	0.97	1.17	15.5	12.5	10.4	买入
601799.SH	星宇股份	79.0	2.72	3.39	4.21	29.0	23.3	18.8	买入
300750.SZ	宁德时代	68.9	2.10	2.68	3.21	32.8	25.7	21.5	买入
600741.SH	华域汽车	21.6	2.32	2.49	2.61	9.3	8.7	8.3	买入
601633.SH	长城汽车	8.3	0.49	0.54	0.58	16.9	15.3	14.3	增持
601238.SH	广汽集团	10.9	1.20	1.36	1.51	9.1	8.0	7.2	增持
002594.SZ	比亚迪	50.7	0.83	0.78	0.83	61.1	65.0	61.1	增持
600066.SH	宇通客车	13.0	1.00	0.99	1.08	13.0	13.2	12.1	增持
601689.SH	拓普集团	15.3	1.10	1.26	1.44	13.9	12.2	10.6	增持
603305.SH	旭升股份	23.9	0.81	1.01	1.22	29.5	23.7	19.6	增持
600660.SH	福耀玻璃	22.7	1.67	1.82	1.98	13.6	12.5	11.5	增持
603997.SH	继峰股份	7.7	0.54	0.62	0.74	14.3	12.5	10.4	增持
002920.SZ	德赛西威	22.4	0.84	1.07	1.26	26.7	20.9	17.8	增持
000550.SZ	江铃汽车	19.4	0.69	0.83	0.93	28.1	23.4	20.8	中性

数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 4、风险提示

- (1) 宏观经济下行；
- (2) 汽车行业景气度回升不及预期；
- (3) 新能源汽车销量不及预期；
- (5) 企业市场及产品拓展不及预期。



## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；  
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。