

供给侧加速出清，头部公司更强

——乘用车格局之经营能力、研发、资本结构影响分析

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **行业调整加速出清。**汽车行业在销售规模持续扩大，销量增速稳定上升阶段，强势企业和弱势均受益。在行业下滑阶段，强势车企与弱势车企表现明显分化。强势车企凭借更具竞争力的产品和更广泛的产品谱系等，销量下滑相对于行业平均水平小，市场份额提升，营收下滑较少，净利润下滑较少；ROE 下降也较少。现金流层面的优势导致强势企业的资本结构和现金情况相较于弱势企业占据较大的优势。在行业复苏后，强势企业销量、营收、利润、现金流等都将快速回升，弱势车企在激烈的市场竞争中逐渐被淘汰，行业调整期将加速行业出清。
- **销售规模：头部公司规模继续扩大，强势公司收入稳定增长，ROE 维持稳定。**2019 年行业下滑加剧，销量规模比较，竞争力相对较弱的公司销量降低，行业出清加速。收入比较，上汽集团、比亚迪、吉利、长城和广汽等排名靠前；营收靠后的一汽轿车、小康股份、力帆股份、海马汽车等均出现不同程度的下滑，盈利能力降低。2019 年 Q1，上汽集团和广汽集团净利率同比保持稳定，弱势公司年化 ROE 基本延续了 2018 年下滑趋势，但头部公司下滑幅度小于弱势公司，在行业整体下滑的情况，处于弱势的公司盈利能力的恶化程度显著高于头部公司，进一步削弱了其竞争力。
- **研发、资本支出：头部公司调整期持续研发，提升竞争实力。**研发费用增速比较，在行业调整期，竞争力较强的公司保持领先。2019 年 Q1，竞争力较强的 6 家公司的研发费用合计增速达到 21.2%，而其余公司合计则出现 21.8% 的下滑。竞争力较强公司的平均研发投入资本化率为 39.0%，弱势公司平均研发投入资本化率为 48.5%。在行业不景气的情况下，头部公司坚持长期的资本开支，为未来的发展奠定基础 and 条件，在行业复苏时将获取更大的领先优势。
- **现金流、资本结构：强势公司抗风险能力强。**从有息负债/全部资本指标比较，强势公司该指标相对较低且平稳；竞争力较弱的公司有息负债水平高，难以继续通过扩张债务来获取资金，现金状况更加恶化，在市场竞争中处于不利位置。从经营活动现金流净额占毛利的比重来看，竞争力较强的公司高于竞争力相对较弱的公司，调整期弱势公司将面临现金流压力。

投资建议与投资标的

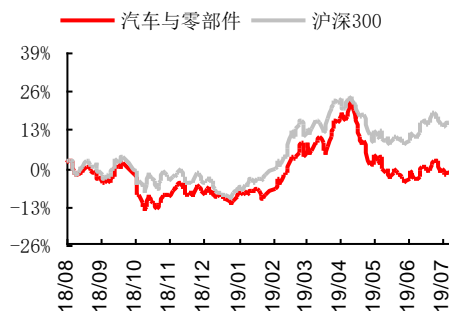
行业调整期，头部公司经营能力、现金流及资本结构将远好于弱势企业，且头部公司仍将持续进行研发投入推出新品，行业调整将加快行业出清，预计下半年补库存阶段有望见到车企盈利季度改善，强者更强。建议关注标的：华域汽车、上汽集团、长安汽车、广汽集团、银轮股份、德赛西威、星宇股份、三花智控、东睦股份、比亚迪、福耀玻璃。

风险提示：宏观经济下行影响汽车需求；新能源车补贴政策低于预期影响新能源汽车需求；上游原材料成本压力影响相关公司盈利能力。

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国/A 股
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019 年 08 月 08 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师	姜雪晴
	021-63325888*6097
	jiangxueqing@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860512060001

相关报告

行业调整及排放标准升级加速洗牌	2019-07-17
国际领先，国内企业跟进，成长空间大	2019-06-28
行业筑底，预计季度有望环比改善	2019-05-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1 行业调整加速出清	5
2 销售规模：头部公司规模继续扩大	5
3 盈利分析：公司分化明显	7
3.1 收入：强势公司稳定增长	7
3.2 净利率：竞争力弱的公司处于亏损状态	7
3.3 ROE：强势公司维持稳定	8
4 研发、资本支出：头部公司调整期持续研发，提升竞争实力	10
4.1 弱势企业削减研发费用导致新品供给不足	10
4.2 头部公司调整期仍保持资本支出规模	11
5 现金流、资本结构：强势公司抗风险能力强	12
5.1 强势公司资本结构较好，抗风险能力强	12
5.2 调整期弱势公司将面临现金流压力	15
6 主要投资策略	17
7 主要风险	18

图表目录：

图 1：行业上升阶段强势车企与弱势车企均实现扩张.....	5
图 2：行业下滑阶段强势车企与弱势车企明显分化.....	5
图 3：2018 年主要上市乘用车公司销量增速比较.....	6
图 4：2018 年主要上市乘用车公司销量比较（辆）.....	6
图 5：2019 年 H1 主要上市乘用车公司销量增速比较.....	6
图 6：2019 年 H1 主要上市乘用车公司销量比较（辆）.....	6
图 7：2018 年主要上市乘用车公司营业收入及增速.....	7
图 8：2019 年 Q1 主要上市乘用车公司营业收入及增速.....	7
图 9：2017、2018 年上市乘用车公司净利率情况.....	7
图 10：2018 年 Q1、2019 年 Q1 上市乘用车公司净利率情况.....	7
图 11：2013 年至 2018 年上汽集团等上市车企净利率比较.....	8
图 12：2013 年至 2018 年江淮汽车等上市车企净利率比较.....	8
图 13：2018 年主要上市乘用车公司 ROE 情况.....	9
图 14：2019 年 Q1 主要上市乘用车公司年化 ROE 情况.....	9
图 15：2017、2018 年主要上市乘用车公司 ROE 变化情况.....	9
图 16：2018、2019 年 Q1 上市乘用车公司年化 ROE 变化情况.....	9
图 17：2018 年主要上市乘用车公司研发费用比较.....	10
图 18：2019 年 Q1 主要上市乘用车公司研发费用比较.....	10
图 19：2017、2018 年主要上市乘用车公司研发费用率比较.....	10
图 20：2018、2019 年 Q1 主要上市乘用车公司研发费用率比较.....	10
图 21：2013 至 2018 年研发投入资本化率较高公司.....	11
图 22：2013 至 2018 年研发投入资本化率较低公司.....	11
图 23：2018 年主要上市乘用车公司资本支出比较.....	12
图 24：2019 年 Q1 主要上市乘用车公司资本支出比较.....	12
图 25：2010 年至 2018 年上市乘用车公司有息负债占全部投入资本比重情况.....	12
图 26：2017 年至 2019Q1 上市乘用车公司有息负债占全部投入资本比重情况.....	13
图 27：2017 年至 2019 年 Q1 上市乘用车公司有息负债情况（亿元）.....	13
图 28：历年吉利汽车有息负债占全部资本比重.....	14
图 29：历年广汽集团有息负债占全部资本比重.....	14
图 30：历年力帆股份有息负债占全部资本比重.....	14
图 31：历年一汽夏利有息负债占全部资本比重.....	14
图 32：2014 至 2018 年上市乘用车公司经营活动现金流净额.....	15
图 33：2017 和 2018 年上市乘用车公司经营活动现金流净额.....	15
图 34：主要上市乘用车公司经营活动现金流净额占营业收入比重比较.....	16

图 35: 主要上市乘用车公司经营活动现金流净额占毛利比重比较	16
图 36: 主要汽车公司涨跌幅比较 (1.1-8.8)	17
表 1: 主要汽车公司估值比较.....	18

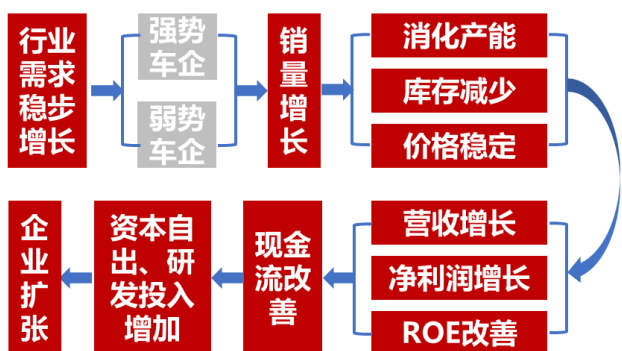
1 行业调整加速出清

汽车行业在销售规模持续扩大，销量增速稳定上升阶段，强势企业和弱势均受益。车企现有产能被逐渐消化，车辆库存减少，汽车产品市场价格维持稳定。销量增长同时价格维持稳定的情况下，强势车企和弱势车企营业收入实现增长，同时随着销量增长，规模效应显现，单位车辆折旧摊销、销售费用、管理费用等成本费用下降，因此净利润实现快速增长；公司盈利性改善，ROE 提升。公司盈利改善带动现金流改善，在现金情况改善的情况下，加大资本开支，扩大产能以满足市场需求；同时，公司加大研发投入，扩大产品谱系，提升产品质量，为公司销量进一步增长奠定基础。因此，在行业整体上升的阶段，强势车企和弱势车企均实现企业扩张与发展。

在行业下滑阶段，强势车企与弱势车企表现明显分化。强势车企凭借更具竞争力的产品和更广泛的产品谱系等，销量下滑相对于行业平均水平小，因此市场份额实现提升，而弱势企业的市场份额则被挤占，出现下滑。因此强势车企相对于弱势车企，其营收下滑较少，净利润下滑较少；ROE 下降也较少。强势车企在盈利能力仍保持相对较高水平的情况下，现金流下滑较弱势车企也相对较少。现金流层面的优势导致强势企业的资本结构和现金情况相较于弱势企业占据较大的优势。

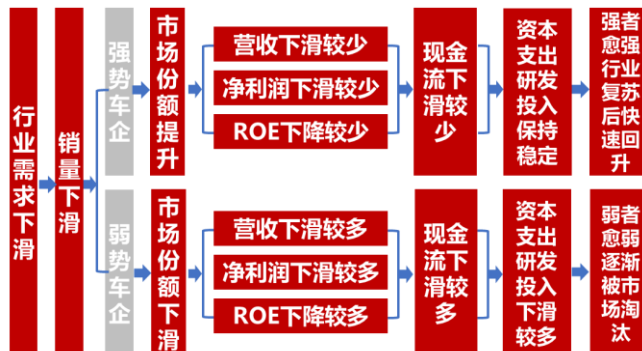
强势车企在行业下滑阶段持续投入研发以推出更多的产品并扩大产品谱系等，持续进行资本开支扩展新的发展方向，积极布局新的行业增长点，实现强者愈强的局势。在行业复苏后，强势企业销量、营收、利润、现金流等都将快速回升，市场份额进一步扩张，市场地位不断提升。弱势企业在行业下滑情况下，经营状况进一步恶化，在今年国五国六切换的阶段，弱势车企的国六车型推出显著落后于强势车企。最终，在激烈的市场竞争中逐渐被淘汰，行业调整期将加速行业出清。

图 1：行业上升阶段强势车企与弱势车企均实现扩张



数据来源：东方证券研究所

图 2：行业下滑阶段强势车企与弱势车企明显分化



数据来源：东方证券研究所

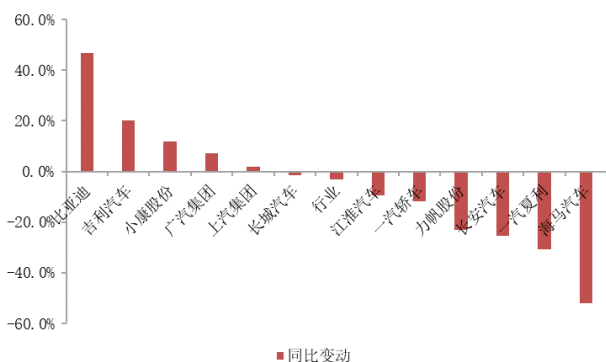
2 销售规模：头部公司规模继续扩大

2018 年汽车行业销量同比下滑 3.1%，从主要上市乘用车公司销量同比变动情况来看，不同公司分化明显。比亚迪得益于新能源汽车销量的快速增长，汽车销量增速达到 46.7%，排名第一。吉利汽车和长城汽车作为一线自主品牌表现较好，其中吉利汽车销量增速达到 20.2%，排名第二；长城汽车虽然小幅下滑 1.6%，但仍好于行业平均水平。上汽集团和广汽集团作为综合实力领先的整车企业，销量实现稳步增长，增速分别达到 1.8%和 7.3%。同时，海马汽车、一汽夏利、力帆股

份等竞争力相对较弱的公司，则出现销量大幅下滑。

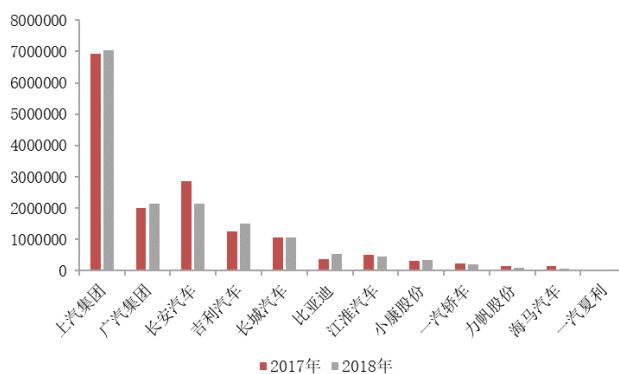
从销量规模上看，竞争力较强的公司销量规模进一步扩大，规模效应提升，市场话语权变大，竞争力加强；竞争力相对较弱公司销量相对更小，竞争力变弱，在行业洗牌过程中逐渐被边缘化。

图 3：2018 年主要上市乘用车公司销量增速比较



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：2018 年主要上市乘用车公司销量比较 (辆)

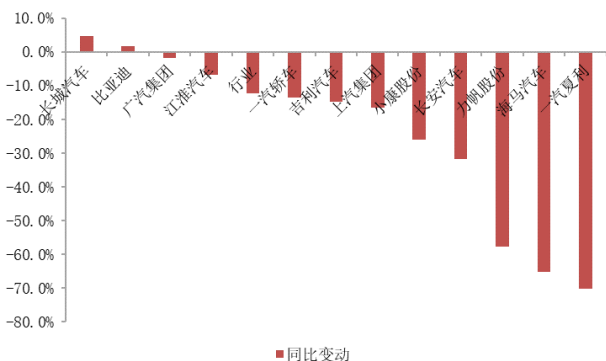


数据来源：公司公告、东方证券研究所

2019 年来行业下滑加剧，2019 年 H1 行业增速达到-12.4%的低点，主要上市乘用车公司销量同比变动分化延续 2018 年的趋势。销量变动排名靠前的公司仍为长城汽车、比亚迪、广汽集团、吉利汽车和上汽集团等公司，其中长城汽车和比亚迪实现同比正增长。海马汽车、一汽夏利、力帆股份等销量持续大幅下滑，下滑幅度远低于行业平均水平。

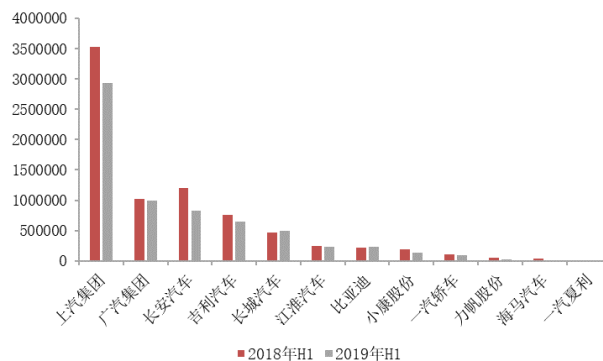
从销量规模上来看，竞争力相对较弱的公司销量进一步降低，行业出清加速。

图 5：2019 年 H1 主要上市乘用车公司销量增速比较



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：2019 年 H1 主要上市乘用车公司销量比较 (辆)



数据来源：公司公告、东方证券研究所

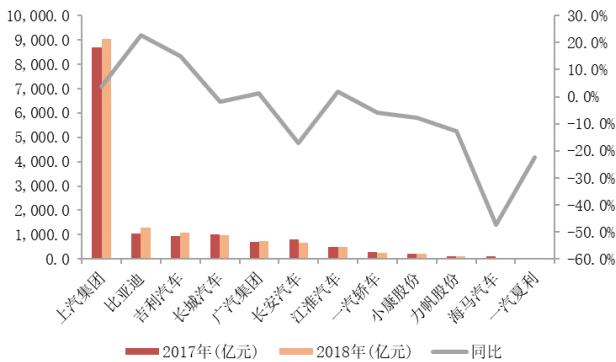
3 盈利分析：公司分化明显

3.1 收入：强势公司稳定增长

2018 年从营业收入的情况来看，上汽集团、比亚迪、吉利汽车、长城汽车和广汽集团等公司营业收入排名靠前；从同比情况来看，以上公司中除长城汽车小幅下滑外其余公司均实现稳步增长，其中比亚迪和吉利汽车分别实现 22.8%和 14.9%的高增长。营收靠后的一汽轿车、小康股份、力帆股份、海马汽车和一汽夏利等公司均出现不同程度的营收下滑，盈利能力降低。

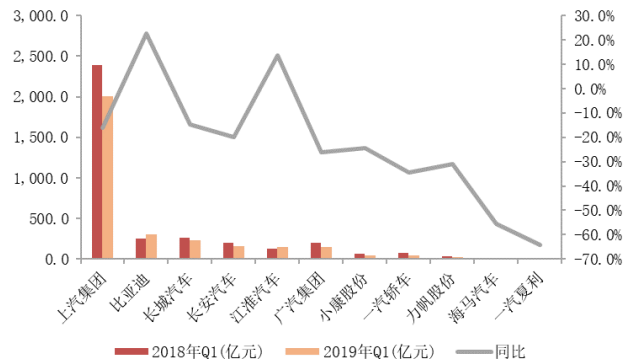
2019 年 Q1 延续 2018 年的趋势，营业收入排名靠前的公司，其同比变动表现同样领先竞争力相对较弱的公司，两者之间的差距拉大。

图 7：2018 年主要上市乘用车公司营业收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：2019 年 Q1 主要上市乘用车公司营业收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

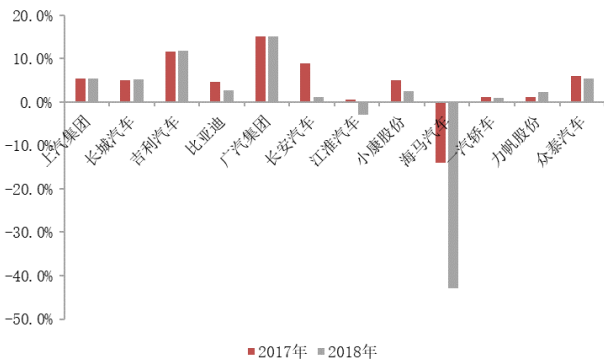
3.2 净利率：竞争力弱的公司处于亏损状态

从净利率情况来看，2018 年在行业出现下滑的情况下，竞争力较强公司的净利率保持稳定，竞争力较差公司的净利率下滑明显。2018 年，上汽集团、长城汽车、吉利汽车和广汽集团的净利率分别达到 5.4%、5.3%、11.9%和 15.1%，与 2017 年相比基本保持不变。2018 年，比亚迪受补贴下滑影响毛利率下降，导致净利率出现下滑；长安汽车受投资收益的大幅下滑导致净利率下滑较大。弱势公司中，除力帆股份因资产处置导致净利率有所提升外，其余公司的净利率均出现下滑；其中海马汽车 2018 年净利率为-42.9%，同比减少 28.9 个百分点。

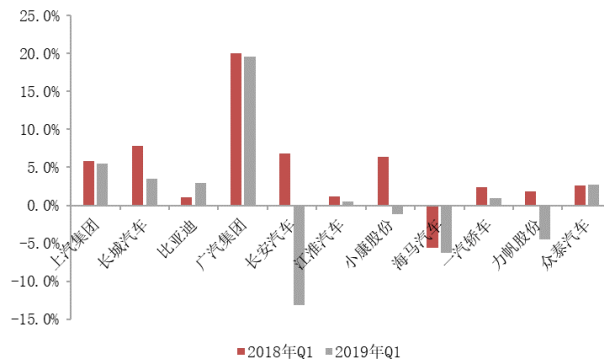
2019 年 Q1，上汽集团和广汽集团净利率同比依然保持稳定，基本保持不变；比亚迪受益于毛利率改善以及期间费用率下降，净利率同比提升 1.9 个百分点；长城汽车受毛利率下滑影响，净利率下滑 4.3 个百分点。2019 年 Q1，弱势企业中除众泰汽车净利率有所提升外，其余公司净利率均出现下滑，其中小康股份和力帆股份同比分别下降 7.6 和 6.3 个百分点，下降幅度较大。整体而言，弱势公司盈利能力在行业下滑加剧的情况下受影响更大。

图 9：2017、2018 年上市乘用车公司净利率情况

图 10：2018 年 Q1、2019 年 Q1 上市乘用车公司净利率情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

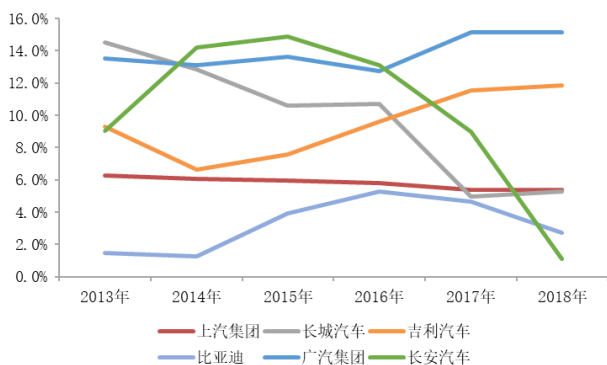


数据来源：公司公告、东方证券研究所

从净利率的历史数据来看，竞争力较强公司的盈利能力明显好于弱势公司。广汽集团和吉利汽车的净利率相对较高，且整体保持上升趋势，2018年分别达到15.1%和11.9%，在上市车企中处于前列。上汽集团的净利率较为稳定，近年来维持在5.5%左右。2013年至2018年间，竞争力较弱的公司中海马汽车、力帆股份、小康股份、一汽轿车、江淮汽车等公司的净利率均呈现下滑趋势，其中海马汽车和江淮汽车等在2018年净利率已经为负。

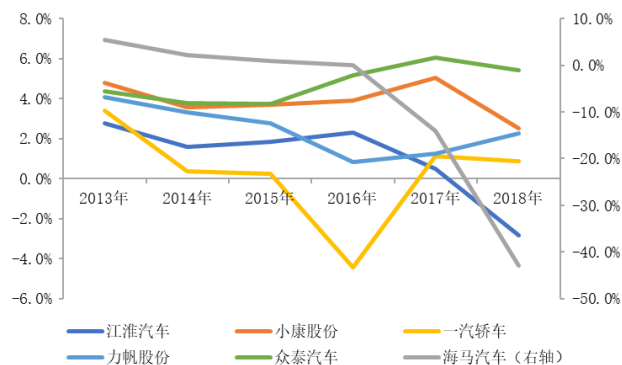
整体来看，竞争力较强公司的净利率水平比弱势公司较高，盈利能力更强。2013年至2018年之间，竞争力较强公司的平均净利率水平在5.9%至7.2%之间，弱势公司的平均净利率水平在-1.5%至3.6%之前，前者比后者平均高5.5个百分点。

图 11：2013 年至 2018 年上汽集团等上市车企净利率比较



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 12：2013 年至 2018 年江淮汽车等上市车企净利率比较



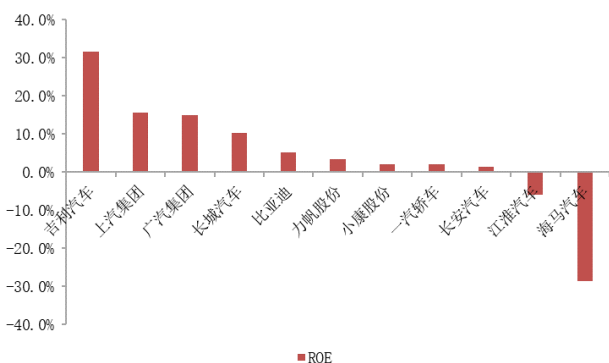
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.3 ROE：强势公司维持稳定

从盈利能力指标 ROE 的情况来看，头部公司保持领先。2018 年 ROE 和 2019 年 Q1 年化 ROE 排名靠前的公司分别为吉利汽车、上汽集团、广汽集团、长城汽车和比亚迪等，领先竞争实力弱的公司较多。

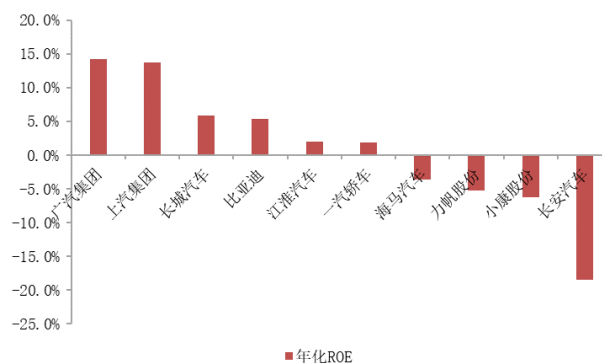
其中，2018 年吉利汽车、上汽集团、广汽集团、长城汽车和比亚迪 ROE 分别达到 31.6%、15.7%、14.9%、10.2%和 5.0%。较高的 ROE 是公司盈利能力和市场竞争力的体现，充足的盈利为公司的持续扩张奠定基础。竞争实力差的公司由于无法获得盈利，部分公司已经进入亏损状态，在行业下滑的背景下，优胜劣汰将加剧。

图 13：2018 年主要上市乘用车公司 ROE 情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 14：2019 年 Q1 主要上市乘用车公司年化 ROE 情况



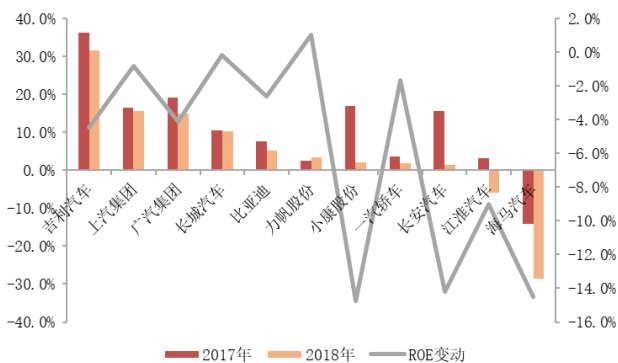
数据来源：公司公告、东方证券研究所

从 ROE 的变化情况来看，2018 年大部分上市乘用车公司的 ROE 出现下滑，但从下滑幅度情况来看，头部公司的下滑幅度小于尾部公司。吉利汽车、上汽集团、广汽集团、长城汽车和比亚迪等公司的平均 ROE 下滑幅度是 2.4 个百分点，其余公司的平均下滑幅度是 8.9 个百分点。

2019 年 Q1 年化 ROE 基本延续了 2018 年的下滑趋势，但头部公司下滑幅度依然小于弱势公司，其中比亚迪逆势提升 4.6 个百分点。上汽集团、广汽集团、长城汽车和比亚迪等公司的平均下滑幅度为 4.2 个百分点，其余公司的下滑幅度为 11.0 个百分点。

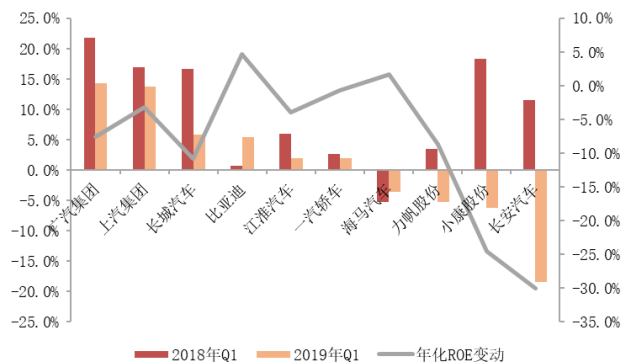
在行业整体下滑的情况，处于弱势的公司盈利能力的恶化程度显著高于头部公司，进一步削弱了其竞争力。

图 15：2017、2018 年主要上市乘用车公司 ROE 变化情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 16：2018、2019 年 Q1 上市乘用车公司年化 ROE 变化情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

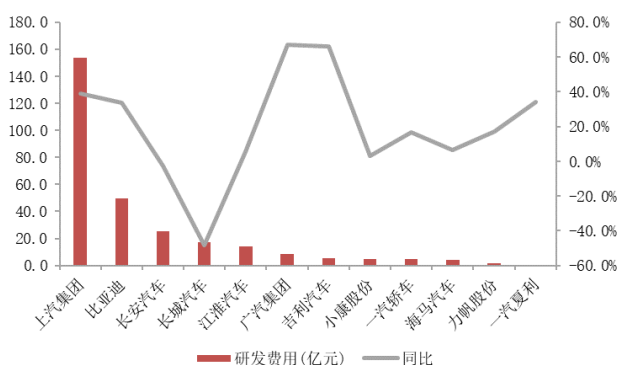
4 研发、资本支出：头部公司调整期持续研发，提升竞争实力

4.1 弱势企业削减研发费用导致新品供给不足

从研发费用规模上来看，竞争力较强的公司显著领先。2018 年，上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车、广汽集团和吉利汽车的研发费用规模合计达到 260.4 亿元，占主要上市乘用车公司的 89.7%；其中，上汽集团、比亚迪和长安汽车研发费用分别达到 153.9、49.9 和 25.4 亿元。2019 年 Q1，竞争力较强公司的研发费用规模依然保持领先，其中上汽集团、比亚迪、长安汽车和长城汽车分别达到 35.2、12.9、4.6 和 4.3 亿元，竞争力相对较弱的公司其研发费用相对较低，难以支撑大规模的产品升级换代以及新产品的开发等，最终将导致产品竞争力下降。

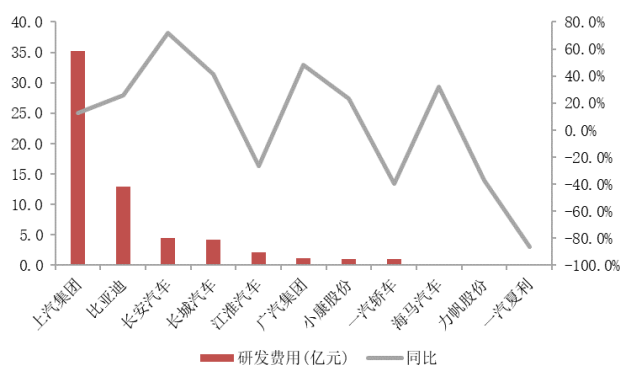
从研发费用增速上来看，在行业调整期，竞争力较强的公司也保持领先。2018 年，上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车、广汽集团和吉利汽车等 6 家竞争力较强的公司的研发费用合计增速达到 20.5%，远高于其他公司合计 7.7% 的增速。2019 年 Q1，竞争力较强的 6 家公司的研发费用合计增速达到 21.2%，而其余公司合计则出现 21.8% 的下滑。

图 17：2018 年主要上市乘用车公司研发费用比较



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 18：2019 年 Q1 主要上市乘用车公司研发费用比较



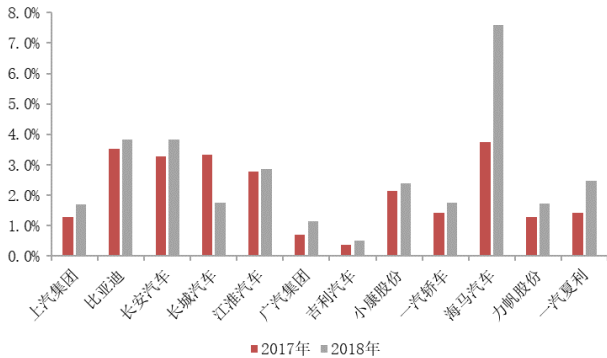
数据来源：公司公告、东方证券研究所

从研发费用率的情况来看，2018 年，竞争力较强的公司中除长城汽车受研发支出资本化影响出现下滑，其余公司均有一定的提升，其中长安汽车、广汽集团和上汽集团同比提升 0.6、0.5 和 0.4 个百分点，如果长城汽车的研发支出全部费用化，则其研发费用率将较 2017 年提升 0.7 个百分点。竞争力较弱的公司的研发费用率也出现提升，但小康股份、一汽轿车、海马汽车、力帆股份和一汽夏利等公司的研发费用率上升受主营业务收入下滑影响较大。

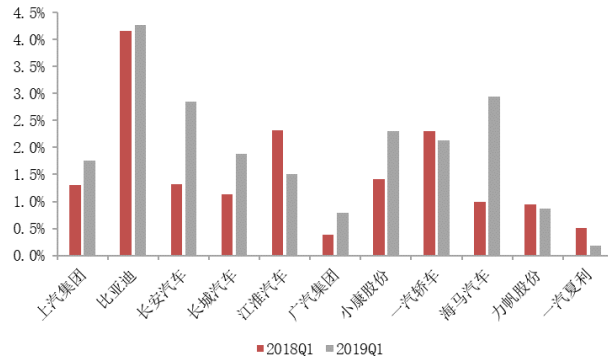
从 2019 年 Q1 的情况来看，上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车和广汽集团等竞争力较强公司的研发费用率继续保持提升，公司在行业下滑情况加大研发投入；而竞争力较弱的公司中包括一汽轿车、力帆股份和一汽夏利等公司的研发费用率则出现下滑，与竞争力较强公司的距离拉大。

图 19：2017、2018 年主要上市乘用车公司研发费用率比较

图 20：2018、2019 年 Q1 主要上市乘用车公司研发费用率比较



数据来源：公司公告、东方证券研究所



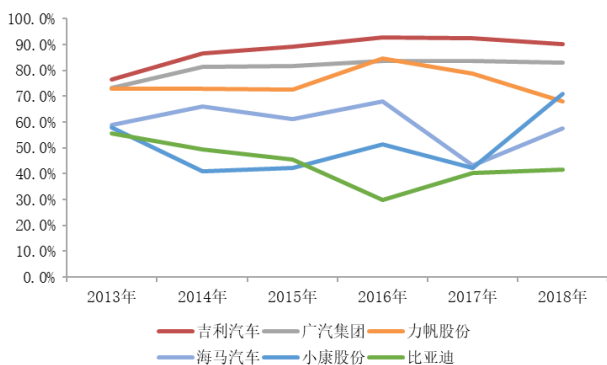
数据来源：公司公告、东方证券研究所

从研发投入资本化的情况来看，2013年至2017年间，竞争力较强的公司中上汽集团、长城汽车、长安汽车和比亚迪的研发投入资本化率较低，其中上汽集团和长城汽车均维持在0%。从整体情况来看，竞争力较强的公司其研发投入资本化率比弱势公司更低。2013年至2017年，较弱势公司的平均研发投入资本化率在38%到48%。

2018年，在行业出现下滑的情况下，竞争力较强公司中除长城汽车研发投入资本化率提升56个百分点较多以外，其余公司基本与2017年保持同一水平，其中上汽集团小幅增加3.4个百分点，仍维持在较低位置。竞争力较弱的公司中包括小康股份、海马汽车和一汽轿车在内的公司的研发投入资本化率提升较多，分别提升了28.6、14.4和35.1个百分点。

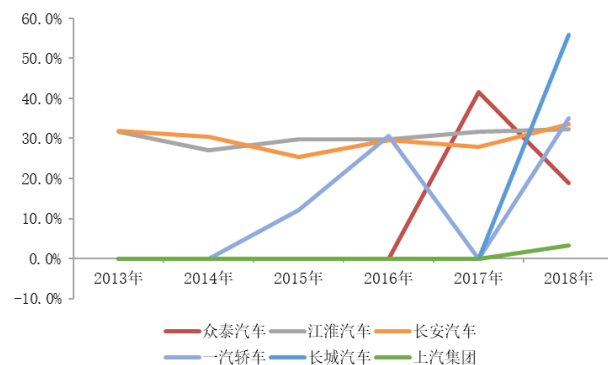
整体而言，2018年竞争力较弱公司的研发投入资本化率提升较多。竞争力较强公司的平均研发投入资本化率为39.0%，较2017年提升7.4个百分点，主要受长城汽车资本化率提升影响；弱势公司平均研发投入资本化率为48.5%。

图 21：2013 至 2018 年研发投入资本化率较高公司



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 22：2013 至 2018 年研发投入资本化率较低公司



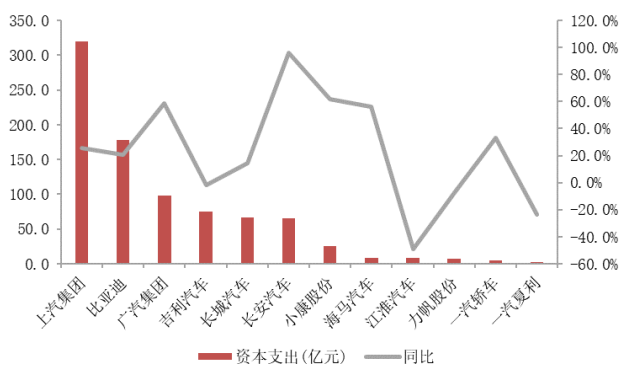
数据来源：公司公告、东方证券研究所

4.2 头部公司调整期仍保持资本支出规模

从资本支出的情况来看,在 2018 年行业下滑的阶段,头部公司依然保持较大规模的资本支出。2018 年,除吉利汽车资本支出小幅下滑以外,上汽集团、比亚迪、广汽集团和长城汽车等公司的资本支出都大幅增加。从规模上来看,上汽集团 2018 年资本支出达到 319.8 亿元,比亚迪达到 178.4 亿元;后 6 家公司资本支出合计只有前 6 家公司的 7.0%,差距较大。

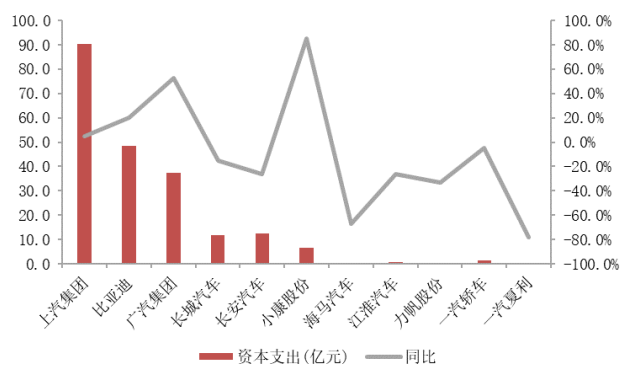
2019 年来,随着行业继续下滑,经营压力持续加大,但上汽集团、比亚迪和广汽集团的资本支出仍保持同比增长,2019 年 Q1 分别增长 4.9%、20.3%和 52.7%。力帆股份、一汽轿车、一汽夏利等公司的资本支出出现大幅下滑,与头部公司的距离进一步拉大。在行业不景气的情况下,头部公司坚持长期的资本开支,为未来的发展奠定基础 and 条件,在行业复苏时将获取更大的领先优势。

图 23: 2018 年主要上市乘用车公司资本支出比较



数据来源:公司公告、东方证券研究所

图 24: 2019 年 Q1 主要上市乘用车公司资本支出比较



数据来源:公司公告、东方证券研究所

5 现金流、资本结构: 强势公司抗风险能力强

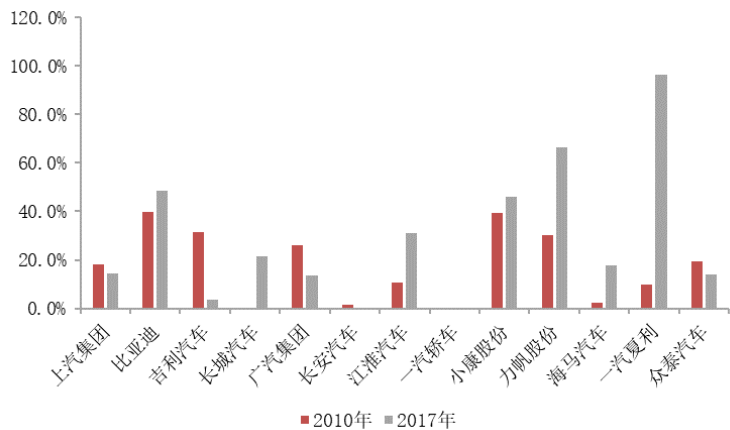
5.1 强势公司资本结构较好, 抗风险能力强

本文中我们选取有息负债/全部资本指标来判断分析行业调整期公司的资本结构。

从整体情况来看,在行业增长阶段,竞争力较强的公司和竞争力较弱的公司,其有息负债占全部投入资本的比重出现明显分化。以 2010 年和 2017 年的数据对比,上汽集团、吉利汽车、广汽集团和长安汽车的有息负债占全部投入资本比重分别下降 3.4、27.8、12.3 和 1.0 个百分点,亦即这些公司通过自身经营发展扩张,有效降低了对有息负债的依赖。比亚迪有息负债占全部投入资本比重在 2010 年至 2017 年间从 39.9%增加到 48.5%,整体上升幅度较低。长城汽车该比重提升,主要因为 2017 年取得大量短期借款用于汽车金融放贷业务。整体来看,上述公司 2010 年至 2017 年间平均有息负债占全部投入资本比重下降了 2.4 个百分点。

竞争力较弱的公司有息负债占全部投入资本的比重则提升较多。以 2017 年和 2010 年的数据对比,江淮汽车、力帆股份、海马汽车和一汽夏利等公司,分别提升了 20.6、36.3、15.6 和 86.5 个百分点,在经营发展过程中对有息负债的依赖程度大幅提升。

图 25: 2010 年至 2018 年上市乘用车公司有息负债占全部投入资本比重情况



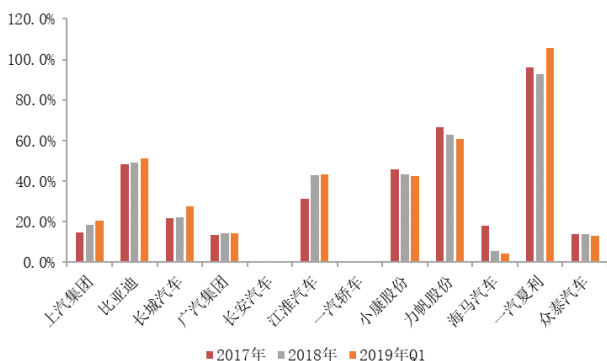
数据来源：公司公告、东方证券研究所

在行业调整期，有息负债占全部投入资本比重较高的公司将面临更大的经营压力。2018年和2019年Q1，包括上汽集团、比亚迪等在内的6家竞争力较强的公司其平均有息负债占全部投入资本比重为18.6%和22.8%，而其余竞争力较弱公司的比重分别为37.3%和38.6%，比前者高18.7和15.7个百分点。

竞争力较强的公司因为其有息负债水平较为合理，在行业下滑阶段可以通过适当扩大债务来保持经营活动现金的需求，其中上汽集团、比亚迪、长城汽车、广汽集团和长安汽车有息负债金额和其占全部投入资本比重在2018年和2019年Q1出现小幅提升。在行业下滑阶段加大资金投入用于资本开支或研发支出等，有助于车企进一步形成竞争优势。

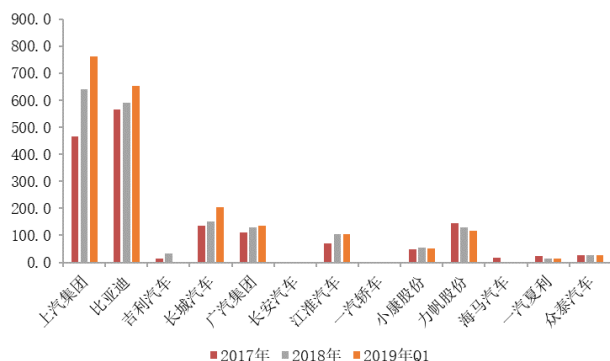
竞争力较弱的公司有息负债水平过高，难以继续通过扩张债务来获取资金，其中小康股份、力帆股份、海马汽车、一汽夏利和众泰汽车等公司的有息债务绝对金额在2018年和2019年Q1出现下滑。这将使竞争力较弱的公司的现金状况更加恶化，在市场竞争中处于不利位置。

图 26: 2017 年至 2019Q1 上市乘用车公司有息负债占全部投入资本比重情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 27: 2017 年至 2019 年 Q1 上市乘用车公司有息负债情况 (亿元)

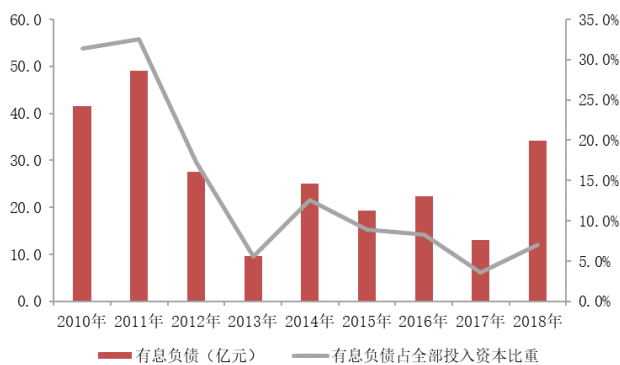


数据来源：公司公告、东方证券研究所

从个别竞争力较强的公司来看，随着公司经营规模扩张，盈利能力增强，有息负债的整体规模及其占全部投入资本的比重得到有效控制，对有息负债的依赖度减低，资本结构稳定性提升。

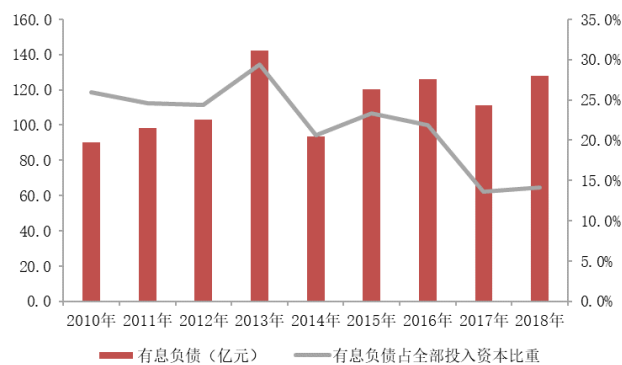
吉利汽车在 2010 年和 2011 年的有息负债规模较大，在 40 亿到 50 亿元之间，占全部投入资本的比重在 30% 以上。随着经营情况的改善，有息负债规模开始下降，同比占全部投入资本的比重也出现下降。广汽集团有息负债规模呈现缓慢增长的趋势，从 2010 年的 90.1 亿元，增长到 2018 年的 128.1 亿元，年均增速约为 4.5%；但其占全部投入资本的比重整体呈现下降趋势，从 2010 年的 25.9% 下降到 2018 年的 14.1%，整体下降 11.8 个百分点。

图 28：历年吉利汽车有息负债占全部资本比重



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 29：历年广汽集团有息负债占全部资本比重



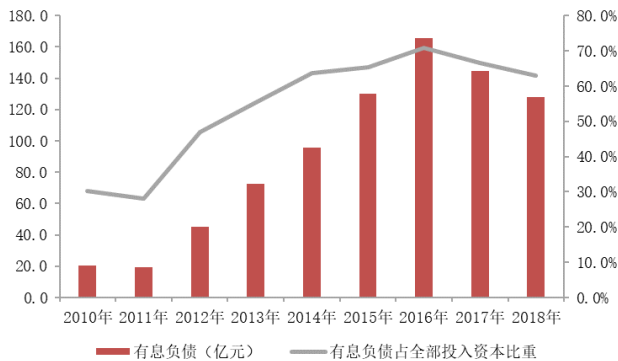
数据来源：公司公告、东方证券研究所

竞争力相对较弱的公司在经营发展过程中，难以控制有息负债的规模及其占全部投入资本的比重，导致公司的经营压力不断变大，加剧了盈利能力的恶化。

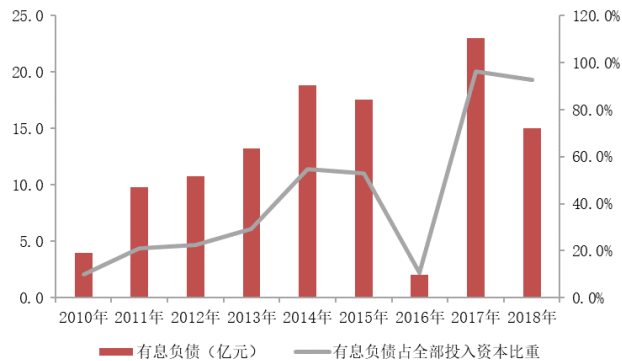
力帆股份在 2010 年至 2017 年的行业增长阶段，由于盈利能力较弱，其经营规模的扩张高度依赖有息负债，其有息负债规模从 2010 年的 20.6 增长到 2017 年的 144.5 亿元，年均增长 32.1%，远高于营收增速；有息负债占全部投入资本的比重从 30% 左右增加到 60% 至 70%。较大的有息负债规模导致力帆股份承担的财务费用快速增加，有息负债严重限制了公司的盈利和资本结构调整能力，导致公司竞争力不断下降。一汽夏利也是如此，有息负债给公司带来财务费用负担，2019 年 Q1 一汽夏利进入资不抵债的状态。

图 30：历年力帆股份有息负债占全部资本比重

图 31：历年一汽夏利有息负债占全部资本比重



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

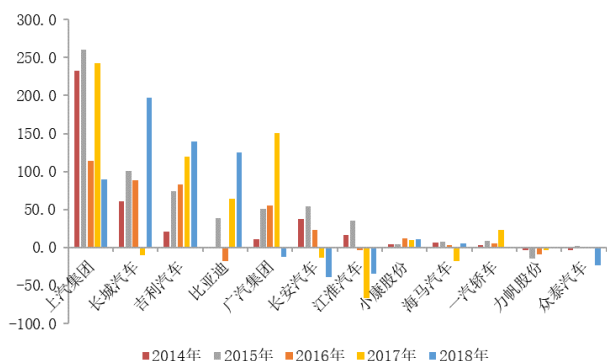
5.2 调整期弱势公司将面临现金流压力

从经营活动现金流净额情况来看，竞争力较强的公司好于竞争力相对较弱的公司。从 2014 年至 2018 年 5 年间的经营活动现金流净额来看，竞争力较强的公司在大部分年份均能维持正的现金流入；其中，上汽集团、吉利汽车每年都实现正的现金流入，长城汽车、比亚迪和广汽集团在 5 年中有 4 年实现正的现金流入。而竞争力较弱的公司中，众泰汽车、海马汽车等有 4 年为负。

2018 年，在行业出现下滑的情况下，长城汽车、吉利汽车、比亚迪和上汽集团仍实现较高的经营活动现金流净额，其余竞争力相对较弱的公司现金流情况也较差。

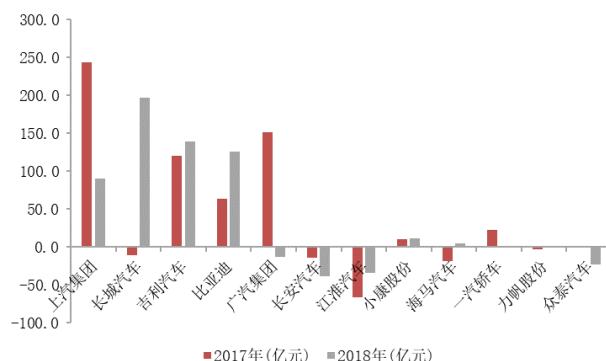
竞争力较强的公司凭借良好的盈利及现金流，在行业下滑的情况下不断改善经营，积极采取应对措施，将进一步做大做强。而竞争力较弱的公司无法通过经营活动改善现金状况，在日常经营和研发等多方面受到限制。

图 32：2014 至 2018 年上市乘用车公司经营活动现金流净额



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 33：2017 和 2018 年上市乘用车公司经营活动现金流净额



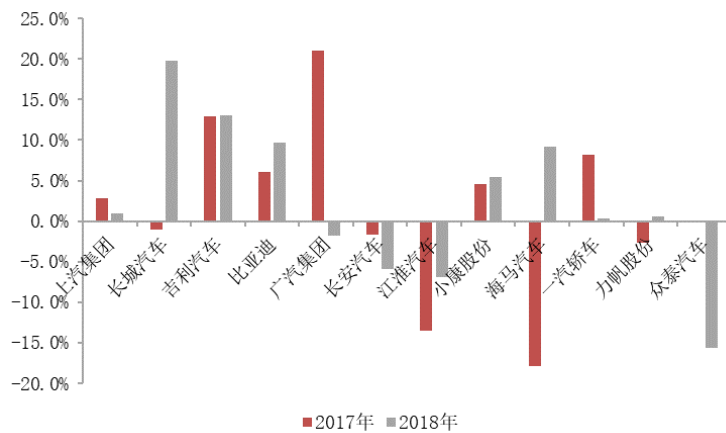
数据来源：公司公告、东方证券研究所

从经营活动现金流净额占营业收入的比重来看，竞争力较强的公司高于竞争力相对较弱的公司。从 2017 年和 2018 年的情况来看，2017 年，广汽集团和吉利汽车经营活动现金流净额占营业收入

的比重为 21.1%和 12.9%，处于领先地位；2017 年，海马汽车和江淮汽车该比重分别为-17.9%和 -13.5%。

整体来看，2017 年和 2018 年，包括上汽集团、长城汽车、吉利汽车、比亚迪、广汽集团和长安汽车在内的竞争力较强公司的平均经营活动现金流净额占营业收入的比重为 4.2%和 3.6%，而其余弱势公司平均为-3.9%和-3.2%，前者较后者分别高 8.0 和 6.8 个百分点。

图 34：主要上市乘用车公司经营活动现金流净额占营业收入比重比较

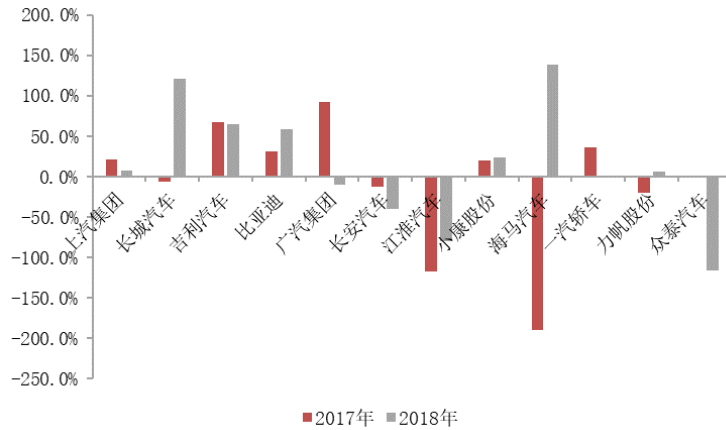


数据来源：公司公告、东方证券研究所

从经营活动现金流净额占毛利的比重来看，竞争力较强的公司高于竞争力相对较弱的公司，与经营活动现金流净额占营收比重的情况一致。2017 年，吉利汽车、比亚迪和广汽集团的经营现金流净额占毛利的比重分别为 66.7%、31.6 和 92.3%，比值较高；2018 年，长城汽车、吉利汽车和比亚迪的经营现金流净额占毛利的比重分别达到 120.7%、64.7%和 58.7%，位居前列。江淮汽车、海马汽车和众泰汽车等弱势公司的经营现金流净额占毛利的比重则相对较低。

整体来看，2017 年和 2018 年中，竞争力较强公司经营现金流净额占毛利的比重平均值分别为 27.8%和 25.0%，而弱势公司平均为-23.6%和-22.6%，前者明显高于后者。

图 35：主要上市乘用车公司经营活动现金流净额占毛利比重比较

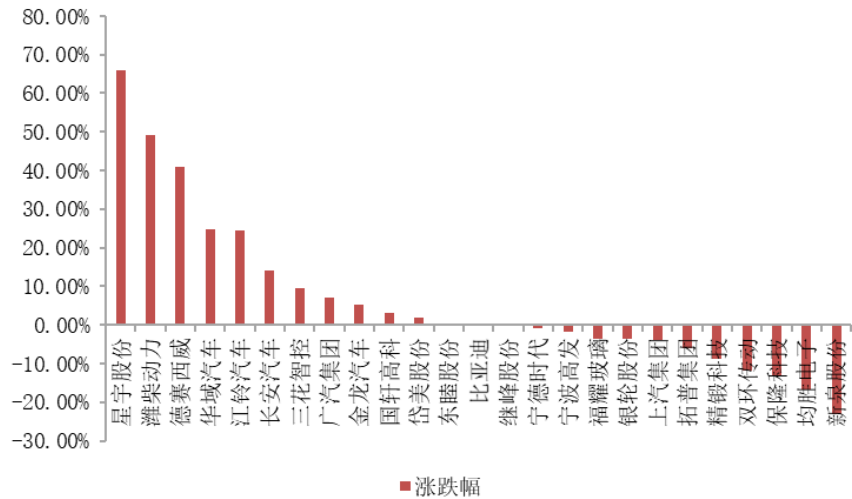


数据来源：公司公告、东方证券研究所

6 主要投资策略

截至到 8 月 8 日，受上半年乘用车行业销量下滑影响，乘用车整车公司如上汽集团等跑输市场，乘用车零部件公司股价走势也受到影响，如精锻科技、拓普集团、保隆科技等。

图 36：主要汽车公司涨跌幅比较 (1.1-8.8)



资料来源：Wind、东方证券研究所

行业调整期，头部公司经营能力、现金流及资本结构将远好于弱势企业，且头部公司仍将持续进行研发投入推出新品，行业调整将加快行业出清，预计下半年补库存阶段有望见到车企盈利季度改善，强者更强。

建议关注标的：乘用车整车：上汽集团(600104, 买入)、长安汽车(000625, 买入)、比亚迪(002594, 增持)、广汽集团(601238, 买入)；零部件：华域汽车(600741, 买入)、福耀玻璃(600660, 未评级)、星宇股份(601799, 买入)、银轮股份(002126, 买入)、三花智控(002050, 买入)、德赛西威(002920, 买入)、东睦股份(600114, 买入)。

表 1：主要汽车公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (8-8)	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600104.SH	上汽集团	24.38	3.08	3.09	3.31	3.53	7.91	7.90	7.36	6.90
600741.SH	华域汽车	21.91	2.55	2.36	2.53	2.73	8.61	9.28	8.65	8.03
601799.SH	星宇股份	77.76	2.21	2.87	3.63	4.53	35.17	27.07	21.41	17.17
603730.SH	岱美股份	20.81	1.36	1.82	2.19	2.59	15.30	11.46	9.49	8.05
600660.SH	福耀玻璃	21.27	1.64	1.61	1.79	1.97	12.97	13.20	11.88	10.79
002920.SZ	德赛西威	24.25	0.76	0.77	0.93	1.12	31.91	31.57	26.20	21.62
603179.SH	新泉股份	12.08	1.37	1.28	1.57	1.80	8.82	9.44	7.72	6.71
601238.SH	广汽集团	10.73	1.07	1.09	1.25	1.37	10.03	9.80	8.56	7.85
603197.SH	保隆科技	17.74	0.94	1.30	1.61	1.86	18.87	13.66	11.03	9.52
601689.SH	拓普集团	9.33	1.04	0.74	0.85	1.00	8.97	12.67	10.95	9.34
603788.SH	宁波高发	13.62	1.09	1.20	1.37	1.37	12.50	11.32	9.97	9.94
000338.SZ	潍柴动力	11.23	1.08	1.19	1.31	1.44	10.40	9.45	8.58	7.82
600686.SH	金龙汽车	7.19	0.21	0.50	0.76	0.98	34.24	14.29	9.49	7.37
002074.SZ	国轩高科	11.82	0.51	0.76	0.88	0.95	23.18	15.57	13.38	12.44
300258.SZ	精锻科技	11.02	0.64	0.78	0.95	1.09	17.25	14.15	11.62	10.15
002050.SZ	三花智控	10.53	0.61	0.53	0.62	0.72	17.26	19.81	17.03	14.62
600114.SH	东睦股份	5.93	0.51	0.54	0.60	0.68	11.63	11.04	9.89	8.72
603997.SH	继峰股份	7.35	0.48	0.59	0.67	0.72	15.42	12.56	10.99	10.17
600699.SH	均胜电子	14.21	1.43	1.08	1.31	1.56	9.94	13.18	10.81	9.08
002126.SZ	银轮股份	7.12	0.44	0.50	0.60	0.70	16.18	14.17	11.82	10.11
002472.SZ	双环传动	4.98	0.29	0.32	0.38	0.48	17.17	15.56	13.08	10.44
300750.SZ	宁德时代	73.08	1.64	2.06	2.52	3.08	44.53	35.56	28.97	23.73
002594.SZ	比亚迪	50.86	0.93	1.32	1.65	1.94	54.69	38.53	30.86	26.25
000625.SZ	长安汽车	7.50	0.14	0.11	0.80	1.26	53.57	69.32	9.39	5.96
000550.SZ	江铃汽车	15.85	0.11	0.65	1.37	2.42	144.09	24.45	11.57	6.56

资料来源：wind、东方证券研究所

7 主要风险

宏观经济下行影响汽车需求。若 2019 年宏观经济复苏低于预期，消费者推迟购车，则将影响乘用车需求，进而影响行业整体盈利能力。

政府推广力度低于预期，导致新能源汽车需求低于预期。若 2019 年新能源汽车补贴政策低于预期，则将制约新能源汽车需求的释放。

上游原材料成本压力。若 2019 年上游原材料价格仍继续上涨，则将影响汽车行业产业链整体盈利能力，进而影响到相关公司盈利增长。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

