

行业最坏时期已过，Q2 基金已加仓

——汽车行业 2019 半年报业绩综述

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2019 年 9 月 5 日

证券分析师

郑连声
022-28451904
zhengls@bhzq.com

助理分析师

陈兰芳
SAC No: S1150118080005
022-23839069
chenlf@bhzq.com

子行业评级

整车	中性
汽车零部件	中性
汽车经销服务	中性
新能源汽车	看好

重点品种推荐

广汽集团	增持
长安汽车	增持
精锻科技	增持
豪迈科技	增持
玲珑轮胎	增持
比亚迪	增持
宇通客车	增持
宁德时代	增持
先导智能	增持
潍柴动力	增持
威孚高科	增持

投资要点：

● 行业基本面

1) 销量方面，2019H1 汽车销量 1232.30 万辆，同比下降 12.40%；2019Q2 销量 595.06 万辆，同比下降 13.56%，主要归因于经济面临压力下，消费者收入预期不乐观导致作为可选消费品的汽车终端需求不足，叠加去年同期基数较高。2019H1 新能源汽车销量 61.68 万辆，增速达到 49.70%，其中 2019Q2 销量为 31.79 万辆，增速为 18.16%，补贴政策发布前“抢装”现象和补贴大幅退坡仍然在一定程度上影响了消费者购车热情。2019H1 重卡销量 65.62 万辆，相较于去年同期的 67.18 万辆小幅回落。2) 库存方面，上半年经过主机厂和经销商主动消化国五车库存的努力，经销商库存压力有所缓解，6 月库存系数降至 1.38；主机厂库存数量整体呈下降趋势，7 月再创历史新低至 95.30 万辆。3) 价格方面，2019H1 整体乘用车价格较去年同期上升，预计与主机厂新车型导入有关；乘用车终端优惠波动上升。4) 2019H1 主要原材料钢铝铜等价格相比去年有所降低，但整体仍在较高位小幅波动。

● 行业整体经营情况

1) 汽车行业 2019H1 实现营收 1.45 万亿元，同比降低 4.32%，Q1 和 Q2 分别下降 2.31%和 6.23%。2019H1 净利润 600.99 亿元，同比下降 26.29%，Q1 和 Q2 净利润分别同比下降 22.02%和 30.51%。营收和利润的持续下降主要原因在于经济面临压力下，汽车产销低迷以及国五车去库存导致的整车行业量价齐跌，进而影响上游零部件行业和下游汽车经销服务行业业绩表现。2) 上半年行业毛利率和净利率相较去年同期分别下滑 0.87、1.24 个百分点，经营性现金流量净额也不断下降，行业盈利能力的减弱主要受需求低迷和竞争加剧，以及管理费用和研发费用增加的影响。3) 上半年在建工程相比年初增长率减少 0.77 个百分点，投资性现金流量净额于去年持平，资本性支出明显增多，处于行业低迷周期中的车企期望通过持续性的研发投入和对新能源和智能网联的布局，以期实现超越行业的表现。

● 细分行业情况

板块经营持续分化，盈利能力差别增大：1) 乘用车板块 2019H1 营业收入相比去年同期下滑 13.85%，分季度看每季度都有所下滑，产销低迷导致营收持续减少。在经历了国五老车型促销后，盈利能力延续了 2018 年以来的走低，毛利率/净利率持续下降。2) 客车板块 2019H1 营业收入出现 1.05%的小幅下滑，单车价格的提升减弱了销量大幅下滑（-7.71%）的负面影响，盈利能力有所增强。3) 货车板块 2019H1 景气度先升后降，盈利能力小幅提升。4) 零部件板块业绩出现负增长，盈利能力也出现小幅下滑。5) 汽车经销服务板

块因国五车去库存在一定程度上促进了营收增长，但盈利有所下降。

● 机构持仓情况

行业配置方面，2019Q2 基金（包括基金和基金管理公司）加仓汽车股，配置比例由 2019Q1 的 2.33% 升至 2.67%，增长幅度位列申万一级行业第 8。个股配置方面，机构依然偏好于流动性好的行业细分龙头。截至 2019 年二季度末，基金持有的汽车前十大重仓股持股总市值合计 397.68 亿元，占汽车行业持股总市值的 74.86%，其中上汽集团以 93.20 亿元的持股总市值位列第一。

● 行业表现及估值

今年以来，汽车板块跑输大盘 15.48 个百分点，目前行业 TTM 市盈率为 16 倍，年初以来虽跟随大盘有所上升，但从 2002 年以来的历史数据来看，仍位于历史估值中枢下方。其中，乘用车板块 14 倍，零部件板块 17 倍。目前来看，整体估值已基本消化了汽车景气度低迷的预期，行业优质龙头具备配置价值。

● 行业投资策略

1) 当前宏观经济运行压力仍较大，终端需求仍较低迷，汽车行业整体承压，同时面临上游原材料价格压力，汽车产业链利润率受到影响；我们预计下半年汽车工业库存和渠道库存将进入主动补库存阶段，叠加汽车消费刺激政策最终落地，后续各地政府有望相继推出具体政策，同时考虑到去年同期基数低的因素，下半年汽车产销将有望复苏。我们认为，国内新车市场将长期呈现以存量竞争为主的特点，经营分化将是大势所趋，未来行业集中度将持续提升，优质龙头效应将越发明显，建议关注主流日系、南北大众及福特相关乘用车产业链的标的，如广汽集团（601238）、长安汽车（000625），以及优质零部件标的精锻科技（300258）、豪迈科技（002595）、玲珑轮胎（601966）。

2) 新能源汽车行业正由“政策驱动”转向“市场驱动”，补贴的大幅退坡和技术标准的提高，使新能源汽车行业走向“消费分级”，在国内外车企加大投资布局以形成良性竞争的局面下，新能源汽车的性价比将逐步提升，新能源汽车行业的市场化进程加快，预计新能源汽车销量仍将保持一定增速。建议关注具备技术储备和客户渠道优势的优质产业链龙头公司，如比亚迪（002594）、宇通客车（600066）、宁德时代（300750，电新组覆盖）、先导智能（300450）。

3) 商用车方面，随着基建投资力度加码，以及今年 7 月 1 号天然气重卡国六排放标准开始实施（2021 年 7 月 1 日全面实施重型柴油机国六标准），存量大的国三车面临淘汰更新，随着下半年基数走低，我们预计重卡产销有望保持稳定，建议关注产品覆盖全、市场竞争力强的潍柴动力（000338），以及威孚高科（000581）。

风险提示：经贸摩擦风险；经济下行超预期；政策波动风险；新能源汽车市场增速低于预期；原材料涨价及汇率风险。

目 录

1.行业整体情况.....	6
行业基本面：汽车销量下滑，经销商库存压力缓解.....	6
行业整体经营情况：业绩面临压力，行业盈利减弱.....	9
2.细分行业情况.....	12
乘用车：销量下滑致营收下降,盈利能力持续走低.....	12
客车：销量与营收小幅下滑，盈利能力改善.....	13
货车：行业景气度先升后降，盈利小幅提升.....	14
汽车零部件：业绩下滑幅度小于乘用车.....	15
汽车经销服务：去库存效果良好，营收小幅增加.....	16
3.基金持仓分析.....	17
行业配置：机构加仓汽车股.....	17
个股配置：持仓集中度提升.....	18
增减持分析：增持集中于细分行业龙头，零部件企业增减持变动较大.....	19
4.行业板块表现与估值.....	21
5.投资策略.....	22

图 目 录

图 1: 汽车批发销量 (万辆)	6
图 2: 新能源汽车销量 (万辆)	6
图 3: 重卡销量走势	7
图 4: 汽车经销商库存	7
图 5: 厂商库存压力有所缓解 (万辆)	7
图 6: 汽车制造业工业增加值走低	8
图 7: 汽车产成品存货增长走势低于去年同期	8
图 8: 乘用车整体市场均价高于同期	8
图 9: 乘用车终端优惠额度走高	8
图 10: 钢材价格走势	9
图 11: 铝价格走势	9
图 12: 铜价格走势	9
图 13: 顺丁橡胶价格	9
图 14: 汽车行业营业收入	10
图 15: 汽车行业净利润	10
图 16: 汽车行业毛利率	10
图 17: 汽车行业净利率	10
图 18: 汽车行业期间费用率走势	11
图 19: 汽车行业经营性现金流量净额 (年度累计)	11
图 20: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)	11
图 21: 汽车行业在建工程相比年初增长率	12
图 22: 汽车行业投资性现金流量净额 (年度累计)	12
图 23: 汽车行业资本性支出	12
图 24: 汽车行业折旧与摊销额	12
图 25: 广义乘用车销量走势	13
图 26: 乘用车板块营业收入	13
图 27: 乘用车板块毛利率与净利率	13
图 28: 客车销量走势	14
图 29: 客车板块营业收入	14
图 30: 客车板块毛利率与净利率	14
图 31: 货车销量走势	15
图 32: 货车板块营业收入	15
图 33: 货车板块毛利率与净利率	15
图 34: 汽车零部件板块营业收入	16
图 35: 汽车零部件板块毛利率与净利率	16
图 36: 汽车经销服务板块营业收入	16
图 37: 汽车经销服务板块毛利率与净利率	16
图 38: 汽车经销服务板块存货走势	17
图 39: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额	17
图 40: 汽车行业配置比例增长幅度位列申万一级行业第 7	17
图 41: 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 9	17

图 42: 基金持有的汽车前十大重仓股	18
图 43: 基金持股市值排名前 20 公司的行业分布	19
图 44: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比	19
图 45: 基金增持金额排名前 10 的汽车股	19
图 46: 基金减持金额排名前 10 的汽车股	19
图 47: 行业及各板块估值 (PE, TTM 整体法) 走势	22
图 48: 行业及各板块估值溢价率	22

表 目 录

表 1: 乘用车板块增持企业	20
表 2: 商用车板块龙头的增持企业	20
表 3: 汽车零部件板块增持变动前 10 的企业	21
表 4: 汽车经销服务板块龙头的持仓变动	21
表 5: 行业板块涨跌幅 (2019.1.1-2019.9.4)	22

1. 行业整体情况

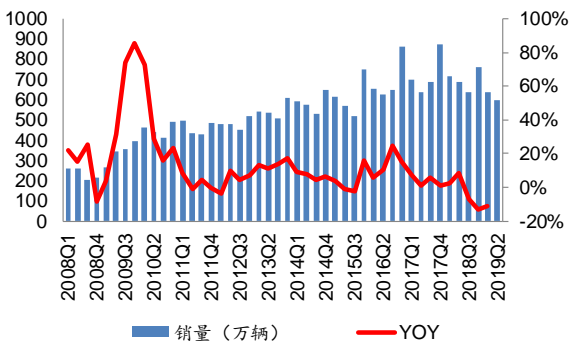
行业基本面：汽车销量下滑，经销商库存压力缓解

1) 销量方面，2019H1 汽车销量 1232.30 万辆，同比下降 12.40%，增速较去年同期下降 17.97 个百分点；2019Q2 销量 595.06 万辆，同比下降 13.56%，增速较去年同期下降 21.93 个百分点，销量走低主要归因于经济面临压力下，消费者收入预期不乐观导致作为可选消费品的汽车终端需求不足，叠加去年同期基数较高。我们认为，汽车消费刺激政策最终落地，后续各地政府有望相继推出具体政策，同时去年下半年基数较低、今年下半年各大品牌新车型陆续推出，预期今年下半年汽车产销将回暖；长期来看，行业增长空间依然很大，品牌与企业分化仍将持续，正处于新车周期的丰田本田等主流日系品牌、预期即将开启新一轮新车周期的福特、以及部分优质自主品牌未来表现有望持续超越行业。

2019H1 新能源汽车销量 61.68 万辆，销量增速达到 49.70%，其中 2019Q2 销量为 31.79 万辆，增速为 18.16%，增速虽下降但仍高于传统汽车。在补贴退坡过渡期内，新能源汽车继续保持较快增长，但补贴政策发布前“抢装”现象和补贴大幅退坡仍然在一定程度上影响了消费者购车热情。我们认为，随着新能源市场竞争更加激烈，新能源汽车的性价比将逐步提升，产品技术水平较高的企业销量将得到保障，成本和对补贴依赖度较低的企业也有机会实现较快增长。

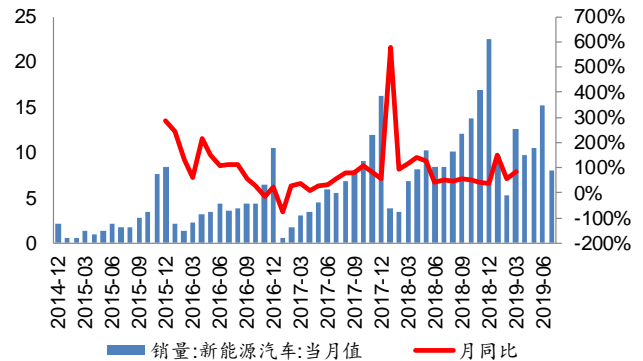
2019H1 重卡销量 65.62 万辆，相较 2018H1 的 67.18 万辆小幅回落。上半年重卡景气度先升后降，2019Q1 销量 32.55 万辆，同比增长 0.65%，2019Q2 销量 33.07 万辆，同比降低 5.1%，第二季度的降低与去年基数较高有关。我们认为，基建投资力度加码叠加去年下半年基数走低，重卡销量下半年有望实现增长。

图 1：汽车批发销量（万辆）



资料来源：Wind，渤海证券

图 2：新能源汽车销量（万辆）



资料来源：Wind，渤海证券

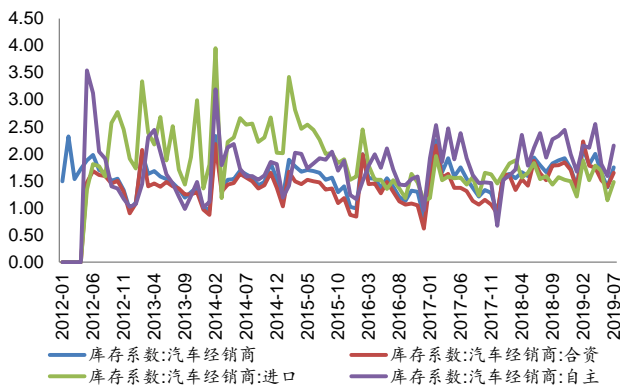
图 3: 重卡销量走势



资料来源: Wind, 渤海证券

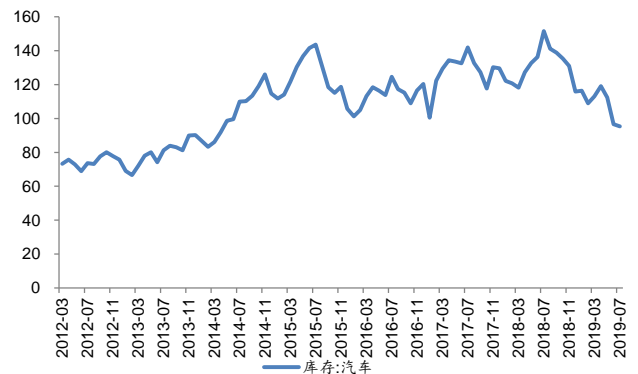
2) 库存方面, 关于经销商库存, 上半年经过主机厂和经销商主动消化国五库存的努力, 经销商库存压力有所缓解, 6月库存系数降至 1.38, 其中自主车型经销商库存系数虽有所下降但始终高于警戒线; 7月因国六车型补库存以及 5/6月主动去库存带来的终端需求透支效应, 库存系数回升至 1.75。关于主机厂库存, 库存数量整体呈下降趋势, 从 2018年7月的 151.60 万辆下降至 6月的 96.60 万辆, 7月再创新历史新低至 95.30 万辆, 其中, 乘用车库存为 74.50 万辆, 商用车库存为 20.80 万辆, 主要在于因高温休假以及对未来预期较为谨慎, 主机厂放缓生产节奏。我们认为, 最早在行业“金九银十”时期, 国六车型相对集中的补库存将成为大概率事件, 在部分地方陆续推出的汽车消费政策加持下, 汽车工业库存和渠道库存将先后进入主动补库存阶段。

图 4: 汽车经销商库存



资料来源: Wind, 渤海证券

图 5: 厂商库存压力有所缓解 (万辆)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 汽车制造业工业增加值走低



资料来源: Wind, 渤海证券

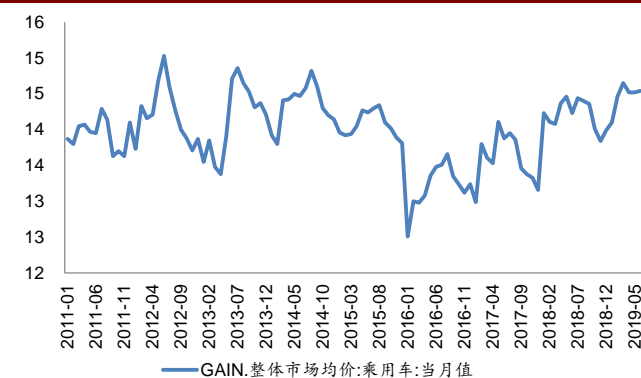
图 7: 汽车产成品存货增长走势低于去年同期



资料来源: Wind, 渤海证券

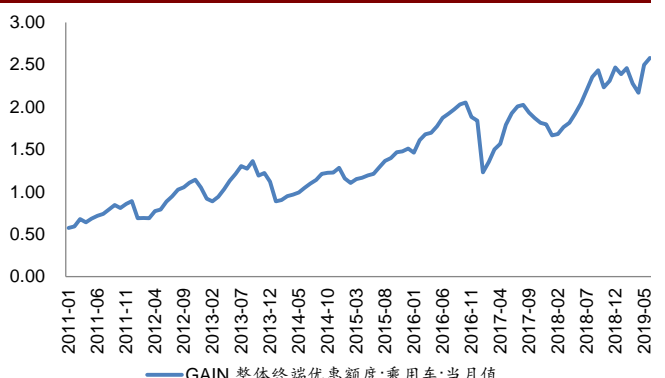
3) 价格方面, 2019H1 整体乘用车价格较去年同期上升, 预计与主机厂新车型导入有关, 其中 A0/B 级轿车和 SUV 的成交均价上涨; 乘用车终端优惠呈波动上升趋势, 高于去年同期, 主要与整体市场低迷以及需要消化国五车库存, 主机厂和经销商加大促销力度有关。我们认为, 今年下半年, 随着主机厂扩大国六车型的生产节奏、经销商补充国六车型库存以及新车型的上市, 乘用车整体价格较二季度将有所提高; 但考虑到目前车市景气度仍低迷以及“金九银十”旺季促销因素, 乘用车整体价格大幅提高的可能性不大, 整体价格波动仍将在合理范围内。

图 8: 乘用车整体市场均价高于同期



资料来源: Wind, 渤海证券

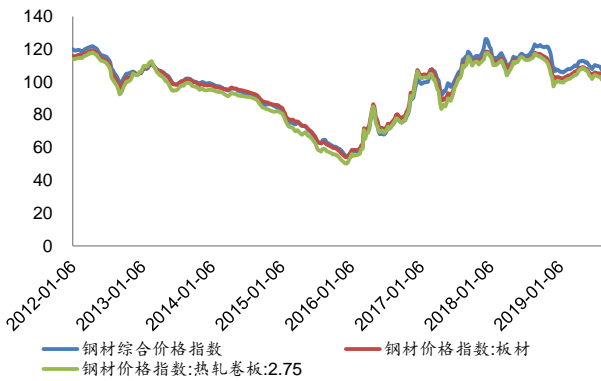
图 9: 乘用车终端优惠额度走高



资料来源: Wind, 渤海证券

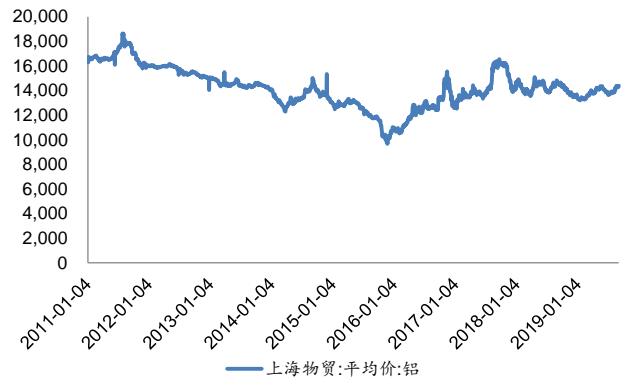
4) 成本方面, 主要原材料钢铝铜等价格相比去年有所降低, 但整体仍在较高位小幅波动。我们预计, 在全球贸易摩擦背景下, 中短期内经济走势仍不明朗, 未来主要原材料价格或将出现小幅震荡, 汽车制造成本压力仍存。

图 10: 钢材价格走势



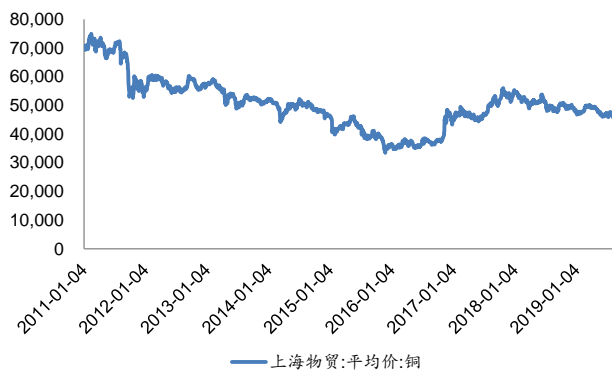
资料来源: Wind, 渤海证券

图 11: 铝价格走势



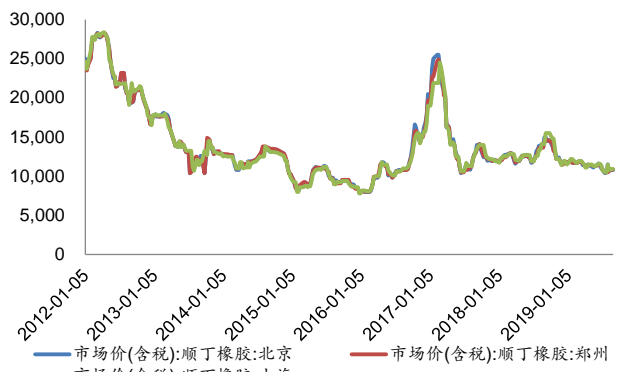
资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 铜价格走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: 顺丁橡胶价格



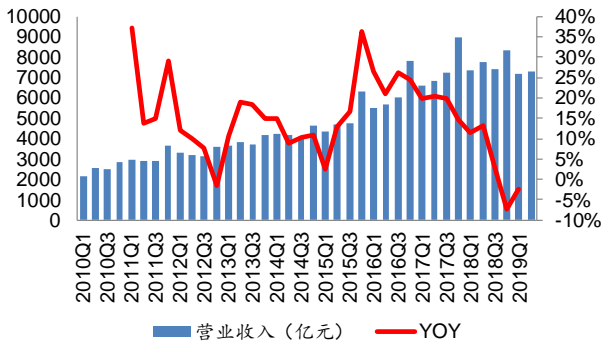
资料来源: Wind, 渤海证券

行业整体经营情况: 业绩面临压力, 行业盈利减弱

我们对汽车及零部件行业上市公司数据 (合计) 进行统计分析如下:

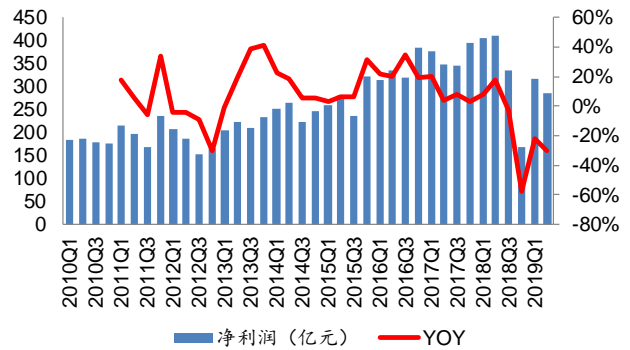
1) 经营业绩方面, 汽车行业 2019H1 实现营收 1.45 万亿元, 同比下降 4.32%, Q1 和 Q2 分别实现营业收入 7170.40 亿元和 7295.89 亿元, 同比下降 2.31% 和 6.23%。2019H1 净利润 600.99 亿元, 同比下降 26.29%, Q1 和 Q2 净利润分别为 315.82 亿元和 285.17 亿元, 同比下降 22.02% 和 30.51%。2019 年以来汽车行业营业收入和净利润不断降低, 主要原因在于经济面临压力下, 汽车产销低迷以及国五去库存导致的整车行业量价齐跌, 进而影响上游零部件行业和下游汽车经销服务行业业绩。

图 14: 汽车行业营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

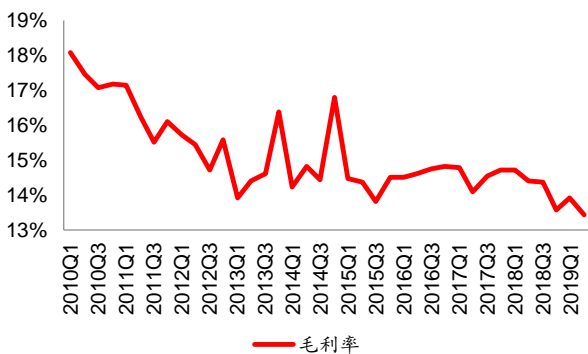
图 15: 汽车行业净利润



资料来源: Wind, 渤海证券

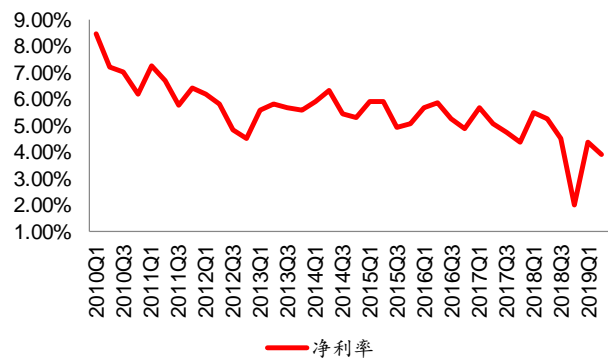
2) 盈利能力方面, 2019H1 汽车行业毛利率 13.69%, 净利率 4.15%, 相较于去年同期分别下滑 0.87、1.24 个百分点。2019 以来经营性现金流量净额不断下降, Q1 和 Q2 同比降幅分别达到 35.53%和 212.24%, 综合而言, 行业盈利能力减弱。进一步从 ROA 与 ROE 表现看, 2019H1 汽车行业 ROE、ROA 分别为 4.03%、1.77%, 分别下降 1.80、0.83 个百分点。行业盈利能力的减弱, 一方面由于在经济下行背景下, 需求低迷和竞争加剧复合影响, 另一方面由于管理费用和研发费用的增加。由于 ROE 与 ROA 年度累计水平的波动幅度不断收窄, 我们预计 2019 汽车行业整体盈利能力可能维持或略低于去年的水平。

图 16: 汽车行业毛利率



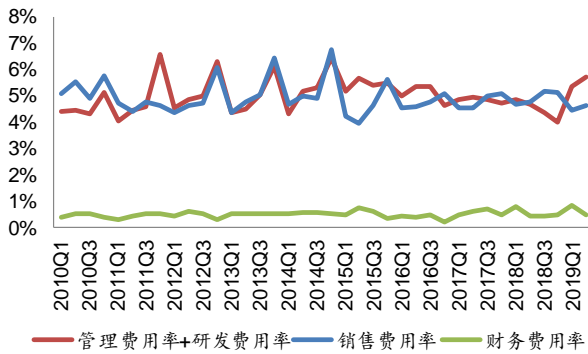
资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 汽车行业净利率



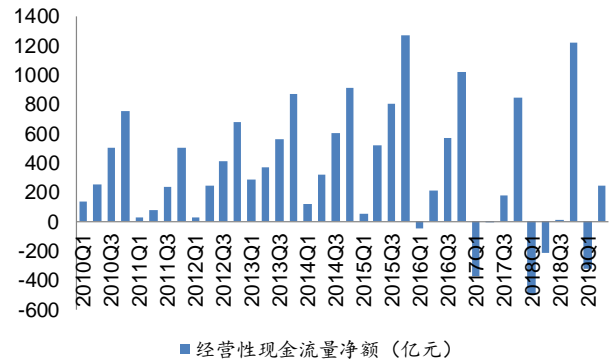
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 汽车行业期间费用率走势



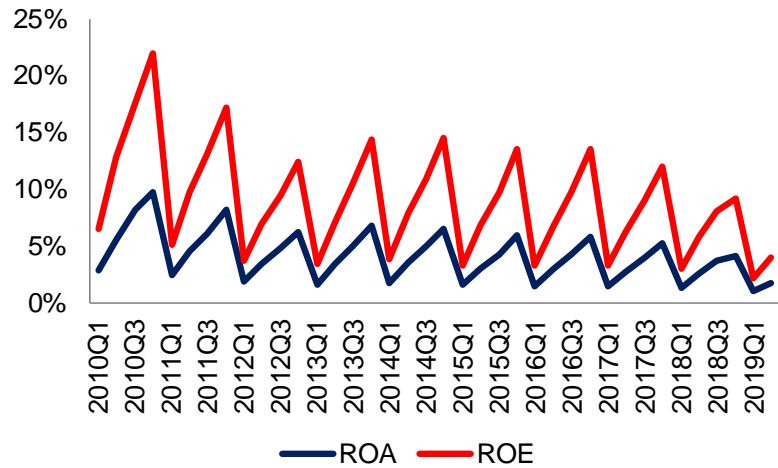
资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 汽车行业经营性现金流量净额 (年度累计)



资料来源: Wind, 渤海证券

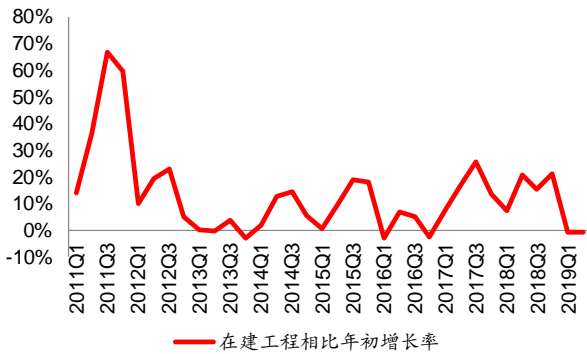
图 20: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)



资料来源: Wind, 渤海证券

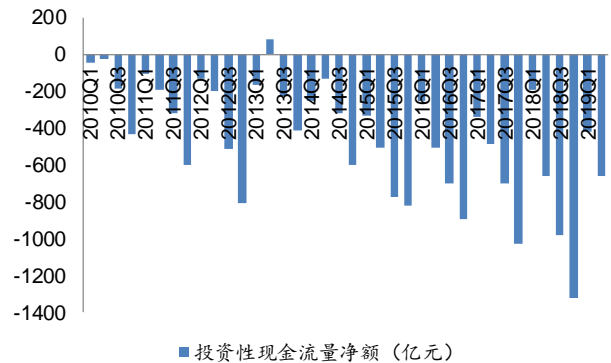
3) 投资方面, 从在建工程指标看, 2019 上半年在建工程相比年初增长率为 -0.77%, 较 2018H1 下降 21.50 个百分点; 从投资性现金流量净额和资本性支出指标看, 2019H1 投资性现金流量净额为 -663.51 亿元, 与上年同期的 -663.08 亿元持平, 资本性支出为 373.13 亿元, 同比增长 7.36%; 从折旧与摊销指标看, 2019 年上半年折旧与摊销为 460.68 亿元, 同比增长 12.91%, 增长较快, 对行业盈利构成压力。在汽车产销低迷的情况下, 处于行业周期中的车企通过持续性的研发投入和对新能源和智能网联的布局, 以期站稳市场、实现超越行业的表现、甚至扩大市场份额。

图 21: 汽车行业在建工程相比年初增长率



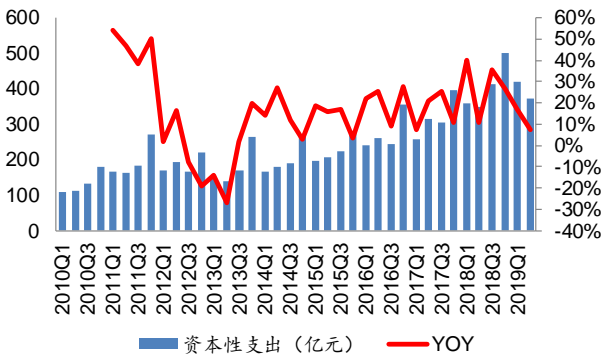
资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 汽车行业投资性现金流量净额 (年度累计)



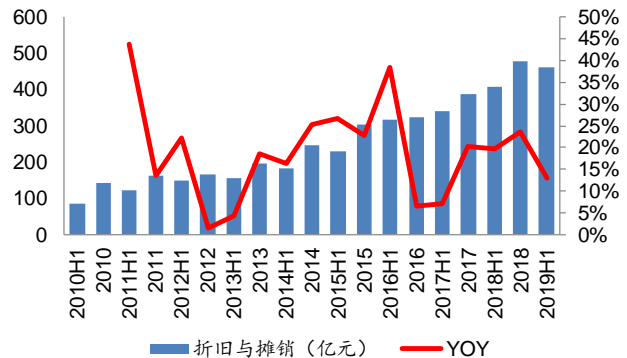
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 汽车行业资本性支出



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 汽车行业折旧与摊销额



资料来源: Wind, 渤海证券

2. 细分行业情况

乘用车: 销量下滑致营收下降, 盈利能力持续走低

乘用车板块 2019H1 营业收入为 6065.11 亿元, 相比去年同期下滑 13.85%, 分季度看每季度都有所下滑, 2019Q1/Q2 分别下滑 13.04%/14.71%, 乘用车产销低迷导致营收持续减少, 2019H1 乘用车销量为 1012 万辆, 相较去年同期减少 14.05%, 前两季度同比降低 13.77%、14.34%。就盈利能力而言, 乘用车板块延续了 2018 年以来的走低, 在经历了国五促销后, 2019H1 毛利率/净利率分别为 12.71%/3.77%, 分别下降 1.75/1.95 个百分点。我们认为, 下半年乘用车领域整体仍然面临较大压力, 但由于 2018Q3 起基数开始减小, 乘用车板块的销量和营收的降幅或收窄。乘用车新车市场已经呈现以存量竞争为主的特点, 乘用车板块

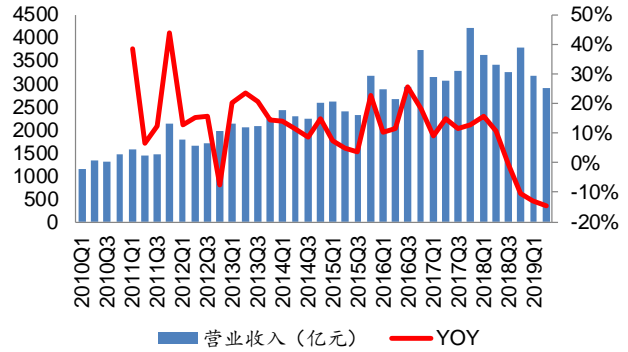
未来的竞争将日益激烈，品牌和车企分化是大势所趋，具备技术研发优势和规模优势的优质合资与自主品牌有望在竞争中磨砺出来并提升市场份额，实现超越行业的良好业绩。

图 25: 广义乘用车销量走势



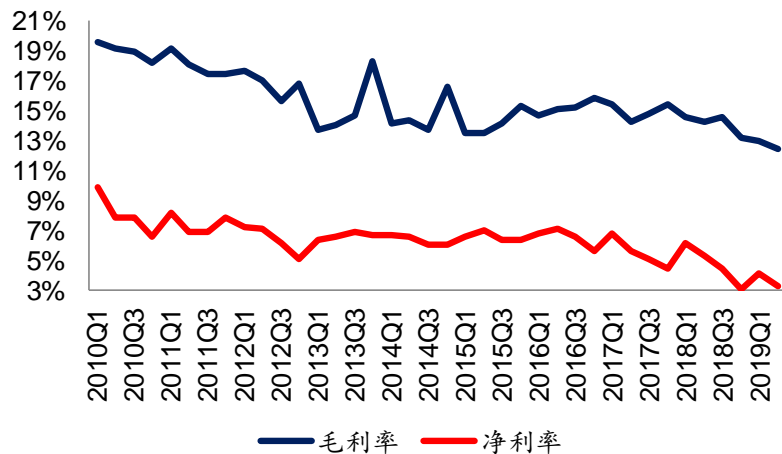
资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 乘用车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 乘用车板块毛利率与净利率

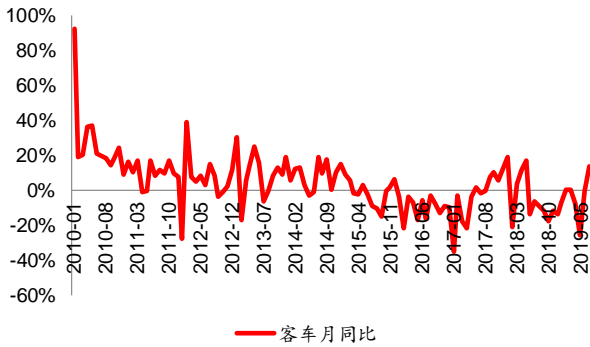


资料来源: Wind, 渤海证券

客车: 销量与营收小幅下滑, 盈利能力改善

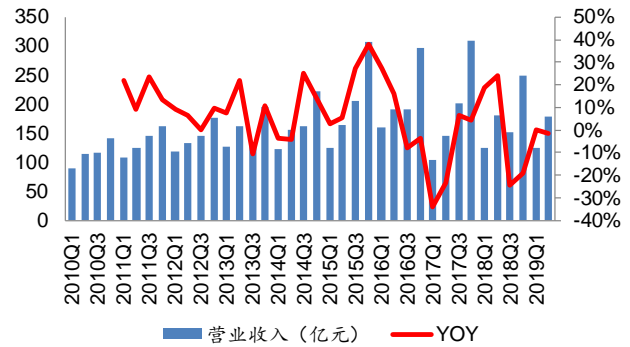
客车板块 2019 上半年营业收入出现 1.05% 的小幅下滑, 单车价格的提升减弱了销量大幅下滑 (-7.71%) 的负面影响。2019H1 盈利能力有所增强, 毛利率/净利率分别为 17.27%/2.90%, 分别提升 1.01/0.34 个百分点。我们预计, 2019Q3 销量和营收由于去年同期基数较小, 降幅可能收窄, 但在新能源公交补贴过渡期结束后, 单车价格提升带来的盈利能力增强可能无法延续。

图 28: 客车销量走势



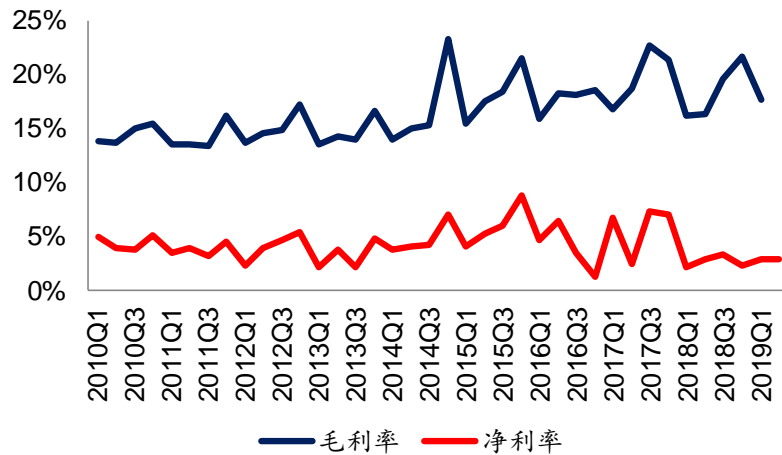
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 29: 客车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 30: 客车板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

货车: 行业景气度先升后降, 盈利小幅提升

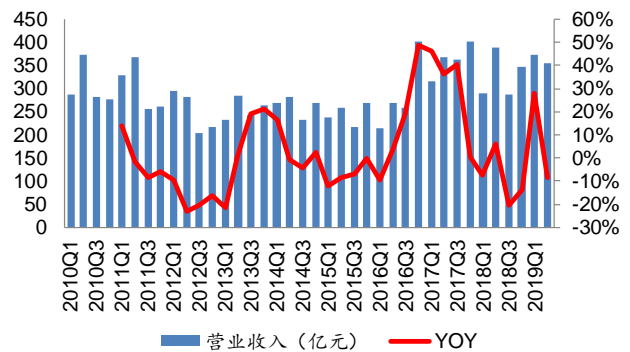
货车板块 2019H1 景气度先升后降, 2019Q1 营业收入增长 28.06%, 销量增长 2.86%; 然而单车价格提升的收入增长效应没有在 2019Q2 得以维持, 2019Q2 营收和销量分别下降 8.53%和 9.42%, 2019H1 营收较去年同期增长 7.11%, 销量降低 3.54%。由于去年基数较小, 货车行业 2019H1 盈利能力小幅提升, 毛利率/净利率分别为 12.70%/1.93%, 分别增长 0.18/1.38 个百分点。我们认为, 下半年货车板块量利承压, 但宇通客车、中国重汽等优质企业或延续上半年的增长, 实现超越行业的盈利。

图 31: 货车销量走势



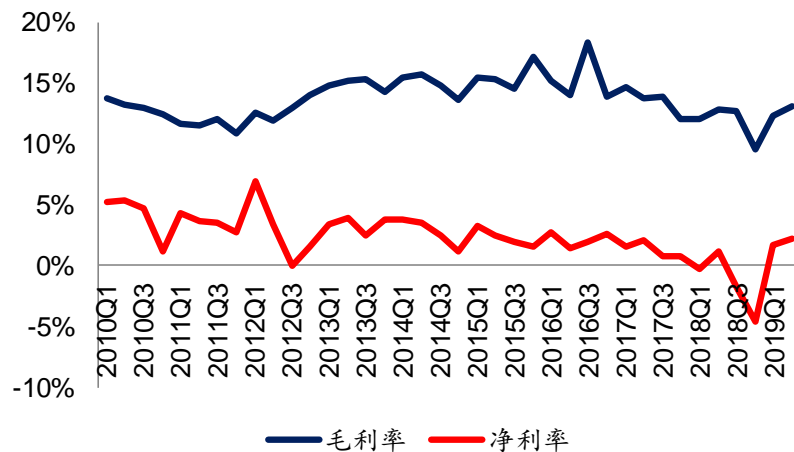
资料来源: Wind, 渤海证券

图 32: 货车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 33: 货车板块毛利率与净利率

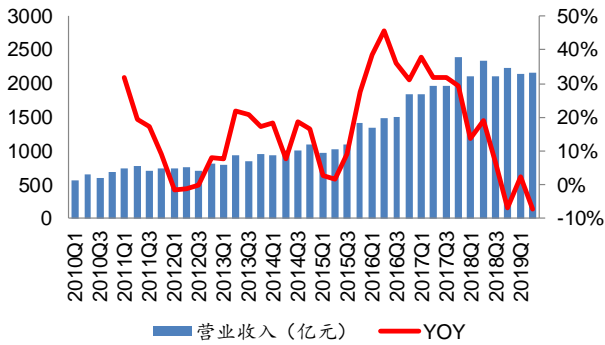


资料来源: Wind, 渤海证券

汽车零部件: 业绩下滑幅度小于乘用车

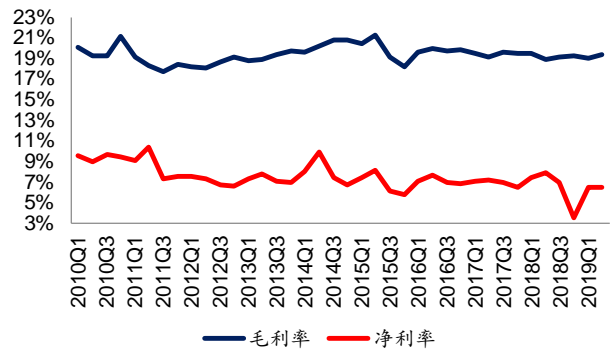
受下游汽车产销低迷影响, 汽车零部件板块业绩出现负增长, 2019H1 营收下降 2.63%, 小于乘用车 13.85% 的降幅。分季度看, 2019 Q1 营收增长 2.36%, 2019Q2 营收降低 7.13%, 但数值来看波动不大, 均在 2150 亿元至 2200 亿元之间。盈利能力而言, 2019H1 毛利率 (19.19%) 与去年 (19.18%) 持平, 净利率下降 1.18 个百分点。汽车零部件受汽车行业产销低迷的冲击较小, 一方面由于零部件企业同时面临替换市场和新产品市场, 汽车的较大存量使得零部件企业在替换市场仍有较大发展空间。另一方面由于玲珑轮胎等头部优质企业布局海外, 扩张市场和产能, 提升产品技术含量, 在国际市场上的竞争力不断增强, 使得出口保持良好增长态势。

图 34: 汽车零部件板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 35: 汽车零部件板块毛利率与净利率

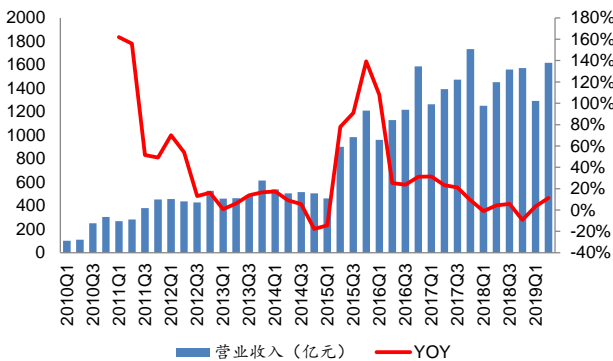


资料来源: Wind, 渤海证券

汽车经销服务: 去库存效果良好, 营收小幅增加

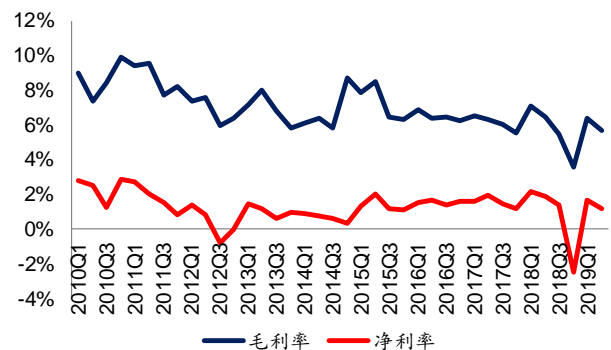
汽车经销服务板块 2019H1 营业收入同比增长 7.65%，毛利率/净利率小幅下降，分别下滑 0.74/0.62 个百分点，这与加大营销清理国五车库存有关。2019Q2 汽车经销服务板块存货相比年初增速为 2.06%，库存压力相较 Q1（7.99%）有所缓解。2019H1 经营性现金流净额为 43.41 亿元，较 2018H1 的-38.03 亿元有所好转，在 Q2 集中去库存下经销商现金回款明显改善。我们判断，在去库存的影响下，上半年经销服务板块的盈利略有下滑，但广汇汽车等优质零部件企业在品牌结构重组和衍生业务优化的基础上，下半年有望实现超越行业的增长。

图 36: 汽车经销服务板块营业收入



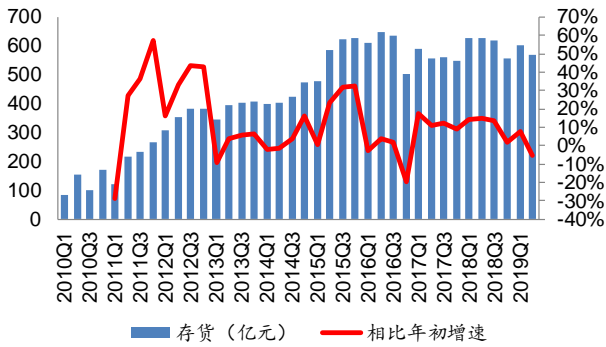
资料来源: Wind, 渤海证券

图 37: 汽车经销服务板块毛利率与净利率



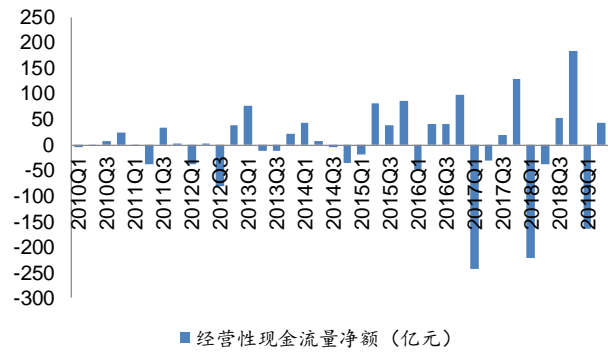
资料来源: Wind, 渤海证券

图 38: 汽车经销服务板块存货走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 39: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额



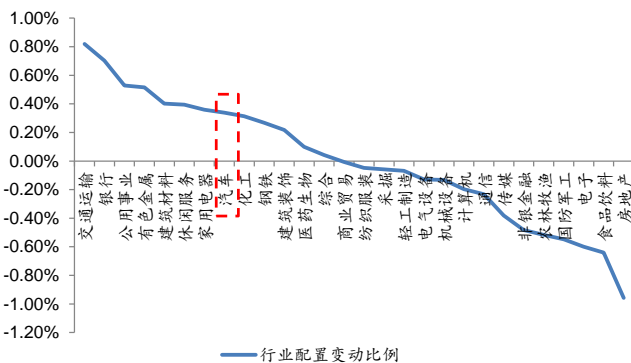
资料来源: Wind, 渤海证券

3.基金持仓分析

行业配置: 机构加仓汽车股

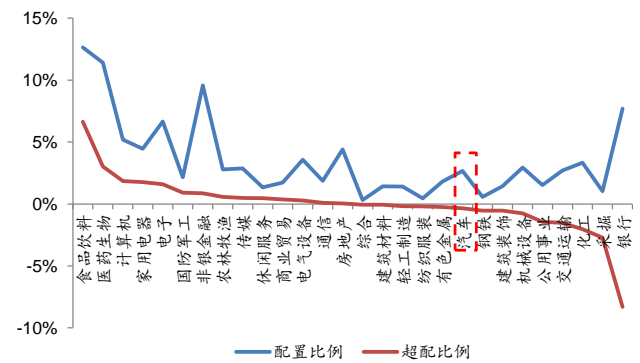
行业配置方面,基金(包括基金和基金管理公司)加仓汽车股。2019Q2,基金持有汽车股票数量由2019Q1的79支增至162支,持股市值由2019Q1的256.28亿元增至531.26亿元。纵向对比来看,基金的汽车配置比例由2019Q1的2.33%升至2.67%,但仍然低于3%。横向对比来看,汽车配置比例较2019Q1增长0.34%,增长幅度位列申万一级行业第8,增仓幅度位于中游水平;同时,基金的汽车配置比例由2019Q1的低配0.28%变为2019Q2的低配0.34%,低配比例位列申万一级行业第8位。

图 40: 汽车行业配置比例增长幅度位列申万一级行业第 7



资料来源: Wind, 渤海证券

图 41: 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 9



资料来源: Wind, 渤海证券

个股配置：持仓集中度提升

行业持仓的集中度提升。截至 2019 年二季度末，基金持有的汽车前十大重仓股持股总市值合计 397.68 亿元，占汽车行业持股总市值的 74.86%（2019Q1 为 69.57%）；前五大重仓股占汽车行业持股总市值的比例由 58.15% 提升至 58.33%。其中上汽集团以 93.20 亿元的持股总市值位列第一，占汽车行业持股总市值的 17.54%，另外九支依次为：华域汽车、潍柴动力、比亚迪、星宇股份、福耀玻璃、宇通客车、长城汽车、长安汽车、广汇汽车。

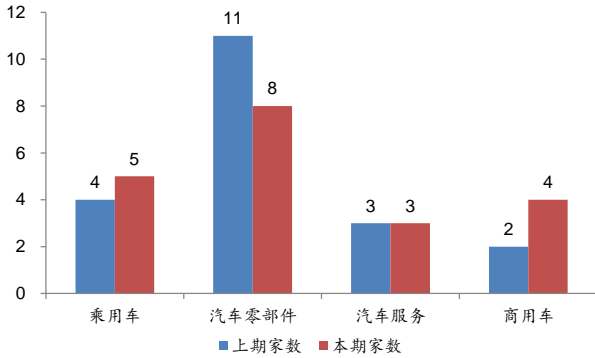
图 42：基金持有的汽车前十大重仓股



资料来源：Wind，渤海证券研究所

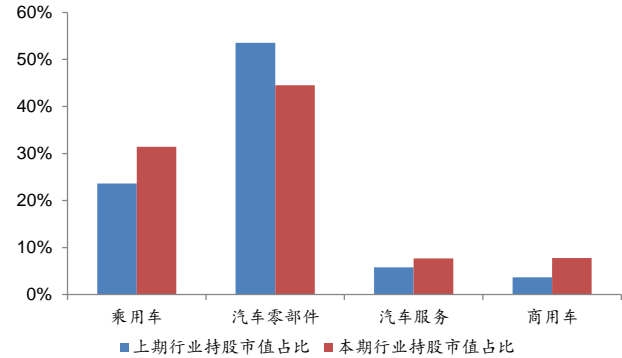
基金更偏好于流动性好的行业细分龙头。从细分板块（按申万汽车分类）来看，基金持股市值排名前 20 公司中，乘用车公司 5 家，商用车公司 4 家，汽车经销服务公司 3 家，汽车零部件公司 8 家，各板块以行业细分龙头为主；排名前 20 公司的持股市值占比方面，汽车零部件占比下降 9.00 个百分点，乘用车、汽车经销服务和商用车占比分别提高 7.82、1.89、4.11 个百分点；从流通市值大小来看，流通市值在 500 亿以上的公司有 4 家，流通市值在 100 亿以上、500 亿以下的公司有 11 家。可见，基金更偏好于流动性好的行业细分龙头。

图 43: 基金持股市值排名前 20 公司的行业分布



资料来源: Wind, 渤海证券

图 44: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比

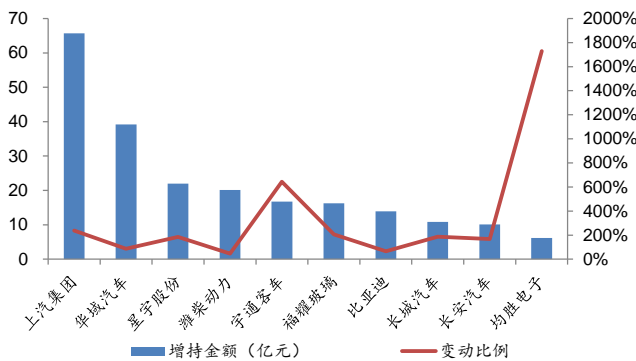


资料来源: Wind, 渤海证券

增减持分析: 增持集中于细分行业龙头, 零部件企业增减持变动较大

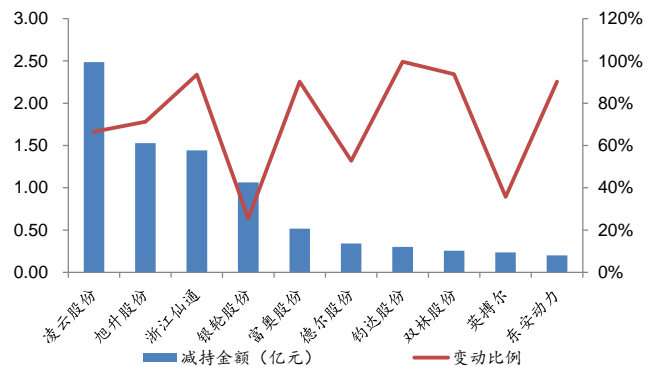
基金增持集中于细分行业龙头, 减持主要集中于汽车零部件公司。2019Q2 有 51 家公司获得增持 (按持股市值), 按增持金额排名前 10 的分别是上汽集团、华域汽车、星宇股份、潍柴动力、宇通客车、福耀玻璃、比亚迪、长城汽车、长安汽车、均胜电子, 其中汽车零部件企业 4 家、乘用车企业 4 家、商用车和汽车经销服务企业各 1 家。2019Q2 按减持金额排名前 10 的分别是: 凌云股份、旭升股份、浙江仙通、银轮股份、富奥股份、德尔股份、钧达股份、双林股份、英搏尔、东安动力, 全部都是汽车零部件企业。

图 45: 基金增持金额排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券

图 46: 基金减持金额排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券

乘用车板块的龙头企业获得增持。虽然今年上半年传统乘用车产销不理想，导致汽车行业整体走势趋弱，但是优质龙头企业依然获得较多增持。其中，上汽集团增持金额 65.67 亿元，变动比例高达 238.53%，比亚迪增持 13.94 亿元，变动比例高达 66.05%。此外，长城汽车、广汽集团等优质企业也继续获得增持。

表 1: 乘用车板块增持企业

名称	持股数量 (万股)		持股市值 (万元)	
	2019Q2	变动	2019Q2	变动
上汽集团	36,547.57	25,987.53	931,963.01	656,662.71
比亚迪	6,908.20	2,963.42	350,383.79	139,377.84
长城汽车	20,169.25	12,738.34	166,799.68	108,615.66
长安汽车	24,306.54	17,019.29	161,152.36	100,813.90
江铃汽车	4,675.18	1,653.17	90,651.74	22,082.26
广汽集团	5,401.29	5,032.94	59,036.12	54,733.76
江淮汽车	4,097.91	2,744.38	21,145.24	14,269.31
力帆股份	1,176.76	482.2935	5,048.29	1,700.97

资料来源: Wind, 渤海证券

商用车板块 5 家龙头企业获得增持。其中，福田汽车和宇通客车持股数量和市值变动最大，分别增加超过 8 倍和 6 倍，江铃汽车、中国重汽和东风汽车也均有不同幅度的增持。

表 2: 商用车板块龙头的增持企业

名称	持股数量 (万股)		持股市值 (万元)	
	2019Q2	变动	2019Q2	变动
宇通客车	1.48	666.23%	19.33	642.84%
江铃汽车	0.47	54.70%	9.07	32.20%
中国重汽	0.49	264.08%	7.94	225.91%
福田汽车	2.14	826.70%	5.08	838.58%
东风汽车	0.36	41.08%	1.93	62.41%

资料来源: Wind, 渤海证券

汽车零部件板块变动较大，加速行业分化。2019Q2 汽车零部件板块有 31 家企业增持，26 家企业被减持。在增持的企业主要是业绩与估值匹配度较好的优质零部件龙头，其中，华域汽车和潍柴动力增持金额最多，分别达到 3.92 亿元和 5.14 亿元，均胜电子增持金额变动超过 17 倍。受汽车行业整体不景气的影响，零部件板块被减持企业也较多，24 家零部件企业被减持。

表 3: 汽车零部件板块增持变动前 10 的企业

名称	持股数量 (万股)		持股市值 (万元)	
	2019Q2	变动	2019Q2	变动
华域汽车	3.92	75.67%	84.66	86.19%
潍柴动力	5.14	41.53%	63.21	46.79%
星宇股份	0.43	116.96%	33.81	185.05%
福耀玻璃	1.06	228.65%	24.14	207.04%
威孚高科	0.60	64.07%	11.18	31.88%
宁波华翔	0.78	189.69%	8.48	145.84%
均胜电子	0.31	2182.18%	6.54	1728.48%
郑煤机	0.80	362.64%	4.59	319.31%
中鼎股份	0.41	96.49%	3.95	52.20%
精锻科技	0.32	148.94%	3.87	129.43%

资料来源: Wind, 渤海证券

汽车经销服务板块中, 广汇汽车和东方时尚等 5 家企业都获得增持, 仅有庞大集团一家在持股数量和市值上下降, 公司融资困难、资金紧张的问题制约正常经营, 使得营业收入和效益表现欠佳。

表 4: 汽车经销服务板块龙头的持仓变动

名称	持股数量 (万股)		持股市值 (万元)	
	2019Q2	变动	2019Q2	变动
广汇汽车	25774.75	96.36%	114955.41	65.23%
中国汽研	7372.77	39.96%	54779.69	24.69%
东方时尚	3171.40	55.50%	48458.94	38.87%
国机汽车	1782.41	292.10%	12334.30	257.96%
特力 A	274.89	283.75%	5558.34	138.46%
庞大集团	14.10	-76.41%	18.19	-82.10%

资料来源: Wind, 渤海证券

4. 行业板块表现与估值

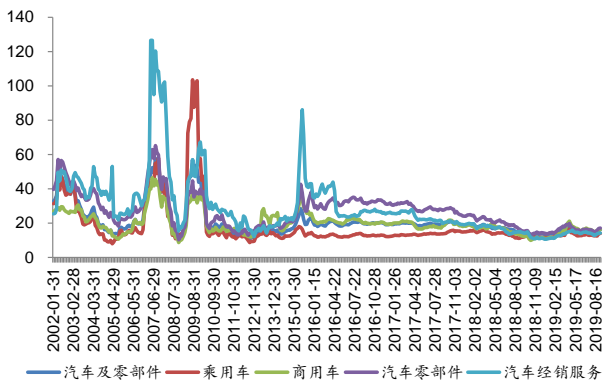
今年以来, 汽车板块跑输大盘 15.48 个百分点, 目前行业 TTM 市盈率为 16 倍, 年初以来虽跟随大盘有所上升, 但从 2002 年以来的历史数据来看, 仍位于历史估值中枢下方。其中, 乘用车板块 14 倍, 零部件板块 17 倍。目前来看, 整体估值已基本消化了汽车景气度低迷的预期, 行业优质龙头具备配置价值。

表 5: 行业板块涨跌幅 (2019.1.1-2019.9.4)

板块	年初至今涨跌幅 [%]
沪深 300	25.19
BH 汽车及零部件	9.71
BH 乘用车	4.07
BH 商用车	24.84
BH 汽车零部件	14.77
BH 汽车经销服务	13.42

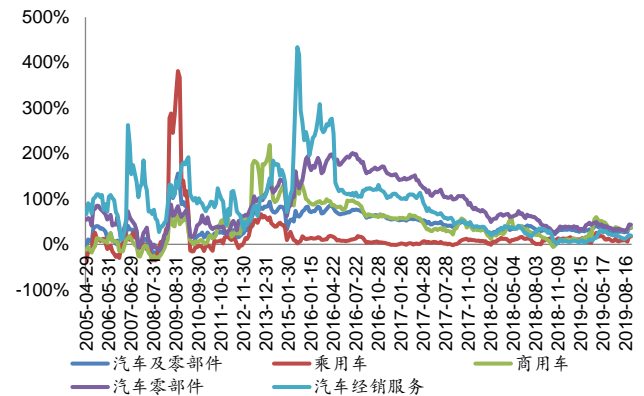
资料来源: Wind, 渤海证券

图 47: 行业及各板块估值 (PE, TTM 整体法) 走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 48: 行业及各板块估值溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券

5. 投资策略

1) 当前宏观经济运行压力仍较大, 终端需求仍较低迷, 汽车行业整体承压, 同时面临上游原材料价格压力, 汽车产业链利润率受到影响; 我们预计下半年汽车工业库存和渠道库存将进入主动补库存阶段, 叠加汽车消费刺激政策最终落地, 后续各地政府有望相继推出具体政策, 同时考虑到去年同期基数低的因素, 下半年汽车产销将有望复苏。我们认为, 国内新车市场将长期呈现以存量竞争为主的特点, 经营分化将是大势所趋, 未来行业集中度将持续提升, 优质龙头效应将越发明显, 建议关注主流日系、南北大众及福特相关乘用车产业链的标的, 如广汽集团 (601238)、长安汽车 (000625), 以及优质零部件标的精锻科技 (300258)、豪迈科技 (002595)、玲珑轮胎 (601966)。

2) 新能源汽车行业正由“政策驱动”转向“市场驱动”, 补贴的大幅退坡和技术标准的提高, 使新能源汽车行业走向“消费分级”, 在国内外车企加大投资布局以

形成良性竞争的局面下，新能源汽车的性价比将逐步提升，新能源汽车行业的市场化进程加快，预计新能源汽车销量仍将保持一定增速。建议关注具备技术储备和客户渠道优势的优质产业链龙头公司，如比亚迪（002594）、宇通客车（600066）、宁德时代（300750，电新组覆盖）、先导智能（300450）。

3) 商用车方面，随着基建投资力度加码，以及今年7月1号天然气重卡国六排放标准开始实施（2021年7月1日全面实施重型柴油机国六标准），存量大的国三车面临淘汰更新，随着下半年基数走低，我们预计重卡产销有望保持稳定，建议关注产品覆盖全、市场竞争力强的潍柴动力（000338），以及威孚高科（000581）。

风险提示：经贸摩擦风险；经济下行超预期；政策波动风险；新能源汽车推广及销售增速低于预期；新能源汽车补贴退坡超预期；原材料涨价及汇率风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn