

中报业绩筑底，行业复苏在路上

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

管正月

联系人

gzy@ctsec.com

021-68592396

相关报告

- 《逐步取消限购，政策加码促车市复苏：国务院促进商业消费意见点评》 2019-08-27
- 《7月销量再超预期：8月汽车及零部件行业月报》 2019-08-14
- 《自主品牌还会剩几家？：中国汽车产业展望报告之三》 2019-08-08

● 上半年汽车行业商强乘弱，板块分化明显

受国内经济下行影响，消费需求不振，叠加国六政策扰动，上半年车市依然在低位运行，中汽协披露 2019H1 累计销售汽车 1232.3 万辆，同比下滑 12.4%，其中乘用车同比下滑 14.0%，同比降幅进一步扩大。车市低迷导致上市车企中报业绩表现不佳，2019H1 汽车行业上市企业共实现营业收入 1.3 万亿元，同比下滑 8.4%；归母净利润 446.9 亿元，同比下滑 31.2%。其中，乘用车、零部件、商用车、汽车服务和新能源板块归母净利润同比变动分别为 -40.8%、-19.4%、+93.2%、-63.5%、-21.1%，行业呈现商强乘弱局面，主要是上半年重卡旺销支撑商用车业绩。我们认为，下半年行业板块分化反转，政策扰动缓解叠加低基数，乘用车下半年有望转暖，整车企业最为受益；重卡受宏观经济下行和更替需求透支影响，增速回落，建议谨慎对待重卡产业链；新能源补贴下半年进入正式期，退坡压力逐步体现，新能源汽车销量增长刹车，板块短期面临调整压力。

● 下半年行业回升确定性高，拐点时刻到来

中汽协 6 月、7 月连续两个月销量同比降幅收窄至个位数，乘联会 8 月零售和批发销量同比降幅均为个位数，行业最差时刻或已经过去。我们认为，随着国六切换的负面影响逐步结束，金九银十销售旺季的来临提振终端需求，叠加低基数的影响，下半年汽车行业的回升确定性高，行业批发销量同比增速或在 9 月、10 月左右转正。此外，当前车市已经连续下滑 13 个月，这是有史以来最久的一轮下滑，市场对救助车市的政策呼声升高，若有政策刺激，行业的复苏节奏更快、力度更强。

● 超配汽车正当时，首选整车，优选零部件

下半年行业回升确定，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。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、一汽富维、宁波华翔等。

● 风险提示：国内汽车市场复苏不及预期；汽车行业政策变化。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (09.06)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000625	长安汽车	422.6	8.80	0.14	0.09	0.70	62.9	97.8	12.6	买入
600104	上汽集团	3,030.7	25.94	3.08	2.44	2.70	8.4	10.6	9.6	买入
002048	宁波华翔	87.0	13.89	1.17	1.36	1.61	11.9	10.2	8.6	买入
600742	一汽富维	62.4	12.29	0.97	0.95	1.01	12.7	12.9	12.2	买入
002434	万里扬	93.1	6.95	0.26	0.34	0.41	26.7	20.4	17.0	买入

数据来源：Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、 行业逐步走出至暗时刻，下半年有望回暖.....	5
1.1 政策扰动+需求不振，上半年行业景气度低位运行.....	5
1.2 上市车企业绩筑底，下半年有望边际改善.....	6
1.3 国五清库扰动，行业盈利能力下滑.....	7
2、 乘用车：前低后高，下半年有望边际改善.....	9
2.1 业绩分析.....	9
2.2 盈利能力分析.....	10
3、 商用车：客车承压，重卡旺销.....	12
3.1 业绩分析.....	12
3.2 盈利能力分析.....	14
4、 零部件：下游需求疲软，板块持续承压.....	17
4.1 业绩分析.....	17
4.2 盈利能力分析.....	18
5、 汽车销售及服务：车市量价齐跌，经销商业绩大减.....	20
5.1 业绩分析.....	20
5.2 盈利能力分析.....	21
6、 新能源汽车：补贴退坡致下游销量回落，板块面临压力.....	22
6.1 业绩分析.....	22
6.2 盈利能力分析.....	23
7、 投资建议：行业转暖，布局汽车时刻来临.....	26
8、 风险提示.....	26

图表目录

图 1：汽车行业季度销量及同比增速.....	5
图 2：汽车行业月度销量及同比增速.....	5
图 3：汽车行业各板块市盈率情况（TTM，整体法）.....	6
图 4：汽车行业各板块市净率情况（整体法）.....	6
图 5：汽车行业年度营业收入及同比增速.....	7
图 6：汽车行业年度归母净利润及同比增速.....	7
图 7：汽车行业季度营业收入及同比增速.....	7
图 8：汽车行业季度归母净利润及同比增速.....	7
图 9：汽车行业年度毛利率及净利率.....	8
图 10：汽车行业年度费用率.....	8
图 11：汽车行业季度毛利率及净利率.....	8

图 12: 汽车行业季度费用率.....	8
图 13: 汽车行业季度 ROE	8
图 14: 乘用车板块年度营业收入及同比增速.....	10
图 15: 乘用车板块年度归母净利润及同比增速.....	10
图 16: 乘用车板块季度营业收入及同比增速.....	10
图 17: 乘用车板块季度归母净利润及同比增速.....	10
图 18: 乘用车板块年度毛利率及净利率.....	11
图 19: 乘用车板块年度费用率.....	11
图 20: 乘用车板块季度毛利率及净利率.....	11
图 21: 乘用车板块季度费用率.....	11
图 22: 乘用车板块季度 ROE	11
图 23: 客车板块年度营业收入及同比增速.....	12
图 24: 客车板块年度归母净利润及同比增速.....	12
图 25: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年营业收入	13
图 26: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 归母净利润	13
图 27: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度营收.....	13
图 28: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度利润.....	13
图 29: 客车板块季度营业收入及同比增速.....	14
图 30: 客车板块季度归母净利润及同比增速.....	14
图 31: 客车板块年度毛利率及净利率.....	14
图 32: 客车板块年度费用率.....	14
图 33: 客车板块季度毛利率及净利率.....	15
图 34: 客车板块季度费用率.....	15
图 35: 客车板块季度 ROE	15
图 36: 卡车 (剔除福田、江铃) 毛利率及净利率	16
图 37: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年度费用率	16
图 38: 卡车 (剔除福田、江铃) 季度毛利率.....	16
图 39: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度费用率	16
图 40: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度 ROE	16
图 41: 零部件板块年度营业收入及同比增速.....	17
图 42: 零部件板块年度归母净利润及同比增速.....	17
图 43: 零部件板块季度营业收入及同比增速.....	18
图 44: 零部件板块季度归母净利润及同比增速.....	18
图 45: 零部件板块年度毛利率及净利率.....	18
图 46: 零部件板块年度费用率.....	18
图 47: 零部件板块季度毛利率及净利率.....	19
图 48: 零部件板块季度费用率.....	19
图 49: 零部件板块季度 ROE	19
图 50: 汽车销售服务板块年度营业收入.....	20
图 51: 汽车销售服务板块年度归母净利润.....	20
图 52: 汽车销售服务板块季度营业收入.....	20
图 53: 汽车销售服务板块季度归母净利润.....	20
图 54: 汽车销售服务板块年度毛利率及净利率.....	21
图 55: 汽车销售服务板块年度费用率.....	21
图 56: 汽车销售服务板块季度毛利率及净利率.....	21
图 57: 汽车销售服务板块季度费用率.....	21
图 58: 汽车销售服务板块季度 ROE	22
图 59: 新能源汽车板块年度营业收入及同比增速	23
图 60: 新能源汽车板块年度归母净利润.....	23
图 61: 新能源汽车板块季度营业收入及同比增速	23

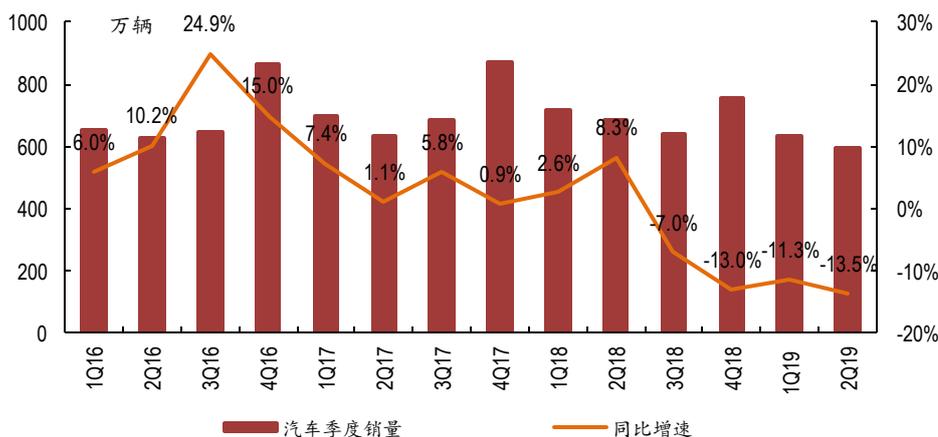
图 62: 新能源汽车板块季度归母净利润.....	23
图 63: 新能源汽车板块年度毛利率及净利率.....	24
图 64: 新能源汽车板块年度费用率.....	24
图 65: 新能源汽车板块季度毛利率及净利率.....	24
图 66: 新能源汽车板块季度费用率.....	24
图 67: 新能源汽车板块季度 ROE	24
表 1: 汽车各细分行业 2019 年中报业绩情况.....	9
表 2: 汽车各细分行业 2019 年二季报业绩情况.....	9
表 3: 乘用车板块重点公司业绩情况	12
表 4: 客车板块重点公司业绩情况	15
表 5: 卡车板块重点公司业绩情况	17
表 6: 零部件板块重点公司业绩情况	19
表 7: 汽车销售及服务板块重点公司业绩情况	22
表 8: 新能源汽车板块重点公司业绩情况	25
表 9: 重点公司盈利预测及评级	26

1、行业逐步走出至暗时刻，下半年有望回暖

1.1 政策扰动+需求不振，上半年行业景气度低位运行

2019年上半年，汽车行业销量1232.3万辆，同比下滑12.4%，行业景气度仍在低位，主要是国六升级的政策扰动以及经济下行中居民消费需求低迷。下半年随着国六政策扰动的结束，市场价格体系和批发节奏有望重回正轨。

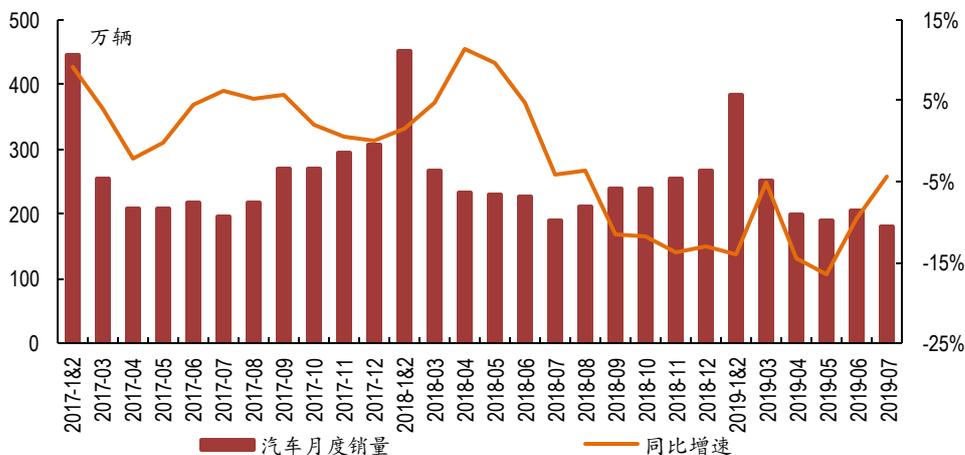
图1：汽车行业季度销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

下半年行业持续回暖，乘用车复苏值得期待。中汽协6月、7月连续两个月同比降幅收窄至个位数，乘联会8月数据同比降幅依然是个位数，行业已经止跌回暖。我们认为，随着旺季的来临、国六扰动的结束以及基数影响下，下半年行业大概率好于上半年，且是逐月或逐季转好的趋势。我们预计行业批发销量9月或10月将迎来转正。此外，汽车销量连续13个月下滑，考虑汽车工业在国民经济中的重要地位，政策有持续加码的可能，若有强刺激政策，行业复苏力度更大。

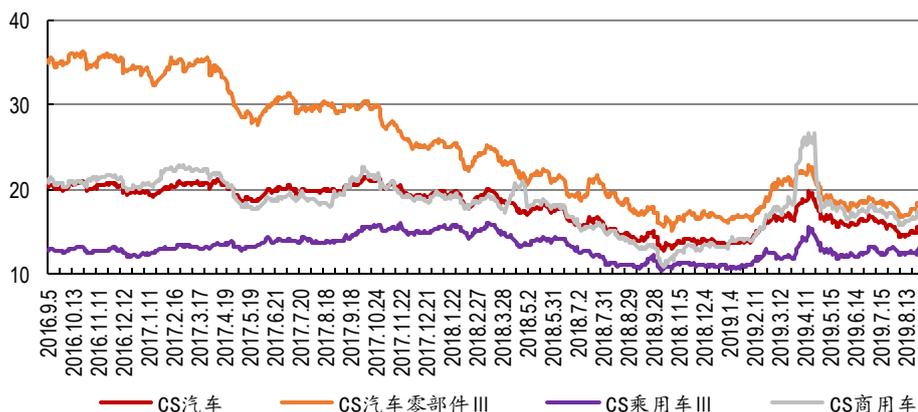
图2：汽车行业月度销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

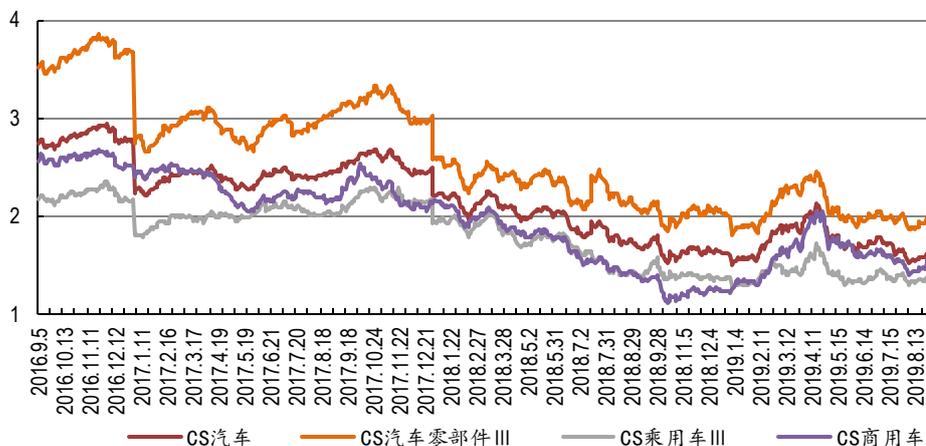
行业估值位于较低水平，汽车板块迎来布局机会。截至2019年9月4日，中信汽车行业整体PE估值16.2倍，其中乘用车14.0倍，零部件18.6倍，商用车17.3倍；中信汽车行业整体PB估值1.6倍，其中乘用车1.4倍，零部件2.0倍，商用车1.5倍。汽车行业整体估值水平处在历史较低水平。我们认为，行业当前终端零售销量转好，批发销量将持续向终端收敛，行业走出最艰难时刻，迎来拐点，低估值提供了较高的安全边际，汽车板块迎来较好的布局机会。

图3：汽车行业各板块市盈率情况（TTM，整体法）



数据来源：wind，财通证券研究所

图4：汽车行业各板块市净率情况（整体法）



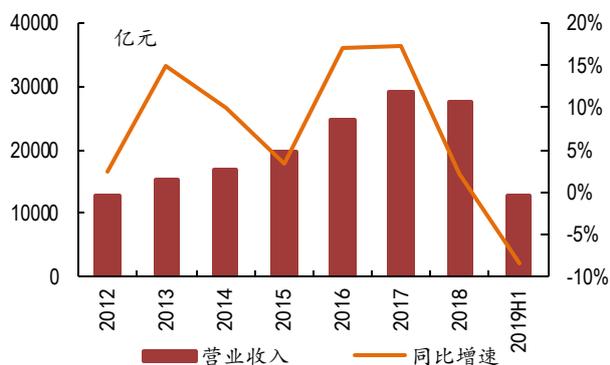
数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 上市车企业绩筑底，下半年有望边际改善

上半年车市景气度低位运行，上市公司业绩疲软。受国内经济下行压力影响，居民消费需求不振，叠加部分地区提前实施国六政策，导致上半年行业景气度较低，国五清库存使得行业整体的价格体系和批发节奏受到一定冲击，汽车板块上市公司的经营业绩表现不佳。上半年汽车行业上市企业整体实现营业收入1.3万亿元，同比下滑8.4%；归母净利润446.9亿元，同比下滑31.2%，业绩降幅较2018年扩

大。

图 5：汽车行业年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

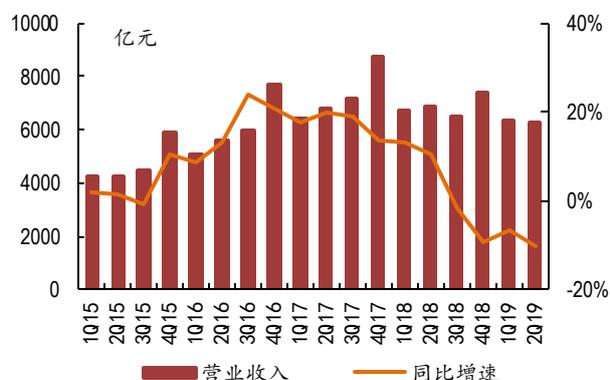
图 6：汽车行业年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

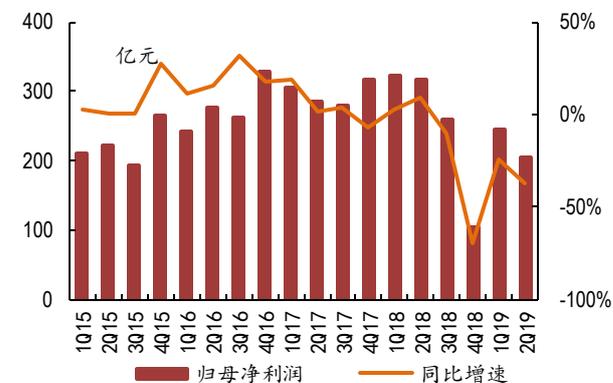
二季度上市车企业绩筑底。2019年Q2累计销售汽车594.9万辆，同比下滑13.5%，同比降幅较Q1扩大。二季度上市公司经营业绩触底，Q2实现营业收入6305.5亿元，同比下滑10.2%，归母净利润204.4亿元，同比下滑36.8%，收入和利润的同比降幅均较Q1有所扩大。下半年随着行业回暖，上市公司的业绩压力有望触底回升。

图 7：汽车行业季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 8：汽车行业季度归母净利润及同比增速

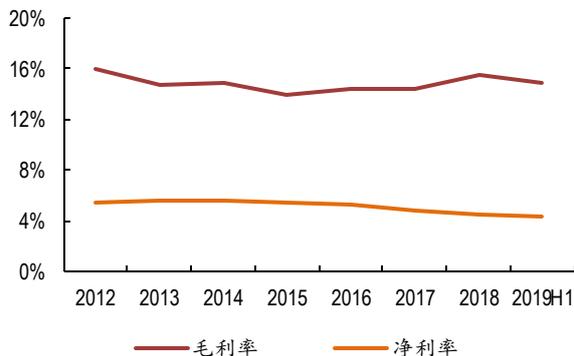


数据来源：wind，财通证券研究所

1.3 国五清库扰动，行业盈利能力下滑

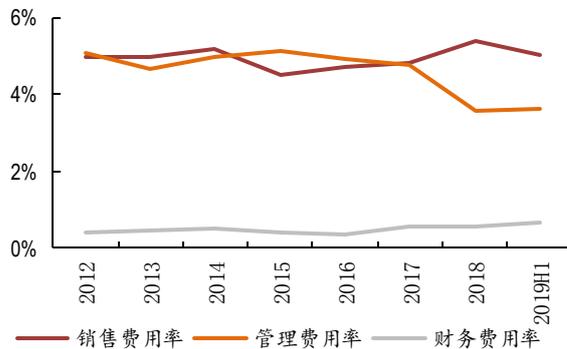
上半年行业以价换量，厂商促销力度强，上市车企盈利能力受损。2019H1，行业毛利率14.9%、净利率4.3%，盈利能力进一步下行，主要是车市低迷叠加国五清库存，厂商上半年促销力度较大。

图 9：汽车行业年度毛利率及净利率



数据来源：wind，财通证券研究所

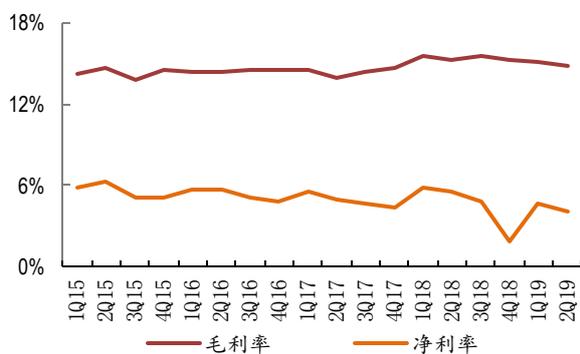
图 10：汽车行业年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

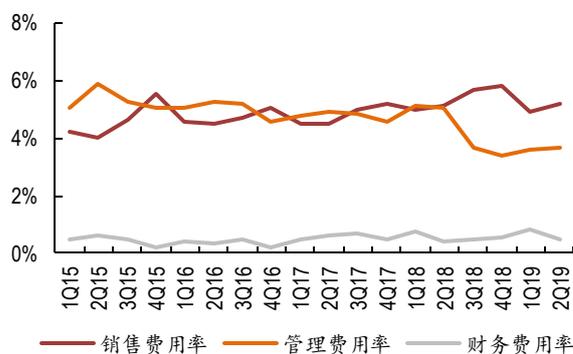
二季度销售费用率进一步上升,上市车企盈利能力下滑。行业 Q2 销售费用率 5.2%，环比增加 0.3pct，同比增加 0.1pct，主要是二季度有较多的国五清库存促销活动。行业 Q2 毛利率 14.7%，同比下降 0.6pct，环比下降 0.4pct；净利率 4.0%，同比下降 1.6pct，环比下降 0.7pct，车市寒冬导致上市车企的盈利能力明显受损。行业 Q2 ROE 1.8%，同比下降 1.1pct，环比下降 0.3pct。

图 11：汽车行业季度毛利率及净利率



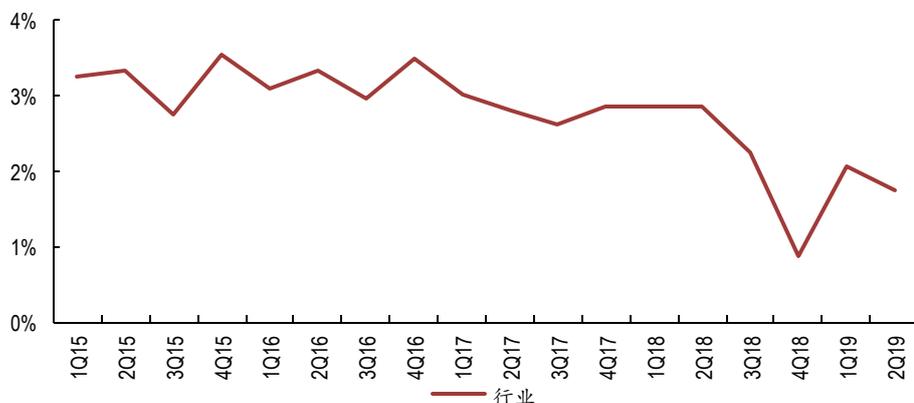
数据来源：wind，财通证券研究所

图 12：汽车行业季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 13：汽车行业季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表1：汽车各细分行业2019年中报业绩情况

	公司数	营业收入(亿元)	同比增速(%)	归母净利润(亿元)	同比增速(%)
汽车行业	181	12690.3	-8.4	446.9	-31.2
乘用车	11	5884.6	-15.5	185.9	-40.8
商用车	15	1060.6	4.2	23.0	93.2
客车	7	302.2	-1.1	7.7	15.2
卡车	5	728.1	7.1	12.2	422.5
汽车零部件	135	4303.6	-0.5	230.6	-19.4
汽车销售与服务	9	1294.1	-7.8	10.8	-63.5
新能源汽车	39	2864.4	6.5	145.0	-21.1

数据来源：Wind，财通证券研究所

表2：汽车各细分行业2019年二季度业绩情况

	公司数	营业收入(亿元)	同比增速(%)	归母净利润(亿元)	同比增速(%)
汽车行业	181	6,305.5	-10.2	204.4	-36.8
乘用车	11	2,788.2	-17.1	83.0	-40.8
商用车	15	550.7	-6.6	13.0	36.7
客车	7	177.7	-1.8	4.4	5.0
卡车	5	356.0	-8.5	6.8	95.0
汽车零部件	135	2,153.6	-5.7	109.4	-28.5
汽车销售与服务	9	731.1	2.9	3.8	-75.2
新能源汽车	39	1,480.7	3.7	71.8	-22.8

数据来源：Wind，财通证券研究所

2、乘用车：前低后高，下半年有望边际改善

2.1 业绩分析

乘用车销量持续下滑，上半年上市车企业绩低迷。2019H1，中汽协乘用车累计销售 1012.7 万辆，同比下滑 14.0%，乘用车市场仍在低位运行，叠加汽车下乡和国五清仓大力促销，上市乘用车企业中报业绩整体不佳，乘用车板块上市企业合计实现营业收入 5884.6 亿元，同比下滑 15.5%；归母净利润 185.8 亿元，同比下滑 40.8%，业绩进一步下滑。

图 14：乘用车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

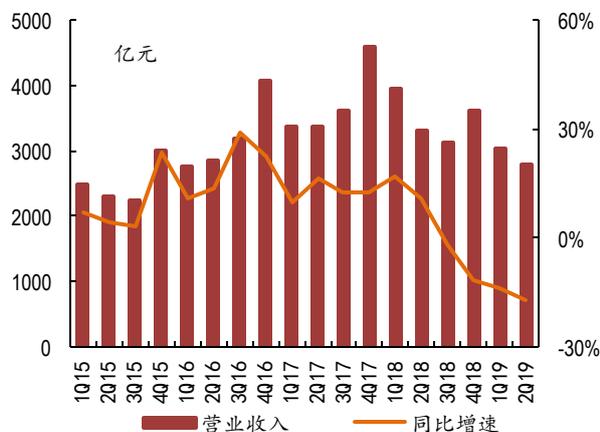
图 15：乘用车板块年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

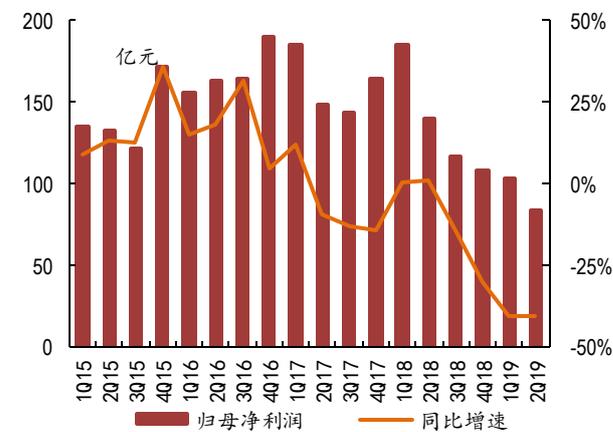
销量持续下探，乘用车板块上市车企 Q2 业绩有望筑底。受需求不振和政策扰动影响，行业 Q2 销量继续下探，中汽协 Q2 累计销售乘用车 486.4 万辆，同比下滑 14.3%。销量拖累上市车企经营业绩，Q2 乘用车板块上市企业合计实现营业收入 2788.2 亿元，同比下滑 17.1%，降幅较 Q1 进一步扩大；实现归母净利润 83.0 亿元，同比下滑 40.8%，降幅与 Q1 持平，主要是长安汽车 Q2 亏损大幅收窄。

图 16：乘用车板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 17：乘用车板块季度归母净利润及同比增速

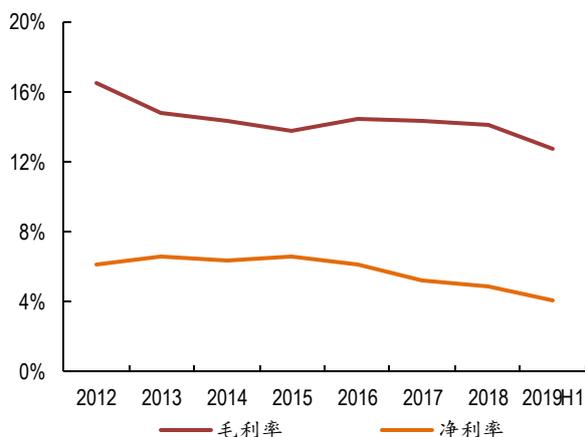


数据来源：wind，财通证券研究所

2.2 盈利能力分析

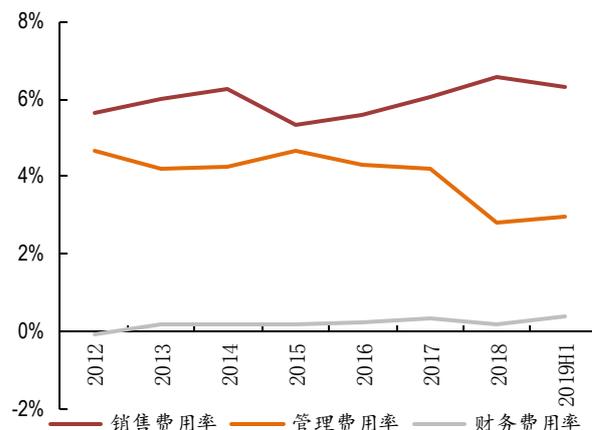
乘用车板块车企上半年盈利能力不佳。2019H1，乘用车板块上市车企毛利率12.8%，较2018年下滑1.4pct，净利率4.1%，较2018年下滑0.8pct，主要是行业景气度低迷影响。上半年乘用车板块销售费用率6.3%，或是广告支出减少等降本措施所致；管理费用率3.0%，略有提升；财务费用率0.4%。

图 18: 乘用车板块年度毛利率及净利率



数据来源: wind, 财通证券研究所

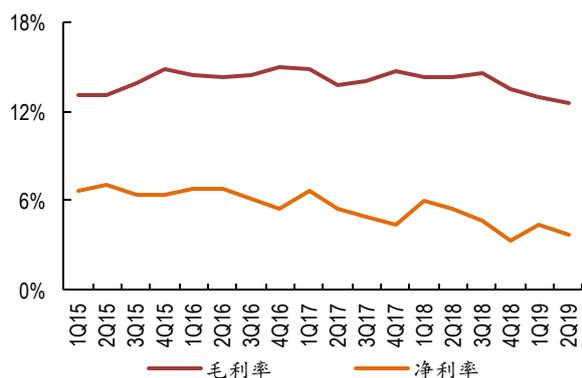
图 19: 乘用车板块年度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

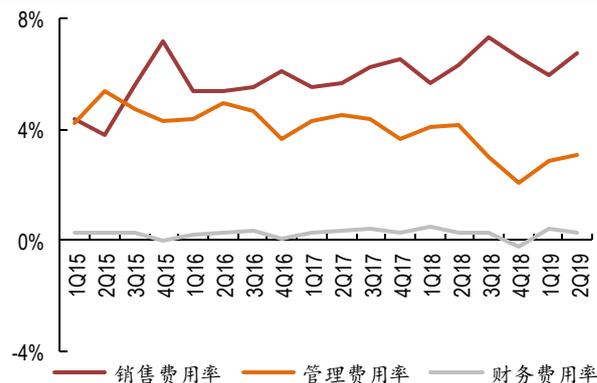
2Q19乘用车板块毛利率12.5%，同比下降2.1pct，环比下降0.5pct；净利率3.8%，同比下滑1.6pct，环比下降0.5pct；销售费用率6.7%，同比下降0.4pct，环比增长0.7pct，主要是二季度国五车型促销较多；ROE 1.7%，环比下滑0.3pct。

图 20: 乘用车板块季度毛利率及净利率



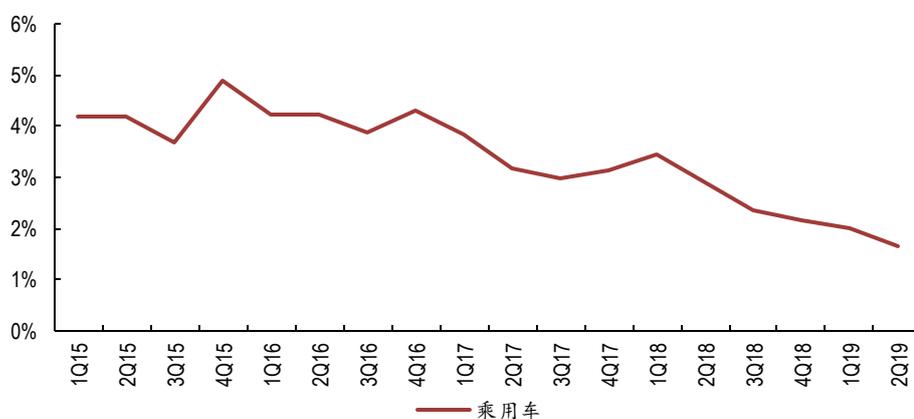
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 21: 乘用车板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 22: 乘用车板块季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表3：乘用车板块重点公司业绩情况

证券简称	1H19				2Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
长安汽车	298.8	-16.2	-22.4	-239.2	138.7	-11.3	-1.4	-166.0
上汽集团	3,762.9	-19.1	137.6	-27.5	1,719.0	-22.7	55.1	-40.6
一汽轿车	107.0	-18.3	0.1	-88.1	60.1	1.1	-0.3	-200.7
长城汽车	413.8	-15.0	15.2	-58.9	182.3	-16.1	7.4	-53.9
广汽集团	283.5	-23.8	49.2	-28.8	138.7	-20.8	21.4	-29.4
比亚迪	621.8	14.8	14.5	203.6	318.8	8.4	7.0	87.1
江淮汽车	270.3	13.8	1.3	-23.5	123.7	14.0	0.6	231.7
小康股份	76.8	-26.5	-2.8	-218.8	29.5	-29.7	-2.0	-1,337.5
一汽夏利	2.9	-60.6	-5.5	13.5	1.3	-60.7	-3.5	15.0
长久物流	22.6	-6.2	0.5	-71.8	10.9	-9.0	-0.1	-109.3
*ST 海马	24.0	-16.1	-1.8	35.2	16.1	46.1	-1.3	28.9

数据来源：wind，财通证券研究所

3、商用车：客车承压，重卡旺销

3.1 业绩分析

重卡旺销支撑商用车板块业绩。2019H1，商用车板块实现营业收入 1060.6 亿元，同比增长 4.2%；归母净利润 23.0 亿元，同比增长 93.2%，主要是上半年重卡旺销业绩大增。

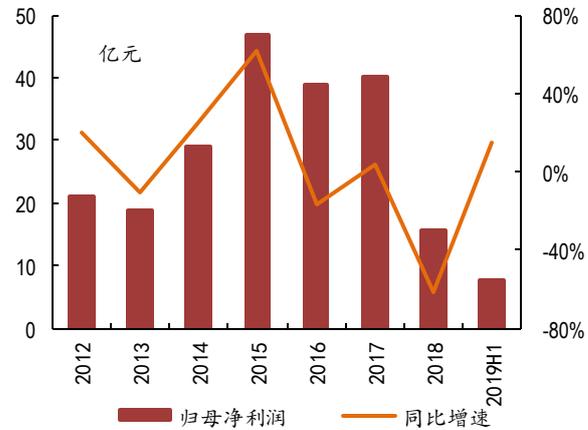
座位客车跌幅收窄，新能源客车上半年抢装效应不强，补贴退坡压力仍在。2019H1 中客网累计销售客车 9.7 万辆，同比下滑 6.0%，其中座位客车 5.1 万辆，同比下滑 3.0%，跌幅较去年收窄；公交客车 3.3 万辆，同比下滑 4.1%，主要新能源公交车补贴过渡期延长至 8 月，部分抢装需求在三季度体现。2019H1，商用车板块实现营业收入 302.2 亿元，同比下滑 1.1%；归母净利润 7.7 亿元，同比增长 15.2%

图 23：客车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 24：客车板块年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

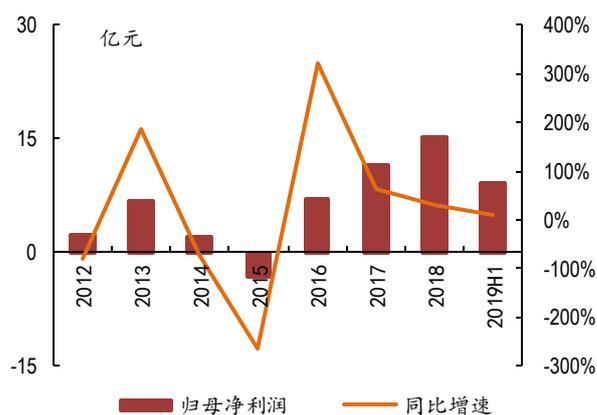
治超和国六升级等政策影响下，重卡销量维持高位，但增速回落。上半年国内卡车销售 198.6 万辆，同比下滑 3.6%，其中重卡销售 65.6 万辆，同比下滑 2.3%。卡车和重卡在去年高基数下增速有所回落，但整体销量仍维持较高水平。剔除福田汽车和江铃汽车影响，2019H1 卡车板块实现营业收入 330.3 亿元，同比增长 3.1%；归母净利润 9.1 亿元，同比增长 12.1%。

图 25：卡车板块（剔除福田、江铃）年营业收入



数据来源：wind，财通证券研究所

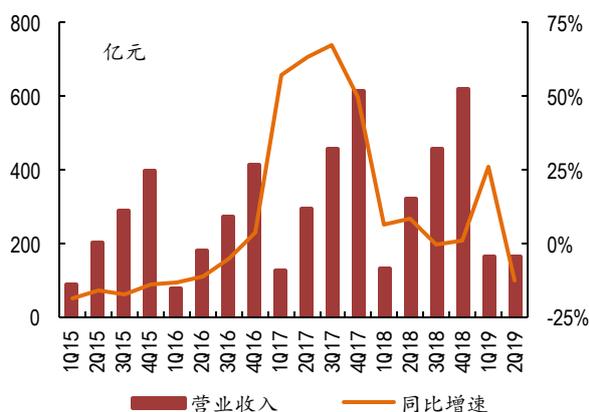
图 26：卡车板块（剔除福田、江铃）归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

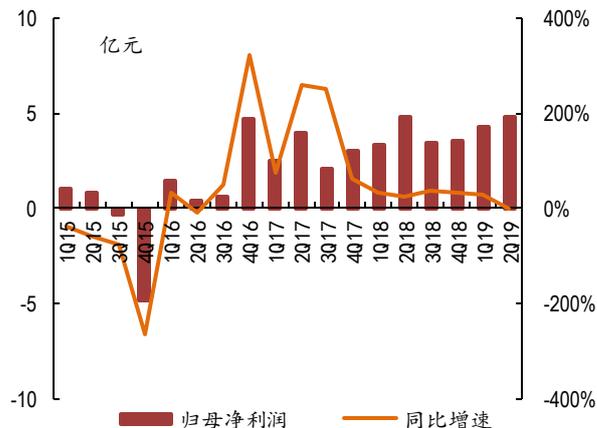
二季度重卡销量回落，板块业绩放缓，建议谨慎看待下半年重卡市场。受经济下行影响，二季度重卡市场三连跌，板块业绩放缓，2Q19 卡车板块实现营业收入 164.7 亿元，同比下滑 12.7%；归母净利润 4.8 亿元，同比下滑 0.2%。经历连续两年的百万销量，保有车辆中新车比例较高，我们认为下半年重卡市场有下行风险，建议谨慎对待重卡产业链。

图 27：卡车板块（剔除福田、江铃）季度营收



数据来源：wind，财通证券研究所

图 28：卡车板块（剔除福田、江铃）季度利润

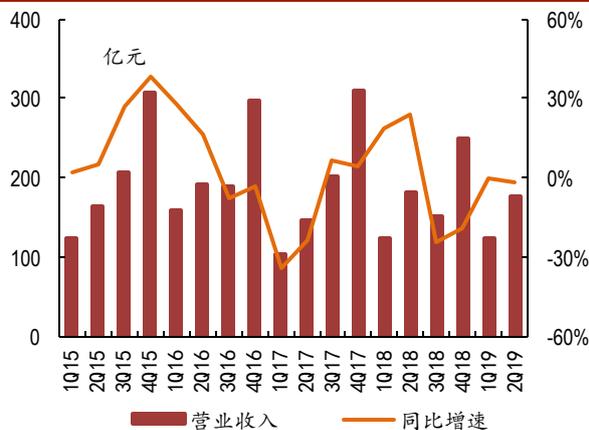


数据来源：wind，财通证券研究所

抢装效应不强，Q2 客车板块业绩增速回落，下半年补贴退坡影响逐步体现，客

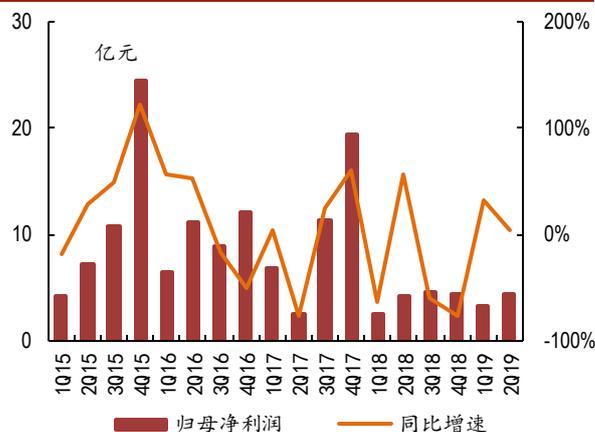
车板块持续承压。二季度受补贴过渡期抢装影响，客车板块上市公司业绩有所支撑，2Q19 客车板块整体营业收入 177.7 亿元，同比下滑 1.8%；归母净利润 4.4 亿元，同比增长 5.0%。下半年新能源补贴进入正式期，退坡影响逐步体现，上市客车企业面临较大的业绩压力。

图 29：客车板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 30：客车板块季度归母净利润及同比增速

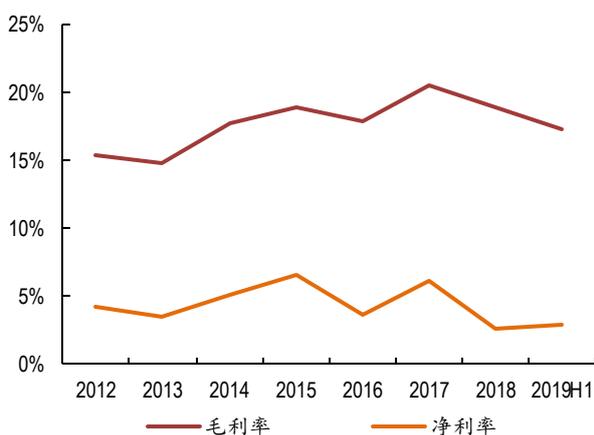


数据来源：wind，财通证券研究所

3.2 盈利能力分析

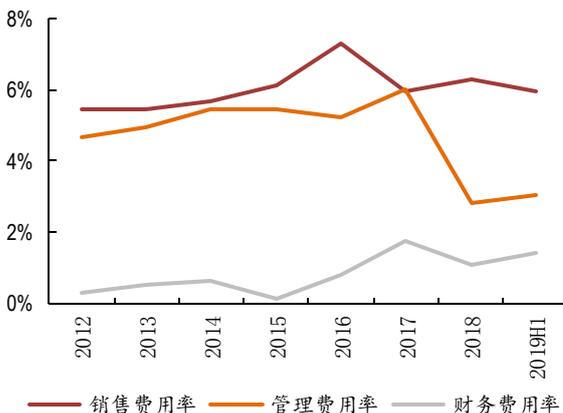
客车企业盈利能力持续下滑。2019H1，客车板块毛利率 17.3%，较 2018 年下降 1.6pct；净利率 2.9%，较 2018 年增加 0.3pct，主要是宇通的盈利能力有所恢复。费用率方面，客车板块 2019H1 销售费用率 6.0%，管理费用率 3.0%，财务费用率 1.4%。

图 31：客车板块年度毛利率及净利率



数据来源：wind，财通证券研究所

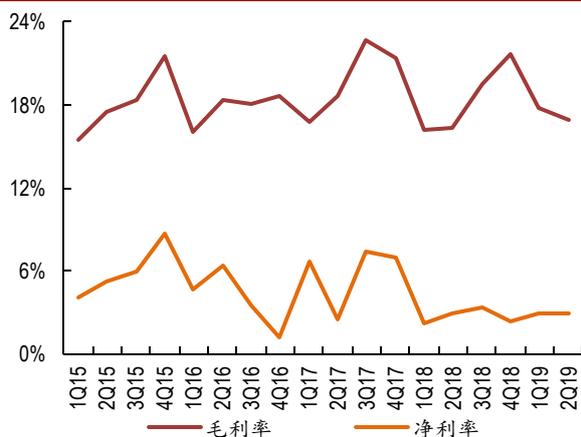
图 32：客车板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

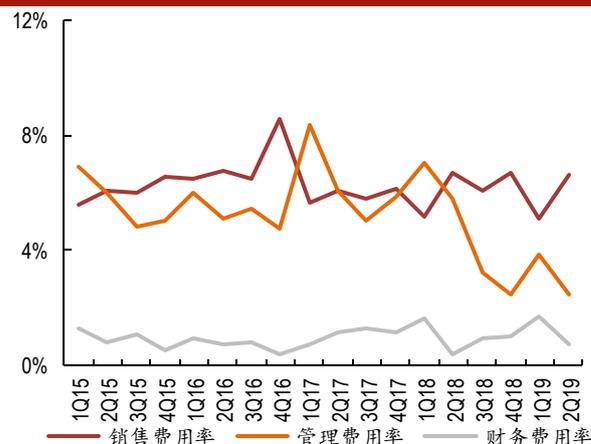
2Q19 客车板块毛利率 16.9%，同比微增 0.6pct，环比下降 0.8pct；净利率 2.9%，同比持平；ROE 1.6%，同比增加 0.4pct。

图 33: 客车板块季度毛利率及净利率



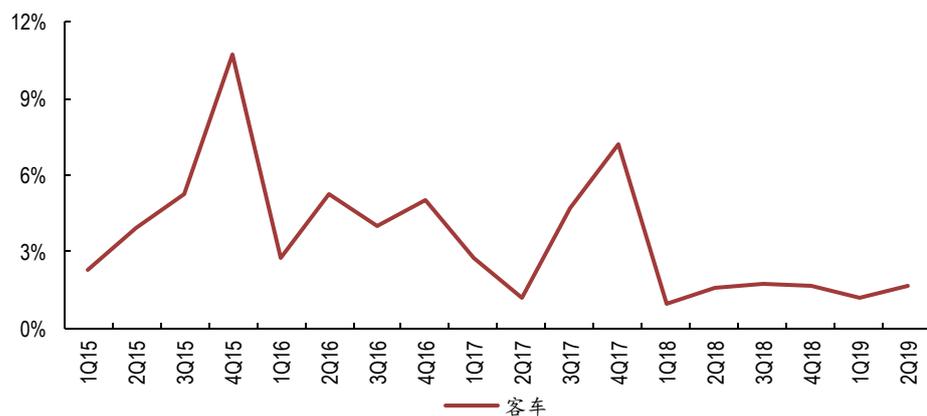
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 34: 客车板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 35: 客车板块季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表 4: 客车板块重点公司业绩情况

证券简称	1H19				2Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
宇通客车	125.1	4.1	6.8	10.8	76.7	4.2	3.7	15.7
金龙汽车	73.2	-19.0	0.5	-33.6	43.5	-17.2	0.4	-43.8
亚星客车	12.3	10.5	0.1	-40.4	8.7	2.3	0.1	-35.0
曙光股份	11.4	-32.8	-0.9	-631.8	5.1	-39.5	-0.6	-2,036.0
金杯汽车	30.2	8.2	0.4	-15.2	15.6	10.0	0.2	-21.9
*ST安凯	17.2	15.0	0.4	127.4	8.6	2.4	0.2	132.8
中通客车	32.9	37.1	0.3	7.8	19.6	27.5	0.3	-0.3

数据来源: wind, 财通证券研究所

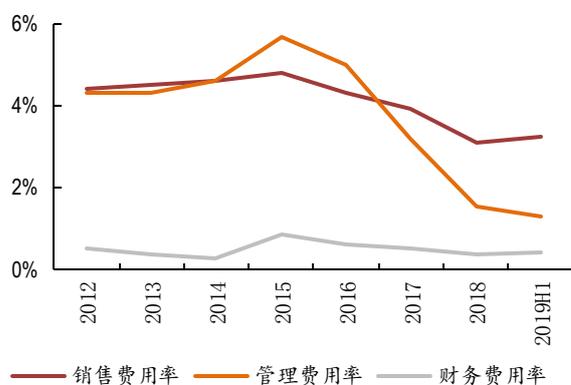
卡车板块上半年毛利率11.3%，净利率3.4%，较2018年有所提升。其中2Q19毛利率11.7%，同比增加1.4pct；净利率3.6%，同比增加0.4pct；ROE 2.9%。

图 36: 卡车 (剔除福田、江铃) 毛利率及净利率



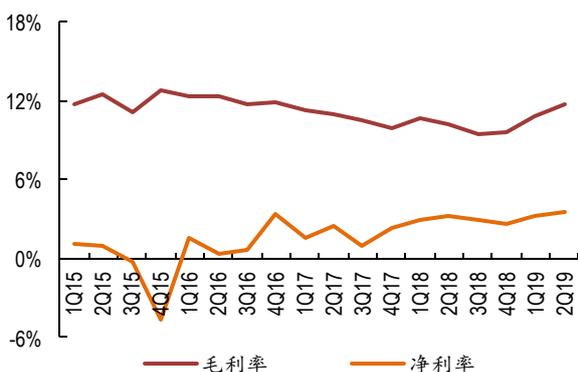
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 37: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 年度费用率



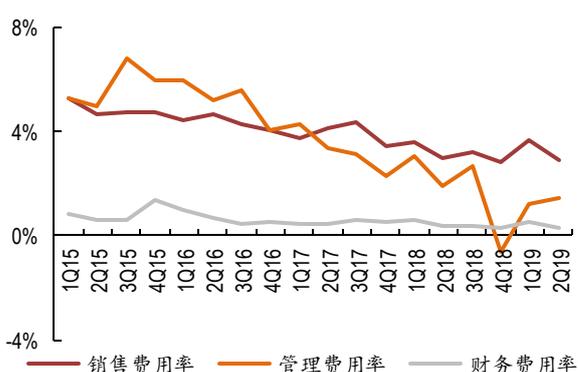
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 38: 卡车 (剔除福田、江铃) 季度毛利率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 39: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 40: 卡车板块 (剔除福田、江铃) 季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表5：卡车板块重点公司业绩情况

证券简称	1H19				2Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
中国重汽	224.7	-0.3	6.4	32.3	109.4	-17.8	3.3	13.5
东风汽车	67.6	16.8	2.5	-15.5	36.4	9.4	1.3	-19.6
福田汽车	260.6	20.3	2.5	127.7	119.1	-2.7	1.7	157.0
华菱星马	38.0	2.9	0.3	-29.9	18.9	-15.3	0.2	-27.1
江铃汽车	137.2	-4.0	0.6	-81.5	72.2	-7.6	0.3	-79.6

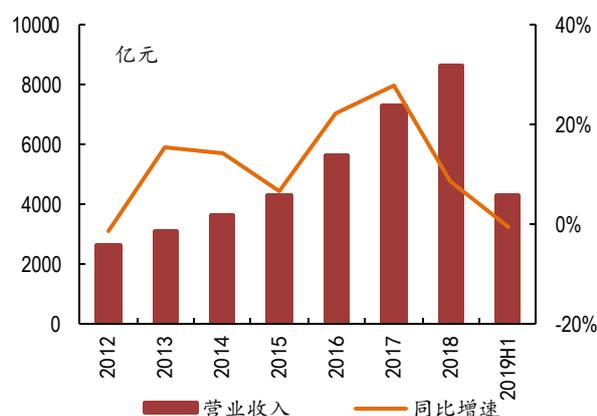
数据来源：wind，财通证券研究所

4、零部件：下游需求疲软，板块持续承压

4.1 业绩分析

下游销量不振，零部件板块业绩承压。2019H1，零部件板块实现营业收入 4303.6 亿元，同比下滑 0.4%；归母净利润 230.5 亿元，同比下滑 19.4%。考虑到华域汽车并购小糸增厚投资收益、福耀玻璃转让北京福耀获得资产处置损益、均胜电子并表高田、潍柴动力业绩大增，显著提升行业整体水平，若剔除华域、福耀、均胜、潍柴 4 家公司，零部件板块 2019H1 实现营业收入 2278.2 亿元，同比下滑 3.4%；归母净利润 123.9 亿元，同比下滑 26.1%。

图 41：零部件板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 42：零部件板块年度归母净利润及同比增速

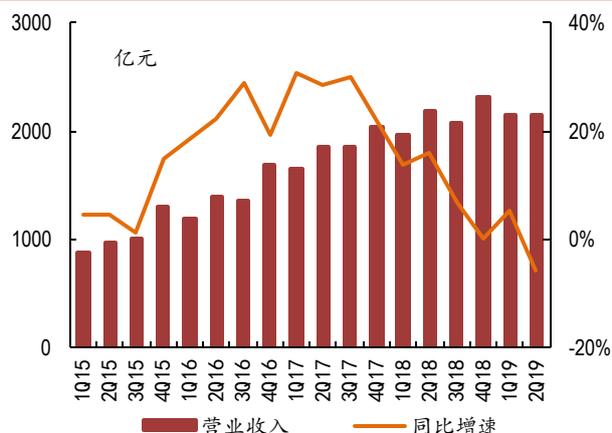


数据来源：wind，财通证券研究所

二季度零部件业绩降幅扩大。2Q19，零部件板块实现营业收入 2153.6 亿元，同比下滑 5.7%；归母净利润 109.4 亿元，同比下滑 28.5%。剔除华域、福耀、均胜、潍柴影响，实现营业收入 1139.7 亿元，同比下滑 7.2%；归母净利润 55.9 亿元，同比下滑 37.0%。尽管下游销量开始企稳，但向上游传导会更慢一些，零部件板块

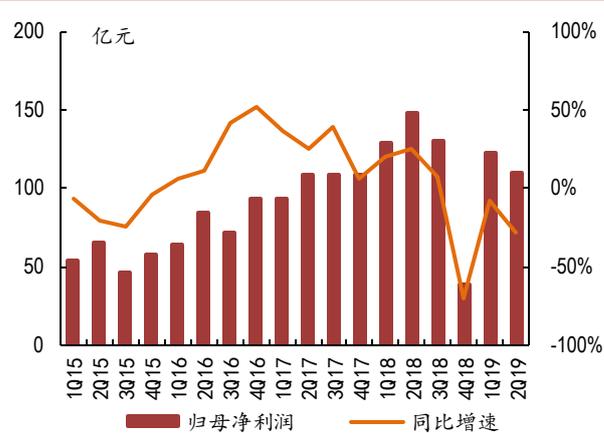
静待触底。

图 43: 零部件板块季度营业收入及同比增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 44: 零部件板块季度归母净利润及同比增速

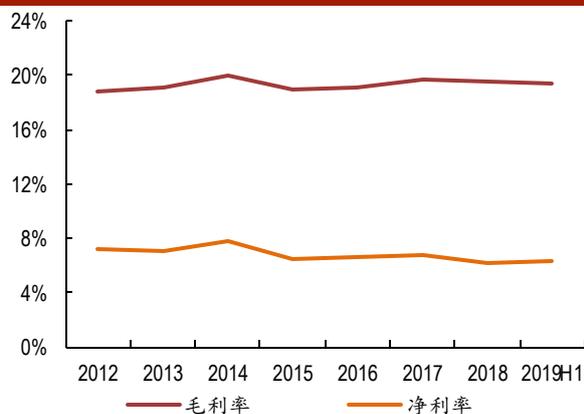


数据来源: wind, 财通证券研究所

4.2 盈利能力分析

下游需求疲软叠加原材料价格波动，零部件企业盈利能力下降。2019H1，零部件板块毛利率19.4%，净利率6.3%，盈利能力较2018年略有下滑。我们认为，零部件企业盈利能力短期面临较大压力：1) 受国内汽车行业景气度持续下行影响，零部件企业收到整车厂商订单数量减少，产品降价幅度增加；2) 原材料价格波动，进一步压缩零部件企业利润空间。

图 45: 零部件板块年度毛利率及净利率



数据来源: wind, 财通证券研究所

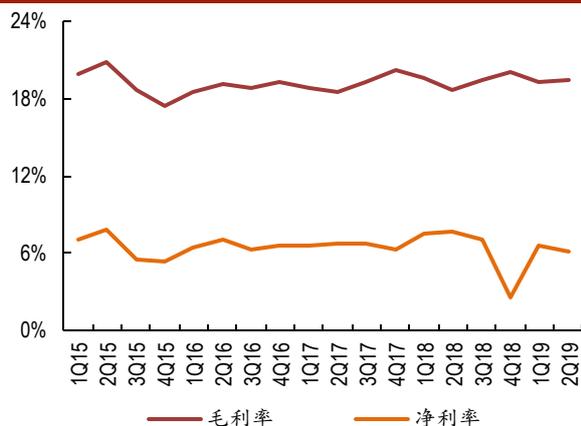
图 46: 零部件板块年度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

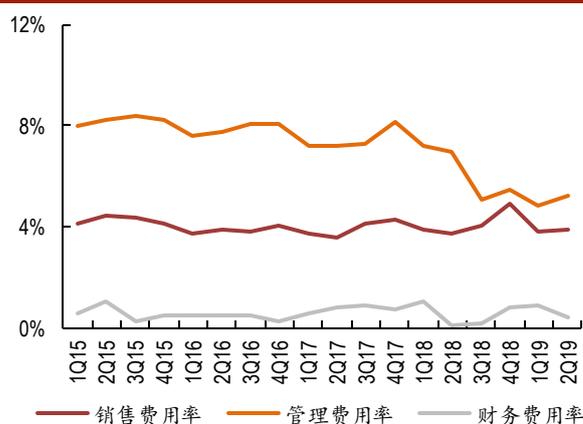
二季度零部件板块毛利率19.5%，同比增加0.6pct；净利率6.1%，同比下降1.6pct，环比下降0.5pct，主要是受行业景气度影响，零部件盈利能力整体下滑；ROE 2.1%，同比下降1.1pct，环比下降0.4pct。

图 47: 零部件板块季度毛利率及净利率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 48: 零部件板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 49: 零部件板块季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表 6: 零部件板块重点公司业绩情况

证券简称	1H19				2Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
华域汽车	705.6	-13.6	33.6	-29.5	349.9	-15.4	15.2	-18.5
潍柴动力	908.6	10.5	52.9	20.4	456.5	6.0	27.0	9.0
均胜电子	308.3	36.2	5.1	-37.4	154.0	-1.6	2.4	-70.1
福耀玻璃	102.9	2.0	15.1	-19.4	53.5	0.3	9.0	-31.1
宁波华翔	75.0	8.1	4.2	40.0	38.3	2.8	3.0	52.6
一汽富维	64.2	-1.4	2.5	-4.8	34.6	-1.5	1.4	-3.1
万丰奥威	50.2	-3.5	4.2	-24.5	25.7	-2.2	2.2	-34.4
凌云股份	55.3	-12.6	-0.6	-133.3	27.6	-14.3	-1.1	-198.0
万向钱潮	52.1	-11.4	3.3	-27.2	25.4	-14.8	1.1	-47.8
中鼎股份	55.8	-8.5	4.6	-35.0	29.2	-4.3	1.5	-54.7
骆驼股份	43.3	2.2	3.1	8.2	20.7	-8.8	1.5	-6.2
威孚高科	44.0	-11.2	12.6	-18.7	21.3	-17.0	5.7	-25.4
富奥股份	45.8	20.0	4.2	-12.0	22.4	7.4	2.2	-12.7

亚普股份	38.3	1.6	1.6	-11.8	20.8	-0.9	1.0	-11.3
宁波高发	4.4	-40.7	0.9	-43.3	2.1	-39.2	0.5	-37.8
拓普集团	24.4	-20.7	2.1	-51.8	11.9	-24.4	1.0	-59.1
继峰股份	10.0	-5.7	1.2	-20.6	4.9	-11.2	0.6	-16.3
爱柯迪	12.5	1.2	2.0	-13.5	6.2	4.2	1.1	-5.8
双环传动	15.4	-3.7	0.7	-42.6	7.9	-10.3	0.3	-53.2
岱美股份	24.7	43.1	3.1	2.3	12.2	41.4	1.5	-3.0

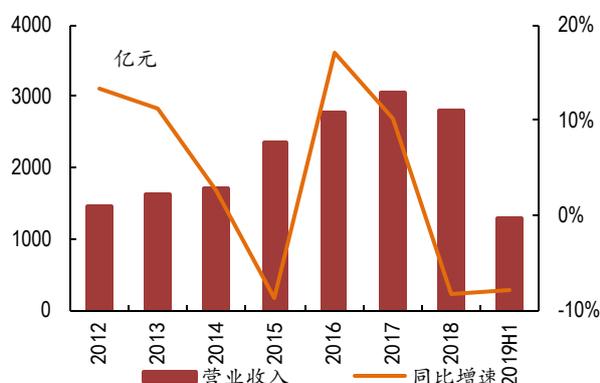
数据来源: wind, 财通证券研究所

5、汽车销售及服务：车市量价齐跌，经销商业绩大减

5.1 业绩分析

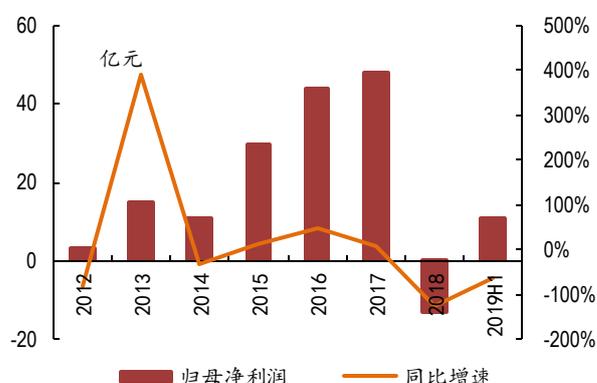
车市量价齐跌，经销商业绩下滑。2019H1，汽车销售及服务板块实现营业收入1294.1亿元，同比下滑7.8%；归母净利润10.8亿元，同比下滑63.5%。

图 50：汽车销售服务板块年度营业收入



数据来源: wind, 财通证券研究所

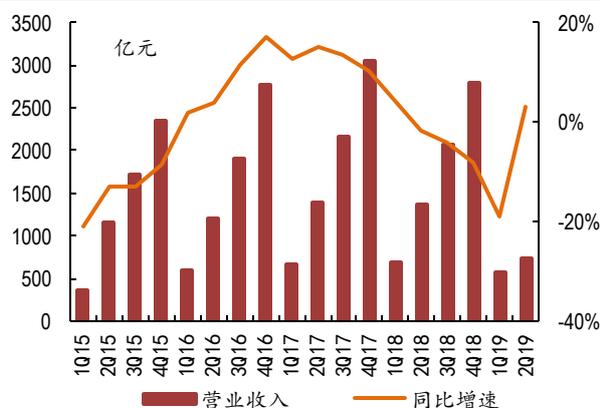
图 51：汽车销售服务板块年度归母净利润



数据来源: wind, 财通证券研究所

二季度国五集中清库，经销商收入有所恢复，但利润持续下滑。Q2 汽车销售及服务板块实现营业收入731.1亿元，同比增长2.9%；归母净利润3.8亿元，同比下滑75.2%，降幅进一步扩大，主要是二季度国五车清库甩卖，经销商利润受损。

图 52：汽车销售服务板块季度营业收入



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 53：汽车销售服务板块季度归母净利润

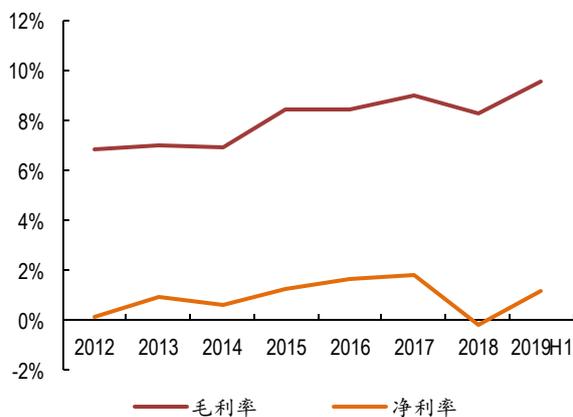


数据来源: wind, 财通证券研究所

5.2 盈利能力分析

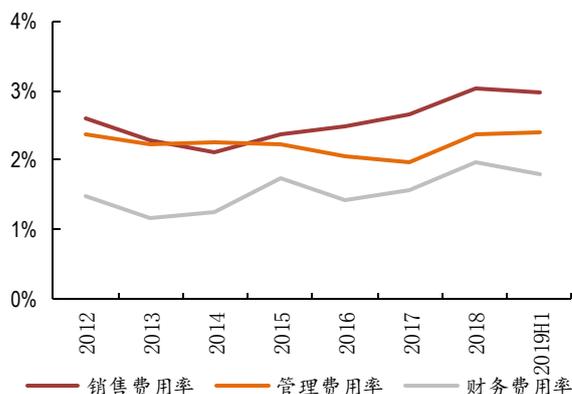
汽车销售及服务板块2019H1毛利率9.6%，净利率1.1%；销售费用率3.0%，管理费用率2.4%，财务费用率1.8%。

图 54：汽车销售服务板块年度毛利率及净利率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 55：汽车销售服务板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

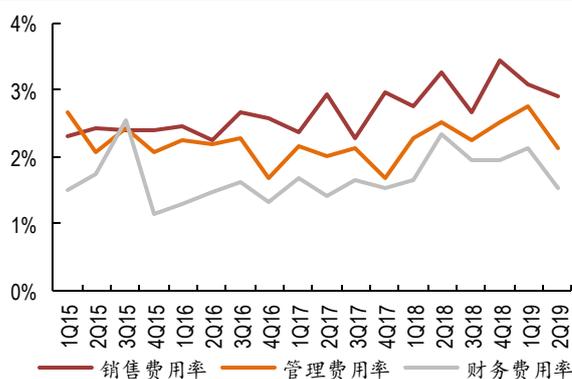
二季度经销商盈利能力依然承压。汽车销售及服务板块2Q19毛利率9.0%，同比下降1.1pct，环比1Q19微降0.2pct；净利率0.8%，同比下降1.7pct，环比下降0.8pct，ROE0.6%，同比下降1.5pct，二季度市场依靠以价换量主动去库存，导致盈利能力受损。2Q19销售费用率2.9%，管理费用率2.1%，财务费用率1.5%。

图 56：汽车销售服务板块季度毛利率及净利率



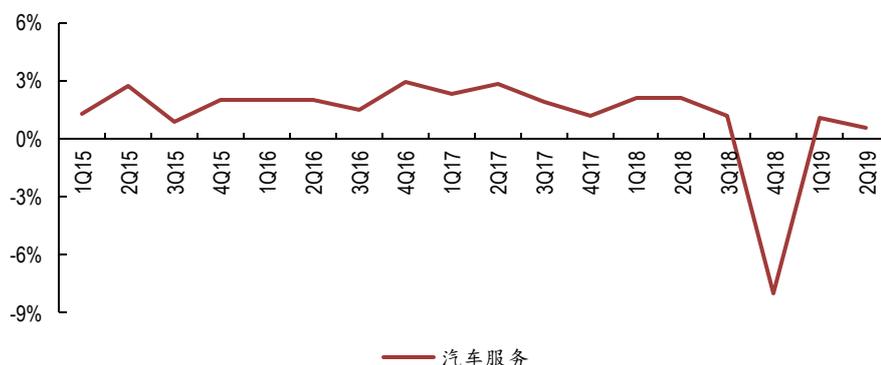
数据来源：wind，财通证券研究所

图 57：汽车销售服务板块季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 58：汽车销售服务板块季度 ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表 7：汽车销售及服务板块重点公司业绩情况

证券简称	1H19				2Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
广汇汽车	807.1	3.3	15.1	-28.4	434.1	12.2	7.1	-28.5
国机汽车	267.0	11.1	4.1	-7.4	177.5	28.4	2.2	-10.1
庞大集团	102.6	-62.2	-12.0	-563.7	57.7	-55.6	-7.1	-433.6
特力 A	2.8	40.6	0.4	66.3	1.6	50.0	0.3	147.4
漳州发展	13.3	3.7	0.4	-11.2	7.3	20.8	0.2	-29.7
中国中期	0.3	48.4	0.0	-76.7	0.2	56.4	0.0	-15.6
龙洲股份	17.7	-8.4	0.5	-29.2	9.4	-16.6	0.4	-22.9
大东方	46.7	3.3	2.0	-6.4	24.0	16.1	0.8	-20.6
申华控股	36.7	15.8	0.2	107.3	19.3	19.6	0.0	105.2

数据来源：wind，财通证券研究所

6、新能源汽车：补贴退坡致下游销量回落，板块面临压力

6.1 业绩分析

补贴退坡影响逐步体现，下游销量增速回落，板块业绩面临压力。2019H1，中汽协新能源汽车销售 61.7 万辆，同比增长 49.6%；其中，新能源乘用车累计销售 56.3 万辆，同比增长 58.7%，低于市场预期。下半年，补贴进入正式期，下游需求压力逐步体现，7 月新能源汽车销量同比下滑 4.7%，新能源乘用车销量同比下滑 9.4%，销量增速大幅回落。

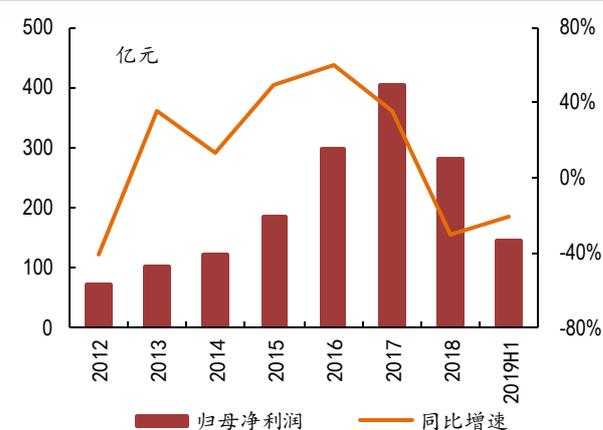
2019H1，新能源汽车板块实现营业收入 2864.4 亿元，同比增长 6.5%；归母净利润 145.0 亿元，同比下滑 21.1%。2019 年新能源补贴再退坡 50% 以上，产业链成本短期内若无法快速下降，上下游均面临较大的业绩压力。

图 59：新能源汽车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

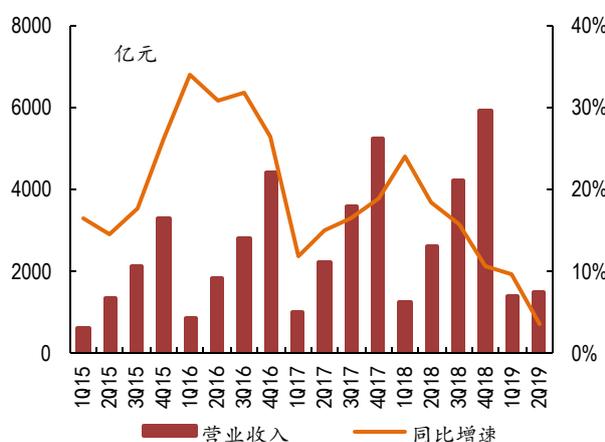
图 60：新能源汽车板块年度归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

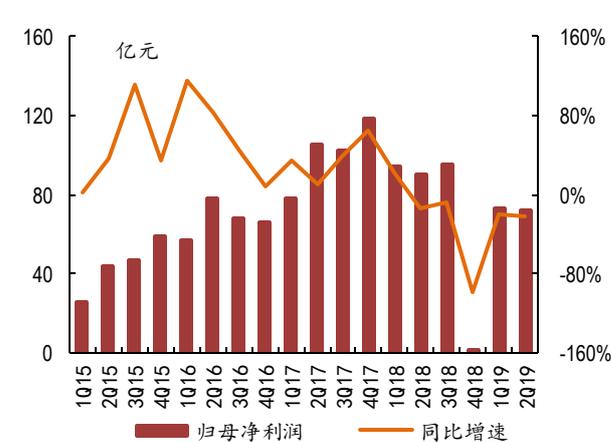
二季度补贴过渡期，新能源板块业绩下滑。新能源汽车板块 2Q19 实现营业收入 1480.7 亿元，同比增长 3.7%，增速较 Q1 回落；归母净利润 71.8 亿元，同比下滑 22.9%，降幅较 Q1 扩大。二季度新能源汽车板块业绩表现不佳，主要是过渡期补贴退坡 40%，下半年正式期补贴退坡幅度接近 75%，板块短期面临较大的调整压力。

图 61：新能源汽车板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 62：新能源汽车板块季度归母净利润

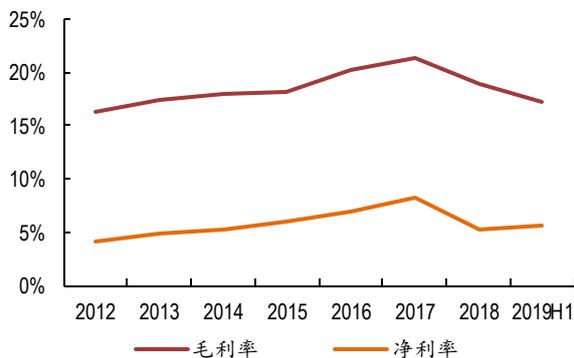


数据来源：wind，财通证券研究所

6.2 盈利能力分析

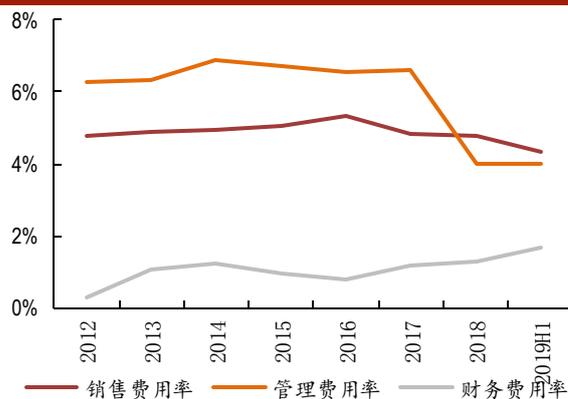
补贴退坡，盈利能力持续下降。2019H1新能源汽车板块毛利率17.2%，净利率5.5%，盈利能力持续下滑，主要是受补贴退坡影响。下半年及明年，补贴持续退坡，板块盈利能力面临考验。

图 63: 新能源汽车板块年度毛利率及净利率



数据来源: wind, 财通证券研究所

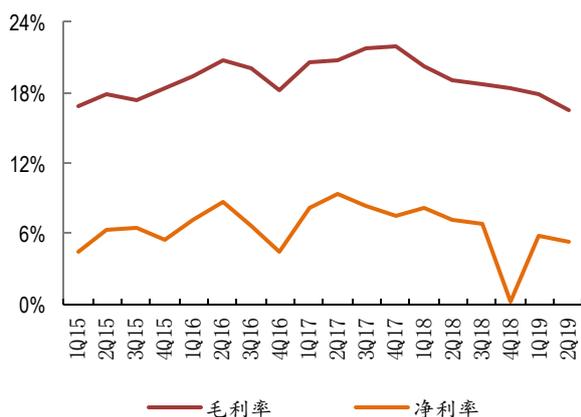
图 64: 新能源汽车板块年度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

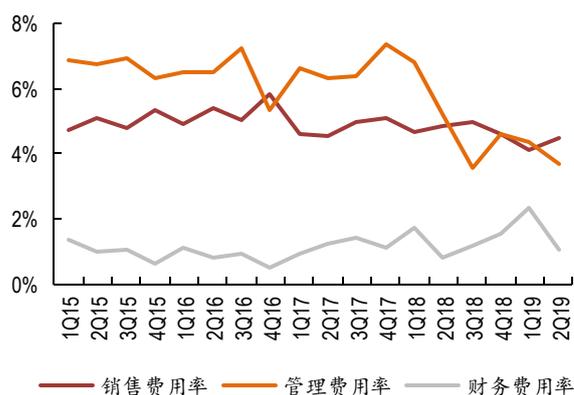
二季度盈利能力下滑, 下半年新能源产业链盈利压力更大。新能源汽车板块2Q19毛利率16.6%, 同比下降2.5pct; 净利率5.3%, 同比下降1.9pct; ROE 1.8%, 同比下降0.8pct, 主要是补贴退坡影响, 下半年板块盈利能力依然有下行风险。

图 65: 新能源汽车板块季度毛利率及净利率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 66: 新能源汽车板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 67: 新能源汽车板块季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表8：新能源汽车板块重点公司业绩情况

证券简称	1H19				2Q19			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
宁德时代	202.6	116.5	21.0	130.8	102.8	82.0	10.6	112.1
宇通客车	125.1	4.1	6.8	10.8	76.7	4.2	3.7	15.7
比亚迪	621.8	14.8	14.5	203.6	318.8	8.4	7.0	87.1
广汽集团	283.5	-23.8	49.2	-28.8	138.7	-20.8	21.4	-29.4
江苏国泰	178.9	7.4	4.6	6.4	95.7	5.9	2.4	18.1
江淮汽车	270.3	13.8	1.3	-23.5	123.7	14.0	0.6	231.7
欣旺达	108.6	43.7	2.3	3.5	61.7	53.7	0.9	-10.0
厦门钨业	83.8	-3.2	0.8	-76.8	45.7	-12.9	1.0	-65.9
宁德时代	202.6	116.5	21.0	130.8	102.8	82.0	10.6	112.1

数据来源：wind，财通证券研究所

7、投资建议：行业转暖，布局汽车时刻来临

月度批发数据连续收窄，行业转暖。中汽协6月、7月连续两个月销量同比降幅收窄至个位数，乘联会8月零售和批发销量同比降幅均为个位数，行业最差时刻已经过去。我们认为，下半年国六切换的负面影响逐步结束，金九银十旺季的来临提振终端需求，叠加低基数的影响，行业的回升是确定的。此外，当前车市已经连续下滑13个月，这是有史以来最久的一轮下滑，考虑汽车工业在国民经济举足轻重的地位，下半年若经济下行压力加大，不排除汽车行业有更多的刺激政策出台，若有政策刺激，行业的复苏节奏更快、力度更强。

汽车布局正当时，优选整车，关注优质零部件。下半年行业回升确定，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。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、一汽富维、宁波华翔等。

表 9：重点公司盈利预测及评级

证券代码	公司名称	收盘价 (2019.9.6)	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000625.SZ	长安汽车	422.6	8.8	0.14	0.44	1.46	62.9	20.0	6.0
600104.SH	上汽集团	3,030.7	25.9	3.10	2.78	2.95	8.4	9.3	8.8
600742.SH	一汽富维	62.4	12.3	0.97	1.22	1.40	12.7	10.1	8.8
002048.SZ	宁波华翔	87.0	13.9	1.17	1.36	1.61	11.9	10.2	8.6
002434.SZ	万里扬	93.1	7.0	0.26	0.42	0.62	53.4	33.1	22.4
000625.SZ	长安汽车	422.6	8.8	0.14	0.44	1.46	62.9	20.0	6.0

数据来源：Wind，财通证券研究所

8、风险提示

- 1) 宏观经济下行；
- 2) 汽车行业景气度不及预期；
- 3) 零部件企业客户拓展及产品拓展不及预期；
- 4) 汽车行业政策风险。

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。