

业绩筑底 向上可期

汽车行业 2019 中报总结报告

1H19 汽车行业整体增速下滑，受主动去库存和需求疲软的影响，乘用车条线整体承压，整车和零部件业绩均显著下滑至低位，重卡板块盈利稳健，客车头部企业盈利改善。

► 乘用车：业绩大幅下滑 底部特征明显

受主动去库存和需求疲软的影响，1H19 乘用车板块(含上汽)营收/净利润同比增速-14.0%/-43.2%；2Q19 营收/净利润同比增速分别为-14.9%/-46.3%，毛利率同环比分别下降 0.6pp/1.9pp，费用率同环比提升 1.1pp/0.7pp，现金流总体转差。重点公司上汽集团(2Q19 营收同比-23%，净利润同比-42%)和广汽集团(2Q19 营收同比-21%，净利润同比-29%)业绩均承压，我们认为乘用车短期底部特征明显，叠加汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望开启周期性复苏，预计 9 月起月销量增速弹性可达 10%，进而驱动业绩回暖。

► 客车：营收分化 头部企业盈利改善

1H19 客车板块营收/净利润同比增速-2.0%/14.9%；2Q19 营收/净利润同比增速分别为-2.8%/1.9%，毛利率同比提升 0.9pp，环比下降 0.5pp，费用率同比提升 1.5pp，环比下降 3.4pp。客车龙头宇通客车(2Q19 营收同比+4%，净利润同比+15%)盈利改善，贡献主要增量。

► 货车：销量小幅下滑 重卡板块盈利稳健

1H19 货车板块营收/净利润同比增速 8.4%/22.5%；2Q19 营收/净利润同比增速分别为-1.0%/7.6%，毛利率同环比分别提升 0.5pp/1.1pp，费用率同环比提升 0.9pp/0.3pp。重卡板块盈利仍保持稳健，龙头中国重汽(2Q19 营收同比-19%，净利润同比+12%)和潍柴动力(2Q19 营收同比+6%，净利润同比+6%)费用控制得当，业绩随营收增长 我们判断重卡板块仍有后劲，高景气度将至少持续到 2020 年以后。

► 零部件：营收负增长 新能源龙头与轮胎逆势高增

受下游乘用车需求低迷的影响，1H19 零部件板块营收/净利润同比增速 3.8%/-15.6%；2Q19 营收/净利润同比增速分别为-2.5%/-20.6%，毛利率同环比分别提升 1.7pp/0.6pp，费用率同比提升 1.3pp，环比基本持平，现金流环比改善，资产收益率和周转率同比下行。个股方面，新能源动力电池龙头宁德时代(2Q19 营收同比+82%，净利润同比+105%)和格局优化的轮胎行业(玲珑轮胎 2Q19 营收同比+15%，净利润同比+47%；赛轮轮胎 2Q19 营收同比+5%，净利润同比+60%)逆势增长。

投资建议

目前板块估值处于低位，我们认为下半年回暖可期，优先布局乘用车周期与弹性，优选【长安汽车、长城汽车、广汽集团H、上汽集团】；零部件关注整车周期共振【华域汽车、拓普集团、爱柯迪】与配件核心成长【星宇股份、玲珑轮胎】；重卡关注龙头【中国重汽、潍柴动力】；新能源建议关注爆款车及产业链：【比亚迪】、【宁德时代】、【旭升股份】。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：15800865715

联系人：刘静远

邮箱：liujy1@hx168.com.cn

联系电话：18515669038

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

联系电话：18817337510

风险提示

车市下行风险；新车型上市不达预期；汽车消费刺激政策效果不达预期；原材料成本上升；中美贸易摩擦升级等。

正文目录

1. 行业概况：乘用车和零部件业绩承压 静待下半年回暖.....	6
1.1. 样本选择	6
1.2. 乘用车条线业绩承压 客车格局分化 重卡业绩稳健	6
2. 乘用车整车：需求疲软叠加主动去库致批发销量低迷 车企收入/利润大幅下滑.....	8
3. 客车整车：营收分化 头部企业盈利改善.....	13
4. 货车：销量小幅下滑 重卡板块盈利稳健.....	17
5. 零部件：营收增速转负 毛利率微升	20
6. 汽车服务：营收增速改善 毛利率下行	28
7. 投资建议	32
8. 风险提示	33

图表目录

图 1 汽车行业细分板块营收同比增速 (%)	7
图 2 汽车行业细分板块毛利率 (%)	7
图 3 汽车行业细分板块期间费用率 (%)	7
图 4 汽车行业细分板块净利率 (%)	7
图 5 各子版块归母净利润同比增速 (%)	7
图 6 各子版块经营活动现金流量净额/营收 (%)	7
图 7 狭义乘用车批发销量及同比增速 (万辆, %)	8
图 8 乘用车企营收及同比增速 (亿元, %)	8
图 9 乘用车企毛利率 (%)	9
图 10 乘用车企期间费用率 (%)	9
图 11 乘用车企净利率 (%)	10
图 12 乘用车企归母净利润及同比增速 (亿元, %)	10
图 13 乘用车企累计经营活动现金流量净额 (亿元)	11
图 14 剔除上汽累计经营活动现金流量净额 (亿元)	11
图 15 乘用车企净资产收益率 (%)	12
图 16 乘用车企净资产收益率 (剔除上汽) (%)	12
图 17 乘用车企资产负债率 (%)	12
图 18 乘用车企存货周转率 (%)	12
图 19 乘用车企应收账款周转率 (%)	12
图 20 乘用车企固定资产周转率 (%)	12
图 21 大中客销量及同比增速 (万辆, %)	13
图 22 客车企业营收及同比增速 (亿元, %)	13
图 23 客车企业毛利率 (%)	14
图 24 客车企业期间费用率 (%)	14
图 25 客车企业净利率 (%)	15
图 26 客车企业归母净利润及同比增速 (%)	15
图 27 客车企业经营活动现金流量净额/营收 (%)	16
图 28 客车企业净资产收益率 (%)	16
图 29 客车企业资产负债率 (%)	16
图 30 客车企业存货周转率 (%)	16
图 31 客车企业应收账款周转率 (%)	16
图 32 客车企业固定资产周转率 (%)	16
图 33 重卡销量及同比增速 (万辆, %)	17

图 34 轻卡销量及同比增速 (万辆, %)	17
图 35 货车企业营收及同比增速 (亿元, %)	17
图 36 货车企业毛利率略微提升 (%)	18
图 37 货车企业期间费用率总体平稳 (%)	18
图 38 货车企业净利率 (%)	19
图 39 货车企业归母净利润及同比增速 (亿元, %)	19
图 40 汽车零部件单季度营收同比 (%)	20
图 41 汽车零部件单季度营收环比 (%)	20
图 42 汽车零部件板块单季毛利率 (%)	22
图 43 汽车零部件板块累计毛利率 (%)	22
图 44 汽车零部件板块单季期间费用率 (%)	24
图 45 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)	24
图 46 汽车零部件板块单季管研费用率 (%)	24
图 47 汽车零部件板块单季财务费用率 (%)	24
图 48 汽车零部件单季扣非净利同比 (%)	26
图 49 汽车零部件单季扣非净利环比 (%)	26
图 50 汽车零部件单季净利率 (%)	26
图 51 汽车零部件单季投资收益/扣非净利 (%)	26
图 52 汽车零部件单季经营现金流净额/收入 (%)	27
图 53 汽车零部件单季净资产收益率 (%)	27
图 54 汽车零部件单季资产负债率 (%)	27
图 55 汽车零部件单季存货周转率 (%)	27
图 56 汽车零部件单季应收账款周转率 (%)	27
图 57 汽车零部件单季固定资产周转率 (%)	27
图 58 汽车服务板块单季度营收同比 (%)	28
图 59 汽车服务板块单季度营收环比 (%)	28
图 60 汽车服务板块单季毛利率 (%)	29
图 61 汽车服务板块累计毛利率 (%)	29
图 62 汽车服务板块单季期间费用率 (%)	30
图 63 汽车服务板块单季销售费用率 (%)	30
图 64 汽车服务板块单季管研费用率 (%)	30
图 65 汽车服务板块单季财务费用率 (%)	30
图 66 汽车服务板块单季扣非净利同比 (%)	31
图 67 汽车服务板块单季扣非净利环比 (%)	31
图 68 汽车服务板块单季净利率 (%)	31
图 69 汽车服务板块单季投资收益/扣非净利 (%)	31
表 1 本次中报总结所选择的样本	6
表 2 乘用车整车企业分季度营收同比增速 (%)	8
表 3 乘用车整车企业毛利率 (%)	9
表 4 乘用车整车企业归母净利润同比增速	10
表 5 客车整车企业营收同比增速 (%)	13
表 6 客车整车企业毛利率 (%)	14
表 7 客车整车企业归母净利润同比增速 (%)	15
表 8 货车企业营收同比增速 (%)	18
表 9 货车企业毛利率 (%)	18
表 10 货车企业归母净利润同比增速 (%)	19
表 11 零部件板块中营收同比增速前 10 名和后 10 名的公司	20
表 12 零部件板块中营收环比增速前 10 名和后 10 名的公司	21
表 13 零部件板块中毛利率排名前 10 名和后 10 名的公司	22
表 14 零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司	23
表 15 零部件板块中期间费用率排名前 10 名和后 10 名的公司	24
表 16 零部件板块中期间费用率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司	25
表 17 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度营收同比及改善情况 (%)	28
表 18 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度营收环比及改善情况 (%)	28

表 19 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度毛利率及改善情况 (%)	29
表 20 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度三费费用率 (%)	30
表 21 重点公司盈利预测	32

1. 行业概况：乘用车和零部件业绩承压 静待下半年回暖

1.1. 样本选择

我们以中信证券汽车行业的成份股为基础，剔除主营业务与汽车行业相关度较低的标的，筛选出 95 家上市公司，其中乘用车整车 12 家，客车整车 6 家，货车 6 家，零部件 66 家，汽车服务 5 家，作为本篇报告分析的样本。截至 2019 年 9 月 6 日收盘，95 家样本企业合计市值 17,464.7 亿，占 A 股上市公司总市值的 2.9%。

表 1 本次中报总结所选择的样本

子行业划分	样本数量	当前市值 (亿元)	样本公司名称
乘用车整车	12	7,149	上汽集团、广汽集团、长城汽车、长安汽车、比亚迪、*ST 海马、一汽轿车、一汽夏利、江淮汽车、力帆股份、小康股份、北汽蓝谷
客车整车	6	508	宇通客车、金龙汽车、中通客车、亚星客车、曙光股份、*ST 安凯
货车	6	1,579	中国重汽、福田汽车、江铃汽车、东风汽车、潍柴动力、威孚高科
零部件	66	7,562	宁德时代、华域汽车、福耀玻璃、均胜电子、星宇股份等 66 家
汽车服务	5	667	国机汽车、安车检测、五洋停车、广汇汽车、中国汽研

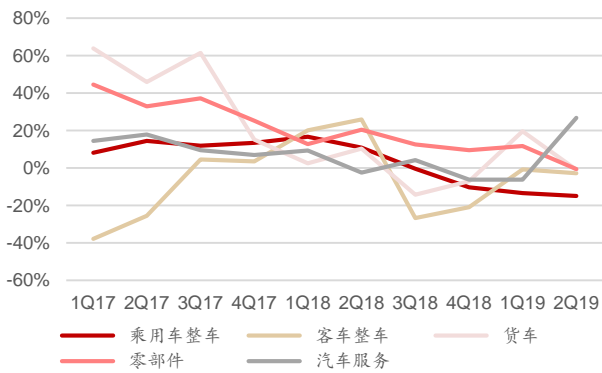
资料来源：wind，华西证券研究所

1.2. 乘用车条线业绩承压 客车格局分化 重卡业绩稳健

1H19 乘用车整车收入和利润下滑幅度最大，零部件受乘用车拖累明显，商用车总体经营稳健。1H19 乘用车板块(含上汽)、客车、货车、零部件营收同比增速分别-14.0%、-2.0%、8.4%、3.8%，净利润同比增速分别为-43.2%、14.9%、22.5%、-15.6%；其中 2Q19 乘用车板块(含上汽)、客车、货车、零部件营收同比增速分别-14.9%、-2.8%、-1.0%、-2.5%，净利润同比增速分别为-46.3%、1.9%、7.6%、-20.6%。

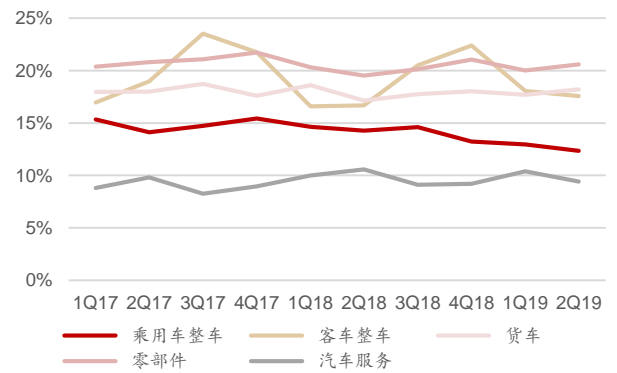
销量下滑致乘用车和零部件业绩承压，客车格局分化，重卡业绩稳健。1H19 乘用车、客车板块营收同比下滑，主要受整车销量下滑影响，但货车、零部件和汽车服务板块营收仍维持同比正增长。乘用车、零部件和汽车服务板块盈利走弱，均受到乘用车需求低迷拖累；客车和货车板块盈利改善，前者主要是受板块龙头宇通的带动，后者主要是因为重卡板块盈利稳健。

图1 汽车行业细分板块营收同比增速 (%)



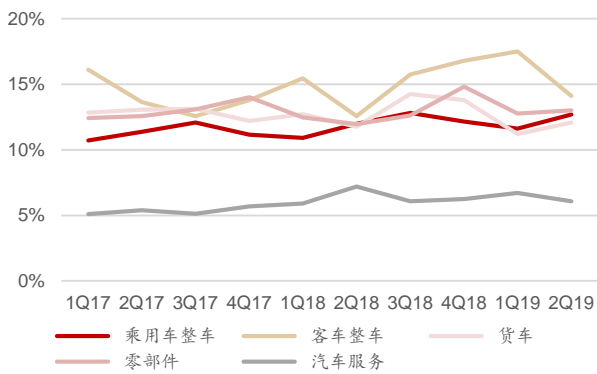
资料来源: wind, 华西证券研究所

图2 汽车行业细分板块毛利率 (%)



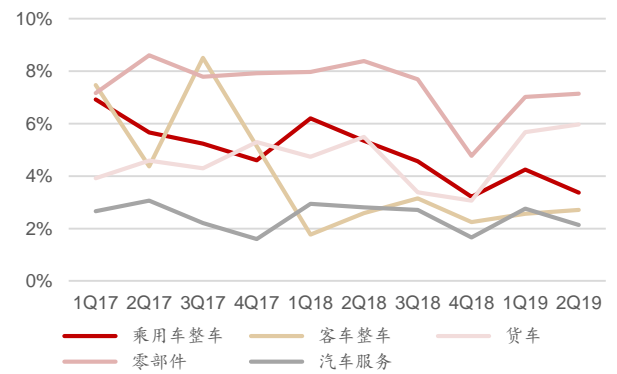
资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 汽车行业细分板块期间费用率 (%)



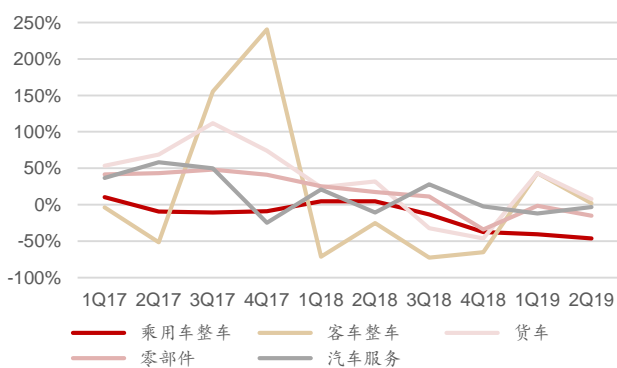
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 汽车行业细分板块净利率 (%)



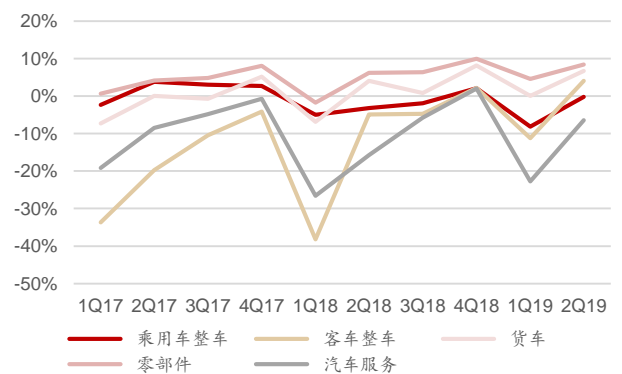
资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 各子版块归母净利润同比增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 各子版块经营活动现金流量净额/营收 (%)



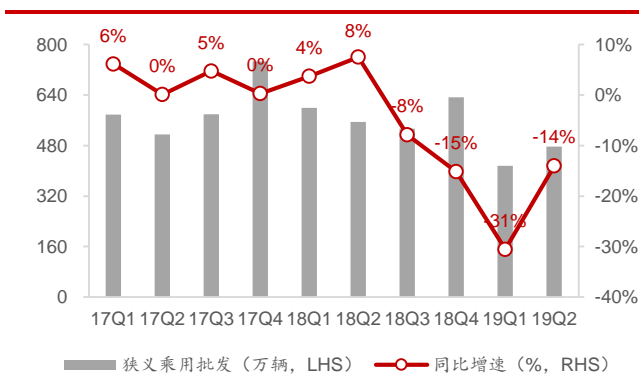
资料来源: wind, 华西证券研究所

2.乘用车整车：需求疲软叠加主动去库致批发销量低迷 车企收入/利润大幅下滑

批发销量下滑导致乘用车企业营收下降。1H19 12 家样本乘用车整车企业合计实现营业收入 5,892 亿元，同比下滑 14%；其中上汽集团受上汽大众、上汽通用销售公司并表影响营收体量远超其他企业，上半年占到 12 家企业合计营收的 62.4%，如果剔除上汽集团，其他 11 家样本企业合计实现营业收入 2213 亿元，同比下滑 3%。其中 2Q19 实现营业收入 2,825 亿元，同比下滑 15%；剔除上汽集团后实现营业收入 1,106 亿元，同比增长 1%。虽然受排放升级扰动 2Q19 乘用车终端销量率先回暖，但 2018 年渠道库存大幅增加，1H19 行业主动去库存意愿明确，这导致上半年乘用车批发销量表现持续低迷。根据中汽协数据，1H19 狭义乘用车批发销量 993.0 万辆，同比下滑 14.0%；其中 2Q19 批发销量 576.9 万辆，同比下滑 14.0%。

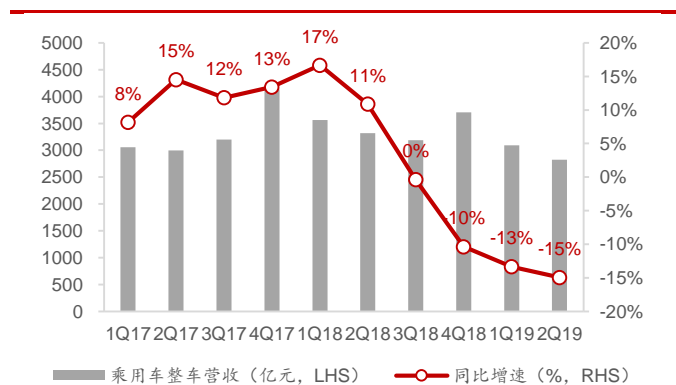
头部车企营收出现双位数下滑。分企业来看，1H19 样本中仅比亚迪、江淮汽车、北汽蓝谷 3 家企业营业实现同比正增长，三家企业均受益于新能源乘用车销量的快速增长，其中北汽蓝谷主要是因为 2018Q3 才完成新能源汽车资产注入，上半年营收基数较低；头部乘用车企中上汽集团、广汽集团、长城汽车、长安汽车的营收同比增速在-23-15%之间，4 家企业均受到需求差、去库存导致批发销量增速下滑拖累。

图 7 狭义乘用车批发销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 8 乘用车企业营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind, 华西证券研究所

表 2 乘用车整车企业分季度营收同比增速（%）

公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	-25.8%	-1.6%	-14.9%	-13.4%	-10.4%	-0.4%	10.9%	16.7%
不含上汽	-6.3%	7.9%	0.7%	-7.2%	-5.0%	1.0%	7.0%	8.2%
*ST 海马	85.8%	102.2%	46.1%	-56.1%	-63.8%	-26.9%	-39.7%	-50.6%
长安汽车	-9.7%	8.7%	-11.3%	-20.0%	-42.5%	-20.5%	-1.6%	13.3%
一汽轿车	-5.1%	29.3%	-5.1%	-34.4%	-10.7%	-13.6%	0.1%	1.0%
一汽夏利	-92.6%	1.7%	-62.4%	-64.1%	-59.8%	-43.4%	30.2%	7.2%
比亚迪	-14.2%	-14.1%	8.4%	22.5%	28.4%	20.5%	22.6%	17.5%
上汽集团	-35.6%	-6.1%	-22.7%	-16.5%	-13.5%	-1.1%	12.9%	21.6%

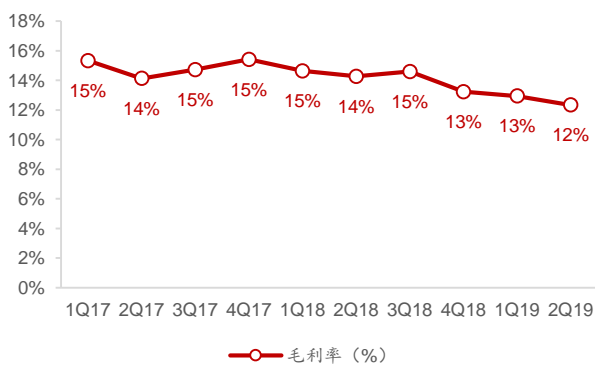
江淮汽车	20.8%	0.3%	14.0%	13.8%	1.1%	23.4%	-6.8%	-5.9%
北汽蓝谷							37.8%	-97.9%
小康股份	-29.7%	-5.4%	-29.7%	-24.3%	-19.4%	-14.3%	0.0%	6.5%
广汽集团	-19.3%	4.9%	-20.8%	-25.7%	-5.4%	-3.7%	-1.5%	13.7%
长城汽车	-38.2%	-0.3%	-16.1%	-15.8%	-13.9%	-20.2%	22.1%	13.1%
力帆股份	14.6%	38.9%	7.8%	-31.1%	-23.1%	-16.3%	-6.8%	-3.6%

资料来源: wind, 华西证券研究所

营收萎缩、促销力度加大导致车企毛利率下滑明显。1H19 12家样本企业毛利率为12.7%，相比1H18下降1.8pp；剔除上汽集团后毛利率12.9%，相比1H18大幅下降4.5pp。毛利率下降的主要原因包括批发销量下滑导致单位营收对应的固定成本增加，终端需求疲软导致车企给经销商的折扣、返利增加等。分企业来看，1H19样本中仅比亚迪、江淮汽车、北汽蓝谷3家企业毛利率同比上升，与营收端表现一致，与新能源乘用车销量的快速增长有关。头部乘用车企中广汽集团毛利率同比下滑13.19pp，下滑幅度明显超过行业平均，主要是因为广汽传祺盈利水平下降较多。

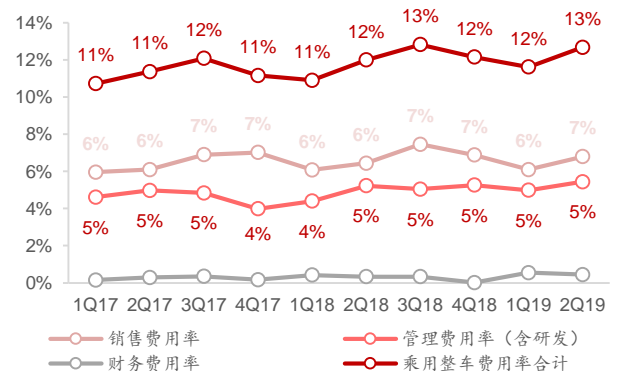
期间费用率略微上升。毛利率下滑的同时期间费用率有所上升，12家样本企业期间费用率12.2%，同比增长0.7pp；剔除上汽集团后期间费用率12.8%，同比基本持平。

图9 乘用车企毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图10 乘用车企期间费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

表3 乘用车整车企业毛利率 (%)

公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	-1.94%	-0.61%	12.33%	12.95%	13.23%	14.60%	14.27%	14.64%
不含上汽	-4.37%	-1.26%	12.09%	13.35%	13.71%	15.87%	16.46%	17.68%
*ST 海马	-1.62%	-1.83%	-2.08%	-0.25%	16.83%	3.05%	-0.46%	9.24%
长安汽车	-4.88%	6.90%	11.92%	5.02%	12.93%	18.01%	16.80%	12.00%
一汽轿车	1.49%	4.65%	20.29%	15.64%	18.08%	21.67%	18.80%	22.29%
一汽夏利	-37.13%	52.64%	-60.79%	-113.44%	-62.75%	-31.14%	-23.67%	-22.90%
比亚迪	0.44%	-3.71%	15.34%	19.05%	16.34%	17.21%	14.90%	17.14%
上汽集团	-0.70%	-0.22%	12.49%	12.72%	12.92%	13.90%	13.19%	13.07%

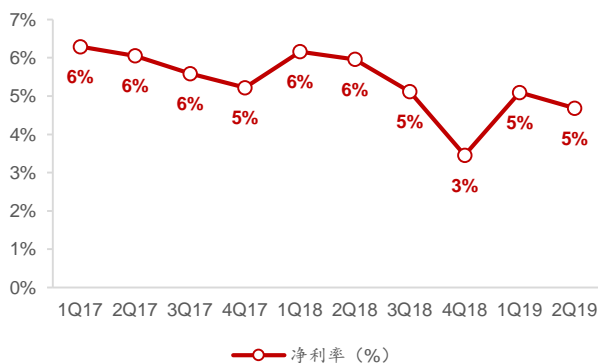
江淮汽车	3.44%	1.01%	11.71%	10.70%	8.49%	7.78%	8.27%	10.00%
北汽蓝谷	7.86%	-5.12%	7.86%	12.98%	12.63%	13.76%	0.00%	0.00%
小康股份	-10.68%	-4.97%	14.47%	19.44%	24.06%	24.13%	25.15%	22.65%
广汽集团	-14.10%	-6.61%	5.75%	12.36%	11.74%	17.98%	19.84%	24.52%
长城汽车	-5.68%	-0.16%	13.56%	13.72%	13.56%	13.65%	19.24%	20.44%
力帆股份	-11.63%	-8.75%	1.66%	10.41%	-7.25%	17.01%	13.29%	13.45%

资料来源: wind, 华西证券研究所

毛利率下降、期间费用率上升导致净利率显著下降。1H19 12家样本企业净利率为3.8%，相比1H18下降2.0pp；剔除上汽集团后毛利率1.9%，相比1H18大幅下降3.79pp。分企业来看，比亚迪、江淮汽车、北汽蓝谷、*ST海马四家企业净利率同比上升，其中前三家与毛利率趋势一致，*ST海马虽然净利率上升但仍处于亏损状态。头部车企中长安汽车净利率同比下滑12.1pp，主要受此前利润贡献较多的长安福特亏损影响。

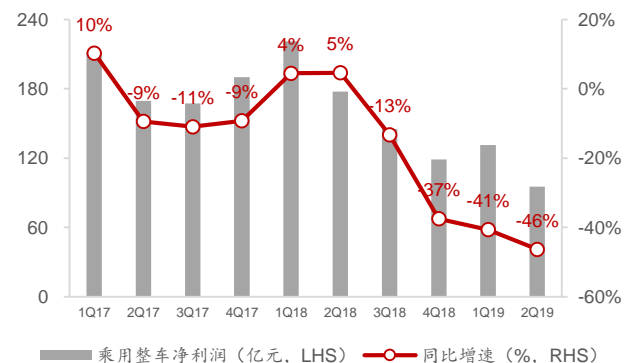
乘用车板块归母净利润大幅下降。1H19 12家样本乘用车企业合计实现归母净利润226亿元，同比大幅下滑43.2%；剔除上汽集团后合计实现归母净利润43亿元，同比大幅下滑67.1%。分企业来看，仅比亚迪、江淮汽车两家企业的归母净利润实现同比正增长。上汽集团、广汽集团、长城汽车、长安汽车的归母净利润均大幅下滑，其中长安汽车上半年出现亏损。

图 11 乘用车企净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 乘用车企归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 4 乘用车整车企业归母净利润同比增速

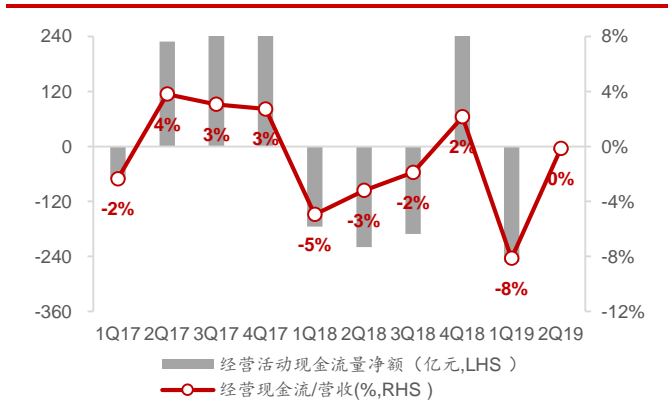
公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	-51.0%	-5.7%	-46.3%	-40.7%	-37.5%	-13.2%	4.6%	4.5%
不含上汽	-33.8%	16.4%	-57.0%	-73.4%	-69.3%	-40.3%	-23.1%	-16.3%
*ST 海马	-469.7%	-12.8%	-63.2%	-50.4%	28.5%	119.9%	406.5%	-239.8%
长安汽车	-65.7%	100.7%	-154.2%	-254.9%	-132.9%	-137.8%	-88.6%	-43.2%
一汽轿车	-61.2%	-38.7%	-111.7%	-73.0%	-70.2%	-32.8%	-50.6%	-36.1%
一汽夏利	-13.7%	-4.2%	-15.0%	-10.7%	-301.4%	-16.4%	-1.3%	-16.2%
比亚迪	80.4%	-211.9%	24.5%	236.4%	-3.1%	-1.9%	-55.9%	-66.2%
上汽集团	-64.3%	-20.3%	-42.1%	-21.9%	-25.0%	-1.0%	22.1%	21.8%

江淮汽车	92.9%	-137.6%	-184.8%	-47.2%	-1217.4%	14.9%	-277.7%	-43.4%
北汽蓝谷	-1255.5%	-35.4%	-1156.5%	-1121.2%	171.1%	4190.4%	98.9%	2091.7%
小康股份	-257.6%	-204.4%	-318.0%	-113.6%	-58.3%	-206.0%	-60.4%	39.7%
广汽集团	-57.9%	-1.4%	-29.2%	-27.8%	-43.0%	6.1%	28.7%	1.7%
长城汽车	-300.1%	8.5%	-53.5%	-62.0%	-40.1%	-47.8%	246.6%	6.5%
力帆股份	-1460.4%	-1190.4%	-1457.7%	-267.3%	-4756.5%	-75.5%	2.7%	7.6%

资料来源: wind, 华西证券研究所

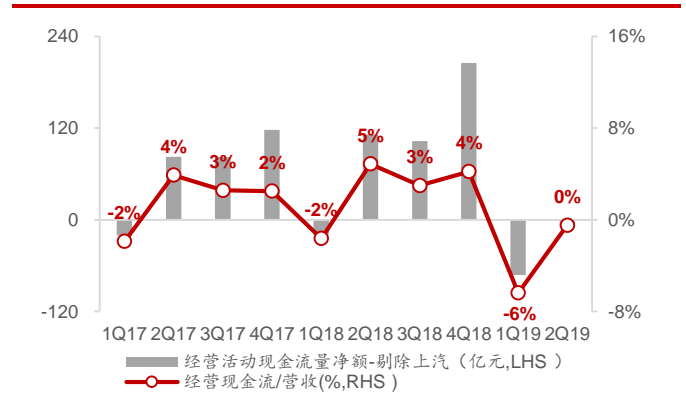
剔除上汽后板块经营活动现金流显著转差。1H19 12家样本乘用车企业合计经营活动现金流量净额-9亿元, 相比1H18增长210亿元, 主要受上汽集团经营活动现金流改善影响, 1H18上汽集团因子公司上汽财务发放贷款规模增加, 经营活动现金流量净额为-330亿元, 1H19公司金融回款增加, 经营活动现金流量净额为1亿元; 剔除上汽集团后合计经营活动现金流量净额-10亿元, 相比1H18下滑122亿元, 乘用车企业经营活动现金流总体转差, 1H19经营活动现金流量净额上升且为正的只有上汽集团、*ST海马两家企业。

图 13 乘用车企累计经营活动现金流量净额 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

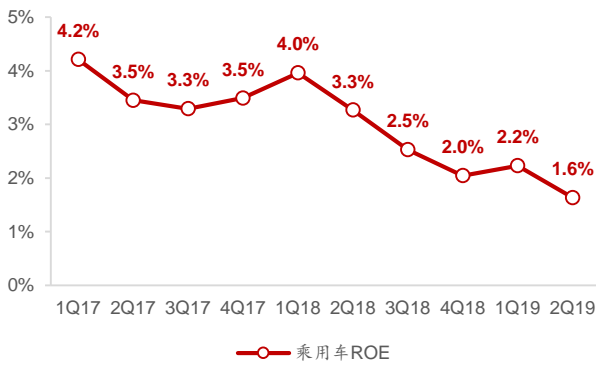
图 14 剔除上汽累计经营活动现金流量净额 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

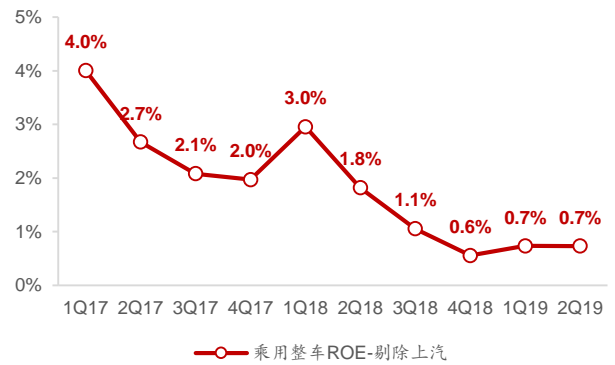
乘用车板块负债率上升, 资产收益率、周转率下降。2Q19 乘用车板块的净资产收益率为 1.6%, 同比下降 1.6pp, 环比下降 0.6pp; 剔除上汽后的净资产收益率为 0.7%, 同比下降 1.1pp, 环比持平, 资产收益率总体转差。资产负债率为 64.6%, 同比提升 2.7pp, 环比提升 1.7pp, 有所上升。存货周转率、应收账款周转率和固定资产周转率分别为 2.3%、0.4%和 0.9%, 同比分别提升 0.1pp、下降 0.01pp、下降 0.1pp, 存货周转率主要受行业去库存影响, 板块周转率总体下降。

图 15 乘用车企净资产收益率 (%)



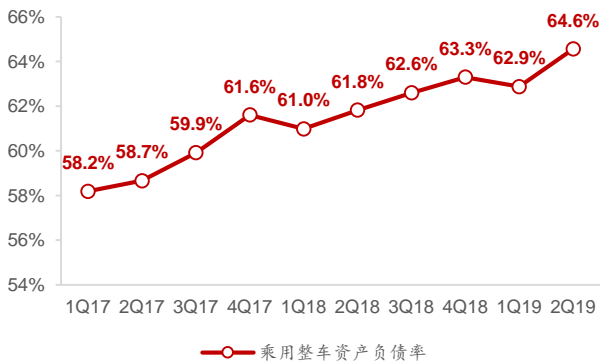
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 16 乘用车企净资产收益率 (剔除上汽) (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 17 乘用车企资产负债率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 18 乘用车企存货周转率 (%)



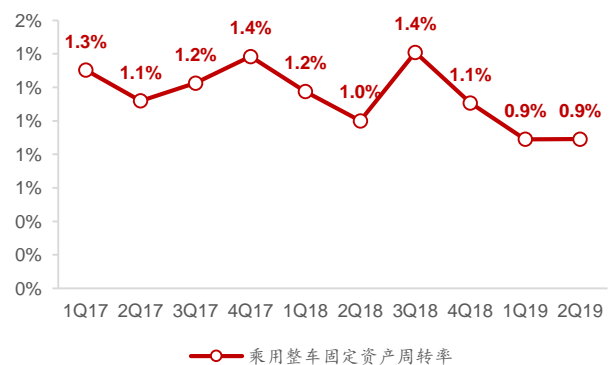
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 19 乘用车企应收账款周转率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 20 乘用车企固定资产周转率 (%)

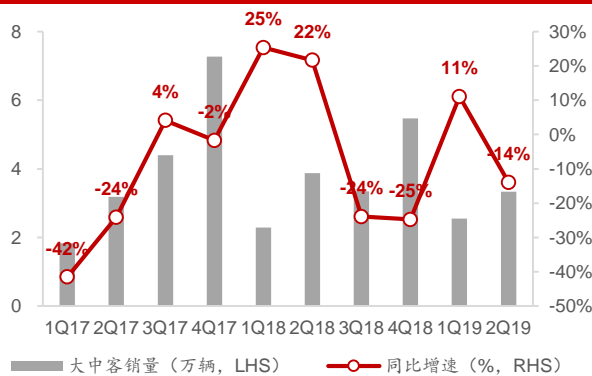


资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 客车整车：营收分化 头部企业盈利改善

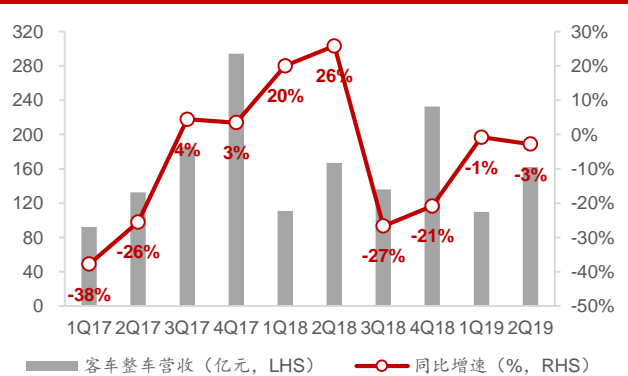
大中客销量总体低迷，上市客车企业营收下滑幅度小于行业销量下滑幅度，车企间分化明显。1H19 6家样本客车整车企业合计实现营收272亿元，同比下滑2%；其中2Q19实现营收162亿元，同比下滑3%。销量下滑是导致客车企业营收下滑的主要原因，近两年客车销量表现持续低迷，根据中汽协数据，1H19大中客销量5.87万辆，同比下滑9.9%；其中2Q19销量3.3万辆，同比下滑21.2%。2Q19大中客销量下滑幅度扩大与新能源汽车补贴政策调整有关，根据《关于支持新能源公交车推广应用的通知》，2019年新能源客车补贴过渡期为5月8日至8月7日，而2018年的过渡期为2月12日至6月11日，过渡期抢装主要集中在2018年5月和2019年7月，2Q18大中客销量基数较高。上市客车企业营收表现优于行业增速，与补贴逐步退坡后市场集中度提升有关。分企业来看，1H19宇通客车、中通客车、亚星客车、*ST安凯营收实现同比正增长，曙光股份、金龙汽车营收同比双位数下滑。

图 21 大中客销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 22 客车企业营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

表 5 客车整车企业营收同比增速（%）

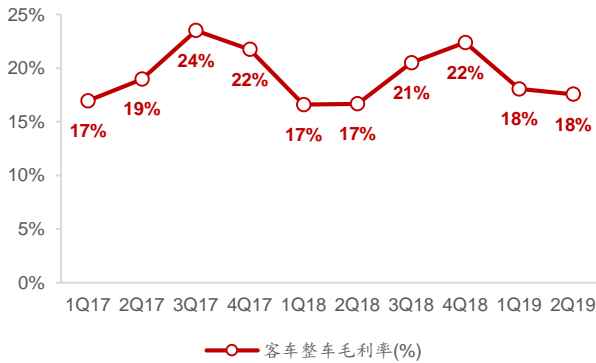
公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	-28.6%	-2.0%	-2.8%	-0.8%	-20.9%	-26.7%	25.8%	20.1%
*ST 安凯	42.3%	-28.6%	2.4%	31.1%	-50.4%	-35.1%	-39.8%	-33.4%
中通客车	17.9%	-26.6%	27.5%	54.1%	-19.9%	-55.2%	9.6%	-1.4%
宇通客车	-30.9%	0.3%	4.2%	3.9%	-13.0%	-24.0%	35.1%	20.4%
亚星客车	-47.1%	-34.5%	2.3%	36.9%	-17.9%	1.4%	49.5%	-10.1%
曙光股份	-22.3%	-13.3%	-39.5%	-26.2%	-39.3%	-31.7%	-17.2%	-3.5%
金龙汽车	-70.5%	4.3%	-17.2%	-21.5%	-25.1%	-19.0%	53.3%	63.0%

资料来源：wind，华西证券研究所

客车板块毛利率总体上升，企业间明显分化。1H19 6 家样本企业毛利率为 17.77%，相比 1H18 提升 1.13pp，这主要受营收体量最大的宇通客车毛利率改善带动，1H19 宇通客车毛利率 22.94%，同比提升 1.52pp，其他 5 家企业中仅 *ST 安凯因去年同期低基数原因导致毛利率上升，其余 4 家企业毛利率均出现不同程度的下滑。

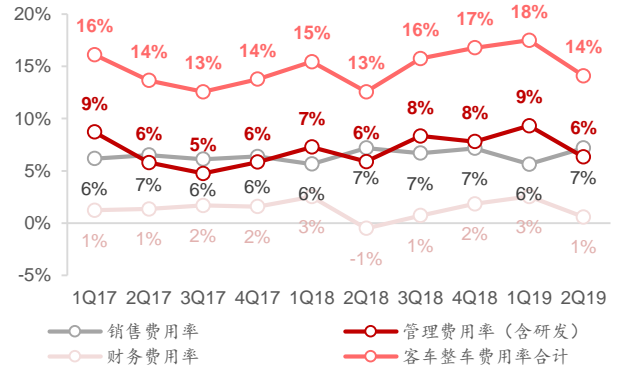
受宇通影响样本企业期间费用率随毛利率同步上升。6家样本企业1H19期间费用率提升1.76pp至15.47%，主要受宇通客车影响。1H19宇通客车受汇兑损益和研发投入加大影响，财务费用率和管研费用率分别上升1.05pp和1.26pp，期间费用率合计上升2.13pp。

图23 客车企业毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图24 客车企业期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

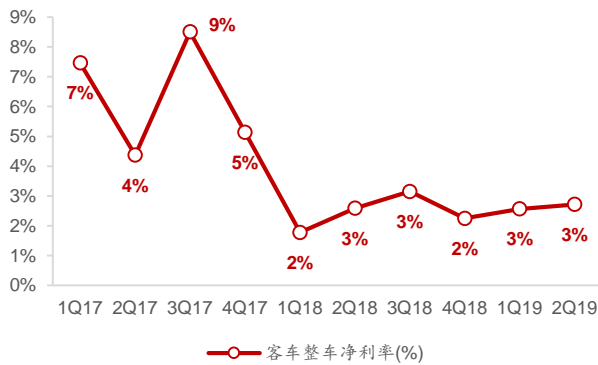
表6 客车整车企业毛利率 (%)

公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	0.90%	-0.49%	17.57%	18.06%	22.39%	20.50%	16.68%	16.60%
*ST 安凯	11.82%	3.78%	18.75%	14.97%	6.34%	0.82%	6.93%	2.41%
中通客车	-1.63%	-1.46%	13.84%	15.31%	17.33%	17.85%	15.48%	13.00%
宇通客车	1.49%	-2.19%	22.10%	24.28%	27.97%	27.27%	20.61%	22.69%
亚星客车	-2.17%	-3.23%	14.78%	18.02%	19.86%	20.60%	16.95%	19.05%
曙光股份	-3.56%	-2.14%	11.74%	13.88%	6.53%	14.24%	15.30%	18.62%
金龙汽车	-0.95%	1.35%	12.29%	10.94%	17.95%	11.50%	13.24%	11.74%

资料来源: wind, 华西证券研究所

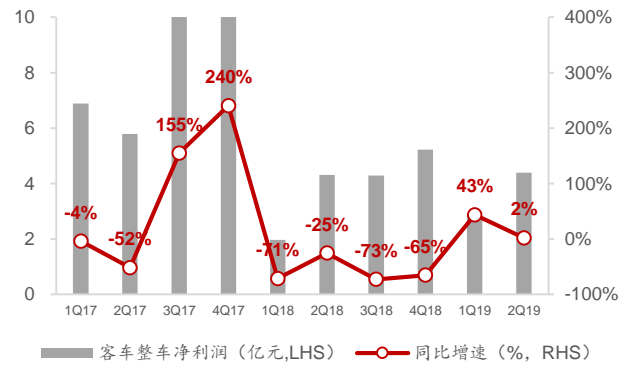
客车企业盈利分化，除宇通外均在盈亏平衡点附近。1H19 6家样本企业净利率为2.7%，相比1H18提升0.39pp，主要是因为宇通客车盈利改善，1H19净利率提升0.3pp至5.5%，其他5家企业中除*ST安凯净利率改善外其他4家全部下滑。6家样本企业合计实现归母净利润7.2亿元，同比增长14.9%，相比去年同期增加0.9亿元，其中宇通客车归母净利润6.9亿元，贡献增量0.7亿元，其余企业均在盈亏平衡点附近。

图 25 客车企业净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 26 客车企业归母净利润及同比增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 7 客车整车企业归母净利润同比增速 (%)

公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	27.4%	-41.5%	1.9%	43.4%	-65.4%	-72.9%	-25.5%	-71.5%
*ST 安凯	-333.9%	-12.9%	-122.5%	-109.7%	307.8%	57.5%	211.4%	198.0%
中通客车	-79.4%	-204.9%	-0.3%	204.6%	-95.8%	-94.8%	79.1%	-97.3%
宇通客车	49.5%	9.8%	15.3%	5.5%	-9.8%	-46.9%	-34.2%	-9.0%
亚星客车	-46.4%	50.9%	-28.4%	-79.2%	-127.1%	-80.8%	18.0%	-37.4%
曙光股份	-1833.1%	-1615.0%	-1939.5%	-324.5%	46.3%	343.6%	-106.5%	-96.9%
金龙汽车	-47.9%	-2.2%	-46.8%	-44.6%	-75.8%	-98.0%	1.1%	-73.8%

资料来源: wind, 华西证券研究所

国补集中发放导致经营活动现金流总体好转。1H19 6 家样本企业合计经营活动现金流量净额 11.1 亿元, 相比 1H18 增长 24.7 亿元, 宇通客车、中通客车、亚星客车和*ST 安凯的经营活动现金流量净额同比上升, 主要是因为 5 月国家新能源汽车推广补贴集中发放。

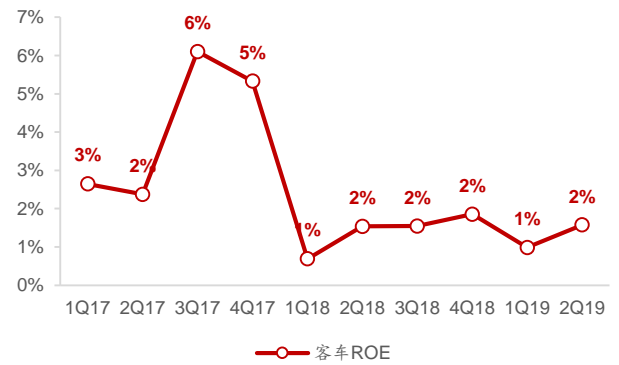
资产负债率下降, 收益率上升, 周转率环比改善。2Q19 客车板块的净资产收益率为 1.6%, 同比基本持平, 环比增长 0.6pp, 主要受宇通客车拉动。资产负债率为 74.4%, 同比下降 0.3pp, 环比下降 0.3pp, 负债压力减小, 与国补资金收回有关。存货周转率、应收账款周转率和固定资产周转率分别为 2.4%、1.9%和 1.9%, 环比分别提升 0.6pp、0.2pp 和 0.7pp, 周转率总体改善。

图 27 客车企业经营活动现金流量净额/营收 (%)



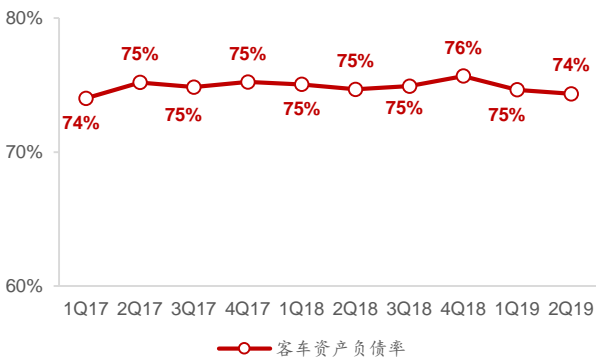
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 28 客车企业净资产收益率 (%)



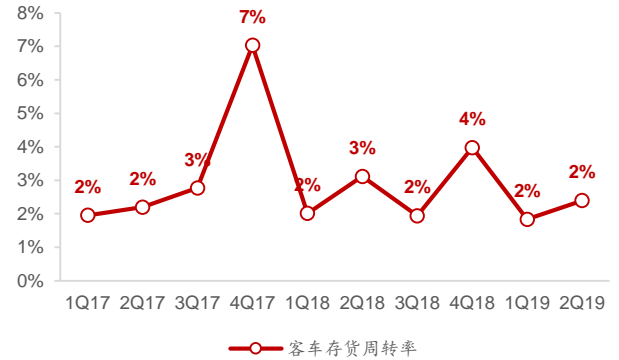
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 29 客车企业资产负债率 (%)



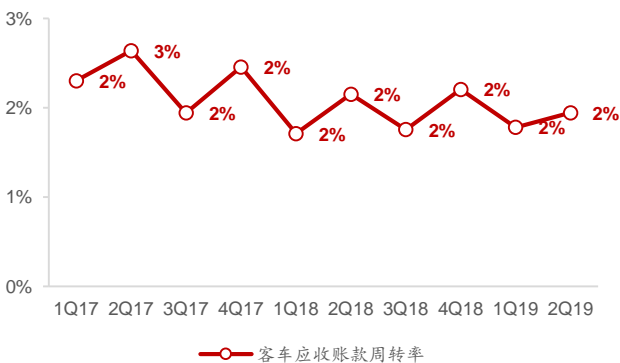
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 30 客车企业存货周转率 (%)



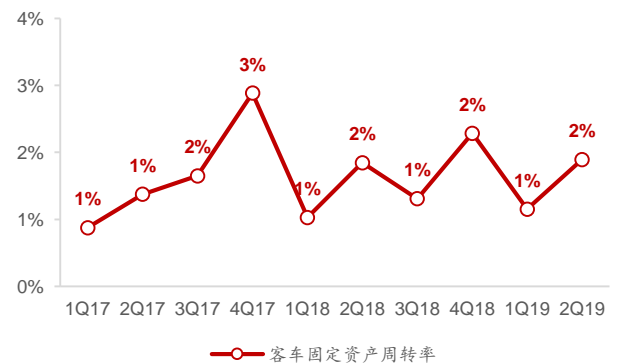
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 31 客车企业应收账款周转率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 32 客车企业固定资产周转率 (%)



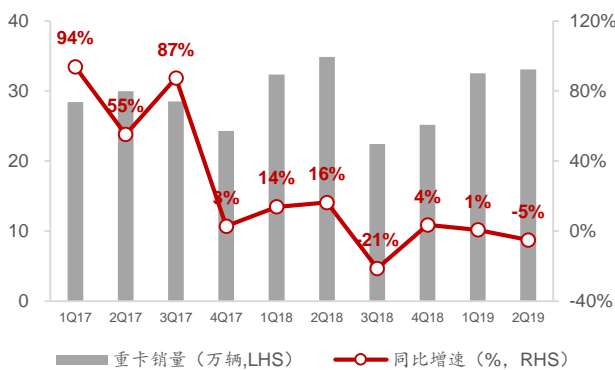
资料来源: wind, 华西证券研究所

4.货车：销量小幅下滑 重卡板块盈利稳健

受重卡、轻卡销量小幅下滑影响 2019 营收下滑。1H19 6 家样本货车企业合计实现营收 1643 亿元，同比增长 8%；其中 2Q19 实现营收 815 亿元，同比下滑 1%，营收走弱主要受销量小幅下滑影响。5 月央视曝光轻卡行业“大吨小标”现象，事件很快蔓延到重卡领域，目前主要影响 4.2 米轻卡、自卸车、混凝土搅拌车上牌。轻卡销量受“大吨小标”事件影响最为明显，根据中汽协数据，1H19 轻卡销量 95.8 万辆，同比下滑 1.4%；其中 1Q19 销量 49.2 万辆，同比增长 6.0%，2Q19 销量 46.5 万辆，同比下滑 8.0%，季度间销量增速差异巨大。重卡销量表现相对平稳，1H19 重卡销量 65.6 万辆，在去年的高基数下同比小幅下滑 2.3%。

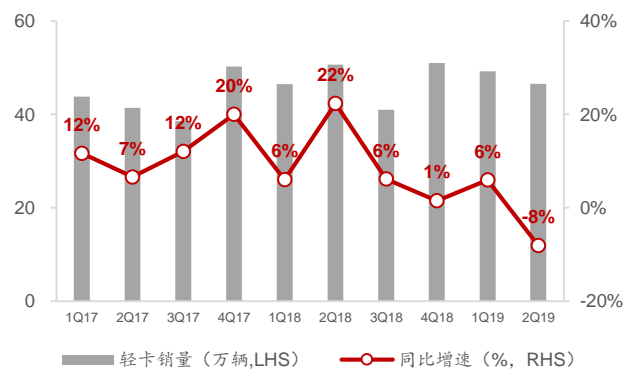
业务差别导致车企间营收分化。1H19 6 家样本货车企业合计实现营收 1643 亿元，同比增长 8%；其中 2Q19 实现营收 815 亿元，同比下滑 1%。货车板块样本企业主营业务存在差异，导致车企间营收分化明显，1H19 潍柴动力在重卡板块（母公司发动机业务、法士特变速箱业务、陕重汽重卡整车业务）和非重卡板块（KION）均有不错的表现，营收同比增长 10%；中国重汽在自卸车、水泥搅拌车领域市场地位领先，2Q19 受“大吨小标”事件影响营收同比下降 17.8%；江铃汽车轻卡销量占比较高，2Q19 受“大吨小标”事件影响营收同比下降 7.6%。

图 33 重卡销量及同比增速（万辆，%）



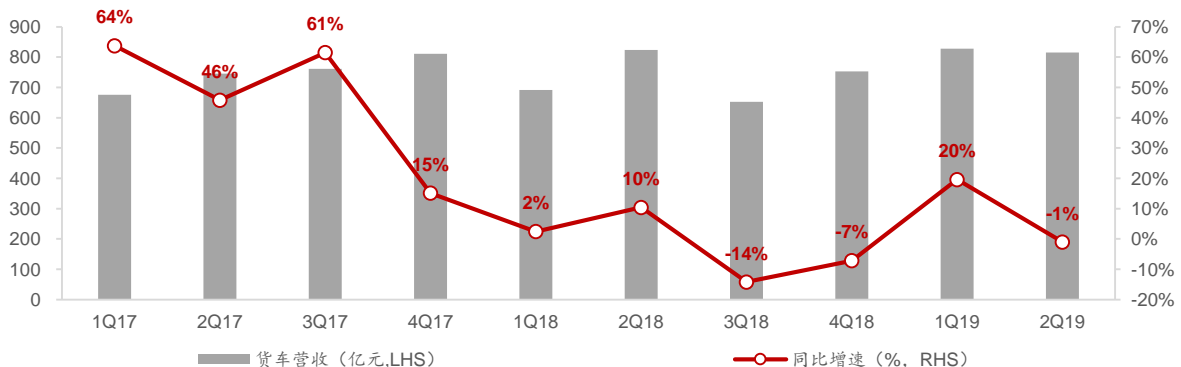
资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 34 轻卡销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：中汽协, 华西证券研究所

图 35 货车企业营收及同比增速（亿元，%）



资料来源: wind, 华西证券研究所

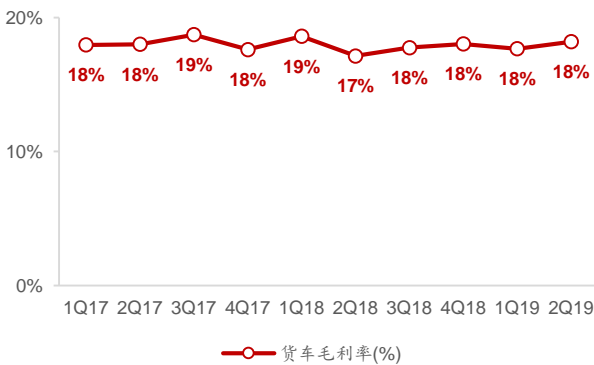
表 8 货车企业营收同比增速 (%)

公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	-11.4%	-20.6%	-1.0%	19.6%	-7.1%	-14.2%	10.4%	2.4%
潍柴动力	-9.3%	-9.3%	6.0%	15.3%	2.6%	-8.5%	15.3%	12.1%
江铃汽车	-11.5%	-8.0%	-7.6%	0.4%	-9.6%	-12.8%	3.9%	-20.5%
威孚高科	-30.1%	-11.9%	-17.0%	-5.1%	-24.2%	3.6%	13.1%	-2.7%
中国重汽	-36.8%	-42.5%	-17.8%	24.8%	1.2%	-12.8%	19.1%	29.4%
东风汽车	32.1%	-17.4%	9.4%	26.8%	-2.4%	-28.8%	-22.7%	-35.9%
福田汽车	-5.2%	-53.0%	-2.7%	50.3%	-35.1%	-29.8%	2.4%	-14.2%

资料来源: wind, 华西证券研究所

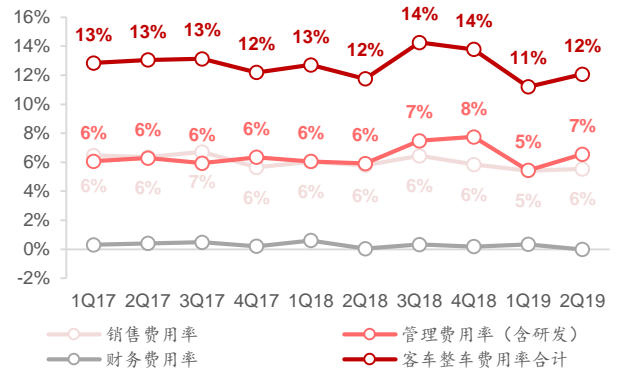
货车板块毛利率微增, 期间费用率略微下降。1H19 6 家样本企业毛利率为 17.9%, 相比 1H18 略微提升 0.1pp, 其中中国重汽、江铃汽车和威孚高科毛利率改善较多, 中国重汽主要是因为新管理层上任后成本管控力度加大, 江铃汽车主要是因为领界上量导致产能利用率提升, 威孚高科主要是因为成本下降。6 家样本企业期间费用率总体平稳, 1H19 小幅下降 0.6pp 至 11.6%, 其中重卡板块的潍柴动力、中国重汽的期间费用率均小幅下降; 福田汽车大幅下降 5.6pp, 主要是因为宝沃资产剥离后财务费用下降; 江铃汽车因领界上市相关费用增加、威孚高科因员工工资增加期间费用率提升较多。

图 36 货车企业毛利率略微提升 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 37 货车企业期间费用率总体平稳 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 9 货车企业毛利率 (%)

公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	1.07%	0.52%	18.20%	17.68%	18.03%	17.76%	17.13%	18.61%
潍柴动力	1.22%	0.18%	21.84%	21.66%	24.33%	21.29%	20.61%	23.09%
江铃汽车	1.28%	1.87%	15.78%	13.91%	12.05%	14.55%	14.50%	13.54%
威孚高科	0.64%	-0.84%	22.23%	23.07%	30.07%	21.00%	21.59%	21.60%
中国重汽	2.02%	1.92%	11.46%	9.54%	7.53%	9.24%	9.43%	8.98%

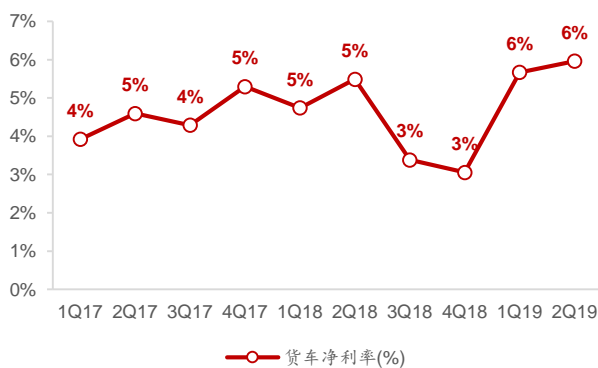
东风汽车	0.23%	-2.88%	10.91%	13.80%	11.58%	9.64%	10.69%	14.72%
福田汽车	-2.33%	0.13%	13.43%	13.30%	7.65%	16.46%	15.76%	13.11%

资料来源: wind, 华西证券研究所

货车板块净利率受期间费用率影响较多。1H19 6家样本企业净利率为5.8%，相比1H18提升0.7pp。分企业来看，净利率受期间费用率影响较多，重卡板块的潍柴动力、中国重汽净利率小幅上升，江铃汽车、威孚高科净利率明显下降，福田汽车净利率大幅上升。

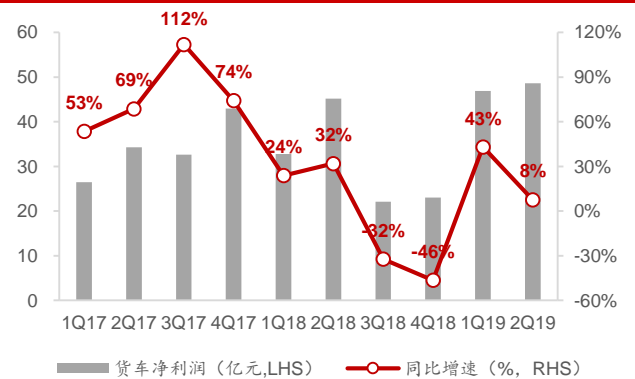
净利润增量主要由重卡企业贡献。6家样本企业合计实现归母净利润95.5亿元，同比增长22.5%，相比去年同期增加17.5亿元，其中潍柴动力归母净利润68.9亿元，贡献增量10.1亿元，中国重汽归母净利润8.7亿元，贡献增量2.2亿元，两者合计贡献了7成的净利润增量。

图 38 货车企业净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 39 货车企业归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 10 货车企业归母净利润同比增速 (%)

公司名称	2Q 同比	2Q 环比	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
合计	-24.4%	-35.5%	7.6%	43.1%	-46.4%	-32.3%	31.9%	23.8%
潍柴动力	-61.0%	-25.7%	6.0%	31.7%	9.8%	-11.4%	67.0%	72.2%
江铃汽车	-30.6%	4.0%	-79.6%	-83.6%	-367.8%	-210.5%	-49.0%	-32.8%
威孚高科	-36.2%	-12.7%	-25.7%	-12.9%	-49.5%	-5.0%	10.5%	20.3%
中国重汽	13.2%	-56.4%	11.5%	67.9%	0.6%	-0.9%	-1.6%	25.0%
东风汽车	2196.2%	-10.1%	-23.6%	-13.6%	68.1%	-173.7%	-2219.8%	-2219.8%
福田汽车	6208.3%	-39.5%	-150.1%	-110.6%	2644.3%	-3809.8%	-6358.3%	-959.6%

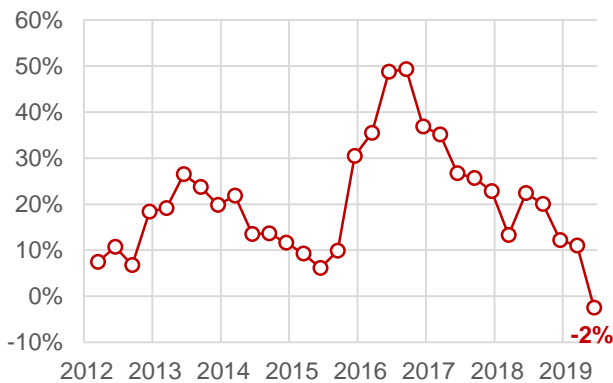
资料来源: wind, 华西证券研究所

5. 零部件：营收增速转负 毛利率微升

汽车零部件 2019 营收增速首次为负，毛利率微升：1H19 零部件板块营收/净利润同比增速 3.8%/-15.6%；2019 营收/净利润同比、环比增速分别为-2.5%/-20.6%、2.1%/5.1%，毛利率同环比分别提升 1.7pp/0.6pp，期间费用率同比提升 1.3pp，环比基本持平，现金流环比改善，资产收益率和周转率同比下行。汽车零部件板块业绩整体承压主要受下游乘用车市场低迷（1H19 乘用车产量同比下滑 15.8%）的影响。

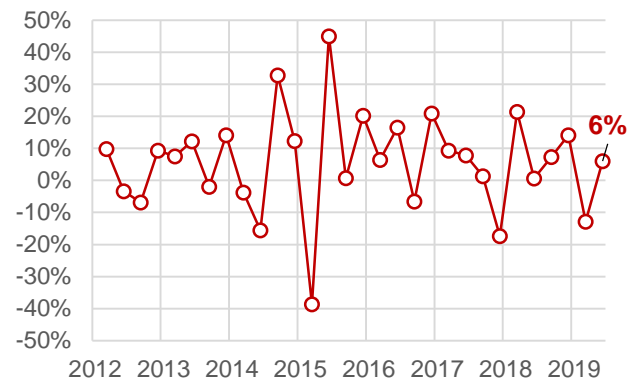
零部件个股表现分化明显：1) 新能源产业链表现较好（宁德时代 2019 营收+82.1%，净利润+104.7%，扣非归母净利润+110.9%）；2) 轮胎行业受益于格局优化而逆势增长（玲珑轮胎 2019 营收+14.6%，净利润+47.1%，扣非归母净利润+37.2%；赛轮轮胎 2019 营收+5.3%，净利润+60.2%，扣非归母净利润+65.4%）；3) 优质零部件公司实现进口替代，新订单及客户有望实现突破（星宇股份 2019 营收+0.6%，净利润-0.1%，扣非归母净利润+5.6%）。

图 40 汽车零部件单季度营收同比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 41 汽车零部件单季度营收环比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

66 家公司中，2019 营收同比增长的有 29 家，占 44%；环比增长的有 39 家，占 59%。其中，宁德时代、天成自控、岱美股份等公司同比增速居前，常熟汽饰、金固股份等公司环比增速居前。

表 11 零部件板块中营收同比增速前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	2019-1Q19	2019-2Q18	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
前 1	宁德时代	-87%	65%	82%	169%	31%	72%	17%	155%
前 2	天成自控	-35%	46%	70%	106%	22%	-3%	24%	75%
前 3	岱美股份	-3%	30%	41%	45%	44%	49%	12%	17%
前 4	常熟汽饰	45%	0%	32%	-14%	-5%	15%	31%	5%
前 5	双林股份	20%	46%	28%	8%	6%	28%	-19%	16%
前 6	科力远	22%	27%	27%	6%	45%	54%	1%	-18%
前 7	中国动力	-24%	14%	15%	39%	43%	28%	1%	5%
前 8	玲珑轮胎	0%	4%	15%	15%	18%	6%	11%	4%
前 9	鹏翎股份	-15%	0%	13%	28%	71%	12%	13%	9%

前 10	云意电气	7%	12%	11%	5%	4%	16%	-1%	-6%
后 1	京威股份	-24%	-72%	-53%	-29%	-29%	-4%	20%	2%
后 2	威帝股份	-41%	-138%	-52%	-11%	-13%	-45%	86%	34%
后 3	蓝黛传动	14%	-38%	-42%	-56%	-67%	-26%	-4%	-1%
后 4	宁波高发	3%	-61%	-39%	-42%	-22%	4%	22%	29%
后 5	浩物股份	-12%	-41%	-38%	-26%	-18%	15%	3%	16%
后 6	跃岭股份	-36%	-59%	-34%	2%	32%	17%	25%	19%
后 7	亚太股份	-11%	-43%	-30%	-19%	-17%	-4%	13%	6%
后 8	金固股份	-2%	-57%	-27%	-25%	-49%	1%	30%	-6%
后 9	拓普集团	-8%	-59%	-24%	-17%	-1%	15%	35%	28%
后 10	新泉股份	1%	-37%	-21%	-22%	-10%	18%	16%	19%

资料来源: wind, 华西证券研究所

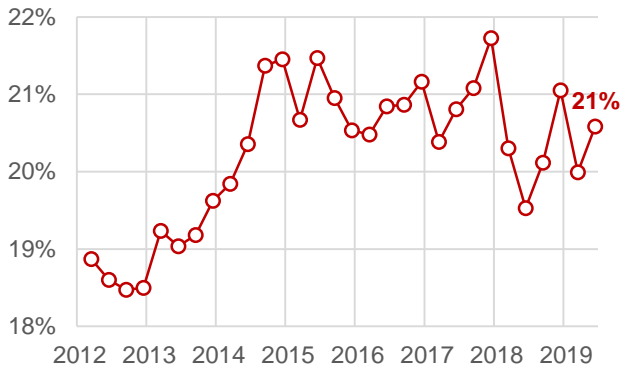
表 12 零部件板块中营收环比增速前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	2019-1Q19	2019-2Q18	2019	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
前 1	常熟汽饰	85%	53%	54%	-31%	19%	5%	1%	-24%
前 2	金固股份	37%	-4%	35%	-2%	-39%	-9%	39%	-34%
前 3	科力远	74%	22%	29%	-45%	10%	63%	7%	-24%
前 4	蓝黛传动	34%	30%	28%	-6%	-15%	-43%	-3%	-30%
前 5	德赛西威	52%	22%	26%	-26%	12%	-18%	4%	-10%
前 6	北特科技	44%	12%	21%	-23%	15%	-5%	10%	9%
前 7	德尔股份	33%	-1%	19%	-14%	6%	-4%	20%	-12%
前 8	一汽富维	37%	0%	17%	-20%	10%	-4%	17%	-16%
前 9	万安科技	26%	1%	17%	-9%	1%	-17%	16%	-12%
前 10	万里扬	30%	3%	15%	-15%	7%	-6%	12%	-19%
后 1	浩物股份	-37%	-13%	-33%	4%	-4%	-7%	-20%	15%
后 2	跃岭股份	2%	-41%	-26%	-27%	24%	-1%	15%	-6%
后 3	威帝股份	34%	-63%	-26%	-59%	265%	-56%	37%	-60%
后 4	京威股份	-6%	-38%	-25%	-19%	-5%	-17%	12%	-20%
后 5	云内动力	-15%	-3%	-23%	-9%	71%	-13%	-20%	-11%
后 6	亚太股份	-6%	-13%	-17%	-11%	28%	-26%	-4%	-9%
后 7	凯众股份	-16%	-5%	-12%	4%	8%	-11%	-7%	31%
后 8	星宇股份	-15%	-18%	-10%	6%	6%	0%	9%	-6%
后 9	中原内配	-9%	-26%	-10%	-1%	2%	-14%	17%	-4%
后 10	正裕工业	6%	-37%	-9%	-15%	15%	14%	28%	-6%

资料来源: wind, 华西证券研究所

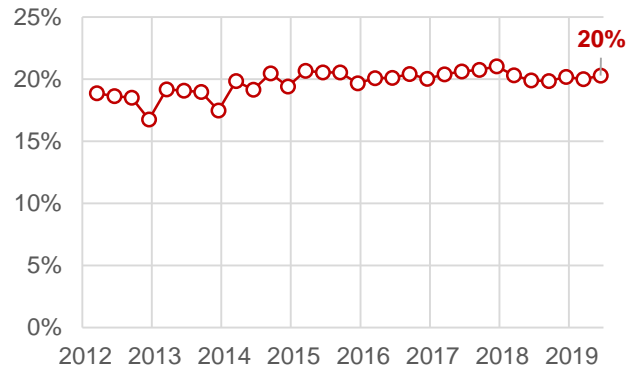
零部件板块毛利率同环比均提升。2019 零部件板块毛利率为 20.6%，较 1Q19 提升 0.6pp，较 2Q18 提升 1.7pp，整体上仍在相对稳定的区间。

图 42 汽车零部件板块单季毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 43 汽车零部件板块累计毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

66 家公司中毛利率环比提升的有 35 家，占 53%；同比提升的有 34 家，占 52%。其中，新坐标、威帝股份、福耀玻璃、精锻科技等公司毛利率居前列但同比有所下滑，赛轮轮胎、三花智控、模塑科技等公司毛利率环比改善幅度较大。

表 13 零部件板块中毛利率排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	2Q19-1Q19	2Q19-2Q18	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
前 1	新坐标	2%	-1%	64%	62%	63%	64%	64%	64%
前 2	威帝股份	-5%	-6%	46%	51%	58%	46%	52%	55%
前 3	凯众股份	-5%	-5%	38%	43%	40%	39%	43%	47%
前 4	中原内配	4%	-1%	37%	33%	40%	40%	38%	42%
前 5	富临精工	3%	2%	37%	33%	29%	33%	35%	34%
前 6	福耀玻璃	-3%	-6%	36%	39%	42%	44%	42%	42%
前 7	豪迈科技	7%	0%	36%	28%	34%	36%	35%	31%
前 8	精锻科技	-3%	-7%	35%	38%	34%	37%	42%	40%
前 9	腾龙股份	3%	3%	34%	32%	32%	33%	32%	29%
前 10	云意电气	2%	-3%	34%	33%	35%	36%	38%	35%
后 1	蓝黛传动	1%	-22%	-1%	-2%	4%	12%	21%	23%
后 2	一汽富维	0%	0%	9%	8%	6%	7%	8%	8%
后 3	云内动力	-7%	-3%	10%	16%	9%	12%	13%	16%
后 4	华达科技	-4%	-3%	12%	16%	16%	19%	15%	22%
后 5	亚太股份	-1%	-3%	12%	13%	11%	15%	14%	13%
后 6	科力远	2%	-1%	13%	10%	10%	33%	14%	10%
后 7	东安动力	2%	0%	13%	11%	7%	14%	13%	12%
后 8	京威股份	3%	-2%	13%	10%	9%	15%	14%	22%
后 9	中国动力	1%	-1%	14%	13%	19%	14%	14%	14%

后 10	凌云股份	-5%	-5%	14%	19%	20%	18%	20%	19%
------	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源: wind, 华西证券研究所

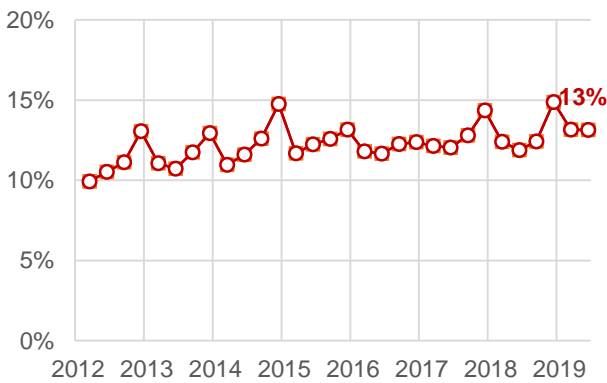
表 14 零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	2019-1Q19	2019-2Q18	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
前 1	赛轮轮胎	9%	7%	27%	17%	22%	20%	20%	17%
前 2	豪迈科技	7%	0%	36%	28%	34%	36%	35%	31%
前 3	三花智控	6%	3%	31%	25%	31%	29%	28%	28%
前 4	光洋股份	4%	-1%	21%	18%	16%	21%	22%	22%
前 5	模塑科技	4%	0%	21%	17%	20%	16%	20%	21%
前 6	中原内配	4%	-1%	37%	33%	40%	40%	38%	42%
前 7	宁波华翔	3%	3%	21%	18%	21%	19%	19%	20%
前 8	富临精工	3%	2%	37%	33%	29%	33%	35%	34%
前 9	正裕工业	3%	16%	34%	31%	30%	24%	18%	20%
前 10	东风科技	3%	0%	18%	14%	18%	16%	17%	15%
后 1	云内动力	-7%	-3%	10%	16%	9%	12%	13%	16%
后 2	松芝股份	-6%	2%	24%	30%	28%	24%	22%	26%
后 3	凌云股份	-5%	-5%	14%	19%	20%	18%	20%	19%
后 4	凯众股份	-5%	-5%	38%	43%	40%	39%	43%	47%
后 5	威帝股份	-5%	-6%	46%	51%	58%	46%	52%	55%
后 6	华达科技	-4%	-3%	12%	16%	16%	19%	15%	22%
后 7	万里扬	-3%	-1%	24%	28%	23%	20%	26%	28%
后 8	华懋科技	-3%	-9%	32%	35%	39%	40%	41%	42%
后 9	黎明股份	-3%	2%	21%	24%	22%	19%	20%	23%
后 10	跃岭股份	-3%	4%	20%	23%	20%	20%	16%	16%

资料来源: wind, 华西证券研究所

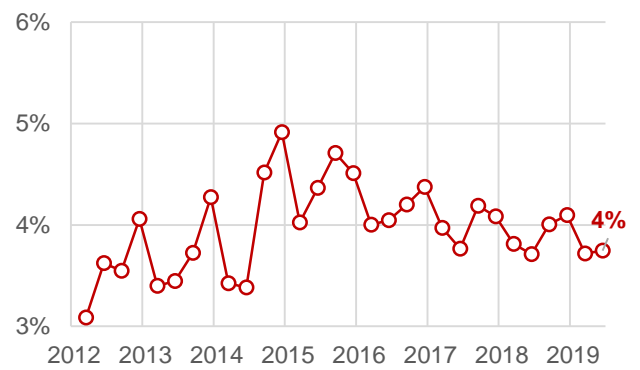
汽车零部件板块 2019 费用率同比小幅提升。2019 期间费用率为 13.1%，同比提升 1.3pp，环比基本持平。管研费用率同比提升 0.8pp，环比提升 0.6pp；销售费用率同环比分别微升 0.2pp 和 0.1pp；财务费用率同比提升 0.3pp，环比下降 0.6pp。

图 44 汽车零部件板块单季期间费用率 (%)



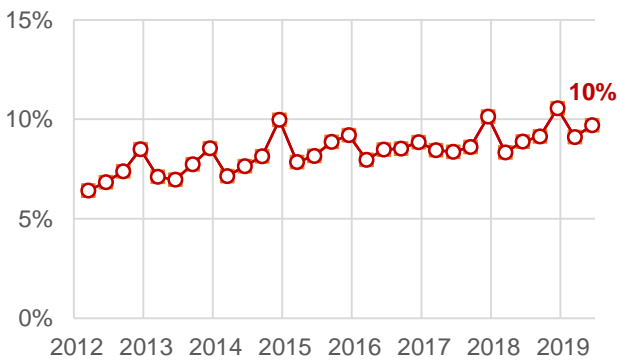
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 45 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)



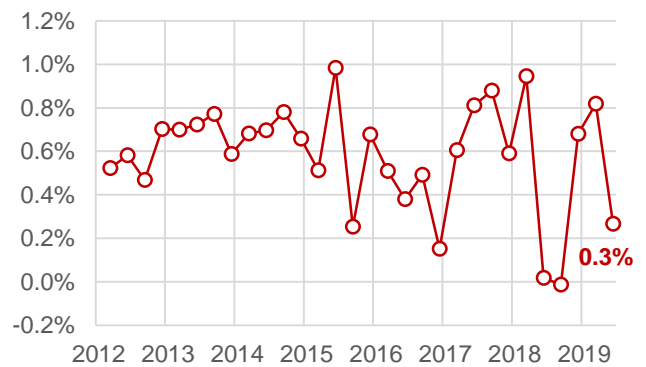
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 46 汽车零部件板块单季管研费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 47 汽车零部件板块单季财务费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

66 家零部件公司中, 2019 期间费用率低于板块整体的共 24 家, 占 36%。环比改善的共 32 家, 占 48%, 其中福耀玻璃、爱柯迪、岱美股份、新坐标等公司环比改善显著。

表 15 零部件板块中期间费用率排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	2019-1Q19	2019-2Q18	2019	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
前 1	威帝股份	41%	48%	67%	27%	18%	39%	20%	22%
前 2	浩物股份	12%	13%	35%	23%	34%	27%	22%	17%
前 3	科力远	-4%	0%	32%	36%	27%	17%	32%	27%
前 4	中原内配	3%	7%	28%	25%	20%	24%	21%	29%
前 5	蓝黛传动	1%	12%	26%	25%	22%	30%	14%	13%
前 6	模塑科技	3%	0%	22%	19%	28%	23%	22%	21%
前 7	常熟汽饰	-4%	3%	22%	26%	19%	21%	19%	21%
前 8	云意电气	2%	2%	21%	19%	16%	18%	20%	21%

前 9	德赛西威	3%	6%	21%	18%	15%	19%	15%	12%
前 10	德尔股份	0%	0%	21%	21%	17%	22%	21%	23%
后 1	一汽富维	-1%	0%	4%	5%	5%	6%	4%	5%
后 2	豪迈科技	-2%	2%	8%	10%	11%	7%	6%	13%
后 3	中国动力	-1%	1%	8%	9%	12%	8%	7%	8%
后 4	星宇股份	-1%	1%	8%	9%	11%	9%	8%	9%
后 5	云内动力	0%	0%	9%	9%	6%	11%	9%	8%
后 6	黎明股份	0%	1%	10%	10%	6%	10%	9%	8%
后 7	华域汽车	0%	1%	11%	10%	10%	11%	10%	9%
后 8	爱柯迪	-7%	2%	11%	17%	18%	4%	9%	17%
后 9	跃岭股份	-1%	3%	11%	12%	12%	7%	7%	12%
后 10	华菱星马	0%	1%	11%	10%	11%	13%	10%	11%

资料来源: wind, 华西证券研究所

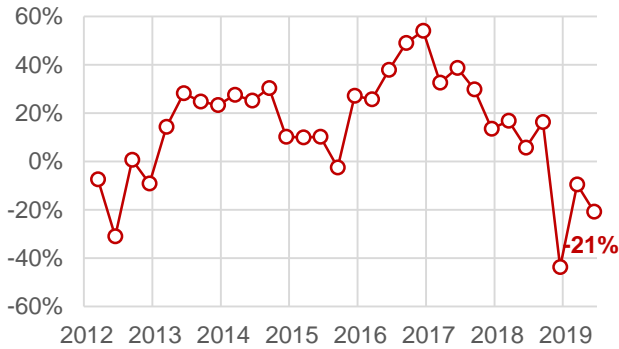
表 16 零部件板块中期间费用率环比改善排名前 10 名和后 10 名的公司

排名	公司	2019-1Q19	2019-2Q18	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
前 1	福耀玻璃	-7%	3%	18%	25%	26%	19%	15%	26%
前 2	爱柯迪	-7%	2%	11%	17%	18%	4%	9%	17%
前 3	金麒麟	-4%	3%	12%	16%	25%	12%	8%	22%
前 4	科力远	-4%	0%	32%	36%	27%	17%	32%	27%
前 5	岱美股份	-4%	3%	14%	18%	16%	12%	11%	18%
前 6	新坐标	-4%	-6%	20%	24%	23%	25%	26%	24%
前 7	广东鸿图	-4%	2%	16%	20%	17%	16%	14%	19%
前 8	常熟汽饰	-4%	3%	22%	26%	19%	21%	19%	21%
前 9	富临精工	-3%	1%	19%	22%	16%	19%	18%	22%
前 10	宁德时代	-3%	-6%	13%	16%	18%	11%	18%	19%
后 1	威帝股份	41%	48%	67%	27%	18%	39%	20%	22%
后 2	浩物股份	12%	13%	35%	23%	34%	27%	22%	17%
后 3	中鼎股份	7%	5%	21%	14%	24%	13%	16%	13%
后 4	凯众股份	4%	4%	18%	14%	28%	18%	15%	14%
后 5	赛轮轮胎	4%	3%	15%	11%	14%	13%	12%	13%
后 6	东安动力	3%	2%	15%	11%	24%	17%	13%	13%
后 7	华懋科技	3%	5%	14%	10%	11%	11%	9%	9%
后 8	中原内配	3%	7%	28%	25%	20%	24%	21%	29%
后 9	模塑科技	3%	0%	22%	19%	28%	23%	22%	21%
后 10	德赛西威	3%	6%	21%	18%	15%	19%	15%	12%

资料来源: wind, 华西证券研究所

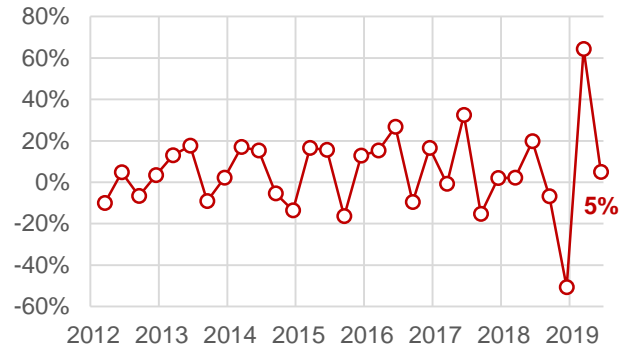
汽车零部件板块 2Q19 扣非净利润同比降幅加大，环比增加优于营收。2Q19 扣非净利润同比增速相比 1Q19 有所回落，从 1Q19 的-9.5%回落至-20.7%。扣非净利环比增速 5.1%，表现好于营收（环比增速 2.1%）。结构上宁德时代、赛轮轮胎等公司的同比贡献显著。

图 48 汽车零部件单季扣非净利同比 (%)



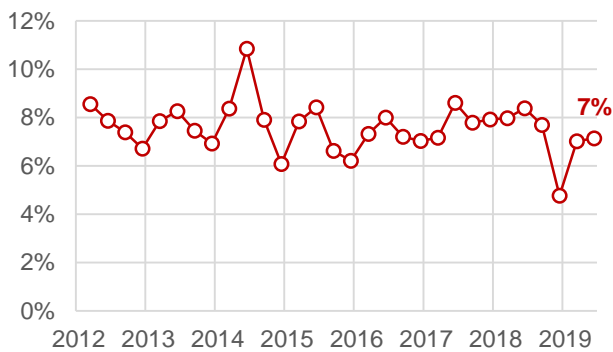
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 49 汽车零部件单季扣非净利环比 (%)



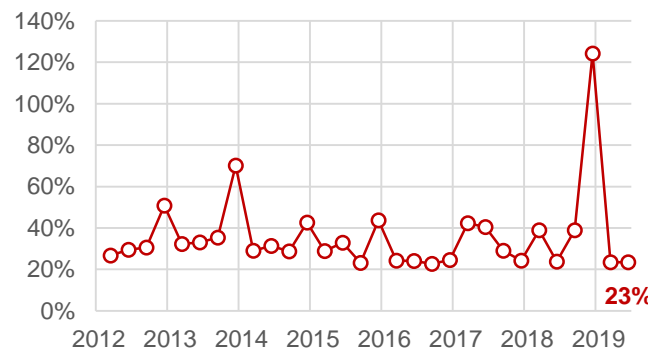
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 50 汽车零部件单季净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

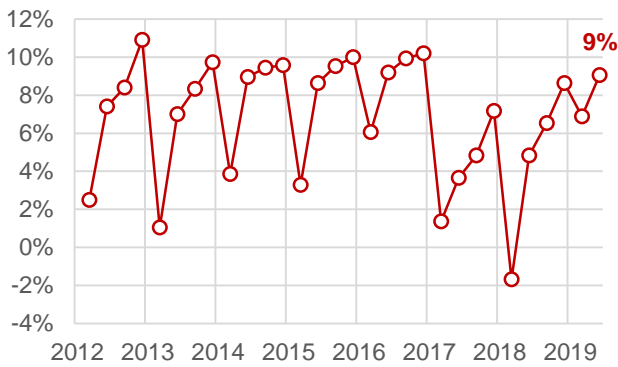
图 51 汽车零部件单季投资收益/扣非净利 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

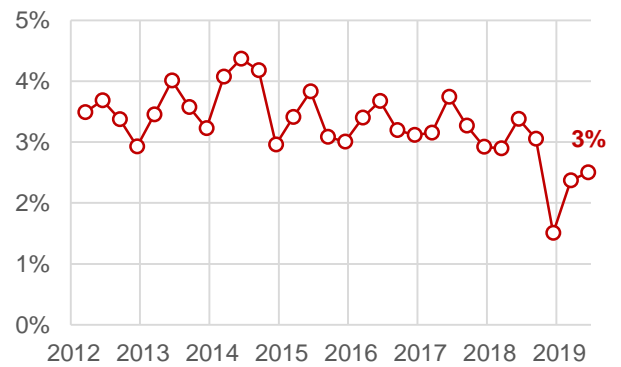
汽车零部件板块 2Q19 现金流环比改善，资产收益率和周转率同比下行。2Q19 经营活动现金流净额/收入为 9.1%，环比提升 2.2pp，同比略升 0.4pp；净资产收益率为 2.5%，环比略升 0.1pp，同比下降 0.9pp；存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率分别为 2.2%、2.2%、1.4%，同比分别下降 0.1pp、0.2pp、0.3pp。

图 52 汽车零部件单季经营现金流净额/收入 (%)



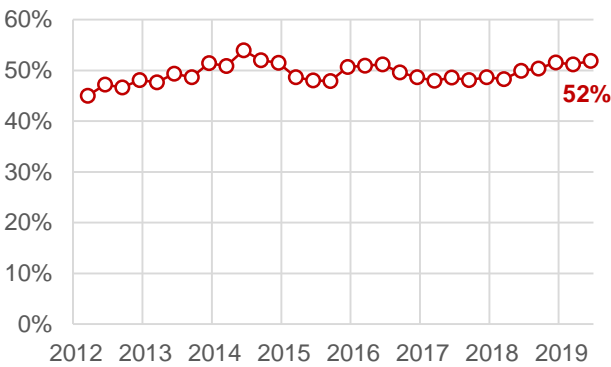
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 53 汽车零部件单季净资产收益率 (%)



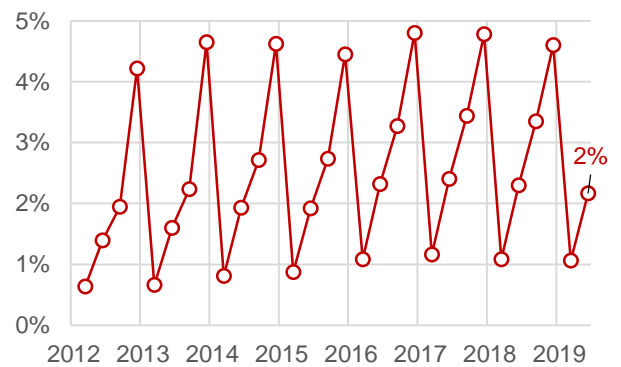
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 54 汽车零部件单季资产负债率 (%)



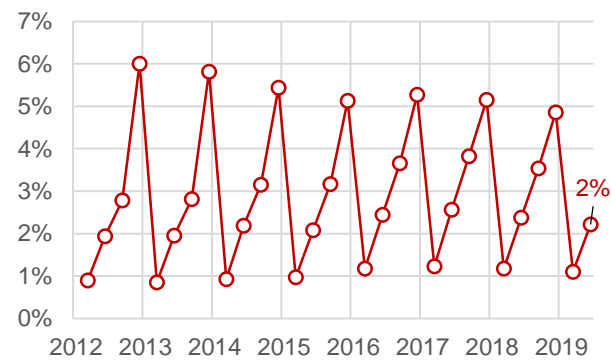
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 55 汽车零部件单季存货周转率 (%)



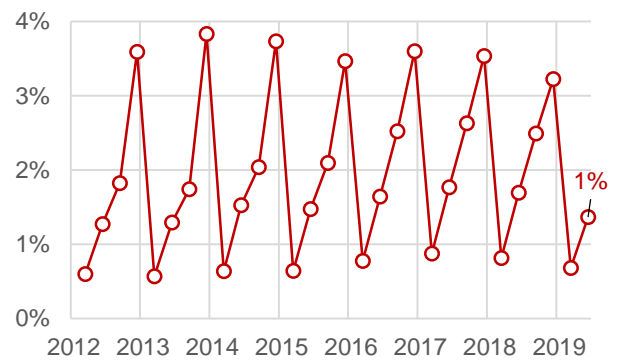
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 56 汽车零部件单季应收账款周转率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 57 汽车零部件单季固定资产周转率 (%)



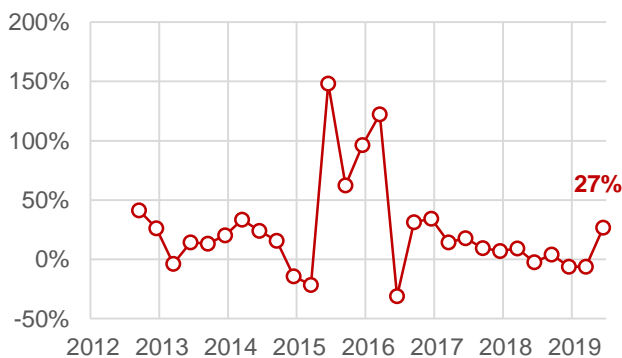
资料来源: wind, 华西证券研究所

6. 汽车服务：营收增速改善 毛利率下行

汽车服务板块营收增速改善，毛利率下行：1H19 营收增速 10.0%，扣非净利润增速-7.9%；2Q19 营收增速 26.7%，净利润增速-3.5%，毛利率同环比分别下降 1.2pp 和 1.0pp，期间费用率同环比分别下降 1.0pp 和 0.6pp。

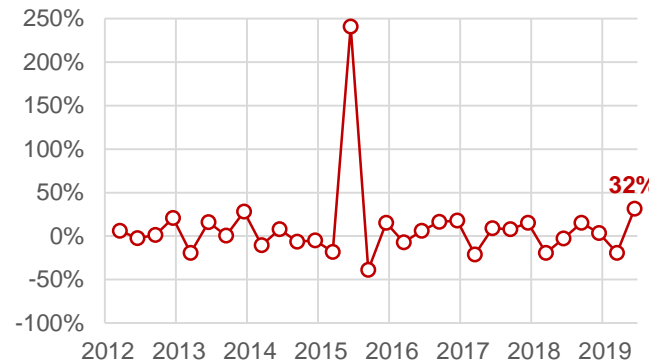
汽车服务板块 2Q19 营收同环比增速均有明显提升。2Q19 同比增速为 26.7%；环比增速 31.6%，主要受国五国六切换下 6 月消费提前透支的影响。国机汽车和安车检测同环比增速均有显著改善，广汇汽车亦在逐步改善，五洋停车和中国汽研同比增速有所下滑。

图 58 汽车服务板块单季度营收同比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 59 汽车服务板块单季度营收环比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

表 17 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度营收同比及改善情况 (%)

公司	2Q19-1Q19	2Q19-2Q18	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
国机汽车	105%	119%	93%	-12%	-9%	11%	-26%	-23%
安车检测	38%	57%	86%	49%	35%	25%	30%	17%
五洋停车	-55%	-41%	13%	68%	14%	38%	54%	43%
广汇汽车	18%	9%	12%	-5%	-6%	1%	3%	20%
中国汽研	-5%	-42%	-28%	-22%	0%	-3%	15%	72%

资料来源：wind，华西证券研究所

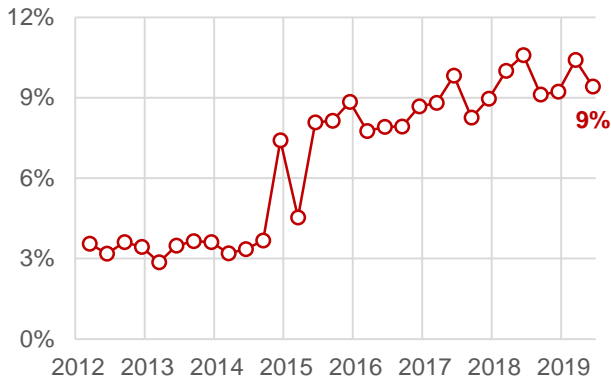
表 18 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度营收环比及改善情况 (%)

公司	2Q19-1Q19	2Q19-2Q18	2Q19	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
安车检测	161%	47%	135%	-26%	31%	-18%	88%	-33%
国机汽车	120%	108%	98%	-22%	-14%	45%	-10%	-19%
五洋停车	59%	-62%	29%	-30%	50%	-17%	92%	-52%
广汇汽车	35%	18%	16%	-19%	8%	9%	-2%	-19%
中国汽研	49%	-9%	16%	-33%	35%	-31%	25%	-14%

资料来源: wind, 华西证券研究所

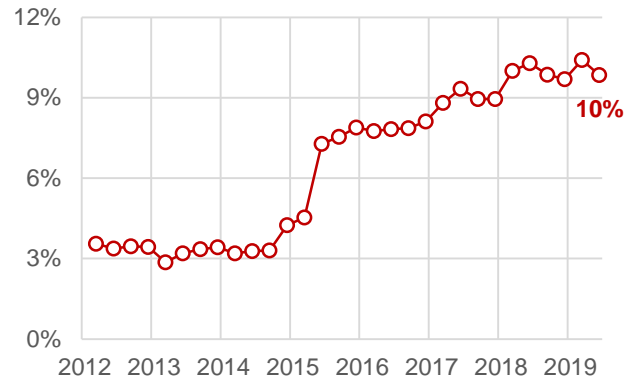
汽车服务板块 2019 毛利率同环比均下滑。2019 毛利率 9.4%，环比下降 1.0pp，同比下降 1.2pp。其中：中国汽研毛利率同比上升 11.1pp，改善较为明显；国机汽车同比基本持平，环比略升 0.5pp；广汇汽车同环比均下降约 1pp；安车检测同环比则分别下降 2.8pp、5.6pp。

图 60 汽车服务板块单季毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 61 汽车服务板块累计毛利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

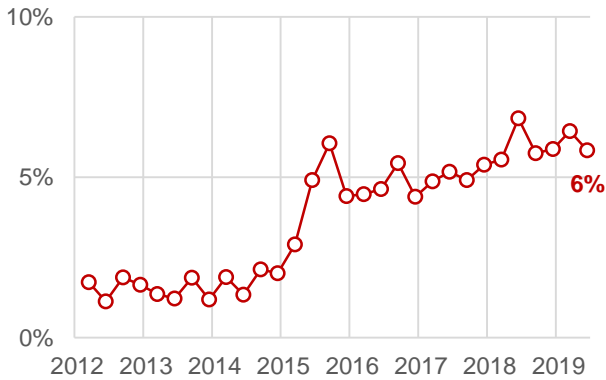
表 19 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度毛利率及改善情况 (%)

公司	2019-1Q19	2019-2Q18	2019	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
安车检测	-3%	-6%	44%	47%	48%	50%	50%	50%
五洋停车	0%	-1%	36%	36%	33%	37%	36%	35%
中国汽研	-2%	11%	28%	30%	36%	27%	17%	24%
广汇汽车	-1%	-1%	10%	11%	9%	11%	11%	10%
国机汽车	1%	0%	8%	7%	7%	4%	7%	7%

资料来源: wind, 华西证券研究所

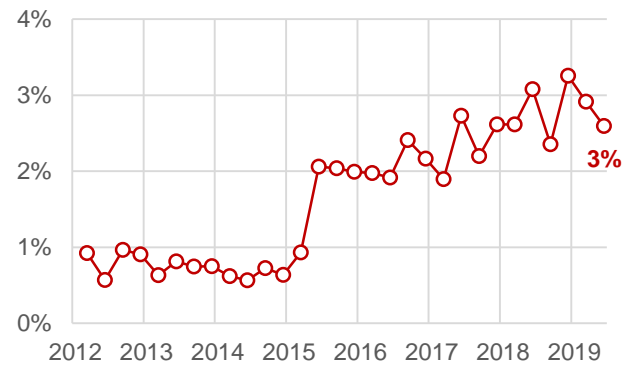
汽车服务板块 2019 期间费用率同环比均下滑。2019 期间费用率 5.5%，同比下降 1.0pp，环比下降 0.6pp。管研费用率同比提升 0.4pp，环比提升 0.1pp；销售费用率同环比分别下降 0.5pp 和 0.3pp；财务费用率同环比分别下降 0.9pp 和 0.4pp。板块内大部分公司同环比均有所下滑。

图 62 汽车服务板块单季期间费用率 (%)



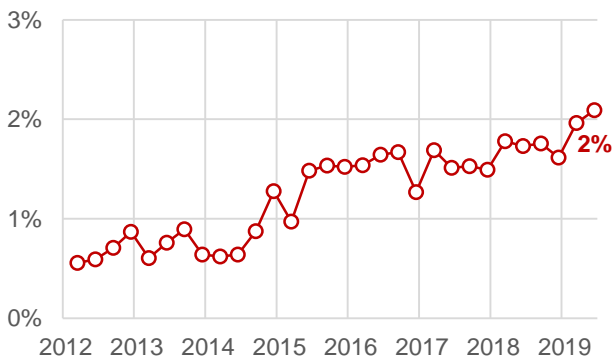
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 63 汽车服务板块单季销售费用率 (%)



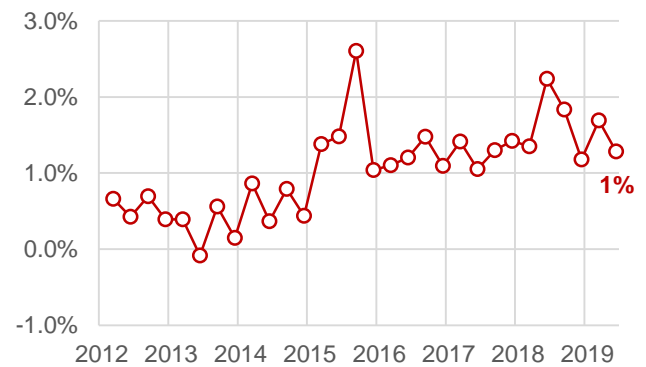
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 64 汽车服务板块单季管研费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 65 汽车服务板块单季财务费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

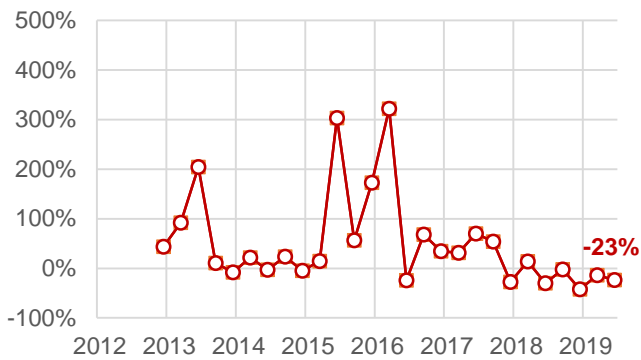
表 20 汽车服务 1Q18-2Q19 各季度三费费用率 (%)

公司	2019-1Q19	2019-2Q18	2019	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18
五洋停车	-2%	-4%	14%	16%	9%	18%	18%	28%
安车检测	-12%	-7%	11%	23%	25%	19%	18%	37%
中国汽研	1%	1%	8%	7%	9%	8%	6%	6%
广汇汽车	-1%	-2%	6%	7%	6%	7%	8%	6%
国机汽车	-1%	-1%	3%	4%	4%	3%	4%	4%

资料来源: wind, 华西证券研究所

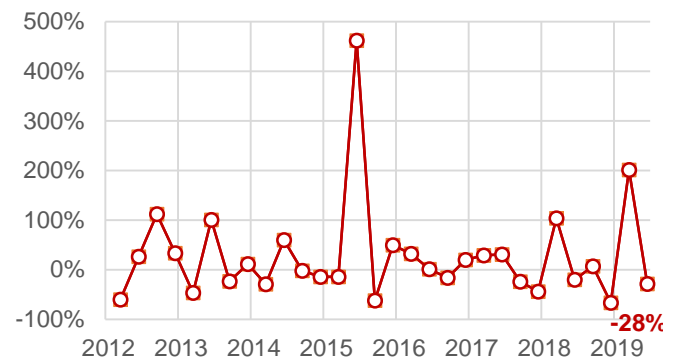
汽车服务板块 2019 扣非净利润同环比明显下滑。2019 扣非净利润同比下降 23.3%，环比下降 28.5%，其中国机汽车和广汇汽车扣非净利润同比分别下滑 19.4% 和 34.6%。

图 66 汽车服务板块单季扣非净利同比 (%)



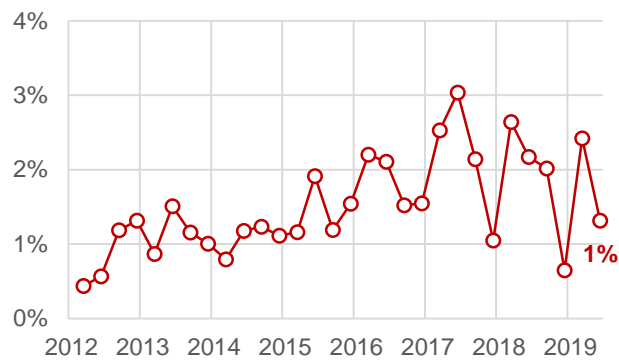
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 67 汽车服务板块单季扣非净利环比 (%)



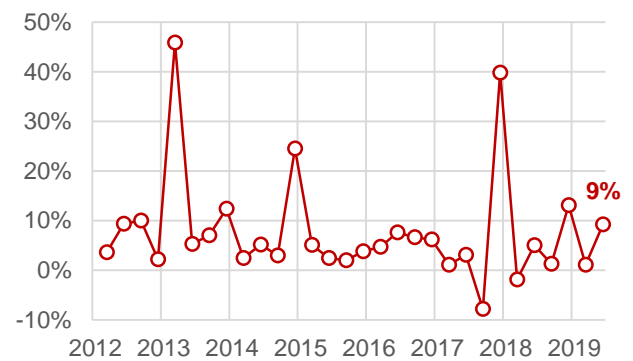
资料来源: wind, 华西证券研究所 (注: 2015 年)

图 68 汽车服务板块单季净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 69 汽车服务板块单季投资收益/扣非净利 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

7. 投资建议

1H19 汽车行业整体增速下滑，受主动去库存和需求疲软的影响，乘用车整车和零部件业绩均显著下滑，处于低位，重卡板块盈利稳健，客车头部企业盈利改善

乘用车短期底部特征明显：1) 销量：月度销量增速下滑幅度收窄；2) 库存：终端库存深度逐步回归合理，8 月经销商库存预警指数从 62%回落至 59%。根据测算，乘用车行业季节性明显，预计 9 月起月销量增速弹性可达 10%左右，销量增速叠加估值修复将带来行业 β 机会。从两个维度优选个股，根据车企销量修复弹性与时间顺序，以及车企新产品周期，建议重点关注【长安汽车、长城汽车、广汽集团 H、上汽集团】。

汽车零部件与整车产业地位不匹配（全球份额 4% vs 33%），全球供应链重塑，关注周期共振与核心成长：优选整车周期共振【华域汽车、拓普集团、爱柯迪】；配件核心成长【星宇股份、玲珑轮胎】。新能源方面建议关注爆款车产业链：【比亚迪】、【宁德时代】、【旭升股份】。

新能源：补贴退坡致短期承压，双积分接力驱动中期成长。根据政策推算 2023 年新能源乘用车销量将超过 360 万辆。建议关注爆款车及产业链：【比亚迪】、【宁德时代】、【旭升股份】。

重卡龙头业绩确定性高，对比海外估值有折价。建议关注整车龙头【中国重汽】；零部件龙头【潍柴动力】。

表 21 重点公司盈利预测

细分行业	证券代码	证券名称	收盘价	EPS					PE				PB			
			2019/9/7	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	
整车	600104.SH	上汽集团	25.85	2.08	2.55	2.07	2.30	12.43	10.14	12.49	11.24	2.27	1.28	1.36	1.19	
	0175.HK	吉利汽车	7.45	0.39	0.44	0.43	0.50	19.10	16.93	17.33	14.90	2.33	1.65	1.39	1.27	
	2238.HK	广汽集团	22.97	1.26	1.64	1.38	1.60	18.30	13.99	16.66	14.40	2.79	2.63	2.50	2.36	
	002594.SZ	比亚迪	72.01	1.70	2.21	2.86	3.62	42.31	32.57	25.18	19.89	4.89	4.14	3.47	2.88	
	601633.SH	长城汽车	11.27	0.62	0.64	0.66	0.78	18.26	17.62	17.01	14.38	2.65	2.36	2.13	1.91	
	000625.SZ	长安汽车	12.40	0.70	0.71	0.48	0.65	17.71	17.46	25.83	19.08	4.03	2.16	1.34	1.23	
零部件	600741.SH	华域汽车	15.64	1.41	1.04	1.09	1.14	11.07	15.05	14.40	13.71	1.90	1.77	1.64	1.52	
	002126.SZ	银轮股份	25.12	1.12	0.76	0.75	0.91	22.41	33.20	33.60	27.72	3.38	3.06	2.75	2.45	
	600660.SH	福耀玻璃	12.31	0.45	0.47	0.51	0.59	27.55	26.35	24.07	20.86	3.55	3.25	3.00	2.76	
	601799.SH	星宇股份	71.86	1.77	1.54	2.23	2.67	40.66	46.55	32.21	26.87	6.50	4.88	4.30	3.77	
	300258.SZ	精锻科技	4.05	0.47	0.40	0.35	0.49	8.53	10.17	11.55	8.30	0.86	0.82	0.77	0.70	
	601689.SH	拓普集团	7.59	1.34	1.35	1.81	2.02	5.66	5.62	4.19	3.76	0.87	0.81	0.71	0.63	
新能源汽车	600066.SH	宇通客车	15.75	1.34	1.35	1.82	2.01	11.77	11.68	8.64	7.83	1.73	1.61	1.42	1.26	
	002050.SZ	三花智控	12.20	0.86	1.09	1.25	1.31	14.22	11.18	9.80	9.28	2.47	2.21	1.96	1.76	
	300750.SZ	宁德时代	25.85	2.08	2.55	2.07	2.30	12.43	10.14	12.49	11.24	2.27	1.28	1.36	1.19	
后市场	600297.SH	广汇汽车	7.45	0.39	0.44	0.43	0.50	19.10	16.93	17.33	14.90	2.33	1.65	1.39	1.27	
	601965.SH	中国汽研	22.97	1.26	1.64	1.38	1.60	18.30	13.99	16.66	14.40	2.79	2.63	2.50	2.36	
重卡	000951.SZ	中国重汽	72.01	1.70	2.21	2.86	3.62	42.31	32.57	25.18	19.89	4.89	4.14	3.47	2.88	
	000338.SZ	潍柴动力	11.27	0.62	0.64	0.66	0.78	18.26	17.62	17.01	14.38	2.65	2.36	2.13	1.91	

资料来源: wind, 华西证券研究所 (注: 港股对应的单位是港元)

8. 风险提示

车市下行风险; 新车型上市不达预期; 汽车消费刺激政策效果不达预期; 原材料成本上升; 中美贸易摩擦升级等。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。