

## 行业复苏在即 建议增配汽车板块

——汽车 2019 年中报总结报告



## 投资摘要:

2019H1 汽车行业销量同比下滑 12.4%，板块营业收入、归母净利润增速分别为-7.5%、-29.2%，归母净利润下滑幅度远超营收下滑幅度。分子行业：

- ◆ 乘用车板块 19H1 归母净利润同比下滑 43.5%；Q1、Q2 增速分别为 -41.6%、-46%，主要是由于上半年行业竞争加剧导致降价促销，同时 Q2 国五清库阶段额外的终端折扣；
- ◆ 商用车板块归母净利润同比增长 518%，Q1、Q2 增速分别为 518.9%、106.78%，主要得益于中国重汽和福田汽车归母净利润大幅增长；
- ◆ 零部件板块 19H1 归母净利润同比下滑 16.5%，Q1、Q2 板块归母净利润分别同比下滑 4.74%、26.2%，Q2 下滑幅度增大主要是由于二季度产量下滑规模效应导致成本升高、年降增大等原因。

由上述分析可知，上半年乘用车板块盈利大幅下滑，二季度国五清库压力传递到上游零部件，除商用车外，乘用车和零部件整体承压。

## 行业观点:

乘用车板块业绩有望在 Q4 迎来拐点。2019H1 乘用车累计销量同比下滑 9.3%，Q1、Q2 增速分别为-10.2%、-8.2%。5-6 月国五清库透支了后期需求。我们认为下半年开始，行业需求逐步回暖，乘用车板块业绩有望在 Q4 迎来拐点。主要原因有三方面：

- ◆ 低线城市受房地产消费压制的乘用车需求有望在 Q4 回暖。
- ◆ 通过测算，前期购置税优惠政策透支需求已经完成消化；
- ◆ 修正后人均可支配收入增速回归正常有望带动乘用车销量提升。

## 投资策略:

**乘用车板块:** 7 月零售同比下滑 5.3%，预计 8 月份销量降幅进一步收窄。考虑到 18 年 9-12 月份基数相对较低，乘用车销量最早有望于 9 月份同比转正，Q4 全季度有望实现同比正增长。建议增配乘用车板块，重点推荐估值相对较低的上汽集团、广汽集团和长安汽车。

**零部件板块。** 零部件板块 PE 和 PB 均处于历史低位，随着下游乘用车销量由负转正，整车产量也将逐步提高，零部件行业业绩和估值将得到修复。部分零部件企业将凭借自身优势展现出远超行业增速的增长水平，我们看好产品升级、优质客户拓展和特斯拉产业链的投资机会。重点推荐华域汽车、精锻科技、星宇股份、岱美股份和拓普集团。

**风险提示:** 乘用车销量低于预期；原材料价格上涨；政策不及预期。

## 行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
上汽集团	3.08	2.63	2.84	8.02	9.41	8.69	1.23	推荐
长安汽车	0.14	0.05	0.81	46.49	176	10.86	0.95	推荐
华域汽车	2.55	2.32	2.53	10.15	11.14	10.20	1.80	推荐
精锻科技	0.64	0.66	0.78	17.65	17.03	14.40	2.43	推荐
星宇股份	2.21	2.85	3.51	36.48	28.26	22.97	4.55	推荐
岱美股份	1.39	1.61	2.11	17.23	14.88	12.24	2.90	推荐
拓普集团	1.04	0.52	0.64	14.28	23.56	17.86	1.72	推荐

资料来源：公司财报、申港证券研究所

## 评级 增持 (维持)

2019 年 09 月 09 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王敬

研究助理

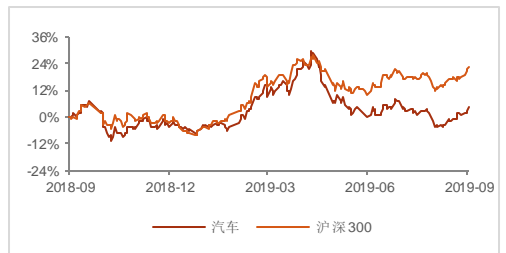
wangjing@shgsec.com

021-20639302

## 行业基本资料

股票家数	172
行业平均市盈率	24.56
市场平均市盈率	17.41

## 行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《汽车行业周报：8 月重卡销量微增 行业治超短期承压》2019-09-08
- 2、《汽车行业周报：中报业绩整体承压 Q4 有望迎来拐点》2019-09-02
- 3、《汽车行业周报：国六地区零售承压 终端销量将逐月好转》2019-08-26

## 内容目录

1. 行业下行 Q2 业绩降幅增大.....	4
1.1 行业整体承压 盈利能力下降.....	4
1.2 行业有望在 Q4 复苏 估值将得到修复.....	11
2. 乘用车：销量即将转正 进入配置阶段.....	13
2.1 19H1 乘用车业绩大幅下滑.....	13
2.2 乘用车行业周期影响因素分析.....	16
2.3 19Q4 将开启行业复苏周期.....	19
2.4 销量降幅逐月收窄 行业边际改善.....	25
2.5 投资策略.....	26
3. 商用货车：板块盈利能力回升 重卡有望保持高景气.....	27
3.1 行业盈利能力有所回升.....	27
3.2 重卡销量中枢提高 有望保持高景气.....	29
4. 零部件：19H1 业绩承压 Q4 有望好转.....	31
4.1 零部件业绩下滑收窄.....	31
4.2 看好三条投资主线.....	35
4.3 投资策略.....	39
5. 投资策略.....	40
6. 风险提示.....	41

## 图表目录

图 1： 汽车板块营收及增速(亿元).....	4
图 2： 汽车板块归母净利润及增速(亿元).....	4
图 3： 整车和零部件归母净利润及增速.....	5
图 4： 汽车板块季度营业收入及增速(亿元).....	6
图 5： 汽车板块季度归母净利润及增速(亿元).....	6
图 6： Q1-Q2 整车和零部件营收增速对比.....	6
图 7： Q1-Q2 整车和零部件归母净利润增速对比.....	6
图 8： 2018-2019H1 汽车销量及增速(万辆).....	6
图 9： 2018-2019H1 汽车产量及增速(万辆).....	6
图 10： 2015-2019H1 汽车行业毛利率变化.....	7
图 11： 2015-2019H1 汽车行业毛利率变化.....	8
图 12： 汽车行业期间费用率情况.....	9
图 13： 各子行业营业收入增速.....	10
图 14： 各子行业归母净利润增速.....	10
图 15： 申万一级子行业年涨跌幅(%) (截止 2019 年 9 月 2 日).....	11
图 16： 汽车行业近 3 年 PE(TTM) (截止到 2019 年 9 月 2 日).....	12
图 17： 汽车行业近 3 年 PB (截止到 2019 年 9 月 2 日).....	12
图 18： 乘用车营业收入及增速(亿元).....	13
图 19： 乘用车季度营收增速.....	13
图 20： 乘用车归母净利润及增速(亿元).....	14
图 21： 乘用车归母净利润季度增速.....	14
图 22： 乘用车 H1 业绩变动影响权重分析.....	14

图 23: 乘用车板块毛利率和净利率 .....	15
图 24: 乘用车板块期间费用率 .....	15
图 25: 日本人均可支配收入和汽车销量增速分析 .....	17
图 26: 国内人均可支配收入与乘用车销量增速分析 .....	18
图 27: 房地产和汽车周期变化关系 .....	18
图 28: 2009-2013 大小排量乘用车销量增速 .....	21
图 29: 2014-2019 大小排量乘用车销量增速 .....	21
图 30: 大小排量乘用车相对增速比较 .....	21
图 31: 各类型乘用车销量市场份额 .....	22
图 32: 修正后人均可支配收入增速与乘用车销量增速分析 .....	23
图 33: 2018 年各级城市乘用车销量增速 .....	24
图 34: 乘用车销量及增速(万辆).....	24
图 35: 17-18 年三四五线城市房地产销售面积增速 .....	25
图 36: 2016-2018 年低线城市乘用车销量增速变化 .....	25
图 37: 2018-2019 年 7 月乘用车销量及增速变化(万辆).....	25
图 38: 乘用车板块 PE 和 PB 变化 .....	26
图 39: 商用车板块营业收入及增速(亿元).....	27
图 40: 商用车板块归母净利润及增速(亿元).....	27
图 41: 商用车板块归母净利润及增速(亿元).....	28
图 42: 商用车板块归母净利润及增速(亿元).....	28
图 43: 重卡行业毛利率变化 .....	28
图 44: 重卡行业净利率变化 .....	28
图 45: 近四年重卡销量对比(万辆).....	29
图 46: 重卡保有量(万辆).....	30
图 47: 零部件营业收入及增速(亿元).....	32
图 48: 零部件营收季度增速 .....	32
图 49: 零部件归母净利润及增速(亿元).....	32
图 50: 零部件归母净利润季度增速 .....	32
图 51: 零部件板块毛利率 .....	33
图 52: 零部件板块净利率 .....	34
图 53: 零部件板块期间费用率 .....	34
图 54: B 级轿车销量及占比 .....	36
图 55: 美国主流 B 级车销量对比(辆).....	37
图 56: 国内 B 级车主要车型销量分析(辆).....	38
图 57: 零部件板块 PE-TTM.....	39
图 58: 零部件板块 PB.....	40
表 1: 汽车板块上市公司样本.....	4
表 2: 乘用车企业 2019 年 Q1 业绩(亿元).....	16
表 3: 修正后人均可支配收入及增速(元).....	23
表 4: 部分地区国三车型限行政策.....	31
表 5: 国产 model 3 与美版对比 .....	36
表 6: Model 3 与竞品对比.....	37

## 1. 行业下行 Q2 业绩降幅增大

### 1.1 行业整体承压 盈利能力下降

以申万行业分类汽车板块为基础,剔除 ST 公司、与汽车业务相关度较低的公司等,以 146 家上市公司作为分析样本,其中乘用车 11 家,卡车 4 家,客车 5 家,零部件 126 家。

上半年汽车板块整体承压,利润下滑幅度较营收更大。2019H1 国内汽车行业延续了 18H2 下滑的趋势,销量下滑的同时,由于 7 月 1 日实施国六排放新标准,5-6 月份整车厂和经销商针对库存国五车型进行降价促销,量价齐跌,行业盈利受到较大影响。2019H1 汽车销量同比下滑 12.4%,汽车板块营业收入、归母净利润分别为 10767.7 亿元、416.9 亿元,增速分别为-7.5%、-29.2%。上半年汽车板块营收下滑幅度基本与销量持平,但归母净利润下滑幅度远超营收下滑幅度。

整车和零部件上半年表现差异较大,分别对整车、零部件板块归母净利润进行分析,可以看出 2014-2018 年整车板块归母净利润始终高于零部件板块,但 2019H1 整车板块归母净利润低于零部件板块:

- ◆ 19H1 整车板块归母净利润 197.5 亿元,较去年同期的 325.9 亿元同比下滑 39.4%;
- ◆ 零部件板块归母净利润 219.5 亿元,去年同期为 262.7 亿元,同比下滑 16.5%。

我们认为上半年由于竞争激烈和国五车型两方面原因引起的降价促销,使得整车厂利润空间受到压缩,进而对行业盈利产生较大的影响。

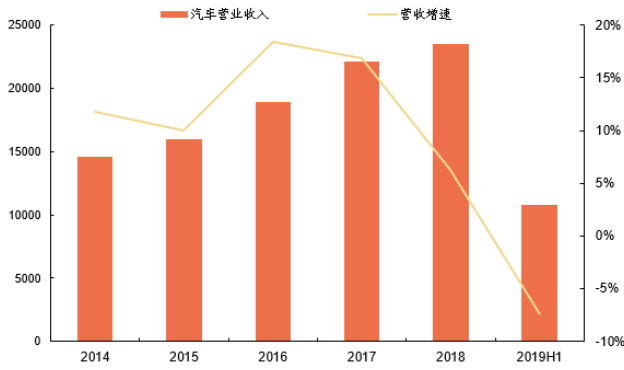
表 1: 汽车板块上市公司样本

子行业	标的个数	上市公司名称
乘用车	11	上汽集团、广汽集团、长城汽车、长安汽车、比亚迪、一汽轿车、一汽夏利、江淮汽车、北汽蓝谷、小康股份、力帆股份
卡车	4	江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车
客车	5	中通客车、宇通客车、亚星客车、曙光股份、金龙汽车
零部件	126	华域汽车、潍柴动力、星宇股份、精锻科技、中鼎股份、万里扬、福耀玻璃、均胜电子、拓普集团、旭升股份、爱柯迪等

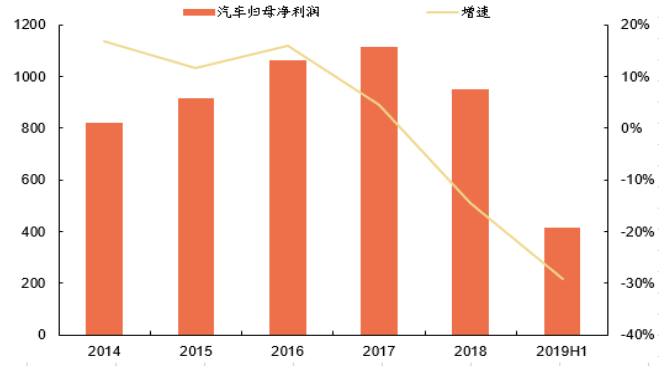
资料来源:申港证券研究所

图 1: 汽车板块营收及增速(亿元)

图 2: 汽车板块归母净利润及增速(亿元)

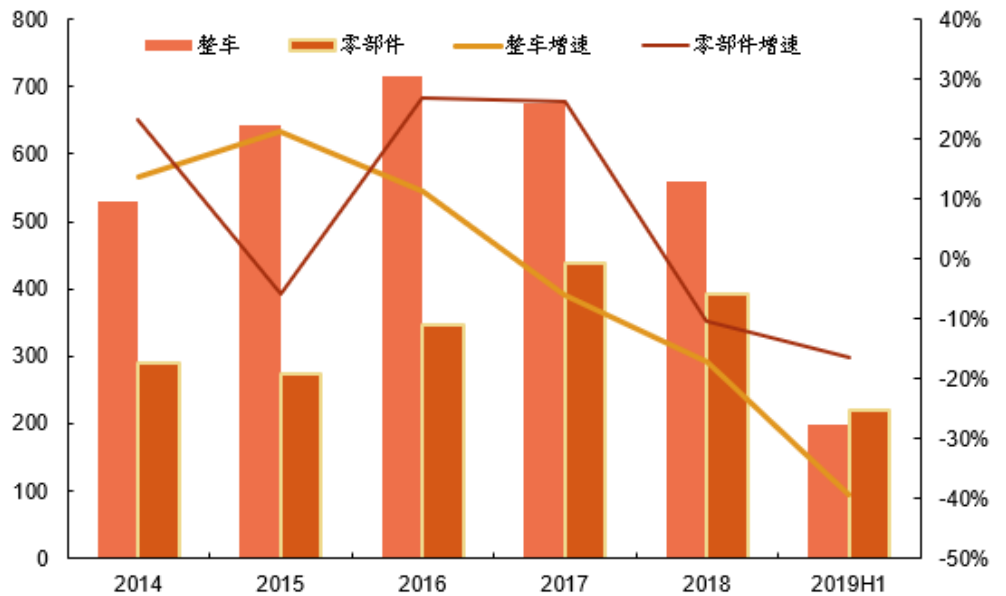


资料来源: wind, 申港证券研究所



资料来源: wind, 申港证券研究所

图3: 整车和零部件归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

分季度看 Q2 压力增大, 零部件下滑幅度扩大。自 2018Q3 开始, 汽车销量连续四个季度下滑, 板块营收和归母净利润也连续负增长。19Q1 汽车板块营收下滑 4.1%, 归母净利润下滑 24.3%; Q2 营收下滑 10.7%, 归母净利润下滑 34.1%, Q2 营收和下滑幅度进一步扩大。对整车和零部件单独分析:

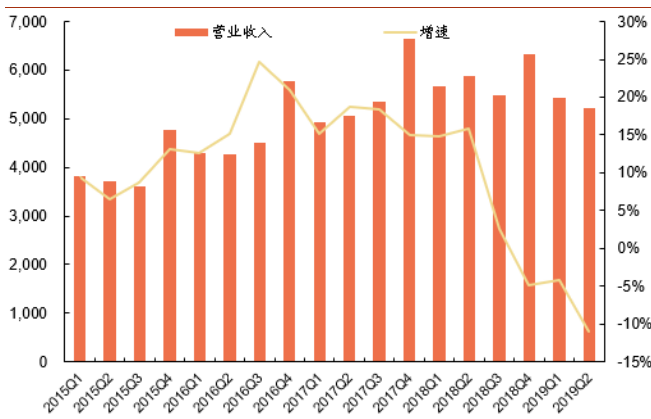
- ◆ 整车板块营收、归母净利润 Q1 增速分别为-9.8%、-37.5%; Q2 增速分别为-13.7%、-41.7%, Q2 营收和归母净利润下滑增速较 Q1 分别扩大 3.9pct、4.2pct, 同期汽车销量增速由 Q1 的-11.3%下降至 Q2 的-13.5%, 板块波动幅度与销量波动幅度基本持平;
- ◆ 零部件板块 Q1 表现相对较好, 营收、归母净利润增速分别为 8.8%、-4.6%; Q2 零部件板块营收、归母净利润增速分别为-5.1%、-26.2%, 增速较 Q1 分别下降 13.9pct、21.6pct, 分析零部件板块业绩时不应该以行业销量为依据, 而应该根

据行业产量变化趋势。19Q1、Q2 汽车产量增速分别为-9.8%、-17.6%，Q2 增速比 Q1 下降 7.8 pct。

剔除行业产量增速下降的影响后，零部件板块营收、归母净利润 Q2 增速较 Q1 仍有较大的回落。我们认为主要有以下两方面原因：

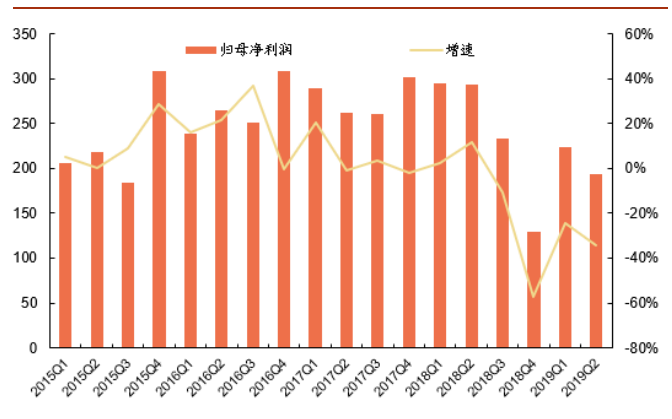
- ◆ 由于整车厂和零部件企业的产品年降一般在 Q1 进行谈判，Q2 执行，整车厂面临较大压力时，会转移至上游相对弱勢的零部件企业；
- ◆ 产量下降，规模效应导致成本升高，影响板块的盈利。

图4：汽车板块季度营业收入及增速(亿元)



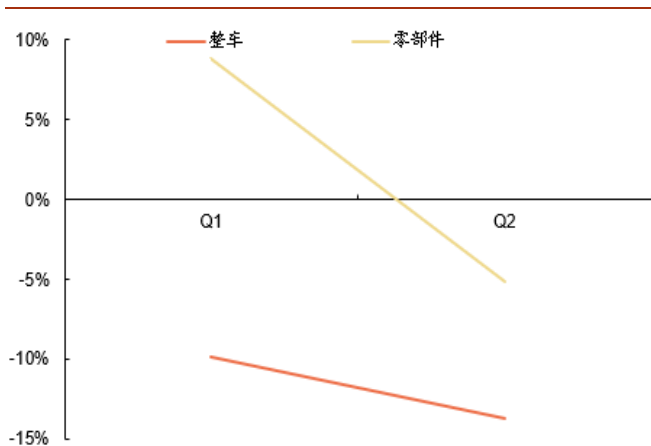
资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：汽车板块季度归母净利润及增速(亿元)



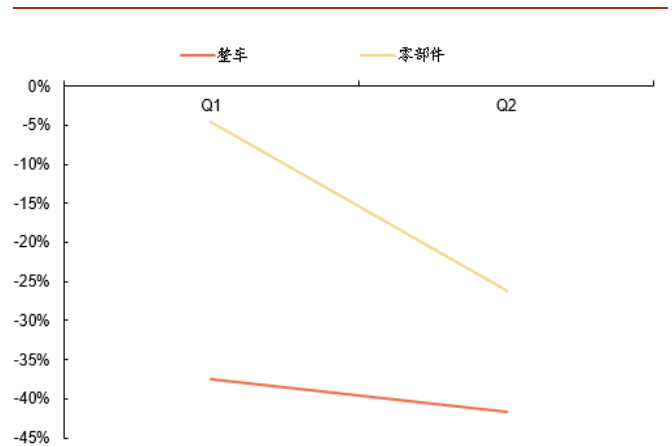
资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：Q1-Q2 整车和零部件营收增速对比



资料来源：Wind，申港证券研究所

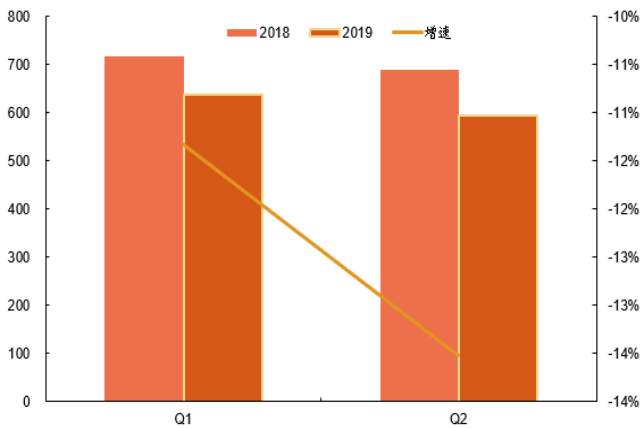
图7：Q1-Q2 整车和零部件归母净利润增速对比



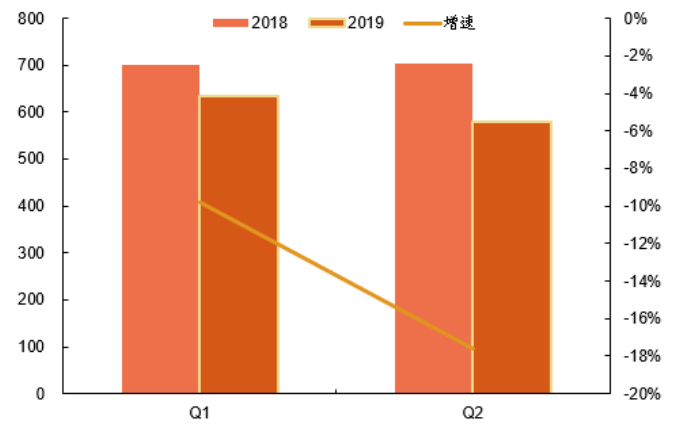
资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：2018-2019H1 汽车销量及增速(万辆)

图9：2018-2019H1 汽车产量及增速(万辆)



资料来源：中汽协，申港证券研究所



资料来源：中汽协，申港证券研究所

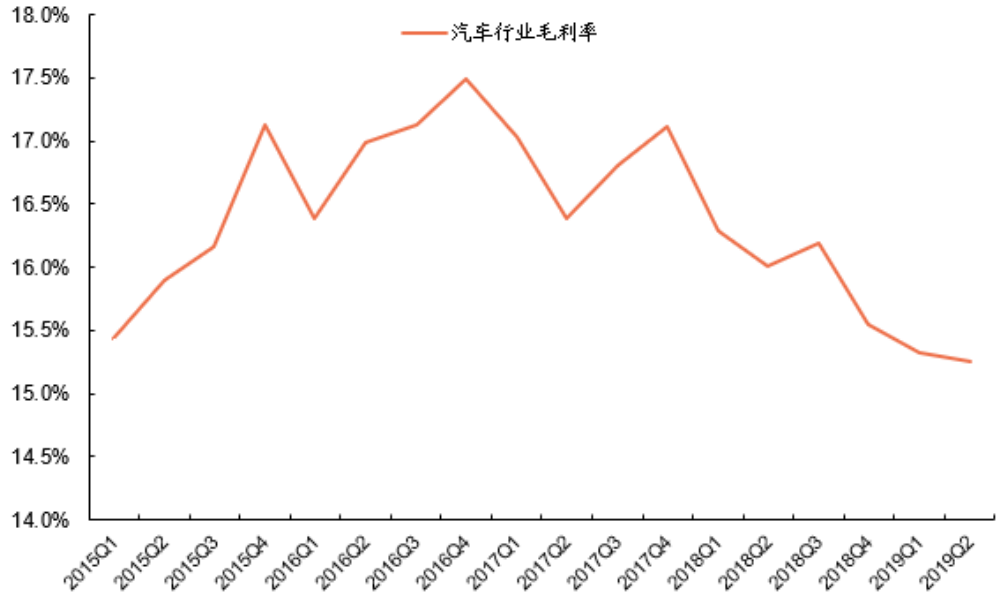
**行业盈利能力下降，毛利率同比下降 0.85 pct。**根据样本公司营业收入和营业成本计算汽车行业近 5 年毛利率，可以看出在 2015 年购置税优惠政策实施后，汽车行业毛利率开始上升，2016-2017 年维持在相对较高的水平。自 2018 年购置税优惠政策退出后，行业毛利率开始下降，19H1 汽车行业毛利率为 15.29%，较去年同期下降 0.85 个百分点。分季度看，19Q1、19Q2 汽车行业毛利率分别为 15.31%、15.26%，比去年同期分别下降 0.96 pct、0.75 pct。我们认为主要是由于上半年终端降价促销。

**19H1 行业净利率同比下降 1.46 pct。**2019H1 行业净利率为 4.74%，同比下降 1.46 pct，分季度来看，19Q1 净利率 5%，同比下降 1.38 pct，环比上升 2.32 pct，环比得到改善的主要原因有两方面：

- ◆ 主要原因是 18Q4-19Q1 整车厂和经销商主动去库存，Q1 月度平均库存数量较去年 Q4 下降 40%，库存压力缓解，汽车零部件板块年降压力减小，板块盈利能力改善；
- ◆ 一季度福田汽车、江铃汽车扭亏为盈，商用车板块盈利恢复带动整体利润能力提高。

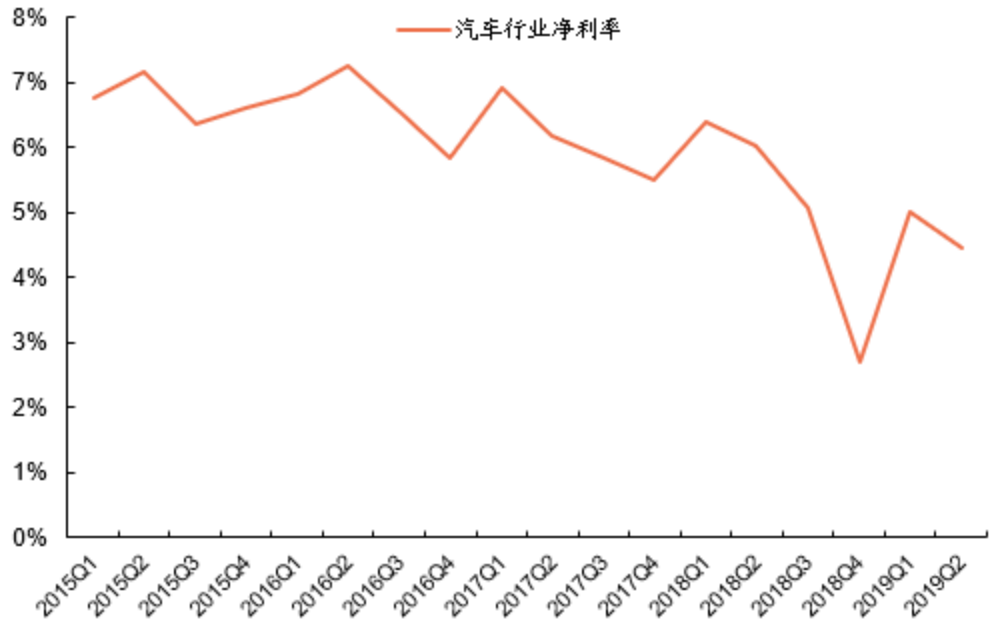
19Q2 行业净利率为 4.46%，同比下降 1.57 pct，环比下降 0.55 pct，我们认为 5-6 月国五车型促销阶段终端折扣大幅度提高导致行业净利率下降。

图 10：2015-2019H1 汽车行业毛利率变化



资料来源: wind, 申港证券研究所

图 11: 2015-2019H1 汽车行业毛利率变化



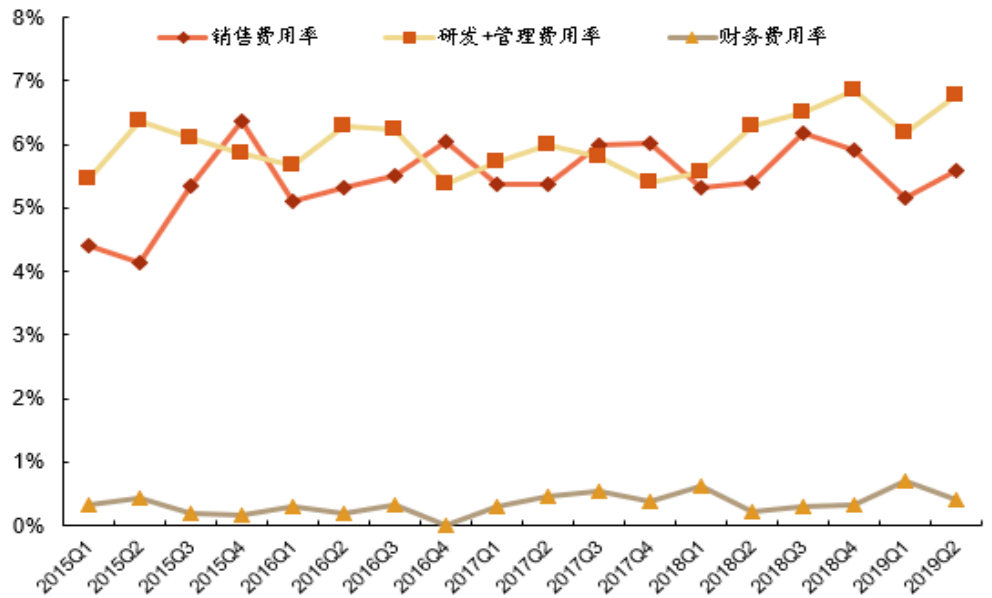
资料来源: wind, 申港证券研究所

**2019H1 行业期间费用率提高 0.7 pct。**汽车行业 19Q1 期间费用率为 12.4%，同比提高 0.7 pct。分季度来看，Q2 期间费用率为 12.75%，同比提高 0.85 pct，环比提高 0.7 pct。其中 Q2 销售费用率同比增长 0.2 pct，环比增长 0.42 pct，主要是由于 Q2 国五车型促销导致销售费用率提升；管理和研发费用率同比提高 0.5 pct，环比



提高 0.58 pct；财务费用率同比增长 0.18 pct，环比下降 0.3 pct，环比下降主要是由于行业下行，资本开始降低，财务费用减少导致。汽车行业销售费用率呈现出季节性变化，通常 Q1-Q2 处于传统汽车消费淡季，厂家促销意愿较低，广告开支较少，进入 Q3-Q4 消费旺季，竞争加剧，厂家对于广告投入和促销意愿较强，销售费用率较上半年有所提高。

图 12：汽车行业期间费用率情况



资料来源：wind，申港证券研究所

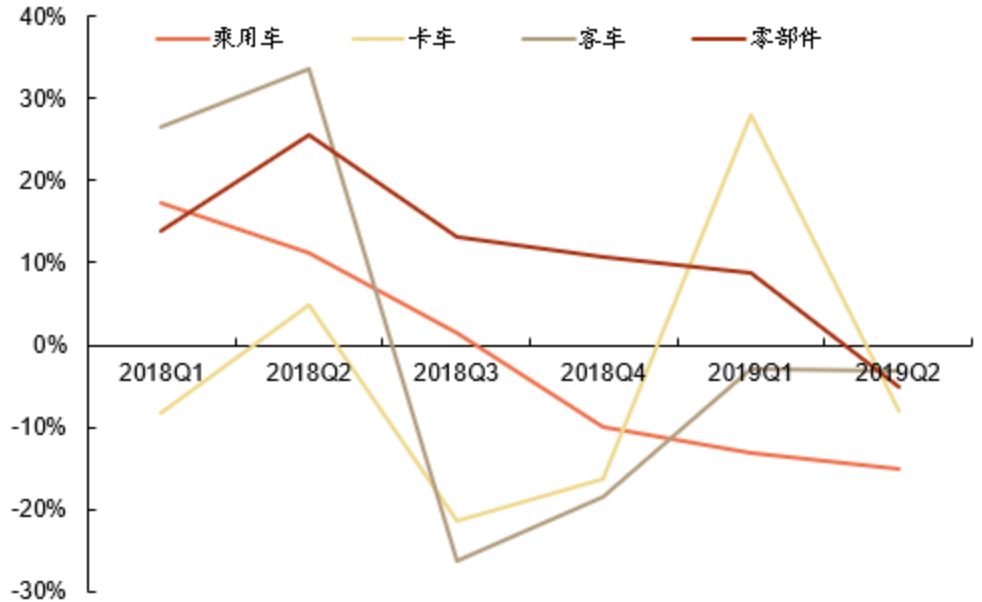
我们将选取的样本公司划分为 4 个子行业，并对乘用车、卡车、客车、零部件行业的业绩进行分析。

**收入端：19H1 卡板块营业收入实现正增长。**2019H1 各子行业中，乘用车、卡车、客车和零部件行业营收增速分别为-14.1%、7.36%、-2.95%和 1.32%。

- ◆ 乘用车板块 Q1、Q2 营收增速分别为-13.2%、-15.1%，同期销量增速分别为-10.2%、-8.2%，Q2 相较 Q1 营收增速进一步下降的主要原因是由于 Q2 终端折扣力度扩大；
- ◆ 卡车上半年销量超预期，Q1、Q2 销量增速分别为 2.9%、-9.4%，营收增速分别为 27.9%、-8.1%。18H1 重卡销量基数较高，H2 销量基数较低，我们预计 19H2 重卡销量将保持稳定，不会出现大幅下滑，预计重卡全年销量可达到 100-105 万辆；
- ◆ 零部件板块营收与汽车产量相关度较高，Q1、Q2 营收增速分别为 8.8%、-5.1%，

Q2 相对 Q1 恶化，原因在上文中已经进行分析，其变化趋势与汽车产量增速趋势相符。

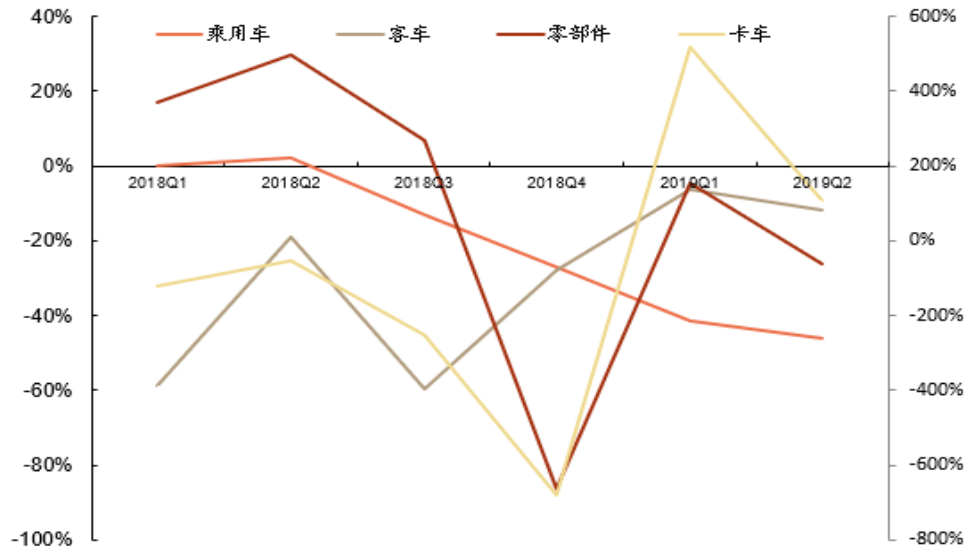
图 13: 各子行业营业收入增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

**盈利端: 各子行业 Q2 盈利增速降低。**18Q4 各板块归母净利润均大幅下滑, 19Q1 卡车板块归母净利润分别同比增长 519%, 主要得益于重卡销量增长, 中国重汽和福田汽车业绩大幅改善; 同期乘用车板块归母净利润由 18Q4 的 -27.2% 下降至 19Q1 的 -41.6%, 零部件板块归母净利润增速由 18Q4 的 -86.3% 收窄至 19Q1 的 -4.6%, 主要是由于 Q1 整车厂和经销商库存较低, 对零部件企业压低成本的压力较小。19Q2, 乘用车、卡车、零部件板块归母净利润增速分别为 -46%、106.8%、和 -26.2%, 增速较 Q1 有所降低。我们认为乘用车盈利下滑主要是由于销量下滑和终端降价促销; 零部件盈利下滑主要是由于产量下降规模效应导致成本升高、收入降低; 卡车盈利增速降低主要是由于 Q2 重卡销量负增长, 导致收入和利润增速放缓。

图 14: 各子行业归母净利润增速



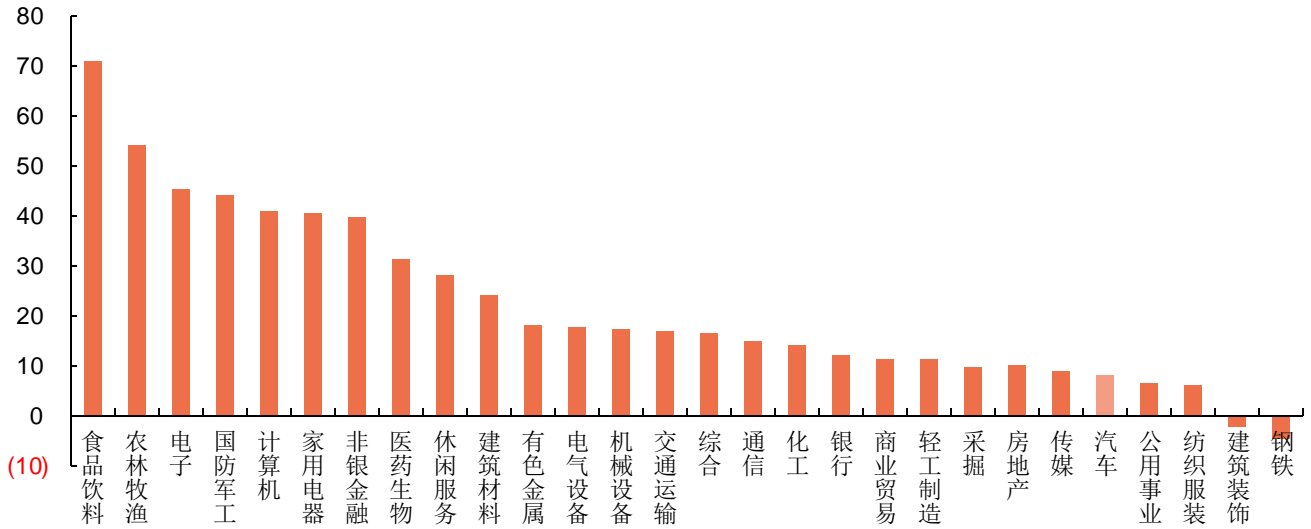
资料来源: wind, 申港证券研究所

## 1.2 行业有望在 Q4 复苏 估值将得到修复

年初至今申万一级行业中，汽车行业上涨 8.2%，位列 28 个子行业中第 24 位，整体表现较弱。由于购置税优惠政策于 2018 年退出，对后市预期变差，汽车板块自 2017 年下半年开始杀估值，2018 年行业销量下滑，板块业绩承压，估值进一步降低。目前汽车行业 PE-TTM 为 17.7 倍，近三年均值为 18.9 倍，从 PE 来看，估值并未处于底部；PB 为 1.53 倍，近三年均值 2.03 倍，PB 处于相对底部。

当前行业盈利能力主要受到乘用车销量下滑影响，虽然上半年乘用车销量仍未回暖，但经过 18Q4-19H1 整车厂适当控制排产，经销商经过降价促销，渠道库存处于相对较低的水平。5-6 月国五车型降价促销，透支了 7-8 月需求，7 月终端上险数据同比下滑 17%，预计 8 月终端上险数量仍负增长。考虑到汽车下游需求周期性复苏，我们认为乘用车销量下滑幅度将逐月收窄，预计。行业销量最早于 9 月份同比转正，Q4 全季度实现正增长，板块业绩和估值将得到修复。

图 15: 申万一级子行业年涨跌幅(%)(截止 2019 年 9 月 2 日)



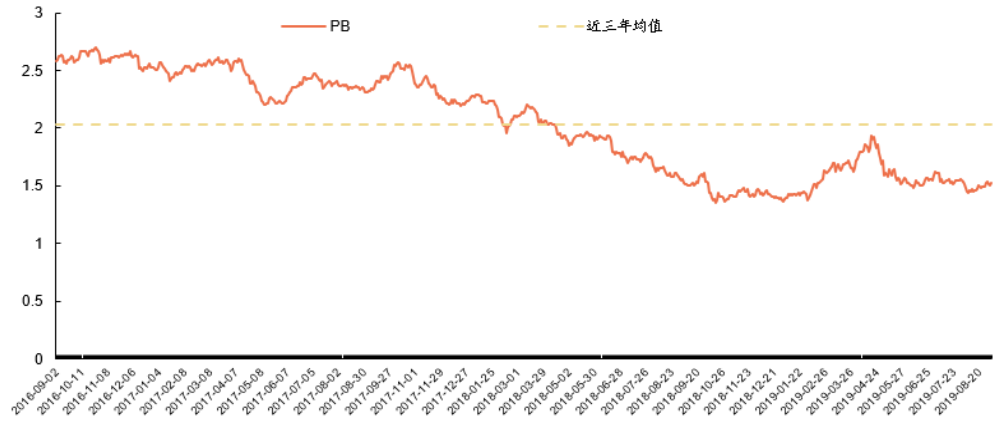
资料来源: wind, 申港证券研究所

图16: 汽车行业近3年PE(TTM)(截止到2019年9月2日)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图17: 汽车行业近3年PB(截止到2019年9月2日)



资料来源: wind, 申港证券研究所

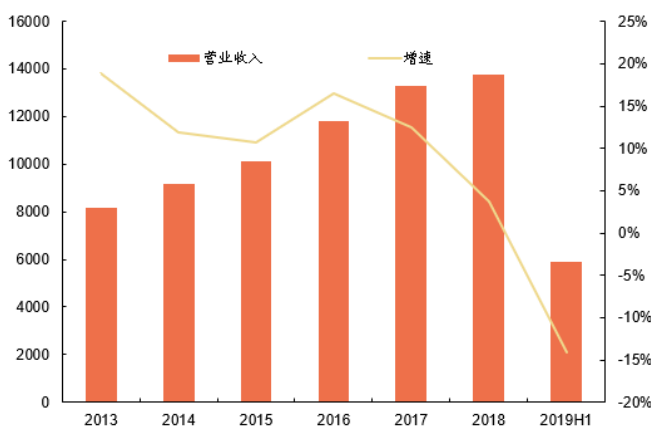
## 2. 乘用车: 销量即将转正 进入配置阶段

### 2.1 19H1 乘用车业绩大幅下滑

我们选取了 11 家乘用车上市公司为样本, 从收入、利润和毛利率等角度分析板块财务状况。

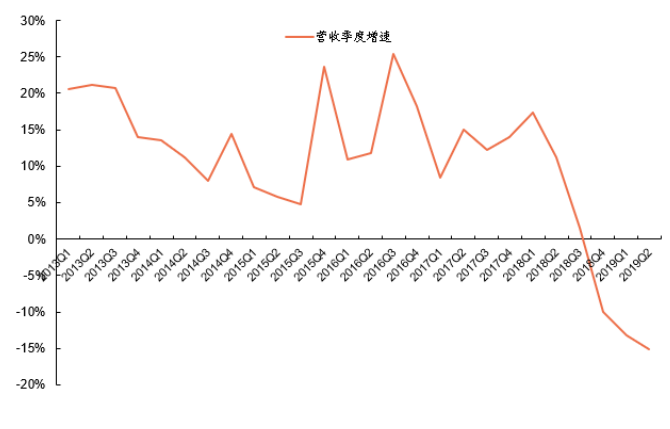
**收入:** 19H1 实现营业收入 5892 亿, 增速为-14.1%; 扣除上汽和 18 年上市的北汽蓝谷后同比下降-7.6%, 主要得益于比亚迪和江淮汽车收入增长。分季度看, 19Q1、Q2 营收分别同比下滑 13.2%、15.1%, 由于 7-8 月销量仍保持负增长, 即使 9 月份销量转正, Q3 乘用车行业营收也难以正增长, 预计 Q4 将是收入由负转正的拐点。

图18: 乘用车营业收入及增速(亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图19: 乘用车季度营收增速

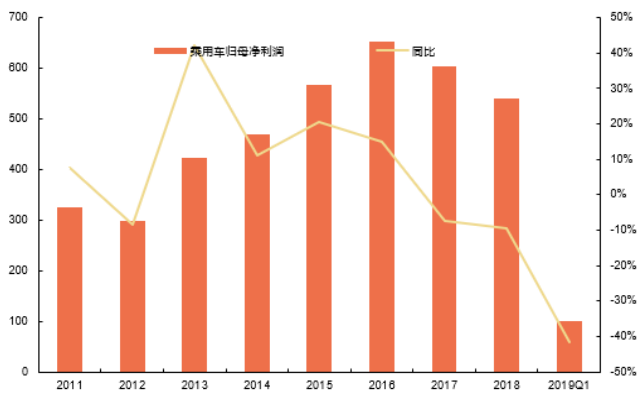


资料来源: Wind, 申港证券研究所

**归母净利润：**乘用车板块 19H1 实现归母净利润 178.7 亿，同比下滑 43.5%；扣除上汽和 18 年上市的北汽蓝谷后归母净利润同比下滑 68.4%，主要是由于长安、广汽和长城汽车归母净利润大幅下滑影响。分季度看，19Q1、Q2 归母净利润增速分别为-41.6%、-46%。上半年乘用车行业业绩大幅下滑主要是由于长安、上汽、长城和广汽归母净利润较去年同期下滑所致，其中上汽集团影响最大，影响权重达到 37.9%，其业绩大幅下滑的主要是由于合资车企上汽大众、上汽通用和通用五菱业绩下滑导致；长安汽车、长城汽车、广汽集团权重分别为 28%、15.8%和 14.5%。

我们认为乘用车企业归母净利润大幅下滑主要是由于 2019 年上半年行业竞争加剧导致降价促销，同时国五清库阶段额外的终端折扣导致。19Q1 主流车企中，只有比亚迪净利润同比增长 204%，其余均出现下滑，部分企业处于亏损状态，板块业绩承压。

图 20: 乘用车归母净利润及增速(亿元)



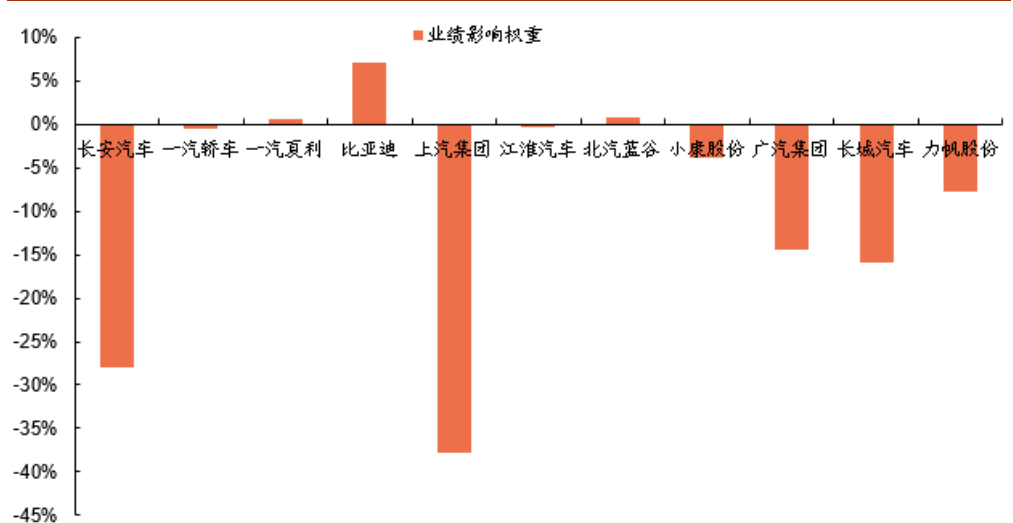
资料来源：Wind，申港证券研究所

图 21: 乘用车归母净利润季度增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

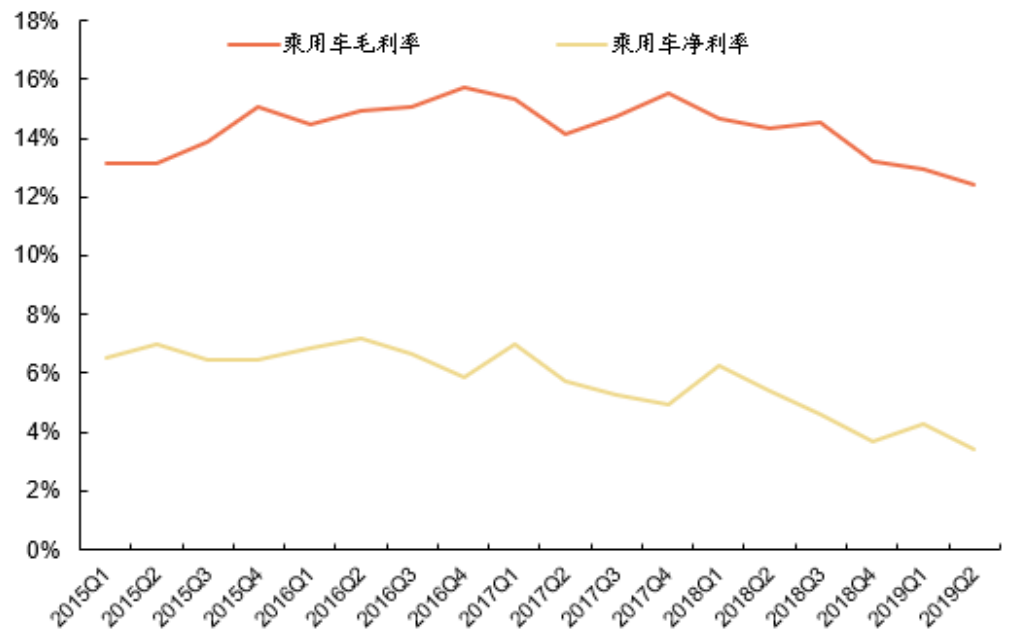
图 22: 乘用车 H1 业绩变动影响权重分析



资料来源：公司公告，申港证券研究所

**毛利率和净利率：**19Q1 乘用车板块毛利率为 12.7%，同比下滑 1.79 pct，我们认为毛利率下滑的原因主要是终端折扣和销售返利导致。而同期乘用车板块净利率为 3.87%，同比下滑 2 pct。分季度看 19Q1、Q2 毛利率分别为 12.98%、12.42%，净利率分别为 4.27%、3.42%，Q2 行业盈利能力进一步下降。但我们认为 Q2 将是行业毛利率和净利率的低点，根据终端调研，目前各品牌车型终端售价折扣力度收窄至国五促销前的水平，预计 Q3 盈利能力将有所提高。

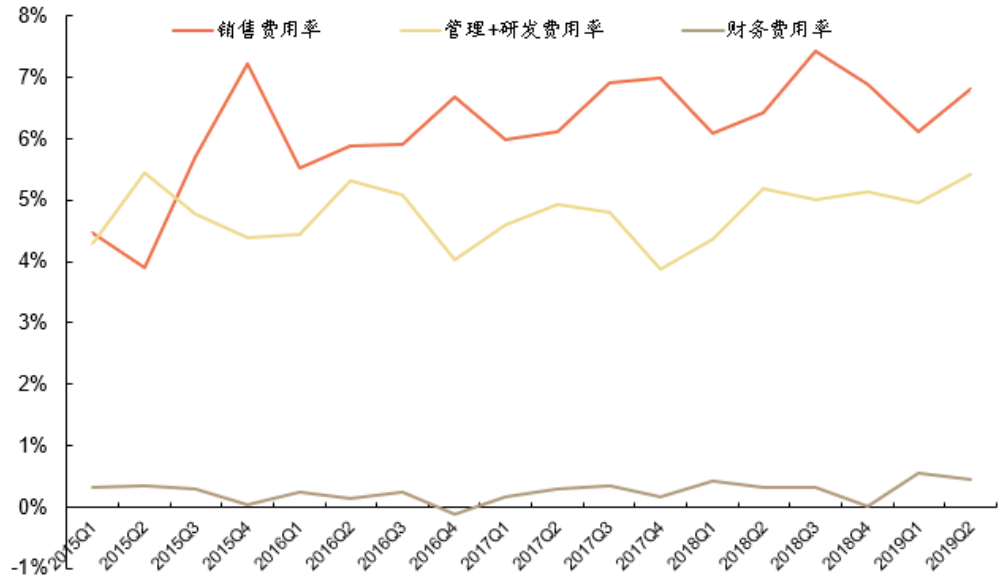
图 23：乘用车板块毛利率和净利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

**期间费用率：**19H1 乘用车板块期间费用率为 12.1%，同比上升 0.72 pct。其中销售费用率 6.44%，同比提高 0.19 pct，我们认为销售费用上升的主要原因是 Q2 国五促销额外增加的费用。管理费用+研发率 5.17%，同比上升 0.41 pct；财务费用率同比增加 0.12 个百分点。毛利率下降，期间费用率整体升高，对板块盈利造成较大的营收。

图 24：乘用车板块期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表2: 乘用车企业 2019 年 Q1 业绩(亿元)

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2018H1	2019H1	同比	2018H1	2019H1	同比	2018H1	2019H1	同比
长安汽车	356.43	298.76	-16.18%	16.10	-22.40	-239%	6.96	-29.12	-519%
一汽轿车	134.79	107.01	-20.61%	0.81	0.10	-88%	0.62	-0.95	-252%
一汽夏利	7.3	2.68	-63.26%	-6.37	-5.51	-13.5%	-6.39	-5.96	-6.7%
比亚迪	541.51	621.84	14.84%	4.79	14.55	203.6%	-6.73	7.40	-210%
上汽集团	4,571.78	3,679.16	-19.52%	189.82	137.64	-27.5%	172.62	124.95	-27.6%
江淮汽车	237.09	270.00	13.88%	1.63	1.25	-23.5%	-4.37	0.64	-115%
北汽蓝谷	0.0043	99.19	2306667%	-0.07	0.95	-1461%	-0.05	-1.23	2181%
小康股份	104.53	76.84	-26.49%	2.37	-2.81	-218.8%	0.54	-3.92	-821%
广汽集团	367.06	281.23	-23.38%	69.13	49.19	-28.9%	66.35	32.67	-50.8%
长城汽车	479.58	403.17	-15.93%	36.96	15.17	-59%	35.78	12.41	-65.3%
力帆股份	59.79	51.78	-13.39%	1.25	-9.47	-860%	1.11	-9.22	-932%

资料来源: 申港证券研究所

## 2.2 乘用车行业周期影响因素分析

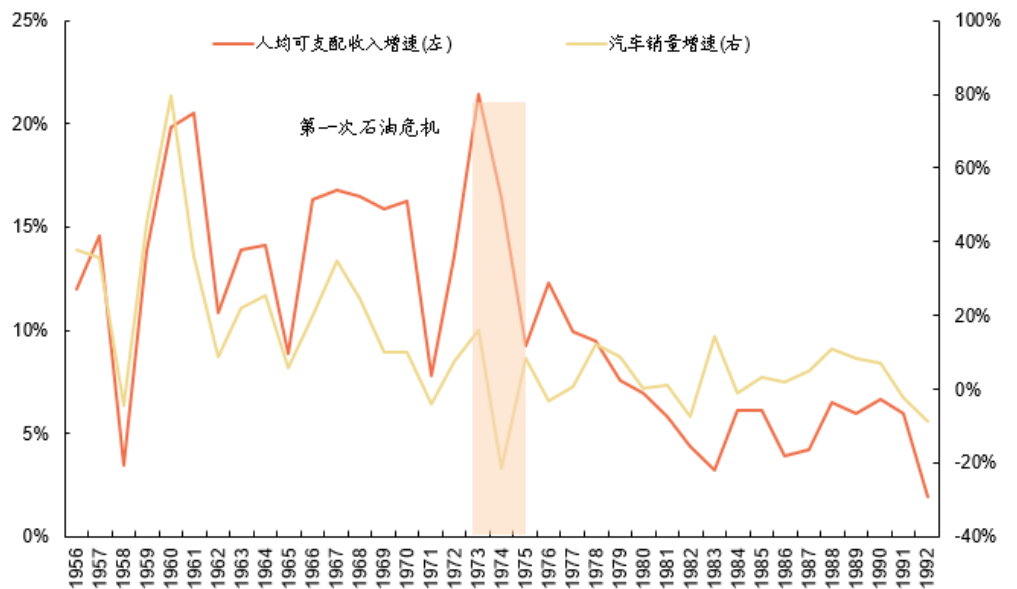
乘用车作为可选消费品, 行业周期的是由于供需关系的变位, 据不完全统计国内汽车产能可达 5000 万辆/年, 供给充足因此对汽车行业而言, 研究下游需求更有意义。影响乘用车需求的主要因素有人均可支配收入、汽车消费刺激政策、地产短期扰动等。



人均可支配收入为决定性因素。由于国内汽车发展历史较短，我们以日本汽车发展历史为基础，研究日本人均可支配收入和汽车销量之间的关系。

- ◆ 在战后恢复期结束后，日本汽车工业自 1960 年开始，到 1970 年高速增长的黄金十年，在此期间，人均可支配收入增速也保持在相对较高的水平，平均增速为 15.44%；
- ◆ 1971-1980 年随着人均可支配收入增速中枢下移至 7%-12%之间，汽车销量增速也随之下移；
- ◆ 1980 年后人均可支配收入增速中枢下移至 5%左右，日本汽车工业进入低速增长时代，在部分年份甚至出现下滑。

图 25：日本人均可支配收入和汽车销量增速分析



资料来源：日本内务府，国土交通省，申港证券研究所

国内购置税优惠政策影响行业周期的形成。国内汽车工业发展时间相对较短，我们以国家统计局公布的人均可支配收入和乘联会公布的乘用车销量为基础，分析国内人均可支配收入增速和乘用车销量增速之间的关系，发现二者拟合效果不理想。我们认为 2007-2018 年经历了 3 轮完成的乘用车周期，其中购置税优惠政策决定了第一轮和第三轮周期的形成。

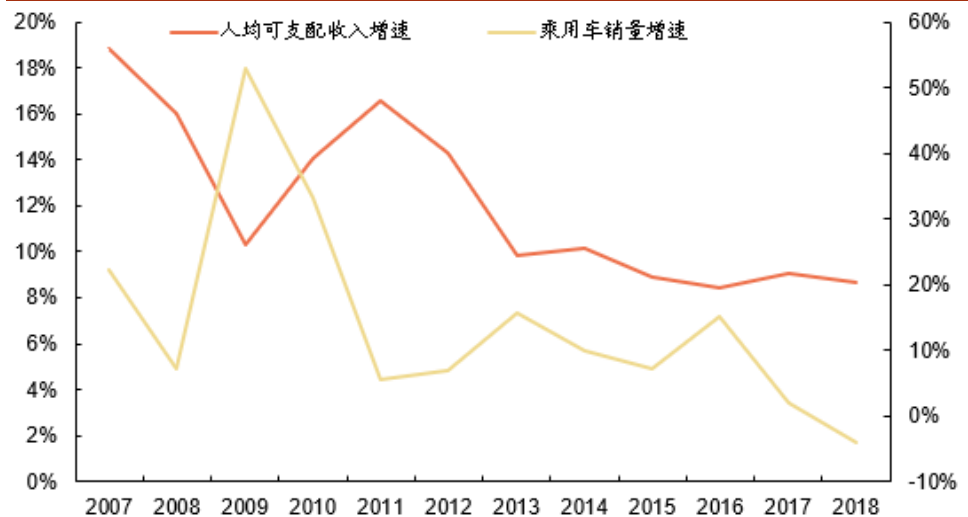
- ◆ 2009-2011 年，第一轮购置税优惠政策周期。09-11 年人均可支配收入增速分别为 10.3%、14.1%、16.6%，同期乘用车销量增速为 52.9%、33.3%、5.5%，在收入增速上升期间，销量增速呈现出下滑趋势；
- ◆ 2012-2014 年，自然复苏周期。12-14 年人均可支配收入增速分别为 14.3%、9.9%、

10.1%，同期乘用车销量增速为 6.9%、15.7%、9.9%，从数据上看，二者没有任何关联性，甚至出现背离；

- ◆ 2015-2018 年，第二轮购置税优惠政策周期。2015 年开始实施购置税优惠政策，直到 2018 年退出，在此期间人均可支配收入增速分别为 8.9%、8.4%、9%、8.7%，处于相对比较稳定的水平，同期乘用车销量增速为 7.2%、15.1%、1.9%、-4.1%，二者趋势上无明显关联性。

我们认为上述三轮汽车周期与人均可支配收入增速相关性很低，主要是受到两次购置税优惠政策影响。2012-2014 年虽未有任何刺激政策，但由于是购置税优惠政策退出后自然复苏的周期，也受到前期政策影响。

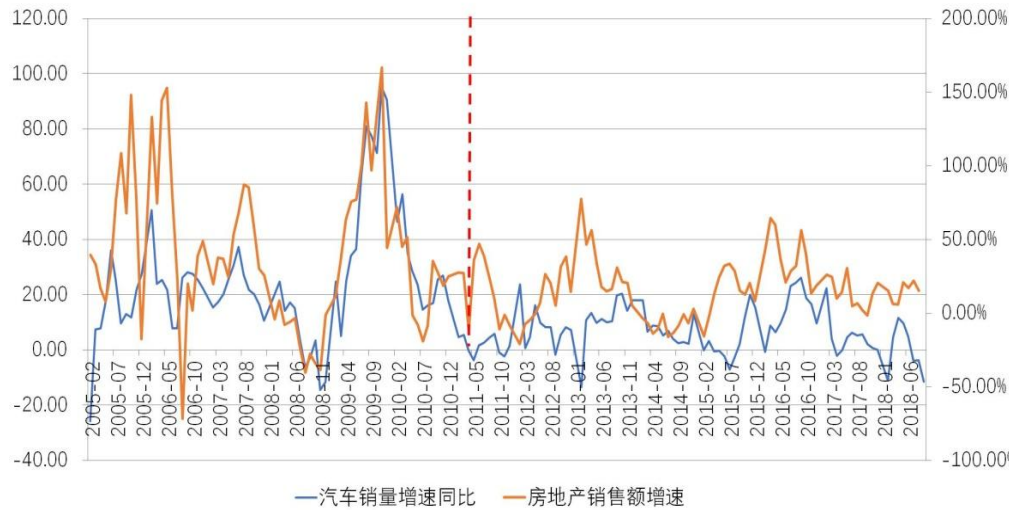
图 26：国内人均可支配收入与乘用车销量增速分析



资料来源：国家统计局，乘联会，申港证券研究所

汽车与房地产关系由同周期变为后周期。汽车与房地产的关系发生了变化，国内消费者买房买车传统的消费习惯，对比房地产销售额增速和汽车销量增速可以看出，2011 年之前汽车消费与房地产消费二者保持同周期关系，因为房价在 2011 年之前较低，居民在购房后仍有能力购车。但 2011 年后，随着房价大幅上涨，房地产消费对汽车消费形成挤压效应，在购房后，汽车消费受到抑制，居民需要一段时间积累储蓄才能释放新的购车需求，因此，汽车消费变为房地产后周期，滞后 12-15 个月。

图 27：房地产和汽车周期变化关系



资料来源：国家统计局，中汽协，申港证券研究所

### 2.3 19Q4 将开启行业复苏周期

目前市场对于汽车行业的触底反弹十分期待，投资者对时点的把握仍不确定，因此更倾向于右侧交易，一旦销量出现好转，可能会大量配置。我们认为乘用车行业配置的时点关键在于销量改善，因此判断销量何时改善尤为重要。我们从购置税政策实施期间透支后期需求、收入、房地产对汽车影响三个角度来对 19H2 和 2020 年乘用车行业走势做出判断。

#### 角度一：购置税优惠政策透支效应已经完全消化。

**我们为什么关注购置税优惠政策透支效应的问题？** 本轮汽车行业周期下行始于 2018 年，很大一部分原因是在 2015-2017 年实行的购置税优惠政策刺激下提前消费透支了后期的销量。想要对本轮行业周期做出较为准确地预测，对购置税透支效应的研究是不可避免的。目前市场对乘用车行业周期研究时，多数观点将 2019 年与 2012 年进行类比，理由是 2019 与 2012 都是购置税退出后第二年，是否真的可以从时间轴上进行类比？透支效应的本质是什么？有没有可以对透支效应是否已经消化进行判断的指标？

我们认为要从根本上分析问题，而不是简单地进行类比后套用之前的规律。2009-2010 与 2015-2017 年两轮购置税优惠政策都是针对 1.6L 及以下排量乘用车进行刺激，对 1.6L 以上乘用车无刺激作用。相应的在购置税期间透支销量的乘用车也是 1.6L 及以下排量的部分。我们对购置税优惠政策实施期间和实施后小排量乘用车销量增速和市场份额变化情况做出四个假设：

- ◆ 假设一：购置税优惠政策实施期间，1.6L 及以下小排量乘用车销量将远远好于

1.6L 以上大排量乘用车，且小排量乘用车增速应该高于行业整体增速；

- ◆ 假设二：在购置税政策退出后，小排量乘用车提前消费造成的透支效应显现，其后若干年份，小排量乘用车销量增速低于市场整体增速；
- ◆ 假设三：无购置税优惠政策年份，小排量和大排量乘用车市场份额相对稳定，但在购置税优惠政策实施期间，小排量乘用车市场份额将逐渐升高；
- ◆ 假设四：购置税退出后，小排量乘用车市场份额逐渐降低，经过一段时间后回落至正常水平。

针对上述四个假设，我们采用销量相对增速和市场份额两个指标进行研究，用以判断上述假设是否成立，以及能否将透支效应是否已经消解释清楚。

2015-2017 年实施小排量乘用车购置税优惠政策，对 1.6L 以下排量乘用车销量具有一定的促进作用，具体分析来看：

- ◆ 2015 年，购置税优惠 5%：1.6L 及以下排量乘用车销量同比增长 10.1%，1.6L 以上销量同比增长仅 1.27%；
- ◆ 2016 年，购置税优惠 5%：1.6L 及以下排量乘用车销量增速为 21.1%，1.6L 以下仅为 2%；
- ◆ 2017 年，购置税优惠 2.5%：1.6L 及以下排量乘用车销量同比下滑 2.84%，1.6L 以上销量同比增长 7%。

购置税优惠幅度为 5% 的两年间，小排量乘用车销量表现远远好于大排量；这与我们上述假设一完全符合。2017 年优惠幅度为 2.5% 时，小排量乘用车销量增速比大排量低 9.84 个百分点，且同比出现下滑，17 年市场表现与假设一不符合，在购置税优惠政策实施的后期对小排量乘用车已经没有了促销作用。我们认为主要原因是由于小排量乘用车售价较低，一般在 8 万元左右，购置税优惠 5% 对到手价格影响较大，所以消费者会选择在优惠幅度较大时集中购买。

分析 2009-2010 年购置税优惠政策退出后乘用车市场表现有助于我们对 2015-2017 年之后市场进行判断。我们从销量相对增速和市场份额变化两个角度进行研究。

**销量相对增速：**对大小排量乘用车相对乘用车市场整体增速进行比较，可以看出：

- ◆ 2009 年小排量乘用车销量增速 71.24%，相对增速为 18.36%；与我们假设一完全相符；2010 年小排量销量增速为 31.77%，相对增速为 -1.5%，略微跑输行业整体，但正增长说明购置税促进作用仍在，仍处于透支阶段。
- ◆ **2011-2013 年小排量乘用车相对增速为负，整体表现较弱；**而大排量乘用车增速好于市场整体增速；购置税优惠期间透支后期需求，政策退出后近 3 年时间小排量乘用车销量表现弱于市场，这与我们上述假设二完全符合。
- ◆ **2017-2018 年，小排量乘用车销量相对增速分别为 -4.7%、-2.75%，且两年绝对增速分别为 -2.8% 和 -7.1%；**大排量乘用车相对增速分别为 5.2%、1.73%。可以看

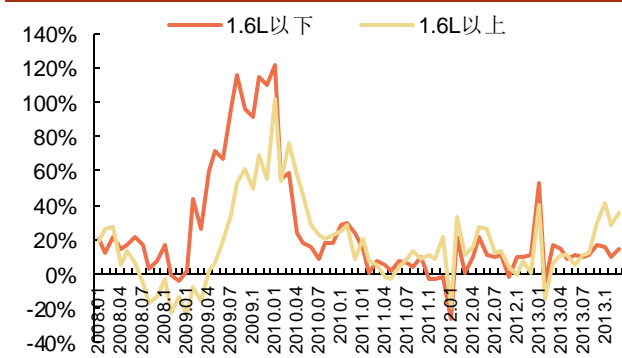
出，在本轮购置税优惠政策最后一年，小排量需求已经开始下滑，进入透支消化期。2019年上半年小排量相对增速为-0.6%，大排量为-4%，小排量乘用车销量与市场整体基本持平。若扣除掉纯电动乘用车后，1.6L以下小排量乘用车相对全部燃油车销量增速为1%，小排量乘用车销量增速已经恢复至跑赢行业整体水平。

**市场份额角度：**国内乘用车市场各类车型市场份额相对稳定，我们判断在购置税优惠政策实施期间，小排量乘用车销量份额将有一定的提升，政策推出后，其份额将逐渐回落至前期水平。

- ◆ 2009-2010年购置税优惠政策实施期间，小排量乘用车市场份额由2008年的62.1%提高到69.6%、68.8%，之后市场份额逐渐回落至2013年66.7%，2014年企稳。
- ◆ 2015-2016年，小排量乘用车市场份额2014年的66.7%提高到2016年的72.1%，2017年开始下滑，2018年市场份额跌至66.8%，2019年上半年回升至66.9%。
- ◆ 市场份额的变化与我们上述假设三、假设四完全相符。

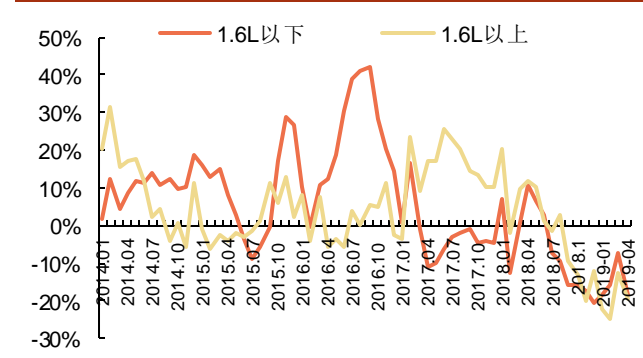
由上述销量相对增速和市场份额两个角度分析，得出的结论是：前期购置税优惠政策透支效应已经消化。不能简单的从购置税退出后的时间轴上，将2019年与2012年乘用车市场表现进行类比，我们认为在分析2019年乘用车市场表现时，购置税优惠透支的因素可以剔除，只需考虑正常需求侧的影响因素。

图28：2009-2013 大小排量乘用车销量增速



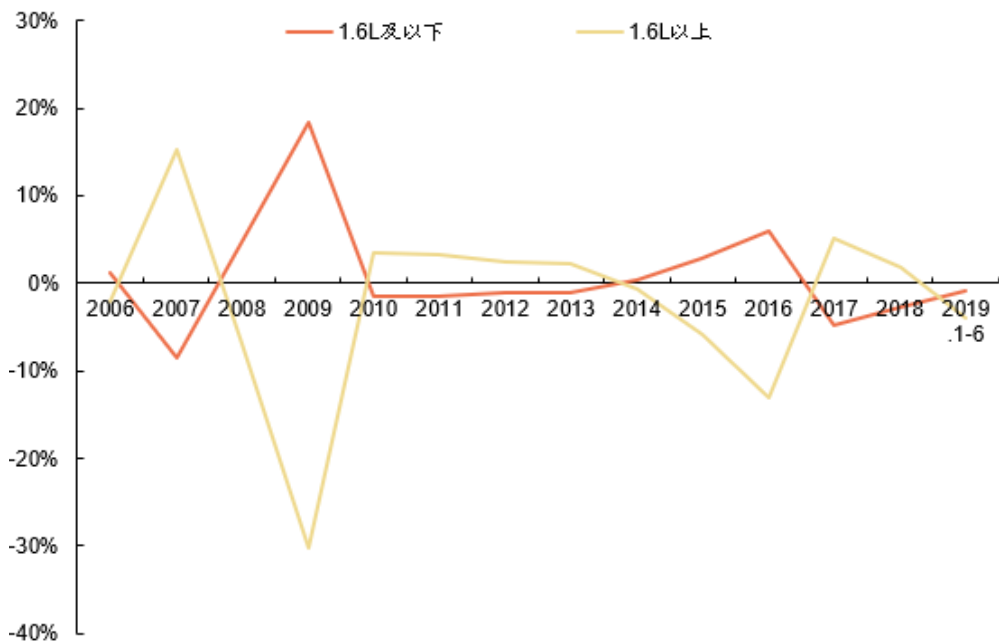
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图29：2014-2019 大小排量乘用车销量增速



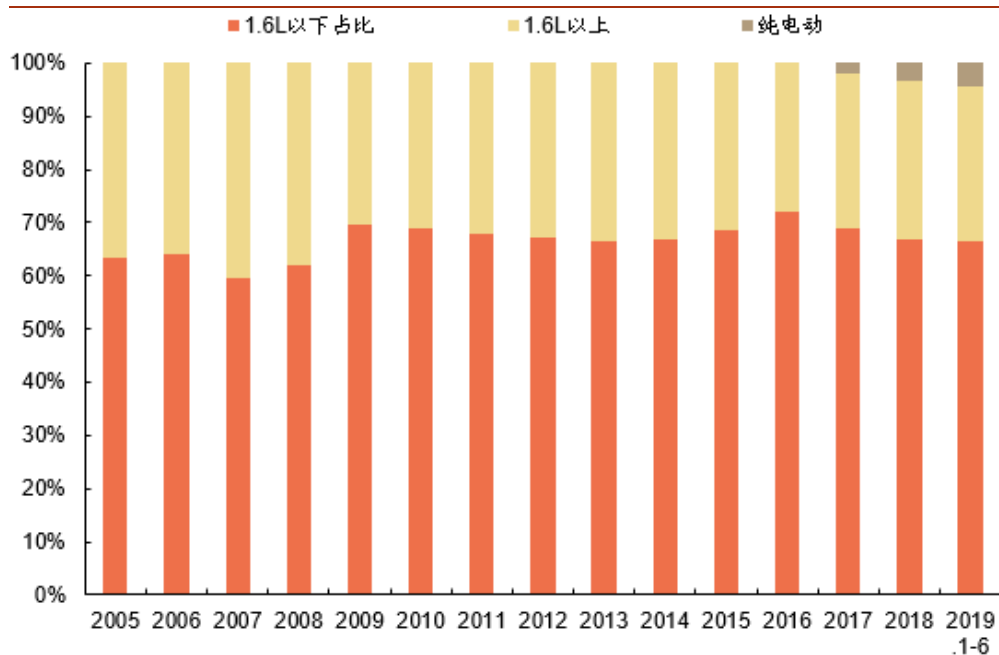
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图30：大小排量乘用车相对增速比较



资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

图31: 各类型乘用车销量市场份额



资料来源: wind, 申港证券研究所

角度二: 修正后的人均可支配收入增速回归将带动销量增速回升。

上文中对国内人均可支配收入增速和汽车销量增速进行对比, 发现相关性很低, 我

们认为主要是由于购置税优惠政策影响导致。在此提出一个问题，人均可支配收入是否真的与乘用车销量无关？我们根据购置税优惠政策对人均可支配收入进行修正，修正后的人均可支配收入与销量增速相关性较高。

**修正后的人均可支配收入仍是乘用车销量增长的决定性因素。**购置税优惠政策实施期间，对 1.6L 以下排量乘用车分别减免 5% 和 2.5% 的购置税，该政策能促进乘用车消费，主要是由于减免的购置税相当于增加了居民可支配收入，将减免的购置税加到当年的人均可支配收入上进行修正，具体修正方法如下：

表 3：修正后人均可支配收入及增速(元)

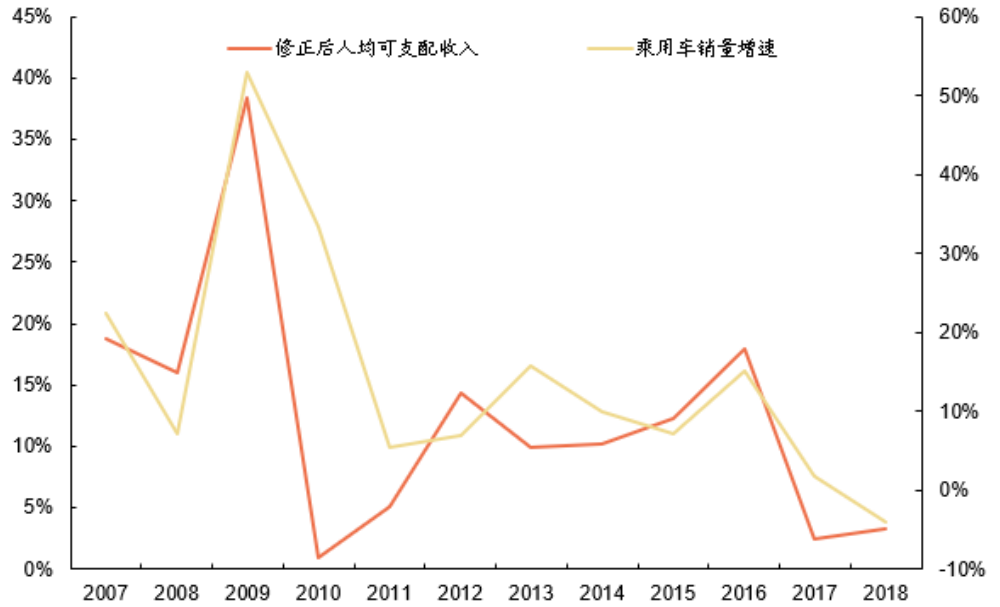
年份	人均可支配收入	1.6L 以下乘用车均价	购置税优惠幅度	修正后人均可支配收入	修正后增速
2007	8566.7	80000		8566.7	18.8%
2008	9939.0	80000		9939.0	16.0%
2009	10964.4	80000	5%	13748.4	38.3%
2010	12507.6	80000	2.5%	13883.9	1.0%
2011	14581.9	80000		14581.9	5.0%
2012	16668.5	80000		16668.5	14.3%
2013	18310.8	80000		18310.8	9.9%
2014	20167.1	80000		20167.1	10.1%
2015	21966.2	80000	5%	22651.8	12.3%
2016	23821.0	80000	5%	26706.0	17.9%
2017	25974.0	80000	2.5%	27350.0	2.4%
2018	28228.0	80000		28228.0	3.2%

资料来源：国家统计局，申港证券研究所

将修正后的人均可支配收入增速与乘用车销量增速进行对比，可以看出二者相关性很高，由于 2009 年和 2016 年购置税优惠幅度为 5%，修正后对人均可支配收入增幅较大，导致 2010、2017 年人均可支配收入增速降低至 1%、2.4%；2010、2017 年购置税优惠幅度为 2.5%，在 2011、2018 年国内居民人均可支配收入分别增长 16.6%、8.7% 的情况下，修正后的人均可支配收入增速为 5%、3.2%，较 2010、2017 年有所提高。

购置税优惠政策退出后，人均可支配收入增速由 2011 年修正后的 5% 提高到 2012 年的 14.3%，乘用车销量增速也呈现出上升的趋势，可以看出人均可支配收入增速的恢复带动乘用车销量增速的提高；2019-2020 年人均可支配收入增速将恢复到正常水平，有望带动乘用车销量增速的止跌回升。

图 32：修正后人均可支配收入增速与乘用车销量增速分析



资料来源：国家统计局，乘联会，申港证券研究所

### 角度三：低线城市受房地产抑制的乘用车消费需求有望在 Q4 回暖。

2018 年一线城市和新一线销量同比增长 2%，而三四五线城市出现不同程度下滑。我们认为低线城市销量下滑的原因主要有：

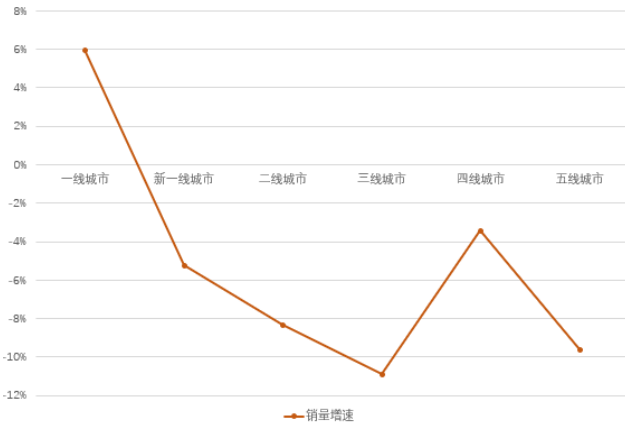
- ◆ 2015-2017 年购置税优惠政策影响，造成小排量乘用车需求被透支；
- ◆ 2017-2018H1 三四五线城市房地产销售面积增速为 18%-40%，保持在较高的增长水平，同期三线及以下城市居民乘用车需求增速由 2016 年的 16% 降到 2017 年 1%，2018 年的-6.6%。

前文中我们对汽车和房地产关系进行了分析，汽车已经变为地产后周期，滞后 12-15 个月，自 2018H2 低线城市房地产进入下行周期，居民储蓄对乘用车消费具有正向促进作用，预计三四五线城市由于房地产对财富挤出效应而受到抑制的消费需求将在 Q4 得到释放。

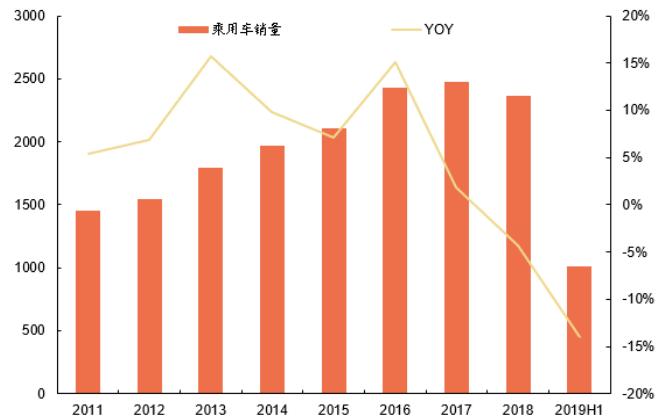
图33: 2018 年各级城市乘用车销量增速

图34: 乘用车销量及增速(万辆)



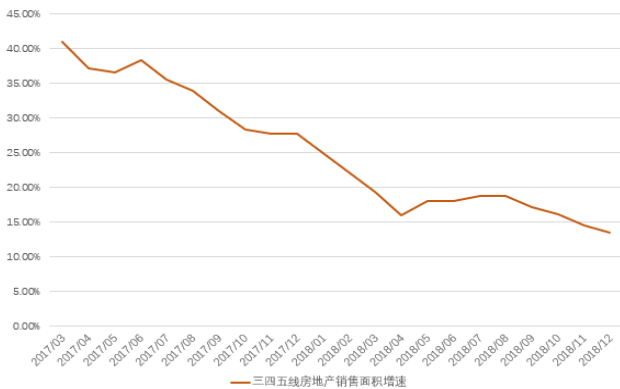


资料来源: 交强险, 申港证券研究所



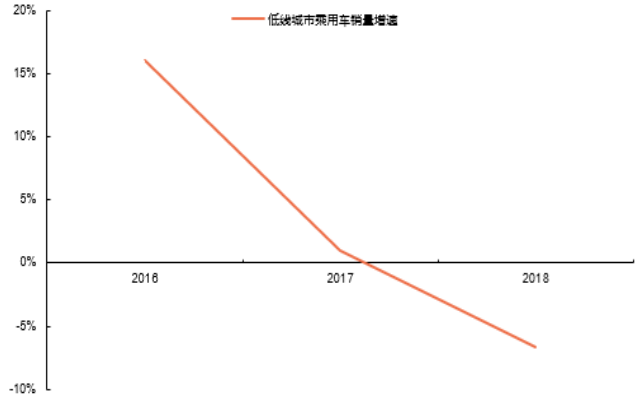
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图35: 17-18年三四五线城市房地产销售面积增速



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

图36: 2016-2018年低线城市乘用车销量增速变化

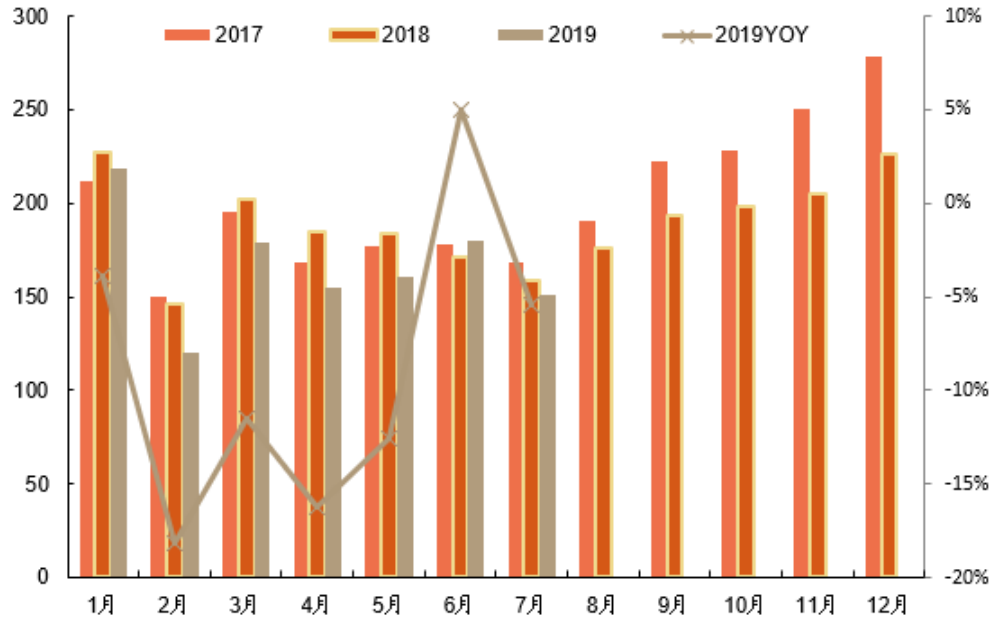


资料来源: 交强险, 申港证券研究所

## 2.4 销量降幅逐月收窄 行业边际改善

销量降幅逐步收窄, 预计最早9月份转正。2019年1-6月乘用车累计零售销量1012万辆, 同比下滑9.3%, Q1、Q2增速分别为-10.2%、-8.2%。累计批发数量1013.2万辆, 同比下滑14%。5-6月国五清库阶段, 销量相对较高, 但透支了后期需求。7月零售同比下滑5.3%, 批发同比下滑2.7%。我们认为上半年乘用车销量整体低迷, 但下半年开始, 销量降幅逐步收窄, 预计8月份仍处于消化阶段, 销量承压难以由负转正, 但销量降幅逐步收窄。考虑到18年9-12月份基数相对较低, 乘用车销量最早将于9月份同比转正, Q4全季度有望实现同比正增长, 乘用车板块将迎来业绩拐点。

图37: 2018-2019年7月乘用车销量及增速变化(万辆)



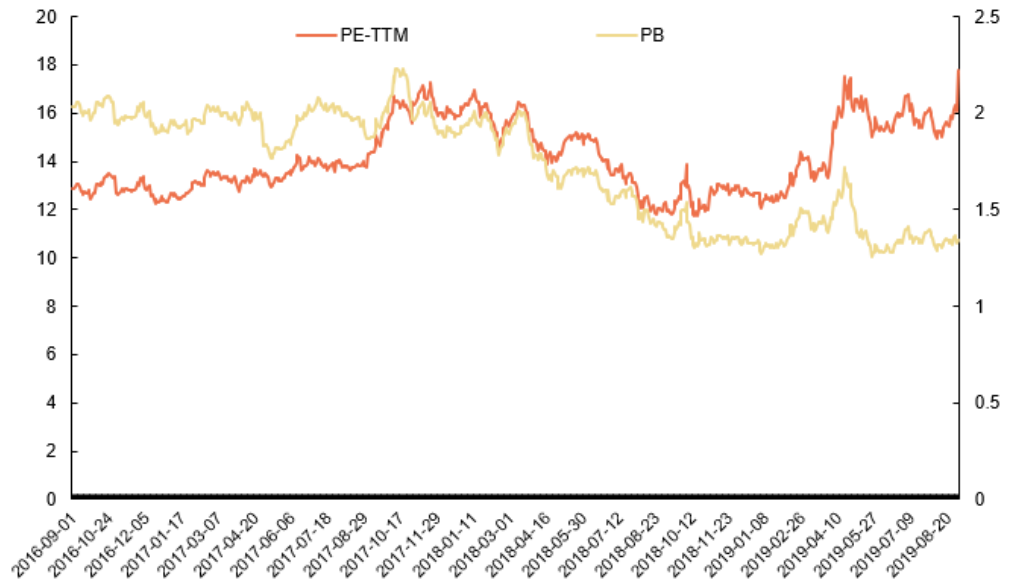
资料来源：乘联会，申港证券研究所

## 2.5 投资策略

根据汽车和地产的关系，我们推测三四五线城市乘用车需求有望在 Q4 恢复，购置税优惠政策透支效应已经完全消化，19-20 年修正后居民人均可支配收入增速恢复到正常增长水平有望带动乘用车销量增速回升，行业复苏在即，乘用车板块进入配置阶段。

乘用车行业 PE-TTM 为 17.8 倍，处于相对较高的水平，主要是由于 Q2 板块盈利能力大幅下滑导致估值偏高，如果 19Q4 板块盈利能力恢复至 17-18H1 水平，预计 PE 将有所降低。行业 PB 为 1.34 倍，近 3 年均值为 1.72 倍，PB 仍处于历史低位。我们认为行业销量转正后，乘用车板块估值和业绩将得到修复，目前重点推荐估值相对较低的上汽集团、广汽集团和长安汽车。

图38: 乘用车板块PE和PB变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3. 商用货车：板块盈利能力回升 重卡有望保持高景气

#### 3.1 行业盈利能力有所回升

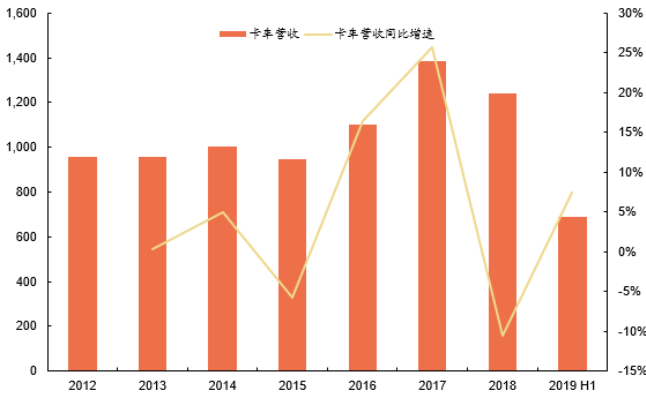
2019H1 国内重卡销量超预期，我们选取了 4 家商用载货车上市公司为样本分析板块的财务状况。

**收入：**商用货车 19H1 营业收入 690 亿，同比增长 7.4%，板块营业收入增长主要得益于上半年福田汽车轻卡和大中型客车销量增长、东风汽车销量增长。分季度看，Q1 营收增长 27.9%，Q2 营收下滑 8.1%，季度收入的变化与卡车销量变化有关，Q1、Q2 货车销量增速为 2.9%、-9.4%，二季度销量下滑主要是由于 5 月份开始行业整治大吨小标导致。

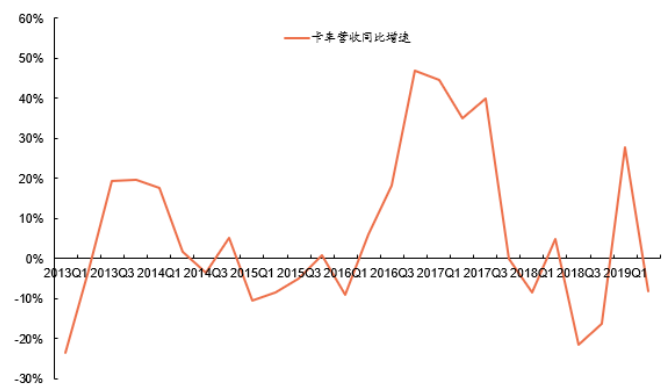
**归母净利润：**19H1 商用货车板块归母净利润 11.9 亿，同比增长 518%，中国重汽和福田汽车归母净利润大幅增长所致，中国重汽归母净利润同比增长 32.3%，福田汽车归母净利润同比增长 127.7%。福田汽车归母净利润增长的主要原因是由于宝沃汽车剥离，同比减亏 8.9 亿元、北京公交交付增加 3.8 亿元净利润。分季度看，Q1、Q2 商用货车板块归母净利润增速分别为 518.9%、106.78%。其中 Q1 受基建拉动影响，重卡在去年 Q1 高基数的情况下仍实现 0.65% 的销量增长，板块业绩同比增幅较大，主要受福田汽车扭亏的影响，同期中国重汽归母净利润同比增长 60.5%。

图 39：商用货车板块营业收入及增速(亿元)

图 40：商用货车板块归母净利润及增速(亿元)

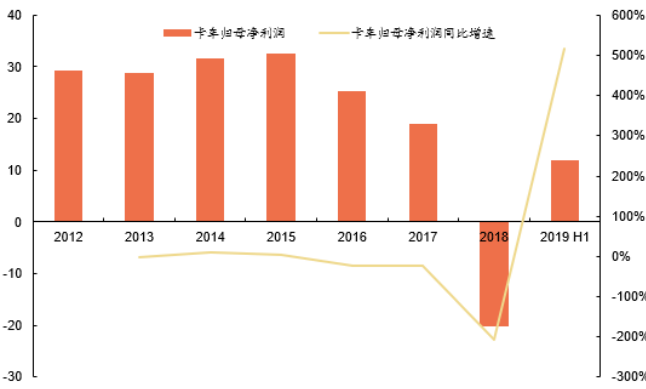


资料来源：中汽协，申港证券研究所



资料来源：中汽协，申港证券研究所

图41: 商用车板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源：中汽协，申港证券研究所

图43: 商用车板块归母净利润及增速(亿元)

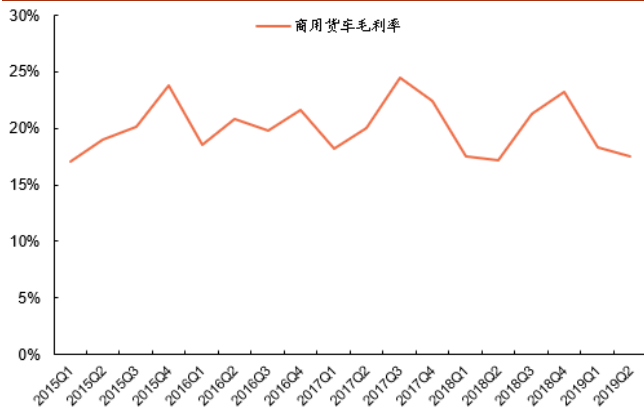


资料来源：中汽协，申港证券研究所

行业毛利率周期性波动，19H1 年行业整体毛利率 12.6%，较 2018 年上半年提高 0.2 个百分点。分季度看 19Q1、Q2 毛利率分别为 12.2%、13%，分别同比提高 0.25、0.28 pct。Q2 毛利率提升主要原因是江铃汽车和中国重汽毛利率提升。19H1 行业净利率为 2%，同比提高 1.48 pct，相较去年上半年，货车行业盈利能力有较大的提升。货车属于生产资料，价格相对较低，市场竞争激烈，行业净利率很低，各公司盈利波动相对较大。我们认为随着大吨小标治理，轻卡销量有望得到释放；19-20 年重卡销量有望在 100 万辆以上，行业景气度维持在较高的水平，毛利率和净利率持续上升。

图43: 重卡行业毛利率变化

图44: 重卡行业净利率变化



资料来源：公司公告，申港证券研究所



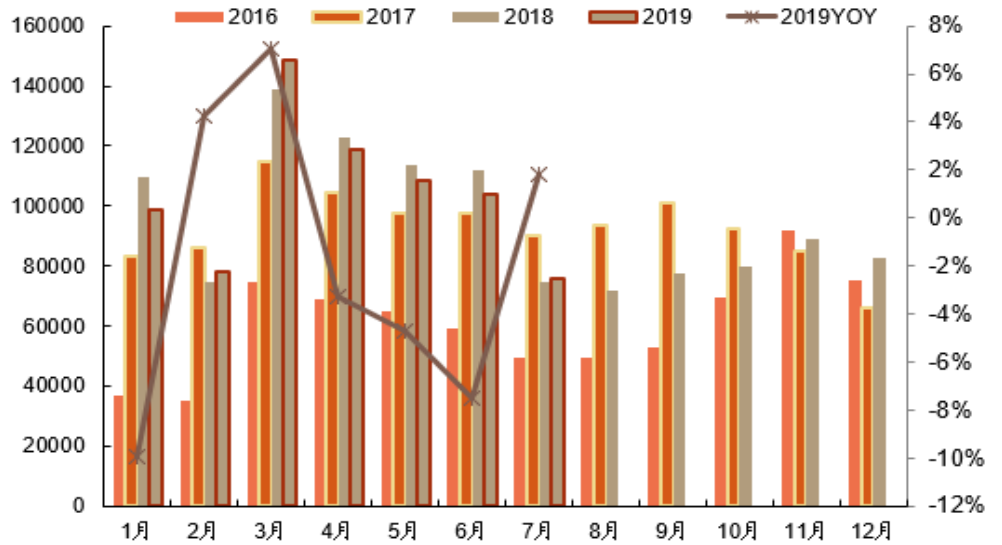
资料来源：公司公告，申港证券研究所

### 3.2 重卡销量中枢提高 有望保持高景气

2016 年以来，重卡行业进入高景气度周期。2016 年出台的 GB1589-2016 更改车辆限重后，重卡单车运载能力下降 20-25% 左右，当年重卡保有量为 569 万辆，在保证运力不变的情况下，治超新规将使得全国重卡保有量提升至 700-710 万辆左右。2016-2017 年重卡销量分别增长 32.45%、52.65%。截止到 2017 年底，重卡保有量达到 635 万辆，较 2016 年增加 66 万辆。

**2019 年上半年销量微跌。**2018 年重卡销量增长 3.24%，增长趋势放缓，市场预期 2019 年重卡销量将大幅下滑，但 19 年上半年重卡销量 65.6 万辆，同比仅下滑 2.3%，对比 2018H1 和 2019H1 销量可以发现，2018 年上半年重卡销量基数较高。因此 19 年上半年虽然下滑，但我们预计 19 年下半年销量有望保持正增长，全年达到 100 万辆以上。

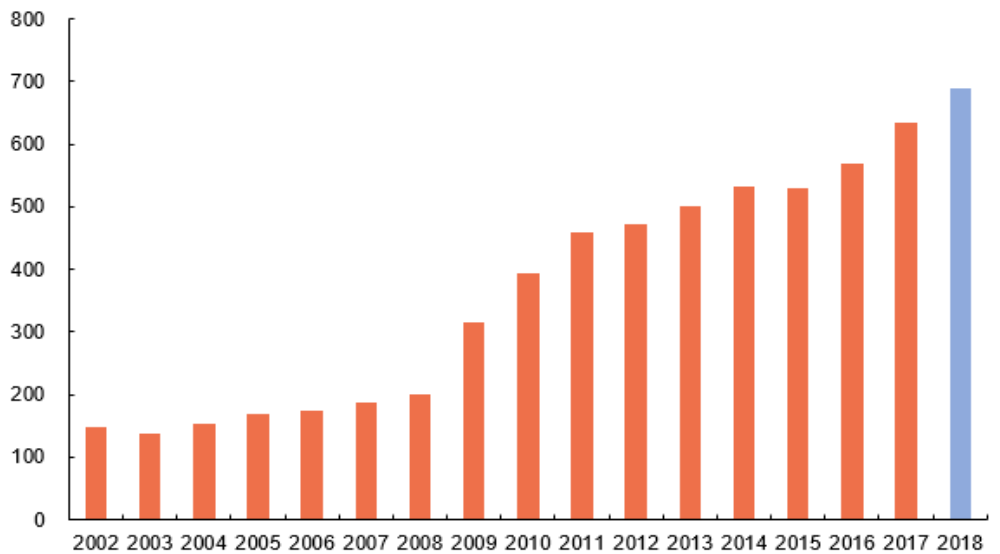
图 45：近四年重卡销量对比(万辆)



资料来源：中汽协，申港证券研究所

预计 2018 年底重卡保有量为 685-700 万辆，运力已经恢复之前水平。根据保有量和销量之间的关系测算了重卡平均使用寿命为 8-9 年，预计 2018 年底国内重卡保有量约在 685-700 万辆，运力已经基本恢复到治超新规之前的水平，治超新规对重卡行业的驱动基本完成。

图 46：重卡保有量(万辆)



资料来源：国家统计局，中汽协，申港证券研究所

**排放新标实施的更新需求将成为未来 2 年重卡行业的驱动力。**国务院《打赢蓝天保卫战三年计划》规定自 2019 年 7 月 1 日起经，重点区域、珠三角地区和成渝地区提前实施国六排放标准，并提出 2020 年底前全国至少淘汰国三及以下标准重卡 100 万辆。经过我们的测算，国三标准实施期间销售的重卡数量约为 490 万辆，已经报废数量约 320 万辆，剩余国三重卡数量 170 万辆左右。国内 2021 年 7 月 1 日起将全面实施国六 A 排放标准，目前各地针对国三重卡报废出台了给予一定补贴和相应的限行限时的政策。我们认为未来 2 年国三重卡将大部分报废，更新需求将成为行业增长新驱动力，预计 2019-2020 年重卡销量有望维持在 100 万辆以上。

**表 4：部分地区国三车型限行政策**

地区	相关文件	具体政策
北京	《关于对部分载货汽车采取交通管理措施降低污染物排放的通告》	外埠国Ⅲ柴油货车全天禁行
深圳	《2018 年“深圳蓝”可持续行动计划》	本地国三货车单双号限行，外地国三货车全号段限行
上海		中环内国三车分时段限行
郑州	《关于限制国四标准以下重型柴油车在市区四环以内道路行驶的公告》	四环以内全天限行国四标准以下重型柴油车
天津	《关于天津市国Ⅲ中型重型柴油货车加装颗粒物捕集器(DPF)的公告》	未加装 DPF 的三环车外环内限行
济南	《关于禁止达不到国Ⅳ排放标准的重型柴油货车通行》的公告	国三及以下车辆分区域限行
福州		国三车全天禁行三环路以内
西安	《西安市人民政府关于柴油货车通行管理的公告》	国三柴油车将全面禁行

资料来源：公开资料，申港证券研究所

## 4. 零部件：19H1 业绩承压 Q4 有望好转

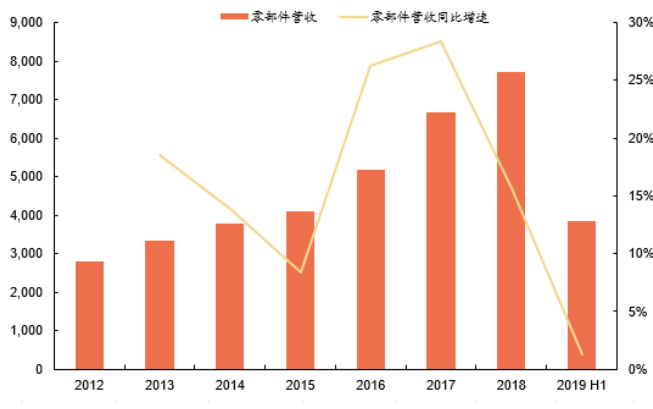
### 4.1 零部件业绩下滑收窄

汽车零部件行业作为产业链的上游，行业景气度和企业盈利受到下游整车厂订单影响。汽车零部件企业在整车厂面前往往处于弱势地位，在汽车行业下行时，压力将逐步传递到零部件板块。

2019H1 汽车零部件板块总营收为 3833 亿元，同比增长 1.32%，其中体量较大的华域汽车、潍柴动力、福耀玻璃、均胜电子合计占板块营收的 52.8%，上述四家企业营收合计同比增长 3%，其余公司营收同比下滑 0.5%。分季度看，19Q1 零部件板块营收同比增长 8.9%，华域、潍柴、福耀和均胜合计营收同比增长 10.9%，其

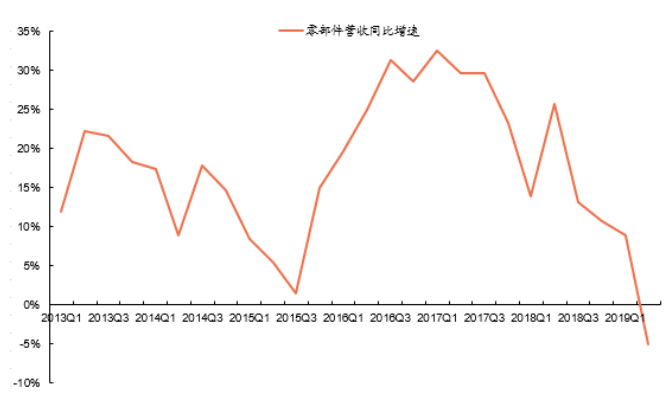
余公司营收同比增长 6.6%，零部件板块整体表现优于汽车行业平均增速，而其中规模较大的零部件企业营收增速更高，在下游整车市场下行的背景下，大型汽车零部件公司的兼并与获取订单的能力得到了充分的体现。19Q2 零部件板块营收增速为-5.1%，近六年来首次下滑，其中规模较大的四家企业营收同比下滑 3.8%，其余企业合计营收同比下滑 6.6%，Q2 零部件板块营收下滑主要原因是由于行业处于主动去库存阶段，整车厂产量大幅下滑，同时年降增加导致收入端承压。

图 47：零部件营业收入及增速(亿元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图 48：零部件营收季度增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

**Q2 零部件板块盈利环比下滑。**2019 上半年行业主动去库存，汽车销量增速为-12.4%，同期汽车产量同比下滑 13.7%。19H1 汽车零部件板块归母净利润为 219 亿元，同比下滑 16.5%，分季度来看，19Q1 板块归母净利润同比下滑 4.74%，Q2 同比下滑 26.2%，环比下滑 6.3%。Q2 板块盈利较 Q1 降低的主要原因有两方面：

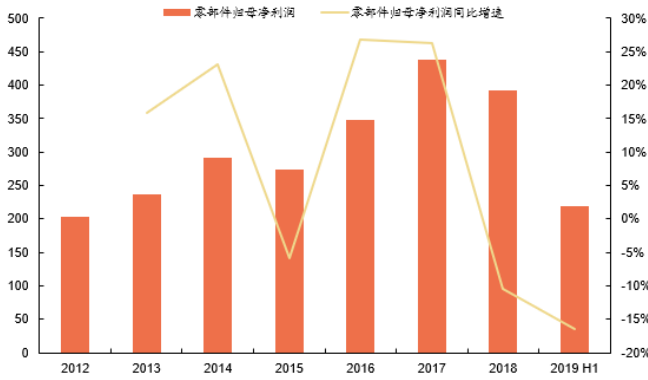
- ◆ 5-6 月国五清库，整车厂排产谨慎，Q1、Q2 产量增速分别为-9.8%、-17.6%，可以看出，Q2 零部件企业收入端承压；
- ◆ 零部件企业产量下降，规模效应导致成本升高。

19H1 华域汽车、潍柴动力、福耀玻璃、均胜电子的归母净利润同比下滑 10%，除重卡领域的潍柴动力同比增长 20.4%，其余三家均负增长；扣除上述四家规模较大的企业后，零部件板块归母净利润同比下滑 21.8%。分季度看，19Q1 四大零部件企业合计归母净利润同比下滑 1.92%，主要是由于华域汽车归母净利润下滑导致，其余三家均同比正增长；扣除这四家公司，其余公司归母净利润下跌 6.9%，较去年 Q4 有所改善，但仍面临较大的压力。19Q2 四大零部件企业业绩同比下滑 16.8%，企业公司同比下滑 33.95。可以看出在行业下行时，下游整车厂压力会逐步传导到上游零部件企业，我们认为下半年进入传统销售旺季，终端售价已经回归到正常水平，整车厂批发数量随终端销量增长而改善，零部件企业业绩有望在 Q4 同比转正。

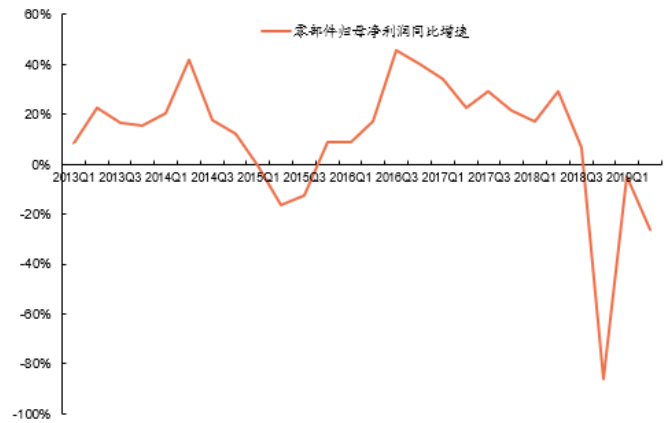
图 49：零部件归母净利润及增速(亿元)

图 50：零部件归母净利润季度增速





资料来源: Wind, 申港证券研究所

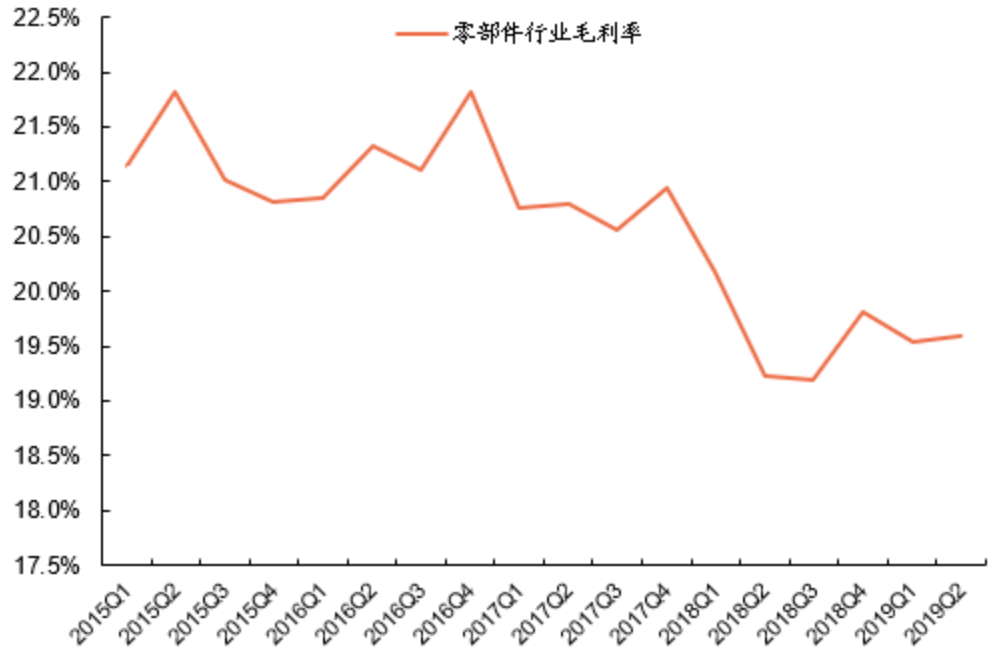


资料来源: Wind, 申港证券研究所

**零部件行业毛利率下滑，预计 Q4 将环比改善。**汽车行业下行周期中，零部件行业自 18 年二季度开始连续三个季度下滑，造成毛利率下滑的主要原因来自下游整车厂的年降压力。19H1 零部件板块毛利率为 19.57%，同比下降 0.1 pct。按季度分析，19Q1 毛利率为 19.53%，同比下降 0.64 pct；19Q2 毛利率为 19.6%，同比降低 0.36 pct，环比基本持平。我们认为 19 年 Q3 进入传统销售旺季，整车厂开始增加产量，准备足够的库存。根据我们调研信息，多数零部件企业反映 9 月份订单数量环比有所改善，但由于 7-8 月产量大幅下滑，Q3 全季度零部件板块仍将承压，预计毛利率和净利率很难有较大改善。我们认为行业销量最早将于 9 月份同比转正，Q4 全季度销量有望实现正增长，产量也将有所改善，Q4 零部件板块毛利率和净利率有望得到提升。

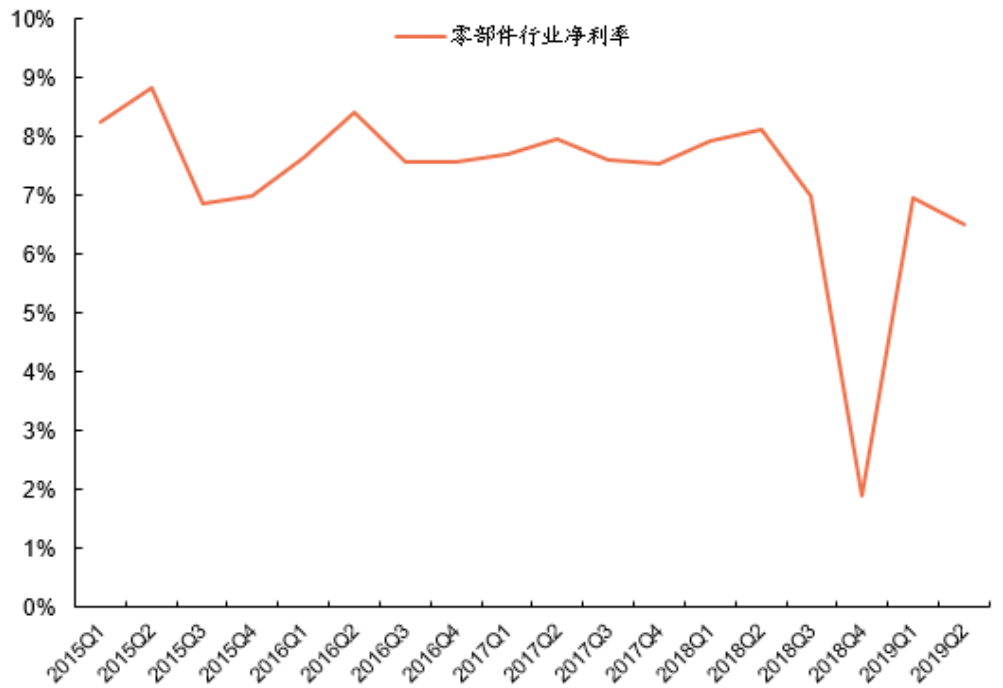
**Q2 盈利能力环比下降，期间费用率提高。**国内汽车行业增速中枢已经下降到 5% 左右，相应的行业级别的红利已经消失。尤其是在行业下行周期，处于相对弱势地位的零部件行业业绩和估值承压。2018 年下半年，销量大幅下滑，整车厂库存压力较大，终端降价促销，企业盈利空间被挤压，随之向上游零部件转移，要求零部件企业降低产品价格或增大年降幅度。零部件板块 19H1 净利率为 6.72%，较去年同期下滑 1.3pct，分季度看，19Q1 净利率 6.94%，同比下滑 1pct；Q2 净利率 6.5%，同比下滑 1.61pct。19H1 期间费用率 12.94%，比去年同期提高 0.76pct，主要是由于管理费用率和销售费用率的提高。

图 51: 零部件板块毛利率



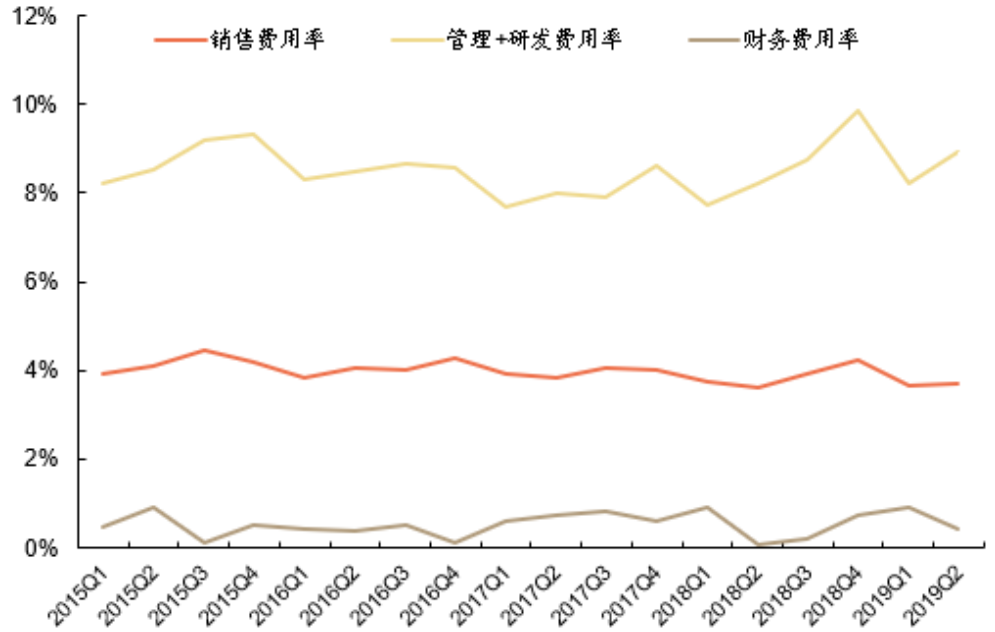
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 52: 零部件板块净利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 53: 零部件板块期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 4.2 看好三条投资主线

基于对乘用车行业的判断,我们认为 Q3 乘用车销量有望触底反弹,销量回暖后整车厂产量随之提高,零部件企业订单数量改善,预计零部件板块业绩将在 Q4 有明显提高。在行业即将触底反弹的情况下,部分零部件企业将凭借自身优势展现出远超行业增速的增长水平,我们看好具有以下三类优势的零部件企业。

### 主线一: 产品升级。

零部件企业自身成长性为内在驱动因素,世界大型零部件企业,其成长过程伴随着品系丰富、单价提升,进而提高单车配套价值。不断进行产品升级的零部件企业,有望对抗行业下行周期。产品升级又包括两方面:

- ◆ 产品品质升级,单价提高。推荐星宇股份,汽车前大灯由卤素向 LED 发展,产品单价由单车 700-800 元提高到 1500 元左右;未来将由 LED 向智能车灯和激光大灯发展,市场空间有望再次提升。
- ◆ 由单个部件向总成升级。推荐精锻科技,公司主要产品为变速器锥齿轮、变速器结合齿和轴、以及新能源电机轴,单车锥齿轮价格 80-120 元。公司重点开发了变速器总成,单价 250-350 元,产品即将放量,预计 2019-2020 年分别配套 40 万、90-100 万套。根据公司最新公告:将在天津投资 3 亿,计划在 2-3 年内形成初步的模具制造及 50 万套变速器总成装配能力,在 3-5 年内全面形成北方模具制造中心,为天津公司和北方客户提供高精度高质量模具配套保障,同时形成不低于 150 万套的变速器总成装配生产能力。

### 主线二：优质客户拓展。

2018 年自主品牌乘用车市占率 42%左右，其市场份额在 2019 年有所下滑，未来很难有较高的增速，零部件企业仅仅依靠自主品牌车企很难保持以往高增长。与此同时，在行业下行时，自主品牌车企由于产品溢价无法与合资品牌相媲美，成本压力较大，为保持盈利水平，向上游零部件企业转移压力的驱动力更强，相关供应商承担的年将压力更大。因此，我们更看好由自主品牌向合资和外资客户拓展顺利的零部件企业，推荐新泉股份、银轮股份。

### 主线三：特斯拉产业链。

**国产 Model 3 售价极具竞争力。**特斯拉公布将在上海超级工厂生产 Model 3 标准续航升级版车型，续航里程 460 公里，起售价 32.8 万元，预计交付时间 6-10 个月。上述报价为裸车价格，加装 Autopilot 和 FSD 全自动智能驾驶功能分别需要加价 2.78 万、5.6 万元。对比国内和美国生产的 Model 3 标准续航升级版，配置和性能相同的情况，价格较美版优惠 5 万元左右，考虑到进口车关税等，预计国产 model 3 到手价将比美国进口版低 6-6.5 万元。

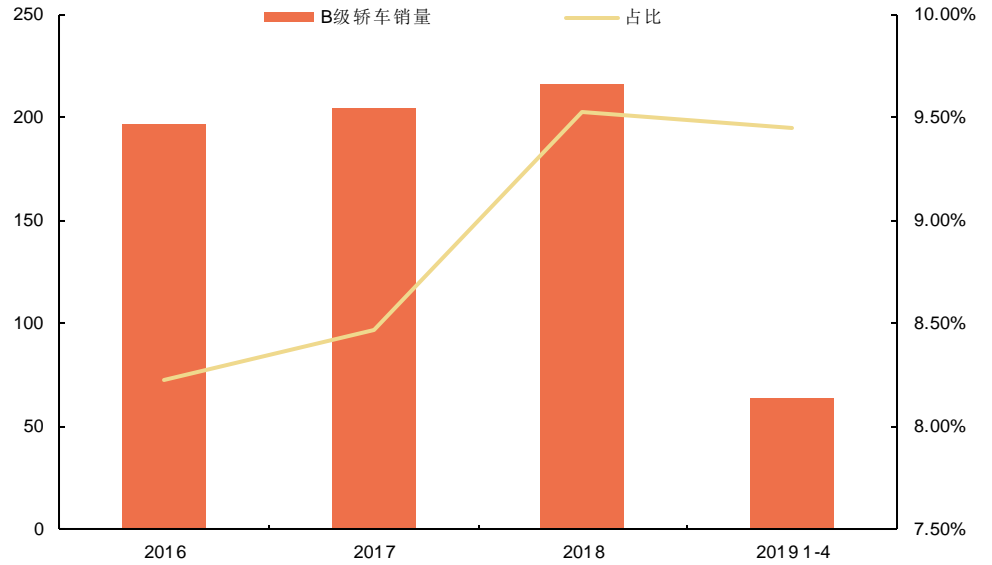
表 5: 国产 model3 与美版对比

参数比较	国产标准版	标准版	长续航后驱	长续航四驱	高性能版
产地	中国	美国	美国	美国	美国
电池容量 kWh	60	60	75	75	75
续航里程(km)	460	460	600	590	595
百公里加速(s)	5.6	5.6	5.4	4.8	3.5
售价(万元)	32.8	37.7	41.2	45.5	52.2

资料来源：公司官网，申港证券研究所

**国内 B 级轿车销量占比提升至 9.5%。**乘用车消费市场呈现出明显的消费升级，近 3 年 B 级轿车销量持续增长，在乘用车销量中比例由 2016 年 8.23%提高到 2019 年的 9.5%。主要原因是 B 级车价格下降，A 级车价格稳定，部分 B 级轿车价格已经下探到 15 万元左右，两者价差减小。我们预计未来 B 级轿车市场份额有望进一步提高。

图 54: B 级轿车销量及占比



资料来源：乘联会，申港证券研究所

预计 Model 3 将在国内 B 级车市场占据一席之地。我们认为特斯拉 model 3 国产后对国内 B 级乘用车市场将造成一定的冲击。主要原因：

- ◆ 售价与 BBA 等豪华品牌 B 级轿车持平。目前 BBA 等豪华品牌 B 级轿车主要有奥迪 A4L、宝马 3 系、奔驰 C 级，其价格与国产 model 3 售价相当。
- ◆ Autopilot 和 FSD 功能增加产品溢价。相较其他品牌，特斯拉智能驾驶技术处于领先地位，智能驾驶功能增加了 model 3 的竞争优势和产品溢价。

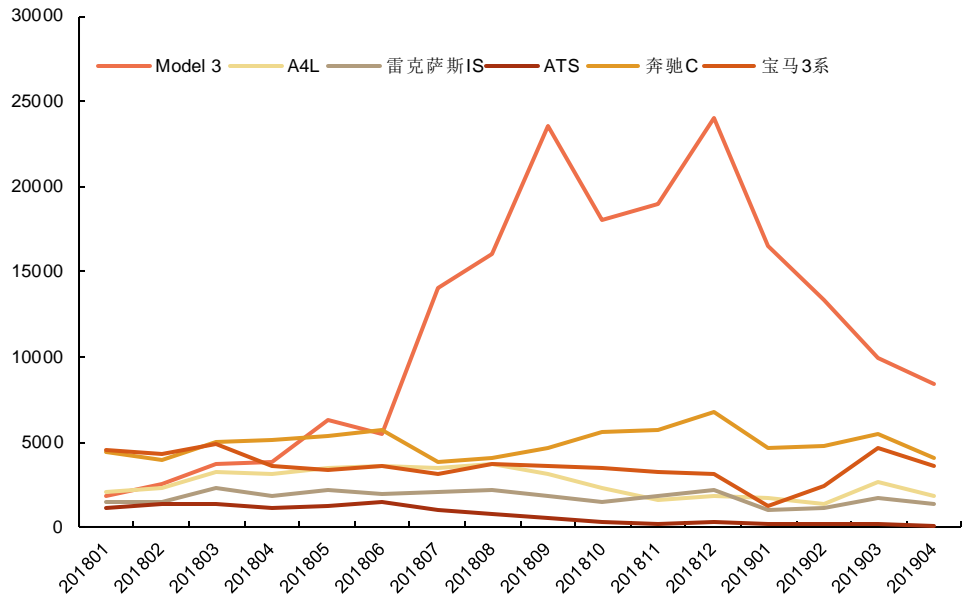
表 6: Model 3 与竞品对比

车型	国产 model3	奔驰 C	奥迪 A4L	宝马 3 系
报价(万元)	32-41	31-45	28-41	31-36

资料来源：汽车之家，申港证券研究所

Model3 在美月均 1.16 万台。2018 年美国 B 级车销量达 245 万辆，比国内销量高 28 万辆，其中特斯拉销量达 13.9 万辆，销量远远高于 A4L、雷克萨斯 IS、ATS、奔驰 C 级和宝马 3 系，占 B 级车市场的 5.7%，2019 年 1-4 月，其销量占比提高到 6.4%，呈现出上升的趋势。

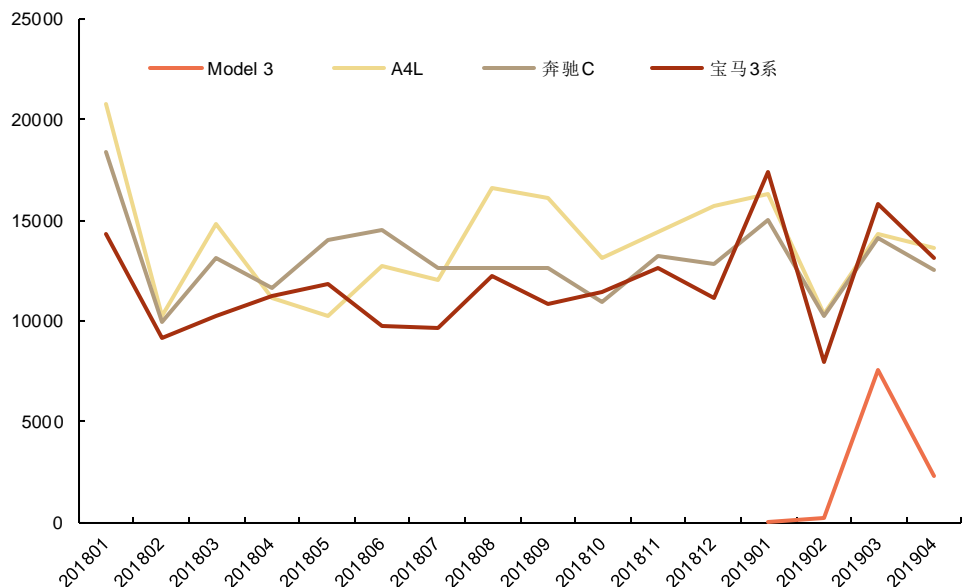
图 55: 美国主流 B 级车销量对比(辆)



资料来源: Marklines, 申港证券研究所

国内B级车市场中, A4L、奔驰C级和宝马三系月均销量分别为1.39万、1.3万和1.18万辆, Model3进口车型进入国内不久, 销量还处于爬坡阶段, 未来还有上升空间。我们认为国产后, Model3销量有望迅速达到BBA竞品的水平。

图56: 国内B级车主要车型销量分析(辆)



资料来源: 申港证券研究所

国产 Model 3 开始预售，价格较美版下降 5 万元以上，上市后将在 B 级轿车市场占据一席之地，预计销量与 BBA 竞品持平，月销量有望超过 1 万台。据我们了解，19H2 上海工厂将投产，2020 年产能释放，国内为特斯拉配套的企业将受益。

Model 3 国产后，规模效应将降低其成本，提高单车盈利，特斯拉有望逐步将其他车型在国内投产。我们看好特斯拉产业链相关投资机会，目前已经有多家自主零部件企业与特斯拉进行合作，建议关注旭升股份、拓普集团和岱美股份。

结论：我们认为产品升级主线可以帮助企业抵抗周期下行，主线二可以为企业带来增量，符合上述逻辑的零部件企业在汽车行业周期复苏阶段将有望超越市场整体增速；特斯拉国产车投产在即，确定性较强。

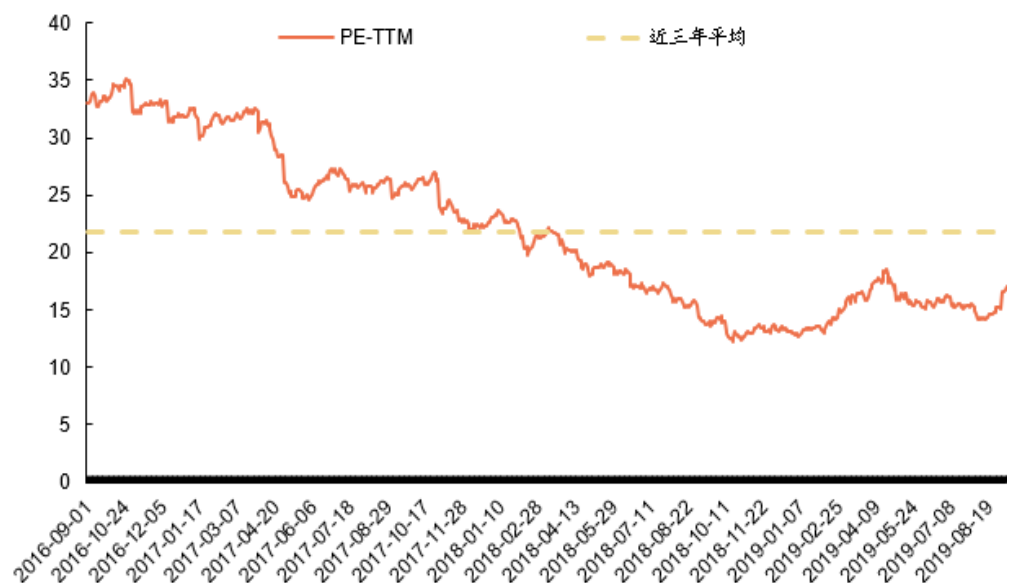
### 4.3 投资策略

目前乘用车板块 PE 相对较高，而零部件板块 PE 和 PB 均处于历史低位，截止到 9 月 6 日，零部件板块 PE-TTM 为 17 倍，近三年平均为 21.8 倍；PB 为 1.7 倍，近三年平均为 2.3 倍。我们认为目前零部件板块配置价值高于乘用车板块。

从业绩上看，零部件板块滞后于乘用车板块一个季度左右，但行业上行时，零部件板块估值与乘用车板块同时得到修复。目前乘用车销量降幅逐月收窄，行业复苏趋势明显，板块关注度较前期提高，我们建议同时配置乘用车和零部件板块。

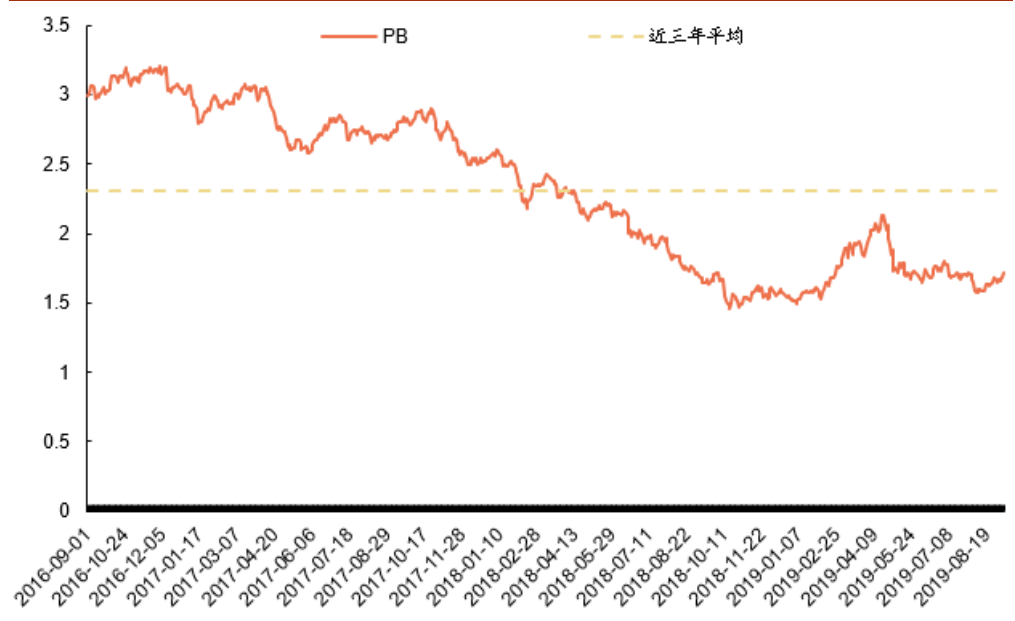
重点推荐华域汽车、精锻科技、星宇股份、拓普集团和岱美股份。建议关注新泉股份、旭升股份等。

图 57：零部件板块 PE-TTM



资料来源：wind，申港证券研究所

图58：零部件板块PB



资料来源：wind，申港证券研究所

## 5. 投资策略

2019 上半年汽车行业整体承压，各子行业中，近商用车实现正增长，乘用车、零部件板块业绩均大幅下滑。7 月份乘用车零售同比下滑 5.3%，批发同比下滑 2.7%。预计 8 月份仍处于消化阶段，销量承压难以由负转正，但销量降幅逐步收窄。考虑到 18 年 9-12 月份基数相对较低，乘用车销量最早将于 9 月份同比转正，Q4 全季度有望实现同比正增长，乘用车板块将迎来业绩拐点。建议增配乘用车和零部件板块。

**乘用车行业复苏，预计自主品牌弹性更大。**乘用车企业在下行周期中战略规划清晰，产品体系完善，不断推出层次感强的新车的企业在一定程度上可以对抗行业周期。一线城市销量受车牌限制，二线城市乘用车消费趋于饱和，未来增长重点在三四五线城市，本轮行业周期下行主要受三四五线城市拖累，低线城市需求复苏有望带动自主品牌乘用车销量实现较大幅度的增长，我们认为在本轮乘用车复苏周期中，一线自主品牌弹性更大，重点推荐乘用车龙头企业上汽集团、以及凭借福特新周期有望业绩复苏的长安汽车、SUV 龙头企业长城汽车。

**零部件板块估值较低，重点看好三条投资主线。**我们认为 Q3 乘用车销量有望触底



反弹,销量回暖后整车厂产量随之提高,预计零部件板块业绩将在 Q4 有明显提高,我们看好零部件领域的三条投资主线:

- ◆ 产品升级主线,推荐星宇股份,精锻科技;
- ◆ 客户拓展主线,推荐新泉股份、银轮股份;
- ◆ 特斯拉产业链,推荐旭升股份、拓普集团和岱美股份。

## 6. 风险提示

乘用车销量低于预期;

新能源汽车销量不及预期;

原材料价格大幅上涨;

政策不及预期。

### 研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上