

本报告的主要看点：

1. 2019年1至7月国内汽车市场各板块销量分析。
2. 由中报分析汽车行业各板块——乘用车、客车、货车、零部件、汽车服务——经营情况与盈利能力。
3. 分析当前汽车行业各板块面临的政策、市场环境，抓住主要刺激因素，展望未来市场走势。

汽车行业 2019 年上半年经营情况与未来展望

行业观点

- 乘用车 5-7 月终端销量小幅增长 6%，前 7 月累计下降 0.5%，处于底部，但好于市场预期，预计下半年环比改善，同比转正，进入弱复苏；新能源汽车抢装效应明显，谨慎乐观；环保和基建提振重卡需求，前高后低趋势明显。
 - 1-7 月乘用车终端销量 1229.5 万辆，SUV 小幅增长；日系、德系逆势增长 7.5%和 2.6%。新能源乘用车销量 59.9 万辆，同比增长 75.1%，预计全年 119.5 万打底，同比增长 26%。
 - 下半年乘用车市场有望回暖：（1）国家出台政策促进汽车消费；（2）地方政府跟进实施细则；（3）车企排产提升；（4）购置税透支效应减弱；（5）国六车型逐步丰富；（6）促销清库负面透支效应消退减弱；（7）减税降费改革红利释放。
 - 客车累积销量 24.9 万辆，同比下降 3.9%；新能源公交车补贴过渡期持续到 8 月初，前 7 月累计销量 4.7 万辆，同比增长 20%。
 - 货车累计销量 222.8 万，同比下降 4.4%，重卡累计销量 72.4 万，增速下滑 1.6%，销量占比约为 32%。
- 2019 年中报显示，乘用车、零部件和汽车服务三大板块营收在-15%到 0 之间，归母净利润-22%到-48%，处于底部企稳状态；经销商库存下降明显，营收现金流改善，降价收窄，盈利能力有望提升。客车下半年补贴退坡后将有压力；重卡前高后低，下半年承压，龙头占据利润绝大部分。
 - 乘用车板块营收-14.7%，归母净利润-45%，但负增长的幅度不再扩大，进入底部区域；预计下半年由于政策利好和低基数，降幅收窄。
 - 客车板块营收-2%，归母净利润+17.6%，抢装后叠加补贴退坡达 60%，盈利能力承压。货车板块营收+9.1%，归母净利润+28.9%，有剥离亏损资产因素，但分化明显，龙头企业增速高于行业；但经济下行压力较大，由于固定资产投资和制造业的回暖复苏未达到预期，重卡市场的终端需求承受较大压力，大吨小标的治理对轻卡也有一定冲击。
 - 零部件板块营收同比持平，归母净利-22.5%；零部件企业面临降本、出货量下滑、技术迭代加快等多重压力，龙头集中，行业强者生存。
 - 经销商板块营收-7%，归母净利润-48.6%，营收和现金流改善，降价收窄，预计盈利能力有望改善。

投资建议

- 9 月初乘用车板块 PE 约 17.6 倍，PB 约 1.3 倍，仍处于近年来底部。近期板块中报已发布，Q2 业绩在预期内较差，市场反映逐渐见底；去年下半年基数较低，看好下半年环比增速改善，同比转正。建议关注国六产品完备、有强产品力车型、新能源车型有增长潜力的龙头车企及零部件企业：广汽集团（H）、上汽集团、中国重汽（H）、潍柴动力（A+H）、华域汽车。

风险提示

- 宏观经济持续低迷，汽车消费需求下降，产销量低于预期；基建投资放缓；政策不确定性；新能源汽车产销量低于预期；补贴退坡、竞争加剧导致企业盈利能力下降超预期；零部件企业业绩不达预期。

陈晓 联系人
chenxiao@gjzq.com.cn

何凯易 联系人
hekaiyi@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

一、总论	5
二、乘用车：销量业绩均处底部，逐步进入弱复苏	6
2.1 国五清库透支逐步减弱、销量环比改善、同比将转正	6
2.2 新能源车上半年增速可观，全年销量谨慎乐观	8
2.3 营收、利润进入底部，有望回升	9
三、客车：补贴过渡期抢装、盈利改善、下半年承压	14
3.1 新能源客车抢装透支效应明显，下半年销量承压	14
3.2 补贴大幅退坡，盈利能力承压	15
四、货车：前高后低，龙头份额提升	18
4.1 环保和基建提振上半年重卡需求，下半年市场承压	18
4.2 盈利能力承受较大压力，龙头重汽潍柴占据利润绝大部分	18
五、零部件：市场份额向龙头集中，盈利能力处于底部	22
5.1 业绩承压，份额向龙头集中	22
5.2 盈利能力处于底部	22
六、汽车经销商：库存下降，盈利能力有望改善	25
6.1 库存明显好转，度过艰难时刻	25
6.2 营收现金流改善，降价收窄，盈利能力将改善	25
七、投资建议	28
八、风险提示	28

图表目录

图表 1：乘用车终端销量情况	6
图表 2：乘用车销量月度增速情况	6
图表 3：乘用车产量情况	7
图表 4：汽车经销商库存预警指数	7
图表 5：乘用车销量增速对比（按车型）	7
图表 6：乘用车销量分布（按车型）	7
图表 7：1-7 月累计销量份额（按车系）	8
图表 8：乘用车销量分布（按车系）	8
图表 9：新能源车销量预测	8
图表 10：各级城市营运需求比例加大	9
图表 11：补贴退坡月为高峰冲量期	9
图表 12：乘用车板块营收情况	10
图表 13：乘用车板块营收与季度销量同比增速对比	10
图表 14：乘用车板块归母净利润情况	10
图表 15：乘用车板块扣非后归母净利润情况	10
图表 16：乘用车板块毛利率、净利率情况	10

图表 17: 乘用车板块期间费用率情况 (含研发费用)	10
图表 18: 乘用车板块 ROE 情况	11
图表 19: 乘用车板块扣非后 ROE 情况	11
图表 20: 乘用车板块 PE (TTM) (截止 2019/9/6)	11
图表 21: 乘用车板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)	11
图表 22: 乘用车相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)	13
图表 23: 国内客车销量情况	14
图表 24: 国内客车单月销量	14
图表 25: 国内客车销量分布 (按类型)	14
图表 26: 国内客车销量增速对比 (按类型)	14
图表 27: 国内新能源客车销量情况	15
图表 28: 国内新能源客车单月销量情况	15
图表 29: 客车板块营收情况	15
图表 30: 客车板块归母净利润情况	16
图表 31: 客车板块扣非后归母净利润情况	16
图表 32: 客车板块毛利率、净利率情况	16
图表 33: 客车板块期间费用率情况 (含研发费用)	16
图表 34: 客车板块 ROE 情况	16
图表 35: 客车板块扣非后 ROE 情况	16
图表 36: 客车板块 PE (TTM) (截止 2019/9/6)	17
图表 37: 客车板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)	17
图表 38: 客车相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)	17
图表 39: 国内货车销量情况	18
图表 40: 国内货车单月销量情况	18
图表 41: 国内货车销量分布 (按类型)	18
图表 42: 国内货车销量增速对比 (按类型)	18
图表 43: 货车板块营收情况	19
图表 44: 货车板块归母净利润情况	19
图表 45: 货车板块扣非净利润情况	19
图表 46: 货车板块毛利率、净利率情况	19
图表 47: 货车板块期间费用率情况 (含研发费用)	19
图表 48: 货车板块 ROE 情况	20
图表 49: 货车板块扣非后 ROE 情况	20
图表 50: 货车板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)	20
图表 51: 货车相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)	21
图表 52: 零部件板块利润 TOP10 企业情况	22
图表 53: 零部件板块营收情况	22
图表 54: 零部件板块归母净利润情况	23
图表 55: 零部件板块扣非后归母净利润情况	23

图表 56: 零部件板块毛利率、净利率情况.....	23
图表 57: 零部件板块期间费用率情况 (含研发费用)	23
图表 58: 零部件板块 ROE 情况.....	23
图表 59: 零部件板块扣非后 ROE 情况.....	23
图表 60: 零部件板块 PE (截止 2019/9/6)	24
图表 61: 零部件板块 PB (截止 2019/9/6)	24
图表 62: 零部件板块相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)	24
图表 63: 国内汽车经销商库存预警指数情况.....	25
图表 64: 汽车库存系数 (按品牌)	25
图表 65: 汽车服务板块营收情况.....	25
图表 66: 汽车服务板块归母净利润情况.....	26
图表 67: 汽车服务板块毛利率、净利率情况.....	26
图表 68: 汽车服务板块期间费用率情况 (含研发费用)	26
图表 69: 汽车服务板块 ROE 情况.....	26
图表 70: 汽车服务板块扣非后 ROE 情况.....	26
图表 71: 汽车服务板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)	27
图表 72: 汽车服务板块相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)	27

一、总论

- 乘用车 5-7 月终端销量小幅增长 6%，好于市场预期，前 7 月累计销量同比下降 0.5%，销量处于底部区域，国五清库透支逐步减弱，预计下半年环比改善，同比转正，进入弱复苏；新能源汽车上半年增速可观，但抢装透支效应明显，预计全年乘用车销量 119.5 万打底，仍可保证 26% 增长，未来发展乐观；环保和基建提振上半年重卡需求，前高后低趋势明显。
- 2019 年前 7 月，乘用车累计销量 1229.5 万辆，同比下滑 0.5%，SUV 小幅增长 0.13%，其他车型下滑幅度收窄；日系、德系逆势增长 7.5% 和 2.6%，其他品牌降幅有所扩大。上半年去库效果明显，8 月起车企排产上升，逐步加库为旺季做准备。新能源乘用车销量 59.9 万辆，同比增长 75.1%，预计全年 119.5 万打底，同比增长 26%。
- 当前乘用车市场销量下滑幅度有所收窄，在政策调整和支持下，预计下半年基于以下因素进入弱复苏：（1）国务院等机构出台政策促进汽车消费；（2）地方政府陆续跟进实施细则；（3）车企排产提升；（4）购置税透支效应减弱；（5）国六车型逐步丰富；（6）促销清库负面效应消退；（7）减税降费改革红利有望释放。
- 客车累计销量 24.9 万辆，同比下降 3.9%，大客、中客分别同比增长 5%、1.8%，轻客同比下降 6.5%；新能源公交车由于补贴过渡期持续到 8 月初，前 7 月累计销量达 4.7 万辆，同比增长 20%，抢装后叠加补贴退坡将有压力。
- 货车累计销量 222.8 万，同比下降 4.4%，重卡由于排放升级及基建拉动表现较好，累计销量 72.4 万，同比小幅下滑 1.6%，销量占比约为 32%；轻型微型货车同比约-6%，中型货车同比下降 32%。但经济下行压力较大，由于固定资产投资和制造业的回暖复苏未达到预期，重卡市场的终端需求承受较大压力；大吨小标的治理对轻卡也有一定的冲击。
- 从 2019 年中报来看，乘用车、零部件和汽车服务三大板块营收在-15%到 0 之间，处于底部企稳状态，归母净利润-22%到-48%，下滑幅度较大；经销商环节库存下降明显，营收现金流改善，降价收窄，盈利能力有望提升。客车抢装效应明显，盈利能力较强，下半年补贴退坡后将有压力；重卡政策和事件影响盈利，下半年将承压，但龙头效应明显，占据利润绝大部分。
- 2019H1 乘用车板块营收同比下滑 14.7%，归母净利润同比降幅达 45%，扣非净利润下滑 52%，但负增长的幅度不再扩大，板块进入底部区域；预计下半年由于政策利好和低基数，降幅收窄。
- 客车板块 2019H1 营收 272 亿，同比下滑 2%，归母净利 7.3 亿，同比增长 17.6%；下半年新能源客车补贴退坡达 60%，相关企业盈利能力将承压。
- 货车上半年得益于环保和基建投资，板块营收 1712 亿，同比增长 9.1%。归母净利 83.3 亿，同比增长 28.9%，其中有福田汽车剥离大幅亏损的宝沃减亏因素，以及管理、财务费用率大幅减少；行业龙头重汽和潍柴份额提升，占据约 9 成利润份额。
- 零部件板块业绩随乘用车销量下滑而下降，2019H1 板块营收 3196 亿，同比持平，但 Q2 同比-5.7%。归母净利润 182.4 亿，同比-22.5%。零部件企业面临降本、出货量下滑、技术迭代加快等多重压力，行业面临强者生存的分化与整合。
- 经销商板块同样受乘用车影响，2019H1 营收 1308.6 亿，同比下滑 7%，净利 192.08 亿，同比-48.6%，二季度促销，营收同比+6%但净利仍为-7%，营收和现金流改善；下半年降价收窄，预计盈利能力有望改善。

二、乘用车：销量业绩均处底部，逐步进入弱复苏

- 乘用车板块营收净利仍然同比下滑，但市场逐步反映当前承压情况处于底部区域，PE (TTM) 18.9 倍有一定回升，PB (LF) 1.38 仍处于低位。2019 年 1-7 月终端销量在去年同期基数较高的条件下，同比仅下滑 0.5% 左右，特别是 5、6、7 三月累计销量 544.8 万辆，同比小幅正增长 6%，好于市场预期，给予市场一定的信心。下半年随着车企排产提升、国六车型逐步上市、促进汽车消费政策的推出、国家稳增长宏观调控的持续推进以及，购置税优惠透支、促销清库等负面因素消退，在去年下半年低基数的基础上，有望实现销量同比转正，逐步进入弱复苏。
- 新能源乘用车上半年终端销量 56.5 万辆，同比增长 95.9%。上半年营运车辆占比或超一半，贡献增量为主，自发需求不明显，限牌限行城市今年增长有限，年底抢装对于退坡和过渡期的预期相比去年或动力不足，预计 2019 年新能源乘用车 119.5 万辆打底；但在牌照路权、营运需求以及双积分长期调控的驱动下，新能源车行业增长逻辑仍在，全年仍可保证至少 26% 的可观增长，且该行业未来 3 年的发展呈乐观态势。

2.1 国五清库透支逐步减弱、销量环比改善、同比将转正

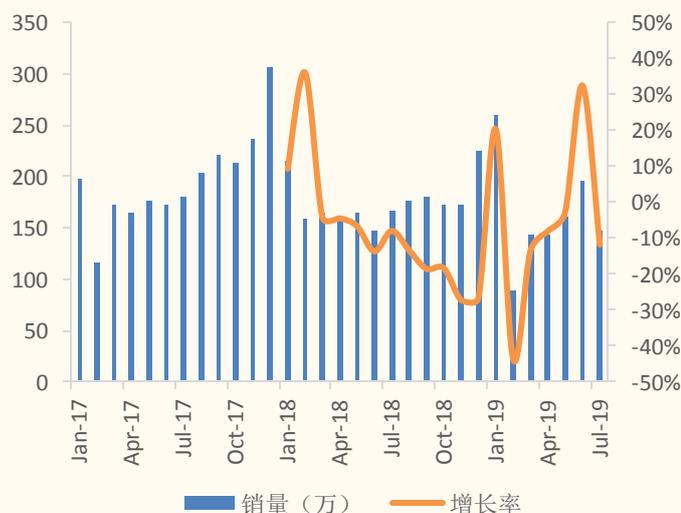
- 乘用车终端销量 5-7 月累计同比小幅增长 6%，好于市场预期，预计下半年销量环比改善，同比将转正。

从终端销售情况来看 7 月乘用车销量 146.87 万辆，同比下降 16.4%，环比下降 34%，反映了 6 月清库的部分透支效应；而 5、6、7 三月累计销量 544.8 万辆，同比小幅增长 6%，好于市场预期。1-7 月，乘用车累计销量 1229.5 万辆，同比微降 0.5%。预计下半年乘用车销量环比改善，同比将转正。

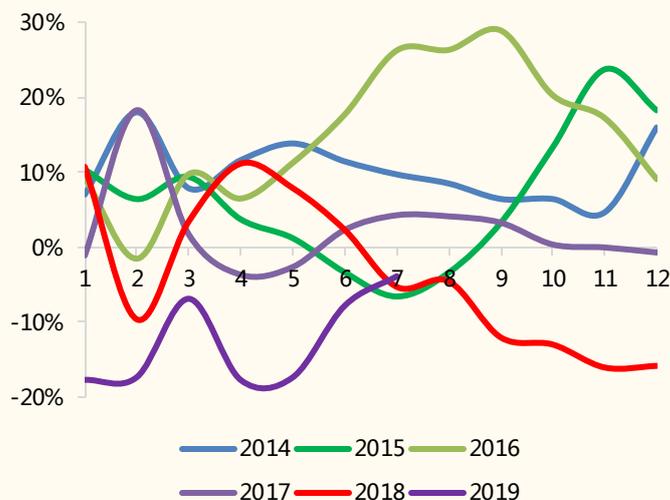
车企销量来看，中汽协数据 7 月乘用车销量 152.8 万辆，同比下降 3.9%；1-7 月，乘用车累积销量 1165.4 万辆，同比下降 12.8%。预计 Q3 降幅收窄，全年销量小幅下滑。

生产端，中汽协数据 7 月乘用车产量 152.3 万辆，环比下降 4.7%，同比下降 11.7%。1-7 月，乘用车产量完成 1150.1 万辆，同比下降 15.3%，降幅比 1-6 月收窄 0.2pct；从库存情况看，2019 年上半年特别是 5、6 月份随着国五清库促销，有较明显的去库存过程。但是仍需要密切关注 8-9 月车企批发销量情况，判断车厂与经销商是否处于库存较合理的情况，是否为了 9、10 月销售及国六车型进行加库的动作。

图表 1：乘用车终端销量情况



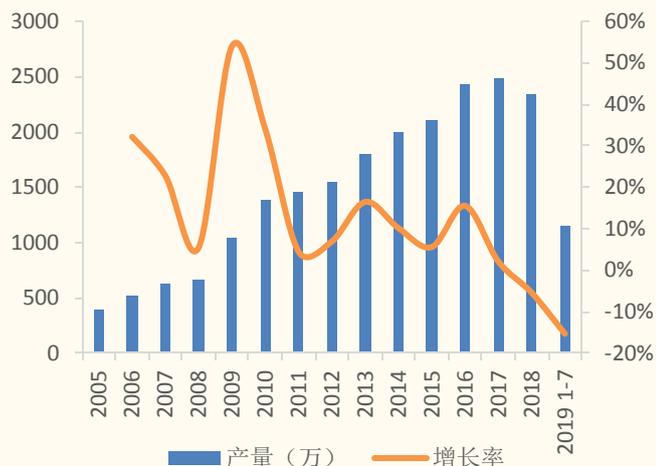
图表 2：乘用车销量月度增速情况



来源：国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

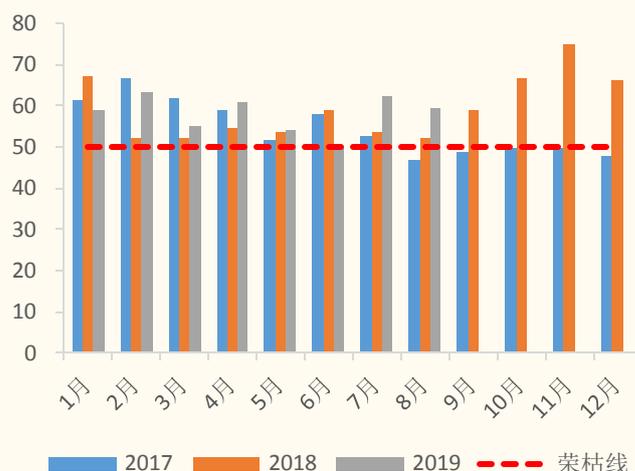
来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 3: 乘用车产量情况



来源: 中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 4: 汽车经销商库存预警指数



来源: 中国汽车流通协会、国金证券研究所

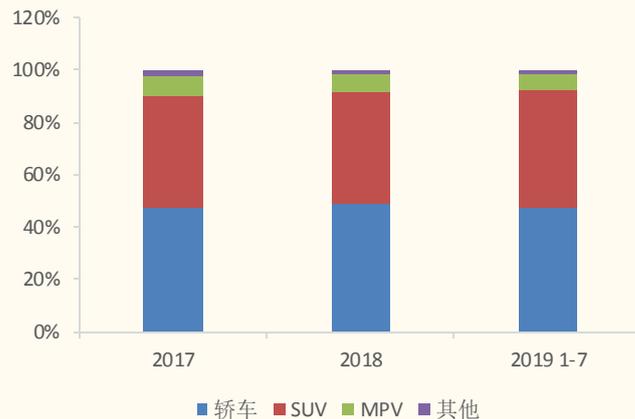
终端销量分车型看, 经过一段时间的调整, 今年 1-7 月 SUV 累计销量取得微小增长 0.13%, 其他车型均为负增长但比 2018 年同比降幅均有所收窄, 判断乘用车市场已处于底部区域, 有回暖迹象。

图表 5: 乘用车销量增速对比 (按车型)



来源: 国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

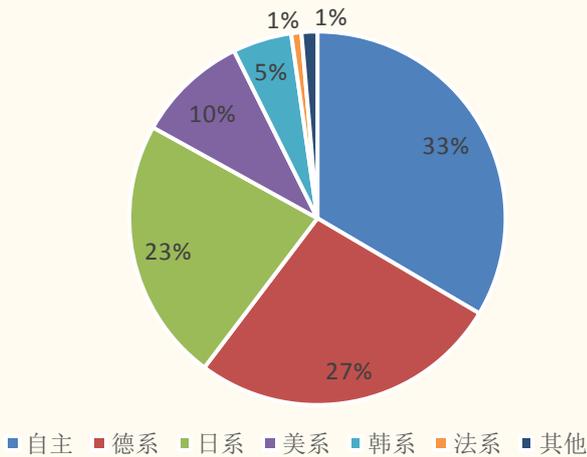
图表 6: 乘用车销量分布 (按车型)



来源: 国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

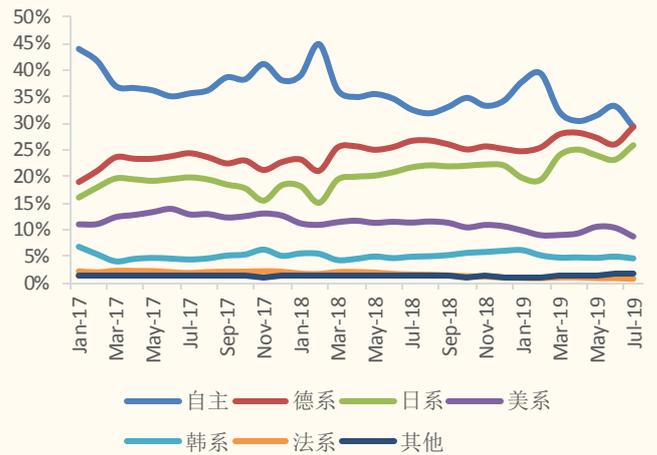
分车系看, 在车市下行及清库降价的背景下, 自主与合资竞争激烈, 尤其是尾部自主品牌销量几乎归零, 份额被德系和日系“瓜分”较多, 自主品牌份额处于下降趋势, 终端市占率仅 33%为今年新低, 压力巨大; 德系、日系市占率持续上升, 德系接近 30%, 日系近 26%。

图表 7: 1-7 月累计销量份额 (按车系)



来源: 国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

图表 8: 乘用车销量分布 (按车系)

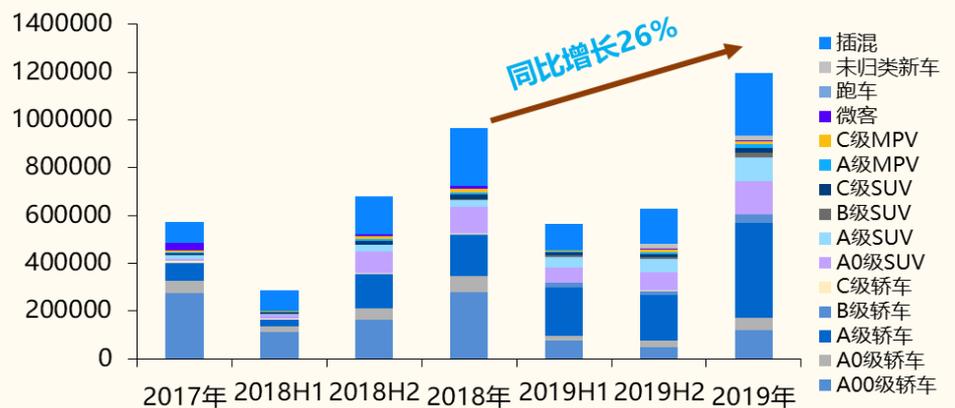


来源: 国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

2.2 新能源车上半年增速可观, 全年销量谨慎乐观

- 新能源乘用车方面, 1-7 月终端销量 59.9 万辆, 同比增长 75.1%。其中纯电动车 47.7 万, 同比增长 106.5%, 插电混动车 12.2 万, 同比增长 10.9%; 7 月销量 3.43 万辆, 同比下降 35.5%, 主要由于过渡期补贴退坡抢装的透支效应。
- 预计 2019 年新能源乘用车 119.5 万辆打底。市场目前预期 130-140 万辆, 而从上半年终端销量看, 补贴退坡和乘用车不景气对行业的影响高于预期, 下半年承压。往年补贴退坡月为高峰冲量期, 以 119.5 万全年目标计, 下半年终端销量需达 63 万以上 (同比-7%), 年末放量至关重要, 局势不甚明朗。但在限牌限行路权、营运需求以及双积分长期调控的驱动下, 新能源车行业增长逻辑仍在, 全年仍可保证至少 26% 的可观增长, 且该行业未来 3 年的发展呈乐观态势。

图表 9: 新能源车销量预测



来源: 国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

- 1、自发需求不明显, 2019H1 主要增量仍在营运需求。根据终端销售数据, 2019 年上半年限牌、限行和其他城市的新能源车营运需求均提升, 占比 30% 以上, 加上部分个人购买实际参与营运车辆, 实际营运需求预计在一半以上, 营运需求支撑新能源汽车销量的基调将贯穿 2019 全年。但是今年下半年由于等待车厂的运营专用车型上市及补贴大幅退坡等因素, 运营需求预计将放缓;

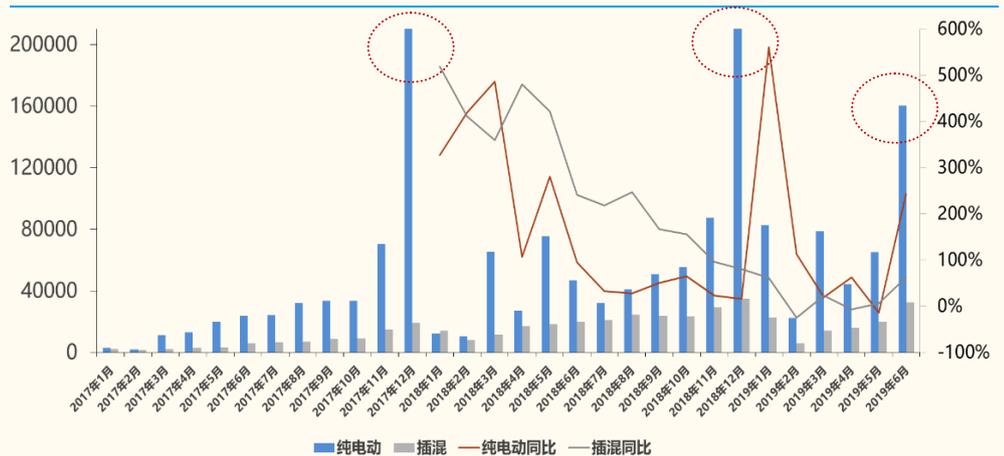
图表 10: 各级城市营运需求比例加大



来源: 国金证券研究创新数据中心, 国金证券研究所

- 2、限牌限行城市增量有限。8 个限牌城市增长有限, 2018 年新增燃油车限行或政策更严格城市有近 20 个, 其中包括北京、深圳、杭州等大城市, 支持了新能源车的快速增长, 从 2017 年 11.5 万辆增长到 2018 年 20.8 万辆。但今年以来, 大多数省市均为延长过去的政策, 少有新增限行城市, 限行城市上半年销量仅有 11.9 万辆, 因此燃油车限行对新能源车销量增长的支持比较有限。
- 3、今年 5、6 月份国五燃油车大幅降价促销, 拉大了新能源车与燃油车的差价, 直接影响新能源车的自发需求。
- 4、年底抢装动力不足。因为对来年补贴退坡的预期, 往年总是 12 月抢装冲量; 今年补贴退坡幅度在 70% 左右, 去年仅 12 月一个月销量占全年的 30%, 甚至今年一季度还在按补贴标准发布前以及 6 月补贴过渡期抢装。而明年补贴退坡幅度没有今年这么大, 且去年今年都存在过渡期, 若对明年补贴退坡仍有过渡期有预期, 那么今年年底抢装动力会较弱。

图表 11: 补贴退坡月为高峰冲量期



来源: 国金证券研究创新数据中心, 国金证券研究所

2.3 营收、利润进入底部, 有望回升

- 2019 年上半年乘用车板块营收 5965.29 亿元, 同比-14.7%。2018 年下半年起乘用车营收同比负增长, 至 2019H1 尚未好转, 但负增长的幅度不再提升, 板块进入底部区域。

图表 12: 乘用车板块营收情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 乘用车板块营收与季度销量同比增速对比



来源: 中国汽车工业协会、Wind、国金证券研究所

- 板块净利润表现仍较弱, 2019H1 归属母公司净利润 173.96 亿, 同比-45%。边际上看, 毛利率保持相对稳定, 但第二季度由于清库降价等原因, 销售、管理费用率上升, 净利率仍下降。下半年费用会有所收缩, 净利率有望回升。

图表 14: 乘用车板块归母净利润情况



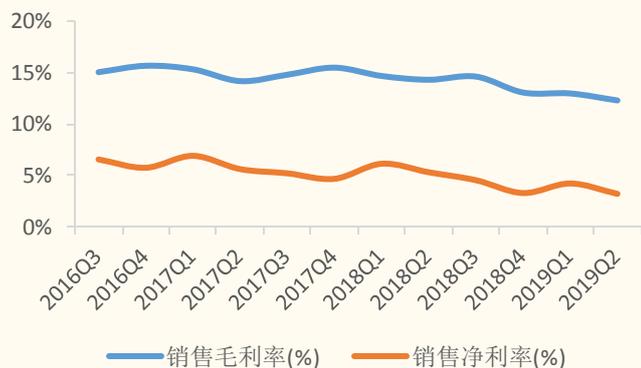
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 乘用车板块扣非后归母净利润情况



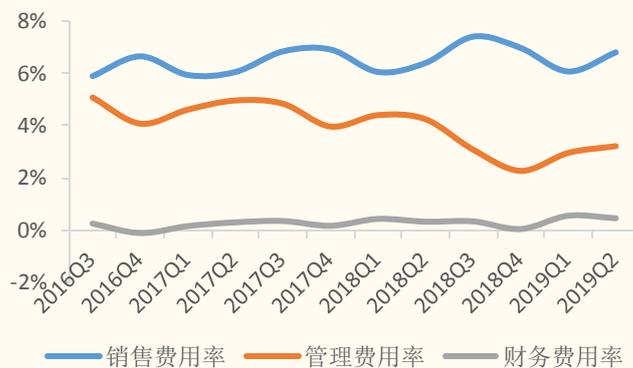
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 乘用车板块毛利率、净利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 乘用车板块期间费用率情况 (含研发费用)



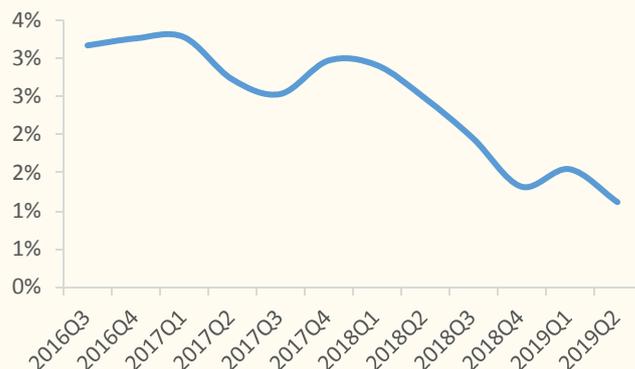
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 乘用车板块 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 乘用车板块扣非后 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

- 2018 年下半年以来销量的持续负增长为乘用车板块估值带来较大压力, PE、PB 一路走低; 近期伴随 A 股市场回暖和对汽车市场底部回暖的预期, 9 月初乘用车板块 PE (TTM) 约为 18.9 倍, 较年初 11.8 倍有较显著回升; PB (LF) 约为 1.38 倍, 仍处于近年来底部。

图表 20: 乘用车板块 PE (TTM) (截止 2019/9/6)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 乘用车板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)



来源: Wind、国金证券研究所

■ 重点关注标的

■ 广汽集团 H

集团 2019 年上半年营收、归母净利润分别下滑 23.79%和 28.85%。广汽本田、广汽丰田销量分别 39.5 万和 31.1 万, 同比增长 16.4%和 21.9%, 大幅高于行业平均; 广汽乘用车销量 18.7 万同比下降 30.3%; 广汽新能源销量同比增长 73.46%; 广汽三菱销量基本持平; 广汽菲克销量-55%形成拖累。

2019 年以雅阁、凯美瑞等龙头车型为代表的合资品牌、以 GA6 为代表的自主品牌多款新款上市, 新能源领域布局 Aion S、Aion LX 等, 各产品线均有扩充。公司与腾讯、华为、科大讯飞、蔚来、伟世通等互联网和汽车及零部件企业展开新能源与自动驾驶领域合作, 研发 ADiGO 智驾互联生态系统, 并与腾讯、广州交通集团开展移动出行项目平台如祺出行。

■ 上汽集团

2019年上半年销量293.7万辆，同比下降16.6%；其中乘用车253.8万，同比下降17.6%。集团营收、归母净利润分别为3679.2亿和137.6亿，同比下降19.5%和27.5%。主要合资车企上汽大众、上汽通用、上汽乘用车表现相对较好，销量分别91.9万、81.4万和31.2万辆，同比-9.9%、-12.9%和-13.2%；上汽通用五菱销量74.5万，同比下降29.2%。

公司持续投入推进“新四化”：电动化，插电混动变速箱、燃料电池电堆和系统、上汽英飞凌IGBT模块等均稳步推进；智能网联化，自主泊车功能量产、域控制器i-ECU批产、斑马智行系统3.0版发布、启动洋山港无人驾驶智能重卡示范运营项目、打造全国首个“5G智慧交通”示范区；共享化，享道出行注册用户已超350万，投放车辆约4000台，日均订单已突破3万单；国际化，在印度、印尼、埃及、泰国等地形成新增业务。

公司作为行业龙头，业绩增长确定性相对较高。公司股利支付率过去几年保持在50%以上，2018年受到行业低迷影响有所下滑，但仍高达41%，在同行业内领先。较高股利支付率为公司股价提供相对较高的安全边际。

■ 比亚迪

公司2019年上半年汽车销量22.8万，同比增长1.59%。其中新能源车14.6万，同比增长94.5%。公司汽车及相关业务收入339.8亿，同比上升16.3%。汽车业务营业利润78.9亿，同比增长44%。公司费用率管控良好，归母净利润增长203%。

新能源乘用车领域，公司持续推进王朝系列车型更新换代，包括全新唐EV、全新宋Max PHEV和全新元EV。上半年，全新元EV、e5和全新唐DM分别位列中国新能源汽车销量前5名，巩固公司在新能源车领域的领军地位。上半年推出的e1和SUV车型S2也取得良好市场表现。公司技术突出，牢牢把控三电技术，其IGBT 4.0芯片已应用于唐EV上。

■ 长城汽车

公司2019年上半年销量46万辆同比下滑2.5%，好于行业水平。公司营收403.2亿，同比下降15.9%。归母净利15.2亿，受到清库促销、加大推广和研发投入等因素综合影响，同比增长下降59%。

2019上半年公司皮卡销量7.4万，位居销量榜首。哈弗H6仍为SUV销量冠军。新车型方面，开发溜背式SUV哈弗F7x，欧拉成为“网红新能源车品牌”，2019上半年销量达2.5万，在新能源车市场排名前十。技术研发方面，新能源技术加强混合动力、氢燃料动力技术的开发与积累。智能网络技术中，自主开发的“i-Pilot智慧领航”自动驾驶系统进一步升级，与8家战略伙伴共建长城汽车全域在线（GTO: GreatWall TotallyOnline）智慧生态。海外合作方面，与宝马合资光束汽车项目按计划推进；俄罗斯工厂正式竣工，已开始用于哈弗F7的生产。

■ 吉利汽车

公司2019年上半年销量65.2万（含领克），同比下降15%。营收475.6亿（不含领克），同比下降11%，归母净利40.1亿，同比下降40%。利润下滑主要原因是给予经销商较多优惠、维持较高销售费用及研发投入导致的折旧摊销。

- 公司虽业绩下滑但有以下亮点:1) 领克品牌销量 5.6 万, 同比上升 21%; 2) 推出纯电品牌“几何”及首款车“几何 A”, 上半年销量 4100+; 3) 公司销售新能源车 5.8 万辆, 同比增长 300%; 4) 旗下吉致汽车金融公司净利 2.3 亿, 同比增长 250%。

图表 22: 乘用车相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)

证券代码	证券简称	2019H1 营收增速	2019H1 归母净利润增速	2019H1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
600104.SH	上汽集团	-20.78%	-27.49%	-4.19%	9.68	9.30	1.67%	0.58%
0175.HK	吉利汽车	-11.45%	-39.89%	25.68%	10.88	11.93	10.73%	0.03%
601238.SH	广汽集团	-23.79%	-28.85%	-4.74%	14.08	12.94	4.43%	22.10%
2238.HK	广汽集团	-23.79%	-28.85%	-4.74%	8.26	7.58	3.42%	9.19%
601633.SH	长城汽车	-15.57%	-58.95%	12.17%	25.47	17.22	3.43%	56.19%
2333.HK	长城汽车	-15.57%	-58.95%	12.17%	14.53	10.58	10.04%	29.61%
002594.SZ	比亚迪	14.06%	203.61%	-106.61%	37.16	49.25	3.44%	0.65%
000800.SZ	一汽轿车	-17.39%	-88.09%	0.81%	173.92	76.56	-1.76%	35.63%
600418.SH	江淮汽车	14.10%	-23.46%	-628.26%	-12.10	52.81	8.21%	9.56%

来源: Wind, 国金证券研究所

三、客车：补贴过渡期抢装、盈利改善、下半年承压

3.1 新能源客车抢装透支效应明显，下半年销量承压

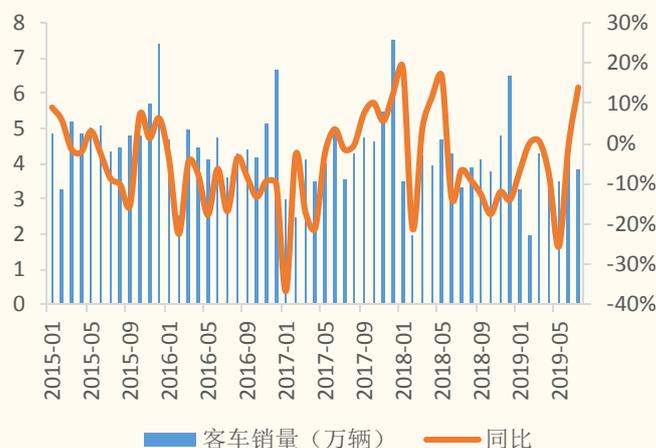
- 客车方面，7月全国共销售客车3.8万辆，同比增长14%，环比下降10.3%。2019年1-7月，全国累计销售客车24.9万辆，同比下降3.9%。

图表 23：国内客车销量情况



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

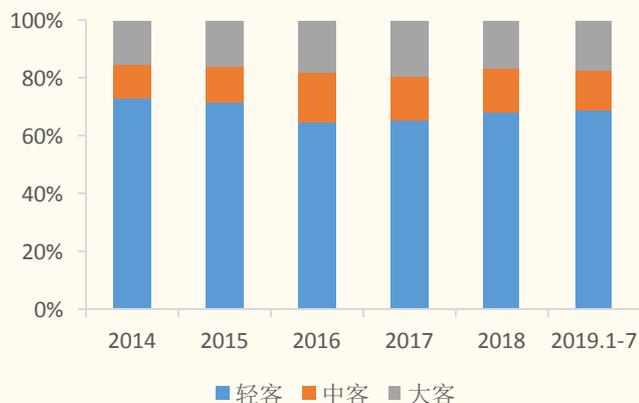
图表 24：国内客车单月销量



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

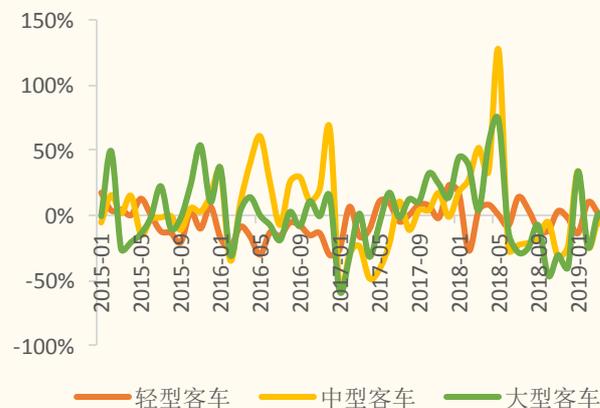
- 2019年前7月，大客累计销量达到4.04万辆，同比增长5%，约占市场的17%；中客累计销量3.2万，同比增长1.8%；轻客累计销量16万，同比下降6.5%。

图表 25：国内客车销量分布（按类型）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

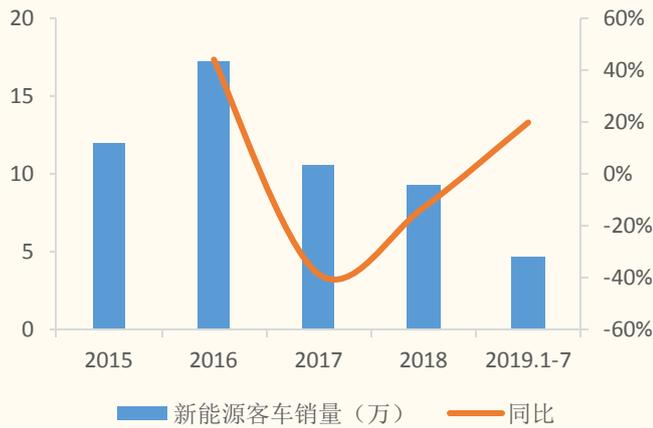
图表 26：国内客车销量增速对比（按类型）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

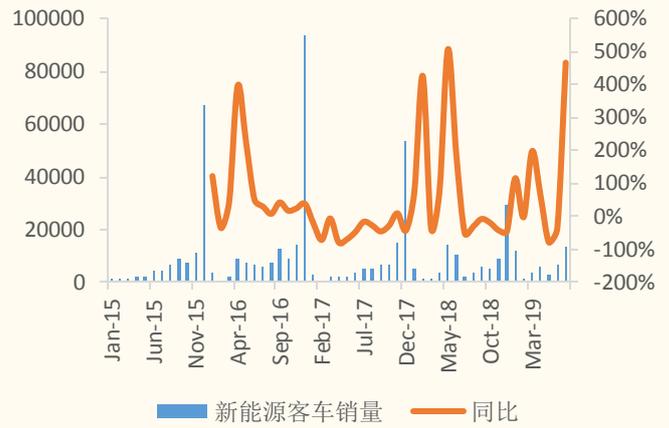
- 新能源客车抢装效应明显，下半年退坡后将有压力。1-7月新能源客车累计销量达到4.7万辆，同比增长20%。8月7日新能源公交车补贴过渡期结束，受此影响抢装效应明显，但对下半年销量有所透支，补贴退坡后预计对销量及盈利都形成一定影响。
- 此外2015-2017年公交车的新能源替代进程快速进行，一线城市及部分省会城市新能源公交车渗透率已经较高，未来新能源公交渗透进入下级城市进程放缓、需求增速下降。

图表 27: 国内新能源客车销量情况



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表 28: 国内新能源客车单月销量情况



来源: 中汽协、国金证券研究所

3.2 补贴大幅退坡, 盈利能力承压

- 客车板块 2019H1 营收 272 亿, 同比下滑 2%。归母净利 7.3 亿同比增长 17.6%。

图表 29: 客车板块营收情况



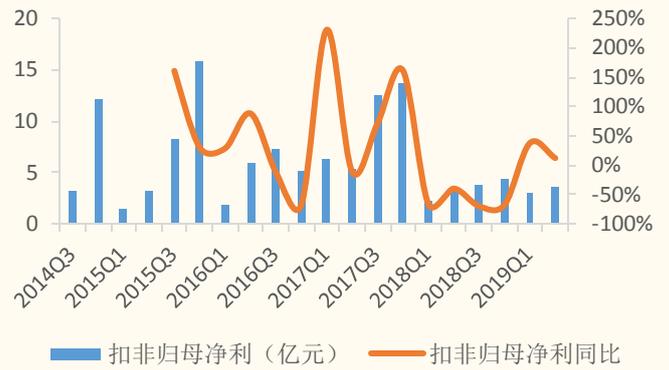
来源: Wind、国金证券研究所

- 根据 2019 年 3 月 26 日发布的《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2019 年 6 月 25 日起新能源客车完成销售上牌后即可预拨部分资金，这将有助于车企缩短回款时间，缓解短期资金压力，但新能源客车补贴退坡幅度达到近 60%，对整车销售的盈利能力构成不利影响。
- 上半年客车盈利情况表现良好主要是因为抢装所致，但抢装透支后续需求，以及补贴退坡的直接压力，客车车企盈利能力将承压。

图表 30: 客车板块归母净利润情况



图表 31: 客车板块扣非后归母净利润情况

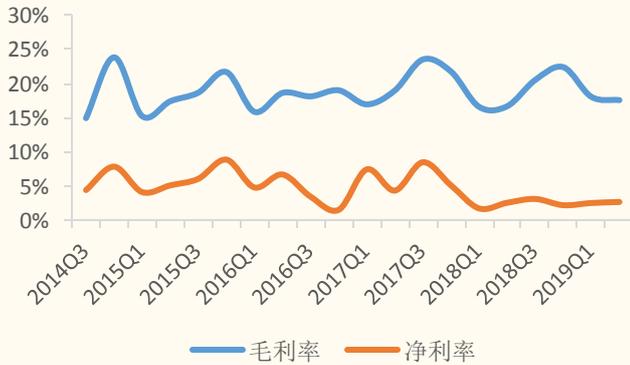


来源: Wind、国金证券研究所

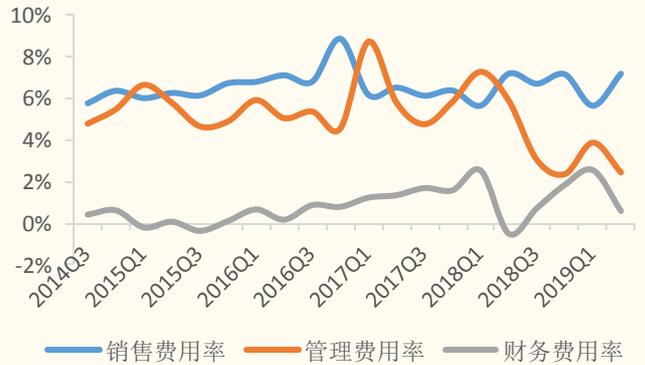
来源: Wind、国金证券研究所

- 今年上半年处于过渡期，客车板块毛利率保持在 18%左右。费用上销售费用增长，管理、财务费用下降，净利率小幅提升。但下半年补贴退坡，预计将对毛利率和净利率造成压力。

图表 32: 客车板块毛利率、净利率情况



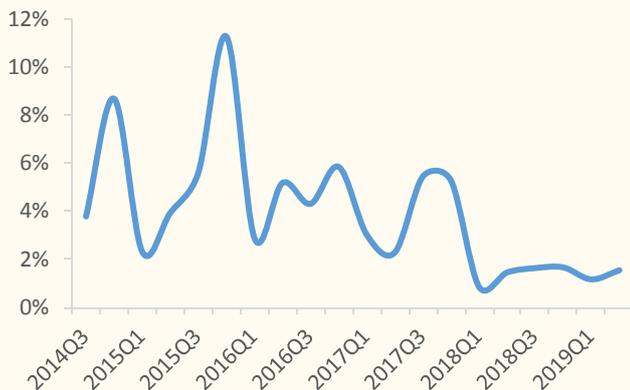
图表 33: 客车板块期间费用率情况 (含研发费用)



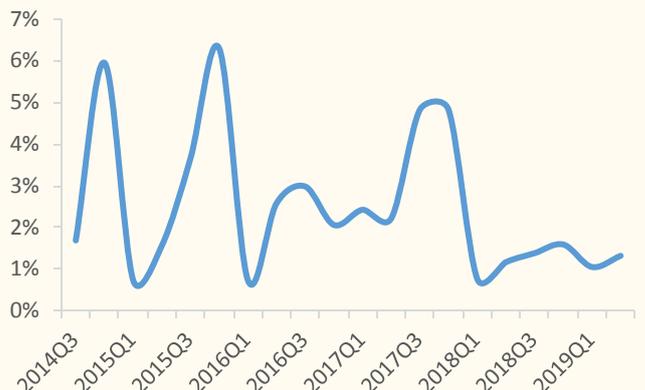
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 客车板块 ROE 情况



图表 35: 客车板块扣非后 ROE 情况



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 估值方面，2019 年以来，客车市场景气度回升，客车板块估值逐步提升；截止 9 月初客车板块 PE (TTM) 约 31.8 倍，较年初约 17 倍的 PE (TTM) 有显著提升；PB (LF) 约为 1.9 倍，处于相对底部区间。

图表 36: 客车板块 PE (TTM) (截止 2019/9/6)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 客车板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)



来源: Wind、国金证券研究所

■ 重点关注标的

■ 宇通客车

2019 年前 6 月累计销量 2.54 万辆, 同比上升 2.62%, 好于行业水平。公司 2019H1 实现营业收入 125.05 亿元, 同比上升 4.06%; 归属股东净利 6.83 亿元, 同比上升 10.78%。

公司抓住新能源客车补贴过渡期的窗口期, 实现销量、市占率的提升, 使得营收、归母净利都有所提升。在 1-6 月, 公司发生研发支出 7.92 亿元, 占营业收入的比例为 6.33%, 在同行业中处于较高水平。近年公司完成了动力系统、电池热管理、主被动安全、舒适节能等多项技术, 使得产品具有较强竞争力, 市占率持续位居行业第一。

图表 38: 客车相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)

证券代码	证券简称	2019H1 营收增速	2019H1 归母净利润增速	2019H1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
600006.SH	宇通客车	4.02%	10.78%	-38.00%	14.44	14.14	6.33%	35.31%
000957.SZ	中通客车	37.44%	7.75%	-83.07%	110.69		8.51%	63.37%
600686.SH	金龙汽车	-18.90%	-33.59%	-119.53%	35.83	15.53	5.11%	14.45%

来源: Wind, 国金证券研究所

四、货车：前高后低，龙头份额提升

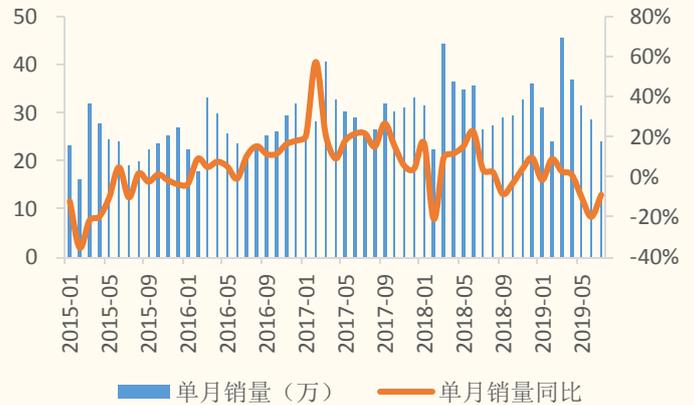
4.1 环保和基建提振上半年重卡需求，下半年市场承压

- 2019年1-7月，全国累计销售货车222.8万辆，同比下降4.4%。其中重型卡车表现较好，销量73.2万，同比小幅下滑1.9%；中卡、轻卡、微卡分别同比下滑32%、6.4%和7.2%。

图表 39：国内货车销量情况



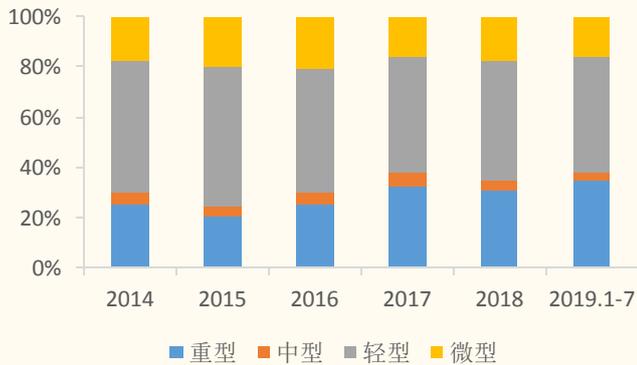
图表 40：国内货车单月销量情况



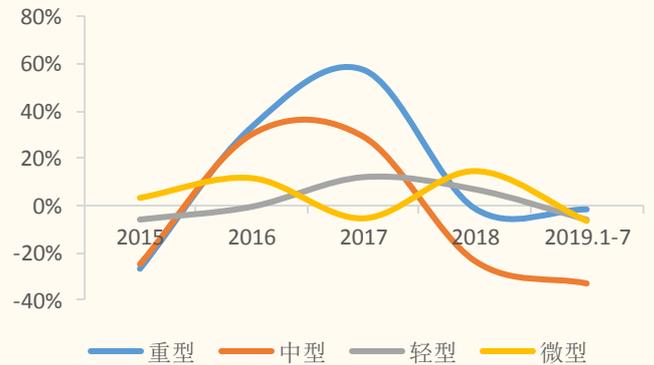
来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 41：国内货车销量分布（按类型）



图表 42：国内货车销量增速对比（按类型）



来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

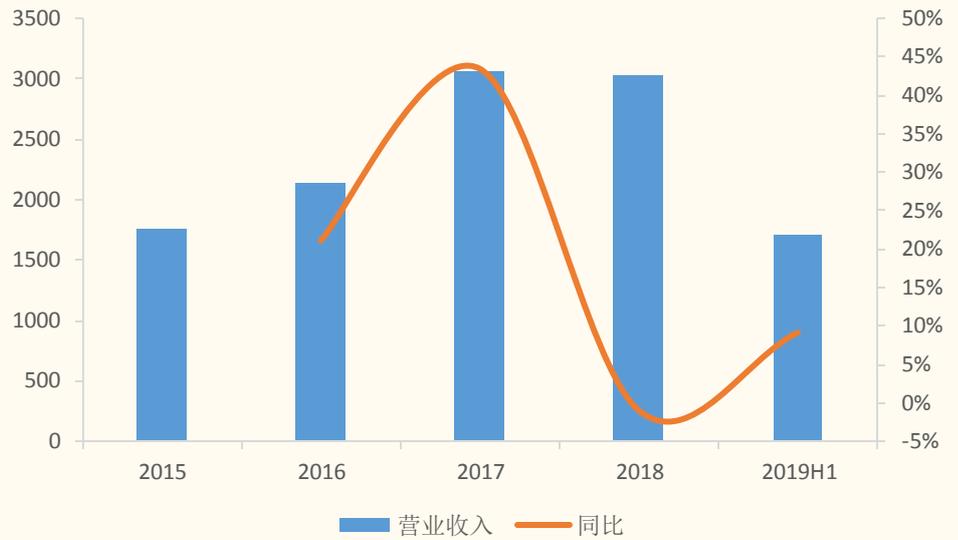
来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

2019年前4月，重卡市场表现略超市场预期，在前期高基数下销量仍保持稳定，后续有所下滑，也体现了前高后低的趋势，主要受益于逆周期的基建投资刺激重卡需求，排放标准升级为天然气重卡市场带来置换升级需求。但经济下行压力较大，由于固定资产投资和制造业的回暖复苏未达到预期，重卡市场的终端需求承受较大压力；大吨小标的治理对轻卡也有一定的冲击。

4.2 盈利能力承受较大压力，龙头重汽潍柴占据利润绝大部分

- 2019H1 货车板块营收1712亿，同比增长9.1%。归母净利83.3亿，同比增长28.9%，其中潍柴动力归母净利52.9亿元，占行业63.4%，同比增长20.3%；中国重汽归母净利24.9亿，占行业30%，同比增长5.4%，剔除剥离宝沃大幅减亏的福田汽车，潍柴和重汽利润占比同比增加4.5pct，利润向行业龙头集中趋势明显。行业预计下半年由于需求不确定性较大，板块营收和盈利将承受较大的压力。

图表 43: 货车板块营收情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 44: 货车板块归母净利润情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 45: 货车板块扣非净利润情况



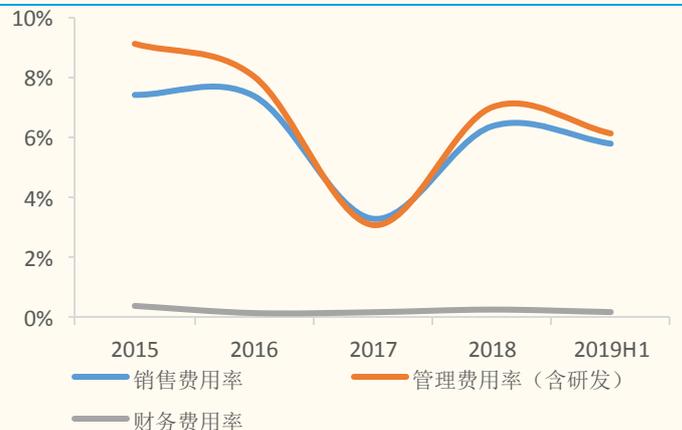
来源: Wind、国金证券研究所

- 2019 年上半年由于货车板块净利率仅有所好转, 约 4.9%。下半年预计需求承压, 同时企业严格控制管理费用和财务费用, 预计今年净利率将维持在 5%左右。

图表 46: 货车板块毛利率、净利率情况



图表 47: 货车板块期间费用率情况 (含研发费用)



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表 48：货车板块 ROE 情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 49：货车板块扣非后 ROE 情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 货车板块盈利能力回升提升了估值，9月初板块 PB 约 1.3，较年初的约 1 倍有明显回升，预计仍有一定的提升空间。

图表 50：货车板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)



来源：Wind、国金证券研究所

- 重点关注标的
- 中国重汽 (H)

2019H1 公司重卡累计销量为 9.3 万，同比下降 0.9%。其中，国内业务销量 7.3 万，同比下降 2.4%。国际业务销量 2 万，同比增长 5%。重卡部分总收入 27.9 亿，同比增长 3.9%；其中国际业务 6.1 亿，同比增长 24.7%。

集团受益于天然气车型国六排放标准实施及“打赢蓝天保卫战三年行动计划”的政策影响，集团天然气牵引车销量大幅增长。此外，集团抓住国家推动“一带一路”战略的机遇，大力发展尼日利亚、菲律宾、越南等市场，在出口业务中取得较好的业绩。

■ 福田汽车

2019H1 公司各类汽车累计销量 27.2 万辆，同比增长 3.8%。其中中重卡销量 6.2 万辆，同比下降 10%，轻、微卡销量 18.4 万，同比增长 12.4%。2019H1 公司营收 260.6 亿元，同比增长 20.3%。归母净利润 2.5 亿元，同比实现扭亏。扣非后归母净利润-7.97 亿元。

公司出售宝沃控股权，自 2019 年 1 月起不再纳入合并范围，同比减亏 8.9 亿元，公司也自此全力聚焦商用车业务。此外由于北京公交订单交付增利 3.8 亿元及研发费用摊销等原因，商用车同比利润增加 2.9 亿元。

公司新能源技术储备丰富，纯电、混动、燃料电池产品均已取得突破。1 月，公司表示获得 100 台燃料电池物流车订单，25 台已签署采购合同，并于近期交付。

随着环保标准趋严及基建稳增长需求，重卡销量仍有增长空间，公司作为国内重卡龙头之一，产品丰富、技术完善，业绩发展潜力较大。

■ 潍柴动力

受益于重卡行业持续高景气度运行，公司共销售重卡用发动机 21.8 万台，同比增长 10.5%；控股子公司陕西重汽上半年销售重卡 8.7 万辆，同比增长 3.1%。2019H1 公司实现营业收入 908.6 亿元，同比增长 10.5%，归母净利润 52.9 亿元，同比增长 20.4%，扣非后归母净利润 49.5 亿元，同比增长 18.5%。

公司通过持续的研发投入巩固技术优势，2019H1 研发费用同比增长 26%。公司在新能源动力系统领域持续加大投入，燃料电池领域，公司投资参股燃料电池龙头巴拉德（持股 19.9%）；合资公司潍柴巴拉德以 9000 万美元获得下一代 LCS 燃料电池电堆中国独家生产和模块组装权利；率先在潍坊等地批量投放氢燃料电池公交车；与国能集团合作开发的 200 吨级氢能矿卡项目有序推进。

图表 51：货车相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况（截止 2019/9/10）

证券代码	证券简称	2019H1 营收增速	2019H1 归母净利润增速	2019H1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
000951.SZ	中国重汽	-0.53%	32.32%	0.52%	9.93	8.96	3.84%	44.97%
3808.HK	中国重汽	0.66%	3.07%		6.47	6.76	-2.64%	4.79
600166.SH	福田汽车	21.03%	127.70%	-318.76%	-6.00	33.08	2.83%	19.78%
600006.SH	东风汽车	16.90%	-15.53%	43.21%	19.15	20.38	3.84%	37.51%
000550.SZ	江铃汽车	-4.06%	-81.55%	-850.56%	-85.52	30.58	17.39%	30.93%
000338.SZ	潍柴动力	10.53%	20.37%	19.70%	10.12	10.23	5.18%	61.76%
000581.SZ	威孚高科	-11.25%	-18.68%	-15.44%	8.36	7.88	3.25%	5.08%

来源：Wind，国金证券研究所

五、零部件：市场份额向龙头集中，盈利能力处于底部

5.1 业绩承压，份额向龙头集中

- 去年下半年以来，整体汽车市场销量下滑，零部件企业也面临出货量下滑；2019年二季度国五降价，零部件企业承担车企向产业链上游压成本的压力。多种因素导致零部件板块营收、利润下滑。与此同时，趋势上驾驶辅助软硬件、智能座舱、轻量化、汽车电子等满足用户对汽车功能升级需求的零部件在快速迭代和渗透，又要求零部件企业加大研发投入，在板块收入同比下降的条件下，利润TOP10零部件企业研发投入占营收比例微升0.03pct。整体看零部件厂商优质客户资源向又研发资源和实力的龙头企业集中，利润TOP10企业利润在板块中占比上升约3.8pct，在车市较弱的环境下持续强者更强的洗牌过程。

图表 52：零部件板块利润TOP10企业情况

	2018	2019H1
利润TOP10企业利润占比	53.09%	56.87%
利润TOP10企业研发投入占营收	1.74%	1.77%

来源：Wind、国金证券研究所

5.2 盈利能力处于底部

- 2019H1 零部件板块营收 3196 亿，同比增长 0.3%，但 Q2 同比-5.7%。归母净利润 182.4 亿，同比-22.5%，业绩随乘用车销量下滑而下降。

图表 53：零部件板块营收情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 54：零部件板块归母净利润情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 55：零部件板块扣非后归母净利润情况



来源：Wind、国金证券研究所

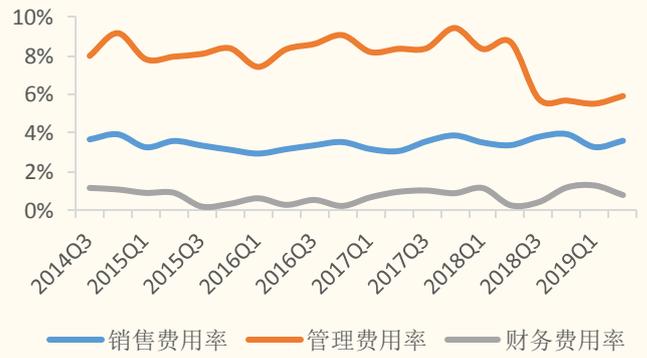
- 费用方面看到零部件板块严格控制管理费用（包括研发费用），净利率由 2018 年底的负转为正 6%。但利润 TOP10 零部件企业的研发费用率仍是小幅上涨的，说明其他企业的研发投入下降更多。

图表 56：零部件板块毛利率、净利率情况



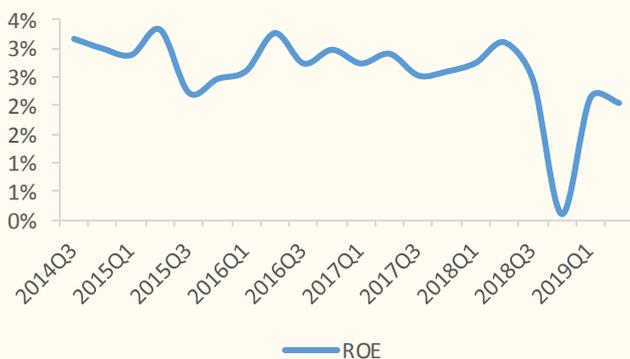
来源：Wind、国金证券研究所

图表 57：零部件板块期间费用率情况（含研发费用）



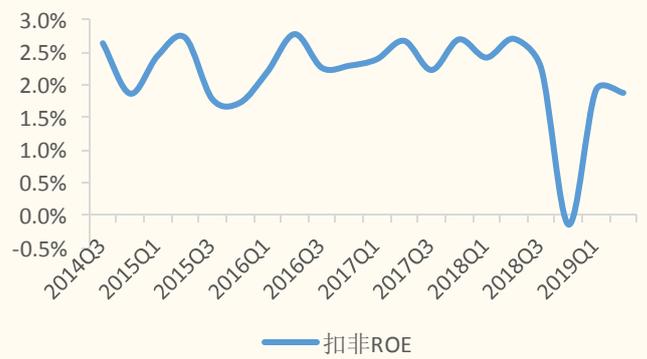
来源：Wind、国金证券研究所

图表 58：零部件板块 ROE 情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 59：零部件板块扣非后 ROE 情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 随着鼓励汽车消费政策出台和 A 股市场有所回暖，零部件板块估值也有所提升。9 月初零部件 PE (TTM) 约为 26 倍，较年初有明显提升。PB (LF) 约为 1.8 倍，比年初略有提升。

图表 60: 零部件板块 PE (截止 2019/9/6)



图表 61: 零部件板块 PB (截止 2019/9/6)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 62: 零部件板块相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)

证券代码	证券简称	2019H1 营收增速	2019H1 归母净利润增速	2019H1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
600741.SH	华域汽车	-13.55%	-29.53%	-1.82%	11.80	11.09	-0.64%	41.18%
000338.SZ	潍柴动力	10.53%	20.37%	19.70%	10.12	10.23	5.18%	61.76%
000581.SZ	威孚高科	-11.25%	-18.68%	-15.44%	8.36	7.88	3.25%	5.08%
600660.SH	福耀玻璃	2.00%	-19.43%	9.52%	15.25	15.96	4.15%	3.66%
0425.HK	敏实集团	2.29%	-9.30%	-6.61%	16.14	13.81	5.47%	2.34%
601799.SH	星宇股份	10.63%	13.10%	34.57%	30.09	25.25	-7.18%	51.18%
1316.HK	耐世特	-10.49%	-34.31%	7.48%	7.10	7.63	13.14%	-36.64%
603197.SH	保隆科技	34.02%	-34.05%	-21.46%	27.46	17.98	9.83%	1.95%
002920.SZ	德赛西威	-20.50%	-64.37%	-43.54%	62.97	43.58	18.52%	54.01%
002405.SZ	四维图新	9.39%	-47.56%	-731.88%	85.55	81.74	11.82%	86.20%
600699.SH	均胜电子	36.24%	-37.41%	402.27%	21.61	16.59	11.63%	-1.51%
300258.SZ	精锻科技	-5.96%	-20.47%	9.35%	19.89	15.86	-1.59%	-8.07%
601689.SH	拓普集团	-20.74%	-51.76%	0.08%	23.87	22.32	7.57%	20.10%
603305.SH	旭升股份	2.76%	-36.14%	34.00%	41.16	32.21	7.49%	-16.11%
002179.SZ	中航光电	28.32%	23.13%	14.52%	41.04	37.02	-2.26%	64.00%
002126.SZ	银轮股份	2.68%	-0.25%	2.03%	17.23	15.50	5.63%	1.51%
000887.SZ	中鼎股份	-8.50%	-34.98%	-7.83%	13.87	11.03	10.12%	-0.14%
002050.SZ	三花智控	4.33%	2.35%	13.45%	27.38	25.11	9.75%	34.86%
002454.SZ	松芝股份	-3.50%	83.62%	-100.62%	13.71	12.10	9.17%	26.64%

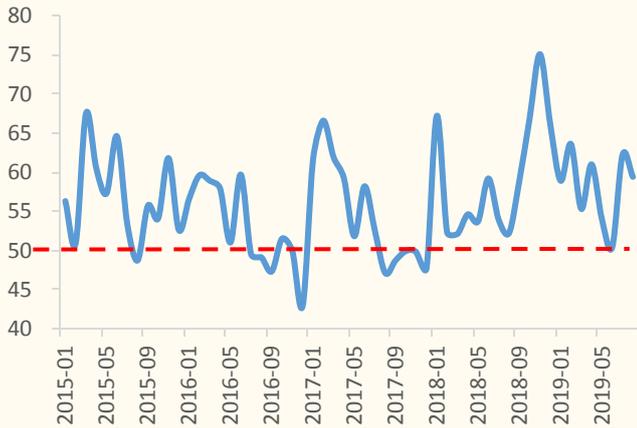
来源: Wind, 国金证券研究所

六、汽车经销商：库存下降，盈利能力有望改善

6.1 库存明显好转，度过艰难时刻

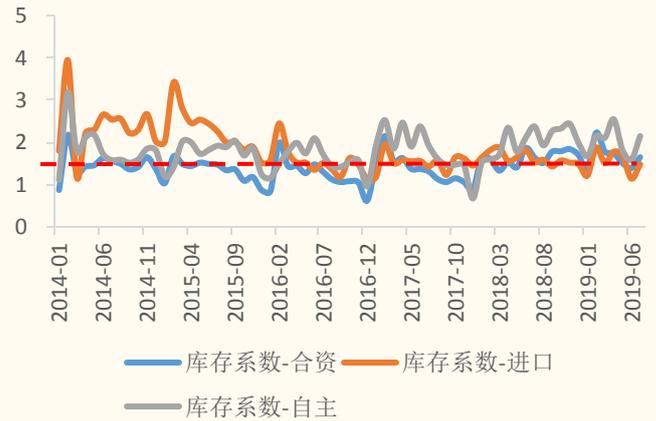
- 2018 年以来汽车市场需求不振，经销商库存指数持续攀升，年底经销商普遍现金流压力巨大。但 2019 年以来库存呈现下降趋势，特别是国五车促销清库的 5、6 月份，库存预警指数降低到 50 附近。但促销对于车企和供应商来说都是“亏本买卖”，在经历了亏损清库存的 5、6 月，营收和现金流明显好转，随着清库促销负面因素消退，经销商的盈利能力在逐步好转。

图表 63：国内汽车经销商库存预警指数情况



来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

图表 64：汽车库存系数（按品牌）



来源：中国汽车流通协会、国金证券研究所

6.2 营收现金流改善，降价收窄，盈利能力将改善

- 经销商板块 2019H1 营收 1308.6 亿，同比下滑 7%，但二季度由于国五车型促销，同比上升 6%。下半年我们预计随着汽车消费扶持政策的出台和 2018 年下半年低基数的作用，全年将保持小幅下滑的增速。

图表 65：汽车服务板块营收情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 2019H1 经销商板块净利 192.08 亿，同比-48.6%。二季度的清库促销对经销商是亏本买卖，Q2 营收同比上升，但净利仍同比下降 7%，反映了经销商“越卖越亏却不得不卖”的困境。预计下半年随着降价幅度的缩小，经销商盈利能力逐步改善，现金流也更健康。

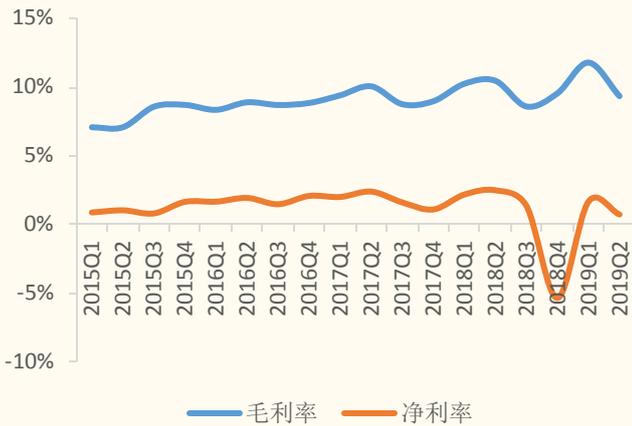
图表 66：汽车服务板块归母净利润情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 同样是由于降价促销，经销商毛利率下降至约 9%，即使严控三项费用，净利率仍在 0.74% 的低位。下半年随着降价幅度收窄，预计表现为营收仍较弱但利润、净利率好转。

图表 67：汽车服务板块毛利率、净利率情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 68：汽车服务板块期间费用率情况（含研发费用）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 69：汽车服务板块 ROE 情况



图表 70：汽车服务板块扣非后 ROE 情况



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

- 估值方面，由于预期下半年多项鼓励汽车消费的政策将出台，以及 A 股市场有所回暖，经销商板块估值略有提升；当前经销商板块 PB 约 1.4 倍，较年初 1.3 倍左右有小幅提升。

图表 71：汽车服务板块 PB (LF) (截止 2019/9/6)



来源：Wind、国金证券研究所

图表 72：汽车服务板块相关标的 2019H1 业绩及涨跌幅情况 (截止 2019/9/10)

证券代码	证券简称	2019H1 营收增速	2019H1 归母净利润增速	2019H1 扣非归母净利润增速	市盈率 PE(TTM)	预测 PE (2019 年)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
600297.SH	广汇汽车	3.28%	-28.42%	-23.50%	12.50	9.37	2.01%	0.48%
3669.HK	永达汽车	16.80%	1.49%	-14.91%	8.85	7.48	0.58%	50.99%
600335.SH	国机汽车	11.15%	-7.41%	-3.69%	16.32	16.44	5.13%	14.23%
1728.HK	正通汽车	-7.12%	-33.64%	-27.25%	5.72	4.98	-7.45%	-41.39%
1293.HK	广汇宝信	2.16%	-11.70%	-49.57%	7.63	6.45	6.67%	-27.60%
3836.HK	和谐汽车	25.69%	-32.56%	106.51%	6.26	6.23	10.87%	-9.09%
600327.SH	大东方	3.31%	-6.40%	-57.72%	11.54	11.44	4.87%	11.27%
601965.SH	中国汽研	-25.55%	9.10%	24.83%	17.62	15.82	5.84%	11.23%
603377.SH	东方时尚	-0.54%	-11.16%	-61.70%	48.01	42.89	1.36%	19.14%

来源：Wind，国金证券研究所

七、投资建议

- 乘用车今年 1-7 月终端销量 1229.5 万，同比下降 0.5%。目前车企普遍估值较低，9 月初乘用车板块加权 PE 约为 18.9 倍，较年初 11.8 倍有较显著回升；PB 约为 1.38 倍，仍处于近年来底部。近期板块中报已发布，Q2 业绩在预期内较差，市场反映逐渐见底；去年下半年基数较低，看好下半年环比增速改善，同比增速转正。建议关注国六产品完备、有强产品力车型、新能源车型有增长潜力的龙头车企：**广汽集团（H）、上汽集团、比亚迪**；**商用车环节关注龙头企业：中国重汽（H）、潍柴动力（A+H）**；**零部件环节关注：华域汽车、星宇股份等。**

八、风险提示

- **宏观经济持续低迷，需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期风险。**当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。
- **基建投资放缓，对重卡等生产资料需求不达预期风险。**融资环境进一步显著改善可能性较低，基建投资可能放缓，从而减少对重卡等基建所需生产资料的采购。
- **汽车行业政府政策不确定性。**随着先前购置税优惠政策退去，新的消费促进政策尚存在不确定性，主要是政策细则的不确定以及实施效果的不确定性。
- **2019 年补贴大幅退坡，新能源汽车产销量大幅低于预期风险。**2019 年补贴政策大幅退坡，新能源汽车产销面临更大压力，可能导致 2019 年新能源汽车产销量大幅低于预期。
- **补贴退坡、竞争加剧导致整车企业盈利能力下降超预期风险。**当前新能源汽车企业对补贴仍旧比较依赖，随着补贴的逐步退出及行业内竞争的家具，企业的盈利能力可能受到较大冲击。
- **零部件企业受整车市场拖累，业绩不达预期风险。**国内车市仍然低迷，整车厂产销节奏放缓，可能减少对零部件需求或挤压零部件行业利润空间，影响零部件企业业绩表现。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH