

汽车

报告原因：半年报综述

2019年9月10日

2019 半年报综述及投资策略

上半年业绩承压，看好龙头的长期竞争优势

中性

行业研究/投资策略

汽车行业近一年市场表现



分析师：

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张 湃：zhangpai@sxzq.com

李召麒：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

市场环境：2019年一、二季度，宏观经济下行压力加大、国六车型切换加剧供需矛盾、新能源补贴退坡等因素影响下，消费者信心仍然不足，汽车行业延续了2018年以来的低迷走势，以去库存为主要基调，产销依然承压。

业绩概况：2019上半年，汽车行业产销延续低迷态势，叠加国六车型切换进一步加大库存压力，一二季度行业以去库存为主要基调，多数整车厂加大了促销力度，车价中枢整体下移，上市公司业绩普遍承压，汽车行业整体实现营业收入12133.49亿元，同比-7.08%，归母净利润436.23亿元，同比-30.16%，毛利率14.93%，较2018H1下滑0.68pct，较2019Q1下滑0.13pct。

乘用车：2019上半年，乘用车板块公司经营压力扩大，利润整体承压，合计营业收入5891.67亿元，较2018上半年同比下降14.81%，合计归母净利润178.65亿元，同比下降43.70%，板块毛利率、净利率分别为12.71%、3.87%，较2018H1下降1.67pct、1.94pct，较2019Q1下降0.16pct、0.37pct。但受益自身议价能力较强，资产负债率、流动比率和速动比率指标均较为稳定，库存情况有所好转。

卡车：2019上半年，客车板块受益于产销稳定及福田整体改善，业绩表现亮眼，盈利能力显著改善，期间合计营收728.14亿元，同比增长7.11%，合计归母净利润12.23亿元，同比增长422.51%，板块毛利率、净利率分别为12.70%、1.93%，较2018H1提升0.18pct、1.38pct，较2019Q1提升0.37pct、0.26pct，负债结构较为良好，资产负债率小幅波动，流动比率和速动比率指标表现也较为稳定，库存情况整体改善。

客车：2019上半年，客车产销同比出现较大幅度下滑，但整体好于乘用车市场，板块盈利能力下滑，板块合计营收285.01亿元，同比微降1.88%，合计归母净利润7.29亿元，较2018年同期同比下降9.85%，板块毛利率为17.30%，较2018H1提升0.45pct，较2019Q1下降0.65pct，板块净利率2.99%，较2018H1、2019Q1分别下降0.28pct、0.05pct，平均资产负债率、流动比率、速动比率3项指标较2018年和2018上半年均有所下降，但是库存周转率和库存天数均较2019Q1显著好转。此外，宇通客车作为龙头表现突出，盈利能力显著提升。

汽车零部件：2019上半年零部件行业整体盈利能力承压，行业营收及归母净利润同比增速增幅均收窄，但是板块中不乏宁德时代、潍柴动力、星宇股份等业绩仍然维持稳定增长的优质企业，期间板块合计营收3955.84亿元，同比微增1.65%，合计归母净利润227.50亿元，同比下降15.53%，板块毛利率为20.22%，较2018H1、2019Q1分别提升0.30pct、0.25pct，板块净利率为6.75%，较2018H1、2019Q1分别下降1.23pct、0.12pct，板块平均销售费用率、管理费用率、财务费用率同比不同程度提升，但较2019Q1均有所改善。此外，板块库存情况环比好转，但整体依然承压，平





均资产负债率、流动比率均值、速动比率均值较 2018 上半年均有所提升，但是板块子行业众多，公司间负债结构、议价能力、库存情况均差异较大。

投资评级：产销增速放缓为汽车制造商及销售商带来挑战，且汽车产销表现不佳的压力向全产业链传导，全行业缺乏趋势性投资机会。然而，一方面，随着消费需求逐步释放，叠加 2018 年下半年基数偏低，产销情况有望逐步好转，且行业估值目前处于低位，行业仍存在修复的可能性；另一方面，行业竞争加剧，技术不断提升，新四化发展，汽车行业结构性投资机会仍存，维持“中性”评级。

投资建议：基于以上分析，建议关注 2 条主线：1) 业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；2) 技术持续提升、结构不断优化、产品单车价值量提升空间较大，有望实现海外替代的优质零部件供应商。

投资标的：上汽集团、华域汽车、潍柴动力。

风险提示：汽车行业政策大幅调整；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；股市震荡风险。

目录

1.市场环境	7
2.2019 年上半年整体业绩概况	8
2.1 样本说明	8
2.2 产销低迷走势延续，汽车行业整体业绩下滑	8
3.整车：负债结构稳定，龙头业绩企稳	9
3.1 乘用车：公司分化显著，利润整体承压	9
3.1.1 业绩整体下滑，归母净利润大幅下降	9
3.1.2 毛利率下滑，盈利指标趋弱	11
3.1.3 负债情况较为稳定，库存情况有所好转	12
3.2 卡车：板块业绩亮眼，盈利能力显著改善	13
3.2.1 受益产销表现，业绩表现突出	13
3.2.2 受益福田整体改善，盈利能力显著好转	15
3.2.3 负债情况较为稳定，库存情况整体改善	16
3.3 客车：客车产销转弱，盈利能力略有改善	17
3.3.1 客车需求下滑，龙头业绩企稳	17
3.3.2 盈利能力整体下滑，宇通客车表现亮眼	18
3.3.3 负债情况较为稳定，库存情况整体改善	19
4.汽车零部件：板块整体承压，盈利能力下滑	21
4.1 整车产销压力向上游传导，零部件行业业绩承压	21
4.2 盈利能力下滑，费用率提升	22
4.3 公司分化严重，库存整体承压	22
5.投资建议及标的推荐	24
5.1 投资评级	24
5.2 投资建议	24
5.3 标的推荐	24
5.3.1 上汽集团 (600104.SH)：大市值白马股，具有较强的持续竞争优势	24



5.3.2 华域汽车 (600741.SH): 客户持续优化, 积极布局海外市场.....	25
5.3.3 潍柴动力 (000338.SZ): 龙头地位稳固, 技术优势扩大.....	25
6.风险提示	26

图表目录

图 1: 汽车年销量情况 (万辆, %)	7
图 2: 汽车月度产销情况	7
图 3: 经销商库存预警指数	7
图 4: 汽车 (中信) 行业 PE	7
图 5: 汽车行业营业收入情况 (亿元, %)	8
图 6: 汽车行业归母净利润情况 (亿元, %)	8
图 7: 汽车行业毛利率情况 (%)	9
图 8: 汽车行业费用率情况 (%)	9
图 9: 乘用车月产销情况 (万辆, %)	10
图 10: 乘用车降库存效果显著 (万辆)	10
图 11: 乘用车板块营收情况 (亿元, %)	10
图 12: 乘用车板块归母净利润情况 (%)	10
图 13: 乘用车板块毛利率&净利率	11
图 14: 乘用车板块平均费用率 (%)	11
图 15: 乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)	11
图 16: 乘用车板块平均资产负债率 (%)	12
图 17: 乘用车板块平均流动比率&速动比率 (%)	12
图 18: 乘用车板块平均存货周转率 (%)	13
图 19: 乘用车板块存货平均周转天数	13

图 20: 卡车月产销情况 (万辆, %)	14
图 21: 重卡销量维持高位运行 (万辆)	14
图 22: 卡车板块营收情况 (亿元, %)	14
图 23: 卡车板块归母净利润情况 (亿元, %)	14
图 24: 卡车板块毛利率&净利率 (%)	15
图 25: 卡车板块平均费用率 (%)	15
图 26: 卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)	15
图 27: 卡车板块平均资产负债率 (%)	16
图 28: 卡车板块平均流动比率&速动比率 (%)	16
图 29: 卡车板块平均存货周转率 (%)	16
图 30: 卡车板块存货平均周转天数	16
图 31: 客车月产销情况 (辆, %)	17
图 32: 新能源客车销量情况 (辆)	17
图 33: 客车板块营收情况 (亿元, %)	18
图 34: 客车板块归母净利润情况 (亿元, %)	18
图 35: 客车板块毛利率&净利率 (%)	19
图 36: 客车板块平均费用率 (%)	19
图 37: 客车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)	19
图 38: 客车板块平均资产负债率 (%)	20
图 39: 客车板块平均流动比率&速动比率 (%)	20
图 40: 客车板块平均存货周转率 (%)	20
图 41: 客车板块存货平均周转天数	20
图 42: 汽车零部件板块营收情况 (亿元, %)	21

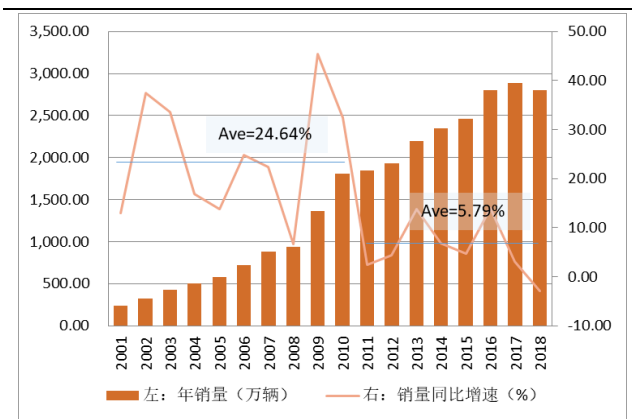
图 43：汽车零部件板块归母净利润情况（亿元，%）	21
图 44：汽车零部件板块毛利率&净利率（%）	22
图 45：汽车零部件板块平均费用率（%）	22
图 46：汽车零部件板块平均 ROA/ROE/ROIC（%）	22
图 47：汽车零部件板块平均资产负债率（%）	23
图 48：汽车零部件板块平均流动比率&速动比率（%）	23
图 49：汽车零部件板块平均存货周转率（%）	23
图 50：汽车零部件板块存货平均周转天数	23
表 1：各行业 2019 上半年业绩表现（亿元）	9
表 2：2019 上半年乘用车板块主要上市公司营业收入&归母净利润	10
表 3：2019 上半年乘用车板块主要上市公司部分盈利指标.....	12
表 4：2019 上半年乘用车板块重点上市公司负债&存货情况	13
表 5：2019 上半年卡车板块主要上市公司营业收入&归母净利润	14
表 6：2019 上半年卡车板块主要上市公司部分盈利指标.....	16
表 7：2019 上半年卡车板块重点上市公司负债&存货情况	17
表 8：2019 上半年客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润	18
表 9：2019 上半年客车板块主要上市公司部分盈利指标.....	19
表 10：2019 上半年客车板块重点上市公司负债&存货情况	20
表 11：2019 上半年汽车零部件板块主要上市公司营业收入&归母净利润.....	21
表 12：2019 上半年汽车零部件板块主要上市公司部分盈利指标.....	22
表 13：2019 上半年汽车零部件板块重点上市公司负债&存货情况	24
表 14：推荐公司盈利预测表	26

1. 市场环境

2018年，受低排量乘用车购置税优惠政策退出、消费者信心不足、宏观经济下行、二手车高速增长等多重因素影响，汽车行业整体表现低迷，汽车库存压力明显增大，产销增速持续回落。2018年汽车产销量分别为2780.9万辆和2808.1万辆，同比分别下降4.2%和2.8%。

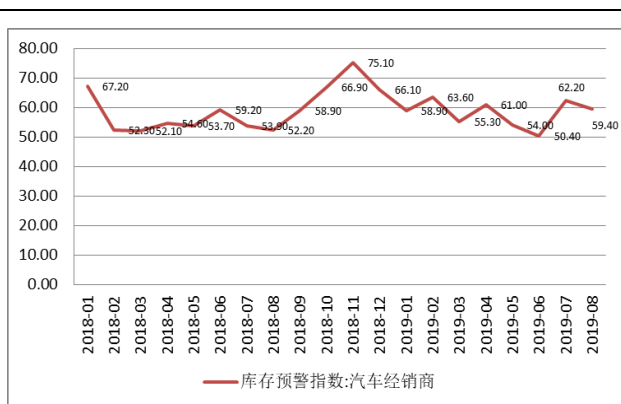
2019年一、二季度，宏观经济下行压力加大、国六车型切换加剧供需矛盾、新能源补贴退坡等因素影响下，消费者信心仍然不足，汽车行业延续了2018年以来的低迷走势，行业以去库存为主要基调，产销依然承压，上半年汽车累计产销量分别为1213.2万辆和1232.3万辆，同比分别下降13.7%、12.4%，2019年7月，汽车月产销量分别为180.0万辆、180.9万辆，同比分别下降11.9%、4.3%，同比降幅分别将上月收窄5.4pct、5.3pct。下半年考虑政策端消费刺激政策逐步落地，有望一定程度刺激消费需求释放，叠加2018年下半年基数偏低，产销情况有望逐步好转。

图1：汽车年销量情况（万辆，%）



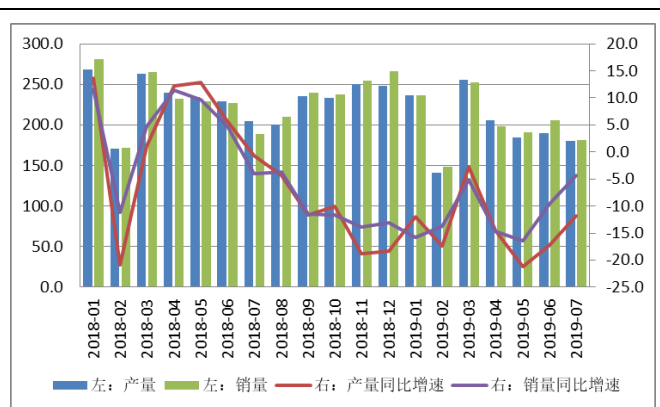
数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图3：经销商库存预警指数



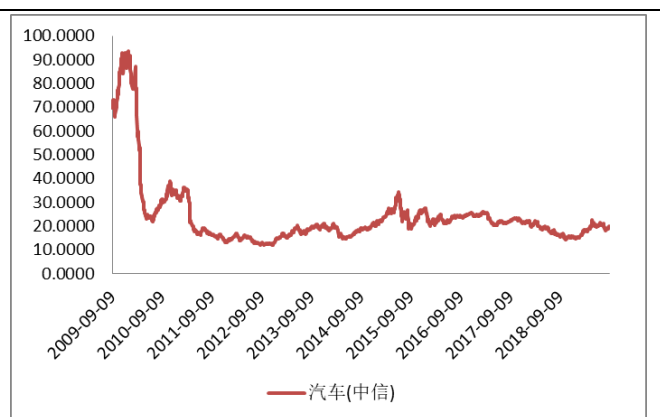
数据来源：中国汽车流通协会，wind，山西证券研究所

图2：汽车月度产销情况



数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图4：汽车（中信）行业PE



数据来源：wind，山西证券研究所

我们认为：长期看，未来汽车市场的主要趋势是消费结构的持续优化和汽车行业的积极转型，汽车产销增速放缓的趋势仍将延续，但是仍然不乏豪华车、日系车等整体表现突出的细分领域，结构性机会仍然存在。短期看，汽车行业整体产销情况依然偏弱，但是产销情况有望逐步好转，且行业估值目前处于低位，行业仍存在修复的可能性。

2.2019 年上半年整体业绩概况

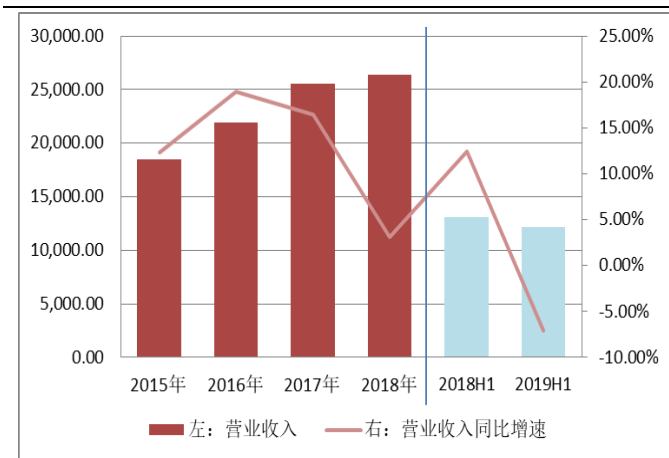
2.1 样本说明

我们以中信行业分级为基础，删除了 1) 摩托车板块个股（保留了经营乘用车生产及销售的力帆股份，并将其数据计入乘用车），2) ST 股、*ST 股，3) 于北汽蓝谷由于上市日期较近参数不完整的新股，共统计汽车行业合计市值约 18331.65 亿元（基于 2019 年 9 月 10 日市场数据）的 154 只个股作为样本，并在分析过程中根据实际情况对标的对应行业进行了调整。

2.2 产销低迷走势延续，汽车行业整体业绩下滑

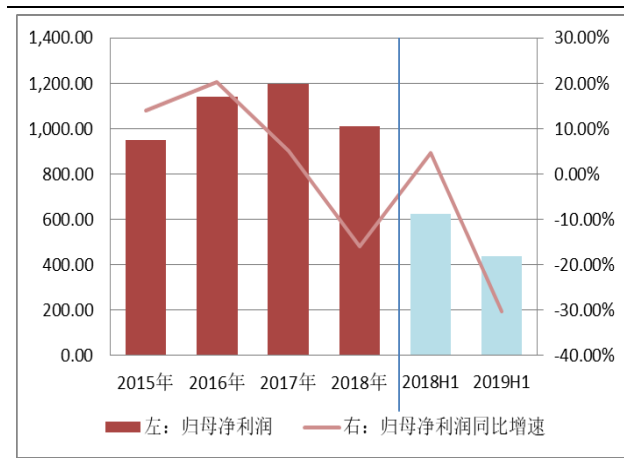
业绩整体承压，盈利能力下滑。2019 上半年，汽车行业产销延续 2018 年低迷的态势，受行业影响，行业上市公司业绩整体下滑，业绩普遍承压。2019 上半年，汽车行业整体实现营业收入 12133.49 亿元，同比-7.08%，增速较 2018H1 下降 20.41pct，实现归母净利润 436.23 亿元，同比-30.16%，增速较 2018H1 下降 35.07pct，毛利率 14.93%，较 2018 年同期下滑 0.68pct，较 2019Q1 下滑 0.13pct，销售费用率 5.13%，较 2018H1 下滑 0.01pct，较 2019Q1 提升 0.16pct，管理费用率 3.62%，较 2018H1 下降 1.54pct，较 2019Q1 提升 0.05pct，财务费用率 0.65%，较 2018H1 提升 0.06pct，较 2019Q1 下降 0.16pct。

图 5：汽车行业营业收入情况（亿元，%）



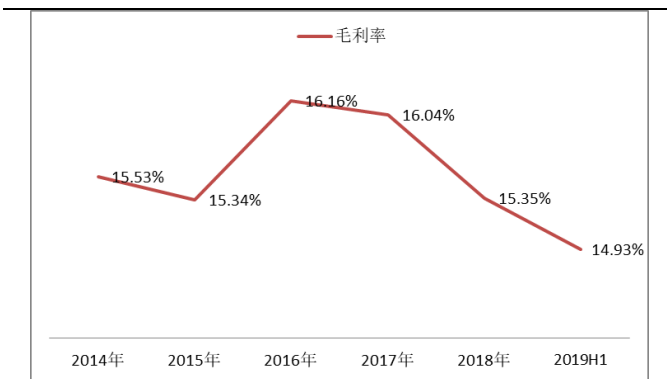
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：汽车行业归母净利润情况（亿元，%）



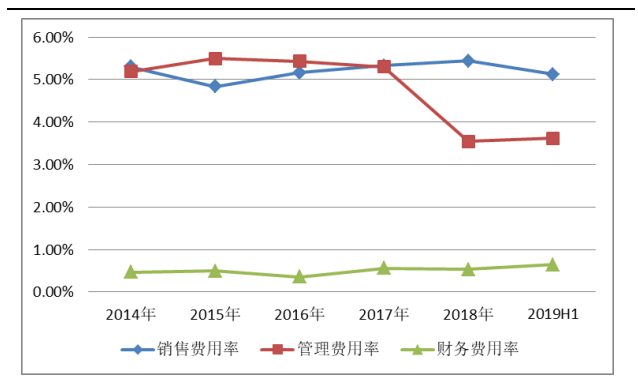
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：汽车行业毛利率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：汽车行业费用率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 1：各行业 2019 上半年业绩表现（亿元）

行业	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	2019H1 毛利率	2019H1 净利率
乘用车	5,891.67	-14.81%	178.65	-43.70%	12.71%	3.87%
卡车	728.14	7.11%	12.23	422.51%	12.70%	1.93%
客车	285.01	-1.88%	7.29	-9.85%	17.30%	2.99%
专用车	30.27	-8.11%	3.12	7.21%	25.72%	10.35%
汽车零部件	3955.84	1.65%	227.50	-15.53%	20.22%	6.75%
汽车销售及服务	1260.03	-4.80%	9.40	-65.76%	9.38%	1.07%

数据来源：wind，山西证券研究所

3.整车：负债结构稳定，龙头业绩企稳

3.1 乘用车：公司分化显著，利润整体承压

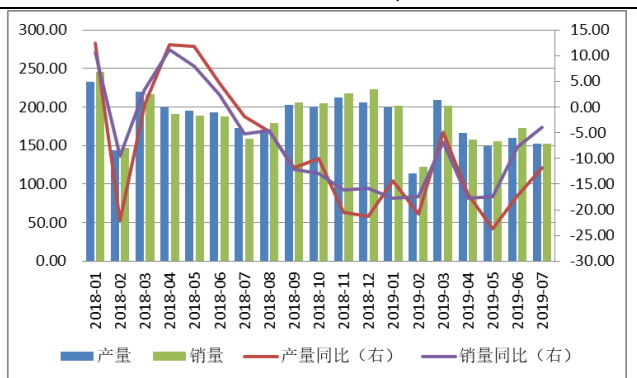
3.1.1 业绩整体下滑，归母净利润大幅下降

产销整体承压，经营压力持续扩大。乘用车行业 2019 上半年，宏观经济下行、消费者信心下降，叠加国六车型切换加剧供需矛盾，产销承压的情况依然延续。一方面，1-6 月乘用车累计产销量分别为 997.8 和 1012.7 万辆，同比分别下降 15.8% 和 14.0%，销量同比降幅虽然较年初显著改善，但是乘用车产销表现依然低迷。另一方面，国六车型切换进一步加大库存压力，一二季度乘用车行业以去库存为主要基调，多数整车厂加大了促销力度，汽车价格中枢整体下移，公司层面经营压力扩大，利润整体承压。

整体营收同比转负，分公司普降。2019 上半年，乘用车板块合计营业收入 5891.67 亿元，较 2018 上半年同比下降 14.81%。分公司看，主要受益于新能源汽车上半年维持产销高速增长，比亚迪、江淮汽车、北汽蓝谷 3 家上市公司实现营收同比正增长，同比增速分别为 14.84%、13.88%、76.63%，其余个股营业收入较 2018 上半年均同比下降，且降幅均较大。

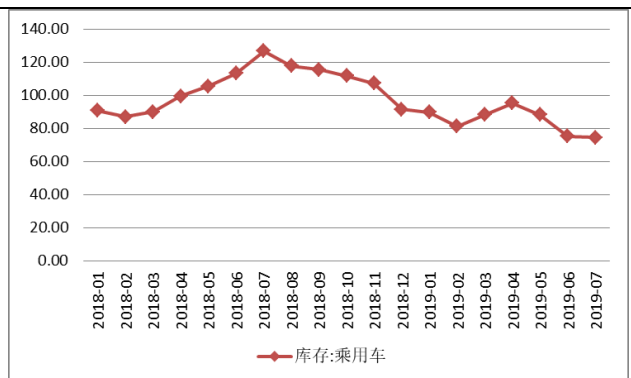
归母净利润大幅下滑，比亚迪表现突出。2019 上半年，乘用车板块合计归母净利润 178.65 亿元，同比下降 43.70%。分公司看，仅比亚迪、北汽蓝谷实现归母净利润同比增长，同比增速分别为 203.61%、9.70%，其余公司归母净利润均同比大幅下滑。

图 9：乘用车月产销情况（万辆，%）



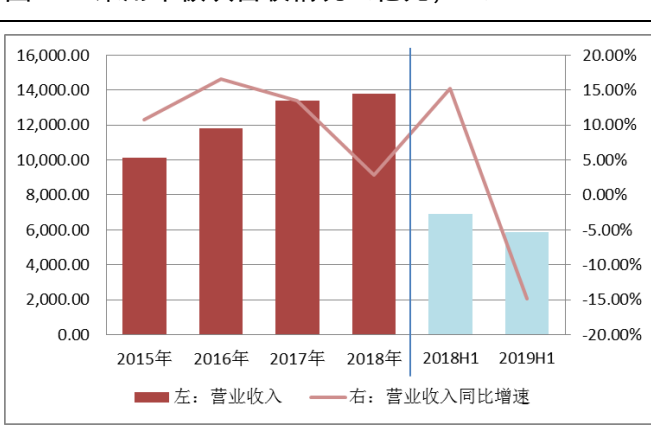
资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 10：乘用车降库存效果显著（万辆）



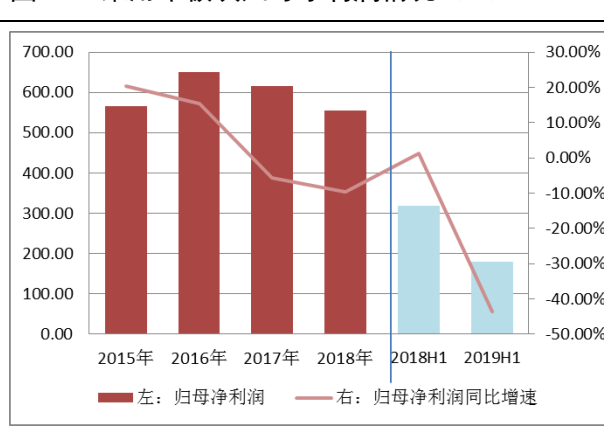
资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：乘用车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 12：乘用车板块归母净利润情况（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 2：2019 上半年乘用车板块主要上市公司营业收入&归母净利润

公司代码	公司简称	营业收入（亿元）	营收同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速
601777.SH	力帆股份	51.78	-13.39%	-9.47	-859.98%
000625.SZ	长安汽车	298.76	-16.18%	-22.40	-239.17%
000800.SZ	一汽轿车	107.01	-20.61%	0.10	-88.09%
000927.SZ	一汽夏利	2.68	-63.26%	-5.51	-13.52%
002594.SZ	比亚迪	621.84	14.84%	14.55	203.61%
600104.SH	上汽集团	3679.16	-19.52%	137.64	-27.49%
600418.SH	江淮汽车	270.00	13.88%	1.25	-23.46%
600733.SH	北汽蓝谷	99.19	76.63%	0.95	9.70%
601127.SH	小康股份	76.84	-26.49%	-2.81	-218.81%
601238.SH	广汽集团	281.23	-23.38%	49.19	-28.85%
601633.SH	长城汽车	403.17	-15.93%	15.17	-58.95%

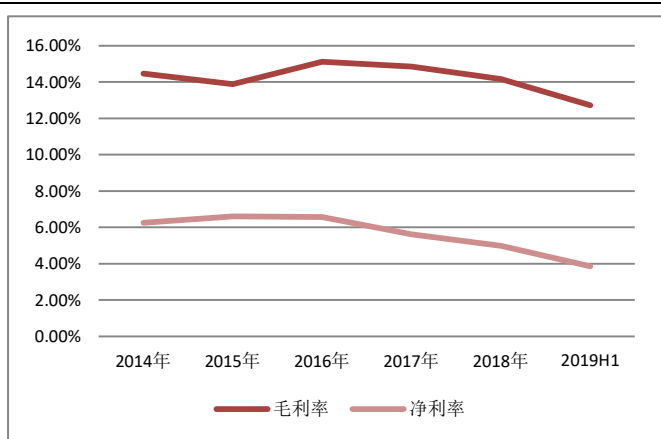
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

3.1.2 毛利率下滑，盈利指标趋弱

毛利率、净利率整体下行。整体看，乘用车产销持续承压，行业去库存特征显著，叠加国六车型换代加剧供需矛盾，车价中枢下移，促销力度加大，上市公司整体盈利能力下滑。2019上半年板块毛利率12.71%，较2018H1下降1.67pct，较2019Q1下降0.16pct，净利率3.87%，较2018年H1下降1.94pct，较2019Q1下降0.37pct。分公司看，与2018年相比，2家公司（比亚迪、江淮汽车）实现毛利率提升，3家公司（江淮汽车、北汽蓝谷、广汽集团）实现净利率提升。剔除北汽蓝谷数据，与2019Q1相比，2家公司（比亚迪、江淮汽车）实现毛利率提升，3家公司（江淮汽车、长城汽车）实现净利率提升。

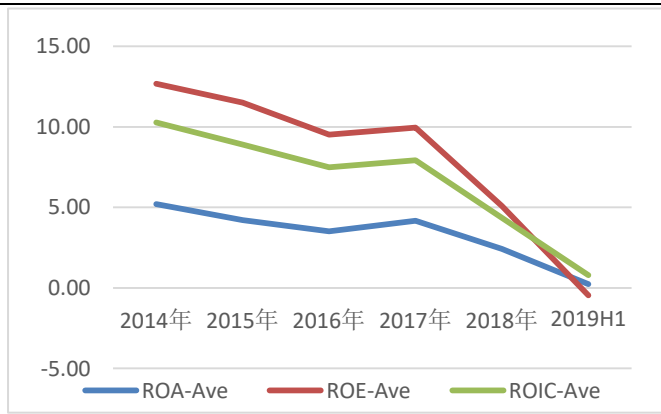
管理费用率持续增加，盈利指标趋弱。2019上半年，厂家加大折扣叠加库存压力加大，块管理费用率较2018年明显提升，受汽车产销持续同比负增长影响，销售费用率较2018年下行，2019H1板块平均销售费用率、平均管理费用率、平均财务费用率分别为6.73%、14.70%、2.29%，分别较2018年-2.38pct、+4.52pct、0.25pct，较2019Q1分别-0.48pct、+5.85pct、-0.10pct。此外，ROA、ROE、ROIC三项指标均明显下降。

图 13：乘用车板块毛利率&净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

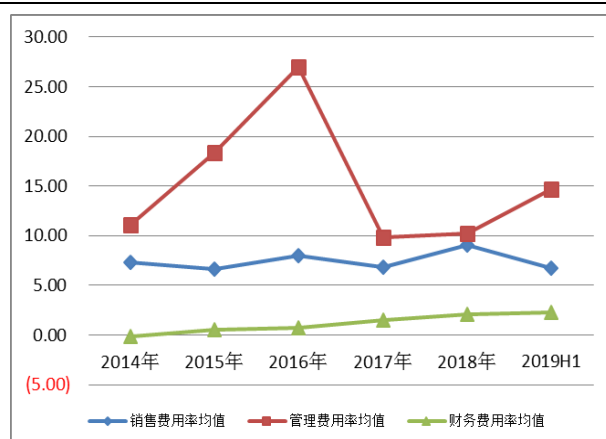
图 15：乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)



注：剔除一汽夏利数据

资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：乘用车板块平均费用率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：2019 上半年乘用车板块主要上市公司部分盈利指标

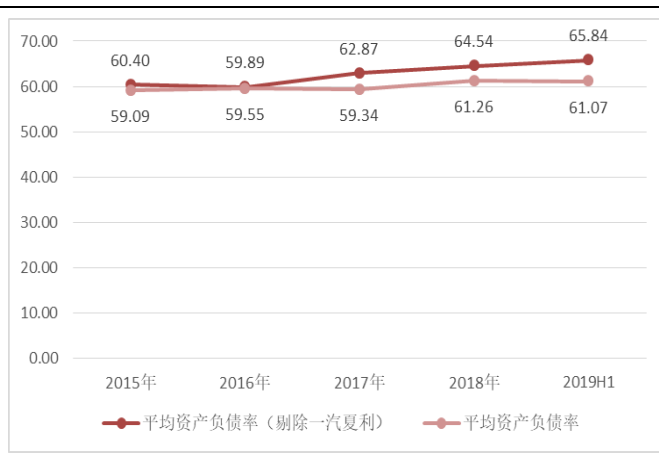
公司代码	公司简称	毛利率 (%)		净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
600104.SH	上汽集团	13.13	12.61	5.85	4.98	6.33	7.29	4.15	4.14	0.17	0.14
002594.SZ	比亚迪	15.93	17.14	1.61	2.65	4.85	3.70	7.08	7.34	2.51	2.34
601238.SH	广汽集团	22.29	9.10	18.92	17.69	7.80	6.12	5.56	7.20	-0.06	0.21
601633.SH	长城汽车	19.90	13.65	7.75	3.85	4.27	3.55	3.12	4.25	0.63	-0.18
000625.SZ	长安汽车	14.11	8.22	4.54	-7.51	7.14	4.83	6.05	8.58	-0.63	-0.32
000800.SZ	一汽轿车	20.65	18.26	1.87	0.33	8.70	8.96	6.89	6.48	-0.09	0.07
601127.SH	小康股份	23.65	17.53	4.75	-3.43	6.32	7.73	7.28	10.04	0.58	1.39
600418.SH	江淮汽车	9.21	11.16	0.20	0.59	3.98	4.29	6.20	5.11	0.28	0.62
000927.SZ	一汽夏利	-23.27	-87.25	-87.25	-205.41	25.11	17.58	36.93	96.57	6.27	7.80
601777.SH	力帆股份	13.38	5.46	2.06	-18.38	4.47	4.06	6.14	7.07	3.47	11.25

数据来源：wind，山西证券研究所

3.1.3 负债情况较为稳定，库存情况有所好转

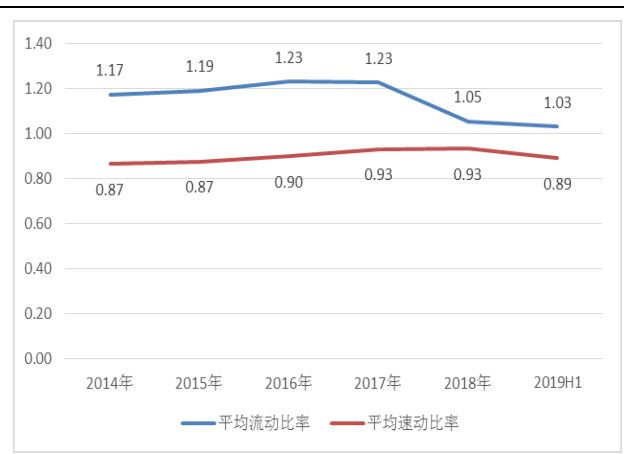
整车企业议价能力较强，负债情况整体稳定。整体看，整车厂受益于自身较强的议价能力，负债结构较为良好，资产负债率、流动比率和速动比率指标均较为稳定。

图 16：乘用车板块平均资产负债率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

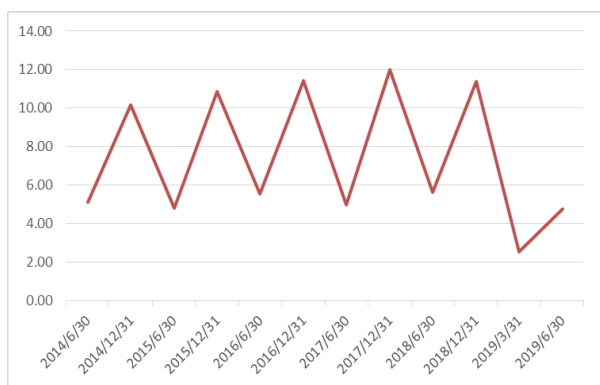
图 17：乘用车板块平均流动比率&速动比率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

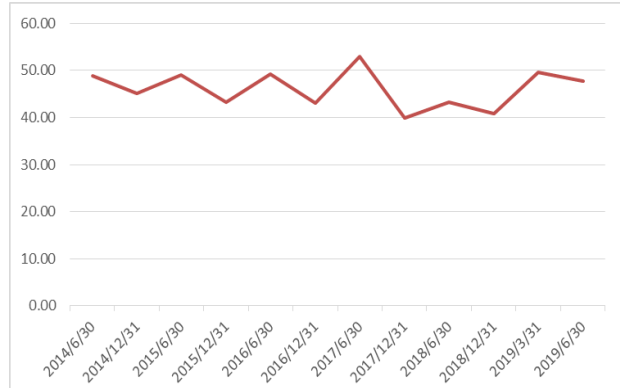
库存情况显著好转，但依然承压。从板块平均存货周转率来看，2019H1 板块平均周转率为 4.78%，较 2018H1 下降 0.87pct，较 2019Q1 提升 2.25pct。从板块平均周转天数来看，2019H1 板块平均周转天数是 47.79 天，较 2018 年同期（43.21 天）仍然偏高，但是较 2019Q1 显著好转（49.68 天）。

图 18：乘用车板块平均存货周转率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：乘用车板块存货平均周转天数



资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2019 上半年乘用车板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率（%）		流动比率（%）		速动比率（%）		存货周转率（%）		存货周转天数	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
600104.SH	上汽集团	63.91	63.36	1.06	1.14	0.91	1.00	7.27	5.51	24.76	32.65
002594.SZ	比亚迪	68.97	68.87	0.94	1.02	0.73	0.77	2.03	1.90	88.68	94.99
601238.SH	广汽集团	37.79	37.16	1.87	1.58	1.68	1.36	6.02	3.60	29.90	50.03
601633.SH	长城汽车	50.77	44.55	1.25	1.44	1.15	1.27	7.09	6.74	25.37	26.71
000625.SZ	长安汽车	53.01	52.64	1.17	1.04	1.07	0.90	6.52	5.16	27.61	34.87
600733.SH	北汽蓝谷	45.67	66.61	2.46	1.39	0.83	1.28	0.00	4.88	0.00	36.89
000800.SZ	一汽轿车	51.53	57.76	1.03	0.99	0.77	0.77	4.94	3.93	36.42	45.77
601127.SH	小康股份	75.94	72.57	0.90	0.76	0.81	0.64	5.68	3.65	31.68	49.31
600418.SH	江淮汽车	68.59	71.93	0.96	0.88	0.89	0.82	11.79	11.72	15.27	15.36
000927.SZ	一汽夏利	111.84	113.58	0.33	0.46	0.26	0.44	3.41	2.87	52.75	62.67
601777.SH	力帆股份	75.02	75.20	0.75	0.63	0.61	0.53	1.81	2.75	99.63	65.53

数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 卡车：板块业绩亮眼，盈利能力显著改善

3.2.1 受益产销表现，业绩表现突出

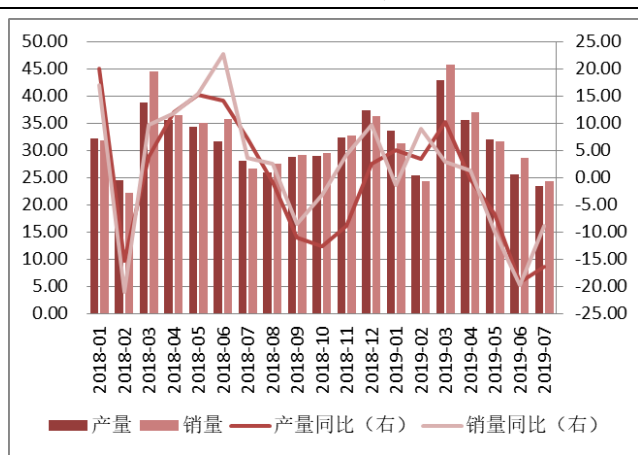
重卡维持高位，产销维稳。2019 上半年，一方面物流业持续增长，公路货运维持高位，牵引车、载货车变现稳定；另一方面，下游需求稳健，重卡维持高位运行，且上半年重卡处于强周期，市场表现良好，上半年实现销量 65.62 万辆，同比微降 2.31%。整体看，2019 上半年，卡车累计产销量为 194.92 万辆和 198.55 万辆，同比分别下降 1.25%、3.83%。

营收同比转正，福田显著改善。2019 上半年，板块合计营收为 728.14 亿元，同比增长 7.11%，同比转正，较 2018 年同期提升 7.39pct。分公司看，3 家公司（东风汽车、福田汽车、华菱星马）上半年实现营收

同比正增长，江铃汽车、中国重汽营收同比微降，同比降幅分别为 3.96%、0.33%，东风汽车、福田汽车营收均显著改善，营收同比增速分别较 2018 年同期提升 45.73pct、25.83pct。

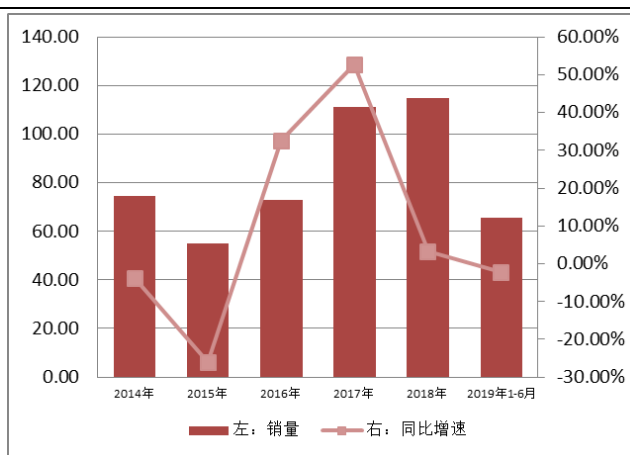
主要受益福田情况好转，归母净利润大幅增长。2019 上半年，板块合计归母净利润 12.23 亿元，较 2018 年同期同比增长 422.51%，主要是受益于 1) 福田汽车归母净利润转正，上半年归母净利润 2.49 亿元，较 2018 年同期提升 11.50 亿元；2) 中国重汽归母净利润表现亮眼，2019 上半年归母净利润同比增长 32.32%。此外，江铃汽车、东风汽车、华菱星马上半年归母净利润均同比大幅下降。

图 20：卡车月产销情况（万辆，%）



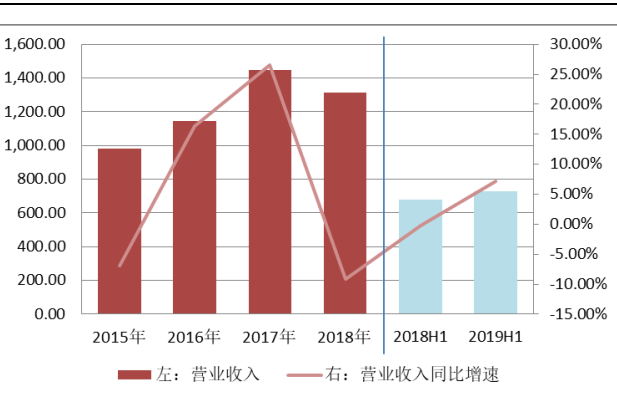
资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 21：重卡销量维持高位运行（万辆）



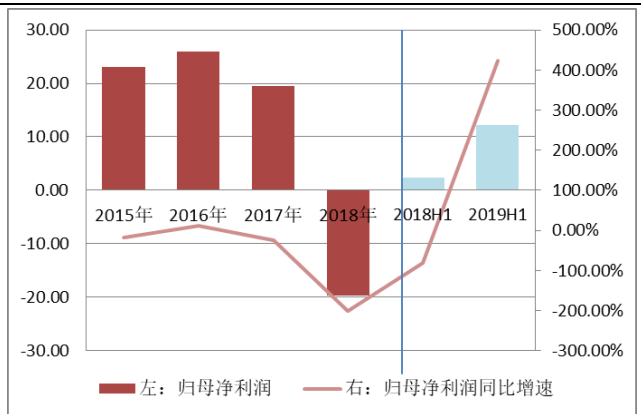
资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 22：卡车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：卡车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 5：2019 上半年卡车板块主要上市公司营业收入&归母净利润

公司代码	公司简称	营业收入（亿元）	营收同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速
000550.SZ	江铃汽车	137.22	-3.96%	0.59	-81.55%
000951.SZ	中国重汽	224.68	-0.33%	6.40	32.32%
600006.SH	东风汽车	67.61	16.79%	2.46	-15.53%
600166.SH	福田汽车	260.59	20.29%	2.49	-
600375.SH	华菱星马	38.05	2.87%	0.29	-29.89%

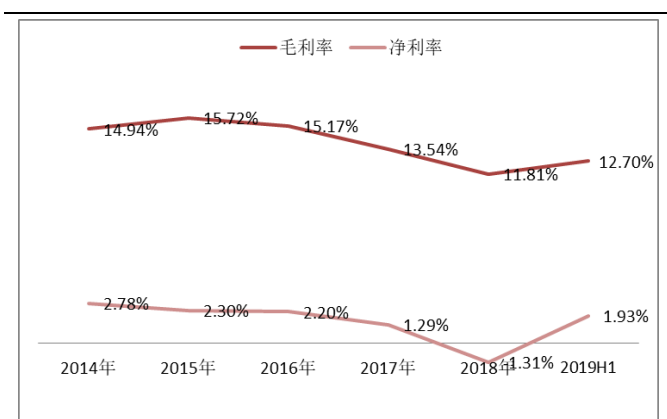
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

3.2.2 受益福田整体改善，盈利能力显著好转

毛利率、净利率持续提升。整体看，2018 年卡车板块受福田汽车影响毛利率和净利率均出现明显下滑，2019 上半年受益福田汽车情况改善，2 项指标均显著改善，上半年板块毛利率为 12.70%，较 2018H1 提升 0.18pct，较 2019Q1 提升 0.37pct，板块净利率为 1.93%，较 2018H1 提升 1.38pct，较 2019Q1 提升 0.26pct。分公司看，与 2018 年相比，5 家公司毛利率不同程度提升，3 家公司（江铃汽车、中国重汽、福田汽车）实现净利率提升，东风汽车和华菱星马分别较 2018 年下降 0.37pct、0.16pct。

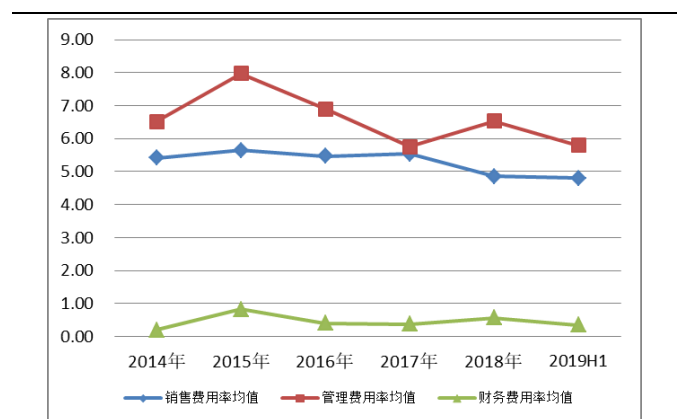
费用率不同程度降低，盈利指标回升。2019 上半年，板块平均费用率较 2018 年不同程度下降，销售费用率、管理费用率、财务费用率均值分别较 2018 年下降 0.06pct、0.73pct、0.21pct，与 2018H1 相比分别+0.12pct、-0.16pct、-0.28pct，与 2019Q1 相比，分别+0.13pct、+0.44pct、-0.30pct。ROA、ROE、ROIC 三项指标均较 2018 年明显回升。公司层面看，福田汽车上半年费用率改善效果显著，销售费用率、管理费用率、财务费用率均显著下降。

图 24：卡车板块毛利率&净利率（%）



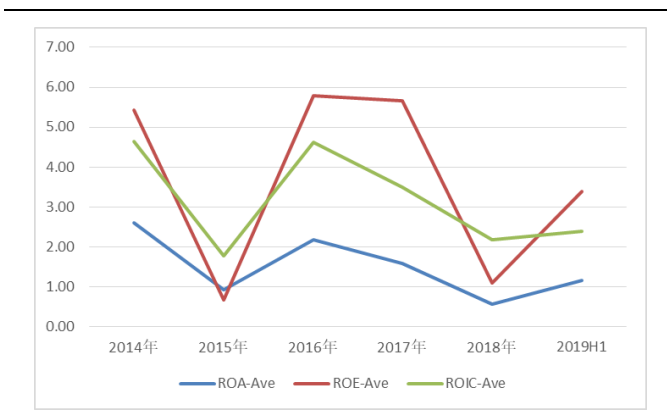
数据来源：wind，山西证券研究所

图 25：卡车板块平均费用率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 26：卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 6：2019 上半年卡车板块主要上市公司部分盈利指标

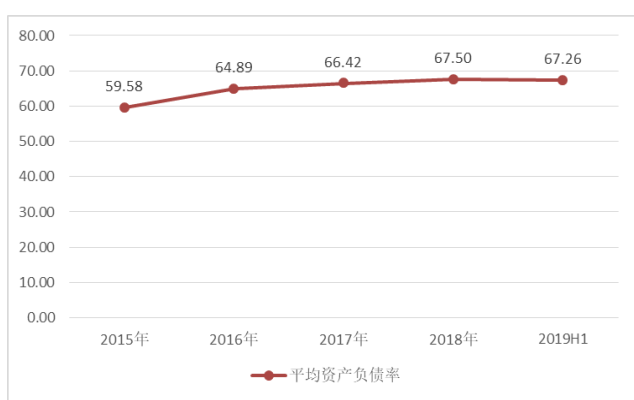
公司代码	公司简称	毛利率 (%)		净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
000550.SZ	江铃汽车	14.07	14.89	2.23	0.43	3.17	5.14	7.93	9.29	-0.70	-0.65
000951.SZ	中国重汽	9.25	10.47	2.91	3.88	2.82	2.53	1.38	1.36	0.44	0.39
600006.SH	东风汽车	12.40	12.24	4.97	3.44	4.71	5.41	7.11	6.83	-0.28	-0.15
600166.SH	福田汽车	14.61	13.36	-4.27	0.84	9.27	7.23	8.50	6.26	1.94	0.66
600375.SH	华菱星马	14.50	14.25	1.13	0.68	3.42	3.68	4.91	5.27	1.76	1.52

数据来源：wind，山西证券研究所

3.2.3 负债情况较为稳定，库存情况整体改善

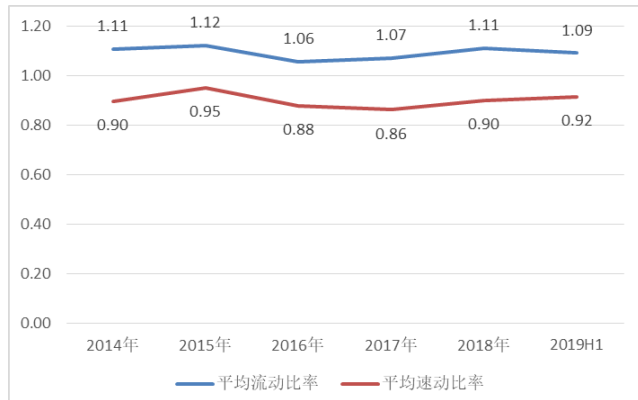
资产负债率基本持平，负债情况整体稳定。整体看，同样受益于整车厂自身具有较强的议价能力，卡车板块负债结构较为良好，资产负债率小幅波动，流动比率和速动比率指标表现也较为稳定。

图 27：卡车板块平均资产负债率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

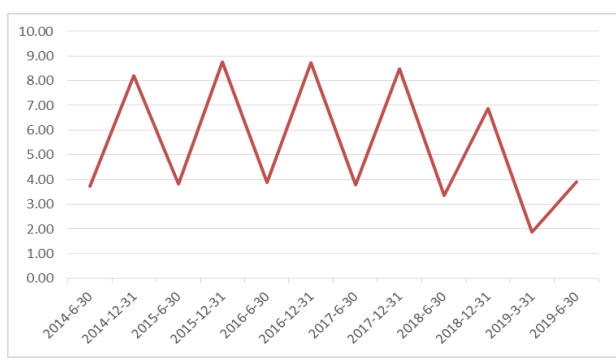
图 28：卡车板块平均流动比率&速动比率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

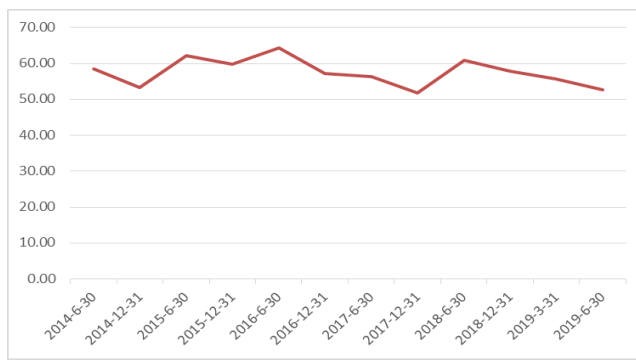
库存情况整体改善。从板块平均存货周转率来看，2019H1 板块平均周转率为 3.91%，较 2018H1 提升 0.56pct，较 2019Q1 提升 2.03pct。从板块平均周转天数来看，2019H1 板块平均周转天数是 52.67 天，较 2018 年同期（60.86）和 2019Q1（55.76 天）均有好转。

图 29：卡车板块平均存货周转率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：卡车板块存货平均周转天数



资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：2019 上半年卡车板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		流动比率 (%)		速动比率 (%)		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
000550.SZ	江铃汽车	54.31	56.02	1.22	1.15	1.03	0.99	5.24	4.97	34.36	36.19
000951.SZ	中国重汽	76.34	70.10	1.22	1.31	0.83	1.03	2.52	3.86	71.39	46.64
600006.SH	东风汽车	57.32	61.10	1.36	1.36	1.16	1.20	2.92	3.33	61.74	54.11
600166.SH	福田汽车	71.97	71.55	0.81	0.83	0.68	0.74	4.14	5.48	43.45	32.85
600375.SH	华菱星马	76.96	77.53	0.80	0.81	0.60	0.63	1.93	1.93	93.37	93.41

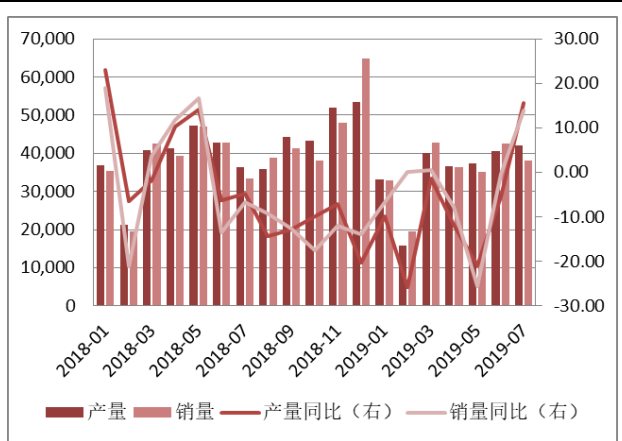
数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 客车：客车产销转弱，盈利能力略有改善

3.3.1 客车需求下滑，龙头业绩企稳

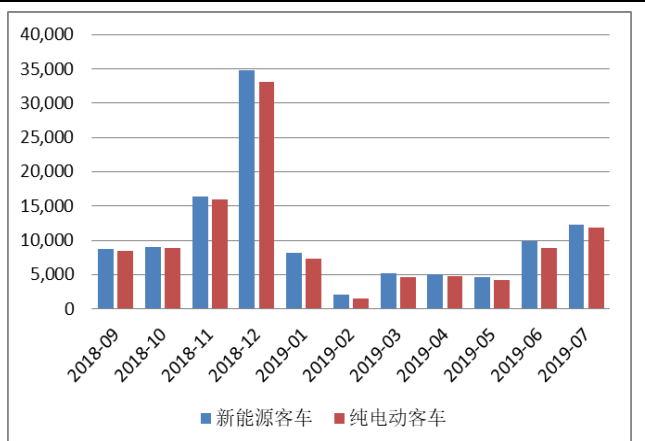
需求下降叠加新能源补贴政策影响，产销同比下滑。2019 上半年，私家车和高铁普及导致客车需求下降，叠加新能源公交车补贴过渡期结束时间不同造成客车需求透支，产销同比出现较大幅度下滑，但整体好于乘用车市场。具体来看，2019 上半年客车产销量分别为 20.51 万辆和 21.09 万辆，同比分别下降 10.87% 和 6.91%。

图 31：客车月产销情况（辆，%）



资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 32：新能源客车销量情况（辆）



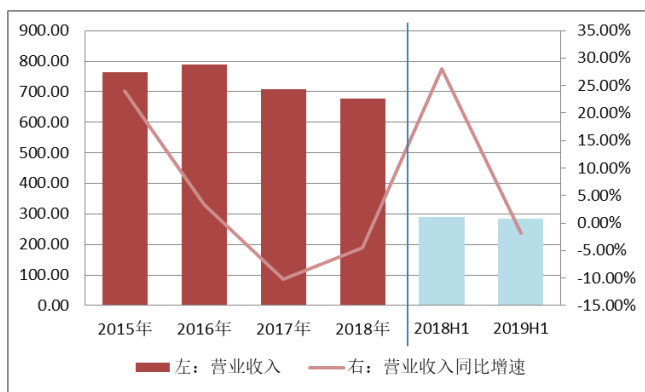
资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

营收同比微降，业绩分化显著。2019 上半年，板块合计营收 285.01 亿元，同比微降 1.88%，同比增速较 2018 年同期下降 29.96pct。分公司看，4 家公司（中通客车、宇通客车、亚星客车、金杯客车）上半年实现营收同比正增长，2 家公司（曙光股份、金龙汽车）营收同比大幅下降，同比降幅分别为 32.82%、18.96%。

归母净利润同比降幅收窄，龙头业绩企稳。2019 上半年，板块合计归母净利润 7.29 亿元，较 2018 年同期同比下降 9.85%，降幅较 2018 年同期下降 7.28pct。分公司看，2 家公司（中通客车、宇通客车）实现归母净利润同比正增长，其中宇通客车同比增速为 10.78%，显著好于板块内其他上市公司，4 家公司（亚

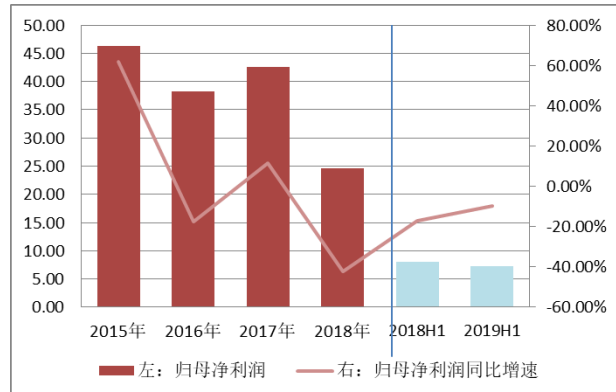
星客车、曙光股份、金杯汽车、金龙汽车上半年归母净利润均同比大幅下降，其中曙光股份归母净利润持续负增长，且 2019 上半年同比降幅高达 631.83%。

图 33：客车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：客车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 8：2019 上半年客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润

公司代码	公司简称	营业收入（亿元）	营收同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速
000957.SZ	中通客车	32.92	37.08%	0.33	7.75%
600066.SH	宇通客车	125.05	4.06%	6.83	10.78%
600213.SH	亚星客车	12.25	10.49%	0.10	-40.35%
600303.SH	曙光股份	11.42	-32.82%	-0.91	-631.83%
600609.SH	金杯汽车	30.20	8.22%	0.41	-15.23%
600686.SH	金龙汽车	73.17	-18.96%	0.53	-33.59%

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

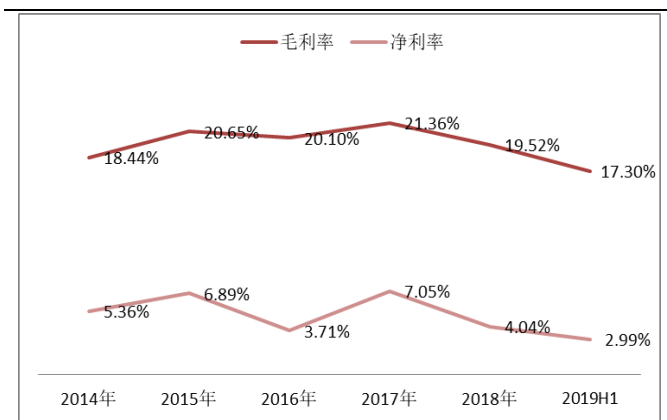
3.2.2 盈利能力整体下滑，宇通客车表现亮眼

净利率持续下滑，宇通客车表现亮眼。整体看，2019 上半年客车板块受行业需求下滑，竞争加剧影响，毛利率、净利率整体均下滑，上半年板块毛利率为 17.30%，较 2018 年下降 2.22pct，较 2018H1 提升 0.45pct，较 2019Q1 下降 0.65pct，板块净利率为 2.99%，较 2018 年、2018H1、2019Q1 分别下降 1.06pct、0.28pct、0.05pct。分公司看，与 2018 年同期相比，仅宇通客车实现毛利率、净利率同比提升，且宇通客车作为客车行业龙头，毛利率、净利率水平均显著优于板块内其他上市公司。

销售费用率下降，盈利指标下降。与 2018 年相比，2019H1 客车板块平均销售费用率整体下降，平均财务费用率整体增长，平均管理费用率略有增长，2019H1，板块平均销售费用率、管理费用率、财务费用率分别较 2018 年-0.43pct、+0.25pct、0.49pct，分别较 2019Q1+0.55pct、-0.81pct、-1.25pct。分公司看，2019 上半年，除曙光股份销售费用率增长外，其余板块内上市公司销售费用率不同程度下降，管理费用率公司分化严重，财务费用率板块内 6 家上市公司不同程度增长。此外，ROA、ROE、ROIC 三项指标均值均较

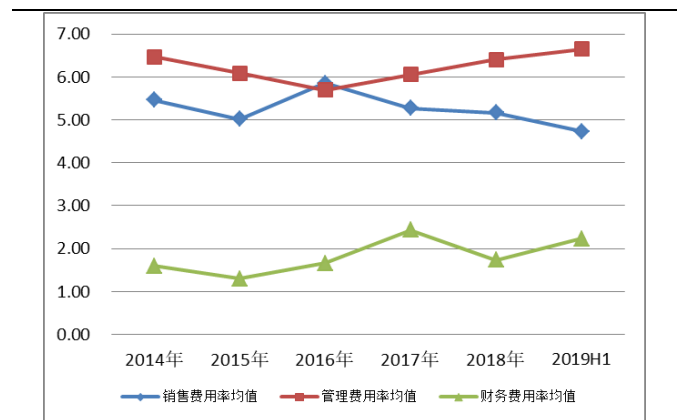
2018 年有所下降。

图 35：客车板块毛利率&净利率（%）



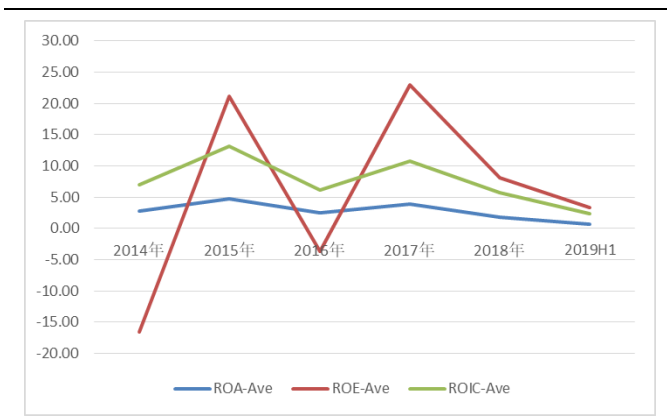
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：客车板块平均费用率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：客车板块平均 ROA/ROE/ROIC（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 9：2019 上半年客车板块主要上市公司部分盈利指标

公司代码	公司简称	毛利率 (%)		净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
000957.SZ	中通客车	14.59	14.44	1.27	1.00	5.67	5.21	5.32	4.82	2.46	3.02
600066.SH	宇通客车	21.42	22.94	5.21	5.54	8.41	8.23	7.72	8.97	-0.22	0.84
600213.SH	亚星客车	17.44	15.73	1.66	0.85	5.20	4.46	3.84	3.58	4.99	5.12
600303.SH	曙光股份	16.97	12.92	1.00	-8.11	4.25	4.92	8.61	12.77	1.88	2.12
600609.SH	金杯汽车	12.48	12.79	5.54	5.12	0.91	0.75	4.90	3.52	0.87	1.72
600686.SH	金龙汽车	12.62	11.75	1.10	0.72	5.15	4.84	5.12	6.26	0.38	0.53

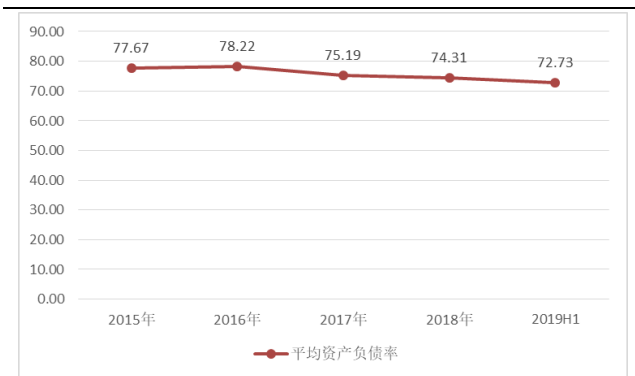
数据来源：wind，山西证券研究所

3.2.3 负债情况较为稳定，库存情况整体改善

资产负债率下降，负债结构良好。整体看，客车自身单车价值量高，整车企业自身议价能力较强，

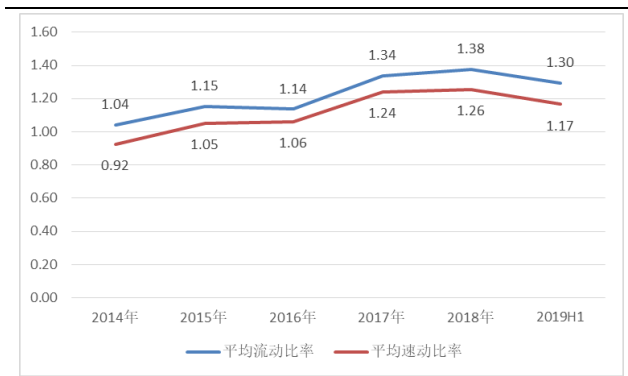
负债结构较为良好，2019 上半年板块平均资产负债率、流动比率、速动比率 3 项指标较 2018 年和 2018 上半年均有所下降。

图 38：客车板块平均资产负债率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

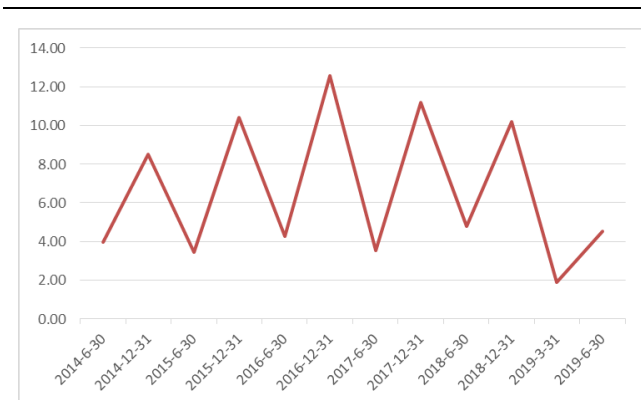
图 39：客车板块平均流动比率&速动比率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

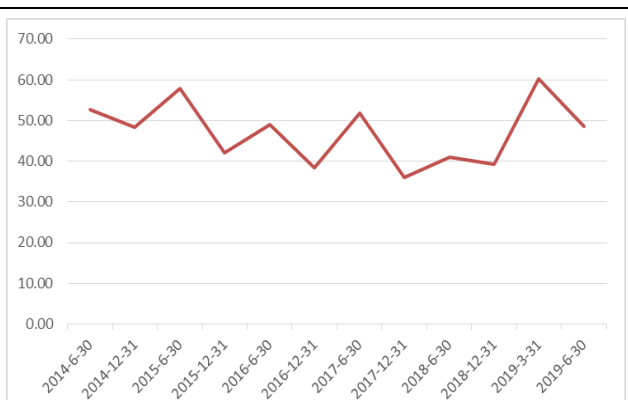
库存情况环比显著好转。从板块平均存货周转率来看，2019H1 板块平均周转率为 4.52%，较 2018H1 提升 2.65pct，较 2019Q1 微降 0.28pct。从板块平均周转天数来看，2019H1 板块平均周转天数是 48.66 天，较 2018 年同期（40.96）略高，但是较 2019Q1（60.19）显著好转。

图 40：客车板块平均存货周转率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 41：客车板块存货平均周转天数



资料来源：wind，山西证券研究所

表 10：2019 上半年客车板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		流动比率 (%)		速动比率 (%)		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
000957.SZ	中通客车	77.56	76.51	1.30	1.29	1.27	1.23	6.23	5.82	28.87	30.93
600066.SH	宇通客车	58.34	52.76	1.44	1.59	1.26	1.31	2.96	2.32	60.89	77.63
600213.SH	亚星客车	93.98	94.42	1.57	1.54	1.48	1.44	4.00	4.08	45.04	44.09
600303.SH	曙光股份	54.66	51.91	1.10	1.03	0.96	0.88	3.61	2.47	49.88	72.80
600609.SH	金杯汽车	85.49	83.13	1.41	0.96	1.29	0.89	6.79	8.45	26.53	21.29
600686.SH	金龙汽车	78.96	77.64	1.24	1.37	1.15	1.24	5.21	3.98	34.56	45.22

数据来源：wind，山西证券研究所

4.汽车零部件：板块整体承压，盈利能力下滑

4.1 整车产销压力向上游传导，零部件行业业绩承压

汽车产销下滑影响，行业整体业绩下滑。2019 上半年，受行业产销量下滑影响，压力向上游传导，导致零部件行业整体盈利能力承压，行业营收及归母净利润同比增速增幅均收窄，但是板块中不乏宁德时代、潍柴动力、星宇股份等业绩仍然维持稳定增长的优质企业，我们认为这类企业通常具有以下特征：一是积极拓展海外业务，提升公司业绩安全边际，二是通过自身技术优势和抢订单在产业链内具有高议价能力，三是产品结构持续优化，且单车价值量具有较大的上升空间。随着汽车行业新四化发展，行业对汽车零部件技术、质量要求趋强，国内汽车产业竞争加剧加速国产替代，这类企业有望借助市场进一步做大做强。

营收同比微降，归母净利润大幅下滑。2019 上半年，板块合计营收 3955.84 亿元，同比微增 1.65%，同比增速较 2018 年同期下降 14.88pct，板块合计归母净利润 227.50 亿元，同比下降 15.53%，同比降幅较 2018 年同期扩大 31.67pct。

图 42：汽车零部件板块营收情况（亿元，%）

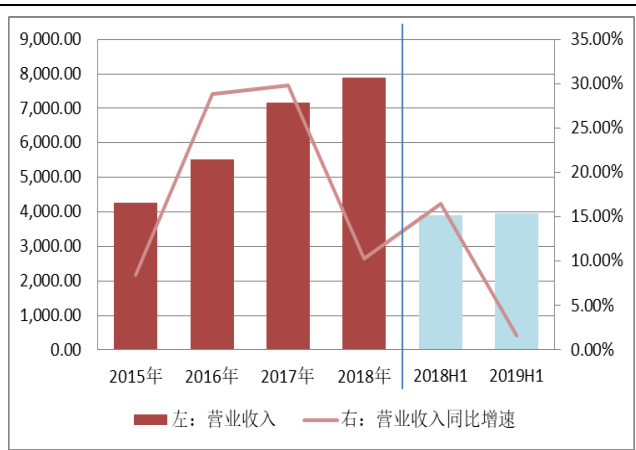
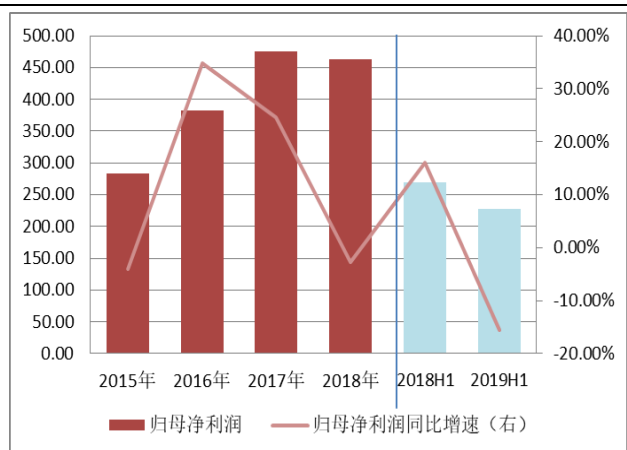


图 43：汽车零部件板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 11：2019 上半年汽车零部件板块主要上市公司营业收入&归母净利润

公司代码	公司简称	营业收入（亿元）	营收同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速
300750.SZ	宁德时代	202.64	116.50%	21.02	130.79%
000338.SZ	潍柴动力	908.62	10.45%	52.87	20.37%
600741.SH	华域汽车	705.63	-13.55%	33.64	-29.53%
600660.SH	福耀玻璃	102.87	2.00%	15.06	-19.43%
600699.SH	均胜电子	308.27	36.20%	5.14	-37.41%
601799.SH	星宇股份	27.07	10.48%	3.39	13.10%

筛选标准：前文所述样本中 2019 年 9 月 10 日市值大于 180 亿元的个股，后文同

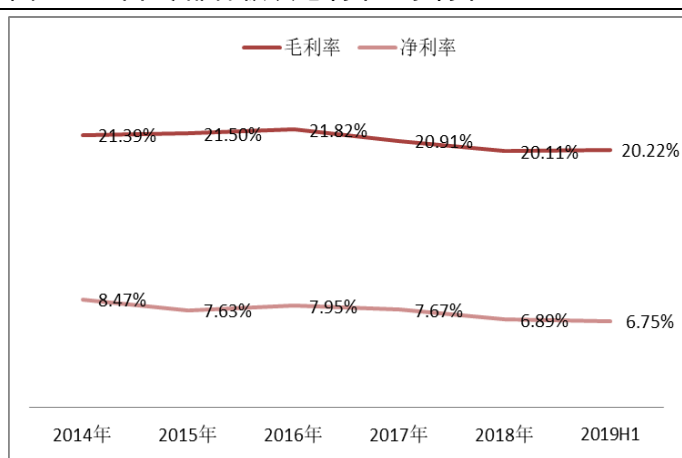
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

4.2 盈利能力下滑，费用率提升

毛利率提升，净利率下滑。整体看，2019 上半年汽车零部件板块受行业需求下滑，竞争加剧影响，毛利率略有上升，净利率整体下滑，上半年板块毛利率为 20.22%，较 2018 年、2018H1、2019Q1 分别提升 0.11pct、0.30pct、0.25pct，板块净利率为 6.75%，较 2018 年、2018H1、2019Q1 分别下降 0.14pct、1.23pct、0.12pct。

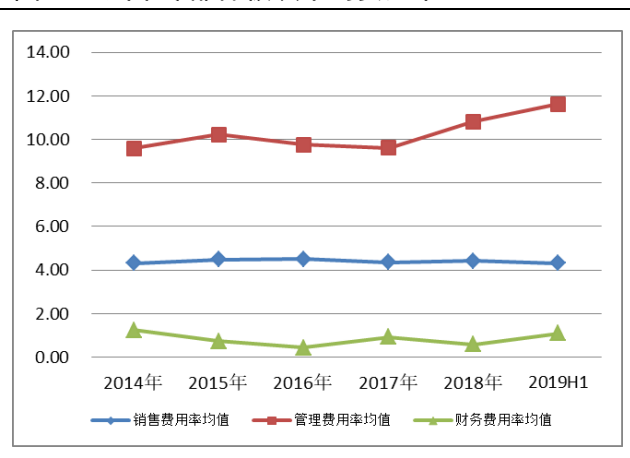
费用率较 2019Q1 有所改善，同比不同程度提升。销售费用率均值、管理费用率、财务费用率均值分别为 4.31%、11.63%、1.09%，分别较 2018 年同期提升 0.17pct、1.67pct、0.41pct，分别较 2018Q1 下降 0.19 pct 、2.72pct、1.52pct。此外，ROA、ROE、ROIC 三项指标均值均较 2018 年有所下降。

图 44：汽车零部件板块毛利率&净利率（%）



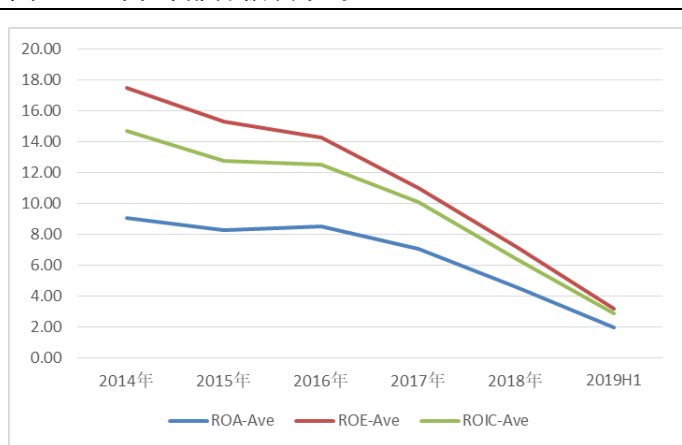
数据来源：wind，山西证券研究所

图 45：汽车零部件板块平均费用率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 46：汽车零部件板块平均 ROA/ROE/ROIC（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 12：2019 上半年汽车零部件板块主要上市公司部分盈利指标

公司代码	公司简称	毛利率 (%)		净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
300750.SZ	宁德时代	31.28	29.79	11.43	11.58	4.80	3.97	14.11	12.21	-0.25	-2.11
000338.SZ	潍柴动力	21.79	21.75	7.15	7.59	6.65	5.91	6.01	6.25	0.07	0.16

600741.SH	华域汽车	13.61	14.68	7.60	6.20	1.40	1.39	7.80	9.13	-0.07	-0.06
600660.SH	福耀玻璃	41.96	37.53	18.53	14.64	6.67	6.73	13.40	13.57	0.06	0.70
600699.SH	均胜电子	15.13	17.30	4.17	2.98	1.80	2.16	10.07	9.98	1.89	1.75
601799.SH	星宇股份	21.64	23.45	12.24	12.53	2.62	2.23	5.60	6.42	0.09	-0.01

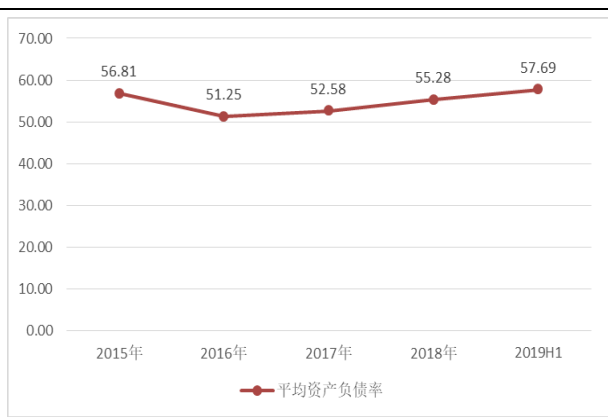
数据来源：wind，山西证券研究所

4.3 公司分化严重，库存整体承压

公司分化严重，板块平均资产负债率下降。整体看，汽车零部件行业子行业众多，公司间负债结构、议价能力差异较大，2019 上半年板块平均资产负债率 57.69%，较 2018 年同期显著提升，流动比率、速动比率 2 项指标均值较 2018 上半年均有所提升。

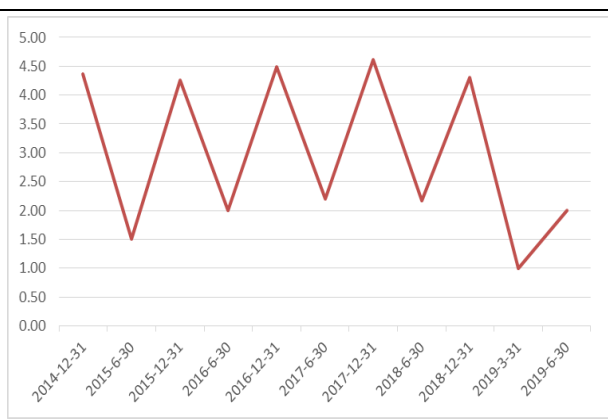
库存情况环比好转，但整体依然承压。从板块平均存货周转率来看，2019H1 板块平均周转率为 2.00%，较 2018H1 下降 0.17pct，较 2019Q1 提升 1.01pct。从板块平均周转天数来看，2019H1 板块平均周转天数是 116.63 天，虽然较 2019Q1（137.41）显著好转，但是仍然显著高于 2018 年同期（102.57）水平。

图 47：汽车零部件板块平均资产负债率（%）



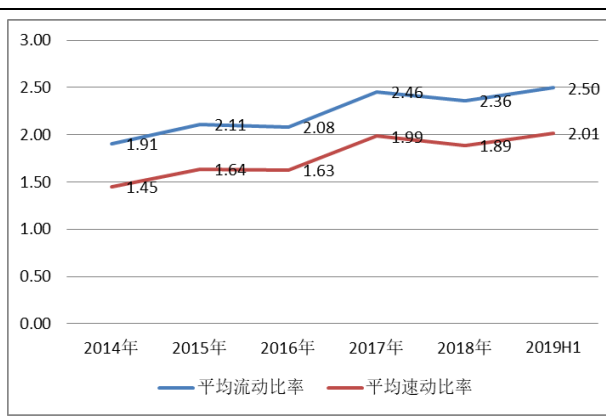
资料来源：wind，山西证券研究所

图 49：汽车零部件板块平均存货周转率（%）



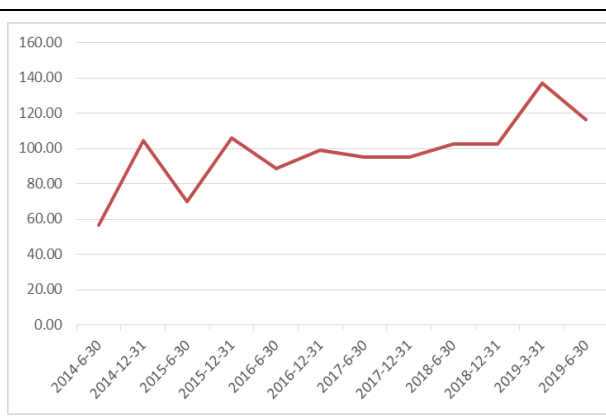
资料来源：wind，山西证券研究所

图 48：汽车零部件板块平均流动比率&速动比率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 50：汽车零部件板块存货平均周转天数



资料来源：wind，山西证券研究所

表 13：2019 上半年汽车零部件板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		流动比率 (%)		速动比率 (%)		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
300750.SZ	宁德时代	40.80	57.65	2.35	1.51	2.04	1.28	1.54	1.70	116.67	105.65
000338.SZ	潍柴动力	70.32	71.65	1.28	1.19	1.04	0.97	3.15	3.20	57.22	56.30
600741.SH	华域汽车	62.17	59.91	1.13	1.17	1.00	1.04	7.18	5.86	25.07	30.72
600660.SH	福耀玻璃	46.26	49.60	1.33	1.17	1.11	0.96	2.00	1.93	90.11	93.28
600699.SH	均胜电子	64.86	67.61	1.39	1.35	1.02	0.99	3.86	3.35	46.62	53.66
601799.SH	星宇股份	38.25	39.74	2.18	2.02	1.75	1.61	1.84	1.71	97.69	105.43

数据来源：wind，山西证券研究所

5.投资建议及标的推荐

5.1 投资评级

基于以上分析，我们认为产销增速放缓为汽车制造商及销售商带来挑战，且汽车产销表现不佳的压力向全产业链传导，全行业缺乏趋势性投资机会。然而，一方面，随着消费需求逐步释放，叠加 2018 年下半年基数偏低，产销情况有望逐步好转，且行业估值目前处于低位，行业仍存在修复的可能性；另一方面，行业竞争加剧，技术不断提升，新四化发展，汽车行业结构性投资机会仍存，维持“中性”评级。

5.2 投资建议

基于以上分析，建议关注 2 条主线：

- 1) 业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；
- 2) 技术持续提升、结构不断优化、产品单车价值量提升空间较大，有望实现海外替代的优质零部件供应商。

5.3 标的推荐

5.3.1 上汽集团 (600104.SH)：大市值白马股，具有较强的持续竞争优势

公司简介：公司是国内 A 股市场最大的汽车上市公司，主要业务包括整车、零部件的研发、生产、销售、物流、车载信息、二手车等汽车服务贸易业务，以及汽车金融业务。公司下属整车企业主要包括乘用车公司、上汽大通、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、南京依维柯、上海依维柯红岩、上海申沃等。

投资逻辑：公司是传统汽车龙头，市场认可度较高，市占率遥遥领先，具有持续竞争优势。公司资金链完善，开发经验丰富，技术优势明显。公司的新能源汽车布局完整，对纯电动汽车、插电式混合动力汽

车和燃料电池汽车均进行了布局，并布局了是实现汽车智能化的关键节点，在智能化、共享化方面具有明显的竞争优势。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019、2020 年的每股收益分别为 2.55、3.15 元/股，对应 PE 分别为 10.02、8.09 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，销量不及预期。

5.3.2 华域汽车（600741.SH）：客户持续优化，积极布局海外市场

公司简介：公司主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等，是目前国内业务规模最大、产品品种最多、客户覆盖最广、应用开发能力最强的综合性汽车零部件上市公司，各类主要产品均具有较高国内市场占有率。同时，公司汽车内饰、轻量化铸铝、油箱系统、汽车电子等业务和产品已积极拓展至国际市场。

投资逻辑：公司经过长期积累了众多优质的客户资源，与国内众多整车企业建立了良好的长期合作关系，并积极拓展细分行业优质客户，持续优化完善客户结构。公司积极拓展海外市场，轻量化铸铝、油箱系统及汽车电子等部分优势业务和产品已进入欧、美、韩、澳及东南亚等地区市场。公司推行多维发展模式，全产业链布局保证业绩增长的稳定性。公司紧跟汽车行业发展趋势，根据公司的智能网联化、电动化、轻量化专业板块，内外饰、底盘集成平台，国际和国内协同作用投融资平台的业务体系规划建设要求，积极布局产业链关键节点，技术优势持续加大，产业链协同作战能力持续加强。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019、2020 年的每股收益分别为 2.28、2.19 元/股，对应 PE 分别为 10.84、11.31 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，下游客户拓展不及预期，下游客户销量不及预期。

5.3.3 潍柴动力（000338.SZ）：龙头地位稳固，技术优势扩大

公司简介：目前，公司主要产品包括全系列发动机、变速箱、车桥、液压产品、重型汽车、叉车、供应链解决方案、汽车电子及零部件等，其中，发动机产品远销全球 110 多个国家和地区，广泛应用和服务于全球卡车、客车、工程机械、农业装备、船舶、电力等市场。

投资逻辑：公司在重卡发动机等多个领域维持龙头地位。公司依托于公司主业发动机，打造全系列、全领域高端产品竞争力，持续优化产品结构。公司紧跟汽车行业发展方向，在大数据、智能驾驶、车联网、氢燃料电池等方面均有所布局

盈利预测及投资建议：预测公司在 2019、2020 年的每股收益分别为 1.18、1.29 元/股，对应 PE 分别为

10.36、9.44 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，公司下游客户销量增速不及预期。

表 14：推荐公司盈利预测表

证券代码	证券简称	股价	EPS				PE (TTM)				评级
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
600104	上汽集团	25.50	3.08	2.55	3.15	3.31	8.27	10.02	8.09	7.70	买入
600741	华域汽车	24.77	2.55	2.28	2.19	2.63	9.73	10.84	11.31	9.42	买入
000338	潍柴动力	12.18	1.08	1.18	1.29	1.42	11.25	10.36	9.44	8.59	买入

注：基于 2019 年 9 月 10 日市场数据

数据来源：wind，山西证券研究所

6.风险提示

- 1) 汽车行业政策大幅调整；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 上游原材料价格大幅波动；
- 4) 股市震荡风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

