

# 汽车行业 19 年 3 季报综述

重卡股盈利韧性持续超预期，乘用车经营性净现金流继续改善

## 核心观点:

### ● 乘用车 Q3 营收和利润降幅有所收窄，重卡股盈利韧性超预期

根据我们统计的 141 家 A 股上市公司数据，19 年前 3 季度汽车行业实现营收 1.6 万亿元，同比下降 7.3%，归母净利润 567.7 亿元，同比下降 30.8%。19 年 Q1-Q3 汽车行业营收同比分别下降 8.2%/10.6%/2.8%，归母净利润同比下降 29.4%/37.7%/23.5%。

分板块看，19 年 Q1-Q3 乘用车营收同比分别下降 14.0%/17.2%/1.1%，归母净利润同比下降 41.8%/46.4%/38.6%，根据中汽协数据，19 年第 1、2 季度我国乘用车批发销量分别下滑 13.8%、14.3%，随着库存风险的释放，乘用车第 3 季度批发销量同比降幅缩窄至 6.0%，营收和利润降幅收窄；商用车板块前 3 季度归母净利润同比增加 576.5%，主要与福田汽车业绩扭亏为盈有关；客车板块 Q3 27.6%的归母净利润增速高于 1/2 季度的-6.2%/-11.8%，与今年新能源公交客车补贴过渡期 8 月 6 日结束有关；汽车零部件板块 Q1-Q3 归母净利润同比增速分别为-12.1%/-28.1%/-19.9%，若剔除潍柴动力母公司、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科几家龙头公司，Q1-Q3 归母净利润增速分别为-15.4%/-40.6%/-29.1%。

重卡产业链盈利韧性持续得到验证，在 5 月 21 日以后生产一致性监管趋严对销量短期负面影响下（短空长多），潍柴动力母公司、中国重汽前 3 季度归母净利润仍分别增长 20.9%、12.0%。

### ● 盈利及营运能力分析：汽车行业调整后经营性净现金流改善明显

乘用车盈利能力仍未得到改善：19 年前 3 季度汽车行业净利率为 4.2%，同比下降 1.4pct，其中乘用车净利率为 3.7%，同比下降 1.8pct。19 年第 3 季度乘用车行业净利率为 3.2%，同比、环比分别下滑 1.8pct、0.3pct。

现金流：以经营性净现金流量与应收票据增加值之和衡量经营性现金流情况，剔除未披露应收票据明细的公司，19 年前 3 季度汽车行业调整后经营性现金流量净额为 307 亿元，14-18 年同期分别为 361/395/423/157/-569 亿元，好于 17、18 年同期水平，19 年 Q1-Q3 为-561/491/377 亿元，三季度继续改善。

资本性支出：19 年前 3 季度汽车行业资本性支出 919 亿元，同比降 4.9%。乘用车 Q1-Q3 资本性支出同比增速为 10.6%/19.3%/-29.1%；货车同比增长 66.2%主要受福田、江铃资本性支出增加影响；核心零部件前 3 季度同比增长 33.8%与潍柴动力较 18 年同期支出增加 13.5 亿有关；非核心零部件前 3 季度资本性支出 276 亿（同比-21.3%），其中华域汽车较 18 年同期减少 34.4 亿元。

19 年 Q1-Q3 汽车行业 ROE 为 6.2%，同比下降 2.8pct，Q3 行业 ROE 为 1.9%，同比下降 0.5pct，主要与销售净利率、其次与总资产周转率下降有关。

### ● 投资建议

乘用车我们推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团、广汽集团（A/H）；汽车服务板块推荐汽车检测机构中国汽研；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科（A/B）；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头万里扬；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕 ROE 上升逻辑作调整的福田汽车。

### ● 风险提示

宏观经济不及预期；汽车行业景气度下降；政策推进力度不及预期。

## 行业评级

买入

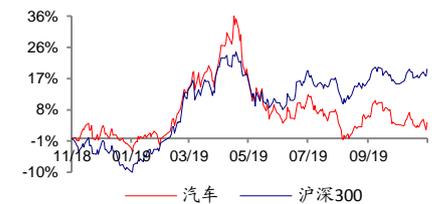
前次评级

买入

报告日期

2019-11-03

## 相对市场表现



分析师:

张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

刘智琪



SAC 执证号: S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究:

汽车行业:19 年中报综述: 乘 2019-09-07

乘用车主动去库存释风险, 商

用车业绩持续增长显韧性

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上汽集团	600104.SH	CNY	23.9	2019/10/31	买入	30.0	2.61	3.00	9.14	7.95	7.09	4.94	11.87	12.01
华域汽车	600741.SH	CNY	25.3	2019/10/30	买入	27.2	2.09	2.29	12.12	11.02	5.42	3.92	14.02	14.42
中国汽研	601965.SH	CNY	7.5	2019/10/29	买入	11.3	0.49	0.58	15.30	12.92	10.35	8.61	10.21	11.52
中国重汽	000951.SZ	CNY	18.4	2019/10/27	买入	26.9	1.79	2.32	10.24	7.19	6.16	4.47	17.67	21.37
威孚高科	000581.SZ	CNY	17.4	2019/10/30	买入	30.9	2.06	2.12	8.45	8.13	14.83	13.13	12.43	12.27
万里扬	002434.SZ	CNY	8.6	2019/10/29	买入	9.3	0.37	0.57	23.21	15.20	15.76	12.41	7.69	10.45
广汽集团	601238.SH	CNY	11.5	2019/9/4	买入	12.7	0.86	0.98	13.43	11.72	125.51	30.23	10.31	10.57
广汽集团	02238.HK	HKD	7.9	2019/9/4	买入	9.6	0.86	0.98	8.26	7.20	52.20	10.41	10.31	10.57
潍柴动力	000338.SZ	CNY	12.7	2019/10/31	买入	18.2	1.22	1.34	10.43	9.46	3.84	3.14	21.36	21.15
潍柴动力	02338.HK	HKD	13.2	2019/10/31	买入	20.0	1.22	1.34	9.73	8.82	3.55	2.88	21.36	21.15

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 广汽集团港股、潍柴动力港股合理价值单位为港币; 港股 EPS 的货币为人民币。

## 目录索引

汽车行业上市公司样本构成.....	6
汽车行业上市公司总体运营情况.....	8
整车板块：前三季度乘用车业绩普遍承压，重卡股业绩表现较好 .....	10
汽车零部件板块：核心零部件业绩表现亮眼 .....	11
汽车行业盈利能力分析 .....	13
净利率：19 年第 3 季度汽车行业净利率同比、环比有所下滑 .....	13
成本端：19 年前 3 季度原材料成本同比下降，Q3 降幅扩大.....	14
费用端：19 年前 3 季度汽车行业期间费用率同比上升 .....	15
汽车行业营运能力分析 .....	17
现金流：19 年前 3 季度商用车、零部件板块净现金流出现改善 .....	17
资本性支出：19 年前 3 季度商用车及核心零部件板块增长较快，乘用车板块较为稳定.....	18
周转率：19 年前 3 季度存货周转率、应收账款周转率均同比下降，商用货车板块存货周转率连续 3 季度同比提升.....	20
资产负债率：19 年 3 季度末行业资产负债率 18 年 3 季度末有所提升.....	21
折旧：商用货车板块折旧压力较小，客车板块未来折旧压力可能较大 .....	22
ROE 影响指标分析.....	23
19 年前 3 季度汽车行业 ROE 同比下降 .....	23
投资建议 .....	28
风险提示 .....	28

## 图表索引

图 1: 汽车整车子板块单季度营业收入增速.....	11
图 2: 汽车整车子板块单季度归母净利润增速.....	11
图 3: 汽车零部件子板块单季度营业收入增速.....	12
图 4: 汽车零部件子板块单季度归母净利润增速.....	12
图 5: 汽车零部件行业 19 年前 3 季度归母净利润结构情况.....	12
图 6: 广发汽车原材料成本指数 (单位: 千) 及同比增速.....	14
图 7: 轿车原材料成本指数 (单位: 千) 及同比增速.....	15
图 8: 重卡原材料成本指数 (单位: 千) 及同比增速.....	15
图 9: 经营性净现金流量+应收票据增加值 (单位: 亿元) .....	17
图 10: 14-19 年前 3 季度经营性净现金流量+应收票据增加值 (单位: 亿元) ..	18
图 11: 19 年第 3 季度乘用车板块公司资本性支出同比变化.....	19
图 12: 乘用车板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	19
图 13: 商用货车板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	19
图 14: 商用客车板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	20
图 15: 汽车销售板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	20
图 16: 核心零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	20
图 17: 其他零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比.....	20
图 18: 乘用车整车在建工程/固定资产指标变化情况.....	22
图 19: 商用货车整车在建工程/固定资产指标变化情况.....	23
图 20: 商用客车整车在建工程/固定资产指标变化情况.....	23
图 21: 汽车行业 ROE 变化.....	24
图 22: 汽车行业细分板块 ROE 变化.....	24
图 23: 汽车行业 ROE 同比变化贡献率.....	25
图 24: 汽车行业 ROE 环比变化贡献率.....	25
图 25: 乘用车行业 ROE 同比变化贡献率.....	25
图 26: 乘用车行业 ROE 环比变化贡献率.....	25
图 27: 乘用车扣除上汽 ROE 同比变化贡献率.....	25
图 28: 乘用车扣除上汽 ROE 环比变化贡献率.....	25
图 29: 核心零部件 ROE 同比变化贡献率.....	26
图 30: 核心零部件 ROE 环比变化贡献率.....	26
图 31: 非核心零部件 ROE 同比变化贡献率.....	26
图 32: 非核心零部件 ROE 环比变化贡献率.....	26
图 33: 商用客车 ROE 同比变化贡献率.....	26
图 34: 商用客车 ROE 环比变化贡献率.....	26
图 35: 商用货车 ROE 同比变化贡献率.....	27
图 36: 商用货车 ROE 环比变化贡献率.....	27
图 37: 汽车销售 ROE 同比变化贡献率.....	27
图 38: 汽车销售 ROE 环比变化贡献率.....	27

表 1: 纳入沪深 300 指数的 SW 汽车标的 (截至 2019 年 11 月 1 日) .....	6
表 2: 汽车细分行业所选代表公司 .....	7
表 3: 汽车行业营业收入同比增速情况 .....	9
表 4: 汽车行业归母净利润同比增速情况 .....	10
表 5: 汽车细分行业净利率情况 .....	13
表 6: 汽车细分行业毛利率情况 .....	13
表 7: 汽车细分行业期间费用率情况 .....	16
表 8: 汽车细分行业期间费用率 .....	16
表 9: 汽车细分行业调整后经营性现金流量净额 (亿元) .....	18
表 10: 汽车细分行业存货周转率、应收账款周转率 .....	21
表 11: 汽车细分行业资产负债率情况 .....	21
表 12: 19 年前 3 季度 ROE 较 18 年同期提升的汽车行业上市公司 .....	27

## 汽车行业上市公司样本构成

汽车及零部件行业上市公司已经超过百家。截至19年11月1日，沪深300指数中共计包含12只汽车股，合计权重为2.53%。我们首先明确样本的选择，主要的考虑点包括：1、个股数量比较充分；2、数据要有可比性；3、市场关注程度；4、我们覆盖的情况。

表 1：纳入沪深300指数的SW汽车标的（截至2019年11月1日）

证券代码	证券简称	权重 (%)	自由流通市值 (亿元)	SW 三级行业
000338.SZ	潍柴动力	0.44	482.07	SW 汽车零部件III
000625.SZ	长安汽车	0.11	138.71	SW 乘用车
002594.SZ	比亚迪	0.31	338.42	SW 乘用车
600297.SH	广汇汽车	0.09	108.17	SW 汽车服务III
600733.SH	北汽蓝谷	0.02	71.49	SW 乘用车
600066.SH	宇通客车	0.15	186.36	SW 商用载客车
600104.SH	上汽集团	0.65	778.32	SW 乘用车
601238.SH	广汽集团	0.08	100.81	SW 乘用车
601633.SH	长城汽车	0.09	81.96	SW 乘用车
600660.SH	福耀玻璃	0.24	273.73	SW 汽车零部件III
600741.SH	华域汽车	0.31	329.96	SW 汽车零部件III
002625.SZ	光启技术	0.04	36.67	SW 汽车零部件III

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

我们以申万二级行业指数汽车整车、汽车零部件、汽车服务中所包含的企业为基础选择样本，并考虑历史数据的可比性，删除ST公司，最终确定样本共包含141家上市公司。

由于汽车行业各细分领域驱动力有显著的不同，这要求我们不仅要汽车及零部件行业作为一个整体研究，还需要分别从乘用车整车、商用货车、商用客车、汽车零部件、汽车销售、汽车服务等细分领域进行研究。考虑到汽车产业链各环节盈利能力及谈判能力的不同，我们将零部件进一步拆分为核心和非核心零部件进行研究。核心零部件中潍柴动力公司合并报表包含了整车业务且权重较大，为避免数据的干扰，我们以潍柴动力母公司财务报表替代合并报表进行研究。

表 2: 汽车细分行业所选代表公司

核心零部件 4	非核心零部件 114			乘用车 10	商用货车 4	商用客车 5	汽车销售 3	汽车服务 1
威孚高科 万里扬 潍柴动力 上柴股份	福耀玻璃 富奥股份 均胜电子 万向钱潮 华域汽车 一汽富维 襄阳轴承 模塑科技 浩物股份 斯太尔 东风科技 长春一东 东安动力 中鼎股份 云内动力 贵航股份 凌云股份 渤海汽车 宁波华翔 万丰奥威  银轮股份 特尔佳 奥特佳 西仪股份 天润曲轴 亚太股份 新朋股份 兴民智通 隆基机械 远东传动 中原内配 松芝股份 双林股份 双环传动 金固股份 天汽模 西泵股份	星宇股份 南方轴承 骆驼股份 万安科技 精锻科技 东方精工 光启技术 八菱科技 京威股份 长鹰信质 云意电气 猛狮科技 浙江世宝 光洋股份 鹏翎股份 跃岭股份 登云股份 黎明股份 北特科技 华懋科技 福达股份 宁波高发  富临精工 拓普集团 腾龙股份 威帝股份 蓝黛传动 德尔股份 天成自控 德宏股份 苏奥传感 川环科技 湘油泵 奥联电子 浙江仙通 常熟汽饰 贝斯特	凯众股份 华达科技 新坐标 美力科技 新泉股份 常青股份 圣龙股份 金麒麟 今飞凯达 钧达股份 万通智控 铁流股份 雷迪克 秦安股份 保隆科技 中马传动 迪生力 日盈电子 旭升股份 隆盛科技 英搏尔 岱美股份 兆丰股份 威唐工业 华阳集团 金鸿顺 爱柯迪 豪能股份 合力科技 联诚精密 朗博科技 科华控股 西菱动力 锋龙股份 文灿股份 伯特利 越博动力 亚普股份	长安汽车 一汽轿车 一汽夏利 比亚迪 上汽集团 江淮汽车 小康股份 广汽集团 长城汽车 力帆股份	江铃汽车 中国重汽 东风汽车 福田汽车	中通客车 宇通客车 亚星客车 曙光股份 金龙汽车	广汇汽车 国机汽车 庞大集团	中国汽研

数据来源: 广发证券发展研究中心

## 汽车行业上市公司总体运营情况

总体来看，19年前3季度汽车行业运营情况有以下几个特点：

### 1、整体情况

我们以统计的141家A股汽车公司作为汽车及零部件行业分析样本，19年前3季度汽车行业营业收入同比下降7.3%，归母净利润同比下降30.9%。其中，Q1-Q3汽车行业营业收入同比分别下降8.2%/10.6%/2.8%，归母净利润同比分别下降29.4%/37.7%/23.5%，3季度较上半年降幅有明显收窄。

上半年受国五升国六的环保政策及较高的库存水平影响，乘用车行业主动去库存，受此影响，根据中汽协数据，19年1、2季度我国乘用车批发销量分别下滑13.8%、14.3%，汽车行业上市公司业绩和盈利能力普遍下滑；而随着库存及其结构的改善，我国乘用车行业3季度批发销量同比降幅缩窄至6.0%，汽车行业上市公司营收和利润降幅均有所收窄。

分整车和零部件行业来看，19年Q1-Q3整车企业营业收入分别同比下降10.8%/15.7%/0.6%，归母净利润同比下降37.7%/42.1%/29.7%；汽车零部件企业营业收入同比增速分别为5.3%/-5.8%/-0.2%，归母净利润同比下降12.1%/28.1%/19.9%。

重卡销量稳定性持续超市场预期，在生产一致性监管趋严影响（短空长多）的背景下，短期有一定负面影响，但前3季度潍柴动力（母公司）、中国重汽归母净利润仍分别增长20.9%、12.0%。

### 2、盈利能力和营运能力

**净利率：**19年前3季度汽车行业净利率为4.2%，同比下降1.4pct，其中，整车板块净利率为3.5%，同比下降1.5pct；汽车零部件板块净利率为7.2%，同比下降1.7pct。

整车细分行业分季度来看，19年Q1-Q3乘用车整车净利率分别为4.3%/3.5%/3.2%，分别同比下降2.0/1.9/1.5pct，主要受到国内乘用车市场销量下滑和去库存影响；商用客车板块在盈利度方面下滑较少，Q1-Q3商用客车净利率分为2.7%/2.8%/4.5%，Q1/Q2同比下降0.1/0.4pct，Q3上升0.3pct，客车行业第3季度盈利能力有所提升，与18年新能源客车补贴过渡期6月11日结束，而今年新能源公交车补贴过渡期8月6日结束有关；前3季度商用货车板块盈利度有较好提升，19年Q1-Q3商用货车净利率分别为1.8%/2.3%/1.6%，分别同比提升2.1/1.1/3.3pct。

**费用率：**19年前3季度汽车行业期间费用率为11.8%，同比提升0.3pct，其中：销售费用率为5.2%，同比下降0.1pct；管理费用率为6.0%，同比提升0.4pct；财务费用率为0.6%，同比基本持平。

**资本性支出：**19年前3季度汽车行业资本性支出919.1亿元，同比下降4.9%，1-3季度资本性支出同比增速分别为8.5%、6.1%、-26.9%，其中乘用车1-3季度资本性支出同比增速分别为10.6%、19.3%、-29.1%，乘用车行业资本开支下降或受景气度较低影响。分板块看：

1、乘用车板块资本性支出530.8亿元，同比下降0.6%，与18年同期基本持平。19年前三季度，比亚迪、长城汽车、广汽集团资本性开支分别为154.0、52.5、74.1

亿元，较18年同期分别增加28.7、17.7、9.8亿元，但受上汽集团、长安汽车资本性开支较18年同期分别减少47.7、13.0亿元至185.6、33.1亿元影响，乘用车行业资本性开支略有下滑；

2、商用货车资本性支出为26.1亿元，同比增长66.2%，主要受福田汽车、江铃汽车资本性开支较18年同期分别增加5.6、3.7亿元影响；

3、商用客车资本性支出14.6亿元，同比增长22.8%，主要由于中通客车、金龙客车资本性开支较18年同期分别增加1.4、1.3亿元所致，宇通客车、亚星客车资本性开支仅分别增长0.13、0.03亿元；

4、核心零部件板块资本性支出45.3亿元，同比增长33.8%，主要与潍柴动力资本开支较18年同期增加13.5亿元至38.2亿元有关；非核心零部件资本性支出276.1亿元，同比减少21.3%，其中华域汽车资本性开支较18年同期减少34.4亿元至45.4亿元。

### 3、ROE

19年前3季度汽车行业ROE为6.2%，同比下降2.8个百分点，与销售净利率、总资产周转率下降有关；第3季度汽车行业ROE为1.9%，同比下降0.5个百分点，同样与销售净利率、总资产周转率下降有关，行业总资产周转率的下降与行业营业收入增速放缓有关。

根据我们汇总的样本公司数据，19年前3季度汽车行业上市公司实现营业收入1.6万亿元，同比下降7.3%；实现归母净利润567.7亿元，同比下降30.8%。其中，1-3季度汽车行业上市公司分别实现营业收入5424、5327、5428亿元，同比分别下降8.2%/10.6%/2.8%；分别实现归母净利润212.8、184.5、170.3亿元，同比分别下降29.4%/37.7%/23.5%。

表 3：汽车行业营业收入同比增速情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3
核心零部件	2.4%	16.9%	-20.6%	0.6%	15.7%	2.5%	-0.3%	6.3%
非核心零部件	13.2%	22.7%	15.5%	7.6%	4.0%	-6.7%	-0.2%	-1.2%
汽车销售	3.2%	-9.1%	-8.7%	-23.0%	-20.5%	10.0%	-20.2%	-10.6%
商用客车	26.5%	33.6%	-26.3%	-18.4%	-2.8%	-3.1%	21.3%	5.1%
商用货车	-8.4%	5.0%	-21.5%	-16.2%	27.9%	-8.1%	-5.2%	3.6%
乘用车	17.4%	11.2%	-1.5%	-11.6%	-14.0%	-17.2%	-1.1%	-11.0%
汽车服务	72.4%	14.6%	-2.8%	0.0%	-22.3%	-27.8%	8.8%	-15.9%
零部件合计	11.9%	22.1%	11.2%	6.9%	5.3%	-5.8%	-0.2%	-0.4%
整车合计	15.4%	11.3%	-4.6%	-12.4%	-10.8%	-15.7%	-0.6%	-9.3%
汽车合计	13.2%	11.3%	-1.7%	-9.6%	-8.2%	-10.6%	-2.8%	-7.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 4：汽车行业归母净利润同比增速情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3
核心零部件	24.7%	46.9%	-43.4%	-11.5%	18.1%	-3.8%	17.8%	8.2%
非核心零部件	11.8%	19.9%	11.8%	-40.5%	-21.1%	-35.7%	-26.3%	-28.2%
汽车销售	9.1%	-10.7%	-39.8%	-755.7%	-63.0%	-84.5%	29.6%	-53.8%
商用客车	-58.8%	-19.1%	-59.6%	-28.1%	-6.2%	-11.8%	27.6%	6.0%
商用货车	-122.9%	-55.2%	-253.1%	-680.8%	518.9%	106.8%	171.4%	576.5%
乘用车	0.0%	2.2%	-13.9%	-27.3%	-41.8%	-46.4%	-38.6%	-42.4%
汽车服务	17.5%	37.6%	3.6%	-7.3%	8.4%	9.8%	15.9%	11.3%
零部件合计	14.5%	25.5%	-2.0%	-32.5%	-12.1%	-28.1%	-19.9%	-20.6%
整车合计	-6.0%	-1.3%	-23.1%	-37.9%	-37.7%	-42.1%	-29.7%	-37.0%
汽车合计	1.3%	8.6%	-15.9%	-57.0%	-29.4%	-37.7%	-23.5%	-30.8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 整车板块：前三季度乘用车业绩普遍承压，重卡股业绩表现较好

汽车整车19年前3季度营业收入同比下降7.3%，归母净利润同比下降30.8%，分子领域看：

**乘用车板块**19年前3季度营业收入同比下滑11.0%，归母净利润同比下降42.4%；其中，1-3季度营业收入同比分别下降14.0%/17.2%/1.1%，归母净利润同比下降41.8%/46.4%/38.6%。

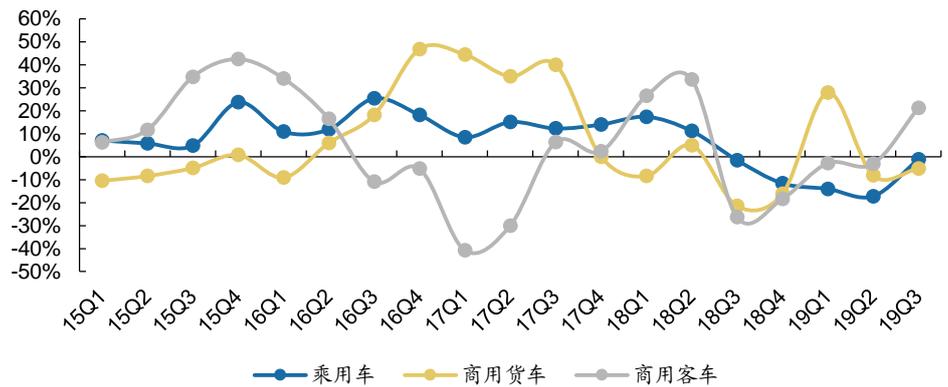
从个股来看，1-3季度除比亚迪、江淮汽车外乘用车板块其他公司营收均有不同程度下滑，1-3季度上汽集团、长安汽车、长城汽车营收分别下滑13.6%、9.5%、6.1%。从归母净利润来看，上汽集团、长安汽车、广汽集团、力帆股份、长城汽车归母净利润分别较18年同期减少68.8、38.3、35.3、27.7、10.1亿元，同比分别下滑24.9%、328.8%、35.8%、2064.6%、25.7%。

**商用货车板块**19年前3季度营业收入同比增加3.6%，归母净利润同比增加576.5%；其中，1-3季度营业收入同比增速分别为27.9%/-8.1%/-5.2%，归母净利润同比增速分别为518.9%/106.8%/171.4%。

前3季度商用货车板块业绩同比大幅上升，主要与福田汽车在1-3季度均实现同比业绩扭亏为盈有关，同时中国重汽1-3季度归母净利润分别同比增长12.0%也对商用货车板块业绩产生较好的正贡献。

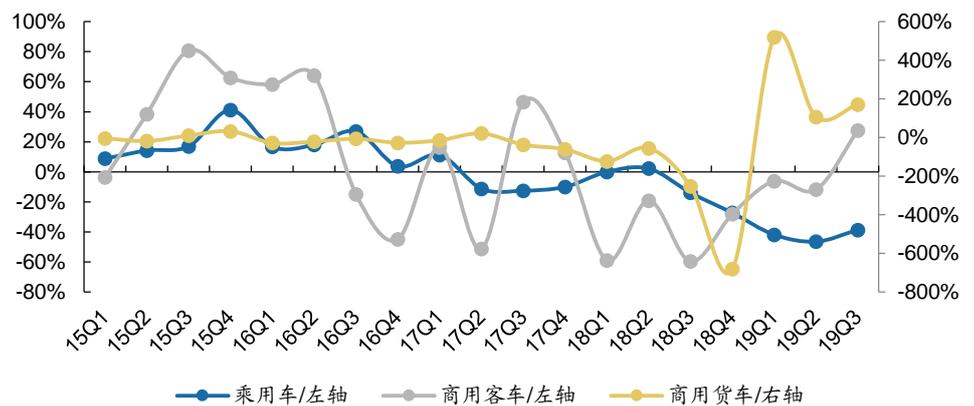
**商用客车板块**19年前3季度营业收入同比增长5.1%，归母净利润同比增长6.0%。其中，1-3季度商用客车上市公司营业收入分别为101.3/153.6/158.4亿元，同比增速分别为-2.8%/-3.1%/21.3%；归母净利润分别为2.9/3.9/7.0亿元，同比增速分别为-6.2%/-11.8%/27.6%。客车板块19年3季度表现较好，与今年新能源公交客车补贴过渡期8月6日结束有关。

图 1：汽车整车子板块单季度营业收入增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：汽车整车子板块单季度归母净利润增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

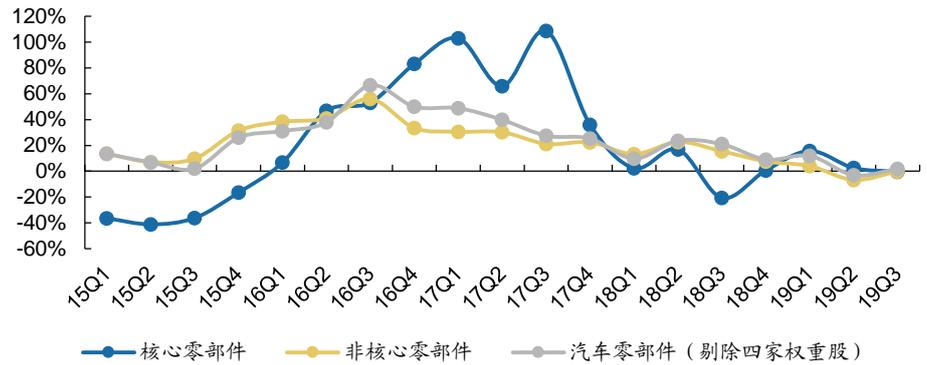
### 汽车零部件板块：核心零部件业绩表现亮眼

汽车零部件企业19年前3季度营业收入同比下降0.4%，归母净利润同比下降20.6%，其中1-3季度营业收入同比增速分别为5.3%/-5.8%/-0.2%，归母净利润同比增速分别为-12.1%/-28.1%/-19.9%，分子领域看：

**核心零部件板块**19年前3季度营收同比增长6.3%，归母净利同比增长8.2%；其中，1-3季度营业收入同比增速分别为15.7%/2.5%/-0.3%，归母净利润同比增速分别为18.1%/-3.8%/17.8%。**非核心零部件板块**19年前3季度营收同比下降1.2%，归母净利同比下降28.2%；其中，1-3季度营业收入同比增速分别为4.0%/-6.7%/-0.2%，归母净利润同比增速分别为-21.1%/-35.7%/-26.3%。

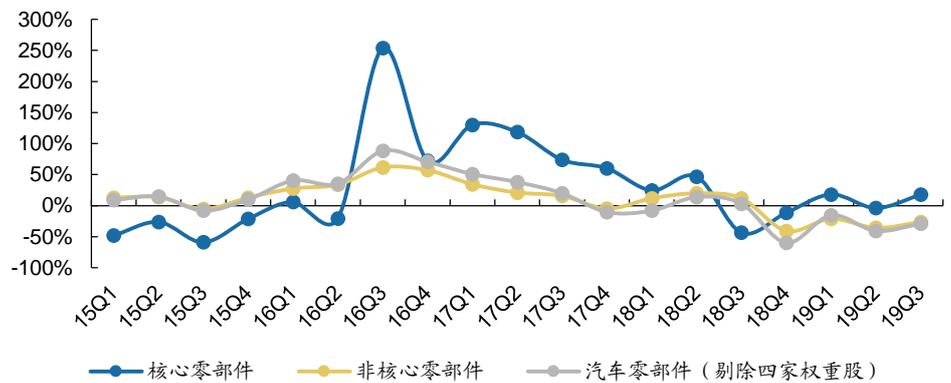
若剔除潍柴母公司、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科几家归母净利润权重较大的公司，汽车零部件行业1-3季度营业收入同比增速分别为11.9%/-3.1%/1.9%，归母净利润同比增速分别为-15.4%/-40.6%/-29.1%。

图 3：汽车零部件子板块单季度营业收入增速



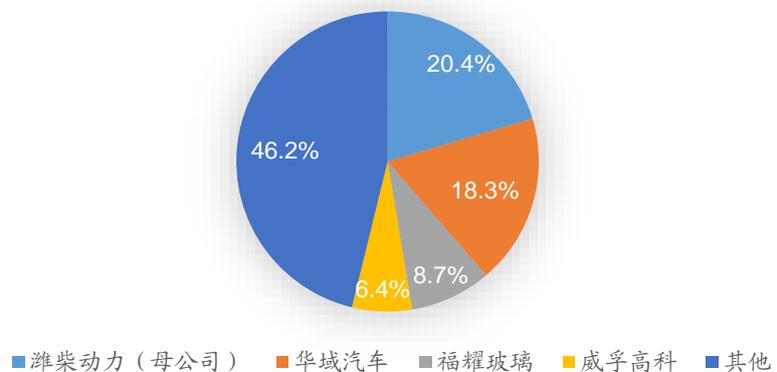
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：汽车零部件子板块单季度归母净利润增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5：汽车零部件行业19年前3季度归母净利润结构情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 汽车行业盈利能力分析

### 净利率：19年第3季度汽车行业净利率同比、环比有所下滑

相对毛利率而言，我们更看重净利润率的变化，原因在于净利润率作为结果，可能比毛利率更反映行业的盈利能力。

19年前3季度汽车行业净利率为4.2%，同比下降1.4pct；毛利率为14.4%，同比下降0.9pct。其中，第3季度汽车行业净利率为3.9%，同比下降0.8pct，环比下降0.2pct；毛利率为14.4%，同比下降0.8pct，环比提升0.2pct。

整车板块前3季度净利率为3.5%，同比下降1.5pct，其中：前3季度乘用车净利率为3.7%，同比下降1.8pct；商用货车净利率为1.9%，同比提升2.1pct；商用客车板块净利率为3.4%，同比基本持平。

汽车零部件板块前3季度净利率为7.2%，同比下降1.7pct，其中：核心零部件净利率为17.2%，同比提升0.3pct；非核心零部件净利率为6.0%，同比下降2.0pct。

汽车销售板块前3季度净利率为1.2%，同比下降0.9pct；仅包括中国汽研的汽车服务板块净利率为17.0%，同比提升4.1pct。

表 5：汽车细分行业净利率情况

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	17Q1-Q3	18 Q1-Q3	19 Q1-Q3
核心零部件	11.7%	17.1%	17.5%	19.3%	13.8%	15.7%	16.9%	17.2%
非核心零部件	7.4%	-0.6%	6.3%	6.1%	5.8%	8.4%	8.0%	6.0%
汽车销售	1.3%	-9.0%	1.3%	0.6%	1.9%	2.2%	2.1%	1.2%
商用客车	4.2%	5.0%	2.7%	2.8%	4.5%	7.9%	3.4%	3.4%
商用货车	-1.7%	-5.1%	1.8%	2.3%	1.6%	1.5%	-0.2%	1.9%
乘用车	4.7%	3.7%	4.3%	3.5%	3.2%	6.0%	5.5%	3.7%
汽车服务	15.0%	19.4%	19.0%	16.3%	16.1%	13.0%	12.9%	17.0%
零部件合计	7.8%	1.1%	7.6%	7.6%	6.4%	9.3%	8.9%	7.2%
整车合计	4.2%	3.1%	4.0%	3.3%	3.2%	5.6%	5.0%	3.5%
汽车合计	4.7%	1.5%	4.7%	4.1%	3.9%	6.0%	5.6%	4.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 6：汽车细分行业毛利率情况

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	17Q1-Q3	18 Q1-Q3	19 Q1-Q3
核心零部件	21.5%	27.4%	27.2%	25.6%	22.6%	24.4%	25.1%	25.4%
非核心零部件	19.2%	18.9%	19.1%	19.2%	18.7%	20.6%	19.3%	19.0%
汽车销售	8.2%	4.1%	10.0%	8.8%	9.4%	9.0%	9.3%	9.3%

商用客车	21.3%	23.2%	18.3%	17.5%	19.1%	21.7%	18.6%	18.3%
商用货车	12.9%	9.3%	12.2%	13.0%	14.7%	14.1%	12.6%	13.2%
乘用车	14.7%	13.2%	13.0%	12.5%	12.8%	14.8%	14.6%	12.8%
汽车服务	27.3%	35.6%	30.2%	28.4%	29.8%	24.6%	22.3%	29.5%
零部件合计	19.4%	19.7%	20.1%	19.9%	19.1%	21.1%	19.9%	19.7%
整车合计	14.8%	13.5%	13.1%	12.8%	13.3%	14.9%	14.5%	13.1%
汽车合计	15.2%	14.1%	14.6%	14.2%	14.4%	15.6%	15.3%	14.4%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 成本端：19年前3季度原材料成本同比下降，Q3降幅扩大

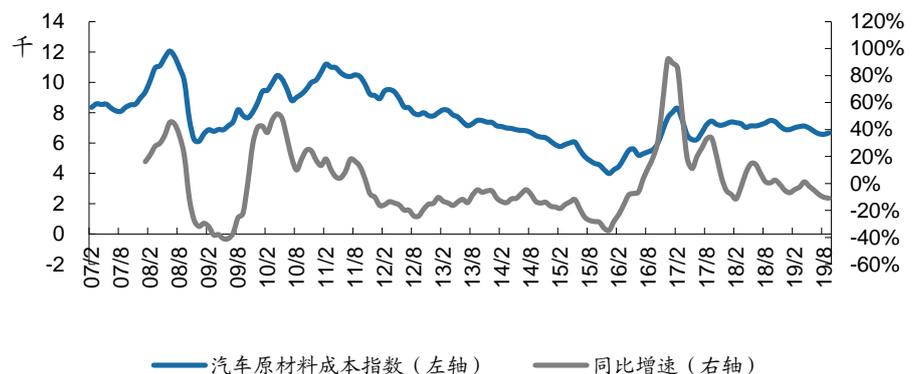
汽车行业原材料成本大约占汽车总成本的25-30%，尽管从长期看成本与行业盈利能力相关性似乎较弱，但我们得出几个重要的研究成果：1、定量测算有助于我们测算成本变化对行业盈利能力影响的弹性；2、当需求平稳增长而原材料成本大幅下降时，有议价能力的公司（比如整车厂）将会受益于原材料成本下降带来的利润改善；3、行业景气度较高时成本上升对行业盈利能力的负面影响有限。

汽车行业19年前3季度原材料成本同比下降，Q3降幅扩大。

根据我们统计数据，19年前3季度汽车原材料成本指数较去年同期下降5.5%，其中轿车原材料成本指数同比下降6.3%，重卡原材料成本指数同比下降6.1%。

分季度看，19年1-3季度汽车原材料成本指数较去年同期分别下降4.6%/2.0%/9.8%，其中轿车原材料成本指数同比分别下降5.4%/2.7%/10.6%，重卡原材料成本指数同比分别下降6.0%/2.7%/9.6%。

图 6：广发汽车原材料成本指数（单位：千）及同比增速



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

图 7: 轿车原材料成本指数 (单位: 千) 及同比增速



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

图 8: 重卡原材料成本指数 (单位: 千) 及同比增速



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

### 费用端: 19 年前 3 季度汽车行业期间费用率同比上升

注: 由于会计政策变更, 部分公司在利润表中从“管理费用”项目中分拆“研发费用”项目, 为保证口径可比性, 我们将“研发费用”加回“管理费用”项目。

19年前3季度汽车行业期间费用率为11.8%, 同比提升0.3pct, 其中: 销售费用率为5.2%, 同比下降0.1pct; 管理费用率为6.0%, 同比提升0.4pct; 财务费用率为0.6%, 同比基本持平。

19年第3季度汽车行业期间费用率为11.9%, 同比下降0.5pct, 环比下降0.2pct。其中, 销售费用率同比下降0.4pct, 环比提升0.1pct; 管理费用率同比基本持平, 环比下降0.2pct; 财务费用率同比下降0.1pct, 环比下降0.1pct。

从各细分子板块来看，19年前3季度整车板块期间费用率同比提升0.5pct，零部件板块期间费用率同比提升0.1pct。其中，前3季度商用货车、核心零部件、商用客车板块期间费用率同比有所下滑，分别下滑1.6、0.9、0.3pct，汽车服务、乘用车、非核心零部件同比分别提升2.6、0.5、0.3pct，汽车销售板块同比基本持平。

**表 7: 汽车细分行业期间费用率情况**

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	17Q1-Q3	18 Q1-Q3	19 Q1-Q3
核心零部件	11.8%	13.4%	9.0%	12.0%	10.4%	10.0%	11.3%	10.4%
非核心零部件	13.2%	12.9%	13.1%	13.3%	13.3%	14.2%	12.9%	13.2%
汽车销售	6.6%	7.8%	7.7%	6.8%	6.7%	6.0%	7.0%	7.0%
商用客车	15.6%	11.9%	17.7%	13.9%	13.3%	15.1%	14.9%	14.6%
商用货车	15.5%	9.3%	10.2%	11.1%	12.5%	12.6%	12.7%	11.1%
乘用车	12.7%	9.6%	11.5%	12.8%	12.2%	11.9%	11.6%	12.1%
汽车服务	11.1%	9.3%	9.3%	11.8%	12.5%	8.8%	8.8%	11.4%
零部件合计	13.1%	12.8%	12.7%	13.2%	13.1%	13.7%	12.8%	12.9%
整车合计	13.1%	9.7%	11.6%	12.6%	12.3%	12.0%	11.7%	12.2%
汽车合计	12.4%	10.3%	11.5%	12.1%	11.9%	11.6%	11.5%	11.8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**表 8: 汽车细分行业期间费用率**

	销售费用率				管理费用率				财务费用率			
	18Q3	19Q3	18Q1-3	19Q1-3	18Q3	19Q3	18Q1-3	19Q1-3	18Q3	19Q3	18Q1-3	19Q1-3
核心零部件	3.0%	2.1%	3.5%	2.7%	9.2%	9.2%	8.1%	8.2%	-0.4%	-0.9%	-0.3%	-0.5%
非核心零部件	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	9.8%	9.8%	9.5%	9.5%	0.1%	0.4%	0.4%	0.7%
汽车销售	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%
商用客车	6.7%	6.9%	6.6%	6.7%	8.3%	6.6%	7.7%	7.2%	0.6%	-0.2%	0.6%	0.7%
商用货车	6.4%	6.7%	5.6%	5.5%	8.4%	6.0%	6.5%	5.5%	0.7%	-0.2%	0.6%	0.1%
乘用车	7.4%	6.7%	6.6%	6.5%	5.0%	5.1%	4.6%	5.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
汽车服务	3.4%	3.2%	2.3%	2.7%	9.2%	10.2%	7.7%	9.9%	-1.5%	-0.9%	-1.2%	-1.2%
零部件合计	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%	9.7%	9.7%	9.3%	9.4%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%
整车合计	7.3%	6.7%	6.5%	6.5%	5.4%	5.3%	4.8%	5.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
汽车合计	5.8%	5.4%	5.3%	5.2%	6.1%	6.1%	5.6%	6.0%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 汽车行业营运能力分析

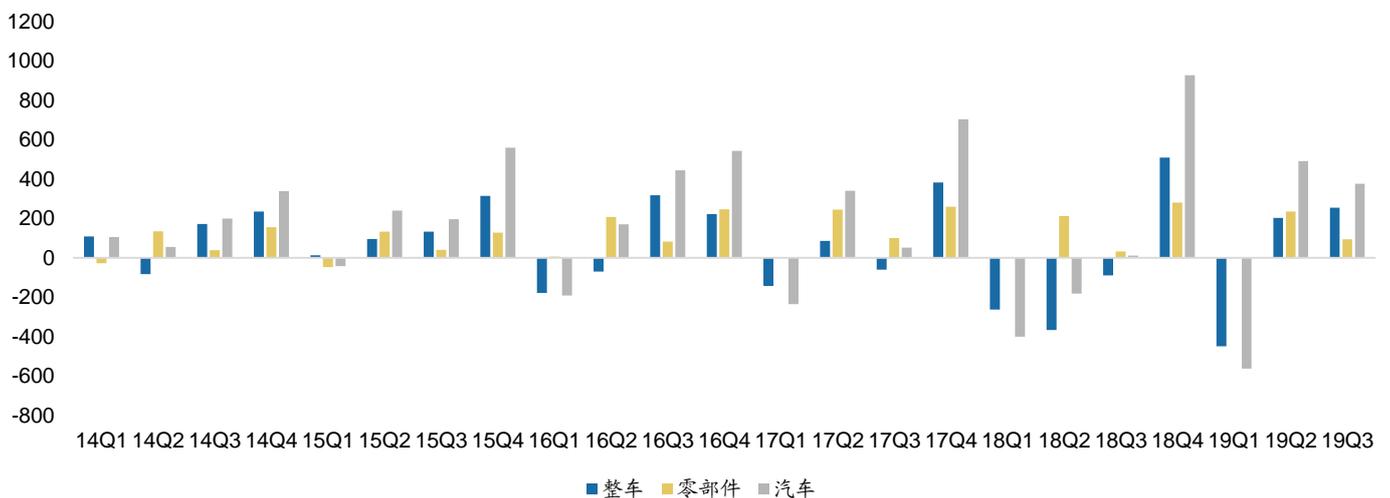
### 现金流：19年前3季度商用车、零部件板块净现金流出现改善

由于汽车行业上市公司管理水平相对较高，现在企业的应收票据基本为银行汇票，变现能力较强，且目前银行承兑汇票被用作基本的支付方式，我们以**经营性净现金流量与应收票据增加值之和**衡量经营性现金流情况，会比仅用经营性净现金流更加准确反映企业获取现金的能力。

我们以经营性净现金流量与应收票据增加值之和衡量经营性现金流情况（由于会计准则发生变化，部分公司对“应收票据”科目进行了重分类，剔除将应收票据重分类且未在报表中详细披露的公司），19年前3季度汽车行业调整后经营性现金流量净额为306.7亿元，其中经营活动现金流量净额为547.5亿元，应收票据增加值为-240.8亿元；对比18年前3季度调整后经营性现金流净额为-580.7亿元，经营性活动现金流净额为-292.8亿元，应收票据增加值为-276.2亿元。与同期相比，19年前3季度乘用车板块在现金流方面有所改善。

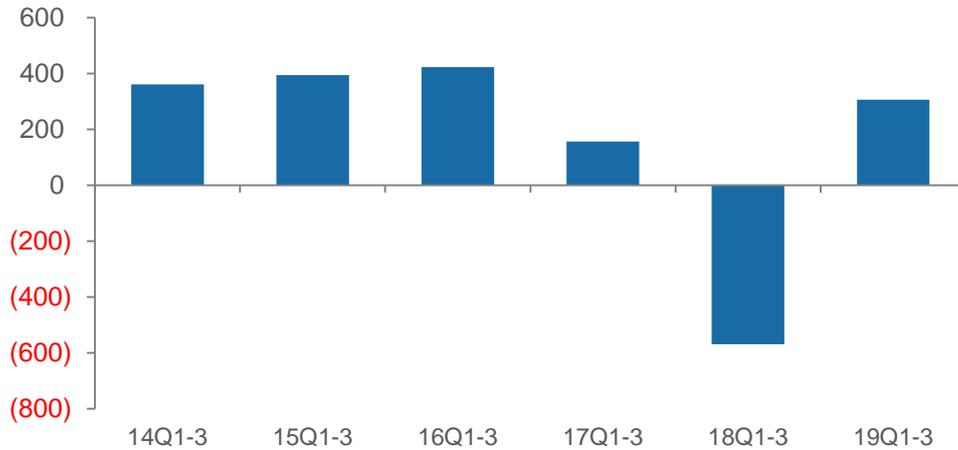
分季度来看，19年1-3季度汽车行业调整后经营性现金流量净额分别为-561、491、377亿元。相较17、18年前3季度157、-569亿元的净现金流，19年行业整体的净现金流改善力度更强，略低于14-16年前3季度的361/395/423亿元，对行业的正常经营将形成有力支撑。

图 9：经营性净现金流量+应收票据增加值（单位：亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 10: 14-19年前3季度经营性净现金流量+应收票据增加值 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 9: 汽车细分行业调整后经营性现金流量净额 (亿元)

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q1-3	19Q1-3
核心零部件	195.30	-29.58	77.13	-29.88	101.29	-41.87	108.51	-36.97	17.67	29.67
非核心零部件	411.03	33.92	137.37	63.09	176.28	41.39	126.20	130.79	230.24	297.52
汽车销售	-17.89	-172.39	-61.53	29.88	114.54	-124.22	52.19	26.87	-99.48	-30.74
商用客车	-15.21	-38.62	25.18	-11.69	27.85	-15.99	28.04	21.54	-25.13	33.59
商用货车	-27.61	-33.75	-14.74	-32.42	61.36	11.81	12.83	-2.35	-80.91	22.29
乘用车	309.94	-189.56	-376.70	-44.12	420.10	-444.27	162.45	235.67	-610.38	-46.15
汽车服务	5.74	-0.24	-0.24	-0.51	5.61	-1.49	0.53	1.45	-0.99	0.49
零部件合计	259.6	2.0	212.2	33.7	280.5	-1.3	234.7	93.8	247.90	327.20
整车合计	383.0	-261.9	-366.3	-88.2	509.3	-448.5	203.3	254.9	-716.40	9.70
汽车合计	704.2	-400.0	-180.7	11.8	927.8	-561.1	490.8	377.0	-568.90	306.70

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 资本性支出: 19年前3季度商用车及核心零部件板块增长较快, 乘用车板块较为稳定

我们用现金流量表的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目衡量汽车行业的资本性支出情况。

19年前3季度汽车行业资本性支出919.1亿元, 同比下降4.9%, 1-3季度资本性支出同比增速分别为8.5%、6.1%、-26.9%, 其中乘用车1-3季度资本性支出同比增速分别为10.6%、19.3%、-29.1%, 乘用车行业资本开支下降或受景气度较低影响。

分板块看: 1、乘用车板块资本性支出530.8亿元, 同比下降0.6%, 与18年同期

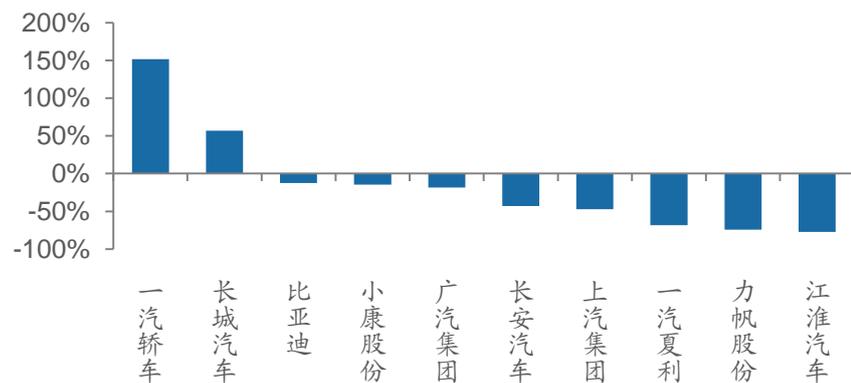
基本持平。19年前三季度，比亚迪、长城汽车、广汽集团资本性开支分别为154.0、52.5、74.1亿元，较18年同期分别增加28.7、17.7、9.8亿元，但受上汽集团、长安汽车资本性开支较18年同期分别减少47.7、13.0亿元至185.6、33.1亿元影响，乘用车行业资本性开支略有下滑；

2、商用货车资本性支出为26.1亿元，同比增长66.2%，主要受福田汽车、江铃汽车资本性开支较18年同期分别增加5.6、3.7亿元影响；

3、商用客车资本性支出14.6亿元，同比增长22.8%，主要由于中通客车、金龙客车资本性开支较18年同期分别增加1.4、1.3亿元所致，宇通客车、亚星客车资本性开支仅分别增长0.13、0.03亿元；

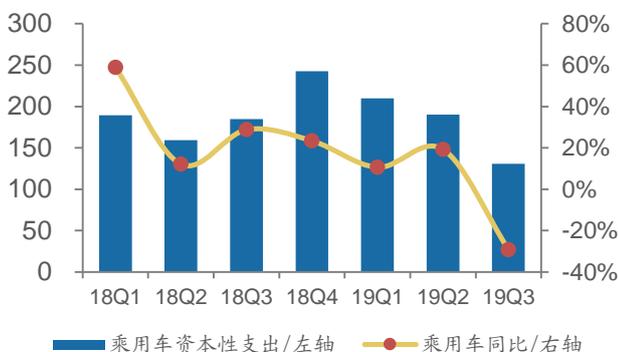
4、核心零部件板块资本性支出45.3亿元，同比增长33.8%，主要与潍柴动力资本开支较18年同期增加13.5亿元至38.2亿元有关；非核心零部件资本性支出276.1亿元，同比减少21.3%，其中华域汽车资本性开支较18年同期减少34.4亿元至45.4亿元。

图 11：19年第3季度乘用车板块公司资本性支出同比变化



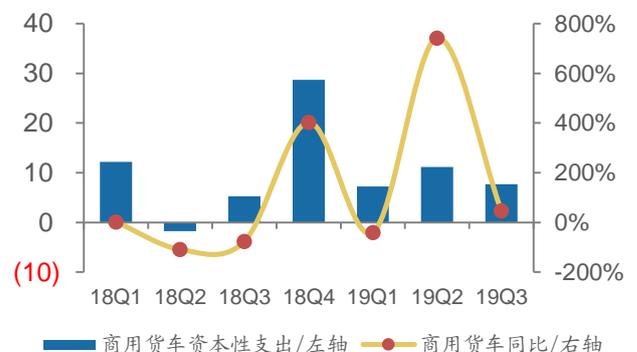
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 12：乘用车板块资本性支出（亿元）及同比



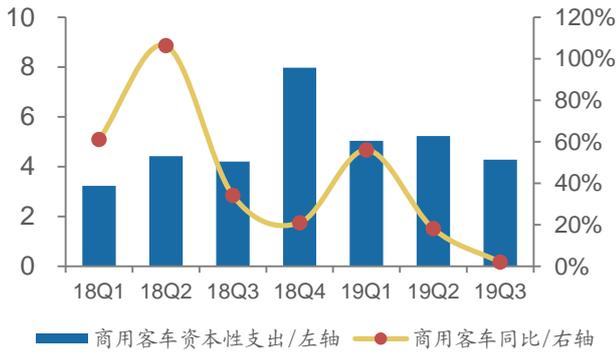
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 13：商用货车板块资本性支出（亿元）及同比



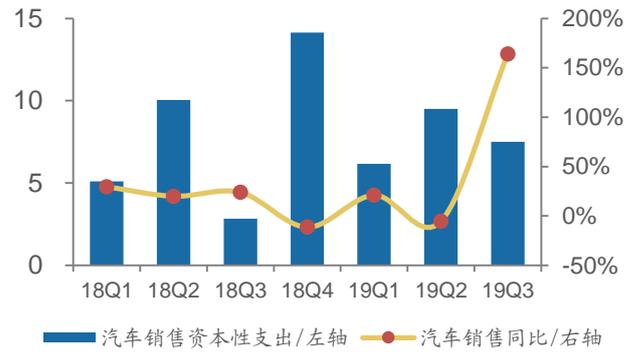
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 14: 商用客车板块资本性支出 (亿元) 及同比



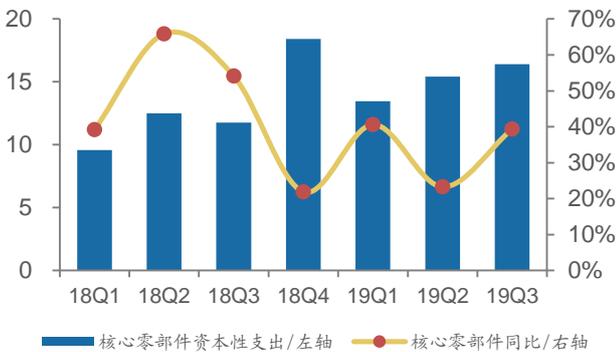
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 15: 汽车销售板块资本性支出 (亿元) 及同比



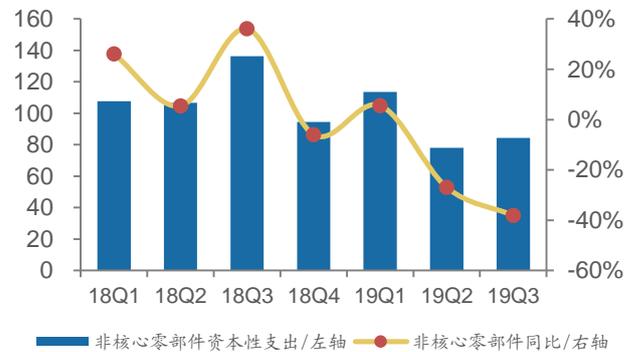
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 16: 核心零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 17: 其他零部件板块资本性支出 (亿元) 及同比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 周转率: 19 年前 3 季度存货周转率、应收账款周转率均同比下降, 商用货车板块存货周转率连续 3 季度同比提升

会计准则调整将应收账款重分类至应收账款及应收票据科目, 部分上市公司未披露应收账款细分数据, 我们予以剔除。

19年前3季度, 汽车行业存货周转率较去年同期下降0.6次, 应收账款周转率较去年同期下降0.4次。其中, 第3季度汽车行业存货周转率同比基本持平, 应收账款周转率同比基本持平。

前3季度细分行业来看, 除商用货车、汽车销售存货周转率较去年同期分别提升1.5、0.1次外(且1-3季度商用货车板块存货周转率同比持续提升), 其他板块存货周转率均有所下滑: 汽车服务、乘用车、非核心零部件、核心零部件、商用客车应收账款周转率同比下降2.0次、1.2次、0.3次、0.2次、0.2次。

前3季度细分行业来看, 汽车销售、乘用车应收账款周转率下滑幅度较大, 核心零部件应收账款周转率有所提升: 汽车销售、乘用车、非核心零部件同比分别下降4.1次、1.4次、0.1次; 核心零部件同比上升1.3次; 商用客车、商用货车基本持平。

**表 10: 汽车细分行业存货周转率、应收账款周转率**

	存货周转率				应收账款周转率			
	18Q3	19Q3	18.1-9	19.1-9	18Q3	19Q3	18.1-9	19.1-9
核心零部件	2.1	2.0	7.4	7.2	0.5	1.3	1.9	3.2
非核心零部件	1.4	1.3	4.2	3.9	1.2	1.2	3.8	3.7
汽车销售	1.6	1.6	4.8	4.9	10.4	6.6	30.5	26.4
商用客车	1.5	1.7	5.0	4.8	0.3	0.4	1.0	1.0
商用货车	1.5	2.0	4.9	6.4	1.3	1.1	4.3	4.3
乘用车	2.4	2.4	8.2	7.0	2.8	2.7	9.5	8.1
零部件合计	1.4	1.4	4.4	4.1	1.1	1.2	3.5	3.6
整车合计	2.2	2.3	7.6	6.8	2.0	2.0	6.8	6.0
汽车合计	1.9	1.9	6.2	5.6	1.8	1.8	5.9	5.5

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 资产负债率: 19年3季度末行业资产负债率18年3季度末有所提升

19年3季度末汽车行业资产负债率为56.9%，较18年3季度末提升0.1个百分点。其中，整车板块资产负债率为61.1%，较18年3季度末提升0.2个百分点；零部件板块资产负债率为46.9%，较18年3季度末提升1.2个百分点。

从细分行业来看，19年3季度末商用客车、汽车销售、商用货车板块资产负债率分别较18年3季度末下降3.7、1.7、0.6个百分点，汽车服务、核心零部件、非核心零部件、乘用车资产负债率较18年3季度末上升1.7、1.6、1.3、0.5个百分点。

**表 11: 汽车细分行业资产负债率情况**

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
核心零部件	36.1%	37.8%	39.1%	37.4%	37.9%	38.7%	41.1%	39.0%
非核心零部件	45.6%	45.6%	47.6%	46.9%	48.0%	47.8%	48.7%	48.2%
汽车销售	71.0%	68.2%	67.9%	67.0%	69.6%	67.8%	68.7%	65.3%
商用客车	68.4%	68.1%	69.0%	69.3%	67.9%	66.1%	65.9%	65.6%
商用货车	66.3%	68.1%	67.9%	65.6%	67.8%	66.1%	66.5%	65.0%
乘用车	60.6%	60.0%	61.2%	60.0%	61.2%	60.2%	60.6%	60.5%
汽车服务	17.5%	17.1%	17.2%	18.5%	21.5%	18.8%	18.7%	20.2%
零部件合计	44.3%	44.5%	46.4%	45.7%	46.6%	46.5%	47.6%	46.9%
整车合计	61.5%	61.1%	62.2%	60.9%	62.0%	61.0%	61.3%	61.1%
汽车合计	57.5%	56.9%	57.9%	56.8%	58.0%	57.0%	57.6%	56.9%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

**折旧：商用货车板块折旧压力较小，客车板块未来折旧压力可能较大**

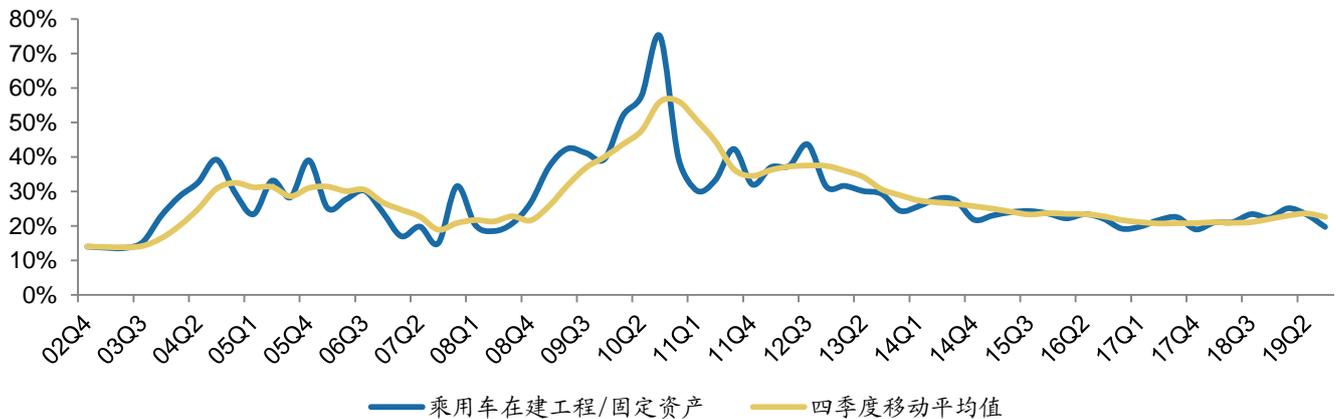
我们可以通过财务报表内**在建工程/固定资产**的比值，大致判断行业产能扩张的情况以及未来的折旧压力。具体分行业来看：

乘用车板块19年第3季度末在建工程同比下降3.8%，环比下降12.0%；固定资产同比增加14.1%，环比增加4.3%；在建工程/固定资产指标较18年3季度末减少3.7个百分点。总体上看，第3季度末乘用车板块在建工程同比、环比均有下降，有利于减少未来板块折旧压力。

商用货车板块19年第3季度末在建工程同比下降10.1%，固定资产同比下降14.2%，在建工程/固定资产指标较17年同期增加1.0个百分点。考虑到重卡未来销量稳定性上升，相较而言未来折旧压力可能不大。

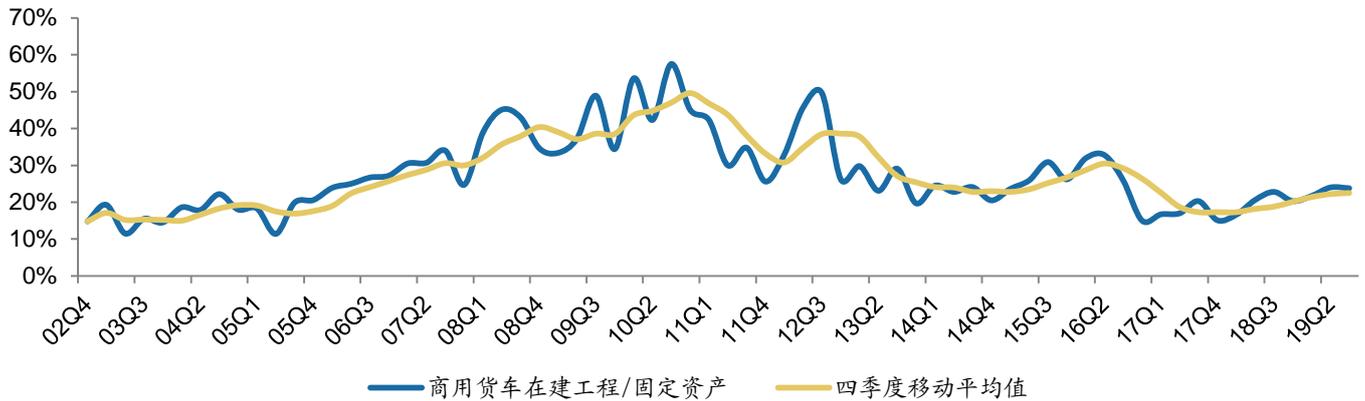
商用客车板块19年第3季度在建工程同比增长43.7%，固定资产同比下降1.0%，在建工程/固定资产指标较去年同期上升6.5个百分点。座位客车有一定刚性需求，但受其他交通方式替代影响，未来销量可能将保持平稳或有所下滑；过去曾被视为接替座位客车带动客车行业销量增长的校车由于补贴政策尚不完善，销量增长乏力；新能源公交客车补贴下滑后销量下滑幅度也较大。在客车销量增速放缓的情况下，客车板块未来折旧压力可能较大。

图 18：乘用车整车在建工程/固定资产指标变化情况



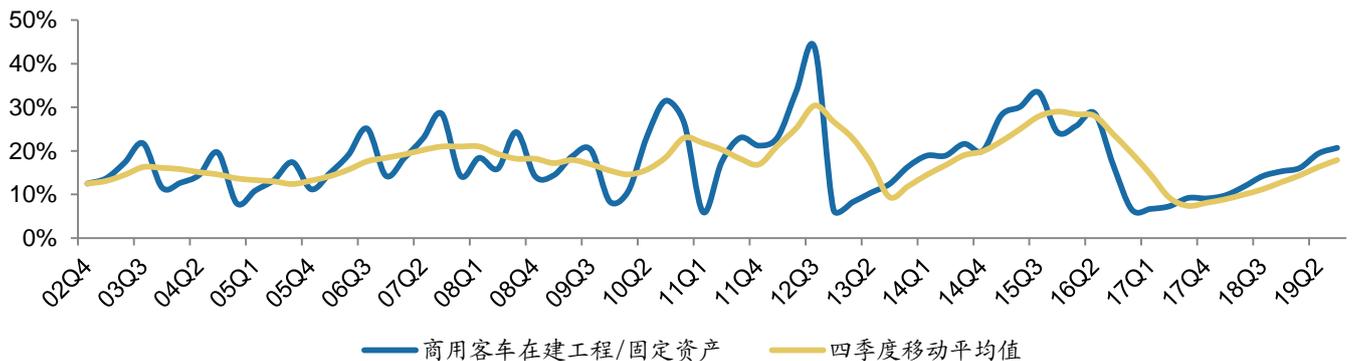
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 19: 商用货车整车在建工程/固定资产指标变化情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 20: 商用客车整车在建工程/固定资产指标变化情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## ROE 影响指标分析

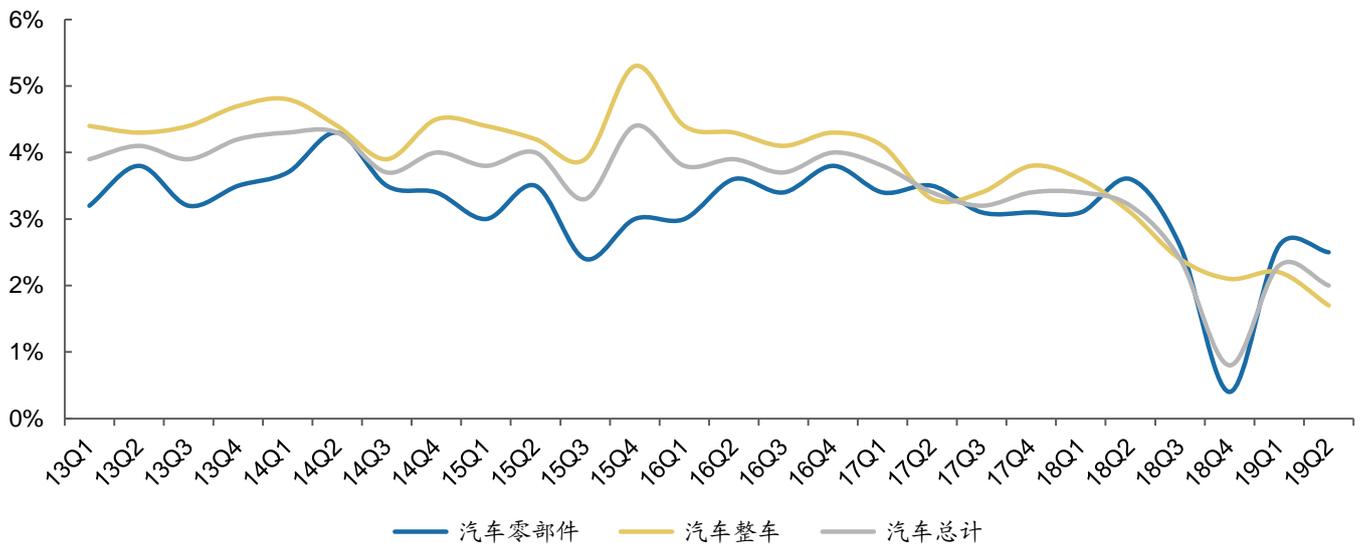
净资产收益率 (ROE) 是分析行业和公司获利能力较为有效的指标, 能够反映净资产的盈利能力。根据我们的研究, 从中期看汽车行业PB的走势大体与ROE是一致的, 如果能够前瞻性的判断ROE的未来走势, 则能够比较可靠的判断未来股价的中长期趋势。财务报表数据尽管滞后, 但进行回顾与分析仍是很有价值的。

### 19年前3季度汽车行业 ROE 同比下降

19年前3季度汽车行业ROE为6.2%, 同比下降2.8个百分点, 与销售净利率、总资产周转率下降有关; 第3季度汽车行业ROE为1.9%, 同比下降0.5个百分点, 同样与销售净利率、总资产周转率下降有关, 行业总资产周转率的下降与行业营业收入增速放缓有关。

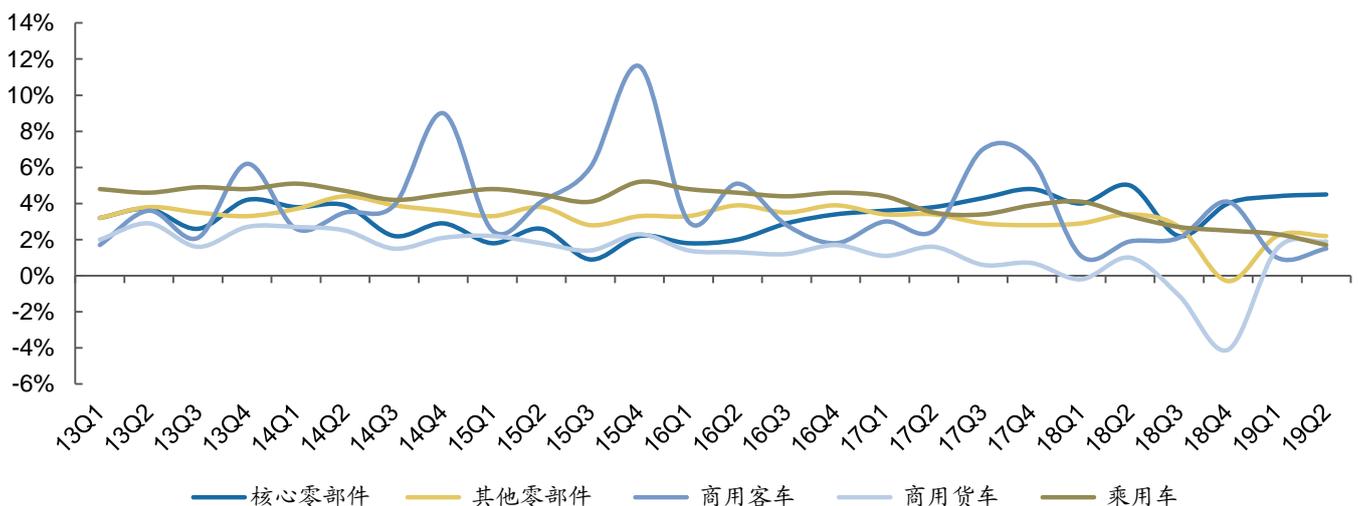
我们认为：在宏观经济增速放缓、汽车行业竞争加剧、经营风险加大的情况下，继续加大财务杠杆，大幅提升权益乘数的可能性不大。汽车行业ROE的进一步提升需要依靠总资产周转率和销售净利率的提升。细分市场增长迅速、成本费用控制能力较好、运营效率逐渐改善的公司应当是关注的重点。

图 21：汽车行业ROE变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 22：汽车行业细分板块ROE变化

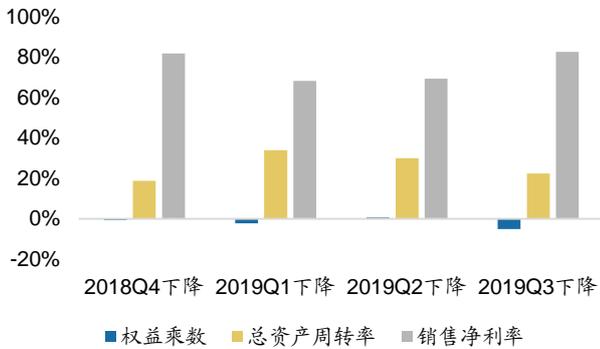


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

贡献率图标说明：以汽车行业ROE同比变化贡献率为例，“2019Q2下降”表示

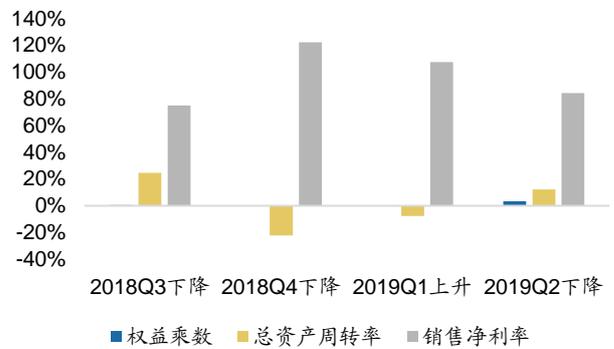
2019Q2汽车行业ROE同比下降，图中显示权益乘数贡献率为负，总资产周转率、销售净利率贡献率为正，表明2019Q2汽车行业ROE同比下降主要由于总资产周转率、销售净利率同比下降所致。

图 23: 汽车行业ROE同比变化贡献率



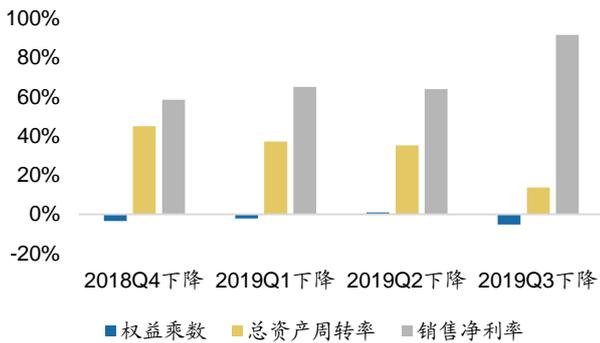
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 24: 汽车行业ROE环比变化贡献率



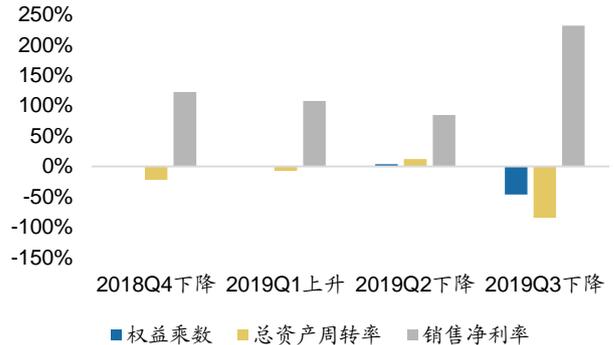
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 25: 乘用车行业ROE同比变化贡献率



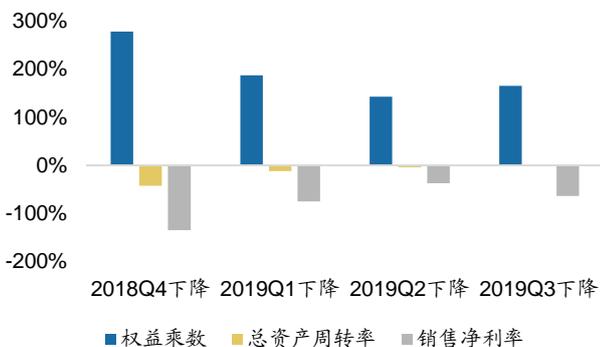
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 26: 乘用车行业ROE环比变化贡献率



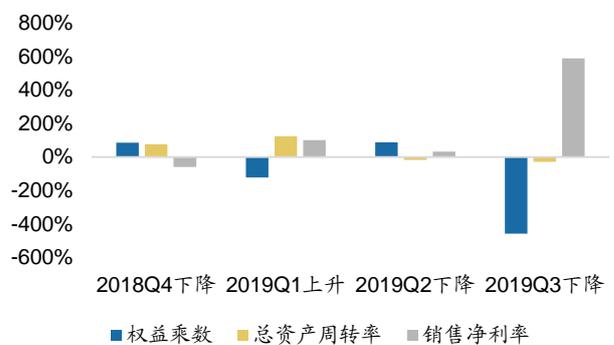
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 27: 乘用车扣除上汽ROE同比变化贡献率



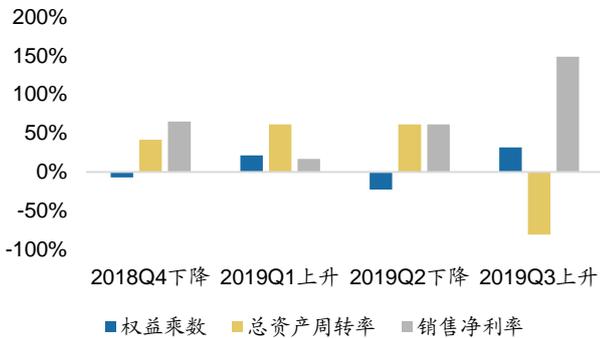
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 28: 乘用车扣除上汽ROE环比变化贡献率



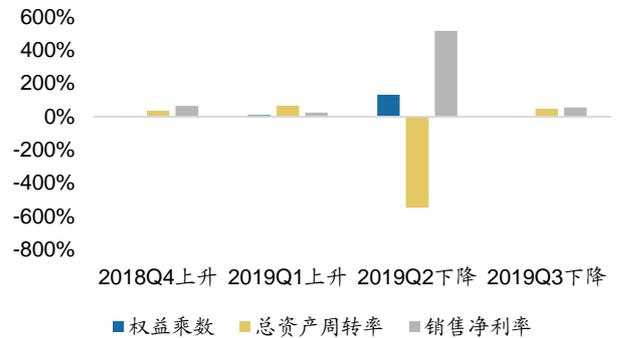
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 29: 核心零部件ROE同比变化贡献率



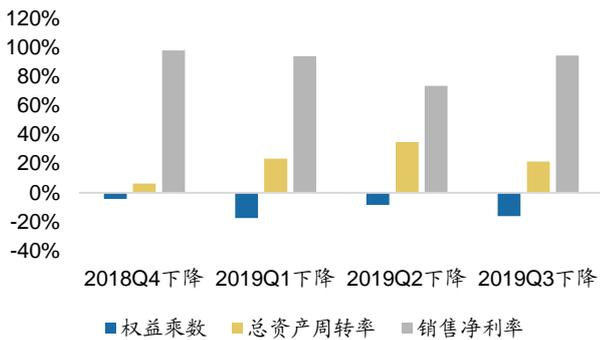
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 30: 核心零部件ROE环比变化贡献率



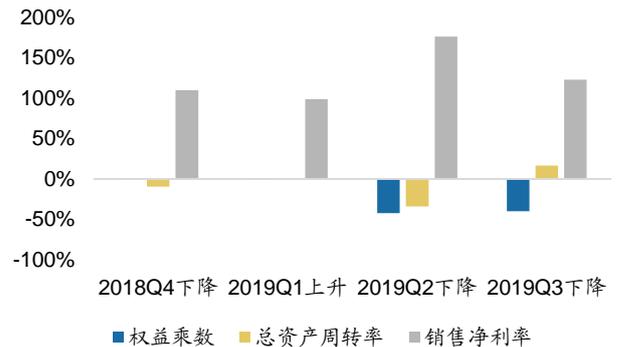
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 31: 非核心零部件ROE同比变化贡献率



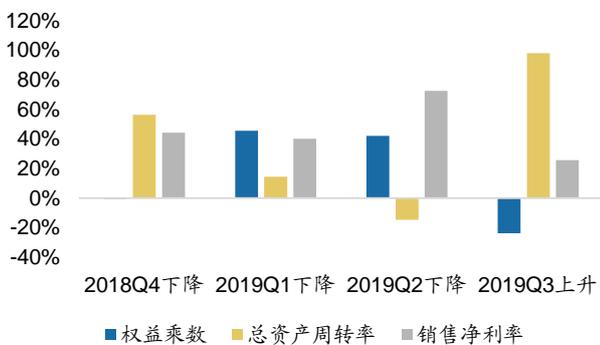
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 32: 非核心零部件ROE环比变化贡献率



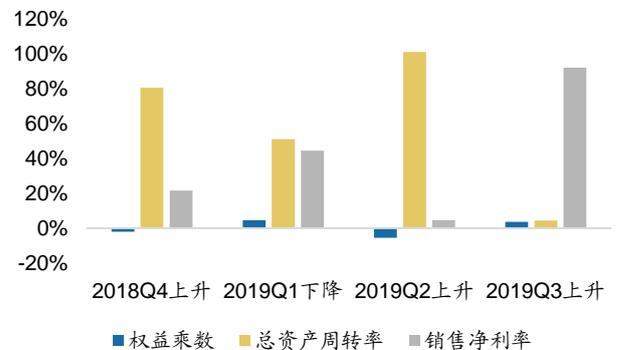
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 33: 商用客车ROE同比变化贡献率



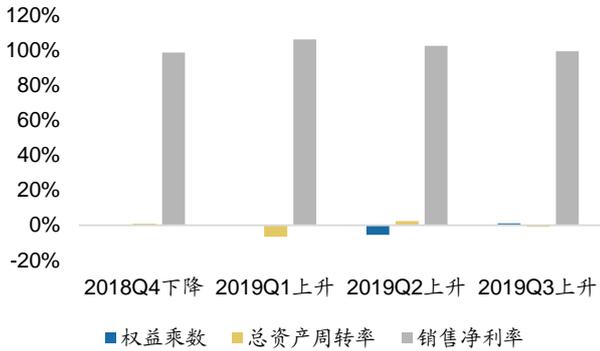
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 34: 商用客车ROE环比变化贡献率



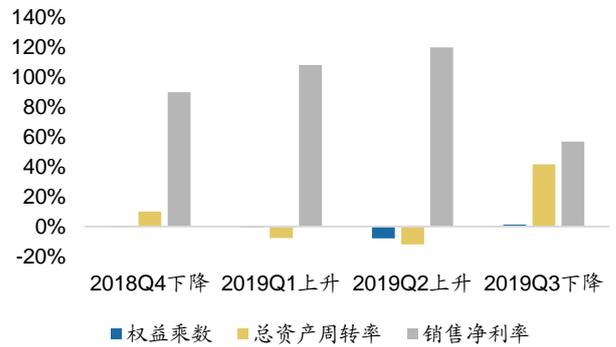
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 35: 商用货车ROE同比变化贡献率



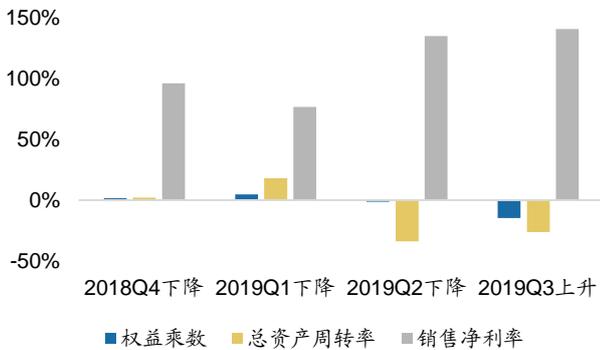
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 36: 商用货车ROE环比变化贡献率



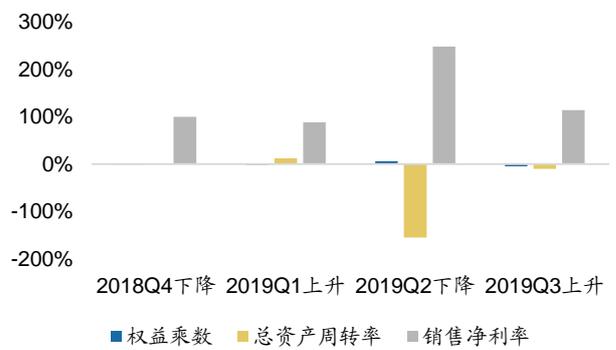
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 37: 汽车销售ROE同比变化贡献率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 38: 汽车销售ROE环比变化贡献率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

个股来看, 19年前3季度ROE较18年同期提升的汽车行业上市公司有: 福田汽车、富临精工、东方精工、模塑科技、金麒麟、松芝股份、保隆科技、隆盛科技、宁波华翔、铁流股份、星宇股份、跃岭股份、华阳集团、中通客车、潍柴动力、江淮汽车、光启技术、中国汽研、中马传动、福达股份、中国重汽、宇通客车、新朋股份、亚普股份、骆驼股份、岱美股份、比亚迪、伯特利。

表 12: 19年前3季度ROE较18年同期提升的汽车行业上市公司

公司	18年前3季度	19年前3季度	提升幅度	公司	18年前3季度	19年前3季度	提升幅度
模塑科技	0.30%	3.83%	1190.1%	宁波华翔	6.38%	7.89%	23.7%
富临精工	3.14%	13.74%	337.1%	星宇股份	10.69%	11.81%	10.5%
江淮汽车	0.35%	0.94%	171.2%	中马传动	3.47%	3.82%	10.1%
松芝股份	2.10%	5.22%	148.8%	福达股份	3.82%	4.14%	8.5%
光启技术	0.44%	1.01%	130.4%	中国汽研	5.98%	6.39%	7.0%
隆盛科技	1.68%	3.81%	126.2%	新朋股份	3.00%	3.18%	5.9%

福田汽车	-9.42%	1.70%	118.0%	潍柴动力	16.53%	17.18%	3.9%
东方精工	4.42%	9.41%	112.7%	宇通客车	7.70%	7.90%	2.5%
金麒麟	3.71%	7.02%	89.4%	中国重汽	12.69%	12.96%	2.2%
华阳集团	1.09%	1.97%	80.1%	亚普股份	9.22%	9.39%	1.9%
中通客车	1.23%	2.02%	65.0%	骆驼股份	6.81%	6.91%	1.4%
跃岭股份	2.89%	3.96%	36.9%	比亚迪	2.79%	2.81%	0.8%
保隆科技	9.13%	12.04%	31.9%	岱美股份	13.79%	13.82%	0.3%
铁流股份	5.63%	7.12%	26.6%	伯特利	15.07%	15.08%	0.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 投资建议

乘用车我们推荐业绩稳健、低估值高股息率蓝筹华域汽车、上汽集团、广汽集团（A/H）；汽车服务板块推荐汽车检测机构中国汽研；重卡股推荐依靠新品周期、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、分红率或提升的威孚高科（A/B）；零部件板块推荐国内自动变速箱龙头万里扬；商用车板块谨慎推荐未来或继续围绕ROE上升逻辑作调整的福田汽车。

## 风险提示

宏观经济不及预期；汽车行业景气度下降；政策推进力度不及预期。

## 广发汽车行业研究小组

- 张 乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽**：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静**：海外汽车行业高级分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入**： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入**： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。