

汽车三季报总结：Q3 营收环比改善 盈利能力仍承压

——汽车行业周报



投资摘要：

市场回顾：

上周汽车板块上涨下跌 1.80%，沪深 300 指数下跌 0.26%，汽车行业相对沪深 300 指数跑输 1.54 个百分点。从板块排名来看，汽车行业上周涨幅在申万 28 个板块中位列第 19 位，总体表现位于中下游，较上周有所下降。

子板块中，乘用车(-0.43%)，货车(3.24%)，客车(2.13%)，零部件(0.70%)。

行业热点：

1-9 月我国汽车制造业利润下降 16.6%

1-9 月，汽车制造业营收 58022.7 亿元，同比下滑 4.2%；利润总额同比下降 16.6%至 3734.6 亿元，降幅比 1-8 月收窄 2.4%。

拒绝接棒通用，福特与 UAW 达成临时协议

当地时间 10 月 30 日，福特汽车和全美汽车工人联合会(UAW)就一项为期四年的新劳工合同达成了初步协议。

每周一谈：三季报总结-Q3 营收环比改善 盈利能力仍承压

乘用车：销量降幅收窄，Q4 即将复苏。19 前三季度营业收入、归母净利润分别同比下滑 43.2%、10.2%，其中 Q3 增速分别为-1.8%、-42.3%，盈利增速仅环比 Q2 改善 3.7 pct。Q3 毛利率环比提高 0.1 pct，净利率环比下降 0.4 pct。我们认为 Q3 终端销量受前期透支影响下滑，乘用车企业盈利承压。7-9 月零售逐月提高，随着前期透支效应消化完成，我们预计 10 月销量将有较大幅度的改善，Q4 板块业绩和估值将得到修复。

重卡：治超趋严利好重卡销量 行业景气的有望持续。19Q1-Q3 商用车板块归母净利润同比增长 576%，主要是由于中国重汽和福田汽车归母净利润大幅增长所致。1-9 月份国内重卡销量累计 88.9 万辆，同比仅下滑 0.8%，7-9 月份连续三个月实现正增长。预计 2018 年底国内重卡保有量约在 685-700 万辆，未来更新需求将使得销量中枢提高到 76-85 万辆。“无锡超载事件”后，长三角地区对重卡超载整治力度加大，全面治理超载将释放新的运力需求，我们预计 2019 年全年重卡销量有望达到 115 万辆。随着国六排放标准的实施，国三重卡将在未来 2 年左右报废，全面治超叠加国三重卡更新需求，预计 2020 年重卡销量将维持稳定的增长，建议关注重卡板块投资机会。

零部件：收入端改善明显，盈利能力仍承压。2019Q1-Q3 零部件板块营收同比增长 1.15%，但归母净利率同比下滑 16.4%。Q3 单季度营收和归母净利润增速分别为-0.8%、-16.1%，毛利率和净利率环比 Q2 分别下降 0.4、0.5 pct，板块业绩改善主要是由于收入增长。我们认为零部件板块业绩拐点滞后于整车板块，短期内建议配置 Q3 经营环比改善明显的标的。

投资策略及重点推荐：

乘用车：10 月零售有望同比转正，增配汽车板块。乘 9 月上险数同比下滑 7.38%，主要是受到前期透支影响。预计 10 月销量有望同比持平或转正，Q4 整体销量实现正增长，销量转正将会成为板块估值修复的催化剂。此阶段建议配置估值较低的上汽集团、广汽集团。

重卡：Q3 重卡销量连续三个月正增长，10 月重卡销量同比增长 12%，超出市场预期，我们认为受“无锡超载事件”影响，超载治理或全面趋严，有利于释放新的运力需求，叠加国三重卡报废，预计 2019-2020 年重卡销量将稳定增长。建议关注中国重汽、潍柴动力。

零部件：重点推荐精锻科技、华域汽车、保隆科技、星宇股份和爱柯迪。

投资组合：上汽集团 15%、华域汽车 30%；爱柯迪 20%、星宇股份 15%、保隆科技 20%。

风险提示：汽车销量不及预期；刺激政策力度不及预期。

敬请参阅最后一页免责声明

评级 增持（维持）

2019 年 11 月 04 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

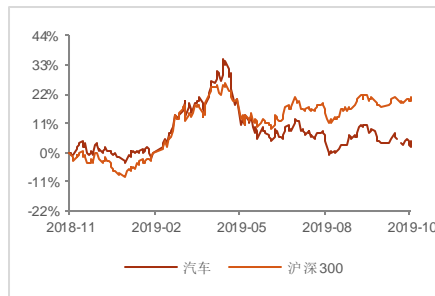
王敬 研究助理

wangjing@shgsec.com
021-20639302

行业基本资料

股票家数	173
行业平均市盈率	25.62
市场平均市盈率	16.88

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《汽车行业周报：行业三季报前瞻 业绩降幅收窄》2019-10-27
- 2、《汽车行业专题报告：9 月终端降幅收窄 国五促销影响已结束》2019-10-21
- 3、《汽车行业周报：9 月零售销量承压 10 月有望同比转正》2019-10-21

内容目录

1. 每周一谈：三季报总结-Q3 营收环比改善 盈利能力仍承压.....	4
1.1 行业整体承压 Q3 环比改善.....	4
1.2 乘用车：销量降幅收窄 行业即将复苏.....	9
1.3 卡车：重卡销量超预期 治超趋严利好板块.....	14
1.4 零部件：Q3 盈利能力承压 收入端环比改善.....	17
2. 上周行业热点.....	20
3. 投资策略及重点推荐.....	21
4. 行业回顾.....	21
5. 行业重点数据.....	25
5.1 乘联会周度数据.....	25
5.2 9 月交强险数据.....	26
6. 行业新闻.....	29
6.1 传统汽车.....	29
6.2 新能源汽车.....	30
6.3 智能网联.....	30
6.4 新车信息速递.....	错误!未定义书签。
7. 风险提示.....	33

图表目录

图 1：汽车板块营收及增速(亿元).....	5
图 2：汽车板块归母净利润及增速(亿元).....	5
图 3：整车和零部件归母净利润及增速.....	5
图 4：汽车板块季度营业收入及增速(亿元).....	6
图 5：汽车板块季度归母净利润及增速(亿元).....	6
图 6：Q1-Q3 整车和零部件营收增速对比.....	6
图 7：Q1-Q3 整车和零部件归母净利润增速对比.....	6
图 8：2018-2019Q3 汽车销量及增速(万辆).....	6
图 9：2018-2019Q3 汽车产量及增速(万辆).....	6
图 10：2015-2019Q3 汽车行业毛利率变化.....	7
图 11：2015-2019Q3 汽车行业净利率变化.....	8
图 12：汽车行业期间费用率情况.....	8
图 13：乘用车营业收入及增速(亿元).....	9
图 14：乘用车季度营收增速.....	9
图 15：乘用车归母净利润及增速(亿元).....	10
图 16：乘用车归母净利润季度增速.....	10
图 17：乘用车前三季度业绩变动影响权重分析.....	10
图 18：乘用车板块毛利率和净利率.....	11
图 19：乘用车板块期间费用率.....	12
图 20：终端上险数及增速(万辆).....	12
图 21：Q3 国六/国五地区终端销量增速比较.....	13
图 22：一二三四五线城市乘用车终端销量增速.....	14
图 23：商用车板块营业收入及增速(亿元).....	15

图 24: 商用货车板块营收季度增速	15
图 25: 商用货车板块归母净利润及增速(亿元).....	15
图 26: 商用货车板块归母净利润季度增速	15
图 27: 重卡行业毛利率变化	15
图 28: 重卡行业净利率变化	15
图 29: 重卡销量(万辆).....	16
图 30: 重卡保有量(万辆).....	17
图 31: 零部件营业收入及增速(亿元).....	17
图 32: 零部件营收季度增速	17
图 33: 零部件归母净利润及增速(亿元).....	18
图 34: 零部件归母净利润季度增速	18
图 35: 零部件板块毛利率	19
图 36: 零部件板块净利率	19
图 37: 零部件板块期间费用率	20
图 38: 汽车行业指数 vs 沪深 300 指数.....	21
图 39: 各板块周涨跌幅对比.....	22
图 40: 汽车行业估值水平(PE-TTM)	22
图 41: 子板块周涨跌幅对比.....	22
图 42: 行业涨幅前十公司.....	23
图 43: 行业跌幅前十公司.....	23
图 44: 乘用车板块估值 PE-TTM.....	24
图 45: 整车板块估值 PE-TTM.....	24
图 46: 汽车零部件板块估值 PE-TTM.....	25
图 47: 乘用车 10 月份日均零售数量.....	25
图 48: 乘用车 10 月份日均批发数量.....	26
图 49: 终端上险数及增速(万辆).....	27
图 50: 2018-2019.9 厂家库存情况(万辆).....	27
图 51: 2018-2019.9 经销商库存情况(万辆).....	28
图 52: 2018-2019.9 行业库存情况(万辆).....	29
图 53: 2020 款日产劲客.....	错误!未定义书签。
图 54: 奔腾 T99.....	32
图 55: 本田 CR-V.....	32
表 1: 汽车板块上市公司样本.....	4
表 2: 本周推荐投资组合.....	21
表 3: 一周新车.....	错误!未定义书签。

1. 每周一谈：三季度总结-Q3 营收环比改善 盈利能力仍承压

1.1 行业整体承压 Q3 环比改善

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

表1：汽车板块上市公司样本

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

资料来源：申港证券研究所

汽车板块业绩整体承压。2019 年 1-9 月份国内汽车行业仍未回暖，5-6 月国五促销透支了后期需求，导致 7-9 月销量仍负增长。前 9 个月汽车销量 1837.1 万辆，同比下滑 10.3%，其中乘用车、商用车销量分别为 1524.9 万辆、312.2 万辆，增速分别为-11.7%、-3.4%。行业下行导致前三季度汽车板块营业收入、归母净利润分别为 16255 亿元、592 亿元，增速分别为-5.3%、-28%，降幅较半年报分别收窄 2.2 pct、1.2 pct。可以看出汽车板块营收好于销量累计增速，但是归母净利润增速远远低于营收增速，我们认为主要有以下三方面原因：

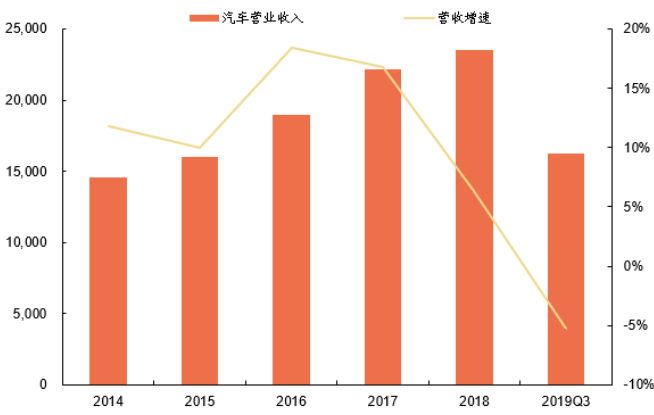
- ◆ 产量下滑，导致制造成本较去年同期提高；
- ◆ 下游需求减弱，竞争加剧，终端折扣力度较大，整车厂利润空间被压缩，同时行业压力也传递到上游零部件企业；
- ◆ 5-6 月国五促销，终端售价折扣额外增加。

分别对整车、零部件板块归母净利润进行分析，可以看出 2014-2018 年整车板块归母净利润始终高于零部件板块，但 2019 发生变化，整车板块归母净利润低于零部件板块：

- ◆ 19Q1-Q3 整车板块归母净利润 277 亿元，较去年同期下滑 37.8%；
- ◆ 零部件板块归母净利润 314 亿元，同比下滑 16.4%。

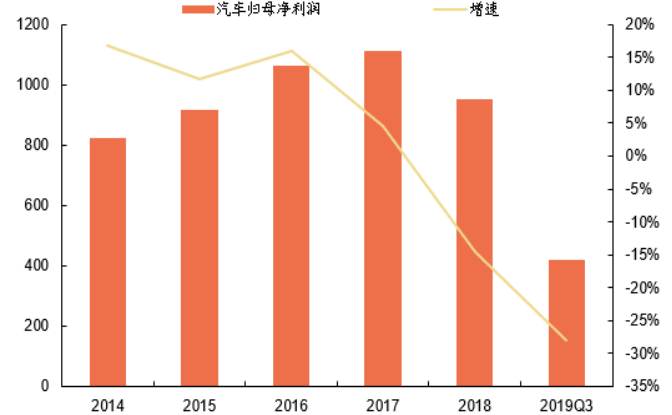
可以看出零部件板块的盈利情况好于整车板块，我们认为主要是由于 Q2 国五促销期间，整车厂承担了额外的销售折扣和费用导致。

图1: 汽车板块营收及增速(亿元)



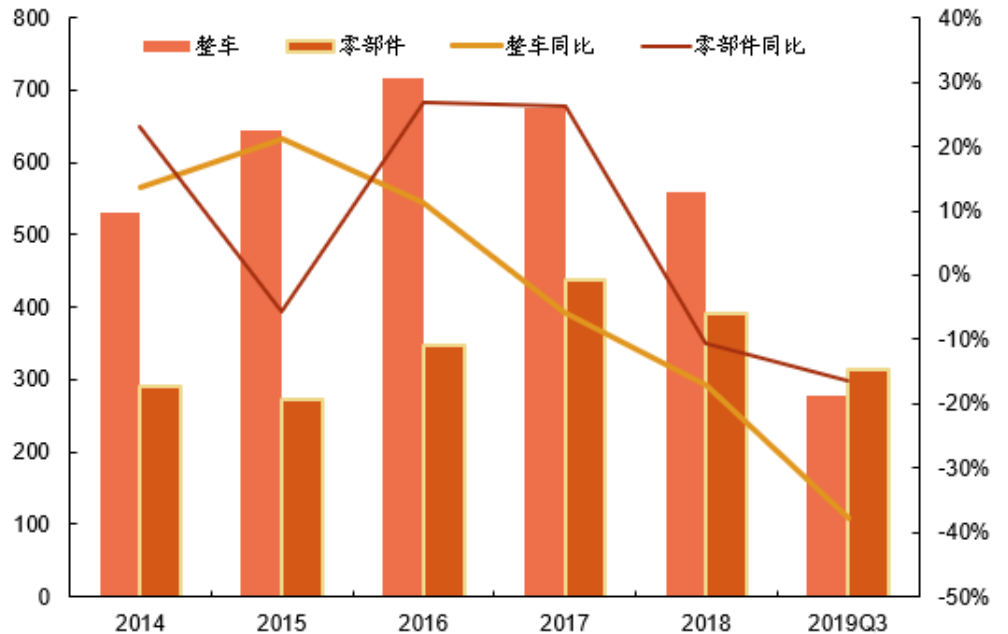
资料来源: wind, 申港证券研究所

图2: 汽车板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图3: 整车和零部件归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

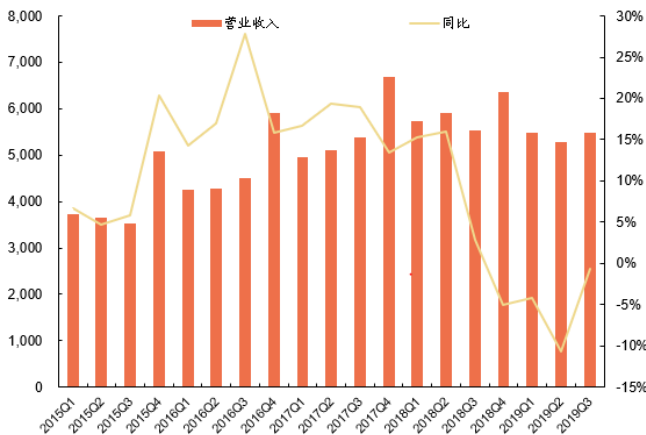
Q3 营收和盈利降幅收窄，行业回暖趋势明显。19Q1 汽车板块营收下滑 4.1%，归母净利润下滑 24.3%；Q2 营收下滑 10.7%，归母净利润下滑 34.1%，Q2 营收和下滑幅度进一步扩大；Q3 营收下滑-0.72%，归母净利润同比下滑 25.1%，可以看出 Q3 板块的收入和盈利均有改善。分别对整车和零部件进行分析：

- ◆ 整车板块营收、归母净利润 Q2 增速分别为-13.7%、-41.7%，Q3 分别为-1.2%、-33.6%；Q3 营收和归母净利润下滑增速较 Q2 分别收窄 12.5 pct、8.1 pct，同期汽车销量增速由 Q2 的-13.5%提高到 Q3 的-5.85%，板块净利润波动幅度与销量波动幅度基本持平；
- ◆ 零部件板块 Q2 零部件板块营收、归母净利润增速分别为-5.1%、-26.2%，增速处于前三季度低位，主要是由于 Q2 汽车产量增速为-17.6%，Q2 增速比 Q1 下降

7.8 pct, 主要是受到国五清库阶段整车厂降低生产所致。Q3 板块营收、归母净利润增速分别为 0.32%、-16.1%, 较 Q2 分别提高 5.4 pct、10.1 pct, 部分零部件板块业绩超预期。

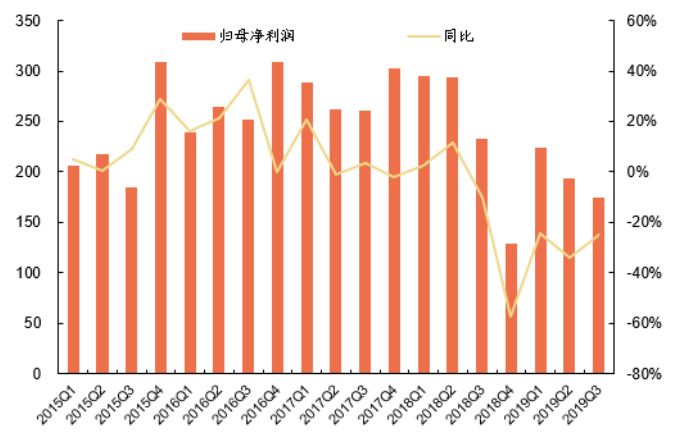
我们认为随着下游乘用车消费需求的回暖, 销量将在 Q4 实现同比转正, 整车厂业绩将迎来拐点。9 月经销商库存预警指数为 50%, 经销商和车企库存均处于健康水平, 我们预计 Q4 产量将有较大的改善, 与销量趋于同步。

图4: 汽车板块季度营业收入及增速(亿元)



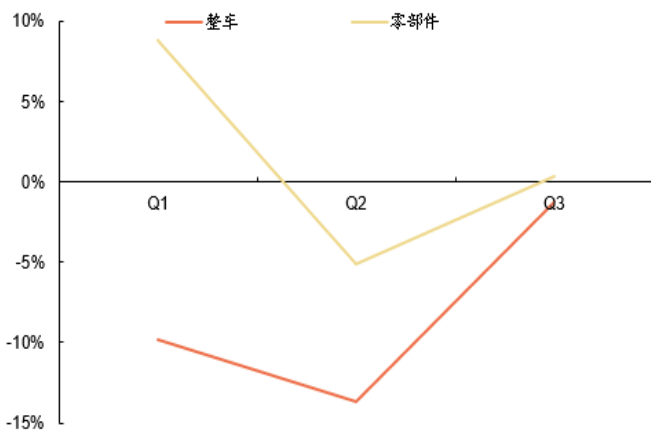
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图5: 汽车板块季度归母净利润及增速(亿元)



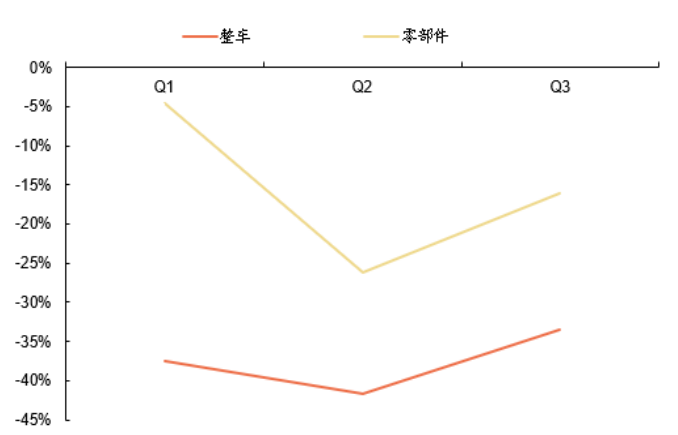
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: Q1-Q3 整车和零部件营收增速对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

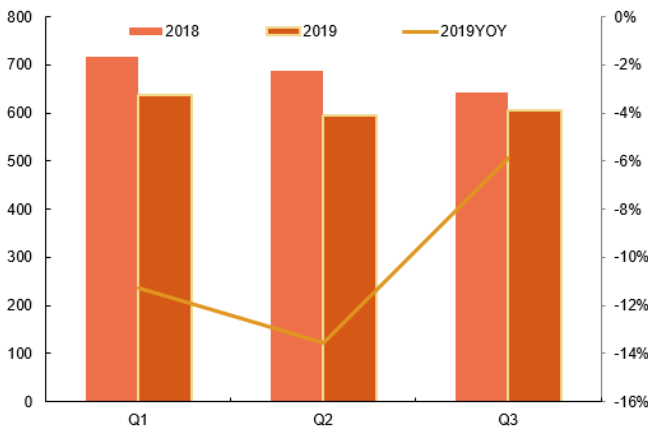
图7: Q1-Q3 整车和零部件归母净利润增速对比



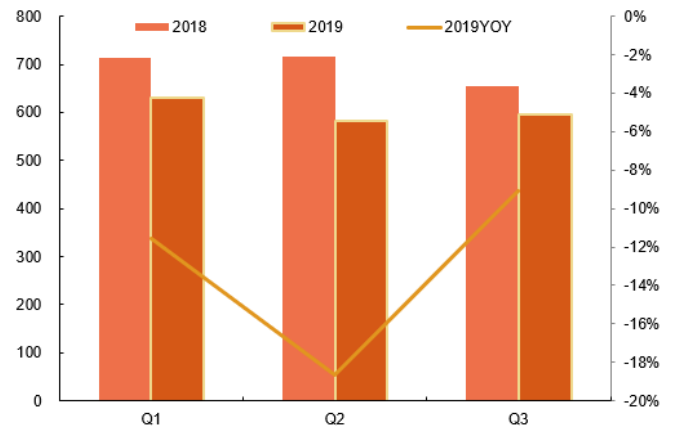
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 2018-2019Q3 汽车销量及增速(万辆)

图9: 2018-2019Q3 汽车产量及增速(万辆)



资料来源：中汽协，申港证券研究所

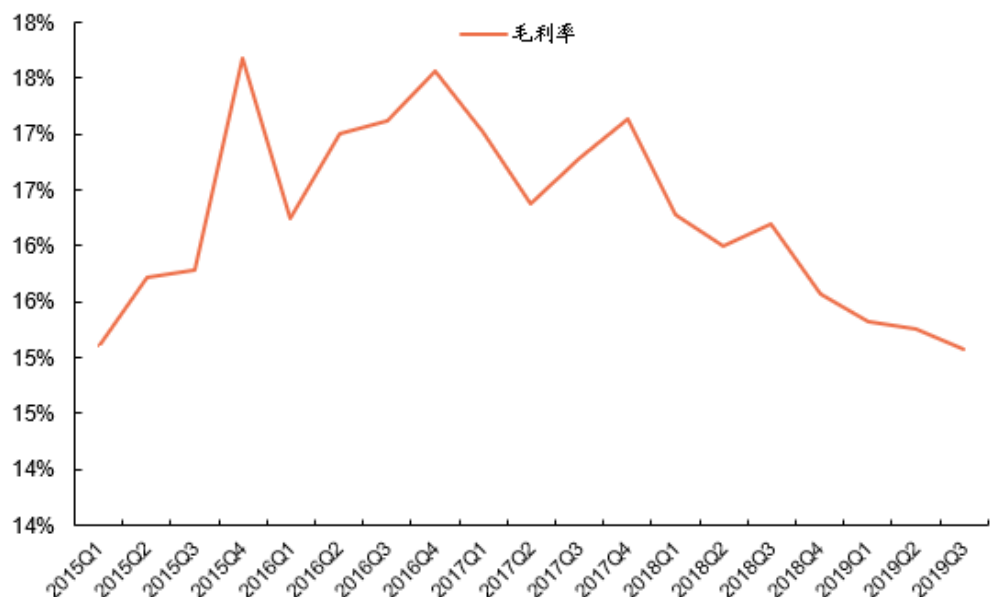


资料来源：中汽协，申港证券研究所

毛利率同比下降 0.94 pct。根据样本公司营业收入和营业成本计算汽车行业近 5 年毛利率，在 2015 年购置税优惠政策实施后，汽车行业毛利率开始上升，2016-2017 年维持在相对较高的水平，主要是由于下游需求旺盛，终端折扣力度较小。19 年前三季度汽车行业毛利率为 15.2%，较去年同期下降 0.94 pct。分季度看，19Q1、Q2、Q3 行业毛利率分别为 15.31%、15.26%、15.08%，比去年同期分别下降 0.96 pct、0.75 pct、1.12 pct。Q3 毛利率同比/环比均下降，我们认为 Q3 将是全年毛利率的低点，Q4 毛利率有望回升。

行业净利率同比下降 1.35 pct。2019 前三季度行业净利率为 4.49%，同比下降 1.35 pct，分季度来看，19Q1、Q2、Q3 净利率分别为 5%、4.46%和 4%，行业毛利率下滑导致盈利能力持续下降。由此可以看出，Q3 业绩环比 Q2 改善主要是由于销售收入的改善，毛利率和净利率仍承压。

图 10: 2015-2019Q3 汽车行业毛利率变化



资料来源：wind，申港证券研究所

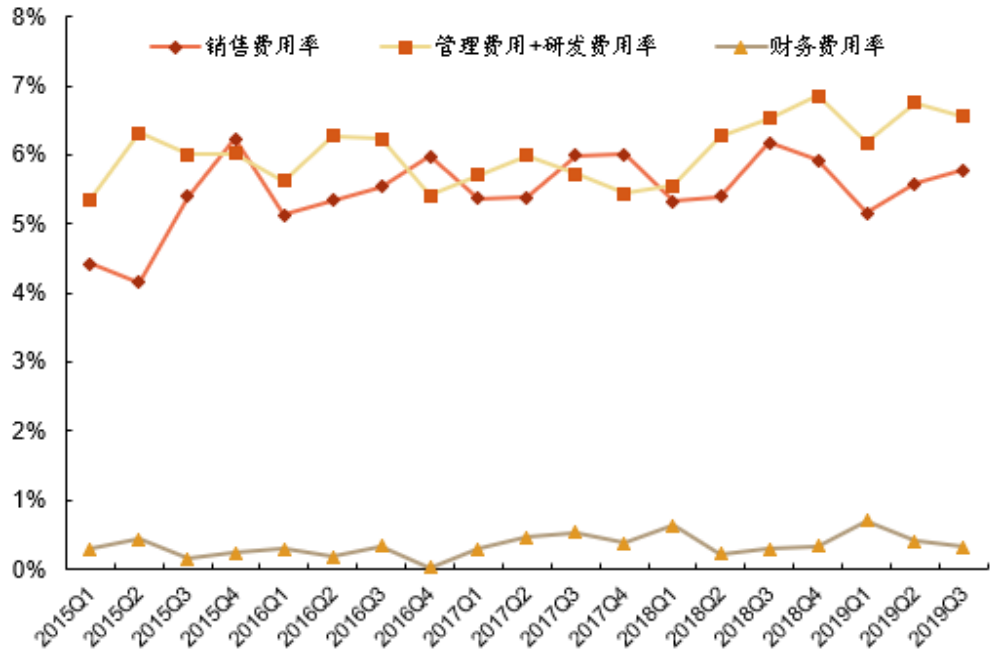
图 11：2015-2019Q3 汽车行业净利率变化



资料来源：wind，申港证券研究所

Q3 期间费用率同比下降 0.35 pct，环比下降 0.1 pct。汽车行业 19 前三季度期间费用率为 12.48%，同比提高 0.36 pct。分季度来看，Q2 期间费用率为 12.75%，同比提高 0.85 pct，环比提高 0.7 pct；Q3 期间费用率 12.65%，同比下降 0.35 pct，环比下降 0.1 pct。其中 Q3 销售费用率同比下降 0.4 pct，环比增长 0.2 pct；管理和研发费用率与去年同期持平，环比下降 0.2 pct；财务费用率同比持平，环比下降 0.1 pct。汽车行业销售费用率呈现出季节性变化，通常 Q1-Q2 处于传统汽车消费淡季，厂家促销意愿较低，广告开支较少，进入 Q3-Q4 消费旺季，竞争加剧，厂家对于广告投入和促销意愿较强，销售费用率较上半年有所提高。

图 12：汽车行业期间费用率情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

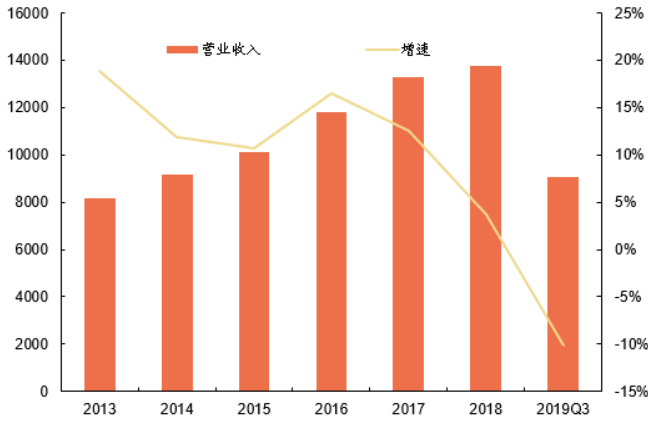
1.2 乘用车：销量降幅收窄 行业即将复苏

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

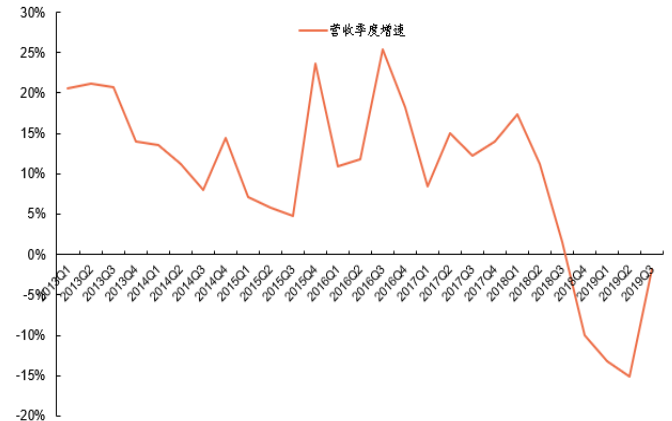
收入：19 前三季度实现营业收入 9065 亿，同比下降 10.2%；扣除上汽和 18 年上市的北汽蓝谷后同比下降 5.9%，主要得益于比亚迪和江淮汽车收入增长。分季度看，Q1-Q3 营收增速分别为-13.2%、-15.1%和-1.8%，前期我们认为由于 7-8 月销量仍保持负增长，即使 9 月份销量转正，Q3 乘用车行业营收也难以正增长，预计 Q4 将是收入由负转正的拐点，但可以看出 Q3 营收环比大幅改善，Q3 单季度样本公司中仅比亚迪、江淮和力帆增速环比低于 Q2，其余企业均环比提高，部分实现同比正增长。比亚迪 Q3 单季度主要受新能源汽车销量大幅下滑的影响，我们预计短期内新能源汽车销量难以实现同比转正。

图13: 乘用车营业收入及增速(亿元)

图14: 乘用车季度营收增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

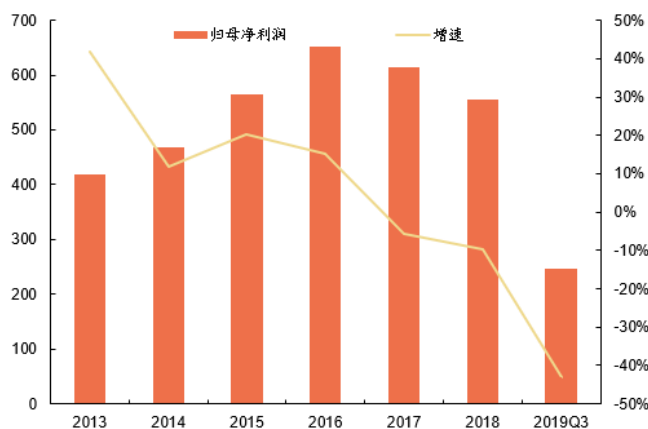


资料来源: Wind, 申港证券研究所

归母净利润: 乘用车板块 19 前三季度实现归母净利润 248 亿, 同比下滑 43.2%; 扣除上汽和 18 年上市的北汽蓝谷后归母净利润同比下滑 73%, 主要是由于长安、广汽和力帆汽车归母净利润大幅下滑影响。分季度看, 19Q1Q3 归母净利润增速分别为-41.6%、-46%、-42.3%。前三季度乘用车行业业绩大幅下滑主要是由于长安、上汽、力帆和广汽归母净利润较去年同期下滑所致, 其中上汽集团影响最大, 影响权重达到 36.5%, 其业绩大幅下滑的主要是由于合资车企上汽大众、上汽通用和通用五菱业绩下滑导致, 但 Q3 单季度投资收益大幅改善; 长安汽车、广汽集团和力帆股份权重分别为 20.3%、18.7%和 14.7%; 长城汽车 Q3 业绩超预期, 其对行业净利润造成负影响权重减少至 5.4%。

我们认为乘用车企业归母净利润大幅下滑主要是由于 19 年行业竞争加剧导致降价促销, 同时国五清库阶段额外的终端折扣导致, 多数车企毛利率下降。目前乘用车终端折扣力度较 Q2 收窄, 预计随着 Q4 销量转正, 乘用车板块盈利将提高。

图 15: 乘用车归母净利润及增速(亿元)



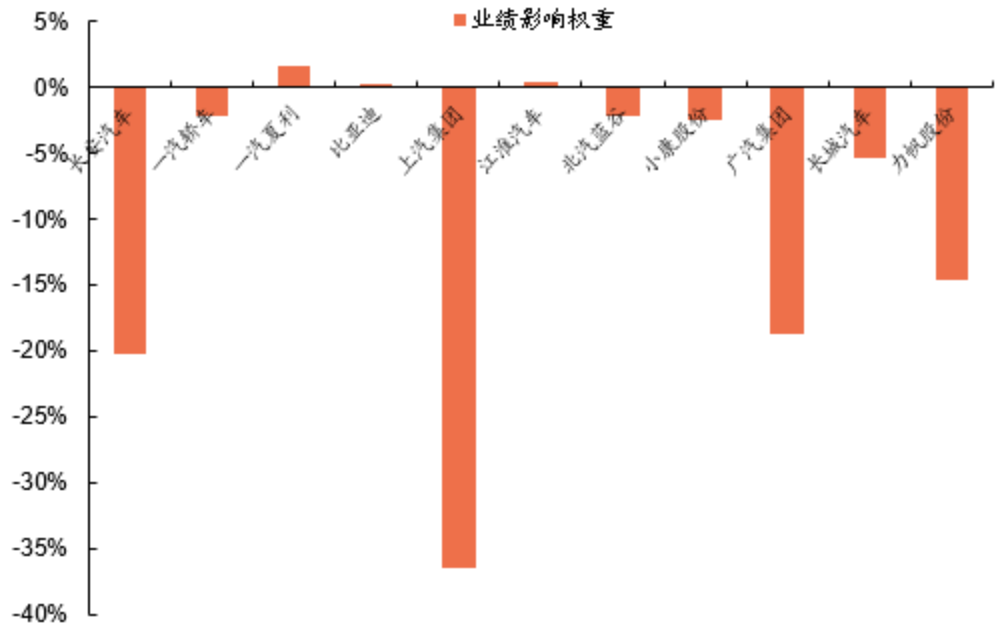
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 16: 乘用车归母净利润季度增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

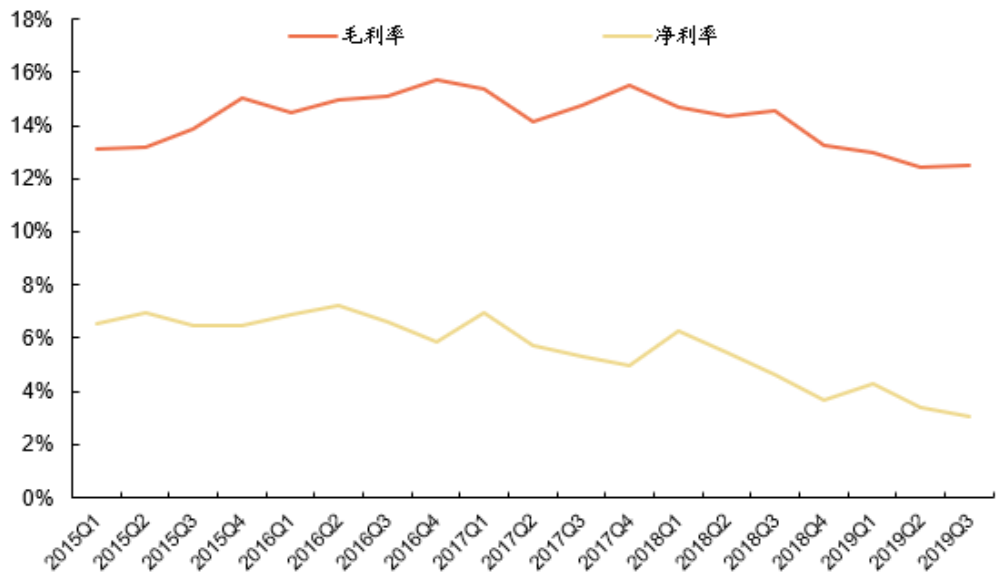
图 17: 乘用车前三季度业绩变动影响权重分析



资料来源：公司公告，申港证券研究所

毛利率和净利率：19 前三季度乘用车板块毛利率为 12.6%，同比下滑 1.9 pct，我们认为毛利率下滑的原因主要是由于终端折扣、产量下降导致成本升高等。而同期乘用车板块净利率为 3.6%，同比下滑 1.9 pct，可以看出净利率下降幅度与毛利率下降幅度持平。分季度看 19Q1-Q3 毛利率分别为 12.98%、12.42%、12.51%，净利率分别为 4.27%、3.42%、3%，Q3 毛利率环比提高 0.1 pct。我们认为乘用车销量降幅逐渐收窄，行业收入和毛利率改善，Q4 销量和收入有望实现同比转正，毛利率将有较大的提高。

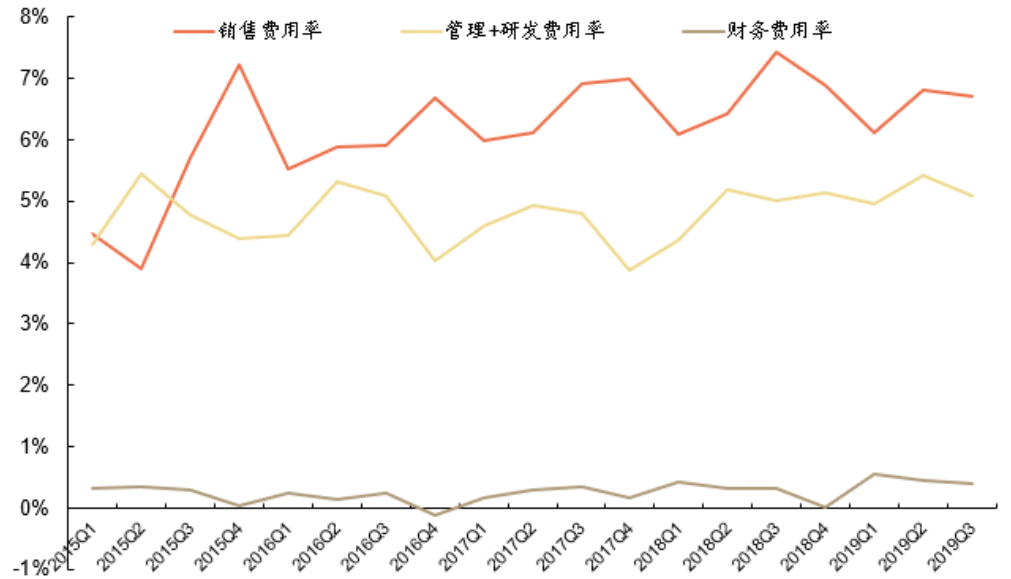
图 18：乘用车板块毛利率和净利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

期间费用率：19 前三季度乘用车板块期间费用率为 12.1%，同比上升 0.3 pct，分季度看，Q3 单季度期间费用 12.2%，同比下降 0.6 pct，环比下降 0.5 pct。其中销售费用率 6.7%，同比下降 0.7 pct，环比下降 0.1 pct，我们认为销售费用环比下降主要是由于 Q2 国五促销额外增加了销售费用。管理费用+研发率 5.1%，同比持平，环比下降 0.3 pct；财务费用率为 0.39%，同比增加 0.1 个百分点，环比持平。

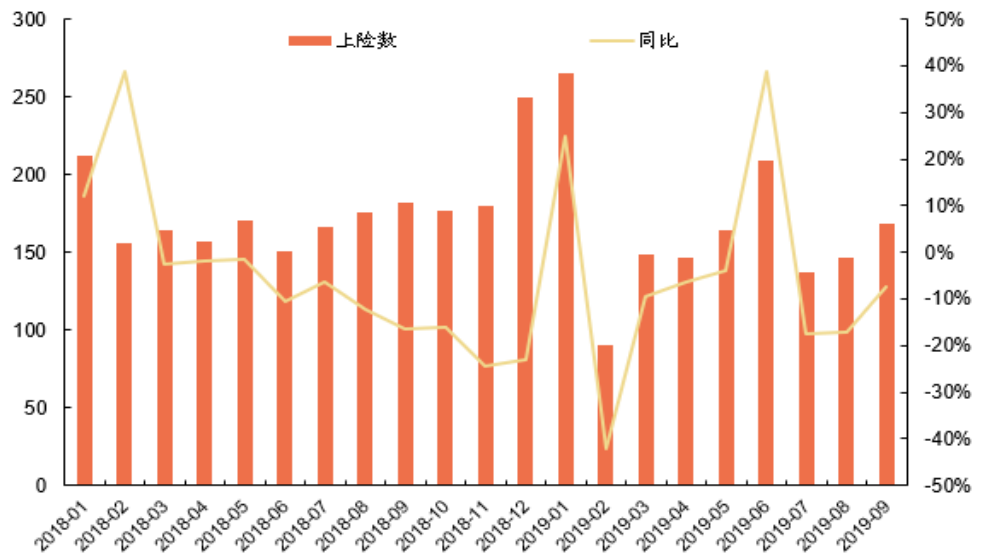
图 19：乘用车板块期间费用率



资料来源：Wind，申港证券研究所

9 月零售同比下滑 7.38%，10 月销量有望同比转正。2019 年 9 月狭义乘用车终端销量为 168.7 万辆，同比下滑 7.38%，环比增长 16.31%。此前我们对 1-8 月份上险数据进行分析后认为 5-6 月国五促销透支了约 65 万辆销量，7-8 月消化 45 万辆左右，预计 9 月终端销量同比下滑 10%-15%。9 月整体趋势与我们判断一致，终端零售逐渐回暖。1-9 月累计零售 1476 万辆，同比增速-3.83%。分季度来看，Q1-Q3 零售增速分别为-5.3%、8.7%和-13.8%，7-9 月零售整体承压。

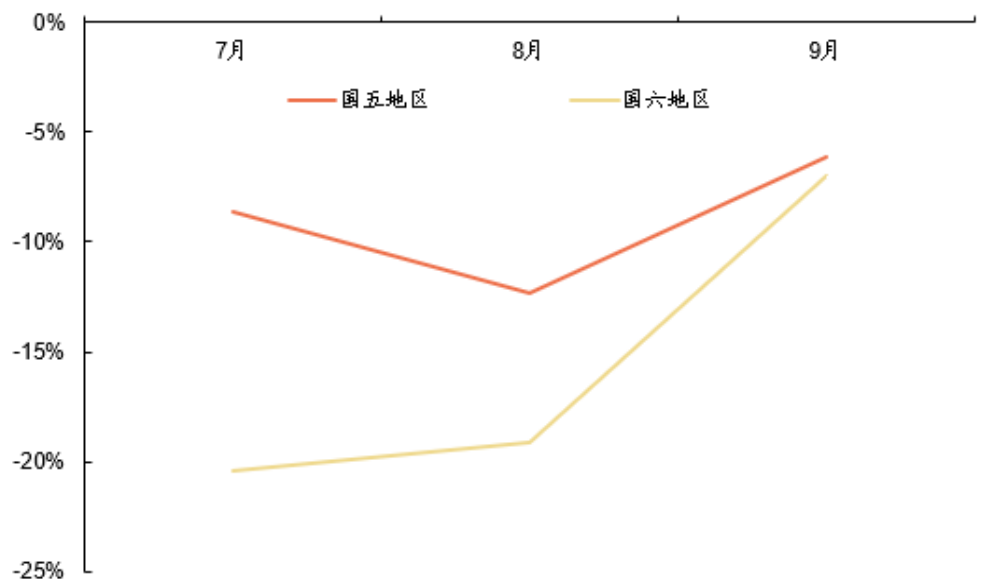
图 20：终端上险数及增速(万辆)



资料来源：上险数据，申港证券研究所

国六地区销量降幅与国五地区差距逐渐缩小，透支效应已结束。19年7月1日起全国15个省市实施国六排放新标准，国六地区主要为一线城市、东部沿海地区和中部经济相对发达的省份，国五地区主要是中西部经济欠发达省份。18年一线和二线城市销量持平，三四五线城市销量下滑6.6%。2019年1-4月国六地区销量增速均好于国五地区，5-6月国五促销期间，国六地区销量增速分别为0.5%、48.5%，而同期国五地区增速为-10.5%、19.6%，可以看出国六地区透支严重。因此7月开始，国六地区销量增速低于国五地区，前期透支效应明显。但可以看出9月份国六与国五地区销量增速基本持平。

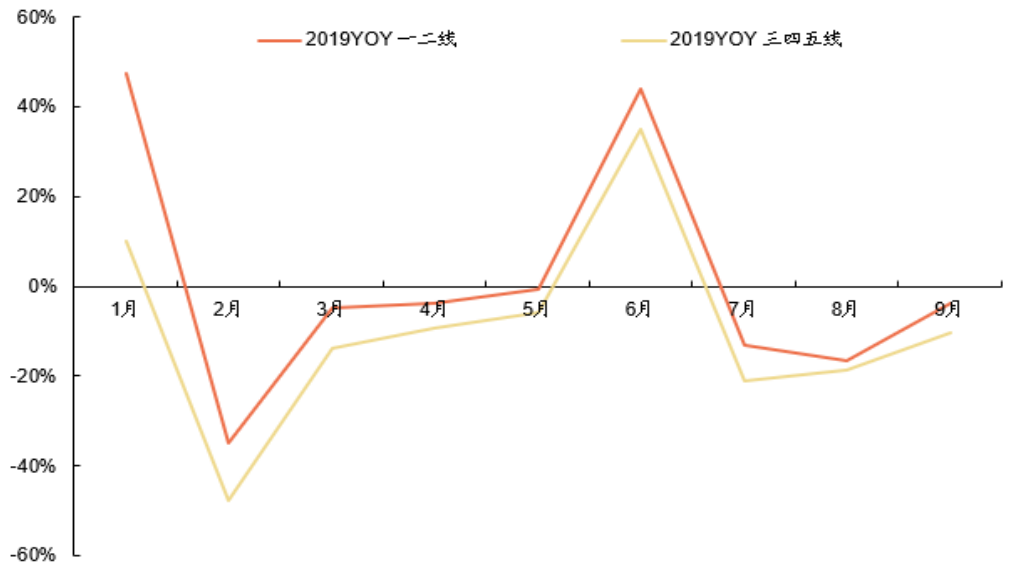
图21：Q3 国六/国五地区终端销量增速比较



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

从另一个角度来看，2018 年乘用车销量下滑主要是由于三四五线城市销量同比下滑 7%，一线和二线城市销量持平。我们前期也分析了影响三四五线城市销量下滑的主要因素，并判断低线城市乘用车消费需求有望在 19 年 Q4 回暖。从终端上险数据可以看出，7-9 月三四五线城市销量增速逐渐收窄。我们认为乘用车 10 月终端零售有望同比转正，Q4 全季度实现正增长。

图 22：一二三四五线城市乘用车终端销量增速



资料来源：终端上险数据，申港证券研究所

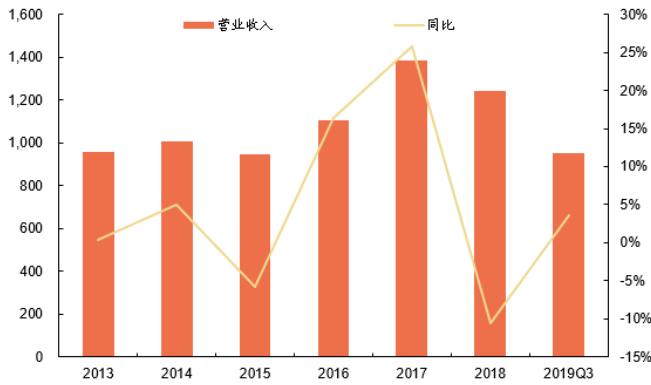
1.3 卡车：重卡销量超预期 治超趋严利好板块

我们选取了 4 家商用载货车上市公司为样本分析板块的财务状况。

收入：商用货车 19 年前三季度营业收入 950 亿，同比增长 3.6%，板块营业收入增长主要得益于上半年福田汽车轻卡和大中型客车销量增长、东风汽车销量增长，其中福田汽车贡献营收增量 43 亿，东风汽车贡献增量 7 亿。分季度看，Q1 营收增长 27.9%，Q2 营收下滑 8.1%，主要是由于 18Q2 销量基数较高，19Q2 卡车销量同比下滑。Q3 营收增速为-5.2%，降幅收窄，主要是受益于江铃汽车收入端的改善。

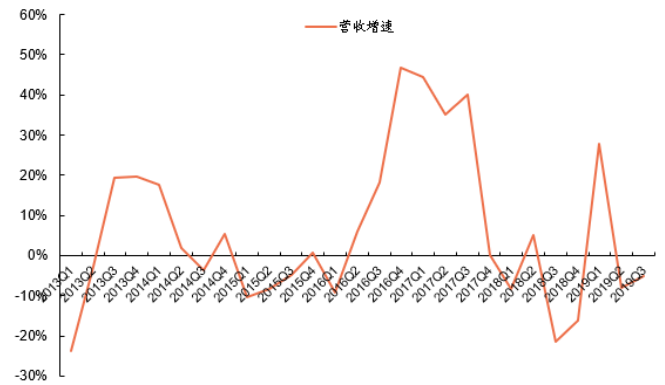
归母净利润：19Q1-Q3 商用货车板块归母净利润 15.7 亿，同比增长 576%，主要是由于中国重汽和福田汽车归母净利润大幅增长所致，前三季度中国重汽归母净利润同比增长 12%，福田汽车归母净利润同比增长 115%。福田汽车归母净利润增长的主要原因是由于宝沃汽车剥离。分季度看，Q1-Q3 商用货车板块归母净利润增速分别为 518.9%、106.78%、171.4%，Q3 单季度江铃汽车和福田汽车对板块归母净利润的增长分别贡献了 2 亿、8 亿。

图23: 商用车板块营业收入及增速(亿元)



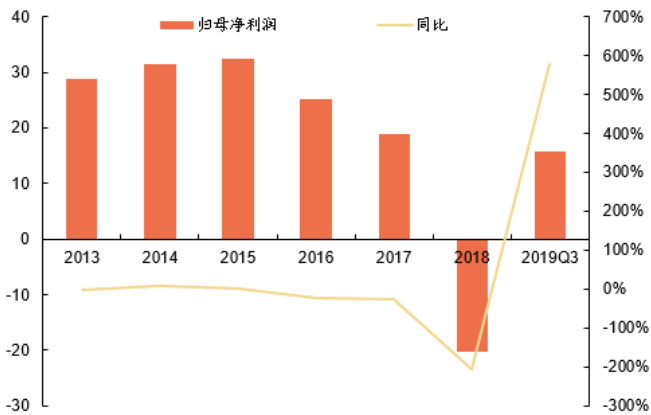
资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

图24: 商用车板块营收季度增速



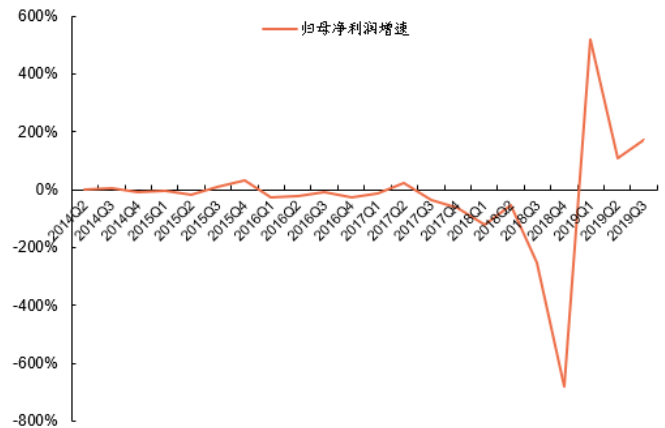
资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

图25: 商用车板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

图26: 商用车板块归母净利润季度增速

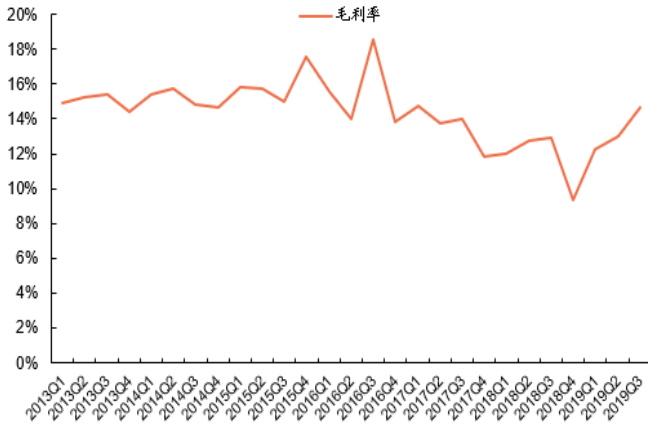


资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

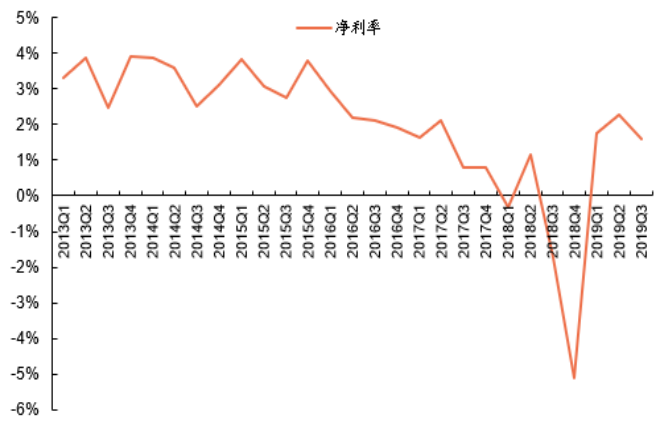
行业毛利率周期性波动, 19 前三季度年行业整体毛利率 13.2%, 较 2018 年同期提高 0.6 个百分点。分季度看 19Q1-Q3 毛利率分别为 12.2%、13%、14.69%, 分别同比提高 0.25、0.28、1.8pct。我们认为 Q3 毛利率提高主要是由于 7-9 月卡车销量同比正增长, 规模效应使得成本降低。19 前三季度行业净利率为 1.9%, 同比提高 2 pct。货车属于生产资料, 价格相对较低, 市场竞争激烈, 行业净利率很低, 各公司盈利波动相对较大。我们认为 Q4 重卡销量将维持稳定的增长, 轻卡大吨小标治理结束后, 轻卡销量有望迎来增长, 卡车板块 Q4 业绩有望超预期。

图27: 重卡行业毛利率变化

图28: 重卡行业净利率变化



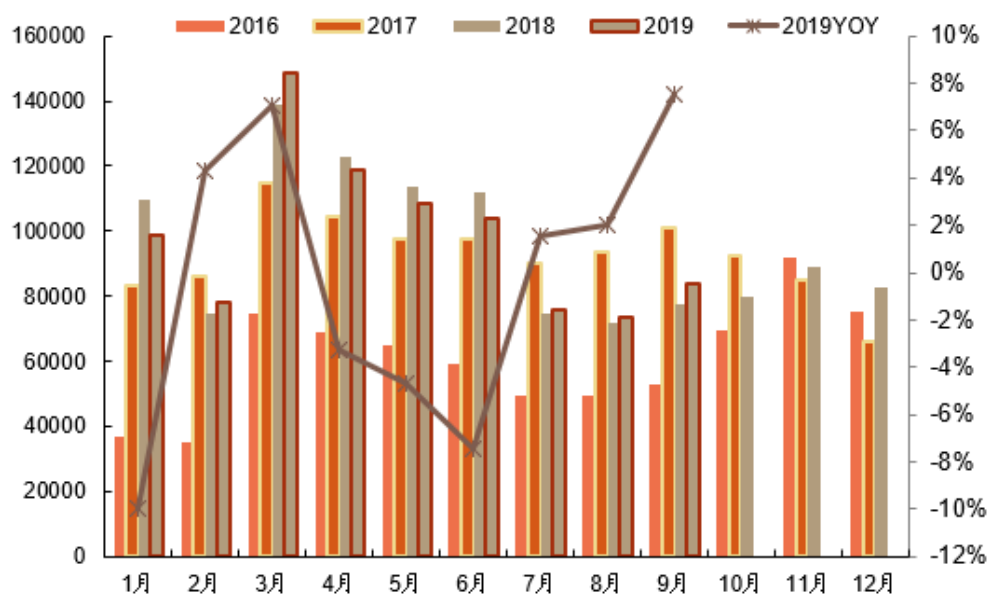
资料来源：公司公告，申港证券研究所



资料来源：公司公告，申港证券研究所

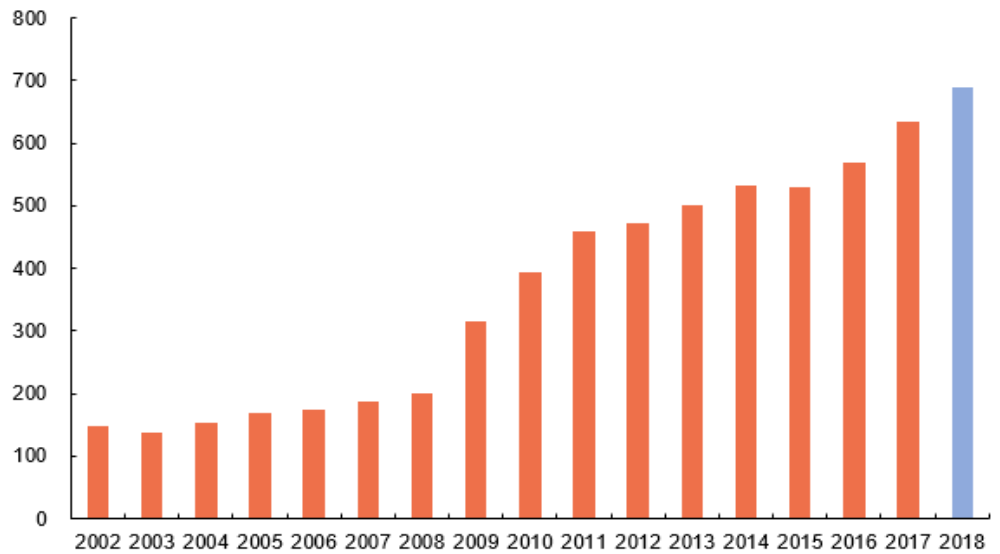
重卡销量持续走强，治超趋严释放新增需求。2019年1-9月份国内重卡销量累计88.9万辆，同比仅下滑0.8%，7-9月份连续三个月实现正增长，整体超出市场预期。根据保有量和销量之间的关系测算了重卡平均使用寿命为8-9年，预计2018年底国内重卡保有量约在685-700万辆，未来更新需求将使得销量中枢提高到76-85万辆。“无锡事件”后，长三角地区对重卡超载整治力度加大，全面治理超载将释放新的运力需求，我们预计2019年全年重卡销量有望达到115万辆。随着国六排放标准的实施，国三重卡将在未来2年左右报废，全面治超叠加国三重卡更新需求，预计2020年重卡销量将维持稳定的增长。

图29：重卡销量(万辆)



资料来源：中汽协，第一商用车网，申港证券研究所

图30: 重卡保有量(万辆)



资料来源: 国家统计局, 中汽协, 申港证券研究所

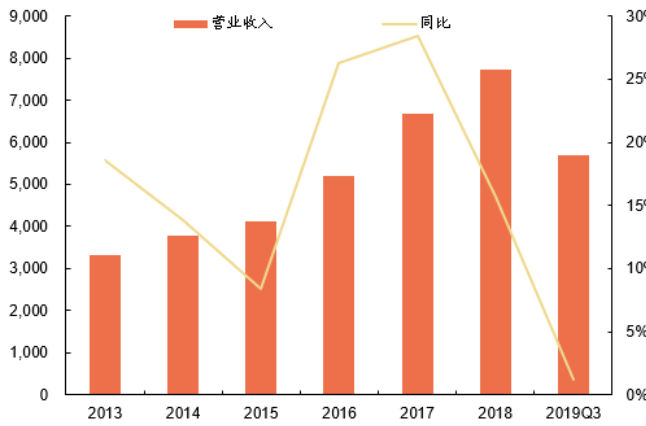
1.4 零部件: Q3 盈利能力承压 收入端环比改善

汽车零部件行业作为产业链的上游, 行业景气度和企业盈利受到下游整车厂订单影响。在汽车行业下行时, 压力将逐步传递到零部件板块。

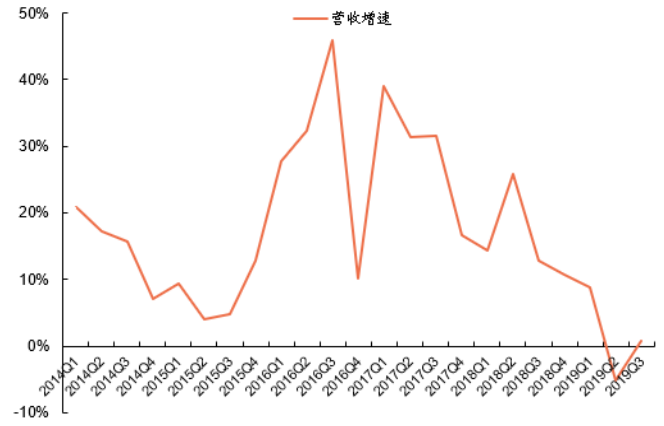
2019 前三季度汽车零部件板块总营收为 5685 亿元, 同比增长 1.15%, 其中体量较大的华域汽车、潍柴动力、福耀玻璃、均胜电子合计占板块营收的 51.7%, 上述四家企业营收合计同比增长 0.8%, 其余公司营收同比增长 1.58%。分季度看, 19Q1 零部件板块营收同比增长 8.9%, 华域、潍柴、福耀和均胜合计营收同比增长 10.9%, 其余公司营收同比增长 6.6%, 零部件板块整体表现优于汽车行业平均增速。19Q2 零部件板块营收增速为-5.1%, 其中规模较大的四家企业营收同比下滑 3.8%, 其余企业合计营收同比下滑 6.6%, Q2 零部件板块营收下滑主要原因是由于行业处于主动去库存阶段, 整车厂产量大幅下滑, 同时年降增加导致收入端承压; Q3 营收同比增长 0.8%, 其中华域等四家企业营收同比下滑 3.9%, 其余公司营收同比增长 5.84%。

图31: 零部件营业收入及增速(亿元)

图32: 零部件营收季度增速



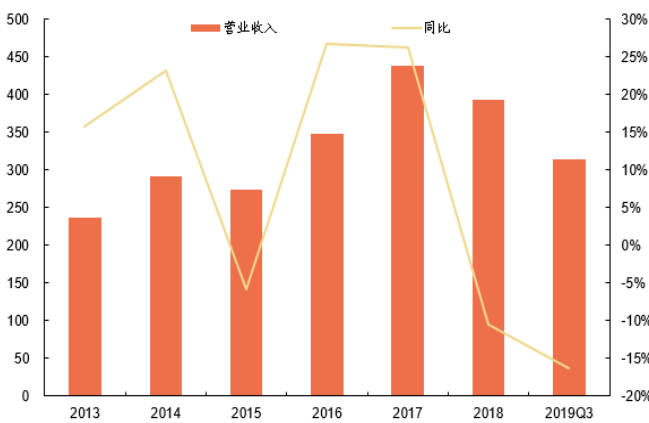
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

Q3 零部件板块净利润增速环比改善。2019 前三季度行业主动去库存，销量和产量均下滑，19Q1-Q3 汽车零部件板块归母净利润为 314 亿元，同比下滑 16.4%，分季度来看，Q1-Q3 板块归母净利润增速分别为-4.74%、-26.2%、-16.1%。前三季度规模较大的四家零部件企业华域汽车、潍柴动力、福耀玻璃、均胜电子的归母净利润同比下滑 9.9%，好于行业平均水平；扣除上述四家规模较大的企业后，零部件板块归母净利润同比下滑 21.3%。分季度看，19Q3 四大零部件企业合计归母净利润同比下滑 9.6%，其余公司归母净利润同比下滑 20.2%。可以看出在行业下行时，下游整车厂压力会逐步传导到上游零部件企业，我们认为 Q4 销量有望实现同比转正，整车厂产量随终端销量增长而改善，零部件企业业绩有望在 Q4 同比转正。

图33: 零部件归母净利润及增速(亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图34: 零部件归母净利润季度增速



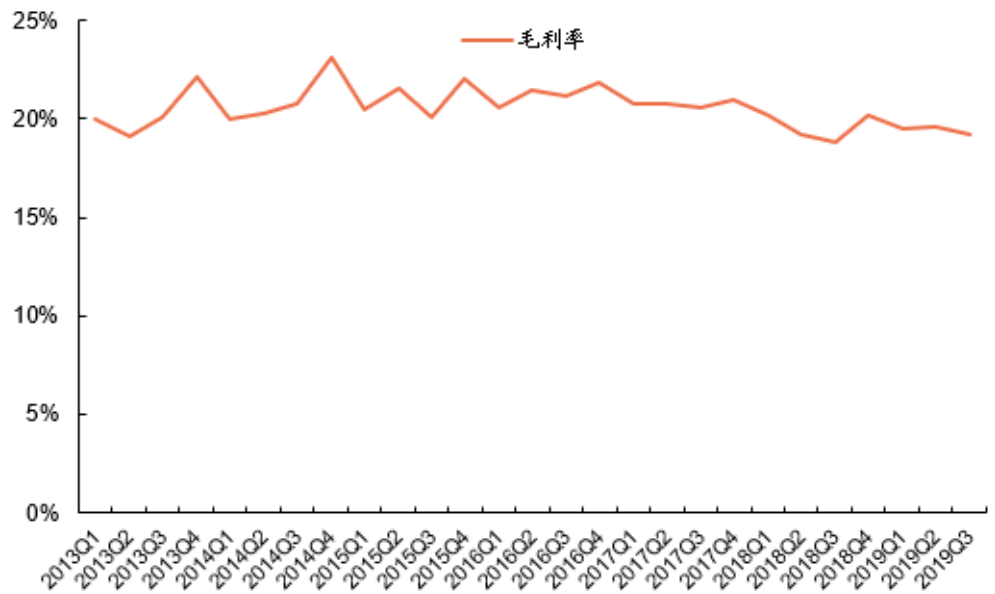
资料来源: Wind, 申港证券研究所

零部件行业毛利率同比微增，预计 Q4 将环比改善。汽车行业下行周期中，零部件行业业绩承压，毛利率下滑，主要是由于年降和规模效应导致成本升高的原因。19 前三季度零部件板块毛利率为 19.44%，同比增长 0.06 pct。按季度分析，19Q1-Q3 毛利率分别为 19.53%、19.6%、19.2%。我们认为自 9 月开始，整车厂产量环比改善明显，预计 Q4 产量将随着销量增长而提高。但由于 7-8 月产量大幅下滑，Q3 全

季度零部件板块仍将承压，预计毛利率和净利率将是全年最低点，Q4 有望环比改善，零部件板块毛利率和净利率有望得到提升。

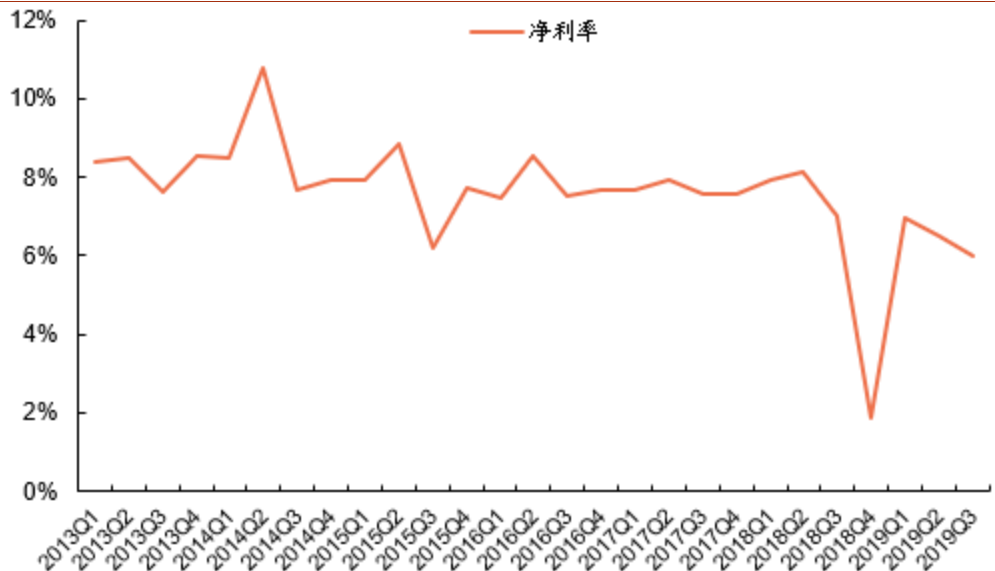
Q2 盈利能力环比下降，期间费用率提高。行业下行周期，处于相对弱势地位的零部件行业业绩承压。零部件板块 19 前三季度净利率为 6.5%，较去年同期下滑 1.32 pct，分季度看，19Q1 净利率 6.94%，Q2 净利率 6.5%，Q3 为 6%。期间费用率 13.4%，比去年同期提高 0.6 pct，环比提高 0.4 pct，主要是由于管理费用率和销售费用率的提高。

图 35：零部件板块毛利率



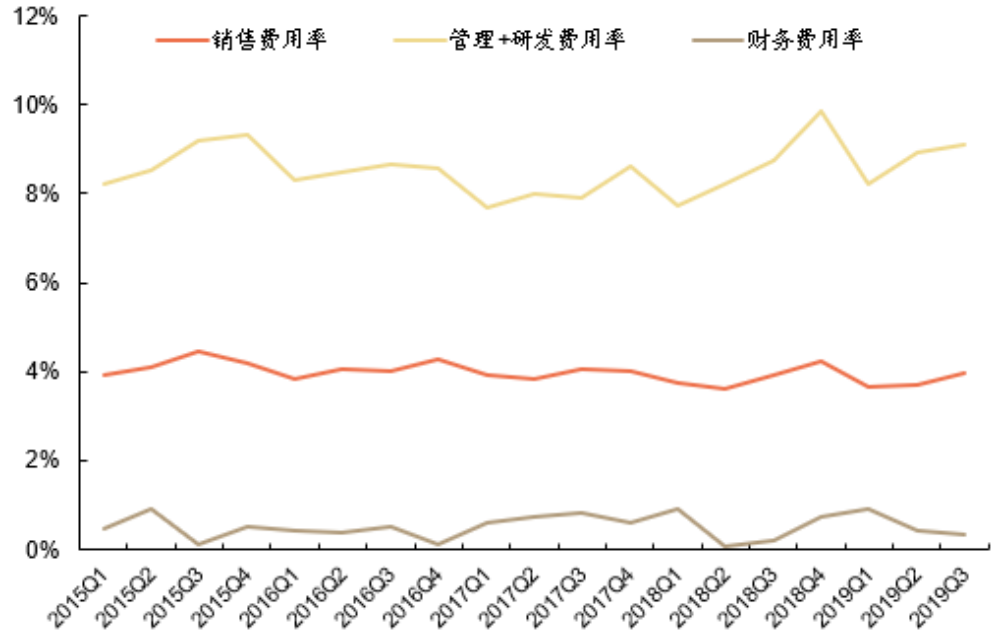
资料来源：Wind，申港证券研究所

图 36：零部件板块净利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图37: 零部件板块期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 上周行业热点

1-9 月我国汽车制造业利润下降 16.6%

1-9 月, 汽车制造业营收 58022.7 亿元, 同比下滑 4.2%; 利润总额同比下降 16.6% 至 3734.6 亿元, 降幅比 1-8 月收窄 2.4%。国家统计局工业司高级统计师朱虹表示, 前三季度工业企业效益出现结构性改善, 汽车、电子行业利润回暖带动装备制造业利润增速由负转正, 由 1-8 月下降 0.7% 转为 1-9 月增长 0.9%。尽管汽车制造业前 9 月累计利润下降幅度有缩减, 但仍呈现同比下滑态势。针对这一问题, 国家统计局国民经济综合统计司司长毛盛勇在此前的新闻发布会上表示, 从目前汽车保有量来看, 中国还有增长空间和潜力。整个消费市场不能算低迷, 消费还是保持了比较好的增长态势。从社会消费品零售总额来看, 前 9 个月增长 8.2%, 如果扣除汽车影响, 实际增长 9% 以上。

拒绝接棒通用, 福特与 UAW 达成临时协议

当地时间 10 月 30 日, 福特汽车和全美汽车工人联合会(UAW)就一项为期四年的新劳工合同达成了初步协议。这意味着, 福特和 UAW 火速达成不罢工协议, 并未产

生摩擦。根据协议，福特将在美国投资 60 亿美元，并将创造或保留超过 8,500 个工作岗位。不过，福特的新劳工合同至少需要 1-2 个星期才能得到工会员工的回复。此外，该协议仍需要得到当地工会领袖的批准，他们将于本周五在底特律召开会议，就该协议进行投票表决。

3. 投资策略及重点推荐

我们本周推荐投资组合如下：

表 2：本周推荐投资组合

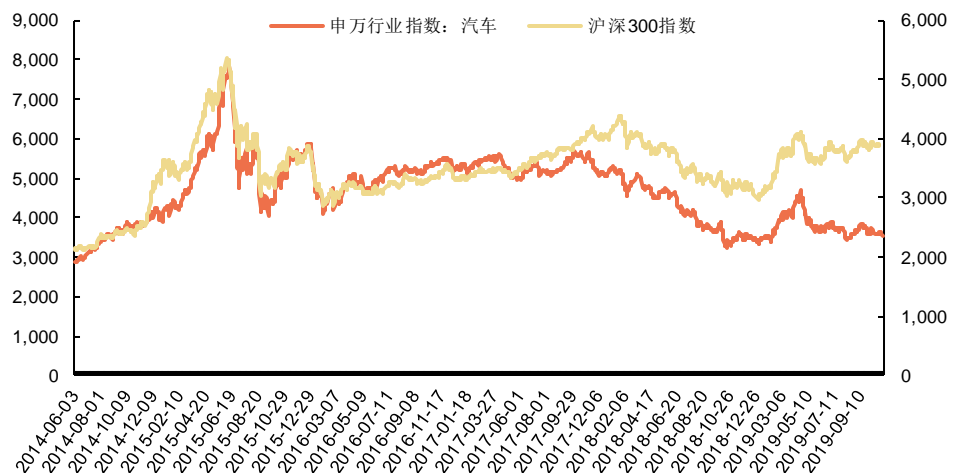
公司	权重
上汽集团	15%
华域汽车	30%
爱柯迪	20%
星宇股份	15%
保隆科技	20%

资料来源：申港证券研究所

4. 行业回顾

截止 11 月 01 日收盘，上周汽车板块下跌 1.80%，同期沪深 300 指数下跌 0.26%，汽车行业相对沪深 300 指数落后 1.54 个百分点。

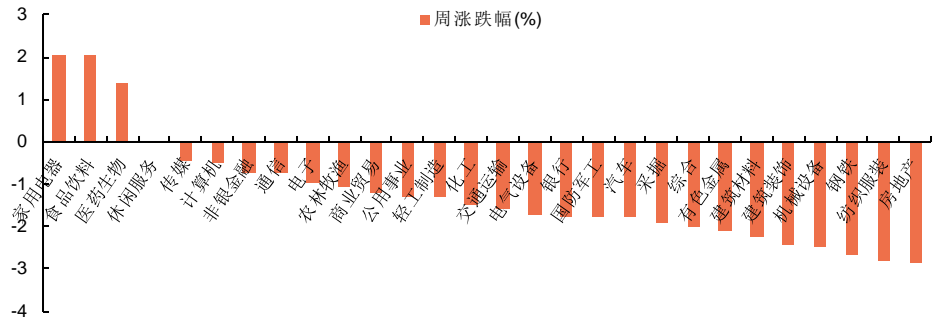
图 38：汽车行业指数 vs 沪深 300 指数



资料来源：Wind, 申港证券研究所

从板块排名来看，汽车行业上周涨幅在申万 28 个板块中位列第 19 位，较上周有所下降，总体表现位于中下游。

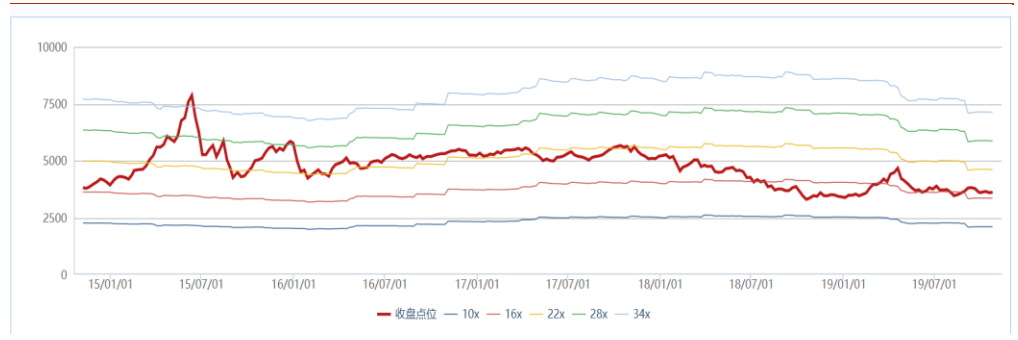
图39：各板块周涨跌幅对比



资料来源：Wind, 申港证券研究所

从估值来看，截至 11 月 01 日，汽车行业 PE-TTM 为 26.8 倍，较上周略有上升。未来国五清库透支消费的影响将会陆续降低，预计接下来估值将陆续上升。

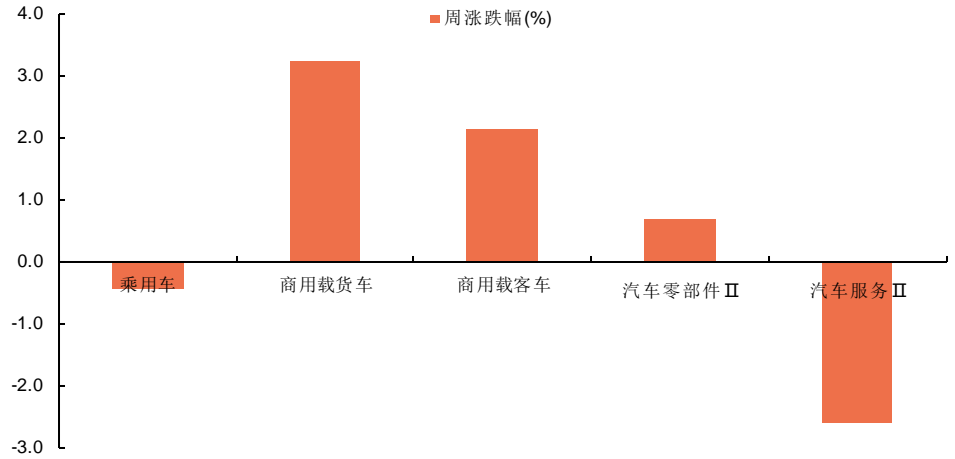
图40：汽车行业估值水平 (PE-TTM)



资料来源：Wind, 申港证券研究所

从子板块来看，乘用车、商用载货车、商用载客车、汽车零部件、汽车服务分别下跌 0.43%、上涨 3.24%、上涨 2.13%、上涨 0.70%和下跌 2.60%。

图41：子板块周涨跌幅对比

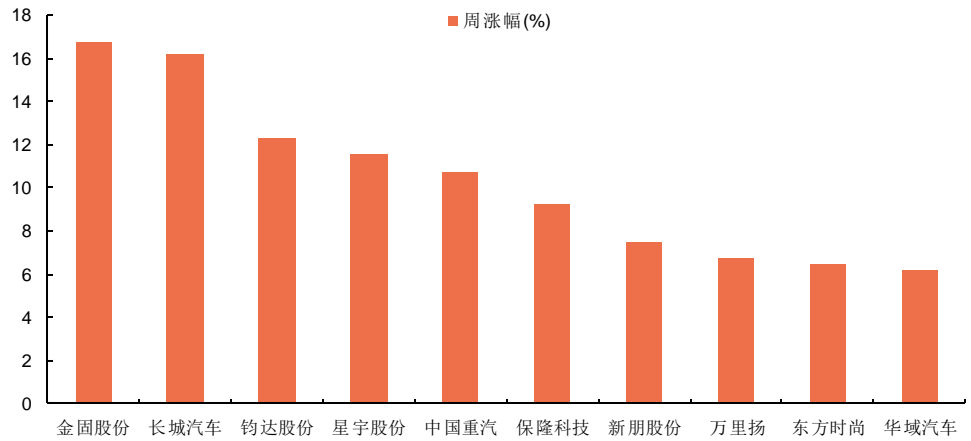


资料来源: Wind, 申港证券研究所

上周汽车行业股价涨幅前五名分别为金固股份、长城汽车、钧达股份、星宇股份、中国重汽。

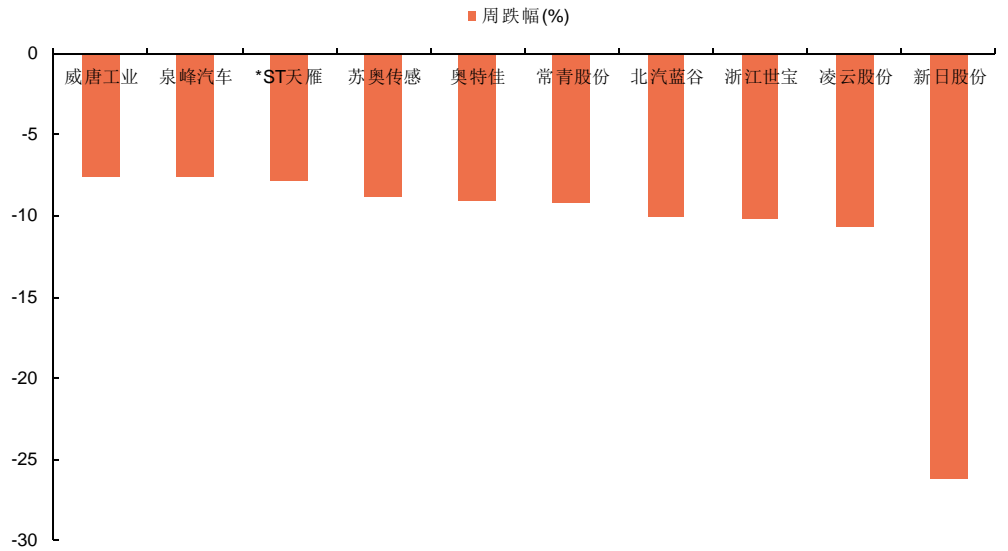
股价跌幅前五名分别为常青股份、北汽蓝谷、浙江世宝、凌云股份、新日股份。

图42: 行业涨幅前十公司



资料来源: Wind, 申港证券研究所

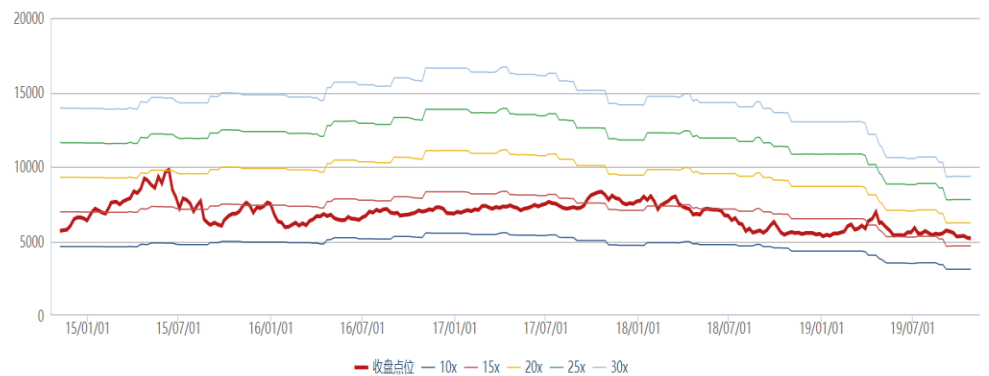
图43: 行业跌幅前十公司



资料来源: Wind, 申港证券研究所

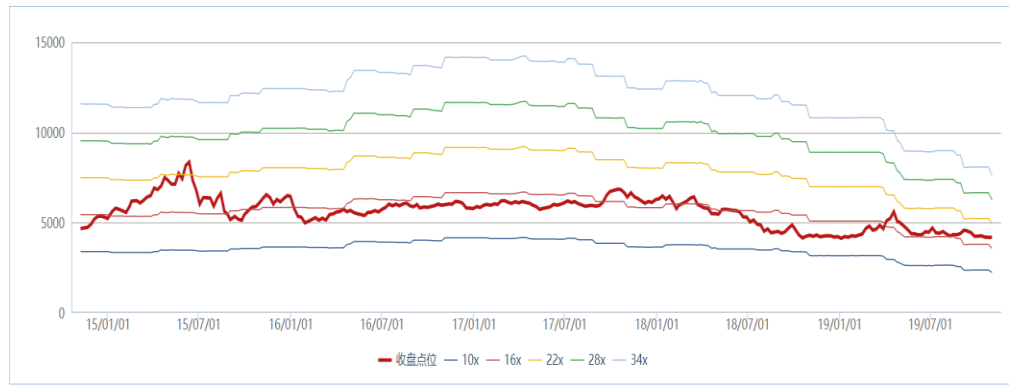
汽车子板块估值: 乘用车、整车和零部件板块估值分别为 19.87、21.59、27.6 倍。本周乘用车、整车板和零部件板块估值略有上升。国五清库透支需求的影响在 9 月份消化, 10 月销量已呈回暖态势, 板块估值将得到修复。我们认为四季度三四线城市的需求的回暖, 汽车行业有望迎来复苏。业绩好、估值低的优质车企和零部件公司的估值有望得到修复, 建议超配乘用车和优质零部件公司。

图44: 乘用车板块估值 PE-TTM



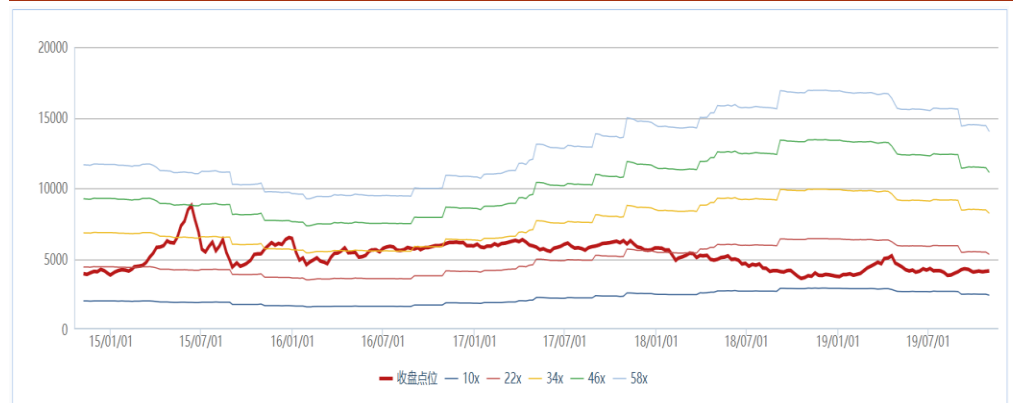
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图45: 整车板块估值 PE-TTM



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图46: 汽车零部件板块估值 PE-TTM



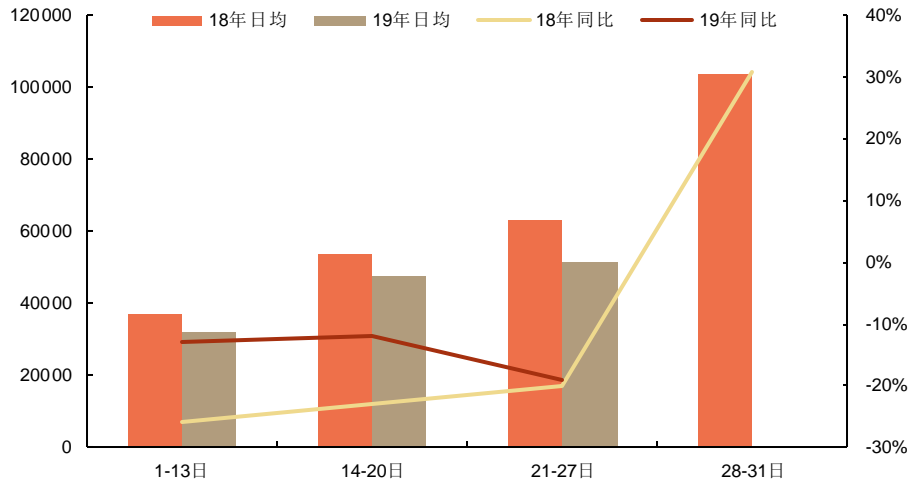
资料来源: Wind, 申港证券研究所

5. 行业重点数据

5.1 乘联会周度数据

零售: 10月全国乘用车市场周度零售起步较强。10月第一周(1-13日)的乘用车市场零售相对高,第一周日均零售3.2万台,同比增速下降13%,好于9月的第一周下滑幅度。10月第二周的零售达到日均4.8万台,同比下滑12%。10月第三周的零售达到日均5.1万台,同比下滑19%。

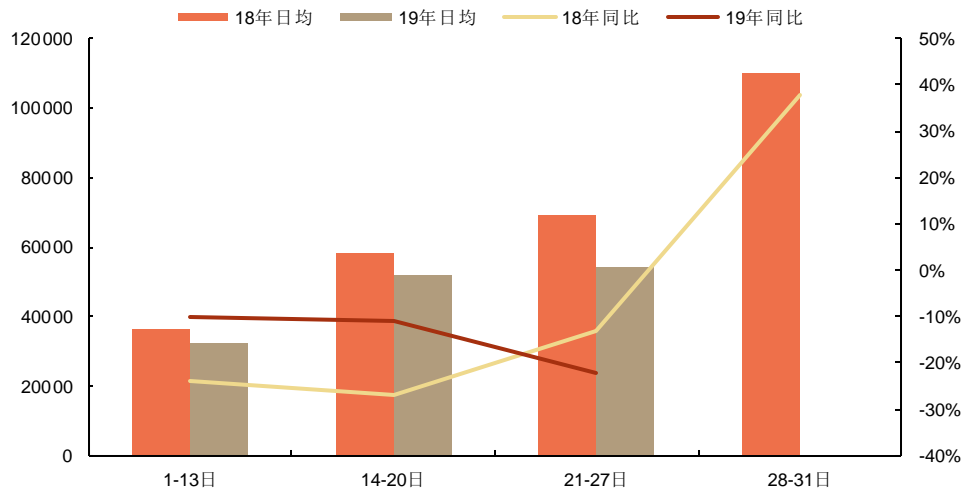
图47: 乘用车10月份日均零售数量



资料来源: 乘联会, 申港证券研究所

批发: 10月第一周(1-13日)的乘用车市场批发相对平稳,第一周日均批发3.3万台,同比增速下降10%,稍好于9月的第一周下滑幅度。10月第二周(14-20日)的乘用车市场继续保持相对平稳,第二周日均批发5.2万台,同比增速下降11%,稍好于9月的前两周下滑幅度。10月第三周(21-27日)的乘用车市场回升速度稍慢,第三周日均批发5.4万台,同比增速下降22%,走势慢于预期。

图48: 乘用车10月份日均批发数量



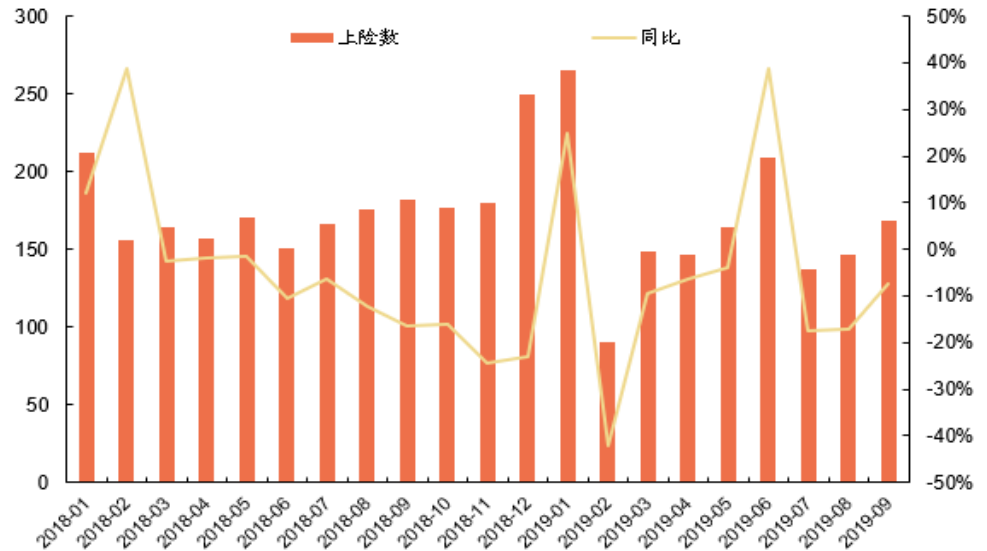
资料来源: 乘联会, 申港证券研究所

5.2 9月交强险数据

9月狭义乘用车上险数168.7万辆,同比下滑7.38%。2019年9月狭义乘用车终端销量为168.7万辆,同比下滑7.38%,环比增长16.31%。此前我们对1-8月份上险数据进行分析后认为5-6月国五促销透支了约65万辆销量,7-8月消化45万辆左右,预计9月终端销量同比下滑10%-15%。9月整体趋势与我们判断一致,终

端零售逐渐回暖。1-9月累计零售1476万辆，同比增速-3.83%。分季度来看，Q1-Q3零售增速分别为-5.3%、8.7%和-13.8%，7-9月零售整体承压。

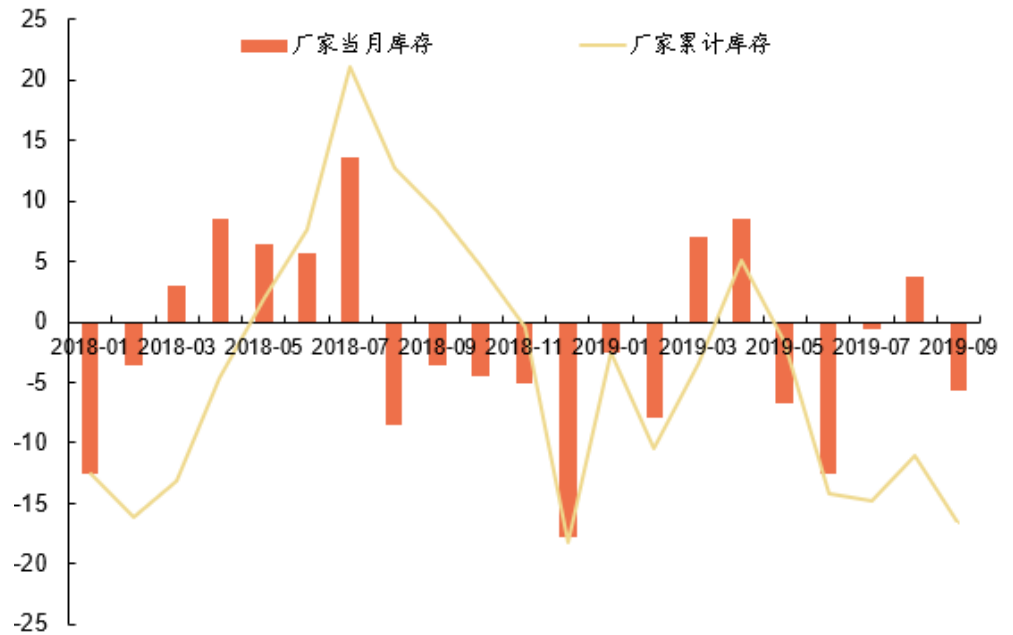
图49：终端上险数及增速(万辆)



资料来源：上险数据，申港证券研究所

9月进入传统销售旺季，根据我们终端调研信息，大部分整车厂9月提高排产，狭义乘用车产品同比下滑8.8%，较前期有较大的改善。行业仍处于主动去库存阶段，但已经临近主动去库存尾声。9月厂家库存较8月减少5.6万辆，年初至今厂家累计库存-16.6万辆。

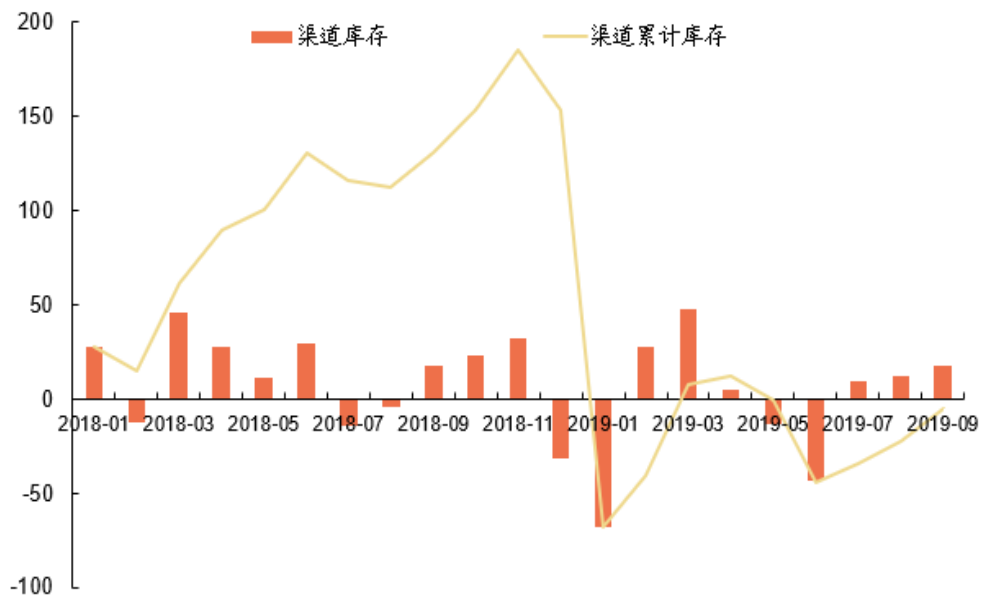
图50：2018-2019.9 厂家库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端上险数据，申港证券研究所

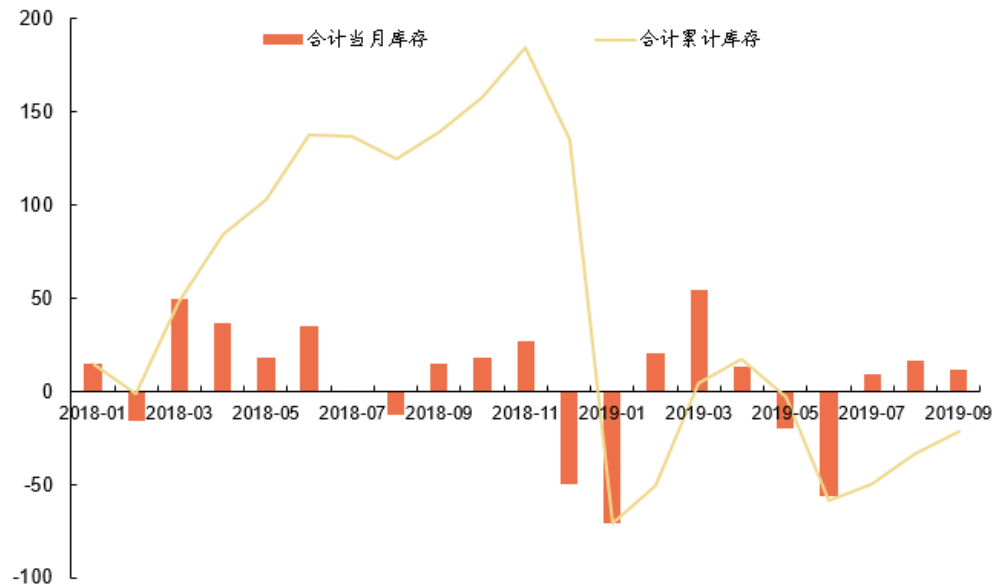
9 月经销商库存较 8 月增加约 17.3 万辆，我们认为主要是由于传统销售旺季到来，终端备库存导致；1-9 月经销商累计库存-4.9 万辆。9 月经销商和厂家合计库存 11.6 万辆，1-9 月累计合计库存-21.5 万辆。目前行业库存处于合理水平，后期批发销量将逐步提高，有望与零售趋于同步。

图 51：2018-2019.9 经销商库存情况(万辆)



资料来源：乘联会，终端上险数据，申港证券研究所

图52: 2018-2019.9 行业库存情况(万辆)



资料来源: 乘联会, 终端上险数据, 申港证券研究所

10月零售有望同比转正。9月上险数同比下滑7.38%，由于行业销量不及预期，近期汽车板块表现较弱。我们预计10月销量有望同比持平或转正，Q4整体销量实现正增长。建议配置估值较低的上汽集团、长安汽车、华域汽车等，以及弹性较大的星宇股份、旭升股份、精锻科技和爱柯迪等。

6. 行业新闻

6.1 传统汽车

增长 11.2% 雷克萨斯 10月销量超 1.6 万辆

雷克萨斯对外公布的销量数据显示,今年10月份,雷克萨斯在华销量为16324辆,同比增长11.2%;1-10月,雷克萨斯在华累计销量为160914辆,同比增长21.5%。此外,混动车型在雷克萨斯在华销量整体当中的占比再次提升。今年10月份,雷克萨斯混动车型的销量达到5690辆,在当月销量中的占比达到34.9%,比上个月提升3.3个百分点;1-10月份,雷克萨斯混动车型的累计销量为53755辆,销量占比达到33.4%。

增长 2.2% 丰田 1-9月全球销量超 726 万辆

丰田发布的数据显示,今年9月份,丰田(包含雷克萨斯,但不包含大发和日野,下同)全球销量达到82.13万辆,同比微增0.3%;1-9月份,丰田全球累计销量为726.42万辆,同比增长2.2%。其中,丰田北美市场9月份销量为19.95万辆,同比下滑了14.8%,1-9月份累计销量206.2万辆,同比下降1.8%;欧洲市场9月份

销量为 9.7 万辆，同比增长 3.2%，1-9 月份累计销量为 80.6 万辆，同比 2.2%；亚洲市场 9 月份销量为 24.9 万辆，同比微增 0.1%，1-9 月份累计销量为 217.1 万辆，同比增长 4.5%。值得注意的是，在中国市场，丰田 9 月份销量为 14.3 万辆，同比增长 1.6%；1-9 月份，丰田累计销量为 118.1 万辆，同比增长 8.4%。据丰田官方称，9 月份销量与去年同期销量基本持平，其中雷凌、亚洲龙、凯美瑞三款车型的销量增长较快。

6.2 新能源汽车

特斯拉三季度中国市场营业收入暴增 63%

10 月 29 日晚间，特斯拉向美国证券交易委员会（SEC）递交截至 2019 年第三季度的业务及营收情况。递交的文件显示，特斯拉第三季度在美国市场的营收同比下降 39%，但在中国市场则暴增 63.4%。尽管美国当前依然是特斯拉的第一市场，但已不是其收入增长最快的市场，特斯拉另外两大市场挪威和荷兰的增速分别为 133% 和 55.8%。按照特斯拉规划，将在 2020 年夏季推出下一款量产车 Model Y，并开始限量生产 Tesla Semi。后续，还将陆续生产电动皮卡车和新版 Tesla Roadster。随着特斯拉上海工厂第一阶段的正式投产，其在中国市场的竞争力将进一步增强。这一方面将带动整个中国新能源汽车市场销量的提升，另一方面，也将加大市场的竞争。

净利润同比下降 88.58% 比亚迪发布财报

10 月 29 日晚间，比亚迪发布业绩报告显示，今年三季度，公司实现营业收入 316.38 亿元，同比降低 9.17%；归属于上市公司股东的净利润为 1.20 亿元，同比下降 88.58%。累计来看，今年前三季度，比亚迪营业收入为 938.22 亿元，同比上升 5.44%；归属于上市公司股东的净利润 15.74 亿元，同比上升 3.09%。净利润降低的同时，比亚迪三季度汽车销量同比也有所下滑。据比亚迪公布的销量数据显示，今年 9 月，比亚迪销量达到 40729 辆，同比下降约 15%；1-9 月，比亚迪累计销量达到 335795 辆，同比下降 4.49%。从销量分布上来看，新能源乘用车 9 月销量为 13048 辆，同比下降约 47.8%；1-9 月累计销量达到 185919 辆，同比增长 37.37%。在传统燃油车方面，9 月份销量为 27048 辆，同比增长 35.2%；1-9 月份累计销量为 143175 辆，同比下降 31.22%。从数据上看，新能源乘用车的增长势头要高于传统燃油车。

6.3 智能网联

解决交通拥堵 大陆集团推智慧城市服务

为了应对城市交通拥堵，大陆集团在 2019 年新加坡世界智能交通大会上，展示了其出行产品的一个新成员——最后一公里送货机器人 Corriere LM，它是一款自主开发的、完全自动化的机器人应用。人们在用汽车取包裹和杂货中浪费了大量的时间，Corriere LM 则可全天 24 小时无休运行，行经人行道，进入公共大厅或直接到达公寓大门前。此外，大陆集团还展出了诸多智慧城市服务，如汽车共享、联网服务、城市交通、车队管理等。在互联方面，大陆集团可实现汽车、基础设施及其它

车辆、移动设备、云端的无缝连接，让使用者能够安全地访问信息和使用服务。大陆旗下子公司 Quantum Inventions 公司还展示了智能汽车钥匙共享解决方案，将实体汽车钥匙变为基于云端的数字化钥匙，从而实现大规模的汽车共享，提高车队运营商的工作效率。

无安全员 Waymo 完全无人驾驶出租车上路

Waymo 首席执行官 John Krafcik 正式确认，公司旗下完全无人驾驶出租车已经在美国亚利桑那州部分地区上线。美国当地时间 10 月 28 日，一位网友也在道路上拍到了正在运行中的 Waymo 无人驾驶出租车，车内已经没有安全员。取消安全员，其实来得一点都不突然。10 月初，Waymo 就曾给乘客发送一封邮件，将很快提供“完全无人驾驶”的出租车服务，客户的下一次行程中很可能就会约到没有配备安全员的自动驾驶汽车。亚利桑那州凤凰城的许多 Waymo 客户都收到了这封邮件。Waymo 在底特律的全球首个 L4 级自动驾驶汽车工厂已经启动生产，并与货车品牌 Peterbilt 合作测试、应用其自动驾驶系统，希望未来达成自动驾驶货车的商用合作。

6.4 新车信息速递

表 3: 一周新车

车型	售价区间(万元)
2020 款日产劲客	9.98-13.88
奔腾 T99	14.99-18.99
本田 CR-V	16.98-21.38

资料来源：各公司官网，申港证券研究所

图 53: 2020 款日产劲客



资料来源：公开资料，申港证券研究所

图54：奔腾 T99



资料来源：一汽奔腾官网，申港证券研究所

图55：本田 CR-V



资料来源：本田官网，申港证券研究所

7. 风险提示

汽车销量不及预期；

刺激政策力度不及预期；

原材料价格大幅上升；

研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

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

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

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

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

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