

行业渡过至暗期，降幅收窄盼曙光

——汽车行业 2019 三季度业绩综述

分析师： 郑连声

SAC NO： S1150513080003

2019 年 11 月 11 日
证券分析师

 郑连声
022-28451904
zhengls@bhq.com

助理分析师

 陈兰芳
SAC No: S1150118080005
022-23839069
chenlf@bhq.com

子行业评级

整车	中性
汽车零部件	中性
汽车经销服务	中性
新能源汽车	看好

重点品种推荐

上汽集团	增持
长安汽车	增持
精锻科技	增持
豪迈科技	增持
玲珑轮胎	增持
金麒麟	增持
拓普集团	增持
潍柴动力	增持
中国重汽	增持
威孚高科	增持

投资要点：
● 行业基本面

1) 2019 前三季度汽车销量 1837.1 万辆，同比下降 10.30%，其中，2019Q3 销量同比下降 5.85%，销量走低主要归因于宏观经济压力仍然较大，消费者购车信心不足，但相较于去年同期汽车降幅收窄。前三季度新能源汽车销量 87.24 万辆，增速收窄至 20.91%，其中 2019Q3 销量增速为-20.06%，销量下滑主要是前期透支叠加补贴退坡影响消费者购车需求。前三季度重卡销量 88.88 万辆，同比小幅下滑 0.81%，其中 2019Q3 同比增长 3.73%，增速企稳回升。2) 库存方面，前三季度经销商库存由国五向国六平稳过渡，上半年主机厂和经销商加速消化国五库存，Q3 每月经销商库存系数不断下降。3) 价格方面，前三季度整体乘用车价格较去年同期上升，与主机厂扩大国六车型的生产节奏、经销商补充国六车型库存以及新车型的上市有关。前三季度乘用车终端优惠显著高于去年同期，2019Q3 整体终端优惠幅度均处于 2011 年以来的历史最高水平。

● 行业整体经营情况

1) 汽车行业 2019 前三季度营收同比下降 3.42%，其中 Q3 同比下降 1.56%。前三季度净利润同比下降 26.03%，其中 Q3 同比下降 25.40%。Q3 行业营收和净利润降幅收窄、营收环比增长（0.46%）反映行业基本面已探底。在国六扩生产和补库存以及各大品牌陆续推出新车型的促进下，Q4 业绩有望小幅回升，行业有望进入复苏周期。2) 前三季度毛利率和净利率较去年同期分别下滑 0.95、1.19 个百分点，行业盈利能力下降，预计 2019 行业整体盈利能力或略低于去年。3) 前三季度在建工程相比年初增长率为-11.52%，在汽车产销持续低迷的情况下，企业通过延缓新项目投建节奏来缓解经营压力。

● 细分行业情况

板块经营持续分化，盈利能力差别增大：1) 乘用车板块 2019 前三季度营收同比下滑 9.41%，其中 2019Q3 营收见底反弹，较去年同期增长 0.20%。前三季度毛利率/净利率分别为 12.67%/3.48%，分别下降 1.83/1.84 个百分点，盈利能力下滑。2) 客车板块前三季度营业收入同比增长 5.60%，盈利能力也有所增强，企业采取有效的成本控制保证了盈利水平。3) 货车板块 2019 前三季度营收同比增 3.34%，Q3 毛利率实现了 2017 年以来的最高值（14.63%），净利率较去年同期提高 3.20 个百分点。4) 零部件板块业绩出现负增长，前三季度营收同比下降 2.38%，其中 Q3 降幅收窄至 2.30%；前三季度毛利率略高于去年同期，净利率下降 1.09 个百分点。5) 汽车经销服务板块在“金九银十”旺季促销和国六车型的营销激励下营收实现增长，但

盈利能力有所下降。

● 基金持仓情况

行业配置方面，2019Q3 基金（包括基金和基金管理公司）减仓汽车股，配置比例由 2019Q2 的 2.67% 降至 1.84%，降低幅度位列申万一级行业第 1。个股配置方面，基金持有的汽车前十大重仓股持股总市值合计 177.45 亿元，占汽车行业持股总市值的 75.11%，其中华域汽车位列第一。

● 行业表现及估值

今年以来，汽车板块跑输大盘 16.52 个百分点，目前行业 TTM 市盈率为 16 倍，年初以来虽跟随大盘有所上升，但从 2002 年以来的历史数据来看，仍位于历史估值中枢下方。其中，乘用车板块 14 倍，零部件板块 18 倍。目前来看，整体估值已基本消化了汽车景气度低迷的预期，在行业走势逐步改善的情况下，行业优质龙头具备较好的配置价值。

● 行业投资策略

1) 当前宏观经济运行压力仍较大，终端需求仍较低迷，汽车行业整体承压，同时面临上游原材料价格压力，汽车产业链利润率受到影响；从政策护市、各大品牌新车型陆续推出、经销商补库存等因素综合分析，四季度汽车销量将逐步改善，明年销量增速有望回正，在行业景气度改善预期下，细分优质标的值得关注。我们认为，国内新车市场将长期呈现以存量竞争为主的特点，预计相关车企及零部件企业未来竞争将越发激烈，经营分化将是大势所趋，未来行业集中度将持续提升，优质龙头效应将越发明显，建议关注主流日系、南北大众及福特相关乘用车产业链的标的，如上汽集团（600104）、长安汽车（000625），以及优质零部件标的精锻科技（300258）、豪迈科技（002595）、玲珑轮胎（601966）、金麒麟（603586）、拓普集团（601689）。

2) 新能源汽车方面，下半年以来多家合资车企的新能源车型陆续上市，随着国内外车企加大投资布局以及新能源车型的开发，新能源汽车的性价比将逐步提升，未来销量增速预计将有所改善。我们认为，持续提质降本仍然是新能源汽车产业改善供给、激发终端需求的关键，行业将持续分化，建议关注具备技术储备和客户渠道优势的优质龙头企业，推荐比亚迪（002594）、宇通客车（600066）、宁德时代（300750，电新组覆盖）、先导智能（300450）。

3) 商用车方面，我们看好重卡产销增长，一方面，政府通过加码基建、减税降费、定向降准等逆周期政策措施使得宏观经济具备较强的韧性，有助于稳定重卡整体需求；另一方面，超限超载治理、国六升级及环保治理，使得存量大的国三车型面临着更为充分的淘汰，受基数走低因素影响，全年重卡销量有望保持稳定亦或小幅增长，建议关注凭借产品与客户优势有望实现利润率与市场份额共同提升的潍柴动力（000338），以及中国重汽（000951）、威孚高科（000581）。

风险提示：经贸摩擦风险；经济下行超预期；政策波动风险；新能源汽车市场增速低于预期；原材料涨价及汇率风险。

目 录

1.行业整体情况.....	6
行业基本面：汽车销量降幅收窄，补库存较为谨慎.....	6
行业整体经营情况：业绩承压减轻，盈利小幅减弱.....	9
2.细分行业情况.....	12
乘用车：销量降幅收窄，营收见底反弹.....	12
客车：Q3 营收同比增长，盈利能力改善.....	13
货车：销量不尽人意，Q3 毛利表现突出.....	14
汽车零部件：Q3 业绩降幅减小，低点已过盼复苏.....	15
汽车经销服务：增量降利促营销，国五国六稳过渡.....	16
3.基金持仓分析.....	17
行业配置：基金减仓汽车股.....	17
个股配置：持仓集中度小幅提升.....	18
增减持分析：行业减持企业较多.....	19
4.行业板块表现与估值.....	21
5.投资策略.....	22

图 目 录

图 1: 汽车批发销量 (万辆)	6
图 2: 新能源汽车销量 (万辆)	6
图 3: 重卡销量走势	7
图 4: 汽车经销商库存	7
图 5: 厂商库存压力有所缓解 (万辆)	7
图 6: 汽车制造业工业增加值走低	8
图 7: 汽车产成品存货增长走势低于去年同期	8
图 8: 乘用车整体市场均价高于同期	8
图 9: 乘用车终端优惠额度走高	8
图 10: 钢材价格走势	9
图 11: 铝价格走势	9
图 12: 铜价格走势	9
图 13: 顺丁橡胶价格	9
图 14: 汽车行业营业收入	10
图 15: 汽车行业净利润	10
图 16: 汽车行业毛利率	10
图 17: 汽车行业净利率	10
图 18: 汽车行业期间费用率走势	11
图 19: 汽车行业经营性现金流量净额 (年度累计)	11
图 20: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)	11
图 21: 汽车行业在建工程相比年初增长率	12
图 22: 汽车行业投资性现金流量净额 (年度累计)	12
图 23: 汽车行业资本性支出	12
图 24: 汽车行业折旧与摊销额	12
图 25: 广义乘用车销量走势	13
图 26: 乘用车板块营业收入	13
图 27: 乘用车板块毛利率与净利率	13
图 28: 客车销量走势	14
图 29: 客车板块营业收入	14
图 30: 客车板块毛利率与净利率	14
图 31: 货车销量走势	15
图 32: 货车板块营业收入	15
图 33: 货车板块毛利率与净利率	15
图 34: 汽车零部件板块营业收入	16
图 35: 汽车零部件板块毛利率与净利率	16
图 36: 汽车经销服务板块营业收入	17
图 37: 汽车经销服务板块毛利率与净利率	17
图 38: 汽车经销服务板块存货走势	17
图 39: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额	17
图 40: 汽车行业配置比例降幅位列申万一级行业第 1	18
图 41: 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 8	18

图 42: 基金持有的汽车前十大重仓股	18
图 43: 基金持股市值排名前 20 公司的行业分布	19
图 44: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比	19
图 45: 基金增持金额排名前 10 的汽车股	19
图 46: 基金减持金额排名前 10 的汽车股	19
图 47: 行业及各板块估值 (PE, TTM 整体法) 走势	21
图 48: 行业及各板块估值溢价率	21

表 目 录

表 1: 乘用车板块减持前五名公司	20
表 2: 商用车板块的增持公司	20
表 3: 汽车零部件板块增持变动前 10 的企业	20
表 4: 汽车经销服务板块减持前三名公司	21
表 5: 行业板块涨跌幅 (2019.1.1-2019.11.11)	21

1.行业整体情况

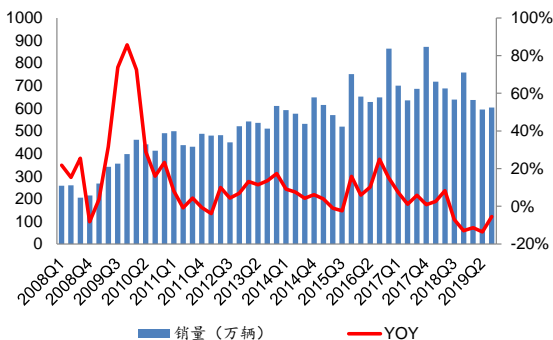
行业基本面：汽车销量降幅收窄，补库存较为谨慎

1) 销量方面，2019 前三季度汽车销量 1837.1 万辆，同比下降 10.30%，增速较去年同期下降 11.79 个百分点；其中 2019Q3 销量 604.8 万辆，同比下降 5.85%，降幅较去年同期的 6.50%减少 0.64 个百分点，销量走低主要归因于宏观经济压力仍然较大，消费者购车能力和信心不足，汽车终端需求较低，但相较去年同期汽车降幅有所收窄。我们认为，由于政府的政策鼓励和各大品牌新车型的陆续推出，加之今年春节较早促进经销商提前补库存，四季度汽车销量将逐步改善，明年将进一步改善，明年销量增速有望回正；长期来看，汽车行业正从底部走出，未来增长空间依然可观，品牌与企业分化仍将持续。

2019 前三季度新能源汽车销量 87.24 万辆，销量增速达到 20.91%，其中 2019Q3 销量为 24.48 万辆，增速为-20.06%。新能源汽车增速于 7 月份出现 2017 年 1 月以来的首次下降，此后连续 4 个月下滑，主要是前期透支叠加补贴退坡带来了销售成本上涨并影响了消费者购车热情。我们认为，随着国内外车企加大投资布局以及新能源车型的开发，新能源市场竞争将更加激烈，性价比较高和对补贴依赖度较低的企业有机会实现较快增长。

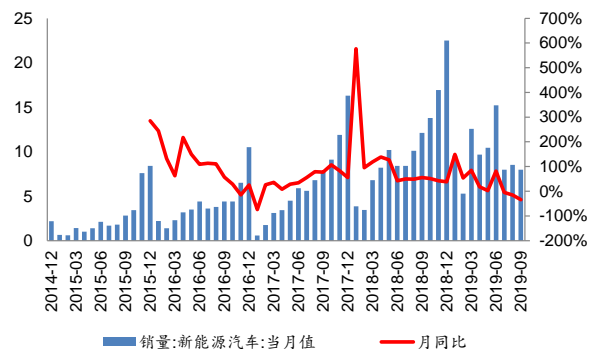
2019 前三季度重卡销量 88.88 万辆，同比小幅下滑 0.81%；其中 2019Q3 销量 23.26 万辆，同比增长 3.73%。重卡销量自 7 月份以来连续增长，10 月份继续增长 14.1%，使得 1~10 月累计销量同比增长 0.37%，销量反弹受益于政府加码基建、减税降费、定向降准等逆周期政策，以及超限超载治理、国六升级背景下国三车淘汰加速，2019Q4 重卡销量有望继续增长。

图 1: 汽车批发销量 (万辆)



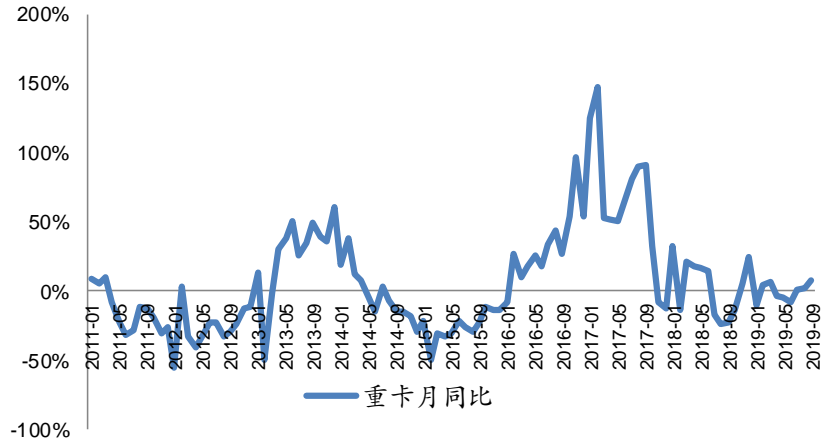
资料来源: Wind, 渤海证券

图 2: 新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: Wind, 渤海证券

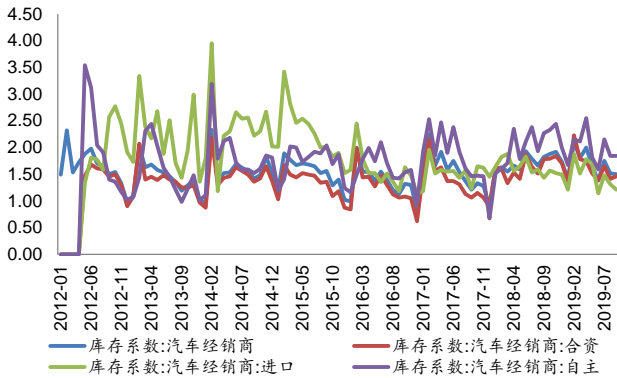
图 3: 重卡销量走势



资料来源: Wind, 渤海证券

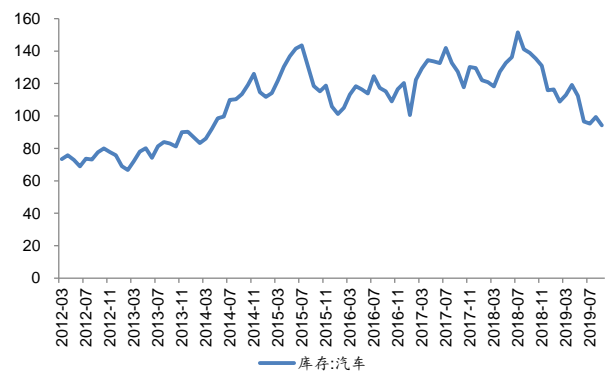
2) 库存方面, 2019 前三季度经销商库存由国五向国六平稳过渡, 上半年主机厂和经销商加速消化国五库存, Q3 每月经销商库存系数不断下降。7 月 1 起国内多城开始实施国六排放新标准后, 7 月库存系数回升至 1.75, 主要归因于国六车型补库存以及 5/6 月主动去库存带来的终端需求透支效应, 8 月和 9 月库存有所消耗, 经销商库存系数分别为 1.51 和 1.50, 经销商谨慎提货。关于主机厂库存, 延续了 2018 年 7 月以来的下降, 2019 年 6 月跌破三位数(96.60 万辆)后, 2019Q3 继续走低, 9 月仅为 94.20 万辆, 其中, 乘用车库存为 73.30 万辆, 商用车库存为 20.90 万辆, 主要在于经济增速放缓背景下需求较低且未来预期较为悲观, 因此主机厂谨慎安排生产, 放缓生产节奏。

图 4: 汽车经销商库存



资料来源: Wind, 渤海证券

图 5: 厂商库存压力有所缓解(万辆)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 汽车制造业工业增加值走低



资料来源: Wind, 渤海证券

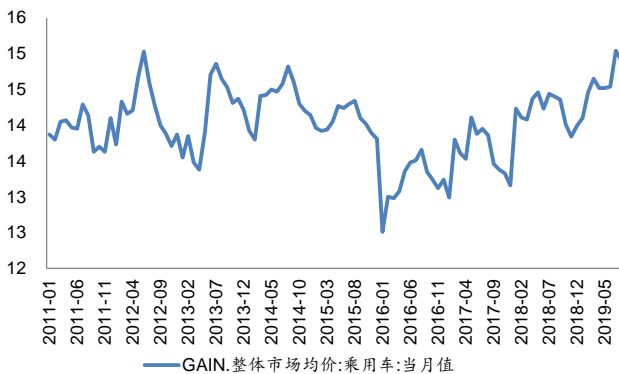
图 7: 汽车产成品存货增长走势低于去年同期



资料来源: Wind, 渤海证券

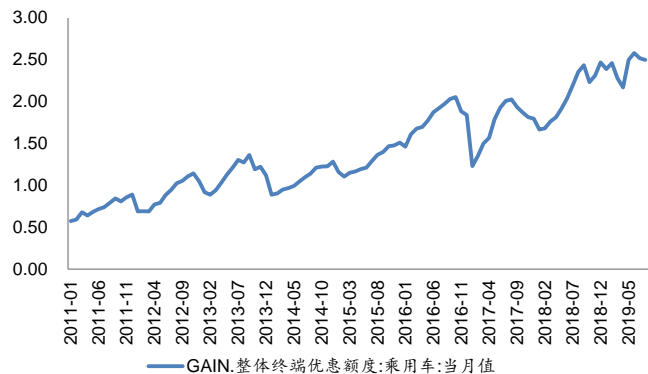
3) 价格方面, 2019 前三季度整体乘用车价格较去年同期上升, 与主机厂扩大国六车型的生产节奏、经销商补充国六车型库存以及新车型的上市有关。前三季度乘用车终端优惠显著高于去年同期, 2019Q3 整体终端优惠幅度均处于 2011 年以来的历史最高水平, 这是由于汽车整体市场景气度低迷的背景下, 国六新车型的推出与“金九银十”旺季促销的叠加效应。我们预计, 2019Q4 乘用车优惠将会持续, 整体价格将在合理范围内波动。

图 8: 乘用车整体市场均价高于同期



资料来源: Wind, 渤海证券

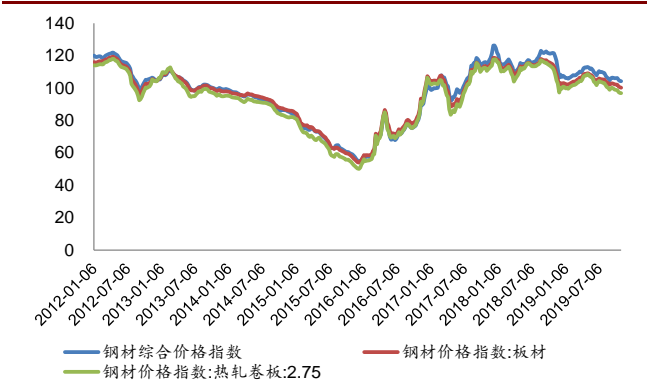
图 9: 乘用车终端优惠额度走高



资料来源: Wind, 渤海证券

4) 成本方面, 主要原材料钢铝铜等价格相比去年有所降低, 但整体仍在较高位小幅波动。我们预计, 在全球贸易摩擦背景下, 中短期内经济走势仍不明朗, 未来主要原材料价格或将继续小幅震荡, 汽车制造成本压力仍存。

图 10: 钢材价格走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 11: 铝价格走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 铜价格走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: 顺丁橡胶价格



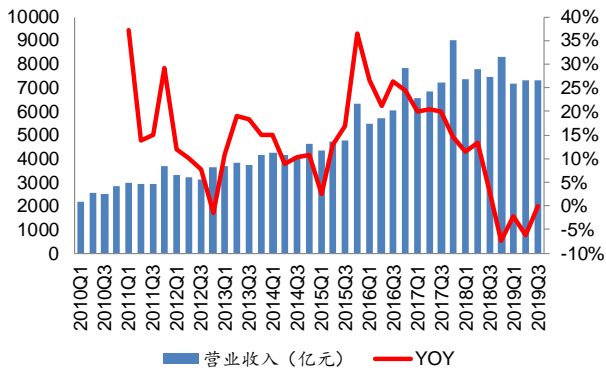
资料来源: Wind, 渤海证券

行业整体经营情况: 业绩承压减轻, 盈利小幅减弱

我们对汽车及零部件行业上市公司数据(合计)进行统计分析如下:

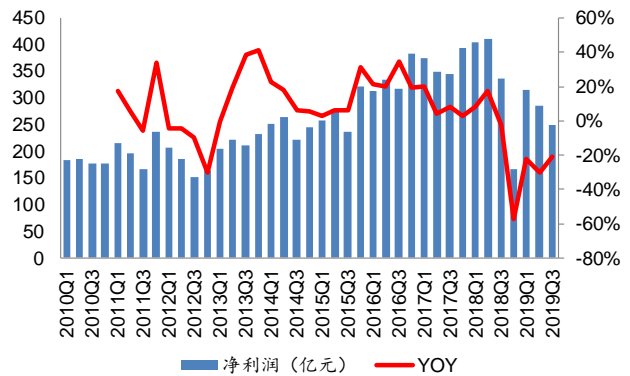
1) 经营业绩方面, 汽车行业 2019 前三季度实现营收 2.18 万亿元, 同比下降 3.42%, 其中 Q3 实现营业收入 7329.67 亿元, 同比下降 1.56%, 虽继续下滑但降幅较 Q1、Q2 有所收窄, 环比增长 0.46%。前三季度净利润 851.28 亿元, 同比下降 26.03%, 其中 Q3 净利润为 250.30 亿元, 同比下降 25.40%, 降幅相较于 Q2 有所收窄。2019Q3 汽车行业营业收入和净利润的表现表明, 业绩持续承压, 暗示行业基本面已探底, 在国六扩生产和补库存以及各大品牌陆续推出新车型的促进下, Q4 业绩有望小幅回升, 行业有望进入复苏周期。

图 14: 汽车行业营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

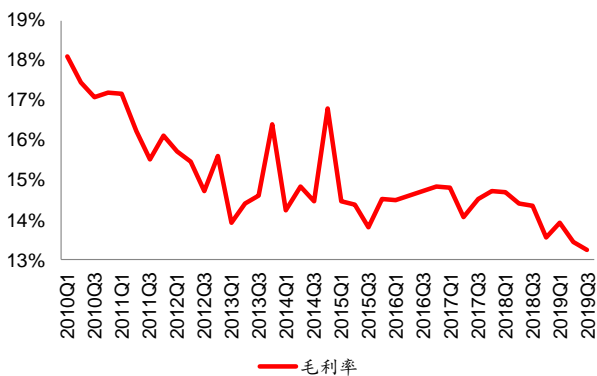
图 15: 汽车行业净利润



资料来源: Wind, 渤海证券

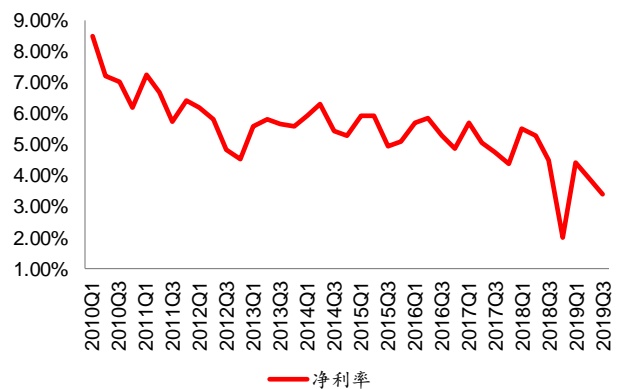
2) 盈利能力方面, 汽车行业 2019 前三季度毛利率 13.54%, 净利率 3.91%, 较去年同期分别下滑 0.95、1.19 个百分点; 其中 2019Q3 毛利率 13.25%, 净利率 3.41%, 分别下滑 1.11、1.09 个百分点, 与上半年降幅接近。2019 前三季度经营性现金流量净额为 670.17 亿元, 较去年同期的 4.43 亿元 (剔除新股) 和 2019H1 的 242.69 亿元均有较大幅度的增长, 企业通过加强现金回款以应对经营压力。从 ROA 与 ROE 表现看, 前三季度汽车行业 ROA、ROE 分别为 2.50%、5.61%, 分别下降 1.15、2.50 个百分点。综合而言, 行业盈利能力减弱, 但整体回升潜力较大, 预计 2019 汽车行业整体盈利能力或略低于去年。

图 16: 汽车行业毛利率



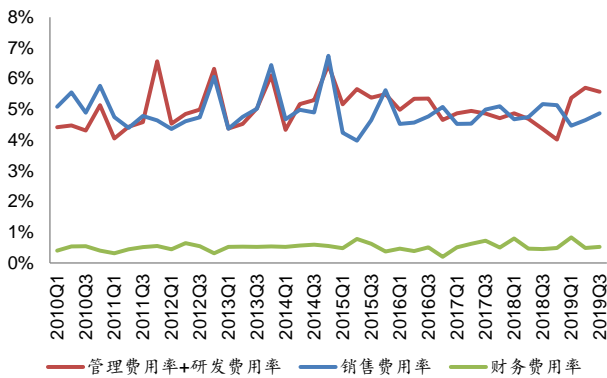
资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 汽车行业净利率



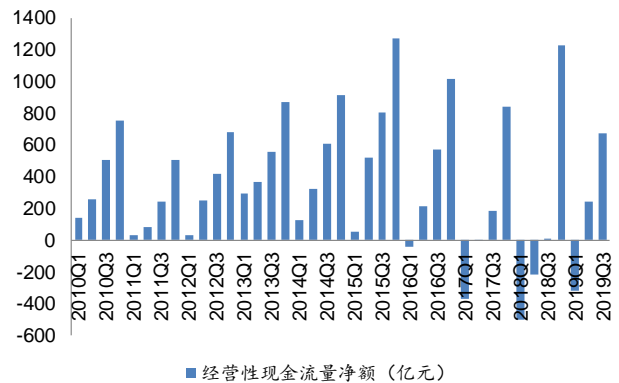
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 汽车行业期间费用率走势



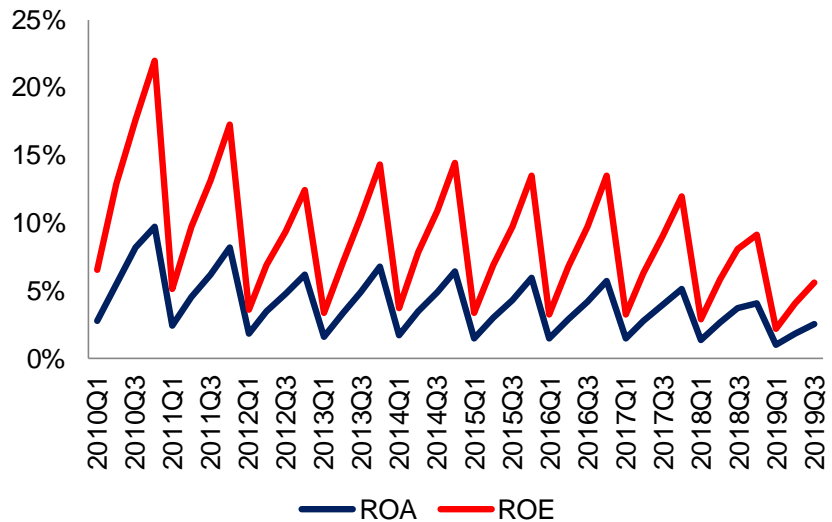
资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 汽车行业经营性现金流量净额 (年度累计)



资料来源: Wind, 渤海证券

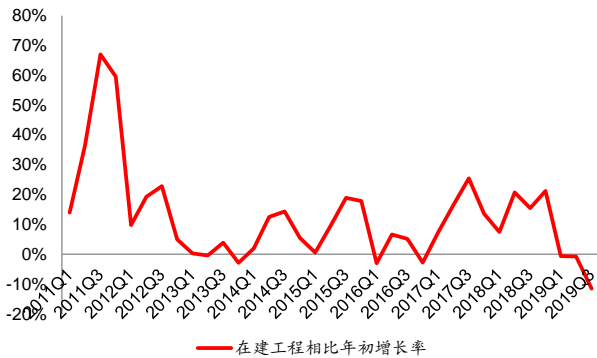
图 20: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)



资料来源: Wind, 渤海证券

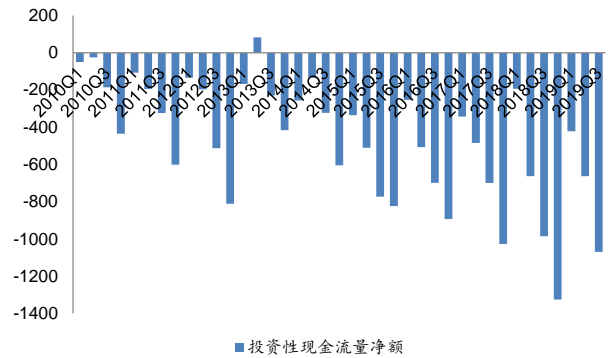
3) 投资方面, 从在建工程指标看, 2019 前三季度在建工程相比年初增长率为 -11.52%, 较 2018 下降 26.97 个百分点; 从投资性现金流量净额和资本性支出指标看, 2019 前三季度投资性现金流量净额为 -1069.62 亿元, 与上年同期的 -985.42 亿元相比支出增加, 资本性支出为 311.50 亿元, 同比下滑 24.59%。在汽车产销持续低迷的情况下, 企业通过延缓新项目建设来缓解经营压力, 但部门实力规模较强的优质企业仍高瞻远瞩, 通过持续性的研发投入和对新能源和智能网联的布局, 以期站稳市场、实现超越行业的表现、甚至扩大市场份额。

图 21: 汽车行业在建工程相比年初增长率



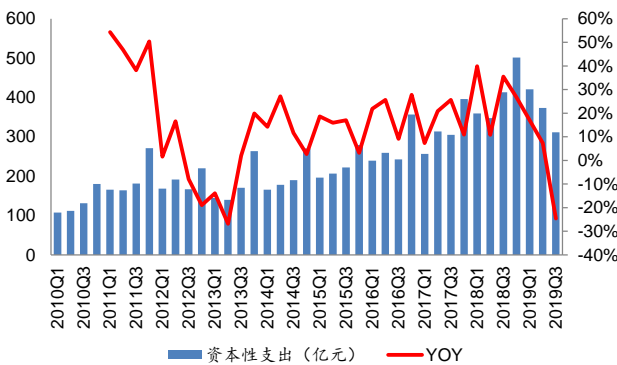
资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 汽车行业投资性现金流量净额 (年度累计)



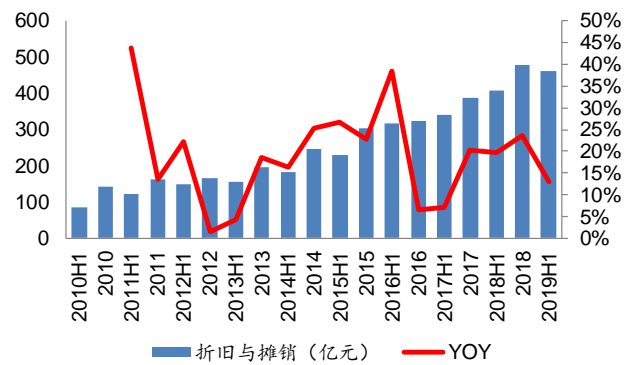
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 汽车行业资本性支出



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 汽车行业折旧与摊销额



资料来源: Wind, 渤海证券

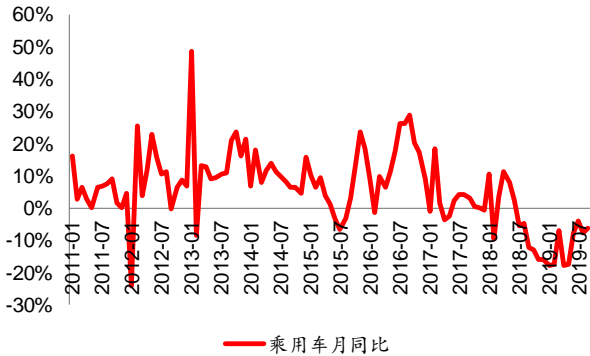
2. 细分行业情况

乘用车: 销量降幅收窄, 营收见底反弹

乘用车板块 2019 前三季度营业收入为 9322.35 亿元, 相比去年同期下滑 9.41%, 其中 2019Q3 营收见底反弹, 较去年同期增长 0.20%, 主要原因为国六新车型的推出叠加去年同期基数较低。2019 前三季度乘用车销量为 1523.54 万辆, 较去年同期减少 11.51%, Q3 销量为 511.15 万辆, 同比降低 6.04%, 相比 Q1/Q2 的降幅 13.77%/14.34% 明显收窄。前三季度毛利率/净利率分别为 12.67%/3.48%, 分别下降 1.83/1.84 个百分点。我们认为, Q4 乘用车领域销量和营收可能回暖, 盈利或面临压力或有所减小, 行业有望见底反弹。短期来看,

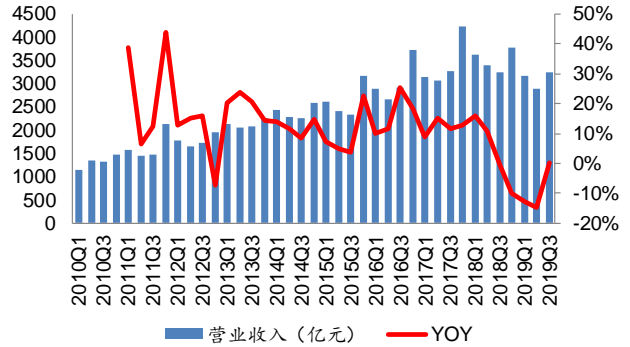
在宏观经济尚不明朗的背景下，国六量产逐渐稳定，乘用车新车市场竞争将更加激烈。长期来看，品牌和车企将持续分化，优质合资与自主品牌将凭借技术研发优势和规模优势保持超越行业的增长。

图 25: 广义乘用车销量走势



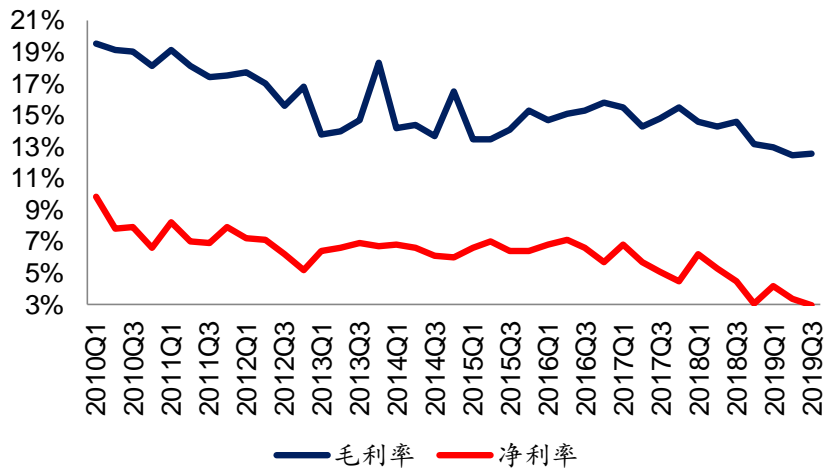
资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 乘用车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 乘用车板块毛利率与净利率



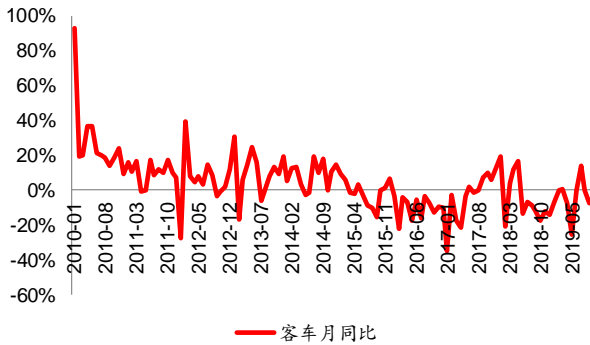
资料来源: Wind, 渤海证券

客车: Q3 营收同比增长, 盈利能力改善

客车板块 2019 前三季度销量小幅下滑 4.71%，降幅小于乘用车，主要归因于 Q1 销量的提拉带动。2019 前三季度营业收入相比去年同期增 5.60%，盈利能力也有所增强，前三季度毛利率/净利率分别为 17.63%/3.68%，分别提升 0.28/0.88 个百分点。2019Q3 营收同比增长 18.91%，达到 181.35 亿元，毛利率/净利率也达到本年峰值，分别为 18.23%/4.97%。我们判断，2019Q3 销量的下滑主要受

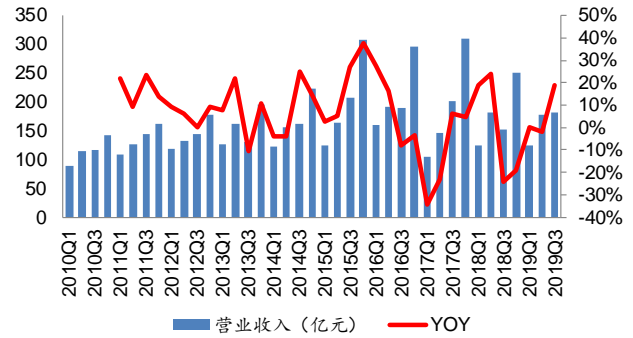
新能源补贴退坡的影响，但企业采取有效的成本控制保证了盈利水平。我们认为，产销低迷期也是客车行业洗牌季，成本控制和管理能力在重整期尤为重要，技术水平较高和具有规模效应成本较低的企业在 Q4 可能实现超越行业的增长。

图 28: 客车销量走势



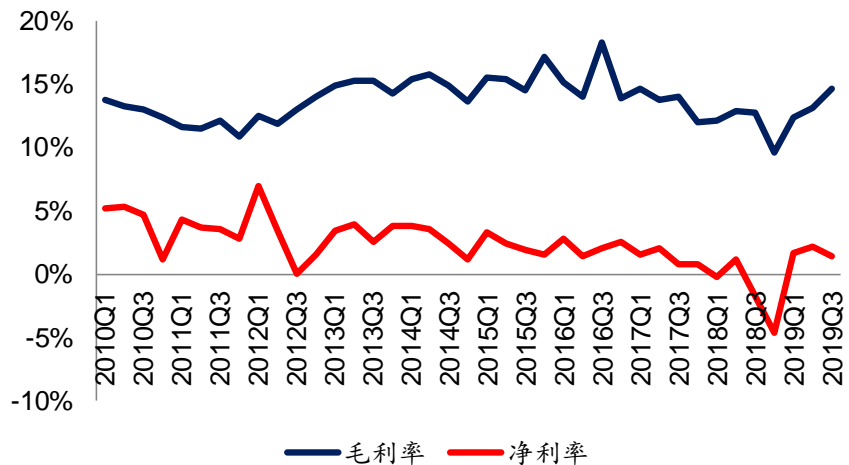
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 29: 客车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 30: 客车板块毛利率与净利率



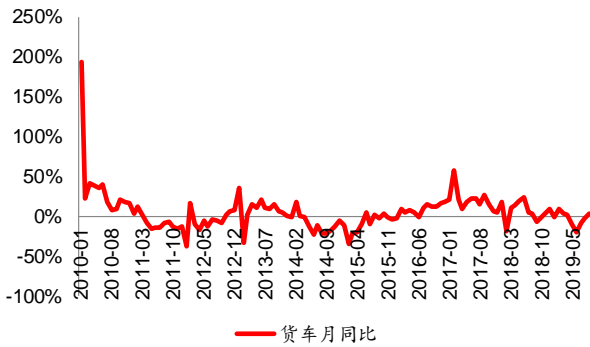
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

货车: 销量不尽人意, Q3 毛利表现突出

货车板块 2019 前三季度销量下滑 18.56%，营业收入实现 1000.22 亿元，同比增 3.34%，毛利率/净利率实现 13.23%和 1.80%，相比去年同期增 0.62 和 1.93 个百分点。营收的增加主要由于 Q1 高增长的影响，而 2019Q2、Q3 营收都有所下降，但 Q3 同比降 5.56%，相比 Q2 降幅收窄。2019Q3 毛利率实现了 2017 年以来的最高值（14.63%），净利率较去年同期提高 3.20 个百分点。货车行业的五家

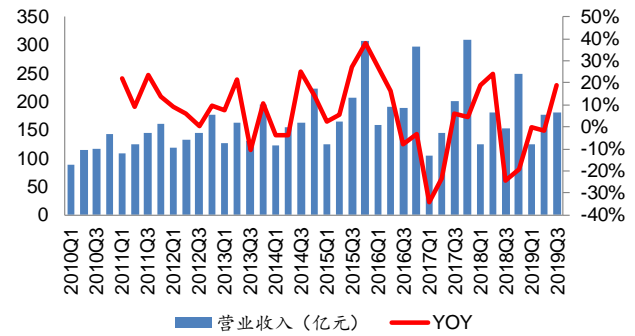
公司里，仅江铃汽车营业利润出现负增长。我们认为，宏观经济和汽车行业景气度整体偏低的背景下，政府采取的加码基建、减税降费、定向降准等逆周期政策将带动货车尤其是重卡行业回暖，在超限超载治理、国六升级背景下国三车淘汰加速，货车行业营收有望受益于重卡销量增长。

图 31: 货车销量走势



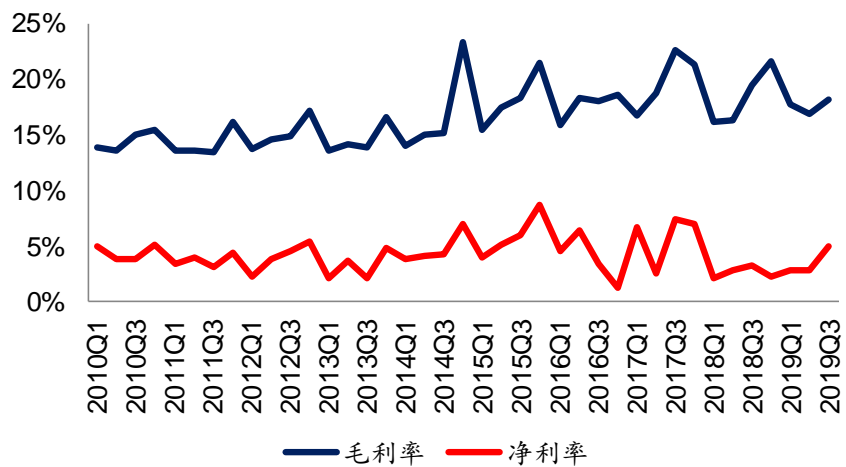
资料来源: Wind, 渤海证券

图 32: 货车板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 33: 货车板块毛利率与净利率



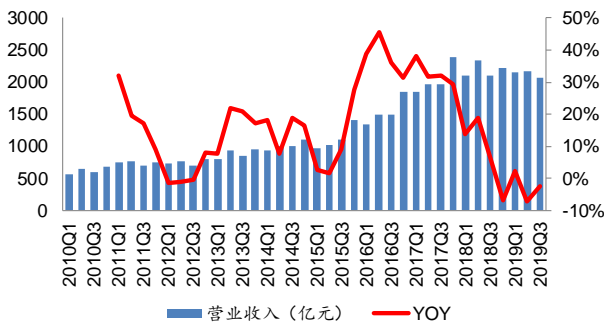
资料来源: Wind, 渤海证券

汽车零部件: Q3 业绩降幅减小, 低点已过盼复苏

下游汽车的产销低迷引起汽车零部件板块的负增长, 2019 前三季度零部件板块营收 6383.78 亿元, 同比下降 2.38%, 其中 2019Q3 营收 2065.97 亿元, 同比降低 2.30%, 跌幅相对 Q2 的 7.13% 明显收窄。盈利能力而言, 2019 前三季度毛利率 (19.26%) 略高于去年同期 (19.14%), 净利率下降 1.09 个百分点至 6.33%。

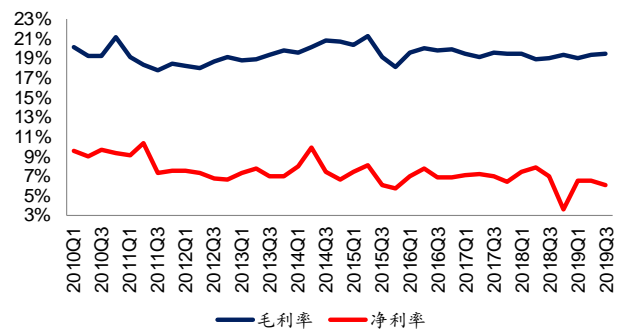
汽车零部件受到汽车行业产销低迷的冲击，但是降幅小于整车，一方面由于中国汽车存量市场已有一定规模，替换需求保证了零部件企业的发展空间；另一方面海外市场的攻城略地使得零部件企业出口保持良好增长，减小了国内汽车市场对零部件行业的影响。总之，汽车零部件板块降幅低于汽车行业整体，Q3 降幅低于 Q2。我们相信，随着汽车行业走过低点，零部件板块复苏在即。考虑到四季度国六车型的批产带动，Q4 零部件有望实现营收增长。

图 34: 汽车零部件板块营业收入



资料来源: Wind, 渤海证券

图 35: 汽车零部件板块毛利率与净利率

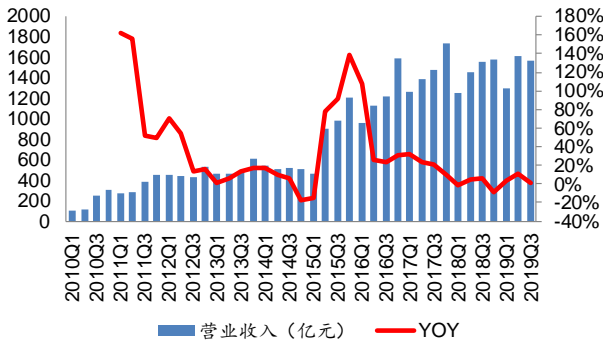


资料来源: Wind, 渤海证券

汽车经销服务：增量降利促营销，国五国六稳过渡

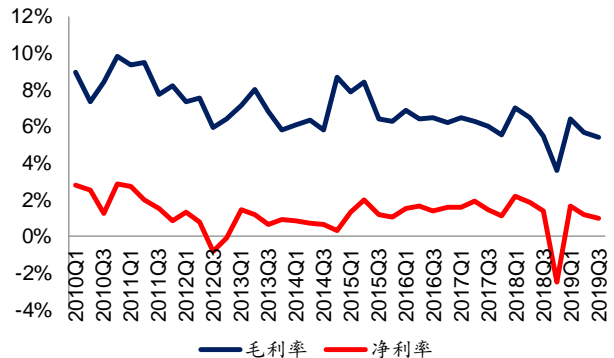
汽车经销服务板块前三季度营业收入实现 4478.56 亿元，同比增长 5.05%，毛利率/净利率达到 5.81%/1.24%，同比下滑 0.48/0.54 个百分点。这是由于国五国六车型的过渡时期，一方面国五车库存的清理时间有限，另一方面消费者对国六新车型的谨慎，激励经销商加大营销幅度，同时，“金九银十”的旺季也为 Q3 的营销加码。2019Q3 汽车经销服务板块存货相比年初增速为 7.70%，增速相较 Q2 (2.06%) 有所增加，这是国五库存消耗后经销商补充国六车库存的结果。2019Q3 经营性现金流净额为 32.04 亿元，同比下滑 40.26%。我们判断，汽车行业不景气背景下经销商加大营销力度，使得前三季度经销服务板块的营收增加、盈利减少。

图 36: 汽车经销服务板块营业收入



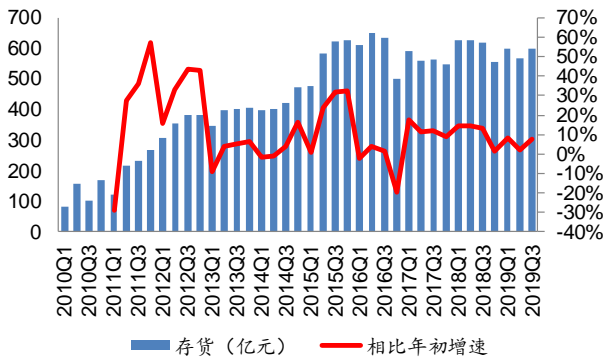
资料来源: Wind, 渤海证券

图 37: 汽车经销服务板块毛利率与净利率



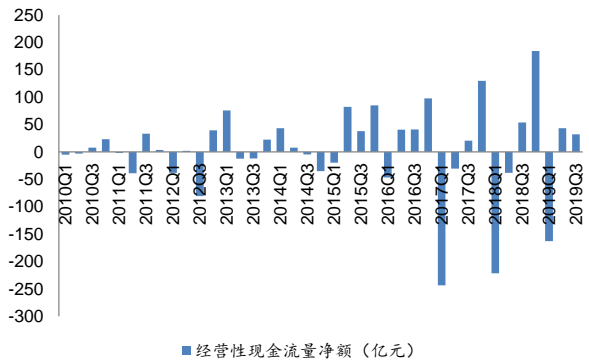
资料来源: Wind, 渤海证券

图 38: 汽车经销服务板块存货走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 39: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额



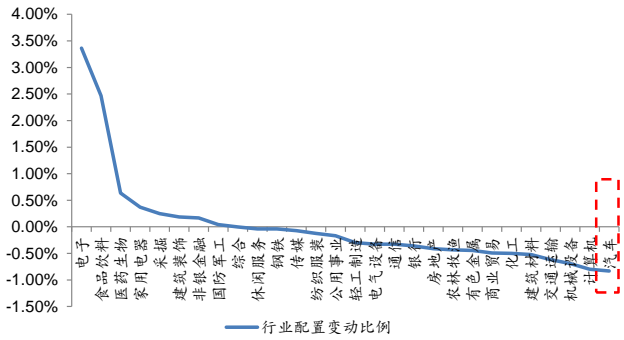
资料来源: Wind, 渤海证券

3.基金持仓分析

行业配置: 基金减仓汽车股

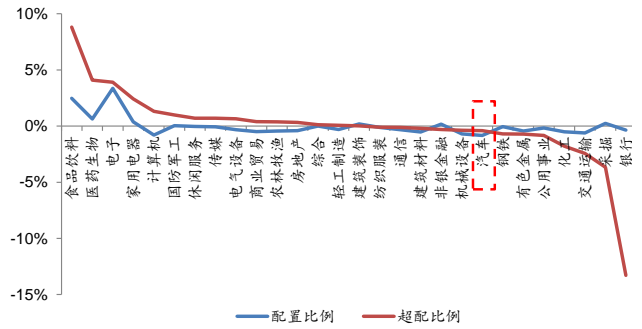
行业配置方面, 基金(包括基金和基金管理公司)减仓汽车股。2019Q3, 基金持有汽车股票数量由2019Q2的162支大幅减至70支, 持股市值由2019Q2的533.66亿元降至236.24亿元, 降幅达到55.73%。纵向对比来看, 基金的汽车配置比例由2019Q2的2.67%降至1.84%; 横向对比来看, 汽车配置比例较2019Q2降低0.83个百分点, 在28个申万一级行业中降幅位列第1, 减仓幅度最大; 同时, 基金的汽车配置比例由2019Q2的低配0.34%变为2019Q3的低配0.40%, 低配比例位列申万一级行业第8位。

图 40: 汽车行业配置比例降幅位列申万一级行业第 1



资料来源: Wind, 渤海证券

图 41: 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 8

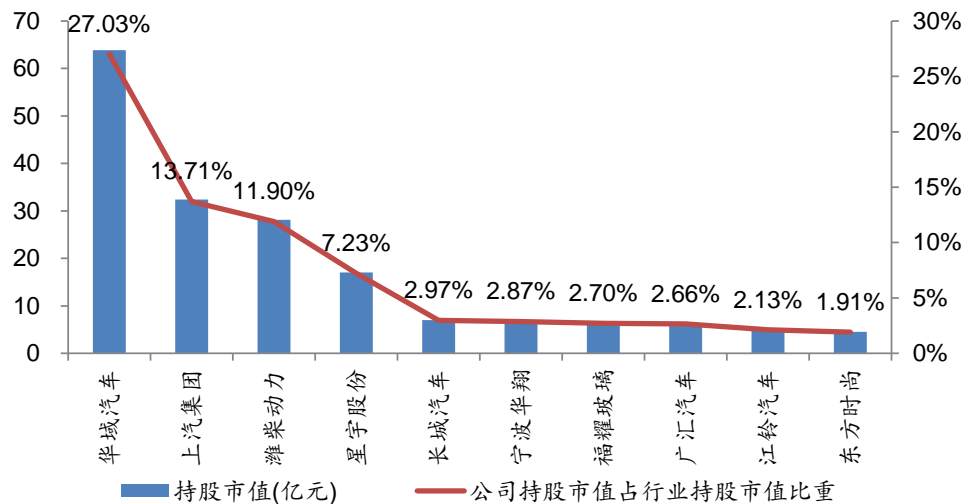


资料来源: Wind, 渤海证券

个股配置: 持仓集中度小幅提升

行业持仓的集中度提升。截至 2019 年三季度末, 基金持有的汽车前十大重仓股持股总市值合计 177.45 亿元, 占汽车行业持股总市值的 75.11%; 前五大重仓股占汽车行业持股总市值的比例由 58.50% 提升至 62.84%。其中华域汽车以 63.87 亿元的持股总市值位列第一, 占汽车行业持股总市值的 27.03%, 另外九支依次为: 上汽集团、潍柴动力、星宇股份、长城汽车、宁波华翔、福耀玻璃、广汇汽车、江铃汽车、东方时尚。

图 42: 基金持有的汽车前十大重仓股

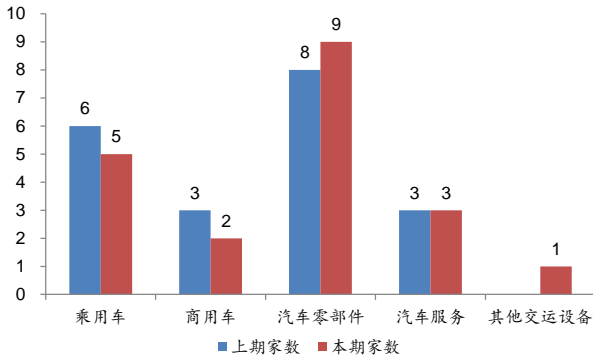


资料来源: Wind, 渤海证券

基金更偏好于流动性好的行业细分龙头。从细分板块(按申万汽车分类)来看, 基金持股市值排名前 20 公司中, 乘用车公司 5 家, 商用车公司 2 家, 汽车零部件公司 9 家, 汽车经销服务公司 3 家, 其他交运设备公司 1 家, 各板块以行业细

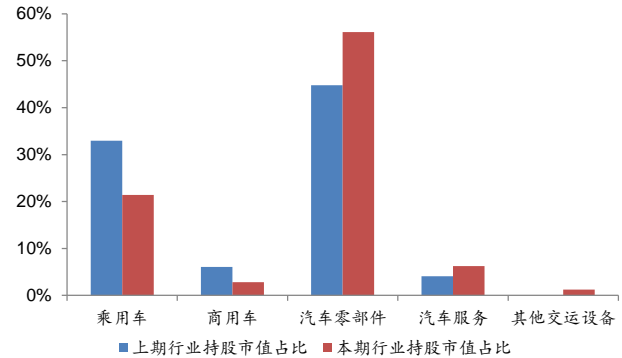
分龙头为主；排名前 20 公司的持股市值占比方面，汽车零部件、汽车经销服务占比提高 11.31 和 2.14 个百分点，乘用车、商用车占比分别降低 11.56 和 3.26 个百分点；从流通市值大小来看，流通市值在 500 亿以上的公司有 6 家，流通市值在 100 亿以上、500 亿以下的公司有 7 家。可见，基金更偏好于流动性好的行业细分龙头。

图 43: 基金持股市值排名前 20 公司的行业分布



资料来源: Wind, 渤海证券

图 44: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比

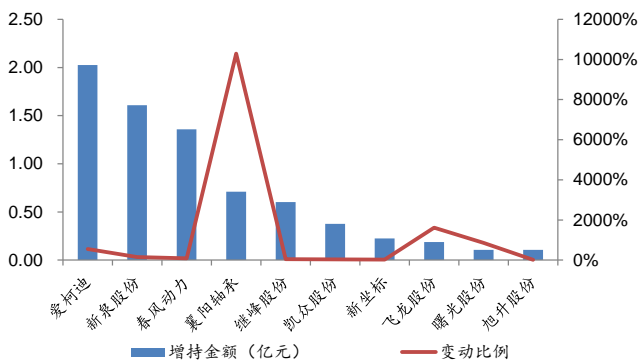


资料来源: Wind, 渤海证券

增减持分析: 行业减持企业较多

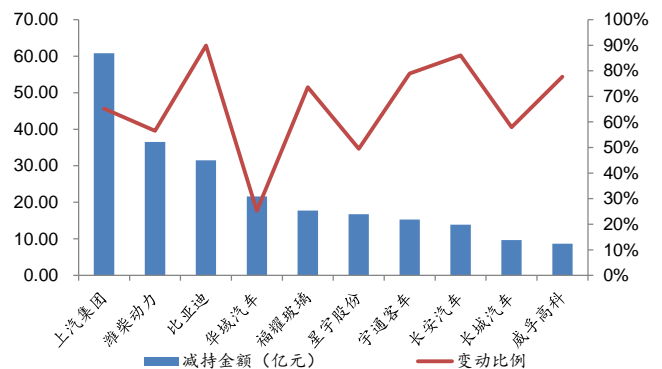
基金增持集中汽车零部件公司，减持公司较为分散。2019Q3 仅 17 家公司获得增持（按持股市值），按增持金额排名前 10 的分别是爱柯迪、新泉股份、春风动力、襄阳轴承、继峰股份、凯众股份、新坐标、飞龙股份、曙光股份、旭升股份，其中汽车零部件公司 8 家、商用车公司 1 家、其他交运设备公司 1 家。2019Q3 按减持金额排名前 10 的企业中，乘用车公司 4 家，汽车零部件公司 5 家，商用车公司 1 家，分别是：上汽集团、潍柴动力、比亚迪、华域汽车、福耀玻璃、星宇股份、宇通客车、长安汽车、长城汽车、威孚高科。

图 45: 基金增持金额排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券

图 46: 基金减持金额排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券

乘用车板块: 乘用车板块无公司获得基金增持, 其中力帆股份虽持股市值未增加, 请务必阅读正文之后的免责声明

但持股数量增加了 21.28%；长安汽车、长城汽车和广汽集团的股价上涨，但因持股数量下降导致持股市值下降；上汽集团、比亚迪等公司则股价和持股数量双双下降。

表 1: 乘用车板块减持前五家公司

名称	持股数量 (万股)		持股市值 (万元)	
	2019Q3	变动	2019Q3	变动
上汽集团	13,622.55	-62.73%	323,944.24	-65.24%
比亚迪	724.74	-89.51%	35,352.98	-89.91%
长安汽车	3,039.33	-87.50%	22,521.41	-86.02%
长城汽车	9,110.07	-54.83%	70,147.56	-57.95%
广汽集团	2,129.36	-60.58%	26,127.19	-55.74%

资料来源: Wind, 渤海证券

商用车板块: 商用车板块仅曙光股份获得增持，其股价虽下降但持股数量增加。其他商用车公司获得了不同程度的减持，其中宇通客车减持最多，持股市值减少了 78.95%。

表 2: 商用车板块的增持公司

名称	持股数量 (万股)		持股市值 (万元)	
	2019Q3	变动	2019Q3	变动
曙光股份	331.95	1205.46%	1,195.02	857.16%

资料来源: Wind, 渤海证券

汽车零部件板块: 2019Q3 汽车零部件板块有 15 家公司获得增持。其中，爱柯迪和新泉股份增持金额最多，分别达到 2.03 亿元和 1.61 亿元，分别变动 550.19% 和 149.07%；襄阳轴承增持金额变动最大，增长超过 100 倍。

表 3: 汽车零部件板块增持变动前 10 的企业

名称	持股数量 (万股)		持股市值 (万元)	
	2019Q3	变动	2019Q3	变动
爱柯迪	2,289.32	387.95%	23,946.24	550.19%
新泉股份	1,807.94	117.05%	26,866.04	149.07%
襄阳轴承	1,053.20	11702.01%	7,161.76	10295.56%
继峰股份	2,340.46	31.90%	19,730.04	44.04%
凯众股份	886.92	46.92%	15,255.01	32.79%
新坐标	381.52	23.27%	11,140.53	25.19%
飞龙股份	423.47	2049.83%	1,994.55	1613.31%
旭升股份	250.10	-3.01%	7,232.83	17.32%
天成自控	129.76	2148.09%	1,105.56	1715.52%
钧达股份	61.24	8905.88%	965.75	7576.91%

资料来源: Wind, 渤海证券

汽车经销服务板块：无公司获得基金增持，除东方时尚股价上涨而持股数量下降外，其他公司股价和持股数量双双下降。

表 4：汽车经销服务板块减持前三家公司

名称	持股数量（万股）		持股市值（万元）	
	2019Q3	变动	2019Q3	变动
广汇汽车	16,300.24	-36.76%	62,755.94	-45.41%
中国汽研	5,362.03	-27.27%	39,250.06	-28.35%
国机汽车	1,104.96	-38.01%	7,060.67	-42.76%

资料来源：Wind，渤海证券

4.行业板块表现与估值

今年以来，汽车板块跑输大盘 16.52 个百分点，目前行业 TTM 市盈率为 16 倍，年初以来虽跟随大盘有所上升，但从 2002 年以来的历史数据来看，仍位于历史估值中枢下方。其中，乘用车板块 14 倍，零部件板块 18 倍。目前来看，整体估值已基本消化了汽车景气度低迷的预期，在行业走势逐步改善的情况下，行业优质龙头具备较好的配置价值。

表 5：行业板块涨跌幅（2019.1.1-2019.11.11）

板块	年初至今涨跌幅[%]
沪深 300	25.94
BH 汽车及零部件	9.42
BH 乘用车	0.86
BH 商用车	24.70
BH 汽车零部件	15.31
BH 汽车经销服务	7.94

资料来源：Wind，渤海证券

图 47：行业及各板块估值（PB，TTM 整体法）走势

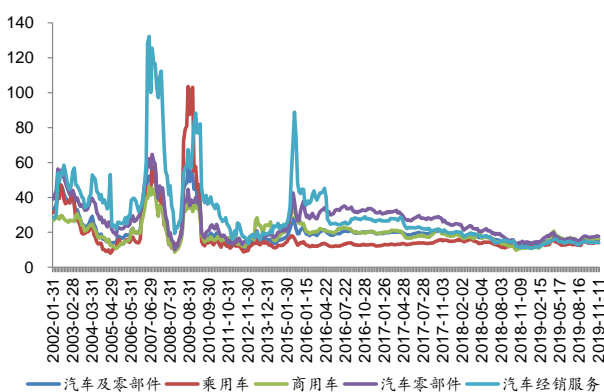
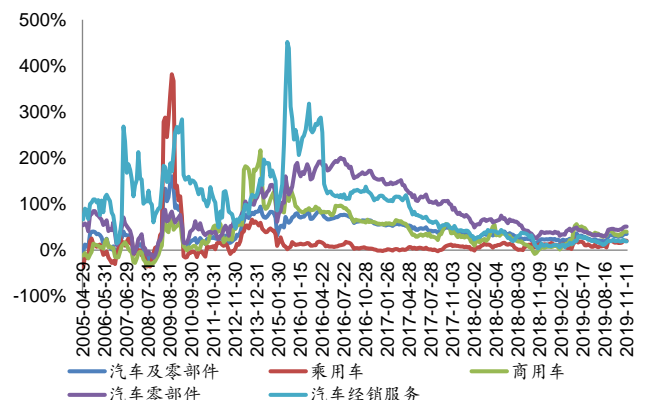


图 48：行业及各板块估值溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券

资料来源: Wind, 渤海证券

5. 投资策略

1) 当前宏观经济运行压力仍较大, 终端需求仍较低迷, 汽车行业整体承压, 同时面临上游原材料价格压力, 汽车产业链利润率受到影响; 从政策护市、各大品牌新车型陆续推出、经销商补库存等因素综合分析, 四季度汽车销量将逐步改善, 明年销量增速有望回正, 在行业景气度改善预期下, 细分优质标的值得关注。我们认为, 国内新车市场将长期呈现以存量竞争为主的特点, 预计相关车企及零部件企业未来竞争将越发激烈, 经营分化将是大势所趋, 未来行业集中度将持续提升, 优质龙头效应将越发明显, 建议关注主流日系、南北大众及福特相关乘用车产业链的标的, 如上汽集团(600104)、长安汽车(000625), 以及优质零部件标的精锻科技(300258)、豪迈科技(002595)、玲珑轮胎(601966)、金麒麟(603586)、拓普集团(601689)。

2) 新能源汽车方面, 下半年以来多家合资车企的新能源车型陆续上市, 随着国内外车企加大投资布局以及新能源车型的开发, 新能源汽车的性价比将逐步提升, 未来销量增速预计将有所改善。我们认为, 持续提质降本仍然是新能源汽车产业改善供给、激发终端需求的关键, 行业将持续分化, 建议关注具备技术储备和客户渠道优势的优质龙头企业, 推荐比亚迪(002594)、宇通客车(600066)、宁德时代(300750, 电新组覆盖)、先导智能(300450)。

3) 商用车方面, 我们看好重卡产销增长, 一方面, 政府通过加码基建、减税降费、定向降准等逆周期政策措施使得宏观经济具备较强的韧性, 有助于稳定重卡整体需求; 另一方面, 超限超载治理、国六升级及环保治理, 使得存量大的国三车型面临着更为充分的淘汰, 受基数走低因素影响, 全年重卡销量有望保持稳定亦或小幅增长, 建议关注凭借产品与客户优势有望实现利润率与市场份额共同提升的潍柴动力(000338), 以及中国重汽(000951)、威孚高科(000581)。

风险提示: 经贸摩擦风险; 经济下行超预期; 政策波动风险; 新能源汽车推广及销售增速低于预期; 新能源汽车补贴退坡超预期; 原材料涨价及汇率风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
滕飞
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
朱林宁
+86 22 2387 3123
张婧怡
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
马丽娜
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn