

汽车行业 19 年报及 20 年 1 季报综述

收入结构与固定成本影响业绩，抗疫能力是检验公司价值试金石

核心观点：

- 受疫情影响汽车产销下滑，汽车行业 1 季度营收及业绩均同比下降。根据我们统计的 144 家 A 股汽车公司，19 年汽车行业实现营收 2.54 万亿元，同比下降 1.1%，归母净利润 665.7 亿元，同比下降 33.2%。20 年 1 季度汽车行业营业收入、归母净利润分别同比下降 29.3%、79.8%，主要由于疫情导致汽车产销下降及工资、折旧等成本刚性所致。
- 重卡股盈利韧性持续超预期，乘用车龙头经营韧性凸显。1 季度营收、业绩降幅较低的是重卡产业链（营收增速-15.3%，归母净利润增速-19.9%，下同）及汽车服务（-1.9%，-34.4%）。重卡产业链中国重汽、潍柴动力、威孚高科 1 季度业绩下滑幅度约 15%~20%，表现均显著好于行业整体，超市场预期。短期看疫情影响逐渐减弱趋势下重卡行业超预期回暖，重卡股基本面 2 季度或有显著改善。权重较高的乘用车行业 1 季度营收同比下降 35.9%，剔除一汽轿车后乘用车行业营业收入同比下降 44.1%，归母净亏损 3.8 亿元，扣除非经常性损益后仅上汽集团实现盈利。汽车零部件 1 季度营收、业绩分别同比下降 18.9%、58.6%，其中表现较好的企业与商用车业务或出口业务占比较高有关。
- 重卡及汽车服务人工及折旧等固定成本与归母净利润比值偏低，抗风险能力较强。由于工资刚性，1 季度汽车行业人工成本同比仅下降 5.6%，显著小于营收和业绩下滑幅度。17-18 年行业人工成本分别是归母净利润的 1.4 倍、1.9 倍，19 年由于业绩下滑，这一比值上升至 3.4 倍；细分领域中，17-19 年重卡产业链人工成本是归母净利润的 0.4-0.5 倍（潍柴动力用母公司数据测算），汽车服务人工成本是归母净利润的 1.0-1.1 倍。19 年汽车行业折旧摊销与归母净利润比值为 1.2，18 年为 0.8；其中汽车服务与重卡子领域这一比值分别为 0.4、0.8。
- 疫情冲击下汽车行业 1 季度主动进行调整，主要体现在经营性净现金流同比改善和资本开支同比下降。1 季度汽车行业调整后经营性净现金流-342.5 亿元，较 19Q1 的-545.8 亿元有所上升，其中乘用车现金流同比改善明显。1 季度汽车行业资本性支出同比下降 37.0%，其中乘用车、零部件分别同比下降 45.2%、32.7%。
- 投资建议：疫情不改行业中长期趋势，抗疫能力是检验汽车股价值的试金石。考虑到库存周期的改善和疫情得到控制后批发、终端需求的企稳，乘用车我们推荐产业链竞争力强、中长期经营有韧性的龙头上汽集团，零部件推荐盈利稳定性高、低估值高分红品种华域汽车及业绩拐点确立的万里扬，汽车服务板块推荐中国汽研。重卡股方面，我们推荐依靠新品周期、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、股息收益率有吸引力的威孚高科（A/B）。
- 风险提示：疫情影响超预期；宏观经济不及预期；行业景气度下降等。

行业评级

买入

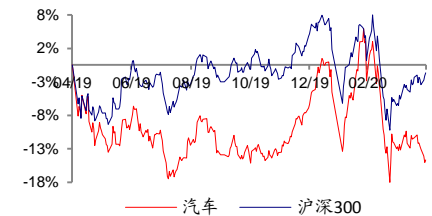
前次评级

买入

报告日期

2020-05-03

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：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145

dengchongjing@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：4 月 1-20 日乘用车 2020-04-27

合格证产量跌幅显著收窄，重

卡大幅正增长

汽车行业：财报角度分析疫 2020-02-20

情之下车企抗风险能力

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(%)	
							20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
上汽集团	600104.SH	CNY	18.90	2020/04/30	买入	25.60	1.97	2.35	9.61	8.04	8.53	5.55	9.2	10.4
华域汽车	600741.SH	CNY	20.40	2020/04/29	买入	27.50	1.83	2.20	11.13	9.27	4.97	3.50	11.8	13.3
中国汽研	601965.SH	CNY	8.78	2020/04/29	买入	13.25	0.53	0.61	16.58	14.48	11.21	9.63	10.8	11.4
中国重汽	000951.SZ	CNY	24.65	2020/04/30	买入	31.40	2.10	2.52	11.76	9.78	7.02	5.52	17.7	18.5
威孚高科	000581.SZ	CNY	20.20	2020/04/30	买入	29.40	2.26	2.36	8.94	8.56	15.33	13.80	12.7	12.5
潍柴动力	000338.SZ	CNY	13.40	2020/04/30	买入	19.40	1.29	1.44	10.39	9.31	4.09	3.08	18.5	17.1
万里扬	002434.SZ	CNY	8.95	2020/04/29	买入	11.66	0.53	0.68	16.89	13.16	12.97	11.21	10.3	11.7
潍柴动力	02338.HK	HKD	13.56	2020/04/30	买入	21.10	1.29	1.44	9.57	8.57	3.71	2.74	18.5	17.1

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，港股收盘价及合理价值单位为港币，EPS 单位为人民币

目录索引

一、汽车行业上市公司样本构成.....	6
二、重卡产业链公司业绩超预期，乘用车龙头微利.....	7
（一）重卡产业链：1 季度盈利超市场预期，2 季度或有明显改善.....	9
（二）乘用车：半数企业亏损，龙头公司在疫情影响下经营韧性凸显.....	10
（三）零部件：1 季度海外收入占比较高的企业受国内疫情影响相对较小.....	11
（四）汽车服务及销售：检测龙头受疫情冲击有限，经销商业绩承压.....	14
三、财务角度评估汽车上市公司抗风险能力.....	15
（一）人工成本：汽车服务、重卡产业链人工成本占业绩比重较低.....	15
（二）折旧摊销：汽车服务、零部件折旧摊销率较高，汽车销售较低.....	17
（三）现金流：乘用车现金流有所改善，汽车服务企业现金比率较高.....	20
（四）资本性支出：受疫情影响 1 季度汽车行业资本性支出同比下降.....	22
四、汽车行业关键财务指标.....	25
五、投资建议.....	28
六、风险提示.....	28

图表索引

图 1: 汽车行业营业总收入、归母净利润 (亿元) 及同比增速	7
图 2: 汽车细分领域单季度营业总收入同比增速	8
图 3: 汽车细分领域单季度归母净利润同比增速	8
图 4: 重卡股单季度营业收入、归母净利润 (亿元) 及同比增速	9
图 5: 乘用车行业 20Q1 营业收入构成	10
图 6: 乘用车行业单季度营业收入同比增速	10
图 7: 乘用车行业样本公司 2019-2020 年 1 季度归母净利润 (亿元)	10
图 8: 乘用车行业样本公司 2019-2020 年 1 季度扣除非经常性损益后归母净利润 (亿元)	11
图 9: 汽车零部件 20Q1 营业收入构成	11
图 10: 汽车零部件 20Q1 归母净利润构成	11
图 11: 汽车零部件单季度营收增速	12
图 12: 汽车零部件单季度归母净利润增速	12
图 13: 汽车零件出口金额累计同比增速	13
图 14: 汽车服务及销售板块公司单季度营收增速	14
图 15: 汽车服务及销售板块公司单季度业绩增速	14
图 16: 汽车行业样本公司人工成本率从低到高排序前三十家	17
图 17: 汽车行业样本公司人工成本与归母净利润比值从低到高排序前三十家	17
图 18: 汽车板块主要子领域折旧摊销率	18
图 19: 汽车板块主要子领域折旧摊销与归母净利润比值	18
图 20: 汽车行业样本公司 2019 年折旧摊销率从低到高排序前三十家	19
图 21: 汽车行业样本公司 2019 年折旧摊销与归母净利润比值从低到高排序前三十家	19
图 22: 经营性净现金流量+应收票据增加值 (单位: 亿元)	20
图 23: 汽车行业细分领域调整后现金比率	21
图 24: 汽车整车、汽车销售及服务板块上市公司调整后现金比率	22
图 25: 汽车行业历年资本性开支 (亿元) 及同比增速	23
图 26: 汽车行业资本性支出 (亿元) 及同比增速	23
图 27: 乘用车资本性支出 (亿元) 及同比增速	23
图 28: 重卡企业资本性支出 (亿元) 及同比增速	23
图 29: 轻卡资本性支出 (亿元) 及同比增速	23
图 30: 客车资本性支出 (亿元) 及同比增速	24
图 31: 汽车零部件资本性支出 (亿元) 及同比增速	24
图 32: 汽车销售资本性支出 (亿元) 及同比增速	24
图 33: 汽车服务资本性支出 (亿元) 及同比增速	24
图 34: 汽车细分行业销售费用率	26
图 35: 汽车细分行业管理费用率	26
图 36: 汽车细分行业研发费用率	26
图 37: 汽车细分行业财务费用率	26

图 38: 汽车行业细分领域 ROE	27
--------------------------	----

表 1: 汽车细分行业所选代表公司	6
表 2: 汽车零部件 2020 年一季度扣非前后归母净利润同比增速（按照扣非后业绩增速从高到低排序）	12
表 3: 汽车零部件 2019 年海外销售收入占比（从高到低排序）	13
表 4: 汽车细分领域人工成本占比及人工成本与营业利润扣除投资收益、归母净利润比值	16
表 5: 汽车细分行业调整后经营性现金流量净额（亿元）	21
表 6: 汽车细分行业毛利率情况	25
表 7: 汽车细分行业净利率情况	25
表 8: 汽车细分行业期间费用率情况	25
表 9: 汽车细分行业资产负债率	26
表 10: 汽车细分行业存货周转率	27
表 11: 汽车细分行业固定资产周转率	27

一、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，本篇报告对样本选择主要考虑：

1. 个股数量比较充分；2. 数据有可比性；3. 市场关注程度；4. 我们覆盖的情况。

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，确定分析样本。

由于汽车行业各细分领域驱动力有显著的不同，因此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、重卡、客车、汽车零部件、汽车销售、汽车服务等细分领域进行研究。

表 1：汽车细分行业所选代表公司

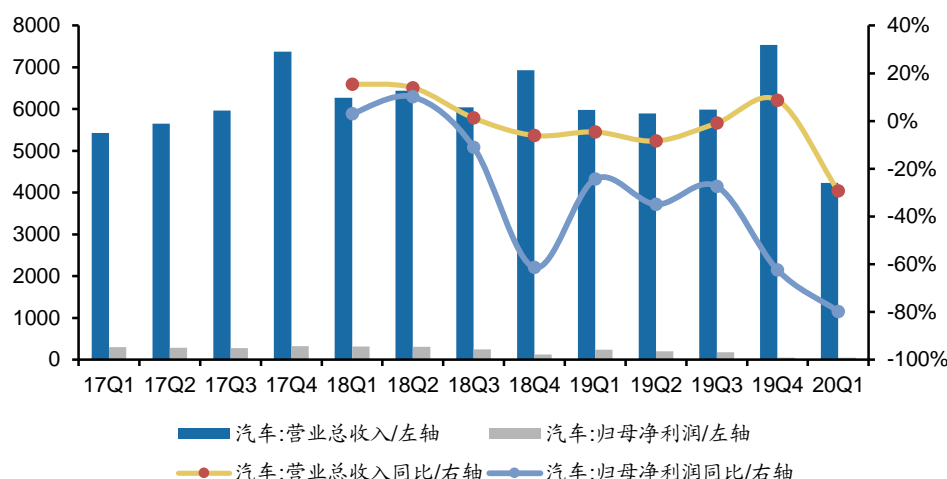
乘用车 11	重卡产业链 3	轻卡 3	客车 5	汽车销售 2	汽车服务 1	汽车零部件 119			
上汽集团 广汽集团 长城汽车 长安汽车 比亚迪 力帆股份 江淮汽车 一汽轿车 北汽蓝谷 众泰汽车 小康股份	中国重汽 威孚高科 潍柴动力	江铃汽车 东风汽车 福田汽车	中通客车 宇通客车 亚星客车 曙光股份 金龙汽车	广汇汽车 国机汽车	中国汽研	华域汽车 均胜电子 郑煤机 福耀玻璃 继峰股份 申达股份 精锻科技 一汽富维 宁波华翔 中鼎股份 凌云股份 富奥股份 万丰奥威 万向钱潮 云内动力 骆驼股份 亚普股份 宗申动力 四通新材 交运股份 银轮股份 星宇股份 拓普集团 岱美股份 万里扬 渤海汽车 金杯汽车 广东鸿图 天润工业 东风科技	模塑科技 德尔股份 保隆科技 双林股份 京威股份 奥特佳 新泉股份 飞龙股份 新朋股份 东方精工 爱柯迪 今飞凯达 伯特利 双环传动 松芝股份 亚太股份 华阳集团 华达科技 金固股份 浩物股份 东安动力 常青股份 贵航股份 常熟汽饰 隆基机械 万安科技 科华控股 金麒麟 富临精工 中原内配	远东传动 光洋股份 鹏翎股份 福达股份 旭升股份 铁流股份 腾龙股份 蓝黛传动 天成自控 旷达科技 文灿股份 兴民智通 圣龙股份 北特科技 朗博科技 湘油泵 长春一东 豪能股份 襄阳轴承 浙江世宝 迪生力 联诚精密 威帝股份 贝斯特 宁波高发 中马传动 天汽模 云意电气 浙江仙通 八菱科技	华懋科技 跃岭股份 兆丰股份 威唐工业 路畅科技 钧达股份 川环科技 万通智控 苏奥传感 联明股份 美力科技 合力科技 西仪股份 南方轴承 秦安股份 光启技术 德宏股份 凯众股份 隆盛科技 雷迪克 登云股份 奥联电子 日盈电子 金鸿顺 新坐标 西菱动力 特尔佳 越博动力 英搏尔

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、重卡产业链公司业绩超预期，乘用车龙头微利

根据我们统计的A股汽车上市公司样本数据，2019年汽车行业实现营业总收入2.54万亿元，同比下降1.1%，实现归母净利润665.7亿元，同比下降33.2%；2020年1季度汽车行业实现营业总收入4229.9亿元，同比下降29.3%，实现归母净利润47.8亿元，同比下降79.8%，主要与疫情引致汽车1季度产销大幅下滑有关。

图 1：汽车行业营业总收入、归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

细分领域来看，2019年汽车行业收入下滑主要受权重较高乘用车拖累，重卡产业链、汽车零部件及汽车销售等板块收入均同比增长。业绩层面，2019年汽车细分领域中重卡产业链、汽车服务（即中国汽研）归母净利润同比增长5.3%、15.8%，其余细分子领域业绩均出现不同程度下滑，其中乘用车归母净利润同比下降60.8%，成为拖累汽车行业整体业绩的主因。

1季度重卡产业链公司业绩表现出良好的抗跌属性，乘用车龙头企业在疫情影响下实现微利，客车企业多数亏损，汽车零部件业绩表现分化明显。具体而言——

乘用车：1季度实现营业收入2030.8亿元，同比下降35.9%，剔除一汽轿车后乘用车行业营业收入同比下降44.1%；归母净亏损3.8亿元，去年同期归母净利润105.2亿元，其中上汽集团、长安汽车、广汽集团、比亚迪及一汽轿车实现盈利，其余乘用车整车企业均出现不同程度亏损。

重卡产业链：1季度实现营业收入499.8亿元，同比下降15.3%，实现归母净利润28.8亿元，同比下降19.9%，其中中国重汽、威孚高科、潍柴动力归母净利润分别同比下降15.5%、20.2%、20.3%，降幅远好于汽车行业整体水平。

轻卡：1季度实现营业收入159.1亿元，同比下降33.1%，归母净亏损2.5亿元，

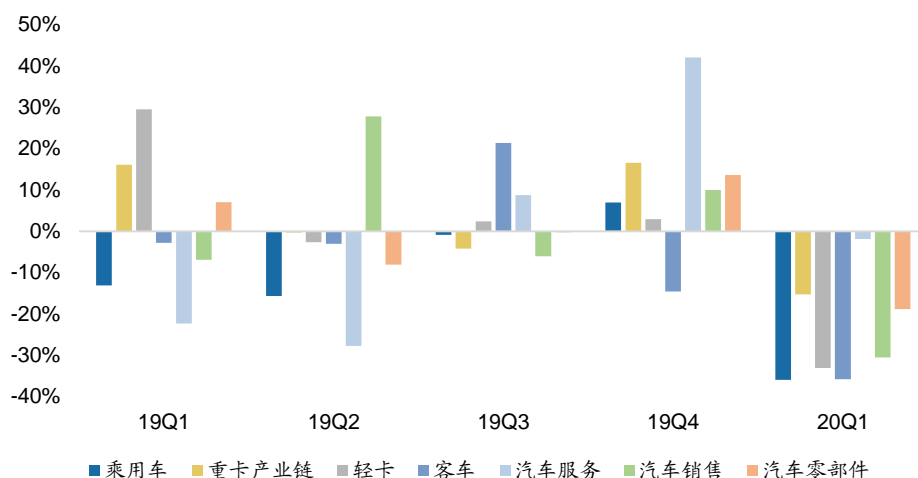
去年同期归母净利润2.2亿元，其中江铃汽车1季度实现归母净利润0.7亿元，东风汽车、福田汽车分别净亏损0.28、2.96亿元。

客车：1季度实现营业收入65.0亿元，同比下降35.8%，归母净亏损4.2亿元，去年同期归母净利润为2.9亿元，其中除中通客车实现微利外其余客车企业均亏损。

汽车服务与销售：1季度汽车服务、汽车销售营业收入分别同比下降1.9%、30.5%，归母净利润分别同比下降34.4%、139.0%。

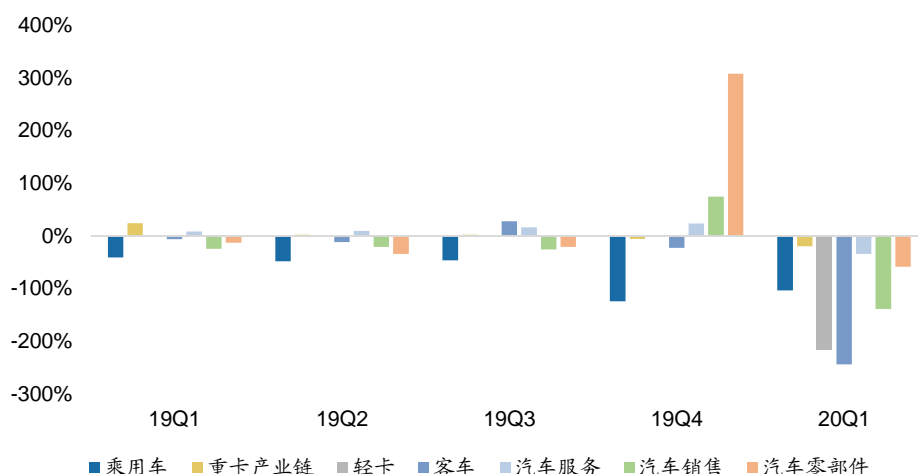
零部件：1季度实现营业收入1149.1亿元，同比下降18.9%，实现归母净利润32.9亿元，同比下降58.6%。

图 2：汽车细分领域单季度营业总收入同比增速



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：汽车细分领域单季度归母净利润同比增速



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

注：部分子板块如轻卡、零部件某个季度业绩增速波动过大，故未在图中显示

（一）重卡产业链：1 季度盈利超市场预期，2 季度或有明显改善

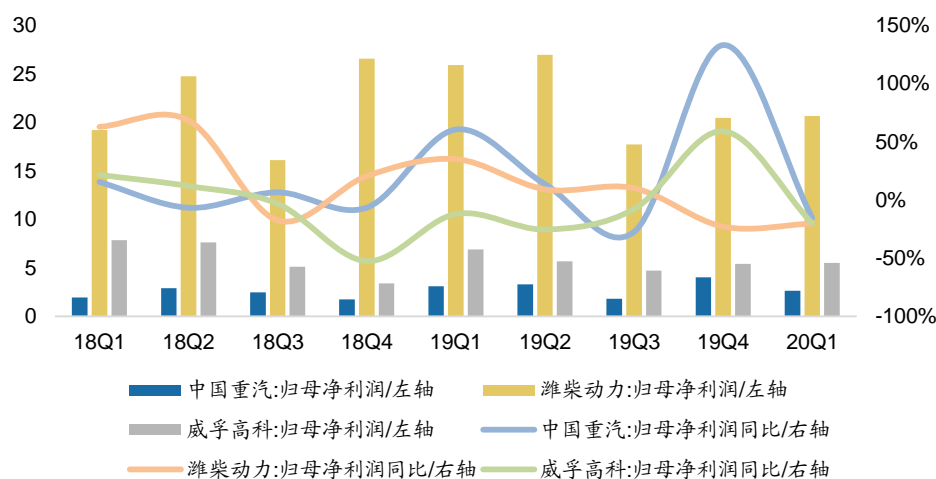
重卡产业链的三家公司中国重汽、潍柴动力、威孚高科一季度业绩表现均显著好于汽车行业整体，超市场预期。具体而言：

中国重汽：1 季度实现营收 82.1 亿元，同比下降 28.8%，实现归母净利润 2.63 亿元，同比下降 15.5%；1 季度公司毛利率、净利率分别为 11.59%/4.06%，较 19 年同期分别提升 2.05/0.43pct，分创 08、09 年来历年 1 季度新高，1 季度末公司库存为 77.4 亿元，较期初增加 26.2 亿元，为 11 年后 1 季度库存增加值最高值。

潍柴动力：1 季度实现营收 390.0 亿元，同比下降 13.7%，实现归母净利润 20.6 亿元，同比下降 20.3%，1 季度母公司实现营收 132.1 亿元，同比增长 3.1%，实现净利润 18.8 亿元，同比下降 13.1%。1 季度公司毛利率为 22.4%，同比提升 0.78pct，环比提升 1.35pct；净利率为 6.65%，同比下降 0.81pct，环比提升 1.24pct。1 季度公司毛利率提升下净利率有所下滑，与期间费用率提升 2.26pct 有关

威孚高科：1 季度公司实现营收 27.7 亿元，同比增长 22.1%，主要与子公司威孚力达收入增长有关；实现归母净利润 5.50 亿元，同比下降 20.2%。公司业绩主要由投资收益贡献，20 年 1 季度公司投资收益占利润总额的 61.2%，受 1 季度整车行业销量下滑影响，其对联营、合营企业投资收益同比下降 27.2% 至 3.02 亿元。

图 4：重卡股单季度营业收入、归母净利润（亿元）及同比增速



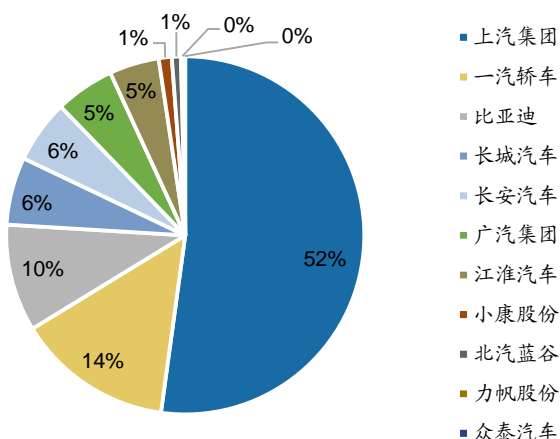
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

短期来看，疫情影响逐渐减弱趋势下重卡行业回暖超预期。根据中机中心数据，4 月 1-20 日我国重卡合格证产量同比增速达 46.6%，较 3 月份 6.4% 的增速大幅提升。重卡行业目前需求旺盛，物流车继续保持高景气度，工程车订单明显恢复，并且行业内供给紧张，我们认为库存有望成为企业收入和盈利的蓄水池，重卡产业链公司基本面 2 季度或有显著改善。

(二) 乘用车：半数企业亏损，龙头公司在疫情影响下经营韧性凸显

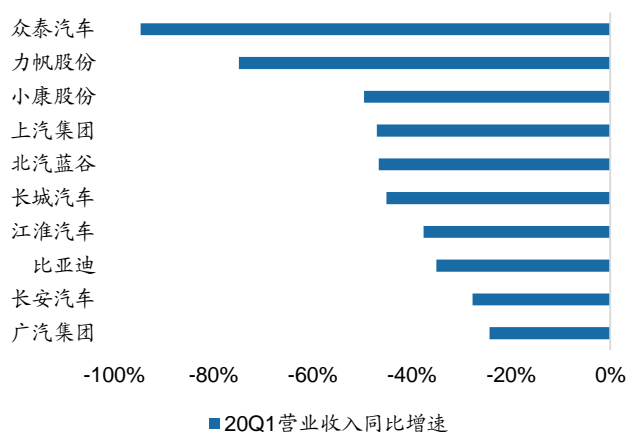
1季度乘用车行业整体受疫情影响较大，供需双降导致车企盈利承压。1季度乘用车行业实现营业收入2030.8亿元，同比下降35.9%，剔除一汽轿车后乘用车行业营业收入同比下降44.1%。公司层面上，广汽集团、长安汽车、比亚迪1季度营业收入降幅较低，众泰汽车、力帆股份收入则大幅下滑。

图 5：乘用车行业20Q1营业收入构成



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心
注：一汽轿车采用合并报表营业收入，未区分一汽解放

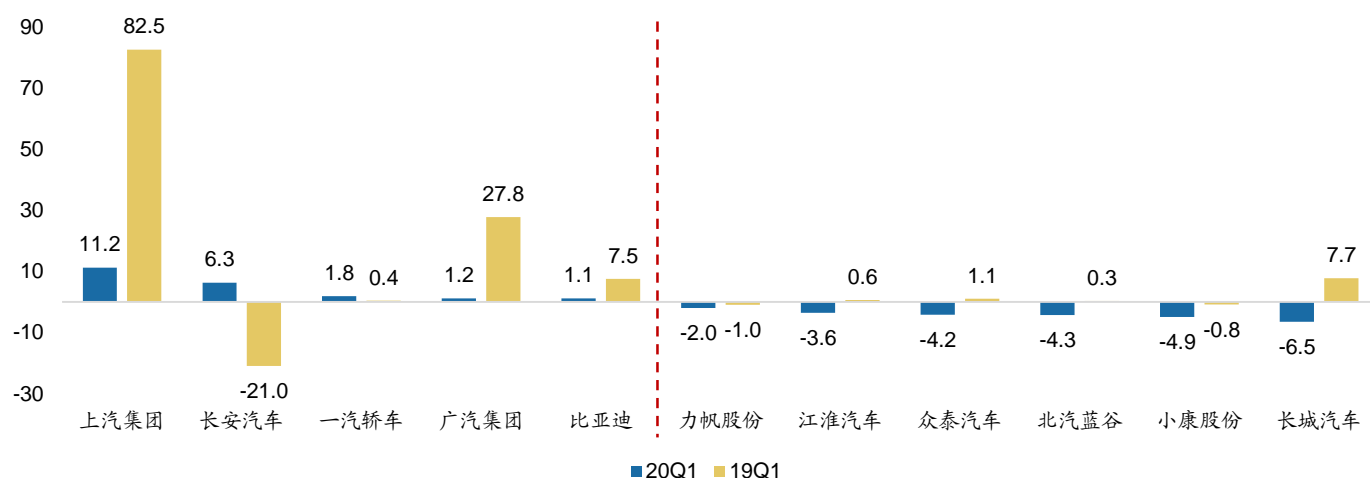
图 6：乘用车行业单季度营业收入同比增速



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

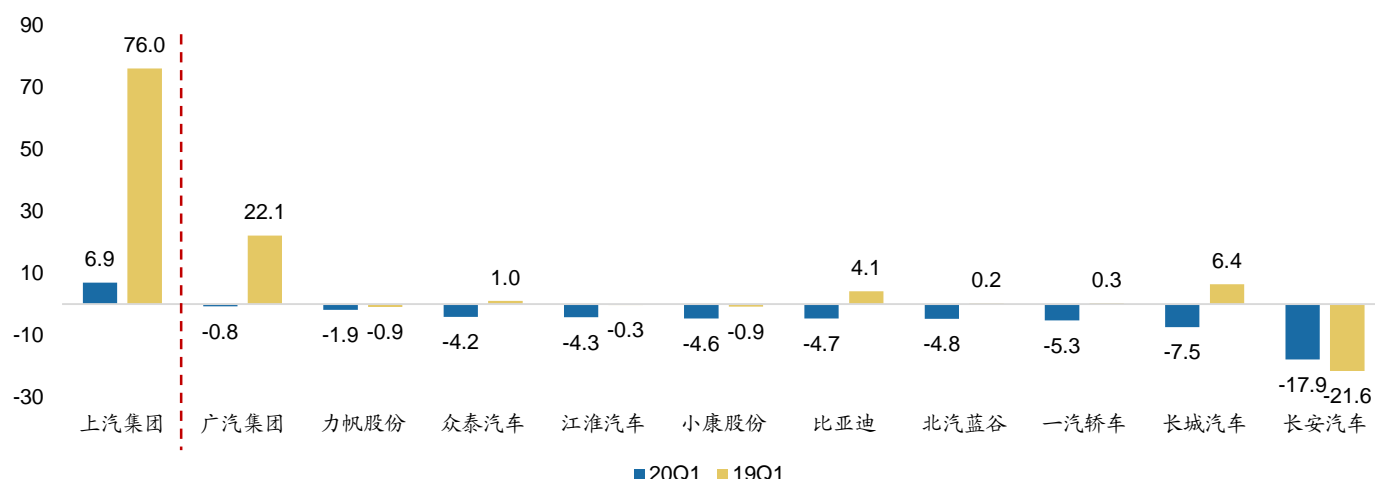
业绩层面，1季度乘用车企业中仅上汽集团、长安汽车、一汽轿车、广汽集团、比亚迪实现盈利，其余车企均出现亏损。扣除非经常性损益后，乘用车行业仅上汽集团实现盈利，长安汽车、长城汽车亏损相对较多。

图 7：乘用车行业样本公司2019-2020年1季度归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：乘用车行业样本公司2019-2020年1季度扣除非经常性损益后归母净利润（亿元）



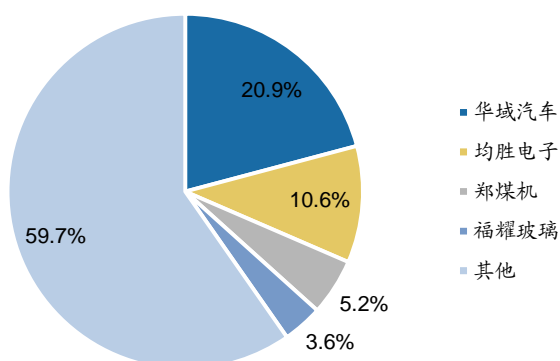
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

（三）零部件：1 季度海外收入占比较高的企业受国内疫情影响相对较小

注：潍柴动力与威孚高科分类至重卡产业链，为避免重复因此汽车零部件分析中不包括上述两家企业。

汽车零部件1季度实现营业收入1149.1亿元，同比下降18.9%，实现归母净利润32.9亿元，同比下降58.6%，扣非归母净利润25.3亿元，同比下降58.3%。汽车零部件营收构成中，华域汽车、均胜电子、郑煤机和福耀玻璃这四家收入规模较高，合计占比超过40%。剔除这四家规模较大的公司，汽车零部件营业收入同比下降13.5%，归母净利润同比下降53.8%。

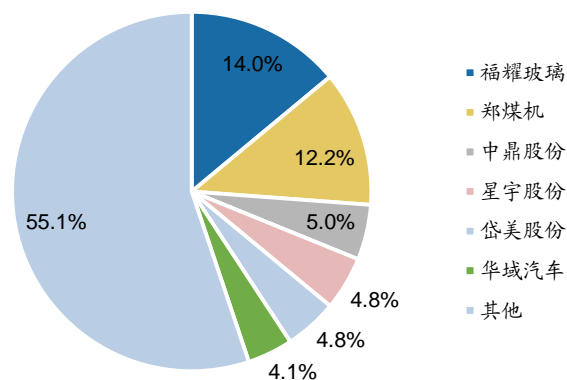
图 9：汽车零部件20Q1营业收入构成



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

注：郑煤机采用合并报表数据，未区分煤机业务

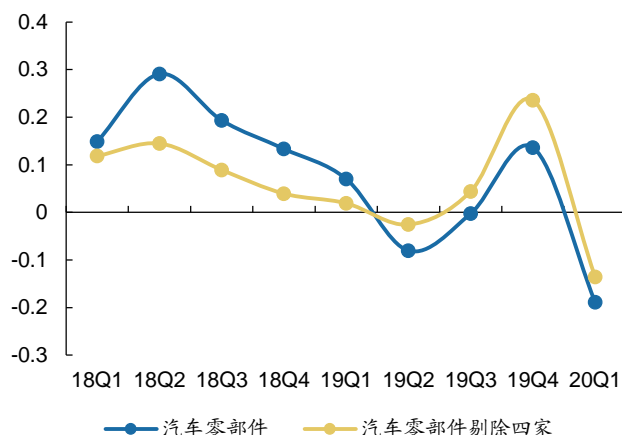
图 10：汽车零部件20Q1归母净利润构成



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

注：郑煤机采用合并报表数据，未区分煤机业务

图 11: 汽车零部件单季度营收增速



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 汽车零部件单季度归母净利润增速



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 汽车零部件2020年一季度扣非前后归母净利润同比增速(按照扣非后业绩增速从高到低排序)

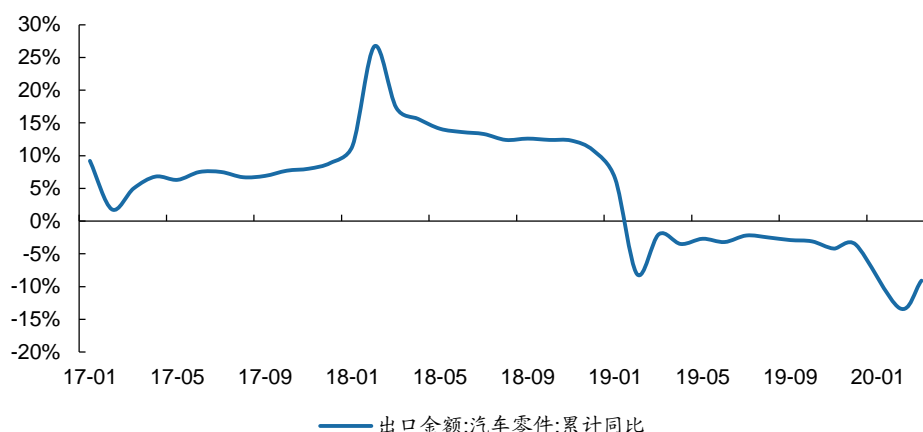
公司	20Q1归母 净利润增速	20Q1扣非 归母净利润	公司	20Q1归母 净利润增速	20Q1扣非 归母净利润	公司	20Q1归母 净利润增速	20Q1扣非 归母净利润	公司	20Q1归母 净利润增速	20Q1扣非 归母净利润
万通智控	515.7%	1276.6%	保隆科技	7.8%	17.9%	路畅科技	25.6%	-30.0%	华域汽车	-92.7%	-99.2%
华阳集团	106.5%	399.2%	合力科技	18.0%	16.0%	新坐标	-2.2%	-30.9%	天成自控	-85.5%	-102.2%
光启技术	184.5%	336.1%	秦安股份	41.2%	15.7%	川环科技	-45.5%	-32.7%	松芝股份	-96.8%	-107.2%
苏奥传感	165.8%	237.6%	东方精工	81.1%	9.8%	远东传动	-23.2%	-34.9%	常青股份	-105.3%	-117.8%
联诚精密	2.0%	166.7%	金麒麟	-37.2%	9.2%	科华控股	-27.2%	-35.5%	金杯汽车	-93.4%	-119.1%
今飞凯达	47.8%	159.4%	越博动力	132.0%	9.2%	飞龙股份	-10.3%	-36.8%	美力科技	-112.5%	-119.7%
登云股份	147.4%	124.7%	豪能股份	3.8%	5.0%	雷迪克	-33.5%	-38.4%	威帝股份	-62.7%	-126.1%
富临精工	149.1%	107.2%	铁流股份	-2.4%	4.3%	德宏股份	-43.9%	-38.6%	一汽富维	-144.2%	-147.2%
京威股份	101.6%	97.1%	蓝黛传动	17.9%	2.1%	富奥股份	-41.6%	-42.8%	贵航股份	-86.6%	-156.4%
圣龙股份	102.4%	92.5%	贝斯特	-2.6%	0.0%	湘油泵	7.3%	-43.6%	北特科技	-57.1%	-158.3%
光洋股份	128.3%	87.9%	拓普集团	0.1%	-0.2%	新泉股份	-39.6%	-45.8%	西菱动力	-140.9%	-167.6%
兆丰股份	35.0%	71.8%	星宇股份	-6.4%	-3.1%	德尔股份	-47.3%	-47.1%	渤海汽车	-144.9%	-172.8%
长春一东	64.1%	63.6%	均胜电子	-78.6%	-4.7%	宁波华翔	-32.6%	-48.3%	继峰股份	-180.8%	-188.8%
威唐工业	50.4%	55.9%	银轮股份	-14.6%	-5.0%	迪生力	785.1%	-49.2%	常熟汽饰	-95.8%	-194.7%
浙江世宝	76.3%	55.1%	云意电气	-5.4%	-10.8%	双林股份	-9.2%	-49.3%	东安动力	-75.5%	-206.2%
特尔佳	113.8%	52.2%	云内动力	-19.8%	-11.0%	华懋科技	-42.5%	-52.1%	广东鸿图	-202.1%	-208.7%
南方轴承	39.3%	50.6%	隆基机械	-4.7%	-12.5%	万丰奥威	-48.6%	-53.3%	双环传动	-154.1%	-222.3%
岱美股份	-2.7%	44.7%	四通新材	-23.7%	-13.3%	朗博科技	-48.8%	-53.8%	金固股份	-244.0%	-238.2%
腾龙股份	43.4%	43.9%	天润工业	-5.4%	-15.2%	精锻科技	-53.4%	-54.2%	亚太股份	-648.4%	-240.2%
钧达股份	41.9%	41.1%	宁波高发	-15.3%	-17.2%	骆驼股份	-59.2%	-57.7%	东风科技	-380.6%	-246.3%
宗申动力	35.5%	40.5%	新朋股份	-23.4%	-17.2%	中鼎股份	-47.1%	-58.6%	西仪股份	-291.6%	-305.6%
英搏尔	71.4%	35.7%	福达股份	-36.1%	-20.6%	万向钱潮	-58.6%	-63.0%	兴民智通	-278.7%	-327.9%
旭升股份	34.1%	34.2%	申达股份	-72.8%	-24.7%	金鸿顺	-59.5%	-64.8%	凌云股份	-318.5%	-453.4%
爱柯迪	5.2%	29.3%	奥联电子	-32.6%	-24.9%	联明股份	-96.4%	-68.7%	交运股份	-455.9%	-511.7%
浙江仙通	14.0%	28.7%	旷达科技	-5.3%	-26.0%	凯众股份	-75.6%	-76.4%	天汽模	-507.3%	-549.7%
亚普股份	25.6%	27.7%	福耀玻璃	-24.1%	-26.4%	中马传动	-70.1%	-81.1%	奥特佳	-402.4%	-674.2%
万里扬	5.0%	26.0%	华达科技	-15.1%	-27.9%	襄阳轴承	-147.9%	-82.6%	浩物股份	-639.5%	-702.6%
郑煤机	6.3%	21.2%	八菱科技	-13.5%	-28.1%	日盈电子	-85.7%	-87.2%	万安科技	-266.6%	-1262.5%
隆盛科技	-31.1%	19.1%	中原内配	-19.8%	-29.4%	跃岭股份	-90.7%	-88.7%	模塑科技	-364.4%	-1689.0%
伯特利	-10.5%	17.9%	鹏翎股份	-15.8%	-29.5%	文灿股份	-70.3%	-89.5%			

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 上述公司归母净利润及扣非归母净利润增速均为合并报表数据

1季度业绩增速较高的汽车零部件企业中，万通智控、岱美股份、旭升股份等公司19年海外收入占比分别达到71.8%、84.4%、76.3%，由于1季度国内汽车产销受疫情影响较大，因此海外收入占比较高的企业业绩表现相对不错。根据海关总署统计，今年1季度汽车零件出口金额累计同比下降9.1%。考虑到从3月份起海外疫情开始蔓延，因此我们估计2季度海外收入占比较低的零部件企业随着国内需求恢复逐渐得到改善，对于海外收入占比较高的企业需持续跟踪疫情带来的影响。

图 13: 汽车零件出口金额累计同比增速



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

表 3: 汽车零部件2019年海外销售收入占比（从高到低排序）

公司	海外收入占比	公司	海外收入占比	公司	海外收入占比	公司	海外收入占比	公司	海外收入占比
迪生力	97.1%	科华控股	53.2%	精锻科技	29.8%	模塑科技	12.4%	德宏股份	1.8%
金麒麟	88.8%	奥联电子	50.4%	金固股份	29.1%	富临精工	11.9%	北特科技	1.7%
岱美股份	84.4%	福耀玻璃	49.9%	华域汽车	26.6%	万安科技	10.6%	浙江仙通	1.7%
跃岭股份	83.9%	宗申动力	45.0%	腾龙股份	26.2%	中马传动	9.6%	朗博科技	1.4%
继峰股份	78.7%	飞龙股份	44.8%	东方精工	24.8%	豪能股份	9.4%	华懋科技	1.0%
均胜电子	77.5%	中原内配	44.4%	拓普集团	24.7%	星宇股份	8.7%	八菱科技	0.9%
旭升股份	76.3%	一汽富维	43.9%	东安动力	24.0%	新朋股份	8.3%	西菱动力	0.7%
鹏翎股份	72.9%	联诚精密	42.4%	广东鸿图	23.5%	光洋股份	7.3%	金鸿顺	0.6%
万通智控	71.8%	郑煤机	42.3%	银轮股份	23.0%	日盈电子	6.8%	旷达科技	0.6%
申达股份	70.9%	贝斯特	41.4%	奥特佳	21.6%	美力科技	6.4%	万里扬	0.0%
威唐工业	70.5%	亚普股份	40.6%	伯特利	20.5%	松芝股份	5.4%	交运股份	0.0%
爱柯迪	70.4%	新泉股份	39.6%	云意电气	20.1%	凯众股份	5.3%	金杯汽车	0.0%
福达股份	69.8%	蓝黛传动	37.4%	万向钱潮	19.3%	越博动力	4.4%	东风科技	0.0%
德尔股份	69.3%	今飞凯达	36.9%	新坐标	19.1%	华达科技	4.1%	京威股份	0.0%
凌云股份	68.5%	特尔佳	35.9%	宁波华翔	18.7%	云内动力	4.1%	浩物股份	0.0%
贵航股份	67.3%	襄阳轴承	35.7%	天汽模	18.5%	宁波高发	3.4%	常青股份	0.0%
兆丰股份	64.3%	南方轴承	35.4%	湘油泵	18.5%	苏奥传感	3.4%	浙江世宝	0.0%
隆基机械	60.0%	英搏尔	34.2%	路畅科技	17.5%	隆盛科技	3.2%	钧达股份	0.0%
川环科技	58.6%	铁流股份	32.1%	合力科技	17.2%	长春一东	3.1%	联明股份	0.0%
渤海汽车	56.5%	富奥股份	31.7%	天润工业	15.6%	常熟汽饰	3.1%	泰安股份	0.0%
登云股份	55.2%	雷迪克	31.5%	双环传动	14.6%	西仪股份	2.7%	威帝股份	0.0%
四通新材	54.8%	文灿股份	30.8%	双林股份	13.6%	骆驼股份	2.6%		
圣龙股份	54.7%	华阳集团	30.3%	远东传动	12.4%	亚太股份	1.8%		

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

注：数据均采用年报披露的分地区销售收入数据，未区分不同行业产品或业务

（四）汽车服务及销售：检测龙头受疫情冲击有限，经销商业绩承压

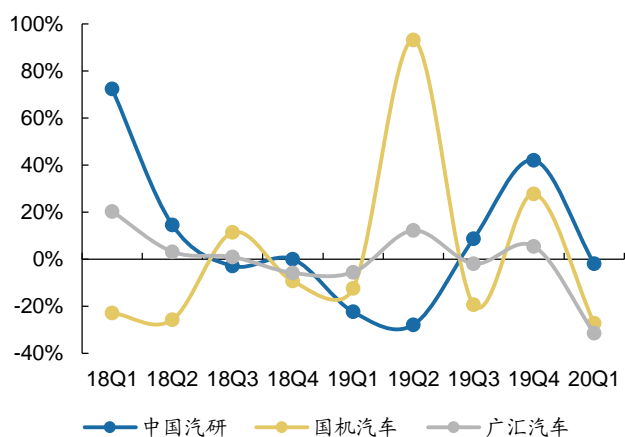
1季度汽车服务、汽车销售营业收入分别同比下降1.9%、30.5%，归母净利润分别同比下降34.4%、139.0%。

中国汽研：20Q1业绩下滑受疫情及折旧、人工等固定成本影响，母公司经营有韧性。公司20Q1营业收入4.9亿元，同比下降1.9%，归母净利润0.6亿元，同比下降34.4%，其中母公司营业收入2.3亿元，同比增长10.3%，净利润0.7亿元，同比下降12.6%。分业务看，技术服务收入2.7亿元，同比增长8.1%，主要与广东检测中心并表有关；产业制造收入2.2亿元，同比下降11.6%，主要受疫情期间物流受限无法正常发货影响。公司业绩下滑幅度大于收入，主要原因有四：一是风洞及智能网联试验道项目转固带来折旧上升，二是去年同期收回应收款项冲回原坏账准备，三是研发费用同比增加约480万元，四是公司对新冠疫情捐款250万元。

广汇汽车：20Q1实现营业收入256.1亿元，同比下降31.4%，归母净亏损4.0亿元，同比下降149.6%。公司销售收入下滑而费用相对刚性导致利润亏损，Q1公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比上升0.7、0.6、1.0个百分点。

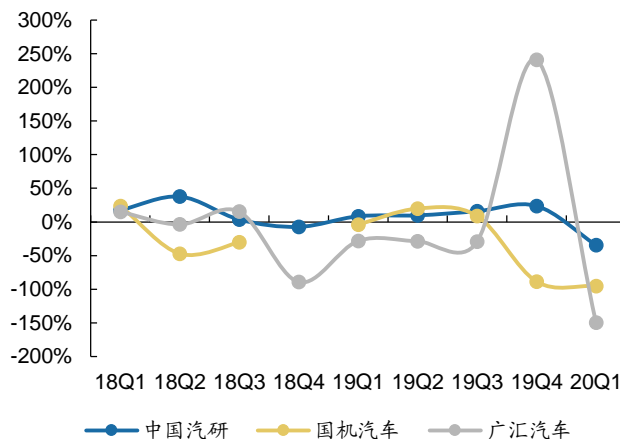
国机汽车：20Q1实现营业收入65.2亿元，同比下降43.9%，归母净利润约909万元，同比下降96.6%。

图 14：汽车服务及销售板块公司单季度营收增速



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 15：汽车服务及销售板块公司单季度业绩增速



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

三、财务角度评估汽车上市公司抗风险能力

我们在2月20日发布的报告《财报角度分析疫情之下车企抗风险能力》中提到：

疫情导致企业复工复产缓慢，正常经营活动受限，销售端承压，然而企业为维持正常运转而产生支付房屋租金、设备折旧、员工工资等不随产品销售额变化的固定成本，因此固定成本比重越小的企业受冲击越小。

汽车属于劳动力密集型行业，在疫情期间除了必须支付员工薪酬导致成本承压外，还会由于人力不足而影响生产进度，人工成本占比偏低的企业影响越小。

同时，现金流是衡量企业抗风险能力的重要指标，短期变现能力越强的企业抗风险能力越高，偿债能力较强的企业短期还债压力相对偏小。

（一）人工成本：汽车服务、重卡产业链人工成本占业绩比重较低

我们用现金流量表的支付给职工及为职工支付的现金和资产负债表的应付职工薪酬增加值衡量公司的人工成本：人工成本率=（支付给职工及为职工支付的现金+应付职工薪酬增加值）/营业收入。

注：本小节潍柴动力采用母公司财务数据。

1季度汽车行业人工成本率为10.7%，同、环比分别提升2.8、1.4个百分点。其中，客车、汽车服务、汽车零部件板块人工成本率较高，重卡产业链、汽车销售人工成本率较低。

同比变化来看，人工成本率同比提升幅度较大的细分领域是客车、汽车服务、汽车零部件，分别提升6.4、3.2、3.0个百分点，同比提升幅度较小的是重卡产业链、汽车销售。

1季度汽车行业人工成本与归母净利润比值为9.1，19年4季度和1季度这一比值分别为14.7、1.9。其中，重卡产业链、汽车服务人工成本与归母净利润比值较低，1季度分别为0.4、1.5，汽车零部件人工成本与归母净利润比值较高，为5.7；其余细分领域1季度均亏损。

表 4：汽车细分领域人工成本占比重及人工成本与营业利润扣除投资收益、归母净利润比值

人工成本率

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	5.2%	5.7%	6.6%	7.5%	6.4%	6.8%	6.2%	7.4%	9.1%
重卡产业链	4.6%	4.5%	5.2%	4.8%	4.3%	4.6%	5.5%	5.1%	4.0%
轻卡	9.6%	7.6%	9.3%	10.2%	6.8%	7.1%	6.7%	11.2%	9.1%
客车	9.4%	9.8%	9.7%	7.5%	13.3%	8.8%	9.5%	8.8%	19.6%
汽车服务	12.5%	9.2%	17.4%	25.1%	16.0%	14.7%	18.0%	21.4%	19.2%
汽车销售	3.0%	3.2%	2.7%	3.1%	3.4%	4.2%	3.7%	3.4%	4.8%
汽车零部件	12.2%	12.7%	12.7%	14.8%	13.2%	13.3%	13.5%	15.6%	16.2%
汽车	6.8%	7.5%	7.9%	9.0%	7.9%	8.2%	8.0%	9.3%	10.7%

人工成本/归母净利润

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	1.05	1.30	1.70	2.47	1.91	2.52	2.99	(10.83)	(47.41)
重卡产业链	0.39	0.36	0.63	0.39	0.36	0.35	0.54	0.48	0.36
轻卡	(5.47)	58.92	(2.26)	(1.27)	7.32	4.87	6.72	77.08	(5.72)
客车	3.13	3.47	2.32	1.54	4.58	3.44	2.16	2.01	(3.01)
汽车服务	0.93	0.85	1.15	1.29	0.85	0.90	1.12	1.27	1.53
汽车销售	1.12	1.31	1.29	8.54	1.57	2.79	2.24	5.85	(3.97)
汽车零部件	1.77	1.81	2.05	(16.75)	2.35	2.64	2.75	9.68	5.66
汽车	1.30	1.47	1.89	4.89	1.92	2.27	2.61	14.67	9.13

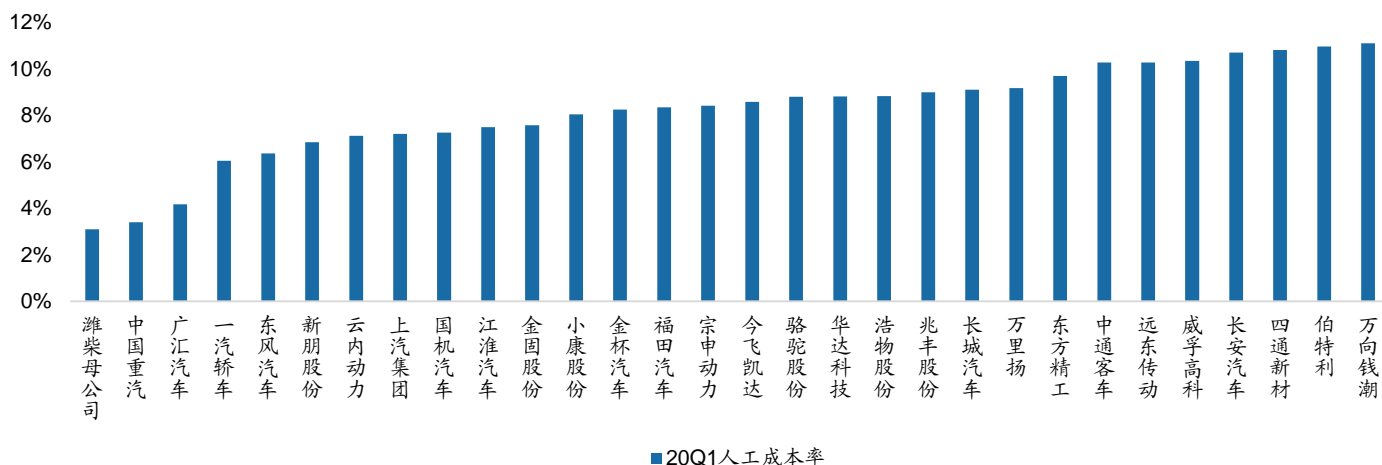
人工成本/(营业利润-投资收益)

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	1.47	2.26	3.09	14.97	3.74	10.59	77.82	(7.64)	(4.09)
重卡产业链	0.44	0.40	0.70	0.53	0.34	0.43	0.59	0.58	0.35
轻卡	(2.29)	(4.18)	(1.20)	(1.03)	(7.70)	(4.39)	(26.84)	(2.63)	(5.07)
客车	2.93	3.42	2.09	1.46	5.48	3.27	2.00	2.08	(2.10)
汽车服务	0.75	0.80	1.12	1.08	0.69	0.78	1.01	1.14	1.22
汽车销售	0.78	0.94	0.87	2.40	1.06	1.70	1.73	3.01	(6.15)
汽车零部件	1.84	1.77	2.14	(8.85)	2.25	2.42	2.70	75.09	4.94
汽车	1.58	1.85	2.54	68.24	2.38	3.21	4.12	(159.30)	39.54

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

从汽车行业样本公司来看，1季度人工成本率最低的五家企业分别是：潍柴动力母公司（3.1%）、中国重汽（3.4%）、广汇汽车（4.2%）、一汽轿车（6.0%）、东风汽车（6.4%）。此外，上汽集团、万里扬人工成本率也处于较低水平。

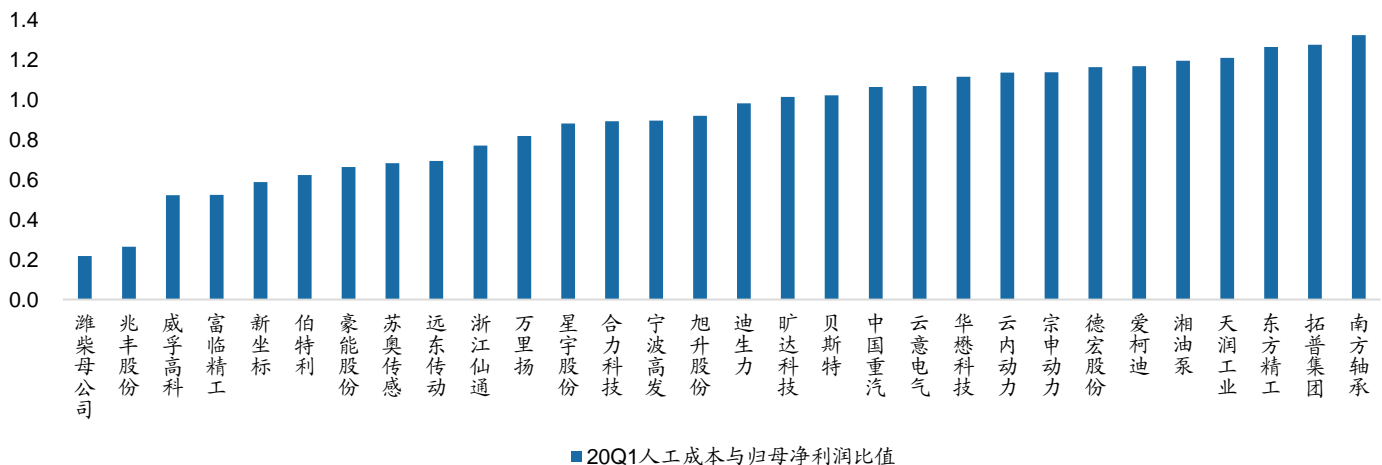
图 16: 汽车行业样本公司人工成本率从低到高排序前三十家



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

从人工成本与归母净利润比值来看, 汽车行业样本公司中这一比值较小的前五家公司分别是: 潍柴动力母公司、兆丰股份、威孚高科、富临精工、新坐标。此外, 万里扬、中国重汽、拓普集团等公司人工成本占归母净利润比值也相对较低。

图 17: 汽车行业样本公司人工成本与归母净利润比值从低到高排序前三十家



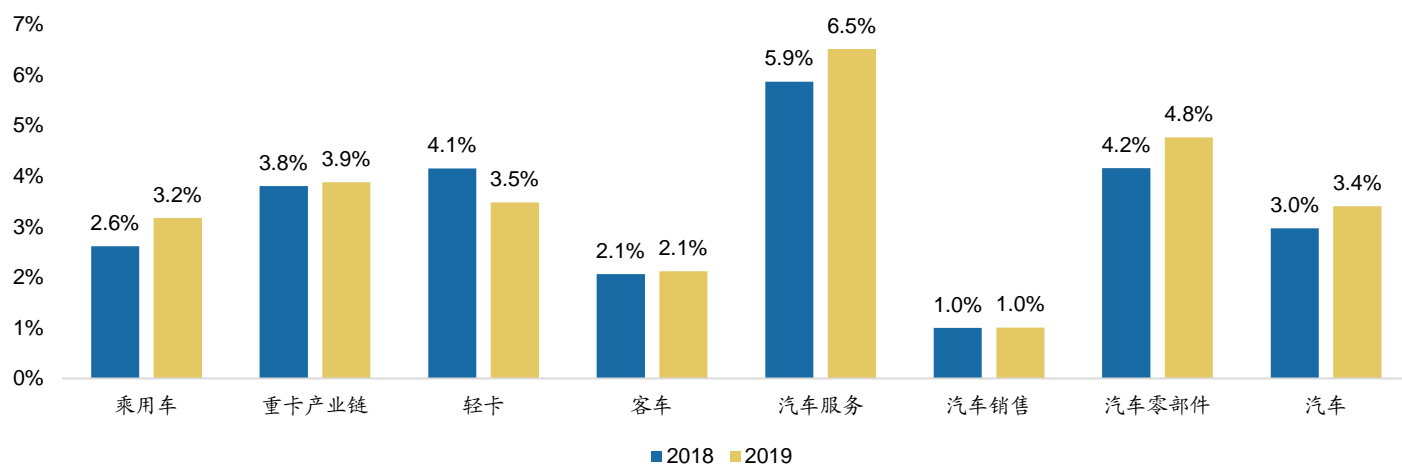
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 折旧摊销: 汽车服务、零部件折旧摊销率较高, 汽车销售较低

折旧和摊销是公司固定成本中另一块占比较高的部分。根据2019年财报披露的数据, 19年汽车行业折旧摊销率为3.4%, 较18年同比提升0.4个百分点。其中, 汽

车服务、汽车零部件折旧摊销率较高，19年分别达到6.5%、4.8%；汽车销售、客车折旧摊销率较低，19年分别为1.0%、2.1%。

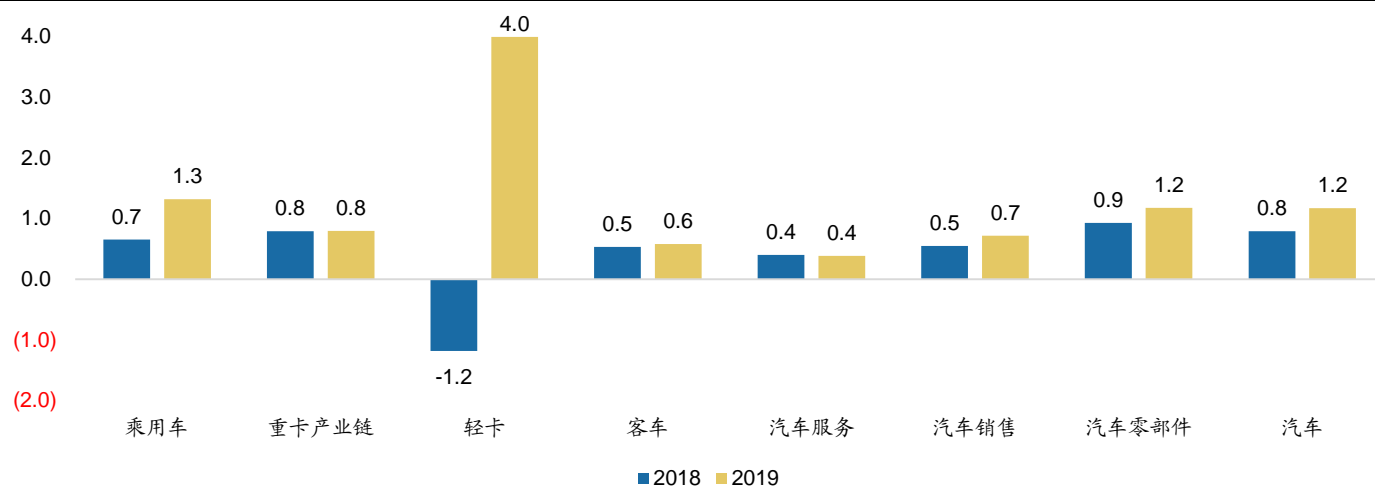
图 18: 汽车板块主要子领域折旧摊销率



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

从折旧摊销与归母净利润比值来看，19年汽车行业这一比值为1.2，较18年的0.8小幅上升。从细分子领域来看，轻卡折旧摊销与归母净利润比值较高，主要与业绩较低有关，剔除轻卡板块后折旧摊销与业绩比值较高的是乘用车和汽车零部件板块，较低的是汽车服务板块、客车和重卡产业链。

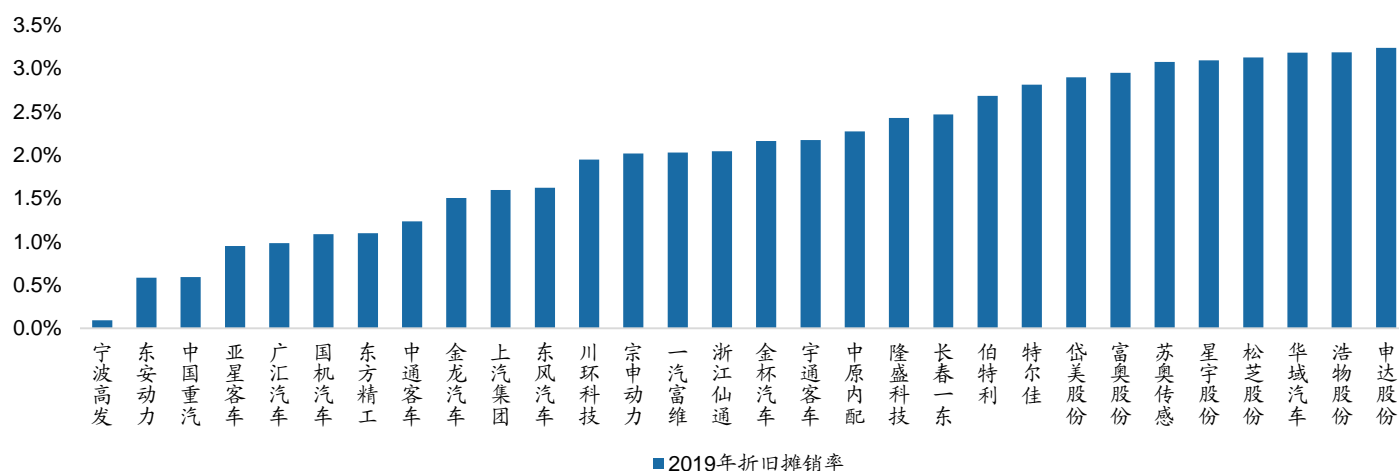
图 19: 汽车板块主要子领域折旧摊销与归母净利润比值



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

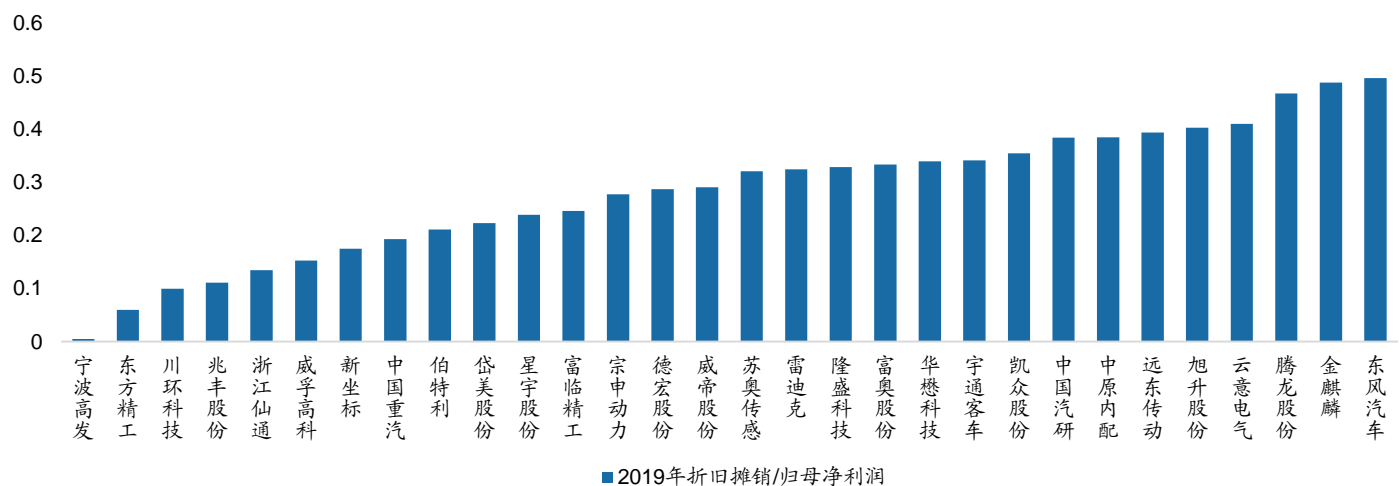
从汽车行业样本公司来看，2019年折旧摊销率最低的五家企业分别是：宁波高发（0.09%）、东安动力（0.58%）、中国重汽（0.59%）、亚星客车（0.95%）、广汇汽车（0.98%）。此外，上汽集团、宇通客车、华域汽车等折旧摊销率也处于较低水平。

图 20：汽车行业样本公司2019年折旧摊销率从低到高排序前三十家



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 21：汽车行业样本公司2019年折旧摊销与归母净利润比值从低到高排序前三十家



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

（三）现金流：乘用车现金流有所改善，汽车服务企业现金比率较高

现金流是衡量企业抗风险能力的重要指标。汽车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。

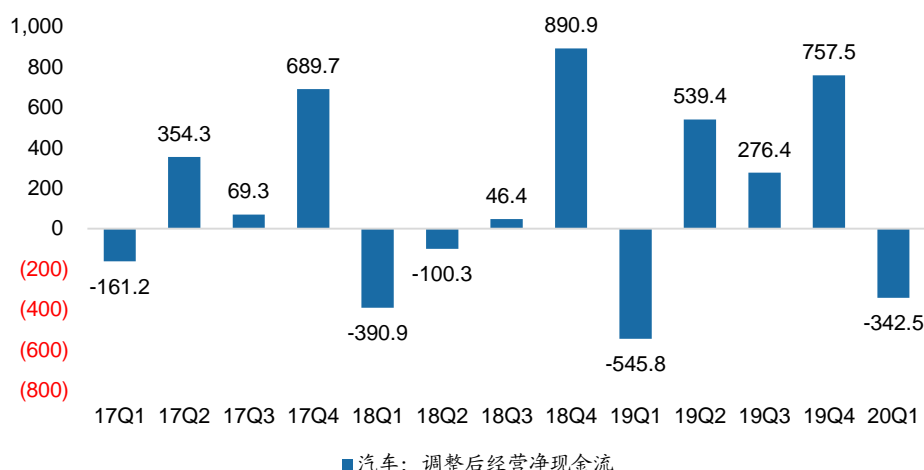
1. 调整后经营性净现金流（经营性净现金流+应收票据增加值）

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。

2020年1季度汽车行业调整后经营性现金流量净额为-342.5亿元，较2018、2019年1季度的-390.9亿元、-545.8亿元有所改善。其中，乘用车、客车、汽车服务、汽车零部件现金流同比有所改善，汽车销售、轻卡及重卡产业链现金流同比下降。

从细分子领域来看，乘用车行业1季度调整后经营性净现金流为-149.7亿元，同比增长65.8%，也好于2018年1季度的-195.8亿元；汽车零部件1季度调整后经营性净现金流为85.4亿元，同比增长超3倍；客车行业1季度调整后经营性净现金流为3.2亿元，同比增长118%；重卡产业链1季度调整后经营性净现金流为-87.0亿元，19年1季度为+8.4亿元；轻卡行业1季度调整后经营性净现金流为-42.4亿元，19年1季度为-9.3亿元；汽车销售行业1季度调整后经营性净现金流为-151.2亿元，19年1季度为-109.8亿元。

图 22：经营性净现金流量+应收票据增加值（单位：亿元）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

表 5：汽车细分行业调整后经营性现金流量净额（亿元）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	-195.8	-349.4	-26.3	364.2	-437.9	221.2	208.4	369.0	-149.7
重卡产业链	-9.7	123.3	-32.1	143.7	8.4	81.0	-34.4	109.8	-87.0
轻卡	-22.6	-0.4	-16.9	26.6	-9.3	13.1	-13.9	1.7	-42.4
客车	-36.9	25.3	-13.0	30.6	-17.0	26.9	15.9	36.6	3.2
汽车服务	-0.3	-0.2	-0.5	5.6	-1.5	0.5	1.4	4.9	-0.9
汽车销售	-139.9	-26.4	66.8	132.3	-109.8	52.2	26.9	169.8	-151.2
汽车零部件	14.2	127.4	68.4	187.9	21.3	144.5	72.1	65.6	85.4
汽车	-390.9	-100.3	46.4	890.9	-545.8	539.4	276.4	757.5	-342.5

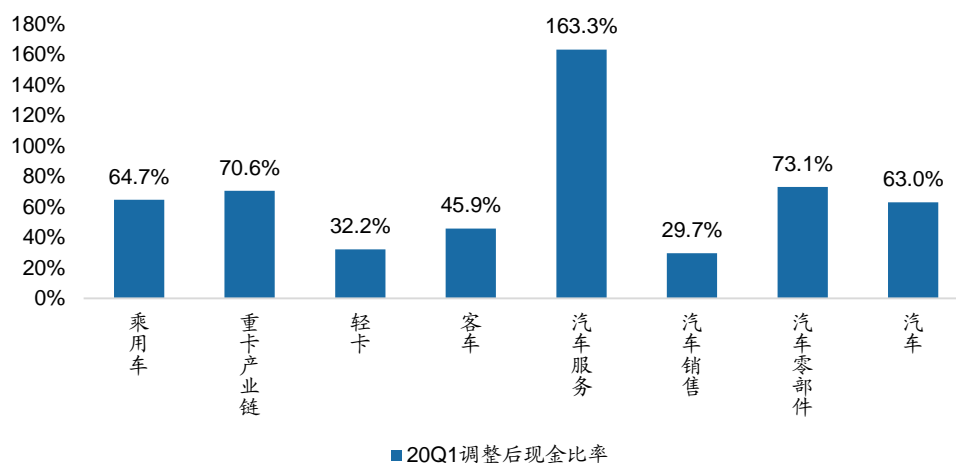
数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

2. 调整现金比率——反映短期变现能力

财务分析中反映资产变现能力的指标有流动比率、速动比率、现金比率，其中现金比率是速动资产扣除应收账款后的余额与流动负债的比率，最能反映企业短期变现能力。一般情况下，现金比率的计算公式是：现金比率=（货币资金+有价证券）/流动负债，结合汽车行业财务特点，我们将公式调整为：现金比率*=(货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资+其他流动资产)/流动负债。

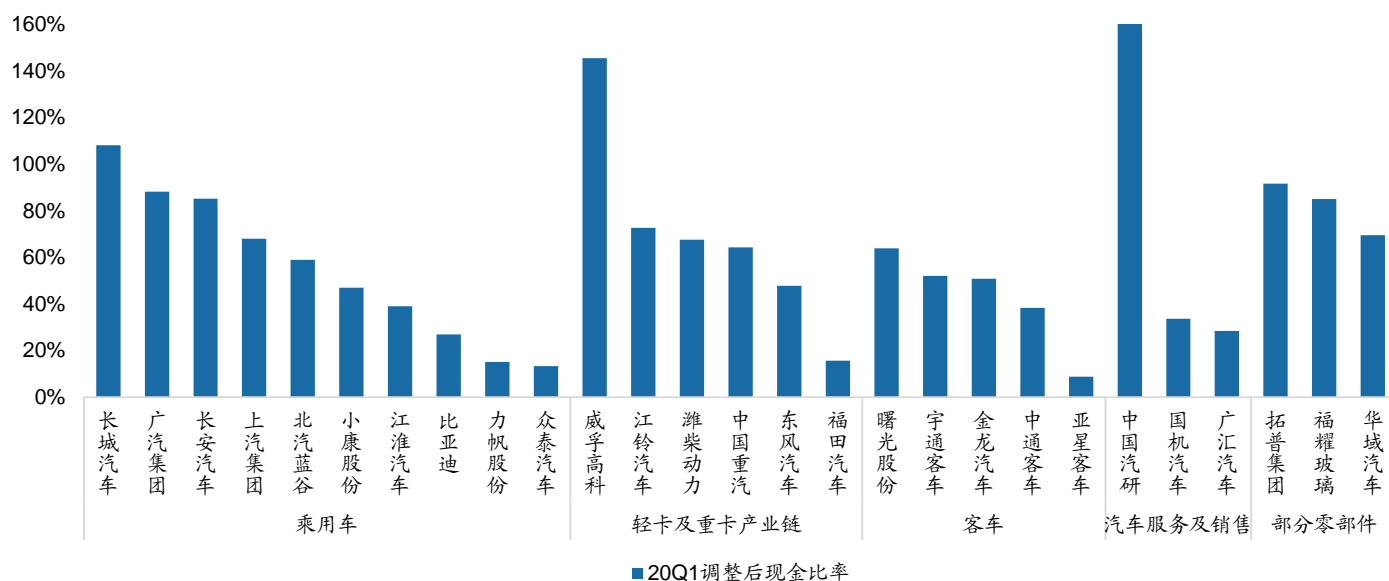
根据2020年1季报，汽车行业调整后现金比率为63.0%，其中汽车服务现金比率最高，为163.3%，其次汽车零部件、重卡产业链、乘用车现金比率靠前，分别为73.1%、70.6%、64.7%，汽车销售、轻卡及客车现金比率较低，分别为29.7%、32.2%、45.9%。

图 23：汽车行业细分领域调整后现金比率



数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图 24：汽车整车、汽车销售及服务板块上市公司调整后现金比率



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

值得注意的是，现金比率并非越高越好，过高的现金比率可能意味着企业现金类资产未得到合理利用，由于现金资产的获利能力较低，因此企业在保证偿债能力的基础上需提高资产的获利能力。

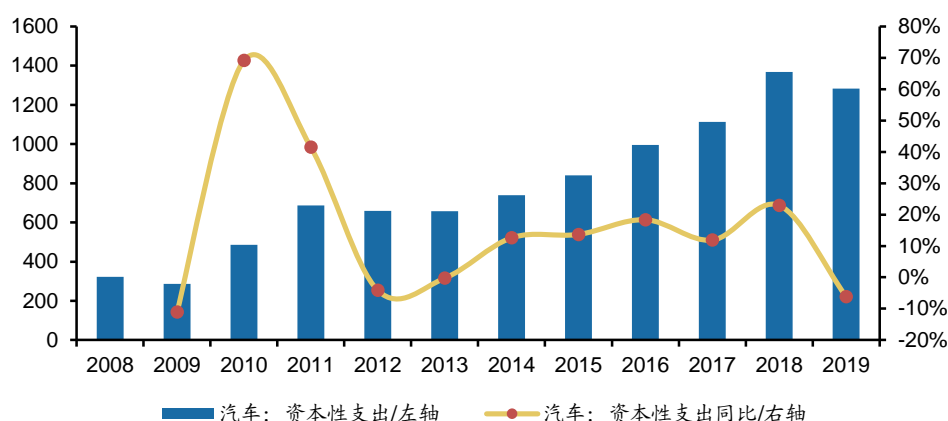
（四）资本性支出：受疫情影响 1 季度汽车行业资本性支出同比下降

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。

20年1季度汽车行业资本性支出为237.0亿元，同比下降37.0%，自19年3季度起行业资本性开支持续同比下降。

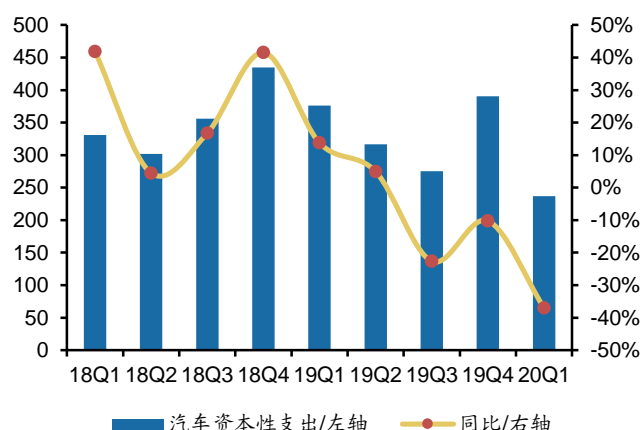
细分子领域来看，1季度乘用车资本性支出122.4亿元，同比下降45.2%，与行业趋势基本一致；汽车零部件资本性支出81.5亿元，同比下降32.7%；重卡企业资本性支出为20.6亿元，同比增长58.8%。此外，客车、轻卡、汽车销售1季度资本性支出分别同比下降19.0%、38.8%、45.6%，汽车服务资本性支出同比增长9.8%。

图 25: 汽车行业历年资本性开支 (亿元) 及同比增速



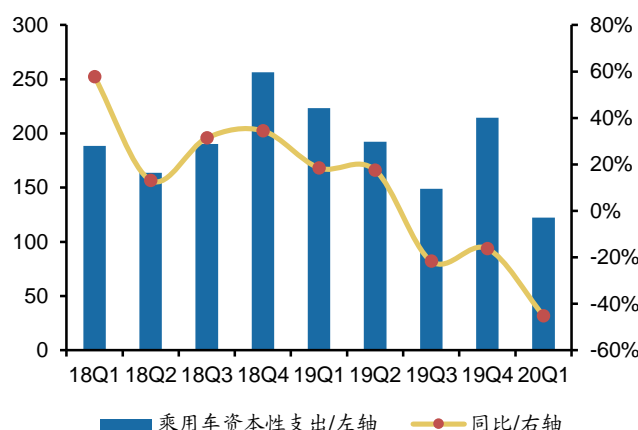
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 汽车行业资本性支出 (亿元) 及同比增速



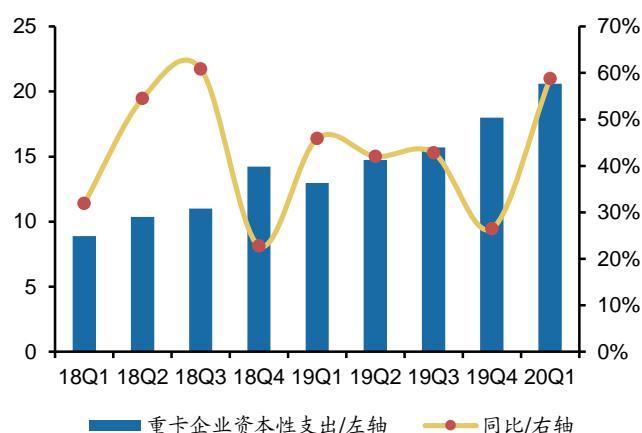
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 乘用车资本性支出 (亿元) 及同比增速



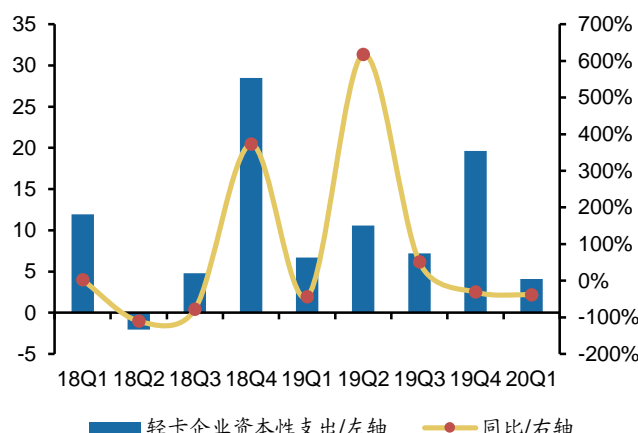
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 重卡企业资本性支出 (亿元) 及同比增速



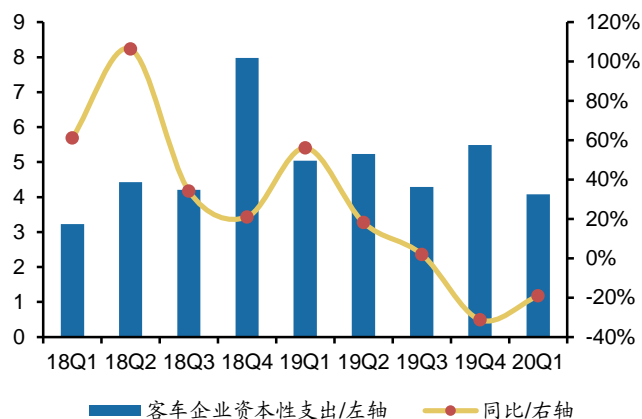
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 29: 轻卡资本性支出 (亿元) 及同比增速



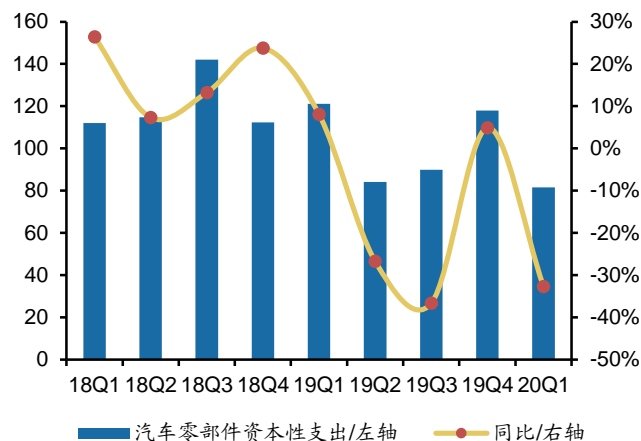
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 客车资本性支出 (亿元) 及同比增速



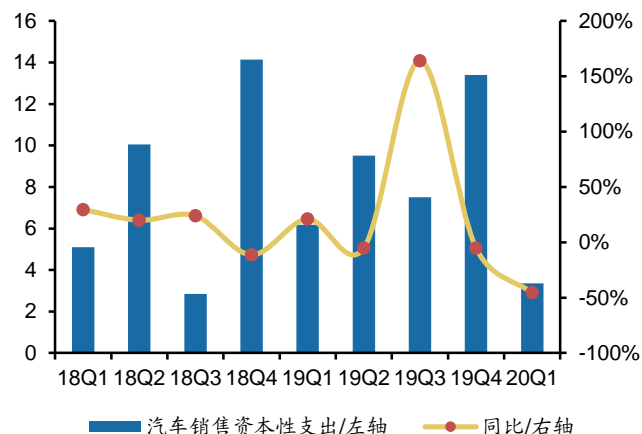
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 汽车零部件资本性支出 (亿元) 及同比增速



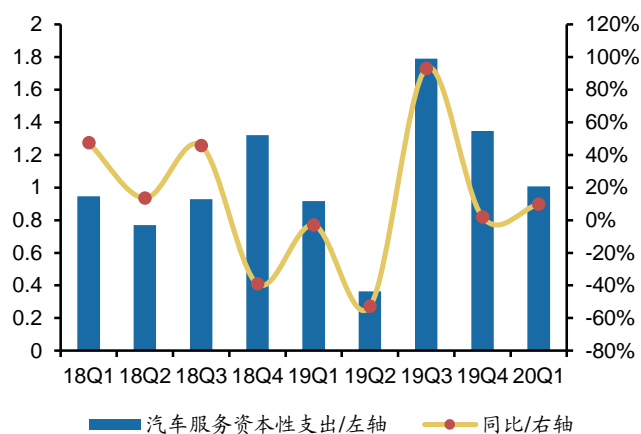
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 汽车销售资本性支出 (亿元) 及同比增速



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 33: 汽车服务资本性支出 (亿元) 及同比增速



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、汽车行业关键财务指标

表 6：汽车细分行业毛利率情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	14.8%	14.4%	14.7%	13.1%	13.1%	12.4%	12.5%	12.8%	10.5%
重卡产业链	20.5%	18.1%	19.0%	21.6%	19.3%	19.9%	20.9%	19.6%	20.5%
轻卡	13.5%	14.6%	14.6%	10.1%	13.5%	13.8%	15.9%	14.4%	12.8%
客车	17.5%	17.2%	21.3%	23.2%	18.3%	17.5%	19.1%	21.6%	11.4%
汽车服务	24.2%	17.3%	27.3%	35.6%	30.2%	28.4%	29.8%	31.7%	29.4%
汽车销售	9.8%	10.3%	8.9%	8.8%	10.1%	9.0%	9.4%	8.9%	9.0%
汽车零部件	19.2%	18.8%	18.6%	18.5%	18.7%	18.8%	18.3%	17.4%	18.2%
汽车	15.8%	15.6%	15.6%	14.9%	14.9%	14.6%	14.6%	14.5%	13.8%

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

表 7：汽车细分行业净利率情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	6.3%	5.5%	4.8%	3.5%	4.3%	3.4%	2.9%	0.0%	-0.1%
重卡产业链	7.1%	7.6%	6.5%	8.0%	7.6%	7.7%	7.1%	6.0%	7.0%
轻卡	-1.8%	0.1%	-4.2%	-8.1%	0.8%	1.4%	0.9%	0.1%	-1.7%
客车	2.8%	3.2%	4.2%	5.0%	2.7%	2.8%	4.5%	4.6%	-7.5%
汽车服务	13.7%	10.8%	15.0%	19.4%	19.0%	16.3%	16.1%	17.0%	12.8%
汽车销售	3.1%	2.8%	2.4%	0.6%	2.5%	1.9%	1.9%	0.9%	-1.2%
汽车零部件	7.9%	7.8%	6.9%	-0.1%	6.4%	5.8%	5.5%	2.1%	2.9%
汽车	6.1%	5.8%	4.9%	2.4%	4.8%	4.2%	3.8%	1.2%	1.3%

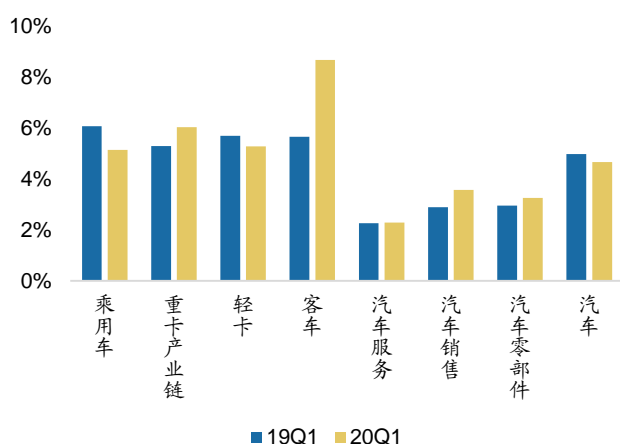
数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

表 8：汽车细分行业期间费用率情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	10.8%	11.8%	12.7%	12.3%	11.6%	12.7%	12.3%	12.2%	13.8%
重卡产业链	11.5%	10.5%	11.7%	12.9%	10.4%	11.2%	13.5%	12.9%	12.5%
轻卡	16.0%	14.9%	20.7%	15.7%	13.1%	14.4%	15.0%	14.6%	14.6%
客车	15.5%	12.5%	15.6%	16.6%	17.6%	13.9%	13.3%	17.7%	23.5%
汽车服务	5.9%	6.5%	11.1%	15.1%	9.3%	11.8%	12.5%	13.8%	11.6%
汽车销售	5.6%	7.0%	5.8%	5.8%	6.5%	5.9%	6.7%	6.0%	8.9%
汽车零部件	12.2%	11.8%	12.7%	14.7%	13.1%	13.1%	13.1%	13.2%	15.0%
汽车	11.0%	11.5%	12.3%	12.6%	11.6%	12.0%	12.2%	12.2%	13.8%

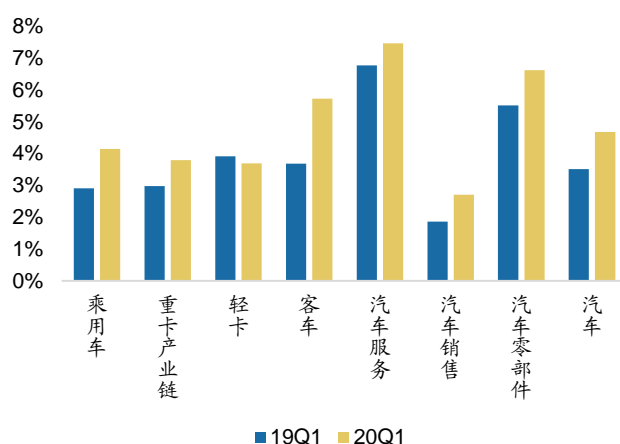
数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图 34: 汽车细分行业销售费用率



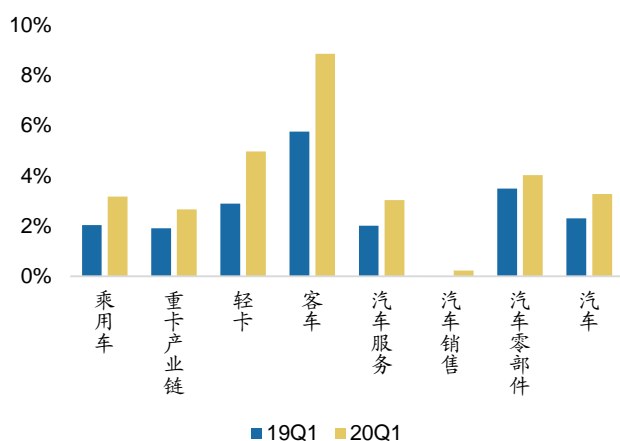
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 35: 汽车细分行业管理费用率



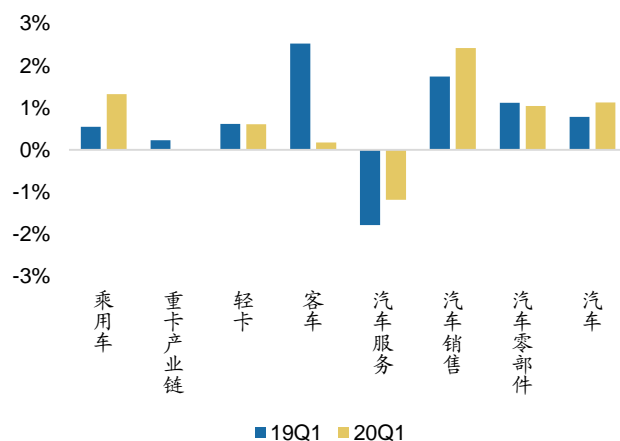
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 36: 汽车细分行业研发费用率



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 37: 汽车细分行业财务费用率



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 9: 汽车细分行业资产负债率

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	59.5%	60.7%	59.3%	60.8%	59.8%	60.3%	60.5%	62.0%	60.9%
重卡产业链	67.0%	67.3%	66.2%	65.5%	65.9%	67.8%	66.0%	66.6%	65.3%
轻卡	65.8%	65.7%	63.8%	67.6%	64.8%	65.6%	64.9%	65.3%	64.8%
客车	68.1%	69.0%	69.3%	67.9%	66.1%	65.9%	65.6%	65.6%	63.3%
汽车服务	17.1%	17.2%	18.5%	21.5%	18.8%	18.7%	20.2%	22.2%	20.0%
汽车销售	64.5%	66.2%	66.4%	67.5%	65.3%	66.4%	65.3%	69.4%	66.5%
汽车零部件	45.6%	48.0%	47.4%	48.4%	48.1%	49.0%	48.4%	49.4%	48.1%
汽车	57.4%	58.6%	57.5%	58.7%	57.8%	58.6%	58.2%	59.7%	58.4%

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 10: 汽车细分行业存货周转率 (次)

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	3.11	2.78	2.55	3.11	2.38	2.14	2.39	3.05	1.52
重卡产业链	1.31	1.61	1.30	1.42	1.64	1.63	1.30	1.62	1.18
轻卡	1.76	2.34	1.78	2.38	2.43	2.38	1.95	2.28	1.56
客车	1.52	2.32	1.60	2.88	1.17	1.83	1.80	2.16	0.76
汽车服务	2.16	2.75	1.57	2.33	1.25	1.41	1.43	2.78	1.08
汽车销售	1.57	1.44	1.74	1.83	1.37	1.91	1.60	1.92	1.08
汽车零部件	1.41	1.66	1.47	1.67	1.33	1.37	1.34	1.76	1.06
汽车	2.11	2.12	1.94	2.30	1.83	1.82	1.83	2.31	1.27

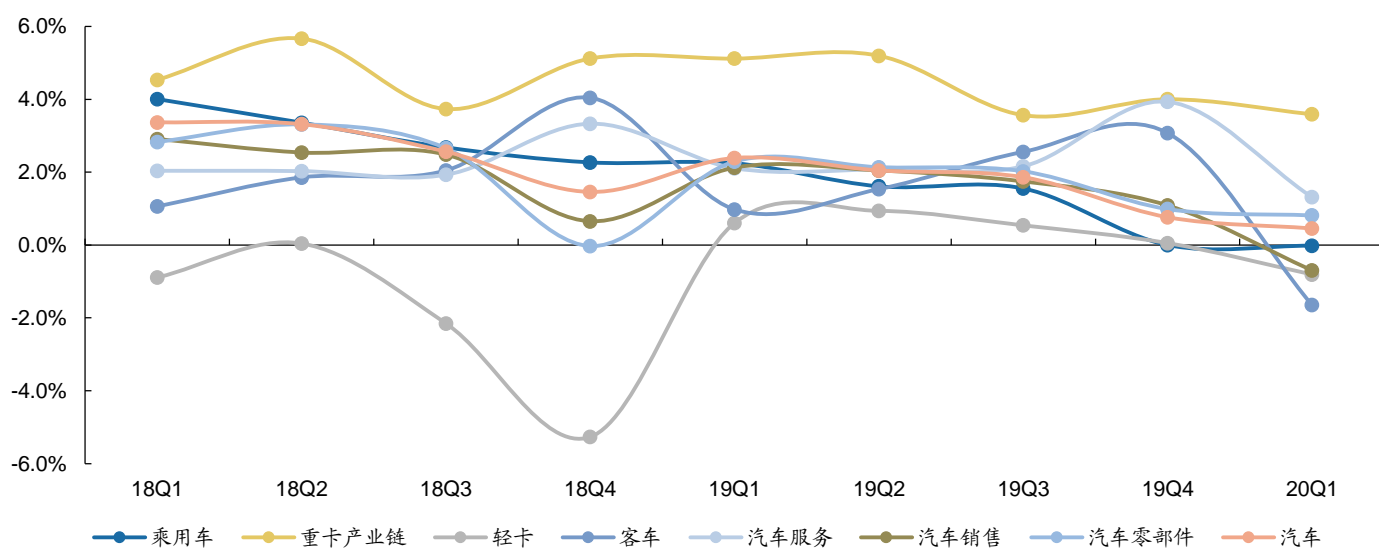
数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

表 11: 汽车细分行业固定资产周转率 (次)

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
乘用车	1.87	1.73	1.63	1.83	1.45	1.28	1.41	1.72	0.81
重卡产业链	1.66	1.93	1.50	1.62	1.90	1.95	1.46	1.90	1.62
轻卡	0.89	1.15	0.93	1.24	1.40	1.36	1.15	1.40	0.92
客车	1.08	1.65	1.38	2.33	1.09	1.65	1.71	2.03	0.70
汽车服务	0.38	0.48	0.34	0.44	0.30	0.33	0.33	0.49	0.19
汽车销售	3.54	3.29	3.86	3.93	3.04	3.84	3.29	3.98	1.99
汽车零部件	0.96	1.10	1.00	1.08	0.84	0.85	0.84	1.05	0.62
汽车	1.53	1.55	1.43	1.60	1.30	1.26	1.27	1.55	0.83

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图 38: 汽车行业细分领域ROE



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

五、投资建议

疫情不改行业中长期趋势，抗疫能力是检验汽车股价值的试金石。考虑到库存周期的改善和疫情得到控制后批发、终端需求的企稳，乘用车我们推荐产业链竞争力强、中长期经营有韧性的龙头上汽集团，零部件推荐盈利稳定性高、低估值高分红品种华域汽车及业绩拐点确立的万里扬，汽车服务板块推荐中国汽研。重卡股方面，我们推荐依靠新品周期、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、股息收益率有吸引力的威孚高科（A/B）。

六、风险提示

疫情影响超预期；宏观经济不及预期；行业景气度下降等。

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，10年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011-2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年连续三年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名。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，6 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名、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 2016-2018 年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名；2019 年新财富汽车和汽车零部件行业第一名，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 2016-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。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 2017-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 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**：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师 2019 年第一名团队成员，水晶球 2019 年第一名团队成员，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	gfhqyf@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。