

汽车

板块分化，乘用车现金流改善、重卡持续高景气度 -汽车行业 2019 及 2020Q1 财报总结

评级：增持（维持）

分析师 苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师 陈传红

执业证书编号：S0740519120001

Email: chench@r.qlzq.com.cn

分析师 戴仕远

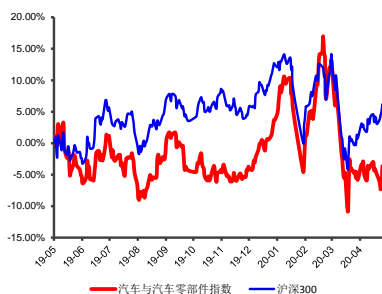
执业证书编号：S0740518070006

Email: daishiyuan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	178
行业总市值(百万元)	1688515
行业流通市值(百万元)	1300626

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
上汽集团	18.9	2.2	2.1	2.4	2.6	10.9	9.0	7.8	7.2	0.5	增持
中国重汽	24.7	1.8	1.9	2.2	2.6	12.4	12.8	11.2	9.5	0.8	增持
威孚高科	20.2	2.3	2.3	2.4	2.4	8.5	8.7	8.6	8.3	5.0	增持
新泉股份	25.2	0.8	1.0	1.3	1.5	23.2	24.9	20.0	17.3	0.8	增持

备注：股价取自 2020 年 4 月 30 日收盘价

投资要点

- **行业整体承压，估值处于底部。**2019 年汽车销售 2575.4 万辆(-8.1%)。其中，乘用车销售 2143.3 万辆(-9.5%)，商用车销售 432.2 万辆(-1.1%)。受疫情影响，2020 年 Q1 汽车销售 366.7 万辆(-42.4%)，其中，乘用车销售 287.3 万辆(-45.4%)；商用车销售 79.4 万辆(-28.4%)。当前行业 PB 约为 1.54 倍，处于周期底部。
- **乘用车：内部分化、现金流改善。**(1) 2019 年乘用车行业营收同比下滑 5.5%。其中，2019Q4 乘用车行业营收增长 7.2%，结束 2018 年 Q3 以来的下滑趋势。行业整体下滑的背景下，乘用车内部分化明显，德系(+2.3%)、日系(+3.1%)走强。(2) 2019 年乘用车行业净利润同比下滑 44.4%。其中，Q4 乘用车行业归母净利润同比下滑 49.9%，仍处于底部区间。2020Q1 受疫情影响，营收、归母净利润均大幅下滑。(3) 2019 年乘用车行业经营性现金流量净额为 728.7 亿元，同比增长 133.6%，现金流改善明显。
- **零部件：营运能力企稳、经营性现金流持续增长。**(1) 2019 年零部件行业营收同比增长 1.8%。分季度来看，2019Q4、2020Q1 零部件行业营收同比增长 11.6%、-20.6%，2019Q4 营收同比转正。(2) 2019 年零部件行业归母净利润同比减少 21.5%。其中，Q4 零部件行业整体归母净利润同比下滑 33.2%，利润持续承压。(3) 2019 年行业存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率、总资产周转率等营运能力与去年同期基本持平。2019 年零部件行业经营性现金流量净额为 832.7 亿元，同比增长 32.1%；Q4 经营性现金流量净额为 417.8 亿元，同比增长 25.4%，经营性现金流持续增长。
- **重卡：持续高景气度，2020Q1 业绩超预期。**2019 年重卡销售 117.4 万辆，同比增长 2.3%，重卡持续高景气度。受疫情影响，2020Q1 重卡销售 27.4 万辆，同比减少 15.7%。从产业链主要重卡企业的数据来看，2019 年营收、归母净利润均处于历史高点。受疫情影响，2020Q1 重卡产业链主要企业净利润承压，但仍处于历史高位，超市场预期。
- **二季度展望：静待行业复苏。**(1) 汽车制造成品库存从 2018 年下半年进入下行通道，当前行业库存已经处于低位，主动去库存已经完成，行业压力减缓。(2) 汽车零售约占我国零售总额的 10%左右，汽车销售对稳经济的重要性高。在稳定经济增长、刺激消费的大背景下，汽车消费放开是大趋势。当前有八个地区实施汽车限购，假设 2020 年牌照限额增加一倍将贡献 70 万辆左右的销量。据我们估算限购地区约有 700 万辆左右的刚性需求没有得到满足，仍有较大成长空间。(3) 从 2019 年乘用车上险数来看，限牌地区主要以德日系、豪华车以及一线自主品牌为主，限购放开这些品牌将受益。
- **投资建议：**乘用车：在减税降费刺激消费的大背景下，汽车需求复苏确定性高，继续推荐德日系+一线自主，推荐关注上汽集团、长安汽车以及广汽集团。零部件：随着下游乘用车消费复苏，去库存结束，行业压力减缓。在此背景下，推荐关注精锻科技、福耀玻璃、新泉股份、星宇股份等业绩确定性较高的企业。重卡：随着政策边际转松，基建投资将主导重卡行业需求，叠加超载治理，重卡行业将维持高景气度。推荐关注中国重汽、威孚高科以及重卡发动机龙头等重卡产业链企业。
- **风险提示：**乘用车销量下行的风险、消费促进政策推及不及预期、国三重卡淘汰不及预期、基建投资不及预期。

内容目录

行业整体承压，估值处于底部	- 6 -
行业整体承压，乘用车、商用车分化	- 6 -
板块估值仍处于底部	- 9 -
2020Q1 基金持仓有所降低	- 10 -
板块分化，乘用车现金流改善、重卡持续高景气度	- 11 -
乘用车：内部分化，现金流改善	- 11 -
零部件：营运能力企稳、经营性现金流持续增长	- 15 -
重卡：持续高景气度，2020Q1 业绩超预期	- 18 -
二季度展望：静待行业复苏	- 21 -
行业压力减缓，库存处于低位	- 21 -
消费放开是大趋势，德日系、豪华车、一线自主有望受益	- 23 -
投资建议	- 26 -
风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 汽车年度销量增速	- 6 -
图表 2: 2019 年主要汽车集团销量 (万辆)	- 6 -
图表 3: 汽车季度销量增速	- 6 -
图表 4: 2020 年 Q1 主要乘用车企业销量 (万辆)	- 6 -
图表 5: 汽车行业营收增速 (年度)	- 7 -
图表 6: 汽车行业归母净利润增速 (年度)	- 7 -
图表 7: 汽车行业营收增速 (季度)	- 7 -
图表 8: 汽车行业归母净利润增速 (季度)	- 7 -
图表 9: 行业整体年度销售毛利率 (整体法)	- 7 -
图表 10: 行业整体年度销售净利率 (整体法)	- 7 -
图表 11: 行业整体分季度销售毛利率 (整体法)	- 8 -
图表 12: 行业整体分季度销售净利率 (整体法)	- 8 -
图表 13: 行业整体分季度 ROE (整体法)	- 8 -
图表 14: 行业整体分季度 ROA (整体法)	- 8 -
图表 15: 年初至今行业涨跌幅 (2020.04.30)	- 9 -
图表 16: 年初至今汽车细分板块涨跌幅 (2020.04.30)	- 9 -
图表 17: 汽车与汽车零部件行业 PE- Bands	- 9 -
图表 18: 汽车与汽车零部件行业 PB- Bands	- 9 -
图表 19: 2020Q1 申万行业基金持股比例	- 10 -
图表 20: 2018Q1-2020Q1 汽车行业基金持仓变化	- 10 -
图表 21: 汽车行业主要标的 2020Q1 基金持股情况	- 10 -
图表 22: 2019 年乘用车分国别销量 (万辆)、增速	- 11 -
图表 23: 2020Q1 乘用车分国别销量 (万辆)、增速	- 11 -
图表 24: 2018 年乘用车销量结构	- 11 -
图表 25: 2019 年乘用车销量结构	- 11 -
图表 26: 乘用车行业营收增长率 (年度)	- 11 -
图表 27: 乘用车行业营收增长率 (季度)	- 11 -
图表 28: 乘用车行业归母净利润增速 (年度)	- 12 -
图表 29: 乘用车行业归母净利润增速 (季度)	- 12 -
图表 30: 乘用车行业销售毛利率 (年度)	- 12 -
图表 31: 乘用车行业销售净利率 (年度)	- 12 -
图表 32: 乘用车行业销售毛利率 (季度)	- 13 -
图表 33: 乘用车行业销售净利率 (季度)	- 13 -

图表 34: 乘用车行业 EPS/元 (整体法)	- 13 -
图表 35: 乘用车行业 ROE (整体法)	- 13 -
图表 36: 申万乘用车年度期间费用率 (整体法)	- 13 -
图表 37: 申万乘用车季度期间费用率 (整体法)	- 13 -
图表 38: 申万乘用车存货周转率、营收账款周转率	- 14 -
图表 39: 申万乘用车固定资产周转率、总资产周转率	- 14 -
图表 40: 乘用车经营性现金流量净额 (亿元)/年度	- 14 -
图表 41: 乘用车经营性现金流量净额 (亿元)/季度	- 14 -
图表 42: 零部件行业营收增长率 (年度)	- 15 -
图表 43: 零部件行业归母净利润增速 (年度)	- 15 -
图表 44: 零部件行业营收增长率 (季度)	- 15 -
图表 45: 零部件行业归母净利润增速 (季度)	- 15 -
图表 46: 零部件行业销售毛利率 (年度)	- 15 -
图表 47: 零部件行业销售净利率 (年度)	- 15 -
图表 48: 零部件行业销售毛利率 (季度)	- 16 -
图表 49: 零部件行业销售净利率 (季度)	- 16 -
图表 50: 零部件行业 EPS (整体法)/元	- 16 -
图表 51: 零部件行业 ROE (整体法)	- 16 -
图表 52: 汽车零部件存货周转率、营收账款周转率	- 17 -
图表 53: 汽车零部件固定资产周转率、总资产周转率	- 17 -
图表 54: 零部件经营性现金流量净额 (亿元)/年度	- 17 -
图表 55: 零部件经营性现金流量净额 (亿元)/季度	- 17 -
图表 56: 重卡年销量 (万辆)、增速	- 18 -
图表 57: 重卡季度销量 (万辆)、增速	- 18 -
图表 58: 2018 年主要重卡企业销量 (万辆)	- 18 -
图表 59: 2019 年主要重卡企业销量 (万辆)	- 18 -
图表 60: 主要重卡企业营收增速 (年度)	- 18 -
图表 61: 主要重卡企业营收增速 (季度)	- 18 -
图表 62: 主要重卡企业归母净利润 (年度)/亿元	- 19 -
图表 63: 主要重卡企业归母净利润 (季度)/亿元	- 19 -
图表 64: 主要重卡企业销售净利率 (季度)	- 19 -
图表 65: 主要重卡企业 ROE (季度)	- 19 -
图表 66: 2018 年底我国国三重卡保有量构成	- 20 -
图表 67: 四轮基建周期重卡行业主导因素分析	- 20 -
图表 68: 我国重卡保有量 (万辆)、销量 (万辆)、保有量增速	- 20 -

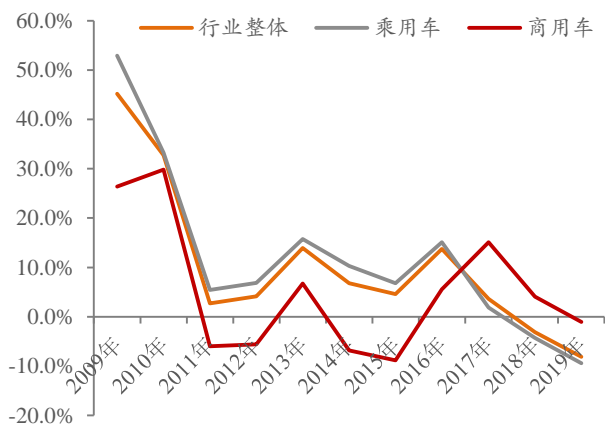
图表 69: 汽车制造产成品存货 (亿元)	- 21 -
图表 70: 汽车制造产成品存货同比增速	- 21 -
图表 71: 经销商库存预警指数	- 21 -
图表 72: 乘用车厂家库存 (万辆)	- 21 -
图表 73: 经销商库存系数 (月)	- 21 -
图表 74: 经销商分品牌库存系数 (月)	- 21 -
图表 75: 零售总额、汽车零售额 (万亿元)、增速	- 23 -
图表 76: 2019 年零售总额中汽车零售占比	- 23 -
图表 77: 2019 年以来部分汽车消费刺激政策梳理	- 23 -
图表 78: 我国汽车限购城市整车梳理	- 24 -
图表 79: 限购城市传统车指标数 (万)、申请人数 (万)、中标率	- 24 -
图表 80: 限购地区 2018 年户均汽车保有量	- 24 -
图表 81: 我国分地区千人汽车保有量 (辆)、人均 GDP (万元)	- 25 -
图表 82: 限购地区 2019 年汽车分品牌上险数排行 (辆)	- 25 -

行业整体承压，估值处于底部

行业整体承压，乘用车、商用车分化

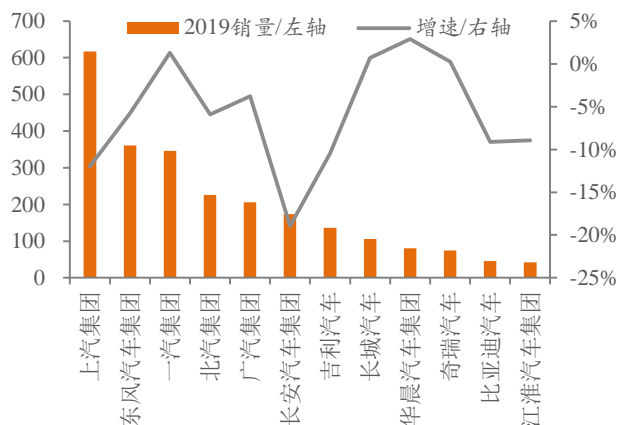
- **2019 乘用车销量持续承压，商用车持续高景气度。**2019 年汽车销售 2575.4 万辆，同比下滑 8.1%。其中，乘用车销售 2143.3 万辆，同比下滑 9.5%；商用车销售 432.2 万辆，同比下滑 1.1%。分汽车集团看，仅华晨、一汽、长城、奇瑞集团销量保持微增，其他主要汽车集团均有不同程度的下滑。

图表 1：汽车年度销量增速



来源：中汽协、中泰证券研究所

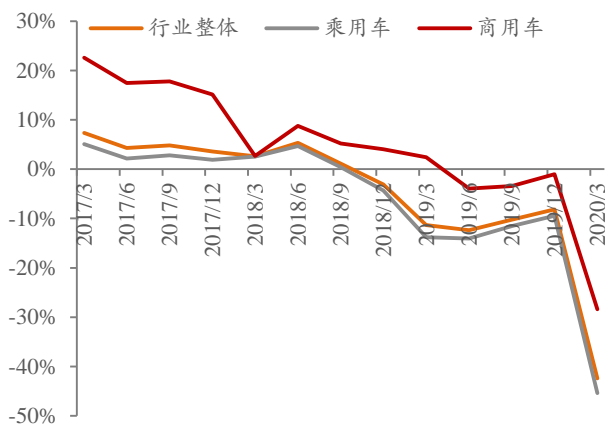
图表 2：2019 年主要汽车集团销量（万辆）



来源：中汽协、中泰证券研究所

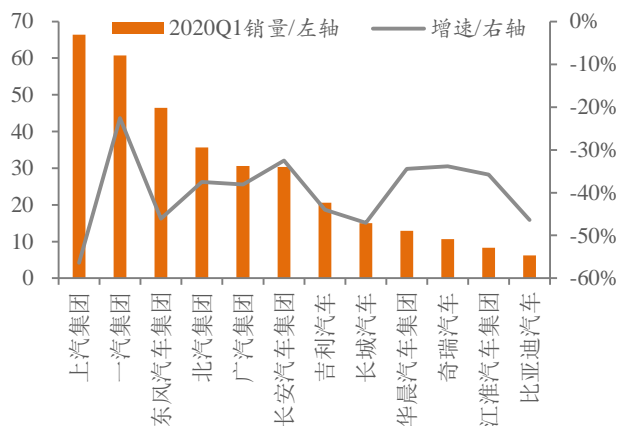
- **受疫情影响，2020Q1 乘用车、商用车销量均承压。**受疫情影响，2020 年 Q1 汽车销售 366.7 万辆，同比下滑 42.4%。其中，乘用车销售 287.3 万辆，同比下滑 45.4%；商用车销售 79.4 万辆，同比下滑 28.4%。主要汽车集团销量均承压。

图表 3：汽车季度销量增速



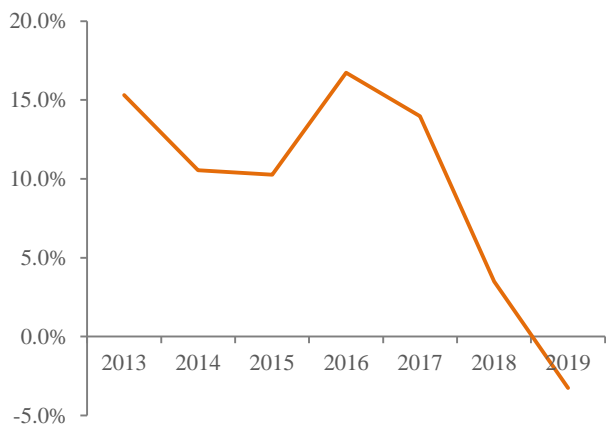
来源：中汽协、中泰证券研究所

图表 4：2020 年 Q1 主要乘用车企业销量（万辆）

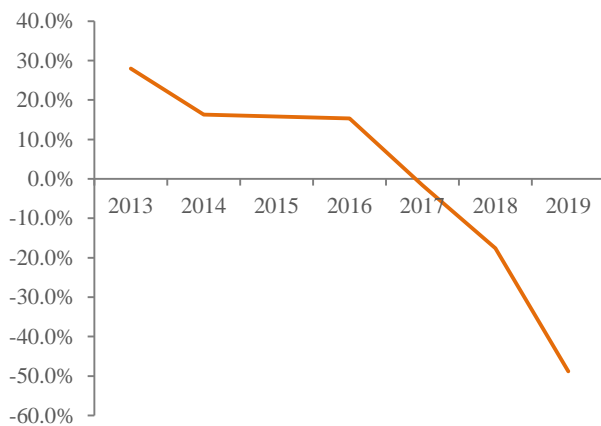


来源：中汽协、中泰证券研究所

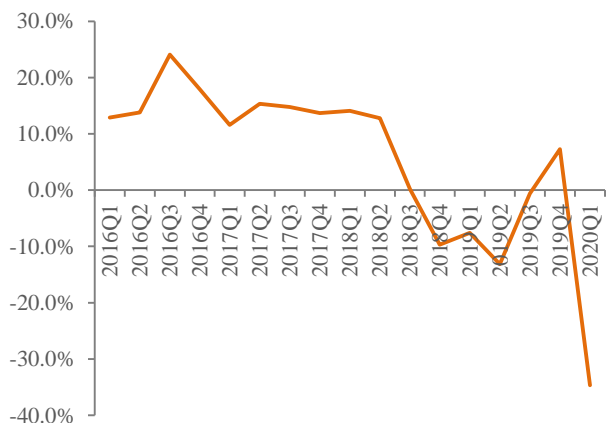
- **营收持续承压，净利润处于底部区间。**2019 年汽车行业营收同比下滑 3.3%，归母净利润同比下滑 48.8%。2019 年 Q4 行业整体营收同比增长 7.3%，结束 2018 年 Q4 以来的下滑趋势；2020Q1 行业整体营收同比下滑 34.7%，主要受疫情影响。2019Q4、2020Q1 行业整体归母净利润增速为-177.9%、-87.1%，归母净利润增速处于底部区间。

图表 5：汽车行业营收增速（年度）


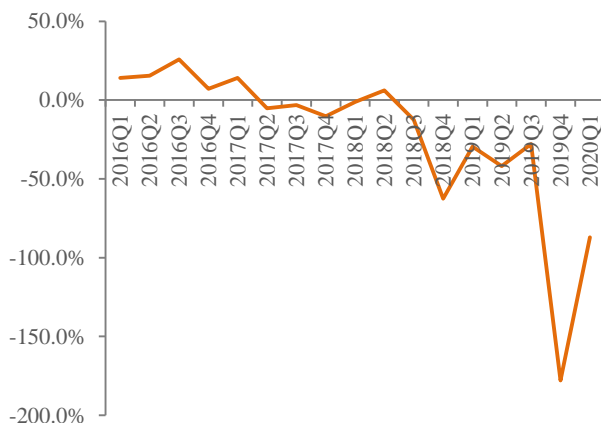
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 6：汽车行业归母净利润增速（年度）


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 7：汽车行业营收增速（季度）


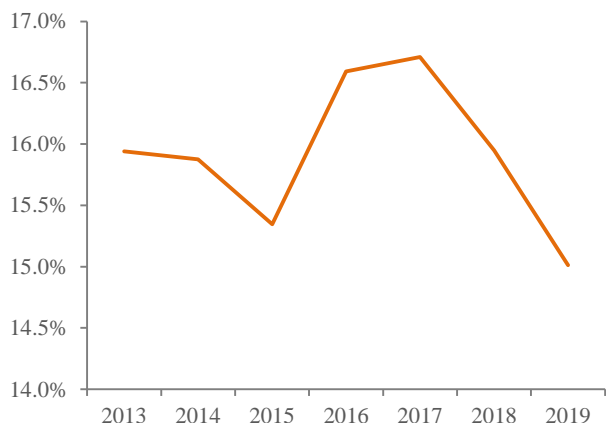
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 8：汽车行业归母净利润增速（季度）


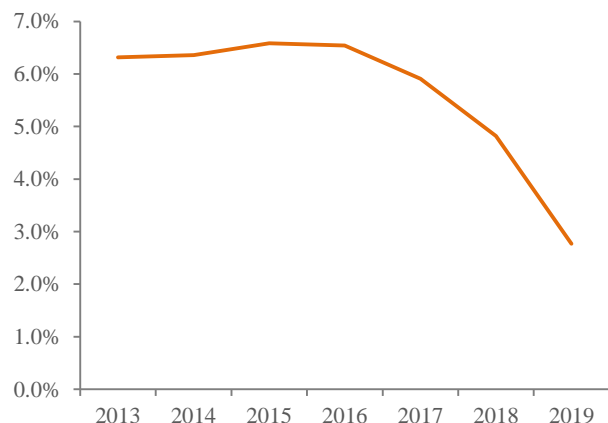
来源：WIND、中泰证券研究所

- **整体承压，盈利能力环比改善。**2019 年汽车行业销售毛利率为 15.0%，同比减少 0.9PCT；销售净利率为 2.8%，同比减少 2PCT。在疫情影响行业销量大幅下滑的背景下，2020 年 Q1 行业整体毛利率为 13.6%，同比下滑 1.5PCT；Q1 行业整体净利率为 0.8%，同比下滑 3.9PCT，环比提升 1.4PCT。2020Q1 行业整体 ROE 为 0.3，同比减少 1.6PCT，环比增长 1.0PCT。

图表 9：行业整体年度销售毛利率（整体法）
图表 10：行业整体年度销售净利率（整体法）

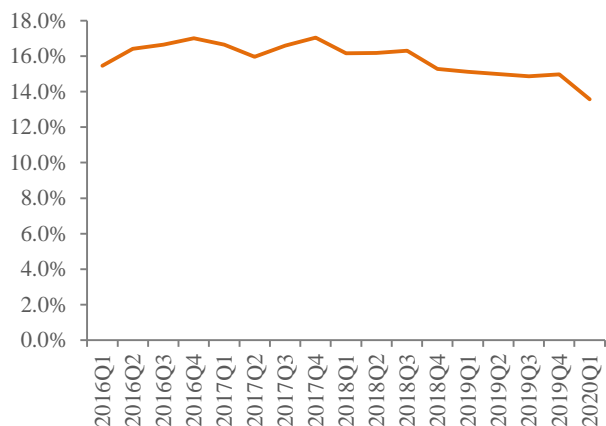


来源：WIND、中泰证券研究所



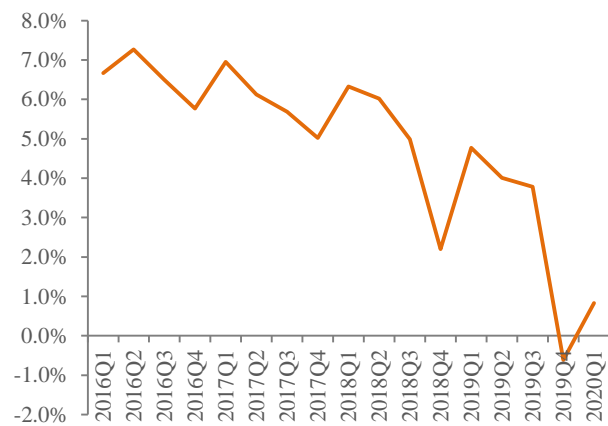
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 11：行业整体分季度销售毛利率（整体法）



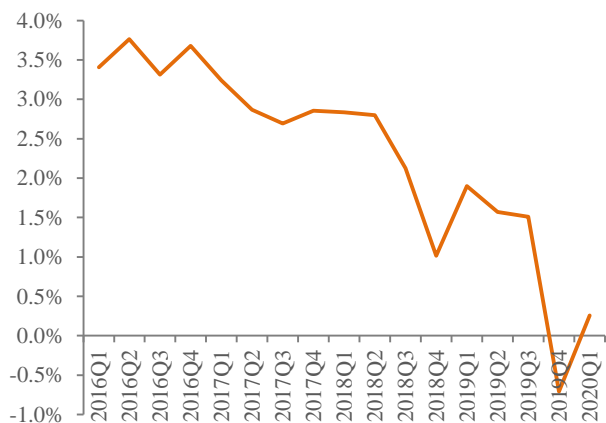
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 12：行业整体分季度销售净利率（整体法）



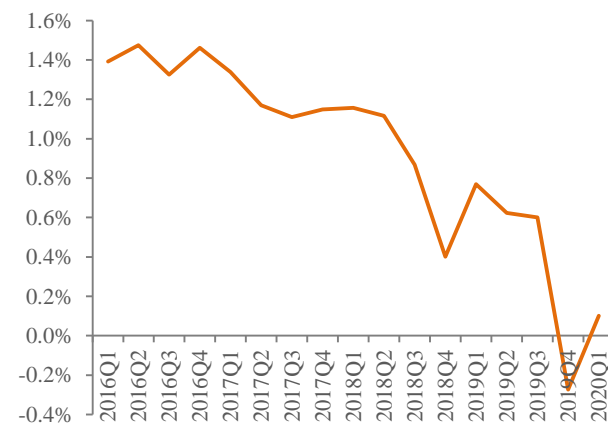
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 13：行业整体分季度 ROE（整体法）



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 14：行业整体分季度 ROA（整体法）



来源：WIND、中泰证券研究所

板块估值仍处于底部

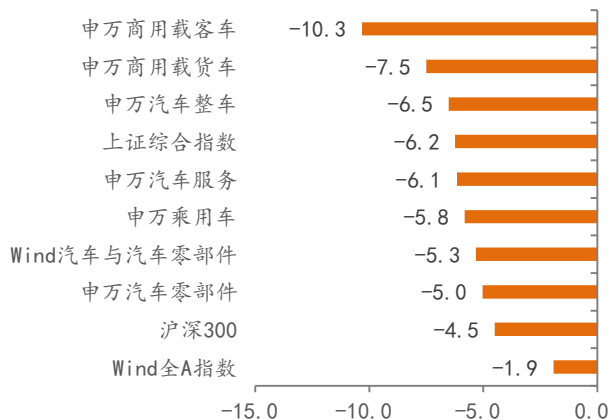
- **汽车板块跑输沪深300指数。**截止到4月30日，申万汽车行业年初至今上涨跌幅为-5.65%，在所有的行业中排名17/28，跑输沪深300指数。从细分子版块来看，零部件、乘用车、汽车服务、货车、客车涨跌幅为-5.0%、-5.8%、-6.1%、-7.5%、-10.3%，均跑输沪深300指数。

图表 15: 年初至今行业涨跌幅 (2020.04.30)



来源: WIND、中泰证券研究所

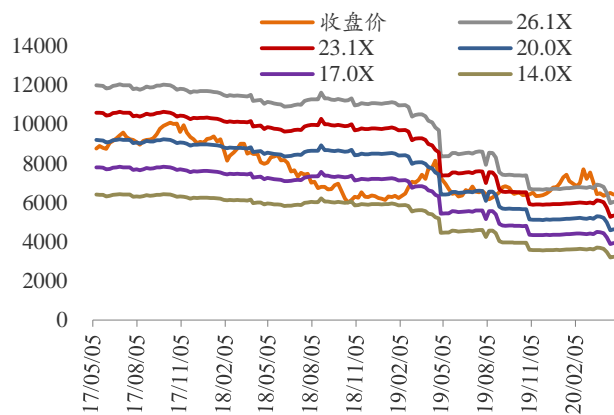
图表 16: 年初至今汽车细分板块涨跌幅(2020.04.30)



来源: WIND、中泰证券研究所

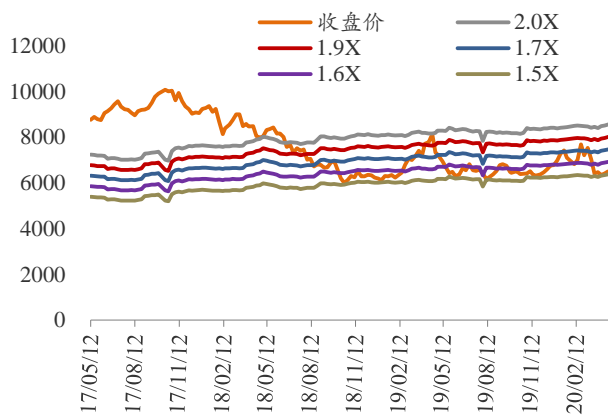
- **板块估值仍处于底部。**受汽车景气度下滑影响，行业整体盈利能力处于底部区间。从市净率来看，汽车与汽车零部件行业当前PB约为1.54倍，处于周期底部。

图表 17: 汽车与汽车零部件行业 PE- Bands



来源: WIND、中泰证券研究所 备注: 股价至 2020.04.30

图表 18: 汽车与汽车零部件行业 PB- Bands

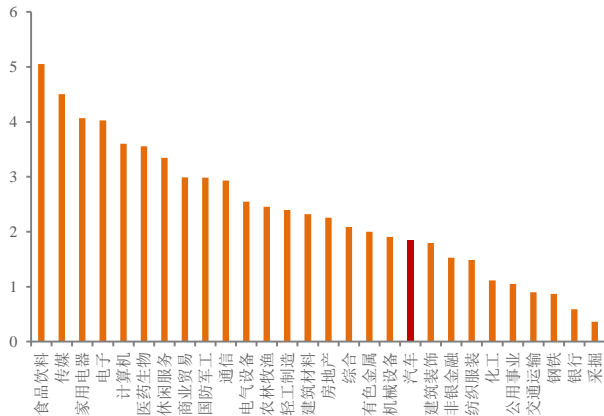


来源: WIND、中泰证券研究所 备注: 股价至 2020.04.30

2020Q1 基金持仓有所降低

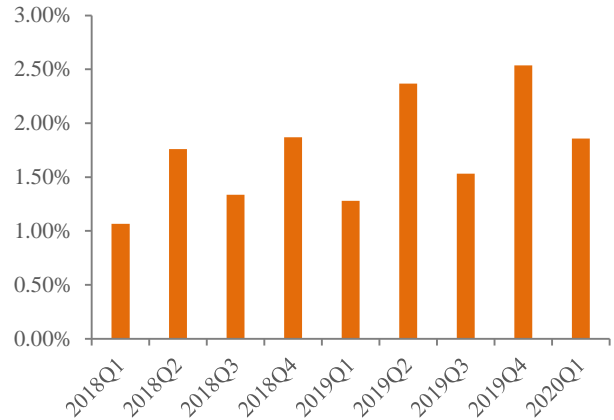
- **2020Q1 基金持股比例有所降低。**2020Q1 汽车基金持股比例为 1.86%，在所有申万行业里排名 19/28，相较于 2019Q4 基金持股比例有所降低。科博达、祥鑫科技、保隆科技、伯特利、爱柯迪 Q1 基金持股比例较高。

图表 19：2020Q1 申万行业基金持股比例



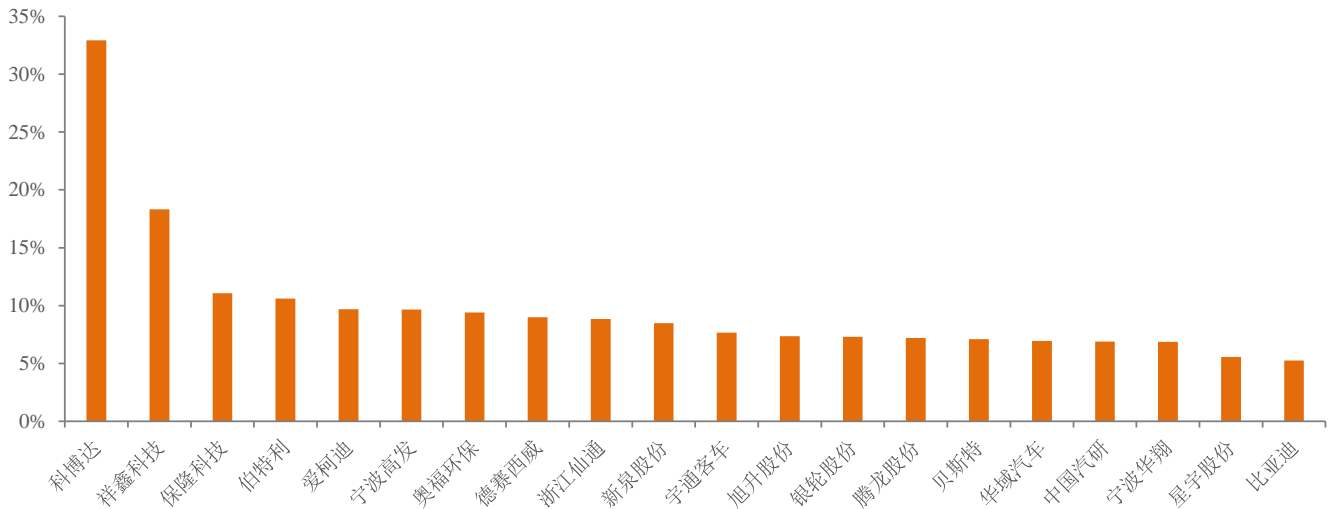
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 20：2018Q1-2020Q1 汽车行业基金持仓变化



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 21：汽车行业主要标的 2020Q1 基金持股情况



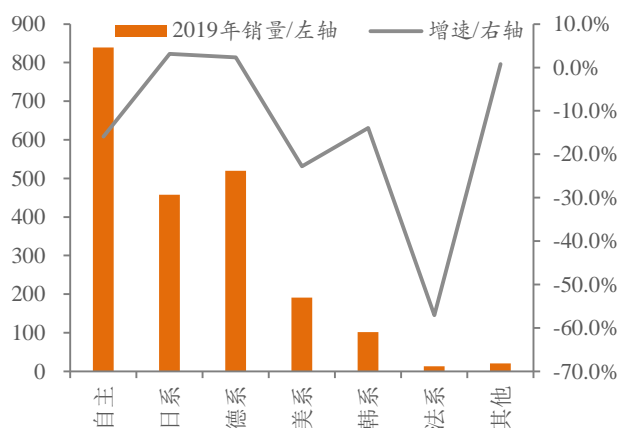
来源：WIND、中泰证券研究所

板块分化，乘用车现金流改善、重卡持续高景气度

乘用车：内部分化，现金流改善

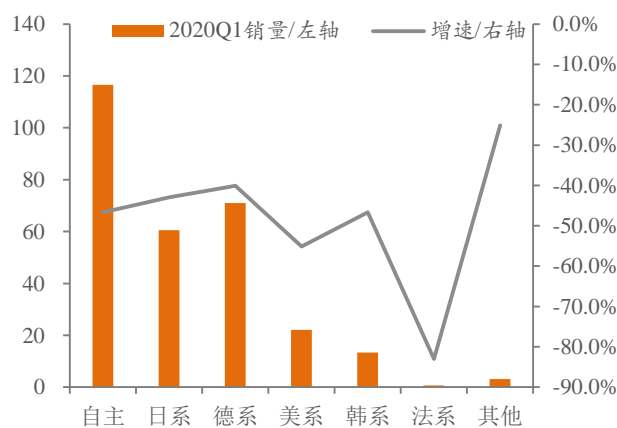
- **行业承压，德日系增长、自主品牌承压。**销量分国别来看，在 2019 年行业整体下滑的背景下，德系、日系车分别销售 520、458 万辆，同比增长 2.3%、3.1%；其他品牌均有较大幅度的下滑。从市占率来看，自主品牌市占率从 2018 年的 42% 下降为 2019 年的 39%，德系、日系市占率从 2018 年的 21%、19% 提升为 2019 年的 24%、21%。

图表 22：2019 年乘用车分国别销量（万辆）、增速



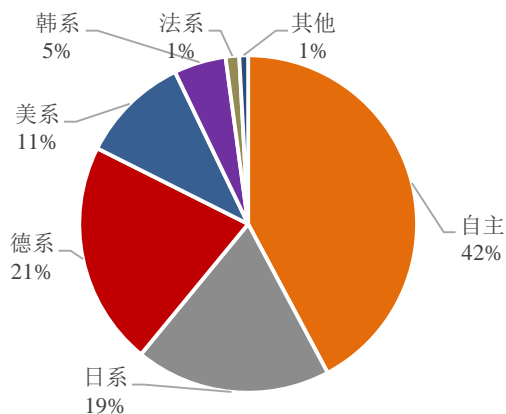
来源：中汽协、中泰证券研究所

图表 23：2020Q1 乘用车分国别销量（万辆）、增速



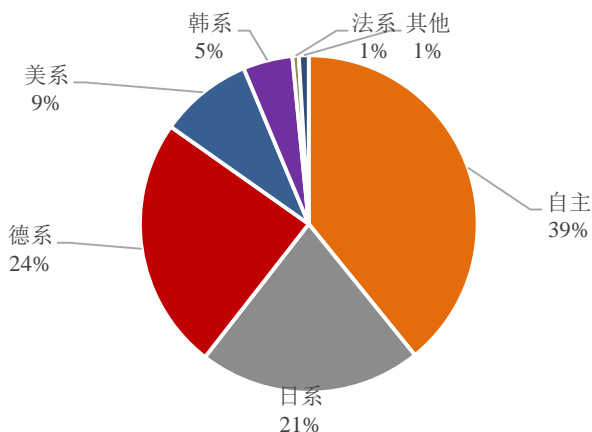
来源：中汽协、中泰证券研究所

图表 24：2018 年乘用车销量结构



来源：中汽协、中泰证券研究所

图表 25：2019 年乘用车销量结构

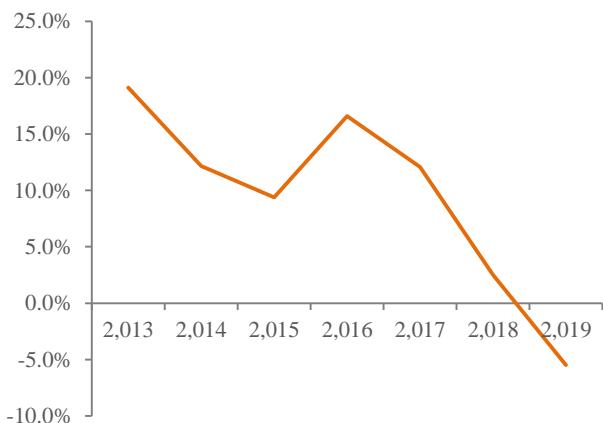


来源：中汽协、中泰证券研究所

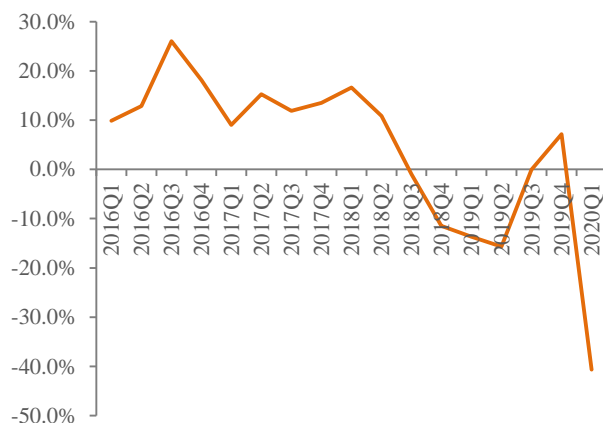
- **2019Q4 营收增速转正，利润持续承压。**2019 年乘用车行业营收同比下滑 5.5%。其中，2019Q4 乘用车行业营收增长 7.2%，结束 2018 年 Q3 以来的下滑趋势。2019 年乘用车行业净利润同比下滑 44.4%。其中，Q4 乘用车行业归母净利润同比下滑 49.9%，仍处于底部区间。2020Q1 受疫情影响，营收、归母净利润均大幅下滑。

图表 26：乘用车行业营收增长率（年度）

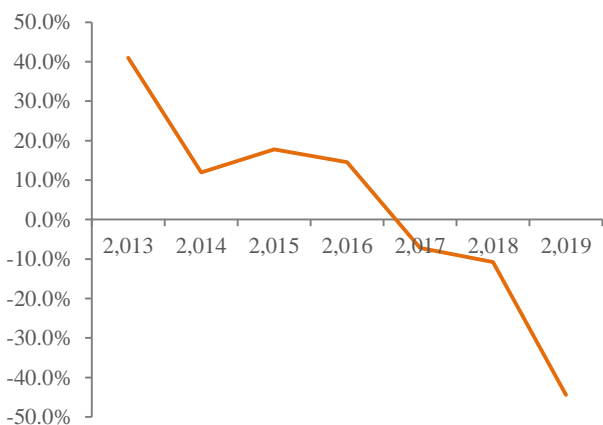
图表 27：乘用车行业营收增长率（季度）



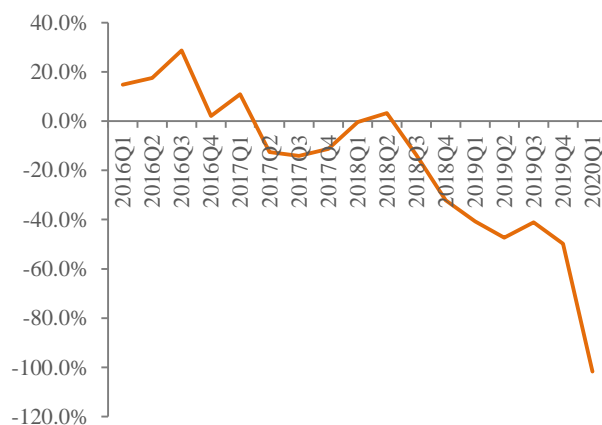
来源: WIND、中泰证券研究所



来源: WIND、中泰证券研究所

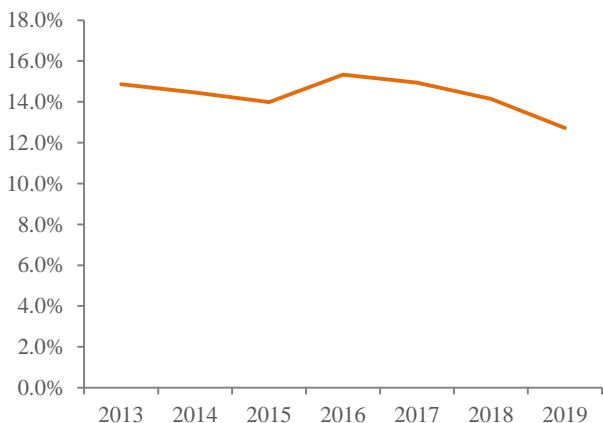
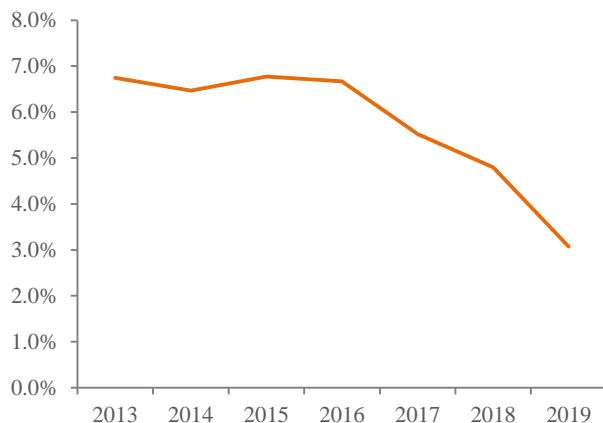
图表 28: 乘用车行业归母净利润增速 (年度)


来源: WIND、中泰证券研究所

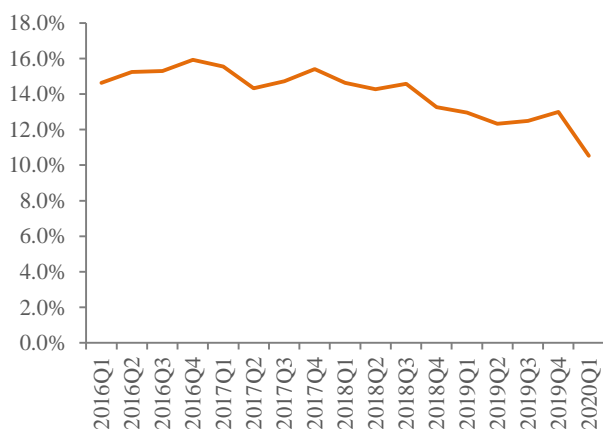
图表 29: 乘用车行业归母净利润增速 (季度)


来源: WIND、中泰证券研究所

- **盈利能力仍处于底部。**2019 年行业整体销售毛利率为 12.7%，同比减少 1.4PCT；销售净利率为 3.1%，同比减少 1.7PCT。分季度来看 2019Q4 乘用车行业销售毛利率为 13.0%，同比下降 0.3PCT，环比提升 0.5PCT，同比降幅收窄、环比改善显著。2019Q4 乘用车行业销售净利率为 2.0%，同比减少 1.2PCT；EPS 为 0.10 元，同比减少 49.4%；ROE 为 1.0%，同比减少 1.1PCT，乘用车行业盈利能力仍处于底部。

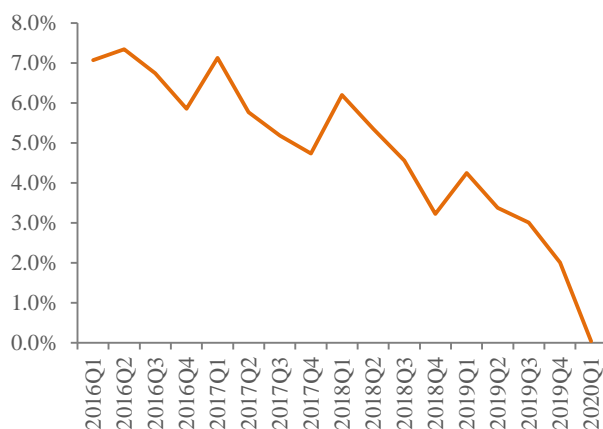
图表 30: 乘用车行业销售毛利率 (年度)

图表 31: 乘用车行业销售净利率 (年度)


来源：WIND、中泰证券研究所

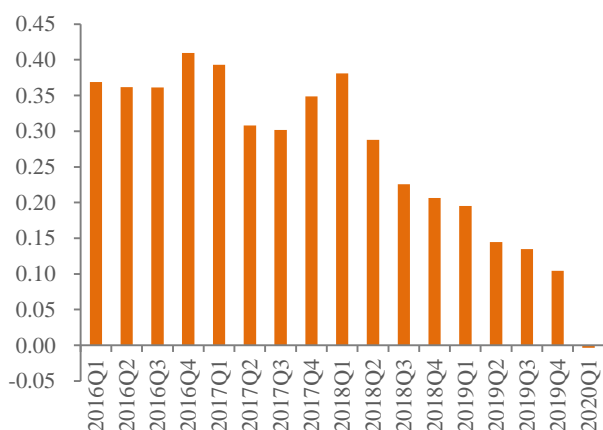
图表 32：乘用车行业销售毛利率（季度）


来源：WIND、中泰证券研究所

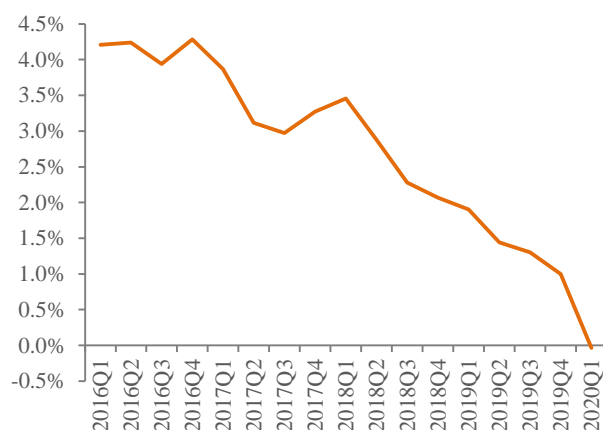
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 33：乘用车行业销售净利率（季度）


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 34：乘用车行业 EPS/元（整体法）


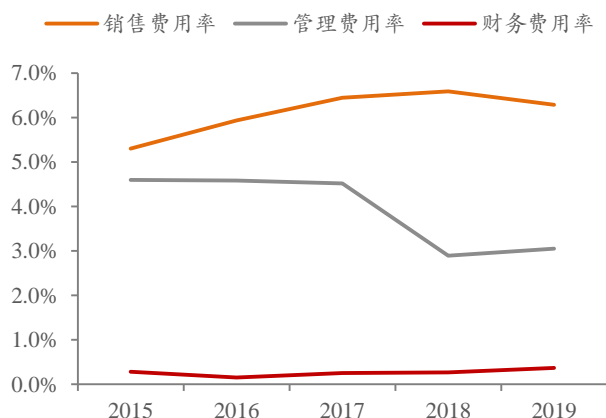
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 35：乘用车行业 ROE（整体法）


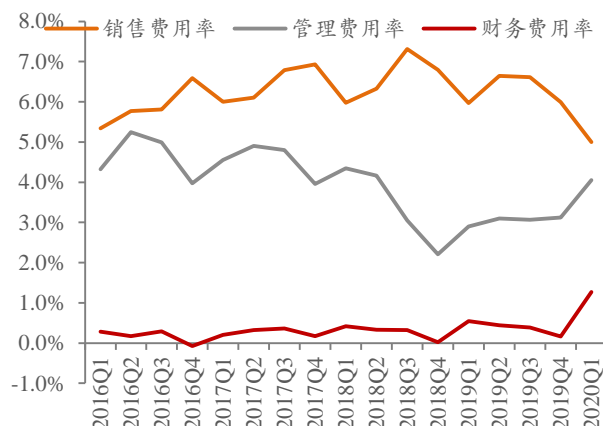
来源：WIND、中泰证券研究所

- 期间费用率稳定，销售费用率降低。2019 乘用车行业期间费用率为 9.71%，同比减少 0.04PCT。其中，销售费用率（-0.3PCT），管理费用率（+0.2PCT），财务费用率（+0.1PCT）。2020Q1 乘用车行业整体其费用率为 10.3%，同比提升 0.9PCT，其中销售费用率（-1PCT）、管理费用率（+1.2PCT）、财务费用率（+0.7PCT）。

图表 36：申万乘用车年度期间费用率（整体法）
图表 37：申万乘用车季度期间费用率（整体法）



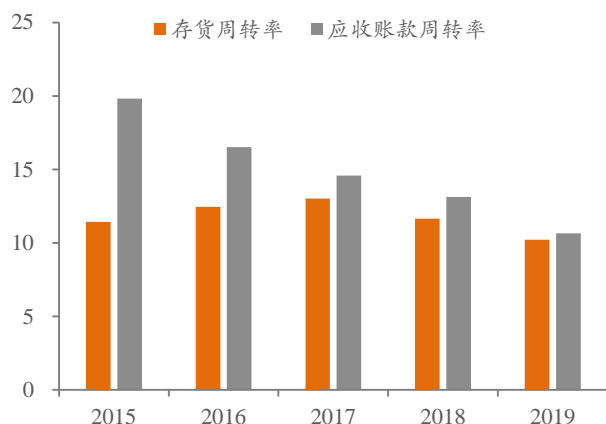
来源：WIND、中泰证券研究所 2018Q3 开始管理费用不含研发费用



来源：WIND、中泰证券研究所 2018Q3 开始管理费用不含研发费用

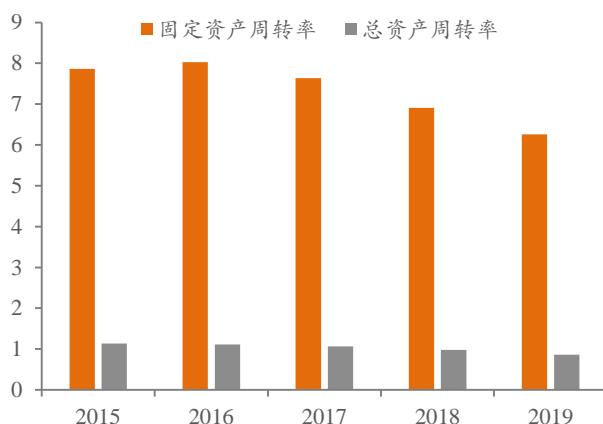
- **营运能力处于低位。**2019 年乘用车行业存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率、总资产周转率分别下降 1.43、2.49、0.11、0.65 次至 10.2、10.6、6.3、0.9 次，行业营运能力仍不理想。

图表 38：申万乘用车存货周转率、营收账款周转率



来源：WIND、中泰证券研究所 整体法

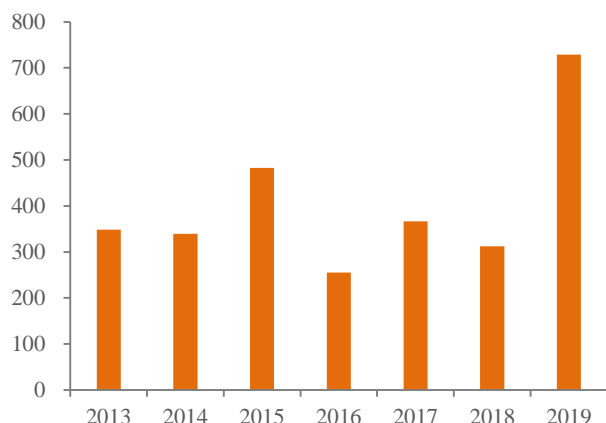
图表 39：申万乘用车固定资产周转率、总资产周转率



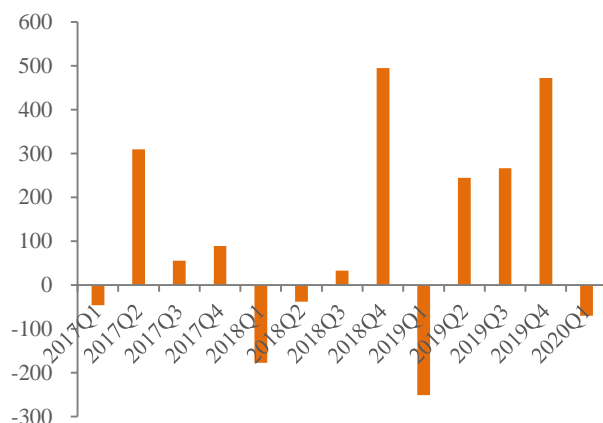
来源：WIND、中泰证券研究所 整体法

- **经营性现金流有所改善。**2019 年乘用车行业经营性现金流量净额为 728.7 亿元，同比增长 133.6%；Q4 经营性现金流量净额为 417.7 亿元，同比减少 4.6%，环比增长 77.2%。

图表 40：乘用车经营性现金流量净额（亿元）/年度



图表 41：乘用车经营性现金流量净额（亿元）/季度



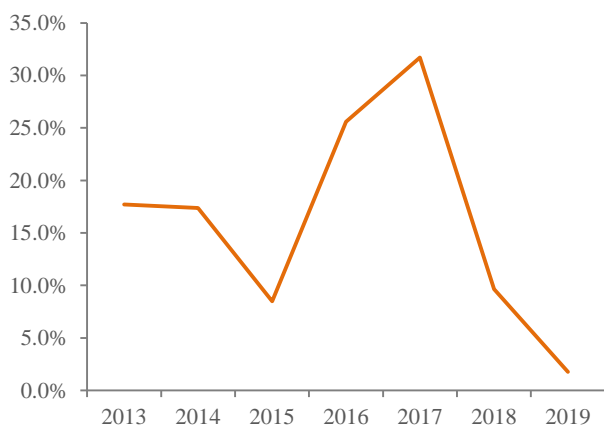
来源：中泰证券研究所

来源：中泰证券研究所

零部件：营运能力企稳、经营性现金流持续增长

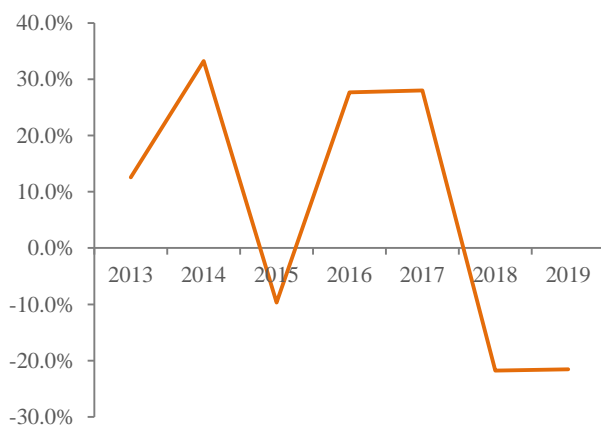
- **2019Q4 营收增速转正，利润持续承压。**2019 年零部件行业营收同比增长 1.8%。分季度来看，2019Q4、2020Q1 零部件行业营收同比增长 11.6%、-20.6%，Q4 营收同比转正。2019 年零部件行业归母净利润同比减少 21.5%。分季度来看，Q4 零部件行业整体归母净利润同比下滑 33.2%，利润持续承压。

图表 42：零部件行业营收增长率（年度）



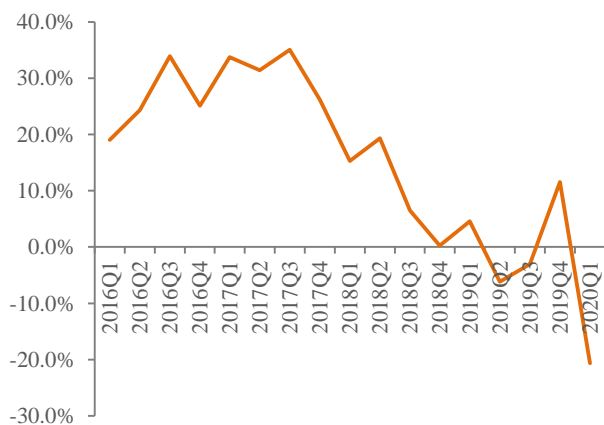
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 43：零部件行业归母净利润增速（年度）



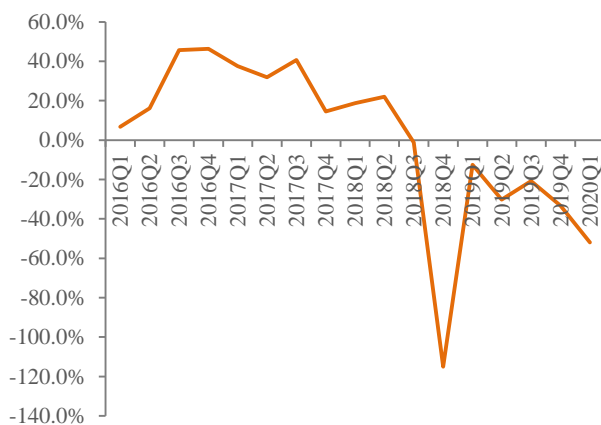
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 44：零部件行业营收增长率（季度）



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 45：零部件行业归母净利润增速（季度）

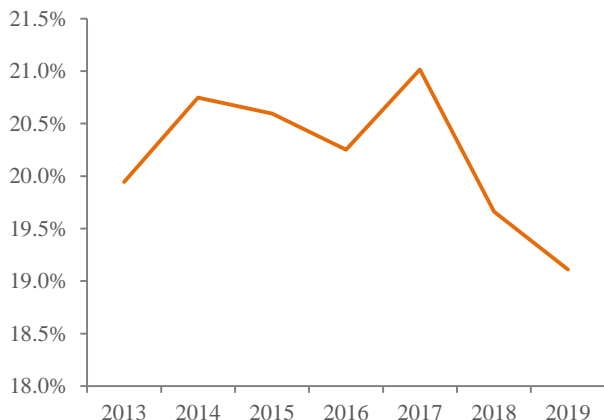


来源：WIND、中泰证券研究所

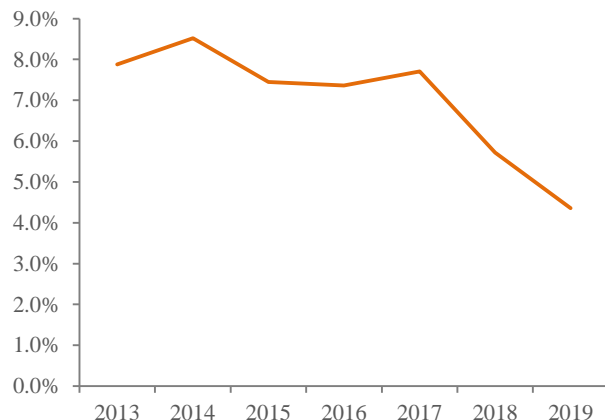
- **Q1 毛利率企稳，盈利能力持续承压。**2019 年零部件行业整体销售毛利率为 19.1%，同比减少 0.6PCT；销售净利率为 4.4%，同比减少 1.3PCT。2019Q4 零部件行业整体销售毛利率为 18.3%，同比基下降 1.4PCT；2020Q1 零部件行业整体销售毛利率为 19.3%，同比基本持平。盈利能力方面，2019Q4 行业整体销售净利率为-0.1%，同比下降 0.3PCT；2020Q1 行业整体销售净利率为 3.8%，同比下降 2.9PCT。

图表 46：零部件行业销售毛利率（年度）

图表 47：零部件行业销售净利率（年度）

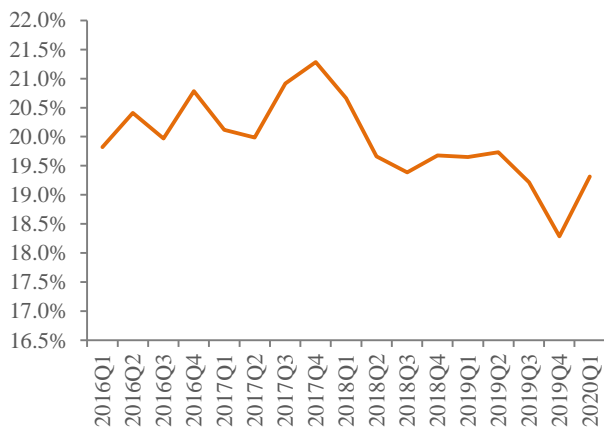


来源：WIND、中泰证券研究所



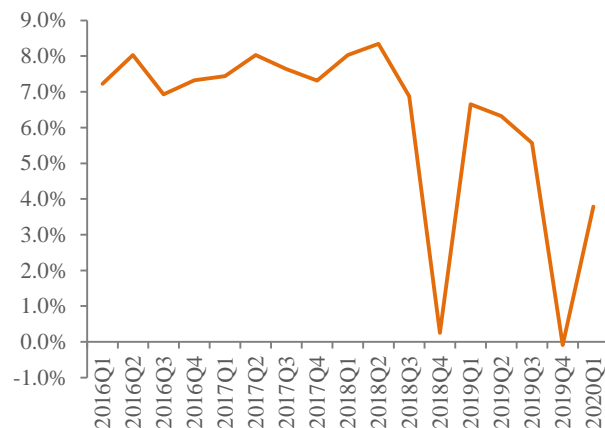
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 48：零部件行业销售毛利率（季度）



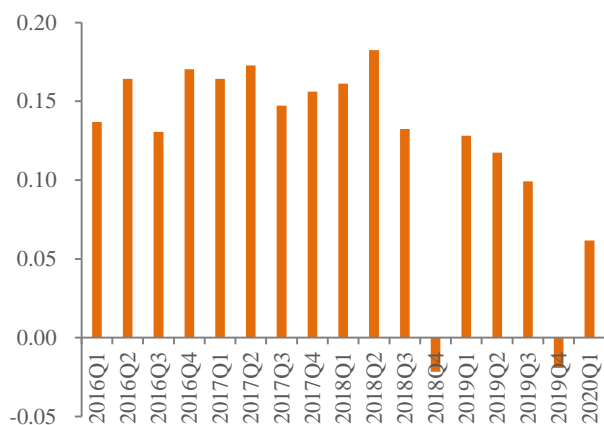
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 49：零部件行业销售净利率（季度）



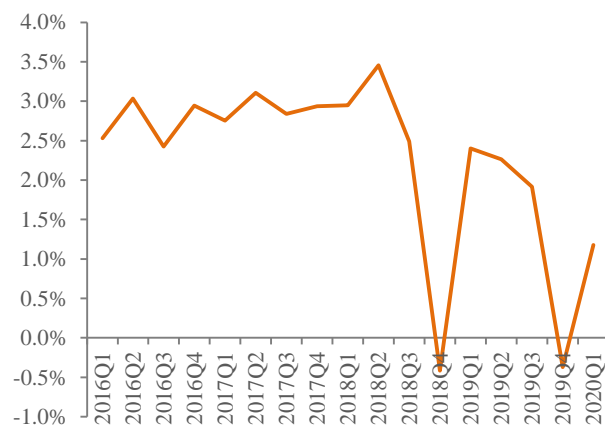
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 50：零部件行业 EPS（整体法）/元



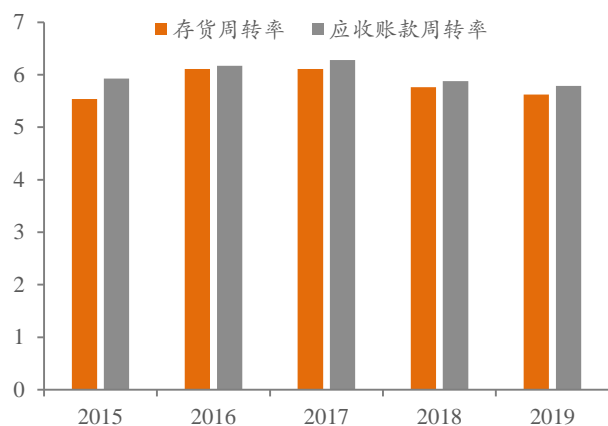
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 51：零部件行业 ROE（整体法）

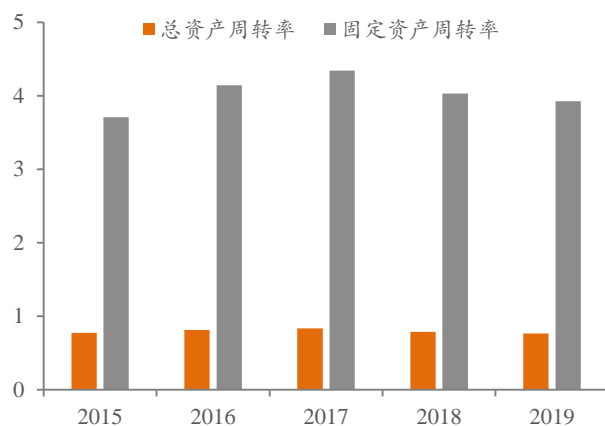


来源：WIND、中泰证券研究所

- **营运能力企稳。**2019 年零部件行业存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率、总资产周转率分别为 5.6 次、5.8 次、3.9 次、0.8 次，与去年同期基本持平。

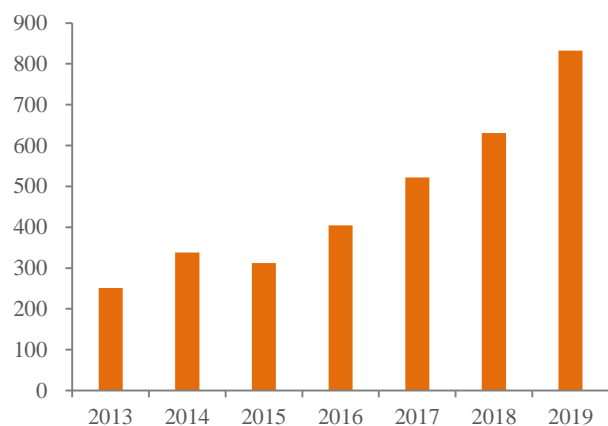
图表 52: 汽车零部件存货周转率, 营收账款周转率


来源: WIND、中泰证券研究所 整体法

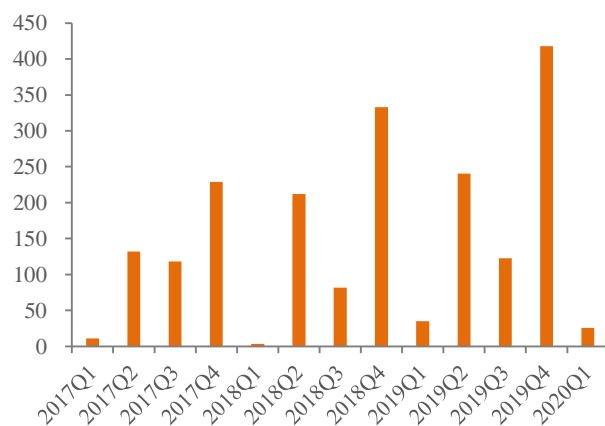
图表 53: 汽车零部件固定资产周转率, 总资产周转率


来源: WIND、中泰证券研究所 整体法

- **经营性现金流稳健增长。**2019 年零部件行业经营性现金流量净额为 832.7 亿元, 同比增长 32.1%; Q4 经营性现金流量净额为 417.8 亿元, 同比增长 25.4%。

图表 54: 零部件经营性现金流量净额 (亿元) /年度


来源: WIND、中泰证券研究所

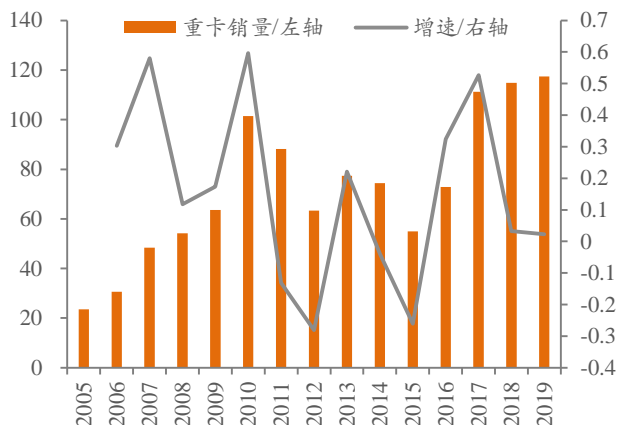
图表 55: 零部件经营性现金流量净额 (亿元) /季度


来源: WIND、中泰证券研究所

重卡：持续高景气度，2020Q1 业绩超预期

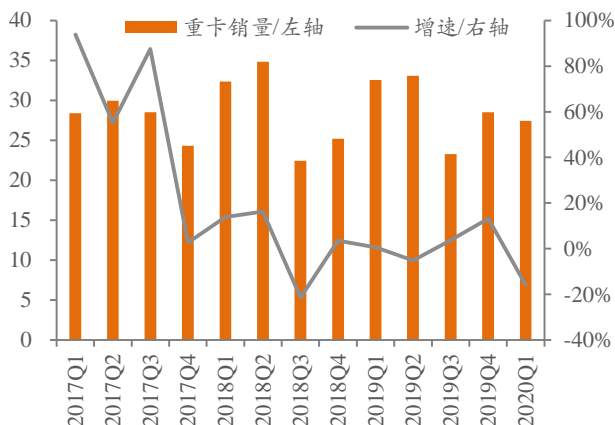
- **重卡行业维持高景气度。**2019 年重卡销售 117.4 万辆，同比增长 2.3%，重卡持续高景气度。2020Q1 重卡销售 27.4 万辆，同比减少 15.7%，主要受疫情影响。

图表 56：重卡年销量（万辆）、增速



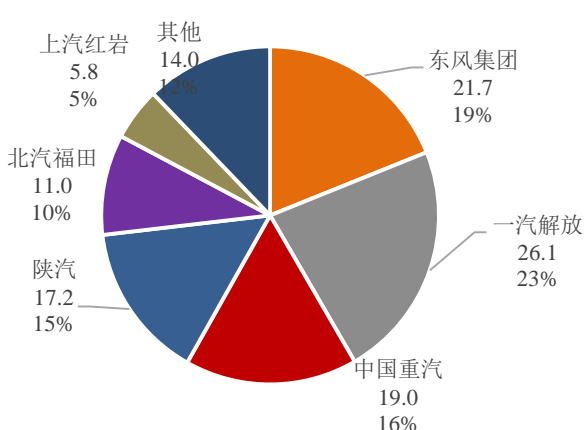
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 57：重卡季度销量（万辆）、增速



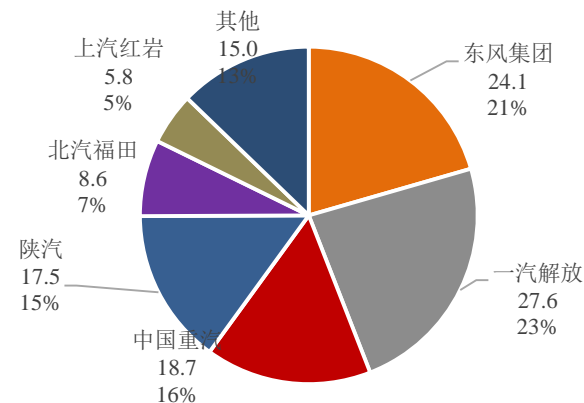
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 58：2018 年主要重卡企业销量（万辆）



来源：第一商用车网、中泰证券研究所

图表 59：2019 年主要重卡企业销量（万辆）

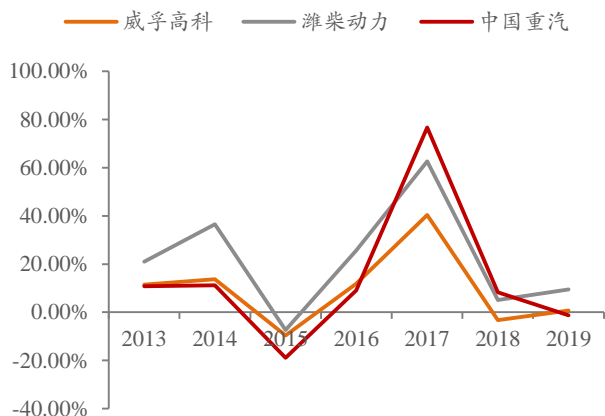


来源：第一商用车网、中泰证券研究所

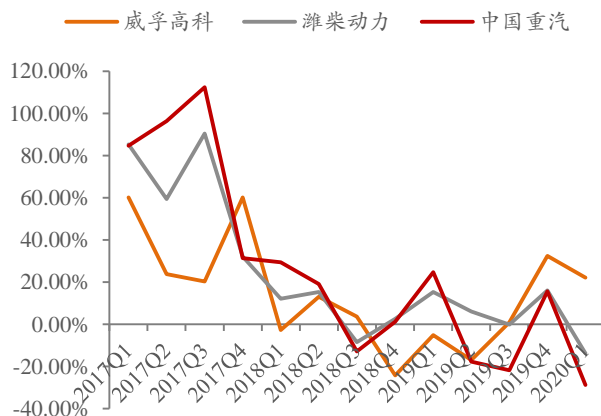
- **盈利能力持续处于历史高位，2020Q1 业绩超预期。**从产业链主要重卡企业的数据来看，2019 年营收、归母净利润均处于历史高点。受疫情影响，2020Q1 重卡产业链主要企业净利润承压，但仍处于历史高位，好于市场预期。

图表 60：主要重卡企业营收增速（年度）

图表 61：主要重卡企业营收增速（季度）

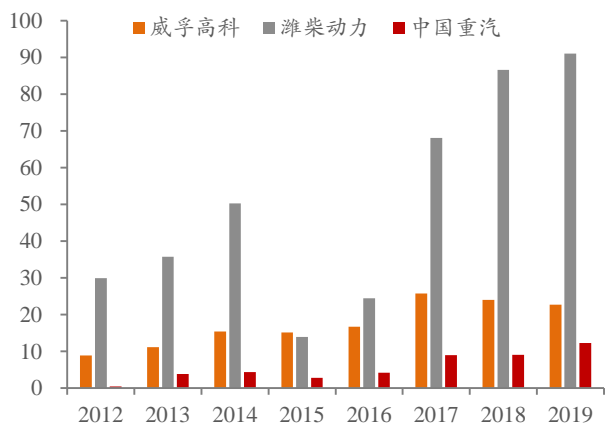


来源：WIND、中泰证券研究所



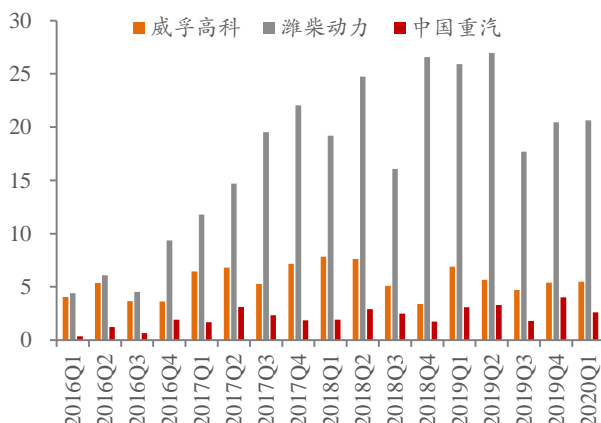
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 62：主要重卡企业归母净利润（年度）/亿元



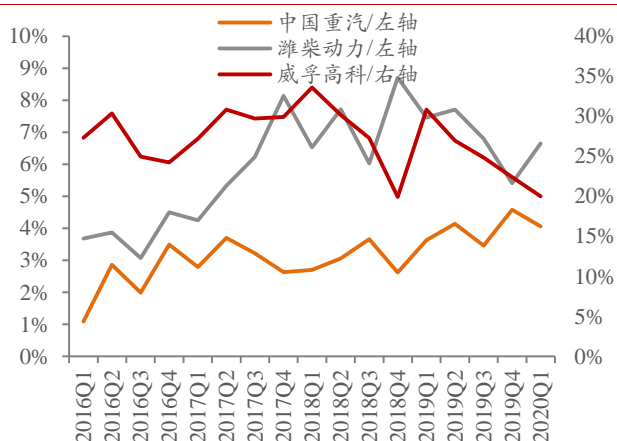
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 63：主要重卡企业归母净利润（季度）/亿元



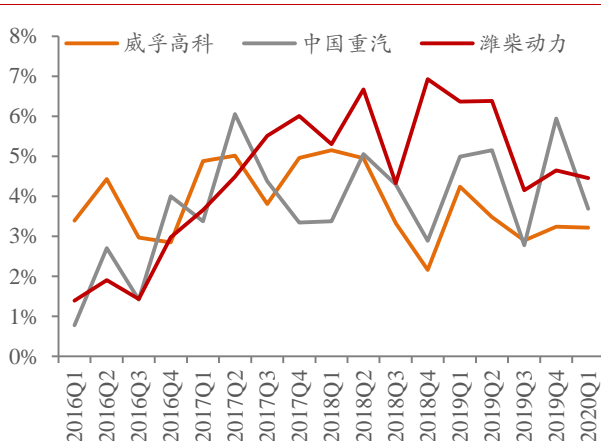
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 64：主要重卡企业销售净利率（季度）



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 65：主要重卡企业 ROE（季度）

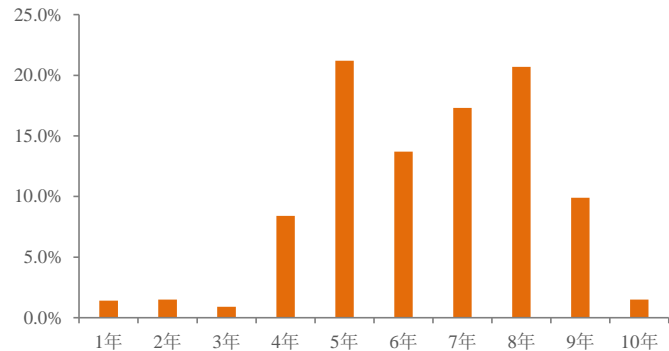


来源：WIND、中泰证券研究所

- **国三重卡治理、基建回升，行业景气度将维持。**截至 2018 年底，我国国三重卡保有量为 155.6 万辆，其中接近 85% 是五年及以上车龄的重卡，车辆本身的更新需求强劲。叠加国三重卡淘汰的政策拉动，未来三年将主导行业需求。随着政策基调边际转松，基建有望回升将拉动工程类重

卡需求，未来两年行业景气度维持。

图表 66：2018 年底我国国三重卡保有量构成



来源：方得网、中泰证券研究所

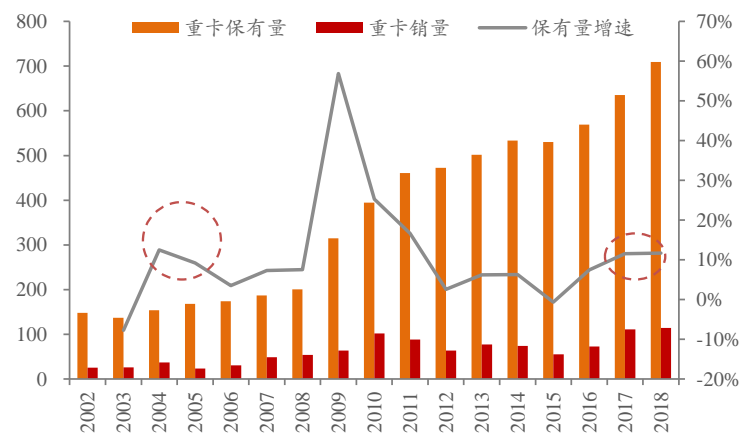
- 重卡保有量将达到 800 万辆，行业将保持高景气度。2016 年重卡保有量为 569 万辆，治超单车运力平均下降 20%左右，随着治超效应持续释放，2018 年重卡保有量达到 710 万辆。保有量将提升至 800 万辆，对应更新换代需求为 100 万辆。随着基建投资将逐渐主导行业需求，叠加无锡国道事件带来的治超力度加强，我们预计重卡保有量将在两年内提升至 800 万辆左右，按照八年的自然使用寿命计算，每年对应的更新换代需求为 100 万辆。

图表 67：四轮基建周期重卡行业主导因素分析

	货运周转量增速	基建投资增速	行业主导因素
第一轮周期	大幅上涨	大幅上涨	
第二轮周期	放缓甚至下滑	触底回升，能级弱于第一轮周期	基建投资
第三轮周期	平稳增长	振幅衰减，能级弱于第二轮周期	环保因素主导行业扩容性需求
本轮周期	平稳增长	预计能级弱于第三轮，顶点增速在 5-10%之间	

来源：中泰证券研究所

图表 68：我国重卡保有量（万辆）、销量（万辆）、保有量增速



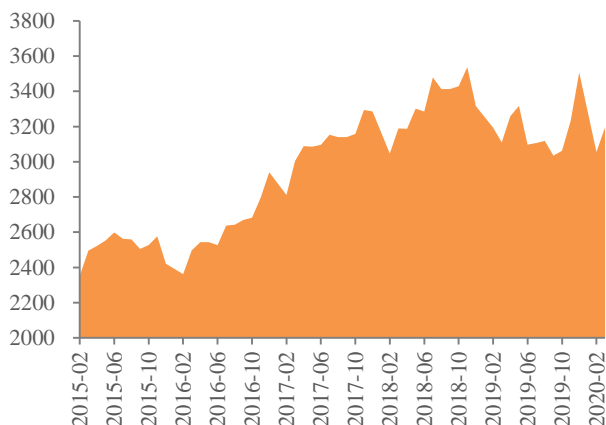
来源：WIND、中泰证券研究所

二季度展望：静待行业复苏

行业压力减缓，库存处于低位

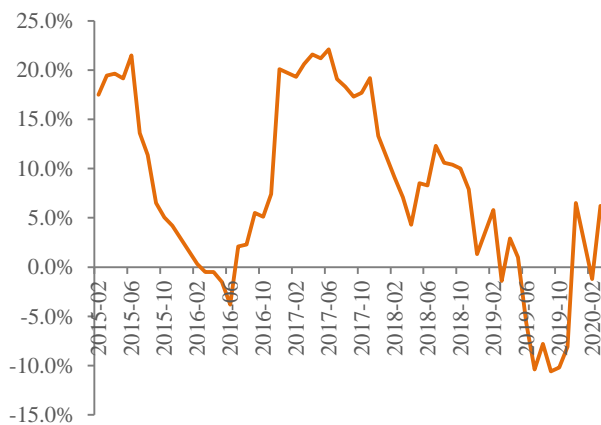
- 主动去库存已经完成，行业压力减缓。汽车制造成品库存从 2018 年下半年进入下行通道，当前行业库存已经处于低位，主动去库存已经完成，行业压力减缓。

图表 69：汽车制造产成品存货（亿元）



来源：WIND、中泰证券研究所

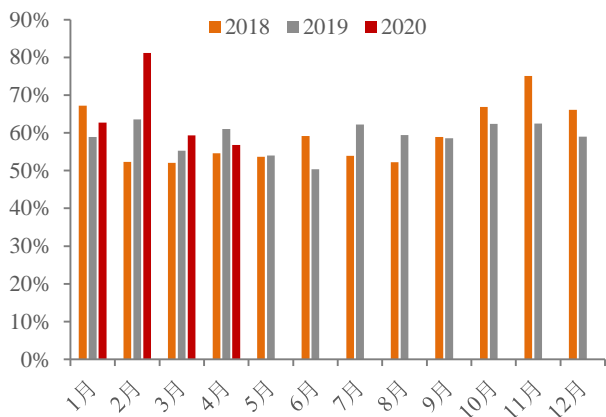
图表 70：汽车制造产成品存货同比增速



来源：WIND、中泰证券研究所

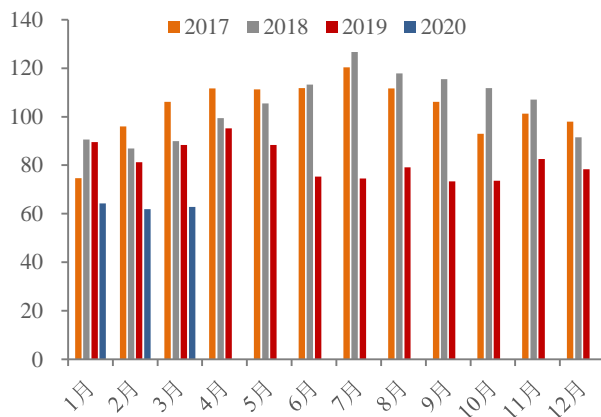
- 当前库存处于低位。当前经销商库存预警系数处于警戒线上，但考虑到月度销量较低，绝对库存量处于低位。同时，2020 年 3 月乘用车厂家库存为 62.8 万辆，处于历史低位。

图表 71：经销商库存预警指数



来源：WIND、中泰证券研究所

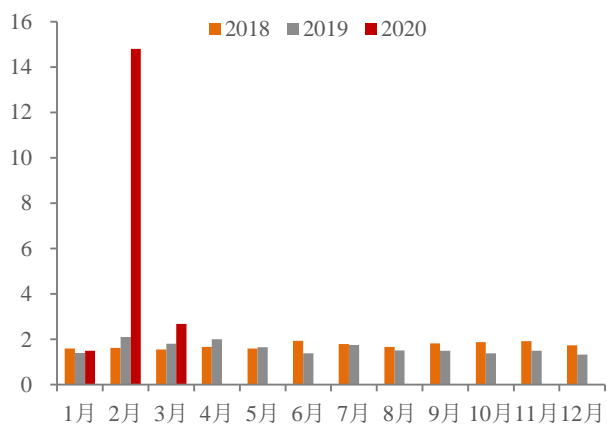
图表 72：乘用车厂家库存（万辆）



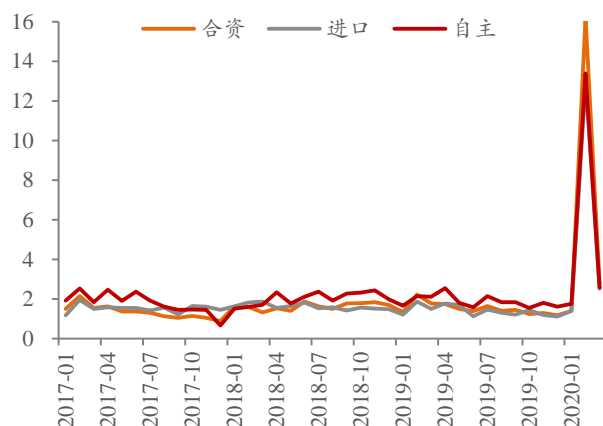
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 73：经销商库存系数（月）

图表 74：经销商分品牌库存系数（月）



来源：WIND、中泰证券研究所

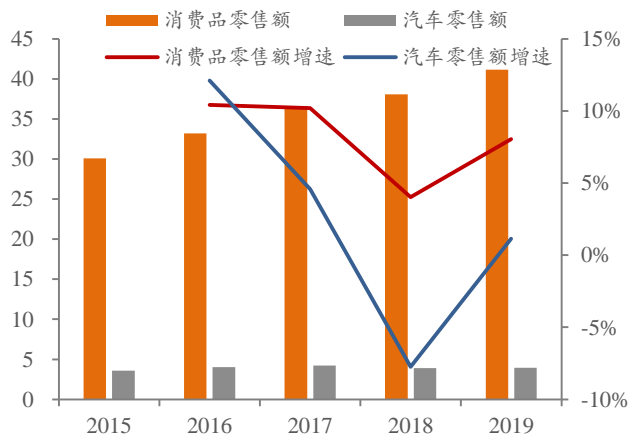


来源：WIND、中泰证券研究所

消费放开是大趋势，德日系、豪华车、一线自主有望受益

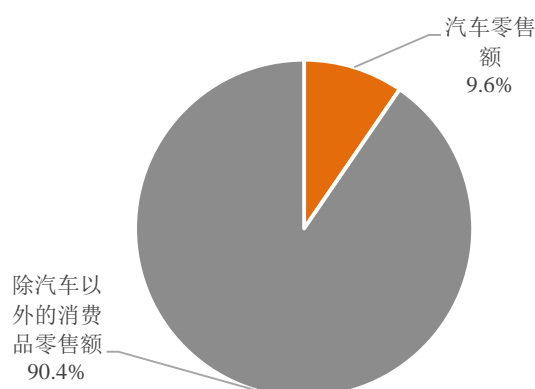
- 促进汽车消费对稳增长重要性高。2019 年我国零售总额为 41.2 万亿元，其中汽车零售额为 3.94 亿元，占比为 9.6%。在稳定经济增长，刺激消费的大背景下，汽车销售对稳经济的重要性提高。

图表 75：零售总额、汽车零售额（万亿元）、增速



来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 76：2019 年零售总额中汽车零售占比



来源：国家统计局、中泰证券研究所

- 汽车消费放开是大趋势。《关于加快发展流通促进商业消费的意见》明确了汽车是促进商业消费的重点，并提出了逐步取消限购，汽车消费放开是大趋势。

图表 77：2019 年以来部分汽车消费刺激政策梳理

事件	政策	摘要
2019 年 1 月	《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	方案主要从老旧车报废更新补贴、优化新能源汽车补贴结构、促进农村汽车更新换代、稳步推进放贷款皮卡进城限值、繁荣二手车市场等方面出台促进汽车消费的相关措施。
2019 年 5 月	《关于车辆购置税有关具体政策的公告》	纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款，依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定，不包括增值税税款。
2019 年 6 月	国家发改委等三部门发布了《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019—2020 年）》	要求各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已经实行的限购、限行政策应当取消，并严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购的地方政府应根据城市交通拥堵、污染治理、交通需求管控效果，加快由限制购买转向引导使用。广州、深圳积极响应，分别增加了不同数额的小客车增量指标。
2019 年 8 月	国务院办公厅印发的《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	实施汽车限购的地区要结合实际情况，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。
2019 年 9 月	贵阳市人民政府正式发布了关于废止《贵阳市小客车号牌管理暂行规定》的公告	贵阳市也成为目前全国实行汽车限购政策的 9 省市中首个全面取消汽车限购的城市。
2020 年 1 月	北京市交通委新闻发言人容军曾在 1 月 11 日的两会政务咨询会上透露	“下一步，北京小客车摇号政策将关注无车家庭，而且更关注家庭成员数更多的家庭，让小客车指标的配置更加精准。
2020 年 2 月	商务部深入贯彻落实中央关于“积极稳定汽车等传统大宗消费”的重要决策部署	鼓励各地根据形势变化，因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标和开展汽车以旧换新等举措，促进汽车消费。
2020 年 4 月	关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知	将新能源汽车购置补贴政策延续至 2022 年底、加快淘汰报废老旧柴油货车、畅通二手车流通交易、用好汽车消费金融等措施。

来源：财政部、工信部、商务部、中泰证券研究所

- **当前有八个地区实施汽车限购。**自 2019 年 9 月 12 日贵阳市政府宣布取消购车摇号政策之后，我国仅北京、上海、广州、天津、杭州、深圳、海南以及石家庄八个地区实施限购政策。

图表 78：我国汽车限购城市整车梳理

限购起始时间		限购方式
北京	2011 年	北京对每月新增机动车上牌额度全部采用摇号制，二手车不得带牌转让。
上海	1994 年	对新增车牌采取的是“拍卖制”，二手车可以带牌转让。
广州	2012 年 7 月 1 日	采取“半摇号、半拍卖”制度。
天津	2013 年 12 月 16 日	采取“半摇号、半拍卖”制度。
杭州	2014 年 3 月 25 日	采取“半摇号、半拍卖”制度。
深圳	2014 年 12 月 29 日	采取“半摇号、半拍卖”制度。
海南	2018 年 5 月 16 日	采取“半摇号、半拍卖”制度。
石家庄	2013 年 6 月 18 日	对于家庭的第三辆个人轿车实施限购。

来源：各地区汽车牌照管理网站、中泰证券研究所

- **限购地区传统车销量约 70.8 万辆。**当前汽车消费的限制主要在传统燃油车领域，新能源仅北京实行总量控制。2019 年限购地区传统燃油车的指标数为 70.8 万辆，约占 2019 年汽车销量的 3.3%。

图表 79：限购城市传统车指标数（万）、申请人数（万）、中标率

	2019 年指标(摇号+拍牌)	2019 年 12 月摇号申请人数	2019 年 12 月中标率
北京	3.8	334	0.2%
上海	13.0	14	5.7%
深圳	12.0	125	0.2%
广州	12.0	70	0.6%
天津	10.0	76	0.5%
杭州	8.0	74	0.7%
海南	12.0	13	25.8%
合计	70.8	705	

来源：各地区汽车牌照管理网站、中泰证券研究所

- **限购地区汽车刚需空间大。**从 2019 年 12 月的摇号数来看，限购地区有 705 万辆左右的需求没有得到满足。上海、广州、海南地区户均汽车保有量低于 1 辆，假设这部分需求为刚需，则刚需约有 287 万辆，约占 2019 年广义乘用车销量的 13.4%。

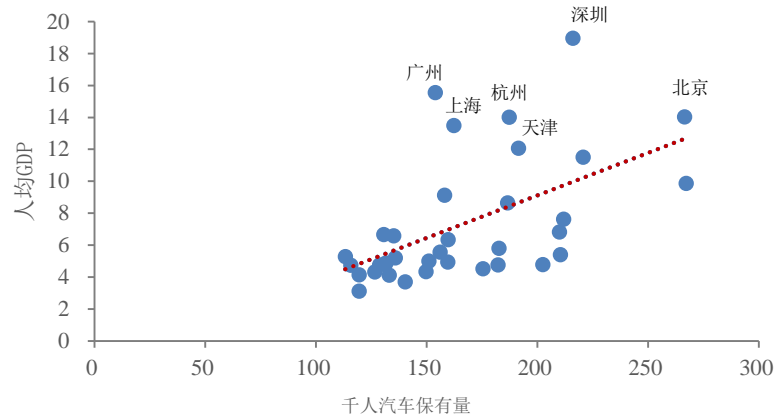
图表 80：限购地区 2018 年户均汽车保有量

	2018 年保有量(万辆)	2018 年总户数(万户)	户均汽车保有量(辆)
北京	564	548.8	1.0
上海	359	551.95	0.7
深圳	322	305.99	1.1
广州	240	396.57	0.6
天津	287	241.84	1.2
杭州	244	114.73	2.1
海南	127.2	267.34	0.5

来源：WIND、中泰证券研究所

- 长期来看，限牌地区有较大的增长空间。从千人汽车保有量和人均 GDP 的对应关系来看，广州、深圳、上海、杭州、天津的汽车消费需求均被显著压制，有较大的增长空间。

图表 81：我国分地区千人汽车保有量（辆）、人均 GDP（万元）



来源：WIND、中泰证券研究所

- 牌照放开，德日系、豪华车、一线自主将受益。从限购地区 2019 年汽车分品牌上险数来看，限牌地区主要以德日系、豪华车以及吉利、比亚迪、荣威、长城、长安等一线自主品牌为主。

图表 82：限购地区 2019 年汽车分品牌上险数排行（辆）

	北京	上海	广州	天津	杭州	深圳	海南	总计
大众	91491	100532	31839	38644	46235	31615	8675	349031
本田	36630	27041	75820	15267	28038	38890	12398	234084
丰田	29889	27915	69827	24132	23858	40418	14132	230171
日产	27573	15880	37995	12922	13302	19728	11948	139348
奔驰	32461	31792	16118	10039	17430	20100	2598	130538
别克	19624	53889	14005	7797	13656	9822	3707	122500
宝马	23436	29944	16186	6112	20661	20053	2515	118907
比亚迪	22878	14853	23718	8869	8294	37489	2284	118385
奥迪	27173	29155	13344	7072	20839	16567	2018	116168
吉利	9468	10508	18085	11970	20794	13660	5991	90476
荣威	10231	45275	5144	4490	10008	9362	1067	85577
传祺	11000	4597	32241	5430	4479	8396	2267	68410
现代	11801	16617	8456	3530	15385	8572	1252	65613
长安	9656	6241	6605	4605	8836	5907	2153	44003
长城	5043	5588	7991	4812	5300	7134	1282	37150
其他	120039	186586	115967	64942	85673	99765	26857	699829
总计	488393	606413	493341	230633	342788	387478	101144	2650190

来源：保监会、中泰证券研究所

投资建议

- **投资建议: (1) 乘用车: 有望走出深度调整期、推荐德日系+一线自主。**
在减税降费刺激消费的大背景下, 政策中期有利汽车需求复苏。在低基数的效应下, 同比数据企稳的确定性高, 有望走出深幅调整期。分车系来看, 一是德日系市占率继续提升, 另一个是自主品牌市占率下滑, 但是一线自主, 比如广汽、长安、吉利、长城都出现比较明显的修复, 自主品牌内部分化明显。推荐关注**上汽集团、长安汽车以及广汽集团**。(2) **零部件: 压力减缓、估值修复, 精选个股。**2018 年购置税政策退出后, 零部件行业整体估值压力较大。随着下游乘用车销量降幅收窄, 去库存结束, 行业压力减缓。在此背景下, 推荐关注**精锻科技、福耀玻璃、新泉股份、星宇股份**等业绩确定性较高的企业。(3) 随着政策边际转松, 基建投资将主导重卡行业需求, 叠加超载治理, 重卡保有量将提升至 800 万辆, 对应自然更新需求 100 万辆。推荐关注**中国重汽**(重卡第一梯队、治理改善盈利能力提升)、**威孚高科**(柴油机高压共轨系统零部件核心供应商) 以及重卡发动机供应商等重卡产业链企业。

风险提示

- **乘用车销量下行的风险。**乘用车行业进入普及期，销量有下行的风险。销量下滑景气度下行将影响行业整体的盈利能力。
- **消费促进政策推及不及预期的风险。**汽车销量受消费政策影响较大，促进政策推进不及预期将影响乘用车行业销量。
- **国三重卡淘汰不及预期。**尽管现在有大量国三重卡等待更新，但由于各地国三重卡引导淘汰的执行力度不一，国三重卡淘汰存在不确定性。
- **基建投资不及预期。**宏观政策目前定调逆周期调控，增加基建投资对冲经济下滑，但政策存在转向风险，会对市场预期产生影响。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。