

# 从汽车业财报看行业趋势与投资机会——乘用车篇



平安证券股份有限公司

2020年5月12日



行业评级

汽车及零部件 中性（维持）

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号：S1060511010006

曹群海 投资咨询资格编号：S1060518100001

邮箱：CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN



- **疫情影响逐步消退：**一季度汽车业利润降幅达**80%**，产能利用率低于**60%**，中央与地方政策积极托底，中央政策主要是放松排放时限、鼓励淘汰老旧车、明确新能源补贴政策等，地方政策主要是放松限购、现金补贴等。**4月**乘用车销量同比降幅大幅收窄至**2.6%**，**1-4月**累计下滑**35.3%**。
- **国内乘用车企业普遍承压，日系及豪华盈利向上：**主流自主品牌除长城、吉利外均亏损加剧，**1Q20**毛利率均在个位数的低水平。弱势品牌有被加速淘汰趋势，给产业链带来坏账风险，后续大概率产能整合清退。主要自主品牌**2020**销量规划较谨慎。合资乘用车企利润表现分化，华晨宝马/北京奔驰/广本/广丰利润增长，韩法美系合资亏居多，大众合资利润亦大幅下滑。车企研发投入较刚性，无论从金额还是人员数量看多稳中有增，投入方向为新能源、智能化、全球化、新平台等。
- **海外巨头表现不一，研发加码：**观察海外整车巨头，研发费用率维持在**4-7%**左右，方向主要是电动化+自动驾驶，大众的研发费用金额遥遥领先。盈利现状：**特斯拉**连续三个季度盈利；**2019年**通用大众净利率在**4-5%**，福特利润大幅下滑，丰田净利率稳定维持在**8-9%**。未来战略：自产电池、加速在华布局、加速电动化、加大在自动驾驶领域的投入。



➤ **投资建议：**目前我国千人保有汽车**185**台，未来稳态年销量有望达**4000**万辆。集中度提升，优胜劣汰加剧，大量弱势品牌消失。**4**月乘用车销量降幅虽收窄，但韧性明显不如卡车，若无更大力度政策刺激，全年依然承压，**2021**年起有望复苏。汽车业已经历调整期**2**年有余，能稳住产销规模的企业后续增长弹性较大，龙头自主车企均进入平台化时代，研发投入较为刚性，后期产销规模差异将很大程度决定盈利能力差距。看好一线自主车企受益于后续车市复苏，此外日系新品周期表现强劲，推荐长城汽车、广汽集团，关注吉利汽车。

### 风险提示

- 1) 海外疫情恢复进度晚于预期、影响部分出口导向行业的从业人员消费信心及能力。
- 2) 国内汽车刺激政策不达预期，若无更大刺激政策出台，全行业仍有可能全年销量降幅超过**10%**以上。
- 3) 为抢占市占率，品牌间价格战损害企业盈利。



## 乘用车

1

行业整体：低迷2年有余、疫情雪上加霜

2

国内车企：自主普遍承压、日系/豪华盈利向上

3

海外车企：表现分化、研发加码电动与智能

4

投资建议和风险提示



## 汽车行业销量、收入和利润增速均处于周期底部

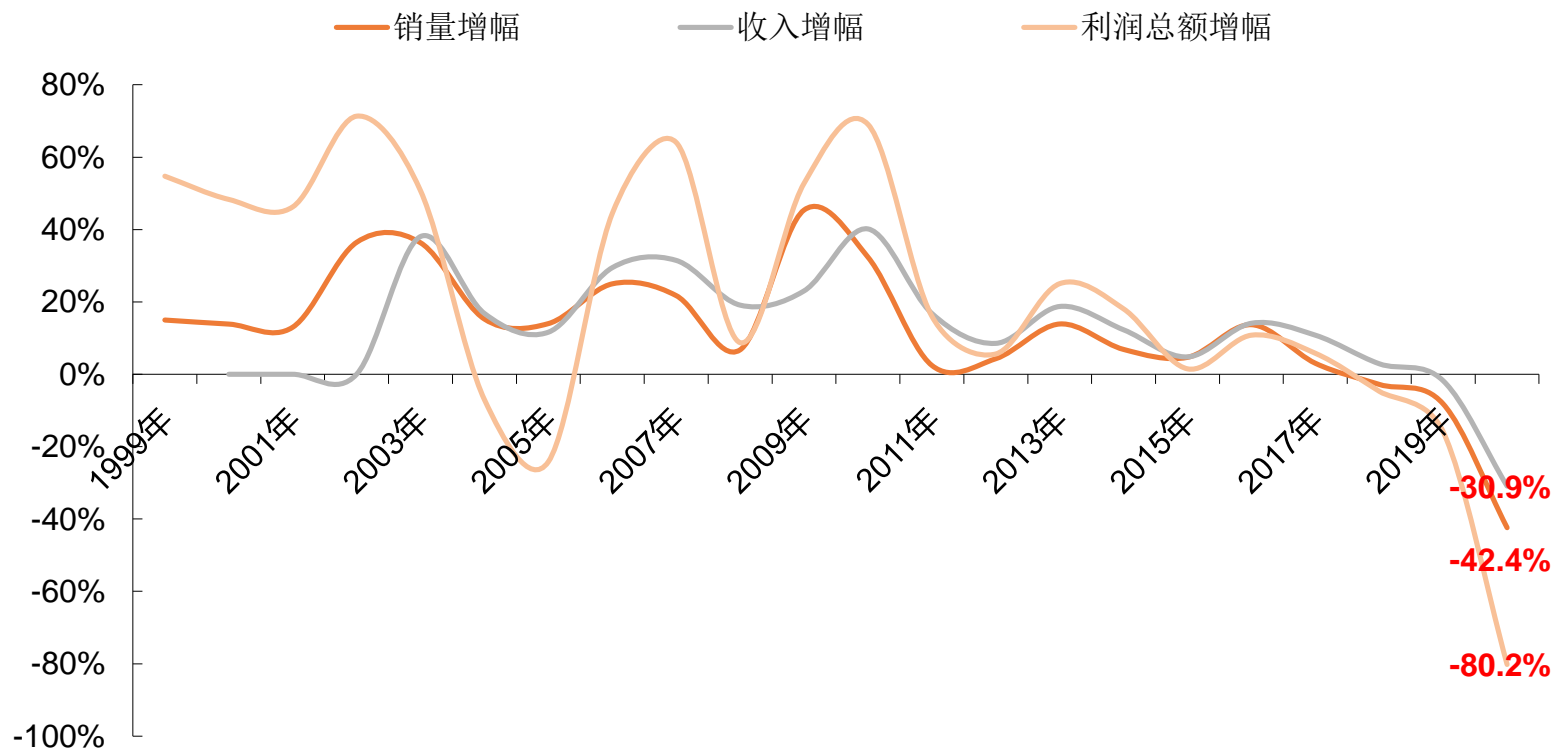


中国平安 PINGAN

金融·科技



### 汽车行业盈利周期波动明显



### 行业盈利能力下滑

#### 疫情对行业产生极大扰动：

汽车业利润波动周期明显，2019年是行业底部，但疫情使2020年一季度表现极差，对行业产生扰动。

#### 汽车保有量：

截止2019年底汽车达到2.6亿辆，对应汽车千人保有量为185辆。

#### 二手车市场表现较好：

中国二手车交易量从2012年到2018年的复合增长率为9.8%。

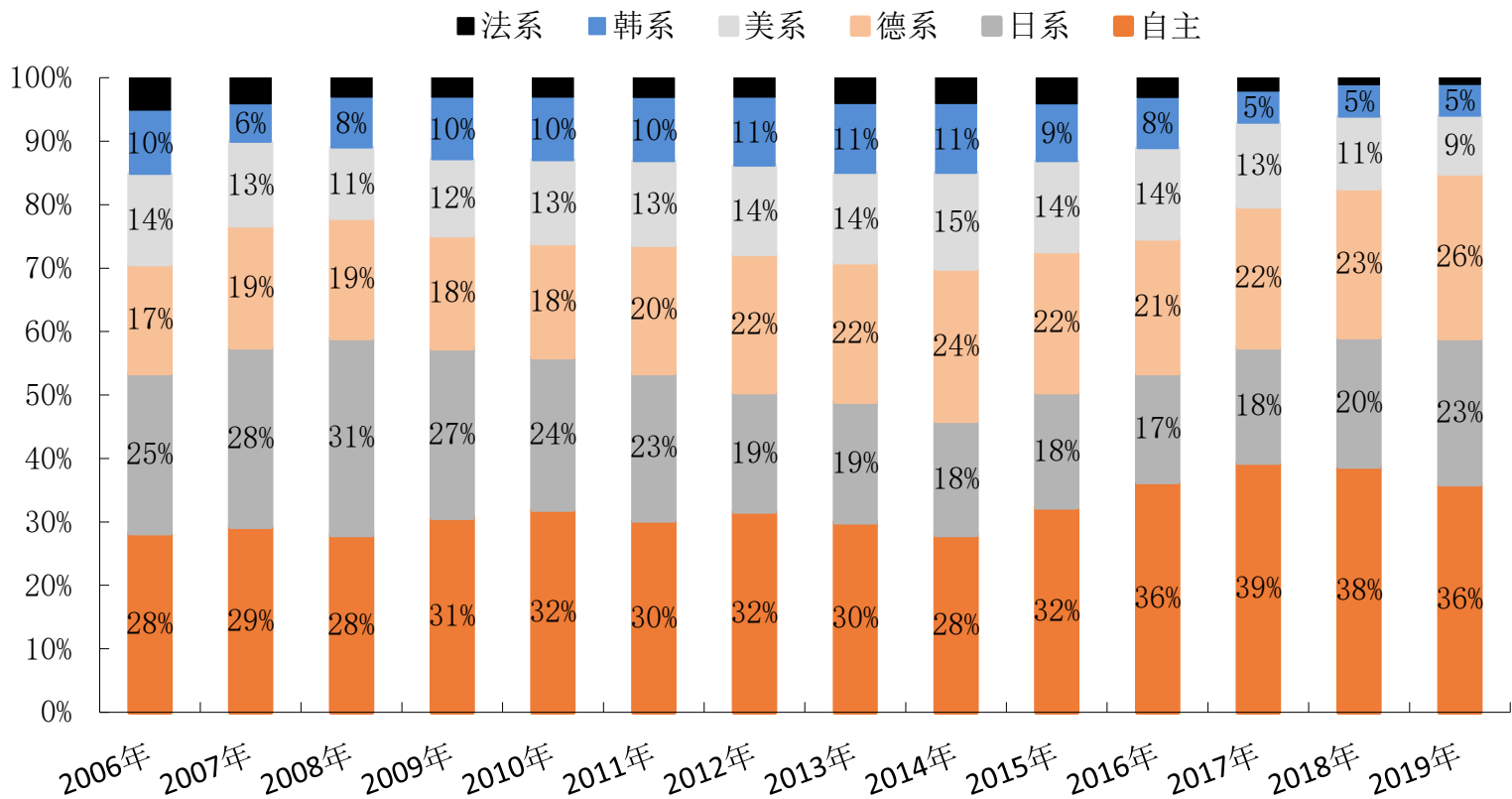
2019年增速为8%，增速有所回落，但仍优于新车市场表现。



## 按国别车系市场份额分化严重



轿车+SUV各国别车系市占率



### 日系德系向好

日系德系向好，份额提升3个百分点

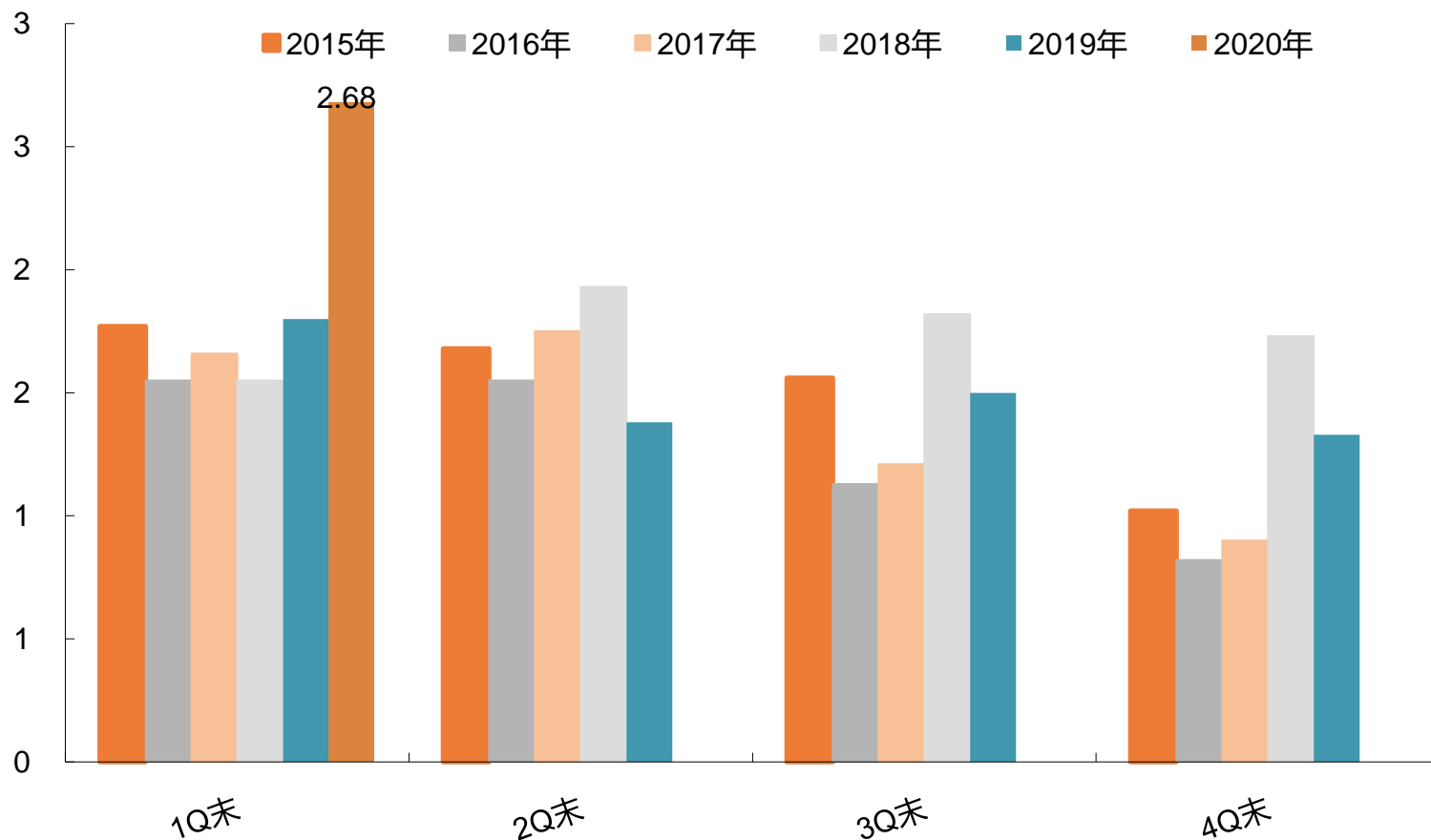
日系丰田本田和日产，德系大众迎来新车周期，2019年逆势向上。

美系、韩系和法系逐年下跌：

福特、通用在华面临巨大挑战；韩系、法系产品力不足份额严重萎缩。



经销商库存系数



## 2019主动去库存

2019年经销商和主机厂主动去库存，库存系数从2月的2.1下降至12月的1.33。2020年一季度由于疫情的影响，3月末的库存系数上升至2.68，随着4月份的销量的明显好转，二季度及下半年有望恢复至合理水平。





- 中央已出台包括推迟国六排放、新能源补贴延续、加速老旧车型淘汰和二手车交易等政策。地方政策的政策主要包括现金补贴、增加牌照数量和放宽申请标准等。

中央政策	主要地方政策
发改委等十一部门联合发布《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，通知内容包括：1) 国六排放标准实施时间推迟至2021年1月；2) 新能源汽车补贴延续至2022年；3) 加快淘汰报废老旧柴油货车；4) 二手车交易增值税降低至0.5%。	佛山市发布《佛山市促进汽车市场消费升级若干措施（试行）的通知》。
	深圳拟放宽个人新能源汽车指标申请条件。
	《北京市进一步促进高排放老旧机动车淘汰更新方案(2020-2021年)》的通知，自2020年4月1日至2021年12月31日期间，提前报废或转出在本市登记注册的国III排放标准汽油载客汽车和汽油载货汽车车主可享受政府补助。
	湘潭市经济技术开发区在其官方网站发文称，《关于出台促进吉利地产车在长株潭消费升级鼓励措施》。
	广东省财政安排12亿元支持开展2020年汽车下乡专项行动。 1) 新增指标：加快推进落实2019年6月明确的新增10万个中小客车指标额度工作； 2) 新能源补贴：2020年3月至12月底，对个人消费者购买新能源汽车给予每车1万元综合性补贴。3) 置换补贴：对置换或报废二手车的消费者/企业购买国六标准新车，每辆给予3000元补助。





## 乘用车

1

行业整体：低迷2年有余、疫情雪上加霜

2

国内车企：自主普遍承压、日系/豪华盈利向上

3

海外车企：表现分化、研发加码电动与智能

4

投资建议和风险提示



## 乘用车自主品牌财务指标分析：2019年亏损加剧、格局分化严重



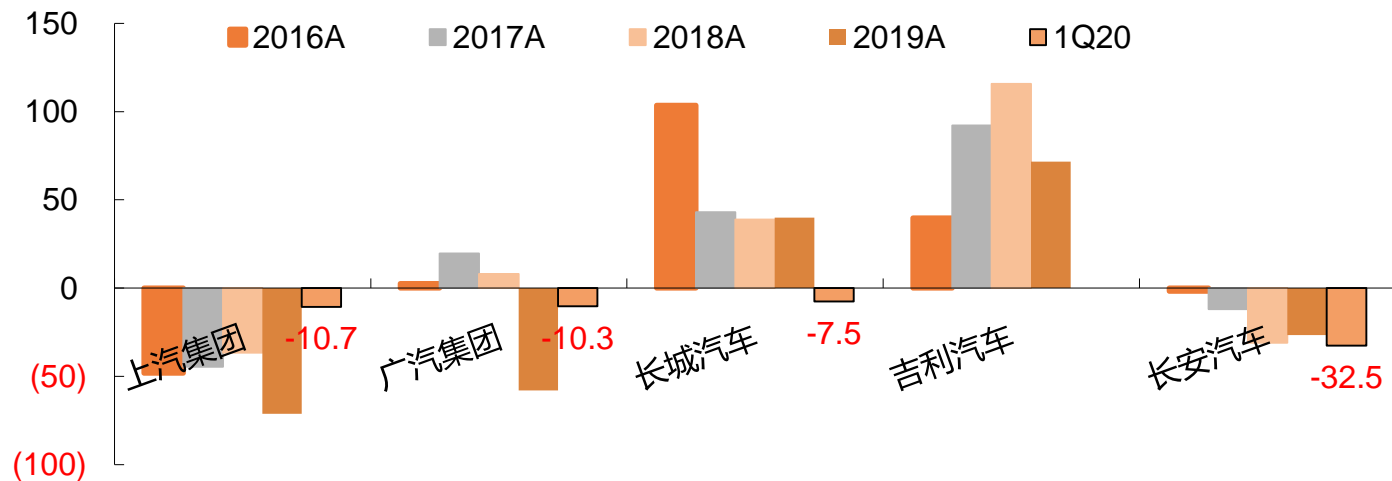
中国平安 PINGAN

金融·科技



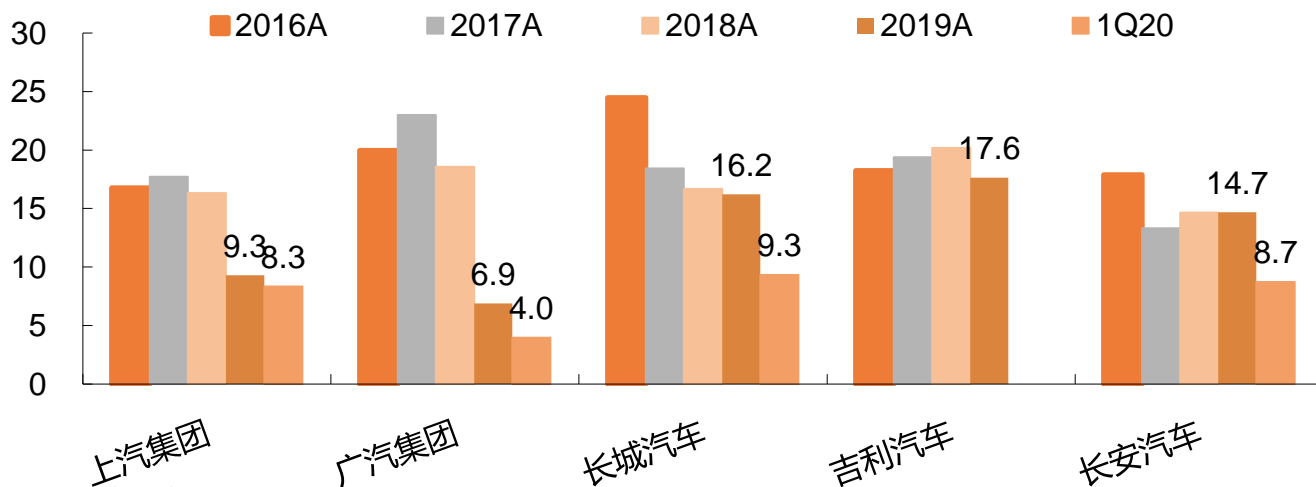
自主品牌扣非净利润

单位：亿元



主要车企自主品牌呈毛利率下滑趋势

单位：%



### 主流自主品牌亏损加剧

基本所有自主品牌在1Q20年皆呈现亏损加剧，受行业销量进一步下滑影响（从-4%到-10%），另外受合资品牌挤压份额下滑影响。

我们判断未来自主品牌将进一步分化，以长城、吉利为代表的整车企业将会保持盈利韧性。



## 乘用车自主品牌财务指标分析：2019年亏损加剧、格局分化严重

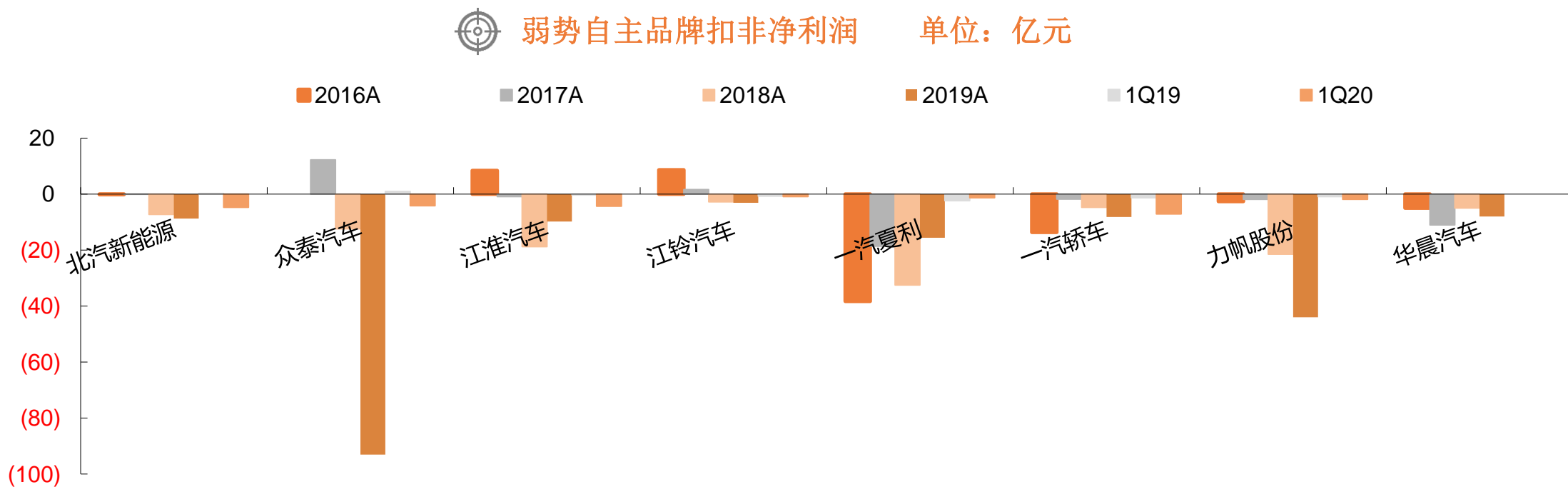


### 整车行业趋势及格局

弱势自主品牌继续亏损,给产业链带来较大坏账风险

2019年亏损幅度在10-100亿级别，相比2018年亏损幅度加剧。

产能整合清退，其中一汽夏利已经剥离丰田资产，一汽轿车变为一汽解放上市主体,长丰猎豹由吉利托管。



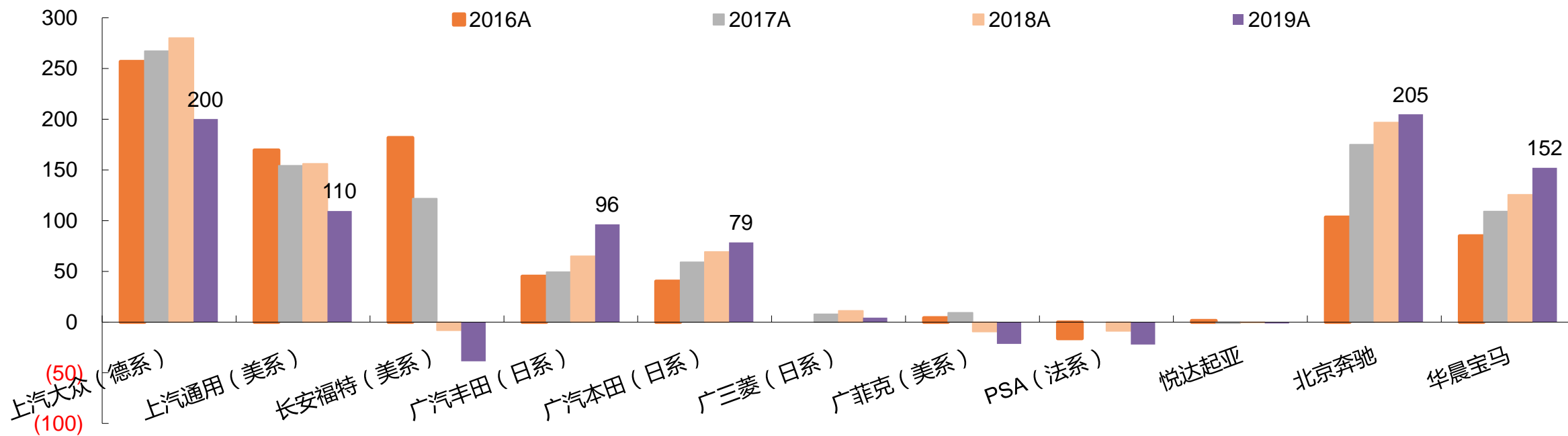


## 乘用车合资品牌盈利表现分化：日系强势，德系、美系下滑，韩/法掉队

- 随行业波动，合资品牌格局也不断变动，韩/法（现代起亚、标致雪铁龙）连年亏损；
- 美系（福特、通用）岌岌可危，其中福特在华亏损持续加大，上汽通用仍然处于下行周期，美系前景不容乐观；
- 受益于新品周期，日系合资车企净利润逆周期攀升，日系在华份额有望持续提高；
- 德系SUV周期进入尾声，但仍具备品牌优势，盈利有望维持。



主要合资企业净利润分化剧烈 单位：亿元





## 整车-行业趋势及格局演变：车企2020预期悲观、积极拥抱新变革



中国平安 PINGAN  
金融 · 科技



主要整车企业销量目标谨慎

单位：万辆

企业	2019年销量	2020年销量目标	同比增幅
上汽集团	624	600	-3.8%
广汽集团	206	212	3.0%
长城汽车	106	102	-3.8%
吉利汽车	136	141	3.5%
长安汽车	176	191	8.5%
比亚迪	46	-	持平或者微增长

## 整车行业趋势及格局

**行业背景：**行业从2018年初开始下滑，2020年1-4月乘用车批发量累计下滑35%。

中汽协近期发布最新的对于2020年全年汽车市场趋势预测1) 乐观的预测：如果海外疫情在二季度得到有效控制，预计2020年中国汽车市场销售或同比**下滑15%**；2) 悲观的预测：如果海外疫情得不到有效遏制，影响至三季度或更长，预计2020年中国汽车市场销售或同比**下滑25%**。



## 整车-行业趋势及格局演变：车企2020预期悲观、积极拥抱新变革



中国平安 PINGAN  
金融 · 科技



车企对2020年行业判断悲观，对政策出台期望提升

企业	2020 年行业预判
上汽集团	预计2020年国内汽车市场销量在2290-2380万辆，同比-11.6%至-8.1%，其中乘用车销量在1900-1980万辆，同比-11.8%至-8.1%，新能源汽车销量在125万辆左右，同比增长4%。
广汽集团	预期2020年将有更多限购放松、以旧换新及支持新能源汽车发展等利好政策出台，以缓解汽车市场的下行压力。
比亚迪	2020年国内汽车行业可能会有15%的下降，随着政策的出台做到-10%以内也是有可能的，新能源车能够做到与去年持平或者微增长。

## 整车行业趋势及格局

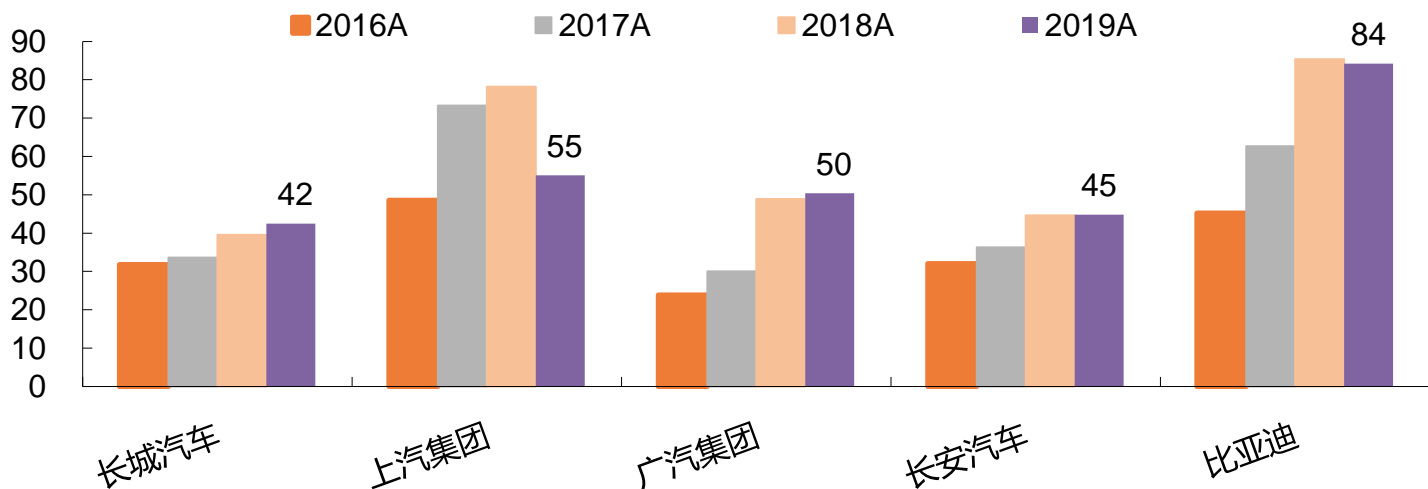
### 趋势：

随透支效应减弱+宏观经济企稳+换购需求接档，2020-2022年行业将进入复苏周期，长期看行业有望保持每年3-5%的复合增速，未来稳态年销量可达4000万台左右。

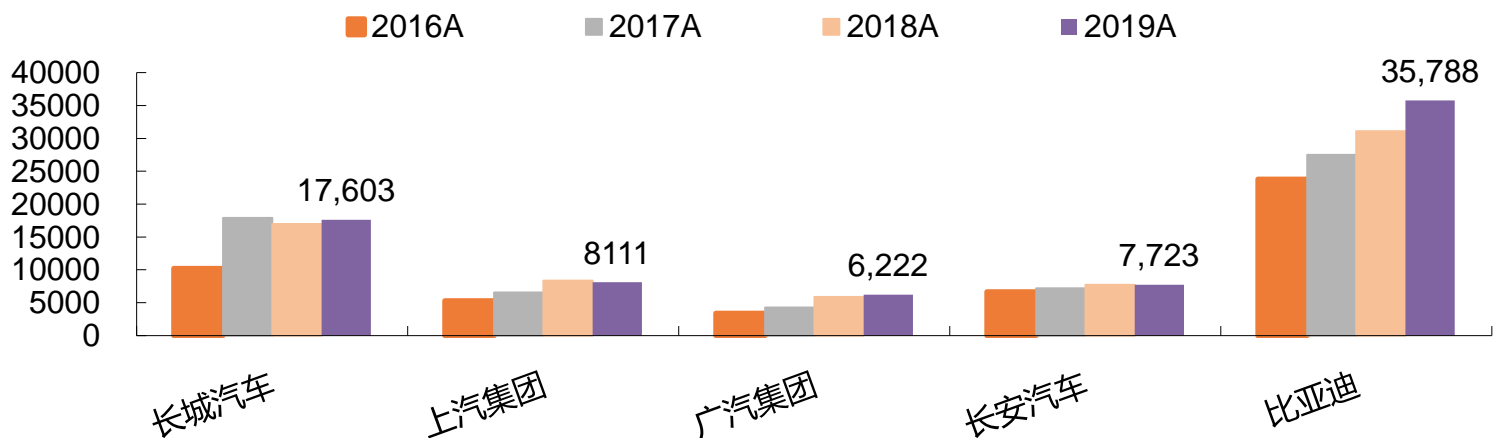


## 整车-资本开支方向：研发支出整体不断增长，投入新四化方向

主要整车企业研发投入 单位：亿元



主要整车企业研发人员数量



### 整车企业研发和开支投向

- 车企研发费用整体仍在增长。投入到软件领域、电动车供应链领域。
- 国企自主研发投入相对更高，但是研发人员数量较少，研发的效率相对偏低。
- 长城、比亚迪等民企研发投入效率更高。
- 依然强调加大对先进技术的投入，尤其在软件领域要加大资本开支和提高研发人员数量，另外在三电领域，储备好电池、电机技术，保持供应链分工体系中的话语权。





## 整车-资本开支方向：投入新能源、智能化、出行服务



整车企业	投入方向
上汽集团	重点突破新能源、智能网联等技术；在用户端，重点突破出行平台、智能物流、金融服务等新商业模式；在市场端，以创新科技与服务优势，为开拓国际国内两个市场持续赋能，不断提升品牌竞争力和国际影响力。
广汽集团	全力发展自主品牌，实现自主品牌跨越式发展；实现电动化、国际化、网联化三个方面的重大突破。
长城汽车	伴随智能化、互联化、清洁化和共享化的趋势，加大先进技术投入，为客户提供智慧出行综合解决方案。
吉利汽车	新能源：引进新能源和电气化产品，大幅增加其销量占比；出口成为主要发展动力。
长安汽车	固定资产投资聚焦新产品和研发能力建设，持续提升智能化、造型、碰撞试验等核心研发能力。优化资本布局结构，包括出资T3出行、T3科技，强化智能化领域的前瞻性布局等。
比亚迪	面对新能源领域日趋激烈的市场竞争，集团将持续推出更具市场竞争力的车型，用高性能碳化硅MOSFET电机控制模块和集团刀片电池。在传统燃油车领域，随着更多国际化设计团队的加入和全球设计中心的落成，集团车型设计软硬件水平将进一步提升，推动集团车型设计迈入新阶段。
蔚来汽车	自研材料、功能、结构、电机、电池包、电控管理，再到智能网关、自动辅助驾驶，以及研发的自动辅助驾驶系统NI00S2.0智能操作系统。



## 乘用车

1

行业整体：低迷2年有余、疫情雪上加霜

2

国内车企：自主普遍承压、日系/豪华盈利向上

3

海外车企：表现分化、研发加码电动与智能

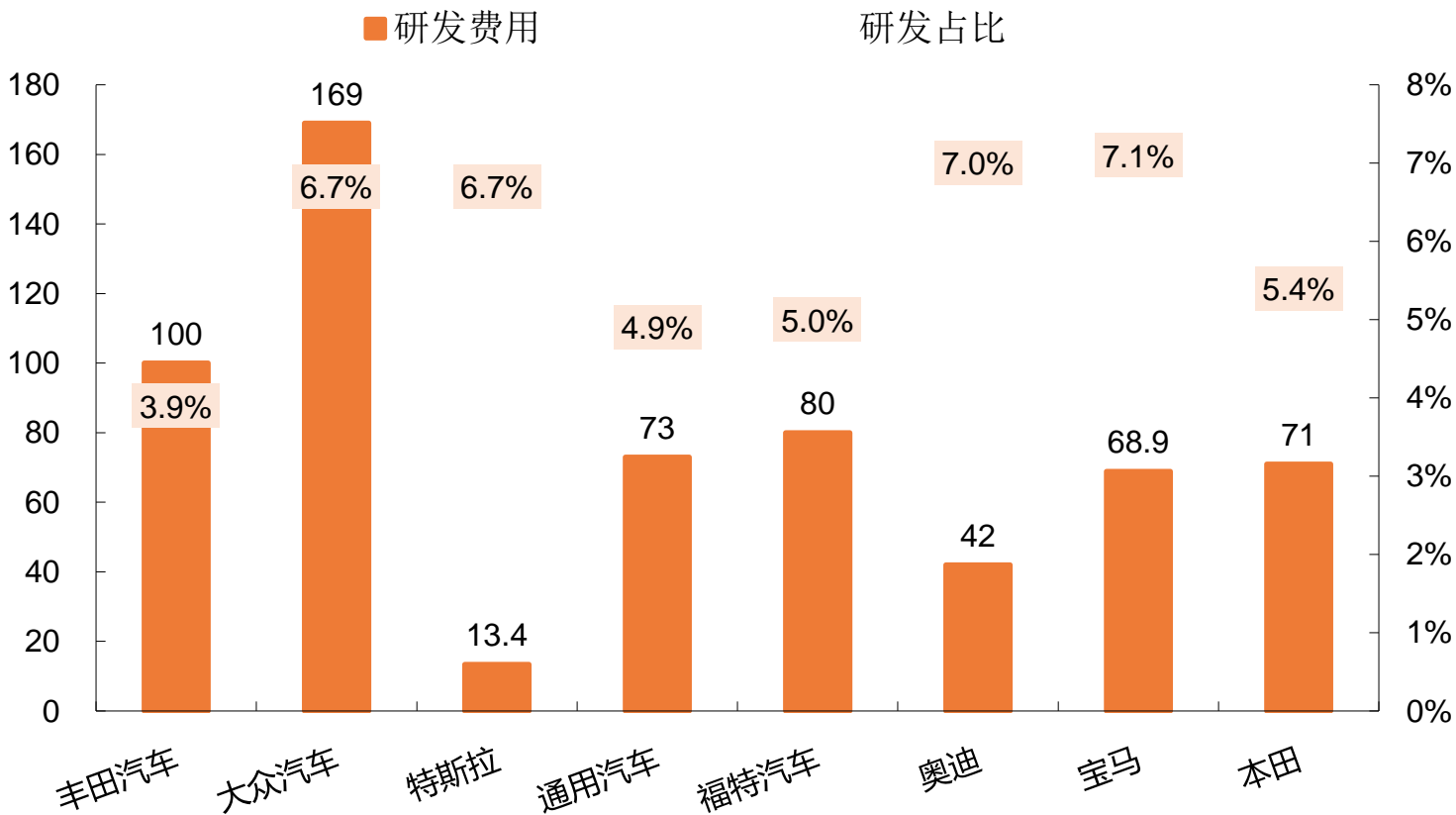
4

投资建议和风险提示



# 海外整车企业财务指标分析：研发倾向自动驾驶+电动化；不以研发投入大小论英雄

2019年海外整车企业研发支出情况 单位：亿美元



## 研发收入率差别不大

### 研发投入：

从研发投入角度来讲，多家车企研发投入倾向于**自动驾驶+电动化**方向，且逐年升高，其中豪华品牌研发投入占比相对更高。

丰田汽车研发投入占比不高，但研发节奏与研发效率较好。



## 海外标杆企业-通用汽车净利率有所提升

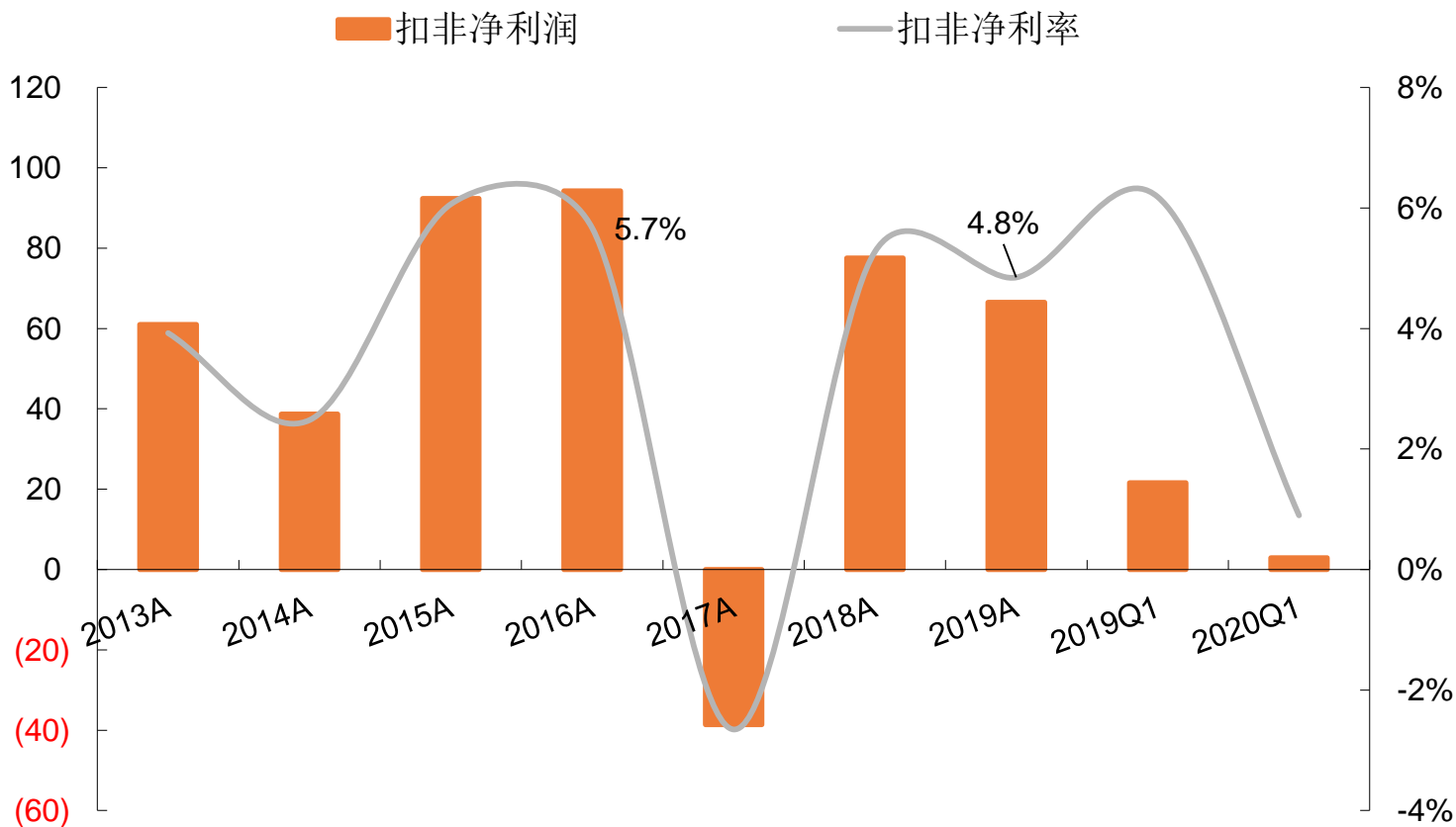


中国平安 PINGAN  
金融 · 科技



盈利能力有所改善

单位:亿美元



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

### 盈利现状与未来趋势

#### 盈利现状

2019年中国市场走弱, 只有凯迪拉克销量增长4%。全尺寸皮卡为公司带来盈利空间。2019年第四季度罢工导致工厂停产4周, 使全年EBIT损失36亿美元。

#### 未来布局电动化:

- 投入方向主要为**自动驾驶Cruise** (Top2 自动驾驶公司, 员工总数超过1000名), 经历多轮融资。
- 纯电动皮卡将于2021年秋季正式投产。与LG化学成立合资公司, 生产电池单体。



## 海外标杆企业-大众汽车盈利能力平稳

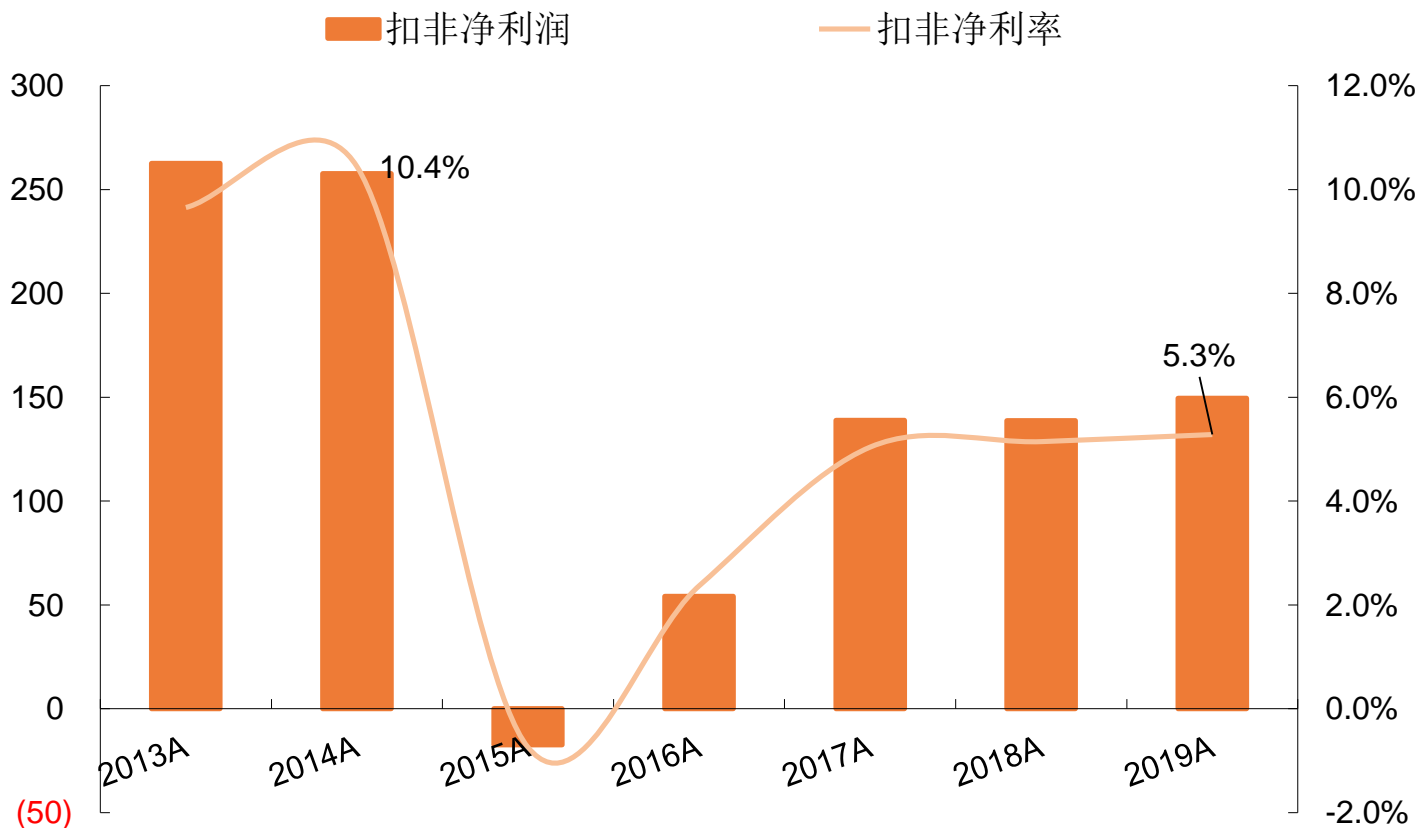


中国平安 PINGAN  
金融 · 科技



扣非净利润及同比增幅

单位：亿美元



(50)

### 盈利现状与未来趋势

#### 盈利现状：

➤ 2019年，大众汽车集团共售出新车1097万辆，同比增长1.3%。其中，欧洲和南美市场的销量增长明显，北美和亚太地区市场则略有下滑。

#### 未来布局重点：操作系统、电动平台

- 目前，大众已经有3000名IT工程师从事开发“vw.os”系统，这一数字在2025年将达到10000人。
- MEB电动汽车平台2020年量产，10月份将在上海安亭工厂量产，规划产能30万/年。



## 海外标杆企业-特斯拉盈利能力持续向好



中国平安 PINGAN  
金融 · 科技



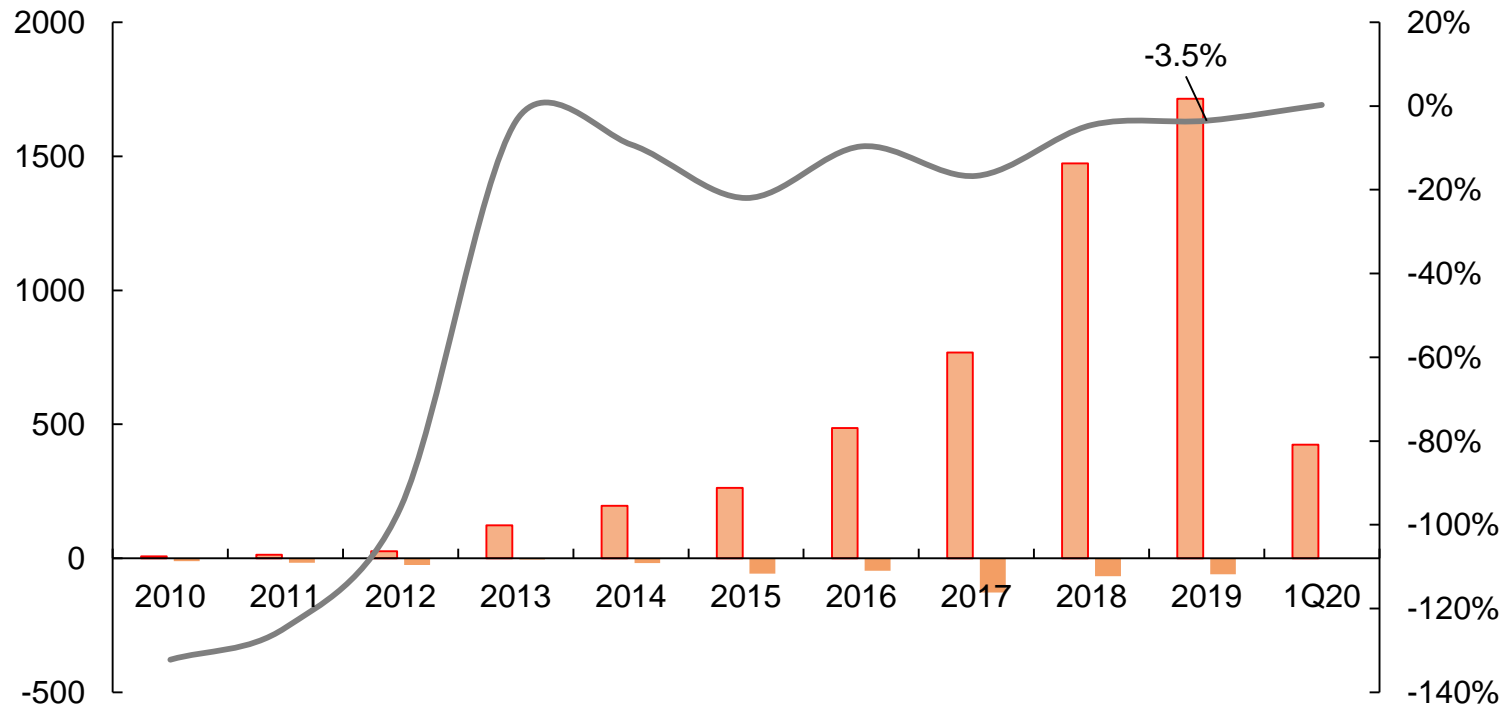
扣非净利润及同比增幅

单位：亿美元

营收（亿元）

归母净利润（亿元）

归母净利率（右）



### 盈利现状与未来趋势

#### 盈利现状：

19年特斯拉实现营收1714.6亿元人民币，同比增长14.5%；归母净利润-60.1亿元人民币，亏损幅度收窄（17年亏损128亿元，18年亏损67亿元）；1Q20营收424亿元人民币，同比增长31.8%；归母净利润1.13亿元，连续三个季度实现盈利。



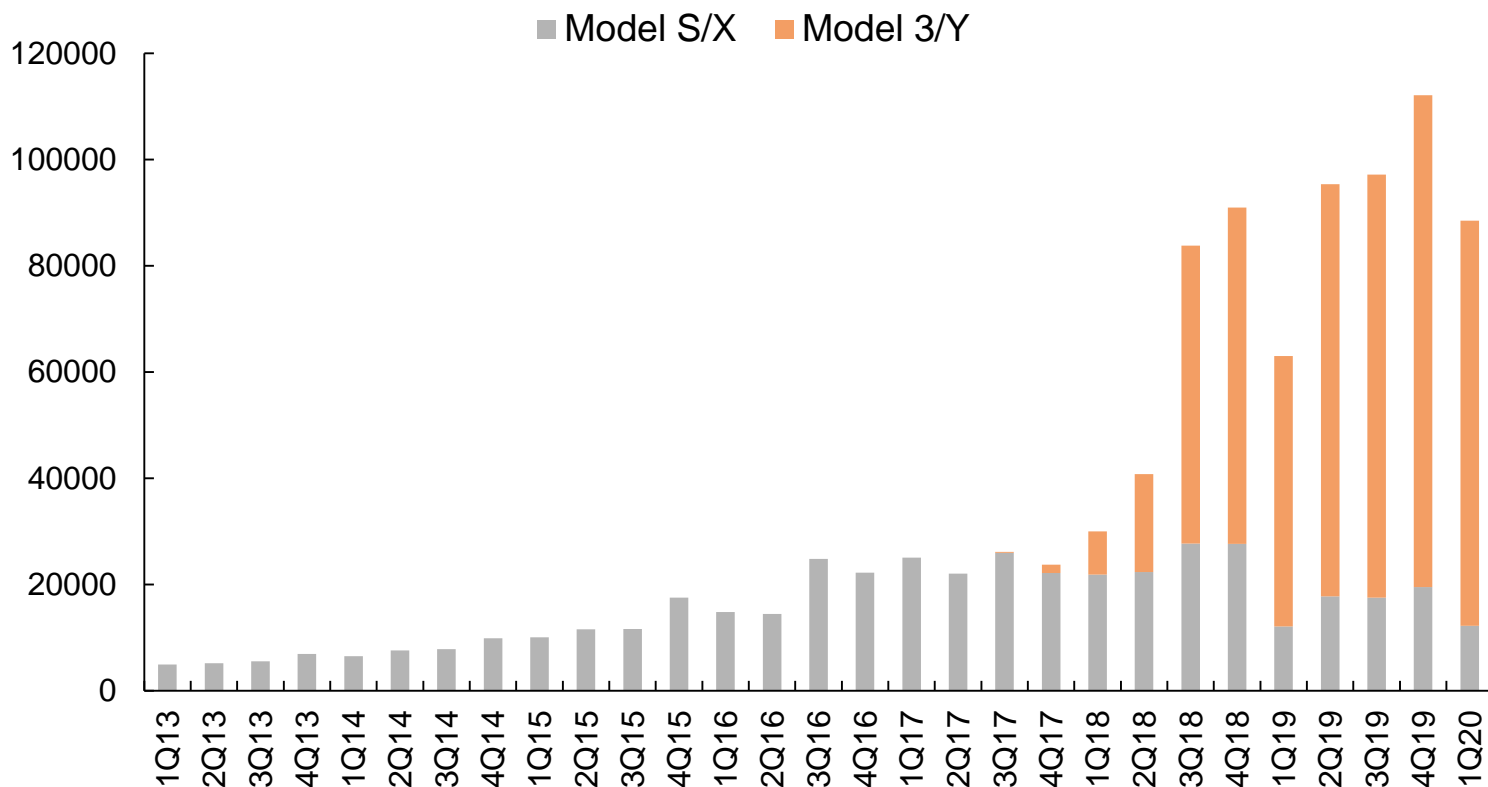
## 海外标杆企业-特斯拉盈利能力持续向好



中国平安 PINGAN  
金融 · 科技



特斯拉季度交付量维持高位 单位：辆



### 盈利现状与未来趋势

**汽车交付量维持高位：**19年特斯拉全球交付36.8万辆，同比增长50%，超越比亚迪成为年度新能源汽车冠军。1Q20共交付8.85万辆，同比增长40.4%，Model Y开启交付，首个季度便实现正的毛利率。截至2020年一季度，特斯拉累计交付98.5万辆。二季度受疫情影响，加州工厂停产时间约为两个月，预计5月下旬复工，但上海工厂进度超预期，二季度整体销量依然具有较强的韧性。

**未来趋势：**自主生产电池、无人出租车、电动皮卡。

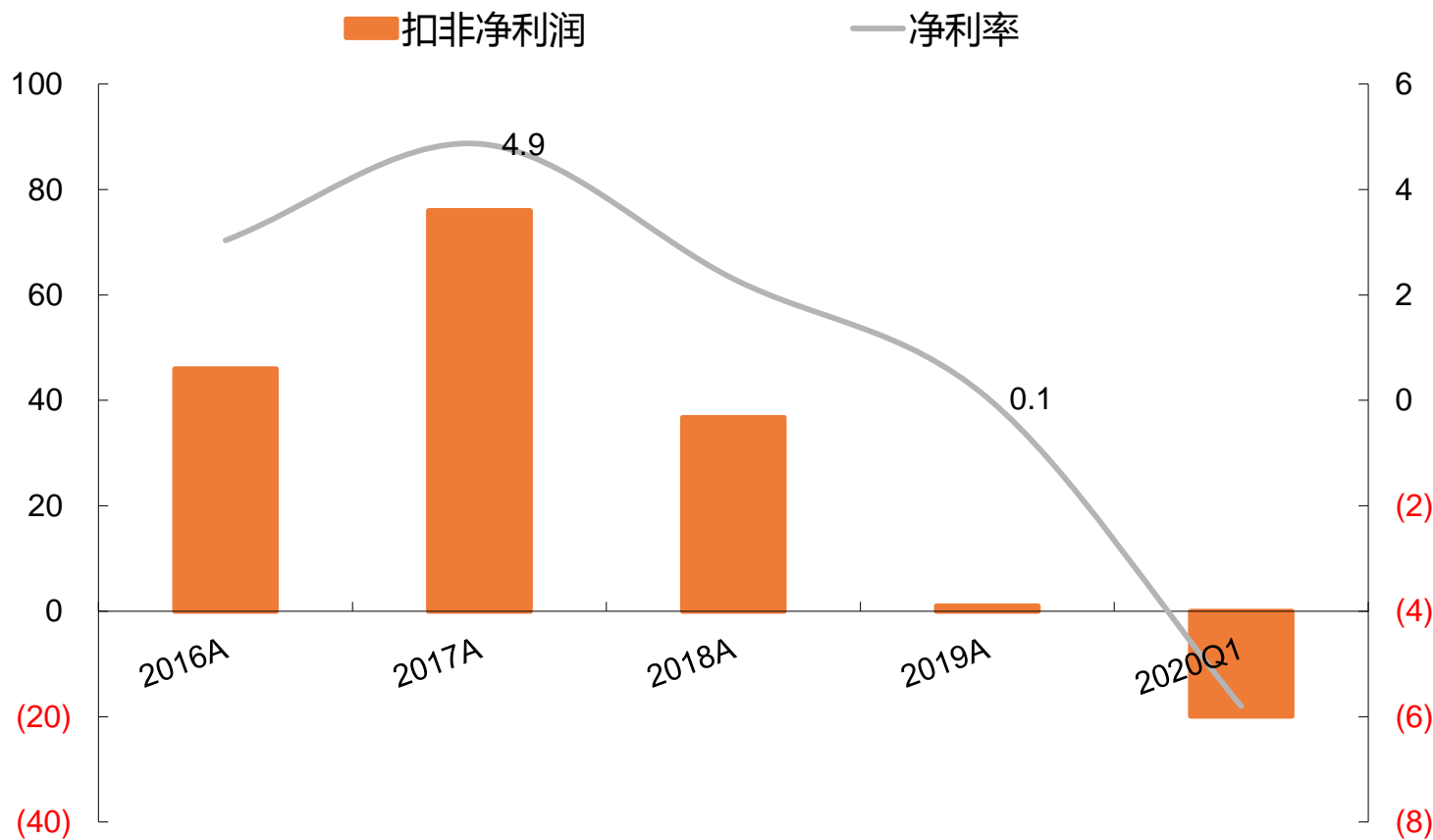




## 海外标杆企业-福特在华业务下滑明显



🎯 福特盈利能力较差、在华业务下滑剧烈 单位:亿美元, %



### 盈利现状与未来趋势

#### 盈利现状:

➤ 福特2019年、2020年一季度业绩大幅下滑。业绩下滑的主要原因是公司运营执行力下降, 与美国汽车工人联合会达成新的劳工协议而产生了6亿美元奖金费用, 以及不利的汇率波动。

#### 未来趋势:

- 针对性布局: 在北美主推皮卡, 加大对中国市场的投入, 更加本土化。
- 2020年实现全球90%的福特车配置智能网联服务, 追加在自动驾驶汽车和混合动力汽车领域的资金投入。

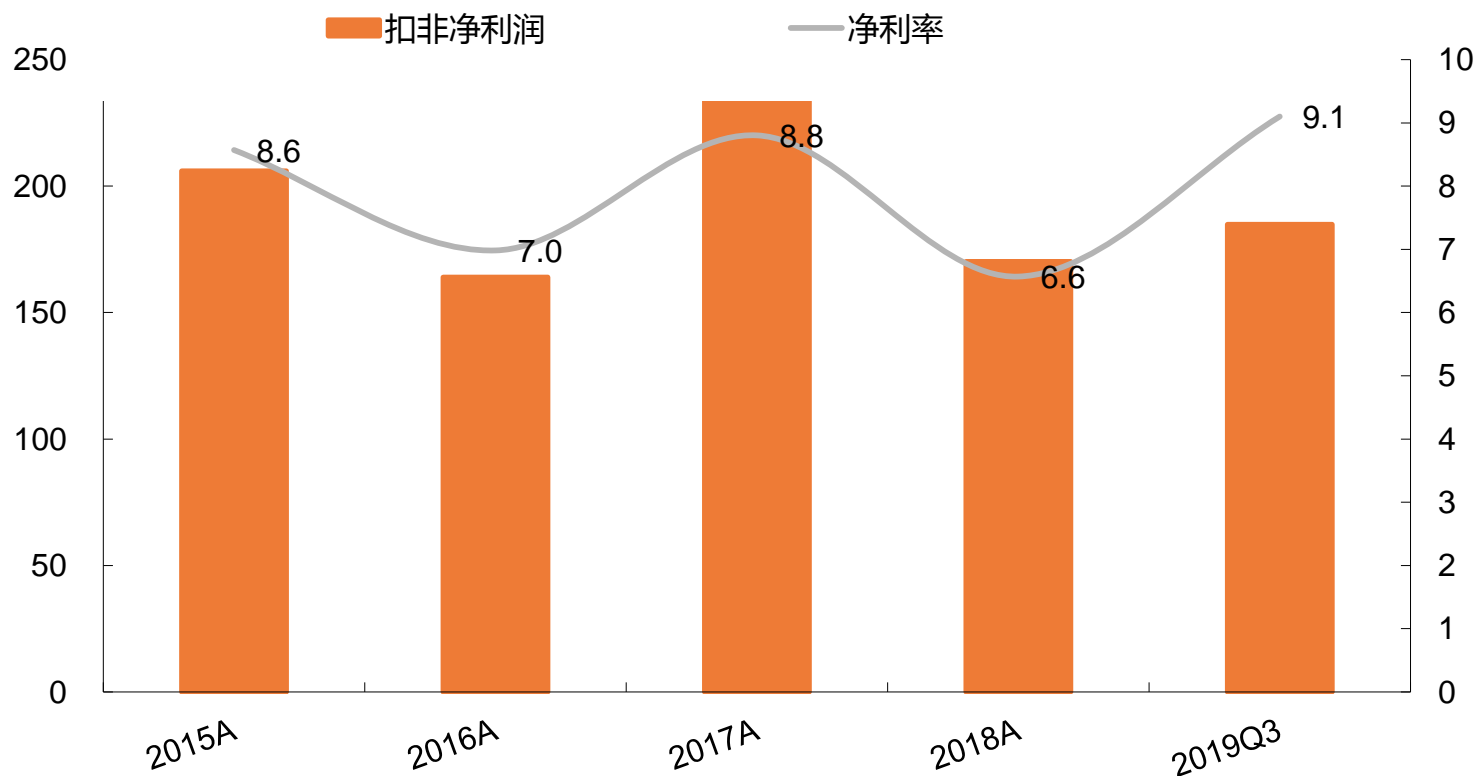


## 海外标杆企业-丰田中国市场新周期



中国平安 PINGAN  
金融 · 科技

扣非净利润及盈利能力 单位:亿美元, %



资料来源: 公司公告

### 盈利现状与未来趋势

#### 盈利现状:

- 丰田汽车全球销量微增达**1074**万辆。  
2019年4月-12月销售额同比增**1.6%**, 营业利润同比增**6.2%**, 丰田预测**2020**年全球销量**1077**万辆。
- 丰田在华**2019**年销量超**162**万辆, 同比**9%**, 目标**2020**冲击**176**万辆。

#### 未来趋势:

- **2050**年彻底以**HEV**、**PHEV**、**FCV**和**EV**代替传统燃油车。
- 制定**全固态电池-锂空气电池**路线。



## 海外企业-未来投向：投入新能源和自动驾驶



### 整车企业研发和开支投向趋势

- 新能源电动化，包括纯电动平台和新电池技术的投入，是传统外资车企的重点。
- 自动驾驶、车联网和移动出行代表未来的商业模式，需要提前布局。



### 主要全球整车巨头未来投入方向

整车企业	未来投向
通用汽车	大力投入super cruise，推出基于自动驾驶技术的网约车，布局纯电/插电/增程等多条技术路线，与LG合作研发生产电芯。
大众汽车	电动化，vw.os操作系统。
特斯拉	2020年将布局100万辆自动驾驶出租车。
福特汽车	电动化，出行服务，自动驾驶。
丰田汽车	氢燃料电池、固态电池、自动驾驶。



## 乘用车

1

行业整体：低迷2年有余、疫情雪上加霜

2

国内车企：自主普遍承压、日系/豪华盈利向上

3

海外车企：表现分化、研发加码电动与智能

4

投资建议和风险提示



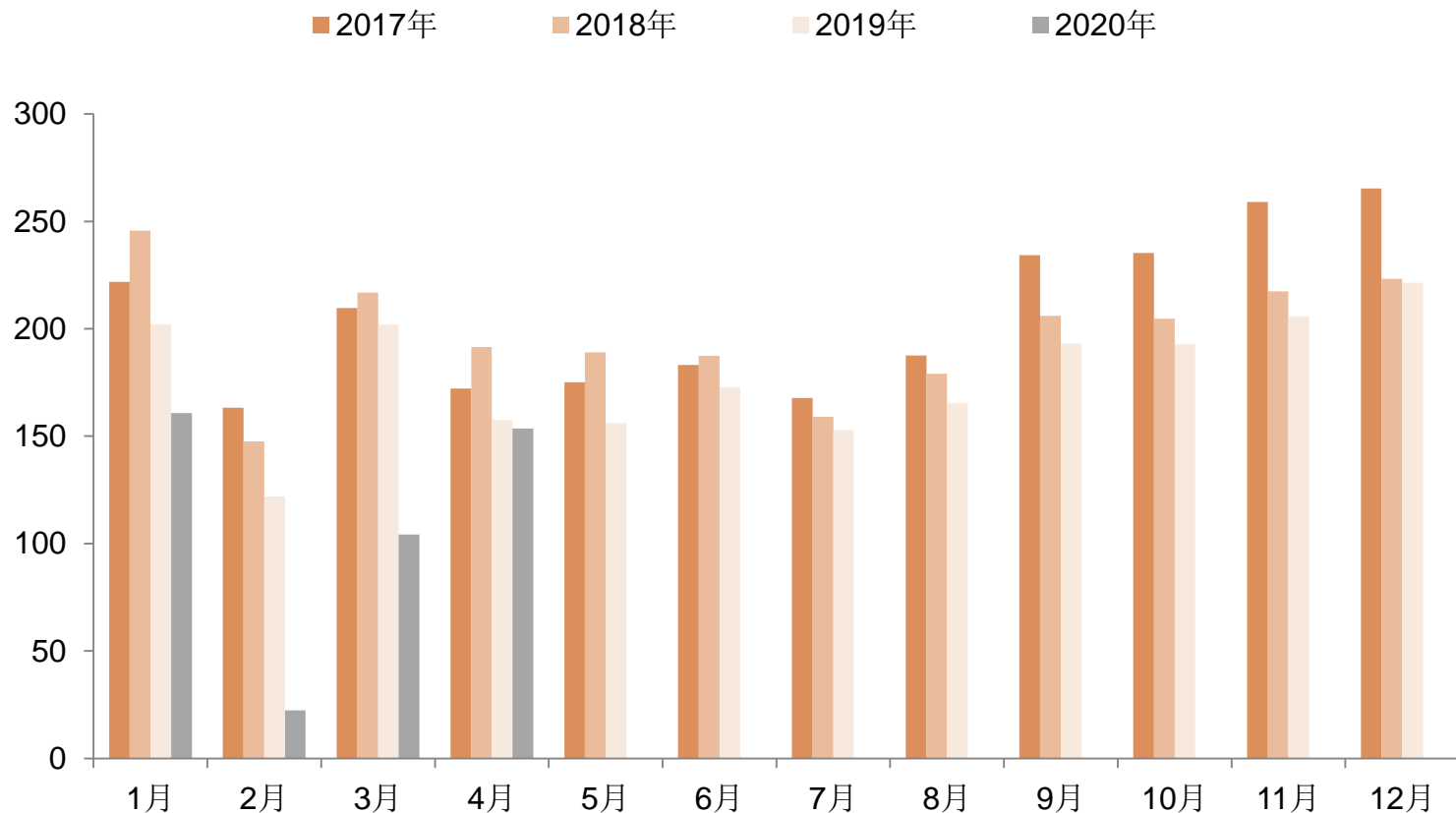
## 2020年4月销量改善，外部影响逐渐消退



中国平安 PINGAN  
金融 · 科技



汽车月度销量 单位：万辆



### 二季度降幅有望继续收窄

疫情对行业的影响逐渐消退：

2020年4月乘用车销量同比增幅-2.6%，较前两个月大幅收窄，一方面因为疫情期间的需求释放，另一方面，自2月份以来，中央和多个地方陆续出台刺激政策的手段，在4月的销量有所体现。

由于2019年6月份具有国五切换国六的影响，销量基数较高，因此，2019年5月份的销量将具有更重要的参考意义。即将召开的两会对汽车行业下半年形势或具有较大的指示意义。

- **疫情影响逐步消退：**一季度汽车业利润降幅达80%，产能利用率低于60%，中央与地方政策积极托底，中央政策主要是放松排放时限、鼓励淘汰老旧车、明确新能源补贴政策等，地方政策主要是放松限购、现金补贴等。4月乘用车销量同比降幅大幅收窄至2.6%，1-4月累计下滑35.3%。
- **国内乘用车企业普遍承压，日系及豪华盈利向上：**主流自主品牌除长城、吉利外均亏损加剧，1Q20毛利率均在个位数的低水平。弱势品牌有被加速淘汰趋势，给产业链带来坏账风险，后续大概率产能整合清退。主要自主品牌2020销量规划较谨慎。合资乘用车企利润表现分化，华晨宝马/北京奔驰/广本/广丰利润增长，韩法美系合资亏居多，大众合资利润亦大幅下滑。车企研发投入较刚性，无论从金额还是人员数量看多稳中有增，投入方向为新能源、智能化、全球化、新平台等。
- **海外巨头表现不一，研发加码：**观察海外整车巨头，研发费用率维持在4-7%左右，方向主要是电动化+自动驾驶，大众的研发费用金额遥遥领先。盈利现状：特斯拉连续三个季度盈利；2019年通用大众净利率在4-5%，福特利润大幅下滑，丰田净利率稳定维持在8-9%。未来战略：自产电池、加速在华布局、加速电动化、加大在自动驾驶领域的投入。



➤ **投资建议：**目前我国千人保有汽车**185**台，未来稳态年销量有望达**4000**万辆。集中度提升，优胜劣汰加剧，大量弱势品牌消失。**4**月乘用车销量降幅虽收窄，但韧性明显不如卡车，若无更大力度政策刺激，全年依然承压，**2021**年起有望复苏。汽车业已经历调整期**2**年有余，能稳住产销规模的企业后续增长弹性较大，龙头自主车企均进入平台化时代，研发投入较为刚性，后期产销规模差异将很大程度决定盈利能力差距。看好一线自主车企受益于后续车市复苏，此外日系新品周期表现强劲，推荐长城汽车、广汽集团，关注吉利汽车。

### 风险提示

- 1) 海外疫情恢复进度晚于预期、影响部分出口导向行业的从业人员消费信心及能力。
- 2) 国内汽车刺激政策不达预期，若无更大刺激政策出台，全行业仍有可能全年销量降幅超过**10%**以上。
- 3) 为抢占市占率，品牌间价格战损害企业盈利。



## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）  
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）  
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）  
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）  
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。