

## 汽车专题报告

2020年05月05日

# 为什么汽车配置时机已至？

增持（维持）

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ 疫情让汽车2月需求戛然而止，3月重新进入复苏轨道。2月疫情发生之前传统车需求已经过了最差阶段，弱复苏迹象已经显现：1) 2019年12月份交强险销量传统车已经结束长达近2年负增长实现转正+3%。2) 低端消费占比数据于2019H2见底企稳。产销层面Q1产批零均大幅下滑，3-4月降幅持续收窄。库存层面Q1企业&渠道库存均下降，4月预计季节性加库。价格层面1-4月折扣率稳中小幅收窄。

■ 2019年报&2020一季报反应出了什么？2017-2019年产业链持续经受了周期下行带来的阵痛，而2019Q4报表已有见底企稳的迹象，疫情突至下被打乱了节奏，2020Q1被动承压。

①成长能力：1) 终端需求下行带来营收同比增速下行，自下而上传到整个产业链，整车营收同比增速结束长达5个季度负增长于2019Q4实现转正，但疫情影响下2020Q1再次转为负增长。2) 面对需求下行产业链对研发投入始终保持高水平，在建工程2018-2019年均节奏放缓明显，整车2020Q1在建工程已见底企稳。

②盈利能力：需求下行带来产能利用率下降+终端价格战自上而下传导，产业链毛利率水平持续下行，费用率上升，最终ROE水平经历了持续下行周期，2019年达到2011年以来历史最低点。疫情之下，2020Q1整车和经销商出现了自2011年以来首次净利率为负的情况。

③营运能力：2018-2019年需求下行导致产业链库存周转天数拉长，但产业链经营性现金流净额2019年同比依然是正增长且显著好于净利润指标，可能原因：1) 2018-2019年在建转固的高峰期，折旧摊销增加明显，影响净利润但实际不影响经营性现金流。2) 行业周期下行，乘用车产业链均加强应收和应付资金管理，整体资金回笼加快。

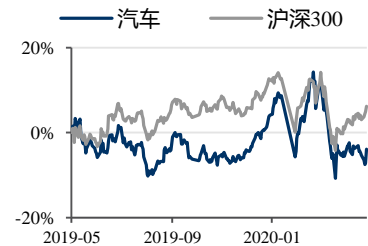
■ 2020Q1是业绩最差时点，2020Q2环比和同比均会有所改善，且收入端先于利润端恢复。1) 国五大清库背景下2019Q2产批基数低且价格战导致业绩基数也低。2) 欧洲新增确认人数逐步下降，陆续恢复生产，海外供应链对Q2国内乘用车供给影响可控。3) 中央/地方刺激政策+车企促销活动+季节性补库，进一步推动Q2国内乘用车产批有望实现0-5%同比转正，零售（交强险）有望同比降幅收窄至10%及以内。

■ 投资建议：最差时候已过，配置时机已至

汽车正处于大周期下底部位置，Q2为配置良机。估值接近历史最低位置+需求重新步入复苏轨道+长期产销规模有望创新高+未来汽车提价逻辑可期。标的筛选上，我们综合短长期逻辑，重点推荐2条主线4个标的：1) 整车格局我们长期看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，整车标的【长城汽车+广汽集团】，以及特斯拉核心供应商【拓普集团】。2) 看好智能网联赛道行业红利，卡位优势明显的【德赛西威】。另外长期持续跟踪推荐标的【上汽集团+万里扬+中国汽研】。

■ 风险提示：疫情控制进展低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

### 行业走势



### 相关研究

1、《汽车行业周报：4月第四周日均销量继续提升，配置时机已至》2020-05-03

2、《汽车行业周报：4月第三周日均销量提升，配置时机已至》2020-04-26

3、《汽车行业点评：“上海+新能源补贴”双落地，助力汽车需求复苏》2020-04-24

## 内容目录

1. 2月疫情前乘用车见底了吗？ .....	5
2. 2-4月乘用车量-库-价实际运行如何？ .....	8
2.1. 产销层面：Q1产批零均大幅下滑，3-4月降幅持续收窄 .....	8
2.2. 库存层面：Q1企业&渠道库存均下降，4月预计季节性加库 .....	9
2.3. 价格层面：1-4月折扣率稳中小幅收窄 .....	9
3. 2019年报&2020一季报反应出了什么？ .....	10
3.1. 成长能力：营收下行，资本开支见底企稳 .....	10
3.2. 盈利能力：2019年ROE延续下行，Q1承压明显 .....	13
3.3. 营运能力：存货周转虽变慢，但整体资金回笼加快 .....	17
4. 2020二季度业绩如何展望？ .....	22
5. 投资建议：最差时候已过，配置时机已至 .....	23
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 乘用车-房地产-GDP 三者 2006-2019 年同比关系	5
图 2: 2008-2013 年乘用车销量走势	6
图 3: 2014-2019 年乘用车销量走势	6
图 4: 传统车上险销量于 2019 年 12 月份实现转正	6
图 5: 2017-2019 年三四五线城市销量占比下降约 10%	6
图 6: 乘用车各价格带消费占比变化趋势	7
图 7: 2020/3 狭义乘用车产量同比-51.2% (万辆)	8
图 8: 2020/3 狭义乘用车批发同比-49.2% (万辆)	8
图 9: 2020/3 狭义乘用车零售同比-30.9% (万辆)	8
图 10: 2020/3 新能源乘用车批发同比-49.5% (万辆)	8
图 11: 2020 年 3 月传统乘用车企业库存增加 1 万辆	9
图 12: 2020 年 3 月企业累计库存为-49 万辆	9
图 13: 2020 年 3 月传统乘用车渠道库存降低 4 万辆	9
图 14: 2020 年 3 月渠道累计库存为 304 万辆	9
图 15: 乘用车整体的折扣率走势 (算术平均)	9
图 16: 各子行业的单季度收入同比变化情况	11
图 17: 2019 年整车固定资产&在建工程同比下降	11
图 18: 2020Q1 整车固定资产下降, 在建工程小幅回升	11
图 19: 2019 年零部件固定资产&在建工程增速放缓	12
图 20: 2020Q1 零部件固定资产同比持平, 在建工程回升	12
图 21: 2019 年整车/零部件无形资产同比+16.6%/+6.8%	12
图 22: 2020Q1 整车/零部件无形资产环比+2.3%/持平	12
图 23: 2019 年整车研发投入同比-9.4%	13
图 24: 2019 年整车行业技术人员占比同比提升 0.6pct	13
图 25: 2019 年零部件研发投入与上年持平	13
图 26: 2019 年零部件行业技术人员占比同比提升 1pct	13
图 27: 各子行业的单季度归母净利润同比变化情况	14
图 28: 2019 年整车行业投资收益同比-28.0%	14
图 29: 2020Q1 整车行业投资收益同比-44.9%	14
图 30: 2020Q1 整车毛利率/净利率同环比均下滑	15
图 31: 2020Q1 零部件毛利率/净利率环比提升	15
图 32: 2020Q1 汽车服务毛利率/净利率同比下降	15
图 33: 2020Q1 整车期间费用率同比上升 2.1pct	16
图 34: 2020Q1 零部件期间费用率同比上升 1.8pct	16
图 35: 2020Q1 汽车服务期间费用率同比上升 2.4pct	16
图 36: 2019 年乘用车行业 ROE 延续下滑趋势	17
图 37: 2019 年整车经营性现金流净额同比+134%	18
图 38: 整车单季度经营性现金流净额情况	18
图 39: 2019 年零部件经营性现金流净额同比+32%	18
图 40: 零部件单季度经营性现金流净额情况	18
图 41: 2019 年汽车服务经营性现金流净额同比+264%	19
图 42: 汽车服务单季度经营性现金流净额情况	19

图 43：整车和零部件折旧与摊销变化情况.....	19
图 44：2020Q1 整车应收/应付绝对值均下降.....	20
图 45：2020Q1 零部件应收&应付绝对值均下降.....	20
图 46：2020Q1 汽车服务应收&应付绝对值均下降.....	20
图 47：2019Q3-Q4 整车存货周转改善（单位：天） .....	21
图 48：2019Q4 零部件存货周转改善（单位：天） .....	21
图 49：2019Q2-Q4 汽车服务存货周转改善（单位：天） .....	21
表 1：行业整体及子行业的年度营业收入变化情况（单位：亿元） .....	10
表 2：行业整体及子行业的年度归母净利润变化情况（单位：亿元） .....	13
表 3：行业整体及子行业的年度毛利率&净利率变化情况 .....	15
表 4：行业整体及子行业的年度期间费用率变化情况.....	16
表 5：行业整体及子行业的经营性现金流净额/营收变化情况 .....	17
表 6：行业整体及子行业的应收&应付周转天数变化情况（单位：天） .....	19
表 7：行业整体及子行业的存货周转天数变化情况（单位：天） .....	21

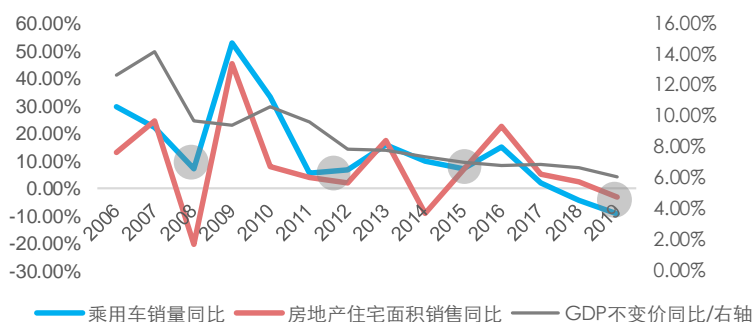
## 1. 2月疫情前乘用车见底了吗？

**第一步分析：我们必须明确疫情之前（以2020年1月31日为界），乘用车需求景气处于周期什么位置？**

**结论是：传统车需求已经过了最差阶段，正处于周期交替阶段，弱复苏迹象已经显现。**2015/10-2017/12购置税补贴的透支效应+经济下行影响+房地产挤出效应，经过2018-2019两年调整已经充分反应。**三个微观数据佐证：**1) 2019年12月交强险销量传统车已经结束长达近2年负增长实现转正+3%。2) 受购置税补贴影响较大的三四五线城市汽车消费占比结束了长达1年半持续下降，2019/7-2020/1企稳迹象显现。3) 15万元以下消费占比2019H2见底并持续改善，30万元以上消费占比2019年以来见底持续上升，15-20万元占比2019年以来高位微调，20-30万元占比2019H2高位开始快速下降。

乘用车作为可选消费品，与宏观经济及房地产均直接相关，从2006-2019年三者整体周期轮回是同步的，一轮周期长度约3-4年。2008年，2012年，2015年均是乘用车历史上周期交替的时间点。2005-2008年受宏观经济高速增长带来乘用车首次购车需求陡增。2009-2012年受4万亿财政政策+汽车下乡政策+购置税补贴政策导致2009-2010年透支了2011-2012年需求引起了周期性变化。2013-2015年乘用车需求随着宏观经济自然周期变化而变化，但2015年周期下行因10月份开始新一轮购置税补贴政策而戛然而止。2016-2019年因新一轮购置税补贴导致2016-2017年严重透支了2018-2019年需求叠加2015年周期下行尚未反应的调整，导致这轮乘用车需求下行长度和深度历史之最。

**图1：乘用车-房地产-GDP三者2006-2019年同比关系**

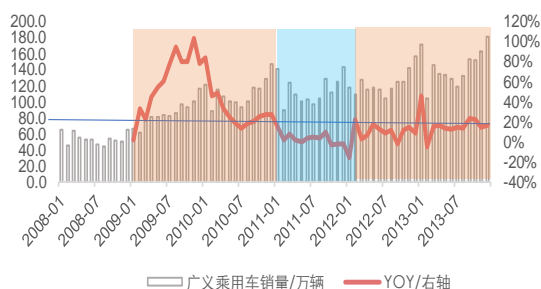


数据来源：Wind，东吴证券研究所

从月度数据上，我们将乘用车2008-2019年大致分为了两大段，前段2008-2013年，后段2014-2019年，可以更加细致观察乘用车每轮周期变化的详情。两段比较而言，我们发现：1) 随着国内乘用车从成长期向成熟期切换，汽车相关补贴政策对需求带动边际效应逐步递减。2) 每一轮补贴政策均会透支未来需求，正常会影响1-1.5年。3) 若忽略2015年短期下行将2014-2019年的乘用车看成一个完整大周期，前期2014-2016年可看作景气上行期，2017-2019年可看作景气下行期。

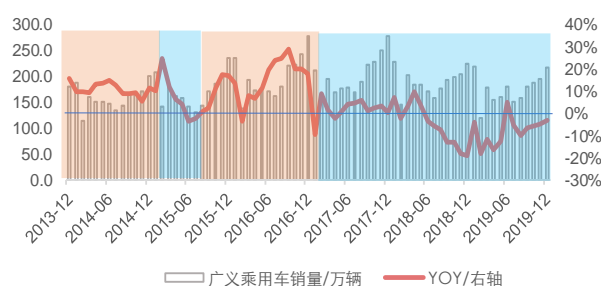


图 2：2008-2013 年乘用车销量走势



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

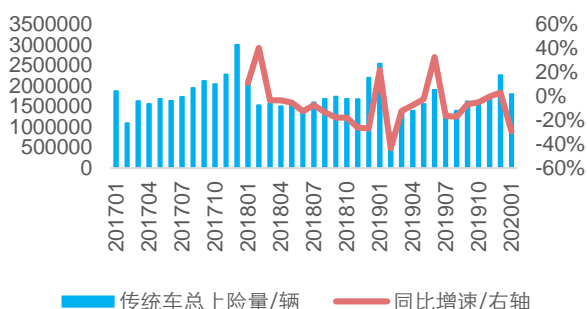
图 3：2014-2019 年乘用车销量走势



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

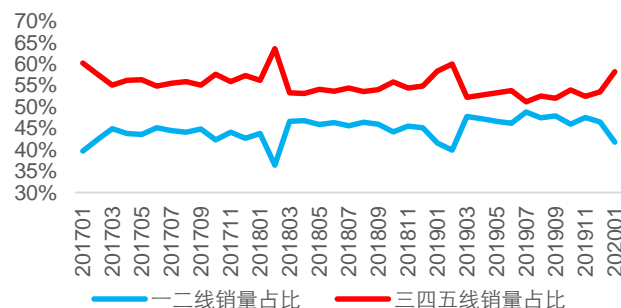
进一步我们根据交强险分区域数据分析发现：1) 剔除新能源汽车，全国传统车上险销量 2019 年 11 月同比基本持平，12 月份同比+3%，结束了长达近 2 年的持续负增长，但 2020 年 1 月份同比增速又回落至-29%（主要原因是春节较早导致实际销售日减少，历史上 1 月份数据可比性较弱）。2) 三四五线城市销量占比从 2017 年初 60%持续下降至 2019Q3 的 52%附近，2019/7-2020/1 已企稳回升。根据交强险数据为基础，按照各个地级市的人均 GDP 标准“一线城市为北上广深，二线城市为省会城市加上人均 GDP 超 10 万的城市，三线人均 GDP 范围为 5.9 万-10 万，四线人均 GDP 范围是 3.5 万-5.9 万，五线人均 GDP 范围是小于 3.5 万”，将全国共 311 个地级市，划分为五档：一线（4 个市），二线（46 个市），三线（56 个市），四线（100 个市），五线（125 个市）。

图 4：传统车上险销量于 2019 年 12 月份实现转正



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图 5：2017-2019 年三四五线城市销量占比下降约 10%

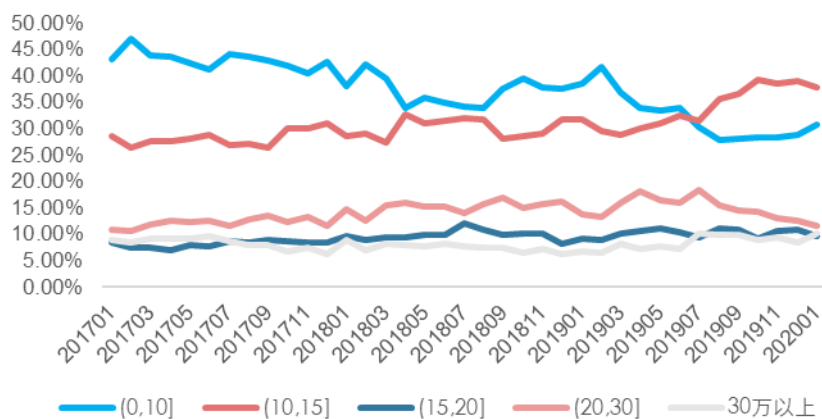


数据来源：交强险，东吴证券研究所

低端&高端消费均企稳回升，中端消费占比减少。我们根据交强险销量和终端车型成交价匹配分析测算发现：1) 10 万元以下消费占比从 2017 年初高点 45%持续下降至 2019 年 7 月 28%见底，并逐步企稳回升至 2019 年 12 月的 30%。2) 10-15 万元消费占比从 2017 年初的 27%缓慢提升至 2019 年 Q2 的 30%，2019 年 H2 以来占比快速提升至 39%。3) 15-20 万元消费占比 2017 年初 8%逐步提升至 2018 年 Q2 高点 12%，近 1 年

多一直在 10% 中枢微调。4) 20-30 万元消费占比从 2017 年初 11% 持续提升至 2019 年 Q2 高点 18%，2019H2 快速下降至 12%。5) 30 万元以上消费占比从 2017Q2 高点近 10% 下降至 2018 年底的 6%，2019 年以来持续提升至 10%。

图 6：乘用车各价格带消费占比变化趋势



数据来源：交强险，thinkcar，东吴证券研究所

## 2. 2-4 月乘用车量-库-价实际运行如何？

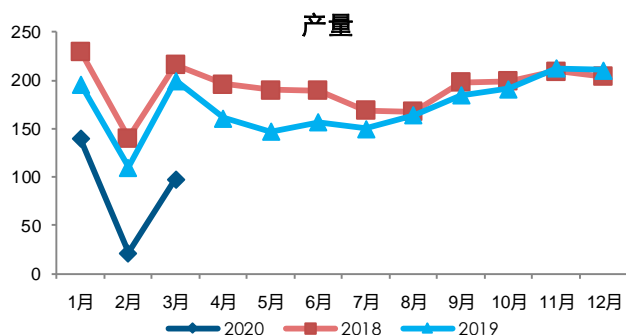
第二步，疫情突至后，导致 2020 年 2-4 月乘用车实际运行疫情如何？

疫情突至导致 2 月份乘用车产销戛然而止，3 月份重新步入复苏轨道。产销层面 Q1 产批零均大幅下滑，3-4 月降幅持续收窄。库存层面 Q1 企业&渠道库存均下降，4 月预计季节性加库。价格层面 1-4 月折扣率稳中小幅收窄。

### 2.1. 产销层面：Q1 产批零均大幅下滑，3-4 月降幅持续收窄

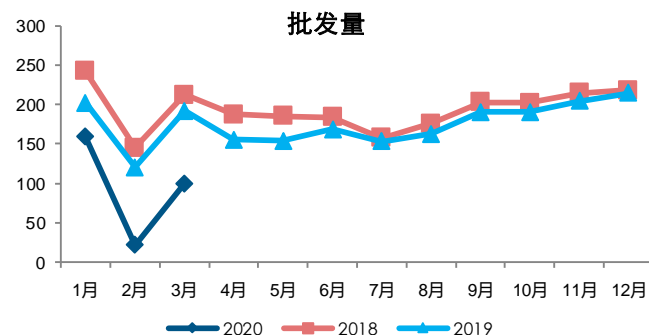
受疫情影响，2020Q1 乘用车产量批发零售均大幅下降。2020Q1 乘联会口径：狭义乘用车产量实现 259.6 万辆（同比-48.7%，环比-57.8%），批发销量实现 280.8 万辆（同比-45.4%，环比-53.9%），新能源乘用车批发销量 11.0 万辆（同比-56.5%，环比-61.0%）。2020Q1 交强险口径：狭义乘用车零售销量实现 300.3 万辆（同比-39.9%，环比-36.2%）。2020 年 4 月详细数据协会暂未披露，我们预计 4 月份产批零均降幅均大幅收窄：1）根据乘联会最新统计数据：4 月前 25 日车企批发销量日均 4.9 万台，同比+0.8%（3 月同期-56%）。2）根据上汽集团发布快报，4 月零售销量同比+0.5%，已实现正增长。3）根据我们草根调研终端经销商反馈，大部分品牌 4 月终端零售降幅相比 3 月份收窄明显。

图 7：2020/3 狭义乘用车产量同比-51.2%（万辆）



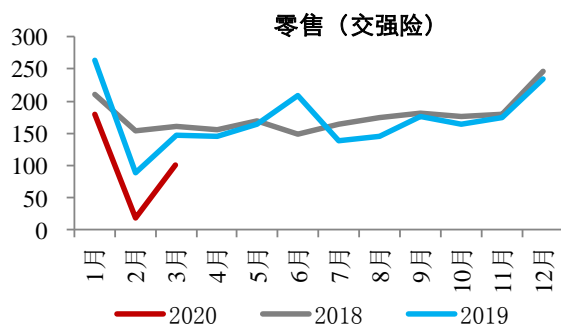
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 8：2020/3 狭义乘用车批发同比-49.2%（万辆）



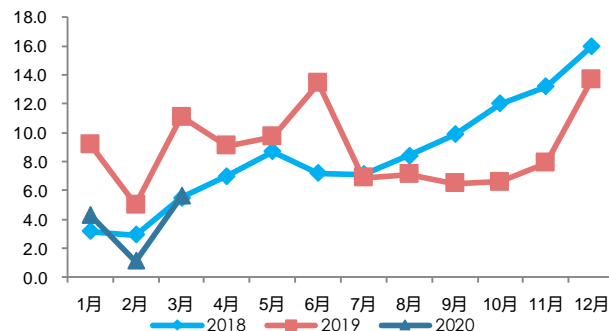
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 9：2020/3 狭义乘用车零售同比-30.9%（万辆）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图 10：2020/3 新能源乘用车批发同比-49.5%（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所



## 2.2. 库存层面：Q1 企业&渠道库存均下降，4 月预计季节性加库

2020Q1 传统车企业库存减少 20 万辆，2015 年 1 月以来累计为-49 万辆；传统车渠道库存降低了 34 万辆，2015 年 1 月以来累计为 304 万辆，3 月渠道库存系数为 1.7 月。

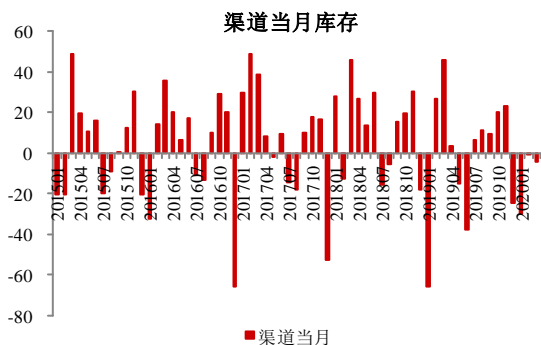
展望 4 月份，受复产率上升+需求见底复苏，预计季节性加库。

图 11：2020 年 3 月传统乘用车企业库存增加 1 万辆



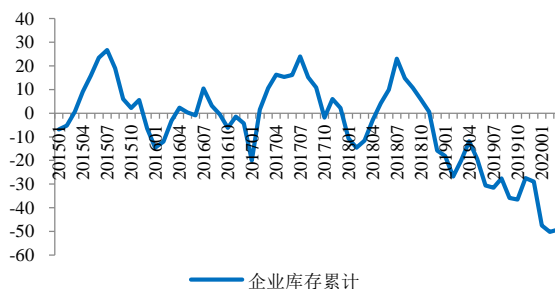
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图 13：2020 年 3 月传统乘用车渠道库存降低 4 万辆



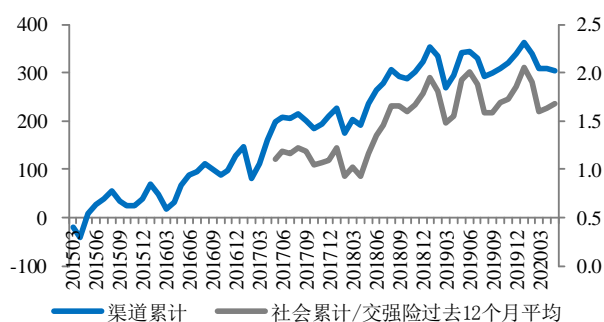
数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

图 12：2020 年 3 月企业累计库存为-49 万辆



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图 14：2020 年 3 月渠道累计库存为 304 万辆

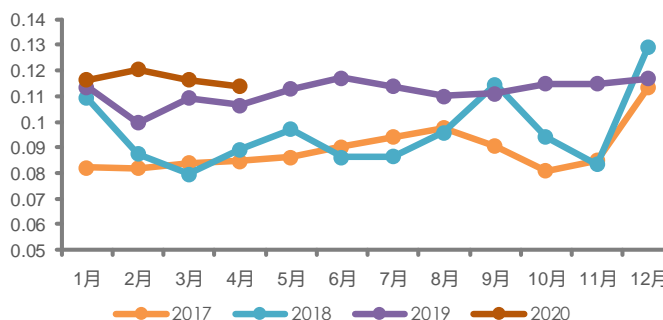


数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

## 2.3. 价格层面：1-4 月折扣率稳中小幅收窄

剔除新能源的乘用车 4 月上旬整体折扣率 11.4%，自 1 月以来整体稳中小幅收窄。

图 15：乘用车整体的折扣率走势（算术平均）



数据来源：thinkcar，东吴证券研究所

### 3. 2019 年报&2020 一季报反应出了什么？

第三步：2019 年报及 2020 年一季报，从财务数据我们能看出什么？

2017-2019 年产业链持续经受了周期下行带来的阵痛，而 2019Q4 报表已有见底企稳的迹象，疫情突至下被打乱了节奏，2020Q1 进一步承压。

①成长能力：1) 终端需求下行带来营收同比增速下行，自下而上传到整个产业链，整车营收同比增速结束长达 5 个季度负增长于 2019Q4 实现转正，但疫情影响下 2020Q1 再次转为负增长。2) 面对需求下行产业链对研发投入始终保持高水平，在建工程 2018-2019 年均节奏放缓明显，整车 2020Q1 在建工程已见底企稳。②盈利能力：需求下行带来产能利用率下降+终端价格战自上而下传导，产业链毛利率水平持续下行，费用率上升，最终 ROE 水平经历了持续下行周期，2019 年达到 2011 年以来历史最低点。疫情之下，2020Q1 整车和经销商出现了自 2011 年以来首次净利率为负的情况。③营运能力：2018-2019 年需求下行导致产业链库存周转天数拉长，但产业链经营性现金流净额 2019 年同比依然是正增长且显著好于净利润指标，可能原因：1) 2018-2019 年在建转固的高峰期，折旧摊销增加明显，影响净利润但实际不影响经营性现金流。2) 行业周期下行，乘用车产业链均加强应收和应付资金管理，整体资金回笼加快。

本次年报及一季报总结的所取样本：整车采用申万乘用车指数包括的 12 家乘用车整车企业；零部件采用申万汽车零部件Ⅲ指数包含的 134 家汽车零部件企业；汽车服务采用广汇汽车；乘用车行业整体即为整车-零部件-汽车服务的并集。

#### 3.1. 成长能力：营收下行，资本开支见底企稳

2019 年行业整体营收与上年持平，2020Q1 下降明显，综合表现最佳是汽车零部件，最差是整车。近十年来我国乘用车行业持续快速增长，从 2011 年的 8119 亿元快速提升到 2019 年 21237 亿元，复合增速 12.8%。按年度来看，2019 年整体行业增速放缓，营收与上年同比持平。分子行业来看，整车、零部件和汽车服务 2019 年营收同比增速分别为-5.8%、+11.0%、+2.6%。分季度来看，需求下行带来营收同比增速下行，自下而上传到整个产业链，2019Q4 逐渐好转，但疫情影响下 2020Q1 再次恶化。整车、零部件和汽车服务 2020Q1 营收同比增速分别为-36.1%、-12.5%、-31.4%。

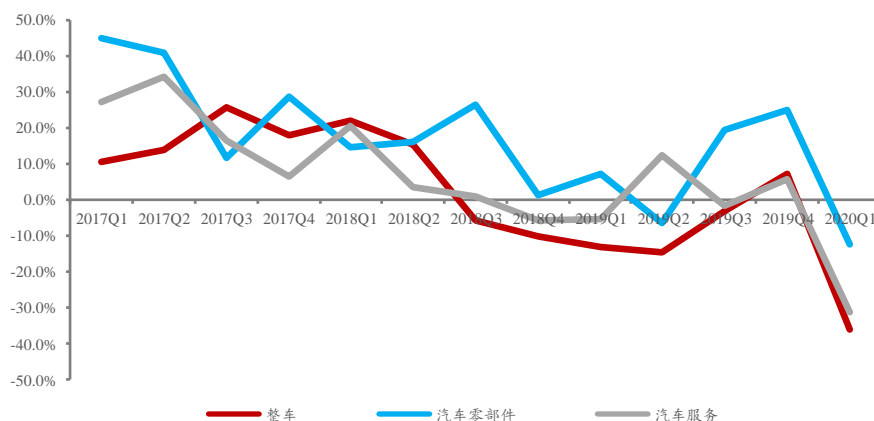
表 1：行业整体及子行业的年度营业收入变化情况（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
整体总收入	8119	8840	10542	12090	13307	16435	19903	21238	21237	3575
整车	6081	6662	7937	8911	9746	11483	13440	13896	13084	1985
汽车零部件	2038	2178	2605	3179	3561	4952	6463	7342	8153	1590
汽车服务					937	1354	1607	1662	1705	256

YOY-整体	35.4%	8.9%	19.3%	14.7%	10.1%	23.5%	21.1%	6.7%	0.0%	-27.4%
YOY-整车	44.6%	9.5%	19.1%	12.3%	9.4%	17.8%	17.0%	3.4%	-5.8%	-36.1%
YOY-零部件	13.9%	6.9%	19.6%	22.0%	12.0%	39.1%	30.5%	13.6%	11.0%	-12.5%
YOY-服务						44.5%	18.7%	3.4%	2.6%	-31.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

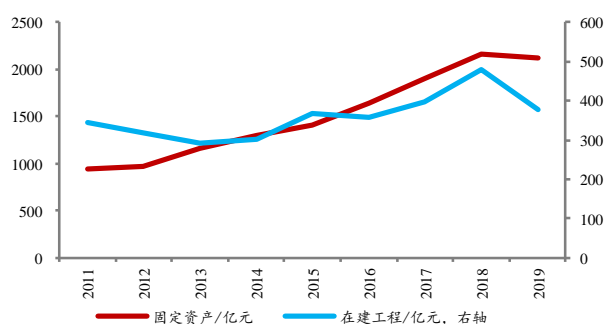
图 16: 各子行业的单季度收入同比变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

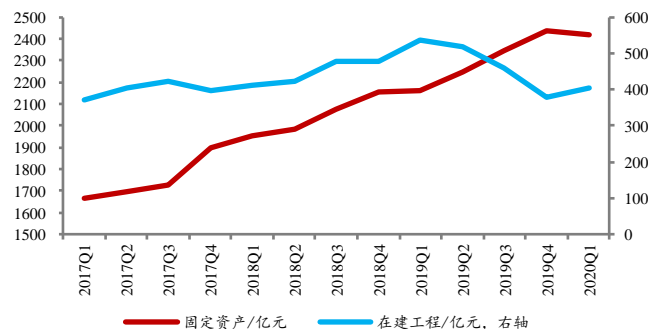
**2019 年行业整体投资放缓, 2020Q1 在建工程环比小幅回升。**近年来我国乘用车行业固定资产持续快速增长, 整车和零部件分别从 2011 年的 971 亿元、561 亿元均提升至 2019 年的超过 2 千亿元。整车行业 2019 年固定资产同比-1.6%, 为近年来首次下滑, 在建工程同比-20.9%, 下滑明显; 2020Q1 固定资产环比-0.7%, 在建工程小幅回升, 环比+6.8%。零部件行业 2019 年固定资产&在建工程均小幅上升, 同比分别为+7.8%、+5.6%; 2020Q1 固定资产与上年持平, 在建工程小幅回升, 环比+3.9%。

图 17: 2019 年整车固定资产&amp;在建工程同比下降



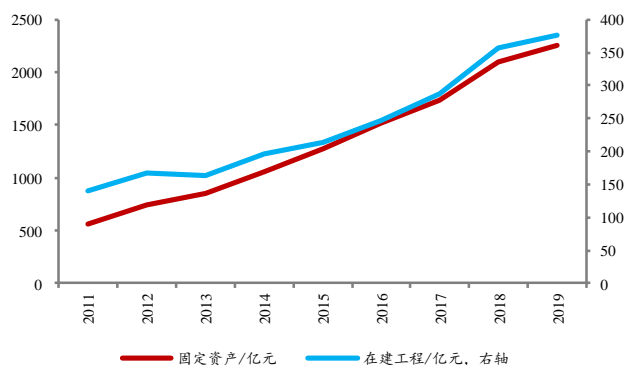
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2020Q1 整车固定资产下降, 在建工程小幅回升



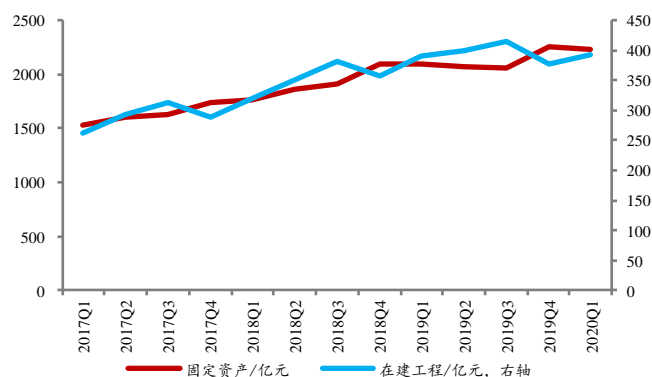
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19：2019 年零部件固定资产&amp;在建工程增速放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

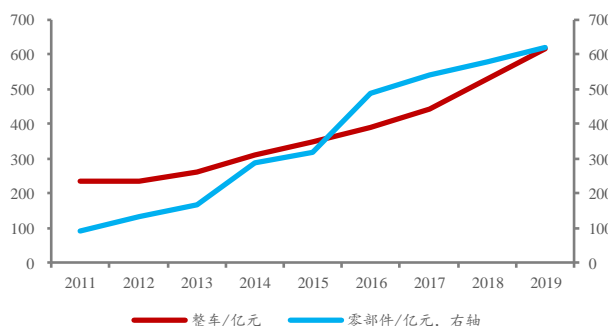
图 20：2020Q1 零部件固定资产同比持平，在建工程回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

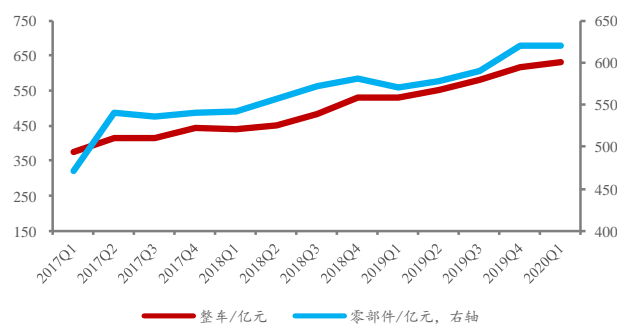
**2019 年行业整体无形资产同比提升，2020Q1 有所放缓。**近年来我国乘用车行业无形资产持续快速增长，整车行业从 2011 年的约 235 亿元提升至 2019 年的 617 亿元，零部件从 2011 年的不足百亿元提升至 2019 年的 620 亿元。整车 2019 年行业无形资产同比+16.6%，2020Q1 行业无形资产同比+19.1%，环比+2.3%。零部件 2019 年行业无形资产同比+6.8%，2020Q1 同比+8.7%，环比持平。

图 21：2019 年整车/零部件无形资产同比+16.6%/+6.8%



数据来源：wind，东吴证券研究所

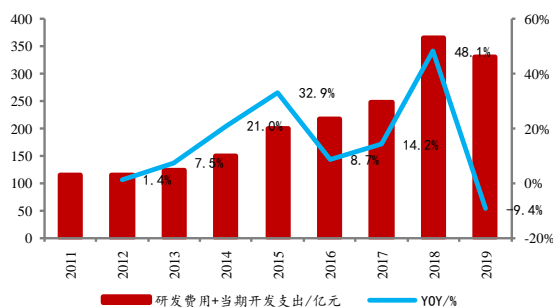
图 22：2020Q1 整车/零部件无形资产环比+2.3%/持平



数据来源：wind，东吴证券研究所

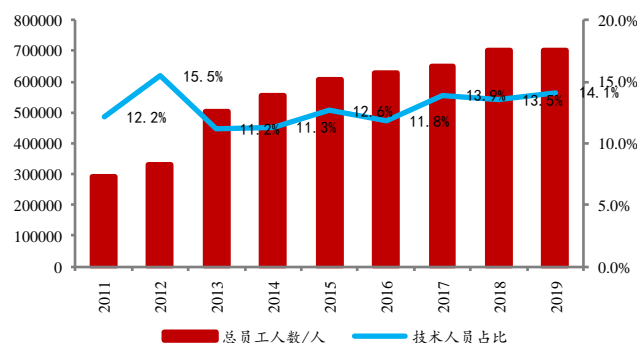
**2019 年行业整体研发投入放缓，技术人员占比稳步提升。**近年来我国乘用车行业研发投入（采用研发费用和当期开发支出的合计值）持续快速增长，整车从 2011 年的 114 亿元提升至 2019 年的 331 亿元，零部件从 2011 年的 40 亿元提升至 2019 年的 287 亿元。2019 年乘用车行业整体放慢了研发投入的步伐，整车研发投入 2019 年同比为-9.4%，零部件同比增速与上年持平。从从业人员数量来看，整体增速放缓，技术人员比例稳步提升。2019 年整车从业人员略有下降，同比-0.4%，而技术人员数量同比+4.0%，占从业人员比例同比提升 0.6pct。2019 年零部件行从业人员数量同比+0.3%，技术人员数量上升较快，同比+7.2%，占从业人员比例同比提升 1.0pct。

图 23：2019 年整车研发投入同比-9.4%



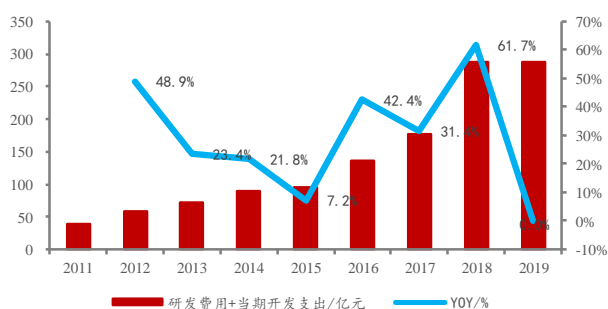
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：2019 年整车行业技术人员占比同比提升 0.6pct



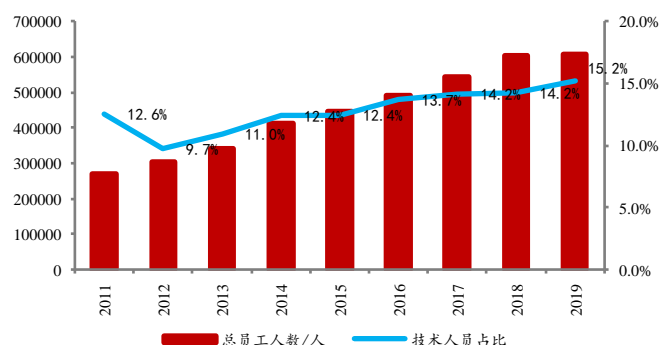
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：2019 年零部件研发投入与上年持平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：2019 年零部件行业技术人员占比同比提升 1pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.2. 盈利能力：2019 年 ROE 延续下行，Q1 承压明显

2019 年行业整体归母净利润下滑，2020Q1 延续下滑，综合表现最佳是汽车零部件。

按年度来看，2019 年乘用车行业归母净利润延续了上年的下滑态势，降幅进一步扩大。分子行业来看，整车、零部件和汽车服务 2019 年归母净利润增速同比分别为-44.5%、-16.9%、-20.2%。分季度来看，需求下行带来行业盈利能力减弱，归母净利润同比增速持续下行，疫情影响下 2020Q1 进一步恶化，整车、零部件和汽车服务 2020Q1 归母净利润同比增速分别为-101.9%、-46.9%、-149.6%。

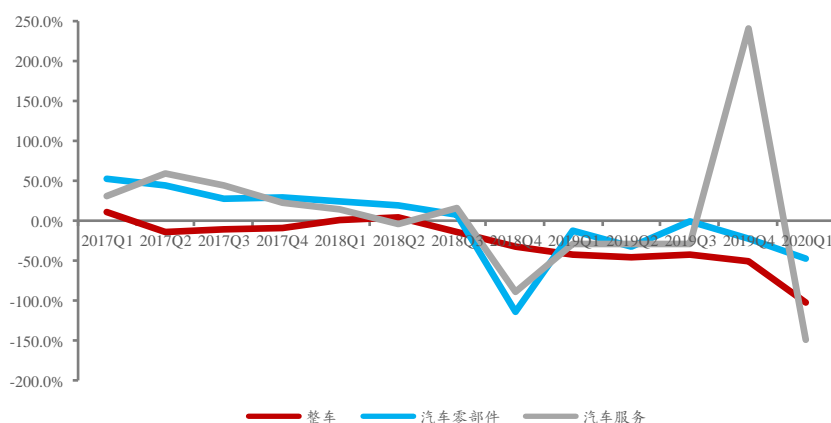
表 2：行业整体及子行业的年度归母净利润变化情况（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
整体归母净利润	447	443	590	707	801	979	1071	916	611	49
整车	280	300	423	472	556	641	605	539	299	-2
汽车零部件	167	143	167	235	225	310	427	344	286	55

汽车服务					20	28	39	33	26	-4
YOY-整体	26.2%	-0.9%	33.1%	20.0%	13.2%	22.3%	9.3%	-14.4%	-33.3%	-77.1%
YOY-整车	46.8%	7.1%	41.0%	11.6%	17.8%	15.3%	-5.6%	-10.8%	-44.5%	-101.9%
YOY-零部件	2.1%	-14.3%	16.5%	41.2%	-4.4%	37.9%	37.7%	-19.4%	-16.9%	-46.9%
YOY-服务					41.0%	38.6%	-16.1%	-20.2%	-149.6%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

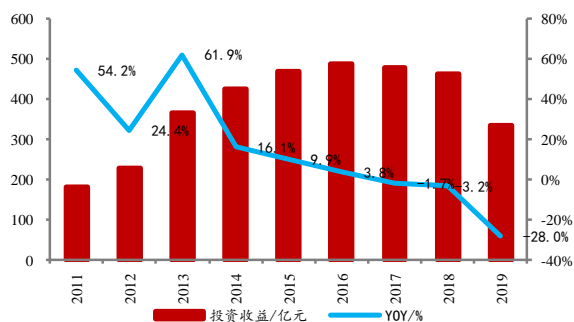
图 27：各子行业的单季度归母净利润同比变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2019 年行业投资收益大幅下滑，2020Q1 继续下滑。**从整车投资收益来看，2019 年整车实现投资收益 333 亿元，创自 2013 年以来历史新低，同比-28.0%，增速同比下滑 24.8 个 pct。2020Q1 整车实现投资收益 52 亿元，同比-44.9%，增速同比下滑 39.4 个 pct，环比收窄 10 个 pct。

图 28：2019 年整车行业投资收益同比-28.0%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：2020Q1 整车行业投资收益同比-44.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2019 年行业整体毛利率&净利率延续下滑趋势，2020Q1 继续下滑。**从毛利率方面来看，2019 年整车-零部件-汽车服务毛利率均呈现下滑态势，2020Q1 零部件毛利率环比有所提升，整车和汽车服务延续下滑，汽车服务毛利率为近年来首次转负。从净利率



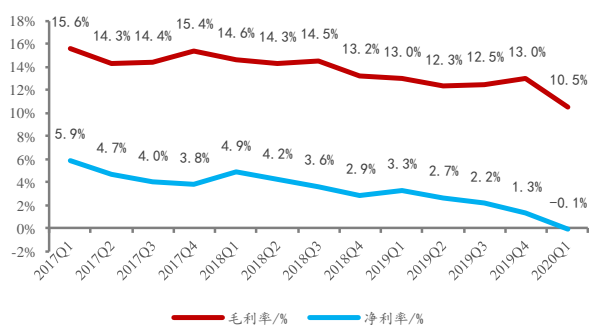
方面来看,2019 年整车-零部件-汽车服务净利率均呈现下滑态势,2020Q1 净利率较 2019 年均延续下滑,其中零部件表现相对较好,整车和汽车服务净利率均为近年来首次转负。

表 3: 行业整体及子行业的年度毛利率&净利率变化情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
<b>整体毛利率</b>	18.8%	17.4%	16.1%	16.1%	8.9%	8.8%	9.1%	8.4%	7.3%	7.2%
乘用车	18.2%	16.6%	14.9%	14.5%	14.0%	15.3%	14.9%	14.1%	12.7%	10.5%
汽车零部件	20.5%	19.7%	19.9%	20.7%	20.6%	20.3%	21.0%	19.7%	19.1%	19.3%
汽车服务					2.7%	2.7%	3.4%	2.9%	2.4%	-1.0%
<b>整体净利率</b>	5.5%	5.0%	5.6%	5.9%	6.0%	6.0%	5.4%	4.3%	2.9%	1.4%
乘用车	4.6%	4.5%	5.3%	5.3%	5.7%	5.6%	4.5%	3.9%	2.3%	-0.1%
汽车零部件	8.2%	6.6%	6.4%	7.4%	6.3%	6.3%	6.6%	4.7%	3.5%	3.4%
汽车服务					2.1%	2.1%	2.4%	2.0%	1.5%	-1.6%

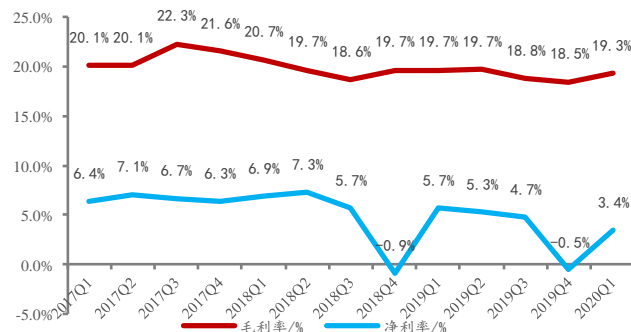
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 30: 2020Q1 整车毛利率/净利率同环比均下滑



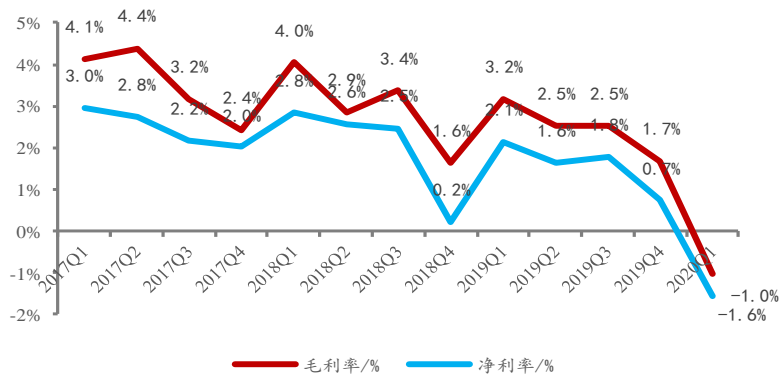
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 31: 2020Q1 零部件毛利率/净利率环比提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 32: 2020Q1 汽车服务毛利率/净利率同比下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

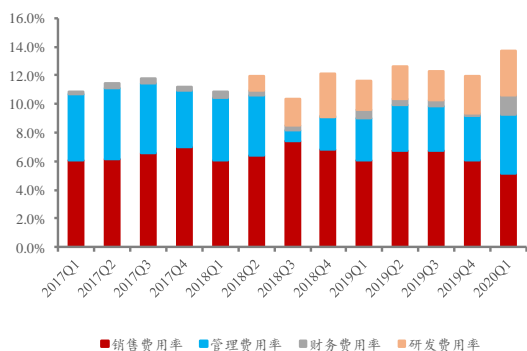
2019 年行业整体期间费用率小幅上升，2020Q1 继续上升。按年度来看，近年来乘用车行业期间费用率持续小幅上升，2019 年期间费用率为 13.2%，较上年提升 0.2pct。从各子行业来看，2019 年期间费用率零部件和汽车服务均小幅下降，整车小幅上升。2020Q1 整车、零部件、汽车服务期间费用率同比均小幅上升。

表 4：行业整体及子行业的年度期间费用率变化情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
整体期间费用率	10.4%	10.7%	10.8%	11.4%	11.5%	11.7%	12.3%	13.0%	13.2%	14.9%
整车	10.3%	10.3%	10.4%	10.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.9%	12.1%	13.7%
汽车零部件	10.7%	11.8%	12.1%	12.9%	13.5%	12.5%	12.8%	13.7%	13.6%	14.8%
汽车服务					5.8%	5.6%	5.8%	6.7%	6.6%	9.5%

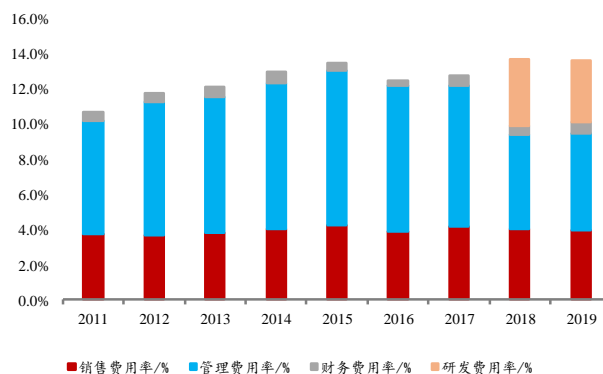
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 33：2020Q1 整车期间费用率同比上升 2.1pct



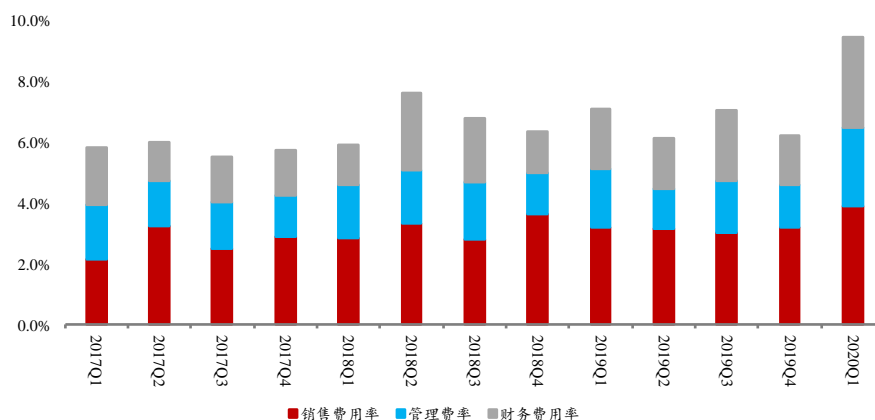
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：2020Q1 零部件期间费用率同比上升 1.8pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

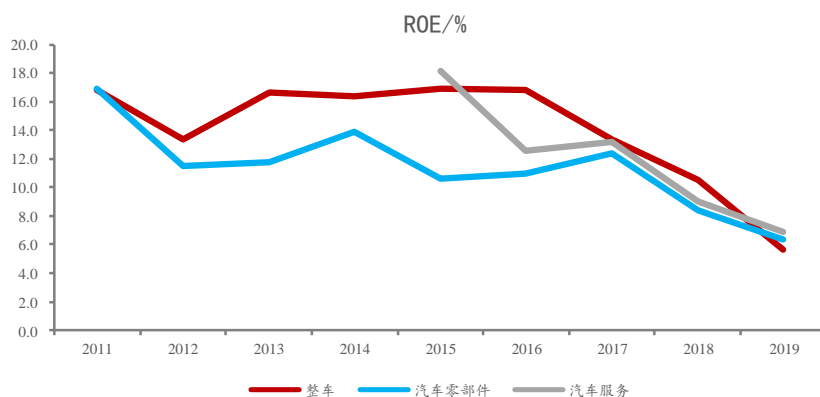
图 35：2020Q1 汽车服务期间费用率同比上升 2.4pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2019 年行业整体 ROE 延续下行趋势。**近年来需求下行,乘用车行业盈利能力承压, ROE 持续下行。其中,整车 ROE 连续三年下行,2019 年 ROE 为 5.7%,较上年同比下滑 4.8pct,较 2015 年的最高值 16.9%下降 11.2pct。2018-2019 年零部件 ROE 持续下行,2019 年 ROE 下滑至 6.4%,较上年同比下滑 2pct,较 2017 年的 12.4%下降 6pct。2018-2019 年汽车服务 ROE 持续下行,2019 年行业 ROE 为 6.9%,较上年同比下滑 2.1pct。

图 36: 2019 年乘用车行业 ROE 延续下滑趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 营运能力: 存货周转虽变慢, 但整体资金回笼加快

2019 年经营性现金流净额/营收指标整车-零部件-汽车服务均小幅上升, 2020Q1 受季节性因素+疫情影响, 下滑幅度较大, 参考性较弱。

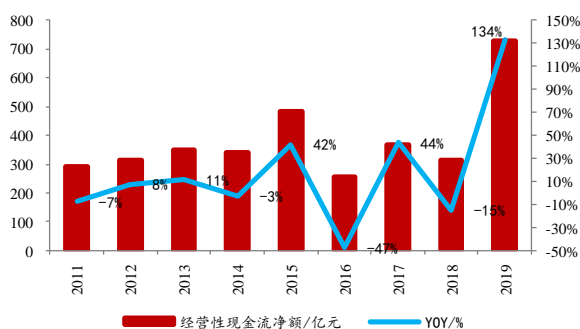
表 5: 行业整体及子行业的经营性现金流净额/营收变化情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
整体经营性现金流净额/营收	5.5%	5.8%	5.7%	5.6%	6.4%	4.2%	4.7%	4.5%	7.7%	-4.6%
整车	4.8%	4.7%	4.4%	3.8%	5.0%	2.2%	2.7%	2.2%	5.6%	-3.5%
汽车零部件	7.6%	9.0%	9.6%	10.6%	8.8%	8.2%	8.1%	8.6%	10.2%	1.6%
汽车服务					5.9%	2.4%	3.1%	1.3%	4.6%	-46.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

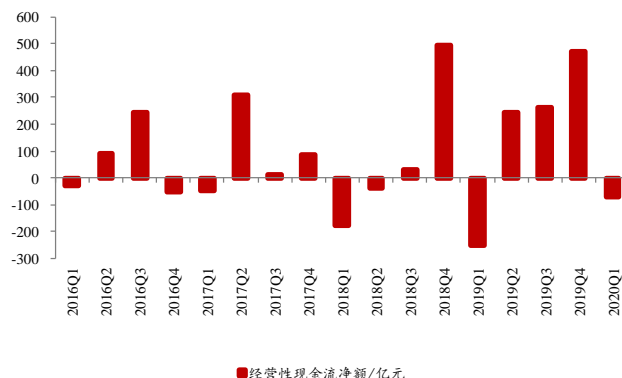
**2019 年整车经营性现金流净额同比+134%。**2019 年整车行业经营性现金流净额为 729 亿元, 创近年来新高, 同比+134%, 增速同比提升 149 个 pct。从季度角度来看, 2019Q2-Q4 经营性现金流净额同比均为正, 整车行业资金回笼加快。

图 37：2019 年整车经营性现金流净额同比+134%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

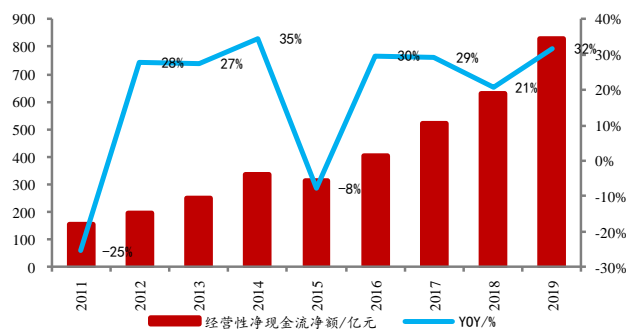
图 38：整车单季度经营性现金流净额情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

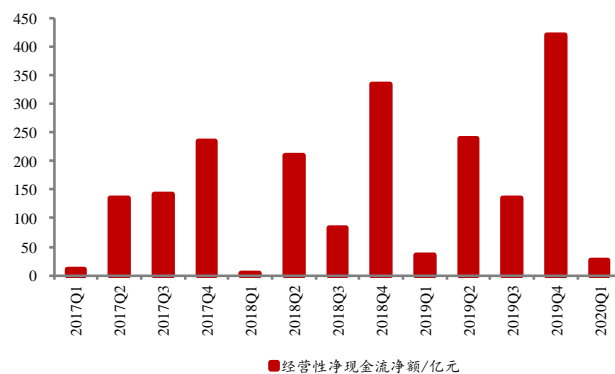
**2019 年零部件经营性现金流净额同比+32%。**2019 年零部件经营性现金流净额 831 亿元，创近年来新高，同比+32%，增速同比提升 11 个 pct。从季度角度来看，2018Q4-2019Q4 经营性现金流净额同比均为正，零部件行业资金回笼加快。

图 39：2019 年零部件经营性现金流净额同比+32%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

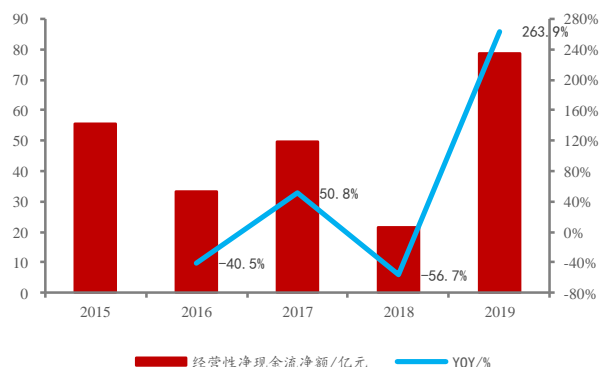
图 40：零部件单季度经营性现金流净额情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2019 年汽车服务经营性现金流净额同比+263.9%。**2019 年汽车服务经营性现金流净额 79 亿元，创近年来新高，同比+263.9%，增速同比提升 320.6 pct。从季度角度来看，2019Q2 的经营性现金流净额绝对值较上年同期增幅较大，导致 2019 年经营性现金流净额较 2018 年提升明显。

图 41：2019 年汽车服务经营性现金流净额同比+264%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

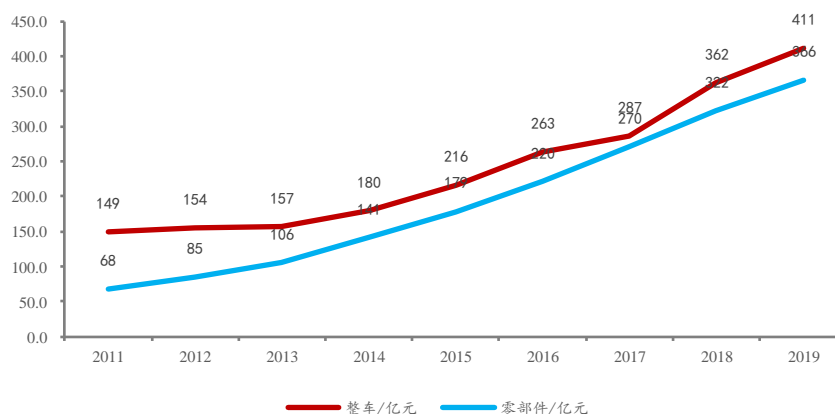
图 42：汽车服务单季度经营性现金流净额情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2018-2019 年行业整体折旧与摊销快速提升。**2019 年整车的折旧与摊销为 411 亿元，较 2017 年的 287 亿元提升 134 亿元。2019 年零部件的折旧与摊销为 366 亿元，较 2017 年的 270 亿元提升 96 亿元。

图 43：整车和零部件折旧与摊销变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2019 年行业整体应收项目周转小幅放慢，内部略有分化。**从应收项目周转天数方面来看，2019 年行业整体应收项目周转天数为 72.0 天，同比上年放慢 0.2 天。分子行业来看，整车、汽车零部件和汽车服务应收项目周转天数同比放慢 1.4 天、加快 6.3 天、加快 0.3 天。从应付项目周转天数方面来看，2019 年行业整体应付项目周转天数为 100.7 天，同比上年放慢 8.3 天。分子行业来看，整车、汽车零部件和汽车服务应付项目周转天数同比放慢 10.2 天、放慢 2.9 天、放慢 1.1 天。从绝对值角度来看，2020Q1 整车-零部件-汽车服务应收&项目绝对值均有所下降。

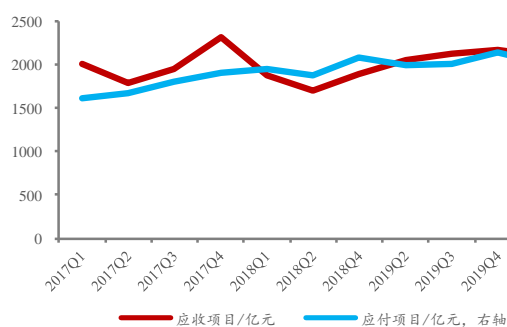
表 6：行业整体及子行业的应收&amp;应付周转天数变化情况（单位：天）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
应收-整体	62.1	64.3	61.9	66.0	71.7	72.0	73.2	71.8	72.0

应收-整车	48.8	49.1	45.6	50.3	56.6	59.0	58.9	54.4	55.8
应收-汽车零部件	101.9	110.7	111.7	109.8	111.4	99.1	99.7	101.6	95.3
应收-汽车服务						11.4	13.2	13.9	13.6
应付-整体	69.0	72.7	66.3	70.2	79.5	83.0	85.6	92.4	100.7
应付-整车	64.4	67.6	59.6	63.5	71.0	74.5	75.5	82.6	92.8
应付-汽车零部件	83.0	88.1	86.5	88.9	92.6	86.8	92.0	97.1	100.0
应付-汽车服务					37.8	58.5	58.7	62.3	63.4

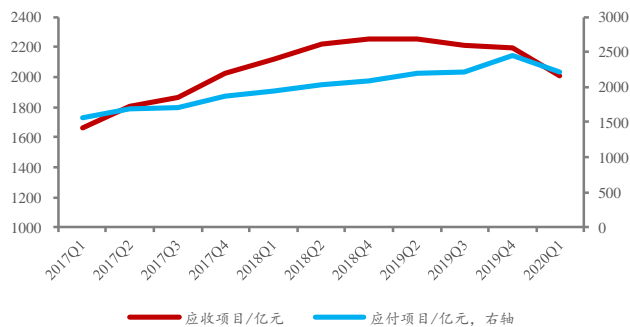
数据来源：Wind，东吴证券研究所(注：应收项目包含应收票据+应收账款+应收融资款项，应付项目包括应付票据+应付账款)

图 44：2020Q1 整车应收/应付绝对值均下降



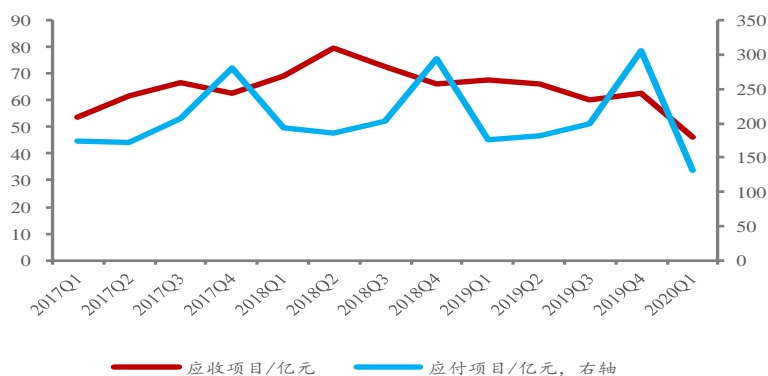
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 45：2020Q1 零部件应收&amp;应付绝对值均下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 46：2020Q1 汽车服务应收&amp;应付绝对值均下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年行业整体存货周转恶化，汽车服务综合表现最佳。从存货周转方面来看，2019 年行业整体存货周转天数为 50.3 天，同比上年增加 5.0 天。按年度分子行业来看，整车存货周转天数同比增加 4.1 天，汽车零部件同比增加 3.4 天，汽车服务同比减少 0.4



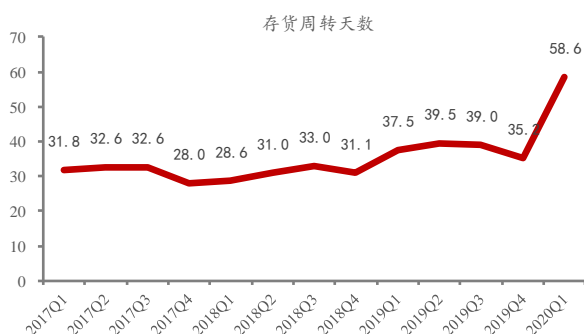
天。按季度分子行业来看，整车 2019Q3-Q4 存货周转有所改善，零部件 2019Q4 存货周转改善，汽车服务 2019Q2-Q4 存货周转改善。2020Q1 行业存货周转天数均大幅增加，主要是因为 Q1 收入基数低导致，实际存货绝对值上升幅度有限。

表 7：行业整体及子行业的存货周转天数变化情况（单位：天）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
整体存货周转天数	38.2	41.4	36.2	38.6	40.3	42.6	40.2	45.3	50.3
整车	29.4	31.7	27.9	30.1	31.5	29.0	28.0	31.1	35.2
汽车零部件	64.6	71.3	61.6	62.5	64.6	62.4	55.6	61.7	65.1
汽车服务						42.8	40.3	45.5	45.1

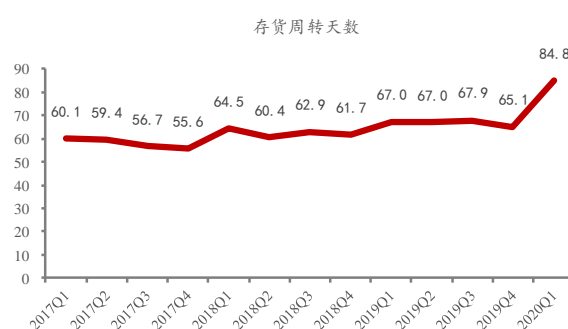
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 47：2019Q3-Q4 整车存货周转改善（单位：天）



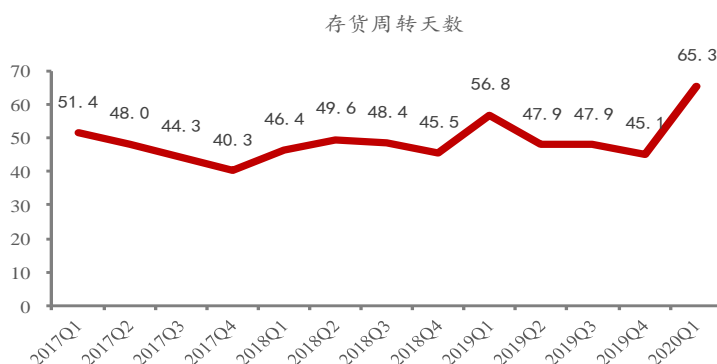
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 48：2019Q4 零部件存货周转改善（单位：天）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 49：2019Q2-Q4 汽车服务存货周转改善（单位：天）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 2020 二季度业绩如何展望？

影响我们做二季度汽车行业业绩判断的因素在于：1) 2019Q2 汽车行业运行基数情况如何？2) 2020Q2 海外疫情对汽车供应链供给影响如何？3) 2020Q2 国内乘用车量-库-价运行情况如何？

**2019Q2 汽车行业运行基数情况如何？国五大促销下板块收入处于 2019 年最低点，净利润处 2019 年底部区域。**1) **产销层面：**2019Q2 核心受国五升级国六事件催化，产量和批发 Q2 分别同比下滑 19.3%/14.1%，基本均是 2019 全年同比下滑幅度最大的季度，而交强险零售因 5-6 月份集中抢购国五车，Q2 同比增长 9.4%，是 2019 年同比增速表现最佳的季度。2) **库存层面：**受国五清库因素影响，原本季节性加库的 Q2 企业&渠道均去库，企业库存减少了 4 万辆，渠道库存减少了 49 万辆。3) **价格层面：**受国五清库价格战影响，4-6 月份折扣率持续扩大。4) **业绩层面：**乘用车板块营收 Q2 营收是 2019 年最低点，净利润是次高点（环比 Q1 降低了 27 亿元，但略高于 Q3 和 Q4）；零部件板块 Q2 2019 年最低点，净利润是第二低点（环比 Q1 降低了 6 亿元，但高于 Q4）。

**2020Q2 海外疫情对汽车供应链供给影响如何？**根据腾讯新闻发布海外疫情数据监控可知：日韩/欧洲新冠疫情新增确诊人数已经较好控制，美国情况目前依然并不十分明朗。我们二季度策略报告中分析提及：每年国内汽车零部件进口额超过 300 亿美金，其中占比较大为变速器、发动机等核心零部件。海外疫情发生后，虽然造成不少车企/零部件厂商的工厂停止运营，但也造成了海外汽车需求的大幅下行，综合下来，目前海外疫情对国内汽车供应链的影响小于我们之前的预期。而且目前欧洲汽车相关工厂也陆续恢复生产，预计 Q2 海外疫情对国内汽车供应链影响相对可控。

**2020Q2 国内乘用车量-库-价运行情况如何？**1) **产销层面：**在 2019Q2 低基数下+海外供应链恢复下+季节性补库需求，我们预计 Q2 产量和批发有望同比实现正增长 0-5%（Q1 同比约-50%）。在 2019Q2 高基数下+刺激政策+车企促销下，我们预计 Q2 交强险口径下零售同比降幅有望收窄至 10% 及以下（Q1 同比约-40%）。2) **库存层面：**Q2 为传统季节性加库的季度，海外供应链恢复下，且产业对需求信心建立需要时间，我们预计 Q2 企业&渠道库存都会适当增加。3) **价格层面：**在中央&地方政府直接出台给与的现金补贴基础上，各大车企为了弥补 Q1 产销缺失，促销活动预计会持续增加（五一活动已有迹象显示），名义上的折扣率预计 Q2 稳中小幅上行。

**关于 2020 全年国内乘用车产销预测，**我们依然整体结论维持二季度策略报告观点，进一步认为海外疫情 6 月份逐步控制好概率较大，基于这个假设前提，我们预计产量/批发同比下滑约 9.3%，零售（交强险）同比下滑约 5.6%。季度上 Q1 最低，Q2-Q4 逐步转好，行业持续新一轮补库阶段。

综上所述，我们认为对于乘用车产业链而言，2020Q1 是业绩最差时点，2020Q2 环比和同比均会有所改善，且收入端先于利润端恢复。

## 5. 投资建议：最差时候已过，配置时机已至

汽车正处于大周期下底部位置，Q2 为配置良机。1) 无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值均接近历史最低位置。2) 国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3) 参照海外成熟国家，结合中国人均 GDP 及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4) 汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。标的筛选上，我们综合短长期逻辑，重点推荐 2 条主线 4 个标的：1) 整车格局我们长期看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，整车标的【长城汽车+广汽集团】，以及特斯拉核心供应商【拓普集团】。2) 看好智能网联赛道行业红利，卡位优势明显的【德赛西威】。另外长期持续跟踪推荐标的【上汽集团+万里扬+中国汽研】。

## 6. 风险提示

疫情控制进展低于预期。疫情控制进展越慢，企业复工越晚。

乘用车需求复苏低于预期。需求复苏低于预期，则会带来业绩不达预期。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

