

行业短期承压 Q3 有望迎来拐点

——汽车行业 2019 年报及 2020 一季报总结

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2019 年汽车行业销量同比下滑 8.2%，行业上下游压力较大，板块营业收入和归母净利润增速分别为-1.4%、-25.2%。分季度看，19Q4 板块营收同比增长 9.1%，归母净利润同比下滑 7.2%，主要是由于乘用车行业在经历了 5-6 月国五促销后，下半年展现出复苏的趋势，Q4 销量降幅大幅收窄，板块业绩也环比改善。

2020Q1 受疫情影响，汽车销量同比下滑 42.4%，由于规模效应，汽车板块营收同比下滑 28.7%，归母净利润同比下滑 75.6%，整体来看，汽车行业 Q1 收入和净利润承压，导致板块表现位于申万二级行业中下游。

行业观点:

乘用车行业拐点被疫情延迟，Q3 销量有望转正。前期我们分析了影响乘用车下游需求的因素，判断行业将于 19Q4 复苏，实际终端销量符合我们此前的判断，12 月零售数据剔除新能源汽车后同比增长 2.5%。由于疫情影响，Q1 销量同比下滑 41%，行业复苏趋势被暂时打断。但我们认为国内乘用车下游需求仍未饱和，保有量基数较低的三四五线城市需求仍有一定的提升空间，行业复苏逻辑不变。在疫情初步缓解后，3 月零售销量恢复至 19 年同期 70%水平，根据终端调研，预计 4 月销量降幅进一步收窄，我们认为 Q2 乘用车销量将恢复到 19 年同期的水平，考虑到 19Q3 低基数，20Q3 有望实现同比转正，因此我们建议在 Q2 配置乘用车板块。

4 月重卡销量同比增长 52%，远超市场预期。2019 年国内重卡销量累计 117.4 万辆，同比增长 2.3%；20Q1 受疫情影响，重卡销量同比下滑近 16%，但从月度数据来看，3 月销量环比改善明显，4 月重卡销量超过 18 万辆，同比增长 52%，环比增长 50%，远超市场预期。我们对 20 年重卡销量保持乐观态度，在基建投资加快落地、各地出台国三重卡报废补贴政策等因素刺激下，预计重卡销量有望达到 105 万辆以上，行业保持高景气度。建议关注重卡板块相关投资机会。

零部件板块表现好于整车，重点推荐特斯拉、大众 MEB 产业链。通过对零部件板块营收和归母净利润分析发现零部件板块业绩整体好于整车板块，20Q1 乘用车销量大幅下滑的情况下，部分零部件企业业绩保持稳定，企业之间分化明显。我们认为对零部件板块投资应重点把握产品升级、不断实现客户拓展的投资主线。Q2 乘用车销量收窄的前提下，零部件板块有望触底反弹。从超额收益角度讲，全年重点推荐布局特斯拉产业链、大众 MEB 产业链。

投资策略:

乘用车销量 Q3 有望实现同比转正，建议 Q2 配置乘用车板块，在标的选择上，我们重点推荐上汽集团(估值较低)、广汽集团(日系新车周期有望保持稳定增长、自主品牌主力车型换代后销量触底反弹)、长安汽车(自主多款新车成为爆款，销量超预期；福特触底)。

重卡销售旺季由 Q1 推迟至 Q2，4 月重卡销量远超预期，预计 Q2 有望正增长，重点推荐中国重汽、潍柴动力。

零部件板块 Q1 业绩承压，但部分零部件企业业绩超预期，我们认为在客户拓展、产品升级方面进展较大的零部件企业成长确定性更强。从全年来看，特斯拉产业链是市场确定性最强的投资主线，同时我们认为大众 MEB 产业链也将成为市场投资热点。重点推荐拓普集团、均胜电子、新泉股份、宁德时代(电新)、爱柯迪、华域汽车等。

风险提示：乘用车销量低于预期；原材料价格上涨；政策不及预期。

评级

增持(维持)

2020 年 05 月 07 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王敬

研究助理

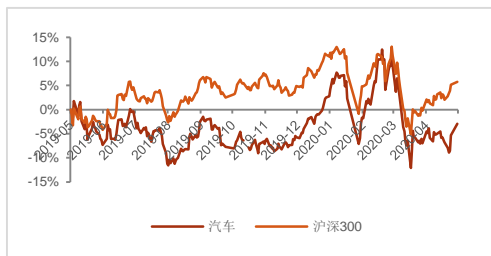
wangjing@shgsec.com

021-20639302

行业基本资料

股票家数	177
行业平均市盈率	35.21
市场平均市盈率	18.39

行业表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《汽车行业周报：汽车行业业绩承压 Q3 有望迎来拐点》2020-05-06
- 2、《汽车行业周报：新能源补贴政策落地 或加速国产 Model 3 降价》2020-04-27
- 3、《汽车行业周报：从国产特斯拉销量、产品布局看特斯拉产业链投资机会》2020-04-19

行业重点公司跟踪

证券 简称	EPS(元)			PE			PB	投资 评级
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
上汽集团	2.2	2.1	2.4	10.9	9.4	8.2	0.92	推荐
长安汽车	-0.6	0.7	1.1	-19.1	15.0	9.6	1.13	推荐
拓普集团	0.43	0.62	0.86	56.0	38.9	28.0	3.41	推荐
新泉股份	0.8	1.1	1.4	31.0	22.5	18.4	3.42	推荐
爱柯迪	0.5	0.5	0.7	22.2	21.8	16.9	2.33	推荐
中国重汽	1.8	2.2	2.4	14.0	11.8	10.8	2.36	推荐

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 疫情导致汽车行业 Q1 业绩承压.....	5
2. 乘用车: Q3 销量有望转正 建议增配乘用车.....	11
2.1 Q1 乘用车销量大幅下滑 板块业绩底部.....	11
2.2 行业复苏趋势不变 Q3 销量有望转正	16
3. 卡车: 4 月重卡销量超预期 行业有望维持高景气度	21
4. 零部件: 盈利好于整车 看好特斯拉和 MEB	26
5. 投资策略.....	30
6. 风险提示.....	30

图表目录

图 1: 2019 年汽车月度销量及增速(万辆).....	5
图 2: 汽车板块营收及增速(亿元)	6
图 3: 19 年汽车板块季度营收及增速(亿元).....	6
图 4: 汽车板块归母净利润及增速(亿元)	6
图 5: 19 年汽车板块季度归母净利润及增速(亿元).....	6
图 6: 2020.1-3 月汽车销量及增速(万辆).....	7
图 7: 2016-2020Q1 汽车板块营收及增速(亿元).....	8
图 8: 2016-2020Q1 汽车板块季度归母净利润及增速(亿元).....	8
图 9: 2016-2020Q1 汽车行业毛利率分析	8
图 10: 2016-2020Q1 汽车行业净利率分析	9
图 11: 2016-2020Q1 汽车行业季度期间费用率分析.....	10
图 12: 2016-2020Q1 整车板块季度营收及增速(亿元)	11
图 13: 2016-2020Q1 整车板块季度归母净利润及增速(亿元).....	11
图 14: 2016-2020Q1 零部件板块季度营收及增速(亿元).....	11
图 15: 2016-2020Q1 零部件板块季度归母净利润及增速(亿元).....	11
图 16: 2016-2020Q1 乘用车板块季度营收及增速(亿元).....	12
图 17: 19Q4-20Q1 主要乘用车企业营收增速	12
图 18: 19Q4-20Q1 乘用车板块归母净利润及增速(亿元)	13
图 19: 19Q4-20Q1 主要乘用车企业归母净利润(亿元).....	14
图 20: 2016-2020Q1 乘用车板块季度毛利率	15
图 21: 2016-2020Q1 乘用车板块季度净利率	15
图 22: 乘用车板块期间费用率	16
图 23: 乘用车终端零售及增速(万辆).....	16
图 24: 一二三四五线城市乘用车终端销量增速	18
图 25: 2020 年 3 月乘用车产量和增速(万辆)	20
图 26: 2020 年 3 月乘用车批发和增速(万辆)	20
图 27: 2016-2020Q1 商用车板块营业收入及增速(亿元).....	21
图 28: 19Q4-20Q1 主要卡车企业营收增速.....	21
图 29: 2016-2020Q1 商用车板块归母净利润及增速(亿元).....	22
图 30: 19Q4-20Q1 主要卡车企业归母净利润(亿元).....	22
图 31: 2016-2020Q1 商用车板块毛利率分析	23
图 32: 2016-2020Q1 商用车板块净利率分析.....	24

图 33: 2016-2020Q1 商用货车板块期间费用率分析.....	25
图 34: 2016-2020.4 月重卡销量(辆).....	26
图 35: 零部件板块营业收入及增速(亿元).....	26
图 36: 零部件板块归母净利润及增速(亿元).....	27
图 37: 零部件板块毛利率.....	28
图 38: 零部件板块净利率.....	28
图 39: 零部件板块期间费用率.....	29
表 1: 汽车板块上市公司样本.....	5
表 2: 2019 年 11 月新能源汽车对终端销量影响(万辆).....	17
表 3: 2019 年 12 月新能源汽车对终端销量影响(万辆).....	17
表 4: 2020 年 2 月各线城市狭义乘用车零售数据分析(万辆).....	19
表 5: 2020 年 3 月各线城市狭义乘用车零售数据分析(万辆).....	19
表 6: 2015-2019 年季度零售销量及占比(万辆).....	20

1. 疫情导致汽车行业 Q1 业绩承压

为对汽车行业 2019-2020Q1 业绩进行分析,我们以申万行业分类汽车板块为基础,剔除了部分 ST 公司、与汽车业务相关度较低的公司后,选择了 146 家上市公司作为分析样本,其中乘用车 11 家,卡车 4 家,客车 5 家,零部件 126 家。

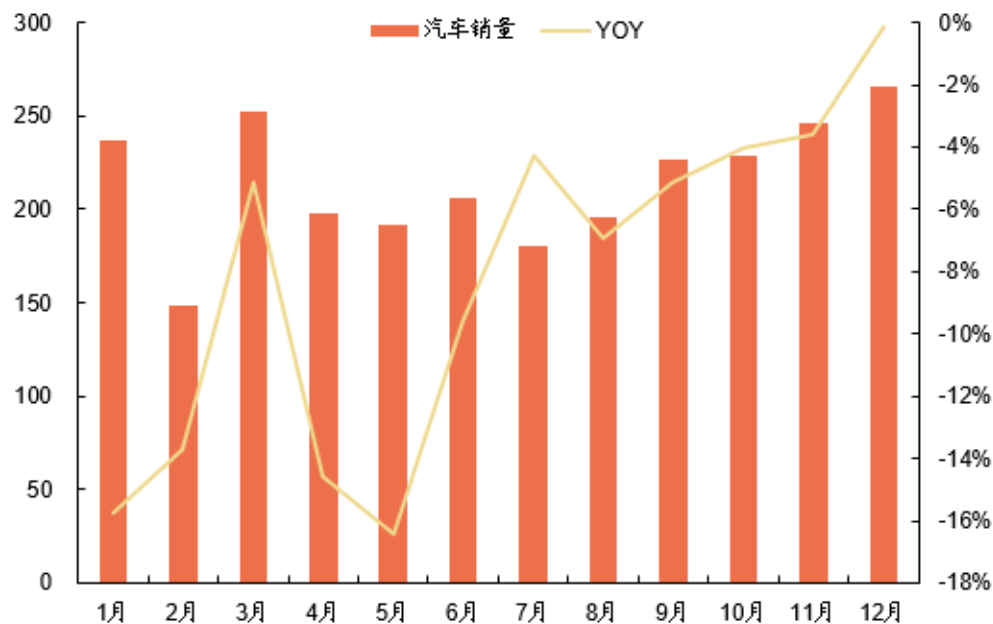
表1: 汽车板块上市公司样本

子行业	标的个数	上市公司名称
乘用车	11	上汽集团、广汽集团、长城汽车、长安汽车、比亚迪、一汽轿车、一汽夏利、江淮汽车、北汽蓝谷、小康股份、力帆股份
卡车	4	江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车
客车	5	中通客车、宇通客车、亚星客车、曙光股份、金龙汽车
零部件	126	华域汽车、潍柴动力、星宇股份、精锻科技、中鼎股份、新泉股份、福耀玻璃、均胜电子、拓普集团、旭升股份、爱柯迪等

资料来源: 申港证券研究所

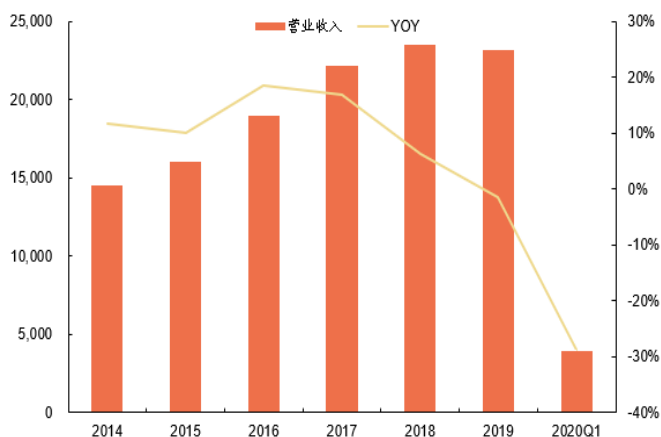
19Q4 汽车板块业绩回暖,行业复苏趋势明显。2019 年汽车行业经历了 5-6 月国五促销影响后,销量在 7-9 月份探底后逐渐回暖,1-9 月汽车销量 1837.1 万辆,同比下滑 10.3%,而 Q4 销量 740 万辆,同比仅下滑 2.5%,全年销量 2575 万辆,同比增速收窄至-8.2%。汽车板块全年营业收入、归母净利润分别为 23187 亿元、712 亿元,分别同比下滑 1.4%、25.2%;分季度看,19Q1-Q4 收入增速分别为-4.1%/-10.7%/-0.7%/9.1%,归母净利润增速分别为-24.3%/-34.1%/-25.1%/-7.2%,从季度增速可以看出 Q3-Q4 收入和利润环比 Q2 提高,由于 Q4 销量环比改善,Q4 单季度营业收入、归母净利润增速环比 Q3 分别提高 9.9pct、17.9pct,行业复苏趋势明显,与我们深度报告中判断汽车行业 Q4 将迎来拐点一致。

图1: 2019 年汽车月度销量及增速(万辆)



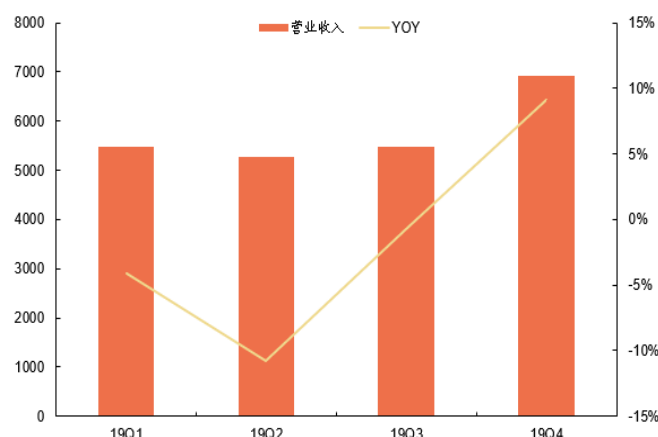
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图2：汽车板块营收及增速(亿元)



资料来源：wind，申港证券研究所

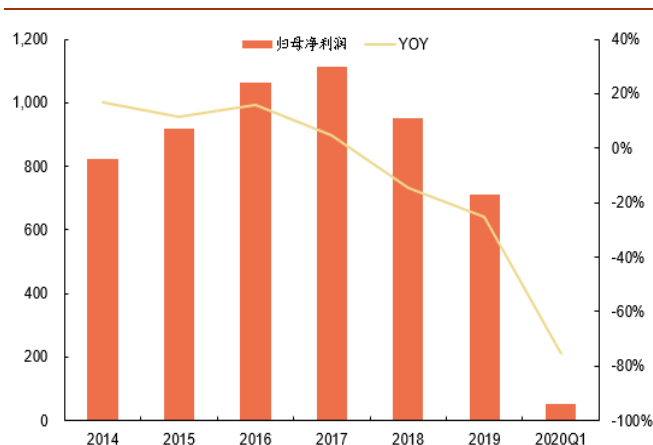
图3：19年汽车板块季度营收及增速(亿元)



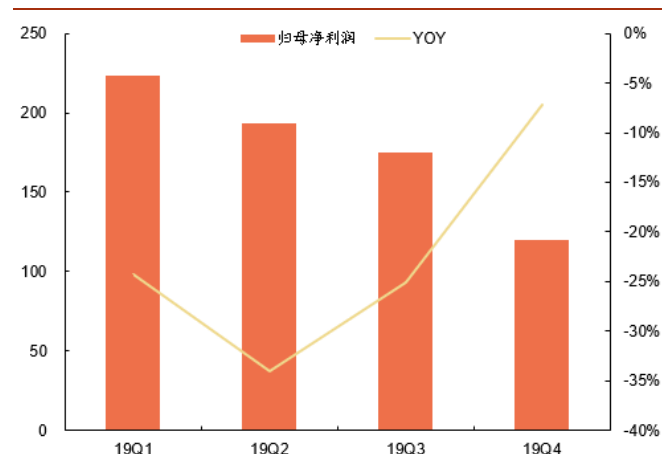
资料来源：wind，申港证券研究所

图4：汽车板块归母净利润及增速(亿元)

图5：19年汽车板块季度归母净利润及增速(亿元)



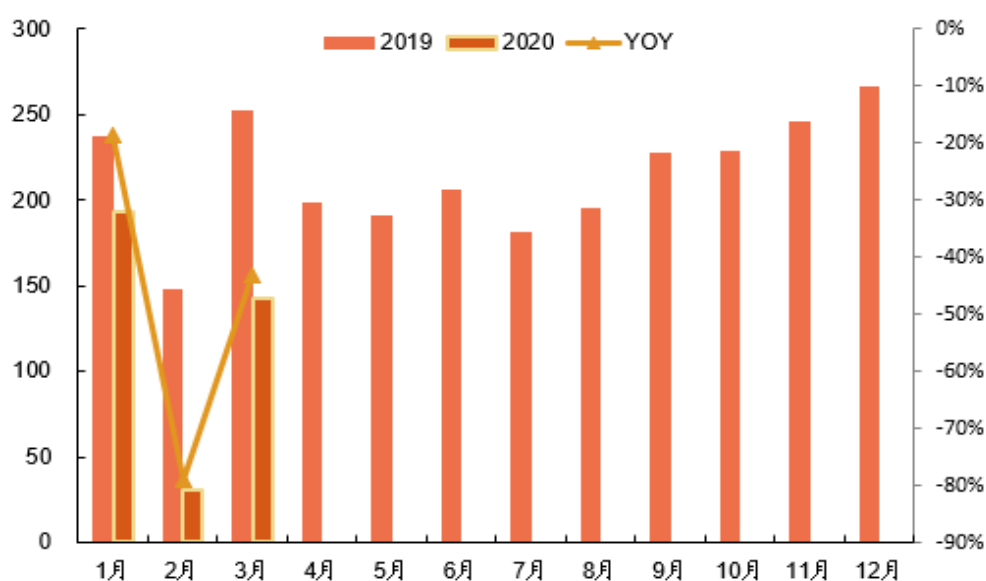
资料来源: wind, 申港证券研究所



资料来源: wind, 申港证券研究所

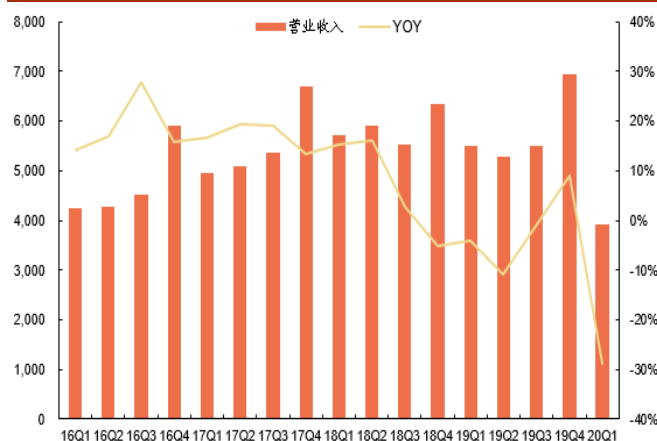
2020 年 Q1 受疫情影响，汽车销量同比下滑 42.4%，板块业绩承压。19 年 Q4 汽车销量降幅收窄，我们判断 20Q1 销量有望实现同比转正，但由于疫情影响，1-3 月销量分别为 192.8/31/143 万辆，增速分别为-18.6%/-79.1%/-43.3%，20Q1 汽车销量 366.7 万辆，同比下滑 42.4%。汽车行业规模效应明显，尤其是整车企业，由于销量大幅下滑，20Q1 板块营收 3910 亿元，同比下滑 28.7%，归母净利润仅为 50.7 亿元，同比下滑 75.6%。整体来看，汽车行业 Q1 收入和净利润承压，导致板块表现位于申万二级行业中下游。根据终端调研和乘联会周度数据，4 月乘用车销量明显回升，同时重卡销量同比大幅增长，预计 4 月汽车销量增速有望达到-10%以内。我们认为疫情对汽车行业的影响正在逐渐减弱，行业 Q2 销量有望逐月恢复至 19 年同期水平，考虑到去年 Q3 的低基数效应，汽车销量有望在 Q3 同比转正，板块营收和盈利将得到修复。

图6：2020.1-3 月汽车销量及增速(万辆)



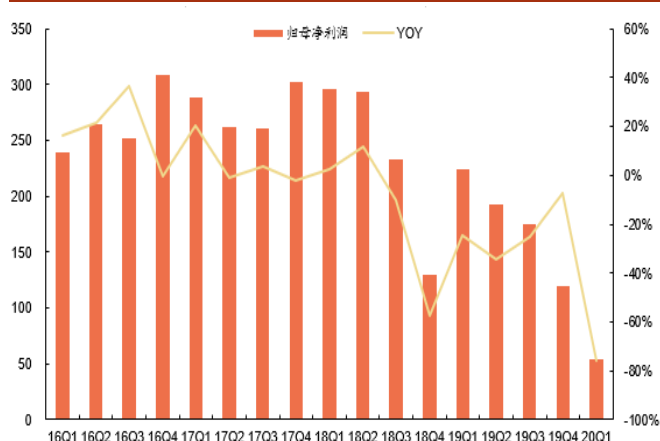
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图7：2016-2020Q1 汽车板块营收及增速(亿元)



资料来源：wind，申港证券研究所

图8：2016-2020Q1 汽车板块季度归母净利润及增速(亿元)

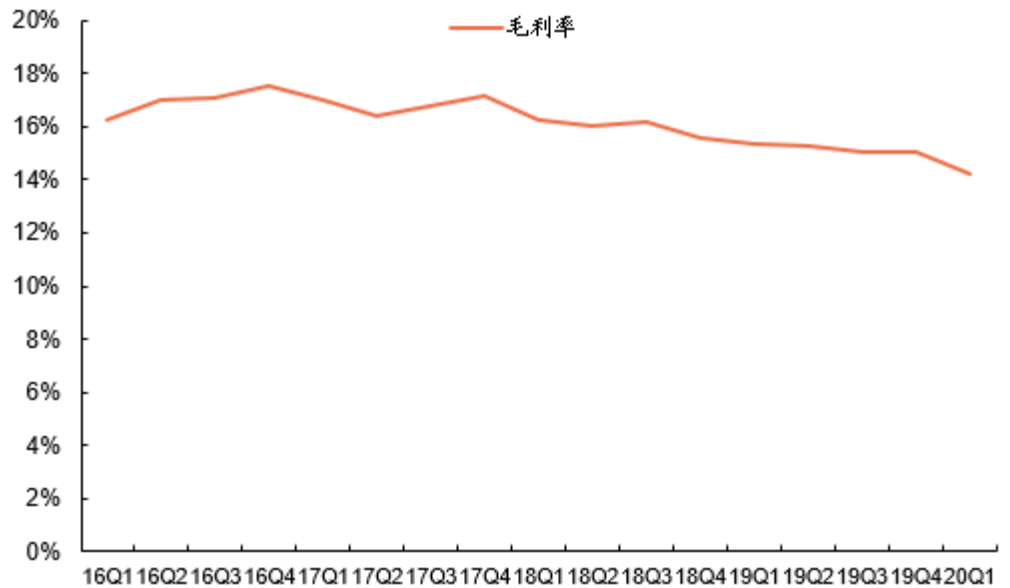


资料来源：wind，申港证券研究所

20Q1 毛利率同比下降 1.1 pct，环比下降 0.85 pct。根据样本公司营业收入和营业成本计算汽车行业近 5 年毛利率，可以看出 2016-2017 年汽车板块毛利率维持在相对较高的水平，主要是由于下游需求旺盛，终端折扣力度较小，整车厂和零部件企业压力较小，盈利能力比较高；自 18 年行业销量首次下滑，板块毛利率也逐渐降低，由 16-17 年 17%左右的均值下降至 19 年 15.1%的水平。分季度看，19Q1、Q2、Q3 行业毛利率分别为 15.31%、15.26%、15.08%、15.08%，2020 年 Q1 毛利率继续下降至 14.23%，同比/环比分别下降 1.1 pct、0.85 pct，主要是由于整车产销量大幅下滑，车企和零部件企业规模效应导致毛利率降低。

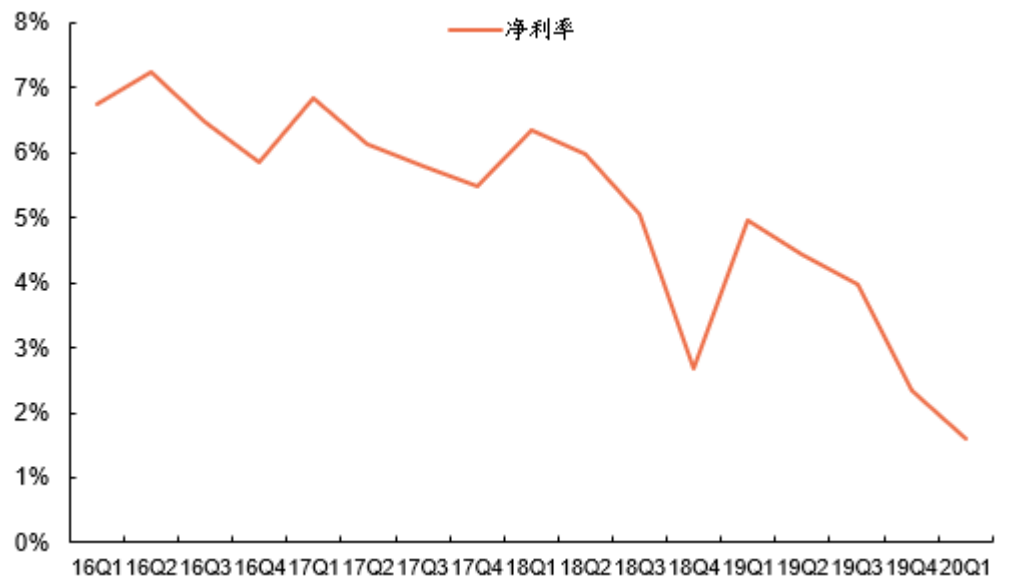
20Q1 行业净利率同比下降 3.4 pct，环比下降 0.7 pct。19Q1-Q4 汽车板块净利率分别为 5%、4.4%、4%、2.35%，行业毛利率下滑导致盈利能力持续下降，20Q1 净利率仅为 1.6%。我们认为 20Q1 国内汽车行业为全年底部，Q2-Q4 将逐渐恢复，预计毛利率和净利率也将得到回升。

图9：2016-2020Q1 汽车行业毛利率分析



资料来源: wind, 申港证券研究所

图10: 2016-2020Q1 汽车行业净利率分析

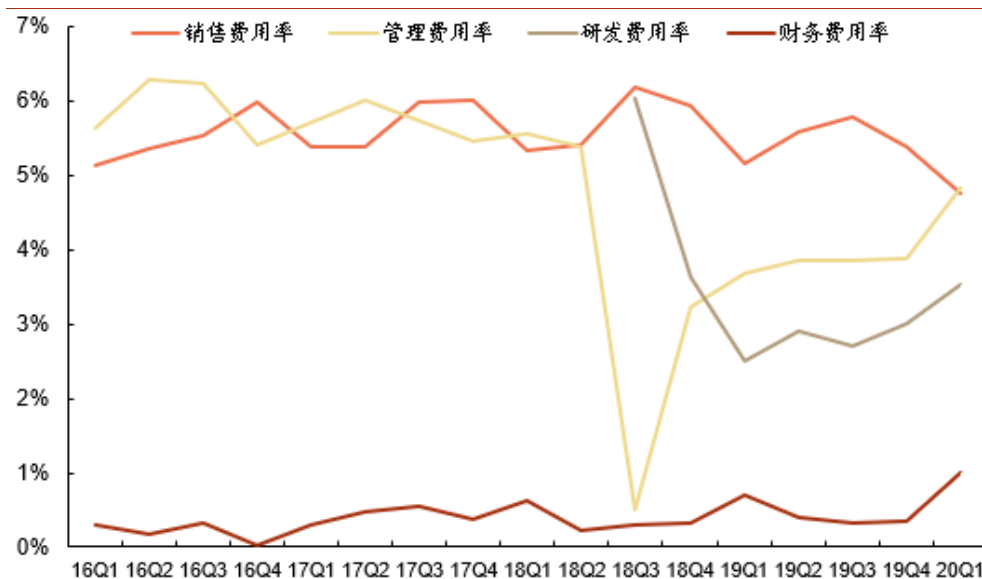


资料来源: wind, 申港证券研究所

20Q1 期间费用率同比提高 2.1 pct, 环比提高 1.5 pct。汽车行业 19Q1-Q4 季度期间费用率分别为 12.1%、12.8%、14.1%、12.6, 20Q1 期间费用率为 14.1%, 同比提高 2.1 pct, 环比提高 1.5 pct; 我们认为期间费用率上升的主要原因是由于收入下滑, 而管理费用/研发费用/财务费用相对变化较小; 整车厂对于销售费用的管控可以根据市场情况进行调整经销商销售激励和广告等费用。可以看出, 20Q1 销售

费用率同比下降 0.4 pct、环比下降 0.6 pct；管理费用率同比提高 1.2 pct、环比提高 0.9 pct；研发费用率同比提高 1 pct、环比提高 0.5 pct；财务费用率同比提高 0.3 pct、环比提高 0.7 pct。整体来看，汽车行业的企业对 20Q1 期间费用采取了一定的控制措施来降本增效。

图11：2016-2020Q1 汽车行业季度期间费用率分析



资料来源：wind，申港证券研究所

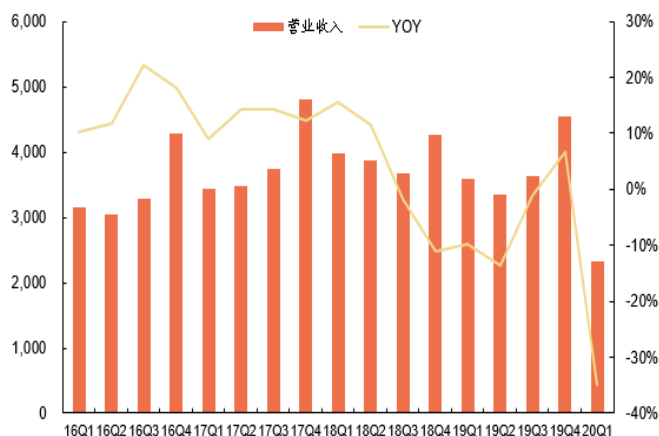
分别对整车、零部件板块营业收入、归母净利润进行分析，**零部件板块业绩优于整车板块：**

- ◆ 整车板块营收 19Q1-Q4 增速分别为-9.8%、-13.7%、-1.2%、6.7%，营收增速逐渐收窄，Q4 实现转正；归母净利润增速分别为-37.5%、-41.6%、-33.6%、-44%；20Q1 销量大幅下滑的情况下，营收和归母净利润增速分别为-34.9%、-104.6%，其中头部企业上汽、广汽、长安、比亚迪和中国重汽等实现盈利，部分尾部企业出现不同程度的亏损，我们认为行业进入了尾部出清的阶段，部分品牌和竞争力较弱的车企将逐渐停产，被市场淘汰；
- ◆ 零部件板块 19Q1-Q4 营收增速分别为 8.8%、-5.1%、0.3%、14.2%，收入增速明显好于整车板块，归母净利润增速分别为-4.6%、-26.2%、-16.1%、246%，Q4 单季度归母净利润实现同比转正，主要是由于 18Q4 基数较低。20Q1 零部件板块营收、归母净利润增速分别为-17.2%、-47.3%，好于整车板块。

整体来看，零部件板块业绩优于整车板块，我们认为主要原因有两方面：一方面是整车企业在竞争加剧时，降价促销，收入承压；另一方面部分零部件企业出口业务

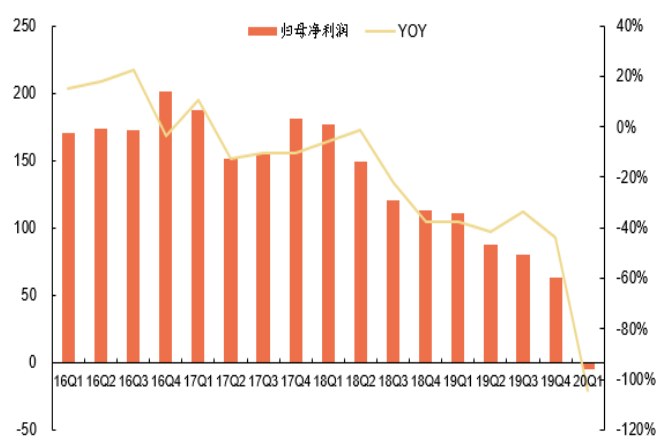
贡献一部分收入和利润，对冲了部分国内车市下行的影响，站在板块配置角度，我们建议优先配置零部件板块和低估值的整车标的。

图12：2016-2020Q1 整车板块季度营收及增速(亿元)



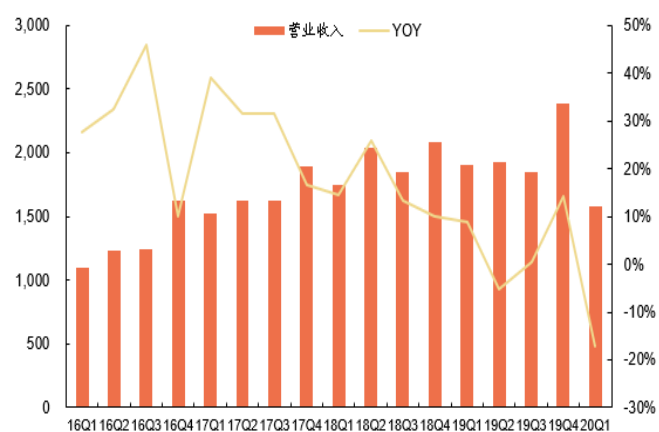
资料来源：wind，申港证券研究所

图13：2016-2020Q1 整车板块季度归母净利润及增速(亿元)



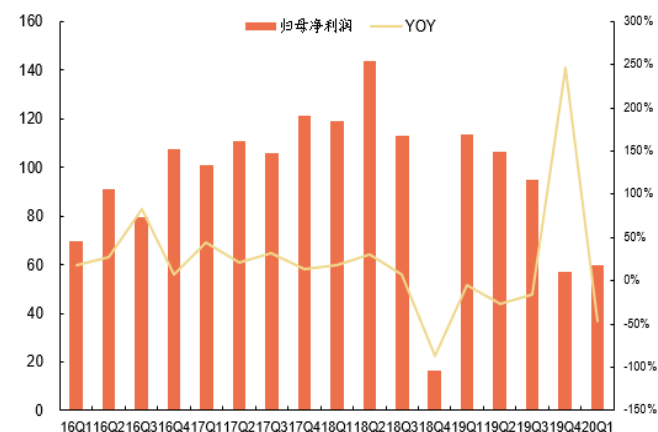
资料来源：wind，申港证券研究所

图14：2016-2020Q1 零部件板块季度营收及增速(亿元)



资料来源：wind，申港证券研究所

图15：2016-2020Q1 零部件板块季度归母净利润及增速(亿元)



资料来源：wind，申港证券研究所

2. 乘用车：Q3 销量有望转正 建议增配乘用车

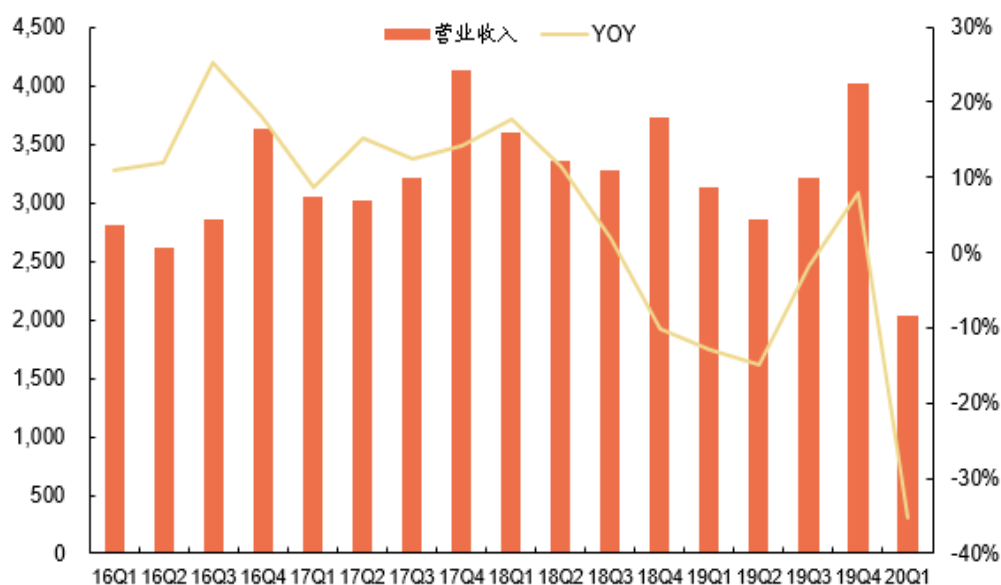
2.1 Q1 乘用车销量大幅下滑 板块业绩底部

我们选取了 11 家乘用车上市公司为样本，从收入、利润和毛利率等角度分析板块财务状况。

收入：19 年乘用车板块实现营业收入 13222 亿，同比下降 5.2%，扣除上汽后，同比下降 2.8%。分季度看，Q1-Q4 营收增速分别为-12.9%、-14.8%、-1.8%、7.92%，

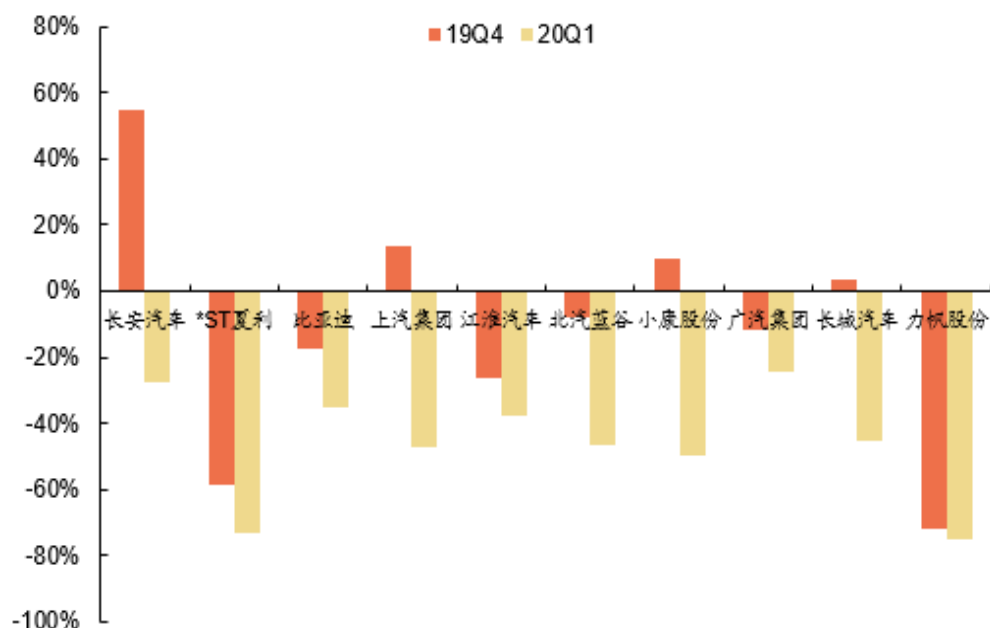
19Q4 营收同比转正，主要是由于上汽、长安、一汽轿车、长城和小康同比转正，其余企业均同比负增长。20Q1 乘用车板块实现营收 2029 亿元，同比下滑 35.2%，与行业销量下滑幅度相近，11 家样本中，仅一汽轿车营收同比正增长，其中广汽、比亚迪和长安汽车营收增速分别为-24.3%、-35.1%、-27.8%，好于行业平均增速。广汽得益于日系销量较为稳定，长安主要是受益于自主新车 CS75 等车型的热销。

图16：2016-2020Q1 乘用车板块季度营收及增速(亿元)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图17：19Q4-20Q1 主要乘用车企业营收增速

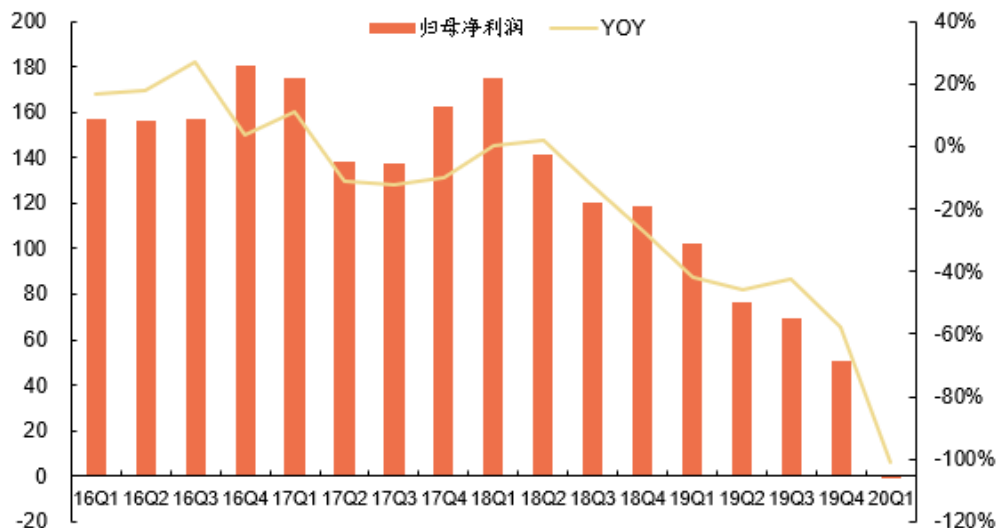


资料来源：公司公告，申港证券研究所

归母净利润：乘用车板块 19 全年实现归母净利润 298 亿，同比下滑 46.3%；扣除上汽后归母净利润同比下滑 78.3%，Q1-Q4 归母净利润增速分别为-41.6%、-46%、-42.3%、-57.5%，Q4 单季度降幅扩大主要是由于上汽、广汽利润下滑以及力帆大幅亏损所致。20Q1 归母净利润-0.91 亿元，主要原因是行业销量大幅下滑，整车企业盈利下降，11 家样本公司中，仅 5 家实现盈利，其余 6 家不同程度亏损。分企业来看，上汽、广汽和长城利润下降幅度较大。

我们认为 Q1 乘用车企业归母净利润大幅下滑主要是由于疫情导致销量断崖式下滑，根据终端调研，4 月销量环比改善，同比增速有望-10%以内，我们认为乘用车行业复苏的趋势不变，2 季度有望恢复至 19 年同期销量水平，Q3 实现转正。

图18：19Q4-20Q1 乘用车板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图19：19Q4-20Q1 主要乘用车企业归母净利润(亿元)

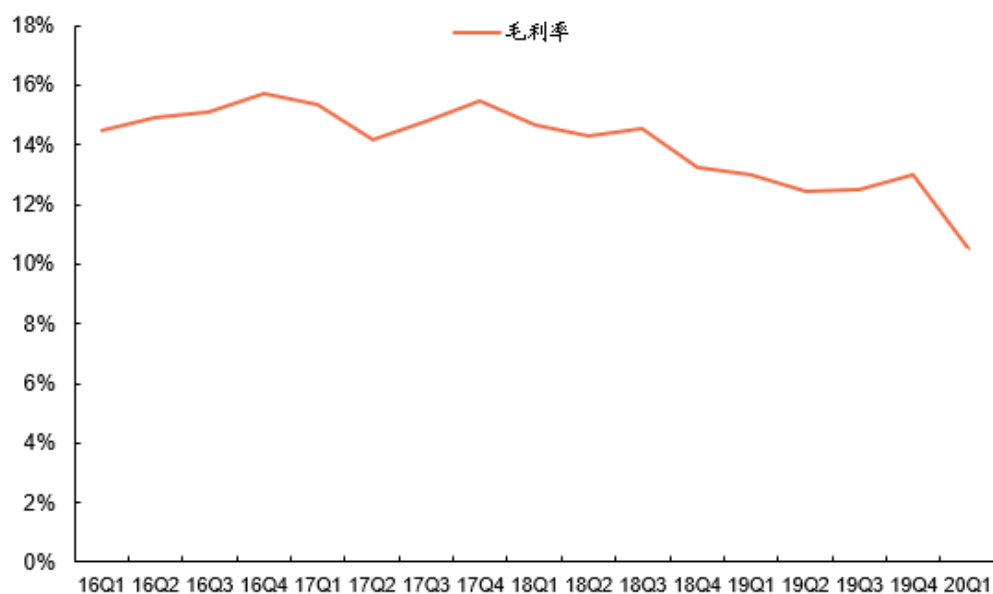


资料来源：公司公告，申港证券研究所

毛利率和净利率：19Q1-Q4 乘用车板块毛利率分别为 13%、12.4%、12.5%、13%，其中 Q2 毛利率最低，我们认为除了销量下滑的因素外，Q2 国五降价促销对毛利率产生一定的负面影响。Q3-Q4 毛利率陆续提高，Q4 达到 13%。净利率分别为 4.2%、3.4%、3%、1.9%，可以看出净利率持续下滑，Q4 净利率最低，为 1.9%，主要是由于乘用车企业 Q4 计提了经销商返点和促销费用，导致销售费用等增高，净利率下滑。20Q1 净利率随着销量下滑进一步降低至 0.1%，主要是由于除头部企

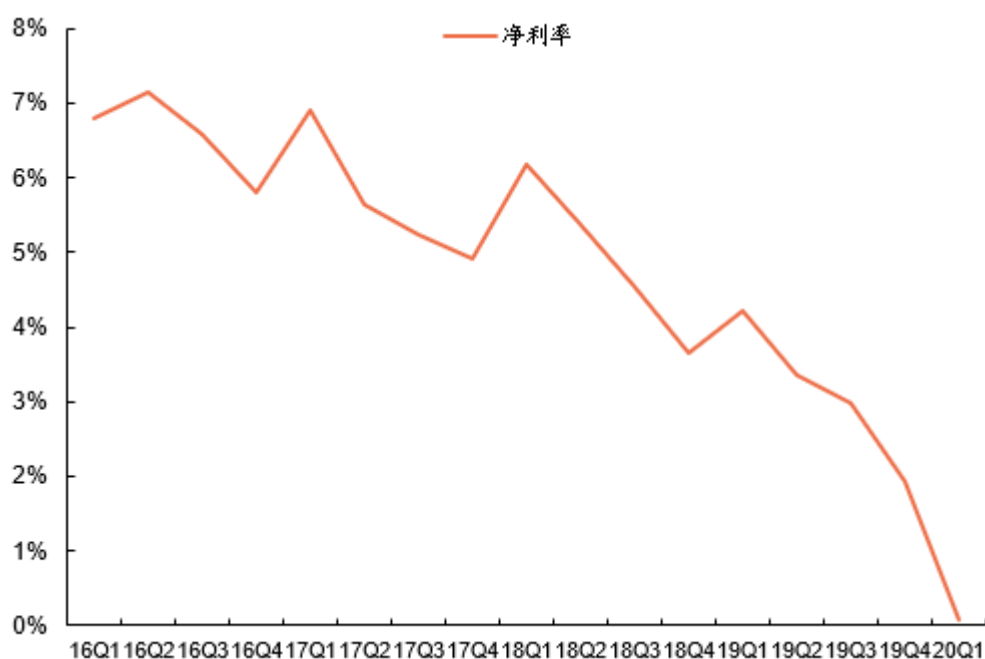
业上汽、广汽等盈利外，其他多数车企出现亏损。我们认为 20Q2 乘用车销量降幅将逐月收窄，Q3 销量转正，乘用车板块收入和盈利将得到修复，盈利能力也将逐渐恢复至正常水平。

图20：2016-2020Q1 乘用车板块季度毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

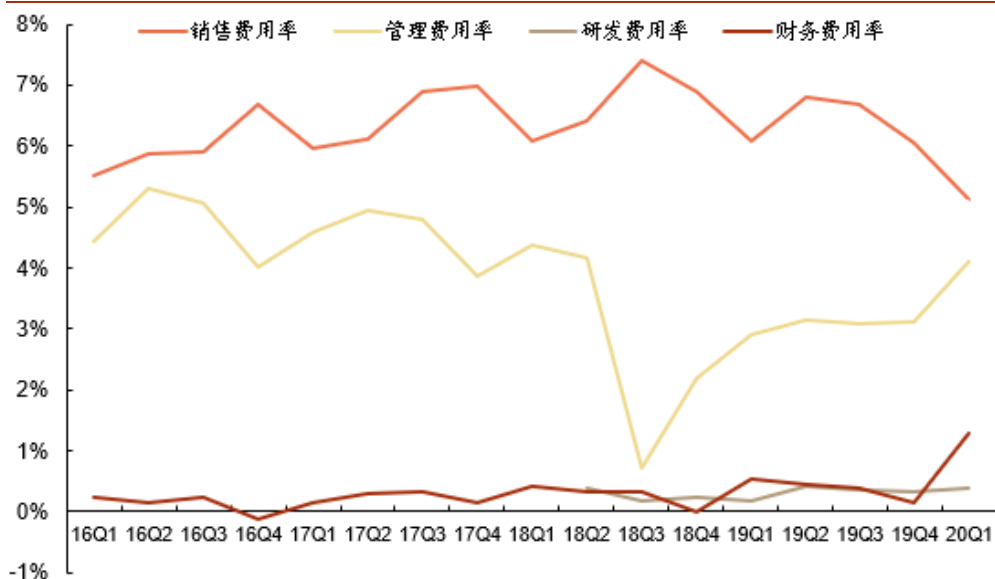
图21：2016-2020Q1 乘用车板块季度净利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

期间费用率:19Q1-Q4 乘用车板块期间费用率分别为 9.8%、10.8%、10.5%、9.7%，20Q1 期间费用率为 19.9%。同比提高 1.15 pct，环比提高 1.2 pct，其中销售费用率 5.1%，同比下降 1 pct，环比下降 0.9 pct，我们认为销售费用率同比、环比下降主要是由于销量大幅下滑，车企进行费用管控。管理费用+研发率 4.5%，同比提高 1.4 pct、环比提高 1 pct；财务费用率为 1.3%，同比增加 0.8 pct，环比提高 1.1 pct。

图22：乘用车板块期间费用率

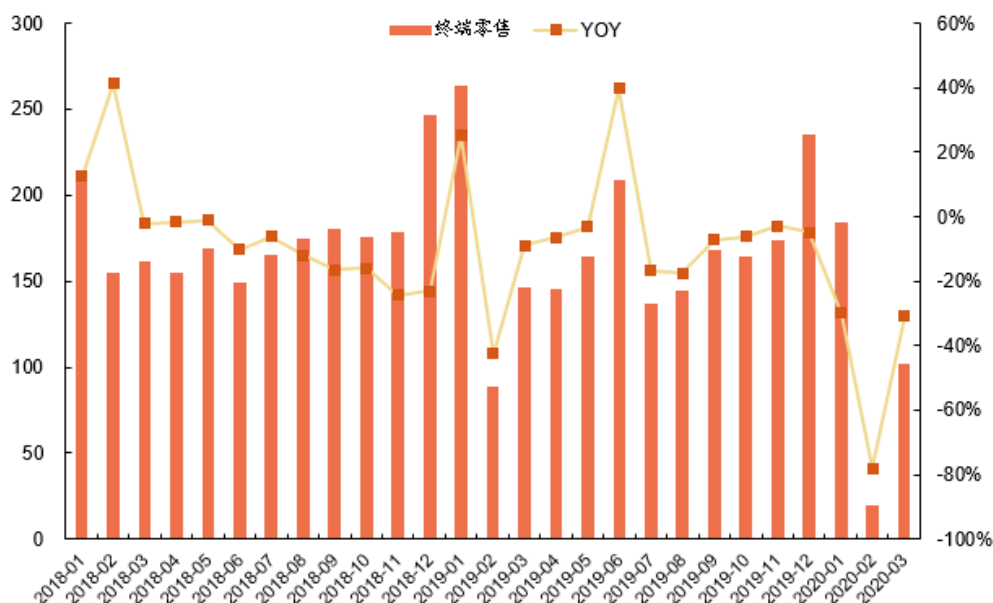


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 行业复苏趋势不变 Q3 销量有望转正

19.Q4 月乘用车零售回暖，12 月剔除新能源汽车后零售同比增长 2.5%。2019 年 Q4 终端零售 573.6 万辆，同比下滑 4.7%，10-12 月增速分别为-6.2%、-2.7%、-4.9%，销量降幅较前期收窄，考虑到 19H2 新能源乘用车销量大幅下滑，若剔除新能源汽车的影响，11-12 月传统燃油车销量增速分别为-0.58%、2.5%，行业复苏趋势如我们之前的判断。

图23：乘用车终端零售及增速(万辆)



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

表2：2019年11月新能源汽车对终端销量影响(万辆)

	一线	二线	三线	四线	五线	合计
2018.11	17.53	80.86	38.90	26.58	15.04	178.91
2019.11	17.56	80.88	35.92	24.95	14.82	174.12
YOY	0.17%	0.03%	-7.66%	-6.15%	-1.50%	-2.68%
18.11 新能源	4.05	5.84	2.33	0.76	0.32	13.29
19.11 新能源	2.45	4.48	1.41	0.77	0.36	9.47
YOY	-39.42%	-23.38%	-39.41%	1.19%	12.30%	-28.80%
18.11 剔除新能源	13.49	75.01	36.57	25.82	14.72	165.62
19.11 剔除新能源	15.11	76.40	34.51	24.18	14.46	164.66
YOY	12.04%	1.85%	-5.64%	-6.36%	-1.80%	-0.58%

资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

表3：2019年12月新能源汽车对终端销量影响(万辆)

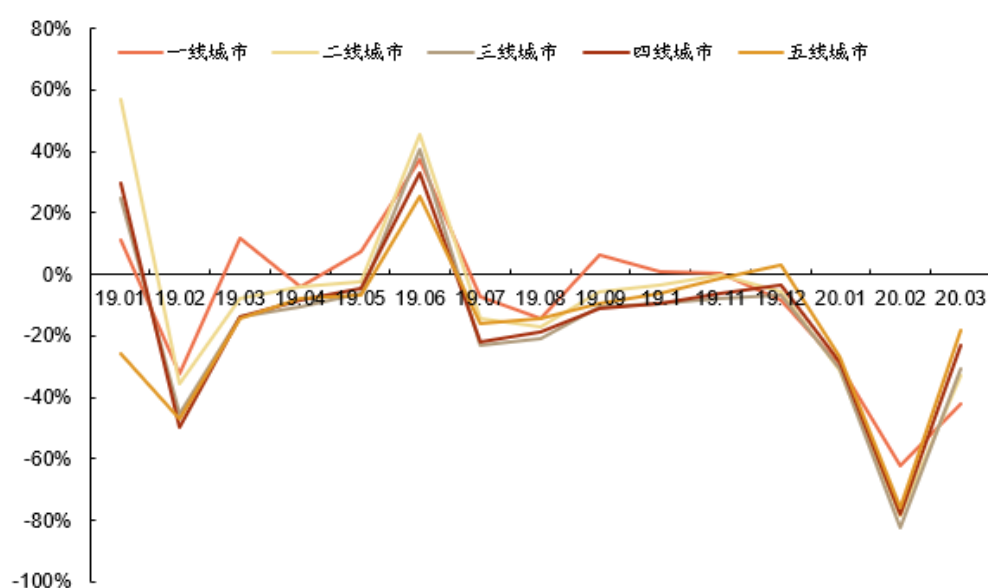
	一线	二线	三线	四线	五线	合计
2018.12	25.38	112.41	53.73	35.63	19.93	247.09
2019.12	23.31	106.25	50.13	34.44	20.54	234.63
YOY	-8.07%	-5.33%	-6.57%	-3.35%	3.02%	-4.92%
2018.12 新能源	7.55	14.86	5.18	1.77	0.56	29.92
2019.12 新能源	3.00	6.09	1.86	0.84	0.45	12.24
YOY	-60.27%	-59.02%	-64.07%	-52.29%	-20.25%	-59.08%
18.12 剔除新能源	17.82	97.56	48.55	33.87	19.37	217.17
19.12 剔除新能源	20.33	100.33	48.34	33.60	20.09	222.68

	一线	二线	三线	四线	五线	合计
YOY	14.05%	2.84%	-0.44%	-0.80%	3.70%	2.54%

资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

二三四五线城市恢复速度好于一线城市，我们判断疫情对车市的影响或小于市场担忧。我们前期分析了影响三四五线城市销量下滑的主要因素，并判断低线城市乘用车消费需求有望在 19 年 Q4 回暖。从终端上险数据可以看出，10-12 月三四五线城市销量增速逐渐收窄。20Q1 由于疫情影响，2 月份一二三四五线城市销量均大幅下滑，不同级别城市差异不大，主要与疫情在全国迅速蔓延有关。而三月份各级城市表现差异较大，其中一二三四五线城市销量增速分别为-42.2%、-32.7%、-30.7%、-23.2%和-18.2%，增速分别较 2 月份改善 20 pct、45.8 pct、51.7 pct、54.8 pct 和 57.6 pct。本轮乘用车行业下行主要是由于三四五线城市销量下滑导致，但三四五线城市保有量还较低，未来需求仍有提升空间，19H2 低线城市销量逐渐恢复。从 3 月份数据来看，二三四五线城市需求已经逐渐恢复至去年同期的 70%-80%的水平，而一线城市为去年同期的 60%的水平。此前市场担忧疫情对中小城市居民收入影响或大于对一二线城市居民的影响，进而担忧三四五线城市乘用车消费需求复苏速度是否会低于预期。由 3 月数据显示，三四五线城市销量恢复速度比一线城市要快，我们认为主要是由于目前新增新冠病毒肺炎病例主要是输入性病例，而一线城市受到影响较大，居民外出正常活动仍较谨慎，进而对乘用车终端消费造成一定的负面影响。随着广深、北京等一线城市出台促进汽车消费的政策，我们认为一线城市的销量增速将得到改善，疫情对乘用车行业的影响或小于市场担忧。

图24：一二三四五线城市乘用车终端销量增速



资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

表4：2020年2月各线城市狭义乘用车零售数据分析(万辆)

	一线	二线	三线	四线	五线	合计
2019.2	5.29	36.33	22.20	15.89	9.25	88.97
2020.2	2.00	7.81	3.91	3.52	2.25	19.49
YOY	-62.20%	-78.5%	-82.37%	-77.9%	-75.7%	-78.10%
2019.2 新能源	1.08	1.94	0.66	0.33	0.12	4.13
2020.2 新能源	0.61	0.46	0.17	0.09	0.05	1.38
YOY	-43.20%	-76.2%	-74.07%	-73.6%	-60.5%	-66.62%
19.2 剔除新能源	4.22	34.39	21.54	15.56	9.14	84.84
20.2 剔除新能源	1.39	7.34	3.74	3.43	2.20	18.11
YOY	-67.05%	-78.6%	-82.63%	-77.9%	-75.9%	-78.65%

资料来源：零售数据，申港证券研究所

表5：2020年3月各线城市狭义乘用车零售数据分析(万辆)

	一线	二线	三线	四线	五线	合计
2019.3	15.53	67.06	31.13	20.92	12.05	146.69
2020.3	8.97	45.12	21.58	16.07	9.86	101.61
YOY	-42.2%	-32.7%	-30.7%	-23.2%	-18.2%	-30.7%
2019.3 新能源	3.73	5.00	1.88	0.58	0.25	11.44
2020.3 新能源	2.32	2.63	0.89	0.47	0.24	6.55
YOY	-37.7%	-47.4%	-52.7%	-20.4%	-2.2%	-42.8%
19.3 剔除新能源	11.80	62.06	29.25	20.33	11.81	135.25
20.3 剔除新能源	6.65	42.49	20.69	15.61	9.61	95.06
YOY	-43.6%	-31.5%	-29.3%	-23.2%	-18.6%	-29.7%

资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

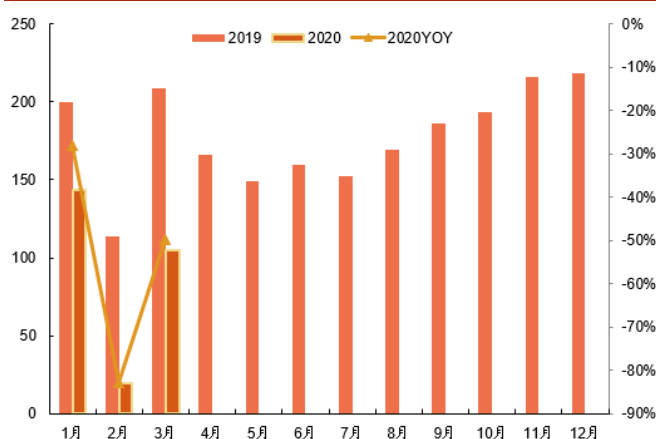
19Q3 销量仅为 18Q3 的 86%，基数较低，预计 20Q3 销量有望实现转正。19 年 Q2 由于国五促销，透支了下半年销量，因此 19Q3-Q4 销量基数较低。分析近年季度零售数据，从绝对值角度，2016-2018Q3 平均销量为 557.2 万辆，19Q3 销量仅为 449.3 万辆，仅为 16-18Q3 平均值的 80.6%，考虑到 16-17 年 Q3 基数较高，19Q3/18Q3 为 86.3%，仍然处于较低的水平。从占比角度，16-18Q3 单季度占全年销量平均值为 24.8%，而 19Q3 仅为 22%，低于往年平均占比 2.8 pct。同理，19Q4 销量仅达到 16-18Q4 销量的 81.2%，剔除 16-17 年高基数影响，19Q4/18Q4 为 95.3%。目前终端到店客流量恢复至正常水平的 70%左右，随着各地出台促进消费的政策，Q2 下游需求将逐渐释放，若能恢复至正常水平的 80-90%，考虑到 19Q3 低基数，20Q3 销量有望实现正增长。

表6：2015-2019 年季度零售销量及占比(万辆)

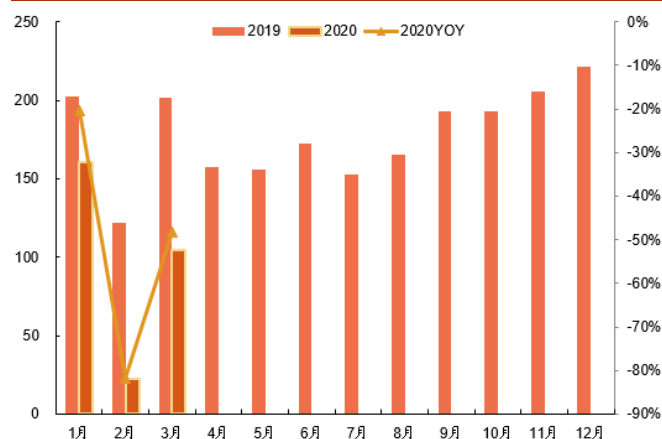
	2015	2016	2017	2018	2019
Q1	483.44	523.18	461.47	526.46	499.29
Q1/全年	24.94%	22.70%	19.95%	24.80%	24.46%
Q2	402.74	469.42	495.44	473.90	518.64
Q2/全年	20.77%	20.37%	21.41%	22.32%	25.41%
Q3	446.61	560.08	590.81	520.80	449.28
Q3/全年	23.04%	24.30%	25.54%	24.53%	22.01%
Q4	605.92	751.87	765.81	601.67	573.64
Q4/全年	31.25%	32.63%	33.10%	28.34%	28.11%

资料来源：终端零售数据，申港证券研究所

车企批发和生产：3月车企批发销量104.3万辆，同比下滑48.4%；生产数量104.9万辆，同比下滑49.9%，3月销量降幅整体较2月份收窄33.3pct。1-3月乘用车累计销量287.7万辆，同比下滑45.4%。其中新能源乘用车当月销量4.7万辆，同比下滑55.7%，1-3月累计销量10.2万辆，同比下滑57.4%，可以看出新能源汽车销量增速仍弱于传统燃油车。

图25：2020年3月乘用车产量和增速(万辆)


资料来源：中汽协，申港证券研究所

图26：2020年3月乘用车批发和增速(万辆)


资料来源：中汽协，申港证券研究所

结论：2月份乘用车终端销售几乎处于停滞状态，随着各地疫情缓解，3月终端销量恢复至19年同期的70%，其三四五线城市销量恢复速度超出我们的预期。根据终端调研信息，4月乘用车销量降幅有望在-10%以内，预计销量Q2逐月收窄，考虑到19Q3的低基数，20Q3销量有望转正，建议增配乘用车板块低估值标的上汽集团、自主销量超预期的长安汽车。

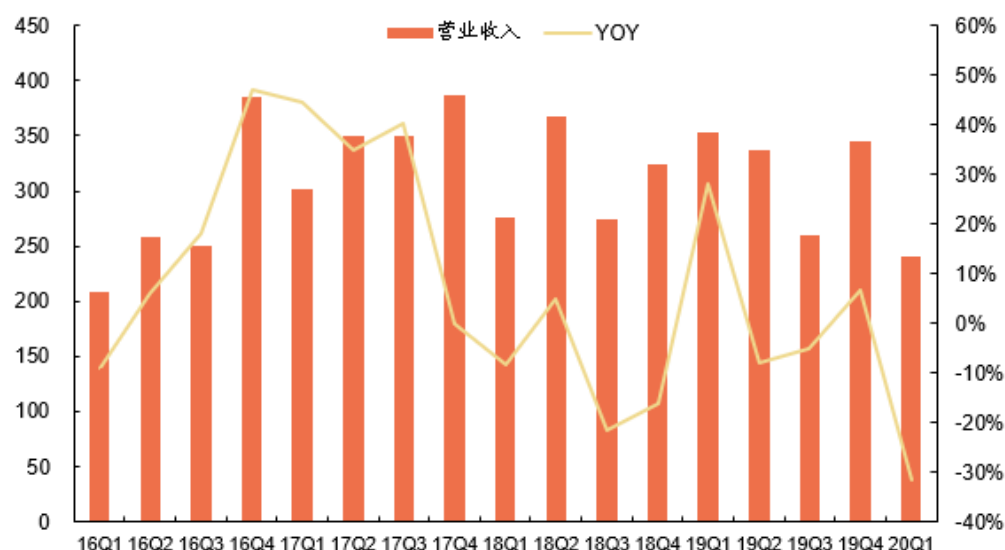
3. 卡车：4 月重卡销量超预期 行业有望维持高景气度

从 16 年-19 年，受基建投资、治超趋严、国三重卡报废更换需求等因素影响，重卡销量连续 4 年同比正增长，行业景气度维持在高位，我们选取了 4 家商用载货车上市公司为样本分析板块的财务状况。

收入：商用货车 19 年营业收入 1295 亿，同比增长 4.4%，分季度看，19Q4 营收增长 6.5%，其中东风商用车 Q4 营收同比下滑 31%，其余企业均实现正增长。20Q1 行业整体承压，样本公司营收均下滑，板块营收同比下滑 31.7%。

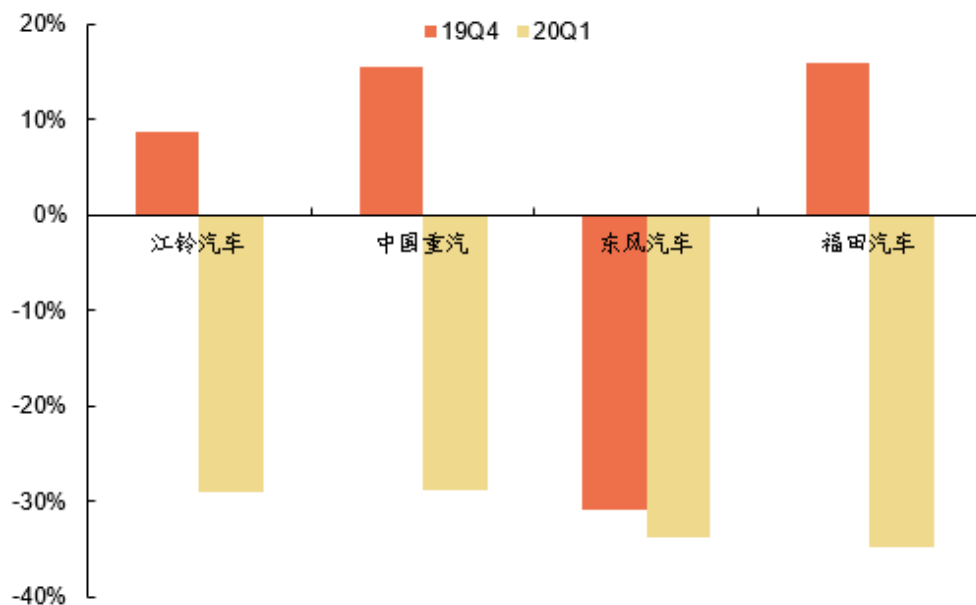
归母净利润：19 年 Q1-Q4 商用货车板块归母净利润 20.1 亿，同比增长 199%，主要是由于中国重汽盈利增加 3.2 亿，以及福田汽车由 18 年亏损 35.7 亿到 19 年实现 1.9 亿利润。分季度看，Q1-Q4 商用货车板块归母净利润增速分别为 518.9%、106.8%、171.4%、125.8%。20Q1 实现归母净利润 0.09 亿元，同比下滑 98.4%，主要是受销量下滑的影响。

图27：2016-2020Q1 商用货车板块营业收入及增速(亿元)



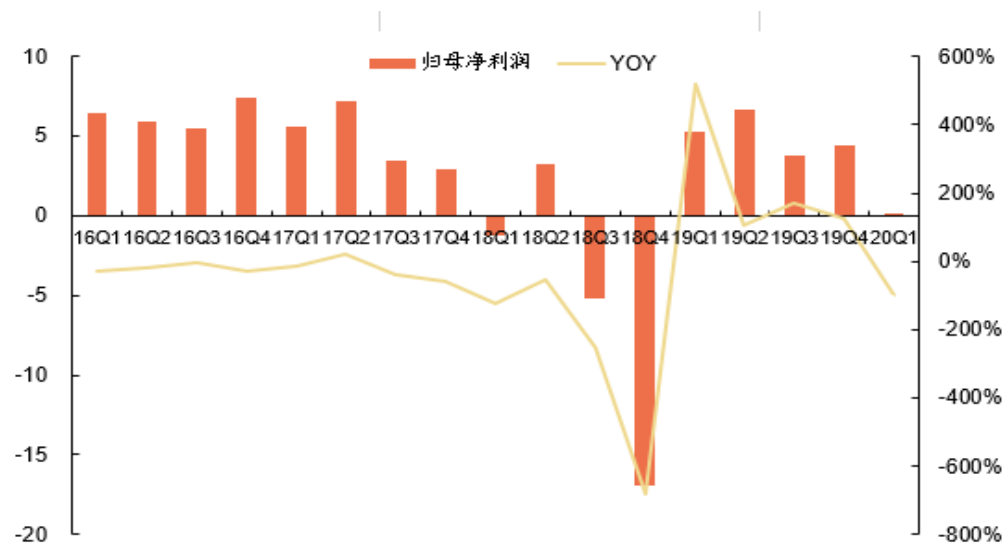
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图28：19Q4-20Q1 主要卡车企业营收增速



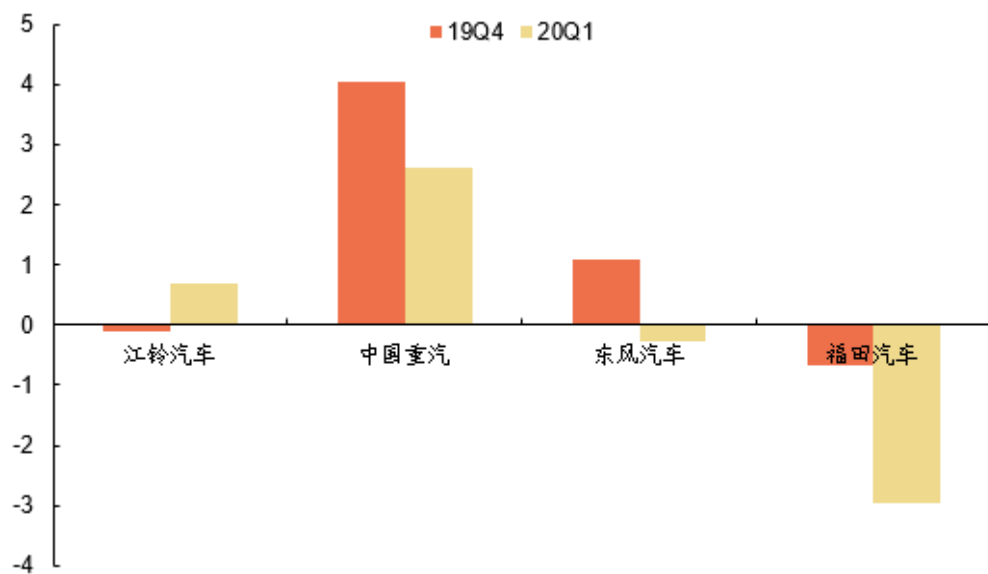
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图29：2016-2020Q1 商用车板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

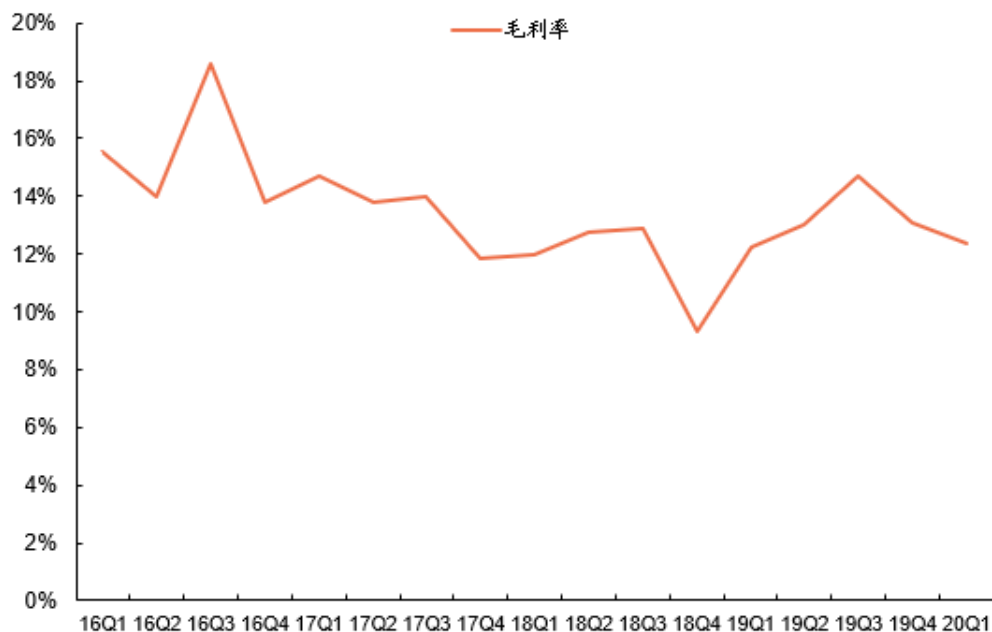
图30：19Q4-20Q1 主要卡车企业归母净利润(亿元)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

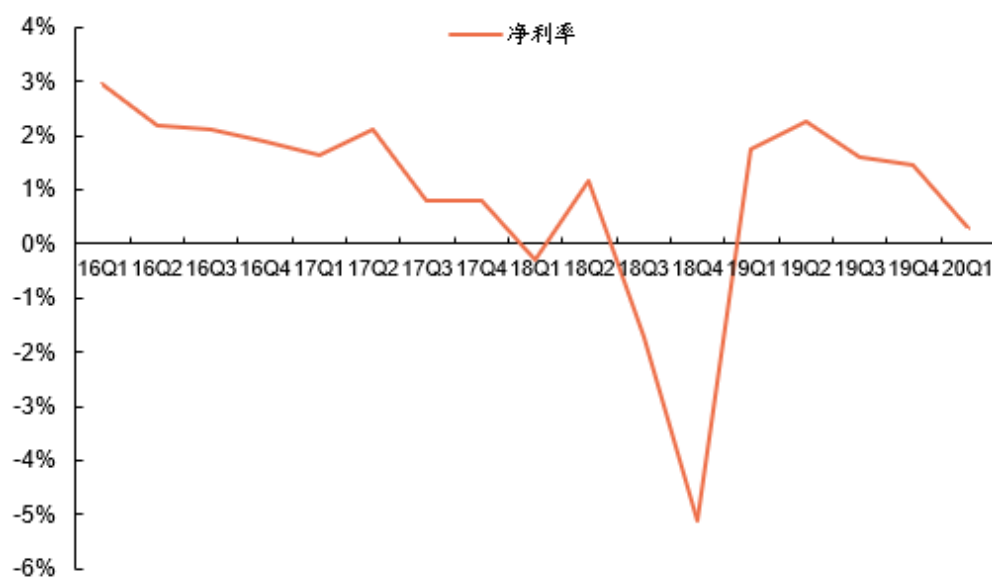
货车行业毛利率周期性波动，19Q1-Q4 毛利率分别为 12.2%、13%、14.7%、13.1%，20Q1 毛利率为 12.4%，同比提高 0.2 pct，环比下降 0.7 pct。19Q1-Q4 板块净利率分别为 1.8%、2.3%、1.6%、1.5%，20Q1 净利率降至 0.3%。Q1 为重卡传统销售旺季，但由于疫情影响导致 20 年 Q1 旺季不旺，3 月重卡销量降幅收窄，预计前期受到抑制的重卡需求随着各地基建和企业复工将得到释放，Q2 销量有望实现正增长，板块盈利能力得到提高。

图31：2016-2020Q1 商用货车板块毛利率分析



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图32：2016-2020Q1 商用车板块净利率分析

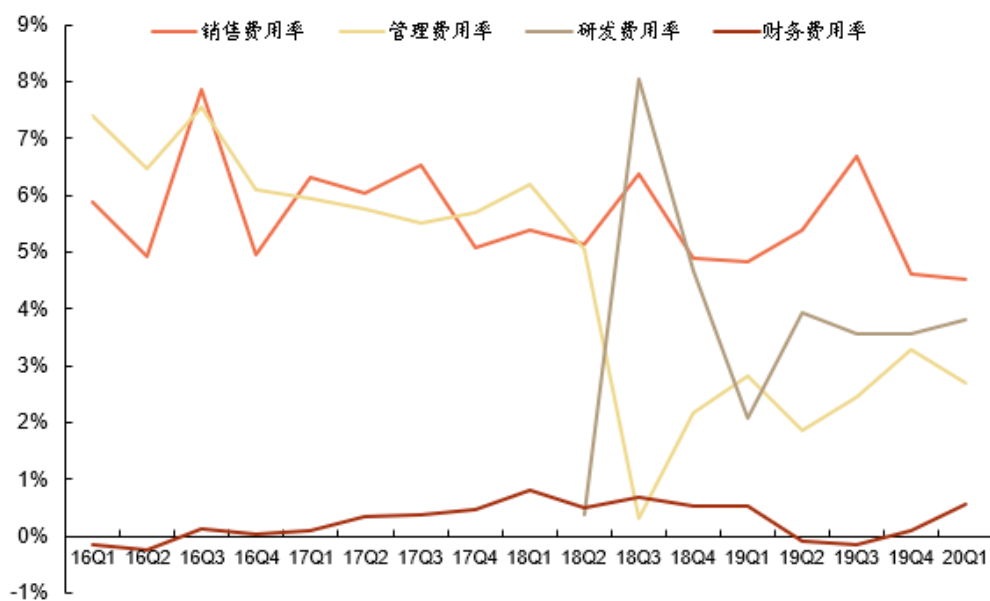


资料来源：公司公告，申港证券研究所

期间费用率：19Q1-Q4 货车板块期间费用率分别为 10.3%、11.1%、12.6%、11.5%，

20Q1 期间费用率为 11.6%。同比提高 1.3 pct，环比提高 0.1 pct，其中销售费用率同比/环比分别下降 0.3/0.1 pct，管理费用率同比/环比分别下降 0.1/0.6 pct。我们认为销售费用率同比、环比下降主要是由于销量大幅下滑，车企进行费用管控。研发费用率同比提高 1.7 pct，环比提高 0.2 pct，财务费用率同比持平，环比提高 0.5 pct。

图33：2016-2020Q1 商用车板块期间费用率分析



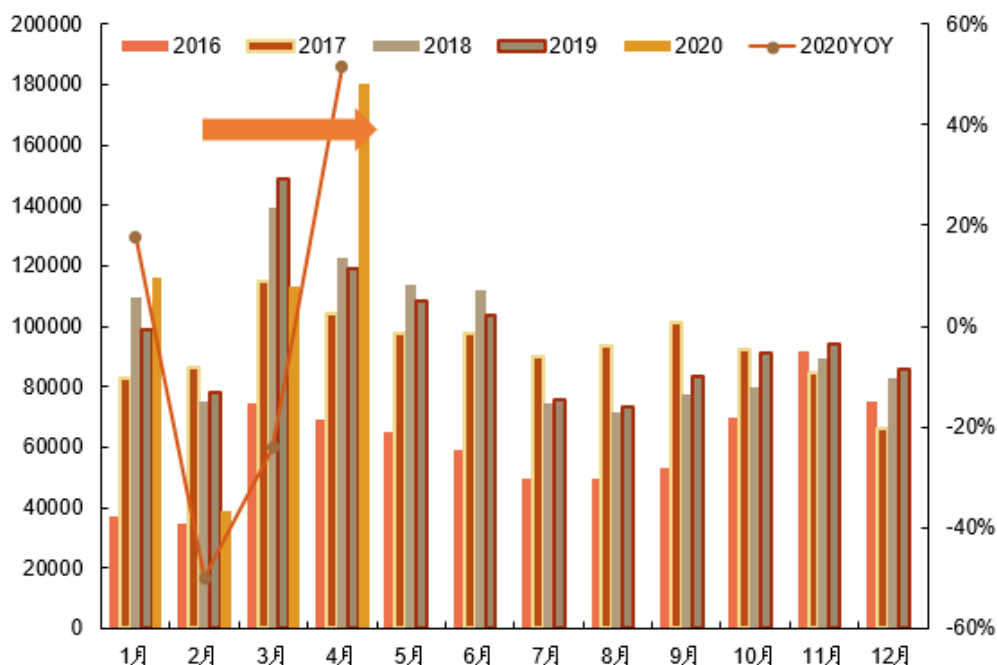
资料来源：公司公告，申港证券研究所

4 月重卡销量同比增长 52%，环比增长 50%。2019 年国内重卡销量累计 117.4 万辆，同比增长 2.3%，整体超出市场预期。20Q1 重卡销量同比下滑近 16%，主要是受疫情影响，但从月度数据来看，3 月销量环比改善明显，4 月重卡销量超过 18 万辆，同比增长 52%，环比增长 50%，远超市场预期，今年 1-4 月，我国累计销售各类重卡 45.41 万辆，比上年同期增长 2%，我们认为 4 月重卡销量超预期有两方面原因：

- ◆ 前期 2-3 月受疫情影响，部分需求被暂时抑制，在疫情得到控制后，快速释放出来；
- ◆ 各地企业复工，物流需求较高；基建投资项目逐渐落地，工程车需求回升。

我们对 20 年重卡销量保持乐观态度，在基建投资加快落地、各地出台国三重卡报废补贴政策等因素刺激下，预计重卡销量有望达到 105 万辆以上，行业保持高景气度，推荐中国重汽、潍柴动力。

图34：2016-2020.4月重卡销量(辆)



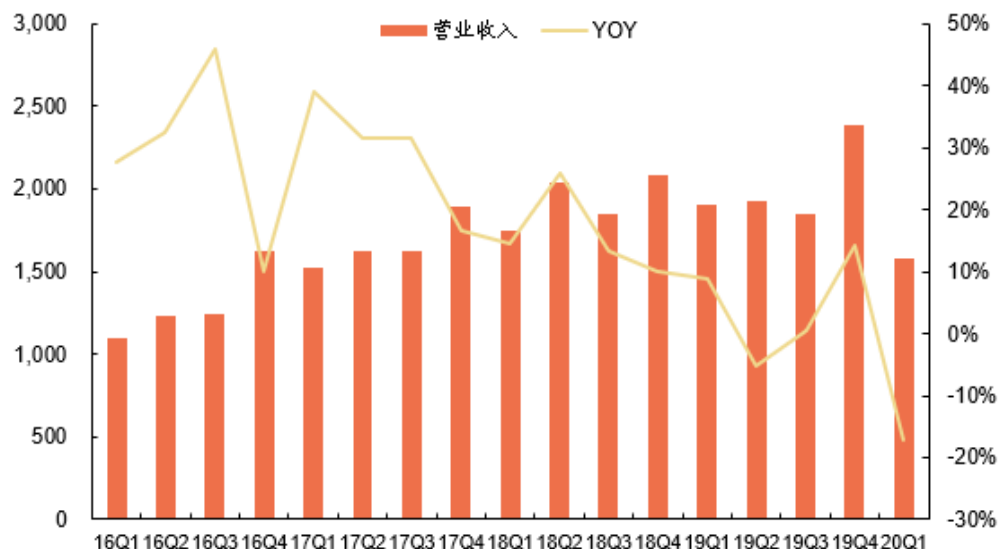
资料来源：中汽协，第一商用车网，申港证券研究所

4. 零部件：盈利好于整车 看好特斯拉和 MEB

汽车零部件行业作为产业链的上游，行业景气度和企业盈利受到下游整车厂订单影响。通过对整车和零部件业绩的分析，在汽车行业下行时，压力将逐步传递到零部件板块。

2019 零部件板块总营收为 8068 亿元，同比增长 4.6%，其中体量较大的华域汽车、潍柴动力、福耀玻璃、均胜电子合计占板块营收的 49.7%，上述四家企业营收合计同比增长 2.1%，其余公司营收同比增长 7.1%。分季度看，19Q4 零部件板块营收同比增长 14.2%，零部件板块整体表现优于汽车行业平均增速。20Q1 零部件板块营收增速为-17.2%，其中规模较大的四家企业营收同比下滑 21.5%，其余企业合计营收同比下滑 12.3%，20Q1 零部件板块营收下滑主要原因是由于疫情导致 2-3 月中旬整车厂处于停产状态，即使复工，但多数车企产能并未恢复，所以零部件企业订单大幅下滑。

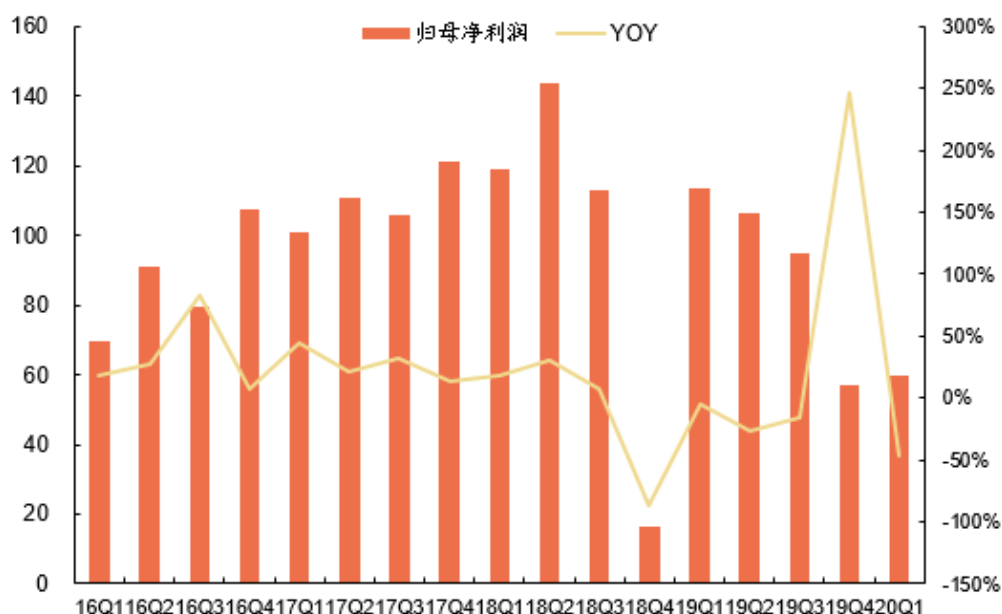
图35：零部件板块营业收入及增速(亿元)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

Q1 零部件板块归母净利润同比下滑 47%，好于整车板块。2019 Q1-Q4 汽车零部件板块归母净利润增速分别为-4.74%、-26.2%、-16.1%、246%。整体比较零部件和整车板块，我们发现零部件板块收入和归母净利润增速均好于整车板块。20Q1 零部件板块归母净利润同比下滑 47.3%，环比增长 5.2%。

图36：零部件板块归母净利润及增速(亿元)



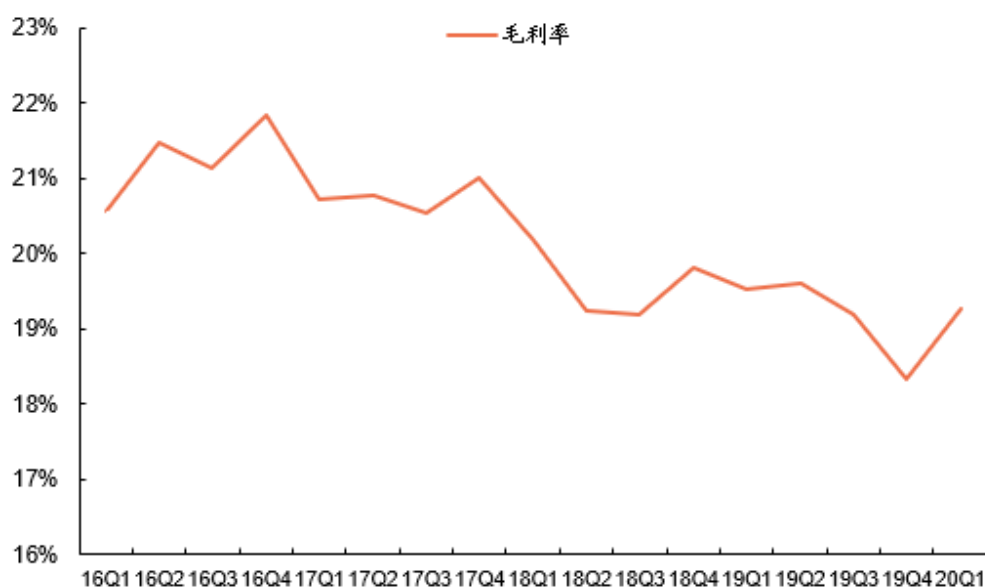
资料来源：公司公告，申港证券研究所

20Q1 零部件板块毛利率同比下滑 0.3 pct，环比增长 0.9 pct。按季度分析，19Q1-Q4 零部件板块毛利率分别为 19.5%、19.6%、19.2%、18.3%。20Q1 由于汽车产量下滑，零部件板块收入下行，由于年降和规模效应导致成本升高的原因，导致毛利率较 19Q1 降低 0.3 pct，环比 19Q4 提高 0.9 pct。

20Q1 净利率同比下降 2.8 pct，环比提高 1.2 pct。零部件板块 19Q1-Q4 净利率分别为 6.94%、6.5%、6%、3%。20Q1 净利率为 4.15%，同比降低 2.8 pct，环比提高 1.2 pct。零部件企业中，资产较重的公司规模效应明显，在收入承压时，业绩下滑幅度更大，而资产较轻和海外收入占比较高的零部件企业，在 Q1 国内汽车行业下行时，仍能保持较为稳定的收入和利润。

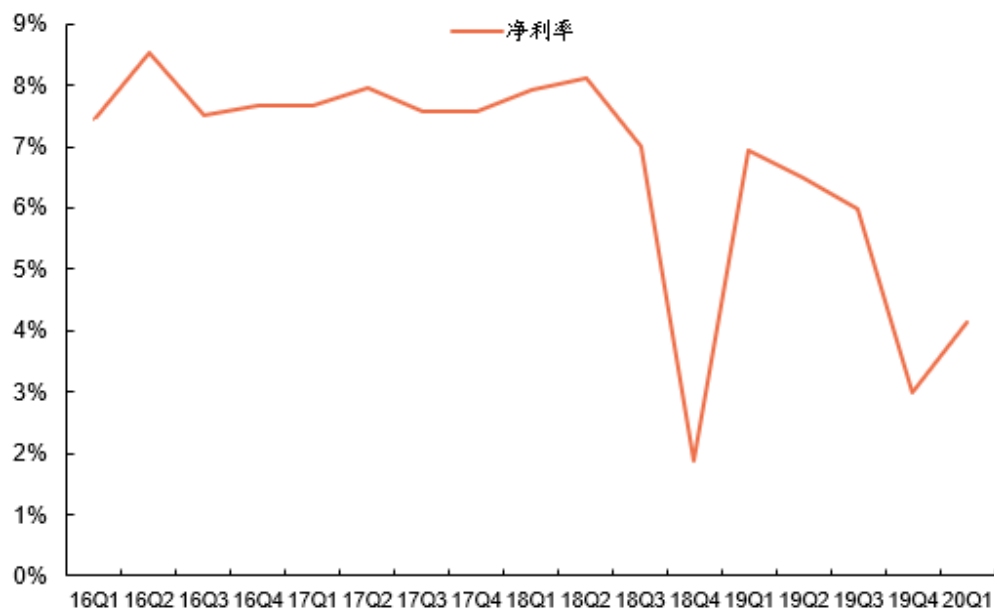
期间费用率同比提高 1.9 pct，环比提高 1.1 pct。20Q1 零部件板块期间费用率为 14.7%，比去年同期提高 1.9 pct，环比提高 1.1 pct，其中财务费用率同比/环比基本持平，主要是由于管理费用率、销售费用率和研发费用率的提高。20Q1 单季度期间费用同比/环比均下降，但由于板块营业收入下滑幅度更大，导致期间费用率提高。

图37：零部件板块毛利率



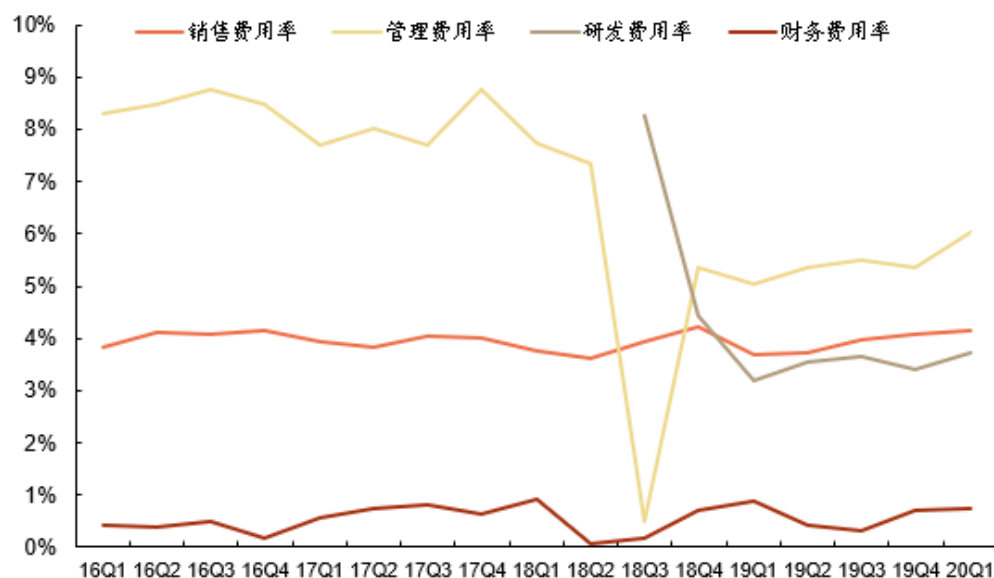
资料来源：Wind，申港证券研究所

图38：零部件板块净利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图39: 零部件板块期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

结论: 零部件板块 Q1 业绩承压, 但整体表现好于整车板块。随着乘用车行业增速中枢的下降, 在客户拓展和产品升级方面有较大进展的零部件企业才能保持较高的增速。2020Q3 行业有望迎来拐点, 汽车板块将出现趋势性投资机会, 但从超额收益角度, 看好特斯拉和大众 MEB 产业链。

- ◆ 特斯拉产业链：重点推荐拓普集团、新泉股份、均胜电子、宁德时代(电新)；
- ◆ 大众 MEB 产业链：重点推荐爱柯迪、华域汽车、精锻科技、科博达和星宇股份等。

5. 投资策略

2019 年汽车行业经历了国五促销扰动后，下半年逐渐复苏，导致销量下行的三四五线城市需求回暖，销量降幅收窄，12 月份终端零售数据剔除新能源汽车后已经同比转正，19Q4 汽车板块业绩也环比改善，零部件改善更为明显。受疫情影响，20Q1 汽车销量大幅下滑，板块整体承压，但随着疫情缓解后，3 月汽车终端销量恢复至去年同期 70%左右的水平，我们预计 4 月乘用车销量增速有望收窄至-10%以内，Q2 销量有望与 19 年同期持平。考虑到 19Q3 基数较低，我们认为 20Q3 销量将实现正增长，建议增配乘用车和零部件。

乘用车板块：建议配置低估值和高弹性的标的。乘用车行业规模效应明显，由于 Q1 销量大幅下滑，导致乘用车企业业绩承压，但我们认为行业销量将逐月收窄，Q3 销量有望实现转正，建议 Q2 增配低估值的上汽集团，以及自主销量超预期、福特底部反弹的长安汽车。

零部件板块：建议配置特斯拉产业链、大众 MEB 产业链，以及部分海外收入占比较高、但估值处于底部的优质零部件企业等。零部件板块业绩表现好于整车，同时零部件板块 PE 为 17.7 倍，估值整体位于近五年来低位，相对整车而言，安全边际更高。从超额收益角度来考虑，我们认为特斯拉产业链将是贯穿全年的投资机会，预计大众 MEB 产业链在 Q3 将成为投资热点；同时，由于海外疫情严重，国外收入占比较高的零部件企业估值被杀到底部，随着海外疫情控制后，上述零部件企业有望快速反弹，因此建议底部布局。重点推荐拓普集团、新泉股份、均胜电子、宁德时代(电新)、爱柯迪、华域汽车和精锻科技等。

6. 风险提示

乘用车销量低于预期；

新能源汽车销量不及预期；

政策不及预期。

研究助理简介

王敬，西北工业大学硕士，曾就职于上汽大众，东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上