

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年05月12日

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

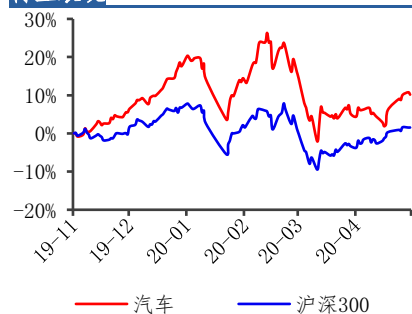
✉ liuxinchang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<新冠肺炎疫情对中国汽车产业影响的全面分析>> 2020-04-03

<<最坏时刻已经过去，积极布局乘用车相关产业链>> 2019-09-03

<<最坏时刻已经过去，积极布局乘用车相关产业链>> 2019-09-03

目前行业处于“四重底”状态，建议超配乘用车产业链标的

——汽车行业疫情过后投资策略

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	20E	21E	20E	21E
上汽集团	1.94	2.26	9.26	7.96
广汽集团(H)	0.78	1	8.60	6.71
长城汽车	0.44	0.54	17.12	15.25
吉利汽车(H)	1	1.26	10.54	8.28
华域汽车	1.98	2.18	10.46	9.52
福耀玻璃	1.15	1.4	15.65	13.24
伯特利	1.22	1.45	26.34	20.99
万里扬	0.48	0.66	30.94	18.33
贝斯特	0.98	1.22	20.65	16.68

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **20Q1 汽车行业处于“四重底”状态，销量底部+业绩底部+估值底部+机构持仓底部。**
- **①销量底部：**此轮汽车下行周期从 17 年开始，20Q1 加速触底。2016-2020Q1 国内汽车批发销量增速依次为 13.7%、3.6%、-3.1%、-8.1%、-42.4%，此轮汽车行业销量增速换挡下行历时 3 年多，20Q1 已经处于景气周期最底部。2020 年 4 月汽车销量同比增速为 4.4%，环比增速为 43.5%，已出现一定程度回暖。
- **②业绩底部：**20Q1 迎来史上最差财报季，汽车板块业绩下滑对股价的冲击已经较为充分。20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126 亿元，同比下降 33.2%；实现归母净利润 44 亿元，同比下降 81.7%。其实乘用车板块、客车板块、零部件板块的归母净利润从 17-18 年就已经开始持续负增长。乘用车板块自 2017 年归母净利润开始负增长，17-20Q1 板块归母净利润同比-1.27%、-12.56%、-52.28%、-101.59%。客车板块自 2018 年归母净利润开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比-42.72%、-7.00%、-244.28%。零部件板块归母净利润自 2018 年开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比-2.86%、-18.51%、-48.38%。
- **③估值底部：**20Q1 估值回调已经较为充分，当前汽车板块 PB 处于近 10 年的最底区域。汽车行业属于重资产行业，企业盈利对产能利用率高度敏感，在 Q1 部分主机厂出现亏损，以及整个行业利润大幅下滑，汽车板块估值已经提前充分回调。从 PB 来看，SW 汽车指数、SW 整车指数、SW 零部件指数当前 PB 分别为 1.48 倍、1.25 倍、1.71 倍，基本都到达了近

10 年以来的最低估值区域，和 12-13 年的估值水平差不多。（由于利润大幅下滑，此时 PE 参考意义不大，主要看 PB）

- **④机构持仓底部：**从机构持仓比例来看，20Q1 汽车行业基金配置比例接近 2010 年以来最低值。机构 20Q1 减仓汽车股，配置比例由 19Q4 的 2.6% 下降至 20Q1 的 2.0%，当前汽车行业基金配置比例接近 2010 年以来最低值。从行业配置比例变动幅度来看，20Q1 汽车行业配置比例较 19Q4 下降 0.6%，下降幅度位列 SW 行业第 6。另外，20Q1 基金对汽车行业的配置比例为低配 1.08%，低配比例位列申万一级行业第八。2020Q1，基金持有汽车行业个股数量由 19Q4 的 165 支下降至 20Q1 的 74 支，持股市值由 19Q4 的 631.54 亿元下降至 20Q1 的 304.04 亿元。
- **建议超配乘用车产业链标的。**20Q1 至暗时刻已过，底部探明，后续整个产业链基本面只会越来越好，随着国内外疫情逐步受控，各行各业复工复产，国内外经济会逐步修复，乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本受控、国内外经济修复，乘用车产业链的估值和盈利有望双提升，迎来戴维斯双击。除了宏观经济修复的正向因素之外，我们认为还有以下 3 大正向因素的促进：①2-3 月份被抑制的需求，将在 4 月份疫情得到良好控制之后，逐步释放；②各省市积极响应商务部号召，陆续因地制宜出台刺激汽车消费的相关政策，且刺激政策窗口期一直延续到下半年，因此越到后面刺激效果可能越明显；③疫情导致民众对公共交通的安全性担忧，激发出部分消费者的购车需求，并使得有些消费者缩短决策周期并提前购车。
- **投资建议：**20Q1 汽车行业历史最差财报季已过，汽车行业估值（PB）基本到达了近 10 年的最底部，机构持仓比例也基本为近 10 年最低水平。乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本控制之后，国内外经济修复，乘用车产业链标的的估值和盈利将双提升，迎来戴维斯双击。乘用车产业链已经进入或即将进入右侧，建议超配乘用车产业链优质标的。乘用车整车推荐上汽集团、广汽集团、吉利汽车和长城汽车；乘用车零部件推荐华域汽车、福耀玻璃、伯特利、万里扬、贝斯特。
- **风险提示：**海外疫情持续时间不定、国内汽车销量不及预期

目录

1. 此轮汽车行业调整从 17 年开始，20 Q1 行业加速触底	5
1.1 此轮汽车行业调整从 17 年开始，周期已经有 3 年以上	5
1.2 20Q1 车市销量受疫情影响超常规大幅下滑，行业加速触底	6
1.3 汽车企业 20Q1 收入和利润受损严重，迎来历史最差财报季	9
2. 最差财报季已经过去，目前行业估值在历史底部区域	12
3. 从机构持仓比例来看，汽车行业机构持仓也是近 10 年来最低值	13
4. 国内车市 4 月复苏显著，海外车企五月相继复工	14
4.1 国内车市 4 月已出现一定复苏迹象	14
4.2 海外主要车企 5 月份相继复工	15
5. 2020 年 4 月以后汽车行业或持续回暖，乘用车产业链会迎来戴维斯双击	16
6. 投资建议	17
7. 风险提示	18

图表目录

图 1: 国内汽车销量增速	5
图 2: 乘用车、商用车销量增速	6
图 3: 20Q1 汽车销量同比-42.42%	6
图 4: 20Q1 乘用车销量同比-45.4%	7
图 5: 20Q1 商用车销量同比-28.4%	7
图 6: 20Q1 乘用车销量同比下降 45.38%	7
图 7: 20Q1 轿车销量同比下降 47.32%	7
图 8: 20Q1 SUV 销量同比下降 39.95%	7
图 9: 20Q1 MPV 同比下降 63.27%	8
图 10: 20Q1 交叉型乘用车同比下降 54.08%	8
图 11: 20Q1 客车销量同比下降 30.05%	8
图 12: 20Q1 货车销量同比下降 28.22%	8
图 13: 重卡单季度销量增长情况	8
图 14: 轻卡单季度销量增长情况	8
图 15: 20Q1 汽车行业上市公司总体营收同比-33.2%	9
图 16: 20Q1 汽车行业上市公司归母净利润同比-81.7%	9
图 17: 20Q1 零部件板块收入同比-19.11%	11
图 18: 20Q1 零部件板块归母净利润同比-48.38%	11
图 19: SW 汽车、SW 整车、SW 零部件指数 PB 变动情况	12
图 20: 汽车板块、整车板块、零部件板块基金配置比例	13
图 21: 汽车行业配置比例下降幅度位列申万一级行业第六	13
图 22: 汽车行业低配比例位列申万一级行业第八	13
图 23: 汽车月度销量及同比增速	14
图 24: 乘用车月度销量及同比增速	15
图 25: 商用车月度销量及同比增速	15
表 1: 2016-20Q1 汽车行业各子板块营收 YOY	9
表 2: 2016-20Q1 汽车行业各子板块归母净利润 YOY	9
表 3: 主要整车厂 20Q1 收入和扣非后归母净利润（按 20Q1 收入排序）	10
表 4: 市值 TOP20 零部件企业 20Q1 业绩（按市值排序）	11
表 5: 欧美主要整车厂复工时间表	15
表 6: 各省市刺激汽车消费政策	16

1. 此轮汽车行业调整从 17 年开始，20Q1 行业加速触底

1.1 此轮汽车行业调整从 17 年开始，周期已经有 3 年以上

我国汽车销量增速其实从 2017 年开始就持续下行，主要是乘用车销量增速持续下行，商用车表现始终强于乘用车。2016-2020Q1 汽车销量同比增速分别为 13.7%、3.6%、-3.1%、-8.1%、-42.4%。其中乘用车 2016-2020Q1 销量同比增速分别为 15.1%、1.9%、-4.3%、-9.5%、-45.4%；商用车分别为 5.6%、15.1%、4.1%、-1%、-28.4%。

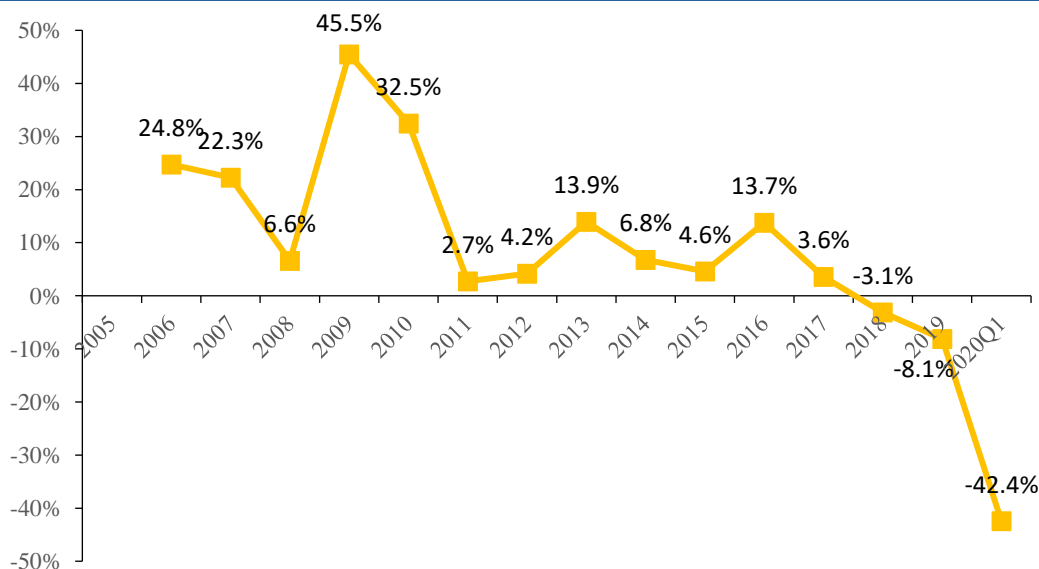
2015Q4-2016 我国对 1.6L 及以下排量乘用车实行 5%的购置税，2016 年汽车销量同比增速达 13.7%，乘用车销量同比增速达 15.1%。

2017 年 1.6L 及以下排量乘用车实行 7.5%的购置税，在 2016 年高基数的背景下 2017 年汽车销量也实现了 3.6%的个位数增长。

2018 年以来受宏观经济增速放缓(2017-2020Q1 实际 GDP 增速分别为 6.9%、6.7%、6.1%、-6.8%)、中美贸易战、小排量汽车购置税减免政策退出，以及 2019 年国五升国六去库存影响，18-19 年我国汽车批发销量持续负增长，2018、2019 年汽车销量同比增幅分别为 -3.1%、-8.1%。

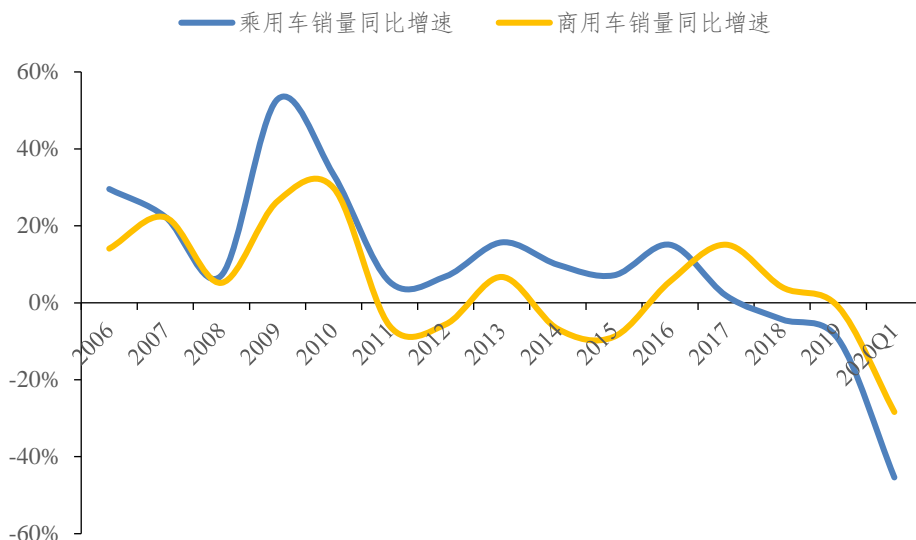
2020Q1 受疫情冲击、叠加农历春节明显早于去年等因素(2020 年 1 月销量负增长原因)，汽车销量增速出现超常规大幅下滑，20Q1 汽车销量同比下滑 42.4%。

图 1：国内汽车销量增速



资料来源：中汽协、长城证券研究所

图 2: 乘用车、商用车销量增速

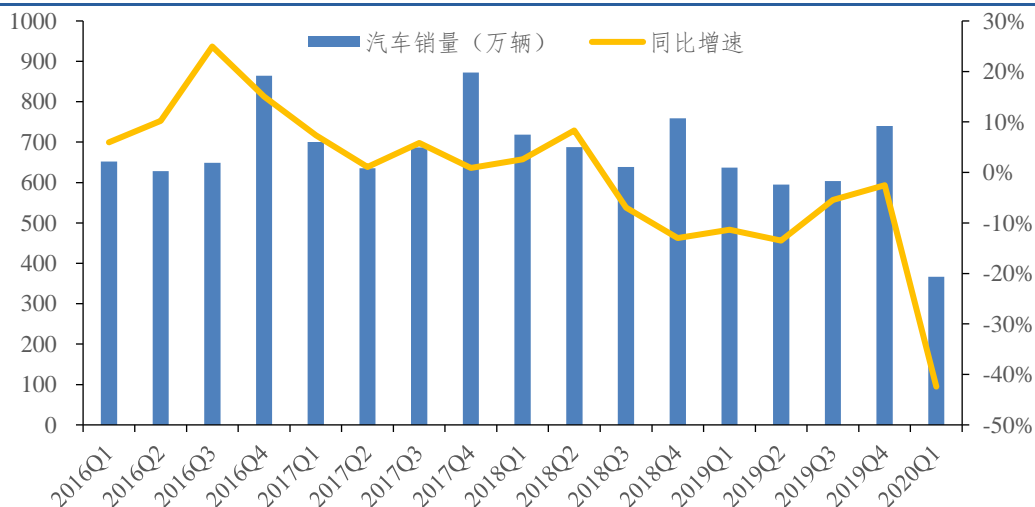


资料来源: 中汽协、长城证券研究所

1.2 20Q1 车市销量受疫情影响超常规大幅下滑，行业加速触底

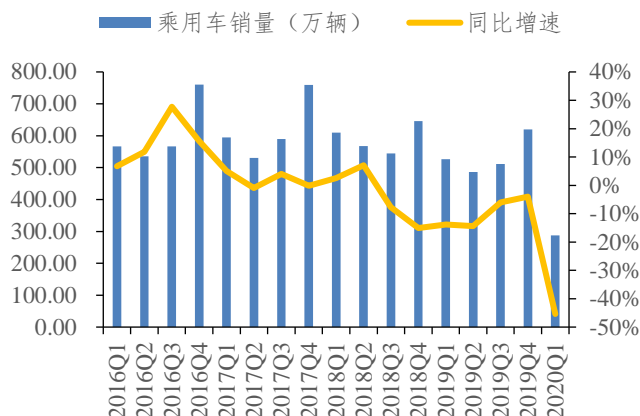
20Q1 国内汽车销量 367.2 万辆，同比下降 42.4%，其中，乘用车 Q1 销量 287.7 万辆，同比下降 45.4%；商用车 Q1 销量 79.4 万辆，同比下降 28.4%。受疫情冲击，2 月国内车市销量几乎停滞，单月实现销量 31 万辆，同比下降 79.1%。3 月汽车产业链除湖北地区之外均已逐步复工复产，需求端消费也开始恢复，3 月销量复苏明显，实现销量 143 万辆，同比下降 43.2%，环比增长 361.4%。同时叠加 2020 年 1 月新年放假安排，月度销量 192.7 万辆，同比下降 18.6%，导致 2020 年一季度车市仅实现销量 367.2 万辆，同比下降 42.4%。

图 3: 20Q1 汽车销量同比-42.42%



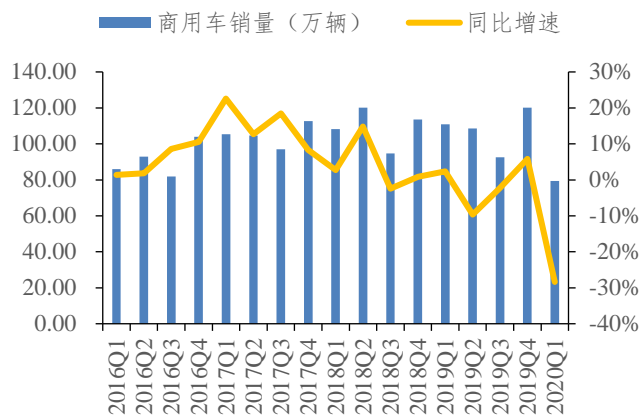
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 4: 20Q1 乘用车销量同比-45.4%



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

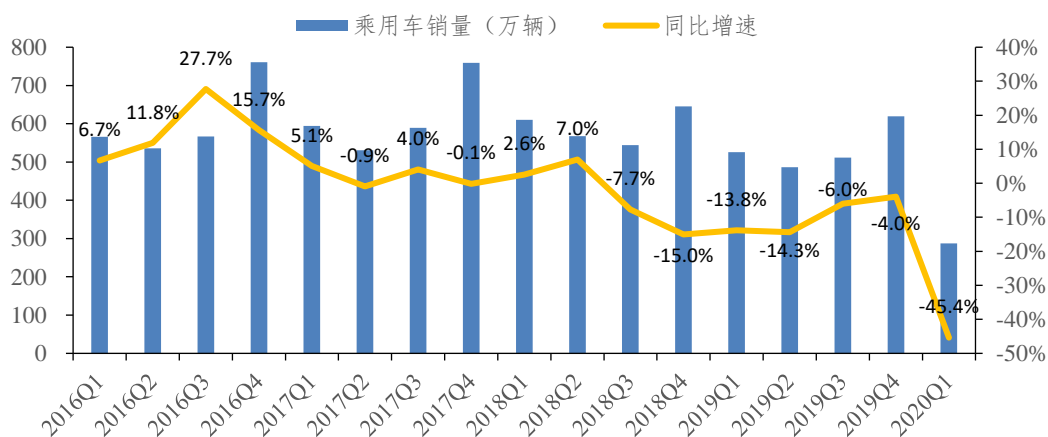
图 5: 20Q1 商用车销量同比-28.4%



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

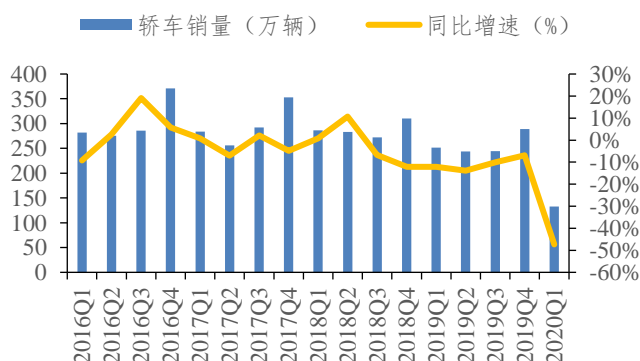
20Q1 乘用车单季度销量七连降。继 18Q3 以来, 乘用车单季度销量持续负增长, 20Q1 受新冠疫情的影响, 跌幅显著扩大。20Q1 乘用车销量 287.31 万辆, 同比下降 45.38%, 其中轿车销量 132.49 万辆, 同比下降 47.32%; SUV 销量 136.73 万辆, 同比下降 39.95%; MPV 销量 13.57 万辆, 同比下降 63.27%; 交叉型乘用车销量 4.53 万辆, 同比下降 54.08%。

图 6: 20Q1 乘用车销量同比下降 45.38%



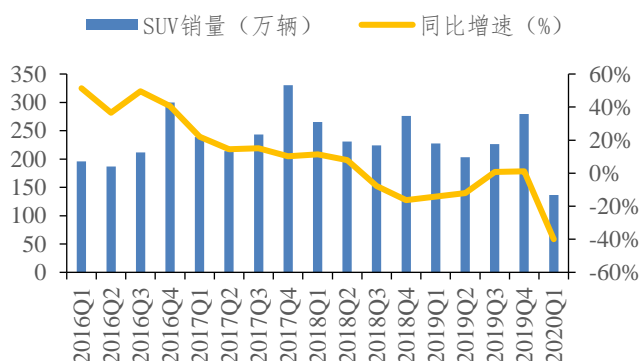
资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 7: 20Q1 轿车销量同比下降 47.32%



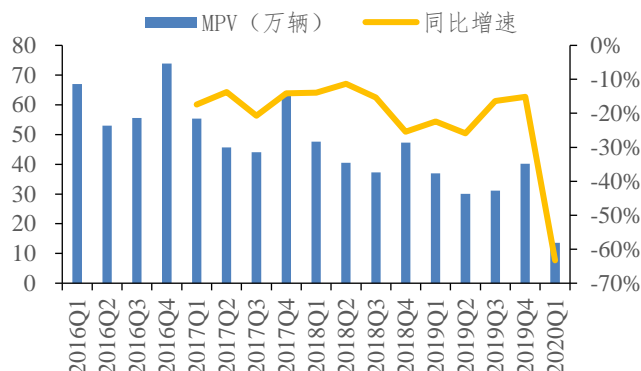
资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 8: 20Q1 SUV 销量同比下降 39.95%



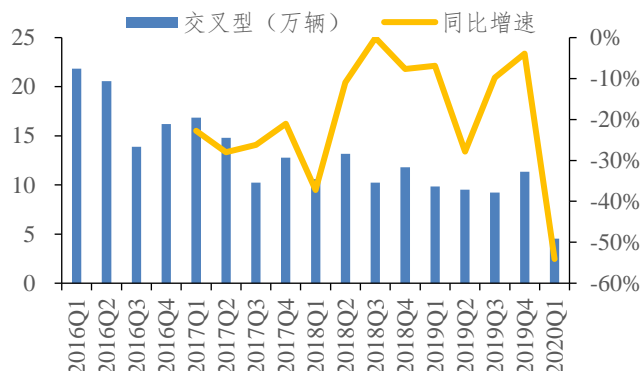
资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 9: 20Q1MPV 同比下降 63.27%



资料来源: 长城证券研究所

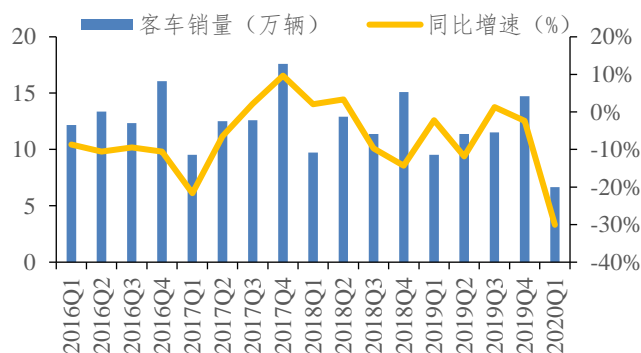
图 10: 20Q1 交叉型乘用车同比下降 54.08%



资料来源: 长城证券研究所

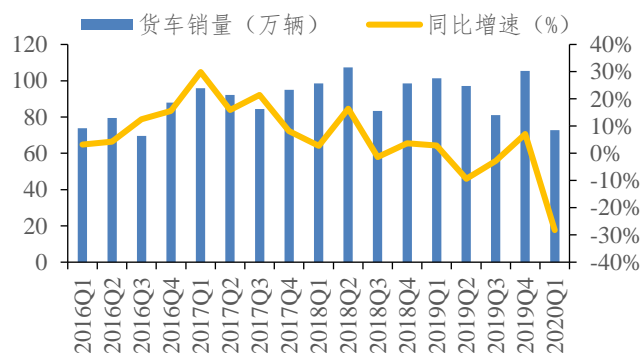
商用车销量下滑幅度小于乘用车，货车略优于客车，重卡优于轻卡。20Q1 客车销量 6.66 万辆，同比下降 30.05%；20Q1 货车销量 72.76 万辆，同比下降 28.22%。客车、货车销量降幅小于乘用车，货车略优于客车。其中重卡销量 27.42 万辆，同比下降 15.75%；轻卡销量 33.51 万辆，同比下降 31.92%。自 2016 年开始，治超限载、国三及以下车型淘汰和排放标准升级等多因素叠加，重卡行业维持较高景气。

图 11: 20Q1 客车销量同比下降 30.05%



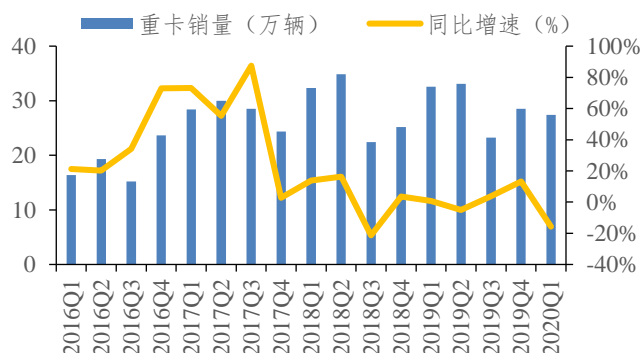
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 12: 20Q1 货车销量同比下降 28.22%



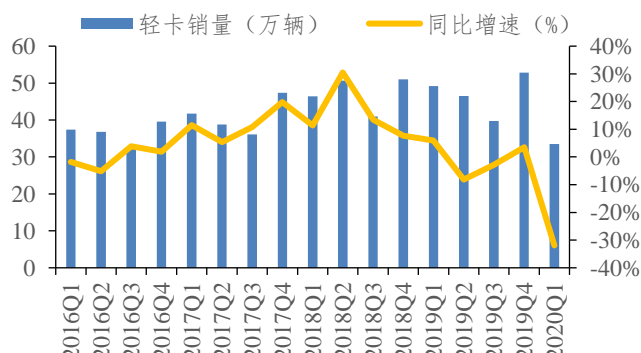
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 13: 重卡单季度销量增长情况



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 14: 轻卡单季度销量增长情况



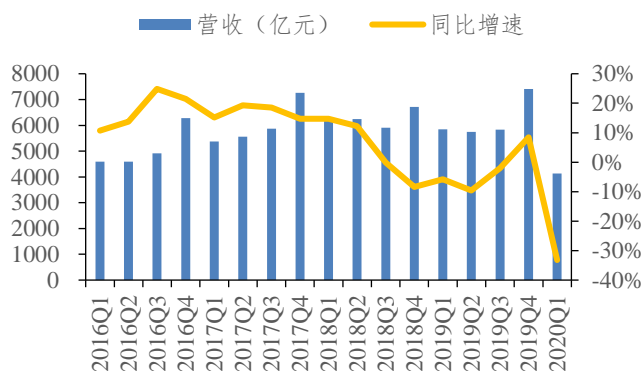
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

1.3 汽车企业 20Q1 收入和利润受损严重，迎来历史最差财报季

受销量大幅下滑影响，20Q1 汽车行业营收、归母净利润大幅下滑，迎来最差财报季。20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126.24 亿元，同比下降 33.19%；实现归母净利润 43.57 亿元，同比下降 81.72%，为 18Q3 以来最大跌幅。

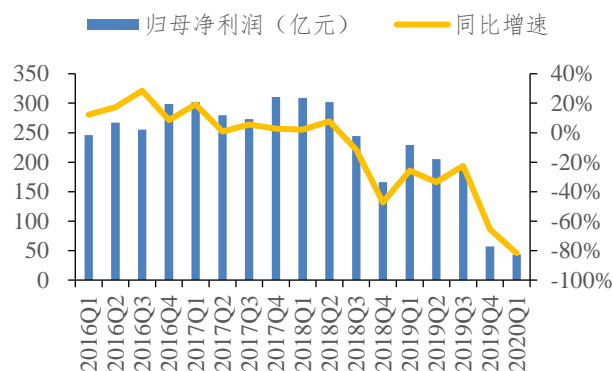
其实乘用车板块、客车板块、零部件板块的归母净利润从 17-18 年就已经开始持续负增长。乘用车板块自 2017 年归母净利润开始负增长，17-20Q1 板块归母净利润同比-1.27%、-12.56%、-52.28%、-101.59%。客车板块自 2018 年归母净利润开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比-42.72%、-7.00%、-244.28%。零部件板块归母净利润自 2018 年开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比-2.86%、-18.51%、-48.38%。

图 15: 20Q1 汽车行业上市公司总体营收同比-33.2%



资料来源: wind、长城证券研究所

图 16: 20Q1 汽车行业上市公司归母净利润同比-81.7%



资料来源: wind、长城证券研究所

表 1: 2016-20Q1 汽车行业各子板块营收 YOY

	2016	2017	2018	2019	2020Q1
汽车行业	17.92%	16.79%	3.63%	-2.00%	-33.19%
乘用车	17.03%	14.38%	2.74%	-5.82%	-40.48%
客车	3.44%	-12.24%	-5.41%	-1.99%	-35.81%
货车	16.40%	25.71%	-10.50%	4.35%	-31.66%
零部件	23.19%	27.29%	10.69%	3.59%	-19.11%
汽车销售与服务	17.68%	11.00%	0.51%	0.39%	-34.36%

资料来源: 长城证券研究所

表 2: 2016-20Q1 汽车行业各子板块归母净利润 YOY

	2016	2017	2018	2019	2020Q1
汽车行业	16.75%	6.94%	-12.52%	-33.66%	-81.72%
乘用车	15.64%	-1.27%	-12.56%	-52.28%	-101.59%
客车	-12.18%	3.08%	-42.72%	-7.00%	-244.28%
货车	-22.44%	-24.61%	-206.45%	199.08%	-98.36%

	2016	2017	2018	2019	2020Q1
零部件	26.87%	24.42%	-2.86%	-18.51%	-48.38%
汽车销售与服务	33.81%	14.84%	5.72%	-30.29%	-124.61%

资料来源：长城证券研究所

整车企业：Q1 收入和利润大幅下滑，扣非后归母净利润下滑幅度远大于收入的降幅，主要是产销下滑导致车企折旧摊销等固定成本支出占比较高。Q1 汽车销量下降 42.4%，直接导致了主要整车企业收入下滑约 20%-50% 不等，12 家主要整车厂 20Q1 收入合计 1975.85 亿元，同比下降 41.82%。除了上汽集团、中国重汽和东风汽车其他主机厂均出现亏损，12 家主要整车厂 20Q1 扣非后归母净利润合计亏损 31.43 亿元，而 19Q1 为盈利 86.16 亿元，20Q1 扣非后归母净利润同比大幅下滑 136.48%。整车龙头企业上汽集团 20Q1 实现收入 1059.47 亿元，同比下降 47.08%，扣非后归母净利润 6.91 亿元，同比下降 90.91%。长城汽车、比亚迪、广汽集团扣非后归母净利润降幅也分别达到了 216.4%、214.5%、103.6%，长安汽车、福田汽车、江淮汽车延续亏损。受益于重卡行业 3 月的快速复苏及龙头优势，中国重汽 Q1 收入 82.1 亿元，同比下滑 28.76%，扣非后归母净利润 2.52 亿元，同比下滑 13.66%。

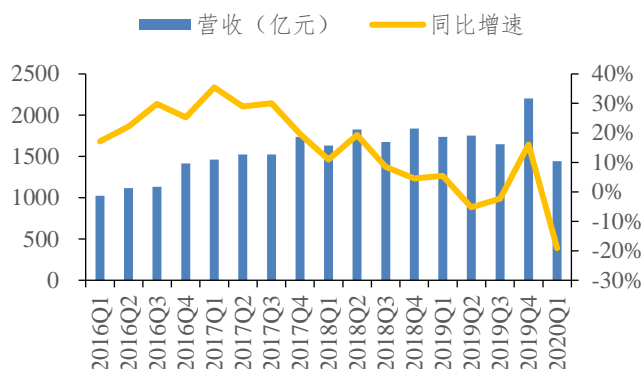
表 3：主要整车厂 20Q1 收入和扣非后归母净利润（按 20Q1 收入排序）

公司	20Q1 收入（亿元）	YOY（%）	20Q1 扣非后归母净利润 （亿元）	YOY（%）
上汽集团	1059.47	-47.08	6.91	-90.91
比亚迪	196.79	-35.06	-4.72	-214.50
长城汽车	124.16	-45.13	-7.49	-216.37
长安汽车	115.64	-27.76	-17.93	续亏
广汽集团	108.78	-24.33	-0.80	-103.60
福田汽车	92.24	-34.78	-3.17	续亏
江淮汽车	91.33	-37.66	-4.29	续亏
中国重汽	82.10	-28.76	2.52	-13.66
江铃汽车	46.19	-29.01	-0.87	-22.88
宇通客车	28.08	-41.97	-1.98	-180.29
东风汽车	20.66	-33.72	0.40	-60.48
中通客车	10.41	-21.81	-0.02	-884.19
合计	1975.85	-41.82	-31.43	-136.48

资料来源：wind、长城证券研究所

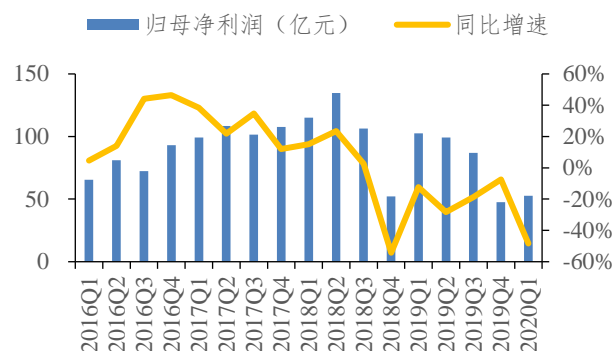
零部件企业：收入和利润整体受损，但小于整车跌幅，企业分化较大。2020Q1 汽车零部件板块实现营收 1444.19 亿元，同比下降 19.11%，而 20Q1 乘用车板块、客车板块、货车板块营收分别下降 40.48%、35.81%、31.66%，从抗风险能力来看，零部件板块表现优于整车板块。

图 17: 20Q1 零部件板块收入同比-19.11%



资料来源: wind、长城证券研究所

图 18: 20Q1 零部件板块归母净利润同比-48.38%



资料来源: wind、长城证券研究所

我们选取了市值前 20 的零部件企业进行分析，仅万里扬、德赛西威、威孚高科、旭升股份 4 家公司收入实现正增长，其余 16 家公司 20Q1 收入下滑幅度在 0%-33% 之间不等。扣非后归母净利润仅奥特佳一家公司亏损，其余 19 家公司均盈利，其中德赛西威、旭升股份、万里扬、岱美股份、伯特利、爱柯迪扣非后归母净利润实现正增长，星宇股份、拓普集团、均胜电子利润跌幅优于收入跌幅，我们认为主要原因在于：

- ① 这 20 家公司基本为各自行业龙头，车市销量大幅下滑，对于其余较小零部件企业影响更大，龙头企业受到影响小于行业。
- ② 零部件企业存在海外业务，Q1 海外疫情尚未大规模爆发，海外业务可部分对冲国内业务下滑影响，不过随着 Q2 海外疫情的爆发，Q2 业绩需要密切关注。
- ③ 受益于电动化、智能化的发展，少数公司凭借较强实力，实现逆势增长。

表 4: 市值 TOP20 零部件企业 20Q1 业绩（按市值排序）

公司	20Q1 收入（亿元）	YOY (%)	20Q1 扣非后归母净利润（亿元）	YOY (%)
潍柴动力	389.99	-13.74	18.24	-25.49
华域汽车	239.73	-32.60	0.11	-99.16
福耀玻璃	41.71	-15.47	3.80	-26.35
星宇股份	12.58	-11.67	1.49	-3.06
拓普集团	12.08	-2.98	1.08	-0.20
均胜电子	122.17	-20.83	2.77	-4.74
德赛西威	11.45	14.17	0.43	160.16
科博达	6.09	-7.25	0.80	次新股
威孚高科	27.72	22.11	4.95	-19.26
旭升股份	2.88	14.54	0.47	34.18
万丰奥威	20.00	-18.55	0.78	-53.35
万向钱潮	18.47	-30.92	0.77	-63.04
万里扬	10.83	11.85	0.94	26.02
岱美股份	11.22	-9.99	1.69	44.72
伯特利	5.94	-7.42	0.92	17.93
奥特佳	6.68	-21.50	-0.20	-674.21
宁波华翔	27.40	-25.51	0.58	-48.33
爱柯迪	6.11	-2.85	0.99	29.26

公司	20Q1 收入 (亿元)	YOY (%)	20Q1 扣非后归母净利润 (亿元)	YOY (%)
云内动力	17.16	-11.02	1.04	-11.04
中鼎股份	25.11	-5.50	1.22	-58.56
合计	1015.34	-19.24	42.86	-36.85

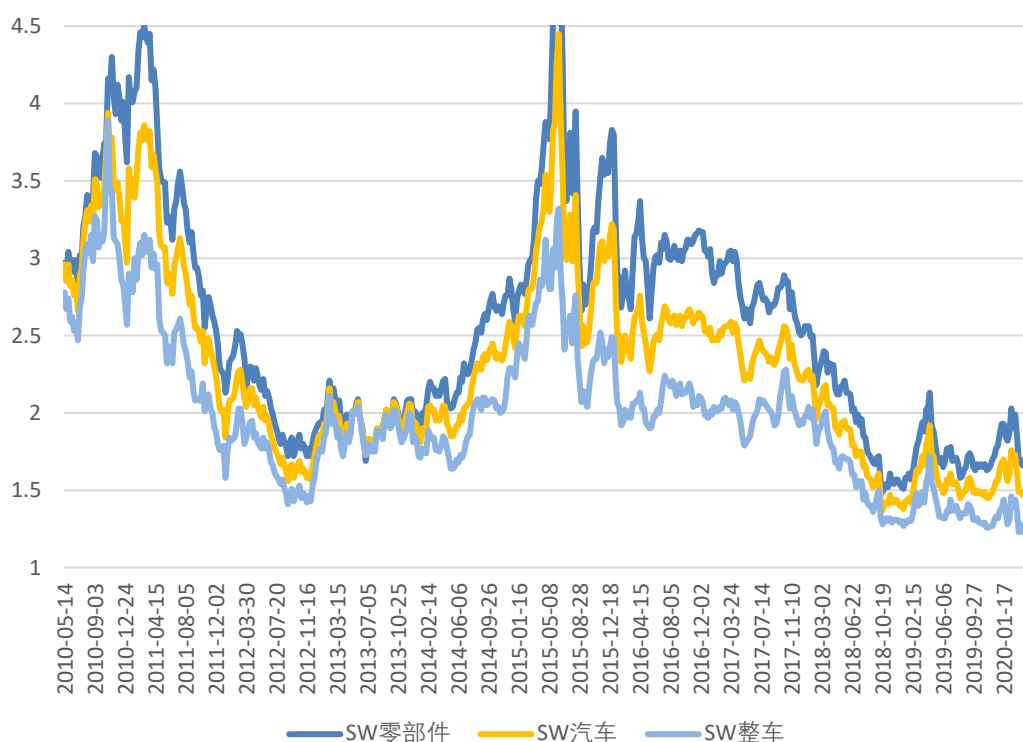
资料来源: 长城证券研究所

2. 最差财报季已经过去, 目前行业估值在历史底部区域

20Q1 底部探明, 估值回调已经较为充分, 当前汽车板块 PB 处于近 10 年的最底区域。

汽车行业属于重资产行业, 规模效应较强, 在 Q1 销量大幅下滑的背景下, 部分主机厂出现亏损 (PE 指标参考意义不大, 主要看 PB 指标), 以及整个行业利润大幅下滑, 所以此前市场对一季报业绩非常担忧, 汽车板块估值回调已经较为充分, 从 PB 来看, SW 汽车指数、SW 整车指数、SW 零部件指数当前 PB 分别为 1.48 倍、1.25 倍、1.71 倍, 基本都到达了近十年以来的最低估值区域, 和 12-13 年的估值水平差不多。但是 20Q1 至暗时刻已过, 底部探明, 后续整个产业链基本面只会越来越好, 估值修复空间较大。

图 19: SW 汽车、SW 整车、SW 零部件指数 PB 变动情况

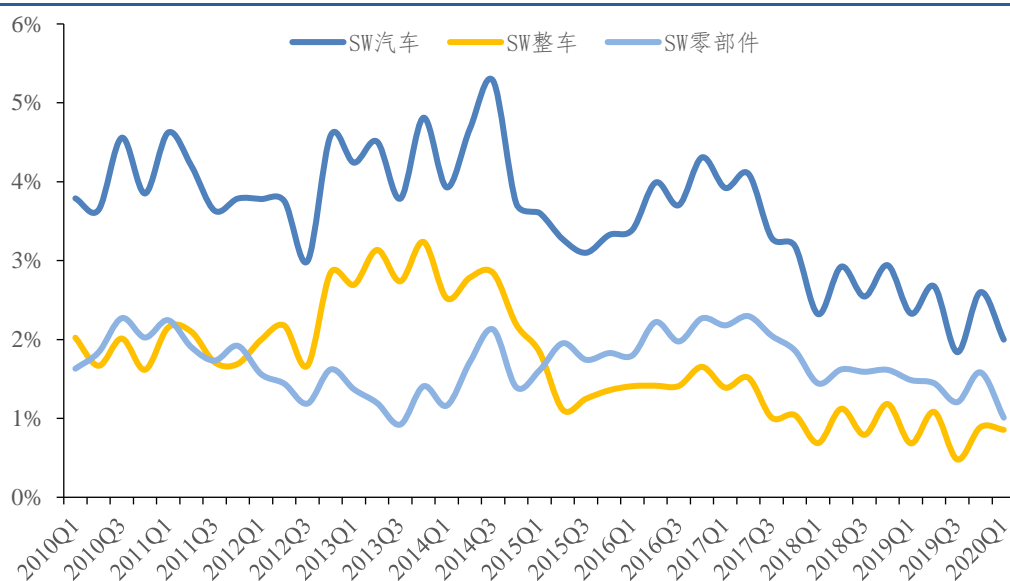


资料来源: wind、长城证券研究所

3. 从机构持仓比例来看，汽车行业机构持仓也是近 10 年来最低值

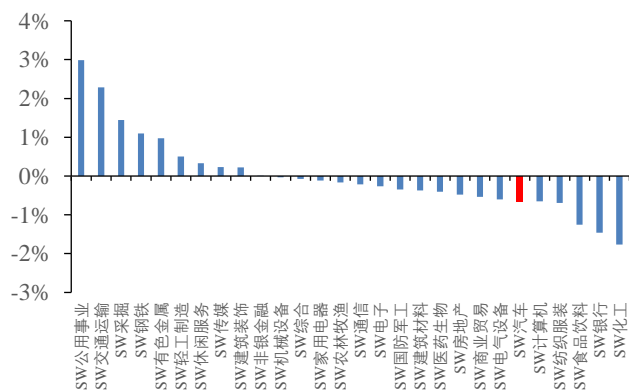
从机构持仓比例来看，20Q1 汽车行业基金配置比例接近 2010 年以来最低值。机构 20Q1 减仓汽车股，配置比例由 19Q4 的 2.6% 下降至 20Q1 的 2.0%，当前汽车行业基金配置比例接近 10 年底部，尤其是整车板块。从行业配置比例变动幅度来看，20Q1 汽车行业配置比例较 19Q4 下降 0.6%，下降幅度位列 SW 行业第 6。另外，20Q1 基金对汽车行业的配置比例为低配 1.08%，低配比例位列申万一级行业第八。2020Q1，基金持有汽车行业个股数量由 19Q4 的 165 支下降至 20Q1 的 74 支，持股市值由 19Q4 的 631.54 亿元下降至 20Q1 的 304.04 亿元。

图 20：汽车板块、整车板块、零部件板块基金配置比例



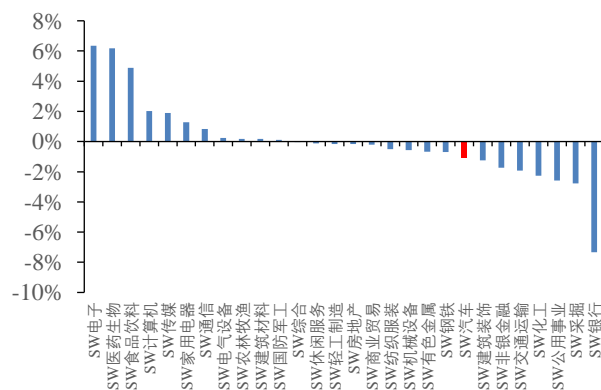
资料来源：wind、长城证券研究所

图 21：汽车行业配置比例下降幅度位列申万一级行业第六



资料来源：长城证券研究所

图 22：汽车行业低配比例位列申万一级行业第八



资料来源：长城证券研究所

4. 国内车市 4 月复苏显著，海外车企五月相继复工

4.1 国内车市 4 月已出现一定复苏迹象

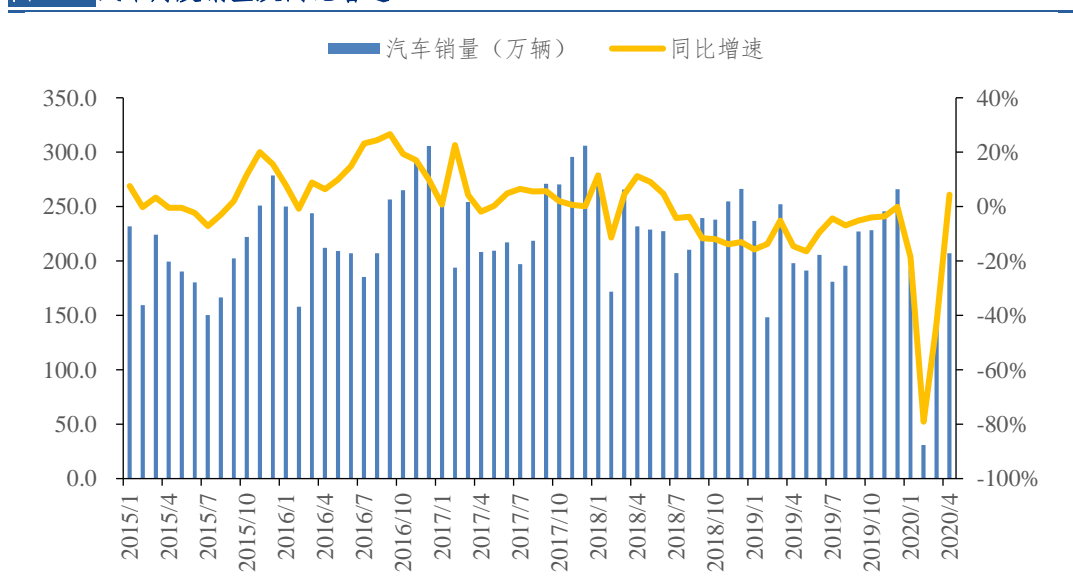
在国家复产复工的强力推动下，疫情核心区外的主力车企在 3 月初已经基本复工。3 月底湖北车企快速复工，这对 4 月的车市生产恢复，供应跟上零售的节拍有很好的推动作用。同时，4 月开始国内消费已基本不受限制，车市已出现一定复苏迹象。

4 月汽车销量转正，乘用车销量跌幅明显收窄，商用车销量大幅增长 31.6%。4 月汽车销量 207.0 万辆，同比增长 4.4%，其中，乘用车销量 153.6 万辆，同比下降 2.6%；商用车销量 53.4 万辆，同比增长 31.6%。

乘用车：4 月销量跌幅大幅收窄，SUV 表现最好。2020 年 4 月乘用车销量 153.6 万辆，同比下降 2.6%，环比增长 45.6%。其中轿车销量 74.3 万辆，同比下降 6.2%，环比增长 47.9%；SUV 销量 69.6 万辆，同比增长 7.3%，环比增长 43.2%；MPV 销量 6.1 万辆，同比下降 36%，环比增长 33.7%；交叉型乘用车销量 3.6 万辆，同比下降 11.5%，环比增长 70.3%。4 月乘用车销量跌幅相对于 3 月份明显收窄，3 月乘用车销量同比跌幅为 48.4%，主要原因为 4 月国内疫情已得到良好控制，生产和消费陆续恢复正常，前期受疫情抑制的需求在逐步释放，叠加各地新出台的汽车消费刺激政策，汽车产销复苏明显。

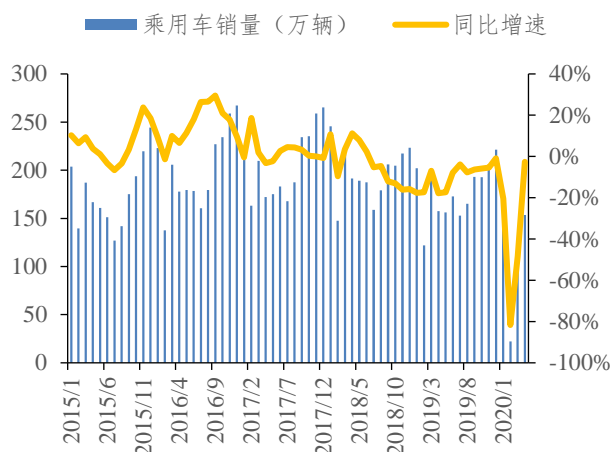
商用车：销量增速率先转正，重卡 4 月销量创历史新高。2020 年 4 月商用车销量 53.4 万辆，同比增长 31.6%，环比增长 37.7%。其中客车销量 3.8 万辆，同比增长 5.2%，环比增长 23.7%；货车销量 49.6 万辆，同比增长 34.2%，环比增长 39%。其中重卡销量 19.1 万辆，同比增长 61.0%，环比增长 59.2%；轻卡销量 21.3 万辆，同比增长 15.4%，环比增长 23%。商用车大幅增长主要是受益于重卡，4 月重卡销量 19.1 万辆创历史新高，同比增速达 61%。重卡销量表现超预期，一方面是由于疫情期间被抑制的需求得到释放，加上各地基建项目陆续启动带动工程重卡需求回暖。

图 23：汽车月度销量及同比增速



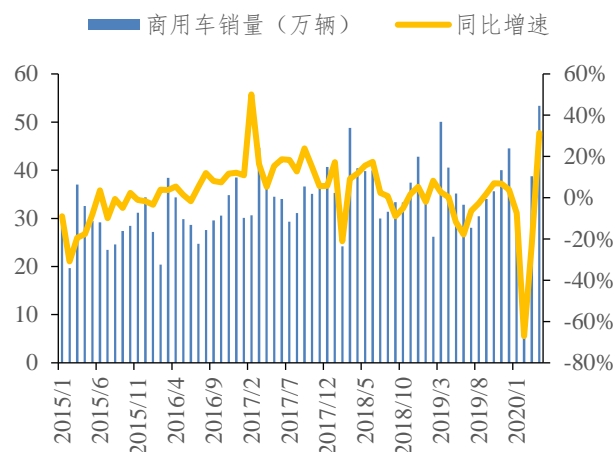
资料来源：中汽协、长城证券研究所

图 24: 乘用车月度销量及同比增速



资料来源：中汽协、长城证券研究所

图 25: 商用车月度销量及同比增速



资料来源：中汽协、长城证券研究所

4.2 海外主要车企 5 月份相继复工

海外疫情自 3 月陆续爆发，各大车企及零部件厂商相继减产甚至停工，疫情对于海外整车及零部件厂商的影响主要分为两种：

日韩：疫情管控及时，所在地车企已部分复工。日韩两个主要的汽车生产国，其疫情爆发时间早于欧美，且政府管控及时，短时间控制住疫情，所在地车企在经历短暂停工之后，已复工。由于消费需求疲软（包括部分出口），且部分欧美供应链受阻，处于减产状态，未来仍需 2-3 个月恢复。

欧美：疫情在 3 月下旬迅速爆发，当地车企相继停产，4 月底到 5 月上旬迎来复工潮。欧美疫情爆发时点晚于日韩，且疫情严重，在经历一个多月的防疫后，疫情初步受控，所在地整车厂迎来复工潮。在欧洲，4 月底，大众、丰田、菲亚特克莱斯勒、雷诺已部分恢复期工厂生产。在北美，通用、现代、本田、丰田、大众、菲亚特克莱斯勒都将于 5 月上旬复工其工厂。

表 5: 欧美主要整车厂复工时间表

整车厂	所在地工厂	复工时间
大众	德国工厂	4 月 27 日已复工
	美国工厂	5 月 3 日复工
菲亚特克莱斯勒	意大利工厂	4 月 27 日已复工
	墨西哥工厂	4 月 20 日已复工
	美国工厂	5 月 4 日复工
丰田	加拿大工厂	5 月 18 日复工
	法国工厂	已在 4 月底复工
雷诺	北美工厂	5 月 4 日复工
日产	法国工厂	已在 4 月底复工
宝马	美国工厂	5 月中旬复工
	英国、美国工厂	5 月 4 日复工
通用	德国、墨西哥工厂	5 月 11 日复工
	北美工厂	5 月 4 日复工

现代	美国工厂	5月4日复工
本田	北美工厂	5月8日或11日复工

资料来源：公开信息整理，长城证券研究所

5. 2020年4月以后汽车行业或持续回暖，乘用车产业链会迎来戴维斯双击

随着国内外疫情逐步受控，各行各业复工复产，国内外经济会逐步修复，乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本受控、国内外经济修复，乘用车产业链的估值和盈利有望双提升，迎来戴维斯双击。除了宏观经济修复的正向因素之外，我们认为还有以下三大正向因素的促进：

①2-3月份被抑制的需求，将逐步在4月份及以后逐步释放。乘用车消费绝大部分情况下必须去实体店体验后购买，疫情导致消费者购车过程不畅通，所以2-3月销量受疫情冲击较大。但是汽车是大金额高度计划性的低频消费，大概率不会因为一两个月的收入下滑导致直接取消购车计划，更多的是推迟几个月。随着疫情得到有效控制，生产生活逐步恢复，后期汽车的补偿性消费需求将显著增加，促使汽车销售在疫情结束之后逐步回暖。

②各省市积极响应商务部号召，陆续因地制宜出台刺激汽车消费的相关政策，且刺激政策窗口期一直延续到下半年，因此越到后面刺激效果可能越明显。

表 6: 各省市刺激汽车消费政策

城市	政策窗口期	政策内容
佛山	2020年3月1日至2021年3月1日	给予每辆车2000元补助；佛山号牌车主凭旧车售卖发票或汽车报废注销证明购买新车，每辆将给予3000元补助；对同一消费者一次性购买5台及以上的大、中、重型客运、载货汽车（车辆单价不少于50万元），每辆车将给予5000元补助。
深圳	4月9日到4月25日	决定使用2020年新追加的小汽车指标额度，面向个人配置1万个混合动力小汽车指标。
深圳市宝安区	4月5日起发放消费券	安排6000万元投入宝乐购行动，最高给予每辆车1万元消费补贴。
广州	3月份至2020年底	给予购买新能源汽车的个人消费者1万元综合补贴；新增5000个巡游出租车和网约车运营车辆指标；对于新增巡游出租车购买纯电动高级车型的（含因跨年度提前更新而新增购买的），每辆车给予1万元综合性补贴。
宁波	自3月25日到9月30日	消费者购买本地生产、销售的乘用车，并在本地上市的，给予每辆车一次性让利5000元，每家企业限让利销售6000辆。
湘潭市	从2020年3月1日起实施，限额前3500名购车的个人消费者	长株潭市民购买吉利汽车湘潭九华基地生产的吉利缤越、全新远景，可获3000元/台的补贴。
长沙市	3月11日至6月30日	消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆，并在长沙上牌落户，可获得裸车价款3%的一次性补贴，每台车最高补贴不超过3000元。
南昌市	疫情期间	在南昌市范围内购买新车（含乘用车和商用车），按1000元/辆标准给予购车人补贴。
长春市	3月20日至6月30日	购买长春市生产并在省内销售落籍的汽车，每辆给予购车价格3%的一次性补助，最高不超过4000元；吉林省号牌车主凭2020年3月20日至6月30日旧

城市	政策窗口期	政策内容
		车售卖发票或汽车报废注销证明, 购买长春市生产并在省内销售落籍的新车给予一次性补助, 最高不超过 5000 元; 对一次性购买长春市生产并在省内销售落籍的新车 5 辆及以上的 (车辆单价不低于 20 万元), 给予一次性补助, 每辆最高不超过 6000 元。
山西省	4 月 1 日至 2020 年底	购置 7 米以上的客车、载重 4.5 吨以上的中重卡车及同级牵引车等商用车型, 每辆奖励 8000 元; 轿车、SUV 及 MPV 等乘用车型, 每辆奖励 6000 元; 3.5 米以下微型客车及其他商用车, 每辆奖励 4000 元。
四川省	4 月 10 日至 2020 年 8 月 10 日	全国范围内的农村居民购买参与活动企业生产的 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车 (含新能源汽车), 汽车生产企业在近一年内全国范围内最优惠价格基础上再给予农村消费者 1000 元/辆及以上的汽车下乡价格优惠。
江苏省	疫情期间	对淘汰老旧汽车并购买新能源乘用车的, 按照原有标准的 1.5 倍且不低于 3000 元的标准给予财政奖补。
上海市	至 2020 年底	增加 4 万个非营业性客车牌照供应额度; 对本市消费者报废或转出国四以下排放标准汽车, 并且新购置国六排放标准汽车的给予 4 千元补助; 对消费者使用新能源汽车过程中发生的充电费用给予 5000 元补贴。
郑州市	4 月 28 日至 5 月 31 日	购买郑州本地乘用车新车 (包含新能源汽车、皮卡), 每辆可获 5000 元消费返券。
重庆市	5 月 1 日至 6 月 30 日	购买了“国六”标准排量的乘用车新车, 前 2.5 万名每人给予 2000 元补贴, 购买新车的消费者可以享受首付 2 成, 按揭期限延长至 5 年。

资料来源: 新闻整理、长城证券研究所

③疫情导致民众对公共交通的安全性担忧, 激发出部分消费者的购车需求, 并使得有些消费者缩短决策周期并提前购车。根据艾瑞咨询发布的相关报告, 疫情期间, 人们主要选择私家车和自行车这种避免与他人接触出行方式。(占比分别为 56.3% 及 19.7%)。在疫情得到有效控制后, 45% 的用户私家车添置或置换需求将提升, 其中 14% 用户确定了购车决心, 31% 的用户购买意愿提升。这一部分用户将加快购车进程, 购车决策周期也有所缩短。该现象背后是该疫情催生的对公共交通卫生状况的担忧、以及无法及时获得出行工具的焦虑, 这些原因让消费者的购车意愿有所增加。

6. 投资建议

20Q1 汽车行业处于“四重底”状态, 销量底部+业绩底部+估值底部+机构持仓底部。

①销量底部: 此轮汽车下行周期从 17 年开始, **20Q1 加速触底**。2016-2020Q1 国内汽车批发销量增速依次为 13.7%、3.6%、-3.1%、-8.1%、-42.4%, 此轮汽车行业销量增速换挡下行历时 3 年多, 20Q1 已经处于景气周期最底部。2020 年 4 月汽车销量同比增速为 4.4%, 环比增速为 43.5%, 已出现一定程度回暖。

②业绩底部: **20Q1 迎来史上最差财报季, 汽车板块业绩下滑对股价的冲击已经较为充分。**20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126 亿元, 同比下降 33.2%; 实现归母净利润 44 亿元, 同比下降 81.7%。其实乘用车板块、客车板块、零部件板块的归母净利润从 17-18 年就已经开始持续负增长。乘用车板块自 2017 年归母净利润开始负增长, 17-20Q1 板块归母净利润同比-1.27%、-12.56%、-52.28%、-101.59%。客车板块自 2018 年归母净利润开始负增长, 18-20Q1 板块归母净利润同比-42.72%、-7.00%、-244.28%。零部件板

块归母净利润自 2018 年开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比-2.86%、-18.51%、-48.38%。

③估值底部：20Q1 估值回调已经较为充分，当前汽车板块 PB 处于近 10 年的最底区域。

汽车行业属于重资产行业，企业盈利对产能利用率高度敏感，在 Q1 部分主机厂出现亏损，以及整个行业利润大幅下滑，汽车板块估值已经提前充分回调。从 PB 来看，SW 汽车指数、SW 整车指数、SW 零部件指数当前 PB 分别为 1.48 倍、1.25 倍、1.71 倍，基本都到达了近 10 年以来的最低估值区域，和 12-13 年的估值水平差不多。（由于利润大幅下滑，此时 PE 参考意义不大，主要看 PB）

④机构持仓底部：从机构持仓比例来看，20Q1 汽车行业基金配置比例接近 2010 年以来最低值。机构 20Q1 减仓汽车股，配置比例由 19Q4 的 2.6% 下降至 20Q1 的 2.0%，当前汽车行业基金配置比例接近 2010 年以来最低值。从行业配置比例变动幅度来看，20Q1 汽车行业配置比例较 19Q4 下降 0.6%，下降幅度位列 SW 行业第 6。另外，20Q1 基金对汽车行业的配置比例为低配 1.08%，低配比例位列申万一级行业第八。2020Q1，基金持有汽车行业个股数量由 19Q4 的 165 支下降至 20Q1 的 74 支，持股市值由 19Q4 的 631.54 亿元下降至 20Q1 的 304.04 亿元。

建议超配乘用车产业链。20Q1 至暗时刻已过，底部探明，后续整个产业链基本面只会越来越好，随着国内外疫情逐步受控，各行各业复工复产，国内外经济会逐步修复，乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本受控、国内外经济修复，乘用车产业链的估值和盈利有望双提升，迎来戴维斯双击。除了宏观经济修复的正向因素之外，我们认为还有以下三大正向因素的促进：①2-3 月份被抑制的需求，将在 4 月份疫情得到良好控制之后，逐步释放；②各省市积极响应商务部号召，陆续因地制宜出台刺激汽车消费的相关政策，且刺激政策窗口期一直延续到下半年，因此越到后面刺激效果可能越明显；③疫情导致民众对公共交通的安全性担忧，激发出部分消费者的购车需求，并使得有些消费者缩短决策周期并提前购车。

投资建议：20Q1 汽车行业历史最差财报季已过，汽车行业估值（PB）基本到达了近 10 年的最底部，机构持仓比例也基本为近 10 年最低水平。乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本控制之后，国内外经济修复，乘用车产业链标的的估值和盈利将双提升，迎来戴维斯双击。乘用车产业链已经进入或即将进入右侧，建议超配乘用车产业链优质标的。乘用车整车推荐上汽集团、广汽集团、吉利汽车和长城汽车；乘用车零部件推荐华域汽车、福耀玻璃、伯特利、万里扬、贝斯特。

7. 风险提示

海外疫情持续时间不定、国内汽车销量不及预期

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>