

信义山证 汇通天下

证券研究报告

汽车

报告原因：年报&一季报综述

2019 年报&2020 年一季报综述及投资策略

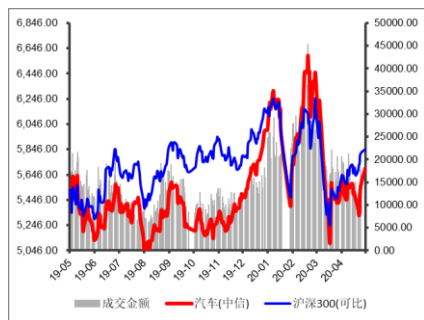
疫情加大行业下行压力，看好龙头长期竞争优势

看好

2020 年 5 月 6 日

行业研究/投资策略

汽车行业近一年市场表现



分析师：

张 湃

执业证书编号：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

李召麒

电 话：010-83496307

邮 箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

市场环境：2019 年，受宏观经济承压、消费者信心不足、政策等因素影响，国内汽车产销量同比下降，且同比降幅较上年扩大。2020Q1，国内新冠肺炎疫情加大行业下行压力，产销量同比均大幅下滑，目前随着国内疫情显著好转，产销降幅呈修复趋势，但行业依然承压。

乘用车：2019 年，宏观经济下行、消费者信心下降，叠加国六车型切换加剧供需矛盾，乘用车产销承压的情况依然延续，板块营收及归母净利润降幅扩大，多项盈利指标下行，但库存情况整体好转。2020Q1 国内新冠肺炎疫情爆发，产销均较大幅度下滑，乘用车因其可选消费品属性受到较大负面影响，板块营收及归母净利润降幅大幅扩大，库存压力加大。

卡车：2019 年，受益于产销稳定、福田业绩整体改善，板块营收同比转正，归母净利润转正，毛利率提升，负债结构较为稳定，但库存压力仍较大。2020Q1，春节因素+疫情因素，营收、归母净利润均同比大幅下滑，库存压力大幅提升，多项盈利指标显著下滑，但毛利率较 2019Q1 提升 0.03pct。

客车：2019 年，私家车和高铁普及致客车需求下降，叠加新能源客车消费提前透支，盈利能力下降，产销量、营收、归母净利润同比下降，但降幅收窄，负债、存货情况整体改善。2020Q1，疫情因素叠加春节因素，客车产销降幅扩大，板块营收、归母净利润、毛利率均下行，库存压力加大。

汽车零部件：受行业产销量下滑影响，压力向上游传导，导致零部件行业整体盈利能力承压。2019 年，行业营收同比增速增幅均收窄，归母净利润降幅扩大，板块平均周转率和平均存货周转天数持续改善。2020 年一季度，疫情因素影响下，汽车行业下行压力向上游传导，板块营收及归母净利润均同比大幅下降，库存压力明显加大。

投资建议：短期来看，一是疫情因素加大行业下行压力，目前随着国内疫情显著好转，细分市场产销及库存指标呈回暖趋势，但海外疫情尚未得到控制，为行业带来较大不确定性，二是新能源补贴政策落地，多省市出台汽车消费鼓励措施，对汽车市场有一定的促进作用，但考虑消费者购买力下降，预计政策对产业的刺激程度有限，建议关注下游需求较为稳固的重卡产业链、整车和关键零部件的龙头企业。长期来看，汽车行业仍有增长空间，但产销增速中枢下移，产业竞争加剧，汽车行业整体向智能化、网联化、电动化、共享化转型的长期趋势不变，建议关注 3 条主线：一是业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；二是技术持续提升、结构不断优化、产品单车价值量提升空间较大，有望实现海外替代的优质零部件供应商；三是聚焦汽车电动化、智能化、网联化、共享化新兴产业，从优质产业链入手，自上而下寻找优质标的。建议关注上汽集团、华域汽车、潍柴动力、星宇股份、宁德时代、三花智控。

风险提示：国内经济增长恢复低于预期；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；海外疫情持续蔓延。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1.市场环境	7
2.2019 年&2020Q1 整体业绩概况	9
2.1 样本说明	9
2.2 整体业绩概况	9
3.乘用车：公司分化显著，利润整体承压	11
3.1 产销库存承压，业绩整体下滑	11
3.2 毛利率下滑，盈利能力下行	13
3.3 负债率上升，一季度疫情拖累库存	15
4 卡车：年度业绩改善，一季度盈利能力下滑	16
4.1 年产销高位运行，福田带动板块年度业绩改善	16
4.2 毛利率同比改善，一季度盈利能力下行	17
4.3 负债情况较为稳定，库存压力加大	19
5 客车：客车产销转弱，龙头竞争优势显著	20
5.1 客车需求下滑，疫情拖累业绩下行	20
5.2 板块毛利率下行，龙头盈利能力领先	21
5.3 资产负债率下行，一季度库存压力加大	22
6 汽车零部件：板块整体承压，盈利能力下滑	23
6.1 产销压力向上游传导，板块业绩承压	23
6.2 板块指标分化，库存整体承压	25
7.投资建议	25
8.风险提示	26

图表目录

图 1：汽车年销量情况（万辆，%）	7
图 2：汽车月度产销情况（万辆，%）	7
图 3：经销商库存预警指数	7
图 4：汽车产业景气指数(ACI):一致合成指数	7
图 5：汽车行业年度营收情况	10
图 6：汽车行业单季度营收情况	10
图 7：汽车行业年度归母净利润情况	10
图 8：汽车行业单季度归母净利润情况	10
图 9：汽车行业年度毛利率情况	10
图 10：汽车行业单季度毛利率情况	10
图 11：汽车行业年度费用率情况	11
图 12：汽车行业单季度费用率情况	11
图 13：部分乘用车上市公司年销量情况（万辆）	12
图 14：部分乘用车上市公司年产量情况（万辆）	12
图 15：部分乘用车上市公司库存情况（万辆）	12
图 16：乘用车月产销情况（万辆，%）	12
图 17：乘用车板块营收情况（亿元，%）	13
图 18：乘用车板块归母净利润情况（亿元，%）	13
图 19：乘用车板块年度毛利率情况	14
图 20：乘用车板块单季度毛利率情况	14
图 21：乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC（%）	14
图 22：乘用车板块费用率（%）	14

图 23：乘用车板块上市公司研发费用情况（亿元）	14
图 24：乘用车板块平均资产负债率（%）	15
图 25：乘用车板块存货情况	15
图 26：卡车月产销情况（万辆，%）	16
图 27：卡车板块营收情况（亿元，%）	17
图 28：卡车板块归母净利润情况（亿元，%）	17
图 29：卡车板块年度毛利率情况	18
图 30：卡车板块季度毛利率情况	18
图 31：卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC（%）	18
图 32：卡车板块费用率情况	18
图 33：卡车板块平均资产负债率（%）	19
图 34：卡车板块平均流动比率&速动比率（%）	19
图 35：卡车板块平均存货周转率（%）	19
图 36：卡车板块存货平均周转天数	19
图 37：客车板块营收情况（亿元，%）	20
图 38：客车板块归母净利润情况（亿元，%）	20
图 39：客车板块年度毛利率情况	21
图 40：板块季度毛利率情况	21
图 41：客车板块平均 ROA/ROE/ROIC（%）	21
图 42：客车板块费用率（%）	21
图 43：客车板块上市公司研发费用（亿元）	22
图 44：客车板块上市公司研发费用/营业收入（%）	22
图 45：客车板块平均资产负债率（%）	22

图 46：客车板块存货情况	22
图 47：汽车零部件板块年度营收情况	23
图 48：汽车零部件板块单季度营收情况	23
图 49：汽车零部件板块年度归母净利润情况	23
图 50：汽车零部件板块单季度归母净利润情况	23
图 51：汽车零部件板块毛利率	24
图 52：汽车零部件板块三费费用率（%）	24
图 53：汽车零部件板块平均资产负债率（%）	25
图 54：汽车零部件板块平均流动比率&速动比率（%）	25
图 55：汽车零部件板块平均存货周转率（%）	25
图 56：汽车零部件板块存货平均周转天数	25
表 1：部分整车上市公司发展战略	8
表 2：报告选取样本标的	9
表 3：汽车行业子板块 2019 年&2020Q1 业绩概况（亿元）	11
表 4：2019 年&2020Q1 乘用车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）	13
表 5：2019&2020Q1 乘用车板块主要上市公司部分盈利指标	15
表 6：2019&2020Q1 乘用车板块重点上市公司负债&存货情况	15
表 7：2019 年&2020Q1 客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）	17
表 8：2019&2020Q1 卡车板块主要上市公司部分盈利指标	18
表 9：2019&2020Q1 卡车板块重点上市公司负债&存货情况	19
表 10：2019 年&2020Q1 客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）	20
表 11：2019&2020Q1 客车板块主要上市公司部分盈利指标	22
表 12：2019&2020Q1 客车板块重点上市公司负债&存货情况	23

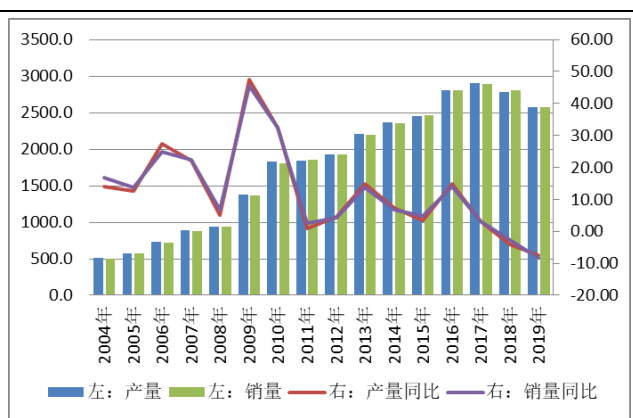
表 13：2019 年&2020Q1 汽车零部件板块部分上市公司营业收入&归母净利润（亿元）	24
表 14：2019&2020Q1 汽车零部件板块主要上市公司部分盈利指标(%).....	24
表 15：重点公司盈利预测&评级	26

1. 市场环境

2019 年：行业整体承压，下半年情况好转。2019 年，受宏观经济承压、消费者信心不足、政策等一系列因素影响，国内汽车产销量持续同比负增长，汽车产销同比降幅较上年扩大，但 2019 年下半年以来，汽车库存逐步恢复至合理区间，产销降幅呈收窄趋势，汽车产业景气指数一致合成指数上行，行业情况整体好转。2019 年，汽车年产量分别为 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%。

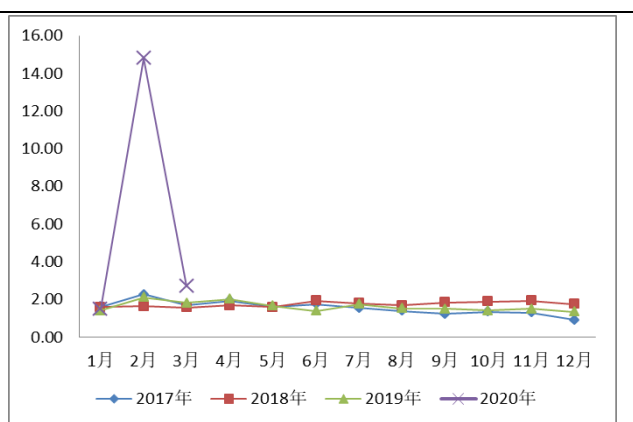
2020Q1：新冠疫情加大行业下行压力，产销大幅下滑。2020 年 1 月底，国内新冠肺炎疫情爆发，企业复工延迟、产能整体下滑、运输效率下降、零部件供应能力下降、消费者购车需求被抑制，对汽车产销产生较大负面影响，汽车市场面临较大的下行压力。3 月随着国内疫情显著好转，产销、库存均出现显著好转，但行业整体仍然承压。2020 年一季度，汽车产销分别完成 347.4 万辆和 367.2 万辆，产销量同比分别下降 45.2% 和 42.4%。

图 1：汽车年销量情况（万辆，%）



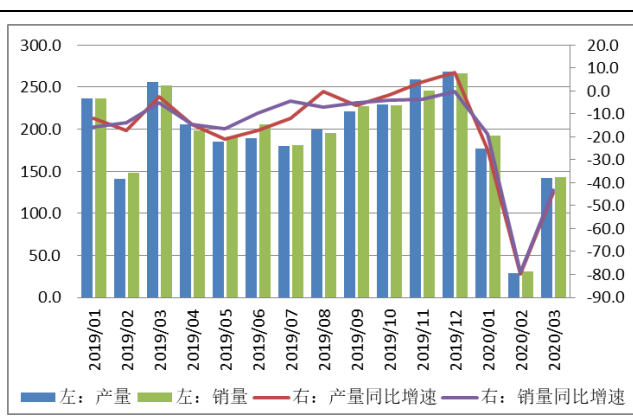
数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 3：经销商库存预警指数



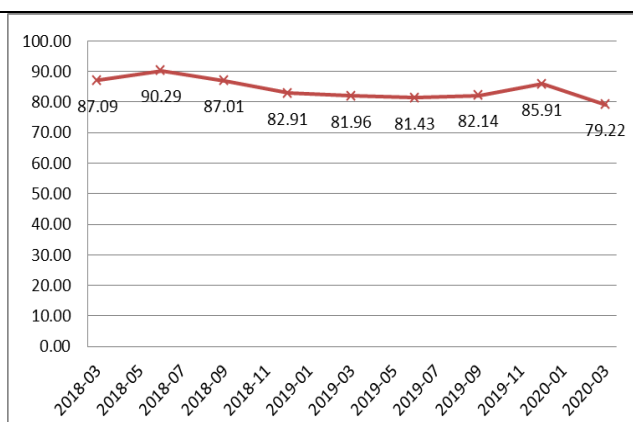
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：汽车月度产销情况（万辆，%）



数据来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 4：汽车产业景气指数(ACI):一致合成指数



数据来源：wind，山西证券研究所

展望各个车企未来的战略规划：一是汽车行业整体电动化、智能化、网联化、共享化的发展趋势仍然延续；二是中国作为全球最大的汽车市场，随着市场总量不断扩大，国内整车企业继续由“大”做“强”，全球化布局和零部件逐步实现海外替代是国内企业的重要发展趋势之一；三是技术成为各车企市场博弈的重要一环，加大产业链关键节点的研发投入是企业及产业持续发展的重要环节；四是多元化布局、全产业链覆盖成为汽车行业主流趋势，由传统链式结构向多元化结构转变成为汽车产业的发展方向。

表 1：部分整车上市公司发展战略

战略规划	
长安汽车	迭代创新创业计划，扎实推进新能源“香格里拉”和智能化“北斗天枢”计划，坚定不移向智能出行科技公司迈进。
一汽轿车	主攻出行市场，推动品牌向上，持续深化改革三大战略举措，其中深化改革指深化推进“四能”改革，加快人员结构优化调整，加大激励约束力度；聚焦新业务发展需求，“研产供销+数字化”多维度优化组织结构；推进落实创新驱动发展战略，实施内创业机制，激发创新活力；紧跟体系重构与能力提升攻坚步伐，持续提升体系能力。
比亚迪	通过“7+4”战略推动新能源汽车的全方位拓展，将新能源汽车的应用范围从私家车、公交车、出租车延伸到环卫车、城市商品物流、道路客运和城市建筑物流等常规领域及仓储、矿山、港口和机场等四大特殊领域，实现新能源汽车对道路交通运输的全覆盖。
上汽集团	推进实施“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的“新四化”发展战略
北汽蓝谷	秉持“电动化和智能网联化”双轮驱动战略，坚持“高、新、特”的产品发展导向，以建成“世界级新能源汽车科技创新中心”和“世界级新能源汽车企业”为努力目标，使新能源汽车发展成为符合绿色生活方式和消费者满意的美好生活载体，为推动国家新能源汽车产业发展，打造汽车强国贡献力量。
广汽集团	“e-TIME 行动”计划，把顾客体验（Experience）作为核心、重心的任务，以科技创新（Technology）、智能网联（Intelligence）、智能制造（Manufacture）、电气化（Electrification）来共同支撑新型的顾客体验。
长城汽车	长期以来，长城汽车在汽车“新四化”领域不懈探索，在智能网联领域，发布“GTO 全域智慧生态战略”，联合腾讯、阿里高德、百度、中国电信、中国联通、中国移动、华为和高通 8 家科技巨头企业，构建智慧出行生态圈，并提出打造出行机器人的愿景。

资料来源：山西证券研究所根据上市公司年报整理

我们认为：

短期来看，一是随着国内疫情得到有效控制，行业整体呈修复趋势，二季度有望持续修复，但行业整体仍然承压；二是目前海外疫情蔓延，海外众多整车厂面临停工，我国外向型的劳动密集型产品出口下降明显，后续海外疫情存在继续蔓延的可能性，可能会对海外整车产业链和汽车消费产生一定程度的负面影响；三是疫情催化行业竞争加剧，进而加速落后产能出清，优质资产提升市占率、加大竞争优势。

长期来看，一是汽车增长空间仍存，随着疫情得到控制，行业有望逐步修复，并带动部分购车需求释放；二是国内汽车市场由增量市场向存量市场转化，产销同比中枢下移是长期趋势；三是汽车行业整体向智能化、网联化、电动化、共享化转型的长期趋势不变，新兴产业崛起有望带动行业空间提升。

2.2019 年&2020Q1 整体业绩概况

2.1 样本说明

我们以中信行业类中汽车行业个股为基础，删除了 1) 摩托车板块个股，2) ST 股、*ST 股，3) B 股，4) 2018 年 4 月 30 日以后上市的标的，5) 2019 年报预披露日期晚于 2020 年 4 月 30 日，共统计汽车行业的 133 只个股作为样本，截止 2020 年 4 月 30 日，样本合计市值为 15,306.53 亿元。

表 2：报告选取样本标的

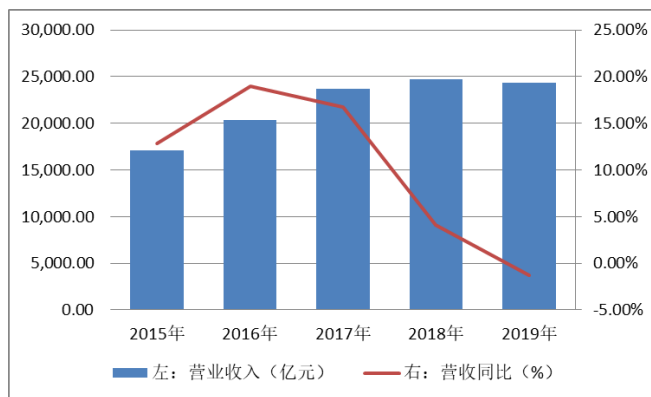
行业	标的简称
专用汽车	诺力股份、中国汽研、海伦哲
汽车销售及服务	广汇汽车、大东方、国机汽车、申华控股
卡车	江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车、华菱星马
客车	中通客车、宇通客车、亚星客车、曙光股份、金杯汽车、金龙汽车
乘用车	长安汽车、一汽轿车、比亚迪、上汽集团、江淮汽车、北汽蓝谷、小康股份、广汽集团、长城汽车
汽车零部件	伯特利、文灿股份、西菱动力、科华控股、朗博科技、联诚精密、德赛西威、合力科技、豪能股份、爱柯迪、金鸿顺、华阳集团、威唐工业、兆丰股份、岱美股份、隆盛科技、旭升股份、日盈电子、迪生力、中马传动、秦安股份、雷迪克、铁流股份、万通智控、钧达股份、今飞凯达、金麒麟、圣龙股份、常青股份、新泉股份、美力科技、新坐标、正裕工业、华达科技、凯众股份、常熟汽饰、浙江仙通、奥联电子、湘油泵、苏奥传感、德宏股份、蓝黛传动、德尔股份、威帝股份、腾龙股份、富临精工、拓普集团、继峰股份、宁波高发、福达股份、华懋科技、北特科技、联明股份、登云股份、跃岭股份、鹏翎股份、光洋股份、浙江世宝、云意电气、京威股份、八菱科技、精锻科技、万安科技、南方轴承、星宇股份、飞龙股份、旷达科技、天汽模、金固股份、双林股份、松芝股份、中原内配、万里扬、隆基机械、兴民智通、新朋股份、亚太股份、天润曲轴、西仪股份、奥特佳、特尔佳、潍柴动力、银轮股份、广东鸿图、宁波华翔、渤海汽车、凌云股份、贵航股份、众泰汽车、云内动力、东安动力、威孚高科、长春一东、东风科技、浩物股份、模塑科技、襄阳轴承、华域汽车、一汽富维、上柴股份、万向钱潮、均胜电子、富奥股份、交运股份、福耀玻璃

资料来源：山西证券研究所

2.2 整体业绩概况

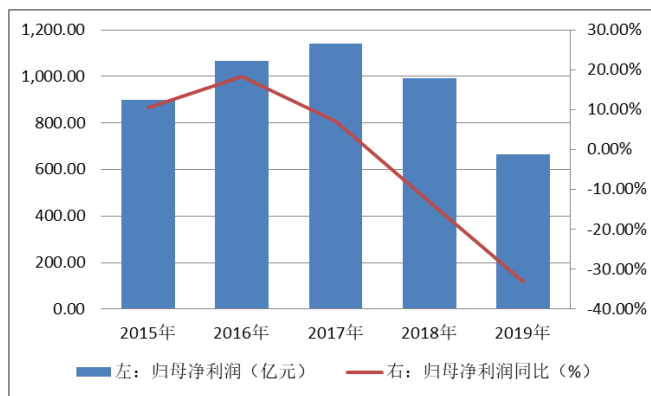
业绩整体承压，资产规模略降。2019 年，汽车行业产销延续 2018 年低迷的态势，负面影响向全产业链传导，行业上市公司业绩整体下滑，2020 年一季度受疫情因素影响，购车需求下滑，复工复产延迟，行业下行压力加大。2019 年，汽车行业整体营业收入 24385.04 亿元，同比-1.32%，增速较 2018 年下降 5.41pct；归母净利润 665.24 亿元，同比-32.98%，增速较 2018 年下降 19.94pct。2020Q1，行业营业收入 4022.75 亿元，同比-29.90%，同比分别较 2019Q4、2019Q1 下降 39.86pct、24.45pct；归母净利润 37.27 亿元，同比-83.12%，同比降幅较 2019Q4、2019Q1 分别扩大 21.85pct、56.51pct。截止 2020 年一季度末，行业总资产合计 28,720.56 亿元，较 2019 年的 29,257.89 亿元下滑 1.84%。

图 5：汽车行业年度营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

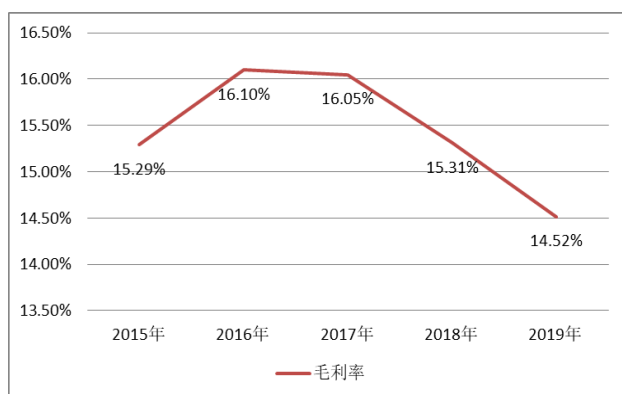
图 7：汽车行业年度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

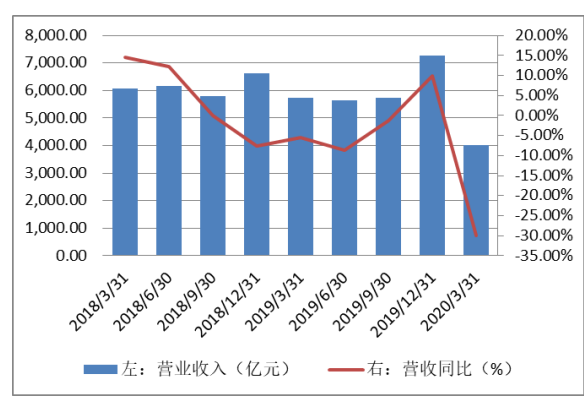
毛利率持续下滑，费用率提升。2019 年，行业毛利率 14.52%，同比下滑 0.79pct；销售费用率 5.28%，同比下滑 0.21pct；管理费用率和财务费用率分别为 3.58%、0.48%，分别同比上升 0.14pct、0.07pct。2020Q1，行业毛利率为 13.51%，较 2019Q4、2019Q1 分别下降 0.97pct、1.26 pct；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.70%、4.65%、1.09%，三费合计在营收占比为 10.44%，较 2019Q4、2019Q1 分别提升 1.12pct、1.21 pct。

图 9：汽车行业年度毛利率情况



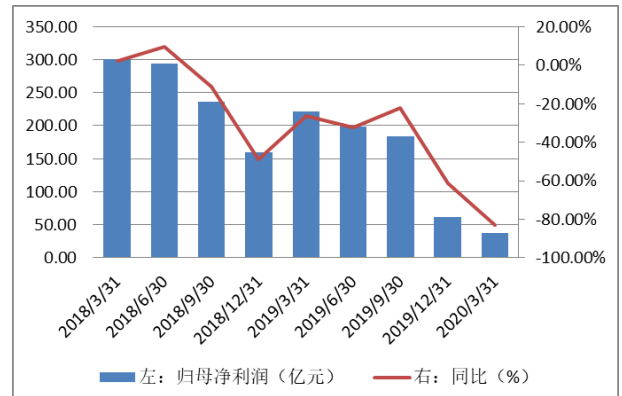
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：汽车行业单季度营收情况



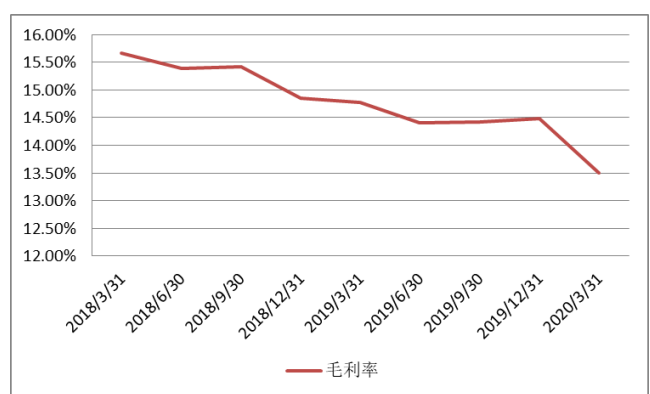
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：汽车行业单季度归母净利润情况



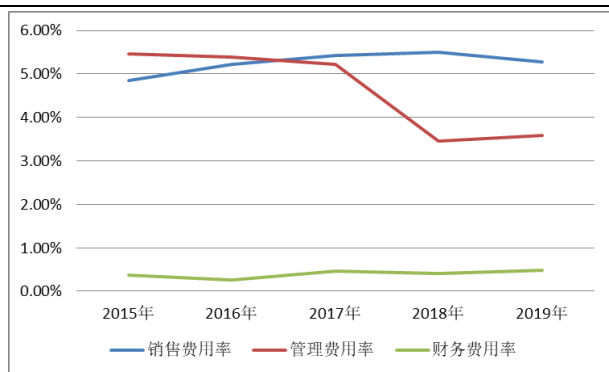
资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：汽车行业单季度毛利率情况



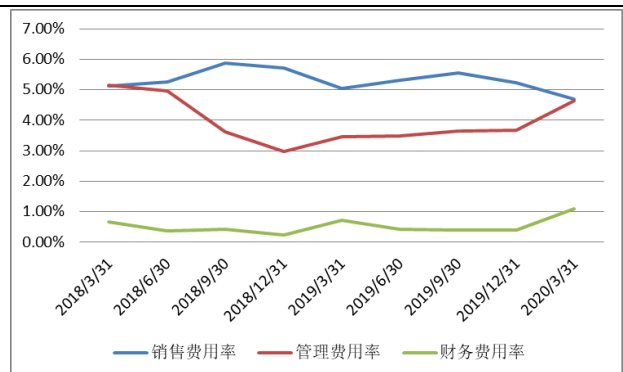
资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：汽车行业年度费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：汽车行业单季度费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：汽车行业子板块 2019 年&2020Q1 业绩概况（亿元）

2019 年								
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母同比	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
专用汽车	76.17	6.98%	7.55	9.25%	26.00%	4.62%	6.16%	0.39%
汽车销售及服务	2393.39	5.56%	31.09	-30.73%	9.38%	2.78%	1.90%	1.51%
汽车零部件	6939.19	3.17%	223.33	-41.72%	19.11%	3.98%	5.51%	0.53%
客车	658.66	-2.61%	22.76	-7.58%	18.80%	6.72%	2.84%	0.85%
卡车	1358.85	3.42%	20.48	-204.28%	13.21%	5.25%	2.65%	0.17%
乘用车	12958.77	-5.10%	360.03	-34.85%	12.86%	6.37%	2.99%	0.28%
合计	24385.04	-1.32%	665.24	-32.98%	14.52%	5.28%	3.58%	0.48%
2020Q1								
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母同比	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
专用汽车	18.64	39.23%	1.30	-3.18%	23.18%	4.62%	5.81%	0.30%
汽车销售及服务	345.81	-31.19%	-3.83	-133.73%	9.36%	3.61%	2.93%	2.40%
汽车零部件	1356.82	-19.05%	42.70	-54.83%	19.07%	4.28%	6.32%	0.68%
客车	75.10	-35.17%	-4.23	-235.09%	11.74%	7.63%	5.59%	0.44%
卡车	251.90	-32.30%	-1.01	-118.76%	12.36%	4.51%	2.78%	0.71%
乘用车	1974.48	-35.44%	2.34	-97.77%	10.53%	5.11%	3.99%	1.22%
合计	4022.75	-29.90%	37.27	-83.12%	13.51%	4.70%	4.65%	1.09%

数据来源：wind，山西证券研究所

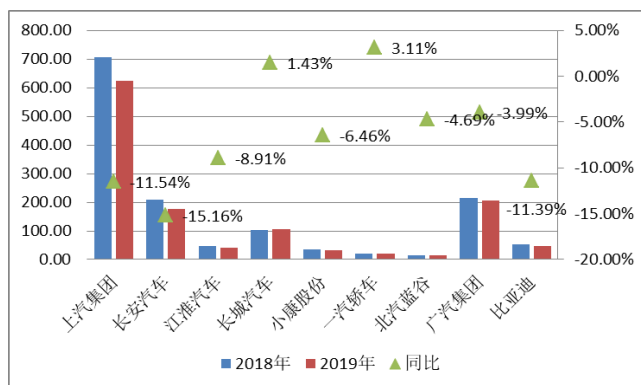
3.乘用车：公司分化显著，利润整体承压

3.1 产销库存承压，业绩整体下滑

2019 年产销下滑，行业依然承压。一方面，2019 年，宏观经济下行、消费者信心下降，叠加国六车型切换加剧供需矛盾，乘用车产销承压的情况依然延续，乘用车年产销均同比下降，2019 年乘用车产销分别为 2134.18 万辆、2143.29 万辆，同比分别下降 9.14%、9.46%。另一方面，上市公司产销及库存情况差异较大，但多数乘用车板块上市公司产销同比下降，且库存压力加大。

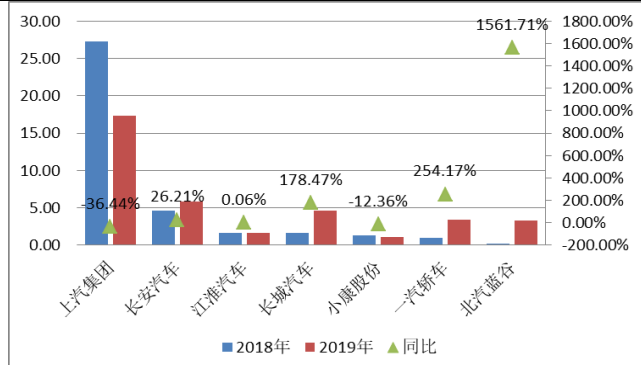
疫情叠加春节因素，2020Q1 乘用车产销同比降幅扩大。2020 年一季度，春节因素大幅缩减 1 月有效开工时间，而国内新冠肺炎疫情爆发导致复工延迟，进而造成产能下降；消费者购车需求下降，叠加乘用车自身可选消费品属性，乘用车行业受到较大程度负面影响，产销均较大幅度下滑。3 月乘用车累计产销量分别为 268.01 万辆、287.31 万辆，同比分别下降 48.71%、45.38%，随着国内疫情好转，产销虽然同比依然下滑，但降幅显著收窄。

图 13：部分乘用车上市公司年销量情况（万辆）



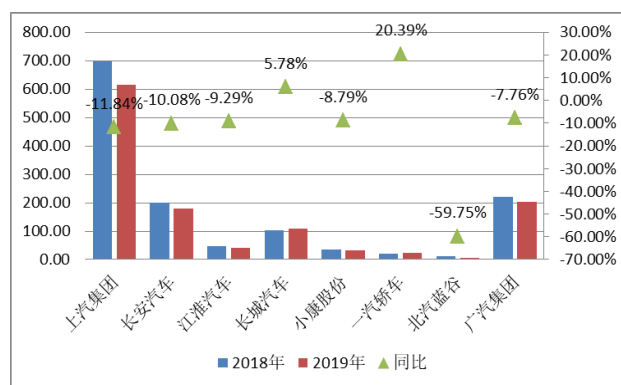
资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 15：部分乘用车上市公司库存情况（万辆）



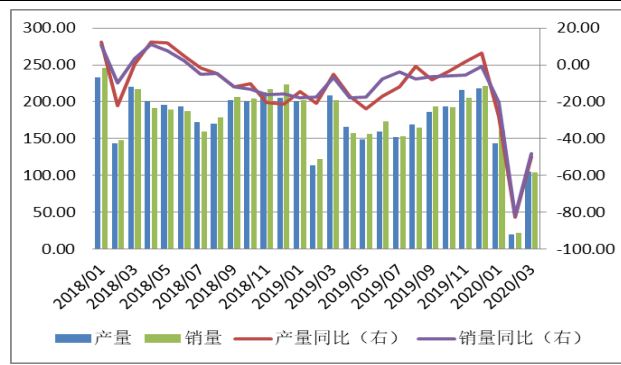
资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 14：部分乘用车上市公司年产量情况（万辆）



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 16：乘用车月产销情况（万辆，%）

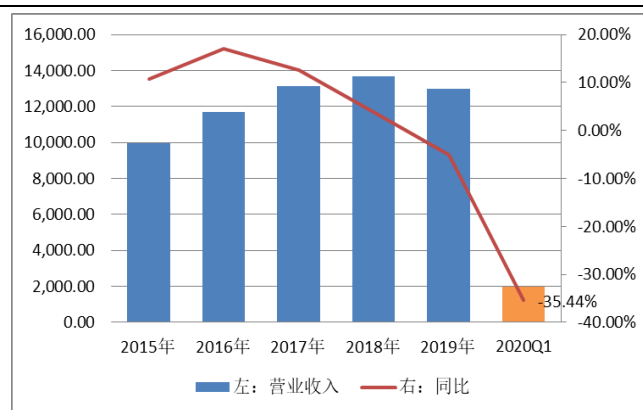


资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

营收降幅扩大，大多数公司同比下降。2019 年，乘用车板块合计营业收入 12,958.77 亿元，同比下降 5.10%，降幅较 2018 年扩大 0.07pct。分公司看，仅长安汽车、一汽轿车、北汽蓝谷 3 家上市公司实现营收同比正增长，其余公司营收均同比下降。2020 年一季度，乘用车板块合计营收 1,974.48 亿元，同比下降 35.44%，同比分别较 2019Q4、2019Q1 下降 43.80pct、22.51pct，上市公司单季度营收均同比下降。

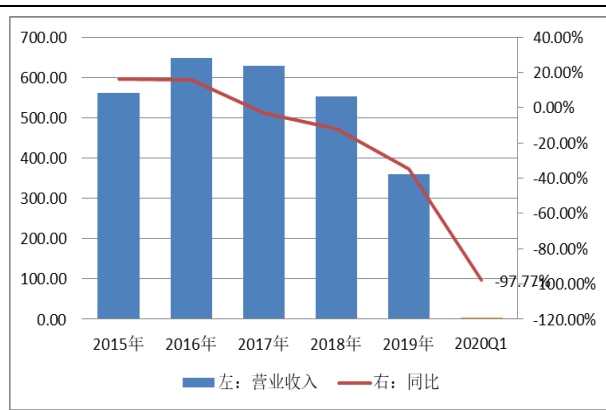
归母净利润大幅下降，子公司同比均降。2019 年，乘用车板块合计归母净利润 360.03 亿元，同比下降 34.85%，分公司看，乘用车板块 10 家上市公司归母净利润均同比大幅下降。2020 年一季度，板块合计归母净利润 2.34 亿元，同比下降 97.77%，同比降幅分别较 2019Q4、2019Q1 扩大 71.12pct、57.35pct，且板块上市公司单季度归母净利润均大幅下滑。

图 17：乘用车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：乘用车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 4：2019 年&2020Q1 乘用车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）

公司		2019 年				2020 年一季度			
代码	简称	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比
000625.SZ	长安汽车	705.95	6.48%	-26.47	-488.81%	115.64	-27.76%	6.31	-130.10%
000800.SZ	一汽轿车	276.64	8.38%	0.53	-74.05%	286.36	-3.98%	1.82	-80.06%
002594.SZ	比亚迪	1277.39	-1.78%	16.14	-41.93%	196.79	-35.06%	1.13	-84.98%
600104.SH	上汽集团	8265.30	-6.88%	256.03	-28.90%	1012.50	-48.35%	11.21	-86.42%
600418.SH	江淮汽车	472.86	-5.60%	1.06	-113.49%	91.20	-37.68%	-3.56	-650.70%
600733.SH	北汽蓝谷	235.89	43.50%	0.92	-40.70%	16.67	-46.70%	-4.31	-1376.06%
601127.SH	小康股份	181.32	-10.41%	0.67	-37.25%	23.85	-49.63%	-4.94	-
601238.SH	广汽集团	592.34	-17.17%	66.18	-39.30%	107.65	-24.48%	1.18	-95.73%
601633.SH	长城汽车	951.08	-2.75%	44.97	-13.64%	123.82	-43.94%	-6.50	-184.08%

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

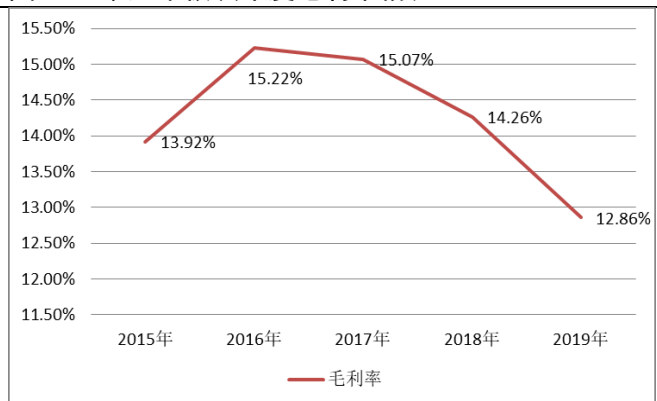
3.2 毛利率下滑，盈利能力下行

毛利率整体下行，盈利能力下行。2019 年，乘用车产销持续承压，叠加国六车型换代加剧供需矛盾，行业竞争加剧，上市公司整体盈利能力下滑，乘用车板块毛利率 12.86%，较 2018 年下降 1.40pct，分公司看，仅 2 家长安汽车、江淮汽车上市公司毛利率较 2018 年有所提升。2020 年一季度，新冠肺炎疫情因素叠加乘用车可选消费品属性，乘用车购车需求下滑，库存压力加大，盈利能力继续下行，板块毛利率 10.53%，较 2019Q4、2019Q1 分别下降 2.62pct、2.52pct，分公司看，1 家公司（比亚迪）实现毛利率环比改善，1 家公司（长安汽车）实现毛利率同比改善。此外，2019 年及 2020 年一季度，ROA、ROE、ROIC 三项指标均明显下降。

费用率分化，研发费用增加。板块三费来看，2019 年板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.37%、2.99%、0.28%，较 2018 年分别-0.30pct、+0.16pct、+0.11pct，2020 年一季度板块销售费用率、

管理费用率、财务费用率分别为 5.11%、3.99%、1.22%，销售费用率环比、同比均下行，管理费用率和财务费用率环比、同比均提升。研发费用来看，2019 年乘用车板块合计研发费用 289.12 亿元，同比增长 3.52%，研发费用在营业收入的占比为 2.23%，较 2018 年提升 0.19pct，分公司看，上汽集团、江淮汽车 2019 年研发费用在营业收入中的占比下滑，其余板块上市公司占比不同程度提升，而上汽集团研发费用遥遥领先于板块内其他上市公司。

图 19：乘用车板块年度毛利率情况



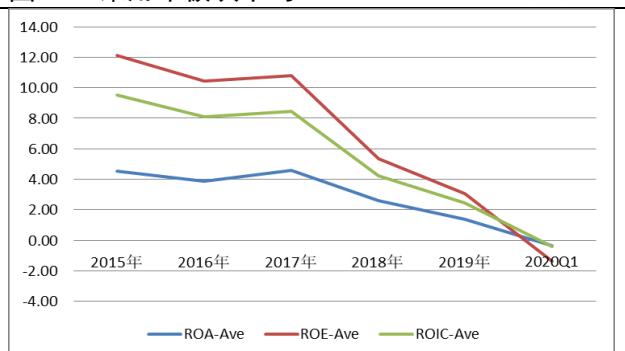
资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：乘用车板块单季度毛利率情况



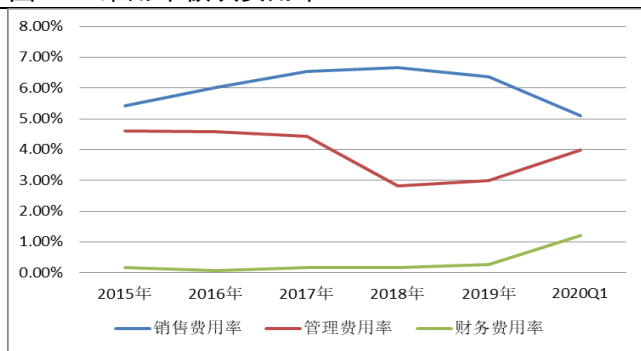
资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：乘用车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)



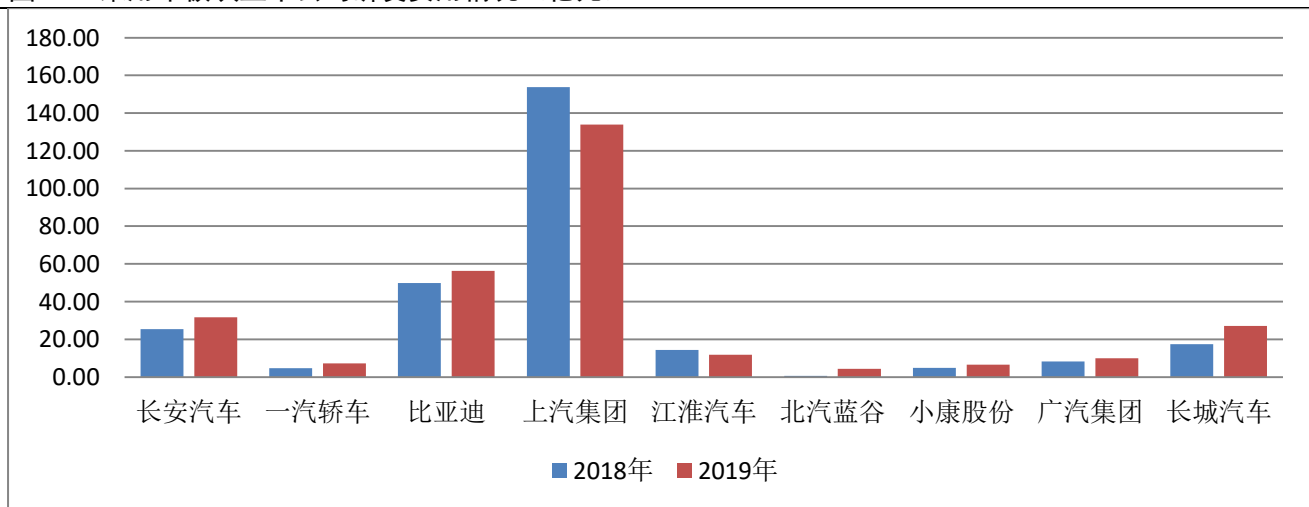
资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：乘用车板块费用率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：乘用车板块上市公司研发费用情况 (亿元)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：2019&2020Q1 乘用车板块主要上市公司部分盈利指标

公司代码	公司简称	2019 年					2020Q1			
		毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	研发费用/营业收入	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
000625.SZ	长安汽车	14.68%	6.50%	3.21%	-0.27%	4.49%	8.72%	5.62%	3.49%	-0.24%
000800.SZ	一汽轿车	14.68%	9.41%	4.09%	0.05%	2.63%	10.80%	4.76%	2.51%	-0.62%
002594.SZ	比亚迪	18.69%	3.40%	3.24%	2.36%	4.41%	17.66%	3.48%	4.79%	4.85%
600104.SH	上汽集团	16.29%	6.95%	2.70%	0.00%	1.62%	10.87%	5.77%	3.99%	0.69%
600418.SH	江淮汽车	12.15%	4.44%	3.84%	0.67%	2.50%	5.21%	2.46%	4.16%	1.07%
600733.SH	北汽蓝谷	10.56%	6.99%	3.42%	2.05%	1.86%	1.57%	7.17%	8.74%	11.09%
601127.SH	小康股份	9.30%	7.51%	5.76%	1.27%	3.59%	5.84%	8.21%	7.22%	6.02%
601238.SH	广汽集团	17.30%	7.69%	5.48%	0.04%	1.69%	3.96%	5.23%	5.91%	0.39%
601633.SH	长城汽车	6.90%	4.10%	2.06%	-0.37%	2.86%	9.33%	3.54%	3.54%	3.90%

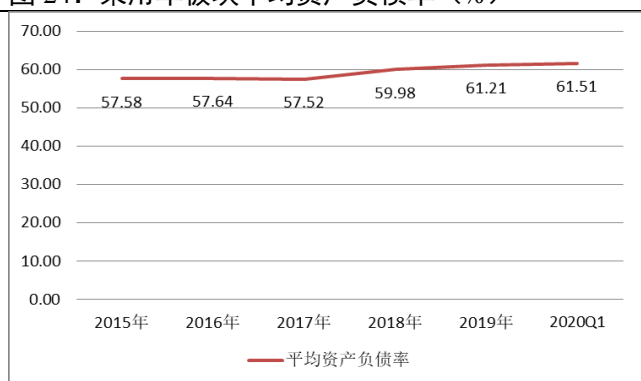
数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 负债率上升，一季度疫情拖累库存

板块平均资产负债率上升，龙头趋稳。整体看，乘用车板块平均资产负债率持续增长，但各公司资产负债率指标差异较大，相较而言，龙头企业受益于自身较强的议价能力，负债结构较为良好，指标波动较小。

19 年库存情况好转，一季度疫情加大库存压力。2019 年板块平均存货周转率持续改善，平均存货周转天数整体好转，但是 2020 年一季度受疫情影响，板块平均存货周转率和平均存货周转天数均趋弱，库存压力明显加大。

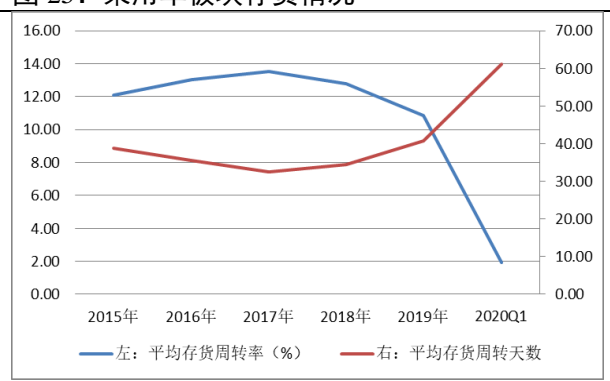
图 24：乘用车板块平均资产负债率（%）



注：剔除北汽蓝谷

资料来源：wind，山西证券研究所

图 25：乘用车板块存货情况



注：剔除北汽蓝谷

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2019&2020Q1 乘用车板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		流动比率		速动比率		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1
000625.SZ	长安汽车	54.99	53.21	1.01	1.08	0.94	0.98	14.53	2.76	24.78	32.62
000800.SZ	一汽轿车	58.71	71.11	0.92	1.19	0.56	0.92	7.46	3.00	48.25	30.00

002594.SZ	比亚迪	68.00	67.20	0.99	1.01	0.75	0.74	4.12	0.62	87.37	145.51
600104.SH	上汽集团	64.58	62.77	1.10	1.14	0.99	1.02	12.81	1.74	28.10	51.59
600418.SH	江淮汽车	68.75	70.61	0.86	0.87	0.75	0.75	17.37	2.94	20.72	30.66
601127.SH	小康股份	73.76	73.97	0.82	0.76	0.69	0.60	7.46	0.95	48.28	94.34
601238.SH	广汽集团	39.99	35.31	1.37	1.44	1.20	1.23	8.08	1.55	44.58	58.14
601633.SH	长城汽车	51.90	48.94	1.25	1.32	1.14	1.20	14.92	1.91	24.13	47.02

数据来源：wind，山西证券研究所

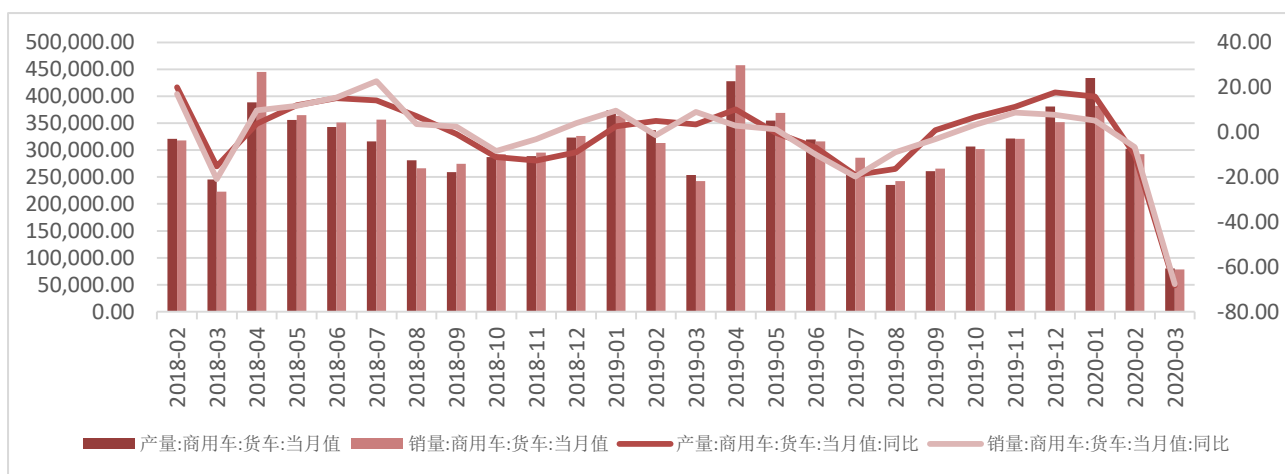
4 卡车：年度业绩改善，一季度盈利能力下滑

4.1 年产销高位运行，福田带动板块年度业绩改善

需求结构提升产业抗压能力，年产销维持高位运行。2019 年，货车产销分别为 388.84 万辆、385.02 万辆，同比为 2.58%、-0.91%。2020 年一季度，货车同样受疫情因素影响产销大幅下滑，但受益于其下游需求稳定，产销表现显著优于乘用车，产销分别为 72.08 万辆、72.76 万辆，同比分别下降 29.24%、28.21%。

19 年营收同比转正，一季度全板块同比下滑。2019 年，板块合计营收 1358.85 亿元，同比增长 3.42%，同比增速较 2018 年提升 12.59pct，其中，江铃汽车、福田汽车营收同比正增长，中国重汽、东风汽车、华菱星马营收同比不同程度下降。2020 年一季度，板块合计营收 251.90 亿元，同比下降 32.30%，5 家上市公司营收同比均下降。

图 26：卡车月产销情况（万辆，%）

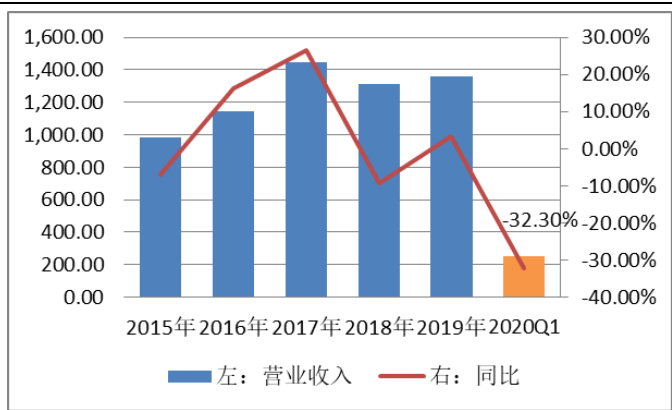


资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

福田、中国重汽归母净利润表现亮眼，拉动板块 19 年归母净利润转正。2019 年板块合计归母净利润 20.48 亿元，较 2018 年显著改善（2018 年板块归母净利润合计-19.64 亿元，主要是受益于：1）福田汽车归母净利润转正，2018 年、2019 年福田汽车归母净利润分别为-35.75 亿元、1.92 亿元；2）中国重汽归母净利润表现亮眼，2019 公司归母净利润 12.23 亿元，同比增长 35.16%。此外，2019 年江铃汽车归母净利润增长 60.96%，东风汽车、华菱星马归母净利润均同比下降。

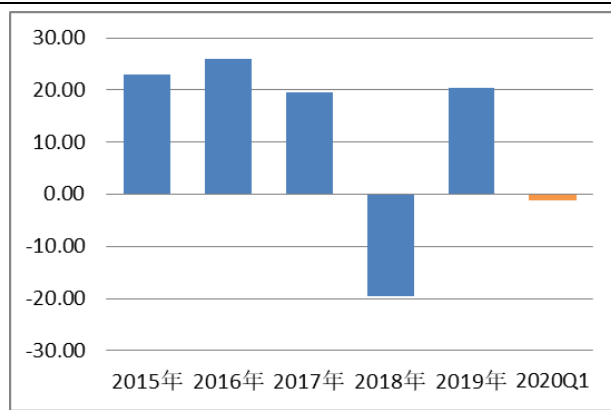
一季度归母净利润转负，江铃汽车逆市增长。2020 年一季度，主要受疫情影响，板块合计归母净利润转负为-1.01 亿元，分公司看，主要受益政府补贴，江铃汽车实现归母净利润同比增长 176.10%，中国重汽归母净利润 2.63 亿元，同比下降 15.46%，东风汽车、福田汽车、华菱星马单季度归母净利润同比均转负。

图 27：卡车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：卡车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 7：2019 年&2020Q1 客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）

公司		2019 年				2020 年一季度			
代码	简称	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比
000550.SZ	江铃汽车	291.74	3.27%	1.48	60.96%	46.19	-29.01%	0.69	176.10%
000951.SZ	中国重汽	398.43	-1.33%	12.23	35.16%	82.10	-3.98%	2.63	-80.06%
600006.SH	东风汽车	135.20	-6.24%	4.42	-20.12%	20.66	-33.72%	-0.28	-123.83%
600166.SH	福田汽车	469.66	14.40%	1.92	-	92.24	-34.78%	-2.96	-468.78%
600375.SH	华菱星马	63.83	-12.47%	0.43	-27.27%	10.70	-44.15%	-1.10	-1941.73%

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

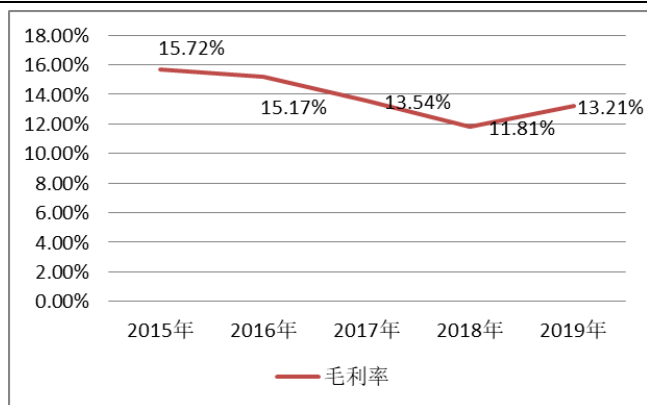
4.2 毛利率同比改善，一季度盈利能力下行

年度盈利指标改善，三费占比下降。2019 年，板块毛利率 13.21%，较 2018 年提升 1.40pct，5 家上市公司毛利率不同程度增长；板块 ROA、ROE、ROIC 三项指标均值均增，盈利能力整体改善；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.25%、2.65%、0.17%，较 2018 年分别下降 0.07pct、0.82pct、0.48pct。

疫情拖累，板块一季度盈利能力略降。2020 年一季度，板块毛利率 12.36%，较 2019Q4 下降 0.80pct，较 2019 年同期提升 0.03pct，其中中国重汽毛利率 11.59%，较 2019Q1、2019Q4 分别增长 1.45pct、2.05pct，江铃重汽毛利率 15.22%，单季度毛利率表现领先板块其他上市公司，较 2019Q1、2019Q4 分别+1.32pct、-0.89pct，东风汽车、福田汽车、华菱星马单季度毛利率较 2019Q1、2019Q4 均下滑；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.51%、2.78%、0.71%，三费合计占营业收入的 8.00%，较 2019Q1、2019Q4

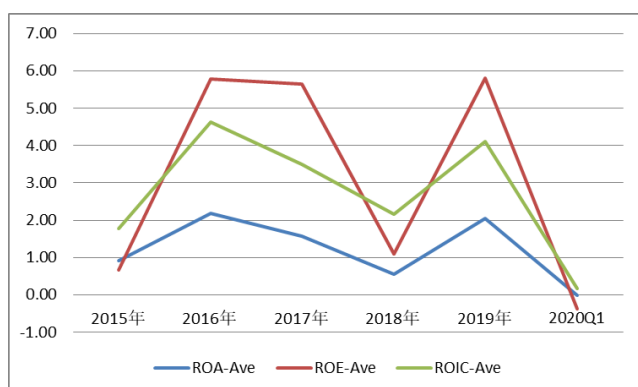
分别下降 0.19pct、0.06pct。

图 29：卡车板块年度毛利率情况



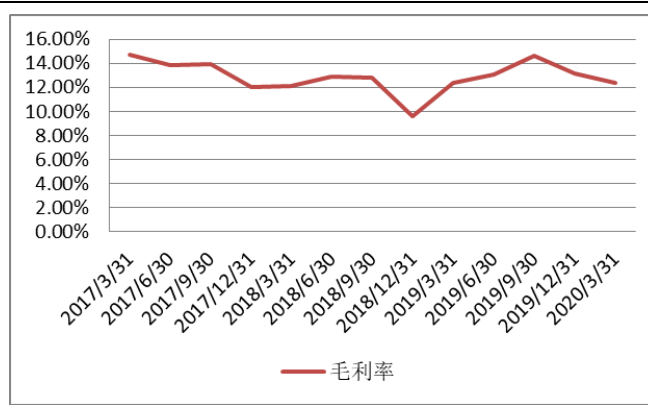
数据来源：wind，山西证券研究所

图 31：卡车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)



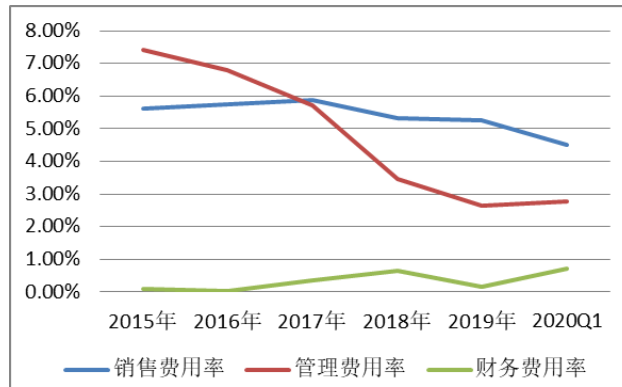
数据来源：wind，山西证券研究所

图 30：卡车板块季度毛利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：卡车板块费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

研发投入加大，费用率普增。2019 年，卡车板块合计研发费用 43.89 亿元，同比增长 8.13%，其中，东风汽车、华菱星马研发费用同比分别下降 1.53%、10.48%，江铃重汽、中国重汽、福田汽车同比分别增长 6.78%、22.07%、13.43%；板块研发费用/营业收入为 3.23%，较 2018 年提升 0.14pct，其中，福田汽车占比微降 0.03pct，其余 4 家上市公司占比不同程度增长。

表 8：2019&2020Q1 卡车板块主要上市公司部分盈利指标

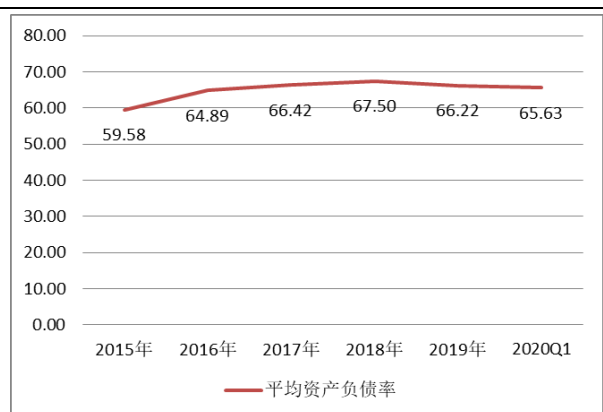
公司代码	公司简称	2019 年					2020Q1			
		毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	研发费用/营业收入	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
000550.SZ	江铃汽车	15.91%	5.23%	3.28%	-0.65%	6.09%	15.22%	4.82%	4.46%	-0.70%
000951.SZ	中国重汽	15.91%	2.91%	0.70%	0.41%	0.58%	11.59%	3.05%	0.78%	0.47%
600006.SH	东风汽车	10.50%	5.31%	3.34%	-0.33%	3.58%	10.40%	4.27%	2.02%	-0.56%
600166.SH	福田汽车	11.99%	7.35%	3.61%	0.47%	3.66%	12.15%	5.76%	3.70%	1.53%
600375.SH	华菱星马	14.02%	4.42%	3.36%	1.31%	2.78%	11.48%	4.15%	4.30%	3.92%

数据来源：wind，山西证券研究所

4.3 负债情况较为稳定，库存压力加大

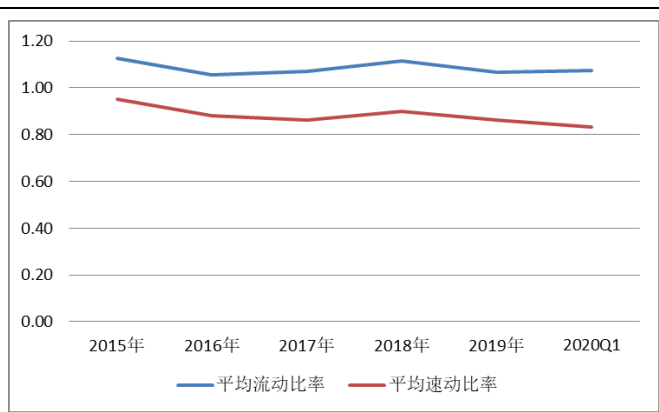
负债情况整体稳定，库存压力加大。 负债指标来看，受益于整车厂自身具有较强的议价能力，卡车板块负债结构较为良好，资产负债率小幅波动，流动比率和速动比率指标表现也较为稳定。存货指标来看，2019 年库存压力仍然较大，2020 年一季度受疫情影响，库存压力进一步加大。

图 33：卡车板块平均资产负债率（%）



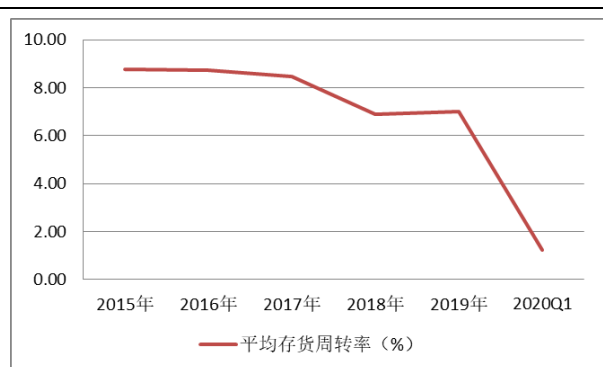
资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：卡车板块平均流动比率&速动比率（%）



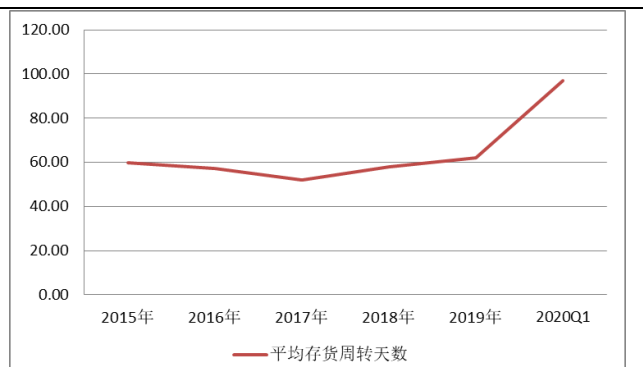
资料来源：wind，山西证券研究所

图 35：卡车板块平均存货周转率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 36：卡车板块存货平均周转天数



资料来源：wind，山西证券研究所

表 9：2019&2020Q1 卡车板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		流动比率		速动比率		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1
000550.SZ	江铃汽车	56.80	52.69	1.12	1.17	0.98	0.99	10.98	2.01	32.79	44.78
000951.SZ	中国重汽	67.23	68.46	1.37	1.33	1.05	0.89	6.54	1.13	55.07	79.74
600006.SH	东风汽车	59.11	55.82	1.36	1.41	1.15	1.19	5.74	0.84	62.71	106.81
600166.SH	福田汽车	71.39	72.67	0.71	0.69	0.58	0.55	8.65	1.70	41.62	52.81
600375.SH	华菱星马	76.55	78.49	0.76	0.78	0.55	0.54	3.05	0.45	118.21	201.79

数据来源：wind，山西证券研究所

5 客车：客车产销转弱，龙头竞争优势显著

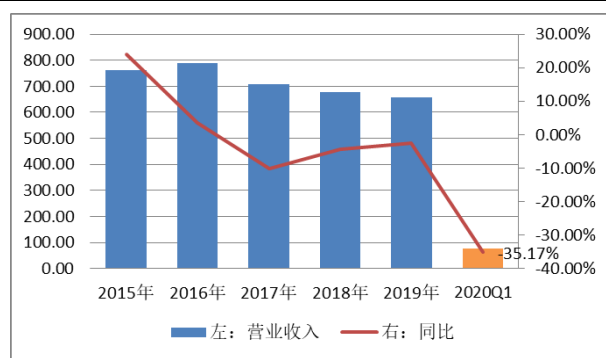
5.1 客车需求下滑，疫情拖累业绩下行

需求下降+新能源需求透支，产销同比下滑。2019年，私家车和高铁普及导致客车需求下降，叠加新能源客车消费提前透支，产销均同比下降，但降幅较2018年收窄，2020年一季度，疫情因素叠加春节因素，客运需求大幅下降，产销同比降幅扩大，但客车产销表现整体好于乘用车市场。具体来看，2019年客车产销量分别为47.20万辆、47.43万辆，同比分别下降3.48%、2.23%，同比降幅分别较2018年收窄3.55pct、5.57pct，2020年一季度，客车产销量分别为6.92万辆、6.65万辆，同比分别下降22.91%、30.70%。

年度营收同比改善，一季度全板块同比大幅下降。2019年，板块合计营收658.66亿元，同比下降2.61%，降幅较2018年收窄1.83pct，其中中通客车、亚星客车营收同比增长，宇通客车、曙光股份、金杯汽车、金龙汽车营收同比下降。2020年一季度，板块合计营收为75.10亿元，同比下降35.17%，6家上市公司营收同比均大幅下降。

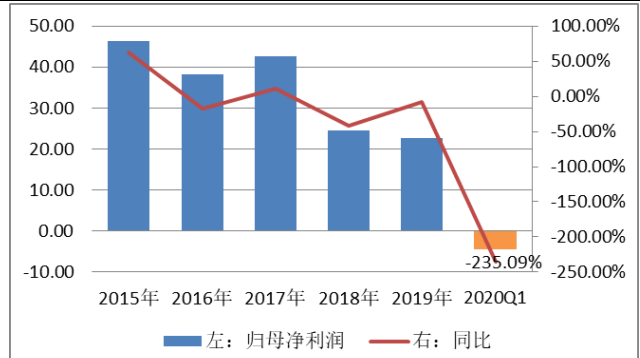
一季度归母净利润同比大幅下降，中通客车表现突出。2019年，板块合计归母净利润22.76亿元，同比下降7.58%，降幅较2018年收窄34.59pct。分公司看，亚星客车、金龙汽车实现归母净利润同比增长，其他4家上市公司归母净利润同比下降。2020年一季度，板块归母净利润为-4.23亿元，同比下降235.09%，分公司看，仅中通客车实现归母净利润同比增长，其余5家上市公司归母净利润同比均大幅下降。

图 37：客车板块营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：客车板块归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 10：2019 年&2020Q1 客车板块主要上市公司营业收入&归母净利润（亿元）

公司		2019 年				2020 年一季度			
代码	简称	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比
000957.SZ	中通客车	67.41	10.90%	0.33	-9.57%	10.41	-21.81%	0.04	5.54%
600066.SH	宇通客车	304.79	-3.99%	19.40	-15.70%	28.08	-3.98%	-1.43	-80.06%
600213.SH	亚星客车	27.08	10.19%	0.14	6.69%	2.64	-26.41%	-0.37	-3368.12%
600303.SH	曙光股份	24.47	-16.06%	0.47	-136.40%	3.60	-42.74%	-0.23	-24.07%
600609.SH	金杯汽车	56.00	-8.88%	0.61	-24.89%	10.11	-30.69%	0.01	-93.38%

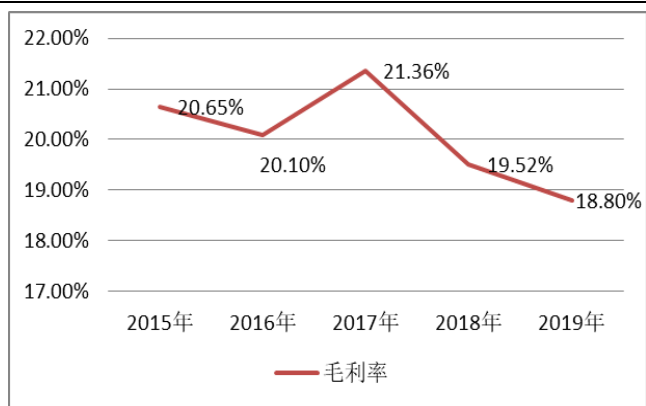
600686.SH	金龙汽车	178.91	-2.19%	1.81	14.17%	20.26	-31.73%	-2.25	-2817.08%
-----------	------	--------	--------	------	--------	-------	---------	-------	-----------

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

5.2 板块毛利率下行，龙头盈利能力领先

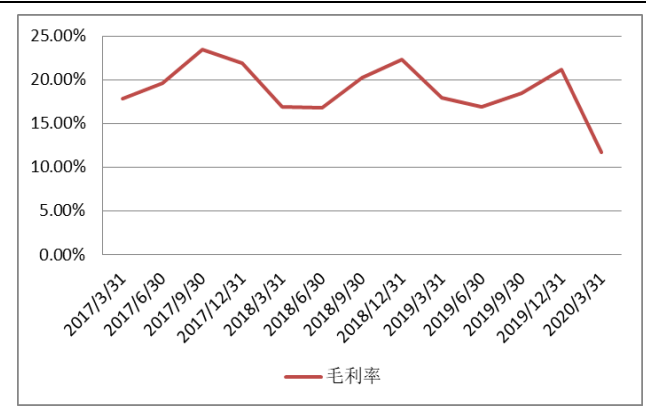
板块毛利率整体下滑，宇通客车指标领先。2019 年，供需压力向公司传导，行业盈利能力整体下降，2020Q1 受疫情因素影响，板块盈利能力受到较大程度负面影响。2019 年，板块毛利率为 18.80%，较 2018 年-0.72pct，其中金杯汽车毛利率较 2018 年同期+1.0pct，其余 5 家上市公司毛利率较去年同期均下降。2020Q1，板块毛利率为 11.74%，分公司看，与 2019Q4 相比仅曙光股份毛利率提升，与 2019Q1 相比 6 家上市公司毛利率均下降。但是，2019 年及 2020 年一季度，宇通客车毛利率均显著优于客车板块其他上市公司。

图 39：客车板块年度毛利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

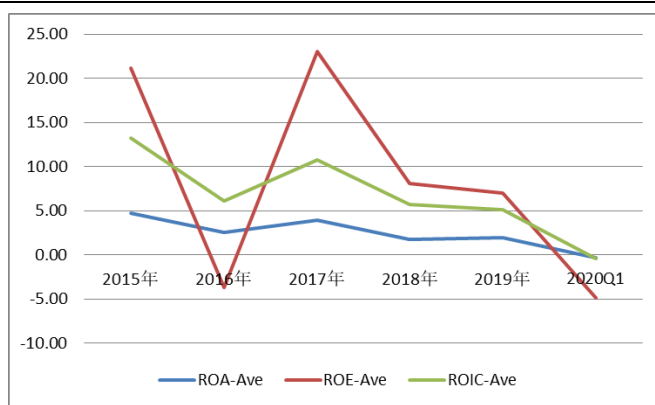
图 40：板块季度毛利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

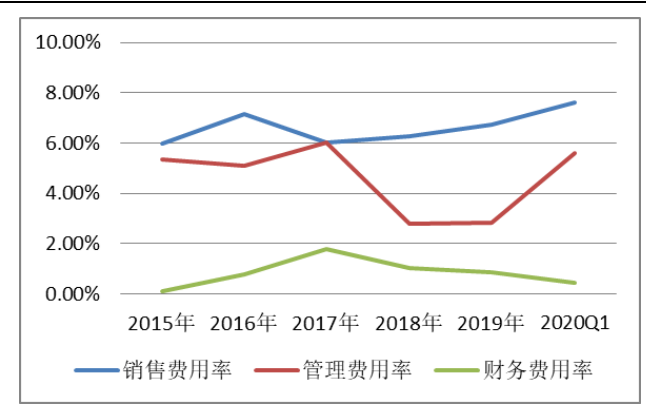
三费指标分化，合计占比增加。2019 年板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.72%、2.84%、0.85%，较 2018 年分别+0.46pct、+0.05pct、-0.18pct，2020 年一季度板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.63%、5.59%、0.44%，合计 13.67%，较 2019Q4、2019Q1 分别增加 1.93pct、2.52pct。

图 41：客车板块平均 ROA/ROE/ROIC (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

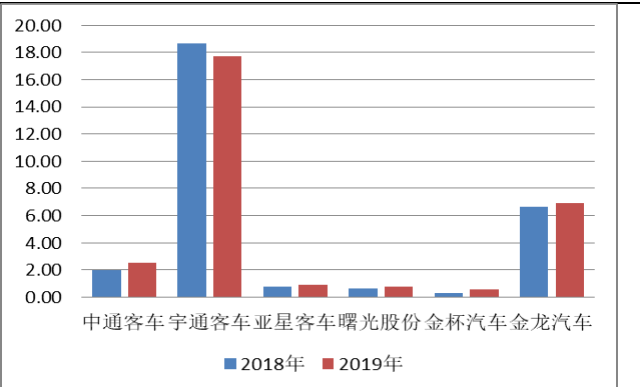
图 42：客车板块费用率 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

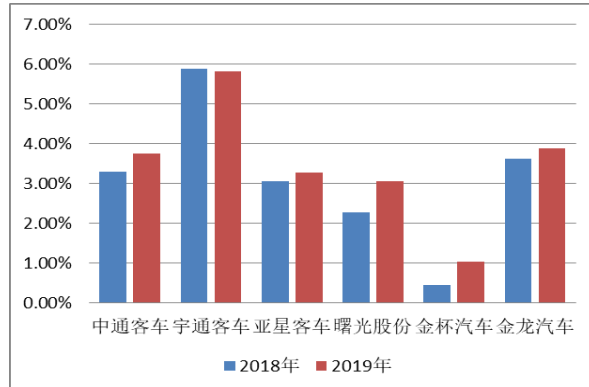
研发费用加大，宇通研发投入领先。2019 年板块合计研发费用 29.40 亿元，同比增长 1.52%，研发费用在营业收入的占比为 4.46%，较 2018 年提升 0.18pct，其中仅宇通客车研发费用和研发费用/营业收入下降，但宇通客车 2019 年度研发费用为 17.74 亿元，遥遥领先于客车板块其他上市公司。

图 43：客车板块上市公司研发费用（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 44：客车板块上市公司研发费用/营业收入（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 11：2019&2020Q1 客车板块主要上市公司部分盈利指标

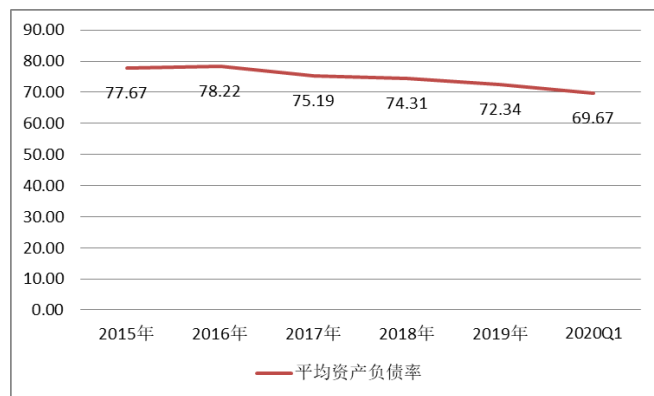
公司代码	公司简称	2019 年					2020Q1			
		毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	研发费用/营业收入	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
000957.SZ	中通客车	15.59%	6.03%	2.19%	1.17%	3.74%	14.34%	4.95%	2.94%	1.77%
600066.SH	宇通客车	15.59%	9.17%	2.72%	0.69%	5.82%	15.99%	11.50%	6.82%	-1.06%
600213.SH	亚星客车	24.35%	5.04%	1.72%	3.89%	3.28%	3.68%	6.41%	3.01%	9.62%
600303.SH	曙光股份	17.55%	4.96%	6.86%	1.93%	3.05%	10.51%	6.30%	13.64%	1.89%
600609.SH	金杯汽车	9.89%	0.63%	3.84%	1.95%	1.04%	14.24%	0.85%	4.73%	2.12%
600686.SH	金龙汽车	12.83%	5.22%	2.57%	0.05%	3.87%	4.54%	7.44%	4.60%	-0.47%

数据来源：wind，山西证券研究所

5.3 资产负债率下行，一季度库存压力加大

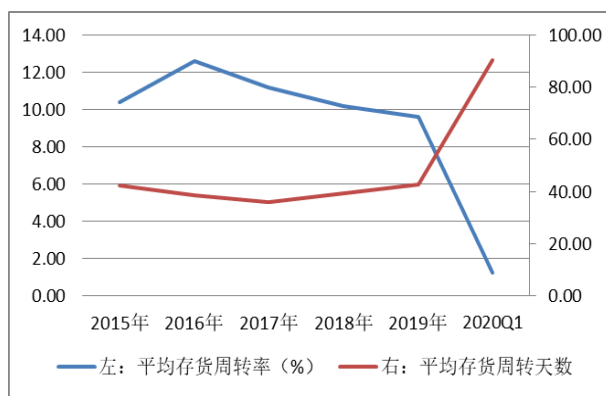
负债结构改善。客车板块 6 家上市公司资产负债指标差异较大，但受益于客车自身单车价值量高，整车企业自身议价能力较强，板块负债结构较为良好，板块平均资产负债率持续下行。

图 45：客车板块平均资产负债率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 46：客车板块存货情况



资料来源：wind，山西证券研究所

19 年库存持续改善，疫情加大一季度库存压力。2019 年，板块平均存货周转率和平均存货周转天数均持续改善，但与 2018 年相比，库存压力仍有提升，2020 年一季度受疫情影响，库存压力明显加大。2019Q1-2020Q1，板块单季度平均存货周转率分别为 1.87%、4.52%、6.76%、9.61%、1.24%，平均存货周转天数分别为 60.19、48.66、45.08、42.78、90.38 天。

表 12：2019&2020Q1 客车板块重点上市公司负债&存货情况

公司代码	公司简称	资产负债率 (%)		流动比率		速动比率		存货周转率 (%)		存货周转天数	
		2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1	2019 年	2020Q1
000957.SZ	中通客车	77.31	75.87	1.27	1.25	1.20	1.17	10.60	1.51	33.96	59.52
600066.SH	宇通客车	51.76	48.06	1.67	1.77	1.40	1.45	5.62	0.54	64.09	166.57
600213.SH	亚星客车	94.71	95.38	1.26	1.19	1.21	1.12	11.40	1.09	31.59	82.20
600303.SH	曙光股份	47.81	47.78	1.19	1.27	1.03	1.08	5.56	0.88	64.74	102.80
600609.SH	金杯汽车	84.21	75.25	0.96	0.96	0.89	0.82	15.17	2.44	23.73	36.94
600686.SH	金龙汽车	78.23	75.65	1.28	1.29	1.17	1.15	9.33	0.95	38.58	94.26

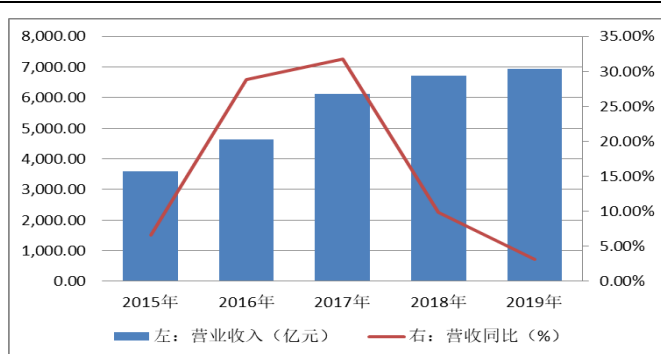
数据来源：wind，山西证券研究所

6 汽车零部件：板块整体承压，盈利能力下滑

6.1 产销压力向上游传导，板块业绩承压

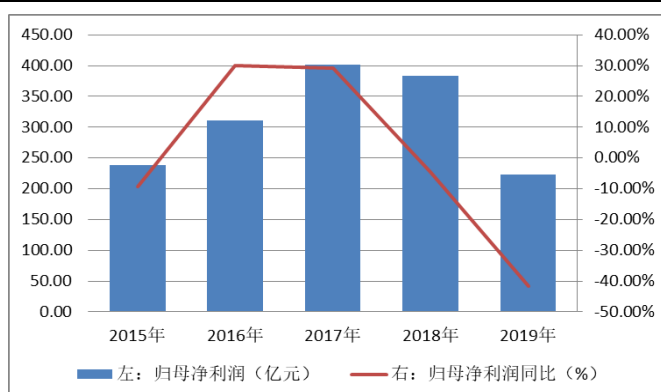
产销压力向上游传导，行业整体业绩下滑。受行业产销量下滑影响，压力向上游传导，零部件行业盈利能力承压。2019 年，行业营收同比增速增幅收窄，归母净利润降幅扩大。2019 年，板块营业收入为 6939.19 亿元，同比增长 3.17%，同比增速较 2018 年收窄 6.74pct；板块归母净利润为 223.33 亿元，同比下降 41.72%，降幅较 2018 年扩大 37.62pct。2020 年一季度，疫情因素加大板块下行压力，板块营收及归母净利润均同比大幅下降，降幅分别为 19.05%、54.83%。

图 47：汽车零部件板块年度营收情况



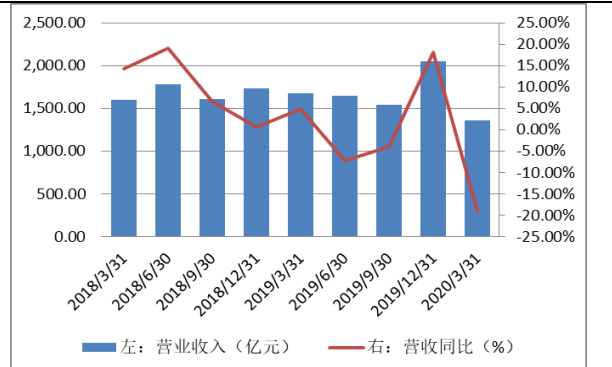
资料来源：wind，山西证券研究所

图 49：汽车零部件板块年度归母净利润情况



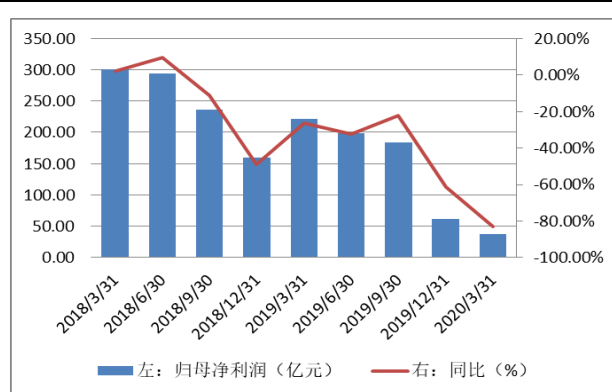
资料来源：wind，山西证券研究所

图 48：汽车零部件板块单季度营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 50：汽车零部件板块单季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 13：2019 年&2020Q1 汽车零部件板块部分上市公司营业收入&归母净利润（亿元）

公司		2019 年				2020 年一季度			
代码	简称	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比
300750.SZ	宁德时代	457.88	54.63%	45.60	34.64%	90.31	-9.53%	7.42	-29.14%
000338.SZ	潍柴动力	1743.61	9.48%	91.05	5.17%	389.99	-3.98%	20.64	-80.06%
600741.SH	华域汽车	1440.24	-8.36%	64.63	-19.48%	239.73	-32.60%	1.35	-92.70%
600660.SH	福耀玻璃	211.04	4.35%	28.98	-29.66%	41.70	-15.47%	4.60	-24.11%
600699.SH	均胜电子	616.99	9.82%	9.40	-28.67%	122.17	-20.83%	0.59	-78.59%
601799.SH	星宇股份	60.92	20.06%	7.90	29.38%	12.58	-11.67%	1.60	-6.38%

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

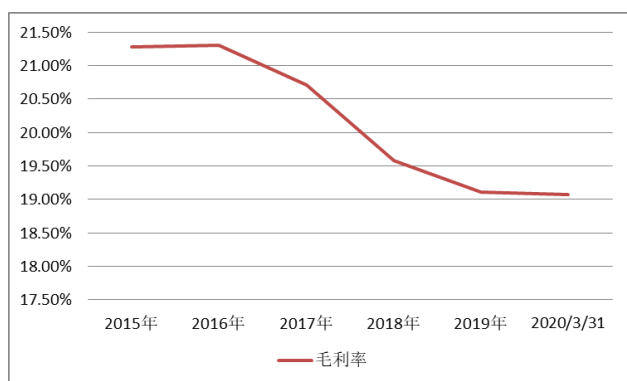
毛利率同比下滑，费用率整体提升。2019 年，板块毛利率为 19.11%，较 2018 年下降 0.47pct；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.98%、5.51%、0.53%，较 2018 年提升 0.02pct、0.21pct、0.13pct。2020Q1，板块毛利率为 19.07%，较 2019Q4 提升 0.82pct，较 2019Q1 下降 0.43pct；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.28%、6.32%、0.68%，三费合计占营业收入比值为 11.28%，较 2019Q4、2019Q1 分别提升 0.61pct、1.64pct。

表 14：2019&2020Q1 汽车零部件板块主要上市公司部分盈利指标(%)

公司代码	公司简称	2019 年				2020Q1			
		毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
300750.SZ	宁德时代	29.06	4.71	4.00	-1.71	25.09	3.90	4.57	-1.55
000338.SZ	潍柴动力	29.06	6.45	3.96	0.13	22.44	6.97	4.37	-0.04
600741.SH	华域汽车	21.80	1.36	5.58	-0.04	13.16	1.41	6.80	0.40
600660.SH	福耀玻璃	14.46	7.02	10.36	0.10	34.45	7.52	10.97	-1.41
600699.SH	均胜电子	37.46	2.43	5.88	1.65	17.40	2.71	6.69	2.48
601799.SH	星宇股份	16.00	2.29	2.54	0.07	21.77	1.94	3.03	-0.24

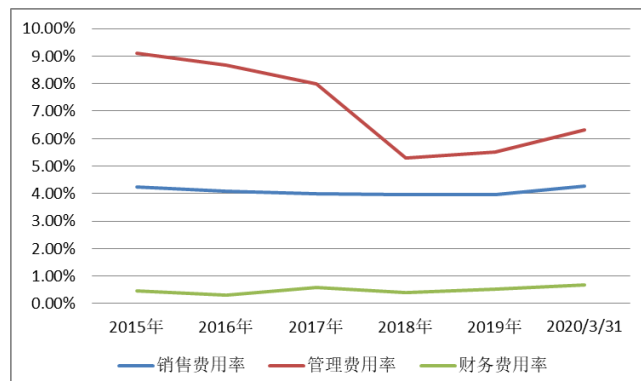
数据来源：wind，山西证券研究所

图 51：汽车零部件板块毛利率



数据来源：wind，山西证券研究所

图 52：汽车零部件板块三费费用率 (%)

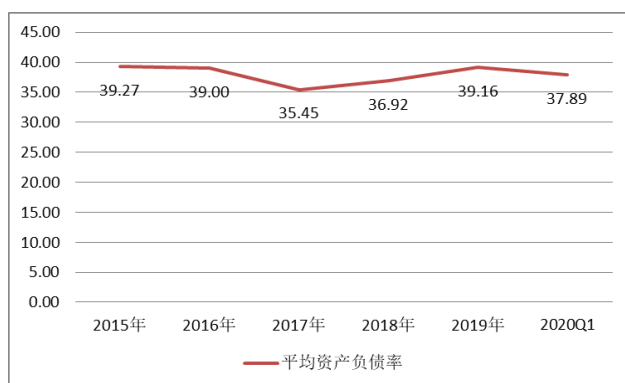


数据来源：wind，山西证券研究所

6.2 板块指标分化，库存整体承压

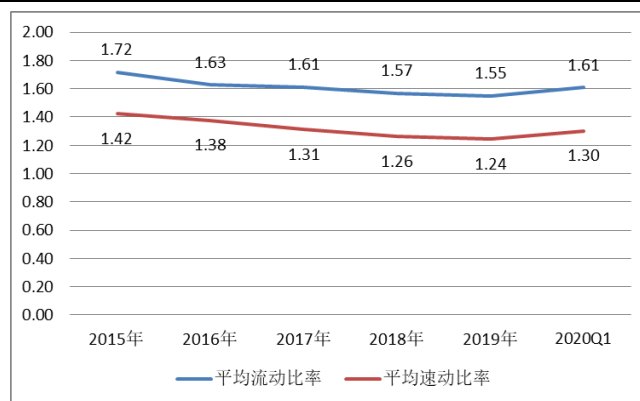
公司间差异较大，板块平均资产负债率增长。整体看，汽车零部件行业子行业众多，公司间负债结构、议价能力差异较大，2019 年板块平均资产负债率 39.16%，较 2018 年同期提升 2.25pct；2020Q1 板块平均资产负债率 37.89%，较 2019Q4 下降 1.27pct，较 2019Q1 提升 1.28pct，此外，板块流动比率、速动比率 2 项指标均值小幅波动。

图 53：汽车零部件板块平均资产负债率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

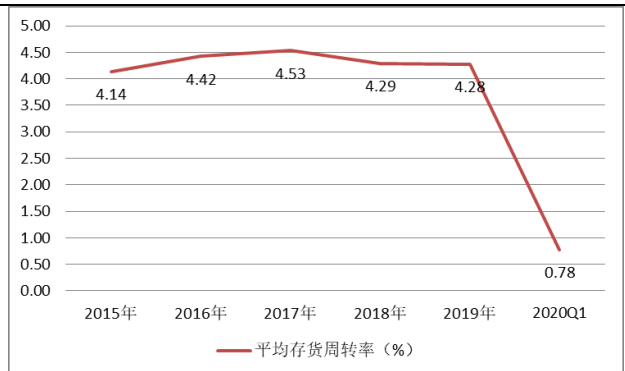
图 54：汽车零部件板块平均流动比率&速动比率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

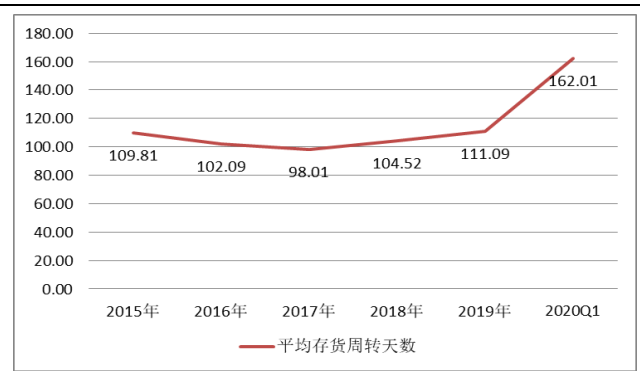
19 年库存情况好转，一季度疫情加大库存压力。2019 年板块平均周转率和平均存货周转天数持续改善，但 2020 年一季度受疫情影响，库存压力明显加大。2019Q1-2020Q1，板块单季度平均存货周转率分别为 0.99%、2.01%、2.97%、4.28%、0.78%，平均存货周转天数分别为 119.62、117.19、118.09、111.09、162.01 天。

图 55：汽车零部件板块平均存货周转率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 56：汽车零部件板块存货平均周转天数



资料来源：wind，山西证券研究所

7.投资建议

短期来看，一方面，疫情因素加大行业下行压力，行业盈利能力整体下行，库存压力加大，随着国内疫情显著好转，细分市场产销及库存指标呈回暖趋势，但海外疫情尚未得到控制，为行业带来较大不确定性；另一方面，政策端来看，新能源补贴政策落地，对于稳定新能源汽车销量有较大帮助，而多省市出台

汽车消费鼓励措施，对汽车市场有一定的促进作用，但是消费者购买力下降，预计政策对产业的刺激程度有限；建议关注 2 条主线：一是下游需求较为稳固的重卡产业链；二是整车和关键零部件的龙头企业。

长期来看，汽车行业仍有增长空间，但产销增速中枢下移、产业竞争加剧，汽车行业整体向智能化、网联化、电动化、共享化转型的长期趋势不变，建议关注 3 条主线：一是业绩稳定增长、市占率持续提升的大市值白马股；二是技术持续提升、结构不断优化、产品单车价值量提升空间较大，有望实现海外替代的优质零部件供应商；三是聚焦汽车电动化、智能化、网联化、共享化新兴产业，从优质产业链入手，自上而下寻找优质标的。

表 15：重点公司盈利预测&评级

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE (TTM)			评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600104	上汽集团	18.90	2.19	1.91	2.18	8.62	9.87	8.67	买入
600741	华域汽车	20.40	2.05	1.86	2.06	9.95	10.95	9.89	买入
000338	潍柴动力	13.40	1.15	1.42	1.63	11.68	9.45	8.21	买入
601799	星宇股份	99.21	2.86	3.37	4.17	34.68	29.41	23.78	买入
002594	比亚迪	59.96	0.59	0.77	1.11	101.32	78.12	53.86	增持
300750	宁德时代	144.38	2.06	2.39	3.35	69.92	60.38	43.13	增持
002050	三花智控	22.03	0.51	0.52	0.70	42.87	42.43	31.31	增持
600066	宇通客车	13.04	0.88	0.83	0.89	14.88	15.74	14.71	增持

注：基于 2020 年 4 月 30 日市场数据

数据来源：wind，山西证券研究所

8.风险提示

- 1) 国内经济增长恢复低于预期；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 上游原材料价格大幅波动；
- 4) 海外疫情持续蔓延。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

