

# 汽车

## 疫情短期冲击，Q2 有望回暖

### ——汽车行业年报&一季报总结

#### 报告摘要：

受疫情冲击，20Q1 汽车行业盈利能力进一步探底。受中美贸易摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等多重因素牵制，2019 年全国汽车销量 2576.9 万辆，同比下降 8.2%，降幅较 2018 年扩大 5.4 个百分点；汽车板块营收同比下降 7.6%，归母净利润同比下降 37%。2020 开年以来，受新冠肺炎疫情冲击，20Q1 全国汽车销量 367.2 万辆，同比下降 42.4%；20Q1 全行业营收同比下降 34%；净利润同比下降 84.9%。

当前汽车板块估值与机构持仓均处于历史低位。截止 5 月 6 日，乘用车板块(中信 II)PE-TTM 和 PB 分别为 29.7 和 1.3 倍；零部件板块(中信 II)PE-TTM 和 PB 分别为 45 和 2 倍。由于目前处于行业底部，且受疫情冲击一季度诸多乘用车及零部件企业业绩大幅下降影响，我们认为 PE 估值法相对板块参考价值较低。而从 PB 估值的角度来看，目前乘用车及零部件板块估值均处于 2006 年后的第二低点。此外，截止 20Q1 末汽车机构持仓排名在 29 个行业中位列 17 名，且持仓比例仅为 1.90%，较最高时 5.13%和均值 3.36%有较大提升空间。

看好疫情过后需求企稳回暖，景气拐点向上。2 月以来，国内多地陆续出台刺激汽车消费的政策，3 月 31 日的国务院常务会议更是确定了将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年等举措。据中国汽车流通协会副会长兼秘书长肖政三表示，4 月全国经销商复工率已达 100%，客流量恢复已恢复至去年同期的 80%-90%。我们认为，此次疫情或促使更多无车用户认识到拥有私家车的重要性与必要性，购车需求只是被延后而不会被消灭。随疫情缓解、利好政策逐步落地，车市复苏进度有望加快，20Q2 起汽车板块整体盈利能力有望探底回升，汽车板块的估值及机构持仓有望迎来修复机会。

#### 投资建议：

整车板块建议关注龙头车企【长城汽车、广汽集团、长安汽车、上汽集团】；零部件板块建议关注全球范围内的优质资产，推荐：特斯拉产业链标的【拓普集团、岱美股份、均胜电子、旭升股份、常熟汽饰、银轮股份、宁波华翔】，受益重卡高景气的发动机龙头【潍柴动力】；盈利能力持续改善的【保隆科技】；迎电动车放量期的核心供应商【得润电子、卧龙电驱】；以及加速进口替代的【精锻科技、宁波高发、万里扬】；经销商板块建议关注受益销量回暖及行业出清为龙头经销商【广汇汽车】。

**风险提示：**汽车行业复苏不及预期、海外疫情影响超预期、原材料价格大幅波动等。

#### 证券研究报告

2020 年 05 月 07 日

#### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

#### 作者

邓学 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com  
陆嘉敏 联系人  
lujiamin@tfzq.com

#### 行业走势图



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 1 《汽车-行业专题研究:4 月重卡同比增长 43%，远超市预期》2020-05-03
- 2 《汽车-行业投资策略:一文看透汽车景气现状》2020-04-27
- 3 《汽车-行业点评:新能源补贴退坡政策延至 2022 年》2020-04-24



## 内容目录

1. 2019 年行业整体业绩增速进一步放缓.....	4
2. 20Q1 受疫情冲击明显，静待 Q2 增速回升 .....	5
3. 投资建议.....	9
4. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1：中信汽车一级行业收入及增速（2014-2019） .....	4
图 2：中信汽车一级行业收入及增速（2014-2019） .....	4
图 3：中信汽车一级行业毛利率及净利率（2014-2019） .....	4
图 4：中信汽车一级行业三项费用率（2014-2019） .....	4
图 5：二级行业收入及增速（2016-2019） .....	5
图 6：二级行业归母净利润及增速（2016-2019） .....	5
图 7：中信汽车二级行业毛利率（2016-2019） .....	5
图 8：中信汽车二级行业净利率（2016-2019） .....	5
图 9：中信一级行业收入及增速（16Q1-20Q1） .....	6
图 10：中信一级行业净利润及增速（16Q1-20Q1） .....	6
图 11：中信一级行业毛利率与净利率（16Q1-20Q1） .....	6
图 12：中信一级行业三项费用率合计（16Q1-20Q1） .....	6
图 13：乘用车板块收入及增速（16Q1-20Q1） .....	6
图 14：乘用车板块净利润及增速（16Q1-20Q1） .....	6
图 15：乘用车板块毛利率与净利率（16Q1-20Q1） .....	6
图 16：乘用车板块三项费用率合计（16Q1-20Q1） .....	6
图 17：商用车板块收入及增速（16Q1-20Q1） .....	7
图 18：商用车板块净利润及增速（16Q1-20Q1） .....	7
图 19：商用车板块行业毛利率与净利率（16Q1-20Q1） .....	7
图 20：商用车板块三项费用率合计（16Q1-20Q1） .....	7
图 21：零部件板块收入及增速（16Q1-20Q1） .....	8
图 22：零部件板块净利润及增速（16Q1-20Q1） .....	8
图 23：零部件板块毛利率与净利率（16Q1-20Q1） .....	8
图 24：零部件板块三项费用率合计（16Q1-20Q1） .....	8
图 25：销售与服务板块收入及增速（16Q1-20Q1） .....	8
图 26：销售与服务板块净利润及增速（16Q1-20Q1） .....	8
图 27：销售与服务板块毛利率与净利率（16Q1-20Q1） .....	9
图 28：销售与服务板块三项费用率合计（16Q1-20Q1） .....	9
图 29：乘用车（中信 II）PE TTM 变化 .....	9
图 30：乘用车（中信 II）PB 变化 .....	9
图 31：零部件（中信 II）PE TTM 变化 .....	9
图 32：零部件（中信 II）PB 变化 .....	9

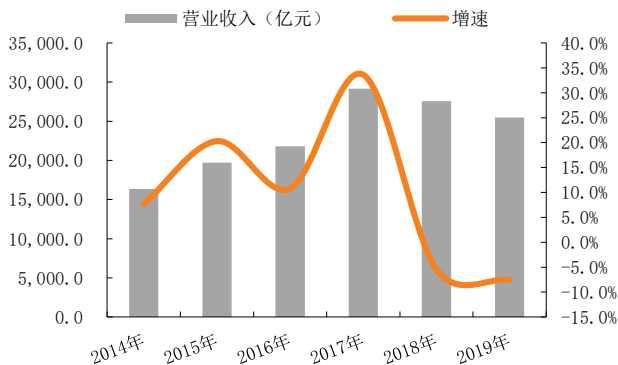
图 33：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比（季度） .....10

图 34：2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比排名（季度，29 个行业） .....10

## 1. 2019 年行业整体业绩增速进一步放缓

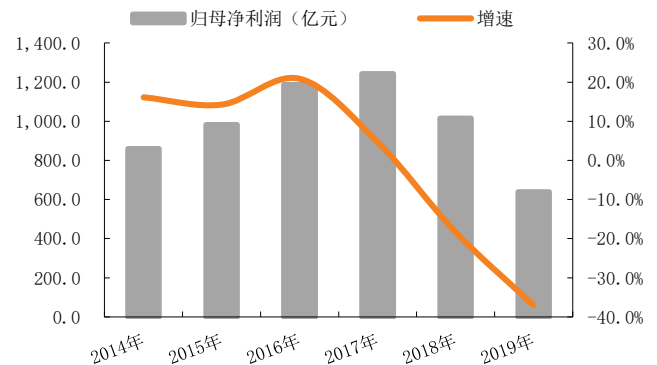
**2019 年行业整体营收及净利润增速进一步放缓：**2019 年，受中美贸易摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等多重因素牵制，中国汽车市场进一步承压，出现了继 2018 年首降之后的第二个负增长之年，全年汽车销量 2576.9 万辆，同比下降 8.2%，降幅较 2018 年扩大 5.4 个百分点，并创近 30 年来最大降幅。汽车行业（中信）整体营业收入 25468.1 亿元，同比下降 7.6%，归母净利润 369.1 亿元，同比下降 37%。全行业营收及归母净利润继续负增长，且降幅较上年进一步扩大（营收降幅较上年扩大 2.1 个百分点；归母净利润降幅较上年扩大 18.7 个百分点），行业整体面临较大经营压力。

图 1：中信汽车一级行业收入及增速（2014-2019）



资料来源：Wind、天风证券研究所

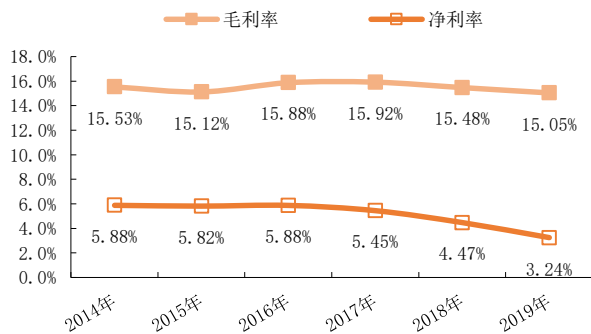
图 2：中信汽车一级行业收入及增速（2014-2019）



资料来源：Wind、天风证券研究所

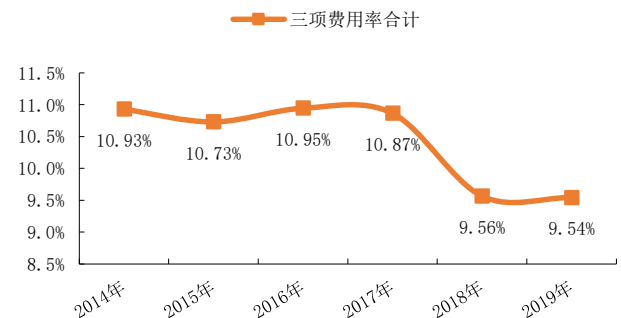
**利润率承压、三费率维持高位：**2019 年行业整体毛利率 15.1%，同比减少 0.4 个百分点；净利率 3.2%，同比减少 1.2 个百分点；三项费用率合计 9.5%，同比减少 0.02 个百分点。2018 年、2019 年行业三项费用率较往年有一定回落，主要是由于会计政策的变更，原属于“管理费用”的“研发费用”重分类至“研发费用”单独列示；如果将研发费用重新加回管理费用，2018 年、2019 年三项费用率分别达到 13%和 13.1%。近三年行业整体毛利率持续回落，三项费用率（含研发费用）高企，致使 2019 年净利率滑落至历史低位。

图 3：中信汽车一级行业毛利率及净利率（2014-2019）



资料来源：Wind、天风证券研究所

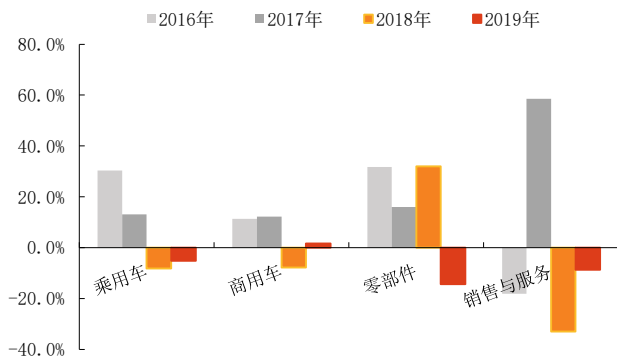
图 4：中信汽车一级行业三项费用率（2014-2019）



资料来源：Wind、天风证券研究所

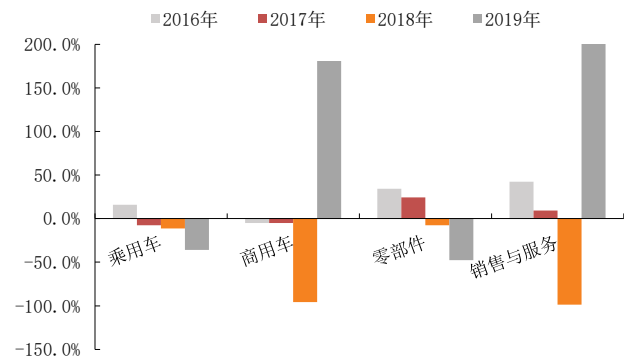
**子行业业绩承压，利润率下滑明显：**中信汽车一级行业共包含四个二级子行业，分别是乘用车、商用车、零部件和汽车销售与服务。2019 年四个子行业的营业收入增速分别为-5.2%、+1.7%、-14.4%和-8.7%；净利润增速分别为-35.7%、+1628.9%、-47.5%和+4489.5%；毛利率同比分别变动-1.5、-0.3、-0.1 和-0.11 个百分点；净利率同比分别变动-1.42、+2.3、-2.0 和+1.2 个百分点。2019 年四个二级子行业的收入增速继续承压，乘用车及零部件的业绩表现有所恶化，商用车、汽车销售与服务板块则因 2018 年基数极低的原因，归母净利润同比大幅提升。

图 5：二级行业收入及增速（2016-2019）



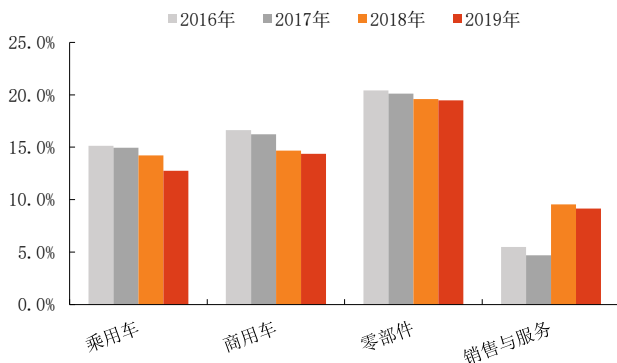
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：二级行业归母净利润及增速（2016-2019）



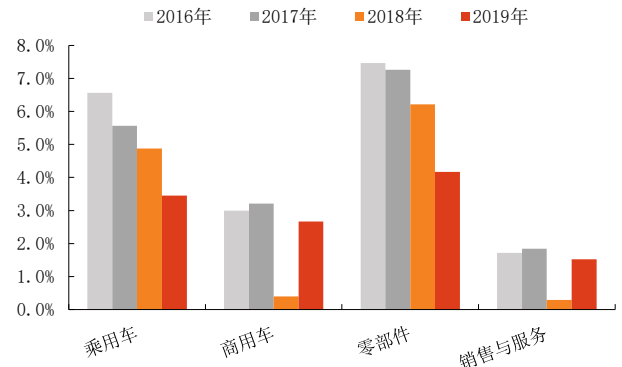
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：中信汽车二级行业毛利率（2016-2019）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：中信汽车二级行业净利率（2016-2019）



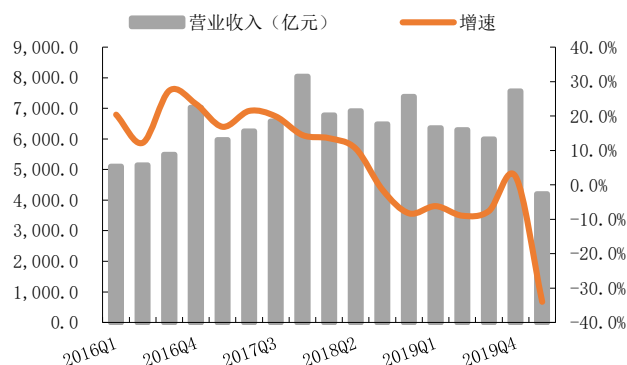
资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 20Q1 受疫情冲击明显，静待 Q2 增速回升

**2020Q1 行业整体：受疫情冲击明显，静待 Q2 增速回升。**2020Q1 中信汽车一级行业整体营业收入 4197.5 亿元，同比下降 34%；净利润 37.1 亿元，同比下降 84.9%；毛利率 13.7%，同比下降 1.4 个百分点；净利率 1.1%，同比下降 3.6 个百分点；三项费用率合计 10.5%，同比增加 1.2 个百分点。2020 开年以来，汽车行业受疫情冲击严重，20Q1 全国汽车销量 367.2 万辆，同比下降达 42.4%。20Q1 全行业收入降幅与销量降幅相当，归母净利润的大幅下滑主要是由于销量减少带来负规模效应以及应对疫情导致各项费用提升所致。

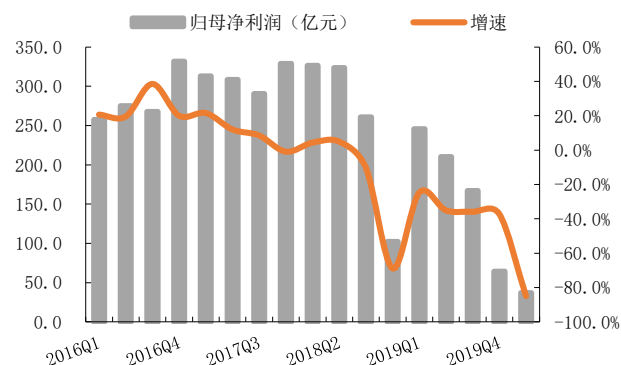
3 月以来，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，企业生产经营陆续恢复，国内汽车市场正从低谷中逐步复苏。据中国汽车流通协会副会长兼秘书长肖政三表示，4 月全国经销商复工率 100%，客流量恢复已达到去年同期的 80%-90%。我们预计，随着国家有关政策的逐步落实，以及各地政府相继出台促进汽车消费政策，Q2 开始汽车市场复苏进度有望加快。

图 9：中信一级行业收入及增速（16Q1-20Q1）



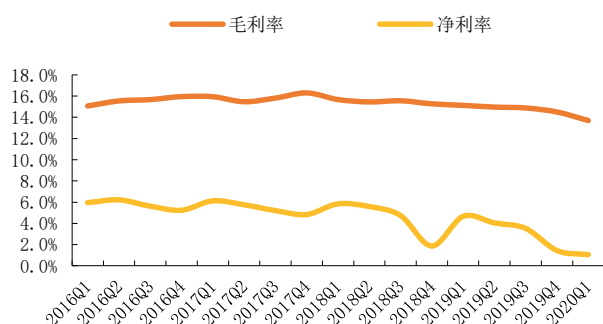
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：中信一级行业净利润及增速（16Q1-20Q1）



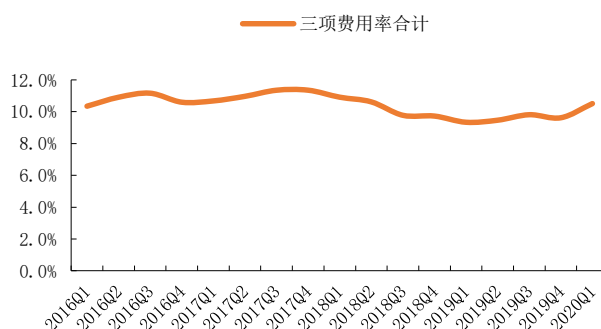
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：中信一级行业毛利率与净利率（16Q1-20Q1）



资料来源：Wind、天风证券研究所

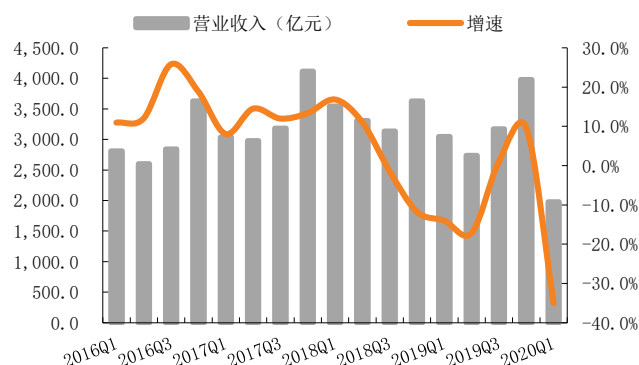
图 12：中信一级行业三项费用率合计（16Q1-20Q1）



资料来源：Wind、天风证券研究所

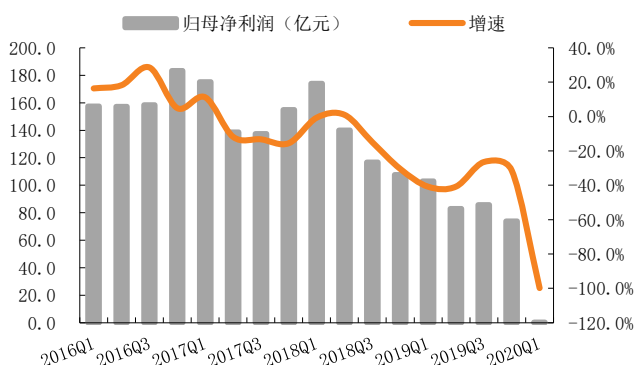
**乘用车：业绩增速触底，受疫情、降价促销等因素影响较大。**20Q1 乘用车板块整体营业收入 1979.3 亿元，同比下降 35.1%；归母净利润 0.07 亿元，同比下降 99.9%；毛利率 10.5%，同比减少 2.5 个百分点；净利率 0.1%，同比下降 4.2 个百分点；三项费用率合计 10.2%，同比增加 0.9 个百分点。受疫情冲击，2020Q1 乘用车行业销量 287.7 万辆，同比下降 45.4%，拖累全板块收入下滑 35.1%；同时，行业销售压力加剧，各大厂商纷纷降价促销策略，导致利润率进一步承压、三费率提升，净利润同比大幅下滑 99.9%。

图 13：乘用车板块收入及增速（16Q1-20Q1）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：乘用车板块净利润及增速（16Q1-20Q1）



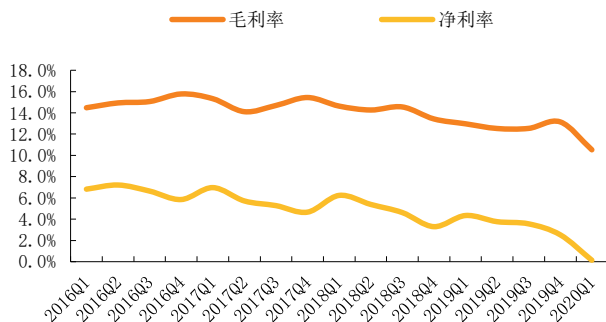
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：乘用车板块毛利率与净利率（16Q1-20Q1）

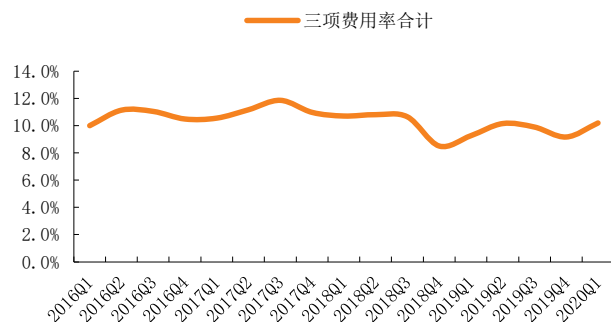


图 16：乘用车板块三项费用率合计（16Q1-20Q1）





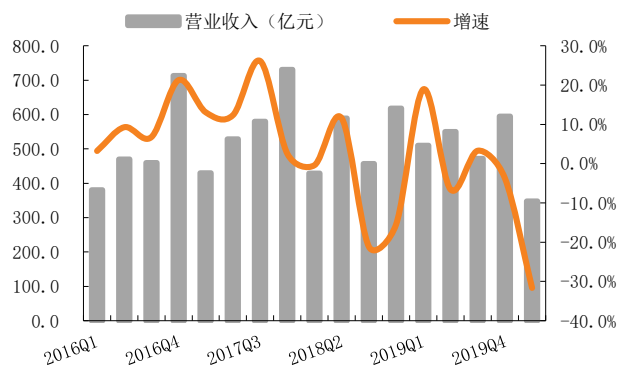
资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

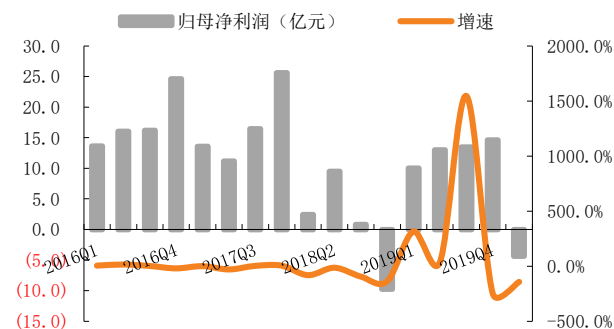
**商用车：收入下滑近三成，净利润由盈转亏。**20Q1 商用车销量 79.4 万辆，同比下降 28.4%。受此影响，20Q1 商用车板块整体营业收入 348.4 亿元，同比下降 31.7%，归母净利润由 19Q4 的 14.6 亿元大幅转亏至 20Q1 的 -4.4 亿元（其中福田汽车、金龙汽车、宇通客车 20Q1 分别亏损 3 亿元、2.2 亿元和 1.4 亿元）；毛利率 12.7%，同比下降 3.8 个百分点；净利率 -1.2%，同比下降 3.9 个百分点；三项费用率合计 9.5%，同比减少 0.1 个百分点。

图 17：商用车板块收入及增速（16Q1-20Q1）



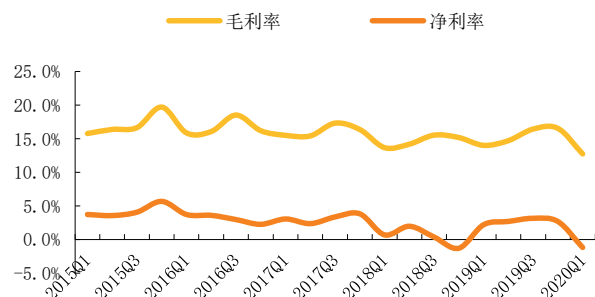
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 18：商用车板块净利润及增速（16Q1-20Q1）



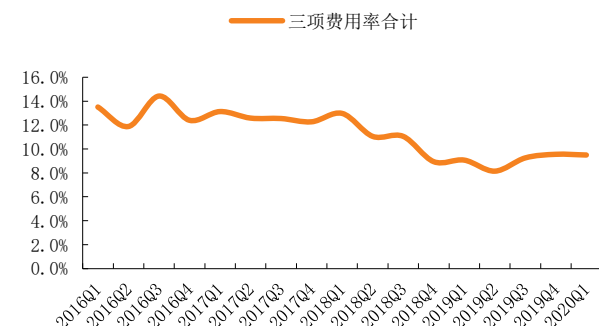
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：商用车板块行业毛利率与净利率（16Q1-20Q1）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：商用车板块三项费用率合计（16Q1-20Q1）



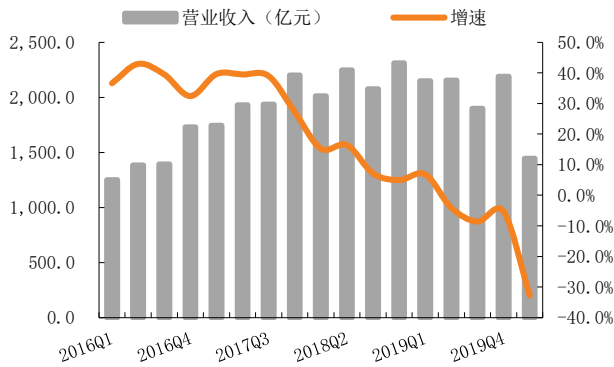
资料来源：Wind、天风证券研究所

**零部件：收入增速继续下行，净利润环比改善。**2020Q1 零部件行业（中信）整体营业收入 1446.8 亿元，同比下降 32.7%，归母净利润 46.2 亿元，同比下降 62.4%；毛利率 19.3%，同比下降 0.1 个百分点；净利率 3.6%，同比下降 3 个百分点；三项费用率合计 11.4%，同比增加 1.8 个百分点。受整车市场景气度低迷影响，20Q1 零部件行业收入增速进一步下滑，利润率承压，归母净利润同比下滑约六成（环比 19Q4 扭亏，主要是由于众泰汽车、京威



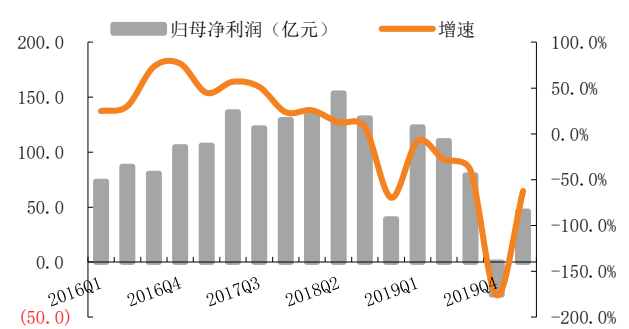
股份亏损严重导致 19Q4 零部件板块归母净利-29.9 亿元)。

图 21: 零部件板块收入及增速 (16Q1-20Q1)



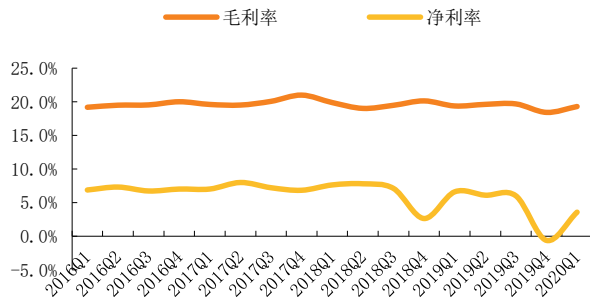
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 22: 零部件板块净利润及增速 (16Q1-20Q1)



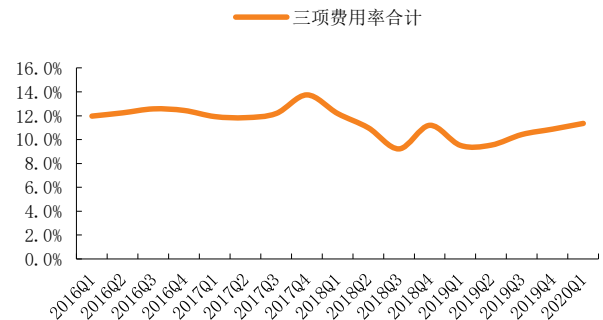
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 23: 零部件板块毛利率与净利率 (16Q1-20Q1)



资料来源: Wind、天风证券研究所

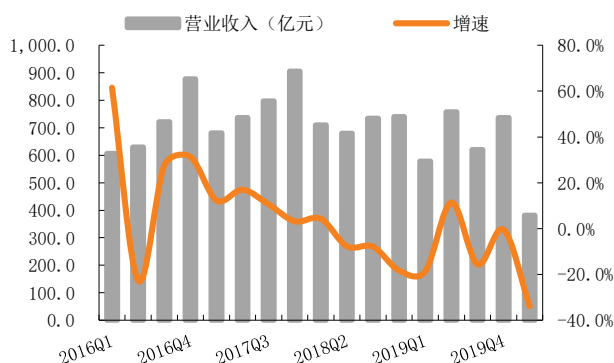
图 24: 零部件板块三项费用率合计 (16Q1-20Q1)



资料来源: Wind、天风证券研究所

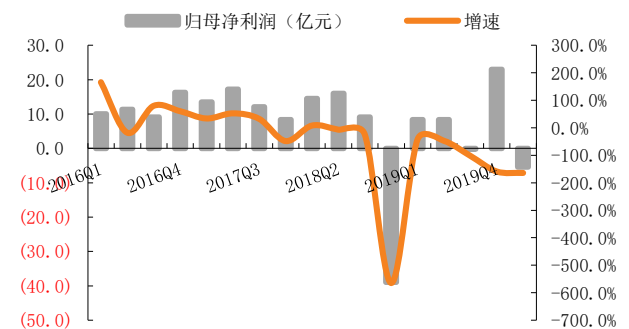
**汽车销售与服务: 汽车消费低迷致收入下滑, 净利润由盈转亏。**20Q1 汽车销售与服务板块整体营业收入 382 亿元, 同比下降 33.9%, 归母净利润由 19Q4 的 23 亿元大幅转亏至 20Q1 的 -5.4 亿元 (其中庞大汽车、广汇汽车 20Q1 分别亏损 4 亿元、1.6 亿元); 毛利率 9.4%, 同比下降 2.1 个百分点; 净利率 -1.4%, 同比下降 3.1 百分点; 三项费用率合计 9.4%, 同比提升 0.5 个百分点。受疫情影响, 绝大部分经销商 2 月前三周零售销量基本为零; 3 月, 虽然国内疫情逐步好转, 但消费端的部分市场需求仍处于被抑制状态, 对一季度汽车销售与服务板块业绩产生较大负面影响。

图 25: 销售与服务板块收入及增速 (16Q1-20Q1)



资料来源: Wind、天风证券研究所

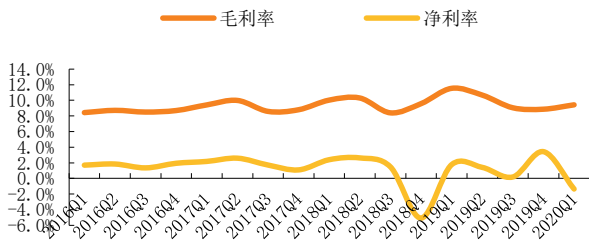
图 26: 销售与服务板块净利润及增速 (16Q1-20Q1)



资料来源: Wind、天风证券研究所

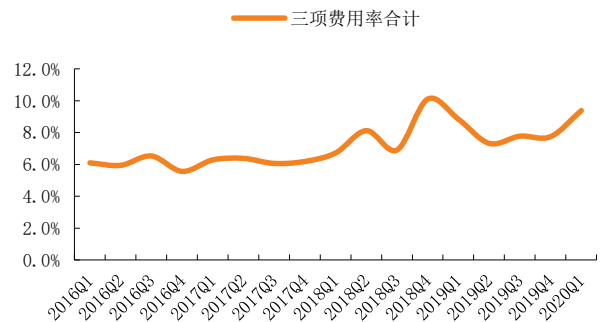


图 27：销售与服务板块毛利率与净利率（16Q1-20Q1）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 28：销售与服务板块三项费用率合计（16Q1-20Q1）

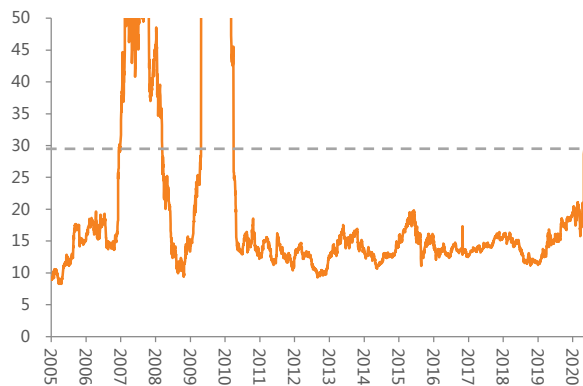


资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 投资建议

截止 5 月 6 日,汽车板块估值仍处于历史低位。截止 5 月 6 日,乘用车板块(中信 II)PE-TTM 和 PB 分别为 29.7 和 1.3 倍;零部件板块(中信 II)PE-TTM 和 PB 分别为 45 和 2 倍。由于目前处于行业底部,且受疫情冲击一季度诸多乘用车及零部件企业绩大幅下降影响,我们认为 PE 估值法相对板块参考价值较低。而从 PB 估值的角度来看,目前乘用车及零部件板块估值均处于 2006 年后的第二低点。

图 29：乘用车（中信 II）PE TTM 变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：乘用车（中信 II）PB 变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：零部件（中信 II）PE TTM 变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

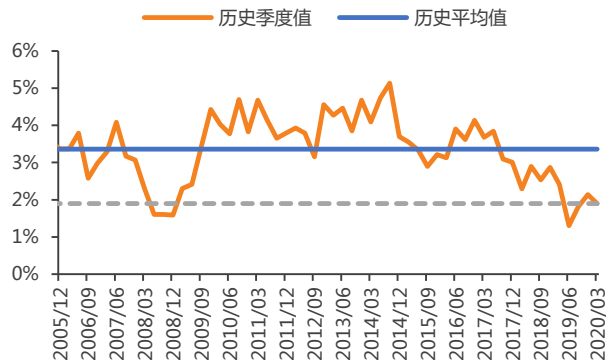
图 32：零部件（中信 II）PB 变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

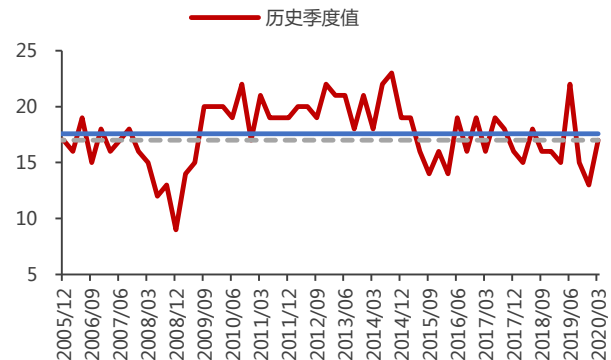
截止 20Q1, 汽车板块的基金持仓比例仍在历史低位。由于汽车行业产销仍在负增长状态, 市场 (基金) 对汽车板块的持仓情况仍然保持在相对低位, 19Q1-20Q1, 基金对汽车板块持仓占比分别为 2.4%、1.3%、1.8%、2.1%和 1.9%, 已经连续 9 个季度低于 3%并低于 05 年以来历史平均的 3.4%。

图 33: 2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比 (季度)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 34: 2005-2019 年基金对汽车行业持仓市值占比排名 (季度, 29 个行业)



资料来源: Wind、天风证券研究所

看好疫情过后需求企稳回暖, 行业景气拐点向上。我们认为, 此次疫情对汽车板块的负面冲击更多是短期的、一次性的, 中长期看疫情或促使更多无车用户认识到拥有私家车的重要性与必要性, 购车需求只是被延后而不会被消灭。随疫情缓解、利好政策逐步落地, 车市复苏进度有望加快, 20Q2 起汽车板块整体盈利能力有望探底回升, 汽车板块的估值及机构持仓有望迎来修复机会。

**投资建议:** 整车板块建议关注龙头车企【长城汽车、广汽集团、长安汽车、上汽集团】; 零部件板块建议关注全球范围内的优质资产, 推荐: 特斯拉产业链标的【拓普集团、岱美股份、均胜电子、旭升股份、常熟汽饰、银轮股份、宁波华翔】, 受益重卡高景气的发动机龙头【潍柴动力】; 盈利能力持续改善的【保隆科技】, 迎电动车放量期的核心供应商【得润电子、卧龙电驱】, 以及加速进口替代的【精锻科技、宁波高发、万里扬】; 经销商板块建议关注受益销量回暖及行业出清为龙头经销商【广汇汽车】。

#### 4. 风险提示

汽车行业复苏不及预期、海外疫情影响超预期、原材料价格大幅波动等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com