

浪急涛涌，变者生存

——如何看后疫情时期的汽车行业？

行业评级：看好

2020年5月19日

姓名	刘文婷（联系人）
邮箱	liuwenting@stocke.com.cn
电话	021-80108525

姓名	陈珂
邮箱	chenke@stocke.com.cn
电话	021-80108043
证书编号	S1230517100002

■ 2020Q1回顾：业绩筑底

2020Q1汽车销量366.4万辆，同比-42.4%，利润下滑八成。2月为销量底部，随后迅速恢复；4月汽车销量 207 万辆，同比增长4.5%，已现景气拐点。我们认为**产销逐渐恢复，叠加各地政府相继出台刺激汽车消费政策，有望加速新一轮汽车周期底部向上。**

■ 多项指标剑指复苏，景气拐点重现

（1）**政策带动销量效果显现**：湖南、吉林、北京、江苏等地4月销量明显改善；（2）**终端优惠指数趋于稳定**：4月GAIN终端优惠指数降至0点，预计Q2优惠指数将保持平稳，有望随汽车消费复苏继续下移；（3）**库存指数逐月改善**：经销商库存指数由峰值0.812降至0.568，随销量恢复增长有望降至枯荣线以下。

■ 沧海横流，龙头尽显本色

车市下行期，尾部整车企业以及零部件企业经营压力加剧，遭遇销量下滑、资金不足等多重困境，面临出局风险；优质龙头企业凭借优秀的经营管理、领先的技术水平份额持续提升，甚至业绩逆势增长，我们预计**随汽车销量复苏，拥有新客户+新产品的优质龙头有望迎来高增长。**

目录

CONTENTS

01

2020Q1回顾

02

多项指标剑指复苏

03

龙头尽显本色

04

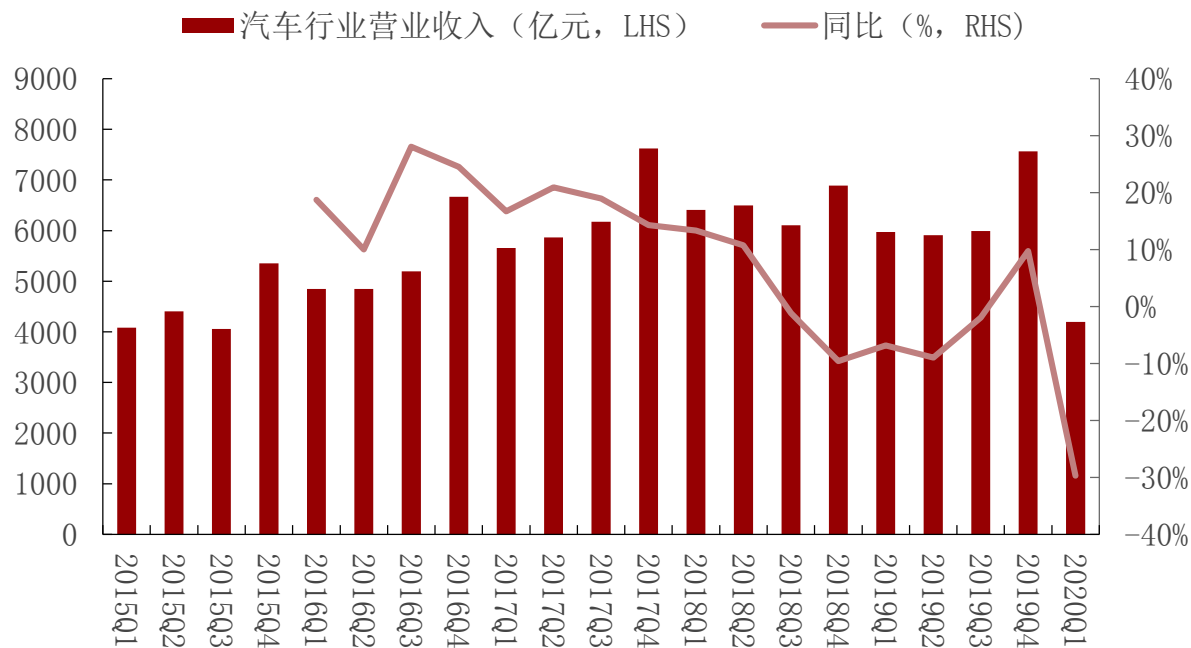
投资建议

01

2020Q1回顾

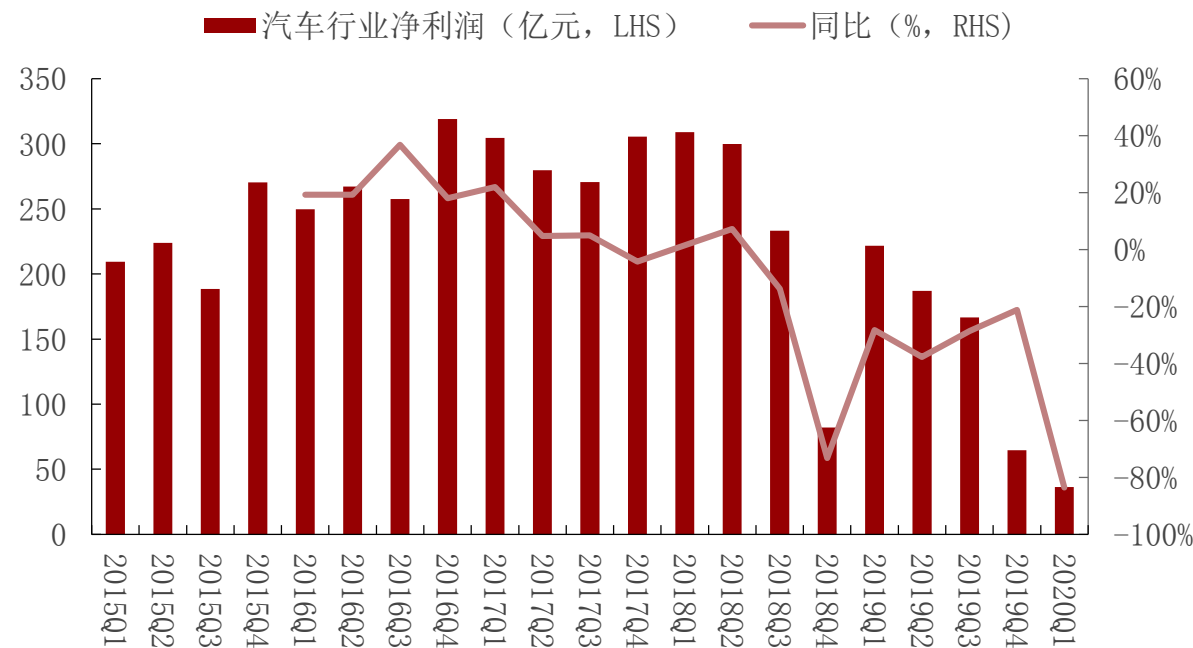
- **汽车板块业绩筑底，Q1利润下滑八成。**受疫情影响，汽车销量366.4万辆，同比-42.4%，营业收入合计4196.3亿元，同比下降-29.7%；归母净利润仅36.4亿元，降幅83.6%，远大于营业收入下降，主要是销量减少带来的产能利用率下降所致。
- **产销恢复+政策推动，Q2迎接景气向上。**4月份以来，汽车销量 207万辆，同比增长4.5%，主要是源于产销逐渐恢复，叠加各地政府相继出台刺激汽车消费政策，有望加速汽车行业复苏，重现景气拐点。

图：汽车行业营业收入及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

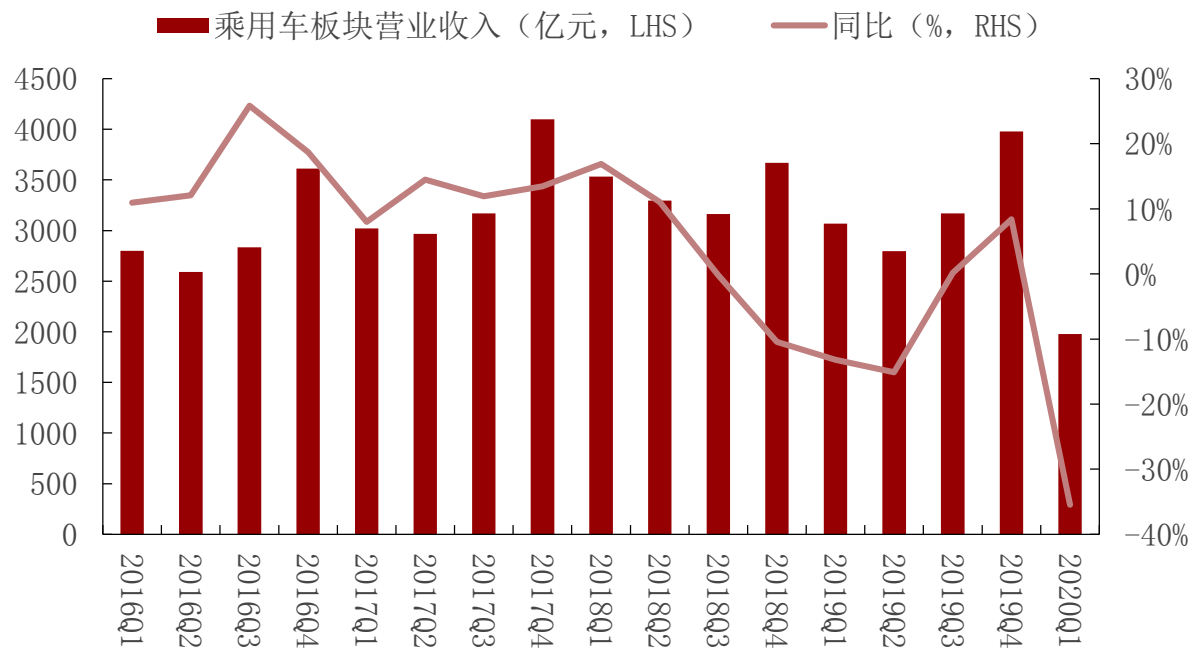
图：汽车行业归母净利润及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

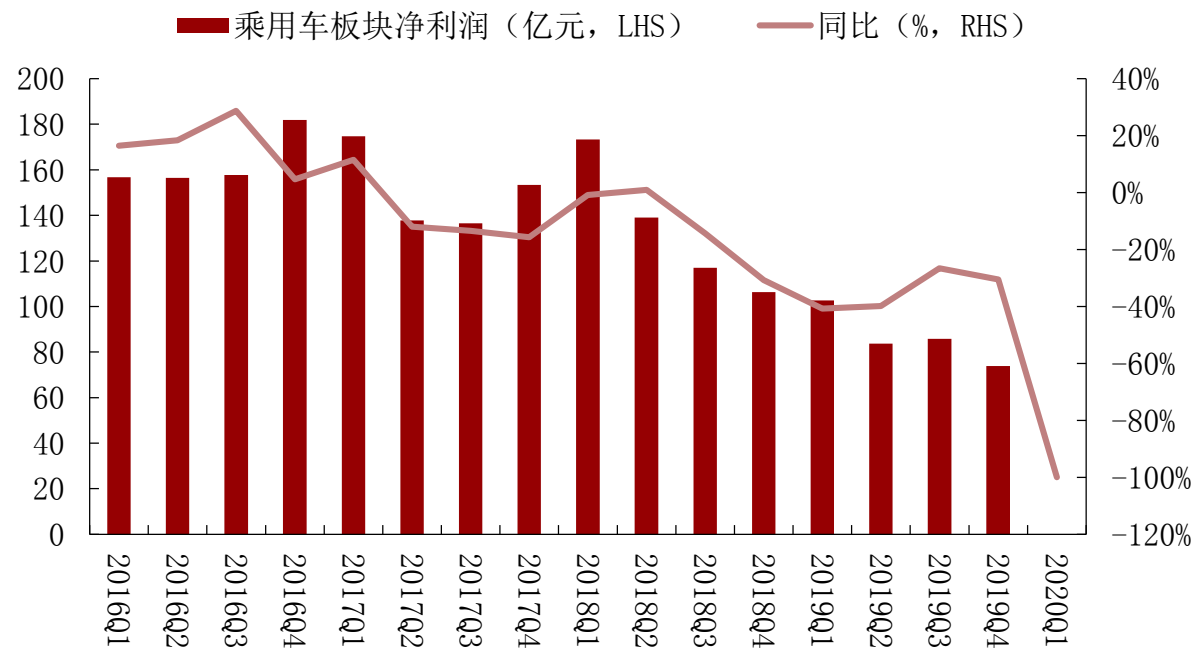
- **乘用车利润降至历史最低水平。**乘用车板块受疫情影响冲击较大，生产端及消费端暂缓致使销量同比大幅下降45.4%，Q1仅实现营业收入1979.2亿元，同比-35.5%；利润率进一步承压，归母净利润降至历史最低水平0.1亿元，同比-99.9%。
- **需求回暖，静待深蹲后起跳。**随着Q2复工复产有序推进，疫情期间积压的需求释放，4月销量153.6万辆，同比-2.5%，实现反弹回升。

图：乘用车板块营业收入及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

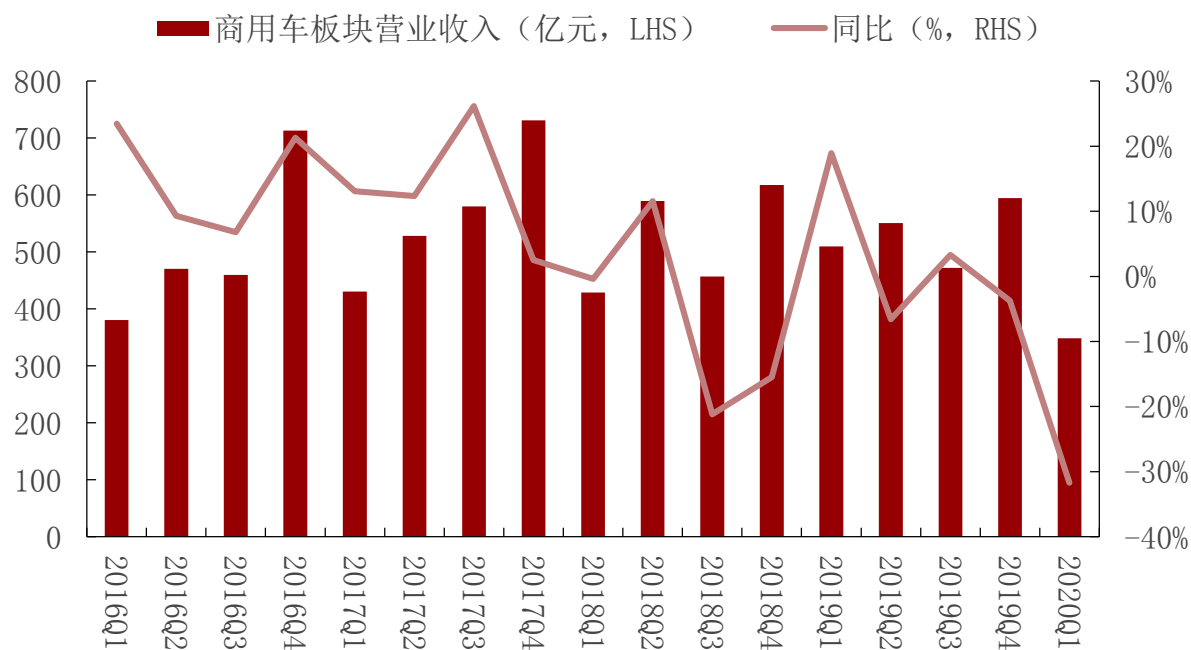
图：乘用车板块归母净利润及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

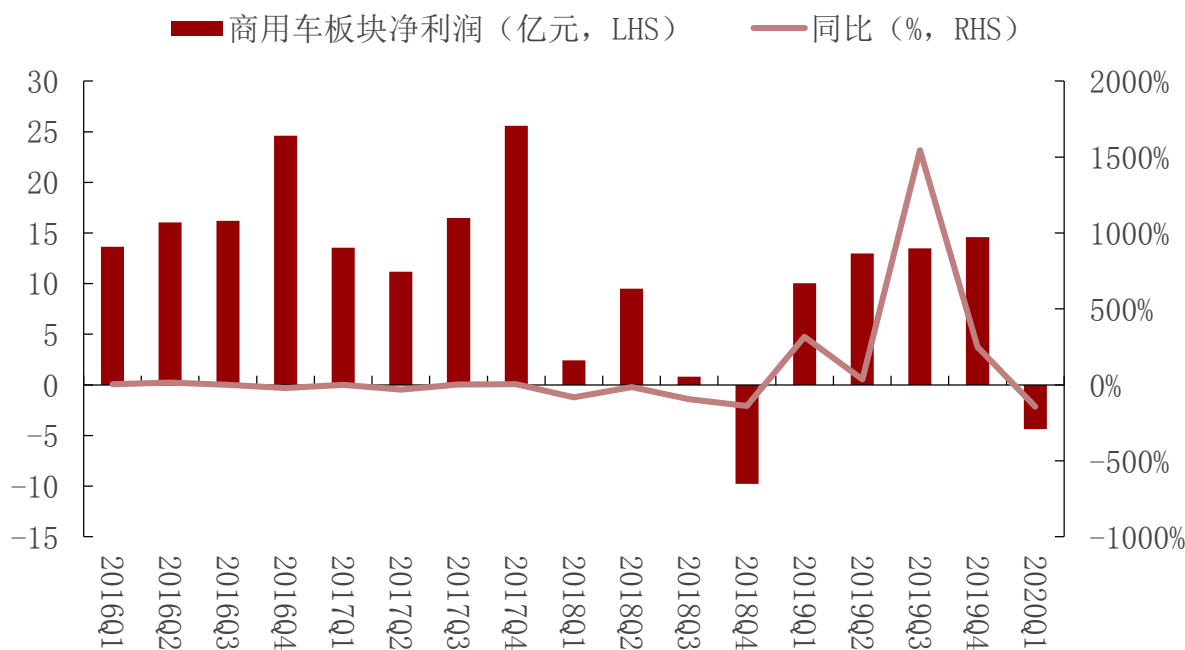
- **客车短期亏损，拖累商用车板块业绩。** Q1商用车板块实现营业收入348.4亿元，同比-30.2%，商用车板块归母净利润由盈转亏-4亿元，同比-143.6%，亏损的主要原因是疫情期间限流影响，客车板块（宇通客车、金龙客车分别亏损1.4亿元、2.2亿元）亏损严重。
- **4月重卡销量大超预期，吹响复苏号角。** 目前行业已有明显复苏态势，重卡4月销量创历史新高19.1万辆，同比+60.8%，基建与物流拉动销量快速上涨；客车方面，国内客运已全面开放，随着5、6月份旅游旺季的到来，Q2销量将逐渐企稳回升。

图：商用车板块营业收入及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

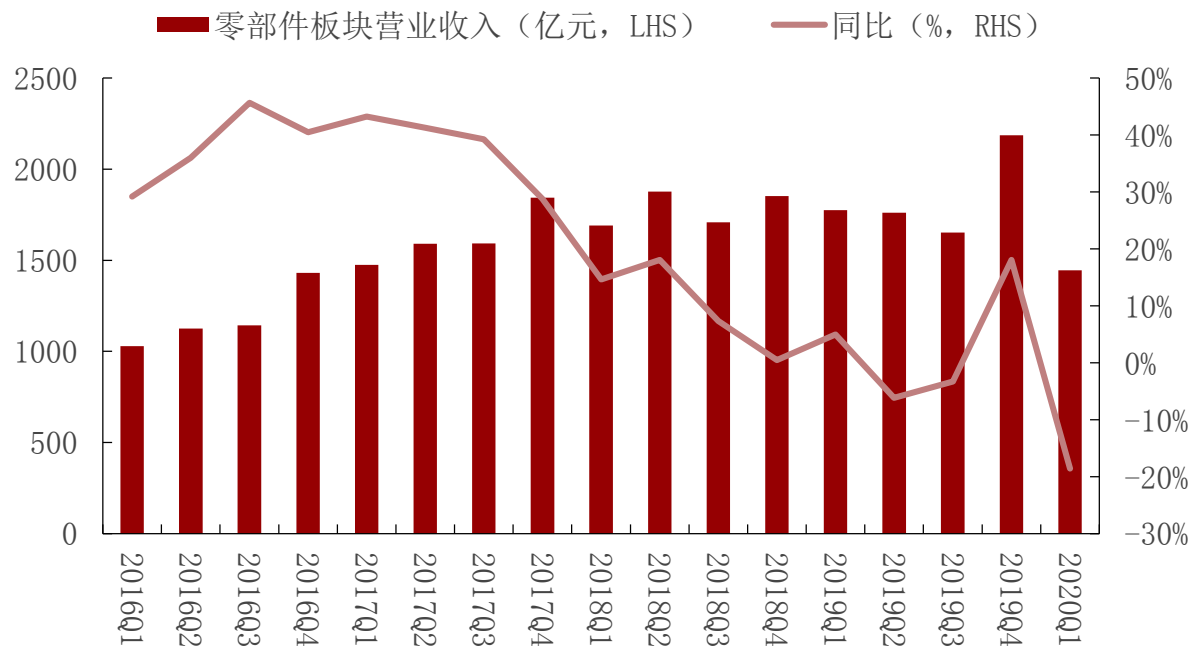
图：商用车板块归母净利润及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

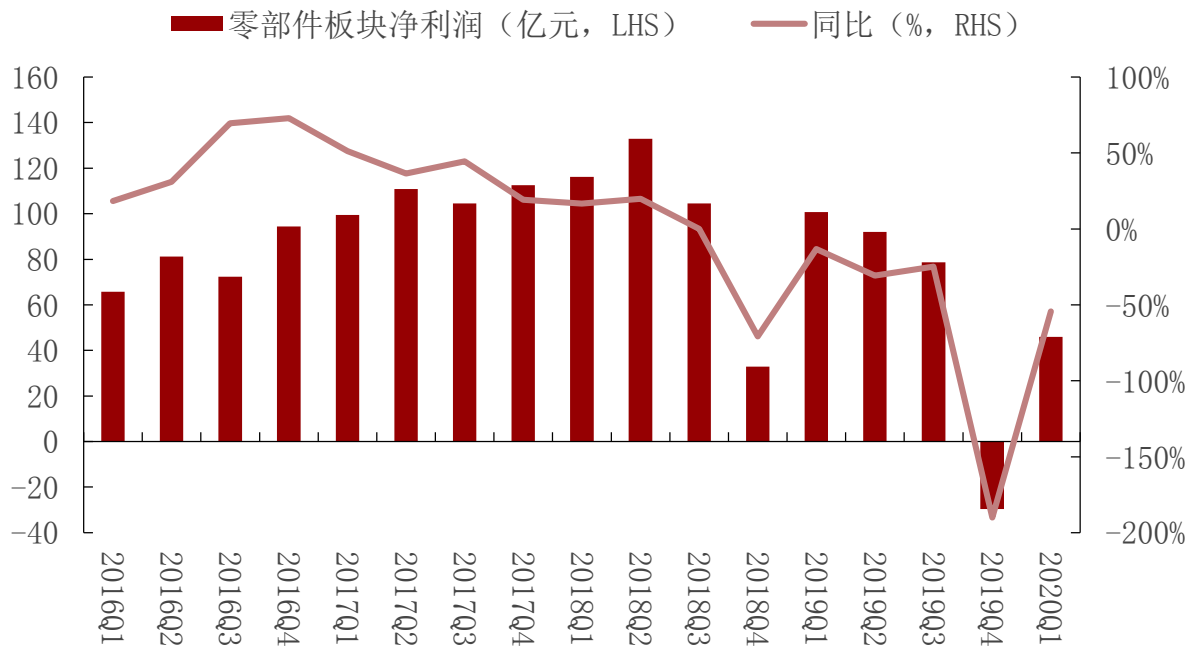
- **零部件业绩下滑优于整车。**受下游整车市场低迷和疫情对复工复产的影响，Q1零部件板块实现营收1445.6亿元，同比-18.6%，降幅小于汽车行业整体水平；归母净利润46亿元，同比-54.4%，较19Q4实现扭亏为盈。
- **制造端与销售端有序恢复。**零部件产销恢复，预计4月复工率已恢复至80-90%，随下游需求回暖，零部件板块业绩反转可期。

图：零部件板块营业收入及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

图：零部件板块归母净利润及同比



来源：Wind、浙商证券研究所

02

多项指标剑指复苏

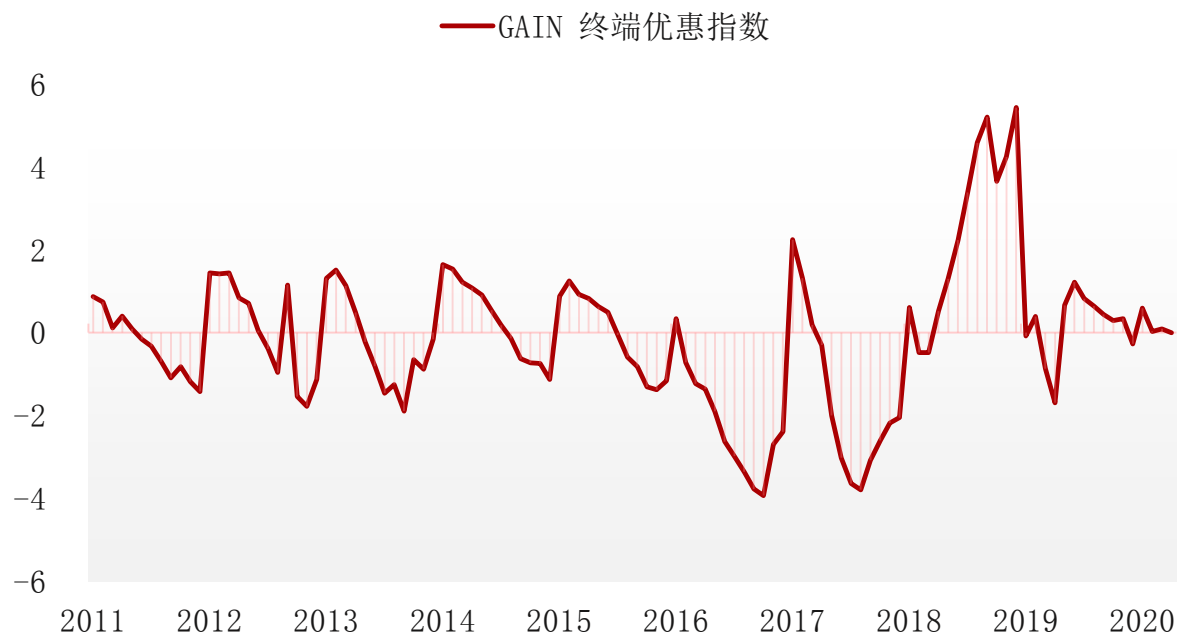
- **各地出台汽车消费政策，有效拉动需求复苏。**汽车消费总额41.16万亿，占社零总额的9.57%，是拉动内需之首选。多地政府已相继推出补贴政策助力汽车行业复苏。部分率先实施补贴政策地区如湖南、吉林、北京、江苏等地4月销量明显改善，随着更多政策的推出和执行，汽车销量有望在下半年开启持续提升。

表：疫情后各地消费刺激政策

地区	政策	实施时间	4月销量（辆）	同比
佛山	购买新车补贴2000元，置换购车补贴3000元	3月1日	13147	-22.0%
湘潭	购买指定车型吉利缤越、全新远景补贴3000元	3月1日	2103	-2.1%
广州	新能源车型补贴1万元，国六车型置换补贴3000元	3月1日	26948	-22.0%
长沙	当地工厂生产车型补贴车价3%	3-6月	21003	2.2%
长春	当地工厂生产车型补贴车价3%，置换补贴最高5000元	3月20日	276000	26.2%
杭州	2020年增加2万个补贴指标	4月1日	23505	-7.2%
北京	国三报废补助4000-22000元	4月1日	36414	-1.5%
南昌	1000元购车补贴	4月1日	10469	1.5%
江苏	引导汽车销售企业降价让利、金融支持和售后服务	4月14日	113700	-0.4%
广东	12亿元汽车下乡补贴活动，	5月1日	129839	-20.5%
海南	每月配置3万个指标，单车补贴1万元	5月1日	7335	13.6%
深圳	新增4万个指标，单车补贴2万元	5-7月	23269	-9.0%
重庆	2.5万个3000元置换补贴名额	5-7月	30205	3.7%
湖北	燃油车补贴车价3%，新能源车型单车补贴1万元	5-12月	44200	-14.8%

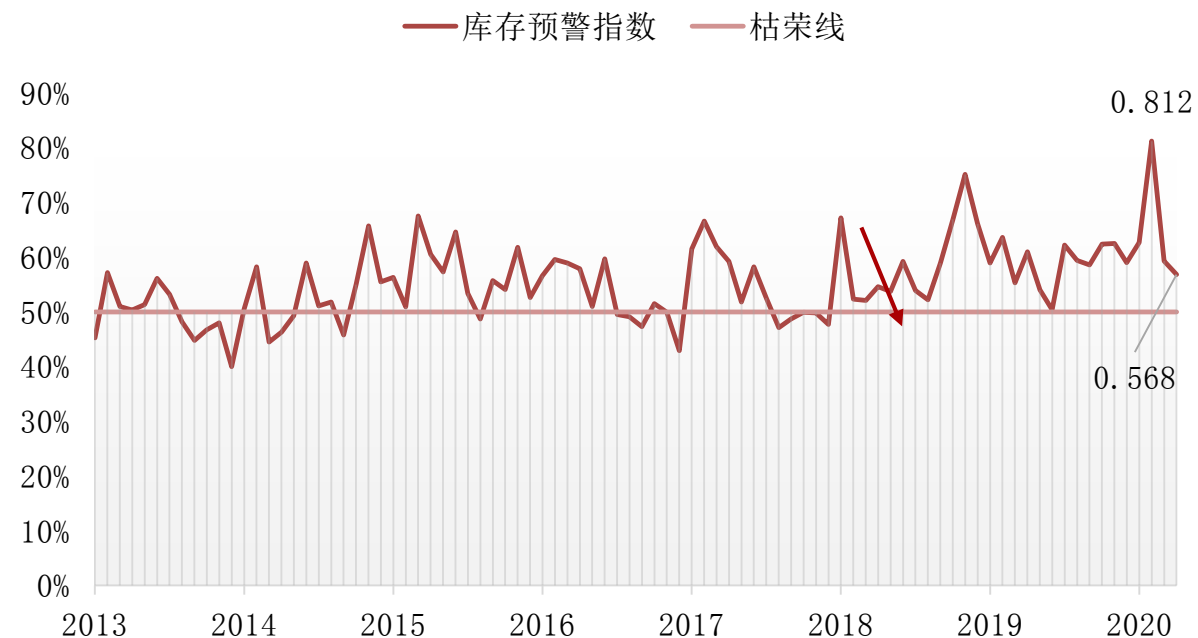
- **终端折扣趋于稳定。**4月GAIN终端优惠指数降至0点，预计Q2优惠指数将保持平稳，有望随汽车消费复苏继续下移。
- **库存指数逐月改善。**经销商库存指数由峰值0.812降至0.568，Q2伴随购车需求释放，以及刺激政策带来的销量增长，经销商库存预警指数有望降至枯荣线以下。

图：GAIN终端优惠指数



来源：中汽协、中国汽车流通协会、浙商证券研究所

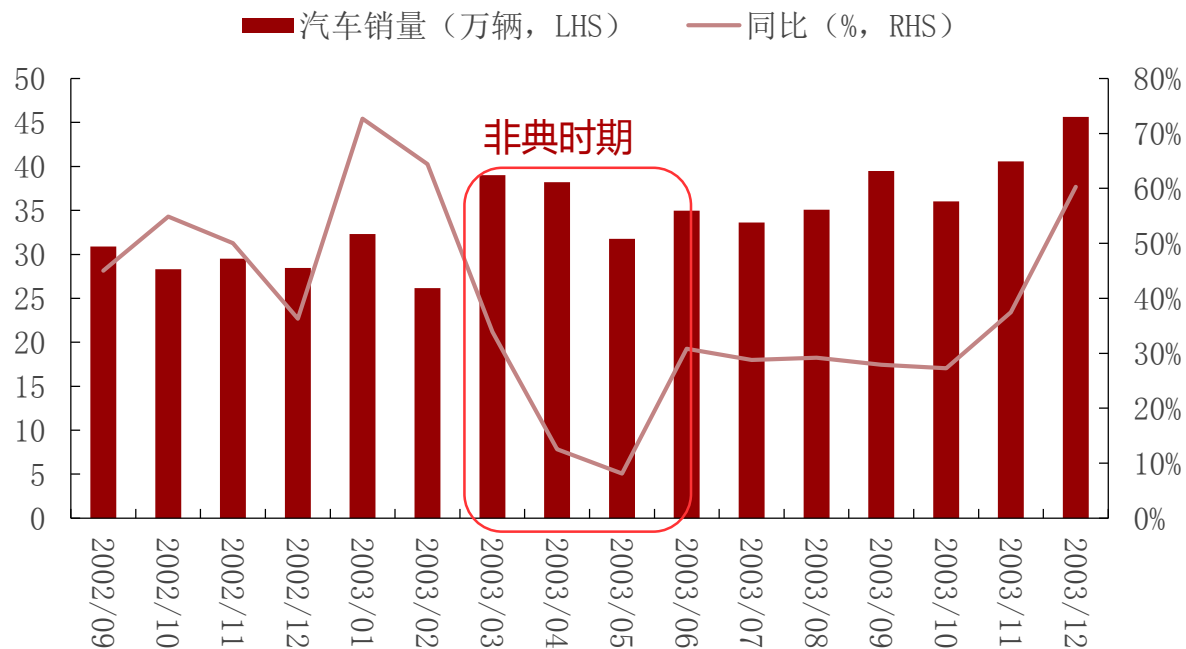
图：经销商库存预警指数



来源：中国汽车流通协会、浙商证券研究所

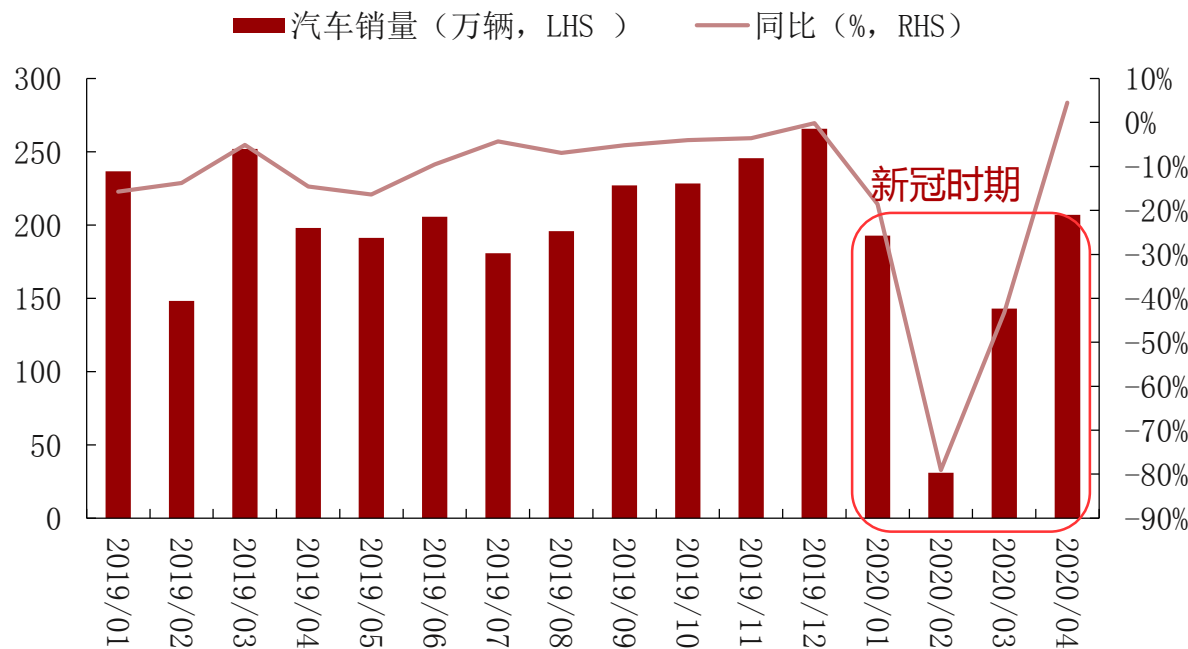
- **对比非典，V型反转可期。**非典时期，我国汽车销量增长在疫情形势严峻的3-5月短期降速，疫情后迅速反弹回升，此次新冠疫情影响主要集中在一季度，Q1汽车销量366.7万辆，同比下滑42.4%。4月份，销量即出现大幅回涨，实现销量201.7万辆，同比增长4.5%，终结此前汽车销量连续21个月同比下降，开启后疫情时期V型反转。

图：非典时期汽车销量走势



来源：中汽协、浙商证券研究所

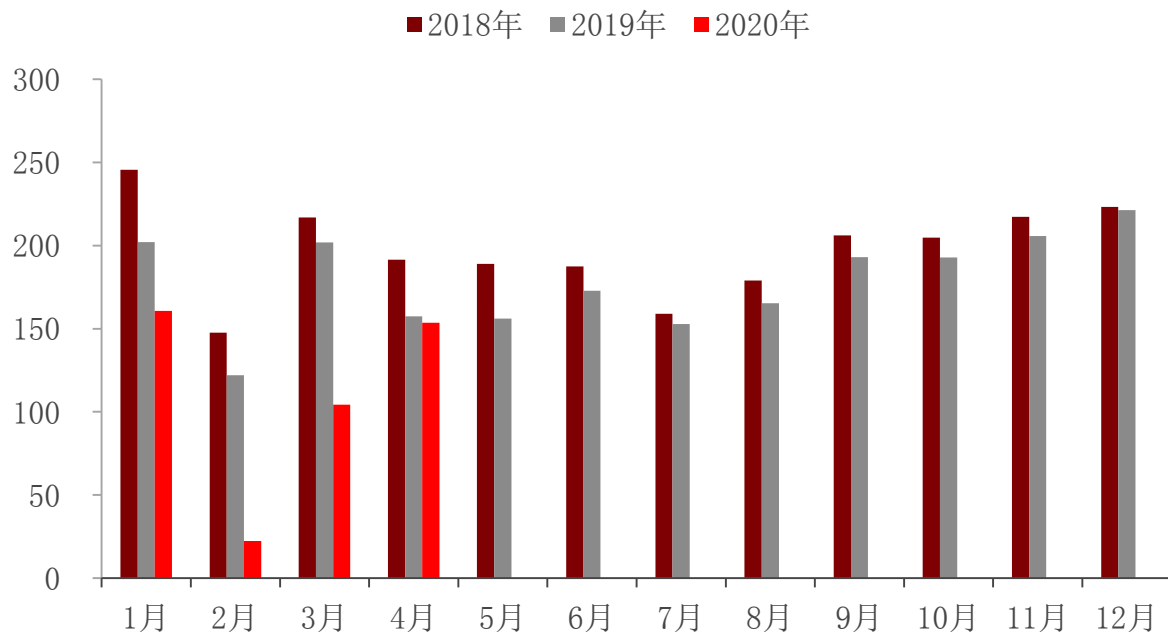
图：新冠时期汽车销量走势



来源：中汽协、浙商证券研究所

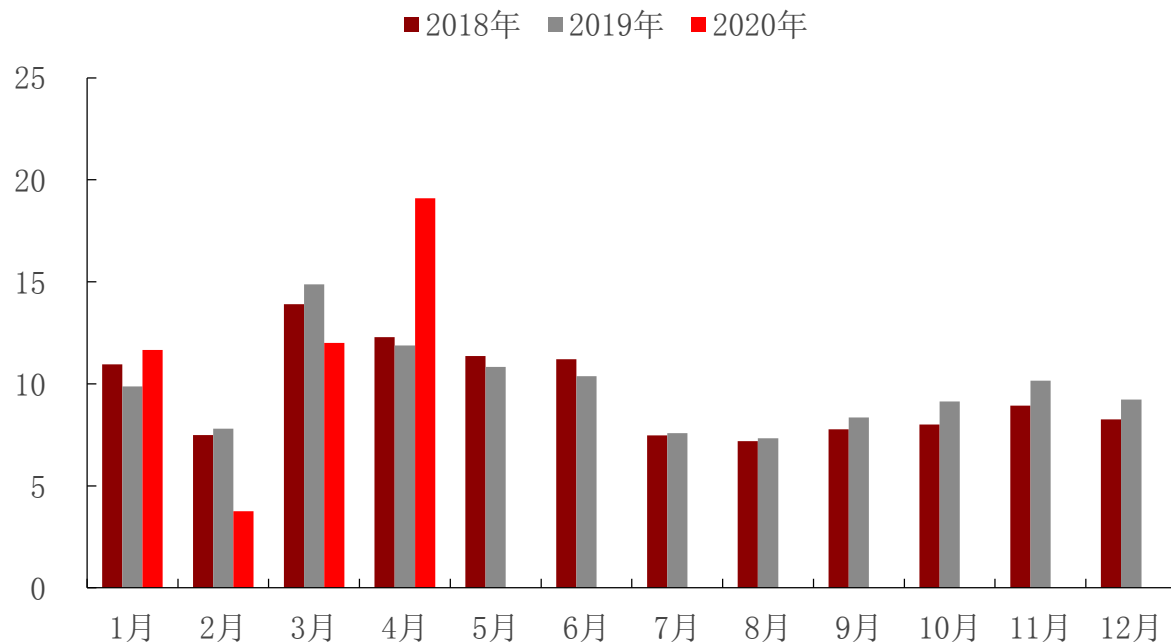
- **新车+政策推动乘用车销量回升。**Q1乘用车销量287.3万辆，同比-45.3%，销量下滑主要短期需求压制。4月份市场已呈现复苏态势，实现销量153.6万辆，同比降幅收窄至2.5%，随着新车上市及多地政策促进，购车需求持续释放，销量有望持续回升。
- **基建拉动重卡需求，4月销量即刻恢复。**随着各地基建投资恢复，4月重卡销量大幅上涨60.8%至19.1万辆，刷新销量月纪录。Q2作为传统销售旺季，结合下游基建以及物流行业需求旺盛，Q2销量有望继续保持高速增长态势。

图：3年乘用车月度销量（万辆）



来源：中汽协、浙商证券研究所

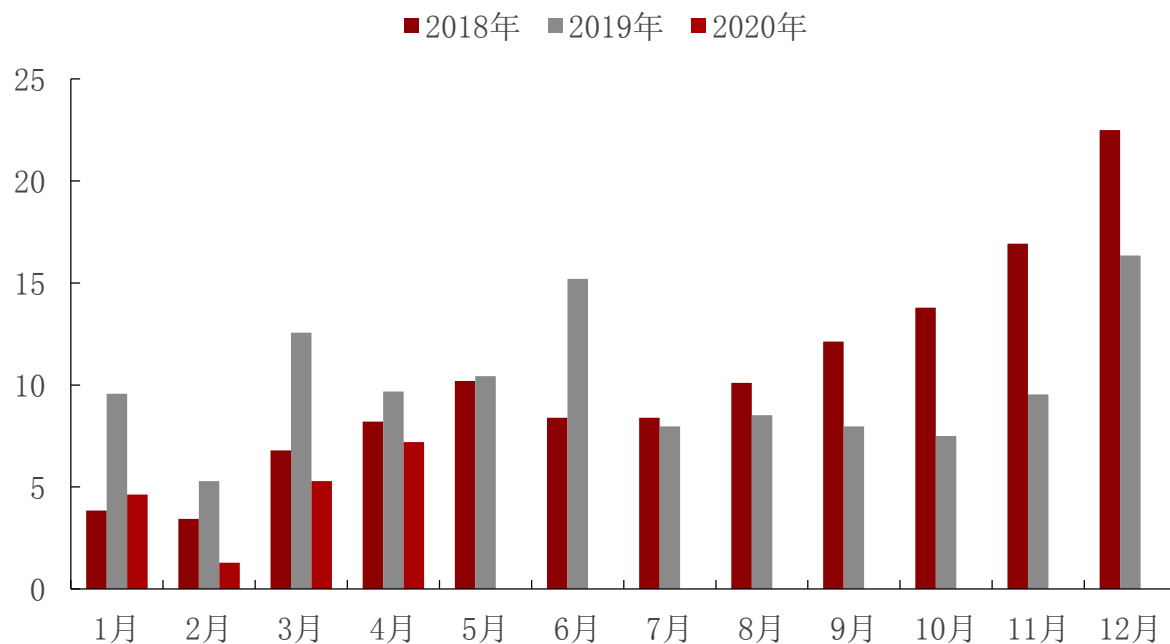
图：3年重卡月度销量（万辆）



来源：中汽协、浙商证券研究所

- **行业景气程度及补贴政策扰动，Q1销量筑底。** Q1新能源汽车销量仅11.2万辆，同比下滑59.1%；4月销量逐渐好转，降幅缩窄至25.6%。
- **新能源汽车仍是最具成长性的细分领域，政策刺激需求+新车供给改善有望带来电动车2.0时代。** 4月23日新能源汽车补贴新政发布，补贴延期至2022年，并设立30万元补贴门槛，继续扶持新能源汽车发展；同时，特斯拉等新能源汽车品牌推出高续航、高性能车型，带动供给端形成新变革，新能源汽车有望迎来“政策+供给”引领的2.0时代。按照国家新能源汽车发展规划，到2025年新能源汽车占比提升至20%，年复合增长率为38.3%%。

图：三年新能源汽车月度销量（万辆）



来源：中汽协、浙商证券研究所

图：部分车企新能源车型规划

	车企	车型	类别	上市时间
自主	比亚迪	比亚迪 汉	EV/DM 轿车	6月
		比亚迪 宋PLUS EV	纯电SUV	9月
	广汽传祺	Aion V	纯电SUV	6月16日
	长安汽车	E-ROCK	纯电SUV	6月
	长城汽车	欧拉R2	纯电A00级	下半年
合资	一汽丰田	奕泽EV	纯电SUV	5月
	一汽大众	ID.初见	纯电SUV	四季度
	华晨宝马	iX 3	纯电SUV	四季度
独资	特斯拉	Model Y国产版	纯电SUV	2021年

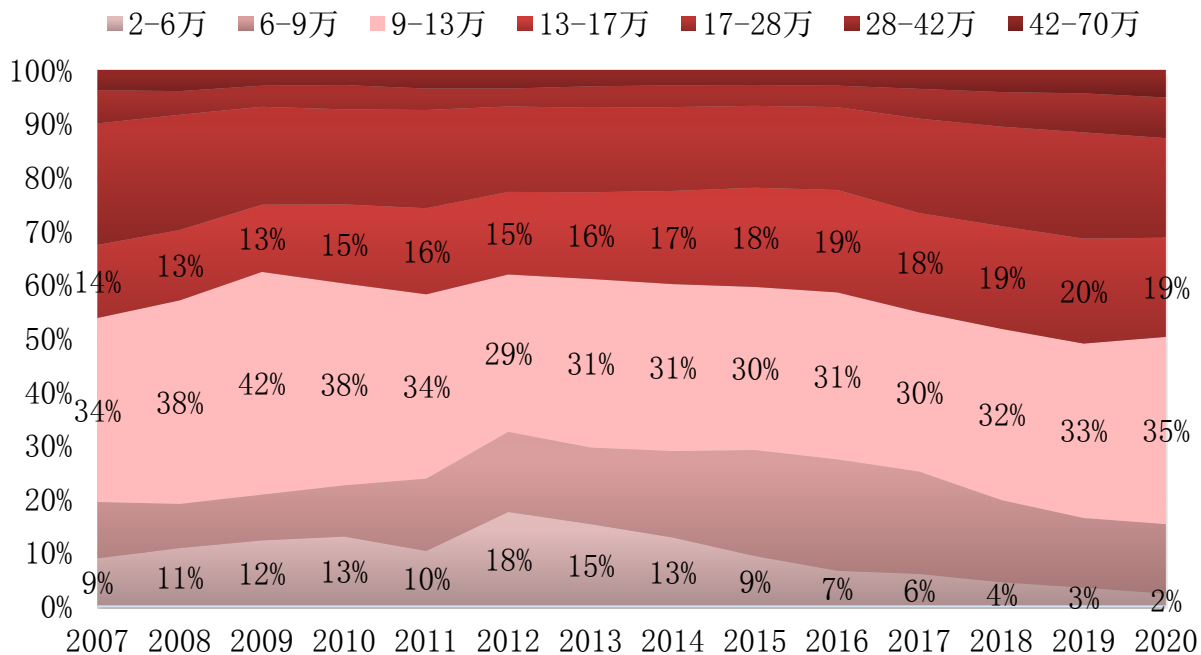
来源：搜狐汽车、汽车之家、浙商证券研究所

03

龙头尽显本色

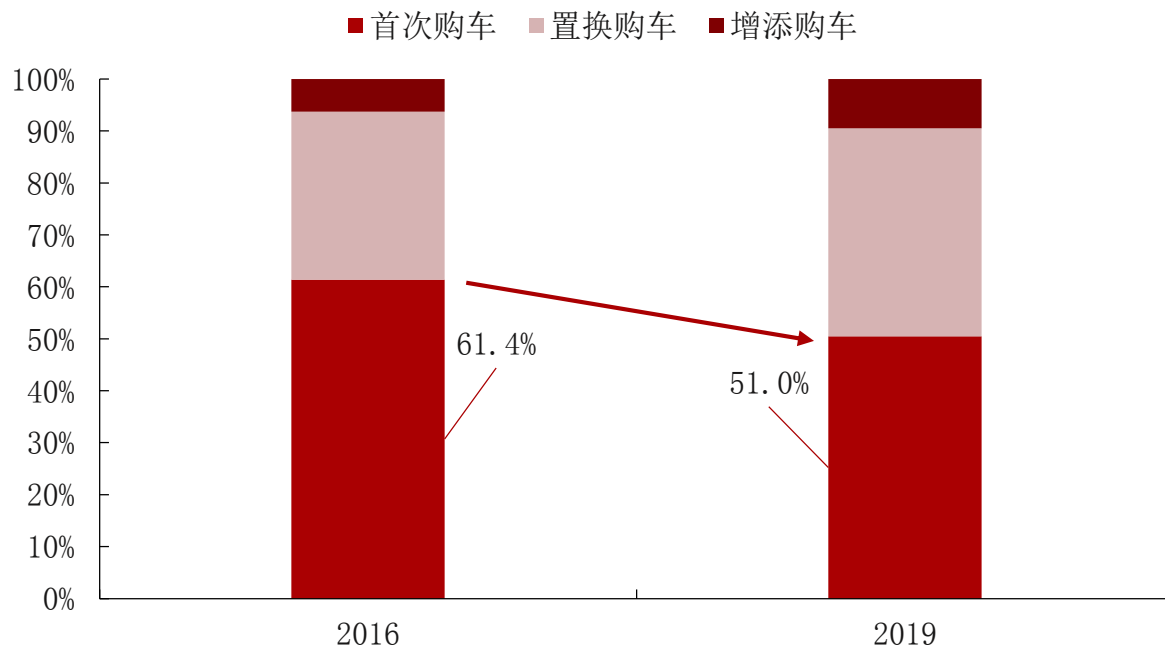
- **13万以上车型占比持续提升，6万以下近乎出清。**2012年以来，我国乘用车消费持续升级，13万以上中高端车型消费占比由37%升至51%。特别是42万以上价格区间，消费占比从3.44%提升至5.14%。
- **增、换购比例持续上升，奠定消费升级基础。**从购车需求来看，2016-2019年增、换购占比由38.6%提升至49%，首次购车比例由61.4%降至51%，我国乘用车用车市场正在由一个初级消费市场逐步转向成熟消费市场，奠定消费升级的基础。

图：历年汽车消费结构



来源：乘联会、浙商证券研究所

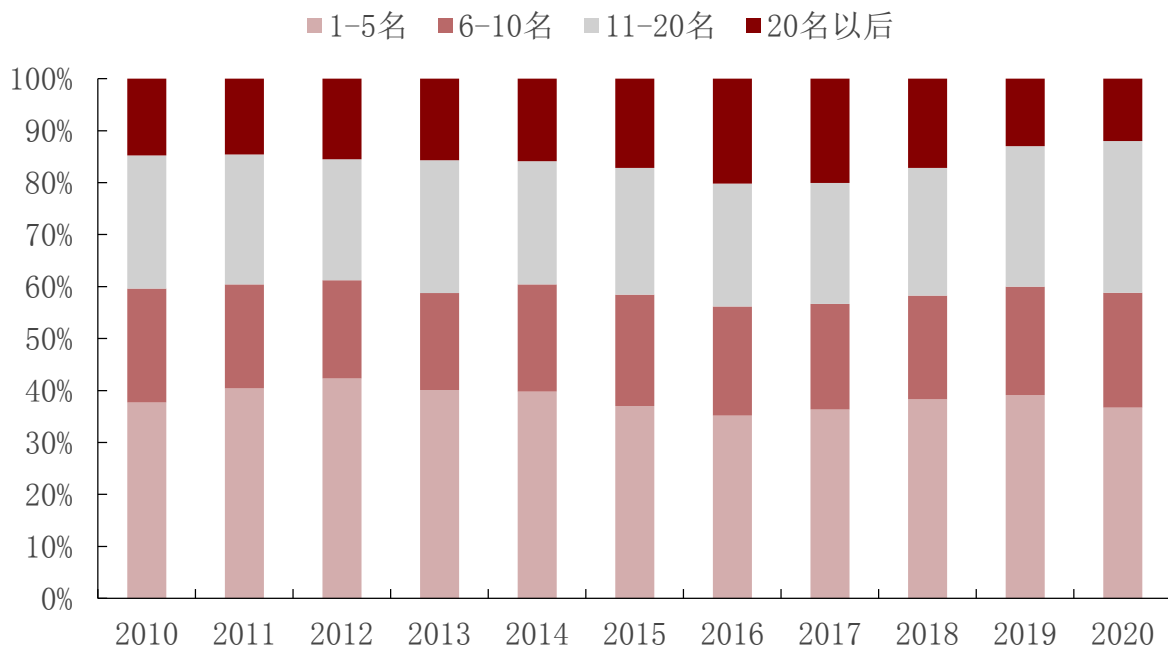
图：购车需求特征



来源：搜狐汽车、浙商证券研究所

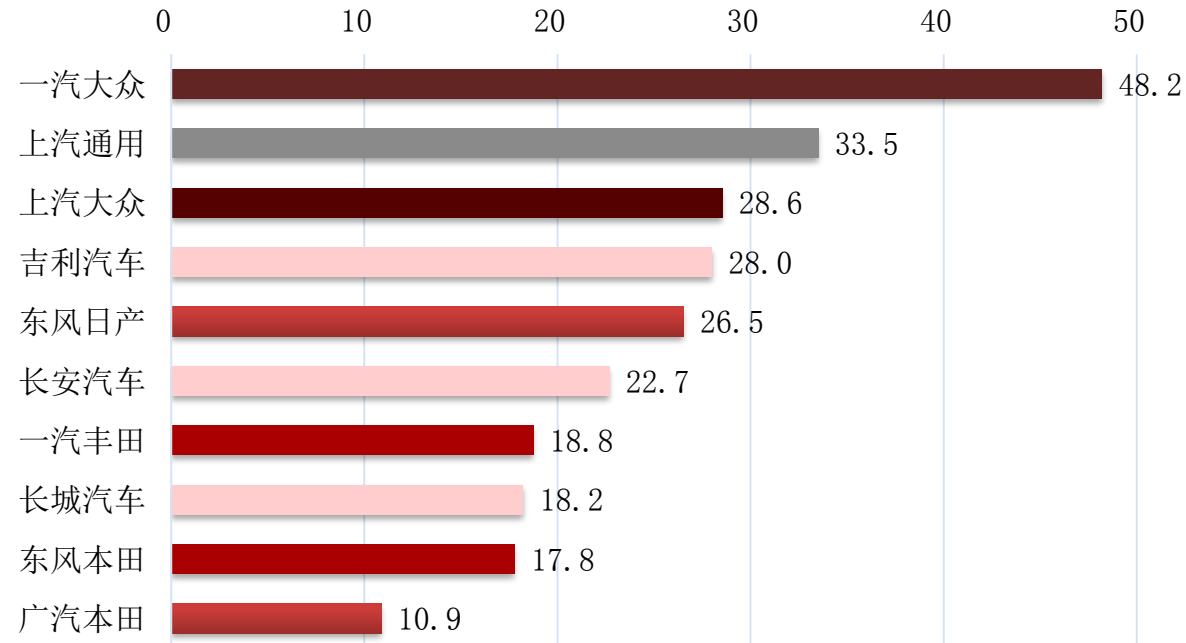
- **份额向龙头缓慢集中，三大自主盘踞前十。**2010-2020年，乘用车品牌CR20由85%升至88%，30名以外品牌市场份额仅剩2.4%，疫情之下，尾部品牌份额持续下降，面临出局风险。头部车企层面，一汽大众继续领跑，2-5名、7-9名之间销量差距较小，竞争依然激烈；自主品牌中，长安汽车、长城汽车、吉利汽车稳步跻身前十。

图：2010至今车企排名份额变化



来源：中汽协、浙商证券研究所

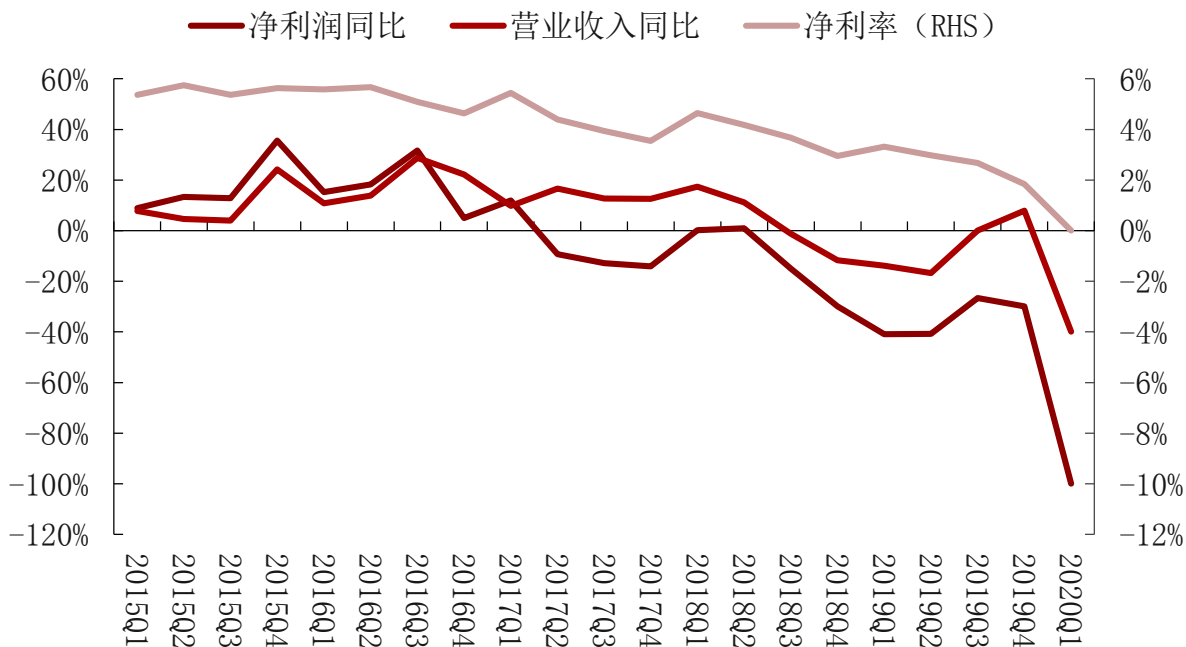
图：2020年乘用车品牌累计销量TOP10



来源：中汽协、浙商证券研究所

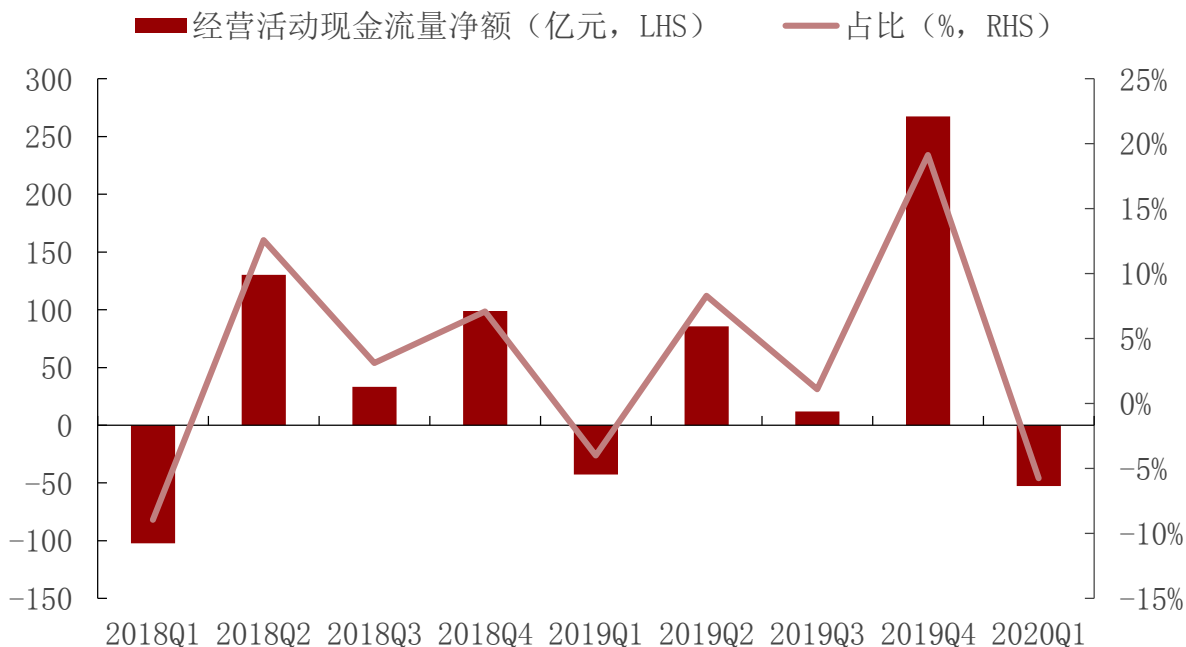
- **盈利下行&现金流承压，尾部车企举步维艰。**2018年起，乘用车行业竞争日趋激烈，受销量下行及折扣力度加大等影响，乘用车板块净利润、净利率以及毛利率连续下滑，在疫情催化下Q1跌至历史最低水平。部分企业Q1现金流净额转负，经营压力加剧。我们认为抗风险能力较强的头部品牌竞争优势凸显，尾部品牌遭遇资金不足、产销下降的等多重困境，面临出局风险。

图：乘用车板块净利润同比、营收同比以及净利率（%）



来源：wind、浙商证券研究所

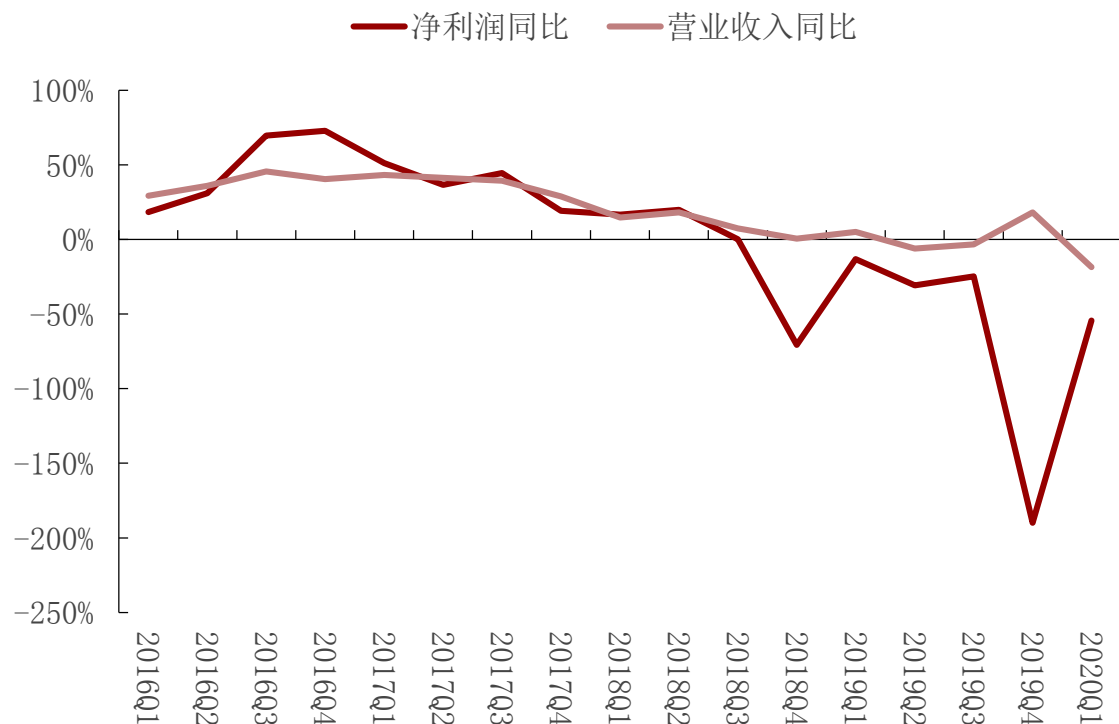
图：乘用车板块现金流净额以及占比(剔除上汽)



来源：wind、浙商证券研究所

- **分化加剧，龙头企业逆势增长。**Q1零部件板块营收及净利润下滑严重，而118家公司中仍有24家企业净利润实现同比增长，68家公司表现优于行业，50家位于行业平均线以下。逆流而上的企业主要为汽车电子、新能源产业链、轻量化、内外饰等细分领域的优质龙头，凭借优秀的经营管理、领先的技术水平脱颖而出，预计疫情后各优质企业将加速业绩成长，持续扩大优势。

图：零部件板块净利润同比、营收同比（%）



来源：wind、浙商证券研究所

表：部分零部件企业营业收入&净利润增速

	营业收入增速		净利润增速	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
旭升股份	0%	15%	-30%	34%
德赛西威	-1%	14%	-30%	27%
科博达	9%	-7%	-2%	23%
保隆科技	44%	5%	12%	8%
爱柯迪	5%	-3%	-6%	5%
万里扬	17%	12%	14%	5%
拓普集团	-10%	-3%	-39%	0%
岱美股份	13%	-10%	12%	-3%
星宇股份	20%	-12%	29%	-6%
银轮股份	10%	-8%	-9%	-15%
宁波高发	-27%	-23%	-17%	-15%
威孚高科	1%	22%	-5%	-20%
福耀玻璃	4%	-15%	-30%	-24%
宁波华翔	15%	-26%	34%	-33%
新泉股份	-11%	-12%	-35%	-40%
零部件板块	3%	-19%	-33%	-54%
均胜电子	10%	-21%	-29%	-79%
华域汽车	-8%	-33%	-19%	-93%
常熟汽饰	25%	39%	-22%	-96%

来源：wind、浙商证券研究所

- **PE有待业绩恢复后向下修正。**截至2020年5月19日，汽车行业PE为38倍，PE大幅提升主要是Q1受疫情影响业绩下滑严重所致。随着行业景气复苏，业绩恢复常态，将带动PE再次下修至底部区间。
- **PB已至历史低位。**从PB来看，汽车行业PB为1.52，乘用车1.22，处于2010年以来历史最低值。

图：汽车行业及其子版块PE（TTM）



来源：wind、浙商证券研究所

图：汽车行业及其子版块PB



来源：wind、浙商证券研究所

04

投资建议

- 后疫情时期，汽车需求企稳回升，利好政策落地加快销量复苏，有望迎来“销量+库存+业绩+估值”四重拐点；
- 行业龙头抗风险优势凸显，凭借优秀的经营管控、领先的技术水平脱颖而出。重点推荐热管理龙头**银轮股份**、换挡器控制器龙头**宁波高发**，乘用车板块重点关注龙头车企：**长安汽车、广汽集团、长城汽车、上汽集团**；零部件板块建议关注**拓普集团、德赛西威、星宇股份**；商用车板块建议关注：**中国重汽、潍柴动力**。

表：重点推荐个股盈利预测

股票代码	个股名称	市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002126	银轮股份	77.86	3.17	3.51	4.51	25.01	22.65	17.59
603788	宁波高发	33.59	1.78	1.83	2.29	18.59	18.02	14.48

来源：wind、浙商证券研究所



风险提示

- 1、汽车销量复苏不及预期
- 2、原材料价格上涨

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>