

# 强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
上汽集团	600104.SH	19.26	买入
华域汽车	600741.SH	24.56	买入
潍柴动力	000338.SZ	15.00	买入
宁波华翔	002048.SZ	24.13	买入
银轮股份	002126.SZ	13.42	买入
伯特利	603596.SH	34.00	买入
均胜电子	600699.SH	24.13	买入
保隆科技	603197.SH	28.67	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以2020年9月4日当地货币收市价为标准

## 汽车行业 2020 半年报总结

### Q2 环比大幅改善，持续上行可期

汽车行业上市公司公布了 2020 半年报，我们根据申万汽车二级行业分为乘用车、卡车、客车、零部件、销售及服务等五大子板块进行分析，主要观点如下：

- **上半年汽车销量大幅下滑，二季度乘用车销量小幅回暖，商用车销量高速增长。**2020 上半年国内销售各类汽车 1,025.7 万辆，同比下降 16.9%；但 Q2 快速回暖，同比增长 10.7%。乘用车上半年销售 787.3 万辆，同比下滑 22.4%，Q2 销量同比增长 2.7%；商用车上半年销售 238.4 万辆，同比增长 8.6%，其中卡车 Q2 销量增长 51.4%，客车 Q2 销量增长 2.9%。新能源汽车上半年销售 39.3 万辆，同比下降 37.4%，Q2 下降 12.3%。二季度乘用车销量小幅回暖，商用车销量高速增长。预计下半年乘用车有望持续回暖，商用车或延续高景气度，新能源销量将持续月度正增长。
- **上半年卡车板块收入实现增长，二季度乘用车及零部件显著回暖。**二季度乘用车销量小幅回暖，重卡等销量高速增长，因此卡车板块收入 Q2 及 H1 均较快增长，乘用车、零部件板块收入 Q2 环比显著回暖同比小幅提升。客车销量 Q2 增速转正但大中客销量下滑，收入持续下滑。随着疫情好转与经营活动恢复，预计下半年汽车行业各板块营业收入有望持续改善。
- **上半年卡车板块利润快速增长，二季度各板块利润环比均大幅改善。**随着销量回暖及收入提升，二季度汽车主要板块营业利润环比均大幅改善，其中乘用车、卡车、销售及零部件板块营业利润同比实现增长，客车、零部件板块小幅下降但降幅明显收窄。随着疫情好转，国内经济活动逐步恢复正常，汽车销量持续回暖，预计汽车行业各板块营业利润后续有望继续改善。
- **上半年整体业绩下滑，二季度显著改善。**申万汽车板块主要上市公司中，20H1 营业总收入同比增幅均值为-3.9%，中值为-7.6%；20Q2 营业总收入同比增幅均值为 15.6%，中值为 7.1%；20H1 归母净利润同比增幅均值为-11.8%，中值为-8.5%；20Q2 归母净利润同比增幅均值为 27.8%，中值为 22.2%。乘用车板块销量回暖，大多数公司 Q2 均实现收入和利润正增长，长城汽车、比亚迪、长安汽车、上汽集团等利润较快增长，北汽蓝谷则大幅下降。卡车板块受益重卡销量高速增长，中国重汽、一汽解放等 Q2 业绩高速增长。客车板块受新能源客车销量下降等影响，宇通客车、中通客车、金龙汽车等 Q2 及上半年业绩均大幅下滑。零部件板块 Q2 表现较为分化，随着二季度国内汽车销量复苏，富奥股份、威孚高科、银轮股份、万里扬、京威股份、隆盛科技、一汽富维、星宇股份、新泉股份、保隆科技、旭升股份等 Q2 净利润实现较快增长；但受疫情影响，二季度欧美主机厂纷纷停产，因此出口及海外收入占比较高的企业短期承压，中鼎股份、宁波华翔、广东鸿图、精锻科技、福耀玻璃、均胜电子、爱柯迪、伯特利、岱美股份、科博达等 Q2 净利润均有所下滑。上半年受疫情影响，汽车行业整体收入和业绩承压，但 Q2 均显著改善。随着国内销量持续回暖，海外疫情影响减弱，下半年主要公司业绩有望改善。
- **投资建议：**乘用车销量有望逐步回暖并迎来拐点，重点推荐长安汽车、上汽集团、长城汽车等，关注广汇汽车；基建有望加码，环保加严、淘汰国三车与严查超载等因素影响，2020 年重卡有望维持高景气度，关注潍柴动力、中国重汽、威孚高科。零部件关注产品升级、客户拓展、低估值等细分领域，推荐华域汽车、万里扬、凯众股份等。新能源汽车销量短期承压，长期仍有较大发展空间，重点推荐国内龙头比亚迪，以及受益特斯拉及大众 MEB 国产的拓普集团、宁波华翔、银轮股份、精锻科技等。辅助驾驶加速渗透，5G 推动车联网发展，推荐伯特利、均胜电子，关注德赛西威、保隆科技。
- **风险提示：**1) 汽车销量不及预期；2) 贸易摩擦升级；3) 产品大幅降价。

#### 相关研究报告

《汽车行业 2019 年报与 2020 年一季报综述——19Q4 环比改善，20Q1 疫情承压，有望触底回升》20200506

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

证券分析师：朱朋

021-20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

## 目录

上半年汽车行业运行情况.....	4
二季度乘用车销量小幅回暖，商用车销量高速增长.....	4
下半年销量继续回暖，有望迎来持续上行周期.....	5
细分板块及主要公司分析.....	7
收入及利润情况.....	7
现金流、营运能力及资本结构.....	9
主要上市公司分析.....	10
投资建议.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1. 2020H1 汽车行业销量大幅下降.....	4
图表 2. 2020Q2 乘用车销量同比小幅增长.....	4
图表 3. 2020Q2 卡车销量高速增长.....	4
图表 4. 2020Q2 客车销量小幅增长.....	4
图表 5. 2020H1 新能源汽车销量大幅下降.....	5
图表 6. 2020Q2 新能源销量环比高增长.....	5
图表 7. 乘用车厂家和渠道库存变化.....	5
图表 8. 汽车经销商库存系数.....	5
图表 9. 预计 2020 年乘用车小幅下滑, 商用车实现增长.....	6
图表 10. 各国汽车千人保有量.....	6
图表 11. 2018 年各省/直辖市民用汽车千人拥有量.....	6
图表 12. 2020H1 重点汽车工业企业营业收入累计增速.....	7
图表 13. 2020H1 分板块营业收入同比增幅.....	7
图表 14. 2020H1 重点汽车工业企业利润总额累计增速.....	8
图表 15. 2020H1 分板块营业利润同比增幅.....	8
图表 16. 2020H1 分板块毛利率及费用率变化情况.....	9
图表 17. 2020H1 销售商品提供劳务收到现金/营业收入.....	9
图表 18. 2020H1 经营活动产生的现金流量净额/营业收入.....	9
图表 19. 2020H1 应收账款周转天数.....	10
图表 20. 2020H1 存货周转天数.....	10
图表 21. 2020H1 资本结构及同比变化.....	10
图表 22. 2020H1 营业总收入同比增幅分布.....	10
图表 23. 2020Q2 营业总收入同比增幅分布.....	10
图表 24. 2020H1 归母净利润同比增幅分布.....	11
图表 25. 2020Q2 归母净利润同比增幅分布.....	11
图表 26. 2020H1 扣非归母净利润同比增幅分布.....	11
图表 27. 2020Q2 扣非归母净利润同比增幅分布.....	11
图表 28. 主要上市公司财务表现.....	13
附录图表 29. 报告中提及上市公司估值表.....	16

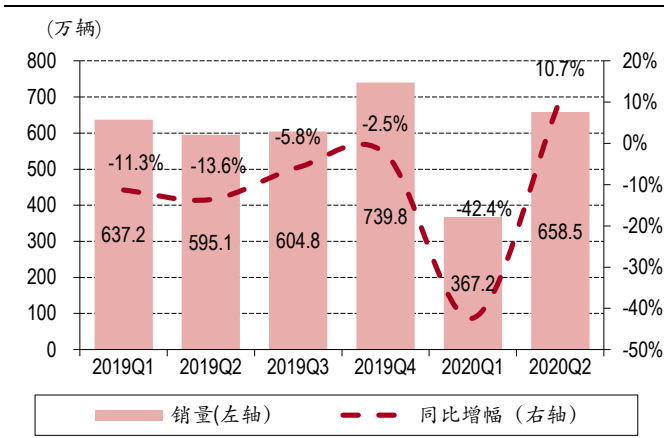
## 上半年汽车行业运行情况

### 二季度乘用车销量小幅回暖，商用车销量高速增长

2020上半年国内销售各类汽车 1,025.7 万辆，同比下降 16.9%，增速较去年同期下降 4.5 个百分点。受疫情影响，Q1 同比下滑 42.4%；但 Q2 快速回暖，同比增长 10.7%。

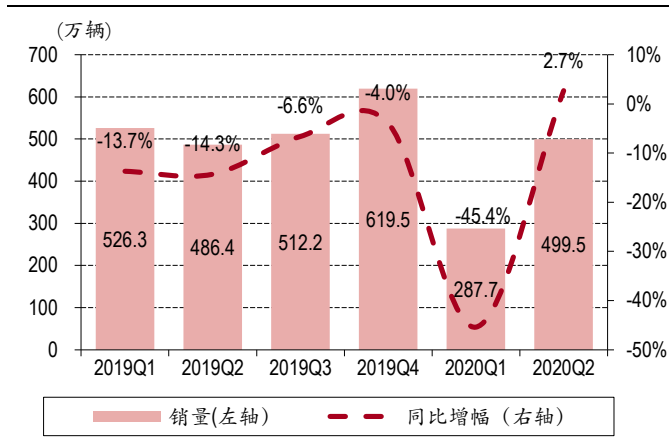
乘用车上半年销售 787.3 万辆，同比下滑 22.4%，增速较去年同期下降 8.4 个百分点。Q1 销量同比下滑 45.4%，主要是受到新冠疫情影响；随着国内疫情影响逐渐减弱与积压需求释放，中央和地方政府一系列利好政策的推出，Q2 销量同比增长 2.7%，环比大幅提升。

图表1.2020H1 汽车行业销量大幅下降



资料来源：中汽协，中银证券

图表2.2020Q2 乘用车销量同比小幅增长



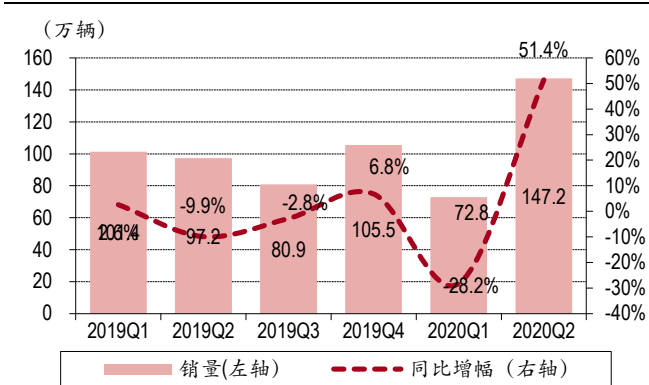
资料来源：中汽协，中银证券

商用车上半年销售 238.4 万辆，同比增长 8.6%，增速较去年同期上升 12.7 个百分点，其中 Q1 销售 79.4 万辆，同比下降 28.4%；Q2 销售 159.0 万辆，同比增长 46.3%。

卡车上半年销售 220.0 万辆，同比增长 10.8%，增速较去年同期上升 14.6 个百分点；其中 Q1 销量下降 28.2%，Q2 销量增长 51.4%。一季度受疫情影响大幅下滑，但二季度在治超、国三更新等因素推动下，恢复力度超强。

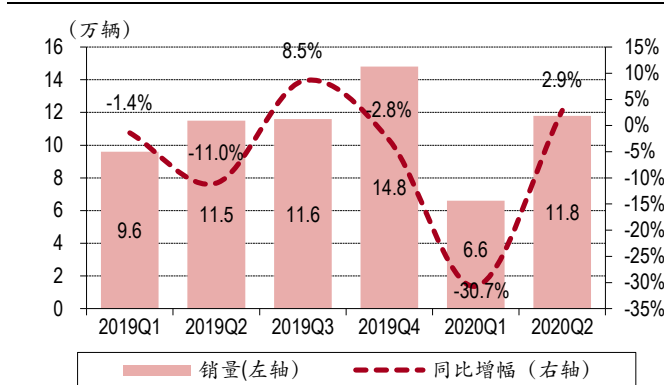
客车上半年销售 18.5 万辆，同比下滑 12.4%，增速较去年同期下降 5.5 个百分点；其中 Q1 销量下滑 30.7%，Q2 销量增长 2.9%。受疫情影响，公共出行需求下降，Q1 销量大幅下降，Q2 逐步恢复。

图表3.2020Q2 卡车销量高速增长



资料来源：中汽协，中银证券

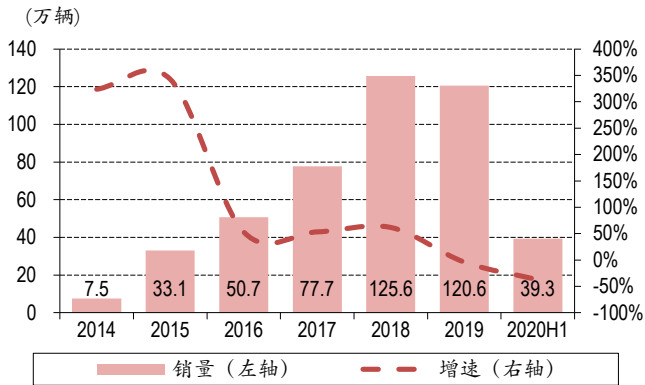
图表4.2020Q2 客车销量小幅增长



资料来源：中汽协，中银证券

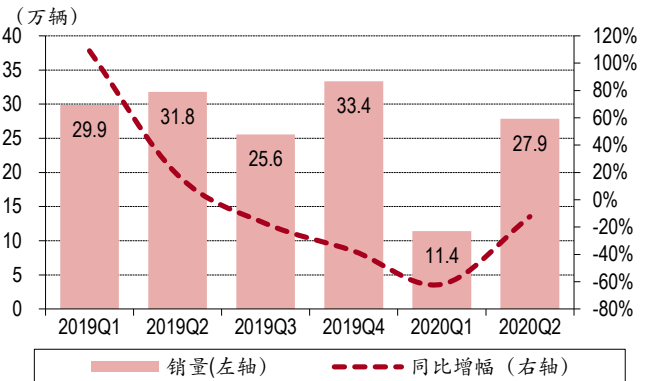
2020 上半年新能源汽车销售 39.3 万辆，同比下降 37.4%；其中新能源乘用车同比下降 38.5%，新能源商用车同比下降 25.2%。Q1 受疫情影响，新能源销量大幅下滑；Q2 销量环比大幅回暖但同比仍下滑，主要是新能源网约车等需求下滑、去年同期受补贴退坡政策影响基数较高所致。

图表5.2020H1 新能源汽车销量大幅下降



资料来源：中汽协，中银证券

图表6.2020Q2 新能源销量环比高增长



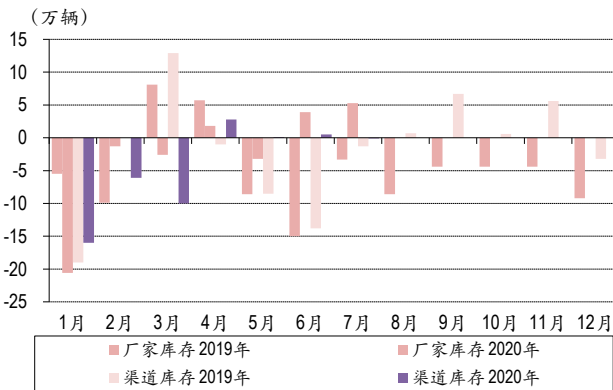
资料来源：中汽协，中银证券

## 下半年销量继续回暖，有望迎来持续上行周期

短期来看，随着国内疫情好转，经济活动逐步恢复正常，下半年汽车销量有望持续回暖。

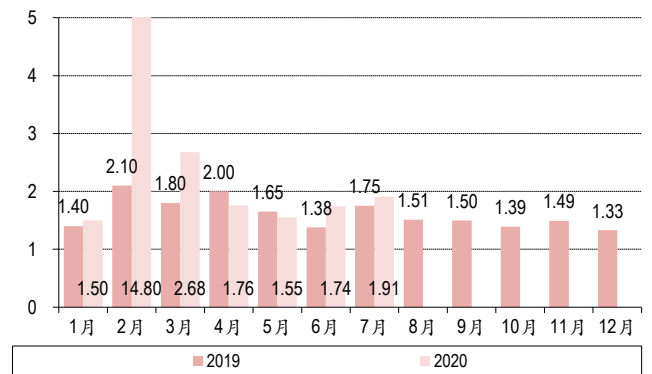
乘用车方面，二季度以来恢复情况良好，目前整体库存水平相对较低，汽车经销商库存系数较 Q1 显著改善。随着金九银十旺季到来，乘用车销量有望继续走强，预计 Q3 延续增长，全年销量小幅下滑。

图表7.乘用车厂家和渠道库存变化



资料来源：乘联会，中银证券

图表8.汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，中银证券

卡车方面，随着基建大规模开展，各地严查超限超载、淘汰国三老旧车辆政策力度不减，预计 Q3 销量维持高景气，全年将实现较快增长。客车方面，预计随着疫情好转公共交通出行逐步恢复，下半年销量有望逐步回暖，全年销量降幅有望收窄。

新能源方面，受疫情好转、各地补贴等支持政策落地的积极影响，预计下半年新能源汽车销量有望重回增长轨道。从长远看，双积分政策推动车企积极发展新能源汽车，电动车市场潜力巨大，中长期来看仍有较大的增长空间。

我们预计 2020 年全行业共销售汽车 2,385 万辆，同比下滑 7.5%；其中乘用车 1,915 万辆，同比下滑 10.7%；商用车 470 万辆，同比增长 8.8%。



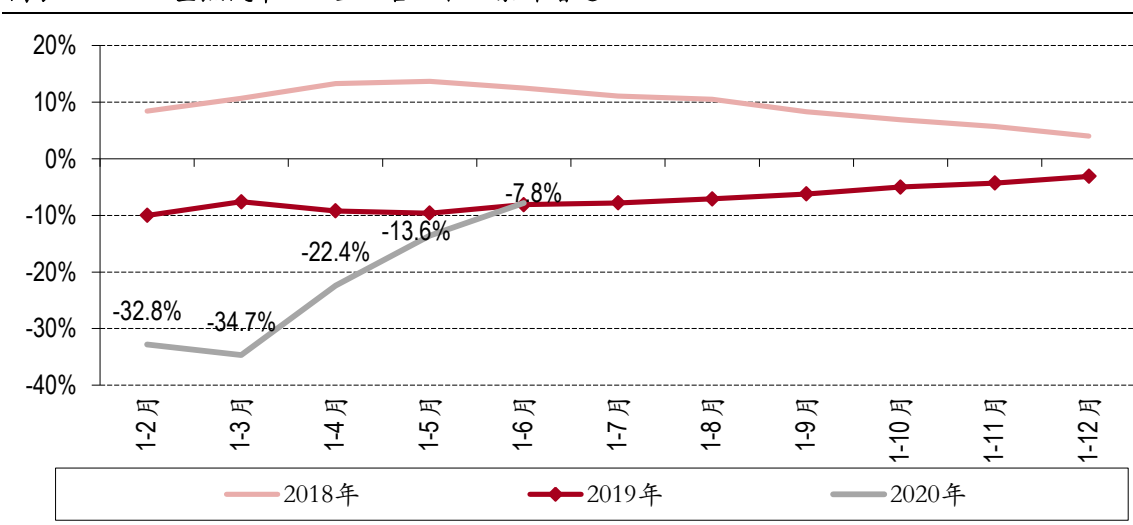
## 细分板块及主要公司分析

### 收入及利润情况

#### 上半年卡车板块收入实现增长，二季度乘用车及零部件显著回暖

根据中汽协数据,全国重点汽车工业企业营业收入2020年1-6月共实现17,672.8亿元,同比下降7.8%,增速高于去年同期0.3个百分点。由于上半年车市销量下滑明显,全国重点汽车工业企业营业收入下滑较快,但降幅逐步收窄。

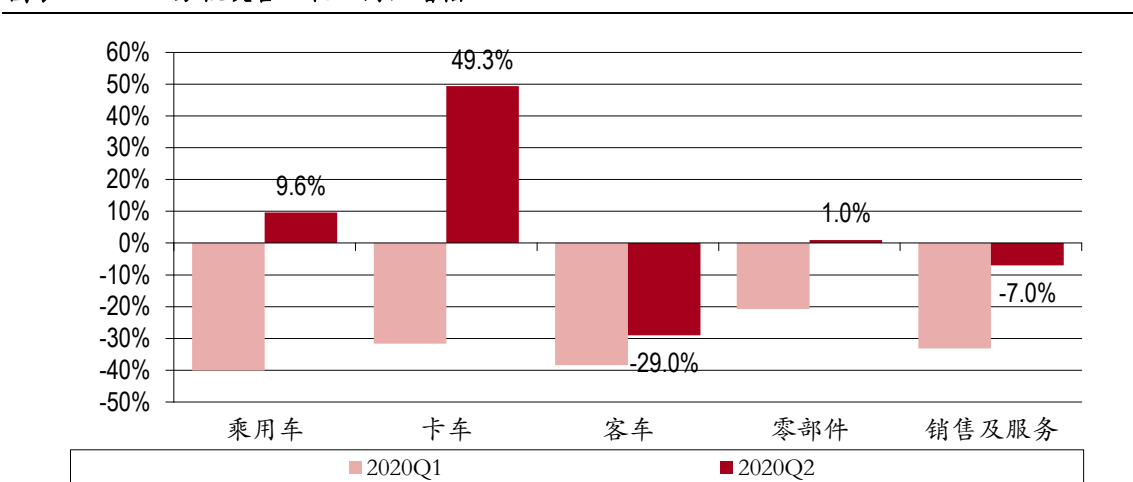
图表12.2020H1 重点汽车工业企业营业收入累计增速



资料来源: 中汽协, 中银证券

二季度上市公司汽车主要板块中,卡车板块收入高速增长,乘用车、零部件板块收入环比显著回暖同比小幅提升,主要是由于重卡等销量高速增长,乘用车销量小幅回暖,带动零部件收入增速转正;客车、销售及服务业板块收入均出现下滑,主要是由于客车销量增速转正但结构变化,汽车行业整体回暖,配套的销售及服务收入有所下降但降幅明显收窄。

图表13.2020H1 分板块营业收入同比增幅

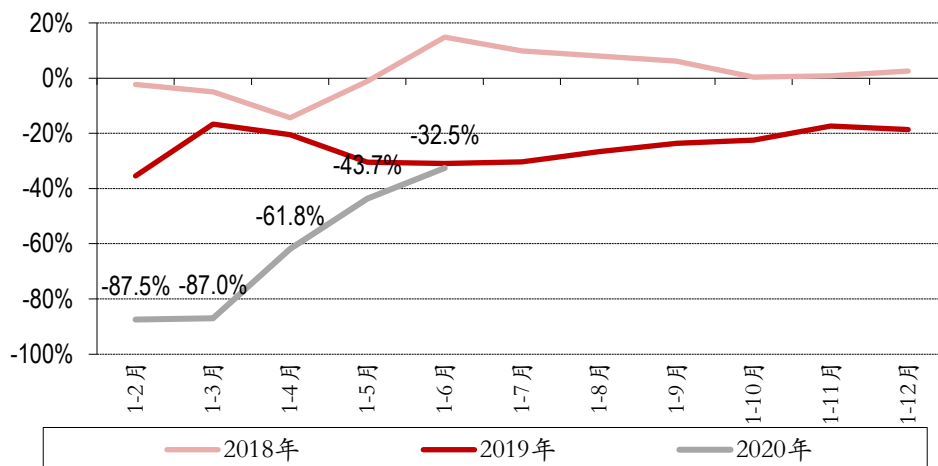


资料来源: 万得, 中银证券

## 上半年卡车板块营业利润快速增长，二季度各板块利润环比均大幅改善

根据中汽协数据，全国重点汽车工业企业利润总额 2020 年 1-6 月实现利润总额 1124.2 亿元，同比下降 32.5%，降幅比去年同期扩大 1.6 个百分点，主要是受疫情影响销量大幅下滑。随着汽车销量快速回暖，下半年利润降幅有望继续收窄。

图表14.2020H1 重点汽车工业企业利润总额累计增速

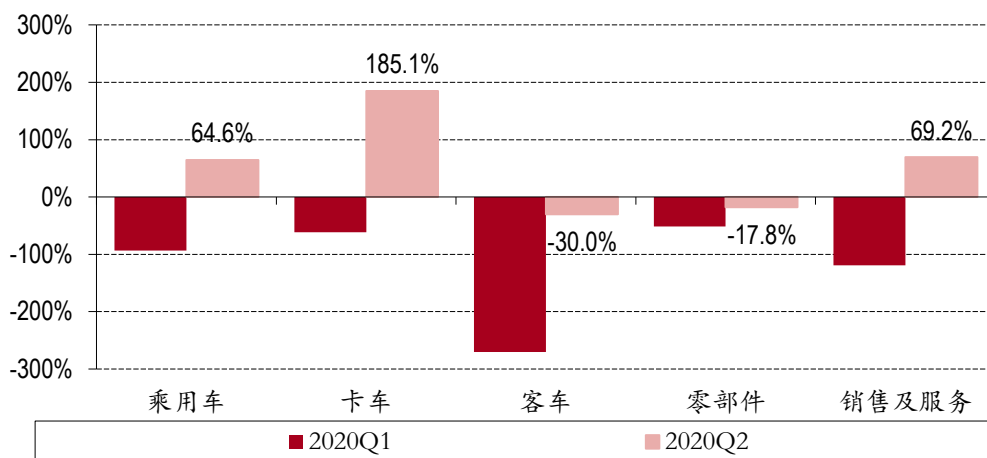


资料来源：中汽协，中银证券

二季度上市公司汽车主要板块营业利润环比均大幅改善，其中乘用车、卡车、销售及服务业板块营业利润同比实现增长，客车、零部件板块小幅下降但降幅明显收窄。卡车销量 Q2 增长 51.4%，带动板块营业利润增长 185.1%；乘用车 Q2 销量小幅增长，加上投资收益等，营业利润高速增长；客车销量 Q2 增长但大中客销量下滑，板块业绩持续承压；国内汽车销量回暖，但海外车企 Q2 纷纷停产导致国外收入承压，零部件板块营业利润同比持续下滑。

随着疫情好转，国内汽车销量持续回暖，海外车企逐步复工复产，预计汽车行业各板块营业利润后续有望改善。

图表15.2020H1 分板块营业利润同比增幅



资料来源：万得，中银证券



从毛利率及费用率等指标来看，乘用车板块 Q2 营业利润同比增长主要受销售、管理与财务费用率下降影响；卡车板块 Q2 收入增长，主要是销售费用率下降使得营业利润实现增长；客车板块销售及财务费用率小幅下降，但收入和毛利率下滑较大，管理费用率小幅增长，因此营业利润持续下滑；零部件板块销售、管理费用率小幅下降，但毛利率降幅较大，导致营业利润下滑；销售及服务板块毛利率有所提升，销售及管理费用率小幅下降，板块营业利润实现增长。

随着汽车销量持续回暖，下半年整体毛利率有望提升（乘用车板块或因会计政策调整有所下降，但不影响净利率水平），销售费用率或将上升，管理费用率有望下降，整体净利率有望提升。

图表16.2020H1 分板块毛利率及费用率变化情况

	毛利率 (同比增加百分点)		销售费用率 (同比增加百分点)		管理费用率 (同比增加百分点)		财务费用率 (同比增加百分点)		净利率 (同比增加百分点)	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
乘用车	(2.4)	(0.8)	(1.0)	(2.4)	1.2	(0.4)	0.7	(0.4)	(4.2)	1.5
卡车	0.1	(0.7)	(0.2)	(2.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.1	(1.6)	0.9
客车	(7.1)	(2.4)	3.1	(1.2)	1.9	0.6	(2.1)	(0.1)	(10.4)	(0.7)
零部件	(0.6)	(1.8)	0.4	(0.3)	1.1	(0.3)	(0.1)	0.2	(2.9)	(1.2)
销售及服务	(2.0)	0.6	0.1	(0.3)	0.4	(0.1)	0.3	0.0	(3.1)	1.7

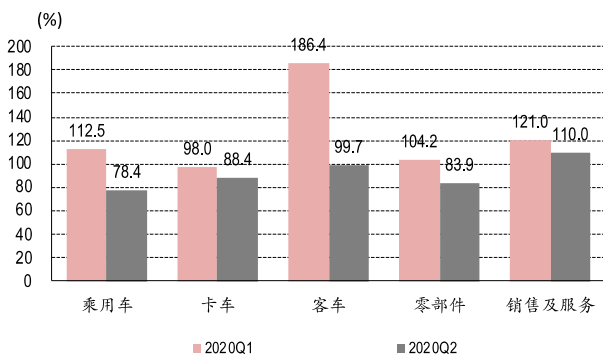
资料来源：万得，中银证券

## 现金流、营运能力及资本结构

受疫情影响收入大幅下滑，加上季度延迟支付等因素影响，一季度销售商品提供劳务收到现金/营业收入表现良好。随着二季度收入大幅回暖，预计受延迟支付等因素影响，各板块 Q2 回款情况均环比有所恶化，预计经济活动恢复正常后有望改善。

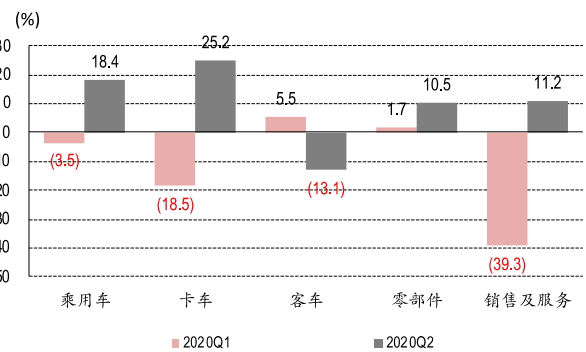
受疫情影响收入大幅下降，但企业支付供应商款项与职工薪酬等经营性现金流出量相对刚性，一季度乘用车、卡车、销售与服务板块经营活动产生的现金流量净额为负值。二季度各板块经营状况均有好转，除客车板块外，其余板块的经营活动现金流表现良好。随着下半年销量回暖，客车板块经营活动现金流也有望改善。

图表17.2020H1 销售商品提供劳务收到现金/营业收入



资料来源：万得，中银证券

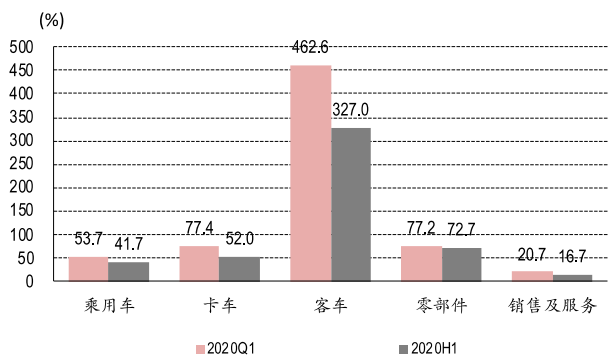
图表18.2020H1 经营活动产生的现金流量净额/营业收入



资料来源：万得，中银证券

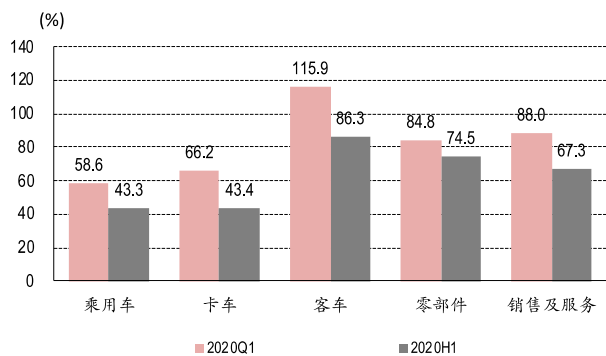
受疫情影响，一季度各板块应收账款周转天数、存货周转天数均处于较高水平；二季度经营活动逐步恢复，企业回款加快，上半年各板块应收账款周转天数、存货周转天数均有所下降。

图表19.2020H1 应收账款周转天数



资料来源：万得，中银证券

图表20.2020H1 存货周转天数



资料来源：万得，中银证券

截止到 2020 上半年，资产负债率方面，乘用车、卡车、零部件板块小幅上升，客车、销售及服务有所下降。流动资产/总资产方面，乘用车、零部件、销售与服务板块有所上升，卡车、客车板块较明显下降。

图表21.2020H1 资本结构及同比变化

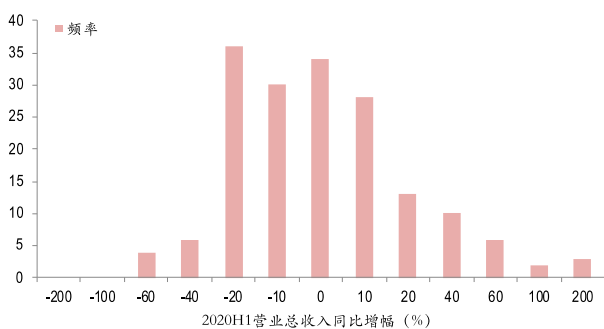
板块	资产负债率			流动资产/总资产		
	1H19(%)	1H20(%)	同比增加百分点	1H19(%)	1H20(%)	同比增加百分点
乘用车	60.8	62.8	2.0	56.2	59.3	3.1
卡车	67.0	68.0	1.0	66.6	62.8	(3.7)
客车	68.0	65.5	(2.4)	76.7	74.1	(2.6)
零部件	53.3	55.0	1.6	54.5	54.9	0.3
销售及服务	65.3	62.3	(3.0)	58.6	59.0	0.4

资料来源：万得，中银证券

### 主要上市公司分析

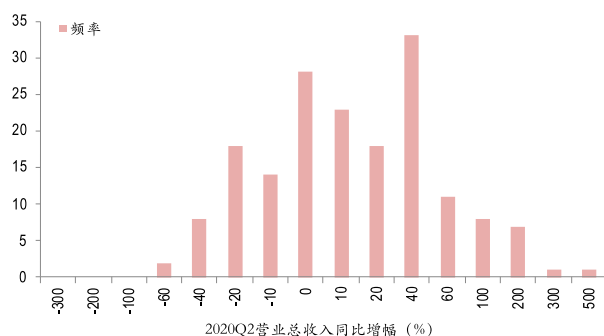
2020 上半年汽车销量出现一定下滑，汽车产业链整体业绩承压，增速明显放缓。申万汽车板块 172 家（剔除部分数据缺失及 B 股公司）上市公司中，上半年营业总收入同比增幅均值为-3.9%，中值为-7.6%，增幅大多集中在-20%~10%之间；第二季度国内疫情得到控制、行业有序复产，销售大幅回暖，营业总收入同比增幅均值为 15.6%，中值为 7.1%，增幅大多集中在-20%~40%之间。

图表22.2020H1 营业总收入同比增幅分布



资料来源：万得，中银证券

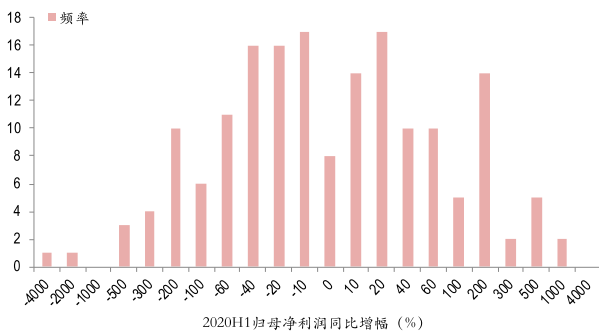
图表23.2020Q2 营业总收入同比增幅分布



资料来源：万得，中银证券

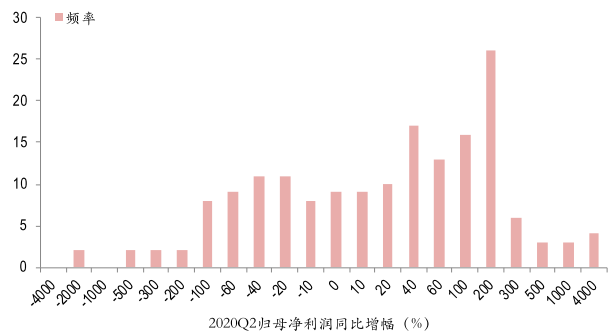
归母净利润方面，上半年同比增幅均值为-11.8%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为-8.5%，增幅大多集中在-40%~20%之间；第二季度同比增幅均值为 27.8%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为 22.2%，增幅较为分散，-100%~200%之间分布较为均匀。

图表24.2020H1 归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银证券

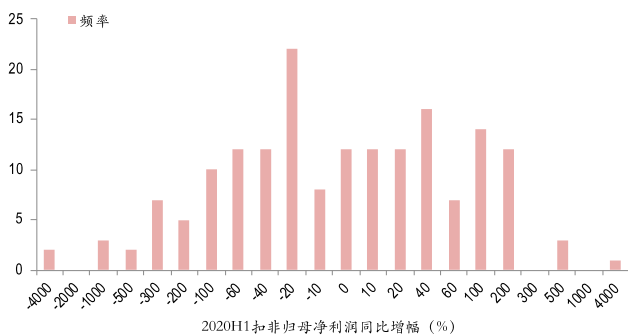
图表25.2020Q2 归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银证券

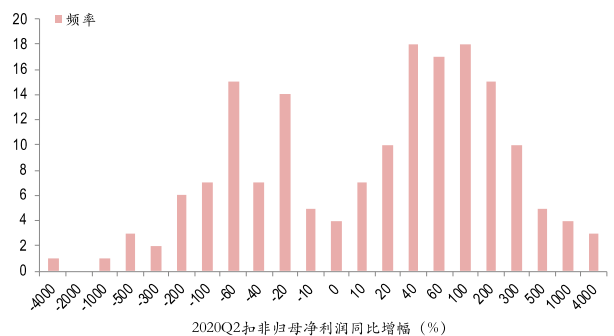
扣非归母净利润方面，上半年同比增幅均值为-7.5%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为-8.4%，增幅大多集中在-60%~40%之间；第二季度同比增幅均值 17.2%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为 23.8%，有两处峰值，分别为-60%~-20%之间和 40%~200%之间。

图表26.2020H1 扣非归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银证券

图表27.2020Q2 扣非归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银证券

随着国内汽车销量回暖，乘用车、卡车板块主要上市公司业绩大都改善，客车板块主要上市公司业绩继续承压，零部件板块则差异较大。

### 1) 收入和净利润方面，

乘用车板块主要上市公司中，受疫情影响一季度销量、收入及业绩承压，但二季度销量回暖，大多数公司均实现收入和利润正增长，其中长安汽车（非经损益大幅增加）、江淮汽车（政府补助及资产处置收益增加）、长城汽车（销量增长及产品结构改善）、小康股份（非流动资产处置收益及营业外收入增加）、比亚迪（防疫物资等收入增加）、上汽集团（销售费用减少及公允价值变动收益增加）等 Q2 利润实现较快增长，北汽蓝谷（新能源销量及收入下滑）大幅下降。综合上半年业绩来看，除长安汽车、比亚迪实现增长外，其余大都受一季度疫情拖累利润出现下滑。

卡车板块主要上市公司中，受益于重卡等商用车二季度热销，一汽解放（重组上市，重卡热销）、江铃汽车（销售提升及结构改善、降本增效，同期基数较低）、东风汽车（东风康明斯投资收益增加，本部业务改善）、福田汽车（销量提升及结构改善，资产处置收益及投资收益增加）等 Q2 利润实现较快增长。综合上半年业绩来看，除福田汽车（计提信用减值损失）外，大都实现正增长。

客车板块主要上市公司中，受疫情影响，上半年传统客车及新能源客车销量大幅下滑，宇通客车、中通客车、金龙汽车、ST 安凯等 Q2 及上半年业绩均大幅下滑，而曙光股份因资产处置收益增加，Q2 及上半年业绩大幅提升。

销售及板块主要上市公司中，受益于乘用车行业二季度销量回暖，广汇汽车（拓展高附加值新业务，费用管控，所得税降低）Q2 净利润实现增长，但上半年业绩仍大幅下滑。此外中国汽研受益于技术服务及装备制造业务增长，Q2 及上半年业绩均实现增长。

零部件板块主要上市公司中，随着二季度国内汽车销量复苏，富奥股份（主要客户一汽解放和一汽大众销量增长）、威孚高科（后处理业务、投资收益增加）、银轮股份（尾气处理等业务增长）、万里扬（CVT 及商用变速器销量增长）、京威股份（收入增长及控制成本费用，同期基数较低）、隆盛科技（受益排放升级，EGR 等快速增长）、一汽富维（一汽大众等主要客户销量增长，投资收益增加）、星宇股份（一汽大众、广汽丰田等主要客户销量增长，产品结构改善）、新泉股份（受益商用车销量增长及乘用车复苏）、保隆科技（原材料降价及政府支持等）、旭升股份（特斯拉及采埃孚等客户业务增长）等 Q2 净利润实现较快增长。而受疫情影响，二季度欧美主机厂纷纷停产，因此出口及海外收入占比较高的企业短期承压，中鼎股份、宁波华翔、广东鸿图、精锻科技、福耀玻璃、均胜电子、爱柯迪、伯特利、岱美股份、科博达等 Q2 净利润均有所下滑。综合上半年业绩来看，京威股份、旭升股份、万里扬、腾龙股份（北京天元并表）、华阳集团（成本费用管控，同期基数较低）等净利润快速增长，广东鸿图、奥特佳、均胜电子、岱美股份、华域汽车（主要客户上汽销量下滑）、精锻科技、中鼎股份等业绩较快下滑。

## 2) 毛利率和净资产收益率方面，

乘用车板块中，毛利率方面，比亚迪（防疫物资等收入增长）、长城汽车（销量增长，产品结构改善）Q2 毛利率相对较高且同比大幅提升，长安汽车、江淮汽车等受会计准则调整等影响 Q2 毛利率出现下滑，此外上汽集团、北汽蓝谷等预计受销量下滑等因素影响 Q2 毛利率有所下降。净资产收益率方面，长安汽车（非经损益较多）、长城汽车 Q2 相对较高，小康股份（同期基数较低）、长安汽车、长城汽车等 Q2 同比显著提升，北汽蓝谷（新能源销量及收入下滑）大幅下降。

卡车板块中，毛利率方面，江铃汽车、东风汽车 Q2 相对较高，东风汽车（产品结构改善）Q2 毛利率显著提升；净资产收益率方面，一汽解放、中国重汽受益重卡热销 Q2 相对较高，一汽解放（资产重组）、东风汽车（东风康明斯投资收益增加及本部业绩改善）、福田汽车（销量提升及结构改善，资产处置收益及投资收益增加）Q2 提升较快。

客车板块中，毛利率方面，宇通客车、中通客车 Q2 相对较高，中通客车（其它高毛利业务增长）Q2 毛利率大幅提升。净资产收益率方面，受行业销量下滑影响主要客车企业 Q2 均处于较低水平，曙光股份（资产处置收益增加）Q2 大幅提升。

零部件板块中，产品技术含量高、竞争格局较好、产品价格较低的毛利率相对较高，新坐标、科博达、福耀玻璃、凯众股份、旭升股份、保隆科技、宁波高发等 Q2 毛利率相对较高，同时京威股份、松芝股份、一汽富维、星宇股份、常熟汽饰、保隆科技、旭升股份、伯特利、科博达等 Q2 毛利率提升明显。净资产收益率方面，富奥股份、潍柴动力、威孚高科、一汽富维、星宇股份、常熟汽饰等 Q2 相对较高，同时京威股份、一汽富维等 Q2 提升明显。

图表28.主要上市公司财务表现

	证券代码	证券简称	收入增速(%)			归母净利润增速(%)			毛利率(%)			净资产收益率(%)		
			20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1
乘用车	000625.SZ	长安汽车	(27.8)	53.0	9.7	130.1	1471.8	216.2	8.7	9.6	9.3	1.4	4.3	5.7
	002594.SZ	比亚迪	(35.1)	28.1	(2.7)	(85.0)	119.9	14.3	17.7	20.5	19.6	0.2	2.7	2.8
	600104.SH	上汽集团	(47.1)	1.0	(24.6)	(86.4)	31.9	(39.0)	10.9	9.9	10.2	0.4	2.9	3.4
	600418.SH	江淮汽车	(37.7)	27.9	(7.6)	(650.7)	244.8	(217.8)	5.2	5.5	5.4	(2.8)	1.6	(1.1)
	600733.SH	北汽蓝谷	(53.1)	(78.6)	(69.8)	(2142.8)	(3113.2)	(2815.0)	1.6	(9.7)	(3.6)	(2.5)	(8.8)	(11.3)
	601127.SH	小康股份	(49.6)	11.7	(26.1)	(505.2)	132.5	(53.0)	5.8	10.1	8.3	(9.3)	1.1	(7.1)
	601238.SH	广汽集团	(24.3)	5.6	(9.6)	(95.7)	2.7	(52.9)	4.0	6.3	5.3	0.1	2.7	2.9
601633.SH	长城汽车	(45.1)	25.4	(13.2)	(184.1)	141.5	(24.5)	9.3	17.5	14.7	(1.2)	3.4	2.1	
卡车	000550.SZ	江铃汽车	(29.0)	31.0	2.6	176.1	310.4	253.0	15.2	16.0	15.7	0.7	1.3	2.0
	000800.SZ	一汽解放	(4.0)	36.2	16.1	(80.1)	123.6	19.8	10.8	11.9	11.5	1.2	8.6	13.4
	000951.SZ	中国重汽	(28.8)	68.2	18.5	(15.5)	41.3	13.8	11.6	10.3	10.7	3.7	6.4	10.2
	600006.SH	东风汽车	(33.7)	20.6	(4.4)	(123.8)	147.3	19.4	10.4	13.9	12.8	(0.4)	4.3	3.9
客车	000868.SZ	ST安凯	(68.3)	(33.4)	(50.9)	(329.0)	(101.1)	(213.6)	2.4	4.4	3.8	(10.9)	(0.1)	(10.9)
	000957.SZ	中通客车	(21.8)	(33.1)	(28.5)	5.5	(53.4)	(46.9)	14.3	17.4	16.0	0.1	0.5	0.6
	600066.SH	宇通客车	(42.0)	(37.4)	(39.2)	(146.1)	(44.6)	(90.8)	16.0	18.5	17.6	(0.8)	1.3	0.4
	600686.SH	金龙汽车	(31.7)	(15.3)	(21.9)	(2817.1)	(83.8)	(513.9)	4.5	12.0	9.4	(4.8)	0.1	(4.7)
零部件	000030.SZ	富奥股份	(11.1)	41.7	14.7	(41.6)	43.9	2.8	12.2	16.8	15.0	1.8	4.7	6.5
	000338.SZ	潍柴动力	(13.7)	21.6	4.0	(20.3)	(3.0)	(11.5)	22.4	17.6	19.6	4.5	5.4	10.0
	000581.SZ	威孚高科	22.1	79.2	49.8	(20.2)	36.8	5.5	18.8	17.2	17.9	3.2	4.5	7.8
	000887.SZ	中鼎股份	(5.5)	(23.6)	(15.0)	(47.1)	(128.6)	(73.4)	24.5	18.6	21.7	1.8	(0.5)	1.4
	002048.SZ	宁波华翔	(25.5)	8.4	(8.2)	(32.6)	(18.2)	(22.3)	18.2	19.2	18.8	0.9	2.5	3.4
	002101.SZ	广东鸿图	(25.9)	(16.8)	(21.1)	(202.1)	(38.9)	(104.2)	21.0	21.3	21.2	(1.1)	1.0	(0.1)
	002126.SZ	银轮股份	(8.2)	32.8	11.7	(14.6)	19.1	0.9	24.3	25.1	24.7	2.5	2.9	5.4
	002239.SZ	奥特佳	(21.5)	(2.3)	(12.2)	(402.4)	(242.0)	(286.8)	12.2	20.4	16.6	(0.4)	(0.4)	(0.8)
	002284.SZ	亚太股份	(41.4)	(7.8)	(26.2)	(648.4)	65.2	(7.2)	13.4	12.6	13.0	(1.2)	(0.5)	(1.7)
	002434.SZ	万里扬	11.9	31.7	22.5	5.0	34.7	19.9	20.2	21.4	20.9	1.9	2.5	4.5
	002454.SZ	松芝股份	(41.7)	7.2	(17.5)	(96.8)	102.0	(42.8)	23.4	26.8	25.6	0.1	2.0	2.1
	002590.SZ	万安科技	(22.8)	22.8	1.8	(266.6)	4.8	(63.1)	16.7	19.8	18.7	(0.5)	1.0	0.4
	002662.SZ	京威股份	(29.6)	22.2	(7.5)	101.6	221.8	154.7	22.7	23.7	23.3	0.1	3.1	3.1
	002906.SZ	华阳集团	(38.3)	(12.0)	(25.4)	106.5	10.7	31.6	22.4	24.0	23.4	0.5	1.0	1.5
	300258.SZ	精锻科技	(24.3)	(17.7)	(21.1)	(53.4)	(57.0)	(55.1)	33.8	29.4	31.6	1.5	1.3	2.8
	300680.SZ	隆盛科技	1.8	50.9	27.5	(31.1)	41.0	19.5	25.7	26.9	26.5	0.5	2.2	2.7
	600660.SH	福耀玻璃	(15.5)	(26.2)	(21.1)	(24.1)	(44.0)	(36.0)	34.4	37.1	35.7	2.1	2.4	4.6
	600699.SH	均胜电子	(20.8)	(46.0)	(33.4)	(78.6)	(353.2)	(204.9)	17.4	9.5	14.2	0.5	(4.9)	(4.4)
	600741.SH	华域汽车	(32.6)	(15.3)	(24.0)	(92.7)	(22.8)	(61.2)	13.2	13.4	13.3	0.3	2.4	2.7
	600742.SH	一汽富维	(6.5)	53.1	25.6	(144.2)	90.5	(11.5)	5.7	12.1	9.9	(0.9)	4.7	3.8
	600933.SH	爱柯迪	(2.9)	(32.9)	(17.8)	5.2	(58.6)	(29.3)	36.0	30.3	33.7	2.4	1.1	3.5
	601689.SH	拓普集团	(3.0)	13.5	5.1	0.1	5.3	2.5	27.4	24.7	26.0	1.5	1.4	2.9
	601799.SH	星宇股份	(11.7)	26.3	6.3	(6.4)	37.0	15.2	21.8	27.4	24.9	3.2	4.6	7.9
	603035.SH	常熟汽饰	39.3	11.0	22.1	(95.8)	6.9	(11.8)	20.2	26.0	23.4	0.0	4.1	4.1
	603037.SH	凯众股份	(37.4)	(4.4)	(22.0)	(75.6)	(19.8)	(57.1)	29.7	33.7	32.0	1.2	1.9	3.1
	603158.SH	腾龙股份	28.8	83.2	56.4	43.4	14.1	25.2	33.1	30.0	31.3	2.4	3.1	5.5
	603179.SH	新泉股份	(12.0)	29.7	8.0	(39.6)	71.1	6.2	23.4	22.5	22.9	1.9	3.6	5.4
	603197.SH	保隆科技	4.5	(22.0)	(9.1)	5.1	30.7	14.9	29.6	32.8	31.0	3.5	2.6	6.1
	603305.SH	旭升股份	14.5	49.6	32.1	34.1	91.7	66.0	33.7	36.5	35.3	2.9	3.5	6.0
	603596.SH	伯特利	(7.4)	(15.2)	(11.4)	(10.5)	(15.2)	(12.4)	28.5	24.8	26.7	4.5	2.7	7.2
	603730.SH	岱美股份	(10.0)	(55.7)	(32.6)	(2.7)	(97.3)	(48.0)	30.0	31.0	30.3	4.1	0.1	4.3
	603786.SH	科博达	(7.3)	(12.0)	(9.7)	23.5	(15.4)	(1.0)	32.1	37.8	35.0	2.9	3.4	6.4
603788.SH	宁波高发	(23.5)	3.1	(10.4)	(15.3)	5.4	(4.5)	30.5	31.7	31.2	1.9	2.6	4.6	
600297.SH	广汇汽车	(31.4)	(6.8)	(18.1)	(149.6)	26.8	(66.8)	9.1	9.8	9.5	(1.0)	2.4	1.3	
600335.SH	国机汽车	(44.0)	(21.9)	(31.5)	(96.6)	53.5	(45.0)	8.3	7.8	8.0	0.1	2.1	2.2	
601965.SH	中国汽研	(1.9)	80.4	42.3	(34.4)	44.0	4.9	29.4	22.6	24.8	1.3	2.9	4.2	
603129.SH	春风动力	3.2	12.4	9.0	169.7	40.9	67.5	32.6	33.3	33.1	5.5	10.4	15.6	

资料来源: 万得, 中银证券

## 投资建议

随着疫情好转及中央与地方各项刺激政策陆续落地，乘用车市场有望持续回暖。国内汽车千人保有量还处于较低水平，仍存在较大发展空间，在经过 2018-2020 年调整后，有望迎来持续上行周期。乘用车领域，销量表现继续分化，综合竞争力突出的龙头企业与处于新品周期的车企市场份额有望持续提升。商用车领域，我们预计受国三淘汰更新、治理超载超限等因素拉动，2020 年重卡销量有望超过 140 万辆，销量中枢上移且重卡周期性弱化；客车销量短期承压，龙头车企市占率有望提升。汽车销量持续下滑，零部件公司业绩承压，但部分优质零部件公司发展情况良好，产品和客户端持续向好，竞争格局改善，长期看仍有较好成长机会。新能源汽车短期放缓不改长期增长趋势，我们预计 2020 年新能源汽车销量有望达到 120 万辆，重点关注特斯拉、大众 MEB 产业链。ADAS 产品渗透率有望在近几年快速提升，预计短期来看国内厂商毫米波雷达等传感器逐渐量产配套有望率先爆发，多家车企 L3 产品陆续量产，线控底盘及域控制器也有望迎来爆发。

**整车：**乘用车销量回暖但表现分化加剧，推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车，关注广汇汽车；重卡 2020 年仍有望维持高景气，推荐潍柴动力，关注威孚高科、中国重汽。

**零部件：**关注低估值、产品升级、客户拓展等细分领域，以及优势车企供应链，推荐华域汽车、万里扬、凯众股份等，关注隆盛科技、华阳集团等。

**新能源：**新能源汽车销量短期承压，长期仍有较大发展空间，推荐国内龙头比亚迪，以及受益特斯拉及大众 MEB 国产的拓普集团、宁波华翔、银轮股份、精锻科技，关注富奥股份、常熟汽饰。

**智能网联：**辅助驾驶加速渗透，5G 推动车联网发展，推荐伯特利、均胜电子，建议关注德赛西威、保隆科技。

## 风险提示

### 1) 汽车销量不及预期。

国内宏观经济增速放缓，海外疫情尚在蔓延，汽车是主要的可选消费品，或导致销量不及预期。

### 2) 中美贸易摩擦升级。

汽车是贸易战重要筹码，若后续贸易冲突持续升级，将对汽车行业产生一定冲击。

### 3) 产品降价及毛利率下滑。

目前车市增速放缓，竞争加剧，若产品大幅降价、毛利率大幅下滑，将对相关企业的利润产生较大压力。

附录图表 29. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
000625.SZ	长安汽车	买入	12.52	601.3	(0.55)	0.63	(22.7)	19.9	9.72
002594.SZ	比亚迪	买入	90.00	2455.3	0.59	0.73	152.1	123.3	19.04
600104.SH	上汽集团	买入	19.26	2250.2	2.19	1.92	8.8	10.0	21.14
000338.SZ	潍柴动力	买入	15.00	1190.1	1.15	1.22	13.1	12.3	6.00
600741.SH	华域汽车	买入	24.56	774.3	2.05	1.94	12.0	12.7	15.26
601799.SH	星宇股份	买入	168.00	463.9	2.86	3.32	58.7	50.6	18.11
603596.SH	伯特利	买入	34.00	138.9	0.98	1.20	34.6	28.3	5.82
603197.SH	保隆科技	未有评级	15.89	1458.2	0.49	0.49	32.4	32.4	5.81
601633.SH	长城汽车	买入	17.44	18.5	0.77	0.94	22.8	18.6	7.69
603037.SH	凯众股份	买入	39.62	418.0	0.43	0.63	91.6	62.9	7.00
601689.SH	拓普集团	买入	10.42	139.6	0.30	0.44	34.9	23.7	4.71
002434.SZ	万里扬	买入	17.43	109.2	1.57	1.44	11.1	12.1	15.33
002048.SZ	宁波华翔	买入	24.13	298.6	0.76	0.82	31.8	29.4	9.57
600699.SH	均胜电子	买入	13.42	106.3	0.40	0.44	33.5	30.5	4.90
300258.SZ	精锻科技	增持	16.75	67.8	0.43	0.53	39.0	31.6	4.84
002920.SZ	德赛西威	增持	67.60	371.8	0.53	0.65	127.3	104.0	7.88

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2020 年 9 月 4 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371