

汽车行业深度研究报告

推荐 (维持)

海外汽车中报总结：全球车市离复苏还有多远？

事项：

□ 海外主机厂陆续发布了中期报告，我们对业绩情况进行了汇总。

评论：

PART 1 整车

❖ 全球汽车市场离复苏多远？

(1) **2Q19 同比降幅收窄**。受全球经济影响，3Q18 开始全球汽车市场同步进入衰退期，4Q18 同比降幅为 9.5%，达到最低谷。2Q19 全球汽车销售 2311.9 万辆，同比下滑 2.7%，降幅收窄。

(2) **主机厂整体经营稳健，盈利表现有所分化**

我们统计了 13 家车企的上半年的业绩情况，剔除非经常损益后，整体未出现大幅度的下滑，业绩变动符合预期。丰田、大众、PSA 表现超行业。

(3) **部分主机厂上修下半年预期**。我们对主机厂的半年报进行汇总发现，戴姆勒、PSA、大众稍显乐观，认为下半年市场会有所反弹。其余主机厂偏谨慎，认为短期市场仍走平。我们认为，全球经济探底影响汽车消费，但随着风险陆续释放后，信心逐步修复，市场有望缓慢复苏。

❖ 智能电动进展如何？

(1) **电动化：欧洲坚决推进，日系追赶**。欧洲在电动化的方向更加坚定，2020 年多款新车型将陆续上市。此外，日系厂商开始从混动、燃料电池的技术路线，逐渐切换到锂电池方向。丰田与 CATL、BYD 等企业展开合作。

(2) **自动驾驶：合作结盟，共谋发展**。主机厂形成共识，自动驾驶研发并非一朝一夕，仅依靠一家公司很难完成全产业链的开发。车企需要通过合作结盟的方式提升竞争力。目前市场已经形成“宝马-奔驰”、Cruise、Argo、Waymo 等多个联盟。进度来看，2021 年有望实现 L3 量产。

❖ 海外车企如何应对中国市场？

中国是市场重点，但应对策略分化。在中国发展较好的欧系车企，宝马、戴姆勒等公司将中国视为增长的主要支柱，持续增加投入。美系车企，经历了滑铁卢般的 18、19 年后，开始重振旗鼓，期望通过新车型的投放拉动市场。对于已经退出主流竞争的 PSA，则更加注重产品效率，或进一步收缩中国区产能。

Part 2 零部件

❖ 零部件业绩如何？

主机厂施压，盈利大幅下滑。我们跟踪了 12 家海外头部零部件企业 2Q19 的整体表现，合计收入同比下滑 2.8%，但净利润整体同比下滑 35%。总体来看，下行周期中，零部件的表现远弱于整车。业绩大幅下滑主要来自主机厂的价格压力。

❖ 零部件企业如何应对？

面对主机厂的降价压力，零部件厂商的调整策略并不多，没有太多腾挪空间。大多数企业通过停工、裁员等方式降低固定成本。

❖ 投资建议：

整车：从全球汽车市场的表现来看，各地区表现基本同步。2Q19 全球车市降幅明显收窄，部分主机厂开始上修销售预期，全球市场有望迎来触底回升。在电动化方面欧系厂商推进十分坚定，日系厂商也逐步转向锂电路线，电动化趋势确定无虞。对于中国市场，各厂商应对策略有所不同。欧系保持优势，美系经历调整之后重振旗鼓，PSA 等则可能进一步收缩。我们认为中国汽车市场有望迎来全球同步复苏，看好电动化趋势，推荐长安汽车、上汽集团、长城汽车、吉利汽车、广汽集团、比亚迪。

零部件：下行周期对零部件的业绩打击较大，表现远弱于整车。零部件企业调整的策略有限，他们有更多的降本需求，或更加依靠中国供应商。我们认为汽车市场复苏后，零部件行业具有毛利率上升空间和业绩弹性，关注华域汽车、爱柯迪。

风险提示：经济持续下行，全球汽车市场复苏不达预期。

华创证券研究所

证券分析师：王俊杰

电话：021-20572543

邮箱：wangjunjie@hcyjs.com

执业编号：S0360516090004

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

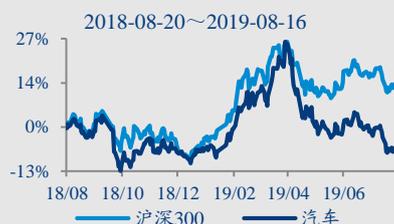
执业编号：S0360519070003

行业基本数据

| | | 占比% |
|----------|-----------|------|
| 股票家数(只) | 172 | 4.68 |
| 总市值(亿元) | 16,781.36 | 2.88 |
| 流通市值(亿元) | 12,728.85 | 2.98 |

相对指数表现

| | % | 1M | 6M | 12M |
|------|---|-------|--------|-------|
| 绝对表现 | | -6.2 | -2.23 | 7.3 |
| 相对表现 | | -3.67 | -13.37 | -5.94 |



相关研究报告

《汽车行业 19Q2 基金持仓分析：机构持股历史新高，乘用车板块关注度提升》

2019-07-22

《汇率如何影响汽车行业？》

2019-08-06

《汽车行业 7 月销量点评：批发增速临近转正》

2019-08-10

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、整车 | 5 |
| (一) 全球汽车市场离复苏有多远? | 5 |
| 1、2Q19 降幅收窄, 全球销量下滑 2.7%。 | 5 |
| 2、中国市场结构性变化, 丰田表现突出 | 5 |
| 3、部分主机厂上修下半年预期, 市场有望复苏 | 6 |
| (二) 下行周期, 主机厂财务状况如何? 整体经营稳健, 盈利表现分化 | 7 |
| 1、营业收入: 增速略好于销量 | 7 |
| 2、净利润: 区域龙头表现凸出 | 8 |
| 3、利润率: 丰田、大众、PSA 成本控制能力突出。 | 9 |
| 4、杠杆率: 欧系持续降杠杆, 日系负债最低 | 10 |
| 5、ROE | 11 |
| 6、资本开支与现金流 | 12 |
| (三) 电动智能进展如何? | 13 |
| 1、电动化: 欧洲坚决推进, 日系追赶。 | 13 |
| 2、自动驾驶: 合作结盟, 共同发展 | 14 |
| (四) 海外车企如何应对中国市场? | 14 |
| (五) 主要车企估值一览 | 15 |
| 二、零部件 | 17 |
| (一) 零部件企业业绩如何? | 17 |
| (二) 零部件企业如何应对当前市场? | 23 |
| (三) 零部件企业估值一览 | 23 |
| 三、投资建议 | 24 |
| 四、风险提示 | 24 |

图表目录

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 图表 1 | 全球各地区销量(万辆) | 5 |
| 图表 2 | 14~1H19 全球汽车销量同比 (%) | 5 |
| 图表 3 | 17~1H19 各季度全球汽车销量同比 (%) | 5 |
| 图表 4 | 主要主机厂销量 (万辆) | 6 |
| 图表 5 | 主机厂分地区销量 (万辆) | 6 |
| 图表 6 | 主机厂对公司业务判断 | 6 |
| 图表 7 | 各主机厂营业收入 (百万美元) | 7 |
| 图表 8 | 汇率变动影响日系、韩系企业营收 | 8 |
| 图表 9 | 各主机厂净利润 (百万美元) | 9 |
| 图表 10 | 样本企业毛利率 (%) | 9 |
| 图表 11 | 样本企业的扣非税前利润率情况 | 10 |
| 图表 12 | 1995~2019 年主要主机厂毛利率变化 (%) | 10 |
| 图表 13 | 样本车企杠杆率情况 (%) | 11 |
| 图表 14 | 1995~2019H1 主要车企杠杆率情况 (%) | 11 |
| 图表 15 | 样本车企 ROE 情况 (%) | 12 |
| 图表 16 | 1995~2019H1 主要车企 ROE 情况 (%) | 12 |
| 图表 17 | 样本车企资本开支情况 | 13 |
| 图表 18 | 样本车企经营活动现金流净额 | 13 |
| 图表 19 | 各公司新能源规划 | 13 |
| 图表 20 | 各主机厂的自动驾驶规划 | 14 |
| 图表 21 | 各厂商对中国市场的观点 | 14 |
| 图表 22 | 各企业在中国市场表现 | 15 |
| 图表 23 | 主要公司估值一览 (亿美元) | 15 |
| 图表 24 | 汽车主要零部件企业 | 17 |
| 图表 25 | 样本企业 2Q19 收入汇总 (百万美元) | 17 |
| 图表 26 | 样本企业 2Q19 净利润汇总 (百万美元) | 18 |
| 图表 27 | 样本企业 2Q19 净利润率汇总 (%) | 18 |
| 图表 28 | 样本企业 2Q19 毛利率汇总 (%) | 19 |
| 图表 29 | 样本企业 2Q19 销售、管理费用率 (SG&A/收入、%) | 19 |
| 图表 30 | 样本企业 2Q19 杠杆率 (%) | 20 |
| 图表 31 | 样本企业 2Q19ROE (%) | 20 |
| 图表 32 | 座椅业务主要公司表现 | 21 |

| | | |
|-------|---------------------|----|
| 图表 33 | 内饰业务主要公司表现..... | 21 |
| 图表 34 | 动力总成系统业务情况..... | 21 |
| 图表 35 | 电子电气类系统业务情况..... | 22 |
| 图表 36 | 其他板块业务汇总..... | 22 |
| 图表 37 | 自动驾驶类业务情况..... | 22 |
| 图表 38 | 零部件资本开支情况..... | 22 |
| 图表 39 | 零部件企业对市场的判断和策略..... | 23 |
| 图表 40 | 主要公司估值一览（亿美元）..... | 23 |

一、整车

(一) 全球汽车市场离复苏有多远？

1、2Q19 降幅收窄，全球销量下滑 2.7%。

受全球经济影响，3Q18 开始全球汽车市场同步进入衰退期，4Q18 同比降幅为 9.5%，达到最低谷。19 年全球汽车市场下滑态势逐步企稳，降幅收窄，有望迎来复苏。

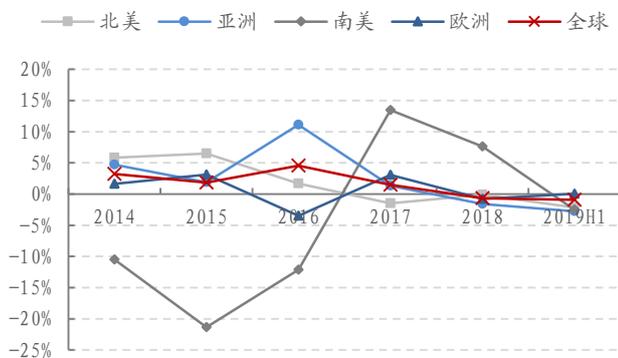
2Q19 全球汽车销售 2311.9 万辆，同比下滑 2.7%。北美、亚洲、欧洲、南美均为负增长。其中，北美汽车销售 555 万辆，同比下滑 2.1%；亚洲汽车销售 1147 万辆，同比下滑 2.7%，南美汽车销售 107 万辆，同比下滑 4.8%，欧洲汽车销售 517 万辆，同比下滑 2.9%。

图表 1 全球各地区销量(万辆)

| 销量 (万辆) | 2019Q2 | 2018Q2 | yoy | 2019H1 | 2018H1 | yoy | 2018年 | 2017年 | yoy |
|---------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 北美 | 555 | 567 | -2.1% | 1050 | 1072 | -2.0% | 2153 | 2156 | -0.1% |
| 亚洲 | 1147 | 1179 | -2.7% | 2335 | 2403 | -2.8% | 4872 | 4952 | -1.6% |
| 南美 | 107 | 113 | -4.8% | 208 | 221 | -6.1% | 449 | 417 | 7.6% |
| 欧洲 | 517 | 533 | -2.9% | 1011 | 1034 | -2.3% | 1905 | 1919 | -0.8% |
| 全球总销量 | 2326 | 2391 | -2.7% | 4603 | 4730 | -2.7% | 9378 | 9443 | -0.7% |

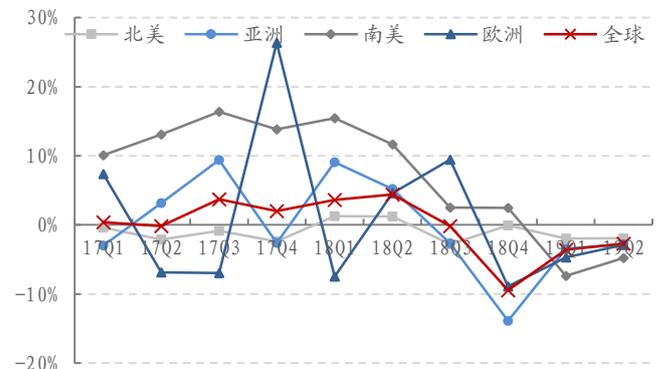
资料来源：通用汽车公告、华创证券

图表 2 14~1H19 全球汽车销量同比 (%)



资料来源：通用汽车公告、华创证券

图表 3 17~1H19 各季度全球汽车销量同比 (%)



资料来源：通用汽车公告、华创证券

2、中国市场结构性变化，丰田表现突出

我们跟踪了 13 家海外车企 2Q19 的整体表现。样本企业销量同比整体落在-10%~+5%的区间。其中，正增长的有 4 家，销量下滑的有 8 家。所有车企中，丰田发展十分均衡，在各地区均表现强势。PSA、FCA 下滑幅度较大，主要因产品和部分区域的结构调整所致。

图表 4 主要主机厂销量 (万辆)

| 销量 (万辆) | 2018Q2 | 2019Q2 | yoy | 2018H1 | 2019H1 | yoy | 2017年 | 2018年 | yoy |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 沃尔沃 | 17 | 18 | 5.4% | 32 | 34 | 7.3% | 57 | 64 | 12.4% |
| 宝马 | 64 | 65 | 1.5% | 124 | 125 | 0.8% | 246 | 249 | 1.1% |
| 戴姆勒 | 83 | 82 | -1.4% | 161 | 163 | 1.4% | 335 | 327 | -2.3% |
| PSA | 113 | 101 | -10.2% | 218 | 190 | -12.8% | 363 | 388 | 6.8% |
| 大众汽车 | 281 | 276 | -1.8% | 558 | 534 | -4.2% | 1078 | 1083 | 0.5% |
| FCA | 130 | 116 | -11.1% | 251 | 219 | -12.4% | 474 | 484 | 2.2% |
| 福特汽车 | 149 | 136 | -8.6% | 316 | 279 | -11.6% | 661 | 598 | -9.5% |
| 通用汽车 | 207 | 194 | -6.1% | 416 | 382 | -8.3% | 960 | 838 | -12.7% |
| 日产汽车 | 131 | 123 | -6.0% | 297 | 272 | -8.3% | 577 | 552 | -4.4% |
| 丰田汽车 | 224 | 230 | 3.0% | 452 | 458 | 1.3% | 896 | 898 | 0.1% |
| 本田汽车 | 131 | 132 | 1.2% | 260 | 269 | 3.2% | 520 | 532 | 2.4% |
| 现代汽车 | 119 | 111 | -7.1% | 223 | 213 | -4.7% | 451 | 459 | 1.8% |
| 特斯拉 | 4 | 10 | 131.7% | 7 | 16 | 122.5% | 10 | 25 | 137.9% |
| 合计 | 1652 | 1593 | -3.5% | 3314 | 3153 | -4.9% | 6629 | 6497 | -2.0% |

资料来源: 各公司公告、华创证券

中国市场成为重要变量。分地区来看,北美、欧洲呈现出普跌态势。北美市场主要为美系、日系车企,销量下滑 4%~6%。欧洲市场主要为欧系车企,销量普遍下滑 2%~3%。亚洲以中国市场为主,日系的强势表现和美系的大幅下滑形成反差,市场份额此消彼长。

图表 5 主机厂分地区销量 (万辆)

| 销量 | 北美 | | yoy | 欧洲 | | yoy | 亚洲 | | yoy | 其他 | | yoy | 合计 | | yoy |
|------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|--------|
| | 2Q19 | 2Q18 | | 2Q18 | 2Q19 | |
| 沃尔沃 | 3 | 3 | 1.9% | 9 | 9 | 3.5% | 3 | 4 | 15.7% | 2 | 3 | 2.5% | 17 | 18 | 5.4% |
| 宝马 | 12 | 12 | -1.4% | 29 | 28 | -4.1% | 21 | 24 | 11.8% | 2 | 1 | -11.5% | 64 | 65 | 1.5% |
| 戴姆勒 | 8 | 8 | -3.8% | 25 | 25 | -2.0% | 17 | 17 | 0.6% | 10 | 9 | -8.3% | 59 | 58 | -2.5% |
| PSA | 4 | 5 | -28.6% | 90 | 89 | -0.9% | 8 | 3 | -64.0% | 10 | 6 | -41.2% | 113 | 102 | -10.0% |
| 大众汽车 | 38 | 38 | -1.1% | 124 | 120 | -3.0% | 107 | 104 | -3.1% | 9 | 8 | -14.4% | 278 | 269 | -3.1% |
| FCA | 82 | 84 | -2.1% | 43 | 38 | -11.6% | 6 | 4 | -25.5% | | | | 133 | 125 | -6.2% |
| 福特汽车 | 69 | 74 | -6.6% | 37 | 38 | 3.3% | 26 | 20 | -24.9% | 12 | 10 | -22.0% | 149 | 136 | -8.6% |
| 通用汽车 | 88 | 91 | -3.9% | 0 | 0 | 0.0% | 99 | 90 | -9.0% | 16 | 16 | 0.0% | 207 | 194 | -6.1% |
| 日产汽车 | 45 | 48 | -6.2% | 16 | 14 | -16.7% | 47 | 47 | 0.9% | 20 | 17 | -13.0% | 131 | 123 | -6.0% |
| 丰田汽车 | 74 | 75 | -0.3% | 25 | 27 | 8.3% | 90 | 95 | 5.4% | 33 | 33 | -0.3% | 224 | 230 | 3.0% |
| 本田汽车 | 50 | 52 | -4.4% | 4 | 3 | -19.0% | 68 | 74 | 7.8% | 6 | 6 | -9.5% | 131 | 132 | 1.2% |
| 现代汽车 | 22 | 22 | -4.0% | 21 | 20 | -3.8% | 54 | 47 | -13.2% | 22 | 22 | 1.4% | 119 | 111 | -7.1% |
| 合计 | 494 | 513 | -3.7% | 423 | 411 | -2.8% | 545 | 527 | -3.4% | 142 | 131 | -8.3% | 1624 | 1562 | -3.8% |

注: volvo、戴姆勒亚洲地区为中国销量; PSA、丰田、本田、日产中国区为亚洲地区扣除日本后的销量

资料来源: 各公司公告、华创证券

3、部分主机厂上修下半年预期, 市场有望复苏

在下行周期中,主机厂对市场判断十分审慎。我们对主机厂的报告进行汇总发现,部分企业逐步向上修正对下半年的预期。戴姆勒、PSA、大众稍显乐观,认为下半年市场会有所反弹。其余主机厂则普遍认为短期市场走平。丰田、福特小幅下调全年业绩展望。我们认为,全球经济探底影响汽车消费,随着风险陆续释放,市场有望盈利缓慢复苏。

图表 6 主机厂对公司业务判断

| 公司 | 对全球市场的判断 | 立场 |
|----|----------------------|------|
| 宝马 | 保持今年业绩指引, 期待下半年业绩好转。 | 谨慎乐观 |

| 公司 | 对全球市场的判断 | 立场 |
|------|--|------|
| 戴姆勒 | 全球汽车需求下降，但高端车有弹性，预计 19 全年乘用车销量与去年持平，下半年销量有望上涨，尤其是 SUV。卡车销量预计在北美、巴西和印度有较高增长；客车销量预计在欧洲和南美略增，印度市场将会有大幅增长。 | 谨慎乐观 |
| PSA | 预计 2019 年欧洲市场-1%，预计下半年会出现反弹，中国市场-7%，拉丁美洲-4%，俄罗斯+3%。 | 谨慎乐观 |
| 大众汽车 | 世界经济仍然有很大的不确定性，英国脱欧、中美贸易战都增强了全球经济的风险。考虑公司的市场份额提升，上调公司的销量预期 | 谨慎乐观 |
| 通用汽车 | 上半年公司出现诸多不利的海外因素，对下半年表示乐观 | 谨慎乐观 |
| 福特汽车 | 欧洲停工，夏季北美停工等因素影响公司下半年业绩 | 谨慎中性 |
| 丰田汽车 | 下调全年产量计划 50 万辆，维持公司目前 900 万辆的全年销售目标。分地区来看，预计北美地区销量有 2% 的下滑，而亚洲地区（除日本）有 3% 增长。下调公司全年业绩展望 1000 亿日元。 | 谨慎中性 |

资料来源：各公司公告、华创证券

（二）下行周期，主机厂财务状况如何？整体经营稳健，盈利表现分化

我们统计了 13 家车企的 2Q19 业绩情况，并统一按美元计价。从结果来看，扣除非经常性损益后，整体未出现大幅度的下滑，业绩变动符合预期。。丰田、大众、PSA 表现超过行业。

1、营业收入：增速略好于销量

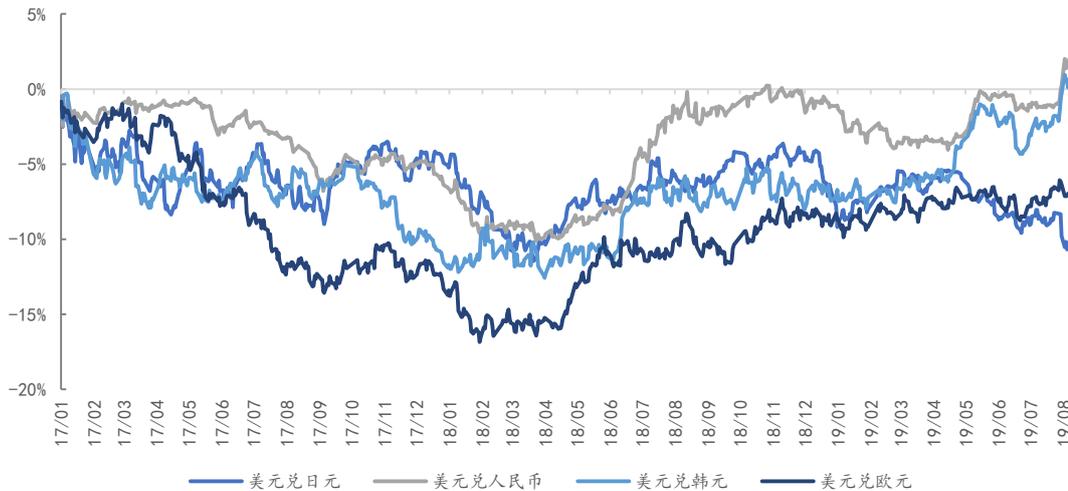
13 家企业 2Q19 合计营业收入同比增长 0.3%，高于销量增速。其中收入实现**正增长有 5 家**。特斯拉增速最高，为 58.7%，主要是因为 model3 热销。现代汽车同比增 19.1%，主因韩元贬值，出口销售额增加。**收入负增长有 8 家**。其中收入下滑最大的是日产、本田，主要是因为日元较同期升值，以及他们在北美市场表现不佳。

图表 7 各主机厂营业收入（百万美元）

| 营业收入 | 2019Q2 | 2018Q2 | 同比 | 2019H1 | 2018H1 | 同比 | 2017年 | 2018年 | yoy |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|---------|-------|
| 沃尔沃 | 7237 | 7370 | -1.8% | 14019 | 14180 | -1.1% | 25489 | 28430 | 11.5% |
| 宝马 | 20882 | 20961 | -0.4% | 38072 | 40801 | -6.7% | 84872 | 79362 | -6.5% |
| 戴姆勒 | 40402 | 39886 | 1.3% | 77233 | 81194 | -4.9% | 167656 | 161545 | -3.6% |
| PSA | 21730 | 22431 | -3.1% | 43162 | 46116 | -6.4% | 74588 | 84676 | 13.5% |
| 大众汽车 | 62982 | 60637 | 3.9% | 119970 | 121920 | -1.6% | 235131 | 230212 | -2.1% |
| FCA | 30324 | 32121 | -5.6% | 57698 | 63734 | -9.5% | 126762 | 126188 | -0.5% |
| 福特汽车 | 35764 | 35911 | -0.4% | 73009 | 74927 | -2.6% | 145663 | 148320 | 1.8% |
| 通用汽车 | 32425 | 33275 | -2.6% | 63686 | 65966 | -3.5% | 133449 | 133045 | -0.3% |
| 日产汽车 | 22011 | 24509 | -10.2% | 49046 | 54000 | -9.2% | 101708 | 104451 | 2.7% |
| 丰田汽车 | 65907 | 61837 | 6.6% | 130965 | 128545 | 1.9% | 247508 | 276630 | 11.8% |
| 本田汽车 | 30656 | 36306 | -15.6% | 61579 | 68167 | -9.7% | 124513 | 121908 | -2.1% |
| 现代汽车 | 23304 | 19575 | 19.1% | 42074 | 38163 | 10.2% | 90218 | 86964 | -3.6% |
| 特斯拉 | 6350 | 4002 | 58.7% | 10891 | 7411 | 47.0% | 11759 | 21461 | 82.5% |
| 合计 | 399973 | 398820 | 0.3% | 781404 | 805123 | -2.9% | 1569315 | 1603192 | 2.2% |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 8 汇率变动影响日系、韩系企业营收



资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

2、净利润：区域龙头表现凸出

样本企业中剔除特斯拉后，12家企业2Q19合计净利润同比下滑13.3%。其中正增长的有6家，为大众、PSA、FCA、通用、丰田、现代。负增长的共7家，包括宝马、戴姆勒、福特、日产、本田、沃尔沃等。

(1) 监管趋严，违规车企承担大额罚款。

1H19，宝马和戴姆勒分别因监管诉讼额外支持约14亿、20亿欧元。此外戴姆勒还因为高田召回额外增加了相应生产成本。

(2) 市场业绩分化，各区域内的强势企业跑赢市场。

大众和丰田是为数不多的能够在多个市场获得成功的企业。除去这两家外，北美、欧洲、亚洲各地区均有各自的优势企业。例如PSA收购欧宝之后，在欧洲高歌猛进，尽管海外业务受挫，但未影响公司盈利。FCA则依靠Jeep在美国的表现稳住经营。区域内排名靠后的品牌在下行周期影响最大。例如FCA在欧洲市场，日产在北美，福特、通用在亚洲市场，盈利均出现大幅下滑。所以，区域内具备强势地位的车企具有一定的产品溢价，因此盈利超行业。

图表 9 各主机厂净利润 (百万美元)

| 净利润 | 2018Q2 | 2019Q2 | yoy | 2018H1 | 2019H1 | yoy | 2017年 | 2018年 | yoy |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 沃尔沃 | 241 | 80 | -67.0% | 491 | 233 | -52.4% | 972 | 770 | -20.9% |
| 宝马 | 2393 | 1655 | -30.9% | 5180 | 3684 | -28.9% | 10308 | 8149 | -21.0% |
| 戴姆勒 | 2014 | 489 | -75.7% | 4814 | 2840 | -41.0% | 12341 | 8300 | -32.7% |
| PSA | 864 | 1042 | 20.6% | 1776 | 2070 | 16.6% | 2310 | 3237 | 40.1% |
| 大众汽车 | 3861 | 4663 | 20.8% | 7924 | 8082 | 2.0% | 13752 | 13895 | 1.0% |
| FCA | 873 | 1091 | 25.0% | 2124 | 1782 | -16.1% | 4192 | 4131 | -1.5% |
| 福特汽车 | 1066 | 148 | -86.1% | 2802 | 1294 | -53.8% | 7731 | 3677 | -52.4% |
| 通用汽车 | 2390 | 2418 | 1.2% | 3436 | 4575 | 33.1% | -3864 | 8014 | -307.4% |
| 日产汽车 | 1045 | 59 | -94.3% | 2634 | 81 | -96.9% | 7033 | 2880 | -59.0% |
| 丰田汽车 | 5930 | 6336 | 6.9% | 10457 | 10484 | 0.3% | 23483 | 16992 | -27.6% |
| 本田汽车 | 2204 | 1599 | -27.5% | 3219 | 1481 | -54.0% | 9974 | 5508 | -44.8% |
| 现代汽车 | 630 | 794 | 26.1% | 1259 | 1524 | 21.0% | 3775 | 1355 | -64.1% |
| 特斯拉 | -718 | -408 | -43.1% | -1427 | -1110 | -22.2% | -2240 | -1062 | -52.6% |
| 合计 | 23511 | 20374 | -13.3% | 46116 | 38131 | -17.3% | 92009 | 76906 | -16.4% |

注: 不计入特斯拉

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券 注: 宝马、戴姆勒、FCA 的特殊费用项目调整

3、利润率: 丰田、大众、PSA 成本控制能力突出。

2019年以来, 整车厂盈利下滑幅度整体可控。样本企业剔除特斯拉后, 12家车企2Q19毛利率的算术平均值为16.1%, 较2Q18下降0.4个百分点。2Q19扣非后税前利润率为6.5%, 较2Q18下滑1.32个百分点。

图表 10 样本企业毛利率 (%)

| 毛利率 | 2018Q2 | 2019Q2 | yoy (百分点) | 2017年 | 2018年 | yoy (百分点) |
|---------------|--------|--------|--------------|-------|-------|--------------|
| 沃尔沃 | 19.8% | 19.4% | -0.4 | 22.4% | 20.0% | -2.4 |
| 宝马 | 18.5% | 16.4% | -2.2 | 18.9% | 17.5% | -1.4 |
| 戴姆勒 | 18.2% | 11.9% | -6.3 | 20.1% | 18.5% | -1.6 |
| PSA | 20.0% | 21.1% | 1.1 | 19.9% | 20.0% | 0.1 |
| 大众汽车 | 20.0% | 18.4% | -1.6 | 18.2% | 18.8% | 0.7 |
| FCA | 13.8% | 13.9% | 0.1 | 15.3% | 14.0% | -1.2 |
| 福特汽车 | 8.7% | 7.6% | -1.1 | 10.6% | 9.3% | -1.3 |
| 通用汽车 | 10.7% | 13.8% | 3.1 | 12.9% | 9.7% | -3.2 |
| 日产汽车 | 16.3% | 14.2% | -2.1 | 17.9% | 16.4% | -1.4 |
| 丰田汽车 | 18.7% | 18.8% | 0.1 | 18.7% | 18.0% | -0.7 |
| 本田汽车 | 21.4% | 20.8% | -0.6 | 21.9% | 21.2% | -0.7 |
| 现代汽车 | 15.9% | 17.1% | 1.2 | 18.2% | 15.6% | -2.6 |
| 特斯拉 | 15.5% | 14.5% | -1.0 | 18.9% | 18.8% | -0.1 |
| 算术平均值 (不含特斯拉) | 16.8% | 16.1% | -0.72 | 17.9% | 16.6% | -1.31 |

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券

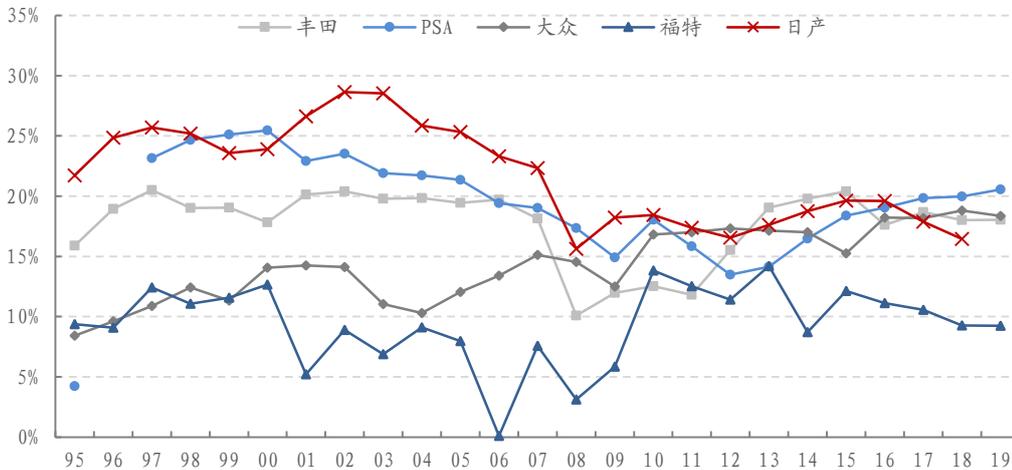
图表 11 样本企业的扣非税前利润率情况

| 扣非税前利润率 | 2018Q2 | 2019Q2 | yoy (百分点) | 2017年 | 2018年 | yoy (百分点) |
|---------------|--------|--------|--------------|--------|-------|--------------|
| 沃尔沃 | 5.9% | 3.4% | -2.5 | 6.3% | 5.6% | -0.7 |
| 宝马 | 16.0% | 11.2% | -4.8 | 15.0% | 13.8% | -1.2 |
| 戴姆勒 | 7.4% | 0.2% | -7.2 | 9.7% | 7.3% | -2.5 |
| PSA | 7.5% | 8.4% | 1.0 | 6.4% | 7.0% | 0.7 |
| 大众汽车 | 8.6% | 9.9% | 1.3 | 8.3% | 10.1% | 1.7 |
| FCA | 4.1% | 4.8% | 0.6 | 5.0% | 4.0% | -0.9 |
| 福特汽车 | 3.2% | 1.9% | -1.3 | 5.7% | 2.9% | -2.7 |
| 通用汽车 | 8.8% | 10.3% | 1.5 | 9.3% | 6.6% | -2.8 |
| 日产汽车 | 5.0% | 1.7% | -3.2 | 6.9% | 4.5% | -2.4 |
| 丰田汽车 | 13.1% | 12.1% | -0.9 | 11.8% | 9.7% | -2.0 |
| 本田汽车 | 8.9% | 8.8% | -0.1 | 8.8% | 7.8% | -1.1 |
| 现代汽车 | 5.2% | 5.1% | -0.1 | 5.2% | 2.8% | -2.4 |
| 特斯拉 | -15.6% | -4.0% | 11.7 | -18.1% | -4.1% | 14.0 |
| 算术平均值 (不含特斯拉) | 7.8% | 6.5% | -1.32 | 8.2% | 6.8% | -1.36 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

2012年~2017年行业处于向上周期，样本企业（剔除特斯拉）的毛利率处于上升通道。从2018年开始，因市场竞争加剧，毛利率逐步下降。2018年样本企业的毛利率算术平均值为16.6%，较2017年下降1.31个百分点。成本控制能力突出的企业，丰田、大众、PSA，毛利率受影响相对较小。

图表 12 1995~2019年主要主机厂毛利率变化（%）



资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

4、杠杆率：欧系持续降杠杆，日系负债最低

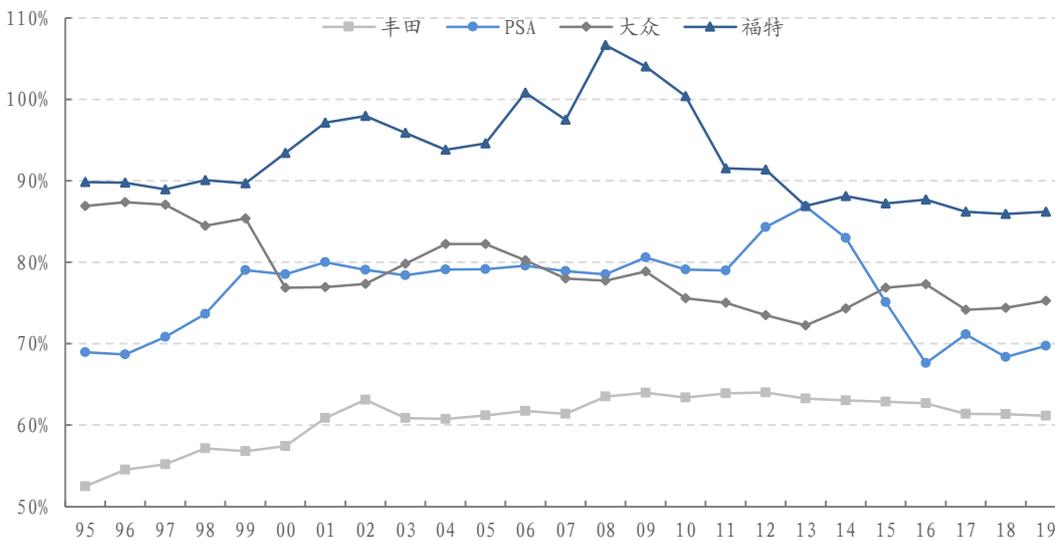
2Q19 我们跟踪的 13 家样本公司资产负债率环比提升了 0.95 个百分点。

图表 13 样本车企杠杆率情况 (%)

| 杠杆率 | 2019Q1 | 2019Q2 | yoy | 2017年 | 2018年 | yoy |
|------|--------|--------|------|-------|-------|-------|
| 沃尔沃 | 73.7% | 74.6% | 0.9 | 71.3% | 71.0% | -0.3 |
| 宝马 | 73.6% | 74.0% | 0.3 | 72.3% | 72.2% | -0.1 |
| 戴姆勒 | 77.2% | 79.0% | 1.8 | 74.5% | 76.5% | 2.1 |
| PSA | 69.7% | 69.7% | 0.0 | 71.2% | 68.4% | -2.8 |
| 大众汽车 | 75.1% | 75.3% | 0.2 | 74.2% | 74.4% | 0.2 |
| FCA | 74.0% | 72.5% | -1.5 | 78.2% | 74.3% | -3.9 |
| 福特汽车 | 86.1% | 86.2% | 0.1 | 86.2% | 85.9% | -0.2 |
| 通用汽车 | 80.9% | 79.9% | -1.0 | 83.0% | 81.2% | -1.8 |
| 日产汽车 | 70.3% | 69.8% | -0.5 | 69.7% | 70.3% | 0.7 |
| 丰田汽车 | 61.4% | 61.2% | -0.2 | 61.4% | 61.4% | -0.0 |
| 本田汽车 | 58.1% | 58.1% | 0.0 | 57.4% | 58.1% | 0.6 |
| 现代汽车 | 59.4% | | | 58.0% | 59.1% | 1.0 |
| 特斯拉 | 79.1% | 77.6% | -1.6 | 80.3% | 78.8% | -1.6 |
| 合计 | 72.2% | 73.1% | 0.95 | 72.1% | 71.7% | -0.46 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

在 2012 年~2019 年，欧系车企持续降低杠杆，美系、日系则保持稳定。分系别来看，日系资产负债率较低，在 55%~70% 之间。欧系厂商的资产负债率居中，在 75%~80% 之间。美系厂商的资产负债率最高，普遍在 80% 以上。

图表 14 1995~2019H1 主要车企企业杠杆率情况 (%)


资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

5、ROE

2Q19 样本公司的年化平均 ROE 为 9.4%，同比下降 4.5 个百分点。

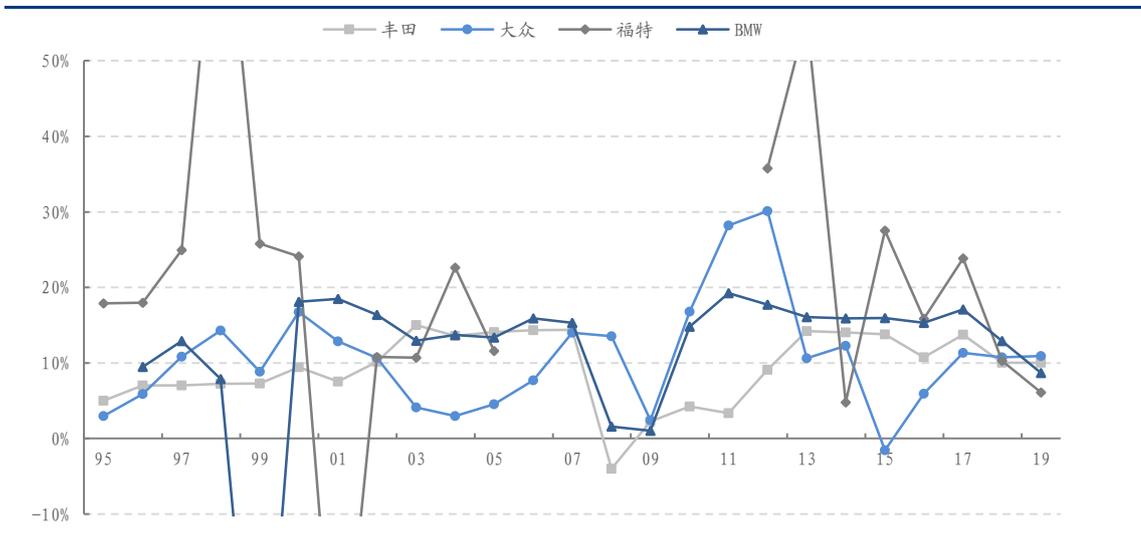
图表 15 样本车企 ROE 情况 (%)

| ROE | 2018Q2 | 2019Q2 | yoy (百分点) | 2017年 | 2018年 | yoy (百分点) |
|---------------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------------|
| 沃尔沃 | 20.7% | 9.4% | -11.3 | 20.9% | 16.9% | -4.0 |
| 宝马 | 14.8% | 10.3% | -4.6 | 17.1% | 12.9% | -4.2 |
| 戴姆勒 | 11.1% | -7.7% | -18.8 | 17.1% | 11.6% | -5.5 |
| PSA | 19.1% | 19.7% | 0.6 | 15.0% | 18.2% | 3.2 |
| 大众汽车 | 11.8% | 13.9% | 2.1 | 11.4% | 10.7% | -0.6 |
| FCA | 12.5% | 11.9% | -0.6 | 16.3% | 14.5% | -1.8 |
| 福特汽车 | 11.7% | 1.7% | -10.0 | 23.9% | 10.3% | -13.6 |
| 通用汽车 | 25.5% | 21.0% | -4.6 | 0.8% | 20.4% | 19.6 |
| 日产汽车 | 8.6% | 0.7% | -7.9 | 14.1% | 6.0% | -8.0 |
| 丰田汽车 | 14.0% | 13.9% | -0.1 | 13.8% | 10.1% | -3.7 |
| 本田汽车 | 12.9% | 8.9% | -4.0 | 14.3% | 8.1% | -6.2 |
| 现代汽车 | 4.3% | | | 6.2% | 2.2% | -4.0 |
| 特斯拉 | -54.1% | -23.6% | 30.5 | -38.8% | -17.8% | 21.1 |
| 算术平均值 (不含特斯拉) | 13.9% | 9.4% | -4.50 | 14.2% | 11.8% | -2.40 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

从历史来看，主流主机厂的 ROE 处于在 10%~15%。豪华车宝马、戴姆勒 ROE 略高于行业，在 15%~18% 之间。因为整体盈利下滑，行业 ROE 从 2018 年开始降低。2018 年样本公司的平均 ROE 为 11.8%，较 2017 年下降 2.4 个百分点。

图表 16 1995~2019H1 主要车企 ROE 情况 (%)



资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

6、资本开支与现金流

车企资本开支平稳。1H19 样本车企资本开支整体下降 2.3%。其中欧系主机厂资本开支仍有上升，美系、日系下降。

图表 17 样本车企资本开支情况 (百万美元)

| 资本开支 | 2018Q2 | 2019Q2 | yoy | 2018H1 | 2019H1 | yoy | 2017年 | 2018年 | yoy |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 沃尔沃 | 392 | 337 | -13.9% | 791 | 646 | -18.3% | 2081 | 1527 | -26.6% |
| 宝马 | 1493 | 1731 | 16.0% | 2882 | 3539 | 22.8% | 8536 | 8904 | 4.3% |
| 戴姆勒 | 1808 | 1993 | 10.2% | 3463 | 3865 | 11.6% | 8098 | 8626 | 6.5% |
| PSA | 758 | 797 | 5.1% | 1559 | 1583 | 1.5% | 6191 | 5426 | -12.4% |
| 大众汽车 | 3071 | 3688 | 20.1% | 5508 | 5999 | 8.9% | 15672 | 15719 | 0.3% |
| FCA | 1371 | 2224 | 62.2% | 2916 | 3768 | 29.2% | 6813 | 3793 | -44.3% |
| 福特汽车 | 1909 | 1920 | 0.6% | 3688 | 3553 | -3.7% | 7049 | 7785 | 10.4% |
| 通用汽车 | 6705 | 5904 | -11.9% | 13473 | 11665 | -13.4% | 27633 | 25497 | -7.7% |
| 日产汽车 | 3695 | 4154 | 12.4% | 7889 | 7989 | 1.3% | 17225 | 15534 | -9.8% |
| 丰田汽车 | 9272 | 9264 | -0.1% | 18474 | 17264 | -6.6% | 33885 | 33741 | -0.4% |
| 本田汽车 | 1307 | 904 | -30.9% | 2222 | 1844 | -17.0% | 3913 | 3797 | -3.0% |
| 现代汽车 | 498 | 922 | 85.1% | 1360 | 1843 | 35.5% | 2860 | 2898 | 1.3% |
| 特斯拉 | 677 | 268 | -60.4% | 1406 | 573 | -59.2% | 4081 | 2320 | -43.2% |
| 合计 | 32957 | 34105 | 3.5% | 65630 | 64131 | -2.3% | 144037 | 135568 | -5.9% |

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券

经营活动现金流净额整体有所下降。1H19 样本车企经营活动现金流净额下降 9.1%，各主机厂的现金流净额普遍下滑 10%~20%。

图表 18 样本车企经营活动现金流净额 (百万美元)

| 经营活动现金流净额 | 2018Q2 | 2019Q2 | yoy | 2018H1 | 2019H1 | yoy | 2017年 | 2018年 | yoy |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 沃尔沃 | 983 | 762 | -22.5% | 1293 | 897 | -30.6% | 3046 | 3147 | 3.3% |
| 宝马 | 2425 | 141 | -94.2% | 3028 | 1458 | -51.9% | 7092 | 5783 | -18.5% |
| 戴姆勒 | 172 | 1796 | 947.0% | 1173 | 2491 | 112.4% | -1984 | 393 | -119.8% |
| PSA | 2923 | 2843 | -2.7% | 6010 | 5647 | -6.0% | 6555 | 9612 | 46.6% |
| 大众汽车 | 977 | 4034 | 313.1% | 5903 | 7231 | 22.5% | -1423 | 8326 | |
| FCA | 3309 | 3473 | 5.0% | 6202 | 4257 | -31.3% | 12470 | 11390 | -8.7% |
| 福特汽车 | 4972 | 6463 | 30.0% | 8486 | 10007 | 17.9% | 18096 | 15022 | -17.0% |
| 通用汽车 | 5105 | 5076 | -0.6% | 5553 | 4995 | -10.0% | 17328 | 15256 | -12.0% |
| 日产汽车 | 2908 | 2559 | -12.0% | 10696 | 8861 | -17.2% | 10087 | 13093 | 29.8% |
| 丰田汽车 | 7434 | 8428 | 13.4% | 20421 | 16548 | -19.0% | 39764 | 33991 | -14.5% |
| 本田汽车 | 1935 | 1815 | -6.2% | 5372 | 4317 | -19.6% | 9300 | 7003 | -24.7% |
| 现代汽车 | | | | | | | 3672 | 3381 | -7.9% |
| 特斯拉 | -130 | 864 | | -528 | 224 | | -61 | 2098 | |
| 合计 | 33012 | 38252 | 15.9% | 73607 | 66935 | -9.1% | 123942 | 128496 | 3.7% |

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券

(三) 电动智能进展如何?

1、电动化: 欧洲坚决推进, 日系追赶。

欧洲在电动化的方向更加坚定, 根据各厂商的规划, 2020 年多款新车型将陆续上市。此外, 日系厂商开始从混动、燃料电池的技术路线, 逐渐切换到锂电池路线。此前丰田就已经宣布与 CATL 以及比亚迪开展多项合作。

图表 19 各公司新能源规划

| 公司 | 车型规划 | 销量规划 |
|-----|--|---|
| PSA | 2019 年和 2020 年公司将推出 7 款 BEV 和 7 款 PHEV | 2020 年 29% 实现电气化, 2021 年达到 50%, 2025 年达到 100%。 |
| 戴姆勒 | 2022 年 130 多种电气化方案。计划推出 10 款不同品类的电动车 | 2025 年 BEV 在 15% 至 25% 之间。2030 年: 电动汽车 50%(BEV 和 PHEV)。 |

| 公司 | 车型规划 | 销量规划 |
|-----|---|---------------------------|
| 大众 | 2025年70款车型；ID.3，起售价格低于3万欧元；2020年ID.、ID.crozz、etron、e-Mii、e-citigo | 2020年50万辆 2025年达到300万辆 |
| 宝马 | 到2023年至少有25种电气化车型，包括至少13辆EV； | |
| 福特 | 与大众MEB合作 | |
| 特斯拉 | 上海工程年底投产，预期周产量达到5000台，2021年建立欧洲工厂。 | |
| 丰田 | 2025年销售550万辆电动汽车(含轻混) | 渗透率达50% |
| 日产 | 新增小型、C级、D级EV车型 | |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

2、自动驾驶：合作结盟，共同发展

主机厂形成共识，自动驾驶研发并非一朝一夕，仅依靠一家公司很难完成全产业链的开发。车企需要通过合作结盟的方式提升竞争力。目前市场已经形成“宝马-奔驰”、Cruise、Argo、Waymo等多个联盟。进度来看，2021年有望实现L3量产。

图表 20 各主机厂的自动驾驶规划

| 厂商 | 自动驾驶业务目标 |
|-----|--|
| PSA | 2020年实现L3级别自动驾驶 |
| 宝马 | 2021年L3级别量产，实现高速公路的自动驾驶。与戴姆勒加深在出行领域的合作 |
| 戴姆勒 | 和宝马开展L4自动驾驶合作，预计将在2024年量产 |
| 大众 | 加入福特，投资Argo AI |
| 福特 | 2020年推出Super Duty将配以新的驾驶辅助技术 |
| 通用 | 积极推进Cruise平台，在全系车型推广ADAS |
| 丰田 | 与电装成立合资公司，共同研发自动驾驶技术 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

（四）海外车企如何应对中国市场？

中国是市场重点，但应对策略分化。对于在中国发展较好的欧系车企，宝马、戴姆勒等公司将中国视为增长的主要支柱。美系车企，经历了滑铁卢般的18、19年后，重振旗鼓，期望通过新车型的投放拉动市场。福特调整中国区的组织架构，引入林肯、探险者等车型提振合资企业盈利。通用则投放新SUV车型冲抵市场压力。对于已经退出主流竞争的PSA，则更加注重产品效率，或进一步收缩中国区产能。

图表 21 各厂商对中国市场的观点

| 公司 | 对中国市场的观点 | 核心内容 |
|-----|--|--------------|
| 宝马 | 公司在中国的业绩十分亮眼，Q2销量同比+24%，市占率进一步提高。 | 中国是公司最大市场 |
| 戴姆勒 | 中国市场是增长战略的主要支柱之一。公司将继续投资并逐步提高产能。在更短期内，尽管今年上半年只是略有增长，公司认为 | 中国是公司增长的重要支柱 |

| 公司 | 对中国市场的观点 | 核心内容 |
|------|--|-------------------------|
| | 今年下半年可以比预期增长更快。 | |
| PSA | 公司不排除中国能够抓住机会，但是不论公司在中国做什么都应该保持高效的运营方式。停止销售没有利润的产品， | 强调高效率在中国开展业务，在中国业务或有收缩。 |
| 大众汽车 | 不会以降价促销的方式来扩张中国市场的市占率，重心放在新品的推出。 | 下半年不额外增加促销，看好市场回暖 |
| 福特汽车 | 福特中国团队已采取行动来稳定销售，库存降到了18个月以来的最低水平。同时，公司刚刚在过去几个月刚刚重建了营销和销售组织。林肯、探险者等车型都是在合资企业中推出的 | 库存降至最低，组织架构调整，新车型引入 |
| 通用汽车 | 对于中国市场，中国持续的经济放缓导致了汽车行业的继续疲软。依靠新车型投放拉动中国市场 预计下半年的投资收益与上半年一致 | 新车型投放冲抵市场压力。 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 22 各企业在中国市场表现

| 公司 | 中国区销量（万辆） | | | 中国区的利润 | | 备注 |
|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|-----------------|
| | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比YoY | 218Q2 | 2019Q2 | |
| 沃尔沃sek m | 3 | 4 | 15.7% | | | |
| 宝马€m | 15 | 18 | 23.7% | | | |
| 戴姆勒€m | 17 | 17 | 0.6% | | | |
| PSA€m | 8 | 3 | -64.0% | | | |
| 大众汽车€m | 98 | 97 | -1.4% | 1155 | 1029 | Operating incom |
| 福特汽车\$m | 18 | 13 | -31.5% | -483 | -155 | EBIT |
| 通用汽车\$m | 86 | 75 | -12.1% | 592 | 235 | Equity income |
| 日产汽车Yen B | 39 | 40 | 1.0% | 18 | 11 | Operating incom |
| 丰田汽车Yen B | 52 | 55 | 6.5% | 142 | 117 | Operating incom |
| 本田汽车Yen B | 17 | 16 | -8.6% | 123 | 98 | Operating incom |
| 合计 | 354 | 338 | -4.6% | | | |

注：日产、丰田、本田利润的为亚洲（除日本）利润

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

（五）主要车企估值一览

图表 23 主要公司估值一览（亿美元）

| 公司 | 市值 | 净利润 | | | | PE | PB |
|------|------|-------|-------|-------|-------|----|-----|
| | | 2017年 | 2018年 | 2019E | 2020E | | |
| 宝马 | 419 | 97 | 84 | 62 | 72 | 5 | |
| 戴姆勒 | 1046 | 116 | 86 | 64 | 83 | 12 | 0.7 |
| PSA | 401 | 22 | 33 | 39 | 41 | 12 | 1.0 |
| 大众汽车 | 1496 | 129 | 143 | 153 | 164 | 10 | |
| 福特汽车 | 380 | 77 | 37 | 52 | 56 | 10 | 1.1 |
| 通用汽车 | 562 | -39 | 80 | 96 | 90 | 7 | 1.4 |

| | | | | | | | |
|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 日产汽车 | 289 | 67 | 29 | 18 | 30 | 10 | 0.6 |
| 丰田汽车 | 1816 | 225 | 170 | 219 | 222 | 11 | 1.0 |
| 本田汽车 | 422 | 96 | 55 | 64 | 64 | 8 | 0.6 |
| 现代汽车 | 6 | 36 | 14 | 31 | 36 | | |
| 特斯拉 | 418 | -20 | -10 | -6 | 7 | -43 | 8.5 |

资料来源：彭博、华创证券

二、零部件

(一) 零部件企业业绩如何？

我们跟踪了 12 家海外头部零部件企业 2Q19 的整体表现。总体来看，下行周期中，零部件的表现远弱于整车。业绩大幅下滑主要来自主机厂的价格压力。麦格纳就再投资者问答中提到“且随着今年客户将重点放在降价上，定价环境越来越具有挑战性。”零部件企业降低成本的主要是降低固定成本，包括优化管理，减少产能和员工数量。

图表 24 汽车主要零部件企业

| 公司 | 国家 | 配套区域情况 | | | | 主要产品 |
|------|----|--------|----|----|----|------------------|
| | | 北美 | 欧洲 | 亚洲 | 其他 | |
| 大陆 | 德国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 动力总成、悬架系统、内外饰、轮胎 |
| 电装 | 日本 | ■ | ■ | ■ | ■ | 汽车电子等 |
| 麦格纳 | 美国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 外饰、动力总成、座椅、整车 |
| 采埃孚 | 德国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 动力总成、悬架系统、被动安全等 |
| 法雷奥 | 法国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 动力总成、控制、热管理、视觉 |
| 李尔 | 美国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 座椅、汽车电子 |
| 佛吉亚 | 法国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 座椅、内外饰、尾气处理 |
| 安波福 | 美国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 信号与电驱动、自动驾驶 |
| 博格华纳 | 美国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 动力总成、悬架 |
| 奥托立夫 | 瑞典 | ■ | ■ | ■ | ■ | 被动安全 |
| 德尔福 | 美国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 动力总成、后市场 |
| 伟世通 | 美国 | ■ | ■ | ■ | ■ | 汽车电子 |

资料来源：各公司公告、华创证券

2Q19 年 12 家企业合计收入同比下滑 2.8%，与汽车市场销量一致。但净利润整体同比下滑 35%，利润下滑幅度远超收入。2Q19 样本企业整体净利润率为 3.7%，同比降低 1.9 个百分点。业绩较好的是奥托立夫、佛吉亚、安波福。业绩下滑幅度较大的是采埃孚、法雷奥、德尔福、伟世通。

图表 25 样本企业 2Q19 收入汇总（百万美元）

| 收入 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比 | 2018H1 | 2019H1 | 同比 | 2017年 | 2018年 | 同比 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 大陆 | 13270 | 12817 | -3.4% | 26838 | 25216 | -6.0% | 52845 | 50841 | -3.8% |
| 电装 | 12010 | 12285 | 2.3% | 25279 | 24767 | -2.0% | 48098 | 48396 | 0.6% |
| 麦格纳 | 10280 | 10126 | -1.5% | 21072 | 20717 | -1.7% | 36588 | 40827 | 11.6% |
| 采埃孚 | 10882 | 10449 | -4.0% | 22373 | 20756 | -7.2% | 43761 | 42282 | -3.4% |
| 法雷奥 | 5754 | 5562 | -3.3% | 11829 | 11048 | -6.6% | 22195 | 21896 | -1.3% |
| 李尔 | 5581 | 5008 | -10.3% | 11315 | 10168 | -10.1% | 20467 | 21149 | 3.3% |
| 佛吉亚 | 5245 | 5105 | -2.7% | 10784 | 10139 | -6.0% | 20368 | 20065 | -1.5% |
| 安波福 | 3684 | 3627 | -1.5% | 7314 | 7202 | -1.5% | 12884 | 14435 | 12.0% |
| 博格华纳 | 2694 | 2551 | -5.3% | 5478 | 5117 | -6.6% | 9799 | 10530 | 7.5% |
| 奥托立夫 | 2212 | 2155 | -2.6% | 4452 | 4329 | -2.8% | 8137 | 8678 | 6.7% |
| 德尔福 | 1232 | 1121 | -9.0% | 2528 | 2272 | -10.1% | 4849 | 4858 | 0.2% |
| 伟世通 | 758 | 733 | -3.3% | 1572 | 1470 | -6.5% | 3146 | 2984 | -5.1% |
| 合计 | 73601 | 71539 | -2.8% | 150833 | 143200 | -5.1% | 283137 | 286940 | 1.3% |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 26 样本企业 2Q19 净利润汇总 (百万美元)

| 净利润 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比 | 2018H1 | 2019H1 | 同比 | 2017年 | 2018年 | 同比 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 大陆 | 959 | 552 | -42.5% | 1868 | 1197 | -35.9% | 3584 | 3317 | -7.4% |
| 电装 | 697 | 530 | -24.0% | 1350 | 1094 | -18.9% | 3018 | 2297 | -23.9% |
| 麦格纳 | 626 | 452 | -27.8% | 1286 | 1558 | 21.2% | 2196 | 2296 | 4.6% |
| 采埃孚 | 316 | 81 | -74.3% | 650 | 162 | -75.1% | 1302 | 1033 | -20.7% |
| 法雷奥 | 264 | 92 | -65.1% | 543 | 183 | -66.3% | 1053 | 625 | -40.6% |
| 李尔 | 331 | 183 | -44.8% | 685 | 412 | -39.9% | 1313 | 1150 | -12.5% |
| 佛吉亚 | 200 | 197 | -1.4% | 410 | 391 | -4.8% | 720 | 802 | 11.5% |
| 安波福 | 291 | 274 | -5.8% | 598 | 514 | -14.0% | 1355 | 1067 | -21.3% |
| 博格华纳 | 272 | 172 | -36.8% | 497 | 332 | -33.2% | 440 | 931 | 111.6% |
| 奥托立夫 | 37 | 109 | 193.3% | 164 | 221 | 34.5% | 427 | 190 | -55.4% |
| 德尔福 | 86 | 27 | -68.6% | 184 | 43 | -76.6% | 285 | 358 | 25.6% |
| 伟世通 | 35 | 7 | -80.0% | 100 | 21 | -79.0% | 176 | 164 | -6.8% |
| 合计 | 4115 | 2676 | -35.0% | 8335 | 6127 | -26.5% | 15869 | 14230 | -10.3% |

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 27 样本企业 2Q19 净利润率汇总 (%)

| 净利润率 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比变动 (百分点) | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 同比 |
|------|--------|--------|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|------|
| 大陆 | 7.2% | 4.3% | -2.9 | 6.9% | 7.0% | 6.9% | 6.8% | 6.5% | -0.3 |
| 电装 | 5.8% | 4.3% | -1.5 | 6.0% | 5.4% | 5.7% | 6.3% | 4.7% | -1.5 |
| 麦格纳 | 6.1% | 4.5% | -1.6 | 5.5% | 6.3% | 5.6% | 6.0% | 5.6% | -0.4 |
| 采埃孚 | 2.9% | 0.8% | -2.1 | 3.5% | 3.3% | 2.4% | 3.0% | 2.4% | -0.5 |
| 法雷奥 | 4.6% | 1.7% | -2.9 | 4.4% | 5.0% | 5.6% | 4.7% | 2.9% | -1.9 |
| 李尔 | 5.9% | 3.7% | -2.3 | 3.8% | 4.1% | 5.3% | 6.4% | 5.4% | -1.0 |
| 佛吉亚 | 3.8% | 3.9% | 0.0 | 1.0% | 2.0% | 3.4% | 3.5% | 4.0% | 0.5 |
| 安波福 | 7.9% | 7.6% | -0.3 | 8.7% | 13.3% | 10.2% | 10.5% | 7.4% | -3.1 |
| 博格华纳 | 10.1% | 6.7% | -3.4 | 7.9% | 7.6% | 6.6% | 4.5% | 8.8% | 4.3 |
| 奥托立夫 | 1.7% | 5.1% | 3.4 | 5.1% | 5.0% | 7.2% | 5.2% | 2.2% | -3.1 |
| 德尔福 | 7.0% | 2.4% | -4.6 | 6.7% | 6.2% | 5.3% | 5.9% | 7.4% | 1.5 |
| 伟世通 | 4.6% | 1.0% | -3.7 | -11.4% | 70.4% | 2.4% | 5.6% | 5.5% | -0.1 |
| 合计平均 | 5.6% | 3.7% | -1.9 | 5.1% | 6.4% | 5.4% | 5.6% | 5.0% | -0.6 |

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券

主机厂年降压力, 零部件毛利率普遍降低。2Q19 样本企业平均毛利率为 15.8%, 同比下滑 1.82 个百分点。德尔福、伟世通毛利率下滑超过 4 个百分点。销售管理费用率(SG&A/收入)保持稳定。2Q19 销售管理费用率平均值为 6.5%, 较 2Q18 增长 0.17 个百分点。

图表 28 样本企业 2Q19 毛利率汇总 (%)

| 毛利率 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比变动 (百分点) | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 同比变动 (百分点) |
|------|--------|--------|---------------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 大陆 | 25.8% | 24.3% | -1.5 | 25.9% | 26.6% | 25.8% | 25.0% | -0.8 |
| 电装 | 15.8% | 13.8% | -2.0 | 17.2% | 16.7% | 16.7% | 15.5% | -1.2 |
| 麦格纳 | 14.4% | 14.0% | -0.5 | 14.2% | 14.6% | 15.6% | 14.1% | -1.4 |
| 采埃孚 | 16.5% | 15.2% | -1.3 | 15.8% | 17.3% | 18.0% | 16.5% | -1.5 |
| 法雷奥 | 20.3% | 17.9% | -2.3 | 17.7% | 18.3% | 20.7% | 19.2% | -1.5 |
| 李尔 | 11.4% | 9.5% | -1.9 | 10.4% | 11.7% | 11.6% | 11.3% | -0.3 |
| 佛吉亚 | 12.9% | 13.7% | 0.7 | 9.3% | 10.3% | 12.5% | 13.0% | 0.5 |
| 安波福 | 19.7% | 18.5% | -1.2 | 20.1% | 22.4% | 20.4% | 18.9% | -1.4 |
| 博格华纳 | 21.5% | 20.1% | -1.4 | 21.2% | 21.3% | 21.6% | 21.2% | -0.4 |
| 奥托立夫 | 19.9% | 18.6% | -1.3 | 20.1% | 20.6% | 20.6% | 19.7% | -0.9 |
| 德尔福 | 19.6% | 14.8% | -4.8 | 19.5% | 18.4% | 20.2% | 18.5% | -1.7 |
| 伟世通 | 13.7% | 9.5% | -4.2 | 13.3% | 14.4% | 13.6% | 13.8% | 0.2 |
| 合计 | 17.6% | 15.8% | -1.8 | 17.1% | 17.7% | 18.1% | 17.2% | -0.9 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 29 样本企业 2Q19 销售、管理费用率 (SG&A/收入、%)

| SG&A/收入 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比变动 (百分点) | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 同比变动 (百分点) |
|---------|--------|--------|---------------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 大陆 | 8.0% | 8.6% | 0.6 | 8.2% | 8.3% | 8.3% | 8.4% | 0.1 |
| 电装 | 8.9% | 8.5% | -0.4 | 8.6% | 8.6% | 8.5% | 8.4% | -0.1 |
| 麦格纳 | 4.2% | 4.5% | 0.3 | 4.5% | 4.4% | 4.6% | 4.1% | -0.5 |
| 采埃孚 | 7.0% | 7.2% | 0.1 | 7.7% | 7.6% | 7.3% | 7.2% | -0.1 |
| 法雷奥 | 4.9% | 4.8% | -0.1 | 5.1% | 5.0% | 4.9% | 4.9% | -0.1 |
| 李尔 | 3.1% | 3.1% | 0.0 | 3.1% | 3.4% | 3.0% | 2.8% | -0.2 |
| 佛吉亚 | 4.1% | 4.3% | 0.2 | 3.4% | 3.6% | 4.1% | 4.1% | -0.0 |
| 安波福 | 7.2% | 7.3% | 0.1 | 7.6% | 7.7% | 7.6% | 7.0% | -0.6 |
| 博格华纳 | 8.7% | 9.4% | 0.6 | 8.3% | 9.0% | 9.1% | 8.9% | -0.2 |
| 奥托立夫 | 4.5% | 4.8% | 0.3 | 4.4% | 5.0% | 5.1% | 4.5% | -0.6 |
| 德尔福 | 8.7% | 8.3% | -0.4 | 7.1% | 6.7% | 7.0% | 7.2% | 0.2 |
| 伟世通 | 6.9% | 7.5% | 0.6 | 7.4% | 6.6% | 6.7% | 6.3% | -0.4 |
| 合计 | 6.3% | 6.5% | 0.2 | 6.3% | 6.3% | 6.4% | 6.1% | -0.2 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

资产负债率略有提升。样本企业 2Q19 的资产负债率平均值为 64.4%，较 2Q18 提升 1.2 个百分点。博世、大陆、麦格纳、博格华纳的资产负债率处于 55% 左右，采埃孚、法雷奥、佛吉亚、奥托立夫、德尔福资产负债率稍高，在 70% 以上。电装资产负债率长期保持在 35% 左右。

ROE 整体下滑。2Q19 样本零部件企业 ROE 从 20%~30% 下降至 10%~20%，平均降幅为 8.3 个百分点。主要是因为行业整体利润率下滑所致。

图表 30 样本企业 2Q19 杠杆率 (%)

| 杠杆率 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比变动 (百分点) | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 同比变动 (百分点) |
|------|--------|--------|---------------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 大陆 | 56.7% | 58.8% | 2.0 | 59.8% | 59.3% | 56.5% | 54.7% | -1.8 |
| 电装 | 35.8% | 34.9% | -0.9 | 35.5% | 33.1% | 34.5% | 34.9% | 0.4 |
| 麦格纳 | 55.8% | 56.7% | 0.9 | 53.7% | 54.7% | 54.0% | 57.0% | 3.0 |
| 采埃孚 | 74.2% | 75.7% | 1.5 | 80.7% | 79.0% | 75.6% | 72.5% | -3.1 |
| 法雷奥 | 71.8% | 72.9% | 1.1 | 67.7% | 69.7% | 70.9% | 70.9% | -0.0 |
| 李尔 | 62.6% | 64.6% | 2.0 | 67.9% | 67.8% | 62.8% | 61.0% | -1.7 |
| 佛吉亚 | 70.3% | 74.7% | 4.3 | 73.3% | 70.1% | 70.9% | 69.6% | -1.3 |
| 安波福 | 69.5% | 71.5% | 2.0 | 77.2% | 77.5% | 71.1% | 70.6% | -0.5 |
| 博格华纳 | 58.5% | 56.0% | -2.5 | 58.9% | 62.6% | 60.9% | 57.0% | -3.9 |
| 奥托立夫 | 70.4% | 70.0% | -0.5 | 53.9% | 52.3% | 51.2% | 71.8% | 20.5 |
| 德尔福 | | | | 55.3% | 59.2% | 93.9% | 88.7% | -5.1 |
| 伟世通 | 69.7% | 72.9% | 3.2 | 74.4% | 69.5% | 67.0% | 71.0% | 4.0 |
| 合计 | 63.2% | 64.4% | 1.2 | 63.2% | 62.9% | 64.1% | 65.0% | 0.9 |

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 31 样本企业 2Q19ROE (%)

| ROE | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比变动 (百分点) | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 同比变动 (百分点) |
|------|--------|--------|---------------|-------|-------|-------|--------|---------------|
| 大陆 | 19.6% | 10.7% | -9.0 | 22.9% | 20.6% | 19.7% | 17.1% | -2.6 |
| 电装 | 8.8% | 6.5% | -2.3 | 7.7% | 8.2% | 9.5% | 7.4% | -2.1 |
| 麦格纳 | 21.3% | 15.1% | -6.2 | 21.8% | 21.5% | 20.5% | 20.4% | -0.1 |
| 采埃孚 | 15.6% | 4.8% | -10.8 | 19.7% | 15.4% | 18.1% | 13.6% | -4.5 |
| 法雷奥 | 19.4% | 7.8% | -11.6 | 23.3% | 24.4% | 20.2% | 12.2% | -8.0 |
| 李尔 | 30.5% | 17.7% | -12.7 | 26.3% | 33.5% | 36.2% | 27.8% | -8.3 |
| 佛吉亚 | 20.9% | 18.4% | -2.6 | 17.1% | 18.5% | 21.3% | 21.1% | -0.2 |
| 安波福 | 32.5% | 29.4% | -3.1 | 29.7% | 31.6% | 33.9% | 30.8% | -3.0 |
| 博格华纳 | 28.2% | 16.4% | -11.8 | 17.7% | 18.4% | 13.6% | 24.1% | 10.5 |
| 奥托立夫 | 24.3% | 21.8% | -2.5 | 13.2% | 15.1% | 14.5% | 12.4% | -2.1 |
| 德尔福 | | | | 0.0% | 21.2% | 45.1% | 113.4% | 68.3 |
| 伟世通 | 24.0% | 5.3% | -18.7 | 2.8% | 13.6% | 23.6% | 25.8% | 2.2 |
| 合计 | 22.3% | 14.0% | -8.3 | 16.9% | 20.2% | 23.0% | 27.2% | 4.2 |

资料来源: 各公司公告、Capital iq、华创证券

分业务板块对比分析:

我们将 12 家零部件企业按照业务板块, 分为座椅、内饰、动力总成、被动安全等主要业务板块。对各个企业的经营情况进行对比分析。

图表 32 座椅业务主要公司表现

| 座椅 | 项目 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | YoY/百分比 |
|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 李尔 | 收入 | 4330 | 4275 | 3683 | 3734 | 3914 | 3839 | -10.2% |
| | 营业利润 | 340 | 348 | 294 | 282 | 252 | 283 | -18.7% |
| | 营业利润率 | 7.8% | 8.1% | 8.0% | 7.5% | 6.4% | 7.4% | -0.77 |
| 弗吉亚 | 收入 | 2347 | 2223 | 2138 | 2107 | 2057 | 2086 | -6.2% |
| | 营业利润 | 136 | 129 | 132 | 130 | 123 | 125 | -3.5% |
| | 营业利润率 | 5.8% | 5.8% | 6.2% | 6.2% | 6.0% | 6.0% | 0.16 |
| 表格纳 | 收入 | 1470 | 1424 | 1219 | 1435 | 1433 | 1452 | 2.0% |
| | 营业利润 | 130 | 117 | 69 | 110 | 94 | 83 | -29.1% |
| | 营业利润率 | 8.8% | 8.2% | 5.7% | 7.7% | 6.6% | 5.7% | -2.50 |
| 安道拓 | 收入 | 4596 | 4494 | 4145 | 4158 | 4228 | 4219 | -6.1% |
| | 营业利润 | 192 | 185 | 108 | 176 | 168 | 170 | -8.1% |
| | 营业利润率 | 4.2% | 4.1% | 2.6% | 4.2% | 4.0% | 4.0% | -0.09 |
| 合计 | 收入 | 8147 | 7921 | 7040 | 7277 | 7404 | 7377 | -6.9% |
| | 营业利润 | 606 | 595 | 495 | 522 | 469 | 491 | -17.4% |
| | 营业利润率 | 7.4% | 7.5% | 7.0% | 7.2% | 6.3% | 6.7% | -0.85 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 33 内饰业务主要公司表现

| 内饰 | 项目 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | YoY/百分比 |
|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 大陆 | 收入 | 2959 | 2963 | 2733 | 2764 | 2688 | 2816 | -5.0% |
| | 营业利润 | 236 | 252 | 248 | 293 | 145 | 146 | -42.1% |
| | 营业利润率 | 8.0% | 8.5% | 9.1% | 10.6% | 5.4% | 5.2% | -3.33 |
| 弗吉亚 | 收入 | 1761 | 1667 | 1528 | 1506 | 1545 | 1567 | -6.0% |
| | 营业利润 | 105 | 99 | 90 | 89 | 96 | 97 | -2.2% |
| | 营业利润率 | 6.0% | 6.0% | 5.9% | 5.9% | 6.2% | 6.2% | 0.24 |
| 合计 | 收入 | 4719 | 4630 | 4261 | 4270 | 4233 | 4383 | -5.3% |
| | 营业利润 | 341 | 352 | 338 | 381 | 241 | 243 | -30.9% |
| | 营业利润率 | 7.2% | 7.6% | 7.9% | 8.9% | 5.7% | 5.5% | -2.05 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 34 动力总成系统业务情况

| 动力总成系统 | 项目 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | yoy |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 德尔福 | 收入 | 1153 | 1086 | 1017 | 1018 | 1020 | 971 | -10.6% |
| | 营业利润 | 142 | 134 | 92 | 99 | 76 | 64 | -52.2% |
| | 营业利润率 | 12.3% | 12.3% | 9.0% | 9.7% | 7.5% | 6.6% | -5.75 |
| 法雷奥 | 收入 | 1170 | 1554 | 1439 | 1418 | 1439 | 1459 | -6.1% |
| | 营业利润 | 147 | 215 | 177 | 175 | 176 | 179 | -17.0% |
| | 营业利润率 | 12.6% | 13.9% | 12.3% | 12.3% | 12.2% | 12.2% | -1.61 |
| 博格华纳 | 收入 | 1716 | 1674 | 1516 | 1541 | 1598 | 1569 | -6.3% |
| | 营业利润 | 280 | 279 | 238 | 243 | 241 | 249 | -10.8% |
| | 营业利润率 | 16.3% | 16.7% | 15.7% | 15.7% | 15.1% | 15.9% | -0.80 |
| 大陆 | 收入 | 2397 | 2363 | 2153 | 2195 | 2251 | 2232 | -5.5% |
| | 营业利润 | 255 | 256 | 36 | 134 | 209 | 211 | -17.5% |
| | 营业利润率 | 10.7% | 10.8% | 1.7% | 6.1% | 9.3% | 9.5% | -1.37 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 35 电子电气类系统业务情况

| 电子电器 | 项目 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | YoY/百分比 |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 安波福 | 收入 | 2617 | 2650 | 2535 | 2600 | 2562 | 2585 | -2.5% |
| | 营业利润 | 351 | 386 | 346 | 341 | 283 | 337 | -12.7% |
| | 营业利润率 | 13.4% | 14.6% | 13.6% | 13.1% | 11.0% | 13.0% | -1.53 |
| 李尔 | 收入 | 1404 | 1306 | 1209 | 1208 | 1246 | 1168 | -10.6% |
| | 营业利润 | 191 | 175 | 138 | 124 | 128 | 85 | -51.6% |
| | 营业利润率 | 13.6% | 13.4% | 11.5% | 10.3% | 10.3% | 7.3% | -6.16 |
| 伟世通 | 收入 | 814 | 758 | 681 | 731 | 737 | 733 | -3.3% |
| | 营业利润 | 129 | 104 | 82 | 96 | 66 | 70 | -32.7% |
| | 营业利润率 | 15.8% | 13.7% | 12.0% | 13.1% | 9.0% | 9.5% | -4.17 |
| 合计 | 收入 | 4835 | 4714 | 4425 | 4539 | 4545 | 4486 | -4.8% |
| | 营业利润 | 671 | 665 | 566 | 561 | 477 | 492 | -26.1% |
| | 营业利润率 | 13.9% | 14.1% | 12.8% | 12.4% | 10.5% | 11.0% | -3.15 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 36 其他板块业务汇总

| 其他汇总 | 项目 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | YoY/百分比 |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 奥托立夫 被动安全 | 收入 | 2241 | 2212 | 2033 | 2193 | 2174 | 2155 | -2.6% |
| | 营业利润 | 460 | 440 | 386 | 425 | 379 | 400 | -9.1% |
| | 营业利润率 | 20.5% | 19.9% | 19.0% | 19.4% | 17.4% | 18.6% | -1.33 |
| 法雷奥 照明 | 收入 | 1611 | 1768 | 1599 | 1576 | 1691 | 1715 | -3.0% |
| | 营业利润 | 209 | 225 | 149 | 147 | 178 | 181 | -19.4% |
| | 营业利润率 | 13.0% | 12.7% | 9.3% | 9.3% | 10.6% | 10.6% | -2.16 |
| 法雷奥 热管理 | 收入 | 1297 | 1366 | 1294 | 1275 | 1308 | 1326 | -2.9% |
| | 营业利润 | 142 | 168 | 120 | 119 | 144 | 146 | -13.0% |
| | 营业利润率 | 11.0% | 12.3% | 9.3% | 9.3% | 11.0% | 11.0% | -1.27 |
| 大陆 轮胎 | 收入 | 3247 | 3269 | 3313 | 3507 | 3177 | 3267 | -0.1% |
| | 营业利润 | 493 | 581 | 528 | 627 | 468 | 467 | -19.6% |
| | 营业利润率 | 15.2% | 17.8% | 15.9% | 17.9% | 14.7% | 14.3% | -3.47 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 37 自动驾驶类业务情况

| 自动驾驶 | 项目 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | YoY/百分比 |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 安波福 | 收入 | 1032 | 1044 | 956 | 1046 | 1023 | 1050 | 0.6% |
| | 营业利润 | 76 | 88 | 74 | 89 | 62 | 68 | -22.7% |
| | 营业利润率 | 7.4% | 8.4% | 7.7% | 8.5% | 6.1% | 6.5% | -1.95 |
| 维宁儿 | 收入 | 481 | 461 | 426 | 432 | 407 | 393 | -14.8% |
| | 营业利润 | 18 | -13 | -18 | -31 | -71 | -81 | 523.1% |
| | 营业利润率 | 3.7% | -2.8% | -4.2% | -7.2% | -17.4% | -20.6% | -17.79 |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

图表 38 零部件资本开支情况

| 资本开支 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比 | 2018H1 | 2019H1 | 同比 | 2017年 | 2018年 | 同比 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 大陆 | 834 | 829 | -0.6% | 1400 | 1463 | 4.5% | 3422 | 3577 | 4.5% |
| 电装 | 850 | 887 | 4.3% | 1673 | 1832 | 9.5% | 3276 | 3702 | 13.0% |
| 麦格纳 | 379 | 561 | 48.0% | 622 | 812 | 30.5% | 1875 | 1650 | -12.0% |
| 采埃孚 | 291 | 334 | 14.7% | 599 | 663 | 10.8% | 1621 | 1816 | 12.0% |
| 法雷奥 | 370 | 337 | -8.8% | 760 | 670 | -11.9% | 1391 | 1478 | 6.3% |
| 李尔 | 169 | 137 | -19.4% | 332 | 259 | -21.9% | 595 | 677 | 13.9% |
| 佛吉亚 | 162 | 162 | 0.1% | 334 | 322 | -3.4% | 886 | 770 | -13.1% |
| 安波福 | 206 | 216 | 4.9% | 449 | 451 | 0.4% | 698 | 846 | 21.2% |
| 博格华纳 | 109 | 127 | 16.5% | 269 | 244 | -9.3% | 560 | 547 | -2.4% |
| 奥托立夫 | 165 | 128 | -22.4% | 306 | 237 | -22.7% | 580 | 560 | -3.5% |
| 德尔福 | 57 | 103 | 80.7% | 123 | 234 | 90.2% | 197 | 265 | 34.5% |
| 伟世通 | 25 | 34 | 36.0% | 69 | 71 | 2.9% | 99 | 127 | 28.3% |
| 合计 | 3618 | 3856 | 6.6% | 6936 | 7259 | 4.6% | 15200 | 16015 | 5.4% |

资料来源：各公司公告、Capital iq、华创证券

（二）零部件企业如何应对当前市场？

面对主机厂的降价压力，零部件厂商的调整策略并不多。这一轮周期中，多数企业未选择逆势扩张，他们通过停工、裁员等方式降低固定成本。考虑到海外零部件企业有强烈的降本需求，国内供应商或迎来机遇。

图表 39 零部件企业对市场的判断和策略

| 公司 | 全球市场判断 | 立场 | 策略 |
|------|---|-------|--|
| 麦格纳 | 在 2020 年，北美和欧洲的不利环境会缓和，中国的市场也能开始好转。但是，从宏观经济的角度来说，目前的不确定因素依然在增加，公司保持谨慎 | 中性 | 公司管理优秀，保持在电气化的研发投入 |
| 采埃孚 | 预计今年全球乘用车生产仍将下滑 4.3%，其中中国市场将下滑 8.7%；下调 19 年业绩预期至 360-370 亿欧元。我们预计 2020 年走势持平 | 中性 | 暂停部分项目 |
| 法雷奥 | 保持今年业绩指引，预计 2H19 业绩同比有所增长，利润率为 5.8%-6.9% | 谨慎乐观 | 致力于节能减排技术以及智能驾驶技术 |
| 李尔 | 公司预计全年北美产量下降 6%，欧洲下降 8%，中国下降超过 20%。下半年情况不会更糟，全年销售额排除外汇和收购影响，预计同比下降 2% | 谨慎偏乐观 | 制定全面管理计划降低费用，同时重组电气板块业务提升盈利能力。 |
| 佛吉亚 | 预计 19 年全球汽车产量下降 4%，中国 19H2 行业产量下滑 5%，中国区域 2020 年温和复苏，欧洲的不确定性更高。 | 中性 | 对中国工厂的关闭、裁员将继续， |
| 安波福 | 对下半年表示乐观，预计全年收入为 145.25-147.25 亿美元，同比增长 5%-6%，营业利润 16 亿美元，同比+11% | 中性 | 削减成本，专注在安全、节能和车联网领域的发展 |
| 博格华纳 | 下调全年总收入预期至 99.4-101.8 亿美元，同比下降 2.5%；预计中国地区全年营收增速为-10%到-14%之间 | 中性 | 与罗密欧在混动领域开展合作。 |
| 奥托立夫 | 全球汽车市场仍充满挑战，公司预计间接裁员 5%，提高利润率至 9.0%-9.5% | 中性 | 裁员 5% |
| 德尔福 | 预计全年营收为 44.25-44.75 亿美元，同比下降 5%-6%，营业利润率比上半年高 3%；中国市场受到政策影响以及库存调整预计 Q3 收入下降超过 20% | 中性 | 公司计划下半年减少工程支出，实现较低的重复成本和继续进行 SG&A 计划，减少材料和制造成本 |
| 伟世通 | 微下调对北美及欧洲的汽车产量预期，对中国的汽车产量预期从 -4%调整到了-10%；下调调整后 EBIT 至 2.3-2.5 亿美元 | 下调 | Q4 开始新产品推向市场，有望提振收入 |
| 维宁尔 | 预计营业利润率比上半年有所好转，现金流与之持平 | 中性 | 重点发展主动安全技术 |

资料来源：各公司公告、华创证券

（三）零部件企业估值一览

图表 40 主要公司估值一览（亿美元）

| 公司 | 市值 | 净利润 | | | | 19PE | PB |
|------|------|--------|--------|-------|-------|------|-----|
| | | 2017 年 | 2018 年 | 2019E | 2020E | | |
| 奥托立夫 | 5984 | 427 | 190 | 521 | 629 | 11 | 3.2 |
| 法雷奥 | 7062 | 991 | 645 | 548 | 766 | 13 | 1.4 |

| | | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|----|------|
| 博格华纳 | 7106 | 440 | 931 | 790 | 848 | 9 | 1.7 |
| 佛吉亚 | 12082 | 677 | 828 | 786 | 876 | 15 | 1.7 |
| 伟世通 | 1533 | 176 | 164 | 80 | 137 | 19 | 3.3 |
| 李尔 | 7149 | 1,313 | 1,150 | 944 | 989 | 8 | 1.7 |
| 维宁尔 | 1864 | -217 | -276 | -503 | -372 | -4 | |
| 安波福 | 21397 | 1,355 | 1,067 | 1,300 | 1,449 | 16 | 6.2 |
| 德尔福 | 1359 | 285 | 358 | 244 | 270 | 6 | 20.0 |
| 大陆 | 53739 | 3,372 | 3,422 | 2,434 | 2,982 | 22 | 1.3 |
| 麦格纳 | 15844 | 2,196 | 2,296 | 2,059 | 1,995 | 8 | 1.5 |
| 电装 | 32952 | 2,893 | 2,296 | 2,806 | 3,041 | 12 | 1.0 |
| 爱信 | 8745 | 1,214 | 989 | 907 | 1,049 | 10 | 0.7 |

资料来源：彭博、华创证券

三、投资建议

整车：从全球汽车市场的表现来看，各地区表现基本同步。2Q19 全球车市降幅明显收窄，部分主机厂开始上调销售预期，全球市场有望迎来触底回升。在电动化方面欧系厂商推进十分坚定，日系厂商也逐步转向锂电路线，电动化趋势确定无虞。对于中国市场，各厂商应对策略有所不同。欧系保持优势，美系经历调整之后重振旗鼓，PSA 等则可能进一步收缩。我们认为中国汽车市场有望迎来全球同步复苏，看好电动化趋势，推荐长安汽车、上汽集团、长城汽车、吉利汽车、广汽集团、比亚迪。

零部件：下行周期对零部件的业绩打击较大，表现远弱于整车。零部件企业调整的策略有限，他们有更多的降本需求，或更加依靠中国供应商。我们认为汽车市场复苏后，零部件行业具有毛利率上升空间和业绩弹性，关注华域汽车、爱柯迪。

四、风险提示

经济持续下行，全球汽车市场复苏不达预期。

汽车组团队介绍

高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

分析师：王俊杰

南京大学经济学硕士。曾任职于财通证券。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖新能源汽车第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|------|---------------|-----------------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售助理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 王栋 | 高级销售经理 | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com | |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyin@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售助理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com | |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|------------------------------------|---|-----------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 |
| 邮编: 100033 | 邮编: 518034 | 邮编: 200120 |
| 传真: 010-66500801 | 传真: 0755-82027731 | 传真: 021-50581170 |
| 会议室: 010-66500900 | 会议室: 0755-82828562 | 会议室: 021-20572500 |