

3月乘用车销量跌幅缩窄

销量缺口有望 Q2 回补

核心观点

● 核心观点

2020年3月乘用车产销数据：当月产量98.1万辆，同比-51.2%、环比+370.3%；批发销量100.1万辆，同比-48.1%、环比+351.1%；零售销量104.5万辆，同比-40.4%、环比+317.5%。

(一) 疫情影响逐渐恢复，综合销量环比大幅回升

从零售数据上看，3月乘用车零售104.5万辆，同比-40.4%、相对2月份同比数据提升38个百分点。销量环比提升317.5%。疫情相对平稳地区经销商复工普遍达到90%以上，从厂家零售排名上看，高性价比车型以及高端换购车型占比较高，长安汽车、上汽通用五菱等自主品牌零售较强，可以看出，前两月积压的刚性购车需求得到较大释放。受新冠疫情以及春节假期影响，20Q1累计零售销量301.4万辆，同比-40.8%，符合我们之前的预期。

(二) 4月市场预计将继续回暖

国内疫情4月份逐渐平缓，我们预计购车活动将进一步恢复，4月份乘用车销售将继续回暖。国内中小学开学季大部分延长到4月底，开学前的购车潮将成为一大决定因素，加上中西部地区楼市趋稳对购车需求回升也有一定促进作用。

● 投资建议

疫情造成的销量缺口正在回补进行时。拥有强周期车型的企业有望最先回补销量缺口，我们认为头部主机厂市占率将持续提升有望对估值形成有力支撑。我们建议关注有强周期车型以及长期技术车型储备，业绩相对确定且目前估值水平较低的上汽集团(600104.SH)、广汽集团(601238.SH)、长城汽车(601663.SH)。

● 核心组合

股票代码	股票名称	权重	月涨幅(%)	年初至今涨幅(%)
600104.SH	上汽集团	25%	-11.76	-21.13

汽车行业

推荐 维持评级

分析师

李泽晗

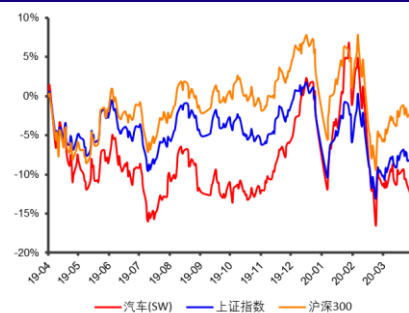
☎：(8621) 68597610

✉：lizehan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518110001

行业数据

2020.04.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2020.04.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

600880.SH	国盾装备	25%	11.20	13.01
000338.SZ	潍柴动力	25%	6.73	15.24
601799.SH	星宇股份	25%	18.61	4.94



● **风险提示**

- 宏观经济下行的风险；
- 汽车销量不达预期的风险。

目 录

一、经济疲软，汽车行业景气度下滑.....	3
(一) 汽车行业是我国最重要的支柱产业之一.....	3
(二) 行业需求和未来变化.....	3
1. 行业下游需求疲软，已从增量市场转向存量市场.....	3
2. 行业去库存进行中，销量经历探底过程.....	4
(三) 政策支持行业发展.....	4
1. 促消费政策体系完善，针对性促进汽车消费.....	4
(四) 行业分析.....	7
1. 乘用车行业.....	7
(1) 月度销量点评.....	7
(2) 成长能力.....	7
(3) 盈利能力.....	9
(4) 运营能力.....	11
二、行业周期下行，由增量市场转向存量市场.....	14
(一) 行业景气周期.....	14
(二) 竞争结构.....	17
(三) 技术对行业未来成长的影响.....	17
三、行业面临的挑战及建议.....	18

(一) 新能源产业需避免“大跃进”式发展	18
四、行业在资本市场的发展	19
五、投资建议及股票池	21
(一) 投资建议	21
六、风险提示	22
七、附录	22
(一) 汽车板块行情回顾	22

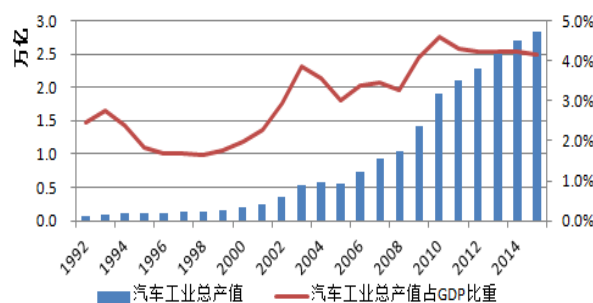
一、经济疲软，汽车行业景气度下滑

(一) 汽车行业是我国最重要的支柱产业之一

汽车行业是我国最重要的支柱产业之一，汽车行业产业链长，上下游延伸至实体经济的诸多方面，是国民经济发展的中流砥柱，对经济增长有至关重要的拉动作用。2015 年我国汽车产业实现工业总产值 2.84 万亿元，占国民经济总产值 4.14%。

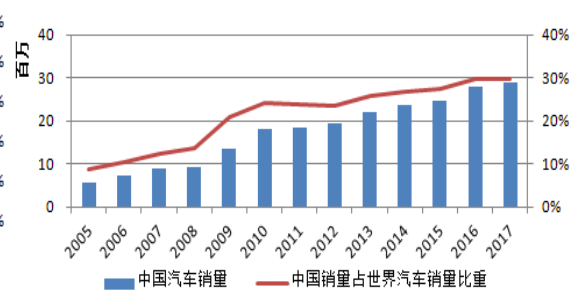
经过十多年的高速增长，我国汽车销量从 2005 年的 576 万辆增长到 2017 的 2901 万辆，中国汽车市场年销量连续世界第一，占全球汽车市场销量的比重超过 30%。2015 年开始，我国汽车工业总产值已超过 2.8 万亿元，2017 年汽车制造从业人数超过 470 万人。

图 1.汽车工业总产值历年变化及占 GDP 比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2.中国汽车销量历年变化及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 行业需求和未来变化

1. 行业下游需求疲软，已从增量市场转向存量市场

汽车行业进入低速增长期，2014-2016 年国内汽车行业经历了较高增长时期，全国乘用车销量同比增长分别为 9.9%、7.2%和 15.1%，而 2017 年-2018 年增速放缓，销量同比增速分别为 1.9%和-4.0%。2018 年受中西部购车需求下降以及购置税政策退出影响，销量集体承

压。行业集中度持续提升，2018 年乘用车领域的优势自主品牌集中度加速提升，龙头优势更加明显；商用车经过长期竞争，格局已相对稳定。

补贴退坡迫使新能源汽车产品升级使得 2018 年成为私人新能源汽车消费元年，新能源汽车销售持续升温，而新能源汽车产品的成熟同时伴随大量智能化的配置带来产品形态的整体升级。新能源汽车或将成为 5-10 年内存量市场中高替换性需求细分市场。

2.行业去库存进行中，销量经历探底过程

2018 年汽车行业库存持续增加，终端折扣持续提升，全年销量下滑 4%。随着国六标准即将实施，2019 年七月之前将是各大厂家去库存阶段。整车厂商正通过主动减产的方式降低前期积压库存。从 2018 年 12 月起，行业折扣度增高，进入去库存阶段。根据乘联会数据显示，2019 年 5 月乘用车零售同比下降 12.5%，环比 4 月销量在月初休假 4 天的基础上仍增长 4.8%。我们认为，随着近两个月国六实施的消息逐步落地，6 月已经进入消化库存的加速期，厂商促销力度空前加大，政策端来看，近期频繁出台的政策推动了汽车在内的消费品更新升级，并逐渐破除了乘用车消费障碍，车市销量将触底反弹，预计 6 月份将环比 5 月持续改善。

(三) 政策支持行业发展

1.促消费政策体系完善，针对性促进汽车消费

表 1：2020 年各地汽车消费补贴政策措施

时间	地区	政策内容
2 月 3 日	佛山	佛山市将给予每辆车 2000 元补助以鼓励消费者购买新车；佛山号牌车主凭旧车售卖发票或汽车报废注销证明购买新车，每辆将给予 3000 元补助；对同一消费者一次性购买 5 台及以上的大、中、重型客运、载货汽车（车辆单价不少于 50 万元），每辆车将给予 5000 元补助，上述情况不予重复补助。
2 月 21 日	广东省	提出推动有条件的地方出台老旧汽车报废更新补贴政策，鼓励广州、深圳进一步放宽汽车摇号和竞拍指标。
2 月 28 日	深圳	稳定汽车等大宗消费，加快新增汽车指标放号，优先保障家庭首购需求。
3 月 2 日	湘潭	长株潭市民购买吉利汽车湘潭九华基地生产的吉利缤越、全新远景两款车型，可获 3000 元/台的补贴。

3月3日	广州	为提振汽车消费,2020年3月至12月底,对个人消费者购买新能源汽车作出最高享受1万元补贴,对置换或者购买“国六”新车的给予3000元补助。
3月4日	湖南省	将开展促进汽车消费升级行动,鼓励各地对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持,加大城市新建公共停车场力度,鼓励车企和经销商在省内组织开展“汽车下乡”促销活动,加快繁荣二手车市场。
3月12日	珠海	对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”排放标准汽车的消费者给予补助,对符合规定的车展布展企业、车展汽车销售企业,给予场地、宣传投入补助和销售奖励。简化汽车登记、二手车交易手续,优化汽车金融服务。
3月15日	长沙	消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆,并在长沙上牌的,可获得裸车价款3%的一次性补贴,每台车最高补贴不超过3000元。此活动从2020年3月11日开始,至6月30日结束。

资料来源:Wind,银河证券研究院整理

表2:2009年以来汽车行业刺激以及补贴政策一览

时间	政策类别	文件名	政策简述
2009/1/16	减购置税	《关于减征1.6L及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	2009年1月20日至12月31日购置1.6升及以下排量乘用车按5%征收购置税。
2009/3/10	汽车下乡	《汽车摩托车下乡实施方案》	2009年3月1日至12月31日农民购买微型客车或换购轻型货车最高给与5000元的补贴。
2009/6/1	汽车以旧换新	《促进扩大内需鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》	2009年6月1日至2020年5月31日,第四类“黄标车”提前报废6000/元。
2009/6/4	汽车下乡	《汽车摩托车下乡操作细则》	细化“汽车下乡”措施,在原实施方案基础上,放宽补贴条件及补贴车型
2009/7/13	汽车以旧换新	《以旧换新实施办法》	报废老旧客车、货车最高补贴金额6000元。
2009/12/22	减购置税	《关于减征1.6L及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	2010年1月1日至12月31日购置1.6升及以下排量乘用车,按7.5%征收购置税。
2009/12/25	汽车以旧换新	《汽车以旧换新实施办法》补贴标准调整	提高汽车以旧换新补贴金额,补贴范围从3000-6000元提高至5000-18000元。
2010/1/4	汽车以旧换新	《关于允许汽车以旧换新补贴与车辆购置税减征政策同时享受的通知》	允许以旧换新与购置税减征政策同时享受。
2010/1/8	汽车下乡	《关于继续实施汽车下乡政策的通知》	汽车下乡政策延长一年,至2010年12月31日。
2010/5/26	节能汽车补贴	《“节能产品惠民工程”节能汽车(1.6升及以下排量乘用车)推广实施细则》	2010年6月1日起,对购买列入节能汽车推广目录的乘用车给与一次性每辆3000元的补贴。
2010/6/1	新能源汽车补贴	《私人购买新能源汽车试点财政补贴资金管理暂行办法》	在5大城市试点,自6月1日起实施。补贴标准根据动力电池组能量确定,对满足支持条件的新能源汽车给与3000元/千瓦时补贴;PHEV最高补贴5万元/辆,BEV最高补贴6万元/辆,并采取退坡机制适当降低补助标准。
2010/6/18	汽车以旧换新	《关于延长实施汽车以旧换新政策的通知》	汽车以旧换新政策实施期限延长至2010年12月31日。
2011/9/7	节能汽车补贴	《关于调整节能汽车推广补贴政策的通	自10月1日起,节能汽车平均油耗门槛从6.9L/

		知》	百公里提高至 6.3L/百公里。
2011/12/5	车船税	《中华人民共和国车船税法实施条例》	2012 年 1 月 1 日起实施, 规定乘用车车船税根据排量从小到大递增税额, 共分为 7 档。
2013/9/13	新能源汽车补贴	《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》	2013 年至 2015 年继续开展新能源汽车推广应用工作, 2013 年 BEV 最高补贴 6 万元/辆, 2014 年和 2015 年在 2013 年补贴标准基础上分别减少 10% 和 20%。
2014/2/8	新能源汽车补贴	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	调整补贴退坡幅度, 2014 年和 2015 年在 2013 年的补贴标准上分别减少 5% 和 10%。
2014/8/7	新能源汽车免购置税	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日, 对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
2015/4/29	新能源汽车补贴	《关于 2016 年-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	2016 年乘用车 BEV 依据续航里程最高补贴 5.5 万元/辆, PHEV 补贴最高 3 万元/辆。除了燃料电池车型外, 2017 年-2018 年与 2019-2020 年在 2016 年的基础上分别退坡 20% 和 40%。
2015/9/29	减购置税	《关于减征 1.6L 及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日, 对购置 1.6L 及以下排量的乘用车按 5% 征收购置税。
2016/3/25	二手车取消限迁	《关于促进二手车便利交易的若干意见》	意见要求全面取消二手车限迁
2016/12/15	减购置税	《关于减征 1.6L 及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	2017 年 1 月 1 日至 12 月 31 日, 对购置 1.6L 及以下排量的乘用车按 7.5% 征收购置税。
2017/12/26	新能源汽车免购置税	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日, 对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
2018/2/13	新能源汽车补贴	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	新补贴政策从 2018 年 2 月 12 日起实施, 增加 4 个月的过渡期。
2018/4/4	减税降费	《关于调整增值税税率的通知》	2018 年 5 月 1 日起, 将适用 17% 的增值税税率的项目降至按 16% 增值税税率收取, 包含汽车行业。
2018/5/22	下调进口关税	《关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》	2018 年 7 月 1 日起, 整车税率由为 25% 的 135 个税号和为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%, 并将汽车零部件税率共 79 个税号的税率降至 6%。
2019/1/28	鼓励汽车消费	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	放宽汽车限购, 取消二手车流通限制, 推动老旧汽车报废更新, 促进农村汽车更新换代, 新能源汽车补贴, 新能源汽车免征购置税等。
2019/3/20	减税降费	《关于深化增值税改革有关政策的公告》	2019 年 4 月 1 日起, 将适用 16% 的增值税税率的项目降至按 13% 增值税税率收取, 包含汽车行业。
2019/3/26	新能源汽车补贴	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	调整补贴标准, 对能量密度以及续航里程的要求提高, 2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期, 取消地补, 过渡期后取消购置补贴。
2019/6/2	放宽限购	广州《关于增加中小型客车增量指标配置额度的通告》 深圳《关于调整我市中小汽车调控增量指标配置额度的通告》	广州: 在 12 万个原有额度的基础上, 将 2019、2020 年的中小客车指标额度提高 10 万个。 深圳: 在 8 万个原有额度的基础上, 将 2019、2020 年的中小客车指标额度每年提高 4 万个。
2019/9/2	取消限购	贵阳《贵阳市人民政府关于废止<贵阳市中	自公布之日起取消限购。

		小客车号牌管理暂行规定>的决定》	
--	--	------------------	--

资料来源：新浪财经,银河证券研究院整理

(四) 行业分析

1. 乘用车行业

(1) 月度销量点评

乘联会本月发布 2020 年 3 月乘用车产销数据：当月产量 98.1 万辆，同比-51.2%、环比+370.3%；批发销量 100.1 万辆，同比-48.1%、环比+351.1%；零售销量 104.5 万辆，同比-40.4%、环比+317.5%。

1.1 .疫情影响逐渐恢复，综合销量环比大幅回升

从零售数据上看，3 月乘用车零售 104.5 万辆，同比-40.4%、相对 2 月份同比数据提升 38 个百分点。销量环比提升 317.5%。疫情相对平稳地区经销商复工普遍达到 90%以上，从厂家零售排名上看，高性价比车型以及高端换购车型占比较高，长安汽车、上汽通用五菱等自主品牌零售较强，可以看出，前两月积压的刚性购车需求得到较大释放。受新冠疫情以及春节假期影响，20Q1 累计零售销量 301.4 万辆，同比-40.8%，符合我们之前的预期。

批发数据上，3 月乘用车厂家批发销量 100.1 万辆，同比-48.1%，环比+351.1%。20Q1 批发销量 282.3 万辆，同比-45.3%。由于一些经销商现金流紧张以及国六排放 PN 值标准延期实施的建议仍有待最终确认等因素制约了经销商的进货积极性，3 月批发销量仍然弱于零售。随着疫情进一步平稳，预计零售回暖将带动批发销量上升。

产量数据上，3 月乘用车生产 98.1 万辆，同比-51.2%；20Q1 生产 258.4 万辆，同比-49.2%。3 月份除湖北省以外的整车企业 3 月初已大部分复工，湖北车企也在 3 月下旬陆续复工，但产能仍处低位运行。部分厂家 3 月初已开始提升零部件库存以应对国外零部件供给端风险。

新能源乘用车 3 月份批发销量 5.6 万辆，同比-49.2%，其中插混 0.92 万辆，同比-59%；纯电 4.7 万辆，同比-48%。跌幅大于整体乘用车销量跌幅。

1.2 .4 月乘用车销量预计继续缓慢回升

国内疫情 4 月份逐渐平缓，我们预计购车活动将进一步恢复，4 月份乘用车销售将继续回暖。国内中小学开学季大部分延长到 4 月底，开学前的购车潮将成为一大决定因素，加上中西部地区楼市趋稳对购车需求回升也有一定促进作用。

(2) 成长能力

图 3：狭义乘用车历年销量走势（万台）

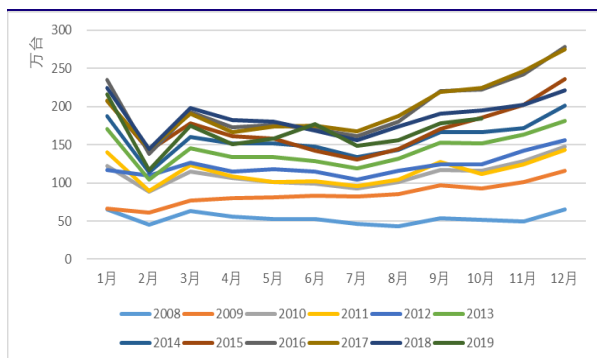
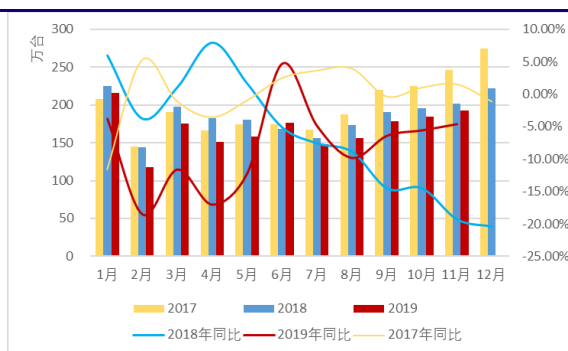


图 4：狭义乘用车 2017-2019 年月度销量走势（台）

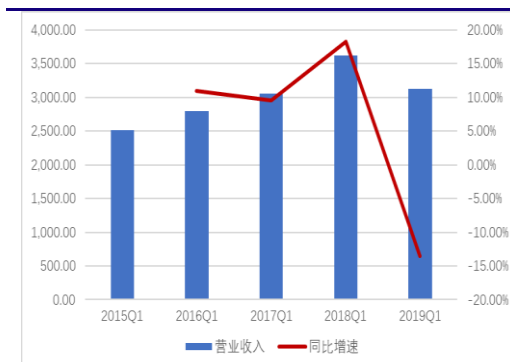


资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

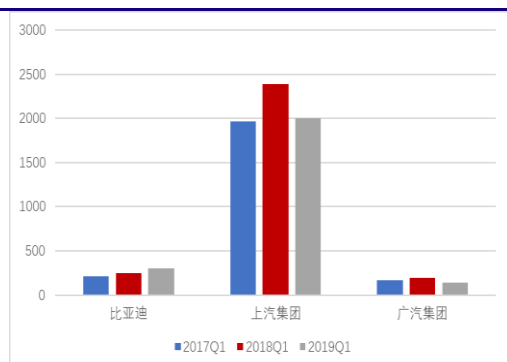
销量的下滑导致乘用车行业营收也出现下降，2019 年第一季度乘用车行业实现营业收入 3,129.14 亿元，同比减少 13.56%，环比减少 15.85%。其中，上汽集团（600104.SH）与广汽集团（601238.SH）营收下降幅度分别为 16.18%、26.11%，比亚迪（002594.SZ）受益于新车强周期带来新能源乘用车的大幅放量，收入同比增长 22.50%。其他大部分乘用车整车上市公司营收跌幅均在 10%以上。

图 5：乘用车营收同比（单位：亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 6：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 总营收（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

行业趋势下行中，合资相比自主品牌更为稳健。从车型看，7 月轿车、SUV、MPV 批发销量为 75.3 万辆(-8.0%)、68.8 万辆(6.8%)和 8.6 万辆(-18.6%)，SUV 表现抢眼，增速由负转正。新能源乘用车批发销量 6.9 万辆，同比-4.2%，环比大幅下跌 48%，1-7 月累计销量 64.5 万辆，同比+54%。7 月新能源乘用车销量环比跌幅较大主要由于 6 月底新能源补贴退坡的透支效应造成。

(3) 盈利能力

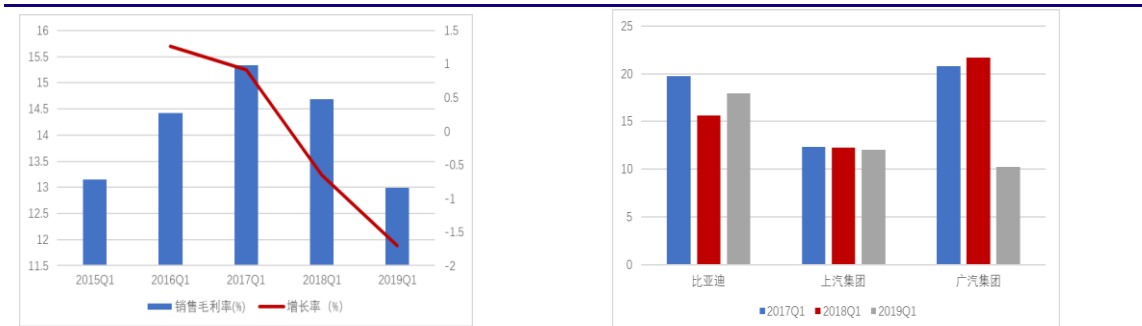
2019 一季度乘用车行业费用率上升，盈利能力承压，归母净利润同比下降 41.40%。

从毛利率方面看，2019Q1 乘用车行业毛利率为 12.99%，同比下降 0.09 个百分点，总体来看整车行业毛利率保持相对稳定。从公司看，上汽集团（600104.SH）19Q1 毛利率为 12.05%，同比下降了 0.24 个百分点，基本与去年同期持平，毛利率保持稳定；广汽集团（601238.SH）19Q1 毛利率为 10.21%，同比下降 11.52 个百分点，毛利率降幅略大，主要系广汽传祺 GS4 销量下行以及降价促销等原因影响；比亚迪（002594.SZ）因新车强周期放量，毛利率较去年同期上升 2.35 个百分点。

图 7：乘用车行业毛利率及其增长率（%）

图 8：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 毛利率

(%)



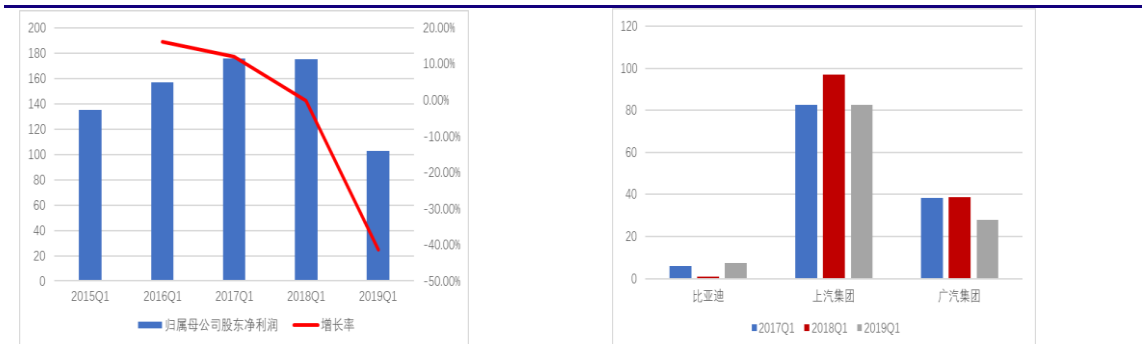
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

归母净利方面, Q1 乘用车行业上市公司合计实现归母净利润 102.76 亿元, 对比 2018 年同期 175.37 亿元的归母净利润, 同比下降了 41.40%, 主要系车市价格受到抑制, 低价频现, 压缩利润空间。从公司看, 比亚迪 (002594.SZ) 18Q4 归母净利润同比上升 635.29%, 主要新能源汽车 2018 年整体销量上升势头强劲, 下半年新款唐、秦等新车强周期加持, 使其销量表现依然良好, 环比仍呈大幅上升趋势。上汽集团(600104.SH)的归母净利同比下降 15.00%, 广汽集团 (601238.SH) 的归母净利同比下降 28.40%。2019 年第一季度, 行业头部车企整体业绩低于预期。

图 9 : 乘用车行业归母净利及增长率 (亿元)

图 10 : 上汽、广汽、比亚迪 2017、2018Q4 归母净利 (亿元)

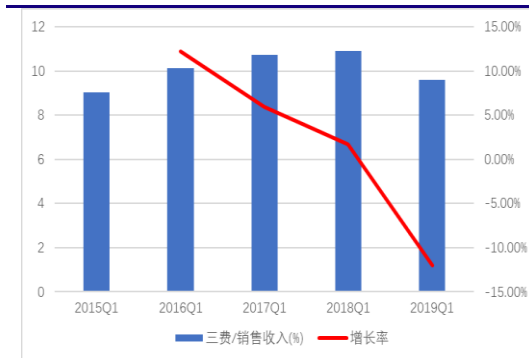


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

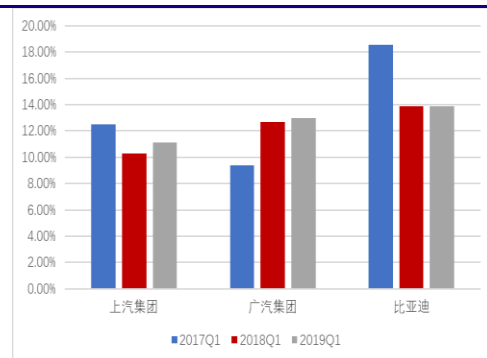
期间费用率方面，乘用车板块 2019Q1 期间费用率为 9.55%，2018 年同期期间费用率为 11.85%，减少了 1.30 个百分点，主要由于新会计准则将研发费用独立所致。2019Q1 的销售费用为 197.09 亿元，同比降低 13.98%；Q1 管理费用为 97.81 亿元，较去年同期的 166.88 亿元下降 41.39%，由此带来期间费用率较去年同期的大幅下降。从公司来看，上汽集团（600104.SH）的销售费用与研发费用同比降幅较大。

图 11：乘用车行业期间费用率及其增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 12：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 期间费用率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(4) 运营能力

经营性现金流：2019Q1 乘用车行业上市公司实现的经营性现金流净额为-262.29 亿元，同比下降 44.97。从公司看，降幅主要来源于广汽集团（601238.SH），主要系自主品牌销量

低迷所致，据其一季度产销快报，广汽自主品牌销量下降了 41.04%；长安汽车（601633.SH）实现 32.59 亿元净额，主要原因是收到其他与经营活动相关现金，Q1 的经营性现金流/营业收入为 20.36%。从公司看，一汽夏利（000927.SZ）经营性现金流净值同比下降 3.32%；广汽（601238.SH）下降 386.37%；上汽集团（600104.SH）下降了 15.19%；比亚迪（002594.SZ）上升了 287.16%；长城汽车（601633.SH）下降 10.01 个百分点。

表 3：乘用车整车企业经营性现金流净值变化情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
000572.SZ	海马汽车	-10.03	14.62	-21.79	-0.86	0.42	0.58	4.74	1.53
000625.SZ	长安汽车	6.33	-42.12	-21.17	26.36	17.65	-34.78	-48.11	32.59
000927.SZ	一汽夏利	-2.24	10.32	9.39	6.53	-0.48	-1.63	-3.56	0.89
002594.SZ	比亚迪	-6.02	-2.83	-3.1	-2.41	-3.14	-3.73	-3.77	-2.49
600104.S	上汽集团	1.54	6.71	-7.44	-5.69	6.09	0.17	-23.71	-9.28
600418.S	江淮汽车	-10.52	41.66	56.72	-2.18	-13.89	82.57	58.73	4.08
601127.S	小康股份	196.98	52.61	44.17	-155.68	-174.79	37.12	383.11	-179.33
601238.S	广汽集团	-13.68	-11.9	-15.87	-25.08	-1.16	-15.2	6.91	0.29
601633.S	长城汽车	-1.56	-1.09	7.41	6.56	1.72	-2.58	5.42	-3.05
601777.S	力帆股份	7.65	2.48	105.99	-12.4	-25.43	-14.36	39.5	-60.31
000980.SZ	众泰汽车	137.11	-12.43	-81.72	-15.78	157.24	23.13	32.39	-17.36
000800.SZ	一汽轿车	-2.91	0.79	-0.13	-2	-0.26	0.07	2.76	-1.64
	行业总体	302.65	58.82	72.46	-182.63	-36.03	71.36	454.41	-234.08

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(5) 杜邦分析

从细分行业来看，汽车零部件行业 ROE 普遍好于整车制造行业。但汽车行业总体盈利能力呈下降趋势。各子行业 ROE 同比下降，其中客车、货车跌幅较大，根据杜邦定律，由于 2019Q1 汽车行业净利率的降低与资产周转率的下滑，造成了净资产收益率的下行。

表 4. 汽车行业杜邦分析结果

指标	时间	汽车零部件			汽车整车		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
ROE/% (整体法)	一季报	2.85	2.99	2.43	3.68	3.10	1.86
	中报	6.09	6.52	-	6.67	5.79	-
	三季报	9.27	8.77	-	9.65	7.70	-
	年报	12.44	8.42	-	12.70	9.31	-
销售净利率/% (整体法)	一季报	7.44	8.03	6.65	6.43	5.60	3.94
	中报	7.77	8.20	-	5.79	5.21	-
	三季报	7.79	7.65	-	5.49	4.82	-
	年报	7.70	5.72	-	5.16	4.18	-
资产周转率/次 (整体法)	一季报	0.20	0.19	0.18	0.25	0.25	0.21
	中报	0.40	0.40	-	0.50	0.49	-
	三季报	0.61	0.58	-	0.76	0.72	-
	年报	0.83	0.79	-	1.05	0.96	-
权益乘数 (整体法)	一季报	2.01	2.01	2.08	2.45	2.58	2.57
	中报	2.04	2.07	-	2.55	2.65	-
	三季报	2.02	2.05	-	2.55	2.55	-
	年报	2.01	2.08	-	2.61	2.65	-

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、行业周期下行，由增量市场转向存量市场

(一) 行业景气周期

2.2.1 汽车行业进入增长第二阶段，业务模式转型迫在眉睫

(1) 整车行业：积极拥抱乘用车的终端需求拐点。2018 年受购置税政策退出及经济影响，乘用车销量自 7 月出现同比下降，且下滑幅度逐月扩大。19 年 5 月销量仍然承压，但下滑幅度略有收窄。据乘联会数据，新能源乘用车 2018 年全年销量 101 万辆，同比增长 80.84%。从总量看，A00 及 A0 构成的微型乘用车仍是主力；从增量看，主要来自 A 级车。预期 2019 年产业政策仍是主要驱动力，双积分政策对市场规模构成底线支撑，但同时电动车的消费升级、营运车电动化等方面的需求增加将接力政府补贴驱动我国新能源汽车继续高速增长。

(2) 零部件行业：电动化、智能化的趋势改变了汽车零部件行业的竞争格局。在汽车电动化趋势下，大三电（电池、电机和电控）逐渐取代传统动力总成，小三电（电动空调、电动转向和电动刹车）的价值量较燃油车也将有明显提升。而智能化浪潮下，ADAS 产业链，包含感知层、芯片算法到执行端（刹车和转向）等细分行业都获得了快速增长。国内传统零部件企业因为起步晚，规模小，相比传统国际零部件巨头缺乏同步研发能力，但凭借快速切入新能源汽车零部件供应链，逐渐超越国际同行，成长为国际巨头。

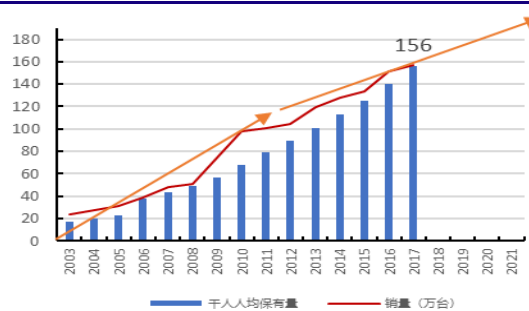
2.2.2 人口红利尚未结束，未来中西部区域需求仍有较大空间

2003 年至 2017 年，中国汽车工业飞速发展，CARG 达到 17%，2017 年底，国内汽车保有量达到 2.17 亿台，汽车千人保有量从 2003 年的 17 台达到 2017 年的 156 台，用时 14

年。但与欧美、日本等发达国家相比，千人保有量仍有较大空间。

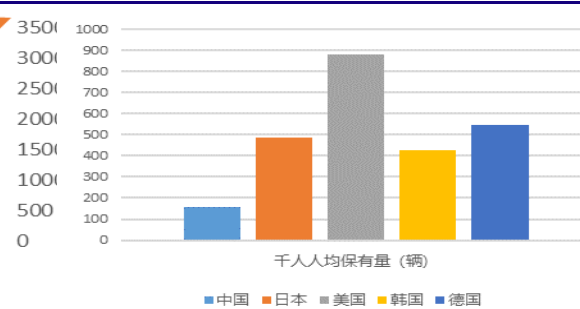
中国汽车消费市场同时具有日本与美国市场的特征：东部沿海地区类似于日本，中西部地区类似于美国。参考日本，中位数城市是销量增长驱动主力。一线城市由于地域面积限制，销量最先达到饱和。每平方公里保有量是日本汽车市场的主要限制因素。参考美国，每平方公里保有量不再是限制因素，人均 GDP 与可支配收入是销量驱动因子。

图 13：中国汽车千人人均保有量增长情况



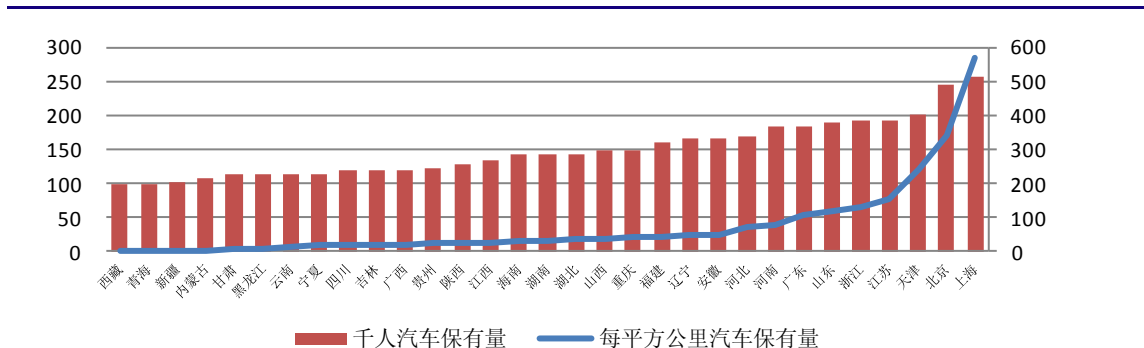
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 14：各国千人人均保有量 (辆)



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 15：各省市千人保有量



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

我国中西部是行业较高增速阶段的主要贡献区域，2014-2016 年国内汽车行业经历了较高增长时期，全国乘用车销量同比增长分别为 9.9%、7.2%和 15.1%，其中从地区产量增速看，2014-2016 年，中西部地区增速分别为 10.3%、4.5%和 16.0%，东部地区为 4.6%、1.2%和 14.1%，中西部地区增速明显高于东部地区增速，可见，在汽车行业经历高速增长的时期，中西部贡献卓越。

2017 年-2018 年，国内汽车行业增速放缓，全国乘用车销量增速分别为 1.9%和-4.0%，在低增速与负增长时期，中西部的销量跌幅较东部更高，是自 2014 年以来首次增速低于东部，18 年更是出现负增长，中西部地区的汽车需求放缓影响了 18 年行业的增长。

2018 年中西部房价快速上涨部分透支汽车购买力。中西部地区购车需求主要以新增需求为主，受房价快速上升影响透支了居民的汽车购买力，未来房价逐步平稳后，该区域的购买力有望逐步恢复，中西部区域购车需求仍有望逐步增加。

短期看，三四线城市及中西部地区房地产投资增速超预期，挤压了汽车消费市场；长期看，中西部地区每平方公里保有量与沿海地区相比差距仍然较大，汽车销量增长的限制因素仍然处

于较低水平，驱动增长的必要条件仍然满足，因此仍然是未来行业增长主要驱动力。

(二) 竞争结构

整车行业集中度不断提高，头部效应加剧，整体属于垄断竞争状态；潜在进入者的门槛高，存在技术壁垒和政策壁垒；新能源车的高速渗透将会成为传统燃油车的威胁，具有明显的可替代特征。大部分整车厂商对于上游供应商议价能力整体较强，对于下游的购买者议价能力比较弱，有比较明显的成熟期行业特征。

大部分零部件厂家上游受原材料价格周期波动影响，下游受整车厂压制，除少数行业龙头外，整体议价能力均偏弱。而随着新能源汽车的快速普及，相关零配件的需求快速提升，伴随特斯拉 Model 3 的放量，特斯拉产业链相关零部件标的极大受益。传统零部件行业趋紧，新能源零部件具有明显成长期行业特征。

(三) 技术对行业未来成长的影响

2.2.3 电动化、智能化是未来主旋律

新能源汽车将在全球汽车存量市场中创造替换性需求，目前新能源车销量已进入加速渗透阶段。根据乘联会统计显示，2018 年中国新能源乘用车市场全年销量 102 万辆，同比大幅增长 83%。与此同时，Tesla Model 3 产能爬坡、欧洲传统车企电动化快速转型的推动下，2018 年海外市场新能源汽车市场也保持着 40%+ 的高增速，2018H2 更攀升至 60% 以上，汽车新能源化已形成不可逆趋势。

我们预计到 2025 年中国新能源乘用车销量将达到 1,100 万辆，2019-2025 年增长 1078%，7 年 CAGR 40%，假设乘用车（燃油+新能源）7 年 CAGR 为 1%，那么 2025 年燃油车销量

将下降 37%到 1,422 万辆，为 2018 年的 2/3 不到，我们认为，2017 年大概率为国内燃油车销量的历史顶点。

相比传统燃油汽车，电动化汽车的技术核心是电池、电机以及电控系统。全新的技术需要充足的科研储备，前期投入较大。目前制约新能源汽车技术的瓶颈主要集中在电池及材料等。

而智能化产业链包括感知层、决策层、执行层，三层涉及到单车几十个部件。其产业链主要由 OEM、Tier1 (ADAS) 厂商、Tier2 (电子转向、电子制动、毫米波雷达等) 供应商构成。

感知层只要由毫米波雷达以及摄像头执行，24Ghz 是目前应用端主流，更高精度的激光雷达也将随着成本降低由高端车型陆续下放。决策层作为人工智能应用层较热门的自动驾驶研究一直是国际互联网公司最核心的商业化项目之一（技术龙头为 Waymo、Mobileye）。各科技及制造业领先的国家都在积极通过政策法规推动无人驾驶技术发展和落地，中国也在加速推进，国内互联网及初创公司已占据一定先发优势。执行层主要包含 EPS 的研发应用（电控刹车、转向、驱动），国内部分厂商目前成功切入 Tier2 供应商产业链，未来仍有较大空间。随着科创板设立，将利好国内智能驾驶产业链，加速汽车智能化发展。

三、行业面临的挑战及建议

（一）新能源产业需避免“大跃进”式发展

中国新能源汽车产销量已连续三年居世界首位。但蓬勃的发展势头中，也有暗礁潜藏。

第一大风险是结构性产能过剩。结构上，国内新能源汽车低端产能过剩与高端产能不足并存。出现了盲目扩张、投资过热的趋势，一些低水平企业采取低质低价竞争方式扰乱市场，产品从设计到制造质量参差不齐，影响了产业发展的整体水平。

第二大风险是市场竞争。这种竞争既来自传统燃油汽车，也来自国外的新能源汽车品牌。特斯拉近期三次降价，使 Model 3 最低售价达到 40 万左右，巩固了其在高端电动车领域的霸主地位。目前我国新能源汽车与传统燃油车相比没有明显的竞争优势，与国际上先进的新能源汽车也仍然有较大差距。

第三大风险是资源环境的制约。随着新能源汽车数量增加，全球金属资源争夺日益激烈。而我国金属锂、钴等主要动力电池资源缺乏，资源稳定供应和价格稳定的挑战较大。同时，动力电池回收利用、用电清洁化等问题也日益突出。所谓清洁能源，如果不把后期电池回收问题作为重要汽车后产业链来对待，将是一个伪命题。

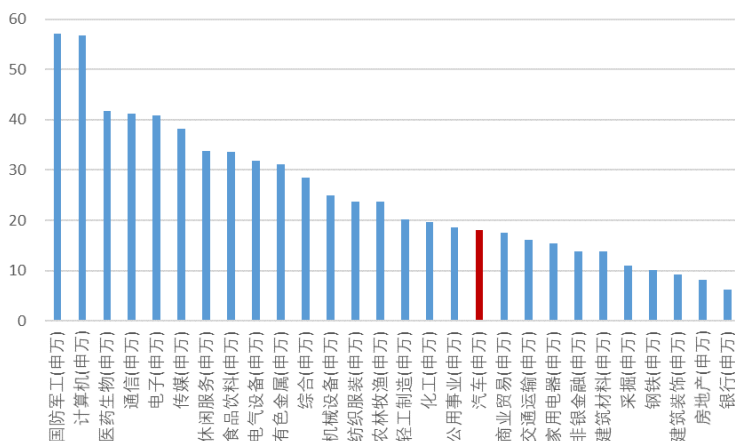
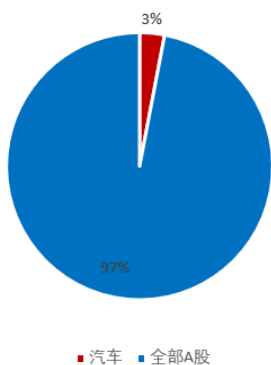
我们建议，国家有关部门应建立相应监督机制，从生产资质发放条件、生产过程监督及产品测试监管到后期电池回收等后产业链的支持，全面且合理地支持产业发展。调整合理补贴政策，将补贴精准发放到优秀企业手中。

四、行业在资本市场的发展

目前 A 股上市的汽车行业公司共有 173 家，截止 2020 年 4 月 29 日收盘，总市值共 15836.70 亿元，市盈率 (TTM) 18.1 倍，处于历史相对低点。

图 16：汽车行业市值占 A 股总市值

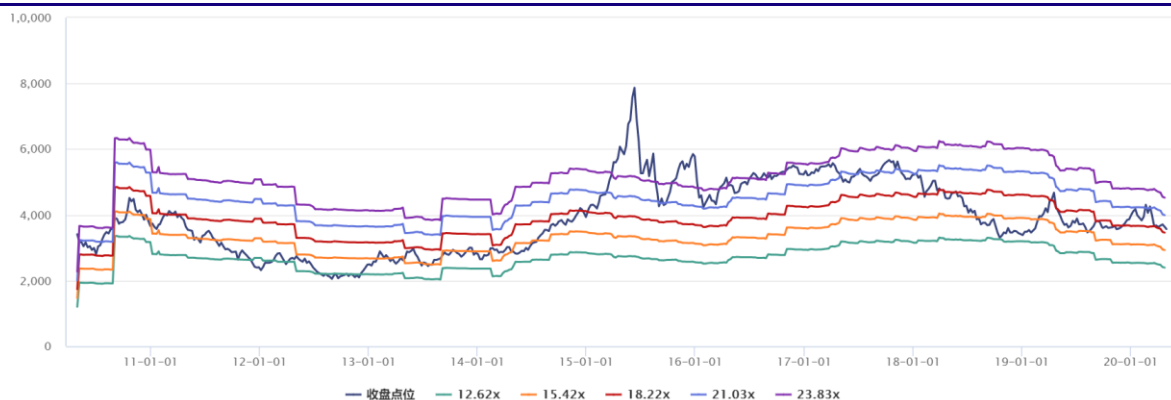
图 17：各行业 PE 值(TTM)对比-2020.0.26



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 18：汽车行业历年 PE Band



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

全球来看，德国上市的汽车行业公司市盈率（2020年4月29日为准）的平均数为 8.11 倍 PE，多数处于 5~15 倍区间。美国上市的汽车行业公司市盈率（2020年4月29日为准）的平均数为 9.81 倍 PE。多数处于 5~20 倍区间

五、投资建议及股票池

(一) 投资建议

我们预计 Q2 乘用车整体销量将回补 Q1 缺口。同时，拥有强周期车型的企业有望最先回补销量缺口，我们认为头部主机厂的市占率将持续提升，有望对估值形成有力支撑。我们建议关注有强周期车型以及长期技术车型储备，未来几年业绩相对确定且目前估值水平较低的上汽集团（600104.SH）、广汽集团(601238.SH)，长城汽车（601663.SH）。

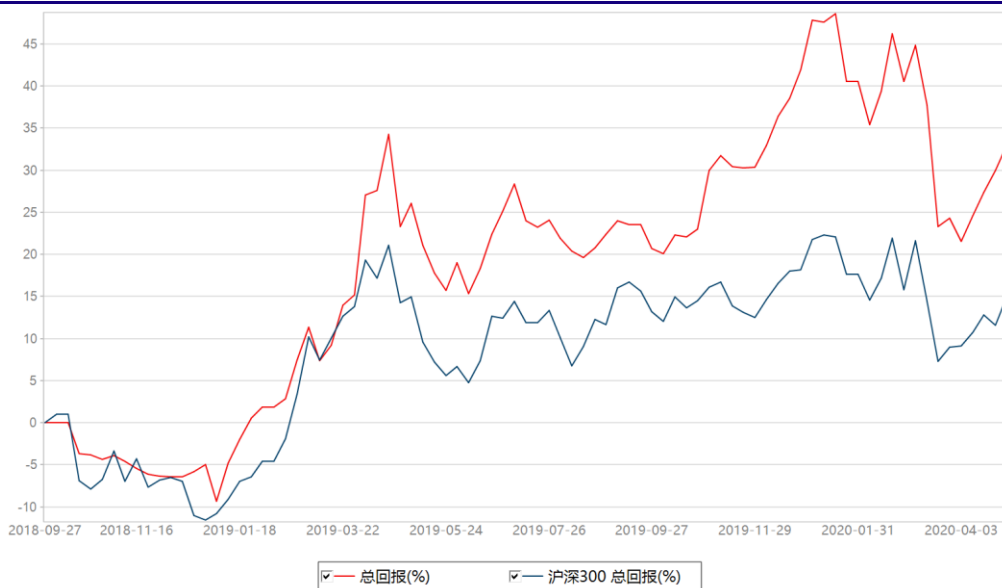
截止 2020 年 4 月 29 日周五收市，本月重点覆盖个股呈下跌趋势，上汽集团(600104.SH) 本月-11.76%；福耀玻璃（600660.SH）本月-0.26%；潍柴动力（000338.SZ）本月+8.78%，星宇股份(601799.SH)本月+18.61。

表 5：汽车核心组合行情回顾

股票代码	股票名称	权重	收盘价 (2020-04-29)	月初至今涨跌幅(%)	年初至今涨跌幅(%)	绝对收益率 (%，入选至今)	相对收益率 (%，近一年， 相对上证指数)
600104.SH	上汽集团	25%	18.09	-11.76	-21.13	-39.22	-20.94
600660.SH	福耀玻璃	25%	19.13	-0.26	-18.01	-13.18	-13.36
000338.SZ	潍柴动力	25%	13.01	8.78	-15.24	75.01	17.40
601799.SH	星宇股份	25%	99.35	18.61	4.94	112.14	45.89

资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 19：核心推荐组合 2018 年 9 月至今收益率变动（等权重）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

人均可支配收入增速下降，汽车销量不达预期。

七、附录

(一) 汽车板块行情回顾

截止 2020 年 4 月 29 日收市，汽车行业指数本周+0.94%，报 3568.11 点；上证综指+0.72%，报 2822.44 点；沪深 300 指数+2.18%，报 3867.03 点。2020 年以来，汽车行业指数-5.73%，同期上证综指数-6.27%，沪深 300 指数-4.47%。总体来看，今年汽车行业板块走势略优于大市。

表 6：汽车与 A 股综合指数行情回顾

证券代码	证券简称	最新股价	5 日涨跌幅 (%)	20 日涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
801880.SI	汽车(申万)	3568.11	0.94	1.75	-5.73
000001.SH	上证综指	2822.44	0.72	4.55	-6.27
000300.SH	沪深 300	3867.03	2.18	6.48	-4.47
399006.SZ	创业板指	2030.48	2.02	11.03	15.15

399001.SZ	深证成指	10514.17	1.47	7.72	2.77
-----------	------	----------	------	------	------

资料来源：wind，中国银河证券研究院

插图目录

图 1.汽车工业总产值历年变化及占 GDP 比重	3
图 2.中国汽车销量历年变化及占比.....	3
图 3：狭义乘用车历年销量走势（万台）	8
图 4：狭义乘用车 2017-2019 年月度销量走势（台）	8
图 5：乘用车营收同比（单位：亿元）	9
图 6：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 总营收（亿元）	9
图 7：乘用车行业毛利率及其增长率（%）	9
图 8：上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 毛利率（%）	9
图 9：乘用车行业归母净利及增长率（亿元）	10
图 10：上汽、广汽、比亚迪 2017、2018Q4 归母净利（亿元）	10
图 11：乘用车行业期间费用率及其增长率.....	11
图 12:上汽、广汽、比亚迪 2017-2019Q1 期间费用率	11
图 13：中国汽车千人人均保有量增长情况.....	15
图 14：各国千人人均保有量（辆）	15
图 15：各省市千人保有量.....	16
图 16：汽车行业市值占 A 股总市值	19
图 17：各行业 PE 值(TTM)对比-2019.11.28	19
图 18：汽车行业历年 PE Band.....	20
图 19：核心推荐组合近一年收益率变动（等权重）	21

表格目录

表 1：2020 年各地汽车消费补贴政策措施	4
表 2：2009 年以来汽车行业刺激以及补贴政策一览	5
表 3：乘用车整车企业经营性现金流净值变化情况（单位：亿元）	12
表 4. 汽车行业杜邦分析结果	13
表 5：汽车核心组合行情回顾	21
表 6：汽车与 A 股综合指数行情回顾	22

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回

报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李泽晗, 汽车行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券, 银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户(以下简称客户)提供, 无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可, 任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正, 但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断, 银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及

的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 楼 深 广 地 区 : 崔 香 兰 0755-83471963

cuixianglan@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北 京 地 区 : 耿 尤 繇 010-66568479

gengyouyou@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼 上海地区 : 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

公司网址 : www.chinastock.com.cn

