

汽车汽配

行业快评

超配

(维持评级)

2019年04月10日

整车基本面拐点将至，二季度加强配置

证券分析师：梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
 联系人：唐旭霞 tangxx@guosen.com.cn

事项：

- 1) 乘联会：中国广义乘用车零售销量 178 万辆，-12%。
- 2) 2019 年 3 月部分车企销量数据陆续公布：吉利汽车 3 月销量+3%(累计-5%)；长城汽车 3 月销量+17%(累计+11%)；比亚迪 3 月销量+8.5% (累计+5%)。部分车企 3 月批发数据增速环比上月改善。

国信汽车观点：在去年 12 月的 2019 年年度策略中我们前瞻性提出，“当前汽车汽配板块估值基本见底。尤其汽配板块，当前汽配估值到达 8 年来底部，且较整车估值溢价倍数远低于欧美；同时销量下滑对行业估值的压制已经弱化：2018 年 10 月起汽车销量持续加速下滑，但是汽车汽配行业估值已经止跌回升（强于大盘）。考虑今年下半年行业的低基数和明年上半年的库存消化，我们预计 19 年下半年车市销量有望触底回升，二季度增强配置。”站在当前时点，我们认为，汽车行业在一季度面临销量增速最为低迷的时刻，基本面已经触底，二季度将迎来行业增速拐点，我们预判明显行业基本面拐点在 5-6 月，核心驱动：①增值税 4 月执行，去库以及折扣逐步让利消费起效在 5-6 月；②低基数，去年 3 月零售同比转负，6 月绝对量低；③库存回归合理水平，我们测算预计 6 月左右。考虑到中观层面行业拐点将至，汽车板块滞涨补涨空间大，建议超配汽车，尤其是整车，推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车、星宇股份、华域汽车。

评论：

■ 全年增速前高后低，二季度批发、零售有望边际改善

2018 年政策周期+经济周期+产业周期三端叠加背景下，国内乘用车销量自 2018 年下半年起下滑，同时下滑幅度逐月增大，截至 2019 年 2 月，中汽协统计口径下乘用车销量已经连续 8 个月下滑，并在 2019 年 1 月和 2 月达到这轮下滑中的增速最低谷（1 月、2 月乘用车销量增速分别下滑 18%、17%）。根据乘联会广义乘用车销量数据（-12%），预计 3 月乘用车销量增速边际改善。

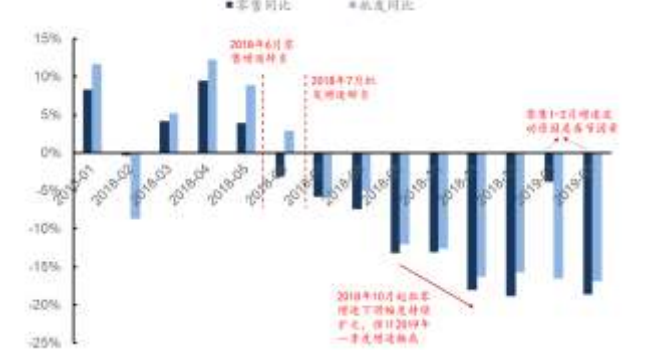
从乘联会狭义乘用车批发端增速来看，批发增速自 18 年下半年起逐月下滑，到 19 年 2 月到达最低值，3 月底出现回暖迹象。19 年 3 月根据乘联会不完全统计，预计 3 月批发增速-14%（其中第四周显著改善走强，3 月第四周批发+2%）；从零售端增速来看，零售增速也是去年下半年以来逐月下滑，但波动较批发端更显著（春节因素影响）。2 月零售销量增速-19%，3 月前四周零售增速-19%，第四周乘联会预估改善，预计 3 月零售增速边际改善（强于 2 月）。总结来看，3 月最后一周批发、零售数据已经出现明显转暖，同时考虑到 4 月起增值税优惠政策实行，零售端数据有望进一步改善，零售改善叠加库存压力减轻，批发数据也有望改善。我们认为，二季度将迎来国内乘用车市批发、零售增速边际改善，行业基本面触底回升。

图 1: 2006-2019 年 2 月乘用车月度销量同比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2018 年-2019 年 2 月乘用车批发、零售月度销量同比



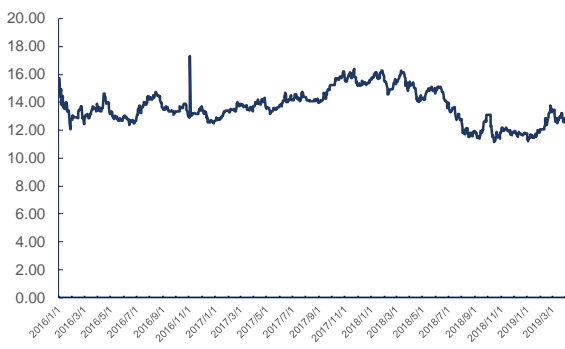
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

■ 年初至今滞涨板块, 基本面边际改善, 估值亟待修复

➢ 2018 年 10 月起汽车销量下滑对行业估值的压制明显弱化

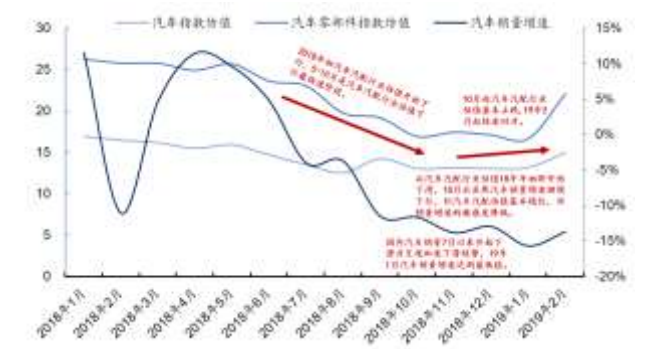
我们复盘 2018 年以来汽车汽配行业月度估值和汽车月度销量增速后发现: 当前汽车汽配行业估值对汽车销量增速的敏感度已经降低。体现在: 国内汽车销量 18 年 7 月以来开始下滑并呈现加速下滑趋势, 2019 年 1 月汽车销量增速达到 -16% 的最低值, 而国内汽车汽配板块估值自年初即开始下滑, 5-8 月是汽车汽配行业估值下行最快速阶段, 10 月起估值基本稳住, 11 月汽车汽配行业估值略有回升, 不再伴随销量增速下滑而下行, 19 年 2 月汽车销量增速略有回升 (乘用车尚未改善), 汽车汽配板块估值大幅提升 (含有大盘影响因素)。我们认为, 经历连续八个月的销量增速下滑后, 汽车汽配板块估值已经完全体现销量极端负面的影响 (公募 18 年四季度汽车持仓历史低位, 18 年 10 月汽车汽配绝对估值到历史底部并不再跟随销量增速下行), 估值亟待修复。

图 3: 2016-2019Q4 CS 乘用车板块估值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2018 年以来汽车汽配月度估值和汽车月度销量增速



资料来源: 中汽协、WIND, 国信证券经济研究所整理

➢ 年初至今汽车板块相对大盘滞涨

年初至今 (20190331) 中信汽车指数上涨 20.38%, 中信乘用车指数上涨 5.56%, 沪深 300 指数上涨 28.62%, 可以看到, 年初以来这一轮上涨行情中, 汽车相对涨幅落后, 尤其乘用车板块, 涨幅大幅低于大盘指数。

表 1：汽车细分板块和大盘涨幅对比

代码	指数	2019/3/31	2019/2/28	2019/1/31	2018/12/31	2018/9/30
		月末价	一月内变动 (%)	二月内变动 (%)	三月内变动 (%)	六月内变动 (%)
CI005013	CS 汽车	5,877	5.00	19.81	20.38	6.81
CI005136	CS 乘用车 II	8,201	-4.46	7.34	5.56	-8.26
CI005137	CS 商用车	4,777	4.95	28.36	30.36	12.19
CI005138	CS 汽车零部件 II	5,787	9.30	23.39	24.45	13.44
CI005139	CS 汽车销售与服务 II	2,860	4.33	27.73	33.95	5.47
CI005140	CS 摩托车及其他 II	2,385	9.92	25.89	26.86	14.86
882105.WI	WIND 汽车与汽车零部件	7,209	3.11	17.13	16.32	3.40
930997.CSI	新能源车	1,193	0.89	20.88	20.52	3.14
884162.WI	智能汽车指数	2,805	9.05	31.40	29.16	15.52
000300.SH	沪深 300	3,872	5.27	22.21	28.62	12.61
000001.SH	上证综合指数	3,091	4.64	20.00	23.93	9.55

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：估值修复，整车先行，推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车、星宇股份、华域汽车

3月乘用车零售增速较2月回升，二季度增值税政策作用下预期有望持续边际改善。我们预判明显行业基本面拐点在5-6月，核心驱动：①增值税4月执行，去库以及折扣逐步让利消费起效在5-6月；②低基数，去年3月零售同比转负，6月绝对量低；③库存回归合理水平，我们测算预计6月左右。考虑到中观层面行业拐点将至，汽车板块滞涨补涨空间大，建议超配汽车（尤其是整车），重点推荐：**上汽集团、长安汽车、长城汽车、星宇股份、华域汽车。**

上汽集团：基本面稳健的整车行业龙头，年初至今相对整车板块滞涨（年初至今整车股基本上涨40-60%，上汽上涨6%）。下跌空间有限，有望受益行业好转。

长安汽车：今年单季度扭亏概率大，合理PB1倍以上（当前PB约0.9倍），叠加行业β今年PB有望对标上汽A，长城A，广汽A的1.3-1.4PB区间，2021年利润80亿，对应估值5.5倍。

长城汽车：国内SUV龙头，销量逆势增长，19年Q1累计销售28.38万辆（+10.61%）。公司2018年以来推行了众多事项进展，包括重庆和日照工厂相继开始投建；和宝马投资设立光束汽车合资公司；零部件部门独立，实现外销；剥离电池业务，加大对智能驾驶和氢能源的研究投入。公司进一步完善业务梳理，提升品牌实力和制造能力，有望实现盈利回升。

星宇股份：车灯产品升级配套价值量翻倍，强势跨越整车行业周期，同时产品结构改善下毛利率进入上行通道，19年全年测算利润8.3亿，+36%。未来两年日系新品周期叠加星宇新车型进展，保持25%营收复合增速，30%以上利润复合增速。

华域汽车：受益上汽以及行业基本面好转，业绩和估值跟随上汽，长逻辑从非核心内外饰件配套逐步过渡到新能源智能驾驶核心部件配套，后期有望提升旗下合资公司股比控制权（收购整合预期），新能源三电以及智能驾驶等核心资产有望进一步提升估值。

■ 风险提示

1、宏观经济波动等系统性风险；2、去库存速度低于预期；3、行业价格战风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600104	上汽集团	买入	28.58	3339.13	3.18	3.45	3.72	8.99	8.28	7.68
000625	长安汽车	买入	9.47	454.81	0.12	0.22	1.07	78.92	43.05	8.85
601633	长城汽车	买入	9.40	857.96	0.57	0.58	0.71	16.49	16.21	13.24
601799	星宇股份	买入	66.60	183.92	2.21	3.02	3.94	30.14	22.05	16.90
600741	华域汽车	买入	23.90	753.50	2.55	2.48	2.65	9.37	9.64	9.02

资料来源: wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《汽车智能化系列点评: 5G 推进, 看好汽车智能网联+智慧交通》 ——2019-04-01
- 《新能源政策点评: 补贴新政符合预期, 新能源市场化进一步推进》 ——2019-03-27
- 《汽车汽配 3 月投资策略: 行业估值进入修复, 推荐智能化、电动化》 ——2019-03-13
- 《汽车行业前瞻点评: 两会进行时: 汽车行业提案密切关注电动化、智能化》 ——2019-03-06
- 《行业重大事件快评: 特斯拉或裁员 7%, 短期压力不改长期向好》 ——2019-01-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032