

汽车行业 2021 年中期策略

汽车行业全年需求无忧

核心观点:

- **乘用车有望迎来库存周期和需求周期的共振。**疫情后复工复产、工资增长、消费倾向依次修复，外部冲击后工资增速和消费倾向修复时间较长但修复的方向确定。20-21 年两年工资复合增速已接近长期复合增速下轨。我们维持乘用车 21 年终端销售不低于 10%-15% 增长的判断，考虑到过去几年的乘用车终端销售低基数，未来反弹或呈现斜率不高、持续时间较长的特征。站在库存周期角度更好理解芯片阶段性影响，本轮去库存是在需求持续复苏下因芯片供给短缺导致的库存被动下降，以更长维度看反而正面影响盈利。
- **重卡 21 年销量大幅好于市场预期，公路货运周转量维持了 20 多年正增长，是卡车长期增长的宏观逻辑。**21 上半年销量估计占全年比重 60-65%，我们维持 21 年全年销量同比增速-10%到+5%的判断。3 季度是需求和市场预期的阶段性低点，或成为布局良好时机，主要考虑三点：(1)市场担忧从 Q3 开始连续 4 个季度销量同比负增长，我们认为主要是基数和排放法规影响，并不是趋势恶化，从 Q4 开始或连续 3 个季度环比增长。(2)原材料涨价对重卡股盈利有阶段性扰动，但行业集中度和管理水平会提升，高端化和差异化更加重要，AMT 自动挡变速箱渗透率将快速上行。(3)排放升级前后国五库存处置或有费用，但积极推广国六、库存管理良好的企业可能在未来竞争中领先。
- **轻卡行业将迎来未来 5-8 年的规范化红利期。**从需求端来看，打击大吨小标等超载行为，使得未来 5-8 年销量因为单车运力减半或倍增，打击排放造假和推动排放法规升级使得行业门槛不断提高，单价、净利润率、集中度不断提高。14 年是排放生产一致性监管升级的元年，21 年则是蓝牌轻卡新政过渡年，轻卡行业正经历市场化供给侧改革，我们认为战略聚焦、产品线宽广、前瞻技术布局领先的企业更加受益。
- **新能源：电气化是关键词。**新能源汽车持续高景气，行业在补贴显著退坡及 B 端市场销量占比下降的影响之下，靠优质的新能源乘用车供给打开市场。关注两点：21 年或为中国品牌混动（双电机为主）发展元年；智能电动车是新格局下承载中国品牌向上突破的重要路径。
- **投资建议：**考虑乘用车库存周期、需求周期的共振及股价隐含的预期，我们推荐华域汽车、上汽集团、广汽集团（A/H），建议关注吉利汽车（H）、长城汽车（A/H）；零部件推荐郑煤机（A/H）、伯特利、银轮股份、万里扬、拓普集团、科博达、福耀玻璃（A/H），建议关注富奥股份、爱柯迪；汽车服务推荐中国汽研；商用车板块的轻卡推荐福田汽车、东风汽车；重卡推荐中国重汽，潍柴动力（A/H）及威孚高科。
- **风险提示：**疫情影响超预期，宏观经济不及预期，行业景气度下降。

行业评级

买入

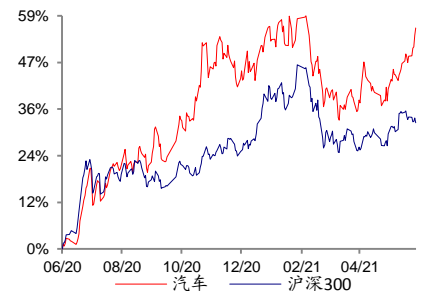
首次评级

买入

报告日期

2021-06-15

相对市场表现



分析师:

张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145

dengchongjing@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

新格局下乘用车行业系列报 2021-05-20

告之七:探索“新坐标系”下需求趋势

新格局下乘用车行业系列之 2021-05-09

六:智能座舱变革已至:趋势、格局、机遇

汽车行业 2021 年投资策略: 2020-11-30

积极拥抱变革与升级中的 α

联系人: 徐鸣爽 021-38003683

xumingshuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
华域汽车	600741.SH	CNY	26.15	2021/4/30	买入	32.54	2.17	2.44	12.05	10.72	4.82	4.26	12.30	13.00
上汽集团	600104.SH	CNY	21.10	2021/5/2	买入	34.42	2.29	2.55	9.21	8.27	3.82	2.37	9.30	9.40
广汽集团	601238.SH	CNY	12.01	2021/5/3	买入	14.30	0.76	0.89	15.80	13.49	-	-	8.50	9.10
广汽集团	02238.HK	HKD	7.20	2021/5/3	买入	10.80	0.76	0.89	7.82	6.68	-	-	8.50	9.10
郑煤机	601717.SH	CNY	10.08	2021/4/27	买入	20.60	1.02	1.44	9.88	7.00	6.54	4.68	12.00	14.40
郑煤机	00564.HK	HKD	8.03	2021/4/27	买入	24.50	1.02	1.44	6.50	4.60	6.54	4.68	12.00	14.40
伯特利	603596.SH	CNY	35.95	2021/5/7	买入	36.06	1.44	1.71	24.97	21.02	20.07	17.36	18	17.6
银轮股份	002126.SZ	CNY	10.43	2021/5/1	买入	13.08	0.52	0.63	20.06	16.56	11.06	9.28	8.80	8.40
万里扬	002434.SZ	CNY	8.48	2021/4/29	买入	12.06	0.60	0.68	14.13	12.47	8.43	6.88	10.80	10.90
拓普集团	601689.SH	CNY	39.63	2021/4/29	增持	42.32	1.06	1.34	37.39	29.57	25.59	19.57	9.5	9.6
科博达	603786.SH	CNY	72.8	2021/6/8	增持	75.04	1.67	2.08	43.59	35	33.67	27.43	14.9	15.7
福耀玻璃	600660.SH	CNY	57.99	2021/4/27	增持	53.29	1.4	1.7	41.42	34.11	24.57	21.92	14	14.5
福耀玻璃	03606.HK	HKD	52.9	2021/4/27	增持	53.85	1.4	1.7	31.82	26.2	25.57	21.64	14	14.5
中国汽研	601965.SH	CNY	18.71	2021/4/25	买入	19.50	0.65	0.75	28.78	24.95	16.85	14.21	11.30	11.50
福田汽车	600166.SH	CNY	3.37	2021/5/2	买入	4.93	0.10	0.17	33.70	19.82	11.84	8.91	4.00	6.30
东风汽车	600006.SH	CNY	7.65	2021/5/4	买入	7.50	0.31	0.42	24.68	18.21	13.64	15.29	7.50	9.40
中国重汽	000951.SZ	CNY	27.52	2021/5/1	买入	63.20	2.75	3.30	10.01	8.34	6.74	5.90	20.70	19.40
潍柴动力	000338.SZ	CNY	16.93	2021/5/2	买入	24.72	1.37	1.57	12.36	10.78	4.96	2.82	17.60	16.90
潍柴动力	02338.HK	HKD	16.78	2021/5/2	买入	24.31	1.37	1.57	10.11	8.82	4.96	2.82	17.60	16.90
威孚高科	000581.SZ	CNY	21.68	2021/4/27	买入	41.27	2.75	2.90	7.88	7.48	15.62	14.25	14.30	14.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、乘用车：需求周期与库存周期共振，龙头具备较高投资性价比	6
（一）工资增速修复趋势确认，需求上行趋势确定性高	6
（二）芯片阶段性影响带来库存改善，库存周期有望与需求周期形成共振，改善盈利	13
（三）龙头公司股价具有更好的安全边际和投资的性价比	15
二、重卡：景气大概率连续第六年好于市场预期	18
（一）卡车需求向上的长期驱动因素：技术进步、规范化和公路货运周转量持续增长	18
（二）维持 21 年全年重卡销量同比-10%到+5%的判断，大概率显著好于市场预期	19
（二）行业库销比并不高，排放升级有扰动影响	21
（三）原材料涨价对重卡股盈利或有阶段性扰动，排放升级中积极推广国六、库存管理良好的企业具备优势	22
（四）估值方面：估值隐含的预期并不高，估值还具备上行空间	26
三、轻卡：将迎来未来 5-8 年的规范化红利期	27
（一）行业规范化叠加公路货运需求持续提升，轻卡销量长期向上	27
（二）排放监管和标准升级+消费升级驱动轻卡高端化，产品单价大幅提升	29
（三）行业门槛不断提高，竞争格局持续优化	29
（四）市场化供给侧改革下，战略聚焦、产品线宽广、前瞻技术布局领先的企业更加受益	32
四、新能源汽车：电气化是关键词	33
（一）未来展望：汽车行业电气化是确定性的方向	33
（二）目前我国汽车行业电气化发展阶段	35
（三）电气化进程催化剂：新的双积分政策	37
五、投资建议	39
六、风险提示	39

图表索引

图 1: 乘用车终端销量实际值与按照累计复合增速测算值 (辆)	6
图 2: 全国居民人均可支配收入及工资性收入季度累计名义/实际同比增速	7
图 3: A 股人工工资历年同比增速	8
图 4: A 股人工工资季度同比增速	8
图 5: 20 年 9 月份报告对乘用车销量预测数据与实际数据比对	10
图 6: 2021 年乘用车销量预测数据与实际数据比对	10
图 7: 乘用车终端月度销量 (万辆) 及同比增速	11
图 8: 乘用车行业库存 (万辆)	14
图 9: 乘用车行业库存 (万辆) 及同环比	14
图 10: 2000 年以来 SW 乘用车 PE TTM (倍)	15
图 11: 2000 年以来 SW 汽车零部件 PE TTM (倍)	15
图 12: 汽车各子行业当前估值分位 (截至 6 月 11 日)	16
图 13: 汽车各子行业估值分位 (截至 6 月 11 日)	16
图 14: 我国 09-19 年公路货运周转量同比增速	18
图 15: 我国 20 年月度公路货运周转量累计同比增速	18
图 16: 重卡 2015-2021 年分月度销量 (万辆)	19
图 17: 重卡物流车、工程车销量月度同比增速	20
图 18: 重卡 2005-2020 年上半年销量占比	20
图 19: 重卡行业动态库销比	22
图 20: 广发汽车原材料成本指数	22
图 21: 重卡股季度收入同比增速 (%) 及净利率同比变化值 (pct)	23
图 22: 汽车行业净利率 (%) 与原材料成本指数成本关系分析	23
图 23: 我国重卡发动机分排量占比变化情况	24
图 24: 美国八级卡车均价 (美元)	24
图 25: 重卡特定用途主销产品价格趋势 (万元)	24
图 26: 欧洲 16t 以上重卡 AMT 渗透率	25
图 27: 北美市场 8 级卡车 AMT 渗透率	25
图 28: 中国重汽 PB 与 PE 估值比较 (截至 2021 年 6 月 11 日)	26
图 29: 中国重汽 A、潍柴动力 A、威孚高科 PE TTM 估值 (截至 21 年 6 月 11 日)	26
图 30: 日野、帕卡、五十铃 PE TTM 估值	27
图 31: 康明斯 PE TTM 估值	27
图 32: 轻卡 2015-2021 年分月度销量 (万辆)	28
图 33: 轻卡单价 (含税) 21 年受排放升级驱动或提升	29
图 34: 福田汽车轻微卡和中卡销售均价 (万元/辆)	29
图 35: 轻卡分车企月度市占率变化情况 (%)	30
图 36: 轻卡部分主机厂市占率变化情况	30
图 37: 轻卡行业集中度变化情况	30
图 38: 剔除皮卡后各企业轻卡市占率	31

图 39: 剔除皮卡后轻卡行业集中度 (不含长安)	31
图 40: 各家主流轻卡产品的价格 (万元)、功率 (马力) 与市占率气泡图	32
图 41: 新能源汽车月度销量 (辆)	33
图 42: 纯电动乘用车终端销量使用性质分布	33
图 43: 插混乘用车终端销量使用性质分布	33
图 44: 我国新能源乘用车结构规划	34
图 45: 我国汽车结构变化预测	34
图 46: 15 年至今我国乘用车终端销售结构变化	35
图 47: 15 年至今我国纯电、插电、普混乘用车销量变化 (辆)	35
图 48: 纯电动乘用车终端销量分级别占比 (%)	36
图 49: 插电式乘用车终端销量分级别占比 (%)	36
图 50: 21 年 1-4 月 A00 级纯电动乘用车销量 (辆)	36
图 51: 21 年 1-4 月 A0 级纯电动乘用车销量 (辆)	36
图 52: 21 年 1-4 月 A 级纯电动乘用车销量 (辆)	36
图 53: 21 年 1-4 月 B 级纯电动乘用车销量 (辆)	36
图 54: 21 年 1-4 月及同期 C、D 级纯电动乘用车销量 (辆)	37
图 55: 新版双积分政策重要变化点	37
图 56: 主流车企油耗应对路径及其相应的供需格局初判	38
表 1: 按照累计销量测算 2015-2019 年乘用车终端复合增速 (广义乘用车)	6
表 2: 2020 年出台关于稳定汽车消费政策措施一览表	8
表 3: 2006-2020 年乘用车单月终端销量占全年终端销量比重	9
表 4: 2020 年 10 月至 2021 年 4 月广发汽车预测值与实际值情况对比	11
表 5: 2006-2020 年单月终端销量占全年终端销量比重	11
表 6: 汽车 A 股上市公司历史业绩高点对应 PE (2021.6.11)	16
表 7: 公路货运需求增长情况测算 (亿吨/公里, %)	18
表 8: 重卡分季度销量占比	21

一、乘用车：需求周期与库存周期共振，龙头具备较高投资性价比

（一）工资增速修复趋势确认，需求上行趋势确定性高

过去十几年乘用车长期增长，随着销量和保有量的基数变大增速中枢逐渐下降但并未失速，根据中机中心数据，15-19年乘用车终端年复合增速修正为6.4%。理论上如果不考虑其他影响因素，基于正常的均值回归，19-20年乘用车需求本就有望迎来强劲复苏，但疫情带来的外部冲击抑制了20年乘用车需求。

表 1：按照累计销量测算2015-2019年乘用车终端复合增速（广义乘用车）

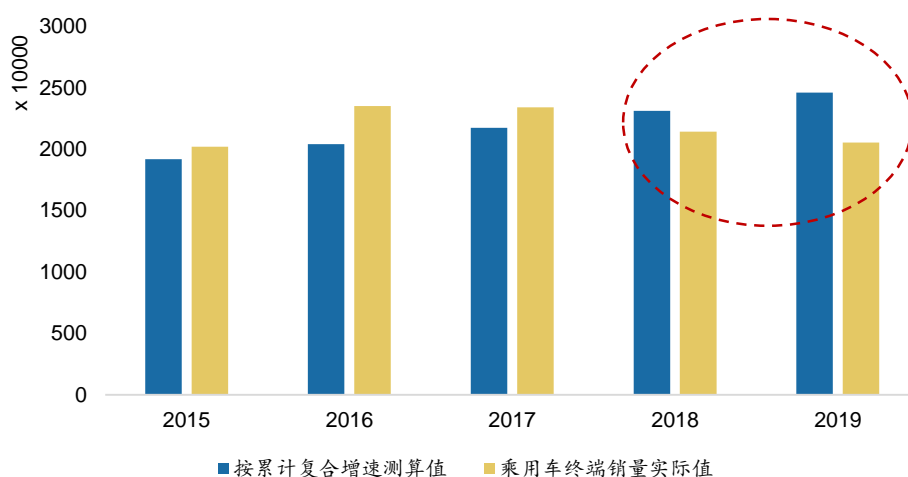
	乘用车终端实际值（万辆）	同比增速	按复合增速测算（万辆）	累计复合增速
2015	2019.1		1918.1	6.4%
2016	2349.0	16.3%	2041.2	
2017	2339.3	-0.4%	2172.2	
2018	2141.3	-8.5%	2311.6	
2019	2054.3	-4.1%	2459.9	
累计	10902.9		10902.9	

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

注：*为 2015 年考虑到 4 季度透支，乘用车终端销量实际值*0.95

注：累计复合增速测算方法详见 2019 年 8 月 29 日报告《关于乘用车若干问题的再认识》

图 1：乘用车终端销量实际值与按照累计复合增速测算值（辆）



数据来源：中机中心、中汽协、广发证券发展研究中心

我们最早在20年5月报告中提出“疫情后乘用车需求总体呈弱复苏”的判断，主要考虑到复产复工、工资修复、消费倾向依次修复，工资收入预期会对购车行为产生影响，而疫情冲击后工资增速修复或需1-2年的时间。

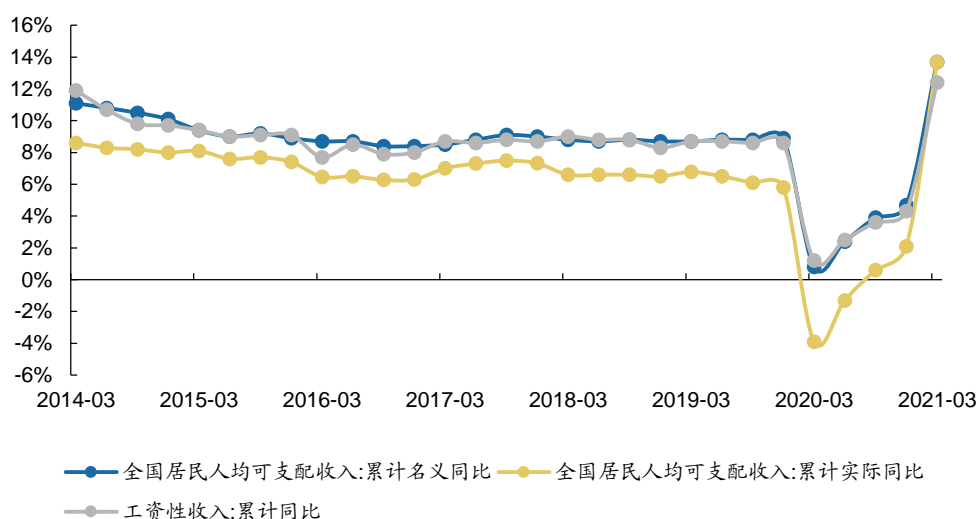
2020年7月份报告《浅析当下收入变化与乘用车消费的关系》提到：乘用车作为价值量较高的可选消费品，其受居民收入预期影响更大，汽车消费复苏弹性较弱，收入增速大幅放缓导致居民收入预期发生变化或是影响汽车消费复苏的主要原因。

根据国家统计局，2020年一季度、上半年、前三季度及全年我国居民人均可支配收入中的工资性收入同比增速分别为1.2%、2.5%、3.6%、4.3%，Q1-Q4单季度增速分别为1.2%、4.0%、5.9%、6.4%，仍然低于15-19年各季度8%-9%的增速水平。此外，我们统计的2020年A股样本上市公司人工工资同比增速仅为3.4%（加权平均值），同样远低于15-19年9%-13%的增速水平，Q1-Q4单季度增速分别为1.0%、2.9%、5.8%、3.6%。——考虑数据口径没有计算人均工资。

人均可支配收入中的工资性收入增速与A股样本公司人工工资趋势相互印证，2020年疫情导致的企业营收、利润大幅收缩，外部冲击影响到了企业的经营，工资是成本管理的重要组成部分，而管理学中工资刚性的原理使得降薪的选择相对较难，涨薪幅度放缓成为企业理性的选择。疫情后工资收入增长速度放缓，影响居民收入预期，或是影响汽车消费复苏的主要原因。

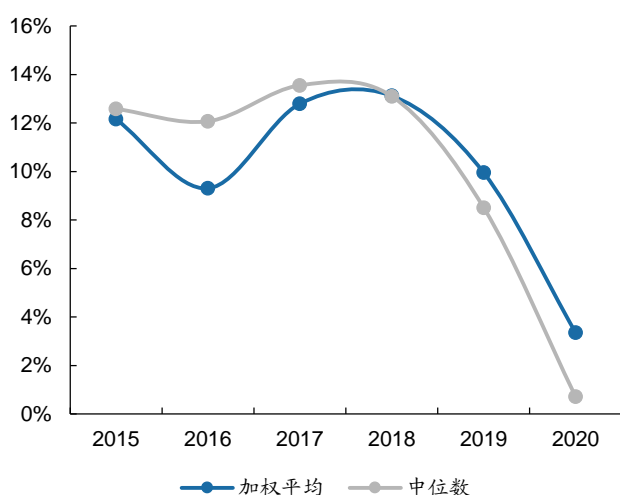
随着复产复工的推进，如果以19年1季度作为基期，全国居民人均可支配收入与工资性收入的两年CAGR分别为6.7%与4.5%，随着人工工资增速修复至疫情前水平，乘用车消费需求也会加速上行。

图 2：全国居民人均可支配收入及工资性收入季度累计名义/实际同比增速



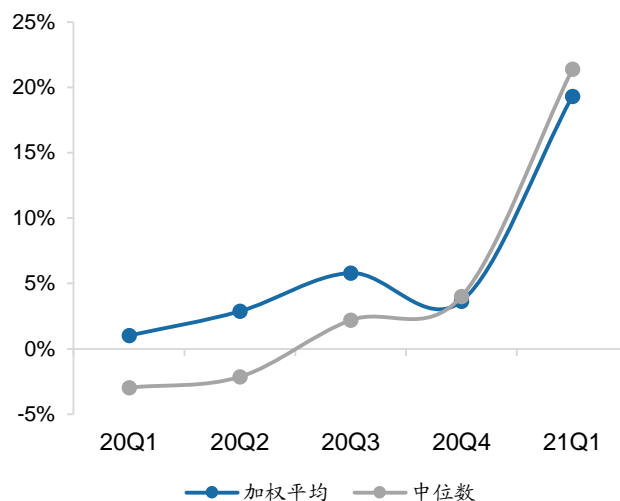
数据来源：国统局、广发证券发展研究中心

图3: A股人工工资历年同比增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: A股人工工资季度同比增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

我们在20年9月份报告中提到: 在考虑正常季节性影响下我们预测20年终端销量同比下滑9%-11%, 21年终端销量同比增长10%-15%, 主要考虑基数较低, 工资收入和消费倾向的修复需要一定的时间, 估计乘用车终端需求有望迎来温和的反弹。中机中心数据显示, 20年乘用车终端销量实际下滑7.4%, 主要由于4季度“翘尾因素”拉动, 20年因此基数偏高2-3%。

表 2: 2020年出台关于稳定汽车消费政策措施一览表

时间	地区/部门	具体内容
2月3日	广东佛山	《关于印发佛山市促进汽车市场消费升级若干措施(试行)》, 为鼓励消费者购买新车, 佛山市将给予每辆车 2000 元补助; 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。该《通知》将于 3 月 1 日实施, 有效期 1 年。
2月21日	广东省	《广东省进一步稳定和促进就业若干政策措施》, 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25日	工信部	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》, 积极稳定汽车等传统大宗消费, 鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额, 带动汽车及相关产品消费。
2月28日	广东深圳	《关于统筹推进疫情防控和经济社会发展工作的若干措施》, 提出要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	湖南湘潭	《关于出台促进吉利地产车在长株潭消费升级鼓励措施》, 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, 可获 3000 元/台的补贴。
3月3日	广东广州	《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》, 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	湖南省发展改革委党组书记、主任胡伟林在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展第五场新闻发布会上表示, 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11日	广东东莞	东莞: 鼓励汽车企业对本市居民购置 A 级以下新能源汽车积极让利, 保持相应车型售价与补贴政策调整前相同; 推进老旧汽车更新换代, 鼓励汽车品牌厂家或汽车经销商开展以旧换新销售业务。

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	珠海	珠海：对在珠海注册登记的汽车销售企业购买国六标准排放汽车的消费者给予补助，对符合规定的车展布局企业、车展汽车销售企业给予场地、宣传投入补助和销售奖励。
3月25日	浙江杭州	《关于2020年一次性增加小客车指标的配置公告》，2020年一次性增加2万个个人小客车指标，按3:1的比例通过个人阶梯摇号和县（市）个人指标摇号的方式进行配置，即个人阶梯摇号15000个、县（市）个人指标摇号5000个。
3月25日	江西南昌	《南昌市战疫情促消费若干措施》，引导汽车消费升级，对疫情期间在南昌市范围内购买新车(含乘用车和商用车)，按1000元/辆标准给予购车人补贴。
3月27日	浙江宁波	《关于推进工业达产扩能稳增长的若干意见》，自2020年3月25日起至2020年9月30日，消费者购买宁波本地生产、销售的乘用车并在本地上市的，给予每辆车一次性让利5000元，每家企业限让利销售6000辆。宁波对本地汽车生产企业在本年首发投产并列入国家《车辆生产企业与产品》公告目录的新车型，累计产量突破1万辆后，产量每超过10%给予50万元补助，每家企业补助最高不超过500万元。
3月29日	吉林长春	《关于做好近期商贸领域促消费工作的指导意见》，鼓励购买新车，购买长春市生产并在省内销售落籍的汽车，每辆给予购车价格3%的一次性补助，最高不超过4000元；鼓励更新换代，吉林省号牌车主凭2020年3月20日至6月30日旧车销售发票或汽车报废注销证明，购买长春市生产并在省内销售落籍的新车给予一次性补助，最高不超过5000元；鼓励团体采购，对一次性购买长春市生产并在省内销售落籍的新车5辆及以上的（车辆单价不低于20万元），给予一次性补助，每辆最高不超过6000元。以上政策不叠加使用，截至2020年6月30日。
3月30日	北京	《北京市进一步促进高排放老旧机动车淘汰更新方案(2020-2021年)》，2020年4月1日至2021年12月31日期间，报废或转出本市的高排放老旧机动车可享受政府补助。有强制报废期限的车辆需提前1年及以上进行解体报废方可享受政府补助。
3月31日	国常会	为促进汽车消费，会议确定，一是将年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年。二是中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。三是对二手车经销企业销售旧车，从5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。
4月10日	安徽	《2020年汽车和新能源汽车发展工作要点》，将围绕汽车“五化”（轻量化、电动化、智能化、网联化、共享化）发展方向，推进传统汽车改造升级，提升新能源汽车产业链水平，加快智能网联汽车发展布局，推动汽车产业高质量发展。2020年安徽省生产汽车将达到90万辆以上，汽车制造业主营业务收入2500亿元左右，新能源汽车产销量继续保持全国前列。
4月14日	江苏	《关于积极应对疫情影响促进消费回补和潜力释放的若干举措》，包括：江苏省鼓励各地因地制宜制定促进汽车消费政策举措，引导在省内注册登记的汽车销售企业为消费者提供降价让利、金融支持、售后服务等购车优惠，支持无车家庭购买首辆新能源汽车或国六排放标准燃油汽车。

数据来源：各地区及部门官方网站、广发证券发展研究中心

从乘用车终端各月度销量占全年比重可以发现，20Q4各月份终端销量占比均高出历史均值1-2个百分点。具体而言，2020年10-12月终端销量占全年比重分别为9.9%、10.2%、13.5%，06-19年历史均值分别为8.2%、9.0%、11.0%。

表 3：2006-2020年乘用车单月终端销量占全年终端销量比重

终端	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	10.4%	5.9%	9.1%	9.4%	7.3%	8.0%	6.9%	8.0%	9.3%	7.4%	8.9%	9.4%
2007	10.6%	7.4%	7.9%	9.4%	7.3%	7.6%	8.0%	8.4%	9.1%	7.5%	8.5%	8.3%
2008	13.0%	6.6%	9.0%	9.3%	8.5%	8.6%	7.5%	6.9%	7.6%	8.5%	6.9%	7.7%
2009	7.1%	7.0%	7.3%	7.6%	7.1%	7.9%	8.1%	7.7%	9.7%	8.0%	9.4%	13.0%
2010	8.5%	5.6%	7.5%	8.1%	7.4%	6.8%	7.3%	8.1%	9.0%	8.2%	10.0%	13.5%
2011	10.5%	4.8%	8.5%	7.5%	7.9%	7.2%	7.4%	8.6%	11.3%	7.2%	9.0%	10.2%
2012	9.7%	7.7%	7.9%	6.8%	8.4%	6.9%	7.8%	8.5%	9.0%	8.5%	9.3%	9.4%
2013	13.0%	5.9%	7.0%	7.4%	8.3%	6.5%	8.0%	7.8%	9.1%	8.6%	9.0%	9.3%
2014	13.1%	5.6%	7.2%	7.9%	8.2%	7.0%	7.9%	7.1%	9.6%	8.6%	8.3%	9.5%

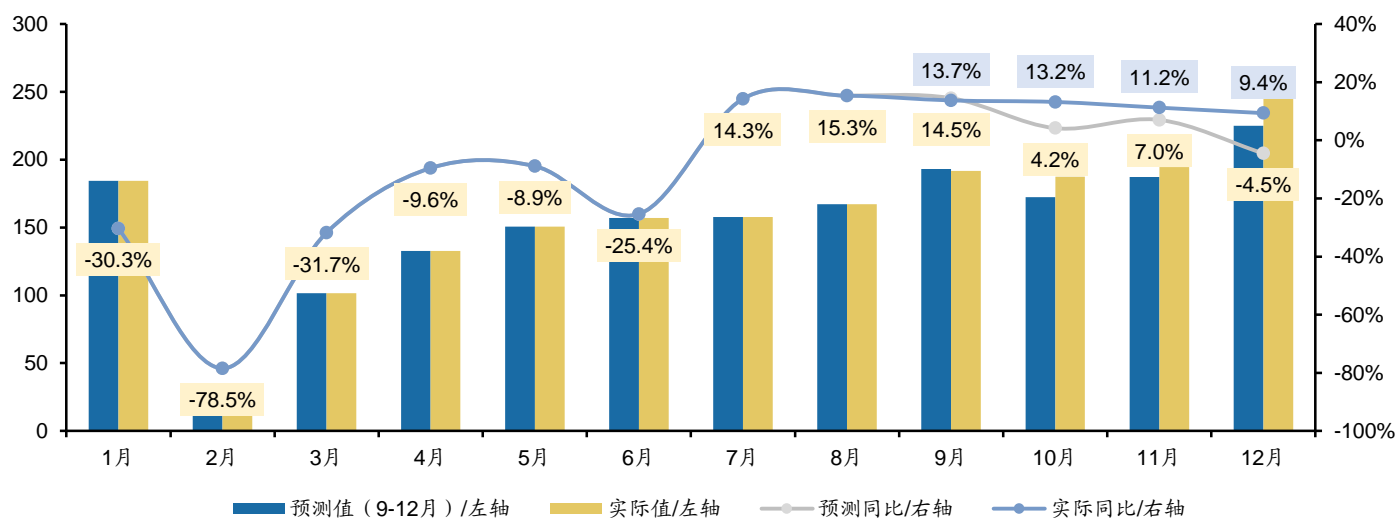
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2015	10.9%	7.8%	6.7%	7.1%	7.3%	6.5%	7.1%	7.3%	8.5%	8.8%	9.2%	12.9%
2016	10.7%	5.2%	7.1%	6.6%	7.2%	6.7%	7.1%	8.0%	9.0%	8.5%	9.9%	13.9%
2017	8.1%	4.8%	7.2%	6.8%	7.4%	7.2%	7.6%	8.6%	9.3%	9.0%	10.2%	13.8%
2018	9.9%	7.3%	7.7%	7.3%	8.0%	7.0%	7.8%	8.2%	8.5%	8.3%	8.4%	11.6%
2019	12.9%	4.4%	7.2%	7.1%	8.0%	10.2%	6.7%	7.1%	8.2%	8.1%	8.5%	11.5%
2020	9.7%	1.0%	5.3%	7.0%	7.9%	8.3%	8.3%	8.8%	10.1%	9.9%	10.2%	13.5%
06-19 均值	10.6%	6.1%	7.7%	7.7%	7.7%	7.4%	7.5%	7.9%	9.1%	8.2%	9.0%	11.0%

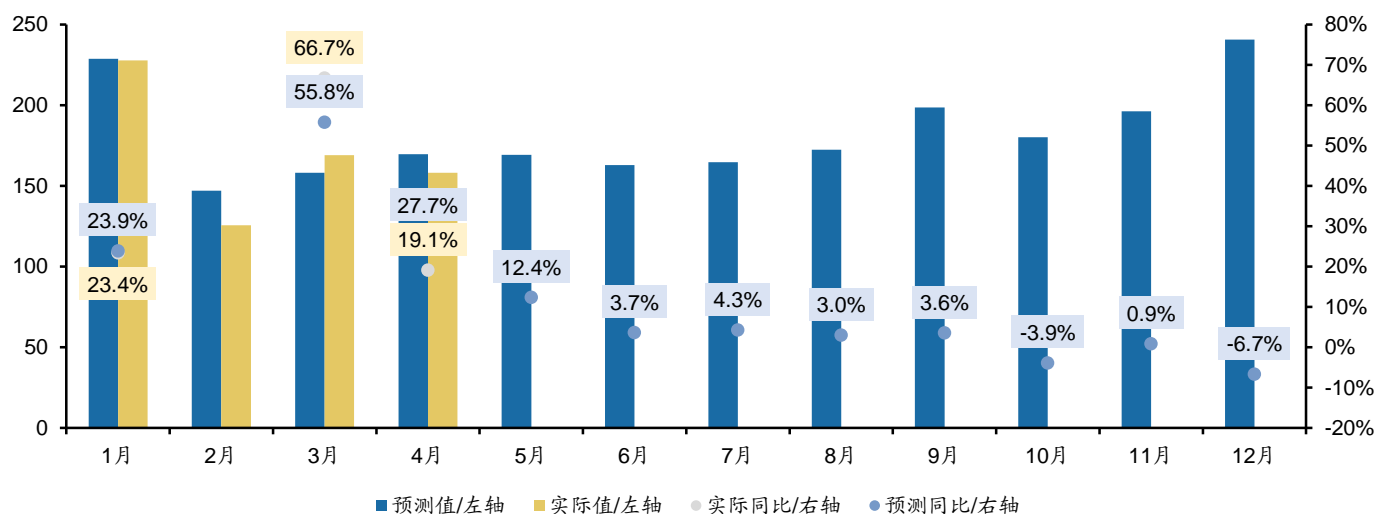
数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图 5：20年9月份报告对乘用车销量预测数据与实际数据比对



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图 6：2021年乘用车销量预测数据与实际数据比对



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

尽管20Q4的“翘尾因素”或对今年1季度需求产生一定程度上的透支效应，但

从去年4季度到今年前四个月的销量汇总来看，则基本可以消除翘尾因素额的影响，从实际情况来看，去年10月份至今年4月的七个月终端销量比按正常季节性外推的预测值高2.5%，说明从去年4季度到今年1-4月累计7个月的销售数据略强于正常的季节性变化，应该能够反映工资修复后消费倾向的温和修复。

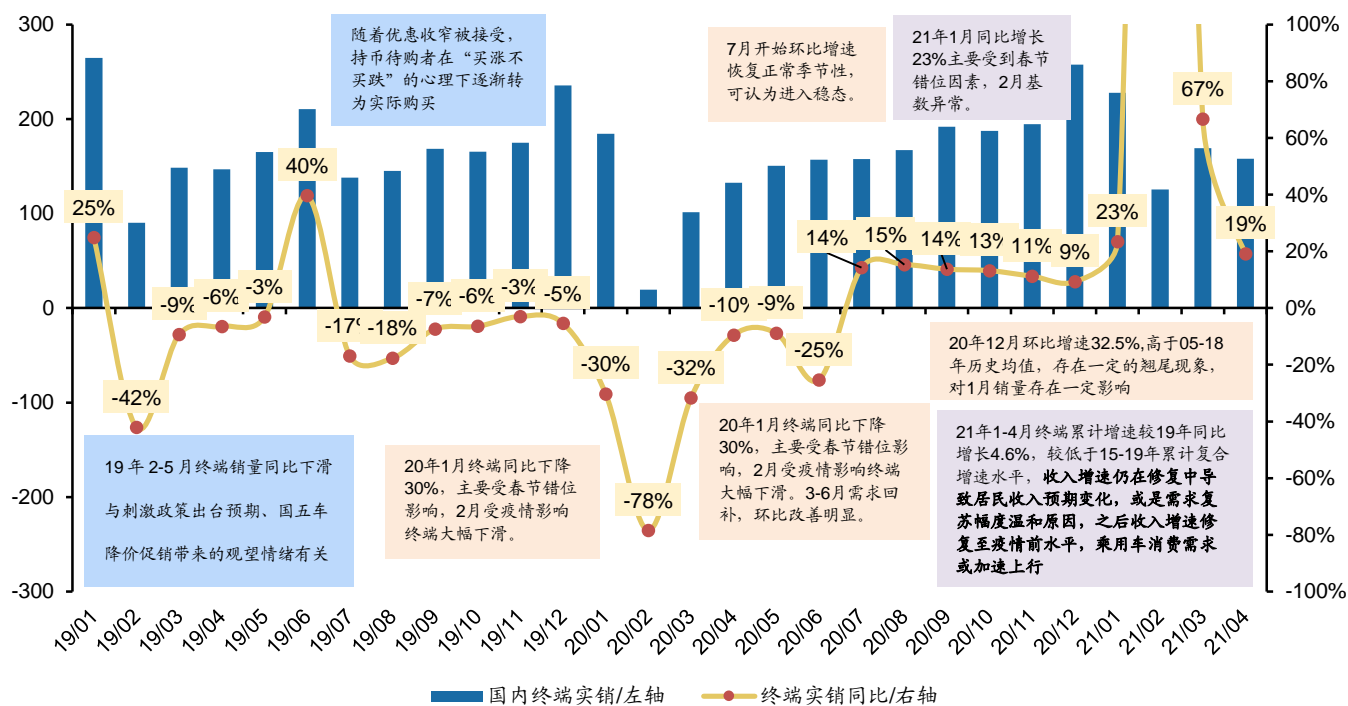
表 4: 2020年10月至2021年4月广发汽车预测值与实际值情况对比

	预测销量 (辆)	实际销量 (辆)	偏离值 (实际-预测, 辆)	偏离度 (偏离值/实际值)
2020 年 10-12 月合计	5,847,549	6,397,367	549,818	8.6%
2021 年 1-4 月合计	7,032,835	6,806,637	-226,198	-3.3%
总计	12,880,385	13,204,004	323,619	2.5%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

考虑到20年全年销量较去年9月我们研究报告偏高2-3%，20年Q4和今年前4月这七个月销量高于我们去年9月报告2.5%，在工资增速反弹后，消费倾向大概率将持续修复，我们仍然维持21年乘用车终端销量增速不低于10-15%的判断。

图7: 乘用车终端月度销量(万辆)及同比增速



数据来源：中机中心，广发证券发展研究中心

表 5: 2006-2020 年单月终端销量占全年终端销量比重

终端	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	10.4%	5.9%	9.1%	9.4%	7.3%	8.0%	6.9%	8.0%	9.3%	7.4%	8.9%	9.4%
2007	10.6%	7.4%	7.9%	9.4%	7.3%	7.6%	8.0%	8.4%	9.1%	7.5%	8.5%	8.3%
2008	13.0%	6.6%	9.0%	9.3%	8.5%	8.6%	7.5%	6.9%	7.6%	8.5%	6.9%	7.7%
2009	7.1%	7.0%	7.3%	7.6%	7.1%	7.9%	8.1%	7.7%	9.7%	8.0%	9.4%	13.0%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2010	8.5%	5.6%	7.5%	8.1%	7.4%	6.8%	7.3%	8.1%	9.0%	8.2%	10.0%	13.5%
2011	10.5%	4.8%	8.5%	7.5%	7.9%	7.2%	7.4%	8.6%	11.3%	7.2%	9.0%	10.2%
2012	9.7%	7.7%	7.9%	6.8%	8.4%	6.9%	7.8%	8.5%	9.0%	8.5%	9.3%	9.4%
2013	13.0%	5.9%	7.0%	7.4%	8.3%	6.5%	8.0%	7.8%	9.1%	8.6%	9.0%	9.3%
2014	13.1%	5.6%	7.2%	7.9%	8.2%	7.0%	7.9%	7.1%	9.6%	8.6%	8.3%	9.5%
2015	10.9%	7.8%	6.7%	7.1%	7.3%	6.5%	7.1%	7.3%	8.5%	8.8%	9.2%	12.9%
2016	10.7%	5.2%	7.1%	6.6%	7.2%	6.7%	7.1%	8.0%	9.0%	8.5%	9.9%	13.9%
2017	8.1%	4.8%	7.2%	6.8%	7.4%	7.2%	7.6%	8.6%	9.3%	9.0%	10.2%	13.8%
2018	9.9%	7.3%	7.7%	7.3%	8.0%	7.0%	7.8%	8.2%	8.5%	8.3%	8.4%	11.6%
2019	12.9%	4.4%	7.2%	7.1%	8.0%	10.2%	6.7%	7.1%	8.2%	8.1%	8.5%	11.5%
2020	9.7%	1.0%	5.3%	7.0%	7.9%	8.3%	8.3%	8.8%	10.1%	9.9%	10.2%	13.5%
06-19 均值	10.6%	6.1%	7.7%	7.7%	7.7%	7.4%	7.5%	7.9%	9.1%	8.2%	9.0%	11.0%

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

(二) 芯片阶段性影响带来库存改善，库存周期有望与需求周期形成共振，改善盈利

2020年下半年开始芯片供应问题逐渐成为全球车市共同面临的挑战，2021年以来“缺芯”问题日益凸显。中汽协方面表示，芯片短缺问题一定程度影响了车企的生产进度，对企业生产的影响可能重点在二季度凸显。

中国汽车工业协会副秘书长李邵华在3月23日研讨会《中国汽车产业如何破解缺‘芯’之痛？》上解释，汽车芯片短缺的原因主要归纳为五点：

1. 全球半导体制造生产线产能紧张，随着新能源汽车、智能网联汽车的技术应用，芯片的应用比传统的燃油车都成倍增加，芯片产能的增长没有完全匹配汽车需求的增长；

2. 去年一季度受疫情影响汽车产销量大幅下降，芯片需求骤减，三、四季度随着中国汽车市场的快速恢复，由于芯片行业的生产周期原因，造成了从去年四季度开始出现的车用芯片紧张的情况；

3. 从去年下半年开始，消费电子企业的超期囤货加剧了汽车芯片的紧张，主要从去年第四季度开始国内的手机企业都开始加大储备，随后各个行业的企业都在效仿，加大芯片储备量，挤占了去年的芯片产量；

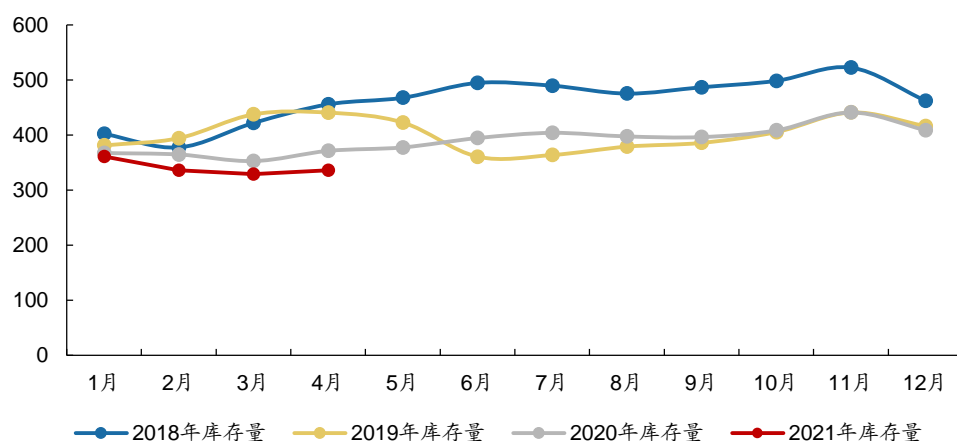
4. 因不可抗因素在短期内削减了芯片的产能，去年年底和今年年初，欧洲、东南亚的第二波疫情，加上日本地震，美国暴风雪等不可抗因素，使得当地半导体生产企业出现了减产、停产的情况；

5. 当前汽车行业恐慌性的囤货，加剧了芯片短缺的情况。

短期来看，芯片供需不平衡导致汽车行业芯片供应无法满足需求市场，中汽协预判：按照汽车和芯片两个行业的基本生产规律和周期来看，应该要持续到今年的下半年，至少到三季度左右才有可能进入到一个新的供需平衡的阶段。所以可以判断2021年的中国的汽车产销受芯片影响，会呈现前紧后松的态势，下半年的汽车产销随着芯片短缺问题的缓解会有所提升。

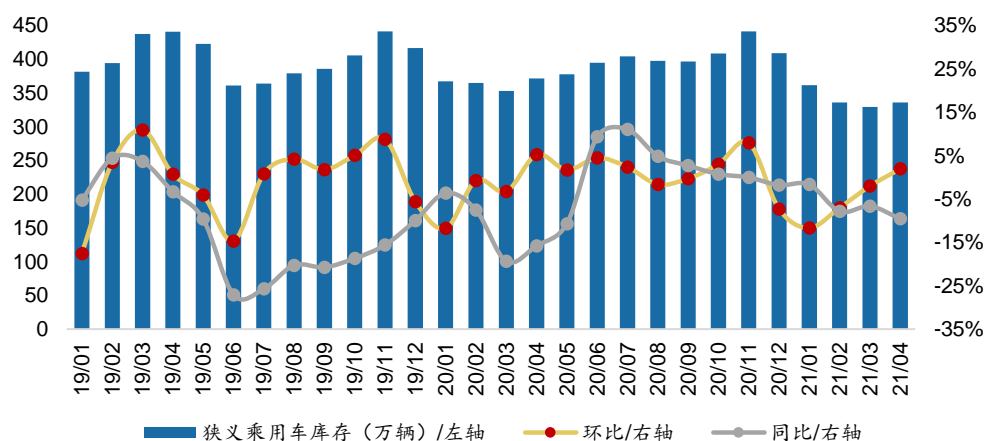
辩证来看，芯片带来的阶段性影响反而一定程度上改善了乘用车行业库存水平。2018年以来乘用车需求进入下行期，行业库存被动提高；2019年国五升级国六，上半年车企降价大幅去库存，行业整体库存水平回落至合理偏高的位置，随后库存再次上升，2020年疫情冲击下车企去库存的能力不足，20年末乘用车行业库存水平与2019年末相当；2021年以来，终端需求持续复苏而供给却有了一定的约束，带动行业库存下降，根据中汽协与中机中心数据，截至4月底乘用车行业库存水平相比2020年同期下降9.5%，相比2018年峰值已经下降35.7%。

图 8: 乘用车行业库存 (万辆)



数据来源: 中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

图 9: 乘用车行业库存 (万辆) 及同环比



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

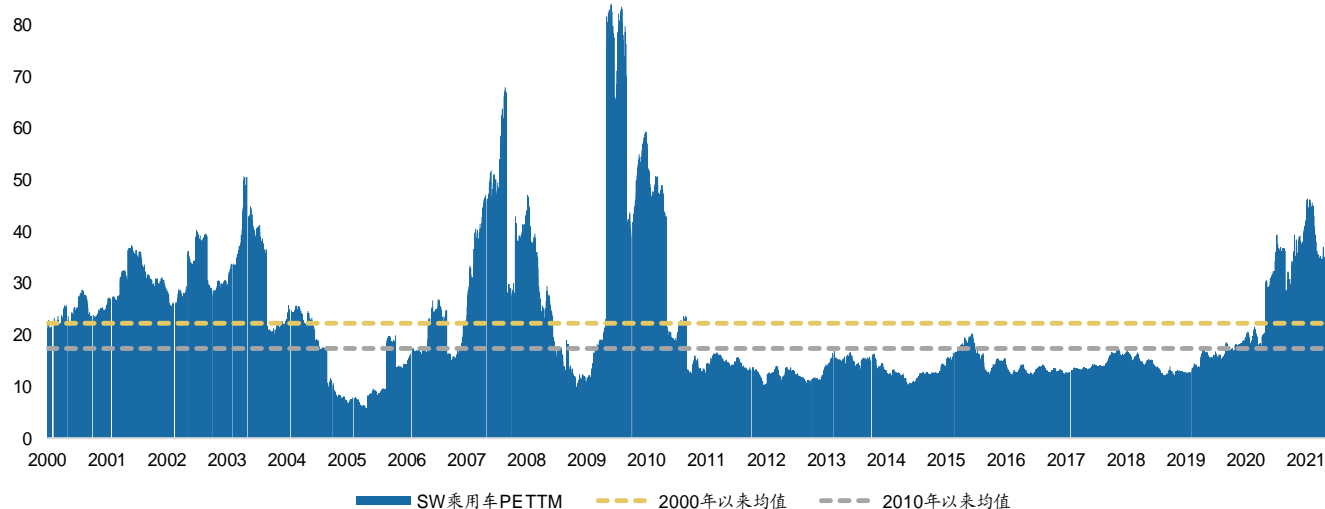
我们预计历史上最长的这一轮去库存有望在今年3季度左右告一段落,本轮乘用车行业去库存与2019年的不同之处在于:第一,经过两年的调整,目前行业总体库存水平已经处于健康合理水平;第二,本轮去库存是在终端需求持续复苏的大环境下因芯片供给短缺导致的库存被动下降,而不是车企通过降价促销引导的主动去库存,消费者“买涨不买跌”的心理预期更容易转化为实际购买力。

我们仍然维持在2020年11月发布的年度策略报告《积极拥抱变革与升级中的 α 》的观点:17-20年连续4年终端销量下滑以后,随着疫情后工资收入增速逐渐回升和收入预期修复,我们估计21年乘用车终端销量增速有望10-15%,考虑到疫情冲击后,企业精细化管理带来的成本和费用端改善(库存管理、资本性开支、经营性现金流、人力资源管理),成本和芯片的问题是阶段性的干扰因素,乘用车行业盈利有望进入到修复阶段。

（三）龙头公司股价具有更好的安全边际和投资的性价比

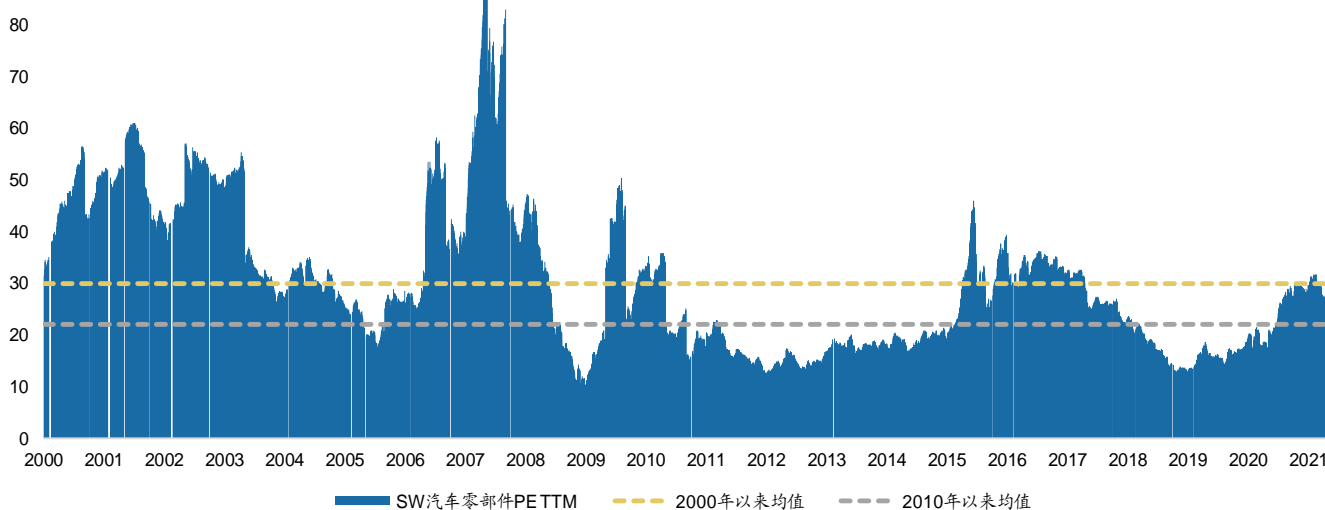
截至6月11日，汽车A股上市公司历史业绩高点对应PE市值加权、中位数分别为20.7倍、21.9倍。SW乘用车、零部件板块的PE TTM估值分别34.5倍、24.6倍，与2012年乘用车盈利触底的时候，按照景气低点给予了较低估值水平的情况有很大的差异，而今年乘用车盈利创历史新高的可能性并不大，相较而言龙头公司股价具有更好的安全边际和投资价值。

图 10：2000年以来SW乘用车PE TTM（倍）



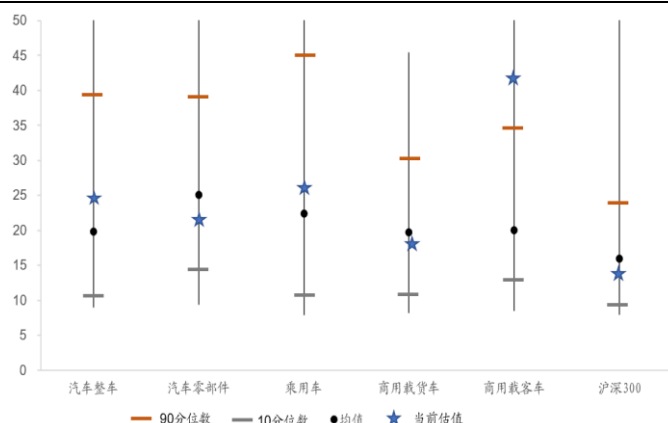
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 11：2000年以来SW汽车零部件PE TTM（倍）



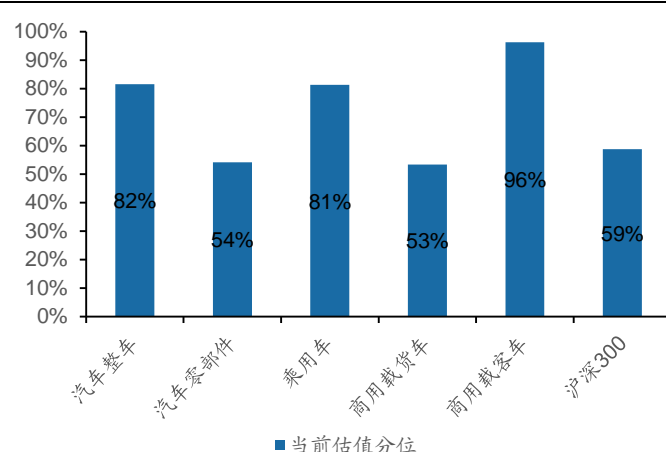
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12: 汽车各子行业估值分位 (倍, 截至6月11日)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 汽车各子行业估值分位 (截至6月11日)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 6: 汽车A股上市公司历史业绩高点对应PE (倍, 截至2021.6.11)

证券简称	市值/历史业绩高点	证券简称	市值/历史业绩高点	证券简称	市值/历史业绩高点	证券简称	市值/历史业绩高点	证券简称	市值/历史业绩高点	证券简称	市值/历史业绩高点
广汇汽车	5.85	中原内配	12.58	正裕工业	17.88	联诚精密	23.39	美力科技	31.68	星宇股份	49.96
中通客车	6.20	广东鸿图	12.65	信隆健康	17.91	岱美股份	23.47	伯特利	31.83	登云股份	50.50
浩物股份	6.37	天润工业	12.88	均胜电子	18.07	N冠盛	23.54	长春一东	32.23	文灿股份	50.54
上汽集团	6.46	中鼎股份	12.91	跃岭股份	18.32	豪能股份	23.72	钧达股份	32.57	春风动力	52.84
宇通客车	7.34	宁波高发	12.95	鹏翎股份	18.35	银轮股份	23.73	路畅科技	32.84	力帆股份	56.00
隆鑫通用	7.56	中马传动	12.95	天汽模	18.38	金杯汽车	24.14	中国汽研	32.89	万通智控	56.05
威孚高科	8.05	漳州发展	13.17	万向钱潮	18.66	亚星客车	24.65	亚太股份	33.11	科博达	56.59
京威股份	8.21	凯众股份	13.47	科华控股	18.81	隆基机械	24.90	继峰股份	33.13	拓普集团	57.98
富奥股份	8.47	福田汽车	13.66	新坐标	19.02	神驰机电	25.04	华懋科技	33.53	朗博科技	64.20
曙光股份	8.76	联明股份	13.95	一汽解放	19.08	浙江仙通	25.05	兴民智通	34.29	阿尔特	64.71
金龙汽车	8.90	长源东谷	14.17	通达电气	19.28	华达科技	25.13	奥联电子	34.58	西仪股份	66.27
永安行	9.00	金鸿顺	14.46	德尔股份	19.47	东风汽车	25.24	今飞凯达	35.27	隆盛科技	77.53
江铃汽车	9.08	亚普股份	14.58	鑫湖股份	19.76	钱江摩托	26.05	苏奥传感	35.36	特尔佳	83.58
松芝股份	9.24	铁流股份	14.67	越博动力	19.80	万安科技	26.19	保隆科技	36.44	小康股份	120.54
南方轴承	9.57	江淮汽车	14.92	福达股份	19.98	爱柯迪	26.22	福耀玻璃	36.73	比亚迪	128.57
国机汽车	9.85	宗申动力	15.18	富临精工	20.30	日盈电子	26.67	天成自控	37.54	光启技术	304.10
华域汽车	9.93	常熟汽饰	15.26	常青股份	20.46	奥特佳	27.56	双环传动	38.51	北汽蓝谷	451.22
交运股份	10.29	合力科技	15.48	东风科技	20.66	泉峰汽车	27.66	长城汽车	38.62		
中华控股	10.39	东安动力	15.87	圣龙股份	21.08	威帝股份	28.02	金固股份	39.05		

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

一汽富维	10.87	兆丰股份	16.28	大东方	21.17	英搏尔	28.61	西菱动力	39.44		
宁波华翔	11.00	潍柴动力	16.30	德宏股份	21.18	北特科技	28.78	浙江世宝	41.35		
郑煤机	11.08	旷达科技	16.67	贝斯特	21.65	华培动力	29.00	旭升股份	44.06		
秦安股份	11.39	模塑科技	16.89	东方时尚	21.90	特力 A	29.20	新泉股份	45.19		
广汽集团	11.42	四通新材	17.10	雷迪克	21.90	林海股份	29.35	华阳集团	45.61		
远东传动	12.06	骆驼股份	17.13	湘油泵	22.04	蓝黛传动	29.51	光洋股份	45.79		
金麒麟	12.13	渤海汽车	17.43	云意电气	22.66	威唐工业	29.71	新日股份	47.48		
中国重汽	12.27	川环科技	17.57	精锻科技	22.93	贵航股份	29.93	上海凤凰	47.82		
长安汽车	12.32	申达股份	17.70	新朋股份	23.07	云内动力	30.74	襄阳轴承	48.39		
双林股份	12.36	万里扬	17.79	凌云股份	23.19	迪生力	31.24	中国中期	48.45		
万丰奥威	12.52	飞龙股份	17.83	腾龙股份	23.31	恒立实业	31.27	艾可蓝	49.46		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

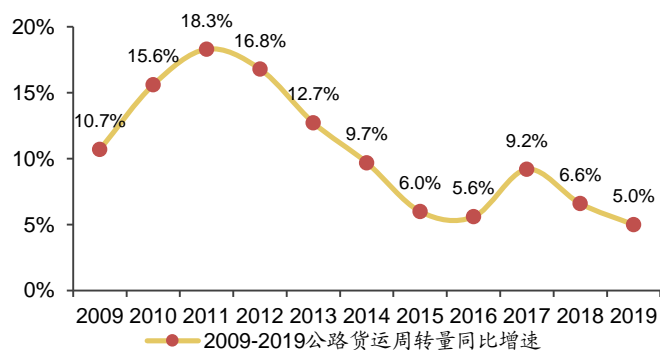
二、重卡：景气大概率连续第六年好于市场预期

（一）卡车需求向上的长期驱动因素：技术进步、规范化和公路货运周转量持续增长

创造了社会价值的技术进步是驱动卡车（包括中重卡与轻卡）行业更新率稳定在均值附近的内在原因，包括但不限于新车的燃油经济性和可靠性提升显著。根据草根调研，购买新重卡车比在用的老重卡车平均每年多赚5-10万/辆；此外，购买AMT自动挡的新重卡车兼有舒适性和经济性的优势，因此，用户有愿意更新的内在动力。

公路货运周转量长期正增长是支撑卡车需求长期向上的宏观逻辑。根据交通运输部，公路货运周转量已经20多年正增长，其中16-20年增长幅度为30.1%，若以20年四季度公路货运周转量同比增速9.9%来反映20年全年正常需求，公路货运需求5年累计增长41.7%，叠加治超带来的单车运力平均下降20%，公路货运车辆保有量需求增长幅度为77.1%。我国公路货运需求类似必选消费品，具备极强韧性并会随着经济总量上升长期正增长。

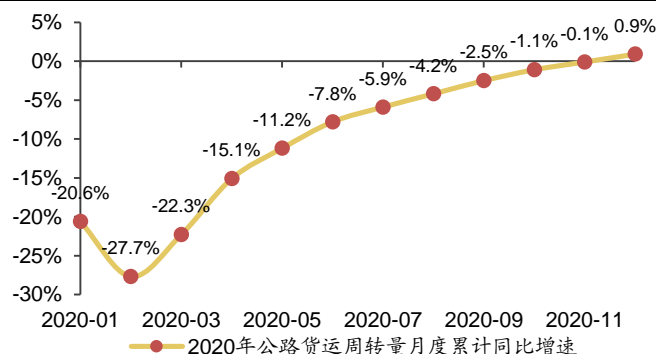
图 14：我国09-19年公路货运周转量同比增速



数据来源：交通运输部，广发证券发展研究中心

注：公路货运周转量同比增速采用可比口径计算，下同

图 15：我国20年月度公路货运周转量累计同比增速



数据来源：交通运输部，广发证券发展研究中心

表 7：公路货运需求增长情况测算（亿吨/公里，%）

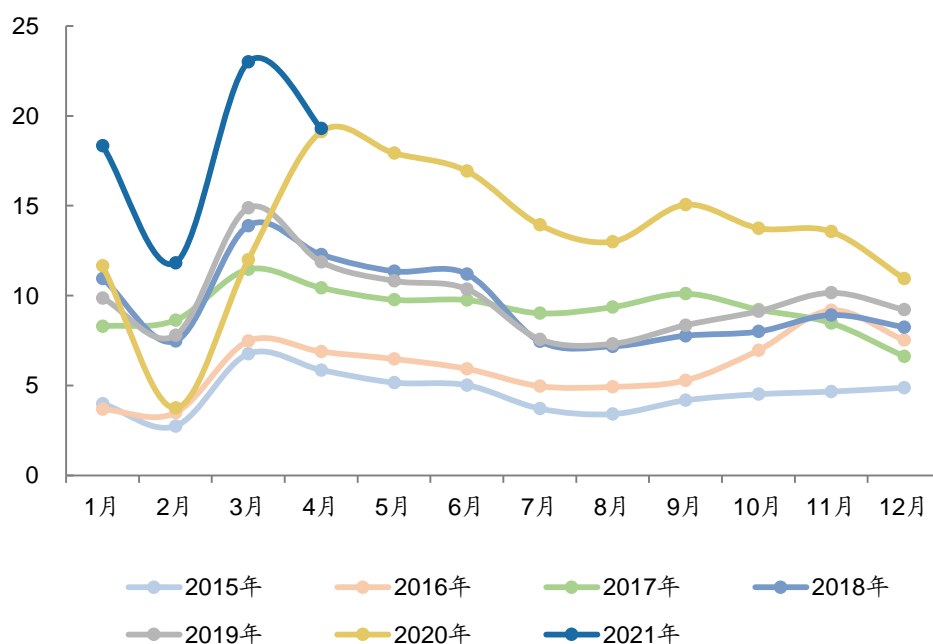
	2016	2017	2018	2019	2020
公路货运周转量同比增速	5.6%	9.1%	6.6%	5.0%	0.9%
5年累计增长	30.1%				
以20年4季度同比增速9.9%反映全年，5年累计增长	41.7%				

数据来源：交通运输部，广发证券发展研究中心

(二) 维持 21 年全年重卡销量同比-10%到+5%的判断，大概率显著好于市场预期

根据中汽协数据，重卡21年4月销量为19.3万辆，同比增长0.1%。21年1-4月累计销售72.5万辆，较19年同期/20年同期分别增长63.1%和55.7%。重卡“大吨小标”的整治效果还未充分反映，21年工程车好于物流车的表现，且将在未来3-5年明显提升对工程车销量中枢，我们维持对重卡行业收入长期乐观的判断。

图 16: 重卡2015-2021年分月度销量 (万辆)

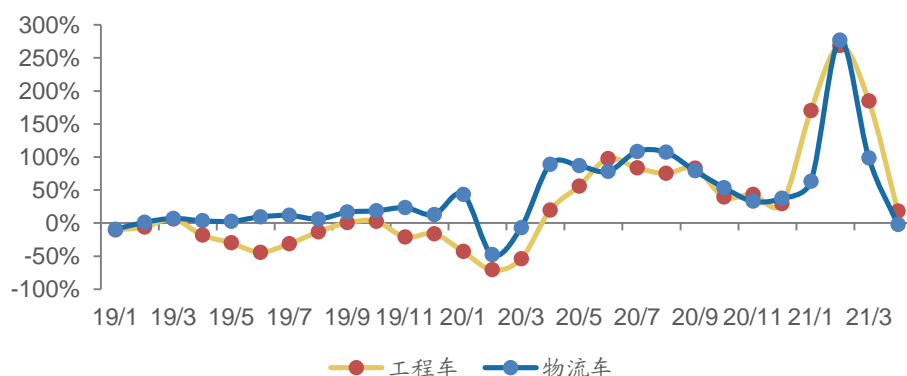


数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

19年5月21日大吨小标治超使得工程车单车运力大幅下降，短期负面影响销量（长期正面影响），19年5月后工程车同比基数显著下降，由于新车单车运力大幅下降，老车运力较高，随着老车的不断淘汰，工程车将一年比一年销量提升，23-25年的工程车销量有望比19年翻倍。

在去年发布的年度策略报告中我们展望：19年521影响逐渐消化，在不依赖基建增长的情况下，依然有望带动工程车需求增长。从今年前四个月的数据来看，工程车与物流车月度增速分别为170.2%/63.0%、268.6%/276.8%、185.0%/98.6%以及17.9%/-2.3%，工程车前四月累计同比增速为104.1%，物流车为60.8%，符合我们之前的展望，估计工程车全年正增长概率较大，增速将好于物流车。

图 17: 重卡物流车、工程车销量月度同比增速



数据来源: 商联会、广发证券发展研究中心

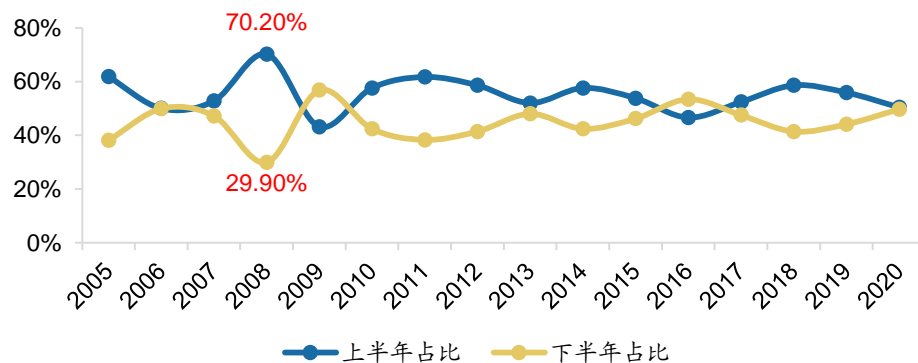
关于下半年重卡销量, 我们认为:

20年基数不正常和国六排放升级导致21年上半年的提前消费, 全年销量增速会高开低走, 但全年累计同比增速比单月同比更反映景气趋势。

20年受疫情影响, 重卡销量的季度分布显著异于正常年份: 20年1季度受疫情影响, 重卡销量占全年比例较低, 复工复产后被压制的需求快速反弹使得20年第二、三季度销量爆发增长, 占全年的销量比例较往年偏大。20年2季度和3季度重卡销量分别占全年销量的33.4%和26.0%, 较05-20年的均值偏离度分别为11.5%和22.1%。

受21年国六升级政策影响, 21年销量前高后低, 市场常用的单月同比增速对于趋势判断的意义在失效。 08年重卡销量受4万亿放水以及4季度全球金融危机影响, 形成“头重脚轻”的季度分布, 21年上半年受基数影响与国六切换的政策扰动也会有一定程度上的异常季节性分布, 但没有08年4季度金融危机类似的影响, 所以我们估计21上半年销量占全年比重约60-65%, 上半年销量大约在95-100万辆, 我们维持21年全年销量同比增速-10%到+5%的判断, 明显高于市场负增长20-30%的预期。尽管21年3季度重卡销量环比、同比都将下降至较低水平, 甚至不排除连续4个季度出现同比负增长, 但这或是“数据的游戏”, 21年4季度起或连续3个季度环比正增长, 22年季度销量增速将低开高走, 重卡景气趋势大概率连续第六年超市场预期。

图 18: 重卡2005-2020年上半年销量占比



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

表 8: 重卡分季度销量占比

年份	Q1	Q2	Q3	Q4
2005	30.5%	31.3%	16.1%	22.0%
2006	21.6%	28.4%	22.1%	27.8%
2007	21.7%	31.1%	24.0%	23.2%
2008	30.9%	39.3%	18.1%	11.8%
2009	16.0%	27.2%	27.8%	29.0%
2010	26.4%	31.2%	20.1%	22.3%
2011	33.0%	28.7%	19.1%	19.2%
2012	32.1%	26.5%	18.9%	22.5%
2013	21.8%	30.2%	21.3%	26.7%
2014	27.3%	30.3%	20.6%	21.8%
2015	24.6%	29.2%	20.6%	25.6%
2016	20.1%	26.5%	20.9%	32.5%
2017	25.5%	26.9%	25.6%	21.9%
2018	28.2%	30.4%	19.5%	21.9%
2019	27.7%	28.2%	19.8%	24.3%
2020	17.0%	33.4%	26.0%	23.7%
05-20 年均值	25.3%	29.9%	21.3%	23.5%
20 年较 05-20 年均值偏离度	-32.9%	11.5%	22.1%	0.7%
06、07、13、14 均值	23.1%	30.0%	22.0%	24.9%
20 年较正常年份偏离度	-26.6%	11.2%	18.2%	-4.9%

数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

注：08 年国三排放升级，4 季度全球金融危机

（二）行业库销比并不高，排放升级有扰动影响

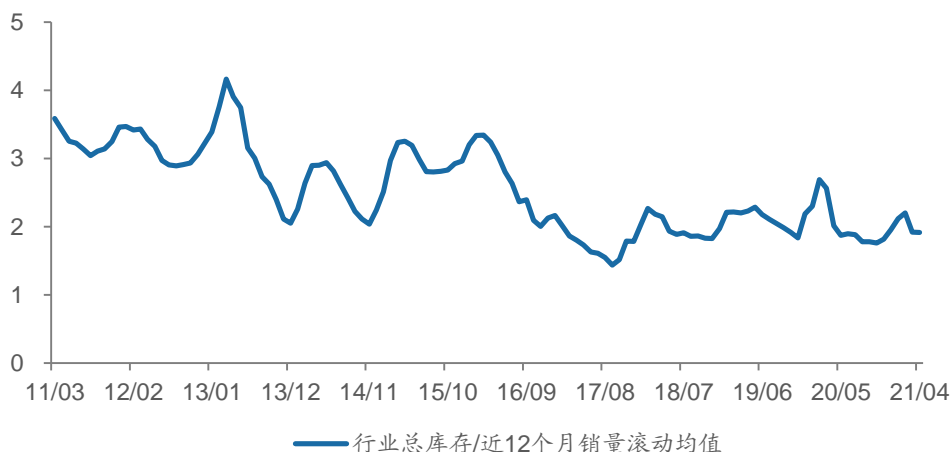
目前行业库存依然健康，企业经营策略更偏谨慎。库存周期是重卡车企短期盈利水平的重要影响变量，库存合理有利于其盈利能力的提升，而库存若高企会在多个方面给企业带来负面影响：（1）库存重卡对资金、场地等的占用有机会成本；（2）重卡生产后随着时间的增加将逐渐贬值，且贬值速度高于轿车；（3）重卡行业库存长期处于高位，在供大于求的情况下价格将会下行，严重影响企业利润。

根据我们对厂家和渠道库存的跟踪，截至21年4月重卡行业动态库销比为1.9个月，考虑到库销比主要受到生产周期、品种数量的影响，重卡厂商+渠道的总库存销售比正常区间大约在1.5-3个月左右，这轮近期行业景气以来，行业库存处于合理偏低的位置。上一轮重卡行情中车企产能的大幅扩充等带来了产能的严重过剩，形成的高库存也严重影响了车企的营运、盈利能力。此外原材料成本价格上涨和排放升级会给企业带来阶段性的扰动，企业充分吸取经验教训后，经营策略已经更为谨慎。

市场担心的行业库销比会因为3季度以后需求下行导致库存压力较大，客观上是存在的，但这主要是法规的扰动影响。排放法规之前需求较高，法规实施之后3季度

需求下行，可能导致3季度相对库存较高，国五库存的处置还会有一定的库存处置费用，但不少地区对国五销售给予了过渡期有助于降低库存处置风险，4季度以后需求有望出现连续3个季度的环比增长，相对库存的压力下降，那些库存管理良好，率先推广国六的企业有望在未来的竞争中领先。

图 19: 重卡行业动态库销比



数据来源：商联会，广发证券发展研究中心

（三）原材料涨价对重卡股盈利或有阶段性扰动，排放升级中积极推广国六、库存管理良好的企业具备优势

原材料涨价对重卡股业绩会有阶段性影响，但可能使行业集中度和管理水平进一步提高，高端化和差异化竞争加速。从长期看，成本是盈利的扰动因素，但疫情带来的全球市场供需不匹配导致2020年底以来大宗商品涨价，其中就包括汽车制造业所需的钢、铜、铝、橡胶、塑料等原材料。从广发汽车原材料成本指数来看，汽车原材料成本从20年5月就开始上涨，目前已达到2012年以来的高点，但趋势已显著减弱，4月广发汽车原材料成本指数环比下降0.4%。

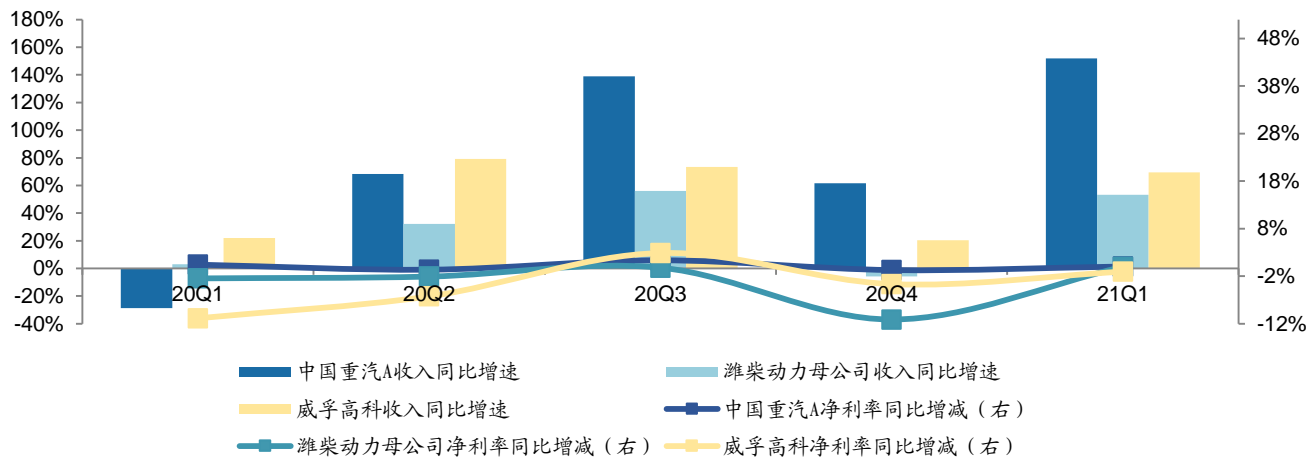
图20: 广发汽车原材料成本指数



数据来源：百川盈孚、广发证券发展研究中心

从业绩的角度来看，中国重汽A、威孚高科以及潍柴动力母公司（主要是重卡发动机业务）21Q1归母净利润分别同比增长129.6%、56.7%以及52.9%，这主要是受重卡高景气与低基数带来的收入大幅增长影响，重汽A、威孚高科以及潍柴动力母公司21Q1营业收入分别同比增长151.9%、69.6%与53.2%，但三家净利率并没有增长，反倒同比持平或下降（威孚高科下降了1pct），这说明原材料成本上涨对重卡股1季度业绩有一定扰动，但被规模效应的积极影响对冲。

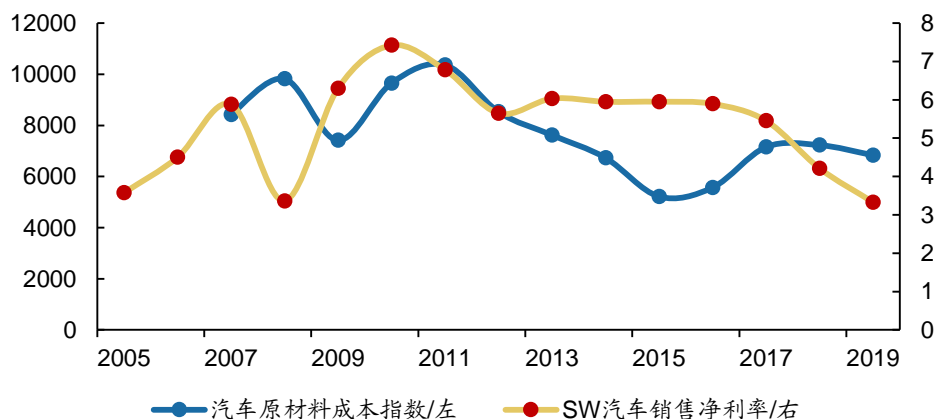
图21：重卡股季度收入同比增速（%）及净利率同比变化值（pct）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

库存周期与供需格局分别是决定利润的短期和长期变量。当前重卡行业竞争正 toward 高端化、差异化转变，原材料成本上涨或加速重卡产品升级，具备较强议价与成本控制能力的重卡龙头的有望在竞争中胜出。

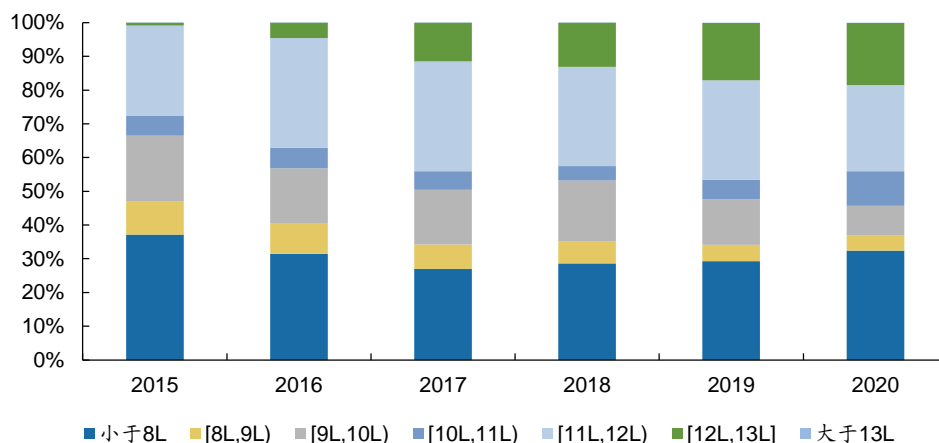
图22：汽车行业净利率（%）与原材料成本指数成本关系分析



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

不同于强消费属性的乘用车，单位用户、个人用户购买重卡更加看重的是TCO最优。中高端重卡产品具有更好的产品性能，是对高效物流的保证。技术层面上，中高端重卡产品往往需要大排量、大功率发动机。功率升级的好处在于发动机可以较大的排量、较低的转速实现单位内时间较少的做功次数，从而实现较低的油耗、更高的可靠性。根据中机中心，16年“921”以来重卡发动机功率、大排量渗透率均快速提升。

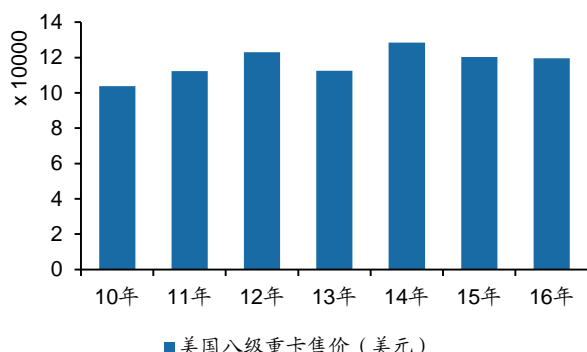
图 23: 我国重卡发动机分排量占比变化情况



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

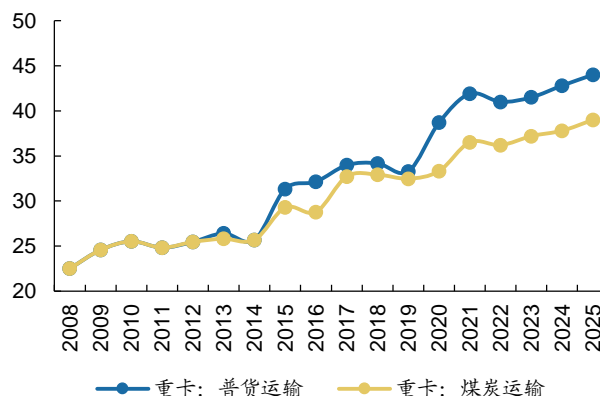
从单价来看，国内重卡售价仅相对国外高端重卡售价的22%-33%，仍然较大的提升空间。根据National Appraisal Guides公布的数据，美国8级以上卡车平均零售价为12万美元，而国内绝大多数重卡售价在40万元以下。

图 24: 美国八级卡车均价（美元）



数据来源：NADA、广发证券发展研究中心

图 25: 重卡特定用途主销产品价格趋势（万元）

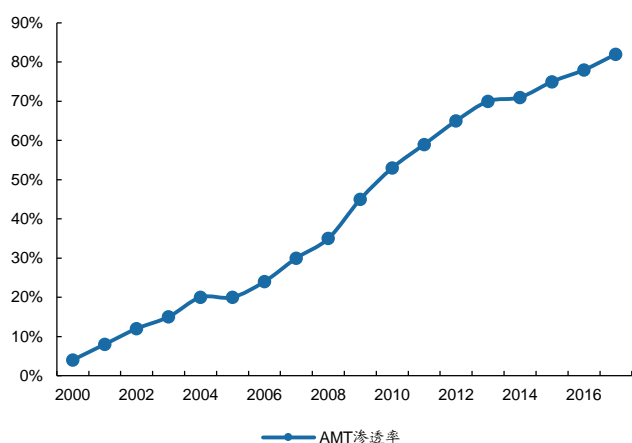


数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

注：统计基于特定用途的车型含税价，不同时期由于升级或使用不同车型，未来预测主要考虑法规，未考虑市场化升级

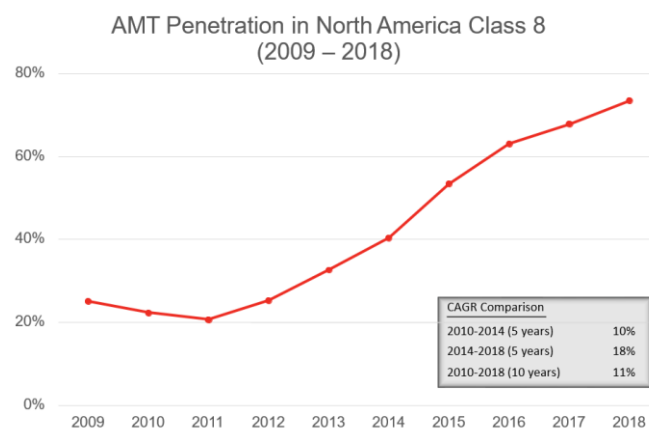
AMT重卡渗透率快速提升有望重塑重卡市场竞争格局。对标欧洲和美国，AMT重卡经历5年左右培育期后，在有供给的情况下迎来快速增长，目前欧洲AMT重卡渗透率已经提升至80%-90%。

图 26：欧洲16t以上重卡AMT渗透率



数据来源：商联会，广发证券发展研究中心

图 27：北美市场8级卡车AMT渗透率



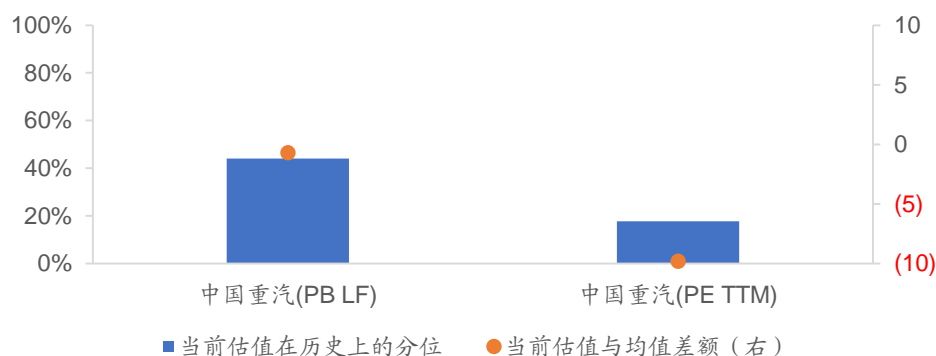
数据来源：商联会，广发证券发展研究中心

3季度是需求和市场预期的阶段性低点，或成为布局的良好时机，看好对内具备较强成本控制能力、对外具有较强议价权，进一步提升市场占有率与产品高端化程度的重卡产业链龙头。

(四) 估值方面：估值隐含的预期并不高，估值还具备上行空间

中国重汽当前（2021年6月11日）PB（LF）估值处于05年来历史PB估值水平的44%分位，较05年来PB均值低0.7倍。而其PE(TTM)估值处于05年来历史PE估值水平的仅17.7%分位，较历史PE均值低9.8倍，当下中国重汽PE估值在历史上的水平与PB估值在历史上的水平形成了较大背离，中国重汽PE估值隐含的预期较低。

图28：中国重汽PB与PE估值比较（截至2021年6月11日）

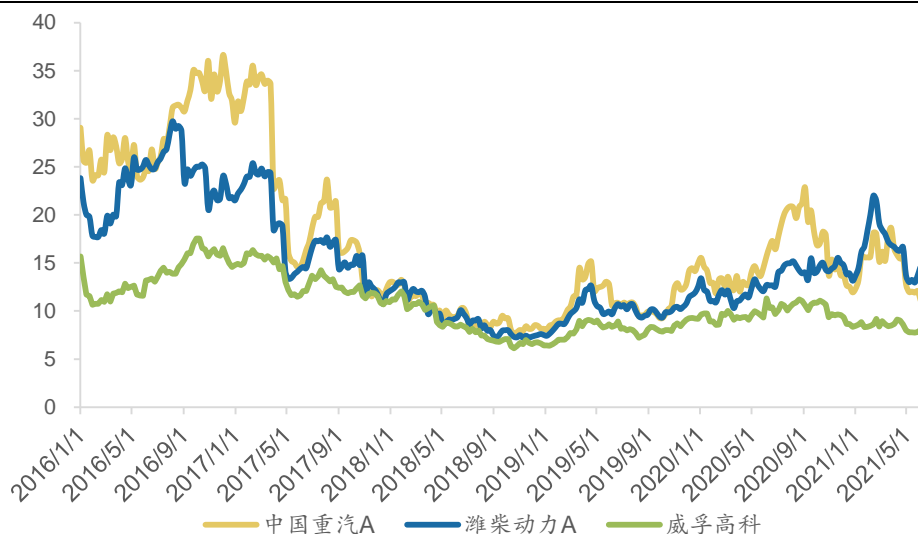


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从过去五年中国重汽A、潍柴动力A、威孚高科PE TTM估值来看，呈现出“圆弧底”形态，体现的逻辑是景气维持的越久估值就会正常化。

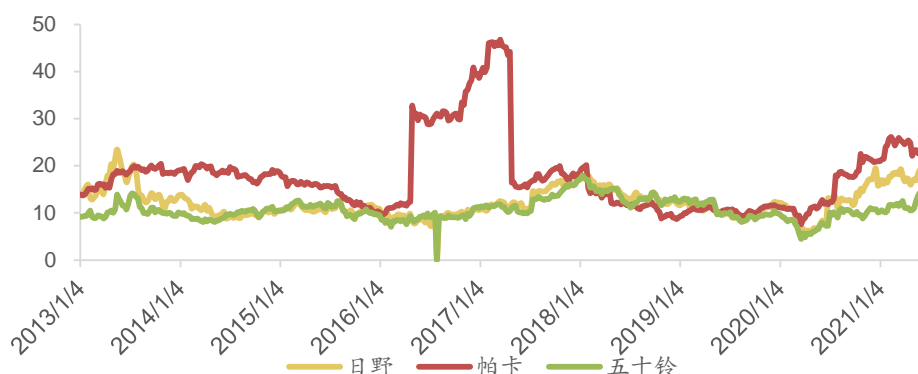
与国际商用车、发动机公司相比，我国重卡龙头股估值应该享受估值溢价。因为国内重卡行业的规范化和升级的红利远好于海外，12年至今，康明斯、日野、帕卡、五十铃PE TTM估值大多维持在10-20倍左右，中国的重卡股有望享受更高的估值。

图29：中国重汽A、潍柴动力A、威孚高科PE TTM 估值（截至21年6月11日）



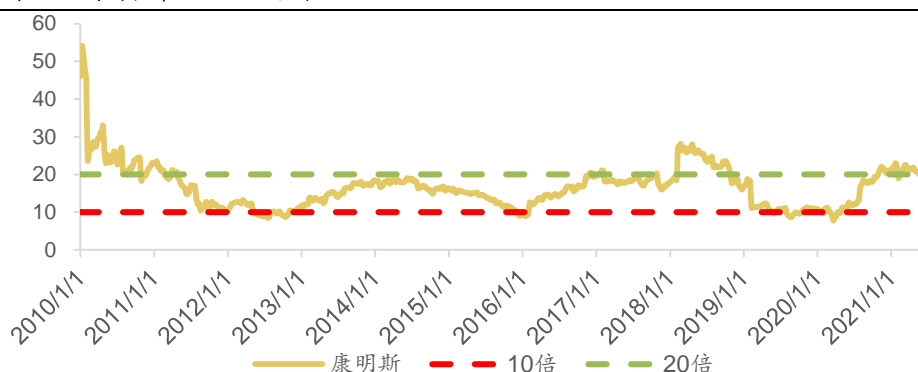
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图30: 日野、帕卡、五十铃PE TTM估值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 康明斯PE TTM估值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、轻卡: 将迎来未来 5-8 年的规范化红利期

(一) 行业规范化叠加公路货运需求持续提升, 轻卡销量长期向上

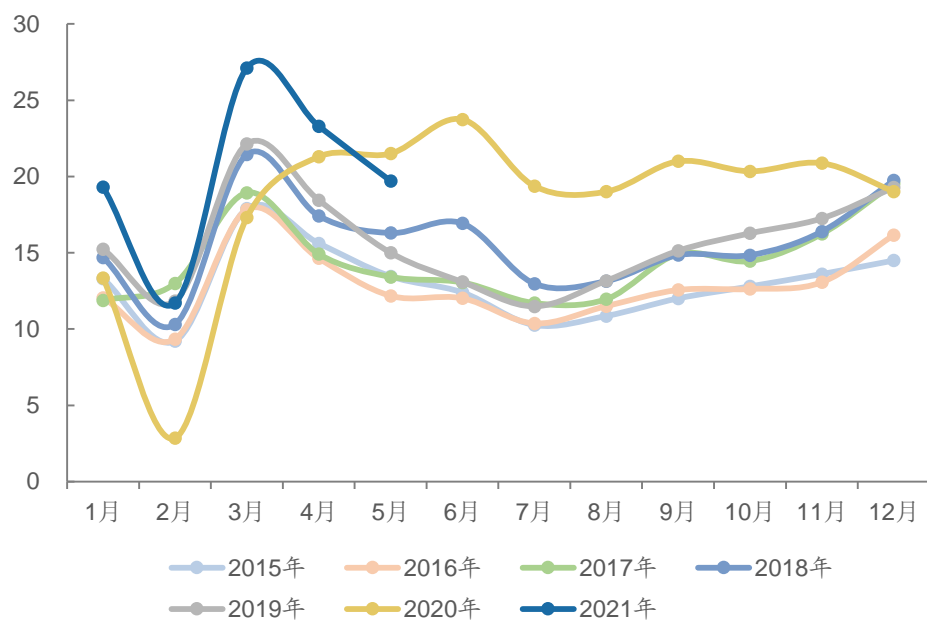
轻卡行业将迎来未来5-8年的规范化红利期。从需求端来看, 打击大吨小标等超载行为, 将使得轻卡销量在未来5-8年因单车运力减半而倍增。

从月度销量来看, 根据中汽协, 21年5月我国销售轻卡19.7万辆, 同比下降8.4%。21年1-5月累计销售101.1万辆, 较19年同期/20年同期分别增长22.3%和32.4%, 轻卡销量表现亮眼。

我们在14年5月的报告中指出, 排放监管变得正常是轻卡行业发生的重大变化, 轻卡行业在生产一致性长期无序的环境下导致不少企业只能低层次地比拼价格, 规范化已使轻卡行业开启市场化的供给侧改革, 具体的时间节点是2014年5月。21年则是蓝牌轻卡治超准入新政过渡年, 对年轻卡销量具有积极影响, 对长期的销量

因为单车运力减半或使得销量翻倍。

图32: 轻卡2015-2021年分月度销量(万辆)



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

（二）排放监管和标准升级+消费升级驱动轻卡高端化，产品单价大幅提升

排放监管和标准升级+消费升级驱动轻卡高端化，产品单价大幅提升。根据《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，3.5吨以上的重型柴油车排放标准将于21年6月升级为国六；中汽协的轻卡统计口径为1.8-6.0吨的柴油车，因此部分轻卡排放标准也将于21年6月升级为国六。排放标准的升级，将带来后处理系统成本的增加。同时随着治超加严和客户年轻化趋势，以及下游客户向组织化、集约化方向发展，从以往重视初始购置成本转为追求TCO最优，对中高端轻卡产品需求显著提升。

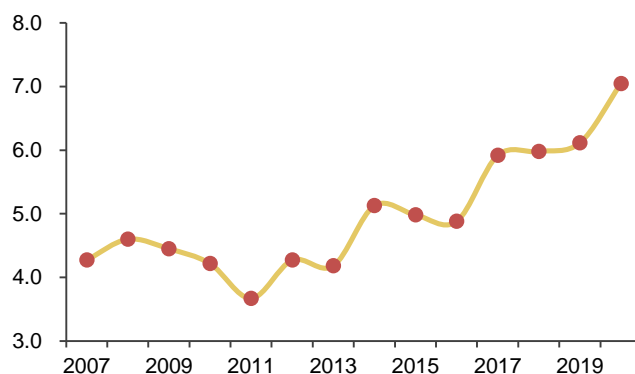
随着排放监管和排放法规的升级，从报表上看，根据福田汽车公布的轻卡分项收入（其中包含微卡和中卡收入）以及中汽协公布的福田汽车轻微卡和中卡销量，销售均价上升趋势十分明显。

图 33：轻卡单价（含税）21年受排放升级驱动或提升



数据来源：商联会，广发证券发展研究中心

图 34：福田汽车轻微卡和中卡销售均价（万元/辆）



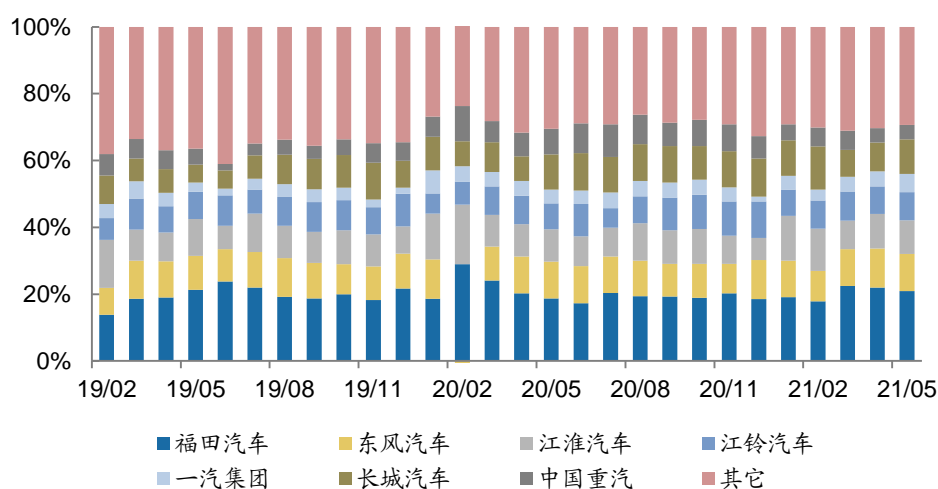
数据来源：公司财报，中汽协，广发证券发展研究中心

（三）行业门槛不断提高，竞争格局持续优化

行业龙头份额持续提升，竞争格局持续优化。从月度市占率来看，21年5月福田汽车、东风汽车和江淮汽车的市占率分别为20.9%、11.1%和10.0%，同比分别增加2.2pct、0.1pct和0.4pct。其中为积极应对原材料成本上涨，为客户提供更优质服务，福田汽车在轻卡全系列上调批发价格后，并未对其市占率产生明显冲击，说明现阶段商用车用户对全生命周期总成本（TCO）更加重视。从累计市占率来看，21年1-5月福田汽车、东风汽车和江淮汽车的累计市占率分别为20.9%、10.9%和10.7%，较20年分别增加1.2pct、0.5pct和1.0pct。

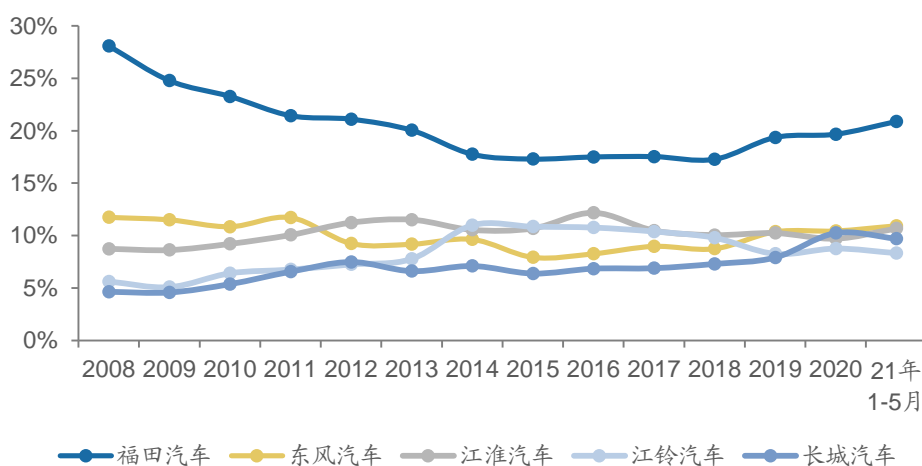
从集中度来看，21年1-5月行业CR3和CR7分别为42.5%和69.9%。剔除皮卡后，Q1行业CR3(不含长安)和CR6（不含长安）分别为49.8%与69.2%，行业集中度整体呈现持续提升态势。

图 35: 轻卡分车企月度市占率变化情况 (%)



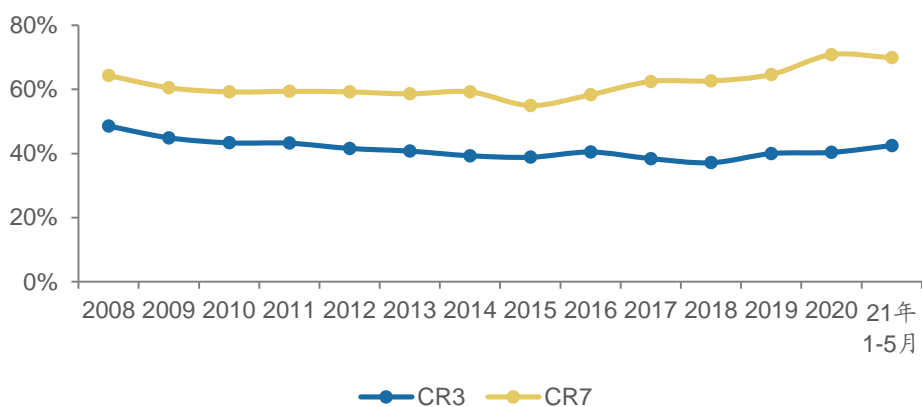
数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图 36: 轻卡部分主机厂市占率变化情况



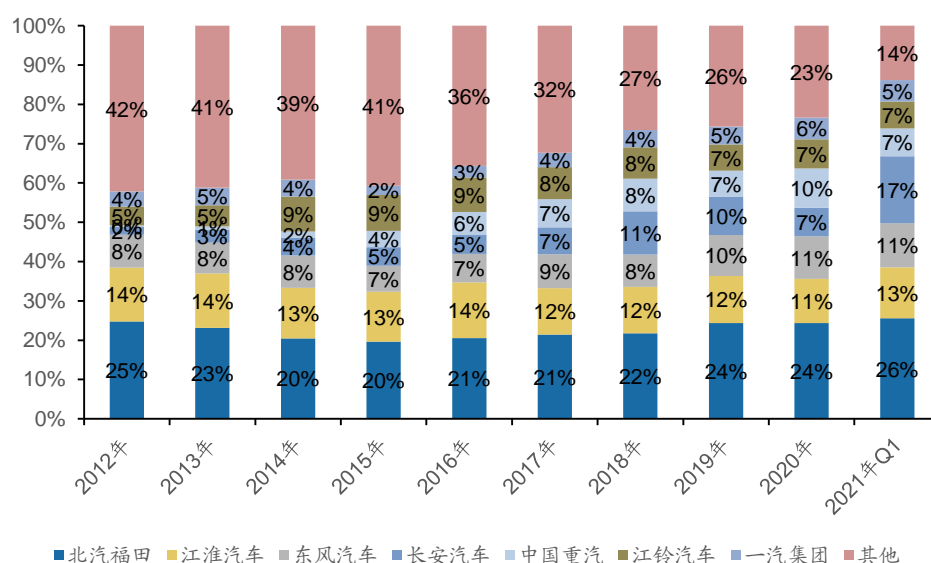
数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图 37: 轻卡行业集中度变化情况



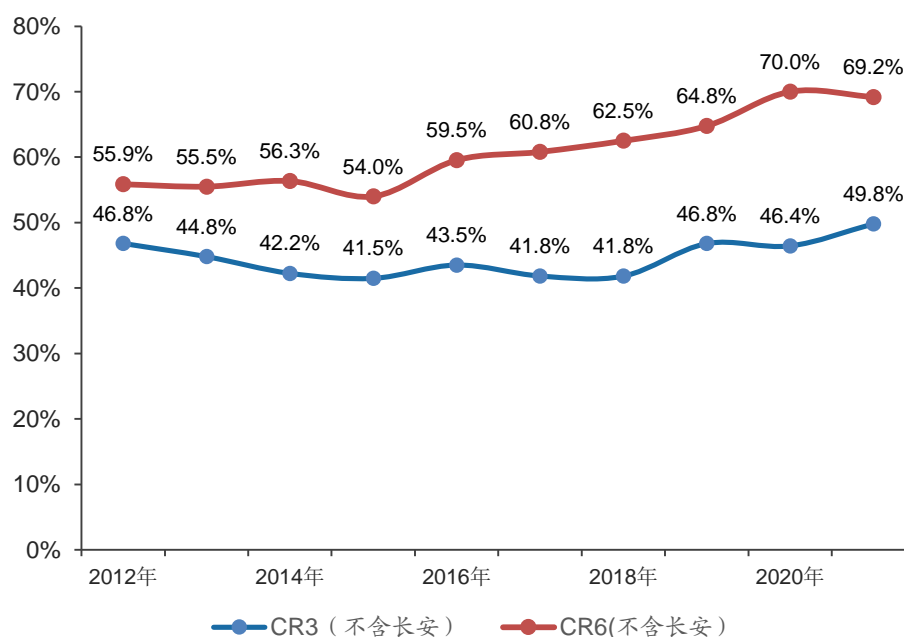
数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图38: 剔除皮卡后各企业轻卡市占率



数据来源: 中汽协、中国皮卡网、广发证券发展研究中心

图39: 剔除皮卡后轻卡行业集中度 (不含长安)



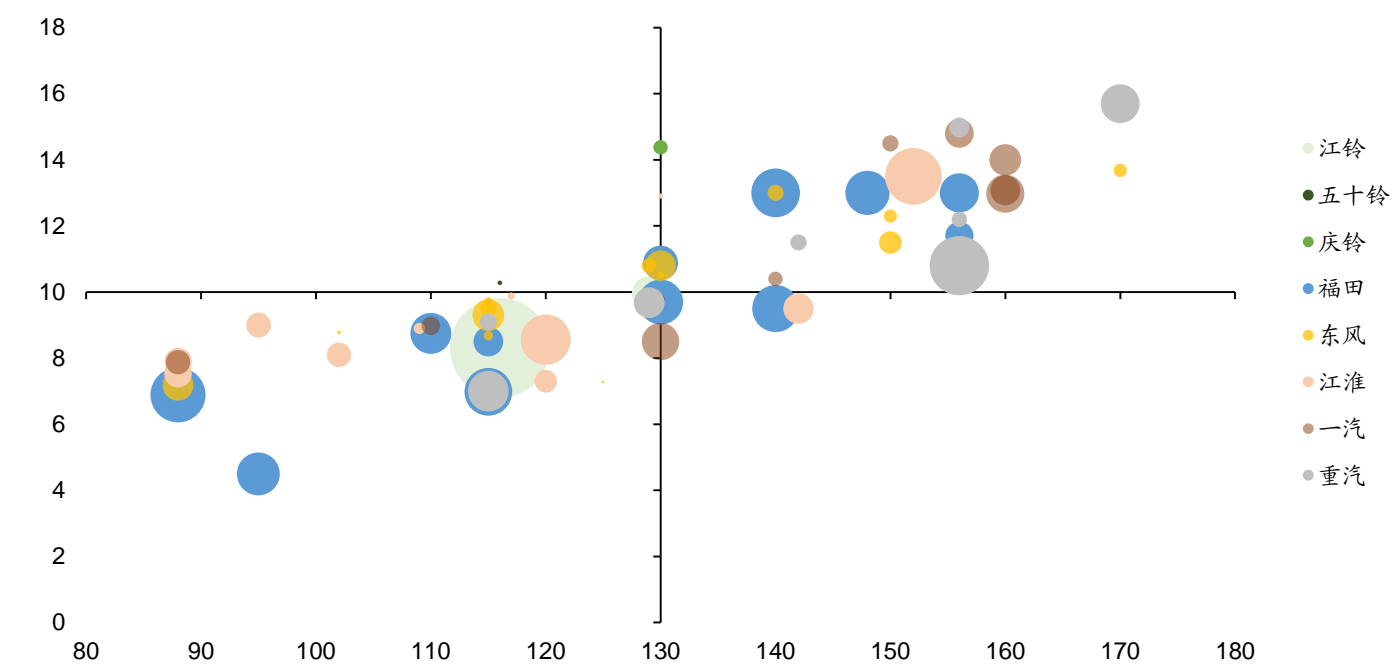
数据来源: 中汽协、中国皮卡网、广发证券发展研究中心

注: 中汽协口径中长安轻卡主要以汽油轻微卡为主, 剔除长安更能反映轻卡行业集中度

（四）市场化供给侧改革下，战略聚焦、产品线宽广、前瞻技术布局领先的企业更加受益

轻卡行业正在经历市场化供给侧改革，发动机排量要求在2.5L以下，蓝牌轻卡吨位限制是否会放松，黄牌车是否会放松入城等未来的政策环境存在一定的不确定性，我们认为战略聚焦商用车，前瞻布局较好的公司更加领先，而产品线宽广，各马力段、排放段都有资源和产品的大而全在面对多变的政策环境时会更加游刃有余。

图40：各家主流轻卡产品的价格（万元）、功率（马力）与市占率气泡图

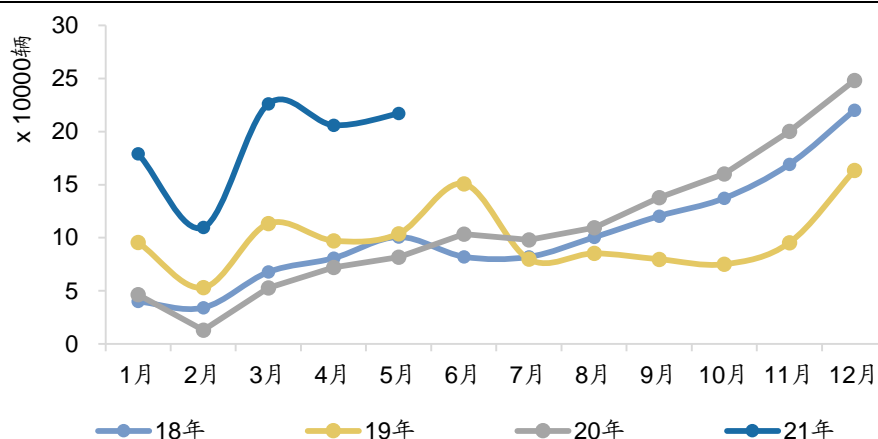


数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

四、新能源汽车：电气化是关键词

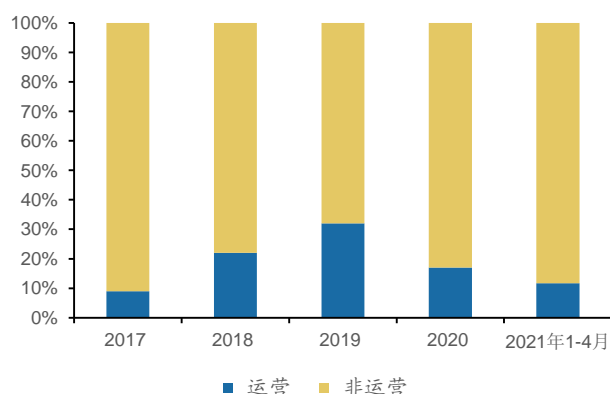
中汽协数据显示，去年7月份至21年5月，我国新能源汽车持续高景气，连续11个月创当月销量新高，21年1-5月新能源汽车累计销量95万辆，较19/20年同期分别增长1.1与2.2倍，其中1-5月新能源乘用车累计销量90万辆，较19/20年同期分别增长1.1与2.4倍，行业在补贴显著退坡及B端市场销量占比下降的影响之下，靠优质的新能源乘用车供给打开市场，我国新能源市场高景气或持续。

图 41：新能源汽车月度销量（辆）



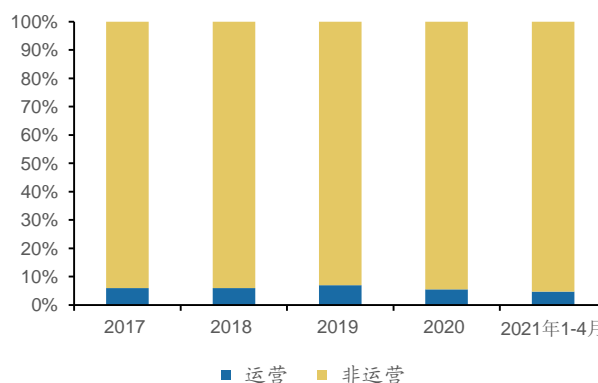
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 42：纯电动乘用车终端销量使用性质分布



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图 43：插混乘用车终端销量使用性质分布



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

（一）未来展望：汽车行业电气化是确定性的方向

电气化是我国汽车行业确定性的发展方向。20年11月初，国务院印发《新能源

汽车产业发展规划（2021—2035年）》，明确指出：2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右；2035年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化。20年10月底，工信部指导、中国汽车工程学会组织编制《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》发布，预计2025、2030、2035年我国汽车销量中新能源汽车占比分别为20%、40%、50%，2025、2030、2035年混动新车占传统能源乘用车的比例分别为50%、75%、100%。

根据IHS预测数据，2025年，我国新车销量中，纯电动、插混/普混、48V微混车型占比分别将高达15%、10%、31%，而2018年三者占比分别仅约3%、2%、0%。

图 44：我国新能源乘用车结构规划

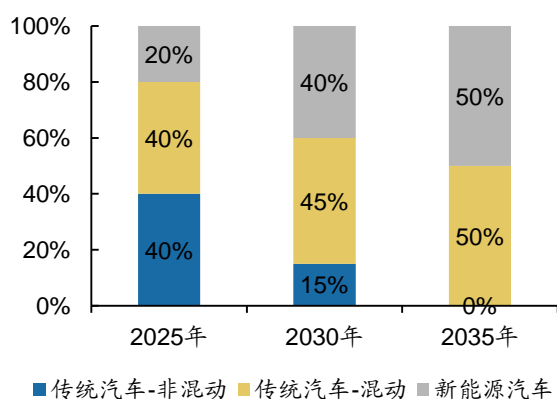
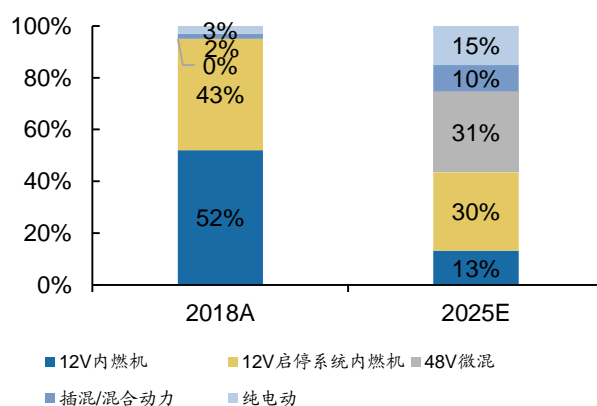


图 45：我国汽车结构变化预测



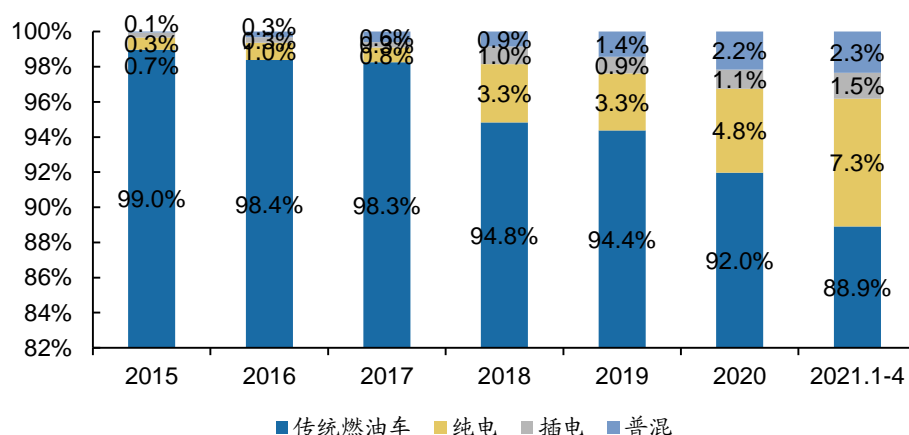
数据来源：中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》、广发证券发展研究中心；备注：路线图（2.0版）规划25、20、35年新能源汽车占比分别为20%、40%、50%，我们保守假设乘用车占比如同

数据来源：IHS、广发证券发展研究中心

（二）目前我国汽车行业电气化发展阶段

根据中机中心数据，21年1-4月，我国乘用车销量中，传统燃油车占比约88.9%，电气化车型中，纯电、插电、普混乘用车车型占比分别为7.3%、1.5%、2.3%，较三者17年分别0.8%、0.3%、0.6%的占比显著提升。

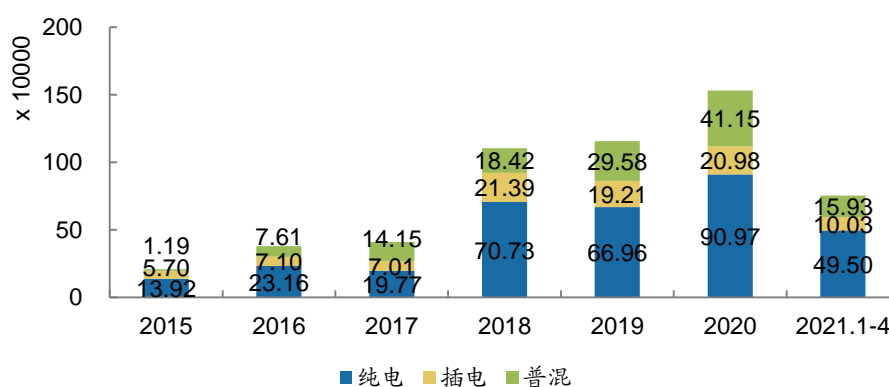
图 46：15年至今我国乘用车终端销售结构变化



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

从电气化车型来看，15年我国纯电、插电、普混乘用车分别销售14.0万、5.7万、1.2万辆，20年我国纯电、插电、普混乘用车分别销售91.0万、21.0万、41.2万辆，分别增长554%、268%、3362%。

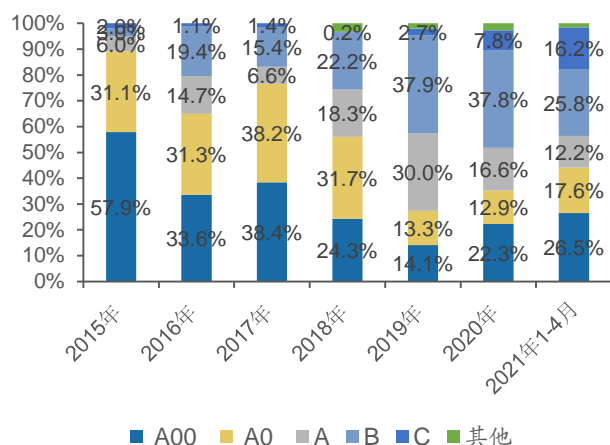
图 47：15年至今我国纯电、插电、普混乘用车销量变化（辆）



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

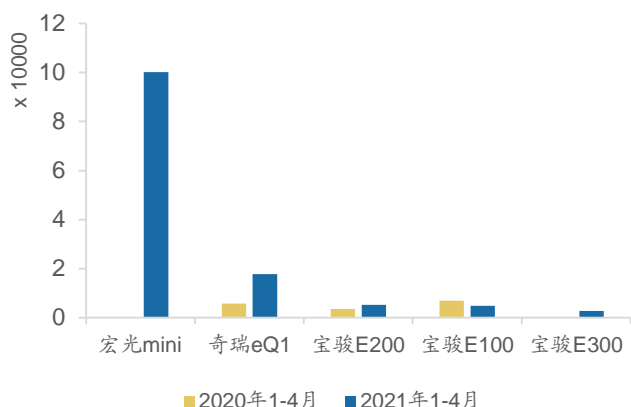
据中机中心，分级别来看，2021年1-4月纯电动乘用车中A00级、A0级、A级、B级和C级的占比分别为26.5%、17.6%、12.2%、25.8%和16.2%，其中A00/A0以及C级占比较20年增长4.2/4.7pct与8.4pct，呈现出两端增长中间减少的分化趋势。

图 48: 纯电动乘用车终端销量分级别占比 (%)



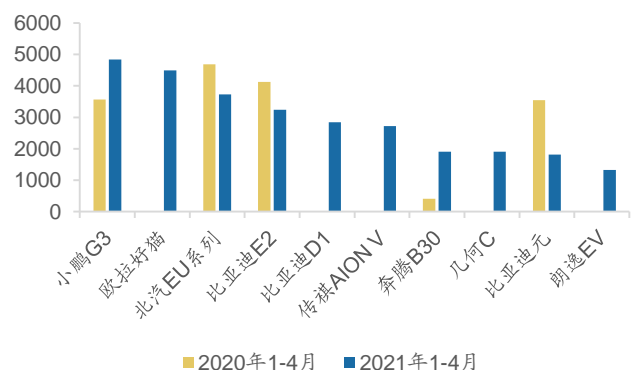
数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

图50: 21年1-4月A00级纯电动乘用车销量 (辆)



数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

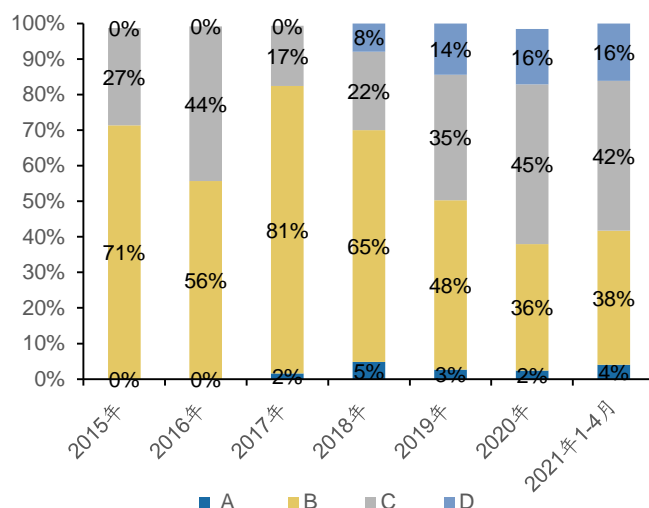
图52: 21年1-4月A级纯电动乘用车销量 (辆)



数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

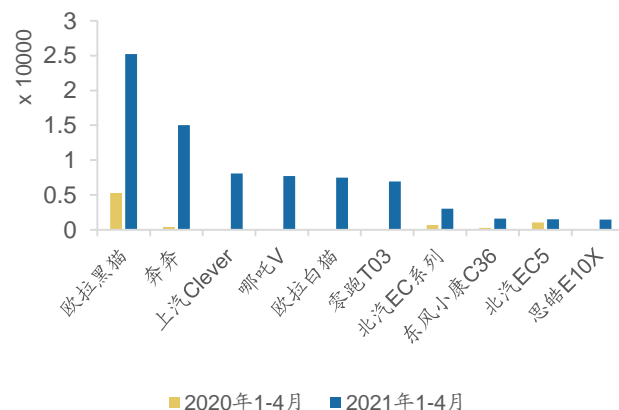
识别风险, 发现价值

图 49: 插电式乘用车终端销量分级别占比 (%)



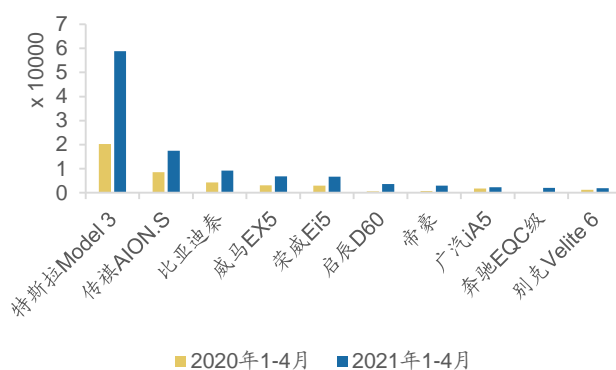
数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

图 51: 21年1-4月A0级纯电动乘用车销量 (辆)



数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

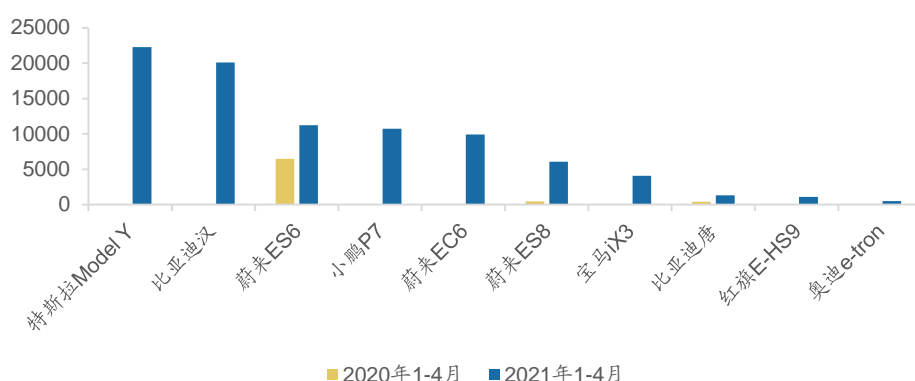
图 53: 21年1-4月B级纯电动乘用车销量 (辆)



数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

图 54: 21年1-4月及同期C、D级纯电动乘用车销量 (辆)



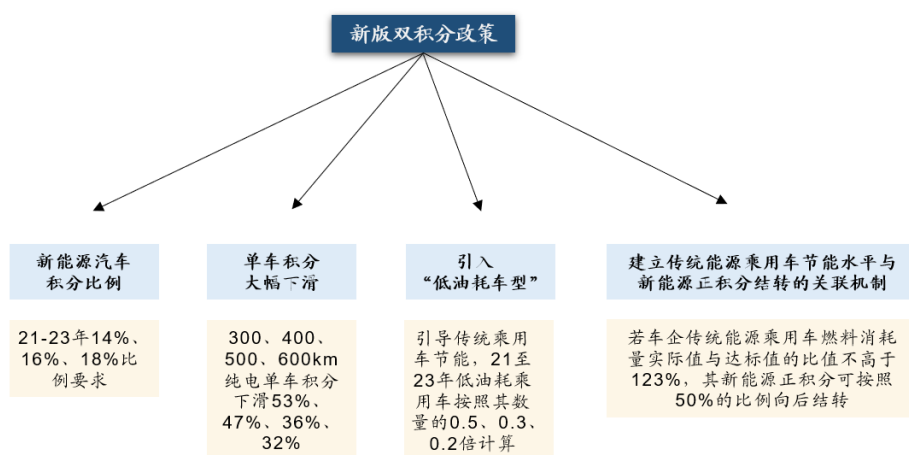
数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

(三) 电气化进程催化剂: 新的双积分政策

2020年6月22日, 工信部发布《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》, 新的双积分政策将于21年1月1日开始施行, 我们认为, 这将有力推动乘用车行业电气化进程。

双积分政策主要调整: “两手都要抓”, 促进节能与新能源汽车协调发展。过去几年, 双积分政策存在企业在燃油汽车节能方面投入不够、积分市场供需不平衡等问题, 新的双积分政策主要有以下调整: 1. 明确21-23年新能源汽车积分14%、16%、18%比例要求; 2. 纯电动乘用车单车积分大幅下滑, 强化对能耗等体现整车先进性指标的要求; 3. 增加了引导传统乘用车节能的措施, 21至23年低油耗乘用车分别按照其数量的0.5、0.3、0.2倍核算新能源积分达标值, 核算优惠力度逐渐提高; 4. 建立传统能源乘用车节能水平与新能源正积分结转的关联机制, 若车企传统能源乘用车燃料消耗量实际值与达标值的比值不高于123%, 其新能源正积分可按照50%的比例向后结转。

图 55: 新版双积分政策重要变化点



数据来源: 《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

我们认为，应关注传统能源汽车、新能源汽车降耗增效相关技术创新，行业或将迎来新一轮供给侧改革，21年或成为中国品牌（以双电机为主）混动元年。

1. 新的双积分政策将引导车企主动提升传统能源乘用车节能水平，我们认为，未来供需格局改善且存国产替代可能的下述技术领域值得关注，如CVT、制动能量回收、电动助力转向、轻量化技术、48V系统、普混、插混等；

主流车企油耗应对的典型路径有：（1）发动机技术：涡轮增压、缸内直喷、VVT（可变气门正时）、VVL（可变气门升程）、三缸机、电控热管理；（2）变速箱技术：DCT、CVT、更高档位AT；（3）其他技术：制动能量回收、电动助力转向等，其中制动能量回收后续将会被更多使用；（4）轻量化技术：会被普遍使用；（5）混合和电池电动技术：12V启停、48V系统、普混、插混、纯电动。

2. 新的双积分政策强化了能耗等要求，纯电动乘用车电耗若满足一定要求，单车积分最高可增加50%，新能源汽车降本增效技术路径方面，我们认为可关注动力系统——电驱动轴（博世eAxe体积减小20%，GKN下一代eDrive降低25%成本、20%重量，提升10%能效）、传动系统——多档位传动机构（两档变速器较单档大约可降低5-6%能耗）、制动系统——电子液压制动系统EHB（博世iBooster与ESP组合实现近100%制动能量回收，提升电动车续航20%）；

3. 车企节油降耗形势更为严峻，研发、生产制造成本都会较大幅度上升，双积分政策或导致行业新一轮供给侧改革，依靠核心竞争力建立品牌力提升ASP及份额进而做大收入端是关键，技术储备、成本及费用管控能力强的车企具备更大的利润弹性。

图 56：主流车企油耗应对路径及其相应的供需格局初判

相关技术		大众	通用	丰田	本田	福特	奔驰	宝马	奥迪	上汽乘用车	广汽乘用车	长安自主	吉利	长城	上汽通用五菱	供需格局变化	国产替代可能
发动机技术	涡轮增压	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
	缸内直喷	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
	可变气门正时	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
	可变气门升程	—	—	—	↑	—	—	↑	—	—	—	—	—	↑	—	↑	●
	三缸	—	↑	—	↑	↑	—	↑	—	—	—	—	↑	—	—	—	—
	电控热管理	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
变速箱技术	DCT	↑	↓	—	—	↓	↑	—	↑	↑	↑	↑	↑	↑	—	↓	●
	AT	↓	—	—	—	↑	↑	↑	—	—	↑	↑	↑	—	—	↑	●
	CVT	—	↑	↑	↑	—	—	—	↓	↑	—	↑	↑	↑	↑	↑	●
其他技术	制动能量回收	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
	电动助力转向	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	●
轻量化技术		↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	●
混合和电池电动技术	12V启停	↑	↑	—	—	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	—	↑	↑	↓	●
	48V系统	↑	↑	—	—	↑	↑	↑	↑	—	—	↑	↑	↑	↑	↑	●
	普混	—	↑	↑	↑	—	—	—	—	—	—	↑	—	↑	—	↑	●
	插混	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	—	↑	●
	纯电动	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	●

数据来源：各公司资料、广发证券发展研究中心；备注：红色箭头、绿色箭头、蓝色横线分别代表上升（变好）、下降（变差）、不变，红色圆点、灰色圆点分别代表有、无国产替代可能

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

五、投资建议

考虑乘用车库存周期、需求周期的共振及股价隐含的预期，我们推荐华域汽车、上汽集团、广汽集团（A/H），建议关注吉利汽车（H）、长城汽车（A/H）；零部件推荐郑煤机（A/H）、伯特利、银轮股份、万里扬、拓普集团、科博达、福耀玻璃（A/H），建议关注富奥股份、爱柯迪；汽车服务推荐中国汽研；商用车板块的轻卡推荐福田汽车、东风汽车；重卡推荐中国重汽，潍柴动力（A/H）及威孚高科。

六、风险提示

疫情影响超预期，宏观经济不及预期，行业景气度下降：汽车行业与宏观经济走势密切相关，宏观经济若走弱将会影响汽车行业下游需求，基建及投资增速将会对商用货车产生影响。此外，汽车政策推进力度不及预期，或将对新能源汽车带来影响。

广发汽车行业研究小组

- 张 乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5 年半汽车产业工作经历，11 年卖方研究经验，2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫 俊 刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，7 年卖方研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 邓 崇 静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐 鸣 爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）在过去12个月内与吉利汽车(00175)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。