

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 05 月 05 日

#### 分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

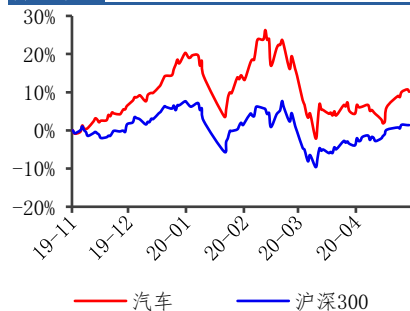
✉ liuxinchang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

#### 行业表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<目前行业处于“四重底”状态，建议超配乘用车产业链标的>> 2020-05-12

<<新冠肺炎疫情对中国汽车产业影响的全面分析>> 2020-04-03

<<最坏时刻已经过去，积极布局乘用车相关产业链>> 2019-09-03

## 20Q1 汽车行业超常规大幅下滑，目前位于“四重底部”，建议超配乘用车产业链

——汽车行业 2020 年一季报总结

#### 重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	20E	21E	20E	21E
上汽集团	1.94	2.26	9.74	8.36
广汽集团(H)	0.78	1	7.98	6.22
长城汽车	0.44	0.54	18.32	14.93
吉利汽车(H)	1	1.26	11.05	8.77
华域汽车	1.98	2.18	10.30	9.36
福耀玻璃	1.15	1.4	17.21	14.14
伯特利	1.22	1.45	22.96	19.32
万里扬	0.48	0.66	18.65	13.56
星宇股份	3.37	4.1	29.44	24.20
贝斯特	0.98	1.22	17.77	14.27
远东传动	0.52	0.58	10.67	9.57
中国汽研	0.56	0.63	15.68	13.94
保隆科技	1.05	1.19	25.57	22.56
一汽富维	1.22	1.33	7.73	7.09
宁波华翔	1.5	1.74	11.85	10.22

资料来源：长城证券研究所

#### 核心观点

- **20Q1 行业整体承压，零部件优于整车，货车优于乘用车。**受疫情影响 20Q1 汽车销量单季度下滑严重，史无前例，20Q1 年汽车销售 366.7 万辆（-42.4%）。其中，乘用车销售 287.3 万辆（-45.4%），货车销售 72.8 万辆（-28.2%），客车销量 6.7 万辆（-30.1%），受销量下滑影响，20Q1 汽车行业营收、归母净利润大幅下滑，20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126.24 亿元，同比下降 33.19%；实现归母净利润 43.57 亿元，同比下降 81.72%，为 18Q3 以来最大跌幅。各子板块收入、利润均下跌，但是零部件板块抗风险能力强于整车，收入和利润跌幅均最小，整车板块中货车板块表现最好。
- **整车：20Q1 乘用车板块开始亏损，日系、德系相对强势，份额有所提升；商用车中货车韧性较强，重卡表现最优。**20Q1 自主品牌乘用车、日系、德系、美系、韩系、法系销量跌幅分别为 46.7%、42.9%、40.1%、55.1%、46.7%、83%，市场份额变动幅度依次为 -1pct、0.9pct、2.2pct、-1.7pct、-0.1pct、-0.5pct，日系、德系表现相对强势，市场份额稳步提升。20Q1 乘用车板块十家车企营收下滑 40.5%，归母净利润亏损 1.83 亿元，同比下降 101.6%，业绩承压。商用车中的货车板块表现优于乘用车，营收 241.2 亿元，同比

下滑 31.7%；归母净利润 0.09 亿元，同比下滑 98.36%。

- **零部件：20Q1 零部件板块整体表现优于整车。**20Q1 汽车零部件板块 118 家上市公司共实现营收 1444.2 亿元，同比下降 19.1%，而 20Q1 乘用车板块、客车板块、货车板块营收分别下降 40.48%、35.81%、31.66%。零部件板块表现优于整车板块，零部件公司一季度出口业务受疫情影响较小是重要原因。20Q1 零部件板块实现归母净利润 52.77 亿元，同比下降 48.38%。
- **20Q1 迎来史上最差财报季，汽车板块业绩下滑对股价的冲击已经较为充分。**20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126 亿元，同比下降 33.2%；实现归母净利润 44 亿元，同比下降 81.7%。其实乘用车板块、客车板块、零部件板块的归母净利润从 17-18 年就已经开始持续负增长。乘用车板块自 2017 年归母净利润开始负增长，17-20Q1 板块归母净利润同比-1.27%、-12.56%、-52.28%、-101.59%。客车板块自 2018 年归母净利润开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比-42.72%、-7.00%、-244.28%。零部件板块归母净利润自 2018 年开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比-2.86%、-18.51%、-48.38%。
- **至暗时刻已过、底部探明，建议超配乘用车产业链。**随着国内外疫情逐步受控，各行各业复工复产，国内外经济会逐步修复，乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本受控、国内外经济修复，乘用车产业链的估值和盈利有望双提升，迎来戴维斯双击。除了宏观经济修复的正向因素之外，我们认为还有以下三大正向因素的促进：①2-3 月份被抑制的需求，将在 4 月份疫情得到良好控制之后，逐步释放；②各省市积极响应商务部号召，陆续因地制宜出台刺激汽车消费的相关政策，且刺激政策窗口期一直延续到下半年，因此越到后面刺激效果可能越明显；③疫情导致民众对公共交通的安全性担忧，激发出部分消费者的购车需求，并使得有些消费者缩短决策周期并提前购车。
- **投资建议：20Q1 汽车行业处于“四重底”状态，销量底部+业绩底部+估值底部+机构持仓底部。**20Q1 伴随着销量大幅下跌，汽车行业迎来历史最差财报季，汽车行业估值（PB）基本到达了近 10 年底部，机构持仓比例也为近 10 年最低。乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本控制之后，国内外经济修复，乘用车产业链标的的估值和盈利将双提升，迎来戴维斯双击。乘用车产业链已经进入或即将进入右侧，建议超配乘用车产业链优质标的。乘用车整车推荐上汽集团、广汽集团、吉利汽车和长城汽车；乘用车零部件推荐华域汽车、福耀玻璃、伯特利、万里扬、贝斯特。
- **风险提示：**海外疫情持续时间不定、国内汽车销量不及预期

## 目录

1. 汽车板块总体情况.....	6
2. 从细分板块来看 .....	9
2.1 乘用车板块.....	9
2.2 客车板块.....	14
2.3 货车板块.....	16
2.4 汽车零部件板块.....	19
2.5 汽车销售与服务板块.....	22
3. 投资建议.....	25
4. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1: 20Q1 汽车销量同比-42.42%	6
图 2: 20Q1 乘用车销量同比-45.4%	7
图 3: 20Q1 商用车销量同比-28.4%	7
图 4: 20Q1 汽车行业上市公司总体营收同比-33.2%	7
图 5: 20Q1 汽车行业上市公司归母净利润同比-81.7%	7
图 6: 汽车行业单季度毛利率、净利率	8
图 7: 汽车行业单季度三费率	8
图 8: 汽车行业单季度经营性现金流净额	9
图 9: 20Q1 乘用车销量同比下降 45.38%	10
图 10: 20Q1 轿车销量同比下降 47.32%	10
图 11: 20Q1SUV 销量同比下降 39.95%	10
图 12: 20Q1MPV 同比下降 63.27%	10
图 13: 20Q1 交叉型乘用车同比下降 54.08%	10
图 14: 乘用车销量增速（按国别）	11
图 15: 乘用车销量市占率（按国别）	11
图 16: 20Q1 乘用车板块营收同比下降 40.48%	11
图 17: 20Q1 乘用车板块归母净利润同比下降 101.60%	12
图 18: 乘用车板块单季度毛利率、净利率	13
图 19: 乘用车板块单季度三费率	13
图 20: 乘用车板块单季度经营性现金流	13
图 21: 乘用车板块应收账款周转天数	13
图 22: 乘用车板块存货周转天数	13
图 23: 20Q1 客车销量同比下降 30.05%	14
图 24: 20Q1 客车板块营收同比减少 35.81%	14
图 25: 20Q1 客车板块净利润同比下降 244.28%	14
图 26: 客车板块单季度毛利率、净利率变动情况	15
图 27: 客车板块单季度三费率变动情况	15
图 28: 20Q1 客车板块现金流同比从负转正	15
图 29: 客车板块应收账款周转天数	16
图 30: 客车板块存货周转天数	16
图 31: 20Q1 货车销量同比下降 28.22%	16
图 32: 重卡单季度销量增长情况	16
图 33: 轻卡单季度销量增长情况	16
图 34: 20Q1 货车板块营收下降 31.66%	17
图 35: 20Q1 货车板块归母净利润同比下降 98.37%	17
图 36: 货车板块单季度毛利率、净利率变动情况	18
图 37: 货车板块单季度三费率变动情况	18
图 38: 20Q1 货车板块现金净流出 45.42 亿元	18
图 39: 货车板块应收账款周转天数	19
图 40: 货车板块存货周转天数	19
图 41: 20Q1 零部件板块收入同比-19.1%	19
图 42: 20Q1 零部件板块（扣除均胜、潍柴、华域）收入同比-15.9%	19

图 43:	20Q1 零部件板块归母净利润同比-48.4%	20
图 44:	20Q1 零部件板块（扣除均胜、潍柴、华域）归母净利润同比-45.2%	20
图 45:	零部件板块毛利率、净利率	21
图 46:	零部件板块毛利率、净利率（扣除均胜、华域、潍柴）	21
图 47:	零部件板块各项费用率变动情况	21
图 48:	20Q1 零部件板块现金流净流入同比-45.6%	22
图 49:	零部件板块应收账款周转天数	22
图 50:	零部件板块存货周转天数	22
图 51:	20Q1 汽车销售与服务板块营收同比下降 34.36%	23
图 52:	20Q1 汽车销售与服务板块归母净利润亏损 3.21 亿元	23
图 53:	汽车销售与服务板块单季度毛利率、净利率	24
图 54:	汽车销售与服务板块单季度三费率	24
图 55:	20Q1 汽车销售与服务板块现金净流出同比增加	24
图 56:	汽车销售与服务板块应收账款周转天数	25
图 57:	汽车销售与服务板块存货周转天数	25
表 1:	汽车行业上市公司分析样本构成	6
表 2:	各子板块营收	7
表 3:	各子板块归母净利润	7
表 4:	汽车行业及其子版块应收账款周转天数	9
表 5:	汽车行业及其子版块存货周转天数	9
表 6:	乘用车板块个股 20Q1 业绩基本情况	12
表 7:	客车板块个股 20Q1 业绩基本情况	15
表 8:	货车板块 20Q1 业绩基本情况	18
表 9:	零部件板块 20Q1 收入规模 TOP30 的个股业绩基本面	20
表 10:	汽车销售与服务板块个股 20Q1 业绩基本情况	23

# 1. 汽车板块总体情况

在对汽车行业 2020 年一季度总体情况进行分析之前，我们首先需要明确样本的范围。我们以中信行业分类为基础，共选择了汽车及零部件行业 142 家上市公司作为分析样本。

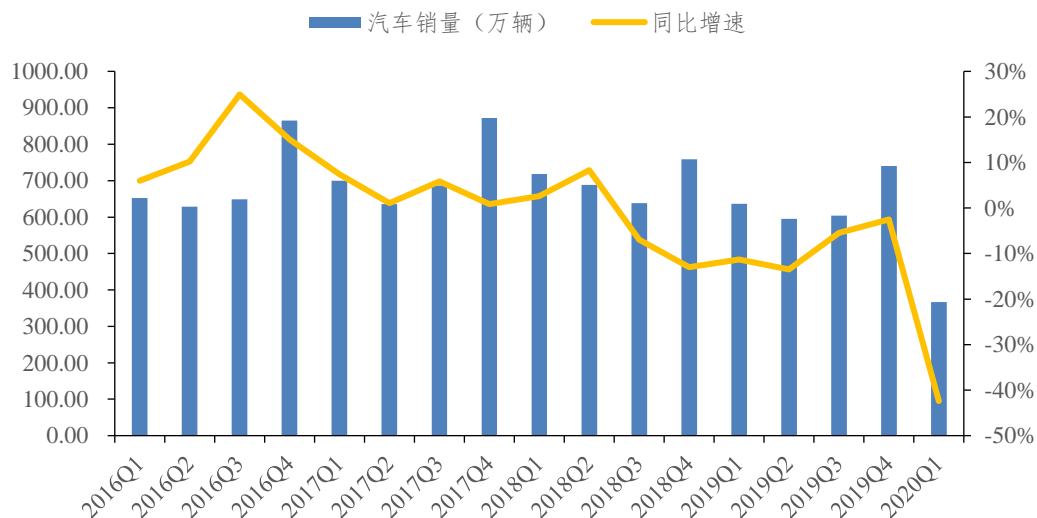
表 1: 汽车行业上市公司分析样本构成

板块	公司数量	相关标的
乘用车	10	长安汽车、一汽轿车、比亚迪、上汽集团、江淮汽车、北汽蓝谷、小康股份、广汽集团、长城汽车、众泰汽车
客车	5	宇通客车、亚星客车、曙光股份、金龙汽车、中通客车
货车	4	江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车
零部件	118	富奥股份、潍柴动力、万向钱潮、威孚高科、襄阳轴承、模塑科技、浩物股份、中鼎股份、云内动力、万丰奥威、贝斯特、万里扬、银轮股份、宁波华翔、特尔佳、奥特佳、亚太股份、新朋股份、新泉股份、金固股份、旷达科技、南方轴承、万安科技、日上集团、德赛西威、双林股份、德尔股份、奥联电子、宁德时代、凌云股份、福耀玻璃、均胜电子、华域汽车、爱柯迪、托普集团、星宇股份、亚普股份、新坐标、常熟汽饰、保隆科技、宁波高发、合力科技、继峰股份等
汽车销售与服务	5	广汇汽车、大东方、国机汽车、申华控股、中国汽研
合计	142	

资料来源: wind、长城证券研究所

受疫情冲击，2020Q1 汽车销量 366.74 万辆，同比减少 42.42%。2020Q1 汽车销量跌幅史无前例，1 月受春节因素影响汽车销量同比-18.6%，2 月受疫情冲击汽车消费几乎停滞同比-79.1%，3 月汽车产业链除了湖北地区之外均已实现复工复产，需求端消费者也开始复工复产、适当出行，销量较 2 月复苏明显，但是 3 月汽车消费需求仍处于被抑制状态，汽车销量同比-43.2%。

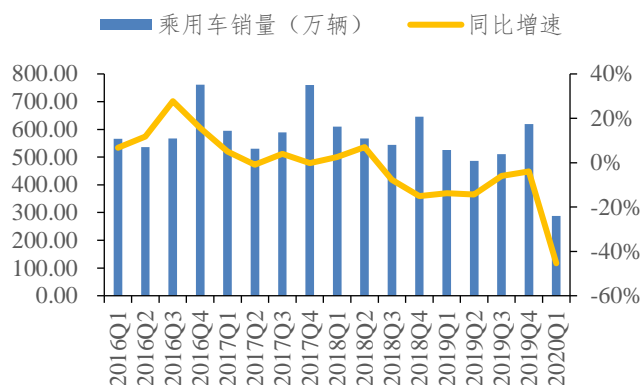
图 1: 20Q1 汽车销量同比-42.42%



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

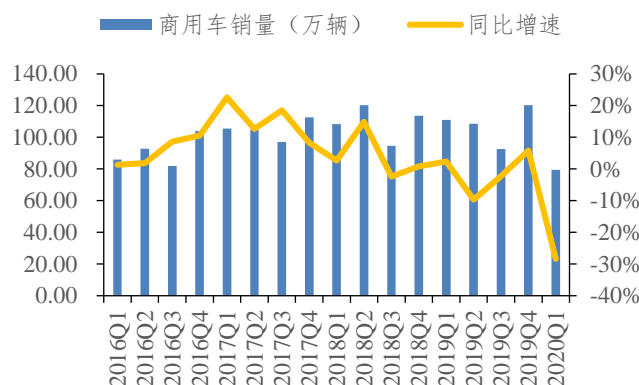


图 2: 20Q1 乘用车销量同比-45.4%



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

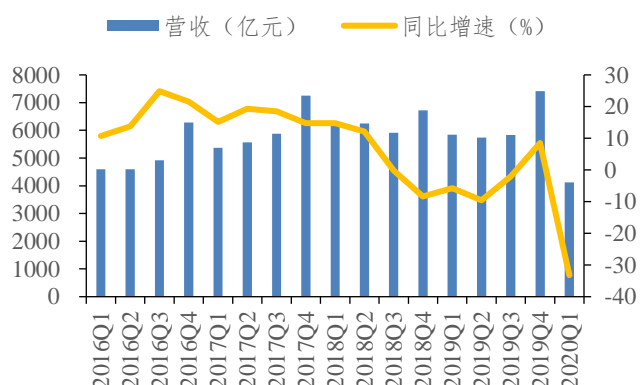
图 3: 20Q1 商用车销量同比-28.4%



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

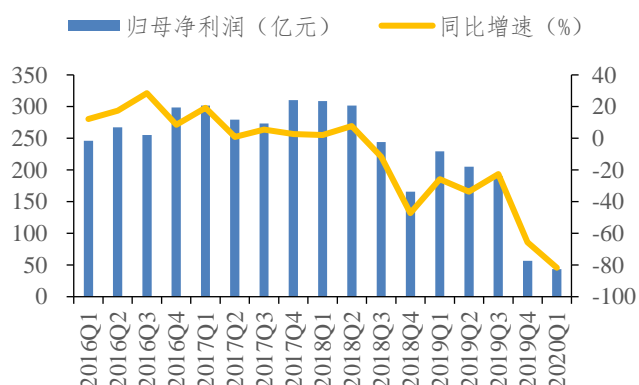
受销量下滑较大影响, 20Q1 汽车行业营收、归母净利润大幅下滑, 结构上零部件板块好于整车, 货车好于乘用车。20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126.24 亿元, 同比下降 33.19%; 实现归母净利润 43.57 亿元, 同比下降 81.72%, 为 18Q3 以来最大跌幅。20Q1 汽车行业各子板块收入、利润均下跌, 但是零部件板块抗风险能力强于整车, 收入和利润跌幅均最小, 整车板块中货车板块由于重卡的拉动表现最好。

图 4: 20Q1 汽车行业上市公司总体营收同比-33.2%



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5: 20Q1 汽车行业上市公司归母净利润同比-81.7%



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 2: 各子板块营收

板块	2019 年营收 (亿元)	2019 营收 YOY	2020Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收 YOY
汽车行业	24,855.70	-2.00%	4,126.24	-33.19%
乘用车	13,175.24	-5.82%	2,025.13	-40.48%
客车	602.66	-1.99%	64.99	-35.81%
货车	1,295.02	4.35%	241.20	-31.66%
零部件	7,361.84	3.59%	1,444.19	-19.11%
汽车销售与服务	2,420.94	0.39%	350.73	-34.36%

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 3: 各子板块归母净利润

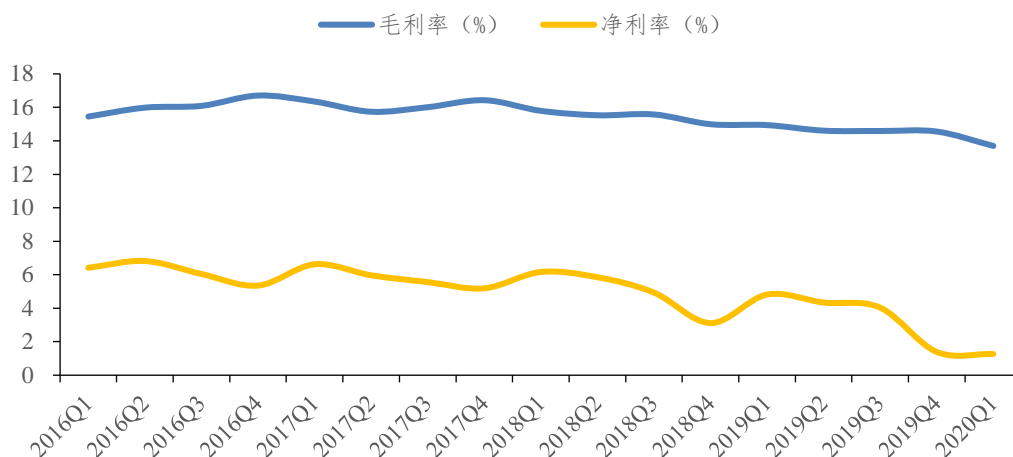
板块	2019 年归母净利润 (亿元)	2019 归母净利润 YOY	20Q1 归母净利润 (亿元)	20Q1 归母净利润 YOY
汽车行业	682.03	-33.66%	43.57	-81.72%

板块	2019 年归母净利润(亿元)	2019 归母净利润 YOY	20Q1 归母净利润(亿元)	20Q1 归母净利润 YOY
乘用车	267.09	-52.28%	-1.83	-101.59%
客车	22.15	-6.99%	-4.24	-244.28%
货车	20.05	199.08%	0.09	-98.36%
零部件	336.98	-18.51%	52.77	-48.38%
汽车销售与服务	35.76	-30.29%	-3.21	-124.61%

资料来源: wind、长城证券研究所

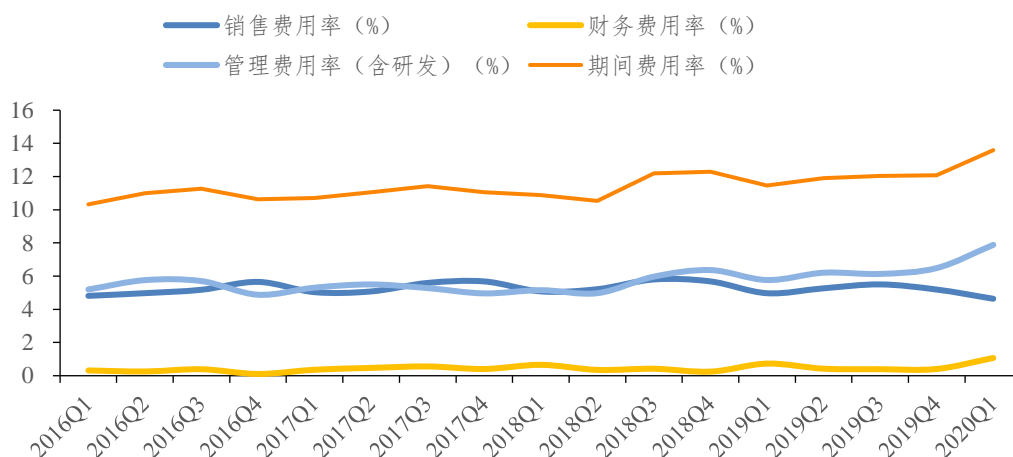
**盈利能力:** 20Q1 汽车行业毛利率 13.7%，同比-1.24pct；净利率 1.27%，同比-3.55pct，整个行业盈利能力走弱。20Q1 汽车行业期间费用率 13.59%，同比+2.12pct，其中销售费用率同比-0.34pct，财务费用率同比+0.34pct，管理费用率（含研发）同比+2.12pct。

图 6: 汽车行业单季度毛利率、净利率



资料来源: 长城证券研究所

图 7: 汽车行业单季度三费率

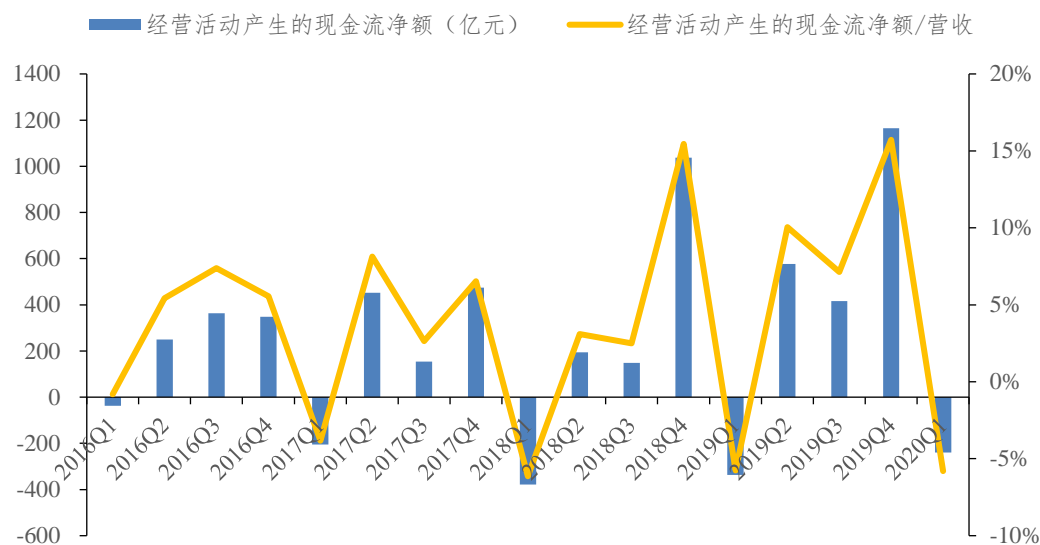


资料来源: 长城证券研究所

**营运能力:** 从营收质量来看，一季度汽车行业经营性现金流净额为负，属于行业正常现象，2020Q1 汽车行业经营性现金流净流出 239.80 亿元，比去年同期减少 97.1 亿元。从周转天数来看，20Q1 整个行业应收账款周转天数、存货周转天数较 19Q1 均有较大提升，应收账款周转天数 66.55 天，比去年同期提高 14.92 天；存货周转天数 70.71 天，比去年同期增加 22.04 天，整个行业营运能力下滑



图 8: 汽车行业单季度经营性现金流净额



资料来源: wind、长城证券研究所

表 4: 汽车行业及其子版块应收账款周转天数

应收账款周转天数	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
汽车行业	40.82	42.57	51.63	66.55
乘用车	25.76	26.66	39.96	54.83
客车	370.42	357.70	360.77	466.30
货车	60.88	70.71	57.68	76.21
零部件	60.43	63.50	64.13	74.08
汽车销售与服务	9.36	9.67	11.07	20.82

资料来源: 长城证券研究所

表 5: 汽车行业及其子版块存货周转天数

存货周转天数	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
汽车行业	40.76	42.11	48.66	70.71
乘用车	30.76	28.33	37.42	58.75
客车	58.58	59.33	76.62	118.44
货车	47.96	65.96	41.77	65.30
零部件	56.47	63.11	64.78	83.83
汽车销售与服务	51.27	57.34	65.93	84.10

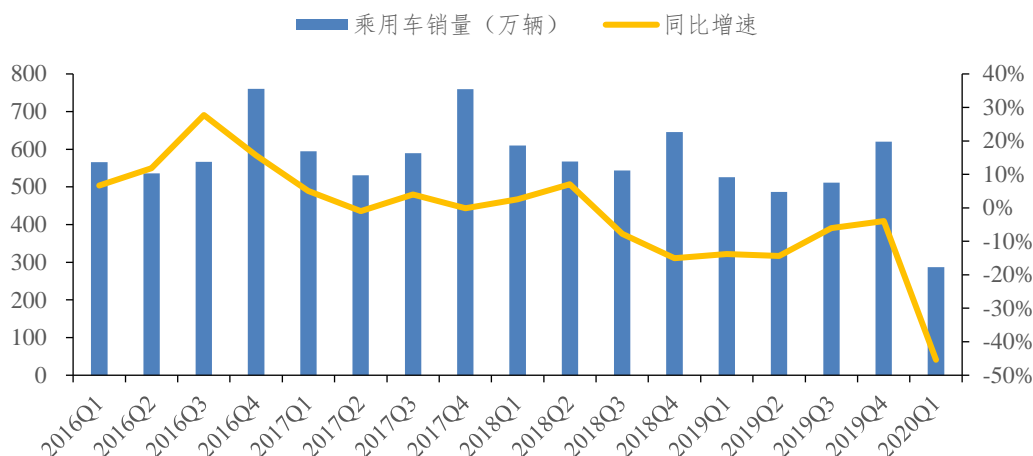
资料来源: 长城证券研究所

## 2. 从细分板块来看

### 2.1 乘用车板块

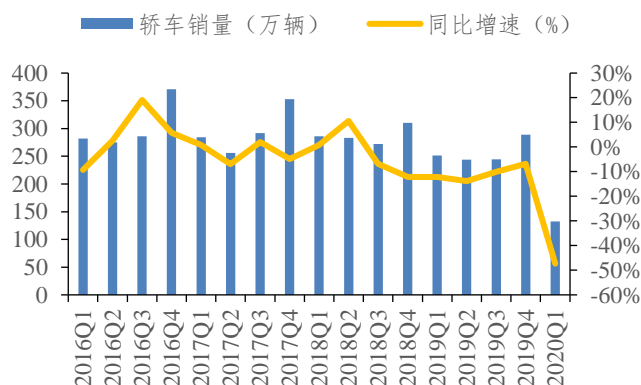
**2020Q1 乘用车单季度销量七连降。**继 18Q3 以来, 乘用车单季度销量持续负增长, 20Q1 受新冠疫情的影响, 跌幅显著扩大。2020Q1 乘用车销量 287.31 万辆, 同比下降 45.38%, 其中轿车销量 132.49 万辆, 同比下降 47.32%; SUV 销量 136.73 万辆, 同比下降 39.95%。MPV 销量 13.57 万辆, 同比下降 63.27%; 交叉型乘用车销量 4.53 万辆, 同比下降 54.08%。

图 9: 20Q1 乘用车销量同比下降 45.38%



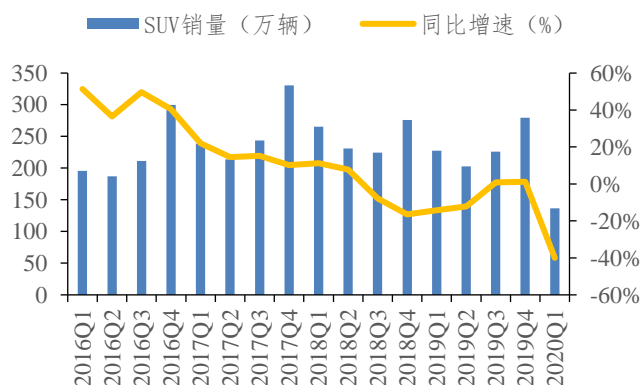
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 10: 20Q1 轿车销量同比下降 47.32%



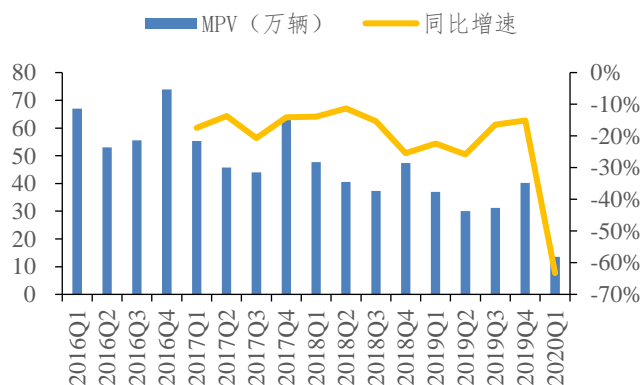
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 11: 20Q1 SUV 销量同比下降 39.95%



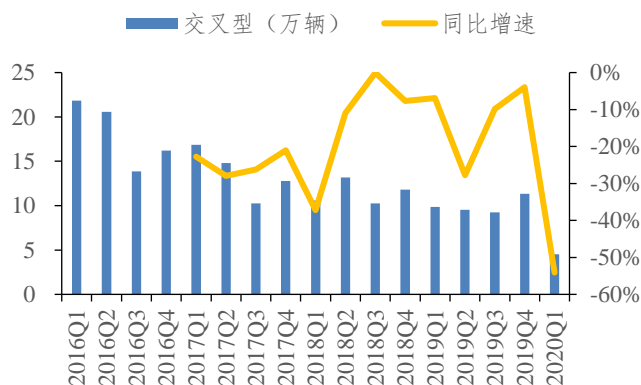
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 12: 20Q1 MPV 同比下降 63.27%



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

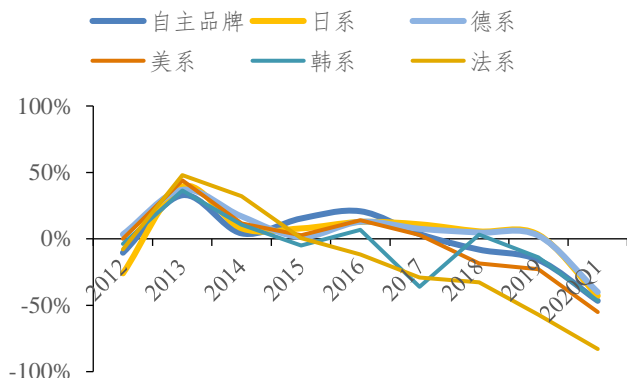
图 13: 20Q1 交叉型乘用车同比下降 54.08%



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

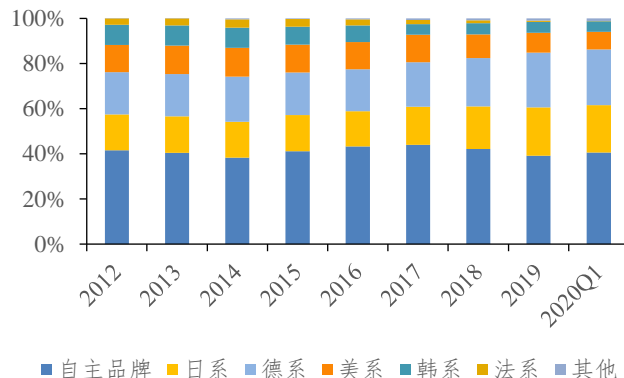
结构上，德系、日系相对强势，市场份额提升。20Q1 自主品牌乘用车、日系、德系、美系、韩系、法系销量跌幅分别为 46.7%、42.9%、40.1%、55.1%、46.7%、83%，市场份额变动幅度依次为-1pct、0.9pct、2.2pct、-1.7pct、-0.1pct、-0.5pct，日系、德系表现相对强势，市场份额稳步提升。

图 14: 乘用车销量增速（按国别）



资料来源：长城证券研究所

图 15: 乘用车销量市占率（按国别）

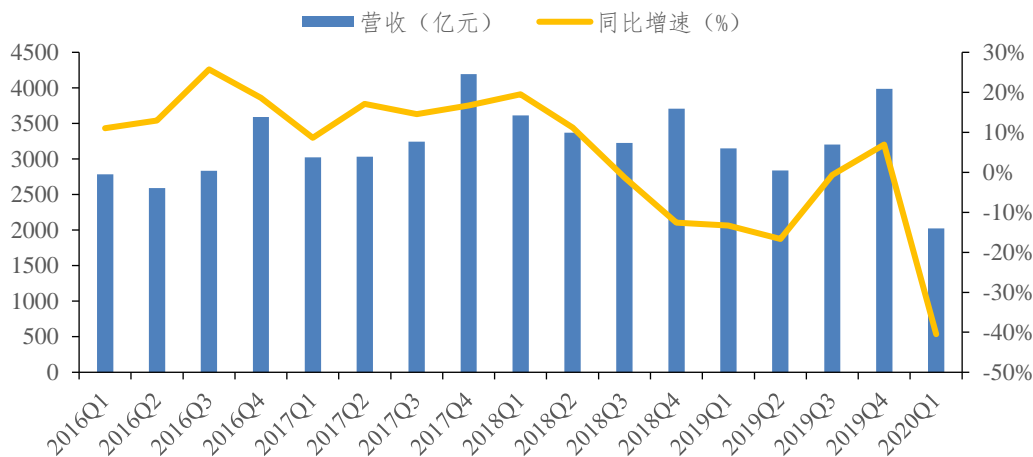


资料来源：长城证券研究所

乘用车板块，包括长安汽车、一汽轿车、比亚迪、上汽集团、江淮汽车、北汽蓝谷、小康股份、广汽集团、长城汽车、众泰汽车。

**2020Q1 乘用车板块营收同比大幅下跌。**2020Q1 乘用车销量 287.31 万辆，同比下降 45.38%，受行业影响，2020Q1 乘用车板块 10 家上市公司共实现营业收入 2025.13 亿元，同比下降 40.48%。

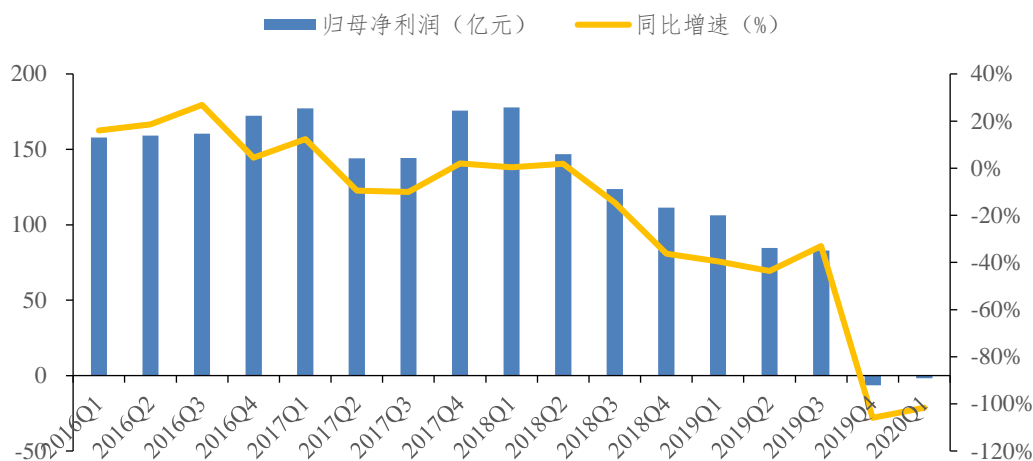
图 16: 20Q1 乘用车板块营收同比下降 40.48%



资料来源：wind、长城证券研究所

**2020Q1 乘用车板块归母净利润延续 19Q4 亏损状态。**2020Q1 乘用车销量 287.31 万辆，同比下降 45.38%，受行业影响，2020Q1 乘用车板块 10 家上市公司共实现归母净利润-1.83 亿元。

图 17: 20Q1 乘用车板块归母净利润同比下降 101.60%



资料来源: wind、长城证券研究所

**分个股来看**，受汽车行业销量下滑 42.42% 的影响，20Q1 乘用车板块 10 家公司营收全部出现负增长，一汽轿车（-3.98%）营收表现最好，主要是因为 20Q1 进行了资产置换，广汽集团（-24.33%）、长安汽车（-27.76%）表现明显优于行业。

**利润端**：除长安汽车（130.10%）20Q1 归母净利润实现正增长外，板块其余 9 家公司归母净利润出现大幅下滑，且显著大于营收降幅。

表 6: 乘用车板块个股 20Q1 业绩基本情况

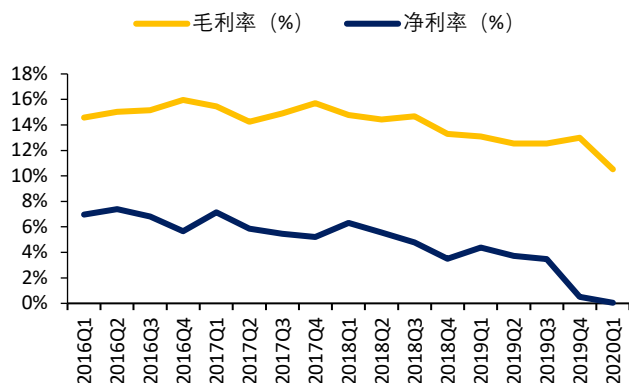
	20Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收 YOY (%)	20Q1 归母 净利润 (亿 元)	20Q1 归母净 利润 YOY (%)	20Q1 毛利 率	20Q1 毛利 率同比变 动 (pct)	20Q1 净利 率	20Q1 净利 率变动同比 变动(pct)
长安汽车	115.64	-27.76	6.31	130.10	8.72	3.71	5.39	18.53
一汽轿车	286.36	-3.98	1.82	-80.06	10.80	-4.84	0.53	-0.45
比亚迪	196.79	-35.06	1.13	-84.98	17.66	-1.39	1.64	-1.30
上汽集团	1059.47	-47.08	11.21	-86.42	10.87	-1.85	1.42	-4.17
江淮汽车	91.33	-37.66	-3.56	-650.70	5.21	-5.49	-4.33	-4.86
北汽蓝谷	16.67	-53.12	-4.31	-2142.76	1.57	-11.41	-25.97	-26.97
小康股份	23.85	-49.63	-4.94	-505.18	5.84	-13.61	-27.70	-26.55
广汽集团	108.78	-24.33	1.18	-95.73	3.96	-8.40	1.04	-18.72
长城汽车	124.16	-45.13	-6.50	-184.08	9.33	-4.39	-5.25	-8.84
众泰汽车	2.10	-94.71	-4.17	-494.10	-3.99	-20.02	-199.35	-202.02

资料来源: wind、长城证券研究所

**毛利率和净利率同比下降明显**。2020Q1 乘用车板块毛利率 10.52%，同比下降 2.57pct，净利率 0.05%，同比下降 4.33pct。

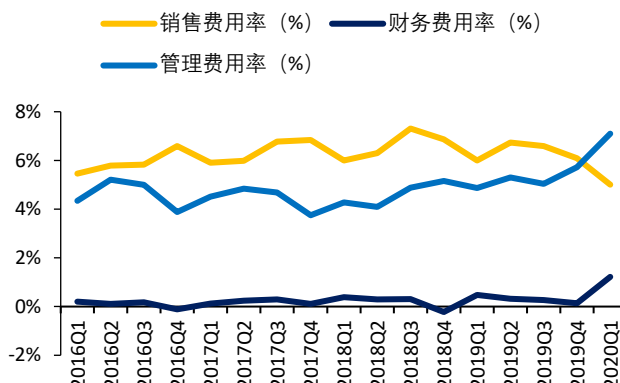
**三费率同比上升**。2020Q1 乘用车板块销售费用率、财务费用率、管理费用率依次为 5.00%、1.22%、7.10%，三费率 13.33%，同比上升 1.98pct。

图 18: 乘用车板块单季度毛利率、净利率



资料来源: wind、长城证券研究所

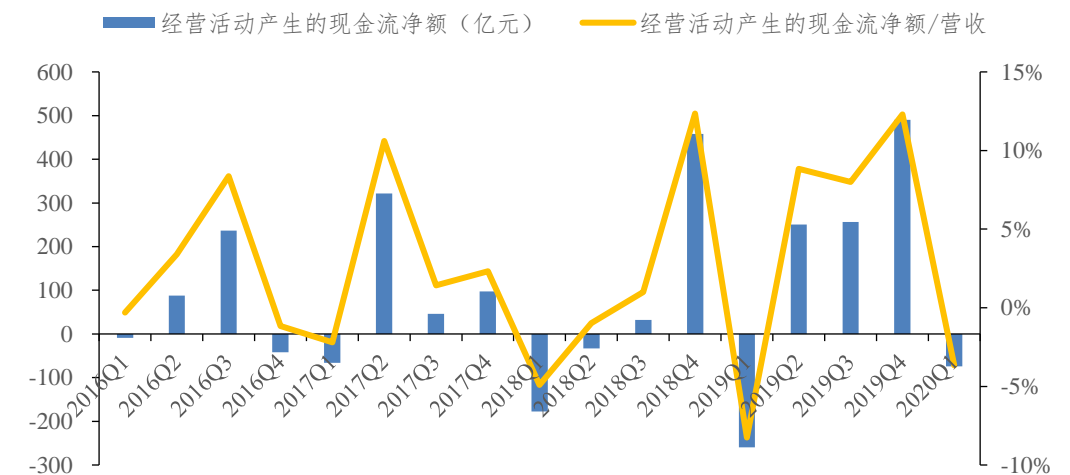
图 19: 乘用车板块单季度三费率



资料来源: wind、长城证券研究所

**2020Q1 乘用车板块经营性现金净流出减少。**一季度现金流净流出是行业常态，近几年一季度现金净流出持续扩大，但 2020Q1 现金净流出 74.28 亿元，显著减少，主要原因是营收大幅下跌导致。从周转天数上看，2020Q1 乘用车板块应收账款周转天数、存货周转天数均扩大，且增幅较大。2019Q1 乘用车板块应收账款周转天数 54.83 天，同比延长 14.87 天；存货周转天数 58.75 天，同比延长 21.34 天。

图 20: 乘用车板块单季度经营性现金流



资料来源: wind、长城证券研究所

图 21: 乘用车板块应收账款周转天数

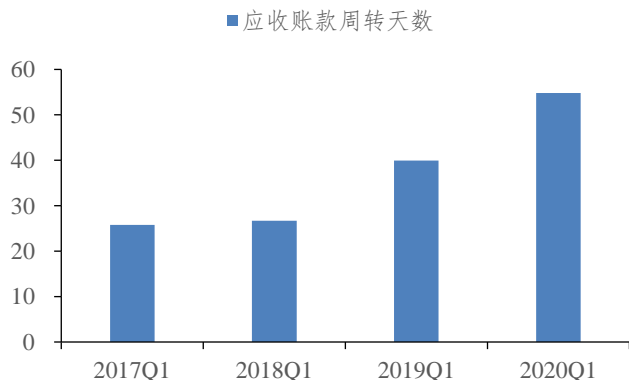
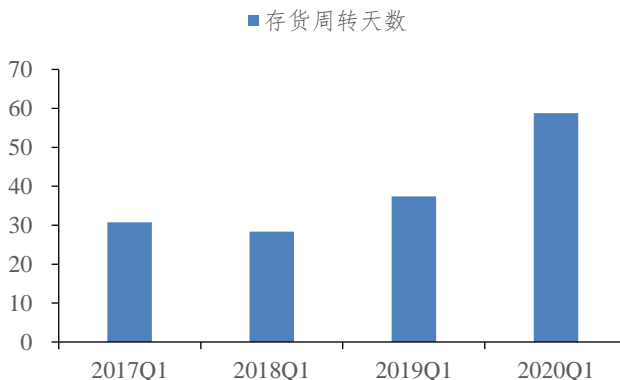


图 22: 乘用车板块存货周转天数



资料来源: wind, 长城证券研究所

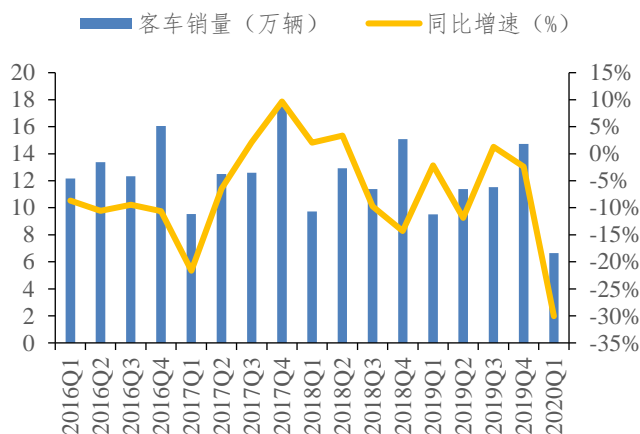
资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2.2 客车板块

客车板块包括: 中通客车、宇通客车、亚星客车、曙光股份、金龙汽车。

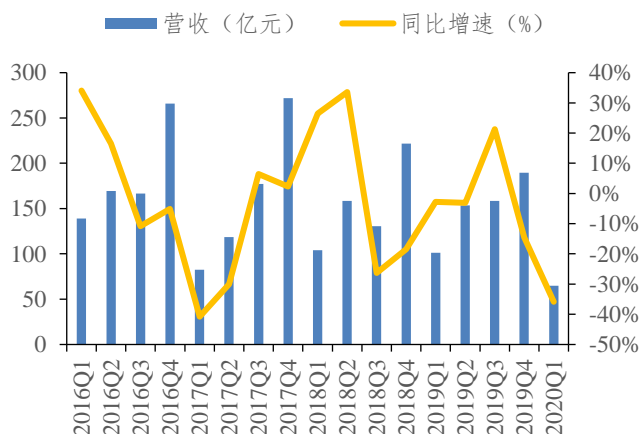
受疫情影响, 客车销量下滑显著, 但小于乘用车降幅。2020Q1 客车销量 6.66 万辆, 同比下降 30.05%; 客车板块实现营收 64.99 亿元, 同比减少 35.81%。

图 23: 20Q1 客车销量同比下降 30.05%



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

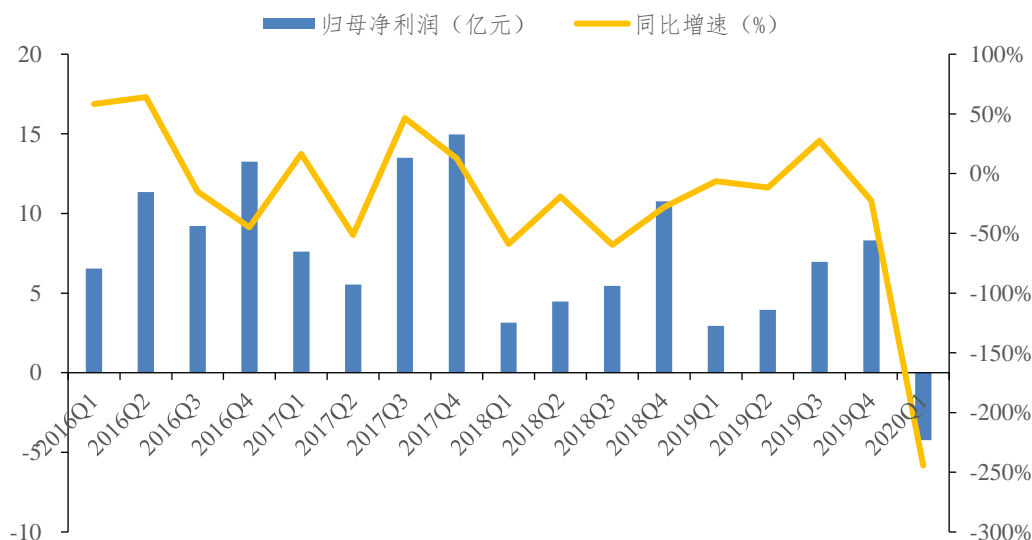
图 24: 20Q1 客车板块营收同比减少 35.81%



资料来源: wind, 长城证券研究所

归母净利润: 2020Q1 客车板块 5 家上市公司共实现归母净利润-2.24 亿元, 同比下降 244.28%;

图 25: 20Q1 客车板块净利润同比下降 244.28%

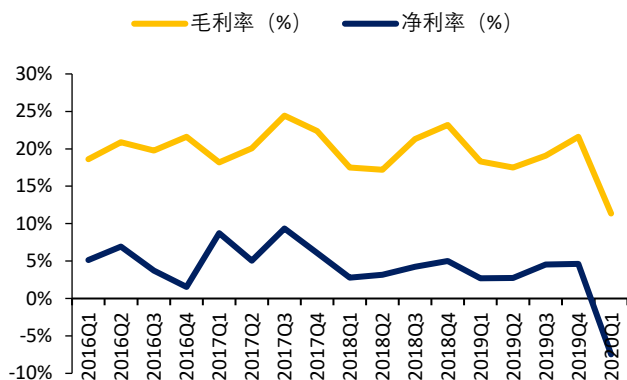


资料来源: wind, 长城证券研究所

2020Q1 毛利率和净利率同比下滑显著。Q1 毛利率 11.35%, 同比下降 6.97pct; 净利率 -7.46%, 同比下降 10.15pct, 三费率 23.45%, 同比上升 5.80pct, 其中管理费用率上升较大, 从 19Q1 的 9.45% 上升到 14.59%, 上升 5.14pct。

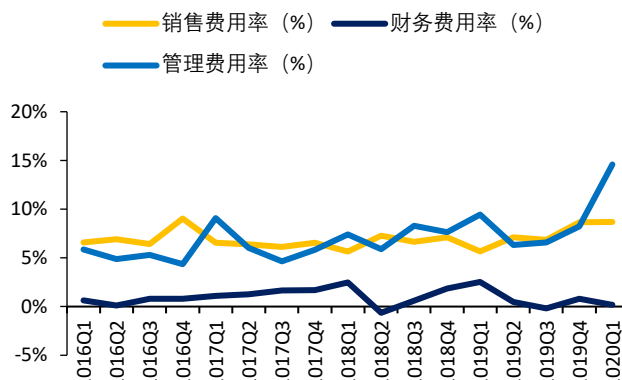


图 26: 客车板块单季度毛利率、净利率变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 27: 客车板块单季度三费率变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

分个股看，20Q1 客车板块 5 家公司营收都出现比较明显的下滑，中通客车（-21.81%）表现最好，曙光股份（-42.74%）表现最差。不过，从归母净利润看，曙光股份（24.07%）在板块中表现最好，中通客车（5.54%）也实现正增长，其余公司归母净利润皆大幅下滑。

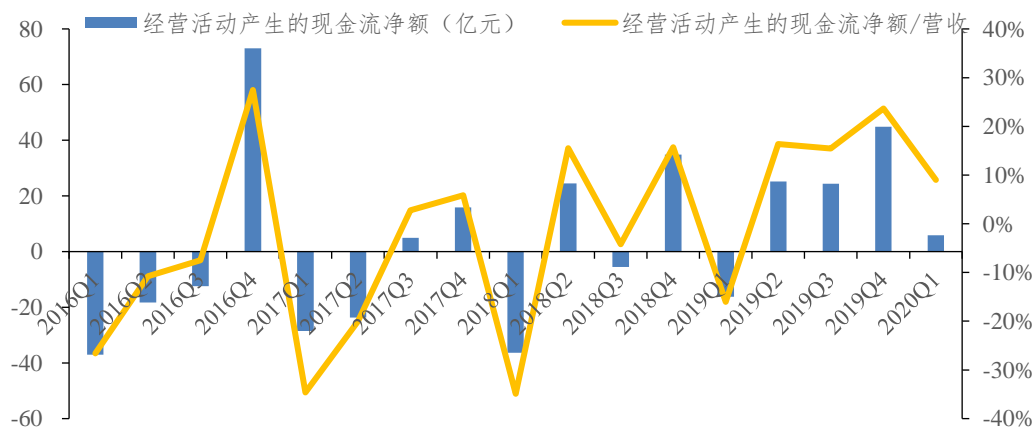
表 7: 客车板块个股 20Q1 业绩基本情况

	20Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收 YOY (%)	20Q1 归母 净利润(亿 元)	20Q1 归母净 利润 YOY (%)	20Q1 毛利 率	20Q1 毛利 率同比变动 (pct)	20Q1 净利 率	20Q1 净利 率变动同比 变动(pct)
宇通客车	28.08	-41.97	-1.43	-146.13	15.99	-8.29	-5.08	-11.58
亚星客车	2.64	-26.41	-0.37	-3368.12	3.68	-14.33	-15.30	-15.61
曙光股份	3.60	-42.74	-0.23	24.07	10.51	-3.37	-6.27	-1.39
金龙汽车	20.26	-31.73	-2.25	-2817.08	4.54	-6.40	-13.98	-13.44
中通客车	10.41	-21.81	0.04	5.54	14.34	-0.96	0.37	0.10

资料来源: 长城证券研究所

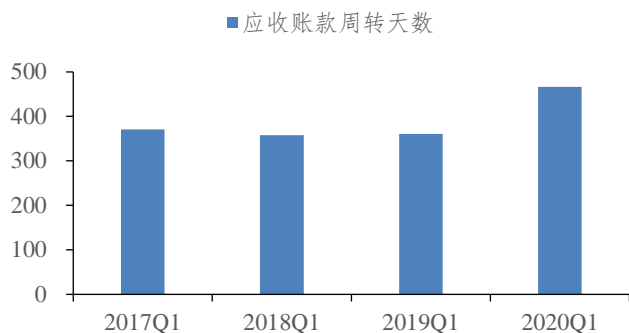
从营业收入质量来看，2020Q1 客车板块经营性现金净流入 5.86 亿元，经营性现金流净额 / 营业收入 9.02%，而去年同期经营性现金净流出 16.26 亿元，20Q1 经营性现金流有所好转；从周转天数来看，2020Q1 应收帐款周转天数 466.30 天，比去年同期增加 105.53 天；存货周转天数 118.44 天，比去年同期增加 41.82 天，营运能力弱化。

图 28: 20Q1 客车板块现金流同比从负转正



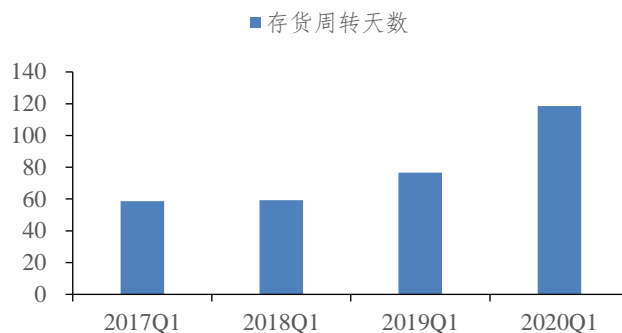
资料来源: wind、长城证券研究所

图 29: 客车板块应收账款周转天数



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 30: 客车板块存货周转天数

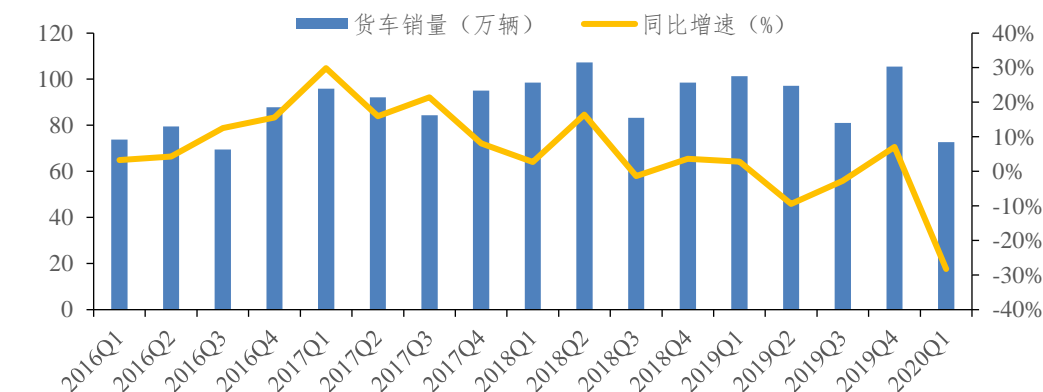


资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2.3 货车板块

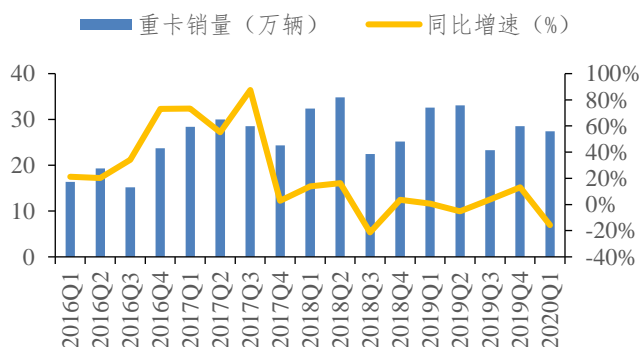
**2020Q1 货车销量降幅小于乘用车，其中重卡降幅小于轻卡。**Q1 货车销量 72.76 万辆，同比下降 28.22%。其中重卡销量 27.42 万辆，同比下降 15.75%；轻卡销量 33.51 万辆，同比下降 31.92%。自 2016 年开始，超标治理、国三及以下车型淘汰和排放标准升级等多因素叠加，重卡行业维持较高景气。

图 31: 20Q1 货车销量同比下降 28.22%



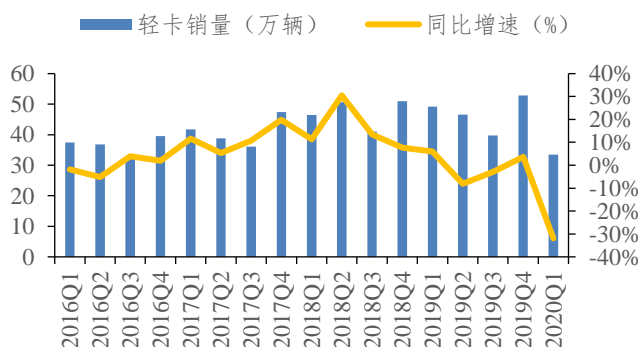
资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 32: 重卡单季度销量增长情况



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 33: 轻卡单季度销量增长情况

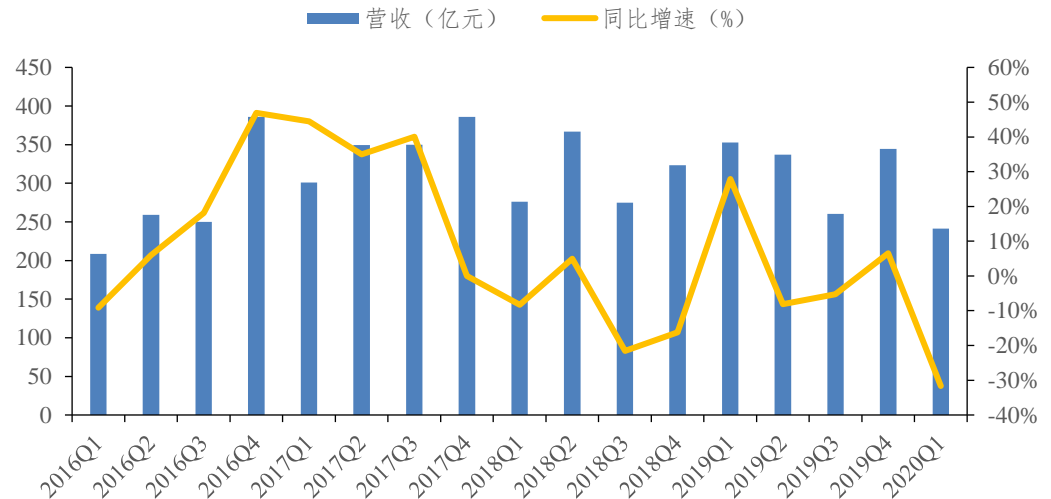


资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

货车板块，包括江铃汽车、中国重汽、东风汽车、福田汽车 4 家公司。

受行业大幅下滑影响，2020Q1 整个货车板块实现营收 241.20 亿元，同比下降 31.66%，收入跌幅大于销量。

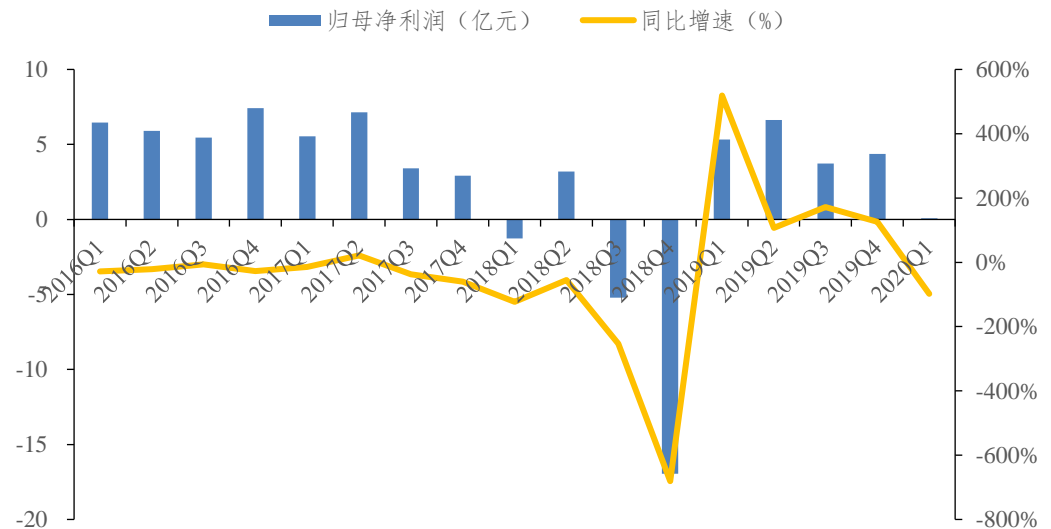
图 34: 20Q1 货车板块营收下降 31.66%



资料来源: wind、长城证券研究所

板块归母净利润降幅远大于收入端。2020Q1 货车板块共实现归母净利润 0.09 亿元，同比下降 98.36%。

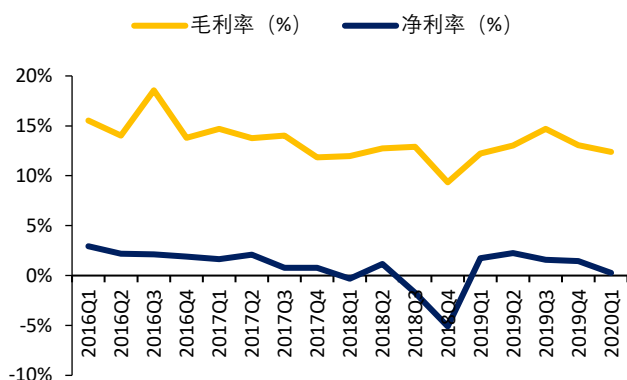
图 35: 20Q1 货车板块归母净利润同比下降 98.37%



资料来源: wind、长城证券研究所

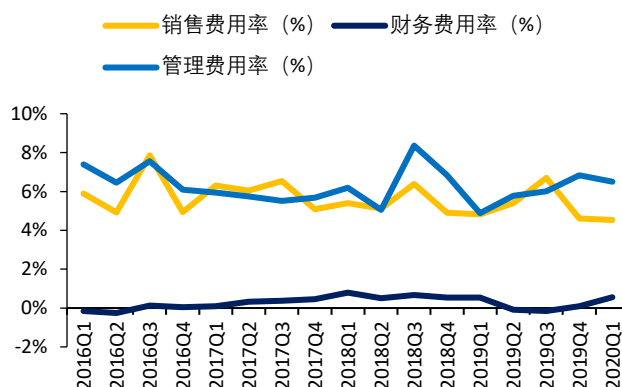
毛利率维持稳定、净利率同比下滑显著。2019Q1 毛利率 12.40%，同比上升 0.17pct；净利率 0.27%，同比下降 1.48pct。三费率 11.60%，同比上升 1.35pct。

图 36: 货车板块单季度毛利率、净利率变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 37: 货车板块单季度三费率变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

从公司层面来看，4 家上市公司收入均出现不同程度的下滑，其中中国重汽营收同比-28.76%，跌幅最小，且归母净利润同比下降 15.46%，利润跌幅小于收入跌幅。而江铃汽车归母净利润同比大增 176.10%，主要是由于非经常性损益的增加导致。

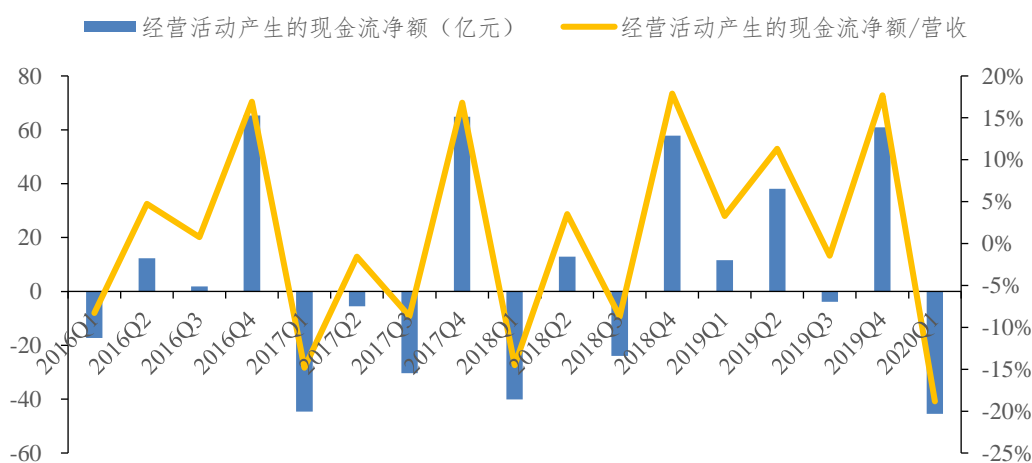
表 8: 货车板块 20Q1 业绩基本情况

	20Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收 YOY (%)	20Q1 归母 净利润 (亿 元)	20Q1 归母 净利润 YOY (%)	20Q1 毛利 率	20Q1 毛利 率同比变动 (pct)	20Q1 净利 率	20Q1 净利 率同比变动 (pct)
江铃汽车	46.19	-29.01	0.69	176.10	15.22	1.32	1.50	1.12
中国重汽	82.10	-28.76	2.63	-15.46	11.59	2.05	4.06	0.43
东风汽车	20.66	-33.72	-0.28	-123.83	10.40	-3.40	-1.77	-5.32
福田汽车	92.24	-34.78	-2.96	-468.78	12.15	-1.15	-3.27	-3.73

资料来源: 长城证券研究所

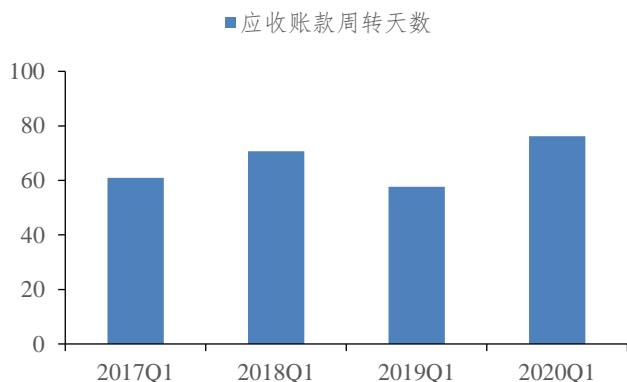
**营运能力下降。**从营收质量上看，2020Q1 货车板块现金净流出 45.42 亿元，而去年同期为流入 11.59 亿元。从周转天数来看，应收账款、存货周转天数较去年同期均增加，2020Q1 应收账款周转天数 76.21 天，同比增加 18.53 天；存货周转天数 65.30 天，同比增加 23.54 天。

图 38: 20Q1 货车板块现金净流出 45.42 亿元



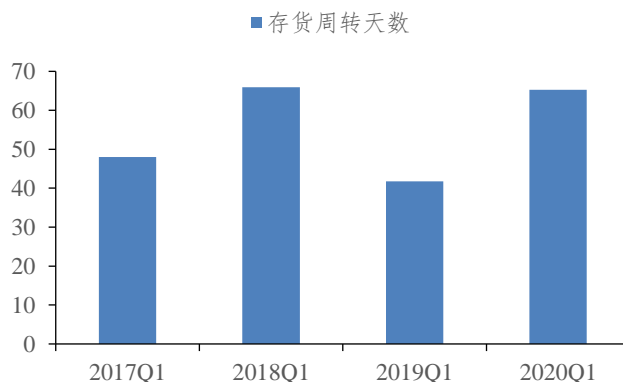
资料来源: wind、长城证券研究所

图 39: 货车板块应收账款周转天数



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 40: 货车板块存货周转天数



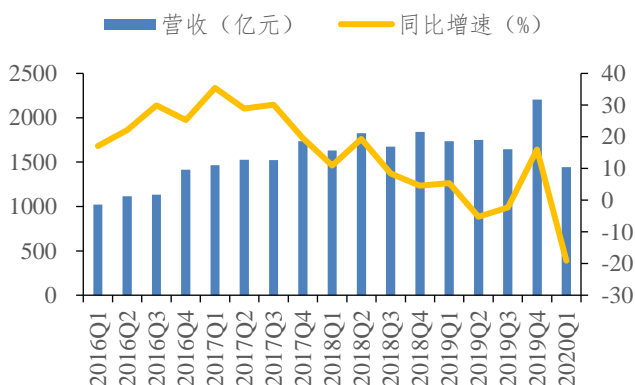
资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2.4 汽车零部件板块

**营收同比下滑幅度优于整车。**2020Q1 汽车零部件板块实现营收 1444.19 亿元, 同比下降 19.11%, 而 20Q1 乘用车板块、客车板块、货车板块营收分别下降 40.48%、35.81%、31.66%, 从抗风险能力来看, 零部件板块表现优于整车板块。

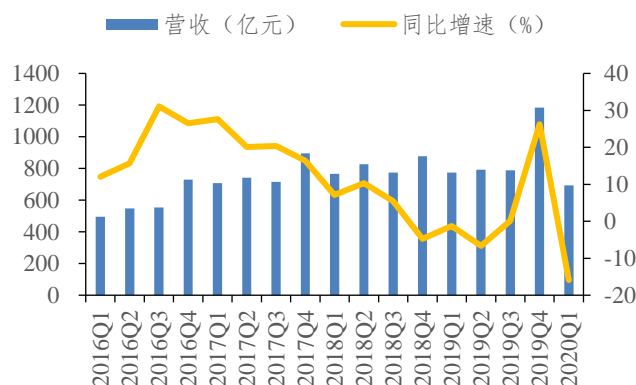
考虑到潍柴动力、华域汽车及均胜电子体量较大, 2020Q1 潍柴动力、华域汽车及均胜电子营收分别占零部件板块整体营收的 26.9%、16.5%、8.4%, 合计占比 51.8%; 为了更客观地分析零部件板块单季度业绩变动趋势, 我们剔除了潍柴动力、华域汽车、均胜电子, 剔除后 2020Q1 零部件板块实现营收 692.29 亿元, 同比下降 15.90%。

图 41: 20Q1 零部件板块收入同比-19.1%



资料来源: wind, 长城证券研究所

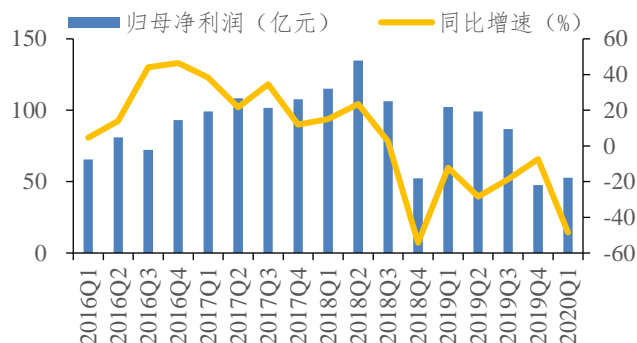
图 42: 20Q1 零部件板块(扣除均胜、潍柴、华域)收入同比-15.9%



资料来源: wind, 长城证券研究所

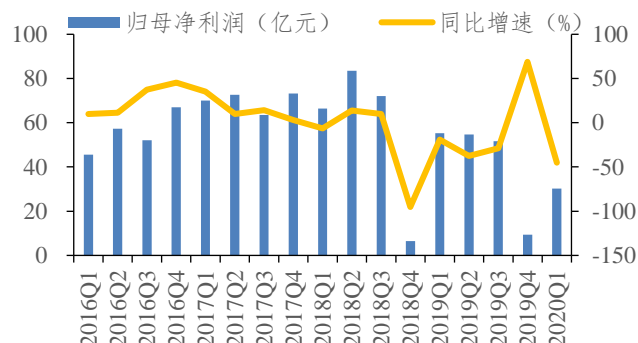
**归母净利润:** 2020Q1 零部件板块实现归母净利润 52.77 亿元, 同比下降 48.38%。剔除潍柴动力、华域汽车、均胜电子之后, 20Q1 零部件板块归母净利润同比下降幅度略有缩小, 降幅为 45.21%。

图 43: 20Q1 零部件板块归母净利润同比-48.4%



资料来源: wind、长城证券研究所

图 44: 20Q1 零部件板块（扣除均胜、潍柴、华域）归母净利润同比-45.2%



资料来源: wind、长城证券研究所

分个股来看，20Q1 收入规模前 30 的个股中，仅威孚高科、德赛西威、万里扬、保隆科技、上柴股份收入实现了正增长，其余个股收入均出现不同程度的下滑，但是零部件公司收入端的降幅均优于汽车销量跌幅。在收入下滑的背景下，零部件板块大部分企业 20Q1 归母净利润跌幅大于收入跌幅。

表 9: 零部件板块 20Q1 收入规模 TOP30 的个股业绩基本本面

	20Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收 YOY (%)	20Q1 归母 净利润 (亿 元)	20Q1 归母 净利润 YOY (%)	20Q1 毛利 率	20Q1 毛利 率同比变动 (pct)	20Q1 净利 率	20Q1 净利 率变动同比 变动(pct)
潍柴动力	389.99	-13.74	20.64	-20.34	22.44	0.78	6.65	-0.81
华域汽车	239.73	-32.60	1.35	-92.70	13.16	-1.12	0.53	-6.03
均胜电子	122.17	-20.83	0.59	-78.59	17.40	0.25	0.57	-2.70
福耀玻璃	41.71	-15.47	4.60	-24.11	34.45	-4.63	11.01	-1.27
继峰股份	39.59	-14.34	-0.48	-179.41	13.05	-18.90	-1.55	-13.31
威孚高科	27.72	22.11	5.50	-20.20	18.81	-4.26	19.98	-10.85
一汽富维	27.64	-6.54	-0.47	-144.23	5.71	-2.69	-2.59	-7.41
宁波华翔	27.40	-25.51	0.80	-32.58	18.22	0.07	3.60	-1.21
中鼎股份	25.11	-5.50	1.63	-47.10	24.46	-3.73	6.39	-5.48
凌云股份	21.70	-21.58	-1.05	-318.50	15.31	-3.96	-2.95	-6.84
富奥股份	20.86	-11.09	1.19	-41.62	12.16	-0.97	5.33	-3.21
万丰奥威	20.00	-18.55	1.04	-48.65	20.88	-0.83	5.61	-3.03
万向钱潮	18.47	-30.92	0.92	-58.59	18.71	0.24	5.03	-3.42
云内动力	17.16	-11.02	1.08	-19.75	17.26	0.76	6.27	-0.60
亚普股份	16.93	-3.45	0.79	25.62	13.14	-1.23	5.02	1.23
交运股份	12.78	-35.58	-1.50	-455.93	-2.84	-11.67	-13.47	-15.85
银轮股份	12.75	-8.20	0.93	-14.56	24.33	-0.54	7.90	-0.37
星宇股份	12.58	-11.67	1.60	-6.38	21.77	-1.52	12.68	0.74
拓普集团	12.08	-2.98	1.14	0.14	27.36	1.08	9.43	0.37
德赛西威	11.45	14.17	0.55	27.29	20.36	-0.20	4.82	0.49
岱美股份	11.22	-9.99	1.57	-2.66	29.98	0.10	13.97	1.06
万里扬	10.83	11.85	1.21	4.98	20.17	-7.51	10.89	-0.89
渤海汽车	10.64	-18.13	-0.10	-144.89	14.64	1.75	-1.38	-2.86

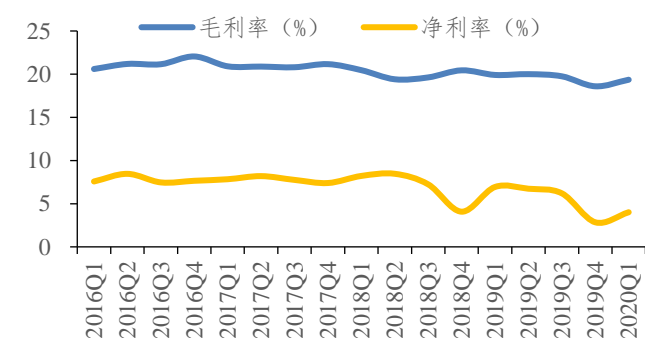


	20Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收 YOY (%)	20Q1 归母 净利润 (亿 元)	20Q1 归母 净利润 YOY (%)	20Q1 毛利 率	20Q1 毛利 率同比变动 (pct)	20Q1 净利 率	20Q1 净利 率变动同比 变动(pct)
上柴股份	9.65	2.80	0.19	-28.28	15.21	0.23	1.91	-0.84
广东鸿图	9.58	-25.90	-0.48	-202.13	20.99	-4.28	-5.41	-9.40
天润工业	9.20	-9.34	0.88	-5.36	25.73	-0.34	9.57	0.40
东风科技	9.15	-38.86	-0.62	-380.63	11.78	-2.71	-10.56	-13.49
模塑科技	8.59	-33.23	-1.61	-364.42	13.04	-3.78	-18.79	-23.50
德尔股份	8.27	-5.88	0.13	-47.34	25.12	-1.50	1.60	-1.38
保隆科技	7.72	4.53	0.38	7.78	29.62	-2.07	4.32	-0.80

资料来源：长城证券研究所

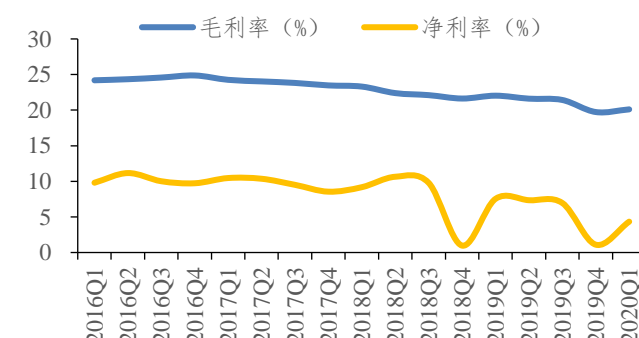
毛利率低位波动，净利率降幅较大。20Q1 毛利率 19.36%，同比下降 0.55pct；净利率 4.01%，同比下降 2.93pct。若剔除潍柴动力、华域汽车、均胜电子，Q1 零部件板块毛利率、净利率分别为 20.11%、4.34%，同比降幅更大，分别下降 1.92pct、3.2pct。

图 45：零部件板块毛利率、净利率



资料来源：wind、长城证券研究所

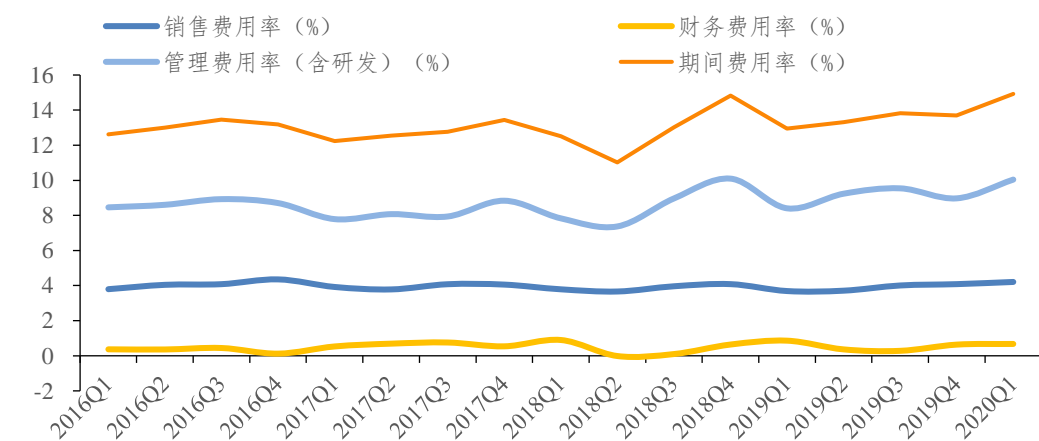
图 46：零部件板块毛利率、净利率（扣除均胜、华域、潍柴）



资料来源：wind、长城证券研究所

期间费用率：20Q1 零部件板块期间费用率同比有所增加，总期间费用率同比增加 1.97 个百分点，其中销售费用率同比增加 0.52 个百分点，管理费用率（含研发）同比增加 1.64 个百分点，财务费用率同比下降 0.19 个百分点。

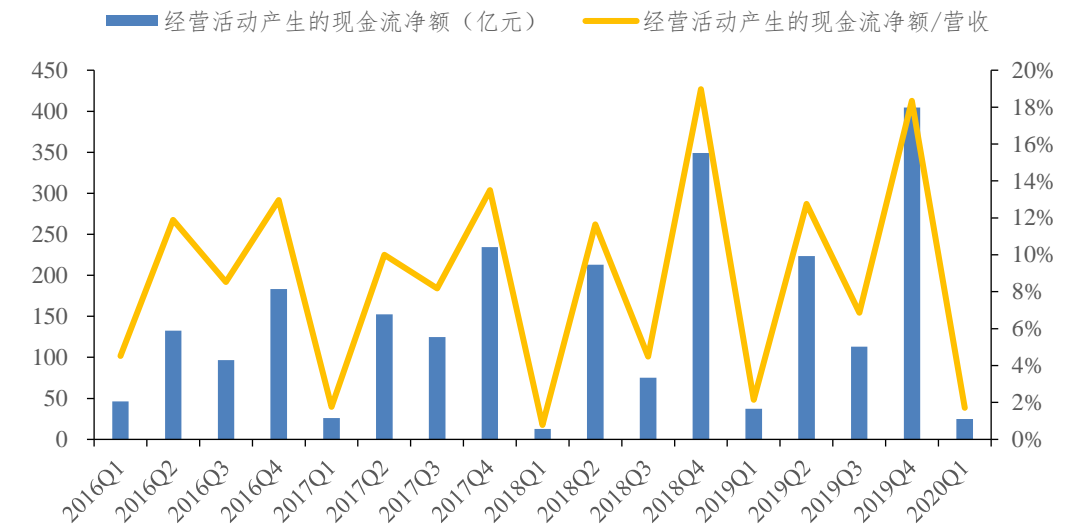
图 47：零部件板块各项费用率变动情况



资料来源：长城证券研究所

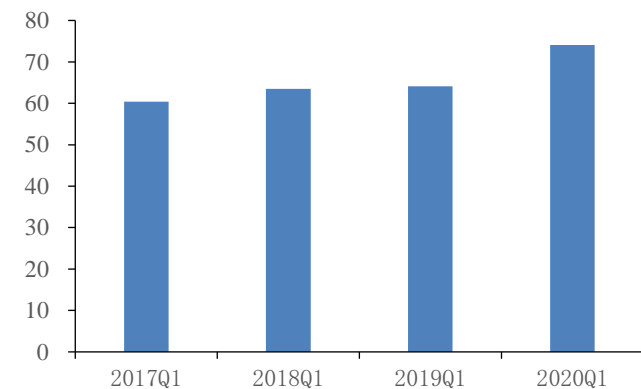
**营收质量下降，营运能力下滑。**2020Q1 零部件板块经营活动现金净流入 24.66 亿元，同比下降 33.96%，但是小于归母净利润的跌幅 48.38%。经营活动现金净流入占营业收入比重为 1.71%，与去年同期下降 0.44pct。从周转天数来看，2020Q1 应收账款周转天数 76.21 天，存货周转天数 83.83 天，较去年同期分别延长了 9.95 天、19.06 天。

图 48: 20Q1 零部件板块现金流净流入同比-45.6%



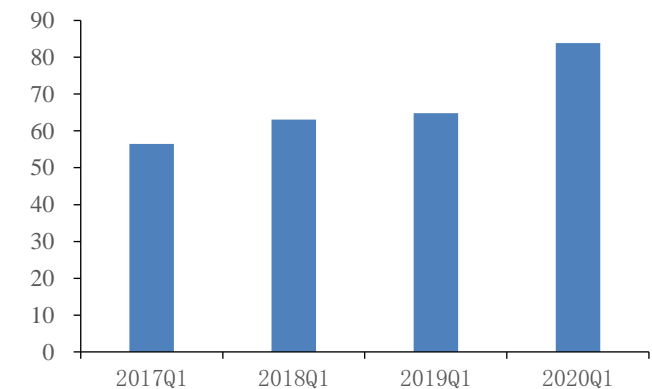
资料来源: wind、长城证券研究所

图 49: 零部件板块应收账款周转天数



资料来源: wind、长城证券研究所

图 50: 零部件板块存货周转天数



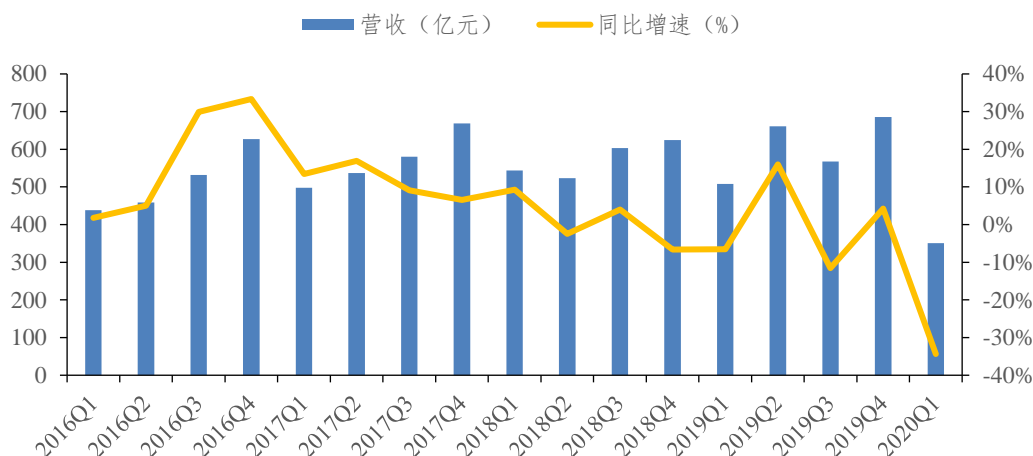
资料来源: wind、长城证券研究所

## 2.5 汽车销售与服务板块

汽车销售与服务板块，包括：广汇汽车、大东方、国机汽车、申华控股、中国汽研。

**板块营收大幅下滑。**受汽车销量大幅下滑的影响，2020Q1 汽车销售与服务板块共实现营收 350.73 亿元，同比下降 34.36%。

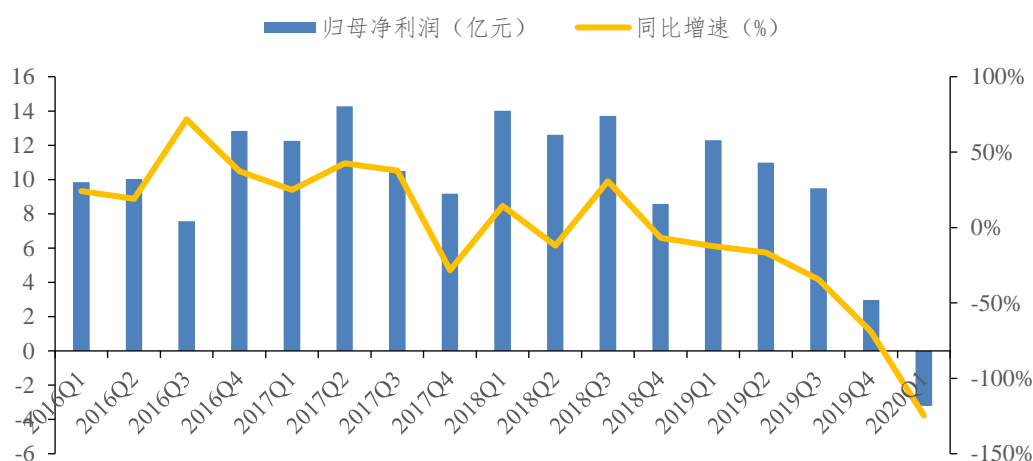
图 51: 20Q1 汽车销售与服务板块营收同比下降 34.36%



资料来源: wind、长城证券研究所

归母净利润: 近年来板块首次出现单季度亏损。2020Q1 汽车销售与服务板块实现归母净利润-3.21 亿元, 同比下降 124.61%。

图 52: 20Q1 汽车销售与服务板块归母净利润亏损 3.21 亿元



资料来源: wind、长城证券研究所

从公司层面看, 20Q1 板块个股营收和归母净利润都出现不同程度的下滑, 中国汽研营收下降 1.91%, 归母净利润下降 34.43%, 在板块中表现最好。而其余公司营收和归母净利润下滑程度较大, 且归母净利润下滑大于收入。

表 10: 汽车销售与服务板块个股 20Q1 业绩基本情况

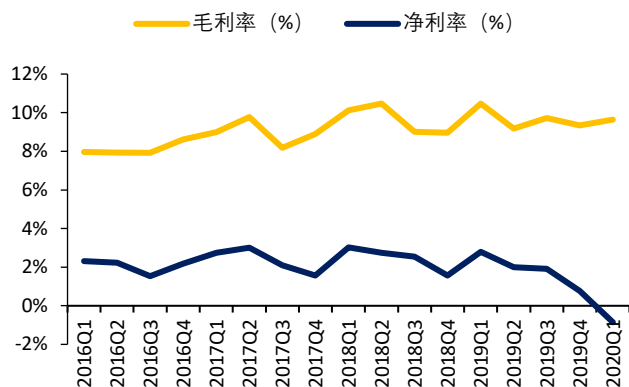
	20Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收 YOY (%)	20Q1 归母 净利润 (亿 元)	20Q1 归母 净利润 YOY (%)	20Q1 毛利 率	20Q1 毛利 率同比变动 (pct)	20Q1 净利 率	20Q1 净利 率变动同比 变动(pct)
广汇汽车	256.05	-31.36	-3.97	-149.58	9.15	-1.66	-1.51	-4.12
大东方	13.48	-40.66	0.46	-64.74	18.87	2.47	3.74	-2.40
国机汽车	65.17	-43.96	0.09	-96.61	8.34	1.25	0.07	-2.02
申华控股	11.11	-35.88	-0.40	-452.70	8.75	1.68	-2.83	-4.24
中国汽研	4.92	-1.91	0.62	-34.43	29.41	-0.84	12.77	-6.27

资料来源：长城证券研究所

**2020Q1 毛利率维持稳定，净利率下滑。**2020Q1 板块实现毛利率 9.64%，同比下降 0.8pct，环比上升 0.3pct；实现净利率-0.85%，同比下降 3.65pct，环比下降 1.63pct。

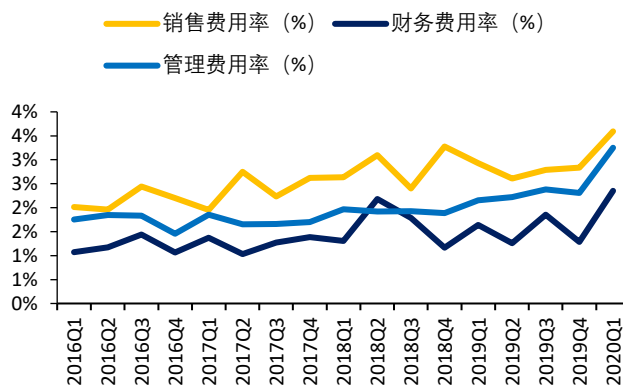
**费用端，板块费用率同比、环比皆有所上升。**销售与服务板块 2020Q1 销售费率、财务费率、管理费率依次为 3.52%、2.35%、3.25%，同比依次上升 0.67、0.71、1.10pct，长时间跨度来看，板块三费率仍处于高位。

图 53: 汽车销售与服务板块单季度毛利率、净利率



资料来源：wind、长城证券研究所

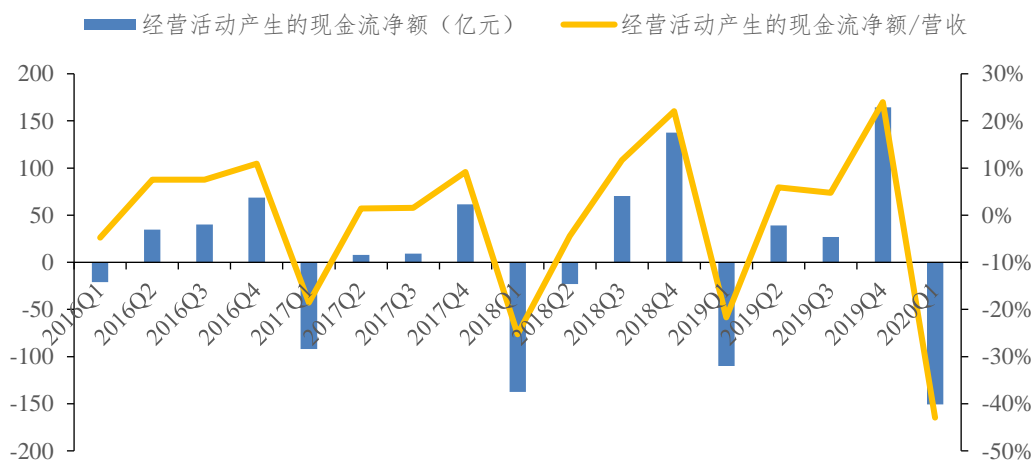
图 54: 汽车销售与服务板块单季度三费率



资料来源：wind、长城证券研究所

**一季度板块经营现金净流出属于行业常态，但 20Q1 净流出金额同比有所增加。**2020Q1 销售与服务板块经营现金净流出 150.62 亿元，一季度现金净流出为行业常态，但与去年同期 2019Q1 现金净流出 109.88 亿元相比，同比增加 37%。

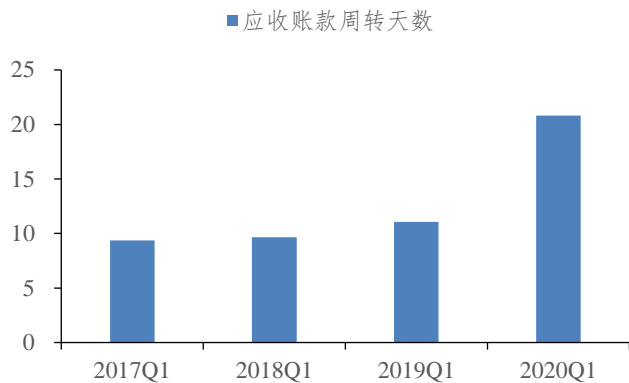
图 55: 20Q1 汽车销售与服务板块现金净流出同比增加



资料来源：wind、长城证券研究所

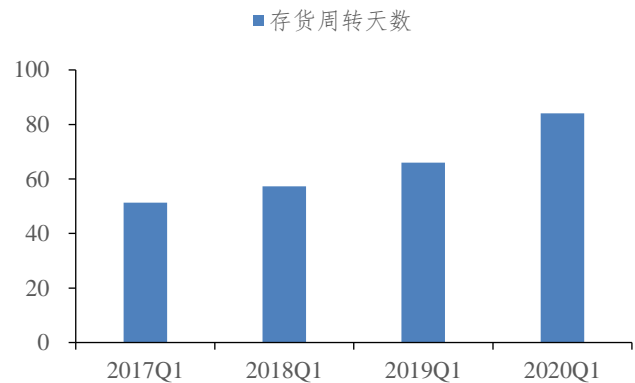
**周转周期拉长，营运效率下降。**2020Q1 销售与服务板块应收账款周转天数、存货周转天数分别为 20.82、84.10 天，同比延长 9.75、18.17 天。

图 56: 汽车销售与服务板块应收账款周转天数



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 57: 汽车销售与服务板块存货周转天数



资料来源: wind, 长城证券研究所

### 3. 投资建议

- **20Q1 行业整体承压，零部件优于整车，货车优于乘用车。**受疫情影响 20Q1 汽车销量单季度下滑严重，史无前例，20Q1 年汽车销售 366.7 万辆（-42.4%）。其中，乘用车销售 287.3 万辆（-45.4%），货车销售 72.8 万辆（-28.2%），客车销量 6.7 万辆（-30.1%），受销量下滑影响，20Q1 汽车行业营收、归母净利润大幅下滑，20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126.24 亿元，同比下降 33.19%；实现归母净利润 43.57 亿元，同比下降 81.72%，为 18Q3 以来最大跌幅。各子板块收入、利润均下跌，但是零部件板块抗风险能力强于整车，收入和利润跌幅均最小，整车板块中货车板块表现最好。
- **整车：20Q1 乘用车板块开始亏损，日系、德系相对强势，份额有所提升；商用车中货车韧性较强，重卡表现最优。**20Q1 自主品牌乘用车、日系、德系、美系、韩系、法系销量跌幅分别为 46.7%、42.9%、40.1%、55.1%、46.7%、83%，市场份额变动幅度依次为 -1pct、0.9pct、2.2pct、-1.7pct、-0.1pct、-0.5pct，日系、德系表现相对强势，市场份额稳步提升。20Q1 乘用车板块十家车企营收下滑 40.5%，归母净利润亏损 1.83 亿元，同比下降 101.6%，业绩承压。商用车中的货车板块表现优于乘用车，营收 241.2 亿元，同比下滑 31.7%；归母净利润 0.09 亿元，同比下滑 98.36%。
- **零部件：20Q1 零部件板块整体表现优于整车。**20Q1 汽车零部件板块 118 家上市公司共实现营收 1444.2 亿元，同比下降 19.1%，而 20Q1 乘用车板块、客车板块、货车板块营收分别下降 40.48%、35.81%、31.66%。零部件板块表现优于整车板块，零部件公司一季度出口业务受疫情影响较小是重要原因。20Q1 零部件板块实现归母净利润 52.77 亿元，同比下降 48.38%。
- **20Q1 迎来史上最差财报季，汽车板块业绩下滑对股价的冲击已经较为充分。**20Q1 汽车行业 142 家上市公司总共实现营收 4126 亿元，同比下降 33.2%；实现归母净利润 44 亿元，同比下降 81.7%。其实乘用车板块、客车板块、零部件板块的归母净利润从 17-18 年就已经开始持续负增长。乘用车板块自 2017 年归母净利润开始负增长，17-20Q1 板块归母净利润同比 -1.27%、-12.56%、-52.28%、-101.59%。客车板块自 2018 年归母净利润开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比 -42.72%、-7.00%、-244.28%。零部件板块归母净利润自 2018 年开始负增长，18-20Q1 板块归母净利润同比 -2.86%、-18.51%、-48.38%。

- **至暗时刻已过、底部探明，建议超配乘用车产业链。**随着国内外疫情逐步受控，各行各业复工复产，国内外经济会逐步修复，乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本受控、国内外经济修复，乘用车产业链的估值和盈利有望双提升，迎来戴维斯双击。除了宏观经济修复的正向因素之外，我们认为还有以下三大正向因素的促进：①2-3月份被抑制的需求，将在4月份疫情得到良好控制之后，逐步释放；②各省市积极响应商务部号召，陆续因地制宜出台刺激汽车消费的相关政策，且刺激政策窗口期一直延续到下半年，因此越到后面刺激效果可能越明显；③疫情导致民众对公共交通的安全性担忧，激发出部分消费者的购车需求，并使得有些消费者缩短决策周期并提前购车。
- **投资建议：20Q1汽车行业处于“四重底”状态，销量底部+业绩底部+估值底部+机构持仓底部。**20Q1伴随着销量大幅下跌，汽车行业迎来历史最差财报季，汽车行业估值（PB）基本到达了近10年底部，机构持仓比例也为近10年最低。乘用车为典型的可选消费品，随着疫情基本控制之后，国内外经济修复，乘用车产业链标的的估值和盈利将双提升，迎来戴维斯双击。乘用车产业链已经进入或即将进入右侧，建议超配乘用车产业链优质标的。乘用车整车推荐上汽集团、广汽集团、吉利汽车和长城汽车；乘用车零部件推荐华域汽车、福耀玻璃、伯特利、万里扬、贝斯特。

## 4. 风险提示

海外疫情持续时间不定、国内汽车销量不及预期



**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>