

重卡行业

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金

核心观点：

- **疫情后宏观经济从全面恢复进入分化承压期。**根据广发宏观小组观点，疫情冲击后宏观经济可能会依次经历三个阶段：全面恢复期、分化承压期、企稳回升期，随着复工推进，几乎所有行业均较前期环比改善，但环比力量会逐渐缩小，同比开始有压力，行业差异逐渐显现，行业修复从供给约束转为更多由需求改善驱动。值得注意的是，“两会”释放出来的“底线思维”政策基调与我们判断的汽车政策思路基本一致，政策目标兼顾长期和短期，避免“强刺激”导致需求大起大落，我们认为温和的政策思路意味着行业内生性因素影响更大，对汽车行业长期健康发展更有利。
- **疫情冲击后重卡销量累计同比转正，中报超预期概率较大。**重卡行业产、销量累计同比增速 4 月转正，说明不仅仅是需求回补，在温和的宏观政策背景下重卡需求仍有增长潜力，3 季度以后仍有望维持较高景气度。考虑到销量与盈利正相关，我们认为重卡股中报盈利增速有望转正，龙头公司盈利有望大幅增长，将明显好于广发策略小组测算的中性假设下 A 股剔除金融中报利润增速或 -40% 的水平。
- **类似 10、17 年，在相对较低的估值下，我们预计中报、3 季报或持续超预期，重卡股有望走出戴维斯双击行情。**广发策略组统计的 A 股剔除金融 20Q1 利润增速 -52.4%，而重卡产业链（重汽、潍柴、威孚）归母净利润降幅仅 19.9%，20 年 5 月 28 日 PE TTM 估值在 35 倍以下 15 个 SW 一级行业中，重卡产业链 20Q1 利润增速仅次于银行和农林牧渔，但重卡股 PE TTM 均值仅 11.8 倍。**与 10、17 年不同点在于：**（1）本轮重卡已经连续 5 年稳定性超预期，验证了我们 17 年的判断，而疫情极端冲击是行业经营是否稳健的一次大考，1 季度的韧性、2 季度的弹性有助于重卡股估值进一步提升；（2）今年 1-4 月重卡销量增长主要与物流车有关，说明重卡景气并不依赖基建政策等需求端的政策，行业内供给侧的政策影响更大；（3）19 年 521 治超从源头解决了大吨小标的生产一致性问题，工程车单车运力大幅下降，重卡保有量或提升 15%-25%，未来 3-5 年逐渐体现；（4）国产重卡相比海外产品存在明显差价，在治超、国六排放升级等规范化措施后，重卡产品升级在加速推进，单价和净利润率仍有较大提升空间。
- **投资建议：**疫情是企业经营质量的一次压力测试，1 季度重卡销量和盈利体现了韧性，中报有望体现弹性，我们推荐依托曼技术平台、产品国内技术领先、未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、盈利和分红稳定性可期的威孚高科。
- **风险提示：**疫情影响超预期；宏观经济不及预期；行业景气度下降等。

行业评级

买入

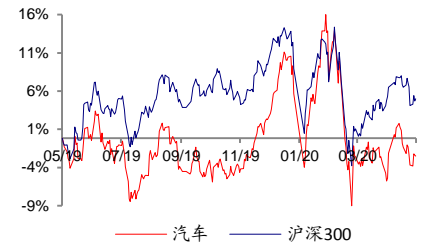
前次评级

买入

报告日期

2020-05-30

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



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604

liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚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：

汽车行业：收入结构与固定成本影响业绩，抗疫能力是检验公司价值试金石	2020-05-03
汽车行业：财报角度分析疫情之下车企抗风险能力	2020-02-20
汽车行业：全面治超是重卡行业长期的实质性利好	2019-10-28
汽车行业：乘高端装备制造升级东风，重卡排量升级明显提速	2018-01-02
汽车行业：重卡股的业绩行情或渐行渐近	2017-06-26
汽车行业：周期的轮回与重生	2017-02-28

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(%)	
							20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
中国重汽	000951.SZ	CNY	25.44	2020/04/30	买入	31.40	2.10	2.52	12.14	10.10	7.20	5.68	17.7	18.5
潍柴动力	000338.SZ	CNY	13.04	2020/04/30	买入	19.40	1.29	1.44	10.10	9.07	3.96	2.97	18.5	17.1
潍柴动力	02338.HK	HKD	13.42	2020/04/30	买入	21.10	1.29	1.44	9.56	8.59	3.71	2.74	18.5	17.1
威孚高科	000581.SZ	CNY	19.67	2020/04/30	买入	29.40	2.26	2.36	8.70	8.35	14.87	13.37	12.7	12.5

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，港股收盘价及合理价值单位为港币，EPS 单位为人民币

目录索引

一、宏观经济从全面恢复期逐渐进入分化承压期.....	6
（一）从宏观面看，4月已经初步呈现分化特征，5月初数据显示经济继续恢复.....	6
（二）从微观面看，汽车行业修复从供给约束打开转为更多由需求改善驱动.....	9
二、疫情冲击后重卡销量累计同比转正，中报超预期概率较大.....	16
（一）单月增速转正或受需求回补等影响不可持续，重卡累计转正蕴含需求增长潜力.....	17
（二）部分重卡股中报业绩增速有望转正，将显著好于A股整体中报利润增速表现.....	19
三、类似10、17年，在相对较低的估值下，我们预计中报、3季报或持续超预期，重卡股有望走出戴维斯双击行情.....	21
（一）10、17年：相对较低估值下，中报、3季报持续超预期成为股价强劲推力.....	22
（二）本轮行情下基本面与10、17年的不同之处.....	25
四、投资建议.....	30
五、风险提示.....	30

图表索引

图 1: 经济继续恢复, 5 月第一周发电耗煤恢复至去年同期的 97.5% (万吨)	7
图 2: 4 月 BCI 继续回升, 经济在继续改善; 但环比回升力度较 3 月明显趋缓	8
图 3: 中国制造业采购经理指数 PMI 变化情况 (%)	8
图 4: 大、中、小型企业 PMI 变化情况 (%)	9
图 5: 中汽协跟踪的 23 家汽车企业集团复工复产情况	10
图 6: 我国汽车全钢胎、半钢胎开工率变化情况	10
图 7: 我国货运量、货运周转量月度同比情况	11
图 8: 我国汽车经销商员工/门店复工率变动情况	11
图 9: 部分城市拥堵延时指数均值变化	12
图 10: 我国汽车经销商客流恢复率、销售效率变化情况	13
图 11: 我国重卡结构情况	13
图 12: 我国公路客运量、公路货运量月度同比情况	14
图 13: 我国房屋新开工面积、竣工面积同比情况	14
图 14: 我国固定资产投资完成额累计同比情况	15
图 15: 我国基础设施建设投资累计同比情况	15
图 16: 上两轮政策周期给我国乘用车行业带来了巨大扰动	16
图 17: 我国汽车、乘用车、商用车月度销量同比增速情况	17
图 18: 我国汽车、乘用车、商用车月度销量环比增速情况	17
图 19: 我国重卡行业月度销量及同比增速情况	18
图 20: 20 年我国广义乘用车、重卡合格证产量同比增速情况	18
图 21: 20 年我国广义乘用车、重卡合格证产量累计同比增速情况	19
图 22: 汽车行业营业总收入、归母净利润 (亿元) 及同比增速	19
图 23: 部分重卡股 20 年 1 季报业绩增速情况	20
图 24: 17 (/28) 个行业录得历史最差/次差 Q1 增速	20
图 25: 20 年中性假设下利润增速预测	21
图 26: 09-10 年狭义乘用车月批发数及同比增速 (辆)	22
图 27: Wind 各行业指数 2010 年 7 月 5 日估值与 10 年前三季度业绩增速情况 (%)	23
图 28: 16-17 年重卡月度批发销量 (辆) 及同比增速	24
图 29: 17 年后复权收盘价 (元/股)	24
图 30: 各行业指数 2020 年 5 月 28 日 PE TTM 估值与 20 年第 1 季度业绩增速情况 (%)	26
图 31: 过去四年中国重汽 A、潍柴动力 A、威孚高科 PE TTM 估值情况	27
图 32: 我国公路货运量、公路货运周转量月度同比情况	27
图 33: 我国国内物流类、工程类民品重卡月度销量同比增速情况	28
图 34: 我国重卡分发动机排量变化	29
图 35: 美国八级卡车均价 (美元)	30
图 36: 中国重汽 A 重卡整车税后平均价格 (万元)	30
图 37: 欧洲中重卡分排量结构	30

图 38: 2016 年美国重卡分发动机排量结构情况	30
----------------------------------	----

表 1: 单季环比外推及单季利润占比, 预测 2020Q1 及 2020 全年 A 股剔除金融利润增速	21
表 2: 重卡股与行业指数 2010 年 7 月 5 日估值与 10 年前三季度归母净利润增速情况	23
表 3: 重卡股与指数 17 年后复权收盘价、点位及估值情况	25
表 4: 17 年 6 月份 Wind 部分卖方 17 年盈利预测 (亿元)	25
表 5: 2017 年 1 季报、中报、3 季报、年报归母净利润同比增速情况	25
表 6: 重卡治理影响弹性测算	29

一、宏观经济从全面恢复期逐渐进入分化承压期

根据广发宏观小组之前给出的框架及5月10日报告给出的判断,经济仍在继续恢复,且初步有分化迹象。广发宏观小组认为,疫情冲击下宏观经济可能会依次经历三个阶段:全面恢复期、分化承压期、企稳回升期,随着复工推进和消费环境改善,几乎所有行业均较前期环比改善,但复工到位后环比力量会逐渐缩小,同比开始有压力,行业表现差异逐渐显现,行业修复从供给约束打开转为更多由需求改善驱动。

(一)从宏观面看,4月已经初步呈现分化特征,5月初数据显示经济继续恢复

在前期报告《经济三阶段与资产定价》中,宏观组指出后续经济可能会依次经历三个阶段:全面恢复期、分化承压期、企稳回升期。相对于3月各行业的全面好转,4月已经初步呈现分化特征,5月初数据显示经济仍在继续恢复,最近月度数据、高频数据和景气指标在初步吻合于这一框架:

4月经济指标已经初步呈现出分化特征,以BCI为例,总指标好转、利润好转;销售下降、融资下降、投资下降、就业下降、价格下降。以PMI为例,总指标下降,制造业下降;但建筑业改善、服务业改善。

5月第一周发电耗煤、30城地产销售、旅游市场等数据显示经济仍在继续恢复。

4月之后经济可能进一步进入分化承压期。宏观组估计基建产业链、消费型服务业将继续改善,而出口、工业可能进入徘徊和承压,政策在这一阶段将进一步升温。预计三季度末,逆周期政策效果将逐步形成,同时伴随海外经济进一步复工,经济将进入企稳回升期。

具体而言:

按照宏观小组给出的一个框架,疫情影响下的国内经济在逻辑上会先后经历几个阶段:

(1) **停摆期**: 主要是1月底至3月初,疫情防控逐渐升温,供给条件和需求环境切断;

(2) **修复期**: 随着复工的推进和消费环境的改善,几乎所有的行业都较前期环比改善;

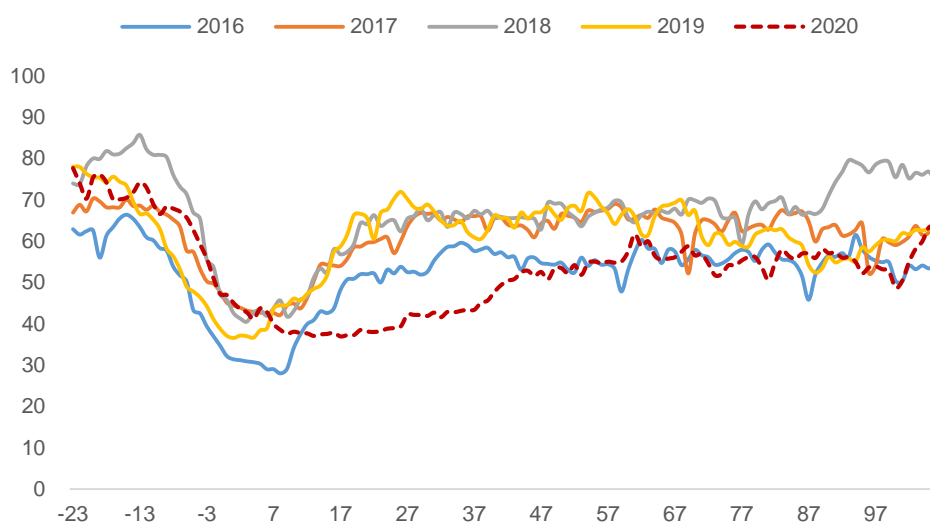
(3) **分化期**: 随着复工进度的到位,环比力量逐渐缩小,同比开始有压力,需求不足、就业问题和收入效应的影响呈现,行业间开始分化,部分行业承压;

(4) **企稳期**: 稳增长效果呈现出来。

宏观小组认为,经济仍在继续恢复,按照“停摆期-修复期-分化期-企稳期”的框架,目前处第二个阶段。5月第一周发电耗煤和30城地产销售恢复至去年同期的97.5%。全国餐饮、住宿行业消费规模恢复至去年同期70%左右;旅游市场恢复至同期的50%: 2月至5月第一周日均发电耗煤分别为39、53、55、56万吨,环比仍然

在改善中，但幅度逐渐变小，若以春节和节后第几周为坐标对比来看，5月第一周发电耗煤和30城地产销售恢复至去年同期的97.5%，宏观组预计下一步是小幅正增长；5月8日，在国务院联防联控机制举行的新闻发布会上，商务部表示全国餐饮、住宿行业消费规模已恢复至去年同期70%左右。文旅部指出旅游市场基本恢复至同期的50%。

图1：经济继续恢复，5月第一周发电耗煤恢复至去年同期的97.5%（万吨）



数据来源：Wind、广发宏观组、广发证券发展研究中心。注：横轴0为该年农历除夕，1为初一，以此类推。

同时，从4月BCI、PMI等数据看，已初步有分化迹象。

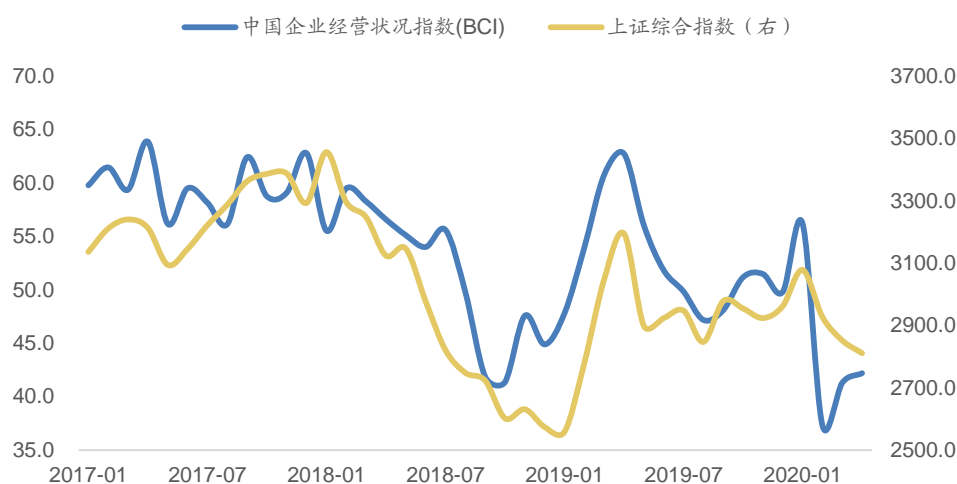
1. BCI

BCI（长江商学院中国企业经营状况指数）是一个可用来跟踪民营中小企业景气度的月度指标，和权益市场的历史相关性显示其有效性。长江商学院BCI（中国企业经营状况指数）是跟踪微观经济景气度的一个很好的指标。BCI的调查对象主要是民营中小企业。它拥有2011年三季度至今的数据。作为一个扩散指数，它也是以50为分界点；指数来源于销售、利润、融资环境和库存这4个分指数的算术平均值。在2019年10月的报告《从BCI指数看中小企业最新状况》中，宏观组指出，“从BCI与权益市场走势的高相关度可以理解这一指标具有一定有效性”。

4月BCI继续回升，显示经济在继续改善；但环比回升力度较3月明显趋缓。指标间也有分化，比如利润指标继续回升，但销售指标不及3月。

4月BCI为42.2，较3月回升了0.9个点，虽然环比回升力度较3月的4.0个点明显趋缓，这显示经济整体处于继续改善的过程中；但4月初步显示出了分化特征，以营收盈利项来说，在上月企业利润前瞻指数上行6.5个点的基础上，本月继续上行4.9个点；但销售项本月就停止了继续好转，指标录得40.2，较上月小幅回落0.6个点。销售预期不再继续好转的背景下利润预期继续回升，主要是成本端在继续下降，4月企业总成本前瞻指数继续下行6.4个点，下行幅度超过上月（5.3个点）；企业用工成本前瞻指数继续下行6.1个点，下行幅度略低于上月（6.4个点）。

图2：4月BCI继续回升，经济在继续改善；但环比回升力度较3月明显趋缓

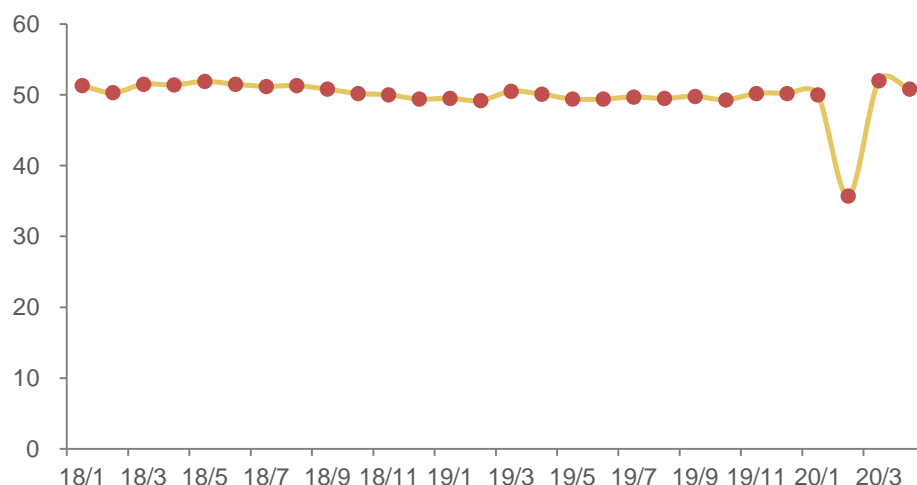


数据来源：Wind、广发宏观组、广发证券发展研究中心

2. PMI

(1) PMI环比下行1.2个点，略低于预期。上文的BCI只是增幅大幅低于3月，但仍在上升，不过二者的一个共同指向是4月经济的环比驱动力不及3月。20年4月PMI为50.8，较上月的52下行1.2个点。这一下滑幅度超出季节性，过去4年4月PMI较3月的下行分别为0.1、0.6、0.1、0.4个点。

图3：中国制造业采购经理指数PMI变化情况 (%)



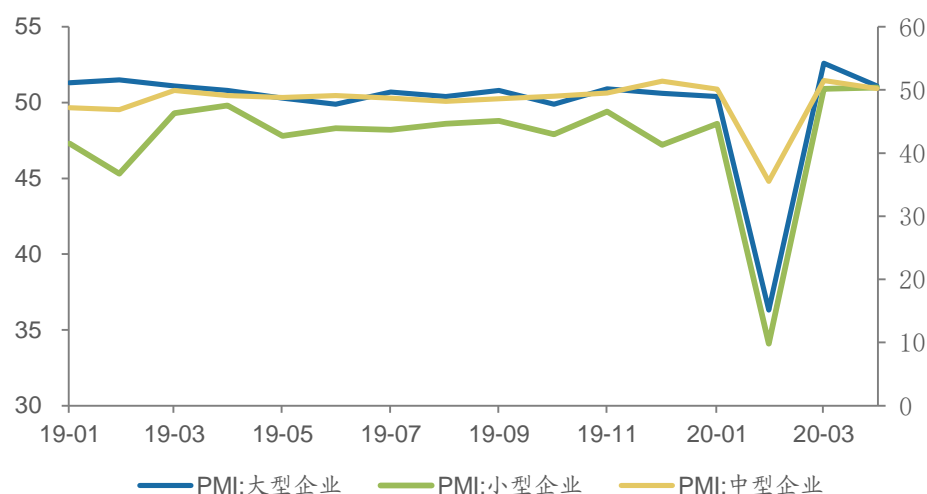
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

(2) 生产指数较上月回落了0.4个点。宏观组认为，复工已到较高程度、复工率上升空间变窄可能是一个重要背景。

可以作为验证的一个数据是4月小企业PMI微幅上升了0.1个点，而大中企业PMI下降。大中企业复工率已经较高，截至4月21日规模以上企业平均开工率和复岗率分别达到99.1%和95.1%。对这部分企业来说，复工率回升的环比推动力量已经过去，

需求影响就会比较显著。而小企业复工率在4月还有上升的空间，只是幅度变缓。

图4：大、中、小型企业PMI变化情况（%）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（3）分化：制造业数据趋弱，但建筑业继续趋于改善，服务业PMI继续回升。

4月建筑业PMI为49.7，较上月大幅上行4.6个点，其中订单回升4.8个点。建筑业业务活动预期大幅上行5.5个点至65.4，为去年3月份以来的新高。建筑业业务活动预期大幅上行，宏观组认为是4月20日进一步下达1万亿专项债额度的驱动。

4月服务业PMI为52.1，较3月上升0.3个点，其中订单、业务活动预期也均有上升。服务业就业指标是宏观组观测就业压力的一个重要指标，受疫情影响较大的餐饮、旅游、零售、娱乐等行业均影响服务业就业，从4月数据看，服务业从业人员指数为47.1，略好于上月的46.7，但改善幅度有限，仍显著低于2月前。

（二）从微观面看，汽车行业修复从供给约束打开转为更多由需求改善驱动

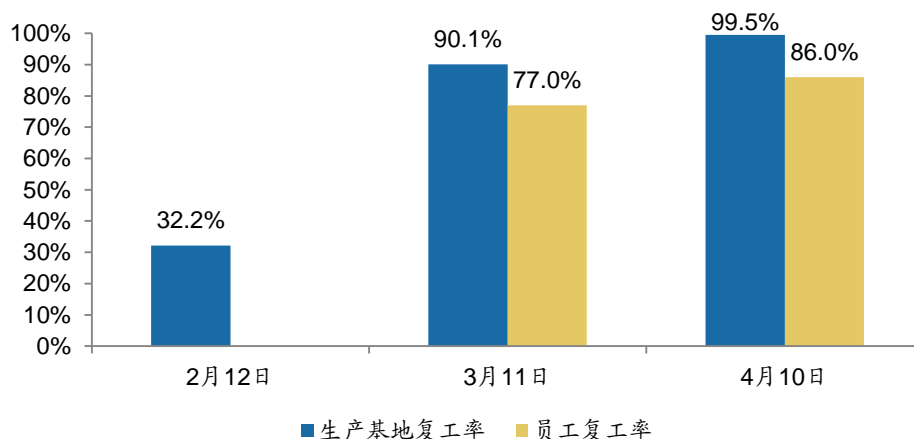
宏观组认为，新冠疫情对各行业的影响逻辑可概括为供给约束、需求收缩、成本刚性，疫情冲击下宏观经济可能会依次经历三个阶段：全面恢复期、分化承压期、企稳回升期，随着复工推进和消费环境改善，几乎所有行业均较前期环比改善，但复工到位后环比力量会逐渐缩小，同比开始有压力，行业表现差异逐渐显现，行业修复从供给约束打开转为更多由需求改善驱动。

1. 随着物流、渠道、生产端恢复，汽车行业供给约束逐步打开

供给端修复路径体现在国内物流、渠道、生产的逐步恢复常态，疫情影响下的海外供应链的修复还需要一定时间。

供给端修复信号一：车企的逐渐复工。总的来看，全国大中小型企业已接近全部复工：根据国家统计局，截至3月25日，全国采购经理调查企业中，大中型企业复工率为96.6%，5月20日工信部运行监测协调局局长黄利斌表示，5月18日全国中小企业的复工率约91%。汽车行业方面，根据中汽协披露的密切跟踪的23家企业集团（204个生产基地，年销量占比超过96%）复工复产情况，截至4月9日，204个生产基地复工率为99.5%，员工复工率为86.0%。

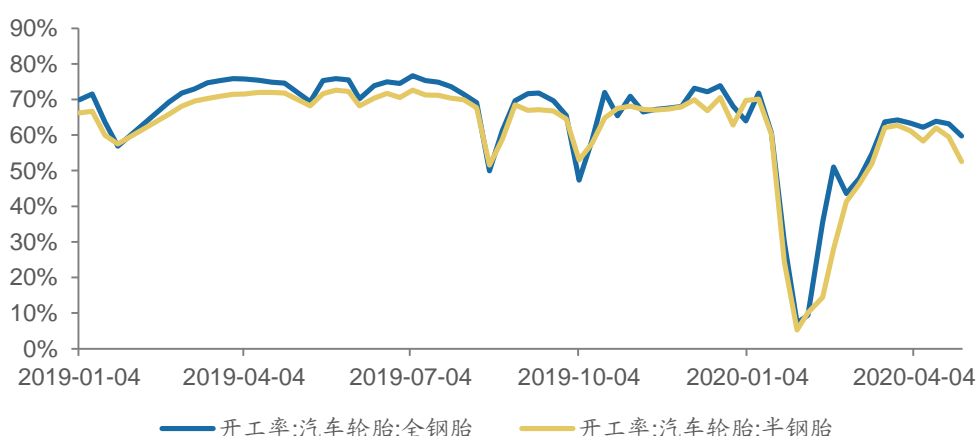
图5：中汽协跟踪的23家汽车企业集团复工复产情况



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

一个可以与之佐证的指标是汽车半钢胎、全钢胎开工率情况。20年4月2日，我国汽车半钢胎、全钢胎开工率分别为61.2%、63.4%，15年-19年两者均值分别为67.4%、67.8%，4月初开工率大约相当于过去5年均值的九成左右。

图6：我国汽车全钢胎、半钢胎开工率变化情况

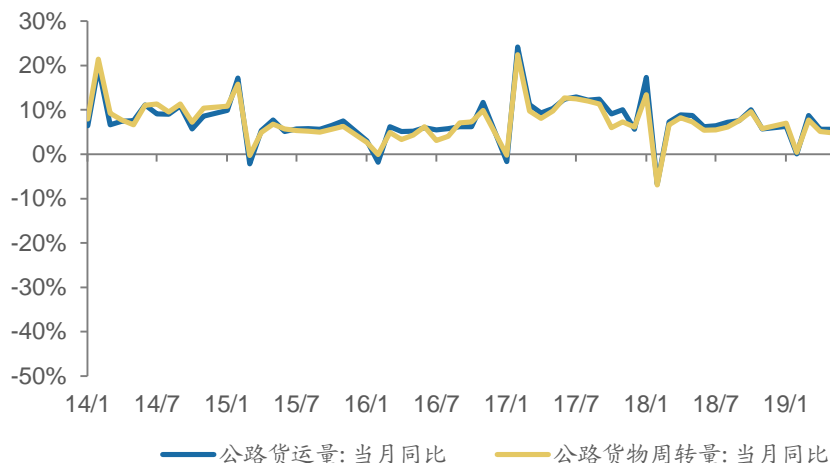


数据来源：中国橡胶信息贸易网、广发证券发展研究中心

供给端修复信号二：物流约束在2月份见底，4月份已基本恢复至去年同期水平。疫情影响下，汽车整车产品从主机厂生产后无法正常通过物流运输至经销商等渠道，

同时上游供应商对主机厂的配套也会受到影响。根据国家统计局数据，20年1-4月我国货运量同比增速分为-17.0%、-29.9%、-13.0%、-2.1%，货运周转量同比增速分为-14.1%、-18.7%、-9.0%、-4.1%。2月份我国货运降幅较大，但4月降幅已大幅收窄，已非常接近去年同期水平。

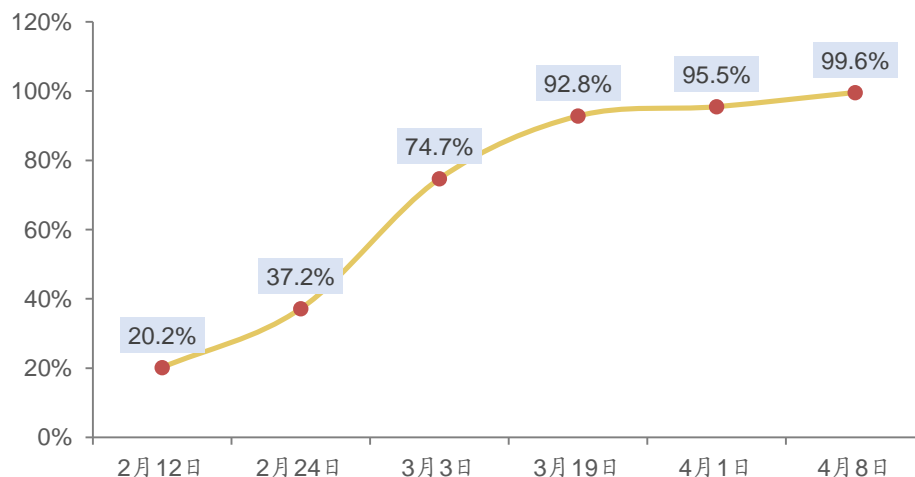
图7：我国货运量、货运周转量月度同比情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

供给端修复信号三：渠道的修复。目前整车产品基本通过线下经销商等进行销售，渠道的恢复也尤为重要。今年1季报显示了销售端受到负面影响，销售费用包括广告及媒体服务费、售后服务费、运输费、销售人员工资等，销售活动受阻下，今年1季度我国乘用车乘用车行业上市公司销售费用率下降至5.1%，作为对比，17Q1、18Q1、19Q1分别为6.0%、6.1%、6.1%。而目前经销商销售活动已逐渐趋于正常：根据中国汽车流通协会数据，截止4月8日，其调研的国内8820家4S店中，门店复工率为99.6%，其实在3月19日，门店复工率已达到92.8%。

图8：我国汽车经销商员工/门店复工率变动情况



数据来源：中国汽车流通协会、广发证券发展研究中心

2. 复工到位后环比力量会逐渐缩小，行业修复或更多由需求改善驱动

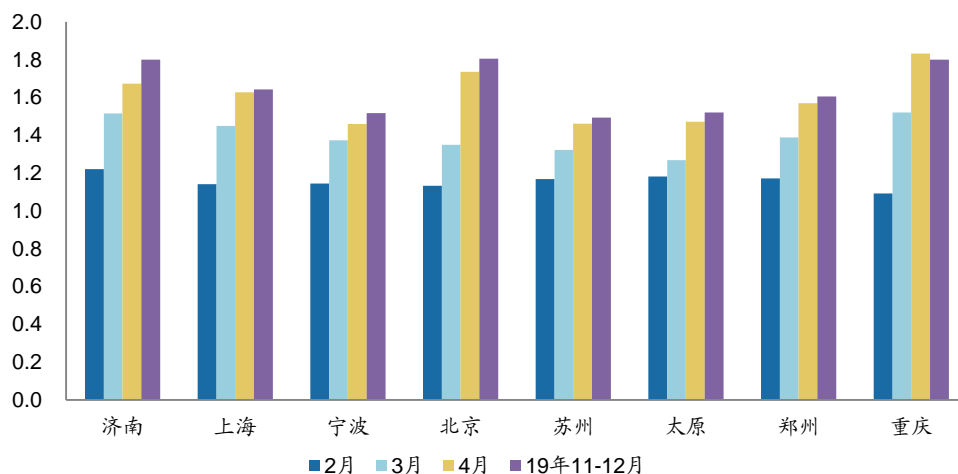
按照宏观组的观点，在第二阶段修复期，随着复工推进和消费环境改善，几乎所有行业均较前期环比改善，但复工到位后环比力量会逐渐缩小，同比开始有压力，各行业表现差异显现，进入“分化期”，行业修复或更多由需求改善驱动。

(1) 乘用车需求改善：居民出行增加，汽车经销商客流持续恢复

居民出行增加：拥堵延时指数即城市居民平均一次出行实际旅行时间与自由流状态下旅行时间的比值，延时指数越高意味着越拥堵。根据高德数据，监测城市4月份拥堵延时指数总体上已非常接近年前，如济南、上海、宁波、北京、苏州、太原、郑州、重庆4月拥堵延时指数均值（19年11、12月拥堵延时指数均值）分别为：1.67（1.80）、1.63（1.64）、1.46（1.52）、1.74（1.80）、1.46（1.49）、1.47（1.52）、1.57（1.60）、1.80（1.83），居民出行情况已接近年前。

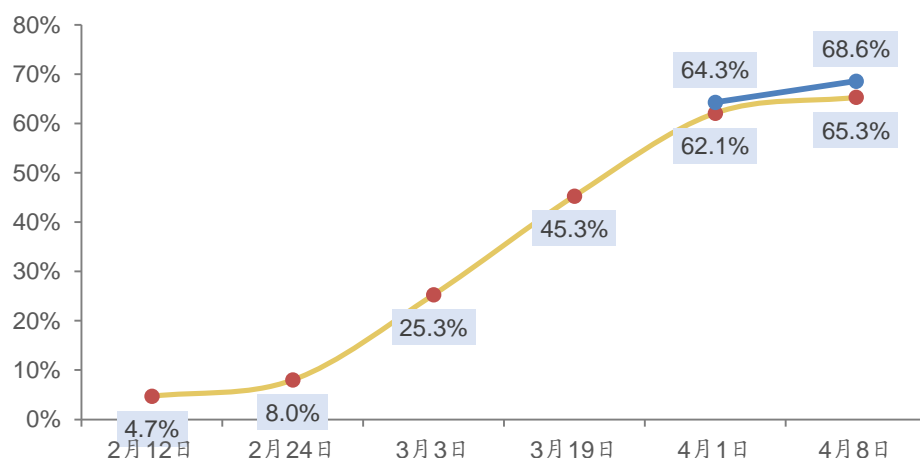
汽车经销商客流持续恢复：居民出行增加下需求有所好转，在汽车经销商客流恢复率、销售效率上有明显体现。根据中国汽车流通协会数据，2月24日、3月3日、3月19日、4月1日、4月8日，调研的汽车经销商销售效率分别为8.0%、25.3%、45.3%、62.1%、65.3%，销售效率与客流密切相关，4月1日、4月8日调研的汽车经销商客流恢复率分别为62.1%、65.3%，过去几个月疫情有效控制下，居民出行增加下需求在持续恢复。

图9：部分城市拥堵延时指数均值变化



数据来源：高德、广发证券发展研究中心

图10: 我国汽车经销商客流恢复率、销售效率变化情况

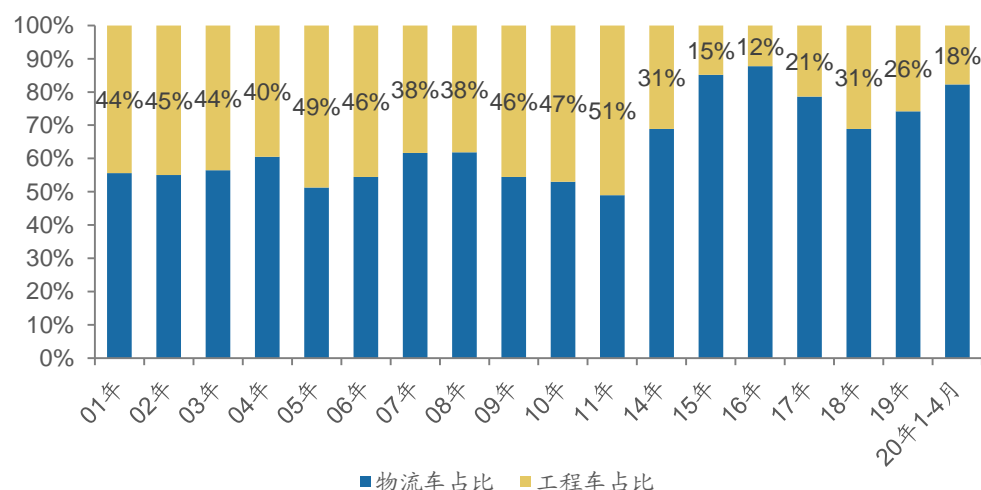


数据来源: 中国汽车流通协会、广发证券发展研究中心

(2) 重卡需求改善: 物流需求相对刚性, 工程车需求逐渐恢复

根据应用场景不同, 重卡可划分为物流重卡和工程重卡, 其中物流重卡包括牵引车、载货车等, 工程重卡包括自卸车、搅拌车等。根据商联会数据, 2019年我国主流重卡企业国内民品重卡中物流车、工程车比例分别为74.2%、25.8%。

图11: 我国重卡结构情况

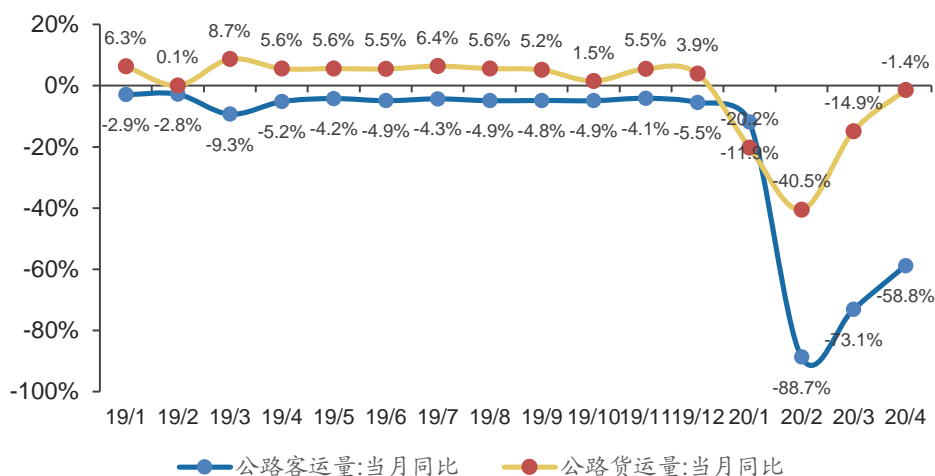


数据来源: 商联会、广发证券发展研究中心

物流重卡: 物流需求相对刚性, 4月已基本恢复。物流是经济运行的基本保证之一, 往往需求具有刚性。公路货运对重卡公路物流需求有很强的代表性, 根据国家统计局数据, 在疫情最为严重的2月份, 在我国公路客运量同比下滑88.7%的情况下, 我国公路货运量同比下滑40.5%, 跌幅显著低于客运量, 4月份我国公路货运量、公路客运量同比增速分别为-1.4%、-58.8%, 在客运需求大幅下滑下, 物流需求已接

近去年同期水平。

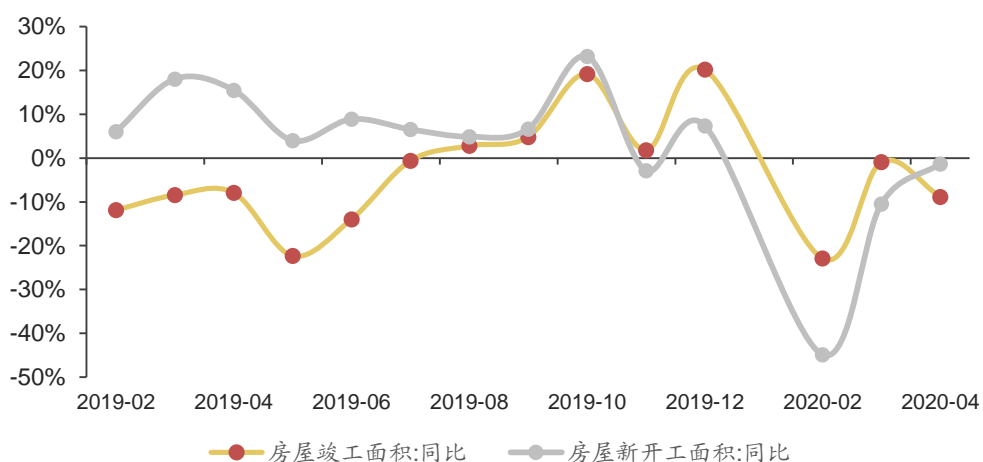
图12: 我国公路客运量、公路货运量月度同比情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

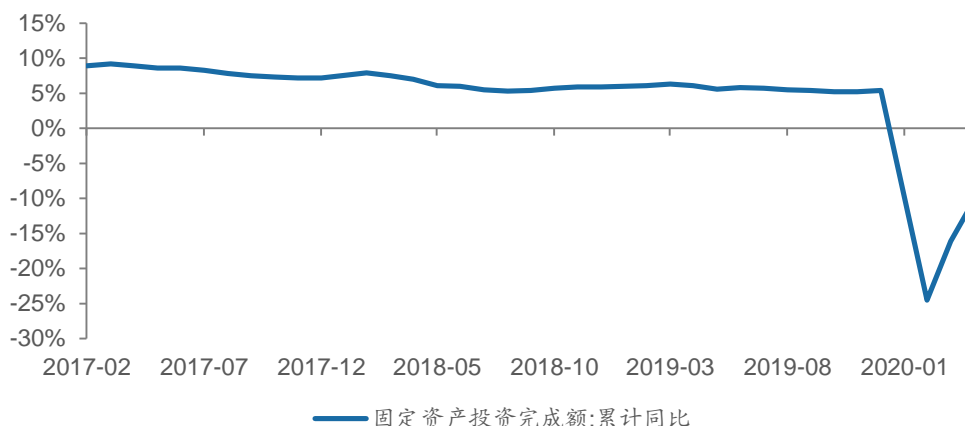
工程重卡: 3月需求较2月大幅改善, 4月趋势仍在持续。根据我们对工程重卡下游房地产开发、固定资产投资的跟踪, 20年1-2、3、4月我国房屋新开工面积同比增速分别为-44.9%、-10.5%、-1.3%, 20年1-2、3、4月我国固定资产投资完成额累计同比增速分别为-24.5%、-16.1%、-10.3%, 其中基础设施建设投资累计同比增速分别为-26.9%、-16.4%、-8.8%, 工程类重卡下游需求改善趋势仍在持续。

图13: 我国房屋新开工面积、竣工面积同比情况



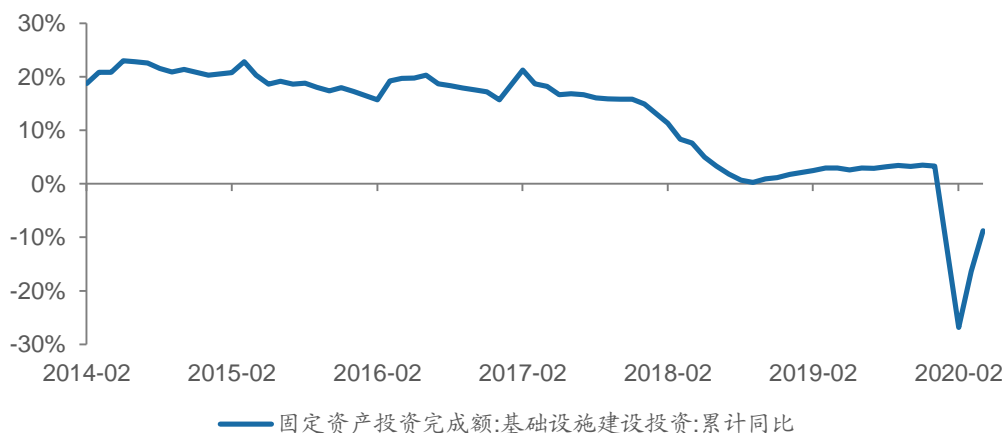
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图14: 我国固定资产投资完成额累计同比情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图15: 我国基础设施建设投资累计同比情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

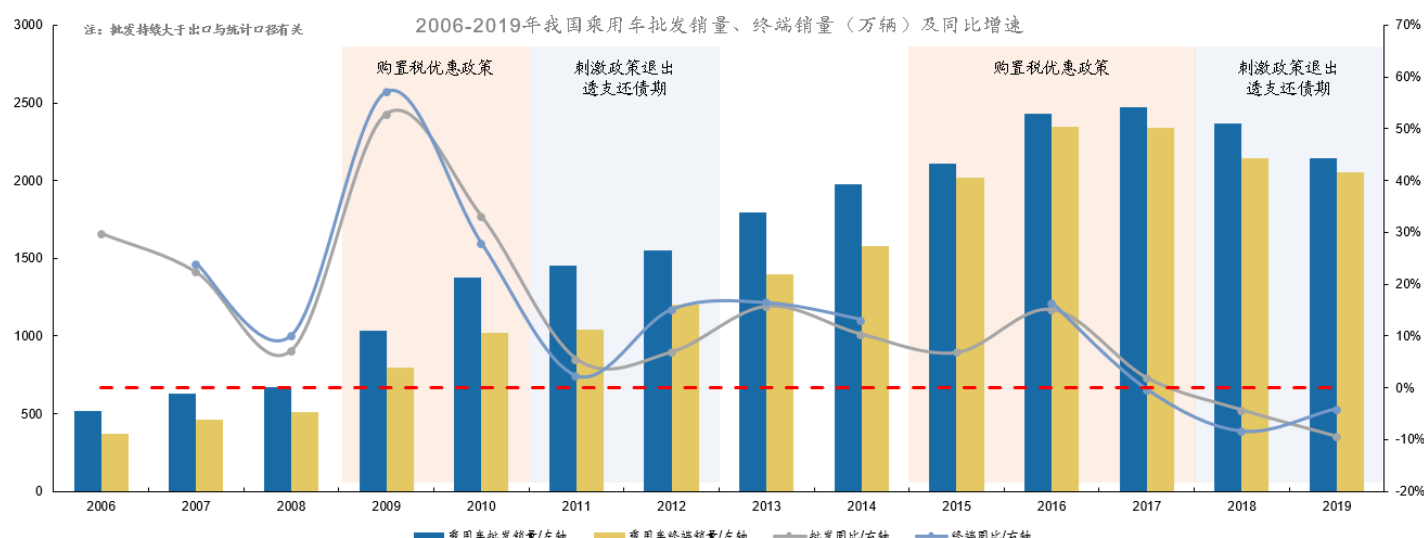
值得注意的是,“两会”释放出来的“底线思维”政策基调与我们判断的汽车政策思路基本一致,政策目标兼顾长期和短期,避免“强刺激”导致需求大起大落,我们认为温和的政策思路对行业的长期健康发展更有利。

今年的“两会”政府工作报告未设GDP增长目标,同时基建、财政政策基本符合预期,消费和科技产业也无大规模刺激信号,政府工作报告的着力点明显不在于强刺激,而是以就业等“底线思维”,创造温和政策环境,有利于行业长期健康发展。我们前期报告多次强调:

(1) 促进汽车消费政策制定需统筹考虑,更需防范对未来需求的过分透支。汽车产业占消费权重较大,在疫情的冲击下,我们认为促进汽车消费很有必要,但政策制定须统筹考虑,既要避免“会哭的孩子有奶吃”,又要量入为出,重视政策的实效,避免浪费,还要防范政策对于未来需求的过分透支或长期负面影响。上一轮小排量乘用车购置税优惠经历了2年3个月,如果新一轮刺激政策间隔时间过短,稳增长效果将打折扣;此外,普适性的小排量购置税优惠政策带来每年数百亿元补贴

的支出，但增量或并不显著。限购地区适当放开是短期内最直接且成本最低的方案，对区域经济有直接带动效应，但由于部分地区千人保有量较高、交通拥堵等因素制约，全面放开的长期副作用较大，且对全国稳定汽车消费、拉动经济作用可能相对比较有限。

图16：上两轮政策周期给我国乘用车行业带来了巨大扰动



数据来源：中汽协、中机中心、广发证券发展研究中心

（2）需考虑政策的长效机制，“稳增长、调结构”仍是主旋律。疫情是一次极端情形下的压力测试，政策调控需尽量避免车市出现反复波动，需尊重行业的内生发展动能及为行业的长期健康发展保驾护航。在促进汽车消费的政策选择上，我们认为可能采取的措施包括但不限于：1.环保或是重要抓手，截至18年底，国二及以下排放车型保有量超过1700万辆，国三排放车型保有量超过4300万辆，如果通过以“旧换新+关键总成再制造”的策略加速更新，有望在经济增长与能源、排放压力中取得较好的平衡。2.稳定新能源汽车销量也有助于稳定汽车消费，比如可以放缓补贴退坡幅度。

二、疫情冲击后重卡销量累计同比转正，中报超预期概率较大

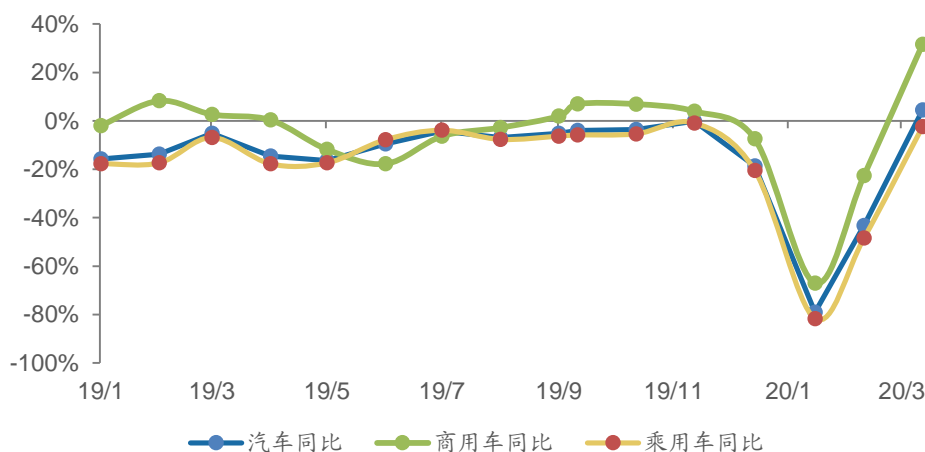
重卡行业产、销量累计同比增速4月转正，20年截至5月20日产量累计同比增长15.4%，累计同比增速转正不能简单用需求回补来解释，说明在温和的宏观政策背景下重卡需求仍有增长潜力，3季度以后销量仍有望维持高景气度。考虑到销量领先于盈利，我们认为重卡股中报业绩增速有望转正，龙头公司业绩有望大幅增长，将明显好于根据广发策略小组测算的中性假设下A股剔除金融中报利润增速或-40%的

增速水平。

（一）单月增速转正或受需求回补等影响不可持续，重卡累计转正蕴含需求增长潜力

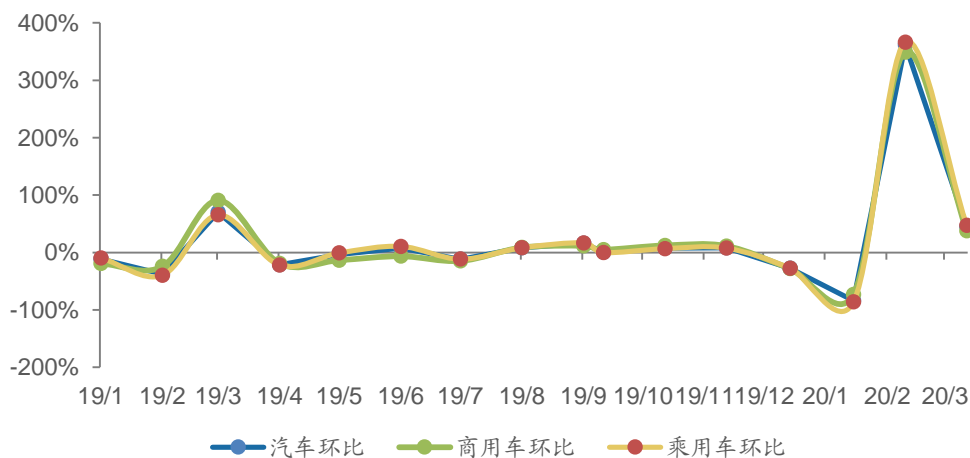
从单月增速来看，随着国内物流、渠道、生产的逐步恢复常态，汽车行业供给约束逐步打开，销量明显回升。根据中汽协数据，20年1-4月份，我国汽车销量环比增速分别为-27.5%、-83.9%、361.4%、44.7%，同比增速也有明显改善，20年1-4月份，我国汽车销量同比增速分别为-18.9%、-79.1%、-43.2%、4.5%，汽车行业4月销量同比增速首次转正。

图17：我国汽车、乘用车、商用车月度销量同比增速情况



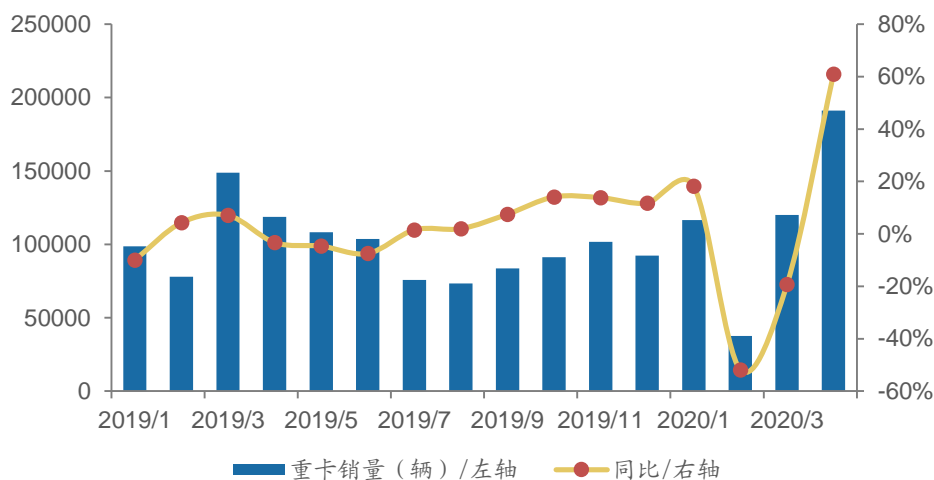
数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图18：我国汽车、乘用车、商用车月度销量环比增速情况



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

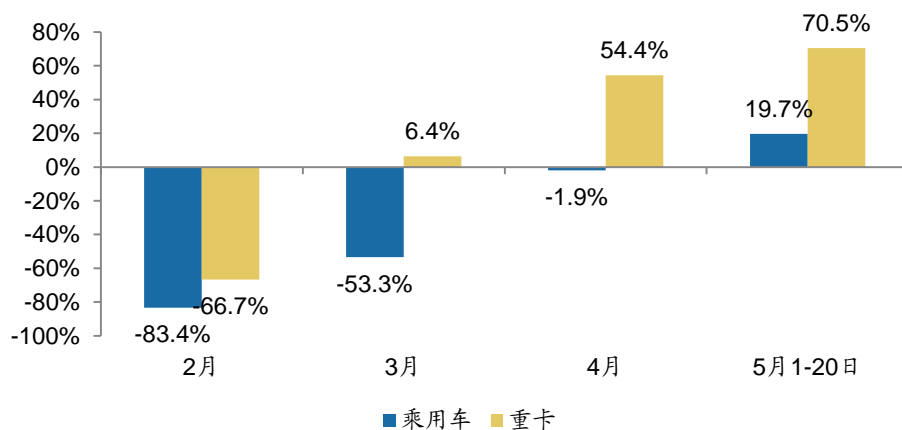
图19：我国重卡行业月度销量及同比增速情况



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

从细分行业来看，乘用车同比增速逐渐改善，而重卡同比增速显现出了极高的景气度。根据中机中心数据，20年2月、3月、4月、5月1-20日，我国乘用车合格证产量同比增速分别为-83.4%、-53.3%、-1.9%、19.7%（5月前20日乘用车合格证产量同比涨幅较高，与去年同期在国六实施前车企主动控制生产去国五库存有关）；20年2月、3月、4月、5月1-20日，我国重卡合格证产量同比增速分别为-66.7%、6.4%、54.4%、70.5%，3月份重卡合格证产量已增速已转正，4、5月维持了高增速。

图20：20年我国广义乘用车、重卡合格证产量同比增速情况

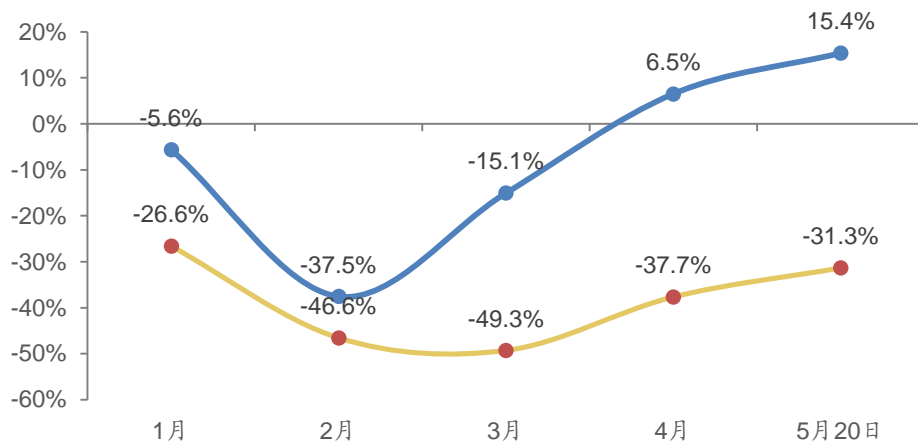


数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

经过生产恢复、需求回补后，复工率回升的环比推动力将明显减弱，行业或企业的差异化表现更取决于是否有需求支撑。我们认为，单月增速转正或受需求回补等影响，不代表当前内生需求好于去年同期，而累计正增长则可说明行业需求有确定性增长，蕴含了需求增长潜力。

从累计数据来看，在疫情影响下，我国重卡行业韧性、弹性超预期，在4月份已实现累计产量转正。根据中机中心数据，20年4月我国重卡合格证产量在3月增速转正至6.4%后同比大幅增长54.4%，20年累计增长6.5%。根据中机中心最新数据，截至今年5月20日，我国重卡合格产量累计增长15.4%。

图21：20年我国广义乘用车、重卡合格证产量累计同比增速情况

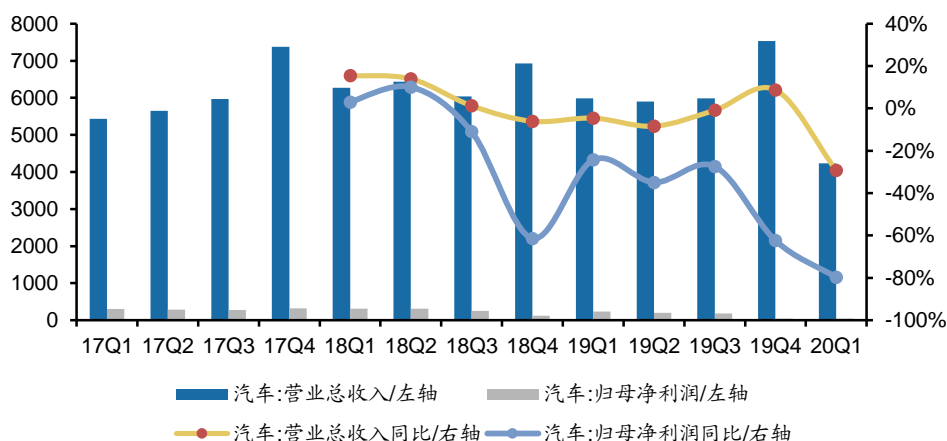


数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

(二) 部分重卡股中报业绩增速有望转正，将显著好于 A 股整体中报利润增速表现

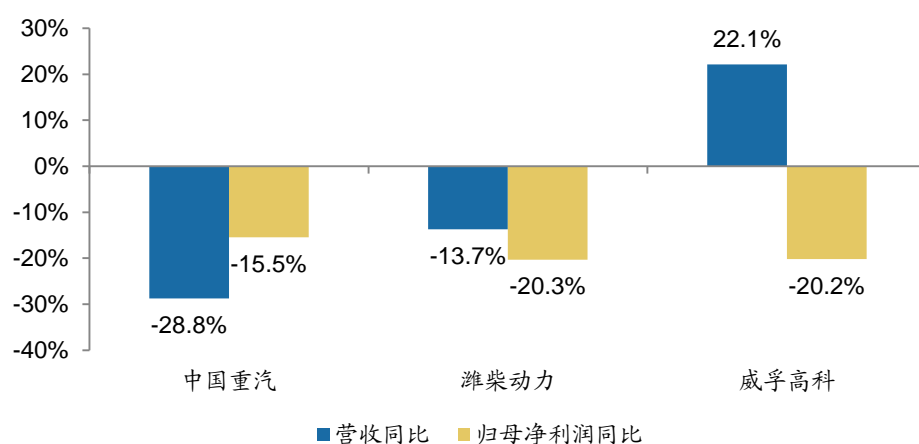
重卡股在今年1季报表现的盈利韧性已超市场预期。受疫情影响汽车产销下滑，汽车行业1季度营收及业绩均同比下降，根据我们统计的144家A股汽车公司，由于疫情导致汽车产销下降及工资、折旧等成本刚性，20年1季度汽车行业营业收入、归母净利润分别同比下降29.3%、79.8%。1季度营收、业绩降幅较低的是重卡产业链（营收增速-15.3%，归母净利润增速-19.9%，下同），重卡产业链中国重汽、潍柴动力、威孚高科1季度业绩下滑幅度约15%~20%，表现均显著好于行业整体，超市场预期。

图22：汽车行业营业总收入、归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图23：部分重卡股20年1季报业绩增速情况

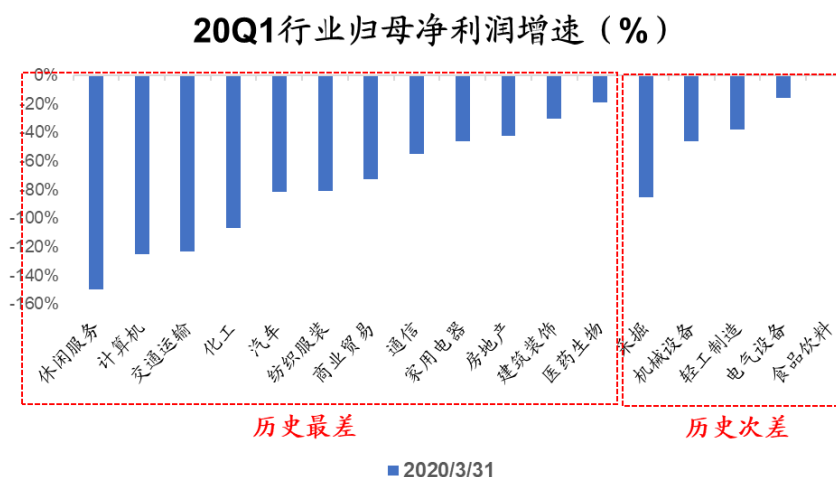


数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

考虑到销量与盈利正相关，我们认为重卡股中报业绩增速有望转正，龙头公司业绩有望大幅增长，将明显好于广发策略小组测算的中性假设下A股剔除金融中报利润增速或-40%的增速水平。

根据广发策略小组统计，疫情对Q1单季盈利的影响程度超预期，近半数行业录得历史最差一季报。今年28个一级行业中，有12个行业一季报盈利增长录得03年以来最差值，5个行业一季报录得历史次差值。

图24：17（/28）个行业录得历史最差/次差Q1增速



数据来源：Wind、广发策略组、广发证券发展研究中心

策略组基于已经披露的数据，参考历史上经济前低后高类比年份（如06、09、16年），中性假设下A股剔除金融全年利润增速-16%，上半年利润增速-40%。

策略组主要的参考值包括A股盈利相对稳定的季节性规律（环比增速）、以及经济呈现“前低后高”修复态势的类比年份，如06年、09年、16年，考虑3种盈利修复路径：

1. 情景1最悲观，在一季报比较差的背景下，Q2-Q4经济与A股盈利环比修复、

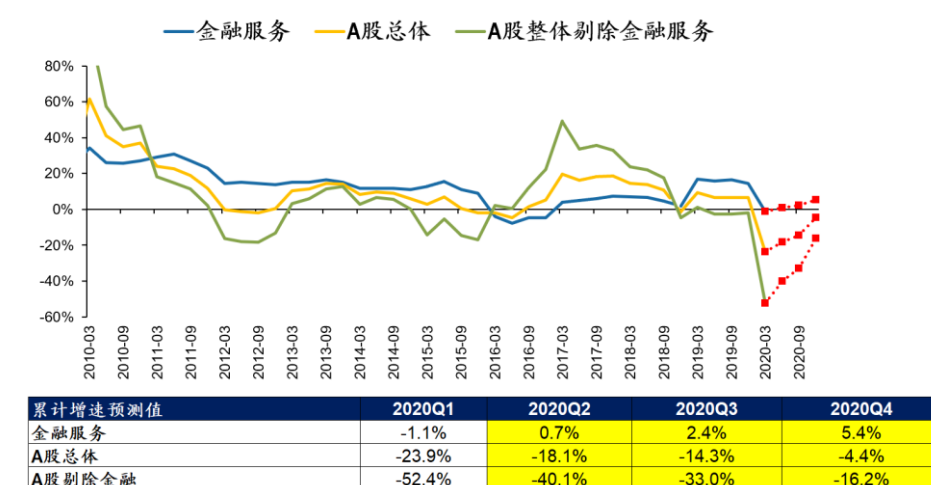
均好于历史季节性规律但力度不强，预测全年A股剔除金融利润增速-27%；2. 情景2中性，Q2-Q4企业盈利环比修复好于06年、16年但略弱于09年，预测全年A股剔除金融利润增速约-16%；3. 情景3最乐观，假设单季环比贴近03年以来历史上的最好值，且20年一季度利润占比达到09年强修复时期的占比，预测全年A股剔除金融利润增速约-7%。

表 1：单季环比外推及单季利润占比，预测2020Q1及2020全年A股剔除金融利润增速

A 股剔除金融盈利预测	单季环比增速			累计同比增速			一季度占比倒推 2020 年全年利润增速		
	20Q2	20Q3	20Q4	20Q2	20Q3	20Q4	20Q1 净利润 (亿元)	20Q1 占比	2020 全年利润增 速
1. 悲观情形	50%	5%	-8%	-44%	-40%	-27%	2275.2	19%	-26.9%
2. 中性情形	70%	10%	-5%	-40%	-33%	-16%		16.5%	-15.8%
3. 乐观情形	80%	12%	10%	-37%	-29%	-7%		15%	-7.4%
历史季节规律（环比）	Q2 环比 Q1		Q3 环比 Q2		Q4 环比 Q3		历史 Q1 净利润占全年比重-参考值		
历史均值/中值	23% / 17%		-3% / -2%		-27% / -15%		Q1 占比均值/中值		23.7% / 22%
09 年/16 年：前低后高	70% / 46%		10% / -6%		-9% / 11%		09 年经济前低后高		15.8%
历史最好值	70%		10%		12%		16 年经济前低后高		18.6%

数据来源：Wind、广发策略组、广发证券发展研究中心

图25：20年中性假设下利润增速预测



数据来源：Wind、广发策略组、广发证券发展研究中心

三、类似 10、17 年，在相对较低的估值下，我们预计中报、3 季报或持续超预期，重卡股有望走出戴维斯双击行情

10、17年，在高景气度的长时间维持下，汽车股及重卡股走出了两波波澜壮阔的行情，我们估计今年重卡股景气度及中报、3季报业绩仍有望持续超市场预期，但

与10、17年不同的地方在于：

(1) 本轮重卡已经连续5年超预期，验证了我们17年的判断；疫情极端冲击是行业经营是否稳健的一次大考，1季度的韧性、2季度的弹性对于重卡股的定价非常重要，市场对其稳定性的重新认知使得未来股价的波动率可能明显下降；(2) 今年1-4月重卡销量增长主要与物流车有关，并不依赖工程车，说明重卡景气并不依赖基建政策等需求端的强刺激，行业内供给侧的政策影响更大；(3) 19年521治超从源头解决了大吨小标的生产一致性问题，工程车单车运力大幅下降，我们测算重卡保有量或提升15%-25%，将持续正面影响未来3-5年的重卡销量；(4) 国产重卡相比海外产品存在明显的差价，在治超、国六排放升级等规范化措施后，重卡产品升级在加速推进，单价和净利润率有提升空间。

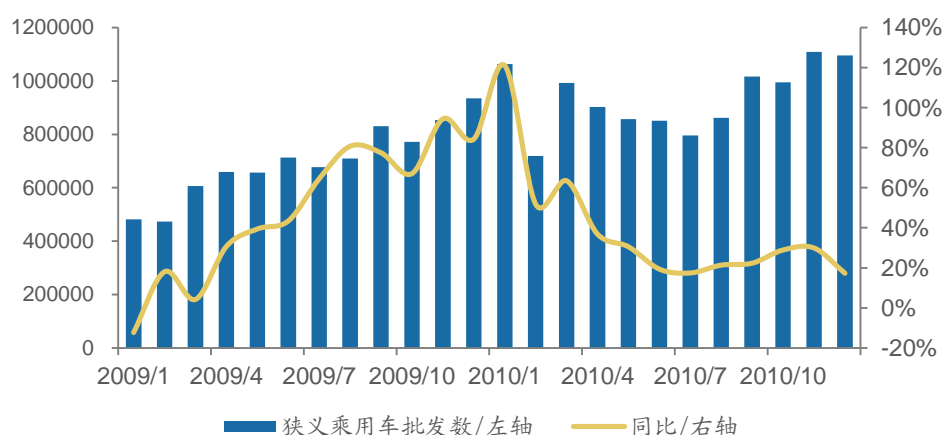
(一) 10、17年：相对较低估值下，中报、3季报持续超预期成为股价强劲推力

1. 2010年：10年7月5日至10年11月8日汽车行业指数上涨阶段

10年7月5日至10年11月8日汽车行业指数持续上涨，且此阶段67.0%的涨幅显著高于沪深300指数41.2%的涨幅，与基本面持续超预期结合相对较低估值有关：

(1) 10年上半年在行业维持高增速、业绩大幅正增长情况下，行业指数随市场下跌，估值风险得到了释放；(2) 从行业比较的角度来看，随着上市公司业绩报告的陆续发布，投资者逐渐认识到，汽车行业销量增速虽在下滑，但仍是一个收入和业绩增速较高的行业，估值具有行业比较优势（即便是10年狭义乘用车批发增速次低的6月份，行业仍有19.4%的增速）；(3) 10年7-10月批发增速逐步提高（10年7月-10月份狭义乘用车批发增速分别为17.5%、21.4%、22.3%、28.9%），增强了投资者对行业下半年由于“末班车效应”有望实现较高增速的预期。

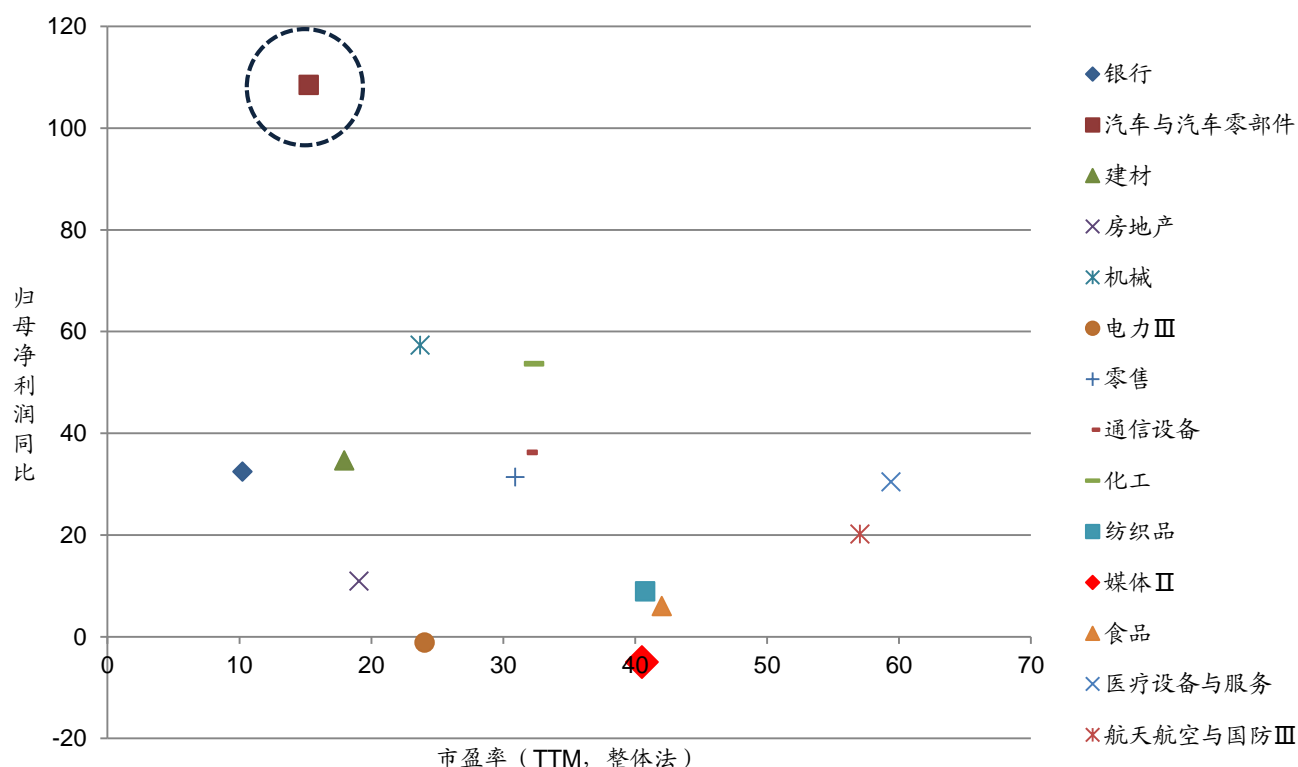
图26：09-10年狭义乘用车月批发数及同比增速（辆）



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

2010年7月5日，汽车与汽车零部件指数PE TTM估值已下降到16.4倍，这个估值无论是纵向来看，还是横向与当时其他行业对比，都处于很低的水平。而从行业的业绩表现来看，7月5日行业指数所包括的74家公司2010年前三季度归母净利润同比增长108.5%，指数最低点所内含的市场预期与行业基本面之间存在较大背离。

图 27: Wind 各行业指数 2010 年 7 月 5 日估值与 10 年前三季度业绩增速情况 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 重卡股与行业指数2010年7月5日估值与10年前三季度归母净利润增速情况

	上证指数	汽车与汽车零部件	中国重汽 A	潍柴动力 A	威孚高科
PE TTM-2010.07.05	16.3	16.3	13.1	10.6	12.9
10 年前三季度归母净利润增速	34.1%	110.1%	120.3%	101.5%	173.1%
10 年 7 月 5 日至 10 年 11 月 8 日指数点位/股价涨幅	33.7%	67.0%	82.3%	114.3%	149.4%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2. 2017年: 持续高景气下的重卡股行情

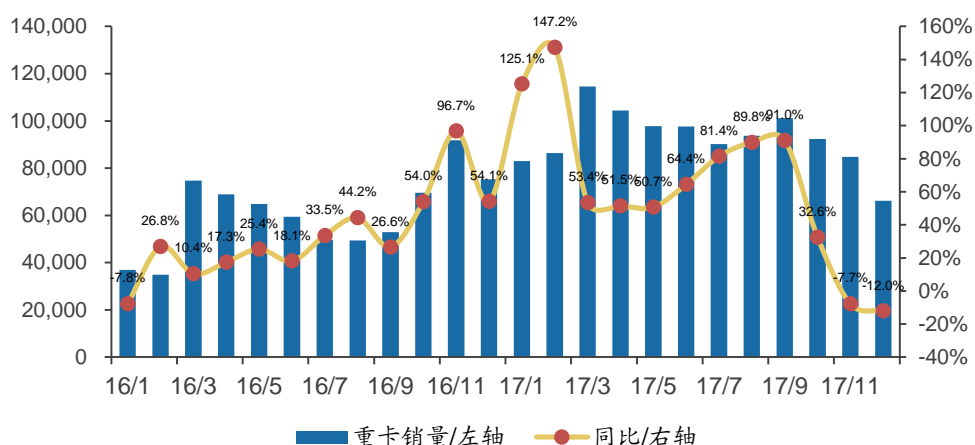
17年下半年的重卡股行情同样是因为重卡行业在足够高的景气度上维持了足够长时间，且业绩超出市场预期。

虽然17年1-5月我国重卡累计销售48.6万辆，同比大幅增长73.4%，超市场预期，尤其是4、5月销量同比增速仍分别达到51.5%、50.7%，与3月份的53.4%差异并不

大，但出于对治超新规利好可持续性的顾虑，17年年初以来市场普遍对重卡行业高增长的持续性有所担忧，市场预期全年销量增速5-10%，2季度以后增速将快速下行，2季度重卡股股价出现了一定调整。

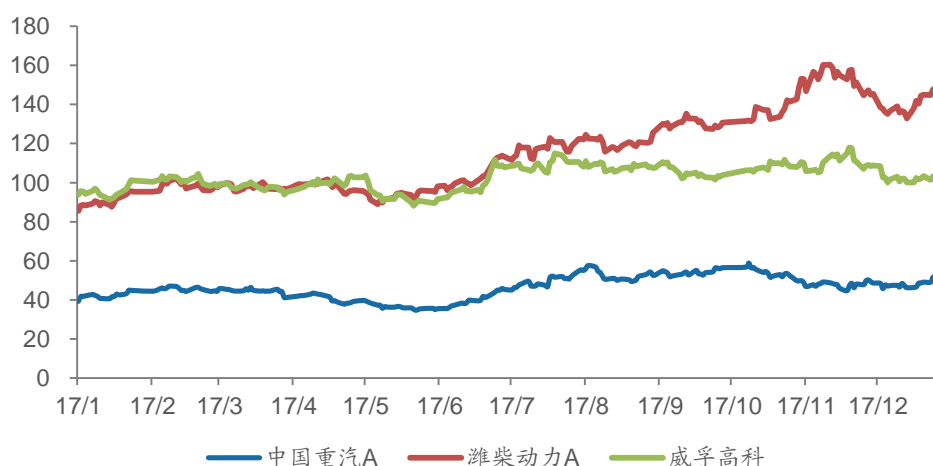
而重卡行业在上半年极高景气度下，3季度销量仍保持了高增长，17年7、8、9月我国重卡批发销量同比增速分别高达81.4%、89.8%、91.0%，基本面不断超市场预期。结合17年6月初重卡股相对较低的估值（17年6月1日中国重汽A、潍柴动力A、威孚高科PE TTM 估值分别为14.2、10.2、13.6倍，上证指数、汽车行业PE TTM 估值分别为17.6、17.7倍），重卡股在下半年出现了一波大行情：17年6月1日至下半年股价/指数点位高点，潍柴动力A、中国重汽A、威孚高科股价涨幅为68.4%、68.2%、31.7%，与之对比，汽车行业、上证综指涨幅为17.1%、11.1%。

图28：16-17年重卡月度批发销量（辆）及同比增速



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图29：17年后复权收盘价（元/股）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 3: 重卡股与指数17年后复权收盘价、点位及估值情况

	上证指数	汽车与汽车零部件	中国重汽 A	潍柴动力 A	威孚高科
17 年 6 月 1 日 股价/指数最高点	3,102.6	8,681.0	35.0	95.2	89.6
下半年股价/指数最高点	3,447.8	10,168.1	58.8	160.3	118.0
涨幅	11.1%	17.1%	68.2%	68.4%	31.7%
PE TTM-17.06.01	17.6	17.7	14.2	10.2	13.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

重卡行业的高景气度也反映在了业绩上, 17年潍柴动力A、中国重汽A、威孚高科归母净利润增速分别为178.9%、114.6%、53.8%, 而17年6月卖方一致盈利预期分别仅为31.9%、29.8%、18.6%。

表 4: 17 年 6 月份 Wind 部分卖方 17 年盈利预测 (亿元)

	中国重汽 A	潍柴动力 A	威孚高科	富奥股份
预测家数	8	9	7	2
营收均值	232.36	1089.99	76.11	72.60
营收增速	10.0%	17.0%	18.5%	24.0%
归母净利润均值-预测	5.43	32.21	19.83	8.71
归母净利润增速-预测	29.8%	31.9%	18.6%	28.7%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 5: 2017年1季报、中报、3季报、年报归母净利润同比增速情况

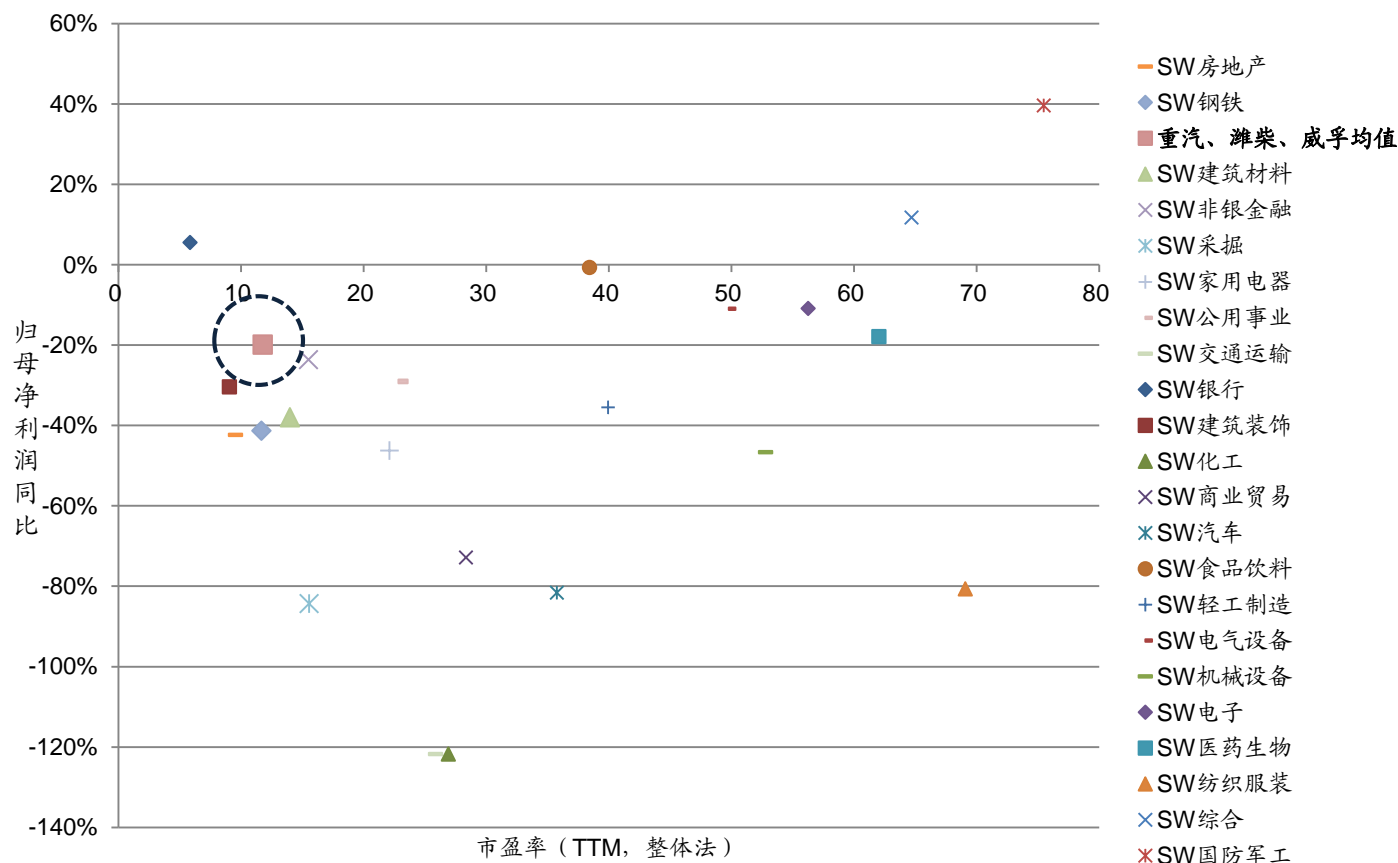
指数/上市公司	1 季报	中报	3 季报	年报
上证指数	18.0%	14.5%	16.6%	17.8%
汽车与汽车零部件	13.6%	4.2%	1.3%	-2.1%
中国重汽 A	370.8%	198.6%	214.4%	114.6%
潍柴动力 A	158.4%	147.4%	198.8%	178.9%
威孚高科	59.2%	40.5%	41.5%	53.8%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 本轮行情下基本面与 10、17 年的不同之处

根据Wind, 20年5月28日PE TTM估值在35倍以下的所有15个SW行业中, 重卡产业链20Q1利润增速仅次于银行和农林牧渔, 而重卡股PE TTM均值仅11.8倍。如我们前文所述, 今年重卡股景气度及中报、3季报业绩仍有望持续超市场预期, 同时目前重卡股的估值也相对较低, 与10、17年的基本面持续超预期同时兼备相对较低的估值较为类似。

图 30: 各行业指数 2020 年 5 月 28 日 PE TTM 估值与 20 年第 1 季度业绩增速情况 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心; 备注: 未列估值在100倍以上的行业 (PE TTM, Q1归母净利润同比) 包括休闲服务 (102.0, -151.2%)、有色金属 (149.9, -56.9%)、通信 (211.1, -56.7%)、计算机 (250.0, -118.4%), 同时为显示效果, 图中未列农林牧渔 (21.9, 397.6%)

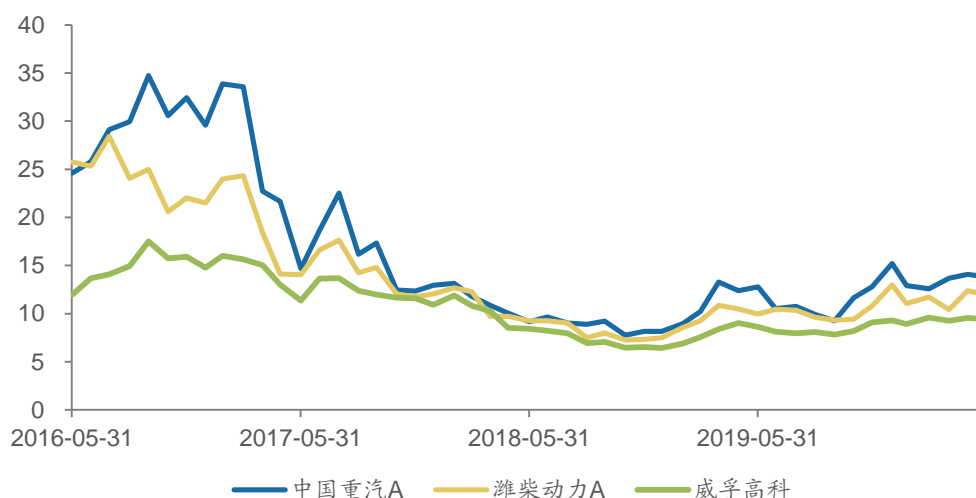
但需要指出的是, 本轮行情下基本面与10、17年存不同之处, 相比10、17年, 我们强调以下四点:

1. 疫情极端冲击是行业经营是否稳健的试金石, 进而影响重卡股定价

本轮重卡已经连续5年超预期, 验证了我们17年的判断, 而疫情极端冲击是行业经营是否稳健的一次大考, 1季度的韧性、2季度的弹性对于重卡股的定价非常重要, 市场对其稳定性的重新认知使得估值可能进一步提升。

从过去四年中国重汽A、潍柴动力A、威孚高科PE TTM估值来看, 呈现出“圆弧底”形态。从月度PE TTM估值来看, 几只重卡股估值低点在18年4季度, 中国重汽A 18年10月份的7.8倍、潍柴动力A 18年10-11月份的7.3倍、威孚高科18年12月的6.4倍, 此后随着重卡景气度不断超预期, 重卡稳定性、韧性、弹性不断超预期, 三只重卡股估值中枢开始稳步上移。

图31：过去四年中国重汽A、潍柴动力A、威孚高科PE TTM估值情况



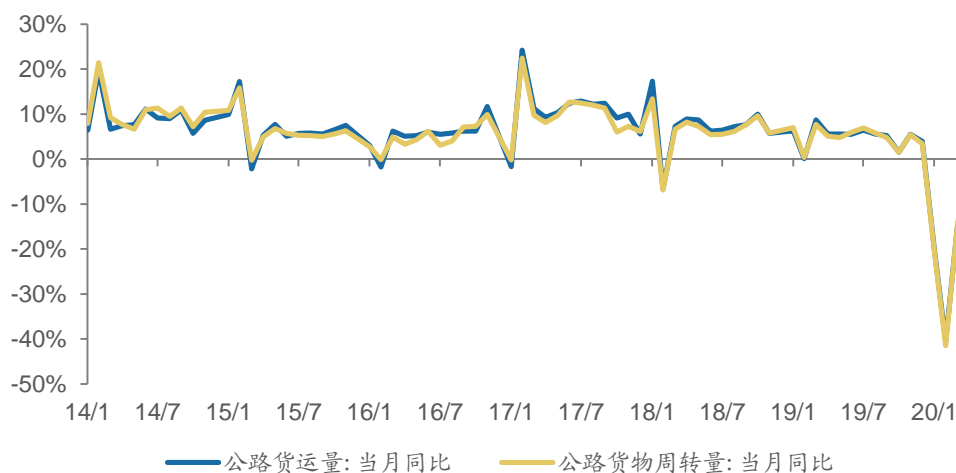
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2. 1-4月重卡增长与物流车有关，说明重卡景气并不依赖基建政策强刺激

今年1-4月重卡增长主要与物流车有关，不依赖于工程车，说明重卡景气并不依赖基建政策强刺激，行业内供给侧的政策影响更大。

从物流需求来看，根据国家统计局数据，20年1-4月我国公路货运量同比增速（公路货运周转量同比增速）分别为-20.2%（-20.6%）、-40.5%（-41.5%）、-14.9%（-14.5%）、-1.4%（1.6%），在疫情影响最为严重的2月份，我国公路货运量、公路货运周转量同比也仅下降4成，而在4月份我国公路货运量同比仅下降1.4%，公路货运周转量同比则有正增长，物流需求相对刚性，有利于提升重卡行业的韧性。

图32：我国公路货运量、公路货运周转量月度同比情况



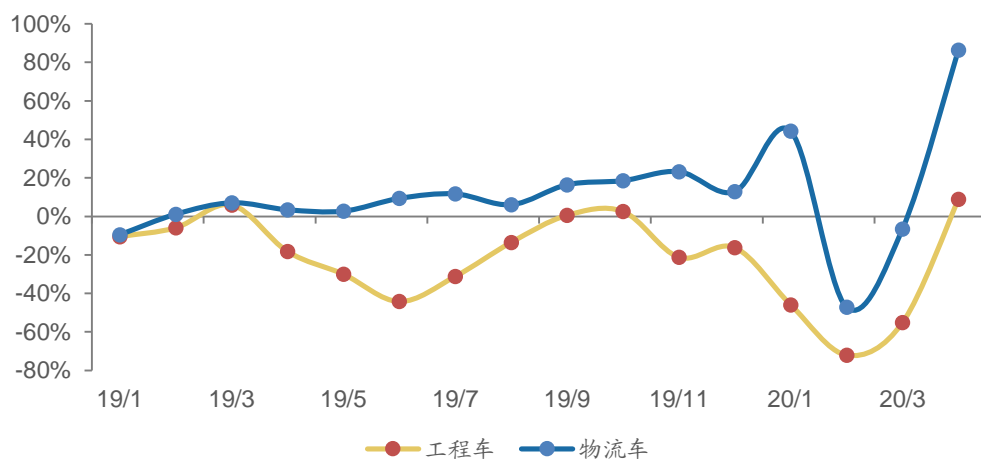
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

3. 工程车基数较低叠加需求恢复，3季度重卡景气有望维持

根据中汽协数据，20年4月我国销售重卡19.1万辆，同比大幅增长61.0%，1-4月我国累计销售重卡46.5万辆，同比增长4.7%，重卡年内累计实现正增长。

今年1-4月我国主流重卡企业国内民品重卡物流类、工程类销量同比增速分别为+23.1%、-38.1%，物流类重卡表现较好或与物流需求相对刚性、保有量并不过剩、国三柴油车淘汰、气柴比较低导致燃气车需求不错有关。4月国内民品重卡物流类、工程类销量同比增速分别为86.4%、8.9%，工程类重卡单月销量同比增速疫情后首次转正，去年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），今年5月后工程车同比基数显著下降，2季度以后工程车需求恢复+基数较低，使得工程车2季度以后或迎来高速增长。

图33：我国国内物流类、工程类民品重卡月度销量同比增速情况



数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

4. 长期来看，重卡行业在量、价方面都有积极因素

我们测算19年521治超或将提升重卡稳态保有量约15%-25%，将持续正面影响未来3-5年的重卡销量；国产重卡相比海外产品存在明显差价，在治超、国六排放升级等规范化措施后，重卡产品升级在加速推进，单价和净利润率仍有较大提升空间。

我们在《全面治超是重卡行业长期的实质性利好》深度报告中强调，**治理超载在量、价方面都对重卡行业有着非常积极的影响：**

（1）量的角度：治超则通过规范单车运输能力，从而影响存量重卡保有量（供给侧）和宏观经济衍生出来的公路货运周转量（需求端）之间的供需关系，进一步影响重卡年销量（更新需求+替代需求+新增需求）。

19年也是重卡超载治理的大年，根据我们的测算，保守估计，19年自卸车、搅拌车、高速及非高速公路物流车治理带来的运力下滑，未来3-5年或将重卡稳态保有量提升15%-25%左右。

表 6: 重卡治理影响弹性测算

车型	保有量占比	其中: 细分车型	其中: 细分车型占比	细分车型占重卡总量比例	治理后运力下滑幅度		保有量理论增长幅度	对重卡保有量总影响
工程车	30%	搅拌车	20%	6%	30%-50%	罐体变小	43%-100%	2.6%-6%
		自卸车	80%	24%	60%	乐观假设: 车型不变	150%	36%
					40%	中性假设: 部分 8×4 替代 6×4	67%	16%
					20%-30%	保守假设: 车型改装	25%-43%	6%-10%
物流车	70%	高速公路	70%	49%	3%-5%	计重收费改按轴收费	3%-5%	1.5%-2.5%
		非高速公路行驶	30%	21%	10%-20%	即本次发生无锡事故的省道	11%-25%	2.3%-5.3%

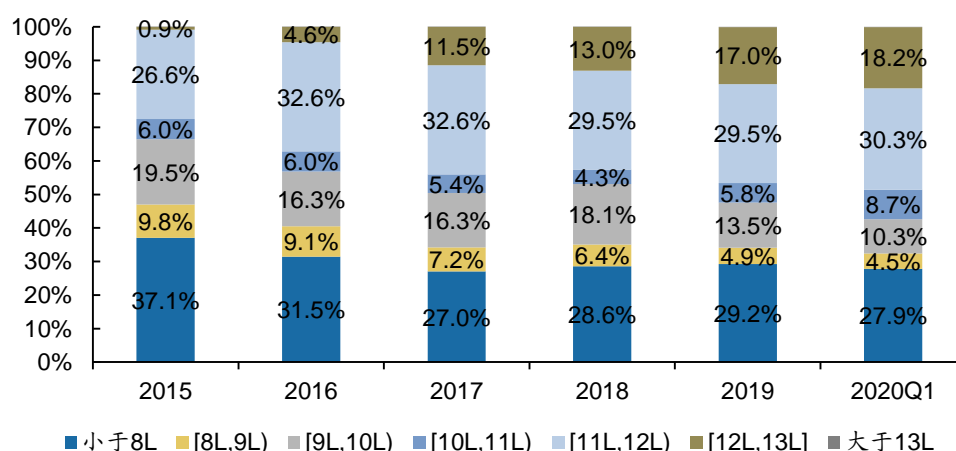
数据来源: 商联会、广发证券发展研究中心

(2) 价的角度: 规范化引导产品升级, 尤其利好行业龙头。整治之后用户要从效率中要收益, 而中高端重卡是对高效物流的保证。

根据中机中心数据, 过去几年, 大排量重卡渗透率在快速提升: 15、16、17、18、19年、20年Q1, 重卡中发动机排量在12升以上的重卡占比分别为0.9%、4.6%、11.5%、13.0%、17.0%、18.2%。重卡排量持续升级, 尤其是16年921新政以后, 大排量化趋势非常明显, 而19年工程车治超也将起到明显的推动作用。

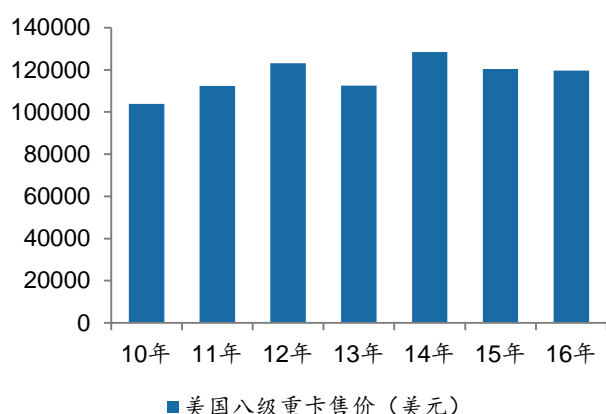
同时, 我国重卡中高端化还有很大的提升空间。美国8级卡车均价约75万元人民币, 相比之下, 中国重汽19年重卡税后均价仅约26.5万元人民币。根据NADA数据, 16年美国8级卡车12升以上排量占比超过60%; 根据康明斯统计的数据, 17年欧洲总质量大于等于6吨的中重卡中12升以上排量占比约65%; 而根据国内终端销量数据, 19年我国重卡中12升以上重卡占比仅17%, 有很大提升空间。

图34: 我国重卡分发动机排量变化



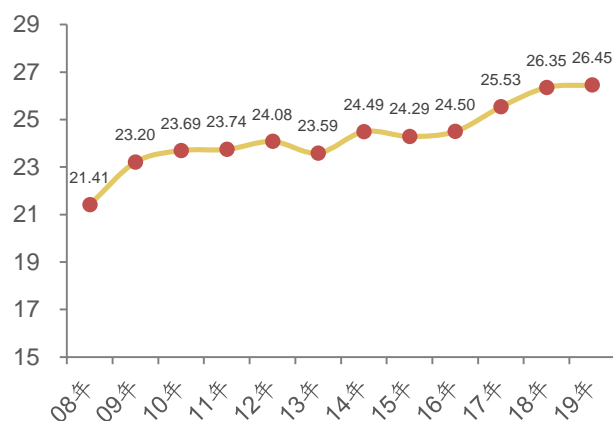
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

图35: 美国八级卡车均价 (美元)



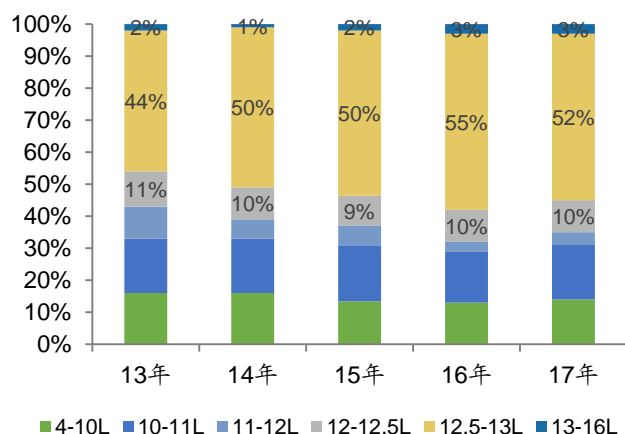
数据来源: NADA、广发证券发展研究中心

图36: 中国重汽A重卡整车税后平均价格 (万元)



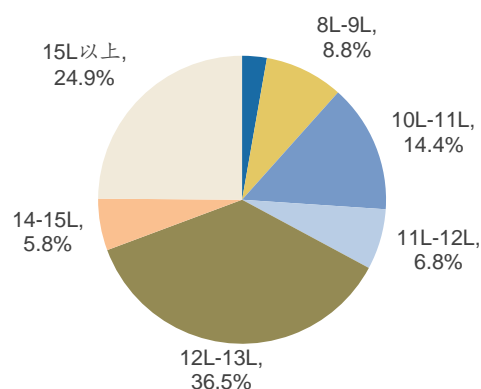
数据来源: 中国重汽公司公告、广发证券发展研究中心

图37: 欧洲中重卡分排量结构



数据来源: 康明斯、广发证券发展研究中心

图38: 2016年美国重卡分发动机排量结构情况



数据来源: NADA、广发证券发展研究中心

四、投资建议

疫情是企业经营质量的一次压力测试, 1季度重卡销量和盈利体现了韧性, 中报有望体现弹性, 我们推荐依托曼技术平台、产品国内技术领先、未来份额或持续提升的中国重汽, 受益大排量重卡渗透率提升、国际化领先的潍柴动力 (A/H) 及低估值高壁垒、盈利和分红稳定性可期的威孚高科。

五、风险提示

疫情影响超预期; 宏观经济不及预期; 行业景气度下降等。

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，10年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011-2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年连续三年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名。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，6 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名；2019 年新财富汽车和汽车零部件行业第一名，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 智 琪**：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。2016 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，新财富最佳汽车行业分析师 2017-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。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，新财富最佳汽车行业分析师 2019 年第一名团队成员，水晶球 2019 年第一名团队成员，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

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	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
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）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。