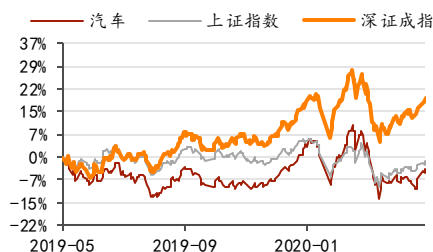




危中有机，政策助力重回上升通道

最近一年行业指数走势



联系信息

彭勇 分析师
SAC 证书编号: S0160517110001
pengy@ctsec.com

管正月 联系人
gzy@ctsec.com 021-68592396

相关报告

- 1 《Q1 业绩超预期，特斯拉国产化加速：特斯拉 2020 年一季报点评》 2020-05-06
- 2 《后疫情时代，有哪些投资机会？：汽车行业专题报告》 2020-04-27
- 3 《新补贴落地，政策温和呵护行业发展：2020 年新能源汽车补贴政策点评》 2020-04-24

- **行业低景气拖累板块业绩表现，2019 年下半年行业有所回升**
国内经济的下行和上半年国六切换的影响，导致车市仍然景气度较低，2019 年汽车销量同比下降 8.2%，连续 2 年下滑。汽车板块上市公司受行业影响，整体表现不佳，2019 年汽车行业营业收入同比下滑 2.9%，归母净利润同比下滑 31.2%。汽车行业 2019 年整体商强乘弱，下半年好于上半年。商用车受重卡高景气的影响，板块收入和利润均实现同比增长。乘用车随着行业去库存和政策扰动的减少，2Q19 起呈逐季改善态势，2H19 乘用车板块收入实现转正，疫情之前，汽车行业已经开启回升趋势。
- **疫情短期冲击车市，行业 Q2 有望重回复苏通道**
疫情导致国内外生产生活停滞，车市销量出现有史以来单季度最大降幅，1Q20 汽车行业营业收入同比下降 40.4%，归母净利润暴跌 99.9%，行业出现普遍亏损，经历了至暗时刻。国内经济生产活动自 Q2 逐步恢复常态，我们认为在前期累积的需求释放下，叠加国家和地方的积极的汽车消费刺激政策，行业大概率将重回复苏通道，中汽协预计 4 月行业销量将实现同比转正。
- **后疫情时代，紧抓乘用车和特斯拉产业链**
当前汽车股估值处在底部区间，中信乘用车 PB (MRQ) 从 2016 年初的 2.3 倍下杀至当前的 1.3 倍，中信汽车零部件 PB (MRQ) 从 2016 年初的 3.6 倍下杀至 2.0 倍，提供了较高安全边际。随着疫情的控制，前期累计的需求释放叠加汽车消费政策的刺激，行业大概率能重回复苏通道，乘用车板块率先受益，重点推荐长安汽车和上汽集团。新能源补贴落地，大城市进一步放开新能源汽车牌照和路权限制，以特斯拉为代表的中高端豪华电动车迎来产品大年。特斯拉仍然是最靓的仔，市场关注度高，建议关注特斯拉产业链上单车配套价值量大或新入围的企业，如京威股份、拓普集团、凌云股份等。基建发力叠加环保政策，重卡高景气延续，重点推荐行业龙头一汽轿车（一汽解放）、中国重汽。海外疫情对零部件的影响未尽，建议暂时回避海外收入占比高的公司，适时抄底优质零部件标的，如福耀玻璃、春风动力、世运电路、中鼎股份等。
- **风险提示：**国内宏观经济下行；汽车行业景气度不及预期；汽车消费刺激政策不及预期；海外疫情持续蔓延。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (05.08)	EPS (元)			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600104	上汽集团	2,370.6	20.29	2.19	2.06	2.43	9.3	9.9	8.4	买入
000625	长安汽车	512.9	10.68	-0.55	0.52	1.29	-19.4	20.5	8.3	买入
600480	凌云股份	57.9	10.55	-0.13	0.06	0.22	-81.2	175.8	48.0	买入
603129	春风动力	55.8	41.55	1.35	1.65	2.23	30.8	25.2	18.6	买入

数据来源：Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

内容目录

1、汽车行业整体：疫情短期冲击车市，行业不改复苏趋势.....	5
1.1 年初车市遭遇倒春寒，后疫情时代行业不改复苏趋势.....	5
1.2 行业经历至暗时刻，经营业绩明显下滑.....	6
1.3 费用管控加强，盈利能力下滑.....	7
2、乘用车：上市公司业绩探底，静待行业重返回升通道.....	10
2.1 业绩分析.....	10
2.2 盈利能力分析.....	11
3、商用车：客车市场低迷，重卡业绩稳健.....	13
3.1 业绩分析.....	13
3.2 盈利能力分析.....	15
4、零部件：疫情影响未尽，海外压力仍在.....	19
4.1 业绩分析.....	19
4.2 盈利能力分析.....	20
5、汽车销售及服务：车市寒冬下，经销商业绩承压.....	23
5.1 业绩分析.....	23
5.2 盈利能力分析.....	23
6、新能源汽车：退坡致业绩短期承压，政策护航行业中长期发展.....	26
6.1 业绩分析.....	26
6.2 盈利能力分析.....	27
7、投资建议：紧抓乘用车，把握特斯拉产业链.....	29
8、风险提示.....	31

图表目录

图 1：汽车行业季度销量及同比增速.....	5
图 2：汽车行业年度销量及同比增速.....	5
图 3：中信乘用车与零部件 PE（TTM）走势.....	6
图 4：中信乘用车与零部件 PB（MRQ）走势.....	6
图 5：汽车行业年度营业收入及同比增速.....	6
图 6：汽车行业年度归母净利润及同比增速.....	6
图 7：汽车行业季度营业收入及同比增速.....	7
图 8：汽车行业季度归母净利润及同比增速.....	7
图 9：汽车行业年度毛利率及净利率.....	7
图 10：汽车行业年度费用率.....	7
图 11：汽车行业年度 ROE.....	8

图 12: 汽车行业季度毛利率及净利率	8
图 13: 汽车行业季度费用率	8
图 14: 汽车行业季度 ROE	8
图 15: 乘用车板块年度营业收入及同比增速	10
图 16: 乘用车板块年度归母净利润及同比增速	10
图 17: 乘用车板块季度营业收入及同比增速	10
图 18: 乘用车板块季度归母净利润及同比增速	10
图 19: 乘用车板块年度毛利率及净利率	11
图 20: 乘用车板块年度费用率	11
图 21: 乘用车板块年度 ROE	11
图 22: 乘用车板块季度毛利率及净利率	12
图 23: 乘用车板块季度费用率	12
图 24: 乘用车板块季度 ROE	12
图 25: 客车板块年度营业收入及同比增速	13
图 26: 客车板块年度归母净利润及同比增速	13
图 27: 卡车板块年营业收入	14
图 28: 卡车板块归母净利润	14
图 29: 卡车板块季度营收	14
图 30: 卡车板块季度利润	14
图 31: 客车板块季度营业收入及同比增速	15
图 32: 客车板块季度归母净利润及同比增速	15
图 33: 客车板块年度毛利率及净利率	15
图 34: 客车板块年度费用率	15
图 35: 客车板块年度 ROE	15
图 36: 客车板块季度毛利率及净利率	16
图 37: 客车板块季度费用率	16
图 38: 客车板块季度 ROE	16
图 39: 卡车毛利率及净利率	17
图 40: 卡车板块年度费用率	17
图 41: 卡车板块年度 ROE	17
图 42: 卡车季度毛利率	18
图 43: 卡车板块季度费用率	18
图 44: 卡车板块季度 ROE	18
图 45: 零部件板块年度营业收入及同比增速	19
图 46: 零部件板块年度归母净利润及同比增速	19
图 47: 零部件板块季度营业收入及同比增速	19
图 48: 零部件板块季度归母净利润及同比增速	19
图 49: 零部件板块年度毛利率及净利率	20
图 50: 零部件板块年度费用率	20
图 51: 零部件板块年度 ROE	20
图 52: 零部件板块季度毛利率及净利率	21
图 53: 零部件板块季度费用率	21
图 54: 零部件板块季度 ROE	21
图 55: 汽车销售服务板块年度营业收入	23
图 56: 汽车销售服务板块年度归母净利润	23
图 57: 汽车销售服务板块季度营业收入	23
图 58: 汽车销售服务板块季度归母净利润	23
图 59: 汽车销售服务板块年度毛利率及净利率	24
图 60: 汽车销售服务板块年度费用率	24
图 61: 汽车销售服务板块年度 ROE	24

图 62: 汽车销售服务板块季度毛利率及净利率	25
图 63: 汽车销售服务板块季度费用率	25
图 64: 汽车销售服务板块季度 ROE	25
图 65: 新能源汽车板块年度营业收入及同比增速	26
图 66: 新能源汽车板块年度归母净利润	26
图 67: 新能源汽车季度营业收入及同比增速	26
图 68: 新能源汽车板块季度归母净利润	26
图 69: 新能源汽车板块年度毛利率及净利率	27
图 70: 新能源汽车板块年度费用率	27
图 71: 新能源汽车板块季度 ROE	27
图 72: 新能源汽车板块季度毛利率及净利率	28
图 73: 新能源汽车板块季度费用率	28
图 74: 新能源汽车板块季度 ROE	28
表 1: 汽车各细分行业 2019 年报业绩情况	9
表 2: 汽车各细分行业 2020 年一季报业绩情况	9
表 3: 乘用车板块重点公司业绩情况	12
表 4: 客车板块重点公司业绩情况	16
表 5: 卡车板块重点公司业绩情况	18
表 6: 零部件板块重点公司业绩情况	22
表 7: 汽车销售及服务板块重点公司业绩情况	25
表 8: 新能源汽车板块重点公司业绩情况	28
表 9: 重点公司盈利预测及评级	30

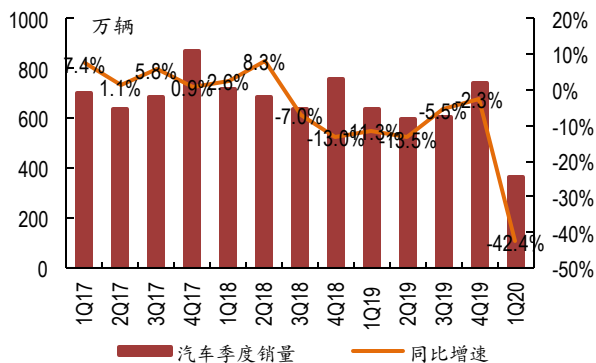
1、汽车行业整体：疫情短期冲击车市，行业不改复苏趋势

1.1 年初车市遭遇倒春寒，后疫情时代行业不改复苏趋势

新冠疫情冲击全球经济，车市短期承压。2019年，汽车行业全年销量2576.9万辆，同比下滑8.2%，国内经济增速下行叠加行业政策因素的影响，行业延续了2018年以来的低迷走势，且整体跌幅进一步扩大。分季度来看，上半年受国六切换的影响，行业季度销量同比两位数下滑，下半年政策扰动逐步结束以及低基数的影响，行业开启回升态势，季度销量同步降幅稳步收窄，2019年12月行业销量接近转正。2020年初，新冠疫情在国内爆发，扰动了行业的复苏节奏，1Q20汽车销量创造历史新低，2020年1-3月累计销售汽车367.2万辆，同比下滑42.4%。

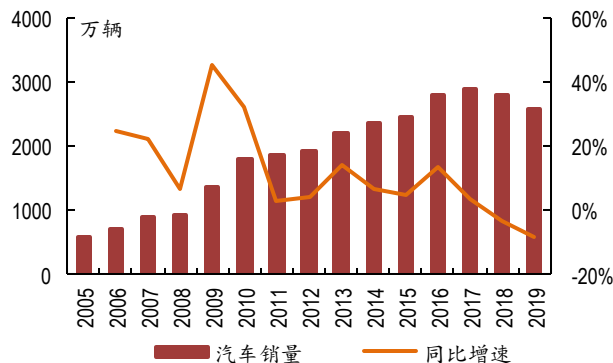
需求释放叠加政策刺激，1Q20是行业低点，疫情不改长期复苏趋势。疫情导致行业短期停工停产，部分终端消费需求被延后，随着国内疫情的结束，前期积累的需求逐步释放支撑行业回暖。另一方面，汽车消费是社零和GDP的重要支撑之一，稳汽车消费是今年国家经济工作的重点方向，国家部委和各个地方今年以来密集出台消费刺激政策，进一步提振终端需求，保障行业回升。从行业自身规律来看，2017年以后行业景气度连续下行3年，2019年行业开始触底回升，2019年底行业销量已经接近转正，2020年年初的疫情的冲击短期扰乱了复苏节奏，但行业回升大概率还是会在2020年到来

图1：汽车行业季度销量及同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图2：汽车行业年度销量及同比增速

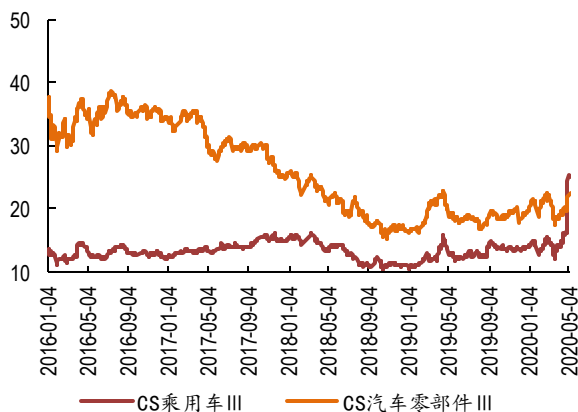


数据来源：财通证券研究所

汽车行业估值位于底部区间，具备一定的安全边际。2019年以来，汽车板块估值一直低位徘徊，2020年一季度受疫情和外围市场的影响，汽车股跌至历史底部区间。截至2019年5月初，中信乘用车PE（TTM）25.1倍，中信零部件PE（TTM）22.4倍，5月以来行业PE估值有所上翘，主要是2019年汽车行业整体景气低迷，上市公司业绩下滑，EPS下降，行业PE发生被动的抬升。

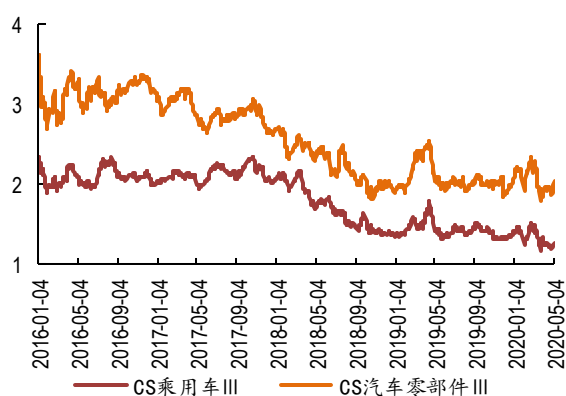
从PB角度看，中信乘用车PB（MRQ）已经从2016年初的2.3倍下杀至当前的1.3倍，中信汽车零部件PB（MRQ）已经从2016年初的3.6倍下杀至2.0倍。尽管疫情对行业短期有一定的冲击，但是积累需求的释放和政策的推动，行业大概率将重返回升态势，同时历史底部位置的估值提供了较高的安全边际。

图3：中信乘用车与零部件PE（TTM）走势



数据来源：wind，财通证券研究所

图4：中信乘用车与零部件PB（MRQ）走势

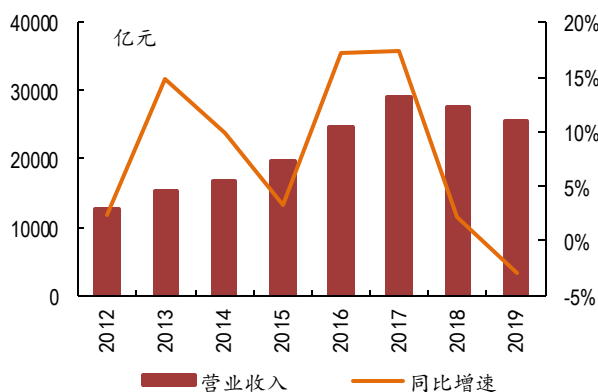


数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 行业经历至暗时刻，经营业绩明显下滑

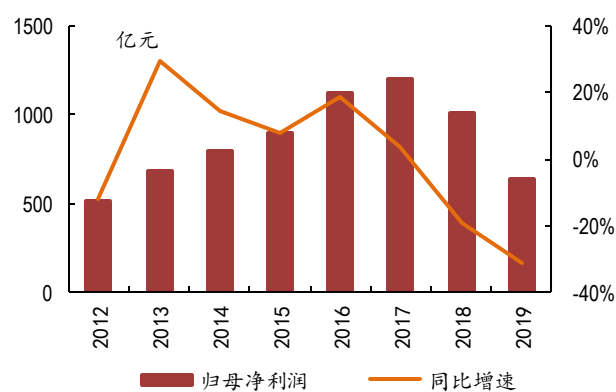
2019 年车市低迷，行业盈利能力大幅受损。国内经济下行以及政策因素的影响，导致 2019 年汽车销量连续下滑，行业整体经营景气低迷。2019 年，行业整体实现营业收入 2.5 万亿元，同比下滑 2.9%；实现归母净利润 639.1 亿元，同比下滑 31.2%。

图 5：汽车行业年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 6：汽车行业年度归母净利润及同比增速

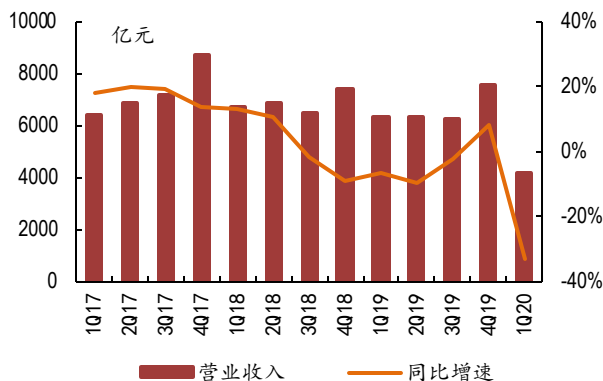


数据来源：wind，财通证券研究所

1Q20 行业经历至暗时刻，二季度车市有望走出阴霾。疫情冲击全球经济，中断行业复苏节奏。汽车行业 4Q19 实现营业收入 7558.9 亿元，同比增长 8.0%；归母净利润 64.3 亿元，同比下滑 20.4%，同比降幅环比收窄 5.8pct，疫情之前行业在复

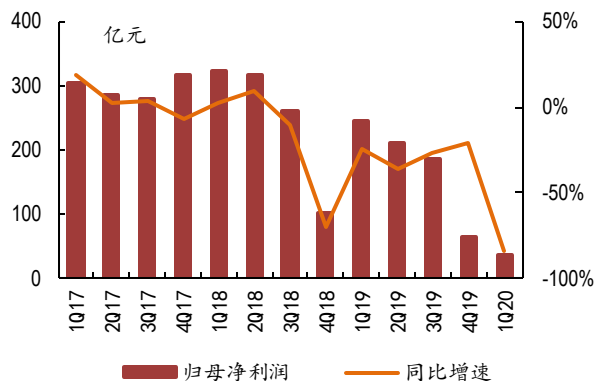
苏回升通道中。1Q20 疫情冲击生产经营活动，扰乱行业复苏节奏，1Q20 汽车行业实现营业收入 4197.5 亿元，同比下降 33.4%；归母净利润 36.6 亿元，同比下降 84.2%，创历史单季度最差表现。随着疫情的控制，海内外生活生产活动重回正轨，前期积累需求的释放和政策的扶持，我们认为行业二季度有望再回复苏回升通道。

图 7：汽车行业季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 8：汽车行业季度归母净利润及同比增速

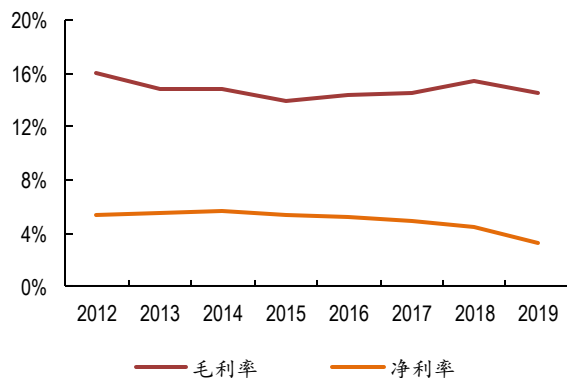


数据来源：wind，财通证券研究所

1.3 费用管控加强，盈利能力下滑

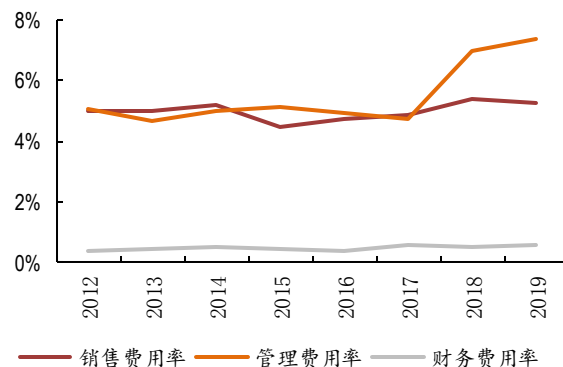
车市持续低迷，行业盈利能力下降。2019 年，汽车行业毛利率 14.6%，同比下降 0.9pct；净利率 3.2%，同比下降 1.2pct；ROE 6.5%，同比下降 4.3pct。车市连续两年下滑，行业整体加强费用管控，努力降本增效，2019 年汽车行业销售费用率 5.2%，同比下降 0.2pct；管理费用和财务费用的支出相对刚性，受行业整体收入下滑的影响，费用率被动有所抬升。

图 9：汽车行业年度毛利率及净利率



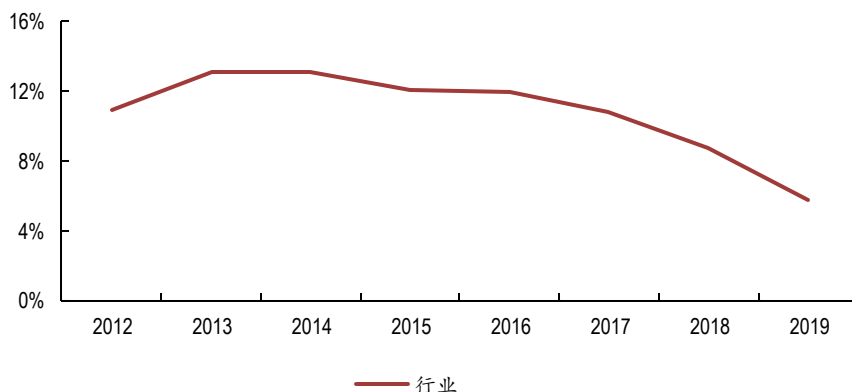
数据来源：wind，财通证券研究所

图 10：汽车行业年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

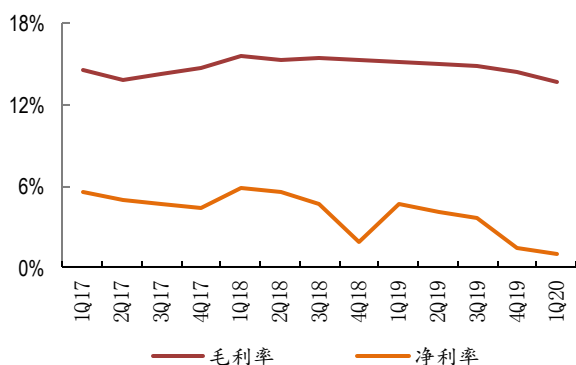
图11：汽车行业年度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

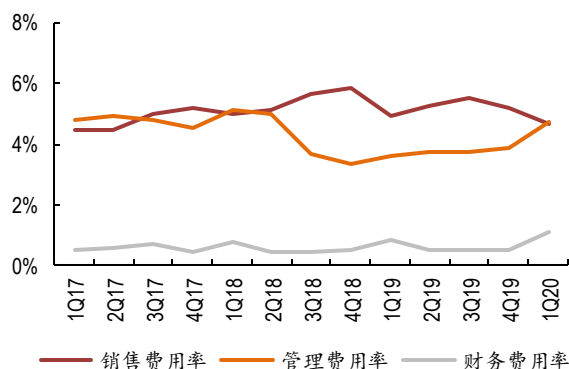
销售费用率逐季向下，行业盈利能力下行。汽车行业 1Q20 销售费用率 4.6%，连续 3 个季度同比下降；毛利率 13.7%，净利率 1.1%，不同程度下滑，主要是行业本身盈利能力尚未修复叠加疫情的短期冲击。

图 12：汽车行业季度毛利率及净利率



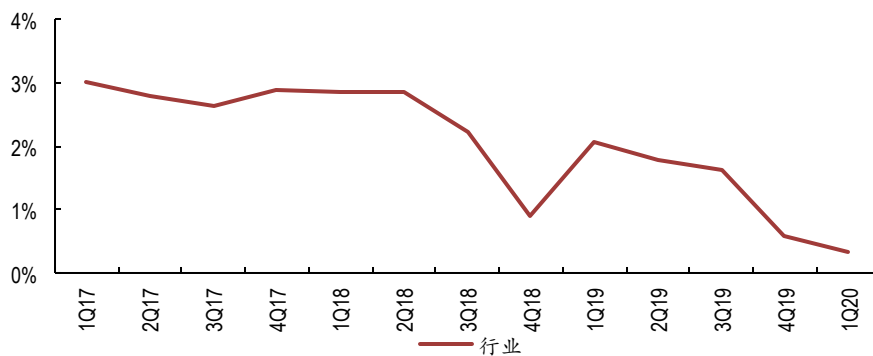
数据来源：wind，财通证券研究所

图 13：汽车行业季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图14：汽车行业季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表1：汽车各细分行业2019年报业绩情况

	公司数	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归母净利润（亿元）	同比增速（%）
汽车行业	163	25,437.2	-2.9	639.1	-31.2
乘用车	12	13,010.0	-5.3	346.1	-35.4
商用车	16	2,127.4	1.6	51.1	1629.1
客车	7	692.4	-2.2	23.1	47.2
卡车	6	1,358.9	3.4	20.5	204.3
汽车零部件	121	7,381.1	1.9	241.1	-38.0
汽车销售与服务	5	2615.9	-6.7	32.2	325.2
新能源汽车	39	5,950.6	-0.1	57.7	-79.5

数据来源：Wind，财通证券研究所

表2：汽车各细分行业2020年一季度业绩情况

	公司数	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归母净利润（亿元）	同比增速（%）
汽车行业	165	4,197.5	-33.4	36.6	-84.2
乘用车	12	1,979.2	-40.4	0.1	-100.0
商用车	16	348.4	-31.7	-4.4	-143.6
客车	7	77.8	-37.5	-4.7	-240.5
卡车	6	251.9	-32.3	-1.0	-118.8
汽车零部件	123	1,446.8	-20.6	46.2	-54.2
汽车销售与服务	5	382.0	-33.5	-5.4	-174.8
新能源汽车	39	978.7	29.4	-4.1	-105.7

数据来源：Wind，财通证券研究所

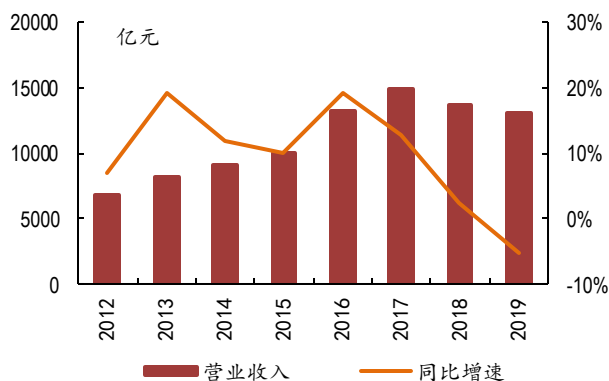
2、乘用车：上市公司业绩探底，静待行业重返回升通道

2.1 业绩分析

乘用车销量持续下滑，上市公司业绩探底。2019 年，乘用车板块实现营业收入 1.3 万亿，同比下滑 5.3%；归母净利润 346.1 亿元，同比下滑 35.4%。主要原因有：

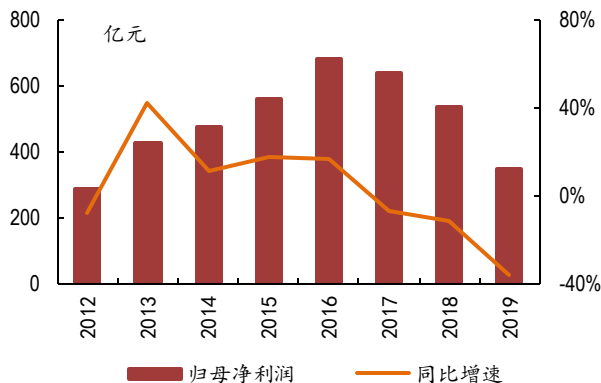
(1) 2019 年上半年国五国六切换对销售造成扰动；(2) 业绩回暖滞后销量，尽管下半年行业销量同比降幅逐步收窄，但由于行业销量尚未转正，且业绩回升的节奏本身慢与销量，上市公司的经营表现仍在探底过程中。

图 15：乘用车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

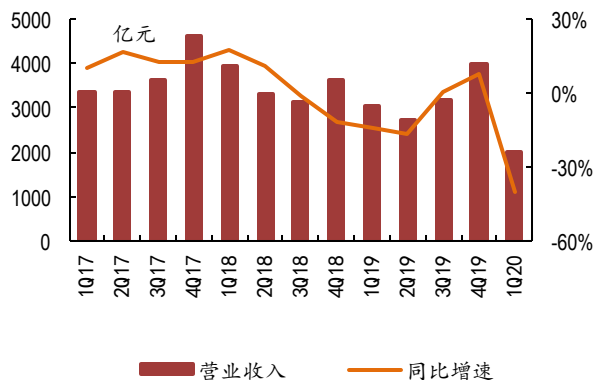
图 16：乘用车板块年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

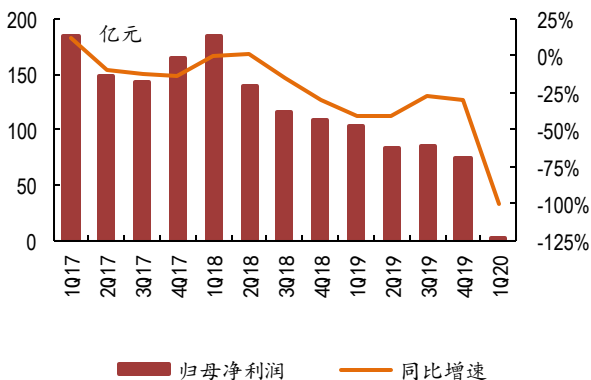
一季度新冠疫情影响居民消费，乘用车板块业绩迎来至暗时刻，静待后疫情时代行业重返回升通道。2020 年一季度，乘用车板块实现营业收入 1979.2 亿元，同比下滑 40.4%；归母净利润 726 万元，同比大降 99.9%。疫情的短期扰动并不会终止行业的回升趋势，随着疫情的结束，我们认为二季度行业有望重返回升通道。

图 17：乘用车板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 18：乘用车板块季度归母净利润及同比增速

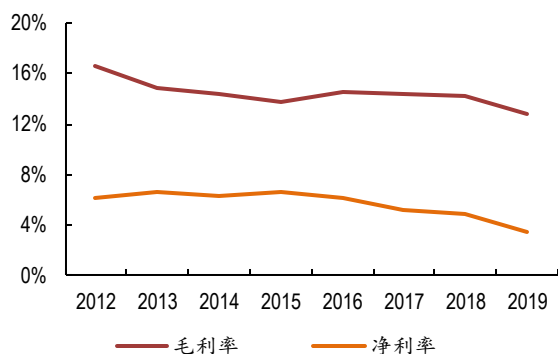


数据来源：wind，财通证券研究所

2.2 盈利能力分析

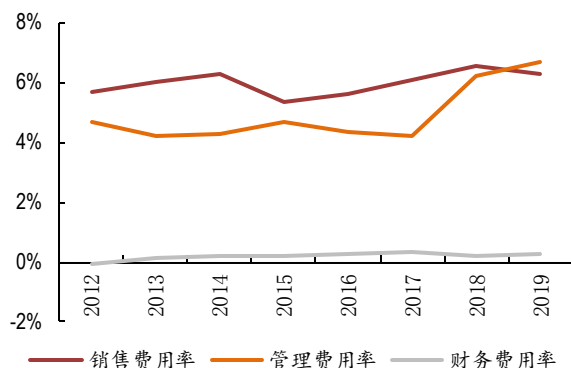
费用管控加强，盈利能力下滑。2019年乘用车板块毛利率12.8%，同比下降1.4pct；净利率3.5%，同比下滑1.4pct；销售费用率6.3%，同比下降0.3pct；ROE 6.5%，同比下滑4.3pct。

图 19：乘用车板块年度毛利率及净利率



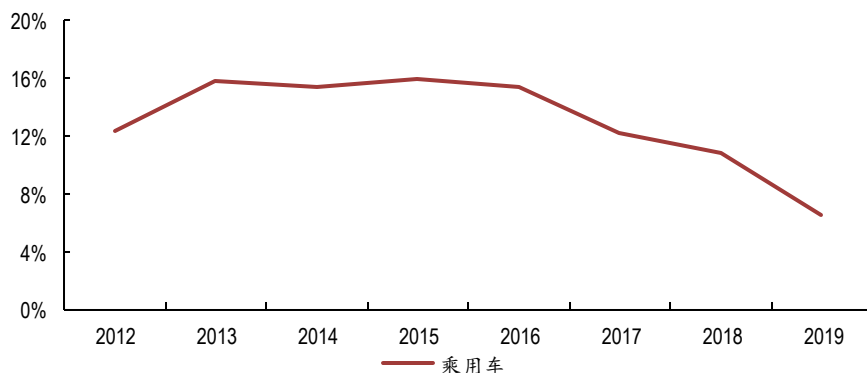
数据来源：wind，财通证券研究所

图 20：乘用车板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

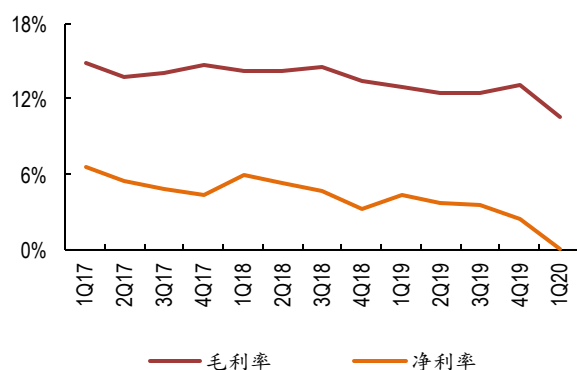
图21：乘用车板块年度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

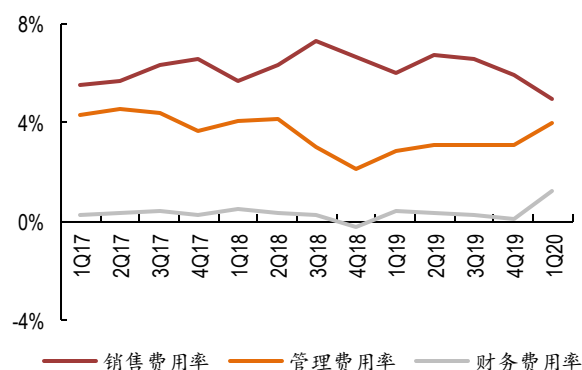
受新冠疫情影响，一季度上市公司盈利大幅下降。1Q20乘用车板块毛利率10.5%，同比下降2.4pct；净利率0.1%，同比下滑4.2pct；销售费用率5.0%，同比下降1.0pct；ROE 0%，环比下滑1.4pct。随着疫情得到控制，企业复工复产，预计二季度行业逐步恢复正常。累计需求释放叠加政策刺激，中长期来看行业不改回升趋势。

图 22：乘用车板块季度毛利率及净利率



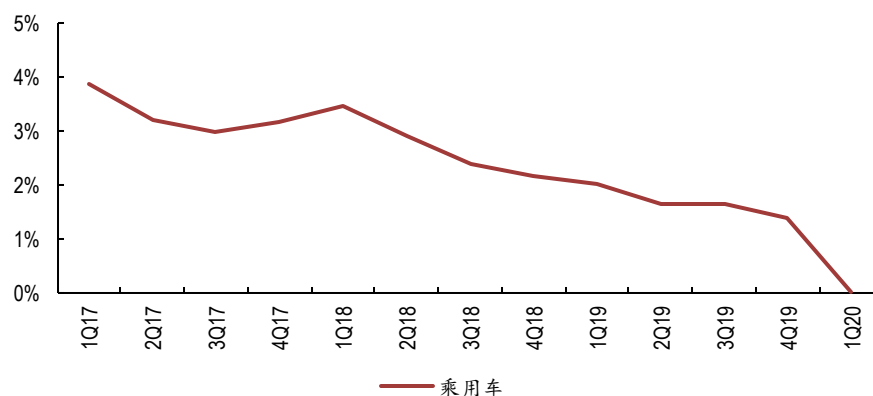
数据来源：wind，财通证券研究所

图 23：乘用车板块季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 24：乘用车板块季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表 3：乘用车板块重点公司业绩情况

证券简称	2019 年				1Q20			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增 速 (%)
长安汽车	706.0	6.5	-26.5	-488.8	115.6	-27.8	6.3	130.1
上汽集团	8,265.3	-6.9	256.0	-28.9	1,012.5	-48.3	11.2	-86.4
一汽轿车	276.6	8.4	0.5	-74.1	286.4	-4.0	1.8	-80.1
长城汽车	951.1	-2.8	45.0	-13.6	123.8	-43.9	-6.5	-184.1
广汽集团	592.3	-17.2	66.2	-39.3	107.7	-24.5	1.2	-95.7
比亚迪	1,277.4	-1.8	16.1	-41.9	196.8	-35.1	1.1	-85.0
江淮汽车	472.9	-5.6	1.1	113.5	91.2	-37.7	-3.6	-650.7
小康股份	181.3	-10.4	0.7	-30.1	23.9	-49.6	-4.9	-505.2
一汽夏利	4.3	-61.9	-14.8	-4,068.3	0.4	-73.8	-1.3	35.7
长欠物流	47.9	-12.7	1.0	-74.9	7.0	-40.2	-0.3	-161.0
*ST 海马	46.9	-7.1	0.9	105.2	4.4	-37.9	-1.0	-125.5

数据来源：wind，财通证券研究所

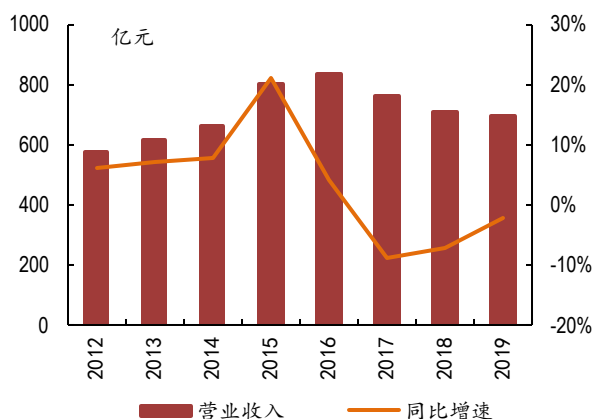
3、商用车：客车市场低迷，重卡业绩稳健

3.1 业绩分析

卡车提升商用车整体业绩。2019 年，商用车板块营业收入 2127.4 亿元，同比上涨 1.6%；归母净利润 51.1 亿元，同比上涨 1629.1%。商用车板块业绩上涨，主要是受卡车市场高景气的影响。

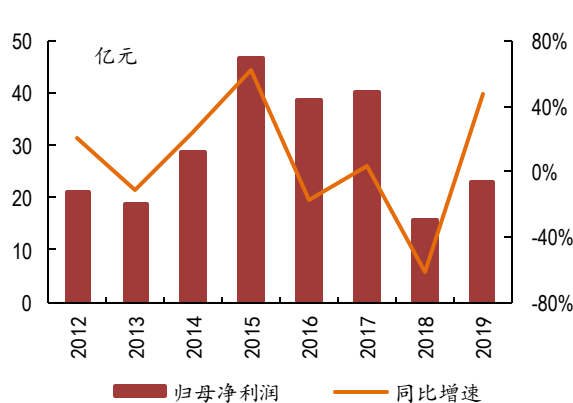
补贴退坡叠加公路客运低迷，客车市场销量连续下滑。2019 年，客车板块实现营业收入 692.4 亿元，同比下滑 2.2%；归母净利润 23.1 亿元，同比增长 47.2%，板块利润增长主要是安凯客车 2019 年扭亏影响约 9 亿元，剔除安凯影响，板块归母净利润同比下降 7.3%。受私家车拥有量上升和高铁影响，中长途客运班线下滑，城际客运班线逐渐由城际公交替代，2019 年座位客车市场继续萎缩；补贴退坡和之前抢装透支影响，公交客车销量增速回落。据中客网披露，2019 年行业共销售客车 21.9 万辆，同比下滑 11.5%。

图 25：客车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

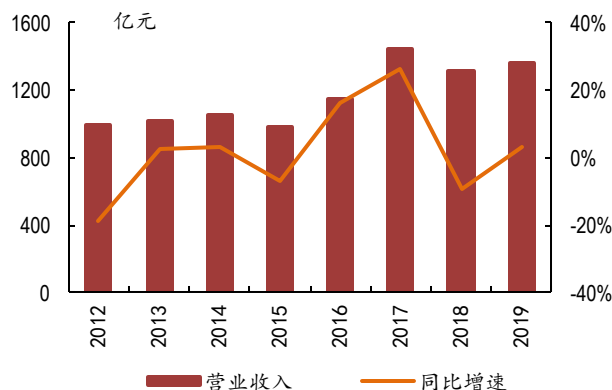
图 26：客车板块年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

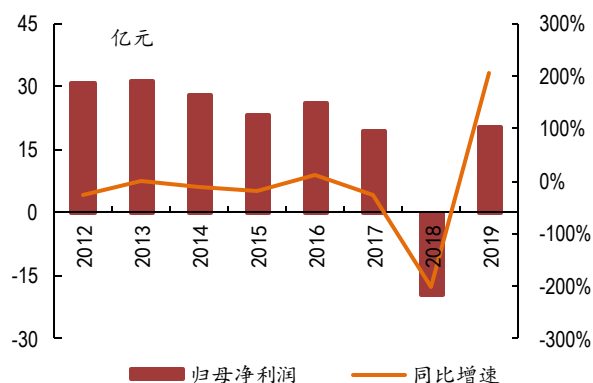
重卡市场再破百万辆销量，带动卡车企业在高基数上再创历史新高。2019 年卡车板块实现营业收入 1358.9 亿元，同比增长 3.4%；归母净利润 20.5 亿元，同比增长 204.3%。本轮重卡市场经历了超长的景气周期，连续 3 年维持百万以上销量，一方面是因为行业自身的换车周期的到来，另一方面排放标准升级、治超限载等各种政策推动了本轮行业的高景气度。2020 年，环保政策对重卡市场的影响未尽，京津冀等重点地区将集中淘汰国三及以下柴油货车，同时，疫情冲击全球经济，国内外逆周期调节政策或贯穿全年，新老基建交替发力，重卡市场有望持续受益，预计 2020 年重卡销量仍将保持百万以上规模，延续高景气。

图 27：卡车板块年营业收入



数据来源：wind，财通证券研究所

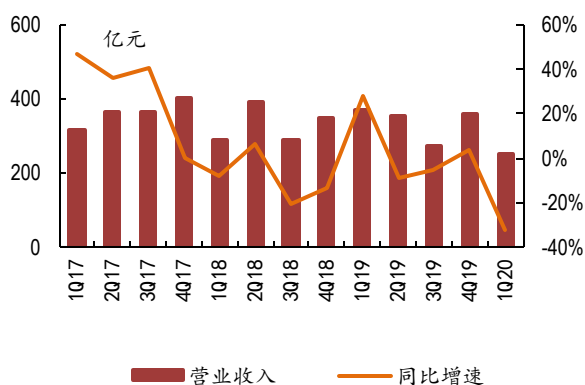
图 28：卡车板块归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

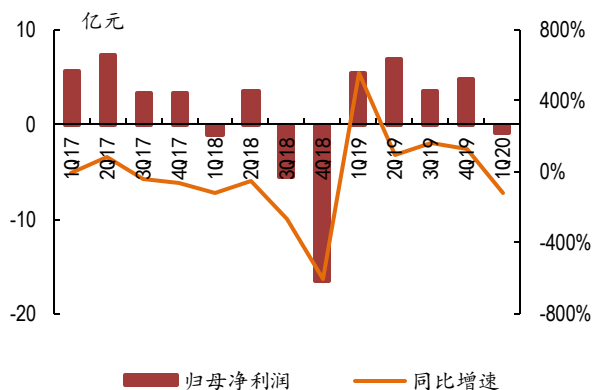
新冠疫情短期扰动卡车销量，一季度卡车板块业绩下降。1Q20 卡车板块实现营业收入 251.9 亿元，同比下降 32.3%；归母净利润亏损 1.0 亿元，同比下降 118.8%。

图 29：卡车板块季度营收



数据来源：wind，财通证券研究所

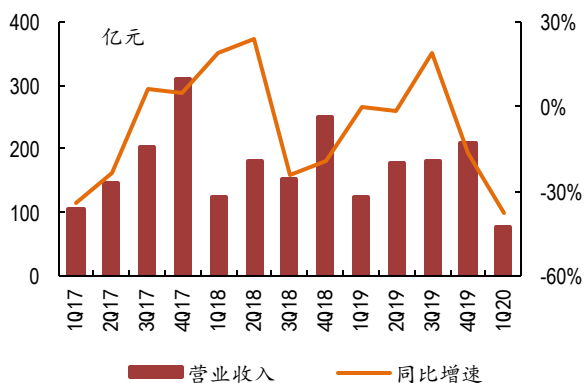
图 30：卡车板块季度利润



数据来源：wind，财通证券研究所

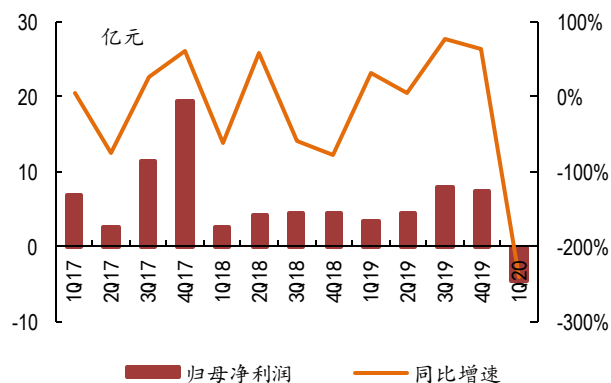
受新冠疫情影响，一季度客车板块业绩大幅下降。疫情导致公路客运班线全面停运，公路客运周转大幅下降，座位客车承压；公交客车市场受前期补贴的透支，中短期内依然有增速回落压力。疫情之后，座位客车和公交客车双重压力下，客车市场依然面临考验。1Q20 实现营业收入 77.8 亿元，同比下降 37.5；归母净利润 -4.7 亿元，同比下降-240.5%。

图 31：客车板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 32：客车板块季度归母净利润及同比增速

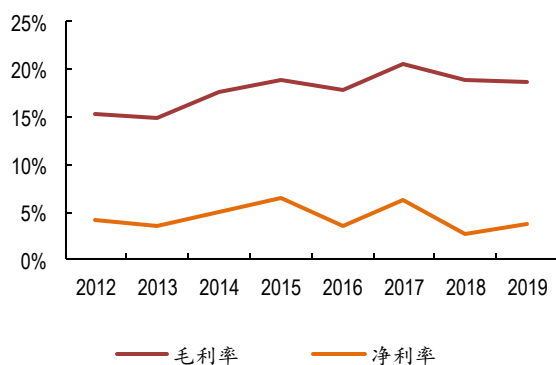


数据来源：wind，财通证券研究所

3.2 盈利能力分析

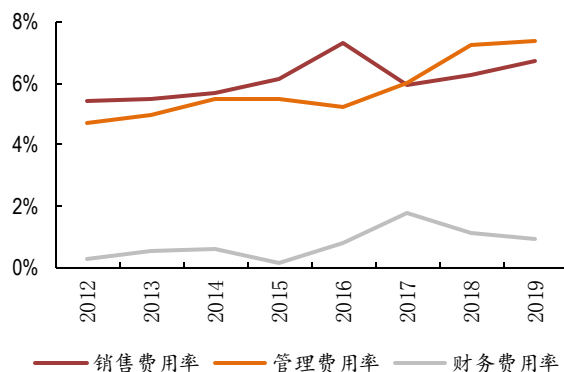
2019 年，客车板块毛利率 18.7%，同比下降 0.2pct；净利率 3.7%，同比上涨 1.1pct；ROE 8.1%，同比上涨 2.2pct，客车板块盈利稳中有升，主要是补贴退坡后市场集中度提升，部分亏损企业逐步淘汰，以及安凯的扭亏影响。

图 33：客车板块年度毛利率及净利率



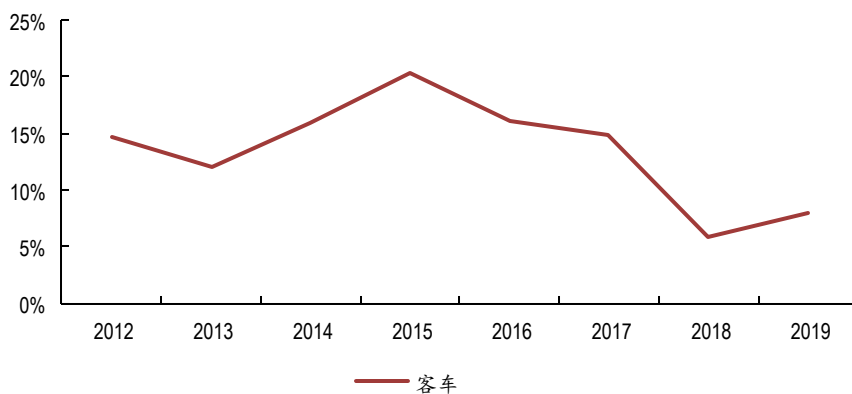
数据来源：wind，财通证券研究所

图 34：客车板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

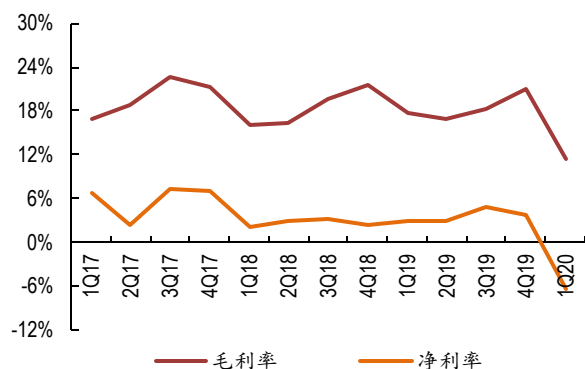
图 35：客车板块年度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

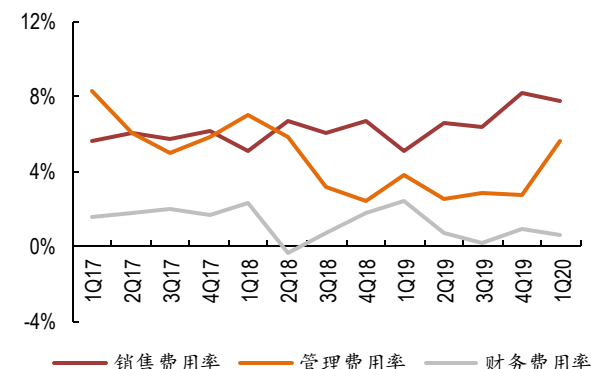
受疫情影响，一季度客车盈利大幅下滑。2020年一季度，客车板块毛利率11.4%，同比下滑6.3pct；净利率-6.3%，同比下滑9.2pct；ROE 1.6%，同比下滑2.8pct。我们认为2Q20公路客运市场受疫情影响继续低迷，座位客车销量承压，公交客车受前期市场透支影响也面临压力。

图 36：客车板块季度毛利率及净利率



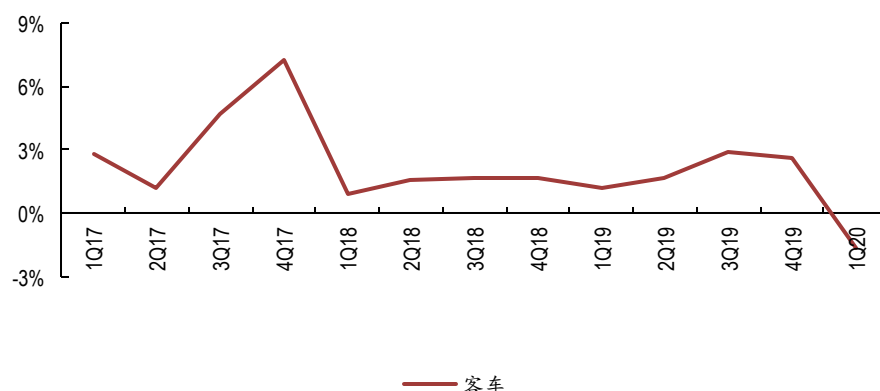
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 37：客车板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 38：客车板块季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

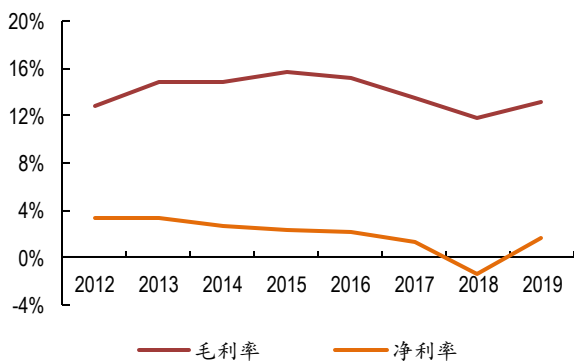
表 4：客车板块重点公司业绩情况

证券简称	2019 年				1Q20			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增 速 (%)
宇通客车	304.8	-4.0	19.4	-15.7	28.1	-42.0	-1.4	-146.1
金龙汽车	178.9	-2.2	1.8	14.2	20.3	-31.7	-2.2	-2,817.1
亚星客车	27.1	10.2	0.1	6.7	2.6	-26.4	-0.4	-3,368.1
曙光股份	24.5	-16.1	0.5	136.4	3.6	-42.7	-0.2	24.1
金杯汽车	56.0	-8.9	0.6	-24.9	10.1	-30.7	0.0	-93.4
*ST 安凯	33.8	7.3	0.3	103.8	2.7	-68.3	-0.4	-329.0
中通客车	67.4	10.9	0.3	-9.6	10.4	-21.8	0.0	5.5

数据来源: wind, 财通证券研究所

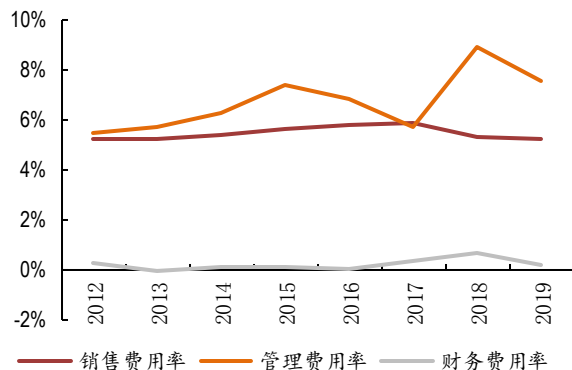
卡车板块费用率降低，2019 年板块盈利能力增强。2019 年毛利率 13.2%，同比增加 1.4pct；净利率 1.7%，同比增长 3.0pct；ROE 4.8%，同比增加 9.5pct。

图 39：卡车毛利率及净利率



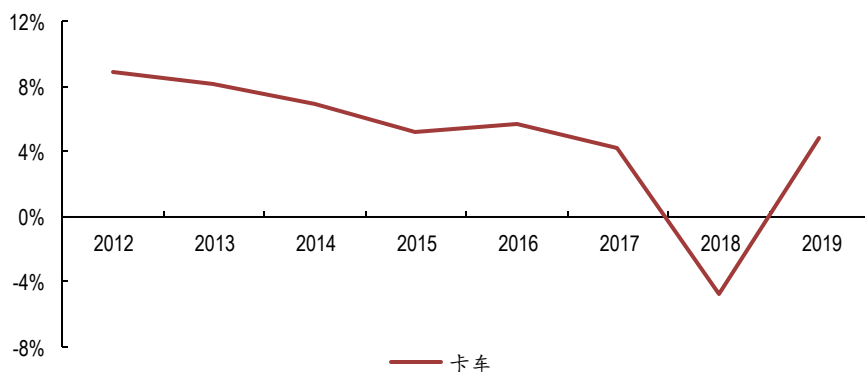
数据来源：wind，财通证券研究所

图 40：卡车板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

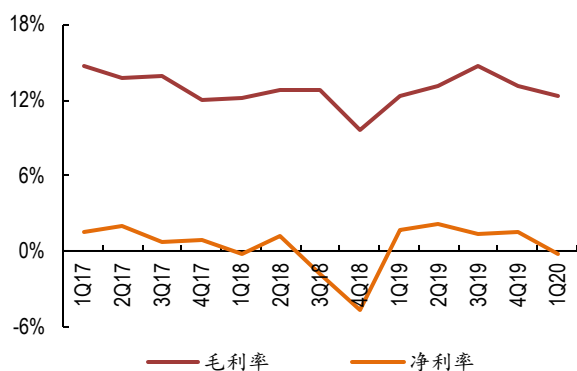
图 41：卡车板块年度 ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

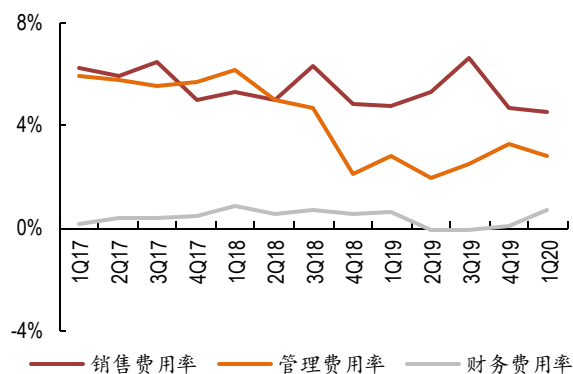
疫情导致一季度卡车板块盈利下滑。2020 年一季度，卡车板块毛利率 12.4%，同比持平；净利率 -0.2%，同比下滑 1.9pct；ROE -0.2%，同比下滑 1.5pct。从 2016 年 9 月底开始的超限超载整治开始，重卡行业迎来行业复苏+治超+环保等多重因素影响。经济逆周期调节，新老基建发力，叠加老旧货车淘汰加速，2020 年重卡市场高景气有望延续。

图 42: 卡车季度毛利率



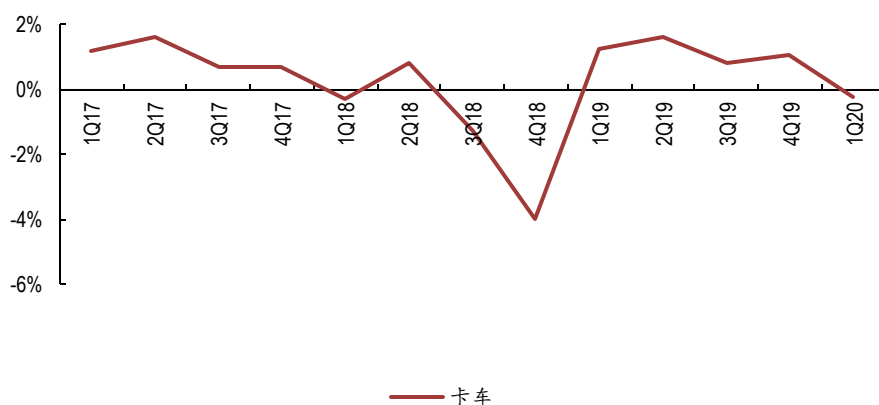
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 43: 卡车板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 44: 卡车板块季度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表 5: 卡车板块重点公司业绩情况

证券简称	2019 年				1Q20			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
中国重汽	398.4	-1.3	12.2	35.2	82.1	-28.8	2.6	-15.5
东风汽车	135.2	-6.2	4.4	-20.1	20.7	-33.7	-0.3	-123.8
福田汽车	469.7	14.4	1.9	105.4	92.2	-34.8	-3.0	-468.8
华菱星马	63.8	-12.5	0.4	-27.3	10.7	-44.1	-1.1	-1,941.7
江铃汽车	291.7	3.3	1.5	61.0	46.2	-29.0	0.7	176.1

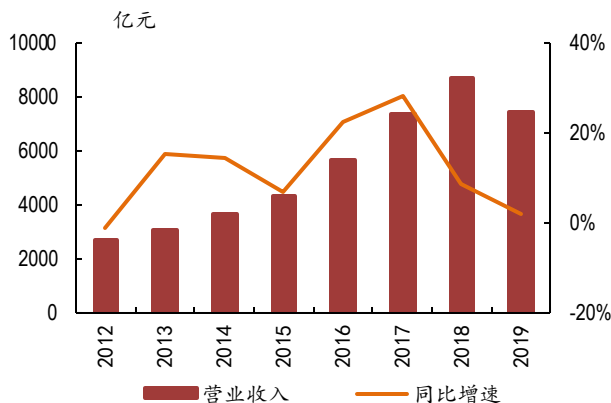
数据来源: wind, 财通证券研究所

4、零部件：疫情影响未尽，海外压力仍在

4.1 业绩分析

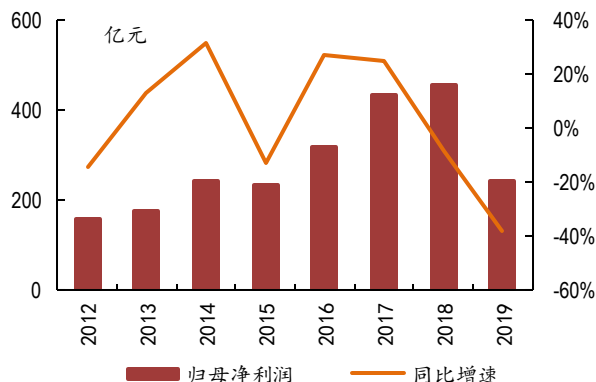
整车市场低迷导致零部件企业 2019 年业绩疲软。2019 年，零部件板块实现营业收入 7381.1 亿元，同比增长 1.9%；归母净利润 241.1 亿元，同比下滑 38.0%，主要是行业整体景气度低迷，下游需求疲弱拖累中上游。

图 45：零部件板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

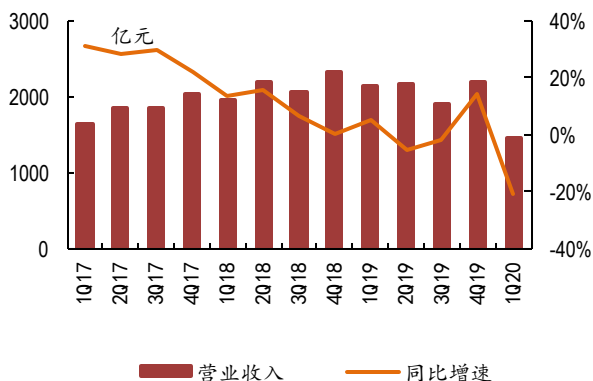
图 46：零部件板块年度归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

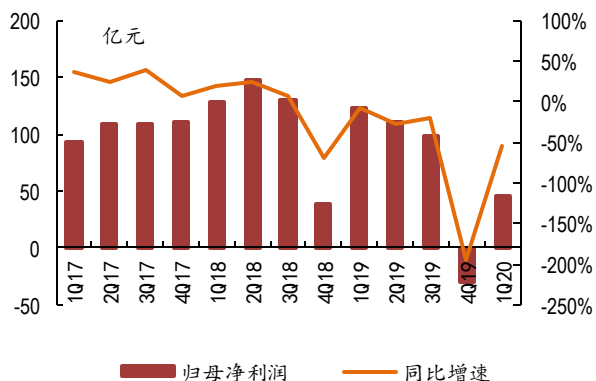
疫情影响传导滞后，一季度零部件收入和利润表现好于整车。1Q20 零部件板块实现营业收入 1446.8 亿元，同比下滑 20.6%；归母净利润 46.2 亿元，同比下滑 54.2%，下滑幅度小于乘用车板块，主要是下游传导存在时滞后，海外疫情的影响可能还未完全体现，下半年海外业务较多的零部件企业仍有一定的业绩压力。

图 47：零部件板块季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 48：零部件板块季度归母净利润及同比增速

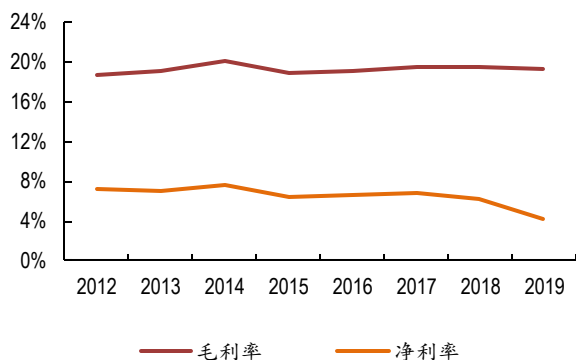


数据来源：wind，财通证券研究所

4.2 盈利能力分析

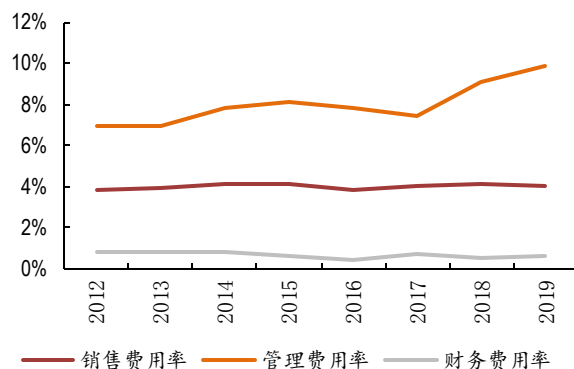
下游需求疲软，零部件企业盈利能力下行。2019年零部件板块毛利率19.3%，同比下降0.3pct；净利率4.2%，同比下降2.0pct；ROE 5.9%，同比下降3.3pct。

图 49：零部件板块年度毛利率及净利率



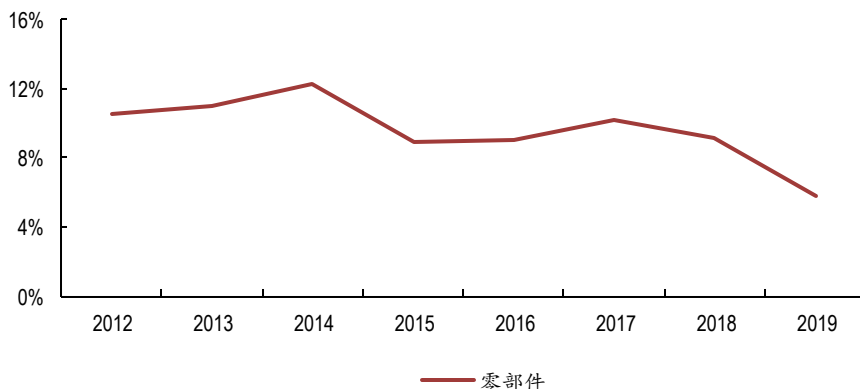
数据来源：wind，财通证券研究所

图 50：零部件板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

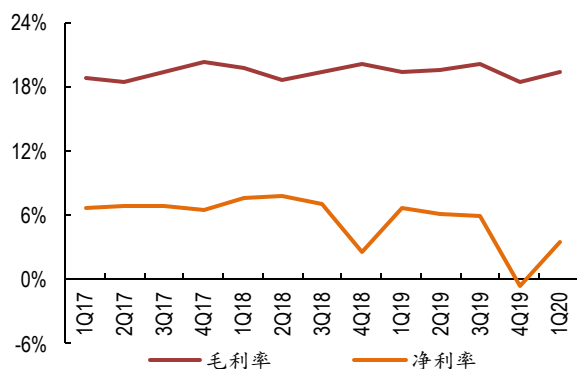
图 51：零部件板块年度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

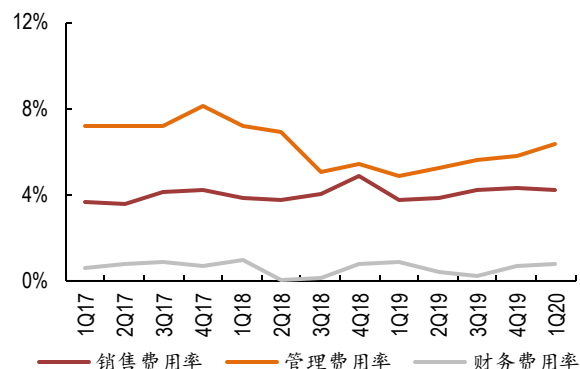
一季度零部件盈利能力有所恢复，后续业绩压力大。4Q19是行业的至暗时刻，零部件板块ROE下降至-0.7%，是2013年以来行业单季度最差的ROE，盈利能力短期承压显著。一季度，新冠疫情对海外的影响还未完全反应，因此随着行业筑底企稳，零部件板块盈利能力有所恢复。1Q20毛利率19.3%（同比小幅下降0.1pct），净利率3.5%（同比下降3.0pct，环比增加4.2pct），ROE 1.1%（同比下降1.3pct，环比增加1.6pct）；费用率方面，1Q20管理费用率6.3%，销售费用率4.2%（同比增加0.4pct，环比增加1.8pct），财务费用率0.8%（同比小幅下降0.1pct，环比持平）。但随着海外新冠疫情的发展，影响逐渐反应向上游传导，下半年零部件业绩仍有压力。

图 52：零部件板块季度毛利率及净利率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 53：零部件板块季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 54：零部件板块季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表6：零部件板块重点公司业绩情况

证券简称	2019 年				1Q20			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
华域汽车	1,440.2	-8.4	64.6	-19.5	239.7	-32.6	1.3	-92.7
潍柴动力	1,743.6	9.5	91.0	5.2	390.0	-13.7	20.6	-20.3
均胜电子	617.0	9.8	9.4	-28.7	122.2	-20.8	0.6	-78.6
福耀玻璃	211.0	4.3	29.0	-29.7	41.7	-15.5	4.6	-24.1
宁波华翔	170.9	14.5	9.8	34.1	27.4	-25.5	0.8	-32.6
一汽富维	177.7	30.6	5.4	8.3	27.6	-6.5	-0.5	-144.2
万丰奥威	107.9	-2.0	7.7	-19.8	20.0	-18.6	1.0	-48.6
凌云股份	117.8	-3.9	-0.7	-125.7	21.7	-21.6	-1.0	-318.5
万向钱潮	105.8	-6.9	5.4	-25.8	18.5	-30.9	0.9	-58.6
中鼎股份	117.0	-5.4	6.0	-45.8	25.1	-5.5	1.6	-47.1
骆驼股份	90.2	-2.3	6.0	8.5	17.0	-24.9	0.7	-59.2
威孚高科	87.8	0.7	22.7	-5.3	27.7	22.1	5.5	-20.2
富奥股份	100.6	28.2	8.9	1.1	20.9	-11.1	1.2	-41.6
亚普股份	91.4	16.4	3.8	15.1	16.9	-3.4	0.8	25.6
宁波高发	9.4	-26.8	1.8	-17.1	1.7	-23.5	0.4	-15.3
拓普集团	53.6	-10.4	4.6	-39.4	12.1	-3.0	1.1	0.1
继峰股份	180.0	147.2	3.0	80.5	39.6	-14.3	-0.5	-179.4
爱柯迪	26.3	4.8	4.4	-6.1	6.1	-2.9	1.0	5.2
双环传动	32.4	2.7	0.8	-59.9	5.8	-23.5	-0.2	-154.1
岱美股份	48.2	12.7	6.3	12.0	11.2	-10.0	1.6	-2.7

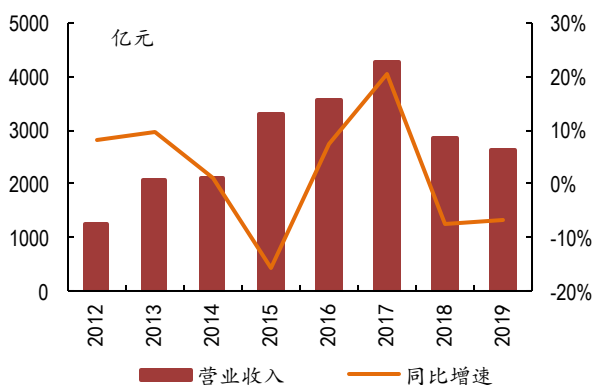
数据来源：wind，财通证券研究所

5、汽车销售及服务：车市寒冬下，经销商业绩承压

5.1 业绩分析

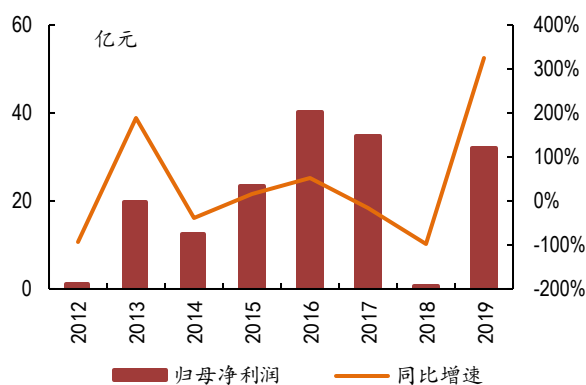
汽车消费低迷，板块收入减少。2019 年，汽车销售及服务板块实现营业收入 2615.9 亿元，同比下滑 6.7%；归母净利润 32.2 亿元，同比增加 325.2%，主要是庞大集团扭亏，影响板块利润 63 亿元，剔除庞大集团的影响，汽车销售服务板块归母净利润同比下滑约 50%。

图 55：汽车销售服务板块年度营业收入



数据来源：wind，财通证券研究所

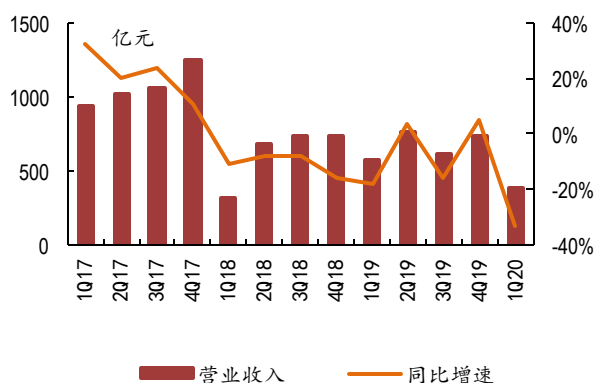
图 56：汽车销售服务板块年度归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

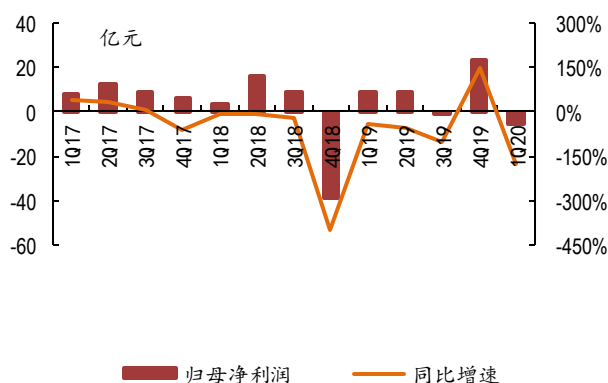
受新冠疫情影响，一季度汽车销售及服务板块亏损。2020 年一季度，汽车销售及服务板块实现营业收入 382.0 亿元，同比下滑 33.5%；归母净利润亏损 5.4 亿元，主要原因是受新冠疫情影响，汽车消费需求受到抑制。

图 57：汽车销售服务板块季度营业收入



数据来源：wind，财通证券研究所

图 58：汽车销售服务板块季度归母净利润



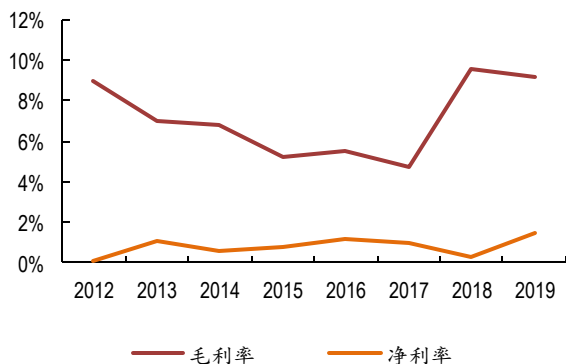
数据来源：wind，财通证券研究所

5.2 盈利能力分析

汽车销售及服务板块 2019 年毛利率 9.2%，同比下降 0.4pct；净利率 1.5%，同比增加

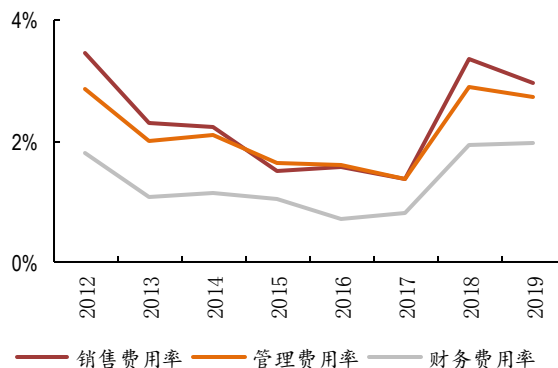
1.2pct; ROE 5.0%, 同比增加4.9pct, 盈利能力受庞大集团的扰动。2019年销售费用率3.0% (同比-0.6pct), 财务费用率2.0% (同比持平)。

图 59: 汽车销售服务板块年度毛利率及净利率



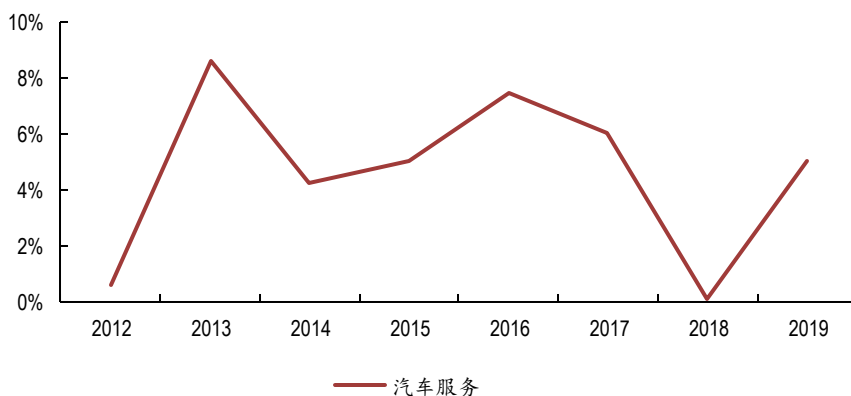
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 60: 汽车销售服务板块年度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

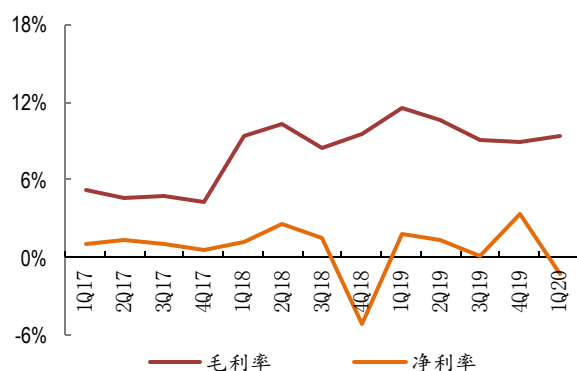
图 61: 汽车销售服务板块年度ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

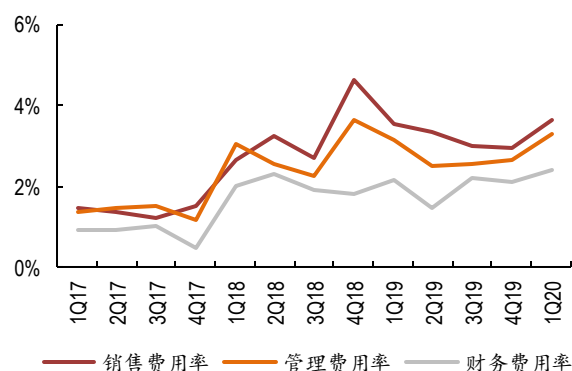
受疫情影响一季度终端需求低迷, 经销商业绩承压。汽车销售及服务板1Q20毛利率9.4%, 净利率-1.3%, ROE -0.9%。一季度市场仍依靠以价换量主动去库存, 板块费用率仍在高位, 1Q20销售费用率3.6% (同比+0.1pct), 财务费用率2.4% (同比+0.3pct)。

图 62: 汽车销售服务板块季度毛利率及净利率



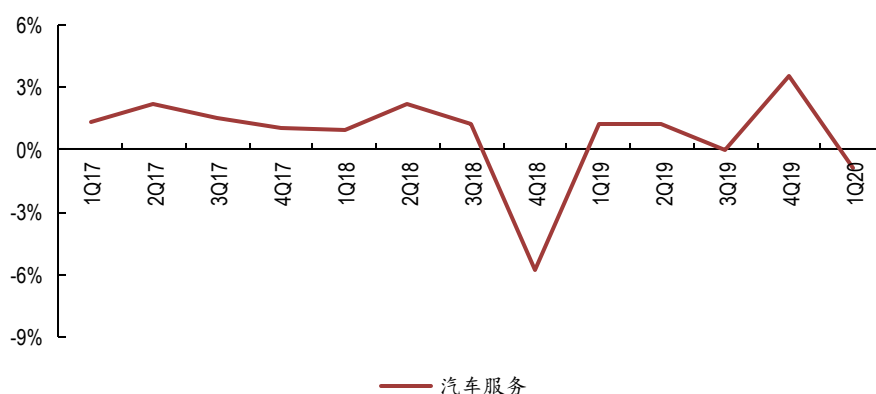
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 63: 汽车销售服务板块季度费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 64: 汽车销售服务板块季度 ROE



数据来源: wind, 财通证券研究所

表 7: 汽车销售及服务板块重点公司业绩情况

证券简称	2019 年				1Q20			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
广汇汽车	1,440.2	-8.4	64.6	-19.5	239.7	-32.6	1.3	-92.7
国机汽车	1,743.6	9.5	91.0	5.2	390.0	-13.7	20.6	-20.3
庞大集团	617.0	9.8	9.4	-28.7	122.2	-20.8	0.6	-78.6
特力 A	211.0	4.3	29.0	-29.7	41.7	-15.5	4.6	-24.1
漳州发展	170.9	14.5	9.8	34.1	27.4	-25.5	0.8	-32.6
中国中期	177.7	30.6	5.4	8.3	27.6	-6.5	-0.5	-144.2
龙洲股份	107.9	-2.0	7.7	-19.8	20.0	-18.6	1.0	-48.6
大东方	117.8	-3.9	-0.7	-125.7	21.7	-21.6	-1.0	-318.5
中华控股	105.8	-6.9	5.4	-25.8	18.5	-30.9	0.9	-58.6

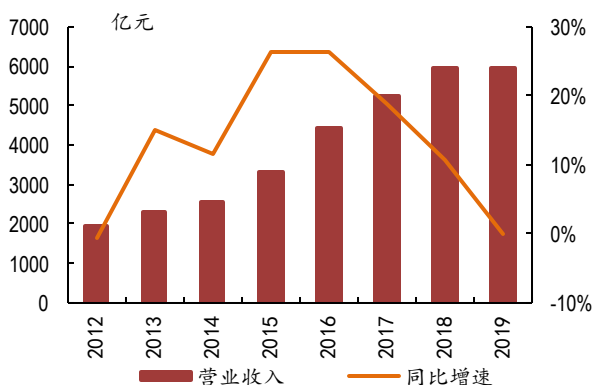
数据来源: wind, 财通证券研究所

6、新能源汽车：退坡致业绩短期承压，政策护航行业中长期发展

6.1 业绩分析

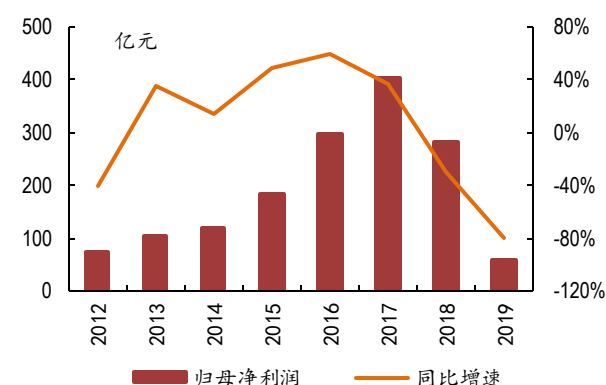
2019 年补贴大幅退坡，新能源汽车销量出现首次年度下滑，产业链业绩表现低迷。2019 年，新能源汽车板块实现营业收入 5950.6 亿元，同比下降 0.1%；归母净利润 57.7 亿元，同比下滑 79.5%。2020 年 4 月 23 日，四部委下发 2020 年新能源汽车推广应用财政补贴政策，将新能源汽车补贴政策实施期限延长至 2022 年底，2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%，新补贴政策落地稳定了市场未来三年的预期，且整体退坡幅度和速度小于 2019 年，保障新能源汽车产业更多的时间和空间长期稳定的发展。

图 65：新能源汽车板块年度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

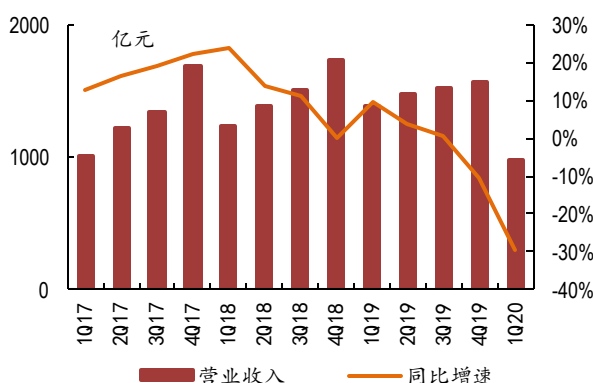
图 66：新能源汽车板块年度归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

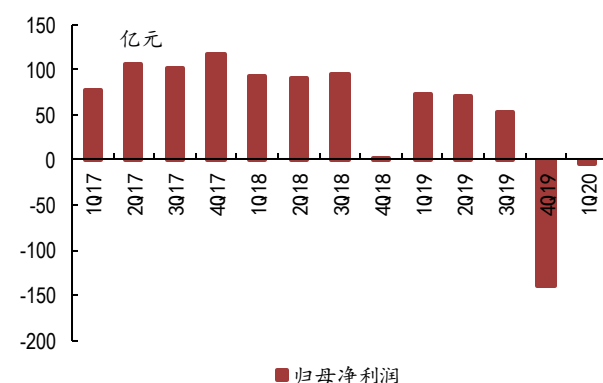
一季度受疫情影响，新能源汽车板块业绩连续两个季度出现亏损。1Q20 新能源汽车板块实现营业收入 978.7 亿元，同比下降 29.4%；归母净利润亏损 4.1 亿元，同比下滑 105.7%。

图 67：新能源汽车季度营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 68：新能源汽车板块季度归母净利润

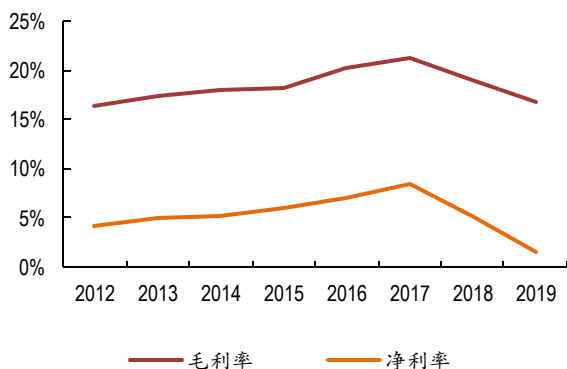


数据来源：wind，财通证券研究所

6.2 盈利能力分析

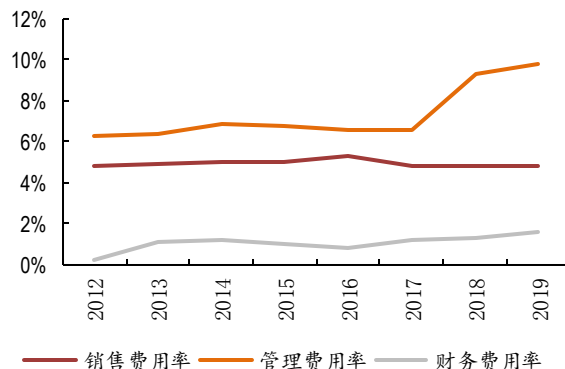
补贴退坡致盈利能力显著下降。2019年新能源汽车板块毛利率16.7%，同比下降2.2pct；净利率1.4%，同比下降3.8pct；ROE 1.5%，同比下降5.9pct。费用率稳中有增，销售费用率4.8%（同比持平），财务费用率1.6%（同比+0.3pct），管理费用率9.8%（同比+0.5pct）。

图 69：新能源汽车板块年度毛利率及净利率



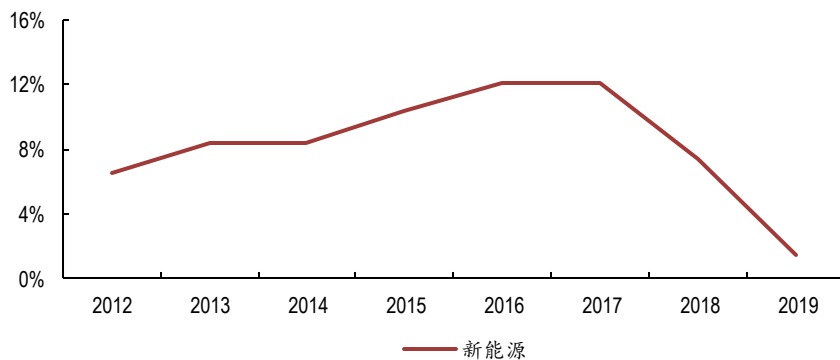
数据来源：wind，财通证券研究所

图 70：新能源汽车板块年度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 71：新能源汽车板块季度ROE



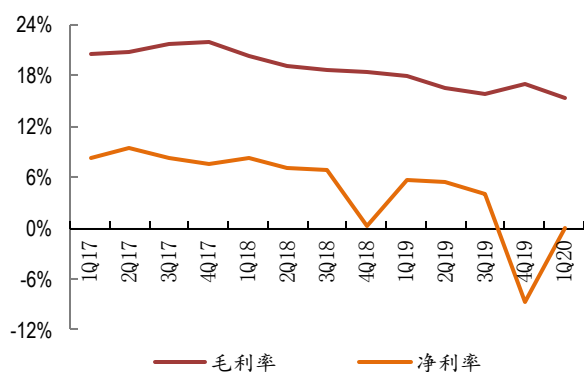
数据来源：wind，财通证券研究所

一季度受疫情和补贴退坡影响，新能源产业链盈利压力短期加大。受补贴退坡影响，价格压力自下而上传导，产业链盈利能力持续承压。同时疫情抑制消费端需求，新能源汽车销量大幅下降，新能源汽车板块1Q20毛利率15.3%，同比下降2.6pct；净利率-0.1%，同比下降5.8pct；ROE -0.1%，同比下降2.0pct。

补贴退坡节奏放缓叠加汽车消费政策刺激，新能源汽车中长期依然向好。为支持汽车消费，各大城市加速放宽对新能源汽车的牌照和路权限制，部分城市单独给予新能源汽车各项补贴，补贴退坡放缓叠加汽车消费刺激，有望提振新能源汽车

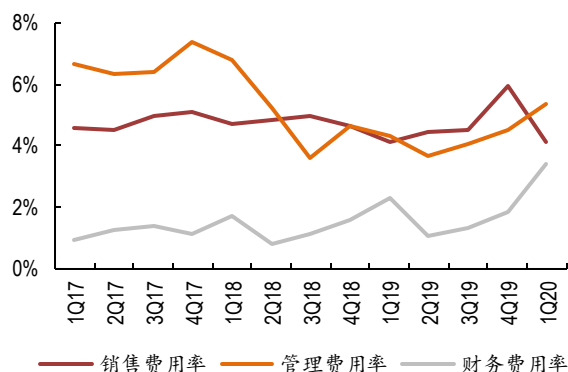
终端需求，行业中长期依然向好。

图 72：新能源汽车板块季度毛利率及净利率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 73：新能源汽车板块季度费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 74：新能源汽车板块季度ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

表 8：新能源汽车板块重点公司业绩情况

证券简称	2019 年				1Q20			
	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)	营业收入 (亿元)	同比增 速 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 速 (%)
宁德时代	457.9	54.6	45.6	34.6	90.3	-9.5	7.4	-29.1
宇通客车	304.8	-4.0	19.4	-15.7	28.1	-42.0	-1.4	-146.1
比亚迪	1,277.4	-1.8	16.1	-41.9	196.8	-35.1	1.1	-85.0
广汽集团	592.3	-17.2	66.2	-39.3	107.7	-24.5	1.2	-95.7
江苏国泰	392.9	6.8	9.5	-7.0	60.0	-27.6	1.6	-25.2
江淮汽车	472.9	-5.6	1.1	113.5	91.2	-37.7	-3.6	-650.7
欣旺达	252.4	24.1	7.5	7.1	52.0	11.0	-1.0	-176.8
厦门钨业	174.0	-11.1	2.6	-47.8	35.4	-7.3	0.7	374.3
宁德时代	457.9	54.6	45.6	34.6	90.3	-9.5	7.4	-29.1

数据来源：wind，财通证券研究所

7、投资建议：紧抓乘用车，把握特斯拉产业链

疫情控制叠加汽车消费政策不断加码，行业大概率重回复苏通道。随着疫情得到有效控制，生产生活逐渐得到恢复，前期积累的购车需求有望得到释放。疫情对经济冲击巨大，提振汽车、家电等大额消费是稳定经济重要抓手，商务部一个月之内连续多次提到促进汽车消费，并有超过9个省市公布了相应的汽车消费刺激政策，我们预计后续会有更多地方会出台刺激政策，并可期待国家层面汽车消费刺激政策。疫情控制叠加政策刺激，汽车行业有望重回复苏通道。

汽车消费结构升级强化，特斯拉引领中高端汽车消费有望率先回升。由于换购和增购需求比重增加，汽车消费出现明显的消费升级趋势，考虑到此轮疫情对中高收入人群购车需求冲击相对较小，中高端车型和豪华品牌的需求回升确定性更高。新能源汽车补贴和免购置税政策延长2年，加之限行限购的一线城市大多有通过增加新能源汽车牌照投放力度来提振汽车消费，在较强购买力的支撑下，以特斯拉为代表的高端电动车需求旺盛。特斯拉国产价格下降较多，市场竞争力进一步提升。

新老基建交替发力，重卡高景气延续。新冠疫情肆虐全球，宏观经济面临较大挑战，逆周期政策调节力度加强，新老基建是财政宽松的重点方向之一，重卡板块有望持续受益。此外，2020年是蓝天保卫计划的收官之年，老旧货车的淘汰加速，我们预计重卡高景气延续，全年销量维持在一百万辆以上。

行业复苏紧抓乘用车板块，特斯拉国产化加速带来本土产业链发展机遇。当前汽车板块估值跌至历史低位，后疫情时代景气度回升大概率，值得关注：**1) 乘用车**：具有豪华品牌和中高端新品投产的整车集团未来业绩回升力度大，重点推荐长安汽车、上汽集团，建议关注华晨中国（H股）；**2) 新能源**：特斯拉仍然是最靓的仔，市场关注度高，建议关注特斯拉产业链上单车配套价值量大或新入围的企业，如京威股份、拓普集团、凌云股份等；**3) 重卡**：基建发力叠加环保政策，重卡高景气延续，重点推荐行业龙头一汽轿车（一汽解放）、中国重汽；**4) 零部件**：海外疫情爆发相对较晚，对相关公司影响尚未完全体现，建议暂时回避海外收入占比高的，可适时抄底优质标的，如福耀玻璃、春风动力、世运电路、中鼎股份等。

表 9：重点公司盈利预测及评级

证券代码	公司名称	收盘价 (2020.5.8)	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600104	上汽集团	20.3	2.19	2.06	2.43	9.3	9.8	8.3	买入
000625	长安汽车	10.7	-0.55	0.52	1.29	-19.4	20.5	8.3	买入
600480	凌云股份	10.6	-0.13	0.06	0.22	-81.2	175.8	48.0	买入
603129	春风动力	41.6	1.35	1.65	2.23	30.8	25.2	18.6	买入

数据来源：Wind，财通证券研究所

8、风险提示

- (1) 国内宏观经济下行；
- (2) 汽车行业景气度不及预期；
- (3) 汽车消费刺激政策不及预期；
- (4) 海外疫情持续蔓延。

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。