

汽车行业：“中国特色估值体系”系列报告之二

此轮央企考核指标改革或为汽车央企估值重塑的起点

分析师：张乐

SAC 执证号：S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：周伟

SAC 执证号：S0260522090001



021-38003684



gfzhwei@gf.com.cn

分析师：闫俊刚

SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：邓崇静

SAC 执证号：S0260518020005



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、周伟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。

核心观点：

- 2023 年 1 月 5 日，国资委提出 2023 年央企考核指标为“一利五率”，即在原来“两利四率”的基础上，用 ROE 替代净利润指标，用营业现金比率替代营业利润率指标，其核心变化在于更强调效率和质量。此轮考核指标改革标志着新一轮国企改革深化改革的开端，或为汽车央企估值重塑的起点。
- 为什么应当重视此轮考核指标改革？此轮改革有望引导多方利益趋同，或可类比 2005 年股权分置改革。地方国企考核指标锚定央企，改革对地方国企亦有深远影响，对汽车行业影响面广（2022Q1-Q3，汽车央企收入/利润总额分别占行业整体的 54.6/46.3%），改革措施进一步细化并深入企业经营端。此轮改革新增 ROE 指标，ROE 反应股东权益回报率，是资本市场重要评价标准和估值体系重要锚点，ROE 考核下上市央企主体和投资者利益趋同。类比 2005 年股权分置改革通过消除股权二元结构使得股东利益趋同，修正市场定价机制，造就了 2005-2007 年波澜壮阔的牛市行情。我们认为此轮央企考核指标改革或具有堪比股权分置改革的重大意义。
- 当前汽车央企经营情况有较大优化空间，考核指标改革有望推动基本面改善。2010 年至今，汽车央企 ROE 长周期下行，主因盈利与周转下降；同时当前汽车央企杠杆率高于行业平均，稳资产负债率目标下，央企加杠杆受到一定约束，ROE 考核有望促使央企提升利润率与资产周转率，提升效益、盘活资产。
- 当前汽车央企估值处于低位，国企改革叠加估值重塑下，央企有望迎来基本面与估值共振。ROE 是估值体系的重要锚点，根据 $PB=PE*ROE$ ，PE 稳定时 ROE 的提升将直接带来 PB 的增长；2010-2022 年，A 股市场整体及央企上市公司的 ROE-PB 均呈现出显著的正相关关系。当前汽车央企 PE/PB 分别为 32.6/1.7 倍，相对民营及其他企业的 PE/PB 折价率分别达 29.3/61.2%。具体来看，当前汽车央企/国企 PB 分别处于 31.5%/7.4% 的历史分位数，相对民营及其他企业折价率分别位于 86.3/88.2% 的历史分位。PB 体系下央企有较大估值修复空间，叠加 2022 年底至今多政策频出催化央企估值重塑，央企有望迎来基本面与估值共振。
- 投资建议：构建 ROE-PB 动态选股框架，建议关注三类投资方向。（1）中高 ROE-中低 PB 区间：该区间公司具备估值弹性，若 ROE 保持稳定，长周期视角下 PB 有望回升，或将受益于此轮央企估值重塑催化，建议关注标的如郑煤机、长安汽车、华域汽车、广汽集团、威孚高科；（2）中高 ROE-中等 PB 区间中具有业绩可持续性的标的：部分公司 PB 处于中等水平，但业绩弹性有望持续释放，估值有较强支撑，建议关注其中业绩持续向好的标的如中国汽研；（3）中低 ROE-中低 PB 区间中具有业绩弹性的标的：部分公司近几年受疫情和低景气周期拖累而业绩欠佳，随下游需求复苏加上格局本身较好、集中度较高，在考核 ROE 且自身顺周期的情况下，竞争有望趋缓，该类公司或将逐步释放业绩弹性，建议关注低估值标的如福田汽车、中国重汽、上汽集团、潍柴动力。
- 风险提示：宏观经济等波动给汽车市场带来不确定性；行业景气度下降；行业竞争加剧等。

相关研究:

汽车行业：基于不同算法下的 A 股整体估值差异看汽车股估值

2023-02-27

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 (%)	
							2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
长安汽车	000625.SZ	CNY	11.87	2022/11/11	买入	16.98	0.85	1.08	13.96	16.98	0.85	1.08	13.96	13.20
上汽集团	600104.SH	CNY	14.23	2023/02/17	买入	23.98	1.70	1.82	8.37	7.82	6.24	5.91	7.20	7.80
广汽集团	02238.HK	HKD	4.91	2023/02/26	买入	11.67	1.30	1.63	4.86	3.78	24.56	21.42	11.46	12.45
广汽集团	601238.SH	CNY	10.97	2023/02/26	买入	20.30	1.30	1.63	8.44	6.73	24.59	21.45	11.46	12.45
郑煤机	601717.SH	CNY	14.32	2023/04/01	买入	25.20	1.76	2.18	8.14	6.57	5.53	4.70	14.80	15.20
郑煤机	00564.HK	HKD	8.19	2023/04/01	买入	23.90	1.76	2.18	4.65	3.76	6.89	5.86	14.80	15.20
华域汽车	600741.SH	CNY	16.75	2022/10/27	买入	32.54	2.57	2.87	6.52	5.84	3.87	3.50	13.80	14.20
中国汽研	601965.SH	CNY	24.16	2023/01/12	买入	21.12	0.81	0.93	29.83	25.98	19.88	17.52	11.70	11.80
中国重汽	000951.SZ	CNY	15.09	2023/04/03	买入	27.34	1.01	1.35	14.94	11.18	6.83	5.48	11.70	14.10
威孚高科	000581.SZ	CNY	19.59	2022/10/25	买入	35.33	2.68	3.02	7.31	6.49	12.72	12.62	12.80	13.70
潍柴动力	000338.SZ	CNY	12.24	2023/04/07	买入	18.60	0.77	0.94	15.90	13.02	5.10	4.57	8.40	9.10
潍柴动力	02338.HK	HKD	12.46	2023/04/07	买入	19.48	0.77	0.94	16.18	13.26	7.16	6.43	8.40	9.10

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、引言及统计口径说明	6
二、新一轮央企考核指标改革指引效率、质量两大方向	8
三、汽车央国企业绩优化空间大，估值具备性价比	12
（一）央国企规模优势明显，投入产出效率与业绩稳定性有提升空间	12
（二）央国企营业现金比率低于民企，国企研发投入与生产效率仍需提升	16
（三）央国企估值相对民营企业偏低，修复潜力可期	18
四、深化改革叠加估值重塑，央国企有望迎来基本面与估值共振，ROE-PB 选股框架下建议关注三类投资方向	20
（一）ROE 考核推动资产效率提升，或将有效提升提振 PB 估值	20
（二）构建 ROE-PB 动态选股框架，建议关注三类投资方向	24
五、投资建议	26
六、风险提示	26

图表索引

图 1: 2019 年以来央企经营考核指标体系演变	8
图 2: 2023 年新一轮央企考核指标调整情况	9
图 3: 1997 年至今国企改革历程	11
图 4: 2020-2022 年国企改革三年行动的五大目标与八大任务	11
图 5: 2010 年至今汽车行业整体及汽车行业央国企收入 (万亿元)	13
图 6: 2010 年至今汽车行业整体及汽车行业央国企利润总额 (亿元)	13
图 7: 2010 年至今汽车行业营业收入分布	14
图 8: 2010 年至今汽车行业利润总额分布	14
图 9: 2010-2022 年每年末汽车行业总市值 (百亿元, 不含已摘牌股票)	14
图 10: 2010-2022 年每年末汽车央国企总市值 (百亿元) 及占比	14
图 11: 2010 年至今各类汽车公司 ROE	15
图 12: 2010 年至今各类汽车公司权益乘数	15
图 13: 2010 年至今各类汽车公司总资产周转率	15
图 14: 2010 年至今各类汽车公司净利率	15
图 15: 汽车行业 2022Q3 末各类企业资产负债率区间分布(横轴为资产负债率(%), 纵轴为企业数量(家))	16
图 16: 2010 年至今各类汽车公司营业利润率	16
图 17: 2010 年至今各类汽车公司营业现金比率	16
图 18: 2010 年至今各类汽车公司经营性现金净流量/营业利润	17
图 19: 2018 年至今各类汽车公司研发费用率	17
图 20: 2010 年至今各类汽车公司全员劳动生产率 (年化值, 万元/人)	17
图 21: 2018 年至今各类整车公司研发费用率	18
图 22: 2010 年至今各类整车公司全员劳动生产率 (年化值, 万元/人)	18
图 23: 2018 年至今各类汽零公司研发费用率	18
图 24: 2010 年至今各类汽零公司全员劳动生产率 (年化值, 万元/人)	18
图 25: 2005 年至今汽车央国企、民营及其他企业季度总市值加权 PB (倍)	19
图 26: 2005 年至今汽车央国企、民营及其他企业季度整体法 PB (倍)	19
图 27: 2005 年至今汽车央国企总市值加权 PB 折价率	19
图 28: 2005 年至今汽车央国企整体法 PB 折价率	19
图 29: 2010 年至今汽车央国企、民营及其他企业季度流通市值加权 PE (倍) ..	20
图 30: 2010 年至今汽车央国企、民营及其他企业季度整体法 PE (倍)	20
图 31: 2010 年至今汽车央国企流通市值加权 PE 折价率	20
图 32: 2010 年至今汽车央国企整体法 PE 折价率	20
图 33: 绝对估值与相对估值模型中 ROE 的作用	21
图 34: 2010-2022 年全 A 与央企 PB-ROE 显著正相关	21
图 35: 2010 年至今汽车央国企总资产与收入增速	22
图 36: 2010 年至今汽车民营及其他企业总资产与收入增速	22
图 37: 2010 年至今汽车央国企净资产与净利润增速	22
图 38: 2010 年至今汽车民营及其他企业净资产与净利润增速	22
图 39: 2005 年至今汽车央国企总市值加权 PB (倍) 及 PB 均值	23
图 40: 2005 年至今汽车国企总市值加权 PB (倍) 及 PB 均值	23

图 41: 2005 年至今汽车央企、国企相对民营及其他企业 PB 估值折价率	23
图 42: ROE-PB 象限图下的央国企分布情况.....	25
图 43: 扣非 ROE-PB 象限图下的央国企分布情况.....	26
表 1: 2022 年 GDP 前十省份国企经营考核指标体系及“十四五”针对国企经营的发展规划.....	10
表 2: 汽车行业上市公司分类及数量统计.....	12
表 3: 汽车行业上市公司分类及名单（部分）.....	12
表 4: 22 年底至今央国企估值重塑、考核指标改革相关政策.....	23

一、引言及统计口径说明

我们认为，2023年央企考核指标改革标志着新一轮深化央国企改革的开端，或将成为汽车央国企估值重塑的起点。作为认知“中国特色估值体系”系列报告之二，本篇报告主要分析了当前汽车行业央国企经营情况及此轮考核指标改革对汽车央国企可能的影响路径；基于当前考核指标改革和中国特色估值体系提出背景，我们构建了ROE-PB动态选股框架，旨在帮助投资者初步认知此轮央企指标改革的或有影响、把握汽车股潜在投资机会。

口径说明——

汽车行业标的选取SW汽车分类（2021）中截至2022年12月31日的上市公司，包括乘用车、商用车、汽车零部件、汽车服务、摩托车及其他，共计选取260家上市公司（剔除B股）。

我们根据公司股权结构关系披露的实际控制人性质判定公司属性，将公司分为以下四类：

中央国有企业：企业实控人为国资委、中央国有企业、中央国家机关时，企业所有制属性归类为中央国有企业；

地方国有企业：企业实控人为地方国资委、地方政府、地方国有企业时，企业所有制属性归类为地方国有企业；

民营企业：企业实控人为个人，且国籍为境内时，企业所有制属性归类为民营企业；

其他企业：除中央国有企业、地方国有企业、民营企业外的其他上市公司统一归类为其他企业。

在ROE-PB动态选股框架中，我们选取260汽车家上市公司中的56家央国企及郑煤机进行研究，其中郑煤机2021年完成混改后企业属性为公众企业，2022年年报中披露的前十名股东中，国有法人(河南机械装备投资集团有限责任公司、河南资产管理有限公司)持股17.6%，根据河南省地方国企经营指标考核范围包括河南国资委履行出资人职责或授权履行业绩考核职责的省管企业的规定，郑煤机仍在国企考核的范围内。

计算说明——

经营考核指标计算方法：

分企业类别的收入/利润总额：分类别所有企业的收入/利润总额加和；

分公司类别的ROE（平均ROE）、权益乘数、总资产周转率、净利率、营业利润率、营业现金比率、研发费用率、全员劳动生产率指标采用整体法计算。

以汽车央国企ROE指标为例，整体法计算方式如下：

$$\text{汽车央国企ROE} = \sum (\text{汽车央国企净利润}) / (\sum (\text{汽车央国企期初净资产} +$$

汽车央国企期末净资产)/2)

营业现金比率、全员劳动生产率的计算公式为:

营业现金比率 = 经营活动现金流量净额/营业收入

全员劳动生产率 = 劳动生产总值/期末员工人数

其中:

劳动生产总值 = 净利润-投资收益+应交税费总额+计提折旧额+期末应付职工薪酬-期初应付职工薪酬+支付给职工以及为职工支付的现金

注: 2022年全员劳动生产率采用22Q1-Q3数值年化得到, 年化方法为: (22Q1-Q3劳动生产总值/21Q1-Q3劳动生产总值*2021年劳动生产总值)/22Q1-Q3员工人数

估值指标计算方法:

PE采用流通市值加权法、整体法计算; PB采用总市值加权法、整体法计算, 以汽车央国企为例, 计算方式如下:

汽车央国企流通市值加权PE = \sum (各汽车央国企流通市值/ 所有汽车央国企的流通市值之和) \times 各汽车央国企季度末的PE-TTM

汽车央国企总市值加权PB = \sum (各汽车央国企总市值/ 所有汽车央国企的总市值之和) \times 各汽车央国企季度末的PB-TTM

汽车央国企整体法PE = \sum (汽车央国企总市值) / \sum (汽车央国企净利润)

汽车央国企整体法PB = \sum (汽车央国企总市值) / \sum (汽车央国企净资产)

汽车央国企PE折价率 = $1 - \text{汽车央国企PE} / \text{汽车民营及其他企业PE}$

汽车央国企PB折价率 = $1 - \text{汽车央国企PB} / \text{汽车民营及其他企业PB}$

注:

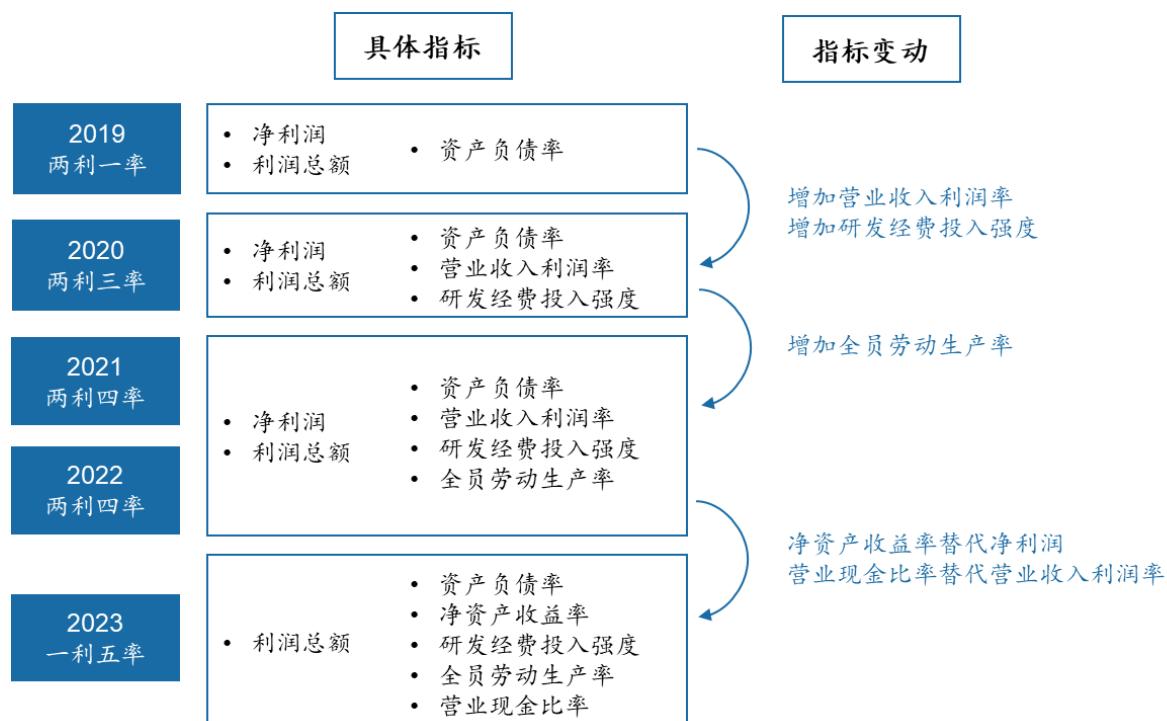
1. 在加权PE/PB的计算中剔除亏损股, 以避免正负PE/PB抵消;
2. 极端PE估值标的(本系列报告定义为200倍以上PE)市值占比较小, 但其对加权PE的影响较大, 在报告中将大于200倍的PE按200倍计算以消除异常值的影响;
3. 极端PB估值标的(本系列报告定义为汽车行业各季度末PB截面数据的99%分位数及以上)市值占比较小, 但其对加权PB的影响较大, 在报告中将大于99%分位数的PB按99%分位数计算。
4. 下文若未特别说明, 央企/国企/民营/其他企业均指选取样本中汽车行业对应分类上市公司。

二、新一轮央企考核指标改革指引效率、质量两大方向

2023年央企考核指标改革标志着新一轮深化国企改革深化的开端。2023年1月5日，国资委在央企负责人会议上提出，2023年央企考核指标为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”。“一利五率”即利润总额、资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率；目标“一增”即央企利润总额增速高于全国GDP增速，“一稳”即央企资产负债率总体保持稳定，“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率四项指标进一步提升。

2019以来，央企考核指标向“量、效、质”多维度不断优化。为贯彻落实党的二十大关于加快构建新发展格局、着力推动高质量发展的决策部署，2019年至今央企考核指标经历多轮改革：2019年国资委提出央企考核指标为“两利一率”，即净利润、利润总额和资产负债率；2020年提出“两利三率”，新增营收利润率、研发投入强度指标，引导企业关注提高经营效率、加大科技创新产业布局；2021年提出“两利四率”，新增全员劳动力生产率指标，引导企业提高劳动力配置效率和人力资本水平；2022年在“两利四率”基础上，进一步提出“两增一控三提高”的细化目标；此轮改革提出“一利五率”，用净资产收益率替代净利润指标，用营业现金比率替代营业收入利润率指标。

图 1：2019年以来央企经营考核指标体系演变



数据来源：国务院国资委，中国政府网，广发证券发展研究中心

此轮央企考核指标改革的核心变化在于更加强调效率和质量。对比调整前后的经营考核指标，主要有以下三点变化：

- (1) **净资产收益率（ROE）替代净利润**：净资产收益率ROE能够衡量企业权益资本的投入产出效率，反映企业为股东创造价值的能力。ROE指标考核下，央企经营情况改善目标与资本市场评价标准相契合，双方利益趋同。ROE考核能够引导央企更加重视投入产出效率，加大亏损企业治理力度，加快“两非”（非主业、非优势）、“两资”（低效资产、无效资产）剥离处置，盘活存量资产，提高资产使用效率，提升净资产创利能力和收益水平。
- (2) **营业现金比率替代营业收入利润率**：针对营业现金比率的考核体现了国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”的监管要求，在关注账面利润的基础上，更加关注现金流的安全，更加关注可持续投资能力的提升，从而全面提高企业经营业绩的“含金量”，促进央企实现真正的高质量发展。（营业现金比率=经营活动现金流量净额/营业收入）
- (3) **资产负债率由“控”转“稳”**：资产负债率考核目标由原来的控制在65%以下调整为稳定在65%左右，考核标准边际放松，央企融资灵活性或将有所提升。

此轮改革后的指标体系减少冗余、更为全面，引入的净资产收益率和营业现金比率与利润总额指标有效贯通、体现了考核指标与财务三张主表的紧密耦合，引导企业增强自生能力、可持续发展能力和价值创造能力。

图 2：2023年新一轮央企考核指标调整情况

调整前经营指标 (2022年)	调整前目标	调整后经营指标 (2023年)	调整后目标
利润总额	增速>GDP增速	利润总额	增速>GDP增速
净利润	增速>GDP增速	净资产收益率	提高
营业收入利润率	提高	营业现金比率	提高
资产负债率	控<65%	资产负债率	稳≈65%
研发经费投入强度	提高	研发经费投入强度	提高
全员劳动生产率	提高	全员劳动生产率	提高

数据来源：国务院国资委，广发证券发展研究中心

央企经营考核指标作为国资委对央企经营情况的定量考核方式，也是地方政府考核地方国企的重要锚点。此轮考核指标改革影响面广，改革措施进一步细化并深入企业经营端。我们认为，应重视此轮央企考核指标改革给央企带来的重要影响。

通过梳理地方国企考核指标，我们发现国企考核方向和央企基本相同。我们对2022年全国GDP排名前十省份的国企经营考核指标进行梳理，不同省份的考核指标均可大致划分为“量、效、质”三个维度。

“量”：常见考核指标包括国有资本保值增值率、营业收入/收入增长率、经营性现金流；

“效”：常见考核指标为净利润/归母净利润、利润总额；

“质”：常见考核指标包括ROE、资产负债率、劳动生产率等。

总体来看，地方国企考核方向和央企相同，且部分省份在央企考核指标基础上增加了更多细分考核指标。

表1：2022年GDP前十省份国企经营考核指标体系及“十四五”针对国企经营的发展规划

省份	经营考核指标体系			“十四五”针对国企经营的发展规划
	量	效	质	
广东	经营性现金流、国有资本保值增值率、收入增长率	净利润	资产负债率、净资产收益率、不良资产比率、技术投入比率	-
江苏	经营性现金流、资本成本率	利润总额	资产负债率	-
山东	国有资本保值增值率	利润总额	ROE、不良资产比率	力争到 2025 年，省属企业主要考核指标排名保持在全国省级监管企业最前列，规模总量持续增长，期末资产总额达到 60000 亿元，实现营业收入 30000 亿元；
浙江	国有资本保值增值率	归母净利润	ROE	“十四五”期间，全省国有企业资产总额、净资产、利润总额年均增幅不低于全省经济增长水平；其中省属企业资产总额、净资产、利润总额年均增幅均达到 6%，净资产收益率、成本费用利润率等指标位于全国省（区、市）前列。
河南	国有资本保值增值率	利润总额	ROE	-
四川	国有资本保值增值率	利润总额、税后净利润	ROE、全员劳动生产率	到“十四五”末国有企业资产总额、营业总收入、利润总额分别达到 17 万亿元、2.2 万亿元、1800 亿元。
湖北	国有资本保值增值率、收入增长率	利润总额、税后净利润	ROE	到“十四五”末，全省国有企业资产总额达到 70000 亿元，年营业收入达到 6000 亿元，年利润总额达到 500 亿元，资产负债率保持合理水平。综合运用提升优质资产价值、处置低效无效资产、降低资产负债等手段，优化企业资产结构。
福建	国有资产保值增值率、收入增长率、销售增长率、资本累积率	净利润	ROE、成本费用占营业收入比重、流动资产周转率	-
湖南	国有资本保值增值率、资产总额、营业收入	利润总额、税后净利润	ROE、成本费用控制	到“十四五”末，资产总额达到 2.6 万亿元，营业收入达到 1 万亿元，整体资产负债率不高于 65%，净资产收益率提升至 5% 以上；“十四五”期间，规模以上工业企业研发投入强度要提升到 3% 以上，重点优质企业提升到 5% 以上。
安徽	资产总额、营业收入	归母净利润	ROE、职工人数、离退休职工占比	“十四五”时期，省属企业主要考核指标年均增长 8% 左右。在全面提升价值创造能力的同时，整体资产负债率控制在 60% 左右；研发投入年均增长 15% 以上，工业企业研发投入强度达到 3% 以上。

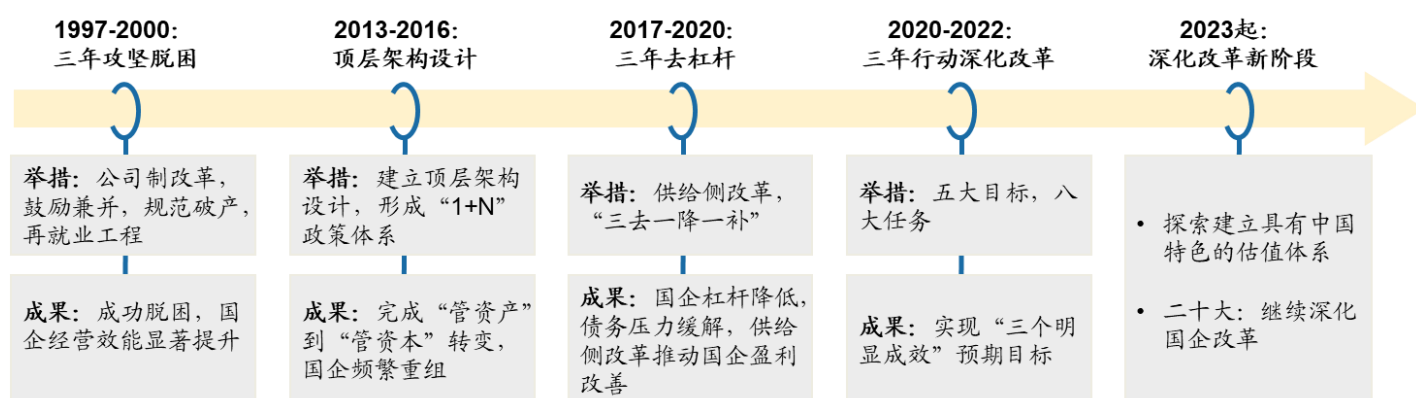
数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

注：标红为 2019 年以来国资委采用过的央企经营考核指标

国企改革持续推进，改革红利有望持续释放。1997年至今，我国经历了数轮国企改革，从1997-2000年三年攻坚脱困到2020-2022年的三年行动，国企改革的目标逐渐从扭转亏损等基础性目标演变至增强效益等提升性目标。2020年6月，《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》出台，方案提出增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力的五大目标，并聚焦落实八大任务。

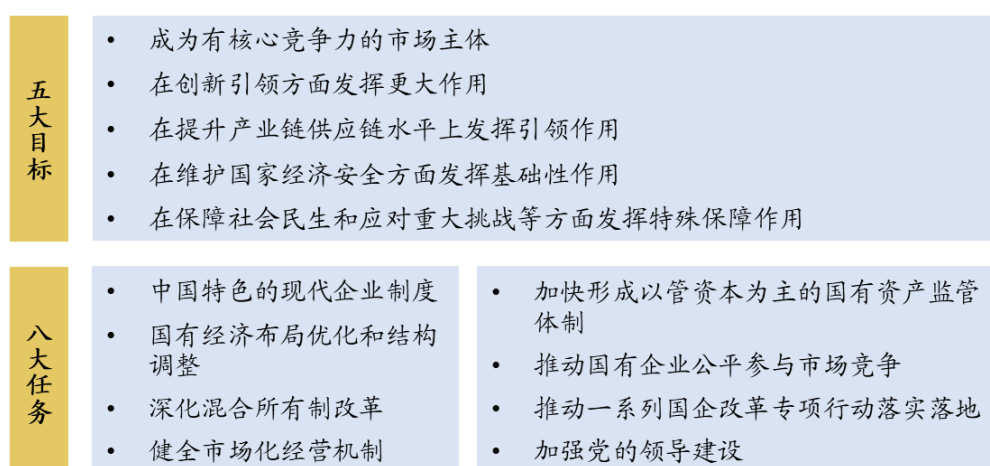
随着2020年以来的三年行动圆满收官，国企改革进入新阶段：一方面，证监会及上交所文件和会议中多次提及探索建立具有中国特色的估值体系；另一方面，二十大报告继续强调深化国资国企改革。国企深化改革进入新阶段持续推进，此轮央企经营指标改革标志着新一轮国企深化改革开端，为汽车央企估值重塑的起点。

图 3：1997年至今国企改革历程



数据来源：国务院国资委，中国政府网，广发证券发展研究中心

图4：2020-2022年国企改革三年行动的五大目标与八大任务



数据来源：国务院国资委，中国政府网，广发证券发展研究中心

三、汽车央国企业绩优化空间大，估值具备性价比

经营方面，我们参照央企经营考核指标对汽车行业各类上市公司的经营指标进行了历史复盘与静态比较，讨论汽车央国企经营现状、改善空间及此轮改革的或有影响。从总量（利润、收入）、ROE及杜邦分析（利润率、周转率、杠杆率）、其他指标（营业现金比率、研发费用率、全员劳动生产率）三大维度的分析结果来看，我们认为，汽车央国企具有显著规模优势，而ROE、盈利质量、研发投入与生产效率仍有提升空间。

估值方面，我们对2005年以来的央国企PE/PB估值进行历史复盘和横向比较，讨论当前央国企的估值位置和修复空间。通过数据统计及复盘，我们发现当前央国企估值相对民营及其他企业偏低，折价水平处于历史高位，估值修复潜力可期。

（一）央国企规模优势明显，投入产出效率与业绩稳定性有提升空间

汽车行业260家上市公司中，央国企共计56家。我们根据实控人性质对SW汽车（2021）行业股票对应的260家上市公司进行分类，其中，中央国有企业19家、地方国有企业37家、民营企业187家、其他企业17家。央国企共计56家，占汽车行业上市公司数量的21.5%。分类标准见表2，具体公司分类见表3（按企业首字母排序）。

表2：汽车行业上市公司分类及数量统计

企业类型	数量	划分标准
中央国有企业	19	企业实控人为国资委，中央国有企业，中央国家机关
地方国有企业	37	企业实控人为地方国资委，地方政府，地方国有企业
民营企业	187	企业实控人为个人且国籍为境内
其他企业	17	除上述企业以外的其他企业，包括外资企业（实控人国籍为境外）、集体企业（实控人为集体企业）、公众企业（无实控人）及实控人为大学、工会等的其他企业

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表3：汽车行业上市公司分类及名单（部分）

企业类型	企业名称
中央国有企业	成飞集成、东安动力、东风科技、东风汽车、风神股份、贵航股份、国机汽车、航天科技、湖南天雁、江铃汽车、林海股份、凌云股份、西仪股份、亚普股份、一汽解放、长安汽车、长春一东、中国汽研、中汽股份
地方国有企业	安凯客车、北巴传媒、北汽蓝谷、渤海汽车、德宏股份、动力新科、福田汽车、富奥股份、广东鸿图、广汽集团、贵州轮胎、华域汽车、江淮汽车、金杯汽车、金龙汽车、鑫湖股份、美晨生态、密封科技、青岛双星、全柴动力、上海凤凰、上海物贸、上汽集团、申达股份、申华控股、苏常柴A、苏轴股份、特力A、威帝股份、威孚高科、潍柴动力、潍柴重机、亚星客车、一汽富维、云内动力、中国重汽、中通客车
民营企业	阿尔特、艾司蓝、爱柯迪、爱玛科技、奥福环保、奥联电子、奥特佳、邦德股份、保隆科技、北特科技、贝斯特等
其他企业	安徽凤凰、伯特利、光洋股份、京威股份、力帆科技、联诚精密、路畅科技、泰安股份、泉峰汽车、上声电子等

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：上市公司选取时间截至2022年12月31日

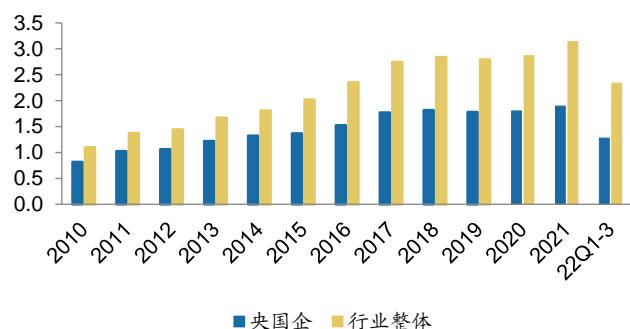
汽车央国企收入与利润具有显著规模优势，2022Q1-Q3央国企贡献汽车行业收入的54.6%。2022Q1-Q3，汽车行业上市公司营业收入共计2.34万亿，其中央企/国企分别创收0.22/1.06万亿，央国企共计创收1.28万亿，占汽车行业总收入的54.6%。2022Q1-Q3，汽车行业央企/国企/民营/其他四类企业平均营业收入分别为114.6/286.2/52.1/51.0亿元，央国企平均收入规模显著高于民营及其他企业。

2022Q1-Q3汽车央国企贡献行业利润总额的46.3%。2022Q1-Q3，汽车行业上市公司利润总额共计1021亿元，其中央企/国企利润总额分别为97/376亿元，共计473亿元，占汽车行业利润总额的46.3%。2022Q1-Q3，汽车行业央企/国企/民营/其他四类企业平均利润总额分别为5.1/10.2/2.7/2.8亿元。

2022年底，央国企仅占汽车行业总市值的27.8%。截至2022年12月31日，汽车行业上市公司总市值为3.42万亿元，其中央企/国企总市值分别为0.28/0.67万亿元，共计0.95万亿元，占行业总市值的27.8%，汽车央企/国企/民营/其他四类企业平均总市值分别为148.2/181.1/121.7/112.4亿元。

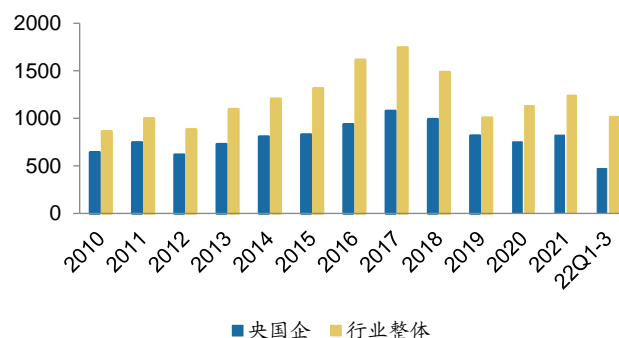
综合来看，汽车央国企收入/利润虽具有显著规模优势，但其总市值则并未明显高于民营及其他企业，主因估值存在折价。

图5：2010年至今汽车行业整体及汽车行业央国企收入（万亿元）



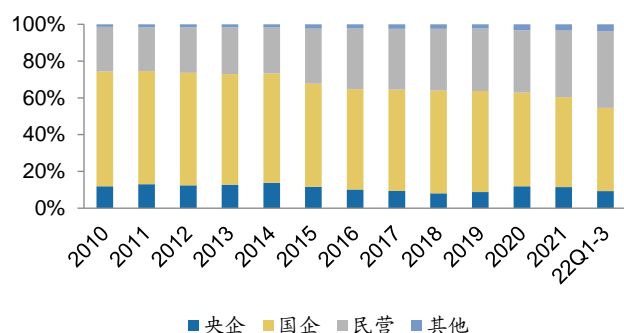
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：2010年至今汽车行业整体及汽车行业央国企利润总额（亿元）



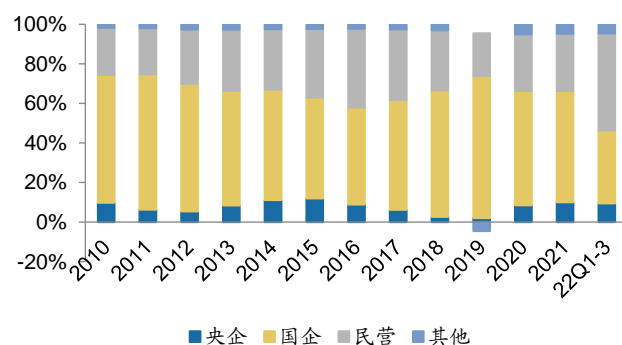
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：2010年至今汽车行业营业收入分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

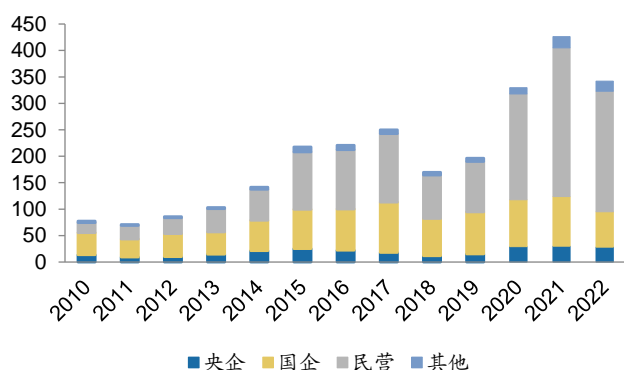
图8：2010年至今汽车行业利润总额分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：计算利润总额占比时，分母为四类企业利润总额绝对值之和，四类企业利润总额占比绝对值合计为100%

图9：2010-2022年每年末汽车行业总市值（百亿元，不含已摘牌股票）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：2010-2022年每年末汽车央国企总市值（百亿元）及占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2010年至今，央国企ROE长周期下行，主因盈利与周转下降。2010年至今，央企与国企ROE波动下行，从杜邦分析来看， $ROE = \text{净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ ，我们分别考察三项指标对央国企ROE的贡献度。

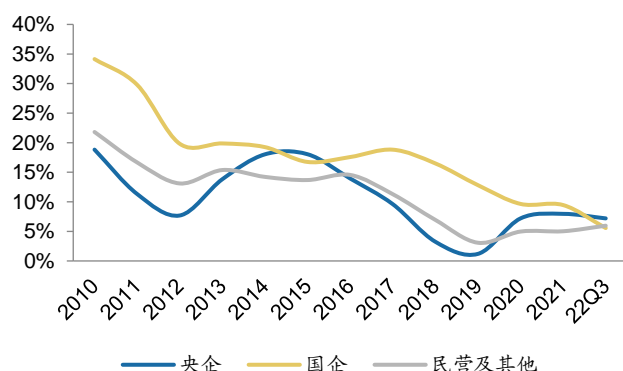
权益乘数：2010年至今，央企权益乘数中枢稳定，地方国企权益乘数明显上升；

总资产周转率：2010年至今，央企与国企周转率均呈下行趋势；

净利率：2010年至今，央企波动较大，而国企呈下行趋势。

综合来看，权益乘数对央国企ROE有正向贡献，2010以来，央国企ROE的长周期下行主因周转率与净利率的下降，央国企资产质量、营运能力和盈利水平存在一定下滑，当前多项指标均具备一定的增长弹性。

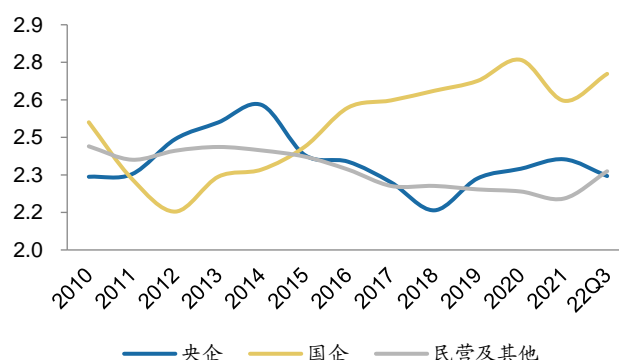
图 11: 2010 年至今各类汽车公司 ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 22Q3 ROE 为 21Q4-22Q3 期间数值

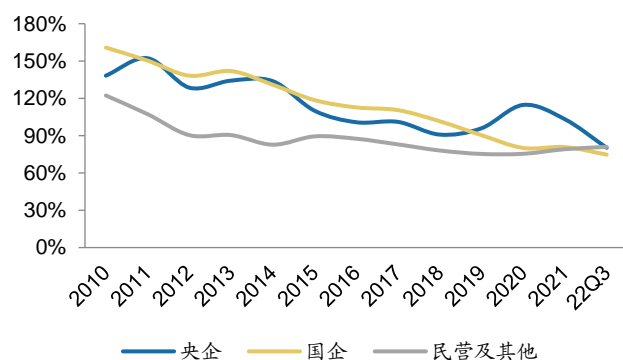
图 12: 2010 年至今各类汽车公司权益乘数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 22Q3 权益乘数为截至 2022 年 9 月 30 日数值

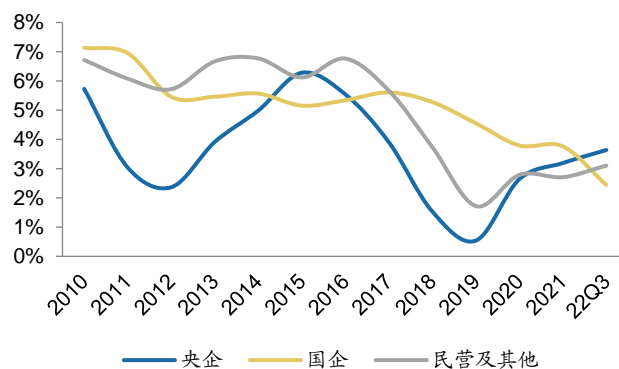
图 13: 2010 年至今各类汽车公司总资产周转率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 22Q3 总资产周转率为 21Q4-22Q3 期间数值

图 14: 2010 年至今各类汽车公司净利率

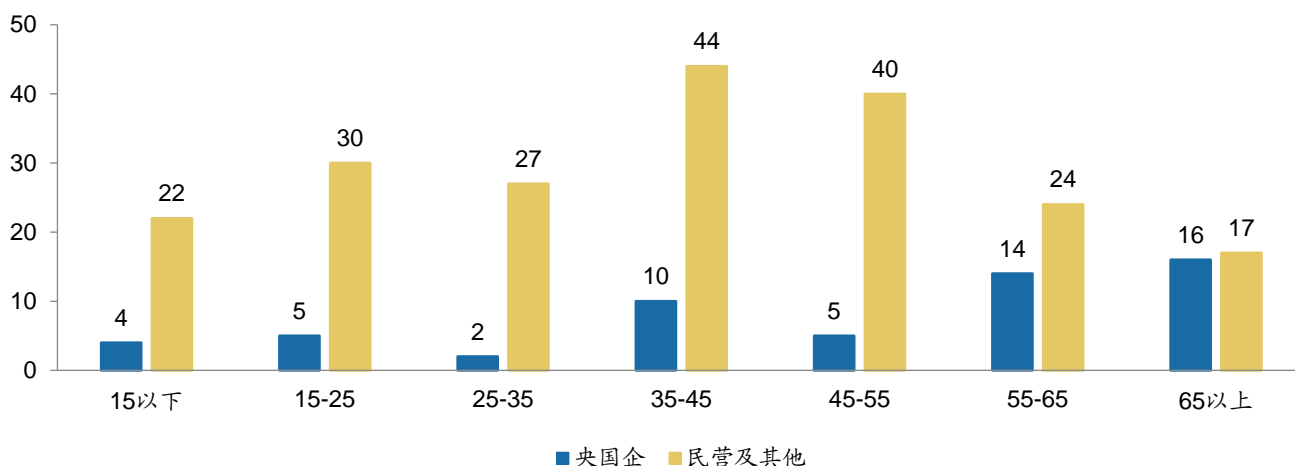


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 22Q3 净利率为 21Q4-22Q3 期间数值

稳资产负债率目标下, 央国企加杠杆受到一定约束, ROE考核有望促使央国企提升利润率与周转率, 提升效益、盘活资产。截至2022Q3末, 央国企资产负债率为62.0%, 相比行业平均的59.7%高出2.3pct; 从资产负债率分布来看, 56家央国企中16家超过65%的考核标准线, 占比达28.6%, 14家位于55%-65%的偏高水平, 而民营企业则更多位于35%-55%中等区间。在稳定资产负债率为65%的目标下, 央国企加杠杆受到一定约束, ROE增长依赖于提升周转率与利润率。

图 15：汽车行业2022Q3末各类企业资产负债率区间分布（横轴为资产负债率（%），纵轴为企业数量（家））



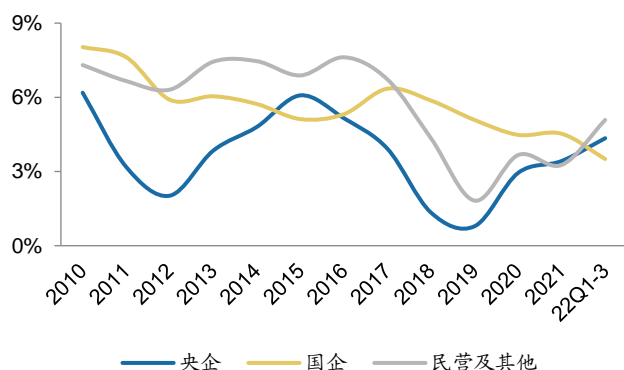
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）央企营业现金比率低于民企，国企研发投入与生产效率仍需提升

汽车央企营业现金比率低于民营及其他企业，盈利质量有一定提升空间。2022Q1-3，央企/国企营业利润率分别为4.3/3.5%，营业现金比率分别为0.5/1.1%，央企营业现金比率低于民营及其他企业。从经营活动现金流量净额/营业利润指标来看，国企现金流对利润的覆盖率持续偏低；而央企现金流情况存在较大波动，盈利质量稳定性有一定提升空间。

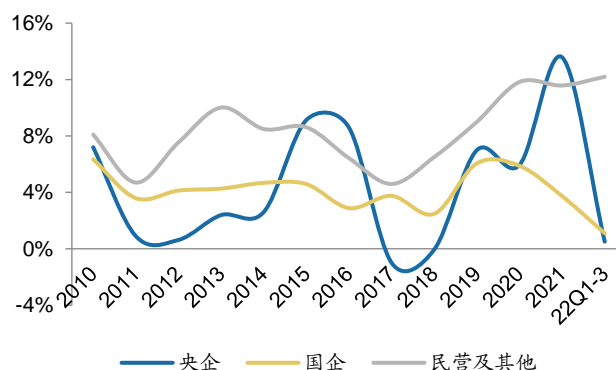
其中由于央企数量较少，单个企业的现金流波动对整体营业现金比率的影响较大，2022Q1-Q3江铃汽车、一汽解放、长安汽车合计构成汽车央企收入的63.3%，受商用车下行周期或企业自身现金流周期影响，三家企业的营业现金比率均明显下滑。

图 16：2010年至今各类汽车公司营业利润率



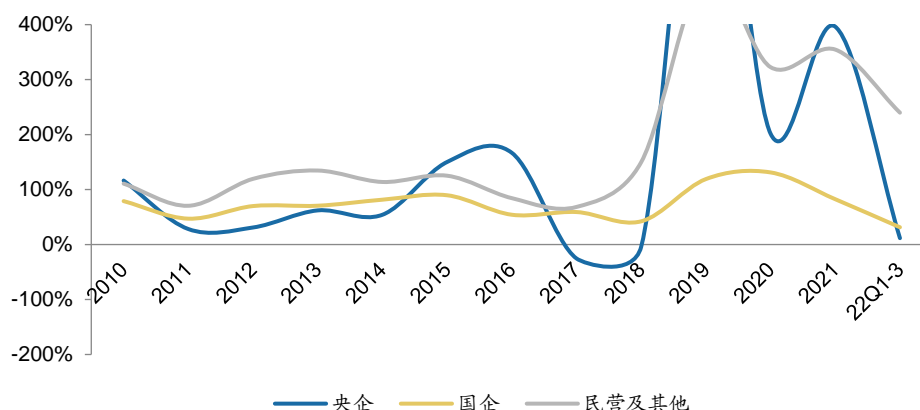
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 17：2010 年至今各类汽车公司营业现金比率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

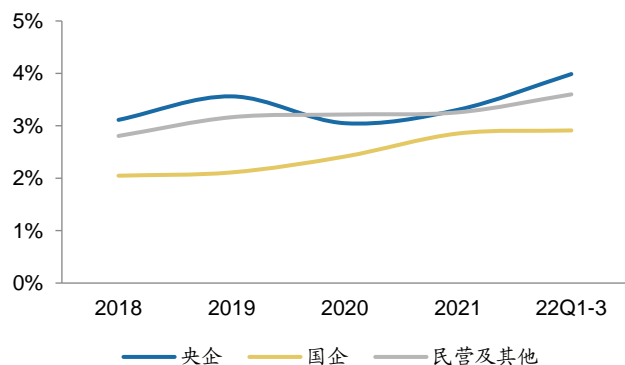
图18: 2010年至今各类汽车公司经营现金净流量/营业利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

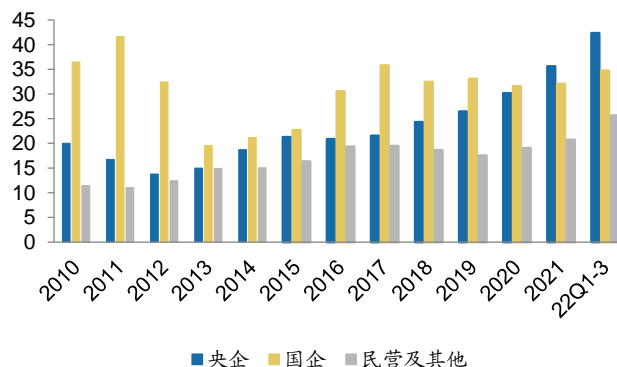
国企研发投入力度低于行业平均, 央国企劳动生产率较高。研发费用率来看, 2022Q1-3, 央企/国企/民营及其他企业研发费用率分别为4.0/2.9/3.6%, 国企研发投入持续偏低。生产效率来看, 央国企劳动生产率高于民营及其他企业; 其中, 央企劳动生产率由2010年的20.0万元/人稳步提升至22Q1-Q3的42.3万元/人(年化值), 国企劳动生产率自2016年起增长较为乏力, 22Q1-Q3为34.7万元/人(年化值)。

图19: 2018年至今各类汽车公司研发费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 2010年至今各类汽车公司全员劳动生产率(年化值, 万元/人)



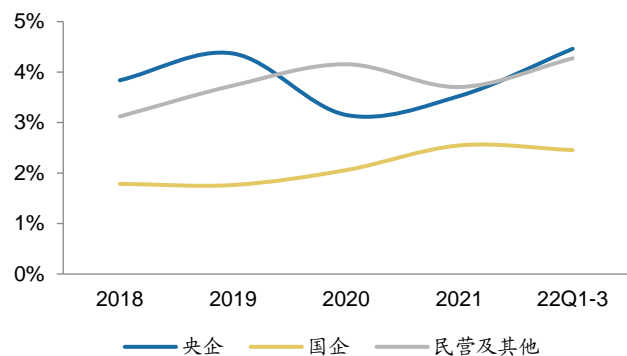
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 22Q1-Q3 年化劳动生产总值计算方式为: 22Q1-Q3 劳动生产总值/21Q1-Q3 劳动生产总值*2021 年劳动生产总值, 下同; 2010-2012 年国企人均生产率大幅高于其他年份, 主要系对应年份上汽集团统计口径下员工人数较少, 而后续年份口径发生变化

分子行业来看, 整车央企生产效率较高, 而零部件国企生产效率亮眼。整车行业来看, 央国企劳动生产率高于民营及其他企业且持续上行, 2022Q1-Q3整车央企/国企/民营及其他企业全员劳动生产率分别为47.0/25.1/24.0万元/人(年化值)。汽零行业来看, 民营及其他企业研发费用率持续高于央国企, 汽零国企劳动生产率持

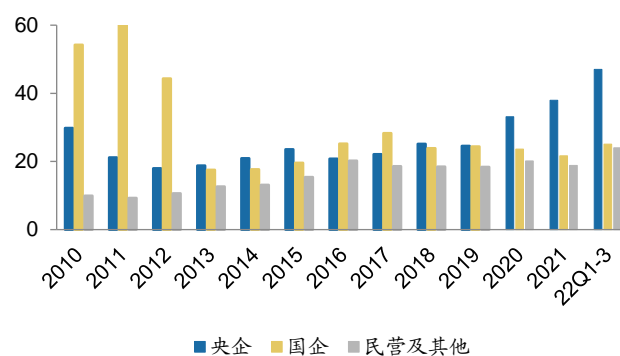
续高于央企及民营企业，2022Q1-Q3整车央企/国企/民营及其他企业全员劳动生产率分别为28.1/56.0/26.8万元/人（年化值）。

图21：2018年至今各类整车公司研发费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

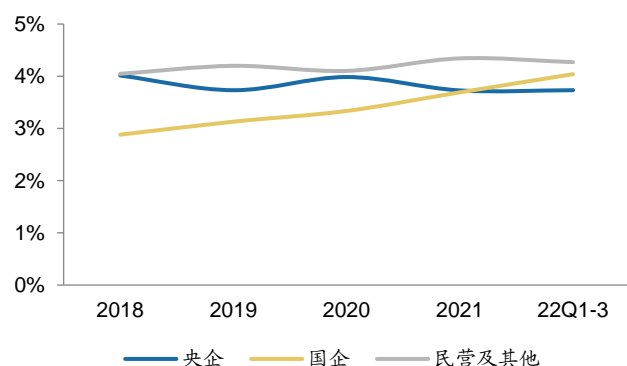
图22：2010年至今各类整车公司全员劳动生产率（年化值，万元/人）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

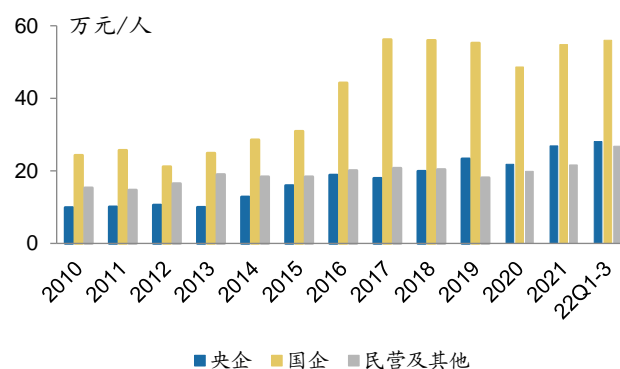
注：2010-2012年国企人均生产率大幅高于其他年份，主要系对应年份上汽集团统计口径下员工人数较少，而后续年份口径发生变化

图23：2018年至今各类汽配公司研发费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图24：2010年至今各类汽配公司全员劳动生产率（年化值，万元/人）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

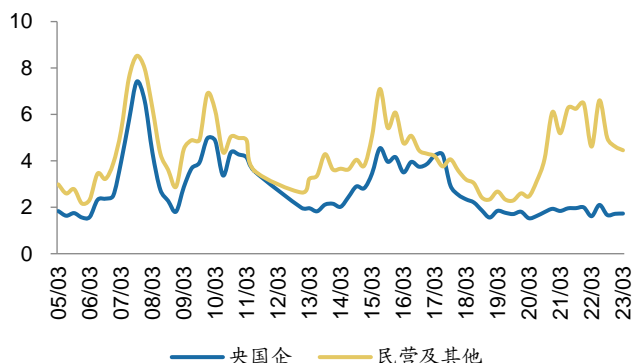
（三）央国企估值相对民营企业偏低，修复潜力可期

当前央国企估值低于民营及其他企业，折价率处于高位，估值修复可期。我们在23年2月发布的报告《认知“中国特色估值体系”：基于不同算法下的A股整体估值差异看汽车股估值》讨论了不同算法下的估值指标的有效性，其中，我们认为流通市值加权PE对股票估值分化的表征能力显著优于整体法，本篇报告我们沿用上篇报告的计算方法，同样进行了多种估值方法的比较分析。

1. PB估值分析

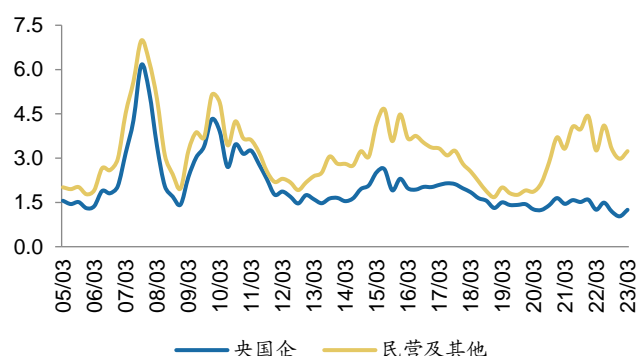
当前汽车央国企总市值加权法/整体法PB折价率分别为61.2/61.4%。我们分别采用总市值加权法和整体法计算PB，2005年至今，央国企PB估值基本持续低于民营企业，估值差异于2020年起显著走阔。截至2023年3月31日，总市值加权法下，央国企/民营及其他企业PB分别为1.7/4.5，央国企折价率达61.2%；整体法下，央国企/民营及其他企业PB分别为1.2/3.2，央国企折价率达61.4%。

图25：2005年至今汽车央国企、民营及其他企业季度总市值加权PB（倍）



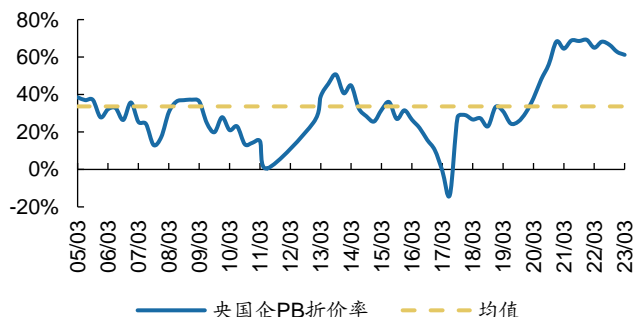
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：2005年至今汽车央国企、民营及其他企业季度整体法PB（倍）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：2005年至今汽车央国企总市值加权PB折价率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：2005年至今汽车央国企整体法PB折价率

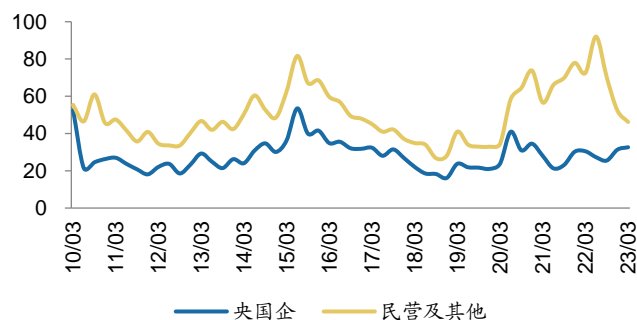


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. PE估值分析

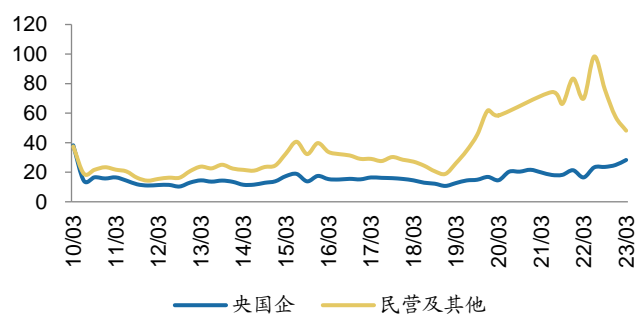
当前汽车央国企流通市值加权法/整体法PE折价率分别为29.3/41.2%。我们分别采用流通市值加权法和整体法计算PE，2010年起央国企PE持续低于民营及其他企业，且估值差异于2020年起显著走阔。截至2023年3月31日，流通市值加权法下，央国企/民营及其他企业PE分别为32.6/46.2，央国企折价率达29.3%；整体法下，央国企/民营及其他企业PE分别为28.3/48.2，央国企折价率达41.2%。

图29：2010年至今汽车央国企、民营及其他企业季度流通市值加权PE（倍）



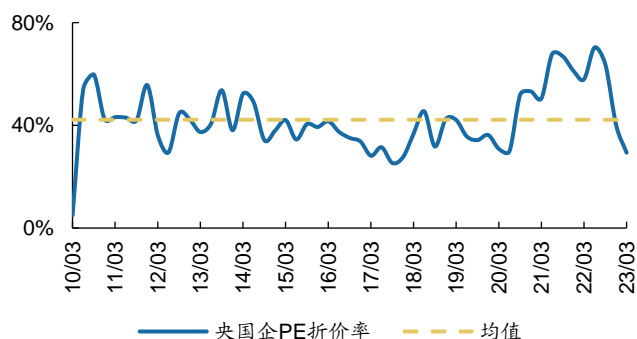
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图30：2010年至今汽车央国企、民营及其他企业季度整体法PE（倍）



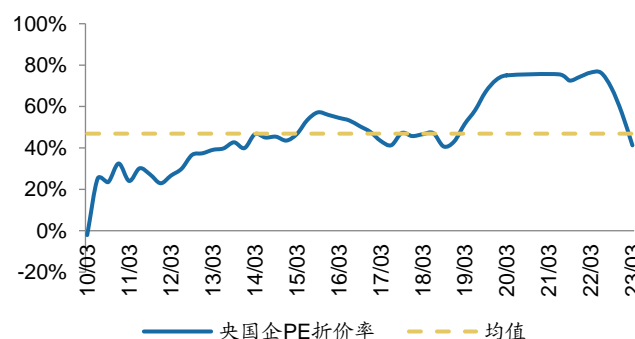
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31：2010年至今汽车央国企流通市值加权PE折价率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图32：2010年至今汽车央国企整体法PE折价率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、深化改革叠加估值重塑，央国企有望迎来基本面与估值共振，ROE-PB 选股框架下建议关注三类投资方向

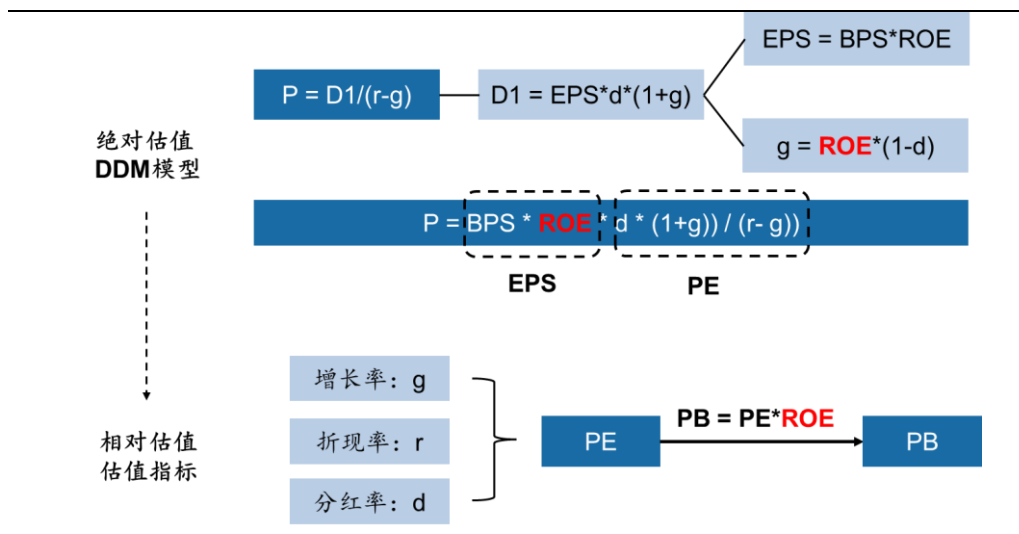
（一）ROE 考核推动资产效率提升，或将有效提升提振 PB 估值

从绝对估值及相对估值理论来看，ROE都是公司估值水平的重要支撑。首先，我们从估值理论角度出发探讨ROE对估值指标的影响。估值方法分为绝对估值法（DDM、FCFF等）和相对估值法（PE、PB、PS等）。

从绝对估值模型DDM出发，我们可得 $P = \frac{BPS \times ROE \times d \times (1+g)}{(r-g)}$ ，这表明当分红率 d 、折现率 r 、增长率 g 不变时，ROE增长将带来股价 P 的增长；此外，根据内含增长率 $g = ROE \times (1-d)$ ，ROE增长将通过提升增长率带来股价 P 的增长。

而从相对估值模型出发， $PB = ROE \times PE$ ，ROE的提升在PE水平保持稳定的情况下将直接带来PB的增长。

图33: 绝对估值与相对估值模型中ROE的作用

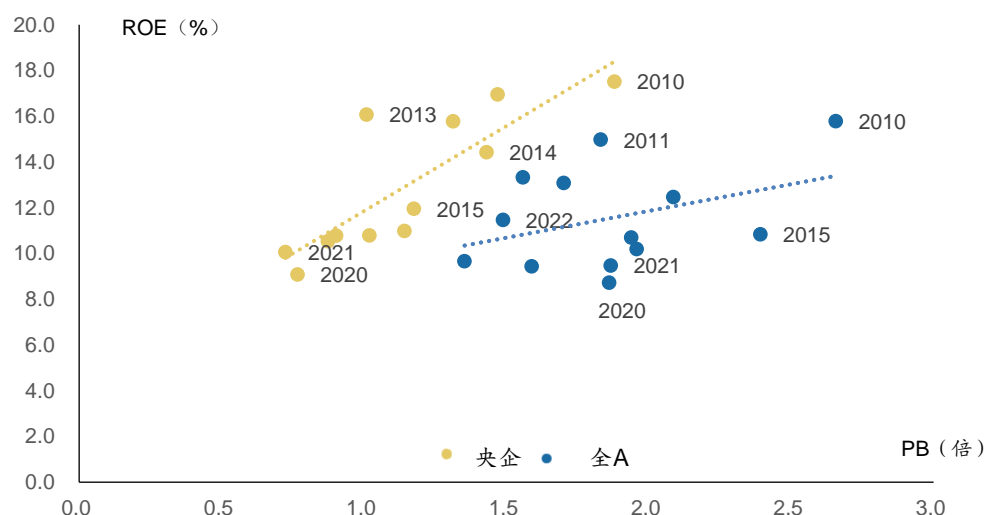


数据来源: 广发证券发展研究中心

注: D 为每股分红, EPS 为每股净利润, BPS 为每股净资产

其次,我们从历史数据实证角度出发,发现长周期视角下A股PB向ROE价值回归。2010-2022年,A股市场整体及央企上市公司的PB-ROE均呈现出显著的正相关关系,其中央企更向趋势线集中,且斜率更高,表明央企的PB-ROE相关性更高,同时PE倍数更低。我们认为,虽然PE是短期股价波动的重要因素,但长周期视角下,PB有向ROE价值回归的趋势。

图34: 2010-2022年全A与央企PB-ROE显著正相关



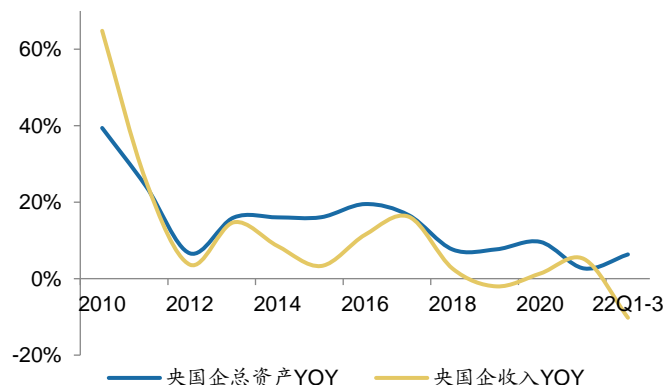
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 每个点代表每年年度 ROE 及年末 PB

考核指标改革有望扭转央国企ROE下行趋势,提振PB估值。央国企ROE长周期下行,核心是资产扩张速度快于收入/利润增速,资产质量不高,重“量”不重“效”;

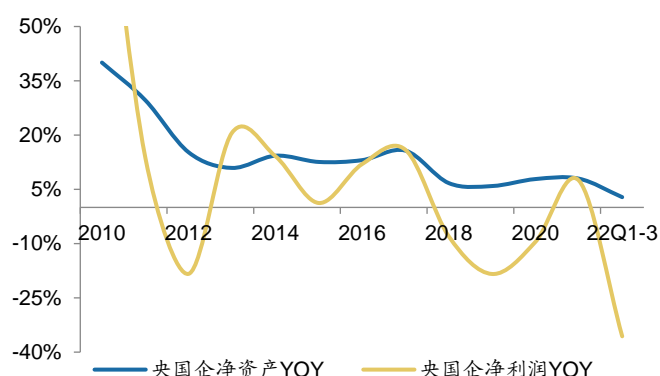
ROE考核有利于提升央国企资产投入产出效率，推动央国企ROE进入长周期上行通道，或将有效弥补收入利润与资产之间的增速差异。

图35：2010年至今汽车央国企总资产与收入增速



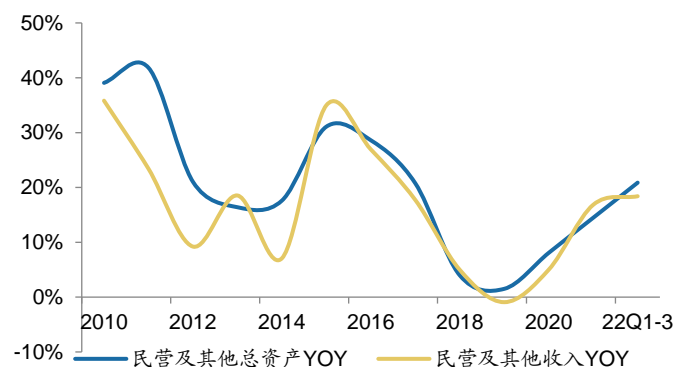
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图37：2010年至今汽车央国企净资产与净利润增速



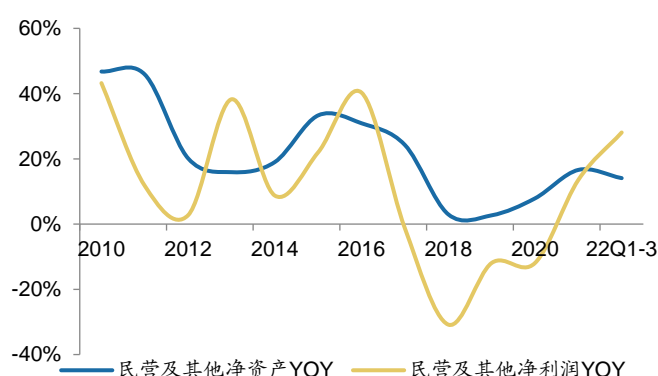
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：2010 年至今汽车民营及其他企业总资产与收入增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 38：2010 年至今汽车民营及其他企业净资产与净利润增速

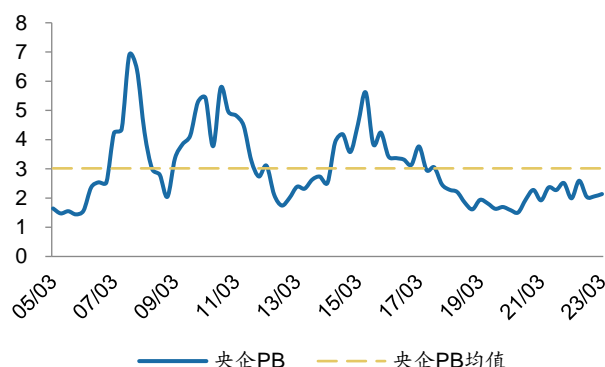


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：由于 2019/2020 年民营及其他企业净利润波动较大，故用 2018-2020 CAGR 代替两年增速

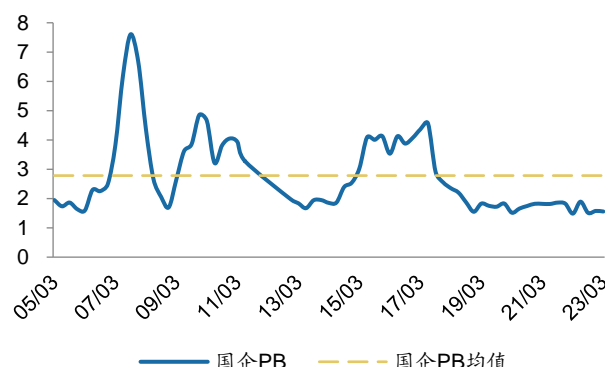
当前汽车央国企PB估值处于历史低位，修复潜力大。我们进一步对PB估值情况进行分析，纵向比较来看，当前汽车央企/国企PB分别处于2005年以来31.5%/7.4%的历史分位数。横向比较来看，当前央企/国企PB相对民营企业及其他的折价率分别为52.1/65.1%，折价率分别位于2005年以来86.3/88.2%的历史分位数。我们认为，纵向和横向对比均表明当前央国企PB估值具备较大修复空间。

图39: 2005年至今汽车央企总市值加权PB(倍)及PB均值



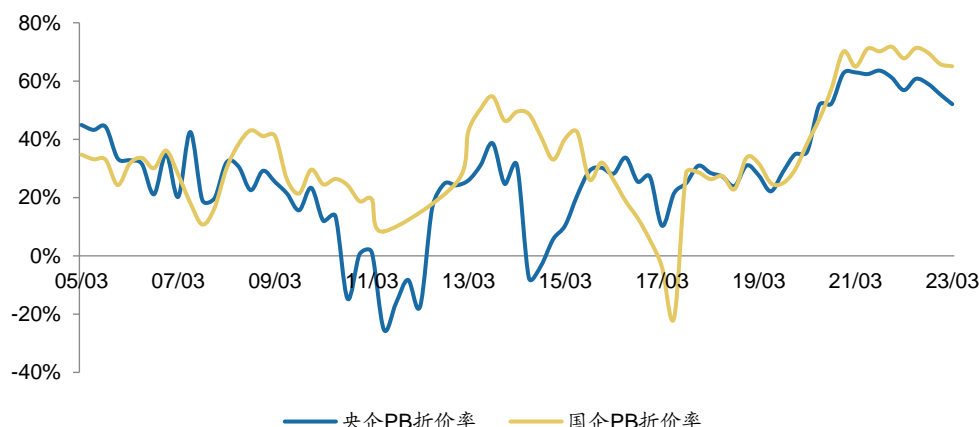
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 2005 年至今汽车国企总市值加权 PB (倍) 及 PB 均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 2005年至今汽车央企、国企相对民营及其他企业PB估值折价率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2022年底至今多政策频出催化央国企估值修复, 顶层设计或有力推动央国企经营效率提升。2022年11月21日, 证监会主席易会满在2022年金融街年会上提出, 要把握好不同类型上市公司的估值逻辑, 探索建立具有中国特色的估值体系。2022年12月2日, 上交所发布的《中央企业综合服务三年行动计划》中, 提出服务推动央企估值回归合理水平的重要举措。2023年2月2日, 证监会系统工作会议中提出, 要逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系。2023年3月3日, 国资委会议中提出对国有企业要突出效益效率, 聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值等指标。多政策催化下, 央国企有望迎来估值修复与基本面改善的共振。

表4: 22年底至今央国企估值重塑、考核指标改革相关政策

日期	内容
2022 年 11 月 21 日	证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上表示, 要深入研究成熟市场估值理论的适用场景, 把握好不同类型上市公司的估值逻辑, 探索建立具有中国特色的估值体系, 促进市场资源配置功能更好发挥。

2022 年 12 月 2 日	上交所制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》，涉及央企上市公司主要举措： 1、服务推动央企估值回归合理水平；2、服务助推央企进行专业化整合；3、服务完善中国特色现代企业制度。
2023 年 2 月 2 日	2023 年证监会系统工作会议针对“建设中国特色现代资本市场”提出：要推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023 年 3 月 3 日	国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，提出要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平。

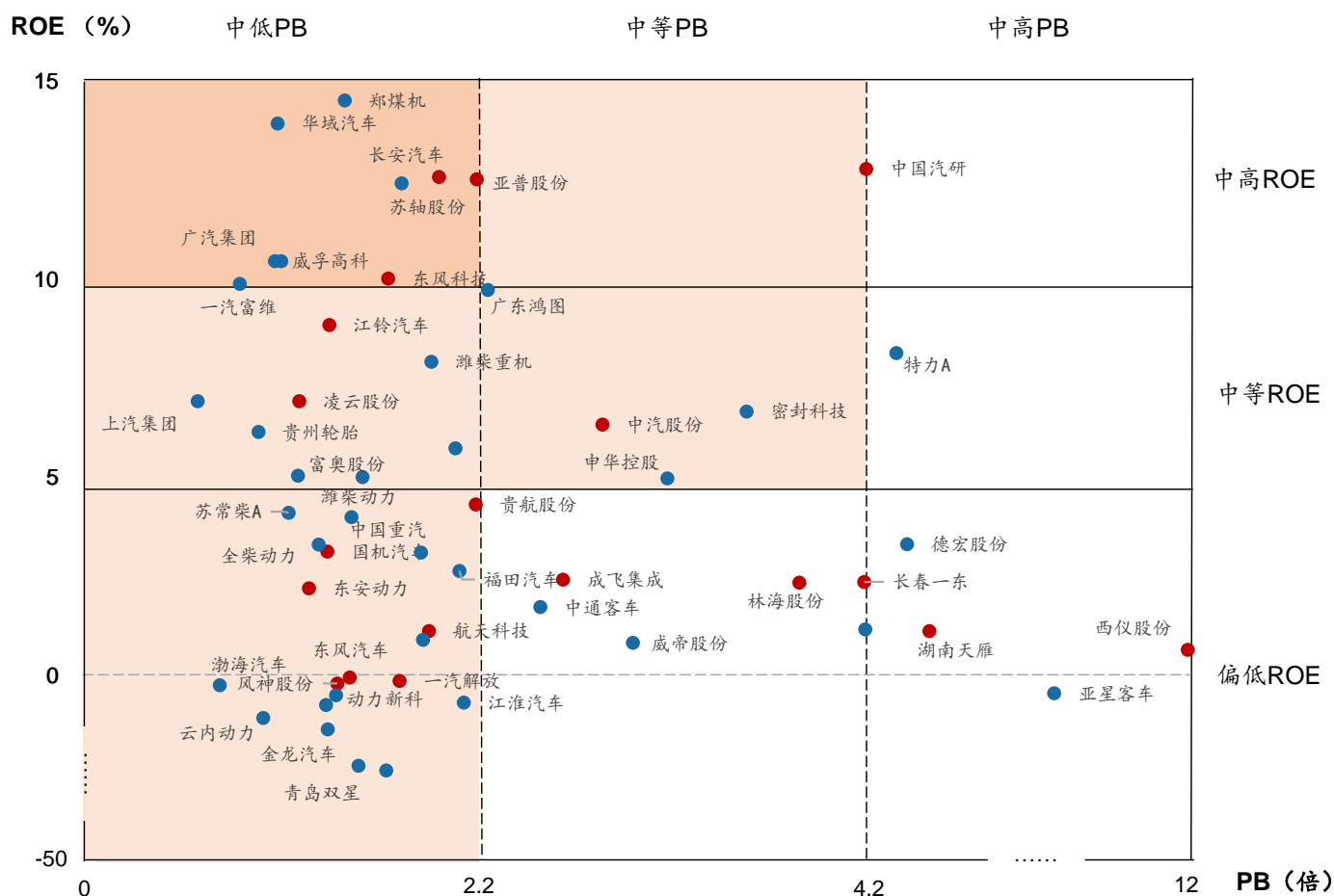
数据来源：证监会，上交所，国资委，广发证券发展研究中心

（二）构建 ROE-PB 动态选股框架，建议关注三类投资方向

我们通过构建ROE-PB框架，根据不同公司所处位置进行选股。我们根据ROE-PB将汽车央国企划分在9个区间，以ROE衡量公司的经营效益，以PB衡量公司的估值水平，当前大部分央国企位于中低PB区间，而ROE较为分化。建议关注三大方向：

- （1）中高ROE-中低PB区间：中高ROE-中低PB公司更具有估值弹性，若ROE保持稳定，长周期视角下PB有望回升，或将受益于此轮央国企估值重塑催化，建议关注标的有郑煤机、长安汽车、华域汽车、广汽集团、威孚高科等。
- （2）中高ROE-中等PB区间中具有业绩可持续性的标的：高ROE反映出公司良好的经营情况，部分公司PB在汽车央国企中处于中等水平，但业绩弹性有望持续释放，估值有较强支撑，建议关注其中的质地优良、业绩持续向好的标的如中国汽研。
- （3）中低ROE-中低PB区间中具有业绩弹性的标的：部分公司近几年受疫情和低景气周期拖累，当前ROE处于中低水平甚至出现持续亏损，但随下游需求复苏，该类公司有望逐步释放业绩弹性，建议关注其中顺周期的低估值标的如福田汽车、中国重汽、上汽集团、潍柴动力。

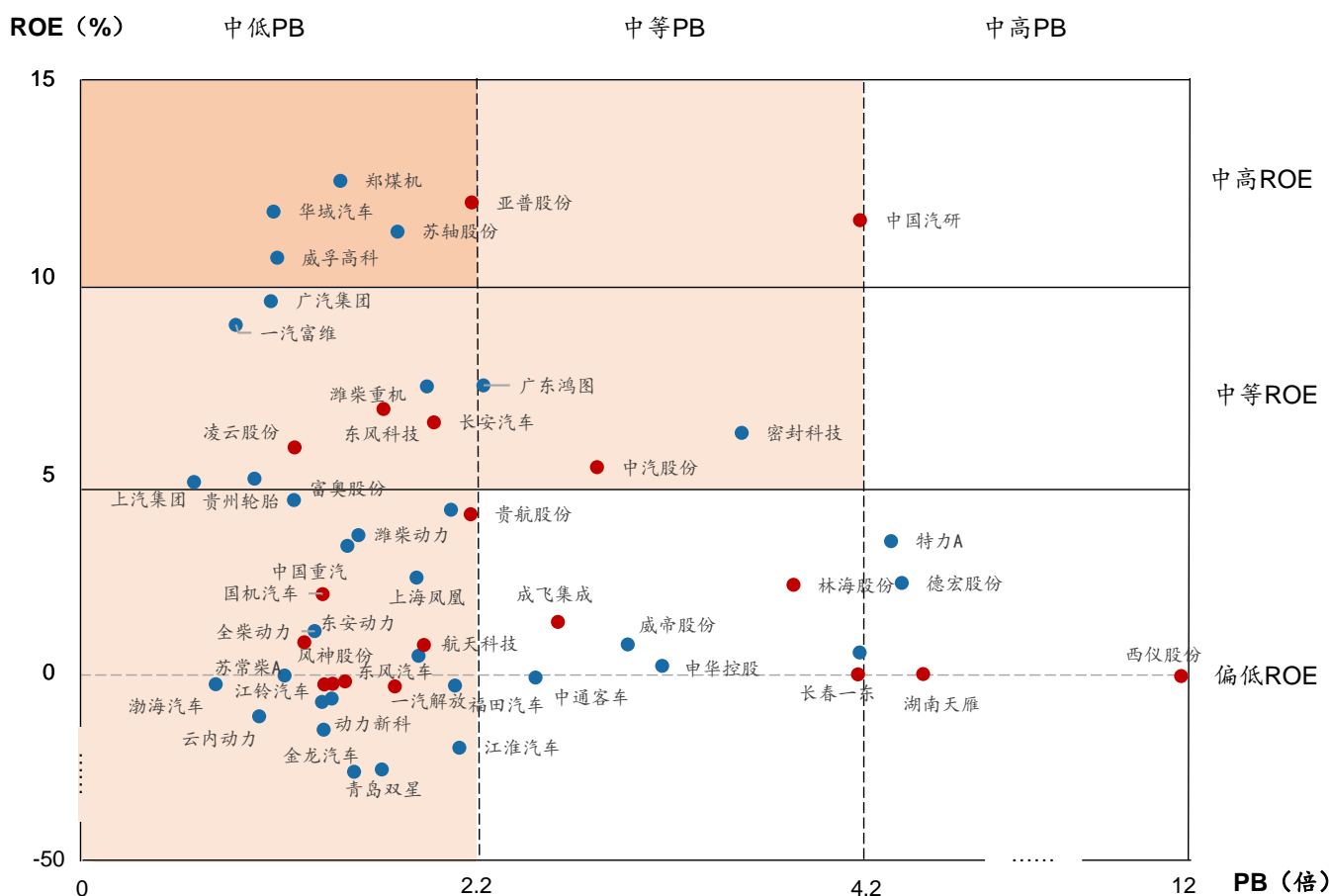
图42: ROE-PB象限图下的央国企分布情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: ROE 为 21Q4-22Q3 期间数值, PB 为截至 2022 年 3 月 31 日的 PB-TTM; ROE 大于 15% 或 ROE < -50% 的公司 (金杯汽车、北汽蓝谷、安凯客车) 未在图中呈现; 福田汽车由于 21 年计提宝沃相关减值及投资收益等对影响利润总额影响较大, 采用 22Q1-Q3 ROE*4/3 估算 2022 年年化 ROE

图43: 扣非ROE-PB象限图下的央国企分布情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：扣非 ROE 为 21Q4-22Q3 期间数值，PB 为截至 2022 年 3 月 31 日的 PB-TTM；扣非 ROE 大于 15% 或 ROE < -50% 的公司（金杯汽车、北汽蓝谷、安凯客车、亚星客车）未在图中呈现；福田汽车由于 21 年计提宝沃相关减值及投资收益等对影响利润总额影响较大，其计算采用 22Q1-Q3 非经 ROE*4/3 估算 2022 年年化非经 ROE

五、投资建议

基于ROE-PB动态选股框架及当前汽车央国企所处位置，乘用车整车我们推荐：长安汽车、广汽集团、上汽集团；零部件我们推荐：郑煤机、华域汽车；汽车服务推荐中国汽研；商用车我们推荐：福田汽车、中国重汽、潍柴动力、威孚高科。

六、风险提示

受宏观经济、消费环境、通胀预期等多重因素影响，汽车供应链安全等风险显现，国内外汽车市场仍面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧，零部件的配套量也将随之产生波动。

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等

多重因素影响，汽车行景气度存在下降的可能性。

汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

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，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，2013年加入广发证券发展研究中心。

邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。

周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤：研究员，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

张力月：研究员，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

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

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营

收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

权益披露

(1) 广发证券（香港）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。



前沿报告库是中国新经济产业咨询报告共享平台。行业范围涵盖新一代信息技术、5G、物联网、新能源、新材料、新消费、大健康、大数据、智能制造等新兴领域。为企事业单位、科研院所、投融资机构等提供研究和决策参考。



扫一扫免费
获取海量报告

