

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年04月03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

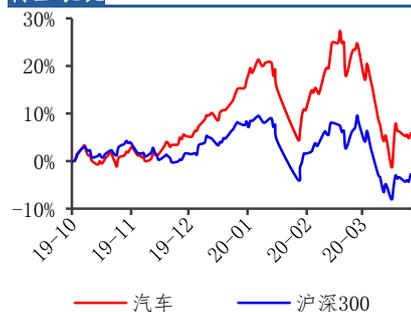
☎ 0755-83515597

✉ 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**

&lt;&lt;最坏时刻已经过去，积极布局乘用车相关产业链&gt;&gt; 2019-09-03

&lt;&lt;最坏时刻已经过去，积极布局乘用车相关产业链&gt;&gt; 2019-09-03

&lt;&lt;一季度继续下挫，底部还需耐心等待&gt;&gt; 2019-05-10

# 新冠肺炎疫情对中国汽车产业影响的全面分析

——汽车行业专题报告

**重点推荐公司盈利预测**

股票名称	EPS		PE	
	19E	20E	19E	20E
万里扬	0.32	0.54	25.84	15.31
伯特利	0.98	1.3	23.83	17.96
精锻科技	0.94	1.13	10.70	8.90
华域汽车	2.13	2.34	9.55	8.70
中鼎股份	0.61	0.72	16.03	13.58
拓普集团	0.48	0.63	35.92	27.37
爱柯迪	0.53	0.66	18.13	14.56
广汇汽车	0.37	0.42	10.62	9.36

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- **国际大型主机厂的海外工厂停产将导致众多国内汽车零部件企业的出口业务至少第2季度会受损。**目前申万汽车零部件板块一共有134只A股，以2018年海外收入比重来看，2018年申万零部件板块海外收入占比平均值为30.26%，其中海外收入占比超过80%的有5家公司，海外收入占比在50%-80%之间的有17家公司，这些企业海外收入主要来源北美和欧洲，而3月中下旬开始，北美、欧洲的主机厂工厂已陆续停产，将对出口依赖度高的零部件企业的第2季度出口业务造成较大冲击，例如部分T1零部件供应商福耀玻璃、拓普集团、岱美股份、万丰奥威等。
- **短期来看，如果海外零部件巨头停产时间在1-2月以内，那么对国内主机厂影响相对有限，因为主机厂也有一定的存货，这些零部件巨头自身也建有安全库存，双方的库存加起来基本够1-2个月的消耗量。**但是如果停产时间在2个月以上，并且该零部件没有B点供应商或者B点供应商产能有限，那么预计部分车型将因为某些零部件断供或者供应不足而影响生产。比如，目前进口金额排名第一的零部件产品为变速箱，变速箱从台架测试到冬夏季测试，至少需要1年以上的时间，所以在几个月之内很难找到替代供应商，如果供应不及时，将直接影响相关车型的生产。
- **中长期来看，此次疫情威胁到进口零部件的供应安全，部分主机厂或将在国内寻找替代供应商，加大本土化采购力度，加快产业链向国内转移的速度。**此次新冠肺炎疫情防控，中国政府体现出超强的治理能力，强于欧美国家。中国政府利用2个月左右的时间在全国开展抗疫工作，效果显著，到3月29日中国本土增长病例几乎为零。中国反倒成为世界上生产

能力最稳定的地区，是现阶段世界制造业的避风港，这一巨大的转变为中国赢得全球产业链重构的机会。零部件进口替代趋势的驱动因素主要有以下 2 点：①中国自主品牌汽车崛起以及长期的量变到质变的积累，使得中国本土零部件企业与外资/合资零部件企业的差距大幅缩小，替代能力明显增强。②跟合资/外资零部件公司相比，国产零部件具有高性价比和能提供快速响应服务的绝对优势。

- **欧美国际零部件 T1 厂商停产将导致国内零部件企业 (T2) 的出口业务受损。** 欧美主机厂商在 3 月中下旬停产的同时，全球主要的国际零部件厂商巨头也陆续停产，包括博世、大陆、麦格纳等。由于国内零部件厂商出口业务更多的是作为 T2 的角色供应给国际 T1 零部件厂商巨头，其停产是国内大部分零部件厂商出口业务受损的直接原因。根据海外收入占比高的零部件公司的客户的类型，我们细分出受影响较大的国内 T2 零部件厂商大致有 9 家，例如保隆科技、威唐工业、正裕工业等。
- **此次疫情将加速淘汰抗风险能力低、规模小、资金实力弱的中小企业 (包括整车、零部件以及经销商)，优质龙头的市占率大概率会提升。** 目前国内汽车行业增速下降之后，优质龙头利用自身的规模优势、成本优势、技术优势、资金优势正加速抢占市场份额，而新冠肺炎疫情将加速该趋势，一些抗风险能力低、规模小、资金实力弱的中小企业将加速被淘汰或是被兼并，市场份额将进一步向优质龙头集中。
- **投资建议：**
  - ①国际大型主机厂以及零部件巨头海外工厂停产将导致国内汽车零部件企业的出口业务至少在第 2 季度将面临较大压力，对于某些出口占比过高的企业要密切跟踪，例如部分 T1 零部件供应商福耀玻璃、拓普集团、岱美股份、万丰奥威，部分 T2 零部件供应商保隆科技、威唐工业、正裕工业等。
  - ②此次疫情威胁到进口零部件的供应安全，或加快部分零部件产业链向国内转移的速度。结合零部件进口金额大小以及公司基本面，推荐以下核心受益标的：**万里扬**（变速箱）、**伯特利**（制动器）、**精锻科技**（差速器及驱动桥）、**华域汽车**（零部件全品类覆盖）、**中鼎股份**（悬挂系统）、**拓普集团**（悬挂系统）等。
  - ③疫情将加速淘汰中小企业（包括整车、零部件以及经销商），优质龙头的市占率大概率会提升。从这个角度出发，推荐国内市场集中度低、中小企业过多并且公司本身市占率偏低的细分行业龙头**爱柯迪**、**广汇汽车**，这些企业将受益于中小企业破产退出。
- **风险提示：** 新冠肺炎持续时间超预期；经济增速下行幅度超预期。

## 目录

1. 新冠肺炎疫情呈现全球性蔓延趋势，欧美日韩汽车产业受到冲击 .....	5
1.1 新冠肺炎疫情在全球蔓延，欧美情况迅速恶化 .....	5
1.2 欧美日韩大量主机厂和零部件巨头在 3 月中下旬陆续停产 .....	6
2. 海外主机厂停产对中国零部件企业出口的影响 .....	9
3. 海外零部件厂停产对中国汽车企业的影响 .....	11
3.1 短期来看，如果停产时间在 1-2 月以内，影响有限，因为有安全库存 .....	11
3.2 中长期来看，将促进车企本土化采购，零部件进口替代或加速 .....	13
3.3 为国际零部件巨头供货的国内企业（二级供应商）的出口业务将受损 .....	17
4. 此次疫情加速淘汰中小企业，优质龙头企业市占率将提升 .....	17
5. 投资建议 .....	18
6. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1:	部分国家新冠肺炎累计确诊人数 (2020/3/30)	5
图 2:	中国、美国、意大利累计确诊/死亡情况 (2020/3/30)	5
图 3:	全球 (非中国) 范围新冠肺炎确诊情况 (截至 3 月 30 日)	6
图 4:	美国新冠肺炎疫情确诊情况 (截至 3 月 30 日)	6
图 5:	意大利新冠肺炎疫情确诊情况 (截至 3 月 30 日)	6
图 6:	2019 年全球汽车产量占比 (按国家或地区)	9
图 7:	2019 年我国汽车零部件进口金额构成 (按国别)	13
图 8:	2019 年我国汽车零部件出口金额构成 (按国别)	13
图 9:	2009-2019 年我国自主品牌乘用车销量 CAGR=6.4%	16
图 10:	2009-2019 我国乘用车市场份额结构 (按国别)	16
表 1:	欧美日韩主要主机厂工厂停产安排 (不完全统计)	6
表 2:	国外零部件企业停产信息 (不完全统计)	8
表 3:	当前申万零部件板块市值前 20 的公司海外营收占比情况 (2020/4/1)	9
表 4:	2018 年海外收入占比 TOP20 的 A 股汽车行业标的	10
表 5:	全球前十 T1 零部件厂商在华业务情况	11
表 6:	2019 年我国汽车零部件进口产品明细	12
表 7:	2019 年我国零部件进口自德国各类细分产品构成	14
表 8:	2019 年我国零部件进口自日韩地区各类细分产品构成	14
表 9:	2019 年我国零部件进口自美国、墨西哥各类细分产品构成	15
表 10:	相关标的推荐	16
表 11:	国内零部件企业 (T2) 厂商及客户情况	17

# 1. 新冠肺炎疫情呈现全球性蔓延趋势，欧美日韩汽车产业受到冲击

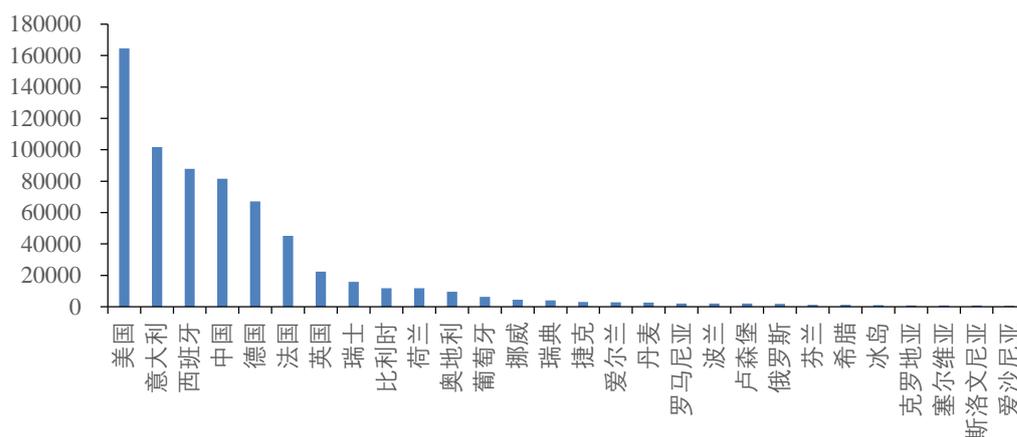
## 1.1 新冠肺炎疫情在全球蔓延，欧美情况迅速恶化

新冠肺炎疫情全球蔓延，欧美疫情迅速恶化。截至3月30日，全球（不包含中国）累计确诊70.4万人，累计死亡人数达3.5万人，3月30日当日新增确诊病例6.3万人，且3月25日到3月30日这几日日均新增人数超过6万人。

分国别来看，北美的美国和欧洲的意大利疫情最为严重，美国累计确诊16.5万人，累计死亡人数达0.3万人；意大利累计确诊10.2万人，累计死亡人数达1.2万人。

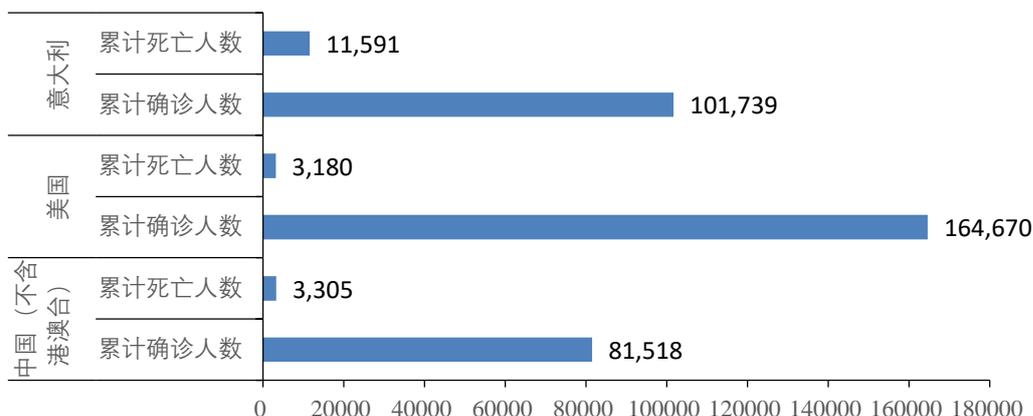
从累计死亡人数/累计确诊人数来看，意大利、中国（不含港澳台）、美国分别为11.4%、4.1%、1.9%；从累计确诊人数/该国人口数来看，意大利、美国、中国（不含港澳台）分别为万分之17、万分之5、万分之0.6。

图1：部分国家新冠肺炎累计确诊人数（2020/3/30）



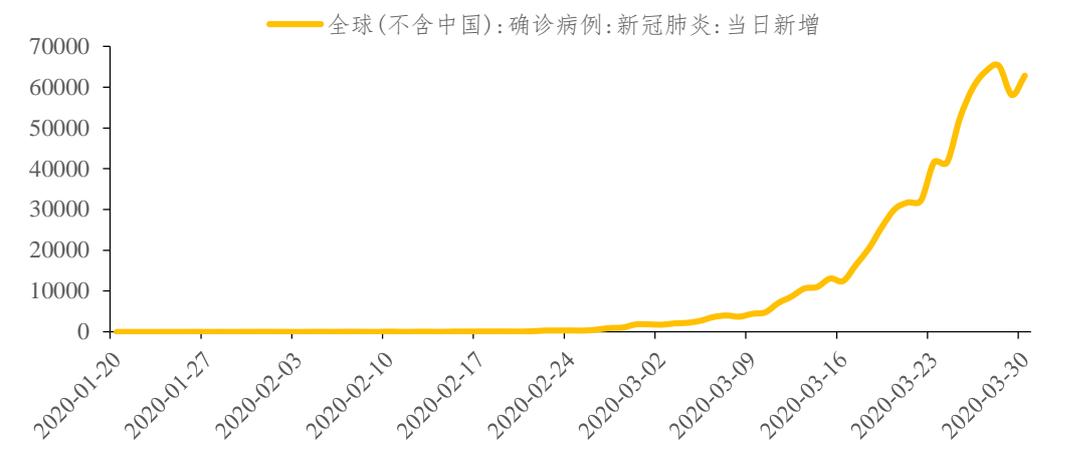
资料来源：wind、长城证券研究所

图2：中国、美国、意大利累计确诊/死亡情况（2020/3/30）



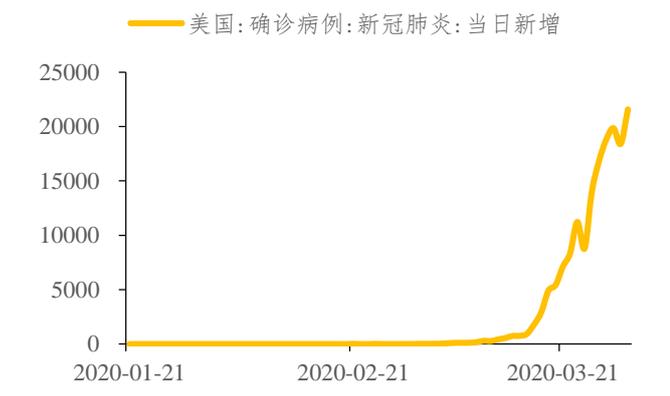
资料来源：wind、长城证券研究所

图 3: 全球（非中国）范围新冠肺炎确诊情况（截至 3 月 30 日）



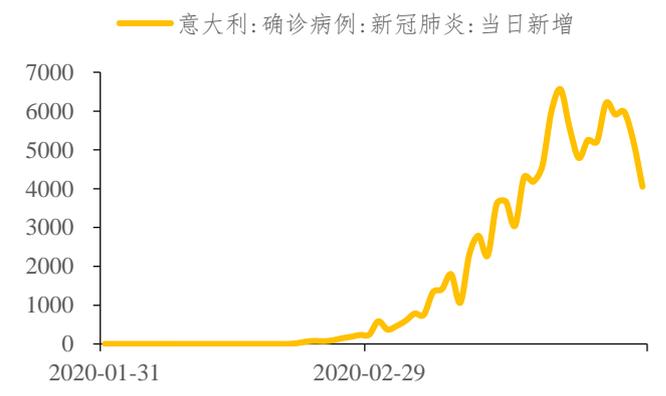
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 4: 美国新冠肺炎疫情确诊情况（截至 3 月 30 日）



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5: 意大利新冠肺炎疫情确诊情况（截至 3 月 30 日）



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 1.2 欧美日韩大量主机厂和零部件巨头在 3 月中下旬陆续停产

受新冠肺炎疫情快速蔓延的影响，通用、福特、FCA、日本、丰田、大众、宝马等国际大型主机厂均在 3 月中下旬开始陆续关停其在欧洲、北美、巴西、印度等生产基地，根据我们的统计，工厂停产时间平均在 2 周左右，复工时间最早在 4 月 5 日，最晚在 4 月底，有些暂时没有明确的复工时间。

除了众多主机厂停产之外，欧美部分零部件巨头也于 3 月中下旬陆续停产，包括如博世、大陆、麦格纳、采埃孚、马勒等国际巨头。

表 1: 欧美日韩主要主机厂工厂停产安排（不完全统计）

整车厂品牌	地区	停产时间
通用	美国、加拿大	3 月 18 日开始陆续停产，原计划 3.30 日以后复工，

		现无限期延迟
	墨西哥锡劳(Silao)卡车/发动机工厂的发动机和6挡、8挡变速器生产	3月23日, 复工时间未定
	墨西哥 Toluca 工厂的发动机、铸造件生产	3月26日, 复工时间未定
	墨西哥锡劳工厂的10挡变速器生产	3月27日, 复工时间未定
	墨西哥锡劳工厂的整车组装	3月30日, 复工时间未定
	墨西哥 Ramos Arizpe 工厂的整车、发动机、变速器生产	3月30日, 复工时间未定
	墨西哥圣路易斯波托西工厂的变速器生产	3月30日, 复工时间未定
	墨西哥 San Luis Potosi 工厂	3月20日, 复工时间未定
福特	美国 ( Dearborn Truck,MI、kentucky truck,ky、Avon Lake,OH、 Kansas City,MO )	3月21日-4月13
	墨西哥 ( Hermosillo )	3月21日-复工时间未定
	西班牙瓦伦西亚(Valencia)工厂	3月16日-复工时间未定
	德国科隆(Cologne)工厂、萨尔路易(Saarlouis)工厂、罗马尼亚克拉约瓦(Craiova)工厂。	3月19日开始, 复工时间未定
	除上述工厂之外的北美工厂	3月21日之后陆续停产, 多个工厂原计划4月14日开始复工, 现又再次延长
	阿根廷工厂	3月20日-5月4日
FCA	美国、加拿大	3月20日-4月14日
	FAC 欧洲工厂和玛莎拉蒂所有的欧洲工厂	3月27日之前停产, 复工时间未定
	墨西哥	3月底之前陆续停产, 复工时间未定
特斯拉	美国 ( Fremont,CA )	3月24日-未定
丰田	包括美国、墨西哥、加拿大在内的北美所有工厂	3月23日-4月20日
	日本地区包含日本官田工厂第一生产线在内的共计7条生产线	4月3日起, 停工时间3-9个工作日不等
	越南工厂	3月30日以后停产, 复产时间未定
	欧洲车辆、发动机及变速箱工厂	3月18日后陆续停止生产, 复工时间待定
	泰国工厂	4月7日-4月17日
本田	泰国 Ayutthaya 和 Prachinburi 工厂	3月27日-4月30日
	墨西哥	3月23日停产, 复工时间未定
	越南汽车和摩托车工厂	4月1日-4月15日
	美国和加拿大的所有汽车、发动机、变速箱工厂	3月23日-4月6日
日产	美国	3月20日-4月6日
	英国工厂	3月17日停产, 复工时间未定
	西班牙巴塞罗那工厂、Avila 工厂、Cantabria 工厂	分别于3月13日、3月16日、3月19日开始停产, 复工时间未定
	墨西哥	3月25日-4月14日
	印度工厂	3月24日-复工时间未定
	南非工厂、埃及工厂	3月26日起停产两周
	巴西工厂	3月25日-4月22日
大众	美国查塔努加工厂	3月21日-4月5日
	美国田纳西州查塔努加(Chattanooga)工厂	3月21日-4月4日
	巴西 Sao Bernardo do Campo 工厂、Taubate 工厂、Sao Carlos 发动机工厂、Sao Jose dos Pinhais 工厂	3月23日-4月底

	大众乘用车品牌欧洲工厂	3月20日开始陆续停产, 计划停产2周
	大众商用车欧洲工厂	3月19日开始停产10天
	墨西哥 Puebla 工厂、发动机生产基地 Silao 工厂	3月30日-4月12日
梅赛德斯奔驰	马来西亚工厂	3月18日-3月31日
	巴西工厂	3月30日-4月19日
	墨西哥加西亚工厂	3月30日-4月22日
三菱	日本水岛制作所第1组装生产线	3月27日-4月10日
	三菱、铃木在三菱巴西的整车组装代工工厂 HPE Automotores do Brasil 的 Catalao 工厂	3月23日停产60天
沃尔沃	比利时 Ghent 工厂	3月20日-4月5日
	瑞典 Torslanda 工厂、Skovde 发动机工厂、生产车身零部件的 Olofstrom 工厂	3月26日-4月14日
	美国南卡罗来纳州 Ridgeville 工厂	3月26日-4月14日
起亚	美国乔治亚洲西点(West Point)工厂	3月30日-4月13日
铃木	印度古吉拉特邦工厂	3月23日-4月14日
捷豹路虎	巴西伊塔蒂亚亚(Itatiaia)工厂	3月25日-4月27日
	英国工厂	3月24日-4月20日
现代	巴西工厂	3月23日-4月12日
阿斯顿马丁	英国工厂	3月24日-4月20日
马自达	日本总部工厂及防府工厂	3月28日-4月30日
	墨西哥生产基地 Mazda de Mexico Vehicle Operation	3月25日起停产10天
	泰国生产基地	3月40日起停产10天
宝马	墨西哥的圣路易斯波托西(San Luis Potosi)工厂	3月28日-4月19日
	欧洲和南非工厂	3月20日前后-4月19日
	美国工厂	3月29日-4月12日
斯巴鲁	日本国内生产汽车、发动机、变速箱的工厂	4月11日-5月10日
	美国印第安纳州整车工厂	3月23日-4月19日
保时捷	德国工厂	3月31日开始停产两周
戴姆勒	戴姆勒集团在欧洲的乘用车、商用车、厢型车工厂	3月17日开始停产两周

资料来源: Marklines、公开资料整理、长城证券研究所

**表 2: 国外零部件企业停产信息 (不完全统计)**

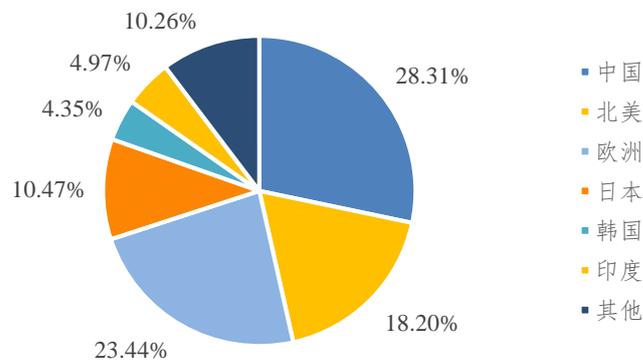
公司	停产地	停产信息
博世	法国、意大利、西班牙	3月18日宣布暂停法国、意大利和西班牙工厂的生产
大陆	欧洲	3月18日宣布暂停欧洲工厂生产
采埃孚	德国	将在德国减缓或停止生产
伟巴斯特	法国、意大利、西班牙	关闭法国、意大利都灵工厂
马勒	欧洲	3月25日起关闭欧洲工厂
麦格纳	奥地利	3月16日关闭奥地利工厂
马瑞利	意大利	3月16日起暂停意大利所有工厂
比欧	欧洲	3月20日起暂停欧洲工厂
布雷博	意大利	3月16日-3月29日关闭意大利4座工厂

资料来源: 新浪汽车、长城证券研究所

## 2. 海外主机厂停产对中国零部件企业出口的影响

国际大型主机厂的海外工厂停产将导致众多国内汽车零部件企业的出口业务至少第 2 季度会受损。目前申万汽车零部件板块一共有 134 只 A 股，以 2018 年海外收入比重来看，2018 年申万零部件板块海外收入占比平均值为 30.26%，其中海外收入占比超过 80% 的有 5 家公司，海外收入占比在 50%-80% 之间的有 17 家公司，这些企业海外收入主要来源北美和欧洲，根据 marklines 数据，2019 年全球汽车产量约 9087 万辆，中国、欧洲、北美汽车产量占比分别为 28.3%、23.4%、18.2%，欧洲和北美地区是除中国外世界上最大的汽车生产国，而 3 月中下旬开始，北美、欧洲的主机厂工厂已陆续停产，将对出口依赖度高的零部件企业的第 2 季度出口业务造成较大冲击，例如部分 T1 零部件供应商福耀玻璃、拓普集团、岱美股份、万丰奥威等。

图 6: 2019 年全球汽车产量占比（按国家或地区）



资料来源: Marklines、长城证券研究所

表 3: 当前申万零部件板块市值前 20 的公司海外营收占比情况（2020/4/1）

公司	总市值（亿元）	主营业务	2018 年海外营收占比	北美营收占比	欧洲营收占比
潍柴动力	982.21	发动机、重型汽车、轻微型车、工程机械、液压产品、汽车电子及零部件等	40.32%		
华域汽车	658.29	内外饰、座椅、车灯、电子电器件、功能件等	19.54%		
福耀玻璃	473.13	汽车玻璃、铝饰条	41.10%		
均胜电子	241.51	汽车被动安全系统	75.61%		
星宇股份	228.79	车灯	2.46%		2.68% (2015H1)
威孚高科	190.39	柴油燃油喷射系统产品、汽车尾气后处理系统产品和进气系统产品	4.40%		
科博达	188.29	车灯控制器	35.64%	9.75% (2019H1)	24.81% (2019H1)
拓普集团	174.81	橡胶减震元件、铝合金底盘	16.63%		
旭升股份	153.52	铝合金结构件	79.46%		

公司	总市值 (亿元)	主营业务	2018 年海外营收占比	北美营收占比	欧洲营收占比
万丰奥威	144.55	铝合金轮毂、镁合金压铸产品	54.57%		
万向钱潮	141.79	底盘及悬架系统、汽车制动系统	12.24%		
奥特佳	119.62	汽车空调压缩机及空调系统	23.29%		
中鼎股份	118.91	非轮橡胶零部件	67.07%		
万里扬	107.33	轻卡变速器、CVT、MT	0.05%		
宁波华翔	105.08	汽车内外饰、热成型金属件	22.00%		
岱美股份	103.59	遮阳板、头枕等	79.87%		
富奥股份	96.32	底盘系统、转向系统、发动机附件等	0.47%	0.29% (2018H1)	
郑煤机	94.94	发动机零部件等	40.50%		
伯特利	94.38	制动系统、铸铝转向节	11.82%	10.27% (2017)	0.42% (2017)

资料来源: wind、长城证券研究所; 部分公司北美和欧洲收入占比缺失

**表 4: 2018 年海外收入占比 TOP20 的 A 股汽车行业标的**

公司	主营业务	2018 年海外收入占比	北美收入占比	欧洲收入占比
迪生力	铝合金轮毂	96.01%		
*ST 斯太	发动机零部件	93.86%		
跃岭股份	铝合金轮毂	90.89%		
正裕工业	汽车减震器	85.62%	50.74% (2016H1, 美洲地区)	28.65% (2016H1)
金麒麟	汽车刹车片、刹车盘	85.30%	16.11% (2016)	52.11% (2016)
岱美股份	遮阳板、头枕等	79.87%		
旭升股份	铝合金结构件	79.46%		
威唐工业	冲压模具、冲压件	78.11%		
申达股份	汽车内饰	77.78%	33.90% (2018, 美国)	25.35% (2018)
德尔股份	转向泵、电液泵	76.92%		
万通智控	轮胎气门嘴、TPMS	76.28%	53.75% (2015H1)	14.36% (2015H1)
均胜电子	汽车被动安全系统	75.61%		
中鼎股份	非轮橡胶零部件	67.07%		
爱柯迪	铝合金精密铸件	65.95%		
神驰机电	小型发电机	62.64%	28.58% (2019H1)	6.77% (2019H1)
华培动力	放气阀组件、涡轮壳和中间壳及其他零部件等	62.36%	19.54% (2018H1)	37.41% (2018H1)
隆基机械	制动盘、制动毂等产品	59.37%		
蠡湖股份	压气机壳和涡轮壳	58.71%		
登云股份	汽车发动机进排气门系列产品	58.61%		
保隆科技	TPMS、气门嘴、排气尾管	58.24%	43.94% (2018)	11.68% (2018)

资料来源: wind、长城证券研究所; 部分公司北美和欧洲收入占比缺失

### 3. 海外零部件厂停产对中国汽车企业的影响

欧美部分零部件供应商也于3月中下旬陆续停产，包括如博世、大陆、麦格纳等国际巨头，我们认为这些海外零部件厂停产的主要影响有以下3个方面

①短期来看，如果这些海外零部件巨头停产时间在1-2月以内，那么对国内主机厂影响相对有限，因为主机厂也有一定的零部件存货，这些零部件巨头也建有安全库存，这些库存基本够1-2个月的消耗量。

②中长期来看，国内主机厂为了确保自身的供应链安全，或将更多地本土化采购，零部件进口替代或加速。中国反倒成为了世界上生产能力最稳定的地区、是现阶段世界制造业的避风港。

③国际零部件巨头停产将导致给这些企业提供部件的国内零部件二级供应商的出口业务受损。中国有很多零部件企业专门给国外的Tier1巨头配套，出口业务占比非常高。

#### 3.1 短期来看，如果停产时间在1-2月以内，影响有限，因为有安全库存

目前中国汽车产业链对于国外进口依赖度已经很弱。

一方面是由于中国作为制造业大国，已经建立了比较齐全的工业门类。根据2018年由工信部装备司委托瞭望智库发布的《中国汽车零部件产业发展研究》报告，中国汽车零部件企业超过10万家，基本实现了1500种汽车零部件的全覆盖。该报告统计了其中5.5万家企业的主营业务，动力系统7554家（占比13.8%），底盘系统16304家（占比29.8%），电子系统4751家（占比8.7%），新能源汽车专用部件1003家（占比1.8%）。

另一方面在于全球排名前50位的T1、T2零部件供应商，为了降低成本和规避关税，都在中国建厂进行了大规模的本地化部署，前10名T1外资巨头，在中国部署的生产厂和研发机构超过400家。

表5: 全球前十T1零部件厂商在华业务情况

公司名称	国家	在华工厂数量	主营产品
博世	德国	59家	发动机、底盘、空调、车身电子、自动驾驶等
电装	日本	27家	动力传动、底盘、驾驶控制和驾驶安全产品、车身电子等
麦格纳	加拿大	31家	车身、底盘、外饰、座椅、动力总成、电子等
大陆	德国		底盘控制系统、传感器、高级驾驶辅助系统、安全气囊电子系统与传感器等
采埃孚	德国	近40家	动力传动系统和底盘技术等
爱信精机	日本	近30家	动力总成、行驶安全、车身等
现代摩比斯	韩国	8家	自动驾驶、安装、转向、照明等
李尔	美国		汽车座椅系统、汽车电器系统和汽车电子系统等
佛吉亚	法国	70家	汽车座椅、内饰、电子、轻量化产品等

公司名称	国家	在华工厂数量	主营产品
法雷奥	法国	34家	辅助驾驶、动力总成、视觉系统等

资料来源：各公司官网、长城证券研究所

正是基于中国汽车产业链的完整性，绝大部分车企，包括合资车企都实现了接近 100% 的国产化率。比如在 2010 年前，北京奔驰的国产化率徘徊在 60% 以下，但 2015 年就实现 80%，现在则近乎 100%。2019 年底，特斯拉在上海工厂初期生产，零部件国产化率只有 30%-40%，而其已经宣布要在 2020 年底将国产化率提升到 100%。

短期来看，如果这些海外零部件巨头停产时间在 1-2 月以内，那么对国内主机厂影响相对有限，因为主机厂也有一定的存货，这些零部件巨头也建有安全库存，双方的库存加起来基本够 1-2 个月的消耗量。

但是如果停产时间在 2 个月以上，并且该零部件没有 B 点供应商或者 B 点供应商产能有限，那么预计部分车型将因为某些零部件断供或者供应不足而影响生产。比如，目前进口金额排名第一的零部件产品为变速箱，变速箱从台架测试到冬夏季测试，至少需要 1 年以上的的时间，所以在几个月之内很难找到替代供应商，如果供应不及时，将直接影响相关车型的生产。

从进口零部件细分产品构成来看，变速箱、车身零部件、其他零部件进口金额较多，分别占总进口金额的 41.6%、18.5%、11.2%，合计占 71.3%。

**表 6: 2019 年我国汽车零部件进口产品明细**

产品	进口金额(亿美元)	占比
机动车辆用变速箱	105.05	41.63%
车身其他零件、附件	46.67	18.50%
其他零件	28.27	11.20%
转向盘、转向柱、转向器及零件	14.65	5.81%
制动器、助力制动器及其零件	12.83	5.08%
装有差速器的驱动桥及零件；非驱动桥及零件	9.53	3.78%
悬挂系统及其零件（包括减震器）	8.46	3.35%
离合器及其零件	6.73	2.67%
带充气系统的安全气囊及其零件	5.45	2.16%
缓冲器及其零件	4.27	1.69%
消声器、排气管及其零件	3.66	1.45%
散热器（水箱）及其零件	2.98	1.18%
车轮及其零件	1.90	0.75%
安全带	1.88	0.74%

资料来源：海关总署、长城证券研究所 注：此处零部件口径为海关总署商品代码 8708 机动车的零、附件

### 3.2 中长期来看，将促进车企本土化采购，零部件进口替代或加速

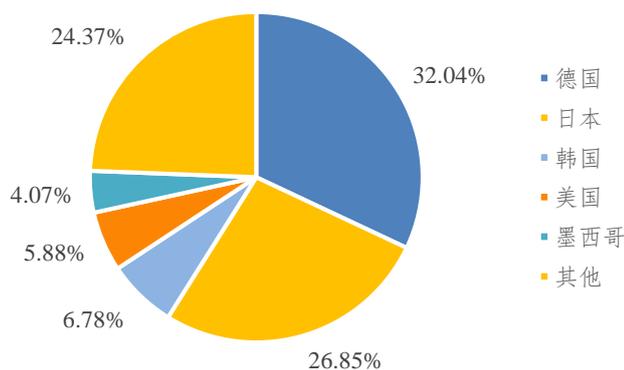
虽然目前中国汽车产业链对于国外进口依赖度已经很弱，但是一辆整车上成千上万个零部件，缺少一个就会使得整车无法顺利出厂销售，现在又都是全球化采购，供应商分布在全球各地，其中一个环节出现问题，就会出现供应链安全问题。

此次疫情威胁到进口零部件的供应，部分主机厂或将在国内寻找替代供应商，加大本土化采购力度，加快产业链向国内转移的速度。此次新冠肺炎疫情防控，中国政府体现出超强的治理能力，强于欧美国家。中国政府利用两个月的时间在全国范围开展抗疫工作，效果显著，到3月29日中国本土增长病例几乎为零。中国从曾经全球最多感染的地方，现在变成世界新冠疫情中最安全的地方。这一巨大的转变为中国赢得全球产业链重构的机会。中国反倒成为了世界上生产能力最稳定的地区、是现阶段世界制造业的避风港，因此也必将获得更多的发展机会。

零部件国产替代本身可以分成两种，一种是自主零部件替代合资/外资在国内的工厂生产的零部件，另一种是自主零部件替代从国外进口的零部件。我认为此次疫情主要促使自主零部件替代从国外进口的零部件。

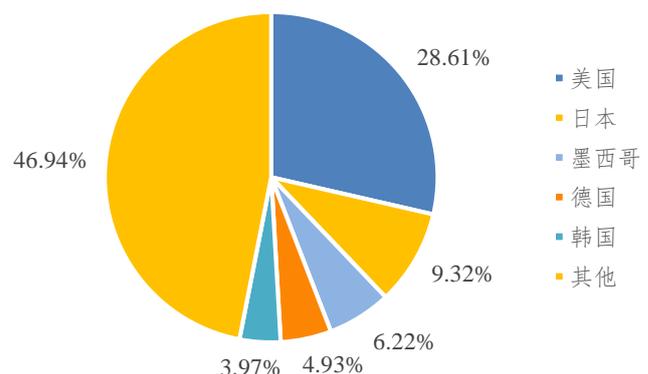
分国别来看，2019年我国汽车零部件前五大进口国分别是德国、日本、韩国、美国、墨西哥。根据海关总署数据，2019年我国汽车零部件进口金额为252亿美元，前五大进口国分别为：德国（80.83亿美元）、日本（67.76亿美元）、韩国（17.11亿美元）、美国（14.85亿美元）、墨西哥（10.28亿美元）。2019年我国汽车零部件出口总额为336亿美元，前五大出口国分别为：美国（96.15亿美元）、日本（31.32亿美元）、墨西哥（20.91亿美元）、德国（16.57亿美元）、韩国（13.34亿美元）。（注：此处零部件口径为海关总署商品代码8708机动车的零、附件）

图 7：2019 年我国汽车零部件进口金额构成（按国别）



资料来源：海关总署、长城证券研究所；注：此处零部件口径为海关总署商品代码8708机动车的零、附件

图 8：2019 年我国汽车零部件出口金额构成（按国别）



资料来源：海关总署、长城证券研究所；注：此处零部件口径为海关总署商品代码8708机动车的零、附件

从各大进口国零部件进口细分产品来看，在欧洲地区，2019年我国进口自德国的零部件中，进口金额占比排名前三的细分产品分别是：变速箱、车身零部件、其他零部件。

**表 7: 2019 年我国零部件进口自德国各类细分产品构成**

德国		
	进口金额 (亿美元)	占比
缓冲器及其零件	1.83	2.26%
安全带	0.01	0.01%
<b>车身其他零件、附件</b>	<b>18.84</b>	<b>23.30%</b>
制动器、助力制动器及其零件	4.75	5.87%
<b>机动车辆用变速箱</b>	<b>31.53</b>	<b>39.01%</b>
装有差速器的驱动桥及零件; 非驱动桥及零件	3.68	4.55%
车轮及其零件	0.32	0.40%
悬挂系统及其零件 (包括减震器)	2.91	3.61%
散热器 (水箱) 及其零件	0.78	0.97%
消声器、排气管及其零件	1.13	1.40%
离合器及其零件	1.86	2.30%
转向盘、转向柱、转向器及零件	4.77	5.90%
带充气系统的安全气囊及其零件	0.96	1.19%
<b>其他零件</b>	<b>7.46</b>	<b>9.23%</b>

资料来源: 海关总署、长城证券研究所 注: 此处零部件口径为海关总署商品代码 8708 机动车的零、附件

在日韩地区, 2019 年我国进口自日韩两国的零部产品中, 进口金额占比排名前三的细分产品分别是: 变速箱、其他零部件、车身零部件 (日本); 变速箱、车身零部件、离合器 (韩国)。

**表 8: 2019 年我国零部件进口自日韩地区各类细分产品构成**

	日本		韩国	
	进口金额 (亿美元)	占比	进口金额 (亿美元)	占比
保险杠及其零件	0.52	0.76%	0.08	0.45%
安全带	0.01	0.01%	0.03	0.17%
<b>车身其他零件、附件</b>	<b>3.71</b>	<b>5.48%</b>	<b>2.87</b>	<b>16.80%</b>
制动器、助力制动器及其零件	3.30	4.88%	0.67	3.90%
<b>机动车辆用变速箱</b>	<b>45.36</b>	<b>66.95%</b>	<b>6.34</b>	<b>37.07%</b>
装有差速器的驱动桥及零件; 非驱动桥及零件	1.70	2.52%	0.78	4.56%
车轮及其零件	0.19	0.28%	0.08	0.46%
悬挂系统及其零件 (包括减震器)	1.61	2.37%	1.43	8.37%
散热器 (水箱) 及其零件	0.71	1.04%	0.18	1.06%
消声器、排气管及其零件	0.45	0.66%	0.07	0.43%
<b>离合器及其零件</b>	<b>0.28</b>	<b>0.41%</b>	<b>2.06</b>	<b>12.06%</b>
转向盘、转向柱、转向器及零件	3.24	4.78%	1.26	7.36%

	日本		韩国	
带充气系统的安全气囊及其零件	0.97	1.43%	0.25	1.47%
其他零件	5.71	8.43%	1.00	5.84%

资料来源：海关总署，长城证券研究所 注：此处零部件口径为海关总署商品代码8708机动车的零、附件

在北美地区，2019年我国进口自美国、墨西哥两国的零部产品中，进口金额占比排名前三的细分产品分别是：变速箱、车身零部件、离合器（美国）；变速箱、车身零部件、驱动桥系统（墨西哥）。

**表 9：2019 年我国零部件进口自美国、墨西哥各类细分产品构成**

北美	美国		墨西哥	
	进口金额（亿美元）	占比	进口金额（亿美元）	占比
缓冲器及其零件	0.54	3.66%	0.09	0.86%
安全带	0.00	0.03%	0.03	0.29%
车身其他零件、附件	2.84	19.12%	1.93	18.76%
制动器、助力制动器及其零件	0.82	5.50%	0.18	1.75%
机动车辆用变速箱	4.40	29.65%	3.72	36.24%
装有差速器的驱动桥及零件； 非驱动桥及零件	0.22	1.50%	1.35	13.11%
车轮及其零件	0.26	1.74%	0.14	1.32%
悬挂系统及其零件（包括减震器）	0.39	2.65%	0.33	3.17%
散热器（水箱）及其零件	0.29	1.94%	0.10	1.02%
消声器、排气管及其零件	0.11	0.76%	0.64	6.20%
离合器及其零件	1.22	8.25%	0.32	3.14%
转向盘、转向柱、转向器及零件	1.08	7.27%	0.20	1.91%
带充气系统的安全气囊及其零件	0.69	4.62%	0.40	3.89%
其他零件	1.98	13.32%	0.86	8.34%

资料来源：海关总署，长城证券研究所 注：此处零部件口径为海关总署商品代码8708机动车的零、附件

### 零部件进口替代趋势的驱动因素主要有以下 2 点：

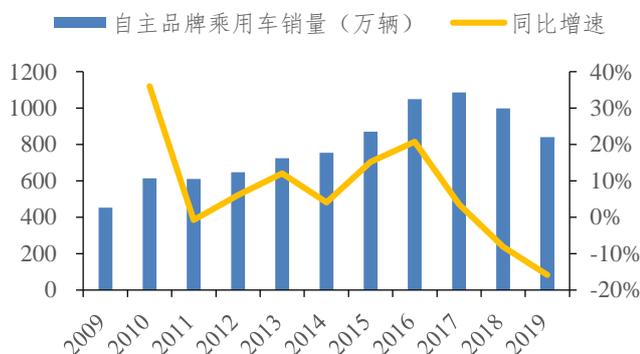
①中国自主品牌汽车崛起以及长期的量变到质变的积累，使得中国本土零部件企业与外资/合资零部件企业的差距大幅缩小，替代能力明显增强。日系、德系、美系等主机厂由于在多年汽车产业发展历程中与部分零部件供应商建立了良好、稳定的整零关系，所以当这些品牌国产化时，就将其国外的零部件供应商也带到了中国为其配套。

但是过去十年随着我国自主品牌乘用车的崛起，国产零部件企业得到了较好的发展，因为自主品牌主机厂更倾向于采用国产零部件。

另外，我国汽车行业经过多年的发展，国产零部件企业也积累了较为丰富的技术，不断缩小和外资零部件供应商的技术差距，一方面由于在国内建厂的外资/合资零部件厂商为

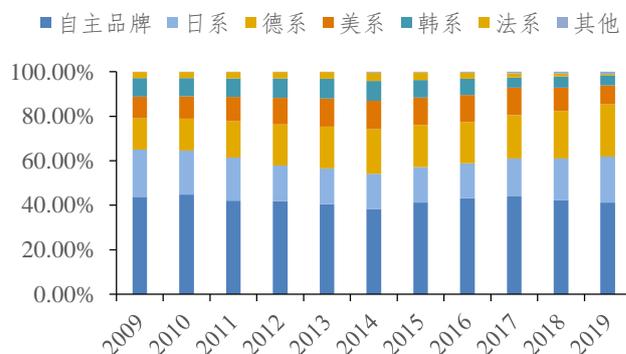
我国汽车零部件行业培育了一大批技术研发和管理人才，另一方面国产零部件厂商坚持自主发展并通过外延并购等方式获得了诸多核心技术。

图 9: 2009-2019 年我国自主品牌乘用车销量 CAGR=6.4%



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 10: 2009-2019 我国乘用车市场份额结构 (按国别)



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

②跟合资/外资零部件公司相比，国产零部件具有高性价比和能提供快速响应服务的绝对优势。一方面，我国汽车行业已连续两年负增长，汽车普及行业高增长时代基本告一段落，并且整个汽车行业正朝着“新四化”转型，其投入较大、竞争也愈演愈烈，主机厂降本压力加大。目前我国合资品牌主机厂的零部件供应商主要以外商独资企业和合资企业为主，在主机厂降本压力加大下国产零部件产品性价比高有望在合资品牌供应链中加速渗透。

另一方面，外商独资/合资零部件企业采取经营决策、研发在海外母公司，生产在国内的经营方式，而一些需要高度定制的非标零部件产品（如车灯），产品更改频率较高，对零部件供应商的响应度提出了更高的要求，由于外商独资/合资企业客户和研发的不在同一地点，在了解客户需求、根据客户需求迅速作出调整方面的反应能力和行动能力受到限制，且沟通效率低，产品开发周期延长，而国产零部件企业在产品设计开发、生产、物流、售后服务等各个环节都能对客户需求作出快速反应，也加速了国产零部件在合资品牌中的渗透。

综上所述，结合 2019 年我国汽车零部件进口细分产品的数据，我国汽车零部件进口产品主要集中在变速箱、车身零部件（具体包括车窗玻璃升降器、电动天窗、手动天窗、车门、侧围、发动机罩盖、前围、后围、翼子板、行李箱盖、其他车身覆盖件等），分别占零部件进口总金额的 41.6%、18.5%，其他进口金额较大的还有转向系统、制动系统、驱动桥、悬挂系统等

此次疫情威胁到进口零部件的供应安全，或加快部分零部件产业链向国内转移的速度。结合零部件进口金额大小以及公司基本面，建议重点关注以下核心受益标的：万里扬（变速箱）、伯特利（制动器）、精锻科技（差速器及驱动桥）、华域汽车（零部件全品类覆盖）、中鼎股份（悬挂系统）、拓普集团（悬挂系统）等。

表 10: 相关标的推荐

排序	产品	进口金额 (亿美元) (2019)	占比	推荐标的
1	机动车辆用变速箱	105.05	41.63%	万里扬
2	车身其他零件、附件	46.67	18.50%	华域汽车
3	其他零件	28.27	11.20%	
4	转向盘、转向柱、转向器及零件	14.65	5.81%	

排序	产品	进口金额（亿美元）（2019）	占比	推荐标的
5	制动器、助力制动器及其零件	12.83	5.08%	伯特利
6	装有差速器的驱动桥及零件；非驱动桥及零件	9.53	3.78%	精锻科技
7	悬挂系统及其零件（包括减震器）	8.46	3.35%	拓普集团、中鼎股份

资料来源：长城证券研究所 注：此处零部件口径为海关总署商品代码8708 机动车的零、附件

### 3.3 为国际零部件巨头供货的国内企业（二级供应商）的出口业务将受损

欧美国际零部件 T1 厂商停产将导致国内零部件企业（T2）的出口业务受损。欧美主机厂商在 3 月中下旬停产的同时，全球主要的国际零部件厂商巨头也陆续停产，包括博世、大陆、麦格纳等。由于国内零部件厂商出口业务更多的是作为 T2 的角色供应给国际 T1 零部件厂商巨头，其停产是国内大部分零部件厂商出口业务受损的直接原因。

目前申万汽车零部件板块一共有 134 只 A 股，以 2018 年海外收入比重来看，2018 年申万零部件板块海外收入占比平均值为 30.26%，其中海外收入占比超过 80% 的有 5 家公司，海外收入占比在 50%-80% 之间的有 17 家公司，进一步的根据其客户类型，我们细分出受影响较大的国内 T2 零部件厂商大致有 9 家，例如保隆科技、威唐工业、正裕工业等。

表 11：国内零部件企业（T2）厂商及客户情况

公司	主营业务	2018 年海外收入占比	零部件客户
正裕工业	汽车减震器	85.62%	天纳克、AC 德科、威伯科等
威唐工业	冲压模具、冲压件	78.11%	麦格纳、博泽、李尔等
爱柯迪	铝合金精密铸件	65.95%	博世，麦格纳等
神驰机电	小型发电机	62.64%	本田、雅马哈、意大利 Pramac、隆鑫通用、润通动力、力帆股份、泰豪科技等
华培动力	放气阀组件、涡轮壳和中间壳及其他零部件等	62.36%	盖瑞特等
隆基机械	制动盘、制动毂等产品	59.37%	Brembo、PE、GPC(NAPA)、Meritor 等
鑫湖股份	压气机壳和涡轮壳	58.71%	盖瑞特、三菱重工、石川岛播磨、博格华纳、博世马勒等
登云股份	汽车发动机进排气门系列产品	58.61%	卡特彼勒、康明斯、玉柴、锡柴、潍柴、东安三菱等
保隆科技	TPMS、气门嘴、排气尾管	58.24%	佛吉亚、天纳克、康奈可、延锋、麦格纳、大陆等

资料来源：wind、长城证券研究所

## 4. 此次疫情加速淘汰中小企业，优质龙头企业市占率将提升

中国零部件企业整体规模大，但集中度不高，整体竞争力偏弱。截至 2018 年底，中国汽车零部件企业超过 10 万家，基本实现了 1500 种汽车零部件的全覆盖，整体规模不小，但是集中度不高，低端产品过多。根据《中国汽车报》发布的 2019 汽车零部件企业双百强榜单，全球汽车零部件企业百强榜前五位分别是：德国博世、德国大陆、日本电装、加拿大麦格纳和德国采埃孚，收入突破 1000 亿元的企业共有 19 家。中国零部件企业入

围 8 家，分别是潍柴集团、华域汽车、北京海纳川、均胜电子、中航汽车、宁德时代、玉柴集团、中策橡胶。其中，潍柴集团以 1892.9 亿元位居全球百强榜单第 9 位，中国零部件入围企业无论数量还是营收和德、法、日韩、美都存在巨大差距。

**新冠疫情致使零部件产业损失较大，资金实力弱的中小企业面临现金流断裂风险。**国内汽车产业链从 2 月初开始停产到 3 月中下旬复工，损失一个半月以上的收入，而在中国复工的同时，海外疫情加剧，海外订单取消，保守估计零部件企业损失收入至少在 2-3 个月，中汽协在近期对 212 家零部件公司进行了调查，因为疫情原因，零部件企业营业收入损失最高的达到 20 亿元人民币，营收损失在 2000 万元到 5000 万元的企业占比为 16%，中小企业面临着资金链的考验。

**新冠疫情同样致使整车厂损失较大，部分三四线的整车厂同样面临着资金链断裂的风险。**中国整车厂普遍存在着大而不强的问题，国家层面有意推动龙头企业的发展，做大做强中国的汽车业，在此背景下，产业政策逐步向一二线整车厂倾斜，同时汽车行业连续两年负增长，整车厂之间的竞争加剧，三四线的整车厂普遍规模、实力偏小，本身业绩在过去两年大幅下滑（大于整个行业下滑速度），资金压力本身就非常大。而此次新冠疫情导致国内整车厂停工两个月，汽车行业销量大概率连续三年负增长，可能成为压倒三四线整车厂的最后一根稻草。

**疫情将加速淘汰中小企业（包括整车、零部件以及经销商），优质龙头的市占率大概率会提升。**目前国内汽车行业增速下降之后，优质龙头利用自身的规模优势、成本优势、技术优势、资金优势正加速抢占国内市场，而新冠肺炎疫情将加速该趋势，一些抗风险能力低、规模小、资金实力弱的中小企业将加速被淘汰或是被兼并，市场份额将进一步向优质龙头集中。

## 5. 投资建议

**国际大型主机厂的海外工厂停产将导致众多国内汽车零部件企业的出口业务至少第 2 季度会受损。**目前申万汽车零部件板块一共有 134 只 A 股，以 2018 年海外收入比重来看，2018 年申万零部件板块海外收入占比平均值为 30.26%，其中海外收入占比超过 80% 的有 5 家公司，海外收入占比在 50%-80% 之间的有 17 家公司，这些企业海外收入主要来源北美和欧洲，而 3 月中下旬开始，北美、欧洲的主机厂工厂已陆续停产，将对出口依赖度高的零部件企业的第 2 季度出口业务造成较大冲击，例如部分 T1 零部件供应商福耀玻璃、拓普集团、岱美股份、万丰奥威等。

**短期来看，如果海外零部件巨头停产时间在 1-2 月以内，那么对国内主机厂影响相对有限，因为主机厂也有一定的存货，这些零部件巨头自身也建有安全库存，双方的库存加起来基本够 1-2 个月的消耗量。**但是如果停产时间在 2 个月以上，并且该零部件没有 B 点供应商或者 B 点供应商产能有限，那么预计部分车型将因为某些零部件断供或者供应不足而影响生产。比如，目前进口金额排名第一的零部件产品为变速箱，变速箱从台架测试到冬夏季测试，至少需要 1 年以上的的时间，所以在几个月之内很难找到替代供应商，如果供应不及时，将直接影响相关车型的生产。

**中长期来看，此次疫情威胁到进口零部件的供应安全，部分主机厂或将在国内寻找替代供应商，加大本土化采购力度，加快产业链向国内转移的速度。**此次新冠肺炎疫情防控，中国政府体现出超强的治理能力，强于欧美国家。中国政府利用 2 个月左右的时间在全国开展抗疫工作，效果显著，到 3 月 29 日中国本土增长病例几乎为零。中国反倒成为世界上生产能力最稳定的地区，是现阶段世界制造业的避风港，这一巨大的转变为中国赢

得全球产业链重构的机会。零部件进口替代趋势的驱动因素主要有以下 2 点：①中国自主品牌汽车崛起以及长期的量变到质变的积累，使得中国本土零部件企业与外资/合资零部件企业的差距大幅缩小，替代能力明显增强。②跟合资/外资零部件公司相比，国产零部件具有高性价比和能提供快速响应服务的绝对优势。

**欧美国际零部件 T1 厂商停产将导致国内零部件企业（T2）的出口业务受损。**欧美主机厂商在 3 月中下旬停产的同时，全球主要的国际零部件厂商巨头也陆续停产，包括博世、大陆、麦格纳等。由于国内零部件厂商出口业务更多的是作为 T2 的角色供应给国际 T1 零部件厂商巨头，其停产是国内大部分零部件厂商出口业务受损的直接原因。根据海外收入占比高的零部件公司的客户的类型，我们细分出受影响较大的国内 T2 零部件厂商大致有 9 家，例如保隆科技、威唐工业、正裕工业等。

**此次疫情将加速淘汰抗风险能力低、规模小、资金实力弱的中小企业（包括整车、零部件以及经销商），优质龙头的市占率大概率会提升。**目前国内汽车行业增速下降之后，优质龙头利用自身的规模优势、成本优势、技术优势、资金优势正加速抢占市场份额，而新冠肺炎疫情将加速该趋势，一些抗风险能力低、规模小、资金实力弱的中小企业将加速被淘汰或是被兼并，市场份额将进一步向优质龙头集中。

#### 投资建议：

①国际大型主机厂以及零部件巨头海外工厂停产将导致国内汽车零部件企业的出口业务至少在第 2 季度将面临较大压力，对于某些出口占比过高的企业要密切跟踪，例如部分 T1 零部件供应商福耀玻璃、拓普集团、岱美股份、万丰奥威，部分 T2 零部件供应商保隆科技、威唐工业、正裕工业等。

②此次疫情威胁到进口零部件的供应安全，或加快部分零部件产业链向国内转移的速度。结合零部件进口金额大小以及公司基本面，推荐以下核心受益标的：**万里扬**（变速箱）、**伯特利**（制动器）、**精锻科技**（差速器及驱动桥）、**华域汽车**（零部件全品类覆盖）、**中鼎股份**（悬挂系统）、**拓普集团**（悬挂系统）等。

③疫情将加速淘汰中小企业（包括整车、零部件以及经销商），优质龙头的市占率大概率会提升。从这个角度出发，推荐国内市场集中度低、中小企业过多并且公司本身市占率偏低的细分行业龙头**爱柯迪**、**广汇汽车**，这些企业将受益于中小企业破产退出。

## 6. 风险提示

新冠肺炎疫情持续时间超预期；经济增速下行幅度超预期。

**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>