

【汽车出海】2023年买什么？

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2023年5月31日

■ 复盘2005-2022年，汽车行业完整经历了3个周期轮回。目前正在第4个周期中，【汽车出海】将成为未来3-5年汽车的核心投资主线。

图：2005年以来SW汽车各个子板块的估值变化趋势（以PB为口径）



- **2023是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI智能化】**。3月以来我们明确调整今年子版块排序：客车>重卡/两轮>乘用车/零部件。经过持续基本面研究，6月之际我们希望投资建议上进一步做减法，明确提出【汽车出海是2023年最强投资主线！】
- **汽车出海主线，2023年买什么？**
 - **我们的选股思路：**1) 国内越没有价格战越好；2) 海外竞争对手越弱越好；3) 海外/内产能越共享越好；4) 海外的需求越稳定越好。**综合比较下来排序：客车>重卡/零部件T链墨西哥>乘用车。**
 - **投资标的的选择：**1) 2023年业绩确定性越强越好。对国内经济恢复依赖度越低越好，且海外业绩贡献占比越高越好。2) 估值越便宜越好。2023年估值不能贵，2025年便宜。综合比较下来优选标的：
 - **首选客车板块：天时地利人和开启技术输出大周期。【宇通客车+金龙汽车】。**
 - **其次重卡板块：高性价比+一带一路驱动中国制造崛起。【中集车辆A/H+中国重汽H/A】**
 - **其次零部件板块：紧跟特斯拉实现中国制造全球扩散。优选特斯拉墨西哥产业链标的。【爱柯迪/嵘泰股份/岱美股份】 / 【拓普集团/旭升集团/新泉股份】等。**
 - **乘用车板块：油车+新能源的出海增长强势，但2023年国内困于价格战。**
- **风险提示：**全球经济复苏低于预期；地缘政治不确定性超出预期；国内汽车价格战超出预期。



■ 客车出海：优选宇通+金龙

■ 重卡出海：中集+重汽

■ 零部件出海：优选T链墨西哥标的

■ 风险提示

一、客车出海：优选宇通+金龙

- **客车这轮大周期驱动因素是什么？** 一句话总结：客车代表中国汽车制造业将成为【技术输出】的世界龙头。这不是梦想而是会真真切切反应到报表层面。海外市场业绩贡献对客车行业在3-5年会至少再造一个中国市场。背后支撑因素：
 - **1) 天时：**符合国家【中特估】大方向，客车是【一带一路】的有力践行者，已有10余年的出海经验，在新的国际形势变化下，将进一步跟紧国家战略，将中国优势制造业【走出去】。
 - **2) 地利：**客车的技术与产品已经具备世界一流水平。新能源客车维度，中国客车已领先海外竞争对手至少3年以上。传统客车维度，技术已不亚于海外且具备更好性价比及服务。
 - **3) 人和：**国内市场价格战结束不会成为拖累反而会共振。过去6-7年国内客车“高铁冲击+新能源公交透支+三年疫情”三重因素叠加经历了长期的价格战，2022下半年宇通已率先提价，且需求本身得益【旅游复苏+公交车更新需求】有望重回2019年水平（符合增速10%）。

- **客车这轮盈利能创新高吗？我们认为并不是遥不可及。**
 - 1) 国内没有价格战。2) 寡头龙头格局。3) 海外无论新能源还是油车净利率远好于国内（无需投固定资产）。4) 碳酸锂成本持续下行。
- **客车这轮市值空间怎么看？**
 - 小目标是重新挑战2015-2017年上一轮行业红利的市值峰值（宇通约600亿，金龙约200亿）。大目标重新打开新的天花板（见证真正意义的世界客车龙头）。
- **【宇通客车】是“三好学生典范”**。我们预计2023~2025年归母净利润为13.9/20.1/27.5亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应PE为20/14/10倍（截至2023/5/30）。“买入”评级。
- **【金龙汽车】或是“进步最快学生”**。我们预计2023-2025年归母净利润为0.72/2.41/5.28亿元，2024~2025年同比+233%/+119%，对应PE为78/23/11倍（截至2023/5/30）。“买入”评级

客车预测：2023-2025年迎来新一轮成长

■ 【出口+国内】共振推动大中客行业2023-2025年迎来新一轮成长。

- 出口市场：看好“一带一路”国家战略驱动下非欧美市场的高增长。
- 国内市场：看好公交车更新需求+旅游带动的座位客车恢复增长。

表：客车行业核心数据的预测

单位；万辆（中客网）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1. 客车合计	59.8	53.9	52.2	49.1	47.2	44.8	50.5	40.8	42.7	44.9	47.6
YoY		-10%	-3%	-6%	-4%	-5%	13%	-19.2%	4.7%	5.1%	6.0%
轻客及其他	44.9	36.9	36.1	34.7	34.0	34.9	41.8	32.5	33.2	33.8	34.5
YoY		-18%	-2%	-4%	-2%	3%	20%	-22%	2%	2%	2%
2. 大中客	15.0	17.0	16.1	14.4	13.2	9.9	8.7	8.3	9.6	11.1	13.1
YoY		14%	-5%	-10%	-9%	-25%	-12%	-4%	15%	16%	18%
占比	25%	32%	31%	29%	28%	22%	17%	20%	22%	25%	28%
2.1 座位客车	7.7	7.5	6.5	5.0	4.9	3.0	3.5	2.3	2.7	3.1	3.7
YoY		-2%	-14%	-22%	-3%	-39%	19%	-34%	15%	15%	20%
2.2 公交客车	7.5	11.0	9.4	9.3	7.7	6.0	4.5	5.5	6.3	7.3	8.7
YoY		46%	-15%	-1%	-17%	-22%	-26%	23%	15%	15%	20%
2.3 校车+其他	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.8	0.6	0.6	0.8	0.7
YoY		-4%	-7%	-3%	-1%	-24%	19%	-20%	-1%	26%	-9%
2.4 国内	14.2	17.6	14.7	13.2	11.2	8.3	7.0	6.3	6.9	7.7	8.9
YoY		24%	-17%	-10%	-15%	-26%	-15%	-11%	10%	12%	15%
2.5 出口	2.1	1.9	2.1	2.0	2.3	1.4	1.7	2.2	2.7	3.4	4.2
YoY		-10%	11%	-4%	14%	-40%	28%	24%	25%	25%	25%

■ 三年疫情对全球经济和出行的影响导致了全球客车的需求出现较大幅度的下降。

- 三年疫情对国内大中客出海的全球竞争力而言，是进一步提升（虽然2020年有短期影响），2022年大中客出口销量创2015年以来的新高。
- 海外大中客市场按照销量排序：亚洲>北美>欧洲>拉美>独联体>中东>非洲。

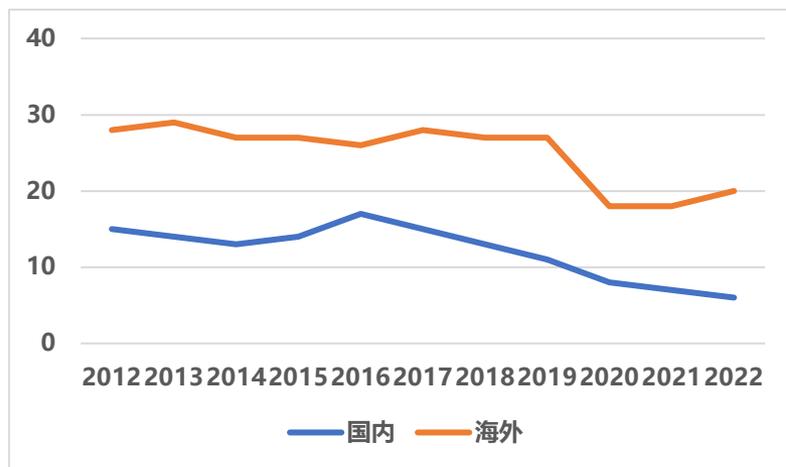
图：2022年海外大中客销量分布（单位：万辆）

	2022	占比
独联体	1.7	9%
中东	0.9	5%
亚洲（除中国）	5.8	29%
非洲	0.7	4%
拉美	3.4	17%
美国/加拿大	4	20%
欧洲	3.5	18%

图：国内每年出口的大中客销量（单位：万辆）



图：国内和海外客车销量分布（7米及以上）单位：万辆



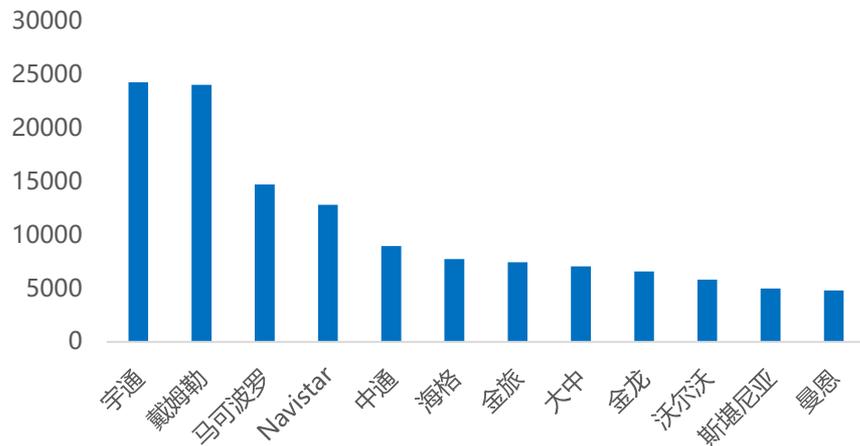
■ 海外新能源客车销量渗透率从1.3%逐步提升至6.2%。

图：海外新能源客车销量分布情况（7米及以上，单位：辆）

	2019	2020	2021	2022	占比
海外新能源客车销量	3473	5129	7511	12488	
独联体				300	2.4%
中东				400	3.2%
亚洲（除中国）				3000	24.0%
非洲				200	1.6%
拉美				2000	16.0%
美国/加拿大				1400	11.2%
欧洲				5000	40.0%
海外新能源渗透率	1.30%	2.90%	4.30%	6.20%	
	2019	2020	2021	2022	占比
海外新能源客车销量	3473	5129	7511	12488	
中国品牌				6438	51.6%
美国品牌				1499	12.0%
欧洲品牌				2498	20.0%
印度品牌				375	3.0%
其他				1679	13.4%

- 宇通和三条龙是国内客车出口的主要贡献力量。
- 宇通客车的出口中新能源占比已经提升至25%-30%
- 从销量维度看，宇通已是全球客车龙头。

图：全球客车销量格局（大于6米，辆）



图：国内主流客车出口销量格局（7米及以上，单位：辆）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国客车出口量	19400	21774	25491	20076	18580	20966	19860	22711	13605	17450	21655
宇通	5055	5852	6539	7018	7121	8712	7216	7045	3760	4916	5683
传统客车	5055	5852	6539	7018	7118	8679	6970	6710	3336	3841	4524
新能源客车					3	33	246	335	424	1075	1159
新能源占比					0.0%	0.4%	3.5%	5.0%	12.7%	28.0%	25.6%
厦门金龙											2939
中通客车											2842
北汽福田											2329
苏州金龙											2243
比亚迪											2014
厦门金旅											1761
扬州亚星											654
潍柴亚星新能源											391
安凯客车											384
其他											488

表：宇通客车盈利预测（截至2023/5/30）

蓝色字体为测算值	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	250	294	345
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	14.7%	17.6%	17.3%
1) 国内	268	255	241	169	165	139	153	169	188
2) 海外	42	41	42	31	45	56	76	101	133
占比	12.7%	12.8%	13.8%	14.3%	19.3%	25.7%	30.5%	34.3%	38.5%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.4	3.9	4.6
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	13.4%	15.1%	15.5%
1) 总新能源	2.6	2.5	2.4	1.8	1.3	1.3	1.5	1.7	2.0
占比	38.8%	41.0%	38.5%	42.9%	31.4%	44.0%	44.2%	43.8%	43.6%
2) 大中客	6.0	5.2	5.3	3.4	3.3	2.4	2.7	3.2	3.7
占比	88.3%	85.8%	85.7%	81.5%	80.0%	78.6%	79.2%	80.1%	81.1%
3) 出口	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3
占比	12.9%	11.9%	11.5%	9.0%	11.8%	18.8%	22.1%	25.2%	28.3%
4) 出口-新能源		0.02	0.03	0.04	0.11	0.12	0.18	0.25	0.35
占比		3.4%	4.8%	11.3%	21.9%	20.4%	23.8%	25.4%	27.4%
综合毛利率	26.3%	25.3%	24.3%	17.5%	18.6%	22.8%	24.0%	24.7%	25.4%
国内	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	20.5%	20.5%	20.5%
海外	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	31.8%	32.6%	33.2%
期间费用率	19.3%	17.2%	18.4%	18.5%	17.3%	18.8%	18.0%	16.6%	15.1%
研发费用率	4.5%	5.9%	5.8%	7.2%	6.7%	7.8%	7.0%	6.0%	5.2%
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	13.9	20.1	27.5
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	83.1%	44.6%	36.8%
归母净利率	9.4%	7.2%	6.4%	2.4%	2.6%	3.5%	5.6%	6.8%	8.0%
综合单车净利/万元	4.6	3.8	3.2	1.2	1.5	2.5	4.1	5.1	6.0
国内净利润/亿元	27.0	18.4	14.5	1.1	-0.8	-0.6	2.2	4.3	6.3
海外净利润/亿元	4.3	4.6	4.9	4.1	6.9	8.2	11.7	15.8	21.2

表：金龙汽车盈利预测（截至2023/5/30）

蓝色字体为测算值	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入/亿元	177	183	179	140	154	182	205	233	266
YoY		3.1%	-2.2%	-22.0%	10.5%	18.3%	12.3%	13.7%	14.1%
1) 国内	134	133	114	99	97	109	116	126	138
2) 海外	36	42	57	33	48	57	72	90	111
占比	20%	23%	32%	23%	31%	31%	35%	39%	42%
总销量/万辆	5.8	6.2	5.7	4.4	5.1	4.6	5.1	5.8	6.5
YoY		6.0%	-7.5%	-23.9%	16.3%	-8.9%	10.9%	12.5%	13.2%
1) 总新能源	1.03	1.40	1.09	1.10	1.24	2.20	2.11	2.41	2.74
占比	17.7%	22.6%	19.0%	25.2%	24.4%	47.6%	41.2%	41.8%	42.1%
2) 大中客	2.6	2.7	2.5	1.7	1.9	1.9	2.2	2.5	2.8
占比	43.9%	43.0%	42.9%	39.2%	38.3%	42.1%	43.0%	42.8%	42.8%
3) 出口	1.4	1.9	2.5	1.6	1.7	1.5	1.8	2.2	2.6
占比	23.3%	30.8%	44.1%	36.9%	34.3%	32.3%	35.0%	37.3%	39.6%
4) 出口-新能源	0.05	0.03	0.06	0.03	0.05	0.33	0.45	0.60	0.77
占比	3.7%	1.7%	2.5%	1.6%	3.1%	21.9%	25.0%	28.0%	30.0%
5) 出口-大中客车	0.54	0.71	0.76	0.44	0.63	0.70	0.84	1.01	1.22
占比	39.9%	37.1%	30.2%	27.6%	36.0%	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%
综合毛利率	18.7%	14.0%	13.8%	12.4%	8.8%	9.6%	11.6%	12.8%	14.0%
国内	19.6%	13.6%	13.7%	11.4%	6.9%	7.8%	9.2%	10.0%	11.0%
海外	14.3%	12.9%	12.7%	12.5%	11.0%	12.0%	15.3%	16.7%	17.9%
期间费用率	13.2%	11.9%	11.7%	11.6%	12.6%	10.8%	10.8%	10.3%	9.8%
研发费用率	0.0%	3.6%	3.9%	4.5%	4.2%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%
归母净利润/亿元	4.8	1.6	1.8	0.3	-6.0	-3.9	0.72	2.41	5.28
YoY		-66.8%	14.2%	-82.4%	-	-	-	236.2%	119.3%
归母净利率	2.7%	0.9%	1.0%	0.2%	-3.9%	-2.1%	0.3%	1.0%	2.0%
综合单车净利/万元	0.8	0.3	0.3	0.1	-1.2	-0.8	0.1	0.4	0.8
国内净利润/亿元	3.3	0.4	0.4	-0.4	-6.3	-5.0	-3.1	-2.5	-2.2
海外净利润/亿元	1.5	1.2	1.4	0.8	0.3	1.2	3.4	5.0	7.5

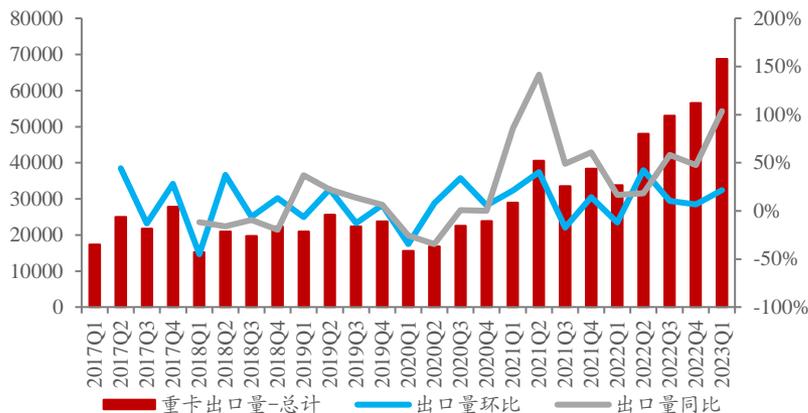
二、重卡出海：中集+重汽

- **三年疫情+地缘政治因素为重要催化，国产崛起为核心驱动，重卡出口有望持续增长。**
 - **1) 出口类型：**以半挂为先，重卡产品逐步渗透海外市场，背后本质为优质企业凭借【中国制造】优势，以高性价比为突破口，率先拓展海外市场，实现制造业崛起；继而整车制造等产业链下游环节逐步向上，力争实现品牌力崛起。
 - **2) 目标国家：**半挂车行业中集为全球龙头，制造/销售体系全球领先，以美欧发达市场为先，中国/其他海外后续跟进。重卡行业凭借疫情+地缘政治驱动，当前已在非/俄市场实现头部地位，并陆续进入中东/东南亚/拉美/澳洲等市场，重卡海外出口全面开花。
 - **3) 受益车企：**半挂领域以中集为唯一龙头，集装箱领域中集模式全球复用助力集团崛起，半挂领域以【收购-整合-涨价】为路径，以灯塔智造为驱动因素，国内/海外有望共振。重卡领域以重汽为核心，陕汽/解放并进，短期以中国制造高性价比为优势，长期以成熟渠道体系+领先品牌影响力为依托实现海外份额提升。
- **空间展望：**重卡板块出海以中集半挂车为先驱，全球份额天花板较高；重卡出口以重汽为主力，围绕非俄市场，集中突破中东/拉美/东南亚等地区，3~5年内出口量有望翻倍。

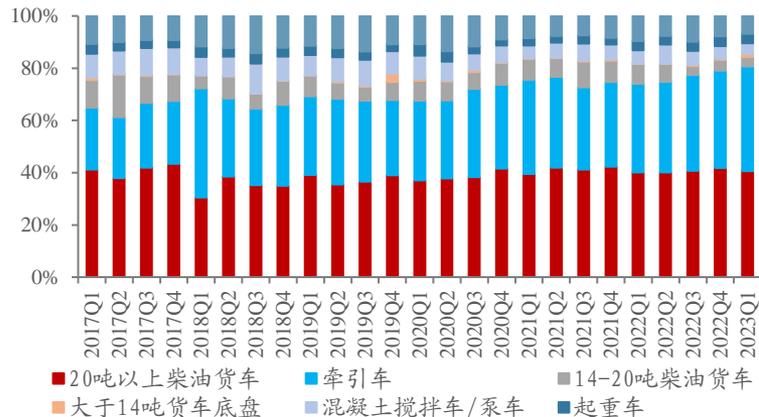
国内重卡出口加速增长，产品结构较为稳定

- 2021年后国内重卡出口量增长明显，2021/2022年重卡出口约14.1/19.1万辆（海关口径），同比+79.6%/35.4%；出口产品结构较为稳定，以20吨以上的重卡与牵引车为主。

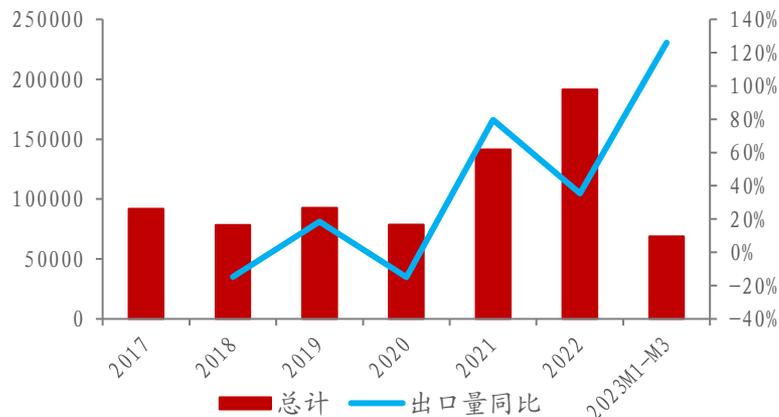
图：国内重卡出口量情况-季度/辆



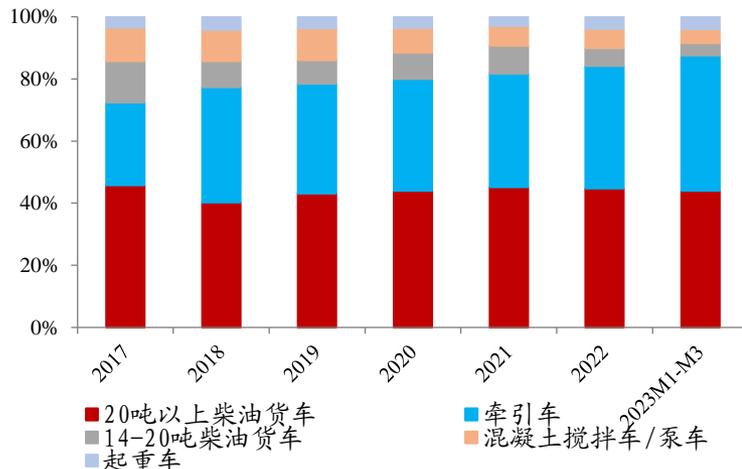
图：国内重卡出口结构情况-季度



图：国内重卡出口量情况-年度/辆

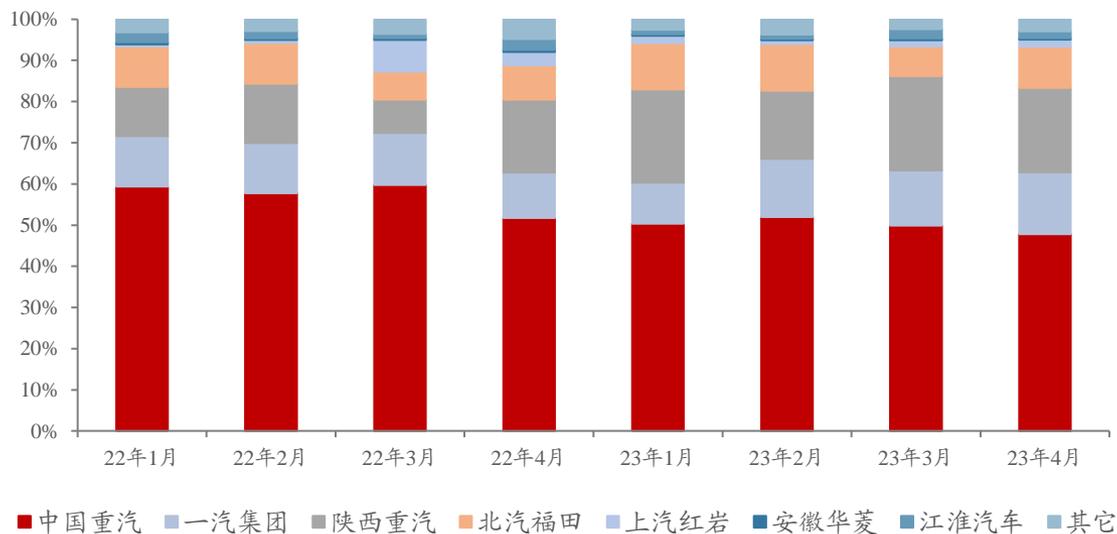


图：国内重卡出口结构情况-年度



- **东南亚、非洲为自主重卡出口的重要市场，2022年起俄罗斯/中东等地区市场全面开花。**
- 2022年前越南与菲律宾为自主重卡出口的主要市场，2022年后对俄重卡出口量快速提升，中东市场出口量提升也较为明显。**当前海外市场中，俄罗斯与非洲市场自主重卡已经占据主力地位。**
- 2021年前其他地区平均出口量仍处于较低水平，但逐年增长趋势明显，2021年后海外各市场平均销量较2017年约翻倍，各市场销量差距逐渐缩小。
- 中国重汽重卡出口市占率44.7%，行业领先，2023年月均出口超1万辆；陕汽与一汽解放表现较好。

图：国内重点商用车企重卡出口市占率情况



北美重卡年销量约30万辆，戴姆勒为市场龙头

- 北美地区2022年重卡销量30.99万辆，竞争格局较为集中和稳定，戴姆勒市占率遥遥领先。
- 北美地区主要竞争企业为戴姆勒卡车、帕卡以及沃尔沃卡车，2022年卡车销量（以中重卡为主）分别为21.3/9.6/5.7万辆，重卡细分板块市占率分别为40.0%/29.8%/16.2%，近十年戴姆勒卡车与帕卡市占率均较为稳定，沃尔沃卡车市占率略有下降。
- 美国为北美地区主要市场，戴姆勒卡车美国市场销量占北美销量比例为87.6%。

图：北美地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

北美地区（美国+加拿大）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量-重卡	23.63	27.03	30.17	24.32	24.44	31.06	33.63	23.49	27.01	30.99
北美 (Class 8)	23.63	27.03	30.17	24.32	24.44	31.06	33.63	23.49	27.01	30.99
北美 (Class6-7)	6.59	7.33	8.02	8.56	8.13	9.80	10.80	7.44	8.37	8.83
各公司销量										
帕卡	6.87	8.48	9.13	7.15	8.42	10.53	11.72	7.33	8.63	9.56
戴姆勒（北美自由贸易区，含墨西哥）	13.52	16.15	19.19	14.57	16.50	18.97	20.11	16.00	18.22	21.33
其中:美国				12.20	14.00	16.10	17.40	13.94	16.22	18.68
其中:加拿大								1.36	1.24	1.45
其中:墨西哥								0.70	0.77	1.20
斯堪尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
沃尔沃	4.48	5.77	6.45	3.92	3.79	5.39	6.23	3.20	4.76	5.65
各公司市占率										
帕卡	28.0%	27.9%	27.4%	28.5%	30.7%	29.4%	30.0%	30.1%	29.2%	29.8%
戴姆勒	36.0%	35.9%	39.3%	40.0%	40.0%	40.0%	38.8%	40.0%	40.0%	40.0%
斯堪尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
沃尔沃（仅重卡）	18.8%	20.1%	19.6%	17.7%	15.6%	17.0%	16.2%	16.3%	17.3%	16.2%

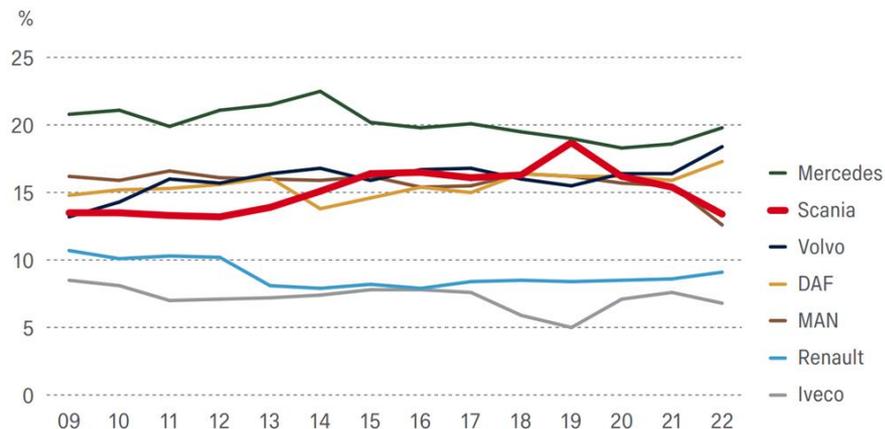
*未标注的均含中卡销量，斯堪尼亚所有数据均只含重卡

欧洲地区重卡年销量约30万辆，各公司股份相近

■ 欧洲2022年重卡销量29.8万辆，行业集中度较高，各公司市占率较平均，沃尔沃和戴姆勒卡车表现较好。

➤ 欧洲地区主要竞争企业为沃尔沃、戴姆勒、斯堪尼亚和帕卡(DAF品牌)，2022年销量分别为9.4/8.6/6.2/4.3万辆。整体行业竞争格局较为稳定，戴姆勒、帕卡、沃尔沃欧洲市占率有提升趋势；2020~2022年斯堪尼亚、德国曼欧洲市场重卡份额下降较多。

图：欧洲地区重卡行业市占率情况



图：欧洲地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

欧洲	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量-重卡	24.02	22.76	27.00	30.54	30.70	32.21	32.30	23.12	27.70	29.75
欧洲 (>16吨)	24.02	22.76	27.00	30.54	30.70	32.21	32.30	23.12	27.70	29.75
其中:英国				6.05	5.74	5.65	5.77	2.53	2.95	3.34
各公司销量										
帕卡	4.84	3.95	4.74	5.30	5.71	6.38	5.99	4.29	5.32	6.24
戴姆勒	6.59	5.74	6.48	7.98	8.23	8.54	7.98	6.06	6.64	8.63
斯堪尼亚 (仅重卡)	3.31	3.38	4.39	4.98	4.84	5.20	5.89	3.67	4.24	4.33
沃尔沃				8.21	8.97	9.24	8.63	6.50	8.08	9.36
各公司市占率										
帕卡	16.2%	13.8%	14.6%	15.5%	15.3%	16.6%	16.2%	16.3%	15.9%	17.3%
戴姆勒								18.5%	18.6%	20.0%
斯堪尼亚 (仅重卡)	13.9%	15.1%	16.5%	16.5%	16.2%	16.4%	18.7%	16.2%	15.5%	13.4%
沃尔沃 (仅重卡)	24.3%	24.4%	23.8%	25.0%	25.5%	24.8%	24.2%	25.1%	25.3%	27.8%

拉美重卡销量超12万辆，戴姆勒/沃尔沃/帕卡居前

- 2022年墨西哥与巴西市场卡车销量约12.4万辆，其中巴西重卡年销量为9.8万辆。
- 国际重卡车企销量差距较小，2019年巴西市场中戴姆勒/沃尔沃/斯堪尼亚/帕卡市场份额约为32%/23%/17%/10%。2022年帕卡墨西哥市场份额较高，市占率约33%，但自2013年后年市占率下降较多。南美地区国际重卡车企销量与市场份额增长均较慢。

图：拉丁美洲/南美和其他地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

拉丁美洲/南美地区	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量	12.78	11.27	6.46	5.67	5.83	7.87	10.19	6.74	11.79	12.37
墨西哥	2.40	2.00	2.30	2.70	2.60	2.60	2.70		1.99	2.58
巴西 (仅重卡)	10.38	9.27	4.16	2.97	3.23	5.27	7.49	6.74	9.80	9.79
各公司销量										
帕卡 (墨西哥+南美+澳洲)	2.00	1.86	1.60	1.64	1.76	2.00	2.17	1.71	2.32	2.79
戴姆勒 (不含墨西哥)	5.93	3.22	3.05	2.75	3.05	3.82	4.26	3.32		
其中:巴西				1.21	1.34	2.14	2.97	2.53	3.47	3.62
其中:阿根廷				0.39	0.56	0.35				
斯堪尼亚 (仅重卡)	1.97	0.26	0.52	0.21	0.97	1.27	1.49	1.22	2.12	2.11
沃尔沃	2.91	2.37	1.11	0.94	1.11	1.61	2.37	1.74	2.86	3.20
各公司市占率										
帕卡 (仅重卡)	45.0%	41.0%	40.4%	35.7%	35.2%	34.7%	44.9%		41.6%	40.1%
墨西哥	45.0%	41.0%	40.4%	35.7%	35.2%	34.7%	35.1%		35.9%	33.2%
巴西							9.8%		5.7%	6.9%
澳洲	24.5%	23.5%	23.2%	22.9%	22.9%	24.0%	21.9%	24.5%	27.1%	24.4%
戴姆勒										
巴西	24.7%	25.8%	26.7%	29.8%	27.6%	27.9%	31.8%	29.2%		
斯堪尼亚 (仅重卡)										
巴西	19.0%	15.3%	12.6%	14.3%	17.8%	16.4%	17.0%	12.9%	15.9%	
沃尔沃 (仅重卡)										
巴西	20.0%	21.3%	20.1%	18.9%	18.4%	20.1%	22.5%	22.2%	22.2%	24.6%

*未标注的均含中卡销量，斯堪尼亚所有数据均只含重卡

亚洲为全球重卡主要市场，国际车企市占率较低

- 亚洲（除中国）地区重卡市场以印度/印尼/日本为主，2022年印度重卡销量约23万辆。亚洲地区分车企来看，戴姆勒销量总体约15.6万辆，印度尼西亚与日本市场份额较高；沃尔沃销量约1.9万辆，除印度外，沃尔沃于各地区市场份额均呈下降趋势。

图：亚洲和其他地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

亚洲和其他地区	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量-重卡	93.96	94.07	80.51	100.01	141.51	150.22	141.85	170.57	154.91	90.17
中国	77.41	74.37	55.07	73.29	111.69	114.79	117.43	161.89	139.53	67.19
日本	3.38	4.22	4.45	4.73	4.68	4.82	4.99			
印度	13.17	15.48	20.99	21.99	25.14	30.61	19.44	8.67	15.38	22.98
各公司销量										
帕卡	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
戴姆勒（不含豪曼）	16.72	16.72	14.77	12.50	14.90	16.47	13.52	9.82	14.34	15.60
斯堪尼亚（仅重卡）										
亚洲		1.29	0.83	0.93	1.32	1.05	0.77	0.91	0.96	0.93
亚欧大陆	0.60	0.26	0.32	0.67	0.80	0.58	0.51	0.77	0.14	0.04
沃尔沃										
亚洲	2.87	3.24	3.20	3.15	3.55	3.23	2.94	1.46	1.48	1.91
非洲和大洋洲	1.56	1.68	1.35	1.24	1.25	1.38	1.32	0.75	0.88	1.18
各公司市占率										
帕卡	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
戴姆勒										
印度尼西亚		47.4%	48.0%	46.7%			44.2%	49.0%		
印度	3.0%	6.2%	7.3%	6.8%	9.1%	7.0%	5.8%	9.1%		
日本	20.2%	20.1%	20.8%	20.4%	19.6%	19.3%	18.8%	20.4%		
斯堪尼亚（仅重卡）	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
沃尔沃（仅重卡）										
中国		14.4%	13.8%	12.8%	13.0%	13.0%	14.5%	13.0%	12.2%	12.4%
日本	18.7%	19.4%	18.9%	17.0%	19.0%	18.0%	18.5%			
印度		3.6%	3.7%	4.8%	4.9%	4.8%	4.7%	6.7%	6.8%	7.2%
南非		26.7%	24.0%	22.7%	25.6%	27.3%	31.1%	17.2%	17.0%	19.0%
澳洲		24.6%	26.3%	25.5%	23.9%	22.8%	25.8%	23.2%	17.3%	17.0%

*未标注的均含中卡销量，斯堪尼亚所有数据均只含重卡

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所绘制

- ◆ 1) 半挂车主业国内份额提升，2019~2022~2025份额分别7%/15%/30%，贡献业绩核心增量；
- ◆ 2) 受益专用车（重卡）回暖，新能源转型加速，短途半挂+专用车上装新产品开拓即将面世，中长期主力份额提升。

表：中集车辆盈利预测（截至2023.5）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收/亿元	243.3	233.9	265.0	276.5	236.2	335.0	421.7	509.7
Yoy	26.34%	-4.02%	13.17%	2.51%	-16.30%	47.13%	27.94%	22.07%
车辆销售/万辆	19.2	16.9	19.4	20.0	15.2	21.5	28.4	34.3
Yoy		-12.13%	15.08%	2.99%	-24.09%	41.88%	31.67%	20.79%
其中：半挂车	14.5	11.8	13.1	13.8	12.8	17.0	21.7	25.8
其中：国内	2.7	2.7	3.9	4.8	6.0	8.6	11.3	13.5
国内份额	7.0%	7.1%	10.2%	12.1%	14.5%	20.0%	25.0%	30.0%
其中：海外	11.8	9.1	9.2	9.1	6.8	8.4	10.4	12.3
毛利率	14.20%	13.91%	13.09%	11.02%	13.28%	14.02%	14.21%	15.14%
销售费用率	2.36%	2.55%	2.51%	2.64%	2.23%	2.30%	2.30%	2.30%
管理费用率	3.64%	4.10%	3.28%	3.16%	4.38%	4.30%	4.20%	4.10%
研发费用率	1.14%	1.42%	1.40%	1.44%	1.29%	1.50%	1.60%	1.70%
归母净利润/亿元	11.96	12.11	11.32	9.01	11.18	16.98	22.92	31.18
Yoy	23.97%	1.26%	-6.53%	-20.40%	24.11%	51.88%	34.98%	36.04%

中国重汽H：出口持续向上，周期盈利有望破前高

- ◆ 国内重卡出口持续向上。非洲+俄罗斯市场份额较高，南美+东南亚拓展加速，市场空间较大。
- ◆ 国内重卡板块稳步复苏向上叠加出口市场持续爆发，重汽凭借海外成熟渠道售后布局+领先品牌优势。另外，批发市场份额有望达22%，销量水平有望超越上一轮周期峰值的销量水平，利润突破前高。

表：中国重汽-H盈利预测（截至2023.5）

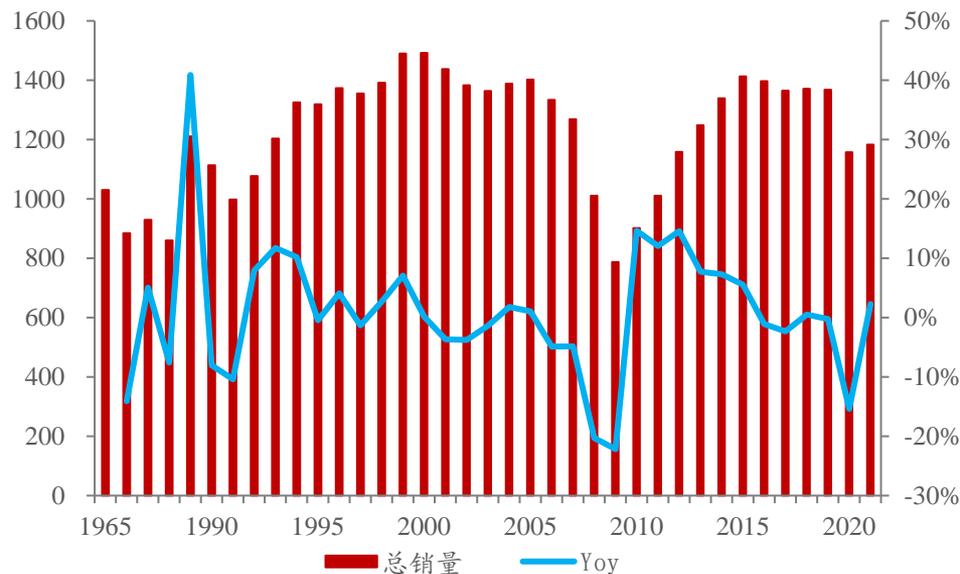
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收/亿元	623.80	985.09	936.41	595.07	791.79	1127.02	1417.15
Yoy	0.71%	57.92%	-4.94%	-36.45%	33.06%	42.34%	25.74%
重卡销量/万辆	16.94	27.84	28.18	15.78	19.37	27.28	34.34
批发市场份额	14.4%	17.2%	20.2%	23.5%	22.7%	21.6%	21.9%
海外销量/万辆	4.00	3.10	5.41	8.85	9.87	10.93	12.48
出口占国内出口比例	47.6%	50.8%	47.4%	50.9%	47.0%	47.5%	48.0%
国内销量/万辆	12.94	24.75	22.78	6.92	9.50	16.35	21.86
国内市场份额	11.1%	15.7%	16.1%	14.4%	15.0%	16.0%	17.0%
轻卡销量/万辆	10.93	18.10	12.91	8.01	9.51	11.25	12.38
毛利率	19.04%	19.94%	16.78%	16.89%	17.00%	17.50%	18.30%
销售费用率	5.45%	5.06%	4.85%	4.83%	4.30%	4.50%	4.60%
管理费用率	2.70%	3.09%	3.21%	3.80%	3.00%	3.20%	3.30%
研发费用率	2.76%	2.66%	3.50%	4.25%	3.00%	3.10%	3.20%
归母净利润/亿元	33.34	68.51	43.22	17.97	33.64	51.92	72.57
归母净利率	5.34%	6.95%	4.62%	3.02%	4.25%	4.61%	5.12%

三、零部件出海：优选T链墨西哥标的

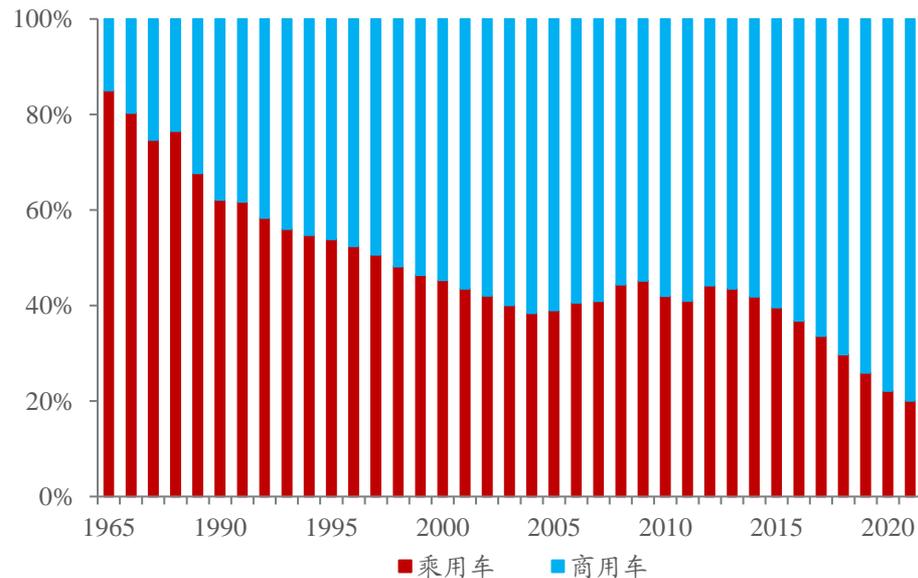
- **零部件板块：墨西哥出海战略成为最新产业趋势。** 1) **政策端：**《美墨加协议》+《通胀削减法案》共同助推北美新能源渗透率提升+北美相关产业链需求增加； 2) **产能端：**特斯拉超级工厂建设+原有产业链结构助推**新能源**相关自主企业成长； 3) **经营壁垒：**海外不同经商和人文环境，具备丰富当地运营经验企业有望率先实现突破。
- **【墨西哥出海战略】** 受益排序：
 - ✓ **新能源+经营经验+T供应链：** **【爱柯迪】 【嵘泰股份】 【岱美股份】**
 - ✓ **新能源+T供应链：** **【拓普集团】 【旭升集团】 【新泉股份】**

- **全球最大汽车消费市场之一，汽车需求维持高位。**美国是全球最大的汽车消费市场之一，1965年国内销量已经超过1000万辆，此后销量持续攀升，年销量峰值达到1400万辆以上，在2009之前是全球第一大汽车消费国。经历2008年金融危机的短暂下行后，快速回到1200-1400万辆/年的区间。
- **偏爱皮卡+SUV，轿车占比持续下降。**受到能源价格、地理环境、居住习惯等多方面的影响，美国消费市场更加青睐皮卡/SUV这类具备越野能力+装载能力的车型，轿车需求占比逐年下降，2021年轿车需求仅为20.1%。

图：美国汽车年销量/万辆

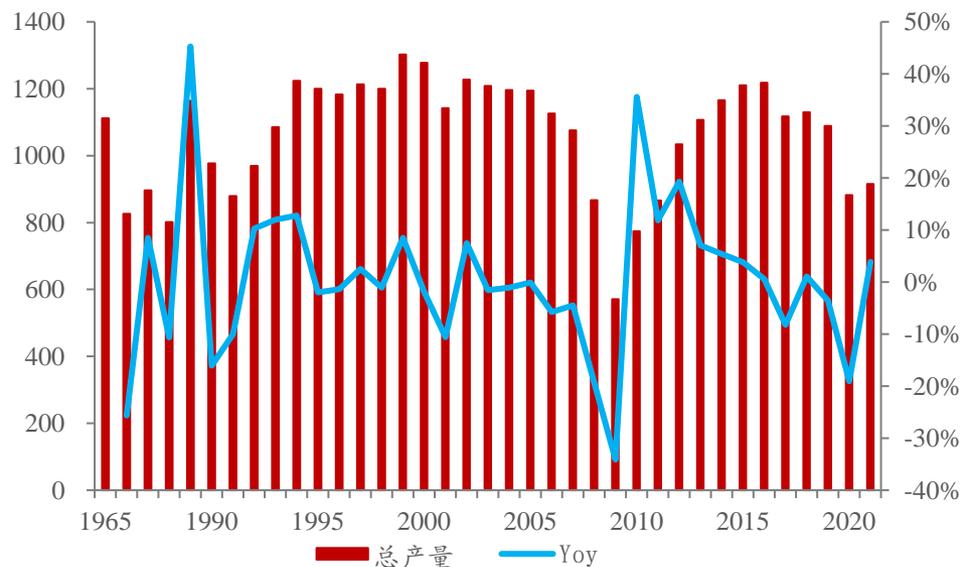


图：美国汽车消费结构（商用车包括皮卡/SUV/微客等车型）

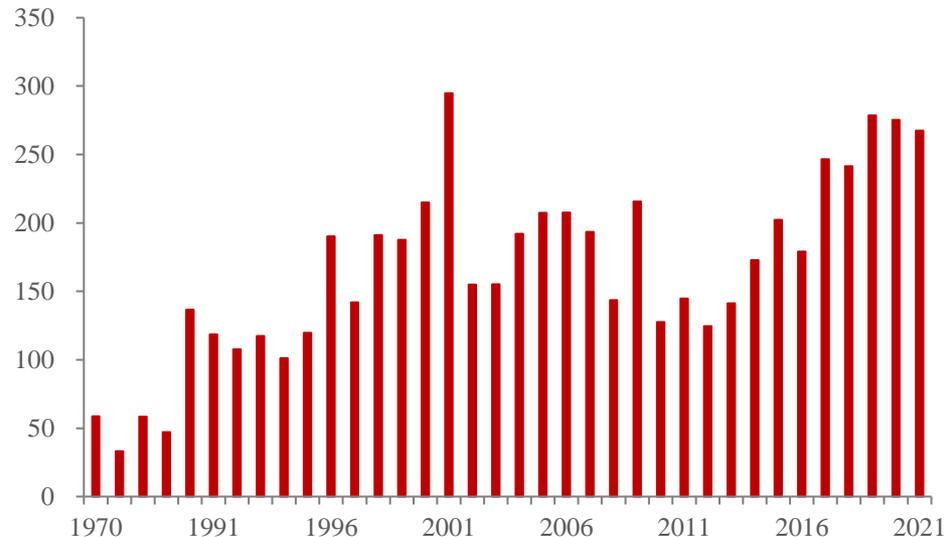


- **汽车工业发达，全年产量超千万。**充足的消费需求驱动美国国内汽车工业的高速发展，1965年国内乘用车产量超过1000万台/年。石油危机阶段，美国汽车工业整体产量有一定的下滑，但是随后快速恢复，1999年达到峰值1300万辆。
- **销量与产量差值逐步增加，金融危机后进口依赖度提升。**2008年金融危机导致美国汽车市场需求大幅下降，通用汽车破产重组，2009年整体汽车产量同比-34%，仅有867万辆。金融危机之后，虽然市场需求逐步恢复，但是受到不断提升的成本压力，汽车工业产能开始逐步外迁，进口需求逐步增加，美国汽车产量与销量的差值不断增长。

图：美国汽车年产量/万辆

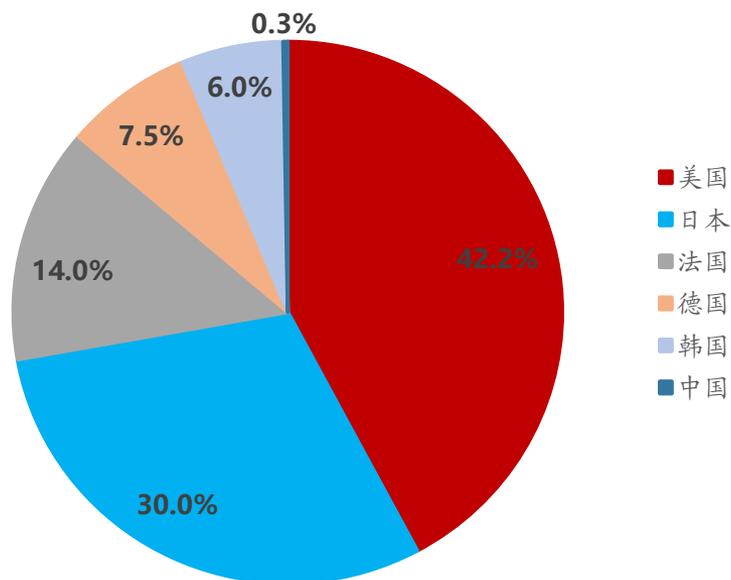


图：美国汽车年销量与产量的差值/万辆

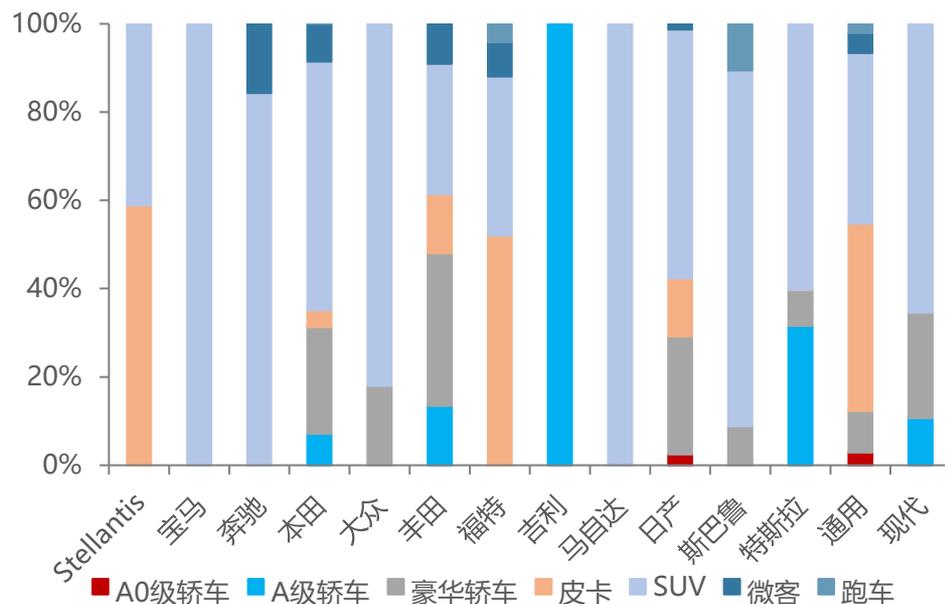


- **美/日系领衔，全球车企实现在美布局。**截至2021年，全美汽车产能达到1074万辆，美系品牌占比达到42.2%，日系占比达到30.0%，法系（Stellantis，由FCA与克莱斯勒合资）占比达到14.0%，美系和日系产能占据主要份额。
- **顺应市场需求，皮卡+SUV产能成为主流。**结合本土消费者对于SUV和皮卡车型的喜好，美国本土乘用车品牌产能主要布局在这两类车型上，通用/福特/Stellantis/宝马/奔驰等品牌，绝大多数的产能都是SUV和皮卡，仅有部分车企具备A级轿车、豪华轿车产能。

图：美国乘用车各国车企产能占比（2021年）

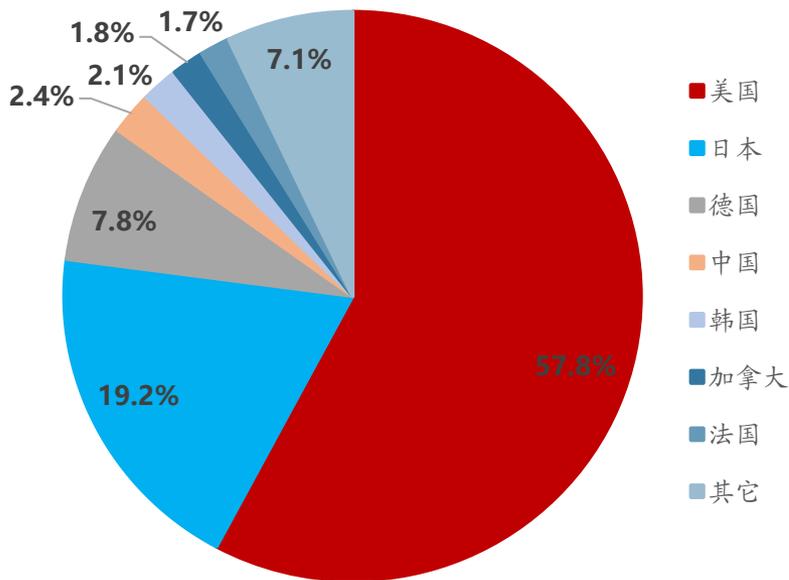


图：美国乘用车各品牌各级别车辆产能占比

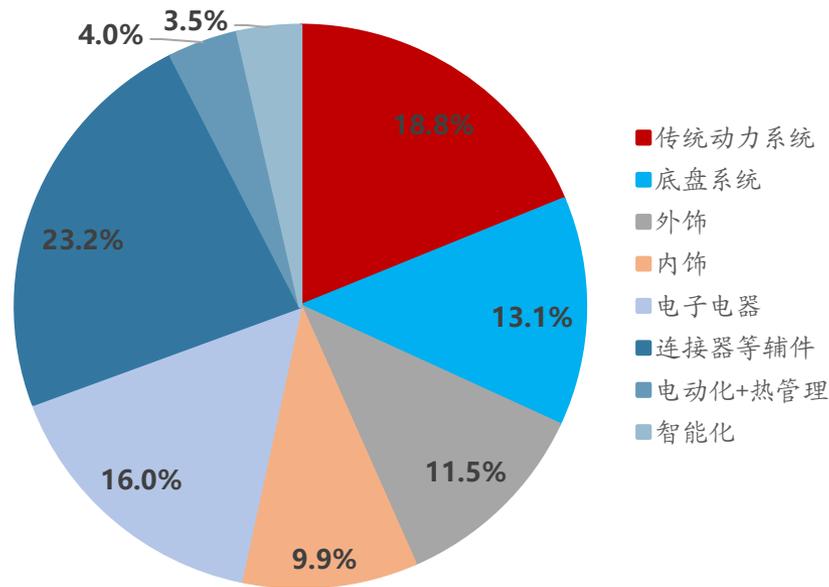


- **汽车工业崛起带动供应链繁荣，优先选择本国零部件企业进行配套。**根据Marklines数据统计，全美零部件企业大约5000余家。本国汽车工业崛起的同时，会优先带动相关配套供应链企业，因此美国目前零部件企业国家投资占比和整车的投资占比基本保持一致，美国/日本相关的零部件企业占比占据绝对份额。
- **汽车供应链体系完善，电动+智能化处于起步阶段。**在整个汽车零部件供应链体系中，目前美国本土产能布局相对完善，动力系统/底盘/内外饰/电子电器/辅件等零部件企业数量相对均衡，电动化和智能化因为属于新兴板块，目前所占比例分别为4.0%/3.5%，相对偏低。

图：美国零部件企业各国家投资占比（2022年）



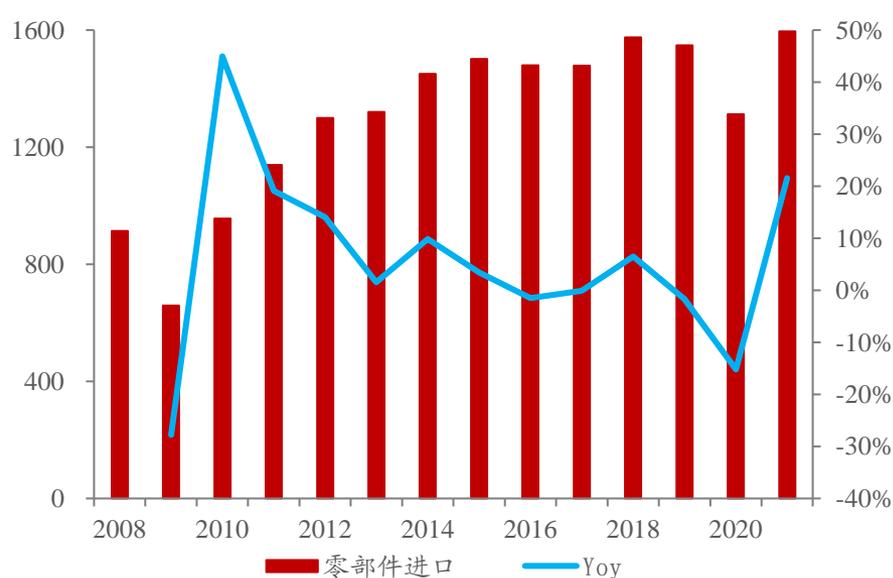
图：美国不同类别汽车零部件企业占比（2022年）



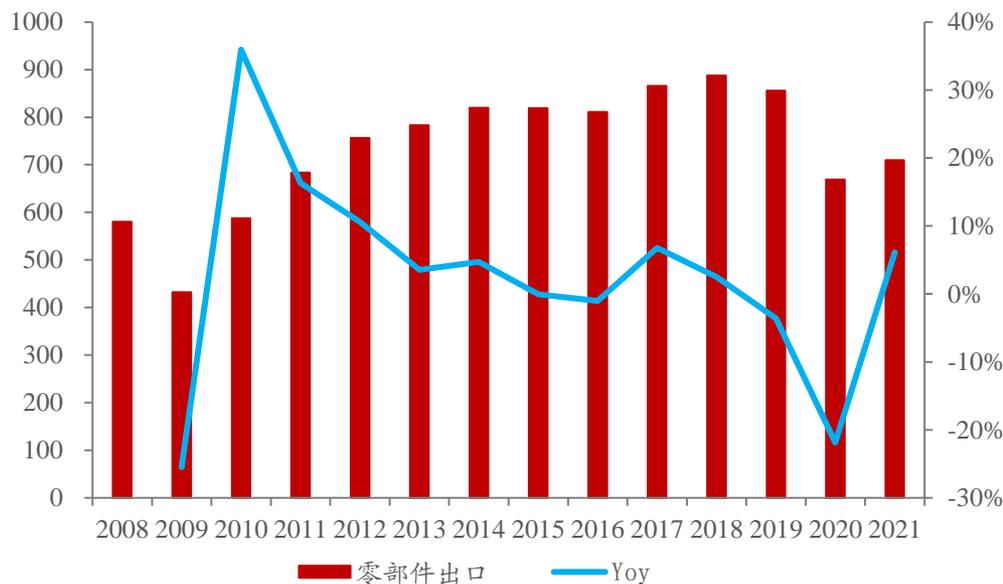
■ **汽车零部件进出口贸易逆差，借助进口完成整车生产。**相较于整车制造，零部件环节处于更上游，具备更强的制造属性，因此2008年金融危机后，零部件板块相较于整车厂产能更快的向美国本土外进行转移。美国汽车零部件进口金额逐年增长，2021年达到新高1596亿美元，零部件进口金额和出口金额差值达到887亿美元。

■ **后疫情时代汽车零部件进口需求增长，出口节奏放缓。**2020年受到疫情影响，零部件进/出数据下降明显，2021年美国疫情放开后，零部件进口产值创新高，但是零部件出口节奏明显放缓，国内整车制造对于零部件进口需求进一步增长。

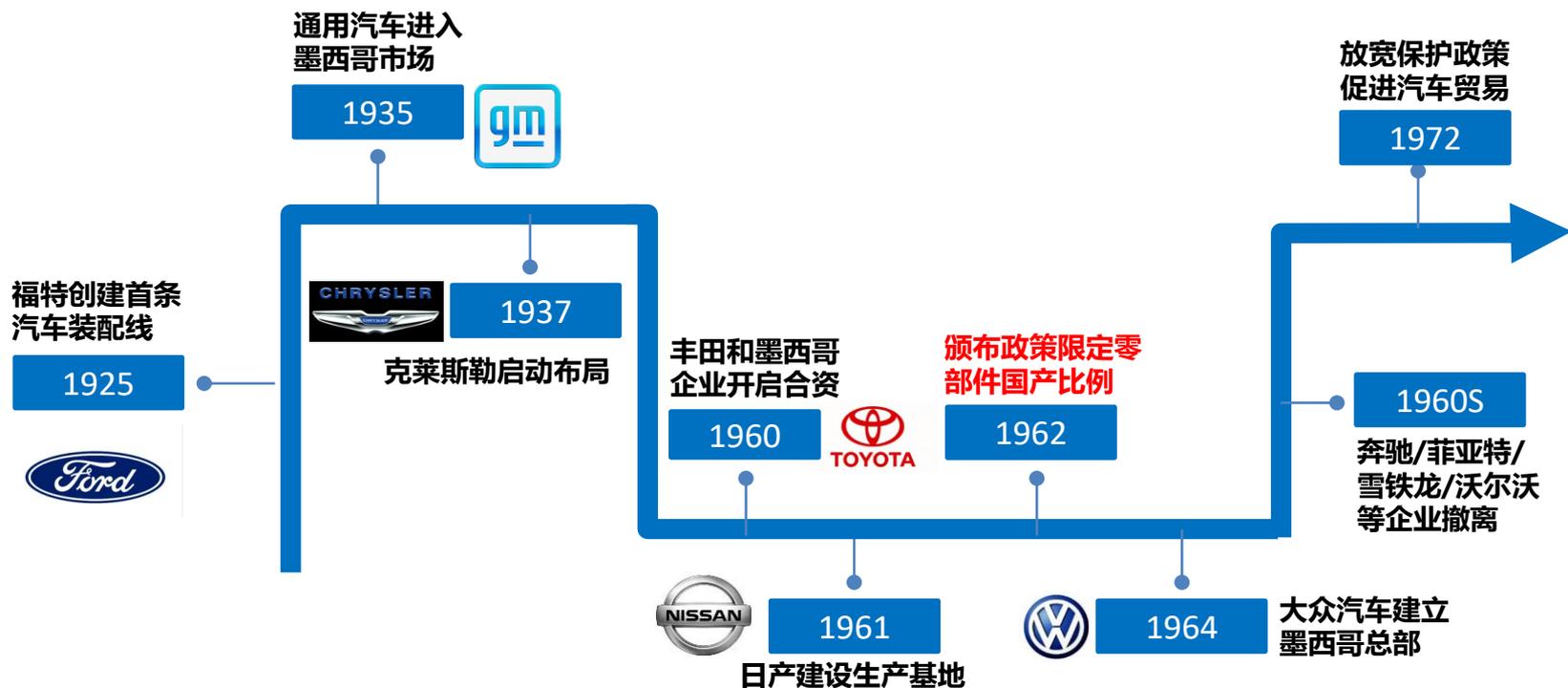
图：美国汽车零部件进口产值&增速/亿美元



图：美国汽车零部件出口产值&增速/亿美元

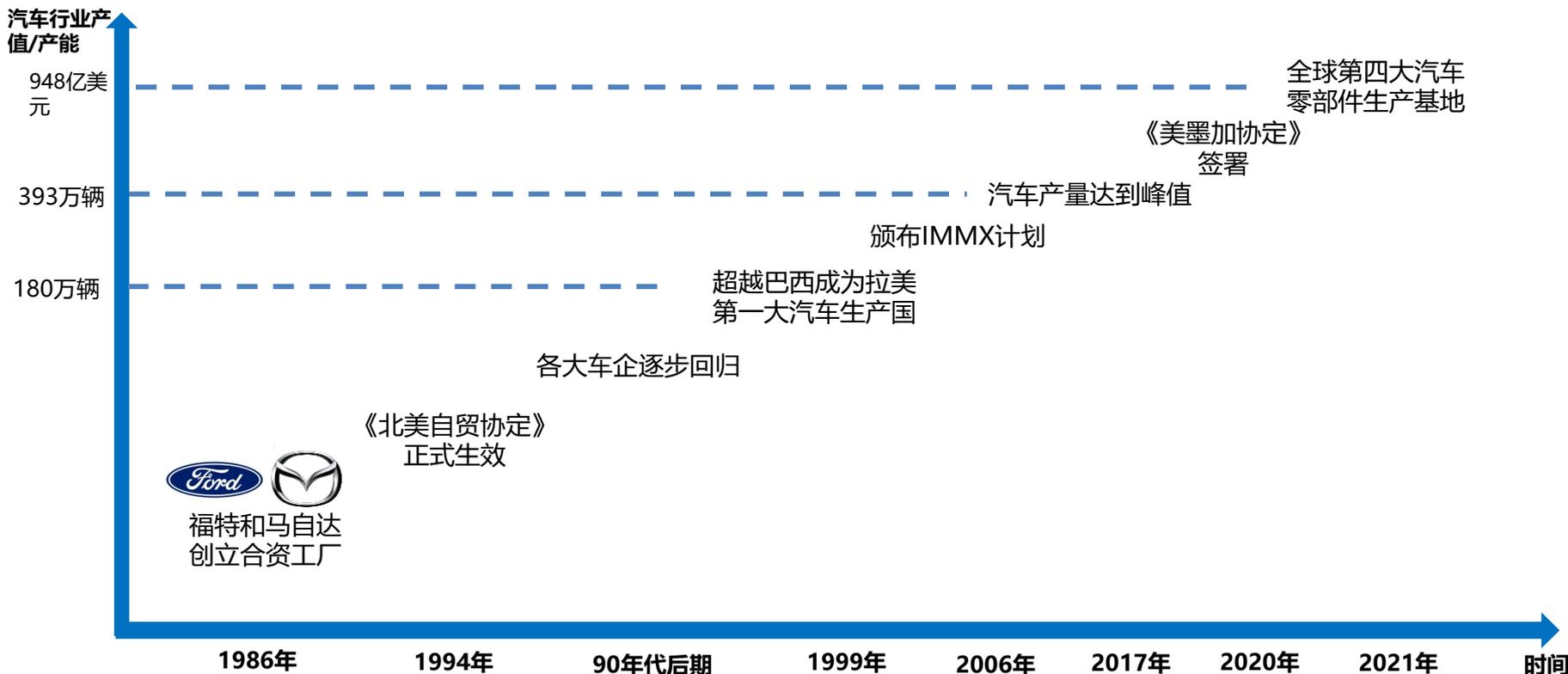


- ◆ **汽车工业初步萌芽，美系“三巨头”率先布局。**作为北美汽车工业重要的一员，墨西哥汽车工业历史悠久，美系三家核心车企“福特/通用/克莱斯勒”率先进行布局。三家企业分别在1925/1935/1937年进入墨西哥市场。从20世纪50-60年代开始丰田/日产/大众等全球车企逐步开始在墨西哥启动产能建设。
- ◆ **本国保护政策出台，导致部分车企逐步撤离。**为了保护民族汽车制造业，1962年墨西哥颁布禁止进口整车/发动机/主要汽车零部件的法令，要求墨西哥生产汽车的国产零部件不得少于60%，且外资股权占比不得超过40%。该法令导致部分全球车企陆续从墨西哥撤离，但美国车企和大众汽车等选择留下。



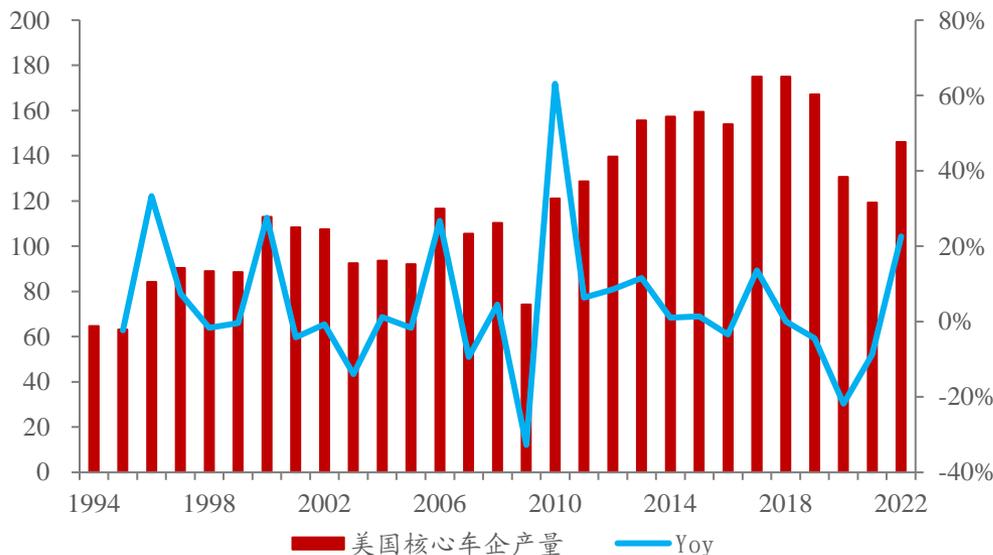
- **逐步放松汽车工业管制，持续加大外资吸引力。** 为了促进汽车贸易，墨西哥1972年出台新法规，放宽了国产零部件配套比例要求，并且对厂商出口额度提出了新的要求（进口额度的30%）。
- **政策+贸易协议+供应链建设助推，墨西哥成为汽车制造大国。** 1994年《北美自由贸易协定》正式生效，叠加墨西哥促进汽车工业政策和国产供应链建设的不断完善，推动墨西哥汽车工业的高速发展。随着2020年《美墨加协定》的签署，进一步夯实了墨西哥在北美汽车制造业的地位。2021年，墨西哥的汽车零部件产值达到948亿美元，成为全球第四大汽车零部件生产基地。

图：80年代-21世纪墨西哥汽车工业发展图谱

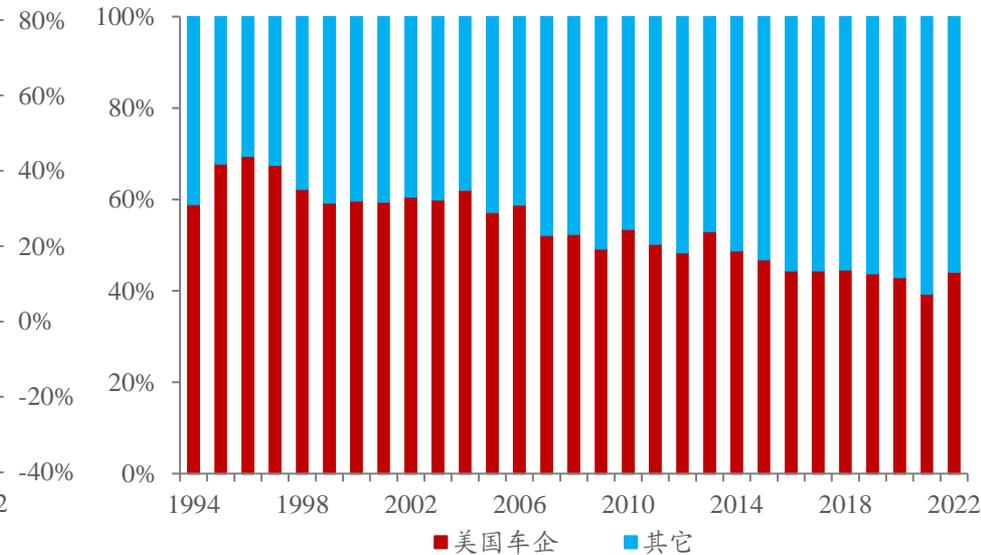


- **金融危机后美国车企产能加速迁移，绝对值持续增长。**墨西哥在北美汽车制造业扮演了重要的角色，2008年美国金融危机之后，美国三大核心车企（通用/克莱斯勒/福特）在墨西哥的产量持续增长，2017年达到175万辆，同比+13.6%。
- **各国车企加速布局，美国车企产量占比持续下降。**除美系车企之外，全球各大车企也在加速墨西哥本土的产能布局，在美国车企产量绝对值不断提升的背景下，美国车企在墨西哥整体产量占比持续下降，1996-→2022年产量占比从69.5%->44.2%。

图：美国核心车企在墨西哥产量/万辆（通用/克莱斯勒/福特）



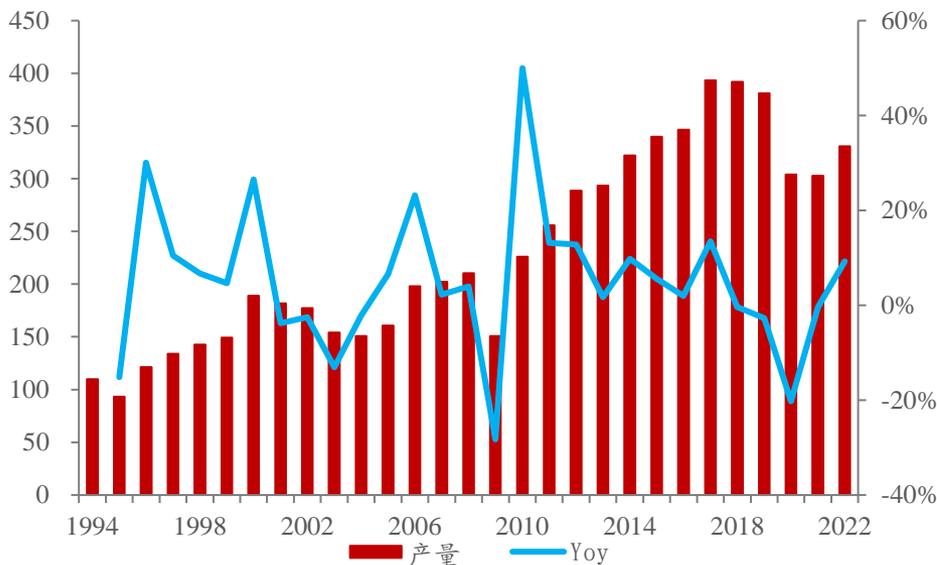
图：美国核心车企在墨西哥产量占比（通用/克莱斯勒/福特）



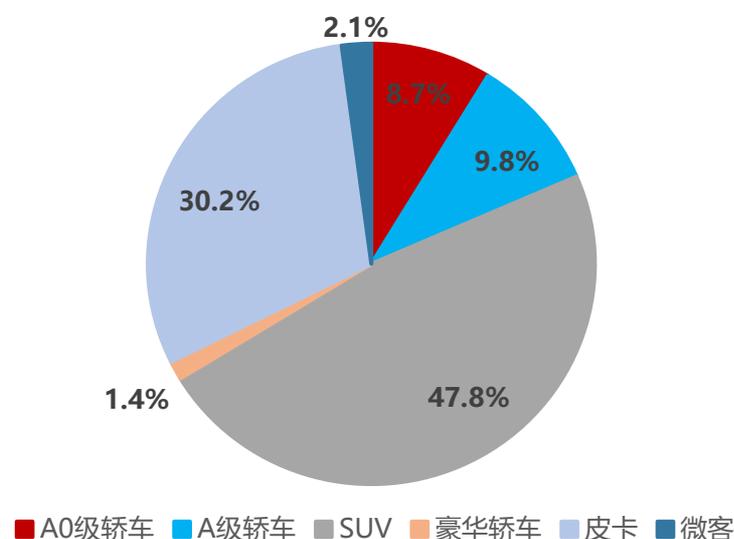
■ **签署北美自贸区协定后产量快速增长。**《北美自由贸易协定》的签订，给墨西哥汽车工业带来了很大的助力，税收的优势使得墨西哥汽车制造业快速发展，1994-2000年墨西哥的汽车产量接近翻倍，此后因为美国2008年金融危机的影响，美国产能加速转移，2018年墨西哥汽车产量接近400万辆。

■ **产能布局顺应美国需求，SUV+皮卡占据主要份额。**根据墨西哥汽车工业协会的数据，2022年墨西哥汽车生产的类型顺应美国的市场需求方向，SUV和皮卡成为主要的车型，占比分别为47.8%和30.2%，A0级和A级轿车占比仅为18.5%。

图：墨西哥乘用车产量数据/万辆

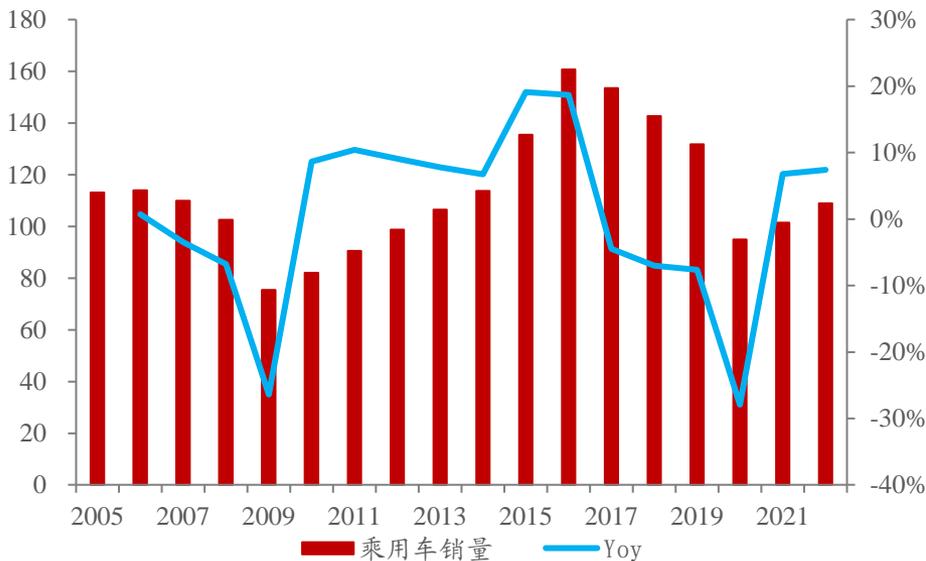


图：墨西哥整车生产类型分布（2022年）

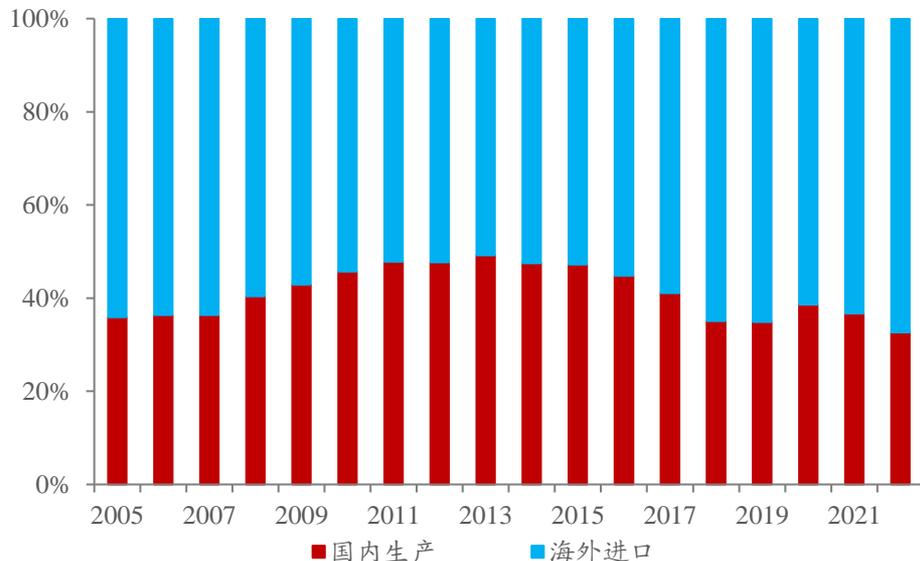


- **本国汽车消费随宏观经济环境波动，近年承受较大压力。** 2005-2014年墨西哥本国每年汽车消费稳定在100万台左右，2014-2016年因为本国宏观经济持续好转以及国内对非法进口二手车的打击力度加强，销量持续攀升，2016年达到160万辆。随后因为宏观经济下行及疫情的影响导致销量下降，2022年国内乘用车销量为109万辆。
- **进口乘用车占比超半数，消费者偏爱进口车型。** 墨西哥乘用车销量中，海外进口车型占据更大份额，2022年达到67.4%。主要的原因还是本国汽车产能主要为了满足美国消费者习惯而设立，而墨西哥本国消费者的购买需求要通过进口形式满足。

图：墨西哥乘用车销量数据/万辆

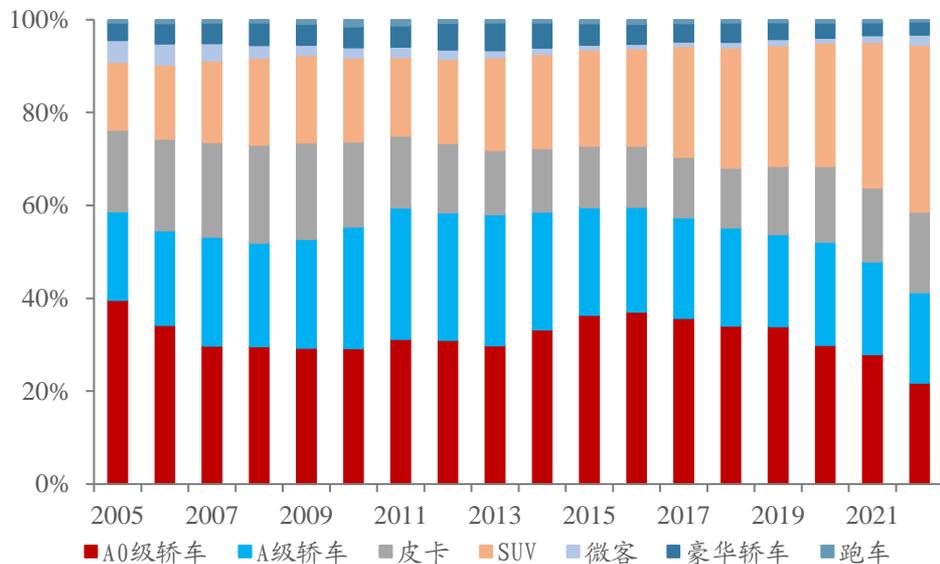


图：墨西哥乘用车销售国内外占比

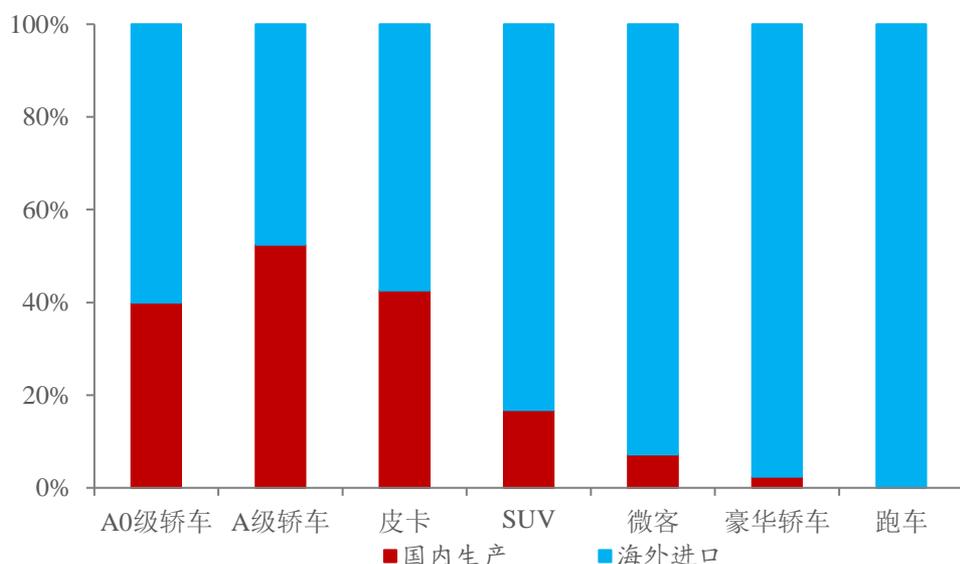


- **销量结构与产量结构有一定差距，SUV占比逐步提升。**根据墨西哥汽车工业协会披露的数据，可以看到墨西哥本国消费者对于汽车消费结构和美国有较大差距，A0/A级轿车的占比之和达到40%左右，SUV的市场份额逐年提升，2022年达到了36%。
- **A0级/A级/皮卡国内生产占比较高，其它车型销售主要依靠进口。**在销售的各个车型中，A0级轿车/A级轿车/皮卡国产占比分别为40%/52%/43%，其它车型基本全部为进口型号。墨西哥本土生产车型和国内需求存在较大错配，本国消费市场更加青睐经济型和中小级别车型。

图：墨西哥国内乘用车车型销量结构

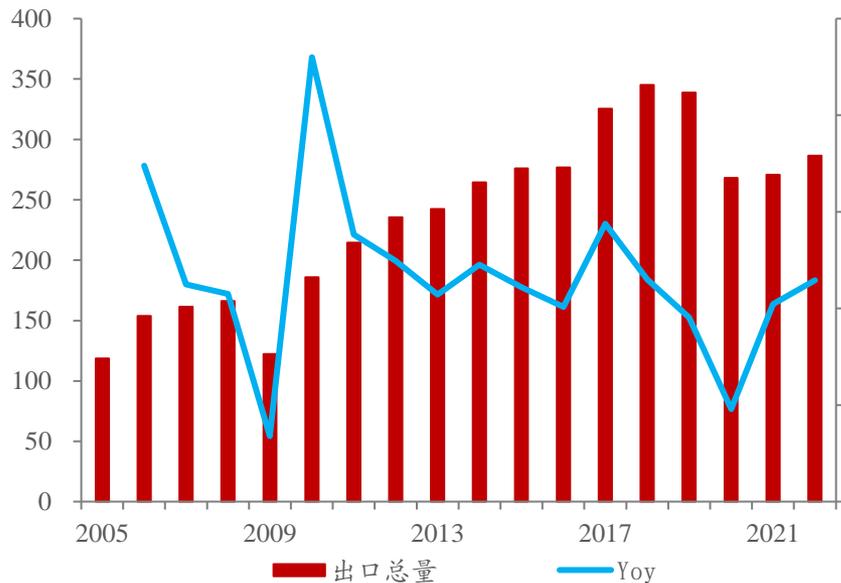


图：墨西哥国内各类车型国产/进口数据 (2022年)

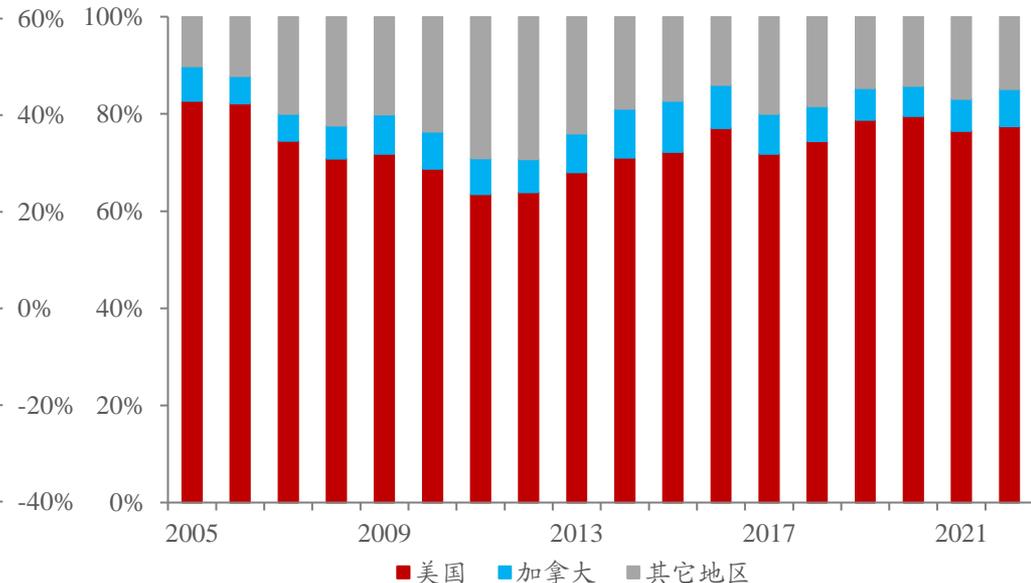


- **乘用车整车出口量不断增长，疫情后逐步恢复。**作为重要的整车制造出口国家，墨西哥的整车出口总量从2005年开始持续增长，2008年金融危机阶段有短暂下降，随后继续保持增长态势，2018年达到峰值345万辆，占总体汽车产量的88%，墨西哥汽车工业主要是出口导向型。
- **北美地区成为出口主要目的地，美国占据绝对份额。**根据墨西哥汽车工业协会披露的数据，墨西哥乘用车出口的主要目的地是北美地区，美国和加拿大占比超过80%。其中美国是最为主要的出口目的地，2022年占比达到77.5%。

图：墨西哥整车出口总量/万辆

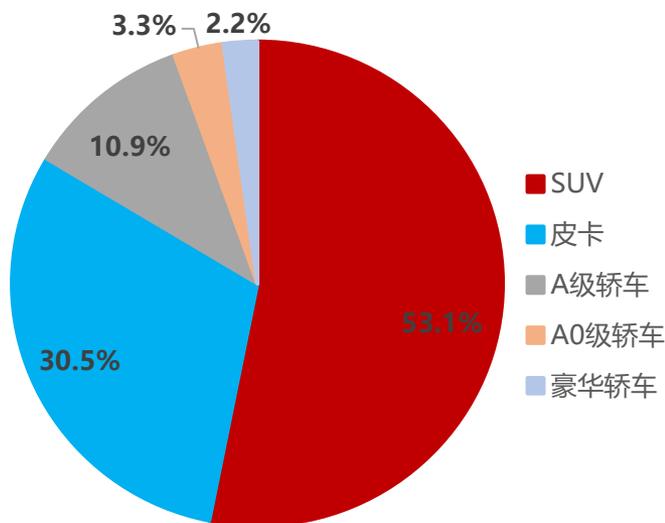


图：墨西哥整车出口目的地占比

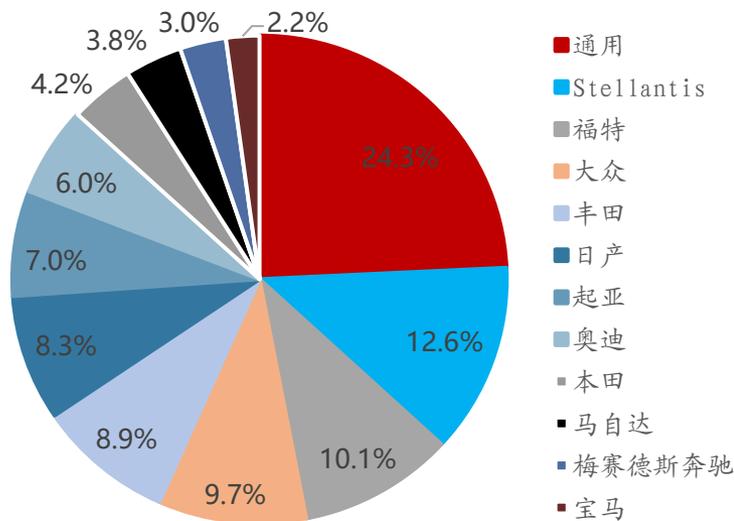


- **出口车型比例与产能比例基本吻合，A0级轿车主要面向本国市场。** 2022年墨西哥整体的出口类型分类基本与产能比例吻合，SUV和皮卡占比超过80%，A0级别轿车占出口总体比例仅为3.3%，主要面向国内消费市场。
- **美/日系品牌占绝大多数份额，和美国消费市场需求保持一致。** 在出口的乘用车品牌中，通用/Stellantis（FCA+克莱斯勒）/福特占据前三大份额，合计达到47%，日系品牌本田/丰田/日产/马自达合计25.3%，德系品牌大众/奥迪/奔驰/宝马合计达到20.9%。乘用车品牌出口比例大致与美国消费市场保持一致。

图：墨西哥整车出口车型比例（2022年）

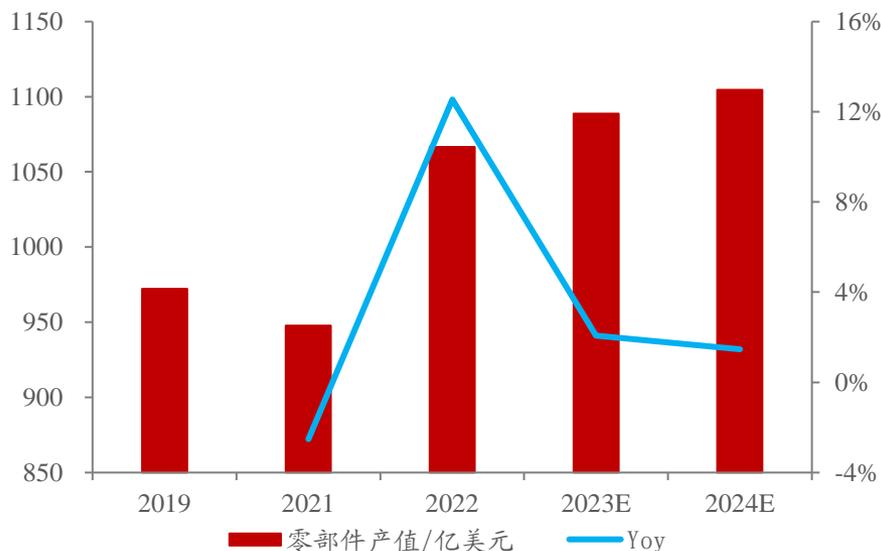


图：墨西哥整车出口品牌比例（2022年）

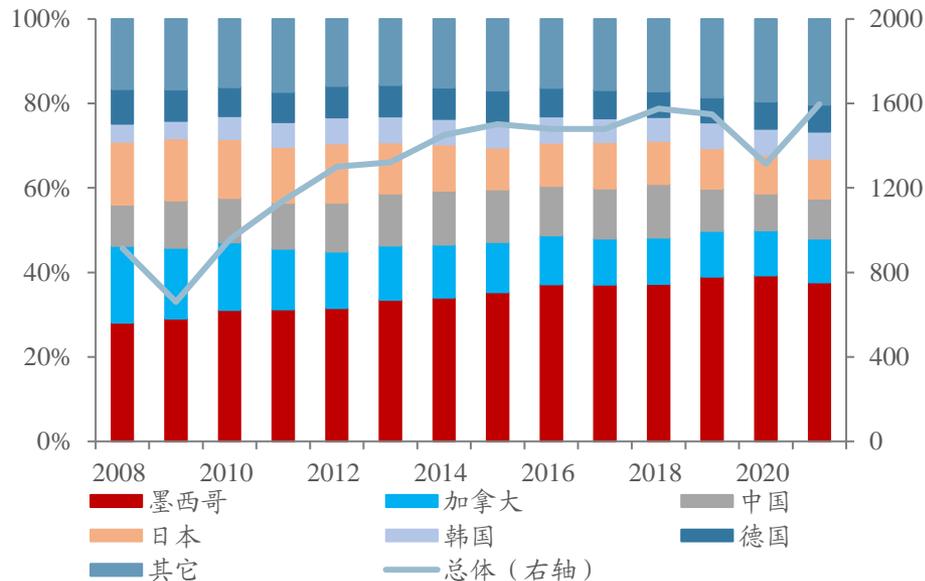


- 本国需求+出口需求，推动零部件行业规模增长。** 在本国汽车制造业需求和出口需求的双重推动下，墨西哥汽车零部件企业快速发展，2022年产值达到1067亿美元，同比+12.5%，根据墨西哥汽车零部件协会测算，2024年有望达到1105亿美元规模。
- 地理+成本优势，墨西哥成为美国汽车零部件进口最大供给国。** 得益于独特的地理优势和成本优势，墨西哥成为美国重要的汽车零部件进口来源国。根据美国贸易管理局的数据披露，美国从墨西哥进口的汽车零部件每年的占比持续增长，2021年达到37.7%，总金额达到601亿美元。

图：墨西哥零部件行业收&增速/亿美元



图：美国汽车零部件进口金额及各国占比/亿美元



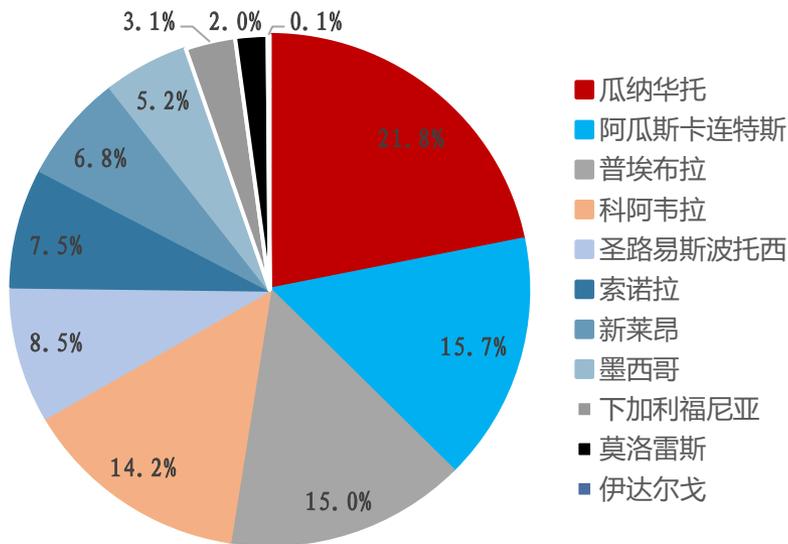
■ 各国乘用车品牌产能全面布局，集中在中北部城市。墨西哥乘用车产能主要分布在北部和中部地区，其中瓜纳华托州/阿瓜斯卡连特斯州/普埃布拉州分布着最多的产能。

图：墨西哥乘用车品牌制造基地

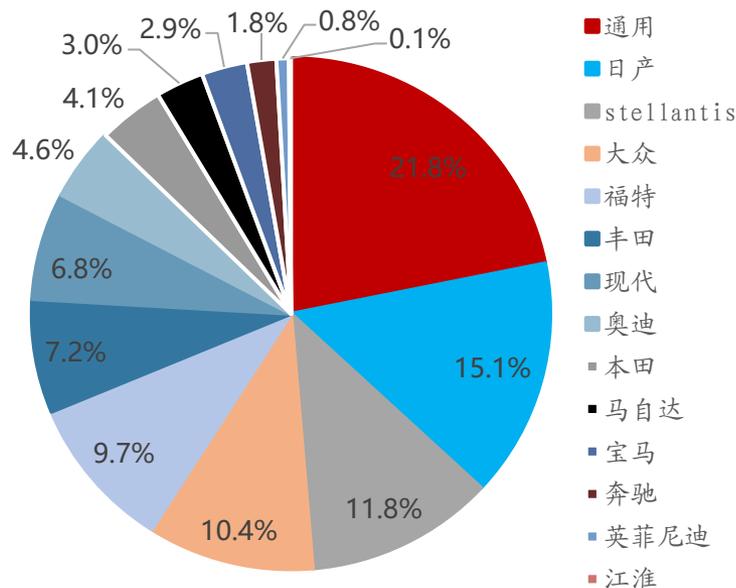


- **整车生产基地相对集中，CR4占比超过60%。**根据墨西哥汽车零部件协会披露的数据，截至2022年墨西哥的瓜纳华托/阿瓜斯卡连特斯/普埃布拉/科阿韦拉这四个州分布最多的产能，CR4达到66.7%。其中瓜纳华托/阿瓜斯卡连特斯州属于Bajio工业区，是墨西哥制造业发展最快的州，最为突出的是汽车制造业。
- **各大汽车品牌完成产能布局。**截至2022年，美国车企通用/福特/Stellantis（克莱斯勒+FCA）占据了43.3%的产能，其它品牌包括日产、大众、丰田等均已经在墨西哥当地具备一定的产能，中国品牌江淮汽车也具备了初步的产能基础。

图：墨西哥乘用车产能地理分布（2022年）

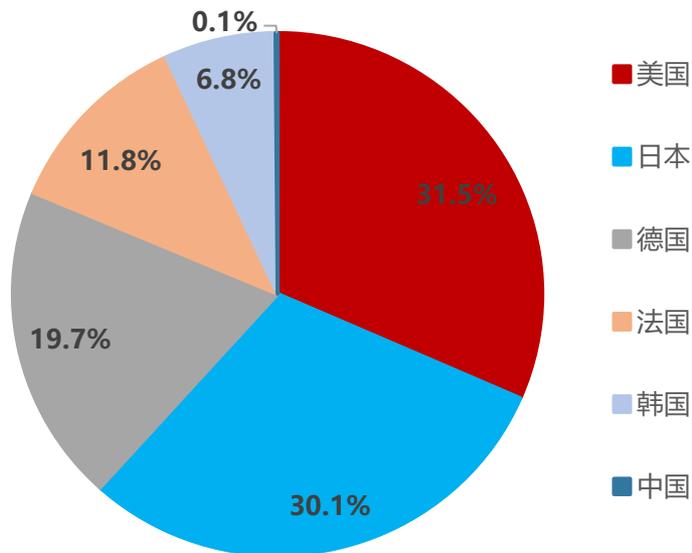


图：墨西哥乘用车产能品牌分布（2022年）

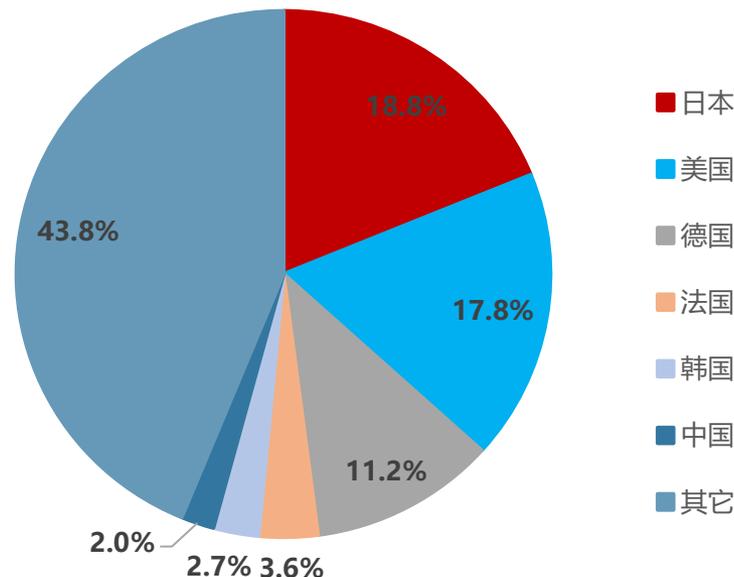


- **美国/日本/德国具备最大产能优势，整车企业驱动供应链完成布局。**从乘用车车企国别的角度来看，美系和日系占绝对优势。同美国零部件供应链的布局情况基本一致，整车企业的布局驱动供应链企业完成布局，根据Marklines数据披露，墨西哥合计共有2303家汽车零部件企业，墨西哥本土零部件企业占比超过40%，此外美国/日本投资的零部件企业具备较高的占比。德国投资零部件企业占比约为11.2%。

图：墨西哥乘用车产能国别分布



图：墨西哥汽车零部件投资国别分布



- **经贸协议众多，美洲及欧盟地区贸易便利。**墨西哥是最早与世界上两大贸易集团“北美自由贸易区”（现为《美墨加协定》）和“欧盟”签订自由贸易协定的发展中国家，共与**52**个国家签署了**14**项自由贸易协定（FTA），并签署了36个双边投资协定（BITs），其中31项现行有效。在墨西哥生产加工的产品能够以优惠便利的条件进入拉丁美洲国家和欧盟等地区的主要国家和市场。
- **中墨两国贸易往来紧密。**2013年中国和墨西哥两国建立全面战略伙伴关系以来，经贸合作成果丰硕。墨西哥是中国在拉美地区第二大贸易伙伴，中国是墨西哥全球第二大贸易伙伴，2021年双边贸易额已突破1000亿美元。中国已正式提出申请加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定，墨西哥也是目前的11个成员国之一。

表：墨西哥已签署的贸易协定（部分）

协定类型	具体情况
自由贸易协定	墨西哥共签署了36个双边投资协定，其中与中国、中国香港、巴西、阿拉伯联合酋长国、土耳其、科威特、巴林、新加坡、白俄罗斯、斯洛伐克、西班牙、英国等国家或地区签署的31个双边投资协定已生效。
双边投资协定	美墨加协定 (T-MEC/USMCA) （2020年7月1日）、 全面与进步跨太平洋伙伴关系协定 （2018年12月30日）、太平洋联盟附加议定书（2016年5月1日）、墨西哥—巴拿马（2015年7月1日）、中美洲—墨西哥（2013年7月1日）、墨西哥—秘鲁（2012年2月1日）、墨西哥—日本（2005年4月1日）、墨西哥—乌拉圭（2004年7月15日）、欧洲自由贸易联盟（EFTA）—墨西哥（2001年7月1日）、墨西哥—智利（1999年8月1日）、哥伦比亚—墨西哥—委内瑞拉（1995年1月1日）、拉丁美洲一体化协会条约（LALA）（1981年3月18日）等。
其他贸易协定	南方共同市场（Mercosur）—墨西哥补充协议（2006年5月1日）、墨西哥—欧盟委员会合作协议（2001年1月3日）、墨西哥—新西兰贸易暨投资架构协定（TIFA）（1996年10月21日）。

表：中墨双方签署的主要贸易投资协议（部分）

协定名称	签署时间
《中国商务部和墨西哥经济部关于加强数字经济领域投资合作的谅解备忘录》	2022年9月6日
《中国商务部和墨西哥经济部关于关于推动绿色发展领域投资合作的谅解备忘录》	2022年9月6日
《中国商务部和墨西哥经济部关于建立投资合作联合工作组的谅解备忘录》	2021年8月20日
《中国商务部和墨西哥经济部关于设立贸易畅通工作组和谅解备忘录》	2020年7月10日
《中国国家发展和改革委员会和墨西哥合众国经济部关于促进产业投资与合作的谅解备忘录》	2014年11月13日
《中国商务部与墨西哥合众国经济部关于成立中墨企业家高级别工作组谅解备忘录》	2013年11月29日
《中国国家发展和改革委员会与墨西哥合众国财政和公共信贷部关于设立政府间高级投资工作组促进投资合作的谅解备忘录》	2013年9月5日
《中国商务部与墨西哥经济部关于加强贸易救济合作的谅解备忘录》	2013年6月4日

■ 《美墨加协议》新的机遇与挑战

- ✓ **新的机遇：**2020年7月1日《美墨加贸易协定》生效，取代1992年签署的《北美自由贸易协定》成为北美三国间的三边贸易协议。墨西哥具有浓厚的制造业历史、完善的配套设施、高标准的汽车制造能力和相对较低的生产成本，满足条件的企业在墨西哥制造的产品出口北美将获得零关税。该协定使得对目标市场为北美的生产企业来说，在墨西哥建立工厂成为极具竞争力的选择。
- ✓ **新的挑战：**《美墨加协定》汽车在北美**原产地规则**主要有7个要求：1) 整车区域价值含量 (RV C) 不低于75%；2) 核心件区域价值含量不低于75%；3) 主件区域价值含量不低于70%；4) 辅件区域价值含量不低于65%；5) 钢购买含量不低于70%；6) 铝购买含量不低于70%；7) 劳动价值含量(LVC)相关条款。2023年7月1日后满足汽车原产地规则才能享受0关税。到2023年，零关税汽车40%-45%的零部件必须由时薪最低16美元的工人所生产。这在一定程度上也削弱墨西哥低劳动力成本优势。

表：《美墨加协定》与《北美自由贸易协定》汽车原产地规则对比

汽车原产地规则	《美墨加协定》款项	《北美自由贸易协定》款项
汽车区域价值含量比例	不低于75%	不低于62.5%
相关零部件区域价值含量	核心件不低于75%，主件不低于70%，辅件不低于65%	部分汽车零部件的北美地区价值含量不得低于60-62.5%
符合区域价值含量的零部件种类	扩大了需符合区域价值含量的零部件范围，分别对乘用车、轻型卡车的核心件、主件和辅件，重型卡车的主件和辅件，以及其他机车的零部件中需要达到北美地区价值含量的零部件的HS编码进行了逐一列表	列出符合区域价值含量的零部件种类，未被列入该清单的零部件不受区域价值含量要求限制
钢铝产品购买含量	不低于70%，未限定所涉及的钢铝产品的HS编码，成员国可在具体操作中给出钢铝产品的额外描述或修订	无
劳动价值含量	原产于北美地区的汽车必须达到40%至45%的劳动价值含量	无
过渡期合规要求	在协定生效5年内，该企业总产量的不多于10%可在报备后继续享受62.5%的区域价值含量要求	机动车辆组装商在生产出第一台原型车之日以后5年内，区域价值含量要求为50%

《通胀削减法案》进一步凸显《美墨加协定》

符合《美墨加协议》的电车额外\$7500补贴：2023年1月1日，美国《通胀削减法案》正式生效，向购买新电动汽车以及二手电动汽车的美国消费者分别提供7500美元和4000美元的税收抵免。获取补贴需要满足两个条件：一、至少40%用于电池的关键原材料是在美国或与美国有贸易协定的国家提取的，2027年将提高到80%；二、至少50%的电池组件是在美国、加拿大和墨西哥制造或组装的，2029年将提高到100%。这将进一步促使海外车企在北美，尤其是性价比更好的墨西哥建立工厂。

汽车制造链向美国转移的风险：此前美国民主党提案在\$7500的基础上，在美国工会中制造组装的车辆额外补贴\$4500，使用美国制造的电池额外再补贴\$500，从2027年开始，只有在美国组装的、电池容量至少为50kWh的新能源汽车才有资格获得7500美元的基本税收抵免。这一提案明显违背了《美墨加协定》初衷，促使新能源车企向美国转移建厂。这一提案最终未被通过，但不排除后续的政策风险。

表：《通胀削减法案》对电动汽车的补贴

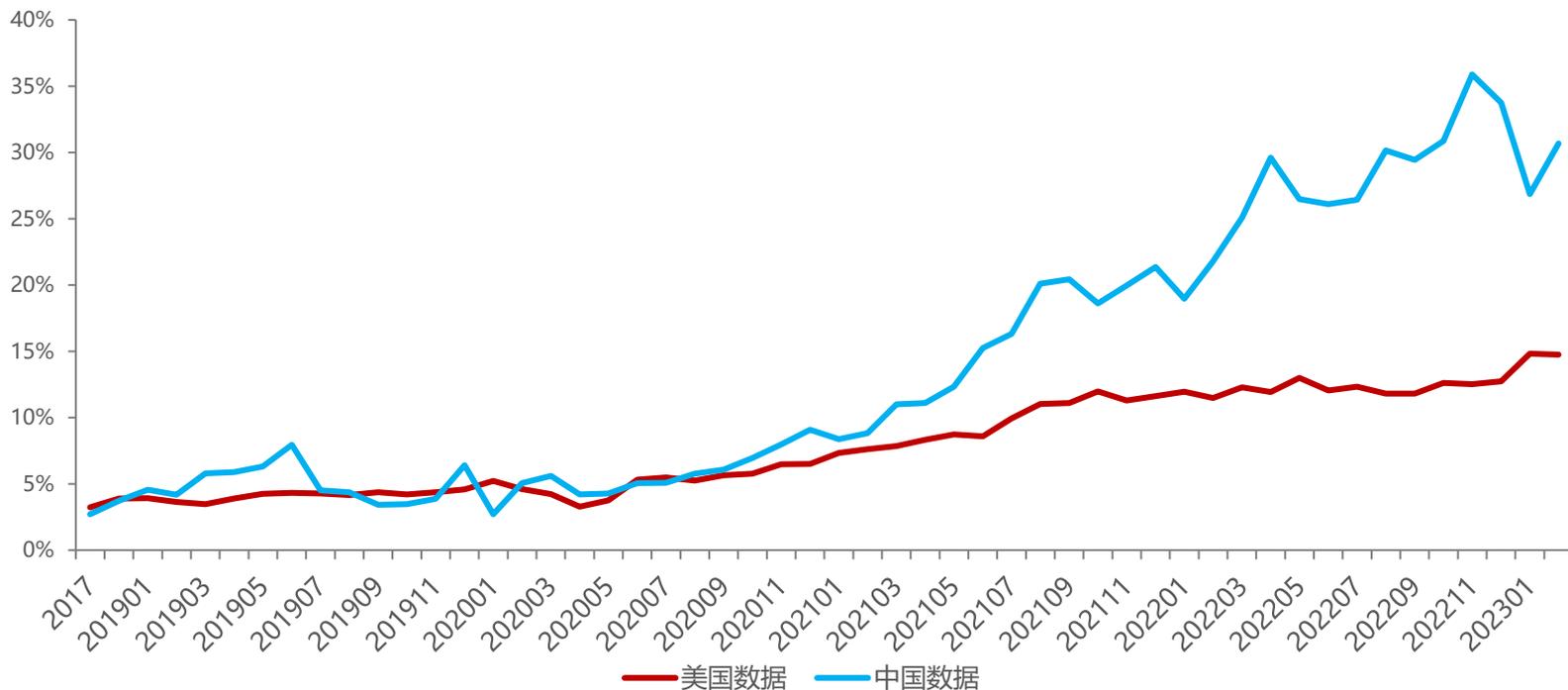
	总体需求	原材料需求	补贴金额
关键原材料	1、车辆价格：仅限于定价不超过8万美元的电动卡车、货车和SUV，以及价格不超过5.5万美元的轿车 2、购车人收入：联合申报人不超过30万美元，户主22.5万美元，个人总收入15万美元 3、新车在北美最终组装 4、电池组件及关键原材料不由外国关注实体参与	电池关键物质（镍锰钴锂等）一定比例的价值量由美国或与美国签订自由贸易协定的国家提取或加工、或在北美回收利用	\$3750
电池组件		电池部件（正负极、铜箔、电解液、电芯等）由北美制造或组装的价值量达到一定比例以上	\$3750

表：关键原材料及电池组件北美区域价值比例

时间节点	关键原材料	电池组件
法案公布至2024年1月1日	40%	50%
2024年	50%	60%
2025年	60%	60%
2026年	70%	70%
2027年	80%	80%
2028年		90%
2029年		100%

- **中国新能源领域后来居上，美国新能源渗透率提升空间广阔。**在新能源汽车领域，中国凭借相关的政策补贴和产业扶持，目前在渗透率维度和电动化维度超过美国，在全球处于领先地位。美国通过《通胀削减法案》希望加速新能源车渗透率的提升，并且加速相关制造业回流北美地区。未来美国相关政策有望持续支持新能源相关产业发展。
- **特斯拉全球新能源领军美国企业，有望持续获得政策支持。**

图：中美两国新能源渗透率对比



- **特斯拉全球产能布局。** 目前已经在全球拥有6座超级工厂，其中4座汽车制造厂，产能布局横跨北美、亚洲、欧洲三大洲，产能合计超过190万台/年。
- **超级工厂选址原则：** 大型国际港口+税收优惠+完备供应链+熟练产业工人

图：特斯拉全球产能布局



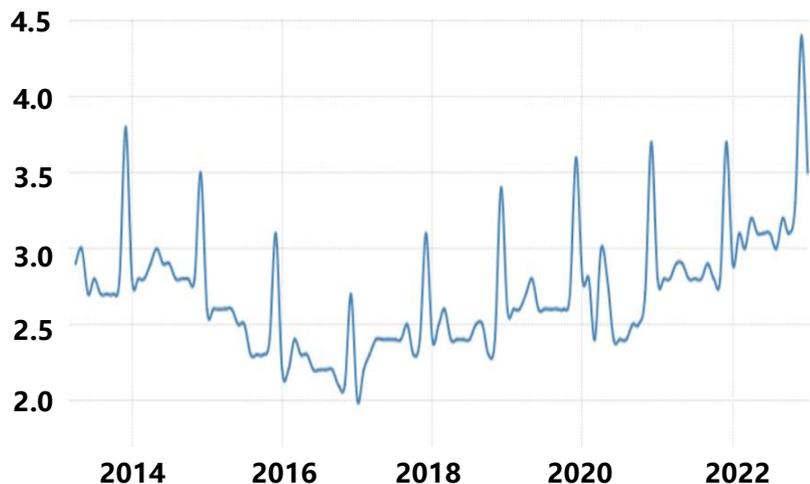
- 2023年3月，特斯拉宣布将在墨西哥莱昂州的蒙特雷（圣卡塔里纳市）修建第7座超级工厂，也是第5座整车制造工厂。根据墨西哥官方披露，特斯拉预计初步投资50亿美元，新工厂占地4200英亩，比特斯拉德州超级工厂的2500英亩多约68%。第一期产能规划预计100万台/年，后期有望持续产能扩张。（上海工厂占地212英亩，100万台产能）
- 新工厂选址距离德州超级工厂车程约620公里，车程预计7小时，墨西哥工厂有望成为特斯拉最大的产能扩张基地。

图：特斯拉墨西哥超级工厂效果图



- **税赋水平与中国基本保持一致。**墨西哥目前整体的税赋水平和中国基本保持一致。美国相对来说税赋水平更低。
- **人力成本低于中国，具备一定成本优势。**中国经过多年经济发展，制造业人均收入逐步提升，墨西哥2014-2022年制造业人均工资基本在3-4美元/小时波动。截至2022年墨西哥制造业小时工资较中美两国具备一定的成本优势。

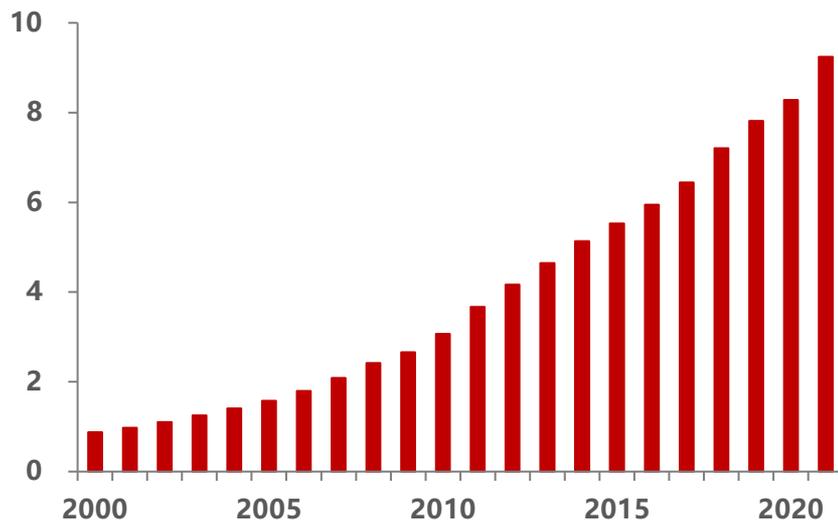
表：墨西哥制造业工资收入（美元/小时）



表：中国/美国/墨西哥三国税赋&人力成本对比

	墨西哥	中国	美国
税赋			
企业所得税	30% (南部多州20%)	25% (高新技术15%)	21%
增值税	16% (南部多州8%)	13%	0%-10% (销售税)
个人所得税	1.92%-35%	0%-45%	10%-39.6%
人力成本			
最低工资 (美元/天)	11.4	12.6	58
制造业工资 (美元/小时)	4.4	6.7	25.8

表：中国制造业工资收入（万元/年）



■ **土地成本与燃料成本与国内基本保持一致，天然气成本低于中国。**与中国对比，墨西哥的土地成本以及汽/柴油价格基本保持一致，天然气成本较中国更有优势，但是工业电价/水价较国内明显更高。

	墨西哥	中国	美国	备注
土地成本				
工业用地售价	69.7	170.3	125.0	美元/m ²
工业土地租金 (USD/m ² /月)	4.6	4.3	69.4	美元/m ² /月
液体燃料				
汽油	1.31	1.21	0.99	美元/公升
柴油	1.29	1.08	1.09	
电价				
居民	0.10	0.08	0.18	美元/千瓦时
工业	0.19	0.09	0.14	
天然气				
居民	0.079	0.036	0.055	美元/kwh 居民2.5元/m ³ (中国) 工业3.5元/m ³ (中国)
工业	0.041	0.051	0.051	
水费	0.83 (瓜达拉哈)	0.60	/	美元/m ³

部分国内零部件企业在墨西哥已经具备一定的产能，并且具备一定的经营经验

表：国内零部件企业已有产能梳理（单位：人民币）

公司类别	公司名称	投资	产能（营收）	投产时间	产品品类	地址	利润率	
已有产能	现状	华域汽车	未知	5家工厂	最新座椅工厂 2021年	内饰+座椅	克雷塔罗州 新莱昂州 科阿韦拉州	/
	现状	文灿股份	/	2021：预计4亿元	最新三厂 2021年	低压铸造	克雷塔罗州 瓜纳华托州	/
	现状	上声电子	3500万	2021：3414万	2017年	车载扬声器	特拉斯卡拉州	暂未盈利
	现状	继峰股份	收购格拉默	2022：16.7亿元	未知	座椅+头枕+中控	克雷塔罗州	暂未盈利
	现状	均胜电子	收购普瑞	/	早于2015年	安全件+内饰	新莱昂州 科阿韦拉州 索诺拉州 墨西哥州 塔毛利帕斯州	/
	现状	宁波华翔	1亿元	/	2022年	内饰件	阿瓜斯卡连特斯州	/
	现状	模塑科技	23亿元 (3.35亿美元)	2022H1：6.4亿元 2021：12亿元	2019年	外饰件	圣路易斯波托西州	暂未盈利
	现状	奥特佳	/	/	2019年	热管理空调系统	普埃布拉州	暂未盈利
	现状	中鼎股份	/	/	2017年前	热管理管路系统	奇瓦瓦州	/
	现状	三花智控	/	2020：2亿元	2017年	热管理系统	科阿韦拉州	盈利
	现状	香山股份	收购群英	2021年：5.35亿元	2017年前	内饰件	圣路易斯波托西州	/
	现状	瑞玛精密	2000万元	2021年：0.44亿元	2016年	金属冲压件	克雷塔罗州	暂未盈利
	现状	凌云股份	/	1360万欧元	2019年	铝型材保险杠 吸能盒	瓜纳华托州	/
	现状	新坐标	6100万	2021：717万 2022H1：673万	2021年Q4	液压挺杆等	新莱昂州	暂未盈利
现状	万丰奥威	/	1500吨	2015年前	镁铝合金锻造	科阿韦拉州	/	

部分国内零部件企业在墨西哥计划新的产能增量，部分之前在墨西哥具备一定的产能和经营经验

表：国内零部件企业墨西哥新增产能梳理（单位：人民币）

公司类别		公司名称	投资	产能（营收）	投产时间	产品品类	地址	利润率
原有产能 & 新增产能	现状	岱美股份	2亿元	2022H1:14亿元	2018年收购	遮阳板/顶棚	科阿韦拉州	盈利
	新增产能		8亿元	预计:16亿元	2025年			
	现状	嵘泰股份	2.5亿元	一期：2022年 2.8亿收入	2017年	铝合金压铸	新莱昂州	盈利
	新增产能		2.7亿元	二期：年均2.9亿收入	2024年			预计：17.2%
	现状	爱柯迪	1.4亿元	2021：5700万	2016年	铝合金压铸	瓜纳华托州	暂未盈利
	新增产能		/	每年3.5亿	2023年Q2			/
新增产能	新增产能	伯特利	3.5亿元	预计回收期6.13年	2023年底	转向节/控制臂	科阿韦拉州	预计国内持平
	新增产能	伯特利	/	/	2024年底	转向机/控制臂	科阿韦拉州	预计国内持平
	新增产能	拓普集团	13.6亿元	/	2024年	内饰/底盘/热管理	新莱昂州	预计：13.3%
	新增产能	旭升集团	<18.8亿元	/	2024年Q4	压铸/挤压/锻造工艺	科阿韦拉州	预计国内持平
	新增产能	瑞可达	2000万	/	2023年H2	新能源连接器	新莱昂州	/
	新增产能	银轮股份	2.7亿元	预计：4.22亿元	2023年	热管理产品	新莱昂州	预计 9.3%
	新增产能	新泉股份	8600万美元	/	2022年	内饰件	阿瓜斯卡连特斯州	尚未正式投产
	新增产能	祥鑫科技	1.4亿元	/	2022年H2	精密金属加工	新莱昂州	/

- **海外丰富经营经验：**2014年成立墨西哥子公司-IKD FAEZA，2021年实现营收0.57亿元。新增墨西哥工厂一、二期项目，墨西哥基地营收有望突破20亿元
- **转型新能源赛道，切入T供应链：**公司原有中小件业务主要面向传统燃油车产品，顺应新能源趋势，全面转型新能源产品（三电+车身结构件），压铸吨位向3-5000T突破。公司墨西哥基地获取T客户订单，有望跟随北美新能源渗透率增长快速放量。

表：爱柯迪盈利预测与估值（截至2023.5，单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21.75	25.07	26.27	25.91	32.06	42.65	57.50	77.20	96.04
按业务分类									
毛利率(%)	40.0%	34.2%	33.7%	30.3%	26.3%	27.8%	29.0%	28.0%	28.5%
期间费用/亿元	2.65	3.00	3.59	3.43	5.55	4.33	6.67	8.65	10.47
期间费用率	12.20%	11.97%	13.67%	13.24%	17.30%	10.15%	11.60%	11.20%	10.90%
销售费用/亿元	0.87	1.01	1.12	0.36	0.43	0.64	0.69	0.93	1.06
销售费用率	3.99%	4.03%	4.25%	1.38%	1.35%	1.49%	1.20%	1.20%	1.10%
管理费用/亿元	1.09	1.42	1.64	2.05	2.41	2.51	3.16	4.17	4.99
管理费用率	5.01%	5.66%	6.26%	7.92%	7.50%	5.88%	5.50%	5.40%	5.20%
研发费用/亿元	0.58	1.02	1.17	1.29	1.84	2.05	2.47	3.09	3.84
研发费用率	2.66%	4.08%	4.46%	4.96%	5.75%	4.81%	4.30%	4.00%	4.00%
财务费用/亿元	0.12	(0.45)	(0.34)	(0.27)	0.86	(0.87)	0.35	0.46	0.58
归母净利润/亿元	4.66	4.68	4.40	4.26	3.10	6.49	8.47	11.37	15.03
归母净利润率	21.41%	18.67%	16.76%	16.44%	9.67%	15.21%	14.73%	14.73%	15.65%
Yoy	-3.6%	0.6%	-6.0%	-3.2%	-27.2%	109.3%	30.6%	34.2%	32.2%

- **海外丰富经营经验**：2016年成立墨西哥子公司-莱昂嵘泰，2022年营收实现2.8亿元
- **切入T供应链**：获取T客户车身结构件订单，2023年即将落地量产
- **海外营收极具弹性**：2022年国内收入约13亿元，墨西哥规划产能15-17亿元，具备极大营收弹性

表：嵘泰股份盈利预测与估值（截至2023.5，单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6.82	8.80	9.91	9.91	11.63	15.45	22.50	30.57	40.64
按业务分类									
汽车零部件	6.13	7.70	9.16	8.98	10.29	13.41	20.30	27.97	38.04
按地域分类									
毛利率	36.0%	35.7%	34.9%	32.1%	25.1%	23.8%	22.7%	22.7%	22.4%
按业务分类									
汽车零部件	35.9%	35.1%	34.5%	31.3%	23.1%	20.7%	20.9%	21.0%	21.1%
营业费用/亿元									
期间费用/亿元	1.24	1.72	1.62	1.67	1.88	2.15	2.72	3.55	4.43
期间费用率	18.18%	19.51%	16.37%	16.84%	16.15%	13.94%	12.10%	11.62%	10.89%
销售费用/亿元	0.24	0.31	0.25	0.14	0.17	0.27	0.34	0.46	0.61
销售费用率	3.53%	3.54%	2.52%	1.45%	1.47%	1.75%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用/亿元	0.57	0.94	0.81	0.96	1.10	1.27	1.46	1.83	2.24
管理费用率	8.42%	10.65%	8.16%	9.64%	9.50%	8.24%	6.50%	6.00%	5.50%
研发费用/亿元	0.31	0.32	0.38	0.40	0.47	0.69	1.01	1.38	1.75
研发费用率	4.54%	3.59%	3.81%	4.00%	4.02%	4.43%	4.50%	4.50%	4.30%
财务费用/亿元	0.12	0.15	0.19	0.17	0.13	(0.07)	(0.09)	(0.12)	(0.17)
归母净利润/亿元	0.94	1.16	1.58	1.28	1.01	1.34	2.13	3.00	4.11
归母净利润率	13.75%	13.17%	15.98%	12.89%	8.65%	8.65%	9.46%	9.81%	10.12%
Yoy		23.6%	36.5%	-19.3%	-21.3%	32.8%	59.2%	40.9%	37.1%

- **遮阳板全球龙头，深耕北美市场多年。**公司产品主要包括遮阳板、头枕、顶棚中控等，其中遮阳板产品2022年全球市占率46%，北美市占率约在80%左右。公司深耕北美市场多年，2022年约60%的营收来自北美，与通用、福特、克莱斯勒和特斯拉等车企建立了紧密合作关系，且公司在墨西哥拥有成熟的生产基地，北美生产配套经验丰富。
- **拓展顶棚产品，打开公司成长空间。**公司沿着核心工艺向顶棚产品拓展，顶棚单车价值量超千元，相比公司原有的遮阳板和头枕产品大幅提升。公司正发行可转债投入墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目，产品包括顶棚集成产品30万套/年和顶棚产品60万套/年，达产后有望实现16.20亿元的收入增量。

表：岱美股份盈利预测与估值（截至2023.5）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,146	6,289	7,989	9,307
同比	22%	22%	27%	16%
归属母公司净利润（百万元）	570	736	944	1,127
同比	37%	29%	28%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.61	0.78	1.00	1.20

- **北美新能源供应链核心供应商。**公司深入配套T客户，配套单车价值量近万元，产品涵盖减震、底盘、热管理、内饰等多个领域。除此之外，福特、通用、Rivian等车企均具备较高的单车价值量。
- **墨西哥加速产能投放，有望充分受益北美新能源浪潮。**公司2022年年报公布墨西哥投资计划，一期产能建设规划220亩土地，后续有望持续投资加速产能扩张。

表：拓普集团盈利预测与估值（截至2023.5，单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入/亿元	50.90	59.84	53.59	65.11	114.63	159.93	226.22	331.57	433.33
营收拆分（按产品）									
内饰功能件	22.98	22.18	16.50	22.24	35.78	54.63	84.13	117.10	145.02
橡胶减震产品	23.32	24.34	23.42	25.60	33.47	38.72	44.52	52.51	61.08
底盘系统	3.64	11.67	10.47	13.31	26.24	44.45	68.99	116.89	162.95
热能管理相关产品					12.85	13.69	24.12	36.15	49.03
综合毛利率	29.03%	26.89%	26.29%	22.69%	19.88%	21.61%	21.25%	21.29%	21.53%
产品									
内饰功能件	23.82%	23.63%	22.45%	17.98%	17.25%	19.03%	19.00%	18.00%	18.00%
橡胶减震产品	33.86%	30.45%	29.03%	26.48%	23.82%	24.07%	24.00%	23.50%	23.50%
底盘系统	22.21%	18.17%	17.87%	15.27%	17.68%	21.23%	22.00%	22.00%	22.00%
热能管理相关产品					17.83%	18.59%	19.00%	19.00%	20.00%
营业费用/亿元									
期间费用/亿元	6.82	8.00	8.34	7.56	9.91	13.82	19.57	28.35	37.05
期间费用率	13.40%	13.37%	15.57%	11.61%	8.64%	8.64%	8.65%	8.55%	8.55%
归母净利润/亿元	7.38	7.53	4.56	6.28	10.17	17.00	22.86	33.94	45.24
归母净利润率	14.50%	12.59%	8.51%	9.65%	8.87%	10.63%	10.10%	10.24%	10.44%
Yoy			-39.4%	37.7%	61.9%	67.1%	34.4%	48.5%	33.3%

- **T客户长期合作伙伴。**公司2013年起配套T客户，2022年T客户营收占比达到34.4%，实现营收15.3亿元，持续增长。
- **墨西哥战略加速推进，2024年有望落地量产。**公司公告成立墨西哥孙公司，计划投入不超过2.76亿美元（约20亿人民币），建设墨西哥生产基地。根据我们推算，有望在2024年建成投产，完全达产产值约30亿元以上。

表：旭升集团盈利预测与估值（截至2023.5，单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入/亿元	7.39	10.96	10.97	16.28	30.23	44.54	66.85	95.06	123.58
营收拆分（按品类）									
汽车类	5.40	8.68	9.07	14.27	26.94	40.44	62.85	90.76	112.34
工业类	1.33	1.42	1.12	1.23	1.39	0.88	1.50	1.50	1.50
模具类	0.38	0.56	0.55	0.49	1.28	1.77	1.50	1.80	2.00
综合毛利率	44.43%	39.65%	34.01%	32.87%	24.06%	23.91%	23.50%	23.50%	23.50%
期间费用/亿元	0.74	0.88	1.38	1.60	2.49	2.74	4.41	6.18	7.72
期间费用率	9.98%	8.07%	12.57%	9.84%	8.23%	6.16%	6.60%	6.50%	6.25%
销售费用/亿元	0.12	0.13	0.21	0.12	0.21	0.25	0.33	0.48	0.56
销售费用率	1.58%	1.17%	1.87%	0.76%	0.71%	0.56%	0.50%	0.50%	0.45%
管理费用/亿元	0.30	0.41	0.61	0.70	0.76	0.89	1.40	2.00	2.60
管理费用率	4.06%	3.79%	5.56%	4.30%	2.52%	2.01%	2.10%	2.10%	2.10%
研发费用/亿元	0.29	0.44	0.47	0.58	1.29	1.73	2.34	3.23	3.95
研发费用率	3.97%	3.99%	4.30%	3.54%	4.28%	3.89%	3.50%	3.40%	3.20%
财务费用/亿元	0.03	(0.09)	0.09	0.20	0.22	(0.13)	0.33	0.48	0.62
财务费用率	0.36%	-0.87%	0.84%	1.25%	0.73%	-0.29%	0.50%	0.50%	0.50%
归母净利润/亿元	2.22	2.94	2.07	3.33	4.13	7.01	9.50	13.47	17.79
归母净利润率	30.06%	26.81%	18.83%	20.45%	13.67%	15.75%	14.20%	14.17%	14.39%
Yoy	9.1%	32.2%	-29.7%	61.1%	24.2%	69.7%	35.4%	41.9%	32.1%

- **自主内饰件龙头，客户结构优异。**公司是自主内饰件龙头企业，产品主要包括主副仪表盘、门板、立柱护板及前后保险杠等。公司具备同步开发能力、模具自制能力和领先的生产工艺，是内外饰件整体解决方案的供应商。公司客户结构优秀，深度配套吉利、奇瑞、理想、比亚迪和国际知名电动车企等客户。
- **建设墨西哥生产基地，推进公司国际化战略。**公司2020年在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务；2022年公司墨西哥生产基地项目顺利建成并进入试生产阶段；2023年2月，公司进一步向墨西哥新泉追加投资5000万美元，满足墨西哥基地的产能扩充。目前墨西哥基地产能包括25万套仪表板总成和170万只座椅背板，投产后将会给公司带来新的收入增量。

表：新泉股份盈利预测与估值（截至2023.5）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	6,947	10,057	13,165	16,027
同比	51%	45%	31%	22%
归属母公司净利润（百万元）	471	802	1,122	1,390
同比	66%	70%	40%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.97	1.65	2.30	2.85

四、风险提示

- ◆ **全球经济复苏低于预期。** 若全球经济复苏不及预期将影响海外汽车需求，影响我国汽车出海。
- ◆ **地缘政治不确定性超出预期。** 若个别地区由于地缘政治原因限制进口我国汽车，将会对我国汽车出海产生影响。
- ◆ **国内汽车价格战超出预期。** 若国内汽车价格战超出预期将会影响车企和零部件厂商的盈利能力。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园