

行业研究/深度研究

2019年06月05日

行业评级:

交运设备

增持 (维持)

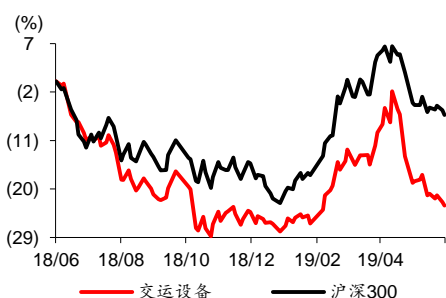
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

相关研究

- 1 《交运设备: 深广新增牌照限额, 促汽车消费》2019.06
- 2 《交运设备: 行业周报 (第二十二周)》2019.06
- 3 《交运设备: 行业周报 (第二十一周)》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

外资喜欢哪些汽车股?

汽车选股策略系列研究之一

外资持续流入 A 股是长期趋势, 定价权有望提升

我们认为随着 QFII 额度翻倍、MSCI 扩容、FTSE 纳入 A 股等, 长期来看 A 股在外资配置中比例逐渐增加是比较确定的。在内资资金基本稳定的局面下, 我们认为外资作为增量资金在 A 股市场的定价权有望提升。根据 MSCI 公告, 今年 MSCI 将在 5 月、8 月、11 月分三步将 A 股纳入因子从 5% 提升至 20%, 因此更多 A 股上市公司有望进入海外投资者的视野。由于海外资金更侧重于长期投资, 追求长期稳定回报, 因此他们选股的角度和标准值得重视和研究。同时, 那些目前海外资金持股不多但公司各方面符合外资选股标准的公司, 可能会受益于海外增量资金的流入。

外资青睐的汽车股有哪些?

我们以沪深港通持股占流通 A 股比例作为计算外资持股的核心指标。截至 20190603, 外资持股占流通 A 股比例前十的汽车股有福耀玻璃、宇通客车、潍柴动力、威孚高科、华域汽车、银轮股份、中国重汽、上汽集团、中鼎股份。福耀玻璃、宇通客车持股比例在 10% 以上, 潍柴动力、威孚高科、华域汽车持股比例在 5% 以上。

外资选股标准有哪些?

外资在汽车领域的选股标准有以下几点: 配置具有核心竞争力的细分领域龙头, 主要体现在市占率高、有品牌知名度和高竞争壁垒三个方面; 高分红价值型和高成长型标的都可能被关注; 财务指标上重视 ROE, 外资偏好 ROE 超过 10% 的公司; 在全球视角下的标的稀缺性很受重视, 中国市场独有的细分领域受关注; 注意公司的经营数据透明度, 透明度体现在业务复杂程度、数据披露频率、与投资者沟通有效性等几个方面; 外资喜好配置具有良好公司治理的标的, 良好的公司治理体现在上市时间足够长、实际控制人参与经营、国企有股权激励计划等方面。

建议配置外资持股较高的标的, 以及潜在加仓标的

建议关注外资持股比例较高的标的潍柴动力、宇通客车以及现在外资持股比例较低的潜在加仓标的星宇股份、岱美股份、精锻科技。潍柴动力是国内重卡发动机龙头, 拥有领先技术等核心壁垒, 多引擎贡献成长动能。宇通客车是国内客车龙头, 有显著高于同行业的成本管控能力, 较好的公司整理结构。我们认为外资潜在加仓标的有: 星宇股份是国内自主车灯龙头, 成长性和盈利性兼具, 超越周期保持较快成长; 精锻科技是国内差速器锥齿轮龙头, 具有优秀的盈利性和成长性, 估值较低; 岱美股份是全球遮阳板龙头, 具有较好的盈利性和海外知名度。

风险提示: 国内汽车销量不达预期, 外资流入不达预期, 零部件国产替代、海外拓展不达预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601799	星宇股份	72.00	增持	2.21	2.94	3.88	5.07	32.6	24.5	18.6	14.2
603730	岱美股份	23.05	增持	1.66	1.69	2.01	2.41	13.5	13.3	11.2	9.3
300258	精锻科技	12.60	买入	0.79	0.8	1.02	1.24	15.9	15.8	12.4	10.2
000338	潍柴动力	11.45	增持	1.09	1.18	1.28	1.38	10.5	9.7	8.9	8.3
600066	宇通客车	12.23	增持	1.04	0.92	1.01	1.08	11.8	13.3	12.1	11.3

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

外资持续流入 A 股为长期趋势，重视外资选股标准.....	4
外资持续流入 A 股是长期趋势，定价权有望提升	4
外资青睐的汽车股有哪些?	4
外资选股标准有哪些?	4
建议配置外资持股较高的标的，以及潜在加仓标的	4
外资看重哪些选股指标?	5
综合竞争能力强的细分行业龙头更受青睐	5
外资偏好细分市场占有率高标的	5
海外客户拓展成功，品牌具有全球知名度	5
细分行业龙头通常拥有较强核心壁垒	5
低估值价值型股票和高成长型股票都受青睐	7
财务指标中 ROE 是关注焦点	7
全球视角下的稀缺性，全球领先的细分领域更受关注	8
经营财务数据透明度高，对投资者友好的公司更受喜爱	8
外资更重视公司治理质量	8
MSCI 扩容，人民币升值为外资流入集中的时间	10
MSCI 纳入的 A 股汽车股有哪些	10
MSCI 分三步扩容，5 月、8 月、11 月为重要时间点	10
人民币升值外资流入，贬值则外资易流出	10
外资选股经验或可借鉴，潜在加仓标的值得关注	12
星宇股份：国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户	12
精锻科技：差速器锥齿轮龙头，具优秀盈利性与成长性	13
岱美股份：全球遮阳板龙头，品类增加促增长	13
潍柴动力：重卡发动机龙头，多引擎贡献成长动能	14
宇通客车：客车行业龙头，市占率有望持续提升	15
风险提示	17

图表目录

图表 1: 沪深港通持股占流通 A 股比例前十股票 (截至 20190603)	4
图表 2: 外资持股 TOP10 市占率情况	5
图表 3: 外资持股 TOP10 海外客户及收入占比情况	5
图表 4: 外资持股 TOP10 标的核心壁垒	6
图表 5: 汽车玻璃行业核心标的 EBIT margin 比较	6
图表 6: 客车行业标的 EBIT margin	7
图表 7: 外资持股 TOP10 估值、分红及 PEG 情况	7
图表 8: 外资持股 TOP10 财务表现情况	7
图表 9: 外资持股 TOP10 公司透明度	8
图表 10: 外资持股居前列的汽车股公司治理情况	9
图表 11: MSCI 中国 A 股大盘股指数包含的汽车与汽车零部件行业组股票	10
图表 12: MSCI 中国 A 股中盘股指数包含的汽车与汽车零部件行业组股票	10
图表 13: 美元兑人民币与外资流入关系	11
图表 14: 星宇股份财务指标	12
图表 15: 精锻科技财务指标	13
图表 16: 岱美股份财务指标	14
图表 17: 潍柴动力财务指标	14
图表 18: 公司 2018 年单季度财务数据分析	15
图表 19: 客车行业 EBIT margin 比较	15
图表 20: 宇通客车财务数据	15

外资持续流入 A 股为长期趋势，重视外资选股标准

外资持续流入 A 股是长期趋势，定价权有望提升

我们认为随着 QFII 额度翻倍、MSCI 扩容、FTSE 纳入 A 股等，长期来看 A 股在外资配置中比例逐渐增加是比较确定的。在内资资金基本稳定的局面下，我们认为外资作为增量资金在 A 股市场的定价权有望提升。根据 MSCI 公告，今年 MSCI 将在 5 月、8 月、11 月分三步将 A 股纳入因子从 5% 提升至 20%。外资的价值选股标准值得重视。

外资青睐的汽车股有哪些？

我们以沪深港通持股占流通 A 股比例作为计算外资持股的核心指标。截至 20190603 外资持股占流通 A 股比例前十的汽车股有福耀玻璃、宇通客车、潍柴动力、威孚高科、华域汽车、银轮股份、中国重汽、上汽集团、中鼎股份。

图表1：沪深港通持股占流通 A 股比例前十股票（截至 20190603）

证券代码	证券简称	申万三级行业	系统持股量(股)	持股市值(元)	占流通 A 股%(计算)
600660.SH	福耀玻璃	汽车零部件III	243,698,173	3,048,664,144	11.01
600066.SH	宇通客车	商用载客车	214,589,748	4,684,494,199	10.71
002050.SZ	三花智控	汽车零部件III	226,478,249	2,276,106,402	9.38
000338.SZ	潍柴动力	汽车零部件III	298,268,318	3,489,739,321	7.03
000581.SZ	威孚高科	汽车零部件III	56,921,175	1,119,070,301	6.80
600741.SH	华域汽车	汽车零部件III	197,057,123	3,956,907,030	6.25
002126.SZ	银轮股份	汽车零部件III	38,643,065	293,687,294	5.04
000951.SZ	中国重汽	商用载货车	28,415,660	552,684,587	4.24
600104.SH	上汽集团	乘用车	367,353,642	8,798,119,726	3.19
000887.SZ	中鼎股份	汽车零部件III	25,457,175	244,134,308	2.09

资料来源：Wind，华泰证券研究所

外资选股标准有哪些？

总的来说，外资在汽车领域的选股标准有以下几点：配置具有核心竞争力的细分领域龙头，主要体现在市占率高、有品牌知名度和高竞争壁垒三个方面；高分红价值型和高成长型标的都可能被关注；财务指标上重视 ROE，外资偏好 ROE 超过 10% 的公司；在全球视角下的标的稀缺性很受重视，中国市场独有的细分领域受关注；注意公司的经营数据透明度，透明度体现在业务复杂程度、数据披露频率、与投资者沟通有效性等几个方面；外资喜好配置具有良好公司治理的标的，良好的公司治理体现在上市时间足够长、实际控制人参与经营、国企有股权激励计划等方面。

建议配置外资持股较高的标的，以及潜在加仓标的

建议关注外资持股比例较高的标的潍柴动力、宇通客车以及现在外资持股较低的潜在加仓标的星宇股份、岱美股份、精锻科技。潍柴动力是国内重卡发动机龙头，拥有领先技术等核心壁垒，业务优化布局，多引擎贡献成长动能。宇通客车是国内客车龙头，有显著高于同行业的成本管控能力，较好的公司整理结构，未来有望受益行业优胜劣汰市占率提升，海外拓展有望带来新的增长点。星宇股份是国内自主车灯龙头，拥有优质的客户资源，成长性和盈利性兼具，超越周期保持较快成长，未来有望受到外资关注。精锻科技是国内差速器锥齿轮龙头，具有优秀的盈利性和成长性，估值较低，未来有望受到外资关注。岱美股份是全球遮阳板龙头，具有较好的盈利性和海外知名度，品类增加促长期成长，未来有望受到外资关注。

外资看重哪些选股指标？

综合竞争能力强的细分行业龙头更受青睐

我们认为综合竞争能力强的细分行业龙头可能更受外资青睐。综合竞争能力强具体体现在：市场占有率居细分行业首位、品牌全球知名度高、拥有较强核心壁垒几个方面。

外资偏好细分市场占有率高标的

我们认为外资偏好福耀玻璃主营汽车玻璃和浮法玻璃，公司经过 20 多年的发展已经成为国产汽车玻璃行业龙头，是汽车零部件行业实现进口替代的典型代表企业。现公司已成功跻身全球玻璃供应商前列，与旭硝子、板硝子、圣戈班等国际知名玻璃厂商并驾齐驱。根据公司调研数据，2018 年，公司国内前装汽车玻璃市占率约 65%，后装汽车玻璃市占率约 20%。宇通客车是国内客车行业龙头，18 年销售客车 6 万辆，总体市场占有率 34.5%。潍柴动力是重卡发动机领域龙头，市场占有率 31.6%。三花智控在电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等产品市场占有率位居全球第一。

图表2： 外资持股 TOP10 市占率情况

证券代码	证券简称	申万三级行业	细分领域	市占率
600660.SH	福耀玻璃	汽车零部件III	汽车玻璃	国内汽车玻璃前装市占率 65%左右，国内后装 20%
600066.SH	宇通客车	商用载客车	客车	公司产品主要覆盖大中型客车市场，总体市场占有率 34.5%
002050.SZ	三花智控	汽车零部件III	汽车热管理	公司电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等产品市场占有率位居全球第一
000338.SZ	潍柴动力	汽车零部件III	重卡发动机	2018 年，公司共销售重卡发动机 36.3 万台，市场占有率 31.6%。
000581.SZ	威孚高科	汽车零部件III	重卡排放	主营业务产品为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
600741.SH	华域汽车	汽车零部件III	汽车零部件	仪表盘、汽车座椅、车灯、气囊、保险杠、底盘结构件、传动轴、空调压缩机、转向机、摇窗机等产品的细分市场占有均居于国内前列
002126.SZ	银轮股份	汽车零部件III	汽车热管理	国内自主品牌换热器行业第一
000951.SZ	中国重汽	商用载货车	重卡	18 年实现重卡销售 14 万辆，市场占有率约 12% 左右
600104.SH	上汽集团	乘用车	乘用车	中国乘用车龙头，2018 年国内汽车市占率 24.1%
000887.SZ	中鼎股份	汽车零部件III	内饰	密封件、特种橡胶制品连续十年主导产品市场占有率居国内同行业首位

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

海外客户拓展成功，品牌具有全球知名度

我们认为拥有知名海外客户，具有全球品牌影响的标的更被外资青睐。福耀玻璃海外拓展积极，在海外建设产能满足客户的需求，从而拥有了国际品牌知名度。据公司年报数据，2018 年福耀玻璃实现海外收入 83.12 亿元，占营业收入比例 41.8%。福耀玻璃的客户包括丰田、大众、通用汽车、福特、现代等，向中国、美国、英国、香港、德国、日本等多个国家和地区配套汽车玻璃，在美国和俄罗斯拥有汽车玻璃和浮法玻璃工厂。三花智控 18 年海外收入占比 45.72%，汽车零部件供应给法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、特斯拉等海外知名客户。中鼎股份 18 年海外收入占比 67%，其主要海外客户有通用、大众、戴姆勒、沃尔沃、福特等。

图表3： 外资持股 TOP10 海外客户及收入占比情况

证券代码	证券简称	海外客户情况	18 年海外收入占比
600660.SH	福耀玻璃	丰田、大众、通用汽车、福特、现代等。	41.80%
600066.SH	宇通客车	出口至法国、英国、俄罗斯等	12.77%
002050.SZ	三花智控	法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、特斯拉等	45.72%
000338.SZ	潍柴动力	德国子公司凯傲，主要负责叉车业务	40.32%
000581.SZ	威孚高科	博世柴油系统、德国博世	4.40%
600741.SH	华域汽车	延锋汽车内饰系统有限公司在全球汽车内饰市场占有率保持较高，主要覆盖奔驰、宝马、福特、大众、通用等全球整车企业。	20.60%
002126.SZ	银轮股份	商用车领域的主要客户有戴姆勒、康明斯、纳威司达	24.27%
000951.SZ	中国重汽	主要为国内销售	0
600104.SH	上汽集团	在印度、泰国、印尼建设工厂，2018 年实现海外销售 27.7 万辆	4.06%
000887.SZ	中鼎股份	通用、大众、戴姆勒、沃尔沃、福特、宝马、雷诺日产、菲亚特、捷豹路虎、奥迪	67.07%

资料来源：Wind,华泰证券研究所

细分行业龙头通常拥有较强核心壁垒

我们认为能成为细分行业龙头的标的通常具有较强的核心壁垒。从 TOP10 标的的分析来看，细分领域龙头的核心壁垒通常体现在前期投入大带来的资金壁垒、认证周期长带来的客户粘性、较强的成本费用管控能力、核心技术、广泛的营销渠道、先发优势和品牌溢价

几个方面。福耀玻璃的核心壁垒主要是资金壁垒、客户粘性以及成本费用管控能力，宇通客车的主要核心壁垒是渠道管理和成本管控能力，潍柴动力、三花智控、威孚高科更多是凭借独特的核心技术屹立不倒，华域汽车有先发优势和稳定的大客户带来的规模效应。

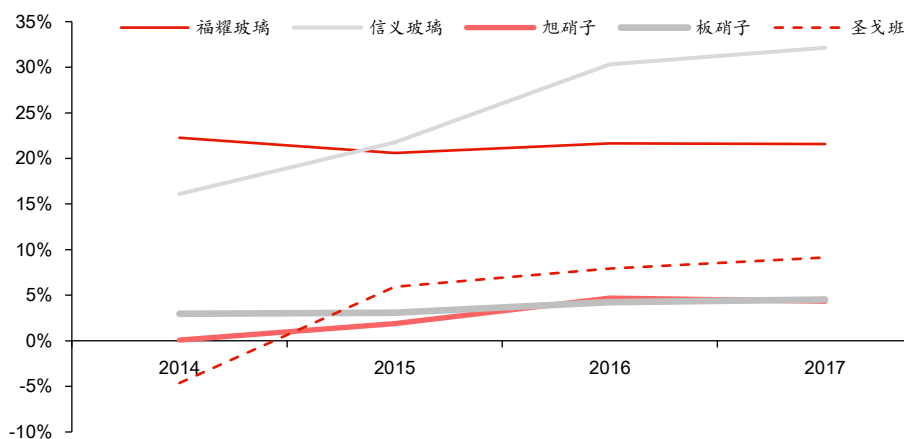
图表4： 外资持股 TOP10 标的核心壁垒

证券代码	证券简称	核心壁垒
600660.SH	福耀玻璃	前期投入高，认证周期长，成本费用管控能力
600066.SH	宇通客车	销售、渠道、成本管理能力强，有一定品牌溢价
002050.SZ	三花智控	拥有核心技术、品牌保证、全球营销网络和生产基地
000338.SZ	潍柴动力	优秀的集成能力、领先的技术、高品质的产品、完善的网络
000581.SZ	威孚高科	专利技术领先，质量控制能力强，综合运营管理水平提高
600741.SH	华域汽车	先发优势和 QSTP（质量、服务、技术、价格）的综合优势
002126.SZ	银轮股份	完善的性能测试设备、同步开发能力
000951.SZ	中国重汽	精益化管理，广泛的营销渠道
600104.SH	上汽集团	产品覆盖各细分市场，渠道和生产基地全国布局、自主创新和研发能力强
000887.SZ	中鼎股份	成熟的国际化管理，自动化水平提升带来成本节约

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

福耀玻璃核心壁垒：前期投入高，认证周期长，成本利润管控能力高于竞争对手。据调研数据，汽车玻璃工厂前期投入需要大量资本，建设产能周期大约在 2 年左右，另外还有 1 年左右的调试期。汽车玻璃产品认证周期在 2 年左右，导致客户有一定的供应商粘性。福耀有超越同行业的成本和费用管理体系。为了控制成本，福耀玻璃构建了完善的产业生态，上游砂矿资源、优质浮法技术、工艺设备研发制造、全球布局的 R&D 中心和供应链网络构成了产业化优势“护城河”。根据彭博数据，2014-2017 年福耀玻璃的 EBIT margin 显著高于同行业平均水平，这说明福耀玻璃拥有较强的成本费用管控能力。

图表5： 汽车玻璃行业核心标的 EBIT margin 比较



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

宇通客车核心壁垒：我们认为宇通客车的核心壁垒在于销售、渠道、成本管理能力强，由于多年的积累也逐步形成了一定的品牌溢价。根据公司年报，公司国内销售采用直销为主，经销为辅的方法，国内销售区域划分为 19 个经营大区，下设直销人员 680 余人，实现对全国所有市县的深层有效覆盖。另外公司有合约经销商 224 家。售后服务方面，公司独资建立了 13 家 4S 中心站，并通过 1900 余家特约服务网点及 180 余家配件经销商，形成以自建站为中心的多元化服务网络，将服务半径缩小至 60 公里以内，提升了客户满意度。根据 Wind 数据，2014-2018 年，宇通客车 EBIT margin 显著高于同行业平均水平，这说明宇通客车拥有较强的成本费用管控能力。

图表6: 客车行业标的 EBIT margin

公司代码	公司名称	2014	2015	2016	2017	2018
600066	宇通客车	11.89	13.20	13.77	12.20	9.45
600686	金龙汽车	2.78	4.16	-7.81	5.50	1.93
000957	中通客车	1.20	5.18	9.20	3.42	2.47
600213	亚星客车	-7.11	3.88	5.93	6.77	6.24

资料来源: wind, 华泰证券研究所

低估值价值型股票和高成长型股票都受青睐

低估值高分红的价值型股票和高成长的股票都受到青睐。价值型股票主要体现为估值相对同业低、股息收益率相对同业高。在外资持股 TOP10 股票中, 福耀玻璃、宇通客车、潍柴动力、威孚高科、华域汽车、中国重汽、上汽集团股息率都在 4% 以上。成长型股票主要体现为未来 3-5 年有望实现收入和利润高增长, PEG 小于 1。股息率相对比较低的股票银轮股份、中鼎股份和三花智控则属于成长型股票。根据万得一致预期, 三花智控 19-21 年净利润复合增长率在 16% 左右, PEG1.24 倍; 银轮股份 19-21 年净利润复合增长率在 17.6% 左右, PEG0.86; 中鼎股份 19-21 年净利润复合增长率在 11.11% 左右, PEG0.92。

图表7: 外资持股 TOP10 估值、分红及 PEG 情况

证券代码	证券简称	申万三级行业	18 年 PE	19 年预计 PE	18 年分红比率	18 年股息率	19-21 年预期净利润 g	PEG
600660.SH	福耀玻璃	汽车零部件 III	13.92	14.04	70.01%	5.05%	6.36	2.21
600066.SH	宇通客车	商用载客车	12.39	11.26	48.10%	4.38%	7.79	1.45
002050.SZ	三花智控	汽车零部件 III	22.00	19.32	57.03%	3.62%	15.57	1.24
000338.SZ	潍柴动力	汽车零部件 III	11.01	10.26	42.26%	5.94%	9.57	1.07
000581.SZ	威孚高科	汽车零部件 III	8.20	8.21	50.53%	6.80%	3.08	2.67
600741.SH	华域汽车	汽车零部件 III	8.04	8.62	41.24%	5.71%	2.33	3.70
002126.SZ	银轮股份	汽车零部件 III	17.71	15.11	11.45%	0.67%	17.59	0.86
000951.SZ	中国重汽	商用载货车	14.94	10.93	34.10%	4.13%	22.54	0.49
600104.SH	上汽集团	乘用车	8.04	7.78	40.88%	4.72%	5.54	1.41
000887.SZ	中鼎股份	汽车零部件 III	10.80	10.20	21.73%	1.96%	11.11	0.92

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

财务指标中 ROE 是关注焦点

我们认为外资重视 ROE 指标, 几乎所有的外资持股居前标的 ROE 都高于 10%。净利润率并不是外资很看重的指标, 因为不同细分子行业属性不同, 盈利性也有差异。福耀玻璃、潍柴动力 ROE 都在 20% 以上, 但是这两个公司高 ROE 的驱动因素不同, 福耀玻璃得益于较高的净利率而潍柴动力得益于较高的资产负债率。ROE 在 15% 以上的公司三花智控、威孚高科、华域汽车、上汽集团因其稳健的财务表现, 一直受到外资投资者的青睐。

图表8: 外资持股 TOP10 财务表现情况

证券代码	证券简称	18 年 ROE (%)	净利率 (%)	资产负债率 (%)	资产周转率
600660.SH	福耀玻璃	20.41	20.31	41.46	0.61
600066.SH	宇通客车	13.83	7.33	54.47	0.87
002050.SZ	三花智控	15.00	12.10	37.55	0.82
000338.SZ	潍柴动力	22.02	7.30	69.67	0.81
000581.SZ	威孚高科	15.06	28.28	21.25	0.42
600741.SH	华域汽车	17.69	6.65	59.14	1.22
002126.SZ	银轮股份	9.68	7.94	47.87	0.69
000951.SZ	中国重汽	14.91	3.00	68.86	1.65
600104.SH	上汽集团	15.36	5.45	63.63	1.20
000887.SZ	中鼎股份	13.48	9.20	47.63	0.79

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

全球视角下的稀缺性，全球领先的细分领域更受关注

我们认为中国在客车、汽车玻璃领域已经有一定全球竞争优势。宇通客车的国际竞争对手是奔驰、沃尔沃、大众等。我们认为相对其竞争对手，宇通客车具有成本和价格优势，在新能源客车领域具有更丰富的经验和先发优势。同时宇通客车是比较纯粹的客车标的，竞争对手业务都比较复杂，因此纯粹的客车标的有一定稀缺性。福耀玻璃在全球汽车玻璃市场的市场占有率大约 20%，因其优秀的成本控制能力获得高于同行业的盈利能力，且福耀玻璃是比较纯粹的汽车玻璃标的，在全球市场上看有一定稀缺性。

经营财务数据透明度高，对投资者友好的公司更受喜爱

我们认为，由于外资对中国公司的跟踪频率和渠道略逊于内资公司，可能会更倾向于选择经营、财务数据透明度高，经营情况易于跟踪的公司。具体来说业务比较单一，有销量等高频可跟踪数据的公司更受欢迎。有的公司经营数据更新较慢、业务较复杂，管理层若能经常接受投资者拜访，沟通有效性较高，也可为公司透明度加分。透明度综合评价方法：业务复杂程度高中低得分分别为 0~2；数据更新频率季度得分为 0，月度得分为 1；沟通有效性高得分为 1，有效性中得分为 0；三项评分相加，得分为 3 的被认为透明度高，得分为 2 的被评价为透明度较高，得分为 1 的被评价为透明度中，得分为 0 的被评价为透明度低。

图表9： 外资持股 TOP10 公司透明度

证券代码	证券简称	业务复杂程度	数据更新频率	沟通有效性	透明度综合评价
600660.SH	福耀玻璃	低	季度	高	较高
600066.SH	宇通客车	低	月度	高	高
002050.SZ	三花智控	中	季度	高	中
000338.SZ	潍柴动力	中	季度	高	中
000581.SZ	威孚高科	中	季度	高	中
600741.SH	华域汽车	高	季度	中	低
002126.SZ	银轮股份	高	季度	高	中
000951.SZ	中国重汽	中	季度	高	中
600104.SH	上汽集团	中	月度	高	较高
000887.SZ	中鼎股份	高	季度	高	中

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

外资更重视公司治理质量

我们认为外资对公司治理结构很重视，大股东参与经营的民营企业以及有较好高管激励计划的国有企业被认为具有更好的公司治理结构。外资偏好上市时间较长的公司，因为这种公司有足够长的信息披露历史，可以复盘其业绩与预期的差距，以及在周期中的承压能力。我们统计的 10 家公司平均上市时间达到了 19 年，其中上市时间最久的福耀玻璃达到了 26 年，最短的银轮股份和潍柴动力也达到了 12 年。按体制进行划分，10 家公司中有 5 家是民营企业，5 家是国有企业。全部的民营企业都有实际控制人参与到经营中，股东与公司经营的联系更加紧密。

图表10： 外资持股居前列的汽车股公司治理情况

证券代码	证券简称	是否有员工持股计划	员工持股比例	员工持股人数	大股东参与经营	体制	上市时间	会计师事务所
600660.SH	福耀玻璃	否			是	民营企业	1993年	普华永道
600066.SH	宇通客车	是	4.89%	835	是	民营企业	1997年	大华
002050.SZ	三花智控	是	1.52%	536	是	民营企业	2005年	天健
000338.SZ	潍柴动力	否				国有企业	2007年	安永华明
000581.SZ	威孚高科	否				国有企业	1995年	江苏公正天业
600741.SH	华域汽车	否				国有企业	1996年	德勤华永
002126.SZ	银轮股份	是	1.81%	448	是	民营企业	2007年	立信
000951.SZ	中国重汽	否				国有企业	2004年	普华永道
600104.SH	上汽集团	是	0.41%	2207		国有企业	1997年	德勤华永
000887.SZ	中鼎股份	是	1.11%	623	是	民营企业	1998年	华普天健
603730.SH	岱美股份	是	0.32%	62	是	民营企业	2017年	立信
300258.SZ	精锻科技	否			是	民营企业	2011年	瑞华
601799.SH	星宇股份	是	1.02%	1461	是	民营企业	2011年	天衡

资料来源：Wind，华泰证券研究所

MSCI 扩容，人民币升值为外资流入集中的时间

MSCI 纳入的 A 股汽车股有哪些

据 MSCI 指数审议结果，截至 2019 年 4 月 17 日，MSCI 中国 A 股大盘股指数包含 264 只股票，其中 10 只来自汽车与汽车零部件行业组（GICS）。MSCI 中国 A 股中盘股指数包含 173 只股票，其中 3 只来自汽车与汽车零部件行业组（GICS）。MSCI 指数中包含的汽车股分别为上汽集团、比亚迪、广汽集团、长安汽车、玲珑轮胎、华域汽车、福耀玻璃、威孚高科、万向钱潮、中国动力、均胜电子、万丰奥威、中鼎股份。与之前外资持股比例较高的汽车股比较，我们可以发现并非所有的 MSCI 成分股都得到了外资的青睐，相反如果符合外资选股的标准，就算不是 MSCI 成分股也有望获得外资青睐。

图表11： MSCI 中国 A 股大盘股指数包含的汽车与汽车零部件行业组股票

证券代码	证券简称	行业组	行业	子行业
600104.SH	上汽集团	汽车与汽车零部件	汽车	汽车制造商
002594.SZ	比亚迪	汽车与汽车零部件	汽车	汽车制造商
601238.SH	广汽集团	汽车与汽车零部件	汽车	汽车制造商
000625.SZ	长安汽车	汽车与汽车零部件	汽车	汽车制造商
601966.SH	玲珑轮胎	汽车与汽车零部件	汽车零部件	轮胎与橡胶
600741.SH	华域汽车	汽车与汽车零部件	汽车零部件	机动车零配件与设备
600660.SH	福耀玻璃	汽车与汽车零部件	汽车零部件	机动车零配件与设备
000581.SZ	威孚高科	汽车与汽车零部件	汽车零部件	机动车零配件与设备
000559.SZ	万向钱潮	汽车与汽车零部件	汽车零部件	机动车零配件与设备
600482.SH	中国动力	汽车与汽车零部件	汽车零部件	机动车零配件与设备

资料来源：MSCI，华泰证券研究所

图表12： MSCI 中国 A 股中盘股指数包含的汽车与汽车零部件行业组股票

证券代码	证券简称	行业组	行业	子行业
600699.SH	均胜电子	汽车与汽车零部件	汽车零部件	机动车零配件与设备
002085.SZ	万丰奥威	汽车与汽车零部件	汽车零部件	机动车零配件与设备
000887.ZK	中鼎股份	汽车与汽车零部件	汽车零部件	轮胎与橡胶

资料来源：MSCI，华泰证券研究所

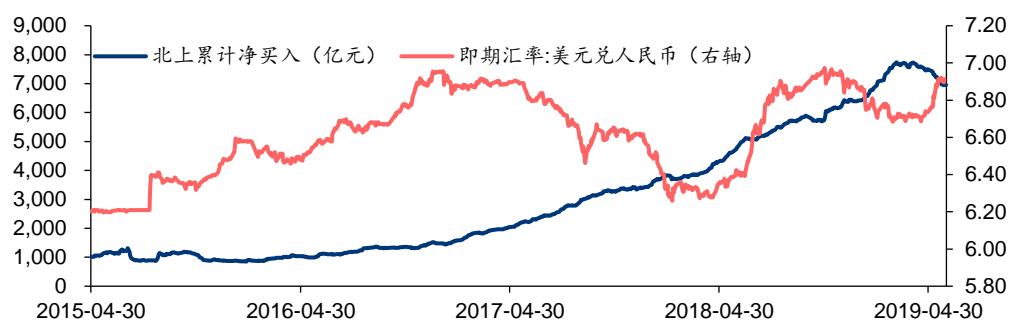
MSCI 分三步扩容，5月、8月、11月为重要时间点

据此前 MSCI 公告，今年 MSCI 将分三步将 A 股纳入因子从 5% 提升至 20%。第一步，2019 年 5 月，将现有大盘 A 股纳入因子从 5% 提升至 10%，并以 10% 的纳入因子将创业板大盘 A 股纳入 MSCI 指数；第二步，2019 年 8 月，将所有大盘 A 股纳入因子从 10% 提升至 15%；第三步，2019 年 11 月，将所有大盘 A 股纳入因子从 15% 提升至 20%，并以 20% 的纳入因子将中盘 A 股（包括创业板中盘）纳入 MSCI 指数。据华泰证券研究所策略组测算，2019 年 A 股纳入因子的提升有望为 A 股市场带来增量资金 4134 亿元；分阶段看，2019 年 5 月/2019 年 8 月/2019 年 11 月预计带来潜在增量资金 1163 亿元、1087 亿元和 1884 亿元。

人民币升值外资流入，贬值则外资易流出

从历史数据中可看出，人民币相较于美元升值时，外资持有的 A 股占流通市值比重会逐步增加；人民币相较于美元贬值时，外资流入放缓甚至流出。近期人民币面临贬值压力，截至 2019 年 5 月 31 日，北上资金连续多日净流出，而 MSCI 纳入因子的提升有望在一定程度上缓解外资的流出。

图表13: 美元兑人民币与外资流入关系



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

外资选股经验或可借鉴，潜在加仓标的值得关注

我们认为随着 QFII 额度翻倍、MSCI 扩容、FTSE 纳入 A 股等，在内资资金基本稳定的局面下，我们认为外资作为增量资金在 A 股市场的定价权有望提升。外资的价值选股标准值得重视。总的来说，外资在汽车领域的选股标准有以下几点：配置具有核心壁垒的细分领域龙头；高分红价值型和高成长型标的都可能被关注；财务指标上重视 ROE；在全球视角下的标的稀缺性很受重视；注意公司的经营数据透明度；配置具有良好公司治理的标的。建议关注外资持股比例较高的标的潍柴动力、宇通客车，以及现在在外资持股较低的潜在加仓标的星宇股份、岱美股份、精锻科技。

星宇股份：国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户

星宇股份是中国主要的车灯总成制造商和设计方案提供商之一，业务比较简单。公司产品主要有汽车前照灯、后组合灯、雾灯、日间行车灯、室内灯、转向灯等，其控股子公司和孙公司还从事三角警示牌和柔性扁平电缆的生产制造。

星宇股份的客户粘性、优秀的成本管控能力以及同步设计开发能力是其核心壁垒。作为自主品牌车灯代表企业，星宇股份积累了包括欧美系、日系以及内资品牌整车厂等丰富的客户资源，并与客户保持了紧密的合作关系，是国内众多优秀整车企业信赖的合作伙伴。车灯供应商需要参与到整车厂新车型的同步开发，公司目前拥有包括车灯产品、车灯电子、工装专机、模具等设计开发能力以及国家认可的实验室，形成了完整的自主研发体系，能够快速响应和满足客户需求。根据公司年报，2017 年行业龙头华域视觉的净利润率约为 4%，而星宇股份的净利润率为 11% 左右，显著高于同行业水平。

中国汽车灯具行业的市场份额主要集中于少数行业领先者，公司是车灯国产替代先锋。根据公司年报，由于大型整车制造企业对汽车零部件的质量要求非常严格，通常选择成熟、合作稳定的供应商，导致了汽车灯具行业少数领先企业占据了较大的市场份额。星宇股份是少数同时为主流合资乘用车制造企业和自主品牌乘用车制造企业提供汽车灯具产品的内资企业。2018 年，星宇股份在中国车灯市场市占率达到 9% 左右，距离龙头华域视觉差距越来越小。

星宇股份有广泛而优质的客户资源，进入豪华车供应链。目前，公司的主要客户涵盖一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、上汽大众、上汽通用、广汽丰田、广汽乘用车、奇瑞汽车、东风日产、德国宝马、吉利汽车、沃尔沃（中国）、奇瑞捷豹路虎等多家国内外主要的汽车整车制造企业。2016 年星宇取得奥迪 A3、Q5 前照灯项目与德国宝马全球平台配套 F45/F46 LCI 后组合灯项目，成功打入奥迪、宝马配套体系，LED 车灯方面也与松下携手合作。虽然目前主要供应奥迪 Q5 低配车型车灯，但是未来高端突破也非常有希望。公司近两年成功的打入了中高端与海外市场，充分显示了市场对于星宇车灯的认可，未来配套中高端车型持续增长值得期待。

星宇股份有较高的 ROE 和分红比率，成长性和盈利性兼具。2018 年星宇股份实现 ROE 13.98%，净利润率提升至 12%，资产负债率略提升至 40%，资产周转率稳定在 0.7~0.8 之间。分红比率 44.78%，继续维持在较高水平。

图表14：星宇股份财务指标

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	13.73%	14.01%	9.33%	11.68%	13.98%
净利润率	13.51%	11.90%	10.44%	11.02%	11.99%
资产负债率	36.84%	38.20%	30.11%	37.67%	39.72%
资产周转率	0.67	0.75	0.76	0.72	0.74
分红比率	68.55%	58.79%	56.82%	56.41%	44.78%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司是国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户，积极布局智能化新产品，产品结构持续向高附加值的前大灯渗透提升。我们认为公司具有较强的客户开拓能力以及产品开发能力，得益于公司良好的客户结构，公司2019Q1业绩逆势大增，我们预计公司2019-21年公司归母净利约7.99/10.18/12.80亿元，对应增长率为32.92%、31.99%、30.62%。

精锻科技：差速器锥齿轮龙头，具优秀盈利性与成长性

精锻科技的主要产品为汽车差速器锥齿轮、汽车变速器结合齿齿轮、汽车变速器轴类件、EDL(电子差速锁齿轮)、同步器齿圈、离合器驱动盘毂类零件、驻车齿轮、新能源车中央电机轴和新能源车差速器总成、高端农业机械用齿轮等。2018年，公司锥齿类产品销售额占营业收入的比例为64.58%，结合齿类产品销售额占营业收入的比例为17.36%，其他(含轴类件/差速器壳体/总成等)销售额占营业收入的比例为18.06%。公司起家产品为差速器用锥齿轮，目前该产品国内市占率30%以上，排名第一，全球市占率10%以上。

我们认为公司的核心竞争力在于强大的研发能力和核心技术、优质的客户结构和品牌优势。根据公司年报，公司建有国家企业技术中心、省级工程技术研究中心、省级院士工作站等研发创新平台，与主要客户的研发部门，如大众、GKN、BorgWarner、MAGNA、Schaeffler、AAM、奥迪、VOLVO、DANA等都建立了良好的合作关系和沟通渠道。公司拥有有效专利132件，其中授权发明专利35件(包括PCT美国、日本、德国、韩国专利各1件)、实用新型专利97件。

精锻科技拥有优质的客户和海外品牌影响力。公司拥有优秀的客户群体，为奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、福特、丰田、日产、克莱斯勒等终端客户全球配套，同时也进入了GKN、MAGNA、AAM、DANA、JOHNDEERE、博格华纳、舍弗勒等全球知名客户的配套体系，公司产品大批量出口美国、欧洲、日本、泰国等(配套的最终客户包括通用、福特、大众、宝马、丰田、日产等)，2018年又新增加了VOLVO和伊顿两个重要客户。根据18年年报，公司的主要客户为大众、通用、丰田、福特、吉利、奔驰等，这几大客户收入合计占总营收比重达到60%。

精锻科技有较高的ROE、净利率率。2018年公司实现ROE13.78%，处于较高水平；净利率率高达20.44%，公司拥有较好的盈利性；资产负债率32.61%，维持在较低水平；资产周转率0.49，资产周转率较慢。

图表15：精锻科技财务指标

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	10.65%	10.84%	13.11%	15.02%	13.78%
净利率率	20.01%	20.03%	21.22%	22.18%	20.44%
资产负债率	25.77%	28.43%	28.90%	30.28%	32.61%
资产周转率	0.43	0.41	0.47	0.51	0.49
分红比率	22.93%	21.23%	21.24%	20.22%	23.48%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

岱美股份：全球遮阳板龙头，品类增加促增长

岱美股份主要产品包括遮阳板、头枕、顶棚控制器和座椅，其中遮阳板为公司主要业务收入来源，头枕为公司高盈利能力业务。公司生产的汽车零部件产品主要面向整车配套市场(OEM)，并与国内外整车厂商及其一级供应商形成直接的配套供应关系。遮阳板、头枕和顶棚中央控制器等产品主要用于对外出口，汽车座椅则主要面向国内客户销售。公司具有业内领先的产品设计和开发能力，产品主打高端客户，目前在上海、浙江、天津等地建有生产基地，并在美国、德国、韩国、墨西哥等地设立了境外公司。公司已成功实现与整车厂商技术开发的同步化、配套产品的标准化以及售后服务的一体化，在全球汽车产业链中的地位不断提升。

公司在遮阳板领域市占率是全球第一，优质稳定的全球客户资源以及同步开发、模具制造、检测试验能力是其核心竞争力。目前，公司在遮阳板细分市场已具备较强的竞争优势，并成为行业内的龙头企业。同时，公司在坚持以遮阳板为业务核心的前提下，不断加强对其他零部件产品的同步开发和市场推广，以及针对同一目标客户群体形成多业务、多产品的经营新格局。受益于在遮阳板领域确立的良好品牌形象和较高市场知名度，公司在座椅头枕和扶手、顶棚中央控制器和内饰灯领域也取得较快增长。

岱美股份具有较高的 ROE 和相对较好的盈利性。岱美股份 18 年 ROE 16.81%，处于较高水平；净利润率 13%，盈利性较好；资产负债率 35%，较 17 年有所提升；资产周转率 0.95，处于中等水平。

图表16：岱美股份财务指标

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	23.85%	26.04%	29.54%	18.82%	16.81%
净利润率	11.40%	13.66%	16.20%	17.93%	13.05%
资产负债率	48.52%	45.44%	41.21%	18.81%	35.36%
资产周转率	1.14	1.13	1.14	1.02	0.95

资料来源：Wind，华泰证券研究所

潍柴动力：重卡发动机龙头，多引擎贡献成长动能

国内重卡发动机龙头，市占率有望持续提升。公司主要产品包括全系列发动机、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，2018 年度公司共销售重卡发动机 36.3 万台，同比基本持平，市场占有率 31.6%，继续在行业内保持领先优势；控股子公司陕西重型汽车有限公司全年共销售重型卡车 15.3 万辆，同比增长 2.7%，市场占有率 13.3%，位居国内重卡企业第一梯队；控股子公司陕西法士特齿轮有限责任公司全年共销售变速器 90.9 万台，同比增长 8.9%，其中，重卡用变速箱销售 86.9 万台，市场占有率约 75.7%，继续保持行业领先地位。

潍柴动力的核心壁垒在于其优秀的集成能力、领先的技术、高品质的产品、完善的销售网络。公司坚持创新驱动，在美国、德国、日本成立科技创新中心，打造了全球协同科技创新平台，行业内最早完成全系列国六发动机开发、认证，并满足小批量投放条件；多款发动机获得欧盟欧 VI d 认证，引领行业排放升级；牵头承担国家燃料电池产业化重大专项，通过整合新能源优质资源，加速新旧动能转换，为实现 2020-2030 战略奠定基础。2018 年潍柴动力荣获第三届中国质量奖，“重型商用车动力总成关键技术及应用项目”荣获国家科技进步一等奖。

图表17：潍柴动力财务指标

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	15.48%	4.38%	7.69%	19.32%	22.02%
净利润率	7.26%	2.93%	3.86%	6.06%	7.30%
资产负债率	66.07%	63.68%	72.83%	70.28%	69.67%
资产周转率	0.80	0.63	0.67	0.86	0.81
分红比率	9.95%	57.51%	57.33%	46.98%	48.04%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

业务优化布局，多引擎贡献成长动能。随着物流治超政策延续、环保标准趋严及国三车型逐渐淘汰，我们认为 2019-2022 年的重卡销量有望得到稳定支撑，行业韧性或将持续强于市场预期。2012 年，潍柴收购凯傲及其旗下的林德液压，进入物流仓储解决方案和高端装备制造领域；2016 年，凯傲收购德马泰克，继续完善仓储自动化解决方案，并提升其北美业务竞争力。2018 年，潍柴收购巴拉德动力系统公司 19.9% 的股权，成为其第一大股东，布局燃料电池业务。我们认为潍柴多元化的业务布局可以部分抵消重卡行业的波动性，并为公司长期增长奠定基础。

图表18： 公司 2018 年单季度财务数据分析

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入 (亿元)	392.12	430.52	359.19	410.73
营业收入 YoY (%)	12.07	15.34	-8.46	2.64
归母净利润 (亿元)	19.20	24.73	16.09	26.56
归母净利润 YoY (%)	62.69	68.22	-17.63	20.45
扣非后归母净利润 (亿元)	19.89	21.90	15.09	23.22
扣非后归母净利润 YoY (%)	70.64	59.43	-22.12	16.35
ROE (%)	5.30	6.67	4.33	6.93
扣非后 ROE (%)	5.49	5.91	4.06	6.05
销售毛利率 (%)	23.09	20.61	21.29	24.33
销售净利率 (%)	6.53	7.72	6.03	8.71
经营活动现金净流量 (亿元)	-8.29	93.14	-19.93	157.70
投资活动现金净流量 (亿元)	-0.44	-37.84	-7.38	-26.14
筹资活动现金净流量 (亿元)	2.90	-4.98	-28.94	-38.78

资料来源：Wind，华泰证券研究所

宇通客车：客车行业龙头，市占率有望持续提升

宇通客车是国内客车行业龙头，18年销售客车6万辆，总体市场占有率34.5%。2018年，受座位客车和校车市场需求下滑影响，客车行业总体需求出现了大幅下降。根据中国客车统计信息网统计，2018年客车行业7米及以上客车实现销售151469辆，较2017年下降9.62%。受此影响，公司销量也出现了下降，但略好于行业整体水平，市场占有率继续领跑客车行业。2018年宇通客车海外收入占总收入比例约12.77%，主要出口客车至法国、英国、俄罗斯等。宇通是比较纯粹的客车标的，在全球视野下具有稀缺性。

宇通客车核心壁垒：我们认为宇通客车的核心壁垒在于销售、渠道、成本管理能力强，由于多年的积累也逐步形成了一定的品牌溢价。根据公司年报，公司国内销售采用直销为主，经销为辅的方法，国内销售区域划分为19个经营大区，下设直销人员680余人，实现对全国所有市县的深层有效覆盖。另外公司有合约经销商224家。售后服务方面，公司独资建立了13家4S中心站，并通过1900余家特约服务网点及180余家配件经销商，形成以自建站为中心的多元化服务网络，将服务半径缩小至60公里以内，提升了客户满意度。宇通客车 EBIT margin 显著高于同行业平均水平。

图表19： 客车行业 EBIT margin 比较

公司名称	公司代码	2014	2015	2016	2017	2018
宇通客车	600066	11.89	13.20	13.77	12.20	9.45
金龙汽车	600686	2.78	4.16	-7.81	5.50	1.93
中通客车	000957	1.20	5.18	9.20	3.42	2.47
亚星客车	600213	-7.11	3.88	5.93	6.77	6.24

资料来源：Wind，华泰证券研究所

因高分红与较高 ROE 受到外资青睐。根据18年年报，宇通客车18年ROE13.83%，其中净利润率7.33%，资产负债率54.47%，资产周转率0.87。显著超同行业的ROE和净利润率表现，适中的资产负债率使宇通客车获得了外资的青睐。18年宇通客车的分红率为48.1%，18年股息率为4.38%。

图表20： 宇通客车财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	24.18%	27.49%	29.77%	20.19%	13.83%
净利润率	10.31%	11.49%	11.44%	9.54%	7.33%
资产负债率	54.41%	57.07%	61.09%	56.85%	54.47%
资产周转率	1.29	1.16	1.10	0.93	0.87
分红比率	56.55%	93.94%	54.75%	35.38%	48.10%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司业务透明度高,公司治理结构好。宇通客车主营业务简单,主要为客车的制造与销售,且每月披露各类客车销量数据,方便及时跟踪,因此我们认为其业务透明度较高。从公司治理结构上看,宇通客车是民营企业,实际控制人汤玉祥担任董事长、总经理,持股比例。公司对员工的激励机制较好,有员工股权激励计划,835位核心员工持有公司4.89%的股票。

补贴下滑或影响19年公司业绩,行业出清市占率有望持续提升。2018年公司实现收入317.46亿元,同比-4.44%,归母净利23亿元,同比-26.45%,扣非后归母净利润17.83亿元,同比-36.4%。我们认为公司业绩下滑的主要原因是新能源客车补贴下滑以及销量下滑。19年新能源客车国补下降超过50%,新能源公交地补仍然保留,我们预计补贴下降会进一步影响公司毛利率,公司19年业绩持续承压。但是,补贴退坡助推行业优胜劣汰,公司作为客车行业龙头,中长期有望提升市占率。公司布局燃料电池客车、智能驾驶客车等新兴方向,有望抢占行业发展先机。我们预计公司19-21年归母净利分别为20.35\22.27\24.01亿元,对应增速-11.59%、9.43%、7.83%。

风险提示

- 1) 国内汽车销量不达预期：贸易摩擦等因素导致下游汽车需求不振，最终影响销量；
- 2) 外资流入不达预期：人民币贬值、贸易摩擦等因素导致外资流入减少；
- 3) 零部件国产替代、海外拓展不达预期：下游需求不振、贸易摩擦等因素导致零部件国产替代和海外拓展进展不达预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com