

汽车

2019年中报总结：整体承压，复苏可期

销量持续下行，行业整体承压。行业上半年营业收入合计 14261 亿元，同比-7%；归母净利润合计 607 亿元，同比-27%。利润降幅大于收入降幅，一方面由于产销不振致使产能利用率有所下降，另一方面部分地区提前实施国六排放标准导致二季度行业为清理国五库存，集中降价促销所致。

乘用车销量受政策扰动，但边际改善明显。上半年乘用车实现销量 1012.6 万辆，同比-14%。行业 4-7 月汽乘用车批发销量分别为 157/156/173/153 万辆，同比-17.73%/-17.37%/-7.80%/-3.90%，边际逐步改善，行业复苏逐步验证。商用车相比乘用车下滑幅度较小，上半年货车累计销量 198.6 万辆，同比-3.8%，客车累计销量共计 21.1 万辆，同比-6.9%。

上半年板块走势先扬后抑。从板块表现来看，Q1 在市场对于销量复苏的高预期下板块表现较好，二季度起由于国六切换的影响，行业复苏在表现销量上被证伪，前期涨幅有较大幅度的回撤。申万汽车指数年初至今涨幅 +7.18%，排名 22/28。

乘用车板块业绩直接受销量影响较大。上半年乘用车板块受国六政策提前实施影响，车企面临量价齐跌的颓势，中报业绩承压，营收及利润均显著下滑，其中板块利润跌幅超两位数。我们统计乘用车板块共 16 个标的，营业收入 2018A/2019H1 分别为 17356.2/7743.9 亿元，同比+3.1%/-11.6%。归母净利润 2018A/2019H1 分别为 902.9/352.2 亿元，同比-2.6%/-33.2%。我们判断行业低点已过，Q3 起行业量价齐升，乘用车板块将率先受益。

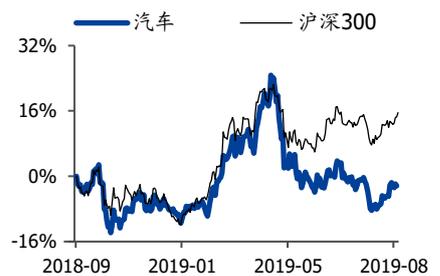
零部件板块内部分化，寻找结构性机会。零部件板块今年上半年实现收入 3646 亿元，同比-0.22%，利润总额为 281.8 亿元，同比-20%。我们将零部件划分为 NVH、动力系统机加工件、轮毂、轮胎、铝合金压铸件、内外饰件、汽车电子、热管理等多个子行业，其中轮胎、汽车电子和内外饰件细分板块仍具有亮点：1) 轮胎行业在今年上半年业绩表现最好，合计收入同比+5.5%，行业受益上游原材料成本下降，利润同比+45.6%，在零部件行业中一枝独秀，轮胎行业市场空间与汽车保有量高度相关，有望保持稳定增长。2) 汽车电子收入增长最快，同比+29%，我们认为汽车电子在产业趋势以及政策加持下，是汽车产业未来成长性最为确定的细分领域。3) 内外饰件是上半年净资产回报率最高的细分板块，达到 6%，作为汽车零部件中单车价值量最高的细分领域之一，有望继续孕育出零部件巨头企业。

底部已至，看好下半年板块表现。以汽车工业产成品库存口径来看，本轮去库从 2017 年年中开始，至今持续 24 个月，汽车行业库存周期已经处于历史底部。我们统计的行业整体折扣率为 8.6%，环比+0.1pct，同比-1.1pct，相比较二季度以及去年同期价格体系修复明显。三季度起整车厂 EPS 逐步修复而零部件将迎来估值修复，汽车板块基金持仓处于 2009 年以来的最低点，底部逐步强化。我们建议：1) 整车板块关注话语权较强以及边际弹性较大的乘用车龙头长安汽车、吉利汽车、上汽集团；2) 零部件板块关注低估值，细分行业子龙头，业绩弹性较大的新泉股份，保隆科技。

风险提示：宏观经济不确定性叠加贸易摩擦或影响消费端，使得汽车销量或不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 程似骥

执业证书编号：S0680519050005

邮箱：chengsiqi@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱：liruofei@gszq.com

相关研究

- 1、《汽车：行业已度过最差时点，配置正当时》2019-09-01
- 2、《汽车：中报集中落地，个股走势分化》2019-08-25
- 3、《汽车：7月批发端改善超预期，行业拐点初步确立》2019-08-18



内容目录

一、行业整体表现：底部已至，期待曙光	4
1.1 板块回吐年初涨幅，估值低位运行	4
1.2 销量降幅逐月收窄，下半年有望企稳回升	5
1.3 业绩处于底部，三季度量价齐升	6
1.4 基金持仓创新低，底部位置夯实	8
二、上半年受销量影响，行业整体承压	9
2.1 乘用车：中报业绩承压，三季度起迎量价齐升修复利润表	9
2.2 零部件板块结构分化，单车价值量进一步提升	12
2.3 货车：重卡销量平稳，轻卡受政策扰动承压	16
2.4 客车：新能源车强装带动客车反弹	19
2.5 经销商：库存压力使得经销商业绩承压	21
投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图表 1: 2019 年以来，申万汽车指数走势弱于沪深 300	4
图表 2: 申万汽车分子板块行情走势	4
图表 3: 申万汽车指数估值情况	4
图表 4: 申万汽车服务、汽车零部件、汽车整车估值情况	4
图表 5: 申万汽车指数 pe-band	5
图表 6: 申万整车 pe-band	5
图表 7: 申万汽车零部件 pe-band	5
图表 8: 申万汽车服务 pe-band	5
图表 9: 2005-2019H1 国内乘用车行业销量（万辆）及增速	6
图表 10: 2015-2019H1 国内新能源车销量（万辆）及增速	6
图表 11: 2005-2019H1 国内货车销量（万辆）及增速	6
图表 12: 2005-2019H1 国内客车销量（万辆）及增速	6
图表 13: 2015-2019H1 行业营业收入及增速	7
图表 14: 2015-2019H1 行业归母净利润及增速	7
图表 15: 2015-2019H1 行业毛利率变化	7
图表 16: 2015-2019H1 行业期间费用率变化	7
图表 17: 2014-2019H1 行业经营性现金流（亿元）及增速	7
图表 18: 2014-2019H1 行业 ROE（摊薄）	7
图表 19: 2019Q2 公募基金重仓股汽车行业排名第 16 位	8
图表 20: 2009 年以来汽车持仓比例创历史新低	8
图表 21: 2019Q2 公募基金持仓汽车行业前十大标的	8
图表 22: 2015-2019H1 乘用车营业收入及同比增速	9
图表 23: 2015-2019H1 乘用车归母净利润及同比增速	9
图表 24: 乘用车主要上市企业半年报业绩	9
图表 25: 2015-2019H1 乘用车毛利率	10
图表 26: 2015-2019H1 乘用车期间费用率	10
图表 27: 2015-2019H1 乘用车 ROE 变化	10
图表 28: 2015-2019H1 乘用车净利率变化	10
图表 29: 2015-2019H1 乘用车总资产周转率	11

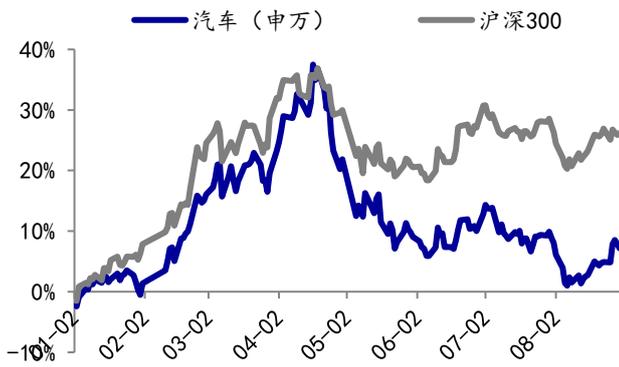
图表 30: 2015-2019H1 乘用车资产负债率.....	11
图表 31: 2015-2019H1 乘用车经营活动产生的现金流量净额(亿元).....	11
图表 32: 2015-2019H1 零部件板块收入及增速.....	12
图表 33: 2015-2019H1 零部件板块利润及增速.....	12
图表 34: 2015-2019H1 零部件板块毛利润率变化.....	12
图表 35: 2015-2019H1 零部件板块期间费用率变化.....	12
图表 36: 2015-2019H1 零部件板块 ROE 变化.....	13
图表 37: 2015-2019H1 零部件板块净利率变化.....	13
图表 38: 2015-2019H1 零部件板块总资产周转率.....	13
图表 39: 2015-2019H1 零部件板块资产负债率.....	13
图表 40: 2015-2019H1 零部件板块经营活动净现金流及其增速.....	13
图表 41: 汽车零部件子板块划分.....	14
图表 42: 汽车零部件子板块主要财务指标.....	15
图表 43: 汽车零部件主要标的中报表现.....	16
图表 44: 2015-2019H1 货车营业收入及同比增速.....	17
图表 45: 2015-2019H1 货车归母净利润及同比增速.....	17
图表 46: 2019H1 货车主要上市企业半年报业绩.....	17
图表 47: 2015-2019H1 货车毛利率.....	17
图表 48: 2015-2019H1 货车期间费用率.....	17
图表 49: 2015-2019H1 货车 ROE.....	18
图表 50: 2015-2019H1 货车净利率.....	18
图表 51: 2015-2019H1 货车总资产周转率.....	18
图表 52: 2015-2019H1 货车资产负债率.....	18
图表 53: 2015-2019H1 货车经营活动产生的现金流量净额(亿元).....	18
图表 54: 2015-2019H1 客车营业收入及同比增速.....	19
图表 55: 2015-2019H1 客车归母净利润及同比增速.....	19
图表 56: 2019H1 客车主要上市企业半年报业绩.....	19
图表 57: 2015-2019H1 客车毛利率.....	20
图表 58: 2015-2019H1 客车期间费用率.....	20
图表 59: 2015-2019H1 客车 ROE.....	20
图表 60: 2015-2019H1 客车净利率.....	20
图表 61: 2015-2019H1 客车总资产周转率.....	20
图表 62: 2015-2019H1 客车资产负债率.....	20
图表 63: 2015-2019H1 客车经营活动产生的现金流量净额(亿元).....	21
图表 64: 2015-2019H1 经销商营业收入及同比增速.....	21
图表 65: 2015-2019H1 经销商归母净利润及同比增速.....	21
图表 66: 2019H1 经销商主要上市企业半年报业绩.....	22
图表 67: 2015-2019H1 经销商毛利率.....	22
图表 68: 2015-2019H1 经销商期间费用率.....	22
图表 69: 2015-2019H1 经销商 ROE.....	22
图表 70: 2015-2019H1 经销商净利率.....	22
图表 71: 2015-2019H1 经销商总资产周转率.....	23
图表 72: 2015-2019H1 经销商资产负债率.....	23
图表 73: 2015-2019H1 经销商经营活动产生的现金流量净额(亿元).....	23

一、行业整体表现：底部已至，期待曙光

1.1 板块回吐年初涨幅，估值低位运行

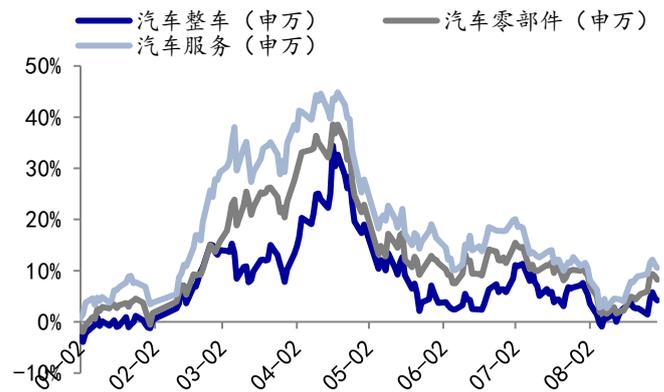
上半年板块走势先扬后抑，涨幅排名靠后。Q1 在市场对于销量复苏的高预期下板块表现较好，二季度起由于国六切换的影响，行业复苏在表观销量上被证伪，前期涨幅有较大幅度的回撤。目前随着前期透支效应的逐步消化，行业逐渐企稳。具体来看，申万汽车指数年初至今涨幅+7.18%，排名 22/28。二级子行业年初至今涨幅分别为 SW 汽车整车+4.19%，SW 汽车零部件+8.22%，SW 汽车服务+10.5%。

图表 1: 2019 年以来，申万汽车指数走势弱于沪深 300



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 申万汽车分子板块行情走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

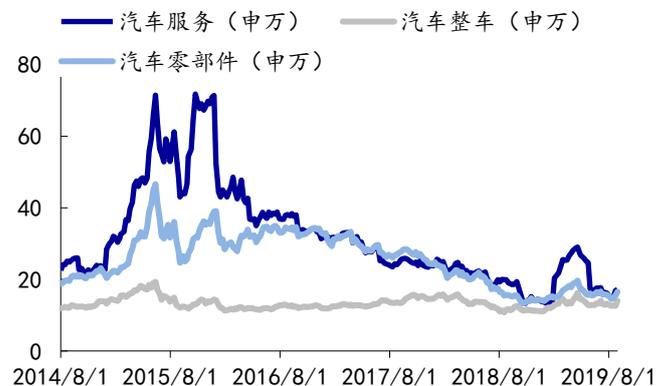
从估值水平来看，汽车板块目前仍处于历史低位。截至上周五，SW 汽车指数 II 市盈率为 15.36x，处于 2014 年以来历史市盈率的 17%分位。从子行业来看，SW 汽车整车 II 市盈率为 14.05x，处于 2014 年以来历史市盈率的 38%分位，SW 零部件 II 市盈率为 16.52x，处于 2014 年以来历史市盈率的 10%分位，SW 汽车服务 II 市盈率为 17.18x，处于 2014 年以来历史市盈率的 7%分位。

图表 3: 申万汽车指数估值情况



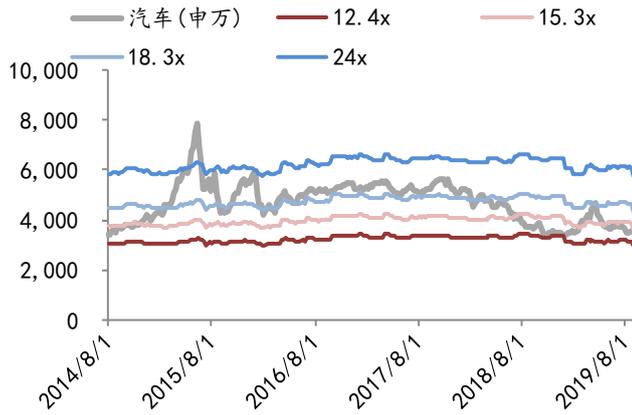
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 申万汽车服务、汽车零部件、汽车整车估值情况



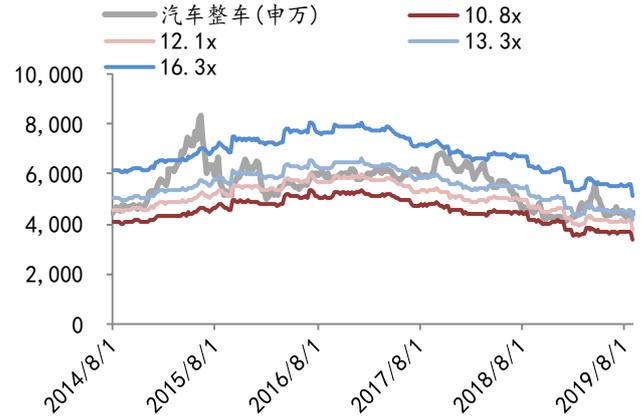
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 申万汽车指数 pe-band



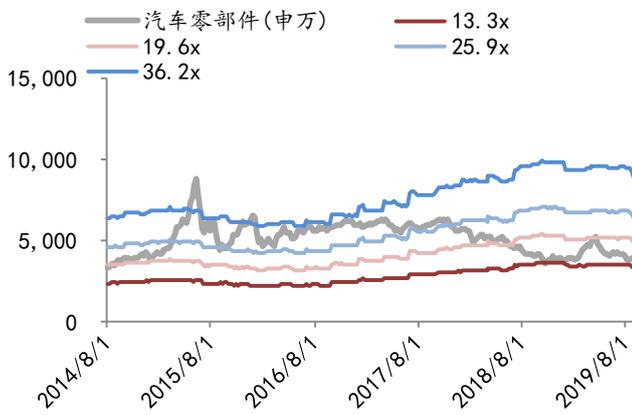
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 申万整车 pe-band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 申万汽车零部件 pe-band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 申万汽车服务 pe-band



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 销量降幅逐月收窄，下半年有望企稳回升

乘用车年初以来需求持续低迷，但边际改善趋势明显。上半年乘用车实现销量 1012.6 万辆，同比-14%。一方面 2016 年与 2017 年的小排量汽车购置税优惠政策的透支效应在今年上半仍然有部分影响。另一方面，7 月占全国销量 60%的地区提前实施国六排放标准，对乘用车市场扰动较大。未来随着负面影响的逐渐消化，行业将逐渐筑底回升。

根据中汽协数据，行业 4-7 月汽车销量分别为 198/191/206/181 万辆，同比-14.61%/-16.40%/-9.60%/-4.30%，其中乘用车销量 157/156/173/153 万辆，同比-17.73%/-17.37%/-7.80%/-3.90%，边际改善显著。

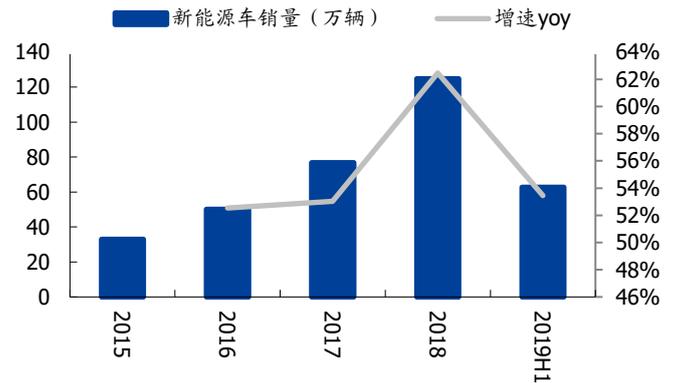
受补贴退坡影响，2019 上半年新能源汽车销售 61.7 万辆，同比增长 49.6%，7 月，新能源汽车销售 8 万辆，同比下降 4.7%。其中，纯电型新能源汽车销售 6.1 万辆，同比增长 1.6%。6 月 26 日起补贴过渡期结束地补取消，致使 7 月新能源乘用车销量增速下滑。未来行业双积分政策将取代补贴政策，推动车企积极发展新能源汽车继续快速发展。

图表 9: 2005-2019H1 国内乘用车行业销量(万辆)及增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 10: 2015-2019H1 国内新能源车销量(万辆)及增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

2019 年上半年货车累计销量 198.6 万辆, 同比下滑-3.8%, 7 月货车销量 24.2 万辆同比-8.9%。其中重卡、轻卡及微卡小幅下滑, 中卡降幅较大。二季度起货车销量降幅略有下滑, 主要由于行业清理整顿, 多地停办轻卡蓝牌业务, 并严查治理卡车“大吨小标”等因素所致。

2019 年上半年客车销量共计 21.1 万辆, 同比-6.9%。其中大型、中型、轻型客车分别下降 5.7%、12.9%、6.2%, 7 月客车销量 3.8 万辆, 同比增长 14.00%。二季度客车下滑主要由于去年同期新能源补贴过渡期冲量导致基数较高所致。

图表 11: 2005-2019H1 国内货车销量(万辆)及增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 12: 2005-2019H1 国内客车销量(万辆)及增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

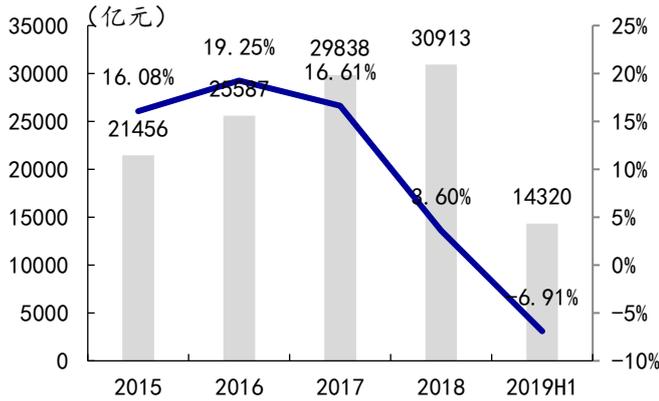
1.3 业绩处于底部, 三季度量价齐升

上半年业绩持续下滑, 下半年或有改善。由于行业上半年销量的持续下滑, 上半年营业收入合计 14261 亿元, 同比-7%; 归母净利润合计 607 亿元, 同比-27%。利润降幅大于收入降幅, 一方面由于产销不振致使产能利用率有所下降, 另一方面部分地区提前实施国六排放标准致使 5/6 月行业为清理国五库存, 集中降价促销所致。

行业 Q2 实现总收入 5961 亿元, 环比下滑 1.12%, 实现净利润总计 276.7 亿元, 环比下滑 15.6%。二季度行业价格承压, 导致环比下滑幅度较大。

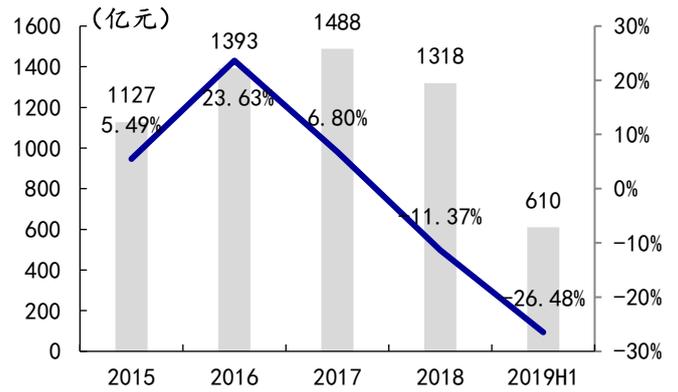
展望下半年, 一方面随着前期透支效应的消除, 行业零售将有所改善, 另一方面由于 6 月底对国五车型的集中清库, 目前行业库存已到达相对健康的水平, 根据汽车流通协会, 7 月汽车经销商库存系数为 1.75, 同比下降 2%, 根据我们监测, 终端价格从 7 月份起连续回暖, 三季度行业改善在即。

图表 13: 2015-2019H1 行业营业收入及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

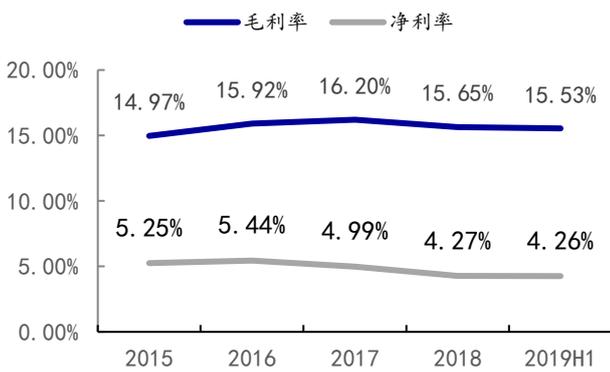
图表 14: 2015-2019H1 行业归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

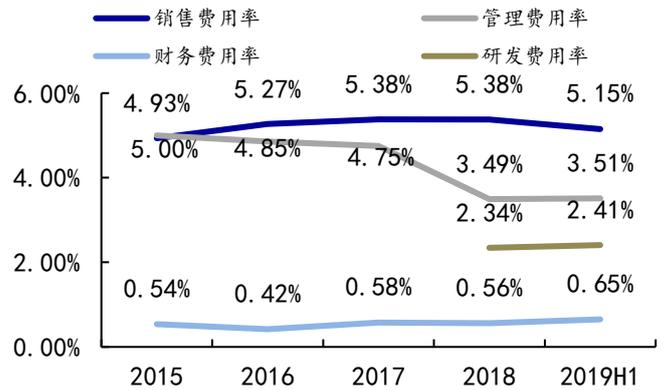
行业上半年合计毛利率 15.53%(同比-0.62PCT); 净利率 4.26%(同比+1.14PCT)。费用率合计 11.72%(+1.05 PCT), 其中销售费用率 5.15%, 同比基本持平, 管理费用率 3.51%(-1.08 PCT), 财务费用率 0.65%(+0.05 PCT), 研发费用率 2.41%。

图表 15: 2015-2019H1 行业毛利率变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

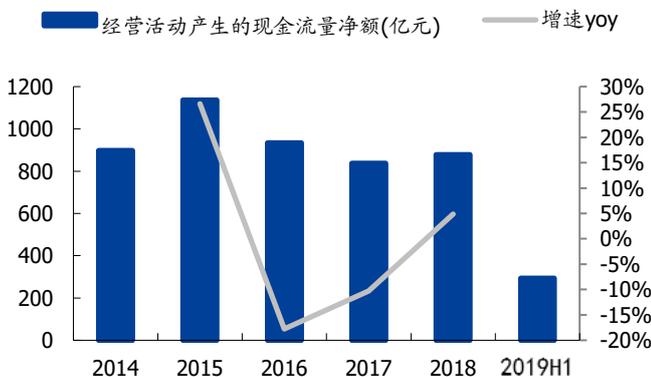
图表 16: 2015-2019H1 行业期间费用率变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

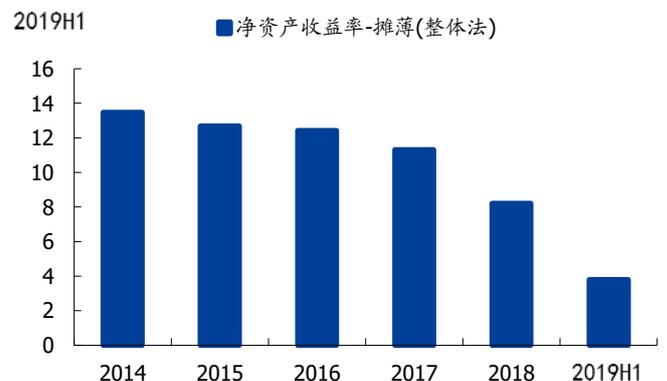
上半年行业加大销售及回款力度, 经营性现金流转正, ROE 同比-2.15 PCT。行业上半年加大了促销及回款力度, 经营性现金流 196 亿元, 较去年同期 (-213 亿元) 显著改善, ROE (摊薄) 由于盈利水平的下滑, 上半年为 5.26%, 同比-2.15 PCT。

图表 17: 2014-2019H1 行业经营性现金流 (亿元) 及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 18: 2014-2019H1 行业 ROE (摊薄)

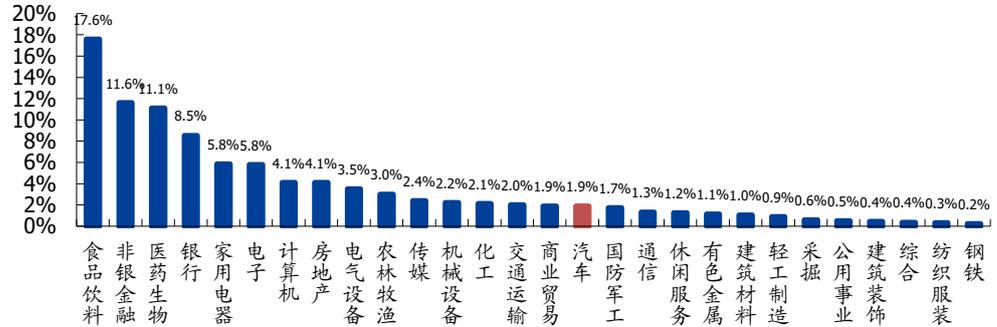


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

1.4 基金持仓创新低，底部位置夯实

基金持仓比例排名靠后。根据公募基金 2019 年中报显示，基金重仓持股中 SW 一级汽车股总体持仓比例为 1.9%，排名 16/28，低配 1.14pct，环比 Q1 下降 0.27pct。

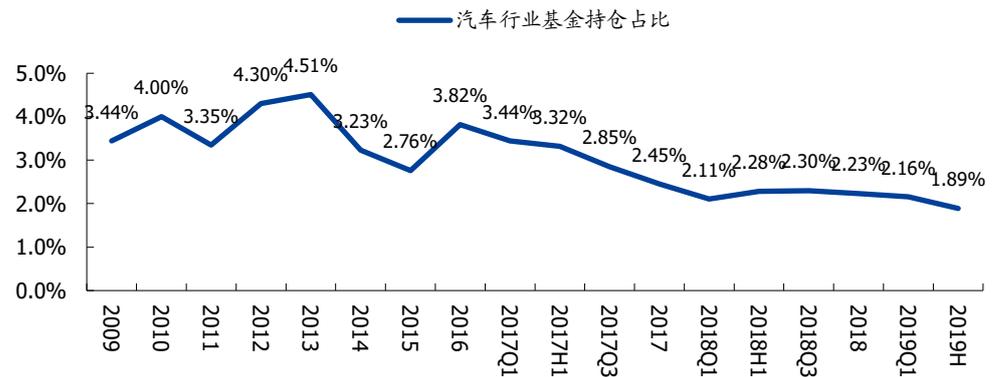
图表 19: 2019Q2 公募基金重仓股汽车行业排名第 16 位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从公募基金重仓股历史持仓比例来看，汽车板块从 2016 年开始持续下行，目前已达到 2009 年以来历史最低点。行业在二季度由于提前实施国六政策使得销量复苏在表观数据上被证伪，使得机构在 Q2 大幅减持汽车标的。

图表 20: 2009 年以来汽车持仓比例创历史新低



资料来源: wind, 国盛证券研究所

汽车板块基金持仓十分集中。从汽车板块前十大重仓股来看，机构持仓分布十分集中，其中华域汽车在汽车股中占比达到 26%，其次潍柴、上汽、星宇、比亚迪分别为 18%、15.3%、8%、8%。

图表 21: 2019Q2 公募基金持仓汽车行业前十大标的

排序	2019H	持仓比例	排序	2019H	持仓比例
1	华域汽车	26.41%	6	广汇汽车	3.11%
2	潍柴动力	17.96%	7	江铃汽车	2.86%
3	上汽集团	15.34%	8	长城汽车	2.85%
4	星宇股份	8.02%	9	福耀玻璃	2.27%
5	比亚迪	8.00%	10	威孚高科	2.23%

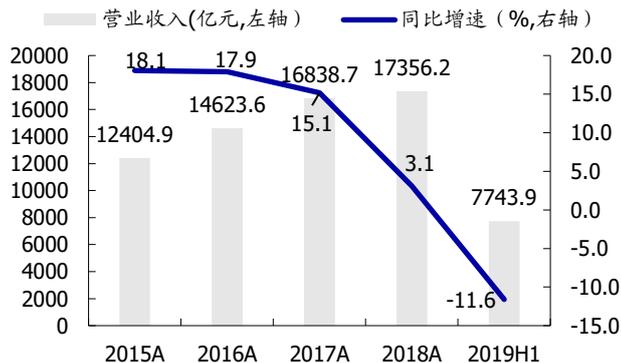
资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、上半年受销量影响，行业整体承压

2.1 乘用车：中报业绩承压，三季度起迎量价齐升修复利润表

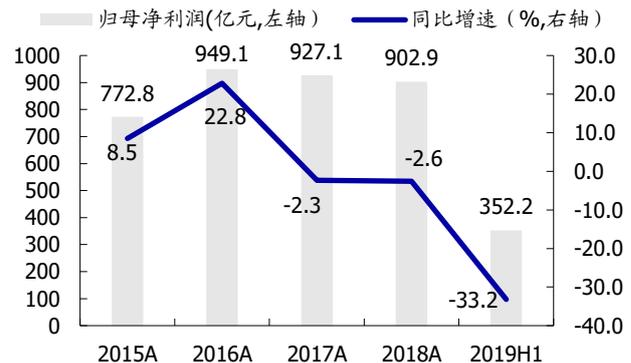
乘用车板块受国六政策提前实施影响，车企面临量价齐跌的颓势，营收及利润均显著下滑。我们统计乘用车板块共 16 个标的，营业收入 2018A/2019H1 分别为 17356.2/7743.9 亿元，同比+3.1%/-11.6%。归母净利润 2018A/2019H1 分别为 902.9 /352.2 亿元，同比-2.6%/-33.2%。

图表 22: 2015-2019H1 乘用车营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2015-2019H1 乘用车归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

大部分乘用车主要上市企业 2019H1 营收出现双位数下滑。其中一汽夏利、众泰汽车、小康股份下滑明显，营收同比分别为-63.7%/-50.9%/-26.3%；而北汽蓝谷、北京汽车、比亚迪、江淮汽车表现较好，同比分别为+76.6%/+14.1%/+14.1%/+14.1%。归母净利润上，两极分化较为严重，其中长安汽车、小康股份、众泰汽车同比降幅超 100%，分别为-239.2%/-218.8%/-195.4%；而比亚迪实现双位数以上正增长，同比增速为+203.6%。

图表 24: 乘用车主要上市企业半年报业绩

证券代码	上市公司	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
600104.SH	上汽集团	3679.2	-20.8	137.6	-27.5
1958.HK	北京汽车	877.6	+14.1	20.9	-25.9
002594.SZ	比亚迪	621.8	+14.1	14.5	+203.6
0489.HK	东风集团股份	484.5	-16.4	85.0	+5.3
0175.HK	吉利汽车	475.6	-11.5	40.1	-39.9
601633.SH	长城汽车	403.2	-15.6	15.2	-58.9
000625.SZ	长安汽车	298.8	-16.2	-22.4	-239.2
601238.SH	广汽集团	281.2	-23.8	49.2	-28.9
600418.SH	江淮汽车	270.0	+14.1	1.3	-23.5
600733.SH	北汽蓝谷	99.2	+76.6	1.0	+9.7
601127.SH	小康股份	76.8	-26.3	-2.8	-218.8
000980.SZ	众泰汽车	50.4	-50.9	-2.9	-195.4
1114.HK	华晨中国	19.0	-16.7	32.3	-9.4
000927.SZ	一汽夏利	2.7	-63.7	-5.5	+13.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

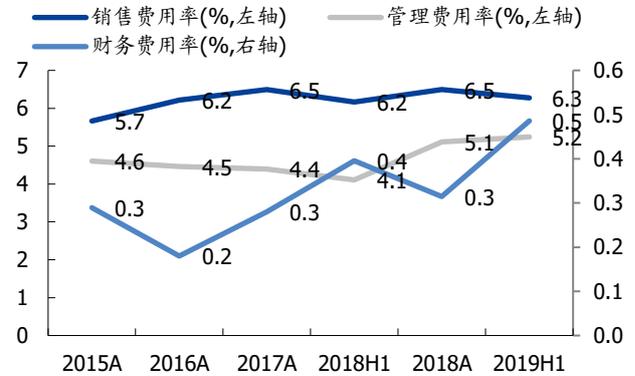
从毛利率来看，2019H1 乘用车上市公司毛利率 13.3%，较去年同期-1.2pct。从费用率来看，2019H1 销售费用占营业收入比重仍然维持在较高的水平 6.3%，较去年同期+0.1pct，基本维持稳定；管理费用率略有上升为 5.2%，较去年同期+1.1pct；财务费用率为 0.5%，较去年同期-0.1pct，维持相对稳定。

图表 25: 2015-2019H1 乘用车毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 2015-2019H1 乘用车期间费用率

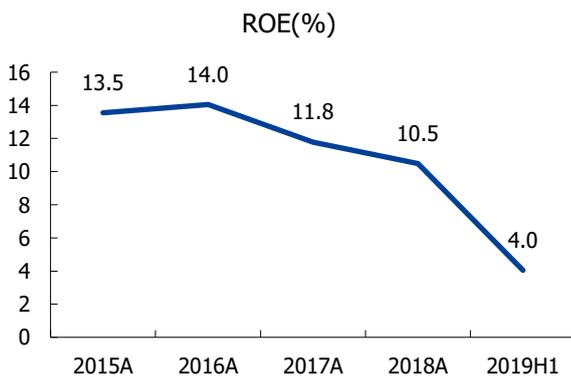


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从 ROE 来看，乘用车上市公司 ROE 自 16 年来呈现下滑趋势，2019H1 净资产收益率仅为 4%，较去年同期大幅下降 5 个百分点。

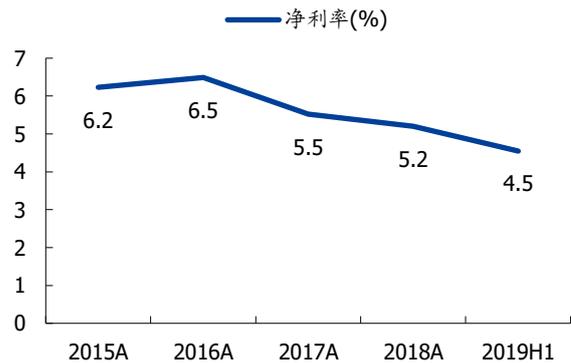
从杜邦比率分解来看，净利率、总资产周转率是造成 ROE 下滑的主要因素，可见乘用车企业 2019 年上半年营运能力显著下降。净利润 2019H1 年仅为 4.5%，较同期下滑-1.5pct；而总资产周转率由 2018H1 的 0.91 次降至 0.75 次；资产负债率近两年维持在 58% 左右波动，2019H1 年为 57.7%。

图表 27: 2015-2019H1 乘用车 ROE 变化



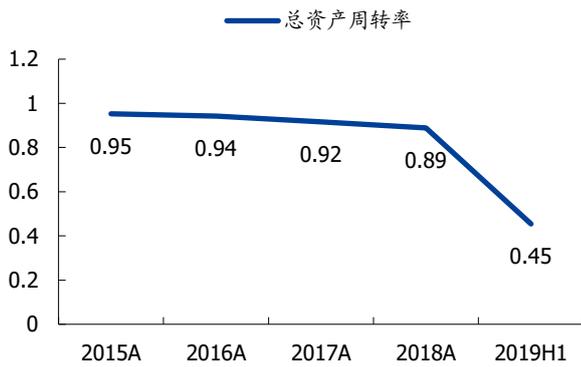
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2015-2019H1 乘用车净利率变化



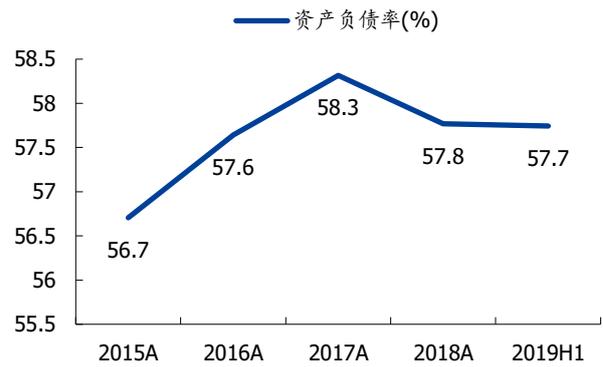
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 2015-2019H1 乘用车总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

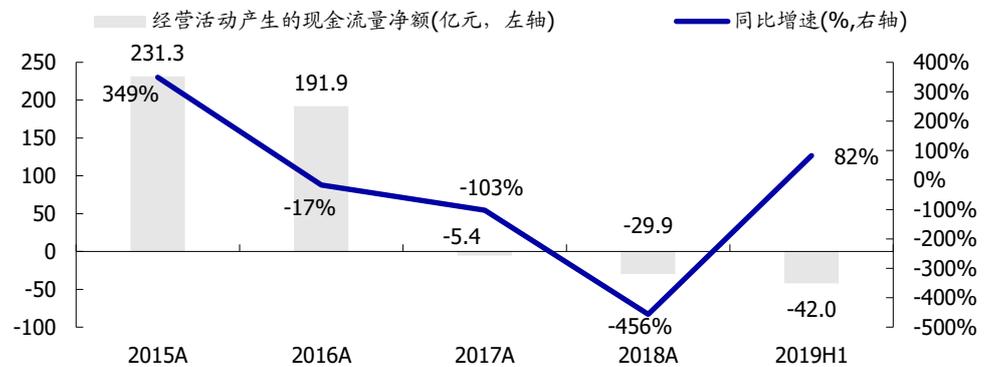
图表 30: 2015-2019H1 乘用车资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上半年乘用车经营现金流净额为-43.1 亿元，净流出情况较去年同期有所好转，同比+82%。

图表 31: 2015-2019H1 乘用车经营活动产生的现金流量净额(亿元)



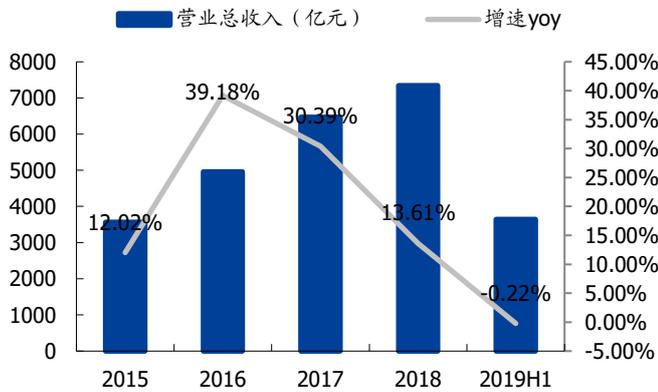
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

根据我们对行业整体价格监测，行业整体折扣率保持平稳：整体折扣率为 8.6%，环比+0.1pct，同比-1.1pct；其中合资品牌为 8.9%，环比+0.1pct，同比-1.6pct；自主品牌 6.6pct，环比+0.3pct，同比+1.4pct；豪华品牌为 9.1%，环比持平，同比-1.6pct。我们判断行业已经渡过行业低点，相比较二季度以及去年同期价格体系修复明显，乘用车整车将率先受益价格和销量复苏。

2.2 零部件板块结构分化，单车价值量进一步提升

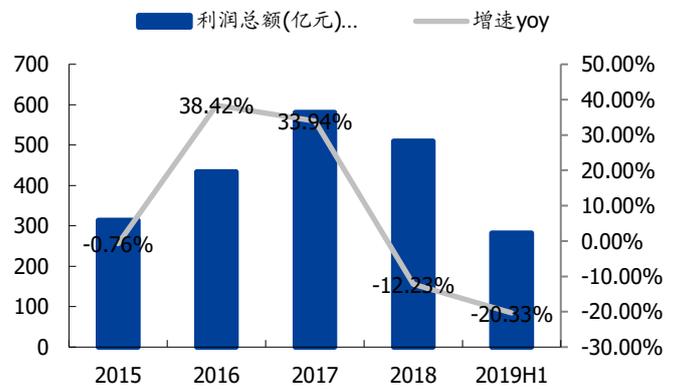
零部件板块表现优于整车板块。零部件板块今年上半年实现收入 3646 亿元，同比下滑-0.22%，相比较乘用车收入下滑幅度较少，我们认为主要原因是随着国产替代进程进行，自主零部件企业单车价值量进一步增加。而零部件板块利润总额下滑幅度较大，同比下滑 20%，总利润至 281.8 亿元，主要是在车市下行阶段，年降幅度扩大进一步压缩零部件利润。

图表 32: 2015-2019H1 零部件板块收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

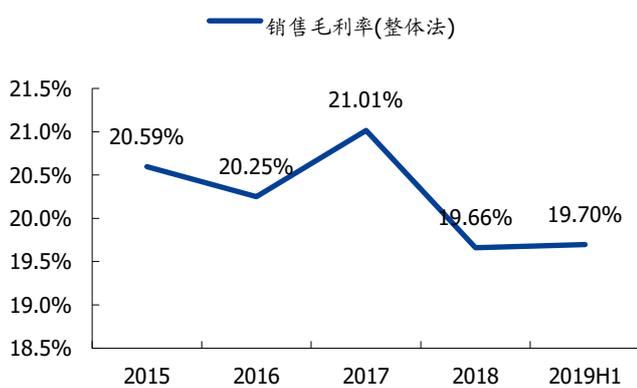
图表 33: 2015-2019H1 零部件板块利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

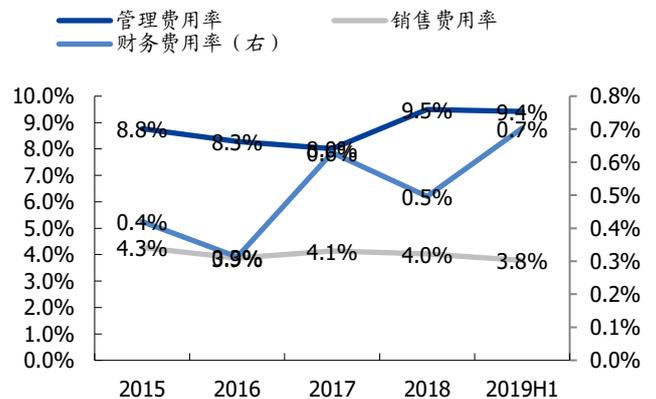
行业上半年毛利率为 19.7%，同比下降 0.43 个百分点。期间费用率为 13.9%，同比增长 2pct，主要是管理费用率增长幅度较大，增长 1.9pct。由于 2018 年 Q3 开始，研发费用从管理费用中单独列支，无法做同比对比，但我们预计有可能是行业在上半年研发投入进一步增加所致。

图表 34: 2015-2019H1 零部件板块毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

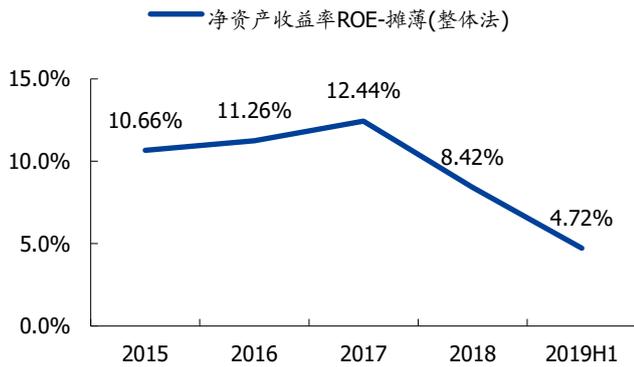
图表 35: 2015-2019H1 零部件板块期间费用率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

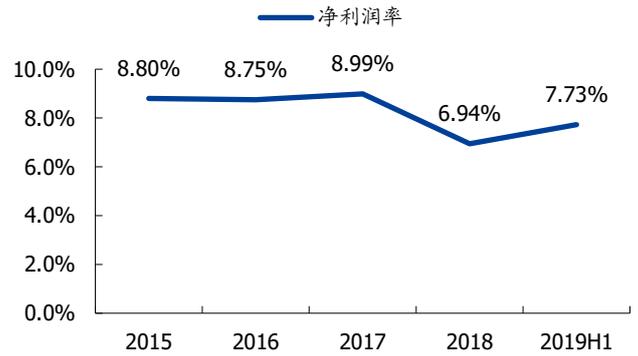
零部件板块 ROE 达到 4.72%，同比下滑 1.8pct，销售净利润率为 7.73%，同比下滑 1.95pct，板块盈利能力为近 5 年最低水平。以杜邦分析法，行业总资产周转率小幅下滑 (同比-0.04)，资产负债率逐步提升 (1.6pct)，板块净资产收益率下滑主要来自行业净利润率的下滑。

图表 36: 2015-2019H1 零部件板块 ROE 变化



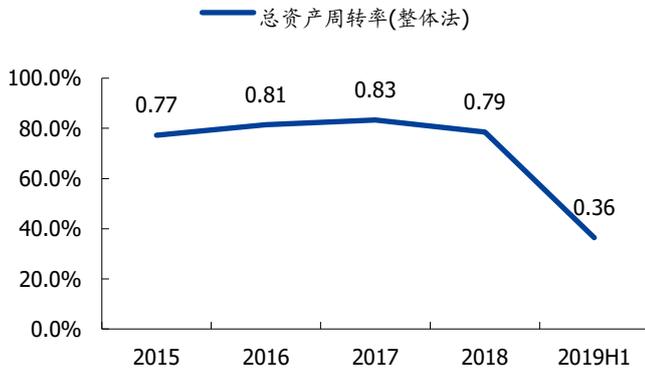
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 2015-2019H1 零部件板块净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 2015-2019H1 零部件板块总资产周转率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

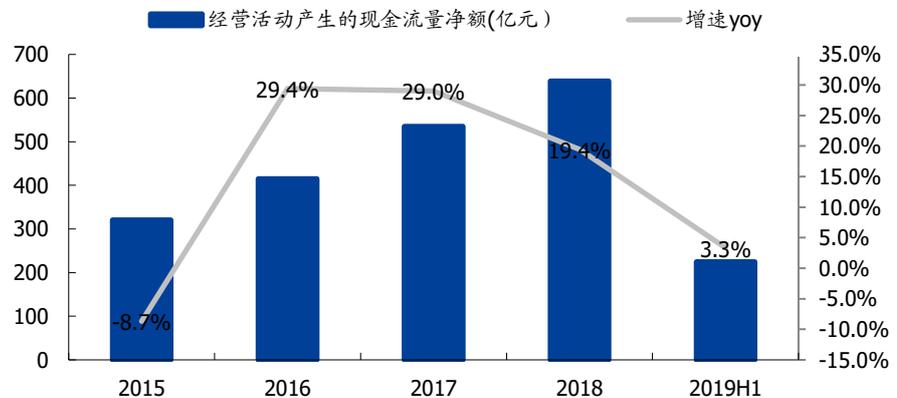
图表 39: 2015-2019H1 零部件板块资产负债率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

行业经营活动净现金流为 224.7 亿元, 同比增长 3.3%, 现金流保持稳定增长, 或由于上半年主机厂在行业下行情况下, 为保护供应链体系, 加大了回款速度。

图表 40: 2015-2019H1 零部件板块经营活动净现金流及其增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

为具体分析零部件板块中报，我们将零部件按照产品类型划分为 NVH、动力系统机加工件、轮毂、轮胎、铝合金压铸件、内外饰件、汽车电子、热管理等多个子行业。

图表 41: 汽车零部件子板块划分

子版块	主要标的
NVH	美力科技、正裕工业、凯众股份、拓普集团
动力系统机加工件	隆盛科技、登云股份、湘油泵、雷迪克、铁流股份、科华控股、中马传动、新坐标、圣龙股份、东安动力、锋龙股份、西仪股份、秦安股份、贝斯特、富临精工、蓝黛传动、中原内配、福达股份、襄阳轴承、鑫湖股份、天润曲轴、双环传动、华培动力、精锻科技、万里扬
轮毂	迪生力、跃岭股份、今飞凯达、兆丰股份、金固股份
轮胎	三角轮胎、玲珑轮胎、赛轮轮胎、贵州轮胎、S佳通、通用股份、青岛双星
铝合金压铸件	联诚精密、金鸿顺、威唐工业、天汽模、广东鸿图、文灿股份、爱柯迪、旭升股份
内外饰件	金杯汽车、钧达股份、天成自控、模塑科技、常熟汽饰、新泉股份、继峰股份、一汽富维、京威股份、宁波华翔、岱美股份、星宇股份、敏实集团
汽车电子	日盈电子、奥联电子、万通智控、威帝股份、苏奥传感、保隆科技、华阳集团、均胜电子、耐世特、德赛西威
热管理	鹏翎股份、川环科技、恒立实业、松芝股份、飞龙股份、腾龙股份、贵航股份、八菱科技、银轮股份、奥特佳、中鼎股份、三花智控

资料来源: 国盛证券研究所

我们将零部件行业划分为多个指标后，通过纵向和横向对比发现：

- 1) 业绩方面，轮胎行业在今年上半年表现较好，收入同比增长 5.5%，收上游原材料价格下降，利润同比增长 45.6%，在零部件行业中一枝独秀。汽车电子收入增长最快，同比增长 29%。NVH 和铝合金压铸机业绩下滑幅度最大，同比下滑 35%左右。
- 2) 内外饰件的行业回报率在所有版块中是最高的，上半年 ROE 达到 6%，其次是轮胎和热管理，分别为 4.9%和 4.4%，其余几个行业保持 3.5%左右的水平。
- 3) 盈利能力方面，NVH 行业的毛利率和净利润率最高，分别为 28%和 11.9%，其次为热管理和铝合金压铸机。
- 4) 周转率来看，汽车电子属于轻资产模式，总资产周转率最高。其次为内外饰件、热管理和轮胎，分别为 0.46 和 0.33。
- 5) 从经营杠杆来看，汽车电子的负债率最高，其次为内外饰件和轮胎，分别为 62.3%，55.7%和 54.3%

图表 42: 汽车零部件子板块主要财务指标

财务指标	NVH	动力系统 机加工	轮毂	轮胎	铝合金压 铸件	内外饰件	汽车电子	热管理
营业总收入(亿元)	35.11	299.96	84.16	278.34	71.55	1,074.48	366.42	218.91
yoy	-13.8%	-0.9%	-7.7%	5.5%	-1.3%	-8.7%	29.4%	-5.3%
利润总额(亿元)	4.17	27.40	7.63	21.28	6.60	83.32	16.68	21.01
yoy	-36.3%	-20.1%	-26.3%	45.6%	-35.3%	-25.4%	-4.9%	-23.7%
净资产收益率	3.6%	3.5%	4.3%	4.9%	3.1%	6.0%	3.4%	4.4%
同比变化 pct	-0.9%	-1.4%	1.2%	-2.1%	-2.9%	-1.6%	-1.6%	2.6%
净利润率	11.9%	9.1%	9.1%	7.6%	9.2%	7.8%	4.6%	9.6%
同比变化 pct	-2.4%	6.0%	-0.8%	2.0%	-3.5%	-0.3%	-0.9%	-0.4%
总资产周转率	0.24	0.26	0.29	0.33	0.25	0.46	0.51	0.32
同比变化	-0.05	-0.01	-0.05	-0.02	-0.03	-0.07	-0.03	-0.04
资产负债率	34.0%	39.6%	49.1%	54.3%	39.1%	55.7%	62.3%	40.1%
同比变化 pct	-0.9%	2.0%	2.4%	0.8%	0.9%	-1.8%	4.1%	0.9%
销售毛利率	28.2%	21.8%	22.3%	21.6%	25.5%	16.6%	18.2%	25.6%
同比变化 pct	0.1%	-1.6%	0.9%	2.6%	-2.3%	0.9%	1.4%	-0.1%
销售费用率	5.09%	3.32%	3.16%	5.75%	4.97%	1.93%	2.57%	4.62%
同比变化 pct	0.32%	-0.02%	-0.29%	0.08%	0.33%	0.09%	0.30%	0.17%
管理费用率	11.00%	9.93%	8.34%	9.34%	14.96%	12.00%	18.08%	16.15%
同比变化 pct	2.79%	0.38%	1.53%	3.90%	5.88%	3.95%	8.13%	6.41%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 汽车零部件主要标的中报表现

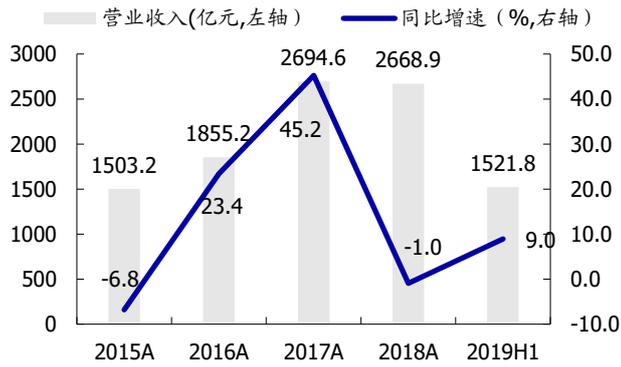
股票代码	股票简称	2019H1 收入	yoy	2019H1 归属利润	yoy
601689.SH	拓普集团	57.3	5.7%	6.6742	-12.7%
603788.SH	宁波高发	11.3	-12.9%	1.7549	-31.1%
002472.SZ	双环传动	31.8	12.4%	1.7922	-28.9%
300258.SZ	精锻科技	12.6	5.9%	2.5850	-0.4%
002434.SZ	万里扬	43.2	-3.2%	3.3630	-37.3%
002488.SZ	金固股份	25.8	-13.4%	1.5635	31.5%
601966.SH	玲珑轮胎	158.2	12.6%	12.4159	22.1%
600933.SH	爱柯迪	25.0	7.3%	4.4351	-7.0%
603305.SH	旭升股份	11.3	44.5%	2.7693	23.8%
603179.SH	新泉股份	31.9	-1.8%	2.6021	-4.0%
603997.SH	继峰股份	21.5	7.2%	2.8337	-4.8%
002048.SZ	宁波华翔	153.9	7.1%	7.4836	5.1%
603730.SH	岱美股份	46.6	38.0%	5.6970	-4.0%
601799.SH	星宇股份	53.2	19.2%	6.5002	29.6%
0425.HK	敏实集团	126.1	10.1%	16.6064	-18.0%
600741.SH	华域汽车	1,524.9	3.9%	69.6120	-12.3%
603197.SH	保隆科技	24.6	13.8%	1.4050	-21.1%
600699.SH	均胜电子	646.3	138.8%	15.6449	614.2%
1316.HK	耐世特	39.2	0.8%	3.7966	7.9%
002126.SZ	银轮股份	52.0	13.2%	3.5569	6.3%
000887.SZ	中鼎股份	119.8	-3.2%	10.4869	-11.9%
002050.SZ	三花智控	110.4	7.2%	13.0272	-0.8%
600660.SH	福耀玻璃	204.1	5.9%	41.6392	37.9%
002920.SZ	德赛西威	50.1	-12.4%	2.9944	-46.7%

资料来源: 国盛证券研究所

2.3 货车: 重卡销量平稳, 轻卡受政策扰动承压

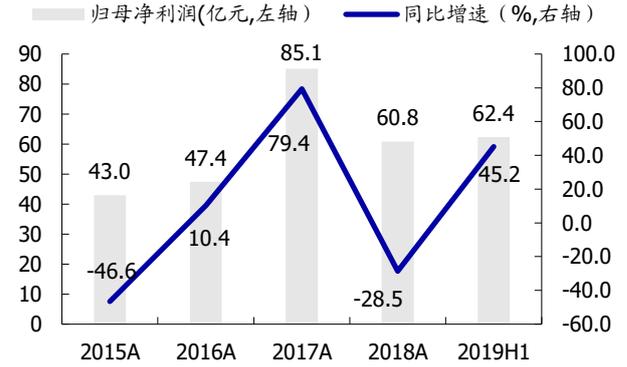
上半年受基建回暖、物流发展以及国三及以下排放的老旧车淘汰、天然气车型排放升级拉动需求提前释放等因素影响, 2019年上半年货车市场增长明显, 拉动货车板块整体呈现增长态势。我们统计货车板块的4个重点标的, 营业收入 2018A/2019H1 分别为 2668.9/1521.8 亿元, 同比-1.0%/ +9.0%。归母净利润 2018A/2019H1 分别为 60.8/62.4 亿元, 同比-28.5%/+45.2%。

图表 44: 2015-2019H1 货车营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 2015-2019H1 货车归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分企业来看, 货车板块 2019H1 营收增速福田汽车、潍柴动力达双位数增长, 分别为+21.0%/+10.5%; 而江铃汽车、中国重汽略有下滑, 同比分别为-4.1%/-0.5%。归母净利润上, 除江铃汽车同比下降达 81.5%, 其他上市公司均实现较大增长, 其中福田汽车同比增长达 127.7%。

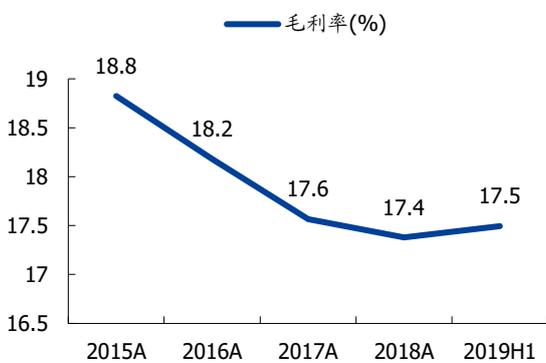
图表 46: 2019H1 货车主要上市企业半年报业绩

证券代码	上市公司	营业收入(亿元)	YOY (%)	归母净利润(亿元)	YOY (%)
000338.SZ	潍柴动力	908.6	+10.5	52.9	+20.4
000951.SZ	中国重汽	224.7	-0.5	6.4	+32.3
600166.SH	福田汽车	260.6	+21.0	2.5	+127.7
000550.SZ	江铃汽车	137.2	-4.1	0.6	-81.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

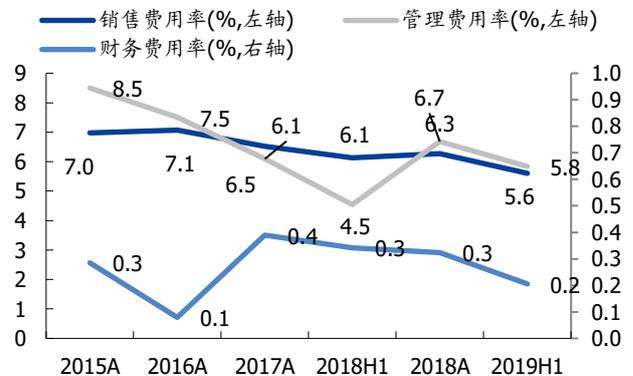
从毛利率来看, 2019H1 货车上市公司毛利率 17.5%, 较去年同期+0.3pct, 毛利率水平 2018 年达低点后进入增长区间。从费用率来看, 2019H1 销售费用占营业收入比重为 5.6%, 较去年同期-0.5pct, 基本维持稳定; 管理费用率为 5.6%, 较去年同期+1.3pct, 整体看管理费用率自 2016 年持续下降; 财务费用率为 0.2%, 较去年同期+0.1pct, 维持相对稳定。

图表 47: 2015-2019H1 货车毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 2015-2019H1 货车期间费用率

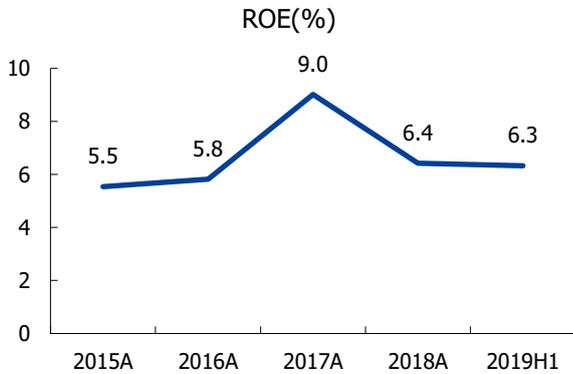


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从 ROE 来看, 货车上市公司 ROE 较 2018 年大幅提升, 2019H1 年化净资产收益率为

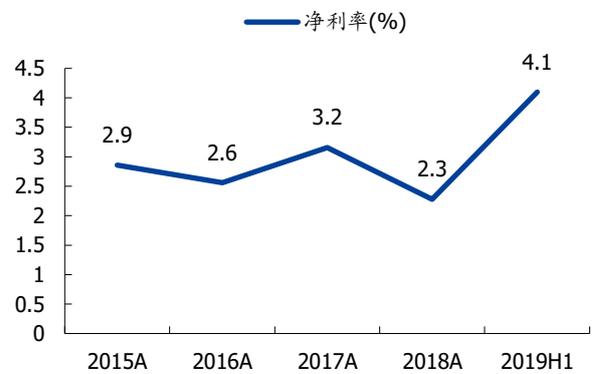
12.7%，较去年同期+3.5个百分点，这是自2015年以来首次突破10%。从杜邦比率分解来看，上半年三因素对ROE的影响均为正面，而净利润的显著提升推动了板块ROE上升。净利率2019H1年为4.1%，较同期+1.0pct；总资产周转率2019H1为0.91次，较去年同期上升0.02次；资产负债率近三年维持在70%左右波动，2019H1年为70.4%，较同期+0.4pct。

图表 49: 2015-2019H1 货车 ROE



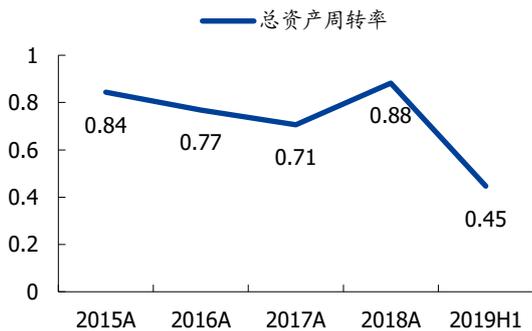
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 50: 2015-2019H1 货车净利率



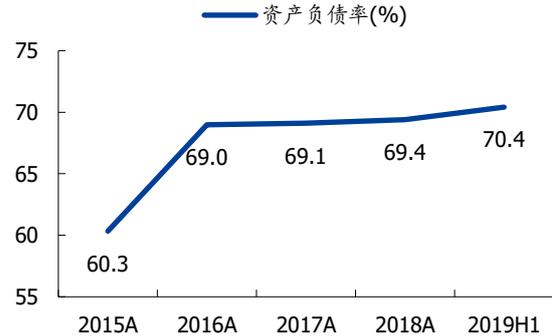
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 2015-2019H1 货车总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

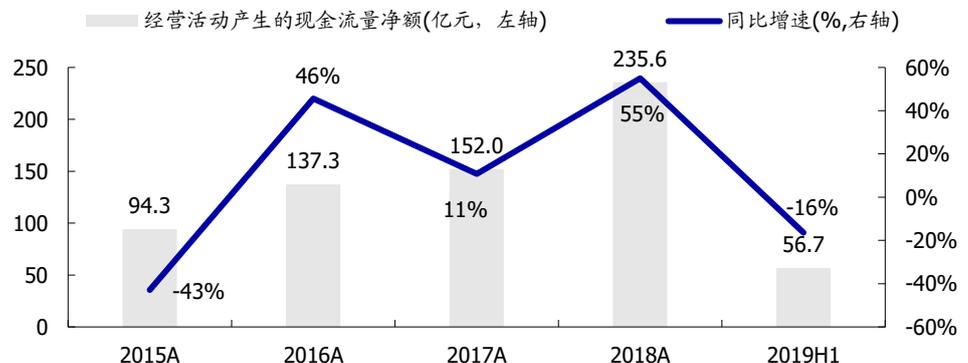
图表 52: 2015-2019H1 货车资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上半年货车经营现金流净额为56.7亿元，同比-16%。货车板块现金流情况优秀2014年以来均维持正流入。

图表 53: 2015-2019H1 货车经营活动产生的现金流量净额(亿元)

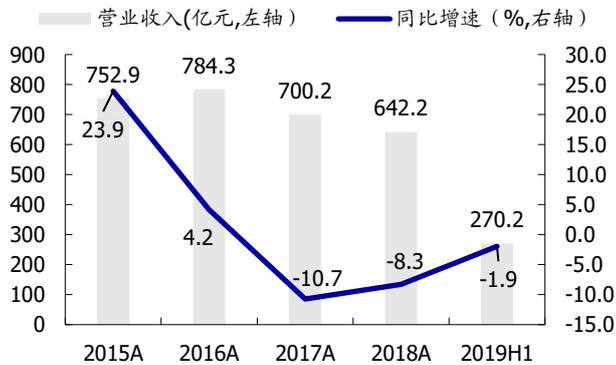


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4 客车：新能源车强装带动客车反弹

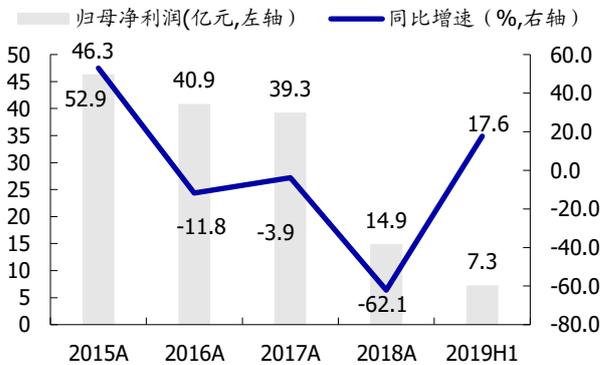
上半年新能源客车逐步退坡对客车市场有一定影响，整理来看上市企业营收略有下滑，而净利润受去年低基数影响达双位数增长。我们统计客车板块的6个重点标的，营业收入2018A/2019H1分别为642.2/270.2亿元，同比-8.3%/-1.9%。归母净利润2018A/2019H1分别为60.8/62.4亿元，同比-62.1%/+17.6%。

图表 54: 2015-2019H1 客车营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 2015-2019H1 客车归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分企业来看，客车主要上市企业2019H1营收同比仅曙光股份、金龙汽车负增长，分别为-33.2%/-18.9%；中通客车表现较好，同比增长37.4%。归母净利润上，曙光股份出现断崖式下跌为-0.9亿元，跌幅达-631.8%，其次亚星客车、金龙汽车利润同样出现负增长，同比降幅为-40.4%/-33.6%；而*ST安凯净利润增速表现较好，增幅达127.4%。

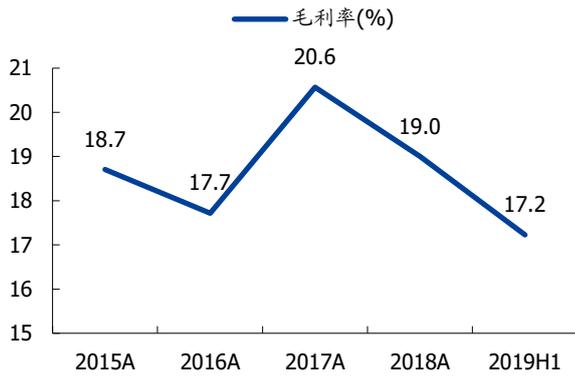
图表 56: 2019H1 客车主要上市企业半年报业绩

证券代码	上市公司	营业收入(亿元)	YOY (%)	归母净利润(亿元)	YOY (%)
600066.SH	宇通客车	125.1	+4.0	6.8	+10.8
600686.SH	金龙汽车	73.2	-18.9	0.5	-33.6
000957.SZ	中通客车	32.9	+37.4	0.3	+7.8
000868.SZ	*ST安凯	17.2	15.1	0.4	127.4
600213.SH	亚星客车	12.3	+10.5	0.1	-40.4
600303.SH	曙光股份	11.4	-33.2	-0.9	-631.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

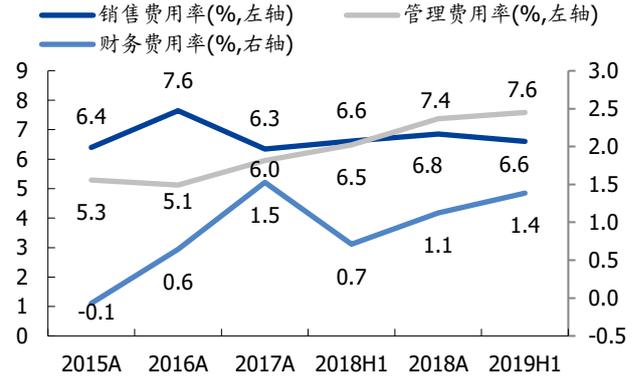
从毛利率来看，客车板块毛利率自2017年达到顶点以来持续下滑，2019H1客车上市公司毛利率17.2%，较去年同期+1.1pct。从费用率来看，2019H1销售费用率为6.6%，与去年持平；管理费用率为7.6%，较去年同期+1.1pct；财务费用率为1.4%，较去年同期+0.7pct，财务费用率上涨主要是受汇率波动导致汇兑收益减少所致。

图表 57: 2015-2019H1 客车毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

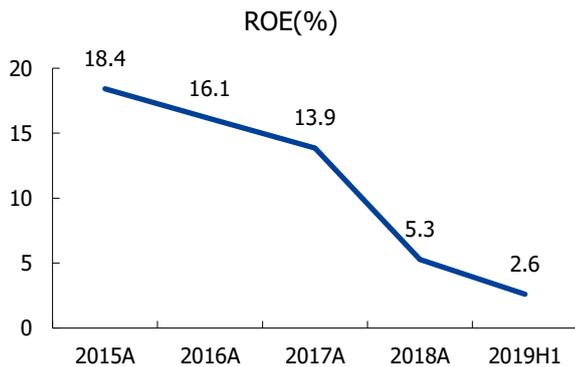
图表 58: 2015-2019H1 客车期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

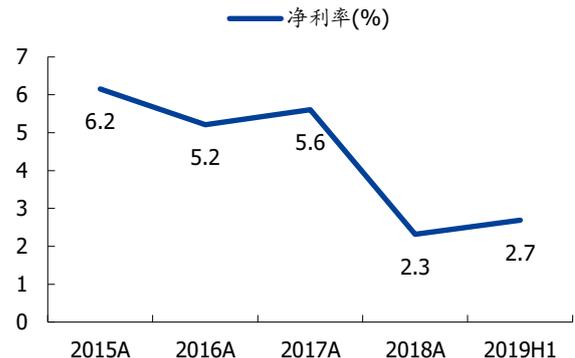
从 ROE 来看, 客车上市公司 ROE 2018 年以来显著低于历史水平, 但呈现回升趋势, 2019H1 年化净资产收益率为 5.2%, 较去年同期+0.8pct。从杜邦比率分解来看, 净利率是 2018 年以来 ROE 较低的主要因素, 2019H1 年为 2.7%, 较同期+0.5pct; 总资产周转率持续下滑, 2019H1 仅为 0.62 次, 较去年同期少 0.04 次; 资产负债率 2017 年以来持续下降, 2019H1 年为 68.0%, 较去年同期-1.2pct。

图表 59: 2015-2019H1 客车 ROE



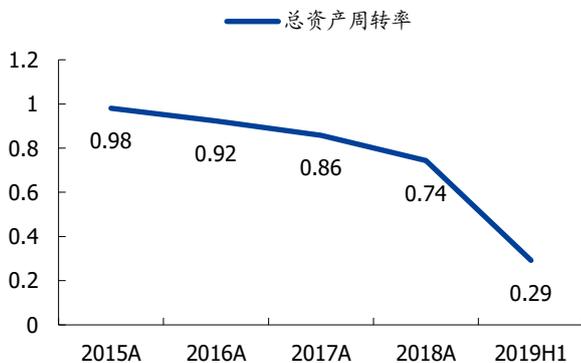
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 2015-2019H1 客车净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 2015-2019H1 客车总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

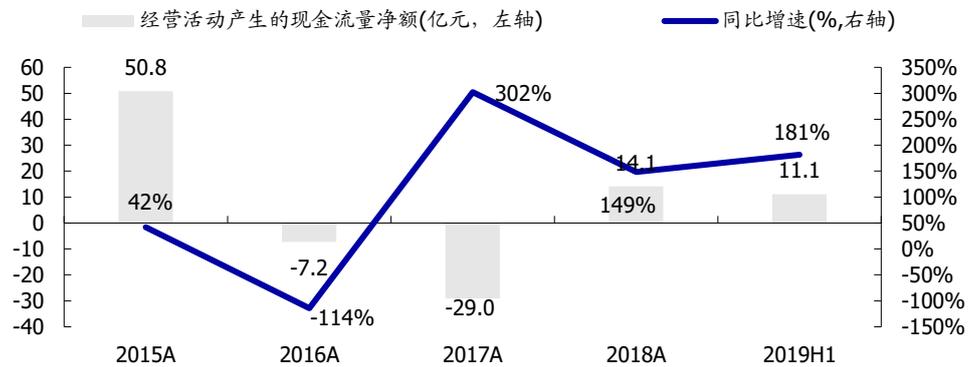
图表 62: 2015-2019H1 客车资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

历年客车现金流情况波动较大，上半年客车经营现金流净额为 11.1 亿元，同比+181%。

图表 63: 2015-2019H1 客车经营活动产生的现金流量净额(亿元)

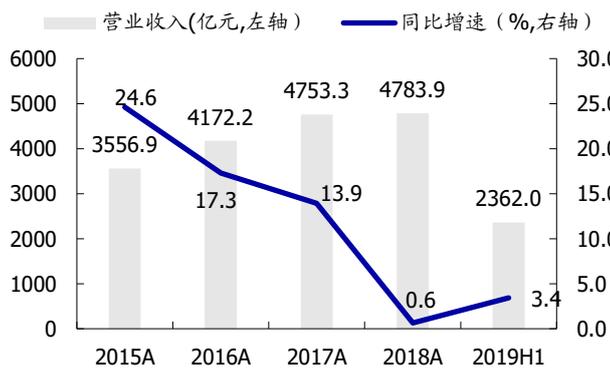


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.5 经销商：库存压力使得经销商业绩承压

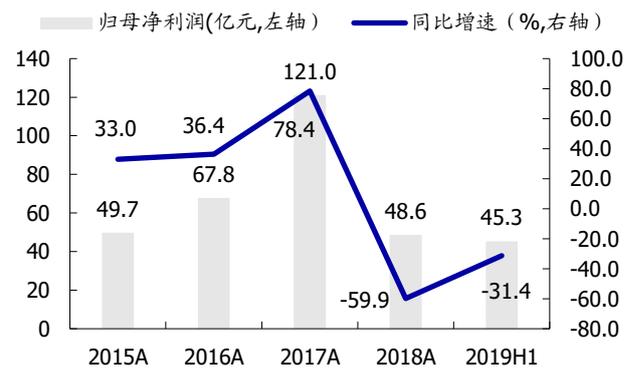
2018 年乘用车行业开始放缓，给下游经销商带来了沉重的经营压力，比如库存管理、资金成本上升以及无法实现销售目标（无法从整车厂获得返点）的压力，整体来看 2018 年以来经销商营收增速放缓，净利润则达到双位数下滑。我们统计乘用车板块 8 个重点标的，营业收入 2018A/2019H1 分别为 4783.9/2362.0 亿元，同比+0.6%/+3.4%。归母净利润 2018A/2019H1 分别为 48.6/45.3 亿元，同比-59.9%/-31.4%，2019 年上半年利润下滑趋势有所放缓。

图表 64: 2015-2019H1 经销商营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 2015-2019H1 经销商归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分企业来看，受 2018H1 低基数影响，大部分经销商主要上市企业 2019H1 营收实现正增长，其中美东汽车、和谐汽车增幅较大，营收同比分别为+57.4%/+25.7%；而仅有正通汽车营收较去年同期下滑，跌幅为-7.1%。归母净利润上，庞大集团净利润断崖式下跌，2019H1 归母净利润为负，跌幅达-563.7%；其次正通汽车、和谐汽车、广汇汽车净利润负增长，同比分别为-33.6%/-32.6%/-28.4；而美东汽车受豪车品牌销量逆市增长影响，净利润增幅较大，同比增长+49.6%。

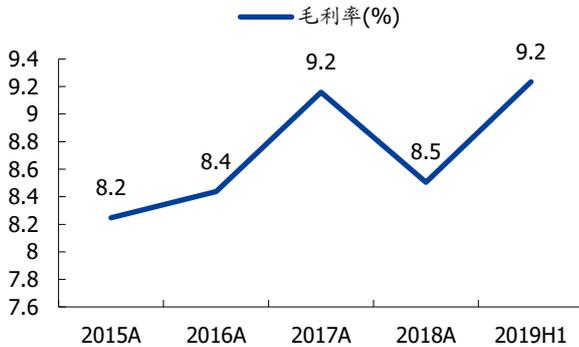
图表 66: 2019H1 经销商主要上市企业半年报业绩

证券代码	上市公司	营收(亿元)	YOY (%)	归母净利(亿元)	YOY (%)
600297.SH	广汇汽车	807.1	+3.3	15.1	-28.4
0881.HK	中升控股	574.1	+16.4	20.8	+13.3
3669.HK	永达汽车	291.1	+16.8	7.3	+1.5
600335.SH	国机汽车	267.0	+11.1	4.1	-7.4
1728.HK	正通汽车	174.3	-7.1	4.7	-33.6
601258.SH	庞大集团	102.6	-62.4	-12.0	-563.7
1268.HK	美东汽车	68.4	+57.4	2.4	+49.6
3836.HK	和谐汽车	58.9	+25.7	2.9	-32.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

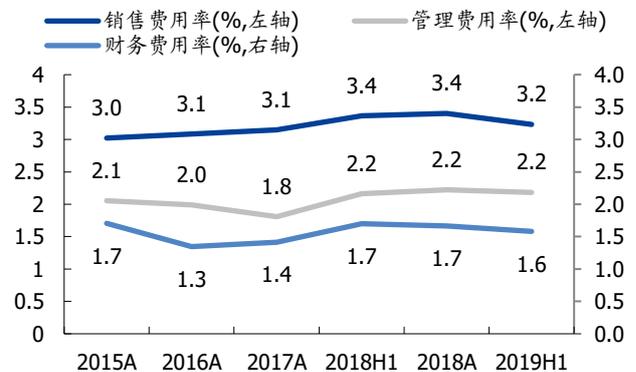
从毛利率来看, 2019H1 经销商上市公司毛利率为 9.2%, 较去年同期-0.6pct。从费用率来看, 三项费率自 2015 年以来均保持稳定, 2019H1 销售费用率为 3.2%, 较去年同期-0.2pct; 管理费用率为 2.2%, 与去年同期持平; 财务费用率为 1.6%, 较去年同期-0.1pct。

图表 67: 2015-2019H1 经销商毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

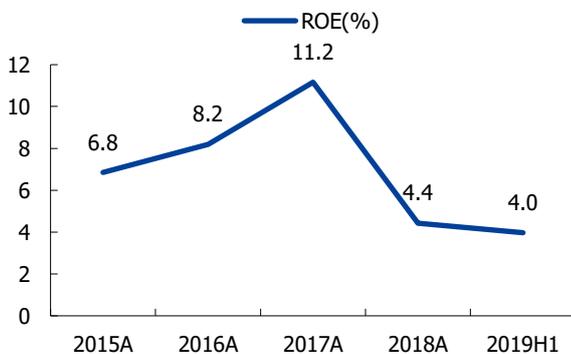
图表 68: 2015-2019H1 经销商期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从 ROE 来看, 经销商上市公司 ROE 波动较大, 2018 年显著下滑, 2019H1 略有回暖为 7.9%, 环比上升 3.8pct, 同比 3.7pct。从杜邦比率分解来看, 净利率是造成 ROE 较大波动的主要因素, 2019H1 净利率为 1.9%, 环比+0.9pct, 同比-1.0pct; 总资产周转率为 1.33 次与去年基本持平; 资产负债率为 67.9%, 较去年同期+0.6pct。

图表 69: 2015-2019H1 经销商 ROE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 70: 2015-2019H1 经销商净利率



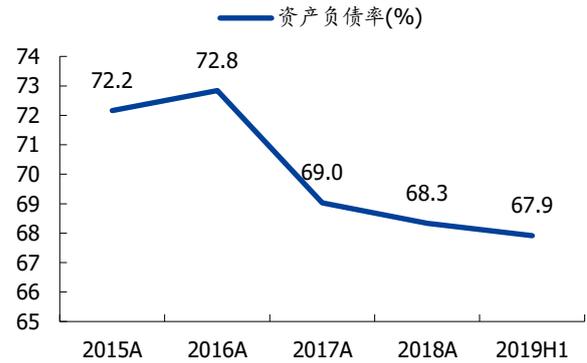
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 71: 2015-2019H1 经销商总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

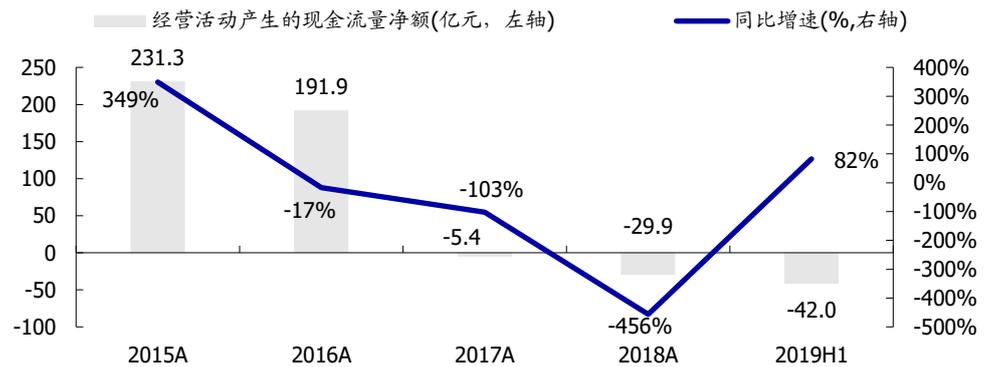
图表 72: 2015-2019H1 经销商资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2017 年以来随着汽车行业竞争加剧, 经销商现金流恶化, 由稳定净流入转为持续流出, 2019H1 经营现金流净额为-42.0, 净流出情况较去年同期有所好转。

图表 73: 2015-2019H1 经销商经营活动产生的现金流量净额(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议

以汽车工业产成品库存口径来看, 本轮去库从 2017 年年中开始, 至今持续 24 个月, 汽车行业库存周期已经处于历史底部。行业的库存周期与板块的收益率相关性较高, 前后相差 1-2 个月。从投资逻辑上来看, 三季度起整车厂 EPS 逐步修复而零部件将迎来估值修复, 因此我们建议: 1) 整车板块关注话语权较强以及边际弹性较大的乘用车龙头长安汽车、吉利汽车、上汽集团; 2) 零部件板块关注低估值, 细分行业子龙头, 业绩弹性较大的新泉股份, 保隆科技。

风险提示

宏观经济不确定性叠加贸易摩擦或影响居民收入端使得消费不振。汽车作为耐用消费品，占限额以上社零数据 25%左右，居民收入对购车愿望影响较大。受宏观经济不确定性影响，我国消费数据持续下行，或对车市有一定影响。今年 5 月美国宣布对中国 2000 亿美元商品加征 25%左右的关税，对我国以外贸为导向的沿海省份有较大影响。目前我国汽车金融渗透率达到了 35-40%左右，居民收入下滑或对居民的购买能力以及影响收入预期从而影响汽车消费。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com