

福田汽车 (600166.SH)

聚焦商用车三年行动战略成效明显

核心观点:

- **受益轻卡及中重卡高景气, 公司 Q3 营收及业绩同比增长提速。**根据三季报, 公司前 3 季度实现营收 428 亿元, 同比增长 20.7%, 归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 9.4%; 其中 Q3 营收 155.5 亿元, 同比增长 66.0%, 归母净利润 1.0 亿元, 去年同期为 807 万元。受益于轻卡及中重卡销量增长, 公司主营业务同比增长, 同时合营企业福康、福戴盈利增加带来前 3 季度投资净收益同比增长 59.5%, 增厚公司业绩。公司前 3 季度计提信用减值损失 11.0 亿元, 主要是宝沃转让相关款项信用减值增加。若剔除不可比因素, 公司核心资产盈利水平明显提升。
- **聚焦战略成效明显, 经营性现金流持续改善。**18 年公司制定三年计划, 确立聚焦商用车主业的战略方向, 加快亏损业务剥离出表。经过两年多调整, 公司营收、利润及现金流等指标均有明显改善, 19 年、20 年前 3 季度公司经营性净现金流达到 48.4、58.2 亿元。公司核心主业轻卡+重卡具备高盈利能力, 依托福康 X 动力、采埃孚 AMT 黄金动力链组合, 向上空间打开。
- **高管增持、股份回购及员工持股, 彰显管理层对未来发展充满信心。**19 年 3 月董事长增持 800 万股, 同年 3 月、11 月发布两期回购方案; 20 年 8 月发布员工持股计划, 10 月董事会审议通过议案, 续聘巩月琼同志为总经理, 有助于进一步促进公司持续健康发展。
- **投资建议:** 公司是轻卡行业绝对龙头, 中重卡市占率位列前五, 掌握产业链核心技术, 未来或继续调整竞争力低下业务, 资产质量提升有助于公司盈利能力快速恢复。我们预计公司 20-22 年每股净资产为 2.37/2.53/2.76 元, 按最新收盘价计算 20-22 年 PB 为 1.31/1.23/1.13 倍, 结合行业平均及公司历史 PB 水平, 给予公司 20 年 2.0 倍 PB 估值, 对应合理价值为 4.74 元/股, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; 宝沃剩余股权款及股东借款回收风险等。

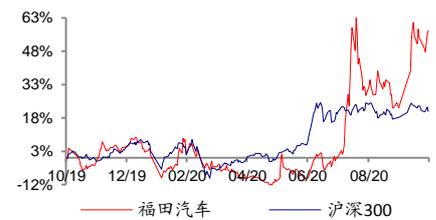
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	41,054	46,966	58,249	65,533	70,007
增长率 (%)	-20.6	14.4	24.0	12.5	6.8
EBITDA (百万元)	-999	1,176	2,274	1,829	2,080
归母净利润 (百万元)	-3,575	192	361	1,052	1,512
增长率 (%)	-3293.7	105.4	88.3	191.5	43.7
EPS (元/股)	-0.54	0.03	0.05	0.16	0.23
市盈率 (P/E)	-	71.75	56.68	19.45	13.53
ROE (%)	-23.5	1.3	2.3	6.3	8.3
EV/EBITDA	-	21.28	11.31	10.06	4.99

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	3.11 元
合理价值	4.74 元
前次评级	增持
报告日期	2020-11-01

相对市场表现



分析师:	张乐
	SAC 执证号: S0260512030010
	021-38003686
	gfzhangle@gf.com.cn
分析师:	闫俊刚
	SAC 执证号: S0260516010001
	021-38003682
	yanjungang@gf.com.cn
分析师:	李爽
	SAC 执证号: S0260519070003
	021-38003684
	fzlishuang@gf.com.cn
分析师:	刘智琪
	SAC 执证号: S0260518080002
	SFC CE No. BOT241
	021-38003685
	liuzhiqi@gf.com.cn

请注意, 张乐, 闫俊刚, 李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

福田汽车 (600166.SH): 1	2019-04-28
季度净利润扭亏为盈, 公司或继续围绕 ROE 上升逻辑聚焦主业	
福田汽车 (600166.SH): 股份回购、高管增持彰显信心, 心无旁骛做主业利好长远发展	2019-03-15

目录索引

一、受益轻卡及中重卡高景气，公司 Q3 营收及业绩同比增长提速.....	4
二、聚焦战略初显成效，经营性现金流持续改善.....	5
三、高管增持、股份回购及员工持股，彰显管理层对未来发展充满信心.....	8
四、投资建议.....	9
五、风险提示.....	11

公共联系人

2020-11-01

图表索引

图 1: 公司单季度营业收入 (亿元) 及同比增速	4
图 2: 公司单季度归母净利润 (亿元)	4
图 3: 福田汽车历年资本性支出 (亿元) 及经营性净现金流 (亿元)	6
图 4: 公司轻卡产品市占率	6
图 5: 公司重卡产品市占率	7
图 6: 福田汽车历年轻微卡销售均价 (元/辆)	7
图 7: 福田康明斯发动机连续多年保持高增长态势	8
图 8: 19 年 ZFTC 嘉兴公司重型商用变速箱销售 (台)	8
图 9: 公司 PB LF 估值 (倍)	10
表 1: 公司利润表季度分析 (百万元)	5
表 2: 公司主要业务拆分表 (亿元)	9
表 3: 可比公司估值 (对应 10 月 30 日收盘价)	10

公共联系人

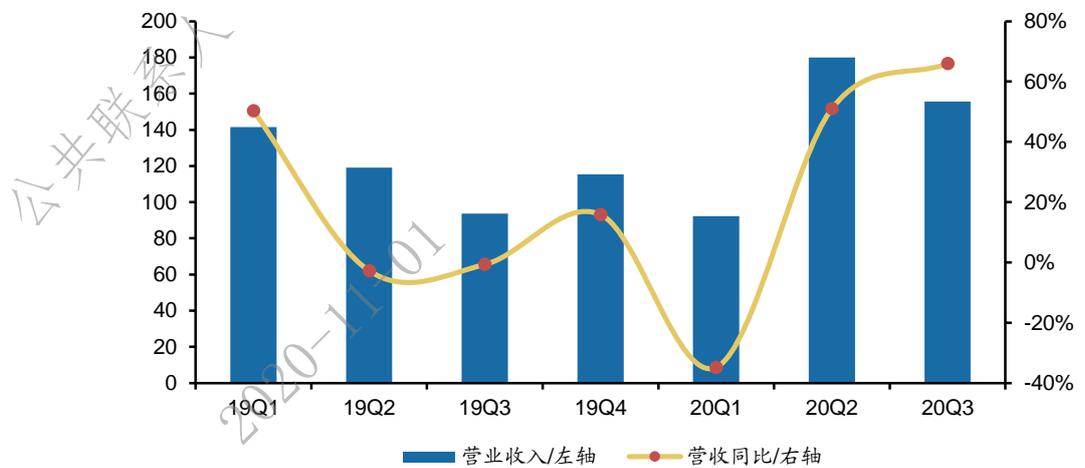
2020-11-01

一、受益轻卡及中重卡高景气，公司 Q3 营收及业绩同比增长提速

根据三季报，公司前3季度实现营收428亿元，同比增长20.7%，归母净利润2.8亿元，同比增长9.4%；其中Q3营收155.5亿元，同比增长66.0%，归母净利润1.0亿元，去年同期为807万元。

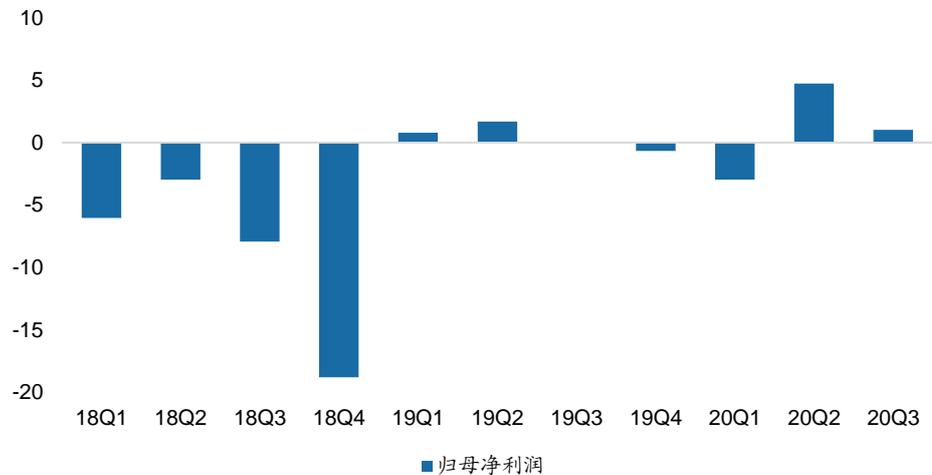
受益于轻卡及中重卡销量增长，公司主营业务同比增长，同时合营企业福康、福戴盈利增加带来前3季度投资净收益同比增长59.5%，增厚公司业绩。

图 1：公司单季度营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报、Wind，广发证券发展研究中心

图 2：公司单季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司财报、Wind，广发证券发展研究中心

公司前3季度信用减值损失11.0亿元，主要是宝沃转让相关款项信用减值增加。若剔除不可比因素，公司核心资产盈利水平明显提升。

表 1: 公司利润表季度分析 (百万元)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	备注
营业收入	14,144	11,915	9,373	11,535	9,224	17,990	15,554	
增速	50.3%	-2.7%	-0.7%	15.9%	-34.8%	51.0%	66.0%	
毛利润	1,881	1,600	1,490	1,614	1,121	2,199	1,758	运输费从销售费用调整至营业成本
毛利率	13.3%	13.4%	15.9%	14.0%	12.2%	12.2%	11.3%	
销售费用	854	1,030	910	658	531	725	766	运输费从销售费用调整至营业成本
占营收比重	6.0%	8.6%	9.7%	5.7%	5.8%	4.0%	4.9%	
管理费用	646	206	251	592	341	320	476	
占营收比重	4.6%	1.7%	2.7%	5.1%	3.7%	1.8%	3.1%	
研发费用	208	571	432	509	419	453	439	
占营收比重	1.5%	4.8%	4.6%	4.4%	4.5%	2.5%	2.8%	
财务费用	187	-14	-17	65	141	37	115	
占营收比重	1.3%	-0.1%	-0.2%	0.6%	1.5%	0.2%	0.7%	
投资收益	181	257	85	870	56	293	486	福康等合联营盈利增加及处置雷萨股权
信用减值损失	6	132	-3	427	-15	649	466	宝沃转让相关款项信用减值增加
资产减值损失	-53	27	4	271	-1	4	-11	
资产处置收益	14	11	11	32	11	185	11	冲压资产转让
营业利润	65	-16	-13	-80	-295	422	-35	
营业外收支	6	18	14	33	-2	27	39	
利润总额	71	2	0	-47	-297	449	4	
所得税	5	-153	0	27	5	-22	-93	
所得税率	8%	-7350%	0%	-58%	-2%	-5%	-2124%	
净利润	65	155	0	-74	-301	471	97	
增速	-103.4%	137.7%	-99.7%	-	-	-256.4%	-79.4%	
归母净利润	80	169	8	-66	-296	475	102	
增速	-104.3%	111.1%	-95.2%	-	-	-260.7%	-78.5%	

数据来源：公司财报、Wind，广发证券发展研究中心

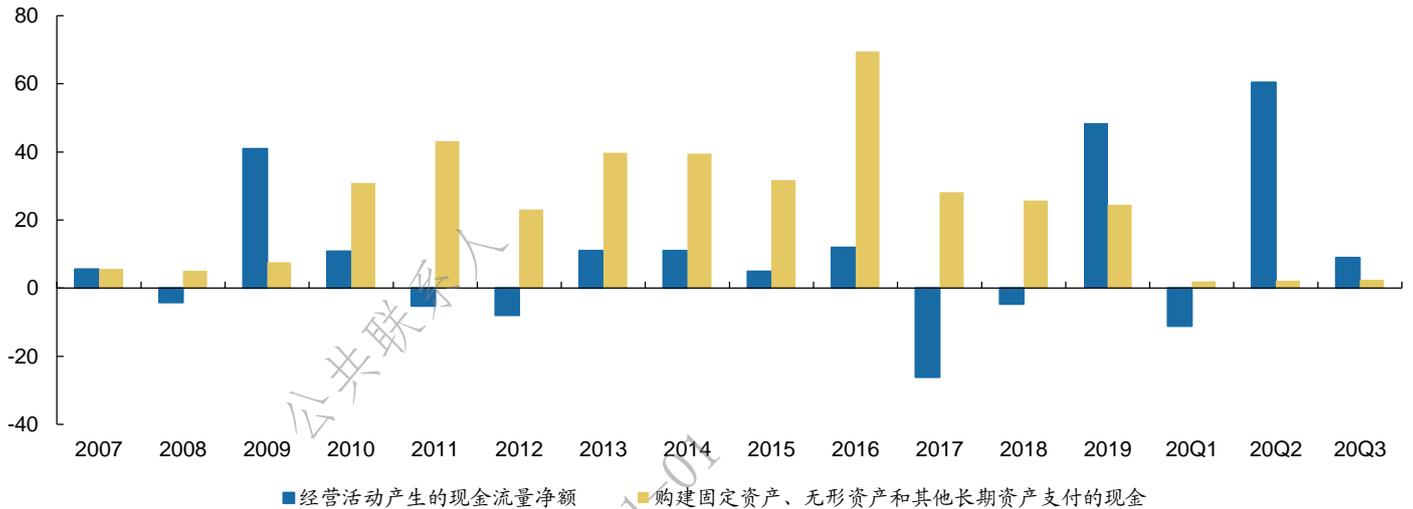
二、聚焦战略初显成效，经营性现金流持续改善

2018年公司制定“三年行动计划”，确立战略方向：聚焦商用车，从规模扩张型发展模式向精益式价值增长型转变，显著提高资产利用效率，提高盈利能力，实现有价值有质量地增长。

2019年加快对非主营、销量低、亏损业务：伽途、怀柔重型机械工厂、河北北汽福田汽车部件有限公司进行了改革调整，此类业务的退出、资产的处置对公司整体生产经营无重大影响，且降低了公司的资金占用以及管理成本，将释放的资金以及人力等其他资源投入到商用车整体系统能力建设。

经过两年多调整，公司营收、利润及现金流等指标均有明显改善，19年、20年前3季度公司经营净现金流达到48.4、58.2亿元。

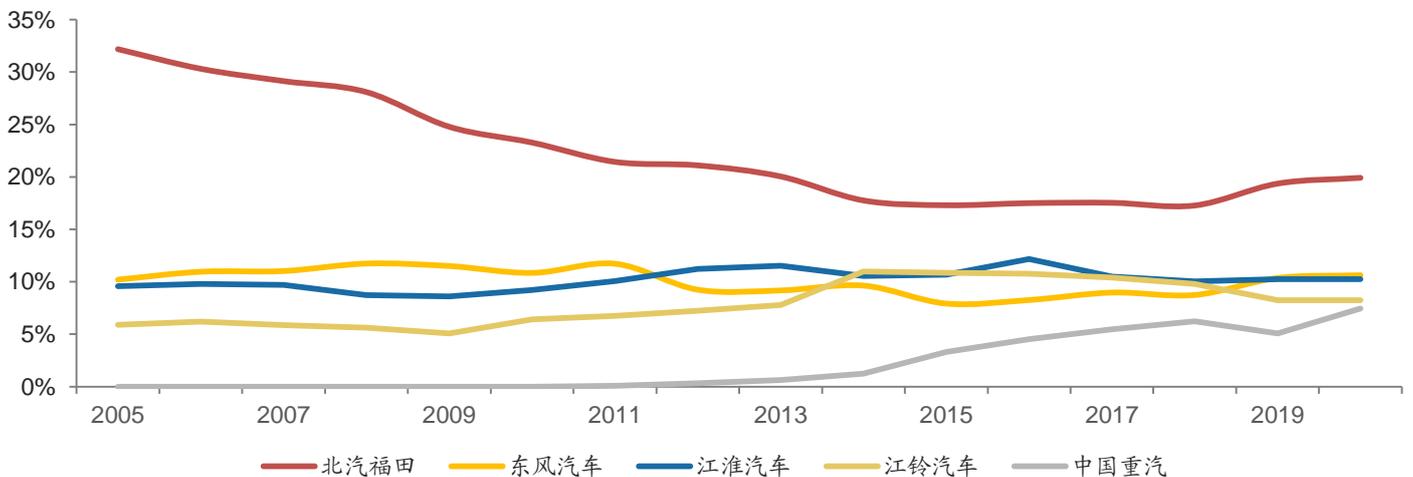
图 3：福田汽车历年资本性支出（亿元）及经营性净现金流（亿元）



数据来源：公司财报、Wind，广发证券发展研究中心

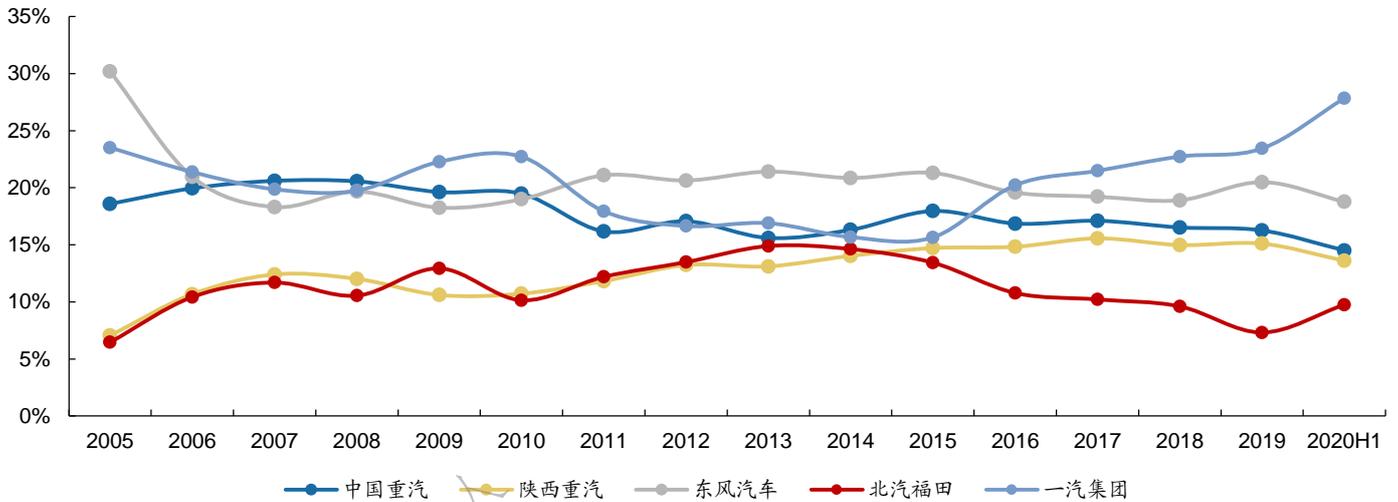
公司目前是国内最大的商用车企业之一，以发展轻卡、突破重卡发展商用车全系列为战略，通过与戴姆勒、康明斯建立合资公司，形成福田汽车的重卡和发动机平台，在商用车领域尤其是轻卡市场具备较强竞争实力，轻卡行业绝对龙头，中重卡市占率位列前五。

图 4：公司轻卡产品市占率



数据来源：公司财报、中汽协，广发证券发展研究中心

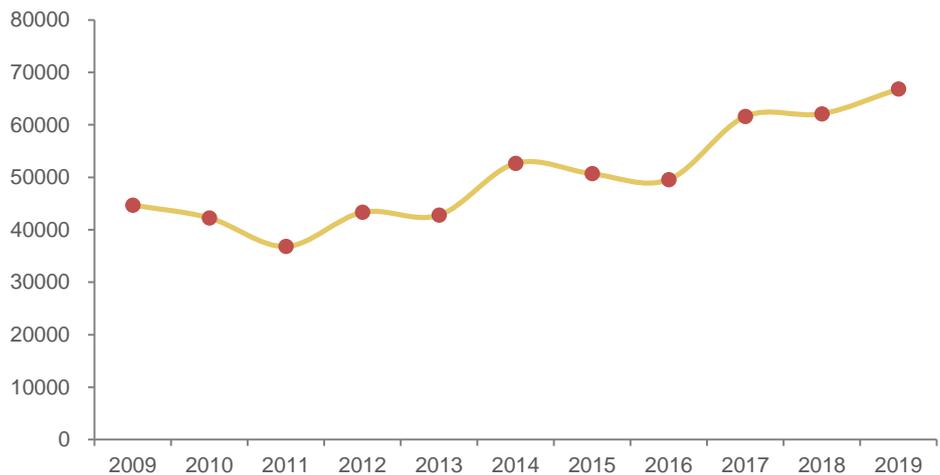
图 5: 公司重卡产品市占率



数据来源: 公司财报、中汽协, 广发证券发展研究中心

排放升级驱动轻卡高端化, 福田轻卡份额第一有望兑现到盈利。在我国汽车排放标准不断升级、环保力度持续增强的背景下, 高端轻卡产品已成为各车企攻占市场的重要利器。从报表上看, 根据福田汽车公布的轻卡业务收入以及中汽协公布的福田汽车轻卡销量, 可以看到福田轻卡销售均价上升趋势十分明显。

图 6: 福田汽车历年轻微卡销售均价 (元/辆)



数据来源: 公司财报、Wind, 广发证券发展研究中心

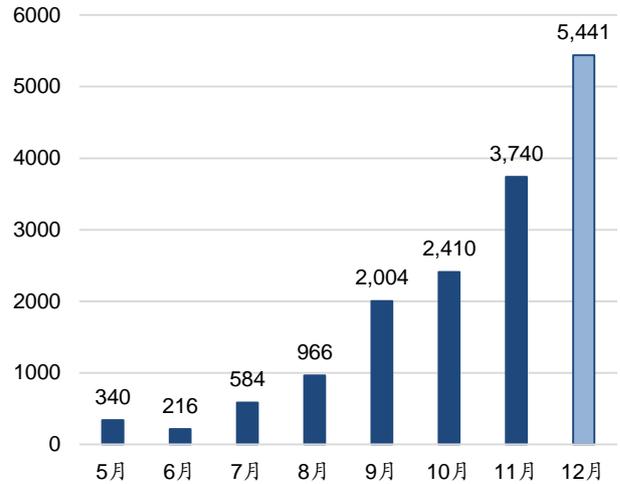
中重卡方面, 公司加大新产品推广, 重点提升中高端, 福田戴姆勒依托福康X 动力、ZF 变速箱动力链组合, 欧曼有望快速发展。

图 7：福田康明斯发动机连续多年保持高增长态势



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 8：19年ZFTC嘉兴公司重型商用变速箱销售（台）



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

三、高管增持、股份回购及员工持股，彰显管理层对未来发展充满信心

19年3月13日，公司董事长张夕勇等人以自有资金增持公司股份800.7万股，占总股本的0.12%；19年3月9日，公司发布回购预案，以2.55元价格回购1.96亿股，占总股本的2.94%，9月18日实施完毕；19年11月29日，公司发布回购股份预案（第二期），回购资金总额不低于人民币1亿元且不超过人民币2亿元，回购不超过2.96元/股，约占本公司目前总股本的1.03%，截至9月底公司已累计回购股份8,690.47万股，已支付的总金额为17,345.56万元（不含交易费用）。

20年8月发布员工持股计划草案，包括第一期员工持股计划和中长期员工持股计划（2021-2023年）两部分，其中第一期员工持股计划于2020年设立，受让公司回购股票的价格为2.04元/股，中长期员工持股计划将于2021年至2023年内滚动设立。第一期员工持股计划参与人员为公司高级管理人员共10人，中长期员工持股计划（2021-2023年）中各期参加人数不超过500人。

高管增持、股份回购及员工持股，彰显管理层对未来发展充满信心，有助于进一步促进公司持续健康发展。

四、投资建议

公司是轻卡行业绝对龙头，中重卡市占率位列前五，同时掌握产业链核心技术，未来或继续调整竞争力低下业务，资产质量提升有助于公司盈利能力快速恢复。

主营业务核心假设：公司的核心业务是轻卡、中重卡，同时也销售客车、发动机等产品：

(1) 轻卡市场受益于物流、快递等业务需求持续稳定上升，逐步趋于高端化，公司作为轻卡市场龙头，在行业规范化推进下竞争优势更加凸显，市占率有望继续保持，同时高端轻卡需求提升带动产品价值中枢上移，带动毛利率提升，我们预计公司2020-2022年轻卡业务实现收入350、408、441亿元，同比增速41.4%、16.7%、8.0%，毛利率11.5%、12.0%、13.0%（2020年由于营业成本口径调整导致毛利率同比下降）。

(2) 中重卡市场近几年持续高景气，得益于治超趋严、国三物流车加速淘汰释放更新需求，同时中重卡大排量化趋势提速，中重卡单车价值逐步提升。我们预计公司2020-2022年中重卡业务实现收入17、19、21亿元，同比增速36.7%、12.0%、11.9%，毛利率12.0%、13.8%、14.5%。

(3) 大中客市场近几年仍处于调整之中，今年受疫情影响座位客车需求明显下滑，预计未来大中客市场需求逐步恢复保持稳定。我们预计公司2020-2022年中大客业务实现收入47、52、55亿元，同比增速-22.0%、10.0%、5.0%，毛利率10.0%、13.8%、14.0%。

(4) 公司上半年轻客销量表现好于行业，市占率有所提升，得益于产品开发及推广，并开发弱势区域经销商网络，同时打造中高端品牌形象，完成品牌架构及销售识别开发落地。我们预计公司2020-2022年轻客业务实现收入42、46、49亿元，同比增速32.7%、10.0%、8.0%，毛利率13.5%、13.8%、14.0%。

表 2：公司主要业务拆分表（亿元）

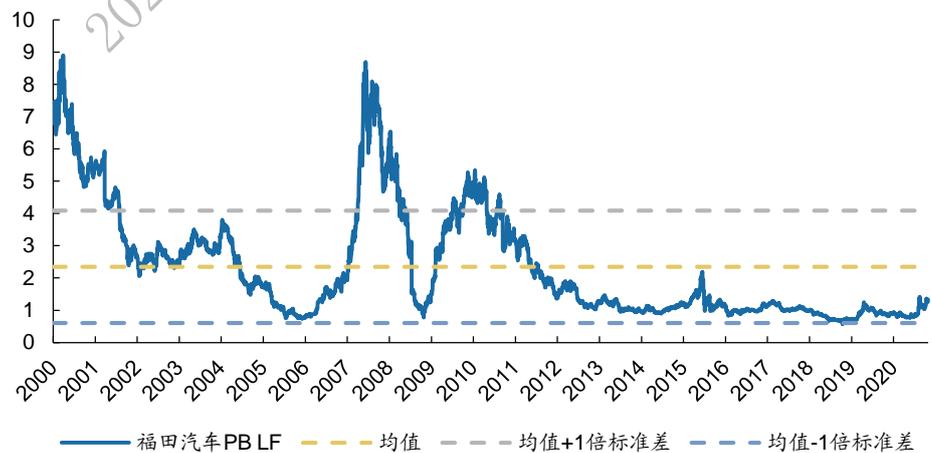
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	339.97	465.32	517.10	410.54	469.66	582.49	655.33	700.07
yoy		36.9%	11.1%	-20.6%	14.4%	24.0%	12.5%	6.8%
毛利润	42.42	63.47	67.23	54.80	65.86	70.55	83.23	93.28
毛利率	12.5%	13.6%	13.0%	13.3%	14.0%	12.1%	12.7%	13.3%
轻卡								
轻微卡销量（辆）	354878	351313	356662	334696	369999	499499	524474	550697
yoy		-1.0%	1.5%	-6.2%	10.5%	35.0%	5.0%	5.0%
ASP（万元）	5.07	4.96	6.16	6.21	6.68	7.00	7.78	8.00
收入	179.85	174.12	219.63	207.83	247.22	349.65	408.04	440.56
yoy		-3.2%	26.1%	-5.4%	19.0%	41.4%	16.7%	8.0%
毛利率	12.2%	13.5%	12.1%	11.9%	13.1%	11.5%	12.0%	13.0%
中重卡								

销量(辆)				4298	4705	6352	6860	7409
yoy					9.5%	35.0%	8.0%	8.0%
ASP(万元)				24.87	26.67	27.00	28.00	29.00
收入	15.70	9.51	15.05	10.69	12.55	17.15	19.21	21.49
yoy		-39.4%	58.3%	-29.0%	17.4%	36.7%	12.0%	11.9%
毛利率	6.7%	14.0%	16.4%	6.1%	11.9%	12.0%	13.8%	14.5%
大中客								
收入	57.37	109.75	77.73	21.03	60.51	47.20	51.92	54.52
yoy		91.3%	-29.2%	-72.9%	187.7%	-22.0%	10.0%	5.0%
毛利率	12.7%	11.9%	10.9%	6.8%	13.0%	10.0%	13.8%	14.0%
轻客								
收入	23.25	28.32	27.78	32.49	31.35	41.61	45.77	49.43
yoy		21.8%	-1.9%	17.0%	-3.5%	32.7%	10.0%	8.0%
毛利率	13.2%	12.6%	12.7%	15.4%	21.6%	13.5%	13.8%	14.0%

数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

我们预计公司20-22年每股净资产为2.37/2.53/2.76元,按最新收盘价计算20-22年PB为1.31/1.23/1.13倍,结合行业平均及公司历史PB水平,给予公司20年2.0倍PB估值,对应合理价值为4.74元/股,首次给予“买入”评级。

图 9: 公司PB LF估值(倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司估值(对应10月30日收盘价)

可比公司	每股净资产(元/股)			PB/倍		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
江铃汽车(000550.SZ)	12.16	12.61	12.83	1.13	1.58	1.55
江淮汽车(600418.SH)	6.84	6.92	7.11	0.73	1.23	1.20

中国重汽 (000951.SZ)	10.41	12.47	15.00	2.16	2.81	2.33
------------------	-------	-------	-------	------	------	------

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 可比公司江铃汽车、江淮汽车盈利预测来自 wind 一致预期, 中国重汽盈利预测来自广发汽车组报告

五、风险提示

宏观经济不及预期; 轻卡及重卡行业竞争加剧; 宝沃剩余股权转让款级股东借款回收风险等。

宝沃剩余股权转让款回收风险:

2019年公司向长盛兴业转让北京宝沃67%股权, 转让价格为397,253.66万元。其中, 剩余股权转让款14.8亿元及全部利息将于2020年12月31日前一次性付清。

宝沃股东借款回收风险:

公司应收北京宝沃46.7亿元借款, 根据2020年4月5日签订的《资产抵债合同》, 调整股东借款偿还方案, 北京宝沃用约40亿未抵押的固定资产抵偿债务, 抵债总额约40亿元。截至2020年6月30日, 公司已完成关于北京宝沃首批以资抵债资产中第一批30.95亿元、第二批4,015.20万元资产的交割, 剩余本金及利息合计为18.5元。

最新进展——

9月28日公司与长盛兴业、神州优车签署《剩余转让价款支付三方协议》, 约定神州优车作为债务人加入股权交易剩余转让价款的债务承担, 与长盛兴业共同承担债务事项, 同时为保证神州优车按时足额向福田汽车付款, 公司与神州优车签署《质押合同》。

《剩余转让价款支付三方协议》还款安排:

(1) 长盛兴业应于2020年12月31日向福田汽车支付交易尾款本息共计1,671,485,577.70元, 约16.7亿元;

(2) 各方同意, 神州优车作为债务人加入长盛兴业对福田汽车的债务承担, 神州优车以欠付长盛兴业的全部应付账款共计13.59亿元为限对甲方承担债务, 承诺于2020年12月31日之前直接将上述13.5911亿元支付给福田汽车。

(3) 仅当神州优车支付福田汽车相应的款项后, 方可抵销福田汽车对长盛兴业的对应款项的债权。

《质押合同》的主要内容:

(1) 担保范围: 神州优车应支付给甲方的全部应付账款13.5911亿元;

(2) 担保方式: 神州优车以其持有的26,755.8176万股北京宝沃股份向福田汽车提供质押担保。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	35,027	24,186	23,021	30,859	38,913	经营活动现金流	-468	4,835	7,407	8,091	8,538
货币资金	4,642	2,882	2,000	8,702	16,716	净利润	-3,639	146	352	1,062	1,527
应收及预付	9,929	9,243	8,265	8,408	8,023	折旧摊销	2,240	1,842	1,886	1,652	1,769
存货	4,888	4,449	4,208	4,702	4,821	营运资金变动	349	3,346	6,382	7,077	7,203
其他流动资产	15,567	7,613	8,548	9,047	9,353	其它	582	-499	-1,213	-1,700	-1,961
非流动资产	23,883	28,984	29,705	30,527	31,243	投资活动现金流	-4,626	-2,675	-1,100	-666	-431
长期股权投资	4,410	6,221	6,221	6,221	6,221	资本支出	-2,448	-2,386	-2,264	-2,108	-2,111
固定资产	9,558	10,199	10,500	11,023	11,414	投资变动	-1,533	-1,029	0	0	0
在建工程	1,878	1,395	1,118	745	386	其他	-645	740	1,165	1,442	1,680
无形资产	4,484	5,162	5,842	6,522	7,202	筹资活动现金流	6,507	-3,646	-7,190	-723	-92
其他长期资产	3,553	6,007	6,024	6,015	6,019	银行借款	18,954	15,137	-6,894	-616	0
资产总计	58,910	53,169	52,726	61,386	70,156	股权融资	13	0	0	0	0
流动负债	36,629	34,118	33,323	40,920	48,164	其他	-12,460	-18,782	-295	-107	-92
短期借款	9,265	7,510	616	0	0	现金净增加额	1,403	-1,510	-882	6,702	8,015
应付及预收	18,702	19,039	24,221	31,918	38,796	期初现金余额	2,251	3,654	2,882	2,000	8,702
其他流动负债	8,662	7,569	8,486	9,002	9,367	期末现金余额	3,654	2,143	2,000	8,702	16,716
非流动负债	7,064	3,839	3,839	3,839	3,839						
长期借款	5,308	2,069	2,069	2,069	2,069						
应付债券	999	997	997	997	997						
其他非流动负债	758	773	773	773	773						
负债合计	43,694	37,957	37,162	44,760	52,003						
股本	6,670	6,575	6,575	6,575	6,575						
资本公积	7,840	7,916	7,916	7,916	7,916						
留存收益	863	1,056	1,417	2,468	3,980						
归属母公司股东权益	15,180	15,228	15,588	16,640	18,152						
少数股东权益	36	-16	-24	-14	2						
负债和股东权益	58,910	53,169	52,726	61,386	70,156						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,054	46,966	58,249	65,533	70,007
营业成本	35,574	40,380	51,194	57,210	60,680
营业税金及附加	548	384	437	492	525
销售费用	3,851	3,453	2,852	3,526	3,941
管理费用	2,803	1,695	1,573	1,966	2,100
研发费用	1,517	1,720	1,806	2,163	2,450
财务费用	768	220	271	54	-35
资产减值损失	739	-249	-34	-48	-63
公允价值变动收益	-137	55	0	0	0
投资净收益	870	1,394	1,165	1,442	1,680
营业利润	-3,769	-44	184	1,009	1,488
营业外收支	64	70	86	86	86
利润总额	-3,706	26	271	1,095	1,574
所得税	-67	-120	-81	33	47
净利润	-3,639	146	352	1,062	1,527
少数股东损益	-64	-45	-9	11	15
归属母公司净利润	-3,575	192	361	1,052	1,512
EBITDA	-999	1,176	2,274	1,829	2,080
EPS (元)	-0.54	0.03	0.05	0.16	0.23

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-20.6%	14.4%	24.0%	12.5%	6.8%
营业利润增长	-66603.0%	98.8%	516.3%	446.8%	47.5%
归母净利润增长	-3293.0%	105.4%	88.3%	191.5%	43.7%
获利能力					
毛利率	13.3%	14.0%	12.1%	12.7%	13.3%
净利率	-8.9%	0.3%	0.6%	1.6%	2.2%
ROE	-23.5%	1.3%	2.3%	6.3%	8.3%
ROIC	-9.9%	-12.8%	2.2%	0.7%	1.2%
偿债能力					
资产负债率	74.2%	71.4%	70.5%	72.9%	74.1%
净负债比率	287.2%	249.5%	238.8%	269.2%	286.5%
流动比率	0.96	0.71	0.69	0.75	0.81
速动比率	0.46	0.55	0.53	0.61	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.88	1.10	1.07	1.00
应收账款周转率	4.44	5.69	8.11	9.13	10.43
存货周转率	8.40	10.56	13.84	13.94	14.52
每股指标 (元)					
每股收益	-0.54	0.03	0.05	0.16	0.23
每股经营现金流	-0.07	0.74	1.13	1.23	1.30
每股净资产	2.28	2.32	2.37	2.53	2.76
估值比率					
P/E	—	71.75	56.68	19.45	13.53
P/B	0.80	0.90	1.31	1.23	1.13
EV/EBITDA	—	21.28	11.31	10.06	4.99

广发汽车行业研究小组

- 张 乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，10年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，6年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：波士顿大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

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

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

重要声明

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

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

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。