

2 季度行业经营情况整体改善，部分零部件公司及商用车盈利表现亮眼

——汽车行业上半年经营分析及投资策略

核心观点

- **2 季度行业盈利端同环比恢复增长。**整车行业上半年营收及利润同比小幅增长，2 季度利润端显著好转。上半年整车行业（数据口径含上市公司及非上市公司）营业收入 4.49 万亿元，同比增长 9.9%；利润总额 2176.3 亿元，同比增长 2.2%。上半年乘用车公司归母净利润多数实现同比增长，商用车公司盈利整体恢复增长；2 季度乘用车公司盈利水平分化，商用车公司盈利总体大幅改善。上半年零部件公司盈利水平整体向好，2 季度多数零部件公司盈利水平同环比增长。
- **2 季度行业盈利能力有所改善，客车公司及多数零部件公司毛利率同比回暖。**2 季度整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）ROE 为 3.93%，同比提升 0.7 个百分点，环比基本持平；2 季度零部件行业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）ROE 为 2.47%，同比提升 0.6 个百分点，环比提升 0.6 个百分点。2 季度整车公司毛利率表现出现分化，比亚迪、江淮汽车、一汽解放毛利率同比提升超过 3 个百分点；客车公司整体表现亮眼，中通客车、宇通客车、金龙汽车毛利率同比分别提升 1.7、2.1、3.4 个百分点。2 季度大宗原材料商品价格以及海运费价格等同比显著回落，部分零部件公司拓品类、拓客户导致收入规模提升，也带动零部件公司毛利率回暖。
- **2 季度行业库存整体呈现去化，存货周转天数下降。**2 季度末整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）存货占流动资产比重为 19.2%，同比提升 2.9 个百分点，环比下降 0.9 个百分点；2 季度末零部件行业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）存货占流动资产比重降至 22.6%，同比下降 1.1 个百分点，环比下降 0.8 个百分点，整车及零部件公司存货占流动资产比重预计主要系下游整车销量回暖所致。2 季度末乘用车公司周转天数微增，客车、货车周转大幅改善，多数零部件公司存货周转天数下降。
- **2 季度行业现金流整体显著好转。**2 季度整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）经营活动现金流净额 1056.19 亿元，同比增长 53.9%，环比增长 29831.6%；经营活动现金流净额占毛利的比重为 153.0%，同比下降 2.6 个百分点，环比提升 152.4 个百分点，预计主要系销量回暖叠加促销力度下降，促进 2 季度销售回款增加。2 季度零部件行业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）经营活动现金流净额 364.64 亿元，同比增长 100.2%，环比增长 681.7%；经营活动现金流净额占毛利的比重为 52.8%，同比提升 11.5 个百分点，环比提升 44.6 个百分点，受益于行业销量回暖，2 季度汽车零部件行业回款情况亦显著好转。

投资建议与投资标的

从投资策略上看，预计乘用车市场格局将加速重塑，头部新能源车企将有望凭借在新能源技术和产业链上的领先优势持续扩大市场份额，建议持续关注特斯拉配套产业链及在墨西哥有工厂的零部件公司，重卡产业链、华为产业链以及在自动驾驶、机器人及数据中心液冷领域有相关布局的零部件公司亦建议持续关注。建议关注：新泉股份、爱柯迪、银轮股份、岱美股份、上声电子、拓普集团、保隆科技、旭升集团、华域汽车、伯特利、多利科技、德赛西威、华阳集团、中国重汽、长安汽车、比亚迪、广汽集团等。

风险提示

宏观经济下行影响汽车需求、上游原材料价格波动影响、车企价格战压力。

行业评级

中性（维持）

国家/地区

中国

行业

汽车与零部件行业

报告发布日期

2023 年 09 月 13 日



证券分析师

姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

联系人

袁俊轩

yuanjunxuan@orientsec.com.cn

相关报告

- | | |
|--|------------|
| 新款 Model 3 上市，建议继续关注特斯拉、华为产业链：——汽车行业周报（0828-0903） | 2023-09-07 |
| 成都车展开幕有望提振汽车消费，建议继续关注特斯拉、华为产业链：——汽车行业周报（0821-0827） | 2023-09-02 |
| 华为与长安深度合作，建议继续关注特斯拉、华为产业链：——汽车行业周报（0814-0820） | 2023-08-24 |

目录

1 2 季度行业盈利端同环比恢复增长	4
2 盈利比较：2 季度零部件盈利水平整体向好，商用车盈利大幅改善	5
3 商用车及部分零部件公司盈利能力改善明显	8
3.1 2 季度整车及零部件行业盈利增长较快	8
3.2 整车企业盈利水平分化加剧，客车公司毛利率表现亮眼	10
3.3 2 季度多数零部件公司毛利率改善	10
4 存货：2 季度行业库存整体去化	12
4.1 2 季度整车库存出现下降，零部件库存环比基本持平	12
4.2 乘用车公司周转天数微增，客车、货车周转大幅改善	14
4.3 多数零部件公司存货周转天数下降	14
5 2 季度行业现金流整体显著好转	16
5.1 2 季度行业现金流整体继续改善	16
5.2 整车企业现金流增速普遍转正，零部件企业 2 季度表现分化	17
6 主要投资策略	19
7 风险提示	20

图表目录

图 1：整车主营业务收入同比增速比较	4
图 2：整车利润总额同比增速比较	4
图 3：整车毛利率、利润率比较	5
图 4：整车行业归母净利润及 ROE 水平	8
图 5：整车行业收入与归母净利润增速情况	8
图 6：零部件行业归母净利润及 ROE 水平	9
图 7：零部件行业收入与归母净利润增速情况	9
图 8：整车各子行业 ROE 情况	9
图 9：整车行业存货基本情况	12
图 10：零部件行业存货基本情况	12
图 11：整车企业和零部件企业存货周转率情况	13
图 12：汽车经销商存货基本情况	13
图 13：整车各子行业存货周转天数情况	13
图 14：汽车整车经营性现金流（季度累计，亿元）	16
图 15：汽车整车经营性现金流（单季度，亿元）	16
图 16：汽车零部件经营性现金流（季度累计，亿元）	16
图 17：汽车零部件经营性现金流（单季度，亿元）	16
图 18：乘用车、货车、客车子行业应收账款同比增速	17
图 19：零部件行业应收账款同比增速	17
表 1：主要整车公司盈利比较	6
表 2：主要零部件公司盈利比较	7
表 3：整车企业毛利率情况	10
表 4：零部件企业毛利率情况	11
表 5：整车企业存货周转天数情况	14
表 6：零部件企业存货周转天数情况	15
表 7：整车企业经营性现金流比较	18
表 8：零部件企业经营性现金流比较	19
表 9：主要公司估值表	20

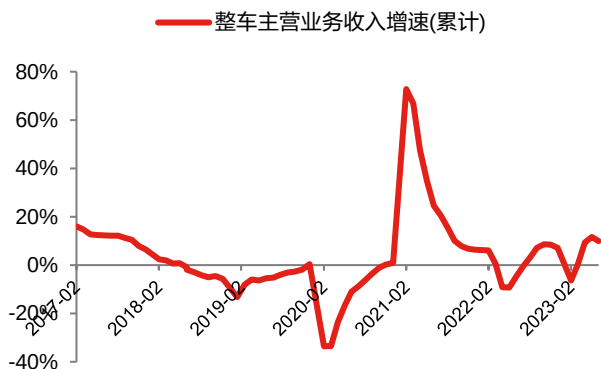
1 2 季度行业盈利端同环比恢复增长

整车行业上半年营收及利润同比小幅增长，2 季度利润端显著好转。上半年整车行业（数据口径含上市公司及非上市公司）营业收入 4.49 万亿元，同比增长 9.9%；利润总额 2176.3 亿元，同比增长 2.2%，上半年整车行业营收及利润较 2022 年同期实现小幅增长。2 季度整车行业营收 2.35 万亿元，同比增长 19.9%，环比增长 9.8%；利润总额 1356.9 亿元，同比增长 38.6%，环比增长 65.6%，2 季度整车行业营收同环比稳步增长，利润端增速高于营收端，预计主要系 2 季度行业销量同环比恢复增长，价格竞争较 1 季度有所缓和，叠加上年基数较低所致。

整车行业上半年盈利能力略有下滑，2 季度盈利能力同环比有所恢复。上半年整车行业（数据口径含上市公司及非上市公司）毛利率 12.7%，同比下滑 0.7 个百分点；利润率 4.8%，同比下降 0.4 个百分点，整车行业上半年盈利能力同比略有下降，预计主要系行业竞争加剧，整车企业促销力度加大所致。2 季度毛利率 12.8%，同比增加 0.2 个百分点，环比增加 0.3 个百分点；利润率 5.8%，同比增长 0.8 个百分点，环比增长 1.9 个百分点，2 季度毛利率及利润率同环比回升，预计主要系 2 季度整车企业促销力度较 1 季度收窄所致。

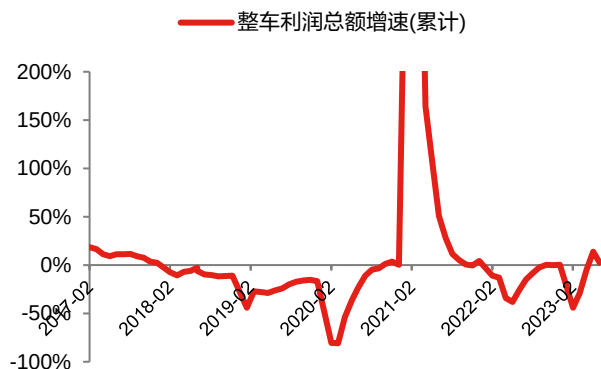
3 季度是传统汽车销售淡季，据乘联会，7-8 月份乘用车行业零售走势仍然较强，在“百城联动”汽车节、“千县万镇”新能源汽车消费季等促消费活动以及成都车展带动下，预计行业销量及营收增速有望维稳；8 月部分车企开启新一轮降价促销，对行业整体盈利能力或将形成一定影响。

图 1：整车主营业务收入同比增速比较



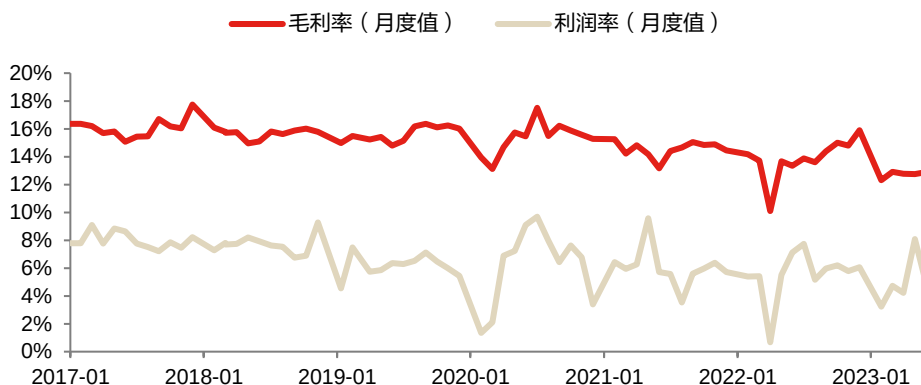
注：数据口径含上市公司及非上市公司
 数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 2：整车利润总额同比增速比较



注：数据口径含上市公司及非上市公司
 数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 3：整车毛利率、利润率比较



注：数据口径含上市公司及非上市公司

数据来源：国家统计局、东方证券研究所

2 盈利比较：2 季度零部件盈利水平整体向好，商用车盈利大幅改善

上半年乘用车公司归母净利润多数实现同比增长，商用车公司盈利整体恢复增长。上半年 14 家整车公司均实现盈利，同比 2022 年上半年增加 3 家；11 家整车公司上半年归母净利润同比实现增长，6 家乘用车公司中 4 家实现归母净利润同比增长，比亚迪归母净利润同比增长 204.7%，预计主要系销售规模增长带动；江淮汽车归母净利润同比增长 121.8%，预计主要系公司出口业务发力带动盈利水平提升。上半年货车及客车行业景气度恢复较好，除东风汽车外其余 7 家商用车公司盈利水平平均实现同比增长。

2 季度乘用车公司盈利水平分化，商用车公司盈利总体大幅改善。2 季度，14 家整车公司中除东风汽车外其余 13 家均实现正盈利，10 家实现归母净利润同比增长。乘用车公司 2 季度盈利水平整体分化，上汽集团 2 季度归母净利润同比增长 208.6%，预计主要系 2 季度销量回暖带动盈利恢复；比亚迪 2 季度归母净利润同比增长 144.9%，预计主要得益于新能源车销量规模持续扩大；广汽集团、长安汽车、长城汽车 2 季度盈利承压，预计主要系新能源转型投入加大、合资品牌销量下滑等拖累。商用车公司 2 季度盈利水平总体大幅改善，宇通客车、福田汽车、一汽解放、金龙汽车、江铃客车等 5 家商用车公司盈利水平实现翻倍以上同比增长。

表 1：主要整车公司盈利比较

证券代码	证券简称	归母净利润(亿元)				2023H1 同比增速	2023Q2 同比增速
		2022H1	2023H1	2022Q2	2023Q2		
600066.SH	宇通客车	-0.65	4.70	0.50	3.50	820.72%	594.26%
600166.SH	福田汽车	2.18	6.06	0.83	3.08	177.88%	272.94%
000800.SZ	一汽解放	1.70	4.01	-2.82	3.40	135.87%	220.41%
600104.SH	上汽集团	69.10	70.85	13.94	43.02	2.54%	208.63%
002594.SZ	比亚迪	35.95	109.54	27.87	68.24	204.68%	144.87%
600686.SH	金龙汽车	-2.20	0.47	-2.24	0.36	121.31%	116.17%
000550.SZ	江铃汽车	4.52	7.29	2.58	5.47	61.23%	111.55%
600418.SH	江淮汽车	-7.12	1.55	-4.22	0.07	121.80%	101.70%
600006.SH	东风汽车	1.01	0.85	-0.18	-0.11	-15.79%	39.81%
000951.SZ	中国重汽	3.20	4.96	1.96	2.72	54.79%	38.53%
000957.SZ	中通客车	0.22	0.52	0.57	0.31	135.70%	-45.78%
601238.SH	广汽集团	57.51	29.66	27.42	14.28	-48.42%	-47.91%
000625.SZ	长安汽车	58.58	76.53	13.21	6.83	30.65%	-48.32%
601633.SH	长城汽车	56.01	13.61	39.67	11.87	-75.69%	-70.07%

数据来源：WIND、东方证券研究所

上半年零部件公司盈利水平整体向好。上半年，55 家零部件公司中兴民智通、云内动力、金固股份、泉峰汽车、经纬恒润 5 家公司出现亏损，较 2022 年上半年减少 2 家；上半年 43 家零部件公司归母净利润实现同比增长，新泉股份、银轮股份、均胜电子、保隆科技、继峰股份等 12 家公司盈利同比增长超过 100%，上半年零部件公司盈利水平整体呈现向好。

2 季度多数零部件公司盈利水平同环比增长。2 季度，55 家零部件公司中兴民智通、云内动力、泉峰汽车、经纬恒润 4 家公司出现亏损，43 家公司实现归母净利同比增长，万安科技、均胜电子、保隆科技、博俊股份、新泉股份、银轮股份、嵘泰股份、继峰股份等 14 家公司 2 季度盈利实现翻倍以上同比增长；38 家公司实现归母净利润环比增长，博俊科技、福耀玻璃、文灿股份、一汽富维、京威股份等 13 家公司 2 季度归母净利润环比增速超过 50%。整体而言，受益于整车行业销量恢复、原材料价格及海运费同比回落、人民币汇率贬值导致汇兑收益增加等因素，2 季度多数零部件公司盈利水平实现同环比增长。

表 2：主要零部件公司盈利比较

证券代码	证券简称	归母净利润(亿元)				2023H1 同比增速	2023Q2 同比增速
		2022H1	2023H1	2022Q2	2023Q2		
002590.SZ	万安科技	0.03	1.69	0.05	1.68	5976.63%	3122.03%
603306.SH	华懋科技	0.68	0.77	0.08	0.48	12.48%	496.53%
600699.SH	均胜电子	-1.05	4.76	0.52	2.75	550.76%	424.64%
603197.SH	保隆科技	0.63	1.84	0.18	0.91	194.33%	404.50%
603960.SH	克来机电	-0.06	0.29	-0.06	0.16	605.63%	367.11%
002284.SZ	亚太股份	0.32	0.68	0.08	0.30	111.39%	258.19%
002454.SZ	松芝股份	0.33	0.88	0.13	0.41	165.60%	214.82%
300926.SZ	博俊科技	0.38	0.95	0.21	0.61	149.26%	194.98%
600081.SH	东风科技	0.55	0.30	0.07	0.19	-44.88%	191.17%
603179.SH	新泉股份	1.67	3.75	0.84	2.24	124.16%	166.45%
002126.SZ	银轮股份	1.31	2.85	0.61	1.59	117.10%	158.80%
605133.SH	嵘泰股份	0.51	0.73	0.17	0.37	44.02%	123.88%
603997.SH	继峰股份	-1.68	0.82	-1.31	0.22	148.99%	117.16%
002662.SZ	京威股份	1.60	1.83	0.60	1.23	14.18%	104.23%
601689.SH	拓普集团	7.08	10.94	3.22	6.44	54.57%	99.99%
002048.SZ	宁波华翔	3.65	5.12	1.69	3.13	40.33%	85.47%
600933.SH	爱柯迪	2.13	3.96	1.28	2.26	85.72%	76.59%
600741.SH	华域汽车	25.18	28.41	8.11	14.07	12.84%	73.59%
688533.SH	上声电子	0.36	0.71	0.24	0.41	95.59%	72.87%
000338.SZ	潍柴动力	23.87	38.99	13.35	20.43	63.37%	53.00%
002472.SZ	双环传动	2.51	3.69	1.32	1.98	46.89%	49.38%
002664.SZ	信质电机	0.70	0.95	0.38	0.55	35.84%	45.40%
600742.SH	一汽富维	2.01	2.50	1.26	1.81	24.48%	44.46%
002050.SZ	三花智控	10.03	13.95	5.50	7.93	39.03%	44.22%
000581.SZ	威孚高科	10.91	9.49	3.70	5.34	-13.05%	44.17%
601799.SH	星宇股份	4.58	4.67	1.88	2.63	2.00%	39.96%
000903.SZ	云内动力	-3.12	-1.87	-2.17	-1.34	40.19%	38.36%
605005.SH	合兴股份	0.72	0.91	0.39	0.54	26.18%	36.60%
002920.SZ	德赛西威	5.21	6.07	2.03	2.77	16.51%	36.17%
603786.SH	科博达	1.99	2.76	1.08	1.44	38.27%	33.57%
605128.SH	上海沿浦	0.27	0.32	0.15	0.21	16.83%	32.85%
603006.SH	联明股份	0.34	0.51	0.18	0.24	48.91%	31.96%
603305.SH	旭升股份	2.75	3.94	1.55	2.01	43.39%	29.90%
603596.SH	伯特利	2.80	3.56	1.42	1.83	26.76%	28.93%
600660.SH	福耀玻璃	23.82	28.36	15.11	19.22	19.07%	27.21%
300258.SZ	精锻科技	1.07	1.28	0.65	0.82	19.37%	26.08%
603788.SH	宁波高发	0.69	0.67	0.31	0.38	-2.58%	24.09%
300304.SZ	云意电气	0.75	1.61	0.66	0.81	115.79%	23.70%
000887.SZ	中鼎股份	4.71	5.31	2.20	2.69	12.90%	22.33%
002363.SZ	隆基机械	0.26	0.26	0.10	0.12	0.48%	14.95%
603035.SH	常熟汽饰	2.00	2.30	1.22	1.38	14.78%	13.36%
002906.SZ	华阳集团	1.63	1.82	0.94	1.04	11.64%	11.31%
603730.SH	岱美股份	3.10	3.39	1.67	1.85	9.24%	10.84%
000559.SZ	万向钱潮	4.44	4.36	1.84	1.76	-1.88%	-4.55%
002355.SZ	兴民智通	-1.68	-1.23	-1.05	-1.25	27.11%	-19.46%
603358.SH	华达科技	1.36	1.60	0.57	0.40	17.38%	-29.55%
002101.SZ	广东鸿图	2.21	1.71	1.48	0.93	-23.01%	-37.03%
002085.SZ	万丰奥威	3.51	3.19	1.74	0.95	-9.14%	-45.68%
002765.SZ	蓝黛科技	0.92	0.52	0.41	0.20	-43.83%	-50.58%
600114.SH	东睦股份	0.48	0.36	0.41	0.16	-25.81%	-60.23%
603348.SH	文灿股份	1.36	0.14	0.57	0.11	-89.79%	-79.97%
002239.SZ	奥特佳	-0.26	0.43	0.38	0.08	261.10%	-80.34%
002488.SZ	金固股份	8.98	-0.11	8.57	0.05	-101.25%	-99.46%
688326.SH	经纬恒润-W	1.00	-0.89	1.32	-0.02	-188.92%	-101.18%
603982.SH	泉峰汽车	-0.21	-2.34	-0.39	-1.34	-1014.48%	-247.35%

数据来源：WIND、东方证券研究所

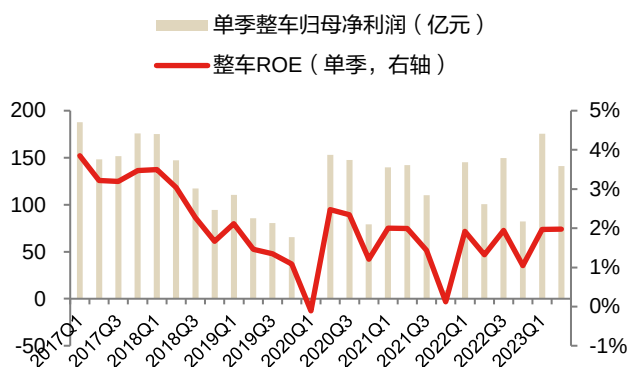
3 商用车及部分零部件公司盈利能力改善明显

3.1 2 季度整车及零部件行业盈利增长较快

整车行业上半年及 2 季度盈利整体实现较快增长，ROE 同比提升。上半年整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）归母净利润 316.71 亿元，同比增长 28.9%；上半年整车行业 ROE 为 3.93%，同比提升 0.7 个百分点。上半年比亚迪、长安汽车等整车公司归母净利润增长较快，带动整车行业上半年盈利同比提升。2 季度整车行业归母净利润 141.21 亿元，同比增长 40.3%，环比下降 19.5%，同比增长预计主要系比亚迪、上汽集团等部分公司盈利同比大幅增长所致。2 季度整车行业 ROE 为 1.97%，同比提升 0.7 个百分点，预计主要系去年 2 季度基数较低；环比基本持平。

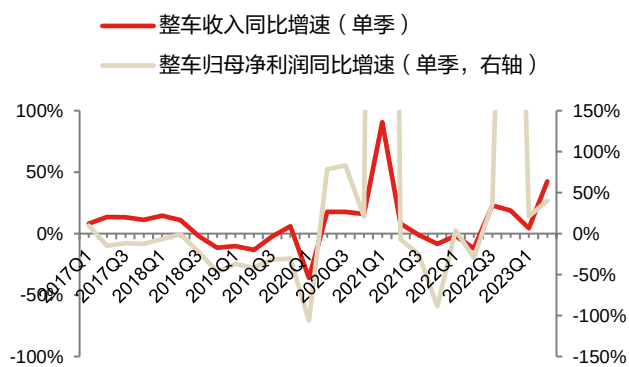
整车行业上半年营收稳步增长，2 季度营收同环比增速较高。上半年整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）总营收 9816.49 亿元，同比增长 22.3%。2 季度整车行业总营收 5353.84 亿元，同比增长 42.5%，环比增长 20.0%，2 季度整车行业营收同环比实现较高增速，预计主要系乘用车行业销量同环比增长较快叠加商用车行业显著回暖带动。

图 4：整车行业归母净利润及 ROE 水平



注：数据口径为 SW 汽车整车
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：整车行业收入与归母净利润增速情况

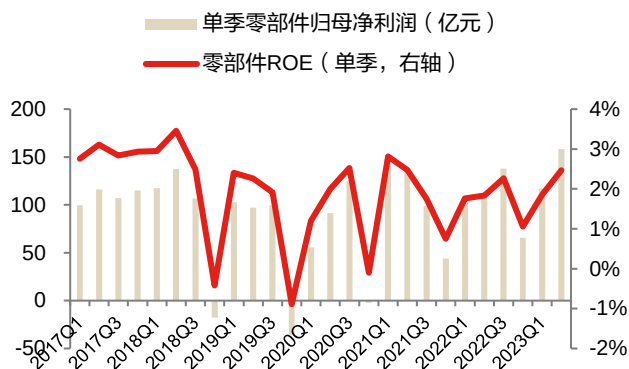


注：数据口径为 SW 汽车整车
数据来源：WIND、东方证券研究所

零部件行业上半年归母净利润及 ROE 增长较快，2 季度盈利能力同环比明显改善。上半年零部件行业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）归母净利润 275.57 亿元，同比增长 28.6%；上半年零部件行业 ROE 为 4.30%，同比增长 0.7 个百分点，整体而言上半年零部件行业归母净利润及 ROE 均实现较好同比增长，与整车行业走势基本一致。2 季度零部件行业归母净利润 158.28 亿元，同比增长 44.5%，环比增长 35.0%；2 季度零部件行业 ROE 为 2.47%，同比提升 0.6 个百分点，环比提升 0.6 个百分点。2 季度整车行业销量同环比增长较快，大宗原材料价格、海运费、人民币汇率等外部因素同比改善，带动零部件行业盈利能力明显改善。

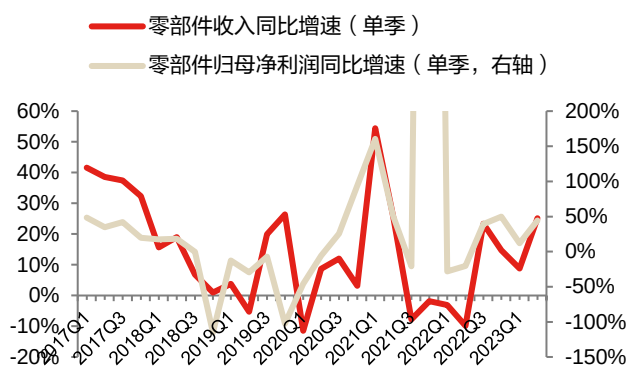
零部件行业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）上半年总营收 5408.82 亿元，同比增长 16.7%；2 季度零部件行业营收 2819.44 亿元，同比增长 25.1%，环比增长 8.9%。上半年及 2 季度零部件行业营收同样实现稳步增长，增速略低于整车行业。

图 6：零部件行业归母净利润及 ROE 水平



注：数据口径为 SW 汽车零部件 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7：零部件行业收入与归母净利润增速情况



注：数据口径为 SW 汽车零部件 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

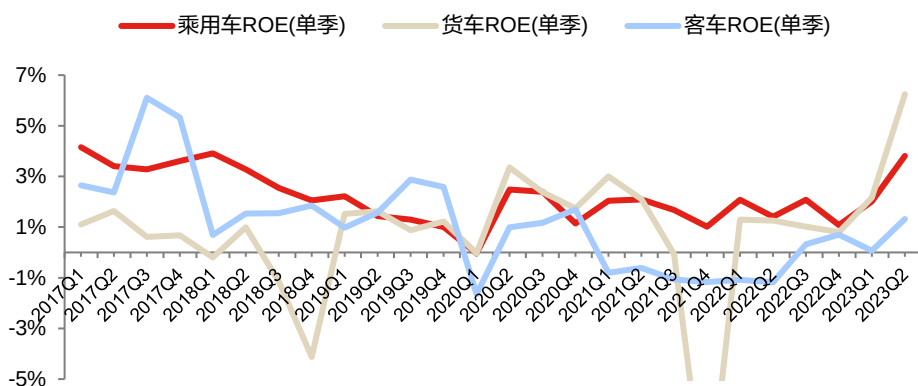
从整车子行业的 ROE 情况看，2 季度各子行业盈利端均实现较好增长，货车行业表现亮眼。

2 季度乘用车行业 ROE 同环比回升。2 季度乘用车行业（数据口径为 SW 乘用车）单季 ROE 为 3.81%，同比提升 2.4 个百分点，环比提升 1.8 个百分点。2 季度乘用车市场需求稳步复苏，整体促销力度下降，推动乘用车行业盈利能力同环比回升。

2 季度货车行业 ROE 同环比大幅提升。2 季度货车行业（数据口径为 SW 商用载货车）单季 ROE 为 6.25%，同比提升 5.0 个百分点，环比提升 4.1 个百分点，预计主要系国内货车需求稳步复苏、海外出口市场持续火热，带动国内货车行业销量向好，货车行业公司盈利能力显著回暖所致。

2 季度客车行业 ROE 同环比恢复向上。2 季度客车行业（数据口径为 SW 商用载客车）单季 ROE 为 1.33%，同比提升 2.5 个百分点，环比提升 1.3 个百分点，预计主要系国内出行需求恢复、旅游市场复苏带动公路客运需求增长，海外出口市场需求旺盛，共同促进客车行业销量回升、盈利能力逐步恢复。

图 8：整车各子行业 ROE 情况



注：数据口径为 SW 汽车整车各子行业
数据来源：WIND、东方证券研究所

3.2 整车企业盈利水平分化加剧，客车公司毛利率表现亮眼

上半年乘用车及客车公司毛利率同比表现较好，货车公司毛利率略有承压。上半年 14 家整车公司中 8 家实现毛利率同比增长，细分行业中，上半年 6 家乘用车公司中 3 家毛利率实现同比提升，比亚迪、江淮汽车上半年毛利率分别同比增加 4.8、4.6 个百分点，预计主要系去年基数较低、上半年销量恢复、优质新车型盈利能力改善等因素带动。货车公司上半年盈利略有承压，5 家货车公司中仅江铃汽车、中国重汽毛利率同比微增 1.4、0.3 个百分点；3 家客车公司上半年毛利率均实现同比增长，中通客车、宇通客车毛利率分别同比提升 5.6、4.2 个百分点，预计主要系产品结构优化及成本管控能力提升等所致。

2 季度整车公司毛利率表现出现分化。2 季度共有 8 家整车公司实现毛利率同比改善，比亚迪、江淮汽车、金龙汽车、一汽解放毛利率同比提升超过 3 个百分点，而长安汽车毛利率同比下滑 5.9 个百分点，毛利率下滑预计主要系促销资源增加及深蓝汽车并表影响。细分行业来看，乘用车公司毛利率表现分化加剧，比亚迪、江淮汽车毛利率同比提升，上汽集团基本持平，长安汽车、长城汽车、广汽集团同比下滑；货车公司中，一汽解放、江铃汽车 2 季度毛利率表现较好，同比分别提升 3.2、1.9 个百分点；客车公司整体表现亮眼，中通客车、宇通客车、金龙汽车毛利率同比分别提升 1.7、2.1、3.4 个百分点。

表 3：整车企业毛利率情况

证券代码	证券简称	毛利率					
		2022H1	2023H1	同比增减	2022Q2	2023Q2	同比增减
600418.SH	江淮汽车	7.1%	11.7%	4.6%	7.2%	11.8%	4.6%
002594.SZ	比亚迪	13.5%	18.3%	4.8%	14.4%	18.7%	4.3%
600686.SH	金龙汽车	9.9%	10.5%	0.6%	6.8%	10.2%	3.4%
000800.SZ	一汽解放	7.7%	7.3%	-0.3%	5.1%	8.2%	3.2%
600066.SH	宇通客车	18.6%	22.8%	4.2%	21.4%	23.5%	2.1%
000550.SZ	江铃汽车	13.3%	14.7%	1.4%	14.1%	16.0%	1.9%
000957.SZ	中通客车	16.3%	22.0%	5.7%	19.3%	21.0%	1.7%
600166.SH	福田汽车	12.4%	11.7%	-0.7%	12.3%	12.4%	0.1%
600104.SH	上汽集团	9.4%	9.7%	0.2%	9.6%	9.5%	0.0%
601238.SH	广汽集团	6.2%	5.2%	-1.0%	6.2%	6.0%	-0.2%
000951.SZ	中国重汽	7.4%	7.7%	0.3%	8.1%	7.4%	-0.7%
600006.SH	东风汽车	7.2%	4.9%	-2.4%	3.3%	1.4%	-1.9%
601633.SH	长城汽车	18.4%	16.9%	-1.5%	19.8%	17.4%	-2.4%
000625.SZ	长安汽车	19.8%	17.5%	-2.3%	22.4%	16.4%	-5.9%

数据来源：WIND、东方证券研究所

3.3 2 季度多数零部件公司毛利率改善

55 家零部件公司中，32 家公司上半年毛利率实现同比增长，克来机电、云内动力、合兴股份、爱柯迪等 4 家公司毛利率同比上涨超过 4 个百分点，泉峰汽车、文灿股份、科博达、德赛西威、上海沿浦等公司毛利率承压较大。整体来看，上半年大宗原材料价格、海运费、汇率等外部因素同比改善，为零部件公司提供了较好的经营环境，上半年过半公司毛利率实现了同比向上。

2 季度 55 家零部件公司中的 33 家实现毛利率同比增长，15 家零部件公司毛利率同比提升超过 2 个百分点，克来机电、博俊科技、云内动力等公司毛利率同比提升超过 5 个百分点。整体来看，2

季度大宗原材料商品价格以及海运费价格等同比显著回落，叠加部分零部件公司拓客户、拓品类导致收入规模提升，带动零部件公司毛利率实现回暖。

表 4：零部件企业毛利率情况

证券代码	证券简称	毛利率					
		2022H1	2023H1	同比增减	2022Q2	2023Q2	同比增减
603960.SH	克来机电	14.6%	24.9%	10.3%	13.4%	26.0%	12.5%
000903.SZ	云内动力	-0.8%	5.7%	6.5%	-5.0%	4.1%	9.1%
300926.SZ	博俊科技	21.3%	24.5%	3.1%	20.1%	26.9%	6.8%
002284.SZ	亚太股份	13.8%	17.1%	3.3%	13.2%	18.2%	4.9%
603997.SH	继峰股份	11.2%	14.2%	3.0%	10.2%	14.5%	4.3%
605005.SH	合兴股份	29.8%	33.8%	4.0%	30.7%	34.4%	3.6%
605133.SH	嵘泰股份	23.4%	23.3%	0.0%	20.6%	24.2%	3.6%
000338.SZ	潍柴动力	17.7%	19.4%	1.7%	16.9%	20.2%	3.3%
002085.SZ	万丰奥威	18.3%	20.9%	2.6%	17.1%	20.4%	3.3%
000559.SZ	万向钱潮	12.1%	15.0%	2.9%	12.1%	15.1%	3.0%
600699.SH	均胜电子	10.9%	13.4%	2.5%	11.0%	13.9%	2.8%
002664.SZ	信质电机	11.3%	13.8%	2.5%	12.4%	15.2%	2.8%
688533.SH	上声电子	21.0%	24.1%	3.1%	22.0%	24.8%	2.8%
600660.SH	福耀玻璃	34.2%	34.1%	-0.1%	32.6%	35.0%	2.3%
600742.SH	一汽富维	8.9%	10.2%	1.2%	9.6%	11.6%	2.0%
002363.SZ	隆基机械	5.9%	6.9%	1.1%	3.3%	5.3%	2.0%
300304.SZ	云意电气	29.6%	30.6%	1.0%	30.3%	32.3%	1.9%
600933.SH	爱柯迪	25.1%	29.1%	4.0%	26.8%	28.5%	1.8%
603305.SH	旭升集团	21.5%	25.0%	3.6%	22.6%	24.3%	1.7%
601689.SH	拓普集团	21.4%	22.6%	1.2%	22.1%	23.3%	1.2%
603730.SH	岱美股份	27.4%	27.8%	0.4%	27.0%	28.1%	1.2%
002906.SZ	华阳集团	21.5%	22.2%	0.7%	21.1%	22.1%	1.1%
002048.SZ	宁波华翔	15.8%	16.2%	0.4%	15.0%	16.1%	1.1%
002126.SZ	银轮股份	19.5%	20.6%	1.0%	19.8%	20.9%	1.1%
002050.SZ	三花智控	24.2%	25.8%	1.6%	25.0%	26.0%	1.0%
603006.SH	联明股份	20.2%	21.9%	1.7%	20.6%	21.6%	1.0%
603179.SH	新泉股份	19.2%	19.9%	0.6%	18.9%	19.9%	1.0%
603596.SH	伯特利	22.1%	22.1%	0.0%	21.8%	22.8%	0.9%
603197.SH	保隆科技	27.3%	27.8%	0.4%	26.5%	27.4%	0.9%
000887.SZ	中鼎股份	21.4%	21.2%	-0.2%	20.7%	21.5%	0.8%
002472.SZ	双环传动	20.0%	21.2%	1.2%	20.8%	21.5%	0.8%
002590.SZ	万安科技	15.5%	15.3%	-0.1%	15.2%	15.8%	0.7%
603035.SH	常熟汽饰	20.9%	20.7%	-0.2%	20.0%	20.2%	0.1%
000581.SZ	威孚高科	15.6%	15.8%	0.2%	17.2%	17.2%	0.0%
603788.SH	宁波高发	24.6%	23.3%	-1.3%	24.2%	23.8%	-0.4%
603306.SH	华懋科技	31.1%	28.2%	-2.9%	29.9%	29.3%	-0.6%
600741.SH	华域汽车	13.6%	13.2%	-0.4%	13.3%	12.5%	-0.8%
002101.SZ	广东鸿图	18.6%	18.4%	-0.2%	19.2%	18.3%	-0.9%
002765.SZ	蓝黛科技	17.1%	15.8%	-1.2%	16.8%	15.2%	-1.6%
002488.SZ	金固股份	9.5%	7.9%	-1.7%	9.2%	7.5%	-1.7%
601799.SH	星宇股份	23.1%	21.7%	-1.4%	24.1%	21.9%	-2.2%
605128.SH	上海沿浦	17.8%	14.7%	-3.1%	18.1%	15.9%	-2.3%
002662.SZ	京威股份	27.2%	28.2%	0.9%	29.6%	27.0%	-2.7%
002454.SZ	松芝股份	19.1%	17.6%	-1.4%	18.2%	15.4%	-2.8%
002239.SZ	奥特佳	12.7%	13.7%	1.0%	15.5%	12.6%	-2.9%
600081.SH	东风科技	13.9%	11.5%	-2.5%	14.0%	10.6%	-3.5%
002920.SZ	德赛西威	24.0%	20.7%	-3.3%	24.0%	20.3%	-3.7%
002355.SZ	兴民智通	-6.1%	-4.0%	2.1%	-6.0%	-9.9%	-3.9%
603358.SH	华达科技	18.0%	17.9%	0.0%	22.1%	17.7%	-4.4%
600114.SH	东睦股份	21.0%	18.7%	-2.3%	23.2%	18.7%	-4.5%
688326.SH	经纬恒润-W	29.3%	27.6%	-1.7%	33.3%	28.5%	-4.8%
603348.SH	文灿股份	18.3%	13.2%	-5.1%	17.2%	12.1%	-5.1%
603786.SH	科博达	34.6%	30.9%	-3.6%	35.7%	30.6%	-5.1%
300258.SZ	精锻科技	29.2%	26.4%	-2.8%	30.5%	24.8%	-5.6%
603982.SH	泉峰汽车	12.4%	-5.4%	-17.9%	8.2%	-5.1%	-13.3%

数据来源：WIND、东方证券研究所

4 存货：2 季度行业库存整体去化

4.1 2 季度整车库存出现下降，零部件库存环比基本持平

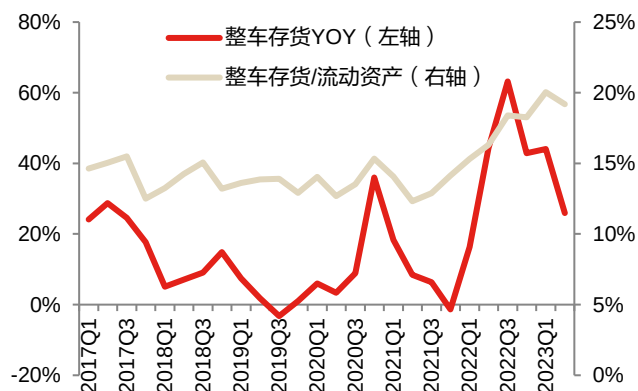
2 季度整车存货量同比增速进一步收窄，存货占流动资产比重开始下降。2 季度末整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）存货量同比增长 26.0%，环比下降 2.6%，环比出现下降预计系各地汽车促销政策加码，叠加多款新车型先后上市，市场观望情绪得到缓解，消费者购车需求逐步释放所致。2 季度末整车存货占流动资产比重为 19.2%，同比提升 2.9 个百分点，环比下降 0.9 个百分点。

2 季度末零部件存货量及占流动资产比重小幅下降，增速持续放缓。2 季度末零部件行业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）存货量同比增长 6.7%，环比增长 0.1%；2 季度末零部件行业存货占流动资产比重降至 22.6%，同比下降 1.1 个百分点，环比下降 0.8 个百分点，预计主要系下游整车销量回暖拉动零部件持续出货所致。

2 季度末整车及零部件行业的存货周转率均出现回升。2 季度末整车存货周转率 6.35 次，同比下降 1.13 次，环比上升 0.20 次，零部件存货周转率 4.82 次，同比上升 0.01 次，环比上升 0.11 次，消费促销政策及新车上市导致存货量整体向下，整车及零部件行业存货周转率水平均有所提升，而下游整车行业销量率先复苏存货周转率提升幅度更大，传导至上游零部件行业存货周转率跟随调整上升。

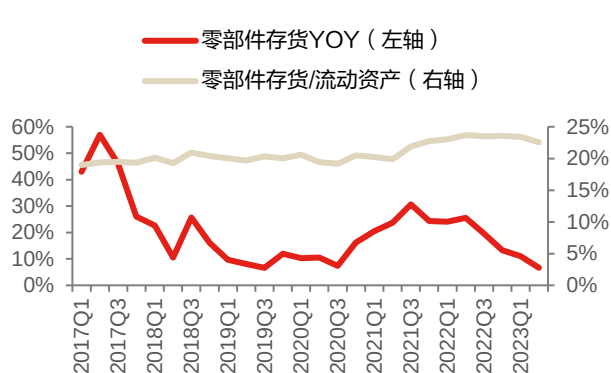
2 季度末经销商存货周转天数环比大幅回落。经销商行业（数据口径为 SW 汽车服务 III）2 季度末存货量同比下降 4.5%，环比下降 8.8%，经销商去库存趋势明显，2 季度末存货周转天数 25.42 天，同比下降 26.41 天，环比下降 23.48 天；2 季度末经销商存货占流动资产比重达 26.3%，同比增长 1.3 个百分点，环比下降 0.8 个百分点，预计系终端市场回暖，消费者提货积极导致经销商库存快速去化。

图 9：整车行业存货基本情况



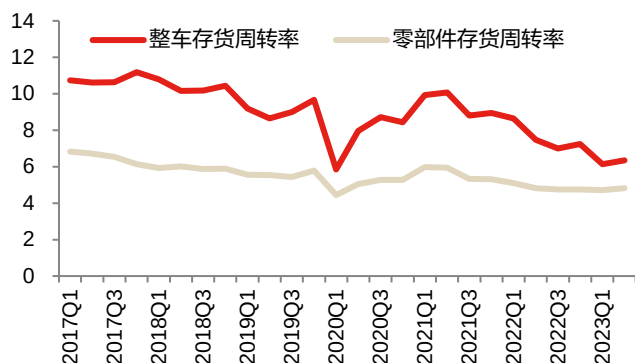
注：数据口径为 SW 汽车整车
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 10：零部件行业存货基本情况



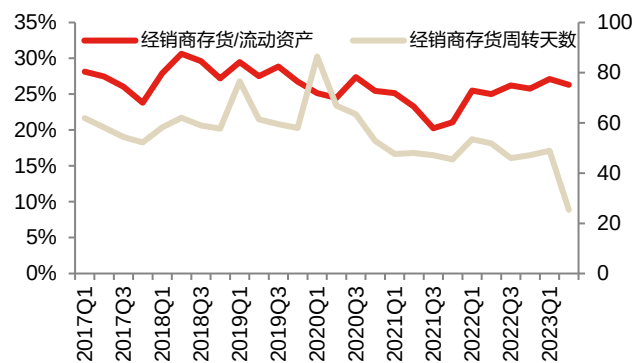
注：数据口径为 SW 汽车零部件 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 11：整车企业和零部件企业存货周转率情况



注：数据口径为 SW 汽车整车和汽车零部件 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 12：汽车经销商存货基本情况

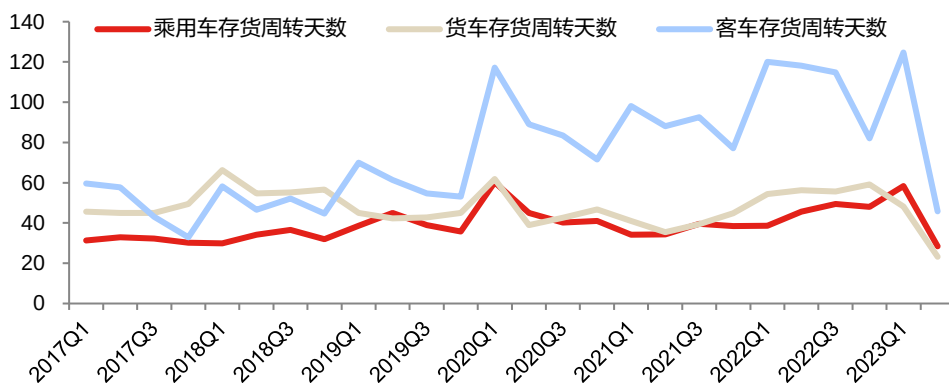


注：数据口径为 SW 汽车服务 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

总体来看，整车各子行业存货周转天数均降至近 5 年来低位，其中乘用车行业存货周转天数由增转降，客车行业存货周转天数下降幅度最大，货车行业存货周转天数继续下行。

具体来看，乘用车行业（数据口径为 SW 乘用车）2 季度末存货周转天数 28.41 天，同比下降 17.16 天，环比下降 29.91 天，预计系 2 季度消费促销政策发力、优质车型上市等因素导致销售端复苏，同时库存量减少，周转天数相应下降；货车行业（数据口径为 SW 商用载货车）2 季度末存货周转天数 23.22 天，同比下降 33.02 天，环比下降 25.02 天，预计系 2 季度货车行业需求较去年同期大幅好转，同时受行业促销政策带动，货车行业周转率回升，从而使周转天数下降；客车行业（数据口径为 SW 商用载客车）2 季度末存货周转天数 45.84 天，同比下降 72.26 天，环比下降 78.85 天，主要系 2 季度国内旅游市场强势复苏，居民出行需求旺盛，客运需求增长带动客车出货，存货周转天数大幅下降。

图 13：整车各子行业存货周转天数情况



注：数据口径为 SW 汽车整车各子行业
数据来源：WIND、东方证券研究所

4.2 乘用车公司周转天数微增，客车、货车周转大幅改善

14 家整车企业中，各企业存货周转情况分化较为显著，综合来看，2 季度末存货周转天数同比增长的企业有 4 家，同比下降的企业有 10 家，14 家整车企业 2 季度末平均存货周转天数为 63.21 天，同比下降 15.37 天，整车企业整体周转速度同比提升。

2 季度末乘用车企业平均存货周转天数同比略有增长。各乘用车企业 2 季度末平均存货周转天数为 55.73 天，同比增长 4.59 天，较 2022 年 2 季度末略有增长。分企业看，2 季度末上汽集团的存货周转天数增长最多，同比增长 14.22 天，预计主要系市场竞争加剧影响；长城汽车、江淮汽车、广汽集团存货周转天数同比分别增长 10.30 天、3.14 天、2.86 天；长安汽车、比亚迪存货周转天数同比下降 0.61 天、2.36 天，周转速度基本持平。

2 季度末货车企业平均存货周转天数同比明显下降。5 家货车企业 2 季度末平均存货周转天数为 41.39 天，同比下降 15.82 天，其中一汽解放 2 季度末存货周转天数为 41.91 天，同比下降 36.60 天，中国重汽 2 季度末存货周转天数 36.81 天，同比下降 25.71 天，预计货车企业受益于行业需求回暖，周转速度提升较为明显。

客车企业 2 季度末平均存货周转天数同比降幅最大。3 家客车企业 2 季度末平均存货周转天数达 114.57 天，同比下降 54.56 天，宇通客车 2 季度末存货周转天数 109.60 天，同比下降 56.38 天，金龙汽车 2 季度末存货周转天数 83.33 天，同比下降 32.13 天，中通客车的存货周转天数 150.77 天，同比下降 75.17 天。

表 5：整车企业存货周转天数情况

证券代码	证券简称	存货周转天数					
		2021	2022	同比增长	2022Q2	2023Q2	同比增长
601633.SH	长城汽车	34.99	59.52	24.53	61.23	71.53	10.30
600104.SH	上汽集团	33.03	40.10	7.06	42.84	57.06	14.22
600418.SH	江淮汽车	51.04	58.55	7.51	55.43	58.57	3.14
000625.SZ	长安汽车	31.67	26.67	-5.00	31.88	31.27	-0.61
601238.SH	广汽集团	38.34	36.24	-2.10	34.85	37.71	2.86
002594.SZ	比亚迪	84.82	73.94	-10.89	80.58	78.22	-2.36
000800.SZ	一汽解放	59.47	80.24	20.77	78.51	41.91	-36.60
000951.SZ	中国重汽	52.51	57.18	4.67	62.52	36.81	-25.71
600166.SH	福田汽车	46.77	59.03	12.26	55.14	49.15	-5.99
600006.SH	东风汽车	62.29	61.08	-1.21	61.92	52.44	-9.47
000550.SZ	江铃汽车	24.27	28.62	4.34	27.98	26.64	-1.34
600066.SH	宇通客车	108.47	126.21	17.74	165.98	109.60	-56.38
600686.SH	金龙汽车	89.19	82.85	-6.34	115.46	83.33	-32.13
000957.SZ	中通客车	181.42	112.13	-69.30	225.93	150.77	-75.17

数据来源：WIND、东方证券研究所

4.3 多数零部件公司存货周转天数下降

2 季度末 55 家汽车零部件公司中存货周转天数同比下降的企业有 33 家，同比增加的企业有 22 家，2 季度末平均存货周转天数为 108.52 天，同比减少 3.77 天，预计系 2 季度下游整车市场出货改善，导致零部件公司存货周转天数减少，周转速度有所上升。

具体来看，零部件企业 2 季度末存货周转天数差异较大，2 季度末存货周转天数同比增长较多的企业包括经纬恒润、云内动力、奥特佳、嵘泰股份、常熟汽饰等，同比分别增长 28.26 天、26.42 天、24.11 天、22.22 天、14.81 天，周转天数同比下降较多的企业包括兴民智通、云意电气、科博达、新泉股份、华达科技等，同比分别下降 63.95 天、35.89 天、32.65 天、30.66 天、27.17 天。

表 6：零部件企业存货周转天数情况

证券代码	证券简称	存货周转天数					
		2021	2022	同比增长	2022Q2	2023Q2	同比增长
000338.SZ	潍柴动力	74.62	90.95	16.34	95.49	82.23	-13.26
000559.SZ	万向钱潮	64.71	78.75	14.04	68.73	76.88	8.15
000581.SZ	威孚高科	101.43	93.60	-7.83	83.83	73.28	-10.55
000887.SZ	中鼎股份	89.17	94.46	5.29	96.20	99.04	2.85
000903.SZ	云内动力	99.67	178.84	79.17	153.98	180.40	26.42
002048.SZ	宁波华翔	54.83	52.66	-2.17	62.98	57.97	-5.01
002050.SZ	三花智控	89.88	90.94	1.06	88.13	80.75	-7.38
002085.SZ	万丰奥威	84.14	77.26	-6.88	85.24	96.83	11.60
002101.SZ	广东鸿图	67.88	71.79	3.91	72.80	80.29	7.49
002126.SZ	银轮股份	77.87	93.30	15.43	95.50	85.17	-10.33
002239.SZ	奥特佳	108.78	122.14	13.36	117.97	142.08	24.11
002284.SZ	亚太股份	71.26	79.71	8.45	83.53	96.45	12.92
002355.SZ	兴民智通	229.14	235.99	6.85	248.38	184.43	-63.95
002363.SZ	隆基机械	153.38	138.31	-15.07	144.15	138.07	-6.08
002454.SZ	松芝股份	78.86	87.51	8.64	103.79	90.97	-12.83
002472.SZ	三环传动	111.60	111.87	0.28	113.19	108.93	-4.26
002488.SZ	金固股份	159.08	161.78	2.70	162.21	155.09	-7.11
002590.SZ	万安科技	97.39	90.73	-6.66	112.49	88.25	-24.23
002662.SZ	京威股份	92.81	94.88	2.07	109.58	92.81	-16.76
002664.SZ	信质电机	72.17	89.91	17.74	85.59	94.75	9.16
002765.SZ	蓝黛科技	89.87	105.22	15.36	118.27	117.26	-1.00
002906.SZ	华阳集团	81.83	88.00	6.18	91.94	101.01	9.07
002920.SZ	德赛西威	78.23	85.37	7.14	86.32	90.05	3.73
300258.SZ	精锻科技	112.30	120.62	8.32	141.53	142.46	0.93
300304.SZ	云意电气	132.29	153.78	21.49	171.94	136.04	-35.89
300926.SZ	博俊科技	145.07	156.26	11.18	167.72	165.70	-2.02
600081.SH	东风科技	17.84	27.00	9.15	29.02	27.45	-1.57
600114.SH	东睦股份	86.89	103.06	16.17	102.28	109.31	7.03
600660.SH	福耀玻璃	90.52	94.49	3.97	98.15	96.59	-1.55
600699.SH	均胜电子	59.59	63.82	4.23	66.34	67.58	1.24
600741.SH	华域汽车	58.92	57.39	-1.52	61.37	60.91	-0.45
600742.SH	一汽富维	9.49	10.51	1.03	11.91	12.02	0.11
600933.SH	爱柯迪	93.84	95.15	1.31	101.09	84.02	-17.07
601689.SH	拓普集团	74.47	79.73	5.26	81.68	76.68	-4.99
601799.SH	星宇股份	102.81	121.07	18.27	126.07	114.05	-12.01
603006.SH	联明股份	117.25	129.53	12.28	165.64	157.95	-7.69
603035.SH	常熟汽饰	80.06	69.57	-10.49	71.28	86.10	14.81
603179.SH	新泉股份	128.05	104.34	-23.71	119.74	89.08	-30.66
603197.SH	保隆科技	114.71	136.01	21.31	139.89	145.20	5.30
603305.SH	旭升股份	106.23	120.30	14.07	116.18	124.17	7.99
603306.SH	华懋科技	69.57	69.90	0.32	85.87	76.58	-9.29
603348.SH	文灿股份	49.58	52.24	2.66	51.61	55.01	3.40
603358.SH	华达科技	109.01	110.78	1.76	147.07	119.90	-27.17
603596.SH	伯特利	50.81	55.48	4.67	59.29	70.30	11.01
603730.SH	岱美股份	142.24	149.03	6.79	163.37	170.92	7.55
603786.SH	科博达	164.74	176.72	11.98	193.40	160.76	-32.65
603788.SH	宁波高发	84.77	81.48	-3.29	85.21	77.28	-7.93
603960.SH	克来机电	116.63	142.33	25.70	233.43	218.18	-15.25
603982.SH	泉峰汽车	110.49	145.35	34.86	151.21	140.96	-10.25
603997.SH	继峰股份	51.51	50.92	-0.59	54.06	44.56	-9.50
605005.SH	合兴股份	139.30	177.54	38.24	201.41	190.64	-10.77
605128.SH	上海沿浦	53.49	56.92	3.42	70.54	61.64	-8.90
605133.SH	嵘泰股份	100.43	120.35	19.92	114.25	136.47	22.22
688326.SH	经纬恒润-W	184.84	191.02	6.18	226.56	254.81	28.26
688533.SH	上声电子	82.14	76.36	-5.78	86.61	82.20	-4.41

数据来源：WIND、东方证券研究所

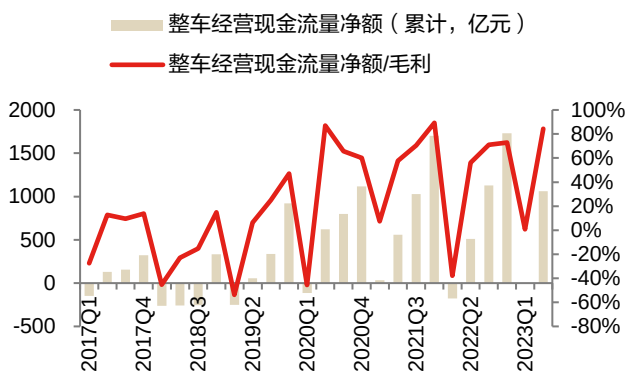
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

5 2 季度行业现金流整体显著好转

5.1 2 季度行业现金流整体继续改善

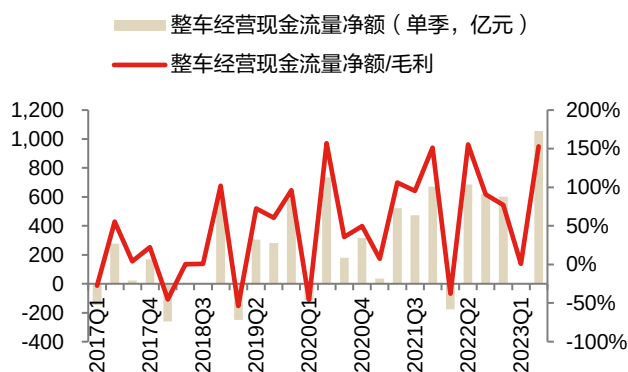
上半年整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）经营活动现金流净额 1059.72 亿元，同比上升 108.0%；经营活动现金流净额占毛利的比重为 84.3%，同比提升 28.1 个百分点，现金流管控能力同比提升。2 季度整车行业经营活动现金流净额 1056.19 亿元，同比增长 53.9%，环比增长 29831.6%；经营活动现金流净额占毛利的比重为 153.0%，同比下降 2.6 个百分点，环比提升 152.4 个百分点。2 季度整车行业经营活动现金流改善，预计主要系销量回暖叠加促销力度下降，促进 2 季度销售回款增加。

图 14：汽车整车经营性现金流（季度累计，亿元）



注：数据口径为 SW 汽车整车
数据来源：WIND、东方证券研究所

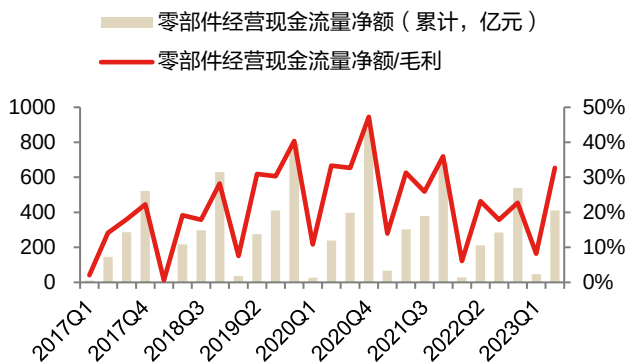
图 15：汽车整车经营性现金流（单季度，亿元）



注：数据口径为 SW 汽车整车
数据来源：WIND、东方证券研究所

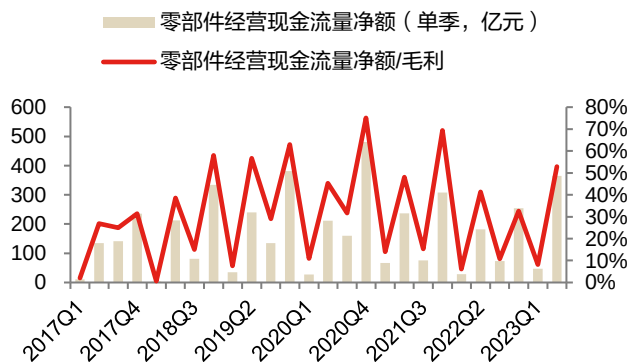
2 季度汽车零部件行业经营性现金流同环比大幅改善。上半年汽车零部件行业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）经营活动现金流净额 411.29 亿元，同比提升 95.5%；经营活动现金流净额占毛利比重为 32.7%，同比提升 9.5 个百分点。整体而言，上半年汽车零部件行业现金流管控水平同比显著改善。2 季度汽车零部件行业经营活动现金流净额 364.64 亿元，同比增长 100.2%，环比增长 681.7%；经营活动现金流净额占毛利的比重为 52.8%，同比提升 11.5 个百分点，环比提升 44.6 个百分点。整体而言，受益于行业销量回暖，2 季度汽车零部件行业回款情况亦显著好转。

图 16：汽车零部件经营性现金流（季度累计，亿元）



注：数据口径为 SW 汽车零部件 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 17：汽车零部件经营性现金流（单季度，亿元）



注：数据口径为 SW 汽车零部件 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

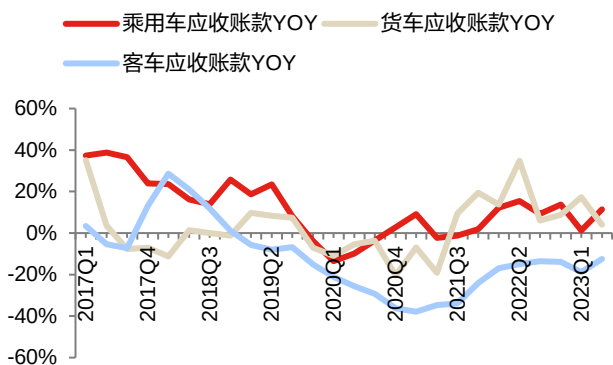
整车行业（数据口径为 SW 汽车整车）2 季度末应收账款 1996 亿元，同比增长 8.3%，环比增长 8.5%，其中乘用车应收账款同比均有较大上升，货车企业应收账款同比增长但环比下降，客车企业应收账款同比下降较大，但应收账款环比出现增长。

乘用车企业（数据口径为 SW 乘用车）2 季度末应收账款 1588 亿元，同比增长 11.5%，环比增长 11.1%。2 季度末乘用车企业应收账款增加，预计系 2 季度整车需求回暖所致。

货车企业（数据口径为 SW 商用载货车）2 季度末应收账款 265 亿元，同比增长 4.1%，环比下降 3.0%。货车企业 2 季度末应收账款环比下降，预计主要系行业促销力度下降带动；客车企业（数据口径为 SW 商用载客车）2 季度末应收账款 142 亿元，同比下降 12.6%，环比增长 4.5%，预计系 2 季度行业产销量回暖叠加企业回款能力提升综合所致。

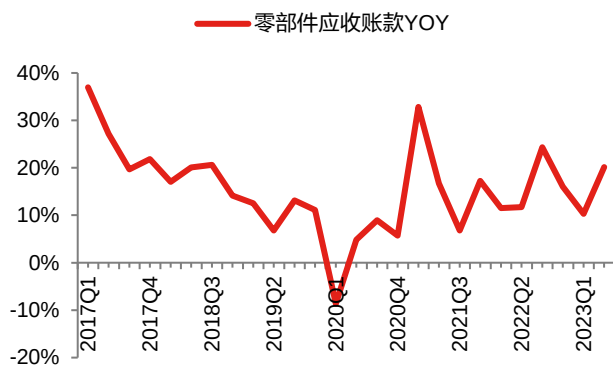
零部件企业（数据口径为 SW 汽车零部件 III）2 季度末应收账款 2288 亿元，同比增长 20.2%，环比增长 8.0%，预计主要系 2 季度整车行业产销恢复带动上游零部件企业出货量提升。

图 18：乘用车、货车、客车子行业应收账款同比增速



注：数据口径为 SW 汽车整车各子行业
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 19：零部件行业应收账款同比增速



注：数据口径为 SW 汽车零部件 III
数据来源：WIND、东方证券研究所

5.2 整车企业现金流增速普遍转正，零部件企业 2 季度表现分化

整车公司上半年经营活动现金流增速呈现分化，2 季度现金流增速普遍转正。14 家整车公司中，12 家公司在上半年实现正的经营性现金流净额，较去年同期增加 4 家；经营性现金流净额实现同比增长的企业有 9 家，其中包括 4 家乘用车企业、3 家货车企业和 2 家客车企业，福田汽车、宇通客车、一汽解放等公司经营性现金流净额增长超过 100%。2 季度 14 家整车公司中 12 家公司实现正的经营性现金流净额，较 2022 年同期增加 4 家；9 家公司经营性现金流净额实现同比增长，其中宇通客车、江铃汽车、宇通客车、上汽集团、金龙汽车等公司 2 季度经营性现金流净额同比大幅增长。整体而言，整车公司 2 季度现金流水平较 2022 年同期明显改善。

从经营性现金流净额占营业收入的比重来看上半年 14 家整车企业的整体平均值为 11.8%，同比上升 5.3 个百分点，其中比亚迪、宇通客车、一汽解放的经营性现金流净额占营业收入比重大于 20%，经营带来的现金流比例较高。2 季度 14 家整车企业经营性现金流净额占营业收入的比重平均值为 20.9%，同比提升 2.7 个百分点，整车企业 2 季度现金流管控水平进一步提升，其中比亚

迪、东风汽车、宇通客车、江铃汽车、一汽解放 5 家整车企业 2 季度经营现金流占当季收入比重超过 20%。

表 7：整车企业经营性现金流比较

证券代码	证券简称	经营性现金流净额(单季,亿元)			营业收入(单季,亿元)	经营性现金流净额/营业收入	经营性现金流净额(累计,亿元)			营业收入(累计,亿元)	经营性现金流净额/营业收入
		2022Q2	2023Q2	同比增速	2023Q2		2022H1	2023H1	同比增速	2023H1	
601633.SH	长城汽车	196.37	57.68	-70.63%	409.33	14.09%	81.64	-24.36	-129.84%	699.71	-3.48%
000625.SZ	长安汽车	50.83	35.72	-29.72%	309.36	11.55%	58.52	69.55	18.85%	654.92	10.62%
600418.SH	江淮汽车	-5.50	-12.22	-122.16%	116.01	-10.53%	6.15	5.82	-5.37%	223.69	2.60%
601238.SH	广汽集团	-22.07	7.65	134.64%	351.95	2.17%	-54.10	0.26	100.49%	615.88	0.04%
600104.SH	上汽集团	44.40	167.56	277.43%	1,757.52	9.53%	-47.04	68.93	246.54%	3,164.10	2.18%
002594.SZ	比亚迪	312.52	675.05	116.00%	1,399.51	48.24%	431.85	819.71	89.81%	2,601.24	31.51%
600006.SH	东风汽车	10.98	12.97	18.18%	27.60	47.00%	4.94	0.18	-96.38%	53.98	0.33%
000550.SZ	江铃汽车	-6.40	23.79	471.55%	79.03	30.10%	-33.32	16.57	149.74%	154.29	10.74%
600166.SH	福田汽车	-11.86	0.96	108.07%	138.72	0.69%	-2.95	11.90	504.00%	288.45	4.13%
000951.SZ	中国重汽	11.06	2.54	-77.02%	109.74	2.32%	30.46	15.74	-48.34%	201.87	7.79%
000800.SZ	一汽解放	38.02	48.19	26.75%	189.77	25.40%	14.43	67.14	365.25%	330.15	20.34%
600686.SH	金龙汽车	-5.54	6.74	221.66%	56.23	11.99%	-8.42	5.06	160.02%	93.70	5.40%
600066.SH	宇通客车	-2.11	25.06	1286.50%	75.38	33.24%	-9.48	29.17	407.76%	111.14	26.25%
000957.SZ	中通客车	9.13	-1.21	-113.26%	9.63	-12.56%	6.28	-3.31	-152.75%	16.57	-19.99%

数据来源：WIND、东方证券研究所

零部件公司上半年经营活动现金流整体表现较好，2 季度各企业同比增速呈现分化。55 家零部件公司中，上半年共有 49 家公司实现正的经营活动现金流净额，相较往年同期增加 6 家；33 家零部件公司的经营性现金流净额同比实现正增长，保隆科技、博俊科技、科博达、潍柴动力等公司经营活动现金流净额同比增速超过 1000%。2 季度共有 47 家零部件公司经营活动现金流净额为正，较 2022 年同期增加 2 家；33 家公司经营活动现金流实现同比增长，宁波华翔、岱美股份、德赛西威、保隆科技、均胜电子、博俊科技、联明股份等 16 家公司经营活动现金流同比增长超过 100%。

从经营活动现金流净额占营业收入的比例来看，上半年 55 家零部件企业的整体平均值为 9.0%，同比增加 4.5 个百分点，其中克来机电、亚太股份、精锻科技、双环传动、旭升股份、福耀玻璃、爱柯迪等 7 家企业的经营活动现金流净额占营业收入比重大于 20%，现金流管控力度较强。2 季度 55 家零部件企业经营活动现金流净额占营业收入的平均比例为 14.1%，同比提升 6.9 个百分点。

表 8：零部件企业经营性现金流比较

证券代码	证券简称	经营性现金流净额(单季度, 亿元)			营业收入(单季度, 亿元)	经营性现金流净额/收入	经营性现金流净额(亿元)			营业收入(亿元)	经营性现金流净额/收入
		2022Q2	2023Q2	同比增速	2023Q2		2022H1	2023H1	同比增速	2023H1	
000338.SZ	潍柴动力	34.64	133.64	285.83%	527.01	25.36%	-11.41	128.93	1230.21%	1,061.35	12.15%
000559.SZ	万向钱潮	5.36	4.20	-21.72%	37.41	11.22%	6.96	4.69	-32.59%	72.69	6.46%
000581.SZ	威孚高科	-16.96	5.45	132.10%	29.85	18.24%	-24.94	10.90	143.70%	61.30	17.78%
000887.SZ	中鼎股份	2.43	1.64	-32.32%	43.29	3.80%	4.53	4.03	-10.90%	81.89	4.92%
000903.SZ	云内动力	2.61	-2.77	-206.12%	12.86	-21.57%	-8.75	-5.78	33.88%	29.31	-19.73%
002048.SZ	宁波华翔	0.54	9.83	1710.21%	55.73	17.64%	4.87	8.81	81.06%	102.10	8.63%
002050.SZ	三花智控	6.35	9.83	54.75%	68.50	14.35%	7.61	17.19	125.84%	125.29	13.72%
002085.SZ	万丰奥威	4.00	5.99	49.68%	38.93	15.40%	4.14	12.66	205.76%	75.07	16.86%
002101.SZ	广东鸿图	2.31	0.61	-73.64%	16.59	3.67%	3.57	1.49	-58.15%	32.68	4.57%
002126.SZ	银轮股份	0.74	1.01	35.23%	27.07	3.72%	1.26	1.65	31.46%	52.62	3.14%
002239.SZ	奥特佳	-1.29	1.26	197.57%	16.49	7.62%	1.30	2.14	65.09%	30.49	7.03%
002284.SZ	亚太股份	1.24	2.97	138.44%	8.75	33.90%	2.36	5.01	111.80%	17.55	28.53%
002355.SZ	兴民智通	1.47	0.03	-97.88%	2.42	1.28%	1.23	0.04	-97.14%	4.30	0.82%
002363.SZ	隆基机械	0.13	0.08	-41.37%	5.32	1.44%	1.33	0.34	-74.00%	10.70	3.22%
002454.SZ	松芝股份	1.48	2.28	54.25%	12.48	18.29%	1.09	1.26	15.10%	23.17	5.44%
002472.SZ	双环传动	3.08	4.68	52.27%	18.95	24.72%	3.25	8.08	148.56%	36.86	21.93%
002488.SZ	金固股份	-0.33	-0.36	-7.53%	9.82	-3.66%	-1.91	-1.69	11.52%	16.76	-10.08%
002590.SZ	万安科技	1.65	0.65	-60.37%	9.61	6.81%	1.65	1.07	-35.37%	17.22	6.19%
002662.SZ	京威股份	2.17	1.70	-21.65%	8.99	18.91%	3.31	3.29	-0.76%	16.70	19.69%
002664.SZ	信质电机	1.75	0.77	-56.09%	10.34	7.44%	0.43	0.24	-44.11%	20.21	1.18%
002765.SZ	蓝黛科技	1.01	0.00	-100.05%	6.65	-0.01%	2.59	-0.08	-102.94%	12.69	-0.60%
002906.SZ	华阳集团	1.33	2.60	96.18%	15.52	16.75%	1.29	2.74	112.23%	28.68	9.56%
002920.SZ	德赛西威	0.11	1.10	927.28%	47.41	2.32%	0.56	3.02	437.30%	87.24	3.47%
300258.SZ	精锻科技	1.55	1.72	11.27%	4.99	34.45%	2.21	2.20	-0.31%	9.48	23.24%
300304.SZ	云意电气	0.32	0.16	-49.41%	3.90	4.18%	0.55	0.26	-53.37%	7.25	3.55%
300926.SZ	博俊科技	0.18	1.14	536.80%	6.08	18.67%	-0.11	1.85	1757.92%	10.21	18.16%
600081.SH	东风科技	-0.18	-0.88	-373.98%	17.06	-5.13%	1.05	0.53	-49.54%	32.04	1.66%
600114.SH	东睦股份	1.73	0.70	-59.73%	9.61	7.26%	2.18	1.15	-47.24%	17.63	6.53%
600660.SH	福耀玻璃	16.48	17.17	4.20%	79.79	21.52%	29.89	31.25	4.53%	150.31	20.79%
600699.SH	均胜电子	1.37	9.76	610.53%	137.92	7.08%	2.90	16.10	455.98%	270.14	5.96%
600741.SH	华域汽车	31.59	43.37	37.29%	401.55	10.80%	71.18	49.02	-31.14%	769.71	6.37%
600742.SH	一汽富维	-7.77	1.61	120.74%	51.06	3.16%	-1.78	7.30	509.08%	92.59	7.89%
600933.SH	爱柯迪	3.00	3.23	7.68%	13.87	23.31%	3.53	5.29	49.69%	26.44	20.01%
601689.SH	拓普集团	7.32	5.47	-25.29%	46.92	11.66%	11.19	12.26	9.56%	91.60	13.38%
601799.SH	星宇股份	0.41	-0.08	-120.02%	25.02	-0.33%	8.98	0.21	-97.63%	44.25	0.48%
603006.SH	联明股份	0.05	0.34	527.98%	2.55	13.26%	0.60	0.81	35.52%	4.94	16.35%
603035.SH	常熟汽饰	0.87	1.17	33.58%	9.96	11.70%	2.59	1.33	-48.78%	18.41	7.20%
603179.SH	新泉股份	0.51	1.29	155.86%	24.59	5.26%	2.32	2.46	5.96%	46.32	5.32%
603197.SH	保隆科技	0.13	1.12	759.54%	14.30	7.87%	-0.07	1.56	2392.14%	26.16	5.96%
603305.SH	旭升股份	0.41	1.49	262.63%	11.87	12.55%	1.93	5.02	159.54%	23.60	21.27%
603306.SH	华懋科技	1.31	1.05	-19.43%	4.72	22.30%	1.41	1.36	-3.69%	8.92	15.26%
603348.SH	文灿股份	2.47	3.06	23.87%	12.89	23.71%	2.47	4.24	71.59%	25.62	16.57%
603358.SH	华达科技	-0.46	0.31	166.77%	12.89	2.40%	0.32	1.85	475.68%	23.60	7.82%
603596.SH	伯特利	2.45	2.93	19.40%	15.95	18.35%	1.07	1.58	47.91%	30.94	5.11%
603730.SH	岱美股份	-0.45	3.83	941.58%	15.07	25.40%	0.93	0.85	-8.33%	28.79	2.96%
603786.SH	科博达	1.33	1.58	18.71%	10.48	15.09%	-0.25	3.14	1355.58%	19.61	16.03%
603788.SH	宁波高发	0.45	-0.67	-249.29%	2.96	-22.58%	0.12	-1.12	-1008.04%	5.44	-20.69%
603960.SH	克来机电	-0.25	0.03	113.68%	1.47	2.30%	-0.36	0.76	308.91%	2.64	28.72%
603982.SH	泉峰汽车	-1.61	-0.70	56.67%	4.93	-14.20%	-0.81	-2.81	-245.73%	9.39	-29.87%
603997.SH	继峰股份	-0.61	1.37	323.98%	53.25	2.57%	1.14	2.84	148.81%	104.36	2.73%
605005.SH	合兴股份	0.84	0.72	-13.88%	4.19	17.28%	0.69	1.39	102.49%	7.28	19.12%
605128.SH	上海沿浦	0.22	0.15	-32.65%	3.41	4.39%	-0.09	0.23	350.47%	6.21	3.75%
605133.SH	嵘泰股份	0.18	0.01	-95.59%	4.82	0.17%	0.48	0.33	-31.85%	9.19	3.58%
688326.SH	经纬恒润-W	0.02	-0.87	-4349.48%	9.58	-9.05%	-1.28	-6.25	-387.69%	16.97	-36.80%
688533.SH	上声电子	0.32	0.91	181.85%	5.11	17.90%	0.56	1.53	171.09%	9.64	15.83%

数据来源：WIND、东方证券研究所

6 主要投资策略

从投资策略上看，乘用车市场格局将加速重塑，头部新能源车企将有望凭借在新能源技术和产业链上的领先优势持续扩大市场份额，在新能源车方面具有较强竞争力的整车及零部件公司估值有望回升。建议持续关注特斯拉配套产业链及在墨西哥有工厂的零部件公司，重卡产业链、华为产业链以及在自动驾驶、机器人及数据中心液冷领域有相关布局的零部件公司亦建议持续关注。

建议关注：

新泉股份(603179，买入)、爱柯迪(600933，买入)、银轮股份(002126，买入)、岱美股份(603730，买入)、上声电子(688533，买入)、拓普集团(601689，买入)、保隆科技(603197，未评级)、旭升集团(603305，未评级)、华域汽车(600741，买入)、伯特利(603596，买入)、多利科技(001311，未评级)、德赛西威(002920，买入)、华阳集团(002906，买入)、中国重汽(000951，买入)、长安汽车(000625，买入)、比亚迪(002594，未评级)、广汽集团(601238，买入)。

表 9：主要公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价（09-11）	EPS				PE			
			2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
600104.SH	上汽集团	14.89	2.10	1.38	1.30	1.43	7.09	10.79	11.49	10.42
601238.SH	广汽集团	10.38	0.70	0.77	0.75	0.86	14.84	13.49	13.92	12.04
000625.SZ	长安汽车	13.36	0.36	0.79	0.95	0.91	37.30	16.99	14.11	14.74
601633.SH	长城汽车	27.20	0.79	0.97	0.67	1.01	34.36	27.96	40.81	26.82
002594.SZ	比亚迪	247.01	1.05	5.71	9.32	12.94	236.14	43.26	26.50	19.09
000951.SZ	中国重汽	16.81	0.88	0.18	0.90	1.29	19.03	92.41	18.76	13.06
000550.SZ	江铃汽车	17.60	0.67	1.06	1.06	1.27	26.46	16.60	16.59	13.82
603179.SH	新泉股份	51.15	0.58	0.97	1.62	2.24	87.76	52.97	31.57	22.86
601689.SH	拓普集团	74.66	0.92	1.54	2.14	2.96	80.88	48.40	34.84	25.18
002126.SZ	银轮股份	17.95	0.27	0.48	0.75	1.01	65.28	37.53	23.80	17.71
603730.SH	岱美股份	18.31	0.33	0.45	0.63	0.79	55.95	40.85	29.05	23.23
600933.SH	爱柯迪	24.54	0.35	0.72	0.93	1.21	70.96	33.91	26.40	20.36
688533.SH	上声电子	40.80	0.38	0.54	1.09	1.66	107.61	74.89	37.37	24.60
600741.SH	华域汽车	19.30	2.05	2.28	2.39	2.73	9.41	8.45	8.08	7.08
002906.SZ	华阳集团	32.20	0.57	0.73	0.95	1.31	56.48	44.33	33.81	24.64
601799.SH	星宇股份	154.00	3.32	3.30	4.17	5.60	46.34	46.73	36.96	27.49
600660.SH	福耀玻璃	38.39	1.21	1.82	2.11	2.35	31.84	21.07	18.17	16.33
002920.SZ	德赛西威	145.93	1.50	2.13	2.77	3.87	97.27	68.44	52.61	37.72
603596.SH	伯特利	76.37	1.23	1.70	2.29	3.10	62.33	45.01	33.37	24.65
603786.SH	科博达	77.50	0.96	1.11	1.60	2.12	80.50	69.54	48.56	36.64
300258.SZ	精锻科技	13.92	0.36	0.51	0.60	0.75	39.04	27.11	23.17	18.54
002050.SZ	三花智控	28.72	0.45	0.69	0.85	1.06	63.66	41.66	33.72	27.18
000338.SZ	潍柴动力	12.30	1.06	0.56	0.84	1.02	11.60	21.88	14.67	12.02
600114.SH	东睦股份	11.35	0.04	0.25	0.33	0.49	270.95	44.92	34.25	23.40
603997.SH	继峰股份	14.44	0.11	-1.23	0.28	0.63	131.47	-11.72	50.77	22.74
600699.SH	均胜电子	18.94	-2.66	0.28	0.67	0.92	-7.11	67.69	28.19	20.50
605005.SH	合兴股份	17.31	0.49	0.47	0.65	0.74	35.60	36.46	26.80	23.37
603197.SH	保隆科技	58.00	1.28	1.02	1.92	2.60	45.16	56.60	30.21	22.27
603035.SH	常熟汽饰	19.44	1.11	1.35	1.66	2.03	17.58	14.44	11.74	9.58
603960.SH	克来机电	15.54	0.19	0.24	0.39	0.60	82.10	63.49	39.71	25.97
300969.SZ	恒帅股份	79.17	1.44	1.82	2.62	3.39	54.79	43.52	30.25	23.37
002472.SZ	双环传动	33.33	0.38	0.68	0.94	1.23	87.11	48.84	35.60	27.04
603348.SH	文灿股份	38.79	0.37	0.90	0.96	1.76	105.41	43.11	40.53	22.00
605128.SH	上海沿浦	45.11	0.88	0.57	1.64	2.84	51.20	78.89	27.58	15.89
002765.SZ	蓝黛科技	6.71	0.32	0.28	0.36	0.52	20.97	23.73	18.77	12.91
002101.SZ	广东鸿图	17.61	0.45	0.70	0.81	0.98	38.87	25.06	21.84	18.03
603305.SH	旭升集团	23.60	0.44	0.75	1.00	1.33	53.30	31.41	23.71	17.68
688326.SH	经纬恒润-W	146.95	1.22	1.96	2.26	3.20	120.63	75.17	65.04	45.99
300680.SZ	隆盛科技	19.58	0.42	0.33	0.81	1.26	46.33	59.85	24.15	15.58
300926.SZ	博俊科技	24.00	0.30	0.53	0.84	1.45	79.45	45.24	28.64	16.52
001311.SZ	多利科技	52.97	2.10	2.43	2.90	3.61	25.24	21.80	18.25	14.66

数据来源：WIND、东方证券研究所（说明：EPS 采用 WIND 一致预期，已按最新股本摊薄）

7 风险提示

宏观经济下行影响汽车需求。若 2023 年宏观经济低于预期或国内疫情出现反复，消费者推迟购车，则将影响乘用车需求，进而影响行业整体盈利能力。

上游原材料价格波动影响。若 2023 年上游原材料价格波动，则将影响汽车行业产业链整体盈利能力，进而影响到相关公司盈利增长。

车企价格战压力。若 2023 年车企降价持续，若价格降价幅度超预期，则将影响行业整体盈利。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有上声电子(688533，买入) 股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。