

2017年10月17日

众泰汽车 (000980.SZ)

公司深度分析

证券研究报告
汽车零部件

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价: **16.64元**
股价(2017-10-16) **13.40元**

交易数据

总市值(百万元)	27,305.61
流通市值(百万元)	7,077.08
总股本(百万股)	2,037.73
流通股本(百万股)	528.14
12个月价格区间	9.66/17.79元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.27	3.01	29.13
绝对收益	13.18	9.66	27.13

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

陈怀逸

报告联系人

chenhy4@essence.com.cn
021-35082998

袁伟

报告联系人

yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

相关报告

从模仿到原创的自主车企黑马

■传统车方面，原创车型 T700 重磅推出，众泰汽车有望华丽转身。为在激烈的市场竞争中存活，众泰造车依靠模仿白手起家，现阶段众泰已积累了丰富的经验和资金，回归自主研发亦是水到渠成。2017 年 5 月底，众泰汽车推出重磅原创车型 T700，T700 精准定位低价的中大型 SUV 真空市场，较高的性价比使其较其他同级别车型更强的市场竞争力，6-9 月众泰 T700 销量已从 2787 辆增长至 7811 辆，我们看好未来 T700 的销量快速爬坡，同时也非常期待 T700 车型对众泰品牌的重塑。

■新能源车方面，巩固 A00 级布局 A+ 级，2018-2020 年销售 NEV 积分有望增厚公司业绩。众泰汽车是新能源市场的先驱者，目前在 A00 级市场优势明显，2016 年 A00 级车销量占纯电动市场的 11%，未来凭借在新能源领域的技术积累以及高效强大的新车推出能力有望实现新突破。根据公告，公司已储备 6 款新车型，2020 年新能源汽车销量目标为 10.6 万辆，CAGR 高达 30%。随着双积分政策的出台，假设 2018-2020 年双积分单价分别为 600 元、4000 元、4000 元，则众泰有望分别实现 1.3 亿、11.3 亿、11.9 亿元的积分销售利润，贡献较大业绩弹性。

■牵手福特成立合资公司，众泰汽车或将多方面受益。2017 年 8 月，福特牵手众泰合资设立新能源汽车公司。此次双方的合作可能涉及品牌、技术及生产管理等多方面，众泰有望借助此次合作提升品牌形象以及整车制造水平，后续推出的新能源车型也值得期待。

■投资建议：暂不考虑积分收入，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、0.99 元、1.18 元，对应 PE 分别为 21 倍、14 倍、11 倍。考虑到 2018 年公司传统车与新能源的边际改善，给予 2017 年合理 PE 26 倍，目标价 16.64 元，首次覆盖给予“买入-A”评级。

■风险提示：自主研发进展或不达预期，整车销量或不达预期，双积分销售价格或不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,625.9	1,693.5	24,509.7	34,892.0	41,130.7
净利润	60.3	86.8	1,298.0	2,023.2	2,401.6
每股收益(元)	0.03	0.04	0.64	0.99	1.18
每股净资产(元)	1.02	1.06	2.40	3.31	4.44
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	459.7	319.6	21.4	13.7	11.5
市净率(倍)	13.3	12.9	5.7	4.1	3.1
净利润率	3.7%	5.1%	5.3%	5.8%	5.8%
净资产收益率	2.9%	4.0%	26.6%	30.0%	26.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.4%
ROIC	5.3%	6.8%	58.7%	-27.5%	324.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 众泰汽车——逆袭中的自主车企	5
1.1. 背靠铁牛集团谋发展	5
1.2. 十年造车，吹响自主品牌逆袭号角	5
1.3. 销量迅猛释放助推业绩高速增长	6
2. 传统车：T700 重磅推出，众泰实现从模仿到原创的蜕变	7
2.1. 模仿使众泰夹缝中求生，原创才是发展之根本	7
2.2. 原创车型 T700 重磅推出，众泰有望华丽转身	9
2.2.1. 众泰 T700 重拳出击，定位精准	9
2.2.2. T700 之于众泰好比博越之于吉利，意义非凡	10
2.2.3. 核心零部件自主研发，突破在望	13
3. 新能源车：新能源时代弄潮儿，众泰尽享行业政策红利	13
3.1. 行业概况：短期 A00 占据半壁江山，长期趋势仍是 A+级。	13
3.2. 主打 A00 级布局 A+级，众泰有望凭借 A00 级新能源汽车加速崛起	15
3.3. 双积分政策受益企业，牵手福特技术有望突破	17
3.3.1. 双积分政策正式推出，未来众泰有望出售积分增厚业绩	17
3.3.2. 牵手福特成立合资公司，众泰有望多方受益	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：被金马股份收购后，不考虑配套融资的众泰汽车股权结构	5
图 2：众泰汽车历史	6
图 3：近年来众泰汽车销量增速迅猛	7
图 4：众泰汽车营业收入增长迅猛	7
图 5：近两年众泰汽车毛利率提升	7
图 6：众泰汽车归母净利润高增长	7
图 7：众泰传统车历年新车型	8
图 8：众泰 2008 销量走势图	8
图 9：众泰 5008 销量走势图	8
图 10：众泰 SR7 车型生命周期为 16 月左右	8
图 11：众泰大迈 X5 车型生命周期为 20 月左右	8
图 13：众泰 SR9 销量萎缩明显	9
图 14：众泰大迈 X7 销量至始至终处于低位	9
图 12：T600 销量走势一度坚挺，生命周期长达 40 月左右	9
图 15：众泰 T700	10
图 16：众泰金华工厂	10
图 17：众泰 T700 与吉利博越	11
图 18：众泰 T700 尺寸	11
图 19：吉利博越尺寸	11
图 20：众泰 T700 后备箱	11
图 21：吉利博越后备箱	11
图 22：众泰 T700 外观内饰	12

图 23: 吉利博越外观内饰.....	12
图 24: 众泰 TN4G18T.....	13
图 25: 沈阳三菱 4G63S4T.....	13
图 26: A00 级车销量走势.....	14
图 27: 新能源乘用车销量持续走高.....	14
图 28: A00 级电动汽车是新能源乘用车的主力车型.....	14
图 29: 新能源乘用车车型供给数量较传统车明显不足.....	14
图 30: 众泰新能源历年在售车型.....	16
图 31: 2016 年新能源乘用车车企销量及排名.....	16
图 32: 2016 年销量排名前 20 的 A00 级车销量及市占率.....	16
表 1: 旗下子公司情况梳理.....	5
表 2: 众泰 T700 配置介绍.....	10
表 3: 相同级别轴距对应车型及价格比较.....	10
表 4: 众泰 T700 与吉利博越的参数比较.....	12
表 5: 众泰 1.8T 与同级别发动机参数对比.....	13
表 6: 众泰新能源汽车产能准备充裕.....	15
表 7: 众泰新能源汽车热门车型主要参数.....	15
表 9: 众泰新能源汽车在售主要车型三电系统情况.....	16
表 9: 双积分政策催生合资潮.....	18

1. 众泰汽车——逆袭中的自主车企

安徽众泰汽车股份有限公司成立于 1956 年，于 2000 年 5 月在深交所上市，总部位于浙江永康，收购永康众泰后，公司由汽车零部件企业转型为汽车整车厂商。众泰汽车现拥有众泰、江南等自主品牌，产品覆盖轿车、SUV 和新能源汽车等品类，营销网络遍及国内各大中城市以及三、四线市场，旗下拥有 6 家子公司，分别从事汽车、配件、零部件、防盗门制造及汽车销售业务。

表 1：旗下子公司情况梳理

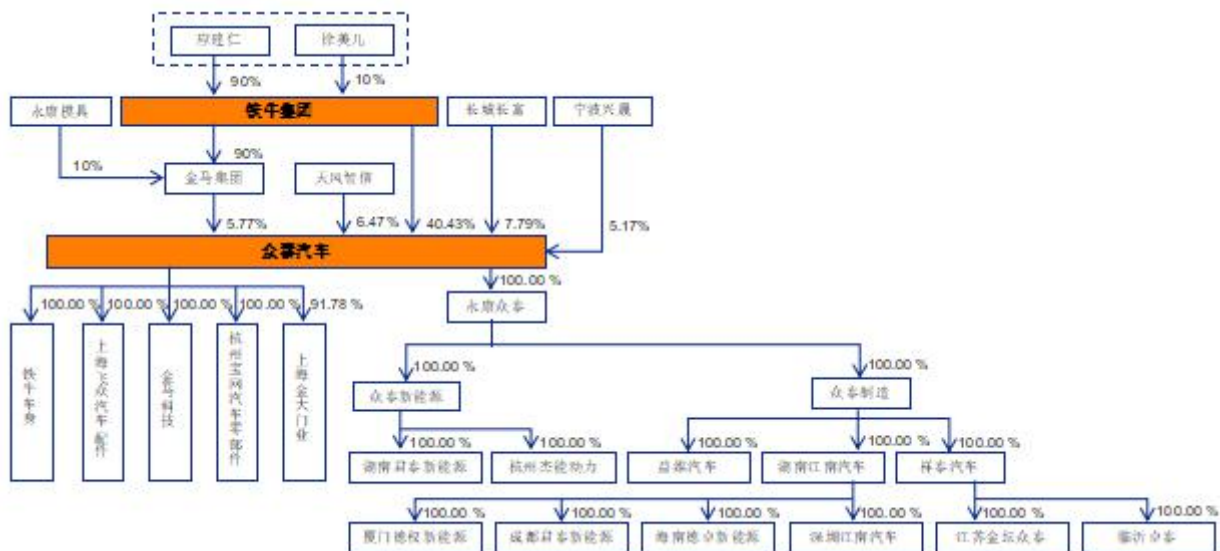
子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	直接持股比例	取得方式
永康众泰	浙江永康	浙江永康	汽车配件、汽车销售	100%	合并
铁牛车身	浙江永康	浙江永康	汽车零部件制造	100%	设立
金马科技	安徽歙县	安徽歙县	汽车配件	100%	设立
杭州宝网	浙江杭州	浙江杭州	汽车零部件制造	100%	设立
金大门业	浙江永康	浙江永康	防盗门制造	约 92%	合并
上海飞众	上海嘉定	上海嘉定	汽车零部件制造	100%	合并

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.1. 背靠铁牛集团谋发展

背靠铁牛集团，实际控制人为应建仁与徐美儿夫妇。铁牛集团是一家跨多省地域多元化产业的民营股份制企业，总部设在中国著名的五金之都——浙江永康，依靠模具、车身体发家，现以汽车整车、汽车零部件、模具、钣金件、五金机械、门业、房地产金融投资等为主业。应建仁与徐美儿夫妇作为一致行动人共持有铁牛集团 100% 股权，截至金马股份收购众泰汽车 100% 股权前，铁牛集团累计持股比例达 56.83%。交易完成后，铁牛集团直接持股 40.43%，直接或间接持股共 46.20%。

图 1：被金马股份收购后，不考虑配套融资的众泰汽车股权结构



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.2. 十年造车，吹响自主品牌逆袭号角

十年造车，众泰汽车从无到有、从有到优、从模仿至原创，吹响自主品牌逆袭号角。

1994-2009 年，引进开发阶段。2006、2008 年众泰汽车先后推出小型燃油 SUV2008、5008，两车上市后市场反响热烈，根据公司官网，众泰 2008 一上市便获得 2006 年“支持率最高的自主品牌汽车”。2007 年众泰成功控股江南汽车，2009 年众泰的推出 2008EV 也使众泰新能源崭露头角。

2010-2011 年，“三个互动”阶段。2010 年众泰提出“三个互动”发展战略，即核心零部件与

整车、传统汽车与新能源汽车、国内市场与国际市场领域实现互动发展，同年，公司产品线实现了从 SUV 至家轿的跨越。

2012-2013 年，“三个升级”阶段。2012 年公司又提出“三个升级”发展战略，即市场升级、产品升级和智能制造升级，在此期间，公司所推出的 Z300、T600 市场反响热烈。

2014-至今，“一机两翼”阶段。2014 年启动“一机两翼”平台化竞争战略，产品力得到全面提升，吹响自主品牌崛起的号角。这一年，众泰汽车相继推出品质派中级车 Z500、新能源汽车云 100、E20，根据中汽协数据，当年销售突破逼近 15 万辆，同比增速远超行业增速。2016 年众泰新能源销量约 3.7 万辆，同比增长 51%，连续多年位列中国新能源汽车销量前列，2017 年众泰汽车推出 T700，实现从模仿到原创的蜕变。

高端品牌君马诞生，首车将于 11 月上市。2017 年 6 月 27 日，众泰汽车发布君马汽车品牌，与现有的低端品牌众泰、江南定位不同，君马汽车定位高端化，采用全新标识以与众泰现有产品相区别，推出采用模块化架构的 TMA 超级平台，生产传统汽车及新能源汽车，并使用全新的销售渠道。据悉，君马汽车拟在未来 3 年推出 9 款车型，包括 8 款 SUV，1 款轿车，预计首款新车将于 11 月上市。目前国内自主品牌包括奇瑞、吉利、华晨、长城等多个汽车集团已纷纷推出了高端品牌试图向合资占据的中高端市场发起突围，此番君马品牌的诞生既是众泰汽车在品牌方面的自我突破，也是国内自主品牌突围高端市场的进一步尝试，君马汽车的后续表现值得期待。

2008 年至 2017 是众泰汽车高速发展的十年，产品先后覆盖了 A0 级 SUV、MPV、A 级 SUV、B 级 SUV、A 级、A00 级、B 级及新能源车，作为大浪淘沙后少数存活下的自主品牌，众泰正以快速的新车上市速度、觉醒的自主研发意识、迈向高端化的品牌定位吹响自主品牌逆袭号角。

图 2：众泰汽车历史



资料来源：人民网，安信证券研究中心

1.3. 销量迅猛释放助推业绩高速增长

销量支撑业绩高速增长。2014-2016 年公司销量实现从 14.7 万辆到 32.9 万辆的跨越，CAGR 高达 50%，销量迅猛释放助推业绩高速增长，2014-2016 年众泰汽车营收、归母净利润一路高

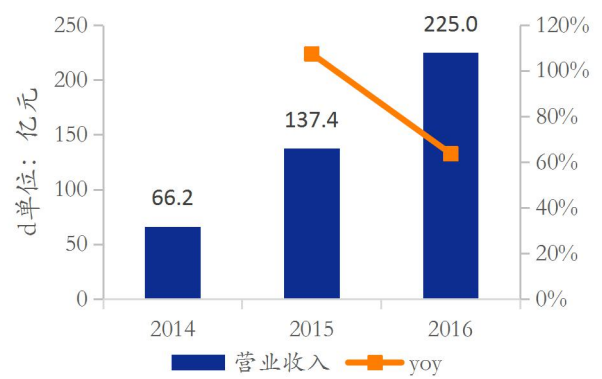
歌猛进，CAGR 分别为 84%、70%，2016 年实现营收、归母净利分别 225.0 亿元、13.3 亿元，2016 年实现营收、归母净利分别 225.0 亿元、13.3 亿元，随着产品结构改善，公司毛利率水平在 2015 年出现较大提升，从 9.8%提升至 18.0%。未来公司将持续推出全新 MPV、众泰 S300、众泰 S700、众泰 T700L、众泰 T800 等多款车型，预计有望进一步促进销量释放，提升公司业绩。

图 3：近年来众泰汽车销量增速迅猛



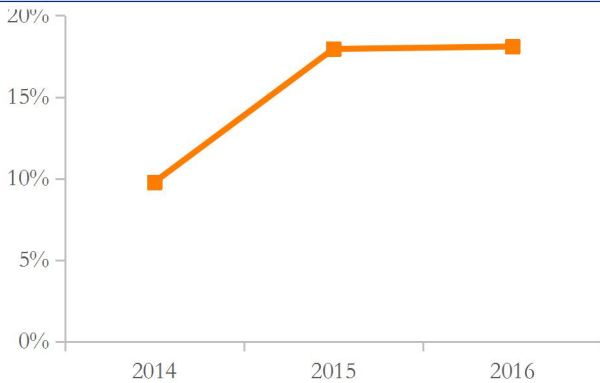
资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图 4：众泰汽车营业收入增长迅猛



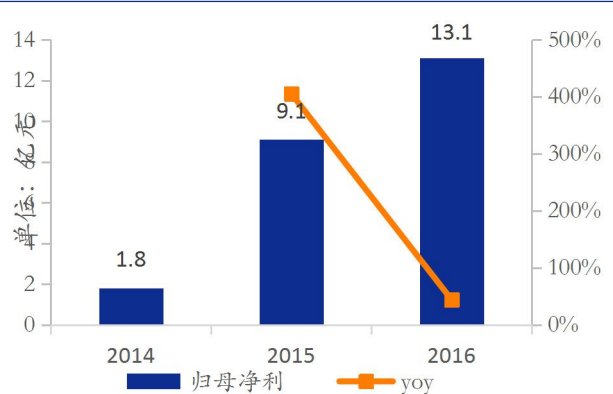
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：近两年众泰汽车毛利率提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：众泰汽车归母净利润高增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 传统车：T700 重磅推出，众泰实现从模仿到原创的蜕变

2.1. 模仿使众泰夹缝中求生，原创才是发展之根本

模仿是众泰汽车夹缝求生之举。不论是外资还是自主，或多或少都曾有过模仿其他厂家产品的历史，只不过面对激励的竞争压力以及相对落后的造车技术，自主品牌对模仿有更迫切的需求。作为自主品牌中的民营企业，众泰的生存压力更大，在没有国家扶持和还未真正壮大之前不足以承担原创产品失败的风险，因此，与早期的长城汽车、吉利汽车一样，众泰借助依靠车身件、模具发家的铁牛集团所积累的经验优势，选择通过逆向开发的方式迎合国内消费者对汽车价格、颜值等方面的要求。事实证明，众泰也因此取得了较为亮眼的销量表现。依靠高频模仿所带来的销量高速增长存在弊病，众泰的车型生命周期普遍偏短。低端小型 SUV 的众泰 2008、5008 基于丰田特锐生产线制造生产，外型确有丰田特锐的影子。2016 年推出的紧凑型 SUV SR7 模仿奥迪 Q3，紧凑型 SUV 大迈 X5 借鉴大众途观，中型 SUV SR9 因为酷似保时捷 Macan，这些车型还没上市之前就引起市场极大的关注，尤其是 SR9，强大的关注度在车型上市初期起到了一定的营销效果，但是这些车型销量通常快速爬坡，然后又急转直下，车型生命周期较明显偏短，就算更新换代也难以大幅提振销量。其中，SR7 峰值销量为 5000 多辆，上市后 16 个月后销量几乎触及 0 点；SR9 在上市第 2 个月后冲击峰值销

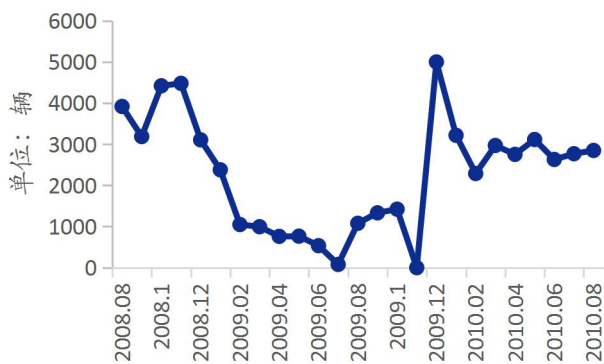
量，此后销量逐渐下跌，2017年8月销量已接近1000辆；相比SR7、SR9，大迈X5销量相对较为坚挺，峰值销量1.2万辆，但也在上市后20个月销量跌破千辆。2017年2月上市的大迈X7销量甚至至今都没有突破3000辆。

图7：众泰传统车历年新车型



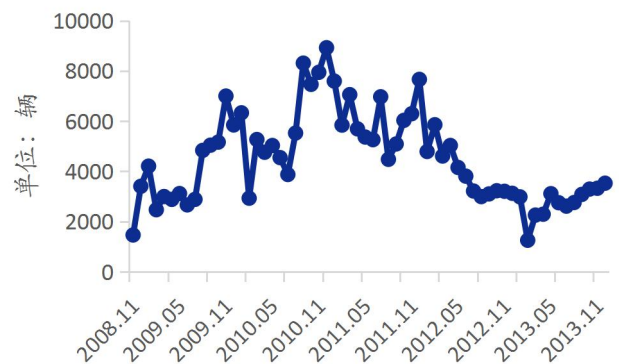
资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

图8：众泰2008销量走势图



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图9：众泰5008销量走势图



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图10：众泰SR7车型生命周期为16月左右

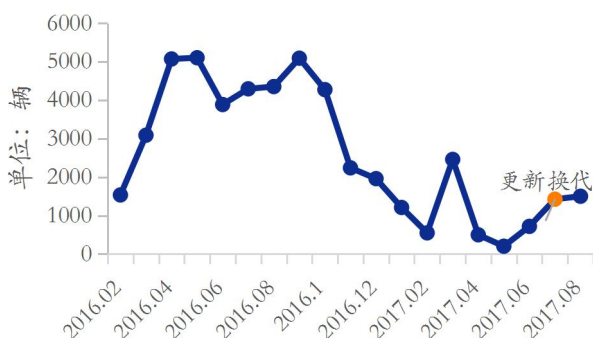
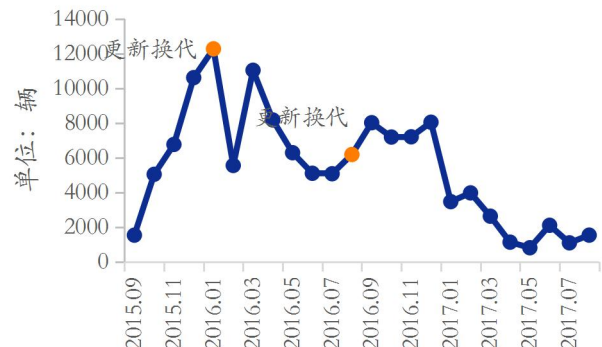


图11：众泰大迈X5车型生命周期为20月左右



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图 12：众泰 SR9 销量萎缩明显

图 13：众泰大迈 X7 销量至始至终处于低位



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

资料来源：中汽协，安信证券研究中心

王牌产品 T600 销量走势一度坚挺，上市 40 多个月后销量出现下滑之势。所幸，众泰王牌产品——2013 年 12 月上市的形似海外版途锐，奥迪 Q5 的 T600，上市后市场反响热烈，一度销量破万，长期位居 SUV 销量排行榜前十，历时 40 多个月后于 2017 年 4 月销量走低至 2000 辆左右，而后销量爬坡缓慢。

图 14：T600 销量走势一度坚挺，生命周期长达 40 月左右



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

支撑销量的 T600 强势期已过，下一步众泰该将何去何从？历史经验表明，一味追踪热点高频模仿的车型很难具有较长的生命周期，对于众泰而言，毕竟像 T600，大迈 X5 这样的车型只是少数，并且长期的逆向开发也对公司品牌形象造成一定的影响，下一步众泰汽车的走向尤为关键。2017 年上市后，众泰已积累了较为丰富的造车经验和资本，众泰管理层也愿意重塑品牌形象以迎接资本市场与汽车市场的挑战，在此背景下，原创车型众泰 T700 承载着管理层的厚望重磅推出，T700 若能成功将极大鼓舞与鉴定众泰管理层走原创之路的信心与决心。

2.2. 原创车型 T700 重磅推出，众泰有望华丽转身

2.2.1. 众泰 T700 重拳出击，定位精准

众泰 T700 重拳出击，精准定位低价中大型 SUV 真空市场。众泰旗下首款中大型 SUV—众泰 T700 于 2017 年 3 月正式下线，众泰 T700 提供 1.8T+MT/1.8T+DCT/2.0T+DCT 三种动力组合，共计 10 款车型，一上市便以优质豪华的外观、内饰以及其强有力的性价比迅速抓住了消费者的眼球。低价五座中大型 SUV 市场属于真空市场，此番众泰 T700 精准瞄准空白市场重拳出击，销量快速爬坡值得期待。

众泰 T700 厂地落址众泰自动化水平最高的金华基地。众泰金华工厂定位于生产新能源汽车和核心零部件，根据盖世汽车，目前金华工厂主要负责生产众泰 T700 和众泰 Z700 系列，

规划年产能为 20 万辆。该工厂的建设充分结合“欧洲工业 4.0”和“中国制造 2025”，工艺装备水平在行业中处于国内领先水平，自动化率水平也位居众泰众多工厂前列。

图 15: 众泰 T700



图 16: 众泰金华工厂



资料来源: 选车网, 安信证券研究中心

资料来源: 选车网, 安信证券研究中心

表 2: 众泰 T700 配置介绍

序号	车型	指导价	配置
1	2017 款 1.8T 手动豪华型	10.68	1.8T+177+5 挡 MT
2	2017 款 1.8T 手动尊享型	11.68	1.8T+177+5 挡 MT
3	2017 款 1.8T 自动豪华型	11.98	1.8T+177+6 挡 DCT
4	2017 款 1.8T 自动尊享型	12.98	1.8T+177+6 挡 DCT
5	2017 款 1.8T 自动尊贵型	13.98	1.8T+177+6 挡 DCT
6	2017 款 1.8T 自动旗舰型	14.98	1.8T+177+6 挡 DCT
7	2017 款 2.0T 自动豪华型	12.58	2.0T+190+6 挡 DCT
8	2017 款 2.0T 自动尊享型	13.58	2.0T+190+6 挡 DCT
9	2017 款 2.0T 自动尊贵型	14.58	2.0T+190+6 挡 DCT
10	2017 款 2.0T 自动旗舰型	15.58	2.0T+190+6 挡 DCT

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

对标竞品, 众泰 T700 具备明显的价格优势。众泰 T700 定位中大型 SUV, 轴距 2850, 对标长城哈弗 H7、雷克萨斯 GS、东风标致 5008、丰田汉兰达、传祺 GS8 等。相同轴距下, 众泰 T700 的定价策略具有绝对性优势, 根据汽车之家数据, 同等价位下 (10-15 万) 中大型 SUV 仅此一款, 我们认为在中大型 SUV 领域, 众泰 T700 将有望凭借其价格优势打开市场。

表 3: 相同级别轴距对应车型及价格比较

车型	价位	轴距
众泰 T700	10.68-15.58 万	2850
长城哈弗 H7	14.98-19.38 万	2850
长安 CS95	15.98-22.98 万	2810
广汽传祺 GS8	16.38-25.98 万	2800
东风标致 5008	18.77-27.97 万	2840
长城哈弗 H9	19.98-27.28 万	2800
汉兰达	23.98-42.28 万	2790
雷克萨斯 GS	45.90-79.90 万	2850

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

2.2.2. T700 之于众泰好比博越之于吉利, 意义非凡

博瑞筑底, 博越助力吉利汽车一战成名。如果说博瑞的上市促使市场对吉利改观, 那么博越则是吉利逆袭的一大利器。2016 年 3 月紧凑型 SUV 吉利博越上市, 提供 2.0T+MT/1.8T+MT/1.7T+AT 三种动力组合, 共 13 款车型可选, 售价 9.88-15.78 万元, 博越一经推出后迅速成为爆款。吉利博越优雅流畅的车身设计、质量不输上汽大众的汽车核心零部

件以及豪华的内饰实现了车型性能均衡发展,15 万以内的亲民价格使得博越的性价比更为凸显,一举扭转了消费者对自主品牌研发技术落后、造车工艺粗糙、以低价促销的传统认知,提升了消费者对吉利汽车“精品车发展战略”的认识,自此吉利汽车品牌形象大幅度提升。

图 17: 众泰 T700 与吉利博越



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

吉利博越性能均衡优越,众泰 T700 性能亦有亮眼表现。

车身尺寸方面, T700 更为修长,空间更大。定位中大型 SUV,长*宽*高分别为 4748*1933*1697,吉利博越定位紧凑型 SUV,为 4519*1831*1694,轴距分别为 2850、2670, T700 整体尺寸大于吉利博越,前排内部驾乘空间很大,后排头部空间一拳三指,腿部则两拳有余,后备厢储物空间则较吉利博越更大。

图 18: 众泰 T700 尺寸

图 19: 吉利博越尺寸



资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

图 20: 众泰 T700 后备厢

图 21: 吉利博越后备厢



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

外观内饰方面,众泰 T700 略胜一筹。众泰 T700 2017 款 1.8T+6 挡双离合自动旗舰型车型,售价 14.98 万元起。吉利博越 2016 款 1.8TD+6 挡手自一体自动智尊型,售价 14.68 万元起,同等价位下,众泰 T700 外观和内饰设计方面享有后发优势,外观整体更加锐利动感,时尚且具有视觉冲击力,内饰上依旧主打豪华内饰,增加了电动吸合门、超大屏中控台、韵律氛

围灯等 19 处豪车专属配置，乘坐舒适性较佳，略胜吉利博越一筹。

安全配置方面，众泰 T700 也较吉利博越更为领先。除了涵盖基本配置外，更配置了并线辅助、疲劳驾驶提示、主动刹车/主动安全系统三大功能，为驾驶过程中的安全提供了更多的保障。

图 22：众泰 T700 外观内饰



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 23：吉利博越外观内饰



资料来源：吉利汽车官网，安信证券研究中心

动力传动系统参数媲美博越，动态感受有待市场验证。从动力、传动系统参数上看，众泰 T700 已几乎达到可与博越媲美的水平，但 T700 处于上市初期，动态感受方面仍有待市场验证。虽然发动机、变速箱小有争议，但对于此价位来说属于正常水平，足以满足日常使用。

表 4：众泰 T700 与吉利博越的参数比较

车型信息	博越 2016 款 1.8TD 自动智尊型	众泰 T700 2017 款 1.8T 自动旗舰型
发动机	1.8T 184 马力 L4	1.8T 177 马力 L4
发动机型号	JLE-4G18TDB	TN4G18T
排量	1799	1799
最大马力	184	177
最大功率	135	130
最大功率转速 (rpm)	5500	5800
最大扭矩 (N.m)	285	245
最大扭矩转速 (rpm)	1500-4000	2000-4000
燃料形式	汽油	汽油
变速箱	6 挡手自一体	6 挡双离合
变速箱类型	手自一体变速箱 (AT)	双离合变速箱 (DCT)
最高车速 (km/h)	195	185
工信部综合油耗 (L/100km)	7.8	8.7

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

综上，尽管在发动机及变速箱方面 T700 不具明显优势，但其偏重时尚运动的外观、大气精致的内饰、丰富的配置以及较高的性价比，赋予众泰 T700 与同级车型相比更强的市场竞争力，根据中汽协数据，众泰 T700 自 5 月上市以来，6-9 月众泰 T700 销量分别为 2787 辆、4355 辆、7811 辆，销量爬坡迅速，我们看好未来 T700 的销量释放。

T700 之于众泰好比博越之于吉利，众泰的品牌形象大幅提升指日可待。此前，中国自主品牌因缺乏研发实力、时有抄袭而被消费者所诟病，品牌形象与合资存较大差距，但自主品牌也在蓄势待发，尤其吉利、长城等自主品牌的成长有目共睹。众泰十年造车历史使得其在发动机等汽车核心零部件、汽车五金生产制造、汽车外观及内饰方面积累了丰富的自主研发生产经验，T700 就是众泰自主研发厚积薄发的体现，也是众泰汽车在原创之路上的重要里程碑。我们认为，T700 之于众泰的意义好比博越之于吉利，看好未来 T700 的销量释放以及众泰汽车品牌形象的改善。

2.2.3. 核心零部件自主研发，突破在望

发动机自主研发，众泰已迈出关键一步。早期众泰的核心零部件发动机基本靠三菱和上汽供应，为摆脱对外依赖，众泰开始试水汽车核心零部件自主研发。众泰自主研发的发动机是由同属铁牛集团旗下的全资子公司安徽铜陵锐展科技研发和生产，其技术与生产线均来源于菲亚特。安徽铜陵锐展科技曾装配过 Z100、Z300、大迈 X5、Z500 等车型，此番众泰 T700 发动机也主要安徽铜陵锐展科技及沈阳航天三菱两家厂商提供，截止 2016 年众泰已启用的自主研发发动机包括有 1.0L、1.5L 和 1.6L 三款自然吸气发动机和 1.5T 和 1.8T 两款涡轮增压发动机。

T700 所使用的代号为 TN4G18T 的发动机即由锐展科技负责生产。从参数上看，该发动机最大功率达到了 125KW，峰值扭矩达到了 245Nm/2000-4000rpm，采用多点电喷，铝合金缸盖、铸铁缸体，T700 所使用的 TN4G18T 发动机不仅填补了众泰大排量涡轮增压发动机空白，也标志着众泰涡轮增压发动机研发能力的提升。汽车核心零部件发动机持续自主研发，一定程度上也表明了众泰自主研发的决心，我们认为，随着研发资金的不断投入，众泰在发动机方面有望更进一步。

表 5：众泰 1.8T 与同级别发动机参数对比

发动机型号	发动机排量	最大功率 (KW)	最大扭矩 (N·m)
众泰 TN4G18T	1.8T	125KW	245N·m/2000rpm-4000rpm
吉利 JLE-4G18TD	1.8T	120KW	250N·m/1500rpm-4500rpm
大众 EA888	1.8T	118KW	250N·m/1500rpm-4500rpm
标致 1.8THP	1.8T	150KW	280N·m/1400rpm-4000rpm

资料来源：搜狐网，安信证券研究中心

图 24：众泰 TN4G18T



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 25：沈阳三菱 4G63S4T



资料来源：搜狐网，安信证券研究中心

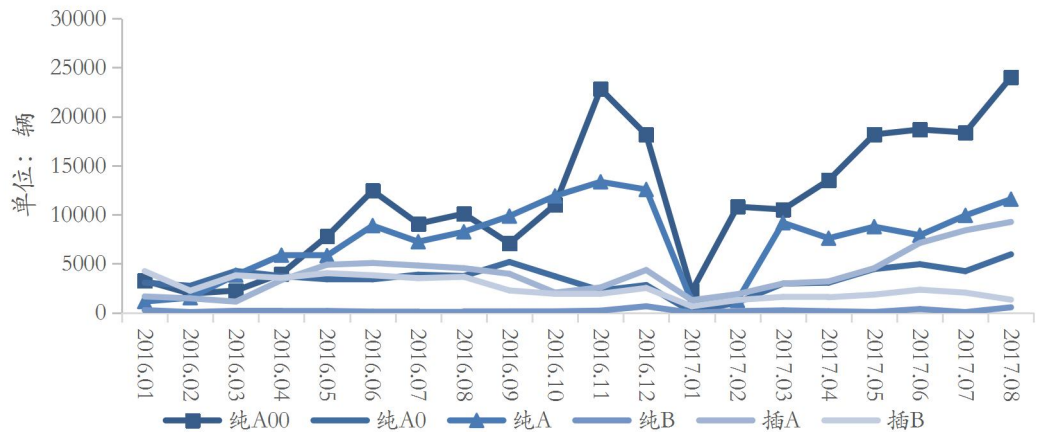
3. 新能源车：新能源时代弄潮儿，众泰尽享行业政策红利

3.1. 行业概况：短期 A00 占据半壁江山，长期趋势仍是 A+ 级。

A00 级电动汽车短期内热度不减。A00 级电动汽车自 2014 年以来销量增速迅猛，从 2014 年的 28254 辆增长至 2016 年的 112614 辆，CAGR 高达 100%，2017 年 1-8 月累计销量 116387，累计同比增速高达 132%，预计 A00 级电动汽车短期仍将是新能源乘用车的主力车型。

A00 级电动汽车的火爆是供需两端共同作用的结果，一方面，A00 级电动汽车确实可满足消费者占号、高性价比、分时租赁等的需求，另一方面，目前新能源汽车市场的供给端 A00 级车型数明显多于其他车型，给消费者提供了更多的选择从而刺激消费。

图 26: A00 级车销量走势



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

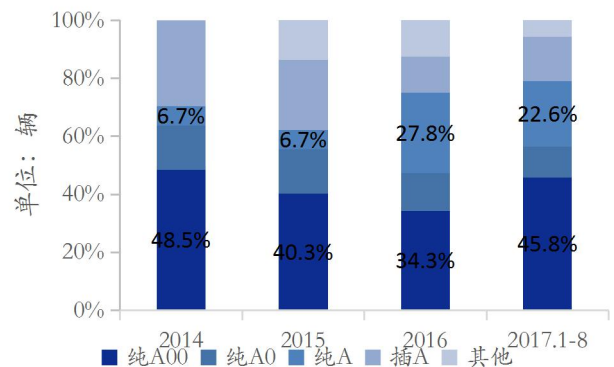
从需求端来看, A00 级电动汽车拥有较为广阔的市场。消费者对 A00 级的青睐主要来源于限行限购压力下采取的占号动机, 另小巧靓丽的外形以及出众的性价比亦是其加分项。随着分时租赁的大力推广, A00 级车作为分时租赁主力车型也明显受益, 加之 A00 级对低速电动车、电动三轮车等市场的替代效应也逐步显现, 导致 A00 级放量显著。

图 27: 新能源乘用车销量持续走高



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

图 28: A00 级电动汽车是新能源乘用车的主力车型



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

图 29: 新能源乘用车车型供给数量较传统车明显不足

传统乘用车	2014	2015	2016	2017H1	
轿车	A00	12	13	15	7
	A0	39	40	44	28
	A	96	105	117	99
	B	47	51	53	42
	C	5	6	14	14
SUV	A0	29	35	39	41
	A	53	65	84	84
	B	20	25	36	39
	C	4	6	6	8
合计	305	346	408	362	

VS

新能源乘用车	2014	2015	2016	2017E
纯电动	12	17	29	49
插电混	3	5	6	17
合计	15	22	35	66

资料来源：中汽协，第一电动车网，安信证券研究中心

从供给端来看，**A00级车型数量众多为消费者提供了更多的选择**。相较传统乘用车，新能源乘用车车型供给量本就十分匮乏，但在为数不多的新能源车型供给量中，**A00级电动车型数占据大头**，就当前而言，在售**A00级车型约为25款**，占总在售车型的比例约为**38%**，车型供给充裕为消费者提供了选择的余地。

复刻传统车发家之路，新能源自主品牌的崛起亦始于A00级。2005年之前自主品牌在合资的压迫下腹背受敌，2005年自主品牌迎来发展元年，奇瑞、吉利、长安、江淮、比亚迪等自主厂家以微型车、经济车型作为突破口，逐渐为消费者所熟知，开启了自主品牌崛起之路。其中，奇瑞汽车凭借微型车一举成名，销量居高不下，2005年销量18.9万辆，同比增幅高达119%。我们认为，微型车易开发、性价比高的特性使得其在新能源汽车技术尚未成熟的背景下受到热捧，但随着新能源汽车技术逐渐成熟、全球范围内的禁油计划的持续推进，未来新能源乘用车市场主力车型将有望实现从A00级车向A级、B级车的转变，目前众泰汽车也正将产品线向大型车延伸。

3.2. 主打A00级布局A+级，众泰有望凭借A00级新能源汽车加速崛起

如果说众泰汽车是传统汽车市场的后起之秀，那么在新能源市场众泰汽车则是先驱者。

第一阶段：2008-2014年，2008EV打响众泰新能源第一枪。2008年，众泰汽车在根基差、底子薄的背景下，看准新能源市场机会，毅然投入新能源汽车的研发，2009年众泰首款新能源汽车“2008EV”在上海车展首发，成为中国第一款工信部认证获得销售许可的纯电动乘用车。

第二阶段：2014年至今，新能源汽车销量持续爆发。在新能源汽车行业爆发之际，2014年众泰汽车凭借先驱者的地位以及云100等热门车型，实现年销量约8700辆，奠定了新能源市场主力车企的地位。此后2015、2016年众泰汽车不断推出注入E200等爆款车型，扩大市场影响力。

作为国内最早一批布局新能源汽车的民族企业，众泰汽车在研发、产能及车型上都下足功夫。早在2008年众泰汽车便开始布局新能源汽车业务，**从技术研发来看**，成立了新能源汽车研究院，并成功引进“千人计划”专家、博士、高级工程师等海内外高级人才100多人，打造了一支500余人的专业研发队伍。众泰新能源整车研发主要以纯电动汽车为主，同步研发混合动力汽车。**从产能布局来看**，由于看好新能源汽车长远发展，众泰汽车提前布局产能规模，以积极应对行业快速增长带来的巨大市场。

表6：众泰新能源汽车产能准备充裕

生产基地	产能	生产车型	产能利用率
永康基地	2.5万辆	生产T200、T600、E200、Z700等车型	54%
金坛基地	2.5万辆	生产大迈X5、芝麻E30系列车型	14%
湖南基地	6万辆	生产江南TT、TTEV、Z100轿车及云100等车型	33%
杭州基地	2万辆	未有生产销售，承担部分研发职能	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从车型周期来看，**主打A00级车，布局A+级车型**。2014年至今众泰汽车共推出6款新能源汽车车型，车型主打A00级，但从2016年开始，为进一步巩固其在新能源汽车市场的现有优势，众泰汽车试图向大型车过渡，2016年Z500EV（B级车）的推出即是其试水布局A+级车之举。此外，在拥有E200、云100S以及芝麻E30的基础上众泰汽车于2017年10月10日又推出了云100plus车型，从车型参数上看，云100plus的车长从云100/100S的3559mm加长至3627mm，也可看出众泰汽车在新能源领域由微型车向大尺寸车迈进的决心。根据公司公告，公司目前已储备了6款新能源汽车车型，涵盖纯电动SUV、混合动力车型等品类。

表7：众泰新能源汽车热门车型主要参数

车型	芝麻E30	E200	云100S	云100plus
长(mm)	2798	2735	3559	3627

宽 (mm)	1563	1600	1620	1620
高 (mm)	1572	1630	1476	1476
轴距 (mm)	1765	1810	2360	2360
前/后轮距 (mm)	1335/1335	1360/1350	1405/1400	1405/1400
整备质量 (Kg)	810	1050	1040	1040
电池容量 (kWh)	16	24.2	22	20
工信部续航里程	150	160	155	155

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 30：众泰新能源历年在售车型



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

除注重新车型开发外，众泰也在三电自制上发力。基于安全设计理念，众泰汽车着手自主开发电机、电控、BMS 等核心零部件，并全部采用基于 MBD 模型的开发方式与整车开发形成无缝对接，目前已取得初步进展。预计随着研发资源的持续投入，众泰汽车三电系统研发实力有望增厚，未来三电系统的研制值得期待。

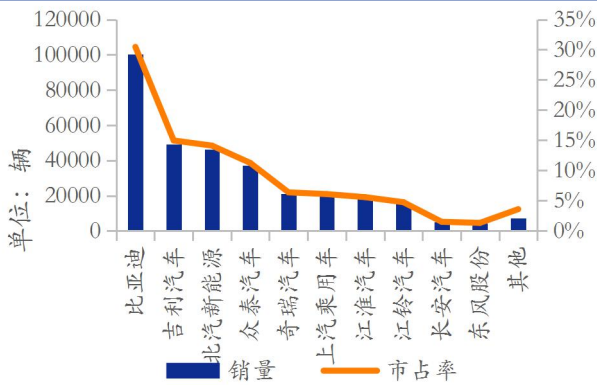
表 8：众泰新能源汽车在售主要车型三电系统情况

	芝麻 E30	E200	云 100S	Z500EV
上市时间	2015	2016	2016	2016
电池供应商	江苏天棚	比克电池/亿纬锂能	比克动力/桑顿新能源等	桑顿新能源
电机供应商	格雷博	杰能动力/华域汽车电 动	长沙众泰	大洋电机
电控供应商	航盛电子	杰能动力/福佑赛尔	长沙众泰	杭州都凌
总储电量 (kWh)	16.93	24.5	20.2	38.7
续航里程 (工况法, km)	150	160	155	250

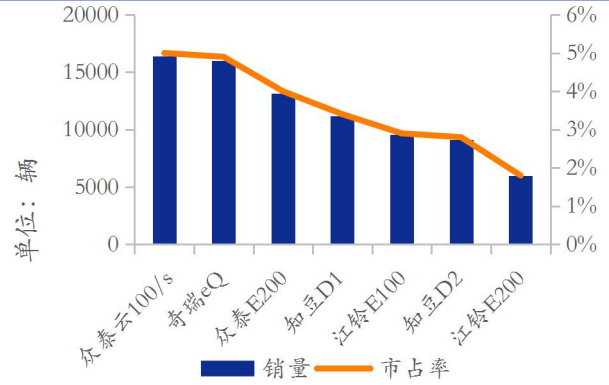
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：2016 年新能源乘用车车企销量及排名

图 32：2016 年销量排名前 20 的 A00 级车销量及市占率



资料来源：乘联会，安信证券研究中心



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

众泰新能源汽车销量稳步增长，2020年目标销量约10.6万辆。从2014年至2016年，公司实现累计销售新能源汽车超过7万辆，占全国新能源纯电动汽车总体销量的18%。根据乘联会数据，2016年众泰新能源汽车销量突破36999辆，占纯电动细分市场的11.4%，连续多年位列中国新能源汽车销量前列，其中众泰云100/100s、E200更是分别取得了市占率5%、4%的佳绩。根据公司公告，公司2020年新能源汽车销量目标销量10.6万辆，CAGR高达30%。

综上，新能源时代下，传统车企的优势逐渐弱化，新能源车车企的优势在凸显。众泰汽车作为新能源汽车的领先企业，产能与技术储备充裕，车型方面把握行业风险，巩固A00级布局A+级，加强新能源整车研发的同时也注重三电自制，我们认为，未来众泰汽车将有望乘新能源东风成为行业黑马。

3.3. 双积分政策受益企业，牵手福特技术有望突破

3.3.1. 双积分政策正式推出，未来众泰有望出售积分增厚业绩

补贴有序退坡，双积分政策长效引导。短期补贴有助于培育新能源汽车市场从无到有，为了长效引导新能源汽车市场健康发展，2017年9月10日，工信部牵头出台了双积分政策。双积分新政建立了积分核算制度和积分管理平台，明确积分核算范围为传统新能源乘用车年度生产量或进口量不满3万辆的乘用车企业，明确积分核算比例要求为2019、2020年积分比例为10%、12%，指出将实行积分并行管理并完善监督管理制度。双积分政策通过积分交易的市场化方式接棒补贴政策，将加速车企发展新能源乘用车的力度，对市场现有产品供给进行强有力的补充。

众泰汽车作为新能源汽车主导者，出售NEV正积分或将获得丰厚收益。双积分政策的发布，使得诸如比亚迪、北汽、众泰汽车、江淮汽车等新能源汽车主导车企享有富余的NEV正积分，众泰汽车有望通过销售富余的新能源积分增厚业绩。

根据2016年工信部公布的《度乘用车企业平均燃料消耗量情况》，2016年众泰汽车无CAFE负积分，其产生NEV正积分均可用于销售，预计2018至2020年公司通过生产新能源汽车所产生的NEV正积分也大概率均用于销售。由于未来公司将推出的新能源车型参数尚不明确，我们采取粗略估计方式，保守估计众泰新能源单车积分为2.8分，根据公司公告预测，2018-2020年公司新能源汽车销量(视同产量用作NEV测算)分别为79500, 101000, 106000辆，则有则对应每年的NEV正积分约为23.85万、30.3万、31.8万分。

由于2018年没有积分比例要求，新能源积分将供过于求，我们假设2018年双积分单价为600元，2019年、2020年按市场预期单价3000-5000元取中间值4000元来计，则预计2018-2020年出售新能源积分将分别贡献1.3亿、11.3、11.9亿收利润，有望明显增厚众泰业绩。

3.3.2. 牵手福特成立合资公司，众泰有望多方受益

双积分政策催生合资潮。早前的双积分试行政策使得在国内销量巨大的外资车企承压，继大众与江淮、戴姆勒与北汽系能源纷纷携手后，2017年8月，福特亦与众泰汽车双方约定将

以 50:50 的股比成立合资公司以生产和销售纯电动汽车。

表 9：双积分政策催生合资潮

时间	合作双方	合作事宜
2017.06.01	大众、江淮	成立合资公司
2017.06.01	戴姆勒、北汽新能源	戴姆勒战略投资北汽新能源
2017.08.22	福特、众泰	成立合资公司
2017.08.22	雷诺-日产联盟、东风汽车	成立易捷特新能源有限公司

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

众泰牵手福特，助力技术提升、品牌重构。此番合作的意义，**从福特角度来讲**，与众泰组建合资公司销售电动汽车，主要目的在于锁定积分并且降低积分的获取成本，一方面，与众泰合资组建公司可锁定众泰和合资企业的新能源积分，避免从市场上竞价购买；另一方面，相比从市场上其他车企购买新能源积分，福特从这家合资企业购买新能源积分可节省 50% 的资金，有助降低积分的获取成本。**从众泰角度来讲**，此次双方的合作可能涉及品牌、技术及生产管理等多方面，众泰汽车有望借助此次合作提升品牌形象以及整车制造水平，后续推出的新能源车型也值得期待。

4. 风险提示

- (1) 以 T700 为代表的传统车型、以云 100plus、E200 等为代表的新能源车型销量或不达预期。
- (2) 公司车型、核心零部件的自主研发进展缓慢，品牌形象提升或不达预期。
- (3) 双积分销售价格或不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,625.9	1,693.5	24,509.7	34,892.0	41,130.7	成长性					
减:营业成本	1,297.2	1,296.9	19,840.6	28,175.3	33,180.1	营业收入增长率	46.3%	4.2%	1347.3%	42.4%	17.9%
营业税费	9.4	12.0	838.2	1,168.9	1,320.3	营业利润增长率	125.0%	35.3%	1226.2%	61.8%	34.3%
销售费用	37.2	49.9	1,102.9	1,521.3	1,694.6	净利润增长率	43.7%	43.9%	1395.6%	55.9%	18.7%
管理费用	132.0	169.5	1,392.2	1,817.9	2,068.9	EBITDA 增长率	50.6%	0.6%	627.2%	91.2%	98.5%
财务费用	22.5	13.0	-88.2	-50.4	-133.3	EBIT 增长率	172.0%	16.3%	952.8%	69.2%	31.2%
资产减值损失	60.0	52.3	98.4	118.1	127.0	NOPLAT 增长率	147.0%	19.6%	1004.3%	68.4%	32.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.8%	28.7%	-459.3%	-111.3%	-1149.1%
投资和汇兑收益	6.3	-	0.6	4.1	8.2	净资产增长率	3.0%	3.7%	126.5%	38.2%	34.0%
营业利润	73.9	100.0	1,326.2	2,145.1	2,881.3	利润率					
加:营业外净收支	0.3	4.7	226.6	287.9	-26.0	毛利率	20.2%	23.4%	19.1%	19.3%	19.3%
利润总额	74.2	104.7	1,552.7	2,433.0	2,855.3	营业利润率	4.5%	5.9%	5.4%	6.1%	7.0%
减:所得税	13.7	17.6	250.3	402.2	444.6	净利润率	3.7%	5.1%	5.3%	5.8%	5.8%
净利润	60.3	86.8	1,298.0	2,023.2	2,401.6	EBITDA/营业收入	11.8%	11.4%	5.7%	7.7%	13.0%
						EBIT/营业收入	6.2%	6.9%	5.1%	6.0%	6.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	106	111	9	8	14
						流动资产周转天数	186	190	-58	-57	-57
						流动营业资本周转天数	548	624	208	209	212
						应收账款周转天数	126	163	55	55	55
						存货周转天数	139	175	35	35	35
						总资产周转天数	699	799	236	241	243
						投资资本周转天数	317	334	-34	-29	-30
						投资回报率					
						ROE	2.9%	4.0%	26.6%	30.0%	26.6%
						ROA	1.8%	2.1%	4.6%	10.9%	6.5%
						ROIC	5.3%	6.8%	58.7%	-27.5%	324.5%
						费用率					
						销售费用率	2.3%	2.9%	4.5%	4.4%	4.1%
						管理费用率	8.1%	10.0%	5.7%	5.2%	5.0%
						财务费用率	1.4%	0.8%	-0.4%	-0.1%	-0.3%
						三费/营业收入	11.8%	13.7%	9.8%	9.4%	8.8%
						偿债能力					
						资产负债率	38.8%	47.4%	82.6%	63.7%	75.4%
						负债权益比	63.3%	90.1%	473.1%	175.1%	306.7%
						流动比率	2.12	1.65	1.09	1.31	1.20
						速动比率	1.64	1.10	0.93	1.05	1.02
						利息保障倍数	4.50	9.05	-14.03	-41.55	-20.61
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	-	0.04	0.08	0.05
						分红比率	17.5%	0.0%	5.8%	7.8%	4.5%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.4%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60.6	87.2	1,298.0	2,023.2	2,401.6	EPS(元)	0.03	0.04	0.64	0.99	1.18
加:折旧和摊销	91.6	77.8	168.6	594.6	2,589.8	BVPS(元)	1.02	1.06	2.40	3.31	4.44
资产减值准备	60.0	52.3	-	-	-	PE(X)	459.7	319.6	21.4	13.7	11.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.3	12.9	5.7	4.1	3.1
财务费用	7.9	4.3	-88.2	-50.4	-133.3	P/FCF	101.4	-137.2	2.5	-4.6	2.6
投资损失	-6.3	-	-0.6	-4.1	-8.2	P/S	17.1	16.4	1.1	0.8	0.7
少数股东损益	0.2	0.4	4.4	7.6	9.1	EV/EBITDA	13.4	37.4	11.7	8.1	2.1
营运资金的变动	-47.8	-242.4	9,853.9	-6,680.1	8,642.2	CAGR(%)	222.5%	202.4%	214.0%	222.5%	202.4%
经营活动产生现金流量	144.9	-5.3	11,236.1	-4,109.3	13,501.2	PEG	2.1	1.6	0.1	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-85.5	-150.4	-1,999.8	-995.6	-2,991.9	ROIC/WACC	0.5	0.7	5.9	-2.8	32.6
融资活动产生现金流量	142.3	-77.6	3,021.1	-1,107.1	24.3	REP	3.5	6.0	-0.4	-11.0	-0.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034