

## 汽车行业 2019 年度投资策略

## 浪潮渐起，谁主沉浮

推荐（维持）

- **传统车：存量格局下，关注结构变化。**2018年乘用车销量增速预计下滑3.4%。展望2019年，消费预期企稳之后，我国汽车消费料将回到正常增长中枢。预计19年销量前低后高，销量下半年同比恢复正增长，全年同比增长1%。

**结构1：换购增购下的消费升级。**价格上来看，豪华品牌份额上升，10万元以下市场或将持续收缩。**品类上来看**，SUV今年销售偏弱，甚至下滑幅度大于轿车，与消费景气度，以及轿车的产品强势周期有关。SUV在空间上具有轿车无法比拟的优势，市场份额仍有上升潜力。MPV市场随着二胎出生拐点到来，以及高端产品的供给增加，蓝海市场爆发渐近。

**结构2：日系进入扩产周期。**美国是日本的核心市场，经历了8年的增长期之后，汽车消费逐步放缓。从结构来看，日系非擅长的皮卡及SUV表现明显优于轿车，加上美日贸易摩擦影响，日系把重心转向中国。日产明确提出产能达到210万辆目标。丰田、本田也在跟进国内的扩产计划。

**结构3：自主崛起势不可挡。**我国自主品牌起步晚，基础薄弱，在与合资品牌的竞争过程中，经历了廉价车市场(2000-2008)、精品车越级战略(2008~2018)，但总体市场份额始终维持在40%上下，客户群体并未实质性突破。自主在一二线城市的占有率仍较低。我们认为，以领克为代表的新生代品牌，瞄准差异化的客户群体定位，和准确的需求定义，崛起势不可挡。

- **新能源：浪潮渐起，产业聚焦新需求和新零整关系**

**新能源达成产业共识。**美系、欧系、日系全面转向新能源战略，相继发布新能源长期战略规划。此外，新能源对于我国本土OEM而言是重要“换道超车”机遇，重要性不言而喻。新能源的发展已经从推广示范期，进入全面落地阶段。

**我国汽车补贴逐步转向双积分的长效机制。**根据我们测算，补贴完全退出之后，**锂电池系统降至850元/wh即可平价销售。**市场来看，近期营运需求演绎抢装行情。我们预计，中长期，**2023年新能源乘用车市场规模达到240万辆。**

**电池和主机厂，谁主沉浮？**从零整关系来看，新能源颠覆了传统OEM的金字塔结构。锂电池双寡头格局下的供给稀缺，加上传统OEM缺少差异化车型，目前高端锂电厂商行业话语权突出。这一现状或将延续到2020年补贴窗口期结束。并且随着龙头OEM的新能源规模 and 市场份额扩大，零整关系有望缓和，龙头OEM对电池厂的议价能力料将增强。

- **投资建议**

传统车存量格局，关注结构性行情。新能源进入全面落地阶段，产业聚焦新需求和新零整关系。结合前面的行业格局分析来看，在2020年之前，行业量价受高端电池产能制约，电池的产业链地位相对较高。主机厂的应对方式是合资建厂、培养二供、模块采购。2020年之后，随着产能的正常释放，以及日韩系进入国内市场，零整关系有望缓和。具备强产品力的主机厂能够脱颖而出，二线品牌已经或逐步沦为电池厂的加工厂。**因此，中期内电池厂商保持强势地位，长期则看好具备挖掘市场需求能力的整车企业。**推荐吉利汽车、上汽集团、广汽集团，建议关注CATL、比亚迪、蔚来汽车。

- **风险提示：**经济下行，消费不达预期；政策调整低于预期。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
吉利汽车	14.96*	1.51	1.94	2.15	8.8	6.8	6.1	2.5	强推
上汽集团	25.12	3.0	3.14	3.29	8.37	8.0	7.64	1.3	强推
广汽集团	10.28	1.07	1.18	1.27	9.61	8.71	8.09	1.52	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2018年11月23日收盘价；\*港元

## 华创证券研究所

证券分析师：王俊杰

电话：021-20572543

邮箱：wangjunjie@hcyjs.com

执业编号：S0360516090004

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	170	4.78
总市值(亿元)	16,449.48	3.25
流通市值(亿元)	11,966.04	3.31

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	7.94	-12.21	-18.3
相对表现	9.34	5.66	5.11



## 相关研究报告

《汽车乘用车交强险数据点评：9月份乘用车上险数18万辆，同比下滑12.1%》

2018-10-19

《汽车行业周报(20181015-20181021)：市场观望情绪浓，成交清淡》

2018-10-22

《10月乘用车交强险数据点评：10月份乘用车上险数176.95万辆，同比下滑16.03%》

2018-11-21

# 目录

<b>一、传统车：关注日系扩产和自主崛起机遇</b> .....	<b>5</b>
(一) 2018 年销量增速预计下滑 3.4% .....	5
(二) 销量研判：预计 19 年前低后高，全年销量 1%.....	5
(三) 换购增购下的消费升级.....	6
1、豪华品牌、B 级车表现强势 .....	6
2、SUV 红利消失，后市依然看好 .....	7
3、MPV：蓝海市场爆发渐近.....	8
(四) 日系进入扩产周期.....	9
(五) 自主崛起锐不可挡.....	11
1、自主品牌 1.0 阶段：低价策略，被合资降价打击.....	11
2、自主品牌 2.0 阶段：精品车越级战略 .....	12
3、自主 3.0 阶段：品牌突破，势不可挡 .....	13
<b>二、新能源：浪潮渐起，产业聚焦新需求和新零整关系</b> .....	<b>14</b>
(一) 新能源达成产业共识，预计新能源乘用车 2023 年达到 240 万辆.....	14
1、补贴调整加速优胜劣汰，新能源汽车发展由量到质.....	14
2、主机厂全面转向新能源战略.....	15
3、pack 成本降至 850 元/kwh，即可实现车辆平价销售.....	16
(二) 新能源需求与销量研判：营运需求演绎抢装行情；中长期，预计 2023 年销量达到 240 万辆.....	18
(三) 电池与主机厂谁主沉浮？——对新零整关系的探讨.....	19
1、CATL、比亚迪双寡头格局形成 .....	19
2、日韩企业布局中国市场.....	20
3、电池厂的应对：战略合作、合资建厂深度绑定大客户 .....	21
4、主机厂的应对：开发二轨、平台化采购降本.....	21
5、未来零整关系走向.....	21
(四) 总结.....	22
<b>三、重点公司推荐</b> .....	<b>23</b>
吉利汽车 (0175HK)：角力合资，吉利 4.0 水到渠成.....	23
广汽集团 (601238)：受益日系扩张周期 .....	24
上汽集团 (600104)：合资龙头地位稳固，自主领军“新四化” .....	25

# 图表目录

图表 1	汽车销量及预测 (万辆)	5
图表 2	交强险数据销量同比	5
图表 3	估算的库存走势 (万辆)	5
图表 4	GAIN 终端优惠额度 (元)	5
图表 5	海外市场有 5~7 年的低速增长期	6
图表 6	19 年销量预判	6
图表 7	汽车周期与宏观、地产周期同步	6
图表 8	豪华品牌份额持续上升	7
图表 9	按售价划分的销量结构	7
图表 10	10 月份销量同比情况	7
图表 11	汽车销售分品类增速	8
图表 12	各品类增长情况	8
图表 13	轿车分级别销售	8
图表 14	轿车分级别销售 (同比)	8
图表 15	我国 MPV 销量 (万辆) 与增速 (%)	9
图表 16	各地区 MPV 市场份额对比	9
图表 17	我国一孩、二孩及以上出生率	9
图表 18	近期重点 MPV 上市规划	9
图表 19	日本海外出口车辆占比	9
图表 20	日本厂商在海外的制造量 (万辆)	9
图表 21	日系三强的销售收入结构	10
图表 22	美国汽车销量 (千辆)	10
图表 23	美国卡车和汽车销量增速 (%)	10
图表 24	美国对日本进行 232 关税调查	10
图表 25	日本在中国扩产计划	10
图表 26	我国自主品牌发展路径	11
图表 27	自主品牌市场份额被压制在 40% 上下	11
图表 28	价格厮杀, 低端车型将被挤出市场	12
图表 29	各系列车型低配指导价 (万元)	12
图表 30	轩逸平均裸车价 (万元)	12
图表 31	紧凑型市场自主品牌市场份额	12
图表 32	博越	13
图表 33	传祺 gs4	13

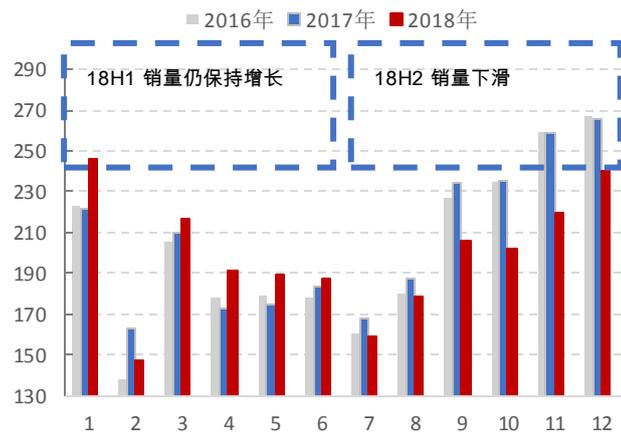
图表 34	吉利 CMA 模块化平台 .....	13
图表 35	领克由 volvo 技术背书 .....	13
图表 36	2017 年轿车各价格区间的销量 (万辆) .....	13
图表 37	2017 年 SUV 各价格区间的销量 (万辆) .....	13
图表 38	2018 年乘用车补贴标准 (万元) .....	14
图表 39	我国新能源补贴政策变化 .....	14
图表 40	新能源汽车积分对应产量要求 .....	14
图表 41	全球 OEM 电动车投资规划 .....	15
图表 42	至 2025 年全球新能源汽车车型数量 .....	15
图表 43	我国新能源汽车产量结构 (万辆) .....	16
图表 44	不同级别纯电动车型盈利能力估算 (万元) .....	17
图表 45	无补贴、平价销售下, 不同续航车型主机厂盈利估算 .....	17
图表 46	CATL 电池成本的下降路径 .....	17
图表 47	新能源用车成本与燃油车对比 .....	18
图表 48	新能源汽车销量结构预判 .....	18
图表 49	CATL、比亚迪产能统计 (GWh) .....	19
图表 50	2017 年动力锂电池市场份额 .....	19
图表 51	2018 年 Q3 动力锂电池市场份额 .....	19
图表 52	全球动力锂电池出货量 (2017) .....	20
图表 53	CATL 的电芯能量密度提升路径 .....	20
图表 54	日韩系在国内建厂情况 .....	20
图表 55	核心电池厂商产能规划 .....	20
图表 56	CATL 客户结构 (2018Q1~3) .....	21
图表 57	新能源平台车型到 2020 年左右集中投放市场 .....	21
图表 58	电池厂与 OEM 之间的零整关系走向 .....	22
图表 59	主机厂行业话语权走向 .....	22

## 一、传统车：关注日系扩产和自主崛起机遇

### (一) 2018 年销量增速预计下滑 3.4%

10 月汽车销量 204 万辆，同比下滑 12.9%，累计下滑 1.2%。今年以来，我国经济进入去杠杆阶段。汽车终端需求从 Q2 开始出现下滑。整车厂的批发数据略有滞后。在 Q2 持续的加库存之后，Q3 开始，批发数据出现两位数以上的下跌。考虑到去年年底冲量高基数，渠道经销商价格压力较大，预计 18Q4 同比仍有 -10~-16% 的下滑。

图表 1 汽车销量及预测 (万辆)



资料来源：中汽协、华创证券

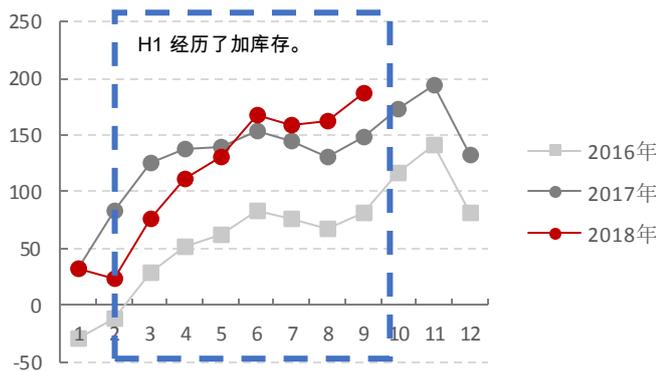
图表 2 交强险数据销量同比



资料来源：银保监会、华创证券

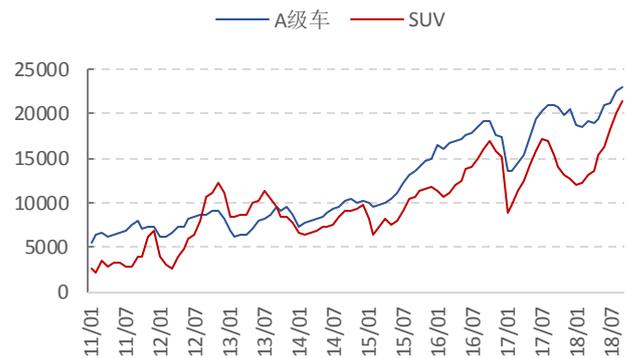
从价格表现来看，经销商为了去库存，回流资金，厂商的销售补贴基本都体现在终端价格中，根据调研访谈，主要合资品牌的经销商处于盈亏平衡线。

图表 3 估算的库存走势 (万辆)



资料来源：交强险、中汽协、华创证券 注：库存=批发-交强险

图表 4 GAIN.终端优惠额度 (元)

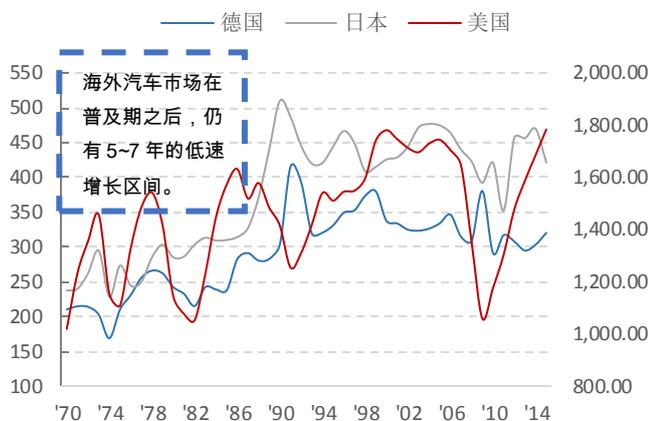


资料来源：wind、华创证券

### (二) 销量研判：预计 19 年前低后高，全年销量 1%

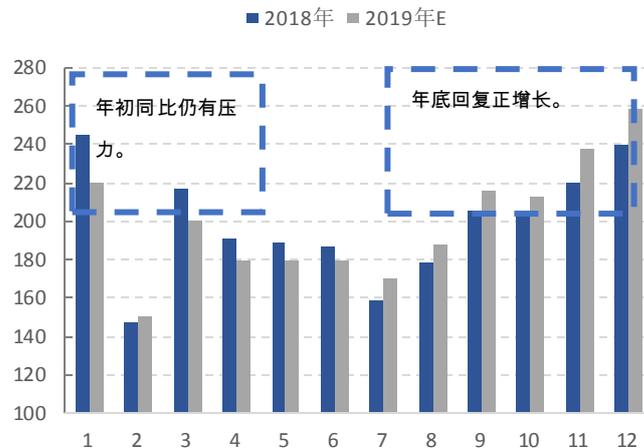
结合海外的经验来看，汽车市场经历了快速渗透期之后，仍有 5~7 年的低速增长期。我国汽车消费层次广，市场有较大的发展纵深。明年经济企稳之后，还会回到 3%~5% 的增长中枢。随着经济预期企稳，终端的供需改善，市场明年开始逐步回暖。下半年销量有望恢复正增长。

图表 5 海外市场有 5~7 年的低速增长期



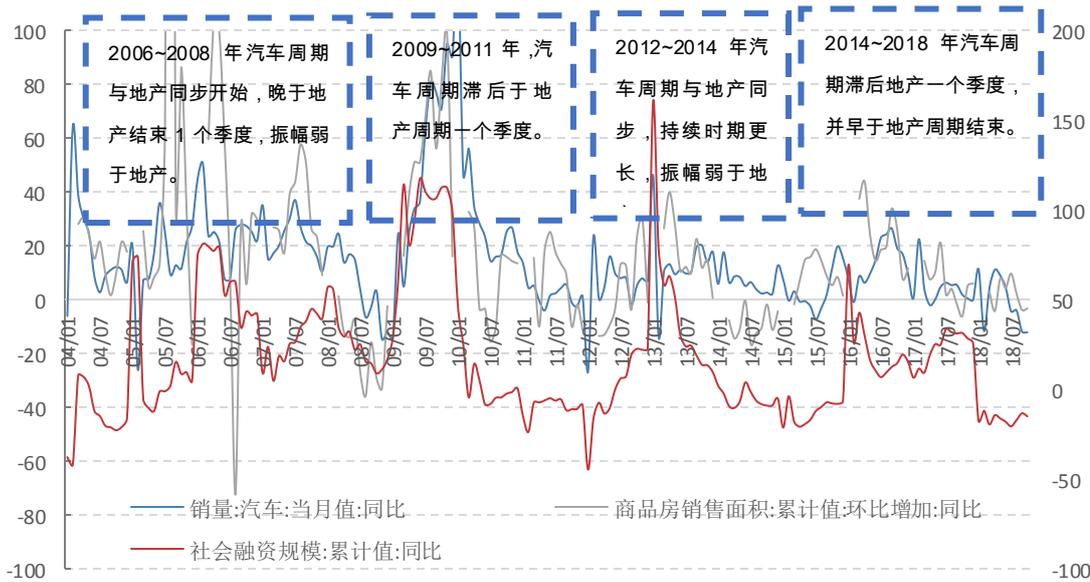
资料来源：Wind、华创证券

图表 6 19 年销量预判



资料来源：中汽协、华创证券

图表 7 汽车周期与宏观、地产周期同步



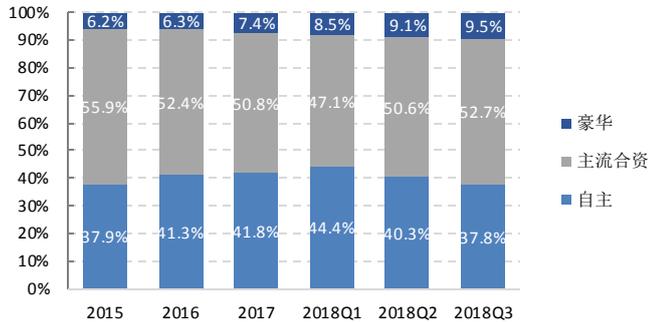
资料来源：中汽协、国家统计局、人民银行、Wind、华创证券

### (三) 换购增购下的消费升级

#### 1、豪华品牌、B 级车表现强势

在弱势市场下，今年 10 月份 20 万以上的汽车市场仍微增 0.4%。豪华品牌引入国产车型，加上产品线下沉，市场份额持续扩张。18 年 3Q 豪华品牌的份额已经达到 9.5%，但较海外市场 12% 左右的水平仍有空间。

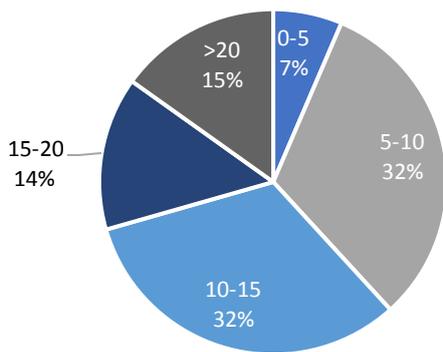
图表 8 豪华品牌份额持续上升



资料来源：乘联会、华创证券

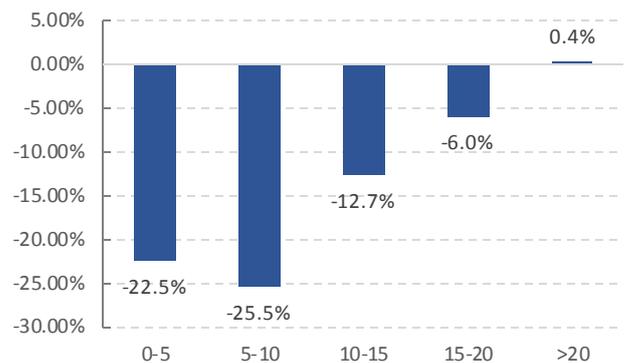
10 万元以下市场空间或将持续收缩。从价格区间来看，10 万元以下市场下滑速度超过 20%，15~20 万元以上市场增速下滑 6%，明显优于行业。

图表 9 按售价划分的销量结构



资料来源：中汽协、华创证券

图表 10 10 月份销量同比情况



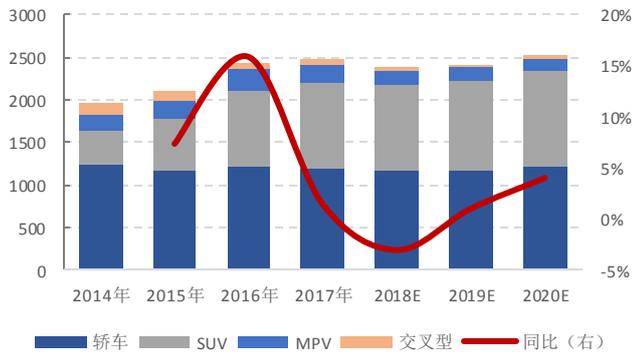
资料来源：中汽协、华创证券

## 2、SUV 红利消失，后市依然看好

2018 年 10 月，乘用车销售 204.7 万辆，同比下滑 13%，其中轿车/MPV/SUV/交叉型分别销售 99.6/14.7/87.1/3.3 万辆，同比分别为-10.1%/-22.4%/-14.7%/-5.3%。

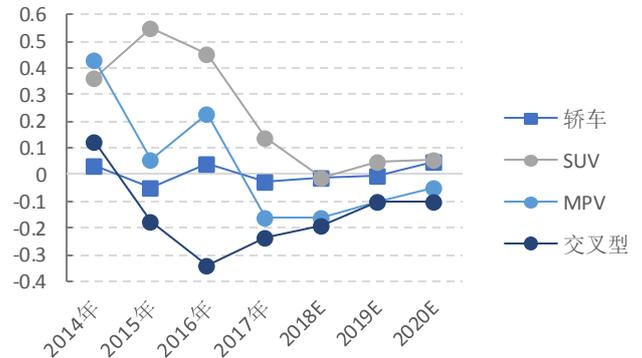
2018 年 1~10 月份，汽车销量合计 1930.4 万辆，其中轿车/MPV/SUV/交叉型分别销售 942.2/140.9/810.6/36.7 万辆，累计同比分别为 0.0%/-14.1%/1.6%/-19.1%。

图表 11 汽车销售分品类增速



资料来源: 中汽协, 华创证券

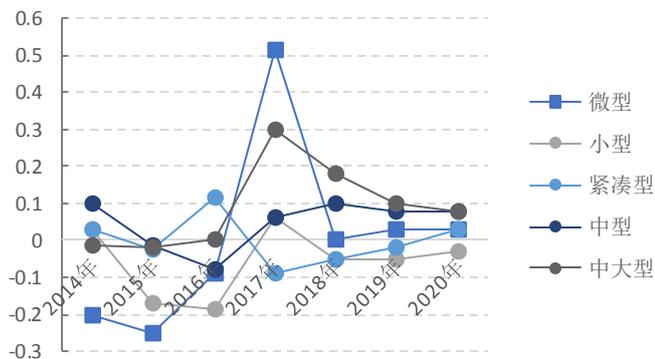
图表 12 各品类增长情况



资料来源: 中汽协, 华创证券

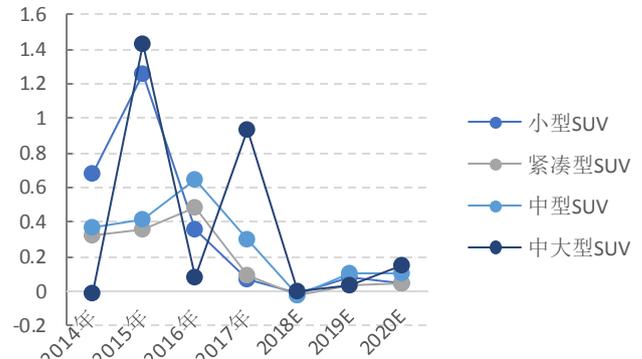
SUV 销售偏弱, 甚至下滑幅度大于轿车, 与消费景气度, 以及轿车的产品强势周期有关。经济下行之后, SUV 相比同级别轿车价格高出 4~7 万元, 并且油耗也较高。因此在经济下行周期中, 紧凑级以上的 SUV 消费偏好下降。相反, 轿车 B 级车拳头车型凯美瑞、雅阁、迈腾、帕萨特相继换代, A 级车也加长升级, 价格处于低位, 因此 SUV 的整体竞争力有所下降。我们认为, SUV 相比轿车在空间上具有无法比拟的优势, 途岳、探歌、缤越等新一代产品推出后, SUV 市场份额仍有上升潜力。

图表 13 轿车分级别销售



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 14 轿车分级别销售 (同比)



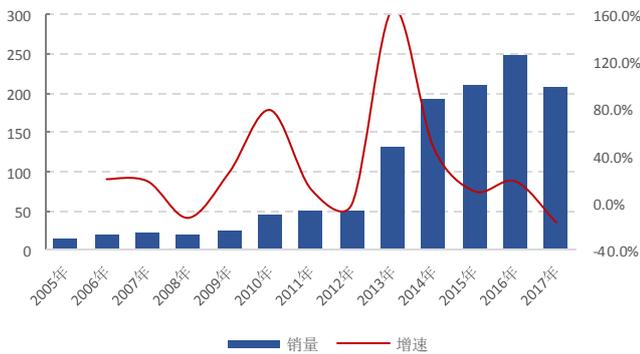
资料来源: 中汽协, 华创证券

### 3、MPV: 蓝海市场爆发渐近

MPV 市场的蓝海故事讲了很多年, 但都没有能兑现。我们认为原因有二: 一是 MPV 市场的需求, 二胎政策刚释放不久, 还没有到需求的拐点阶段; 第二, 市场上现有的车型缺乏竞争力, 目前在售的车型, 仅有 GL8 销售国外, 但主要针对商务市场。

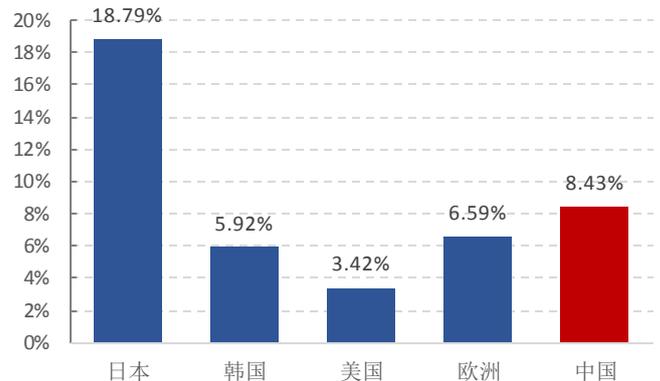
目前来看, 这两个条件都逐步具备: (1) 二孩数量渐增。2015 年, 我国放开二胎政策。2017 年, 全国一孩出生人数 724 万人, 比 2016 年减少 249 万人。二孩出生人数 883 万人, 比 2016 年增加 162 万; (2) 新车型推向市场。吉利、上汽、广汽、丰田等都将推出新 MPV, 供给增加。

图表 15 我国 MPV 销量 (万辆) 与增速 (%)



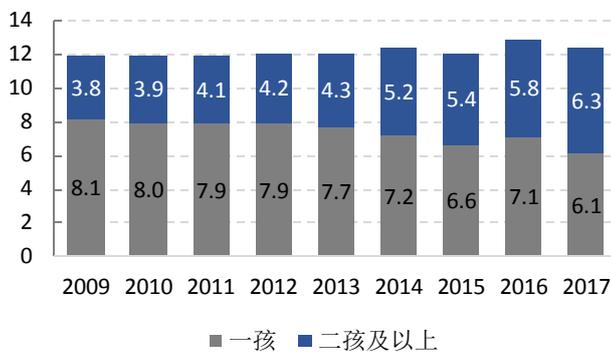
资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 16 各地区 MPV 市场份额对比



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 17 我国一孩、二孩及以上出生率



资料来源: 国家统计局, 卫计委, 华创证券

图表 18 近期重点 MPV 上市规划

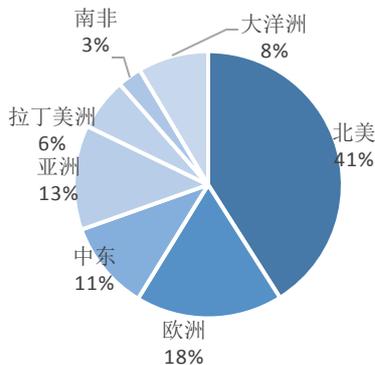
车企	车型	品类	上市时间	尺寸 (mm)	价格
广汽传祺	GM6	MPV	2018年	4692/1794/1626	预售价 11.5~16.5
吉利	嘉际	MPV	2019年	4706/1909/1664	未知
广汽丰田	塞纳	MPV	2019年	对标GL8	预计25+,
上汽荣威	未知	MPV	2019年	未知	未知

资料来源: 汽车之家, 华创证券整理

#### (四) 日系进入扩产周期

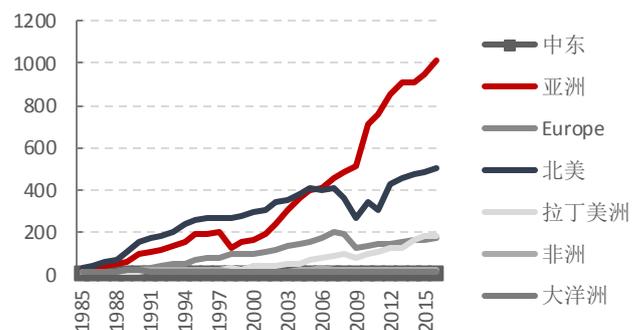
美国是日本的核心市场。2016年, 日本出口汽车 462 万辆, 其中北美 189.9 万辆, 占 41%。日本企业海外制造的规模来看, 2016年, 日本海外汽车产量达到 1897.9 万辆, 其中北美产量 499 万辆, 占 26.2%。

图表 19 日本海外出口车辆占比



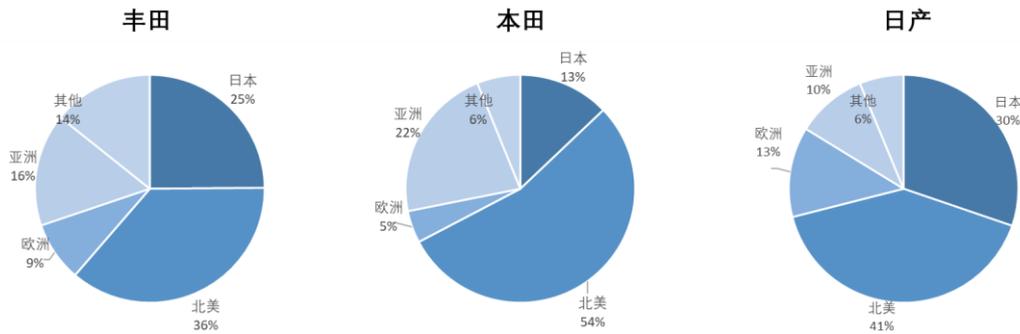
资料来源: MIJ2017, 华创证券

图表 20 日本厂商在海外的制造量 (万辆)



资料来源: MIJ2017, 华创证券

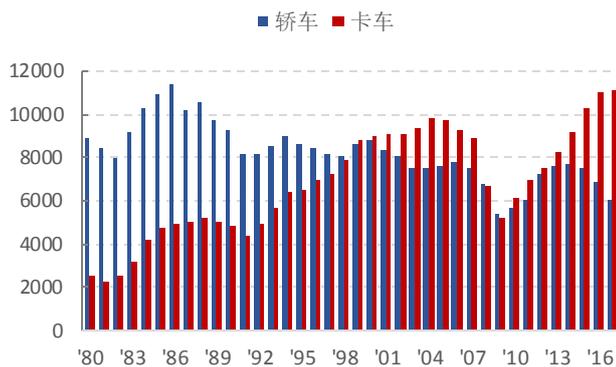
图表 21 日系三强的销售收入结构



资料来源：公司公告、华创证券

美国市场经历了 8 年的增长期之后，汽车消费逐步放缓。从结构来看，皮卡及 SUV 明显优于轿车，这些又不是日系车的优势市场，加上美日贸易摩擦影响，日系开始发力中国市场。根据公开的信息整理，日产明确提出产能达到 210 万辆目标。丰田、本田也在跟进国内的扩产计划。

图表 22 美国汽车销量（千辆）



资料来源：wind，华创证券

图表 23 美国卡车和汽车销量增速（%）



资料来源：wind，华创证券

图表 24 美国对日本进行 232 关税调查

进口关税	出口						
	美国	加拿大	墨西哥	欧盟	日本	中国	
美国	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	0.0%	15.0%	
加拿大	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	0.0%	15.0%	
墨西哥	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	
欧盟	2.5%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	
日本	2.5%	6.1%	0.0%	10.0%	0.0%	15.0%	
中国	2.5%	6.1%	31.3%	10.0%	0.0%	0.0%	

进口关税	出口						
	美国	加拿大	墨西哥	欧盟	日本	中国	
美国	20.0%	6.1%	20.0%	20.0%	0.0%	40.0%	
加拿大	20.0%	0.0%	20.0%	10.0%	0.0%	15.0%	
墨西哥	0.0%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	
欧盟	20.0%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	
日本	20.0%	6.1%	0.0%	10.0%	0.0%	15.0%	
中国	20.0%	6.1%	31.3%	10.0%	0.0%	0.0%	

美国“232调查” 北美自由贸易协定修订  
欧盟与中国的贸易问题

资料来源：华创证券整理

图表 25 日本在中国扩产计划

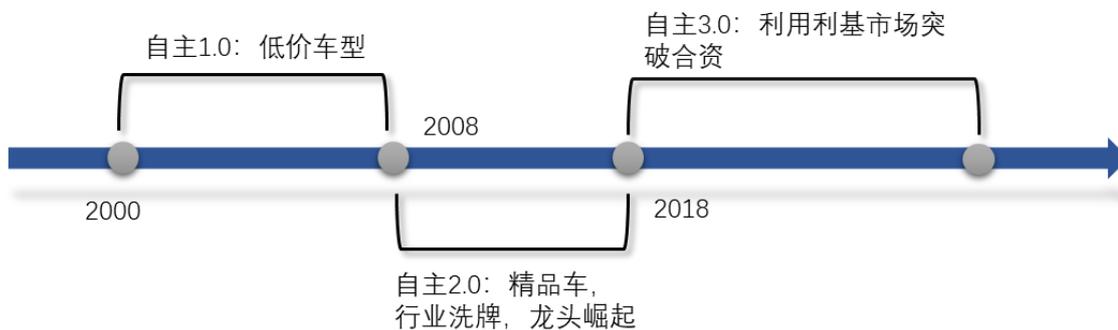
公司	2018年	扩产目标	
日产	东风日产	117	169
丰田	一汽丰田	66	96
	广汽丰田	48	58
本田	东风本田	48	72
	广汽本田	66	78

资料来源：marklines，华创证券

### （五）自主崛起锐不可挡

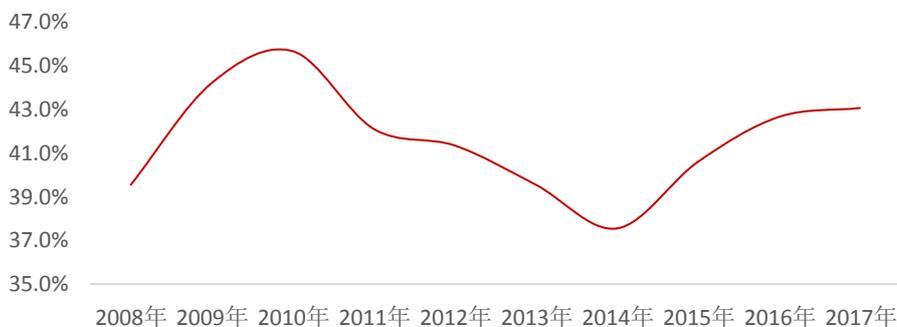
我国自主品牌起步晚，基础薄弱，在与合资品牌的竞争过程中，经历低价市场（2000-2008）、精品车越级打击（2008~2018）和品牌突破（2019~）三个阶段。自主的优势在于成本优势和工程师红利，以及快速的市场响应需求的能力。2000~2018 年，是自主发展的前两个阶段，这一期间内，自主通过低价车型占据了合资无暇顾及的低端市场。并通过三轮周期的行业洗牌，完成龙头崛起的过程。虽然这一时期，自主依靠 SUV 市场表现优异，但总体市场份额始终维持在 40% 上下，说明客户群体并未实质性突破，自主在一二线城市的占有率仍较低。2018 年往后，自主厚积薄发，以领克为代表的高端品牌和车型与合资正面竞争。差异化的客户群体定位，和准确的需求定义是自主品牌取得突破的核心。

图表 26 我国自主品牌发展路径



资料来源：华创证券

图表 27 自主品牌市场份额被压制在 40% 上下



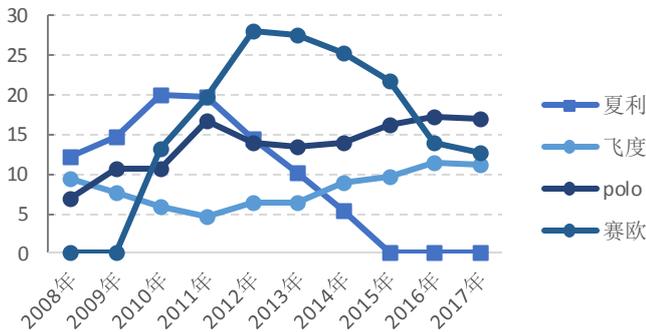
资料来源：中汽协、华创证券

#### 1、自主品牌 1.0 阶段：低价策略，被合资降价打击

2000~2008 年，自主品牌 1.0 阶段，受技术所限，走低价策略，瞄准合资品牌的价格盲区。这一策略在汽车普及阶段有所成效。但因为众多自主厂商进入，市场壁垒小，竞争激烈，低价车型盈利能力差。合资降价压力和消费升级下，这一市场量价齐跌，并逐渐消失。

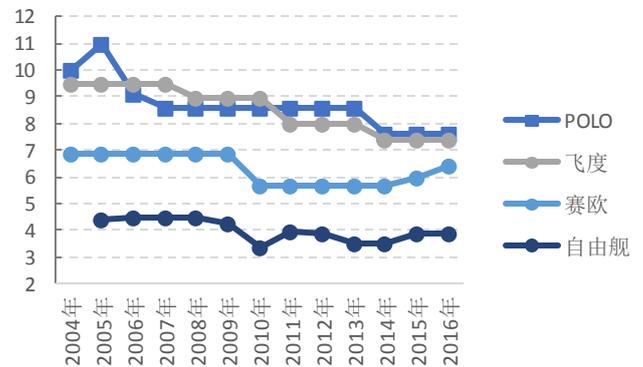
（1）小型车市场，合资品牌在 2008 年、2012 年、2014 年三次降价调整之后，自主、入门级的合资品牌车型相继退出市场。

图表 28 价格厮杀，低端车型将被挤出市场



资料来源：中汽协，华创证券

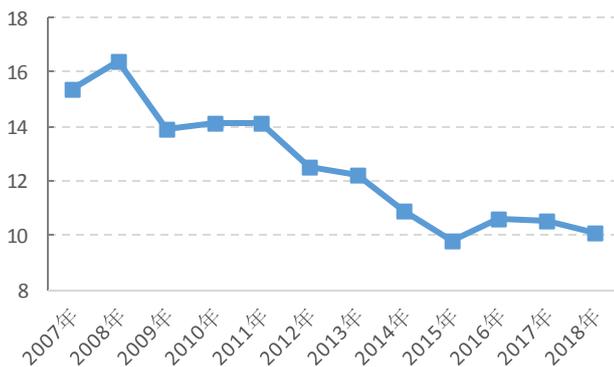
图表 29 各系列车型低配指导价（万元）



资料来源：汽车之家，华创证券

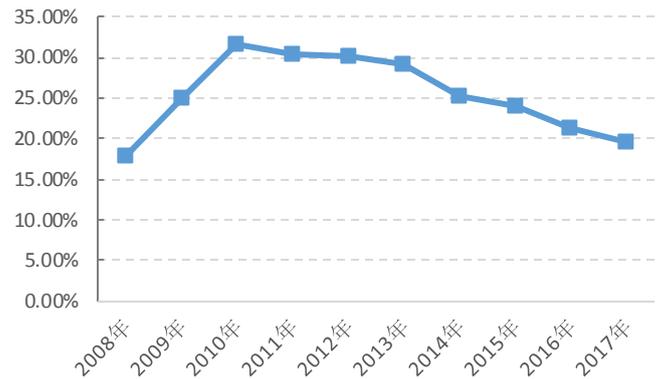
(2) 紧凑型，合资品牌在 2008 年、2012 年两轮降价之后，以比亚迪 F3 为代表的低端自主退出市场。走精品车路线的帝豪逐渐站稳脚跟。

图表 30 轩逸平均裸车价（万元）



资料来源：汽车之家，华创证券

图表 31 紧凑型市场自主品牌市场份额



资料来源：中汽协，华创证券

## 2、自主品牌 2.0 阶段：精品车越级战略

2008~2017，自主 2.0 阶段。自主厂商回归市场需求和品牌，依靠越级表现的精品车，进入合资品牌价格空档，依靠产品逐步获得消费者认可，品牌力向上。这一时期，产品力优秀的吉利、广汽、上汽快速成长，取代奇瑞、长安成为新龙头。

图表 32 博越



资料来源：汽车之家

图表 33 传祺 gs4

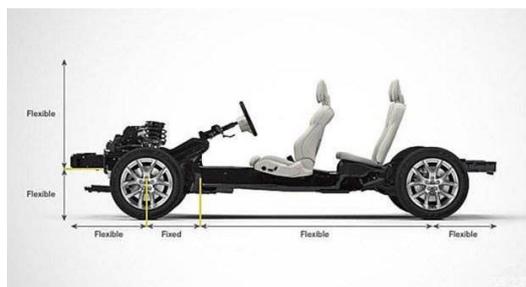


资料来源：汽车之家

### 3、自主 3.0 阶段：品牌突破，势不可挡

2018 年之后，是自主的品牌突破期。吉利在产品快速迭代升级的同时，借助 Volvo 的技术背书，推出领克品牌。吉利在供应链体系和管理上相比合资有明显的成本优势。对标合资品牌的同价位同级别车型，性能优势突出。

图表 34 吉利 CMA 模块化平台



资料来源：汽车之家

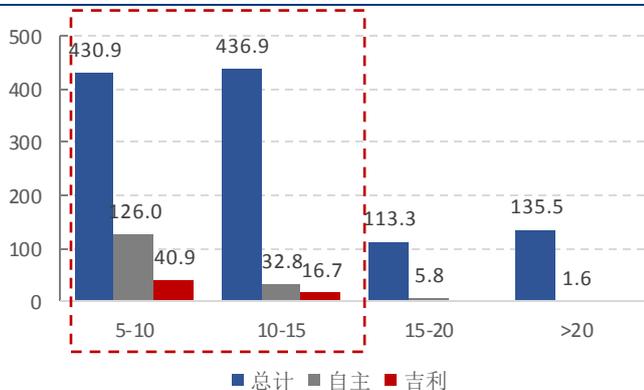
图表 35 领克由 volvo 技术背书



资料来源：华创证券整理

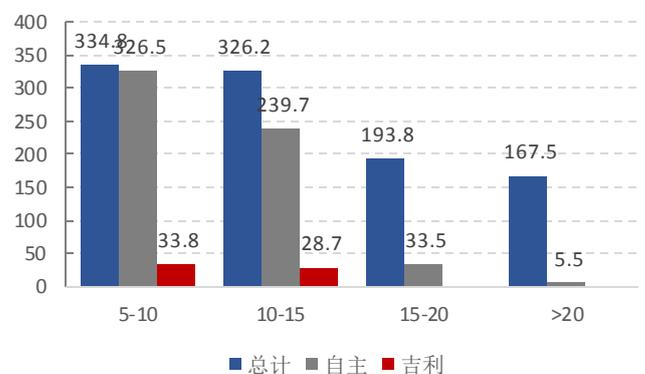
轿车市场具备突破机会。在 10~15 万元紧凑级市场，合资份额达到 85%，这一市场车型为朗逸、轩逸、卡罗拉、英朗等，自主具备较大的替代机会。

图表 36 2017 年轿车各价格区间的销量 (万辆)



资料来源：中汽协，华创证券

图表 37 2017 年 SUV 各价格区间的销量 (万辆)



资料来源：中汽协，华创证券

## 二、新能源：浪潮渐起，产业聚焦新需求和新零整关系

### （一）新能源达成产业共识，预计新能源乘用车 2023 年达到 240 万辆

#### 1、补贴调整加速优胜劣汰，新能源汽车发展由量到质

2018 年新补贴政策很明显的体现了发展高端车型、高密度电池，抑制低端产能挤占市场的思路。如新能源专用车过渡期补贴金额反而低于过渡期后的新政策，体现了政策对于盲目抢装的抑制态度；续航里程等要求进一步提高，使得 A00 级车型必须通过高端化参与市场竞争；对电池能量密度要求进一步提高，同时对高能量密度电池给予补贴系数，加快新能源行业优胜劣汰等。

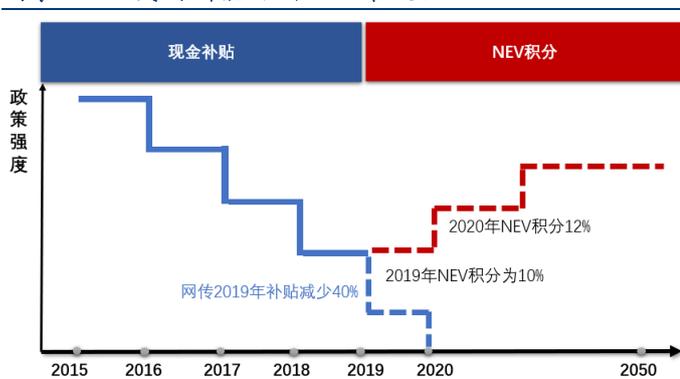
图表 38 2018 年乘用车补贴标准（万元）

技术类别	技术门槛	补贴系数	续航里程/补贴金额				
			150 < R < 200	200 < R < 250	250 < R < 300	300 < R < 400	R > 400
能量密度 Wh/kg	105 (含) -120	0.6	0.9	1.44	2.04	2.7	3
	120 (含) -140	1	1.5	2.4	3.4	4.5	5
	140 (含) -160	1.1	1.65	2.64	<b>3.74</b>	4.95	5.5
	160 以上车型	1.2	1.8	2.88	4.08	5.4	6
整备质量	0 (含) -5%		0.5				
	5 (含) -25%		1				
	25% (含) 以上		1.1				
2017 年补贴标准			3.96	3.96	4.84	4.84	4.84

资料来源：工信部，华创证券

双积分为新能源汽车长效发展机制。2017 年 9 月 27 日，工信部正式发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，对销量在 3 万辆以上的主机厂从 2018 年开始考核油耗和新能源积分，且新能源积分的达标值 2019、2020 年分别为 10%、12%。假设传统燃油车的销量为 3000 万辆，预计 2020 年，全国新能源汽车销量将达到 150 万辆。

图表 39 我国新能源补贴政策变化



资料来源：工信部，华创证券整理

图表 40 新能源汽车积分对应产量要求

新能源积分比例	新能源积分 (万分)	如果均为插电混动 (万辆)	如果均为纯电动 (按 3.5 分计算) (万辆)
10%	300	150	85.7
12%	360	180	102.8

资料来源：华创证券测算

## 2、主机厂全面转向新能源战略

**美系：**福特宣布投资 110 亿美元的计划到 2022 年，其电动汽车型号(包括混合动力)将达到 40 种。通用则将在 2021 年发布新的纯电动平台，到 2023 年，导入共 20 款新能源车型。

**欧系：**大众在尾气排放门之后，迫于环保的压力，发布 Roadmap E 战略，转向电动化。计划到 2025 年，公司电动车产量将达到 300 万辆。并且到 2030 年，公司计划在电动化方向投资 200 亿欧元。公司花费 50 亿欧元的 MEB 平台项目，将需要 150GWh 的锂电池。戴姆勒表示将于未来五到七年内，在电动汽车领域投资 100 亿欧元，于 2025 年前推出 10 款以上的 EV 车型，届时 EV 将占总销量的 15%-25%。宝马将在下一个十年中致力于推动 iNext 战略。现阶段宝马有两个电动车产品：i 系列（i3 和 i8）和 iPerformance（PHEV 车型）。

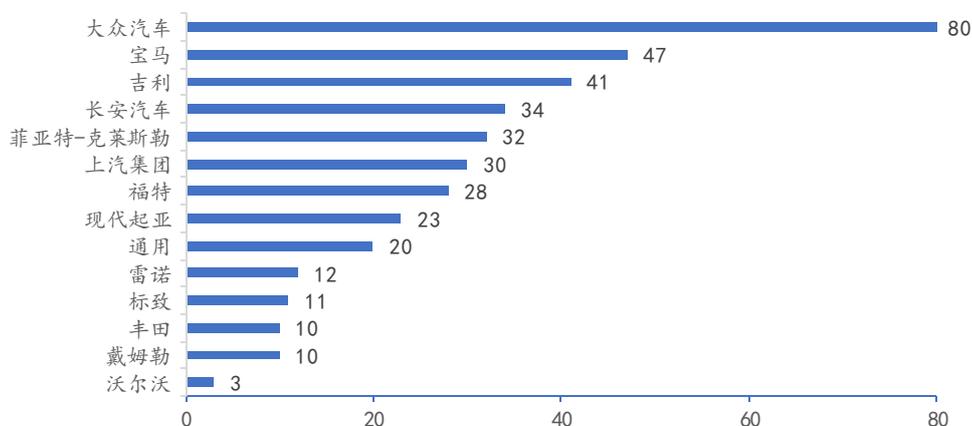
**日系：**丰田计划 2020 年将在中国市场导入纯电动车型 CHR，到 2030 年，丰田力争在全球市场实现 550 万辆以上的电动化汽车年销量。

图表 41 全球 OEM 电动车投资规划

公司	电动汽车投资和生产计划
大众汽车	投资 200 亿欧元；截至 2025 年生产 300 万辆电动汽车；生产线涵盖使用同一个平台的 80 个子公司（奥迪、斯柯达等）
通用汽车	2021 年之前不断开发电动汽车平台；至 2023 年，发布 20 个电动汽车模型
戴姆勒	投资 100 亿欧元；至 2025 年，发布 10 个电动汽车模型
宝马	至 2025 年，发布 25 个电动汽车模型；电动汽车占收入比达到 15%-25%
雷诺日产	开发纯电动平台
捷豹	至 2020 年，每个平台增加电动汽车的型号
沃尔沃	从 2019 年期起，仅销售环保型汽车
现代	2020 年之前不断开发纯电动平台；至 2025 年，发布 14 个电动汽车模型

资料来源：相关公司官网、华创证券整理

图表 42 至 2025 年全球新能源汽车车型数量

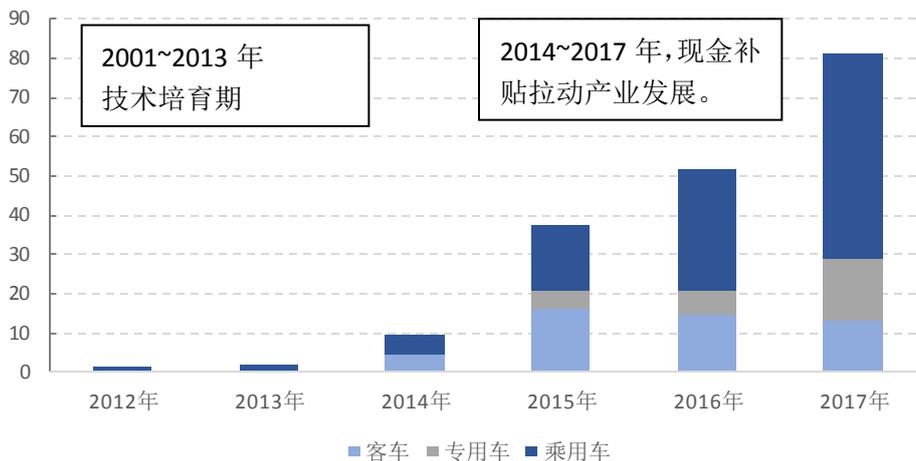


资料来源：相关公司官网、华创证券整理

#### (4) 中国：新能源是我国主机厂换道超车的重大机遇

我国新能源汽车的发展经历了三个阶段。(1) 2001~2013 年是技术储备阶段。(2) 2014~2017 年，补贴推广期。国家通过现金补贴的方式，快速拉动产业发展，并在试点城市推广示范。(3) 2018 年开始，真实需求启动。优质长续航里程车型上市，消费者对新能源的接受度提升。

图表 43 我国新能源汽车产量结构 (万辆)



资料来源：中汽协、华创证券

在前面第一部分我们也提到，我国自主品牌发展至今，市场份额仍稳定在 40% 左右，客户群体尚未能有明显突破。新能源为自主龙头开辟新赛道。

##### (1) 上汽集团

上汽集团已经规划了 30 余款新能源产品，其中纯电动汽车 13 款，插电式混合动力汽车 17 款。预计到 2020 年，上汽自主品牌新能源汽车销量达到 20 万辆。电池方面，上汽与宁德时代合资建立溧阳工厂，一期产能将于 2019 年年中投产。

##### (2) 广汽集团

公司在新能源领域实施“135”发展战略，2017 年成立单独的广汽新能源子公司。在乘用车方面，以 PHEV/EV 为重点发展方向，兼顾 HEV 混合动力系统，形成 A0~A 级纯电/插电，A+~B 插电、B~C 级插电/混动三大新能源平台和系列产品，计划 2020 年产 20 万辆。公司第二代平台的第二款车型 Aion S，将于 2019 年上市。

##### (3) 吉利汽车

吉利 2018 年提出“蓝色吉利行动战略”。到 2020 年，吉利新能源销量占整体 90% 以上。其中插电混动与油电混动达到 65%，纯电动占比达 35%。公司 2018 年 5 月份发布技术品牌 iNETC，并首次介绍了 PMA 纯电动平台。未来吉利和领克都会基于 PMA 平台推出新款车型，共 10 余款。

### 3、pack 成本降至 850 元/kwh，即可实现车辆平价销售

我们对不同补贴情况下的新能源汽车经济性进行了估算，见下表。以续航 350km，带电量为 50kwh 的车型为例，对应的电动车国补为 4.95 万元（1.1 倍补贴系数）。电池单价为 1400 元/kwh 时，厂商单车盈利可达到 2.5 万元。

图表 44 不同级别纯电动车型盈利能力估算（万元）

价格区间	续航 (km)	带电量 (kwh)	电池成本 (万元)	购置税 (万元)	定价溢价 (万元)	燃油动力系统	电动动力系统	对应燃油车利润	电动车补贴 (万元)	估算电动车利润
7	250	32	4.5	0.5	1	1.8	0.8	0.3	3.74	2.1
7~10	300	42	5.9	0.6	1	1.8	0.9	0.5	4.95	2.1
10~15	350	50	7.0	1.0	1.5	2.0	1	1.0	4.95	2.5
15~20	400	62	8.7	1.5	1.5	2.2	1.2	2.0	5.5	2.8
20~30	500	70	9.8	2.0	2	2.2	1.4	3.0	5.5	3.5

资料来源：华创证券估算 注：未考虑补贴的财务成本

若燃油车平价假设下，新能源补贴退出之后，电池组的价格需要下降到 850 元/kwh。

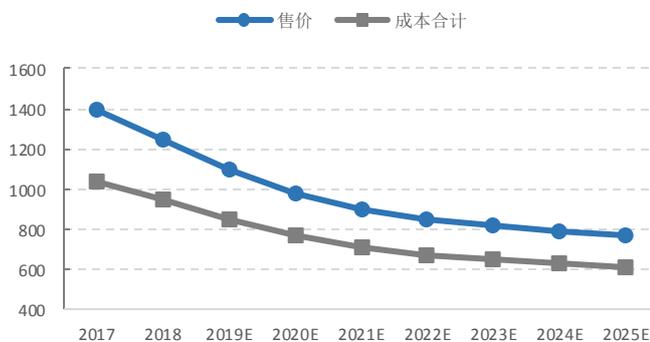
图表 45 无补贴、平价销售下，不同续航车型主机厂盈利估算

价格区间 (万元)	续航 (km)	带电量 (kwh)	电池成本 (万元)	购置税 (万元)	新能源积分收入 (万元)	燃油动力系统成本 (万元)	对应燃油车利润 (万元)	估算电动车利润 (万元)
7	250	32	2.9	0.5	0.38	1.7	0.3	0.0
7~10	300	42	3.8	0.6	0.44	1.8	0.5	-0.4
10~15	350	50	4.5	1.0	0.50	2.0	1.5	0.5
15~20	400	60	5.4	1.5	0.56	2.2	2.5	1.4
20~30	500	70	6.3	2.0	0.68	2.2	3.5	2.1

资料来源：华创证券估算 注：假设电池价格为 850 元/度；新能源积分价格为 1000 元/积分。

目前三元电池 pack 价格为 1.2~1.3 元/wh，锂电池成本需要下降 30~35%。依靠产业园聚集和自供策略，上游材料成本可下降 15~20%，规模效应使得制造和研发占比下降约 10%。预计 2019、2020 补贴分别下降 40%、60%的情况下，电池 pack 价格降至 1.1 元/kwh、1.0 元/kwh。

图表 46 CATL 电池成本的下降路径



资料来源：公司公告、华创证券预测

## （二）新能源需求与销量研判：营运需求演绎抢装行情；中长期，预计 2023 年销量达到 240 万辆

新能源的客户群体可以分为三类：**一类是限牌城市的出行刚需**。2017 年，北上广深杭天，六城市的新能源销量为 23.4 万辆，占比新能源乘用车销量的到 41.8%。今年深圳放开此前的 2 万辆新能源牌照数量限制，广州出台限行政策，导致插电混动的需求增加。限牌城市因为路权政策的倾斜，需求会持续走高，但因为整体城市消纳限制，我们预计 2023 年，限行城市的新能源消费在 45~50 万辆。

**第二类是成本驱动的运营需求**。我国专职的滴滴 400~500 万辆，出租车约 150 万辆，这部分每年的新能源替换需求可以达到 30~40 万辆的规模。

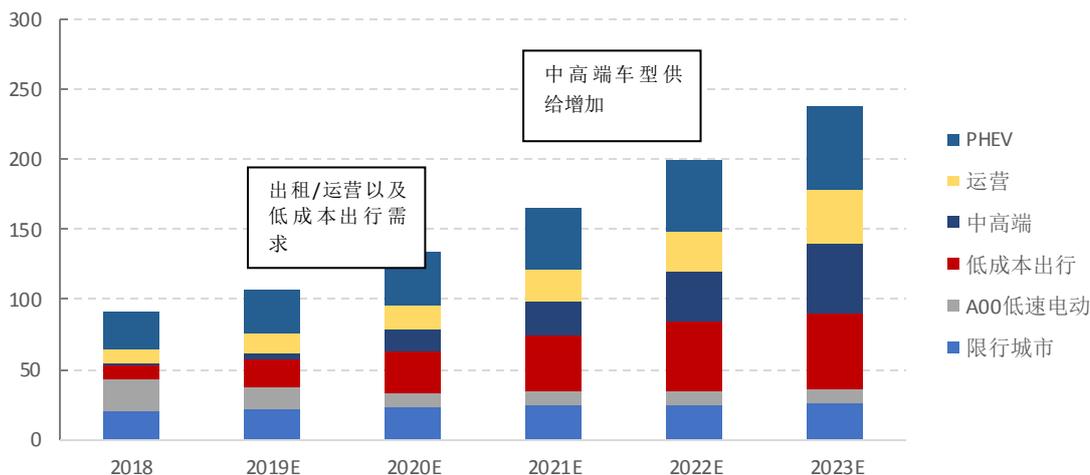
图表 47 新能源用车成本与燃油车对比

	燃油车	纯电动
车船税(元)	350	
保养费(万元)	0.50	0.10
百公里油耗(L/100km)	8.0	13.0
油价(元/L)	8.0	1.5
每年里程(万 km)	2.0	2.0
油费(万元)	1.3	0.4
5 年使用成本(万元)	6.6	2.0

资料来源：华创证券

**第三类是非限牌城市的真实需求**。我们也可以划分为两种：（1）潮流驱动的增购需求，以中高端车型为主。包括特斯拉、蔚来等品牌，以及传统主机厂的中高端车型，售价在 13 万元以上，相当于当前合资车型 A+级以上市场。（2）基于出行成本的需求，以 A0\A00 级车为主。随着补贴退坡，A00 的销量逐步下滑。这些车型在 10 万元以下，以比亚迪元 EV 为代表车型。

图表 48 新能源汽车销量结构预判



资料来源：中汽协，华创证券

(三) 电池与主机厂谁主沉浮? ——对新零整关系的探讨

1、CATL、比亚迪双寡头格局形成

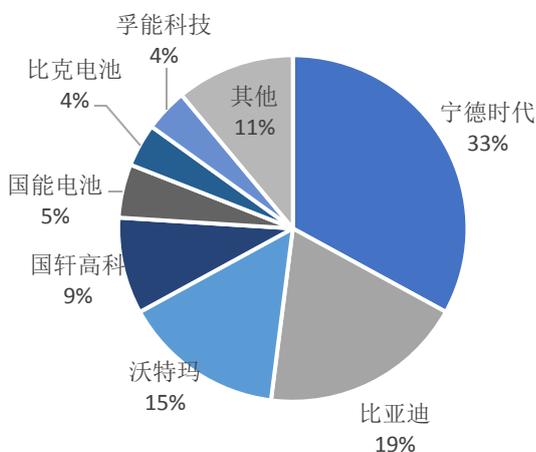
比亚迪和 CATL 合计占市场份额超过 60%，规模优势明显。根据两家公司的扩产情况来看，CATL 预计 2020 年产能达到 52GWh，其中三元产能 40GWh。比亚迪产能由目前的 22GWh 扩张至 40GWh，其中三元产能将达到 40GWh。根据我们之前的预测，三元的需求在 50GWh。因此在补贴结束之前的 2019~2020 年窗口期，高端产能依然是行业的供给掣肘。

图表 49 CATL、比亚迪产能统计 (GWh)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
宁德时代 (本部)	3	8	17	29	43	54
湖西				8	16	24
湖东	2	6	12	14	16	17
溧阳	0	1	3	3	5	7
青海	1	1	2	4	6	6
——三元	0.7	2.5	8.5	20	34	45
——铁锂	2.5	5.1	8.5	9	9	9
时代上汽——溧阳					8	16
时代广汽 (按 20 万台车产能估计)						8
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
比亚迪		10	16	22	28	40
——三元		2	8	19	34	45
——铁锂		8	8	9	9	9

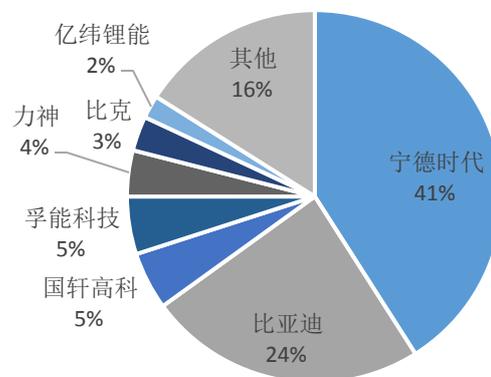
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 50 2017 年动力锂电池市场份额



资料来源: 合格证、乘联会、华创证券

图表 51 2018 年 Q3 动力锂电池市场份额



资料来源: 合格证、乘联会、华创证券

## 2、日韩企业布局中国市场

面对中国庞大的新能源市场，日韩企业虎视眈眈。随着新能源补贴退坡结束的窗口临近，日韩电池厂商也着手布局中国锂电市场。日韩系主要有三家：松下、LG Chem、三星 SDI。

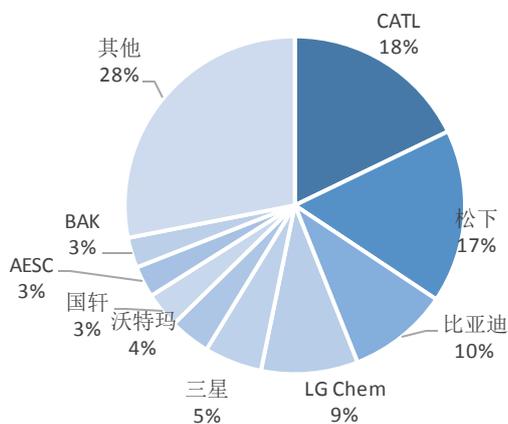
(1) 松下的产品为圆柱电池，公司与特斯拉深度绑定，2018 年出货量 10GWh。在国内建有大连、苏州工厂。

(2) LG Chem 的产品为软包电池，主要客户为通用、日产，2017 年出货量为 4.5GWh。在国内建有南京工厂。

(3) 三星 SDI 产品为方壳电池，主要客户为宝马。2017 年，公司出货量为 2.87GWh，在国内建西安、无锡工厂。

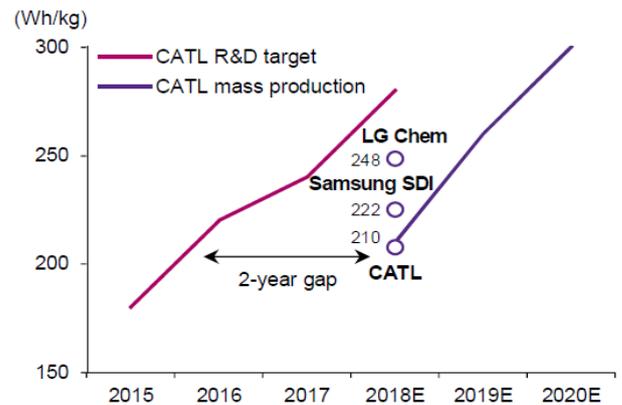
从产品来看，CATL 与日韩系的差别仅在系统能量密度上的差距。CATL 电芯的能量密度在 220wh/kg，低于三星的 220wh/kg 和 LG 的 240wh/kg。随着公司高镍锂电的逐步量产，系统能量密度之间的差距将不断缩小。

图表 52 全球动力锂电池出货量 (2017)



资料来源：高工锂电、华创证券

图表 53 CATL 的电芯能量密度提升路径



资料来源：三星 SDI 资料、华创证券

图表 54 日韩系在国内建厂情况

松下	投资额	产能	投产时间
中国大连	4 亿美元	20 万台 (方形)	2018 年
中国苏州		1 亿只 (圆柱)	2017 年
LG 化学	投资额	产能	投产时间
中国南京	35 亿美元	10 万台电动车	已投产
三星 SDI	投资额	产能	投产时间
中国西安	6 亿美元	4 万台电动车	已投产
中国无锡			2019 年

资料来源：公司公告、华创证券

图表 55 核心电池厂商产能规划

GWH	2017	2020E
CATL	18	80
LG	19	70
BYD	15	60
松下	15	50
三星	5	25

资料来源：华创证券整理

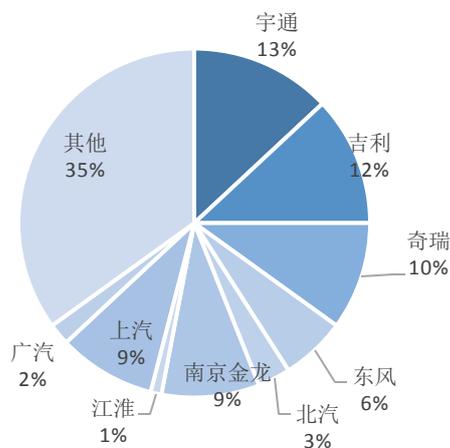
### 3、电池厂的应对：战略合作、合资建厂深度绑定大客户

CATL 采用战略合作或者合资建厂的形式与大客户深度绑定，锁定国内优质乘用车车企供应份额。

(1) 对于本土 OEM，宁德时代在国内已同广汽、东风、上汽合资建厂，并同华晨宝马形成权益合作。同时与吉利、宇通、北汽等车企保持深度战略合作。

(2) 对于欧系 OEM，CATL 也与之签订销售合同。宁德时代与 LG Chem、Samsung SDI 被选为大众的核心供应商，总合同金额达到 200 亿欧元。此外，CATL 与宝马公司合作，签订 47 亿欧元采购合同，宁德时代将在德国投资 2.4 亿欧元建厂。

图表 56 CATL 客户结构 (2018Q1-3)



资料来源：合格证、乘联会、华创证券

### 4、主机厂的应对：开发二轨、平台化采购降本

传统主机厂应对零部件厂商有三种措施：(1) 合资建厂；(2) 开发二轨；(3) 模块化采购。面对目前电池厂商寡头垄断格局，主机厂的应对措施并不那么有效。合资建厂的经营效率存在不确定性；二轨供应商品质和成本都难以达到要求；模块化采购是指从采购模组向采购电芯转变，目前还处在过渡期。面对当前产能紧平衡的局面，主机厂的议价能力比较弱。

### 5、未来零整关系走向

新能源大幅降低造车门槛，缩小了各 OEM 产品的性能指标差异。(1) 对于传统车 OEM，为了节约成本，和快速推出产品，新能源汽车主要是在燃油车基础上改造，专门针对新能源客户群体的车型要到 2020 年左右才逐步推出。(2) 造车新势力品质良莠不齐。加上补贴退出前的窗口期，日韩系厂商处于布局观望阶段，因此，短期来看，各主机厂的产品本身的区分度低，电池的话语权更高。

图表 57 新能源平台车型到 2020 年左右集中投放市场

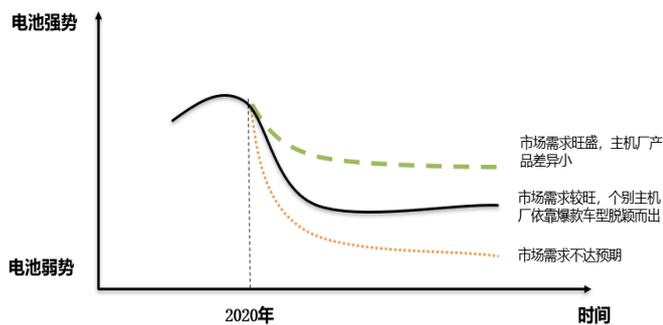
	新能源车平台	车型规划	上市时间
上汽自主	EP11	荣威 E50	2015
	EP21	Marvel x/其他新车型	2018/2020
广汽乘用车	第二代新能源平台	AION S	2019.4
吉利汽车	PMA	规划 10 款车型	2020

大众	MEB	I.D.家族	2020
----	-----	--------	------

资料来源：华创证券整理

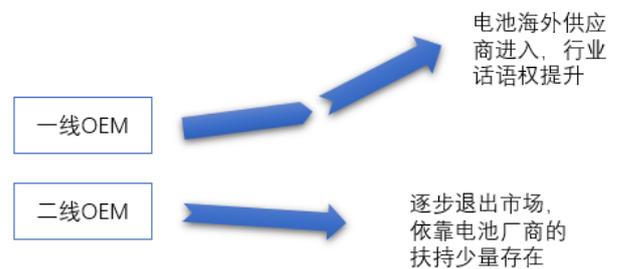
再往后看，我们将新能源分为三个层级。**第一级是白牌车，主打经济适用型的低端市场。**主机厂沦为电池厂商的代工厂，留给 OEM 的利润极低。**第二级是运营市场。**OEM 依靠自己的渠道和出行服务拉动整车销售。整体产品区分度低，电池厂商也会扶持白牌公司参与竞争。**第三级是能够挖局新能源新需求的主机厂。**这些主机厂有望脱颖而出。随着一线厂商的规模和份额扩大，采购方式由 pack 转为电芯，对电池厂的话语权逐步增强。

图表 58 电池厂与 OEM 之间的零整关系走向



资料来源：华创证券

图表 59 主机厂行业话语权走向



资料来源：华创证券

#### (四) 总结

结合前面的行业格局分析来看，在 2020 年之前，行业量价受高端电池产能制约，电池的产业链地位相对较高。主机厂的应对方式是**合资建厂、培养二供**。2020 年之后，随着产能的正常释放，以及海外电池厂商进入国内市场，零整关系有望缓和。具备强产品力的主机厂才真正能够脱颖而出，二线品牌已经或逐步沦为电池厂的加工厂。**因此，中期内电池厂商预计保持强势地位，长期则看好具备挖掘市场需求能力的整车企业。**推荐吉利汽车、上汽集团、广汽集团，建议关注 CATL、比亚迪、蔚来汽车。

### 三、重点公司推荐

**吉利汽车 (0175HK)：角力合资，吉利 4.0 水到渠成**

#### 公司之变，始于管理

回顾公司二十年造车历史，管理的不断变革推动公司阶梯式上升。2013 年开始，公司对研究院进行改制，由原来的职能制调整为项目导向。公司也由技术驱动向市场驱动转变，激活了公司内部势能。这之后，公司 3.0 车型陆续上市，并相继成为爆款，占据自主龙头地位。目前公司正在完成由项目制向项目组、大平台的转型，可以减少内耗，提高研发效率。

#### 抓住利基市场，突破合资

合资是我国汽车产业红利最大的获益者。合资通过持续引进车型，实现盈利 10 年 10 倍的增长。但目前，合资品牌基本铺完产品谱系，在自主的追赶和成本优势面前，处于应对之势。

成本方面：公司与本土产业链协同，加强自主研发，实现零部件成本降低；进一步的，公司全面推进模块化架构，推动综合成本下降。

市场方面：跨国车企在整车制造更加注重消费通性，淡化区域性特征，满足最大化的消费群体。随着我国消费群体变化，消费自我意识觉醒，个性化的利基市场扩大。目前的合资定位大众化市场，给自主品牌留下突破口。公司收购 volvo 后，持续研发投入，夯实造车体系和科技硬实力，公司 4.0 料将开启下一篇章。角力合资，水到渠成。

#### 投资建议：维持“强推”评级，目标价 21.5 港元

公司产品 and 品牌力共振，在这轮下行周期中，公司市场份额持续提升，自主龙头地位稳固。2018 年底新车型陆续投放，明年业绩可期。公司凭借 3.0 车型的出色表现跃升自主龙头地位。随着公司技术和体系的进一步完善，基于新平台架构和动力总成的 4.0 车型水到渠成，并通过差异化的产品思路，打入合资用户群体，有望迎来品牌第二次跃升。盈利预测：我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 135/173/193 亿元，对应 PE 分别为 8.8/6.8/6.1 倍。综合考虑 DCF 估值和公司的成长性，我们认为吉利汽车的合理估值为 2019 年 PE9.4 倍，对应目标价 21.5 港元，维持“强推”评级。

**风险提示：**经济下行，汽车市场销量不达预期；公司新车型销量不达预期。

### 广汽集团（601238）：受益日系扩张周期

**日系扩产，广本广丰有望迎来强势产品周期。**随着中日关系正常化继续推进，预计广丰、广本新增产能将陆续投产，并有新扩计划。此外，两个品牌都将继续引入重量级新车，包括目前尚缺的紧凑型 SUV、MPV 车型。广三菱也在考虑与日产合作的可能性。

**自主产品布局完成，新能源推出第二代平台。**广汽传祺的自主经过十余年发展，已经完成轿车、SUV、MPV 的全系布局。旗下车型包括 GA4\6\8、GS3\4\5\7\8、GL6\8。公司目前也在准备下一代平台化车型的研发工作，车系高颜值的基础上，产品力将进一步突破。新能源方面，公司在 18 年广州车展上展出

#### 投资建议：

日系扩产和车型引进顺利进行，有望成为未来两年的主要盈利增长点。公司自主和新能源布局有条不紊。我们上调 2018~2020 年净利润预测至 115.7/131.9/147.9 亿元（前预测值为 109/120.7/129.5 亿元），对应 EPS 为 1.14/1.29/1.45 元，对应 PE 为 9.61/8.71/8.09 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**经济下行，汽车市场销量不达预期；公司新车型销量不达预期。

## 上汽集团（600104）：合资龙头地位稳固，自主领军“新四化”

### 开放合作，为中国汽车产业谋篇

上汽集团充分利用国内外优质资源，整合集成，走出一条快速发展道路。目前公司已经成为国内最大的汽车集团，业务涵盖整车、零部件、后市场、金融。2017 年，公司销售 693 万辆，占全国汽车销售总量的 24.0%。2017 年，公司提出电动化、智能化、网联化、共享化的“新四化”战略，标志着公司正由行业的跟随者走向行业领导者，向世界一流汽车企业迈进。

### 合资龙头地位稳固，业绩有望企稳

上汽大众和通用扎根本土市场，品牌地位稳固，受益产品结构升级。上汽大众今年新朗逸、帕萨特换代，年底将推出新紧凑型 SUV 接替老途观。虽然低价位产品 polo 和桑塔纳销量下降，但整体产品结构上移，盈利获得支撑。上汽通用明后年有望迎来新产品周期，将推出 2 款新 SUV 车型。展望四季度，因主要厂家有降价冲量的预期，因此市场中性预期下，Q4 业绩仍有压力。明年开始，市场量价平稳，行业逐步触底之后，上汽大众和通用料将企稳回升。

### 自主砥砺前行，新车型陆续上市

上汽自主持续加大投入，围绕荣威和名爵两大品牌，逐步补全产品谱系。2018Q3 自主研发费用为 17.57 亿元，同比增加 4 亿元。但因整体市场竞争加剧，公司自主车型盈利能力未能达到预期，库存上升。母公司存货上升至 67 亿元。除了在新能源继续保持优势外，自主积极调整，品牌打法更为务实。公司近期推出的荣威 i5，定位 6~10 万元轿车市场。通过性价比车型，有望突破 A 级轿车市场。此外，上汽自主后续还计划推出新的 MPV、SUV 车型。

**投资建议：**经济下行周期中，整体车市压力加大，公司产品终端折扣增加，影响 Q4 盈利。但公司合资品牌地位稳固，产品更新有序。我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 350/366/383 亿元。对应 PE 分别为 8.37/8.0/7.64 倍，考虑到公司扎实品牌影响力和强壮的资产负债表，维持“强推”评级。

**风险提示：**经济周期下行，汽车销售不达预期；市场竞争加剧，单车盈利能力下降。

## 汽车组团队介绍

分析师：王俊杰

南京大学经济学硕士。曾任职于财通证券。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖新能源汽车第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500