

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2018年06月04日

5月新能源车飞跃式突破 加速“新四化”转型布局

事件

据绿芯之友报道：上汽自主品牌新能源5月销量全系车型突破10,000台，同比+380%；2018年累计销量突破11万辆大关，覆盖插电混动、纯电动各类车型，成就新能源汽车市场“全能王”。

点评

自主品牌新能源销量猛增，电动车普及度进一步改善。1) 上汽自主品牌新能源汽车销量逐年增长，至2017年达4.4万辆，同比+121%，增幅大于行业平均水平(+67%)；2) 2018年上汽自主品牌新能源汽车销量猛增，再创新高：自主品牌新能源5月销量高达10,246辆，同比增长380%，环比增长37%；3) 全系列车型大获丰收，车型覆盖纯电动、插电混动各类车型。其中，PHEV车型本月销量为6,941辆，占比68%，EV车型本月销量为3,305辆，占比32%。我们认为，以上汽为首的新能源车企车型集中于A、B级轿车/SUV，与传统A00、A0级新能源车为主的车企相比，除补贴、地方牌照优势外，更需要需求端消费者对新能源车本身的认可，上汽的突破证明了需求端对新能源车普及度进一步提升。

消费升级利好龙头发展，“合资+自主”整车制造业务稳健。1) 随着消费结构的进一步升级，换车需求和汽车收购需求的共同作用下，龙头车企的单车净利润实现增长，推动集团净利润的稳步提升。行业集中度逐步提高，上汽龙头地位稳固，有助于其发挥规模效应，降低成本；同时加强在产业链内的话语权。2) 集团传统整车制造业务稳健，“合资+自主”携手共进。2018年1-4月累计销量239万辆，累计同比+11%，市场占有率进一步提升至25%，“龙头扩张”成为行业明确特征；上汽大众、通用、五菱和自主均稳占市场前十。

加速“新四化”转型布局，打造未来新车企。2018年，上汽“新四化”的表述演变为“电动化”、“智能网联化”、“共享化”和“全球化”。在过去产业链深度绑定各大巨头后，上汽着手走出国门：“全球化”结合“一带一路”战略，布局路线，加快国际经营，建设海外品牌，拓展全球市场。

投资建议

“中国消费升级，汽车龙头扩张”的价值首选。面对关税下调、股比放开等影响，上汽彰显经营管理竞争优势；自年初以来，销售数据从未疲软，每一轮行业利空下的情绪恐慌造成市场错杀终将修复。业绩稳定增长且分红预期不减，预计18-20年增速分别为9%/11%/10%，EPS 3.20/3.53/3.90元，对应PE 11/10/9倍，维持“买入”评级，6个月目标价38.40元。

风险提示：汽车关税下调挤压国产车价格及利润空间；车市下行风险；车型销量不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756,416.17	870,639.43	969,805.26	1,072,039.02	1,166,992.89
增长率(%)	12.82	15.10	11.39	10.54	8.86
EBITDA(百万元)	57,771.03	63,629.58	63,646.94	70,270.89	76,398.60
净利润(百万元)	32,008.61	34,410.34	37,377.11	41,300.81	45,527.32
增长率(%)	7.43	7.50	8.62	10.50	10.23
EPS(元/股)	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90
市盈率(P/E)	13.02	12.11	11.15	10.09	9.15
市净率(P/B)	2.17	1.85	1.90	1.78	1.63
市销率(P/S)	0.55	0.48	0.43	0.39	0.36
EV/EBITDA	0.90	1.68	2.46	1.52	1.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	35.67元
目标价格	38.40元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,683.46
流通A股股本(百万股)	11,503.43
A股总市值(百万元)	416,749.07
流通A股市值(百万元)	410,327.45
每股净资产(元)	20.06
资产负债率(%)	61.74
一年内最高/最低(元)	37.66/28.43

作者

邓学	分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《上汽集团-年报点评报告:合资自主两翼齐飞 “新四化” 深入推进》 2018-03-30
- 《上汽集团-公司点评:英飞凌合资落地 上汽坚持“创新转型 四化融合”》 2018-03-04
- 《上汽集团-公司深度研究:站在巨人的肩膀上成长为巨人》 2018-01-23

内容目录

1. 自主品牌新能源销量大幅增长 创历史新高	3
2. 消费升级利好龙头发展 “合资+自主” 整车制造业务稳健	4
2.1. 消费结构升级 提高龙头车企利润	4
2.2. 上汽传统整车制造业务稳健 “合资+自主” 携手共进	5
3. 加速“新四化” 转型布局 打造未来新车企	7
4. 投资建议	8
5. 风险提示	8

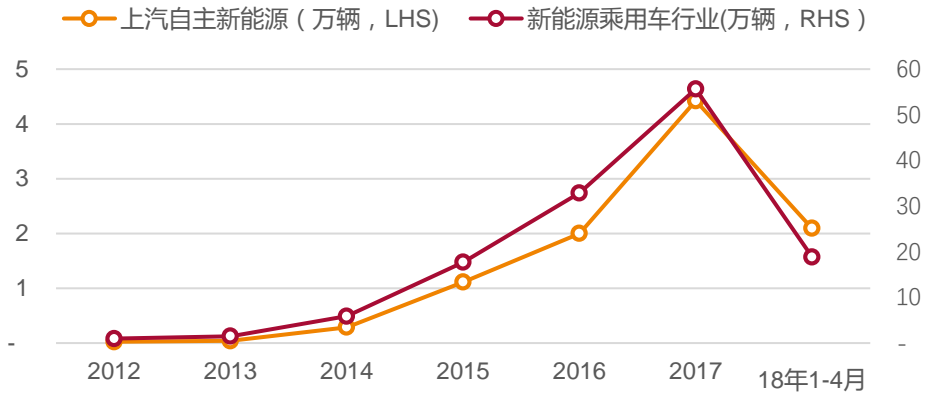
图表目录

图 1: 上汽自主新能源及新能源乘用车行业销量 (万辆)	3
图 2: 前四车企新能源销量增速及新能源乘用车行业增速 (%)	3
图 3: 上汽自主品牌新能源汽车销量 (辆) 及增速 (%)	4
图 4: 2018 年 1-4 月分车型累计销量占比 (%)	4
图 5: 乘用车平均价格及城镇居民人均可支配收入 (万元)	4
图 6: 上汽集团单车净利润 (元) 及净利润 (亿元)	4
图 7: 中国汽车市场集中度 (%)	5
图 8: 上汽集团汽车销量市占率 (万辆; %)	5
表 1: 中国前十车企市占率 (%)	6
表 2: 上汽“新四化” 规划和进展情况	7

1. 自主品牌新能源销量大幅增长 创历史新高

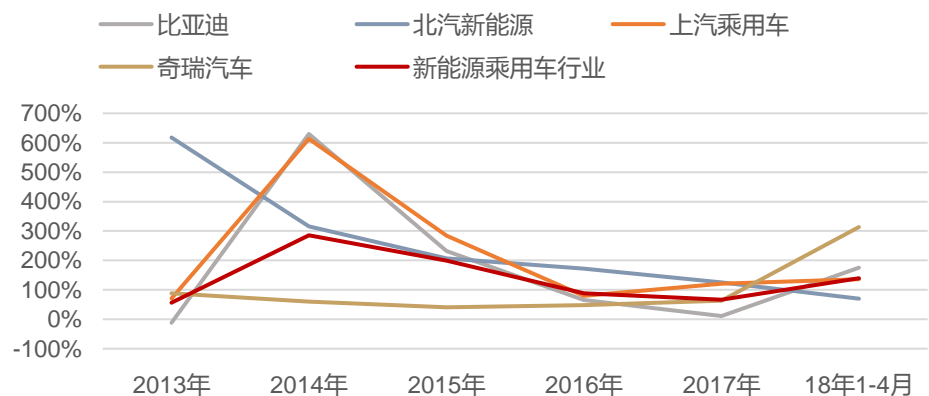
上汽自主品牌新能源汽车销量逐年增长，增幅大于行业平均水平。新能源乘用车行业自2013年起至今呈上行趋势，在行业趋势的带动下，加之车企推出的几款车型受到消费者青睐，车企销量大幅度增长，从不足500辆至2017年底实现销量44,236辆，且增幅大于行业平均增长速度。2017年实现增速120.99%，远高于行业增速66.66%。

图 1：上汽自主新能源及新能源乘用车行业销量（万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 2：前四车企新能源销量增速及新能源乘用车行业增速（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

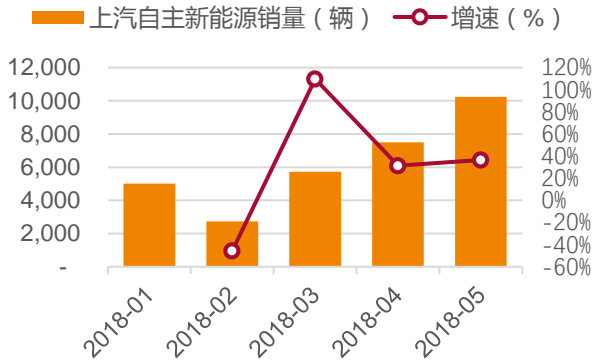
上汽自主品牌新能源汽车销量猛增，再创新高。自主品牌新能源5月销量高达10246辆，同比增长380%，环比增长37%。截止5月自主品牌新能源汽车销量累计31,212辆，达到2017年全年销量的71%。

全系列车型大获丰收，车型覆盖纯电动、插电混动各类车型。其中，PHEV车型本月销量为6,941辆，占比67.7%，插电混动SUV车型——荣威eRX5本月销量达到3,030台，18年销量突破1万台。EV车型本月销量为3,305辆，占比32.3%。纯电动车以荣威Ei5为代表，实现本月销量2,996台。

电动车普及度进一步改善。我们认为，以上汽为首的新能源车企车型集中于A、B级轿车/SUV，与传统A00、A0级新能源车为主的车企相比，除补贴、地方牌照优势外，更需要

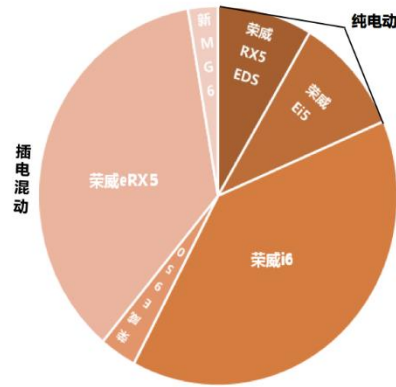
需求端消费者对新能源车本身的认可，上汽的突破证明了需求端对新能源车普及度进一步提升。

图 3：上汽自主品牌新能源汽车销量（辆）及增速（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 4：2018 年 1-4 月分车型累计销量占比（%）



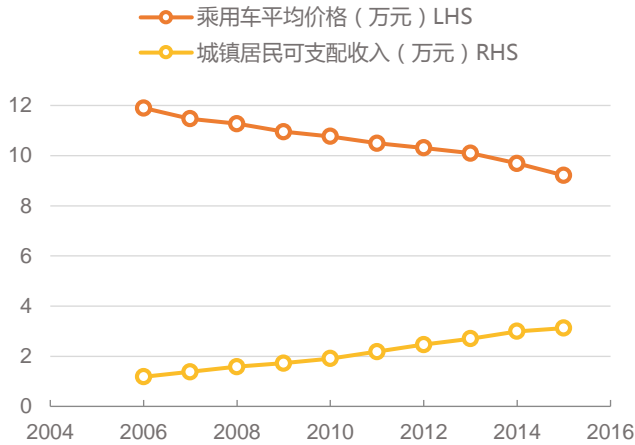
资料来源：乘联会，天风证券研究所

2. 消费升级利好龙头发展 “合资+自主” 整车制造业务稳健

2.1. 消费结构升级 提高龙头车企利润

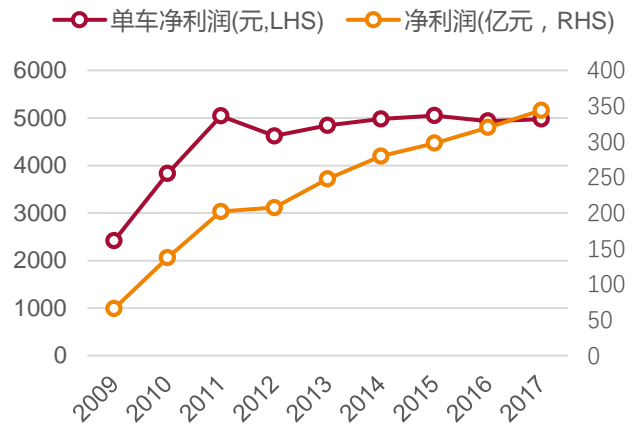
居民可支配收入的增长提升居民消费能力，为汽车消费市场的发展奠定基础。城镇居民的人均可支配收入从 2006 年的 1.2 万元逐年增长至 2016 年达到 3.4 万元，2006 至 2016 年 CAGR 为 12.5%。随着居民收入和生活水平的提升，居民消费需求与消费结构升级，新车市场需求空间依然较大。

图 5：乘用车平均价格及城镇居民人均可支配收入（万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：上汽集团单车净利润（元）及净利润（亿元）

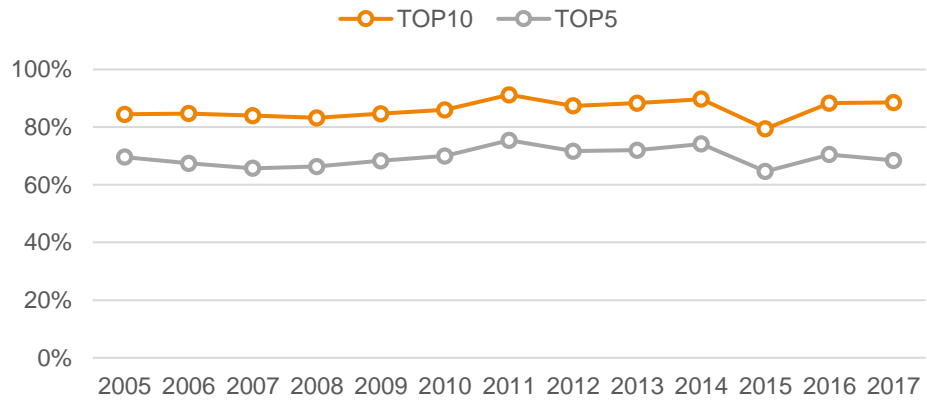


资料来源：wind，天风证券研究所

消费结构升级，龙头企业单车净利润提高。目前，我国汽车市场处于消费结构升级的关键时期，汽车产业发展较快，汽车消费市场潜力巨大。2013-2016 年，德美日系主要合资品牌汽车销量稳定增长，2016 年销量超 1,300 万辆，同比增速达 13.2%。2013-2016 年，在首购需求的推动下，自主品牌销量也得到了长足增长，2016 年销量达到 943 万辆，并连续三年维持超 25.0% 的同比增速。随着消费结构的进一步升级，换车需求和汽车收购需求的共同作用下，龙头车企的单车净利润实现增长，推动集团净利润的稳步提升。

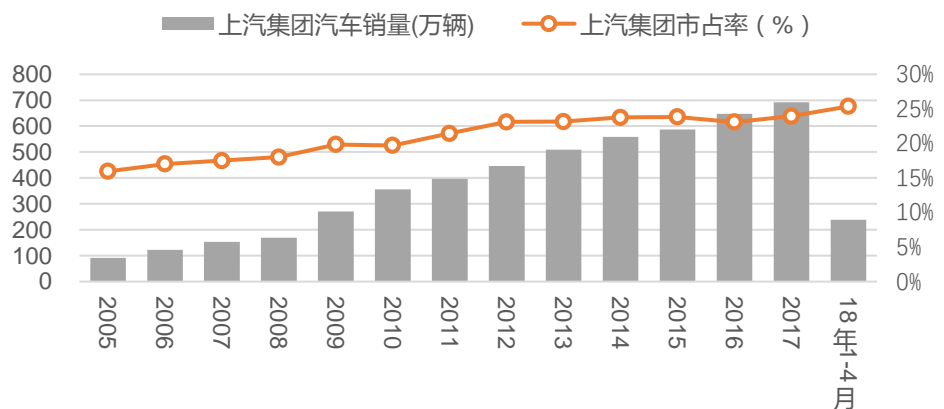
行业集中度逐步提高，上汽龙头地位稳固。2008年以来，我国汽车产业内部整合和分化速度加快，产业集中度迅速攀升，2017年以上汽集团、东风汽车、一汽集团、长安汽车为首的前十二大汽车集团市场占有率92%，前十大厂商市场占有率为88.5%，高度的产业集中推动汽车行业整体规模效应进一步凸显。上汽集团的市场占有率稳中有升，2010年以来基本保持在20%-25%，2017年销量693万辆，市占率23.2%。上汽规模持续扩大，龙头地位稳固，有助于其发挥规模效应，降低成本；同时加强在产业链内的话语权。

图 7：中国汽车市场集中度（%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 8：上汽集团汽车销量市占率（万辆；%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

2.2. 上汽传统整车制造业务稳健 “合资+自主” 携手共进

传统整车制造业务稳健，整车销售稳居榜首。2017年上汽集团总汽车销量693万辆(+6.8%)，市占率高达23.2%，稳居国内第一位，同比提升1.7个百分点。2018年1-4月累计销量239万辆，累计同比增加10.86%，市场占有率进一步提升，达到25%。且上汽大众、通用、五菱和自主均稳占市场前十。2018年1-4月，上汽大众、通用市占率稳定在8%及以上；自主品牌市占率持续提升至3.3%。

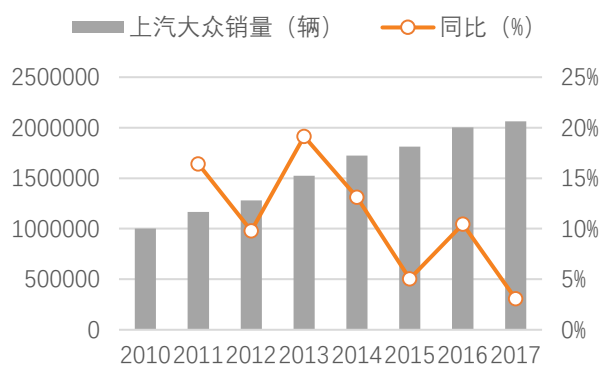
表 1：中国前十车企市占率（%）

排名	2018-01		2018-02		2018-03		2018-04	
	车企	市占率	车企	市占率	车企	市占率	车企	市占率
1	一汽-大众	9.7%	上汽通用五菱	9.2%	上汽大众	8.2%	上汽通用	8.9%
2	上汽大众	8.7%	上汽通用	8.3%	一汽大众	8.1%	上汽大众	8.4%
3	上汽通用	8.3%	上汽大众	8.3%	上汽通用	7.6%	一汽大众	7.9%
4	上汽通用五菱	7.1%	一汽-大众	7.7%	上汽通用五菱	6.9%	吉利	6.7%
5	吉利	6.3%	吉利	7.5%	吉利	5.6%	东风日产	5.5%
6	长安汽车	4.7%	长安汽车	4.8%	东风日产	5.3%	通用五菱	5.4%
7	东风日产	4.6%	东风日产	4.4%	长安汽车	5.1%	北京现代	3.7%
8	长城汽车	4.0%	长城汽车	3.5%	长城汽车	3.4%	长安汽车	3.6%
9	一汽丰田	3.4%	上汽乘用车	3.2%	北京现代	3.1%	长城汽车	3.6%
10	上汽乘用车	3.0%	一汽丰田	2.7%	一汽丰田	2.9%	上汽乘用车	3.3%

资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

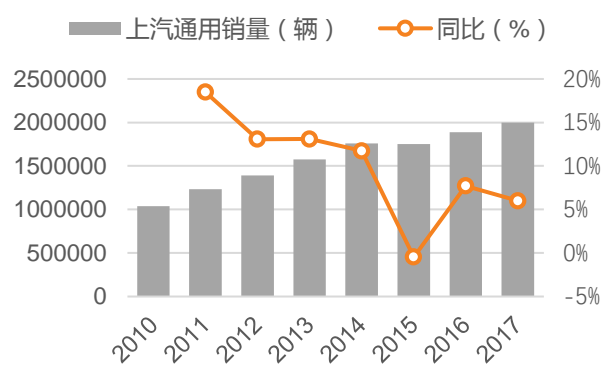
合资品牌市场地位稳定。 上汽大众/上汽通用 2017 年全年销量 206/200 万辆，同比增长 3%/6%。上汽大众产品周期重新开启，高端 SUV 途观 L/途昂导入加速，上汽通用依靠凯迪拉克上升通道提升产品结构，合资两大巨头市场战略迎合汽车消费升级大逻辑；上汽通用五菱上汽 2017 年整车年销量排名全国第一，并且加速海外布局，增量可期；

图 5：上汽大众年度销量（辆）及同比（单位：%）



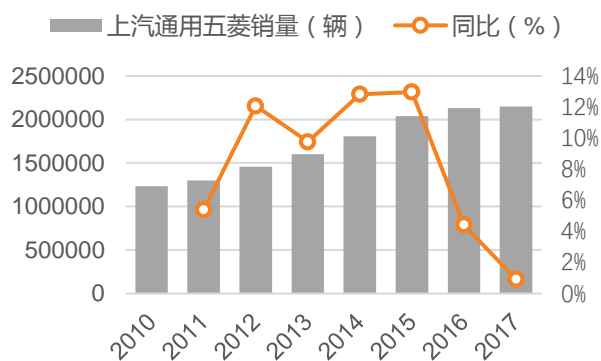
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：上汽通用年度销量（辆）及同比（单位：%）



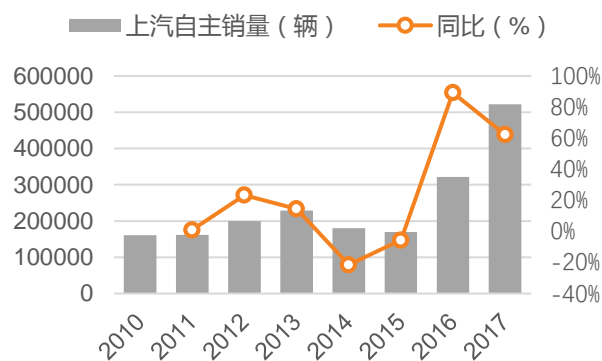
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：上汽通用五菱年度销量（辆）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：上汽自主年度销量（辆）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

自主品牌发展迅速，在整体销量占比持续提升。“荣威+名爵”2017 年全年销量 52 万辆，同比增长 62%，主要受益于多款明星产品终端靓丽表现，其中包括荣威 RX5、i6 以及名爵 ZS；新产品规划完整，加大“智能化、电动化”的产品和品牌升级。

3. 加速“新四化”转型布局 打造未来新车企

2016 年，上汽提出“十三五”要进行“新四化”转型，在做大自主品牌规模的同时，重视发展互联网、新能源、智能驾驶、共享化业务。在深耕“新四化”技术研发，依托自身优势，上汽携手英特尔、阿里巴巴、华为、移动及宁德时代等产业巨头迈向转型道路，新一轮汽车技术升级，上汽集团站在时代的前沿，并扩张领先优势。

2018 年，上汽“新四化”的表述演变为“电动化”、“智能网联化”、“共享化”和“全球化”。上汽在原来的基础上加入“全球化”，立足于四化融合深入，结合“一带一路”的战略路线，加快国际经营，建设海外品牌，拓展全球市场，提高品牌的全球认可度和竞争力。

表 2：上汽“新四化”规划和进展情况

四化项目	释义	进程	目标
电动化	发展新能源技术	拥有纯电动、插电混动和燃料电池三条技术路线； 掌握“三电”核心技术，第二代电驱关键技术取得突破，自主电池管理系统 BMS 实现量产	十三五期间，新能源研发总投入 200 亿； 2020 年自主和合资新能源车年销量超过 60 万辆，占全国新能源车市场份额超 20%，其中自主新能源车超 20 万辆
智能化	致力于“活的互联网汽车”	完成互联网汽车平台的初步搭建； 推出互联网汽车荣威 RX5、荣威 i6、名爵 ZS、上汽大通 T60 皮卡	携手阿里打造“自我进化”的互联网汽车，形成汽车产品和服务融合的生态圈
网联化	将结合互联网思维，让不同阶段自动驾驶的“黑科技”，加快在后续产品上的阶段性应用； 城市公交智能出行	实现了基于 LTE-V 的 V2X 功能在荣威 RX5 上的集成开发； 启动了支持智能驾驶产品开发的算法软件技术自主布局，以及基于具有自主迭代功能的智能汽车整车控制平台的自主开发工作； 与英特尔合作研发自动驾驶汽车	至 2020 年，实现结构化和非结构化道路的自动驾驶功能，2025 年实现全环境下的自动驾驶； 实现单车智能 L4 级技术； 携手华为、中移动开发 V2X 技术，打造智慧交通体系
共享化	瞄准新能源分时共享领域，打造全球最大的共享运营服务提供商	成立环球车享（上汽持股 51%），成为国内规模最大的新能源汽车分时租赁运营企业； 截至 2016 年底，环球车享业务覆盖全国 23 个城市，运营车辆超 8,400 辆，服务的分时租赁会员超 33 万，车辆平均每天使用时长 2.8 小时以上	至 2020 年，覆盖全国超过 100 个城市，运营车辆 30 万辆，打造全球最大的新能源车分时租赁运营服务平台
全球化	加快国际经营，建设海外品牌，拓展全球市场	2017 年，上汽正大泰国新工厂竣工投产；海外首款车联网产品 MG ZS 成功上市； 上汽印尼基地竣工投产，首款产品 Conifero S 上市销售；	结合“一带一路”战略，由近到远、先易后难，首先布局东南亚、聚焦新兴市场，然后再推广到中东、南美，最终在美国、欧洲市场占据一定份额。

MG 印度公司完成 Halol 工厂交接, 工厂改造和地产化等工作加快推进。

2017 年公司实现整车出口和海外销售 17 万辆, 同比增长 31.8%, 整车出口销量继续蝉联全国第一

资料来源: 公司公告, 搜狐汽车, 天风证券研究所

4. 投资建议

“中国消费升级, 汽车龙头扩张”的价值首选。面对关税下调、股比放开等影响, 上汽彰显经营管理竞争优势; 自年初以来, 销售数据从未疲软, 每一轮行业利空下的情绪恐慌造成市场错杀终将修复。业绩稳定增长且分红预期不减, 预计 18-20 年增速分别为 9%/11%/10%, EPS 3.20/3.53/3.90 元, 对应 PE 11/10/9 倍, 维持“买入”评级, 6 个月目标价 38.40 元。

5. 风险提示

汽车关税下调挤压国产车价格及利润空间; 车市下行风险; 车型销量不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	105,932.54	121,611.12	145,470.79	157,982.61	166,125.31
应收账款	37,622.81	43,882.01	45,054.93	55,200.11	53,267.59
预付账款	20,529.66	29,835.19	19,420.06	35,324.15	26,642.09
存货	37,039.78	50,041.76	49,253.80	57,945.02	60,842.96
其他	129,820.78	144,578.44	164,067.80	149,449.44	177,008.22
流动资产合计	330,945.56	389,948.53	423,267.38	455,901.33	483,886.16
长期股权投资	62,677.19	67,500.22	68,870.42	72,154.00	75,312.94
固定资产	47,053.91	58,226.66	68,870.28	79,495.17	91,597.14
在建工程	13,266.06	16,476.97	14,721.34	13,522.51	12,769.32
无形资产	10,796.44	11,747.04	12,701.70	13,513.26	13,997.91
其他	79,668.93	101,056.61	96,683.07	92,915.49	93,744.98
非流动资产合计	213,462.52	255,007.50	261,846.81	271,600.44	287,422.29
资产总计	590,628.14	723,533.13	771,549.00	822,580.06	875,894.57
短期借款	8,728.15	15,717.40	49,290.77	6,000.00	6,000.00
应付账款	150,098.35	180,161.16	190,868.29	230,446.70	237,752.20
其他	138,654.88	195,093.95	192,741.61	214,556.53	219,602.57
流动负债合计	297,481.37	390,972.51	432,900.67	451,003.23	463,354.77
长期借款	4,285.99	6,894.02	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	14,160.13	7,071.85	7,779.04	8,556.94	9,412.64
其他	39,604.27	46,488.93	48,813.38	51,254.05	53,816.75
非流动负债合计	58,050.39	60,454.81	58,592.42	61,810.99	65,229.39
负债合计	355,531.76	451,427.31	491,493.09	512,814.23	528,584.16
少数股东权益	43,175.40	46,770.51	60,364.23	75,346.85	92,067.76
股本	11,025.57	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	39,807.25	54,868.43	50,616.25	48,823.24	51,435.97
留存收益	168,854.79	197,309.56	208,008.22	222,735.53	243,559.19
其他	(27,766.63)	(38,526.15)	(50,616.25)	(48,823.24)	(51,435.97)
股东权益合计	235,096.37	272,105.82	280,055.91	309,765.84	347,310.41
负债和股东权益总	590,628.14	723,533.13	771,549.00	822,580.06	875,894.57

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43,961.96	47,116.10	37,377.11	41,300.81	45,527.32
折旧摊销	7,899.33	9,084.51	3,835.66	4,655.99	5,577.72
财务费用	739.76	1,394.19	1,424.12	621.31	(1,228.81)
投资损失	(30,572.26)	(30,811.61)	(32,352.19)	(32,999.23)	(33,659.22)
营运资金变动	2,906.03	25,806.45	7,638.43	44,074.03	(3,796.09)
其它	(13,557.89)	(28,288.56)	11,120.25	15,417.36	17,187.70
经营活动现金流	11,376.93	24,301.07	29,043.38	73,070.26	29,608.61
资本支出	17,385.87	21,921.41	11,353.86	12,452.94	14,848.44
长期投资	3,657.52	4,823.03	1,370.20	3,283.58	3,158.94
其他	5,393.11	(37,656.22)	4,110.73	(8,331.67)	(18,011.29)
投资活动现金流	26,436.50	(10,911.78)	16,834.78	7,404.85	(3.91)
债权融资	35,847.89	46,620.04	69,264.69	28,492.03	30,434.88
股权融资	1,458.18	20,556.84	(21,557.55)	(1,949.11)	4,376.75
其他	(43,447.82)	(67,667.95)	(69,725.63)	(94,506.22)	(56,273.64)
筹资活动现金流	(6,141.75)	(491.08)	(22,018.49)	(67,963.30)	(21,462.01)
汇率变动影响	18.27	15.70	16.58	16.85	16.37
现金净增加额	31,689.96	12,913.91	23,876.24	12,528.67	8,159.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.17	870,639.43	969,805.26	1,072,039.0	1,166,992.8
营业成本	650,218.11	742,382.41	824,509.89	913,695.17	991,480.02
营业税金及附加	7,520.72	7,881.68	8,728.25	9,648.35	10,502.94
营业费用	47,503.42	61,121.68	68,856.17	73,970.69	82,273.00
管理费用	28,258.36	31,301.21	33,943.18	38,593.40	42,011.74
财务费用	(332.32)	143.23	1,424.12	621.31	(1,228.81)
资产减值损失	3,209.47	3,739.59	3,851.78	3,967.34	4,046.68
公允价值变动收益	(10.02)	(4.34)	(2,473.47)	434.75	466.78
投资净收益	30,590.53	30,827.31	32,368.76	33,016.08	33,675.59
其他	(58,975.10)	(60,863.34)	(61,957.29)	(63,482.46)	(65,102.40)
营业利润	48,433.00	54,109.99	58,387.16	64,993.59	72,049.70
营业外收入	3,313.77	868.57	800.00	500.00	500.00
营业外支出	1,254.31	717.54	600.00	800.00	1,000.00
利润总额	50,492.46	54,261.01	58,587.16	64,693.59	71,549.70
所得税	6,530.50	7,144.92	7,616.33	8,410.17	9,301.46
净利润	43,961.96	47,116.10	50,970.83	56,283.42	62,248.23
少数股东损益	11,953.35	12,705.76	13,593.72	14,982.61	16,720.91
归属于母公司净利润	32,008.61	34,410.34	37,377.11	41,300.81	45,527.32
每股收益(元)	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	12.82%	15.10%	11.39%	10.54%	8.86%
营业利润	11.12%	11.72%	7.90%	11.31%	10.86%
归属于母公司净利润	7.43%	7.50%	8.62%	10.50%	10.23%
获利能力					
毛利率	14.04%	14.73%	14.98%	14.77%	15.04%
净利率	4.23%	3.95%	3.85%	3.85%	3.90%
ROE	16.68%	15.27%	17.01%	17.62%	17.84%
ROIC	1048.37%	-322.53%	-124.22%	-140.93%	-81.52%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	60.20%	62.39%	63.70%	62.34%	60.35%
净负债率	88.71%	78.55%	101.12%	89.34%	93.96%
流动比率	1.11	1.00	0.98	1.01	1.04
速动比率	0.99	0.87	0.86	0.88	0.91
营运能力					
应收账款周转率	21.00	21.36	21.81	21.39	21.52
存货周转率	20.37	20.00	19.53	20.00	19.65
总资产周转率	1.37	1.33	1.30	1.34	1.37
每股指标(元)					
每股收益	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90
每股经营现金流	0.97	2.08	2.49	6.25	2.53
每股净资产	16.43	19.29	18.80	20.06	21.85
估值比率					
市盈率	13.02	12.11	11.15	10.09	9.15
市净率	2.17	1.85	1.90	1.78	1.63
EV/EBITDA	0.90	1.68	2.46	1.52	1.31
EV/EBIT	1.03	1.95	2.62	1.63	1.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com