

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2018年08月06日

7月大众穿越淡季逆势增长，“新四化”战略硕果累累

事件

公司发布2018年7月产销快报：单月销售汽车48万辆，同比+6.36%；其中，上汽乘用车4.8万辆，同比+29.79%；上汽大众15万辆，同比+15.23%；上汽通用14万辆，同比-5.31%；上汽通用五菱13万辆，同比+0.06%。18年前7个月累计销售汽车400万辆，同比+10.32%。

点评

合资品牌大众穿越周期逆势增长，通用符合预期销量稍有滑落。

- 1) 上汽大众7月销量15万辆，同比+15%；SUV+轿车”双重发力，15%单月同比增速说明上汽在汽车小年行业淡季有穿越周期的趋势，龙头扩张特征明确；
- 2) 上汽通用7月销量14万辆，同比-5%；通用产品结构调整，继续向高端化进军，增长引擎凯迪拉克17年基数较高，因此整体增长较为乏力。

自主新能源连续3个月销量过万，Marvel X有望成为爆款产品。上汽自主新能源汽车7月销量为10,430辆，同比增长159%，连续3个月销量破万。作为荣威品牌的集大成者，Marvel X在综合配置、性价比、外形、内饰、智能化与网联化等方面在国内智能SUV优势突出，有望成为2018年智能SUV爆款产品。

“新四化”战略成果硕果，股东分红颇丰。2018《财富》世界500强名单公布，上汽集团以1288亿美元的营业总收入雄踞第36名，总市值成功跃上4,000亿元大关，并在“新四化”领域取得一系列重大的创新成果。7月，上汽发布《2017年年度权益分派实施公告》，每股含税分红达到1.83元，同比去年1.65元增长10%，共计派发现金红利214亿元。

投资建议

“中国消费升级，汽车龙头扩张”的价值首选。重申公司核心逻辑：1) 18年面对关税下调、股比放开等影响，上汽彰显优秀车企的经营管理竞争优势；2) 汽车小年龙头扩张，消费升级大潮，上汽集中受益，推动单车价格、净利双升；3) 横向比较整车厂，净现金流、研发投入领跑行业，电动变革扩张竞争优势，壁垒奠定未来长期估值溢价。18年销售数据亮眼，自主新能源车再创新高，市场情绪恐慌下的股价错杀终将逐步修复。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 9/8/7倍，维持“买入”评级，6个月目标价38.40元。

风险提示：乘用车市场下行风险；车型销量不及预期；新车型上市进程不及预期。

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	29.07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)	339,638.22
流通A股市值(百万元)	334,404.79
每股净资产(元)	20.06
资产负债率(%)	61.74
一年内最高/最低(元)	37.66/28.76

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

- 1 《上汽集团-公司点评:中国智能SUV先行者，Marvel X全面挑战特斯拉》
2018-07-29
- 2 《上汽集团-公司点评:6月自主销量增速超6成，奥迪入驻豪车预期兑现》
2018-07-05
- 3 《上汽集团-公司深度研究:优势壁垒业内无人能及，长期赋予龙头估值溢价》
2018-06-20

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)	10.61	9.87	9.09	8.22	7.46
市净率(P/B)	1.77	1.51	1.55	1.45	1.33
市销率(P/S)	0.45	0.39	0.35	0.32	0.29
EV/EBITDA	0.90	1.68	1.25	0.42	0.30

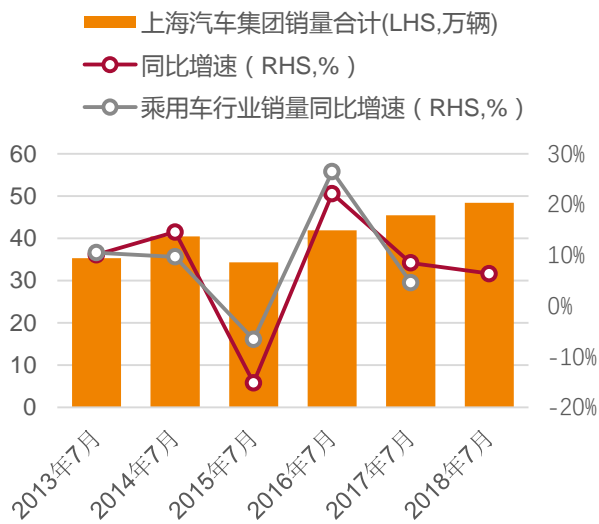
资料来源：wind，天风证券研究所



1. 前 7 月销量超 400 万辆，增速持续领先行业平均水平

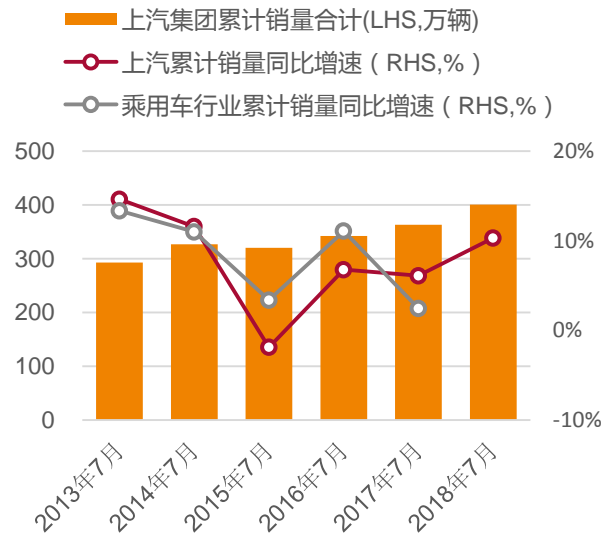
累计销量稳健增长，增速超行业平均水平。上汽集团 7 月销量为 48 万辆，1-7 月累计销量达 400 万辆，在 7 月份车市淡季阶段，仍保持 10.32% 增速。17 年 4 月份之后，上汽累计销量增速开始反超行业平均水平，其后优势逐步增大。

图 1：上汽集团销量、同比增速及行业增速（单位：万辆，%，%）



资料来源：中汽协，公司公告，天风证券研究所

图 2：上汽集团累计销量、同比增速及行业增速（单位：万辆，%，%）



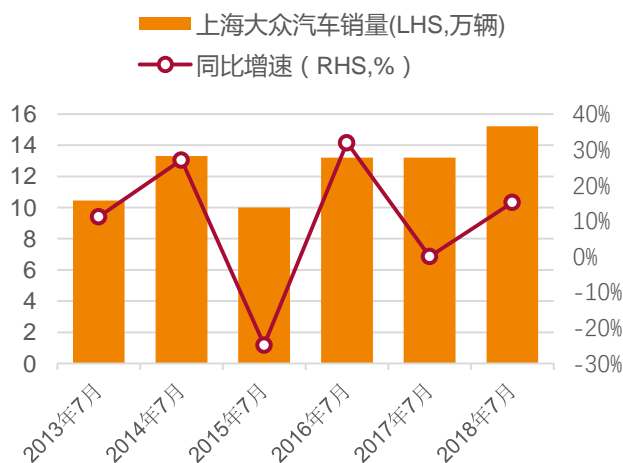
资料来源：中汽协，公司公告，天风证券研究所

上汽大众销量增速回升。根据乘联会数据，上半年上汽大众累计销售 102 万辆，位列国内乘用车市场第一，其中大众朗逸以 22 万辆的销量数据在上半年轿车销量排行中位居第一。7 月份，上汽大众销量为 15.22 万辆，同比增长 15.23%，相比 6 月 1.16% 增速高出近 14 个百分点。

上汽通用增速放缓，别克品牌挑战加剧。7 月份上汽通用销售 13.5 万辆，同比下降 5.31%，环比下降 3.43%。上汽通用销量放缓主要因为别克品牌销售稍有疲软，且增长引擎凯迪拉克 17 年基数较高。今年上半年，三大品牌别克、雪佛兰、凯迪拉克销量分别为 51 万辆、33 万辆、11 万辆，增长率分别为 -6.36%、40.45%、38.50%。

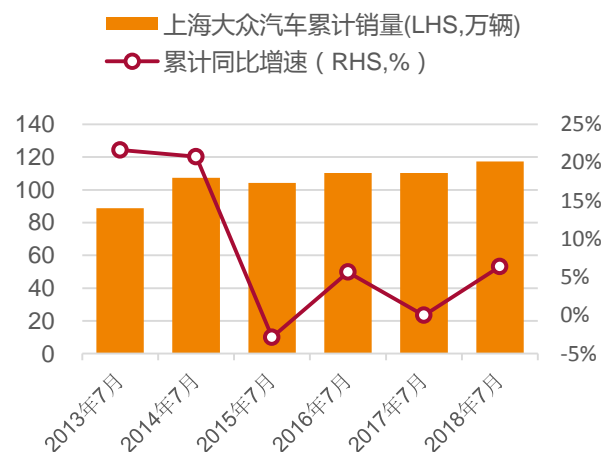
自主品牌保持高速增长。上汽乘用车 7 月销售 4.8 万辆，1-7 月累计销售 40.7 万辆，累计同比增长 50.40%，连续 31 个月累计增速超 50%。其中 RX5 以 11.7 万辆的销量贡献最大，同时 RX8 自 4 月上市以来也在持续逐步放量。

图 3：上海大众汽车销量及同比增速（单位：万辆，%）



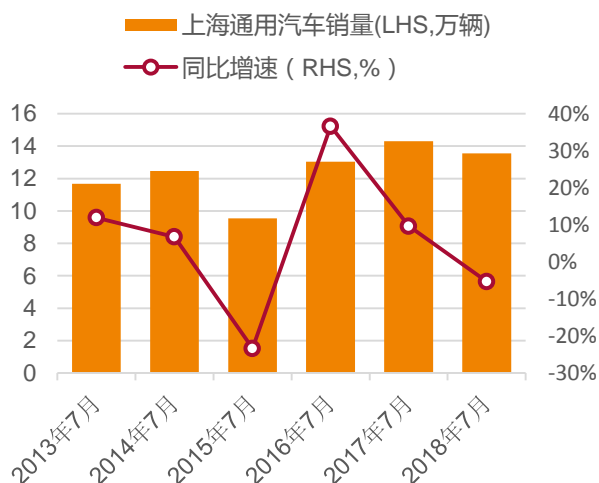
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：上海大众汽车累计销量及累计同比增速（单位：万辆，%）



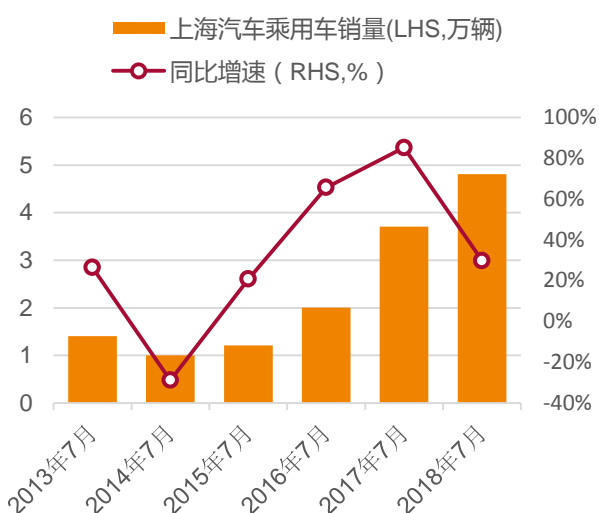
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：上海通用汽车销量及同比增速（单位：万辆，%）



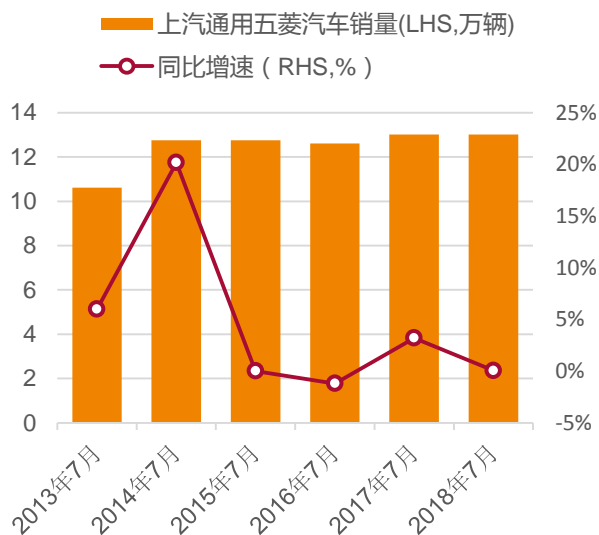
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：上海汽车乘用车销量及同比增速（单位：万辆，%）



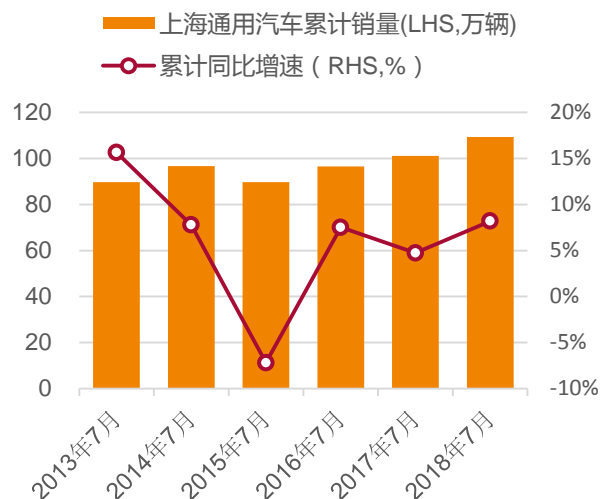
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：上汽通用五菱销量及同比增速（单位：万辆，%）



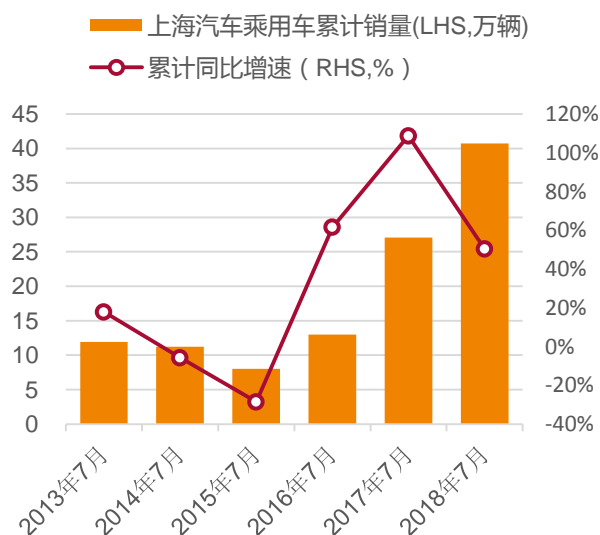
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：上海通用汽车累计销量及累计同比增速（单位：万辆，%）



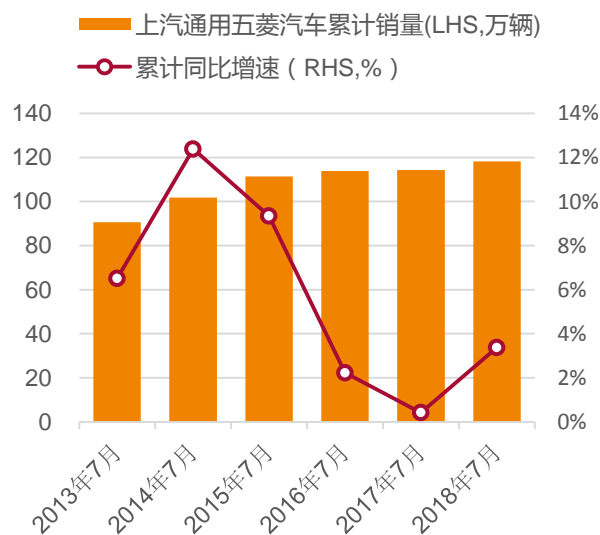
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：上海汽车乘用车累计销量及累计同比增速（单位：万辆，%）



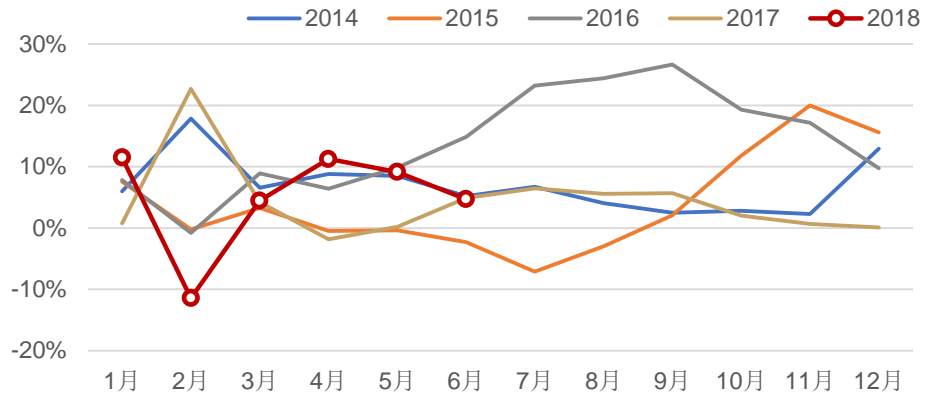
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：上汽通用五菱累计销量及同比增速（单位：万辆，%）



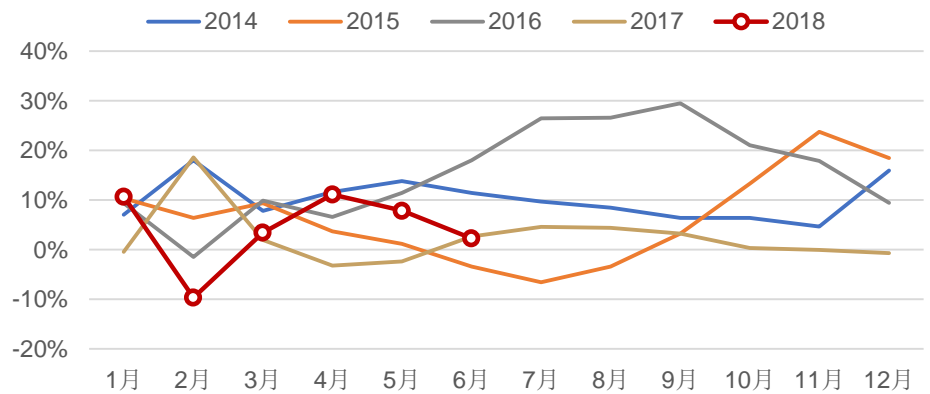
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2014-2018 年汽车行业销量同比增速（单位：%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 12：2014-2018 年乘用车行业销量同比增速（单位：%）



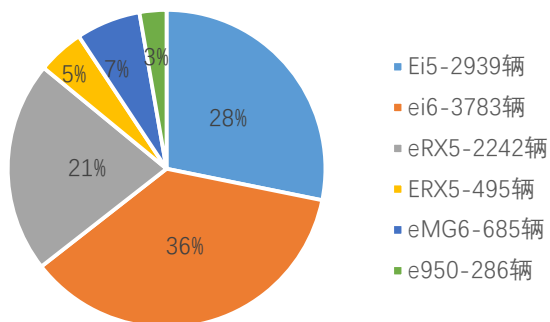
资料来源：乘联会，天风证券研究所

2. 自主新能源连续 3 个月销量过万，Marvel X 有望成为爆款

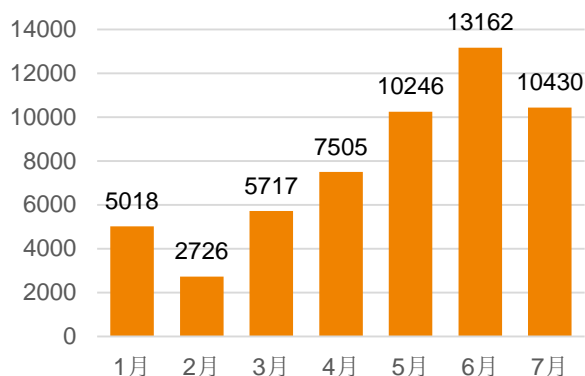
上汽自主新能源汽车连续 3 个月销量破万。上汽自主新能源汽车 7 月销量为 10,430 辆，同比增长 159%，累计销售量 54,805 辆。其中 PHEV 销量 6,996 辆，占比 67.1%；EV 车型销量为 3,434 辆，占比 32.9%。荣威 ei6 是 7 月销量冠军达 3,783 辆，凭借低能耗、高性价比，力压 eRX5 成为上汽自主品牌中最受欢迎的插电混动车型。

图 13：7 月上汽自主新能源汽车销量结构（单位：辆）

图 14：18 年 1-7 月上汽自主新能源汽车销量（单位：辆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

18年下半年，名爵品牌将推出名爵 ZS 纯电版，车型定位小型 SUV，将与燃油版保持一致，同时又是一辆互联网汽车，系统配备语音操作、在线支付、在线听歌等功能。荣威品牌纯电动智能超跑 SUV Marvel X 将于 9 月上市，已于 6 月 29 日开启预定。

表 1：上汽荣威、名爵品牌 18 年下半年上市新车

车型	类型	上市时间
名爵 HS	紧凑型 SUV	9 月
名爵 ZS 1.3T(新增)	小型 SUV	10 月
名爵 ZS 纯电版	小型纯电动 SUV	年底前
荣威 Marvel X	纯电动中长型 SUV	9 月
荣威 AP31 (内部代号)	紧凑型轿车	年底前

资料来源：公司官网，天风证券研究所

“三个过硬+五个第一”，荣威 Marvel X 缔造中国智能 SUV 先行者，具有爆款产品潜质。 AR 增强现实技术、3.0 版本互联网汽车斑马智行系统的量产车、AI Pilot 智能驾驶辅助系统、19.4 英寸超大中控屏、大面积皮革包裹设计……，都是这款代表未来发展趋势的新车所展现“新”的地方。作为荣威品牌的集大成者，Marvel X 在综合配置、性价比、外形、内饰、智能化与网联化等方面在国内智能 SUV 中优势突出，有望成为 2018 年智能 SUV 爆款产品。

三个“过硬”包括：1) 设计过硬，保留了概念车 90%的设计；2) 性能过硬，比肩百万级超跑；3) 服务过硬，尊崇售后体验。五个“第一”涵盖全球第一台搭载“AR 增强现实技术”、搭载 3.0 版本互联网汽车斑马智行系统、搭载全方位智能迎宾系统、会自己找车位、自己泊车入库的量产车。

表 2：上汽荣威 Marvel X 黑科技一览表

Marvel X 黑科技		详述
五项全球第一	全球第一台搭载“AR 增强现实技术”的量产车	AR-Driving 实景驾驶辅助系统。AR 增强实景导航+AR 增强安全辅助，使得导航路径与现实环境完美结合，并且实现车道级导航，使前行、变道、转弯路线更加精准。
	全球第一台搭载 3.0 版本互联网汽车斑马智行系统的量产车	互联网汽车智能系统 (3.0) - 基于 Alios 的斑马智行解决方案以全新 Fast-Dock 专属 UI 界面设计，满足同时执行多个任务的需求。功能全面进化的智能语音车控系统，通过语音指令便能完成调动导航、空调、灯光、多媒体娱乐等功能。
	全球第一套全方位智能迎宾系统	当走进 Marvel X，其流光展翼 LED 灯组率先被唤醒，随后自感应隐藏式门把手自动感应弹出，进入迎宾模式。打开车门，座椅自动调整至理想入座状态，更有智能全彩 64 色韵律氛围灯和斑马语音系统致以温馨的问候。

	全球第一台搭载无线智能给电系统的纯电动车	除了支持 220V 家用充电外，Marvel X 还能够实现无线充电功能，为全球首款，让电动汽车进入“无线时代”。
	全球第一台会自己找车位、自己泊车入库的量产车	AI Parking 全功能智能泊车辅助系统，利用人工智能技术与大数据，使科幻大片中的场景进入现实生活。
其它	AI-Pilot 智能辅助系统（AI Cruise 全速段智能巡航+AI Parking 全功能智能泊车辅助+All-time Safety 全时主动安全智能辅助）	AI Cruise 系统能实现无需任何操作，能够主动跟随前车直行，转弯甚至自动加速和减速；All-time Safety 全时主动安全辅助系统，搭载十大前瞻安全科技，保护驾驶员和乘客防患于未然。
	360 度感知系统	5 个高清摄像头，3 个毫米波雷达和高达 12 个超声波雷达，实现 Marvel X 的 360 度全视角感知。
	iBooster 智能电控制动系统	博世 iBooster 智能电控制系统，一改传统真空助力器对真空的依赖，以点击驱动液压制动，响应快速，且节省能量。
	Slim Air 隐藏式智能热泵空调	隐藏式出风口+智能电动扫风+热泵设计，人性化设计实现吹风角度的自动调整，且大幅节省能耗。

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

3. “新四化”战略布局硕果累累，股东分红颇丰

上汽连续 14 次入围世界 500 强，“新四化”战略成果丰硕。日前，2018《财富》世界 500 强名单公布，上汽集团以 1288 亿美元的营业总收入雄踞第 36 名，比 2017 年提升 5 名。在全球汽车行业中名列第 7，在中国车企中排名第一，连续 14 次入选世界 500 强。通过努力建设创新策源能力，上汽发展能级全面提升，在行业内形成强大的先发优势，由此上汽总市值也成功跃上 4,000 亿元大关（截止 2018 年 6 月末），并在“新四化”领域取得一系列重大创新成果。

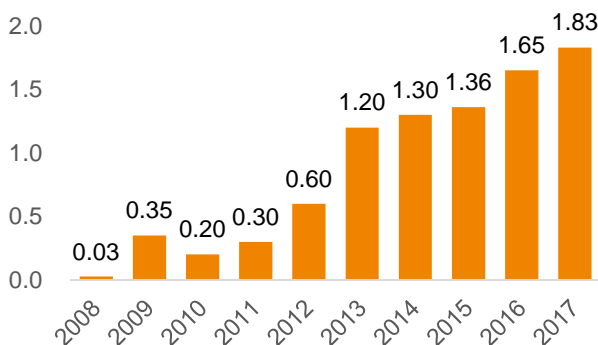
表 3：上汽“新四化”战略布局成果丰硕

	成果	销量数据
电动化	掌握核心“三电技术”，目前上汽正全力推动第二轮“三电”核心技术创新，实现核心技术研发升级。	上半年上汽新能源车销量达到 5.7 万辆，同比增长 275%，增长速度是市场平均水平的 2 倍多。
智能网联化	成立了国内汽车行业首个人工智能实验室，发布国内智能网联化领先车型-荣威 MARVEL X。	自 2016 年上汽与阿里携手推出全球首款互联网汽车荣威 RX5 以来，上汽互联网汽车累计销量已突破 70 万辆，成为互联网汽车的标杆。
共享化	成立“赛可出行”网约车公司，积极探索国内共享汽车市场；推出全球最大的新能源分时租赁运营企业——“环球车享”。	分时租赁业务已覆盖国内 63 座城市，上牌运营车辆达到 2.8 万辆，上线网点超过 12000 个，注册会员总数累计 275 万人，每天平均 1 秒钟处理一个订单。
国际化	已经在泰国、印尼和印度建立了生产基地；在英国、以色列等地成立研发创新中心；在中东、南美、东盟、澳洲、欧洲等重要区域市场，建成 13 个海外营销服务中心，产品批量进入英国、澳大利亚、新西兰、爱尔兰、德国等发达国家市场。	2016 年和 2017 年上汽海外销售连续两年排名全国第一。2018 年上半年，上汽海外销售近 13 万辆，实现销量翻番，已形成了泰国、澳新、南美等多个“万辆级市场”。

资料来源：上汽官网，天风证券研究所

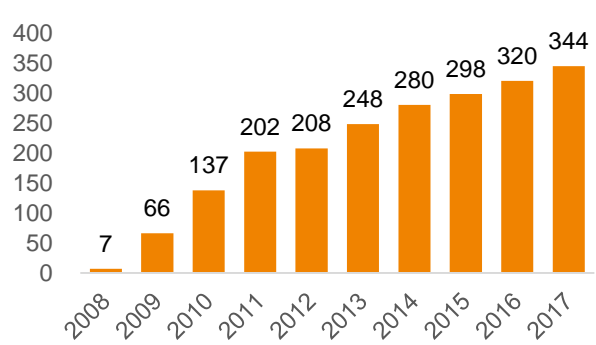
稳健的归属母公司净利润，国内上市车企分红标杆。在市场经济环境下，评价企业经营发展状况很重要的标准之一是其为投资者带来收益多少。根据国内车企近日公布的《2017 年年度权益分派实施公告》，上汽集团的每股含税分红最高，达到 1.83 元，同比去年 1.65 元增长 10%，共计派发现金红利 214 亿元。根据上汽集团 2017 年财报数据，上汽集团 2017 年归属上市公司股东净利润达到 344 亿，同比增长 7.51%。

图 15：2008-2018 年上汽集团每股税前分红(单位：元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2008-2018 年上汽集团归属母公司净利润(单位：亿元)



资料来源：Wind，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。重申公司核心逻辑：1) 18 年面对关税下调、股比放开等影响，上汽彰显优秀车企的经营管理竞争优势；2) 汽车小年龙头扩张，消费升级大潮，上汽集中受益，推动单车价格、净利双升；3) 横向比较整车厂，净现金流、研发投入领跑行业，电动变革扩张竞争优势，壁垒奠定未来长期估值溢价。18 年销售数据亮眼，自主新能源车再创新高，市场情绪恐慌下的股价错杀终将逐步修复。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 9/8/7 倍，维持“买入”评级，6 个月目标价 38.40 元。

5. 风险提示

乘用车市场下行风险；车型销量不及预期；新车型上市进程不及预期。

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	10.61	9.87	9.09	8.22	7.46
市净率	1.77	1.51	1.55	1.45	1.33
EV/EBITDA	0.90	1.68	1.25	0.42	0.30
EV/EBIT	1.03	1.95	1.33	0.45	0.33

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