

上汽集团 (600104.SH)

动态分析

自主与合资两翼齐飞，业绩增长超预期

投资要点

- ◆ **业绩增长超预期，子公司并表致净利润增速快于营收。**公司发布2018年半年度报告，上半年实现营业收入4648.52亿元，同比增长17.27%；归母净利润189.82亿元，同比增长18.95%；毛利率13.13%，同比增加0.29个百分点；净利率5.85%，同比增加0.23个百分点。上半年公司业绩增长超预期，且净利润增速快于营收，主要是由于：（1）以荣威RX5为代表的自主品牌车型销量高增长，自主品牌快速减亏；（2）上汽大众、上汽通用等合资品牌新车周期向上，贡献了稳定的收益。（3）子公司华域汽车收购上海小糸后，原有的50%股权产生了一次性溢价计入当期投资收益（扣非后归母净利润同比增长10.12%）。
- ◆ **自主与合资两翼齐飞，新车周期带动业绩持续向上。**今年上半年上汽集团实现整车销售352.3万辆，同比增长10.9%，国内市场占有率达到24.2%，同比提升1.2个百分点，创下历史新高。**自主品牌：**凭借荣威与名爵的双品牌战略，上半年上汽自主品牌汽车销量35.9万辆，同比增长53.7%，延续了2016年以来的高增长态势。**合资品牌：**上半年上汽大众、上汽通用分别实现销量102万辆（+5.2%）和97.8万辆（+10.41%），继续维持稳健增长。上半年公司已完成全年销量目标（725.5万辆）的48.6%，营收目标（9115亿元）的51%；下半年自主品牌及合资品牌仍将推出多款新车，在自主与合资品牌的并头发力下，公司有望超额完成年度目标。
- ◆ **“新四化”战略持续推进，龙头优势有望得到进一步巩固。**2017年上汽集团通过定增募集资金150亿元，围绕“电动化、网联化、智能化和共享化”四大领域进行布局。今年上半年，公司在四个领域均取得了突破。未来随“新四化”战略的深入，公司将积累更多新能源、智能网联、汽车共享等前沿领域的技术优势，行业龙头地位将得到进一步巩固。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2018年至2020年的每股收益分别为3.18元、3.34元和3.58元，净资产收益率分别为16.4%、16.2%和16.5%，维持“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**行业回暖不及预期；自主及合资品牌新车推广不及预期。

汽车 | 乘用车 III

投资评级

买入-A(维持)

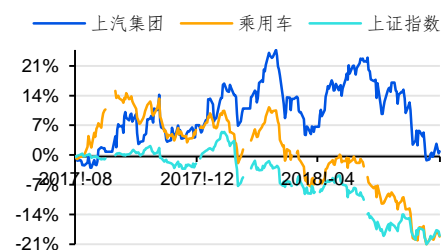
股价(2018-08-30)

28.62元

交易数据

总市值(百万元)	334,380.66
流通市值(百万元)	329,228.25
总股本(百万股)	11,683.46
流通股本(百万股)	11,503.43
12个月价格区间	27.50/37.66元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.5	-2.07	18.63
绝对收益	-10.23	-14.34	-0.01

分析师

林帆

 SAC执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

陆嘉敏

 lujiamin@huajinsec.cn
 021-20377038

相关报告

上汽集团：与奥迪合作落地，产品结构及盈利能力持续向上 2018-06-27

上汽集团：自主和合资表现上佳，销量持续超预期 2018-06-08

上汽集团：业绩稳增长，分红创新高，龙头优势进一步加强 2018-03-30

上汽集团：合资与自主共振，业绩增长符合预期 2017-10-31

上汽集团：合资自主齐发力，9月销量增长再超预期 2017-10-11

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	756,416.2	870,639.4	1,004,019.2	1,124,763.2	1,194,615.7
同比增长(%)	12.8%	15.1%	15.3%	12.0%	6.2%
营业利润(百万元)	48,433.0	54,110.0	57,546.3	60,838.4	65,251.9
同比增长(%)	11.1%	11.7%	6.4%	5.7%	7.3%
净利润(百万元)	32,008.6	34,410.3	37,193.2	39,062.2	41,792.5
同比增长(%)	7.4%	7.5%	8.1%	5.0%	7.0%
每股收益(元)	2.74	2.95	3.18	3.34	3.58
PE	10.4	9.7	9.0	8.6	8.0
PB	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、业绩超预期，子公司并表致净利润增速快于营收.....	4
二、自主与合资两翼齐飞，新车周期带动业绩持续向上.....	6
三、“新四化”战略持续推进，龙头优势有望得到进一步巩固.....	9
四、盈利预测与投资建议.....	10
五、风险提示.....	10

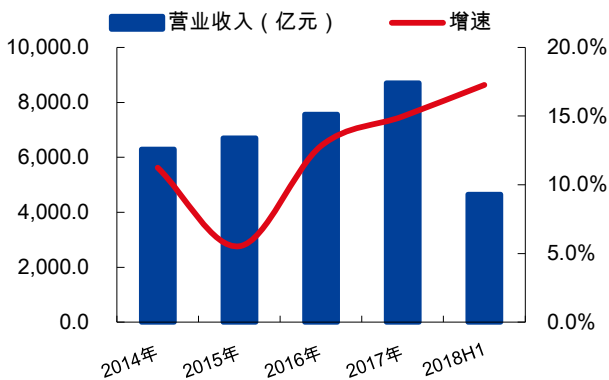
图表目录

图 1：近 5 年公司营业收入及增速.....	4
图 2：近 5 年公司归母净利润及增速.....	4
图 3：近 6 年上汽自主净利润（母公司净利润-投资收益口径）.....	4
图 4：近 6 年公司投资收益.....	4
图 5：近 5 年公司毛利率及净利率.....	5
图 6：近 5 年公司销售、管理、财务费用率.....	5
图 7：近 5 年公司三项费用率合计.....	5
图 8：近 14 个季度公司营业收入及增速.....	6
图 9：近 14 个季度公司归母净利润及增速.....	6
图 10：近 14 个季度公司毛利率及净利率.....	6
图 11：近 14 个季度公司三项费用率.....	6
图 12：上汽集团销量及市场份额.....	7
图 13：上汽自主销量及增速.....	7
图 14：上汽大众销量及增速.....	8
图 15：上汽通用销量及增速.....	8
图 16：环球车享投放城市数量规划.....	9
图 17：环球车享运营车辆数量规划.....	9
表 1：上汽自主 2018 年新车规划.....	8
表 2：上汽大众 2018 年新车规划.....	8
表 3：上汽通用 2018 年新车规划.....	8

一、业绩超预期，子公司并表致净利润增速快于营收

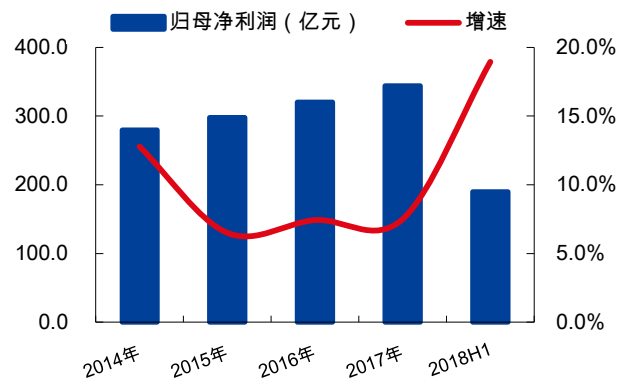
业绩超预期，子公司并表致净利润增速快于营收。公司发布 2018 年半年度报告，上半年实现营业收入 4648.52 亿元，同比增长 17.27%；归母净利润 189.82 亿元，同比增长 18.95%；毛利率 13.13%，同比增加 0.29 个百分点；净利率 5.85%，同比增加 0.23 个百分点。上半年公司业绩超预期长，且净利润增速快于营收，主要是由于：（1）以荣威 RX5 为代表的自主品牌车型销量高增长，自主品牌快速减亏；（2）上汽大众、上汽通用等合资品牌新车周期向上，贡献了稳定的收益。（3）子公司华域汽车收购上海小糸后，原有的 50% 股权产生了一次性溢价计入当期投资收益（扣非后归母净利润同比增长 10.12%）。

图 1：近 5 年公司营业收入及增速



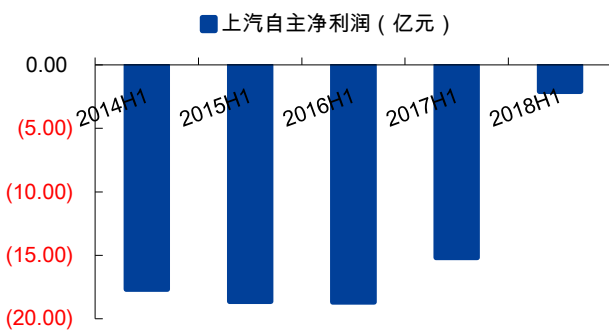
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：近 5 年公司归母净利润及增速



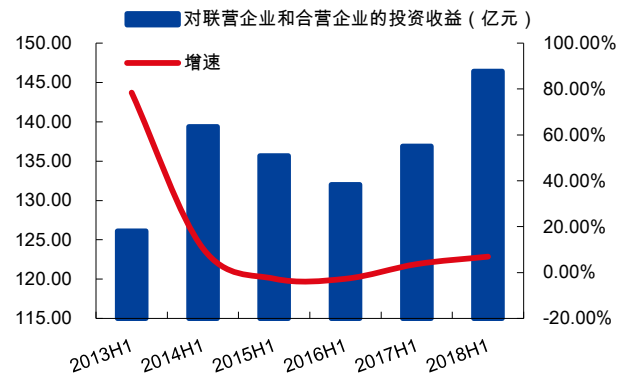
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：近 6 年上汽自主净利润（母公司净利润-投资收益口径）



资料来源：Wind，华金证券研究所

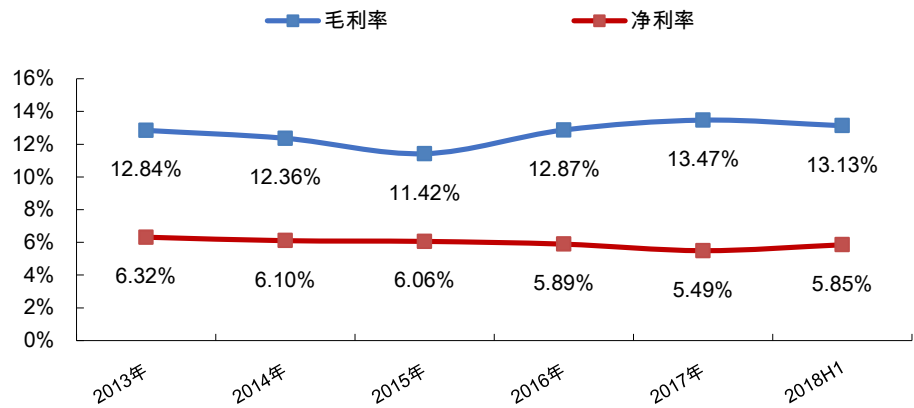
图 4：近 6 年公司投资收益



资料来源：Wind，华金证券研究所

利润率方面：上半年公司毛利率 13.13%，同比增加 0.29 个百分点；净利率 5.85%，同比增加 0.23 个百分点。受益于较强竞争力新车型的推出，公司毛利率在 2015 年后拐点向上，今年上半年继续提升；净利率则由于自主品牌的快速减亏、投资收益的增加而小幅提升。

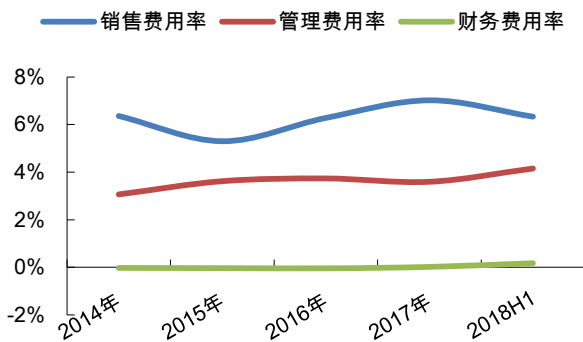
图 5: 近 5 年公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

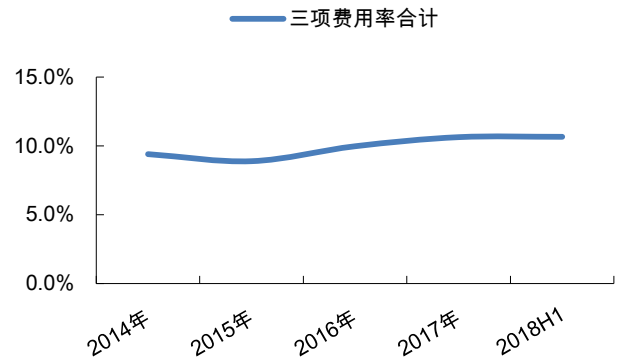
期间费用方面: 上半年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.33%、4.15%和 0.17%，三项费用率合计 10.66%，与上年基本持平。

图 6: 近 5 年公司销售、管理、财务费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

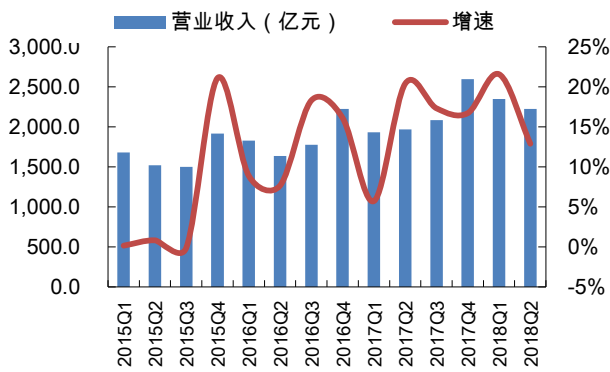
图 7: 近 5 年公司三项费用率合计



资料来源: Wind, 华金证券研究所

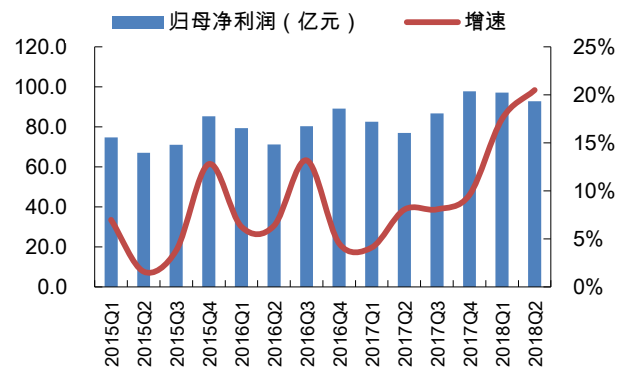
2018Q2 继续实现稳健增长: 2018Q2 公司单季实现营业收入 2260.18 亿元, 同比增长 12.94%; 归母净利润 92.75 亿元, 同比增长 20.50%; 毛利率 13.19%, 同比增加 0.69 个百分点; 净利率 5.72%, 同比增加 0.43 个百分点; 期间费用方面, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.50%、4.41%和 0.18%，三项费用率合计 11.09%，同比增加 0.46 个百分点。

图 8: 近 14 个季度公司营业收入及增速



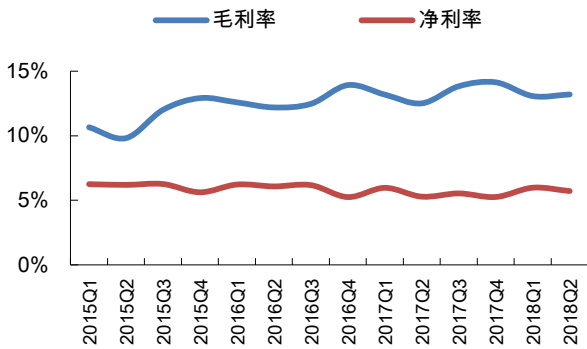
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 近 14 个季度公司归母净利润及增速



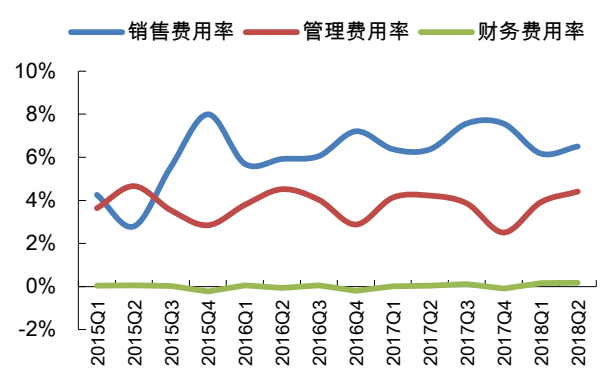
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 近 14 个季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 近 14 个季度公司三项费用率

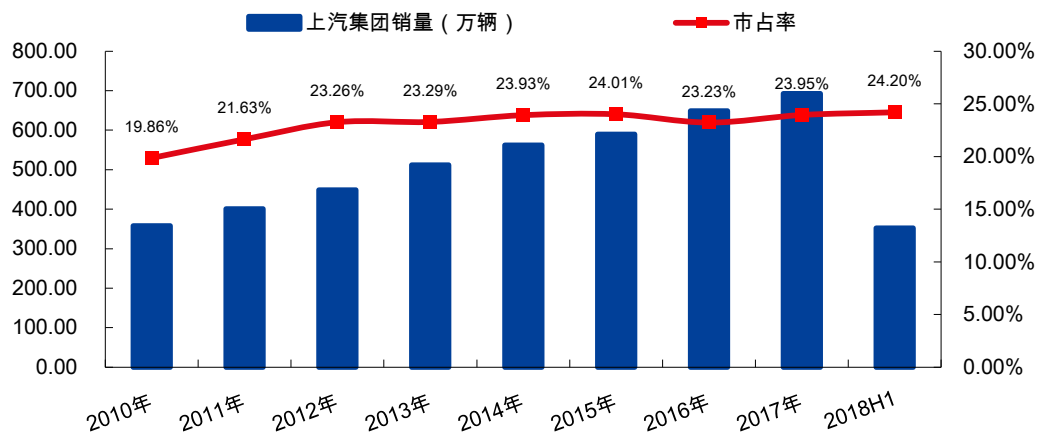


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、自主与合资两翼齐飞，新车周期带动业绩持续向上

集团销量 **352.3 万辆**，同比增长 **6.8%**。2018 年上半年上汽集团实现整车销售 352.3 万辆，同比增长 10.9%，比总体市场增速高出 1 倍多（据中汽协，2018H1 全国汽车销量增速 4.6%）；其中，公司乘用车销售 308.1 万辆，同比增长 11.7%，商用车销售 44.2 万辆，同比增长 6.3%（若扣除微型客车，商用车同比增长 40.8%）。公司国内市场占有率达到 **24.2%**，同比提升 1.2 个百分点，创下历史新高。

图 12: 上汽集团销量及市场份额

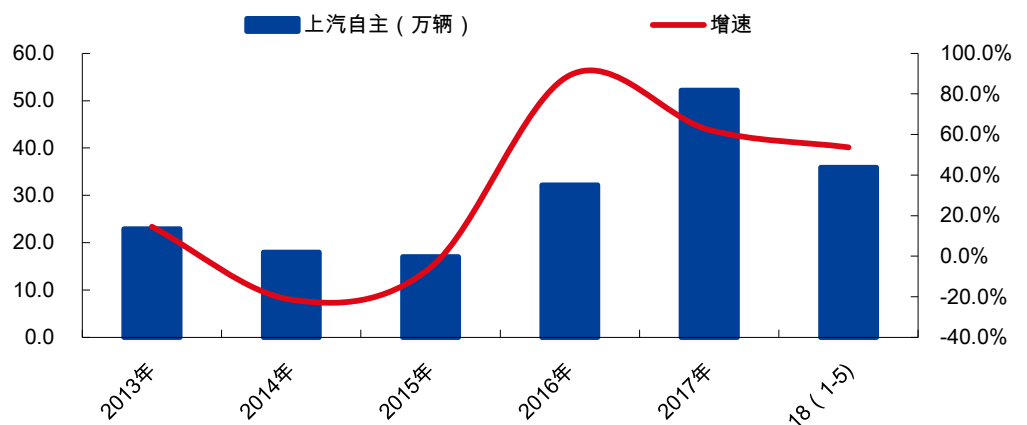


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

自主品牌销量 35.9 万辆 (+53.7%)，合资品牌销量 316.4 万辆 (+7.6%)，自主与合资两翼齐飞。上半年上汽自主品牌汽车销量 35.9 万辆，同比增长 53.7%；上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱等合资品牌汽车销量合计 316.4 万辆，同比增长 7.6%。在上半年上汽集团新增的 34.8 万辆销量中，自主品牌新增销量达到 12.5 万辆，增量贡献占比达到 35.9%，集团继续呈现出合资与自主两翼齐飞、强势并进的良好发展局面。

荣威、名爵齐头并进，双品牌战略成效显著。2018H1 上汽自主品牌汽车销量 35.9 万辆，同比增长 53.7%，延续了 2016 年以来的高增长趋势，荣威、名爵双品牌战略成效显著。上半年，荣威品牌销量近 24 万辆，同比增长约 40%；其中爆款产品荣威 RX5 单车贡献销量 11.7 万辆（占比近 50%），荣威 i6 销量 4.5 万辆。名爵品牌上半年销量超 12 万辆，同比翻番，增速位列全国汽车品牌第一；其中新款名爵 6 销量 4.8 万辆，名爵 ZS 销量 3.8 万辆；。

图 13: 上汽自主销量及增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

下半年荣威与名爵将继续补齐 SUV 产品线，同时推出多款新能源车型。下半年，荣威、名爵还将推出多款新车型，SUV 方面将推出纯电动车荣威“光之翼”、名爵 HS；轿车方面将推出荣威 i5 和新能源版名爵 6。随产品端的补齐，自主品牌销量高增长势头有望延续。

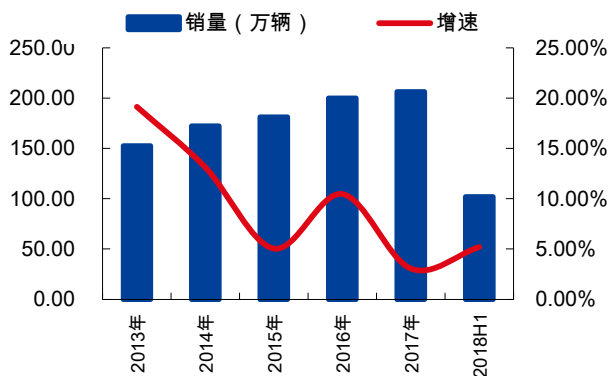
表 1: 上汽自主 2018 年新车规划

品牌	车名	车型	类型	上市时间
荣威	荣威 RX8	中大型 SUV	新车	4 月
荣威	荣威 i5	紧凑型轿车	新车	下半年
荣威	荣威光之翼	纯电动 SUV	新车	下半年
名爵	名爵 6 纯电版/插电版	新能源轿车	新车	4 月
名爵	名爵 HS	紧凑型 SUV	新车	下半年
名爵	名爵 ZS 纯电版/插电版	新能源 SUV	新车	下半年

资料来源: 太平洋汽车网, 华金证券研究所

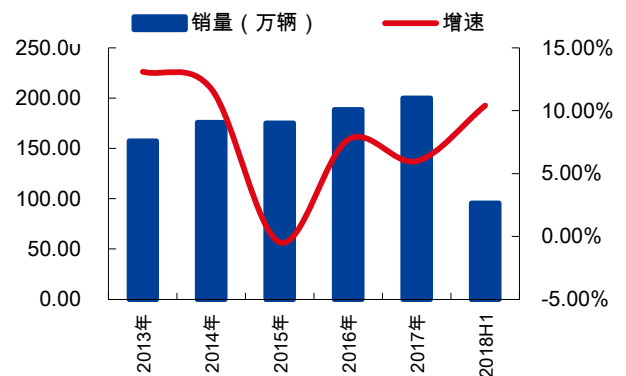
上汽大众、上汽通用正处新车周期, 销量有望继续稳步提升。2018 年上半年上汽大众、上汽通用分别实现销量 102 万辆 (+5.2%) 和 97.8 万辆 (+10.41%)。2018 年, 上汽大众、上汽通用已经或将推出多款新车及换代车型, 其中大众推出全新朗逸 Plus (6 月) 及一款 SUV 车型 Tharu (11 月); 斯柯达推出 KAROQ、柯迪亚克 Coupe、Model Q 等 SUV 车型; 通用旗下三个品牌中, 雪佛兰和凯迪拉克分别将迎来一款紧凑型 SUV (年底)。从规划上看, 今年下半年合资品牌仍处于新车周期之中, 在新车的推动下, 销量有望继续稳步提升。

图 14: 上汽大众销量及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 上汽通用销量及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 2: 上汽大众 2018 年新车规划

品牌	车名	车型	类型	上市时间
大众	全新朗逸	轿车	换代	4 月
大众	Tharu	紧凑型 SUV	新车	下半年
斯柯达	KAROQ	紧凑型 SUV	新车	5 月
斯柯达	柯迪亚克 Coupe	中型 SUV	新车	下半年
斯柯达	Model Q	小型 SUV	新车	下半年

资料来源: 太平洋汽车网, 华金证券研究所

表 3: 上汽通用 2018 年新车规划

品牌	车名	车型	类型	上市时间
雪佛兰	Traverse	中大型 SUV	换代	下半年
雪佛兰	FNR-X	紧凑型 SUV	新车	下半年
凯迪拉克	XT4	紧凑型 SUV	新车	下半年

资料来源: 太平洋汽车网, 华金证券研究所

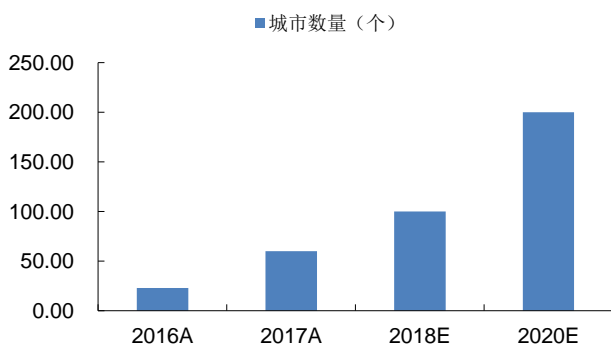
据 2017 年年报，公司将 2018 年销量目标设定为 725.5 万辆（较 2017 年销量增长 4.7%），营业总收入目标 9115 亿元（增长 4.7%）。今年上半年公司已完成销量目标的 48.6%，营收目标的 51%。在自主品牌与合资品牌的并头发力下，随着下半年汽车消费旺季（金九银十）的来临，公司有望超额完成年度目标。

三、“新四化”战略持续推进，龙头优势有望得到进一步巩固

“新四化”战略持续推进，龙头优势有望得到进一步巩固。2017 年上汽集团通过定增募集资金 150 亿元，围绕“电动化、网联化、智能化和共享化”四大领域进行布局。今年上半年，公司在四个领域均取得了突破。未来随“新四化”战略的深入，公司将积累更多新能源、智能网联、汽车共享等前沿领域的技术优势，行业龙头地位将得到进一步巩固。具体而言，2018 年上半年公司在“新四化”战略上获得了以下成果：

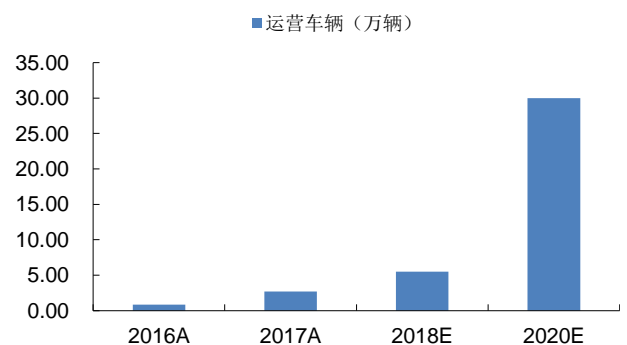
- **新能源化：**销量方面，以 eRX5 为代表的上汽自主品牌新能源乘用车逐步在市场站稳了脚跟，上半年公司新能源汽车销量 5.7 万辆，同比增长 275.2%。技术方面，公司开展了第二代电驱变速箱和电池管理系统、电轴、逆变器等“三电”系统关键部件以及全新电动车 E 架构的自主研发工作；启动了 300 型大功率燃料电池电堆项目产品研发，持续夯实新能源汽车关键技术。
- **智能化与网联化：**公司 2017 年发布了斑马智行 2.0 系统，目前已经全面搭载于现有互联网车型上；下半年上市的 MARVEL X 还将首次搭载斑马智行 3.0 系统。同时，今年 3 月，公司获得了国内首张自动驾驶开放道路测试牌照，开放道路实车测试里程已超过 3000 公里。上述产品及技术储备将使得公司在智能网联领域较竞争对手拥有一定先发优势。
- **共享化：**上汽网约车业务正式启动布局，环球车享新能源分时租赁业务已进入全国 62 个城市，会员总数累计达 275 万人，单车日订单数和收入水平持续快速提升。根据公司规划，到 2020 年环球车享将布局到全国 200 个城市，形成长三角、珠三角、京津冀、成渝、中原等城市群交通圈，运营车辆达到 30 万辆，力争成为全球领先的新能源汽车分时租赁运营服务平台。

图 16：环球车享投放城市数量规划



资料来源：58 车，上汽集团前瞻技术论坛，华金证券研究所

图 17：环球车享运营车辆数量规划



资料来源：58 车，上汽集团前瞻技术论坛，华金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2018 年至 2020 年的每股收益分别为 3.18 元、3.34 元和 3.58 元，净资产收益率分别为 16.4%、16.2%和 16.5%，维持“买入-A”投资评级。

五、风险提示

行业回暖不及预期；自主及合资品牌新车推广不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.2	870,639.4	1,004,019.	1,124,763.	1,194,615.
减:营业成本	650,218.1	742,382.4	865,173.3	966,317.1	1,023,995.
营业税费	7,520.7	7,881.7	8,534.2	9,785.4	10,454.0
销售费用	47,503.4	61,121.7	64,257.2	73,109.6	78,248.5
管理费用	28,258.4	31,301.2	41,164.8	45,552.9	47,784.6
财务费用	-332.3	143.2	559.6	709.9	719.0
资产减值损失	3,209.5	3,739.6	3,000.0	3,199.3	3,287.1
加:公允价值变动收益	-10.0	-4.3	201.2	-265.5	109.9
投资和汇兑收益	30,590.5	30,827.3	36,015.0	35,015.0	35,015.0
营业利润	48,433.0	54,110.0	57,546.3	60,838.4	65,251.9
加:营业外净收支	2,059.5	151.0	700.0	600.0	400.0
利润总额	50,492.5	54,261.0	58,246.3	61,438.4	65,651.9
减:所得税	6,530.5	7,144.9	7,572.0	7,987.0	8,534.7
净利润	32,008.6	34,410.3	37,193.2	39,062.2	41,792.5

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	105,932.5	121,611.1	200,803.8	224,952.6	262,815.4
交易性金融资产	1,559.8	4,795.2	5,000.0	4,800.0	4,865.1
应收帐款	37,622.8	43,882.0	45,364.1	54,614.8	51,573.2
应收票据	30,038.5	29,641.7	59,604.4	40,374.5	65,813.5
预付帐款	20,529.7	29,835.2	18,230.0	35,454.3	21,434.3
存货	37,039.8	50,041.8	46,088.6	61,280.0	58,186.2
其他流动资产	98,222.6	110,141.5	108,000.0	110,000.0	108,000.0
可供出售金融资产	50,484.7	64,368.2	50,000.0	50,000.0	50,000.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	62,677.2	67,500.2	70,500.2	73,500.2	76,500.2
投资性房地产	2,546.8	2,909.3	2,959.3	3,009.3	3,059.3
固定资产	47,053.9	58,226.7	64,446.0	65,463.1	62,790.3
在建工程	13,266.1	16,477.0	14,781.6	12,465.3	10,132.2
无形资产	10,794.1	11,745.3	11,470.8	10,916.3	10,281.7
其他非流动资产	72,859.8	112,358.0	110,215.9	94,308.6	100,258.1
资产总额	590,628.1	723,533.1	807,464.8	841,139.1	885,709.6
短期债务	8,728.2	15,717.4	82,972.9	80,950.0	82,990.7
应付帐款	150,098.3	180,161.2	209,166.8	204,202.2	233,840.4
应付票据	11,740.9	16,541.4	7,491.2	13,982.5	5,928.5
其他流动负债	126,914.0	178,552.5	163,062.5	173,270.8	166,254.1
长期借款	4,286.0	6,894.0	12,398.8	7,300.0	7,400.0
其他非流动负债	53,764.4	53,560.8	45,000.0	46,000.0	46,000.0
负债总额	355,531.8	451,427.3	520,092.2	525,705.5	542,413.6
少数股东权益	43,175.4	46,770.5	60,251.6	74,640.8	89,965.4
股本	11,025.6	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5
留存收益	168,854.8	197,309.6	215,437.6	229,109.3	241,647.1
股东权益	235,096.4	272,105.8	287,372.6	315,433.6	343,296.0

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43,962.0	47,116.1	37,193.2	39,062.2	41,792.5
加:折旧和摊销	7,767.0	8,941.2	6,750.5	8,453.8	9,640.4
资产减值准备	3,209.5	3,739.6	-	-	-
公允价值变动损失	10.0	4.3	201.2	-265.5	109.9
财务费用	739.8	1,394.2	559.6	709.9	719.0
投资损失	-30,572.3	-30,811.6	-36,000.0	-35,000.0	-35,000.0
少数股东损益	11,953.4	12,705.8	13,481.1	14,389.2	15,324.6
营运资金的变动	-8,636.0	-6,549.9	-9,768.0	7,567.0	2,719.5
经营活动产生现金流量	11,376.9	24,301.1	12,417.6	34,916.7	35,306.0
投资活动产生现金流量	26,436.5	-10,911.8	35,408.8	26,250.0	32,319.9
融资活动产生现金流量	-6,141.7	-491.1	31,366.3	-37,017.9	-29,763.1

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	12.8%	15.1%	15.3%	12.0%	6.2%
营业利润增长率	11.1%	11.7%	6.4%	5.7%	7.3%
净利润增长率	7.4%	7.5%	8.1%	5.0%	7.0%
EBITDA 增长率	11.8%	10.1%	2.2%	7.9%	8.0%
EBIT 增长率	9.9%	9.4%	5.6%	5.9%	7.2%
NOPLAT 增长率	10.4%	12.5%	7.3%	5.9%	7.2%
投资资本增长率	-466.1	186.8%	-35.8%	-16.9%	73.4%
净资产增长率	11.5%	15.7%	5.6%	9.8%	8.8%
盈利能力					
毛利率	14.0%	14.7%	13.8%	14.1%	14.3%
营业利润率	6.4%	6.2%	5.7%	5.4%	5.5%
净利润率	4.2%	4.0%	3.7%	3.5%	3.5%
EBITDA/营业收入	7.6%	7.3%	6.5%	6.2%	6.3%
EBIT/营业收入	6.6%	6.3%	5.8%	5.5%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	62.4%	64.4%	62.5%	61.2%
负债权益比	151.2%	165.9%	181.0%	166.7%	158.0%
流动比率	1.11	1.00	1.04	1.13	1.17
速动比率	0.99	0.87	0.94	1.00	1.05
利息保障倍数	-151.32	384.24	103.84	86.70	91.75
营运能力					
固定资产周转天数	20	22	22	21	19
流动营业资本周转天数	-45	-54	-53	-46	-44
流动资产周转天数	143	149	157	162	166
应收帐款周转天数	17	17	16	16	16
存货周转天数	18	18	17	17	18
总资产周转天数	262	272	274	264	260
投资资本周转天数	-3	-12	-12	-8	-9
费用率					
销售费用率	6.3%	7.0%	6.4%	6.5%	6.6%
管理费用率	3.7%	3.6%	4.1%	4.1%	4.0%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
三费/营业收入	10.0%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
投资回报率					
ROE	16.7%	15.3%	16.4%	16.2%	16.5%
ROA	7.4%	6.5%	6.3%	6.4%	6.4%
ROIC	1049.5	-322.5	-120.7	-199.0	-256.6
分红指标					
DPS(元)	1.56	1.83	2.07	2.17	2.50
分红比率	56.8%	62.1%	65.0%	65.0%	70.0%
股息收益率	5.4%	6.4%	7.2%	7.6%	8.7%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	2.74	2.95	3.18	3.34	3.58
BVPS(元)	16.43	19.29	19.44	20.61	21.68
PE(X)	10.4	9.7	9.0	8.6	8.0
PB(X)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
P/FCF	5.0	4.6	3.7	14.2	5.7
P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.9	1.1	1.2	1.0	0.6
CAGR(%)	6.7%	6.6%	8.1%	6.7%	6.6%
PAGR	1.6	1.5	1.1	1.3	1.2
ROIC/WACC	119.4	-36.7	-13.7	-22.6	-29.2

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com