

## 汽车和汽车零部件行业动态跟踪报告

### 销量略超预期、期待行业复苏

#### 中性（维持）

#### 投资要点

##### 行情走势图



##### 相关研究报告

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*销量实现高增长、盈利能力提升》  
2019-03-22

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*Model Y发布、双剑合璧抢占中高端电动市场》  
2019-03-17

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*股比调整大势所趋、长期利于自主崛起》  
2019-03-14

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*2月销量符合预期、期待行业进一步回暖》  
2019-03-07

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*1月去库存成效显著，2019年将逐季改善》  
2019-02-24

##### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

**曹群海** 投资咨询资格编号  
S1060518100001  
021-38630860  
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **二级市场表现：**年初至今汽车整体上涨 40.8%，跑赢沪深 300 指数 3.9 个百分点。其中乘用车表现较好为 46.2%，商用车表现亮眼，上涨 64.3%，汽车零部件上涨 36.5%，汽车销售及服务涨幅为 47.8%。
- **乘用车边际改善，行业利润处于长周期底部。**3 月份汽车销量增速略超预期，主要是由于 3 月最后一周经销商加大推销力度，冲季度返利导致成交量有所提高。4 月份在增值税下调政策刺激下，经销商到店客流和成交有望实现环比增长，预计 4 月份终端销量实现复苏。一季度德系受益于新品爬坡，SUV 市占率提升，但轿车份额略微下降，日系轿车+SUV 份额均有提高，表现强势，美系韩系表现一般，预计下半年品牌格局将进一步分化。
- **重卡销量一季度同比提升，集中度有望提升。**3 月份，重卡销量 14.9 万辆，同比增长 7.1%，1~3 月份重卡销量 32.5 万辆，同比增长 0.7%。除了春节后开工率增长的季节性因素导致工程重卡销量提升之外，随着经济复苏，物流重卡预计也将迎来增长，重卡国六排放标准将于 2021 年全面实施，长三角、珠三角和京津冀等区域将提前 1-2 年执行，有望促进市场集中度提升+单价提高，蓝天保卫战将减缓未来 2 年重卡周期性波动。
- **新能源车产品逐渐丰富、客车龙头市占率有望提升。**1-3 月，新能源汽车共销售 29.9 万辆，同比增长 109.7%。合资车企新品预计于 19-20 年进行大批量国产，补贴政策调整将促使新能源乘用车产品升级，预计 2019 年新能源乘用车仍将保持高速增长。随补贴下降和门槛提升，客车龙头市占率有望继续提高，尤其在公交车领域。
- **盈利预测与投资建议：**2019 年看好日系+自主龙头，长期仍看自主品牌集中度提升，建议择优布局相关乘用车企，推荐长城汽车（产品细分+营销改革）、广汽集团（日系新周期），关注吉利汽车（技术平台升级+中端车份额突破）。推荐宇通客车（客车龙头企业市占率提升）。零部件看好细分行业高景气周期的企业：强烈推荐星宇股份（车灯产品升级+核心客户新品周期）、中鼎股份（国内非轮胎橡胶件龙头+单品到总成升级），推荐威孚高科（排放升级受益者+龙头地位稳固+低估值高股息率）、银轮股份（热管理领导者+新能源高增长）。
- **风险提示：**（1）汽车行业销量不及预期：如果汽车行业销量不达预期，主机厂出现价格战，盈利能力将受到影响；（2）原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响零部件企业的盈利能力；（3）宏观经济放缓：如果宏观经济放缓，投资和基建下降，可能会影响重卡销量。（4）新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足将导致销量下滑。

# 正文目录

一、	板块年初至今上涨 40.8% .....	4
二、	乘用车降幅收窄、新能源维持高增长 .....	4
	2.1 乘用车下滑放缓，日系继续走强 .....	5
	2.2 重卡销量一季度同比提升，新能源公交政策暖风频吹 .....	7
	2.3 新能源车产品端丰富、市场快速增长 .....	9
	2.4 经销商库存压力有望逐步缓解 .....	10
三、	行业利润处于长周期底部 .....	10
四、	行业重要事项与动态 .....	11
五、	盈利预测与投资建议 .....	12
六、	风险提示 .....	13

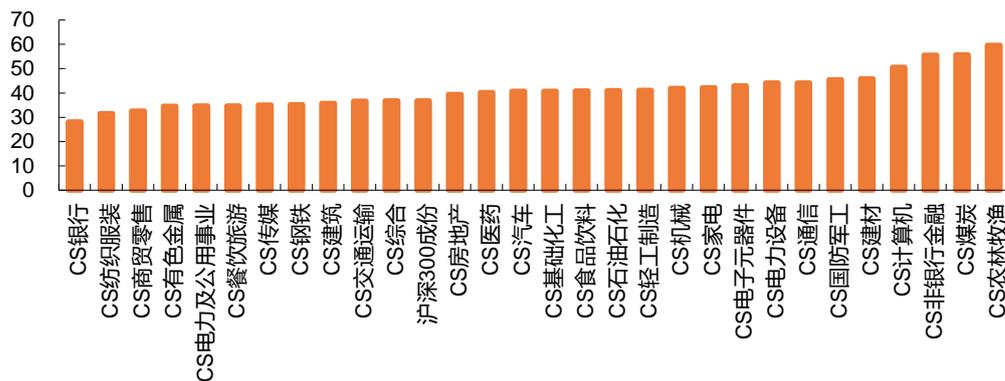
## 图表目录

图表 1	年初至今各板块涨跌幅 单位：%	4
图表 2	汽车板块年初至今涨跌幅 单位：%	4
图表 3	汽车月度销量 单位：万辆	5
图表 4	汽车月度销量同比增幅	5
图表 5	乘用车月度销量 单位：万辆	6
图表 6	乘用车月度销量同比增幅 单位：%	6
图表 7	乘用车份额变迁	6
图表 8	MPV 份额变迁	6
图表 9	轿车份额变迁	6
图表 10	SUV 份额变迁	6
图表 11	重卡季度销量 单位：万辆	7
图表 12	主要企业重卡 2019 年 Q1 销量及同比增长 单位：万辆	7
图表 13	客车月度销量 单位：万辆	7
图表 14	新能源客车月度累计销量 单位：万辆	8
图表 15	新能源客车 2019 年 Q1 销量情况 单位：辆	8
图表 16	2019 年 3 月份新能源汽车销售情况 单位：万辆、%	9
图表 17	新能源汽车月度销量 单位：万辆	9
图表 18	2019 年 Q1 新能源车销量结构	9
图表 19	经销商库存系数	10
图表 20	汽车全行业收入及利润增长情况	10
图表 21	重点公司盈利预测与推荐评级	12

## 一、 板块年初至今上涨 40.8%

年初至今汽车整体上涨 40.8%，跑赢沪深 300 指数 3.9 个百分点。其中乘用车表现较好为 46.2%，商用车表现亮眼，上涨 64.3%，汽车零部件上涨 36.5%，汽车销售及服务涨幅为 47.8%。

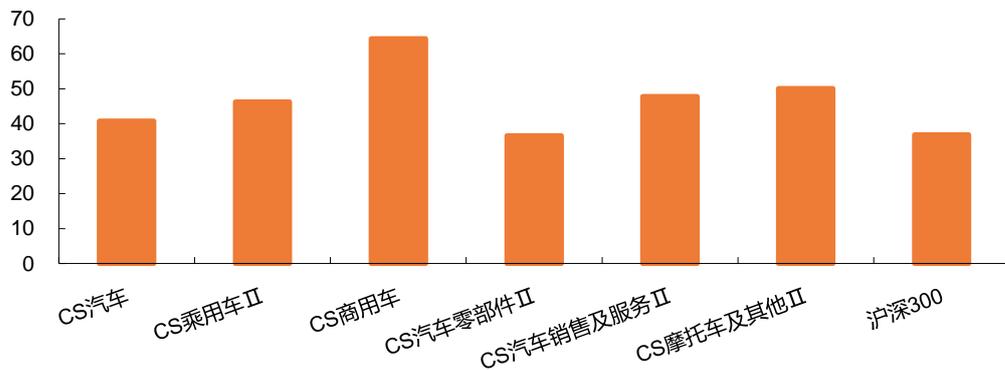
图表1 年初至今各板块涨跌幅 单位：%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

附: 最新股价至 20190419

图表2 汽车板块年初至今涨跌幅 单位：%



资料来源:平安证券研究所

附: 最新股价至 20190419

## 二、 乘用车降幅收窄、新能源维持高增长

2019 年 3 月份汽车销量 252 万辆，同比下滑 5.2%，降幅较前两月明显收窄。2019 一季度汽车销量同比下降 11.3%为 637.2 万辆，降幅比 1-2 月缩小 3.6 个百分点( 2019 年 1-2 月销量同比下降 14.9% )。

1Q19乘用车销量为526.3万辆,同比下降13.7%。其中轿车同比下降12.1%,SUV同比下降14.2%,MPV同比下降22.4%,交叉型乘用车同比下降6.9%。SUV和轿车份额基本保持稳定。

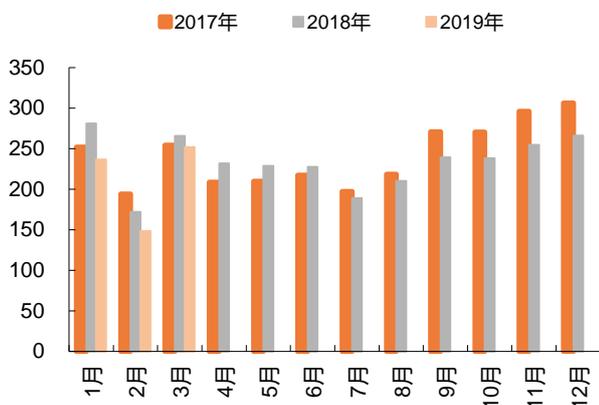
3月份汽车销量增速略超预期,主要是由于3月最后一周经销商加大推销力度,冲季度返利导致成交量有所提高。4月份在增值税下调政策刺激下,经销商到店客流和成交有望实现环比增长,预计4月份终端销量实现复苏。

分品牌来看,一季度自主品牌乘用车销量下滑幅度较大(尤其是几大国有自主品牌乘用车企业,表现均较差),日系德系乘用车企表现较好(尤其是德系SUV、日系轿车一季度同比增幅较好),日系份额快速上升。美系和韩系表现一般。

3月份新能源汽车依然实现高增长,由于过渡期存在补贴套利空间,预计过渡期内依然会发生新能源汽车抢装现象。2季度新能源汽车销量仍将表现不错。

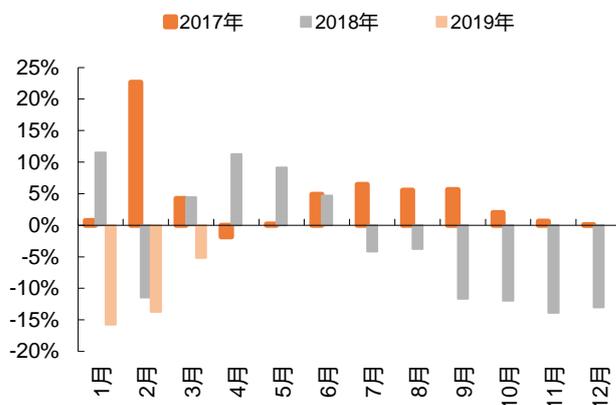
我们判断汽车销量增幅最低谷已过,后期总体改善,但品牌分化依旧。

图表3 汽车月度销量 单位:万辆



资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表4 汽车月度销量同比增幅



资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

## 2.1 乘用车下滑放缓,日系继续走强

3月,轿车销量94.9万辆,同比下降7.5%,SUV销量86.8万辆,同比下降5.8%,MPV销量15.2万辆,同比下降14.1%。1Q19乘用车销量526.3万辆,同比下降13.7%。其中轿车同比下降12.1%,SUV同比下降14.2%,MPV同比下降22.4%,交叉型乘用车同比下降6.9%。

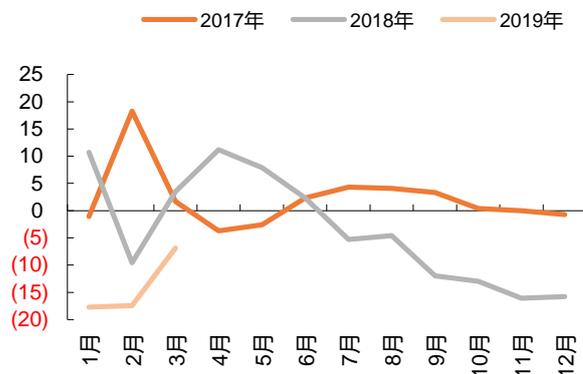
**德日系继续走强,美系市占率下降。**1-3月,乘用车自主品牌市占率为41.5%,美系市占率是9.4%,同比均有所下滑。日系市占率为20.1%,德系品牌市占率为22.5%,日系与德系市占率均有所提升,预计日系和德系品牌将继续走强。

图表5 乘用车月度销量 单位：万辆



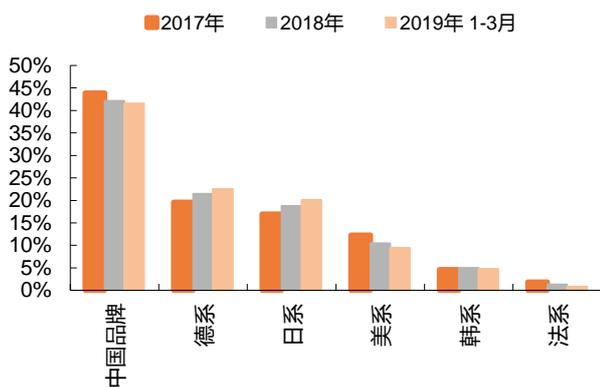
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表6 乘用车月度销量同比增幅 单位：%



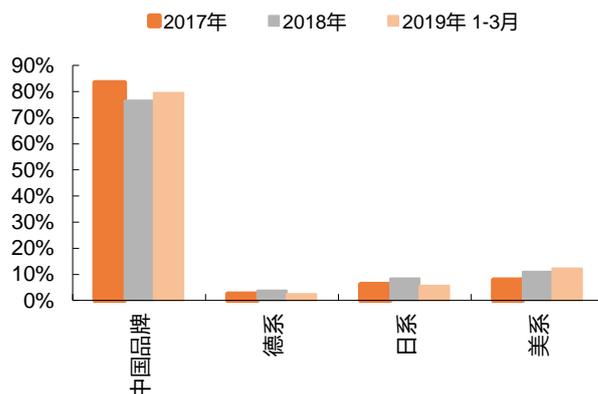
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表7 乘用车份额变迁



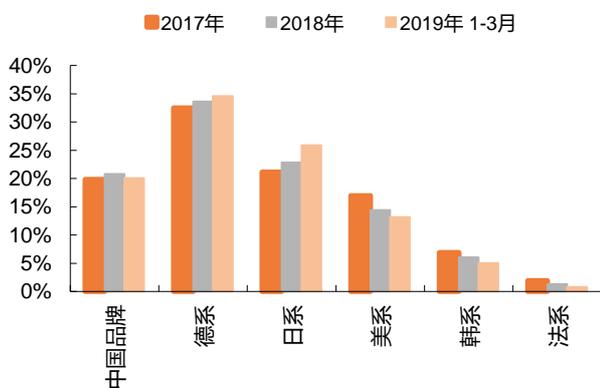
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表8 MPV 份额变迁



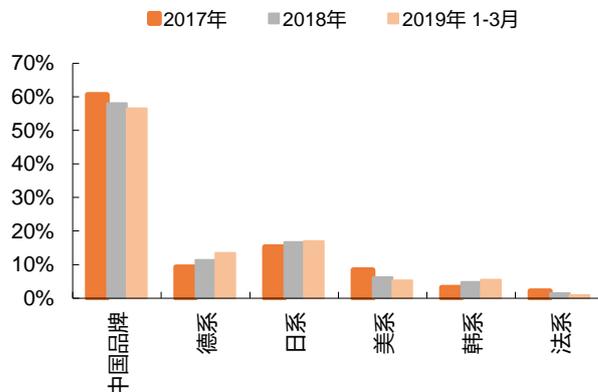
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表9 轿车份额变迁



资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表10 SUV 份额变迁



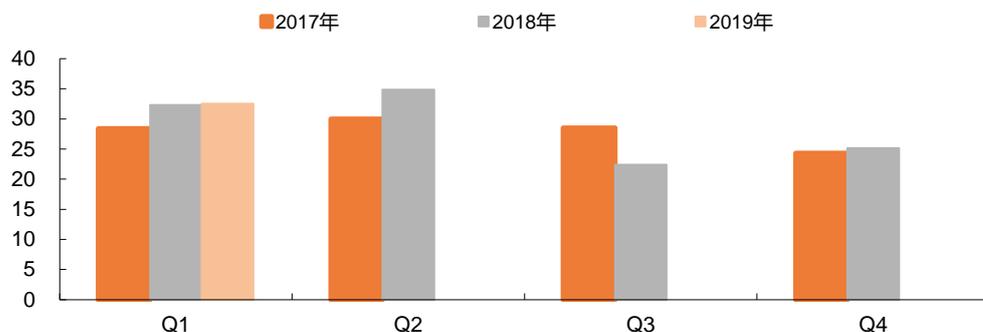
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

## 2.2 重卡销量一季度同比提升，新能源公交政策暖风频吹

3月份，重卡销量14.9万辆，同比增长7.1%。1~3月份，重卡销量32.5万辆，同比增长0.7%。除了春节后开工率增长的季节性因素导致工程重卡销量提升之外，随着经济复苏，物流重卡也将迎来增长。重卡国六排放标准将于2021年全面实施，长三角、珠三角和京津冀等区域将提前1-2年执行。

图表11 重卡季度销量

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表12 主要企业重卡2019年Q1销量及同比增长

单位：万辆

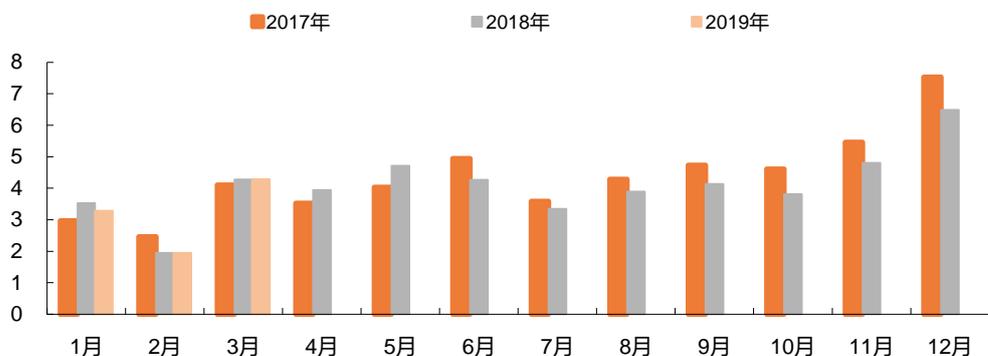
	Q1 销量	同比增速
行业	32.5	0.7%
一汽	9.0	2.8%
重汽	5.3	-0.9%
东风	5.8	5.0%
陕汽	4.9	7.3%
福田	2.3	-13.0%
前5市场份额	84.0%	--

资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

客车销量同比下降趋势预计结束。3月，客车销售4.3万辆，同比增长0.6%，继续保持较高水平。1-3月，客车销售9.6万辆，同比下降1.4%。我们预计随透支效应结束，客车销量将终止下滑趋势。

图表13 客车月度销量

单位：万辆

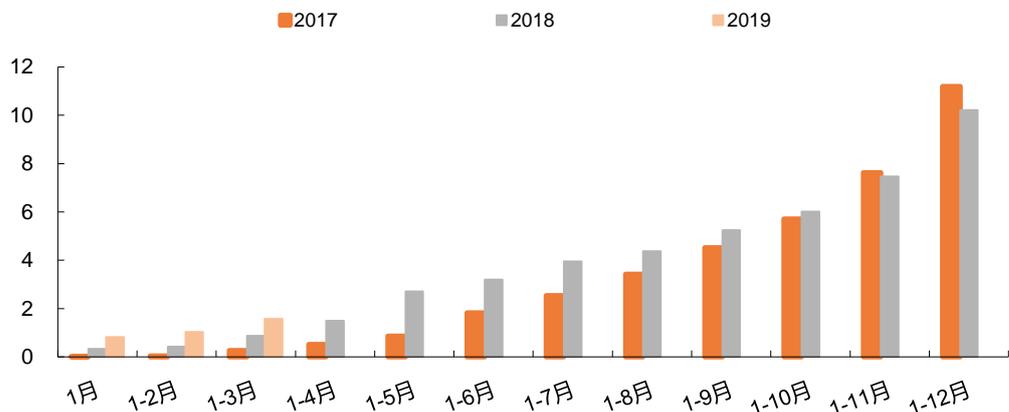


资料来源：中客网，平安证券研究所

2019年新的补贴政策中，新能源商用车补贴退坡明显，整体降幅超过50%，纯电动快充车型降幅低于非快充车型，10m以上的车型降幅低于其他车型，新能源客车地方补贴取消，新能源公交和燃料电池支持政策另行发布，仍可保留地方补贴。新能源公交政策端好于预期，有望改善客车企业现金流+利润。

图表14 新能源客车月度累计销量

单位：万辆



资料来源：中客网，平安证券研究所

图表15 新能源客车2019年Q1销量情况

单位：辆

	类型	总计	大型	中型	轻型	市占率	市占率同比增加百分点
行业情况	合计	15775	7987	4739	3049		
	座位客车	1082	791	249	42		
	校车						
	公交客车	12488	7196	4484	808		
	卧铺与其他	2205		6	2199		
宇通客车	合计	2984	1260	1425	299	21.3%	-0.3
	座位客车	388	257	102	29	27.0%	-6.9
	校车						
	公交客车	2588	1003	1323	262	7.3%	-15.4
	卧铺与其他	8			8	98.3%	90.8
金龙汽车	合计	3367	861	275	2231	18.9%	-1.6
	座位客车	292	271	21		35.9%	6.4
	校车						
	公交客车	907	590	254	63	20.7%	-1.7
	卧铺与其他	2168			2168	0.4%	0.4
比亚迪	合计	1064	956	108		6.7%	-6.2
	座位客车						
	校车						

类型	总计	大型	中型	轻型	市占率	市占率同比增加百分点
公交客车	1064	956	108		8.5%	-6.4
卧铺与其他						

资料来源: 中客网, 平安证券研究所

## 2.3 新能源车产品端丰富、市场快速增长

**新能源车产品逐渐丰富、客车龙头市占率有望提升。**据中汽协统计, 3月份新能源汽车销售 12.6 万辆, 同比增长 85.4%。其中纯电动汽车销量 9.6 万辆, 比上年同期增长 83.4%, 插电式混合动力汽车销量 3 万辆, 比上年同期增长 91.5%。

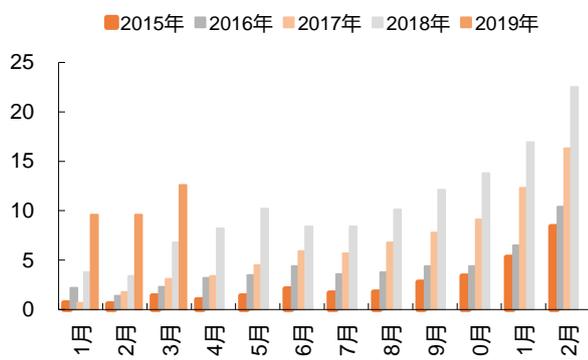
1-3 月, 新能源汽车共销售 29.9 万辆, 同比增长 109.7%。合资车企新品预计于 19-20 年进行大批量国产, 补贴政策调整将促使新能源乘用车产品升级和续航里程上升, 预计 2019 新能源乘用车仍将保持高速增长。

图表16 2019年3月份新能源汽车销售情况 单位: 万辆、%

	3月	1-3月累计	同比增长	同比累计增长
新能源汽车	12.6	29.9	85.4	109.7
新能源乘用车	11.8	27.6	92.6	113.1
纯电动	8.9	20.6	92.3	128.4
插电式混合动力	2.9	7.0	93.4	78.2
新能源商用车	0.7	2.3	16.1	75.8
纯电动	0.7	2.1	14.3	70.7
插电式混合动力	0.1	0.2	21.1	122.2

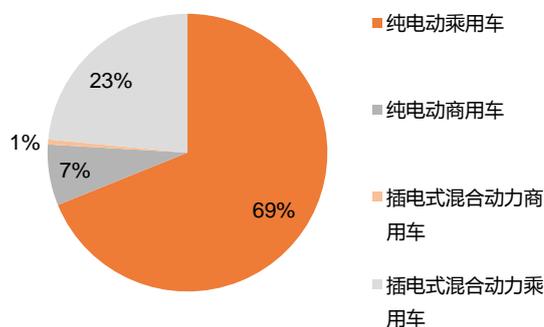
资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表17 新能源汽车月度销量 单位: 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表18 2019年Q1新能源车销量结构

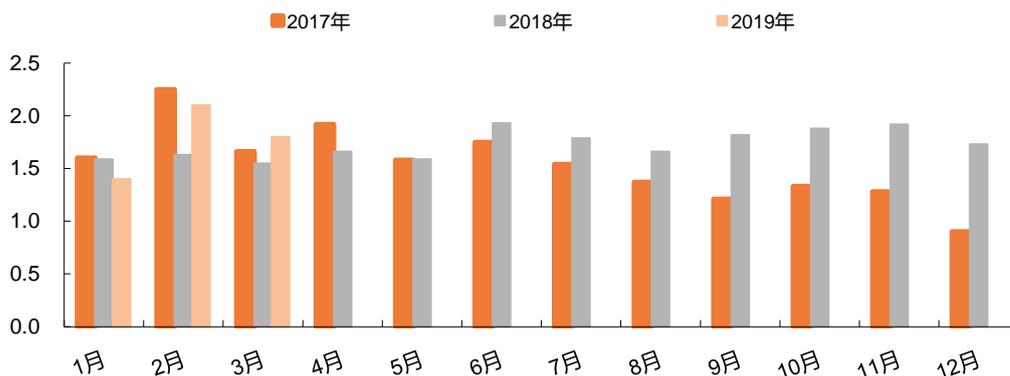


资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

## 2.4 经销商库存压力有望逐步缓解

汽车流通协会披露：3月份经销商库存系数为1.8，4月库存压力有望缓解。3月份库存系数处近年来同期较高位，经销商季末冲量，叠加4月份开始增值税率下调导致消费者持币观望。其中自主品牌库存系数较高，达2.11。3月库存深度超2个月的品牌有18个，如东风标致、荣威、长安福特、长安轿车、广汽传祺、广汽菲克、通用别克等，预计随4月终端销量降幅收窄，渠道库存压力将环比缓解。

图表19 经销商库存系数



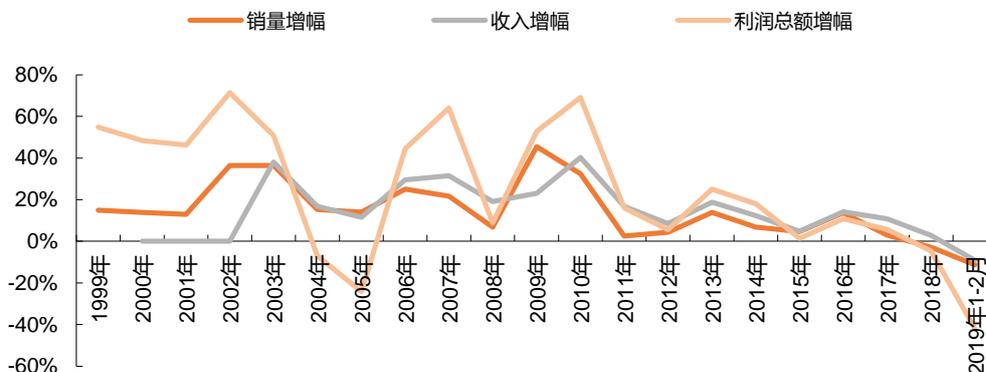
资料来源: 中国汽车流通协会, 平安证券研究所

注: 根据 PMI 编制的原理, 库存预警指数采用扩展指数的编制方法, 以 50% 作为荣枯线。50% 以下均处于合理范围。库存预警指数越高, 反应出市场的需求越低, 库存压力越大, 经营压力和风险越大。

## 三、行业利润处于长周期底部

行业收入与利润同比大幅减少。据国家统计局数据, 2019年1-2月份汽车全行业收入1.1万亿(-9.1%), 利润大幅减少至512.3亿(-42%)。2019年1-2月份汽车全行业主营业务成本同比下降7.6%, 19年1季度是行业底部, 预计从二季度开始将出现回暖。

图表20 汽车全行业收入及利润增长情况



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

## 四、行业重要事项与动态

2018 年度中国乘用车企业共产生新能源汽车正积分 398.8 万分，新能源车盈利压力明显。

### 平安观点:

自主品牌目前是新能源积分的主要生产者，与 2017 年相比，新能源汽车正积分增加了 123%，其中比亚迪、上汽和北汽贡献最高。合资品牌的燃油负积分最高，上汽通用、北京现代和长安福特等油耗负积分位于前列。

合资车企双积分压力明显，由此导致合资车企预计在 2019-2020 年进行新能源车的冲量，挤压自主品牌新能源 A 级车生存空间，新能源汽车市场的盈利压力明显加大。

丰田汽车将免费提供混合动力技术专利、促进混动路线发展。

### 平安观点:

随电动化时代来临，丰田汽车为最大限度利用混合动力技术的剩余价值，免费开放其专利技术，使混合动力路线能够得到更大范围的应用和推广。

混合动力技术相比插混依然是燃油车最合适的技术路线，其最重要的成果为混合动力数据和电控，其被丰田掌握，我们不排除丰田未来会与其他车企采取合资、开放授权的模式进行合作，其中蕴含部分投融资机会，且混合动力上游零部件产业链预计也将会从丰田手中逐步放开，可对相关二级供应商进行提前投融资布局。

雷诺公司计划在 12 个月之内重启与日产汽车的并购谈判，以实现 2022 计划。

### 平安观点:

雷诺目前持有日产 43.4% 的股权，日产同时持有雷诺的 15% 的股权和三菱 34% 的股权。2017 年雷诺-日产联盟出台“Alliance 2022”，计划实现销量突破 1400 万辆，并节省 100 亿欧元成本。

雷诺日产合并为大势所趋，以分摊未来电动化+智能化给车企带来的现金流压力，扩大规模效应，我们预计随行业趋势不断推进，汽车行业在未来将呈现多家汽车联盟的格局。

采埃孚以每股 136.5 美元收购威伯科。

### 平安观点:

威伯科在变速制动系统和稳定控制领域具有先进的技术。采埃孚正在大力布局自动驾驶，并认为自动驾驶商用车将最快速落地，而收购威伯科将加强在自动驾驶领域的技术积累。

八部委联合发布《关于在部分地区开展甲醇汽车应用的指导意见》。

### 平安观点:

从 2012 年开始工信部在 5 个省市开展试点工作，截止 2018 年对投入试点的 1024 辆车进行成功验收。吉利从 2005 年开始研发甲醇汽车，且有丰富的运营经验。

政策的支持有助于产业链各环节快速发展、标准的制定及商业化快速落地，相关积分政策也在积极研讨中。

## 五、盈利预测与投资建议

预计 2019 年汽车行业全年销量为 2881 万辆，同比增长 2%，2019 年为边际改善之年，私人购车需求韧性相对充足，SUV 依然是增量的主要来源。一季度由于增值税降低政策导致消费者持币观望，预计从 4 月份开始市场将逐步回暖。

乘用车边际改善，行业利润处于长周期底部。3 月份汽车销量增速略超预期，主要是由于 3 月最后一周经销商加大推销力度，冲季度返利导致成交量有所提高。4 月份在增值税下调政策刺激下，经销商到店客流和成交有望实现环比增长，预计 4 月份终端销量实现复苏。一季度德系受益于新品爬坡，SUV 市占率提升，但轿车份额略微下降，日系轿车+SUV 份额均有提高，表现强势，美系韩系表现一般，预计下半年品牌格局将进一步分化。

重卡销量一季度同比提升，集中度有望提高。3 月份，重卡销量 14.9 万辆，同比增长 7.1%。1~3 月份，重卡销量 32.5 万辆，同比增长 0.7%。除了春节后开工率增长的季节性因素导致工程重卡销量提升之外，随着经济复苏，物流重卡也将迎来增长。重卡国六排放标准将于 2021 年全面实施，长三角、珠三角和京津冀等区域将提前 1-2 年执行，有望促进市场集中度提升+单价提高，蓝天保卫战将减缓未来 2 年重卡周期性波动。

新能源车产品逐渐丰富、客车龙头市占率有望提升。1-3 月，新能源汽车共销售 29.9 万辆，同比增长 109.7%。合资车企新品预计于 19-20 年大批量进行国产，补贴政策调整将促使新能源乘用车产品升级，预计 2019 年新能源乘用车仍将保持高速增长。随补贴下降和门槛提升，客车龙头市占率有望继续提高，尤其在公交车领域。

盈利预测与投资建议：2019 年看好日系+自主龙头，长期仍看自主品牌集中度提升，建议择优布局相关乘用车企，推荐长城汽车（产品细分+营销改革）、广汽集团（日系新周期），关注吉利汽车（技术平台升级+中端车份额突破）。推荐宇通客车（客车龙头企业市占率提升）；零部件看好细分行业景气周期的企业：强烈推荐星宇股份（车灯产品升级+核心客户新品周期）、中鼎股份（国内非轮胎橡胶件龙头+单品到总成升级），推荐威孚高科（排放升级受益者+龙头地位稳固+低估值高股息率）、银轮股份（热管理领导者+新能源高增长）。

图表21 重点公司盈利预测与推荐评级

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2019/4/19	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
星宇股份	601799	73.98	2.21	2.88	3.76	4.75	33.5	25.7	19.7	15.6	强烈推荐
宇通客车	600066	15.92	1.04	1.29	1.5	1.55	15.3	12.3	10.6	10.3	推荐
上汽集团	600104	29.63	3.08	3.15	3.29	3.44	9.6	9.4	9.0	8.6	推荐
广汽集团	601238	14.36	1.07	1.09	1.32	1.33	13.4	13.2	10.9	10.8	推荐
银轮股份	2126	9.16	0.44	0.5	0.59	0.72	20.8	18.3	15.5	12.7	推荐
福耀玻璃	600660	27.20	1.64	1.83	2.03	2.16	16.6	14.9	13.4	12.6	推荐
长城汽车	601633	10.55	0.57	0.69	0.99	1.2	18.5	15.3	10.7	8.8	推荐

资料来源：wind、平安证券研究所

## 六、风险提示

- (1) 汽车行业销量不及预期：如果汽车行业销量不达预期，主机厂出现价格战，盈利能力将受到影响；
- (2) 原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响零部件企业的盈利能力；
- (3) 宏观经济放缓：如果宏观经济放缓，投资和基建下降，可能会影响重卡销量；
- (4) 新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足将导致销量下滑。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

## 平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033