

增持

——维持

日期：2019年05月28日

行业：汽车



分析师：黄涵虚

Tel: 021-53686177

E-mail: huanghanxu@shzq.com

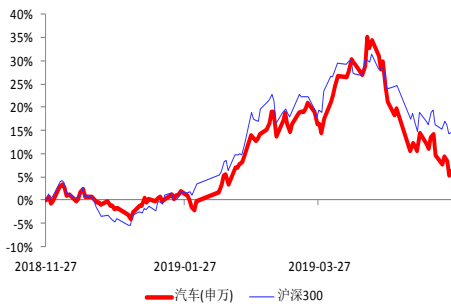
SAC 证书编号：S0870518040001

证券研究报告/行业研究/中期策略

# 行业凛冬将过，未来复苏可期

## —2019年汽车行业中期投资策略

近6个月行业指数与沪深300比较



报告编号：QCJDCL-5

首次报告日期：2019年5月28日

相关报告：

### 主要观点

#### 行业利好政策有望推动下半年汽车消费企稳回暖

乘用车消费持续拖累汽车市场表现，客车市场因新能源客车抢装年初增速较高，货车市场总体稳定。1-4月汽车累计销量为835.3万辆，同比下降12.1%；其中乘用车、客车、货车1-4月累计销量为683.8万辆、13.3万辆、138.3万辆，同比下降14.7%、下降3.0%、增长1.9%。细分市场中，日系、豪华品牌乘用车增长良好，1-4月累计销量达135.3万辆、67.5万辆，增速均为4.5%；重卡销量维持高位，1-4月累计销量为44.4万辆，累计同比下降0.4%，整体好于市场预期。今年以来，汽车下乡、制造业降税、车辆购置税新规等利好政策的密集出台，以及下半年同比基数的降低有望推动国内汽车销售情况逐步企稳改善。

#### 补贴退坡影响有限，新能源汽车市场将保持较快增长

新能源乘用车维持快速增长并逐步向高级别车型转移。1-4月新能源汽车累计销量为36.0万辆，同比增长59.8%。其中新能源乘用车累计销量为33.0万辆，同比增长66.4%，新能源商用车累计销量为3.0万辆，同比增长11.4%。纯电动乘用车销量由A00级向A级转移，插电乘用车销量由A级向B级转移。今年补贴标准退坡幅度提高至50%左右，地方补贴转向补电，但预计销量将保持较高增速，同时续航里程等技术指标要求提高使高技术产品相对受益。近年来受到补贴向高技术产品倾斜的影响，新能源汽车的续航里程、电池能量密度等普遍提升，积极投入研发、技术积累深厚的企业竞争力提升。

#### 汽车板块年初以来涨幅较小，仍存在一定估值修复空间

年初以来沪深300指数累计上涨19.37%，汽车行业指数累计上涨8.18%，跑输大盘11.19个百分点，在各个行业中表现较弱。细分行业中仅乘用车板块小幅下跌3.40%，商用载货车指数涨幅较大，累计上涨46.09%，其次为商用载客车板块和汽车服务板块，累计上涨14.35%和14.27%，汽车零部件板块累计上涨9.20%。目前汽车行业PE(TTM)为16.3倍，相比2011年至今的平均估值水平18.2倍和最高估值水平36.3倍处于相对低位，汽车零部件板块等仍有一定估值修复空间。

### 投资建议

#### 未来十二个月内，维持汽车行业“增持”评级

去年下半年以来汽车消费持续低迷，厂家主动去库存过程仍在推进，今年以来汽车下乡等促消费政策、制造业降税、车辆购置税新增等利好政策相继落地，汽车消费有望企稳回暖，推动汽车产业链上下游企业盈利改善，可持续关注整车及汽车零部件板块内优质公司。新能源汽车方面，今年补贴退坡幅度较大但对销量影响有限，预计新能源汽车全年销量仍将保持较快增长，同时补贴政策向高技术车型的倾斜将持续促使厂家提高汽车续航里程、动力电池系统能量密度等技术指标，具备较强资金实力及技术积累的行业龙头有望进一步扩大优势，可适当关注各细分行业龙头企业。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

■ 风险提示

汽车销售不及预期；相关产业政策变化；行业竞争加剧等。

■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
精锻科技	300258	12.68	0.64	0.74	0.93	19.9	17.2	13.6	2.64	增持
三花智控	002050	10.36	0.47	0.54	0.64	22.2	19.0	16.3	3.50	增持
银轮股份	002126	7.66	0.4	0.5	0.6	17.6	15.9	13.3	1.68	增持

资料来源：上海证券研究所 股价数据为 2019 年 5 月 27 日收盘价

## 目 录

<b>一、汽车市场动态概述</b> .....	<b>6</b>
1.1 乘用车销量持续低迷，日系、豪华品牌增长良好 .....	6
1.2 抢装导致客车年初增速较高，重卡销量维持高位 .....	8
1.3 行业普遍承压，一季度商用车板块盈利有所改善 .....	9
1.4 利好政策密集出台，汽车销售有望逐步企稳回暖 .....	11
<b>二、新能源汽车市场动态概述</b> .....	<b>13</b>
2.1 新能源乘用车高端化趋势未变，客车销量向龙头集中 ....	13
2.2 补贴退坡幅度较大，高技术水平产品相对受益 .....	15
2.3 特斯拉上海工厂落地，本地化生产利好国内供应商 .....	18
2.4 汽车智能化程度提高，ADAS 渗透率有望不断提升 .....	19
<b>三、汽车板块表现综述</b> .....	<b>21</b>
3.1 年初至今汽车板块累计上涨 8% .....	21
3.2 细分行业中商用载货车板块涨幅较大，乘用车板块下跌 .....	22
3.3 行业估值处于相对低位，汽车零部件板块估值有望修复 .....	22
<b>四、投资策略</b> .....	<b>23</b>
4.1 未来十二个月内，维持汽车行业“增持”评级 .....	23
4.2 投资策略 .....	24
<b>五、重点公司</b> .....	<b>24</b>
5.1 精锻科技（300258） .....	24
5.2 三花智控（002050） .....	24
5.3 银轮股份（002126） .....	25
<b>六、风险及不确定因素提示</b> .....	<b>25</b>

图

图 1 汽车销量累计同比增速 (%)	6
图 2 乘用车、客车、货车销量累计同比增速 (%)	6
图 3 轿车销量累计同比增速 (%)	6
图 4 SUV 销量累计同比增速 (%)	6
图 5 日系品牌乘用车市场占有率 (%)	7
图 6 日系乘用车月度销量同比增速 (%)	7
图 7 豪华品牌乘用车市场占有率 (%)	7
图 8 豪华品牌乘用车月度销量同比增速 (%)	7
图 9 大型、中型、轻型客车累计同比增速 (%)	8
图 10 重型、中型、轻型、微型货车累计同比增速 (%)	8
图 11 2010-2019 年重卡累计销量 (万辆)	8
图 12 2017-2019 年重卡月销量 (万辆)	8
图 13 2014-2018 年年报汽车板块营业总收入 (亿元)	9
图 14 2014-2018 年年报汽车板块归母净利润 (亿元)	9
图 15 2014-2018 年年报汽车板块毛利率 (%)	10
图 16 2014-2018 年年报汽车板块期间费用率 (%)	10
图 17 2017-2019 年一季报汽车板块营业总收入 (亿元)	10
图 18 2017-2019 年一季报汽车板块归母净利润 (亿元)	10
图 19 2017-2019 年一季报汽车板块毛利率 (%)	11
图 20 2017-2019 年一季报汽车板块期间费用率 (%)	11
图 21 新能源乘用车月销量 (辆)	13
图 22 新能源商用车月销量 (辆)	13
图 23 纯电动乘用车类型构成 (%)	13
图 24 插电式混合动力乘用车类型构成 (%)	13
图 25 纯电动乘用车级别构成 (%)	14
图 26 插电式混合动力乘用车级别构成 (%)	14
图 27 2018 年 6 米以上新能源客车市场占有率 (%)	14
图 28 2019 年 6 米以上新能源客车市场占有率 (%)	14
图 29 2018 年、2019 年纯电动乘用车补贴标准 (万元)	15
图 30 2018 年、2019 年插混乘用车补贴标准 (万元)	15
图 31 新能源推广目录乘用车电池能量密度 (Wh/kg)	17
图 32 新能源推广目录客车电池能量密度 (Wh/kg)	17
图 33 新能源推广目录乘用车续航里程 (km)	17
图 34 新能源推广目录客车续航里程 (km)	17
图 35 特斯拉季度产量、交付量 (辆)	19
图 36 特斯拉 Model 3 季度产量 (辆)	19
图 37 ADAS 主要功能	19
图 38 全球 ADAS 渗透率预测 (%)	19
图 39 各阶段 ADAS 硬件成本 (元)	21
图 40 国内 ADAS 市场规模预测 (亿元)	21
图 41 年初至今汽车行业指数涨跌幅 (%)	22

图 42 年初至今各行业指数涨跌幅 (%) .....	22
图 43 年初至今各子行业涨跌幅 (%) .....	22
图 44 年初至今涨幅较大个股 (%) .....	22
图 45 汽车行业 PE (TTM) .....	23
图 46 2011-2019 年子行业 PE (TTM) 变动范围 .....	23

## 表

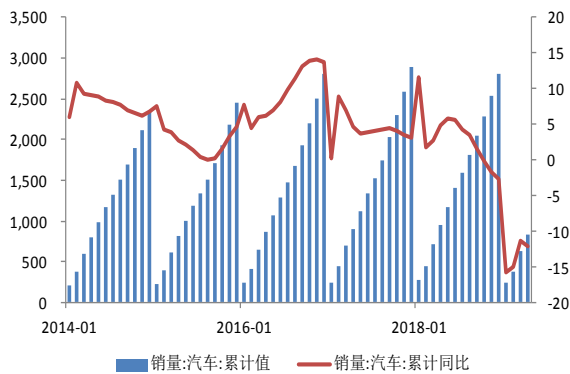
表 1 促进汽车消费相关政策 .....	12
表 2 2019 年新能源乘用车技术要求 .....	16
表 3 《智能汽车创新发展战略》战略愿景 .....	20
表 4 企业自动驾驶相关产品研发、量产进展 .....	21

## 一、汽车市场动态概述

### 1.1 乘用车销量持续低迷，日系、豪华品牌增长良好

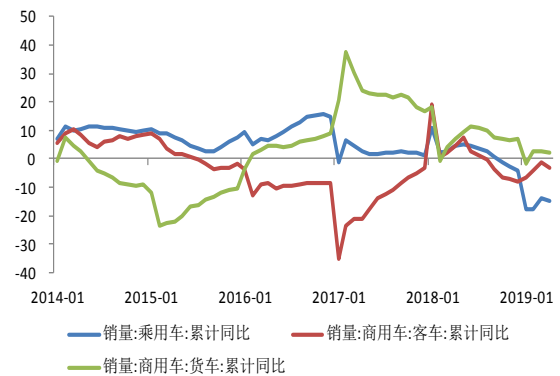
乘用车消费持续拖累汽车市场表现，商用车市场相对平稳。据中汽协数据，汽车 1-4 月累计销量为 835.3 万辆，累计同比下降 12.1%；其中乘用车、客车、货车 1-4 月累计销量为 683.8 万辆、13.3 万辆、138.3 万辆，累计同比下降 14.7%、下降 3.0%、增长 1.9%。

图 1 汽车销量累计同比增速 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

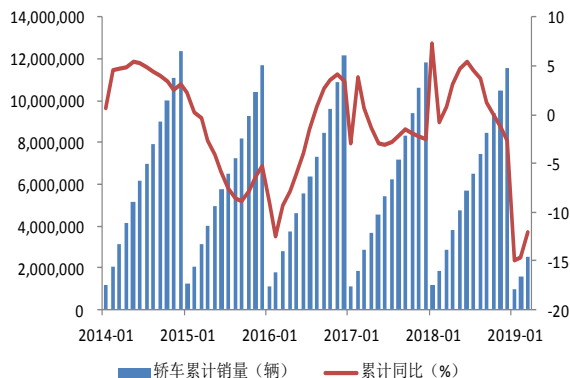
图 2 乘用车、客车、货车销量累计同比增速 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

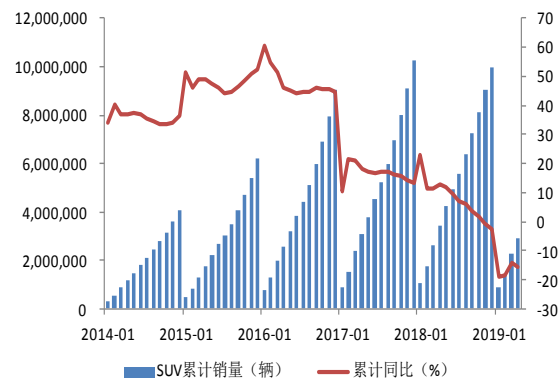
乘用车方面，轿车、SUV、MPV 销量普遍下滑，轿车销量下滑幅度相对较小。据中汽协数据，1-4 月轿车、SUV、MPV 累计销量分别为 331.5 万辆、291.9 万辆、46.5 万辆，累计同比下降 12.6%、15.8%、24.2%。

图 3 轿车销量累计同比增速 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

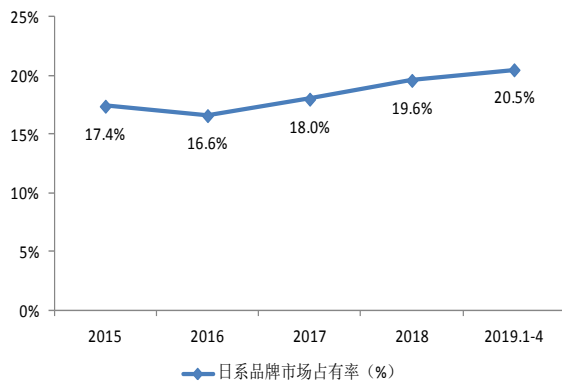
图 4 SUV 销量累计同比增速 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

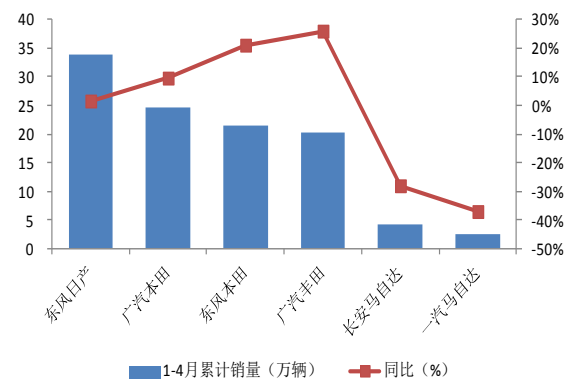
日系品牌销量增长良好。各品牌乘用车中仅有日系品牌实现增长，德系品牌销量下滑幅度较小，自主品牌表现弱于行业。据乘联会数据，1-4月日系、德系、韩系、自主、美系、法系累计销量分别为135.3万辆、156.1万辆、34.6万辆、264.3万辆、56.1万辆、5.7万辆，同比增速为4.5%、-2.5%、-3.6%、-18.1%、-27.3%、-53.6%。日系品牌中，本田、丰田增长良好，其中广汽本田、东风本田1-4月累计销量分别达到24.7万辆、21.4万辆，累计同比增长9.6%、21.1%；广汽丰田1-4月累计销量达到20.3万辆，累计同比增长26%。

图 5 日系品牌乘用车市场占有率 (%)



数据来源：乘联会 上海证券研究所

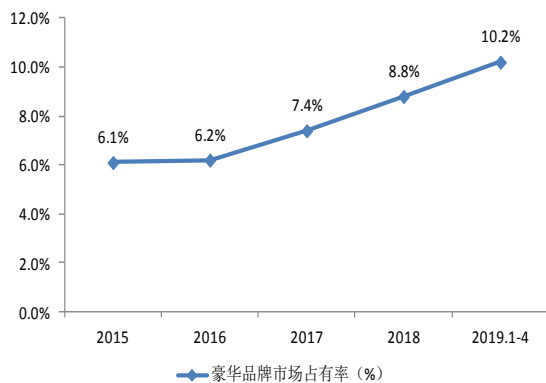
图 6 日系乘用车月度销量同比增速 (%)



数据来源：公开信息 上海证券研究所

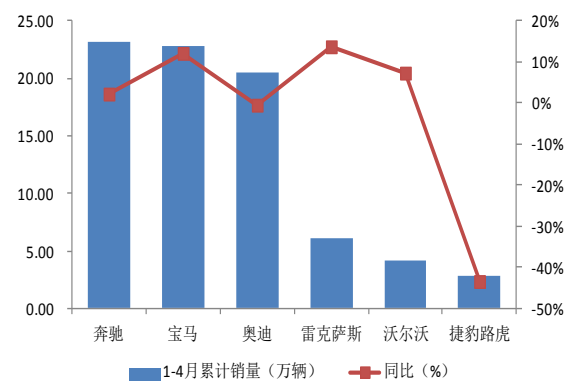
豪华品牌乘用车销售表现远好于行业。据乘联会数据，1-4月豪华品牌累计销量67.5万辆，同比增长4.5%，主流合资品牌累计销量327.1万辆，同比下降9.0%，自主品牌累计销量265.0万辆，同比下降18.4%。一线豪华品牌中，奔驰、宝马、奥迪1-4月累计销量分别为23.2万辆、22.8万辆、20.5万辆，同比增长2.2%、增长12.1%、下降0.5%，增长远好于行业水平。

图 7 豪华品牌乘用车市场占有率 (%)



数据来源：乘联会 上海证券研究所

图 8 豪华品牌乘用车月度销量同比增速 (%)



数据来源：公开信息 上海证券研究所

## 1.2 抢装导致客车年初增速较高，重卡销量维持高位

商用车方面，客车因新能源客车抢装年初增速较高，货车总体稳定。据中汽协数据，1-4月大型客车、中型客车、轻型客车累计销量分别为2.0万辆、1.5万辆、9.0万辆，增速为7.8%、0.1%、-4.1%。1-4月重型货车、中型货车、轻型货车、微型货车累计销量分别为10.8万辆、3.9万辆、60.9万辆、21.0万辆，增速为-5.0%、-25.9%、0.7%、3.2%。

图 9 大型、中型、轻型客车累计同比增速 (%)

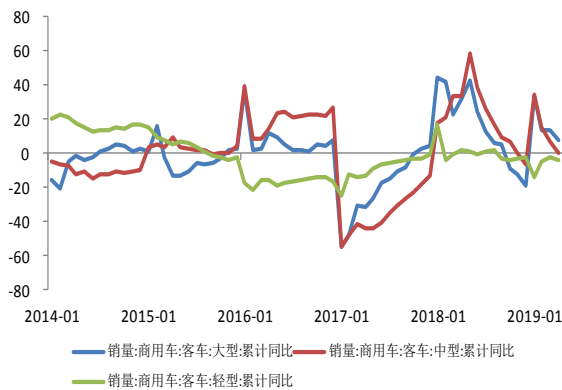
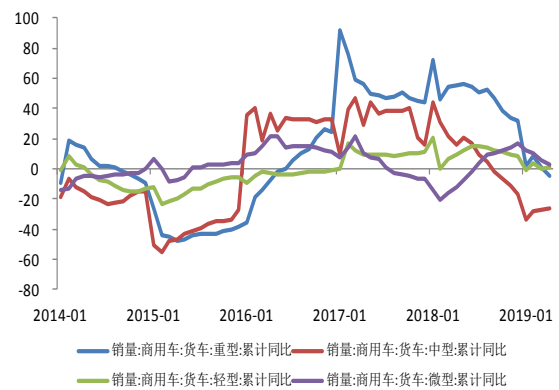


图 10 重型、中型、轻型、微型货车累计同比增速 (%)



数据来源：公开信息 上海证券研究所

数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

重卡销量小幅下降，好于市场预期。据第一商用车网数据，18年重卡销量达到114.5万辆，较17年增长2.5%，创历史新高。19年1-4月重卡累计销量为44.4万辆，累计同比下降0.4%，整体好于市场预期。基建投资增速的改善、国三重卡换代等因素将有望使重卡销量维持较高水平。厂商方面，一汽解放、东风集团、中国重汽、陕汽集团累计销量分别达12.1万辆、8.3万辆、7.1万辆、6.7万辆，累计同比增长5%、增长6%、下降4%、增长4%。

图 11 2010-2019 年重卡累计销量 (万辆)

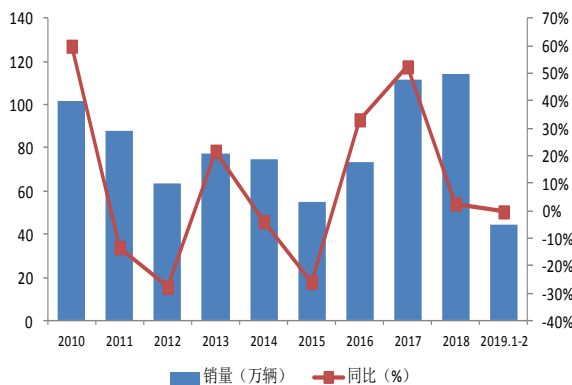
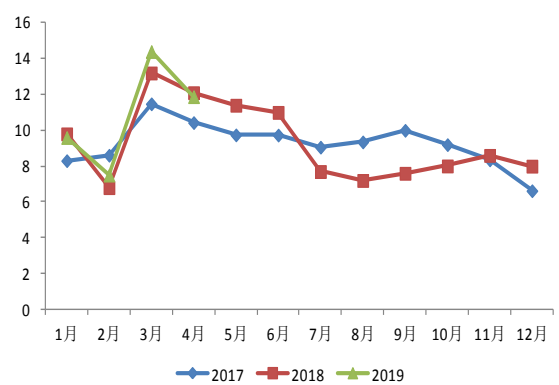


图 12 2017-2019 年重卡月销量 (万辆)



数据来源：公开信息 上海证券研究所

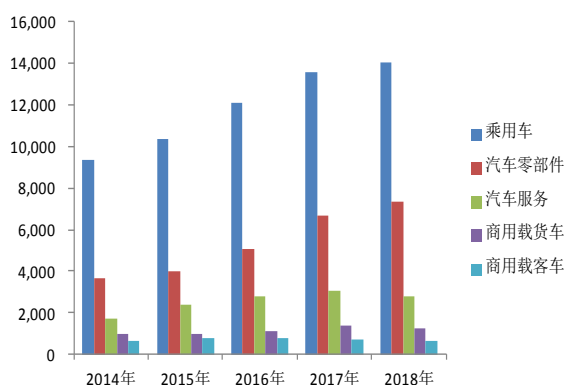
数据来源：第一商用车网 上海证券研究所



### 1.3 行业普遍承压，一季度商用车板块盈利有所改善

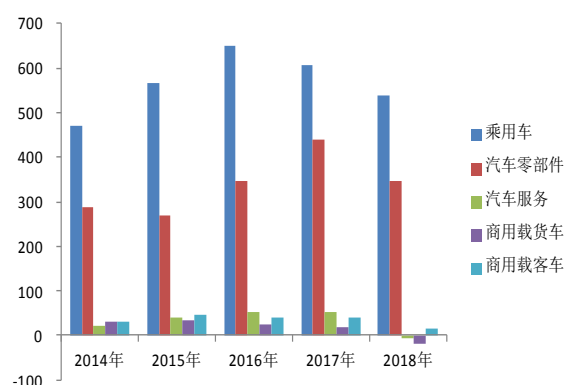
2018 年汽车行业仅乘用车和汽车零部件板块收入实现同比增长，各细分行业净利润水平普遍承压。申万汽车行业剔除其他交通运输设备板块和中公教育、光启技术后总计 160 家公司，2018 年实现营业总收入 26079.52 亿元，同比增长 2.71%，归母净利润 872.21 亿元，同比下降 24.56%。各细分行业中，乘用车板块实现营业总收入 14068.21 亿元，增长 3.57%，归母净利润 539.44 亿元，下降 10.85%；汽车零部件板块实现营业总收入 7357.28 亿元，增长 10.14%，归母净利润 345.23 亿元，下降 21.41%；汽车服务板块实现营业总收入 2766.67 亿元，下降 8.88%，归母净利润-7.12 亿元，下降 113.30%；商用载货车板块实现营业收入 1241.02 亿元，下降 10.50%，归母净利润-20.24 亿元，下降 206.45%；商用载客车板块实现营业收入 646.34 亿元，下降 646.34%，归母净利润 14.89 亿元，下降 62.10%。

图 13 2014 -2018 年年报汽车板块营业总收入（亿元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

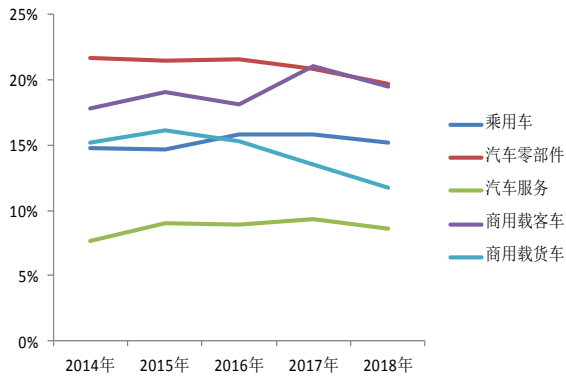
图 14 2014 -2018 年年报汽车板块归母净利润（亿元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

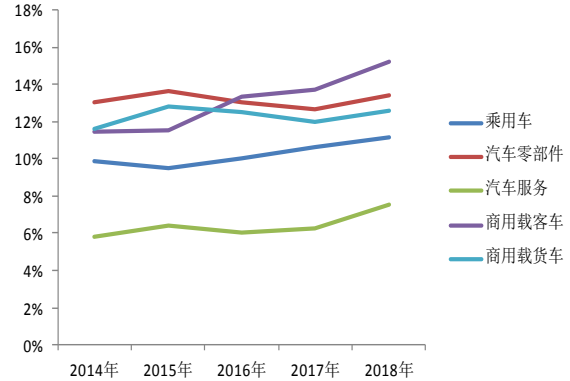
2018 年汽车行业毛利率水平小幅下降，期间费用率小幅上升。各细分行业中，乘用车、汽车零部件、汽车服务、商用载客车、商用载货车板块毛利率分别为 15.18%、19.70%、8.56%、19.53%、11.72%，同比下降 0.65pct、1.16pct、0.77pct、1.54pct、1.78pct；期间费用率分别为 11.15%、13.41%、7.52%、15.25%、12.63%，同比上升 0.50pct、0.76pct、1.25pct、1.51pct、0.64pct。

图 15 2014 -2018 年年报汽车板块毛利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

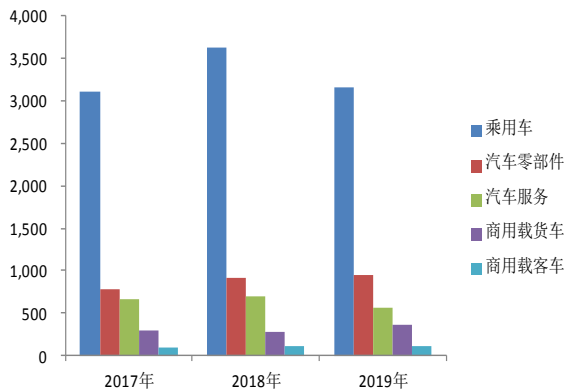
图 16 2014 -2018 年年报汽车板块期间费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

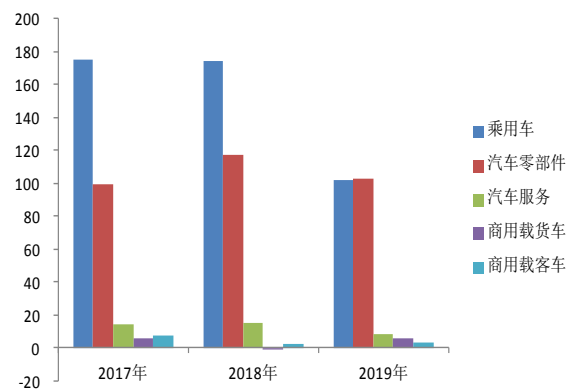
2019 年一季度乘用车板块压力较大,商用车板块利润改善。申万汽车行业剔除其他交运设备板块和中公教育、光启技术,以及数据不全的鑫湖股份、华培动力、泉峰汽车后总计 157 家公司,2019 年一季度实现营业总收入 5123.99 亿元,同比下降 8.74%,归母净利润 221.33 亿元,同比下降 28.07%。各细分行业中,乘用车板块实现营业总收入 3152.99 亿元,下降 13.04%,归母净利润 101.90 亿元,下降 41.49%;汽车零部件板块实现营业总收入 944.86 亿元,增长 4.23%,归母净利润 102.41 亿元,下降 12.52%;汽车服务板块实现营业总收入 563.34 亿元,下降 19.05%,归母净利润 8.58 亿元,下降 44.52%;商用载货车板块实现营业总收入 352.93 亿元,增长 27.93%,归母净利润 5.32 亿元,实现扭亏为盈;商用载客车板块实现营业总收入 109.86 亿元,下降 0.79%,归母净利润 3.13 亿元,增长 35.29%。

图 17 2017 -2019 年一季报汽车板块营业总收入 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

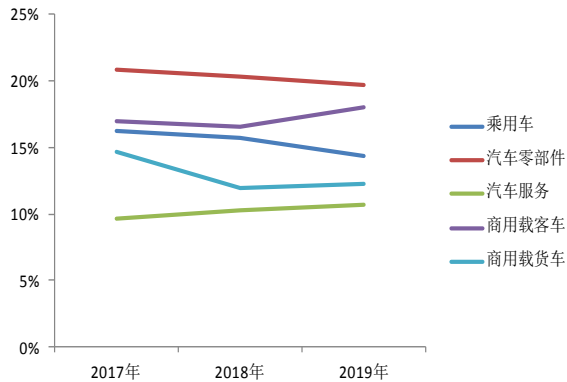
图 18 2017 -2019 年一季报汽车板块归母净利润(亿元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

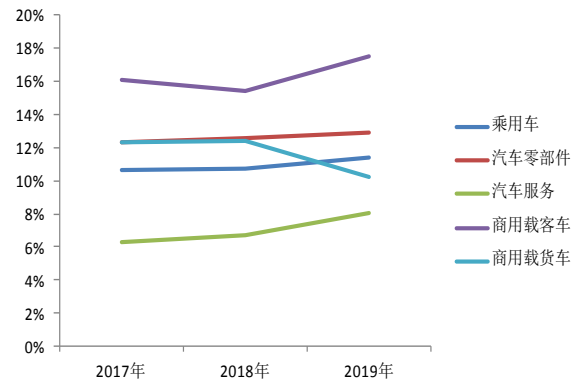
2019 年一季度货车板块毛利率及费用率均有改善。各细分行业中，乘用车、汽车零部件板块毛利率下降、费用率上升，汽车服务、商用载客车板块毛利率、费用率均有上升，商用载货车板块毛利率上升、费用率下降，毛利率为 12.23%，上升 0.25pct，期间费用率为 10.25%，下降 2.12%。

图 19 2017-2019 年一季报汽车板块毛利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 20 2017-2019 年一季报汽车板块期间费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

#### 1.4 利好政策密集出台，汽车销售有望逐步企稳回暖

今年以来，汽车下乡、制造业降税、车辆购置税新规等利好政策的密集出台，以及下半年同比基数的降低有望推动国内汽车销售情况逐步企稳改善。

汽车下乡等促消费政策有助于稳定汽车消费。1月29日，发改委等十部委发布《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，提出有序推进老旧汽车报废更新、促进农村汽车更新换代，有条件的地方可对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主，以及对农村居民报废三轮汽车并购买3.5吨及以下货车或者1.6升及以下排量乘用车给予适当补贴。本次汽车下乡政策以厂家活动为主，有望促进农村地区汽车消费。之后长安欧尚、一汽-大众、一汽奔腾、上汽大众、北京汽车、福田汽车、东风风神、广汽丰田等厂商相继推出汽车下乡补贴优惠活动，形式包括报废补贴、置换补贴、金融贴息补贴等。以一汽-大众为例，活动的主力车型为捷达、2018款宝来、全新一代宝来、蔚领四款车型，其中捷达和2018款宝来分别享受2200元和2500元报废补贴，其余车型可享受4000元至9000元不等的报废补贴。

**表 1 促进汽车消费相关政策**

时间	名称	主要措施
2009.01	《汽车行业调整和振兴规划》	自 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下小排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税。在新增中央投资中安排 50 亿元资金，自 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，对农民购买 1.3 升及以下排量的微型客车，以及将三轮汽车或低速货车报废换购轻型载货车的，给予一次性财政补贴。2009 年老旧汽车报废更新补贴资金总额由 2008 年的 6 亿元增加到 10 亿元。
2010.01	《关于继续实施汽车下乡政策的通知》	汽车下乡政策实施延长一年，至 2010 年 12 月 31 日止。
2015.09	《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	自 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 的税率征收车辆购置税。
2016.12	《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。
2019.01	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	有条件的地方，可依托市场交易平台，对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主，给予适当补助。有条件的地方，可对农村居民报废三轮汽车，购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车，给予适当补贴，带动农村汽车消费。

数据来源：公开信息 上海证券研究所

制造业降税推动豪华品牌降价，利好豪华品牌汽车消费。近期的政府工作报告宣布下调制造业等行业增值税税率，4 月 1 日起制造业增值税税率由 16% 降至 13%。消息公布后，奔驰、宝马、捷豹路虎、沃尔沃、林肯、奥迪等豪华品牌宣布降低厂商建议零售价，降价幅度普遍在 2%~3%。比如奔驰各车型降价 1.2 万元~4 万元不等，对应的降价幅度为 2.1%~2.6%，宝马各车型降价幅度在 0.61 万元~6 万元，降价幅度为 2.5%~3.3%。

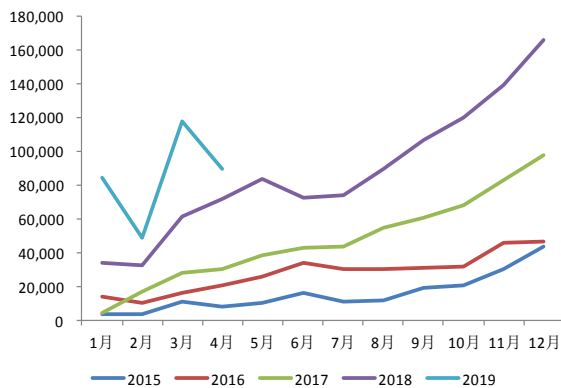
车辆购置税新规落地，消费者购车成本进一步降低。5 月 23 日，财政部、税务总局发布《关于车辆购置税有关具体政策的公告》，自 2019 年 7 月 1 日起施行。纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款，依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定，不包括增值税税款。按照新规，车辆购置税将按照实际支付价格而非厂家指导价计税，在存在终端优惠的情况下计税价格下降，使消费者购车成本降低。

## 二、新能源汽车市场动态概述

### 2.1 新能源乘用车高端化趋势未变，客车销量向龙头集中

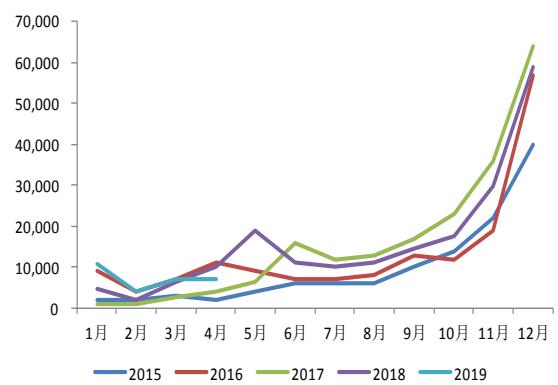
新能源乘用车维持快速增长。据中汽协数据，新能源汽车 1-4 月累计销量为 36.0 万辆，累计同比增长 59.8%。其中新能源乘用车累计销量为 33.0 万辆，累计同比增长 66.4%，纯电动、插混乘用车销量分别为 25.0 万辆、8.0 万辆，增长 75.3%、43.5%；新能源商用车累计销量为 3.0 万辆，累计同比增长 11.4%，纯电动、插混商用车销量分别为 2.8 万辆、0.2 万辆，增长 8.8%、49.4%。

图 21 新能源乘用车月销量 (辆)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

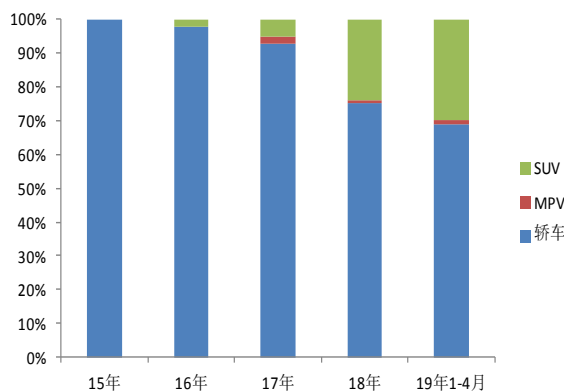
图 22 新能源商用车月销量 (辆)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

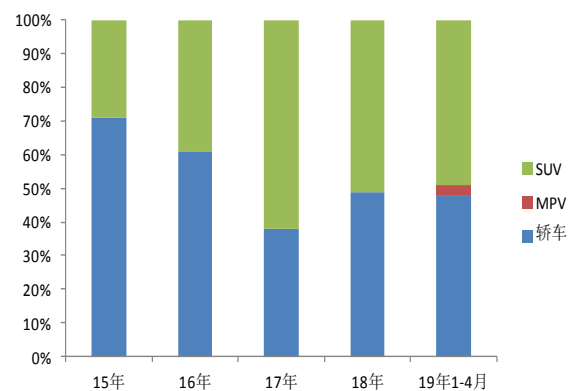
纯电动乘用车中 SUV 的销量比例持续上升。据乘联会数据，2019 年 1-4 月纯电动乘用车销量总计 26.6 万辆，其中 8.0 万辆为 SUV 车型，占比达 30%，2018 年 SUV 销量比例仅为 24%。插电式混合动力乘用车中 SUV 占总销量的比例为 49%，保持稳定。

图 23 纯电动乘用车类型构成 (%)



数据来源: 乘联会 上海证券研究所

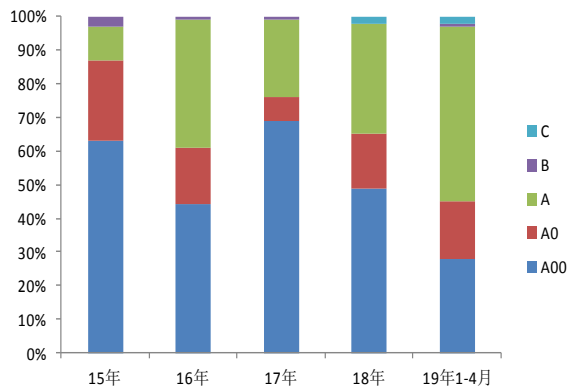
图 24 插电式混合动力乘用车类型构成 (%)



数据来源: 乘联会 上海证券研究所

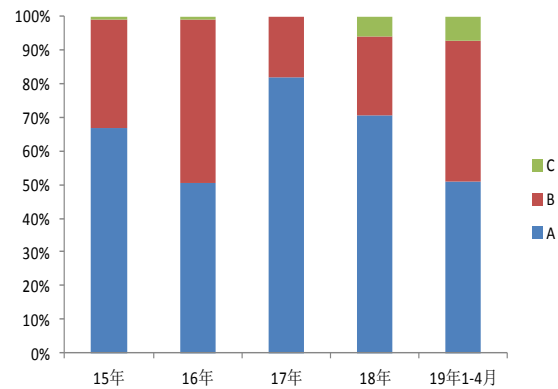
新能源乘用车销量逐步转向高级别车型，纯电动乘用车销量由A00级向A级转移，插混乘用车销量由A级向B级转移。据乘联会数据，2019年1-4月纯电动乘用车销量总计26.6万辆，其中7.5万辆为A00级车型，占总销量的比例由2018年的49%下降到28%，13.7万辆为A级车型，占总销量的比例由2018年的33%上升到52%。2019年1-4月插电式混合动力乘用车销量总计7.8万辆，其中4.0万辆为A级车型，占总销量的比例由2018年的70%下降到51%，3.3万辆为B级车型，占总销量的比例由2018年的23%上升到42%。

图 25 纯电动乘用车级别构成 (%)



数据来源：乘联会 上海证券研究所

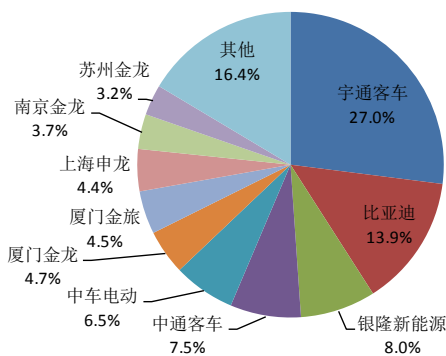
图 26 插电式混合动力乘用车级别构成 (%)



数据来源：乘联会 上海证券研究所

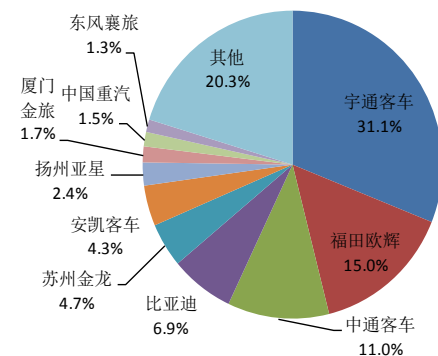
新能源客车销量持续向龙头集中。据第一商用车网数据，2019年1-4月6米以上新能源客车销量为1.9万辆，同比增长32.9%，其中宇通客车销量为5748辆，同比增长119.0%，市场占有率由2018年的27.0%进一步上升到31.1%。

图 27 2018年6米以上新能源客车市场占有率 (%)



数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

图 28 2019年6米以上新能源客车市场占有率 (%)



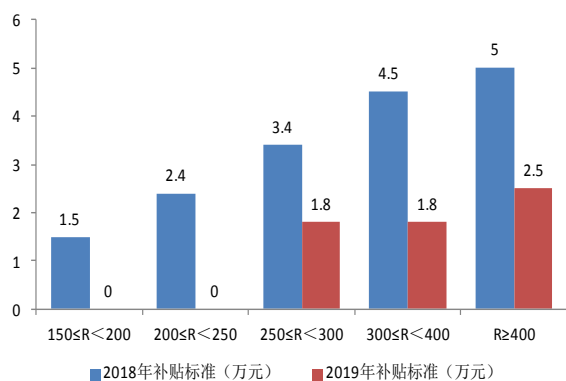
数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

## 2.2 补贴退坡幅度较大，高技术水平产品相对受益

3月26日，财政部、工信部、科技部、发改委等四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。政策设置3月26日至6月25日为过渡期，期间符合18年技术指标要求但不符合19年要求的车辆按照18年标准的0.1倍补贴，符合19年要求的车辆按0.6倍补贴。

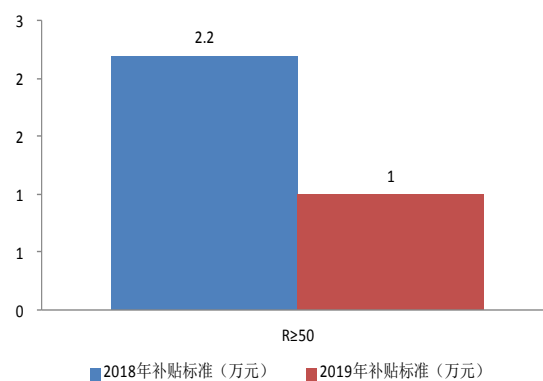
补贴退坡幅度提高至50%。为了分阶段释放2020年后补贴退出压力，今年补贴标准退坡幅度提高至50%左右，新能源乘用车补贴金额下降47%-60%，新能源客车单车补贴上限下降36%-56%，新能源货车单车补贴上限下降45%-80%。纯电动乘用车方面，取消续航里程在250公里以下车型补贴，续航里程在250公里至300公里的车型补贴金额由3.4万元下降到1.8万元，续航里程在300公里至400公里的车型补贴金额由4.5万元下降到1.8万元，续航里程在400公里以上的车型补贴金额由5万元下降到2.5万元。

图 29 2018 年、2019 年纯电动乘用车补贴标准（万元）



数据来源：财政部 上海证券研究所

图 30 2018 年、2019 年插混乘用车补贴标准（万元）



数据来源：财政部 上海证券研究所

续航里程等技术指标要求提高，高技术水平产品相对受益。新政策的技术指标要求进一步提高，纯电动乘用车的续航里程、动力电池能量密度、整车能耗比，非快充类纯电动客车和纯电动客车的单位载质量能量消耗量、电池系统能量密度，以及插混车型的燃料消耗量水平等技术指标要求提高。比如纯电动乘用车的续航里程下限由18年的150公里提高到了250公里，并新增新能源客车的续航里程要求；纯电动乘用车和非快充类纯电动客车电池系统能量密度下限分别由105Wh/kg和115Wh/kg提高到125Wh/kg和135Wh/kg。近年来受到补贴向高技术水平产品倾斜的影响，新能源

汽车的续航里程、电池能量密度等普遍提升，积极投入研发、技术积累深厚的企业竞争力提升。

表 2 2019 年新能源乘用车技术要求

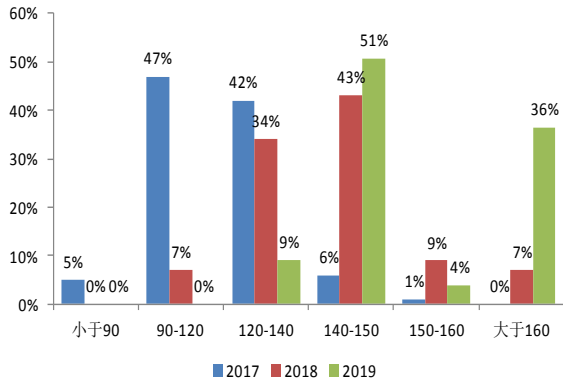
2018 年新能源乘用车技术要求	2019 年新能源乘用车技术要求
纯电动乘用车 30 分钟最高车速不低于 100km/h。	纯电动乘用车 30 分钟最高车速不低于 100km/h。
纯电动乘用车工况法续航里程不低于 150 km。插电式混合动力（含增程式）乘用车工况法续航里程不低于 50 km。	纯电动乘用车工况法续航里程不低于 250 km。插电式混合动力乘用车（含增程式）工况法续航里程不低于 50 km。
纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 105Wh/kg，105（含）-120Wh/kg 的车型按 0.6 倍补贴，120（含）-140Wh/kg 的车型按 1 倍补贴，140（含）-160Wh/kg 的车型按 1.1 倍补贴，160Wh/kg 及以上车型按 1.2 倍补贴。	纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 125Wh/kg，125（含）-140Wh/kg 的车型按 0.8 倍补贴，140（含）-160Wh/kg 的车型按 0.9 倍补贴，160Wh/kg 及以上车型按 1 倍补贴。
按整车整备质量（m）不同，工况条件下百公里耗电量（Y）应满足以下门槛条件： $m \leq 1000\text{kg}$ 时， $Y \leq 0.0126 \times m + 0.45$ ； $1000 < m \leq 1600\text{kg}$ 时， $Y \leq 0.0108 \times m + 2.25$ ； $m > 1600\text{kg}$ 时， $Y \leq 0.0045 \times m + 12.33$ 。百公里耗电量（Y）优于门槛 0（含）-5% 的车型按 0.5 倍补贴，优于门槛 5（含）-25% 的车型按 1 倍补贴，优于门槛 25%（含）以上的车型按 1.1 倍补贴。	纯电动乘用车整车能耗比《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2018〕18 号）规定门槛提高 10%（含）-20% 的车型按 0.8 倍补贴，提高 20%（含）-35% 的车型按 1 倍补贴，提高 35%（含）以上的车型按 1.1 倍补贴。
工况法纯电续航里程低于 80km 的插电式混合动力乘用车 B 状态燃料消耗量（不含电能转化的燃料消耗量）与现行的常规燃料消耗量国家标准中对应限值相比小于 65%，比值介于 60%（含）-65% 之间的车型按 0.5 倍补贴，比值小于 60% 的车型按 1 倍补贴。工况法纯电续航里程大于等于 80km 的插电式混合动力乘用车，其 A 状态百公里耗电量应满足纯电动乘用车门槛要求。	工况法纯电续航里程低于 80km 的插电式混合动力乘用车 B 状态燃料消耗量（不含电能转化的燃料消耗量）与现行的常规燃料消耗量国家标准中对应限值相比小于 60%，比值介于 55%（含）-60% 之间的车型按 0.5 倍补贴，比值小于 55% 的车型按 1 倍补贴。工况法纯电续航里程大于等于 80km 的插电式混合动力乘用车，其 A 状态百公里耗电量应满足纯电动乘用车 2019 年门槛要求。

数据来源：财政部 上海证券研究所

受政策倾斜影响，新能源汽车动力电池能量密度和续航里程普遍上升。据乘联会数据，今年的第一到四批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》中新能源乘用车和新能源客车电池能量密度在 140Wh/kg 以上的车型占比已分别达到 91% 和 85%，2018 年这一比例为 59% 和 58%。而能量密度在 120Wh/kg 以下的车型占比分别为 0% 和 1%，2018 年这一比例为 7% 和 12%。今年新能源乘用车和新能源客车续航里程在 300 公里以上的车型占比已分别达到 87% 和 82%，2018 年这一比例为 59% 和 51%，同时分别有 50% 和 60% 的车型续航里程超过 400 公里。而续航里程在 200 公里以下的乘用车车型和客车车型占比已均降为 0%。

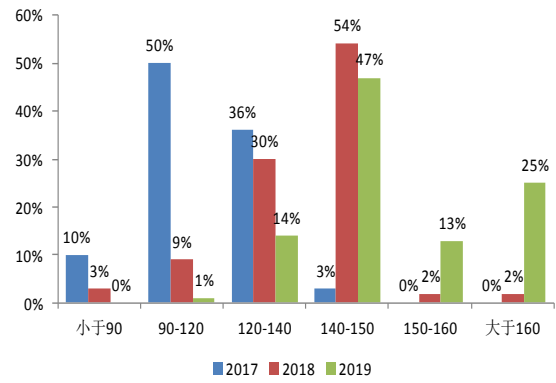


图 31 新能源推广目录乘用车电池能量密度 (Wh/kg)



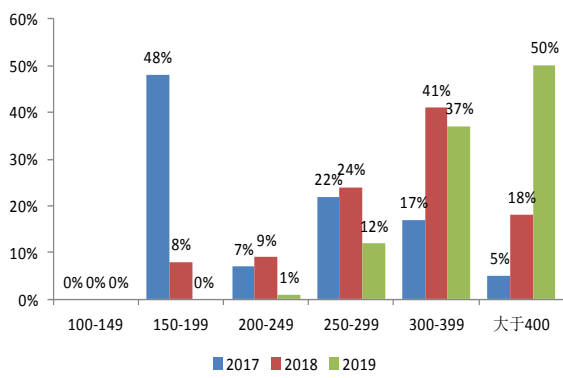
数据来源: 乘联会 上海证券研究所

图 32 新能源推广目录客车电池能量密度 (Wh/kg)



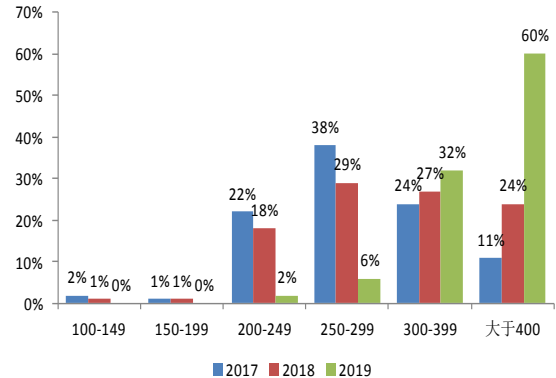
数据来源: 乘联会 上海证券研究所

图 33 新能源推广目录乘用车续航里程 (km)



数据来源: 乘联会 上海证券研究所

图 34 新能源推广目录客车续航里程 (km)



数据来源: 乘联会 上海证券研究所

地方补贴转为支持充电基础设施建设运营, 相关行业迎来机遇。新政策中, 除新能源公交车和燃料电池外, 新能源汽车的地方购置补贴取消, 转为用于充电或加氢基础设施建设和配套运营服务等。根据规划, 2020 年我国将建成超过 1.2 万座充换电站、超过 500 万个交直流充电桩, 但目前国内充电基础设施建设相对滞后, 截止 2 月底充电桩数量仅 34.8 万个, 地方补贴的转向将使充电设施行业迎来机遇。

燃料电池汽车补贴政策将另行公布, 产业化进程有望持续推进。《通知》表示, 为促进燃料电池汽车产业加快发展, 推动公交车行业转型升级, 燃料电池和新能源公交车的支持措施正在研究中, 补贴政策将另行公布, 而过渡期销售上牌的燃料电池汽车按 18 年标准的 0.8 倍补贴。2018 年燃料电池汽车产销量超 1500 辆, 北京、上海等地规划 2020 年燃料电池推广 5000 辆、3000 辆, 产业化进程有望持续推进。

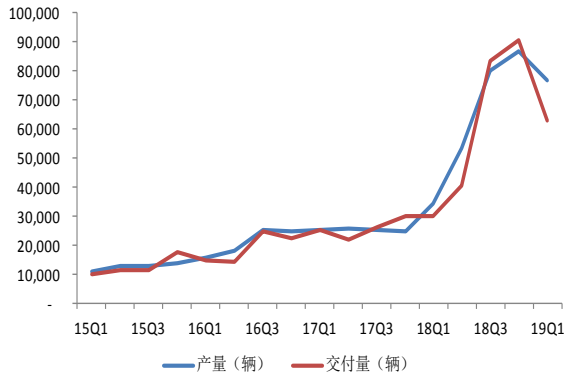
新能源公交车地方补贴延续，稳定相关需求。5月6日，财政部等发布《关于支持新能源公交车推广应用的通知》，要求从2019年开始，新能源公交车辆完成销售上牌后提前预拨部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算。在普遍取消地方购置补贴的情况下，地方可继续对购置新能源公交车给予补贴支持。另外，有关部门将研究完善新能源公交车运营补贴政策，从2020年开始，采取“以奖代补”方式重点支持新能源公交车运营。

### 2.3 特斯拉上海工厂落地，本地化生产利好国内供应商

得益于Model 3产能的提高，2018年特斯拉的产量和交付量均有显著增长，但存在一定产能限制。2017年特斯拉每季度产量稳定在2.5万辆左右，2018年起逐步上升，至2018年下半年每季度产量已超过8万辆，全年产量达25.5万辆，增长152%，交付量达24.5万辆，增长137.3%，其中Model 3产量和交付量分别达15.3万辆和14.6万辆，一到四季度产量的环比增速为303%、193%、86%、15%。2019年一季度，特斯拉产量为7.7万辆，其中Model 3产量为6.3万辆，Model S和X的产量为1.4万辆。一季度交付量为6.3万辆，其中Model 3交付量为5.1万辆，Model S和X交付量为1.2万辆。特斯拉预计，2019年全年的交付量为36万辆至40万辆。

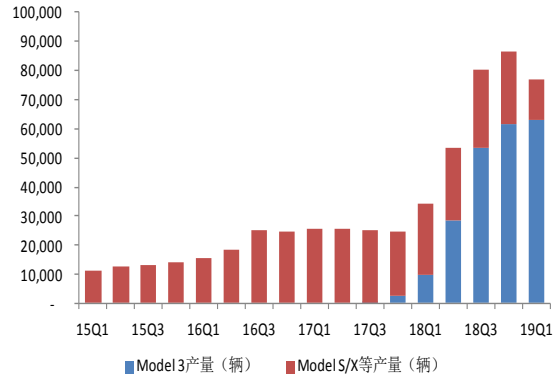
特斯拉在国内建立超级工厂，本地化生产将促使其供应体系向国内零部件供应商开放。2018年4月，发改委宣布新能源汽车外资股比限制取消后，7月特斯拉宣布将在上海建立首个海外超级工厂，初始规划产能25万辆，之后将达到50万辆，生产Model 3和Model Y。今年1月，特斯拉上海工厂开工，预计5月完成初步建设，年度部分生产线投产。目前Model 3在国内的价格最低约40万元，高于同一级别的国内品牌新能源汽车，本地化生产后特斯拉Model 3和Model Y价格将进一步下探，提高在国内新能源汽车市场的竞争优势。同时，上海工厂将有效解决特斯拉产能不足问题，并推动特斯拉供应体系进一步向国内供应商开放。

图 35 特斯拉季度产量、交付量 (辆)



数据来源: 公开信息 上海证券研究所

图 36 特斯拉 Model 3 季度产量 (辆)



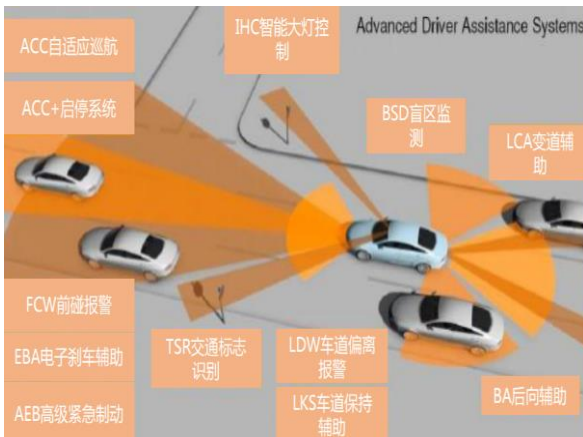
数据来源: 公开信息 上海证券研究所

## 2.4 汽车智能化程度提高, ADAS 渗透率有望不断提升

ADAS 引领汽车产业技术革新, 汽车智能化程度不断提高。ADAS 提供包括 ACC 自适应巡航控制、ACC+启停系统、IHC 智能大灯控制。BSD 盲点监测、LCA 变道辅助、FCW 前碰报警、EBA 电子刹车辅助、TSR 交通标志识别、LDW 车道偏离预警、LKS 车道保持辅助、BA 后向辅助等多种功能, 将有效提高行车安全性, 已成为各大主机厂技术研发的重点。

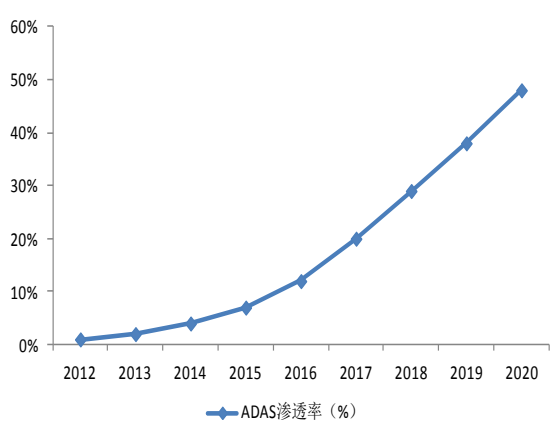
目前全球 ADAS 渗透率不及 30%, 提升空间较大。据中国产业信息网, 目前全球 ADAS 渗透率在 30% 以下, 仍有非常大的提升空间。IHS 预测, 2025 年和 2035 年全球自动驾驶汽车的销量达到 60 万辆, 2035 年达到 2000 万辆, 其中美国和中国的销量分别达到 450 万辆和 570 万辆。

图 37 ADAS 主要功能



数据来源: 网易科技 上海证券研究所

图 38 全球 ADAS 渗透率预测 (%)



数据来源: 中国产业信息网 上海证券研究所

而根据我国《智能汽车创新发展战略》提出的发展目标，2020年汽车 DA、PA、CA 系统新车装配率超过 50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到 10%；2025 年汽车 DA、PA、CA 新车装配率达 80%，其中 PA、CA 级新车装配率达 25%，高度和完全自动驾驶汽车开始进入市场；2030 年汽车 DA 及以上级别的智能驾驶系统成为新车标配，汽车联网率接近 100%，HA/FA 级自动驾驶新车装配率达到 10%。

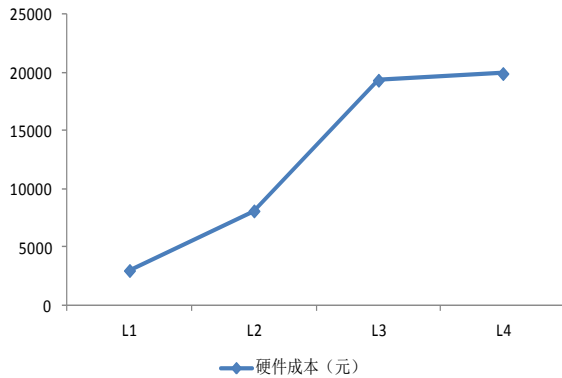
表 3 《智能汽车创新发展战略》战略愿景

时间	发展目标	战略愿景
2020	汽车 DA、PA、CA 系统新车装配率超过 50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到 10%。	中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监督和信息安全体系框架基本形成。智能汽车新车占比达到 50%，中高级别智能汽车实现市场化应用，重点区域示范运行取得成效。智能道路交通系统建设取得积极进展，大城市、高速公路的车用无线网络（LTE-V2X）覆盖率达到 90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖。
2025	汽车 DA、PA、CA 新车装配率达 80%，其中 PA、CA 级新车装配率达 25%，高度和完全自动驾驶汽车开始进入市场。	中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监督和信息安全体系全面形成。新车基本实现智能化，高级别智能汽车实现规模化应用。“人-车-路-云”实现高度协同，新一代车用无线网络（5G-V2X）基本满足智能汽车发展需要。
2030	汽车 DA 及以上级别的智能驾驶系统成为新车标配，汽车联网率接近 100%，HA/FA 级自动驾驶新车装配率达到 10%。	中国标准智能汽车享誉全球，率先建成智能汽车强国，全民共享“安全、高效、绿色、文明”的智能汽车社会。

数据来源：《汽车产业中长期发展规划》、《智能汽车创新发展战略》上海证券研究所

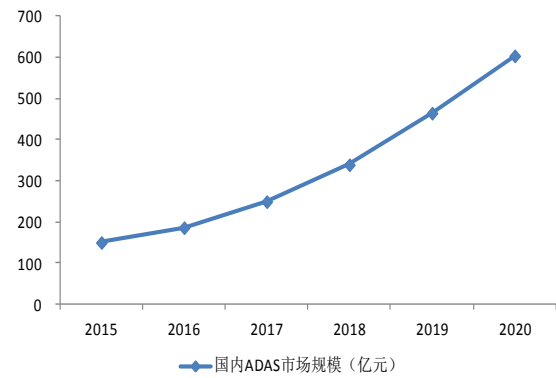
ADAS 的发展将使包括车载摄像头、毫米波雷达、激光雷达、传感器等在内的相关硬件得到显著发展。以特斯拉 Autopilot 为例，Autopilot 2.0 使用的车载摄像头达到 8 个，包括 3 个前置摄像头、2 个侧边摄像头和 3 个后置摄像头，并配备 12 个超声波传感器。据高盛统计，L1 级辅助驾驶硬件成本约为 3000 元，L2 级达到 8000 元以上，L3 级和 L4 级辅助驾驶硬件成本将接近 20000 元，硬件成本大幅度上升，推动市场规模不断扩大。中投顾问预计，2015 年至 2020 年国内 ADAS 市场规模将从 150 亿元增长至 600 亿元，对应复合增长率为 32%。

图 39 各阶段 ADAS 硬件成本 (元)



数据来源: 高盛 上海证券研究所

图 40 国内 ADAS 市场规模预测 (亿元)



数据来源: 中投顾问 上海证券研究所

表 4 企业自动驾驶相关产品研发、量产进展

时间	自动驾驶相关产品进展
德赛西威	公司自主研发的 360 度高清环视系统、全自动泊车系统、驾驶员行为监控和身份识别系统、T-box 产品均已实现量产; 24G 毫米波雷达已获得项目订单并将于 2019 年量产; 77G 毫米波雷达预计在 2019 年达到可量产状态; 公司与英伟达和小鹏汽车联合开发 L3 级别智能驾驶系统并计划于 2020 年量产; 公司发布基于高通 9150 C-V2X 芯片组的解决方案, 为汽车制造商开发 LTE-V2X 解决方案。
华域汽车	公司技术中心和电子分公司 24GHz 后向毫米波雷达实现批产供货, 全年共生产 16,922 套, 成为国内首家自主研发实现量产的毫米波雷达供应商, 客户反馈良好。
东软集团	公司发布基于恩智浦视觉处理器 S32V 的最新一代 ADAS 量产产品, 以及面向量产的基础软件平台 NeuSAR, 为自主研发自动驾驶系统的 OEM 整车企业及零部件供应商提供的面向下一代汽车通讯和计算架构的系统平台, 为客户提供一整套技术解决方案。目前, 东软睿驰 ADAS 量产产品已成功应用于东风、一汽、北汽银翔等多个车厂。
均胜电子	均胜安全自主研发的 DMS 驾驶员监测系统已于美国豪华品牌凯迪拉克部分车型中量产。此外, 均胜安全拥有立体式车内驾乘者监视系统、方向盘生命体征感知系统、主动转向方向盘、方向盘智能感应技术、方向盘三维多功能开关等前沿产品, 通过硬件的感知和软件、算法的计划, 快速地、稳定地提高车内人员的安全系数。
四维图新	主要包括提供 ADAS 地图、HD 地图数据、高精度定位产品及自动驾驶整体解决方案, 相关前沿技术研发及联合验证。其中, 基于云端动态融合的自动驾驶地图数据及服务能力, 可以支撑不同等级自动驾驶应用场景的多层次规划需求。HD 地图已经完成全国高速道路数据采集和产品发布。高精度定位目前已经完成了北京和成都测试, 计划完成更多城市拓展。自动驾驶整体解决方案已经完成 5000 多公里长距离实际道路测试验证, 具备 L3 级自动驾驶标准能力。

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

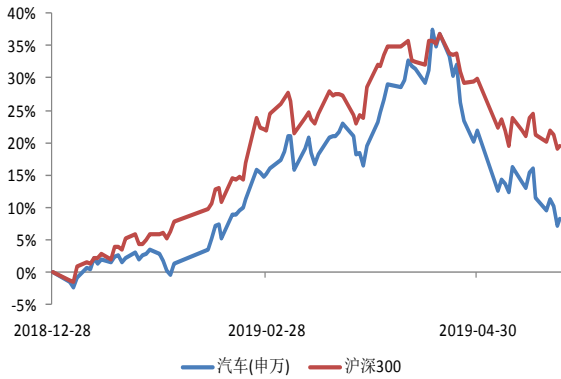
### 三、汽车板块表现综述

#### 3.1 年初至今汽车板块累计上涨 8%

截至 5 月 24 日, 年初至今沪深 300 指数累计上涨 19.37%, 汽

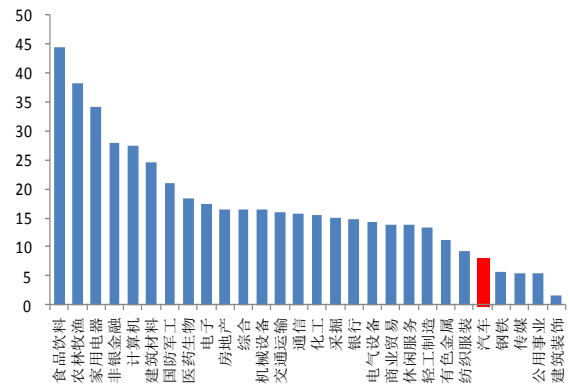
车行业指数累计上涨 8.18%，跑输大盘 11.19 个百分点，在各个行业中表现较弱。

图 41 年初至今汽车行业指数涨跌幅 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 42 年初至今各行业指数涨跌幅 (%)

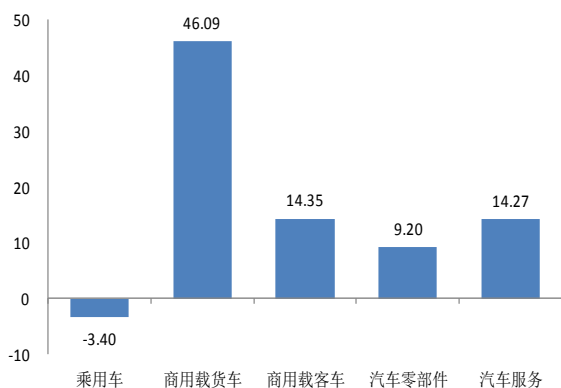


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

### 3.2 细分行业中商用载货车板块涨幅较大，乘用车板块下跌

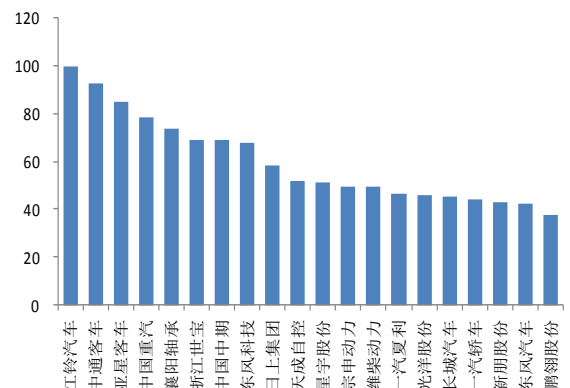
细分行业中仅乘用车板块小幅下跌 3.40%，商用载货车指数涨幅较大，已累计上涨 46.09%，其次为商用载客车板块和汽车服务板块，累计上涨 14.35%和 14.27%，汽车零部件板块涨幅较小，累计上涨 9.20%。个股方面，多数个股实现上涨，累计涨幅较大的主要包括商用车整车企业江铃汽车、中通客车、亚星客车、中国重汽等，以及业绩增长较好的汽车零部件企业星宇股份、潍柴动力等。

图 43 年初至今各子行业涨跌幅 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 44 年初至今涨幅较大个股 (%)



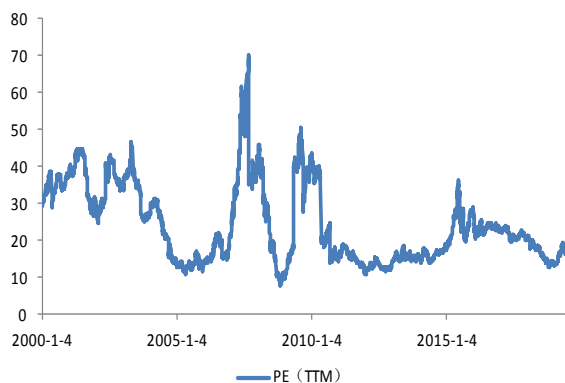
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

### 3.3 行业估值处于相对低位，汽车零部件板块估值有望修复

目前汽车行业 PE (TTM) 为 16.3 倍，相比 2011 年至今的平均估值水平 18.2 倍和最高估值水平 36.3 倍仍处于相对低位。细分行

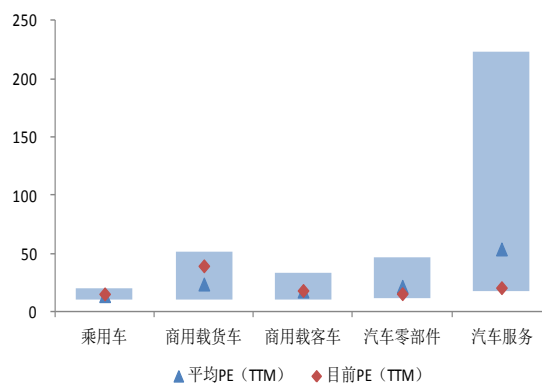
业中，乘用车、商用载货车、商用载客车、汽车零部件、汽车板块等目前 PE (TTM) 分别为 15.3 倍、39.4 倍、18.2 倍、15.4 倍、20.6 倍，而 2011 年以来的平均估值水平分别为 13.8 倍、23.7 倍、17.7 倍、21.7 倍、53.9 倍。乘用车和商用载客车板块估值略高于平均水平，商用载货车板块估值接近历史最高水平，汽车零部件板块估值低于平均水平。

图 45 汽车行业 PE (TTM)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 46 2011-2019 年子行业 PE (TTM) 变动范围



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 四、投资策略

### 4.1 未来十二个月内，维持汽车行业“增持”评级

去年下半年以来汽车消费持续低迷，厂家主动去库存过程仍在推进，今年以来汽车下乡等促消费政策、制造业降税、车辆购置税新增等利好政策相继落地，汽车消费有望企稳回暖，推动汽车产业链上下游企业盈利改善，可持续关注整车及汽车零部件板块内优质公司。新能源汽车方面，今年补贴退坡幅度较大但对销量影响有限，预计新能源汽车全年销量仍将保持较快增长，同时补贴政策向高技术水平车型的倾斜将持续促使厂家提高汽车续航里程、动力电池系统能量密度等技术指标，具备较强资金实力及技术积累的行业龙头有望进一步扩大优势，可适当关注各细分行业龙头企业。

维持汽车行业“增持”评级，主要理由是：长期来看我国汽车市场仍有较大发展空间，汽车配置的提高、零部件国产化比例的提高和汽车电动化、智能化、互联化等新技术的发展以及国内汽车产业的扩大开放都将有助于汽车产业的升级，部分优质的企业仍然可以在行业趋势下而获得快速的发展。

## 4.2 投资策略

建议适当关注整车及汽车零部件板块中具备竞争优势、业绩具有确定性的优质企业，以及受益于国产替代、新能源汽车、智能网联汽车等行业趋势的企业。

## 五、重点公司

### 5.1 精锻科技（300258）

国内乘用车自动变速器渗透率不断提升，市场需求增长速度远高于整车的增长速度，DCT 是自动变速器的重要技术路线之一，由于传动效率高、换挡品质好等优点广泛用于大众等品牌车型。公司是国内乘用车精锻齿轮行业龙头，为大众、GKN、格特拉克等重要变速器生产商提供配套。

公司业务拓展顺利，18 年新增沃尔沃、伊顿等客户并相继收获各类产品项目定点，在差速器总成、新能源汽车配套产品等领域均获得突破。传统业务方面，公司获得大众天津 MEB 项目和 DQ501 项目定点，规划年需求量为 71 万台套和 29.7 万台套，供货份额达 80%，预计 2020 年起量产；部件总成类产品方面，公司获得上汽变 DM21 项目和沃尔沃 MEP2 项目差速器总成定点，预计 2020 年和 2021 年量产；新能源汽车配套产品方面，公司获得大众天津 MEB 项目电机轴业务，规划年需求量为 71 万台套，供货份额为 50%；同时，公司收到格特拉克江西 MT88 项目粉末冶金齿毂等零件定点，业务领域不断拓宽。

### 5.2 三花智控（002050）

公司主业为制冷业务，2017 年三花汽零成为公司全资子公司，再添新增长点。三花汽零专注于汽车空调及新能源车热管理系统，目前客户包括法雷奥、马勒贝洱等一级供应商，以及奔驰、通用、特斯拉、沃尔沃、比亚迪、吉利、蔚来、长城、江铃、上汽、一汽、广汽等整车厂商。

三花汽零深耕汽车热管理领域，新能源汽车的电池、电控及电机模块都需要热管理，相关产品的需求和单车价值大幅提升。随着特斯拉、吉利、比亚迪、北汽、上汽等客户新能源汽车的上量，公司新能源汽车业务收入快速增长。近期公司再获上汽大众新能源电动汽车平台水冷板项目定点，相关车型预计 2020 年上市，生命周



期内预计销售额约9亿元，新能源汽车热管理业务持续推进。

### 5.3 银轮股份（002126）

公司是国内领先的汽车热交换器生产企业，在商用车热交换器领域优势显著，产品配套于美国康明斯、卡特彼勒、福特、道依茨、通用、法雷奥、玉柴、东风、重汽、北汽福田、锡柴、潍柴、上柴等企业。近年来公司积极拓展乘用车热交换器业务，配套福特、通用、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪等优质乘用车企业，乘用车业务快速发展。

公司新能源汽车热管理业务快速发展，相关产品包括高低温水箱、电池深冷器、电池冷却板、电机冷却器、电控冷却器、前端冷却模块、PTC加热器、电子风扇、电子水泵、热泵空调系统等，主要客户已覆盖福特、宁德时代、吉利、广汽、比亚迪、宇通、威马、江铃等。18年公司持续开拓新能源汽车热管理产品市场，陆续获得吉利PMA平台电池冷却器和冷却板产品定点，以及长安福特电池冷却板产品定点。

## 六、风险及不确定因素提示

汽车销售不及预期；相关产业政策变化；行业竞争加剧等。

## 分析师承诺

黄涵虚

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。