

汽车行业走向复苏，聚焦乘用车

——汽车行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆年初以来汽车板块跑输上证，“商强乘弱”。截至2019年6月5日，年初以来汽车板块涨幅8.71%，跑输上证综指7.4个百分点。商用载货车跑赢汽车板块32个百分点，乘用车跑输板块7个百分点。

◆汽车板块大概率于2019Q3开启新一轮复苏。自上而下地看金融指标领先汽车行业复苏3-5个月，一季度社融和M2的企稳，对后续行业走向复苏有参考意义。自下而上地看，本轮汽车周期已经经历43个月，长于历史均值并接近历史最长值。预计下半年在基数效应下，行业销量增速降幅收窄并有望转正。同时，由于去年下半年以来需求增速持续下行，汽车经销商库存一直处于高位，渠道库存未得到有效去化。重点城市“国六”提前实施令经销商库存加速去化，销量增速和库存增速的趋势组合会驱动光大汽车时钟切换至复苏时区。

◆“国六”升级时间显著提前，扰动行业复苏节奏。过去三次轻型汽油车排放标准切换时间点均位于行业景气顶部区域，而此次国六排放标准提前实施的时间在行业景气底部，对本轮汽车周期轮动节奏产生一定扰动。我们测算了国六提前实施城市中非国六的库存，预计今年5月至7月份该部分库存会有有效去化加速终结本轮主动去库过程。

◆行业复苏期板块PE较为确定发生修复，聚焦早周期乘用车板块。我们认为行业在复苏时区EPS上的弹性十分有限，而板块估值水平却确定性上升，主导板块走势的主要因素在于板块的估值是否发生修复。板块估值修复过程中早周期属性的乘用车板块有望产生超额收益。

◆新一轮库存周期和行业资本开支周期错位，新一轮汽车周期或将显著长于历史均值，建议降低利润弹性预期，标配汽车板块。我们认为即将开启的这轮汽车周期在没有大规模的刺激政策下，行业复苏向过热的切换存在不确定性，建议降低本轮行业利润弹性预期，并于Q3标配汽车板块参与板块的估值修复行情。

◆投资建议：我们预计汽车行业大概率于三季度开启被动去库过程，A股汽车方面，从行业比较来看，建议标配乘用车板块，维持“增持”评级，个股推荐上汽集团、星宇股份、长城汽车(A)和长安汽车；港股汽车方面：基于港股更看重业绩兑现，且易受外围市场、汇率波动影响，预计港股在业绩兑现与基本面最快下半年改善的预期中反复，维持港股汽车板块震荡走势的判断，维持“中性”评级，个股建议关注长城汽车(H)。

◆风险分析：1) 行业增长不及预期。2) 宏观经济因素对行业的扰动。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601633.SH	长城汽车	8.78	0.57	0.61	0.62	15.4	14.4	14.2	增持
600104.SH	上汽集团	24.52	3.08	3.24	3.48	8.0	7.6	7.0	增持
601799.SH	星宇股份	72.02	2.21	2.71	3.76	32.6	26.6	19.2	增持
000625.SZ	长安汽车	6.49	0.14	0.33	0.69	46.4	19.7	9.4	增持
2333.HK	长城汽车	5.83	0.57	0.61	0.62	9.0	8.4	8.3	中性

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月05日注：长城汽车(H股)股价为港币

汽车(A股): 增持(维持)

汽车(H股): 中性(维持)

分析师

邵将 (执业证书编号: S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebsec.com

倪昱婧 CFA (执业证书编号: S0930515090002)

021-52523852

niyj@ebsec.com

文姬 (执业证书编号: S0930519030001)

021-52523658

wenj@ebsec.com

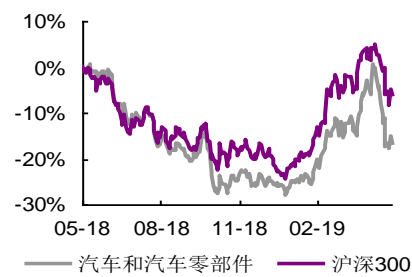
联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

汽车时钟复苏尚需时日，板块或将抢跑超额收益——光大汽车时钟五问五答板块配置节奏

..... 2019-04-08

光大汽车时钟解构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列二

..... 2019-03-11

站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录系列一

..... 2018-12-21

投资聚焦

我们的创新之处

我们预计下半年在基数效应下，行业销量增速降幅收窄并有望转正。同时，由于去年下半年以来需求增速持续下行，汽车经销商库存一直处于高位，渠道库存未得到有效去化。重点城市“国六”提前实施令经销商库存加速去化，销量增速和库存增速的趋势组合会驱动光大汽车时钟切换至复苏时区，并带动汽车板块配置在该阶段持续提升。

我们定量估算了全行业的库存情况以及非国六库存的占比，并对提前实施国六城市的非国六库存去化时间做了敏感性分析，预计该部分库存系数为2.3-3个月，今年5月至7月份会加速去化并带动行业结束主动去库阶段。

我们在光大汽车时钟框架下讨论了汽车板块PE和EPS在复苏和过热的表现。行业在复苏时区周期拐点的确认会较为稳定的驱动板块估值修复，但该阶段行业EPS的弹性十分有限。同时新开启的汽车库存周期复苏向过热切换机制不顺畅，建议降低本轮周期行业的利润弹性预期。

投资观点

A股汽车方面：预计下半年行业有望结束自2017年7月开启的主动去库过程，并开启新一轮行业复苏。早周期属性鲜明的汽车行业大概率于三季度开启被动去库过程，建议标配乘用车板块。维持行业“增持”评级。个股推荐上汽集团、星宇股份、长城汽车(A)和长安汽车。

港股汽车方面：前期板块上涨主要是基于经济/行业复苏预期、以及政策刺激预期带动的估值扩张。港股市场更看重业绩的兑现，且受外围市场、汇率波动等的影响更大，基于中美贸易摩擦风险及外围市场风险、以及行业基本面尚未企稳（国V至国VI切换），预计港股在业绩兑现与基本面最快下半年改善的预期中反复，维持港股汽车板块震荡走势的判断、维持“中性”评级。个股建议关注PB较低、行业拐点显现阶段销量/盈利弹性较大的长城汽车(H)。

目 录

1、 汽车板块年初以来市场回顾	6
1.1、 汽车板块超额收益折返跑，板块内商强乘弱.....	6
2、 汽车板块年初以来表现分析	7
3、 2019 年三季度聚焦乘用车板块	10
3.1、 汽车行业大概率于 2019Q3 开启被动去库.....	10
3.2、 国六政策升级对行业复苏期切换的扰动.....	13
3.3、 行业复苏期的投资特点	16
3.4、 本轮汽车周期走向复苏后的潜在风险.....	17
4、 投资建议	20
4.1、 汽行业估值处于历史底部区域	20
4.2、 汽车行业下半年进入复苏时区，聚焦乘用车板块	20
5、 重点公司推荐.....	21
5.1、 星宇股份	21
5.2、 上汽集团	22
5.3、 长城汽车（A/H）	23
5.4、 长安汽车	24
6、 风险分析	25

图表目录

图 1：光大汽车时钟系列报告观点回顾（截至 2019 年 6 月 5 日）	6
图 2：汽车板块阶段性产生超额收益（截至 2019 年 6 月 5 日）	6
图 3：汽车板块内部呈“商强乘弱”格局（截至 2019 年 6 月 5 日）	6
图 4：2019Q1 货车板块 TTM 收入增速改善	7
图 5：2019Q1 乘用车板块 TTM 收入增速继续下行	7
图 6：潍柴动力 2019 年年初估值发生估值修复	7
图 7：潍柴动力一季报利润超市场预期驱动 PE 修复	7
图 8：一季度房地产投资和制造业投资持续上行	8
图 9：重卡行业销量本轮周期复苏力度超市场预期	8
图 10：上汽集团 PE 和相对收益分布	8
图 11：上汽 2016-2018 年随上证 50 走牛	9
图 12：上汽 2015-2017 年业绩增速平稳分红率高	9
图 13：汽车作为早周期行业需求率先工业企业周期回升	10
图 14：货币增速领先或同步汽车行业复苏	10
图 15：社融增速领先或同步汽车行业复苏	10
图 16：汽车行业三轮周期时区分布	11
图 17：居民住房支出对消费行为挤压测算（截至 2018 年 12 月 31 日）	11
图 18：日本机动车增速中枢阶梯式下行	12
图 19：韩国机动车增速中枢阶梯式下行	12
图 20：中国汽车增速中枢正经历中低速换挡阶段	12
图 21：两轮汽车购置税政策出台均对汽车时钟产生助推式切换	13
图 22：15 个地区 2018 年乘用车销量占比 69%	14
图 23：1.6L 及以下排量乘用车销量占比接近 70%	14
图 24：轻型汽油车排放标准实施日期	14
图 25：估算全国乘用车总库存约为 405 万辆，非国六车型占 71%	15
图 26：国六地区非国六车库存深度敏感性分析	15
图 27：2018 年下半年行业基数趋势下行	15
图 28：需求持续下行令渠道库存持续高位	15
图 29：板块在复苏时区估值确定性修复	16
图 30：板块在复苏时区利润增速显著弱于过热期	16
图 31：2009 乘用车领先汽车板块获得超额收益	17
图 32：2012 乘用车领先汽车板块获得超额收益	17
图 33：SUV 渗透率提升开启行业资本开支周期	17
图 34：SUV 增速高景气阶段已过	17
图 35：日本 80 年代中期汽车周期显著变长	18
图 36：汽车行业库存增速拐点滞后经济企稳	18

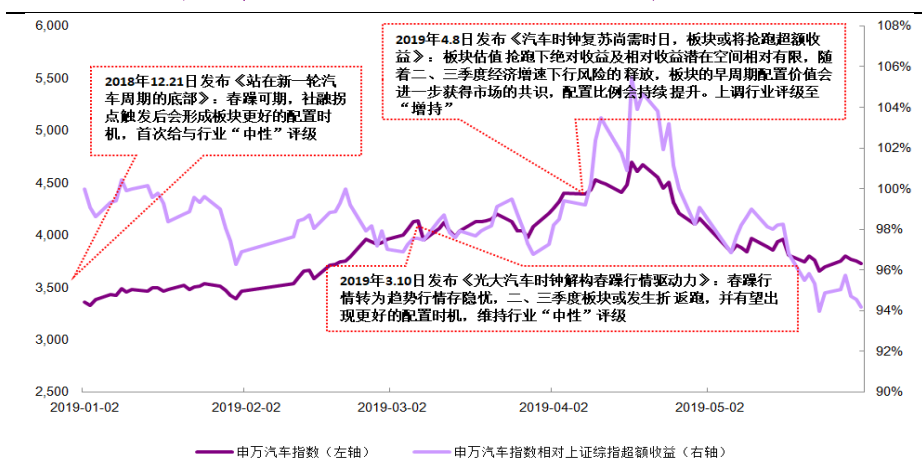
图 37：本轮汽车销量增速相对社融增速触底时间显著早于历史位置.....	19
图 38：不同时区下汽车板块重仓市值占比.....	19
图 39：汽车板块 PE 和 PB 估值仍处于历史底部区域（截至 2019 年 6 月 5 日）.....	20
图 40：汽车板块内子行业估值收敛至历史底部区域（截至 2019 年 6 月 5 日）.....	20

1、汽车板块年初以来市场回顾

1.1、汽车板块超额收益折返跑，板块内商强乘弱

我们于2018年12月21日以来陆续发布了《站在新一轮汽车周期的底部》、《光大汽车时钟解构春躁行情驱动力》和《汽车时钟复苏尚需时日，板块或将抢跑超额收益》三篇行业配置和景气度研究报告。我们在光大汽车时钟这一框架下预测了“春躁”的发生，并认为春躁行情转为趋势行情存隐忧，二、三季度板块或发生折返，届时有望出现更好的配置时机。

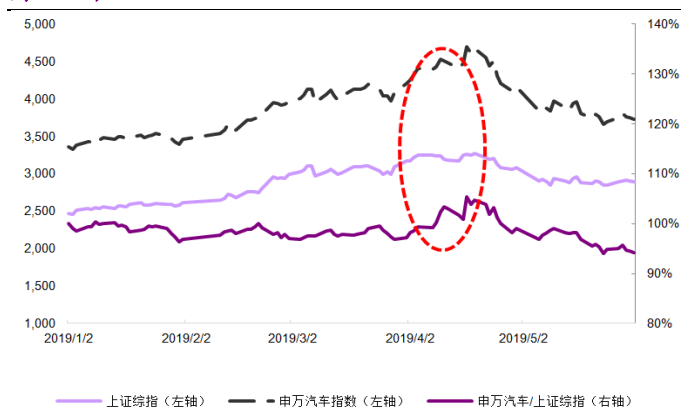
图1：光大汽车时钟系列报告观点回顾（截至2019年6月5日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

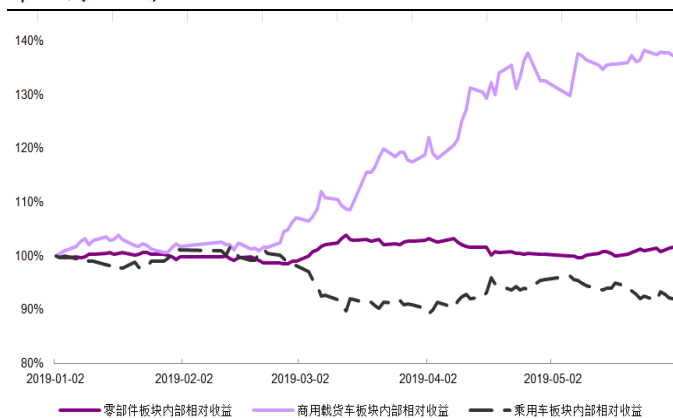
截至2019年6月5日，年初以来汽车板块涨幅8.71%，跑输上证综指7.4个百分点，申万汽车指数于4月阶段性产生超额收益后，发生大幅回撤。细分子行业看，年初以来板块内部出现了“商强乘弱”的分化行情。截至2019年6月5日，商用载货车跑赢汽车板块32个百分点，乘用车跑输板块7个百分点。

图2：汽车板块阶段性产生超额收益（截至2019年6月5日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图3：汽车板块内部呈“商强乘弱”格局（截至2019年6月5日）



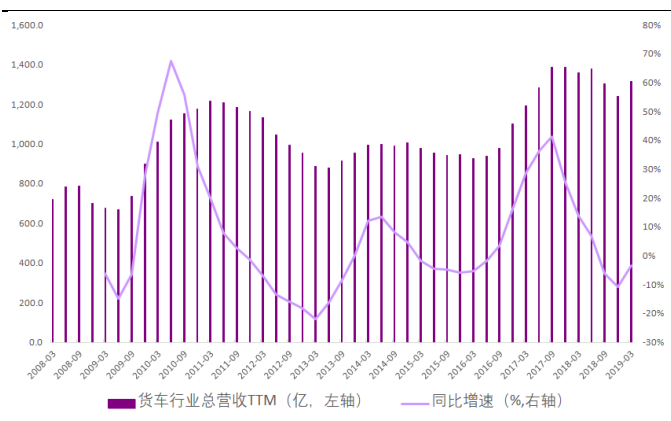
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、汽车板块年初以来表现分析

我们从基本面和估值两个层面来理解汽车板块年初以来呈现的“商强乘弱”分化格局。

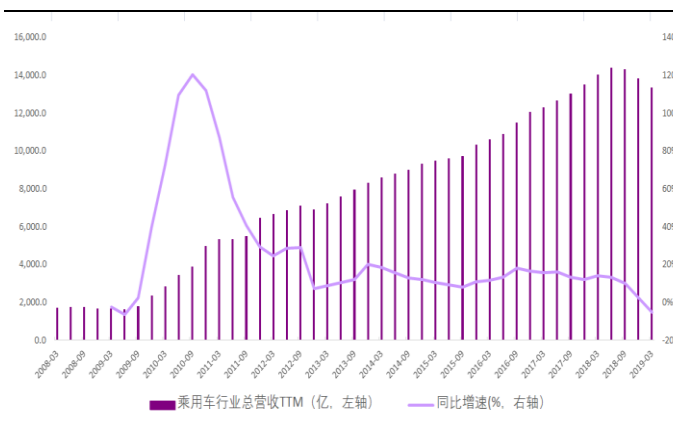
从基本面的角度看，货车板块收入端表现好于乘用车。货车板块2019Q1TTM收入同比增速-3.2%，好于2018Q4TTM收入增速-10.5%；乘用车板块2019Q1TTM收入增速-5.1%，较2018Q4TTM收入增速2.3%进一步下滑。本轮商用车尤其是重卡需求复苏韧性超市场预期，乘用车主动去库过程长于历史均值，带动收入端增速“商强乘弱”。

图 4：2019Q1 货车板块 TTM 收入增速改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

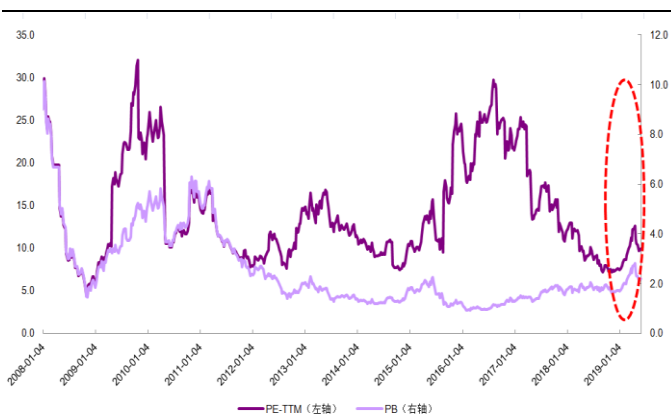
图 5：2019Q1 乘用车板块 TTM 收入增速继续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

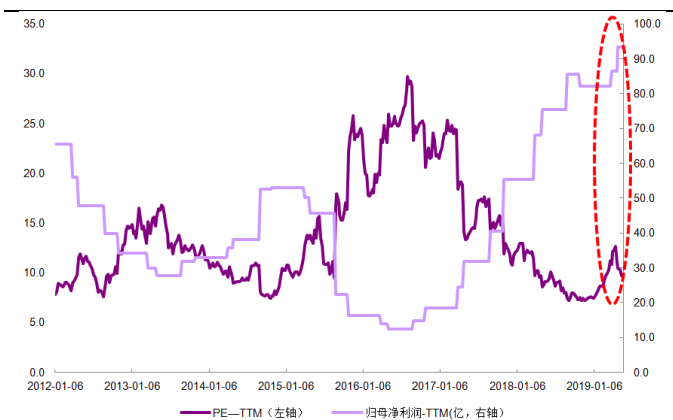
估值的角度看，重卡板块龙头公司潍柴动力在一季度估值发生了显著的修复。作为强周期属性的重卡行业龙头公司，其PE的高点往往发生在行业景气的底部区域，随着行业景气周期上行，PE往往随着业绩的增长回落。而今年年初以来房地产投资和制造业投资增速持续上行，支撑重卡行业销量实现0.6%的同比增速，行业销量周期上行的时间及空间超市场预期。同时重卡发动机龙头潍柴动力受益于产品结构优化和市占率提升，一季报归母净利润增速35%，大幅好于行业平均水平。这令公司估值发生了大幅修复。

图 6：潍柴动力 2019 年年初估值发生估值修复



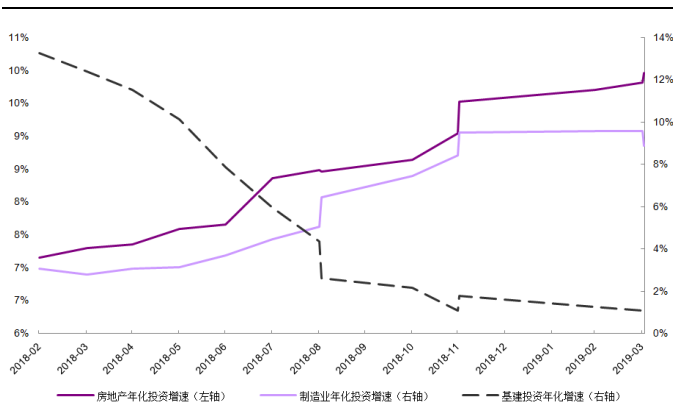
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：潍柴动力一季报利润超市场预期驱动 PE 修复



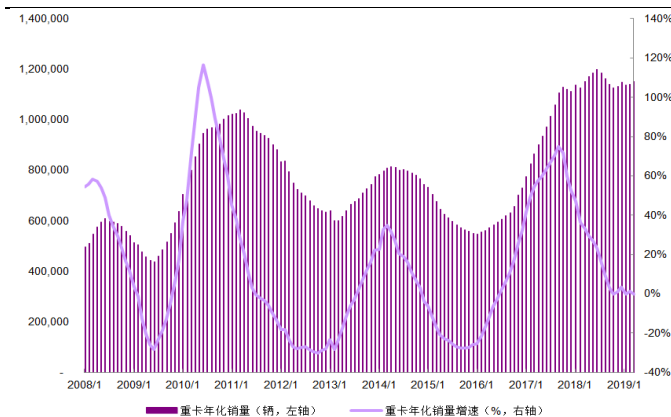
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：一季度房地产投资和制造业投资持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

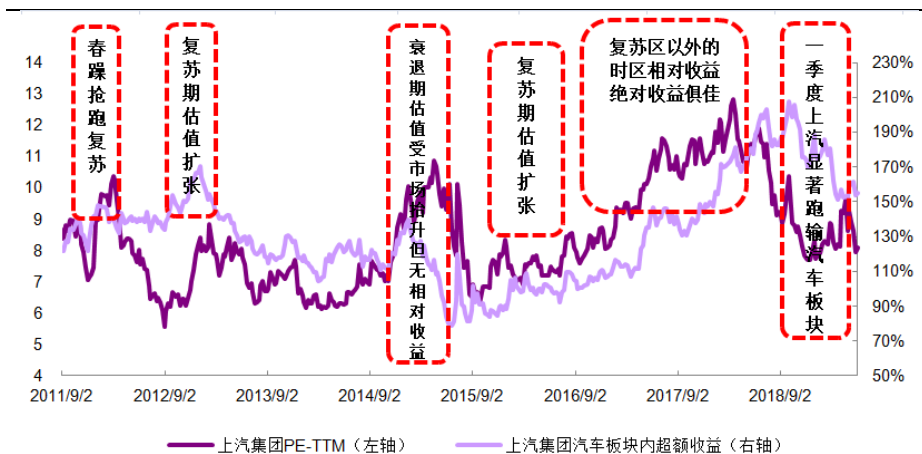
图 9：重卡行业销量本轮周期复苏力度超市场预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

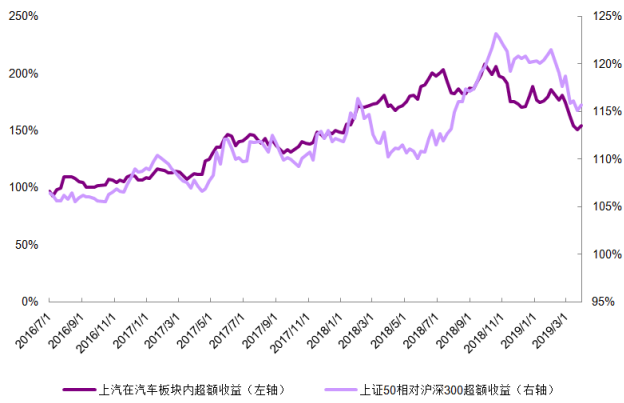
而估值角度看乘用车板块龙头上汽集团年初以来显著跑输申万汽车指数。上汽作为乘用车板块龙头，汽车行业的景气度是驱动其估值波动的重要因素。可以看到上汽在行业复苏期和复苏前期较为稳定的产生估值扩张和超额收益，而在行业滞胀期和衰退期的估值扩张和相对收益表现不稳定。15年上半年市场普涨，行业处于萧条期，上汽估值扩张的过程中超额收益并不显著。在16年底到18年的汽车滞胀期和萧条期，上汽凭借其稳定的业绩增速和高分红，随上证50全面走牛，绝对收益相对收益俱佳。而随着公司18年年报和一季报的披露，公司在15-17年平稳的业绩增速和高分红比例带来的估值溢价逻辑被削弱。这导致了乘用车板块的估值体系年初以来相对汽车板块弱势。

图 10：上汽集团 PE 和相对收益分布



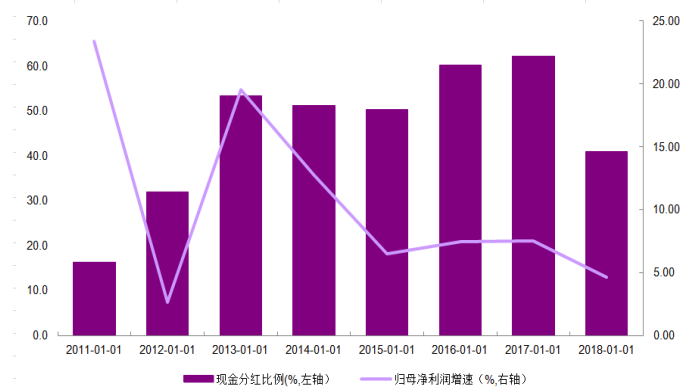
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：上汽 2016-2018 年随上证 50 走牛



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：上汽 2015-2017 年业绩增速平稳分红率高



资料来源：Wind，光大证券研究所

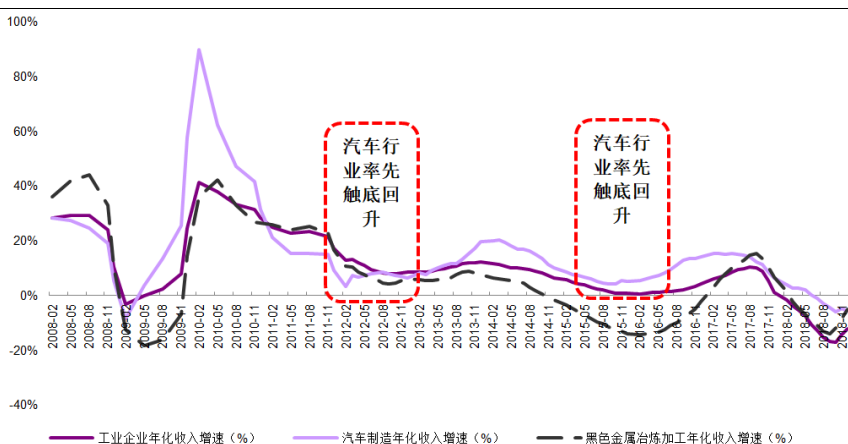
3、2019 年三季度聚焦乘用车板块

3.1、汽车行业大概率于 2019Q3 开启被动去库

我们从自上而下和自下而上两个角度看，认为汽车行业在今年下半年会开启新一轮库存周期。

首先自上而下地看，市场通常定义汽车行业，尤其是乘用车行业为早周期行业，这种早晚正是相对于工业上下游的位置定义的。汽车行业在宏观景气下行期，收入率先企稳回升，并享受到上游原材料带来的成本下行，景气见顶后率先被原材料的成本上升所拖累。汽车作为早周期行业，是相对其在工业上中下游的位置而言的。其景气复苏和下行早于工业中游和上游行业。

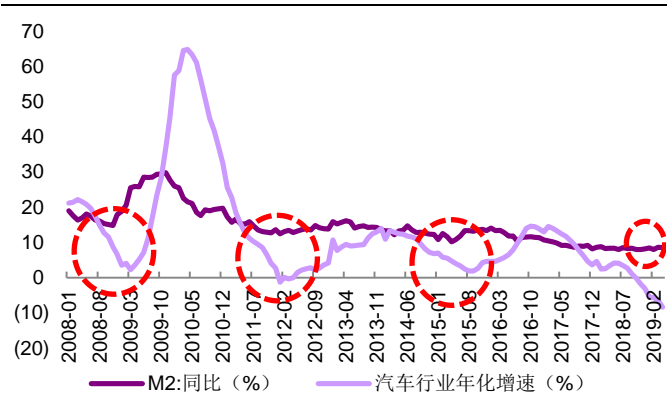
图 13：汽车作为早周期行业需求率先工业企业周期回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

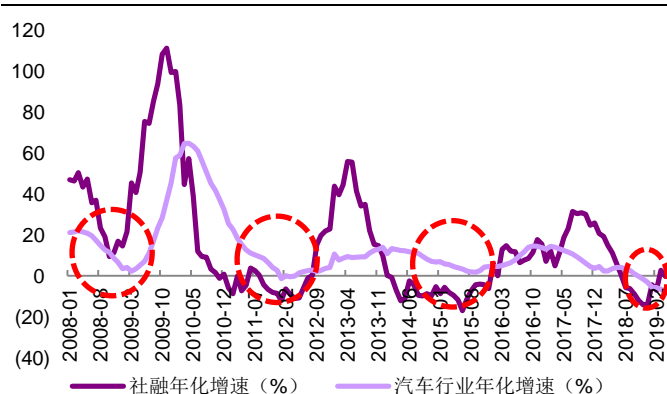
我们在《站在新一轮汽车周期的底部》中论述过，在 2009 年和 2015 年的汽车周期中，M2 增速领先行业景气拐点 4-5 个月，社融年化增速领先行业复苏 3-5 个月，而在 2012 年货币和信用拐点和汽车景气度同步复苏。一季度金融数据的企稳，对二、三季度行业增速的企稳有积极的作用。

图 14：货币增速领先或同步汽车行业复苏



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：社融增速领先或同步汽车行业复苏



资料来源：Wind，光大证券研究所

自下而上看行业的库存周期，我们已经处于本轮汽车周期主动去库的末期，本轮汽车周期持续时长已经接近历史最高值，本轮周期内部结构“牛短熊长”。截至2019年4月本轮汽车周期已经经历43个月，长于历史均值并接近历史最长值。同时本轮周期“牛短熊长”，过热期仅有4个月，显著短于历史均值的10个月；主动去库期22个月，是历史均值11个月的两倍。

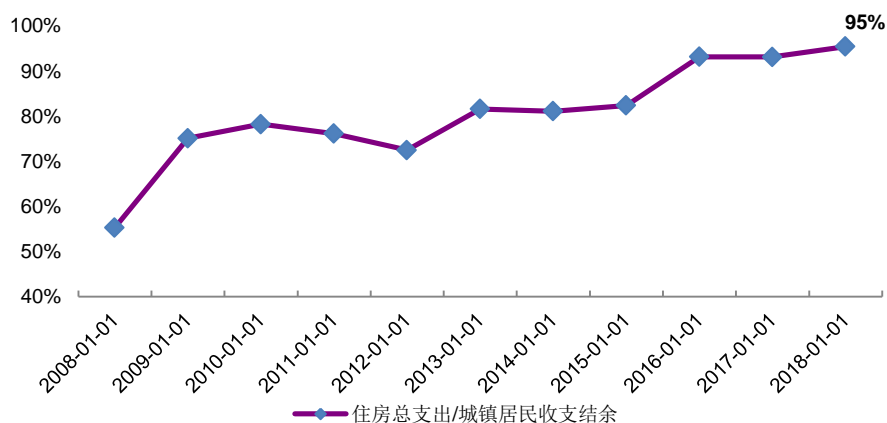
图 16：汽车行业三轮周期时区分布

序号	周期起始时间	复苏期(月)	过热期(月)	滞涨期(月)	萧条期(月)	完整周期
1	2009.04-2012.01	5	8	10	11	34
2	2012.02-2015.09	11	12	10	11	44
	均值	8	10	10	11	39
3	2015.10-2019.04	9	4	8	22	43

资料来源：Wind，光大证券研究所

我们在《站在新一轮汽车周期的底部》讨论过造成本轮周期“牛短熊长”的边际因素为房地产对居民端消费行为的挤压。汽车作为可选消费中金额较大的商品，在限额以上企业社零金额占比大约28%，需求受居民潜在购买力的影响较大。根据《2019年政府工作报告》，今年要为企业减轻税收和社保缴费负担近2万亿元。其中制造业等行业现行16%的增值税税率将降至13%。增值税属于流转税，增值税率的下调会令降低流通环节的售价，一定程度上释放居民的潜在购买力。

图 17：居民住房支出对消费行为挤压测算（截至2018年12月31日）

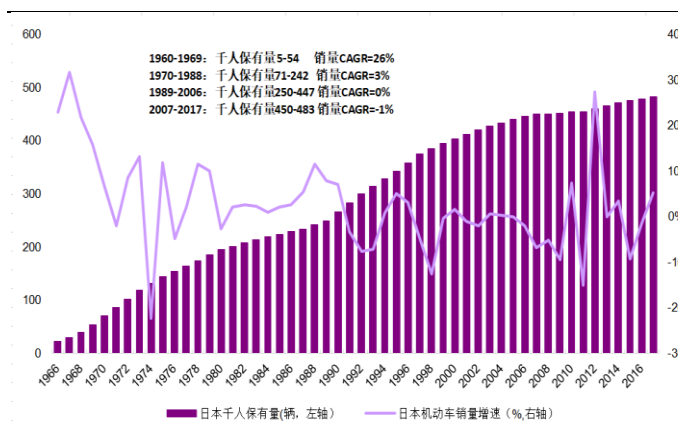


资料来源：Wind，光大证券研究所

同时，汽车行业从高速增长期逐渐步入3%-4%左右复合增速普及区间，千人保有量仍有提升空间，行业增速持续低于潜在中枢值是产业自身潜在需求的压抑，被压抑的需求在政策的催化下有望带动行业增速向中枢值周期回

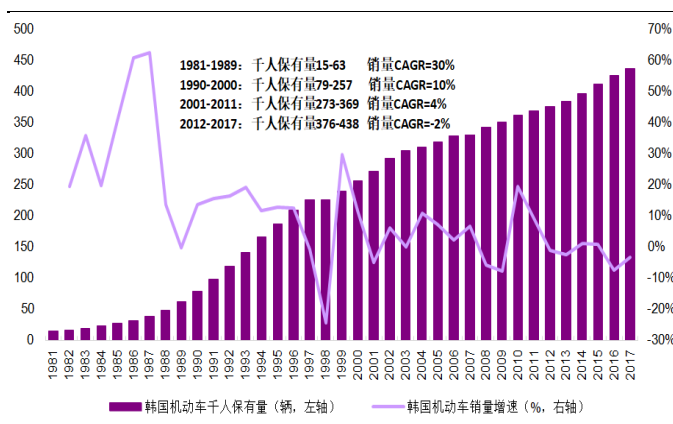
归。历史上看，韩国和日本机动车千人保有量超过 60 辆后，机动车销量增速中枢开始下移，经历了大约 20 年的中低速增长后，中枢进一步下探到 0 轴。

图 18：日本机动车增速中枢阶梯式下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

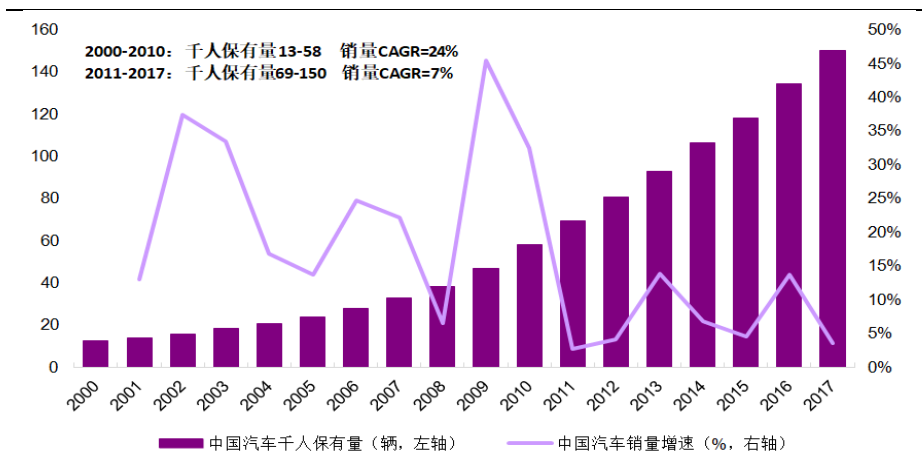
图 19：韩国机动车增速中枢阶梯式下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

我国汽车千人保有量自 2011 年后越过 60 辆，目前正处于复合增速中枢 7% 向 0 轴下移的过程中，下降的速度和下行持续的时长受到人均可支配收入增速以及人口密度等因素影响。参考日韩，我国汽车行业销量增速中枢后续会从 7% 进一步向 3% 下移，行业的保有量仍呈上升趋势。我们在报告《站在新一轮汽车周期的底部》讨论过耐用消费品的长寿命带来其保有量曲线呈阶梯式变化，这决定了其销量增速周期波动与生俱来，理解这种周期的内生性可以避免当我们讨论汽车行业限购、消费升级或者降级以及购置税优惠时把行业的周期和成长性混淆。因此后续保有量的抬升确保了行业增速曲线的周期波动依然存在，行业现阶段销量增速持续低于成长中枢会产生被压抑的潜在需求，随着引导汽车消费政策的催化，压抑需求会带动行业周期回升。

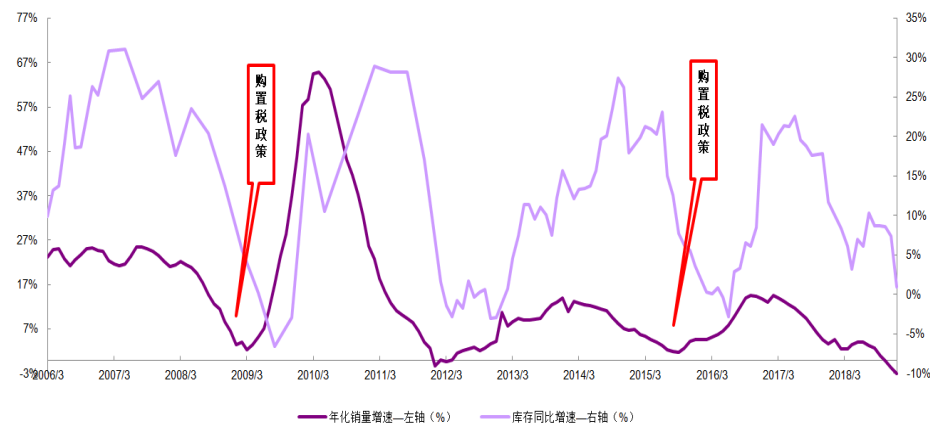
图 20：中国汽车增速中枢正经历中低速换挡阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所

可以看到历史上主动去库末期往往对应着促进汽车消费的政策出台（2009年1月和2015年10月我国实施1.6L及以下排量乘用车购置税减半征收政策）。政策令汽车时钟发生助推式的时区切换，释放阶段性被压抑的汽车需求。

图 21：两轮汽车购置税政策出台均对汽车时钟产生助推式切换



资料来源：Wind，光大证券研究所

2019年1月29日，发改委、工信部、财政部等十部委共同印发《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》。方案提出淘汰老旧汽车、促进新能源汽车消费、促进农村汽车更新换代、放宽皮卡进城限制范围、优化机动车限购措施。2019年5月28日，据南方日报报道，广东省近日出台《完善促进消费体制机制实施方案》提出九方面29条具体举措。其中涉及推广新能源汽车应用，加快充换电基础设施建设、逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他地市不得再出台汽车限购规定等政策。2019年6月2日，广州和深圳市交通运输局分别发布《广州市交通运输局关于增加中小客车增量指标配置额度的通告》和《深圳市交通运输局关于调整我市小汽车调控增量指标配置额度的通告》。我们认为相关促进汽车消费的政策逐渐出台有望成为汽车催化行业潜在的抑制需求释放，带动行业周期复苏。

3.2、国六政策升级对行业复苏期切换的扰动

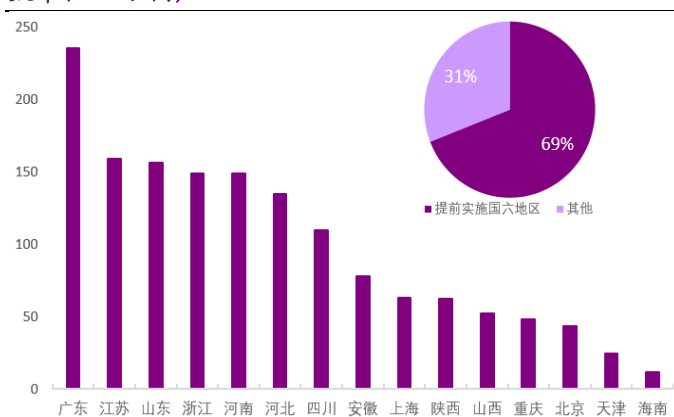
2016年12月，国家环保部与国家质检总局联合发布了国标《轻型汽车污染物及测量方法（中国第六阶段）》（GB18352.6-2016），规定自2020年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合该标准要求。国六标准分为国六a与国六b，其中国六a作为过渡阶段将于2020年7月1日起实行，国六b作为正式版本将于2023年7月1日起实行。

作为国五标准的升级版，国六在多方面提高了测试考核标准，被称为“史上最严排放标准”。体现在：（1）切换测试工况。循环工况从NEDC切换为WLTC，大幅增加瞬态工况的考核；（2）排放标准、限值提高。国六b相对国五CO排放要求提高50%，THC提高50%，NMHC提高49%，NOx提高42%，PM提高33%；（3）新增考核规程。增加实际道路行驶排放测

试、增加加油过程 VOCs 排放试验、增加 OBD 系统监测项目、增设排放质保期等。

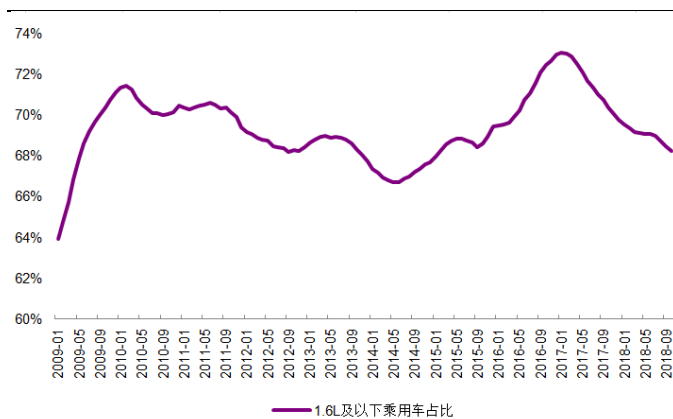
重点城市提前实施国六排放升级，对行业需求形成较大扰动。国务院于 2018 年 6 月 27 日发布《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，要求自 2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。推广使用达到国六排放标准的燃气车辆。据统计，目前已有 15 个省市准备于 2019 年 7 月 1 日提前实施国六排放标准。**这些省市是国内汽车销量大省，2018 年占全国销量的 69%。而历史上对汽车时钟产生助推式切换的汽车购置税政策，其施加的对象为 1.6L 及以下排量乘用车，这部分需求占乘用车总需求的 60%-70%。因此重点城市提前实施国六排放升级对行业总需求有较大影响。**

图 22: 15 个地区 2018 年乘用车销量占比 69% (上牌数单位: 万辆)



资料来源: 交强险上牌数, 光大证券研究所, 注: (北京轻型汽油车于 2020 年月 1 日施行国六 b)

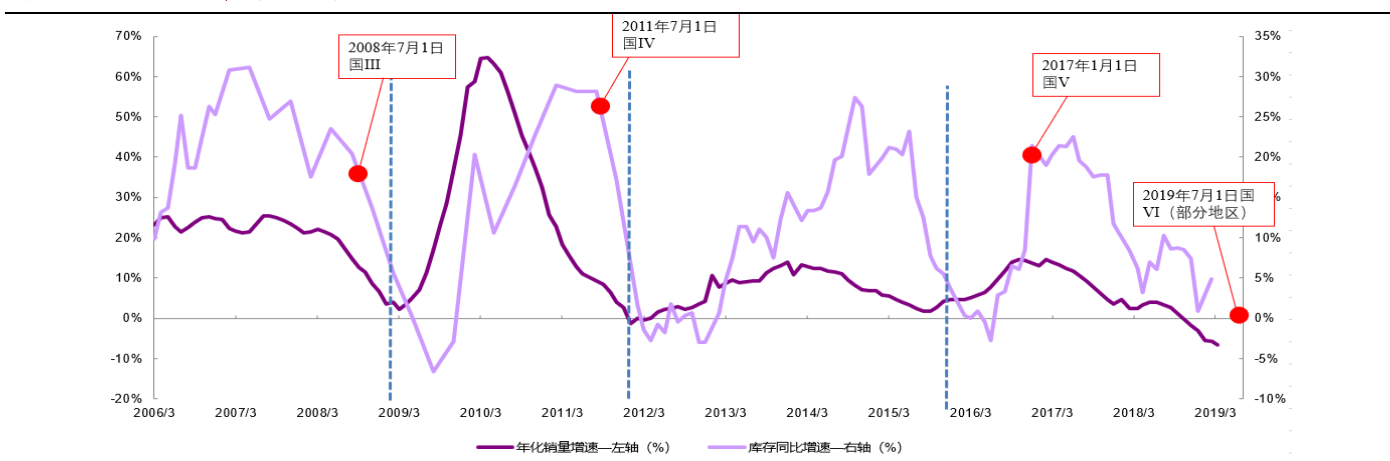
图 23: 1.6L 及以下排量乘用车销量占比接近 70%



资料来源: Wind, 光大证券研究所

另一方面, 过去三次轻型汽油车排放标准切换时间点均位于光大汽车时钟周期的主动补库阶段, 位于行业景气顶部区域。当前正值本轮汽车周期衰退期末期, 排放标准升级提前实施时间处于行业景气周期底部, 对本轮汽车周期从萧条到复苏的切换形成较大扰动。

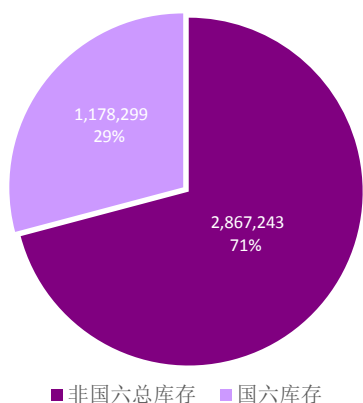
图 24: 轻型汽油车排放标准实施日期



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所

根据中汽协和中国汽车流通协会的数据，我们估算4月末乘用车总库存约为405万辆，非国六车库存287万辆，非国六车库存占比71%。参考上牌数假设国六地区库存占全国库存的70%，并假设国六地区中，非国六车库存占比与全国水平持平，取70%。按4月国六地区非国六上牌数测算，当前国六地区非国六车库存深度为2.7个月。经敏感性分析，国六地区非国六车库存去化的时间在2.3~3.0个月之间。也就是说，2019年5月至7月份行业库存有望快速去化，完成最终的主动去库阶段。

图 25：估算全国乘用车总库存约为 405 万辆，非国六车型占 71%



资料来源：机动车环保网，中汽协，光大证券研究所测算

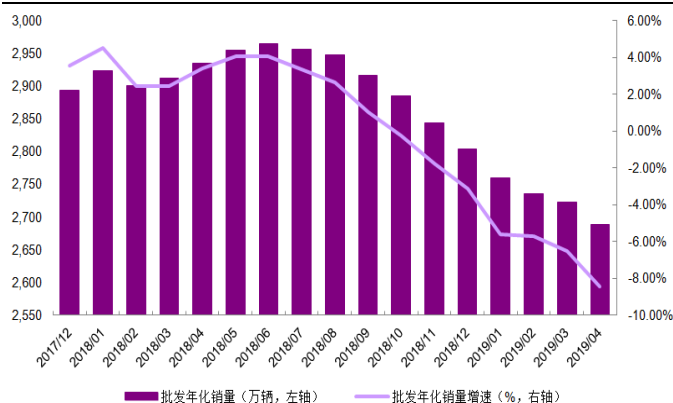
图 26：国六地区非国六车库存深度敏感性分析（单位：个月）

假设变量 ^①	国六地区，非国六库存/国六地区总库存 ^②		
	65% ^③	70% ^④	75% ^⑤
国六地区库存 / ^⑥	2.3 ^⑦	2.5 ^⑧	2.6 ^⑨
全国总库存 ^⑩	2.5 ^⑪	2.7 ^⑫	2.8 ^⑬
	2.6 ^⑭	2.8 ^⑮	3.0 ^⑯

资料来源：机动车环保网，中汽协，光大证券研究所测算 注：库存深度=当月库存/当月销量

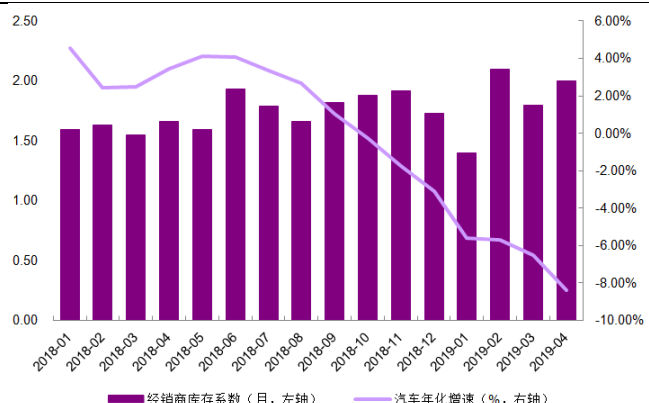
预计下半年在基数效应下，行业销量增速降幅收窄并有望转正。同时，由于去年下半年以来需求增速持续下行，汽车经销商库存一直处于高位，渠道库存未得到有效去化。国五升级国六令经销商库存加速去化，销量增速和库存增速的趋势组合会驱动光大汽车时钟切换至复苏时区。

图 27：2018 年下半年行业基数趋势下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：需求持续下行令渠道库存持续高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、行业复苏期的投资特点

汽车作为早周期属性鲜明的行业，在经历了 22 个月的主动去库期，有望于 Q3 将进入新一轮行业复苏。而在光大汽车时钟的四个时区中，投资汽车股的超额收益和胜率最高的组合恰恰分布在行业被动去库（复苏期）和主动补库（过热期）。

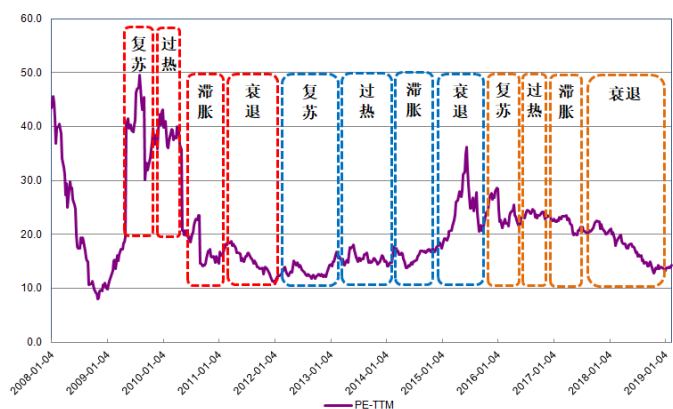
表 1：主观划分方式下，汽车行业各周期阶段特征

	行业净利率增速	指数收益	胜率	超额收益	超额收益胜率	期数	
季频	主动补库	130%	10.7%	85.7%	1.1%	57.1%	7
	被动补库	40%	9.4%	71.4%	0.3%	64.3%	14
	主动去库	-5%	-1.3%	31.6%	-1.0%	42.1%	19
	被动去库	61%	7.5%	62.5%	1.1%	75.0%	8
月频	主动补库	-	2.8%	70.8%	0.4%	54.2%	24
	被动补库	-	3.2%	59.2%	0.0%	46.5%	71
	主动去库	-	-4.7%	27.1%	-0.7%	37.5%	48
	被动去库	-	4.1%	72.9%	0.4%	54.2%	48

资料来源:Wind,光大证券研究所金工团队(季频统计时间为2007-01-01至2018-11-30;月频统计时间为2003-01-01至2018-11-30)

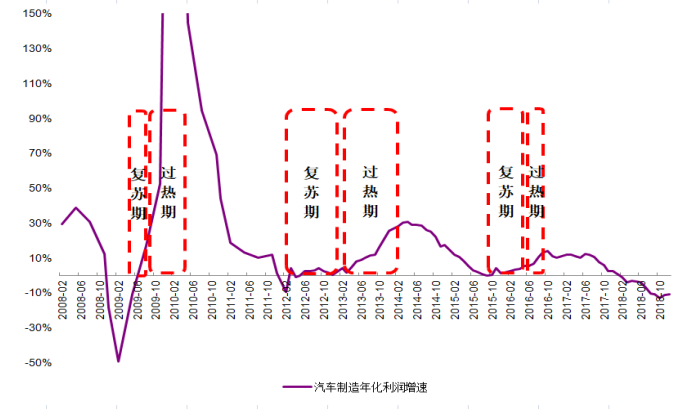
我们在《汽车股周期轮回启示录》系列报告中建立了汽车行业景气阶段的划分，并研究了板块在不同景气时区的估值和利润特征。我们认为行业在复苏时区 EPS 上的弹性十分有限，而板块估值水平却确定性上升，主导板块走势的主要因素在于板块的估值是否发生修复。因此预计行业下半年开启复苏时区，行业利润改善空间十分有限，未来一段时间影响板块配置节奏的主要矛盾在于板块估值修复的触发与否。

图 29：板块在复苏时区估值确定性修复



资料来源：Wind，光大证券研究所

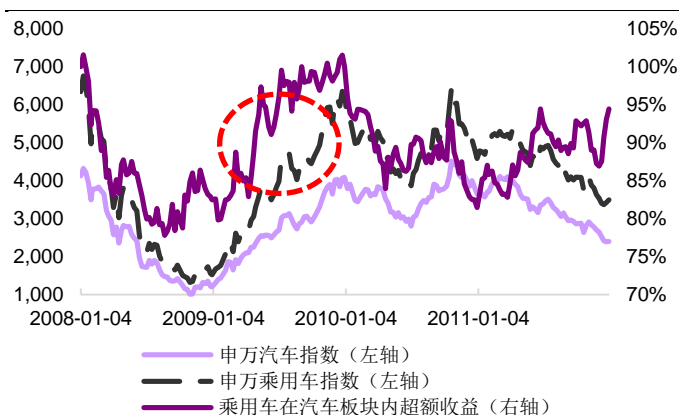
图 30：板块在复苏时区利润增速显著弱于过热期



资料来源：Wind，光大证券研究所

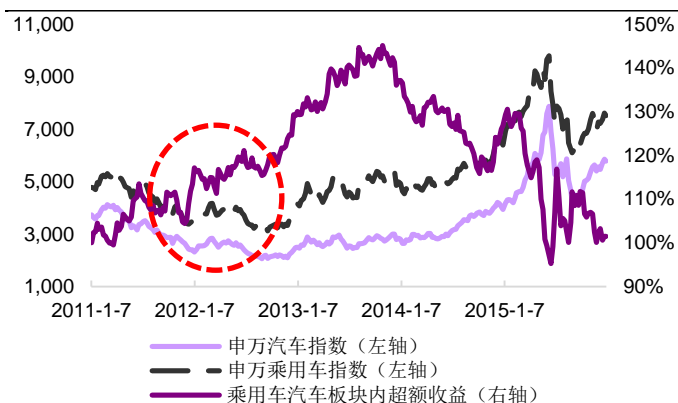
行业进入复苏期，板块估值修复的过程中，乘用车子板块凭借其早周期属性在汽车板块内部率先产生超额收益。

图 31：2009 乘用车领先汽车板块获得超额收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 32：2012 乘用车领先汽车板块获得超额收益

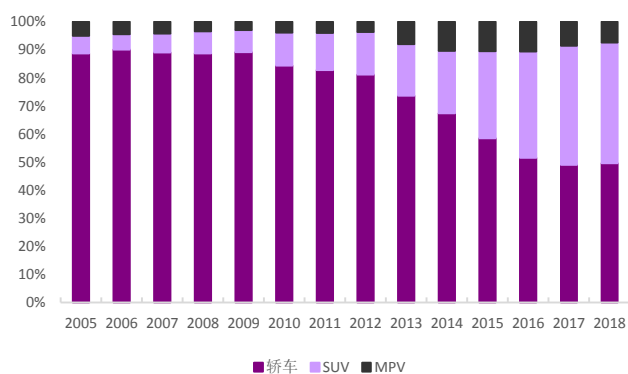


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.4、本轮汽车周期走向复苏后的潜在风险

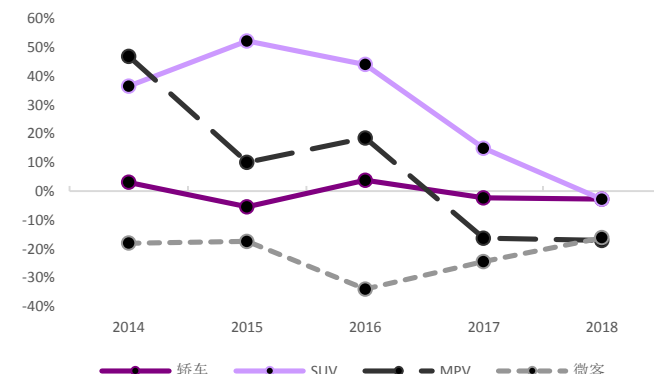
我们认为即将开启的这轮汽车周期在没有大规模的刺激政策下，行业复苏向过热的切换存在不确定性：1) 随着 SUV 渗透率提升进入末期，行业自身的成长性偏弱；2) 本轮汽车行业销量增速相对社融增速触底的时间显著早于历史位置。这意味着本轮周期的业绩弹性将十分有限。我们在《站在新一轮汽车周期的底部》中讨论过，以新能源和智能网联技术为抓手的下一轮汽车行业资本开支周期很难在 19 年这轮库存周期中启动。而 2011 年以来 SUV 的快速普及令上一轮资本开支周期走向尾声，行业资本开支周期的“断档期”令下一轮汽车周期的成长性弱于 2012 年。

图 33：SUV 渗透率提升开启行业资本开支周期



资料来源：Wind，光大证券研究所

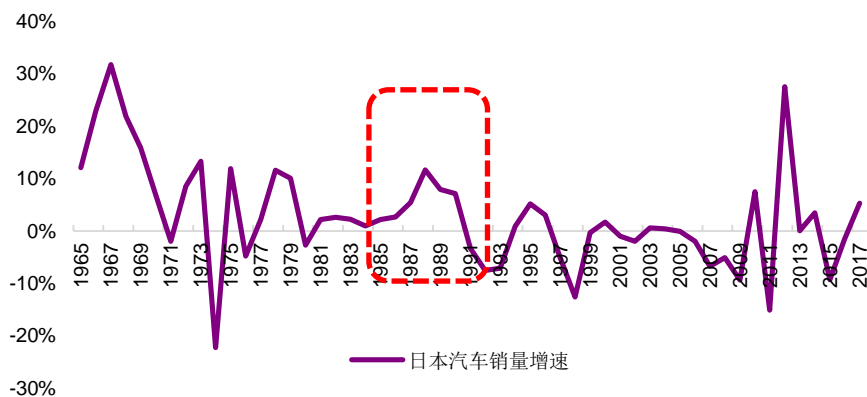
图 34：SUV 增速高景气阶段已过



资料来源：Wind，光大证券研究所

除了汽车行业自身成长性弱于 2012 年，我们更担心的是下一轮汽车库存周期的开启在没有政策刺激下会异常艰难。这意味着从主动去库到主动补库的时间会显著长于历史均值，从而拉长下一轮汽车周期的时长，而库存周期和行业资本开支周期的错位会拉低未来两年汽车周期的高点。日本 80 年代中期汽车增速中枢接近零增长阶段，就发生过汽车周期显著变长这一现象。

图 35：日本 80 年代中期汽车周期显著变长

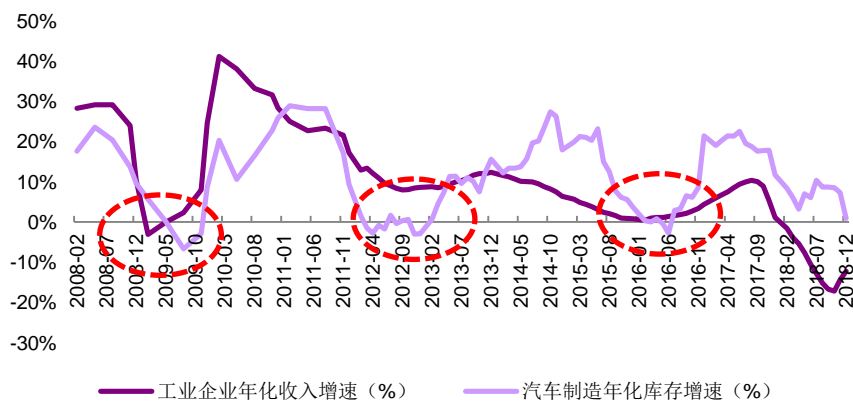


资料来源：Wind，光大证券研究所

我们的这种担心基于以下逻辑和数据。

前面讨论过汽车行业景气度率先工业企业触底回升，这会开启光大汽车时钟的复苏时区，而时钟中的过热区（主动补库）需要确认工业行业企稳回升。汽车行业的库存增速触底并不像需求那样领先工业行业，而是在工业企业景气度确认企稳后才开启的。

图 36：汽车行业库存增速拐点滞后经济企稳

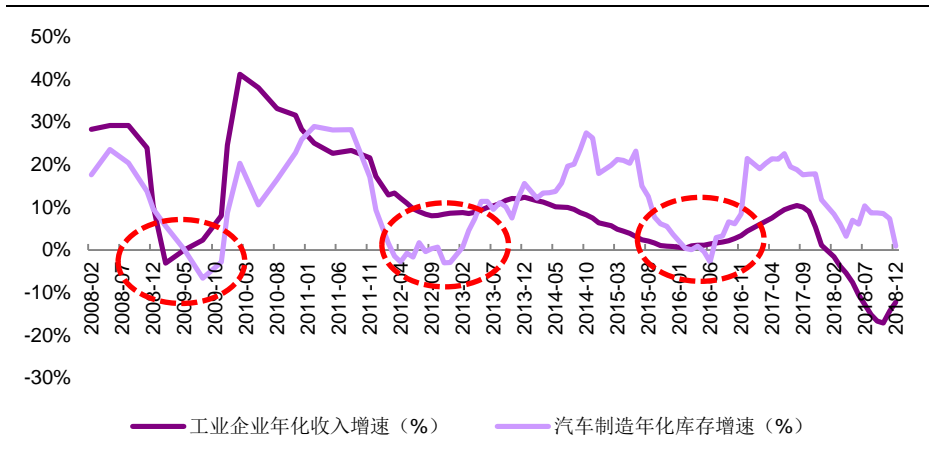


资料来源：Wind，光大证券研究所

而 15 年底启动的汽车周期在 16 年底、17 年初见顶，后续社融的增速异于历史并没有见顶回落而是继续上行，社融增速的上行时间长于历史均值。这令本轮汽车增速回落到底部的时间相较于前三轮社融触底的时间显著偏早。前三轮汽车销量增速触底发生在社融企稳回升前底部震荡的中后期，或者社融增速企稳回升后，社融增速的企稳回升带动工业企业收入企稳从而推动汽车时钟走向过热时区。而本轮汽车增速触底的位置在社融增速的下行期。考虑到后续社融增速企稳还存在一个底部震荡阶段，且年初社融增速是阶段性企稳还是趋势性企稳存在分歧，预计后续社融增速开始上行并引发汽车库存增速回升的时间距主动去库期显著长于历史。这意味着行业从被动去库到主动补库的时间窗口会显著变长，在这个时间窗口内，汽车行业的复苏更多

的是建立在基数效应下的复苏，这令库存增速很难展开趋势的上行或下行，从而开启新一轮汽车行业的主动补库。

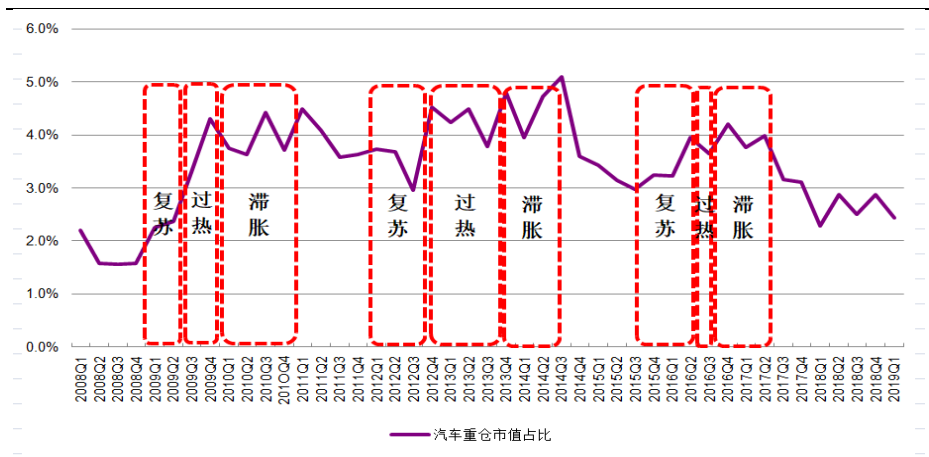
图 37：本轮汽车销量增速相对社融增速触底时间显著早于历史位置



资料来源：Wind，光大证券研究所

鉴于以上分析，光大汽车时钟于 Q3 大概率指向复苏时区，结合历史上汽车股的机构持仓占比，我们建议三季度标配乘用车板块，把握行业周期拐点下的估值修复机会，同时降低未来半年行业利润的弹性预期。

图 38：不同时区下汽车板块重仓市值占比



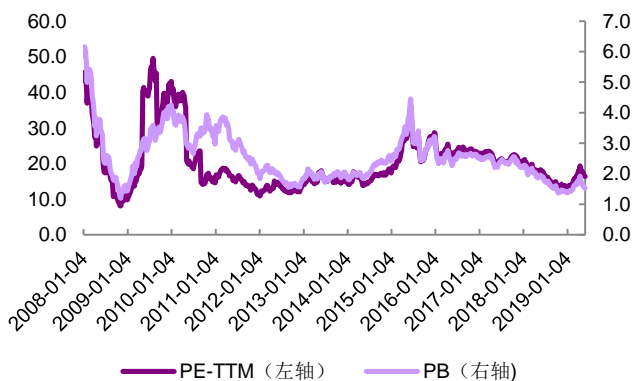
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：途中红色虚线时区为光大汽车时钟不同时区

4、投资建议

4.1、汽车行业估值处于历史底部区域

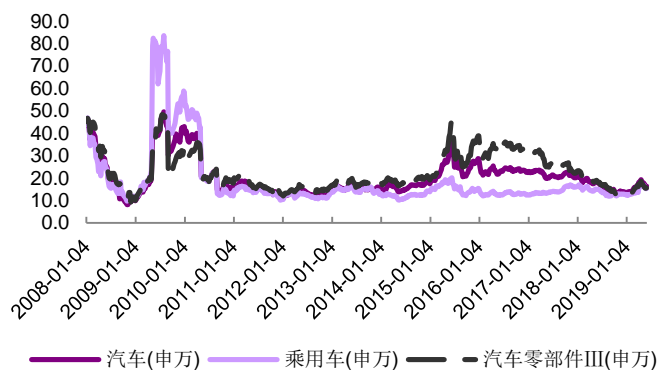
截至2019年6月5日，申万汽车板块PE估值为16.1倍，PB估值为1.5倍，板块仍处于大的历史底部区域。

图 39: 汽车板块 PE 和 PB 估值仍处于历史底部区域(截至 2019 年 6 月 5 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 40: 汽车板块内子行业估值收敛至历史底部区域(截至 2019 年 6 月 5 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.2、汽车行业下半年进入复苏时区，聚焦乘用车板块

我们预计下半年在基数效应下，行业销量增速降幅收窄并有望转正。同时，由于去年下半年以来需求增速持续下行，汽车经销商库存一直处于高位，渠道库存未得到有效去化。重点城市“国六”提前实施令经销商库存加速去化，预计今年5月至7月份本轮主动去库过程有望结束，而销量增速和库存增速的趋势组合会驱动光大汽车时钟切换至复苏时区，并带动汽车板块配置比例在该阶段持续提升。

我们在光大汽车时钟框架下讨论了汽车板块PE和EPS在复苏和过热期的表现。行业在复苏时区周期拐点的确认会较为稳定的驱动板块估值修复，但该阶段行业EPS十分有限。板块估值修复过程中建议标配早周期属性的乘用车板块。同时新开启的汽车库存周期复苏向过热切换机制不顺畅，建议降低本轮周期行业的利润弹性预期。

A股汽车方面：预计汽车行业大概率于三季度开启被动去库过程，建议标配A股乘用车板块。维持“增持”评级，个股推荐上汽集团、星宇股份、长城汽车(A)和长安汽车。

港股汽车方面：基于港股更看重业绩兑现，且易受外围市场、汇率波动影响，预计港股在业绩兑现与基本面最快下半年改善的预期中反复，维持港股汽车板块震荡走势的判断，维持“中性”评级，个股建议关注长城汽车(H)。

5、重点公司推荐

5.1、星宇股份

◆**业绩持续兑现，车灯龙头再创辉煌**：根据中汽协数据，2019 年一季度，中国乘用车产销汽车销量下滑 14%。在行业负增长的基调下，星宇公司的营收实现同比上升 21%，环比 13.1%，利润实现同比 30% 的增长。公司利润和收入获得大幅增长主要得益于其承接的大灯新项目在一汽大众，一汽丰田新车密集投放，成为同比去年一季度的重要增量。

◆**毛利率提升叠加费用率下降，投资回报率进一步持续提升**：2019 年一季度，车灯业务毛利率为 23.3%，同比提升 2.2 个百分点，持续提高。由于员工薪酬增加，管理费用率同比增加 0.2 个百分点，持续投入研发新项目，研发费用同比增长 11.7%，慢于收入增速预计主要与新项目批产时点有关。公司费用控制良好，费用率共计 8.9%，同比下降 0.2 个百分点，毛利率的增加主要得益于良品率持续提高。此外，公司一季度经营现金流净流入 11.73 亿元，同比增长 77%，现金流表现大幅改善。

◆**2019 年下半年增长可期，德系日系均有增长**：我们认为，2019 年下半年情况乐观。四季度将全球配套日产轩逸，致炫等订单，单车价值量在 1600 元左右，预计为公司带来超过 9 亿的收入增长。此外，德系订单饱满，LED 大灯在新宝来、迈腾等车型配套有望在 2019 年下半年放量。2019 年一汽大众旗下三大品牌（大众、奥迪及第三品牌）预计持续投放多款新车，为公司业绩带来增量。公司 2019 年下半年增长空间可观，情况较为乐观。

◆**估值与盈利预测**：我们维持公司 2019/2020/2021 的营收为 65/84/104 亿元的预测，净利润为 7.5/10.4/13.4 亿元，对应 PE 分别为 27/20/15 倍，对应净利润增长率分别为 22.68%/38.57%/28.70%，维持“增持”评级。

◆**风险提示** 产品迭代风险，毛利率下滑风险，主要客户销量下滑风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,255	5,074	6,497	8,441	10,385
营业收入增长率	27.15%	19.24%	28.05%	29.92%	23.03%
净利润（百万元）	470	611	749	1,038	1,336
净利润增长率	34.32%	29.91%	22.68%	38.57%	28.70%
EPS（元）	1.70	2.21	2.71	3.76	4.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.68%	13.98%	15.46%	18.92%	21.24%
P/E	43	33	27	19	15
P/B	5.1	4.7	4.2	3.7	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 5 日

5.2、上汽集团

◆**行业增长承压，公司业绩保持稳健：**2019 年一季度，受内外部多重因素的叠加影响，车市负增长趋势持续。公司 2019 年一季度实现营业收入 1960.16 亿元，同比下滑 16.5%，实现归母净利润 82.51 亿元，同比下滑 15.0%，扣非归母净利润 76.03 亿元，同比下滑 13.9%，EPS 为 0.71 元，净利润下滑幅度基本与收入下滑幅度一致。

◆**资本开支全面布局新四化，分红略低于预期：**在新四化的大基调不变的情况下，公司在新四化进行大量投入。与 2017 年相比，研发费用同比增长 23 个亿，剔除合并影响，同比增长 16.6 亿元，公司 18 年研发支出 159.22 亿元，母公司研发支出 78 亿元。面临行业承压，增长放缓，公司每股派现金 1.26 元（含税），分红率 40.9%，对应当前股价股息率 4.7%。

◆**2019 年行业依然承压，公司销量目标微增长：**2019 年，宏观下行压力依然存在，终端消费不足，此外，中美贸易摩擦，新能源汽车补贴退坡加速行业产销波动，然而危中有机，减税政策与排放标准升级均将对需求进行刺激，因此，公司对全年销量目标谨慎维持，销量目标为 710 万台（2018 年集团销量 705 万台），目标实现全年微增长。

◆**合资增长稳健，海外与自主依然是亮点：**2019 年，我们认为大众，通用未来三年表现将会较为稳健，销量将在 +/-5% 范围波动；新能源汽车与自主品牌的增量较快，2019 年新能源汽车销量有望持续翻倍，海外市场增长 35 万辆目标有望完成，将成为公司销量增长的主要看点。我们预计 2020 公司海外达到 50 万辆，新能源全集团 60 万辆的目标将有望完成。

◆**估值与评级：**我们维持公司 2019/2020/2021 的净利润为 379/407/431 亿元的预测，对应增长率分别为 5.16%/7.38%/6.10%，对应 PE 分别为 7/7/7x，维持目标价 29.16 元，对应 2019 年 9 倍 PE，维持“增持”评级。

◆**风险提示** 行业增长放缓风险，竞争加剧风险，政策风险等

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	857,978	887,626	931,635	990,879	1,052,511
营业收入增长率	14.97%	3.46%	4.96%	6.36%	6.22%
净利润（百万元）	34,410	36,009	37,867	40,661	43,142
净利润增长率	7.50%	4.65%	5.16%	7.38%	6.10%
EPS（元）	2.95	3.08	3.24	3.48	3.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.27%	15.36%	14.74%	14.50%	14.13%
P/E	9	8	8	7	7
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 5 日

5.3、长城汽车 (A/H)

◆一季度业绩呈边际改善趋势

1Q19 总收入同比下降 14.9%至人民币 226.3 亿元，扣非后归母净利润同比下降 69.7%至人民币 6.4 亿元（约占我们全年盈利预测的 11.6%），扣非后单车盈利同比下降 72.6%/环比上升 2.3x 至人民币 2,267 元。我们认为，业绩表现符合车市波动且呈逐月改善趋势（毛利率同比下降 6.2 个百分点/环比上升 1.1 个百分点至 15.0%）；其中，皮卡/F 系列新车型对销量与毛利率有较好贡献。

◆皮卡表现稳健，毛利率贡献前景可期

我们判断，1) 2019E 推出的新车型包括 F7x/WEY VV7 GT/欧拉 R2、以及主力车型改款版或对全年销量有提振影响（我们预测约 115.3 万辆 vs. 指引约 120 万辆）；2) 皮卡需求稳健/解禁或带来较强增长空间（1Q19 公司皮卡销量同比增长 15.0%/销量占比约 12.9% vs. 总销量同比增长 10.6%），公司指引将有新皮卡车型切入均价位于人民币 10-15 万元的中高端领域，预计有望进一步改善毛利率。

◆公司为整车弹性最大标的之一

我们判断，1) 前期港股汽车板块上涨主要是基于对 2H19E 经济回暖/行业复苏驱动的市场情绪改善所致；受近期宏观数据回落、以及中美贸易摩擦风险/市场风险等影响，板块估值回落（现已回落至低于估值中枢水平）；2) 鉴于当前车企去库压力（基本面尚未企稳）、以及政策波动，维持 2Q19E 板块呈震荡走势的判断；3) 鉴于 A/H 市场差异性、以及 2H19E 经济增速下行风险的释放，预计 A 股汽车自上而下的配置机会仍存；4) 维持行业拐点或在 2H19E 显现的观点不变，公司或为整车弹性最大标的之一。

◆维持 H 股“中性”评级，维持 A 股“增持”评级

我们维持对公司的盈利预测，维持 2019E/2020E/2021E 归母净利润分别约人民币 55.4 亿元/56.9 亿元/58.8 亿元。我们维持 H 股目标价 HK\$6.66（对应约 9.6x 2019E PE），维持“中性”评级。由于市场结构/风险偏好差异，维持其 A 股目标价人民币 9.4 元（对应约 15.4x 2019E PE），维持“增持”评级。

◆核心风险提示 车型销量/毛利率承压风险；新车上市不及预期；国 VI 等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	101,169	99,230	109,014	110,444	114,225
营业收入增长率	2.6%	-1.9%	9.9%	1.3%	3.4%
归母净利润 (百万元)	5,027	5,207	5,540	5,687	5,875
归母净利润增长率	-52.4%	3.6%	5.6%	1.2%	3.0%
EPS (元) (摊薄)	0.57	0.57	0.61	0.62	0.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.2%	9.9%	9.8%	9.4%	9.1%
P/E (H 股)	9	9	8	8	8
P/E (A 股)	15	15	14	14	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 5 日 注：长城汽车 (H 股) 股价为港币

5.4、长安汽车

◆自主品牌和长安福特销量下跌，公司业绩受损：

随着长安福特和长安自主热销车型老化，叠加市场需求低迷，18年公司销量增速-25.6%，其中长安福特同比-54.4%，长安自主乘用车-21.7%。18年公司利润同比-91%，其中长安福特由盈转亏，产生投资收益-4亿元，自主品牌营业利润-27亿元。19Q1公司销量同比-32%，归母净利润-21亿元。

◆自主改革聚焦重点，新品上市完善布局：

公司开启“第三次创业”，优化品牌架构，聚焦重点业务，对部分业务板块实施混改，减轻公司资本开支压力，改善亏损业务对公司业绩影响。公司加速产品更新，推出CS85、逸动ET、欧尚科赛、欧尚科尚和欧尚尼欧5款新车，同时CS15、CS75和逸动等车型将迎来改款换代。

◆林肯国产开启福特新一轮产品周期：

19年4月，福特汽车发布“福特中国2.0”战略计划，福特中国地位提升。18年底开始，福特主力车型逐步完成改款换代，新车Escape上市。豪华品牌林肯自19年起将有三款车型国产化，长安福特全面开启新品周期。

◆估值与评级

我们预计下半年汽车行业大概率进入复苏时区，维持公司2019/20/21年归母净利润分别为15.8/33.0/45.6亿元的预测，对应EPS为0.33/0.69/0.95元。行业复苏，早周期的乘用车板块估值有望修复。公司第三次创业，叠加长安福特进入新一轮产品周期。维持公司10.93元的目标价，对应19年1.1倍PB，对应目标价10.93元。维持“增持”评级。

◆风险提示：汽车市场复苏不及预期；新品销售及司战略推进不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	80,012	66,298	69,517	71,963	72,113
营业收入增长率	1.87%	-17.14%	4.86%	3.52%	0.21%
净利润（百万元）	7,137	681	1,580	3,297	4,557
净利润增长率	-30.61%	-90.46%	132.14%	108.66%	38.21%
EPS（元）	1.49	0.14	0.33	0.69	0.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.99%	1.47%	3.31%	6.52%	8.42%
P/E	4	46	20	9	7
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月05日

6、风险分析

1. **行业增长不及预期：**消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险，这会令企业和经销商库存高企，消费持续低迷，行业库存迟迟未能去化。
2. **宏观经济因素对行业的扰动：**房地产对消费挤压效应超市场预期，中美贸易摩擦趋紧，原材料成本超市场预期上升。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (X)				投资 评级
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
601633.SH	长城汽车	8.78	0.57	0.61	0.62	0.64	15.4	14.4	14.2	13.7	增持
600104.SH	上汽集团	24.52	3.08	3.24	3.48	3.69	8.0	7.6	7.0	6.6	增持
601799.SH	星宇股份	72.02	2.21	2.71	3.76	4.84	32.6	26.6	19.2	14.9	增持
000625.SZ	长安汽车	6.49	0.14	0.33	0.69	0.95	46.4	19.7	9.4	6.8	增持
2333.HK	长城汽车	5.83	0.57	0.61	0.62	0.64	9.0	8.4	8.3	8.0	中性

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 06 月 05 日 注: 长城汽车 (H 股) 股价为港币

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼