

广汽集团 (601238)

证券研究报告

2019年09月20日

日系高增长 自主迎拐点 且有豪华梦

销量规模稳居前五，主打稳健和中高端。广汽集团坚持“合资+自主”战略，公司拥有广汽本田、广汽丰田、广汽传祺、广汽菲克、广汽三菱5大知名品牌及众多畅销车型。广汽集团近年发展迅速，市占率由2013年的4.6%，提升至8.2%（截止今年8月），集团销量排名坐五看四，距第四名北汽集团仅差10万辆。

日系汽车在全球是存量王者，在华份额有望持续提升。全球来看，美国在1973年至2010年的5次经济放缓期间，在美的日系品牌的市占率持续扩张，期间增长接近六倍！我们认为，类似1973年的美国，中国汽车正进入类似的缓速增长期，日系品牌有望凭借其竞争优势长期成长。

广汽日系持续高增长，推动公司快速走出行业低谷。我们认为，日系车型的低油耗、低维保、低故障、高保值等，在现阶段中国车市具有突出竞争优势。广汽集团四大合资品牌三家为日系，19H1营收日系占比高达91%；特别是，广汽本田和广汽丰田，成立历史悠久，品牌沉淀深厚，今年前8月累计销量同比+11.5%、+19.4%，远超行业的-12%，份额正大幅扩张。

雷克萨斯国产化渐行渐近。雷克萨斯是丰田的豪华品牌及盈利重心，2018年在中国实现销量16万辆，预计今年将突破20万辆。但目前其品牌和口碑正受制于进口交付难度，等车周期、服务质量和逆市涨价等问题。我们认为，年销20万辆的雷克萨斯已具备国产化条件，且雷克萨斯ES系列与凯美瑞共平台，作为丰田在华最佳合作伙伴之一，广汽集团有望分享国产导入红利。

自主品牌迎拐点，新能源蓄势待发。2019年广汽传祺已完成人事调整，12款新车型逐步落地，强大的新品周期有望开启。此外，我们认为2019年是广汽BEV的启动之年，公司规划2019-2021年至少每年推出2款全新车型，其中19年首推的两款车型Aion S和Aion LX市场关注度极高，前者订单量高达5万辆。

投资建议：我们认为，随着行业探明底部，建议重视广汽集团日系的高成长，自主的拐点向上，及潜在的豪华化机遇。我们预计2019年-2021年公司营收分别为657.4、781.0、887.9亿元，归母净利润分别为90.7、115.9、141.6亿元，EPS分别为0.89、1.13、1.38元/股，对应PE分别为14.3、11.2、9.2倍。给予2020年15倍PE，对应目标价17元，首次覆盖A股，给予“买入”评级。

风险提示：汽车产销不及预期、日系产品竞争力不及预期、传祺销量改善不及预期、雷克萨斯国产进程不及预期等。

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.7元
目标价格	17元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,139.09
流通A股股本(百万股)	6,084.34
A股总市值(百万元)	90,666.41
流通A股市值(百万元)	77,271.13
每股净资产(元)	7.66
资产负债率(%)	37.16
一年内最高/最低(元)	15.00/10.00

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
娄周鑫	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519020001	
louzhouxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	71,574.94	72,379.78	65,739.24	78,099.55	88,792.00
增长率(%)	44.84	1.12	(9.17)	18.80	13.69
EBITDA(百万元)	14,111.72	14,500.00	10,519.01	14,828.96	17,528.40
净利润(百万元)	10,786.22	10,902.65	9,074.84	11,591.88	14,158.33
增长率(%)	71.53	1.08	(16.76)	27.74	22.14
EPS(元/股)	1.05	1.06	0.89	1.13	1.38
市盈率(P/E)	12.05	11.93	14.32	11.22	9.18
市净率(P/B)	1.87	1.70	1.59	1.46	1.32
市销率(P/S)	1.82	1.80	1.98	1.66	1.46
EV/EBITDA	9.53	4.63	7.55	5.00	3.24

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 广汽集团：南部汽车霸主 中国汽车巨头	4
2. 日系：“三剑客”强势 雷克萨斯有望国产	7
2.1. 日系高性价比，有望持续高增长	7
2.2. 雷克萨斯国产渐行渐近	11
3. 自主：景气度复苏+新品周期，拐点向上	13
3.1. 新品周期启动，随行业拐点向上	13
3.2. GEP 平台落地，新能源蓄势待发	15
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	19

图表目录

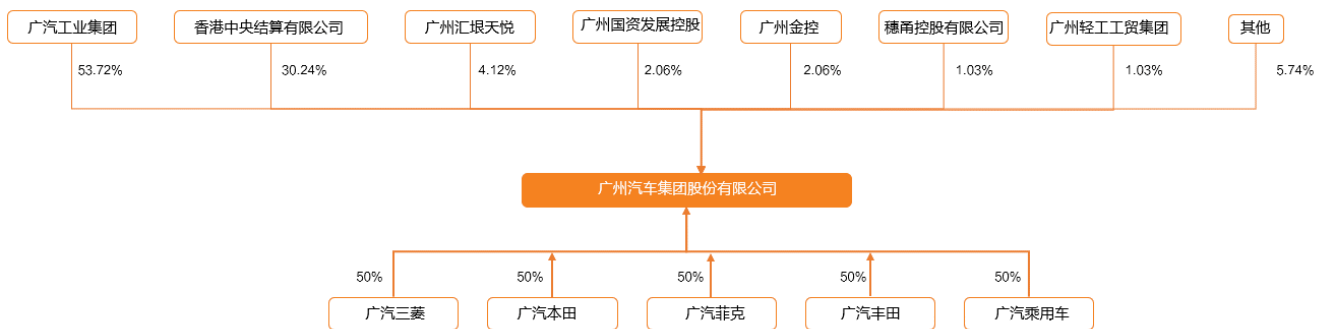
图 1：广汽集团股权结构图（截止 2019 年中报）	4
图 2：广汽集团汽车产业链生态圈	5
图 3：广汽集团 2013 年-2019M1-8 销量及市占率变化	5
图 4：广汽集团各子公司 2013 年至 19M1-8 年市占率变化	5
图 5：广汽集团营收及营收增速	6
图 6：广汽集团归母净利润及增速	6
图 7：广汽集团各业务营收占比	6
图 8：广汽集团毛利率及净利率	6
图 9：广汽本田销量及增速	7
图 10：广汽丰田销量及增速	7
图 11：广汽三菱销量及增速	7
图 12：广汽菲克销量及增速	7
图 13：2012 至 2019H1 长期股权投资收益图	8
图 14：广汽集团合资子公司于合资品牌中的市占率	8
图 15：美国汽车销量及增速	10
图 16：美国市场各系品牌市占率变化&及 GDP 增速的关系	10
图 17：广汽传祺车型矩阵（部分车型）	13
图 18：广汽乘用车历年营收及增速	13
图 19：广汽集团剔除长期股权投资收益后的归母净利润	13
图 20：广汽传祺销量及新车型推出（单位：万辆）	14
图 21：新能源变化历程图	15
图 22：广汽 A、H 股动态 PE 估值走势（不复权；周线 TTM）（截止日期：2019/09/17）	18
表 1：广汽主要子公司产品及 2019 年新车型	4
表 2：广汽合资品牌成立时间、营收及车型	7

表 3: 各车系燃油经济性及使用经济性对比.....	9
表 4: 各豪华合资品牌国产化时间及销量	11
表 5: 雷克萨斯调价明细.....	11
表 6: 日系三豪华品牌对比.....	12
表 7: 广汽乘用车 2019 年新款车型	14
表 8: 广汽集团新能源汽车销量明细 (单位: 辆)	15
表 9: 广汽新能源产能情况.....	16
表 10: 广汽集团各子公司销量及预测 (单位: 辆)	17
表 11: 广汽集团可比公司-A 股 (截止日期: 2019/09/19)	17
表 12: 广汽集团可比公司-H 股 (截止日期: 2019/09/19)	18

1. 广汽集团：南部汽车霸主 中国汽车巨头

“A+H”沪港两地上市，实现资本结构优化。公司前身是1997年6月成立的广州汽车集团有限公司，于2010年8月在港交所上市，随后于2012年3月在上交所上市，是中国大型国有控股汽车集团中首家成功构建A+H资本运营平台的公司。截止2019年中报，公司第一大股东为广州市国资委100%控股的广州汽车工业集团有限公司，所持股本占公司总股本的53.72%。同时，公司30.24%的股本为H股流通股。而广州汇垠、广州国资委、广州金控、广州轻工工贸集团、穗甬投资共计持有10.3%的股本目前为限售股，将于2020年11月16日上市流通。

图 1：广汽集团股权结构图（截止 2019 年中报）



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

五大子品牌，车型全领域覆盖。目前广汽集团旗下5大子品牌旗下共有37款在售车型，包括15个系列的轿车、19个系列的SUV以及3个系列的MPV。其中，广汽本田10款、广汽丰田6款、广汽乘用车14款、广汽菲克4款、广汽三菱3款。此外，广本的皓影和广丰的威兰达即将面世。

表 1：广汽主要子公司产品及 2019 年新车型

	车型	车型数量	车型名称	2019 年新车型
广汽本田	轿车	5	飞度、锋范、凌派、雅阁、讴歌 TLX	
	MPV	1	奥德赛	
	SUV	4	冠道、缤智、讴歌 CDX、讴歌 RDX、	新款：皓影（未上市）
广汽乘用车	轿车	6	Aion S、GA3、GA4、GA5、GA6、GA8	改款：GS3、GA6、GA4 新款：Aion LX
	MPV	2	GM6、GM8	改款：GM6、GM8
	SUV	6	GS3、GE3、GS4、GS5、GS7、GS8	改款：GS8
广汽菲克	SUV	4	大指挥官、指南者、自由光、自由侠	
广汽丰田	轿车	4	雷凌、ix4、凯美瑞、致享、致炫	改款：雷凌双擎
	SUV	2	C-HR、汉兰达	新款：威兰达
广汽三菱	SUV	3	劲炫、欧蓝德、奕歌	

资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

公司坚持合资与自主共同发展的战略，全面布局上下游，覆盖研发、生产、销售以及金融配套服务等。经过多年积累，公司已经形成了覆盖上游汽车与零部件的研发和下游的汽车服务与金融投资的产业链闭环，是国内产业链最为完整、产业布局最为优化的汽车集团之一。目前集团旗下整车板块拥有全资子公司广汽乘用车和合资公司广汽本田、广汽丰田、广汽菲克、广汽三菱、本田汽车（中国）、广汽日野、广汽比亚迪、五羊-本田。此外，集团还拥有广汽研究院、广汽部件、广汽丰田发动机、上海日野发动机、广汽商贸、同方环球、大圣科技、广汽汇理、广爱公司、众诚保险、广汽资本等上下游知名企业及研发机构。

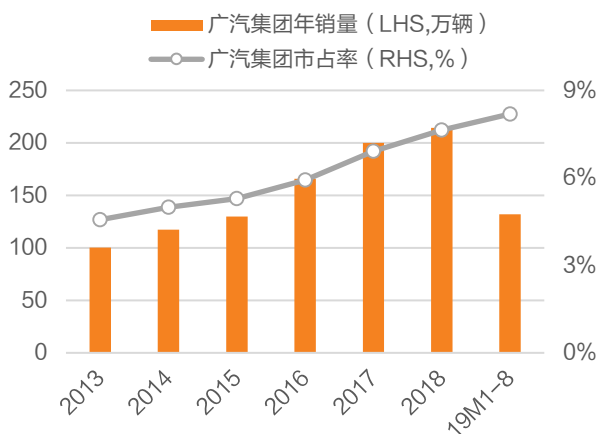
图 2：广汽集团汽车产业链生态圈



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

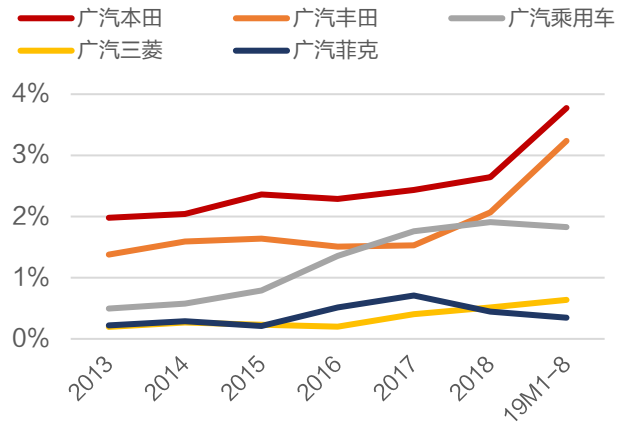
市场认可度逐年提升，行业市占率进入前五。2013年至2018年，广汽集团销量从100万辆提升至214万辆，市占率由4.6%提升至7.6%，并成功超越长安汽车成为中国第五大汽车集团。2019年前八月，广汽集团实现汽车销量132万辆，市占率进一步提升至8.2%，距离第四名的北京汽车仅剩10万辆的差距。从细分品牌来看，除广菲克市占率跌落至2014年水平外，广汽本田、广汽丰田、广汽传祺、广汽三菱四大品牌均实现较大幅度增长，19年前八月市占率分别较2013年提升了1.79、1.86、1.33、0.44个百分点。

图 3：广汽集团 2013 年-2019M1-8 销量及市占率变化



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

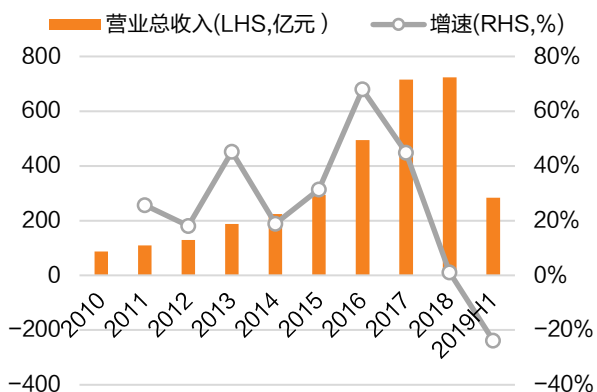
图 4：广汽集团各子公司 2013 年至 19M1-8 年市占率变化



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

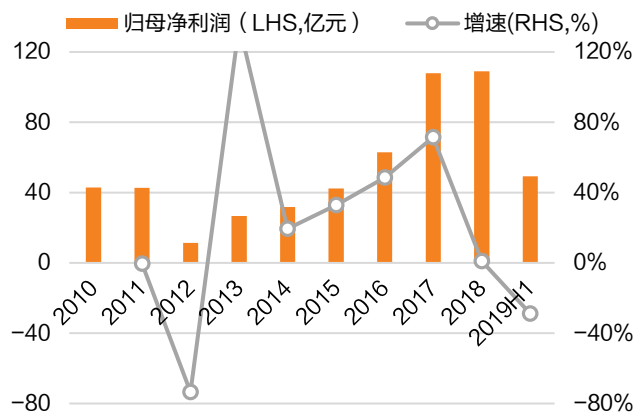
规模不断扩张，盈利能力稳步增强。2010至2018年，公司经历快速的发展时期，营业收入从87.4亿元提升至723.8亿元，CAGR达30.2%，其中乘用车及销售业务营收占比历年均超88%。由于合营公司长期股权投资收益贡献，归母净利润与营收的增速相关性较弱，归母净利润由42.9提升至109.0亿元，CAGR达12.4%。此外，2019H1汽车市场景气度较低，广汽集团营收和归母净利润分别为283.5、49.2亿元，分别同比下滑23.8%、28.8%。

图 5：广汽集团营收及营收增速



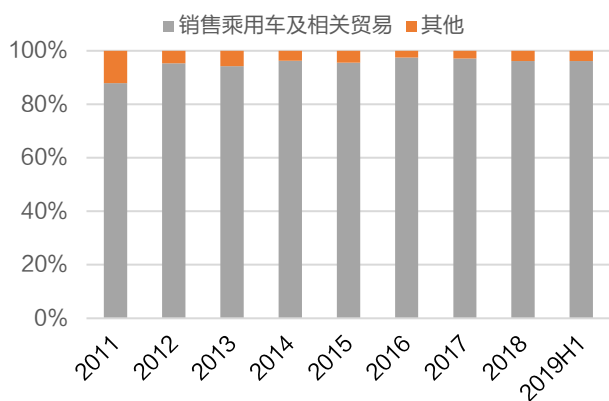
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：广汽集团归母净利润及增速



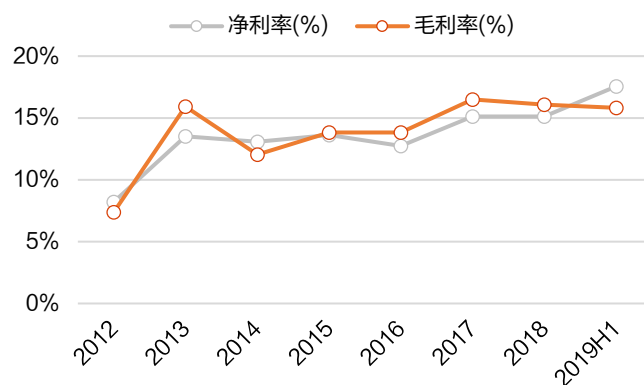
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：广汽集团各业务营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：广汽集团毛利率及净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 日系：“三剑客”强势 雷克萨斯有望国产

2.1. 日系高性价比，有望持续高增长

优良的合资矩阵，历年贡献丰厚利润。公司从 1998 年开始与本田合作，双方各持股 50% 设立第一家合营子公司。随后的 2004 年、2010 年、2012 年又相继与丰田、菲亚特克莱斯勒、三菱设立合营公司。多年来，广汽的合资子公司国产化了一系列的明星车型。2019 年上半年，这四家合营公司分别实现营收 519、449、61、86 亿元，贡献长期股权投资收益 49 亿元。

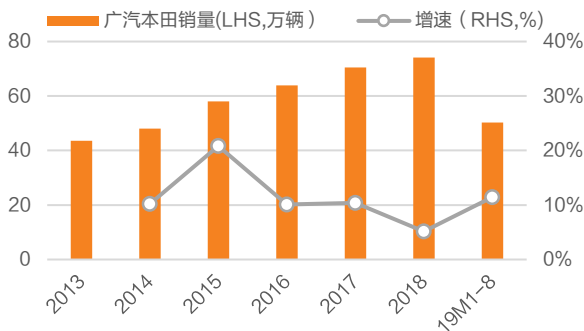
表 2：广汽合资品牌成立时间、营收及车型

合资品牌	成立时间	持股比例	19H1 营收	重点车型及上市时间
广汽本田	1998 年 7 月	50%	519.0 亿	雅阁 (1999)、奥德赛 (2002)、飞度 (2004)、锋范 (2009) 等
广汽丰田	2004 年 9 月	50%	448.8 亿	卡罗拉 (2004)、威驰 (2004)、凯美瑞 (2006)、汉兰达 (2009)、雷凌 (2014)、CHR (2017) 等
广汽菲克	2010 年 3 月	50%	60.7 亿	自由光 (2015)、自由侠 (2016)、指南者 (2017)、大指挥官 (2018)
广汽三菱	2012 年 10 月	50%	86.2 亿	劲炫 (2013)、欧蓝德 (2016)、祺智 PHEV (2018)、亦歌 (2018)

资料来源：公司公告、天风证券研究所

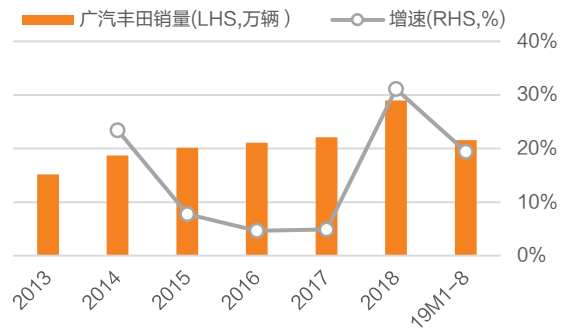
日系品牌发展良好，美系欠佳。合营期间内，四大子公司销量逐年攀升。2013 年-2018 年，四大合资公司汽车销量从约 83 万辆攀升至约 159 万辆。2019 年前 8 个月，汽车行业景气度低迷，乘用车累计销量同比下降 12.3%。在此背景下，合资品牌中日系品牌表现良好，广本、广丰、广三菱销量分别同比+11.5%、+19.4%、-12.1%，均跑赢行业；但美系合资广菲克表现欠佳，同比下降 47%。

图 9：广汽本田销量及增速



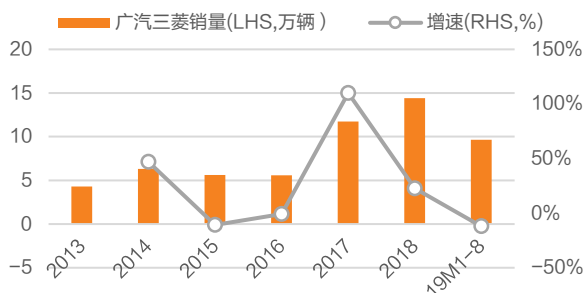
资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

图 10：广汽丰田销量及增速



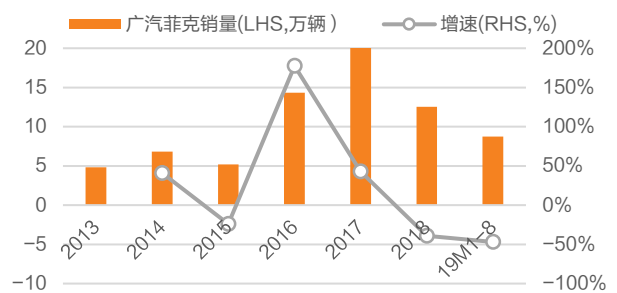
资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

图 11：广汽三菱销量及增速



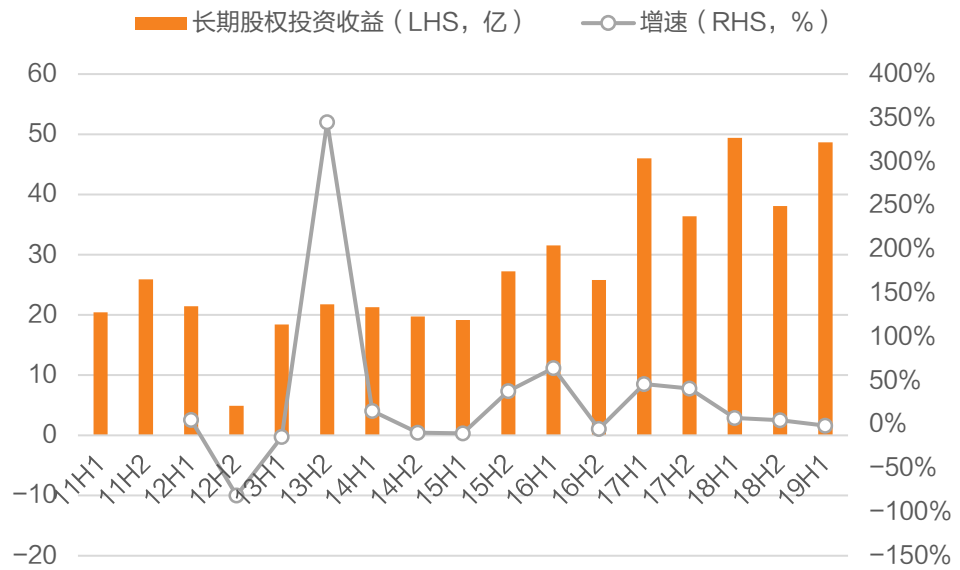
资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

图 12：广汽菲克销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

图 13：2012 至 2019H1 长期股权投资收益图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

日系品牌市场认可度高，市占率逐年提升。在合资品牌市场中，2014-2018 年广汽本田和广汽丰田两者的市占率(此处市占率指合资品牌中的市占率)稳步攀升，从 6.9%升至 9.3%；其中，广汽本田从 3.9%升至 5.2%，广汽丰田从 3.0%升至 4.1%。2019 年前八月，两者销量总和的市占率更是提升至 12.0%，广汽三菱也首次进入前 15 榜单，占比约 1.1%。日系品牌中，广汽本田、广汽丰田、一汽丰田、东风本田、东风日产 5 家公司地位稳固，市占率逐年提升。2014-2019 前 8 月，五者销量总和占比从 21.9%提升至 34.7%。

图 14：广汽集团合资子公司于合资品牌中的市占率

排名	2014		2015		2016		2017		2018		2019M1-8	
1	一汽大众	14.4%	上汽大众	14.2%	上汽大众	14.1%	上汽大众	14.4%	上汽大众	14.6%	上汽大众	15.7%
2	上汽大众	14.0%	上汽通用	13.5%	上汽通用	13.2%	上汽通用	14.0%	一汽大众	14.4%	一汽大众	15.5%
3	上汽通用	14.0%	一汽大众	12.9%	一汽大众	13.2%	一汽大众	13.7%	上汽通用	13.9%	东风日产	10.1%
4	北京现代	9.1%	北京现代	8.3%	北京现代	8.0%	东风日产	8.8%	东风日产	9.1%	上汽通用	9.5%
5	东风日产	7.7%	东风日产	8.0%	东风日产	7.9%	长安福特	5.8%	北京现代	5.7%	广汽本田	6.5%
6	长安福特	6.5%	长安福特	6.8%	长安福特	6.6%	北京现代	5.5%	广汽本田	5.2%	东风本田	6.4%
7	神龙汽车	5.7%	神龙汽车	5.6%	东风悦达起亚	4.6%	东风本田	5.0%	东风本田	5.1%	一汽丰田	6.2%
8	东风悦达起亚	5.2%	东风悦达起亚	4.8%	一汽丰田	4.5%	广汽本田	4.9%	一汽丰田	5.1%	广汽丰田	5.6%
9	一汽丰田	4.7%	一汽丰田	4.8%	广汽本田	4.5%	一汽丰田	4.8%	广汽丰田	4.1%	北京现代	5.1%
10	广汽本田	3.9%	广汽本田	4.5%	神龙汽车	4.2%	捷豹路虎	3.9%	捷豹路虎	3.9%	北京奔驰	4.9%
11	捷豹路虎	3.7%	捷豹路虎	3.8%	捷豹路虎	4.1%	广汽丰田	3.1%	北京奔驰	3.4%	华晨宝马	4.5%
12	广汽丰田	3.0%	东风本田	3.2%	东风本田	4.0%	北京奔驰	3.0%	华晨宝马	3.3%	东风悦达起亚	2.5%
13	东风本田	2.5%	广汽丰田	3.2%	广汽丰田	3.0%	华晨宝马	2.7%	长安福特	2.7%	长安福特	1.4%
14	华晨宝马	2.3%	华晨宝马	2.3%	北京奔驰	2.2%	神龙汽车	2.6%	东风悦达起亚	2.6%	大庆沃尔沃	1.3%
15	北京奔驰	1.2%	北京奔驰	2.0%	华晨宝马	2.2%	东风悦达起亚	2.5%	神龙汽车	1.8%	广汽三菱	1.1%

资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

注：此表中的占比：xx 合资品牌汽车销量/中国市场所有合资品牌汽车总销量。

超强性价比，奠定增长之基。选取日系、德系、美系、韩系、自主五类 9 种乘用车品牌对比其油耗及保养成本。日系品牌无论是在燃油经济性，还是保养成本上，均低于其他四系的品牌。尤其在保养方面，日系品牌优势显著，6 万公里常规保养甚至低于自主品牌，均价相较美系品牌更是便宜 60%以上。在保值率方面，日系也是所有车系之最。此外，日系混动版车型燃油经济性更加突出，如凯美瑞双擎和雷凌双擎的百公里油耗均仅为 4.1L。

表 3：各车系燃油经济性及使用经济性对比

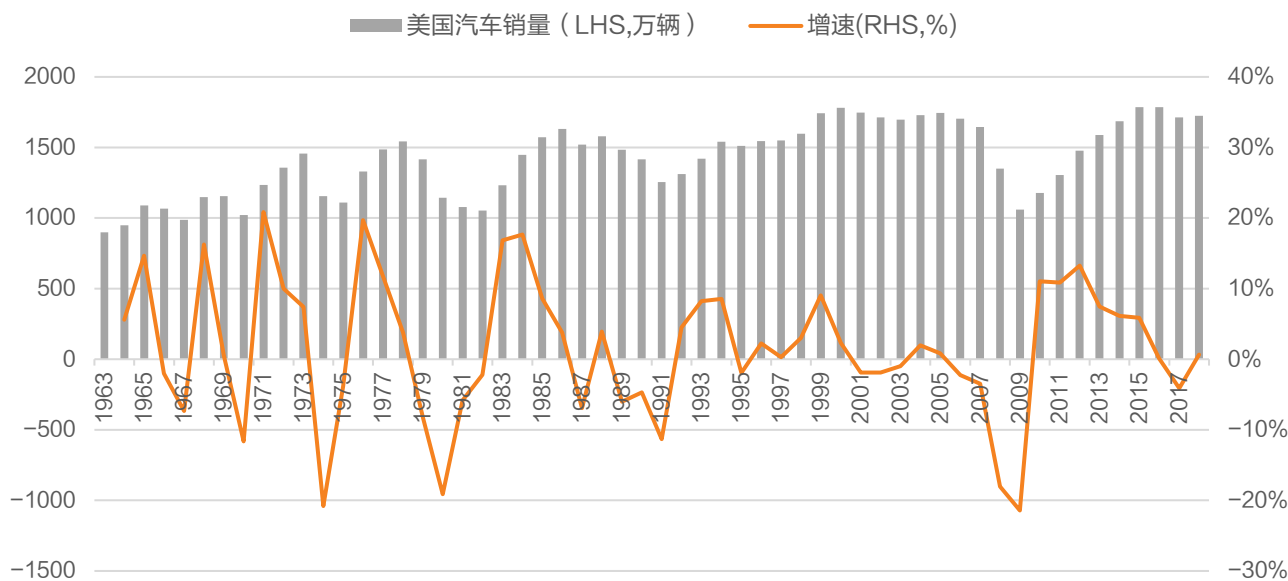
派系	级别	车款	价位(万 元起)	均价(万 元起)	综合油耗 (L/100km)	油耗 均值	6万公里常规 保养成本(元)	价格均值	保值率(%)
日系	紧凑型轿车	锋范 1.5L	7.98		5.6		4654		65.3
	中大型轿车	凯美瑞 2.0E	17.98	16.24	5.5		3594		69.8
	SUV	本田 cr-V	16.98		6.6	6.25	6729	5767	70.0
	SUV	冠道 240turbo	22		7.3		8090		71.5
大众	紧凑型轿车	速腾 200TSI	10.59		5.5		5633		60.6
	中大型轿车	帕萨特 280TSI	12.02	14.03	5.6	6.57	11677	6831	62.9
	SUV	途观 300TSI	19.48		8.6		3184		52.5
通用	紧凑型轿车	威朗 20T	13.89		5.5		12305		45.7
	中大型轿车	君悦 28T	20.48	16.79	6.9	6.33	10996	11800	54.9
	SUV	昂科威 20T	15.99		6.6		12098		55.8
福特	紧凑型轿车	福克斯 1.5L	9.98		5.7		7656		51.3
	中大型轿车	蒙迪欧 ecoboost	17.98	16.98	6.9	7.00	12187	9307	54.56
	SUV	锐界 ecoboost	22.98		8.4		8079		55.7
现代	紧凑型轿车	悦动 1.6L	7.99		6		7112		55.1
	中大型轿车	名图 GLS	12.98	14.26	6.2	6.68	6303	7931	57.4
	中大型轿车	索纳塔 1.6T GS	15.78		6.3		9008		48.6
	SUV	胜达 380 TGD	20.28		8.2		9302		55.6
吉利	紧凑型轿车	缤瑞 200T	7.08		5.1		5593		62.1
	中大型轿车	博瑞 GE 1.5T MHEV	13.18	11.31	5.8	6.15	9979	7307	49.5
	SUV	博越 1.5TD	9.88		7.2		4693		56.4
	SUV	领克 01	15.08		6.5		8962		58.4
长城	SUV	哈弗 H6 1.5GDIT	8.4	12.69	6.8	7.25	6837	6705	55.8
	SUV	WEY w7	16.98		7.7		6572		57.4
上汽 乘用车	紧凑型轿车	荣威 RX8	14.38		9.2		6802		54.5
	SUV	荣威 RX5 MAX	10.68	12.53	6.8	7.43	5708	6255	-

资料来源：汽车之家、天风证券研究所

注：①综合油耗数据为工信部油耗。②保养成本为汽车之家公布 4S 店指导价。③保值率为汽车之家公布数据

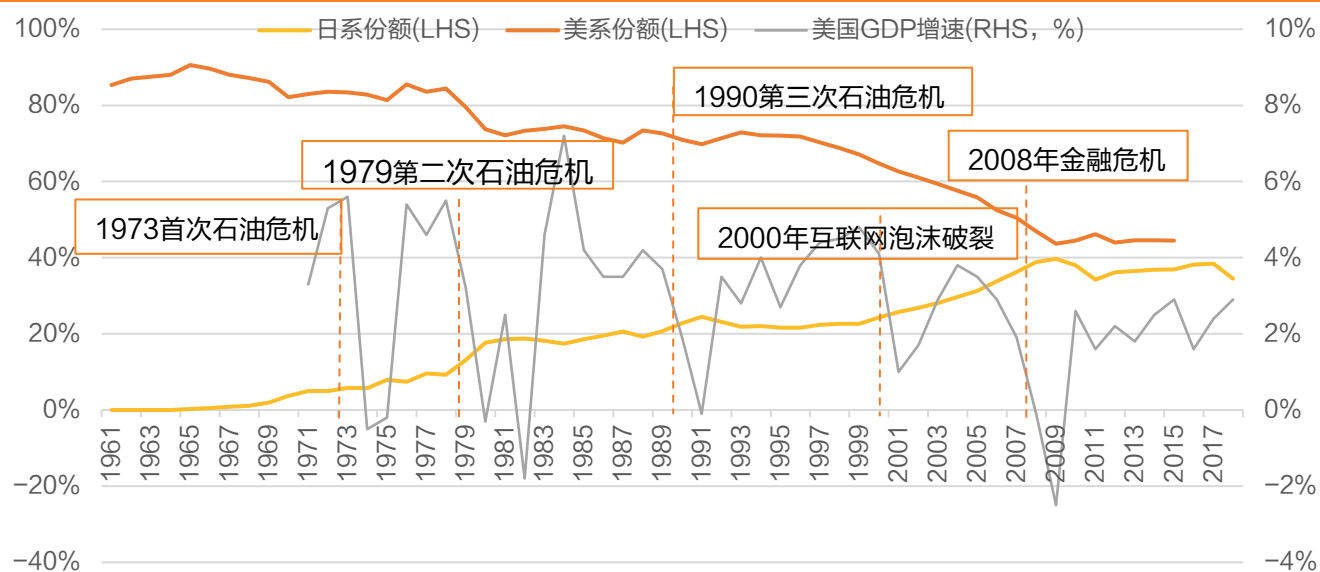
坚守性价比的力量，造就困境中的存量王者。美国汽车销量在 1973 年达到 1,457 万辆后，此后的时间进入了缓慢的波段向上时期，销量在 1060 至 1786 万辆间波动。而从 1970 年开始，美国经济经历了 5 次的明显放缓，分别是 1973-1975 年、1979-1982 年、1990-1991 年、2000-2001 年、2008-2009 年，而诱导的主要原因为三次石油危机、一次互联网泡沫、一次金融危机。而在此期间，日系品牌凭借一贯超强的燃油经济性 & 售后性价比，市占率经历了五次明显的提升，成功占领美国市场。截止 2018 年，日系品牌在美国市场的销售份额已至 34%，而首次石油危机前，市占率仅为 6%。

图 15: 美国汽车销量及增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 16: 美国市场日系品牌市占率变化及 GDP 增速的关系



资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2. 雷克萨斯国产渐行渐近

豪华品牌国产化时间取决于集团战略，但雷克萨斯已具备国产化的必要条件。我们梳理奥迪、宝马、奔驰、凯迪拉克、捷豹路虎、英菲尼迪、讴歌 7 个车企国产化的历程发现，国产化的决策并不受当下销量所干扰，更多时候跟随集团策略。我们推测如奥迪、宝马、凯迪拉克、奔驰早期进入中国市场，是看重的是国内市场的潜力；而捷豹路虎、英菲尼迪、讴歌则是看重的是彼时较成熟市场的大空间。虽然从过往看销量对国产化决策影响较小，但我们认为销量是市场对产品认可度的较好体现，如雷克萨斯 2018 年国内销量达 16.0 万辆，2019 年前 8 月累计销售 12.7 万辆，已具备了较好的品牌认知度和认可度，也已具备了国产化的必要条件。

表 4：各豪华合资品牌国产化时间及销量

品牌名称	合资品牌名称	规划时间	达产时间	设立前后（包括当年）全球销量-万辆（年）	设立前后（包括当年）国内销量-万辆（年）
奥迪	一汽奥迪	1988	-	-	-
奔驰	北京奔驰	2003	2005	107.8(05)、114.8(06)	1.15(04)、1.58(05)、2.11(06)
宝马	华晨宝马	-	2003	105.7 (02)	2.71(03)、2.43(04)
凯迪拉克	上汽通用凯迪拉克	2003	2004		
捷豹路虎	奇瑞捷豹路虎	2012	2014	46.3 (14)、48.7 (15)	9.50(13)、12.2(14)、9.25(15)
英菲尼迪	东风英菲尼迪	2013	2016	18.6 (14)、21.5 (15)	3.0(14)、4.0(15)
讴歌	广汽讴歌	2013	2016		0.42(15)、0.8(16)、1.6 (17)

资料来源：网易汽车、新浪汽车、天风证券研究所

注：（）内为年份；部分数据由于过早或缺乏官方来源故而未填。

雷克萨斯逆势提价，引消费者不满。长久以来雷克萨斯的等车时间长是消费者一直以来苦恼的问题，目前平均等车周期约 1-3 个月。2019 年 9 月 11 日，雷克萨斯对其多款主销车型官方指导价进行涨价调整。ES 系列官方起售价从 27.9 万元起涨至 29.0 万元起，涨幅为 1.1 万元。而 ES 300h 和 UX 车型的涨幅为 1.5 万元，引起消费者的不满，品牌和口碑或受负面影响。我们认为，长期来看此为雷克萨斯待解决的核心问题。

表 5：雷克萨斯调价明细

车型	级别	原价（万）	新价（万）	涨幅（%）	差价（元）
ES200	卓越版	27.9	29	4%	11000
	豪华版	29.8	30.9	4%	11000
ES260	卓越版	33.5	34.6	3%	11000
	Fsport	37.8	38.9	3%	11000
ES300h	尊享版	39.8	40.9	3%	11000
	卓越版	35.9	37.4	4%	15000
	尊享版	41.8	43.3	4%	15000
UX260h	行政版	46.8	48.3	3%	15000
	探酷版	26.8	28.3	6%	15000
	探趣版	28.8	30.3	5%	15000
NX200	探享版	37.1	38.6	4%	15000
	Fsport	30.8	32.3	5%	15000
	Fsport 全驱版	33.3	34.8	5%	15000
NX300	锋行版	29.8	30.4	2%	6000
	锋尚版	34.4	35	2%	6000
NX300	锋行版	33.5	34.1	2%	6000
	锋尚版	39	39.6	2%	6000

	Fsport	49.3	49.9	1%	6000
	锋尚版	37.4	38.4	3%	10000
NX300h	锋致版	43	44	2%	10000
	Fsport	53.2	54.2	2%	10000

资料来源：中国经济网、天风证券研究所

雷克萨斯或成下一个 ABB，广汽有望分享国产导入红利。我们认为如果雷克萨斯国产，有望成为如奔驰、宝马、奥迪一样备受消费者认可的品牌，而不是如国产化的英菲尼迪和讴歌。主要原因有：**1) 品牌影响力强：**雷克萨斯 2018 年全球和国内销量约 70 万辆和 16 万辆，且目前中国市场供不应求。反观英菲尼迪和讴歌国内仅实现 4.4 万和 1.0 万辆的销量；**2) 产品&技术认可度高：**雷克萨斯层推出售价越 598 万的超级跑车，市场对于其技术认可度高。此外，目前 ES 系列与广汽生产的凯美瑞共享生产平台，且广汽集团作为丰田在华最佳合作伙伴之一，有望分享国产导入红利。

表 6：日系三豪华品牌对比

	成立时间	2018 年全球年销量	2018 年国内年销量	尖端车型（售价及性能）	明星车型
雷克萨斯	1983	69.8 万	16.0 万	LFA(V10 发动机，百公里加速 3.7 秒，售价 598 万元)	CT、IS、ES、GS、LS、UX、NX、RX、LX、RC、LC
英菲尼迪	1989	-	4.4 万	QX80(V8 发动机，售价 114 万元)	Q50、Q60、Q70L、QX30、QX50、QX60、QX70、QX80
讴歌	1986	-	1.0 万	NEX (V6 发动机+电机，百公里加速 3.4 秒，售价 289 万	CDX、RDX、MDX、TLX ·L、NSX

资料来源：新浪汽车、汽车之家、天风证券研究所

3. 自主：景气度复苏+新品周期，拐点向上

3.1. 新品周期启动，随行业拐点向上

传祺已形成完善的研发体系,以及完善的矩阵布局。广汽传祺成立于2010年,借助G-CPMA跨平台模块化架构,先后开发推出了GA4、GA5、GA6、GA8、GS4、GS4 PHEV、GS5、GS8、GE3、GM8等14款车型。2019年,公司基于全新的电动化平台推出了Aion S以及AionLX(9月上市)。目前公司形成了轿车、SUV、MPV、新能源的全领域产品布局。自2013年以来,广汽传祺连续7年获得J.D Power 新车质量报告(IQS)中国品牌第一。此外,广汽研究院正同时推进30个整车在研项目,有望继续丰富并优化产品构架。

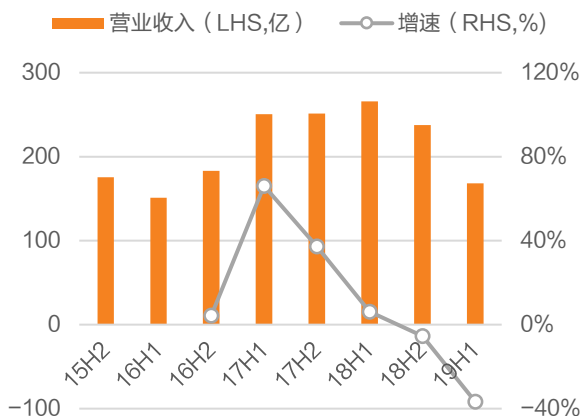
图 17: 广汽传祺车型矩阵 (部分车型)



资料来源: 公司官网、公司公告、天风证券研究所

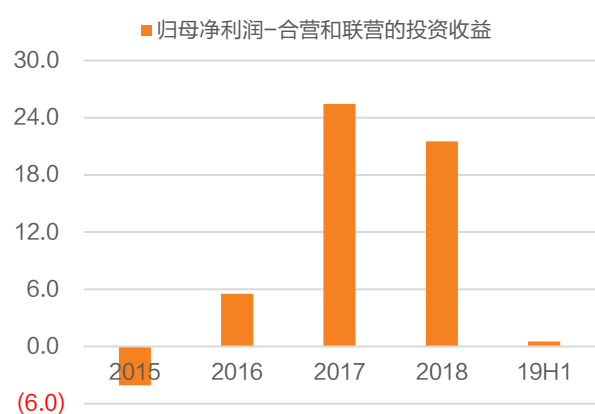
行业景气度低迷, 广汽传祺正经历阵痛期。广汽传祺通过GA5 敲开了行业的大门, 并通过GS4、GS3 等热销车型逐步获得市场认可。此后随着车型的不断丰富, 广汽传祺销量逐年攀升。2013至2018年, 广汽传祺销量从10.9万辆提升至53.5万辆, CAGR约36%。2019年开始, 传祺陆续的推出了诸多改款车型, 但受制于整体行业不景气, 整体销量大幅下滑。2019年前8月, 广汽传祺仅销售24.3万辆, 同比下降30.7%。

图 18: 广汽乘用车历年营收及增速



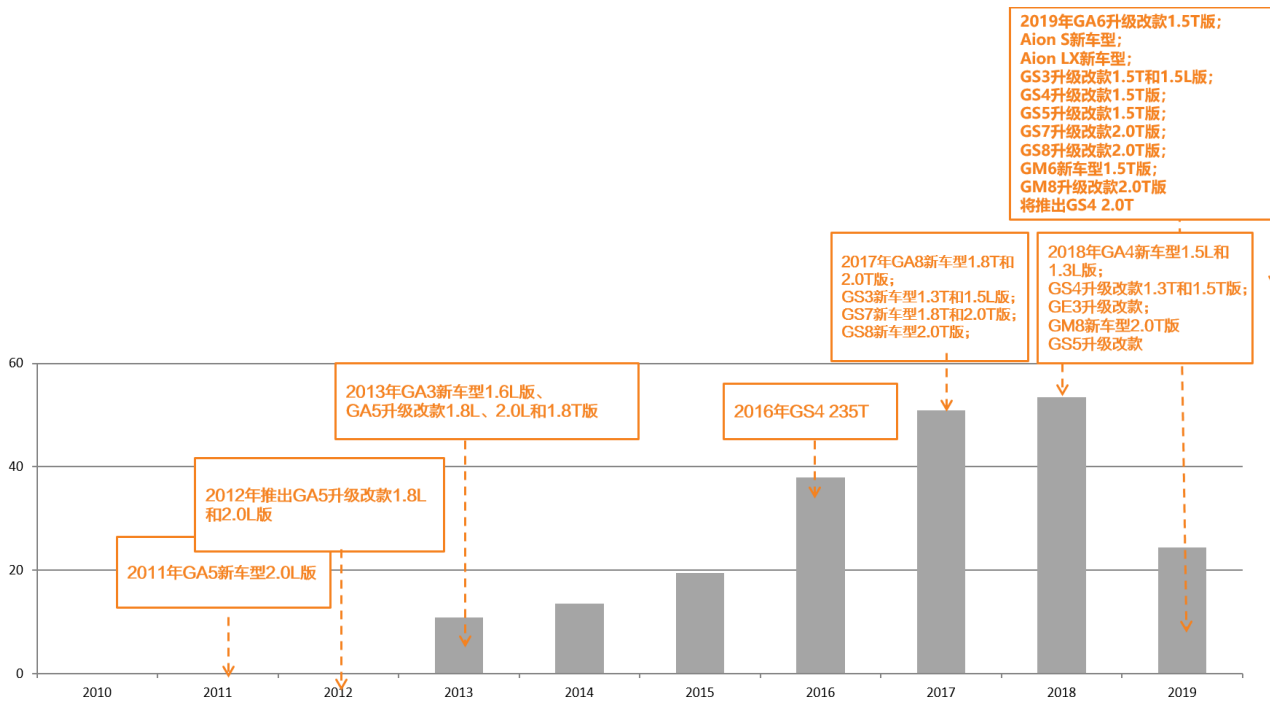
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 19: 广汽集团剔除长期股权投资收益后的归母净利润



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 20：广汽传祺销量及新车型推出（单位：万辆）



资料来源：公司公告、汽车之家、新浪汽车、天风证券研究所

注：2019年数据包括前8月份

新车型布局接近尾声，有望随行业拐点向上。按照公司计划，今年将是广汽传祺推出新车（改款）的大年，共计 10 款（且不包括新能源的 Aion 系列的 2 款新车），目前已推出 9 款。而 2018 年广汽乘用车仅有 11 款车型在售，更换率接近 9 成，堪称品牌设立以来最大年份。我们认为，目前汽车行业已至低位，行业有望随“金九银十”逐步恢复；而广汽传祺拥有完善的新车型布局，有望随行业一起恢复，且速度有望优先于其它品牌。

表 7：广汽乘用车 2019 年新款车型

名称	上市类型	上市时间	价格区间(万元)	均价(万元)	结构	门座结构	长*宽*高	级别
广汽传祺新 GS8	改装增配	2019 年 7 月	16.38-25.98	21.18	SUV	5 门 7 座	4810*1910*1770	中型
广汽传祺新 GA8	改装增配	2019 年	14.98-25.98	20.48	轿车	4 门 5 座	N/A	中大型
广汽传祺新 GS5	改装增配	2019 年	10.98-16.98	13.98	SUV	5 门 5 座		紧凑型
广汽传祺新款 GS4	改装增配	2019 年	8.98-15.18	12.08	SUV	5 门 5 座	4545*1856*1700	紧凑型
Aion s	新车	2019 年 5 月	13.98-20.58		轿车	4 门 5 座	4768*1880*1530	紧凑型
广汽传祺 GS7	改装增配	2019 年 7 月	14.98-20.98		SUV	5 门 5 座	4730*1910*1770	中型
广汽传祺新款 GS3	改装增配	2019 年 8 月	7.38-11.38	9.38	SUV	5 门 5 座	4695*188*/1700	小型
广汽传祺 GA6 270T 1.5T	改装增配	2019 年 8 月	10.88-16.88		轿车	4 门 5 座	4792*1880*1530	中型
Aion LX	新车	2019 年	25-30		SUV	5 门 5 座	4768*1935*1685	中型
广汽传祺 GA4								
GA6 2.0T	新车	2019-2020	-	-	轿车	4 门 5 座	4545*1856*1700	中型
广汽传祺 GM8	改装增配	预计 2019 年底	17.68-25.98		MPV	5 门 7 座	5066*1923*1822	大型

资料来源：汽车之家、天风证券研究所

3.2. GEP 平台落地，新能源蓄势待发

广汽新能源起步较晚，成长快。相对于比亚迪、上汽集团等车企，广汽集团的新能源业务起步较晚，2017 年才正式设立广汽新能源并推出首款新能源车型 GE3。随后广汽不断加码新能源领域，设立新能源生产基地、与电池巨头合资建厂等等。目前广汽已推出第二代纯电动专属平台 GEP，第一款由该平台打造的 Aion S 上市以来订单已突破 5 万台，7、8 月销量排名均据行业前五，而同样基于该平台打造的 600 续航的 SUV AionLX 也将于 9 月投产。此外，广汽还提出“135”新能源战略规划，计划到 2020 年完成 20 万辆的新能源汽车销量目标。

图 21：新能源变化历程图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

产品推出加速，新能源汽车业务快速成长。2017 年之前，广汽集团仅有轻混类车型，且销量主要集中在广汽丰田的雷凌和凯美瑞。2017 年，是广汽集团新能源汽车的元年，以自主品牌为首大量推出了 PHEV 和 BEV 车型，销量快速提升。2019 年，或将是广汽集团 BEV 的启动之年，第二代纯电动专属平台 GEP 落地有望提升纯电动车型的推出速度和产品品质。如该平台的第一辆纯电动车 Aion S，市场认可度较高，上市仅 3 个多月销量就已经接近 1 万辆。而平台的第二款车型 Aion LX 也将于 9 月份投产。此外，公司亦规划 2019-2021 年，每年将至少推出 2 款全新的产品，有望推动公司新能源汽车业务快速发展。

表 8：广汽集团新能源汽车销量明细（单位：辆）

车型	2016	2017	2018	19M1-8
广汽乘用车				
传祺 GA3S 1.5 PHEV		794	256	156
传祺 GE3 BEV		1,762	8,852	6,295
传祺 GS4 1.5L PHEV		1,863	10,922	1,796
传祺 GS4 BEV			15	
Aion s				9,905
传祺总计		4,419	20,045	18,152
广汽本田				
世锐 PHEV				1,547
理念 VE-1			100	
广汽菲克				
大指挥官二驱 2.0T PHEV				
悦界二驱 1.5L AT PHEV				101
广汽丰田				
雷凌 1.8L PHEV				5,706

雷凌 1.8LHEV	25,932	40,799	42,730	23,837
新凯美瑞 2.5HEV	9,342	4,150	24,119	17,627
广汽三菱				
祺智 BEV			389	695
合计-加入 LHEV	35,274	44,949	67,338	49,513
合计-仅算 BEV 和 PHEV	-	4,419	20,145	25,506

资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

表 9：广汽新能源产能情况

汽车集团	基地名称	现有产能 (万辆)	投产时间	预计产能(万 辆)	预计投产时 间
广汽乘用车	番禺工厂	65			
	杭州工厂	15	2018		
	新疆工厂	5	2018		
	宜昌基地		2019/6	20	
广汽乘用车产能合计		85		20	
广汽新能源	广州基地 (新能源)			一期 10 万辆 二期 20 万辆	2019/5
广汽新能源产能合计				10	

资料来源：公司官网、公司年报、天风证券研究所

4. 盈利预测

2019 年前 8 月汽车行业景气度低迷，广汽集团子公司除本田和丰田实现销量正增长外，其余三大品牌皆面临不同程度的负增长。基于我们对于行业有望于“金九银十”开始逐步复苏的判断下，我们预计广汽的“日系双雄”销量有望继续维持较高增速，广汽传祺、广汽三菱、广汽菲克有望实现转暖复苏。此外，由于超强的性价比、以及新车型上市等因素，预计广汽本田和广汽丰田未来两年 CAGR 有望保持 10%+。对于三菱而言，2019 到 2023 年每年将推出 2-3 款新车型，预计迎来较快增长的时期，预计其 20、21 年增速分别约 22% 和 17%。此外，随行业转暖及新车型的推出，预计广汽传祺 20、21 年的销量增速分别约为 20% 和 15%。

表 10：广汽集团各子公司销量及预测（单位：辆）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
广汽本田	638,791	705,010	740,744	844,300	940,894	1,025,662
增速		10.4%	5.1%	15.0%	11.4%	9.0%
广汽丰田	421,800	442,380	580,008	663,958	743,026	825,562
增速		4.9%	31.1%	14.5%	11.9%	11.1%
广汽传祺	372,034	508,586	535,168	441,040	530,736	609,024
增速		36.7%	5.2%	-17.6%	20.3%	14.8%
广汽菲克	146,439	205,177	125,181	84,405	103,466	124,728
增速		40.1%	-39.0%	-32.6%	22.6%	20.5%
广汽三菱	55,888	117,388	144,018	131,558	160,674	188,326
增速		110.0%	22.7%	-8.7%	22.1%	17.2%
合计	1,650,095	2,001,036	2,147,892	2,180,260	2,494,546	2,789,840
增速		21.3%	7.3%	1.5%	14.4%	11.8%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们预计 2019 年-2021 年，广汽集团营业收入分别为 657.4、781.0、887.9 亿元，归母净利润分别为 90.7、115.9、141.6 亿元，EPS 分别为 0.89、1.13、1.38 元/股；对应 PE 分别为 14.3、11.2、9.2，对应 H 股 PE 为 8.3、6.5、5.3。此外，2014 年以来广汽 A 股估值明显高于整车平均值，且对 H 股的估值溢价持续走高（最高值 15 年 8 月达 400%+）。2017 年开始股东结构逐步优化配合 A 股市场投资趋向理性，溢价率逐步收窄，目前 A 股估值已进入合理估值区间，给予竞争对手 2020 年的平均 15 倍 PE，对应目标价 17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：广汽集团可比公司-A 股（截止日期：2019/09/19）

证券代码	公司名称	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE
			2017	2018	2020E	
600104.SH	上汽集团	2,895.2	344.1	360.1	8.3	
601633.SH	长城汽车	645.6	50.3	52.1	13.4	
000625.SZ	长安汽车	348.7	71.4	6.8	12.7	
000550.SZ	江铃汽车	115.7	6.9	0.9	14.3	
600006.SH	东风汽车	96.4	2.0	5.5	17.9	
600418.SH	江淮汽车	105.1	4.3	-7.9	21.9	
平均值		701.1	79.8	69.6	14.7	
601238.SH	广汽集团	1,132.5	107.9	109.0	11.3	

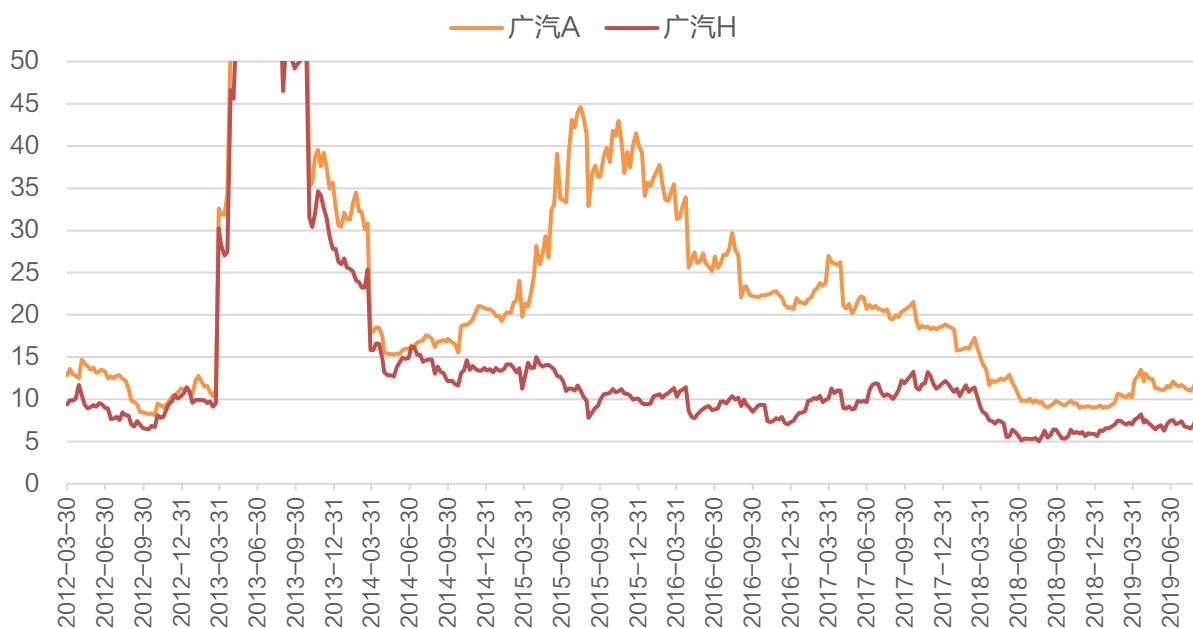
资料来源：Wind、天风证券研究所

表 12: 广汽集团可比公司-H 股 (截止日期: 2019/09/19)

证券代码	公司名称	市值 (亿港元)	净利润 (亿港元)		PE
			2017	2018	2019E
0175.HK	吉利汽车	1,205.3	106.3	125.5	12.1
2333.HK	长城汽车	499.3	50.3	52.1	10.6
1958.HK	北京汽车	400.0	22.5	43.2	9.0
	均值	675.2	66.6	77.6	10.6
2238.HK	广汽集团	826.2	110.0	109.0	8.3

资料来源: Wind、天风证券研究所

图 22: 广汽 A、H 股动态 PE 估值走势 (不复权; 周线 TTM) (截止日期: 2019/09/17)



资料来源: Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

汽车产销不及预期、日系产品竞争力不及预期、传祺销量改善不及预期、雷克萨斯国产进程不及预期等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	49,467.95	41,908.21	57,986.68	61,894.27	78,143.29
应收票据及应收账款	3,843.55	6,915.37	744.55	4,389.19	1,447.40
预付账款	1,209.76	1,425.55	704.77	1,847.42	1,085.17
存货	3,346.60	6,729.80	696.34	8,100.04	1,371.76
其他	5,856.03	8,092.63	6,420.81	8,055.65	8,116.17
流动资产合计	63,723.90	65,071.55	66,553.16	84,286.58	90,163.80
长期股权投资	25,720.72	28,972.89	28,972.89	28,972.89	28,972.89
固定资产	12,151.56	13,887.46	15,230.92	16,456.37	17,455.23
在建工程	1,051.69	2,222.86	2,396.00	2,377.20	2,224.04
无形资产	9,443.85	12,336.20	10,626.05	8,915.90	7,205.75
其他	6,261.68	8,489.34	5,334.64	5,827.07	6,300.42
非流动资产合计	54,629.50	65,908.76	62,560.49	62,549.43	62,158.34
资产总计	119,602.42	132,119.73	130,128.57	147,970.48	153,418.41
短期借款	1,325.88	1,943.65	1,800.00	1,500.00	1,000.00
应付票据及应付账款	11,957.85	12,273.14	11,043.58	15,024.16	14,479.66
其他	23,455.59	26,282.58	20,597.24	27,529.44	24,886.81
流动负债合计	36,739.32	40,499.37	33,440.83	44,053.60	40,366.46
长期借款	568.82	1,536.47	1,500.00	1,200.00	1,000.00
应付债券	7,703.76	8,075.00	8,499.85	8,092.87	8,222.57
其他	4,176.56	4,088.22	3,616.46	3,960.41	3,888.37
非流动负债合计	12,449.13	13,699.68	13,616.31	13,253.28	13,110.94
负债合计	49,188.45	54,199.05	47,057.13	57,306.88	53,477.40
少数股东权益	1,043.72	1,370.85	1,396.99	1,436.49	1,485.07
股本	7,293.42	10,232.50	10,232.50	10,237.71	10,237.71
资本公积	24,747.75	22,382.80	22,382.80	22,382.80	22,382.80
留存收益	61,493.78	65,443.89	71,441.95	78,989.40	88,218.23
其他	(24,164.71)	(21,509.36)	(22,382.80)	(22,382.80)	(22,382.80)
股东权益合计	70,413.97	77,920.68	83,071.44	90,663.60	99,941.01
负债和股东权益总	119,602.42	132,119.73	130,128.57	147,970.48	153,418.41

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	10,822.24	10,946.32	9,074.84	11,591.88	14,158.33
折旧摊销	2,385.01	3,113.72	2,420.42	2,522.30	2,617.61
财务费用	527.24	438.26	(42.39)	(225.09)	(451.19)
投资损失	(8,327.73)	(9,003.21)	(9,500.00)	(11,000.00)	(12,500.00)
营运资金变动	18,231.83	(9,366.25)	10,115.57	(3,100.66)	6,748.46
其它	(8,540.69)	2,603.04	(214.53)	80.35	101.57
经营活动现金流	15,097.88	(1,268.12)	11,853.91	(131.22)	10,674.78
资本支出	7,257.03	12,141.95	2,698.62	1,674.85	1,825.21
长期投资	3,085.02	3,252.17	0.00	0.00	0.00
其他	(7,415.80)	(20,975.32)	5,180.35	7,105.14	8,853.83
投资活动现金流	2,926.25	(5,581.21)	7,878.97	8,779.98	10,679.04
债权融资	11,108.73	12,808.16	13,061.58	12,134.55	11,508.06
股权融资	16,654.14	1,026.63	(819.77)	241.58	462.48
其他	(18,194.78)	(16,309.19)	(15,896.22)	(17,117.31)	(17,075.34)
筹资活动现金流	9,568.08	(2,474.41)	(3,654.41)	(4,741.17)	(5,104.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	27,592.22	(9,323.73)	16,078.48	3,907.59	16,249.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	71,574.94	72,379.78	65,739.24	78,099.55	88,792.00
营业成本	54,778.01	58,240.72	56,923.36	64,350.20	71,916.27
营业税金及附加	2,547.75	2,310.89	1,840.70	2,342.99	2,752.55
营业费用	5,199.76	5,073.03	4,010.09	4,842.17	5,593.90
管理费用	3,512.35	4,068.19	3,024.01	3,748.78	4,350.81
研发费用	495.59	826.67	1,051.83	1,249.59	1,420.67
财务费用	315.52	(150.82)	(42.39)	(225.09)	(451.19)
资产减值损失	1,576.82	168.32	50.00	300.00	400.00
公允价值变动收益	89.39	(23.86)	(240.66)	40.84	52.99
投资净收益	8,327.73	9,003.21	9,500.00	11,000.00	12,500.00
其他	(17,074.48)	(18,781.47)	(18,518.67)	(22,081.68)	(25,105.99)
营业利润	11,806.51	11,644.90	8,140.98	12,531.75	15,361.99
营业外收入	286.62	318.23	1,000.00	300.00	300.00
营业外支出	116.63	96.00	40.00	50.00	50.00
利润总额	11,976.49	11,867.13	9,100.98	12,781.75	15,611.99
所得税	1,154.26	920.81	0.00	1,150.36	1,405.08
净利润	10,822.24	10,946.32	9,100.98	11,631.39	14,206.91
少数股东损益	36.02	43.68	26.13	39.51	48.58
归属于母公司净利润	10,786.22	10,902.65	9,074.84	11,591.88	14,158.33
每股收益(元)	1.05	1.06	0.89	1.13	1.38

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	44.84%	1.12%	-9.17%	18.80%	13.69%
营业利润	72.81%	-1.37%	-30.09%	53.93%	22.58%
归属于母公司净利润	71.53%	1.08%	-16.76%	27.74%	22.14%
获利能力					
毛利率	23.47%	19.53%	13.41%	17.60%	19.01%
净利率	15.07%	15.06%	13.80%	14.84%	15.95%
ROE	15.55%	14.24%	11.11%	12.99%	14.38%
ROIC	37.03%	44.10%	21.13%	35.92%	40.77%
偿债能力					
资产负债率	41.13%	41.02%	36.16%	38.73%	34.86%
净负债率	-54.48%	-37.35%	-54.08%	-54.88%	-66.67%
流动比率	1.76	1.63	2.02	1.93	2.26
速动比率	1.66	1.47	1.99	1.75	2.22
营运能力					
应收账款周转率	20.26	13.45	17.16	30.43	30.43
存货周转率	24.51	14.37	17.70	17.76	18.75
总资产周转率	0.71	0.58	0.50	0.56	0.59
每股指标(元)					
每股收益	1.05	1.06	0.89	1.13	1.38
每股经营现金流	1.47	-0.12	1.16	-0.01	1.04
每股净资产	6.78	7.48	7.98	8.72	9.62
估值比率					
市盈率	12.05	11.93	14.32	11.22	9.18
市净率	1.87	1.70	1.59	1.46	1.32
EV/EBITDA	9.53	4.63	7.55	5.00	3.24
EV/EBIT	11.32	5.83	9.81	6.02	3.81

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