



联讯汽车行业框架

分析师：徐昊

执业编号：S0300519040001

电话：010-66235709

邮箱：xuhao@lxsec.com

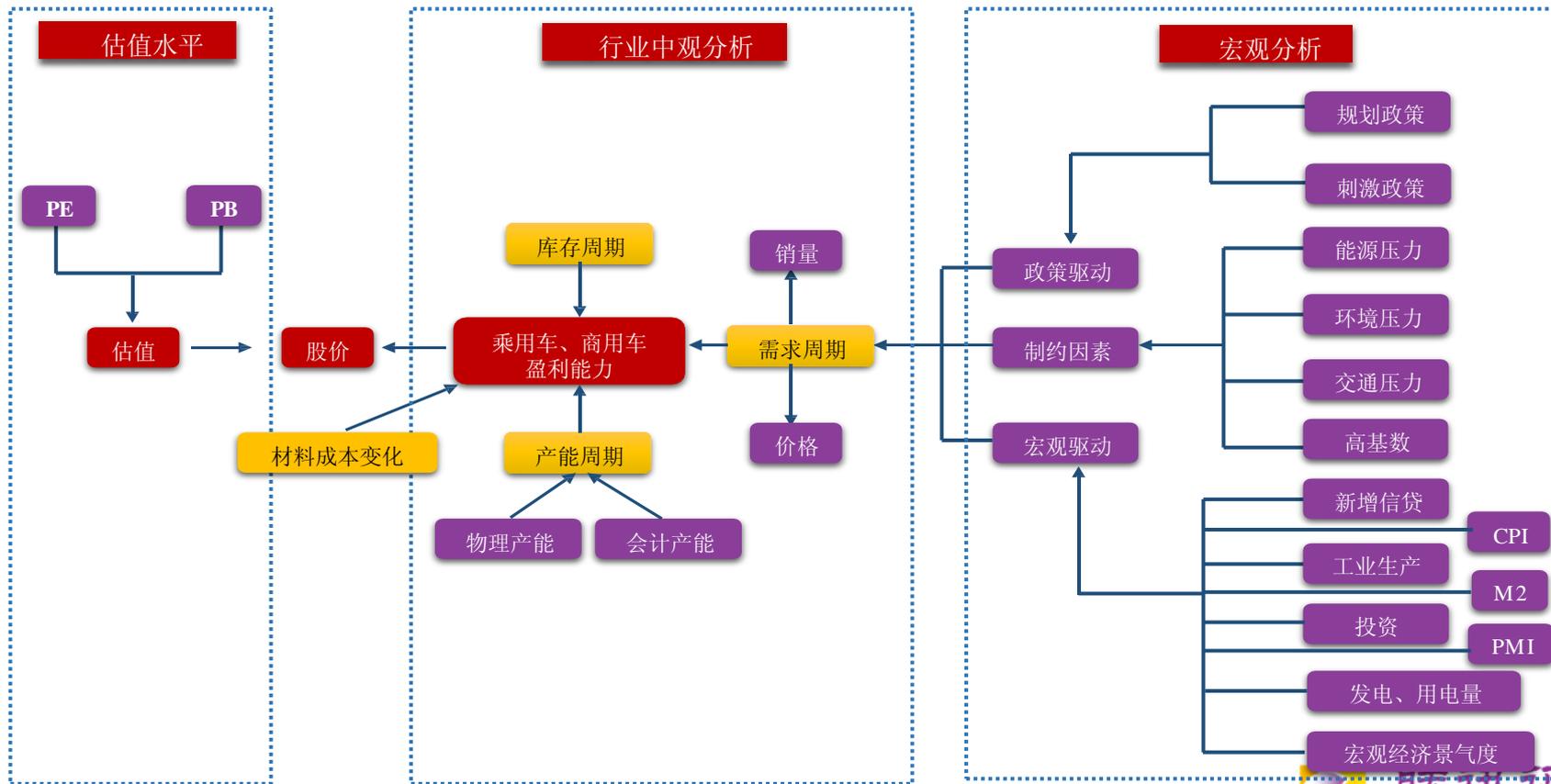
2019年11月5日

目录

- 一 盈利能力分析框架及案例分析
- 二 行业背景
- 三 整车：分化加剧，把握结构性机会
- 四 新能源汽车：成本仍是行业盈利的关键
- 四 零部件：四条进阶路线
- 五 行业估值分析及投资建议
- 六 风险提示

汽车行业股价影响因素及盈利能力分析框架

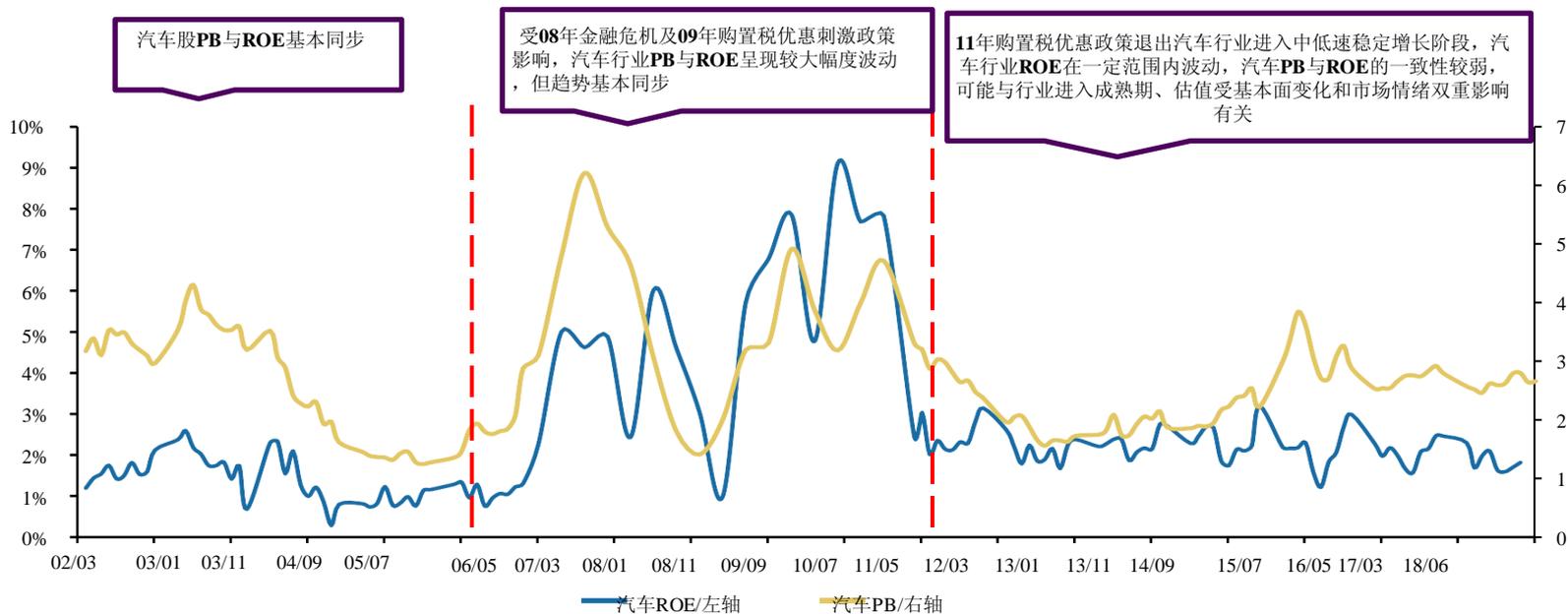
图表1：汽车行业估值体系框架



汽车股股价：受行业中长期预期影响，但主要反映短期景气度

- 股价（PB）和ROE的波动方向从长期看基本是同步的关系，受行业中长期预期的影响，但反映的主要是短期景气度。从近两年情况看，PB略微滞后于ROE变动，可能与行业成熟度较高、估值主要依靠基本面变化和市场情绪带动有关。

图表2：盈利能力与估值

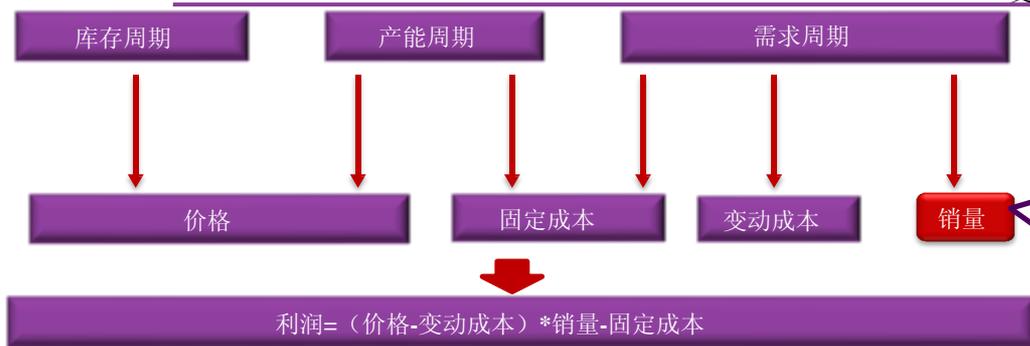


数据来源：国家统计局、Wind、联讯证券

盈利能力：库存、产品、产能与需求的三期叠加

汽车行业研究框架可以简述为：短期受库存周期的影响，中期受产能周期的影响，长期的核心影响因素是需求和竞争。

	影响因素	相关数据	数据来源及特点
库存周期	<ul style="list-style-type: none"> • 厂家库存、终端库存、改装库存（针对商用车） • 终端库存增加若超过一定水平，将直接加大终端竞争，或出现降价促销的情况 	企业产量 批发销量 零售销量	中汽协、乘联会 中汽协、乘联会 乘联会零售数据、上牌数、交强险数据
产能周期	<ul style="list-style-type: none"> • 产能周期对盈利的影响直接体现在固定成本的变动（折旧）和厂商内部及外部的竞争 • 产能存在18-24个月的建设周期，其调整比库存的调整更长 • 产品是有差异化的 	企业产能数据 新车信息	企业年报 公开信息
需求周期	<ul style="list-style-type: none"> • 汽车行业兼具消费与投资双重属性 • 需求周期最直观的表现销量，销量会直接影响变动成本 	产销快讯 合格证数据 乘联会数据 交强险数据	中汽协 中国汽车技术研究中心 公布产量、批发数、零售数 公开度较低

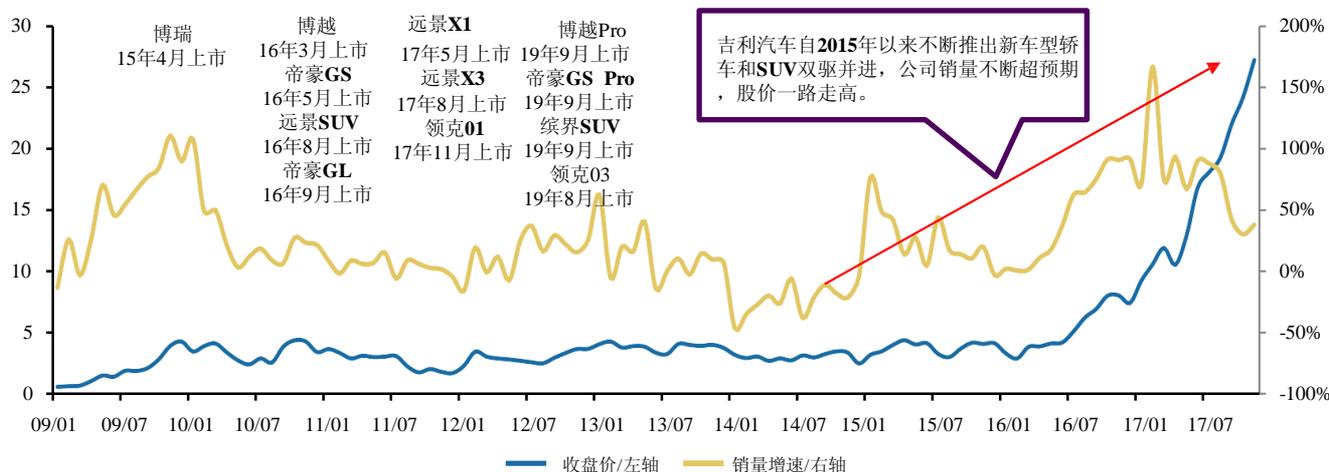


- ◆ 汽车行业的特点是**规模驱动型**，“量”的影响大于“价”的影响，汽车产量是影响中观行业和微观企业盈利能力的最重要因素。
- ◆ 销量规模的变动也会对产品售价、成本产生影响。从价格角度来看，规模上升或者库存增加都会导致行业竞争加剧，企业有动力通过降价优惠获取市场份额的提升。

案例分析——吉利汽车：产品周期驱动的双击

- 吉利汽车是我国自主品牌龙头企业，2015年以来进入产品大年，带动销量显著提升。随着新车型陆续推出股价一路高涨，而股价持续上涨的动因与新车上市带来公司销量、业绩不断超预期有关。
- 2017年吉利汽车全年累计销售124.7万台，同比增长63%，超额完成110万辆的销量目标。同时吉利汽车集团发布了2018年158万辆的销量目标，较2017年增长27%，在车市微增长的态势下，两位数的高增幅预判也彰显出吉利对18年发展的自信。

图表3：企业举例——吉利汽车：新产品周期驱动的双击



数据来源：中汽协、Wind、联讯证券

上市公司财务分析的利与弊、财务报表分析的几个关键指标

财务分析优势

公众投资者所能看到的唯一最全面上市公司信息，对股价有较强影响

三张报表可基本素描上市公司，有效弥补信息不足

财务分析弊端

财务报表是外部投资者所参考，上市公司调节能力强

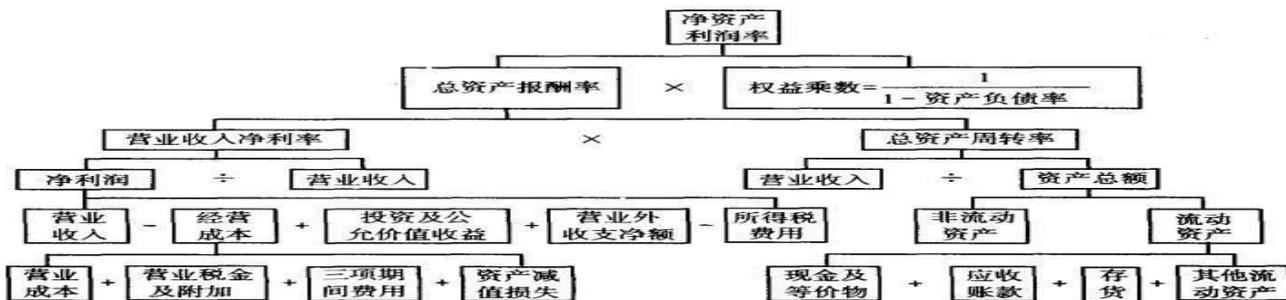
财务报表数据可能产生误差，必须全面考虑，多方求证

上市公司规模实力	资产负债表 利润表 现金流量表	资产、净资产 收入 经营性现金流量
可变成本 固定成本	可变成本	原材料成本指数 劳动力成本（变化部分） 存货周转率 资产负债率、研发投入费用化部分
	固定成本	研发投入资本化的部分 劳动力成本（静态部分） 固定资产折旧（简易法和详细方法）
利润质量		经营性净现金流与净利润匹配情况 经营性净现金流+应收票据增加值与净利润匹配情况 应收账款 研发投入费用化的比重

财务报表分析关键指标——汽车行业存货周转率

- 库存周期对企业一年内的盈利影响较大，目前A股的市场参与者的业绩考核周期通常也是以年为考核单位，因此对于存货周转率的研究就变得非常具有实战价值，了解汽车行业实际运营情况以及企业盈利质量有助于发现业绩可能出现拐点的公司。

存货周转率直接影响总资产周转率：杜邦模型



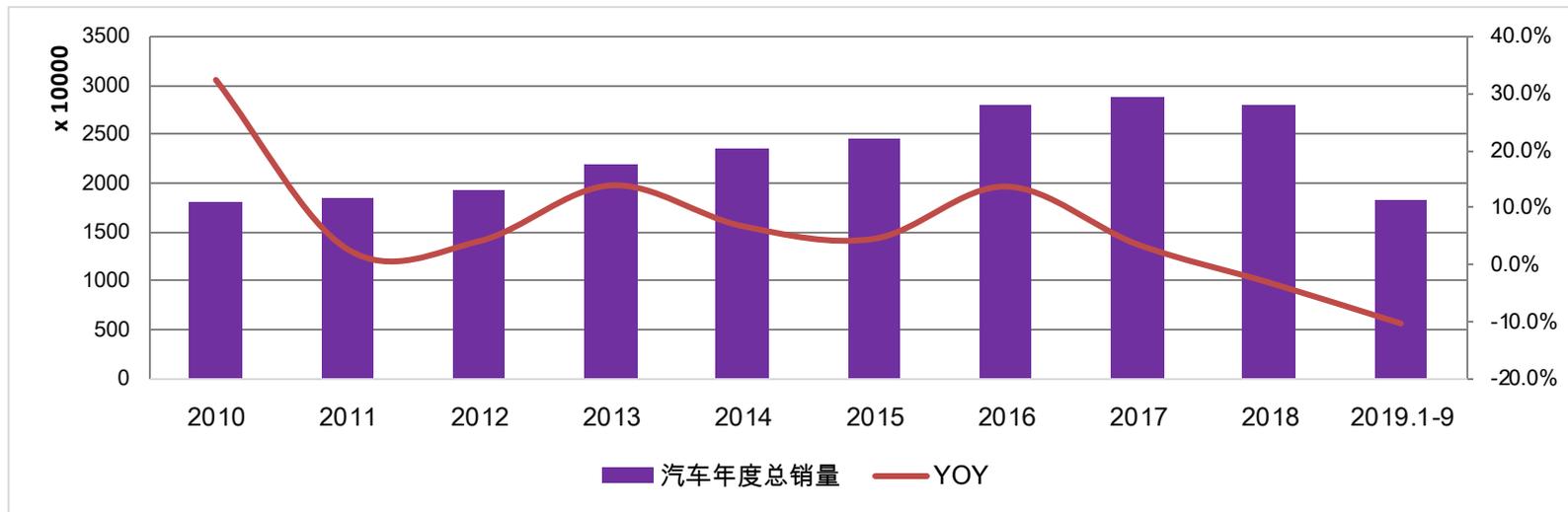
存货周转率影响企业净利润率：通过资金使用效率



行业背景

2006年国内汽车销量为722万辆，经过十多年高速增长后，2018年全年汽车销量2808万辆，同比小幅下滑，2006-2018年期间累计增长289%。2019年1-9月汽车累计销量1837万辆，同比下降10.3%，国内汽车销量增速为负。我们认为，在经过16个月的下滑之后，行业分化加剧，各细分龙头的市场份额将进一步提升，预计国内汽车销量大概率将在2019年四季度出现回暖，今年汽车销量下滑幅度将出现收窄，全年销量增速在-8%左右。

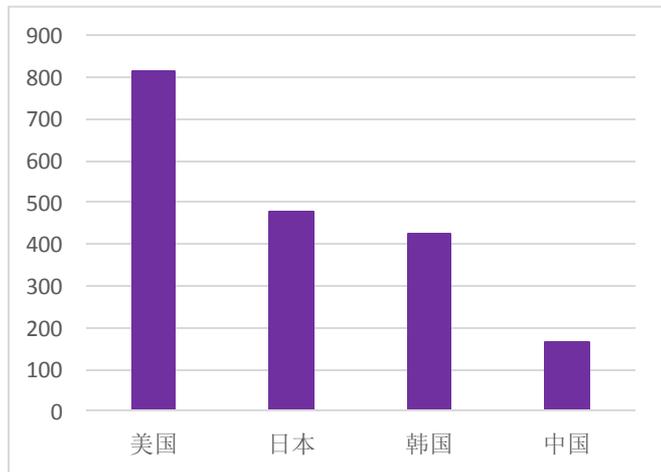
图表4：国内汽车销量及同比（单位万辆）



行业背景

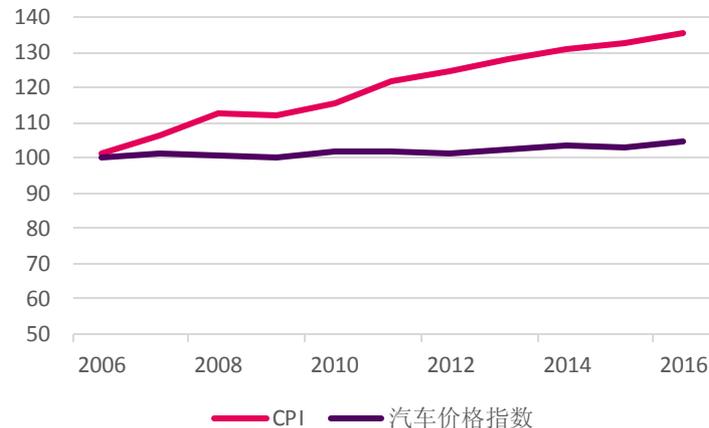
截止2019年6月，国内机动车保有量3.4亿，汽车保有量约2.5亿辆，千人汽车保有量约178辆，仅美国的20%，日本的35%，韩国的39%。参考以2006年为基年，汽车名义价格指数基本不变，实际价格逐年下降，对应消费需求仍将保持增长，综合来看，国内汽车消费短期将经历波动，长期仍有上升空间。

图表5：国内汽车千人保有量



数据来源：中汽协、联讯证券

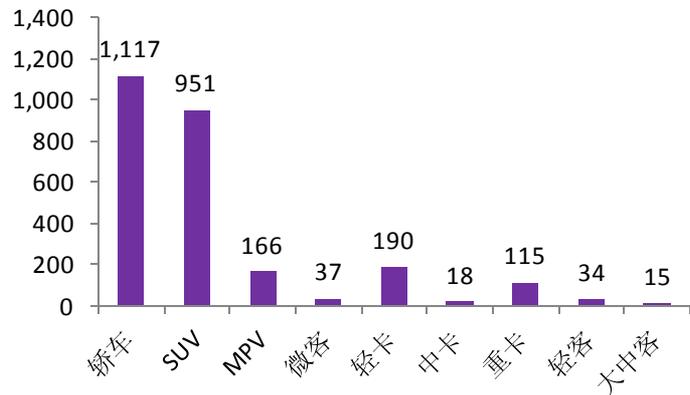
图表6：汽车价格指数



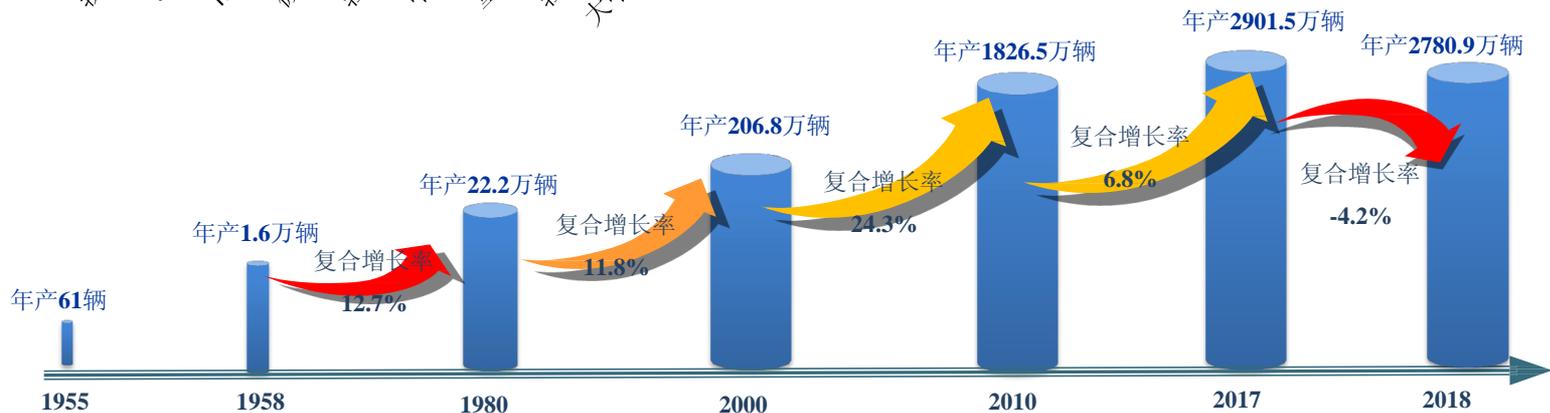
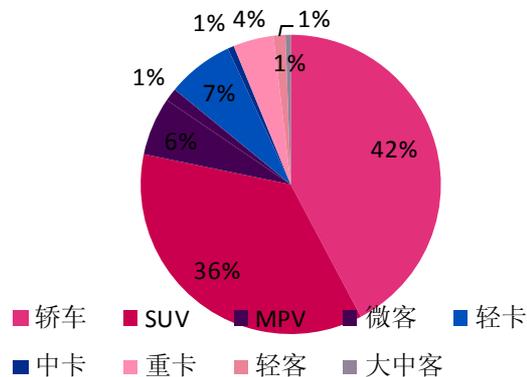
数据来源：中汽协、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

图表7：2018年国内各车型销量



图表8：2018年国内各车型销量占比

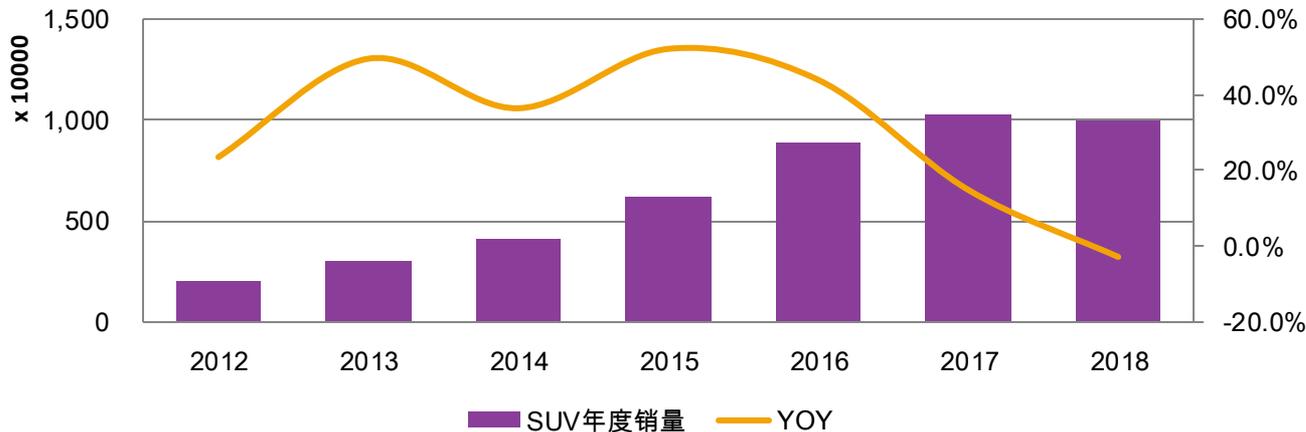


数据来源：中汽协、中客网、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

乘用车出现负增长的核心因素是SUV销量增速大幅放缓，由于国内路况及消费者对汽车空间和尺寸的偏好等原因，SUV行业在2012-2017年均保持两位数高增长，自主品牌通过快速切入15万以下级别SUV市场，实现崛起，爆款车型哈弗H6等车型年销售量一度突破60万辆，目前国内SUV每年销量已接近一千万，占乘用车销量超过40%。

图表9：国内SUV销量



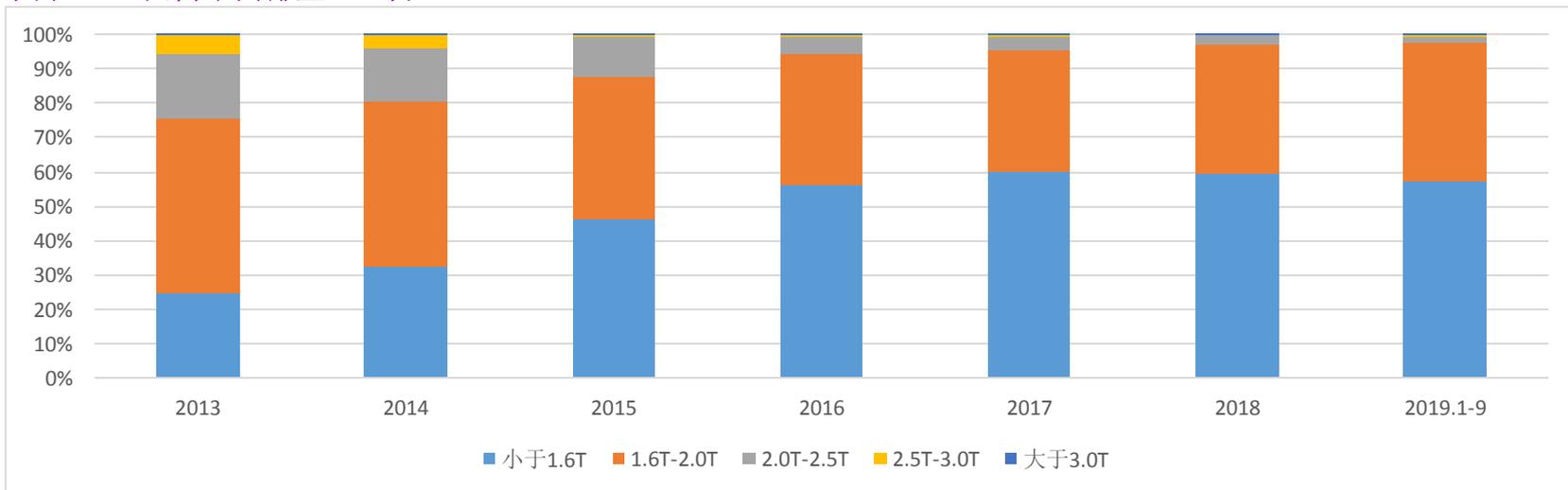
数据来源：中汽协、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

2018年之前国内SUV核心驱动因素是1.6L排量以下的车型销量保持高增长，占比持续提升，其中主要由于自主品牌部分爆款车型在二三线城市的热销。2018年之后SUV销量增速大幅放缓的核心是1.6L及以下排量车型的占比开始下滑。我们认为，SUV的结构变化主要由于：1) 自主品牌高端化路线，车型以1.8L及2.0L为主；2) 基数较高；3) 行业景气度下滑。

我们认为，SUV红利驱动下的乘用车销量高增长时代已经结束，未来大概率保持波动性的低增速增长，行业寒冬已经接近尾声，车企间分化加剧，落后产能将加速出清，行业格局逐步清晰，细分龙头将获得明显优于行业的增速，率先从行业寒冬中走出来，市场份额将逐步提高。

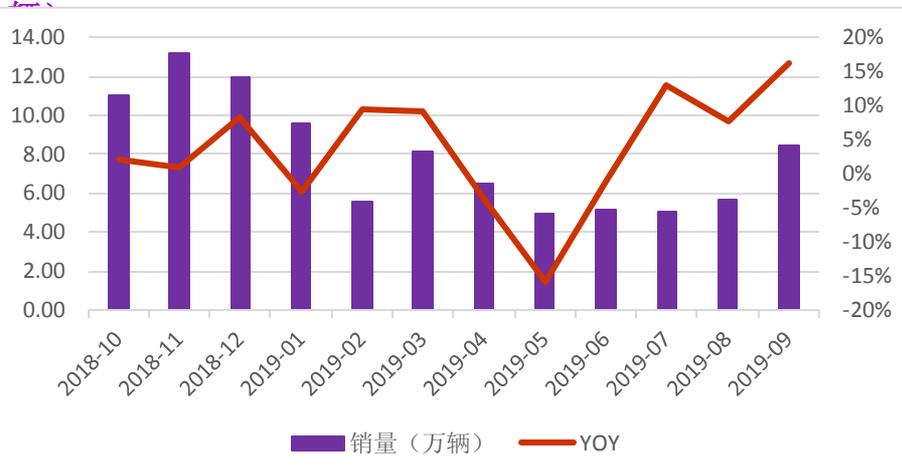
图表10：国内不同排量SUV占比



乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

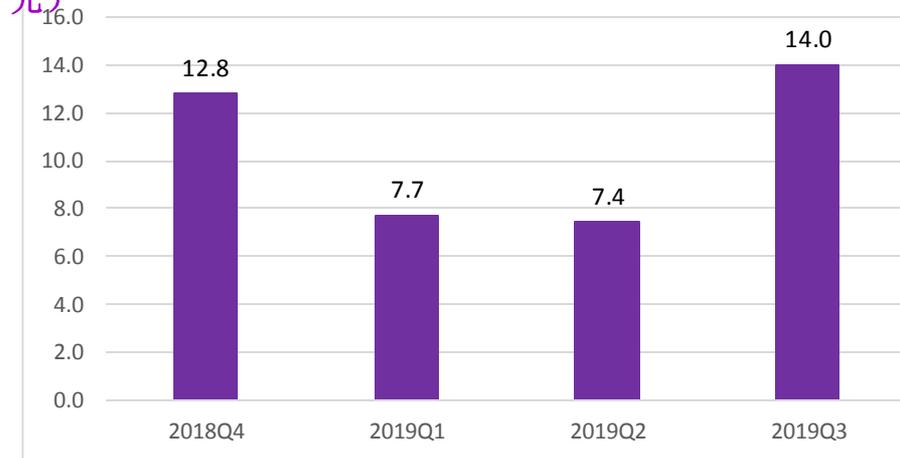
以长城汽车为例，公司在行业景气度低迷的背景下，销量基本仍能保持增长，经过今年二季度末的国五切换国六过程中，公司准备充分，销量经过短期波动后，迅速回暖。在行业增速超过-10%的背景下，公司2019年Q3基本保持10%+的增速，业绩同环比改善显著。

图表11：近一年长城汽车SUV销量（万辆）



数据来源：公司公告、联讯证券

图表12：长城汽车近四个季度业绩（亿元）



数据来源：公司公告、联讯证券

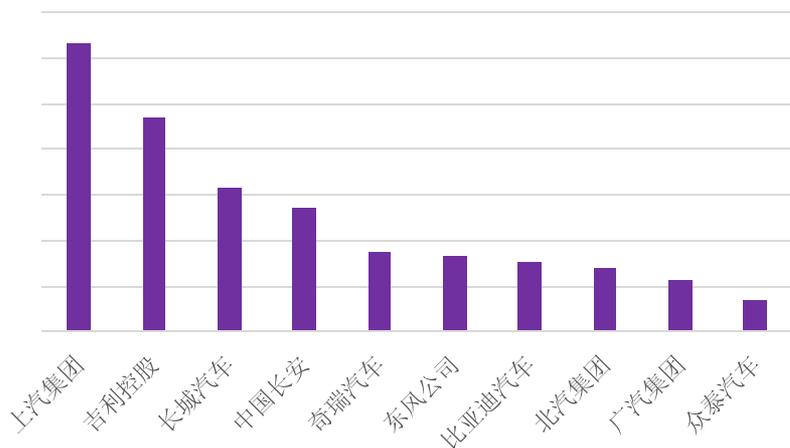
乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

● 三个维度解析自主品牌的生态

1) 车企数量众多。美国汽车行业由20世纪90年代超100家企业发展至目前通用、福特和克莱斯勒。德国汽车20世纪90年代超50家汽车企业，发展为大众、戴勒姆和宝马公司。随着汽车行业进入成熟期，行业竞争加剧，内部整合将成为必然趋势。

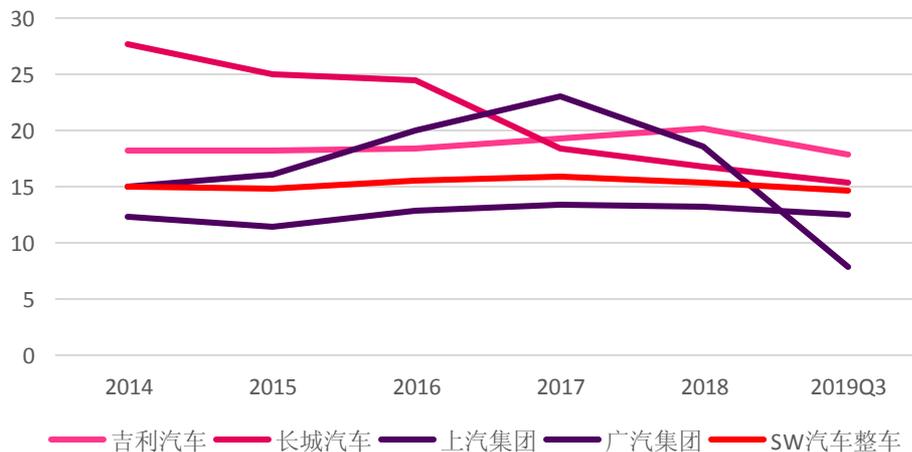
目前国内传统自主品牌数量众多，叠加诸多造车新势力突围，行业已经进入红海。我们认为，行业产能将加速出清，自主品牌分化将趋于明显，龙头企业盈利能力好于行业水平，市场份额将持续提升。

图表13：2019年自主品牌销量前十车企



数据来源：公司公告、联讯证券

图表14：车企与行业毛利率



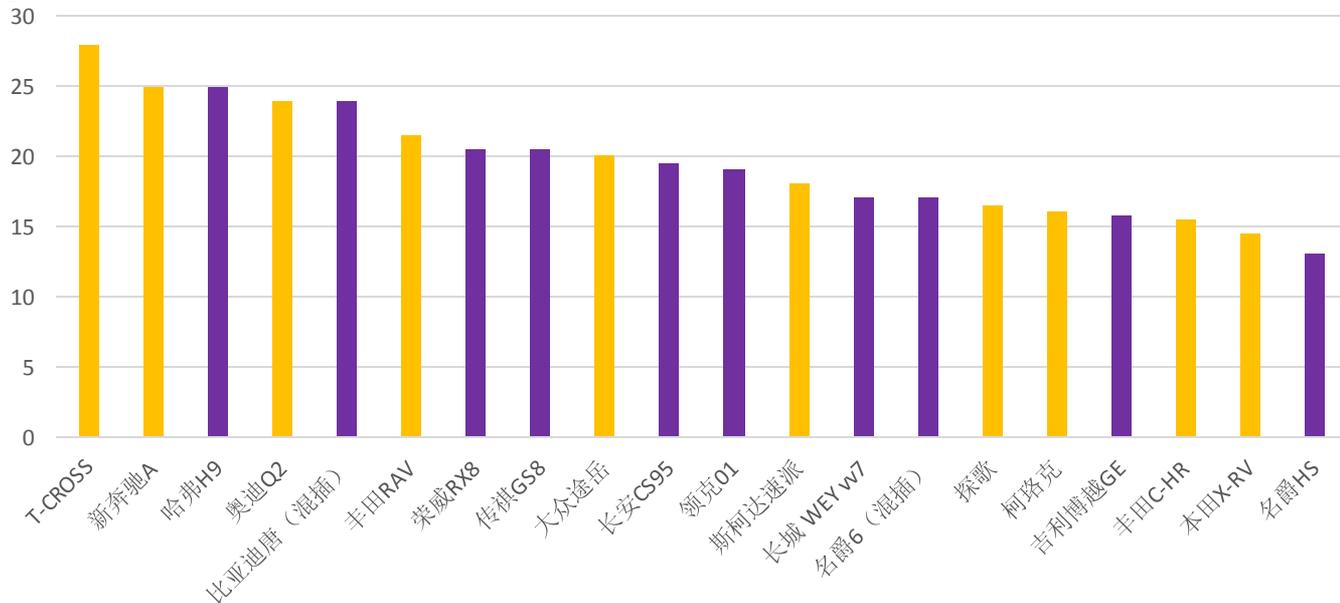
数据来源：公司公告、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

● 三个维度解析自主品牌的生态

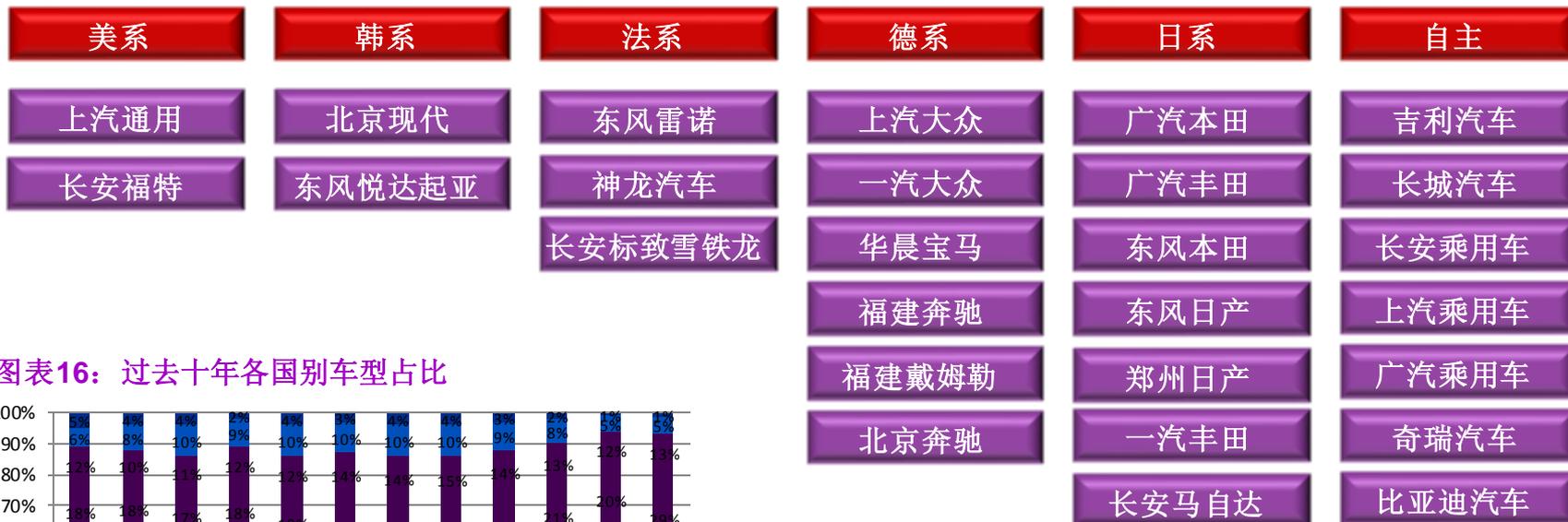
2) 合资品牌结构下沉，加速自主品牌分化。近两年丰田推出C-HR，大众推出探歌、途岳，合资品牌陆续推出20万元以下级别的SUV车型，对部分自主品牌车型造车冲击。部分豪华车品牌也积极推出20-30万元级别的新车型，包括奥迪Q2、新奔驰A级、GLA、宝马2系等车型，与部分进军中高端车型的自主品牌形成价格重叠区间。

图表15：合资与自主品牌车型价格（万元）

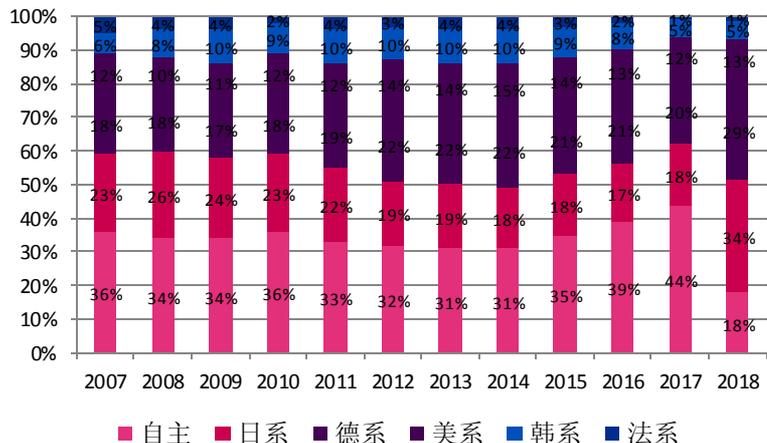


数据来源：中汽协、联讯证券

汽车整车行业格局：乘用车分车系



图表16：过去十年各国别车型占比



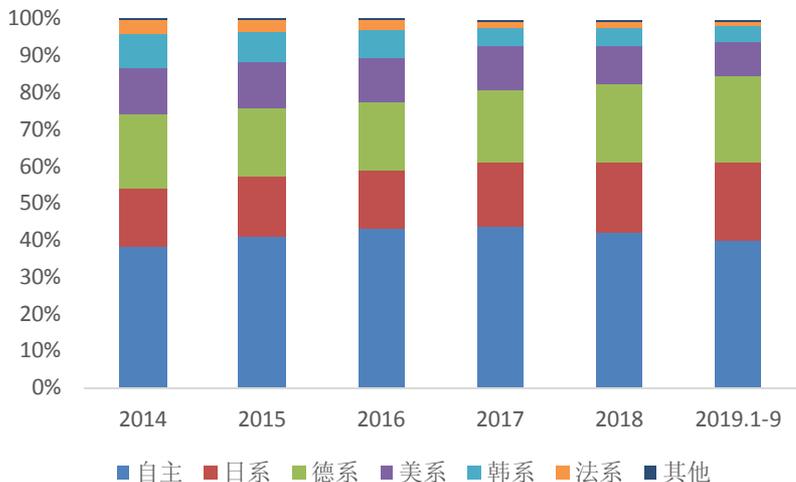
数据来源：中汽协、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

● 三个维度解析自主品牌的生态

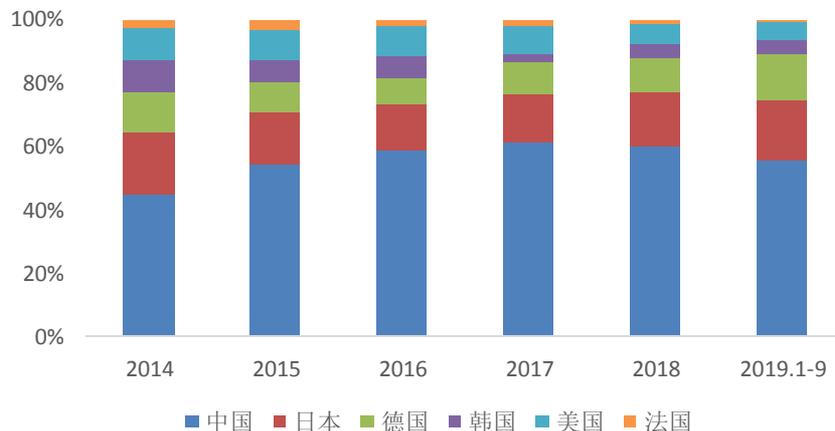
分国别来看，2019年1-9月自主品牌市场份额有所下降，日系和德系车型销量提升显著，丰田、本田等日系车型积极推出紧凑型车型，大众及BBA的产品结构逐步下移，集中推出紧凑车型，挤压自主品牌及其他国别品牌的市场份额。

图表17：国别车型市场份额



数据来源：中汽协、联讯证券

图表18：国别SUV车型市场份额



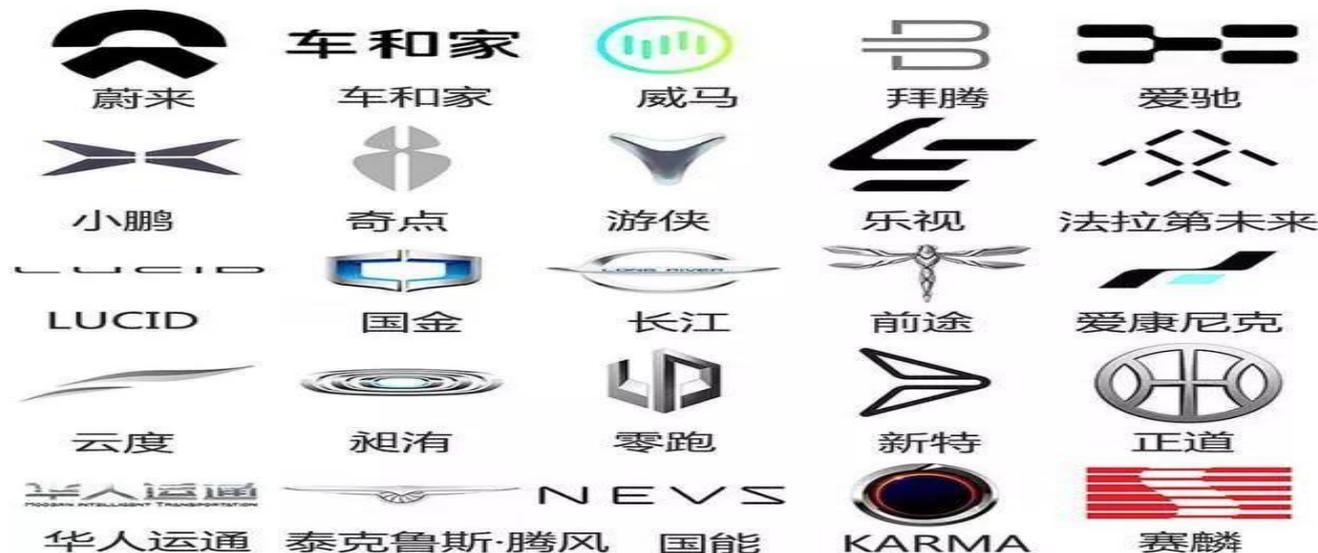
数据来源：中汽协、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

● 三个维度解析自主品牌的生态

3) 造车新势力突围，制高点竞争激烈。2014年年底至今，新成立的国内车企品牌已突破60家，已推出量产车型超过5家。目前造车新势力推出车型以纯电动车型为主，以智能化和网联化为切入点。我们认为，短期内国内造车新势力仍难以对传统车企造车明显冲击，主要由于：1) 电动车型盈利及现金流问题，2) 品牌力的沉淀，3) 技术上的差距，4) 营销网络搭建以及产能问题。

图表19：国内造车新势力



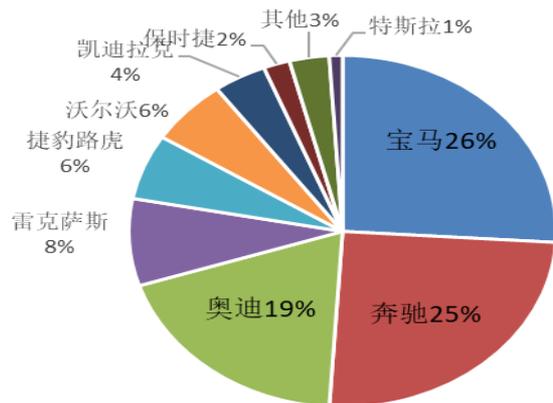
乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

● 行业变革在即，传统车企仍然拥有优势

特斯拉对传统车企的冲击：2018年特斯拉全球共交付24.5万辆，根据目前特斯拉产能安排估算，到2020年之后，model 3的年销售量级将超过奥迪A4同级豪华品牌车型。2019年Model 3国产化后，特斯拉将侵蚀BBA等豪华车品牌市场份额。

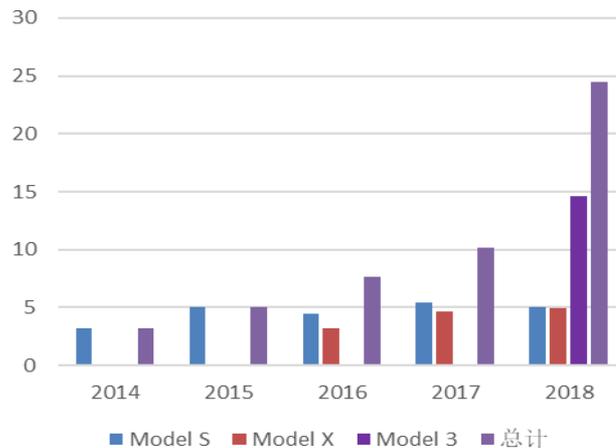
过去很长一段时期内，全球范围内传统车企缺乏推出电动车的驱动力，给特斯拉留下充分的时间，我们认为主要原因有：1) 电池成本居高不下，电动车价格高，短期市场空间小，单车盈利差；2) 投入新能源汽车对传统车企原有业务投入有所影响；3) 新能源汽车补贴现金流差，不如传统车型稳定；4) 电池短路所造成的自燃等问题使电动车安全性长期存疑，大规模发展可能影响企业安全形象；5) 新能源车前期投入巨大，大规模投入将损害其原有业务的盈利能力，短期业绩承压。

图表20：豪华车市场品牌市占率



数据来源：网络资料、联讯证券

图表21：特斯拉历年销量



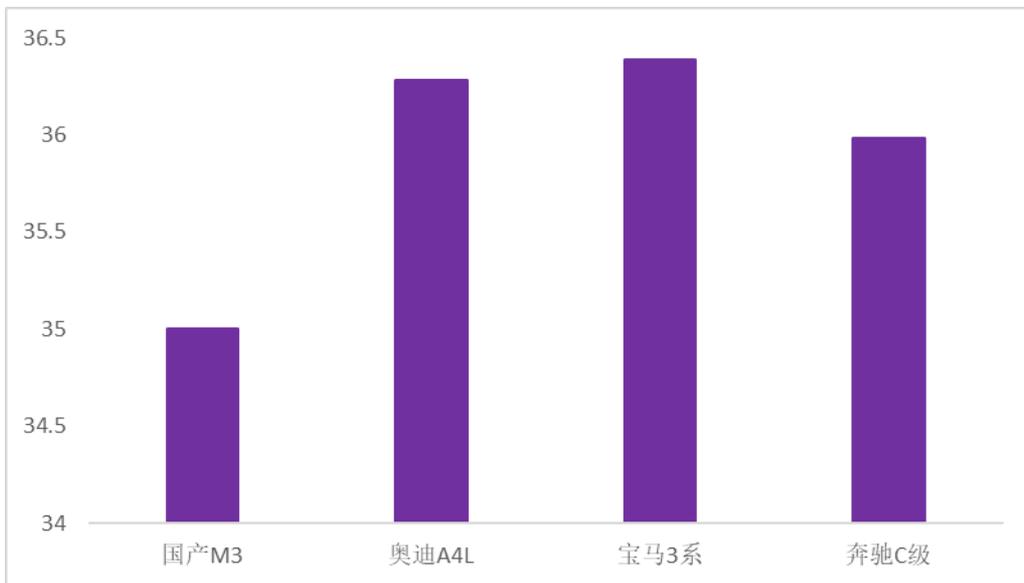
数据来源：网络资料、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

● 行业变革在即，传统车企仍然拥有优势

特斯拉对传统车企的冲击：对比传统车企，我们认为特斯拉的优势包括：1) 使用成本，2) 百公里加速明显优于同级车型，3) 长周期内豪华车品牌电动车仅有的选择，品牌影响力已经形成，4) 各方面参数相比目前已发布的其他整车厂商电动车型，仍具有一定优势，5) 智能化及网联化技术领先，是最早实现L2量产车型的车企之一。

图表22：豪华品牌对标车型价格



数据来源：网络资料、联讯证券

乘用车：SUV红利褪去，行业分化加剧

● 行业变革在即，传统车企仍然拥有优势

传统车的核心优势：传统车企相比特斯拉等造车新势力的优势主要集中在以下几个方面，1) 资金实力雄厚，传统车型销售带来的现金流相对健康，2) 近百年的车企历史底蕴所积累的制造工艺、品牌形象及研发实力，3) 规模效应带来的整体采购成本优势，4) 营销能力及销售渠道更加成熟，5) 对汽车制造的细节把控更为精准。

图表23：全球各大车企的电动化规划整理

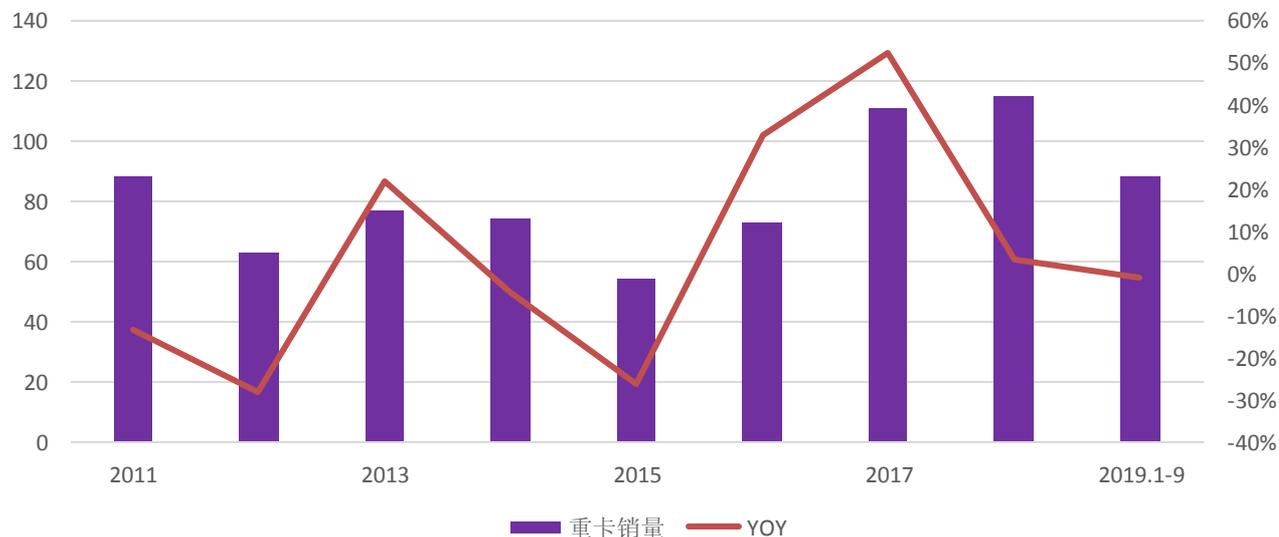
	2020年	2022年	2025年	2030年
大众			推30款纯电动车	
本田				三分之二车型为电动车
丰田	10款电动车		全车型搭载电动化技术	
吉利	新能源车销售130万			
比亚迪	新能源车销售60万			
广汽传祺	新能源车销售30万			
宝马			25款电动化车型	
奔驰		所有车型提供电动版	销量15%-25%为电动车	
奥迪	7款电动车		80万辆电动汽车	

数据来源：网络资料、联讯证券

商用车：行业趋于稳定，重卡热度不减

国内重卡9月销量8.3万辆，同比7%，环比13%，累计88.8万，同比收窄至1%，预计全年大概率超过120万辆，我们认为，推动重卡新一轮周期的驱动因素主要包括：1) 潜在治超力度增加驱动的重卡需求，目前核载30吨级重卡的货运需求实际载重普遍在50-60吨，工程需求实际载重普遍在100吨+，治超推动的单车运力下降仍将主导行业增长。

图表24：国内重卡销量（万辆）

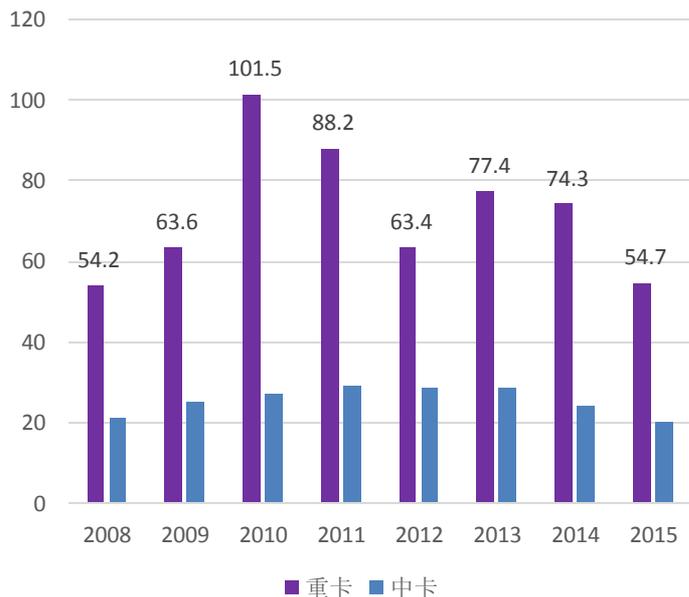


数据来源：网络资料、联讯证券

商用车：行业趋于稳定，重卡热度不减

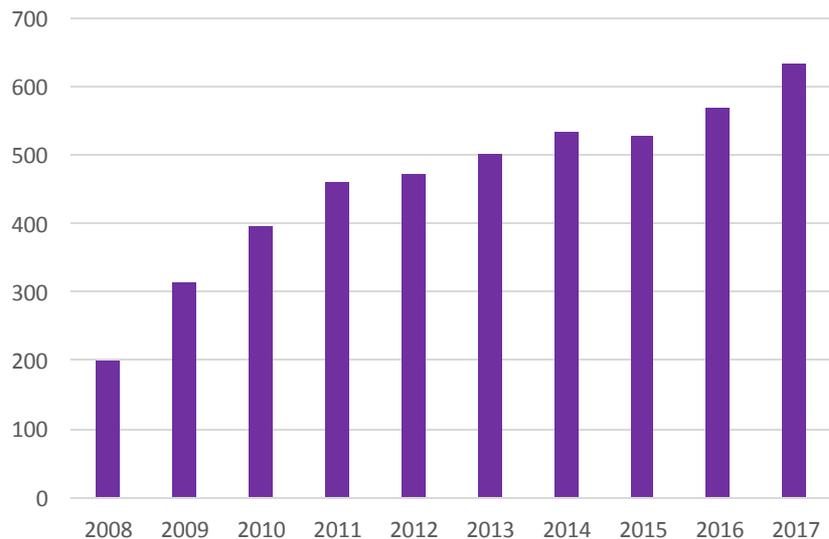
2) 国三限行、禁行推动的置换需求，18年底国三重卡保有量156万辆，其中80%+均为五年以上车龄重卡；

图表25：国三排放标准期间重型货车销量（万辆）



数据来源：中汽协、联讯证券

图表26：重卡保有限（万辆）

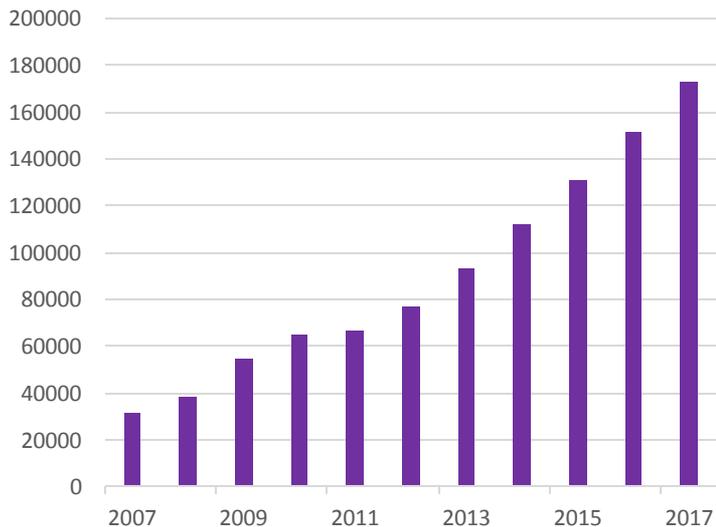


数据来源：中汽协、联讯证券

商用车：行业趋于稳定，重卡热度不减

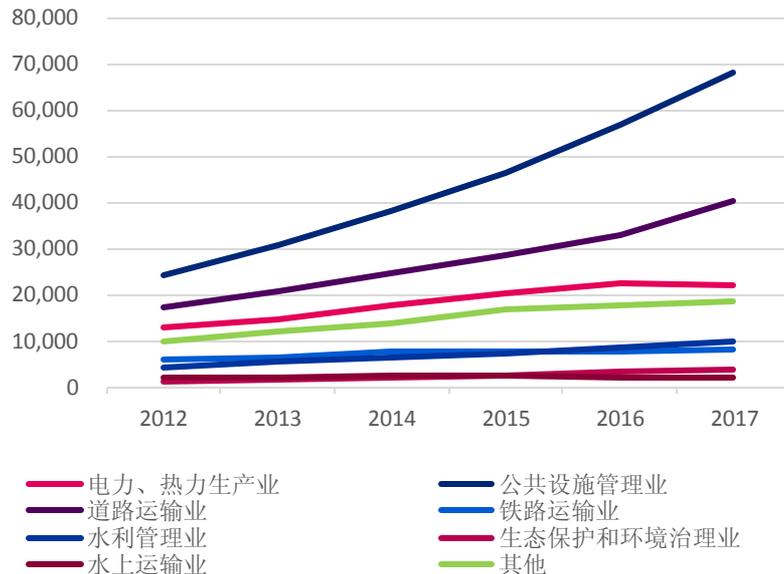
3) 基建周期推动的需求增长，对重卡行业的保有量提升约在4%左右，合计约28万辆，对每年的增长约在6%左右。治超、置换以及基建推动重卡销量大概率可以保持20%+，头部企业将获得优于行业的增速。

图表27：近十年来基础设施建设投资额（单位：亿元）



数据来源：wind、联讯证券

图表28：近五年具体基建项目投资额（单位：亿元）

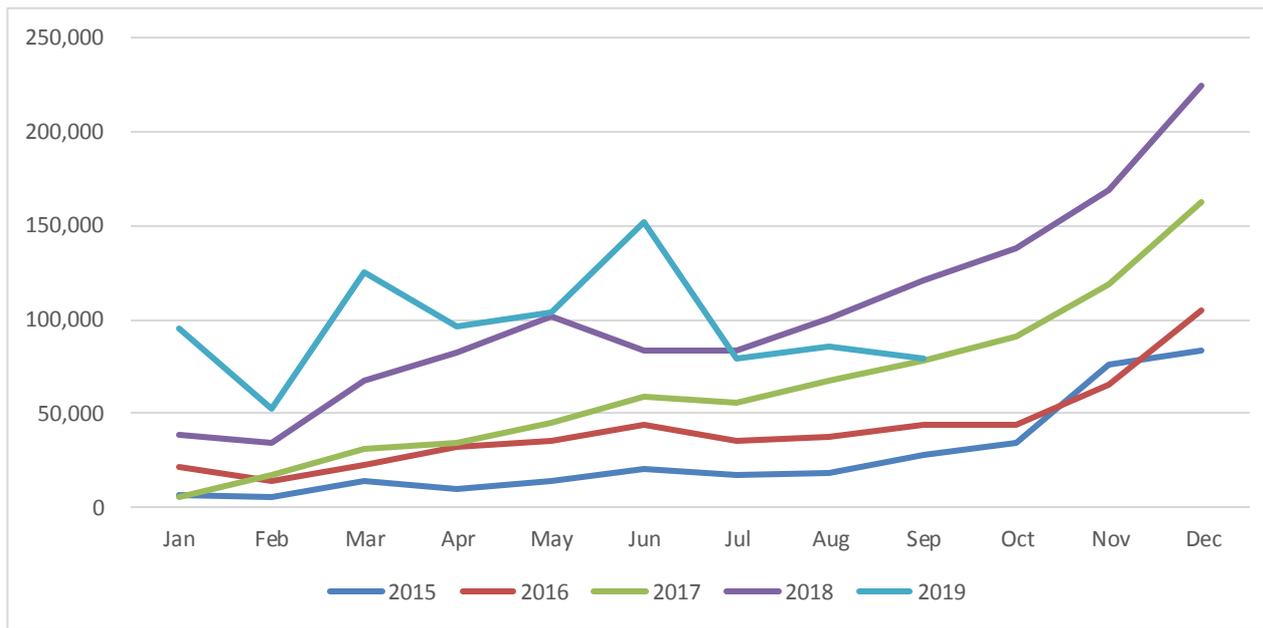


数据来源：wind、联讯证券

新能源汽车：成本仍是行业盈利的关键

2019年9月国内新能源汽车销售7.98万辆，同比同比下滑34.2%，1-9月累计销售87.24万辆，同比增加21%，2019年7月开始，国内新能源汽车同环比均出现下滑，累计增速明显放缓，核心原因仍是补贴逐步退出对行业的冲击。

图表29：国内新能源汽车销量（万辆）



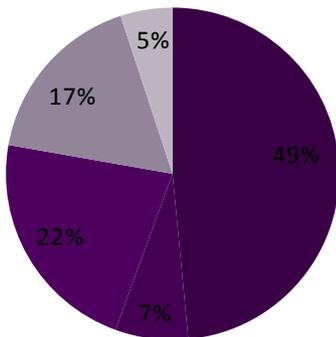
数据来源：wind、联讯证券

新能源汽车：成本仍是行业盈利的关键

2017到2018年之间，补贴政策驱动下，国内自主品牌高续航里程的车型占比明显提升，2017年400公里以上续航里程车型仅5%，到2018年已经提升到42%，部分高端纯电动车型的能源密度也提升到160wh/kg以上，高镍三元仍是动力电池的趋势。

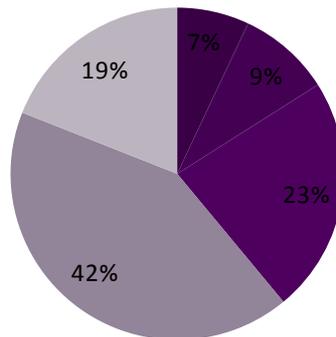
图表30：2017年不同续航里程车型占比

■ 150-199 ■ 200-249 ■ 250-299 ■ 300-399 ■ 大于400



图表31：2018年不同续航里程车型占比

■ 150-199 ■ 200-249 ■ 250-299 ■ 300-399 ■ 大于400



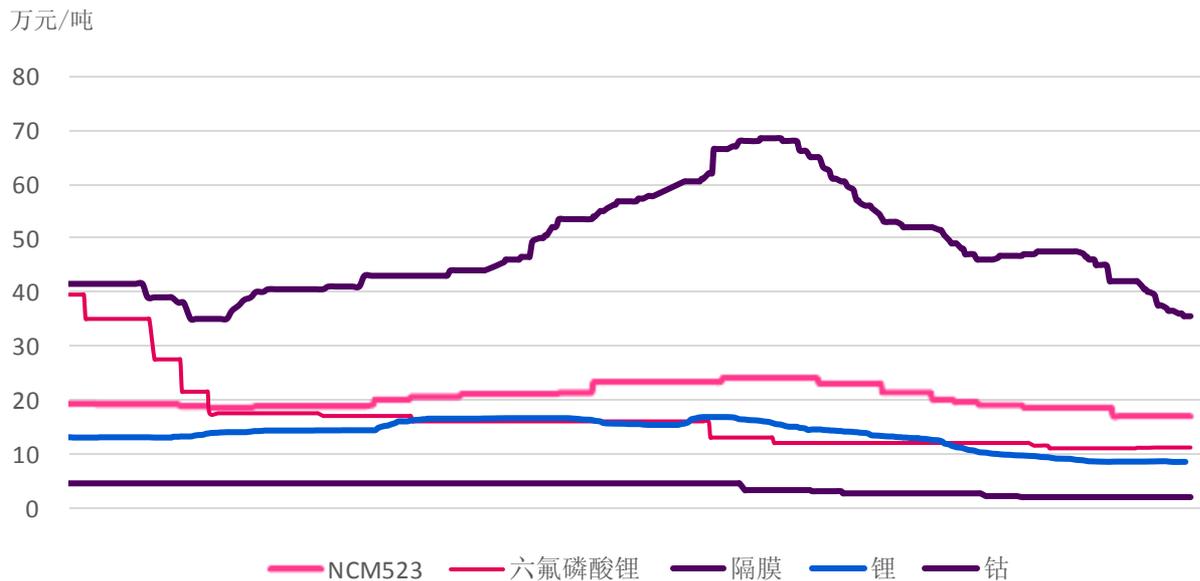
数据来源：wind、联讯证券

数据来源：wind、联讯证券

新能源汽车：成本仍是行业盈利的关键

从2018年一季度开始，钴锂价格触顶回落，国内金属钴价格已下降接近50%，碳酸锂的价格下滑到目前的6万左右，未来碳酸锂价格仍有下降空间，产业链的利润分配格局将逐步重构，我们认为，国内新能源汽车行业实现盈利的关键仍是成本降低与产品升级。

图表32：动力电池上游原材料价格变化

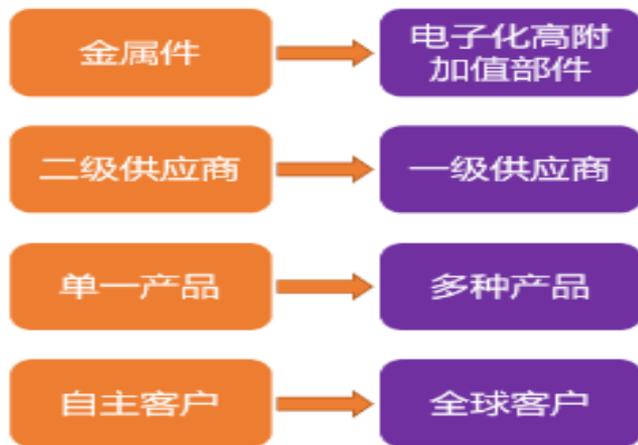


数据来源：wind、联讯证券

零部件：行业变革下，寻找细分龙头与确定增量

- **零部件企业的发展趋势。**零部件企业在行业景气度低迷的背景下，能突破产品空间局限，打开单车配套量的空间，未来将有较好表现，我们结合国外汽车零部件企业发展的逻辑，未来国内自主零部件企业突破的逻辑：1) 从低附加值构件到电子化高附加值部件的转变，产品需要研发投入支持；2) 从二级供应商到一级供应商的转变，获得更多的议价能力，主要在于产品线的丰富，3) 从单一产品到多产品的丰富，外延并购是较大的助力；4) 客户升级，从国内自主到全球客户的路线，复制福耀玻璃等优秀企业的成功之路，摆脱单一客户依赖。自主零部件企业崛起核心是围绕产品和客户以及并购突破。

图表33：零部件企业发展趋势



数据来源：联讯证券

零部件：行业变革下，寻找细分龙头与确定增量

► **零部件不断通过兼并与收购做大做强。**国内众多企业通过内生发展与外延并购相结合的方式，驱动公司产品技术的创新与市场份额的扩大。单车配套价格的多少限制了产品市场规模，通过不断拓展产品链，可以使得公司获得更大的市场空间，并且由于国外汽车增速降低，国外巨头通过抛售非核心业务以此精炼公司主营业务。核心零部件公司兼并收购不断，通过和上市公司的业务整合，以期达到市场份额扩大的目的。从上市公司并购角度来看，大部分零部件公司的外延并购都是围绕主业，一方面利于管理及技术协同，另一方面可以有市场的协同性，优化公司的客户结构。

图表34：近三年国内主要零部件公司并购情况

序号	公司	收购公司	时间	并购目的
1	宁波高发	雪利曼	2016.10（2017定增获批）	丰富公司汽车电子CAN总线业务
2	中鼎股份	Tristone	2017.1	拓展公司管件业务，开拓新能源电池冷却系统业务
3	广东鸿图	四维尔	2017.4	产品延伸至内外饰件
4	三花智控	三花汽零	2017.4	整合集团资产，汽零业务上市
5	德尔股份	阜新佳创	2017.5	完成收购CCI，拓展降噪隔热产品线
6	拓普集团	家力汽车部件、福多纳	2017.10	拓展公司底盘业务
7	华域汽车	上海小糸车灯	2018.3	实现对汽车照明业务的自主掌控和自主发展
8	均胜电子	高田	2018.4	拓展子公司KSS市占率，进一步打入日系客户产业链

数据来源：公司公告，联讯证券

美日汽车市场的估值水平趋于稳定，PE估值大致在10-15倍范围内

- 根据我们统计的国际汽车上市企业，汽车整车（不包括曼公司）PE估值算术平均值在8倍左右，PB估值算术平均值在1.0-1.1倍左右。零部件公司估值水平相对整车较高，PE估值算术平均值在15倍左右，PB估值算术平均值在6-7倍左右。

国际汽车零部件公司估值（对应3月9日收盘价）

零部件公司	PE (倍, TTM)	PB (倍, LY)	市值 (亿美元)	股息率 (%)
电装	14.57	1.27	440.66	2.11
麦格纳国际	8.84	1.68	188.47	2.21
大陆	14.63	2.86	537.43	1.95
现代摩比斯	13.38	0.72	201.67	1.58
爱信精机	12.56	1.19	160.93	2.32
佛吉亚	14.55	2.80	111.46	1.37
江森自控	14.48	1.70	348.49	2.68
李尔	11.26	3.02	125.28	1.18
法雷奥	14.69	2.95	161.42	2.28
德尔福汽车		61.97	41.96	0.36
住友电工	8.43	1.00	50.87	2.65
捷太格特	41.73	4.90	166.89	0.69
蒂森克虏伯	15.04	3.62	263.77	2.68
康明斯	14.57	1.27	440.66	2.11

数据来源：Bloomberg、联讯证券

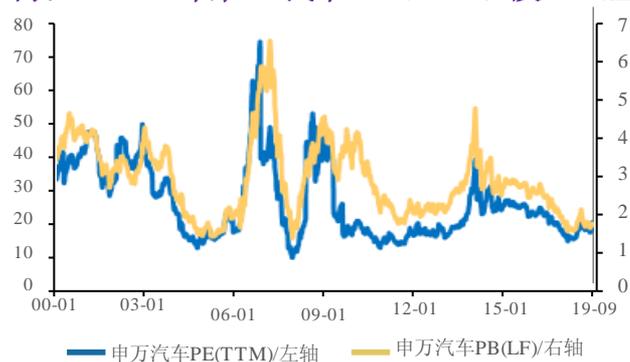
国际整车公司估值（对应3月9日收盘价）

整车公司	PE (倍, TTM)	PB (倍, LY)	市值 (亿美元)	股息率 (%)
丰田汽车	8.37	1.05	2075.79	3.09
大众汽车	7.02	0.84	970.62	1.26
戴勒姆	6.88	1.13	890.86	4.80
通用汽车	5.39	1.51	529.96	4.02
福特汽车	6.58	1.21	421.57	6.88
FCA	6.77	1.62	328.04	0.19
本田汽车	6.21	0.79	614.78	2.68
上汽集团	12.37	1.97	669.12	4.55
宝马汽车	6.37	1.06	674.14	4.14
日产汽车	5.26	0.82	439.67	4.54
现代汽车	10.27	0.46	317.29	2.60
标致汽车	8.72	1.19	213.56	2.50
雷诺	5.05	0.83	346.57	3.31
起亚汽车	13.63	0.50	124.74	2.43
塔塔汽车	10.41		166.22	
马自达	8.41	0.74	81.53	2.54
三菱	13.18	1.49	104.84	1.60
曼	154.37	2.52	171.68	3.23

国内整车、零部件行业估值水平

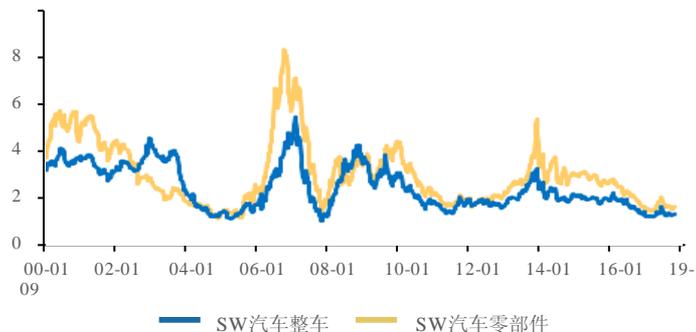
- 2016年以来汽车行业PE估值水平整体保持平稳，截至2019年9月初，汽车行业PE估值水平约为18倍，PB估值水平为1.6倍。

图表36：2000年来SW汽车PE（TTM）及PB（上年年报）



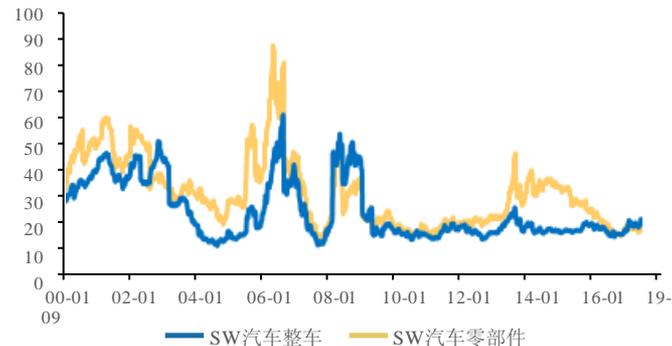
数据来源：Wind、联讯证券

图表35：2000年来整车、零部件行业PB估值变化（上年年报）



数据来源：Wind、联讯证券

图表37：2000年来整车、汽车零部件行业PE估值变化（TTM）



数据来源：Wind、联讯证券

投资策略——把握四条主线

- 行业寒冬已经接近尾声，拐点将在2019年Q4至2020年H1出现，但行业高增长的时代已经过去，未来将维持短期波动，长期微增的状态。行业产能将加速出清，分化将加剧，细分龙头的市场份额将持续提升，之后盈利能力将出现明显回暖。建议关注四条投资主线：
 - **主线1：关注自主品牌龙头企业。**国内乘用车高增长的时代已经过去，未来兼具强品牌力、强新产品周期完善、强研发能力以及产能周期的头部企业将率先从行业的寒冬中走出来，市场份额及盈利能力都将持续提升，重点推荐长城汽车、吉利汽车H。
 - **主线2：关注合资品牌的新产品周期。**重点关注持续受益于福特新产品周期的长安汽车和江铃汽车，及日系份额持续提升的广汽集团。
 - **主线3：关注特斯拉产业链。**2019年Q4特斯拉国产Model 3下线，建议关注特斯拉国产化进程中持续受益的优质零部件标的，主要包括三花智控、拓普集团、保隆科技和旭升股份。
 - **主线4：关注治超下持续增长的重卡行业。**2020年治超将是重卡行业的主驱动因素，由一些事件引发的超载管理的升级将直接增加对重卡的需求，我们认为，治超带来的行业空间仍有20%以上，重点关注中国重汽和潍柴动力。

风险提示

- 国内汽车销量不及预期。
- 自主品牌份额提升不及预期。
- 宏观经济增速持续放缓。
- 治超进程不及预期。

免责声明

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。