增持 ——维持

日期：2019 年 11 月 22 日

行业：汽车

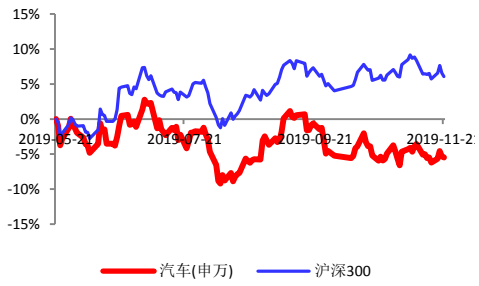
分析师： 黄涵虚

Tel： 021-53686177

E-mail： huanghanxu@shzq.com

SAC 证书编号： S0870518040001

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



报告编号： QCJDCL-7

首次报告日期：2019 年 11 月 22 日

相关报告：

证券研究报告/行业研究/年度策略

轻装向前，拥抱新机遇

—2020 年汽车行业年度投资策略

■ 主要观点

SUV 细分市场率先改善，乘用车销量有望持续回暖

今年 Q1/Q2/Q3 狭义乘用车批发销量同比增速-14.1%/-13.9%/-5.6%；零售销量同比增速-10.4%/-8.3%/-7.2%，降幅逐步收窄，SUV Q1/Q2/Q3 销量增速-11.9%/-4.6%/-0.1%，细分市场已率先回暖。2020 年随着行业补库存周期的开启、部分地区限购的放宽，乘用车销量有望持续回暖。

国三置换、超载治理支撑需求，重卡高景气度或将延续

今年重卡销量累计 98 万辆，同比增长 0.5%，8 月起同比增速由负转正，销量略超预期。受国三柴油车换代、超载整治、基建投资增速回暖等因素推动，2020 年重卡市场有望维持高景气度，整车、发动机、变速器、尾气后处理系统等产业链相关企业将随之受益。

特斯拉上海工厂投产，打开中高端纯电动车市场空间

特斯拉上海工厂将于年底投产，未来将生产 Model 3 和 Model Y 车型。由于国内纯电动乘用车价格定位普遍较低，合资品牌新能源汽车仍以插电式混合动力车型为主，Model 3 主要竞争对手将是同级别传统燃油车，差异化优势显著，有望打开国内中高端纯电动乘用车市场。

智能化加速，车企密集投放 L3 级自动驾驶量产车型

我国规划 2020 年 L3 级别以下车型新车装配率超过 50%，目前国内广汽、荣威等已推出具备 L3 级自动驾驶功能的新车型 Aion LX、Marvel X Pro，2020 年奔驰全新 S 级和本田、长城、吉利等车企的新车型将密集投放，车企智能化进程加速，核心零部件需求或将快速增长。

■ 投资建议

未来十二个月内，维持汽车行业“增持”评级

乘用车方面，近几个月乘用车销量降幅持续收窄，SUV细分市场销量已率先回暖，主要自主品牌销量企稳，未来有望持续改善，整车和汽车零部件领域的龙头企业值得关注。重卡方面，今年重卡销量超预期，受国三车型置换和超载整治等因素推动，明年重卡市场有望维持高景气度，产业链相关企业将随之受益。新能源汽车方面，补贴退坡导致国内新能源车企盈利承压，明年可适当关注特斯拉国产化、国外品牌电动车平台投产等产业链机会。

■ 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。

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。

■ 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		
上汽集团	600104	22.56	3.08	2.54	2.78	7.32	8.90	8.11	1.08	增持
长安汽车	000625	8.65	0.14	0.07	0.65	61.03	120.80	13.29	0.95	增持
长城汽车	601633	9.40	0.57	0.49	0.57	16.48	19.19	16.50	1.62	增持
华域汽车	600741	25.70	2.55	2.08	2.25	10.09	12.33	11.44	1.68	增持
潍柴动力	000338	12.73	1.09	1.20	1.33	11.67	10.58	9.59	2.36	增持
三花智控	002050	15.37	0.47	0.51	0.60	32.89	30.16	25.60	4.74	增持

资料来源：上海证券研究所 股价数据为 2019 年 11 月 21 日收盘价

目 录

一、汽车板块行情回顾 6
1.1 汽车板块年初以来涨幅较小 6
1.2 销量：乘用车企稳，货车回暖，新能源汽车承压 7
1.3 库存：存货水平持续下降，有望迎来补库存阶段 8
1.4 盈利：利润总额数据改善，盈利水平触底回升 9
二、乘用车：销量逐步回暖，智能化加速 10
2.1 SUV 细分市场率先改善，乘用车销量有望持续回暖 10
2.2 高端 SUV 市场高增长，豪华品牌市场占有率提升 13
2.3 智能化加速，车企密集投放 L3 级自动驾驶量产车型 14
三、重卡：国三置换、治超有望支撑高景气度 17
3.1 2019 年销量超预期，2020 年高景气度有望延续 17
3.2 国三重卡淘汰和超载治理或将支撑重卡销量 18
四、新能源汽车：特斯拉国产化带来新机遇 20
4.1 特斯拉上海工厂投产，打开中高端纯电动车市场空间 20
4.2 从“油改电”到平台化生产，关注国外纯电动平台进度 22
4.3 国内品牌将进入后补贴时代，市场持续出清 23
五、投资策略 25
六、风险及不确定因素提示 26

图

图 1 年初至今各行业指数涨跌幅（%）..... 6
图 2 年初至今各子行业涨跌幅（%）..... 6
图 3 整车板块涨幅前十（%）..... 6
图 4 汽车零部件板块涨幅前十（%）..... 6
图 5 汽车销量累计值（万辆）..... 7
图 6 乘用车销量累计值（万辆）..... 7
图 7 客车销量累计值（万辆）..... 7
图 8 货车销量累计值（万辆）..... 7
图 9 新能源乘用车月销量（万辆）..... 8
图 10 新能源商用车月销量（万辆）..... 8
图 11 汽车制造业存货（亿元）..... 8
图 12 汽车制造业产成品存货（亿元）..... 8
图 13 汽车制造业营业收入（亿元）..... 9
图 14 汽车制造业利润总额（亿元）..... 9
图 15 汽车行业营业总收入（亿元）..... 9
图 16 汽车行业归母净利润（亿元）..... 9
图 17 狭义乘用车月度批发销量同比（%）..... 10
图 18 狭义乘用车月度零售销量同比（%）..... 10
图 19 轿车、MPV、SUV 月度销量同比（%）.....11
图 20 各国别汽车月度销量同比（%）.....11
图 21 长城汽车月销量（万辆）.....11
图 22 长安汽车月销量（万辆）.....11
图 23 上汽集团月销量（万辆）..... 12
图 24 吉利汽车月销量（万辆）..... 12
图 25 广汽集团月销量（万辆）..... 12
图 26 比亚迪月销量（万辆）..... 12
图 27 30 万以上、30 万以下乘用车月度销量增速（%）..... 13
图 28 各价格区间细分市场累计销量增速（%）..... 13
图 29 豪华、主流合资、自主品牌月度销量增速（%）..... 13
图 30 各品牌细分市场累计销量增速（%）..... 13
图 31 2019 年 1-10 月豪华品牌销量（万辆）..... 14
图 32 2019 年 1-10 月豪华车型销量（万辆）..... 14
图 33 2015-2019 年豪华品牌乘用车销量（万辆）..... 14
图 34 2015-2019 年豪华品牌乘用车市场占有率（%）..... 14
图 35 奥迪 A8 自动驾驶系统..... 17
图 36 特斯拉自动驾驶系统..... 17
图 37 2017-2019 年重卡月销量（万辆）..... 18
图 38 2010-2019 年重卡累计销量（万辆）..... 18
图 39 2017-2019 年主要生产商重卡销量（万辆）..... 18
图 40 2017-2019 年重卡市场集中度（%）..... 18
图 41 2015-2019 年特斯拉产量（辆）..... 20
图 42 2015-2019 年特斯拉交付量（辆）..... 20
图 43 2018 年美国新能源车型市场占有率（%）..... 20

图 44 2019 年上半年美国新能源车型市场占有率（%）..... 20
图 45 2016-2019 年特斯拉各国收入（百万美元）..... 21
图 46 2015-2019 年特斯拉各项业务收入（百万美元）..... 21
图 47 大众 MEB 平台..... 23
图 48 大众 ID.3..... 23
图 49 2016-2019 年纯电动乘用车补贴标准（万元）..... 24
图 50 2016-2019 年插混乘用车补贴标准（万元）..... 24
图 51 乘用车企业平均燃料消耗量实际值（升/100 公里）.. 24
图 52 乘用车企业新能源汽车正积分（万分）..... 24
图 53 2015-2019 年纯电动乘用车销量结构（%）..... 25
图 54 2015-2019 年插混乘用车销量结构（%）..... 25

表

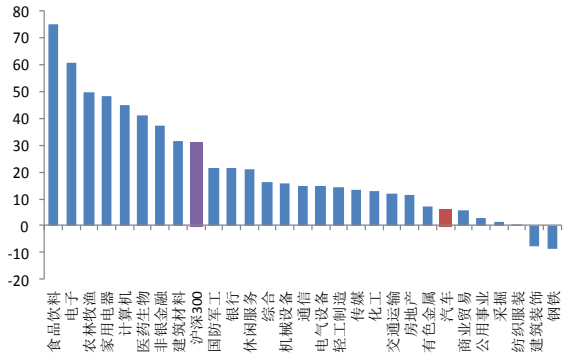
表 1 促进汽车消费相关政策..... 10
表 2《智能汽车创新发展战略》战略愿景..... 15
表 3 各地自动驾驶载人测试牌照颁发时间..... 15
表 4 具备 L3 级自动驾驶功能的新车型..... 16
表 5 国内自动驾驶相关产品供应商..... 17
表 6 各地区国三柴油车报废补贴政策..... 19
表 7 2019 年各地超载治理政策..... 19
表 8 特斯拉各车型国内售价..... 21
表 9 特斯拉产业链相关供应商..... 22
表 10 车企电动化时间表..... 22
表 11 国外品牌主要新能源平台供应定点情况..... 23
表 12 重点公司盈利预测..... 25

一、汽车板块行情回顾

1.1 行情回顾

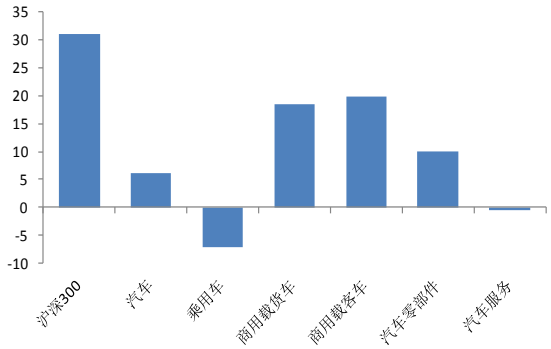
截至 11 月 19 日，年初至今沪深 300 指数累计上涨 31.1%，汽车行业指数累计上涨 6.2%，跑输大盘 24.9 个百分点。细分行业中，商用车涨幅较大，商用载货车、商用载客车分别上涨 18.6%和 19.9%，其次为汽车零部件，上涨 9.9%，乘用车和汽车服务板块分别下跌 7.1%和 0.4%。

图 1 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

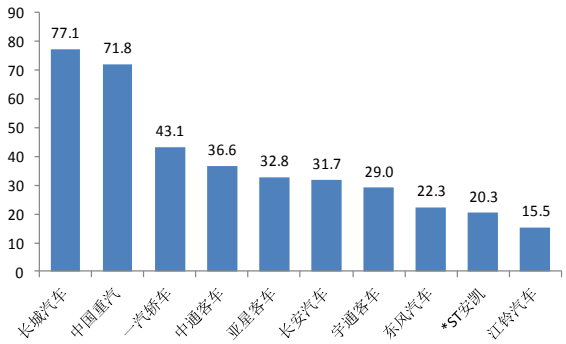
图 2 年初至今各子行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind 资讯　上海证券研究所

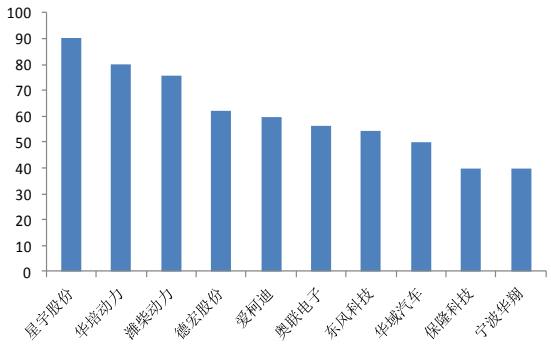
汽车行业共有 24 家公司跑赢大盘，占总数的 15%。整车板块中长城汽车、中国重汽、一汽轿车、中通客车、亚星客车、长安汽车等 6 家公司跑赢大盘，其中长城汽车和中国重汽涨幅达到 77.1%和 71.8%，汽车零部件板块中星宇股份、华培动力、潍柴动力、德宏股份、爱柯迪等 17 家公司跑赢大盘，星宇股份、华培动力、潍柴动力涨幅达到 90.2%、80.2%、75.6%。

图 3 整车板块涨幅前十（%）



数据来源：Wind 资讯　上海证券研究所

图 4 汽车零部件板块涨幅前十（%）

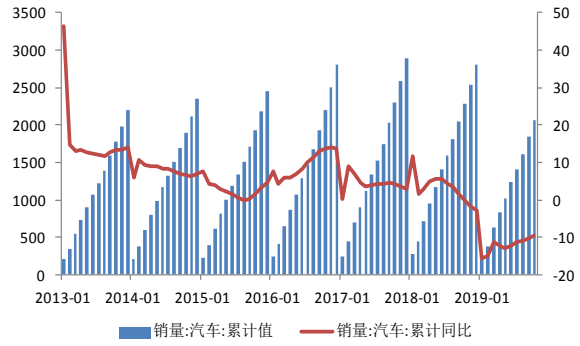


数据来源：Wind 资讯　上海证券研究所

1.2 销量：乘用车企稳，货车回暖，新能源汽车承压

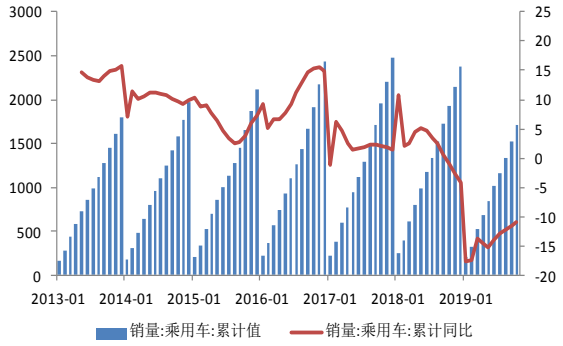
年中国五国六车型切换扰动短期销量，Q3 以来乘用车销量降幅已逐步收窄。据中汽协数据，汽车 1-10 月累计销量 2065.2 万辆，同比-9.7%，Q1/Q2/Q3 销量分别同比-11.5%/-13.5%/-11.4%。其中乘用车 1-10 月累计销量为 1717.4 万辆，同比-11.0%，Q1/Q2/Q3 销量分别同比-15.7%/-13.7%/-11.9%，降幅持续收窄。

图 5 汽车销量累计值（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

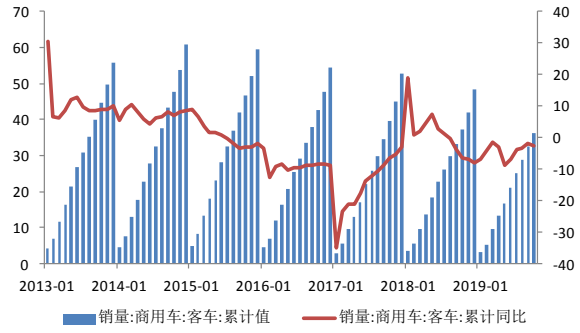
图 6 乘用车销量累计值（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

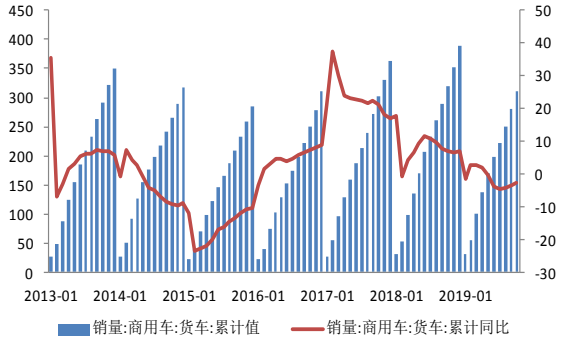
客车受益于新能源公交车抢装行情 Q3 实现高增长，但全年销量承压。货车降幅逐步扩大，近期有所回暖。据中汽协数据，客车 1-10 月累计销量 36.2 万辆，同比-2.5%，Q1/Q2/Q3 销量分别同比-3.2%/-8.3%/+2.6%。货车 1-10 月累计销量 311.6 万辆，同比-2.5%，Q1/Q2/Q3 销量分别同比+2.1%/-3.0%/-9.6%。

图 7 客车销量累计值（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 8 货车销量累计值（万辆）

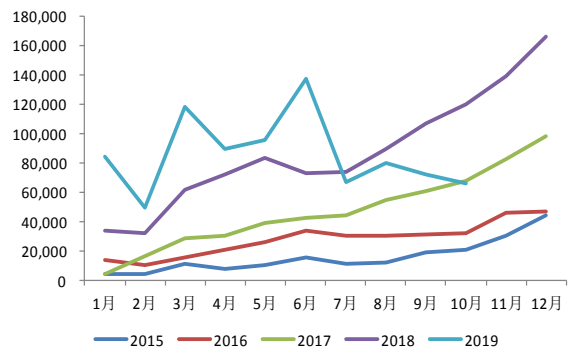


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

补贴退坡导致新能源汽车销量承压。新能源乘用车今年 1-10 月累计销量 85.8 万辆，同比增长 15.0%，3 月、6 月抢装行情使当月新能源乘用车销量分别 11.8 万辆和 13.7 万辆，同比增长 93%和 88%，

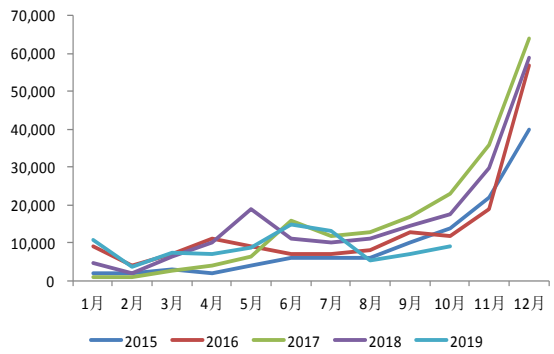
下半年由于补贴退坡影响销量持续同比负增长，预计全年销量与去年持平或小幅下降。新能源商用车 1-10 月累计销量为 8.9 万辆，同比下降 22.1%，因新能源公交车补贴过渡期在 8 月初结束，抢装出现在 6 月至 7 月，当月销量分别达到 1.5 万辆和 1.3 万辆，但整体上销量仍较去年下滑。据乘联会，2020 年新能源乘用车销量挑战目标是 200 万辆，中性判断约为 160 万辆。

图 9 新能源乘用车月销量（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 新能源商用车月销量（万辆）

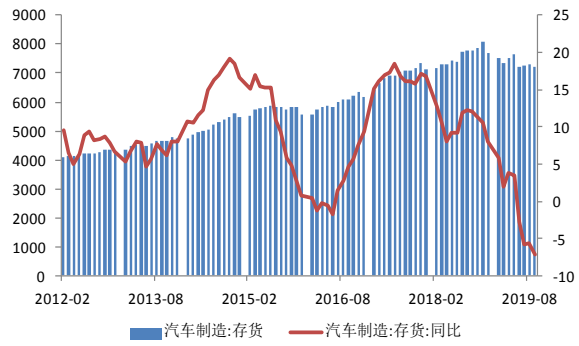


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

1.3 库存：存货水平持续下降，有望迎来补库存阶段

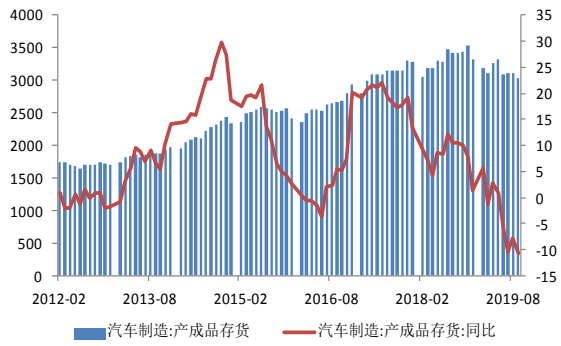
下半年以来存货水平不断下降。上半年国五车型促销去库存后去库存周期仍然持续。据国家统计局数据，9 月国内汽车制造业存货 7198.9 亿元，同比下降 7.1%，产成品存货 3034.5 亿元，同比下降 10.6%，6 月以来存货持续负增长。

图 11 汽车制造业存货（亿元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 汽车制造业产成品存货（亿元）

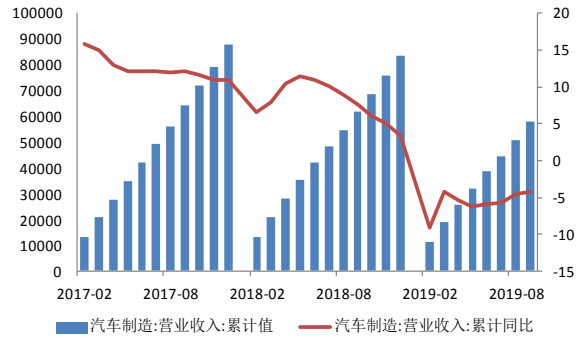


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

1.4 盈利：利润总额数据改善，盈利水平触底回升

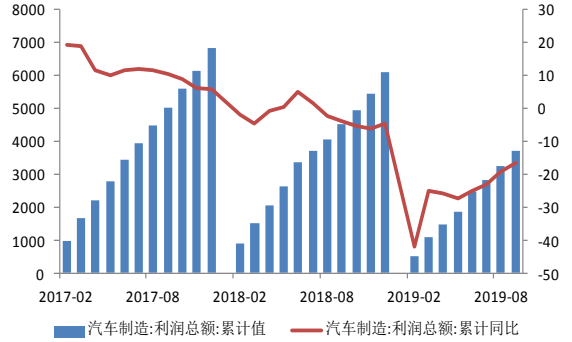
汽车制造业利润总额降幅不断收窄。据国家统计局数据，1-9月汽车制造业营业收入58022.7亿元，同比下降4.2%，利润总额累计达3734.6亿元，同比下降16.6%，降幅不断收窄。

图 13 汽车制造业营业收入（亿元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

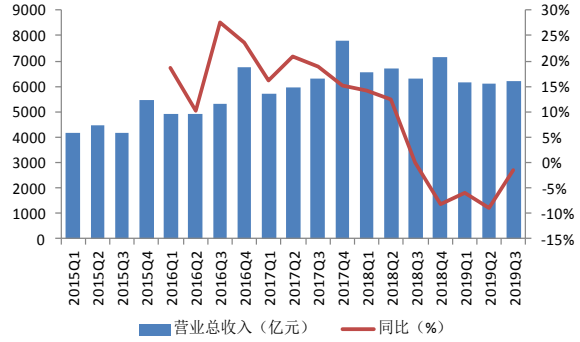
图 14 汽车制造业利润总额（亿元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

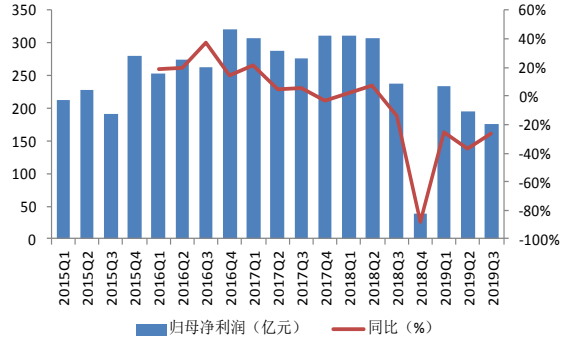
A 股汽车板块收入及业绩降幅均有收窄。汽车板块 Q1/Q2/Q3 分别实现营业总收入6162.64亿元/6115.50亿元/6207.17亿元，同比增速-5.98%/-8.94%/-1.42%；实现归母净利润233.26亿元/195.23亿元/176.50亿元，同比增速-25.18%/-36.56%/-25.96%，由于去年同期基数降低等原因，同比降幅有所收窄。

图 15 汽车行业营业总收入（亿元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 16 汽车行业归母净利润（亿元）



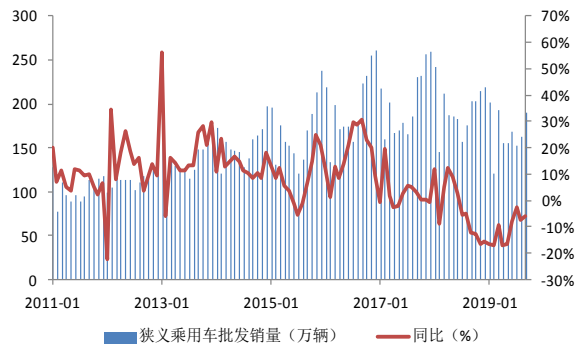
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

二、乘用车：销量逐步回暖，智能化加速

2.1 SUV 细分市场率先改善，乘用车销量有望持续回暖

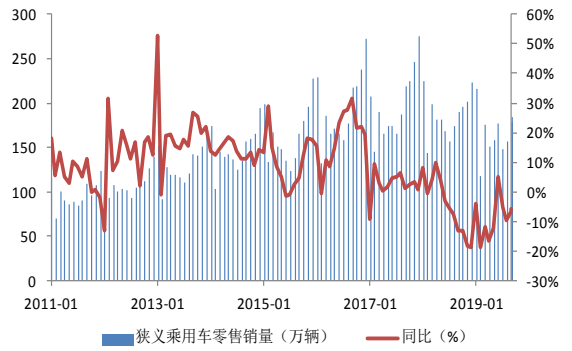
乘用车批发端和零售端均显示出逐步好转趋势。据乘联会数据，Q1/Q2/Q3 狭义乘用车批发销量 515.6 万辆/479.1 万辆/505.3 万辆，同比增速-14.1%/-13.9%/-5.6%；零售销量 508.6 万辆/486.4 万辆/482.8 万辆，同比增速-10.4%/-8.3%/-7.2%。

图 17 狭义乘用车月度批发销量同比（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 18 狭义乘用车月度零售销量同比（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

政策面上，在上半年汽车下乡、降税、购置税新规等政策的基础上，下半年深圳、广州、贵阳等地放宽汽车限购，深圳、广州 2019 和 2020 年分别增加指标 10 万个和 8 万个，贵阳增加指标 3 万个，其他实施限购的地区包括北京、上海、天津、杭州、程度、海南等，如其他城市跟进，有望在一定程度上提振汽车消费。

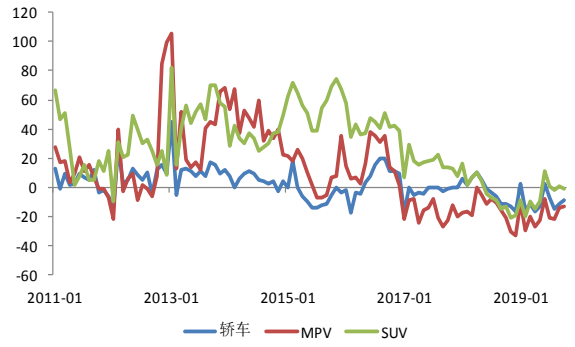
表 1 促进汽车消费相关政策

类型	相关文件
购车补贴	《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。
制造业降税	《政府工作报告》：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%。
购置税新规	《关于车辆购置税有关具体政策的公告》：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。
放宽限购	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》：实施限购的地区要结合实际情况，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施。

数据来源：发改委、工信部、商务部等 上海证券研究所

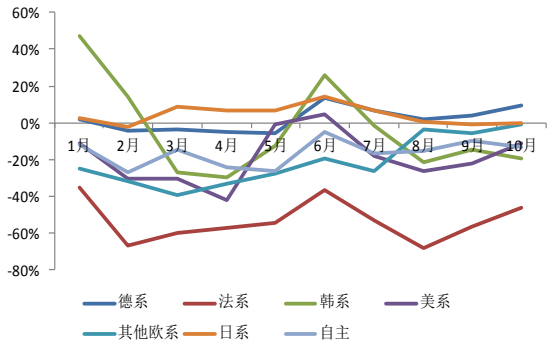
从车型来看，SUV 细分市场已率先回暖。SUV Q1/Q2/Q3 销量增速-11.9%/-4.6%/-0.1%，降幅显著收窄，而轿车销量同比-7.4%/-9.7%/-11.3%，MPV 销量同比-19.3%/-19.5%/-19.0%。从派系来看，日系、德系相对稳健，自主降幅较大。日系累计同比增长 4.3%，东风本田/广汽丰田/广汽本田同比增长 23.3%/13.8%/7.9%；德系累计同比增长 2.0%，北京奔驰/一汽大众增长 18.7%/1.9%，上汽大众下降 8.0%；自主/美系/韩系/法系同比-15.5%-18.7%/-6.8%/-54.2%。

图 19 轿车、MPV、SUV 月度销量同比（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

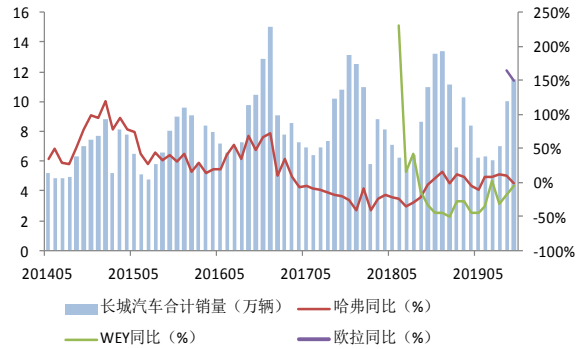
图 20 各国别汽车月度销量同比（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

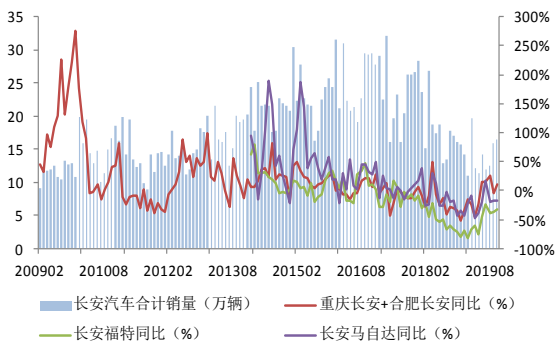
相关上市公司中，长城汽车维持增长，长安汽车环比改善。长城汽车 1-10 月累计销量 83.9 万辆，同比增长 6.7%，增量主要由去年 11 月上市的 F7 贡献，同时主力车型 H6 和高端品牌 WEY 销量 10 月有所回暖，环比增长 28%和 19%，全新高端皮卡长城炮 10 月销量超过 5000 辆。长安汽车 1-10 月累计销量 139.0 万辆，同比下降 21.5%，降幅持续收窄，受新车型 CS75 PLUS 销量提振，自主品牌销量显著回暖，近期 CS55 PLUS 和锐程 CC 上市后自主品牌有望持续增长，未来随着林肯品牌 SUV 和福特锐际推出，合资品牌长安福特销量也将有所改善。

图 21 长城汽车月销量（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

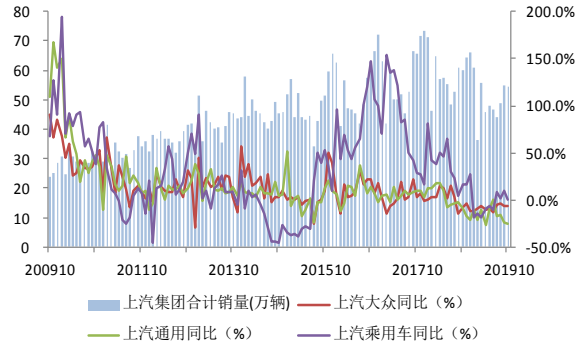
图 22 长安汽车月销量（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

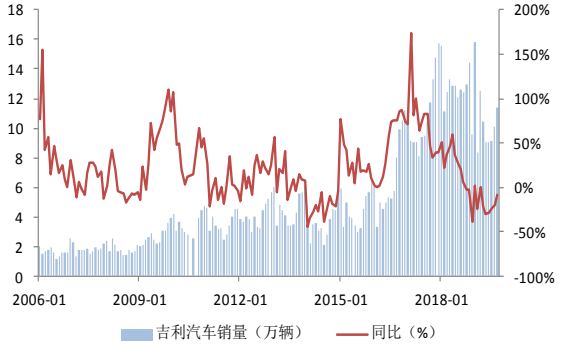
上汽、吉利等销量降幅有所收窄。上汽集团 Q1/Q2/Q3 总销量 153.3 万辆/140.4 万辆/147.7 万辆，增速-15.9%/-17.3%/-9.0%，其中上汽大众同比增速-8.8%/-11.1%/-4.6%，上汽通用同比增速-13.1%/-12.7%/-19.1%，上汽乘用车同比增速-17.5%/-8.8%/6.6%。吉利汽车 Q1/Q2/Q3 总销量 36.8 万辆/28.6 万辆/30.7 万辆，同比增速-5.8%/-26.8%/-17.5%。

图 23 上汽集团月销量（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

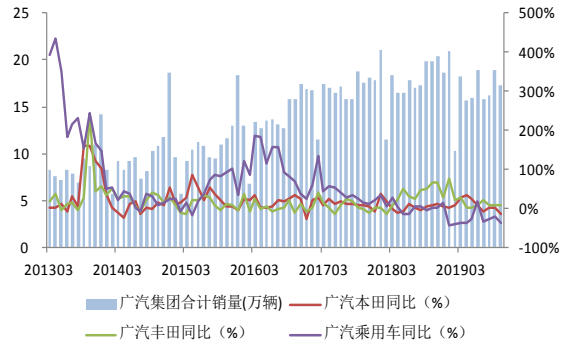
图 24 吉利汽车月销量（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

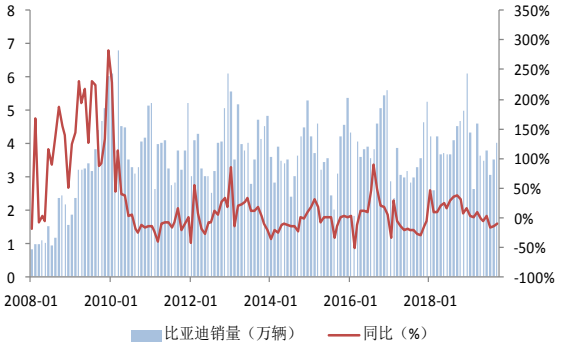
广汽集团日系品牌高增长，自主销量有待恢复。Q1/Q2/Q3 销量分别为 59.5 万辆/50.5 万辆/50.8 万辆，同比增速-2.7%/-0.7%/-6.1%，其中广汽本田同比增速 11.4%/21.3%/-1.6%，广汽丰田同比增速 45.6%/3.6%/11.1%，因产品换代日系品牌短期增速回落，广汽乘用车同比增速-41.0%/-16.8%/-28.6%，主力车型 GS4 换代上市后或有改善。比亚迪受年中新能源汽车补贴退坡影响较大，Q1/Q2/3 销量分别为 11.6 万辆/11.0 万辆/10.6 万辆，同比 4.6%/-1.2%/-13.8%。

图 25 广汽集团月销量（万辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 26 比亚迪月销量（万辆）

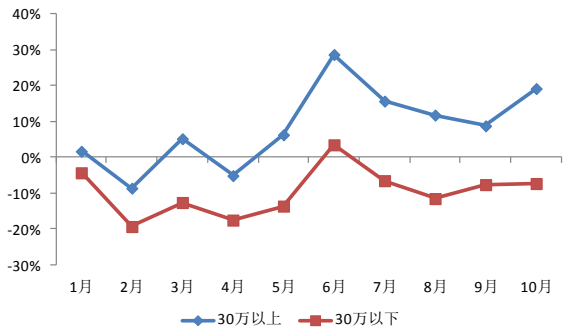


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

2.2 高端 SUV 市场高增长，豪华品牌市场占有率提升

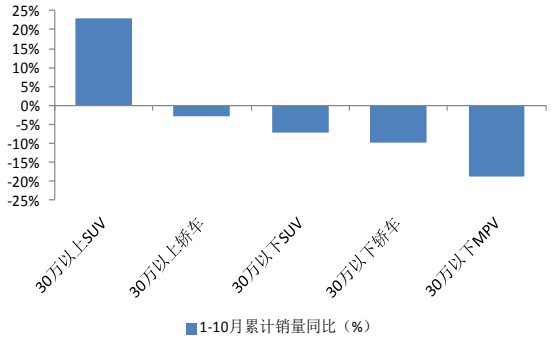
SUV 红利未尽，高端 SUV 市场仍待开拓。据乘联会数据，今年 1-10 月 30 万以上汽车累计销量 140.4 万辆，同比增速为 19.2%，高于同期 30 万以下汽车-7.3%的增速，其中 30 万以上 SUV 销量为 58.4 万辆，同比增长 22.8%。今年 1-10 月豪华品牌汽车累计销量 180.1 万辆，同比增速达 10.8%，高于同期主流合资品牌-5.6%和增速和自主品牌-15.8%的增速，其中豪华品牌 SUV 销量达 72.3 万辆，同比增长 28.5%。

图 27 30 万以上、30 万以下乘用车月度销量增速（%）



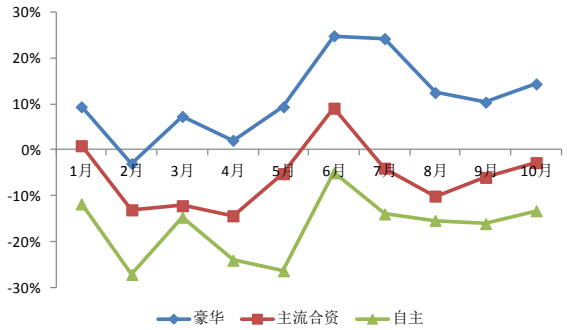
数据来源：乘联会 上海证券研究所

图 28 各价格区间细分市场累计销量增速（%）



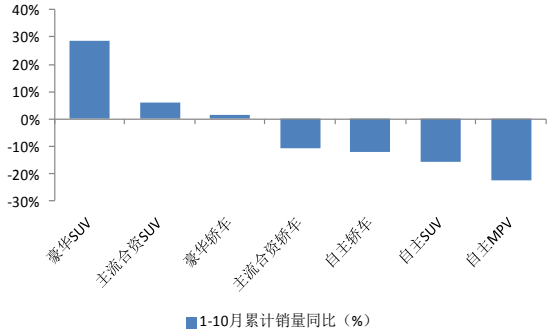
数据来源：乘联会 上海证券研究所

图 29 豪华、主流合资、自主品牌月度销量增速（%）



数据来源：乘联会 上海证券研究所

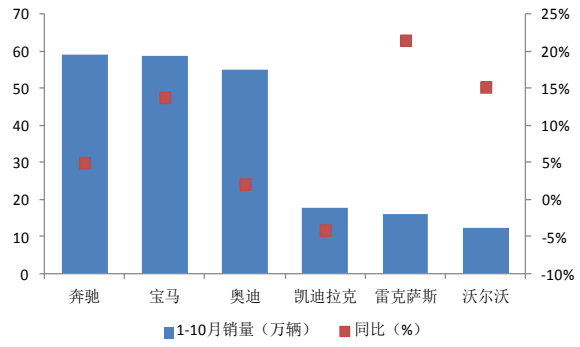
图 30 各品牌细分市场累计销量增速（%）



数据来源：乘联会 上海证券研究所

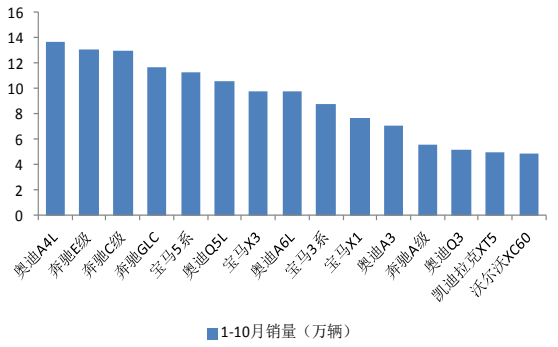
主要豪华品牌中，奔驰、宝马、奥迪等一线品牌 1-10 月累计销量 59.1 万辆，58.7 万辆、55.1 万辆，同比增长 5.0%、13.8%、2.1%，雷克萨斯、沃尔沃等二线品牌累计销量 16.1 万辆、12.4 万辆，同比增长 21.5%、15.2%。

图 31 2019 年 1-10 月豪华品牌销量（万辆）



数据来源：汽车通讯社 上海证券研究所

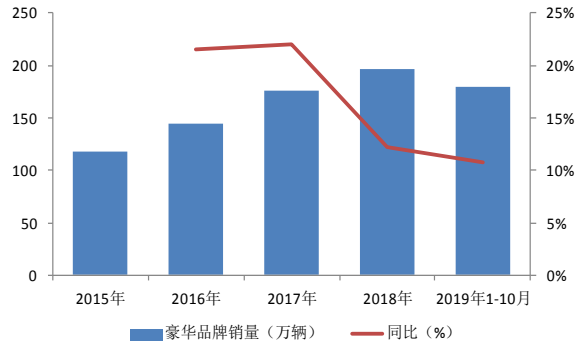
图 32 2019 年 1-10 月豪华车型销量（万辆）



数据来源：乘联会 上海证券研究所

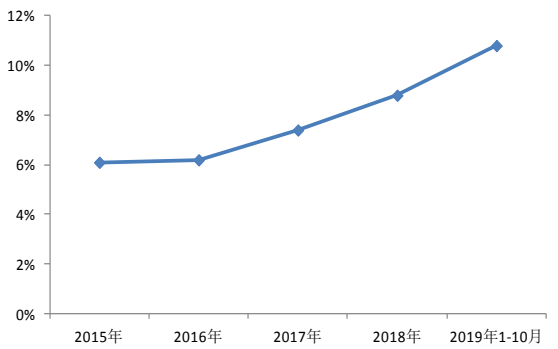
近年来随着豪华品牌陆续推出国产入门级车型实现价格下探，以及一二线城市汽车市场消费升级，豪华品牌乘用车市场占有率持续上升，2018 年销量达到 197.0 万辆，市场占有率达到 8.8%。目前豪华品牌市场占有率达到 10.8%，较去年同期进一步上升 1.8pct。

图 33 2015-2019 年豪华品牌乘用车销量（万辆）



数据来源：乘联会 上海证券研究所

图 34 2015-2019 年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

2.3 智能化加速，车企密集投放 L3 级自动驾驶量产车型

辅助驾驶系统装配率有望持续提高。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 2《智能汽车创新发展战略》战略愿景

时间	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%。

数据来源：《智能汽车创新发展战略》上海证券研究所

自动驾驶路测向载人测试推进。2018 年《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》2018 年发布，明确了测试主体、测试驾驶人及测试车辆等应符合的条件、测试申请及审核、测试管理、交通违法和事故处理等规定，北京、上海、重庆、深圳、福建、长春、长沙、广州、杭州等地陆续公布相关规定，目前各地向整车企业、互联网企业和自动驾驶领域初创企业颁发的路测牌照已超过百张。今年 6 月以来，长沙、上海、武汉、沧州等地相继颁发自动驾驶载人测试牌照，涉及上汽、宝马、中车时代、北京福田戴姆勒等整车企业，百度、滴滴等互联网企业，以及赢彻科技、深兰科技、海梁科技等初创企业。

表 3 各地自动驾驶载人测试牌照颁发时间

地区	自动驾驶路测牌照颁发车企
上海	上汽集团（2018 年 2 月）、蔚来（2018 年 2 月）、宝马（2018 年 5 月）、图森未来（2018 年 10 月）、Momenta（2018 年 10 月）； 载人测试牌照：上汽集团（2019 年 9 月）、宝马（2019 年 9 月）、滴滴（2019 年 9 月）
北京	百度（2018 年 3 月）、蔚来（2018 年 4 月）、北汽新能源（2018 年 4 月）、小马智行（2018 年 7 月）、腾讯（2018 年 9 月）、滴滴（2018 年 9 月）、戴姆勒（2018 年 9 月）、奥迪中国（2018 年 10 月）、智行者（2019 年 1 月）、四维图新（2019 年 6 月）、百度（2019 年 7 月）
平潭	百度（2018 年 3 月）、金龙客车（2018 年 3 月）
重庆	百度（2018 年 4 月）、长安（2018 年 4 月）、一汽（2018 年 4 月）、东风（2018 年 4 月）、广汽（2018 年 4 月）、吉利（2018 年 4 月）、北汽福田（2018 年 4 月）、吉利（2019 年 1 月）、盼达用车（2019 年 1 月）、星行科技（2019 年 1 月）、PSA（2019 年 1 月）
长春	一汽（2018 年 4 月）
深圳	腾讯（2018 年 5 月）、AutoX（2019 年 11 月）
杭州	阿里巴巴（2018 年 9 月）
无锡	奥迪中国（2018 年 9 月）
苏州	滴滴（2018 年 9 月）、禾多科技（2019 年 4 月）、Momenta（2019 年 4 月）
常州	金龙（2018 年 11 月）、智加科技（2018 年 11 月）、金旅（2018 年 11 月）
天津	百度（2018 年 12 月）、卡达克（2018 年 12 月）
保定	赢彻科技（2018 年 12 月）
肇庆	AutoX（2018 年 12 月）
襄阳	东风商用车（2019 年 4 月）、宇通客车（2019 年 4 月）

长沙	载人测试牌照：中车时代（2019 年 6 月）、长沙智能驾驶研究院（2019 年 6 月）、北京福田戴姆勒（2019 年 6 月）、赢彻科技（2019 年 6 月）、百度（2019 年 6 月）
武汉	载人测试牌照：百度（2019 年 9 月）、深兰科技（2019 年 9 月）、海梁科技（2019 年 9 月）
沧州	载人测试牌照：百度（2019 年 10 月）

数据来源：中国汽车工业信息网、搜狐汽车 上海证券研究所

车企已开始密集投放具备 L3 级自动驾驶功能的量产车型。据 SAE 定义，L3 级自动驾驶指有条件的自动化，由无人驾驶系统完成所有的驾驶操作，根据系统要求，人类提供适当的应答。在 L2 级自动驾驶的基础上，L3 级自动驾驶不仅驾驶操作由系统完成，周边监控也由系统完成。2017 年奥迪推出第一款达到 L3 级自动驾驶的量产车型全新奥迪 A8，目前国内广汽新能源、上汽荣威已推出具备 L3 级自动驾驶功能的新车型 Aion LX、Marvel X Pro 等，按计划 2020 年奔驰全新 S 级和来自本田、长城、吉利、比亚迪等车企的新车型也将上市。

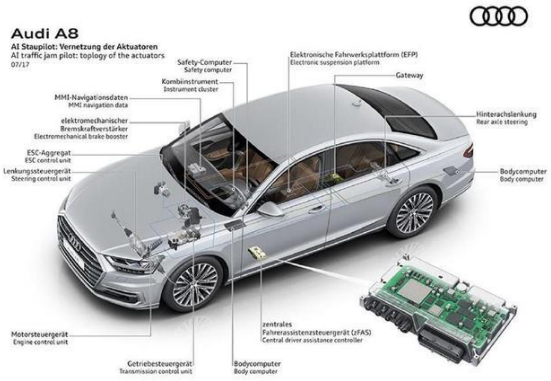
表 4 具备 L3 级自动驾驶功能的新车型

上市时间	具备 L3 级自动驾驶功能的新车型
2017 年	奥迪 A8
2019 年	广汽新能源 Aion LX、荣威 Marvel X Pro、小鹏 P7、领跑 C-More
2020 年	奔驰全新 S 级、本田新车型、长城新车型、吉利新车型、比亚迪新车型
2021 年	宝马 Vision iNext、威马新车型

数据来源：汽车之家、搜狐汽车 上海证券研究所

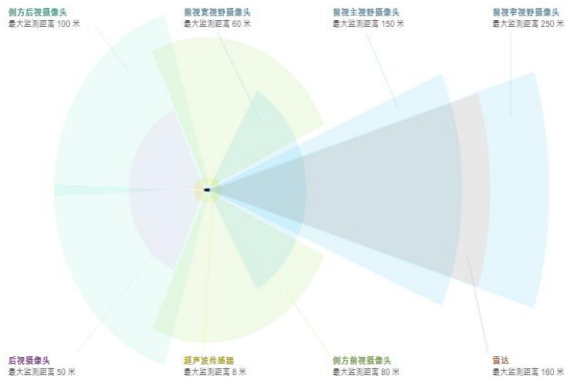
核心零部件需求或将快速增长。自动驾驶系统感知层相关产品包括 GPS/IMU、雷达、摄像头、定位、物体识别与跟踪等，如奥迪 A8 搭载了车规级激光雷达，以及 1 个前视摄像头、4 个环视摄像头、1 个长测距雷达、4 个中测距雷达和 12 个超声波雷达，特斯拉 Autopilot 2.0 搭载 3 个前置摄像头、2 个侧边摄像头、3 个后置摄像头、12 个超声波传感器。决策层相关产品包括行为预测、路径规划、避障、机器人操作系统、硬件平台、仿真、高精度地图生成等。执行层相关产品包括电子制动、电子转向等，如博世 iBooster 等。部分核心零部件已在国内逐步实现量产，如华域汽车的毫米波雷达、德赛西威高清环视系统和全自动泊车系统等，未来有望随着汽车智能化程度的提高获得持续的快速发展。

图 35 奥迪 A8 自动驾驶系统



数据来源：汽车之家 上海证券研究所

图 36 特斯拉自动驾驶系统



数据来源：特斯拉 上海证券研究所

表 5 国内自动驾驶相关产品供应商

分类	产品类型	国内相关供应商
感知层	GPS/IMU、雷达、摄像头、定位、物体识别与跟踪	华域汽车（毫米波雷达）、保隆科技（毫米波雷达）、东软集团（摄像头）、中海达（高精度车载定位天线）、舜宇光学科技（车载摄像头）
决策层	行为预测、路径规划、避障、机器人操作系统、硬件平台、仿真、高精度地图生成	德赛西威（高清环视系统、全自动泊车系统、T-Box、V2X 产品）、华域汽车（智能座舱整体解决方案）、均胜电子（方向控制系统解决方案）、四维图新（ADAS 地图、HD 地图数据、高精度定位产品、自动驾驶整体解决方案）、东软集团（ADAS 控制器、自动驾驶域控制器）、中海达（车载组合导航定位产品）、中科创达（智能操作系统）、鸿泉物联（高级辅助驾驶系统、智能增强驾驶系统）
执行层	电子制动、电子转向	拓普集团（智能刹车系统）、伯特利（线控制动）

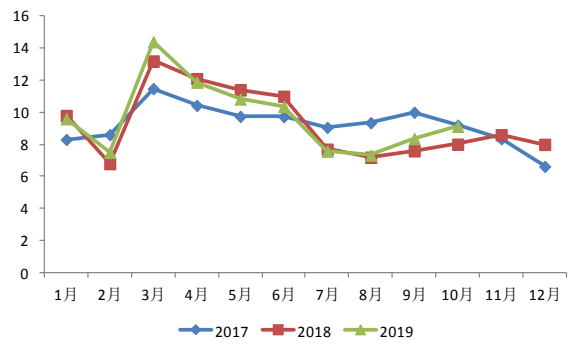
数据来源：公司公告 上海证券研究所

三、重卡：国三置换、治超有望支撑高景气度

3.1 2019 年销量超预期，2020 年高景气度有望延续

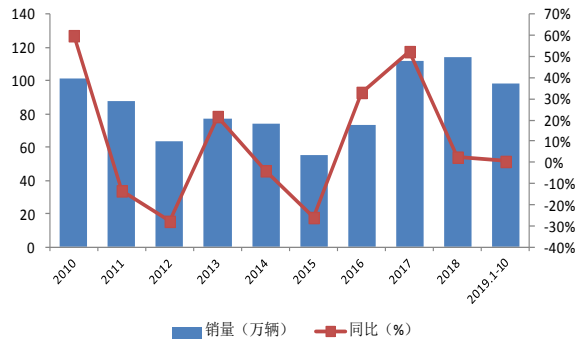
重卡市场维持高景气度，年中重卡销量同比下滑，8 月起同比增速由负转正。据第一商用车网数据，1-10 月重卡累计销量 98.0 万辆，同比增长 0.5%，其中 10 月销量 9.1 万辆，同比增长 14%，增速创年内新高。近几年重卡销量维持高位，2011 年至 2016 年重卡平均年销量在 72 万辆左右，2017 年和 2018 年销量分别达到 112 万辆和 115 万辆，对应增速 52.4%和 2.5%，2019 年销量略超预期，全年销量保持乐观。受国三柴油车换代、超载整治、基建投资增速回暖等因素推动，2020 年重卡市场有望维持高景气度，整车、发动机、变速器、尾气后处理系统等产业链相关企业将随之受益。

图 37 2017-2019 年重卡月销量（万辆）



数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

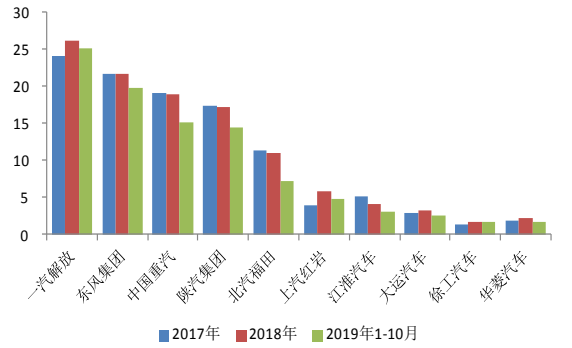
图 38 2010-2019 年重卡累计销量（万辆）



数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

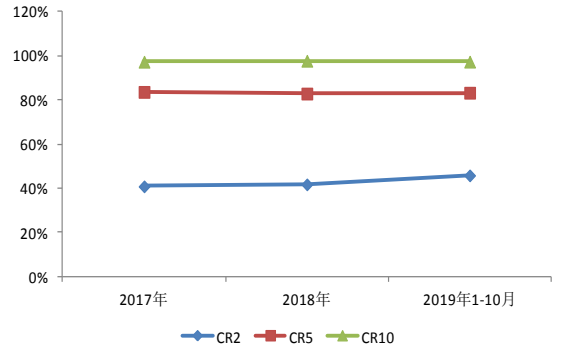
头部企业销量表现好于行业。一汽解放、东风集团 1-10 月累计销量 25.2 万辆，19.8 万辆，同比增长 9%、10%，10 月销量分别达 2.3 万辆和 2.0 万辆，同比增长 23%、25%。中国重汽、陕汽集团累计销量 15.1 万辆、14.4 万辆，同比下降 5%、增长 0.3%，10 月销量达 1.3 万辆、1.2 万辆，同比增长 3%、7%。

图 39 2017-2019 年主要生产商重卡销量（万辆）



数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

图 40 2017-2019 年重卡市场集中度（%）



数据来源：第一商用车网 上海证券研究所

3.2 国三重卡淘汰和超载治理或将支撑重卡销量

国三车型置换有望持续支撑重卡销量。《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》提出，2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施机动车国六排放标准；《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出，2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原将淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车 100 万辆以上。目前上海、陕西、海南、南京、武汉等地区在 2020 年底前对提前报废国三柴油车进行补贴，按照类型和初次登记年限，重卡的补贴金额在 1 万元至 6.8

万元不等，补贴和限行政策有望持续推动国三排放标准重卡的淘汰，支撑重卡销量。

表 6 各地区国三柴油车报废补贴政策

地区	文件名称	补贴时间	补贴金额（万元）
上海	《上海市鼓励国三柴油车提前报废补贴实施办法》	2019.10.01 ~2020.12.31	2.2~6.8
陕西	《陕西省促进高排放老旧机动车淘汰更新补助暂行办法》	2018.09.21~2020.12.31	2.6~3.3
海南	《海南省老旧车淘汰和污染治理实施方案》	2018.08.17~2020.12.31	2.5
南京	《关于对国二汽油车和国三柴油车实施淘汰补贴的通告》	2018.05.18~2020.12.31	1.0~3.8
武汉	《国 III 柴油车提前淘汰补助实施方案》	2019.08.01 ~2020.07.31	2.6~3.8
济南	《济南市老旧柴油车报废更新资金补贴实施方案》	2018.01.01 ~2019.12.31	2.0~4.0
杭州	《杭州市国三柴油车淘汰补助实施细则》	2018.06.10~2019.12.31	2.6~3.8
北京	《北京市促进高排放老旧柴油货运车淘汰方案》	2017.09.21 ~2019.09.20	2.0~10.0
深圳	《深圳市老旧车提前淘汰奖励补贴办法（2018-2020 年）》	2018.07.01~2020.06.30	2.1~7.6

数据来源：上海政府网、陕西省人民政府网站、海南省人民政府网站等 上海证券研究所

近年来《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》、《关于治理车辆超限超载联合执法常态化制度化工作的实施意见（试行）》、《关于加快道路货运行业转型升级促进高质量发展的意见》等文件发布，全国范围内货车超限超载治理加强。无锡事件后江苏、海南、安徽、上海、河北等地开展治超治限活动，超载治理的持续推进将限制车辆运力，重卡市场有望受益新增需求。

表 7 2019 年各地超载治理政策

时间	文件名称	工作目标
2019 年 4 月	青海：《关于印发 2019 年全省治超工作要点的通知》	全省公路平均超限率控制在 3%以内，2020 年底前全省高速公路平均超限率不超过 0.5%
2019 年 4 月	山西:《关于印发 2019 年治超工作要点的通知》	
2019 年 5 月	《关于加快道路货运行业转型升级促进高质量发展的意见》	
2019 年 5 月	安徽：《2019 年安徽省治超工作实施方案》	全年超限超载率控制在 4%以下，货源单位超限超载车辆出场率控制在 10%以下
2019 年 5 月	湖南：《2019 年全省货运车辆超限超载治理工作要点》	2019 年底全省普通公路超限超载率控制在 1%以内，高速公路超限超载率控制在 0.5%以内
2019 年 10 月	海南：《关于进一步加强治超工作的通知》	

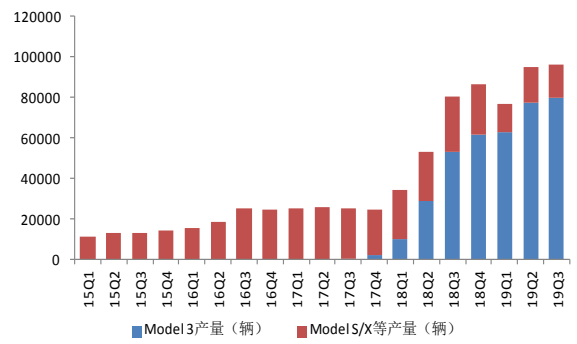
数据来源：国务院办公厅、青海省交通运输厅等 上海证券研究所

四、新能源汽车：特斯拉国产化带来新机遇

4.1 特斯拉上海工厂投产，打开中高端纯电动车市场空间

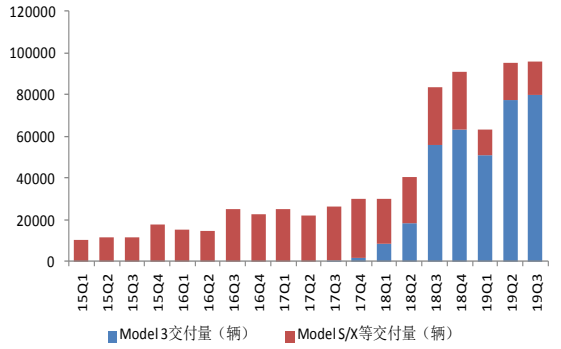
特斯拉入门级轿车车型 Model 3 投产后成为美国新能源汽车市场最畅销的车型之一，并推动特斯拉的总产量和总交付量爬坡至每季度近 10 万辆水平。特斯拉 18Q3/18Q4/19Q1/19Q2/19Q3 总产量为 8.0 万辆/8.7 万辆/7.7 万辆/8.7 万辆/9.6 万辆，总交付量为 8.4 万辆/9.1 万辆/6.3 万辆/9.5 万辆/9.7 万辆，其中 Model 3 产量为 5.3 万辆/6.1 万辆/6.3 万辆/7.3 万辆/8.0 万辆，交付量为 5.6 万辆/6.3 万辆/5.1 万辆/7.8 万辆/8.0 万辆。据 EV Sales 数据，2018 年特斯拉 Model 3 在美国新能源汽车市场占有率为 39%，2019 年上半年达到 45%。

图 41 2015-2019 年特斯拉产量（辆）



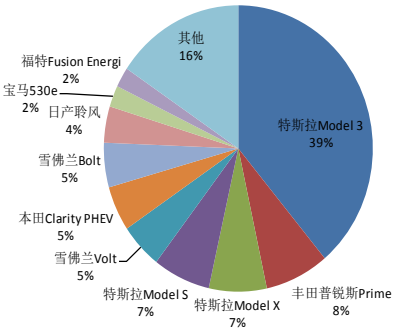
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 42 2015-2019 年特斯拉交付量（辆）



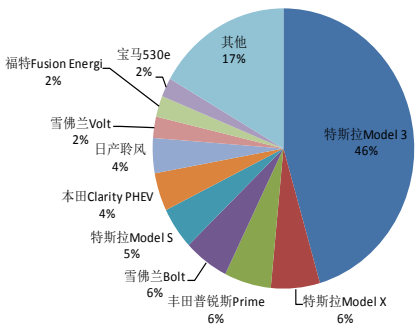
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 43 2018 年美国新能源车型市场占有率（%）



数据来源：EV Sales 上海证券研究所

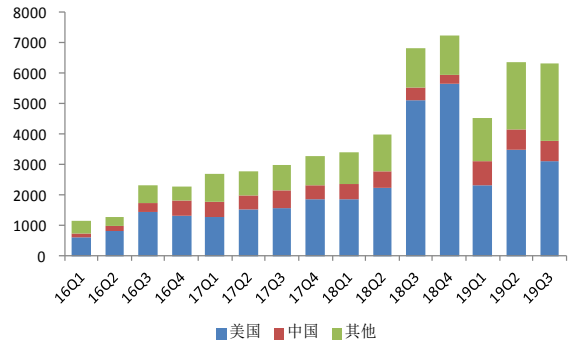
图 44 2019 年上半年美国新能源车型市场占有率（%）



数据来源：EV Sales 上海证券研究所

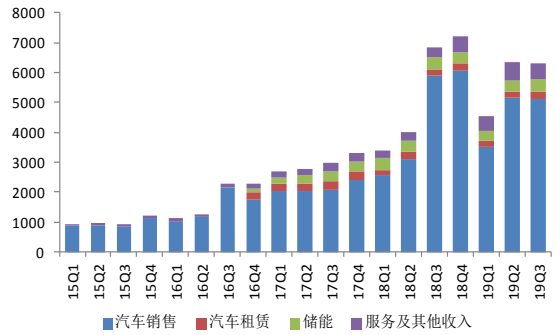
特斯拉收入主要来自于美国本土，约占 2019 年前三季度收入的 52%，其他重要的市场包括中国、挪威、荷兰等国家，分别占收入的 12%、6%和 5%。产能限制和关税制约了特斯拉在海外市场的开拓，导致今年以来产量和交付量增长有限。

图 45 2016-2019 年特斯拉各国收入（百万美元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 46 2015-2019 年特斯拉各项业务收入（百万美元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

特斯拉在上海建立 3 号超级工厂，将有助于 Model 3 和 Model Y 等产品价格下探并突破产能瓶颈，更有效地开拓国内市场。据特斯拉官网，国产的标准续航升级版 Model 3 价格 35.58 万元起，而进口的长续航版和高性能版 Model 3 价格为 43.99 万和 50.99 万元起。同时，由于目前国内纯电动乘用车价格定位普遍较低，合资品牌新能源汽车仍以插电式混合动力车型为主，Model 3 主要竞争对手将是同级别传统燃油车，差异化优势显著。

表 8 特斯拉各车型国内售价

名称	车型	续航里程（km）	最高时速（km/h）	百公里加速（秒）	价格（万元）
Model S	长续航版	660	250	3.8	79.39
	Performance 高性能版	650	250	2.6	89.39
Model 3	**后轮驱动-标准续航升级版**	**460**	**225**	**5.6**	**35.58**
	双电机全轮驱动-长续航版	590	233	4.6	43.99
	双电机全轮驱动-Performance 高性能版	595	261	3.4	50.99
Model X	长续航版	575	250	4.6	80.99
	Performance 高性能版	550	250	2.9	90.99
Model Y	后轮驱动-长续航版	540	209	5.8	44.40
	双电机全轮驱动-长续航版	505	217	5.1	48.80
	双电机全轮驱动-Performance 高性能版	480	241	3.7	53.50

数据来源：特斯拉 上海证券研究所

国内零部件供应商有望受益特斯拉国产化。特斯拉上海工厂规划产能 50 万辆，其中初始规划产能 25 万辆，目前已进入试生产阶段，计划年内将正式投产。从国内新能源汽车零部件供应商角度，特斯拉国产化将促使其供应体系向国内供应商开放，将利好旭升股份、拓普集团、三花智控等相关供应商。

表 9 特斯拉产业链相关供应商

产品类型	相关供应商
热管理	三花智控（膨胀阀、电池冷却器、水冷板、油冷器、油泵）、奥特佳（空调）
轻量化	旭升股份（铝合金零部件）、拓普集团（轻量化底盘结构件）、文灿股份（车身结构件）、广东鸿图（支架类产品）、万丰奥威（镁合金压铸产品）
汽车电子	均胜电子（BMS）、蓝思科技（中控屏）、长信科技（中控屏）、安洁科技（传感器组件、电池导电配件）、东山精密（精密金属结构件、散热器、电池组 FPC 柔性电路板）、大富科技（精密零部件）、四维图新（导航电子地图）、联创电子（车载镜头）
其他	岱美股份（内饰）、宁波华翔（内饰）、华域汽车（内饰）、中科三环（钕铁硼磁体）、横店东磁（磁性材料）、东睦股份（粉末冶金零件）、宏发股份（高压直流继电器）、天汽模（模具）、威唐工业（模具）、科达利（电池结构件）、先导智能（电池设备）

数据来源：公司公告 上海证券研究所

4.2 从“油改电”到平台化生产，关注国外纯电动平台进度

国外车企电动化计划加速。今年 6 月宝马表示将在 2023 年前实现 25 款新能源车型的布局，其中超过一半为纯电动车，较原计划提前 2 年；丰田计划 2020 年起推出全新纯电动平台和 6 款纯电动车型，实现产品线的全面电动化，将电动化战略时间表提前 5 年；本田表示 2022 年前欧洲所有车型实现电动化，较原计划提前 3 年。

表 10 车企电动化时间表

企业	电动化计划
大众	2030 年集团内全部车型阵容实现电动化。
奔驰	2022 年全系产品电动化，2025 年电动汽车占总销量的 15%-25% 。
宝马	2023 年前推出 25 款新能源车型。
沃尔沃	2025 年纯电动车占总销量的 50%。
捷豹路虎	2020 年起所有新发布车型实现电动化。
保时捷	2025 年 50%新车型为新能源车型。
福特	2024 年前在欧洲推出 17 款新能源车型，未来三年在中国推出 10 款新能源车型。
通用	2025 年在华车型全部实现电动化。
本田	2023 年欧洲全系产品电动化，2030 年电动化产品占全球销量的 2/3。
丰田	2025 年全系产品电动化，2030 年全球电动汽车销量超过 550 万辆，占总销量的 50%。
日产	2022 年前推出 20 款电动化车型。
现代起亚	2020 年新车全面电动化。

数据来源：易车网、汽车之家、腾讯汽车等 上海证券研究所

大众 MEB 平台预计 2020 年投产。MEB 平台 2016 年推出，是大众全球新能源电动车模块化平台，可打造不同车身轴距，并根据

不同电动车的需求调整相应的续航里程，大众规划 2025 年 MEB 平台纯电动车型年产量达到 100 万辆。目前 MEB 平台已有多款概念车，包括电动客车 BUDD-e、I.D. BUZZ 或 I.D. Vizzion，近期首款量产车型 ID.3 已在德国投产，2020 年起将在欧洲交付。MEB 平台国产车型将在上汽大众安亭工厂和一汽-大众佛山工厂（二期）生产，上汽大众安亭工厂规划年产能为 30 万辆，预计 2020 年 10 月投产，可用于生产大众、斯柯达、奥迪等品牌车型。未来几年通用、沃尔沃、戴姆勒、宝马等国外车企纯电动平台将陆续投产，相关供应商或将受益。

图 47 大众 MEB 平台

数据来源：汽车之家 上海证券研究所

图 48 大众 ID.3

数据来源：太平洋汽车网 上海证券研究所

表 11 国外品牌主要新能源平台供应定点情况

平台名称	供应商
大众 MEB 平台	华域汽车（驱动电机）、精锻科技（差速器齿轮、电机轴、从动轴主动轴）、均胜电子（车载信息系统）、富奥股份（逆变器）、宏发股份（高压直流继电器）、文灿股份（电机壳）、鹏翎股份（管路）、凌云股份（冷却管）、得润电子（高压线束）、永鼎股份（线束）、中鼎股份（减振底盘系统）、凯众股份（减震元件）、万向钱潮（轮毂轴承单元）、奥特佳（电动压缩机）、华友钴业（电池材料）、金力永磁（稀土永磁材料）、泉峰汽车（电子刹车系统减速器）
通用 BEV3 平台	华域汽车（驱动电机）、三花智控（电池冷却组件、热管理阀类产品、电子水泵）、银轮股份（水冷板）
沃尔沃电动车平台	三花智控（热管理部件）
戴姆勒电动车平台	三花智控（电子水泵）
宝马电动车平台	三花智控（热管理部件）

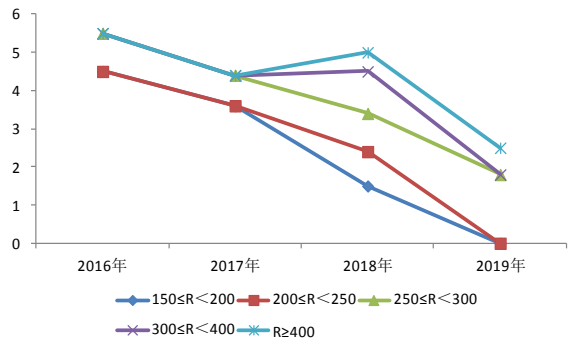
数据来源：公司公告 上海证券研究所

4.3 国内品牌将进入后补贴时代，市场持续出清

新能源汽车补贴退坡或将对国内新能源车企形成一定压力。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

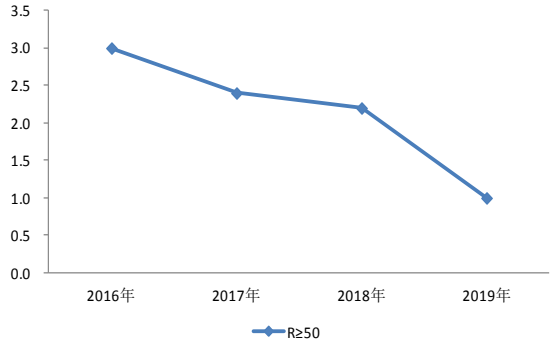
47%-60%，新能源客车单车补贴上限下降 36%-56%，新能源货车单车补贴上限下降 45%-80%。年中补贴过渡期结束后，新能源汽车销量持续同比负增长，企业中短期业绩承压，市场将持续出清。

图 49 2016-2019 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

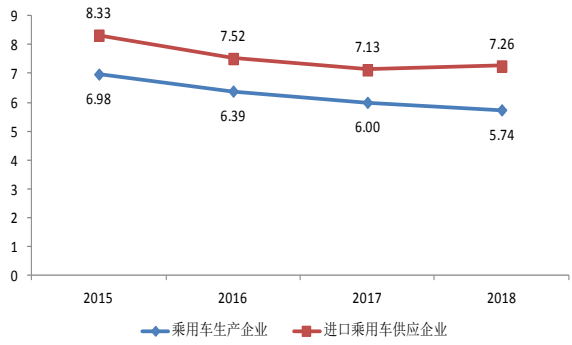
图 50 2016-2019 年插混乘用车补贴标准（万元）



数据来源：财政部 上海证券研究所

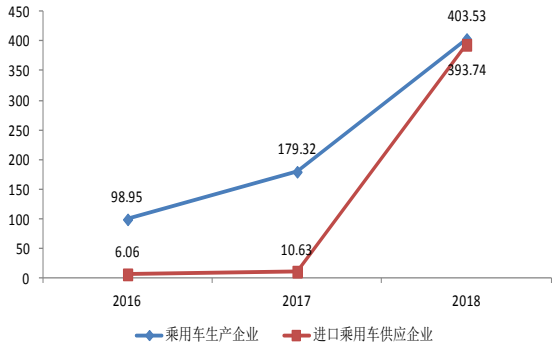
长期来看，双积分制度将持续推动车企电动化进程。据《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，传统能源乘用车年度生产量或者进口量达到 3 万辆以上的，从 2019 年起设定新能源汽车积分比例要求，2019 年和 2020 年要求分别为 10%和 12%，今年的《修正案》将 2021 年、2022 年、2023 年的双积分要求定为 14%、16%、18%。双积分政策实施以来，乘用车生产企业平均燃料销耗量由 2015 年的 7.04 升/100 公里下降到 2018 年的 5.8 升/100 公里，乘用车生产企业新能源汽车正积分由 2016 年的 92.89 万分上升到 2018 年的 403.53 万分。

图 51 乘用车企业平均燃料消耗量实际值（升/100 公里）



数据来源：工信部 上海证券研究所

图 52 乘用车企业新能源汽车正积分（万分）

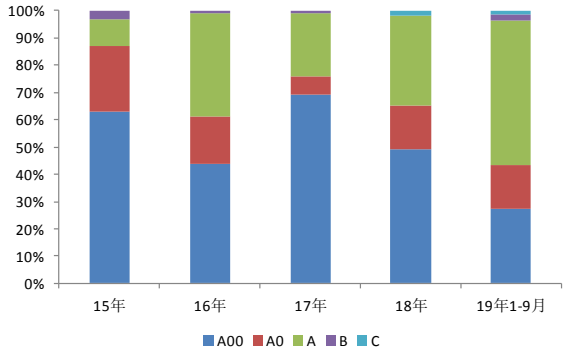


数据来源：工信部 上海证券研究所

新能源乘用车高端化趋势延续，A 级车已占据纯电动乘用车市场主流。近年来受到补贴向高技术水平产品倾斜的影响，新能源汽车的续驶里程、电池能量密度等普遍提升，新能源乘用车销量重心

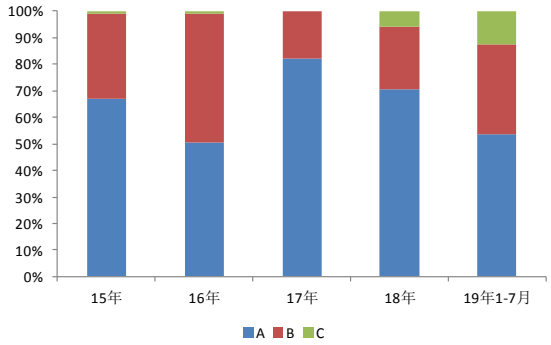
逐步由低级别车型转向高级别车型。据乘联会数据，A00 级车型占纯电动乘用车总销量的比例由 2018 年的 49%下降到今年 1-9 月的 27%，A 级车型占总销量的比例由 2018 年的 33%上升到 53%。

图 53 2015-2019 年纯电动乘用车销量结构（%）



数据来源：乘联会 上海证券研究所

图 54 2015-2019 年插混乘用车销量结构（%）



数据来源：乘联会 上海证券研究所

五、投资策略

乘用车方面，近几个月乘用车销量降幅持续收窄，SUV 细分市场销量已率先回暖，主要自主品牌销量企稳，未来有望持续改善，整车和汽车零部件领域的龙头企业值得关注。重卡方面，今年重卡销量超预期，受国三车型置换和超载整治等因素推动，明年重卡市场有望维持高景气度，产业链相关企业将随之受益。新能源汽车方面，补贴退坡导致国内新能源车企盈利承压，明年可适当关注特斯拉国产化、国外品牌电动车平台投产等产业链机会。

表 12 重点公司盈利预测

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
上汽集团	600104	22.56	3.08	2.54	2.78	7.32	8.90	8.11	1.08	增持
长安汽车	000625	8.65	0.14	0.07	0.65	61.03	120.80	13.29	0.95	增持
长城汽车	601633	9.40	0.57	0.49	0.57	16.48	19.19	16.50	1.62	增持
华域汽车	600741	25.70	2.55	2.08	2.25	10.09	12.33	11.44	1.68	增持
潍柴动力	000338	12.73	1.09	1.20	1.33	11.67	10.58	9.59	2.36	增持
三花智控	002050	15.37	0.47	0.51	0.60	32.89	30.16	25.60	4.74	增持

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

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±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±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。

免责条款

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，任何机构和个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条款具有修改权和最终解释权。