

乘用车底部向上 自主龙头领先

行业周报 (2019.12.09-12.15)

报告摘要

▶ 本周观点：乘用车底部向上 重卡保持高景气

乘用车：短期底部特征明显，叠加限购取消等汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望开启周期性复苏，目前头部企业已率先实现回暖。月度销量降幅明显收窄，乘联会数据显示11月乘用车批发同比下降5%（1-11月累计下降10%），零售同比下降4%（1-11月累计下降8%），上险数同比下降3%（1-11月累计下降4%）。其中长安/吉利/广汽/上汽/长城11月销量同比增速为+12.6%/+1.1%/-4.3%/-9.6%/-13.1%，环比增速为+7.5%/+10.0%/+13.2%/+6.9%/+0.1%。结合终端库存深度保持1.49个月的合理水平，销量增速叠加估值修复将带来行业β机会，**根据车企销量修复弹性与时间顺序，以及车企竞争能力和竞争意愿，建议重点关注【长安、长城、吉利H、广汽H、上汽】。**

零部件：与整车产业地位不匹配（全球份额4%vs33%），全球供应链重塑，关注**整车周期共振【华域汽车、拓普集团、新泉股份、爱柯迪】和配件核心成长【科博达、星宇股份、玲珑轮胎】。**

新能源汽车：11月销量同比下降42%（1-11月累计增长8%）。政策驱动由补贴转为双积分，供给端将迎来巨变。建议关注：特斯拉和大众MEB产业链+增量零部件龙头：**【拓普、华域、精锻、爱柯迪】、【宁德时代*】及宁德时代、LG化学产业链。**（*表示与华西电新组联合覆盖）

重卡：11月销量同比增长5%（1-11月累计增长1%）。需求与政策共振，高景气度有望延续至2020年以后。建议关注整车龙头**【中国重汽】；零部件龙头【潍柴动力】。**

▶ 本周行情：整体强于市场 货车领涨子板块

本周A股汽车板块上涨1.9%，在申万行业涨跌幅中排名第11位，表现强于沪深300（+1.7%）。其中客车、乘用车、汽车服务、零部件、货车分别上涨4.2%、2.6%、1.8%、1.3%、0.6%；货车年初至今涨幅最大，达31.2%。个股方面，曙光股份、亚星客车、长安汽车等涨幅靠前；中国动力、旭升股份、常熟汽饰等跌幅较大。

▶ 本周专题：零部件行业资本开支收缩 利于业绩修复

对比发现汽车零部件资本支出增速滞后乘用车销量增速大约一个季度，目前行业正在缓慢回暖，但仍下行，我们认为零部件厂商资本开支短期仍将继续收缩，有利于其业绩修复。福耀玻璃、华域汽车、拓普集团、中鼎股份等零部件资本开支增速均在2019Q2探底，2019Q3有所回升。

▶ 风险提示

汽车销量不及预期；中美贸易摩擦持续升级；原材料成本上升等。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
000625.SZ	长安汽车	9.19	买入	1.49	0.14	0.07	0.74	6.17	65.64	131.29	12.42
601633.SH	长城汽车	8.90	买入	0.55	0.57	0.47	0.64	16.16	15.60	18.94	13.91
2238.HK	广汽集团	9.41	买入	1.17	1.18	0.92	1.13	8.04	7.97	10.23	8.33
600104.SH	上汽集团	23.70	增持	2.95	3.08	2.67	3.08	8.03	7.69	8.88	7.69
0175.HK	吉利汽车	15.40	买入	1.32	1.55	1.25	1.51	11.67	9.94	12.32	10.20
600741.SH	华域汽车	24.77	买入	2.08	2.55	2.29	2.42	11.91	9.71	10.82	10.24

资料来源：wind，华西证券研究所（注：广汽集团、吉利汽车对应的单位是港元）

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

正文目录

1. 本周观点：乘用车底部向上 优选弹性与周期	4
1.1. 乘用车：长期有空间 短期看反弹 优选弹性与周期	4
1.2. 零部件：重塑秩序 优选周期共振和核心成长	4
1.3. 新能源汽车：质变撬动需求 优选爆款车产业链+增量龙头	4
1.4. 重卡：需求与政策共振 优选龙头	5
2. 本周行情：整体强于市场 货车领涨子板块	6
3. 本周专题：零部件行业资本开支收缩 修复业绩	8
4. 本周数据：11月销量降幅持续收窄 库存相对合理	10
4.1. 乘用车：11月产量同比回正 销量同比降幅收窄	10
4.2. 商用车：11月产量增幅扩大 销量增速企稳	13
4.3. 新能源汽车：11月产销同比显著下降 环比有所改善	15
4.4. 交强险：11月同比降幅收窄 自主龙头和日系表现亮眼	16
4.5. 库存：11月库存深度同比下降 自主品牌仍承压	18
5. 本周上市车型	20
6. 本周重要公告	21
7. 重点公司盈利预测	22
8. 风险提示	23

图表目录

表 1 本周（2019.12.09-12.15）A股重点关注公司涨跌幅前十	7
表 2 分省份交强险注册数同比增速（%）	16
表 3 分品牌交强险注册数同比增速（%）	18
表 4 本周（2019.12.09-12.15）上市车型	20
表 5 本周（2019.12.09-12.15）重要公告	21
表 6 重点公司盈利预测	22
图 1 本周（2019.12.09-12.15）A股申万一级子行业涨跌幅	6
图 2 汽车行业子板块本周涨跌幅（单位：%）	6
图 3 汽车行业子板块年初至今涨跌幅（单位：%）	6
图 4 本周（2019.12.09-12.15）港股汽车相关重点公司涨跌幅（单位：%）	7
图 5 汽车零部件资本支出增速和乘用车销量增速对比（%）	8
图 6 福耀玻璃资本开支增速（%）	8
图 7 华域汽车资本开支增速（%）	8
图 8 拓普集团资本开支增速（%）	9
图 9 中鼎股份资本开支增速（%）	9
图 10 爱柯迪资本开支增速（%）	9
图 11 玲珑轮胎资本开支增速（%）	9
图 12 汽车月度产量（万辆）	10
图 13 汽车月度产量同比增速（%）	10
图 14 汽车月度销量（万辆）	10
图 15 汽车月度销量同比增速（%）	10
图 16 乘用车月度产量（万辆）	11
图 17 乘用车月度产量同比增速（%）	11
图 18 乘用车月度销量（万辆）	11
图 19 乘用车月度销量同比增速（%）	11

图 20	轿车月度销量 (万辆)	12
图 21	轿车月度销量同比增速 (%)	12
图 22	SUV 月度销量 (万辆)	12
图 23	SUV 月度销量同比增速 (%)	12
图 24	MPV 月度销量 (万辆)	12
图 25	MPV 月度销量同比增速 (%)	12
图 26	商用车月度产量 (万辆)	13
图 27	商用车月度产量同比增速 (%)	13
图 28	商用车月度销量 (万辆)	13
图 29	商用车月度销量同比增速 (%)	13
图 30	客车月度销量 (万辆)	14
图 31	客车月度销量同比增速 (%)	14
图 32	货车月度销量 (万辆)	14
图 33	货车月度销量同比增速 (%)	14
图 34	新能源汽车月度产量 (万辆)	15
图 35	新能源汽车月度产量同比增速 (%)	15
图 36	新能源汽车月度销量 (单位: 万辆)	15
图 37	新能源汽车月度销量同比增速 (单位: %)	15
图 38	交强险注册数及同比增速 (万辆; %)	16
图 39	汽车经销商库存系数变化情况	19
图 40	汽车经销商库存系数分品牌情况	19
图 41	11 月份库存深度最高的品牌	19

1. 本周观点：乘用车底部向上 优选弹性与周期

1.1. 乘用车：长期有空间 短期看反弹 优选弹性与周期

短期：底部特征明显：1) **销量：**月度销量增速下滑幅度收窄，乘联会数据显示11月狭义乘用车批发同比下降4.6%(1-11月累计同比下降10.1%)，零售同比下降4.1%(1-11月累计同比下降7.9%)，交强险注册数11月同比下降2.7%(1-11月累计下降3.7%)；2) **库存：**终端库存深度保持合理水平，9-11月终端库存深度分别为1.50/1.39/1.49个月。

叠加取消限购等汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望开启周期性复苏。目前头部企业已率先实现回暖，其中吉利汽车11月销量14.3万辆，同比增长1.1%，环比增长10.0%；长安汽车销量17.6万辆，同比增长12.6%，环比增长7.5%；广汽集团销量19.5万辆，同比减少4.3%，环比增长13.2%；上汽集团销量58.2万辆，同比减少9.6%，环比增长6.9%；长城汽车销量11.5万辆，同比减少13.1%，环比增长0.1%。

终端需求逐渐回暖带动乘用车企业销量回升，销量增速叠加估值修复将带来行业β机会，从两个维度优选个股，根据车企销量修复弹性与时间顺序，以及车企竞争能力和竞争意愿，建议重点关注【长安汽车、长城汽车、吉利汽车H、广汽集团H、上汽集团】。

1.2. 零部件：重塑秩序 优选周期共振和核心成长

中国零部件与整车产业地位完全不匹配(全球份额4%vs33%)，全球供应链重塑。我们将板块投资逻辑分为两条线：

- 1) **整车周期共振。**零部件行业利润滞后整车3-6个月，本轮乘用车行业已于9月开始复苏，预计零部件最佳布局时点约为2020Q1左右。结合车企销量修复弹性与时间顺序、车企新产品周期两个维度，我们看好长安汽车、长城汽车、吉利汽车，目前长城汽车和吉利汽车已领先行业实现回暖，长安汽车环比持续改善，驱动其供应链体系内的自主零部件供应商进行盈利修复，优选周期共振【华域汽车、拓普集团、新泉股份、爱柯迪】。
- 2) **配件核心成长：**零部件成长依靠提升配套量/单车价值量，现阶段能实现双向增长的路径集中于进口替代，自主零部件供应商通过开拓合资或海外客户，开发高端产品，实现量价齐升，优选核心成长【科博达、星宇股份、玲珑轮胎、福耀玻璃*】、相关受益标的有【敏实集团】。(注：福耀玻璃与华西建材组联合覆盖)

1.3. 新能源汽车：质变撬动需求 优选爆款车产业链+增量龙头

补贴加速退坡致销量下滑，双积分接力驱动中期成长。1) **短期：**2019年过渡补贴加速退坡，乘用车取消地补，乘联会数据显示11月新能源汽车批发同比下滑41.7%(1-11月累计同比增长7.7%)，降幅持续扩大，预计销量短期承压，但结构演变持续进行；2) **中期：**双积分政策接力加速退坡的补贴政策，成为中期核心驱动力，根据政策推算2023年新能源乘用车销量将超过360万辆。

质变撬动需求在即，行业将进入黄金时代。我们判断 2020 年新能源汽车行业将全面迈入 3.0 时代，主流车企专用平台车型进入兑现阶段，与此同时，外资车企的加入让板块竞争趋于白热化。需求端来看，B 端的经济性已经显现，C 端满意度提升，共同助力行业成长。

从整车出发：打造新能源专用平台、并基于平台推出系列化车型已经成为国内外主流车企的普遍选择，基于专用平台开发的 BEV 车型在空间、续航、动力性能、车型的投放速度等方面全面超越基于燃油车平台改造的车型。专用平台意味着核心竞争力，中长期有望催生更多爆款，典型代表包括大众 MEB 平台、吉利 PMA 平台，特斯拉下一款车型 Model Y 也将共享爆款车型 Model 3 的平台。重点推荐：**a. 特斯拉产业链：【拓普集团、三花智控*】、相关受益标的【旭升股份】；b. 大众 MEB 产业链：【华域汽车、三花智控*、精锻科技】。**

从零部件出发：建议重点关注新能源汽车中单车配套价值量显著提升的三个子领域：**a. 动力电池，关注龙头【宁德时代*】及宁德时代、LG 化学产业链，b. 热管理系统【三花智控*】，c. 轻量化【爱柯迪】、相关受益标的【旭升股份】。**(*注：宁德时代与华西电新组联合覆盖，三花智控与华西家电组联合覆盖)。

1.4. 重卡：需求与政策共振 优选龙头

11 月重卡销量 9.4 万辆，同比增长 5.3%，1-11 月累计销量为 107.4 万辆，同比增长 0.8%，表现持续超市场预期。我们分析如下：

- 1) **物流需求是主要支撑因素：**7 月以来连续 5 个月正增长，11 月创当月新高。根据中汽协数据，1-10 月牵引车销量同比+16.5%，重卡整车、非完整车辆均同比下滑，物流需求稳健支撑行业销量。
- 2) **严查超载，物流车增量需求释放：**短途支线重载车辆是本轮治理重点，标载车型单车运力下降 30% 以上，增量需求 2020 年集中释放。分车型来看，8x4 自卸车被牵引车分流，超标轻卡被低吨位重型载货车分流。
- 3) **稳经济基建发力，工程车拐点将至：**财政部提前下达 2020 部分专项债限额，国务院发文降低固定资产投资资本金比例，稳经济预期下工程车销量有望拐头向上。

需求与政策共振，我们判断重卡板块仍有后劲，高景气度将延续至 2020 年以后。当前时点来看，龙头企业业绩确定性高，相比于海外商用车企业估值仍有折价。

整车板块推荐【中国重汽】：“大吨小标”事件短期内对自卸车、水泥搅拌车上牌造成负面影响，但长期来看是利好，终端对运力的需求是刚性的，单车运力下降将带动保有量提升，与新国标执行带动物流车保有量提升逻辑一致，而自卸车、水泥搅拌车是中国重汽的优势品种，公司将长期受益；潍柴进入配套体系有助于提升整车产品的性价比。

零部件推荐发动机绝对龙头【潍柴动力】：持续的高研发投入下技术水平不断提升，排放升级将加速落后产能出清，进入重汽配套体系贡献新的增长点，公司市占率有望进一步提升。

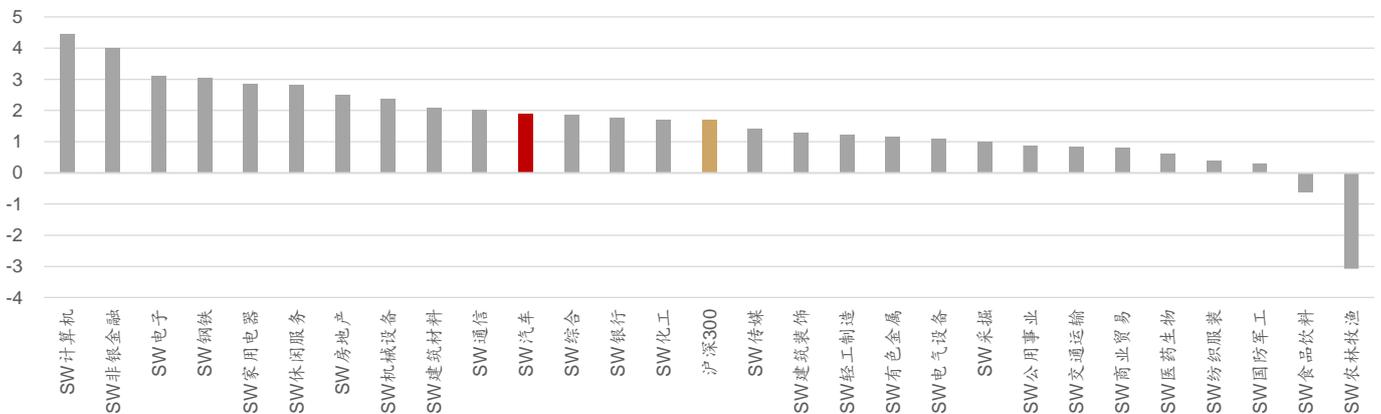
2. 本周行情：整体强于市场 货车领涨子板块

本周汽车板块表现强于市场。本周 A 股汽车板块上涨 1.9%，在申万一级子行业涨跌幅中排名 11 位，表现强于沪深 300 (+1.7%)。细分板块中，客车、其他交通运输设备、乘用车、汽车服务、零部件和货车分别上涨 4.2%、3.1%、2.6%、1.8%、1.3%、0.6%。

货车板块年初至今涨幅最大。货车年初至今的涨幅达 31.2%，位列子板块第一，客车以 22.4% 的涨幅紧随其后。其他交通运输设备、汽车零部件、乘用车板块年初至今分别上涨 12.3%、11.5%、3.4%，汽车服务板块年初至今下跌 2.7%。

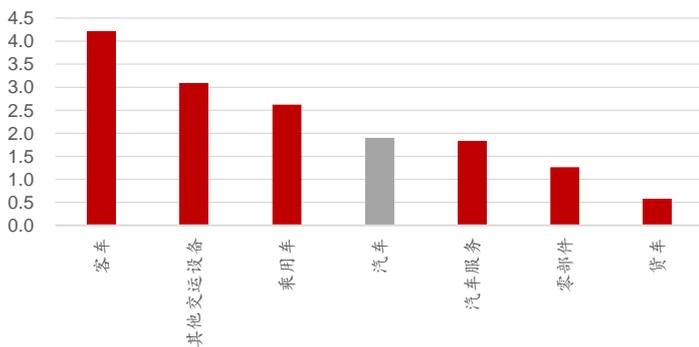
个股方面，曙光股份、亚星客车、黎明股份、长安汽车、云意电气等标的涨幅靠前；中国动力、旭升股份、北特科技、特尔佳、常熟汽饰等跌幅较大。

图 1 本周 (2019.12.09-12.15) A 股申万一级子行业涨跌幅



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 汽车行业子板块本周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 汽车行业子板块年初至今涨跌幅 (单位: %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 1 本周（2019.12.09-12.15）A 股重点关注公司涨跌幅前十

公司简称	涨幅前十	公司简称	跌幅前十
曙光股份	13.41	中国动力	-11.55
亚星客车	11.54	旭升股份	-7.53
黎明股份	11.33	北特科技	-6.85
长安汽车	10.99	特尔佳	-5.21
云意电气	8.48	常熟汽饰	-5.12
东风科技	8.33	众泰汽车	-4.73
爱柯迪	8.22	中原内配	-3.51
北汽蓝谷	7.91	宁波华翔	-3.10
玲珑轮胎	7.78	一汽轿车	-3.06
中通客车	7.51	岱美股份	-2.98

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 本周（2019.12.09-12.15）港股汽车相关重点公司涨跌幅（单位：%）

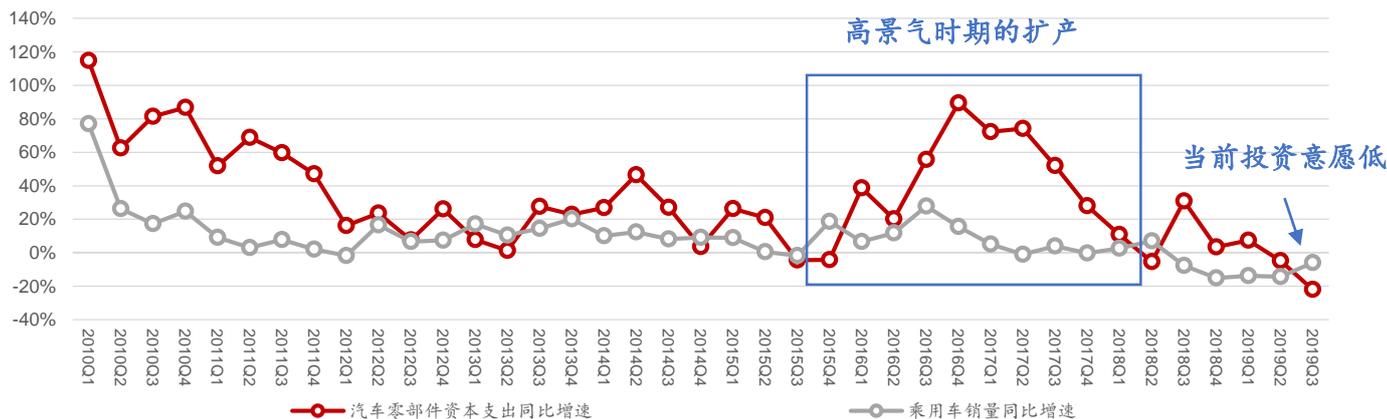


资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 本周专题: 零部件行业资本开支收缩 修复业绩

零部件行业资本开支短期仍将收缩，利于业绩修复。对比发现，汽车零部件资本支出增速滞后乘用车销量大约一个季度，在零部件和整车厂稳定配套的情况下，乘用车销量上升，零部件订单增多，产量提升，零部件便需要增加资本开支来扩建产能。我们认为虽然目前行业正在缓慢回暖，但仍处于下行通道，零部件厂商的投资意愿低，资本开支短期仍将继续收缩，进而有利于零部件厂商的业绩修复。

图5 汽车零部件资本支出增速和乘用车销量增速对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

布局产能，低谷承压，行业回暖时盈利弹性更大。2017/2018H1 行业处于景气度高点，一些零部件企业进行产能扩建，而 2018H2/2019 后行业景气度转为低迷，折旧摊销压力较大导致企业经营压力显著提升。但长远来看，尽管在 2017/2018 年资本开支相对较多，拖累业绩，但产能布局的完成意味着折旧摊销短期有望保持相对平稳的水平，在行业回暖时盈利弹性将更大。福耀玻璃、华域汽车、拓普集团、中鼎股份等资本开支增速均在 2019Q2 探底，2019Q3 有所回升。

图6 福耀玻璃资本开支增速 (%)

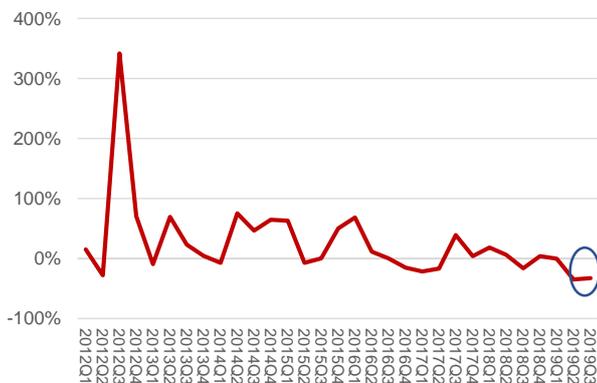
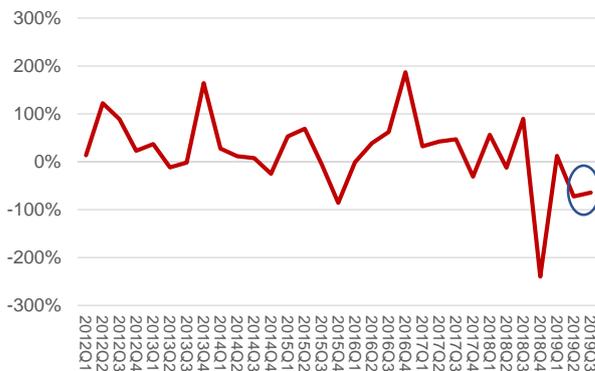


图7 华域汽车资本支出增速 (%)



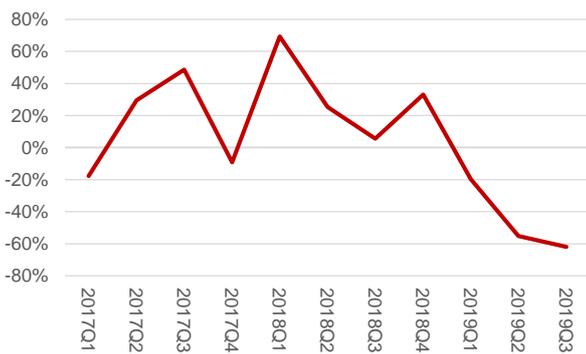
资料来源：wind，华西证券研究所

图 8 拓普集团资本开支增速 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

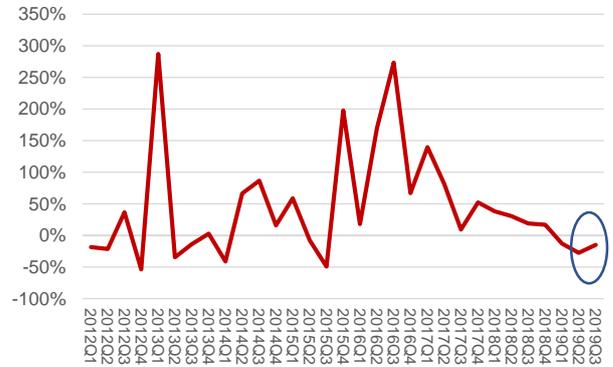
图 10 爱柯迪资本开支增速 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

图 9 中鼎股份资本支出增速 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 11 玲珑轮胎资本支出增速 (%)



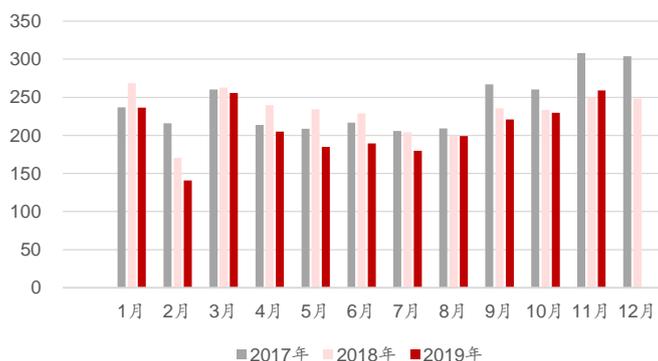
资料来源：wind，华西证券研究所

4. 本周数据：11月销量降幅持续收窄 库存相对合理

4.1. 乘用车：11月产量同比回正 销量同比降幅收窄

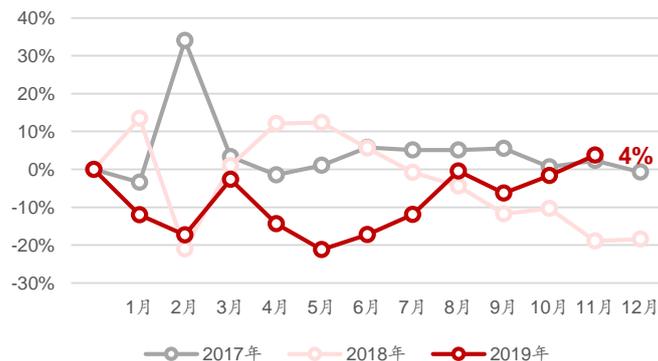
汽车 11 月产销分别完成 259.3 万辆和 245.7 万辆，同比分别增长 3.8% 和下降 3.6%，环比分别增长 13.0% 和 7.6%。1-11 月累计产销分别为 2301.6 万辆和 2309.7 万辆，同比分别下降 9.0% 和 9.0%。

图 12 汽车月度产量（万辆）



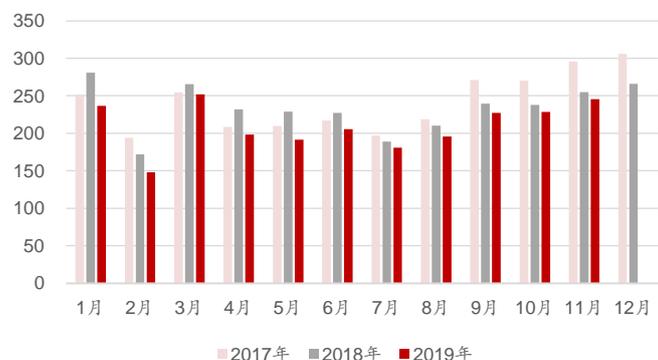
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 13 汽车月度产量同比增速（%）



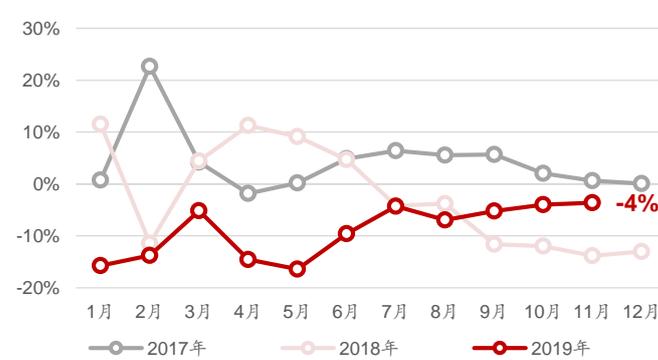
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 14 汽车月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 15 汽车月度销量同比增速（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

乘用车 11 月产销分别完成 216.3 万辆和 205.7 万辆，同比分别增长 1.9% 和下降 5.4%，环比分别增长 11.6% 和 6.7%。1-11 月累计产销分别完成 1,915.6 万辆和 1,922.0 万辆，同比分别下降 10.6% 和 10.3%。其中：

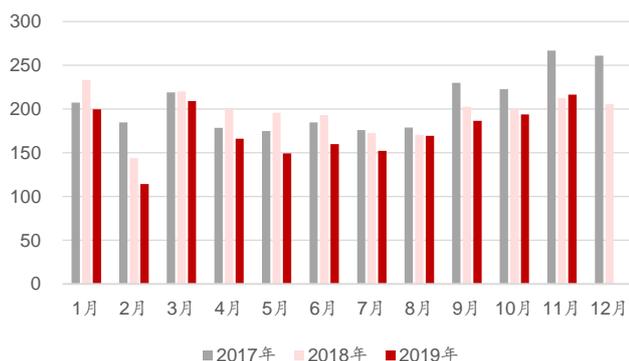
1) 轿车：11 月产销分别完成 98.1 万辆和 96.3 万辆，同比增速分别为 -6.8% 和 -10.5%；

2) SUV: 11月产销分别完成 100.0 万辆和 93.5 万辆, 同比增速分别为+11.5%和+2.9%;

3) MPV: 11月产销分别完成 14.6 万辆和 12.3 万辆, 同比增速分别为+0.8%和-18.0%;

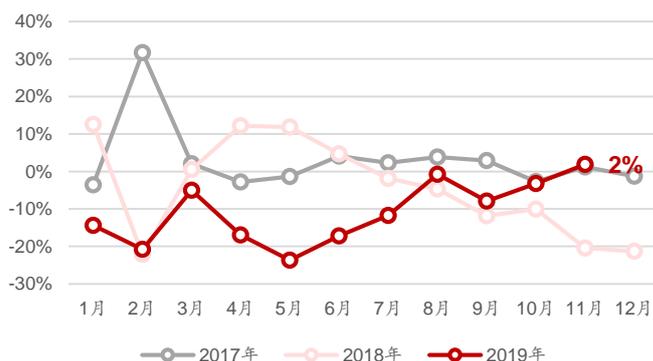
4) 交叉型乘用车: 11月产销分别完成 3.7 万辆和 3.5 万辆, 同比增速分别为+27.0%和-8.7%。

图 16 乘用车月度产量 (万辆)



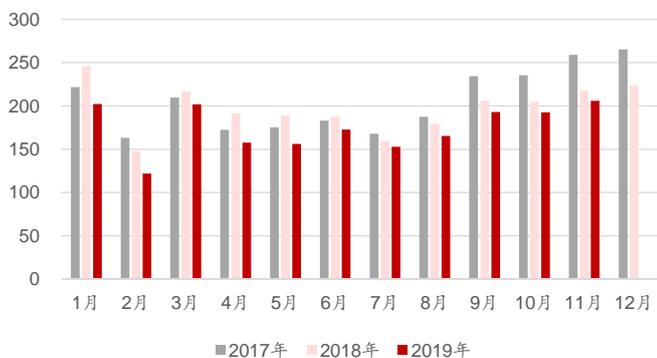
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 17 乘用车月度产量同比增速 (%)



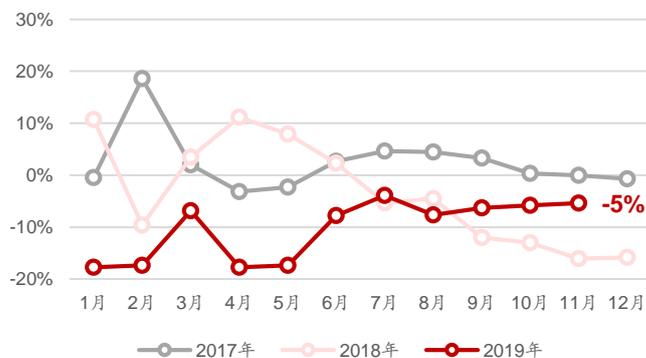
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 18 乘用车月度销量 (万辆)



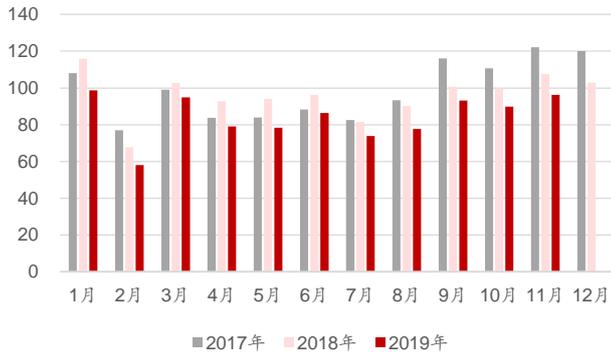
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 19 乘用车月度销量同比增速 (%)



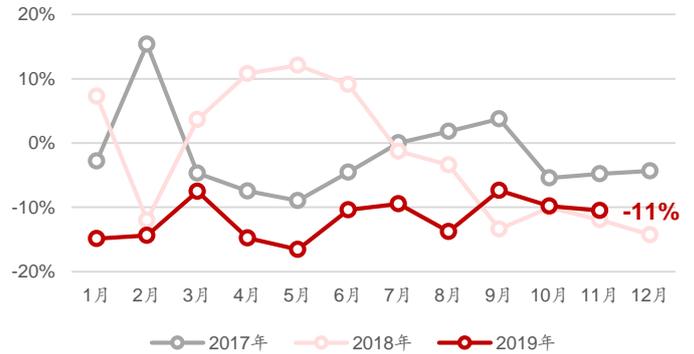
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 20 轿车月度销量 (万辆)



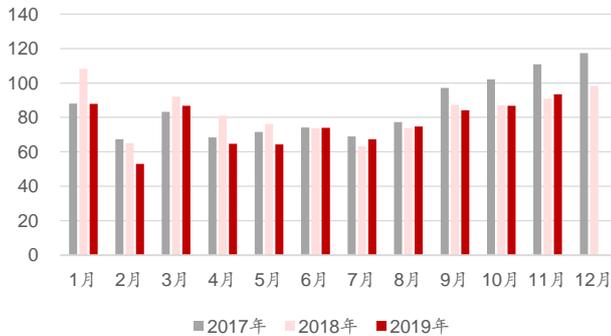
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 21 轿车月度销量同比增速 (%)



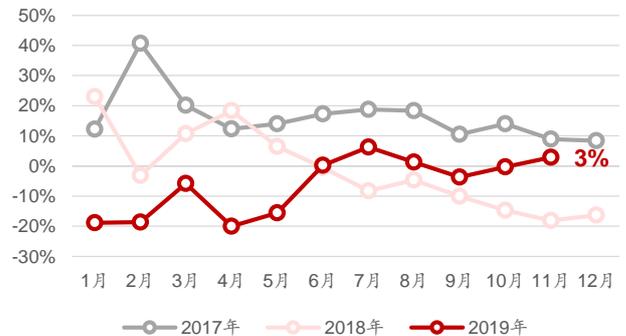
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 22 SUV 月度销量 (万辆)



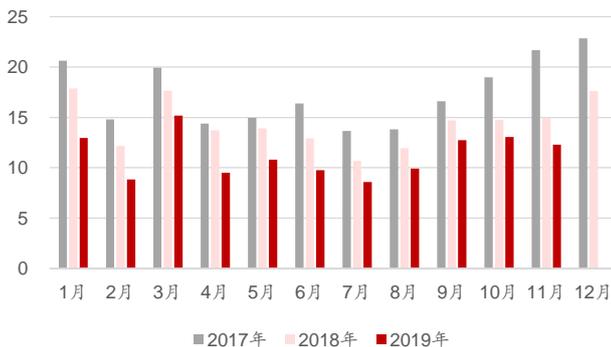
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 23 SUV 月度销量同比增速 (%)



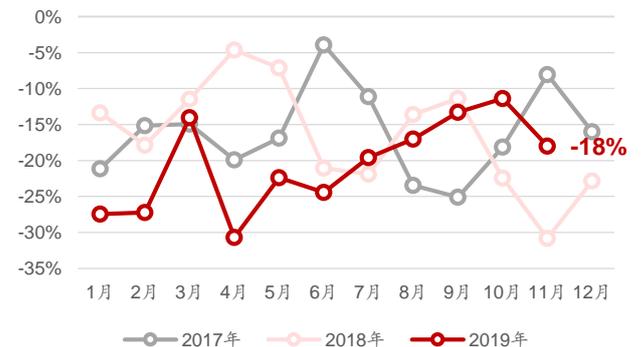
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 24 MPV 月度销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

图 25 MPV 月度销量同比增速 (%)



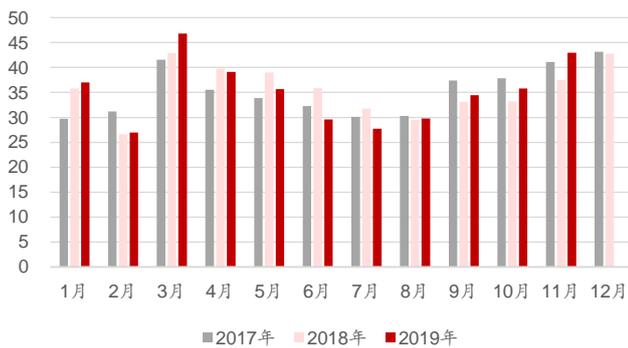
资料来源: 中汽协, 华西证券研究所

4.2. 商用车：11月产量增幅扩大 销量增速企稳

商用车11月产销分别完成43.0万辆和40.0万辆，同比分别增长14.5%和6.9%，环比分别增长20.2%和12.2%；1-11月累计产销分别完成386.0万辆和387.7万辆，同比分别上升0.2%和下降1.6%。其中：

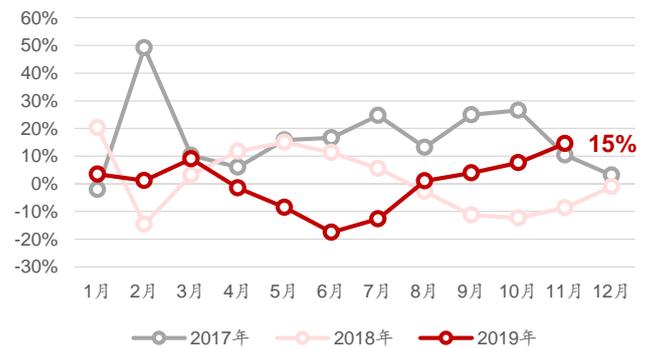
- 1) 客车：11月产销分别为5.0万辆和4.9万辆，同比增速分别为-4.0%和+2.0%；
- 2) 货车：11月产销分别为38.1万辆和35.2万辆，同比增速分别为+17.8%和+7.9%。

图 26 商用车月度产量（万辆）



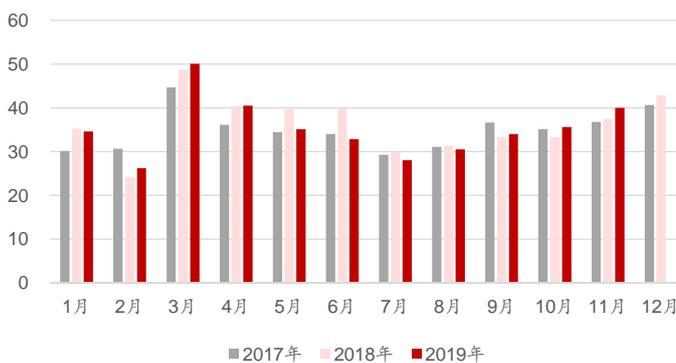
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 27 商用车月度产量同比增速（%）



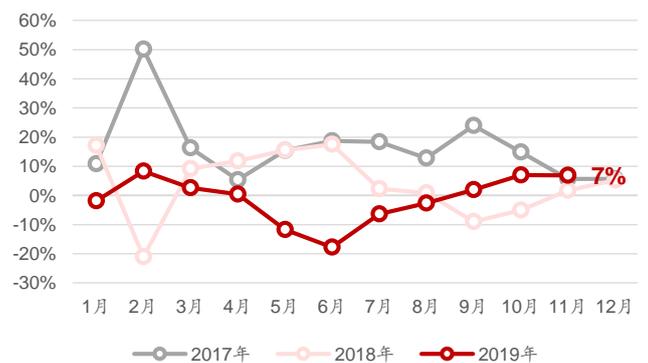
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 28 商用车月度销量（万辆）



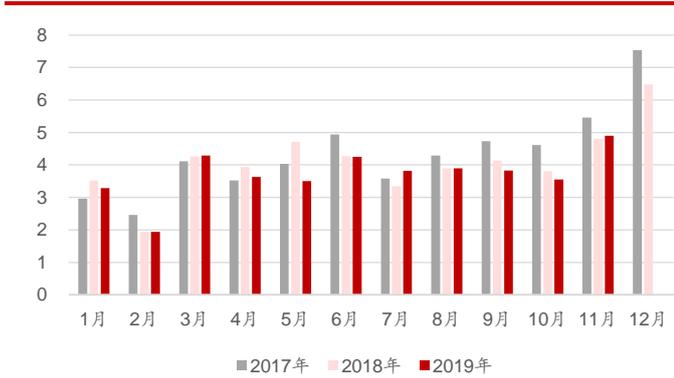
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 29 商用车月度销量同比增速（%）



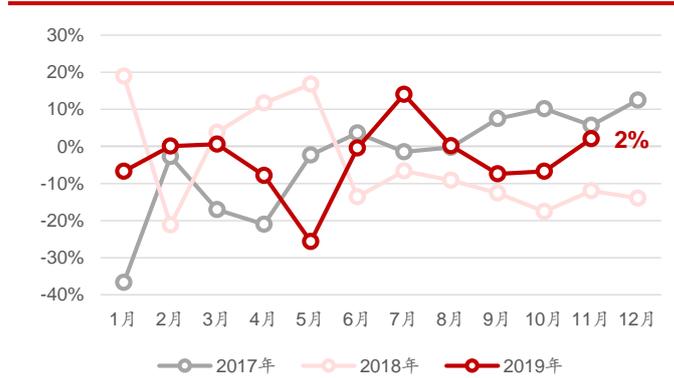
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 30 客车月度销量（万辆）



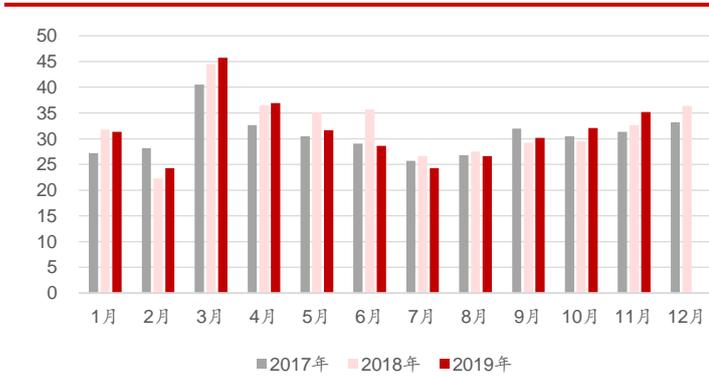
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 31 客车月度销量同比增速（%）



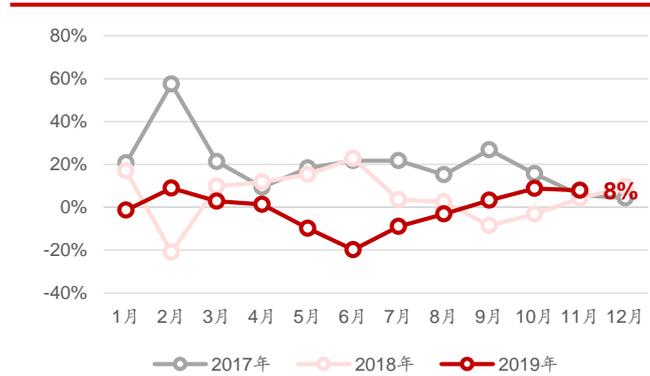
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 32 货车月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 33 货车月度销量同比增速（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

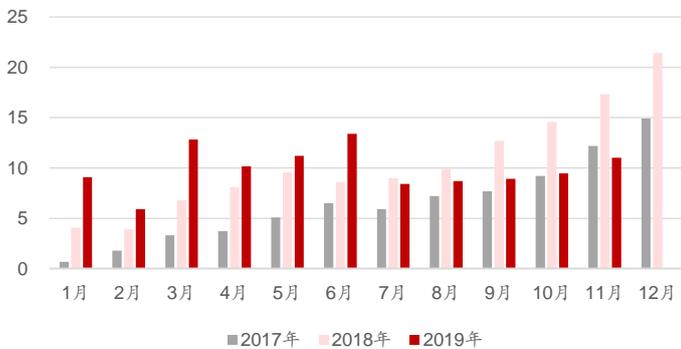
4.3. 新能源汽车：11月产销同比显著下降 环比有所改善

新能源汽车 11 月产销分别完成 11.0 万辆和 9.5 万辆，同比分别下降 36.6%和 43.9%，环比分别增长 16.3%和 26.6%；1-11 月累计产销分别完成 109.1 万辆和 104.2 万辆，同比分别增长 4.3%和 1.9%。其中：

1) 新能源乘用车：11 月产销分别完成 8.8 万辆和 7.6 万辆，同比增速分别为-37.9%和-45.6%。分类型看，纯电动乘用车产销分别完成 7.5 万辆和 6.3 万辆，同比增速分别为-27.9%和-42.1%；插电式混合动力乘用车产销分别完成 1.3 万辆和 1.4 万辆，同比增速分别为-65.5%和-54.5%。

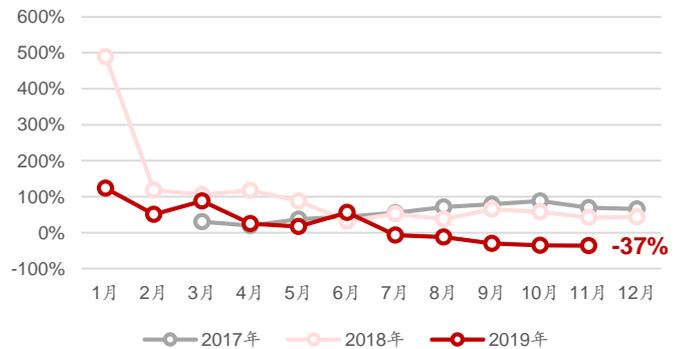
2) 新能源商用车：11 月产销分别完成 2.1 万辆和 1.9 万辆，同比增速分别为-33.7%和-36.1%。其中 11 月纯电动商用车产销分别完成 2.1 万辆和 1.8 万辆，同比增速分别为-32.8%和-38.5%。

图 34 新能源汽车月度产量 (万辆)



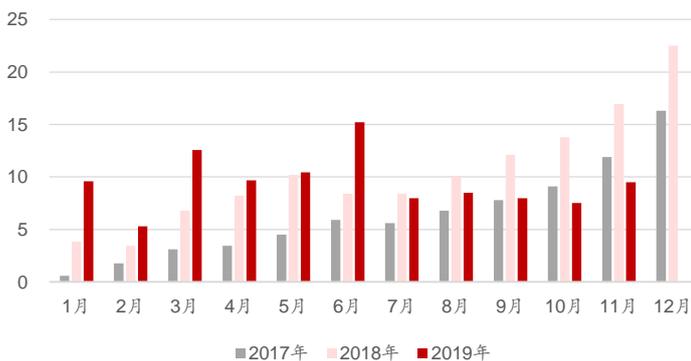
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 35 新能源汽车月度产量同比增速 (%)



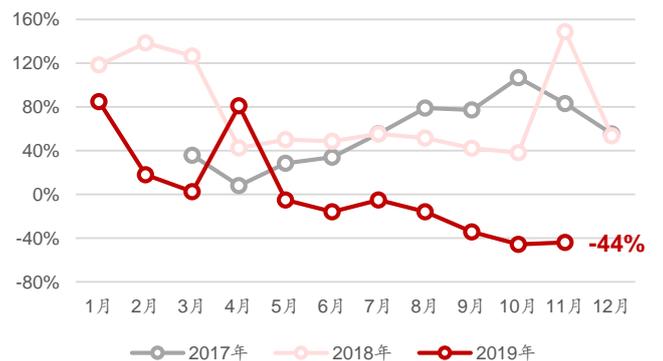
资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 36 新能源汽车月度销量 (单位：万辆)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 37 新能源汽车月度销量同比增速 (单位：%)

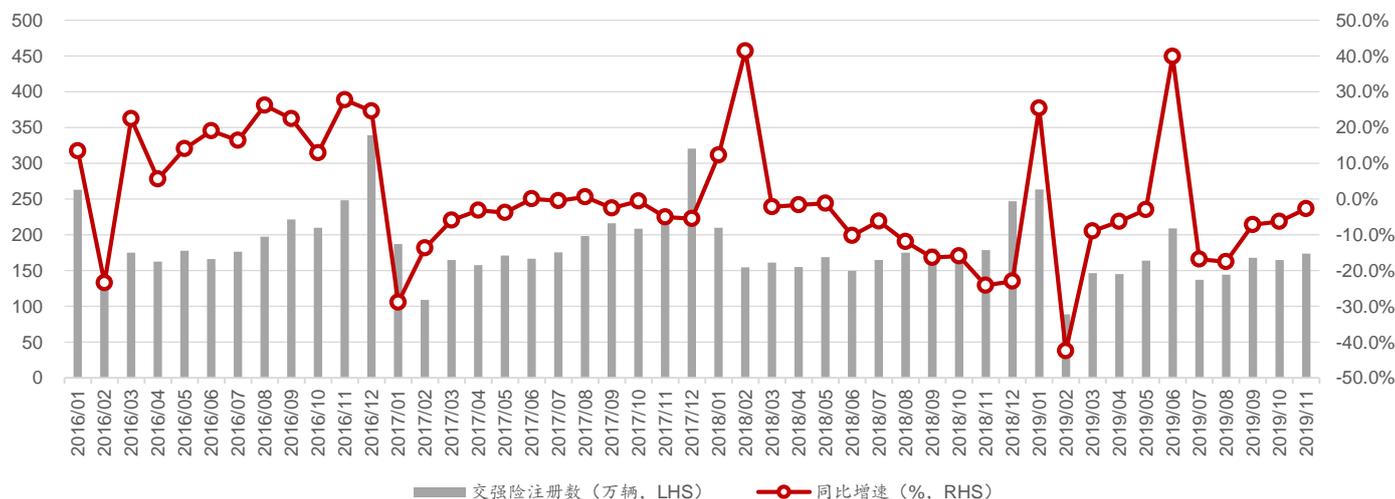


资料来源：中汽协，华西证券研究所

4.4. 交强险：11月同比降幅收窄 自主龙头和日系表现亮眼

11月交强险注册数同比降幅收窄。11月交强险注册数为174.0万辆，同比下降2.7%，环比上升5.7%；1-11月交强险累计注册数为1,085.9万辆，同比下降3.7%。

图 38 交强险注册数及同比增速（万辆；%）



资料来源：银保监会，华西证券研究所

分地区：11月国六地区交强险注册数降幅缩窄，国五地区增速转正。

- 11月国六和国五地区交强险注册数同比分别下降4.5%和上升1.4%；1-11月国六和国五地区交强险累计注册数则分别同比下降3.0%和5.2%。
- 其中国六地区北京、浙江、江苏、四川、陕西11月交强险注册数同比增速分别为23.3%、4.0%、-0.8%、-2.5%、-2.4%，北京较10月增速有所上涨，浙江增速转正，其余三个省份较10月降幅明显收窄，环比有所改善，反应透支效应逐渐淡化，刚需逐渐占据主导。

表 2 分省份交强险注册数同比增速（%）

	1-11M 2019	2018	2019/11	2019/10	2019/09	2019/08	2019/07	2019/06	2019/05	2019/04
海南	-15.3%	-23.6%	-12.3%	-18.9%	1.2%	19.1%	143.6%	180.9%	-43.8%	-50.5%
河北	-10.8%	-14.2%	-13.4%	-15.2%	-17.9%	-27.9%	-35.4%	50.2%	-7.1%	-8.9%
重庆	-7.4%	-1.5%	-7.5%	-6.9%	-15.2%	-26.1%	-24.7%	38.2%	-6.4%	-14.4%
山西	-5.2%	-12.4%	-6.6%	-9.7%	-9.3%	-19.8%	-30.7%	51.5%	-0.8%	-9.7%
河南	-5.2%	-9.2%	-7.9%	-9.5%	-9.1%	-20.4%	-25.2%	44.9%	0.4%	-11.9%
浙江	-2.0%	-3.3%	4.0%	-0.2%	-3.8%	-19.3%	-22.0%	46.9%	-3.3%	-5.8%
四川	-2.9%	-6.2%	-2.5%	-3.7%	-10.6%	-19.3%	-17.0%	55.8%	0.4%	-7.3%
江苏	-2.5%	-10.9%	-0.8%	-3.4%	-10.3%	-21.9%	-17.8%	55.0%	3.6%	-7.8%
天津	-2.8%	5.6%	-14.4%	-1.6%	-4.2%	-15.1%	-0.2%	48.0%	-20.7%	3.6%

广东	-1.9%	2.1%	-3.1%	-5.9%	-0.3%	-15.3%	-14.0%	26.4%	4.2%	2.1%
安徽	-2.9%	-10.6%	-13.6%	-10.5%	-14.3%	-15.9%	-21.0%	61.7%	8.7%	-4.8%
上海	-2.5%	-1.2%	-9.4%	-11.7%	-8.3%	-26.2%	-14.4%	49.5%	4.0%	-11.7%
山东	-0.9%	-11.2%	-8.3%	-9.8%	-7.5%	-19.9%	-22.0%	59.0%	4.7%	1.7%
陕西	0.6%	-2.2%	-2.4%	-7.2%	-10.3%	-24.3%	-26.2%	65.3%	3.7%	-7.1%
北京	15.9%	-14.4%	23.3%	18.0%	24.4%	5.6%	6.4%	57.0%	8.2%	2.9%
国六地区合计	-3.0%	-7.1%	-4.5%	-6.6%	-7.3%	-19.5%	-20.1%	48.6%	0.5%	-5.8%
青海	-11.3%	-16.5%	0.8%	-14.7%	-13.3%	-15.8%	-17.4%	6.9%	-7.4%	-20.9%
贵州	-10.7%	-7.6%	-4.5%	-8.7%	-15.1%	-21.3%	-15.3%	6.8%	-12.0%	-11.2%
黑龙江	-10.7%	-18.3%	-5.8%	-8.4%	-7.0%	-13.6%	-13.9%	-1.0%	-17.8%	-14.3%
辽宁	-10.5%	-14.6%	-2.6%	-11.1%	-10.7%	-15.3%	-10.5%	3.9%	-16.0%	-12.3%
内蒙古	-9.0%	-22.6%	-0.3%	-11.8%	-13.5%	-16.3%	-15.2%	17.3%	-7.7%	-7.7%
宁夏	-8.5%	-22.3%	-4.7%	-3.2%	-7.1%	-10.1%	-12.8%	10.0%	-10.5%	-13.9%
吉林	-4.5%	-21.9%	11.0%	1.8%	-5.6%	-7.7%	-10.2%	14.3%	-13.5%	-11.8%
江西	-6.6%	-6.4%	-4.9%	-7.1%	-7.7%	-12.1%	-11.0%	11.3%	-14.0%	-11.2%
湖南	-4.4%	-8.0%	4.6%	0.8%	-3.1%	-11.8%	-11.8%	24.7%	-13.4%	-6.7%
广西	-6.0%	-3.5%	2.0%	-16.0%	-8.9%	-11.8%	-3.7%	22.6%	-21.1%	-15.4%
湖北	-2.9%	-9.2%	1.9%	-2.5%	-1.3%	-16.5%	-11.7%	34.5%	-10.5%	-5.4%
云南	-2.5%	-7.3%	2.5%	-5.2%	-9.9%	-13.7%	-5.6%	19.8%	-9.4%	3.5%
福建	-1.9%	-6.2%	0.9%	-5.6%	-4.6%	-13.0%	-7.9%	37.0%	-1.1%	1.6%
甘肃	0.6%	-20.7%	14.6%	6.4%	2.1%	-6.6%	-1.7%	26.1%	-2.9%	-10.6%
西藏	2.6%	5.1%	14.3%	-2.1%	-9.0%	-4.3%	-6.8%	19.8%	1.0%	6.6%
新疆	5.7%	-5.6%	10.1%	6.7%	-3.1%	1.0%	6.9%	28.3%	12.7%	5.5%
国五地区合计	-5.2%	-10.7%	1.4%	-5.4%	-6.9%	-13.1%	-9.4%	19.5%	-10.7%	-7.4%
合计	-3.7%	-8.2%	-2.7%	-6.2%	-7.2%	-17.5%	-16.8%	39.9%	-3.0%	-6.3%

资料来源：银保监会，华西证券研究所

分品牌：自主表现分化，德系强势依旧，日系增幅扩大，美韩颓势依旧。

1) 自主：长安汽车和长城汽车 11 月交强险注册数开始转增，增速分别为+8.1%和+8.1%；吉利汽车增幅有所扩大，11 月增速为+7.5%；上汽乘用车同比增速回落，由 10 月的+8.0%下降至 11 月的-1.1%；广汽乘用车降幅扩大，为-36.4%。

2) 德系：北京奔驰增势依旧强势，11 月交强险注册数同比增速达 33.0%；华晨宝马、一汽大众和上汽大众增速均有上升，分别为+10.1%、+19.4%和+2.7%。

3) 日系：东风本田增幅有所下降，11 月同比增速+11.4%；广汽本田降幅扩大，同比-11.2%；一汽丰田同比转正，11 月交强险注册数同比+12.8%；广汽三菱、广汽丰田和东风日产同比均呈上升趋势，11 月同比分别为+13.9%、+18.8%和+5.0%。

4) 美系：上汽通用降幅波动不大，11 月交强险注册数同比增速为-22.5%，长安福特降幅有所改善，同比增速为-40.6%；

5) 韩系：北京现代降幅波动不大，11 月交强险注册数同比增速为-17.6%，东风悦达起亚降幅有所扩大，同比增速为-39.1%。

表 3 分品牌交强险注册数同比增速 (%)

	2019/11	2019/10	2019/09	2019/08	2019/07	2019/06	2019/05	2019/04	2019/03	2019/02
自主										
长安汽车	8.1%	-5.6%	-5.4%	-18.2%	-22.0%	58.3%	-8.4%	-15.5%	-9.8%	-49.1%
上汽乘用车	-1.1%	8.0%	-8.0%	-24.6%	-21.7%	99.0%	18.5%	-10.7%	-8.1%	-40.2%
吉利汽车	7.5%	5.6%	-8.1%	-21.5%	-25.1%	35.9%	-6.8%	-18.3%	-17.3%	-43.5%
长城汽车	8.1%	-11.6%	-16.1%	-11.7%	-9.8%	67.1%	-2.4%	13.7%	24.2%	-40.0%
广汽乘用车	-36.4%	-28.7%	-24.8%	-28.6%	-33.1%	35.8%	-14.8%	-12.6%	-15.2%	-48.0%
江淮汽车	-54.7%	-61.1%	-62.4%	-53.1%	-59.1%	124.8%	-0.6%	-7.6%	-29.9%	-46.9%
众泰汽车	-85.2%	-88.1%	-74.3%	-79.1%	-75.1%	-57.7%	-78.0%	-73.2%	-75.2%	-87.1%
德系										
北京奔驰	33.0%	33.6%	20.7%	20.2%	19.6%	17.2%	8.8%	20.4%	29.7%	-19.0%
华晨宝马	10.1%	7.9%	12.3%	-11.5%	-4.8%	38.1%	31.9%	40.0%	47.2%	-6.7%
一汽大众	19.4%	14.7%	10.8%	-6.8%	-6.4%	30.3%	2.6%	-4.7%	-7.4%	-28.4%
上汽大众	2.7%	0.3%	-4.0%	-15.3%	-15.1%	55.0%	6.4%	-1.6%	-12.4%	-37.0%
日系										
东风本田	11.4%	20.5%	22.2%	2.7%	3.5%	77.2%	37.2%	33.1%	37.5%	-17.9%
广汽本田	-11.2%	-7.9%	9.3%	-8.0%	-11.9%	48.9%	54.1%	57.2%	12.5%	-18.5%
广汽三菱	13.9%	0.5%	7.6%	-47.1%	-9.1%	3.9%	5.9%	64.4%	-5.2%	-9.5%
广汽丰田	18.8%	2.8%	7.0%	6.0%	19.0%	26.2%	14.1%	25.6%	34.3%	-6.0%
东风日产	5.0%	2.4%	-1.0%	-5.1%	-3.3%	33.3%	1.1%	-4.2%	-4.6%	-36.1%
一汽丰田	12.8%	-1.0%	-4.3%	-16.3%	13.4%	63.8%	24.7%	23.7%	-3.3%	-23.5%
美系										
上汽通用	-21.5%	-20.5%	-20.0%	-29.7%	-30.7%	35.8%	1.5%	1.5%	-25.4%	-48.7%
长安福特	-40.6%	-44.2%	-51.0%	-57.3%	-64.0%	-26.9%	-48.6%	-48.6%	-60.2%	-71.3%
韩系										
北京现代	-17.6%	-17.9%	-10.4%	-20.2%	-21.0%	45.9%	-3.1%	-0.3%	-3.4%	-50.5%
东风悦达起亚	-39.1%	-31.5%	-32.3%	-28.1%	-26.9%	47.8%	-15.2%	-6.9%	-2.9%	-36.8%

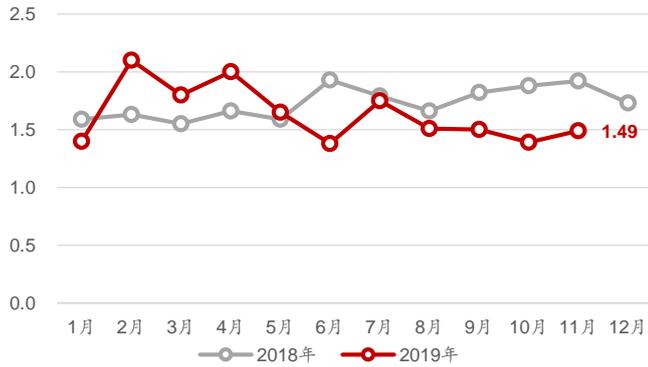
资料来源：银保监会，华西证券研究所

4.5. 库存：11月库存深度同比下降 自主品牌仍承压

11月库存保持合理水平。根据中国汽车流通协会发布的数据，11月汽车经销商综合库存系数为1.49，同比下降22.0%，环比下降7.2%，非常接近库存警戒线1.5。

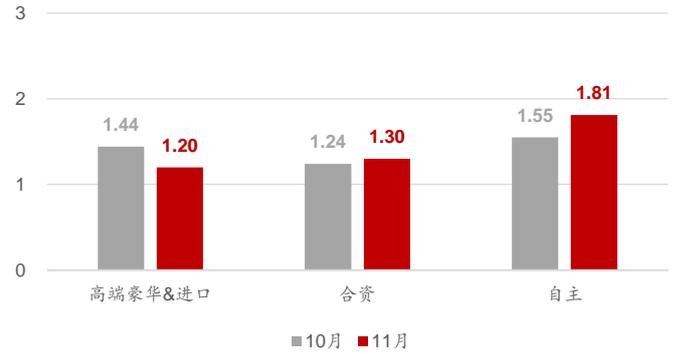
11月豪华&进口车和合资品牌库存相对合理，自主品牌仍承压。11月高端豪华&进口、合资品牌库存系数均位于至合理深度，高端豪华&进口车库存系数分别为1.20，环比下降16.7%，合资品牌库存系数为1.30，环比上升4.8%；11月自主品牌库存系数1.81，环比上升16.8%，显著高于警戒线水平。

图 39 汽车经销商库存系数变化情况



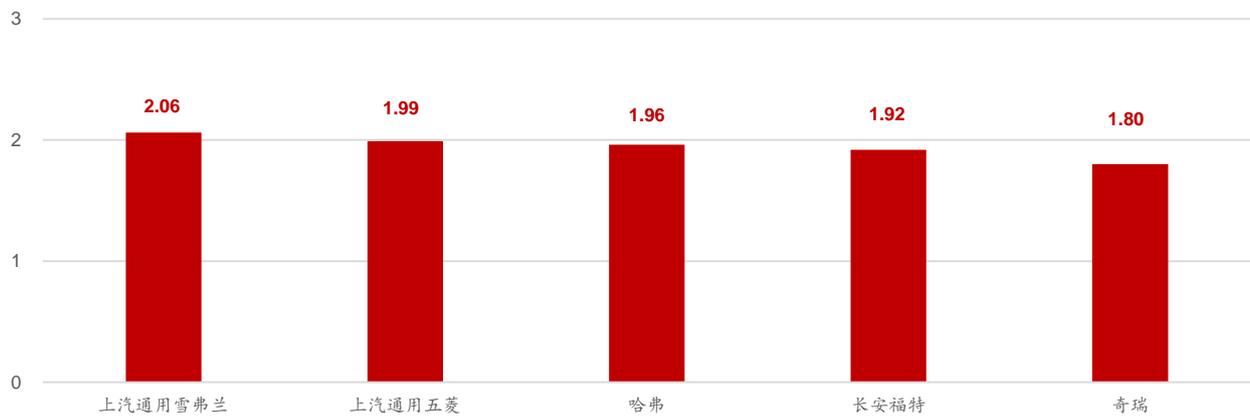
资料来源：中国汽车流通业协会，华西证券研究所

图 40 汽车经销商库存系数分品牌情况



资料来源：中国汽车流通业协会，华西证券研究所

图 41 11 月份库存深度最高的品牌



资料来源：中国汽车流通协会，华西证券研究所

5. 本周上市车型

表 4 本周 (2019. 12. 09-12. 15) 上市车型

厂商	车型	全新/改款	能源类型	级别	价格区间	上市时间
东风风行	景逸 S50	改款	燃油	紧凑型车	4.89-15.18 万	12 月 9 日
江西五十铃	mu-X 牧游侠	改款	燃油	中型 SUV	17.88-28.48 万	12 月 9 日
奇瑞汽车	捷途 X70	改款	燃油	中型 SUV	6.49-12.29 万	12 月 9 日
上汽大众	途岳	改款	燃油	紧凑型 SUV	16.58-22.38 万	12 月 9 日
福田汽车	拓陆者驭途	新车	燃油	皮卡	10.48-19.58 万	12 月 9 日
江西五十铃	D-MAX	改款	燃油	皮卡	14.48-21.98 万	12 月 10 日
上汽通用五菱	宝骏 310W	改款	燃油	紧凑型车	4.28-7.28 万	12 月 10 日
长安新能源	长安新能源 E-Pro	新车	纯电动	小型 SUV	10.69-12.69 万	12 月 10 日
宝马(进口)	宝马 X4	改款	燃油	中型 SUV	45.58-58.59 万	12 月 11 日
广汽乘用车	传祺 GS3	改款	燃油	小型 SUV	7.38-11.38 万	12 月 11 日
沃尔沃亚太	沃尔沃 S60	垂直换代	燃油	中型车	24.98-37.99 万	12 月 12 日
沃尔沃亚太	沃尔沃 S60 新能源	垂直换代	插电混动	中型车	39.99-46.19 万	12 月 12 日
雷丁	雷丁 i9	新车	纯电动	小型 SUV	11.58 万	12 月 12 日
上汽大众	朗逸	改款	燃油	紧凑型车	9.99-15.89 万	12 月 13 日
上汽大众	帕萨特新能源	改款	插电混动	中型车	24.39-25.39 万	12 月 13 日

资料来源：汽车之家，华西证券研究所

6. 本周重要公告

表 5 本周 (2019.12.09-12.15) 重要公告

公司简称	公告类型	公告摘要
长城汽车	产销快报	公司 11 月合计销量 11.5 万辆, 同比-13.1%; 其中, 哈弗销量 8.3 万辆, 同比-21.6%; WEY 销量 1.0 万辆, 同比-8.2%。SUV 合计销量 9.4 万辆, 同比-20.3%。公司 1-11 月累计总销量 96.3 万辆, 同比+4.9%。
长安汽车	产销快报	11 月份公司汽车销量为 17.6 万辆, 同比+12.6%。其中重庆长安销量 2.6 万辆, 同比+2.8%; 长安福特销量 2.4 万辆, 同比-23.1%; 重庆马自达销量 1.3 万辆, 同比+12.6%。公司 1-11 月累计销量 156.6 万辆, 同比-18.7%。
小康股份	产销快报	公司 11 月汽车总销量 3.6 万辆, 同比+30.1%; 其中 SUV 销量 1.8 万辆, 同比+11.9%; 其他车型销量 1.9 万辆, 同比+53.8%。公司 1-11 月累计销量 28.1 万辆, 同比-8.2%。
一汽轿车	资产转让	公司将持有的位于长春市经开区的资产经过公开挂牌, 最终以 8120 万元转让给长春智晟冲压件模具有限公司, 交易预计增加公司 2019 年利润 0.57 亿元。另公司将拟处置的房产, 以 7504.81 万元转让给一汽资产。该资产于 2004 年建造, 主要用于公司大学生公寓, 交易预计将增加公司 2019 年利润 4800 万元。
众泰汽车	诉讼事项	公司子公司杰能动力陆续拖欠原告深圳市比克动力电池有限公司贷款, 原告上诉后, 今日被告杰能动力被判令向原告支付贷款 5.4 亿元, 并支付逾期付款违约金 0.7 亿元, 共计约 6.2 亿元, 公司对上述债务承担连带清偿责任。
广汽集团	股权激励	公司第二期股票期权激励计划首次授予期权第 1 个行权期行权条件已满足, 本次股票期权激励计划可行权数量为 1.69 亿份, 行权人数 2092 人, 行权价格 19.55 元/股, 行权股票来源为公司向激励对象定向增发的 A 股普通股。
科博达	委托理财	1) 募集资金委托理财: 公司及全资子公司使用总额不超过人民币 6.3 亿元的暂时闲置募集资金进行现金管理; 2) 自有资金委托理财: 公司 (含下属子公司) 使用累计不超过人民币 8.2 亿元闲置自有资金进行委托理财。
福田汽车	子公司增资	北京汽车集团财务有限公司由北汽集团 (持股比例 56%)、北京汽车投资有限公司 (持股比例 20%)、公司 (持股比例 14%)、北京海纳川汽车部件股份有限公司 (持股比例 10%) 共同出资设立的非银行金融机构。经各家股东协商同意, 将对其等比例增资 25 亿元, 其中公司出资 3.5 亿元。

资料来源: wind, 华西证券研究所

7. 重点公司盈利预测

表 6 重点公司盈利预测

细分行业	证券代码	证券名称	收盘价	EPS				PE				PB			
			2019/12/15	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
整车	600104.SH	上汽集团	23.70	2.95	3.08	2.67	3.08	8.03	7.69	8.88	7.69	1.23	1.18	1.08	0.94
	0175.HK	吉利汽车	15.40	1.32	1.55	1.25	1.51	11.67	9.94	12.32	10.20	3.42	3.07	3.01	2.73
	2238.HK	广汽集团	9.41	1.17	1.18	0.92	1.13	8.04	7.97	10.23	8.33	0.81	0.74	0.64	0.57
	002594.SZ	比亚迪	43.37	1.49	1.02	1.00	1.38	29.10	42.56	43.37	31.43	2.32	2.01	1.88	1.71
	601633.SH	长城汽车	8.90	0.55	0.57	0.47	0.64	16.16	15.60	18.94	13.91	1.65	1.42	1.29	1.16
	000625.SZ	长安汽车	9.19	1.49	0.14	0.07	0.74	6.17	65.64	131.29	12.42	0.93	0.95	0.95	0.88
零部件	600741.SH	华域汽车	24.77	2.08	2.55	2.29	2.42	11.91	9.71	10.82	10.24	1.89	1.72	1.54	1.35
	002126.SZ	银轮股份	7.17	0.39	0.44	0.38	0.49	18.38	16.30	18.87	14.63	1.71	1.59	1.46	1.32
	600660.SH	福耀玻璃	22.93	1.26	1.64	1.38	1.60	18.27	13.96	16.63	14.37	3.03	2.85	2.54	2.41
	601799.SH	星宇股份	87.07	1.70	2.21	2.63	3.31	51.16	39.38	33.11	26.31	5.98	5.50	4.72	4.00
	300258.SZ	精锻科技	10.59	0.62	0.64	0.66	0.78	17.16	16.56	15.98	13.51	2.57	2.29	2.00	1.74
	601689.SH	拓普集团	16.63	0.70	0.71	0.48	0.66	23.76	23.42	34.65	25.20	1.87	2.43	2.27	2.08
	600933.SH	爱柯迪	12.37	0.54	0.55	0.52	0.63	22.91	22.49	23.79	19.63	2.97	2.76	2.49	2.21
	601966.SH	玲珑轮胎	22.30	0.87	0.98	1.34	1.56	25.63	22.76	16.64	14.29	3.08	2.67	2.34	2.01
	002920.SZ	德赛西威	29.44	1.12	0.76	0.41	0.64	26.29	38.74	71.80	46.00	4.35	4.08	3.86	3.56
	603179.SH	新泉股份	18.73	1.10	1.24	0.84	1.10	17.03	15.10	22.30	17.03	2.27	2.64	2.36	2.08
	600699.SH	均胜电子	15.70	0.30	1.01	0.87	1.14	52.33	15.54	18.05	13.77	1.61	1.64	1.53	1.38
	603786.SH	科博达	48.32	0.84	1.21	1.26	1.52	57.52	39.93	38.35	31.79	13.40	10.25	5.57	4.69
新能源汽车	600066.SH	宇通客车	14.71	1.41	1.04	1.12	1.29	10.41	14.15	13.13	11.40	2.25	2.08	1.60	1.48
	300750.SZ	宁德时代	93.00		1.53	1.94	2.41		60.78	47.94	38.59		6.20	5.43	4.76
后市场	600297.SH	广汇汽车	3.40	0.48	0.40	0.35	0.49	7.08	8.54	9.69	6.97	0.86	0.82	0.77	0.70
	601965.SH	中国汽研	7.83	0.39	0.42	0.56	2.02	20.08	18.64	13.98	3.88	1.79	1.70	1.54	1.39
重卡	000951.SZ	中国重汽	21.40	1.34	1.35	1.82	2.01	15.99	15.87	11.74	10.64	2.55	2.36	2.10	1.86
	000338.SZ	潍柴动力	14.30	1.70	1.08	1.19	1.33	8.41	13.24	12.02	10.75	3.25	2.88	2.26	1.86

资料来源: wind, 华西证券研究所 (注: 吉利汽车、广汽集团对应的单位是港元, 福耀玻璃和建材组联合覆盖, 德赛西威与计算机组联合覆盖, 宁德时代与电新组联合覆盖)

8. 风险提示

车市下行风险；需求回暖不及预期，影响车企销量修复；汽车消费刺激政策后续落地节奏不及预期，影响各地汽车销量；中美贸易摩擦持续升级；原材料成本上升等。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。