

行业缓慢回暖 把握结构性机会

——2020年汽车行业投资策略

分析师：徐凌云 执业证号：S0100517090004

2019年12月19日

风险提示：宏观经济下行压力、消费信心低迷，行业回暖进程不及预期，市场竞争加剧

守 民
正 生
出 在
新 勤



主要观点

- **乘用车：**本轮汽车销量下滑始于18年7月，主要受到前期购置税政策透支需求，宏观经济下行压力较大、消费信心不足的影响。目前销量降幅持续收窄，行业缓慢回暖，未来换增购需求比例将逐步提升，行业集中度提升是主旋律。2020年从车型周期把握结构性机会。推荐长城汽车、上汽集团，建议关注长安汽车。
- **新能源汽车：**国外碳排放目标严苛、车企压力巨大，法规驱动供给，传统车企加速电动化布局；国内政策强化长期发展信心，未来看好供给端丰富推动新能源汽车市场化进程。2020年特斯拉国产元年，增量确定性强，后续催化不断，把握产业链投资机会。
- **零部件：**我国零部件整体规模小、弹性大。从零部件公司业绩驱动因素看，毛利率、期间费用率的改善往往不能改变公司增长的天花板，新项目落地（新客户、新产品开拓）是提高公司价值空间的关键。优选“赛道”、精选个股，把握结构性机会，推荐拓普集团，建议关注星宇股份。

一 行情回顾：汽车跑输大盘 估值历史低位

二 乘用车：底部特征明显 行业逐步弱复苏

三 新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

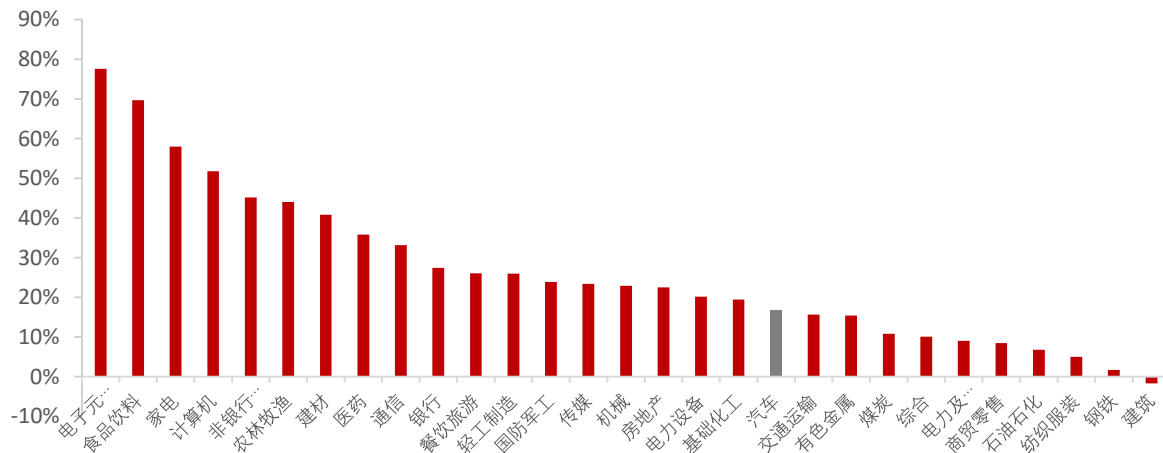
四 零部件行业：优选“赛道” 精选个股

五 盈利预测和风险提示

一、行情回顾：汽车跑输大盘 估值历史低位

- 截止到12月18日，中信汽车板块累计涨幅16.8%，沪深300指数累计涨幅34.0%，行业跑输大盘，在29个中信一级行业中排名19位；
- 细分领域卡车板块表现最好，涨跌幅依次为卡车32.3%、汽车零部件23.2%、客车22.7%、汽车销售与服务8.0%、乘用车0.1%；热点方向中燃料电池表现最好，涨跌幅依次为燃料电池指数35.3%、无人驾驶指数27.4%、汽车后市场指数25.4%、新能源汽车指数6.2%。

图：中信一级行业涨跌幅汽车行业排名靠后



资料来源：WIND，民生证券研究院

一、行情回顾：汽车跑输大盘 估值历史低位

- ▶ 截止到12月18日，中信汽车板块上市公司累计涨幅前十五位主要涉及胎压监测、燃料电池、重卡、特斯拉产业链等方面。

年初至今CS汽车涨幅前十五位			
名称	年初至今	市盈率(TTM)	备注
万通智控	165%	237	TPMS相关
春风动力	161%	34	车娱摩托龙头
全柴动力	149%	57	燃料电池概念相关
赛轮轮胎	112%	11	国内轮胎龙头
中国重汽	98%	15	重卡景气度高，行业龙头
潍柴动力	97%	12	重卡景气度高，行业龙头
星宇股份	96%	36	量价齐升，业绩稳健
德宏股份	84%	55	稀土磁材概念
拓普集团	78%	39	特斯拉产业链
德赛西威	75%	75	智能网联汽车相关
爱柯迪	74%	28	汽车铝压铸精密件龙头
东风科技	72%	29	资产重组
保隆科技	70%	38	TPMS相关
苏奥传感	68%	67	TPMS相关
长城汽车	67%	20	SUV龙头，量-利修复

资料来源：WIND，民生证券研究院

一、行情回顾：行业跑输大盘 估值历史低位

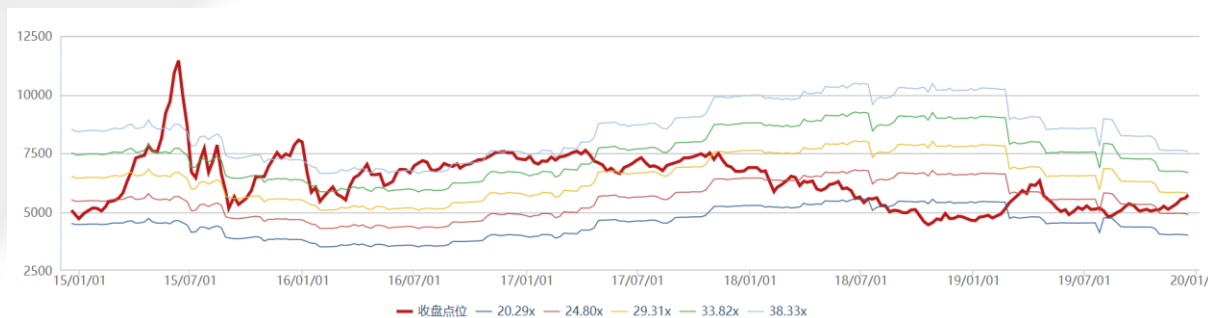
图：乘用车板块PE/PB Bands



资料来源：WIND，民生证券研究院

➤ 截止到12月18日，受行业净利润下滑较大、部分车企呈现亏损，乘用车行业PE-TTM为19.0X，PB为1.4X、处于历史较低水平

图：零部件板块PE/PB Bands



资料来源：WIND，民生证券研究院

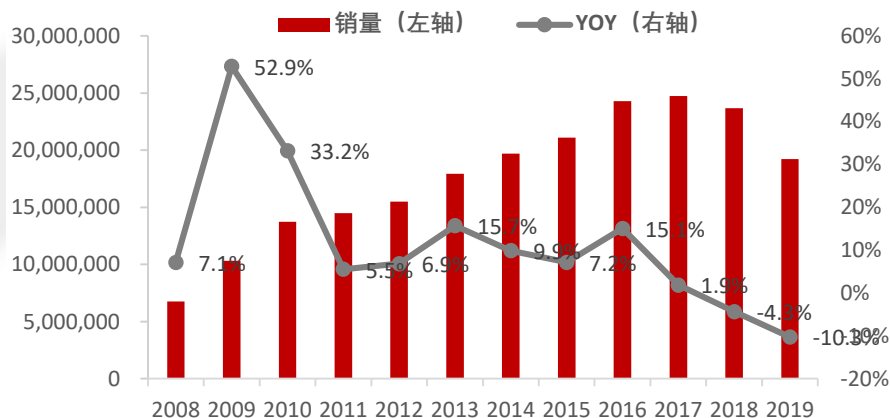
➤ 截止到12月18日，零部件行业PE-TTM为29.0X，PB为2.3X，均处于历史较低水平。

二、传统乘用车：底部特征明显 行业逐步复苏

2019年回顾：景气度低迷 底部特征明显

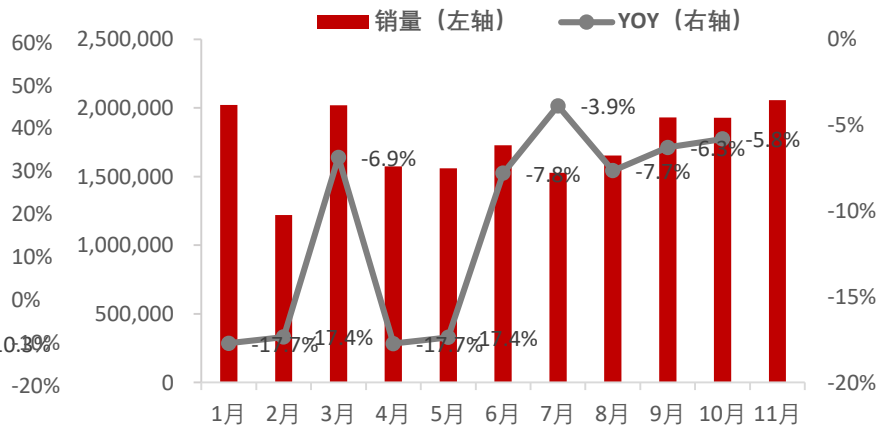
- 全年行业景气度低迷。根据中汽协统计数据：1-11月乘用车累计销售1,922.0万辆，同比下滑10.3%；本轮汽车销量出现下滑始于18年7月，主要受到前期购置税政策透支需求，宏观经济下行压力较大、消费信心不足的影响。
- 月度销量及增速波动反复。1月国家出台汽车相关促销费政策，5-6月国五切换强力去库存，7-8月消化前期库存影响，9月企稳降幅开始收窄。

图：2008-2019（1-11）乘用车销量及增速（单位：辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图：2019年乘用车月销量及增速（单位：辆）



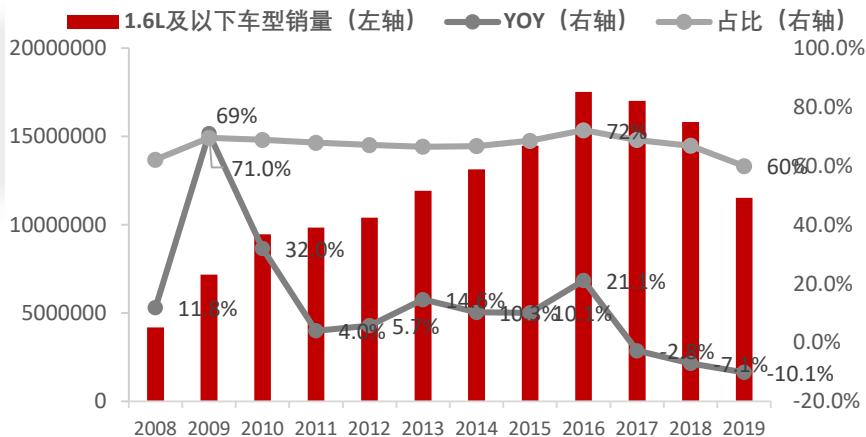
资料来源：中汽协，民生证券研究院

二、传统乘用车：底部特征明显 行业逐步弱复苏

2019年回顾：景气度低迷 底部特征明显

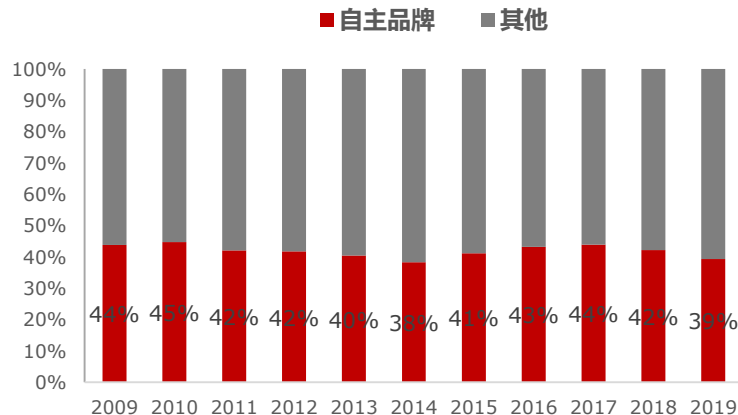
- **政策周期透支购车需求。**根据中汽协统计数据：2015/2016年乘用车销量增速为7.2%/15.1%，其中1.6L及以下销量增速为10.1%/21.1%，占比为69%/72%，显著拉升销量；2018/2019（1-11）乘用车销量增速为-4.3%/-10.3%，其中1.6L及以下销量增速为-7.1%/-10.1%，占比为67%/67%。
- **经济周期影响消费信心。**作为大类可选消费品，汽车顺周期特征强，经济下行压力影响消费信心。自主品牌车型价格多集中15万元以下，近两年销量占比持续下滑，反应中低收入人群购车意愿偏弱。

图：乘用车1.6L销量情况（单位：辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图：自主品牌销量占比



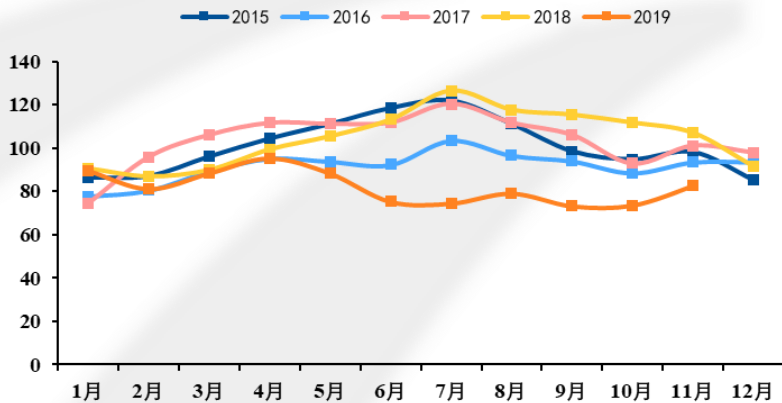
资料来源：中汽协，民生证券研究院

二、传统乘用车：底部特征明显 行业逐步复苏

2019年回顾：景气度低迷 底部特征明显

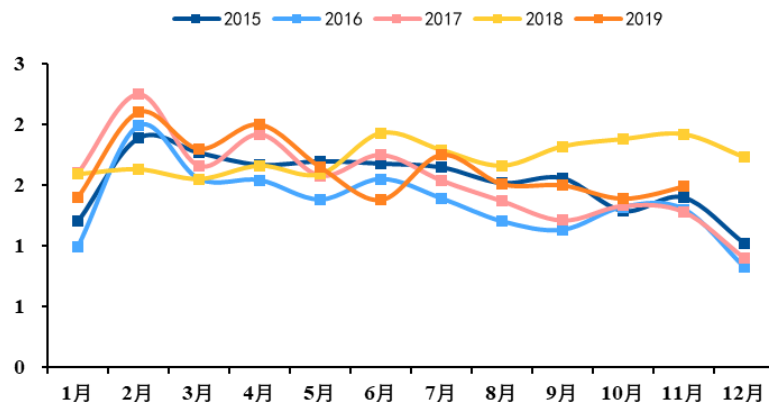
- 销量、库存和业绩三重角度来看，底部特征明显。销量方面：连续四个月降幅收窄，8/9/10/11月乘用车销量同比分别为-7.7%/-6.3%/-5.8%/-5.4%。库存角度：持续去化维持低位，厂家库存降至15年以来最低水平，经销商库存系数波动维持在1.5左右；业绩角度：国六车型陆续上市，终端折扣回收企稳，单车盈利逐步向上修复。

图：乘用车厂家库存（单位：万辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图：经销商库存系数



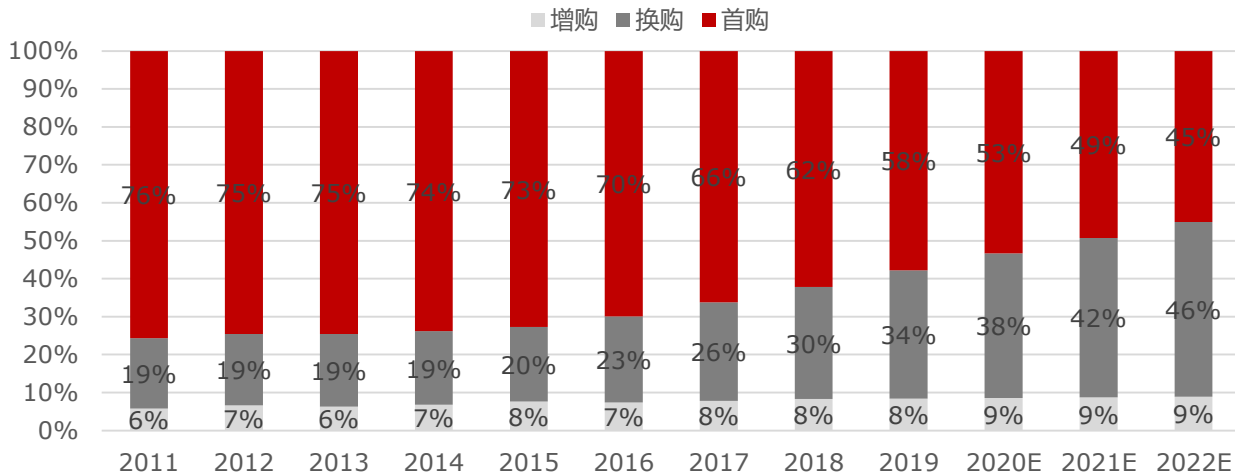
资料来源：中国汽车流通协会，民生证券研究院

二、传统乘用车：底部特征明显 行业逐步复苏

2020年展望：行业开启弱复苏 从车型周期角度把握结构性机会

- 行业开启弱复苏：19年多从库存角度判断行业处于底部，未来更需关注终端需求，18-19年消化前期透支需求+宏观经济韧性+对比发达国家千人保有量，行业年销量仍有较大增长空间。未来首购主要看渗透率提升，换购和增购比例将逐步提升、占据主要地位。

图：乘用车首/增/换购比例情况



资料来源：国家信息中心，民生证券研究院

二、传统乘用车：底部特征明显 行业逐步弱复苏

2020年展望：行业开启弱复苏 从车型周期角度把握结构性机会

- 马太效应明显，行业进入优胜劣汰阶段：1-11月前十位汽车集团销量合计2,087.2万辆，同比下滑7.8%、优于行业2.5个百分点，占比90.3%、同比提升1.3个百分点。头部车企率先企稳回暖，尾部车企下滑较大，未来集中度提升是主旋律。
- 我们统计了31家自主车企（合计销量占自主品牌总量的91%）2019年前十月销量情况，优于行业平均水平（下滑10%以内）的仅有6家，过半数（17家）车企下滑高达30%以上，分化明显。

自主车企销量情况分布			
	企业数量 (个)	合计销量 (辆)	占比
正增长	3	1,402,969	23.1%
下滑10%-0%	3	936,726	15.4%
下滑20%-10%	4	1,949,156	32.1%
下滑30%-20%	4	535,334	8.8%
下滑30%-50%	8	1,049,908	17.3%
下滑50%以上	9	205,312	3.4%
合计	31	6,079,405	100.0%

资料来源：盖世汽车网，民生证券研究院

二、传统乘用车：底部特征明显 行业逐步复苏

2020年展望：行业开启弱复苏 从车型周期角度把握结构性机会

- 行业开启弱复苏，建议从车型周期角度把握结构性机会。车企收入=车型*销量*价格：车型，包括改款换代、新车等，一定程度代表着车企的竞争意愿；销量，目前的销量和未来的增长空间，一定程度代表着车企的竞争能力。我们认为既有竞争意愿亦有竞争能力的车企将带来销量增速快于行业，并带来市场份额的增加以获得超额收益。

主要车企车型规划情况							
厂商	上市时间	车型	类型	厂商	上市时间	车型	类型
上汽大众	2020年上半年	第八代高尔夫	轿车	长安汽车	2020年一季度	长安逸动PLUS	轿车
	2020年上半年	Viloran	MPV		2020年一季度	长安新能源E-Life	轿车
	2020年年中	途岳EV	SUV		2020年二季度	长安新能源E-Star	轿车
	2020年年底	ID.3	纯电动SUV	广汽丰田	2020年	长安新能源E-Rock	SUV
	2020年年底	ID.初见	纯电动SUV		2002年	威兰达	SUV
上汽通用	2020年	凯迪拉克CT4	轿车	广汽本田	2020年第一季度	全新一代飞度	轿车
	2020年	全新别克君威	SUV		2020年上半年	2020款冠道	SUV
上汽乘用车	2020年上半年	荣威RX5 PLUS/PRO	SUV		2020年	凌派混动版	轿车
吉利汽车	2020年1月	icon	纯电动SUV	长城汽车	2020年四季度	哈弗H6 PLUS/PRO	SUV
	2020年上半年	领克05	SUV		2020年四季度	哈弗F7改款	SUV
	2020年	领克06	SUV		2021年下半年	哈弗F5换代	SUV
长安福特	2019年12月19日	锐际	SUV		2021年	哈弗H2换代	SUV
	2020年上半年	新探险者	SUV		2021年	哈弗M6换代	SUV
广汽传祺	2020年第一季度	新款GA8	轿车		2021年	WEY VV5换代	SUV

资料来源：汽车头条、盖世汽车网、搜狐汽车、腾讯汽车，民生证券研究院

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

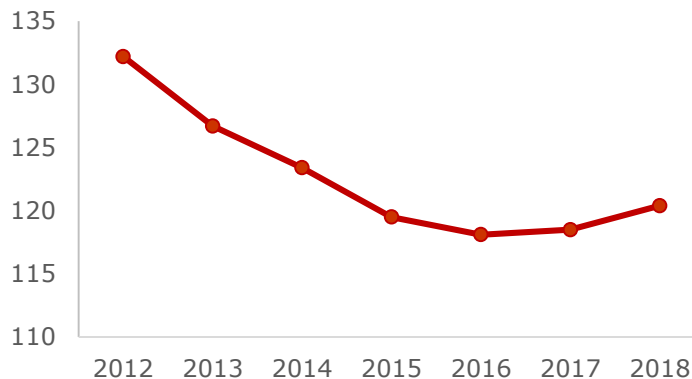
国外：欧盟碳排放目标严苛 车企压力巨大

- 根据欧盟最新条例：到2021年预计新型乘用车/商用车平均碳排放量降低至95g/km和147g/km, 2025年在2021年基础上降低15%，2030年在2025年基础上分别再降低27%/19%。相对比2018年欧洲乘用车平均碳排放量120g/km, 距离2021年需降低21%，压力巨大。

欧盟碳排放标准						
	2021		2025		2030	
	要求	要求	降幅	要求	降幅	
新型乘用车平均CO2排放量	95g/km	81g/km	15% _m	59g/k		27%
新型商用车平均CO2排放量	147g/km	125g/k	15% _m	101g/k		19%

资料来源：《欧洲议会和理事会2019/631号条例》，降幅基期均为上一阶段要求，民生证券研究院

图：欧洲乘用车平均CO2排放量（单位：g/km）



资料来源：European Environmental Agency，民生证券研究院

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

国外：法规驱动供给 海外电动化加速

- 传统车企加速电动化转型：电动化成为车企应对严苛碳排放的重要方案，各大传统车企加速电动化步伐；2018年欧洲新能源销量36.2万辆，渗透率约为2.3%，未来有较大提升空间。德系车企重拳出击，美系和日韩也积极布局。

传统车企加速电动化步伐

车企	规划	中国市场
宝马	到2023年，提供25款电动车型，比原计划提前两年，计划实现累计销量突破50万辆	2020：纯电iX3将在沈阳工厂投产
大众	到2028年，提供70款电动汽车，基于电动平台的汽车销量达到2200万辆。	2028：计划生产2200万电动车，一半以上将在中国生产
丰田	到2025年，全球所有车型配备电动化车型	2020年起以中国为首加速纯电动车型导入，基于TNGA丰巢概念首款SUV C-HR和奕泽IZOA开发的两款EV车型计划2020年开始在中国销售，目前插电混动车型卡罗拉双擎E+和雷凌双擎E+已经上市
本田	在2025年前，本田计划推出20款以上的电动化车型；2030年，本田将力争实现电动化系列产品占全球总销量的三分之二	截至2025年在中国投放20款以上电动化车型”为中期目标，持续扩充电动化产品阵容。
福特	到2022年，推出40款电动车型，其中16款为纯电动，24款为插电混动；到2030年，实现在售车型三分之一由动力电池驱动，三分之一搭载混合动力系统	2025年前，针对中国市场推出15款新能源车型，长安福特旗下全系车型都将提供电动版本
通用	到2023年，全球范围推出20款纯电动车	引入更多的插电混动和纯电动车型
现代	到2025年，推出13款混动、9款插混、14款电动和2款氢燃料电池车等38款环保车型	到2025年，将推出44款新能源车型

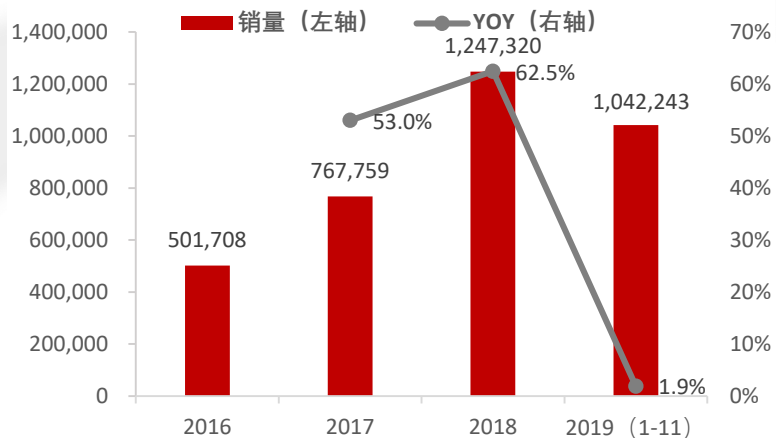
资料来源：汽车头条、盖世汽车网、搜狐汽车、腾讯汽车，民生证券研究院

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

国内：2019年销量表现低迷 政策强化长期发展信心

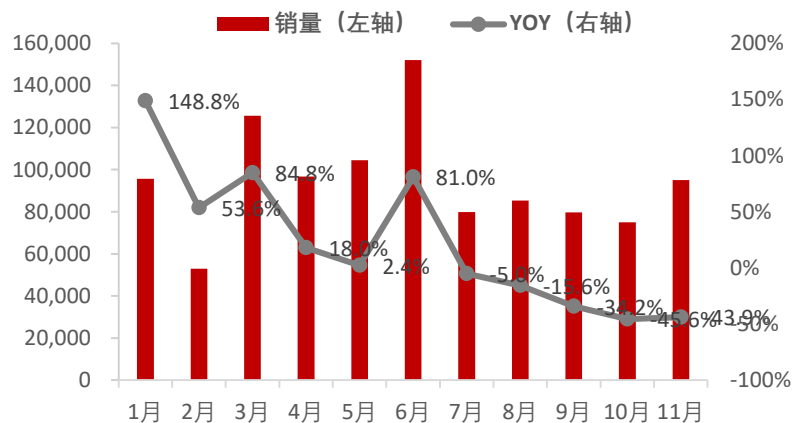
- 从2009年“十城千辆”到目前年销量过百万，新能源汽车在政策强力推动下实现快速发展（渗透率提升至4.5%）。受补贴持续退坡影响，近期新能源汽车销量表现低迷，1-11月新能源汽车销售104.2万辆，同比增长1.9%。
- 《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》征求意见稿正式发布，提升2025年新能源汽车销量占比至25%，预计2019-2025年复合增速超过30%，强化新能源汽车长期发展信心。

图：2016-2019年新能源汽车销量（单位：辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图：新能源汽车销量（单位：辆）



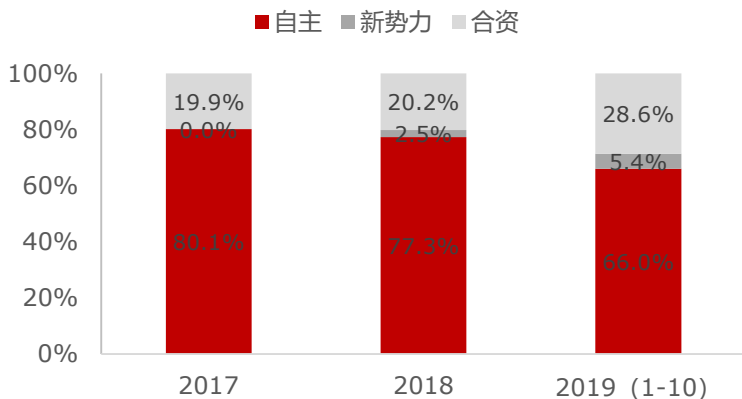
资料来源：中汽协，民生证券研究院

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

国内：政策强化长期发展信心 多方势力积极参与 车型结构上移

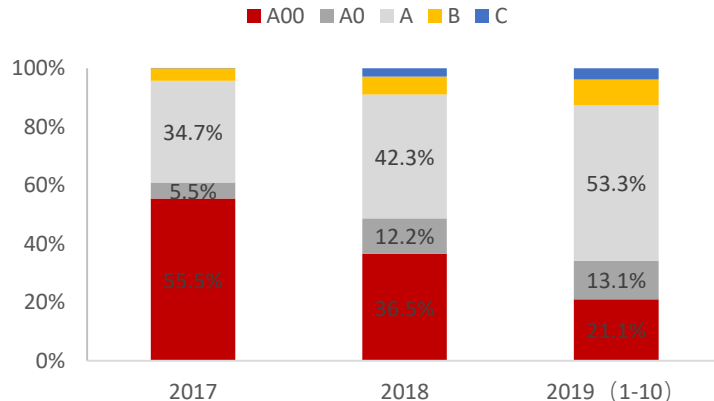
- 多方势力积极参与，2019年1-10月自主车型销量占比为66.0%，合资车型销量占比提升至28.6%，新势力车型销量占比提升至5.4%。此外，车型结构上移，A00和A0车比例持续下降，A级车成为主流，2019年1-10月新能源乘用车销量过半为A级车。

图：新能源乘用车销量结构



资料来源：乘联会，民生证券研究院

图：新能源乘用车销量分级别结构



资料来源：乘联会，民生证券研究院

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

国内：2020年特斯拉国产元年 鲰鱼效应激发市场活力

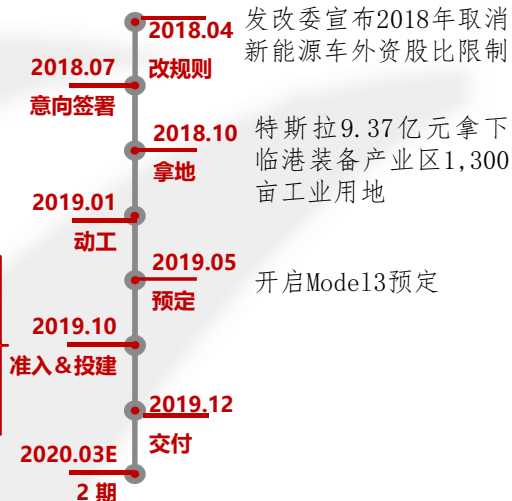
- 特斯拉国产元年：特斯拉上海超级工厂，集研发、制造、销售等功能于一体，总投资500亿元，一期产能25万辆/年，总产能目标50万辆/年，生产车型包括Model 3/Y等。
- 2019年前三季度特斯拉销售25.7万辆，市占率约为12.5%，其中Model 3为全球最畅销的车型之一，前三季度销售20.8万辆；Model 3的国产将极大激发市场活力。

特斯拉/上海政府签署合作备忘录 特斯拉/上海临港管委会/临港集团签署纯电动车投资协议

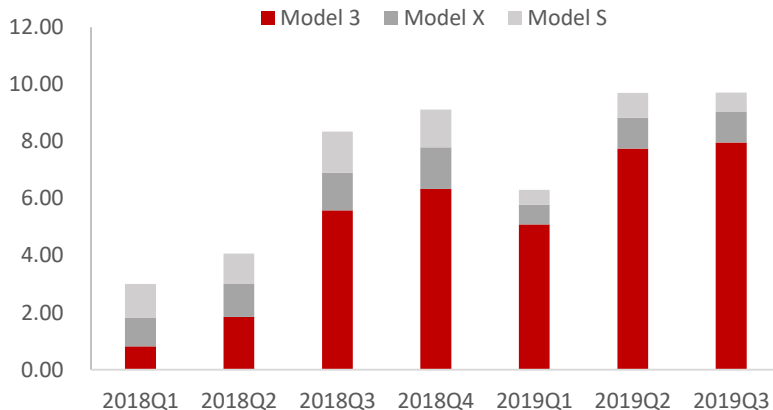
特斯拉上海超级工厂正式动工

特斯拉进入工信部的新增车辆生产企业及已准入企业变更信息名单

完成特斯拉上海超级工厂1期建设



图：特斯拉分季度分车型销量（单位：万辆）



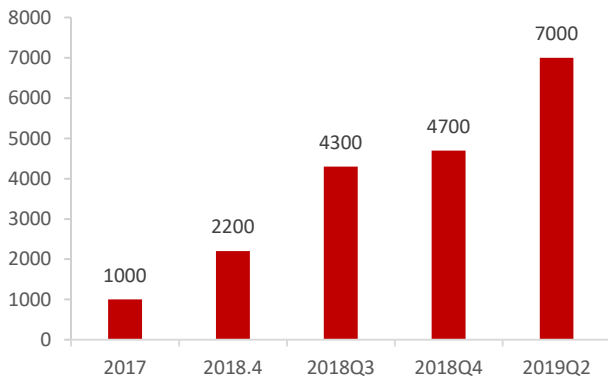
资料来源：EV sales, 民生证券研究院

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

国内：2020年特斯拉国产元年 鲰鱼效应激发市场活力

- 增量确定性强，中性判断2020年国内产量13万辆：1H2020逐步爬坡，实现3000辆/周计划，中性预计全年产量13万辆；参考国外产能爬坡迅速进程，国内产能爬坡后续超预期可能性大。
- 后续催化不断，产业链零部件企业有望持续受益。

图：特斯拉Model3 爬坡进程（单位：辆）



资料来源：财报电话会，民生证券研究院

特斯拉产业链相关零部件公司

公司	收入 (单位: 亿元)		主要产品	单车价值量 (单位: 元)
	2018A	2019E		
拓普集团	59.8	53	底盘结构件	5000以上
旭升股份	11	12	变速箱箱体, 电池组外壳, 电机和变速箱悬挂等	3500-4000 (X/S) 1200-1500 (3)
三花智控	108.4	116	热管理相关部件	500左右
均胜电子	561.8	618	BMS, HMI等	1000左右
岱美股份	42.7	52	遮阳板, 顶棚	300-900

资料来源：WIND，2019年收入为一致预期，民生证券研究院

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

国内：看好未来供给端丰富推动市场化进程

➢ 目前国内新能源汽车供给分为四大主力阵营，自主品牌/合资品牌/造车新势力/豪华品牌，看好未来随供给端创新和丰富，新能源汽车市场化进程加速。



四大阵营

三、新能源汽车：全球电动化加速 长期高增长确定性强

国内：未来看好供给端丰富推动市场化进程

➢ 目前国内新能源汽车供给分为四大主力阵营，自主品牌/合资品牌/造车新势力/豪华品牌，均积极布局该市场，看好未来随供给端创新和丰富，新能源汽车市场化进程加速。

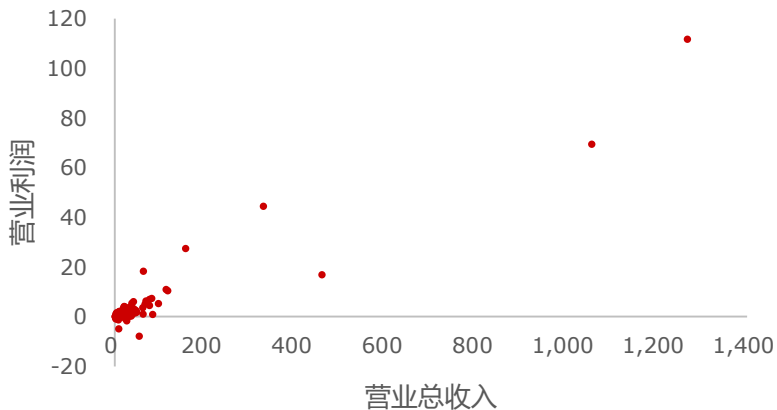
类别	车企	在售车型	未上市
自主	北汽新能源	EV系列/EC系列/EH系列/EX系列/EU系列	ARCFOX-1/ET400
	比亚迪	e1/e2/e3/e5/e6/S2/秦/唐/宋	
	上汽荣威	e50/RX5 MAX混动/eRX5/e950混动/Ei5/ei6混动	Vision-E
	长安汽车	奔奔EV/逸动EV/CS75混动/CS15EV	
	长城汽车	C30EV/欧拉R1/iQ	欧拉R2
	吉利汽车 江淮汽车	插混：博瑞/帝豪GL/缤越/帝豪/嘉际；EV：帝豪/星越 iEV4/iEV6E/iEV7/iEV7S/iEVA50/iEVA60/iEVS4	iEV7E
合资	大众	EV：朗逸/宝来/高尔夫；插混：帕萨特/途观L/高尔夫/蔚揽	ID.3/ID.4/迈腾混动 /I.D.Lounge/ID.BUGGY/ID.CROZZ/ID.R
	丰田	混动：凯美瑞/雷凌/卡罗拉/RAV4荣放；EV：广丰iA5	C-HR EV/威兰达混动/RAV4-EV
	本田	混动：CR-V/皓影/奥德赛/雅阁/CR-Z	探路者Pathfinder/Vmotion/IMx/聆风 /Imk/IMQ混动/IMs
	日产	混动：楼兰；EV：轩逸	Enspire
造车新势力	蔚来	EV：ES8/ES6；	ES6P
	小鹏	EV：G3	P7
	威马	EV：EX5/EX6	
豪车	特斯拉	EV：Model X/S/3	Model Y /Roadster/cybertruck
	奔驰	插混：E级/C级/GLE级；EV：EQC	GLC/B级/A级/EQA/EQB/EQC/Vison EQS/EQV/Generation EQ
	宝马	插混：X1/5系/i8；EV：i3	3系混动/7系混动/X7混动/i Hydrogen NEXT/iX3/i4
	奥迪	EV：Q2L e-tron /e-tron；混动：Q7/A8	A6L混动/A7混动/Q3混动/AI:TRAIL quattro /AI:me /Q4 EV
	沃尔沃	插混：S60/S90/XC60/XC90	XC40

资料来源：新浪汽车，民生证券研究院

四、零部件：优选赛道 精选个股

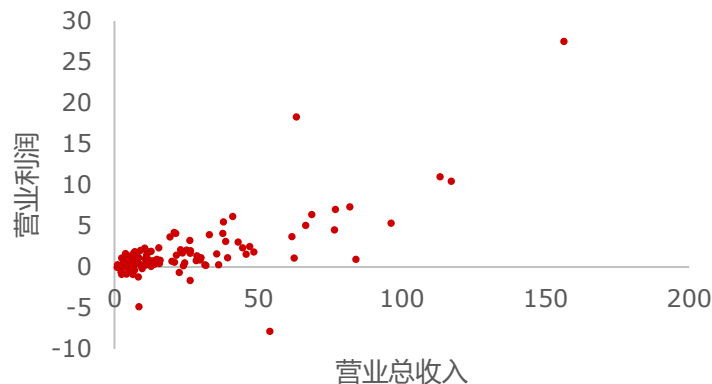
- 零部件公司业绩 = $(\sum \text{客户配套量} * \text{客户配套价值} * \text{毛利率}) * (1 - \text{期间费用率})$ 。从零部件公司业绩驱动因素看，毛利率、期间费用率的改善往往不能改变公司增长的天花板，新项目落地（新客户、新产品开拓）是提高公司价值空间的关键。
- 我国零部件整体规模比较小、弹性大。2019年前三季度汽车零部件上市公司营收均值为46.1亿元，营业利润3.5亿元；剔除华域汽车、潍柴动力、宁德时代和均胜电子，营收均值为22.5亿元、营业利润为1.7亿元。

图：零部件企业业绩情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图：零部件企业业绩情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，剔除华域汽车、潍柴动力、宁德时代和均胜电子

零部件标的一：拓普集团—特斯拉国产主要受益者

- **特斯拉国产带来明显业绩增量。**作为特斯拉一级供应商，公司单车产品配套价值量超过5,000元，预计随国产Model3产能逐步爬坡，中性假设2020年产量为13万辆，将贡献增量收入超6亿元，按照15%净利率，将贡献增量净利润9,750万元；特斯拉上海超级工厂长期规划年产能50万辆，后续还将生产Model Y,公司有望持续受益。
- **行业缓慢回暖，主要大客户吉利汽车企稳。**行业销量降幅收窄、呈现缓慢回暖，整车向零部件传导压力边际降低；公司主要大客户吉利销量企稳，Q1/Q2/Q3销量同比分别为-5.1%/-25.0%/-17.2%，Q3销量环比增长7.5%，10-11月销量同比0.9%/1.1%，实现转正。
- **Q3业绩环比改善，经营预计触底回升。**Q3净利润同比下滑29.7%，环比增加30.9%，实现18年Q2以来首次转正，预计后续一方面转固摊销压力逐步降低，另一方面行业回暖客户销量企稳，产能利用率提升，经营触底回升。

零部件标的二：星宇股份—自主车灯龙头 量价齐升

- 顺应LED化、智能化潮流 产品升级价值量提升。公司产品结构升级带来价值量提升：
 - 1) 公司产品结构升级体现在两个方面：一是从小灯到大灯的升级，二是LED、智能化升级；
 - 2) 小灯如阅读灯、转向灯等均价在20元左右，传统前大灯的价格一套一般为600元左右，而LED的前大灯一套均价则2000元左右。产品结构的升级推动单车价值量的提升，为公司业绩再上一个台阶奠定基础。
- 大客户处于强产品周期，拓展海外市场，订单持续为业绩提供强有力保障。目前公司主要大客户一汽大众、一汽丰田处于强产品周期，保障订单和销量增长；此外公司积极推动全球化战略，塞尔维亚投资建厂，瞄准欧洲客户获得国际化发展空间。2019H1公司承接车灯新项目34个，批产新车型23个，新项目逐步批产落地为业绩提供强有力保障。

五、盈利预测和风险提示

- 风险提示：宏观经济下行压力、消费信心低迷，行业销量回暖进程不及预期，市场竞争加剧。
- 盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2019/12/18	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
上汽集团	23.88	3.08	2.51	2.95	8	10	8	推荐
长城汽车	9.05	0.57	0.53	0.62	16	17	15	推荐
长安汽车	9.42	0.14	-0.07	0.6	67	-135	16	暂未评级
拓普集团	17.68	0.71	0.48	0.62	25	37	29	推荐
星宇股份	92	2.21	2.75	3.47	42	33	27	暂未评级

资料来源：WIND，民生证券研究院（暂未评级EPS采用WIND一致预期）

- 分析师简介

徐凌羽，汽车行业分析师。会计学硕士，CPA，四年从业经验。2015年加入民生证券，2016年“天眼”汽车行业最佳选股分析师第三名。

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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。