

行业研究

主动补库末期，即将进入被动补库时区

——2021年4月汽车销量跟踪报告

要点

汽车市场：4月销售 225.2 万辆，同比+8.6%/环比-10.8%

2021年4月汽车市场延续复苏态势，叠加去年疫情影响的低基数效应，4月产销量实现大幅同比增长，但同比增幅边际趋缓。1-4月累计销量较2019年同期实现增长5.0%；其中商用车增长29.2%，维持旺销之势，乘用车下滑0.6%。乘用车中，4月MPV增速高于其他乘用车型。商用车方面，排放升级、治超治限、基建开工等多重因素推动卡车延续增长态势。客车内部延续分化，大中型客车同比出现下滑，轻型客车维持高增长态势。

新能源汽车：4月销量 20.6 万辆，同比+180.3%/环比-8.7%

产销量增速自2021年以来维持同比大幅增长，连续10个月刷新当月历史记录，同比大幅增长主要系2020年疫情影响导致的产销基数较低。4月新能源乘用车销量为19.3万辆，占总销量的比例为93.7%；新能源商用车销量为1.3万辆，占总销量的比例为6.3%。国内纯电动乘用车销量为15.8万辆，同比+254%（较2019年同期+146.9%），环比-10.3%；插电混动乘用车销量为3.5万辆，同比+73.7%（较2019年同期+40%），环比-3.2%。2021年1-4月，国内纯电动乘用车销量累计为57.7万辆，同比+313.5%；插电混动乘用车销量累计为11.6万辆，同比+140%。

动力电池：4月装机总量 8.4Gwh，同比+134.0%/环比-6.7%

4月，国内动力电池装机量为8.4Gwh，同比+134.0%（较2019年同期+55.3%），环比-6.7%，同比呈现快速增长趋势。纯电动新能源乘用车、客车、专用车装机量分别环比-4.5%、-35.2%、+7.8%；三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别环比+1.5%/-17.6%。

投资建议：

1-4月乘用车销量高增长主要源于2020年疫情带来的低基数效应。根据1-4月份乘用车需求测算2021年全年乘用车增速大约4.0%，接近我们预测区间4.9%-9.5%下限。展望5月预计行业同比增速-3.3%+0.9%。行业确认进入补库阶段，乘用车板块经过复苏期估值修复充分，较零部件板块溢价明显，乘用车板块仅存在波段机会。与此同时乘用车利润增速低于零部件，补库周期开启后板块估值开始震荡或收缩，业绩为王。汽车板块内大概率发生子行业轮动，零部件板块有望成为最优配置。

汽车及汽车零部件：乘用车板块关注吉利汽车、广汽集团（H）、长安汽车和特斯拉；零部件板块关注被错杀的细分行业龙头中鼎股份。

新能源汽车方面：新能源乘用车高端化趋势下，建议关注宁德时代；考虑补贴退坡趋势下的经济性，建议关注国轩高科。

风险分析：

行业增长不及预期；宏观经济因素扰动；新能源汽车政策变化带来负面影响；技术更新风险；市场竞争加剧带来的产能过剩风险等。

汽车和汽车零部件

A股：买入（维持）

H股：增持（维持）

作者

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001
021-52523869
shaoj@ebsecn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
021-22169040
yinzs@ebsecn.com

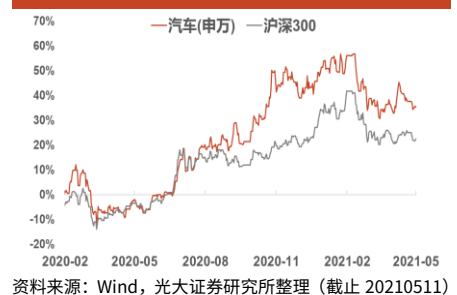
分析师：倪昱婧 CFA

执业证书编号：S0930515090002
021-52523852
niyj@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001
021-52523850
mars@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



相关研报

行业进入主动补库，高景气度延续——2021年3月汽车销量跟踪报告（2021-04-13）

2021年光大汽车时钟怎么转？——汽车行业2021年春季投资策略（2021-03-03）

12月数据维持向好，车市全年V型反转——2020年12月汽车销量跟踪报告（2021-01-18）

目 录

1、商用车销售旺盛，乘用车需求继续修复	4
1.1、总体数据：1-4月累计销量同比+51.8%，较19年同期增长5.0%.....	4
1.2、乘用车：4月批发数据优于零售数据，1-4月零售数据优于批发数据.....	5
1.3、商用车：货车延续高景气度，客车表现维持分化.....	6
2、库存：保持平稳合理	9
3、新能源汽车：产销维持同比高速增长	10
3.1、总体数据：4月销量20.6万辆，同比+180.3%/环比-8.7%.....	10
3.2、乘用车：4月EV/PHEV乘用车销量同比+254%/+73.7%.....	11
3.3、商用车：4月销量1.3万辆，同比+58.2%/环比-2.7%.....	12
4、动力电池：装机量创历史同期新高	13
5、4月乘用车估值调整，板块分化明显	15
6、投资建议	16
7、风险分析	17

图目录

图 1: 历年 1 月-4 月汽车累计批发销量 (单位: 万辆)	4
图 2: 汽车月度批发销量 (单位: 万辆)	5
图 3: 汽车月度滚动 12 个月批发销量同比增速	5
图 4: 乘用车月度批发销量 (单位: 万辆)	6
图 5: 历年 1 月-4 月乘用车累计批发销量 (单位: 万辆)	6
图 6: 乘用车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速	6
图 7: 乘用车月度零售销量 (单位: 万辆)	6
图 8: 商用车月度批发销量 (单位: 万辆)	7
图 9: 历年 1 月-4 月商用车累计批发销量 (单位: 万辆)	7
图 10: 客车月度批发销量 (单位: 万辆)	7
图 11: 历年 1 月-4 月客车累计批发销量 (单位: 万辆)	7
图 12: 客车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速	7
图 13: 客车各车型月度批发销量份额	7
图 14: 货车月度批发销量 (单位: 万辆)	8
图 15: 历年 1 月-4 月货车累计批发销量 (单位: 万辆)	8
图 16: 货车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速	8
图 17: 货车各车型月度批发销量份额	8
图 18: 厂商月末乘用车库存 (单位: 万辆)	9
图 19: 厂商月末商用车库存 (单位: 万辆)	9
图 20: 汽车经销商库存系数	9
图 21: 乘用车总库存深度 (单位: 个月)	9
图 22: 2018-2021 年 4 月新能源汽车单月销量 (单位: 万辆)	10
图 23: 2018-2021 年 4 月新能源汽车单月产量 (单位: 万辆)	10
图 24: 2018-2021 年 4 月新能源汽车累计销量 (单位: 万辆)	10
图 25: 2018-2021 年 4 月新能源汽车累计产量 (单位: 万辆)	10
图 26: 2019-2021 年 4 月国内新能源汽车销量结构	11
图 27: 2019-2021 年 4 月 EV 乘用车/PHEV 乘用车单月销量	11
图 28: 2019-2021 年 4 月新能源乘用车单月销量结构	11
图 29: 2019-2021 年 4 月 EV 乘用车累计销量 (单位: 万辆)	12
图 30: 2019-2021 年 4 月 PHEV 乘用车累计销量 (单位: 万辆)	12
图 31: 2018 年-2021 年 4 月国内新能源商用车单月销量 (单位: 万辆)	12
图 32: 2019-2021 年 4 月国内动力电池装机量 (单位: Gwh)	13
图 33: 2021 年 2 月/3 月/4 月国内动力电池装机量 (按技术路线分, 单位: Gwh)	14
图 34: 2021 年 4 月国内动力电池装机量市场份额	14
图 35: 汽车行业 (申万) 历史 PE (TTM) (单位: 倍)	15
图 36: 汽车行业 (申万) 历史 PB (单位: 倍)	15

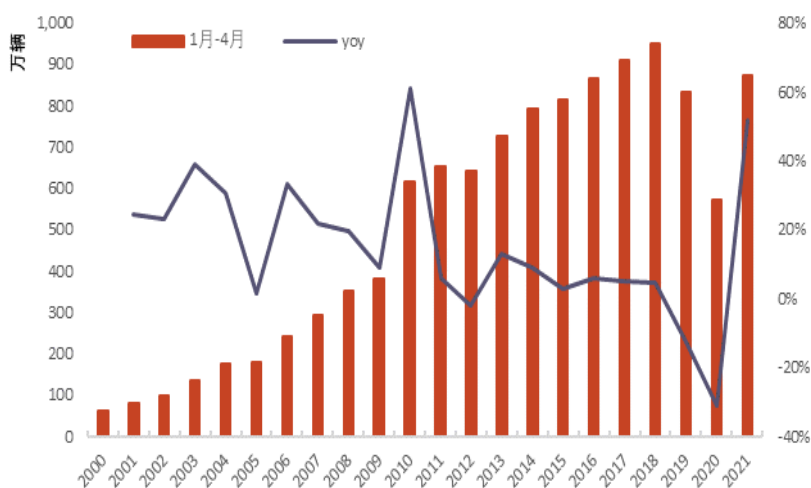
1、商用车销售旺盛，乘用车需求继续修复

1.1、总体数据：1-4月累计销量同比+51.8%，较19年同期增长5.0%

2021年4月汽车市场延续复苏态势，同比增速放缓。2021年4月汽车批发销售225.2万辆，环比-10.8%，同比+8.6%。其中，乘用车销售170.4万辆，环比-9.1%，同比+10.8%；商用车销售54.8万辆，环比-15.9%，同比+2.3%。为去除2020年疫情影响因素，我们将1-4月累计数据与2019年同期相比，结果显示整体销量较2019年同期实现增长5.0%，市场复苏向好；其中商用车增长29.2%，乘用车下滑0.6%。

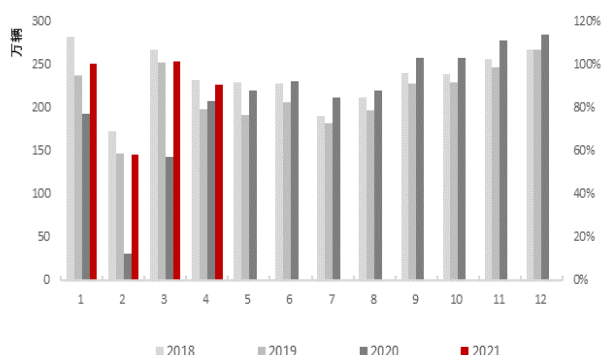
4月批发销量高于产量。2021年4月汽车产量223.4万辆，环比-9.3%，同比+6.3%。其中，乘用车产量171.4万辆，环比-9.0%，同比+7.9%；商用车产量52.1万辆，环比-10.1%，同比+1.2%。

图1：历年1月-4月汽车累计批发销量（单位：万辆）



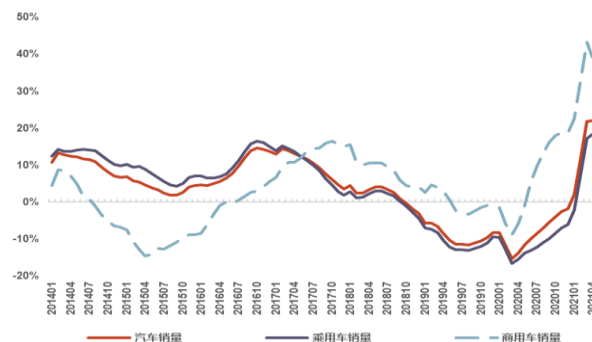
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 2：汽车月度批发销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 3：汽车月度滚动 12 个月批发销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

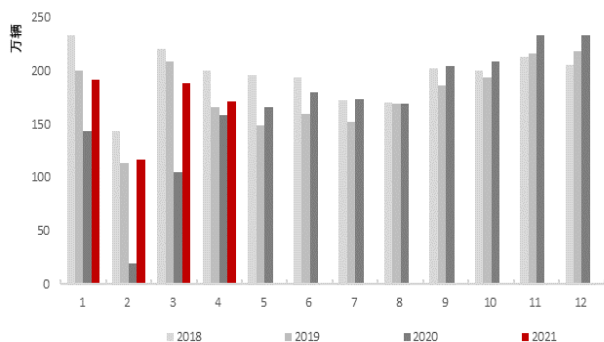
1.2、乘用车：4 月批发数据优于零售数据，1-4 月零售数据优于批发数据

供给端：产量高于批发销量。4 月乘用车产量 171.4 万辆，同比/环比 +7.9%/-9.0%；批发销量 170.4 万辆，同比/环比 +10.8%/-9.1%，1-4 月累计批发销量为 679.1 万辆，同比 +53.1%，较 2019 年同期 -0.6%。

分车型看，4 月 MPV 仍是表现最优车型；1-4 月累计销量来看，MPV 累计同比增速首次超过 SUV，成为表现最优车型。4 月轿车批发销量 75.7 万辆，同比 +2.0%，环比 -13.1%，1-4 月累计销量为 314.0 万辆，同比 +51.0%，较 2019 年同期 -5.0%；SUV 批发销量 82.1 万辆，同比 +17.6%，环比 -6.4%，1-4 月累计销量为 323.7 万辆，同比 +55.7%，较 2019 年同期 +10.7%；MPV 销量 8.5 万辆，同比 +39.7%，环比 -9.0%，1-4 月累计销量为 30.7 万辆，同比 +56.0%，较 2019 年同期 -33.9%；交叉乘用车销量 4.1 万辆，同比 +13.0%，环比 +22.8%，1-4 月累计销量为 10.7 万辆，同比 +31.6%，较 2019 年同期 -23.2%。

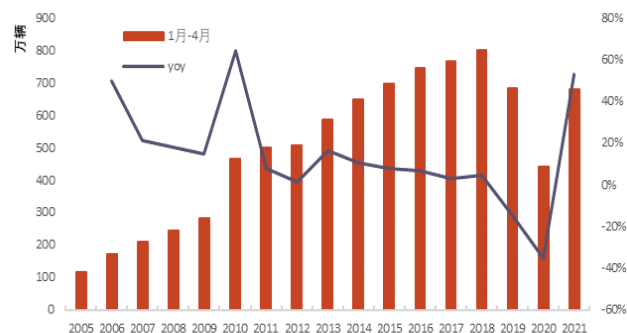
零售端：1-4 月累计数据与 2019 年同期基本持平。据乘联会数据，4 月广义乘用车零售销量 164.3 万辆，同比 +12.4%，1-4 月累计零售销量为 682.3 万辆，同比 +50.6%，较 2019 年同期基本持平，表现优于批发销量。1-4 月累计零售数据同比增长强劲的原因首先是 2020 年 1-4 月的全国乘用车市场累计零售下滑 32.5% 的低基数效应，其次是新能源车的增长贡献度不断加大，贡献 1-4 月同比增速 10 个百分点。

图 4：乘用车月度批发销量（单位：万辆）



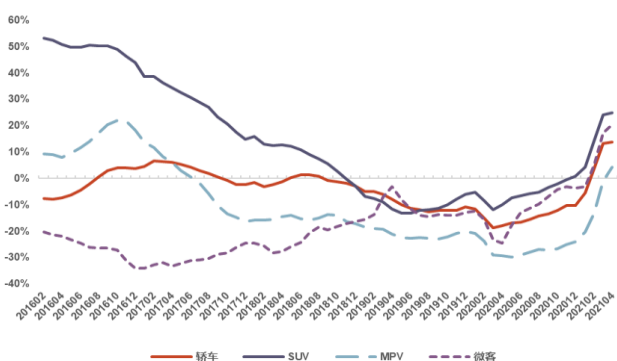
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 5：历年 1 月-4 月乘用车累计批发销量（单位：万辆）



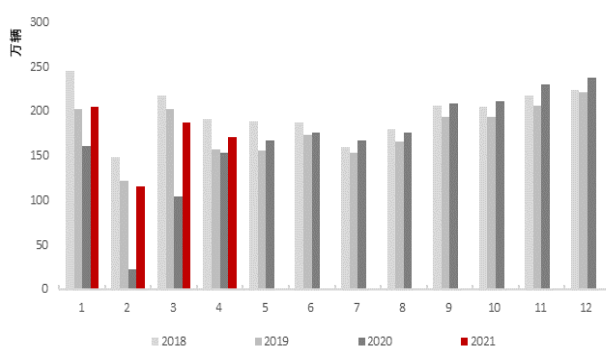
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 6：乘用车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 7：乘用车月度零售销量（单位：万辆）

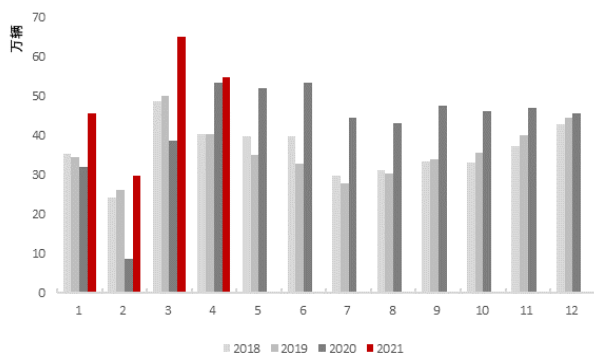


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

1.3、商用车：货车延续高景气度，客车表现维持分化

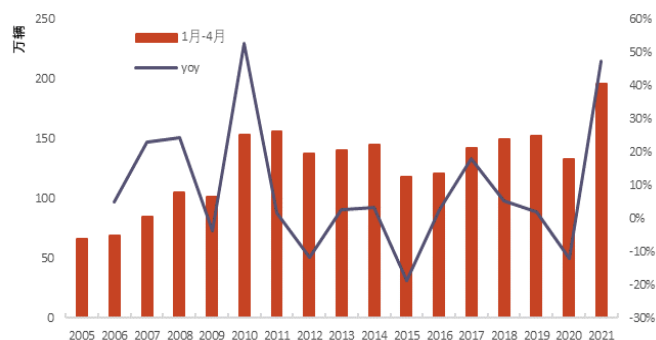
进入 2021 年，货车依然保持高景气度，前四月累计销量较 2019 年同期实现增长 29.2%。4 月货车销售增幅回落明显，但重型货车、中型货车和轻型货车景气度均继续向好，支撑货车销量刷新 4 月历史记录。4 月客车同比大幅增长，前四月累计销量与 2019 年同期相比也实现增长，但内部分化显著，大中型客车销量下滑，轻客延续强劲态势。4 月商用车销售 54.8 万辆，同比+2.3%，环比-15.9%。其中，货车销售 50.1 万辆，同比+0.7%，环比-16.5%，1-4 月累计销量为 179.7 万辆，同比+46.9%，较 2019 年同期+29.9%；客车销售 4.7 万辆，同比+23.1%，环比-9.5%，1-4 月累计销量为 15.9 万辆，同比+52.2%，较 2019 年同期+20.9%。

图 8: 商用车月度批发销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

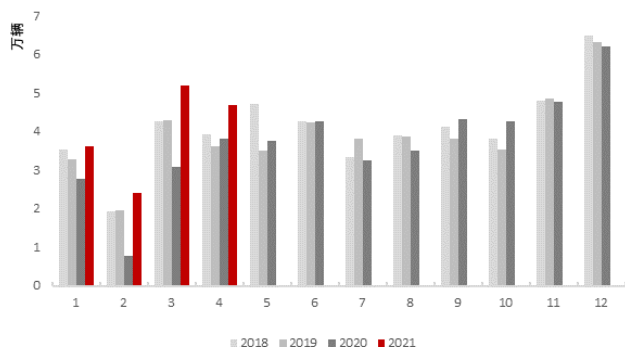
图 9: 历年 1 月-4 月商用车累计批发销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

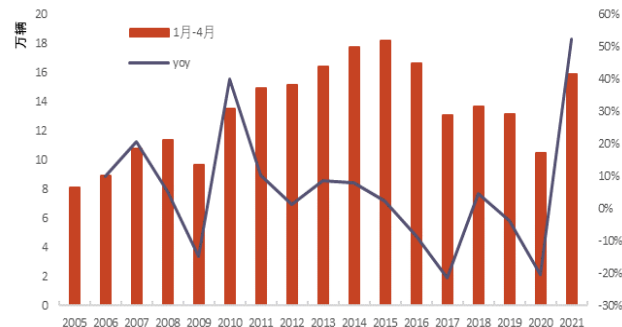
客车方面, 轻型客车依然是板块增长主力。4 月大型客车销量 0.4 万辆, 同比 -2.4%, 1-4 月累计销量较 2019 年同期-39.0%; 中型客车销量 0.3 万辆, 同比 -8.8%, 1-4 月累计销量较 2019 年同期-35.1%; 轻型客车销量 4.0 万辆, 同比 +30.1%, 1-4 月累计销量较 2019 年同期+43.3%。

图 10: 客车月度批发销量 (单位: 万辆)



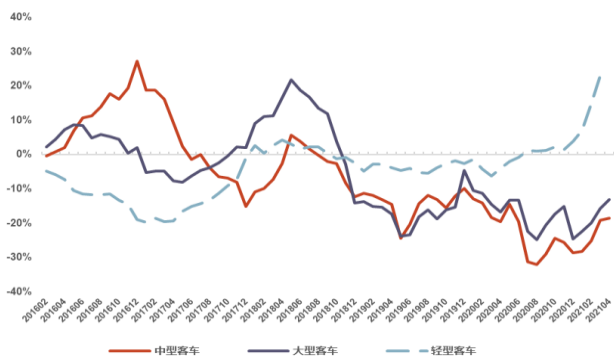
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 11: 历年 1 月-4 月客车累计批发销量 (单位: 万辆)



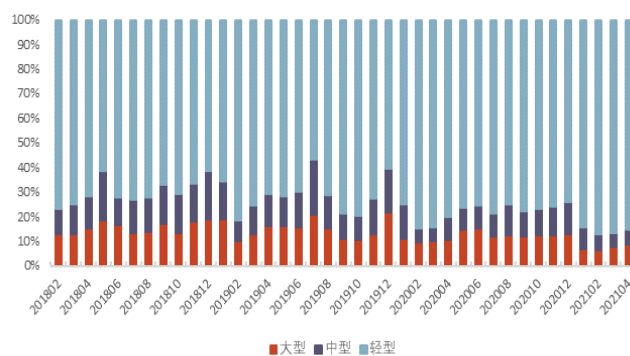
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 12: 客车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

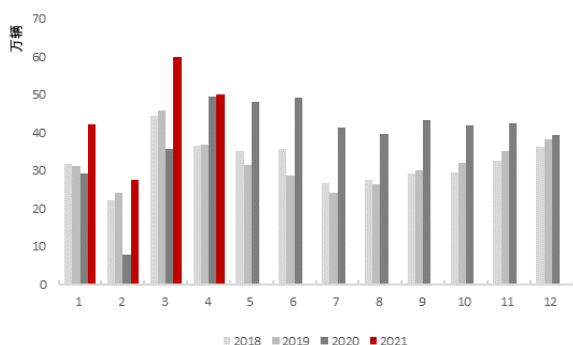
图 13: 客车各车型月度批发销量份额



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

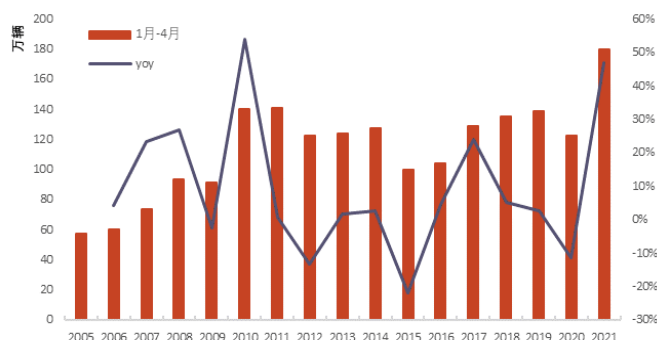
货车方面，除微型货车外，重中轻三类车型 1-4 月累计销量均较 19 年同期实现增长。4 月重型货车销量 19.3 万辆，同比+0.1%，1-4 月累计销量较 2019 年同期+63.1%；中型货车销量 1.8 万辆，同比+4.1%，1-4 月累计销量较 2019 年同期+39.9%；轻型货车销量 23.3 万辆，同比+9.4%，1-4 月累计销量较 2019 年同期+20.3%；微型货车销量 5.7 万辆，同比-23.5%，1-4 月累计销量较 2019 年同期-11.7%。

图 14：货车月度批发销量（单位：万辆）



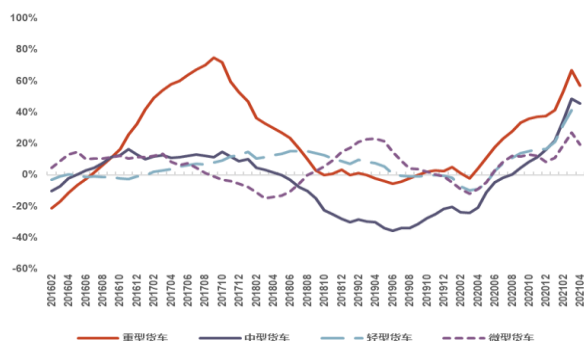
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 15：历年 1 月-4 月货车累计批发销量（单位：万辆）



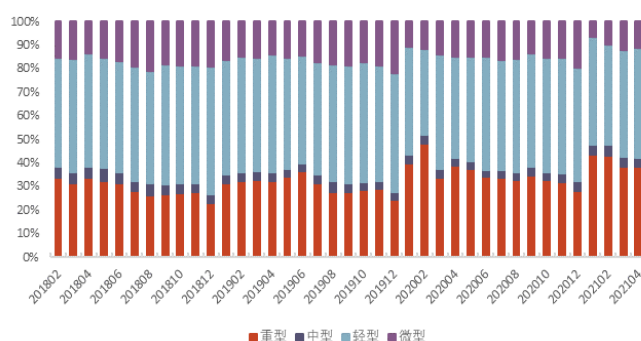
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 16：货车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 17：货车各车型月度批发销量份额



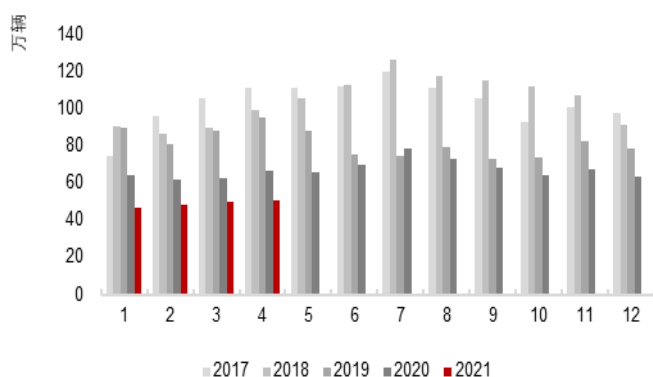
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

2、库存：保持平稳合理

4月汽车产量低于批发销量，月末整体厂商库存有所下降。据中汽协数据，4月末汽车厂商库存为87.5万辆，较月初-0.8%。其中，乘用车库存50.9万辆，较月初+2.2%；商用车库存36.7万辆，较月初-4.4%。

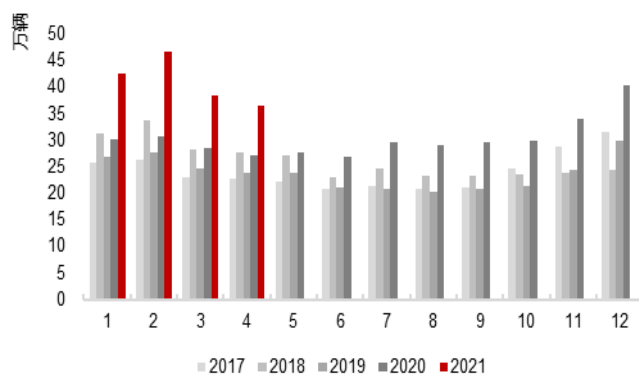
据汽车流通协会数据，4月汽车经销商库存预警指数为56.4%，环比+0.9pct，同比-0.4pct。4月汽车经销商综合库存系数为1.57，环比+1.95%，在去年受疫情影响基数较低的情况下，同比-10.80%。总体库存水平保持相对平稳、合理。

图 18：厂商月末乘用车库存（单位：万辆）



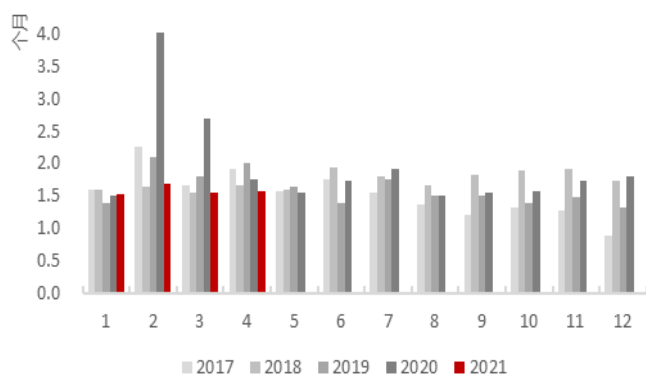
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 19：厂商月末商用车库存（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 20：汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，光大证券研究所整理

图 21：乘用车总库存深度（单位：个月）



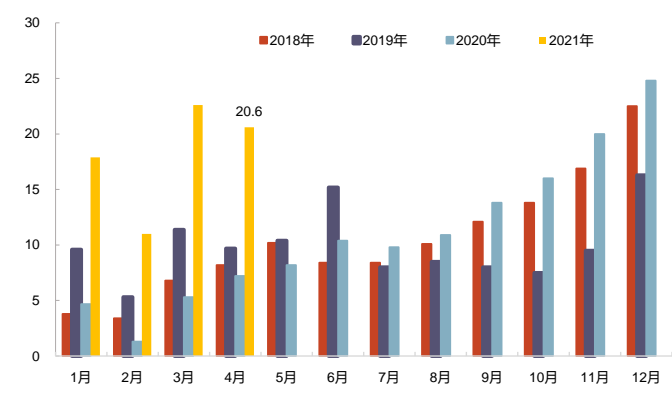
资料来源：中汽协，乘联会，中国汽车流通协会，光大证券研究所估算

3、新能源汽车：产销维持同比高速增长

3.1、总体数据：4月销量 20.6 万辆，同比+180.3%/环比-8.7%

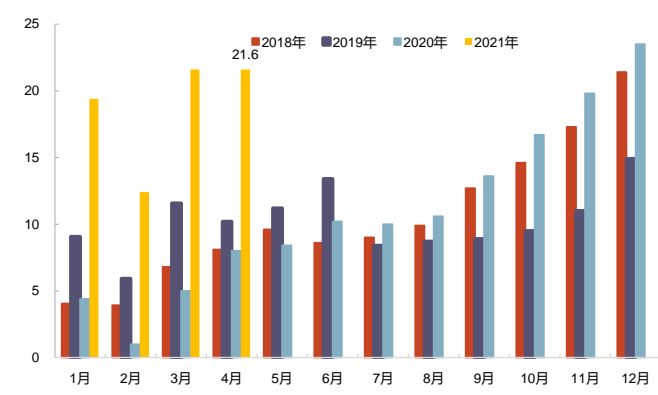
2021 年 4 月，国内新能源汽车销量为 20.6 万辆，同比+180.3%（较 2019 年同期+112.4%），环比-8.7%；国内新能源汽车产量为 21.6 万辆，同比+163.6%（较 2019 年同期+117.76%），环比+0.06%。2021 年 1-4 月，国内新能源汽车累计销量 73.2 万辆，同比+249.2%；累计产量 75 万辆，同比+257.5%。总体来看，产销量自 2021 年以来维持同比大涨的趋势，连续 10 个月刷新当月历史记录。同比大幅增长主要系 2020 年 4 月疫情影响导致的产销基数较低。

图 22：2018-2021 年 4 月新能源汽车单月销量（单位：万辆）



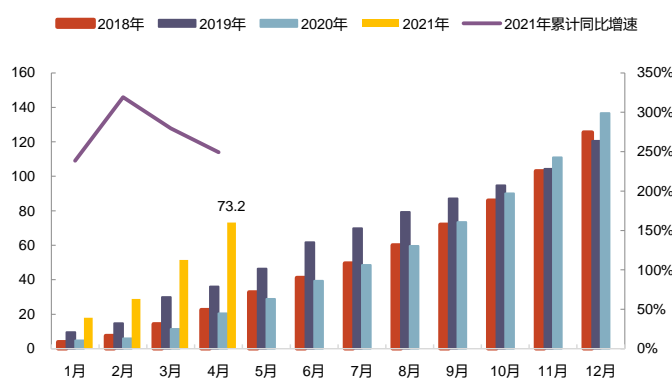
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 23：2018-2021 年 4 月新能源汽车单月产量（单位：万辆）



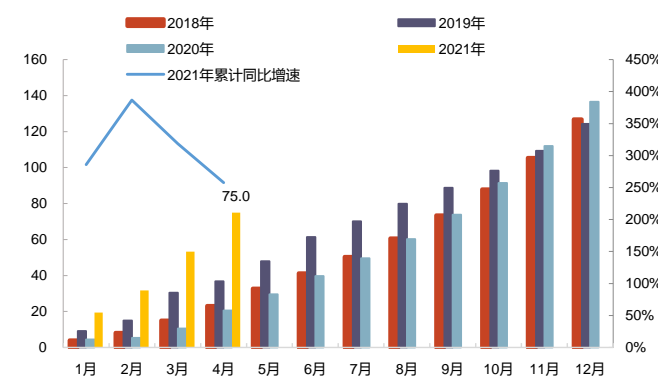
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 24：2018-2021 年 4 月新能源汽车累计销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

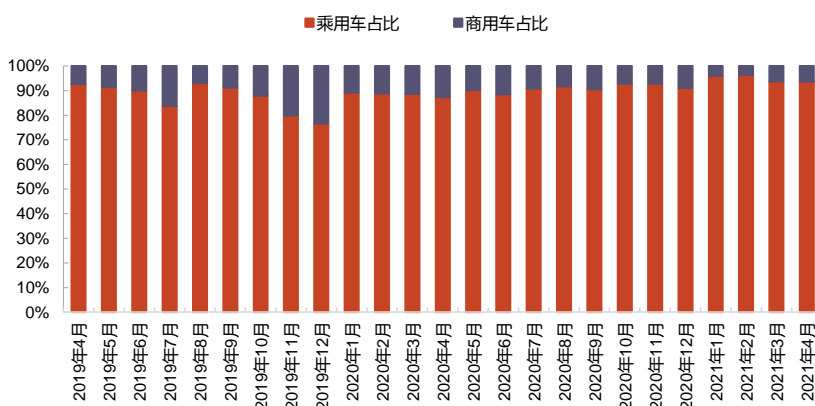
图 25：2018-2021 年 4 月新能源汽车累计产量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

从销量结构来看，2021 年 4 月国内新能源乘用车销量为 19.3 万辆，占总销量的比例为 93.7%，与 2021 年 3 月相比变动不大；新能源商用车销量为 1.3 万辆，占总销量的比例为 6.3%。

图 26: 2019-2021 年 4 月国内新能源汽车销量结构



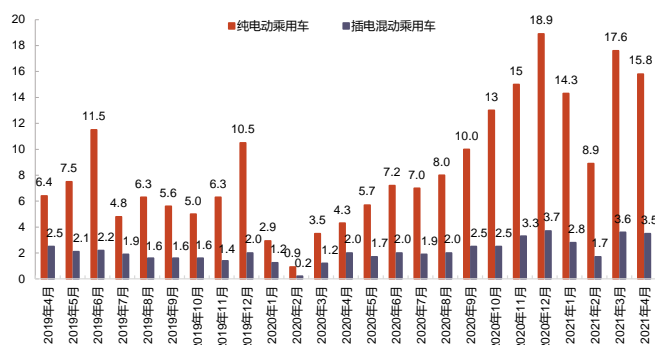
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

3.2、 乘用车: 4 月 EV/PHEV 乘用车销量同比+254%/+73.7%

根据中汽协的数据, 2021 年 4 月, 国内纯电动乘用车销量为 15.8 万辆, 同比+254% (较 2019 年同期+146.9%), 环比-10.3%; 插电混动乘用车销量为 3.5 万辆, 同比+73.7% (较 2019 年同期+40%), 环比-3.2%。2021 年 1-4 月, 国内纯电动乘用车销量累计为 57.7 万辆, 同比+313.5%; 插混乘用车销量累计为 11.6 万辆, 同比+140%。

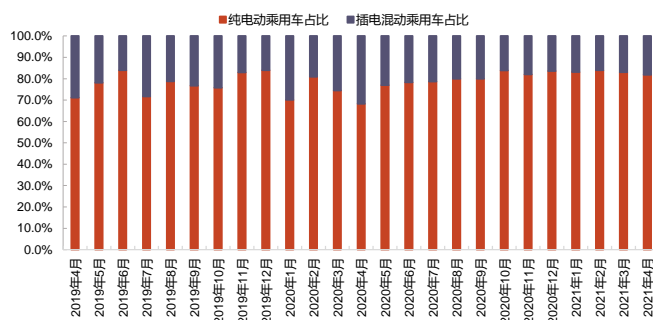
图 27: 2019-2021 年 4 月 EV 乘用车/PHEV 乘用车单月销量

(单位: 万辆)



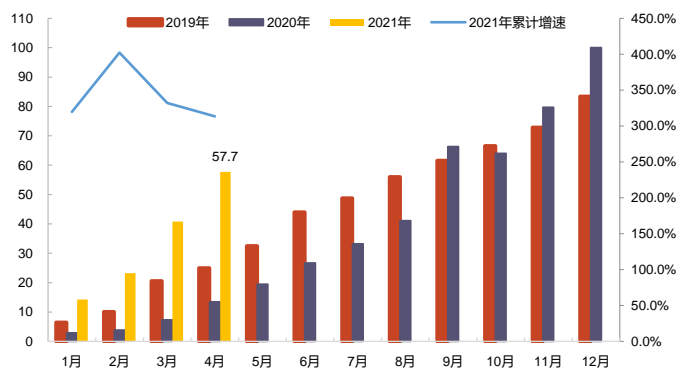
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 28: 2019-2021 年 4 月新能源乘用车单月销量结构



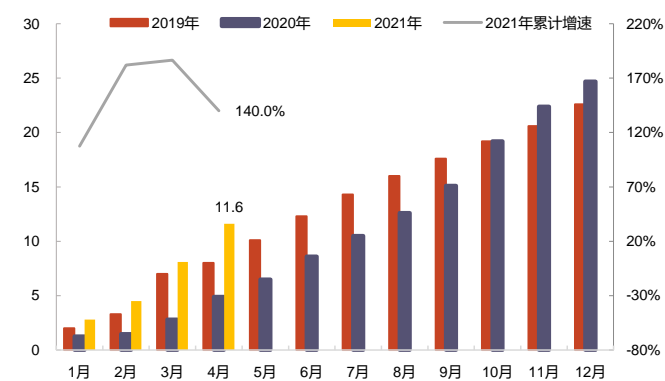
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 29: 2019-2021 年 4 月 EV 乘用车累计销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 30: 2019-2021 年 4 月 PHEV 乘用车累计销量 (单位: 万辆)

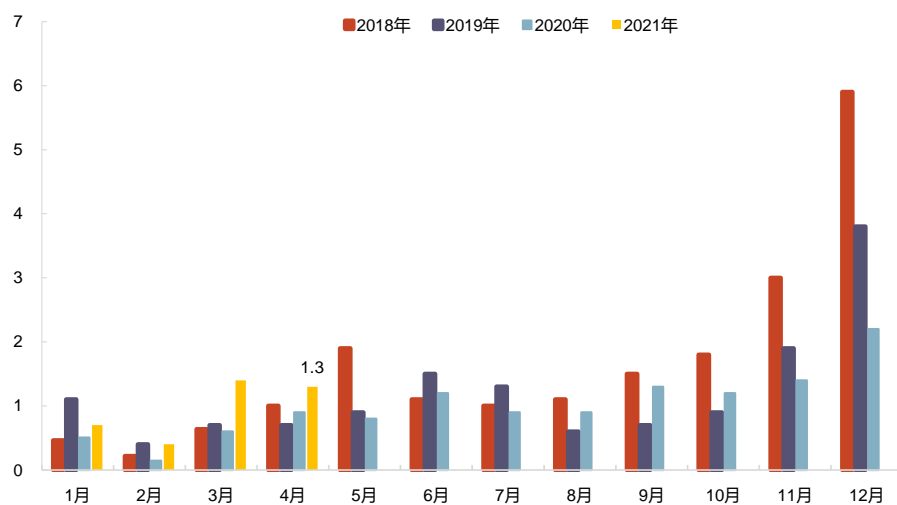


资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

3.3、商用车: 4 月销量 1.3 万辆, 同比+58.2%/环比-2.7%

根据中汽协的数据, 2021 年 4 月, 国内新能源商用车销量为 1.3 万辆, 同比+58.2% (较 2019 年同期+85.7%) /环比-2.7%。

图 31: 2018 年-2021 年 4 月国内新能源商用车单月销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

4、动力电池：装机量创历史同期新高

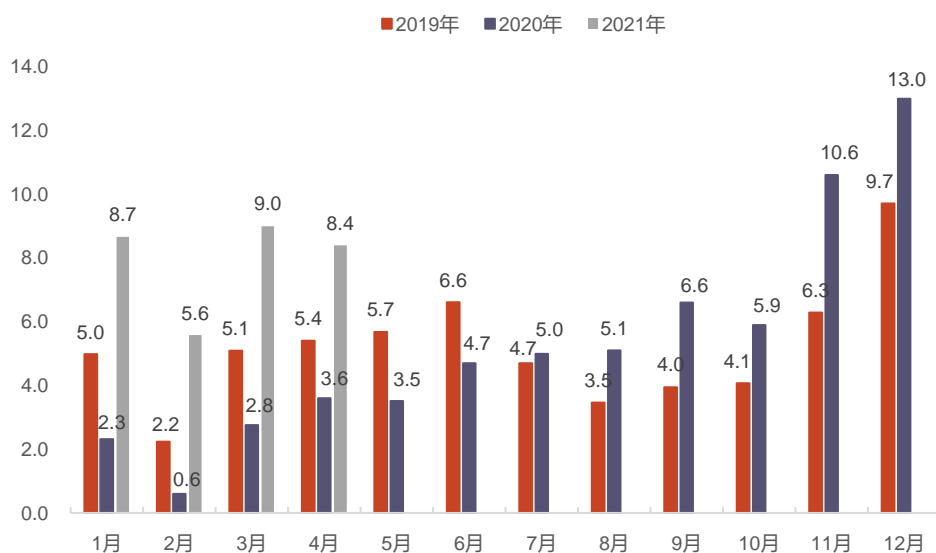
根据中国汽车动力电池产业创新联盟的数据，2021年4月，国内动力电池装机量为8.4Gwh，同比+134.0%（较2019年同期+55.3%），环比-6.7%，同比呈现快速增长趋势。2021年4月，纯电动新能源乘用车、客车、专用车装机量分别环比-4.5%、-35.2%、+7.8%；三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别环比+1.5%/-17.6%。

纯电动乘用车用动力电池：2021年4月国内纯电动新能源乘用车动力电池装机量合计6.85Gwh，环比-4.5%。

纯电动客车用动力电池：2021年4月国内纯电动新能源客车动力电池装机量合计0.46Gwh，环比-35.2%。

纯电动专用车用动力电池：2021年4月国内纯电动新能源专用车动力电池装机量合计0.55Gwh，环比+7.8%。

图 32：2019-2021 年 4 月国内动力电池装机量（单位：Gwh）

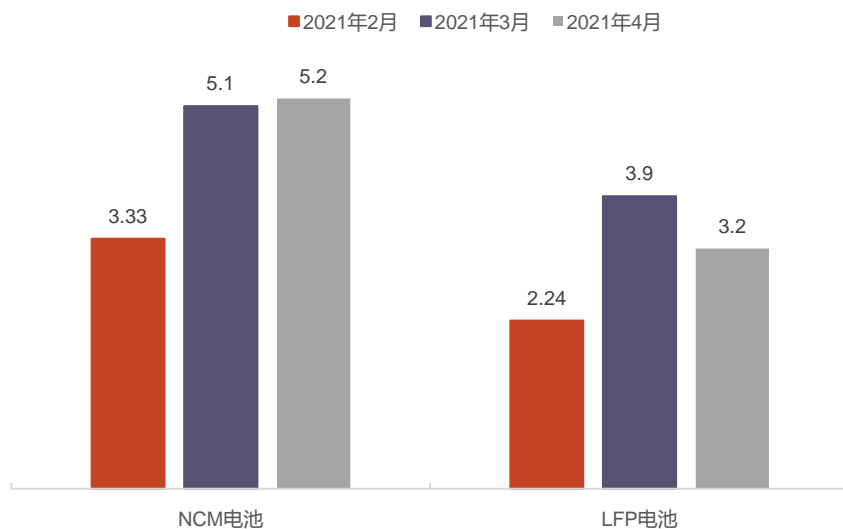


资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，光大证券研究所整理

按照电池技术路线来看：

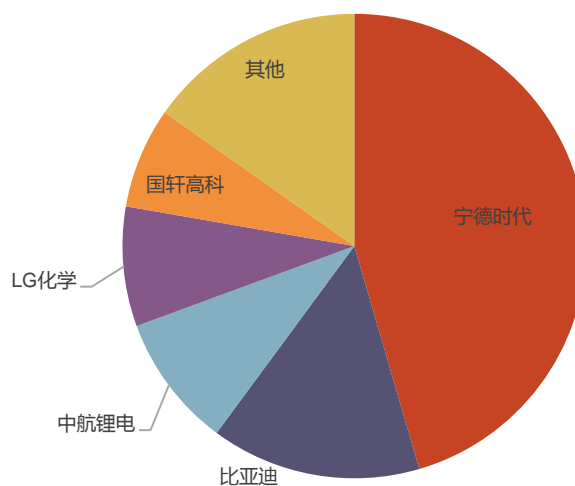
三元电池：2021年4月国内三元动力电池装机量5.2Gwh，环比+1.5%。

磷酸铁锂电池：2021年4月国内磷酸铁锂动力电池装机量3.2Gwh，环比-17.6%。

图 33: 2021 年 2 月/3 月/4 月国内动力电池装机量 (按技术路线分, 单位: Gwh)


资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 光大证券研究所整理

2021 年 4 月, 动力电池装机量排名前三的企业分别为宁德时代、比亚迪、中航锂电, 装机量分别为 3.82/1.23/0.78Gwh, 市占率分别为 45.5%/14.6%/9.3%。

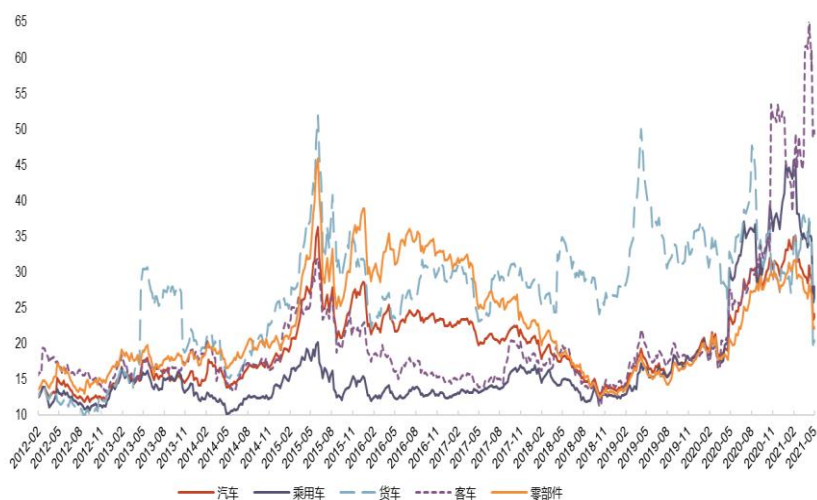
图 34: 2021 年 4 月国内动力电池装机量市场份额


资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 光大证券研究所整理

5、4月乘用车估值调整，板块分化明显

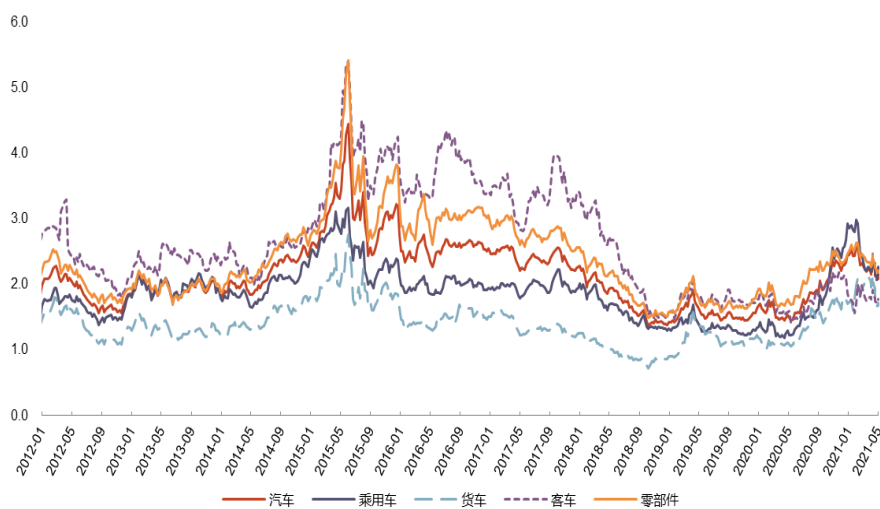
2020年12月至2021年1月随着销量数据的分化，板块内部PE估值水平出现分化，乘用车加速向上，客车估值显著下滑。进入2月，前期PE估值较高的乘用车随市场调整估值大幅向下调整，零部件板块估值相对平稳，板块内估值分化有所收敛。进入3月，乘用车与零部件板块PE估值向下调整，但客车与货车板块随着行业景气度的提升估值加速向上，客车板块PE估值达到了历史高位。进入4月，乘用车、货车与零部件板块估值相对平稳，但客车随着行业景气度上升估值再创新高。而步入五月初，汽车板块整体估值下滑明显。

图 35：汽车行业（申万）历史 PE（TTM）（单位：倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（截止日期：2021.5.12）

图 36：汽车行业（申万）历史 PB（单位：倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（截止日期：2021.5.12）

6、投资建议

1-4月乘用车销量高增长主要源于2020年疫情带来的低基数效应。根据1-4月份乘用车需求测算2021年全年乘用车增速大约4.0%，接近我们预测区间4.9%-9.5%下限。展望5月预计行业同比增速-3.3%+0.9%。行业确认进入补库阶段，乘用车板块经过复苏期估值修复充分，较零部件板块溢价明显，乘用车板块仅存在波段机会。与此同时乘用车利润增速低于零部件，补库周期开启后板块估值开始震荡或收缩，业绩为王。汽车板块内大概率发生子行业轮动，零部件板块有望成为最优配置。

汽车及汽车零部件方面：乘用车板块关注吉利汽车、广汽集团（H）、长安汽车和特斯拉；零部件板块关注被错杀的细分行业龙头中鼎股份。

新能源汽车方面：新能源乘用车高端化趋势下，建议关注宁德时代；考虑补贴退坡趋势下的经济性，建议关注国轩高科。

7、风险分析

1. 行业增长不及预期：消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险。
2. 宏观经济因素对行业的扰动：房地产对消费挤压效应超预期，降低购车意愿。零部件成本上升。
3. 汽车促销政策落地不及预期：19年6月中央和部分地方出台促进汽车消费相关政策，政策刺激效果存在不及预期风险。
4. 新能源汽车政策变化影响行业发展的风险：新能源汽车行业仍在早期发展阶段，政策会对行业发展产生较大影响，若监管部门发布相关政策，可能会冲击行业发展。
5. 技术路线变更的风险：技术进步是新能源汽车行业发展的驱动力之一，新产品的产业化可能会对上一代产品产生冲击，进而替代原有的技术路线。
6. 市场竞争加剧的风险：新能源汽车行业拥有很大发展空间，有大量企业参与竞争，行业产能可能在短期内超过需求，从而出现产能过剩的风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE