

行业研究

9月乘用车新能源渗透率近20%，看好4Q21E新能源车爬坡前景

——2021年9月汽车销量跟踪报告

要点

汽车市场：9月汽车批发销售206.7万辆，同比-19.6%/环比+14.9%

9月汽车产销同比继续下降。9月汽车批发销售206.7万辆，同比-19.6%/环比+14.9%，其中，乘用车销售175.1万辆，同比-16.5%/环比+12.8%；商用车销售31.7万辆，同比-33.6%/环比+28.2%。1-9月汽车累计销量为2067.0万辆，同比+8.7%。为去除2020年疫情影响因素，我们将1-9月累计数据与2019年同期相比较，结果显示整体销量较2019年同期增长1.6%；其中商用车较2019年同期增长20.6%，乘用车较2019年同期降低2.5%。

新能源汽车：9月销量35.7万辆，同比+148.4%/环比+11.4%

9月国内新能源汽车销量为35.7万辆，同比+148.4%/环比+11.4%；国内新能源汽车产量为35.3万辆，同比+148.4%/环比+14.5%。2021年1-9月，国内新能源汽车累计销量215.7万辆，同比+185.3%；累计产量216.6万辆，同比+184.5%。总体来看，产销量自2021年以来维持同比大涨的趋势，继续刷新当月历史记录。9月新能源汽车销量渗透率为17.3%，其中乘用车渗透率为19.5%，商用车渗透率为5.0%。

动力电池：9月装机总量15.7Gwh，同比+138.6%/环比+25.0%

9月我国动力电池装车量15.7GWh，同比+138.6%/环比+25.0%，呈现快速增长趋势。2021年9月，纯电动新能源乘用车、客车、专用车装机量分别同比+181.6%、-26.1%、+173.7%，环比+31.6%、+58.5%、-15.1%；三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别同比+45.6%、+309.3%，环比+15.0%、+32.3%。

投资建议：我们持续看好4Q21E A00车型/高端纯电动、以及插电混动车型销量爬坡趋势，预计2021E国内新能源汽车销量有望近350万辆。当前行业处于库存低位，看好具有较强车型产品周期（芯片供应缓解具有较强销量与盈利弹性）、以及新能源渗透率持续抬升/智能电动化推进路径清晰明确的车企。

汽车和汽车零部件方面：乘用车板块推荐吉利汽车、长城汽车、以及特斯拉，建议关注比亚迪。

新能源汽车方面：关注充换电快速发展下相关设备制造商与运营商；具有很强产业链话语权龙头电池厂商；今年供需偏紧的环节：隔膜、铜箔、PVDF、六氟磷酸锂；海外新能源车市场持续超预期下国内的海外配套供应商。

风险分析：芯片短缺缓解不及预期；原材料价格上涨；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：倪昱婧 CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-22169040

nijy@ebsecn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930519040004

021-22169040

yinzs@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（截止2021.10.18）

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（2021-01-19）

目 录

1、 9月产销同比下降，1-9月汽车消费总体保持稳定.....	4
1.1、 总体数据：1-9月累计销量 1862.3 万辆，同比+8.7%，较 2019 年同期增长 1.6%	4
1.2、 乘用车：9月批发数据优于零售	5
1.3、 商用车：货车产销同比下降明显，轻客拉动客车景气度上行	6
2、 库存：今年去库存明显，厂商库存持续保持低位	8
3、 新能源汽车：产销维持同比高速增长	9
3.1、 总体数据：9月销量 35.7 万辆，同比+148.4%/环比+11.4%，新能源汽车渗透率 17.3%.....	9
3.2、 乘用车：9月 EV/PHEV 乘用车销量同比+165.1%/ +138.5%，新能源渗透率达 19.5%.....	10
3.3、 商用车：9月销量 1.6 万辆，同比+28.6%/环比+13.1%，新能源渗透率达 5.0%	11
4、 动力电池：装机量再创历史同期新高	12
5、 9月至今汽车行业估值震荡下行	13
6、 投资建议.....	14
7、 风险分析.....	15

图目录

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

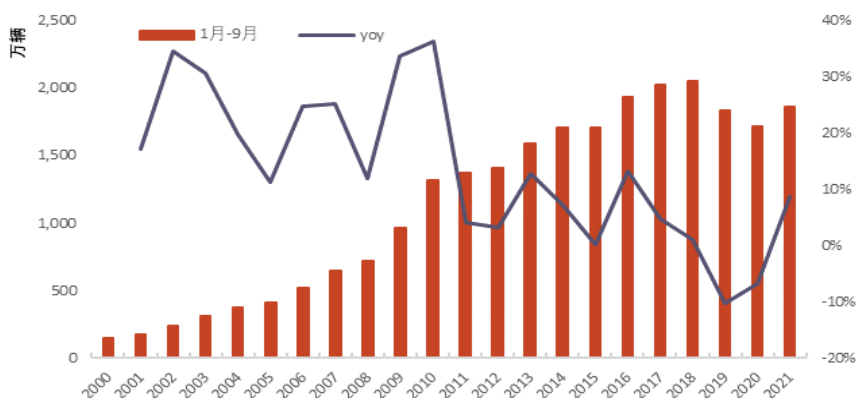
1、9月产销同比下降，1-9月汽车消费总体保持稳定

1.1、总体数据：1-9月累计销量1862.3万辆，同比+8.7%，较2019年同期增长1.6%

2021年9月汽车市场产销同比下降，汽车消费总体保持稳定。2021年9月汽车批发销售206.7万辆，同比-19.6%，环比+14.9%。其中，乘用车销售175.1万辆，同比-16.5%，环比+12.8%；商用车销售31.7万辆，同比-33.6%，环比+28.2%。乘用车1-9月累计销量为1751.0万辆，同比+11.0%。为去除2020年疫情影响因素，我们将1-9月累计数据与2019年同期相比，结果显示整体销量较2019年同期增长1.6%；其中商用车增长20.6%，乘用车降低2.5%。

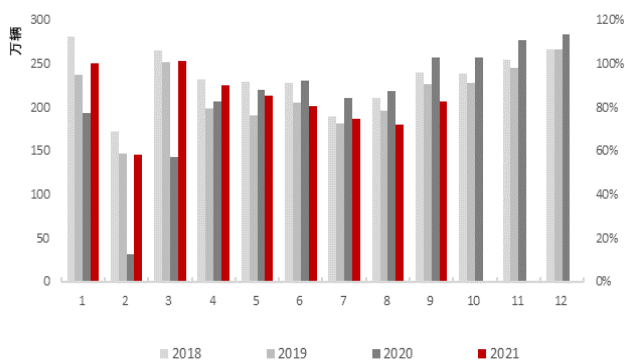
9月批发销量低于产量。2021年9月汽车产量207.7万辆，同比-17.9%，环比+20.4%。其中，乘用车产量176.7万辆，同比-13.9%，环比+18.1%；商用车产量31.0万辆，同比-35.2%，环比+35.5%。

图1：历年1月-9月汽车累计批发销量（单位：万辆）



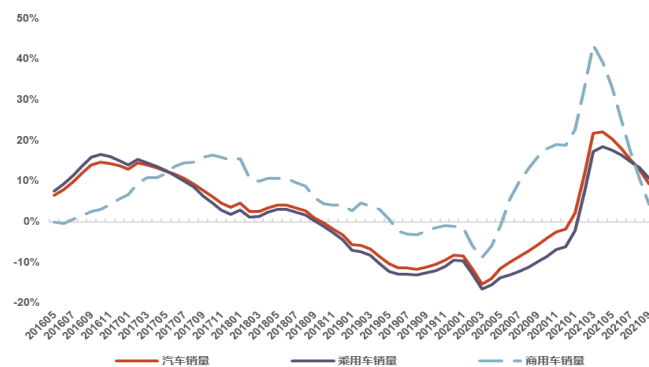
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

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：9月批发数据优于零售

分车型看，9月轿车批发销量78.0万辆，同比-18.9%，环比+5.2%，1-9月累计销量为687.6万辆，同比+10.3%，较2019年同期-7.1%；SUV9月批发销量85.0万辆，同比-13.5%，环比+24.3%，1-9月累计销量为669.1万辆，同比+12.1%，较2019年同期+1.9%；MPV9月批发销量9.6万辆，同比-13.8%，环比+10.8%，1-9月累计销量为72.0万辆，同比+8.9%，较2019年同期-26.7%；交叉乘用车9月销量2.4万辆，同比-37.7%，环比-39.8%，1-9月累计销量为27.6万辆，同比+4.7%，较2019年同期-3.5%。

零售端：9月零售走势偏弱；1-9月累计同比表现较好。据乘联会数据，9月广义乘用车零售销量160.6万辆，同比-17.3%，环比+8.9%，表现偏弱。车市走势偏弱主要原因包括：1) 目前货币政策依然偏紧，各地促消费政策没有大规模铺开；2) 房地产下行压力较大，中游和下游制造业的盈利弱化，消费信心和消费能力不是很强；3) 关键芯片和其他零部件的海外供给受阻；4) 经销商层面的在售车型库存水平偏低，新上市车型目前通过订金方式锁单留客，交付压力不减。

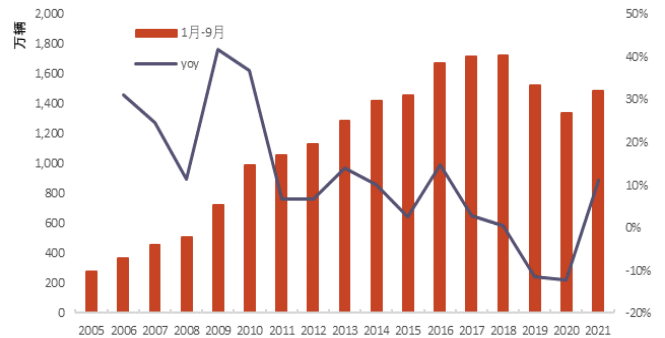
1-9月累计零售销量为1474.0万辆，同比+12.0%，较1-8月累计增速下降5个百分点。减速的原因主要是受2020年7-9月零售高基数的影响。今年1-9月同比增量155万辆中的新能源车增量139万辆，占总增量94%，对1-9月同比增速贡献了11个百分点。

图4：乘用车月度批发销量（单位：万辆）



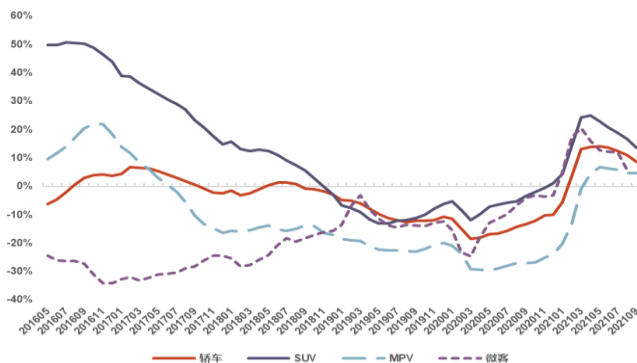
资料来源：乘联会，光大证券研究所整理

图5：历年1月-9月乘用车累计批发销量（单位：万辆）



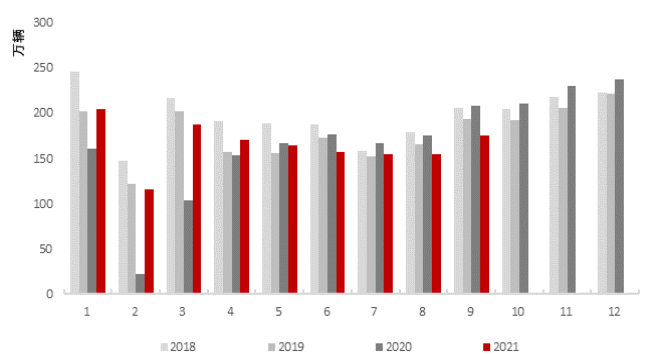
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

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）

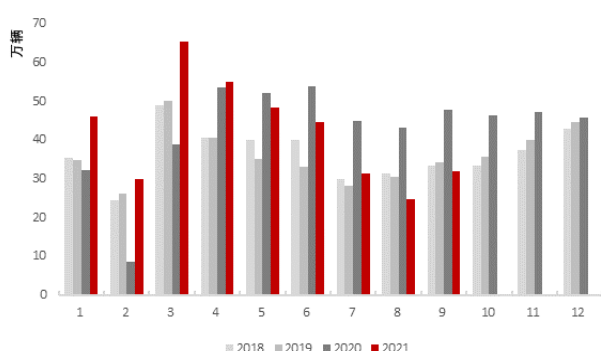


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

1.3、商用车：货车产销同比下降明显，轻客拉动客车景气度上行

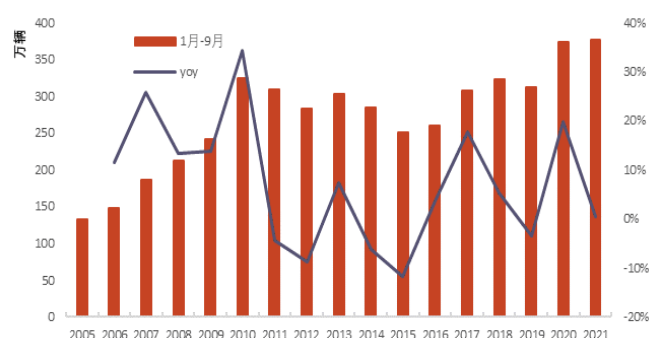
商用车受排放法规切换与去年高基数因素影响，产销同比下降明显。货车 1-9 月累计销量较 2019 年同期实现增长 21.2%，但 9 月销售同比下滑明显，四类车型销量均同比下滑；客车 9 月产销同比年内首次出现下滑，1-9 月累计销量与 2019 年同期相比增长 14.7%，9 月三类车型销量均同比下滑。9 月商用车销售 31.7 万辆，同比-33.6%，环比+28.2%，1-9 月累计销量为 376.1 万辆，同比+0.5%，较 2019 年同期+20.6%。其中，货车 9 月销售 27.7 万辆，同比-36.1%，环比+32.3%，1-9 月累计销量为 338.9 万辆，同比-1.6%，较 2019 年同期+21.2%；客车 9 月销售 3.9 万辆，同比-8.9%，环比+5.3%，1-9 月累计销量为 37.2 万辆，同比+26.0%，较 2019 年同期+14.7%。

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

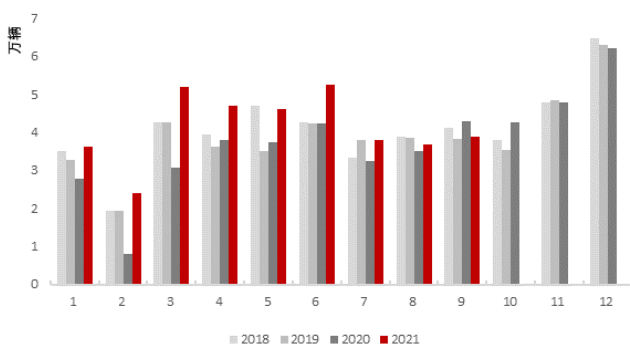
图 9：历年 1 月-9 月商用车累计批发销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

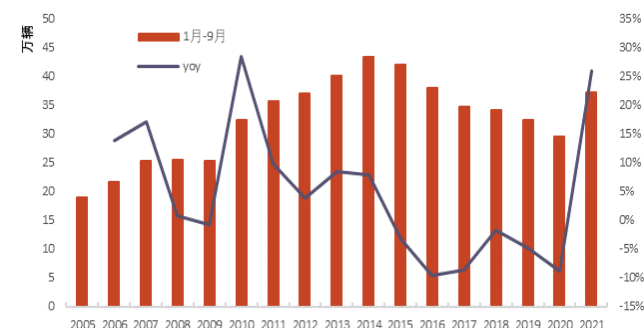
客车方面，销量同比年内首次出现下滑，三类车型销量均同比下滑。9 月大型客车销量 0.3 万辆，同比-33.5%，1-9 月累计销量为 3.27 万辆，同比-9.9%，较 2019 年同期-34.5%；9 月中型客车销量 0.3 万辆，同比-20.1%，1-9 月累计销量为 3.15 万辆，同比+8.3%，较 2019 年同期-29.7%；9 月轻型客车销量 3.2 万辆，同比-3.6%，年内首次负增长，1-9 月累计销量为 30.3 万辆，同比+31.8%，较 2019 年同期+32.2%。

图 10：客车月度批发销量（单位：万辆）



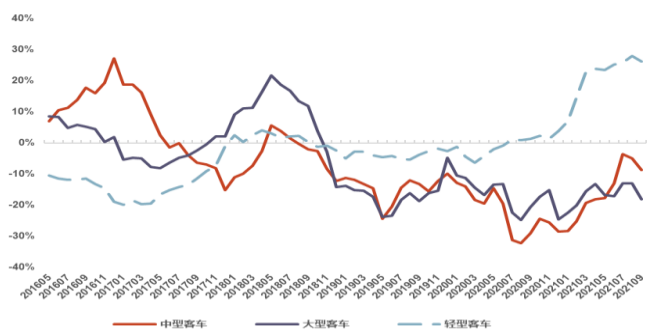
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 11：历年 1 月-9 月客车累计批发销量（单位：万辆）



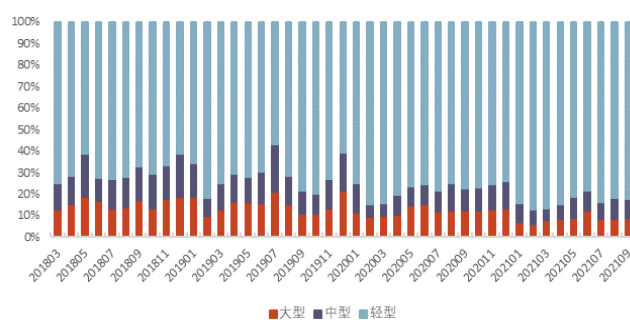
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

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

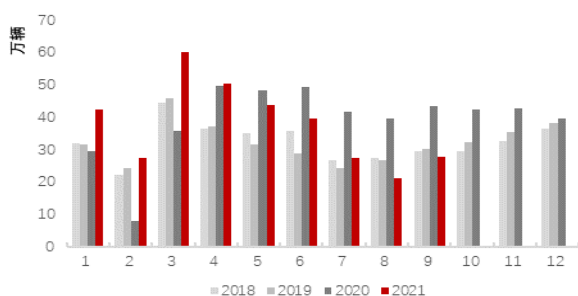
图 13: 客车各车型月度批发销量份额



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

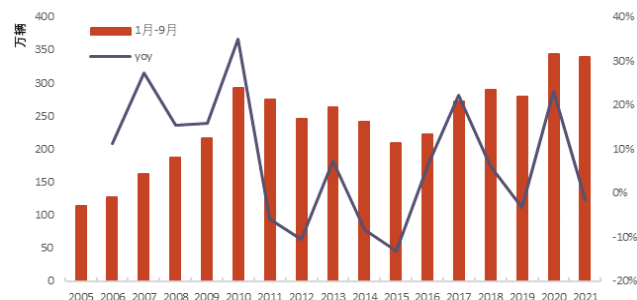
货车方面, 四类车型 9 月销量均同比下降, 1-9 月累计销量均较 19 年同期实现增长。9 月重型货车销量 5.9 万辆, 同比-60.7%, 1-9 月累计销量 124.7 万辆, 同比+1.0%, 较 2019 年同期+40.3%; 9 月中型货车销量 1.1 万辆, 同比-29.1%, 1-9 月累计销量为 14.0 万辆, 同比+21.1%, 较 2019 年同期+33.9%; 9 月轻型货车销量 16.0 万辆, 同比-23.8%, 1-9 月累计销量为 166.5 万辆, 同比+4.4%, 较 2019 年同期+22.8%; 9 月微型货车销量 4.7 万辆, 同比-18.3%, 1-9 月累计销量为 41.2 万辆, 同比-16.2%, 较 2019 年同期+5.2%。

图 14: 货车月度批发销量 (单位: 万辆)



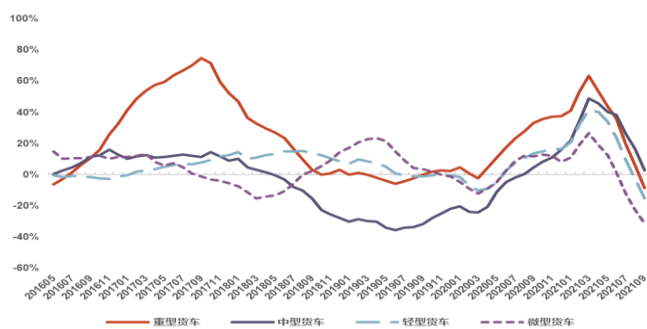
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 15: 历年 1 月-9 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

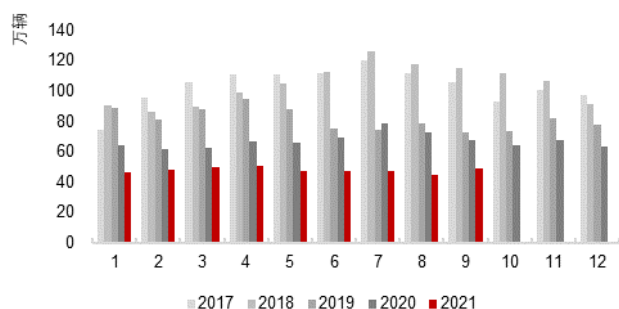
2、库存：今年去库存明显，厂商库存持续保持低位

9月汽车产量高于批发销量，月末整体厂商库存有所上升。据中汽协数据，9月末汽车厂商库存为75.1万辆，较月初+6.7%。其中，乘用车库存49.6万辆，较月初+9.8%；商用车库存25.5万辆，较月初+1.3%。

据汽车流通协会数据，9月汽车经销商库存预警指数为50.90%，同比-3.1pct，环比-0.8pct，库存预警指数逼近荣枯线，位于不景气区间。9月汽车经销商综合库存系数为1.24，同比-20.51%，环比-9.49%，库存系数连续四个月位于警戒线下方。

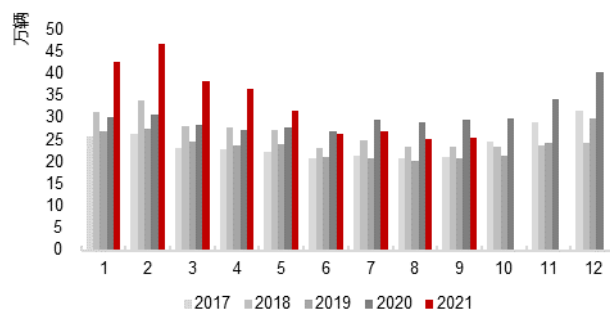
据乘联会数据显示，9月末厂商库存环比下降2万辆，渠道库存环比增长3万辆；2021年1-9月厂商库存减少29万辆，相较历年同期库存减少幅度偏大，形成连续四年强力去库存的特征。2021年1-9月的渠道库存相对减少84万辆，较2020年同期去库存22万辆水平又有大幅升高，上游生产端短期内芯片短缺影响整车生产节奏的问题逐步显现。

图 18：厂商月末乘用车库存（单位：万辆）



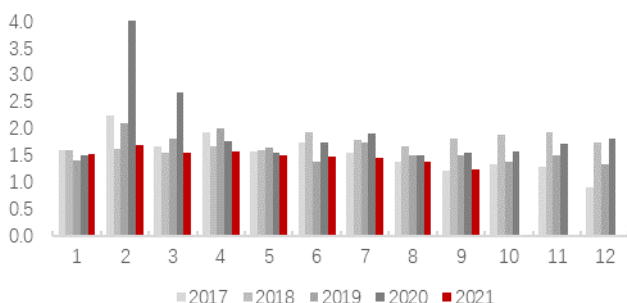
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

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）



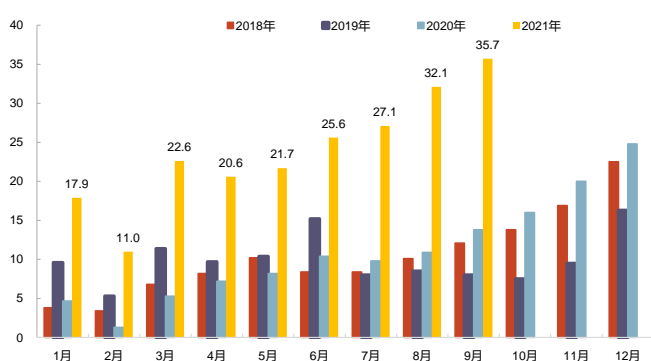
资料来源：中汽协，乘联会，中国汽车流通协会，光大证券研究所估算

3、新能源汽车：产销维持同比高速增长

3.1、总体数据：9月销量35.7万辆，同比+148.4%/环比+11.4%，新能源汽车渗透率17.3%

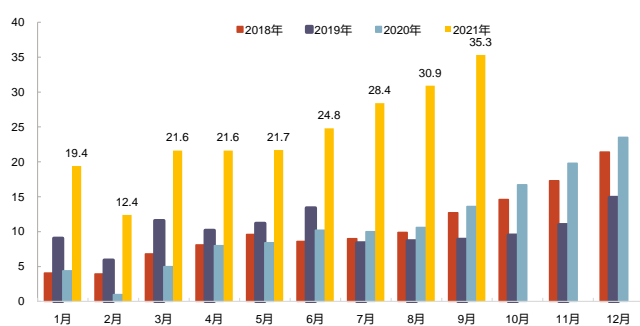
2021年9月，国内新能源汽车销量为35.7万辆，同比+148.4%，环比+11.4%；国内新能源汽车产量为35.3万辆，同比+148.4%，环比+14.5%。2021年1-9月，国内新能源汽车累计销量215.7万辆，同比+185.3%；累计产量216.6万辆，同比+184.5%。总体来看，产销量自2021年以来维持同比大涨的趋势，继续刷新当月历史记录。销售端来看，9月新能源汽车渗透率达17.3%，2021年1-9月累计渗透率达11.6%。

图 22：2018-2021 年 9 月新能源汽车单月销量（单位：万辆）



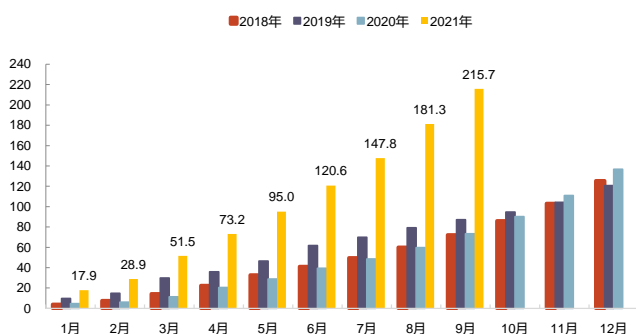
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 23：2018-2021 年 9 月新能源汽车单月产量（单位：万辆）



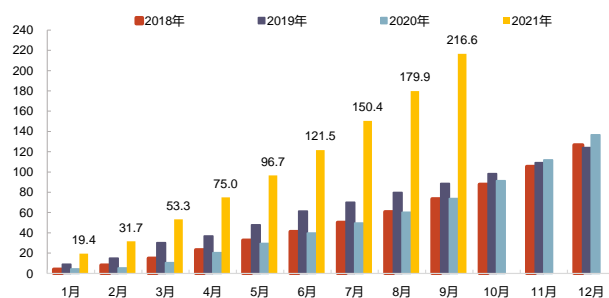
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 24：2018-2021 年 9 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

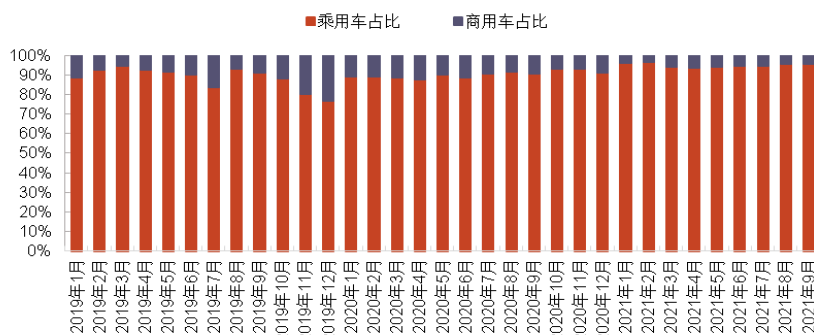
图 25：2018-2021 年 9 月新能源汽车累计产量（单位：万辆）



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9月国内新能源乘用车销量为34.1万辆，占总销量的比例为95.5%，与2021年8月相比小幅下降；新能源商用车销量为1.6万辆，占总销量的比例为4.5%。

图 26: 2019-2021 年 9 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: 9 月 EV/PHEV 乘用车销量同比+165.1%/+138.5%，新能源渗透率达 19.5%

根据中汽协的数据, 2021 年 9 月, 国内纯电动乘用车销量为 28.1 万辆, 同比+165.1%, 环比+11.8%; 插电混动乘用车销量为 6.1 万辆, 同比+138.5%, 环比+9.2%。2021 年 1-9 月, 国内纯电动乘用车销量累计为 168 万辆, 同比+215.4%; 插混乘用车销量累计为 36.5 万辆, 同比+141.4%。从销售端渗透率来看, 乘用车 9 月渗透率达 19.5%, 2021 年 1-9 月累计渗透率达 13.8%。

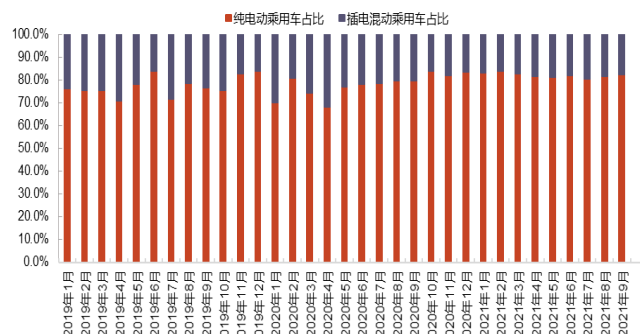
图 27: 2019-2021 年 9 月 EV 乘用车/PHEV 乘用车单月销量

(单位: 万辆)



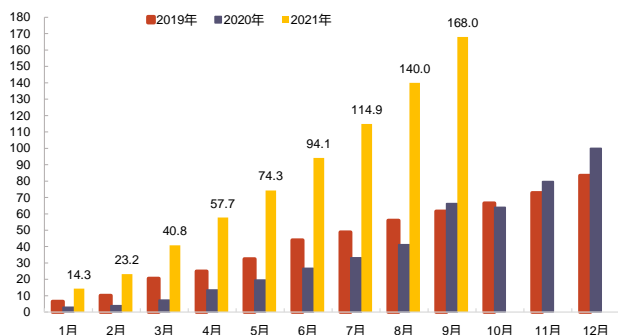
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 28: 2019-2021 年 9 月新能源乘用车单月销量结构



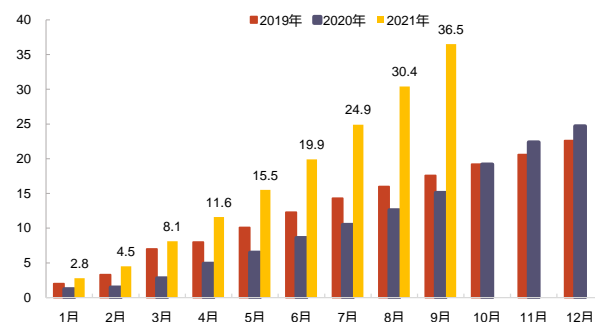
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 29: 2019-2021 年 9 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 9 月 PHEV 乘用车累计销量 (单位: 万辆)

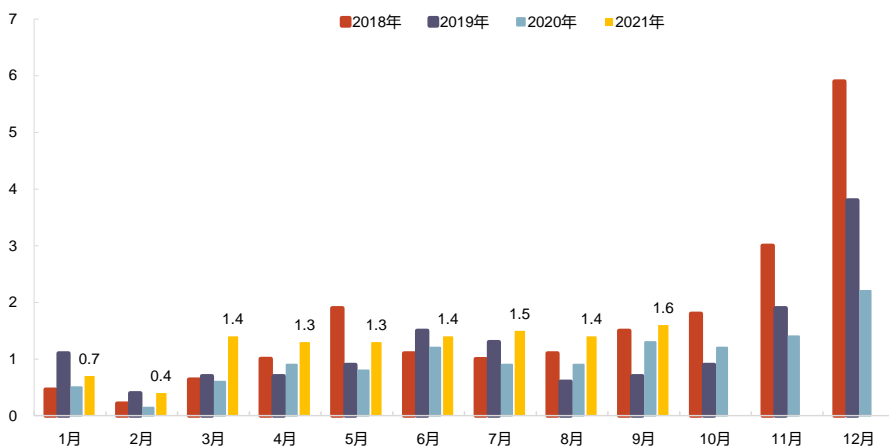


资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

3.3、商用车: 9 月销量 1.6 万辆, 同比+28.6%/环比+13.1%, 新能源渗透率达 5.0%

根据中汽协的数据, 2021 年 9 月, 国内新能源商用车销量为 1.6 万辆, 同比+28.6%/环比+13.1%。从销售端渗透率来看, 9 月商用车新能源渗透率为 5.0%, 2021 年 1-9 月累计渗透率仅为 3.0%。

图 31: 2018 年-2021 年 9 月国内新能源商用车单月销量 (单位: 万辆)



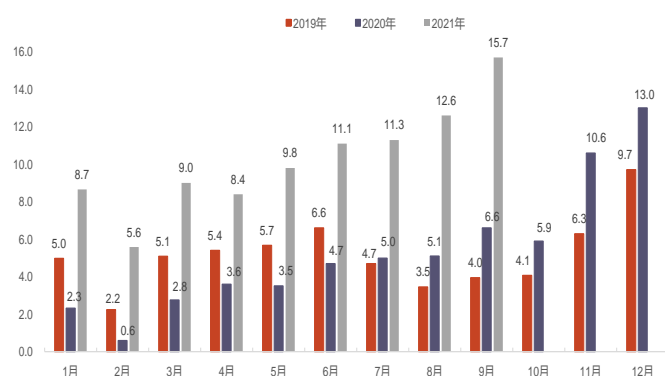
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

4、动力电池：装机量再创历史同期新高

根据中国汽车动力电池产业创新联盟的数据，2021年9月，我国动力电池装车量15.7GWh，同比上升138.6%，环比上升25.0%，呈现快速增长趋势。2021年9月，纯电动新能源乘用车、客车、专用车装机量分别同比+181.6%、-26.1%、+173.7%，环比+31.6%、+58.5%、-15.1%；三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别同比+45.6%、+309.3%，环比+15.0%、+32.3%。

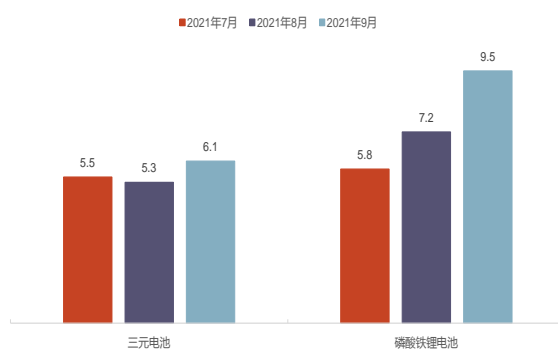
纯电动乘用车用动力电池：2021年9月国内纯电动新能源乘用车动力电池装机量合计12.69GWh；纯电动客车用动力电池：2021年9月国内纯电动新能源客车动力电池装机量合计0.85GWh；纯电动专用车用动力电池：2021年9月国内纯电动新能源专用车动力电池装机量合计1.20GWh。

图 32：2019-2021 年 9 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

图 33：2021 年 7 月/8 月/9 月国内动力电池装机量（按技术路线分，单位：Gwh）

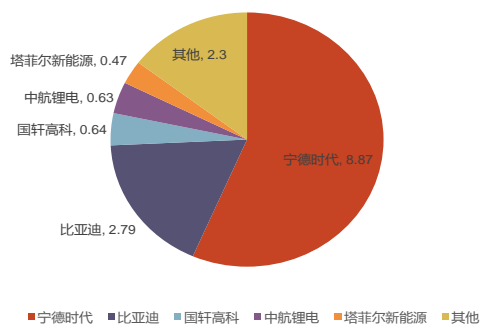


资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，光大证券研究所整理

按照电池技术路线来看：1) 三元电池：2021年9月国内三元动力电池装机量6.14GWh，环比+15.0%；2) 磷酸铁锂电池：2021年9月国内磷酸铁锂动力电池装机量9.54GWh，环比+32.3%。

2021年9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、国轩高科，装机量分别为8.87/2.79/0.64GWh，市占率分别为56.5%/17.8%/4.1%。

图 34：2021 年 9 月国内动力电池装机量市场份额

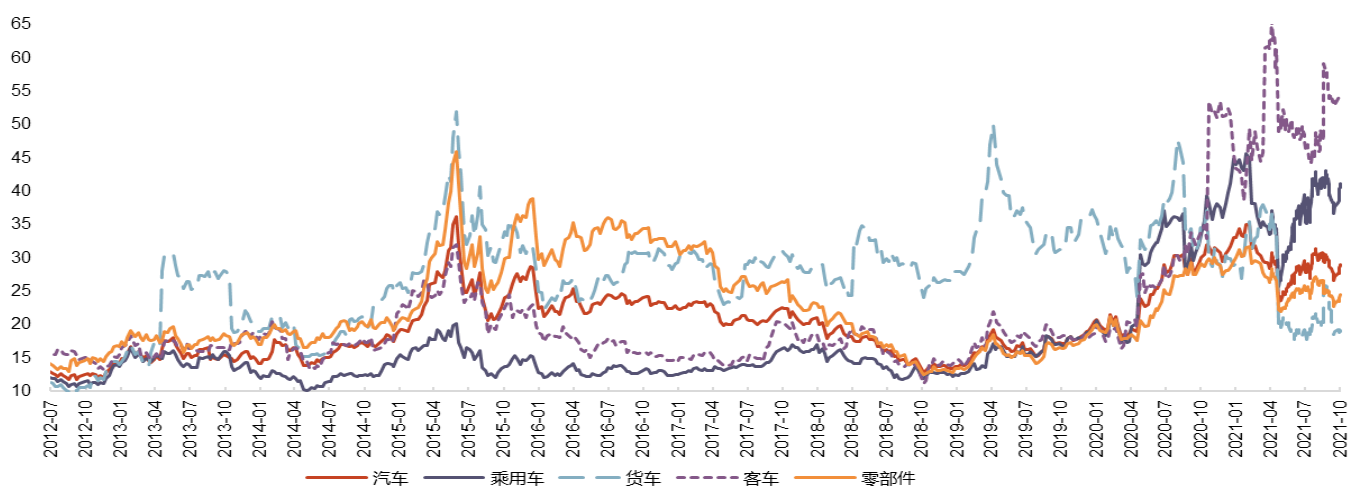


资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，光大证券研究所整理

5、9月至今汽车行业估值震荡下行

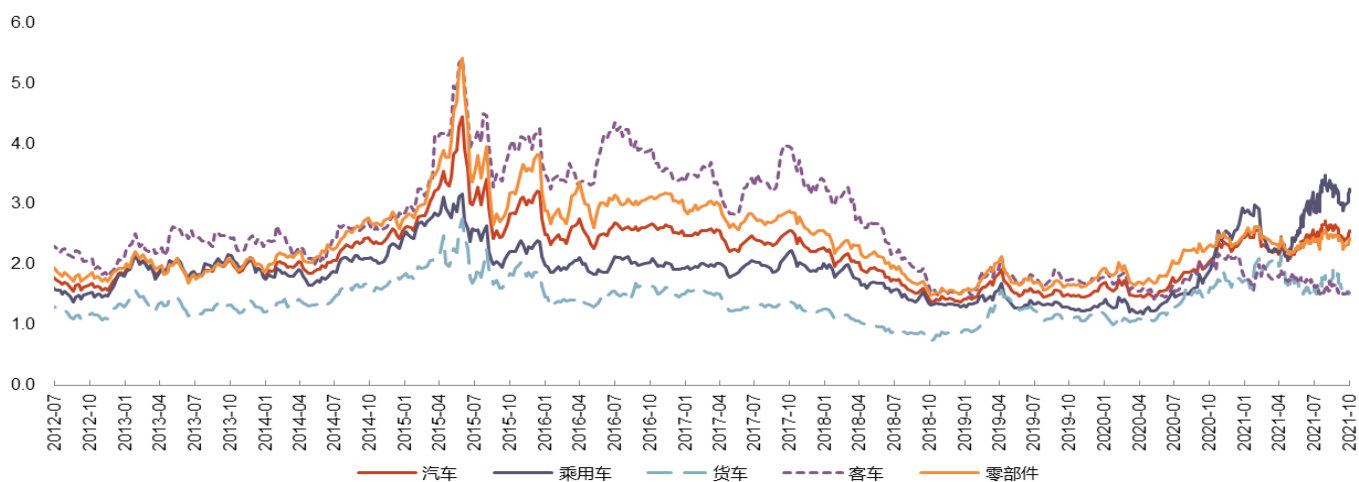
2021年9月至今，汽车板块PE估值震荡下行。其中乘用车与零部件PE估值较9月初保持平稳；客车与货车板块PE估值降幅明显。

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：2021.10.15）

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：2021.10.15）

6、投资建议

我们持续看好 4Q21E A00 车型/高端纯电动、以及插电混动车型销量爬坡趋势，预计 2021E 国内新能源汽车销量有望近 350 万辆。当前行业处于库存低位，看好具有较强车型产品周期（芯片供应缓解具有较强销量与盈利弹性）、以及新能源渗透率持续抬升/智能电动化推进路径清晰明确的车企。

乘用车板块推荐吉利汽车、长城汽车、以及特斯拉，建议关注比亚迪。

新能源汽车方面：关注充换电快速发展下相关设备制造商与运营商；具有很强产业链话语权龙头电池厂商；今明年供需偏紧的环节：隔膜、铜箔、PVDF、六氟磷酸锂；海外新能源车市场持续超预期下国内的海外配套供应商。

7、风险分析

- 1.芯片短缺缓解不及预期：芯片复产节奏滞缓，导致芯片短缺缓解不及预期。
- 2.原材料价格上涨：汽车上游原材料持续上涨，零部件成本上升，导致企业毛利承压。
- 3.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。
- 4.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。
- 5.汽车促销政策落地不及预期：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。
- 6.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。
- 7.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。
- 8.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 49 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 9 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 19 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 29 楼

英国

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