民生证券
MINSHENG SECURITIES

汽车行业2023年投资策略
——投资时钟篇

——邵将、张永乾、谢坤、郭雨蒙



证券研究报告

2023年1月4日

* 请务必阅读最后一页免责声明

摘要

- **库存周期展望：景气度边际企稳，趋势好转或发生于2023年3月，库存周期和朱格拉周期于2022H2共振上行。**2022年5月确认进入新一轮周期复苏，2022年8月开始行业月度销量同比弱化，触发每轮复苏期内板块的正常调整，我们预计2023年3月行业同比增速再次加速上行，板块再次进入贝塔配置阶段。行业持续运转于复苏时区，2023年3月前后板块再次迎来超配。
- **告别总量迷思：在总量缺乏波动下，电动智能化转型带来的结构优化是未来产业投资机会。**行业政策落地+补库需求助推汽车行业于2022年走向复苏。参考日韩可比历史区间，我们预计未来总量需求增速中枢或将长期维持在2-3%”新常态“水平，后续行业增速中枢放缓、周期波动减弱、时间跨度或显著变长。但总量增速中枢趋缓并不意味着行业处于下行周期，有效资本开支放量才是行业景气度提升的判断标准。当前行业已进入软硬件共同定义汽车时代，伴随车辆电子电气架构持续升级、域控加速落地，软件将成为智能汽车差异化竞争的核心。随着科技巨头入局加速行业智能化渗透率提升，行业有望复刻电动化前半场的结构性投资机会。
- **投资建议：1）基于行业复苏确认带来板块估值修复为主要特征的配置机会，**推荐**江淮汽车、广汽集团、长安汽车、比亚迪和长城汽车**，以及**【传统内外饰智能化升级】**的**天成自控、星宇股份、福耀玻璃和继峰股份。2）智能化有望接力电动化成为行业资本开支的主要方向，【座舱电子】**赛道推荐域控制器龙头公司**德赛西威、经纬恒润，**建议关注**均胜电子**和**华阳集团，**推荐**【座舱人机多模交互】**的**华安鑫创、上声电子和科博达。3）L3级智驾驶渗透趋势提速，线控底盘有望复刻过去5年电动车渗透率曲线快速放量，率先收益。**推荐【线控底盘】龙头公司中鼎股份、亚太股份和拓普集团，建议关注产业链相关公司保隆科技和伯特利。**4）**关注华为智选车及安徽产业链相关标的**光洋股份、瑞鹄模具、飞龙股份、沪光股份和华依科技。**
- **风险提示：**疫情导致的经营风险与市场风险；上游原材料成本涨价超预期风险；芯片供应缓解不及预期的风险。



目录

CONTENTS

01 民生汽车投资时钟观点有效性回溯

02 2023年民生汽车投资时钟怎么转

03 投资建议

04 风险提示



01. 民生汽车投资时钟观点有效性回溯

01 民生汽车投资时钟观点有效性回溯

➢ 汽车时钟研究框架有效性回溯：汽车时钟系列报告对板块超额收益有较强的预测性

图1：汽车时钟研究框架对本轮周期内板块超额收益有较强的预测性



资料来源： Wind，民生证券研究院（截至2022.12.30）



02. 2023年民生汽车投资时钟怎么转

2.1 周期定位：库存周期和朱格拉周期于2022H2共振上行

➢ 库存周期展望：景气度边际企稳，趋势好转或发生于2023年3月

- 不同时区板块投资策略：复苏期和过热期为板块稳定产生超额收益阶段，复苏期板块超额收益由估值主导。
- 2022年5月确认进入新一轮周期复苏，我们预计2023年3月行业同比增速再次加速上行，板块再次进入贝塔配置阶段。

表1：民生汽车投资时钟各阶段投资特征

民生汽车投资时钟	春	夏	秋	冬
美林时钟	复苏期	过热期	滞胀期	衰退期
库存周期	被动去库	主动补库	被动补库	主动去库
供需情况	需求回升，边际向好，供给来不及反应	需求上升，明显向好，供给预期积极	需求下降，边际变差，供给来不及收缩	需求下降，趋势变差，供给预期消极
投资特征	估值修复	盈利驱动	补涨滞胀	防范风险

资料来源：民生证券研究院整理

图2：2021-2023E年行业月度销量与年化销量同比



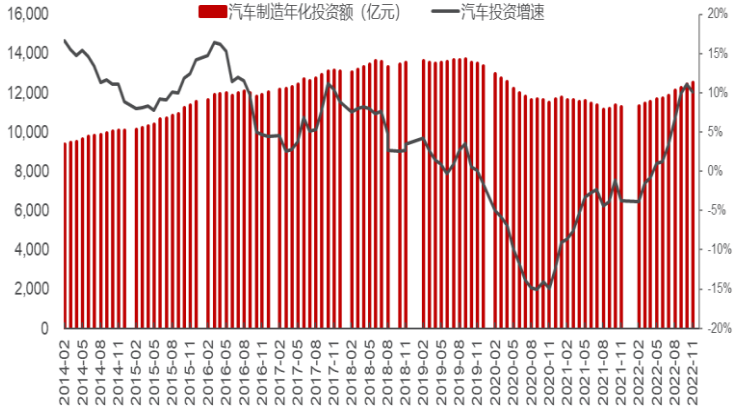
资料来源：中汽协、民生证券研究院预测

2.1 周期定位：库存周期和朱格拉周期于2022H2共振上行

➢ 朱格拉周期视角：供给端收缩充分，2022产能周期上行

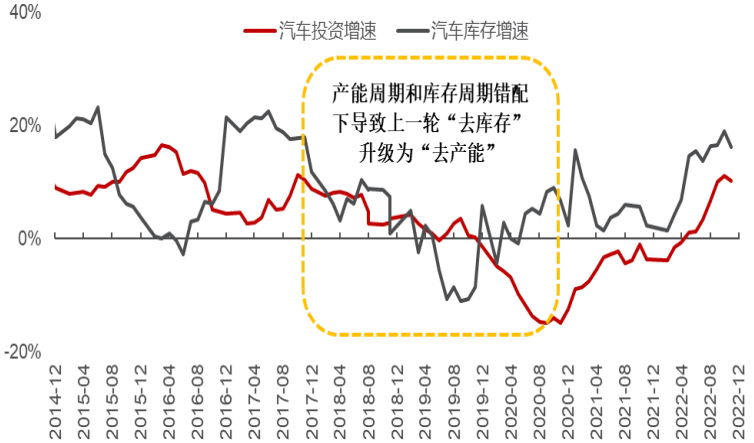
- 库存周期和朱格拉周期错配，“新旧动能”切换的空窗期下行业固定资产投资难开启，汽车行业在过去一轮去库周期中“去库存”升级为“去产能”，上一轮产能周期下固定资产总额收缩，供需结构进一步优化。
- 2022年行业固定资产投资增速转正，新一轮朱格拉周期开启。

图3：2022年投资增速转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：上一轮“去库存”升级为“去产能”



资料来源：Wind、民生证券研究院

2.1 周期定位：库存周期和朱格拉周期于2022H2共振上行

➢ 朱格拉周期视角：主流车企新增资本开支已完成向“新动能”的切换

- 主流车企均已布局纯电平台及全新电子电气平台发架构，在电动化和智能化两个维度开启资本开支，迎接行业新一轮产能周期。

表2：整车厂纯电平台布局

车企	纯电平台名称	发布时间	代表车型
比亚迪	E1.0	2009	比亚迪e6
	E2.0	2018	元EV、唐EV
	E3.0	2021	比亚迪元 Plus EV
长安汽车	EPA平台	2021	C385
	CHN平台	2021	阿维塔11
吉利汽车	PMA	2018	几何C
	SEA浩瀚	2020	极氪001
广汽新能源	GEP 2.0	2019	埃安S、埃安V、埃安LX
	GEP 3.0	2023	-
长城	ME平台	2020	欧拉
荣威	E0	2018	荣威ERX5
	E1	2021	Marvel R
	E2	2022	荣威ERX7

资料来源：各公司官网、民生证券研究院

表3：自主品牌电子电气架构布局

车企	2021年	2022年	2023年	2025年
长城	GEEP3.0x 4个功能域控制器，应用软件自主开发软硬件解耦	GEEP4.0，中央计算+区域架构		GEEP5.0，中央大脑架构+智能区域控制
吉利	浩瀚架构SEA与集中式电子架构(GEEA2.0)	从部分集中化向域集中化、域融合演进		GEEA3.0中央计算平台架构，支持整车级OTA
长安	已建成V3.0 OTA通道能力，支持娱乐域、车控域等10余个控制域的OTA迭代升级	域架构	准中央域架构	中央域架构
广汽		自主品牌中首个实现车载以太网组网量产应用。构建车内信息高速公路，实现域控制架构量产	推出基于车云一体化的“星灵”电子电气架构，全面支撑SDV及L4级自动驾驶实现	
比亚迪	E3.0具备四大域控制器，分别为智能域控制系统、左车身域控制系统、右车身域控制系统、动力域控制系统			
蔚来	千兆以太网络+高性能电控单元			
理想		中央算力平台，实现中心计算化		
小鹏	以中央网关模组为核心，连自动驾驶、智能座舱两大域控制器，以及车身控制单元(BCM)、整车控制器(VCU)、电池管理系统(BMS)等控制相关ECU			

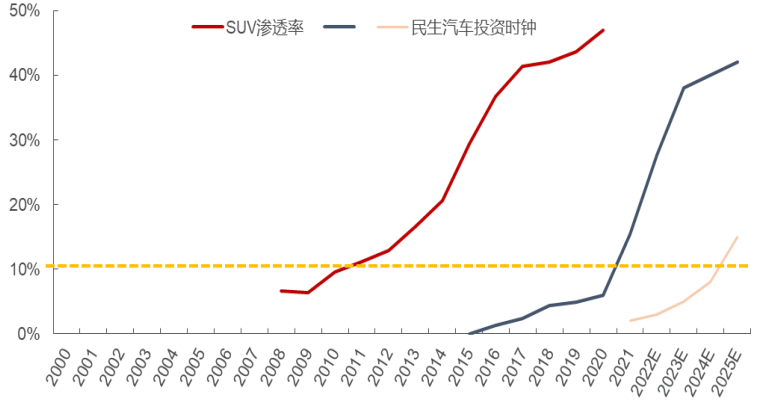
资料来源：各公司官网、民生证券研究院

2.1 周期定位：库存周期和朱格拉周期于2022H2共振上行

➢ 朱格拉周期视角：以电动车为载体的智能网联技术成为新一轮朱格拉周期的重要抓手。

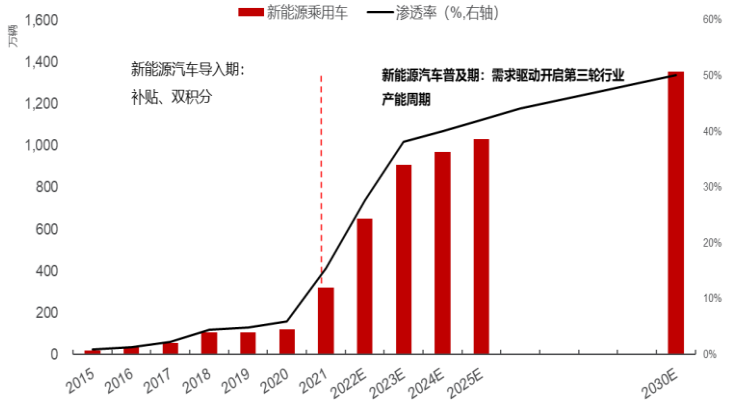
- 类似2011年SUV渗透率至10%左右后驱动汽车行业第二产能周期开启，2021年电动车渗透率达15.5%，首次突破10%阈值，我们预计2022年电动车渗透率将达到27.7%，以电动车为载体的智能网联技术成为行业本轮朱格拉周期的重要抓手，需求驱动开启行业第三产能周期。汽车作为制造业，进入从传统车向智能电动车升级的阶段，新一轮朱格拉周期的主要驱动力在于供应链的重构升级。

图5：汽车行业于2021年正式开启第三轮朱格拉周期



资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

图6：需求驱动开启第三轮行业产能周期



资料来源：中汽协、民生证券研究院预测

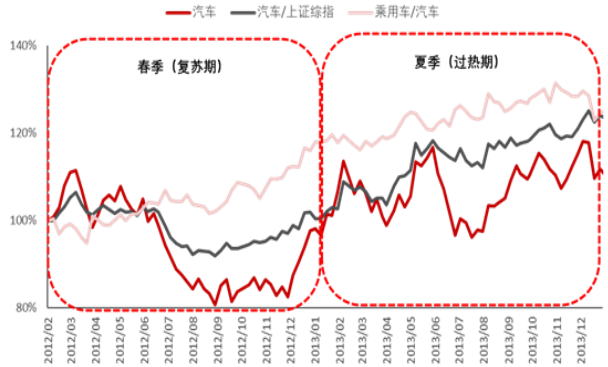
2.2 行业持续运转于复苏时区，2023年3月前后板块再次迎来超配

➢ 当下板块的下跌为每一轮周期内的正常调整

- 复盘2012至今的三轮周期，复苏期内汽车板块的投资特征为：稳定的相对收益+波段式的绝对收益。历史复盘来看，复苏期具有两个明显特征：1）复苏期行业具有确定的相对收益；2）绝对收益具有典型的波段性特征。

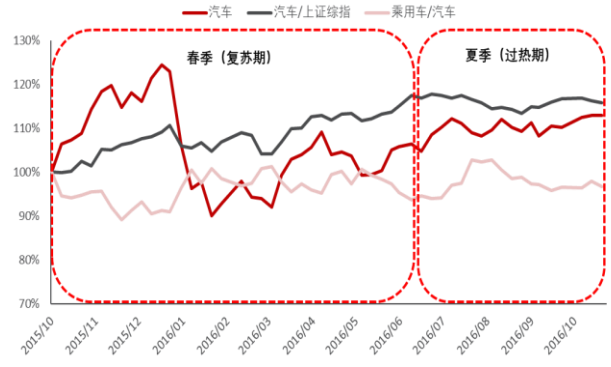
- 确定性的相对收益主要系行业周期触底下，板块估值修复所致。复苏期是行业需求迎来周期拐点的阶段，核心是稳定的低基数效应下年化需求同比增速趋势改善。绝对波段特征明显源于行业月频增速对复苏确认预期的强化或弱化。复苏期内月度同比增速的环比变化趋势强化或弱化着复苏预期，令板块估值修复的过程和绝对收益呈现波段特征。

图7：2012-2015年行业在复苏期内超额收益



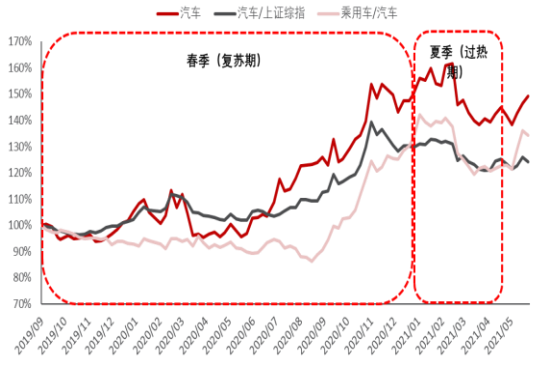
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2015-2019年行业在复苏期内超额收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2019-2022年行业在复苏期内超额收益



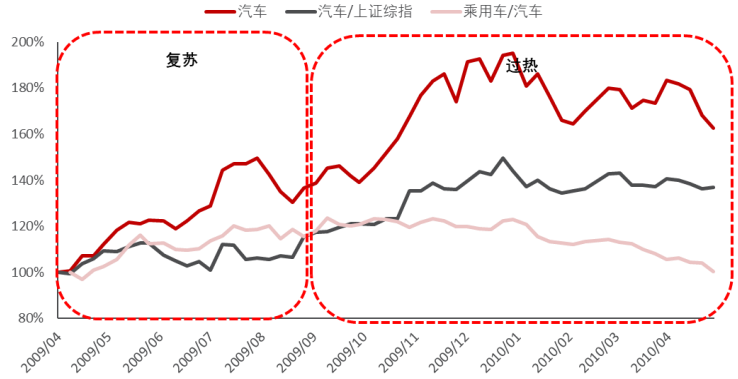
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 行业持续运转于复苏时区，2023年3月前后板块再次迎来超配

➢ 2009-2012年汽车周期汽车板块企稳的信号

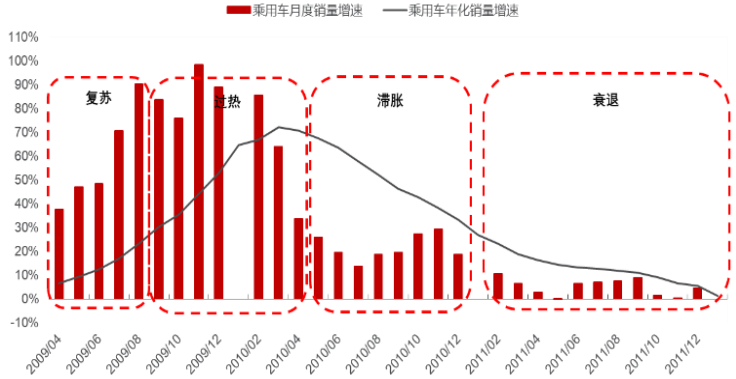
- 2009-2012年这轮汽车周期中，复苏期末（2009年8月）绝对收益出现回撤。2009年8月后行业月度同比增速明显走弱，该阶段板块回撤来自于对未来销量同比增速边际走弱的预期。
- 板块于2009年10月前后企稳并再次产生配置性机会。

图10：2009-2010年汽车行业相对与超额收益率分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2009-2011年行业月度销量与年化销量同比



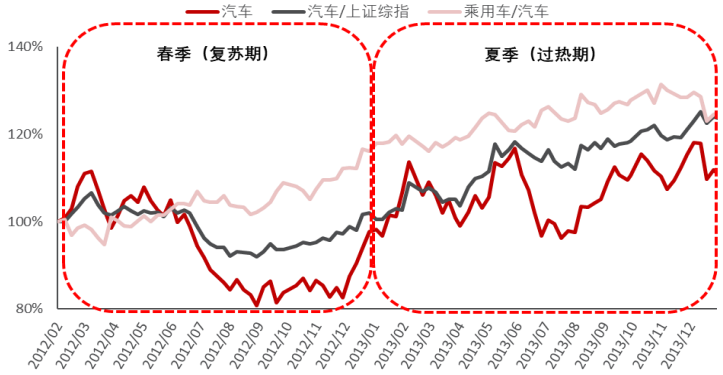
资料来源：中汽协，民生证券研究院

2.2 行业持续运转于复苏时区，2023年3月前后板块再次迎来超配

➢ 2012-2015年汽车行业周汽车板块企稳的信号

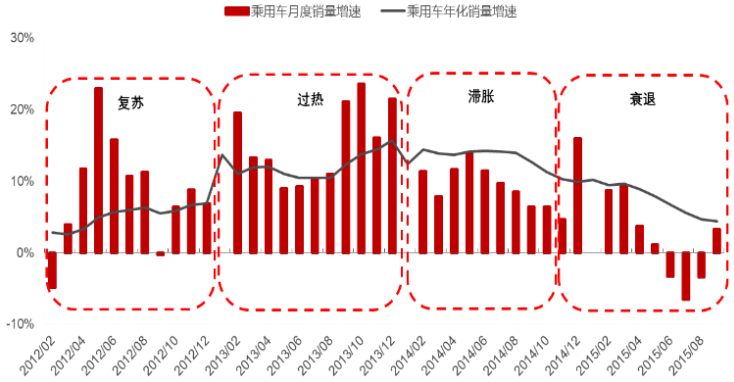
- 复苏期于2012年2月开启，板块绝对收益率于2012年5月出现较大回撤，至2012年9月后触底反弹。从行业月度销量同比增速视角观察，2012年5月行业月度销量同比增速达22.92%，而后持续走弱，于9月下滑至-0.3%后触底反弹，本轮汽车行业回撤时间与月度销量同比走势基本一致，主要系行业月频增速下降弱化了复苏确认预期。

图12：2012-2013年汽车行业相对与超额收益率分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2012-2015年行业月度销量与年化销量同比



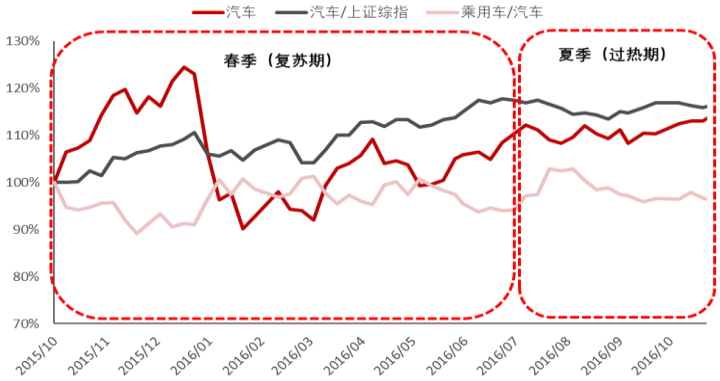
资料来源：中汽协，民生证券研究院

2.2 行业持续运转于复苏时区，2023年3月前后板块再次迎来超配

➢ 2015-2019年汽车行业周期汽车板块企稳的信号

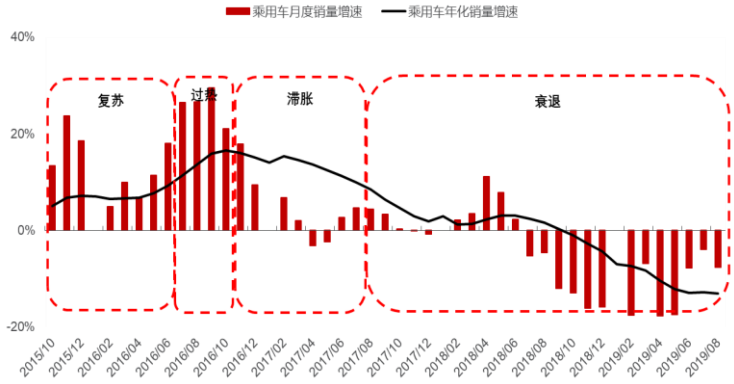
- 复苏期持续时间为2015.10-2016.06，复苏期伊始行业超额收益与相对收益共振上行，而后于2016年1-2月出现较大回撤。复苏期内，行业月度同比增速于2015年11-12月达到高位，随后边际走弱；增速边际走弱带动市场对行业复苏确认的预期弱化，从而进一步导致板块收益率发生回撤。

图14：2015-2016年汽车行业相对与超额收益率分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2015-2019年行业月度销量与年化销量同比



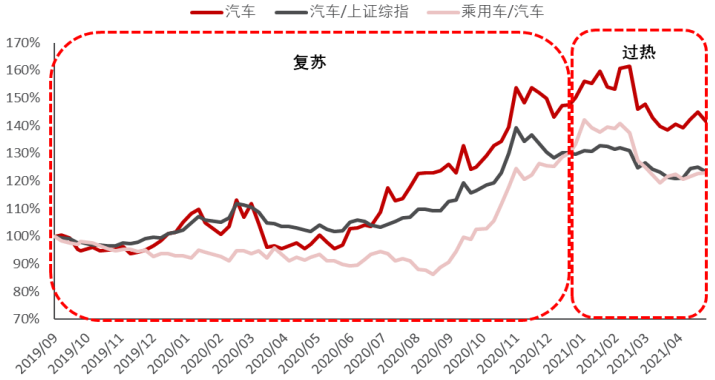
资料来源：中汽协，民生证券研究院

2.2 行业持续运转于复苏时区，2023年3月前后板块再次迎来超配

➢ 2019-2021年汽车行业周期汽车板块企稳的信号

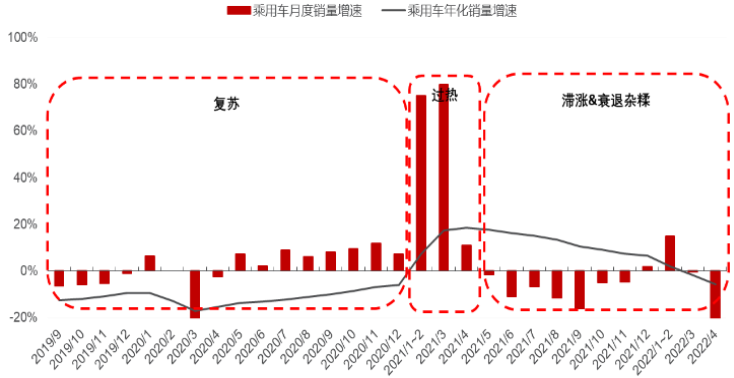
- 复苏期持续时间为2019.09-2020.12，复苏期时间长于均值主要系受疫情影响，行业复苏于2020Q1中断，并于5月份二次确认复苏。从月度销量表现来看，2021Q1受疫情影响，销量增速同比边际弱化带动对复苏确认的弱化，从而导致行业发生回撤，本次回撤结束于2020年4-5月份，该阶段行业同比转正，二次确认复苏。

图16：2019-2021年汽车行业相对与超额收益率分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2019-2022年行业月度销量与年化销量同比

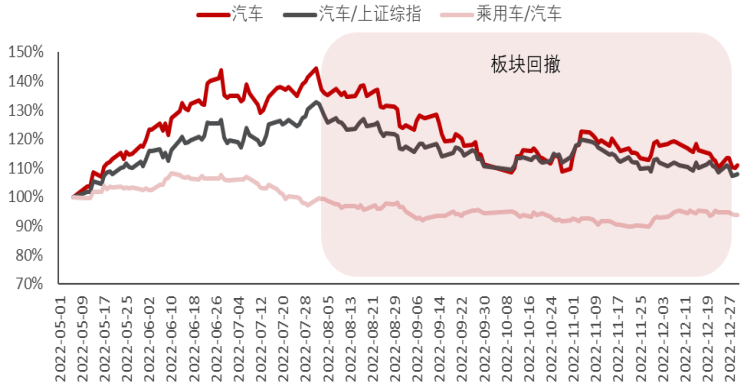


资料来源：中汽协，民生证券研究院

2.2 行业持续运转于复苏时区，2023年3月前后板块再次迎来超配

- 基于历史几轮汽车周期复盘，复苏期内汽车板块具有确定性相对收益+波段式绝对收益的特征，波段式相对收益主要系行业的月频增速对复苏确认预期的强化或弱化，当行业月度销量增速呈现比较明显的边际弱化时，市场对行业复苏预期减弱，交易复苏的逻辑淡化，板块出现绝对收益的回撤。
- 2022年8月开始行业月度销量同比弱化，触发每轮复苏期内板块的正常调整，我们预计2023年3月行业销量同比增速再次加速上行，预计板块将再次迎来超配。

图18：2022.05至今汽车行业相对与超额收益率分布



资料来源：wind，民生证券研究院（统计日期截至2022.12.30）

图19：2021-2023E年行业月度销量与年化销量同比



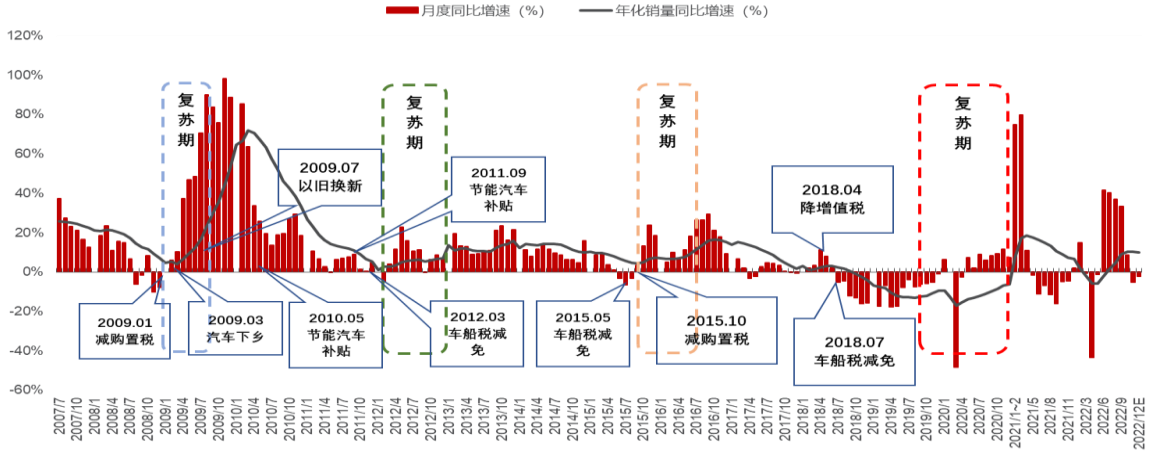
资料来源：中汽协，民生证券研究院

2.3 告别总量迷思，把握新中枢下的投资机会

➢ 行业刺激政策密集落地，助推汽车需求2022年走向复苏

- **政策是逆周期调节的有效工具。**政策作为平抑行业周期波动的中介，其出台时点和行业自身的景气周期有一定相关性，历史上看往往在行业复苏拐点前后出台强刺激政策（2009年1月和2015年10月我国实施1.6L及以下排量乘用车购置税减半征收政策），对时钟衰退期向复苏期实现“助推式切换”。而在行业景气度见顶后（滞涨期）实施排放标准升级，实现产业结构优化。当前伴随各地行业刺激政策密集落地，有望助推消费复苏加速来临。

图20：行业刺激政策主要分布在行业复苏期前，是复苏的加速器



资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

2.3 告别总量迷思，把握新中枢下的投资机会

➢ **本次购置税减免绝非大水漫灌，而是在阶段性稳增长诉求提升下的精准投放、对冲疫情的冲击**

- 交强险数据显示， 2021年国内市场中单车价格在30万元以下（不含增值税）、排量在2.0L以下燃油车销量为1551万辆，约占总上险量77%。若以2021年符合标准的乘用车销量为基准，假设均价为15万元，本次为期7个月的购置税减半政策对应的财政补贴金额为约600亿元，和5月23日国常会减征部分乘用车购置税600亿元相符。

表4：2009-2010年不同汽车刺激政策财政杠杆对比

政策类型	补贴数量（万辆）	补贴金额（亿）	拉动汽车消费（亿）	财政杠杆效应
减购置税	1620.3	490.3	14359	29.3
汽车下乡	500	265.7	4460.4	16.8
节能补贴	168.1	50.4	1699.4	33.7
以旧换新	46.6	64.7	597.3	9.2
总计	2335	871.1	21116.1	24.2

资料来源：wind，民生证券研究院

表5：两次购置税减免政策财政杠杆效应对比

购置税政策时间	补贴数量（万辆）	补贴金额（亿）	拉动汽车消费（亿）	财政杠杆效应
2009-2010	1620.3	490.3	14359	29.3
2015-2017	3916.8	1310.1	49953	38.1

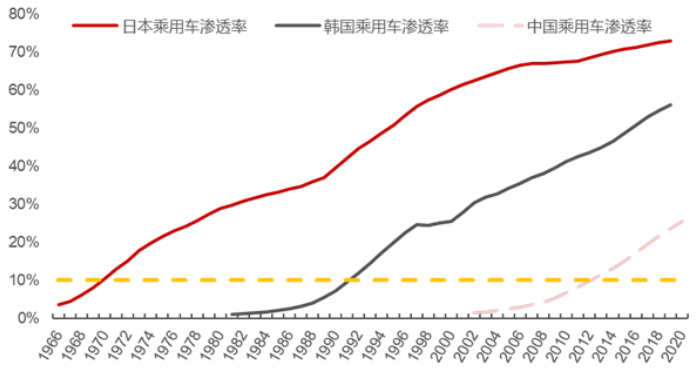
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 告别总量迷思，把握新中枢下的投资机会

➢ 汽车潜在需求增速中枢已进入2%-3%”新常态“

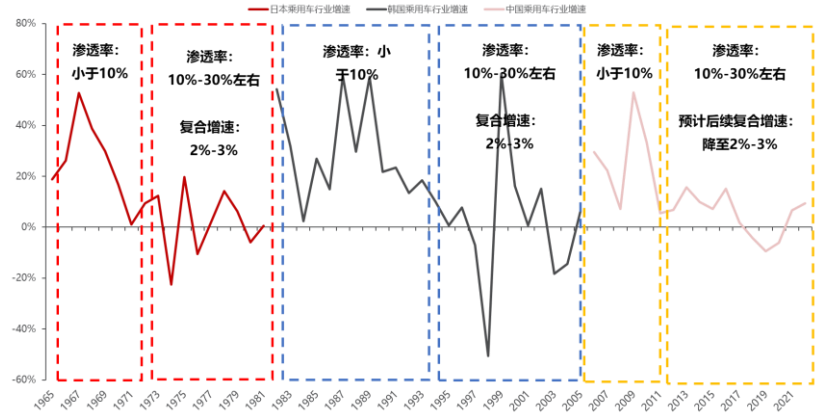
- 伴随着汽车产业在亚洲的迁移，参考日韩两国乘用车产业渗透率变化趋势，当乘用车行业渗透率突破10%的阈值，由10%向30%快速普及时，行业的复合增速中枢在2%-3%平稳。中国于2011年行业进入了快速普及期，我们预计未来总量需求增速中枢或将长期维持在2-3%水平。

图21：中日韩乘用车产业渗透率曲线



资料来源：CEIC，民生证券研究院

图22：导入期复合增速中枢下移至2-3%



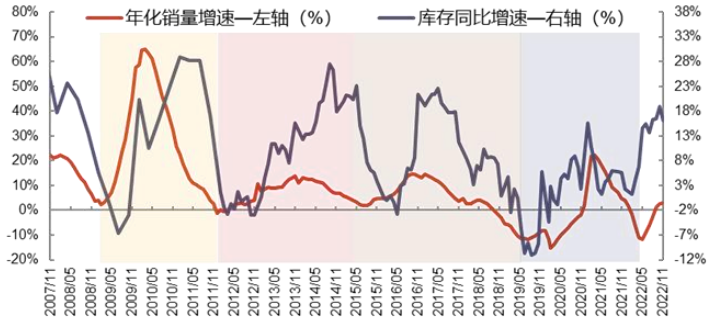
资料来源：CEIC，民生证券研究院

2.3 告别总量迷思，把握新中枢下的投资机会

➢ 疫情对供应链的影响叠加政策导致2022年行业增速显著偏高

- 2021年5月行业开始进入民生汽车投资时钟的秋季滞胀期，滞胀期为行业被动补库阶段，但受到行业缺芯影响，2021H2行业库存处于持续低位，行业进入了秋（被动补库）和冬（主动去库）杂糅状态。2022年行业芯片短缺逐步缓解，库存回补和购置税政策双重刺激下行业销量快速增长，预计销量增速为9.4%。
- 补库行为的异常拉低了2021年基数，叠加购置税政策令2022年行业增速较高，新常态下9.4%的行业增速显著高于2%-3%。

图23：行业年化销量增速与库存同比增速



资料来源：wind，中汽协，民生证券研究院

图24：汽车制造年化收入增速与库存增速



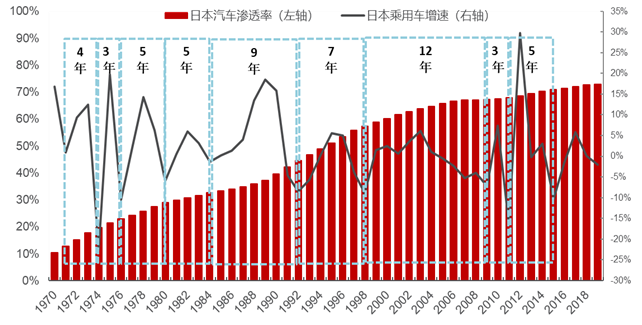
资料来源：中汽协 ，wind，民生证券研究院

2.3 告别总量迷思，把握新中枢下的投资机会

➢ 疫情对供应链的影响叠加政策导致2022年行业增速显著偏高

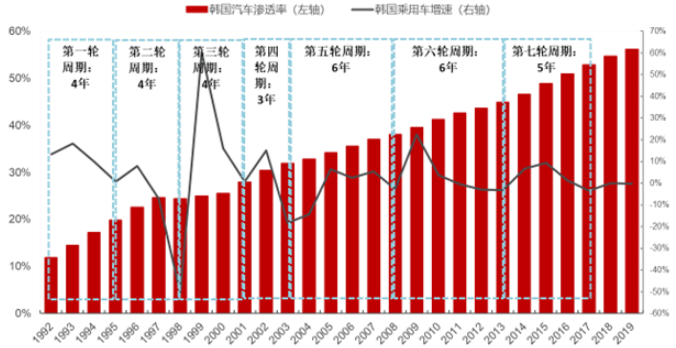
- 日韩乘用车渗透率从10%向30%增长的“大规模普及期”内均实现了三轮周期式普及，每一轮周期跨度约为3-5年。而当乘用车渗透率突破30%时，则会出现：1）行业复合增速中枢将回落至2-3%区间；2）增速放缓背景下行业周期性波动减弱、时间跨度明显拉长。
- 我们预计中国2022年乘用车渗透率将突破30%，后续行业增速中枢放缓、周期波动减弱、时间跨度或显著变长。

图25：历史复盘下日本汽车渗透率及乘用车增速



资料来源： CEIC，民生证券研究院（注：框内标注数据为每轮周期时间跨度）

图26：历史复盘下韩国汽车渗透率及乘用车增速



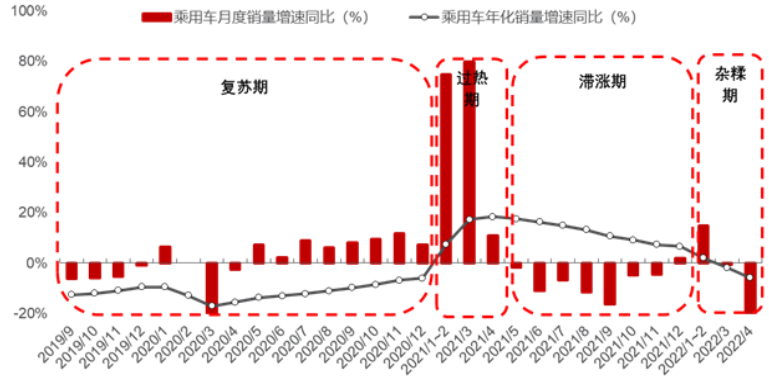
资料来源： CEIC，民生证券研究院

2.3 告别总量迷思，把握新中枢下的投资机会

➢ 总量增速波动率变弱，周期拉长，2023年行业增速下行但投资时钟持续向复苏期运转

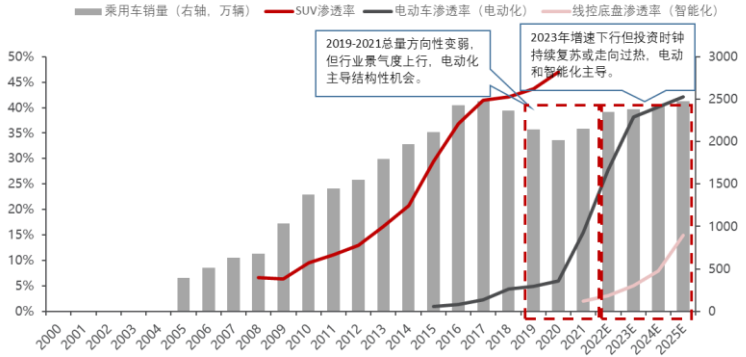
- 总量增速趋缓并不意味着行业处于下行周期，有效资本开支放量才是行业景气度提升的判断标准。2019-2022年此轮行业周期内月度增速走势看周期性明显，但年度增速波动趋缓。电动化渗透率由5%（2019年）向15%（2021年）提升过程中带动了行业的结构性投资机会。2023-2025年预计乘用车批发销量复合CAGR将在0%左右波动，但PHEV+EREV加速普及有望驱动电动化进一步放量，智能化有望成为行业增长新引擎。

图27：2019-2022年此轮周期中月度增速与年化销量增速



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图28：增速下行不意味着景气度向下



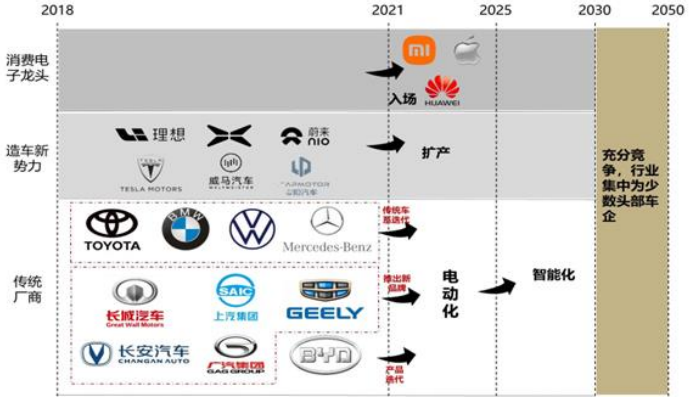
资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

2.3 告别总量迷思，把握新中枢下的投资机会

➢ 总量缺乏波动下，电动智能化转型带来的结构优化是未来产业投资机会

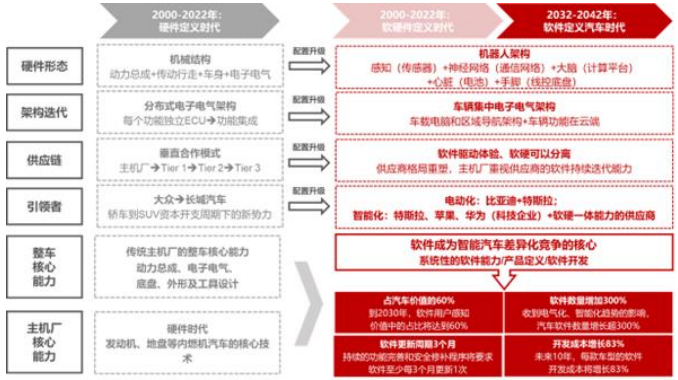
- 当前行业已进入软硬件共同定义汽车时代，伴随车辆电子电气架构持续升级、域控加速落地，软件将成为智能汽车差异化竞争的核心。随着苹果、小米等科技公司入局，汽车行业或将加速进入类消费电子时代，电动智能化下半场有望加速推进，进一步带动市场集中度提升。科技巨头入局加速行业智能化渗透率提升，行业有望复刻电动化前半场的结构性投资机会。

图29：科技公司纷纷入局智能汽车，行业竞争加剧



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图30：软硬件共同定义汽车时代



资料来源：民生证券研究院整理



03. 投资建议

03 投资建议

- 当前汽车板块风险溢价由高于均值一倍标准差逐步回落，但仍处于历史高位。
- 汽车板块估值由2022年7月达到高位，当时正处于震荡下行阶段

图31：当前汽车板块风险溢价处于高位



资料来源：Wind，民生证券研究院（截至2022.12.30 ）

图32：当前汽车板块PE估值（单位：倍）处于震荡下行阶段



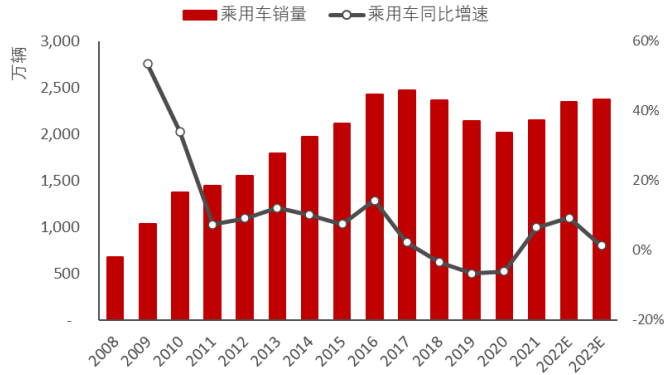
资料来源： Wind，民生证券研究院（截至2022.12.30）

03 投资建议

➢ **预计2023年乘用车销量增速约1.31%，板块进入左侧配置时区，或将在2023年3月前后迎来超配**

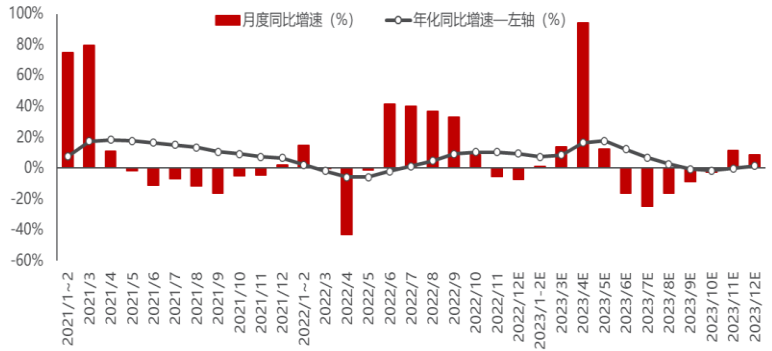
- 汽车行业于2022年5月开启新一轮复苏期，并于8月开始出现回撤。从月度销量走势来看，8月开始行业月度销量同比弱化，我们预计2023年3月行业销量同比增速将再次加速上行，板块再次迎来复苏期内超配机会。

图33：预计2023年乘用车销量增速约1.31%



资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

图34：2021年-2023E行业月度销量增速及年化销量增速走势



资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

03 投资建议

- **板块已进入左侧布局期，2023年3月前后有望迎来超配。**根据历史周期复盘板块复苏期的震荡及企稳时间和行业月度景气度变化高度相关，2023年3月前后行业月度和年化景气度趋势或再次共振趋势上行，带来更好的板块配置机会。
- **2022年是行业重要拐点之年，汽车行业于2022年5月迎来库存周期（4年左右车型周期）与朱格拉周期（8-10年资本开支周期）共振启动，迎来板块性重大布局机会。建议积极布局新一轮汽车复苏下的三阶段反弹中的第二段反弹，我们结合汽车长短周期嵌套重点推荐四条主线：**
- **1）基于行业复苏确认带来板块估值修复为主要特征的配置机会，推荐江淮汽车、广汽集团、长安汽车、比亚迪和长城汽车**，以及**【传统内外饰智能化升级】**的**天成自控、星宇股份、福耀玻璃和继峰股份。**
- **2）智能化有望接力电动化成为行业资本开支的主要方向，【座舱电子】**赛道推荐域控制器龙头公司**德赛西威、经纬恒润**，建议关注**均胜电子和华阳集团**，推荐**【座舱人机多模交互】**的**华安鑫创、上声电子和科博达。**
- **3）L3级智驾驶渗透趋势提速，线控底盘有望复刻过去5年电动车渗透率曲线快速放量，率先收益。**推荐【线控底盘】龙头公司中鼎股份、亚太股份和拓普集团，建议关注产业链相关公司保隆科技和伯特利。
- **4）**关注华为智选车及安徽产业链相关标的**光洋股份、瑞鹄模具、飞龙股份、沪光股份和华依科技。**

03 投资建议

表6：盈利预测与财务指标

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002594.SZ	比亚迪	260.48	1.05	5.15	8.54	249	51	30	推荐
601238.SH	广汽集团	11.15	0.70	0.92	1.04	16	12	11	推荐
601633.SH	长城汽车	29.10	0.73	1.04	1.71	40	28	17	推荐
000625.SZ	长安汽车	12.34	0.36	0.82	0.86	34	15	14	推荐
600418.SH	江淮汽车	13.18	0.09	0.11	0.23	144	125	58	推荐
002284.SZ	瑞鹄模具	25.40	0.63	0.76	1.19	40	33	21	推荐
601689.SH	飞龙股份	7.62	0.28	0.14	0.53	27	54	14	推荐
603085.SH	天成自控	10.87	0.07	0.08	0.31	153	128	35	推荐
600660.SH	福耀玻璃	35.50	1.21	1.63	2.00	29	22	18	推荐
601799.SJ	星宇股份	128.52	3.32	3.88	5.06	39	33	25	推荐
603997.SH	继峰股份	14.63	0.11	0.09	0.56	129	170	26	推荐
002920.SZ	德赛西威	111.76	1.50	2.07	2.79	75	54	40	推荐
688326.SH	经纬恒润-W	154.08	1.22	1.97	2.97	126	78	52	推荐
300928.SZ	华安鑫创	37.42	0.68	1.07	1.82	55	35	21	推荐
688533.SH	上声电子	56.80	0.38	0.67	1.28	150	84	44	推荐
603786.SH	科博达	67.57	0.96	1.37	1.76	70	49	38	推荐
002708.SZ	光洋股份	5.78	-0.17	-0.34	0.25	-	-	23	推荐
000887.SZ	中鼎股份	14.81	0.73	0.90	1.06	20	16	14	推荐
002284.SZ	亚太股份	7.33	0.06	0.13	0.27	123	57	27	推荐
601689.SH	拓普集团	59.67	0.92	1.46	2.05	65	41	29	推荐
601689.SH	华依科技	58.94	0.80	0.87	1.81	74	68	33	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测（注：股价为2023年1月3日收盘价）



04. 风险提示

04 风险提示

1）**疫情导致的经营风险与市场风险**：房地产对消费挤压效应超预期，消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险；

2）**上游原材料成本涨价超预期风险**：上游原材料成本超预期上升令行业毛利率低预期恢复。

3）**芯片供应缓解不及预期的风险**：全球芯片紧缺对国内汽车行业供给约束超预期，导致销量不及预期。



THANKS 致谢

XXX研究团队：



分析师 邵将
执业证号：S0100521100005
电话： 18610589797
邮件：shaojiang@mszq.com



研究助理 张永乾
执业证号：S0100121110030
电话： 13162982485
邮件： zhangyongqian@mszq.com



研究助理 谢坤
执业证号：S0100121120049
电话： 15071476573
邮件： xiekun@mszq.com



研究助理 郭雨蒙
执业证号：S0100122070027
电话： 15800615951
邮件： guoyumeng@mszq.com

民生证券研究院：
上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

* 请务必阅读最后一页免责声明

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。
本报告是基于已公开信息撰写，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。
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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。
本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。