

宇通客车—— 客车行业复苏在即，龙头企业蓄势待发



报告日期：2020年9月17日

姓名：汪刘胜

Email: wangls@cmschina.com.cn

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
执业号：S1090511040037

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

姓名：杨献宇

Email: yangxianyu@cmschina.com.cn

执业号：S1090519030001

CMS  招商证券

主要观点与结论

- ◆ 行业即将进入持续回暖提升阶段。2014年新能源客车开始推广，2020-2021年即将启动第一批新能源客车的更新，这会带来需求的明显增加；受疫情等因素影响，2020年的客车需求会后推至2021-2022年；2023年停止补贴，则2023年及以后的需求会在2022年透支。
- ◆ 客车行业竞争格局向好，宇通市占率提升。疫情冲击下，小企业存活困难而被市场出清，龙头企业有了进一步扩张的空间。宇通客车在公交车、座位客车、校车和卧铺及其他领域均有非常强的竞争力，而且在各个细分领域，竞争格局不断优化，未来龙头企业的竞争优势将愈发明显。在国内客车市场竞争格局向好的背景下，宇通客车市占率有望持续提高。
- ◆ 能力提升和产品升级是优秀企业核心竞争力。宇通客车持续扩展产品品类，并不断进行技术升级，电动客车升级+智能驾驶/无人驾驶+燃料电池为公司带来发展机遇，盈利能力有望持续提高。未来公司有望进一步提升电动客车的产品性能，降低能耗，提高续航里程；智能化将提高安全性能，提升驾驶和乘坐体验；燃料电池客车续航里程一般更远，有望使新能源客车的应用范围更加广泛。这几项技术都将带来用户体验的提升，解决用户痛点，宇通客车在这三个领域均处于领先地位，未来有望依靠领先的技术水平，获得更高回报，保障企业的盈利能力。

主要观点与结论

- ◆ **海外市场：**空间大+利润高，有望贡献更多盈利。全球客车市场空间大，海外市场毛利率更高，宇通客车在海外布局完善，此前公司海外市场主要集中在亚非拉等地区，在新能源车的浪潮下，公司将进一步发力欧洲市场，积极完善海外供应链。目前公司在新能源客车领域，相比较其他车企，已经具备相对优势。公司已经完成了海外高端公交、海外高端旅游等产品布局，未来海外市场有望为公司贡献更多盈利。
- ◆ **投资建议：**我们认为，公司的市占率有望持续提高，龙头地位愈加稳固，房车和燃料电池车等更多产品将扩大公司的收入来源，针对海外市场公司不研发了高端车型，而且持续完善海外的销售体系。考虑到疫情的影响，预计公司20-22年eps分别为0.71/1.01/1.13元，维持“强烈推荐-A”评级。
- ◆ **风险提示：**客车销量不达预期，海外市场推广不及预期。

目录

- 一. 行业即将进入持续回暖提升阶段
- 二. 客车行业竞争格局向好，宇通市占率提升
- 三. 能力提升和产品升级是优秀企业核心竞争力
- 四. 海外市场：空间大+利润高，有望贡献更多盈利
- 五. 投资策略

1. 行业即将进入持续回暖提升阶段

2014年新能源客车开始推广，客车寿命一般在6-8年，2020-2021年即将启动第一批新能源客车的更新，更新会带来2020-2022年需求的明显增加

受疫情等因素影响，2020年的客车需求会后推至2021-2022年

2021及2022年享有补贴，2023年补贴停止，则2023年及以后的需求会在2022年透支

2020-2021年将迎来客车行业需求的转暖，2021-2022年客车行业景气度即将迎来提升

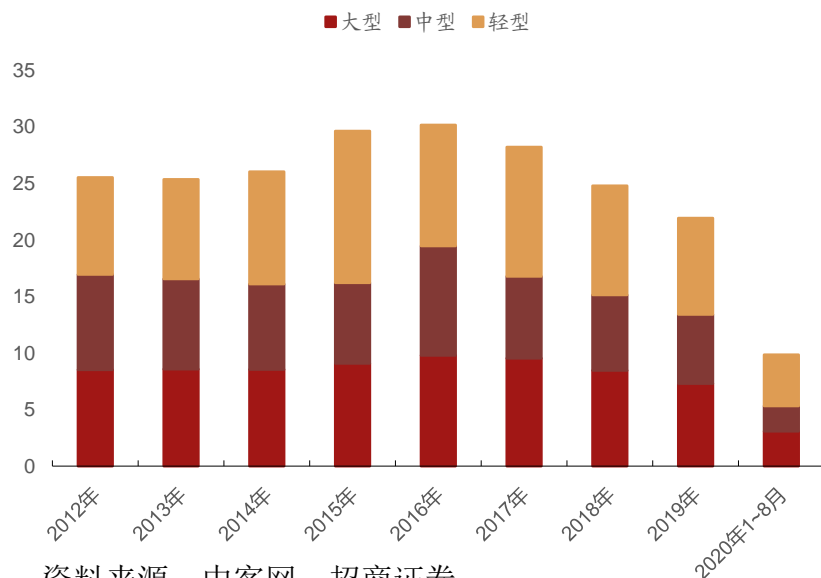
二、客车行业竞争格局向好，宇通市占率提升

- ✓ 客车行业销量明显受到政策因素影响
- ✓ 公交车：宇通市占率不断提高，新能源渗透率80%左右
- ✓ 座位客车：结构发生变化，宇通市占率提高
- ✓ 校车：竞争格局稳定，宇通市占率高
- ✓ 卧铺及其他：以小型车为主

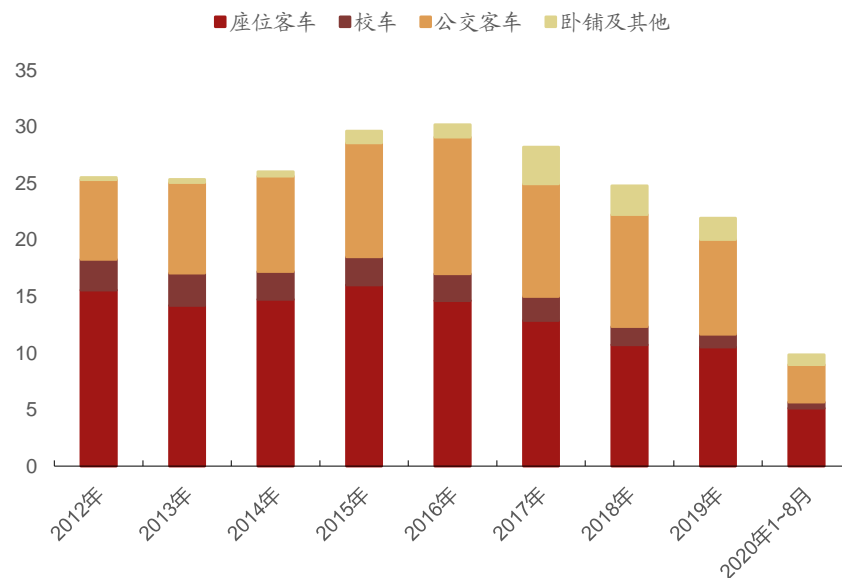
2.1 客车行业销量明显受到政策因素影响

- ◆ 政策因素对客车行业销量影响大：2012年~2016年，受新能源客车补贴政策的影响，新能源客车销量快速增长，其中新能源公交车是带动行业增长的主要动力。2017年开始，由于新能源客车补贴加速退坡，客车行业出现负增长。

图：客车行业历年销量（万辆）



图：客车行业历年销量（万辆）



资料来源：中客网、招商证券

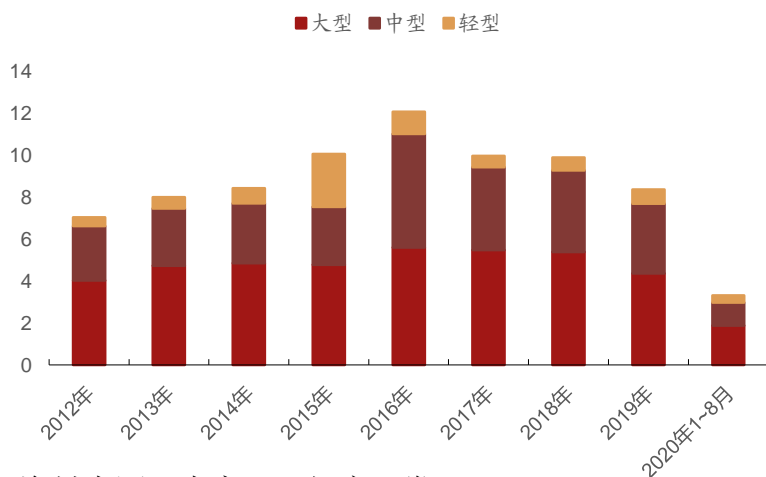
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

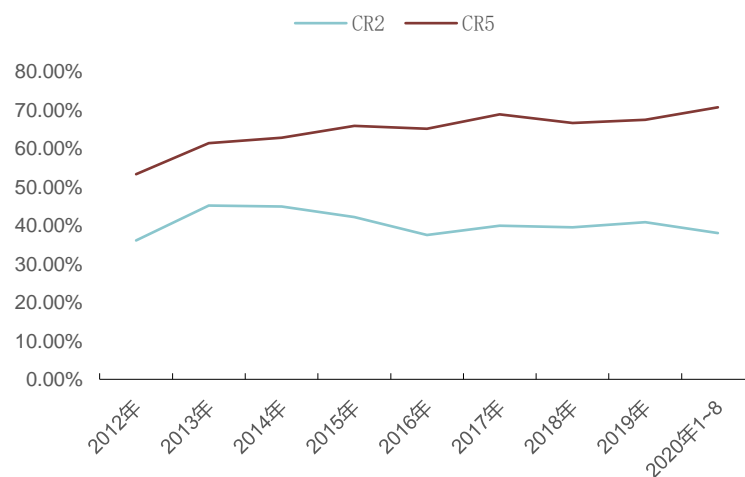
2.2 公交车：宇通市占率不断提高，新能源渗透率80%左右

- ◆ 政策对行业销量有较大影响，行业竞争格局向好：
- ✓ 2014~2016年，公交车销量快速增长，随着补贴力度的退坡，2017年公交车销量出现了下滑。
- ✓ 宇通在公交车行业的市占率，从2012年的 17.8%提升至2020年1~8月的23%。
- ✓ 随着补贴额度的下降和新能源补贴门槛的提高，新能源客车行业已经进入洗牌期，未来宇通的市占率有望进一步提升。

图：公交车历年销量（万辆）



图：公交车行业集中度持续提升



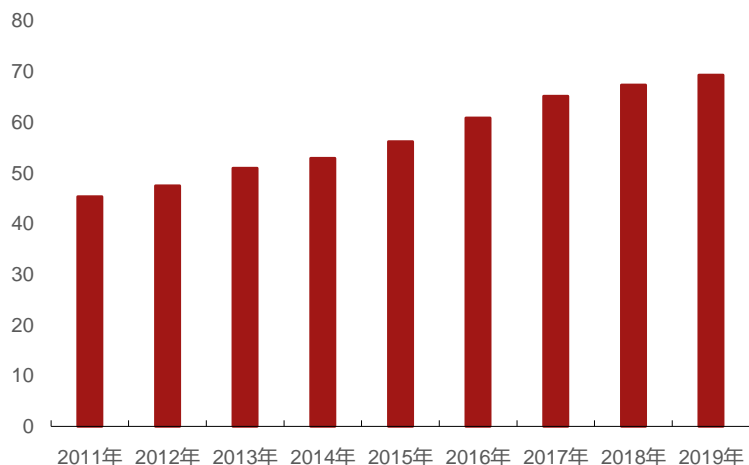
资料来源：中客网、招商证券
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

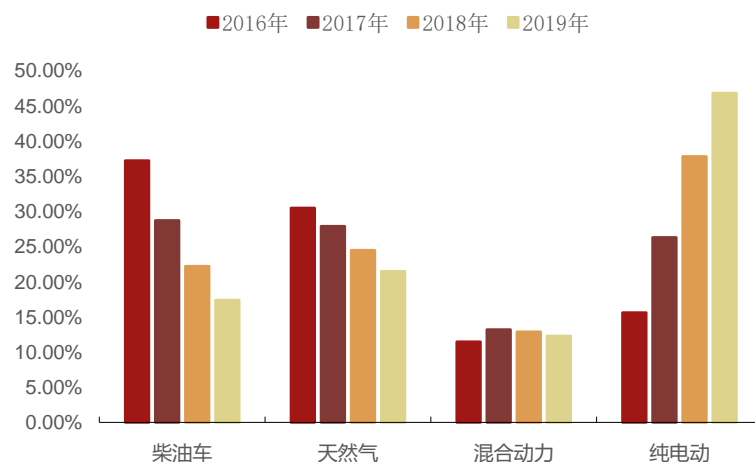
2.2 公交车：宇通市占率不断提高，新能源渗透率80%左右

- ◆ 公交车保有量仍有增长空间，新能源车占比提升：
- ✓ 公交车保有量将达到70万辆以上，公交车更新周期大约为6~8年，当保有量稳定后，对应每年更新公交车在9~12万台之间。
- ✓ 由于新增的公交车以新能源为主，公交车的保有量中新能源车型占比不断提升。截止到2019年底，纯电动公交占比达到46.8%，混合动力公交车占比12.3%。
- ✓ 随着补贴逐步减少和补贴标准的提高，新能源公交车的行业集中度有望不断提高。

图：国内公交车历年保有量持续增加（万辆）



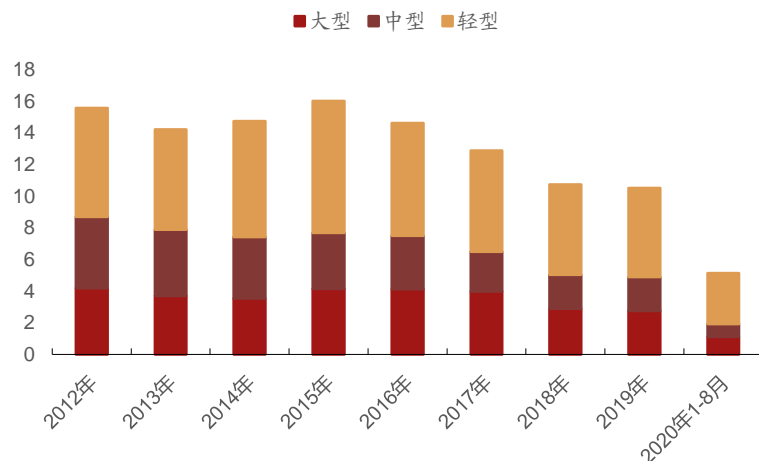
图：公交车保有量中燃料结构



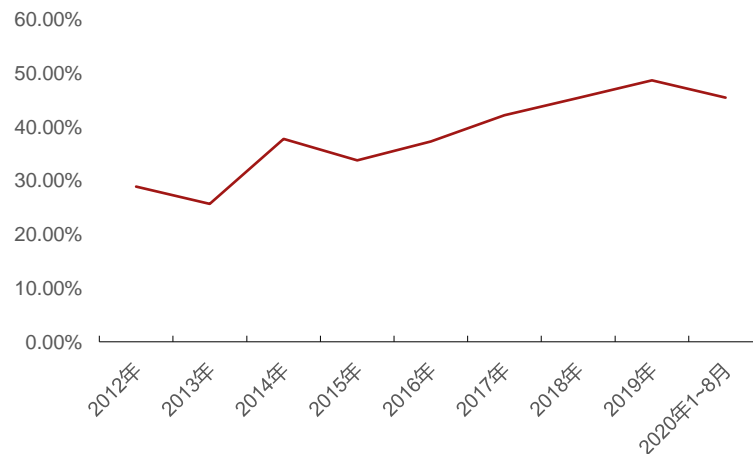
2.3 座位客车：结构发生变化，宇通市占率提高

- ◆ 行业承压，龙头市占率提升：
- ✓ 近年来，座位客车的销量呈下降趋势。2020年受新冠疫情影响下降尤其严重，2020年1~8月座位客车共销售5.1万台（-23.9%）。
- ✓ 虽然大中型座位客车行业承压，但是龙头公司在行业中的市占率持续提升，2020年1~8月，宇通在大中型座位客车中的市占率已经达到了45.5%。
- ✓ 未来旅游、租赁和团体通勤用车的比重有望持续增加，租赁和团体通勤车更适合使用新能源车，因此新能源在座位客车中的渗透率有望提高。

图：座位客车历年销量（万辆）



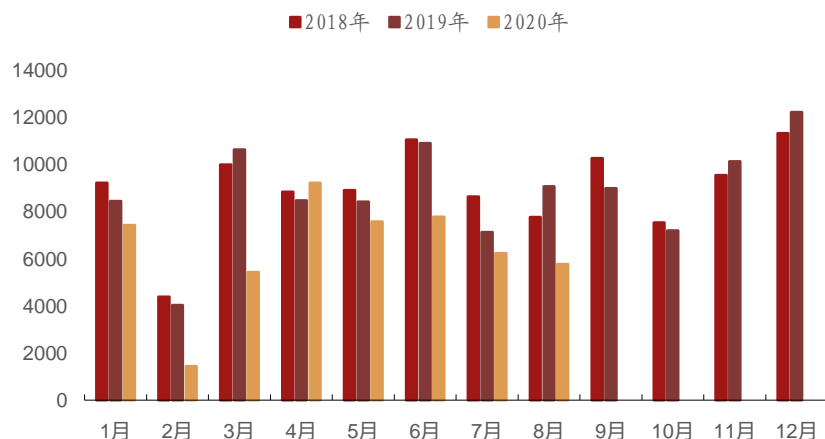
图：宇通在国内大中型座位客车市场占有率



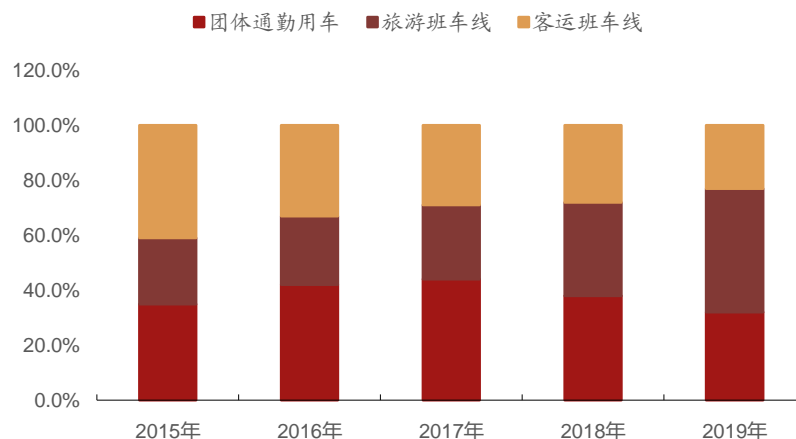
2.3 座位客车：结构发生变化，宇通市占率提高

- ◆ 客运班线车连续下滑，旅游与团体通勤用客车市场有增长空间：
- ✓ 2019年国内大中型座位客车市场中，客运班线车约占23%，同比减少5个百分点；旅游班线车约占45%，同比增加11个百分点；团体通勤用车约占32%，同比减少6个百分点。
- ✓ 客运受到高铁、私家车的替代竞争，持续下滑，但下滑幅度收窄。
- ✓ 随着国民收入的不断提高，居民旅游意愿日趋增强，全域旅游逐渐盛行，旅游包车及景区观光车市场长期向好，占座位客车的比例持续提升。

图：座位客车月度销量（辆）



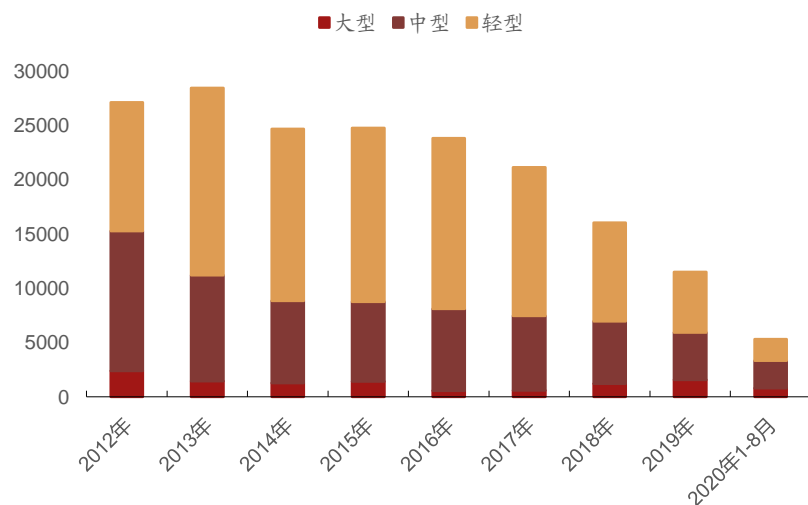
图：国内大中型座位客车销量结构



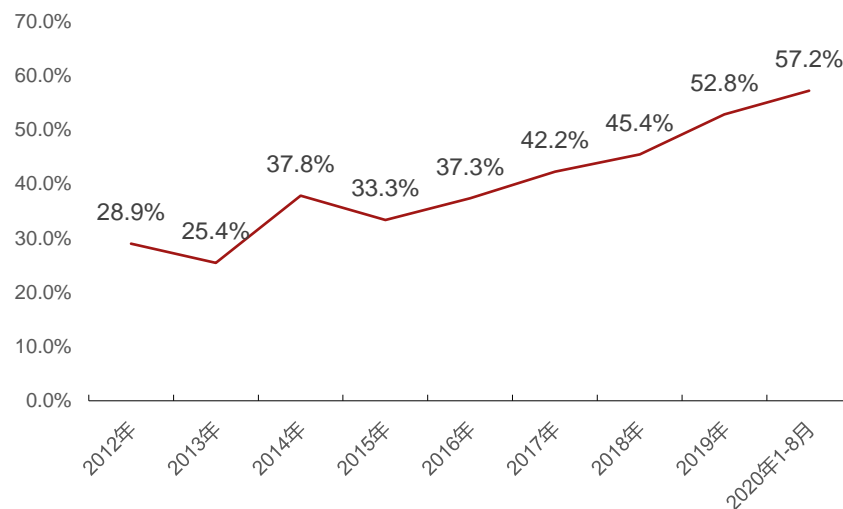
2.4 校车：竞争格局稳定，宇通市占率高

- ◆ 校车市场格局稳定，龙头企业市占率高：
- ✓ 校车从 2011年底开始大规模销售，在2012年~2016年之间行业销量相对稳定，2017年以来小校车体销量出现下滑，但是校车领域行业竞争格局稳定，龙头市场份额极高。
- ✓ 2020年1~8月，宇通在校车领域的市场占有率超过50%，我们认为未来宇通在该校车领域将继续保持竞争优势。

图：校车历年销量（辆）



图：宇通在校车领域市占率



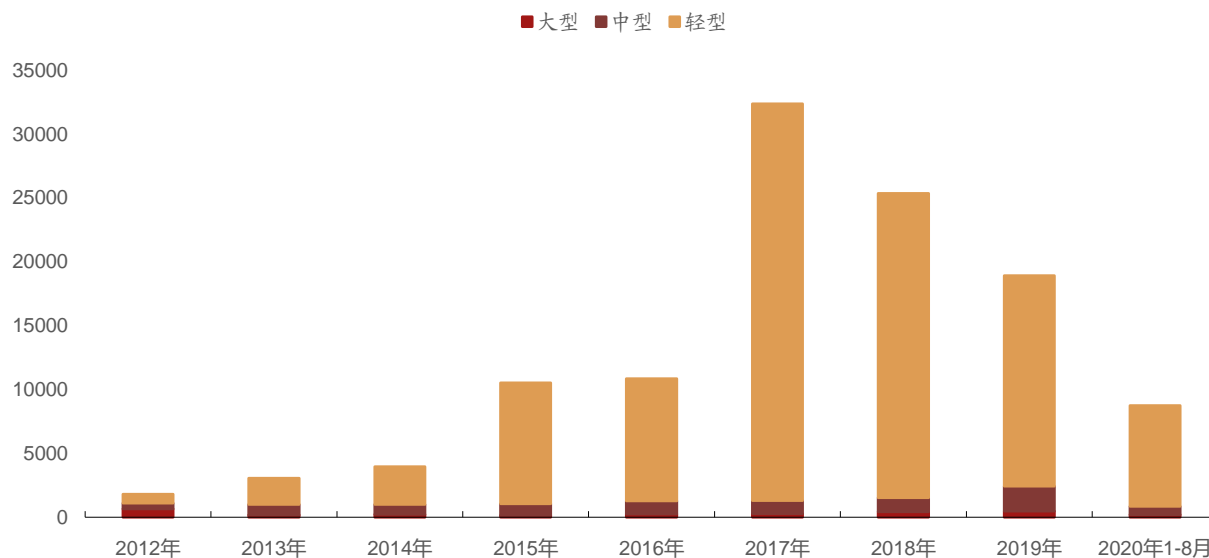
资料来源：中客网、招商证券
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2.5 卧铺及其他：以小型车为主

- ◆ 校车市场格局稳定，龙头企业市占率高：
- ✓ 卧铺及其他车辆以7米以下的小型车为主，在2017年增长198%达到3.2万台。
- ✓ 主要原因是受新能源补贴政策调整影响，2017年新能源渗透率为76%。
- ✓ 20年1~8月共销售8741台，同比下滑19.3%，目前在该领域市占率较高的企业主要有南京金龙、宇通和厦门金龙联合。

图：卧铺及其他历年销量（辆）



资料来源：中客网、招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

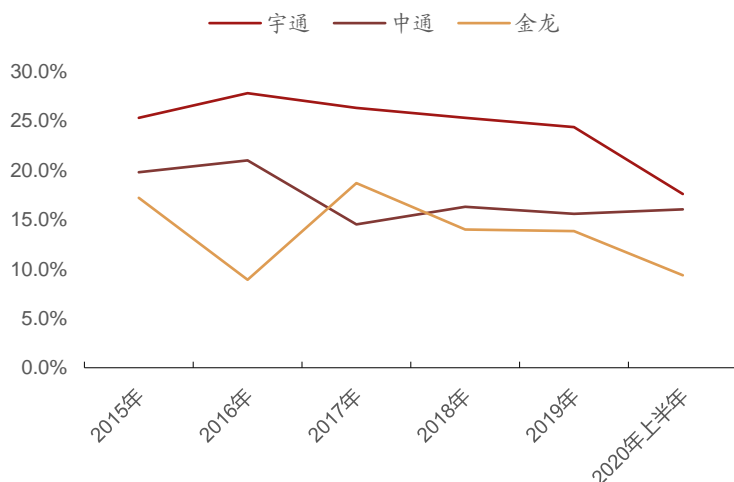
三、能力提升和产品升级是优秀企业核心竞争力

- ✓ 能源化+智能化终将提升优秀整车企业的盈利能力
- ✓ 产品性能提升带动终端价格上升，提升盈利能力
- ✓ 智能驾驶技术引领发展，宇通走在行业前列
- ✓ 氢燃料电池客车布局领跑行业

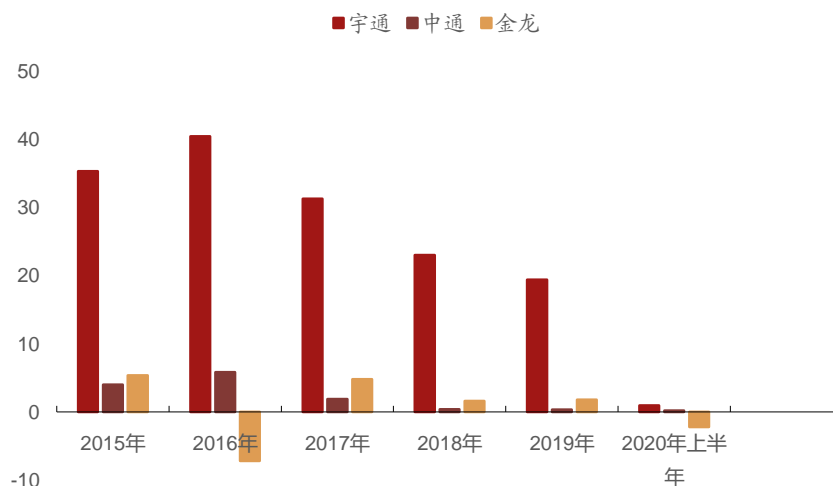
3.1 能源化+智能化终将提升优秀整车企业的盈利能力

- ◆ 长期看，新能源化+智能化终将提升优秀整车企业的盈利能力：
- ✓ 新能源车行业发展初期，行业中的企业一起赚了补贴的钱，这是行业的红利，行业中的所有企业都有机会享受超额收益。当补贴退出，行业成熟以后，企业就要凭借各自的水平赚能力溢价的钱。
- ✓ 未来公司有望进一步提升电动客车的产品性能，降低能耗，提高续航里程；智能化将提高安全性能，提升驾驶和乘坐体验；燃料电池客车续航里程一般更远，有望使新能源客车的应用范围更加广泛。

图：主要客车企业毛利率



图：主要客车企业净利润(亿元)



资料来源：中客网、招商证券

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

3.2 产品性能提升带动终端价格上升，提升盈利能力

- ✓ 电池价格持续下降。
- ✓ 未来重点关注产品升级，盈利提高应该来自产品和服务的提升。
- ✓ 补贴所占比重下降，补贴退坡对盈利能力的影响边际减弱。

图：宇通新能源客车销量及收入拆分（辆，万元）

	2016年	2017年	2018年	2019年
纯电动收入	1,540,599	1,318,715	1,502,184	1,325,887
插电式收入	334,011	283,926	120,888	46,597
燃料电池收入			17,702	69,196
新能源收入合计	1,874,610	1,602,641	1,640,774	1,441,680
纯电动销量	21,669	20,345	22,744	21,113
插电式销量	5,187	4,520	1,949	745
燃料电池销量			55	232
纯电动单价	71	65	66	63
插电式单价	64	63	62	63
燃料电池单价			322	298
纯电动补贴金额	896,516	477,753	390,402	217,007
插电式补贴金额	98,912	56,106	15,340	2,855
燃料电池补贴金额			1,500	9,280
补贴总金额	995,428	533,859	407,242	229,142
纯电动补贴占比	58.19%	36.2%	25.99%	16.4%
插电式补贴占比	29.61%	19.8%	12.69%	6.1%
燃料电池补贴占比			8.47%	13.4%
合计补贴占比	53.10%	33.31%	24.82%	15.9%
纯电单车补贴	41.4	23.5	17.2	10.3
插电单车补贴	19.1	12.4	7.9	3.8
燃料电池单车补贴			27.3	40.0

资料来源：公司公告，招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

3. 3智能驾驶技术引领发展，宇通走在行业前列

- ✓ 公交公司对智能驾驶的需求在提高。
- ✓ 自动驾驶技术有望率先在商用车领域推广。
- ✓ 宇通在自动驾驶领域，始终走在行业的前列。

图：宇通郑州智慧岛自动驾驶巴士运营满10000公里



图：宇通自动驾驶巴士“小宇”



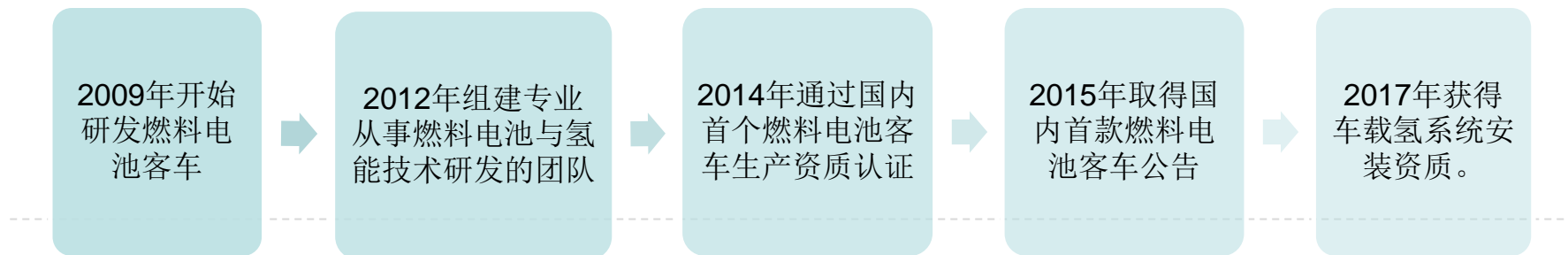
资料来源：公司公告，招商证券
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：公司公告，招商证券

3.4 氢燃料电池客车布局领跑行业

表:氢燃料电池客车布局



资料来源：公司公告 招商证券

- ◆ 2018年，以宇通新能源技术优势为依托的郑州市燃料电池与氢能工程技术研究中心获批准组建，这是我国客车行业首个燃料电池与氢能专业研发平台。
- ◆ 2019年公司销售了232台燃料电池车。

随着氢燃料电池技术的推广和普及，我们认为，宇通有望复制在纯电动客车领域成功的经验和路径，领跑行业，拉开与竞争对手的差距。

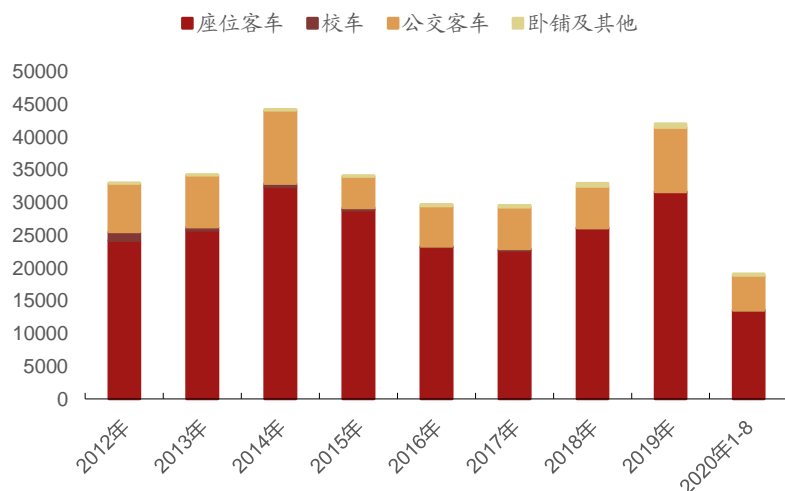
四、海外市场：空间大+利润高，有望贡献更多盈利

- ✓ 海外布局完善，欧洲市场开启加速开拓进程
- ✓ 海外市场盈利能力强
- ✓ 未来全球市场空间2500亿以上，宇通成长前景广阔
- ✓ 客车新能源化，宇通迎来全球化新契机

4.1 海外布局完善，欧洲市场开启加速开拓进程

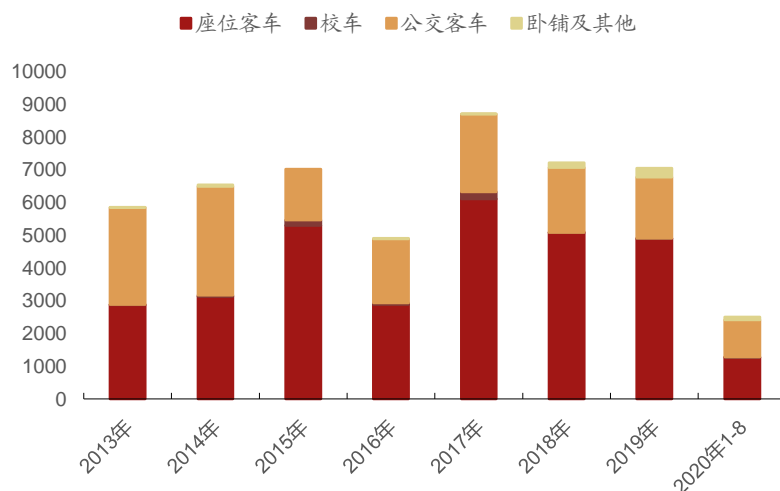
- ◆ 海外布局完善，覆盖区域广泛。
- ◆ 目前主要出口地为亚非拉，出口欧洲市场逐步扩大。

图：中国历年出口客车数量（辆）



资料来源：中客网、招商证券

图：宇通历年出口客车数量（辆）



资料来源：中客网、招商证券

4.1 海外布局完善，欧洲市场开启加速开拓进程

◆ 三款高端车型亮相比利时车展，展现宇通实力。

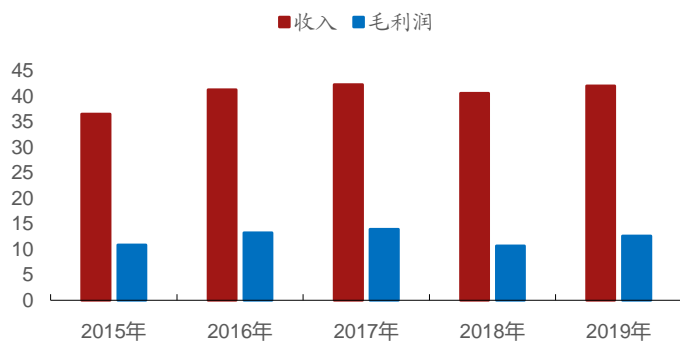
表：宇通客车2019~2020年海外市场主要事件表

	国家	时间	事件
欧洲市场	西班牙	截至2019年3月中旬	宇通已向西班牙出口机场摆渡车17辆（包括1辆纯电动和1辆柴油版）
	丹麦	2019年4月13日	20辆宇通纯电动客车交付丹麦
	芬兰	2019年8月7日	33辆宇通纯电动客车交付芬兰
	法国	2019年9月19日	10辆宇通纯电动城间车在法国投入运营，宇通在法国的累计销量已超过629辆
	英国	2019年10月16日	宇通出口英国第500辆客车成功交付
	挪威	2020年7月中旬	102辆宇通客车发往挪威
中亚市场	吉尔吉斯斯坦	2019年6月17日	宇通客车已在吉尔吉斯斯坦累计出口客车100辆
	乌兹别克斯坦	2019年6月18日	168辆宇通客车交付乌兹别克斯坦
	哈萨克斯坦	2020年5月	宇通客车出口哈萨克斯坦760辆燃气客车
拉美市场	智利	2019年1月19日	100辆宇通纯电动客车交付智利
	墨西哥	2020年7月	宇通出口墨西哥的130辆双源无轨电车开始发运
非洲市场	摩洛哥	2019年10月	23辆宇通机场摆渡车陆续驶向摩洛哥

4.2 海外市场盈利能力强

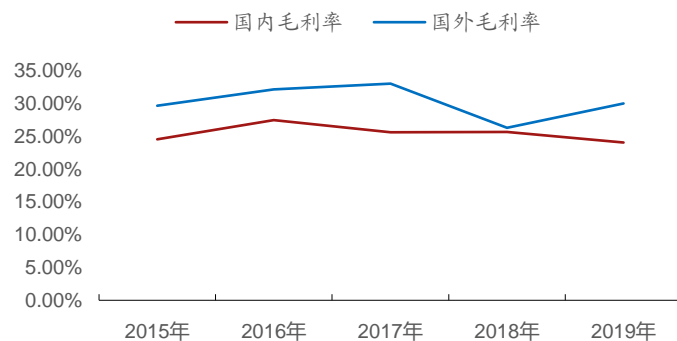
- ✓ 自2014年海外市场毛利率提升，2018年受地区政治经济环境影响，毛利率出现下滑，2019年提升至30%。
- ✓ 2012年到2019年之间，海外单车均价明显高于国内单车均价

图：公司海外出口收入、毛利润（亿元）



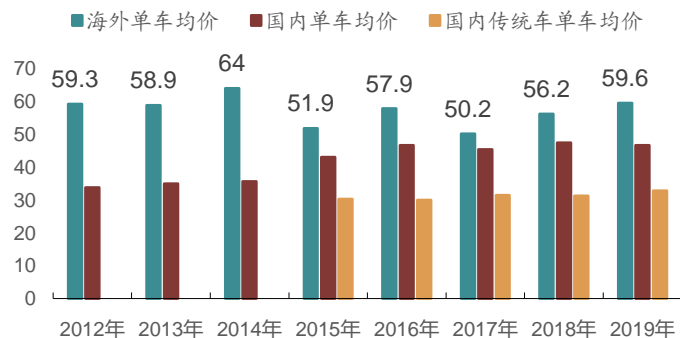
资料来源：公司公告，招商证券

图：公司海外市场毛利率远高于国内



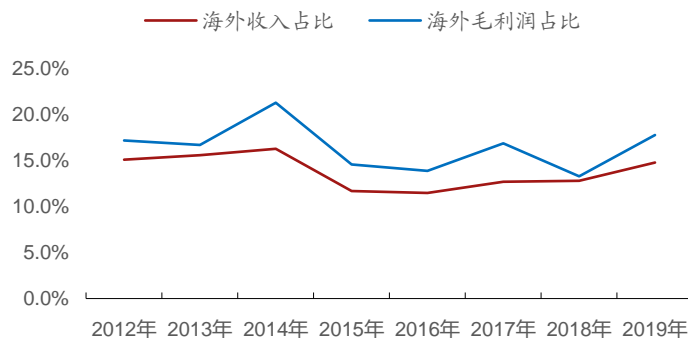
资料来源：公司公告，招商证券

图：公司出口及国内单车均价（万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图：公司海外收入和毛利润占公司总收入和总毛利润比重



资料来源：公司公告，招商证券

4. 3未来全球市场空间2500亿以上，宇通成长前景广阔

- ✓ 全球客车市场规模接近3000亿。目前公司销售客车在欧美等发达地区相对较少，产品均价在50万元左右，未来随着智能化和电动化的发展，公司在海外销售全球客车产品均价有望达到70万元。如果全球客车均价为70万元，大中型客车每年有40万台，全球市场规模大概在2500~3000亿元之间。

- ✓ 我们估计

宇通在欧洲销售的新能源客车的单车净利润大概在30万元左右。未来，如果在海外市场每年销售3000台新能源，则为公司贡献净利润9亿元。

如果海外每年销售传统车2.2万台，单车售价60万元计算，则贡献收入132亿元，海外按照16%的净利润计算，则可贡献净利润21.1亿元。

海外市场未来有望为公司贡献净利润30亿元左右。

- ✓ 2020年受到新冠疫情影响，公司海外销售受到冲击，但随着海外疫情得到控制，市场逐步恢复，海外市场会率先得到宇通的供应，成长空间广阔。

4. 4客车新能源化，宇通迎来全球化新契机

✓ 电动化领域，领先戴姆勒集团与大众集团（含MAN）

第一，在中国政府的支持下，中国推广新能源客车多年。

第二，宇通每年销售多于戴姆勒与大众。

第三，国内企业经过多年的运营，运营经验比欧美企业更加丰富。

第四，品牌效应的影响。

✓ 对于现代-起亚汽车集团和丰田集团，形成相对优势

相比较于日韩企业，中国企业不仅具备价格优势，在售后服务等方面，宇通也越来越受到客户的认可。

✓ Hinduja集团和塔塔集团与宇通实力存在差距

印度相比于宇通产品力差距较大，主要销售区域重合度低，对宇通全球化的影响相对较小。

5、投资策略

我们认为，公司的市占率有望持续提高，龙头地位愈加稳固，房车和燃料电池车等更多产品将扩大公司的收入来源，针对海外市场公司不仅研发了高端车型，而且持续完善海外的销售体系。考虑到疫情的影响，预计公司20-22年eps分别为0.71/1.01/1.13元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：客车销量不达预期，海外市场推广不及预期。

财务预测表

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	27968	27388	26688	30373	33734
现金	2912	4719	6412	7560	9124
交易性投资	8	2506	2506	2506	2506
应收账款	1219	241	217	252	277
预付款项	17273	13862	12098	13791	14936
其它应收款	1351	1119	1007	1169	1285
存货	3833	4377	3940	4510	4961
其他	1372	564	508	586	645
非流动资产	8831	9231	9090	8963	8851
长期股权投资	674	745	745	745	745
固定资产	3809	3796	3784	3774	3766
无形资产	1182	1272	1145	1031	928
其他	3167	3418	3415	3413	3411
资产总计	36799	36619	35777	39337	42585
流动负债	17775	16437	15111	16872	18265
短期借款	5	0	0	0	0
应付账款	13938	11640	10497	12016	13217
预收账款	1020	1837	1657	1897	2086
其他	2813	2960	2958	2960	2962
长期负债	2268	2517	2517	2517	2517
长期借款	19	0	0	0	0
其他	2249	2517	2517	2517	2517
负债合计	20043	18954	17628	19389	20782
股本	2214	2214	2214	2214	2214
资本公积金	2279	2279	2279	2279	2279
留存收益	12148	13048	13514	15289	17118
少数股东权益	115	125	142	166	192
归属母公司所有者权益	16641	17540	18007	19782	21611
负债及权益合计	36799	36619	35777	39337	42585

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2578	5340	3064	1939	2558
净利润	2301	1940	1574	2247	2503
折旧摊销	666	662	748	733	719
财务费用	140	41	150	100	100
投资收益	(111)	(108)	(132)	(87)	(87)
营运资金变动	(363)	2788	711	(1080)	(707)
其它	(55)	17	14	28	29
投资活动现金流	(153)	(2309)	(114)	(219)	(219)
资本支出	(1058)	(926)	(606)	(606)	(606)
其他投资	905	(1384)	492	387	387
筹资活动现金流	(1554)	(1444)	(1257)	(572)	(774)
借款变动	(503)	(373)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(1107)	(1107)	(1107)	(472)	(674)
其他	56	36	(150)	(100)	(100)
现金净增加额	871	1587	1693	1148	1565

资料来源：公司数据，招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	31746	30479	27431	31821	35003
营业成本	23706	23058	20793	23802	26182
营业税金及附加	195	243	219	254	279
营业费用	2512	2796	2798	3055	3360
管理费用	772	830	747	867	954
研发费用	1863	1774	1596	1782	1890
财务费用	325	212	150	100	100
资产减值损失	(200)	19	0	0	0
公允价值变动收益	(151)	(20)	(20)	(20)	(20)
其他收益	281	222	360	300	300
投资收益	111	107	152	107	107
营业利润	2468	2018	1620	2349	2625
营业外收入	99	78	78	78	78
营业外支出	20	12	12	12	12
利润总额	2547	2084	1686	2414	2690
所得税	218	123	95	144	161
少数股东损益	27	21	17	24	26
归属于母公司净利润	2301	1940	1574	2247	2503

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长率					
营业收入	-4%	-4%	-10%	16%	10%
营业利润	-48%	-18%	-20%	45%	12%
净利润	-46%	-16%	-19%	43%	11%
盈利能力					
毛利率	25.3%	24.3%	24.2%	25.2%	25.2%
净利率	7.2%	6.4%	5.7%	7.1%	7.2%
ROE	13.8%	11.1%	8.7%	11.4%	11.6%
ROIC	15.1%	11.8%	9.1%	11.5%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	51.8%	49.3%	49.3%	48.8%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	6.9	5.6	5.0	5.6	5.5
应收账款周转率	1.7	1.9	2.1	2.4	2.4
应付账款周转率	1.7	1.8	1.9	2.1	2.1
每股资料 (元)					
EPS	1.04	0.88	0.71	1.01	1.13
每股经营现金	1.16	2.41	1.38	0.88	1.16
每股净资产	7.52	7.92	8.13	8.94	9.76
每股股利	0.50	1	0.21	0.30	0.34
估值比率					
PE	15.7	18.6	22.9	16.1	14.4
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.7	15.1	17.1	13.6	12.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜：1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏：上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋：清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭：清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车板块。

杨献宇：同济大学硕士，一年半汽车产业经历，2年证券行业研究经验。2018 年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



与产业同行，前瞻研究
愿为您的事业贡献力量！

--招商证券, 汽车研究

CMS  招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



感谢聆听
Thank You