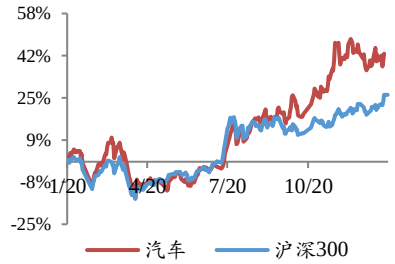
Model Y 降价超预期，特斯拉百万产能蓄势待发

行业评级：增持

报告日期：2021-01-04

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

相关报告

1.汽车行业复苏向上，板块百家齐鸣 2020-11-02

主要观点：

● **国产 Model Y 降价超预期。**

从定价策略来看，Model Y 与 Model 3 拉开差距，但与性能版 Model3 同价造成简单的性能与空间的差别选择，存在一些 Model Y 挤压 Model 3 的份额，但两款车型各有目标需求。与此同时 ModelY 抢占 SUV 级别纯电大众市场，迅速覆盖价格段，造成传统车企以及新兴造车车型迭代和新车的压力。

● **鲶鱼效应突显，或冲击豪华品牌份额。**

Model Y 定价 30-40 万区间，定位中型纯电 SUV，对比传统 BBA 竞品车型（奔驰 GLC、宝马 X3、奥迪 Q5）。在品牌力方面，特斯拉在新能源领域拥有着不弱于 BBA 的品牌力。在产品力方面，Model Y 基于特斯拉成熟的纯电平台打造，在智能化、加速、空间等领域都有着优于竞品车型的表现。我们认为，Model Y 作为豪华品牌的搅局者，在品牌力、产品力等方面具备爆款潜质。

● **百万产能蓄势待发，有望带来量利双升。**

我们预计 Model Y 有望带动特斯拉销量维持高速增长，2021 年-2022 年特斯拉全球销量分别为 92/139 万辆，同比增速为 84%/51%。同时 Model Y 基于 Model 3 平台打造，并具备更为精简的结构，具备高毛利基因。与此同时，通过快速增长的保有量，完成软件端的快速迭代提升用户体验，FSD、OTA 升级等付费服务有望成为特斯拉后续重要的利润点。

● **投资建议：**特斯拉国产化稳步推进，Model Y 将贡献新的增量，特斯拉产业链有望充分受益。汽车零部件建议关注：万丰奥威（002085）、拓普集团（601689）、三花智控（002050）、旭升股份（603305）等。

风险提示：新能源汽车产销不及预期；Model Y 交付不及预期等风险。

● **推荐公司盈利预测与评级：**

公 司	EPS（元）			PE			评级
	2019A	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
万丰奥威	0.36	0.27	0.39	19.44	23.19	16.20	买入

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

导论.....4
1、MODEL Y 降价超预期，鲶鱼效应突显.....6
2、完善产品布局，MODEL Y 有望带动特斯拉量利齐升.....9
3、投资建议：关注特斯拉产业链.....13
风险提示：.....15

图表目录

图表 1 特斯拉销量预测（万辆） 4
图表 2 MODEL Y 标准续航升级版毛利率预估（万元） 4
图表 3 特斯拉产业链标的 5
图表 4 MODEL 3 外观 6
图表 5 MODEL Y 外观 6
图表 6 特斯拉相关车型售价对比 6
图表 7 MODEL Y 与竞品车型对比 7
图表 8 特斯拉全球产能规划情况 7
图表 9 特斯拉 MODEL3/Y 美国市场销量表现（辆） 8
图表 10 特斯拉销量预测（万辆） 8
图表 11 特斯拉盈利模式 9
图表 12 国产 MODEL3 毛利率敏感性分析（固定毛利率分析，万元） 10
图表 13 MODEL 3 历史价格变动情况（万元） 10
图表 14 MODEL 3 白车身 11
图表 15 MODEL Y 白车身 11
图表 16 全线布局结构（1） 11
图表 17 全线布局结构（2） 11
图表 18 MODEL Y 标准续航升级版毛利率预估（万元） 12
图表 19 特斯拉增值项目 12
图表 20 特斯拉销量预测（万辆） 13
图表 21 特斯拉产业链标的 14

导论

Model Y 定价超预期，有望带动特斯拉量利齐升。Model Y 定价大超预期，将为国内新能源汽车和豪华车市场带来鲶鱼效应，将为带动特斯拉销量快速提升，我们预计 2021 年-2022 年特斯拉全球销量分别为 92/139 万辆，同比增速为 84%/51%。与此同时，Model Y 基于 Model 3 平台打造，具备高毛利基因。

图表 1 特斯拉销量预测（万辆）

	2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E
Model 3	**28.8**	**34.9**	**45.0**	**56.0**
中国	3.4	13.9	20	25
美国	15.9	12.0	15	16
欧洲	9.5	9.0	10	15
Model Y	**0.0**	**8.5**	**38.0**	**60.0**
中国	0.0	0.0	15	25
美国	0.0	8.5	18	20
欧洲	0.0	0.0	5	15
皮卡				**12**
其他	**7.9**	**6.5**	**9**	**11**
合计	**36.7**	**49.9**	**92.0**	**139.0**
YOY		36%	84%	51%

资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 2 Model Y 标准续航升级版毛利率预估（万元）

	Model 3 标准续航升级版	Model Y 标准续航升级版	备注
售价	24.9	27.9	Model Y 售价为预估
毛利率	20%	24%	
毛利	5.0	6.8	
总成本	19.9	21.1	
采购成本	12.3	13.5	假设采购成本 Model Y 比 Model 3 高 10%
员工成本	1.7	1.7	
折旧成本	1.9	1.9	
物流成本	0.5	0.5	
其他	3.5	3.5	

资料来源：Wind，华安证券研究所

特斯拉国产化稳步推进，Model Y 将贡献新的增量，特斯拉产业链有望充分受益。建议关注特斯拉产业链标的：

（1） 电池供应链：宁德时代。

（2） LG、宁德供应链：恩捷股份、天赐材料、科达利。

（3） 热管理：三花智控、拓普集团、银轮股份、中鼎股份。

（4） 零部件：万丰奥威、旭升股份、宏发股份、拓普集团。

图表 3 特斯拉产业链标的

大类	产品	公司
电池	电池	宁德时代
	电池盒	华域汽车
电池供应链	电解液	天赐材料
	隔膜	恩捷股份
	负极	翔丰华
电驱系统	变速箱箱体	旭升股份
热管理系统	热管理部件（电子膨胀阀、冷却板等）	三花智控
	热管理部件	拓普集团
	电池壳体	凌云股份
	前端模块	银轮股份
	密封类、防护类产品	中鼎股份
车身	模具	天汽模
	车身冲压件	华达科技
	轻量化产品	万丰奥威
	车身分拼总成	华域汽车
底盘	避震结构件	拓普集团
内饰	座椅	华域汽车
	NVH（顶棚等）	拓普集团
	安全气囊	均胜电子
	遮阳板	岱美股份
外饰	保险杠	华域汽车
	玻璃	福耀玻璃
其他	制动液、玻璃清洗液、防冻液、结构胶类	德联集团

资料来源：Wind，华安证券研究所

1、Model Y 降价超预期，鲶鱼效应突显

国产 ModelY 大幅降价，Model3 和 Y 定位不同市场。2020 年 1 月 1 日，特斯拉官方宣布国产版 Model Y 正式发售。其中 Model Y 长续航版本售价 33.99 万元，下调 14.81 万元，高性能版本售价 36.99 万元，下调 16.51 万元。与此同时，Model 3 高性能版本售价从 41.9 万元下调至 33.99 万元，下架长续航后驱版本。

从定价策略来看，Model Y 与 Model 3 拉开差距，但与性能版 3 同价造成简单的性能与空间的差别选择，存在一些 Model Y 挤压 Model 3 的份额。但两款车型各有目标需求，并且后续迭代更新功能的 3 以及可能性的标准续航 Y 仍能继续拉动需求。与此同时 ModelY 抢占 SUV 级别纯电大众市场，迅速覆盖价格段，造成传统车企以及新兴造车车型迭代和新车的压力。

图表 4 Model 3 外观



资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

图表 5 Model Y 外观



资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

图表 6 特斯拉相关车型售价对比

	Model 3			Model Y		
	标准版	长续航	高性能	长续航后续	长续航全驱	高性能
中国（人民币）	249900	-	339900		339900	369900
美国（美元）	37990	46990	54990		49990	59990
德国	42900	52490	58490		58620	65620

资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

Model Y 鲶鱼效应凸显，定价冲击主流豪华市场。特斯拉通过 Model S/X 的长期的品牌培育，建立了电动高端品牌的形象。通过 Model 3 和 Model Y 的下沉，进入豪华品牌主流车型的市场。

Model Y 定价 30-40 万区间，定位中型纯电 SUV，对比传统 BBA 竞品车型（奔驰 GLC、宝马 X3、奥迪 Q5）。在品牌力方面，特斯拉在新能源领域拥有着不弱于 BBA 的品牌力。在产品力方面，Model Y 基于特斯拉成熟的纯电平台打造，在智能化、加速、空间等领域都有着优于竞品车型的表现。我们认为，Model Y 作为豪华品牌的搅局者，在品牌力、产品力等方面具备爆款潜质。

图表 7 Model Y 与竞品车型对比

	Model Y 高性能版	奥迪 Q5 尊享时尚版	宝马 X3 xDrive 25	奔驰 GLC 260L
售价（万元）	36.99	36.95	35.98	38.38
空间				
长宽高（mm）	4750*1921*1624	4765*1893*1659	4717*1891*1689	4764*1898*1642
轴距（mm）	2890	2908	2864	2973
动力				
最大功率（kw）	339	185	135	145
最大扭矩（Nm）	623	370	290	320
智能化				
并线辅助	•	•		
车道偏离预警	•			
车道保持	•			
主动刹车	•	•	•	•
巡航系统	全速自适应巡航	定速巡航	定速巡航	定速巡航

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

Model Y 订单饱满，特斯拉百万产能蓄势待发。目前特斯拉在全球范围内拥有 Fremont、上海两大主要生产基地，柏林工厂预计 2021 年投产。根据特斯拉 2020 年三季报公布的产能规划，2021 年加州工厂 ModelS/X 累计产能 9 万辆，Model Y/3 合计 50 万产能；上海工厂 Model Y/3 合计 50 万产能（各 25 万产能），全球累计 109 万辆产能。我们认为，基于上海工厂的建造经验以及 Model 3/Y 70%的共用率，预计上海工厂产能将迅速爬坡，逐步成本特斯拉全球最重要的生产工厂。

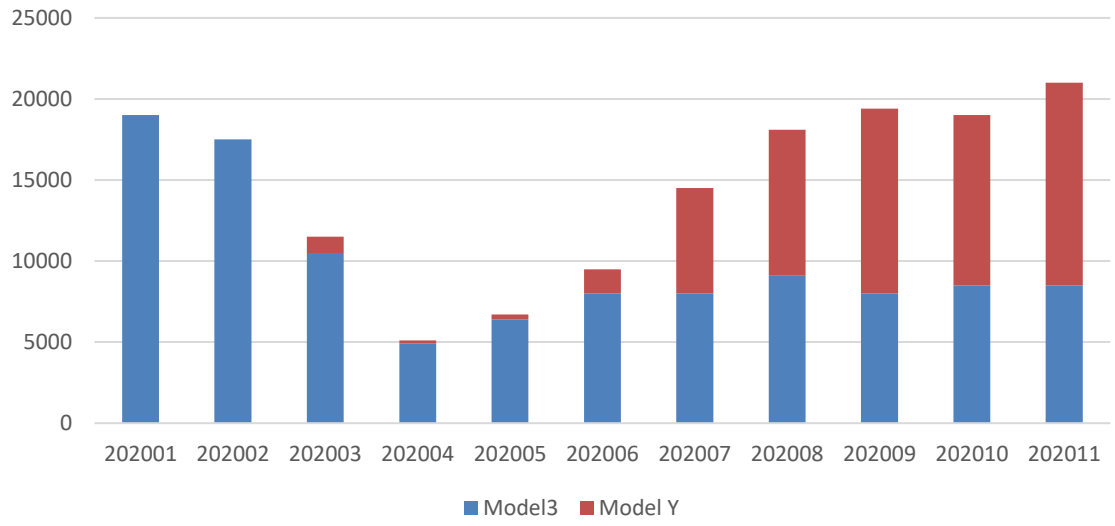
图表 8 特斯拉全球产能规划情况

工厂（万辆）	车型	2019 年	2020 年 E	2021 年 E
弗里蒙特	Model S/Model X	9	9	9
	Model 3/Model Y	40	50	50
上海	Model 3		15	25
	Model Y			25
柏林	Model 3			
	Model Y			
得克萨斯州	Model Y			
	Cybertruck			
合计		49	74	109

资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

国产 Model Y 有望复制美国市场景气度，2021 年特斯拉销量保持高速增长。Model Y 于 2020 年 3 月份美国市场交付以来，销量逐步攀升，2020 年 9 月份以来，ModelY 在美国市场的单月销量持续超过 Model3，证明 ModelY 在美国市场的产品力得到消费者广泛认可。2020 年 1 月 1 日 Model Y 国内市场发售以来，订单持续攀升，我们认为 ModelY 在国内市场的销量表现有望超过 Model3，复制美国市场的走势。特斯拉规划百万产能有望在 2021 年集中释放，国内市场有望贡献较大增量，特斯拉将保持快速增长。

图表 9 特斯拉 Model3/Y 美国市场销量表现（辆）



资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 10 特斯拉销量预测（万辆）

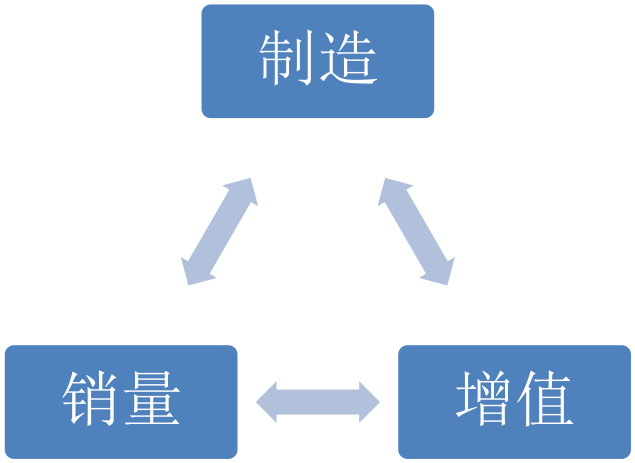
	2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E
Model 3	**28.8**	**34.9**	**45.0**	**56.0**
中国	3.4	13.9	20	25
美国	15.9	12.0	15	16
欧洲	9.5	9.0	10	15
Model Y	**0.0**	**8.5**	**38.0**	**60.0**
中国	0.0	0.0	15	25
美国	0.0	8.5	18	20
欧洲	0.0	0.0	5	15
皮卡				**12**
其他	**7.9**	**6.5**	**9**	**11**
合计	**36.7**	**49.9**	**92.0**	**139.0**
YOY		36%	84%	51%

资料来源：Marklines，华安证券研究所

2、完善产品布局，Model Y 有望带动特斯拉量利齐升

商业模式方面，特斯拉通过制造+增值的方式实现盈利。在制造端，针对市场容量巨大的中国市场，特斯拉通过国产化的方式实现成本的下探，并通过成本向价格的传导实现售价的不断下探，快速完成销量及保有量的积累，为增值服务奠定基础。在增值服务方面，通过快速增长的保有量，完成软件端的快速迭代提升用户体验，FSD、OTA 升级等付费服务有望成为特斯拉后续重要的利润点。

图表 11 特斯拉盈利模式



资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

制造端：Model 3 开启特斯拉国产化征程，成本价格逐步下探。特斯拉国产化之后构成营业成本中的各细分项均实现较大空间降幅，同时特斯拉实现成本向价格的快速传导，指导价格稳步下降为销量贡献较大增量：

（1） 采购：根据特斯拉规划，Model3 国产化率达 70%，包括现有供应商产能由国内工厂承接和供应商切换到由国内自主零部件厂商供应。Model 3 供应商可以分为电池、电机+电控、高压系统、底盘、电气系统、车身系统等构成。与此同时标准版本向磷酸铁锂电池切换，进一步实现成本的下降。

（2） 人工成本：美工人工成本大幅高于中国，参照福耀玻璃的董事长曹德旺的说法，美国蓝领工资是中国的 8 倍，白领是中国的 2 倍。

（3） 折旧：根据特斯拉测算，在中国建造第二代 Model 3 生产线，预计每单位产能至少比在弗里蒙特和 Gigafactory 1 的 Model 3 生产线便宜 50%。在折旧政策保持一致的情况下，预计中国工厂的年折旧大幅小于美国工厂。

（4） 物流：本地化生产将大幅减少物流成本。

我们假设，（1）进口标准续航升级版 Model 3 的毛利率为 20%，价格采用停售前的价格；（2）员工成本下降为原来的 1/3；（3）折旧成本变动为原来的 1/2；（4）物流成本变为原来的 1/3。通过敏感性分析可以看出，在国产化的进程中，国产标准续航升级版在不断降价的情况下仍旧保持相关可观的利润率水平。

图表 12 国产 Model3 毛利率敏感性分析（固定毛利率分析，万元）

	进口标准续航升级版	国产标准续航升级版（采购成本变动）					
		-15%	-16%	-17%	-18%	-19%	-20%
售价	36.39	25.6	25.4	25.2	25.1	24.9	24.7
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利	7.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9
总成本	29.1	20.5	20.3	20.2	20.0	19.9	19.7
采购成本	15.1	12.9	12.7	12.6	12.4	12.3	12.1
员工成本	5.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
折旧成本	3.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
物流成本	1.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
其他	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 Model 3 历史价格变动情况（万元）

时间	进口				国产		
	后续长续航	全驱长续航	性能版	标准续航升级版	标准续航升级版	后续长续航	性能版
2019 年 2 月 1 日	43.3	49.9	56	0			
2019 年 3 月 1 日	40.7	45.5	51.6	0			
2019 年 3 月 21 日	41.2	45.5	52.2	0			
2019 年 4 月 12 日	42.1	46.3	52.2	37.7			
2019 年 5 月 2 日	42.1	46.3	52.2	37.7			
2019 年 6 月 1 日	42.1	46.3	52.2	37.7	32.80		
2019 年 7 月 16 日	42.1	42.9	49.9	35.59	32.80		
2019 年 8 月 30 日		43.99	50.99	36.39	32.80		
2019 年 10 月 25 日	0	43.99	50.99	0	35.58		
2019 年 12 月 6 日	0	43.99	50.99	0	33.11		
2019 年 12 月 27 日	0	43.99	50.99	0	33.11		
2020 年 1 月 3 日	0	43.99	50.99	0	29.91		
2020 年 4 月 10 日	0	0	0	0	29.91		
2020 年 4 月 24 日	0	0	0	0	30.36	33.905	
2020 年 5 月 1 日	0	0	0	0	27.16	34.405	
2020 年 10 月 1 日	0	0	0	0	24.99	30.99	
2021 年 1 月 1 日	0	0	0	0	24.99	0	33.99

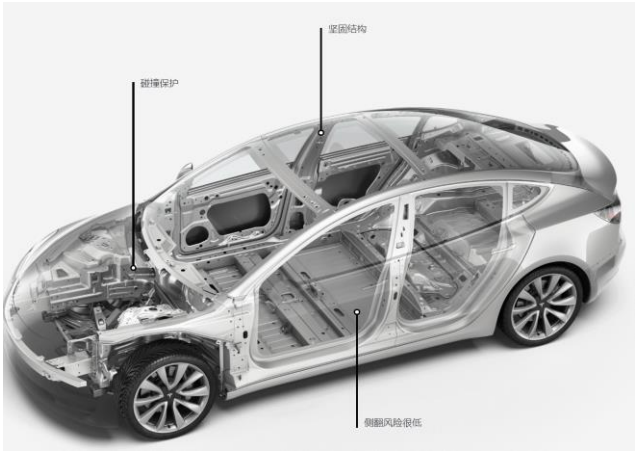
资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

Model Y 具备高毛利基因，有望带动特斯拉量利齐升：

（1） **售价：**Model Y 基于 Model 3 平台打造，但相同版本车型较 Model 3 高 3 万元。

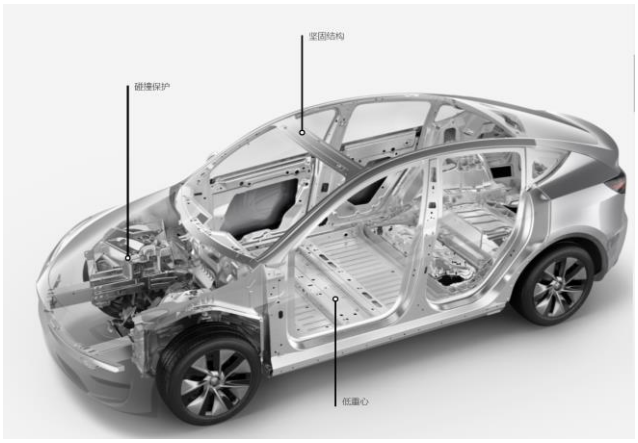
（2） **通用化率：**Model Y 与 Model 3 共享 75%的零件，一方面贡献生产可以提升产品的生产效率，另一方面集中化采购也为特斯拉提供了较高的议价能力。

图表 14 Model 3 白车身



资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

图表 15 Model Y 白车身

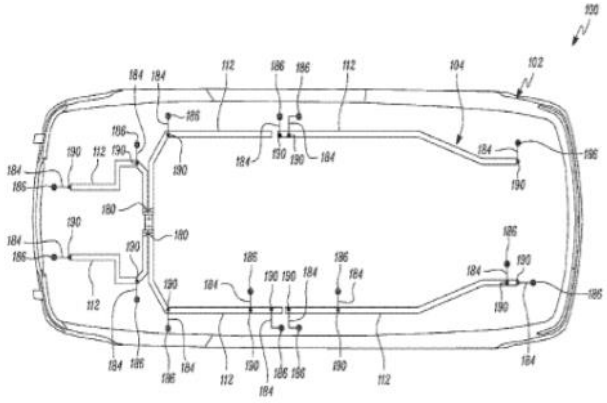


资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

（3）上海工厂目前为特斯拉全球资本效率最高的工厂，第二代 Model 3 生产线单位产能的资本支出相比于美国工厂至少减少 50%，我们认为，特斯拉在充分吸取了上海工厂生产线的建设经验之后，将充分反哺美国工厂的生产制造，根据特斯拉测算，美国工厂 Model Y 的单位产能资本支出远低于美国 Model 3，略高于中国工厂 Model 3 的资本支出。

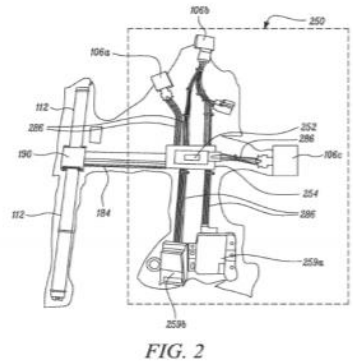
（4）Model Y 的设计结构相比于 Model 3 更为简单，特斯拉通过更新电子电气架构、三电动力总成、激进应用新兴技术让 Model 3 的线束长度从 Model S 的 3 公里下降到 1.5 公里，零部件数量从 3 万个下降到 1 万个。而新型布线架构的专利，将减少电缆的数量和长度，并将用于 Model Y 和赛博朋克上，特斯拉的目标是让 Model Y 线束长度达到 0.1km。

图表 16 全线布局结构（1）



资料来源：美国专利网，华安证券研究所

图表 17 全线布局结构（2）



资料来源：美国专利网，华安证券研究所

图表 18 Model Y 标准续航升级版毛利率预估（万元）

	Model 3 标准续航升级版	Model Y 标准续航升级版	备注
售价	24.9	27.9	Model Y 售价为预估
毛利率	20%	24%	
毛利	5.0	6.8	
总成本	19.9	21.1	
采购成本	12.3	13.5	假设采购成本 Model Y 比 Model 3 高 10%
员工成本	1.7	1.7	
折旧成本	1.9	1.9	
物流成本	0.5	0.5	
其他	3.5	3.5	

资料来源：Wind，华安证券研究所

增值服务：打造生态圈，增值服务有望特斯拉重要盈利来源。增值服务为特斯拉用户提供更多差异化的选择，目前特斯拉的增值服务主要分为三部分：FSD（完全自动驾驶能力）、OTA 付费升级、订阅项目。

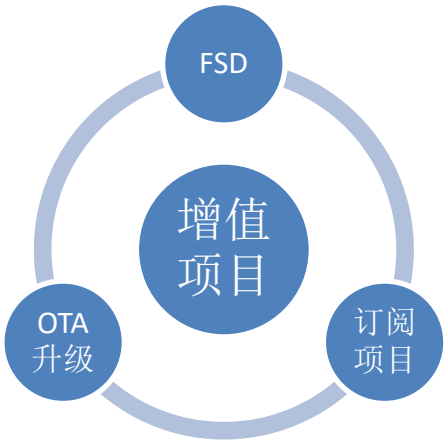
（1） **FSD（完全自动驾驶能力）：**FSD 配置完全自动驾驶车载电脑，并可在完成交付后进行购买，价格会随着新功能的推出而升高。目前国内 FSD 选装包的价格已经上升至 64000 元/套。

（2） **OTA 付费升级项目：**特斯拉的软件升级均采用 OTA 的方式实现在线升级，2019 年以来特斯拉 OTA 升级已经逐步实现免费向付费的过度，车主可以根据所需差异化选择升级项目。

（3） **订阅项目：**类似于苹果 APP store。

特斯拉的 FSD 以及 OTA 项目的完善与技术升级，均离不开庞大的数据支持。Model Y 的交付将为特斯拉积累更多的用户数据，进一步反补特斯拉自动驾驶技术。

图表 19 特斯拉增值项目



资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

3、投资建议：关注特斯拉产业链

特斯拉持续超预期，积极关注特斯拉产业链机会：Model Y 本土化落地，售价大超预期，特斯拉作为全球电动车龙头有望强者恒强。我们预计 2021 年-2022 年特斯拉全球销量分别为 92/139 万辆，同比增速为 84%/51%。特斯拉国产化稳步推进，Model Y 将贡献新的增量，相关标的有望充分受益。建议关注：

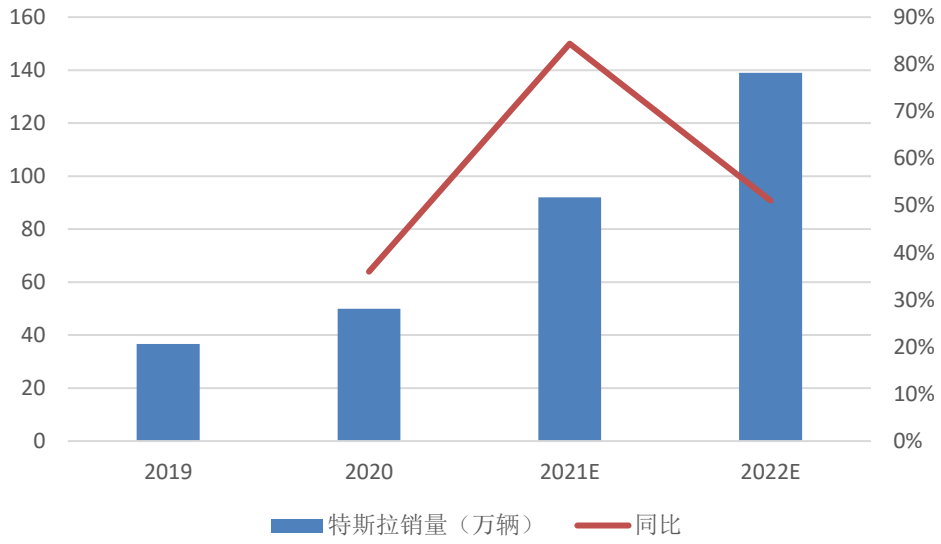
（1） **电池供应链：宁德时代。**

（2） **LG、宁德供应链：恩捷股份、天赐材料、科达利。**

（3） **热管理：三花智控、拓普集团、银轮股份、中鼎股份。**

（4） **零部件：万丰奥威、旭升股份、宏发股份、拓普集团。**

图表 20 特斯拉销量预测（万辆）



资料来源：特斯拉公告，华安证券研究所

图表 21 特斯拉产业链标的

大类	产品	公司
电池	电池	宁德时代
	电池盒	华域汽车
电池供应链	电解液	天赐材料
	隔膜	恩捷股份
	负极	翔丰华
电驱系统	变速箱箱体	旭升股份
热管理系统	热管理部件（电子膨胀阀、冷却板等）	三花智控
	热管理部件	拓普集团
	电池壳体	凌云股份
	前端模块	银轮股份
	密封类、防护类产品	中鼎股份
车身	模具	天汽模
	车身冲压件	华达科技
	轻量化产品	万丰奥威
	车身分拼总成	华域汽车
底盘	避震结构件	拓普集团
内饰	座椅	华域汽车
	NVH（顶棚等）	拓普集团
	安全气囊	均胜电子
	遮阳板	岱美股份
外饰	保险杠	华域汽车
	玻璃	福耀玻璃
其他	制动液、玻璃清洗液、防冻液、结构胶类	德联集团

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

（1） **新能源汽车产销不及预期。**新能源汽车仍旧处于发展初期，面临着政策、技术、市场等多方面的不确定因素，若新能源汽车产销不及预期，受大环境影响特斯拉销量也将面临不及预期的风险。

（2） **Model Y 交付不及预期。**国产 Model Y 目前仍旧处于预订阶段，后续交付仍旧面临产能释放的问题，若特斯拉上海工厂的产能释放不及预期，则 Model Y 的交付面临不及预期的风险。

分析师与研究助理简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。