汽车专题报告

再论乘用车复苏之逻辑

增持（维持）

2020 年 09 月 02 日

证券分析师 黄细里
执业证号：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

投资要点

■ **至 7 月产批同比增速连续 3 个月为正，零售同比增速首次转正。**随国内疫情逐渐被控制，汽车消费逐步进入复苏轨道。产销层面 Q2 产批零陆续转正，Q2 整体产量/批发/零售销量同比+4.73%/+1.26%/-15.06%。细分月份来看，5 月产量/批发销量同比均转正，6-7 月产销同比持续为正，7 月零售同比转正。库存层面 Q2 企业&渠道库存均增加，分别增加 6/39 万辆。价格层面 Q2 折扣率逐步扩大，整体+0.96pct。

■ **2020 二季报反应出了什么？**

2017-2019 年产业链持续经受了周期下行带来的阵痛，而 2019Q4 报表已有见底企稳的迹象，疫情突至下被打乱了节奏，2020Q1 进一步承压。随着产业链复工复产+车企促销+相关政策出台，Q2 各项指标开始回升。

①成长能力：1）随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策出台，行业需求回暖，在 2019Q2 低基数下，2020Q2 营收同比实现转正。2）面对需求下行产业链 2020Q2 投资放缓明显，在建工程已见底企稳。

②盈利能力：随着产业链复工复产顺利，产能利用率逐渐恢复，2020Q2 产业链毛利率快速回升，期间费用率下降明显，净利率也实现快速回升。

③营运能力：需求下行+疫情影响导致产业链库存周转天数拉长，但产业链经营性现金流净额 2020Q2 年明显回升。

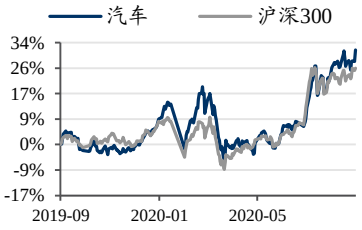
■ **2020Q1 是业绩最差时点，2020Q2 如期环比改善，2020Q3 收入/净利润同比预计实现正增长。**国五促销影响逐步消退，小幅补库下 2019Q3 行业需求及收入端环比 Q2 明显转好，但净利润依然维持低位。**2020Q3 国内乘用车量-库-价运行情况预计：**1）产销层面：疫情影响逐步减弱+地方刺激政策+经济逐步复苏，2020Q3 乘用车产销预计进一步企稳复苏，产批预计有望实现同比正增长 3-5%，交强险口径的零售预计同比+10%（基数低）。2）库存层面：**自 2018 年以来产业持续去库存，加上疫情叠加影响，产业目前仍处于较为谨慎状态，预计 Q3 小幅补库。**3）价格层面：**Q3 仍处于淡季市场，预计折扣率稳中小升。**关于 2020 全年国内乘用车产销预测，我们依然整体结论维持中期策略报告观点，认为海外疫情影响逐步减弱，基于这个假设前提，我们预计全年产量/批发同比下滑约 9.3%，零售（交强险）同比下滑约 5.6%。

■ **投资建议：全面看多，建议超配**

全面积极看多汽车板块，核心三条主线，建议超配。1）无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值均较低。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均 GDP 及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，首推**【长城汽车】**，受益**【广汽集团+长安汽车+上汽集团】**。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商**【拓普集团】**；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链**【德赛西威】**+华为产业链**【华阳集团+中国汽研】**；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的**【万里扬】**。

■ **风险提示：**疫情控制进展低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

行业走势



相关研究

1、《汽车行业 2020H2 投资策略：全面看多，核心三条主线》-2020-07-12
2、《汽车专题报告：为什么汽车配置时机已至？》-20200505
3、《汽车行业二季度投资策略：配置时机已至》-20200406

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 5-7 月乘用车量-库-价实际运行如何？ 4
1.1. 产销层面：Q2 产批零陆续转正 4
1.2. 库存层面：Q2 企业&渠道库存均增加 5
1.3. 价格层面：5-8 月折扣率继续扩大 5
2. 2020 二季报反应出了什么？ 6
2.1. 成长能力：营收回升，资本开支见底企稳 6
2.2. 盈利能力：毛利率恢复，盈利能力回升明显 8
2.3. 营运能力：存货周转恢复，整体资金回笼加快 11
3. 2020 三季度业绩如何展望？ 14
4. 投资建议：全面看多，建议超配 15
5. 风险提示 15

图表目录

图 1：2020/7 狭义乘用车产量同比+12.6%（万辆）.....4
图 2：2020/7 狭义乘用车批发同比+6.9%（万辆）.....4
图 3：2020/7 狭义乘用车零售同比+7.2%（万辆）.....4
图 4：2020/7 新能源乘用车批发同比+20.6%（万辆）.....4
图 5：2020 年 7 月传统乘用车企业库存增加 6 万辆.....5
图 6：2020 年 7 月企业累计库存为-34 万辆.....5
图 7：2020 年 7 月传统乘用车渠道库存增加 5 万辆.....5
图 8：2020 年 7 月渠道累计库存为 346 万辆.....5
图 9：乘用车整体的折扣率走势（算术平均）.....6
图 10：2020Q2 整车营业收入同比+18.4%.....7
图 11：2020Q2 零部件营业收入同比+8.9%.....7
图 12：2020Q2 汽车服务营业收入同比-6.8%.....7
图 13：20Q2 整车固定资产小幅回升，在建工程同比下降.....8
图 14：20Q2 整车/零部件无形资产同比+17.7%/+8.5%，环比+3.1%/+1.0%.....8
图 15：2020Q2 整车归母净利润同比+81.0%.....9
图 16：2020Q2 零部件归母净利润同比-2.8%.....9
图 17：2020Q2 汽车服务归母净利润同比-6.8%.....9
图 18：2020Q2 整车行业投资收益同比+24.6%.....9
图 19：2020Q2 零部件行业投资收益同比+6.9%.....9
图 20：2020Q2 整车毛利率同比下滑，净利率同比提升.....10
图 21：2020Q2 零部件毛利率/净利率低于上年前期水平.....10
图 22：2020Q2 汽车服务毛利率/净利率同比均提升.....10
图 23：2020Q1 整车期间费用率同比下降 3.4pct.....11
图 24：2020Q1 零部件期间费用率同比下降 0.9pct.....11
图 25：2020Q2 汽车服务期间费用率同比上升 0.1pct.....11
图 26：2020Q2 整车经营性现金流净额同比+153%.....12
图 27：2020Q2 零部件经营性现金流净额同比-11%.....12
图 28：2020Q2 汽车服务经营性现金流净额同比+85%.....12
图 29：2020Q2 整车应收/应付同比+20.0%/+17.3%.....13
图 30：2020Q2 零部件应收&应付同比+0.7%/+9.3%.....13
图 31：2020Q2 汽车服务应收&应付同比-19.7%/+24.8%.....13
图 32：2020Q2 整车存货周转同比上升 3.8 天.....13
图 33：2020Q2 零部件存货周转同比上升 7.5 天.....13
图 34：2020Q2 汽车服务存货周转同比上升 7.2 天.....14

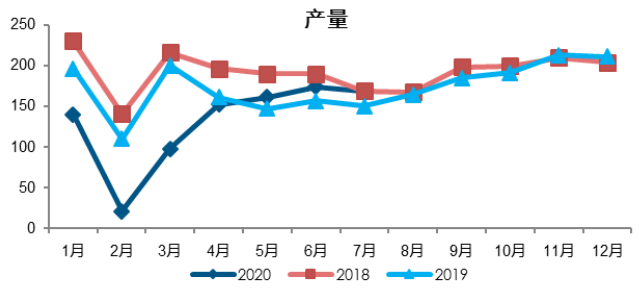
1. 5-7 月乘用车量-库-价实际运行如何？

随国内疫情逐渐被控制，汽车消费逐步进入复苏轨道。产销层面 Q2 产批零陆续转正，Q2 整体产量/批发/零售销量同比+4.73%/+1.26%/-15.06%。细分月份来看，5 月产量/批发销量同比均转正，6-7 月产销同比持续为正，7 月零售同比转正。库存层面 Q2 企业&渠道库存均增加，分别增加 6/39 万辆。价格层面 Q2 折扣率逐步扩大，整体+0.96pct。

1.1. 产销层面：Q2 产批零陆续转正

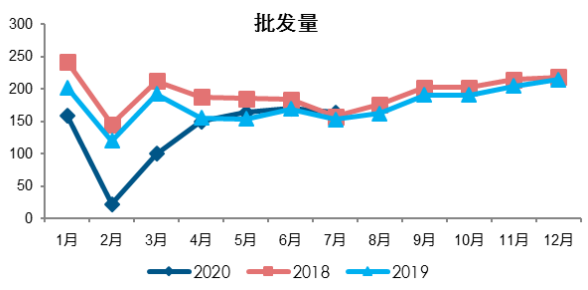
随疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策不断落地，2020Q2 乘用车产量批发零售同比陆续转正。2020Q2 乘联会口径：狭义乘用车产量实现 487 万辆（同比+4.73%，环比+87.31%），批发销量实现 484 万辆（同比+1.26%，环比+72.24%），新能源乘用车批发销量 22 万辆（同比-31.99%，环比+99.09%）。2020Q2 **交强险口径：**狭义乘用车零售销量实现 440 万辆（同比-15.06%，环比+46.67%）。2020 年 7 月产批零售销量分别为 168.9/163.6/156.9 万辆，同比+12.6%/+6.9%/+7.2%。预计 8 月份产批维持 5%-10%增速，零售预计 10%左右同比增长（基数仍然较低）。

图 1：2020/7 狭义乘用车产量同比+12.6%（万辆）



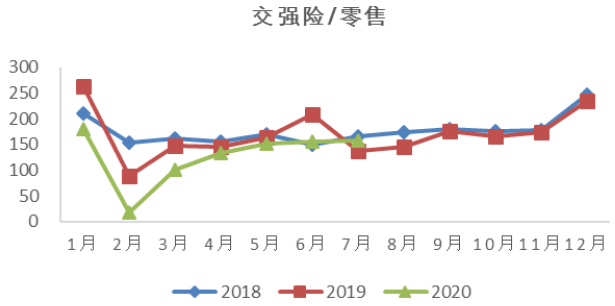
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 2：2020/7 狭义乘用车批发同比+6.9%（万辆）



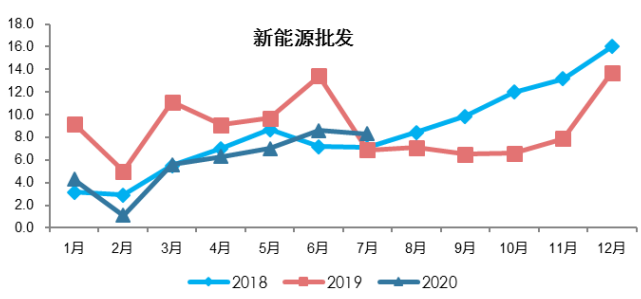
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 3：2020/7 狭义乘用车零售同比+7.2%（万辆）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图 4：2020/7 新能源乘用车批发同比+20.6%（万辆）

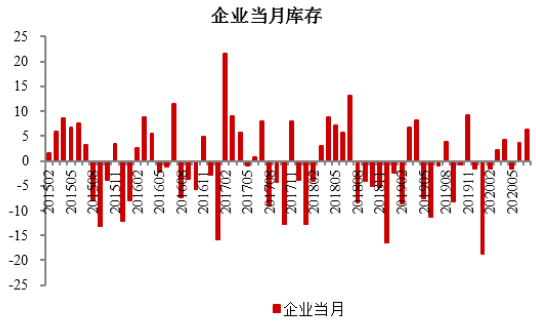


数据来源：乘联会，东吴证券研究所

1.2. 库存层面：Q2 企业&渠道库存均增加

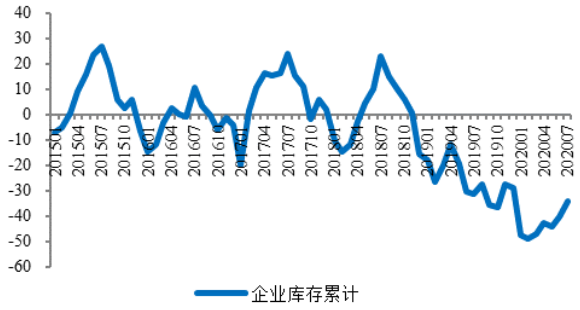
2020Q2 传统车企业库存增加 6 万辆，截止 2020 年 6 月（2015 年 1 月以来）累计为-41 万辆；传统车渠道库存增加 39 万辆，截止 2020 年 6 月（2015 年 1 月以来）累计为 341 万辆，6 月渠道库存系数为 2.1 月。7 月份企业当月累计库存分别为 6/-34 万辆，渠道当月累计库存分别为 5/346 万辆，渠道库存系数 2.2 月。

图 5：2020 年 7 月传统乘用车企业库存增加 6 万辆



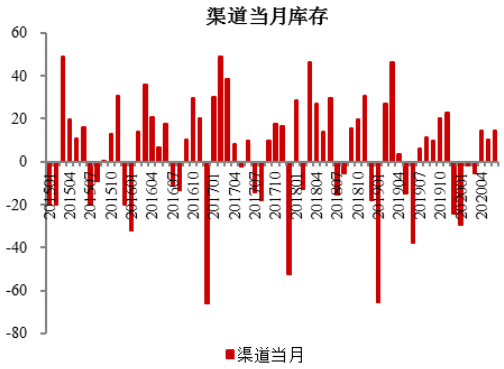
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图 6：2020 年 7 月企业累计库存为-34 万辆



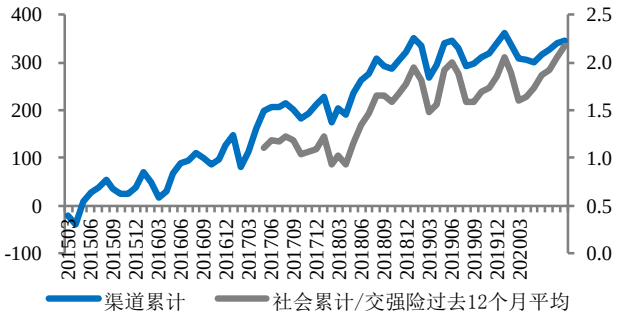
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图 7：2020 年 7 月传统乘用车渠道库存增加 5 万辆



数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

图 8：2020 年 7 月渠道累计库存为 346 万辆



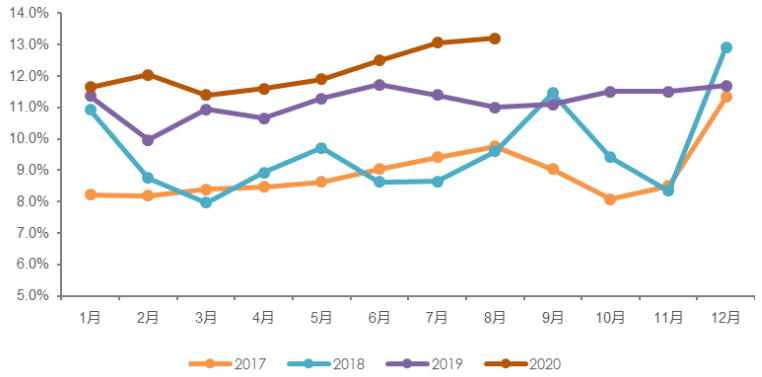
数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

1.3. 价格层面：5-8 月折扣率继续扩大

剔除新能源的乘用车 8 月上旬整体折扣率 13.2%，自 4 月以来整体继续扩大。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：乘用车整体的折扣率走势（算术平均）



数据来源：thinkcar，东吴证券研究所

2. 2020 二季报反应出了什么？

2017-2019 年产业链持续经受了周期下行带来的阵痛，而 2019Q4 报表已有见底企稳的迹象，疫情突至下被打乱了节奏，2020Q1 进一步承压。随着产业链复工复产+车企促销+相关政策出台，Q2 各项指标开始回升。

①成长能力：1）随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策出台，行业需求回暖，在 2019Q2 低基数下，2020Q2 营收同比实现转正。2）面对需求下行产业链 2020Q2 投资放缓明显，在建工程已见底企稳。

②盈利能力：随着产业链复工复产顺利，产能利用率逐渐恢复，2020Q2 产业链毛利率快速回升，期间费用率下降明显，净利率也实现快速回升。

③营运能力：需求下行+疫情影响导致产业链库存周转天数拉长，但产业链经营性现金流净额 2020Q2 年明显回升。

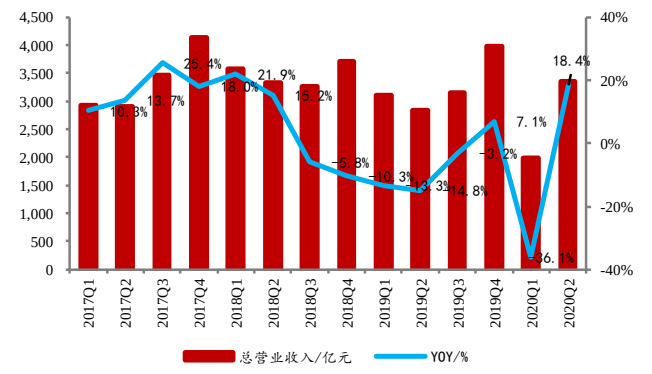
本次二季度总结的所取样本：整车采用申万乘用车指数包括的 12 家乘用车整车企业；零部件采用申万汽车零部件Ⅲ指数包含的 135 家汽车零部件企业；汽车服务采用广汇汽车；乘用车行业整体即为整车-零部件-汽车服务的并集。

2.1. 成长能力：营收回升，资本开支见底企稳

2020Q2 年行业整体营收同比回升，综合表现最佳是整车，最差是汽车服务。我国乘用车行业经历了近十年的持续快速增长，自 2018Q3 行业需求下行，带来营收同比增速下行，自下而上传到整个产业链，2019Q4 逐渐好转，但疫情影响下 2020Q1 再次恶化。随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策出台，行业需求逐渐回暖 Q2 行业整体营收同比增速为+12.9%。分子行业看，Q2 整车、零部件和汽车服务营收同比增速分别为+18.4%、+8.9%、-6.8%。

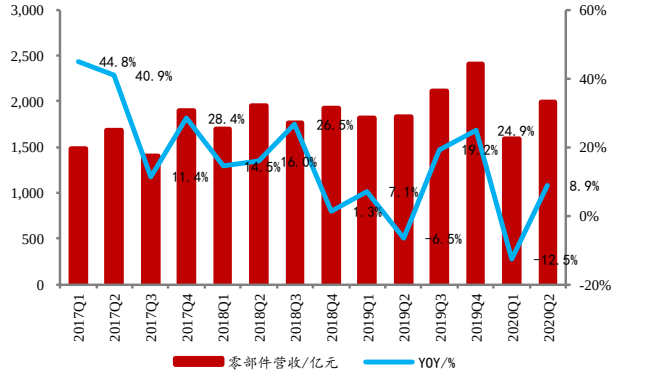
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：2020Q2 整车营业收入同比+18.4%



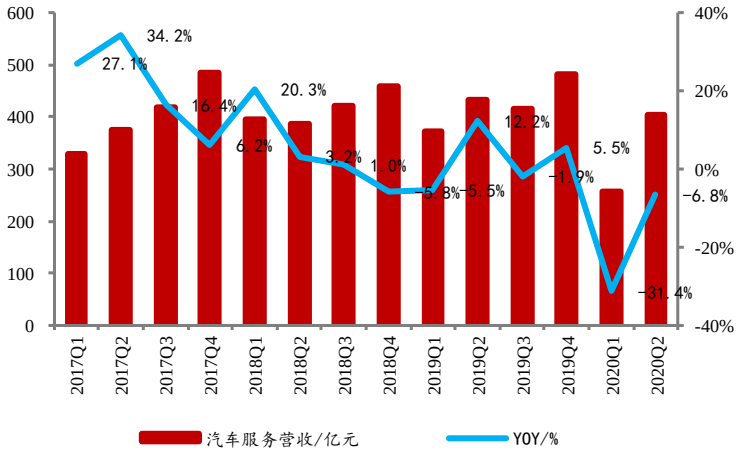
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2020Q2 零部件营业收入同比+8.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：2020Q2 汽车服务营业收入同比-6.8%

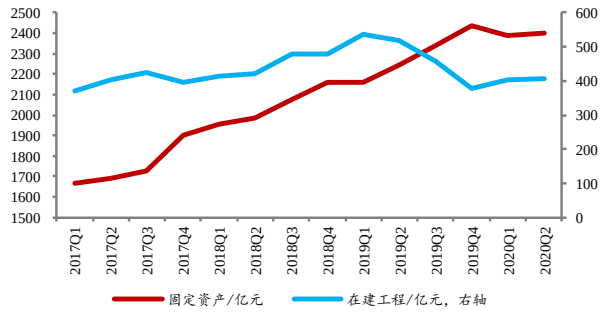


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020Q2 行业整体投资企稳，在建工程较去年同期下降，环比持平。整车行业 2020Q2 年固定资产小幅上升，同比+6.9%，环比+0.4%；在建工程较上年同期下滑明显，同比-21.3%，环比小幅回升，为+0.9%。零部件行业 2020Q2 年固定资产小幅上升，同比+11.1%，环比+3.6%；在建工程小幅下降，同比-2.5%，环比-1.2%。

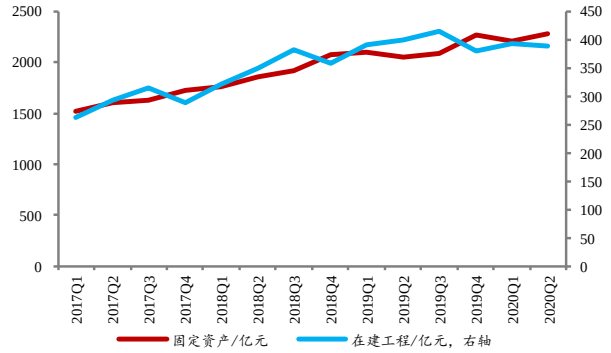
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 13：20Q2 整车固定资产小幅回升，在建工程同比下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

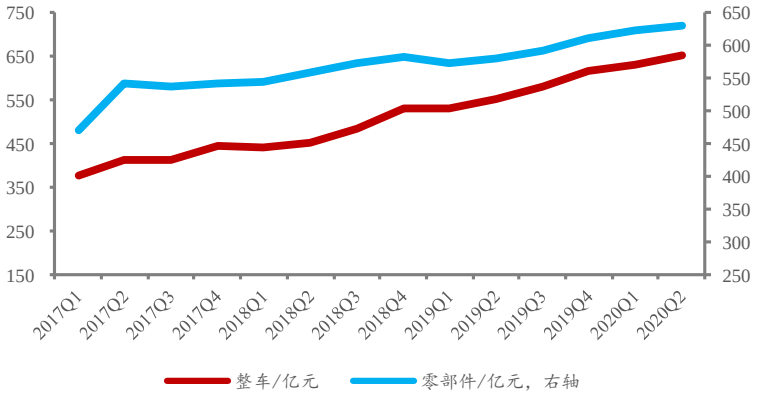
图 20：20Q2 零部件固定资产上升，在建工程小幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020Q2 行业整体无形资产同比增速持续提升。近年来我国整车行业无形资产持续快速增长，整车行业从 2017Q1 的 376 亿元提升至 2020Q2 的 651 亿元，其中 Q2 无形资产持续快速增长，同比+17.7%，环比+3.1%。零部件从 2017Q1 的 542 提升至 2020Q2 的 630 亿元，Q2 无形资产同比+8.5%，环比+1.0%。

图 14：20Q2 整车/零部件无形资产同比+17.7%/+8.5%，环比+3.1%/+1.0%

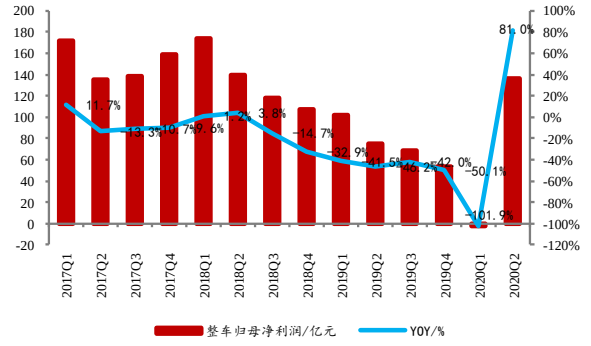


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 盈利能力：毛利率恢复，盈利能力回升明显

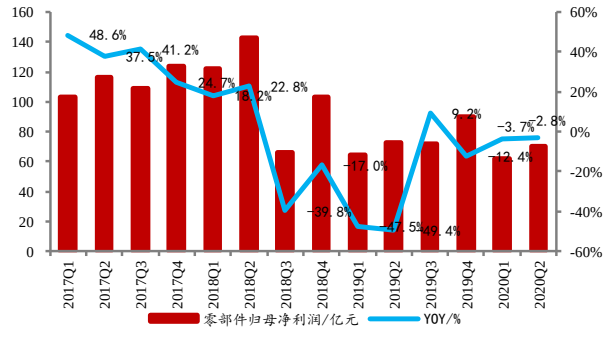
2020Q2 年行业整体归母净利润同比回升，综合表现最佳是整车，最差是汽车服务。2018Q4 以来需求下行带来行业盈利能力减弱，归母净利润同比增速持续下行，疫情影响下 2020Q1 进一步恶化，整车行业首次归母净利润为负。随着国内疫情控制下产业链复工复产顺利+车企促销+刺激政策出台，需求回暖下，整车行业盈利能力逐渐恢复，2020Q2 整车行业归母净利润同比+81.0%。国内部分出口型零部件企业受 Q2 海外疫情影响，导致 2020Q2 零部件行业归母净利润同比-2.8%。

图 15：2020Q2 整车归母净利润同比+81.0%



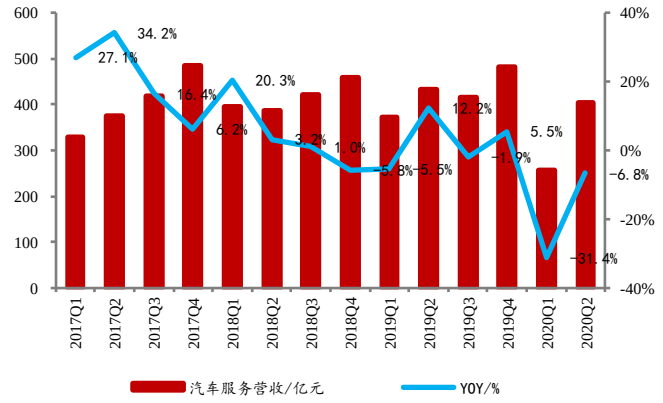
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：2020Q2 零部件归母净利润同比-2.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

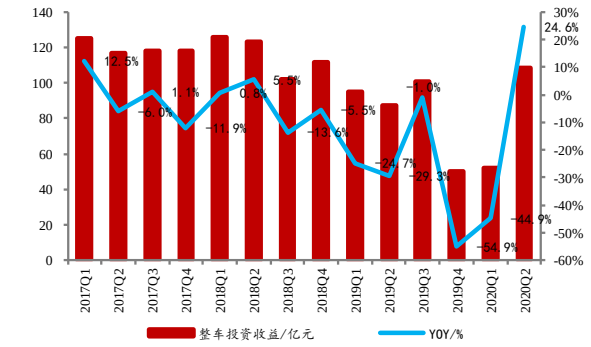
图 17：2020Q2 汽车服务归母净利润同比-6.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

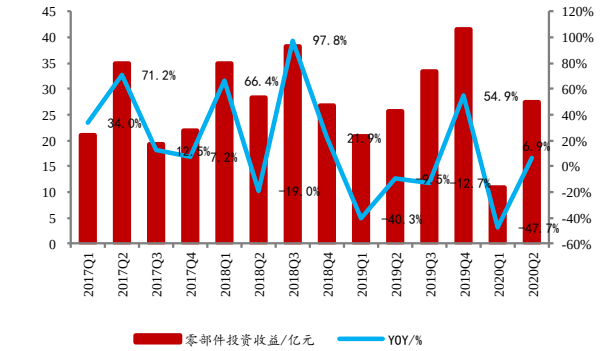
2020Q2 行业整体投资收益快速回升。自 2018Q4 以来，整车投资收益同比增速连续 6 个季度为负，在 2020Q2 整车行业实现投资收益同比增速首次转正，为+24.6%，绝对值为 109 亿元。2020Q2 零部件实现投资收益 27.4 亿元，同比+6.9%。

图 18：2020Q2 整车行业投资收益同比+24.6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

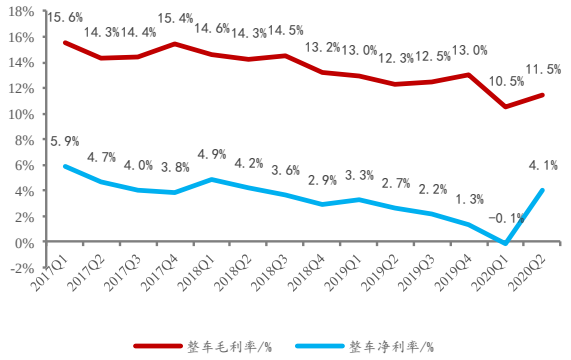
图 19：2020Q2 零部件行业投资收益同比+6.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

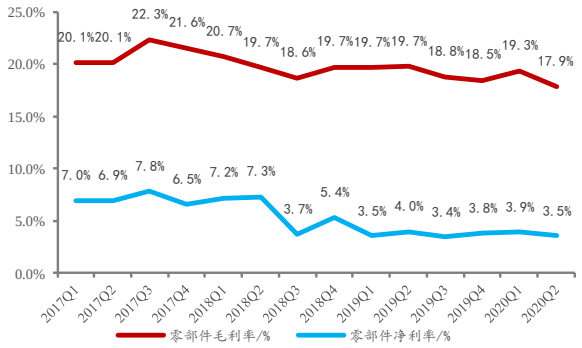
2020Q2 行业整体毛利率小幅回升，整车/汽车服务净利率同比小幅提升。从毛利率方面来看，汽车服务行业表现较好。2020Q2 整车行业毛利率从 Q1 的 10.5%小幅回升至 Q2 的 11.5%，但与上年同期相比仍低 0.8pct；零部件行业毛利率为 17.9%，环比下滑 1.4pct，与上年同期相比下降 1.8pct；汽车服务行业毛利率 2.7%，同/环比均有所提升。**从净利率方面来看**，受疫情影响，2020Q1 整车和汽车服务净利率均为近年来首次转负，随着疫情影响逐渐消退+车企促销+刺激政策，Q2 实现快速回升，分别为 4.1%、2.2%，高于上年同期的 2.7%、1.6%。部分出口型零部件企业受海外疫情影响，零部件净利率为 3.5%，环比小幅下降。

图 20：2020Q2 整车毛利率同比下滑，净利率同比提升



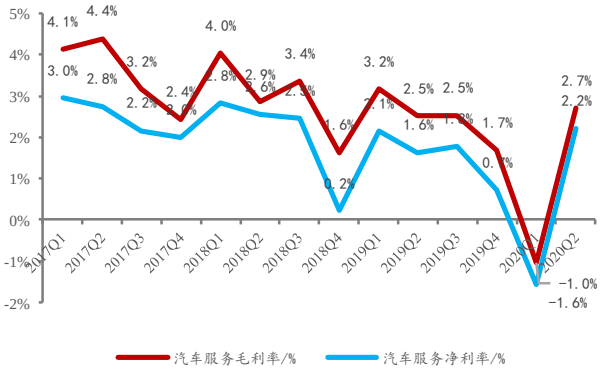
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：2020Q2 零部件毛利率/净利率低于上年前期水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：2020Q2 汽车服务毛利率/净利率同比均提升

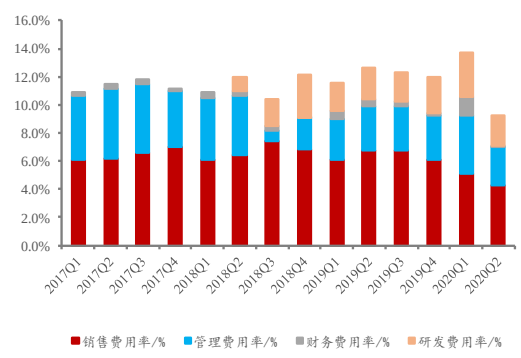


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020Q2 行业整体期间费用率同比下降，整车表现最佳，汽车服务表现最差。分子行业来看，2020Q2 整车、零部件、汽车服务期间费用率为 9.2%、12.8%、6.3%，与去年同期相比分别-3.4pct、-0.9pct、+0.1pct，环比均大幅下降。

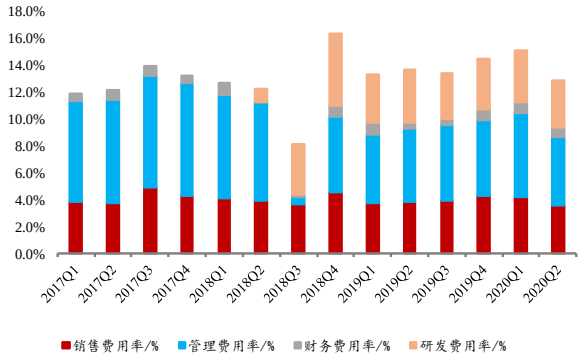
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 23：2020Q1 整车期间费用率同比下降 3.4pct



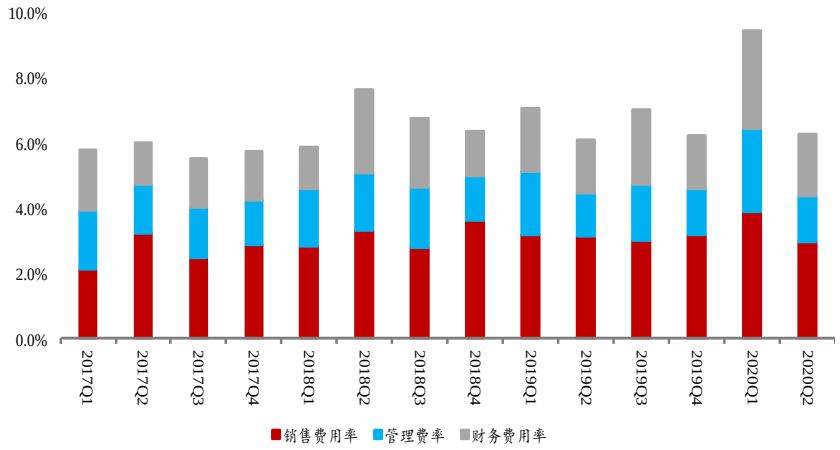
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：2020Q1 零部件期间费用率同比下降 0.9pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：2020Q2 汽车服务期间费用率同比上升 0.1pct

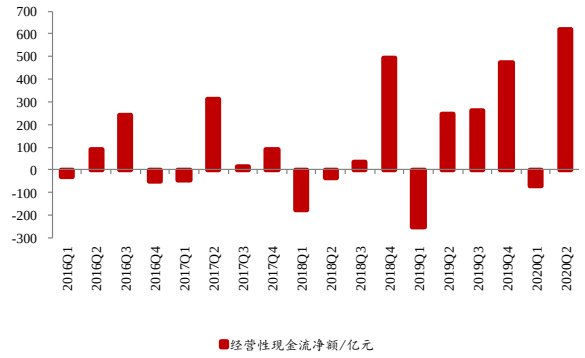


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 营运能力：存货周转恢复，整体资金回笼加快

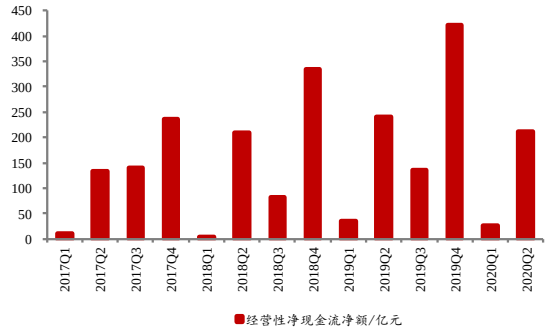
2020Q2 行业整体资金回笼加快，整车表现最佳，零部件表现最差。整车行业除 Q1 疫情影响，2019Q2-2020Q2 经营性现金流净额同比均为正，2020Q2 经营性现金流净额为 619 亿元，创近年来新高，同比+153%。零部件经营性现金流净额 212 亿元，同比-11%。汽车服务经营性现金流净额 70 亿元，同比+85%。

图 26：2020Q2 整车经营性现金流净额同比+153%



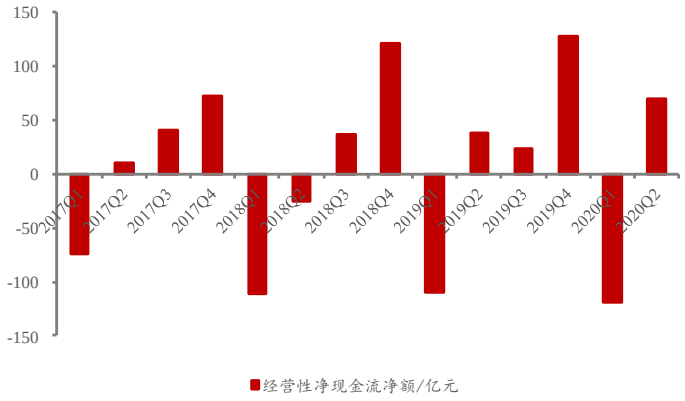
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：2020Q2 零部件经营性现金流净额同比-11%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：2020Q2 汽车服务经营性现金流净额同比+85%

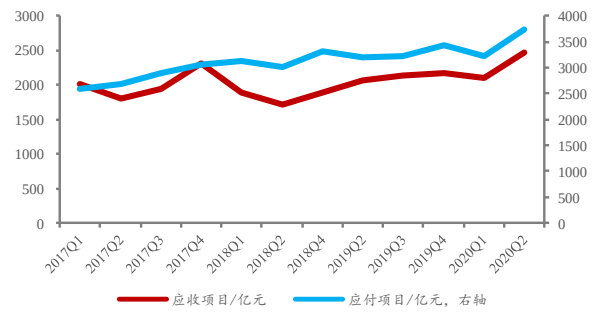


数据来源：Wind，东吴证券研究所

行业整体应收&应付项目绝对值同比上升。整车应收项目统计包含应收票据+应收账款+应收融资款项，应付项目统计包括应付票据+应付账款。**整车方面来看，**在 2020Q2 营收同比+18.4%的条件下，应收/应付项目同比分别为+20.0%/+17.3%，即整车应收项目周转天数同比放慢，整车应付项目周转天数同比加快。**零部件方面来看**，在 2020Q2 营收同比+8.9%的条件下，应收/应付项目同比分别为+0.7%/+9.3%，即零部件应收项目周转天数同比加快，零部件应付项目周转天数同比基本持平。**汽车服务方面来看**，在 2020Q2 营收同比-6.8%的条件下，应收/应付项目同比分别为-19.7%/+24.8%，即汽车服务应收项目周转天数同比加快，汽车服务应付项目周转天数同比放慢。

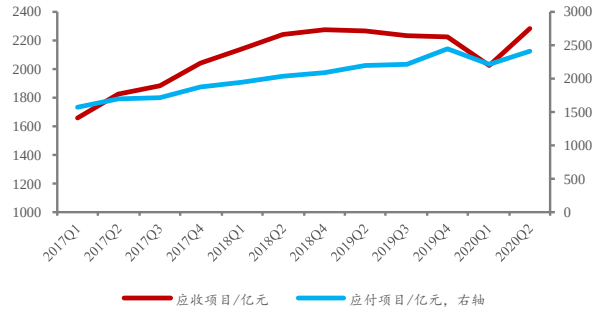
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 29：2020Q2 整车应收/应付同比+20.0%/+17.3%



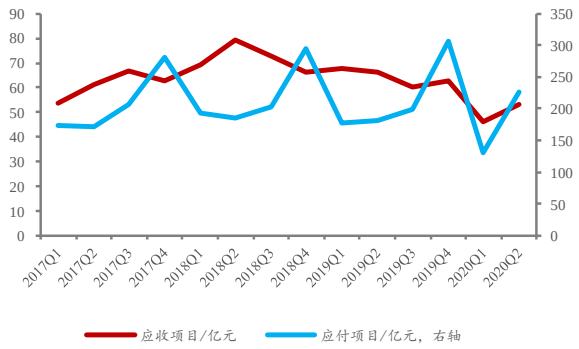
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：2020Q2 零部件应收&应付同比+0.7%/+9.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31：2020Q2 汽车服务应收&应付同比-19.7%/+24.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020Q2 行业整体存货周转天数与上年同期相比仍处于高位。从存货周转方面来看，分子行业来看，整车 2019Q3-Q4 存货周转有所改善，2020Q2 环比改善，但较上年同期上升 3.8 天。零部件 2020Q2 存货周转较上年同期上升 7.5 天，汽车服务 2020Q2 存货周转较上年同期上升 7.2 天。

图 32：2020Q2 整车存货周转同比上升 3.8 天

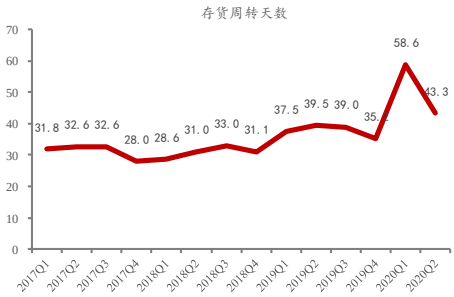
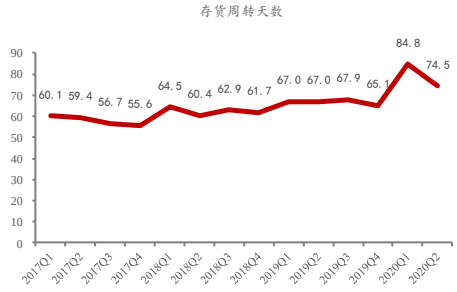


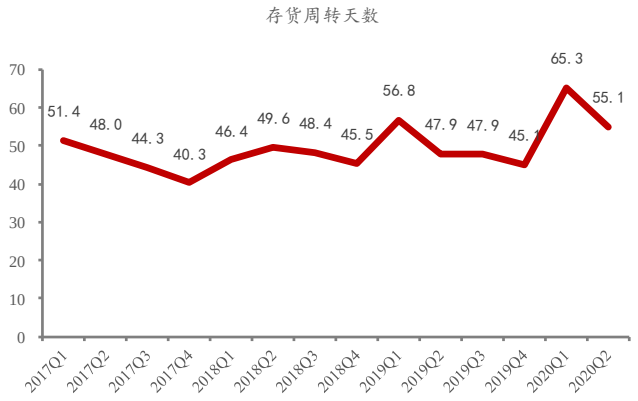
图 33：2020Q2 零部件存货周转同比上升 7.5 天



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：2020Q2 汽车服务存货周转同比上升 7.2 天



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 2020 三季度业绩如何展望？

影响我们做三季度汽车行业业绩判断的因素在于：1）2019Q3 汽车行业运行基数情况如何？2）2020Q3 国内乘用车量-库-价运行情况如何？

2019Q3 汽车行业运行基数情况如何？国五促销影响逐步消退，小幅补库下 2019Q3 行业需求及收入端环比 Q2 明显转好，但净利润依然维持低位。1）产销层面：Q2 国五大促销之后，2019Q3 行业进入了渠道小幅补库阶段，产量和批发 Q3 分别同比下滑 6.6%/5.6%，相比 Q1/Q2 较大幅度收窄，整体行业需求见底企稳迹象开始出现。**2）库存层面：**受国五清库因素影响，原本季节性去库的 Q3 行业渠道库存增加 27 万辆，企业库存依然是去库状态。**3）价格层面：**Q2 国五去库影响逐步弱化，Q3 行业折扣率进入企稳收窄状态。**4）业绩层面：**整车板块营收去年 Q3 因批发销量回暖同比下滑幅度减少至 3.2%，但净利润因行业竞争态势依然严峻，净利润同比依然大幅下滑 42%。零部件板块整体趋势和整车同步。

2020Q3 国内乘用车量-库-价运行情况如何？1）产销层面：疫情影响逐步减弱+地方刺激政策+经济逐步复苏，2020Q3 乘用车产销预计进一步企稳复苏，产批预计有望实现同比正增长 3-5%，交强险口径的零售预计同比+10%（基数低）。2）库存层面：自 2018 年以来产业持续去库存，加上疫情叠加影响，产业目前仍处于较为谨慎状态，预计 Q3 小幅补库。**3）价格层面：**Q3 仍处于淡季市场，预计折扣率稳中小升。**关于 2020 全年国内乘用车产销预测，**我们依然整体结论维持中期策略报告观点，认为海外疫情影响逐步减弱，基于这个假设前提，我们预计全年产量/批发同比下滑约 9.3%，零售（交强险）同比下滑约 5.6%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

综上所述，我们认为对于乘用车产业链而言，2020Q1 是业绩最差时点，2020Q2 如期环比改善，2020Q3 环比有望进一步小幅改善，同比收入/净利润预计实现正增长。

4. 投资建议：全面看多，建议超配

全面积极看多汽车板块，核心三条主线，建议超配。1）无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值均较低。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均 GDP 及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，首推**【长城汽车】**，受益**【广汽集团+长安汽车+上汽集团】**。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商**【拓普集团】**；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链**【德赛西威】**+华为产业链**【华阳集团+中国汽研】**；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的**【万里扬】**。

5. 风险提示

疫情控制进展低于预期。疫情控制进展越慢，企业复工越晚。

乘用车需求复苏低于预期。需求复苏低于预期，则会带来业绩不达预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn