

中信证券研究部

核心观点



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001



宋韶灵
汽车分析师
S1010518090002



联系人：尹欣驰

受益于强力的车型周期，以及中日关系好转，广本和广丰终端持续热销，市场份额不断提升，是今年乘用车行业中明确的 α 。自主品牌全新纯电车型 AionS 开始预售，性价比超高，具有爆款潜质，可能显著超市场预期，维持 H 股“买入”评级，上调 A 股至“买入”评级，继续重点推荐。

■ **行业目前处于主动去库存阶段。**2019 年 1 月批发端共销售狭义乘用车 199 万辆，同比下滑 17.6%，零售端共销售 264 万辆，同比增加 25.4%，时隔 10 个月后首次出现同比正增长。批发和零售的冰火两重天主要是因为同比基数导致：2017 年 12 月是执行减征小排量汽车购置税的最后一个月，终端存在非常明显的提前消费，导致 2018 年 1 月销售数据被明显挤压。综合来看，行业压力犹存，预计 2-3 月将继续处于去库存周期，车企的表现将出现明显分化，推荐关注低库存车企。

■ **日系的 α ：广丰、广本库存健康，零售端销量火爆。**根据我们推算，2018 年四季度 27 家大型乘用车企业累计新增库存 39.3 万辆，1 月行业平均库存为 1.4 个月，仍处在相对高位。而广丰、广本 1 月底库存系数均小于 30 天，排名行业第一和第三。广本 1 月零售量为 8.6 万辆，同比+34%；广汽丰田 1 月零售销量达 8.6 万辆，同比+126%，显著优于行业。我们认为，随着中日关系回暖和车型周期向上，低库存的广丰和广本将是今年乘用车行业中的明确的 α 。

■ **关注 5 月上市的广汽传祺新能源 AionS，具有爆款潜质。**AionS 高续航版本续航里程为 510km，百公里电耗达到了行业领先的 13.1kwh/100km，系统能量密度达到 170wh/kg（CATL 811），是基于广汽乘用车全新电动车平台打造的第一款车型。该车中续航和高续航版本的预售价为 14 万和 16 万起，预计 5 月正式上市，考虑到该车性价比高，具有爆款潜质，推荐重点关注。

■ **风险因素：**行业销量不达预期；新车型市场接受度低于预期；新能源补贴政策出现大幅退坡；中日关系出现波折影响日系车在华销量。

■ **投资建议：**考虑到年后自主品牌仍存在去库存压力，我们调整公司 2018/19/20 年 EPS 预测为 1.20/1.23/1.49 元（原预测为 1.20 元/1.35/1.49 元），当前港股股价 9.88 港元，对应 2018/19/20 年 7.0/6.8/5.7 倍 PE，A 股股价 12.09 元，对应 2018/19/20 年 9.5/9.2/7.6 倍 PE。受益于日系份额提升，公司是下半年行业景气回升过程中业绩确定性最强的企业之一，同时，考虑 AionS 具有超高性价比，具有爆款潜质，维持广汽集团（H 股）“买入”评级，上调广汽集团（A 股）至“买入”评级，继续重点推荐。

广汽集团	02238.HK
评级	买入（维持）
当前价	9.88 港元
目标价	- 港元
总股本	10,234 百万股
港股流通股本	3,099 百万股
52 周最高/最低价	17.98/6.79 港元
近 1 月绝对涨幅	14.22%
近 6 月绝对涨幅	17.70%
近 12 月绝对涨幅	-15.77%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,418	71,575	74,503	83,666	92,190
营业收入增长率 YoY	68.0%	44.8%	4.1%	12.3%	10.2%
归母净利润(百万元)	6,288	10,786	12,257	12,581	15,235
归母净利润增长率 YoY	48.6%	71.5%	13.6%	2.6%	21.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.62	1.06	1.20	1.23	1.49
毛利率	20.0%	23.5%	21.8%	21.4%	21.9%
净资产收益率 ROE	14.4%	15.5%	15.6%	14.4%	15.4%
每股净资产（元）	4.39	6.89	7.79	8.67	9.79
PE（A 股）	18.5	10.8	9.5	9.2	7.6
PE（港股）	13.7	8.0	7.0	6.8	5.7
PB（A 股）	19.6	11.4	10.1	9.8	8.1
PB（H 股）	1.9	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 1 日收盘价

目录

批发零售冰火两重天，重点关注低库存车企	3
广本+广丰：零售数据亮眼，增长稳定性强	5
广汽传祺：库存改善，重点关注 AionS.....	8
风险因素	10
投资建议	10

插图目录

图 1：2017-2019 年中国狭义乘用车月度批发销量	3
图 2：2017-2019 年中国狭义乘用车月度零售销量	3
图 3：2017-2018 年流通协会库存系数月度走势	4
图 4：25 家重点车企终端库存量推算图	4
图 5：2018Q4 主流 27 家乘用车企业库存增量推算	5
图 6：2001-2018 年各车系市场份额	5
图 7：2010-2018 年雷克萨斯在中国销量	6
图 8：2017-2018 年广汽本田月度零售销量	6
图 9：2017-2018 年广汽本田月度批发销量	7
图 10：2017-2018 年广汽丰田月度零售销量	7
图 11：2017-2018 年广汽丰田月度批发销量	8
图 12：2017-2018 年广汽传祺月度零售销量	8
图 13：2017-2018 年广汽传祺月度批发销量	8
图 14：AionS 正面图	9
图 15：AionS 内饰图	9

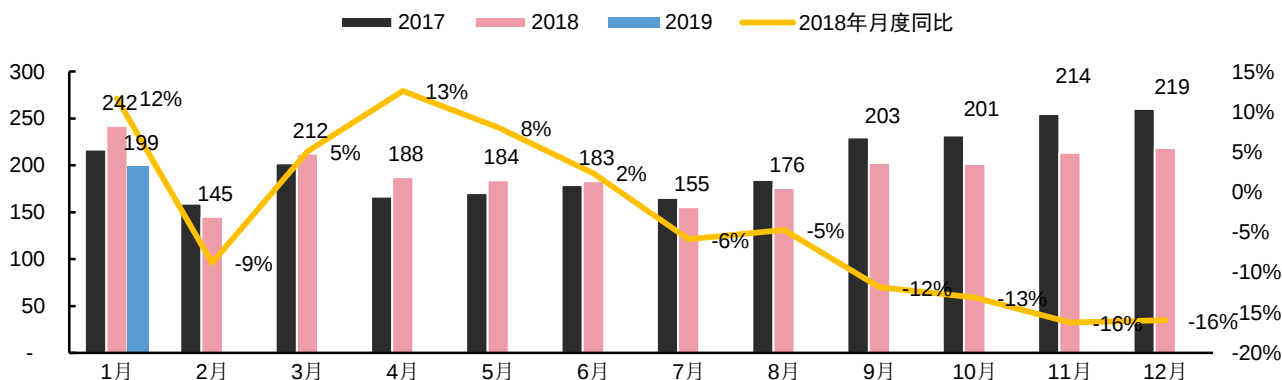
表格目录

表 1：广汽传祺 AionS 车型参数	9
表 2：广汽集团盈利预测简表	10

■ 批发零售冰火两重天，重点关注低库存车企

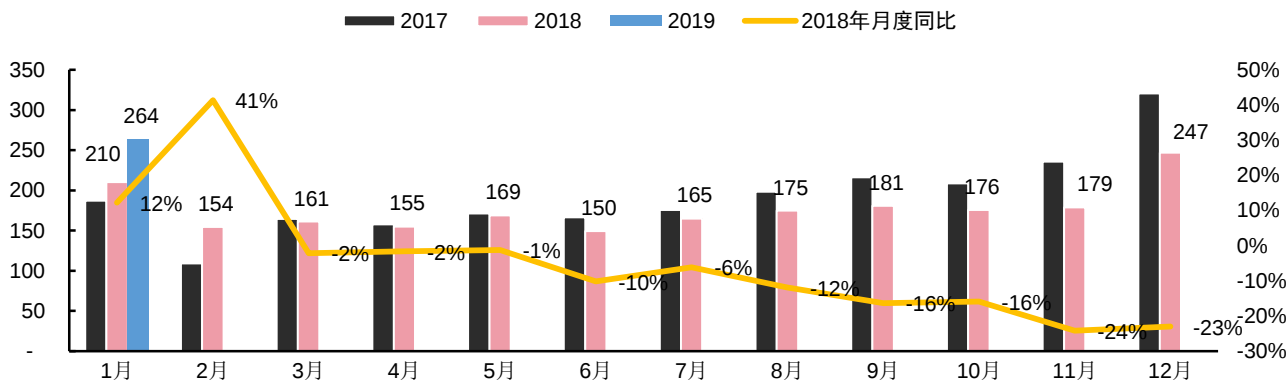
狭义乘用车 1 月的批发和零售销量呈现出冰火两重天。根据中汽协数据，2019 年 1 月批发端共销售狭义乘用车 199 万辆，同比下滑 17.6%。根据保险上牌数据，2019 年 1 月零售端共销售狭义乘用车 264 万辆，同比增加 25.4%。

图 1：2017-2019 年中国狭义乘用车月度批发销量（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部

图 2：2017-2019 年中国狭义乘用车月度零售销量（单位：万辆）



资料来源：Thinkercar，中信证券研究部

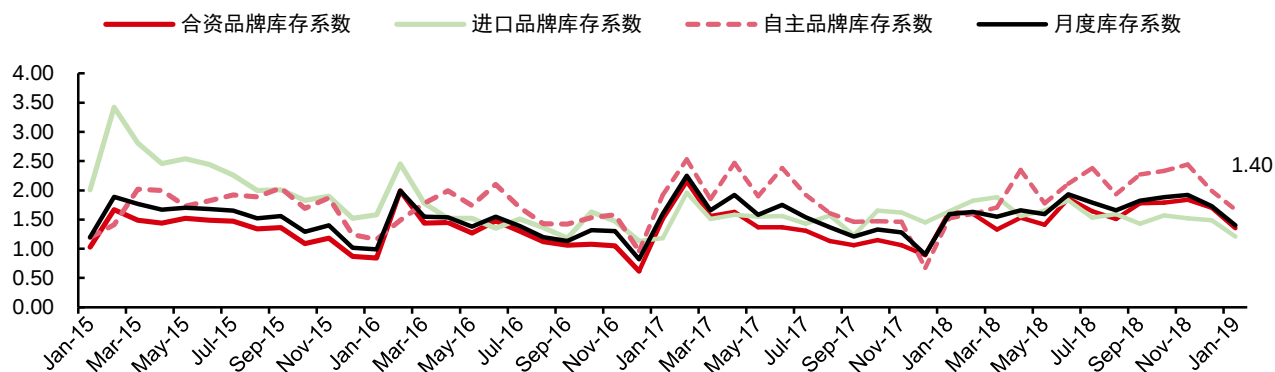
如何解读批发和零售市场的增速分化？ 2019 年 1 月批发销量的同比降幅有一定收窄，零售销量也时隔 10 个月后首次出现大幅的同比正增长，但实际上这主要是因为同比基数分布不均导致的。2017 年 12 月是执行减征小排量汽车购置税的最后一个月，因此 2017 年 12 月存在非常明显的提前消费，260.1 万辆的批发销量是史上批发月度销量第二高的月份；而 320.8 万辆的零售销量也是仅次于 2016 年 12 月的史上零售销量第二高的月份。2017 年 12 月的提前消费导致 2018 年 1 月行业数据环比下降明显：2018 年 1 月批发销量为 242.0 万辆，零售销量为 210.1 万辆。而 2018 年 12 月和 2019 年 1 月由于不存在购置税优惠退坡的情况，因此销量分布比较接近 2012-2015 年的状况，批发数据同比出现降幅收窄是符合预期的。且 19 年 1 月临近猪年春节（2 月 5 日），较 18 年 2 月的春节更早（2 月 16 日），因此今年 1-2 月的合计零售数据更多会分布在 1 月，预计 2 月的零售数据较 2018 年将出

现较大地下滑。总结起来，18 年 12 月的同比增速（批发-16%，零售-23%）没有看上去那么差，而 19 年 1 月的同比增速（批发-17.6%，零售+25.4%）也没有看上去那么好。

1 月数据释放的真正积极信号：终端开启去库存周期。如果我们将 2018 年 12 月和 2019 年 1 月的数据加总做比较：18 年 12 月到 19 年 1 月，终端市场零售量总计 510.7 万辆，同比-3.5%；批发销量总计 418.1 万辆，同比-16.7%；两个月净减少终端库存 92.6 万辆（未计算出口数据），大幅减轻了终端渠道的库存压力。

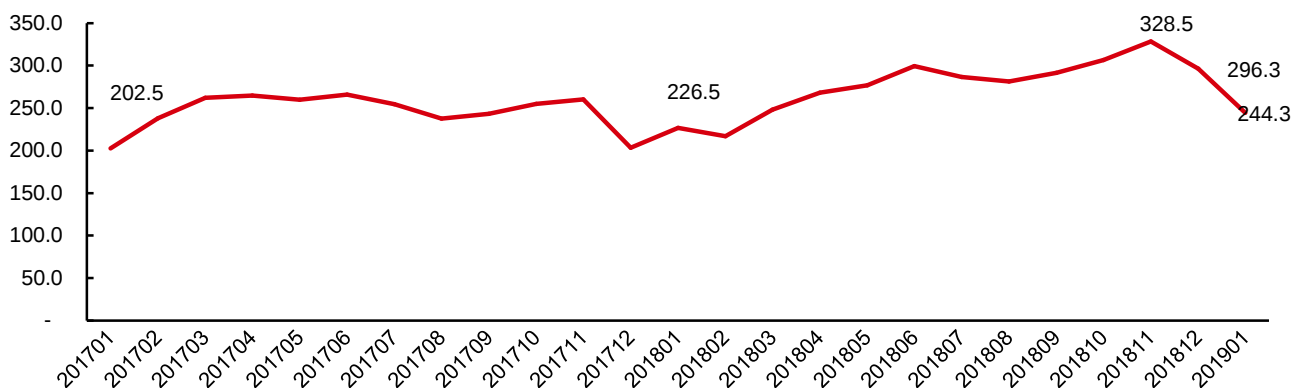
从库存系数来看，2019 年 1 月行业库存系数为 1.40 个月，较 18 年 12 月的 1.73 个月有较大改善，其中自主品牌库存系数为 1.67 个月，合资品牌为 1.35 个月，进口品牌为 1.21 个月。从绝对库存的角度来看，我们推算当前 25 家重点车企的库存为 244 万辆，较 18 年 11 月的 328 万辆的高点有所下降，但仍高于 18 年 1 月的 227 万辆。

图 3：2017-2018 年流通协会库存系数月度走势（单位：月）



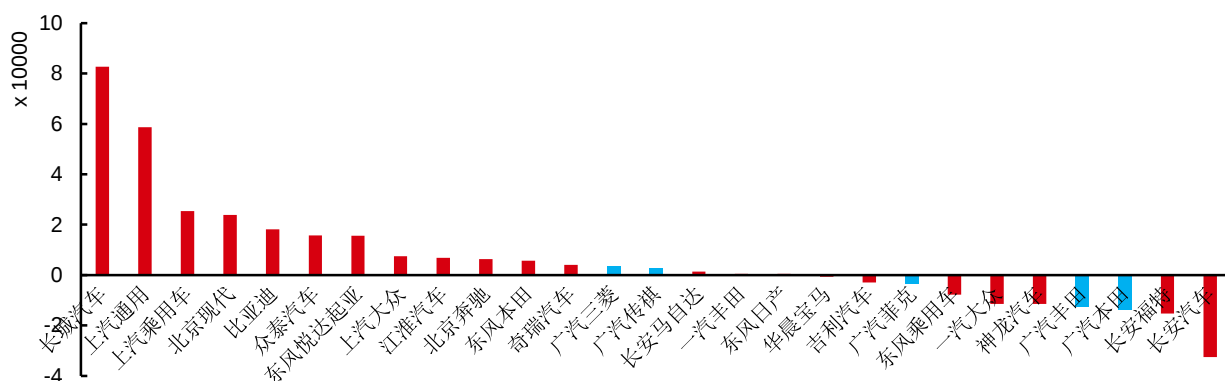
资料来源：中国汽车流通协会

图 4：25 家重点车企终端库存量推算图（单位：万辆）



资料来源：中信证券研究部推算

图 5：2018Q4 主流 27 家乘用车企业库存增量推算（单位：万辆，蓝色为广汽旗下的乘用车企业）

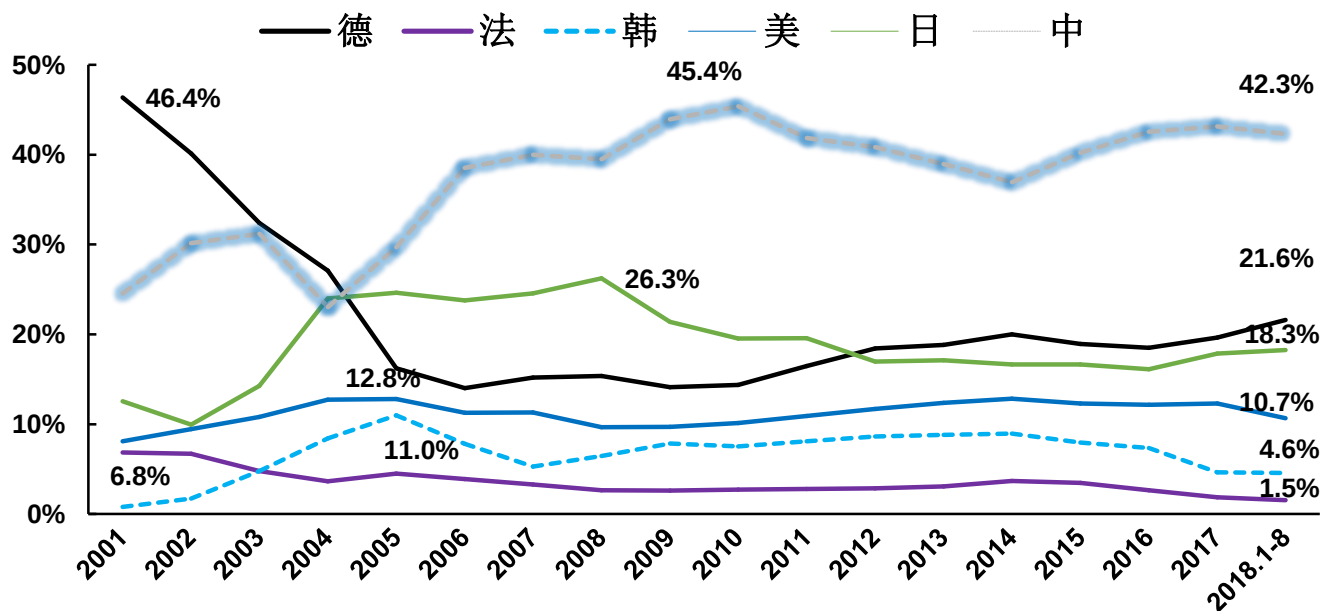


资料来源：中信证券研究部推算 注：图片数据中代表对应车企的 Q4 渠道库存的增量而非存量，正值代表加库存，负值代表去库存

■ 广本+广丰：零售数据亮眼，增长稳定性强

受益中日关系回暖，日系市场份额有望继续上升。日系车在中国的市场份额巅峰为 2008 年，当年日系车市场份额达到了 26.3%。从 2009 年-2012 年，日系汽车因一系列事件市场份额一路下跌：2009 年丰田召回、09-10 年购置税优惠主要刺激国产小排量汽车、2010 年日本车企中国工厂罢工、2011 年日本地震停产、2012 年因钓鱼岛事件中日关系紧张。销量的下跌也导致日系车企在车型导入和产能投资上面比较保守，2013 年起供需平衡一直比较紧张。

图 6：2001-2018 年各车系市场份额

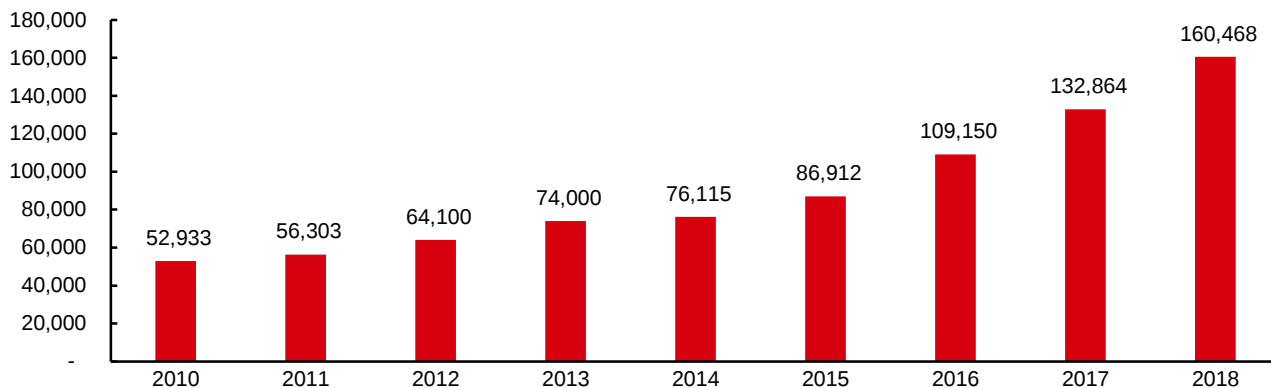


资料来源：中汽协，中信证券研究部整理

实际上，日本车在中国消费者当中仍有广泛扎实的口碑基础。当前日系车型周期继续向上，丰田旗下的豪华品牌雷克萨斯（进口）2018 年在中国市场销量为 16.0 万辆，同比增长 21%，远超乘用车及豪车市场平均水平。雷克萨斯作为日系高端品牌，其车型在中国

的热销（终端经常需要加价提车）实际上是日系车型在中国真实需求的体现。当前日系车市场份额为 18.3%，我们预计随着中日关系回暖、产能的投放和车型周期向上，以广丰和广本为代表的日系车型的终端需求将保持持续热销，市场份额有望继续上升，重回 20% 的水平。

图 7：2010-2018 年雷克萨斯在中国销量

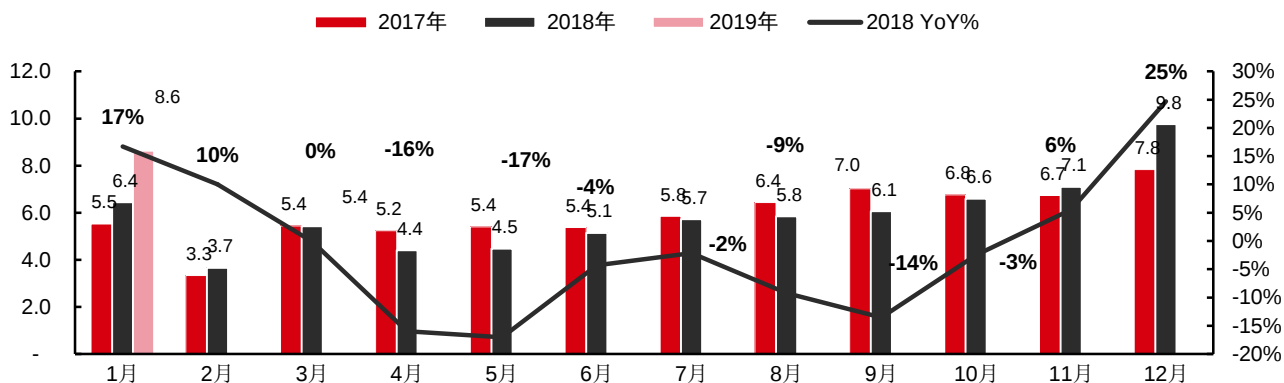


资料来源：丰田汽车，中信证券研究部

广汽本田：零售销量大幅提速，超市场预期。根据公司公告，1 月广汽本田销 7.36 万辆，同比+1.6%，环比+6.8%，销量保持稳健。但从零售端来看，广汽本田零售销量自 2018 年 11 月起大幅提速：18 年 11 月到 19 年 1 月广本零售量分别为 7.1 万、9.8 万和 8.6 万辆，同比分别增长+6%、+25%和+34%，零售销量增速显著高于批发销量增速。我们预计，广州本田 1 季度的零售销量同比增速在 20% 左右，超越行业平均水平。

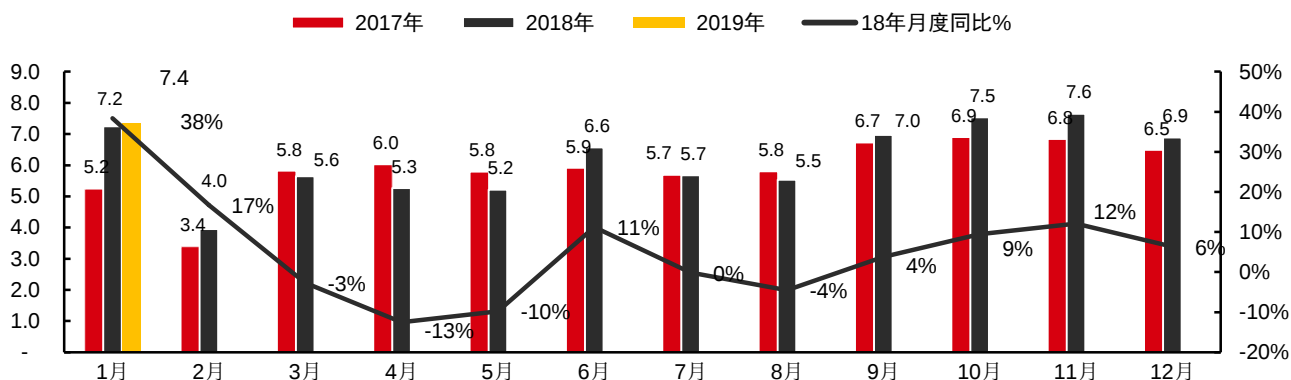
本田终端库存系数低于 1 个月。根据我们的零售端调研，截止 1 月底广本经销商库存小于 1 个月（东风本田库存系数约为 2.0 个月），库存系数在行业中仅次于广汽丰田和一汽丰田，排名主流车企的第三位。考虑到春节后多数整车厂即将进入去库存周期，低库存的广汽本田的批发销量数据预计将持续超越行业。价格方面，主力车型雅阁、凌派、缤智在北京市场的终端折扣分别为 1.5 万元、1.6 万元和 2.0 万元，价格较三季度变化不大。

图 8：2017-2018 年广汽本田月度零售销量（单位：万辆）



资料来源：Thinkercar，中信证券研究部

图 9：2017-2018 年广汽本田月度批发销量（单位：万辆）

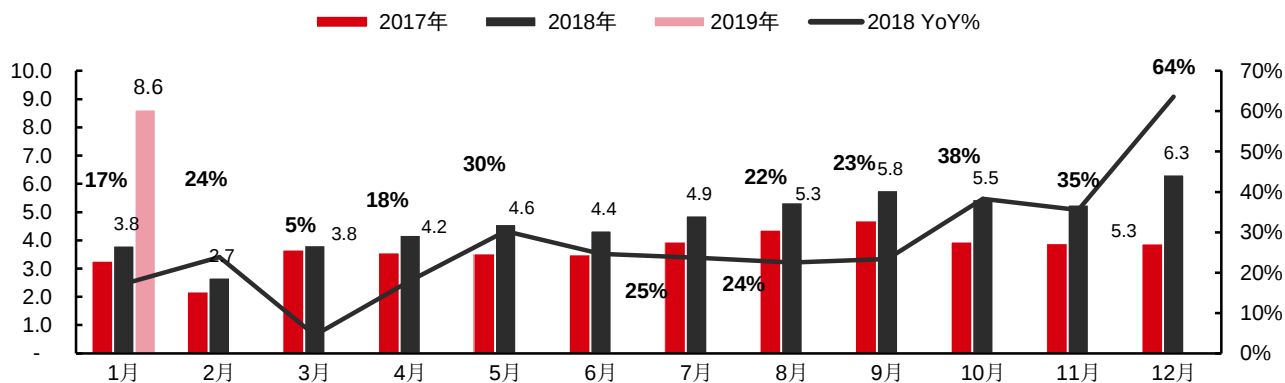


资料来源：公司公告，中信证券研究部

广汽丰田：批发和零售销量持续超预期。根据公司公告，广汽丰田 1 月批发销量为 7.97 万辆，同比+74.8%，环比+89.6%，考虑到公司在 18 年 12 月销量主动踩刹车（12 月仅有 4.2 万辆），因此 1 月销量环比大涨基本符合预期。零售端看，公司 12 月零售销量 6.3 万辆，同比+64%，19 年 1 月达到 8.6 万辆，同比增加 126%。

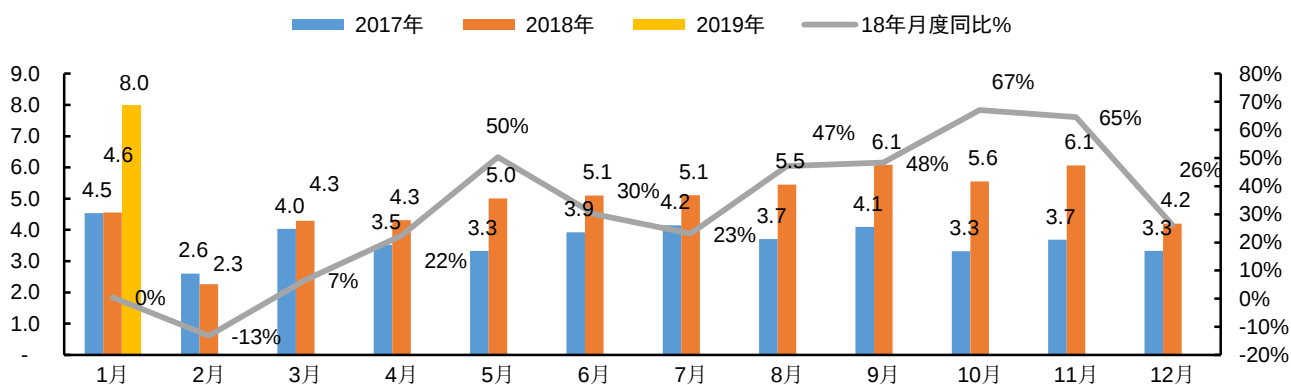
广汽丰田终端库存系数为行业最低，预计 19 年销量有望再创新高。根据我们的零售端调研，广汽丰田的库存系数在行业中最健康，当前库存系数可能低于 0.5 个月，凯美瑞、汉兰达等车型仍然保持火爆销售。广丰零售端的低库存和高需求将为开春后批发销量增长创造有力的保证。我们预计广汽丰田自 3 月起批发销量有望持续维持在 6 万辆的高位，预计 2019 全年销量有望在 65 万-70 万辆，继续保持高增长。

图 10：2017-2018 年广汽丰田月度零售销量（单位：万辆）



资料来源：Thinkercar，中信证券研究部

图 11: 2017-2018 年广汽丰田月度批发销量 (单位: 万辆)

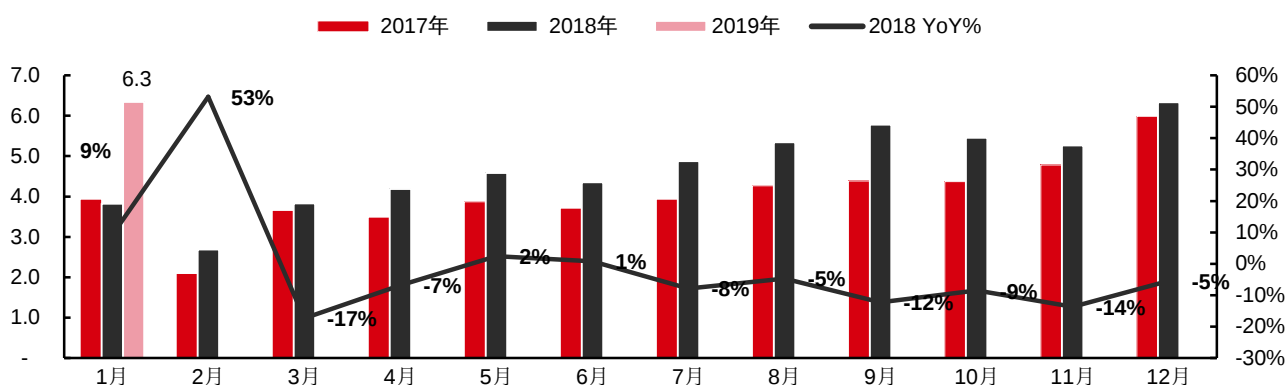


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

■ 广汽传祺: 库存改善, 重点关注 AionS

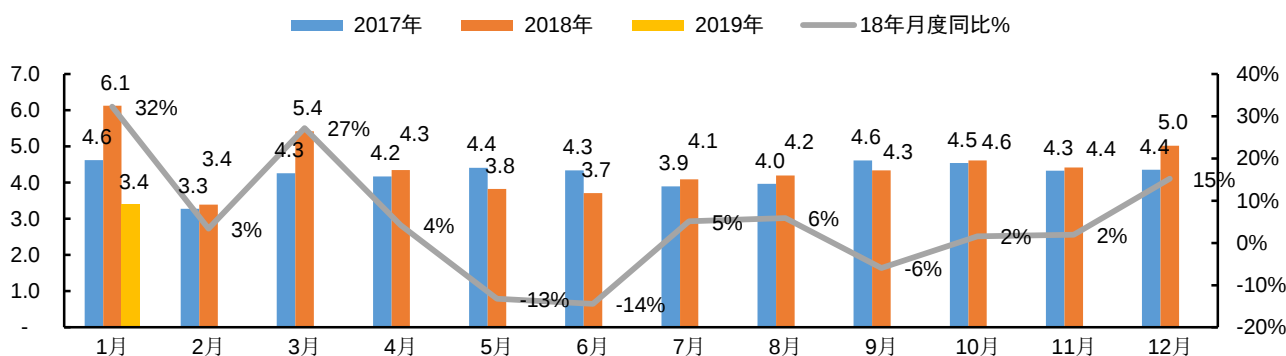
广汽传祺 1 月批发销 3.39 万辆, 同比-44.6%, 环比-32.5%, 环比出现较大幅度下降主要由于终端库存处于相对高位, 公司主动选择降低终端库存。1 月传祺零售端销 6.3 万辆, 超市场预期, 当前库存已经降至 1.4-1.5 个月, 有助于春节后轻装上阵。

图 12: 2017-2018 年广汽传祺月度零售销量 (单位: 万辆)



资料来源: Thinkercar, 中信证券研究部

图 13: 2017-2018 年广汽传祺月度批发销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

我们认为，传祺品牌全年销量零增长或低个位数增长，但结构型的改善将带来盈利的提升：（1）当前主力车型 GS4 和 GS8 产品老化，预计销量将小幅下滑；（2）MPV 爆款车型 GM8、GM6 和新车型 AionS 将贡献新的盈利增量。

AionS 起售价 14 万元，超高性价比有望打造爆款车型。市场对于广汽自主在新能源汽车领域的布局没有给予足够关注，而今年 4 月即将亮相上海车展的基于全新电动车平台的 AionS 有望集中展现过去几年广汽在新能源汽车方面的研发积累。AionS 高续航版本续航里程为 510km(低续航版本为 410km)，百公里电耗达到了行业领先的 13.1kwh/100km，该车搭载 CATL 的 811 三元锂电池（67kwh，系统能量密度达到 170wh/kg）和日本电产的永磁同步电机。AionS 是基于广汽全新电动车平台打造的第一款车型，预计 4 月亮相上海车展，5 月正式上市，目前中续航版本预售价 14 万起，高续航版本预售价 16 万起。我们认为，AionS 颜值高，续航里程长，电耗表现出众，性价比出众。

表 1：广汽传祺 AionS 车型参数

	中续航低速版 炫 530	中续航高速版 炫 530	高续航低速版 魅 630
长 x 宽 x 高 (mm)	4768x1880x1530		
轴距 (mm)	2750		
总质量	2000kg	2035kg	2035kg
整备质量	1575kg	1625kg	1625kg
电池系统密度	161wh/kg	161wh/kg	170wh/kg
电池	宁德时代三元锂电池		
电机	日本电产永磁同步		
电机功率	150kw	150kw	135kw
最高车速	130km/h	156km/h	156km/h
续航里程 (工况法)	410km	410km	510km
零百加速 (0-100km/h)	7.9s		
百公里电耗(kwh/100km)	12.9	12.9	13.1
补贴后预售价	14 万起	14 万起	16 万起

资料来源：工信部，中信证券研究部

图 14：AionS 正面图



资料来源：广汽新能源

图 15：AionS 内饰图



资料来源：广汽新能源

■ 风险因素

行业竞争加剧导致终端出现价格战；

新车型市场接受度低于预期；

中日关系出现波折影响日系车在华销量。

■ 投资建议

公司日系合资品牌新品竞争力强，增长确定性强；管理层激励充分，经营效率高；电动化、智能化战略转型快。考虑到年后自主品牌仍存在去库存压力，我们调整公司2018/19/20年EPS预测为1.20/1.23/1.49元（前值为1.20元/1.35/1.49元），当前港股股价9.88港元，对应2018/19/20年7.0/6.8/5.7倍PE，A股股价12.09元，对应2018/19/20年9.5/9.2/7.6倍PE。受益于日系份额提升，公司是下半年行业景气回升过程中业绩确定性相对最强的企业之一，维持广汽集团（H）“买入”评级，上调广汽集团（A）至“买入”评级，继续推荐。

表 2：广汽集团盈利预测简表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,418	71,575	74,503	83,666	92,190
营业收入增长率 YoY	68.0%	44.8%	4.1%	12.3%	10.2%
归母净利润(百万元)	6,288	10,786	12,257	12,581	15,235
归母净利润增长率 YoY	48.6%	71.5%	13.6%	2.6%	21.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.62	1.06	1.20	1.23	1.49
毛利率	20.0%	23.5%	21.8%	21.4%	21.9%
净资产收益率 ROE	14.4%	15.5%	15.6%	14.4%	15.4%
每股净资产（元）	4.39	6.89	7.79	8.67	9.79
PE（A股）	18.5	10.8	9.5	9.2	7.6
PE（港股）	13.7	8.0	7.0	6.8	5.7
PB（A股）	19.6	11.4	10.1	9.8	8.1
PB（H股）	1.9	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	49,418	71,575	74,503	83,666	92,190
营业成本	39,558	54,778	58,261	65,760	71,972
毛利率	19.95%	23.47%	21.80%	21.40%	21.93%
营业税金及附加	1,519	2,548	2,026	2,343	2,655
销售费用	3,370	5,200	5,811	6,726	6,914
营业费用率	6.82%	7.26%	7.80%	8.04%	7.50%
管理费用	2,749	4,008	4,434	5,292	5,505
管理费用率	5.56%	5.60%	5.95%	6.33%	5.97%
财务费用	306	316	188	243	259
财务费用率	0.62%	0.44%	0.25%	0.29%	0.28%
投资收益	5,848	8,328	9,447	10,191	11,451
营业利润	6,832	11,806	13,316	13,680	16,606
营业利润率	13.83%	16.50%	17.87%	16.35%	18.01%
营业外收入	296	287	353	371	381
营业外支出	77	117	73	89	93
利润总额	7,051	11,976	13,596	13,962	16,894
所得税	754	1,154	1,310	1,346	1,628
所得税率	10.70%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%
少数股东损益	8	36	28	36	32
归属于母公司股东的净利润	6,288	10,786	12,257	12,581	15,235
净利率	12.72%	15.07%	16.45%	15.04%	16.53%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	21,317	49,468	38,825	30,956	25,767
存货	2,494	3,347	5,359	6,626	8,323
应收账款	1,155	1,374	1,863	2,510	2,766
其他流动资产	10,006	10,297	12,884	14,406	16,883
流动资产	34,971	64,485	58,930	54,498	53,739
固定资产	11,018	12,152	19,005	22,641	25,272
长期股权投资	22,636	25,721	33,168	41,359	50,810
无形资产	4,952	7,562	9,856	12,019	13,715
其他长期资产	8,515	9,683	9,683	9,683	9,683
非流动资产	47,121	55,117	71,712	85,702	99,480
资产总计	82,092	119,602	130,642	140,199	153,219
短期借款	1,216	1,326	0	383	2,013
应付账款	8,999	11,517	12,526	13,152	12,955
其他流动负债	14,106	23,896	24,912	24,519	24,912
流动负债	24,322	36,739	37,438	38,054	39,880
长期借款	626	569	689	553	528
其他长期负债	12,305	11,880	12,928	13,061	12,783
非流动性负债	12,931	12,449	13,617	13,614	13,311
负债合计	37,253	49,188	51,055	51,668	53,191
股本	6,453	7,293	10,214	10,214	10,214
资本公积	8,773	24,748	21,846	21,846	21,846
归属于母公司所有者权益合计	43,802	69,370	78,515	87,423	98,889
少数股东权益	1,037	1,044	1,072	1,108	1,139
股东权益合计	44,839	70,414	79,587	88,531	100,028
负债股东权益总计	82,092	119,602	130,642	140,199	153,219

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	7,051	11,976	13,596	13,962	16,894
所得税支出	-754	-1,154	-1,310	-1,346	-1,628
折旧和摊销	2,208	2,385	1,100	1,100	1,100
营运资金的变化	1,916	9,197	-3,315	-3,345	-4,300
其他经营现金流	-4,922	-7,306	-9,091	-9,883	-11,209
经营现金流合计	5,498	15,098	979	489	857
资本支出	-5,212	-6,209	-10,248	-6,898	-5,428
投资收益	5,848	8,328	9,447	10,191	11,451
其他投资现金流	-3,718	808	-7,363	-8,116	-9,368
投资现金流合计	-3,082	2,926	-8,164	-4,823	-3,345
发行股票	275	15,050	19	0	0
负债变化	16,607	7,120	-158	381	1,326
股利支出	-1,420	-3,136	-3,136	-3,677	-3,774
其他融资现金流	-13,819	-9,466	-183	-238	-253
融资现金流合计	1,644	9,568	-3,459	-3,535	-2,701
现金及现金等价物净增加额	4,060	27,592	-10,643	-7,869	-5,189

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	67.98%	44.84%	4.09%	12.30%	10.19%
营业利润	68.08%	72.81%	12.79%	2.73%	21.39%
净利润	48.57%	71.53%	13.64%	2.64%	21.09%
利润率 (%)					
毛利率	19.95%	23.47%	21.80%	21.40%	21.93%
EBITDA Margin	51.71%	51.95%	1.81%	2.79%	19.33%
净利率	12.72%	15.07%	16.45%	15.04%	16.53%
回报率 (%)					
净资产收益率	14.36%	15.55%	15.61%	14.39%	15.41%
总资产收益率	7.66%	9.02%	9.38%	8.97%	9.94%
其他 (%)					
资产负债率	45.38%	41.13%	39.08%	36.85%	34.72%
所得税率	10.70%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%
股利支付率	22.58%	29.08%	30.00%	30.00%	29.69%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。