

吉利汽车 (00175.HK) 深度研究报告

角力合资，吉利 4.0 水到渠成

□ 公司之变，始于管理

回顾公司二十年造车历史，管理的不断变革推动公司阶梯式上升。2013 年开始，公司对研究院进行改制，由原来的职能制调整为项目导向。公司也由技术驱动向市场驱动转变，激活了公司内部势能。这之后，公司 3.0 车型陆续上市，并相继成为爆款，占据自主龙头地位。

□ 对标大众，加密车型矩阵，夯实基础

大众在中国通过“双车战略”和多代同堂销售的模式，在轿车市场份额达到 28%。客户底盘庞大，市场地位稳固。吉利目前市场占有率仅为 5%，有足够大市场横纵向的渗透空间。公司依靠 3.0 精品车平台，在轿车、SUV、MPV 各市场，加密车型矩阵布局，做大客户基数，扩大份额，夯实市场基础。

□ 对标丰田，抓住利基市场，突破合资

合资是我国汽车产业红利最大的获益者。合资通过持续引进车型，实现盈利 10 年 10 倍的增长。但目前，合资品牌基本铺完产品谱系，在自主的追赶和成本优势面前，处于应对之势。

对于如何突破合资市场的路径，我们借鉴丰田的美国市场经验。历史来看，汽车行业的核心在于践行市场为先，快速响应需求的造车理念。对于吉利，公司具备成本和深挖市场的本土优势。

成本方面：公司与本土产业链协同，加强自主研发，实现零部件成本降低；进一步的，公司全面推进模块化架构，推动综合成本下降。

市场方面：跨国车企在整车制造更加注重消费通性，淡化区域性特征，满足最大化的消费群体。随着我国消费群体变化，消费自我意识觉醒，个性化的利基市场扩大。目前的合资定位大众化市场，给自主品牌留下突破口。公司收购 volvo 后，持续研发投入，夯实造车体系和科技硬实力，公司 4.0 料将开启下一篇章。角力合资，水到渠成。

□ 投资建议：首次覆盖，给予“强推”评级，目标价 21.5 港元

公司产品 and 品牌力共振，在这轮下行周期中，公司市场份额持续提升，自主龙头地位稳固。2018 年底新车型陆续投放，明年业绩可期。公司凭借 3.0 车型的出色表现跃升自主龙头地位。随着公司技术和体系的进一步完善，基于新平台架构和动力总成的 4.0 车型水到渠成，并通过差异化的产品思路，打入合资用户群体，有望迎来品牌第二次跃升。**盈利预测：**我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 135/173/193 亿元，对应 PE 分别为 8.2/6.4/5.8 倍。**综合考虑 DCF 估值和公司的成长性，我们认为吉利汽车的合理估值为 2018 年 PE9.4 倍，对应目标价 21.5 港元。首次覆盖，给予“强推”评级。**

□ 风险提示：经济下行，汽车市场销量不达预期；公司新车型销量不达预期

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	92,761	111,832	137,287	149,158
同比增速(%)	72.7%	20.6%	22.8%	8.6%
净利润(百万)	10,634	13,527	17,351	19,289
同比增速(%)	108.0%	27.2%	28.3%	11.2%
每股盈利(元)	1.18	1.51	1.93	2.15
市盈率(倍)	10	8.2	6.4	5.8
市净率(倍)	3	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2018 年 10 月 12 日收盘价

强推 (首次)

目标价：21.5 港元

当前价：14.08 港元

华创证券研究所

证券分析师：王俊杰

电话：021-20572543

邮箱：wangjunjie@hcyjs.com

执业编号：S0360516090004

公司基本数据

总股本(万股)	897860.55
已上市流通股(万股)	897860.55
总市值(亿元)	1118
流通市值(亿元)	1118
资产负债率(%)	55.83
每股净资产(元)	4.35
12 个月内最高/最低价	28.8/13.88

市场表现对比图(近 12 个月)



目录

一、公司之变，始于管理.....	5
二、对标大众，加密车型矩阵，夯实基础.....	7
（一）轿车：公司二十年深耕，市场地位稳步向上。.....	7
（二）SUV：自主市场向一线四强集中.....	8
（三）MPV：市场中高端车型空缺，二胎需求催生出行新蓝海.....	9
（四）对标大众，精耕细分市场，夯实基础.....	10
三、对标丰田，抓住利基市场，突破合资.....	12
（一）自主占市场 40% 的销量份额，利润仅占 20%。.....	12
（二）合资 10 年 10 倍的逻辑难持续.....	13
（三）突破合资市场的路径？借鉴丰田的美国市场经验——产品为根本，挖掘市场新需求.....	15
四、成本：本土产业链的协同优势.....	18
（一）“中国制造”的人口红利与产业链协同带来成本优势.....	18
（二）模块化平台进一步推动综合成本下降.....	18
五、深耕本土市场，打破现有合资造车边界.....	21
（一）第三消费时代到来，消费觉醒.....	21
（二）打破合资造车边界，寻找市场差异空间.....	22
1、合资造车强调全球视野的市场广度.....	22
2、自主厂商对本土需求反应更为敏锐.....	22
3、吉利动力和造型升级，细分车型抢占市场.....	22
（三）领克：为都市潮流正名.....	24
六、投资建议.....	25
七、风险提示.....	26
附录：集团公司业务介绍.....	27
（一）集团公司业务板块.....	27
（三）公司主要财务数据.....	28

图表目录

图表 1	吉利车型迭代历史.....	5
图表 2	公司的历次技术收购.....	6
图表 3	吉利占自主市场份额.....	7
图表 4	吉利轿车市场自主龙头地位稳固.....	7
图表 5	轿车市场分价格区间各厂商的市场份额.....	7
图表 6	历次帝豪改款与销量.....	8
图表 7	我国自主 SUV 市场份额.....	8
图表 8	自主 SUV 市场份额变化.....	8
图表 9	奇瑞的收入、净利润（亿元）.....	9
图表 10	奇瑞汽车边际贡献大幅下滑（%）.....	9
图表 11	2017 年自主 SUV 市场的销量情况（万辆）.....	9
图表 12	SUV 市场分价格区间各主机厂市场份额.....	9
图表 13	我国 MPV 销量（万辆）与增速（%）.....	10
图表 14	各地区 MPV 市场份额对比.....	10
图表 15	吉利第一款 MPV 外观.....	10
图表 16	吉利第一款 MPV 尺寸.....	10
图表 17	公司的车型矩阵.....	11
图表 18	公司双网销售渠道.....	11
图表 19	双车战略针对不同需求.....	11
图表 20	自主份额变化.....	12
图表 21	我国乘用车市场各品类份额.....	13
图表 22	各品类的车型份额情况.....	13
图表 23	合资占据市场最优质客户和最多利润点.....	13
图表 24	我国汽车销量及人均 GDP.....	14
图表 25	我国汽车保有量及增速.....	14
图表 26	上汽大众销量及单车收入.....	14
图表 27	上汽大众收入及利税总额（亿元）.....	14
图表 28	上汽大众的车型引进历史.....	15
图表 29	丰田在美国的发展与代表车型.....	16
图表 30	70 年代之后美国小型车销量提升.....	16
图表 31	丰田在美国建厂的过程.....	16
图表 32	丰田在北美的收入、单车收入.....	17

图表 33	历代 RAV4 及在美销售情况.....	17
图表 34	汽车产业迁移路径.....	18
图表 35	全球各地区销量占比（%）.....	18
图表 36	公司和集团历年研发总费用（亿元）.....	18
图表 37	2010~2020 年 OEM 厂商的平台数量预测.....	19
图表 38	2010~2020 年单个平台的产量预测.....	19
图表 39	公司的平台化发展.....	19
图表 40	吉利技术平台演变.....	20
图表 41	消费的代际变化.....	21
图表 42	在第二消费时代，丰田卡罗拉的销量到达顶峰.....	21
图表 43	日本消费与 GDP 的对应关系.....	21
图表 44	我国人口结构与日本相近，出现两波婴儿潮.....	21
图表 45	我国汽车消费呈现颜值、智能网联、运动等新的需求元素.....	22
图表 46	公司多元化动力技术布局.....	23
图表 47	吉利造型演进.....	23
图表 48	2017 年轿车各价格区间的销量（万辆）.....	24
图表 49	2017 年 SUV 各价格区间的销量（万辆）.....	24
图表 50	领克整体设计偏向个性都市潮流风格.....	24
图表 51	领克“能量晶体”尾部造型.....	24
图表 52	领克价格区间对比（万元）.....	25
图表 53	领克 01 月度销量（辆）.....	25
图表 54	吉利品牌销量估计（万辆）.....	25
图表 55	领克销量估计（万辆）.....	26
图表 56	吉利集团包括整车制造、新业务、文化三大板块.....	27
图表 57	吉利集团产能辐射中国多省份.....	28
图表 58	吉利集团国内产能汇总.....	28
图表 59	吉利经销商地区分布.....	28
图表 60	吉利经销商地区分布 2.....	28
图表 61	公司历年销量（万辆）.....	29
图表 62	公司收入（亿元）及单车收入（万元）.....	29
图表 63	公司净利润（亿元）与净利润率（%）.....	29
图表 64	公司毛利率、销售费用率与管理费用率（%）.....	29

一、公司之变，始于管理

回顾公司二十年造车历史，每次阶梯式上升，背后是管理制度的巨大变革。公司的发展大致可以分为 4 个阶段：

第一阶段：1997~2006 年，市场初创积累期，通过低价抢占市场。

公司主要车型豪情、美日、优利欧以低价切入市场，2005 年销量达 15 万辆。

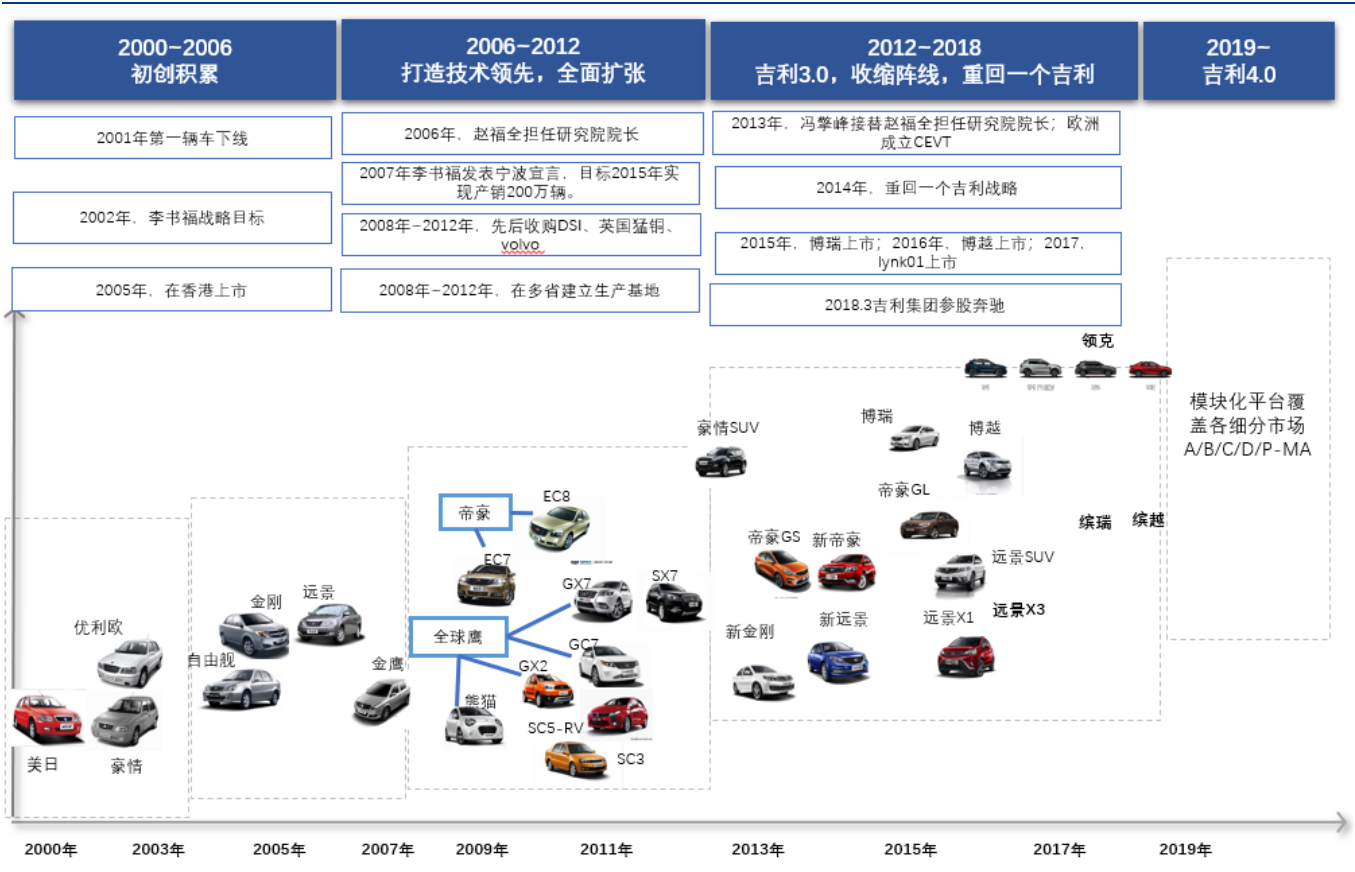
第二阶段：2007~2013 年，技术体系搭建。

这一阶段，赵福全博士担任研究院院长。研究院以基础研究和平台开发工作为主，梳理研发体系和流程。在此期间，公司的产品实现由粗放型向技术型转变，并完成了多地区的产能布局。

第三阶段：2013 年~2017 年，战略聚焦，项目制打通研产销链条

此前的扩张中，过长的品牌战线耗散了公司精力。这一阶段，公司战略收缩，聚焦品牌，打造精品车型。研究院被重新定位。冯擎峰接任院长，研究院由原来的职能制模式调整项目导向，承接以车型开发为主的全流程研发。研究院内部项目竞争，优胜劣汰，最大化的激化公司势能，提高研发转化效率。博越、帝豪 GL、GS 等一批以市场为导向的产品面市后，相继成为爆款。

图表 1 吉利车型迭代历史



资料来源：汽车之家、华创证券

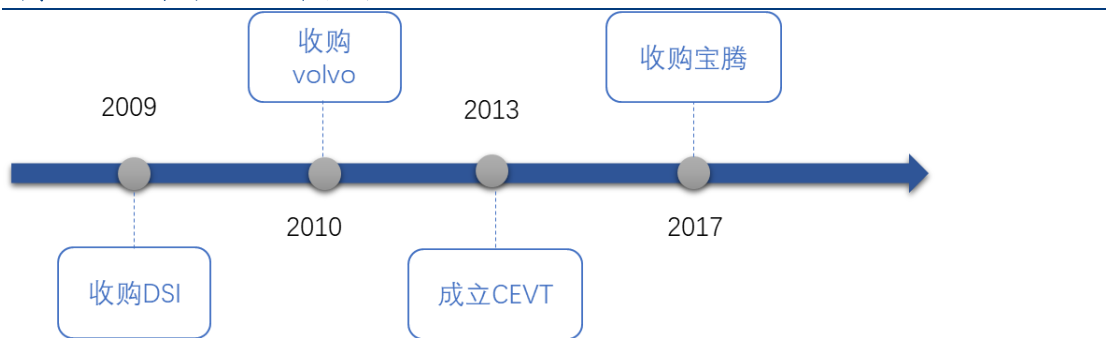
第四阶段：2017 年之后，模块化架构推进，4.0 时代水到渠成。

1、产品硬实力提升。公司通过收购并购，加强和 volvo 的交流合作，持续完善技术布局。在架构方面，形成 B/C/D/S/P-MA 为基础的下一代模块化平台替代现有 FE、KC、NL 的旧平台体系。动力总成方面，公司将全面搭载与 volvo 合作开发的 1.5T/2.0T+DCT 动力总成系统。

2、公司软实力持续优化。管理方面，胡峥楠接任新院长，在保留现有项目为主的矩阵式研发体系的基础上，将研究院细分为吉利、领克等多个分院，研发人员突破 8 千人。

公司的人才、技术、产品储备上升到新的高度。吉利 4.0 时代水到渠成，有望与主流合资角力。

图表 2 公司的历次技术收购

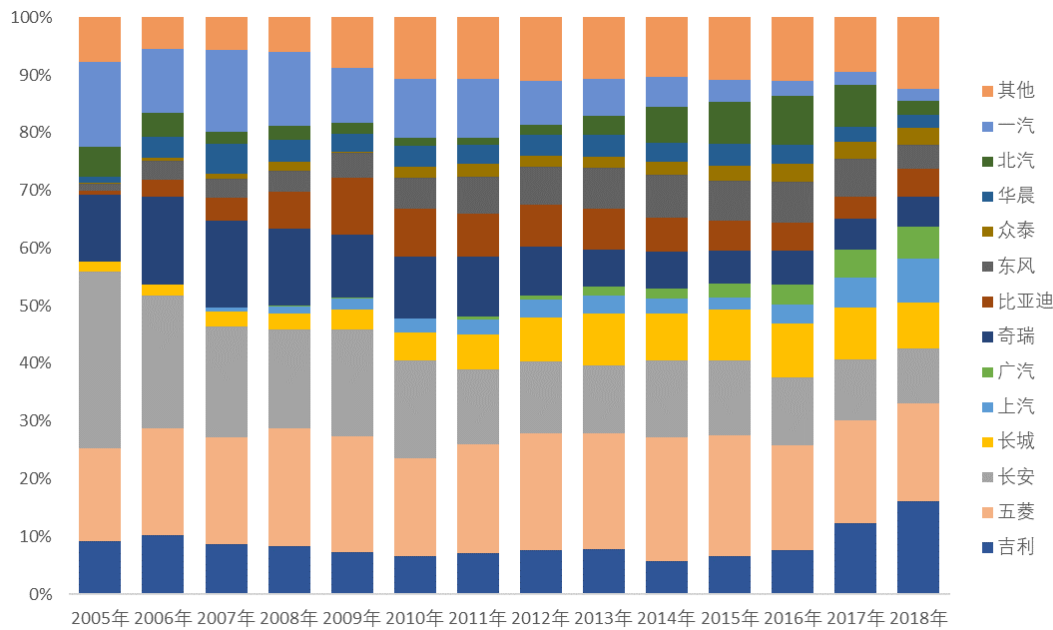


资料来源：公司公告、华创证券

二、对标大众，加密车型矩阵，夯实基础

2017 年我国乘用车销量达到 2473 万辆。其中自主销量为 1064 万辆，吉利销售 124 万辆，占自主 11.7% 的市场份额。借助 3.0 平台的产品优势，扩大产品线，抢占市场份额。

图表 3 吉利占自主市场份额

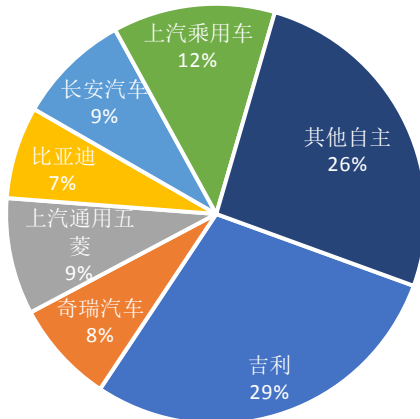


资料来源：中汽协、华创证券

(一) 轿车：公司二十年深耕，市场地位稳步向上。

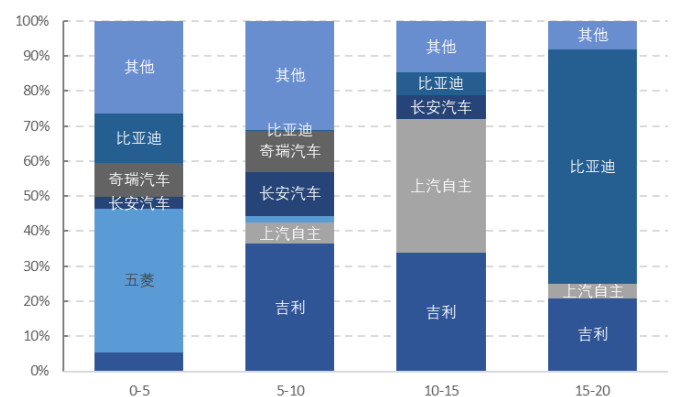
吉利帝豪累计销量过 150 万辆，赢得市场口碑，培育了大量基盘客户。在此基础上，公司 3.0 车型帝豪 GL、博瑞将产品序列向上提升至 10~15 万元，与其他自主拉开差距。目前吉利占据自主轿车 29% 的市场份额，直指合资。

图表 4 吉利轿车市场自主龙头地位稳固



资料来源：中汽协、华创证券

图表 5 轿车市场分价格区间各厂商的市场份额



资料来源：中汽协、华创证券

注：分为 0~5、5~10、10~15、15~20 万元四个价格区间；数据包括新能源车型，新能源按照落地价格计算。

图表 6 历次帝豪改款与销量

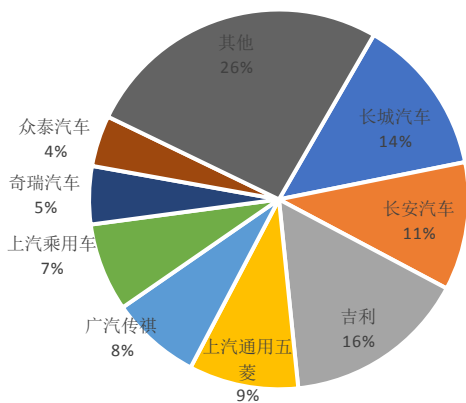


资料来源: 华创证券整理

(二) SUV: 自主市场向一线四强集中

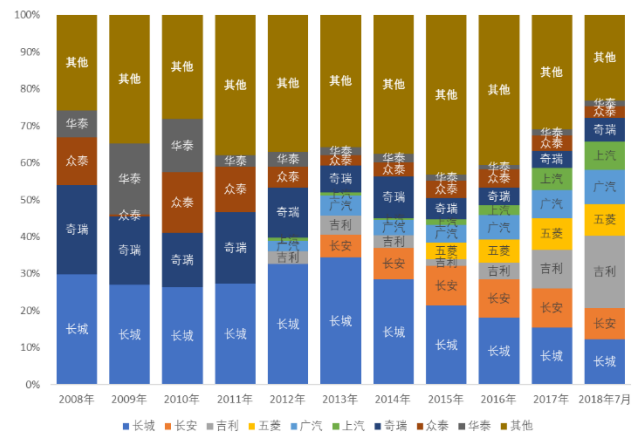
2017年, 我国SUV销量1025万辆, 其中自主605万辆。2018年7月, 自主前6家厂商的市场份额为65.64%, 吉利、上汽、广汽、长城为第一梯队。

图表 7 我国自主SUV市场份额



资料来源: 中汽协, 华创证券

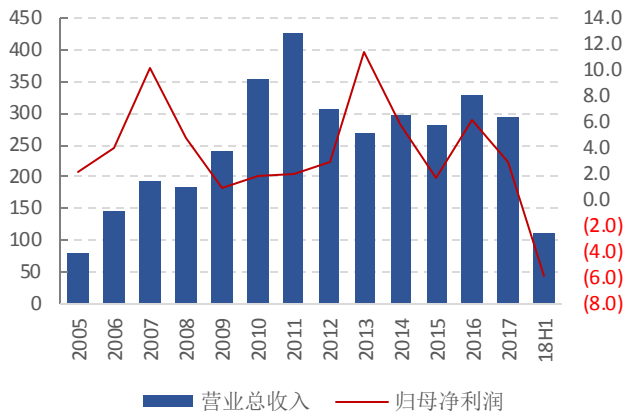
图表 8 自主SUV市场份额变化



资料来源: 中汽协, 华创证券

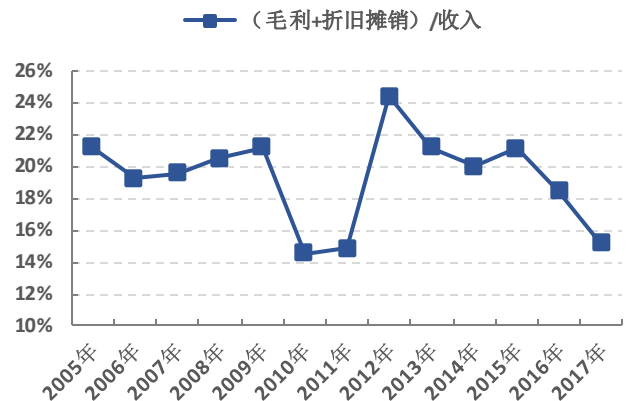
市场竞争加剧后, 二线品牌量价齐跌, 固定成本升高加速财务状况恶化, 他们的腾挪空间收窄。再加上, 市场对品牌的认知度提升, 二线品牌将逐步退出市场。

图表 9 奇瑞的收入、净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

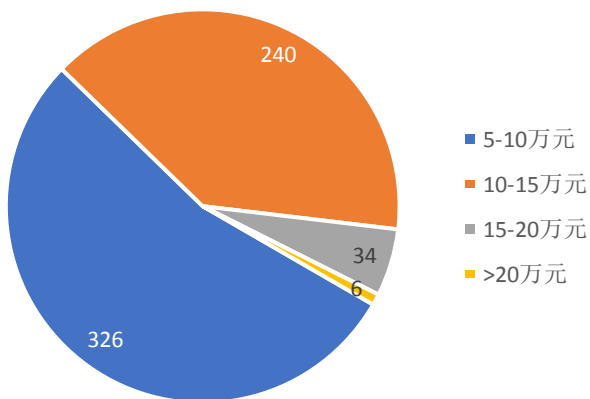
图表 10 奇瑞汽车边际贡献大幅下滑 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

目前吉利 SUV 车型有远景系列、帝豪 GS、博越, 分别对应低中高不同市场。下一代车型推出后, 吉利自主 SUV 份额有望进一步提升。

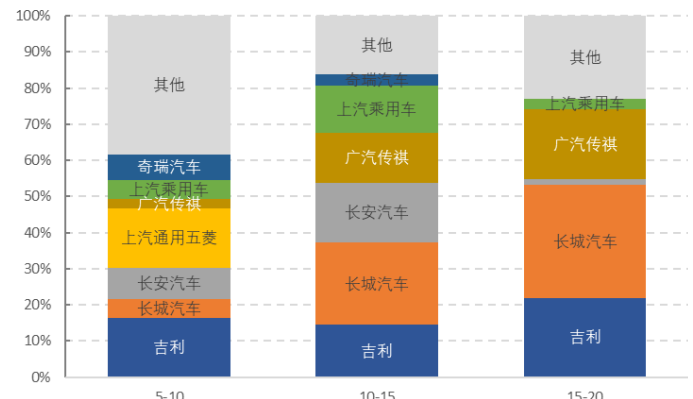
图表 11 2017 年自主 SUV 市场的销量情况 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华创证券

注: 分为 0~5、5~10、10~15、15~20 万元四个价格区间;

图表 12 SUV 市场分价格区间各主机厂市场份额



资料来源: 中汽协, 华创证券

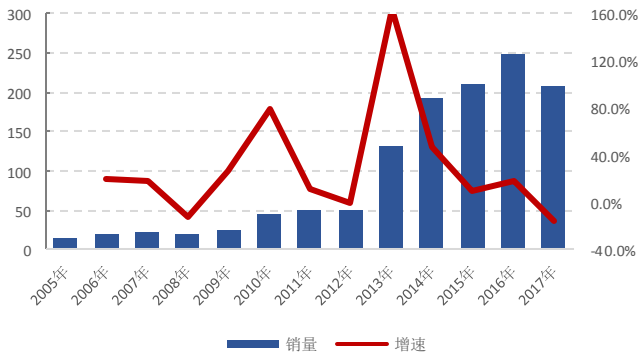
注: 分为 0~5、5~10、10~15、15~20 万元四个价格区间; 数据包括新能源车型, 新能源按照落地价格计算

(三) MPV: 市场中高端车型空缺, 二胎需求催生出行新蓝海

我国 MPV 市场此前的主要为宜商宜家车型。随着商用中低端需求下降, 并转向 SUV 之后, 2017 年我国 MPV 市场销量降至 207 万辆。但中高端车型, GL8、艾力绅等持续热销, 包括自主车型比亚迪宋 MAX 也月销过万。MPV 的优势在于空间和舒适性, 此外相比 SUV 油耗更低, 能够与同级别 SUV 形成差异化竞争。我们认为, 随着二胎家庭增多, 主打家庭出行的 MPV 将具有旺盛的市场需求。

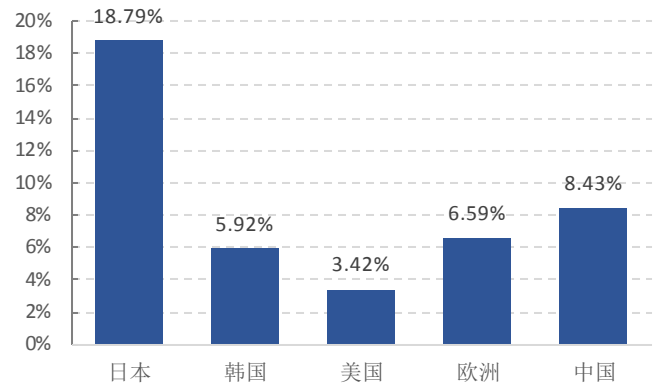
吉利以 CV 平台打造 MPV 车型, 2018 年年底将推出第一款 MPV 车型。外观为家族式的星空回响造型, 长宽高分别为 4706/1909/1664mm, 轴距为 2805mm, 并提供 5 座、6 座和 7 座的座椅布局可选。

图表 13 我国 MPV 销量 (万辆) 与增速 (%)



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 14 各地区 MPV 市场份额对比



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 15 吉利第一款 MPV 外观



资料来源: 汽车之家

图表 16 吉利第一款 MPV 尺寸

车型	吉利 MPV	别克 GL6
长 (毫米)	4706	4692
宽 (毫米)	1909	1794
高 (毫米)	1690	1626
轴距(毫米)	2805	2796

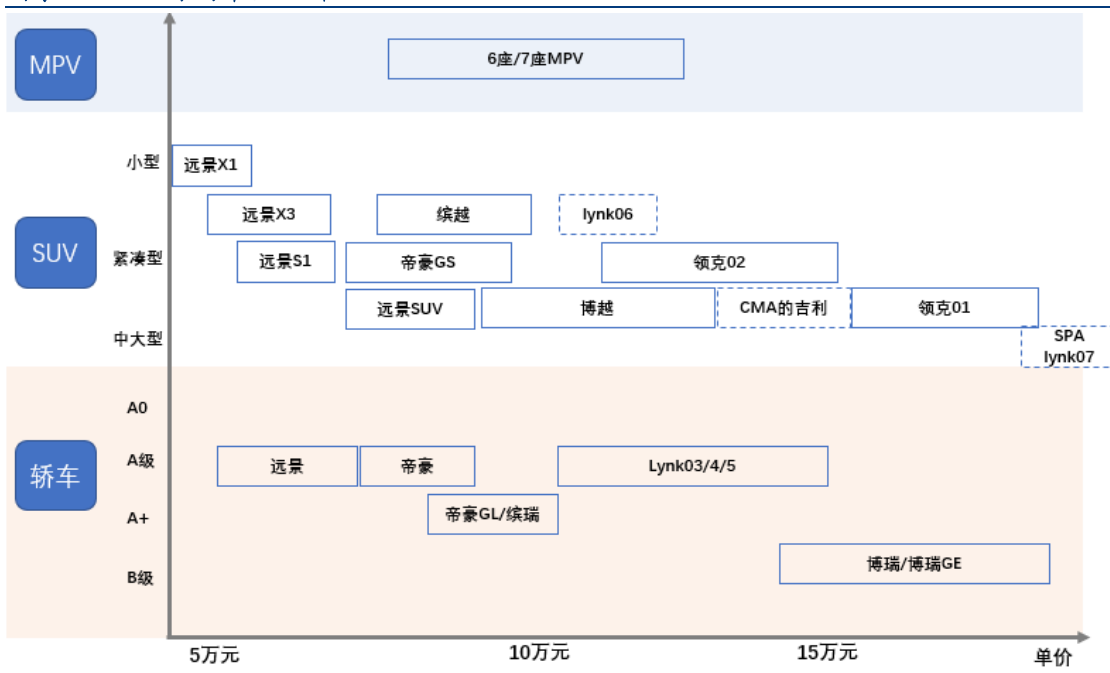
资料来源: 网通社

(四) 对标大众, 精耕细分市场, 夯实基础

2017 年, 德国大众在中国销售 402 万辆, 占市场 16.28%, 其中得益于大众的双车和多代同堂销售, 在轿车市场份额达到 28%。大众长年深耕市场, 客户群体庞大, 市场地位稳固。

相比大众, 吉利目前市场占有率仅为 5%, 有足够大横向和纵向的渗透空间。依靠 3.0 平台的品质优势, 在轿车、SUV、MPV 各细分市场加密车型矩阵, 做大客户基数, 进一步扩大市场份额。

图表 17 公司的车型矩阵



资料来源: 华创证券整理

为了错开车型市场, 公司产品分 G/L 双网销售。G 网销售博越、帝豪 GL、远景 S1、缤越。L 网销售帝豪 GS、远景 SUV、远景 X3、缤瑞。共网车型有金刚、远景 X1、远景、帝豪、博瑞。

此外, 公司开始启动双车战略。以 A+平台为例, 目前同时有帝豪 GL、缤瑞两款车型。帝豪 GL 偏向沉稳舒适, 缤瑞风格偏向沉稳运动, 针对不同倾向消费群体。

图表 18 公司双网销售渠道

渠道	SUV	轿车
G网	博越、缤越、远景S1	帝豪GL
L网	远景SUV、帝豪GS、远景X3	缤瑞
共网	远景X1	博瑞、帝豪、金刚、远景

资料来源: 华创证券

图表 19 双车战略针对不同需求



资料来源: 汽车之家

三、对标丰田，抓住利基市场，突破合资

(一) 自主占市场 40% 的销量份额，利润仅占 20%。

自主与合资的竞争可分为三个阶段：

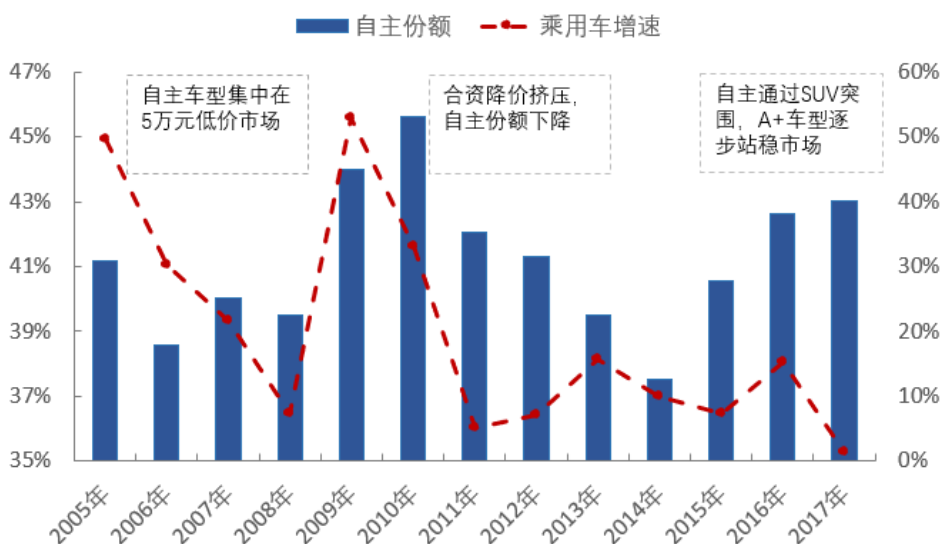
(1) 2010 年之前，自主以低价市场为主。自主以 A0 级车型为主，价格在 5 万元左右，主打合资放弃的低端市场。

(2) 2010~2013 年，合资挤压，自主份额下降。自主 A 级车价格在 5~10 万元。但合资降价打压后，自主的生存空间减少。

(3) 2013 年~2017 年，自主依靠 SUV 突围，价格突破至 10~15 万元。轿车市场稳步向上，“田忌赛马”的越级打法取得成功，保持住市场份额。

但是从整体来看，自主的市场份额长期处在 40% 左右，客户群体主要为入门级用户，与合资分割。

图表 20 自主份额变化

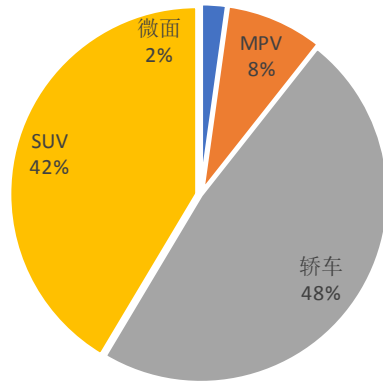


资料来源：中汽协，华创证券

2017 年，我国乘用车销量为 2473 万辆，其中轿车和 SUV 为主力车种，分别占 48%、42%。

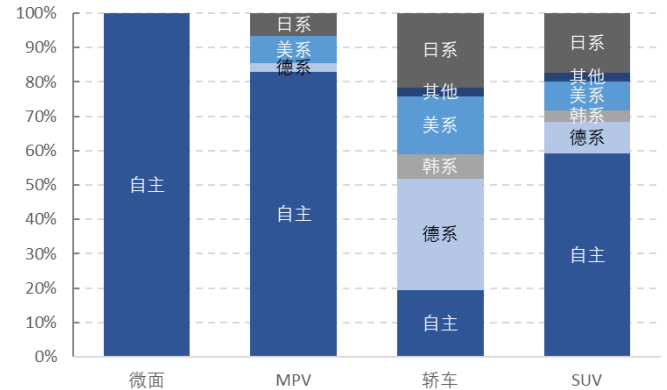
- (1) 轿车市场，合资布局深入，车型多覆盖广，加上价格下探至 10 万以下，自主市场份额被打压降至 19%。
- (2) SUV 市场，合资车型较少，主要垄断中高端市场。自主份额占据 15 万元以下市场，份额达到 58%。
- (3) MPV 市场，高端市场被合资占据。

图表 21 我国乘用车市场各品类份额



资料来源：中汽协、华创证券

图表 22 各品类的车型份额情况



资料来源：中汽协、华创证券

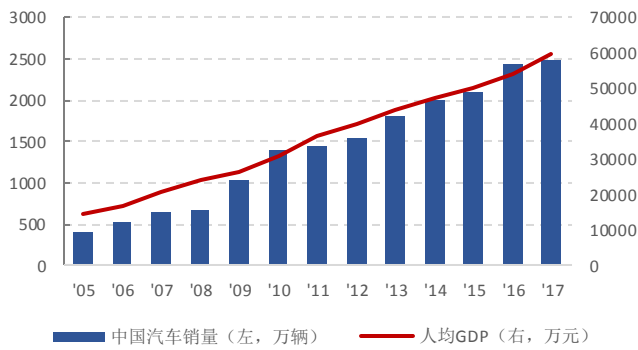
图表 23 合资占据市场最优质客户和最多利润点

整体市场	0-5 万元	5-10 万元	10-15 万元	15-20 万元	>20 万元	总计
销量 (2017) (万辆)	200.2	852.2	772.5	317.6	327.1	2,469.7
单价 (万元)	4.5	8.0	13.0	17.0	28.0	12.7
收入 (亿元)	900.9	6,817.5	10,043.1	5,399.4	9,159.8	31,419.7
利润率估算	5.0%	5.0%	8.0%	12.0%	15.0%	10.2%
净利润估算 (亿元)	45.0	340.9	803.4	647.9	1,374.0	3,211.3
自主市场	0-5 万元	5-10 万元	10-15 万元	15-20 万元	>20 万元	总计
销量 (2017) (万辆)	195.5	537.8	279.1	42.6	7.1	1,062.2
单价 (万元)	4.5	8.0	13.0	17.0	28.0	8.3
收入 (亿元)	879.8	4,302.7	3,628.4	723.7	199.3	8,854.2
利润率估算	5.0%	5.0%	8.0%	12.0%	15.0%	7.5%
净利润估算 (亿元)	44.0	215.1	290.3	86.8	29.9	666.1

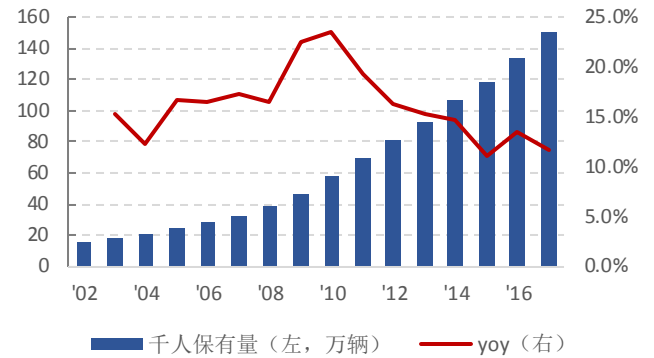
资料来源：中汽协、华创证券

(二) 合资 10 年 10 倍的逻辑难持续

合资是我国汽车产业红利最大的获益者，通过持续车型引进，实现盈利 10 年 10 倍。人均可支配收入提高，家庭汽车普及带来行业的高速增长，我国汽车产业近 20 年发展迅猛。2017 年我国乘用车销量达到 2400 万辆，市场规模近 3 万亿。

图表 24 我国汽车销量及人均 GDP


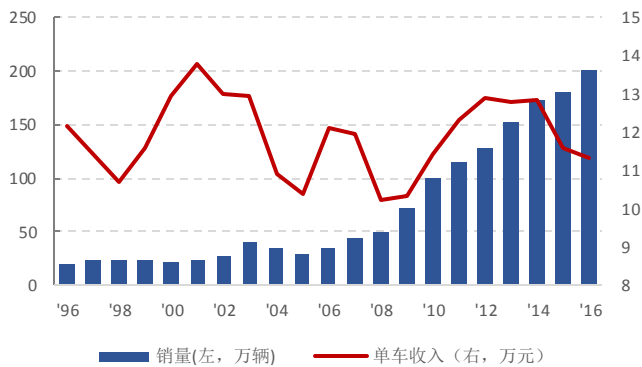
资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 25 我国汽车保有量及增速


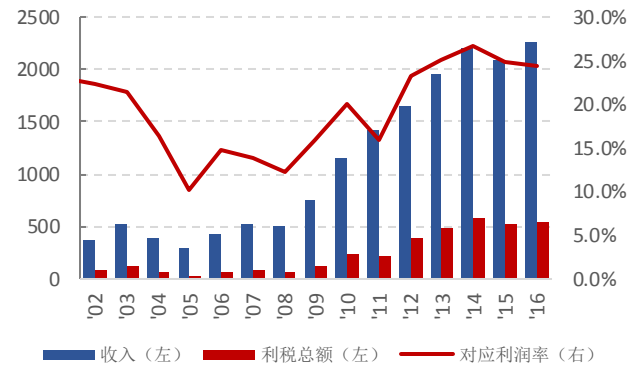
资料来源: 中汽协, 华创证券

以 1984 年上海大众成立为开端, 我们汽车产业经历了 30 余年的合资发展历程。上汽大众 2017 年的净利润达到 267 亿元, 十年利润增长十倍。合资厂商的发展逻辑清晰, 通过持续引进成熟车型, 实现销量和单价提升, 保持高利润率, 最受益国内汽车市场红利。

但目前合资品牌的产品谱系基本铺完, 在自主品质的追赶和成本优势面前, 合资处于应对之势。

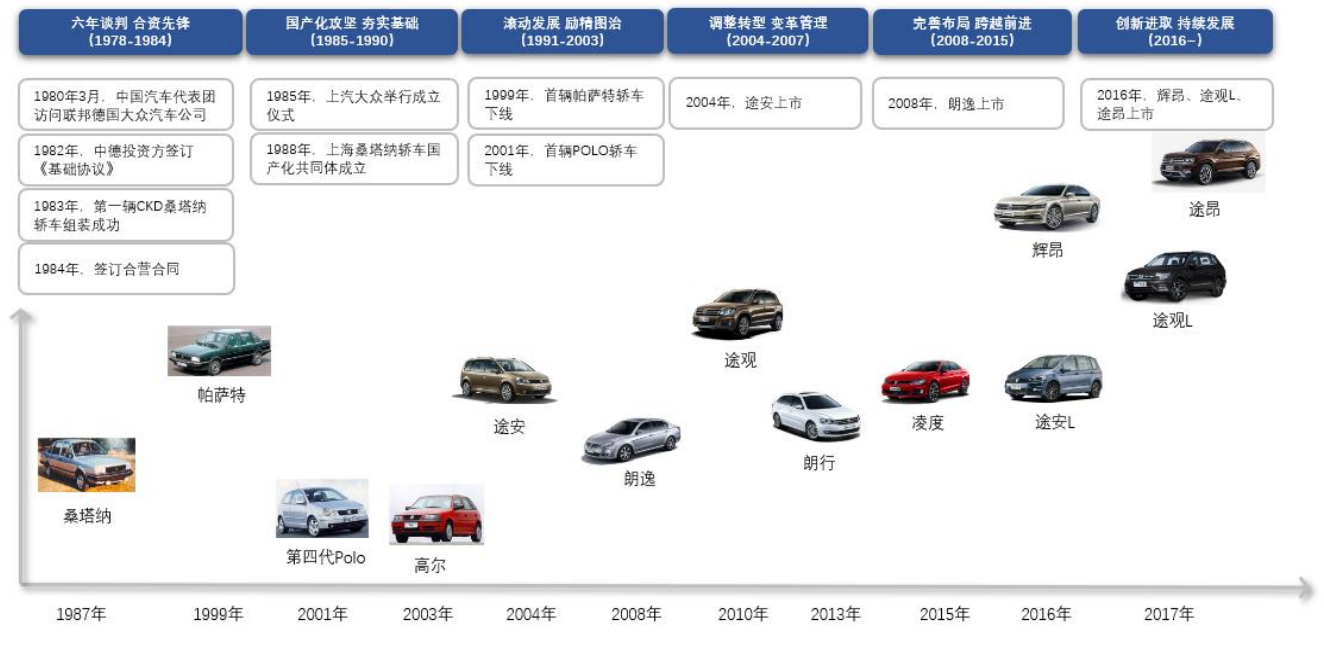
图表 26 上汽大众销量及单车收入


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 27 上汽大众收入及利税总额 (亿元)


资料来源: 公司公告, 中国汽车工业年鉴, 华创证券

图表 28 上汽大众的车型引进历史



资料来源：华创证券整理

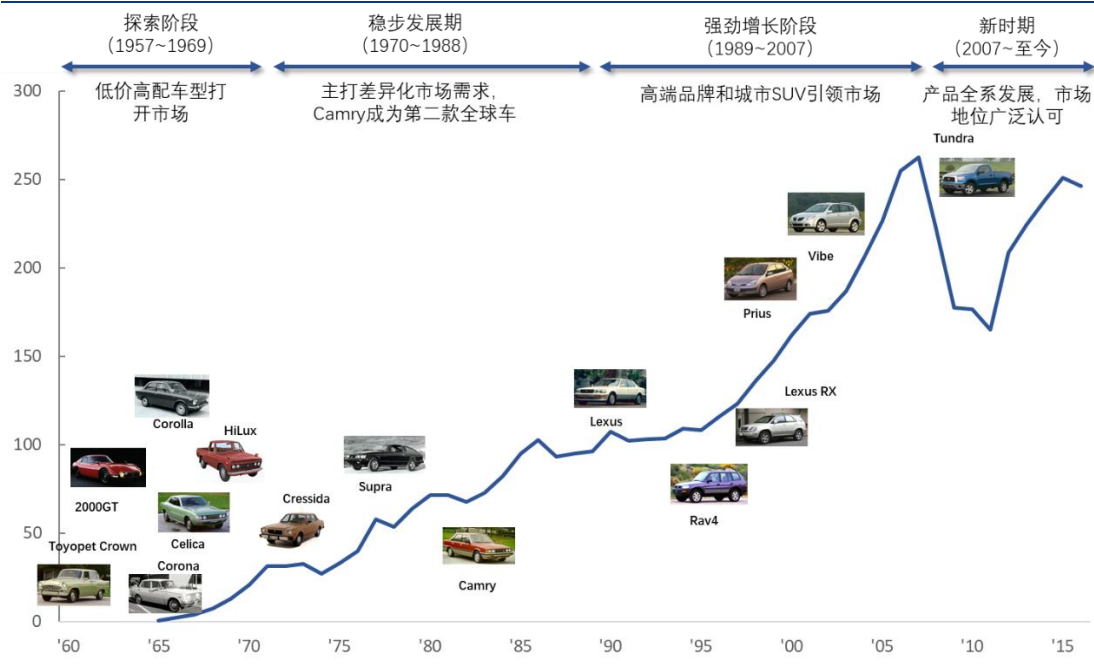
（三）突破合资市场的路径？借鉴丰田的美国市场经验——产品为根本，挖掘市场新需求

自主如何扩大客户群体，实现品牌的突破？我们借鉴丰田进入美国市场的发展经验。丰田从上世纪 60 年代开始进入美国市场，其经历的开端与自主目前的处境类似。经过半个世纪的砥砺前行，终在美国市场获得稳固的地位。对标丰田，我们认为，汽车行业的核心在于时刻践行**市场为先，快速响应的造车理念**。

丰田进入美国市场可以分为四个阶段：

- （1）1957 年~1969 年摸索期，低价高配车型打开市场
- （2）1970~1988 年稳步发展期。主打差异化市场需求，Camry 成为第二款全球车。
- （3）1989 年~2007 年：强劲增长阶段，高端品牌和城市 SUV 引领市场。
- （4）2008 年至今，美国市场地位稳固，销量一度超越雪佛兰。

图表 29 丰田在美国的发展与代表车型



资料来源: 华创证券整理

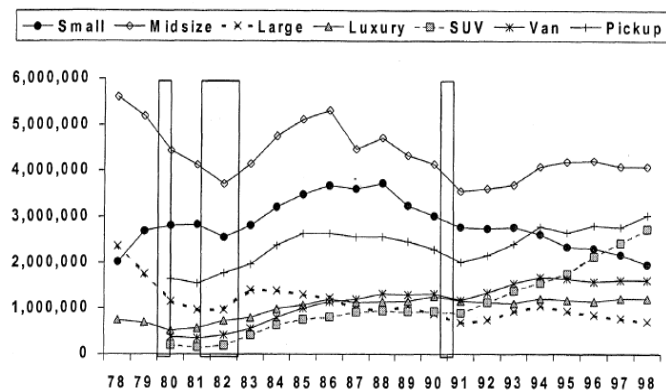
1957年~1969年摸索期, 低价高配车型打开市场。

丰田最开始进入美国市场同样艰难。丰田的车型在品牌、价格、质量都处于下风。1965年, 公司推出 RT-40corona 才打开局面。Corona 的为入门级轿车, 但 corona 标配加热器和收音机, 可选配空调, 远高于竞品配置。

1970~1988年稳步发展期。主打差异化市场需求, Camry成为第二款全球车。

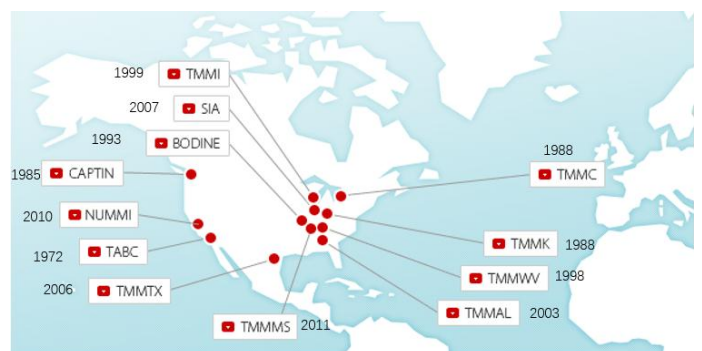
公司主推 corolla, celica 和皮卡三个车型, 与美国本土厂商形成差异化竞争。受益于油价飙升带来小型车的热销, 1980年, 公司在美销量已经达 76 万辆。75 年代后期, 公司开发的新一代 B 级车 Camry, 在满足车辆基本行驶功能的基础上, 增加了节能、舒适新市场需求。Camry 的综合平衡的性能表现, 成为了继卡罗拉之后的第二辆全球车, 奠定了公司在轿车市场的地位。此后, 八十年代中期, 因美日贸易争端, 日本汽车出口受限, 丰田开始在美国建厂。

图表 30 70年代之后美国小型车销量提升



资料来源: Ward's, 华创证券

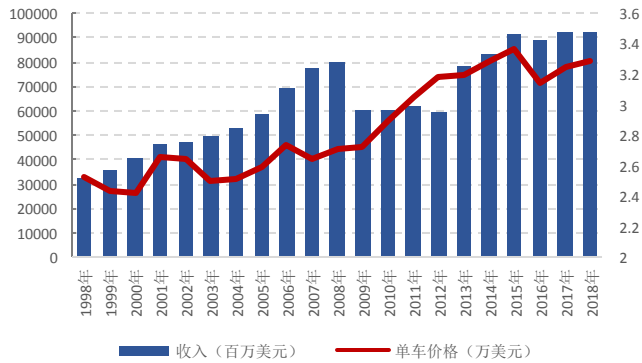
图表 31 丰田在美国建厂的过程



资料来源: toyota, 华创证券

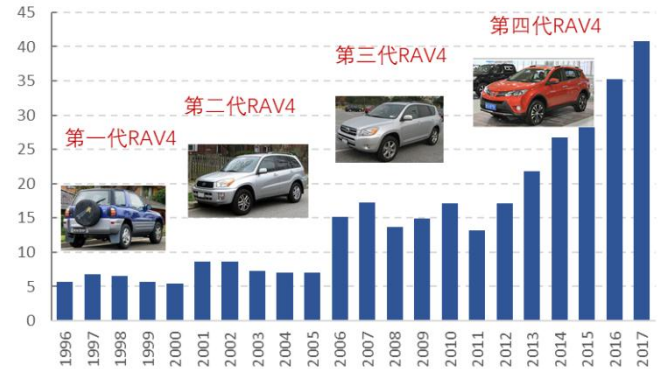
1989年~2007年：强劲增长阶段，高端品牌和城市SUV引领市场。在此前多年的美国市场耕耘之后，丰田全面发力美国市场。1989年发布高端品牌雷克萨斯，之后推出的城市SUV奠定了丰田在美国汽车市场的地位。

图表 32 丰田在北美的收入、单车收入



资料来源: toyota、华创证券

图表 33 历代 RAV4 及在美销售情况



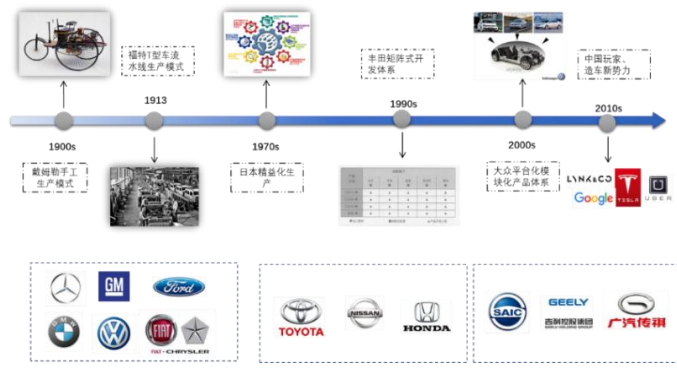
资料来源: toyota、华创证券

四、成本：本土产业链的协同优势

(一) “中国制造”的人口红利与产业链协同带来成本优势

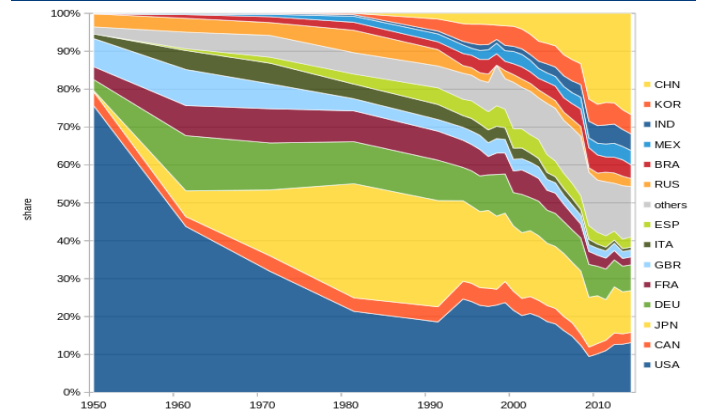
汽车是大规模制造行业。回溯汽车历史，生产效率和成本的变化带来行业的变革和产业转移。汽车产业中心经历了从欧洲经美国、到日本、再到中国的发展过程。我国的人口红利带来远低于欧、美、日地区的成本优势。

图表 34 汽车产业迁移路径



资料来源：华创证券整理

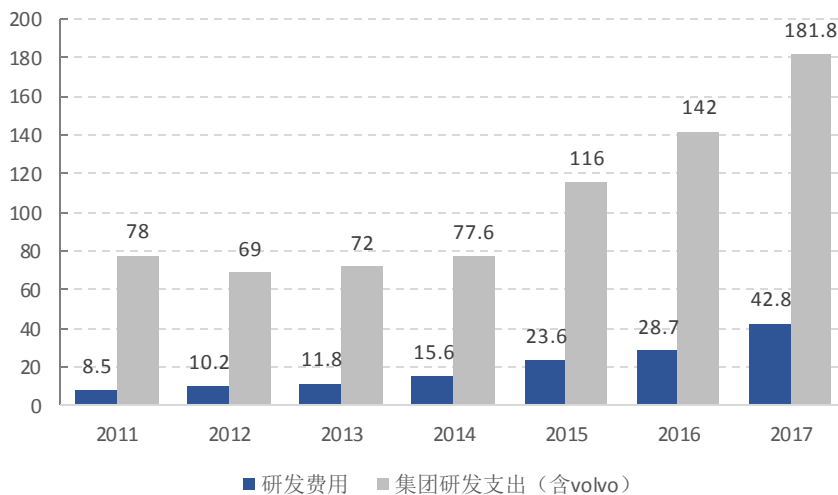
图表 35 全球各地区销量占比 (%)



资料来源：OICA、华创证券

吉利的研发实力增强，带领本土零部件企业打破外资零部件的技术和价格体系。随着公司的销量和行业地位提升，对零部件企业的议价能力也逐步升高。公司和零部件企业的关系也从价格博弈走向合作协同。

图表 36 公司和集团历年研发总费用 (亿元)



资料来源：公司公告、华创证券

(二) 模块化平台进一步推动综合成本下降

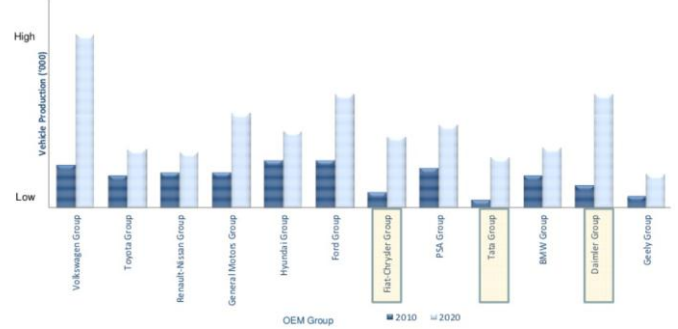
模块化平台将有效减少汽车部件成本与固定投资，缩短工程时间。全球各大主机厂均投入平台化的进程。大众是平台模块化的领跑者，着力发展 NSF、MQB、MLB、MMB 四大平台，通用汽车宣布到 2018 年平台将从 2010 年的 30 个削减到 14 个，每年由此可节约成本 10 亿美元。从模块化的推进结果来看，受益批量的提升，大众 MQB 平台实际成功降低零部件成本约 15%。

图表 37 2010~2020 年 OEM 厂商的平台数量预测



资料来源: frost&Sullivan、华创证券

图表 38 2010~2020 年单个平台的产量预测



资料来源: frost&Sullivan、华创证券

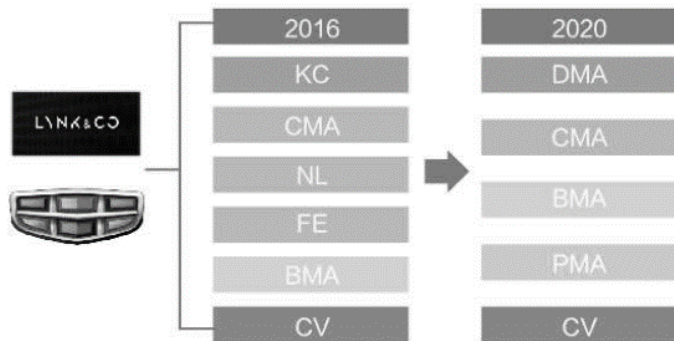
图表 39 公司的平台化发展

公司	主要发展规划
通用	2011 年宣布, 到 2018 年将削减 50% 的产品架构。目前在其 30 个平台之中, 仅有 8 个为全球性核心平台, 占全球总产销量的 30%。2018 年将停止发展区域性平台, 整合优化的 14 个全球化核心平台, 将占全球总产销量比例至 90%
大众	2018 年之前将推出 10 个新平台, 包括 NSF、MQB、MLB、MMB 等。MQB 平台期望目标, 单车成本降低 20%、固定资本开支降低 20%、每款车工程开发时间缩短 30%、显著减轻车身重量、减少排放。
福特	2012 年末, 共 15 个全球标准平台, 占总产销量的 70%。今后将继续削减平台数量, 到 2015 年单个全球化核心平台的产销量将达到 68 万辆, 而 2011 年仅为 34. 万辆
丰田	TNGA 开发模式将大幅提高零部件通用化率, 从现在的 20% ~ 30% 提高到 70% ~ 80%。首期主要开发 B(小型车)、C(中级车)、K(FF 中高级车) 3 个平台, 占未来集团总产销量的 50% 左右。首款车 2015 年推出, 2018 年之前至少有 10 款车上市

资料来源: 刘华: 《浅析汽车平台演进与模块化战略》、华创证券

公司目前有 FE/NL/KC 三大产品线, 未来将逐步过渡到 B/C/D/S/P-MA 平台, 覆盖传统、新能源的各细分市场。(1) 公司自主研发的 BMA 模块化架构主要面向 A0 至 A+级市场, 涵盖 SUV、轿车、MPV 等多种车型。(2) CMA 平台为公司与 volvo 合作开发, 主要应用于领克和吉利品牌的中高档车型。(3) 此外, 公司还有望借助 volvo SPA 平台技术开发中大型车市场。(4) PMA 为公司的新能源平台, 产品阵容涵盖吉利和领克品牌的 A0~B 市场。

图表 40 吉利技术平台演变



车型级别 | VEHICLE CLASS

吉利五大平台涵盖从 A0 级到 C 级各级别车型, 以不断满足市场需求。

Five platforms of Geely cover vehicles at all levels from Class A0 to Class C to continuously meet the market demands.

平台 PLATFORM	A0	A	B	C
PMA 平台 PE platform	○	○	○	
CV 平台 CV platform		○	○	○
BMA 平台 BMA platform	○	○		
CMA 平台 CMA platform		○	○	
DMA 平台 DMA platform				

资料来源: 《吉利绿色发展报告 2017》、华创证券

五、深耕本土市场，打破现有合资造车边界

(一) 第三消费时代到来，消费觉醒

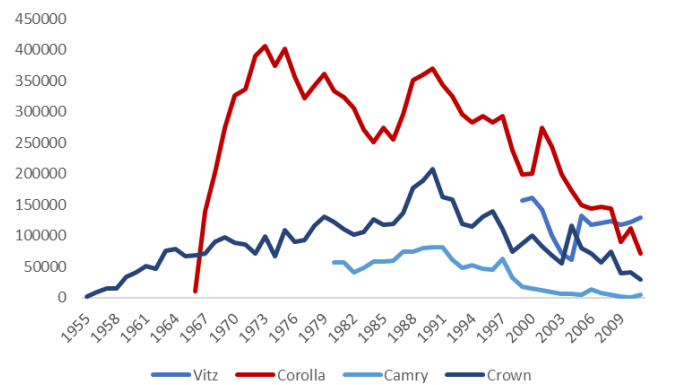
人口和经济周期的叠加带来消费的代际变化。在第二消费时代，汽车消费是为了满足家庭出行刚需，消费以大为美。第三消费时代，第二代婴儿潮进入社会，他们有更多的自我意识。此时，汽车消费由家庭消费向个人消费转变。汽车消费进入个性时期。价格区间向上、豪华车盛行。第四消费时代，人口老龄化、经济增速放缓，消费倾向实用主义。未来小型车和节能电动车逐步开始普及。

图表 41 消费的代际变化

	第一消费时代	第二消费时代	第三消费时代	第四消费时代
日本	1912~1941	1945~1974	1975~2004	2005~至今
	皇冠	卡罗拉	雅阁、性能车	小型车
消费特点	中产阶级消费时代	第一波婴儿潮成人，战后经济高速增长，消费以家庭为单位，以大为美	第二波婴儿潮走入社会，追求个性化消费。	老龄化问题严重，社会增速放缓，消费转向实用主义。
中国	~2008	2008~2016	2016~	
	雅阁、帕萨特	捷达、卡罗拉到哈弗H6	自主以高颜值、互联网为卖点的车型	

资料来源：三浦展：《第4消费时代》、华创证券

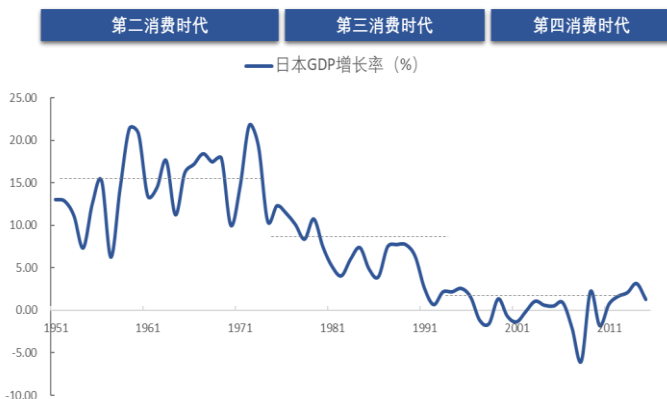
图表 42 在第二消费时代，丰田卡罗拉的销量到达顶峰



资料来源：toyota、华创证券

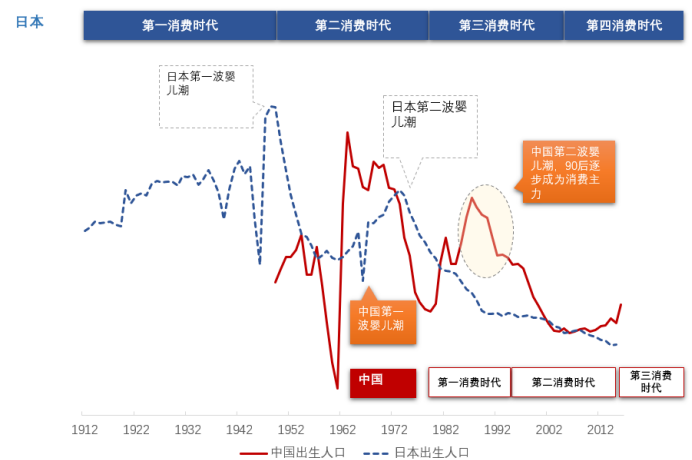
类比日本市场，中国消费进入个性化时代。中国和日本有极为相似的人口结构和经济发展路径。日本先后有两波婴儿潮。上世纪 60 到 70 年代，战后第一波婴儿潮进入社会后，GDP 保持 10% 以上增长，社会是处于第二消费时期，对应我国是 2000 年之后到 2012 年。进入 80 年代后，日本第二波婴儿潮进入社会，GDP 增速下降到 5% 的中枢，社会处于第三消费阶段。对应于我国，2012 年之后，90 后开始走向社会，消费转向个性化时代。

图表 43 日本消费与 GDP 的对应关系



资料来源：wind、华创证券

图表 44 我国人口结构与日本相近，出现两波婴儿潮



资料来源：wind、华创证券

（二）打破合资造车边界，寻找市场差异空间

1、合资造车强调全球视野的市场广度。

汽车产业全球化的过程中，经过多轮周期，全球的汽车企业基本整合完成，格局趋于稳定。对于跨国汽车企业而言，为了降低成本，逐步收缩品牌和车型。车型设计更加注重全球消费通性，淡化区域化的消费特征，满足尽可能大的消费群体。例如国民车的大众，更强调品牌家族特征，淡化产品个性特点。丰田更强调产品的均衡性能和配置。

2、自主厂商对本土需求反应更为敏锐。

我国汽车消费已经进入增购和换购阶段。消费主力逐步变为 80、90 后，汽车消费从家庭用车向个人用车转变。自我消费意识觉醒，有新的审美和需求。目前合资品牌的研发机构多在海外，对本土的需求反应迟钝。自主厂商对本土需求的理解更加充分，也有能力快速做出反应。

图表 45 我国汽车消费呈现颜值、智能网联、运动等新的需求元素



资料来源：网易汽车

3、吉利动力和造型升级，细分车型抢占市场

（1）动力方面：面向节能减排，多元化动力总成布局

与 volvo 合作开发三缸机，领先市场布局，应对油耗法规。

目前三缸机在国内的发展较为谨慎，仅别克、福特部分车型搭载。在欧洲，PSA、宝马也有跟进，诸如标致 308S、宝马 2 系、X1 等车型，也装备了三缸发动机。大众汽车在海外市场，大众 up! GTI、斯柯达晶锐已经装备了 1.0T 三缸发动机。

公司与 volvo 合作开发 1.5TD 三缸发动机将逐步导入各主要平台。公司正在建造的宝鸡、路桥、贵阳 1.5TD 发动机项目，合计产能达到 152 万台。1.5TD 发动机最大功率为 130 千瓦，马力 177Ps，峰值扭矩为 255Nm，油耗较四缸发动机下降 15%~20%。

“蓝色吉利”行动，务实的新能源技术布局。

公司坚持多元化、务实的新能源发展战略，通过平台化、模块化的发展路径，在保证技术领先的前提下，迅速覆盖各细分市场，形成规模，降低成本。公司已经储备了 48V 弱混，强混、纯电动、燃料电池等动力总成技术。2018 年 9 月，公司的新能源月销量达到 10439 辆。博瑞 GE、领克 01 的 PHEV 车型在限牌城市供不应求。帝豪 EV 续航达到 400 公里，可以满足城市运营需求。

图表 46 公司多元化动力技术布局



资料来源：华创证券整理

（2）造型方面：延续家族特征，下一代车型设计更加自信

目前在售车型博越采用“水滴涟漪”的中国风，新上市的缤越在这一基础上，增加了回型格栅的层次感，造型灵秀，取名“星空回响”。从公司发布 SUV 概念车 Concept Icon 来看，下一代造型将有更大突破，整体设计自信、大气。

图表 47 吉利造型演进

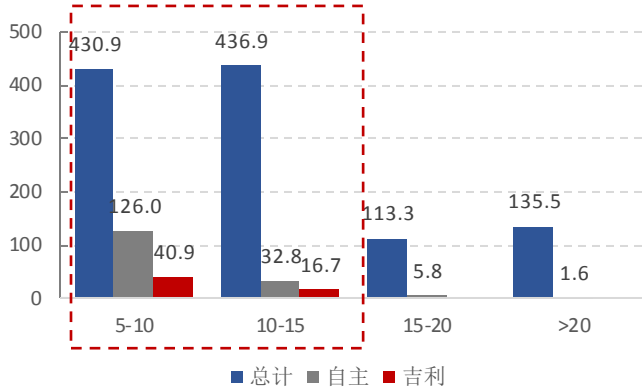


资料来源：汽车之家

（3）市场方面：合资市场有广阔空间。

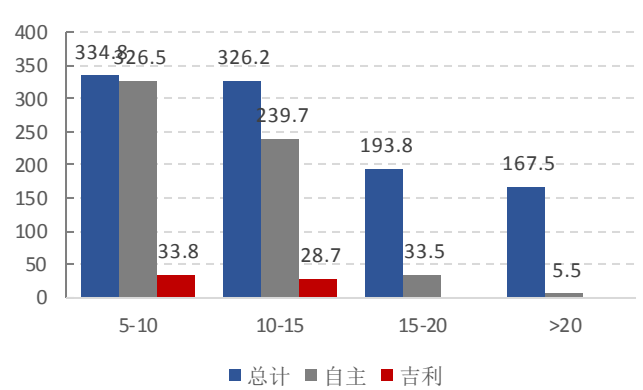
我国自主发展至今，市场份额占比依然在 40%左右，客户群体并未有明显突破。以目前的市场来看，合资在 15 万元以下的轿车占有绝对的地位。这部分市场车型主要为朗逸、轩逸、卡罗拉、英朗等紧凑级车型。这部分客户群体消费习惯较为保守，对自主品牌仍处于观望之中。而随着吉利车辆品质被市场验证，以及品牌认可度的提升，公司将有望打开合资市场。

图表 48 2017 年轿车各价格区间的销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 49 2017 年 SUV 各价格区间的销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华创证券

(三) 领克: 为都市潮流正名

按照我们上述所讲, 我国经历了快速的城镇化进程, 主力消费群体年轻化趋势明显, 且具有明显的自我意识。2016 年, 吉利与 volvo 合资的基于 CMA 架构建立的领克品牌发布。领克由前 volvo 设计师 Andreas Nilsson 主导外形设计, 突出车辆的自我个性化特征, 造型方面则是融合了东西方的都市潮流风格。

基于吉利的大平台战略, 领克车型将涵盖轿车、SUV 各细分市场。目前已经推出领克 01、02, 领克 03 将于今年 10 月上市。从终端经销商反馈来看, 到店客户群体以 85、90 后为主, 为合资分流客户。并且这一客户群体基数还在持续扩大。

图表 50 领克整体设计偏向个性都市潮流风格

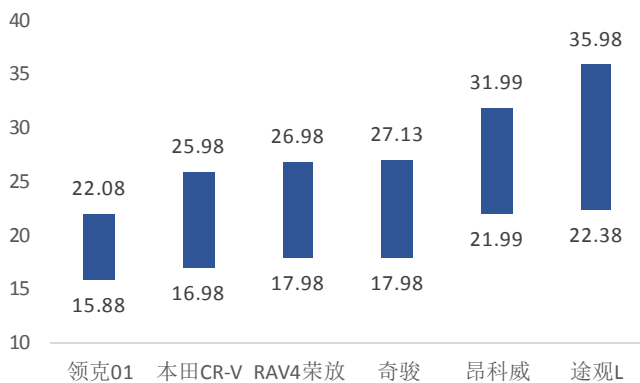


资料来源: 汽车之家

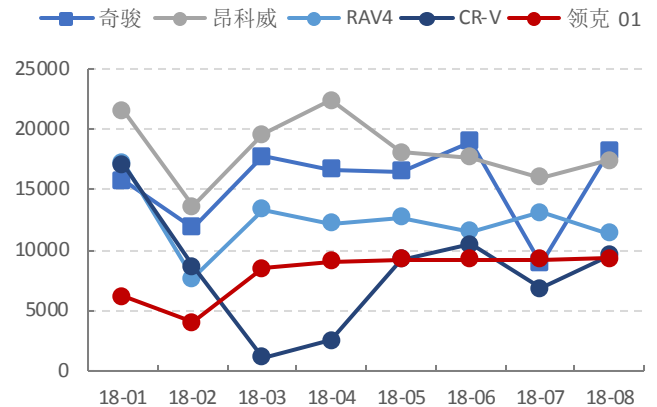
图表 51 领克“能量晶体”尾部造型



资料来源: 汽车之家

图表 52 领克价格区间对比 (万元)


资料来源: 汽车之家、华创证券

图表 53 领克 01 月度销量 (辆)


资料来源: 中汽协、华创证券 注: 销量为2018年8月批发量

六、投资建议

(1) 短期来看, 公司的产业链协同的成本优势, 和品牌力提升带来的溢价能力, 使得周期下行对公司的影响有限。公司市场份额持续提升, 自主龙头地位巩固。

(2) 2018 年底新车型陆续投放, 明年业绩可期。缤瑞、缤越、博越运动版、MPV、领克 03 望支撑公司明年业绩增长, 并推动公司品牌继续向上。

(3) 公司凭借 3.0 车型的出色表现跃升自主龙头地位。随着公司技术和体系的进一步完善, 基于新平台架构和动力总成的 4.0 车型水到渠成, 并将有望打入合资用户群体, 迎来品牌第二次跃升。

我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 135/173/193 亿元, 对应 PE 分别为 8.2/6.4/5.8 倍, 首次覆盖, 给予“强推”评级, 目标价 21.5 港元。

图表 54 吉利品牌销量估计 (万辆)

车型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
吉利金刚	6.3	3.7	2.0		
吉利远景	13.8	14.5	15.0	14.0	12.0
远景 X1		2.0	1.0		
远景 X3		3.1	12.0	8.0	6.0
远景 SUV	4.9	12.7	14.0	12.0	10.0
远景 S1		1.1	7.0	7.0	5.0
缤越			1.5	10.0	12.0
帝豪	22.4	26.4	27.0	25.0	25.0
帝豪 GS	6.1	15.1	18.0	18.0	18.0
帝豪 GL	3.0	12.4	17.0	20.0	22.0
缤瑞			3.5	9.0	10.0

车型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
博越	10.9	28.7	28.0	26.0	26.0
博越 coupe			0.5	8.0	10.0
博瑞	5.2	4.3	5.5	6.0	6.0
紧凑型 SUV					8
中型-SUV				1.0	6.0
B 级-轿车				1.0	4.0
MPV				8.0	14.0
合计		124.0	152.0	173.0	194.0

资料来源：中汽协、华创证券预测

图表 55 领克销量估计 (万辆)

车型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
领克 01	0.6	10.0	12.0	12.0
领克 02		3.0	8.0	8.0
领克 03			10.0	12.0
领克 04			5.0	6.0
领克 05				7.0
领克 06				8.0
销量合计	0.6	13.0	35.0	53.0

资料来源：中汽协、华创证券预测

七、风险提示

经济下行，汽车市场销量不达预期。

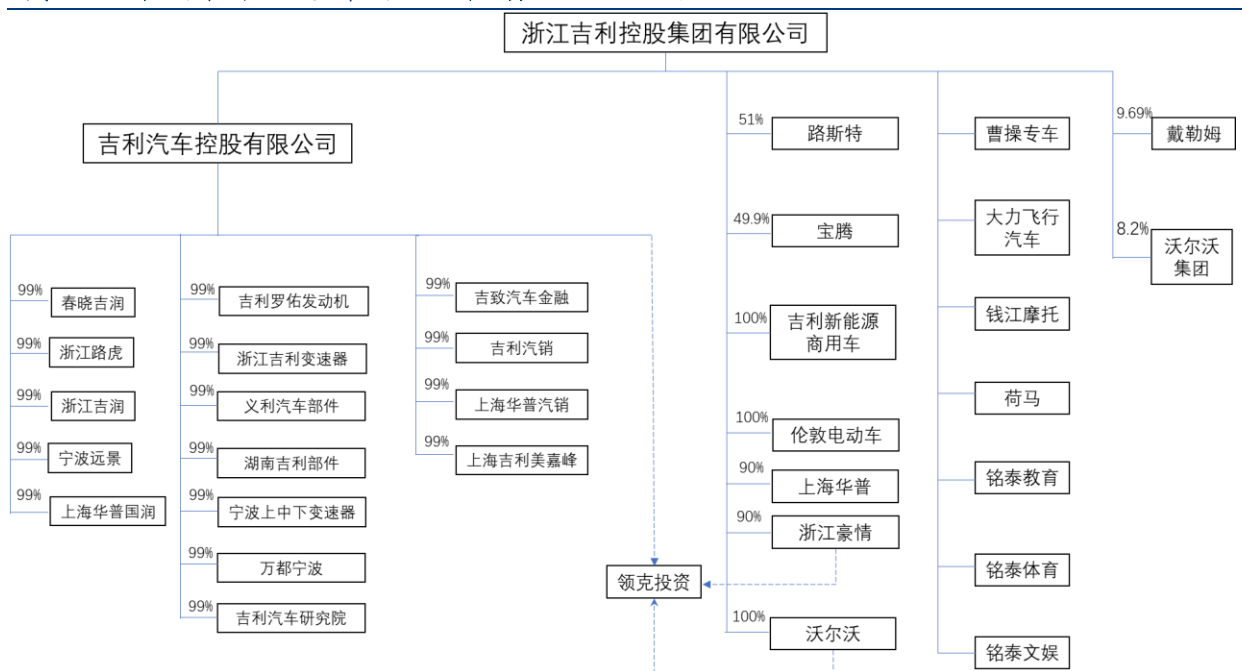
附录：集团公司业务介绍

(一) 集团公司业务板块

公司专注于汽车研发生产销售。公司母公司为吉利控股集团，其主要业务包括汽车、文化、新业务三大板块，汽车是最核心业务，占营业收入 90% 以上。2017 年，公司实现汽车销量 124 万辆，同比增长 63%，销量上升至自主第二，仅次于上汽通用五菱。

除了吉利品牌之外，公司通过参股、合资、收购的方式，形成品牌的梯队式搭建。此外，公司逐步在海外设厂，布局全球市场。

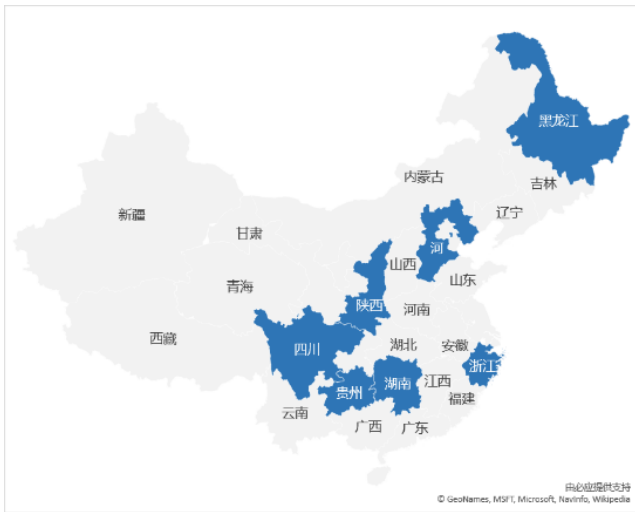
图表 56 吉利集团包括整车制造、新业务、文化三大板块



资料来源：公司官网、华创证券

集团目前已建成产能约 200 万辆/年，生产基地辐射中国多省市。集团目前拥有欧洲 (CEVT)、英国和中国杭州湾、中国杭州四大研发中心，拥有吉利品牌 150 万/年产能，CMA 平台 40 万/年产能，volvo 国内产能 8 万辆。

图表 57 吉利集团产能辐射中国多省份



资料来源：公司网站、华创证券

图表 58 吉利集团国内产能汇总

建成	上市公司持股	2017 产能	集团其他	产品	2017 产能
慈溪	99%	30	张家口	CMA/volvo	20
路桥	99%	15	台州	CMA	20
湘潭	99%	20	大庆	Volvo	8
成都	99%	13	其他在建	产品	计划产能
济南	99%	5	成都	北极星/BMA	23
临海	99%	21	大江东	AMA	10
春晓	99%	16	西安	B 级车	10
宝鸡	99%	20	南充	新能源商用车	5
晋中	99%	10	贵阳	乘用车	30
			湖州	AMA	未知
			宁波杭州湾	DMA	30

资料来源：公司公告、华创证券

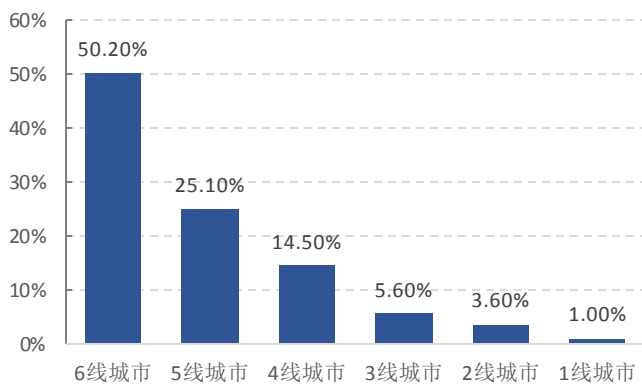
(二) 公司经销商体系

公司目前共有 4S 店吉利超过 900 家，领克 165 家，沃尔沃 242 家。

吉利 4S 店采用一标双网规划，分为 G 网和 L 网。授权 G 网的经销商的车型为帝豪 GL，博越，远景 S1。L 网为帝豪 GS，远景 SUV，远景 X3。共网车型有远景 X1，全新远景，全新帝豪，博瑞。

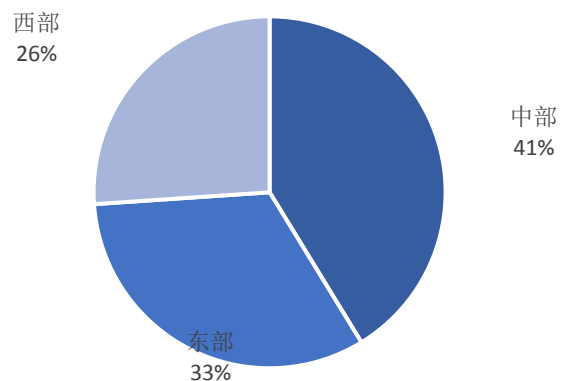
从经销商分布来看，吉利目前的网点集中在小型的 4、5、6 线城市，1、2 线城市相对较少，中部、东部较为密集。随着公司销量进一步增加，预计在 2020 年吉利品牌的 4S 店将达到 1000 家。

图表 59 吉利经销商地区分布



资料来源：奥德思、华创证券

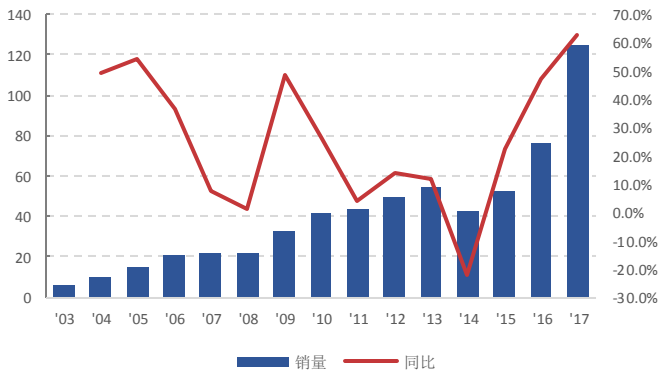
图表 60 吉利经销商地区分布 2



资料来源：奥德思、华创证券

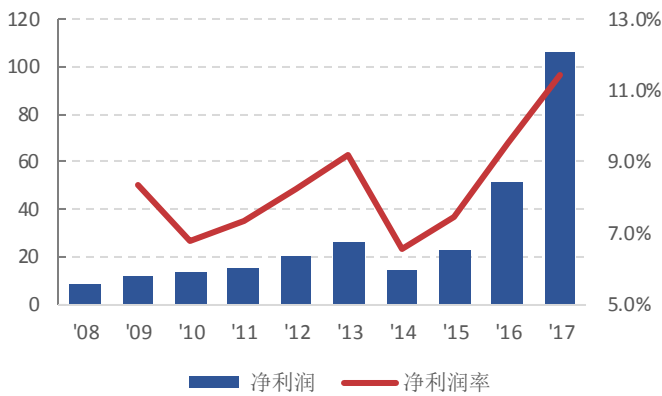
(三) 公司主要财务数据

图表 61 公司历年销量 (万辆)



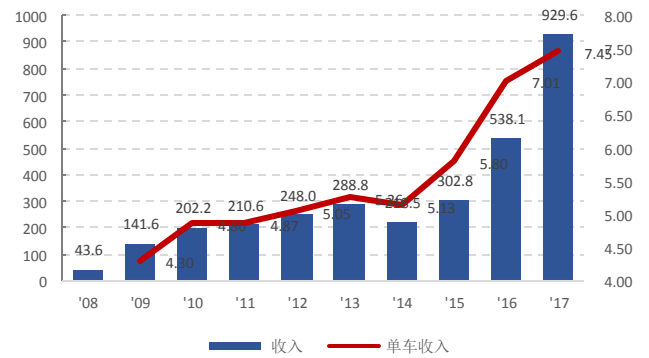
资料来源: 中汽协、华创证券

图表 63 公司净利润 (亿元) 与净利润率 (%)



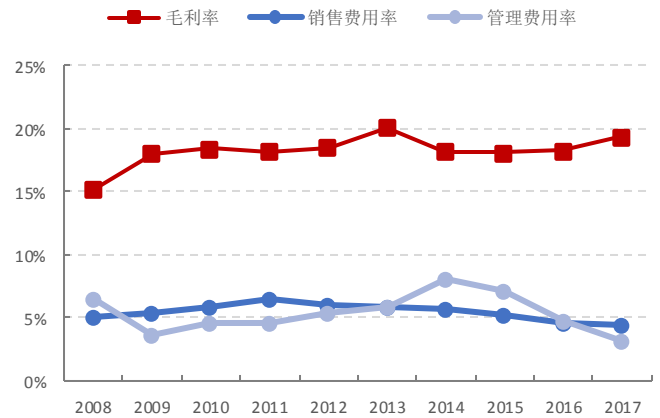
资料来源: wind、华创证券

图表 62 公司收入 (亿元) 及单车收入 (万元)



资料来源: wind、华创证券

图表 64 公司毛利率、销售费用率与管理费用率 (%)



资料来源: wind、华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	13,415	22,317	36,743	52,648
应收票据	0	0	0	0
应收账款	33,478	40,361	49,548	53,832
预付账款	0	0	0	0
存货	6,027	7,199	8,854	9,626
其他流动资产	88	88	88	88
流动资产合计	53,008	69,965	95,233	116,195
其他长期投资	22	22	22	22
长期股权投资	4,805	4,805	4,805	4,805
固定资产	14,053	17,000	19,000	20,000
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10,552	13,550	16,850	20,450
其他非流动资产	2,541	2,541	2,541	2,541
非流动资产合计	31,973	37,918	43,218	47,818
资产合计	84,981	107,883	138,451	164,013
短期借款	1,296	1,296	1,296	1,296
应付票据	0	0	0	0
应付账款	47,533	56,778	69,830	75,918
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,073	1,073	1,073	1,073
流动负债合计	49,902	59,147	72,199	78,287
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	268	268	268	268
非流动负债合计	268	268	268	268
负债合计	50,170	59,415	72,467	78,555
归属母公司所有者权益	34,467	47,994	65,345	84,634
少数股东权益	344	473	639	824
所有者权益合计	34,811	48,468	65,985	85,458
负债和股东权益	84,981	107,883	138,451	164,013

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	12,817	16,717	20,792	21,020
现金收益	10,827	14,128	17,182	18,588
存货影响	-2,961	-1,172	-1,655	-772
经营性应收影响	-4,437	-6,883	-9,187	-4,284
经营性应付影响	7,754	9,245	13,052	6,088
其他影响	1,634	1,400	1,400	1,400
投资活动现金流	-12,924	-7,783	-6,307	-5,016
资本支出	-9,383	-8,545	-8,400	-8,200
股权投资	-3,198	762	2,093	3,184
其他长期资产变化	-343	0	0	0
融资活动现金流	-1,522	-33	-58	-98
借款增加	-946	0	0	0
财务费用	-35	-33	-58	-98
股东融资	-610	0	0	0
其他长期负债变化	70	0	0	0

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	92,761	111,832	137,287	149,158
营业成本	74,779	89,324	109,857	119,435
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	4,056	4,921	5,766	6,265
管理费用	2,951	3,467	4,256	4,773
财务费用	35	33	58	98
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	605	762	2,093	3,184
营业利润	12,774	16,250	20,843	23,171
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	12,774	16,250	20,843	23,171
所得税	2,039	2,593	3,326	3,698
净利润	10,735	13,657	17,517	19,473
少数股东损益	102	129	166	184
归属母公司净利润	10,634	13,527	17,351	19,289
NOPLAT	9,224	11,867	14,630	15,704
EPS(摊薄) (元)	1.18	1.51	1.93	2.15

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	72.7%	20.6%	22.8%	8.6%
EBIT 增长率	131.7%	28.7%	23.3%	7.3%
归母净利润增长率	108.0%	27.2%	28.3%	11.2%
获利能力				
毛利率	19.4%	20.1%	20.0%	19.9%
净利率	11.6%	12.2%	12.8%	13.1%
ROE	30.9%	28.2%	26.6%	22.8%
ROIC	29.3%	26.3%	23.3%	19.1%
偿债能力				
资产负债率	59.0%	55.1%	52.3%	47.9%
债务权益比	4.5%	3.2%	2.4%	1.8%
流动比率	106.2%	118.3%	131.9%	148.4%
速动比率	94.1%	106.1%	119.6%	136.1%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	0.9
应收帐款周转天数	130	130	130	130
应付帐款周转天数	229	229	229	229
存货周转天数	29	29	29	29
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.51	1.93	2.15
每股经营现金流	1.43	1.86	2.32	2.34
每股净资产	3.84	5.35	7.28	9.43
估值比率				
P/E	10	8.2	6.4	5.8
P/B	3	2	2	1
EV/EBITDA	9	7	5	5

汽车组团队介绍

组长、高级分析师：欧子辰

美国凯斯西储大学经济学硕士。2013 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖新能源汽车第五名

分析师：王俊杰

南京大学经济学硕士。曾任职于财通证券。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖新能源汽车第五名团队成员

助理研究员：朱闽婷

英国帝国理工学院经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖新能源汽车第五名团队成员

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliy an@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny ing@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500