

本报告的主要看点:

1. 对补贴退坡引起的行业变动及利润承压情况进行解析。以四种补贴方案的敏感性分析预测 2019 年补贴可能的走向。
2. 测算整车端对补贴退坡的反应，细化至各车型单车补贴及毛利率变动，预测车型及厂商变动趋势。
3. 测算电池环节对补贴退坡的反应，把握电池路线趋势及行业利润情况。
4. 归纳补贴退坡逆势中具投资机会的优势企业。

2019 年新能源车可能补贴方案敏感性分析

——利润承压，行业分化

基本结论

- 补贴退坡引起行业波动，行业利润空间被压缩。补贴退坡将影响行业盈利能力。2018 年补贴政策过渡期，比亚迪 2018H1 汽车业务毛利率下降 5.6pct，预计 2019 年补贴政策的出台进一步加大企业压力。
- 整车端对补贴退坡的反应：
 - 补贴退坡或高于预期，车厂加速分化。2019 年整车端面临较大降本压力，预计集中度加速提升、落后车企逐步被淘汰。厂商加速两极分化，优势车厂抓稳需求巩固头部效应，小车企严格管控成本立足低端市场。
 - 补贴退坡影响车型盈利，低级别纯电动车盈利压力更大。1) 乘用车方面，各级别车型毛利率下降 3pct~6pct 不等，高级别车型由于溢价能力相对较强，盈利压力小于低级别车型，A00 级别车型盈利压力最大。插混毛利率下降相对较小。2) 商用车方面，专用车盈利压力高于客车。
 - A00 级车型：向冀鲁豫地区等低速电动车消费地下沉，或转用铁锂电池。预计此前严重依赖补贴的 A00 车企承压，未来微型车仍有短途通勤需求，成本导向下电池或替换（三元→磷酸铁锂）。
 - A0 级 SUV：自主需求支撑销量，重点在打造爆款车型。车型偏低端，续航多为 300~400km，其电池成本压力大，优势在于需求端对销量形成支撑，具竞争力的走量车型能以规模化优势对冲成本。
 - A 级轿车：加速推出定制化运营车型，依托平台冲量降本。A 级轿车将转向配置简化的定制版租赁车型，车企与大平台绑定是关键。
 - 插混车型：与燃油车共用低成本件，有效转化置换需求。补贴基数小，退补影响低于纯电车型。目前混动车型主要依托燃油车平台开发，能共用大部分低成本的系统及零部件。此外，插混在上海等牌照优惠城市能有效转化燃油车置换需求。随合资品牌发力（如大众帕萨特和途观 L），自主品牌受挤压。
- 材料端对补贴退坡的反应：
 - 上游材料碳酸锂、硫酸钴价格下跌，叠加其他材料价格下滑幅度，电池环节可承受 20%降价空间。
 - 补贴加速高镍上量：在配置液冷情况下，NCM622、811 PACK 能量密度分别可达 160 Wh/kg（比亚迪）、170 Wh/kg（宁德时代）。
 - 磷酸铁锂成本优势凸显：磷酸铁锂具有 20%成本优势、生产工序简单，且材料基本安全性能优异，或加速在 400km 及以下低端车型应用。

投资建议

- 推荐上汽集团（荣威及大众系列布局混动），比亚迪（兼顾纯电和插电、销售区域均衡），吉利汽车（GSe 等新车型，依托曹操专车平台放量）、宁德时代（全球龙头，首具备 811 量产能力 PACK 能量密度升至 170Wh/kg）、当升科技（国内少数具 811 量产能力）。

风险提示

- 补贴退坡幅度高于预期；锂电池及材料价格下降超预期；碳酸锂、硫酸钴上游材料降价不及预期；整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展。

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

柴明 联系人
chaiming@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 1. 补贴额度对不同补贴退坡标准的敏感性分析..... | 3 |
| 2. 整车端对补贴退坡的反应..... | 5 |
| 3. 材料端对补贴退坡的反应..... | 6 |
| 4. 风险提示..... | 7 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1: 补贴总额的敏感性分析..... | 3 |
| 图表 2: 2018 年前 11 月纯电动乘用车销量向续航 300km 以上车型倾斜..... | 3 |
| 图表 3: 不同补贴方案退坡标准..... | 4 |
| 图表 4: 方案一中对能量密度和电耗的调整..... | 4 |
| 图表 5: 不同方案下各类别和级别车型含补贴的毛利率..... | 5 |
| 图表 6: 各车型单车补贴与同比增速..... | 6 |
| 图表 7: 2019 年补贴新政提升磷酸铁锂经济性 (假设 350、400 公里各补贴 2.3 万、2.9 万)..... | 6 |
| 图表 8: 锂镍钴价格走势及预测 (万/t, 含税)..... | 7 |
| 图表 9: 正极材料价格走势预测 (万/t, 未税)..... | 7 |
| 图表 10: 锂电池材料价格走势及预测 (未税)..... | 7 |
| 图表 11: 电池价格走势及预测 (元/Wh, 未税)..... | 7 |

1. 补贴额度对不同补贴退坡标准的敏感性分析

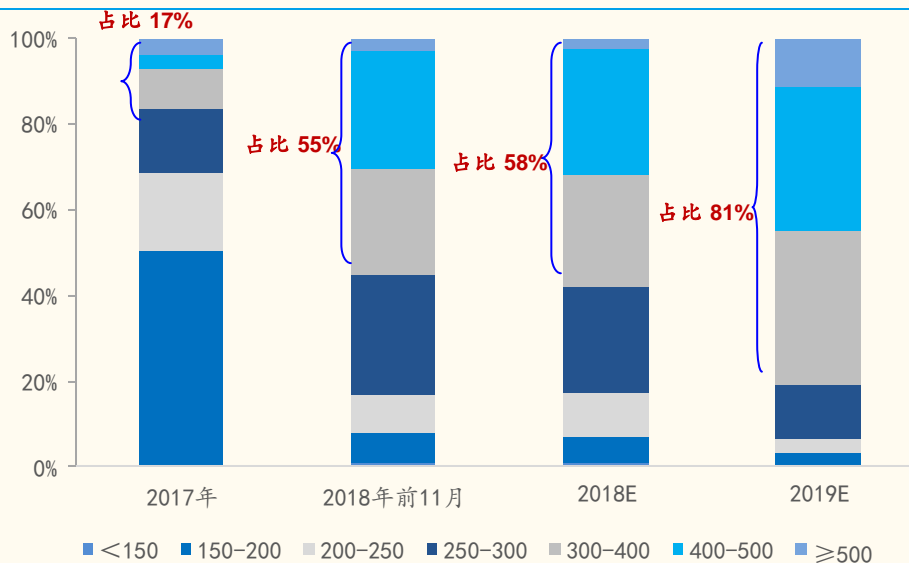
- 1月8日，工信部、财政部牵头讨论2019年新能源车补贴方案初稿，相关部门、车企及专家参会。根据目前行业的共识（即方案一），补贴存在退坡50-60%的可能性，大于40%的市场预期。
- 补贴退坡引起行业波动，行业利润空间被压缩。2019年补贴政策尚未发布，但关于补贴方案的讨论日趋热烈。总的来说，补贴退坡将影响行业盈利能力，压缩行业利润空间。2018年补贴政策过渡期，比亚迪2018H1汽车业务毛利率下降5.6pct，宇通客车毛利率下降16pct，净利润下滑严重。预计2019年补贴政策的出台进一步加大企业压力，竞争更加激烈。

图表 1：补贴总额的敏感性分析

| | 2016年 | 2017E | 2018H1 | 2018H2 | 2018E | 2019E- 方案一 | 2019E- 方案二 | 2019E- 方案三 | 2019E- 方案四 |
|----------|-------|-------|--------|--------|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 补贴总额（亿元） | 411.5 | 358.5 | 106.3 | 326.9 | 433.2 | 265.3 | 335.6 | 390.3 | 440.6 |
| 同比变动 | | | | | 21% | -39% | -23% | -10% | 2% |
| 新能源车 | | | | | | | | | |
| 纯电动 | | 142.6 | 51.3 | 211.9 | 263.1 | 187.6 | 245.0 | 286.9 | 321.2 |
| 同比变动 | 80.3 | | | | 85% | -29% | -7% | 9% | 22% |
| 插电混动 | | 23.3 | 12.9 | 26.2 | 39.1 | 36.7 | 40.4 | 44.0 | 47.7 |
| 同比变动 | | | | | 68% | -6% | 3% | 13% | 22% |
| 新能源客车 | | | | | | | | | |
| 纯电动 | | 140.7 | 36.1 | 55.6 | 91.7 | 39.1 | 44.7 | 50.3 | 55.9 |
| 同比变动 | 326.8 | | | | -35% | -57% | -51% | -45% | -39% |
| 插电混动 | | 17.2 | 3.1 | 2.3 | 5.4 | 1.9 | 2.2 | 2.5 | 2.8 |
| 同比变动 | | | | | -69% | -64% | -59% | -54% | -49% |
| 新能源货车 | | | | | | | | | |
| 货车（专用车） | 4.5 | 34.7 | 2.9 | 2.9 | 33.9 | 0.00 | 3.3 | 6.5 | 13.0 |
| 同比变动 | | | | | -2% | -100% | -90% | -81% | -62% |

来源：中汽协，国金证券研究所测算

图表 2：2018 年前 11 月纯电动乘用车销量向续航 300km 以上车型倾斜



来源：第三方数据，国金证券研究所

- 补贴方案尚未定论，方案一或有回旋余地。根据方案一，续航250km以下车型补贴取消，250~300km车型退坡71%，300~400km车型退坡60%，500km以上的门槛取消并入400km以上区间并退坡50%。在此条件下：
 - 假定插电混车型退坡幅度为50%，客车单车上限退坡幅度为58%，专用车退坡幅度为100%；
 - 假定2019年新能源乘用车销量140万辆，商用车为20万辆；
 - 考虑到客车和非私人购买的乘用车有运营里程数要求，假定乘用车2019年获得补贴的车型销量占比为94%，客车获得补贴的车型销量占比为88%，专用车为80%；

- 经测算最终的补贴为 265 亿元，低于财政部预算规模（300-350 亿），方案一退坡力度大，正式方案落地前或有回旋空间。
- 以方案一为基准，对补贴退坡标准进行敏感性分析，2019 年补贴总额介于 336-441 亿元。在方案一的基础上对补贴退坡标准进行微调，另设三个补贴退坡方案；
 - 方案二：1) 乘用车：纯电车型 150~200km/200~250km/250~300km/300~400km/400km 不同区间的车型分别退坡 100%/75%/63%/55%/30%，插混车型退坡 45%；2) 客车：补贴上限退坡 52%；3) 专用车：单车补贴退坡 90%。
 - 方案三：1) 乘用车：150~200km/200~250km/250~300km/300~400km/400km 不同区间的车型分别退坡 100%/70%/55%/45%/20%，插混车型退坡 40%；2) 客车：补贴上限退坡 46%；3) 专用车：单车补贴退坡 80%。
 - 方案四：1) 乘用车：150~200km/200~250km/250~300km/300~400km/400km 不同区间的车型分别退坡 100%/60%/50%/35%/13%，插混车型退坡 35%；2) 客车：补贴上限退坡 40%；3) 专用车：单车补贴退坡 60%。
- 同样假定乘用车 2019 年获得补贴的车型销量占比为 94%，客车获得补贴的车型销量占比为 88%，专用车为 80%，销量假设同上；
- 三种方案测算的补贴总额分别为 336、390、441 亿元，总结来看补贴总额对不同退坡方案的弹性较大，但是补贴向乘用车倾斜的趋势不变。

图表 3：不同补贴方案退坡标准

| 时间 | 纯电动乘用车 | | | | | | 插电混动乘用车 | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|------|
| | 100≤R<150 | 150≤R<200 | 200≤R<250 | 250≤R<300 | 300≤R<400 | 400≤R<500 | R≥500 | R≥50 |
| 2015 年 | 3.15 | 4.5 | 4.5 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 3.15 |
| 2016 年 | 2.5 | 4.5 | 4.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 3 |
| 2017 年 | 2 | 3.6 | 3.6 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 2.4 |
| 2018 年过渡 | 1.4 | 2.5 | 2.5 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 1.68 |
| 2018 年 | | 1.5 | 2.4 | 3.4 | 4.5 | 5 | 5 | 2.2 |
| 2019 年-方案一 | | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 1.8 | 2.5 | 2.5 | 1.1 |
| 2019 年-方案二 | | 0.0 | 0.6 | 1.3 | 2.0 | 3.5 | 3.5 | 1.21 |
| 2019 年-方案三 | | 0.0 | 0.7 | 1.5 | 2.5 | 4.0 | 4.0 | 1.32 |
| 2019 年-方案四 | | 0.0 | 1.0 | 1.7 | 2.9 | 4.4 | 4.4 | 1.43 |
| | 退坡幅度 | | | | | | | |
| 2017 年 | -20% | -20% | -20% | -20% | -20% | -20% | -20% | -20% |
| 2018 年过渡 | -30% | -31% | -31% | -30% | -30% | -30% | -30% | -30% |
| 2018 年 | -100% | -58% | -33% | -23% | 2% | 14% | 14% | -8% |
| 2019 年-方案一 | | -100% | -100% | -71% | -60% | -50% | -50% | -50% |
| 2019 年-方案二 | | -100% | -75% | -63% | -55% | -30% | -30% | -45% |
| 2019 年-方案三 | | -100% | -70% | -55% | -45% | -20% | -20% | -40% |
| 2019 年-方案四 | | -100% | -60% | -50% | -35% | -13% | -13% | -35% |

来源：工信部、国金证券研究所

图表 4：方案一中对能量密度和电耗的调整

| | 电池系统能量密度 (wh/kg) | | 整车百公里电耗较现行门槛提升比例 | | | | |
|---------|------------------|----------|------------------|----------|----------|----------|---------|
| | 2018 年方案 | 2019 年方案 | 2018 年方案 | 2019 年方案 | 2018 年方案 | 2019 年方案 | |
| 0.6 倍放宽 | 105-120 | 取消 | 105~125 | 0.5 倍放宽 | 0~5% | 0.8 倍放宽 | 10%~20% |
| 1.0 倍基准 | 120-140 | 0.8 倍放宽 | 125~140 | 1.0 倍基准 | 5%~25% | 1.0 倍基准 | 20%~35% |
| 1.1 倍奖励 | 140-160 | 0.9 倍基准 | 140~160 | 1.1 倍奖励 | ≥25% | 1.1 倍奖励 | ≥55% |
| 1.2 倍奖励 | ≥160 | 1.0 倍奖励 | ≥160 | | | | |

来源：工信部，国金证券研究所

2. 整车端对补贴退坡的反应

- **补贴退坡或高于预期，车厂加速分化。**补贴新政本质引导行业加速出清低端产能，低续航车型首当其冲。厂商将加速两极分化——优势车厂抓稳需求巩固头部效应，小车企严格管控成本寻求低端市场。2019 年整车端整体面临较大降本压力，预计市场集中度加速提升、落后车企逐步被淘汰。
- **A00 级车：向冀鲁豫地区二、三线城市下沉，成本导向下或转用铁锂电池。**在最差情景假设下（即方案一），低于 250km 续航车型补贴全面退出，而此续航区间基本为 A00 车型，其电池占整车成本比重大，此前对补贴严重依赖的车企承压。预计未来微型车仍有短途通勤为用途的市场，向河南、河北、山东等低速电动车主要消费地下沉，且伴随着补贴导向的微型车逐渐出清，厂商需考虑成本问题，可能存在替换电池（三元→磷酸铁锂）、降低配置以降本的情况。
- **A0 级 SUV：自主需求支撑销量，重点在打造爆款车型。**车型偏低端，续航多为 300~400km 区间，车型在性价比优势基础上拓展外观、配置等 1~2 个亮点，主要吸引自主需求。其电池成本压力大，优势在于需求端对销量形成支撑，具竞争力的走量车型能实现以规模化优势转嫁成本。对于厂商，能有效管控成本及打造爆款车型的车企占优，如推出 A0 级 SUV 销量冠军——元 EV 的比亚迪。
- **A 级轿车：加速推出定制化运营车型，依托平台冲量降本。**大部分 A 级轿车定位于租赁市场，对补贴退坡敏感性低于 A00 级车、A0 级 SUV。在运营出行下，大多初次购置成本低、运营成本低、内饰外观不差的车型均被纳入选择。预计 A 级轿车加速转向定制化租赁车型，提高续航的同时简化配置以降本，目标导向更为明确。布局 A 级车的车企降本压力相对较小，关键在于能尽快推出平台或与大平台绑定，例如吉利依托曹操专车，打造新帝豪三厢单款爆款实现上量降本的做法值得借鉴。
- **插混车型：与燃油车共用低成本件，有效转化置换需求。**补贴基数小，退补影响低于纯电车型。现阶段混动主要依托于燃油车平台而开发，在几十万辆单一车型年销量以及平台化的基础上，能够共用大部分低成本的系统及零部件，售价高于同级别燃油车 3~8 万。此外，插混能在上海等牌照优惠城市有效转化燃油车置换需求，以低能耗以及部分电动车体验感吸引消费者。插混为合资品牌发力点（例如大众帕萨特和途观 L），其具成本及客户口碑优势，自主品牌市场受一定挤压。
- **补贴退坡影响车型盈利，低级别纯电车型盈利压力更大。**1) 乘用车方面，以方案一计算，各级别车型毛利率下降 3pct~6pct 不等，高级别车型由于溢价能力相对较强，盈利压力小于低级别车型，A00 级别车型盈利压力最大。插混车型的毛利率下降相对较小。2) 商用车方面，专用车的盈利压力高于客车。

图表 5：不同方案下各类别和级别车型含补贴的毛利率

| 车型 | 2018 毛利率 (含补贴) | 2019 毛利率(含 补贴)-方案一 | 2019 毛利率(含 补贴)-方案二 | 2019 毛利率(含 补贴)-方案三 | 2019 毛利率(含 补贴)-方案四 | |
|--------|-------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------|
| 纯电动乘用车 | A00 级 | 18% | 11.3% | 13% | 14.4% | 15.9% |
| | A0 级 | 20% | 14.4% | 15% | 16.4% | 17.3% |
| | A 级 | 25% | 19.3% | 20% | 20.8% | 21.5% |
| | B 级 | 22% | 16.8% | 17% | 17.5% | 17.8% |
| | C 级 | 21% | 17.4% | 18% | 17.7% | 17.8% |
| 插混车型 | 18.2% | 15.1 | 15.4 | 15.6% | 15.9% | |
| 客车 | 25% | 14% | 15% | 16% | 17% | |
| 专用车 | 26.3% | 6% | 8% | 10% | 14% | |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：各车型单车补贴与同比增速

| | | 新能源乘用车 纯电动 | 新能源乘用车 插混 | 新能源客车 纯电 | 新能源客车 插混 | 新能源货车 (专用车) |
|-----|--------------|---------------|--------------|-------------|-------------|----------------|
| 方案一 | 单车补贴 | 1.92 | 1.10 | 5.04 | 3.15 | 0.00 |
| | 单车补贴同比(车厂角度) | -48% | -35% | -59% | -65% | -100% |
| 方案二 | 单车补贴 | 2.50 | 1.21 | 5.76 | 3.60 | 0.38 |
| | 单车补贴同比(车厂角度) | -32% | -29% | -53% | -60% | -91% |
| 方案三 | 单车补贴 | 2.93 | 1.32 | 6.48 | 4.05 | 0.76 |
| | 单车补贴同比(车厂角度) | -20% | -22% | -47% | -55% | -81% |
| 方案四 | 单车补贴 | 3.28 | 1.43 | 7.20 | 4.50 | 1.52 |
| | 单车补贴同比(车厂角度) | -10% | -16% | -41% | -50% | -63% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 推荐标的：上汽集团（荣威及大众系列布局混动），比亚迪（兼顾纯电和插电、销售区域均衡），吉利汽车（GSe 等新车型，依托曹操专车平台放量）。

3. 材料端对补贴退坡的反应

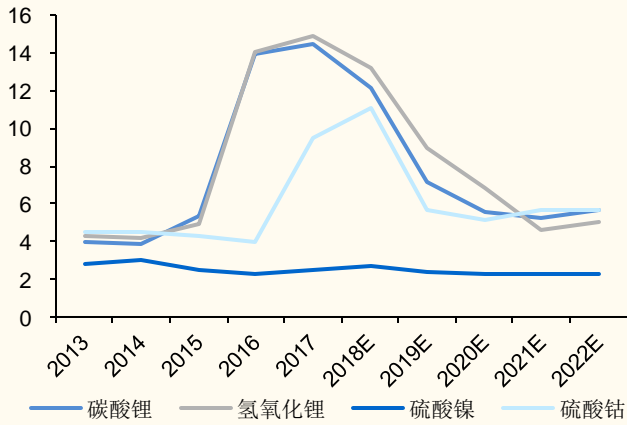
- 上游材料价格下跌，电池环节可承受 20% 降价空间：受供需影响，2019 年碳酸锂、硫酸钴平均价格同比下滑 40%-50%，对应三元电池成本下滑 15%-19%，磷酸铁锂电池成本下滑 7%-11%。叠加其他材料价格下滑幅度，若三元和铁锂 PACK 分别降价 18%、20%，电芯厂毛利率基本维持不变。
- 补贴加速高镍上量，长续航车型电池 PACK 步入 160Wh/kg 时代：不管能量密度要求是否提升，电池 PACK 能否到达 160Wh/kg 会有 10% 补贴金额差异，约 3000 元。根据已公告车型信息可知，在配置液冷情况下，NCM622、811 PACK 能量密度分别可达 160 Wh/kg（比亚迪）、170 Wh/kg（宁德时代），新补贴政策或促使 2019 年成为高镍三元放量元年。
- 磷酸铁锂成本优势凸显，或加速在 400km 及以下低端车型应用：与三元电池相比，磷酸铁锂具有 2 条显著优势：1. 原材料价格低廉且生产工序简单，具有 20% 左右的成本优势；2. 材料基本安全性能优异。但是由于体积密度（无法满足整车长续航要求）和能量密度（影响补贴金额）较低，乘用车市场一度被三元电池占领。2019 年若补贴方案一实施，磷酸铁锂单车电池价格减补贴金额后与三元相当，经济性或再次得到凸显。
- 推荐标的：宁德时代（全球龙头，首家具备三元 811 量产能力并将 PACK 能量密度提升至 170Wh/kg 的公司）、当升科技（国内少数具备三元 811 量产能力的公司）。

图表 7：2019 年补贴新政提升磷酸铁锂经济性（假设 350、400 公里各补贴 2.3 万、2.9 万）

| 车型级别 | 正极体系 | 假设数据 | | | | 计算数据 | | | | | | 实际补贴 (万元) | 电池总价-补贴 (万元) |
|--------|------|-----------|------------------|--------------|-----------|---------|------------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| | | 续航里程 (km) | 假设电耗 (kWh/100km) | 能量密度 (Wh/kg) | 单价 (元/Wh) | 车重 (kg) | 门槛电耗 (kWh/100km) | 实际电耗/门槛电耗 | 电量 (kWh) | 电池总价 (万元) | 电池重量 (kg) | | |
| A | LFP | 400 | 14.3 | 125 | 0.86 | 1682 | 20 | 72% | 57.1 | 4.9 | 457 | 2.3 | 2.59 |
| | NCM | 400 | 13.2 | 160 | 1.05 | 1555 | 19 | 69% | 52.8 | 5.5 | 330 | 2.9 | 2.64 |
| A0 SUV | LFP | 400 | 14.0 | 125 | 0.86 | 1704 | 20 | 70% | 56.0 | 4.8 | 448 | 2.3 | 2.50 |
| | NCM | 400 | 13.0 | 160 | 1.05 | 1580 | 19 | 67% | 51.9 | 5.5 | 325 | 2.9 | 2.55 |
| A00 | LFP | 350 | 10.2 | 125 | 0.86 | 1069 | 14 | 74% | 35.5 | 3.1 | 284 | 1.8 | 1.22 |
| | NCM | 350 | 9.4 | 160 | 1.05 | 990 | 13 | 73% | 32.9 | 3.5 | 206 | 2.3 | 1.15 |

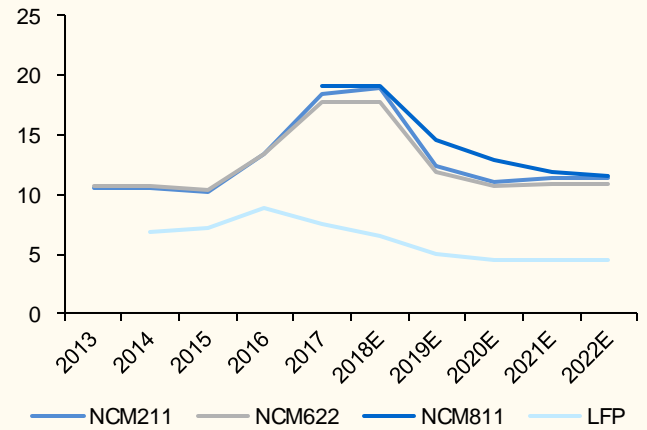
来源：易车网、国金证券

图表 8：锂镍钴价格走势及预测（万/t，含税）



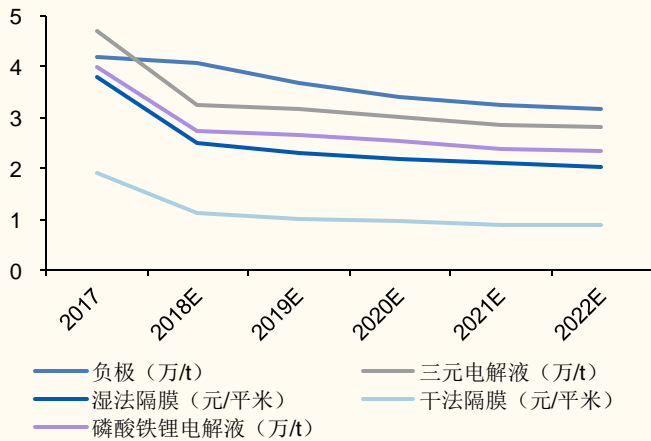
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：正极材料价格走势预测（万/t，未税）



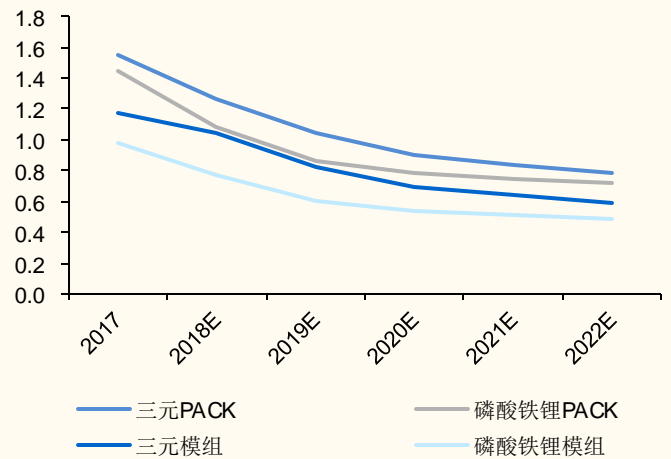
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：锂电池材料价格走势及预测（未税）



来源：GGII、国金证券研究所

图表 11：电池价格走势及预测（元/Wh，未税）



来源：GGII、国金证券研究所

4. 风险提示

- 补贴退坡幅度高于预期。目前补贴方案未最终敲定，若退坡幅度较大，将挤压车企利润空间。
- 锂电池及材料价格下降超预期。若退坡幅度大，整车厂转嫁成本压力，锂电池及材料价格存在下降超预期风险。
- 碳酸锂、硫酸钴上游材料降价不及预期。若上游材料降价不及预期，电池环节毛利率承压。
- 整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展的风险。受消费增速下滑、国际贸易形势不明等因素影响，未来汽车整体销量可能继续承压，电动车恐受波及。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH