



中性

汽车行业月报

1月厂商去库存致销量表现不佳，零售端有所回暖

1月沪指小幅上涨，汽车板块表现分化。乘用车1月厂商主动去库存，批发销量持续双位数下滑，但零售端回暖明显，1月经销商库存系数1.40，自2018年以来库存水平首次位于警戒线以下，去库存效果较好，有望为车市后续恢复奠定良好基础。近日十部委发文促进汽车消费，多家车企积极响应推出汽车下乡政策，有望提振消费信心，刺激车市回暖。1月重卡销售9.9万辆，创历史同期第二高点，在基建加码及环保升级等多重因素推动下，重卡销量中枢有望提升至90-100万辆左右。1月新能源汽车销售9.6万辆，同比增长138.0%，高速增长态势良好，乘用车中A0/A级车型销量同比高速增长，A级车成为销量主力，商用车销量同比实现大幅增长。

主要观点

- **沪指小幅上涨，汽车板块表现分化。**1月上证指数收于2,584.57点，上涨3.6%，沪深300上涨6.3%，中信汽车指数下跌0.3%，跑输大盘6.6个百分点。子板块中乘用车和零部件板块分别下跌1.3%和0.3%，商用车和汽车销售及服务板块分别上涨0.4和3.4%。
- **1月乘用车批发销量仍呈现较大幅度下滑，零售端有所回暖。**根据中汽协数据，1月乘用车批发销售202.1万辆，同比下降17.7%，降幅有所扩大。根据乘联会数据，2019年1月狭义乘用车零售216.1万辆，同比下降4.0%，环比下降2.8%；批发和零售比较，预计批发销量仍呈现较大幅度下滑主要是由于厂商主动去库存所致。根据交强险数据，2019年1月狭义乘用车上牌量约为260万辆，同比增长24%，主要是1月零售端销量改善以及部分车辆上牌时间差异所致。1月汽车经销商库存系数为1.40，同比下降12%，环比下降19%，自2018年以来库存水平首次位于警戒线以下。随着去库存逐渐接近尾声，批发销量同比下降幅也有望缩窄。近日十部委联合发文促进汽车消费，多家车企响应汽车下乡政策，有望提振消费信心，刺激车市回暖。周期反转时整车企业弹性较大，建议重点关注相关个股，如长安汽车、长城汽车、上汽集团等。
- **1月商用车销量小幅回落。**1月商用车销售34.6万辆，同比下降2.2%，销量小幅下滑。1月重卡销售9.9万辆，同比下降9.9%，销量仍处高位，为仅次于去年的历史同期第二高点，发改委近期密集批复基建项目，11部委发文加快老旧柴油货车淘汰并制定运营补贴，重点区域提前实施国六排放标准，在基建加码治超及环保升级等多重因素推动下，重卡销量中枢有望提升至90-100万辆左右。1月客车销售3.3万辆，同比下降6.7%，根据电车汇报道的网传2019年新能源补贴政策退坡幅度仍较大，加之前几年客车部分透支，预计2019年客车行业仍将承压。
- **新能源汽车延续高速增长，A0/A级乘用车表现优秀。**1月新能源汽车销售9.6万辆，同比增长138.0%，其中新能源乘用车销售8.5万辆，同比增长138.3%；新能源商用车销售1.1万辆，同比增长135.1%。新能源在车市低迷局面中仍增势强劲。根据乘联会数据，2019年1月纯电动乘用车中A00、A0、A级分别销售2.1、1.6、3.3万辆，同比分别增长28%、1091%、1945%，A级车成为销量主力，政策引导与市场需求驱动下产品升级效果突出。根据比亚迪公告，1月比亚迪新能源乘用车销售2.8万辆，同比增长291.6%，表现突出。扶优扶强的新能源汽车政策导向带动市场资源逐渐向优质企业倾斜。目前2019年新能源补贴政策仍未敲定，中美贸易摩擦或对补贴政策产生影响，新能源汽车市场短期仍有一定不确定性。
- **2018年全年汽车行业收入与利润增速回落。**2018年17家汽车工业重点企业集团实现营业收入同比增长4.0%，增幅比1-11月回落1.7个百分点；利润总额同比下滑4.0%，连续3月出现下滑，降幅比1-11月扩大1.8个百分点。销量持续下跌使得营业收入增速进一步放缓；销量下滑与年底车市促销加大，使得利润总额增速回落较快。
- **风险提示**
1) 汽车销量不及预期；2) 贸易冲突持续升级；3) 产品大幅降价。
- **重点推荐**
- **整车：**关注估值较低且边际有望改善的长安汽车、长城汽车等。重卡行业有望保持较高景气度，推荐潍柴动力，关注威孚高科。
- **零部件：**关注消费升级、国产替代、节能减排、客户突破等细分行业高速增长机会，推荐继峰股份、星宇股份等。
- **新能源：**新能源汽车销量持续高速增长，推荐整车龙头比亚迪，关注特斯拉、高镍及软包产业链等投资机会。
- **智能汽车：**智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，辅助驾驶有望加速渗透，推荐德赛西威、保隆科技。

相关研究报告

《12月乘用车持续低迷，2018年汽车销量现下滑》2019.1.17

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001



目录

沪指小幅上涨，汽车板块表现分化.....	4
1月乘用车零售端有所改善，商用车销量小幅回落.....	5
1月汽车批发销量同比降幅略有扩大.....	5
1月乘用车批发销量下滑较快，零售有所回暖.....	5
1月客车降幅收窄，卡车增幅由正转负.....	9
新能源汽车增长势头强劲，A0/A级乘用车表现优秀.....	10
2018年全年汽车行业收入与利税总额增速回落.....	11
风险提示.....	13



图表目录

图表 1. 汽车板块 1 月市场表现.....	4
图表 2. 1 月汽车行业涨幅较大个股.....	4
图表 3. 1 月汽车行业跌幅较大个股.....	4
图表 4. 2019 年 1 月汽车销量同比下降 15.8%	5
图表 5. 2019 年 1 月经销商库存系数为 1.40	6
图表 6. 2019 年 1 月乘用车分车型销量	6
图表 7. 2019 年 1 月乘用车各系列市场份额.....	7
图表 8. 2019 年 1 月乘用车前十家生产企业批发销量排名.....	7
图表 9. 2019 年 1 月狭义乘用车前十家生产企业零售销量排名.....	8
图表 10. 2019 年 1 月轿车销量前十位车型	8
图表 11. 2019 年 1 月 SUV 销量前十位车型.....	9
图表 12. 客车行业 2019 年 1 月分车型销量	9
图表 13. 2019 年 1 月卡车分车型销售情况	10
图表 14. 2019 年 1 月新能源汽车销售情况	10
图表 15. 2019 年 1 月新能源乘用车分级别销量与同比情况.....	10
图表 16. 2018 年汽车工业重点企业营业收入同比增长 4.0%.....	11
图表 17. 2018 年汽车工业重点企业利税总额同比下降 4.0%.....	11
附录图表 18. 报告中提及上市公司估值表.....	12

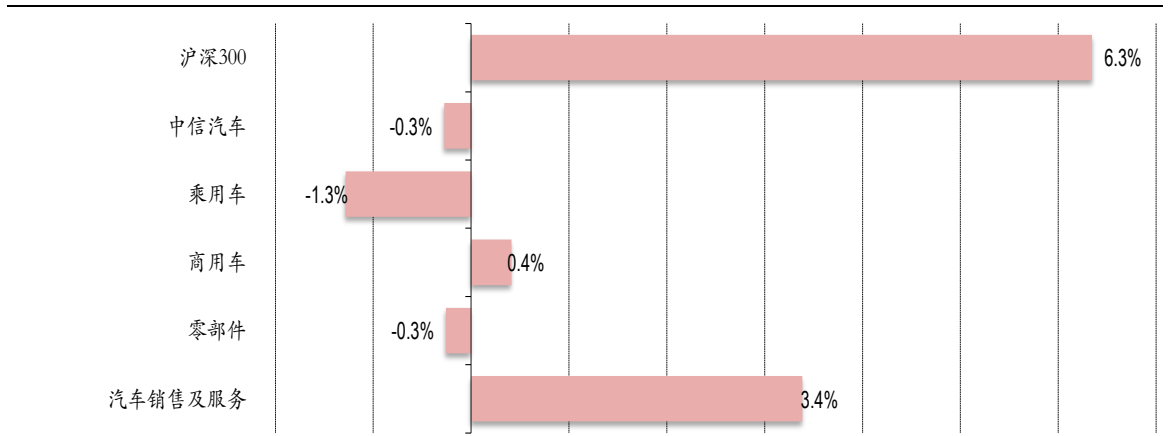


沪指小幅上涨，汽车板块表现分化

1 月上证指数收于 2,584.57 点，上涨 3.6%，沪深 300 上涨 6.3%，中信汽车指数下跌 0.3%，跑输大盘 6.6 个百分点。子板块中乘用车和零部件板块分别下跌 1.3% 和 0.3%，商用车和汽车销售及服务板块分别上涨 0.4 和 3.4%。

个股方面，1 月全柴动力、江铃汽车、常青股份等涨幅居前，恒立实业、八菱科技、万通智控等跌幅居前。

图表 1. 汽车板块 1 月市场表现



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 1 月汽车行业涨幅较大个股

排序	股票代码	名称	涨跌幅 (%)
1	600218.SH	全柴动力	80.9
2	000550.SZ	江铃汽车	22.1
3	603768.SH	常青股份	22.0
4	002607.SZ	亚夏汽车	19.3
5	002920.SZ	德赛西威	18.7
6	000678.SZ	襄阳轴承	18.0
7	601633.SH	长城汽车	17.9
8	600653.SH	中华控股	17.5
9	000338.SZ	潍柴动力	14.9
10	000957.SZ	中通客车	14.8

资料来源：万得，中银国际证券，以 2019 年 1 月 31 日收盘价为基准

图表 3. 1 月汽车行业跌幅较大个股

排序	股票代码	名称	涨跌幅 (%)
1	000622.SZ	恒立实业	(34.5)
2	002592.SZ	八菱科技	(29.6)
3	300643.SZ	万通智控	(25.7)
4	300644.SZ	南京聚隆	(25.1)
5	600698.SH	湖南天雁	(24.8)
6	000760.SZ	斯太尔	(23.7)
7	002921.SZ	联诚精密	(21.7)
8	603895.SH	天永智能	(20.5)
9	002265.SZ	西仪股份	(20.0)
10	603305.SH	旭升股份	(19.7)

资料来源：万得，中银国际证券，以 2019 年 1 月 31 日收盘价为基准

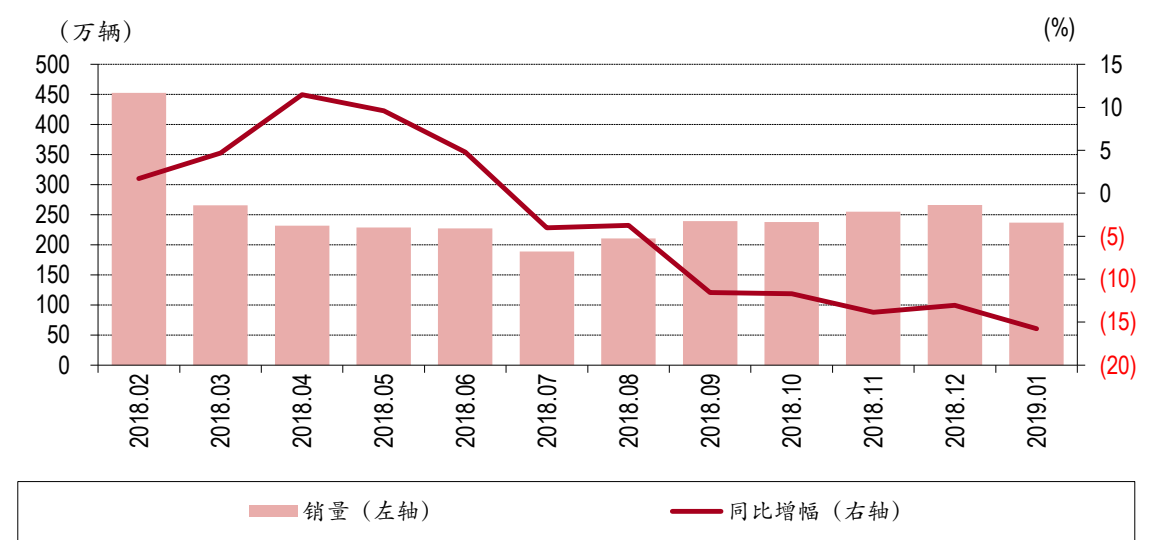


1月乘用车零售端有所改善，商用车销量小幅回落

1月汽车批发销量同比降幅略有扩大

根据中汽协数据，2019年1月汽车销售236.7万辆，同比下降15.8%，环比下降11.1%。其中，乘用车销售202.1万辆，同比下降17.7%，环比下降9.5%；商用车销售34.6万辆，同比下降2.2%，环比下降19.2%。1月乘用车同比降幅扩大，环比由正转负；商用车同比小幅下降，环比下滑明显，汽车产销连续五月出现双位数下滑。受内外部负面因素影响，2018年全年汽车销量出现二十八年来首次负增长，且去年同期基数较高，1月车市延续低迷走势。近日发改委等十部委联合发文提振汽车消费，促进农村汽车更新换代，多家车企响应政策启动汽车下乡，有望调动地方发展车市消费，刺激销量回暖。从中长期来看，国内汽车千人保有量还处于较低水平，仍存在较大发展空间，短期低迷不改长期增长趋势。

图表 4. 2019年1月汽车销量同比下降15.8%



资料来源：中汽协，中银国际证券

注：考虑到春节因素，2月销量为当年1-2月合并计算。

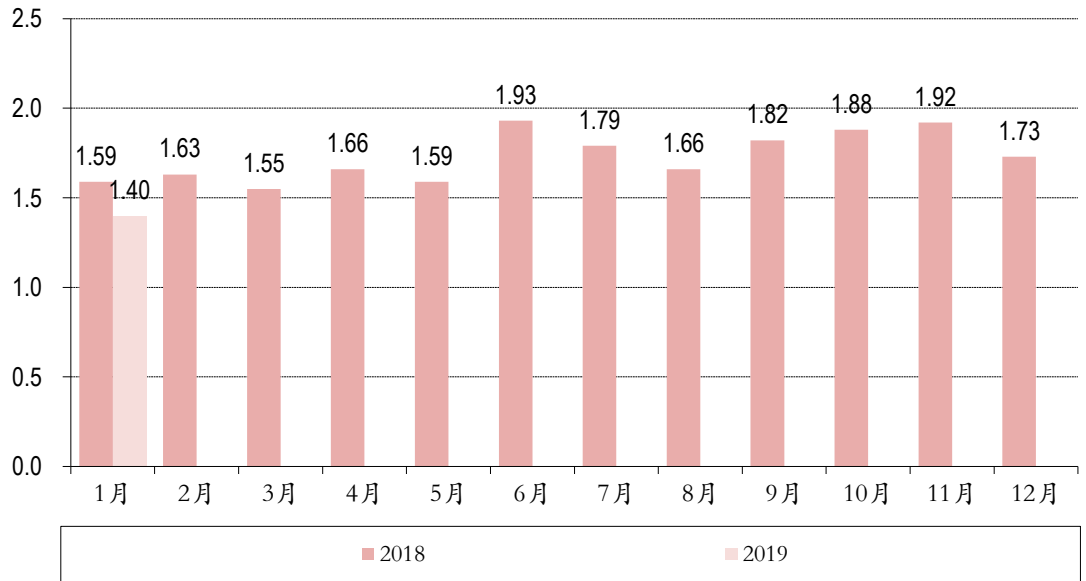
1月乘用车批发销量下滑较快，零售有所回暖

根据中汽协数据，1月乘用车批发销售202.1万辆，同比下降17.7%，环比下降9.5%，预计主要是春节因素与汽车厂商去库存导致销量下滑较快。根据乘联会数据，2019年1月狭义乘用车零售216.1万辆，同比下降4.0%，环比下降2.8%，相较于2018年四季度同比15.0%的下滑幅度，2019年1月零售端销量大幅改善；2019年1月狭义乘用车批发201.9万辆，同比下降16.7%，与中汽协数据较为一致，预计批发销量仍呈现较大幅度下滑主要是由于厂商主动去库存所致。根据交强险数据，2019年1月狭义乘用车上牌量约为260万辆，同比增长24%，预计主要是终端零售改善以及上牌时间差异所致，也印证了车市零售端正在回暖。随着车企去库存逐渐接近尾声，批发销量同比降幅有望收窄。

根据汽车流通协会数据，1月汽车经销商库存系数为1.40，同比下降12%，环比下降19%，自2018年以来库存水平首次位于警戒线以下。受春节假期与部分经销商促销去库存影响，部分消费需求于1月提前释放，行业处于主动去库存阶段，经销商库存压力有所缓解。



图表 5. 2019 年 1 月经销商库存系数为 1.40



资料来源：汽车流通协会，中银国际证券

1月，乘用车市场整体表现依旧低迷，延续下跌走势，四大细分市场均现双位数下滑。其中轿车同比下降 14.9%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点；SUV 同比下降 18.9%，降幅比上月扩大 2.6 个百分点；MPV 同比降幅扩大至 27.4%；交叉性乘用车同比下降 26.0%，环比出现 43.5% 的大幅下滑。1 月四大细分市场同比降幅较上月均有明显的扩大趋势。

图表 6. 2019 年 1 月乘用车分车型销量

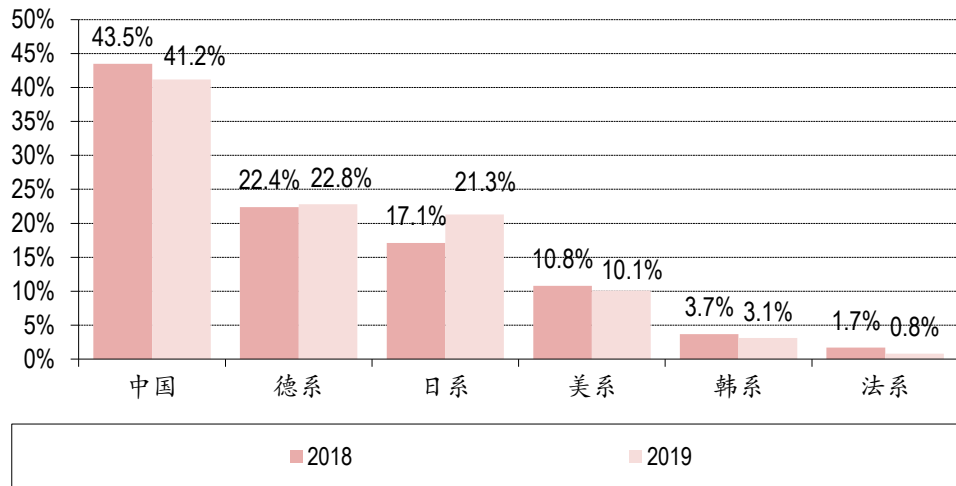
车型	1月(万辆)	环比增长 (%)	同比增长(%)
乘用车	202.1	(9.5)	(17.7)
轿车	98.6	(4.1)	(14.9)
MPV	13.0	(26.5)	(27.4)
SUV	87.9	(10.5)	(18.9)
交叉型乘用车	2.6	(43.5)	(26.0)

资料来源：中汽协，中银国际证券

2019 年 1 月自主品牌乘用车市场占比为 41.2%，与上年同期相比降低了 2.4 个百分点，SUV 延续去年低迷走势，自主品牌中 SUV 车型销量占比较高，因此自主品牌份额有所回落。受大众品牌换代和多款有竞争力车型陆续上市影响，德系品牌份额呈小幅增长；伴随丰田、本田等品牌更新换代和热销车型霸榜细分市场，日系品牌市占率有较为显著的提升，预计市占率仍会继续提升；美系品牌受贸易战和福特品牌的影响，市占率有小幅下滑；韩系品牌与法系品牌市场持续低迷。



图表 7. 2019 年 1 月乘用车各系列市场份额



资料来源：中汽协，中银国际证券

从车企来看，2019 年 1 月销量排名前十的车企所占比重达 62.6%，市场较弱情况下市场集中度在提升，其中广汽丰田销量增长较快，吉利汽车、长城汽车也实现小幅增长，其他车企均呈不同程度的下滑。根据各车厂披露的销量快报，1 月比亚迪 (+3.7%) 也表现出色逆势实现增长，而长安福特 (-69.7%)、海马汽车 (-87.5%) 等销量有较大下滑。整体而言，乘用车销量下滑且增速分化，处于强产品周期的优势龙头企业份额提升，分化格局延续。

图表 8. 2019 年 1 月乘用车前十家生产企业批发销量排名

排名	企业名称	1 月销量 (万辆)	同比增长 (%)
1	上汽大众	19.0	(11.2)
2	上汽通用	18.1	(11.1)
3	一汽大众	16.1	(32.0)
4	吉利控股	15.8	2.2
5	上汽通用五菱	12.9	(26.1)
6	东风有限 (本部)	11.1	(14.6)
7	长城汽车	10.0	1.3
8	广汽丰田	8.0	74.8
9	一汽丰田	7.8	(6.7)
10	长安汽车	7.7	(33.4)
合计		126.6	
所占比重		62.6	

资料来源：中汽协，中银国际证券

根据乘联会狭义乘用车零售数据显示，一汽大众 1 月零售销量排名第一并实现小幅增长，上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、东风日产同比降幅较中汽协数据收窄明显，预计主要是由于厂商去库存，而零售端则有所回暖。



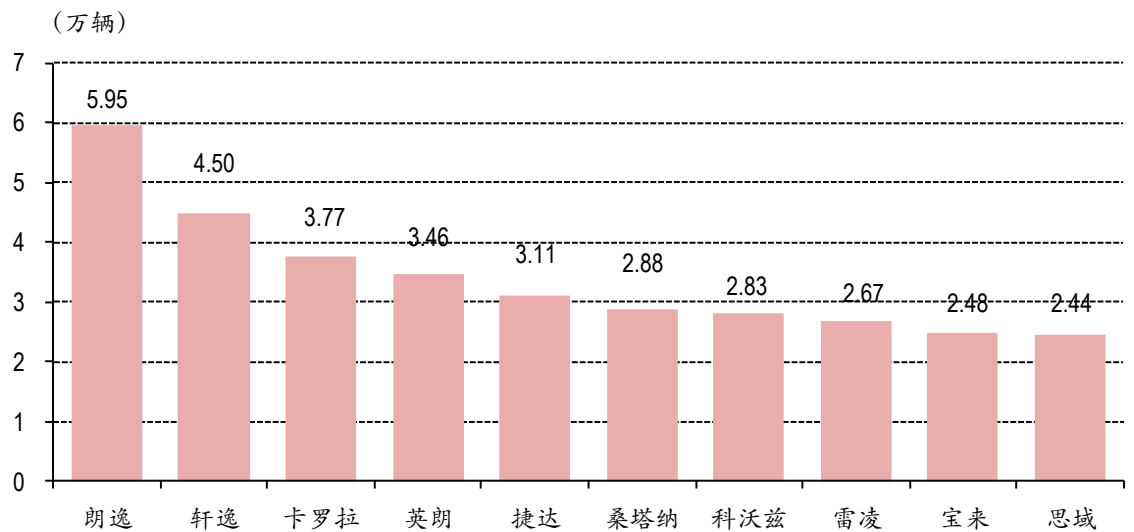
图表 9. 2019 年 1 月狭义乘用车前十家生产企业零售销量排名

排名	企业名称	1 月销量 (万辆)	同比增长 (%)
1	一汽大众	19.1	1.6
2	上汽大众	18.1	(6.3)
3	上汽通用	17.9	(4.8)
4	吉利汽车	15.1	(1.7)
5	上汽通用五菱	13.9	(1.3)
6	东风日产	11.4	(1.3)
7	北京现代	11.0	47.1
8	长城汽车	9.8	2.2
9	广汽本田	7.6	8.0
10	长安汽车	7.3	(34.3)
合计		131.2	
所占比重		60.7	

资料来源：乘联会，中银国际证券

2019 年 1 月轿车销量前十位车型全部为合资品牌，自主品牌无一车型入围，合资品牌在轿车领域占据绝对优势。朗逸、轩逸销量稳坐第一、第二名，与上月相比，轩逸和捷达销量下降较快，其他品牌均呈增长，其中雷凌和英朗增速更为显著。

图表 10. 2019 年 1 月轿车销量前十位车型

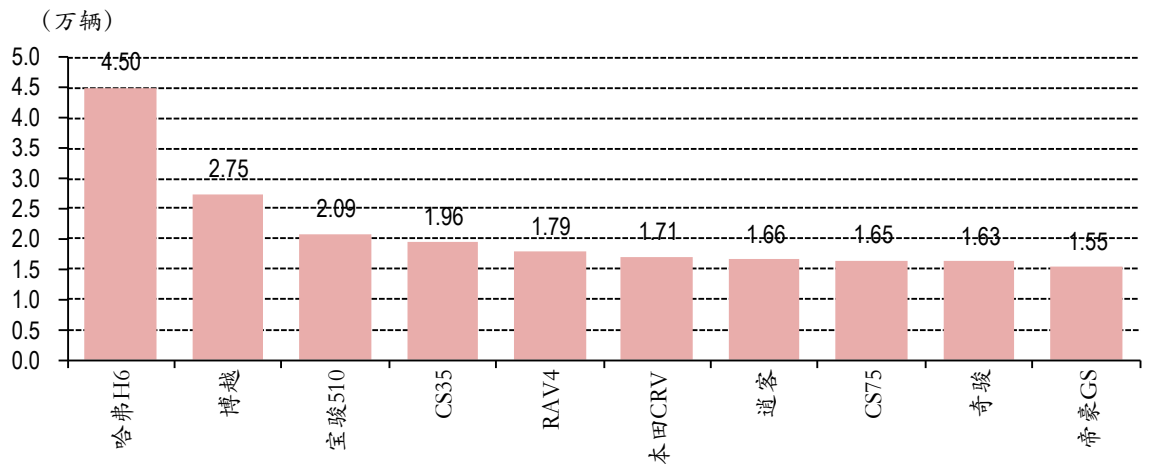


资料来源：中汽协，中银国际证券

2019 年 1 月 SUV 销量前十位车型自主品牌占据 6 席，自主品牌在 SUV 细分市场仍占优势。与上月相比，哈弗 H6、宝骏 510、本田 CRV、逍客和奇骏销量有所下降，其他品牌均呈较快增长，其中 CS75 和 RAV4 增速更为明显。



图表 11. 2019 年 1 月 SUV 销量前十位车型



资料来源：中汽协，中银国际证券

1 月客车降幅收窄，卡车增幅由正转负

2019 年 1 月商用车销售 34.6 万辆，同比下降 2.2%，较上月由正转负。客车销量同比下滑 6.7%，降幅收窄，货车销量同比下降 1.7%，增幅由正转负。

1 月客车销量共计 3.3 万辆，同比下降 6.7%，其中大型客车、中型客车同比分别增长 32.7%、26.7%，轻型客车同比下降 18.8%。新能源补贴政策退坡较大，导致 2018 年客车行业销量有所下滑，根据电车汇此前报道的网传 2019 年新能源补贴政策退坡幅度仍较大，工信部近日公布 2019 年首批新能源推荐目录，客车的补贴数量相对于去年同期有所减少，加之前几年客车部分透支，预计 2019 年客车行业仍将承压。

图表 12. 客车行业 2019 年 1 月分车型销量

车型	1 月(万辆)	同比增长(%)
客车总计	3.3	(6.7)
大型客车	0.6	32.7
中型客车	0.5	26.7
轻型客车	2.2	(18.8)

资料来源：中汽协，中银国际证券

1 月卡车销售 31.3 万辆，同比下降 1.7%，车型表现分化，重卡同比下降 9.9%，由正转负；中卡同比下降 27.8%，降幅有所收窄；轻卡和微卡分别增长 3.1% 和 11.9%。

1 月重卡销售 9.9 万辆，环比增长 19.6%，同比下降 9.9%，较上月销量回升明显，其中半挂牵引车销售 4.2 万辆，同比下降 10.9%。1 月重卡销量再创佳绩，成为历史上同期销量第二高点，仅次于 2018 年 1 月的 10.96 万辆最高值。由于 2019 年春节较早，厂商为春节后旺季需求备货与部分厂商 2018 年销量计划完成较好，将部分销量留在 2019 年初。根据第一财经统计，自 2018 年 12 月 6 日之后一个多月里，发改委批复全国各地多个基建项目投资总额已超万亿，有望支持重卡销量持续位于高位。11 部委发文加快老旧柴油货车淘汰并制定运营补贴，重点区域提前实施国六排放标准，在基建加码、治超及环保升级等多重因素推动下，重卡销量中枢有望提升至 90-100 万辆左右，建议关注潍柴动力、威孚高科。



图表 13. 2019 年 1 月卡车分车型销售情况

车型	1月(万辆)	同比增长(%)
卡车总计	31.3	(1.7)
重卡	9.9	(9.9)
中卡	1.1	(27.8)
轻卡	15.2	3.1
微卡	5.1	11.9

资料来源：中汽协，中银国际证券

新能源汽车增长势头强劲，A0/A 级乘用车表现优秀

据中汽协统计，1月新能源汽车销售 9.6 万辆，同比增长 138.0%，其中新能源乘用车销售 8.5 万辆，同比增长 138.3%；新能源商用车销售 1.1 万辆，同比增长 135.1%。新能源在车市低迷局面中仍增势强劲，预计 2019 年新能源汽车将保持高速增长势头。

图表 14. 2019 年 1 月新能源汽车销售情况

车型	1月(万辆)	同比增长(%)
新能源汽车	9.6	138.0
新能源乘用车	8.5	138.3
纯电动	6.5	188.5
插电式混合动力	2.0	52.5
新能源商用车	1.1	135.1
纯电动	1.0	133.6
插电式混合动力	0.1	137.8

资料来源：中汽协，中银国际证券

根据乘联会数据，2019 年 1 月纯电动乘用车中 A00、A0、A 级分别销售 2.1、1.6、3.3 万辆，同比分别增长 28%、1091%、1945%，A 级车大幅走强成为销量主力，政策引导与市场需求驱动下产品升级效果突出。

图表 15. 2019 年 1 月新能源乘用车分级别销量与同比情况

	级别	1月销量	同比增长 (%)
纯电动	A00	21,426	28
	A0	15,717	1091
	A	32,975	1945
	B	233	
	C	1,834	
	纯电动合计		72,175
插电混动	A	9,601	(13)
	B	8,908	580
	C	491	
	插电混动合计		19,000
新能源乘用车总计		91,175	186

资料来源：乘联会，中银国际证券

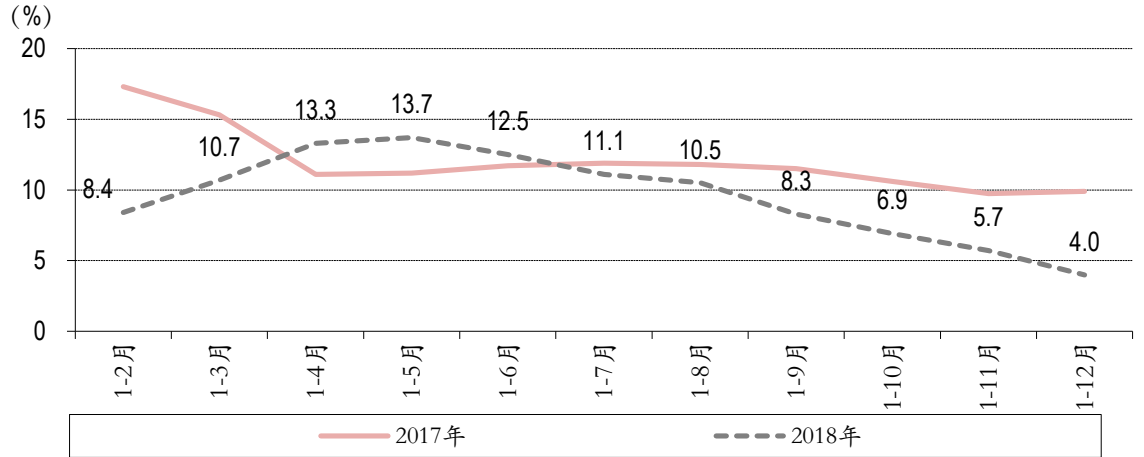
根据比亚迪公告，1月比亚迪新能源乘用车销售 2.8 万辆，同比增长 291.6%，表现突出。十部委发文促进汽车消费，优化新能源汽车补贴结构。坚持扶优扶强的导向，将更多补贴用于支持综合性能先进的新能源汽车销售，鼓励发展高技术水平新能源汽车，四部委也发文推进充电基础设施建设，全面提升新能源汽车充电保障能力。未来双积分政策也将倒逼新能源汽车快速发展。将促使车企加大投入，调整升级提升竞争力，新能源汽车发展逐步从政策引导向市场主导转变。目前 2019 年新能源补贴政策仍未敲定，中美贸易摩擦或对补贴政策产生影响，新能源汽车市场仍有一定不确定性。



2018 年全年汽车行业收入与利税总额增速回落

2018 年全年 17 家汽车工业重点企业集团实现营业收入 41,716.4 亿元，同比增长 4.0%，增幅比 1-11 月回落 1.7 个百分点，12 月汽车销量同比下降 13.0%，销量持续下跌使得营业收入增速进一步放缓。

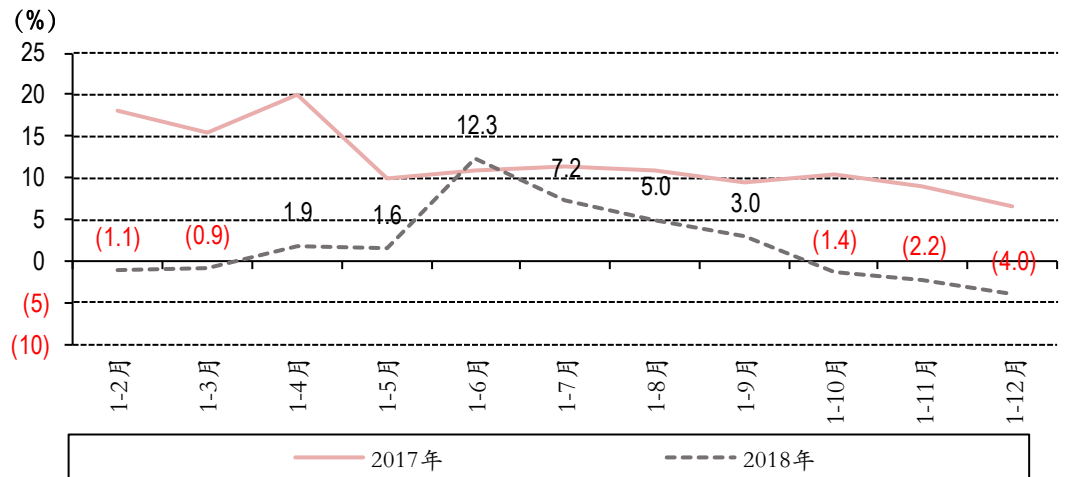
图表 16. 2018 年汽车工业重点企业营业收入同比增长 4.0%



资料来源：中汽协，中银国际证券

2018 年 17 家汽车工业重点企业集团实现利税总额 6,105.7 亿元，同比下滑 4.0%，连续 3 个月呈现下滑，降幅比 1-11 月扩大 1.8 个百分点，汽车销量持续下滑，年底促销持续加大，使得利税总额降幅扩大。

图表 17. 2018 年汽车工业重点企业利税总额同比下降 4.0%



资料来源：中汽协，中银国际证券

附录图表 18. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002594.SZ	比亚迪	买入	51.88	1,334.1	1.49	1.12	34.8	46.3	18.54
600104.SH	上汽集团	买入	28.41	3,319.3	2.95	3.08	9.6	9.2	19.75
000338.SZ	潍柴动力	买入	9.50	753.4	0.86	0.98	11.1	9.7	4.71
600741.SH	华域汽车	买入	20.53	647.3	2.08	2.32	9.9	8.8	13.94
603997.SH	继峰股份	买入	7.87	50.3	0.46	0.50	17.2	15.7	2.83
601799.SH	星宇股份	买入	54.78	151.3	1.70	2.24	32.2	24.5	15.20
002920.SZ	德赛西威	买入	23.76	130.7	1.12	0.79	21.2	30.1	7.08
603197.SH	保隆科技	买入	21.34	35.6	1.04	1.07	20.5	19.9	8.30

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 2 月 22 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



风险提示

- 1) 汽车销量不及预期;
- 2) 贸易冲突持续升级;
- 3) 产品大幅降价。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371