



强于大市

2019年新能源汽车补贴政策点评

政策落地符合预期，关注新能源公交及燃料电池后续政策

近日财政部、工信部、科技部及发改委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，明确了2019年新能源汽车补贴标准，并从3月26日起实施。

主要观点

- **政策基本符合市场预期，利好产业平稳发展。**2019年正式期补贴整体降幅约50%，基本符合此前市场预期。设置3个月过渡期，有利于整车企业进行技术改造和升级、消化库存产品，利好产业平稳发展。运营车辆预拨部分补贴，有望缓解产业链资金压力并提升销量。地方补贴转为支持充电加氢等基建和运营，利好充电桩及燃料电池产业链。
- **补贴大幅下降，车企盈利承压。**乘用车方面，小型纯电动车型盈利承压，车企或改用磷酸铁锂电池以降低成本，而中大型纯电动及插电混车型影响相对较小。能耗等技术要求提升，利好技术优势企业。此外营运新能源乘用车补贴0.7倍，略好于预期，利于滴滴等运营车辆发展。客车方面，非公交车型补贴降幅较大，车企盈利承压，公交政策有待后续观察，或将优于非公交补贴标准。专用车方面，由带电量改为分车型进行补贴，N1类补贴降幅较大，微面及轻卡类新能源物流车销量及盈利承压；N2及N3类补贴上限较高，有望促进新能源专用车向中重卡方向升级，利好技术优势企业。
- **预计2019年新能源汽车销量达到170万辆，上半年有望迎来抢装。**我们预计2019年新能源汽车销量达到170万辆，同比增长35%；其中新能源乘用车150万辆，客车10万辆，专用车10万辆。上半年过渡期内300-400公里纯电动乘用车、微面及轻卡物流车或将迎来抢装，正式期预计将出现250-300公里及400公里以上共同发展的两层分化局面。
- **新能源公交补贴政策待定，关注后续进展。**目前财政部等部门正在研究加快推广新能源公交车的政策措施，后续将另行发布，或将优于非公交客车的补贴标准，关注后续进展。此外预拨部分补贴将缓解车企的资金压力并降低财务费用，利好新能源公交车企的盈利提升。2018年宇通、比亚迪、金龙、中通等新能源公交车销量排名靠前，有望受益。
- **燃料电池扶持政策持续出台，公交客车等有望率先爆发。**本次补贴政策明确了地方补贴支持加氢站建设，且后续将有支持政策出台，有望推动燃料电池汽车爆发。目前燃料电池较适用于客车及货车等固定区域、固定路线的运营，政策推动下燃料电池公交客车等有望迎来爆发，建议关注潍柴动力。
- **投资建议**
补贴政策扶优扶强，利好技术及供应链优势企业，乘用车重点推荐比亚迪；新能源公交补贴政策待定，或将优于非公交客车标准，建议关注宇通客车、金龙汽车。燃料电池支持政策持续出台，公交客车等有望率先爆发，推荐潍柴动力。新能源零部件方面推荐拓普集团、银轮股份，建议关注凌云股份。此外上游建议关注磷酸铁锂及高镍软包三元产业链，下游建议关注充电桩、加氢站及相关运营产业链。
- **风险提示**
1) 新能源汽车销量不及预期；2) 企业盈利不及预期。

相关研究报告

《汽车行业周报》20190325
《汽车行业周报》20190317
《汽车行业月报》20190314

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

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

一、补贴政策符合市场预期，部分环节有所改善

补贴整体降幅约 50%，基本符合市场预期。2019 年正式期补贴标准较 2018 年整体降低约 50%，与此前电车汇等报道版本较为接近，基本符合市场预期。2020 年后新能源补贴将完全退出，本次 50% 降幅有利于产业平稳过渡。补贴大幅降低，整车企业盈利承压，有望通过降低成本、技术进步、提升价格等多种手段缓解补贴下降的影响。

设置 3 个月过渡期，利好产业平稳发展。本次政策自 2019 年 3 月 26 日起实施，2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期，期间符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆对应 2018 年标准的 0.1 倍补贴，符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆按 2018 年对应标准的 0.6 倍补贴。过渡期部分产品补贴大都略高于正式期标准，3 个月过渡期有利于整车企业进行技术改造和升级、消化库存产品，利好产业平稳发展。

运营车辆预拨部分资金，有望缓解产业链资金压力并提升销量。2017 年新能源补贴政策实施运营里程要求后，对于运营车辆的产业链上下游造成了极大的资金压力，部分企业财务费用等大幅增加，同时也对专用车等车型的销售产生了较大的负面影响。本次政策明确对有运营里程要求的车辆，在完成销售上牌后即预拨一部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算。预拨部分补贴将大幅缓解产业链相关企业的资金压力，并促进新能源运营车辆的销售。新能源车企的财务费用有望降低，并部分缓解补贴下滑带来的盈利压力。

地方补贴转为支持基建和运营，利好充电桩及燃料电池产业链。本次政策明确规定，地方过渡期后不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给与购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。一方面，地补取消利好优势车企更好的开拓全国市场；另一方面，充电（加氢）基础设施有望迎来爆发，充电桩及氢燃料电池产业链有望受益，建议关注相关产业链个股。此外符合公告要求但未达到 2019 年补贴技术条件的车型产品也将纳入推荐车型目录，部分车型可以不拿购置补贴但享受新能源汽车牌照及路权等优惠措施，有利于新能源汽车的推广应用。

二、分车型补贴政策分析

1、乘用车补贴降幅符合预期，利于技术及供应链优势企业发展

1) 纯电动乘用车

从过渡期到正式期，满足 2019 年技术要求的车型过渡期补贴金额均高于正式期，此外考虑到过渡期内部分城市可能有地方补贴（新政并未禁止，或取决于地方政策），过渡期内有望迎来抢装。其中续航 300-400 公里车型补贴前后差别较大，预计将是上半年抢装重点。

从正式期补贴降幅来看，纯电动补贴由 5 挡变为 2 挡，简化了补贴分类，其中纯电动车型的续航里程 250 公里以下取消补贴，250 公里以上降幅 47%-60% 不等，300-400 公里降幅较大，预计正式期销量将会受到一定影响，相关车型或将升级至 400 公里以上以获得更高补贴，或将续航降低至 250-300 公里以节省成本。

图表 1. 新能源乘用车补贴标准调整

纯电动续航里程 (公里)	纯电动					插混 R≥50
	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400	
2018 年补贴 (万元)	1.5	2.4	3.4	4.5	5.0	2.2
2019 年过渡期*	0.15	0.24	2.04	2.7	3	1.32
过渡期降幅	90%	90%	40%	40%	40%	40%
2019 年正式期补贴 (万元)	0	0	1.8	1.8	2.5	1
正式期降幅	100%	100%	47%	60%	50%	55%

资料来源：财政部、中银国际证券，*注：续航里程 250 公里以下不符合 2019 年技术要求，最多只能获得 0.1 倍补贴。



补贴调整系数方面，百公里电耗及电池能量系统密度要求均略有提升。

- 1) 百公里电耗补贴调整系数 1.1 倍的要求提升至优于门槛值 35%，技术优势车企可以通过轻量化、驱动三合一等方式满足较高要求并获得更高的补贴。
- 2) 电池能量系统密度最低要求由 105 Wh/kg 提升至 125 Wh/kg，但最高补贴系数要求的电池能量密度维持 160 Wh/kg 不变，预计主要是考虑电动车安全等因素影响。

图表 2. 纯电动乘用车补贴调整系数

补贴调整系数	百公里电耗优于门槛值			补贴调整系数	电池系统能量密度(Wh/kg)			
	0-5%	5%-25%	>=25%		105<R≤120	120<R≤140	140<R≤160	R>160
2018 年	0.5	1	1.1	2018 年	0.6	1	1.1	1.2
2019 年	0.8	1	1.1	2019 年	0	0.8	0.9	1

资料来源：财政部、中银国际证券

对于插混乘用车型，补贴降低 55% 幅度较大，但由 2.2 万降到 1.0 万绝对金额变化较小，而插混车型一般都是 A 级或以上车型，售价大都在 15 万元以上，预计受补贴政策影响相对较小。

补贴调整系数方面，B 状态燃料消耗量比值要求较 2018 年略有提升，利好技术优势企业。

图表 3. 插混乘用车补贴调整系数

插混 B 状态燃料消耗量比值	<60%	60-65%
2018 年补贴调整系数	1	0.5
插混 B 状态燃料消耗量比值	<55%	55-60%
2019 年补贴调整系数	1	0.5

资料来源：财政部、中银国际证券

从技术方面看，纯电动乘用车能耗水平、插混乘用车 B 状态燃料消耗量比值等要求提升，体现了补贴政策扶优扶强的大方向，利好比亚迪、上汽等技术优势企业。

从盈利角度来看，乘用车纯电动小型车受补贴影响较大，而纯电动中大型车及插混车型影响相对较小。车企有望通过降低成本、提升售价等方式缓解补贴下滑的影响，利好比亚迪等具备供应链优势企业发展。

上游方面，磷酸铁锂电池能量密度提升较快且成本较三元锂电池低 20% 左右，预计低端车型或将采用磷酸铁锂电池替代三元锂电池，而高端车型多将采用 160 Wh/kg 以上的三元锂电池，建议关注磷酸铁锂及高镍软包三元产业链。

此外新政对于非私人购买或用于营运的新能源乘用车按照相应补贴金额的 0.7 倍给予补贴，略好于此前 0.5 倍的市场预期，利于滴滴等新能源营运车辆发展。

2、新能源客车补贴降幅较大，非公交车型盈利承压

本次政策主要针对非公交类客车，新能源公交车补贴政策将另行公布，预计有望优于非公交补贴标准，且过渡期后仍有望享受地方补贴，利好新能源公交销售及企业盈利改善。

1) 非快充类纯电动客车

从过渡期到正式期，非快充类纯电动客车满足 2019 年技术要求的车型过渡期补贴金额均高于正式期，但由于新能源客车销量主体是公交，因此预计抢装销量影响相对较小。

非快充类纯电动客车正式期的度电补贴由 1200 元/度下降到 500 元/度，降幅为 58%；而单车补贴上限降低 50%-55% 不等，预计将对新能源客车的盈利造成较大压力。

图表 4. 非快充类纯电动客车度电补贴及补贴上限调整

标准补贴	度电补贴 (元/KWh)	中央财政单车补贴上限 (万元)		
		6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
2018 年标准	1200	5.5	12	18
2019 年过渡期		3.3	7.2	10.8
过渡期降幅		40%	40%	40%
2019 年正式期	500	2.5	5.5	9
正式期降幅	58%	55%	54%	50%

资料来源: 工信部等, 中银国际证券

从补贴调整系数来看, 单位载质量能量消耗量要求细化且略有提升, 利好技术优势车企。非快充类纯电动客车的电池系统能量密度要求大幅提升至 135 Wh/kg, 预计主流整车及电池企业均能满足要求。2019 年补贴调整系数最高为 1.0, 低于 2018 年 1.21, 考虑补贴调整系数后 2019 年最高补贴的降幅更大, 新能源客车盈利承压。

图表 5. 非快充类纯电动客车补贴调整系数

补贴调整系数	电池系统能量密度(Wh/kg)		补贴调整系数	单位载质量能量消耗量(Ekg)			
	115<R≤135	R>135		0.19-0.21	0.17-0.19	0.15-0.17	<0.15
2018 年	1	1.1	2018 年	1	1	1	1.1
2019 年	0	1	2019 年	0	0.8	0.9	1

资料来源: 工信部等, 中银国际证券

2) 快充类纯电动客车

从过渡期到正式期, 快充类纯电动客车满足 2019 年技术要求的车型过渡期补贴金额均高于正式期, 但绝对金额差别相对较小, 因此预计抢装影响相对较小。

快充类纯电动客车正式期的度电补贴由 2100 元/度下降到 900 元/度, 降幅为 57%; 而单车补贴上限降低 50%, 预计将对新能源客车的盈利造成较大压力。

图表 6. 快充类纯电动客车度电补贴及补贴上限调整

标准补贴	度电补贴 (元/KWh)	中央财政单车补贴上限 (万元)		
		6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
2018 年标准	2100	4	8	13
2019 年过渡期		2.4	4.8	7.8
过渡期降幅		40%	40%	40%
2019 年正式期	900	2	4	6.5
正式期降幅	57%	50%	50%	50%

资料来源: 工信部等, 中银国际证券

快充类纯电动客车的补贴调整系数主要由快充倍率决定, 2019 年要求和 2018 年类似, 但高档补贴调整系数有所降低, 或对部分车型盈利有所影响。

图表 7. 快充类纯电动客车补贴调整系数

快充倍率	3C-5C	5C-15C	>15C
2018 年补贴调整系数	0.8	1	1.1
2019 年补贴调整系数	0.8	0.9	1

资料来源: 工信部等, 中银国际证券



3) 插混客车

从过渡期到正式期，插混客车满足 2019 年技术要求的车型过渡期补贴金额均高于正式期，但绝对金额差别较小，因此预计抢装影响相对较小。

插混客车正式期的度电补贴由 1500 元/度下降到 600 元/度，降幅为 60%；而单车补贴上限降低 49-56% 不等，较大降幅预计将对新能源客车的盈利造成一定压力。

图表 8. 插混客车的度电补贴及补贴上限调整

插混类客车	度电补贴 (元/KWh)	中央财政单车补贴上限 (万元)		
		6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
2018 年标准	1500	2.2	4.5	7.5
2019 年过渡期		1.32	2.7	4.5
过渡期降幅		40%	40%	40%
2019 年正式期	600	1	2	3.8
正式期降幅	60%	55%	56%	49%

资料来源：工信部等，中银国际证券

插混客车的补贴调整系数主要由节油率决定，2019 年要求和 2018 年类似，但高档补贴调整系数有所降低，或对部分车型盈利有所影响。

图表 9. 插混客车补贴调整系数

节油率	<60%	60%-65%	65%-70%	>70%
2018 年补贴调整系数	0	0.8	1	1.1
2019 年补贴调整系数	0	0.8	0.9	1

资料来源：工信部等，中银国际证券

3、专用车补贴降幅较大，推动产品升级

度电补贴方面，2018 年专用车按照带电量对应不同的补贴标准，而 2019 年补贴标准按照车型予以区分，其中纯电动货车的度电补贴 350 元/度，不同带电量降低约 59%-46%；插混货车的度电补贴 500 元/度，不同带电量降低约 41%-23%，降幅相对较小。

图表 10. 新能源专用车度电补贴调整

度电补贴 (元/KWh)	30 度以下部分	30-50 度部分	50 度以上部分
2018 年	850	750	650
2019 年纯电动货车	350	350	350
降幅	59%	53%	46%
2019 年插混货车 (含增程式)	500	500	500
降幅	41%	33%	23%

资料来源：工信部等，中银国际证券

补贴上限方面，2019 年专用车按照车型进行区分，纯电动货车 N1 类补贴上限为 2.0 万元，较 2018 年降低了 80%，降幅较大；而纯电动 N2 和 N3 类补贴上限为 5.5 万元，降幅均为 45%。插混专用车仅有 N3 类补贴上限为 3.5 万元，N1/N2 类不予补贴。

政策的调整预计将对微面、轻卡等新能源物流车销量造成一定影响，同时有望推动新能源中重卡快速发展，促进新能源专用车的产品升级。



图表 11. 新能源专用车补贴上限调整

补贴上限 (万元)	N1 类	N2 类	N3 类
2018 年	10	10	10
2019 年过渡期	6	6	6
过渡期降幅	40%	40%	40%
2019 年纯电动专用车	2.0	5.5	5.5
降幅	80%	45%	45%
2019 年插混专用车	0	0	3.5
降幅	100%	100%	65%

资料来源: 工信部等, 中银国际证券, 注: 根据 GB/T 15089-2001, N1 类指最大设计总质量不超过 3500kg 的载货汽车; N2 类指最大设计总质量超过 3500kg, 但不超过 12000kg 的载货汽车; N3 类指最大设计总质量超过 12000kg 的载货汽车。

补贴调整系数方面, 2019 年纯电动货车单位载质量能量消耗量 (Ekg) 不得低于 0.3, 较 2018 年略有提升。

图表 12. 纯电动货车补贴调整系数变化

单位载质量能量消耗量(Ekg)	0.35-0.40	0.30-0.35	<=0.3
2018 年补贴调整系数	0.2	1	1
2019 年补贴调整系数	0	0	1

资料来源: 工信部等, 中银国际证券

电池能量密度方面, 2019 年纯电动货车装载动力电池系统能量密度不低于 125Wh/kg, 较 2018 年 115Wh/kg 略有提升, 主流车企及电池企业预计均能满足要求。

总体来看, 新能源专用车补贴略低于预期, 较大降幅预计将对整车销量及车企盈利产生一定压力。此外 2019 年政策由带电量改为分车型补贴, 且 N2/N3 类车型补贴上限较高, 有望促进新能源专用车产品升级, 利好技术优势企业发展。

三、预计 2019 年新能源销售 170 万辆, 上半年有望迎来抢装

根据中汽协数据, 2018 年新能源汽车产销达到 127.0 万辆和 125.6 万辆, 分别同比增长 59.9% 和 61.7%。本次政策整体退坡幅度约 50%, 基本符合预期。我们预计 2019 年新能源汽车销量将突破 170 万辆, 同比增长 35%; 其中乘用车 150 万辆, 客车及专用车各 10 万辆。

图表 13. 2019 年新能源汽车销量有望达到 170 万辆

	2015	2016	2017	2018	2019E
新能源汽车	33.1	50.7	77.7	125.6	70
新能源乘用车	20.8	33.6	57.8	105.3	150
纯电动	14.7	25.7	46.8	78.8	110
插电式混合动力	6.1	7.9	11.1	26.5	40
新能源商用车	12.4	17	19.8	20.3	20
纯电动	10.1	15.2	18.4	19.6	19.5
插电式混合动力	2.3	1.9	1.4	0.6	0.5

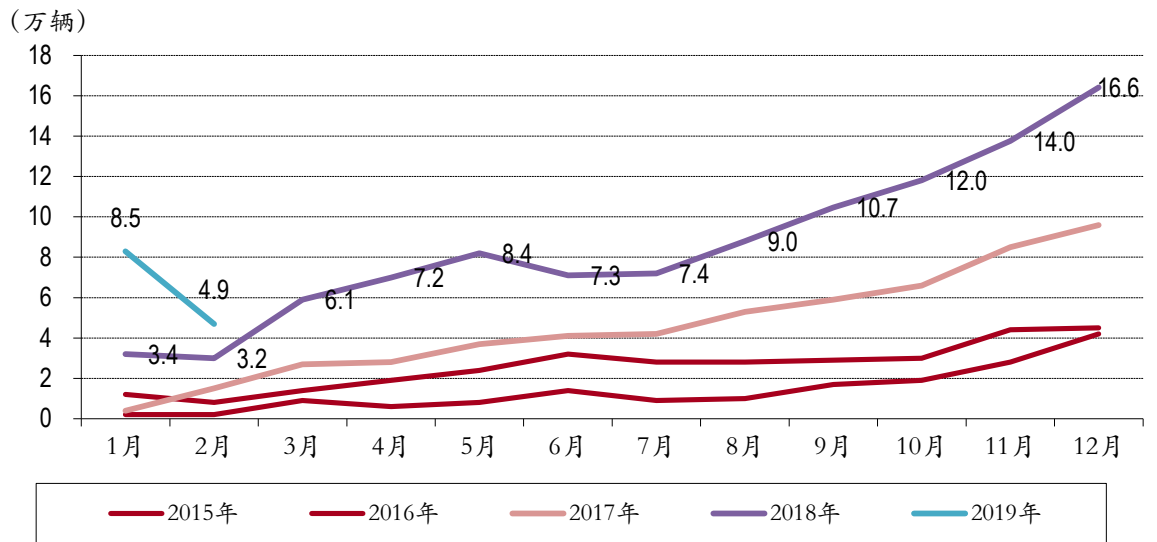
资料来源: 中汽协, 中银国际证券

本次补贴政策设置 3 个月过渡期, 保证了产业平稳过渡。部分乘用车及物流车过渡期补贴相对较高, 预计 2019 年销售节奏和 2018 年类似, 上半年将有部分车型抢装。

从车型来看, 预计过渡期内续航 300-400 公里的纯电动车型或将迎来抢装, 而正式期内, 纯电动乘用车或呈现 250-300 公里 A00 车型及 400 公里以上 A0 级、A 级等车型共同发展的两层分化局面。



图表 14. 新能源乘用车月度销量走势



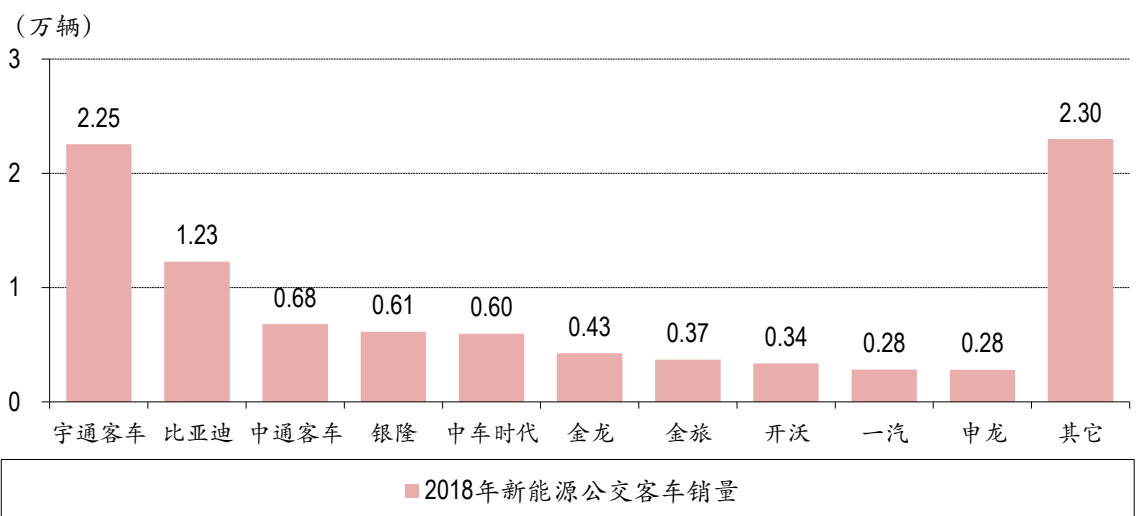
资料来源：中汽协、中银国际证券

四、新能源公交补贴政策待定，关注后续进展

为促进燃料电池汽车产业加快发展，进一步推动公交车行业转型升级发展，目前财政部等部门正在研究支持燃料电池汽车和加快推广新能源公交车的政策措施，后续将另行发布，或将优于非公交客车的补贴标准，关注后续进展。

根据中客网数据，2018年国内新能源公交销售9.4万辆，在新能源客车占比高达90.6%，其中宇通、比亚迪、金龙、中通等销量排名前列，有望受益。此外新能源公交均为运营车辆，补贴资金部分预拨将缓解车企的资金压力并降低财务费用，利好新能源公交车企的盈利提升。

图表 15. 2018年新能源公交客车销量排名



资料来源：中客网、中银国际证券

五、燃料电池支持政策持续出台，公交客车等有望率先爆发

近年来国内氢燃料电池技术发展迅速，在双极板等关键零部件领域逐步实现国产化，上海、苏州、佛山等多地出台燃料电池规划及支持政策。本次补贴政策明确了地方补贴支持加氢站建设，且后续将有支持政策出台，有望推动燃料电池汽车爆发。



图表 16.多地出台政策支持燃料电池发展

省市	产业政策	氢能产业目标		
		2020	2021-2025	2026-2030
上海	《上海市燃料电池汽车发展规划》	150 亿	1000 亿	3000 亿
苏州	《苏州市氢能产业指导意见（试行）》	100 亿	500 亿	
佛山	《佛山市氢能产业发展规划（2018-2030 年）》	200 亿	500 亿	2000 亿
武汉	《氢能产业发展规划方案》	100 亿	1000 亿	
山东	《山东省新能源产业规划（2018-2028 年）》			500 亿
张家口	张家口《氢能产业发展规划（2018-2035）》		350 亿	
宁波	《宁波市人民政府办公厅关于加快氢能产业发展的若干意见》	600-800 辆	1500 辆	
如皋	《如皋市扶持氢能产业发展实施意见》	100 亿	300 亿	1000 亿

资料来源：地方政府网站、中银国际证券

考虑到燃料电池的技术特性以及国内加氢站建设情况，目前燃料电池较适用于客车及货车等固定区域、固定路线的运营。在政策的支持下，燃料电池公交客车等有望迎来爆发，推荐潍柴动力，关注中通客车。

六、投资建议

补贴政策扶优扶强，利好技术及供应链优势企业，乘用车重点推荐比亚迪、上汽集团；新能源公交补贴政策待定，或将优于非公交客车补贴标准，关注政策进展，个股建议关注宇通客车、金龙汽车。燃料电池支持政策持续出台，公交客车等有望率先爆发，推荐潍柴动力。新能源零部件方面推荐拓普集团、银轮股份，建议关注凌云股份。此外上游建议关注磷酸铁锂及高镍软包三元产业链个股，下游建议关注充电桩、加氢站及相关运营产业链个股。

七、风险提示

1) 新能源汽车销量不及预期；2) 企业盈利不及预期。



附录图表：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(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002594.SZ	比亚迪	买入	55.25	1,395.7	1.49	1.12	37.1	49.3	18.54
600104.SH	上汽集团	买入	25.72	3,005.0	2.95	3.08	8.7	8.4	19.75
000338.SZ	潍柴动力	买入	11.24	876.9	0.86	1.09	13.1	10.3	4.96
600066.SH	宇通客车	买入	13.92	308.2	1.41	1.13	9.8	12.3	6.59
600686.SH	金龙汽车	未有评级	11.10	67.3	0.79	0.25	14.1	44.9	5.30
000957.SZ	中通客车	未有评级	9.00	53.4	0.32	0.05	27.9	180.0	4.57
601689.SH	拓普集团	买入	19.40	141.2	1.01	1.23	19.1	15.8	9.74
002126.SZ	银轮股份	买入	8.70	69.7	0.39	0.47	22.4	18.5	4.44
600480.SH	凌云股份	未有评级	11.33	51.6	0.73	0.55	15.6	20.6	8.63

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 3 月 26 日，未有评级公司盈利预测来自公司业绩预告

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公开发表。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。所有本报告期内使用的商标、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