



## 强于大市

# 新能源汽车补贴政策点评

补贴政策尘埃落定，产业发展确定性增强

**2019年补贴政策发布，基本符合预期，政策风险释放，产业发展确定性增强。预计2019年产业链需求高增长，中游环节盈利有望在三季度确立。全球电动化加速带来行业持续成长，产业链长期投资价值凸显。**

- **2019年新能源汽车补贴政策尘埃落定：**2019年3月26日，财政部等四部委发布《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》，自2019年3月26日起实施，2019年补贴政策尘埃落定。
- **补贴政策基本符合市场预期，部分亮点超市场预期：**2019年补贴退坡平均幅度为50%-60%，设置3个月过渡期，符合市场预期。新版补贴政策超预期的点，一是3月26日之前延续2018年补贴标准，且过渡期地补不取消，抢装有望延续；二是对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨部分资金，有望缓解产业链资金压力；三是对于非私人购买或用于运营的新能源乘用车，按照相应补贴金额的0.7倍给予补贴，好于预期的0.5倍，有望促进网约车共享出行的发展；四是新能源公交车补贴政策另行公布，过渡期后地补不取消，有望提振新能源客车需求。
- **退坡幅度符合预期，技术要求稳步提升：**纯电动乘用车续航里程区间简化为2档，标准补贴退坡幅度50%-60%；能量密度门槛由105Wh/kg提高到125Wh/kg，能量密度上限仍为160Wh/kg；最高补贴系数由1.2倍调整为1倍，并降低对应区间补贴调整系数；百公里耗电量指标优于门槛值的比例整体有所提升。新能源客车度电补贴和补贴上限退坡幅度均为50%-60%，技术指标上限没有调整，适当提高了技术指标要求。新能源专用车补贴政策体系有较大变化，由依据总电量分段超额累退方式补贴变为按照纯电动和插电混合动力货车两类给予定额补贴；能量密度和百公里耗电量门槛有所提升，并取消了百公里耗电量作为补贴调整系数。
- **过渡期抢装延续，全年销量有望高增长：**过渡期有望延续2019年初抢装行情，2019年上半年新能源汽车销量与产业链需求有望保持高增长。我们预计2019年新能源汽车销量170万辆，同比增长35%，对应动力电池装机量77GWh，同比增长36%。
- **2019年三季度产业链中游盈利有望确立：**我们预计2019年补贴退坡压力大部分可能由整车环节承担，小部分由动力电池环节与消费者承担。尽管仅承担小部分，但动力电池或仍将面临幅度不小的降价压力，我们预计三元电池可能降价约20%-25%，磷酸铁锂电池可能降价约20%。我们预计新能源汽车产业链中游或将在2019年三季度确立盈利底。过渡期后乘用车型可能会向400公里以上、250-300公里两个区间集中；前者将继续选择具备能量密度优势的三元电池，后者可能基于成本考虑重新转向磷酸铁锂电池，进而带来磷酸铁锂需求的回暖。
- **投资建议：**2019年新能源汽车补贴政策靴子落地，方案基本符合预期。短期看，过渡期抢装将延续一季度的高景气，上半年产业链产销高增长无忧；中期看，2019年下半年总体退坡压力较大，新能源汽车产业链中游或将在2019年三季度确立盈利底；长期看，2020年及之后，政策对于产业的影响趋弱，全球电动化大趋势带来的持续成长性，让新能源汽车产业链长期投资价值凸显。建议关注底部复苏的六氟磷酸锂环节多氟多、天赐材料，对于补贴退坡敏感性较低的设备环节先导智能、赢合科技，受益于磷酸铁锂电池需求回暖的国轩高科，以及全球供应链宁德时代、亿纬锂能、当升科技、杉杉股份、新宙邦、恩捷股份、星源材质、璞泰来等；上游建议关注赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、寒锐钴业等。
- **风险提示：**新能源汽车产业政策不达预期，新能源汽车产销增长不达预期，产业链价格竞争超预期，新技术替代风险。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

沈成\*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

朱凯

(86755)82560533

kai.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050002

\*张咪为本报告重要贡献者



## 2019 年新能源汽车补贴政策尘埃落定

2019 年 3 月 26 日,财政部等四部委发布《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》,自 2019 年 3 月 26 日起实施,2019 年补贴政策尘埃落定。2015 年底发布的《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》中规划了补贴退坡路径,2018 年底至 2019 年初也有电车汇等多个补贴退坡政策版本流出,市场对于补贴退坡已有充分预期。

## 2019 年补贴政策部分亮点超市场预期

一是 2018 年补贴延续期、2019 年过渡期设置及过渡期地补不取消超市场预期。新版补贴政策自 2019 年 3 月 26 日起实施,2019 年 1 月 1 日至 3 月 25 日延续 2018 年补贴政策,2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期,过渡期内符合 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,按照 2018 年对应标准的 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,过渡期间销售上牌的燃料电池汽车按 2018 年对应标准的 0.8 倍补贴,同时过渡期内地补不取消,有望引发抢装行情。

二是从 2019 年开始,对有运营里程要求的车辆,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,补贴清算制度进一步优化,有望改善产业链的现金流状况,缓解车企的资金压力。

三是 2019 年补贴政策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,好于之前预期的 0.5 倍,有望促进网约车共享出行的发展,对 400 公里以上的高端车型需求有较大的支撑作用。

四是新能源公交车补贴政策另行公布,过渡期后地补不取消,有望进一步推动公交车行业转型升级发展,提升新能源客车需求。

## 新能源乘用车补贴政策分析

2019 年新能源乘用车标准补贴平均退坡幅度约为 50%-60%,符合市场预期,其中纯电动乘用车续航里程 250 公里以下的车型取消补贴;250-300 公里由 3.4 万元调整为 1.8 万元,退坡幅度 47%;300-400 公里由 4.5 万调整为 1.8 万元,退坡幅度 60%;400 公里以上车型由 5 万元调整为 2.5 万元,退坡幅度 50%;插电混动乘用车退坡幅度 55%。

从技术指标来看,新补贴政策坚持扶优扶强的政策导向不变,按照技术上应先进、质量上要可靠、安全上有保障的原则,技术指标上限不做调整,同时鼓励企业注重安全性、一致性,适当提高技术指标门槛,推动技术加速进步。获补能量密度门槛由 105Wh/kg 上调为 125Wh/kg,125-140Wh/kg 补贴调整系数为 0.8,140-160Wh/kg 为 0.9,160Wh/kg 以上为 1;百公里耗电量优于门槛值的比例有所提高,强调了对于纯电动乘用车节能降耗的要求。

值得注意的是,2019 年纯电动乘用车单车补贴计算的公式变为:  $\text{Min}[\text{里程补贴标准, 车辆带电量} \times 550 \text{ 元}] \times \text{电池系统能量密度调整系数} \times \text{车辆能耗调整系数}$ ,相比 2018 年单车补贴金额 = 里程补贴标准  $\times$  电池系统能量密度调整系数  $\times$  车辆能耗调整系数有所变化;此外,2019 年补贴政策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。

图表 1. 新能源乘用车 2019 年补贴政策 and 2018 年补贴政策对比

纯电动乘用车	分档	补贴标准 (万元) / 补贴系数		变化幅度(%)
		2018 年	2019 年	
续航里程 (km)	150-200	1.5	0	(100.00)
	200-250	2.4	0	(100.00)
	250-300	3.4	1.8	(47.06)
	300-400	4.5	1.8	(60.00)
	400+	5	2.5	(50.00)
能量密度 (Wh/kg)	105-120	0.6	0	-
	120-125	1	0	-
	125-140	1	0.8	-
	140-160	1.1	0.9	-
	160+	1.2	1	-
百公里耗电量优于门槛值的比例	0%-5%	0.5	0	-
	5%-10%	1	0	-
	10%-20%	1	0.8	-
	20%-25%	1	1	-
	25%-35%	1.1	1	-
	35%+	1.1	1.1	-
<b>插电混动乘用车</b>	<b>R≥50</b>	<b>2.2</b>	<b>1</b>	<b>(54.55)</b>

资料来源：财政部，工信部，中银国际证券

### 新能源客车补贴政策分析

新能源客车度电补贴和补贴上限退坡幅度区间为 50%-60%，符合市场预期。新能源公交车补贴政策另行公布，过渡期后仍有地补，超出市场预期。从技术指标来看，非快充类客车补贴调整系数指标由能量密度变为单位载质量能量消耗量，更加注重客车的安全性和能耗水平，同时能量密度门槛由 115Wh/kg 提高到 135Wh/kg；快充类客车快充倍率门槛及上限值不变，对应区间补贴调整系数略有下调，插电式混合动力客车节油率调整系数遵循同样的思路。总的来看，新能源客车技术指标上限值没有调整，适当提高了技术指标要求，在保障安全性的前提下稳步提升行业技术水平。

图表 2. 新能源客车 2019 年补贴政策 and 2018 年补贴政策对比

新能源客车	分档	2018 年	2019 年	变化幅度(%)
	补贴标准 (元/kWh)	1,200	500	(58.33)
非快充类客车	补贴上限 (万元)	5.5	2.5	(54.55)
	6 < L ≤ 8 (m)	12	5.5	(54.17)
	8 < L ≤ 10 (m)	18	9	(50.00)
	L > 10 (m)	0	0	-
	能量密度 E ≤ 115 (Wh/kg)	1	0	-
	调整系数 115 < E ≤ 135 (Wh/kg)	1.1	1	-
	E ≥ 135 (Wh/kg)	0	0	-
	E <sub>kg</sub> > 0.21 (Wh/km·kg)	1	0	-
	0.19 < E <sub>kg</sub> ≤ 0.21 (Wh/km·kg)	1	0.8	-
	0.17 < E <sub>kg</sub> ≤ 0.19 (Wh/km·kg)	1	0.9	-
0.15 < E <sub>kg</sub> ≤ 0.17 (Wh/km·kg)	1.1	1	-	
E <sub>kg</sub> ≤ 0.15 (Wh/km·kg)	2,100	900	(57.14)	
快充类客车	补贴标准 (元/kWh)	4	2	(50.00)
	补贴上限 (万元)	8	4	(50.00)
	8 < L ≤ 10m	13	6.5	(50.00)
	L > 10m	0.8	0.8	-
	3C-5C (含)	1	0.9	-
	5C-15C (含)	1.1	1	-
15C 以上	1,500	600	(60.00)	
插电式混合动力 (含增程式) 客车	补贴标准 (元/kWh)	2.2	1	(54.55)
	补贴上限 (万元)	4.5	2	(55.56)
	8 < L ≤ 10m	7.5	3.8	(49.33)
	L > 10m	0.8	0.8	-
	60%-65% (含)	1	0.9	-
	65%-70% (含)	1.1	1	-
70% 以上				

资料来源: 财政部, 工信部, 中银国际证券

### 新能源专用车补贴政策分析

2019 年新能源专用车补贴政策体系较 2018 年发生了较大变化: 一是 2018 年新能源货车和专用车以搭载动力电池总储电量为依据, 采取分段超额累退方式给予补贴, 而 2019 年按照纯电动货车和插电混合动力货车两类给予定额补贴; 二是 2018 年单车补贴上限统一为 10 万元, 2019 年按照最大设计总质量不同设置不同的补贴上限, 其中纯电动货车 N1 类单车补贴上限 2 万元, N2 和 N3 类 5.5 万元, 插电式混合动力货车 N3 类单车补贴上限为 3.5 万元, 有望加速重卡的电动化; 三是能量密度门槛由 115Wh/kg 上调为 125Wh/kg, E<sub>kg</sub> 门槛由不高于 0.40Wh/km·kg 调整为不高于 0.30Wh/km·kg, 并取消 E<sub>kg</sub> 补贴调整系数。

图表 3. 新能源专用车 2019 年补贴政策和 2018 年补贴政策对比

分段	2018 年		分类	2019 年		
	中央财政补贴标准 (元/kWh)	单车补贴上限 (万元)		中央财政补贴标准 (元/kWh)	单车补贴上限 (万元)	
				N1	N2	N3
30 (含) kWh 以下部分	850		纯电动货车	350	2	5.5
30-50 (含) kWh 部分	750	10	插电式混合动力 (含增程式) 货车	500	/	/
50kWh 以上部分	650					

资料来源: 财政部, 工信部, 中银国际证券

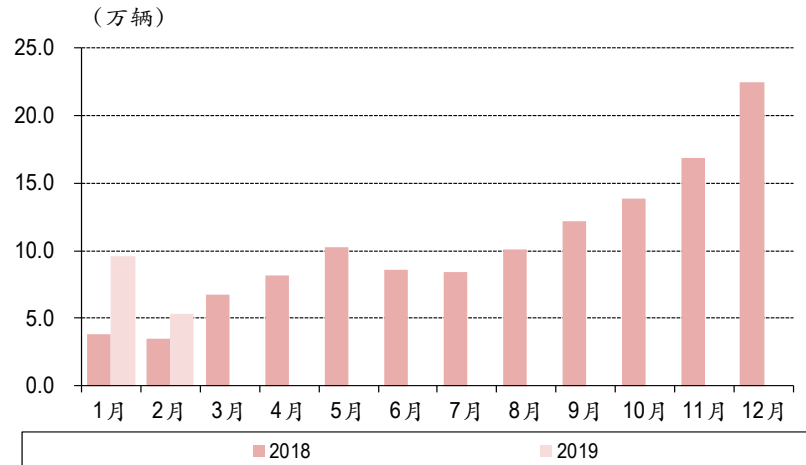
注: N1 类指最大设计总质量不超过 3500kg 的载货汽车; N2 类指最大设计总质量超过 3500kg, 但不超过 12000kg 的载货汽车; N3 类指最大设计总质量超过 12000kg 的载货汽车



## 2019 年国内销量展望

受补贴政策影响，2018 年新能源汽车销量呈现出明显的季节性，2-6 月过渡期延续年初的抢装行情，销量同比高增长，7-8 月份销量触底，此后行业旺季叠加年末抢装，销量逐月提升，全年销量 125.6 万辆，同比大幅增长 61.7%。

图表 4. 2018.01-2019.02 国内新能源汽车月度销量



资料来源：中汽协，中银国际证券

2019 年过渡期为 2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日，过渡期内不取消地补，势必引起大规模抢装。续航里程 300-400 公里乘用车补贴退坡幅度最大，有望成为过渡期抢装主力；250-300 公里以及 400 公里以上乘用车型，退坡幅度亦在 50% 左右，预计同样会引发抢装（250 公里以下的乘用车型在过渡期只有 2018 年对应标准的 0.1 倍补贴，几乎没有抢装价值）。因此，我们预判 2019 年上半年新能源汽车销量与产业链需求有望保持高增长。我们预计 2019 年国内新能源汽车销量 170 万辆，同比增长 35%，对应动力电池装机量 77GWh，同比增长 36%。

图表 5. 2018-2019 年新能源汽车销量及动力电池需求量测算

	2018	2019E
纯电动乘用车 (万辆)	78.8	110
单车电池装载量 (kWh)	39	43
电池需求量 (GWh)	30.73	47.30
插电混动乘用车 (万辆)	26.5	40
单车电池装载量 (kWh)	13	14
电池需求量 (GWh)	3.45	5.60
纯电动客车 (万辆)	8.8	9.5
单车电池装载量 (kWh)	185	190
电池需求量 (GWh)	16.28	18.05
插电混动客车 (万辆)	0.7	0.5
单车电池装载量 (kWh)	45	48
电池需求量 (GWh)	0.32	0.24
纯电动专用车 (万辆)	10.8	10
单车电池装载量 (kWh)	55	60
电池需求量 (GWh)	5.94	6
<b>新能源汽车销量合计 (万辆)</b>	<b>125.6</b>	<b>170</b>
同比增长率 (%)	62	35
<b>动力电池装机量 (GWh)</b>	<b>56.71</b>	<b>77.19</b>
同比增长率 (%)	70	36

资料来源：中汽协，真锂研究，中银国际证券



2017-2019 年目录车型续航里程分布呈现出高续航里程车型占比明显提升的趋势，2017-2019 年的 300-400 公里车型占比分别为 17%、42%、39%，400 公里以上车型占比分别为 5%、21%、47%，这一趋势与 2018 年补贴政策高能量密度、高续航里程的导向是相符的。2019 年过渡期之后，我们预计续航里程的两极分化将会加剧。续航里程在 250-300 公里的乘用车，大部分为 A00 级、A0 级车型，升级至 400 公里以上的高端车型难度相对较大，升级至 300-400 公里的性价比不足（国补相同），我们认为该类车型可能会选择贴近（略超）250 公里续航里程进行生产。而 300-400 公里（尤其是 350-400 公里）的车型，将会升级至 400 公里以上。换言之，过渡期之后的乘用车型可能会向 400 公里以上、250-300 公里两个区间集中。

此外，对于非私人购买或用于运营的新能源乘用车，按照相应补贴金额的 0.7 倍给予补贴，好于之前预期的 0.5 倍，有望促进网约车共享出行的发展，对 400 公里以上的高端车型需求有较大的支撑作用。

图表 6. 2017-2019 年目录内新能源乘用车续航里程分布特征

续航里程	2017	2018	2019 年汇总	2019 年明细	
				2019 第 1 批	2019 第 2 批
100-149		1			
150-199	175	47			
200-249	27	57	2	1	1
250-299	79	151	8	4	4
300-400	63	286	29	16	13
400+	17	142	35	25	10
合计	361	684	74	46	28

续航里程	2017	2018	2019 年汇总	2019 年明细	
				2019 第 1 批	2019 第 2 批
100-149	0%	0%	0%	0%	0%
150-199	48%	7%	0%	0%	0%
200-249	7%	8%	3%	2%	4%
250-299	22%	22%	11%	9%	14%
300-400	17%	42%	39%	35%	46%
400+	5%	21%	47%	54%	36%
合计	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：乘联会，中银国际证券

### 补贴退坡对于产业链的影响分析

补贴退坡一般由动力电池（动力电池降价）、整车（车企降低利润）、消费者（终端车型涨价）来承担，我们预计本次退坡将由三者共同承担。考虑到车企的油耗积分压力与全球电动化背景下的市场份额压力，车企有动力牺牲一定的短期利润以促进其新能源汽车的产销规模增长；同时当前高端三元电池供给紧缺，动力电池龙头具备较强的议价能力；因此，我们判断，本次退坡，大部分可能由整车环节承担，小部分由动力电池环节与消费者承担。尽管仅承担小部分，但动力电池或仍将面临幅度不小的降价压力，我们预计三元电池可能降价 20%-25% 左右，磷酸铁锂电池可能降价 20% 左右。我们预计，新能源汽车产业链中游或将在 2019 年三季度确立盈利底。

据前文分析，过渡期之后的乘用车型可能会向 400 公里以上、250-300 公里两个区间集中。前者将继续选择具备能量密度优势的三元电池，宁德时代开始推 811，比亚迪大部分切换至 622，动力电池与正极材料继续向 622、甚至 811 升级。由于新版补贴政策没有进一步提高能量密度上限，且更加强调动力电池安全性，磷酸铁锂电池已经可以达到 140Wh/kg 的系统能量密度水平，250-300 公里续航里程的车型可能基于成本考虑，有望重新转向磷酸铁锂电池，进而带来磷酸铁锂需求的回暖。



## 投资建议

2019 年新能源汽车补贴政策靴子落地，方案基本符合市场预期。短期看，过渡期抢装将延续行业一季度的高景气，上半年产业链产销高增长无忧；中期看，2019 年下半年总体退坡压力较大，新能源汽车产业链中游或将在 2019 年三季度确立盈利底；长期看，2020 年及之后，政策对于产业的影响趋弱，全球电动化大趋势带来的持续成长性，让新能源汽车产业链长期投资价值凸显。

建议关注底部复苏的六氟磷酸锂环节多氟多、天赐材料，对于补贴退坡敏感性较低的设备环节先导智能、赢合科技，受益于磷酸铁锂电池需求回暖的国轩高科，以及全球供应链宁德时代、亿纬锂能、当升科技、杉杉股份、新宙邦、恩捷股份、星源材质、璞泰来等；上游建议关注赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、寒锐钴业等。

## 风险提示

新能源汽车产业政策不达预期，新能源汽车产销增长不达预期，产业链价格竞争超预期，新技术替代风险。

附录图表 7. 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	
300450.SZ	先导智能	买入	35.90	316.52	1.22	0.84(A)	29.43	42.74(A)	3.90
300014.SZ	亿纬锂能	买入	22.58	193.17	0.47	0.67	48.04	33.81	4.17
300750.SZ	宁德时代	增持	85.30	1,872.35	1.77	1.63	48.27	52.32	15.09
300073.SZ	当升科技	增持	29.27	127.83	0.57	0.72	51.08	40.48	7.56
600884.SH	杉杉股份	增持	15.10	169.54	0.80	1.10	18.88	13.76	9.61
002709.SZ	天赐材料	增持	32.43	111.14	0.90	1.34	36.15	24.23	8.32
300037.SZ	新宙邦	增持	26.73	101.25	0.74	0.84(A)	36.22	31.82(A)	7.30
002812.SZ	恩捷股份	增持	61.16	289.82	0.33	1.13	185.90	54.09	8.31
300568.SZ	星源材质	增持	30.00	57.60	0.56	1.16(A)	53.57	25.86(A)	7.45
603659.SH	璞泰来	增持	53.92	234.39	1.04	1.37(A)	51.85	39.36(A)	6.34
002460.SZ	赣锋锂业	增持	28.86	344.47	1.12	0.92	25.84	31.21	6.04
603799.SH	华友钴业	增持	37.43	310.57	2.28	2.72	16.39	13.76	9.69
300618.SZ	寒锐钴业	增持	77.96	149.68	2.34	3.70	33.30	21.08	9.92
002407.SZ	多氟多	未有评级	16.21	110.86	0.40	0.23	40.53	70.63	5.20
300457.SZ	赢合科技	未有评级	25.40	95.50	0.72	0.88	35.28	28.85	8.47
002466.SZ	天齐锂业	未有评级	36.11	412.40	1.94	1.94	18.61	18.66	8.88

资料来源：万得，中银国际证券

注 1：对于 2018 年预测每股收益，先导智能、新宙邦、星源材质、璞泰来使用 2018 年年报数据，杉杉股份、华友钴业使用中银国际证券预测数据，其余使用 2018 年业绩快报数据

注 2：股价截止日 2019 年 3 月 26 日



## 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