

汽车行业

19年新能源汽车补贴新规发布，着眼产业平稳过渡及高质量发展

● 事件：四部委联合下发 19 年新能源汽车补贴新规

3月26日，财政部、工信部、科技部、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》（财建〔2019〕138号），19年新能源汽车补贴标准将于19年6月26日起实施，3月26日至6月25日为过渡期，燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策将另行公布。过渡期间，符合18年技术要求，符合/不符合19年要求的汽车分别按18年补贴标准的0.6倍/0.1倍补贴，燃料电池汽车按0.8倍进行补贴。

● 补贴继续退坡，倒逼车企专注于产品力提升带来的利润贡献

考虑到规模效益、成本下降等，新规继续降低了补贴力度：1)如250km续航以上纯电乘用车补贴下滑约50-60%，插电乘用车单车补贴由2.2万下滑至1万，不同车长新能源客车（燃料客车、新能源公交车外）单车补贴上限下滑约50-55%等；2)补贴调整系数均有不同程度下调；3)取消地方购置补贴；4)非私人购买或用于营运的新能源乘用车补贴金额为相应标准的70%。18、19年补贴标准要求纯电动乘用车度电补贴不超过1200、550元/kWh，对大部分车企而言度电补贴或首次低于电池成本，这将进一步倒逼车企放弃谋补心态，专注于产品力提升后带来的盈利能力提升。

● 政府多措并举以实现平稳过渡，着眼产业体系建设及高质量发展

我国新能源汽车仍是一个新兴产业，政府多措并举以实现不同补贴阶段的平稳过渡，防止市场大起大落扰乱产业的平稳发展：1)坚持扶优扶强，但适当提升技术指标门槛：根据我们对国补目录的整理，10-13批目录的134款纯电乘用车中，仅有1款续航在250km以下，电池能量密度不满足125Wh/kg门槛的仅有6款，耗电量优于门槛幅度10%以下而无法拿到补贴的仅有16款，新规重点支持优质产品，是在保证大部分新车型达到技术门槛的条件下；2)设置过渡期，给予车企进行产品切换的时间；3)完善清算制度，减缓车企现金流问题：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。

另外，政府着眼于产业的体系能力建设及高质量发展，新规着重强调了产品安全性问题及地方对充电基础设施建设和配套运营服务等的支持。

● 投资建议

新能源汽车补贴将逐步退出，长远来看双积分政策及使用环节的支持将逐步接力购置端补贴，持续推动新能源汽车产业的平稳健康发展。新能源汽车投资视野上，销量变动和补贴下滑对公司盈利的影响均值得关注，投资者应更加重视公司的核心竞争力和市场化驱动力，我们认为，传统车和新能源车都具有较强研发和上下游整合能力的公司更加容易在竞争中胜出。我们推荐上汽集团、华域汽车、广汽集团（A/H）。

● 风险提示

政策调整不符预期；行业需求低于预期；新能源汽车销量不及预期。

行业评级

买入

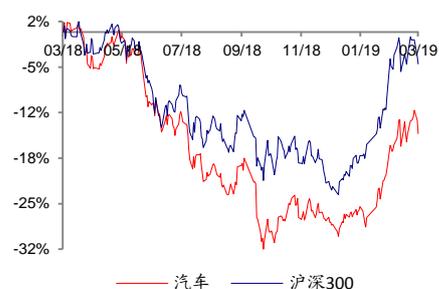
前次评级

买入

报告日期

2019-03-27

相对市场表现


分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

唐哲



SAC 执证号：S0260516090003



SFC CE No. BMV323



021-60750621



tangzhe@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、刘智琪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

汽车行业：19年数据点评系列 2019-03-06

列之八：2月新能源汽车合格

证同比增长43%

联系人：李爽 021-60750604

fzlishuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/26	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
上汽集团	600104.SH	买入	CNY	25.72	-	3.21	3.38	8.0	7.6	4.9	3.7	16.7	16.5
华域汽车	600741.SH	买入	CNY	19.97	-	2.61	2.30	7.6	8.7	6.1	4.1	17.9	14.6
广汽集团	601238.SH	买入	CNY	11.44	-	1.27	1.47	9.0	7.8	7.2	4.2	15.3	15.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

可比公司表

股票简称	股票代码	货币	股价	EPS(元)		PE(x)	
			2019/3/26	2018E	2019E	2018E	2019E
北汽蓝谷	600733.SH	CNY	8.75	0.05	0.13	161.9	67.5
比亚迪股份	01211.HK	HKD	50.40	1.35	2.07	37.4	24.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心; 备注: 公司盈利预测取 Wind 一致预测数据, 其中北汽蓝谷 EPS 为人民币, 比亚迪股份股价、EPS 为港元

事件：四部委联合下发 19 年新能源汽车补贴新规

3月26日，财政部、工信部、科技部、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》（财建〔2019〕138号），19年新能源汽车补贴标准将于19年6月26日起实施，3月26日至6月25日为过渡期，燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策将另行公布。过渡期间，符合18年技术要求，符合/不符合19年要求的汽车分别按18年补贴标准的0.6倍/0.1倍补贴，燃料电池汽车按0.8倍。

补贴继续退坡，倒逼车企专注于产品力提升带来的利润贡献

考虑到规模效益、成本下降等，新规继续降低了补贴力度：1）如250km续航以上纯电乘用车补贴下滑约50-60%，插电乘用车单车补贴由2.2万下滑至1万，不同车长新能源客车（燃料客车、新能源公交车外）单车补贴上限下滑约50-55%等；2）补贴调整系数均有不同程度下调；3）取消地方购置补贴；4）非私人购买或用于营运的新能源乘用车补贴金额为相应标准的70%。

表 1：纯电动乘用车基础补贴标准变化情况（万元）

时间	纯电动乘用车续驶里程 R（工况法、公里）				
	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400
2018 年	1.5	2.4	3.4	4.5	5
过渡期-符合 19 年技术要求	0.9	1.44	2.04	2.7	3
过渡期-不符合 19 年技术要求	0.15	0.24	0.34	0.45	0.5
2019 年	0	0	1.8	1.8	2.5

注：2018 年补贴标准：单车补贴金额=里程补贴标准×电池系统能量密度调整系数×车辆能耗调整系数。单位电池电量补贴上限不超过 1200 元/kWh。

2019 年补贴标准：1、纯电动乘用车单车补贴金额=Min{里程补贴标准，车辆带电量×550 元}×电池系统能量密度调整系数×车辆能耗调整系数；2、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。

2018 年补贴调整系数规定：1、纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 105Wh/kg，105（含）-120Wh/kg 的车型按 0.6 倍补贴，120（含）-140Wh/kg 的车型按 1 倍补贴，140（含）-160Wh/kg 的车型按 1.1 倍补贴，160Wh/kg 及以上车型按 1.2 倍补贴；2、根据纯电动乘用车能耗水平设置调整系数。纯电动乘用车整车能耗比较规定门槛提高 0%（含）-5%的车型按 0.5 倍补贴，提高 5%（含）-25%车型按 1 倍补贴，提高 25%（含）以上的车型按 1.1 倍补贴。

2019 年补贴调整系数规定：1、纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 125Wh/kg，125（含）-140Wh/kg 的车型按 0.8 倍补贴，140（含）-160Wh/kg 按 0.9 倍补贴，160Wh/kg 及以上按 1 倍补贴；2、根据纯电动乘用车能耗水平设置调整系数。纯电动乘用车整车能耗比规定门槛提高 10%（含）-20%的车型按 0.8 倍补贴，提高 20%（含）-35%的车型按 1 倍补贴，提高 35%（含）以上的车型按 1.1 倍补贴。

数据来源：工信部、广发证券发展研究中心

表 2: 2019 年新能源客车补贴标准 (燃料电池、公交客车政策另行公布)

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)		
					6<L≤8m	8 < L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	500	单位载质量能量消耗量 (Wh/km·kg)			2.5	5.5	9
		0.19 (含) - 0.17	0.17 (含) - 0.15	0.15 及以下			
		0.8	0.9	1			
快充类纯电动客车	900	快充倍率			2	4	6.5
		3C - 5C (含)	5C - 15C (含)	15C 以上			
		0.8	0.9	1			
插电式混合动力 (含增程式) 客车	600	节油率水平			1	2	3.8
		60% - 65% (含)	65% - 70% (含)	70%以上			
		0.8	0.9	1			

单车补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准; 单车补贴上限}×调整系数 (包括: 单位载质量能量消耗量系数、快充倍率系数、节油率系数)

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

表 3: 2018 年新能源客车补贴标准

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)		
					6<L≤8m	8 < L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	1200	系统能量密度 (Wh/kg)			5.5	12	18
		115 - 135 (含)		135 以上			
		1		1.1			
快充类纯电动客车	2100	快充倍率			4	8	13
		3C - 5C (含)	5C - 15C (含)	15C 以上			
		0.8	1	1.1			
插电式混合动力 (含增程式) 客车	1500	节油率水平			2.2	4.5	7.5
		60% - 65% (含)	65% - 70% (含)	70%以上			
		0.8	1	1.1			

单车补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准; 单车补贴上限}×调整系数 (包括: 电池系统能量密度系数、单位载质量能量消耗量系数、快充倍率系数、节油率系数)

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

18、19年补贴标准要求纯电动乘用车度电补贴不超过1200、550元/kWh,

18、19年非快充类纯电动客车度电补贴分别为1200、500元/kWh, 对大部分车企

而言度电补贴或首次低于电池成本，这将进一步倒逼车企放弃谋补心态，专注于产品力提升后带来的盈利能力提升。

我们根据纯电动乘用车不同续航里程对应的补贴，大体测算了18、19年不同续航车型的度电补贴情况：18年不同续航纯电动乘用车国补+地补能相当大程度上覆盖电池带来的成本上升，而19年不同续航纯电动乘用车度电补贴或仅有400-500元左右。

表 4：2019 年纯电乘用车度电补贴测算（由于地补取消，补贴只为国补，不考虑调整系数）

纯电乘用车续航/km	2019 年国补/元	门槛续航/km	带电量（每百公里 13.6 度）/度	度电国补/元
250-300	18000	250	34.0	529
300-400	18000	300	40.8	441
400 及以上	25000	400	54.4	460

数据来源：工信部、广发证券发展研究中心

备注：我们统计了 18 年过渡期后 18-22 批免税目录车型百公里耗电量均值为 13.6 度，假定每百公里耗电 13.6 度，下同。

表 5：2018 年纯电乘用车度电补贴测算（假设地补为国补的 50%，不考虑调整系数）

纯电乘用车续航/km	2018 年国补/元	门槛续航/km	带电量（每百公里 13.6 度）/度	度电国补+度电地补/元
150-200	15000	150	20.4	1103
200-250	24000	200	27.2	1324
250-300	34000	250	34.0	1500
300-400	45000	300	40.8	1654
400 及以上	50000	400	54.4	1379

数据来源：工信部、广发证券发展研究中心

备注：若续航对应的国补+地补之和超过度电补贴，按度电补贴上限来补贴

政府多措并举以实现平稳过渡，着眼产业体系建设及高质量发展

我国新能源汽车仍是一个新兴产业，政府多措并举以实现不同补贴阶段的平稳过渡，防止市场大起大落扰乱产业的平稳发展：

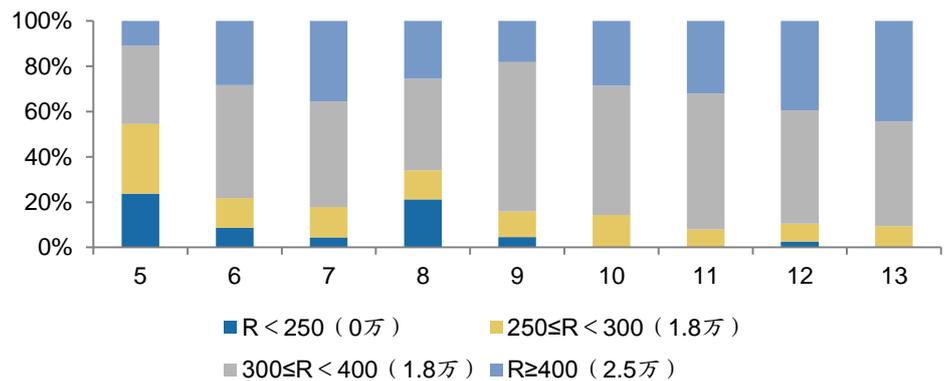
1) 坚持扶优扶强，适当提升技术指标门槛：根据我们对国补目录的整理，10-13批目录的134款纯电乘用车中，仅有1款续航在250km以下，电池能量密度不满足125 Wh/kg门槛的仅有6款，耗电量优于门槛幅度10%以下而无法拿到补贴的仅有16款，新规重点支持优质产品，是在保证大部分新车型达到技术门槛的条件下。

表 6: 5-13 批国补目录纯电动乘用车工况法续航里程 (km) 及补贴额

批次	R < 250 (0 万)	250 < R < 300 (1.8 万)	300 < R < 400 (1.8 万)	R > 400 (2.5 万)	合计
5	70	90	102	32	294
6	4	6	23	13	46
7	2	6	21	16	45
8	10	6	19	12	47
9	2	5	29	8	44
10		4	16	8	28
11		2	15	8	25
12	1	3	19	15	38
13		4	20	19	43
总计	89	126	264	131	610

数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

图 1: 5-13 批国补目录纯电动乘用车工况法续航里程 (km) 及补贴额



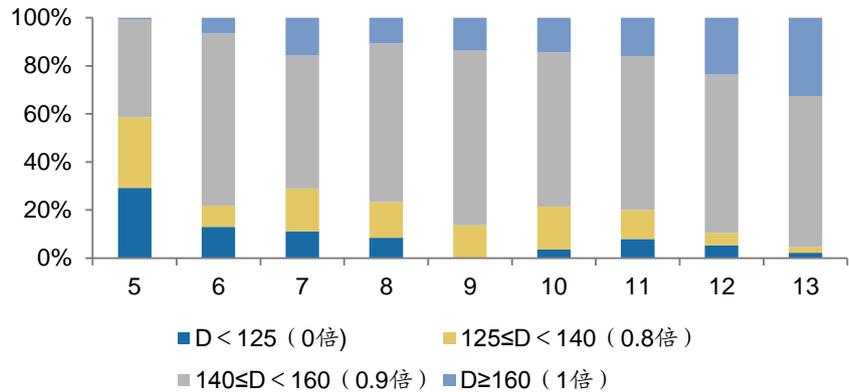
数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

表 7: 5-13 批国补目录纯电乘用车电池能量密度 D (Wh/kg) 及补贴倍数

批次	D < 125 (0 倍)	125 ≤ D < 140 (0.8 倍)	140 ≤ D < 160 (0.9 倍)	D ≥ 160 (1 倍)	合计
5	86	86	120	2	294
6	6	4	33	3	46
7	5	8	25	7	45
8	4	7	31	5	47
9		6	32	6	44
10	1	5	18	4	28
11	2	3	16	4	25
12	2	2	25	9	38
13	1	1	27	14	43
总计	107	122	327	54	610

数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

图2: 5-13批国补目录纯电乘用车电池能量密度D (Wh/kg) 及补贴倍数



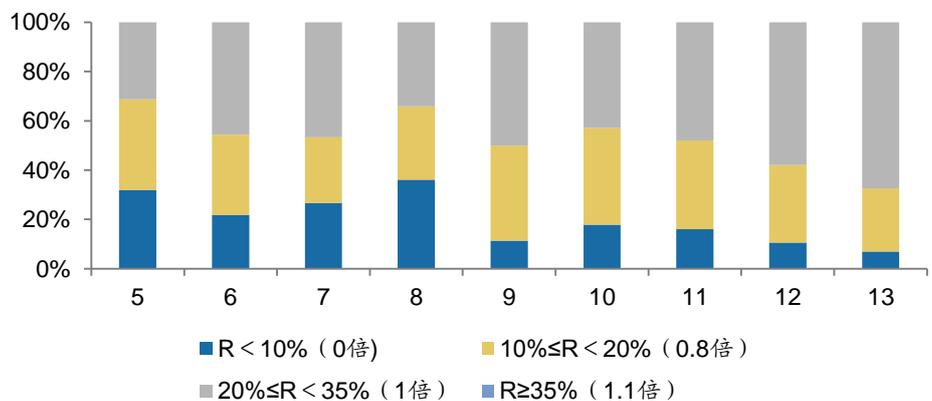
数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

表 8: 5-13 批国补目录纯电乘用车百公里耗电量优于门槛幅度及补贴倍数

批次	R < 10% (0倍)	10% ≤ R < 20% (0.8倍)	20% ≤ R < 35% (1倍)	R ≥ 35% (1.1倍)	合计
5	94	108	92	0	294
6	10	15	21	0	46
7	12	12	21	0	45
8	17	14	16	0	47
9	5	17	22	0	44
10	5	11	12	0	28
11	4	9	12	0	25
12	4	12	22	0	38
13	3	11	29	0	43
总计	154	209	247	0	610

数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

图3: 5-13批国补目录纯电乘用车百公里耗电量优于门槛幅度及补贴倍数



数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

备注：此处国补目录指《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，参数统计由第5批开始原因为，按照《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建[2018]18号）要求，自2018年6月12日起，2017年第1-12批及2018年第1-4批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》废止，这些目录中符合调整后补贴技术条件的车型，可直接列入新的目录，即符合18年补贴标准的第5批目录前的车型已归入第5批等目录。

2) 设置过渡期，给予车企进行产品切换的时间。

3) 完善清算制度，减缓车企现金流问题：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。

另外，政府着眼于产业的体系能力建设及高质量发展，新规着重强调了产品安全性问题及地方对充电基础设施建设和配套运营服务等的支持。

投资建议

新能源汽车补贴将逐步退出，长远来看双积分政策及使用环节的支持将逐步接力购置端补贴，持续推动新能源汽车产业的平稳健康发展。新能源汽车投资视野上，销量变动和补贴下滑对公司盈利的影响均值得关注，投资者应更加重视公司的核心竞争力和市场化驱动力，我们认为，传统车和新能源车都具有较强研发和上下游整合能力的公司更加容易在竞争中胜出。我们推荐上汽集团、华域汽车、广汽集团（A/H）。

风险提示

政策调整不符预期；行业需求低于预期；新能源汽车销量不及预期。

附：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

为支持新能源汽车产业高质量发展，做好新能源汽车推广应用工作，现将进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策有关事项通知如下：

一、优化技术指标，坚持“扶优扶强”

按照技术上先进、质量上可靠、安全上有保障的原则，适当提高技术指标门槛，保持技术指标上限基本不变，重点支持技术水平高的优质产品，同时鼓励企业注重安全性、一致性。主要是：稳步提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要

求，适度提高新能源汽车整车能耗要求，提高纯电动乘用车续驶里程门槛要求。具体见附件。

二、完善补贴标准，分阶段释放压力

根据新能源汽车规模效益、成本下降等因素以及补贴政策退坡退出的规定，降低新能源乘用车、新能源客车、新能源货车补贴标准，促进产业优胜劣汰，防止市场大起大落。

三、完善清算制度，提高资金效益

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。政策发布后销售上牌的有运营里程要求的车辆，从注册登记日起2年内运行不满足2万公里的不予补助，并在清算时扣回预拨资金。

四、营造公平环境，促进消费使用

从2019年起，符合公告要求但未达到2019年补贴技术条件的车型产品也纳入推荐车型目录。地方应完善政策，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）给予购置补贴，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。如地方继续给予购置补贴的，中央将对相关财政补贴作相应扣减。

五、强化质量监管，确保车辆安全

进一步加强安全性和一致性监管，由行业主管部门加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。对由于产品质量引发重大安全事故，或经有关部门认定存在重大质量缺陷的车型，暂停或取消推荐车型目录，并相应暂缓或取消财政补贴。

本通知从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。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，按照《财政部 科技部 工业和信息化部 发展改革委关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2018〕18号）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。燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策另行公布。

建立惩罚机制、破除地方保护、监管管理等其它相关规定继续按财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2016〕958号）、《关于新能源汽车推广应用审批责任有关事项的通知》（财建〔2016〕877号）、《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》（财建〔2015〕134号）以及《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2018〕18号）等有关文件执行。

财政部 工业和信息化部 科技部 发展改革委

2019年3月26日

广发汽车行业研究小组

- 张 乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐 哲**：资深分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽**：联系人，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。