

电气设备

 证券研究报告
 2019年06月09日

关于促进新能源汽车销售的政策解读与量化测算

 投资评级
 行业评级 强于大市(维持评级)
 上次评级 强于大市

作者

 杨藻 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517060001
 yangzao@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《电气设备-行业点评:再论电子烟,从电动车产业链对标说起》2019-06-03
- 《电气设备-行业研究周报:光伏风电建设方案出台,海外动力电池财报分析》2019-06-02
- 《电气设备-行业专题研究:电车全球观之 3: 海外动力电池三巨头财务报表解析》2019-06-01

2019年6月6日,国家发展改革委、生态环境部、商务部,联合发布《关于印发〈推动重点消费品更新升级,畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)〉的通知》

针对促进新能源汽车销售的两大要点进行解读:

【政策要点一】: 各地不得对新能源汽车实行限行、限购,已实行的应当取消

解读:

- 对比放开新能源指标限制的一线城市——深圳与上海的新能源汽车保有量渗透率,可以测算出北京当前42万排队人数中, **约26万为刚性需求,约16万为透支性需求**。
- 考虑到2020年北京汽车保有量规划目标为630万,2018年保有量已达608.4万,合计指标空间21.6万,其中新能源汽车指标只有12万,相较于26万新能源汽车的已有刚性需求再叠加每年超过6万的增量刚性需求,全面放开指标限制的政策压力很大,假设2019年全面放开新能源指标限制,那么2019年北京将至少新增32万辆新能源汽车,汽车保有量将一次性突破640万辆,与规划政策的630万底线冲突, **我们认为短期内全面放开的概率较小,阶段性递增指标的可能性较大(一年增加4-8万个,中位数取6万),2020年后有可能全面放开,具体政策落实仍需持续跟踪。**

【政策要点二】: 2020年底前大气污染防治重点区域公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车使用比例达到80%

解读:

- 京津冀及周边地区、长三角地区与汾渭平原属于大气污染防治重点区域;公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车等可归类为运营类乘用车、客车与专用车。
- 未考虑刺激政策的自然增量:** 2019年与2020年预计大气污染防治重点地区的服务领域 **新能源车分别35.79万辆与48.1万辆。**
- 刺激政策带来的增量:** 如果分2年(2019年与2020年)完成2020年底前大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达80%的目标,其中2019年服务领域新能源汽车使用比例达70%可带来**增量5.97万辆**,2020年完成服务领域新能源汽车使用比例达80%可带来**增量16.03万辆**,2年合计可带来**增量22万辆。**

预计本次政策实施后,2019年将增加新能源汽车**合计约12万辆**(假设北京新增6万辆指标+重度污染防治地区5.97万辆),**2020年增加约22万辆**(假设北京新增6万辆指标+重度污染防治地区16.03万辆),**我们认为刺激政策将有效对冲补贴退坡对新能源汽车销量的负面影响,维持2019全年160万左右销量的判断。**当前锂电池行业已进入历史估值底部区域,假设本次政策实施到位,行业基本面也将得到修复,板块性配置时机将会到来,重点关注行业龙头类标的:动力电池龙头【宁德时代】、负极龙头【璞泰来】(与机械组联合覆盖),隔膜龙头【恩捷股份】(与化工组联合覆盖)、电解液龙头【天赐材料】,强阿尔法类标的:【亿纬锂能】、【欣旺达】(电子组覆盖)。

风险提示: 新能源指标放开不及预期,新能源车销量不及预期



内容目录

1.1. 事件	3
1.2. 政策解读	3
1.2.1. 政策要点一解读：北京取消限购短期将带来 26 万刚需增量，但政策推进压力较大	3
1.2.2. 政策要点二解读：2 年合计带来污染重点防治区域 22 万增量	5
1.3. 总结	9

图表目录

图 1：北京市新能源汽车牌照指标数与申请数（辆）	4
图 2：北上深新能源中签率对比	4
图 3：北上深新能源汽车指标数对比（个）	4
图 4：锂电池行业估值已进入底部区域	9
表 1：主要汽车限购城市明细	3
表 2：2018 年一线城市新能源汽车保有量渗透率	4
表 3：北京市机动车保有量 “十三五” 控制规划	5
表 4：2016 年大气污染防治重点地区的出租车数量统计	6
表 5：各类型新能源车 2014-2020 年保有量测算	8
表 6：测算增量结果表	8

1.1. 事件

2019年6月6日，国家发展改革委、生态环境部、商务部，为进一步推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用，促进形成强大国内市场，联合发布《关于印发〈推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）〉的通知》（发改产业〔2019〕967号）。

文件中针对促进新能源汽车销售主要有两大政策要点，一是取消新能源汽车限购与限行、二是2020年前大气污染防治重点区域新能源汽车使用比例超过80%。

【政策要点一】：大力推动新能源汽车消费使用。认真落实国务院常务会议精神，**各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消**。鼓励地方对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持。鼓励有条件的地方在停车费等方面给予新能源汽车优惠，探索设立零排放区试点。

【政策要点二】：加快更新城市公共领域用车。推动城市公共领域车辆更新升级，加快推进城市建成区新增和更新的公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车，**2020年底前大气污染防治重点区域使用比例达到80%**。鼓励地方加大新能源汽车运营支持力度，降低新能源汽车使用成本。

针对这两大要点，我们做出如下解读：

1.2. 政策解读

1.2.1. 政策要点一解读：北京取消限购短期将带来26万刚需增量，但政策推进压力较大

当前我国只有北京仍然对新能源汽车指标有限制，一年指标量为6万，上海、深圳、广州、杭州、天津等限购城市均已放开，因此政策真正有影响的只有北京，探究具体的影响需要解答两个问题：1）新能源汽车指标未放开前抑制的需求量到底有多少？2）北京的新能源政策如何放开？

表 1：主要汽车限购城市明细

	传统燃油车	新能源汽车
北京市	摇号，2019年指标4万	排队配额，2019年指标6万
上海市	竞价拍卖	不限
深圳市	摇号（4万）+拍卖（4万）	不限
广州市	摇号（6万）+拍卖（4万）	新能源不限，节能车1.2万/年
杭州市	摇号（6.4万）+拍卖（1.6万）	不限
天津市	摇号（5万）+拍卖（1万）	不限，节能车1万/年

资料来源：各政府网站，天风证券研究所

核心结论：

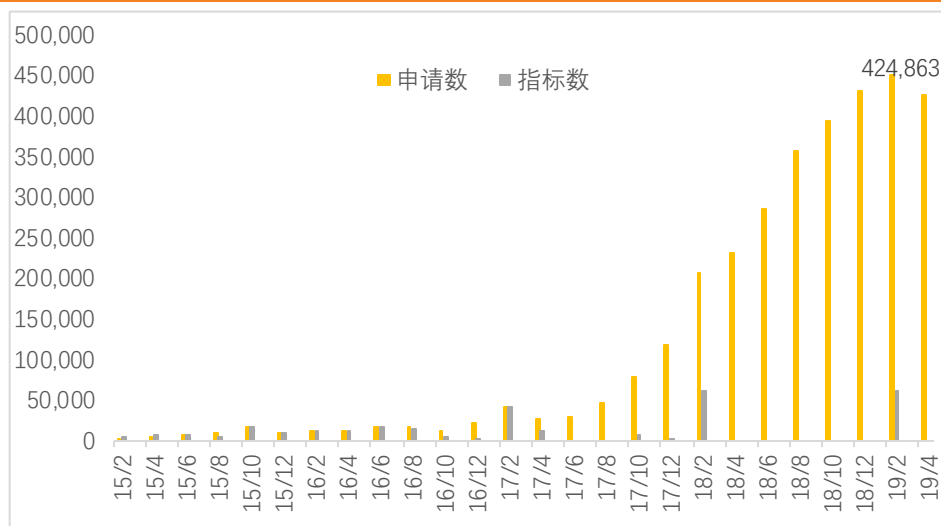
- 1) 对比放开新能源指标限制的一线城市——深圳与上海的新能源汽车保有量渗透率，可以测算出北京当前42万排队人数中，约26万为刚性需求，约16万为透支性需求。
- 2) 考虑到2020年北京汽车保有量规划目标为630万，2018年保有量已达608万，新能源在未来2年规划指标为12万，相较于26万新能源汽车的已有刚性需求再叠加每年超过6万的增量刚性需求，全面放开指标限制的政策压力很大，假设2019年全面放开新能源指标限制，那么2019年北京将至少新增32万辆新能源汽车，汽车保有量将一次性突破640万辆，与规划政策的630万底线冲突，**我们认为短期内全面放开的概率较小，阶段性递增指标的可能性较大（一年增加4-8万个，中位数取6万），2020年后有可能全面放开，具体政策落实仍需持续跟踪。**

根据北京中小客车指标系统数据，2019年4月新能源汽车指标排队人数已达42万人，但

我们认为不能将北京新能源汽车指标排队人数简单看作刚性需求，理由：不同于燃油车抽签方式，北京新能源指标获得方式为排队获得，而每年指标数均为 6 万，因此消费者可以计算出排队等待时间，从而将未来需求透支，提前加入排队队伍。

一旦放开指标限制，透支需求将会回归，真正在短期释放增量的为刚性需求。

图 1：北京市新能源汽车牌照指标数与申请数（辆）



资料来源：北京小客车指标管理系统，天风证券研究所

对比同样为一线城市的上海与深圳，由于放开新能源汽车牌照限制，新能源汽车保有量渗透率远高于北京。截至 2018 年，北京机动车保有量为 608 万，新能源汽车保有量为 23.61 万辆，新能源汽车保有量渗透率为 3.9%，而同期上海渗透率为 5.8%，超过北京接近 2Pct，深圳渗透率为 8.1%，超过北京 2 倍，差距巨大。

截至 2018 年北京被抑制的新能源汽车刚需约 26 万。对照上海，假设北京未设置新能源汽车牌照限制，2018 年保有量应当为 35 万辆，抑制刚需为 12 万辆。对照深圳，2018 年保有量应当接近 50 万辆，抑制刚需 26 万辆。从燃油车获得方式上，上海为竞价，深圳一半为竞价一半为摇号，北京为摇号，车牌中签率上看，上海由于是竞价拍卖，中签率远高于深圳与北京，从每年车牌投入绝对值上看，上海投放数量最多，北京在 2018 年之前与深圳指标投放力度类似。整体比较，北京燃油车指标控制与深圳更接近，我们认为放开新能源指标后，北京的新能源渗透率有望超过 8%，对应抑制的刚性需求约 26 万，透支性需求约 16 万。

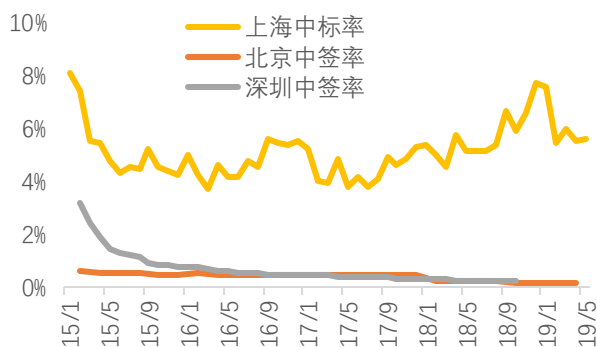
表 2：2018 年一线城市新能源汽车保有量渗透率

	机动车保有量（万辆）	新能源汽车保有量（万辆）	新能源汽车保有量渗透率
北京	608	23.61	3.9%
上海	413	23.98	5.8%
深圳	337	27.27	8.1%
对照上海：截至 2018 年北京抑制需求量约 12 万			
对照深圳：截至 2018 年北京抑制需求量约 26 万			

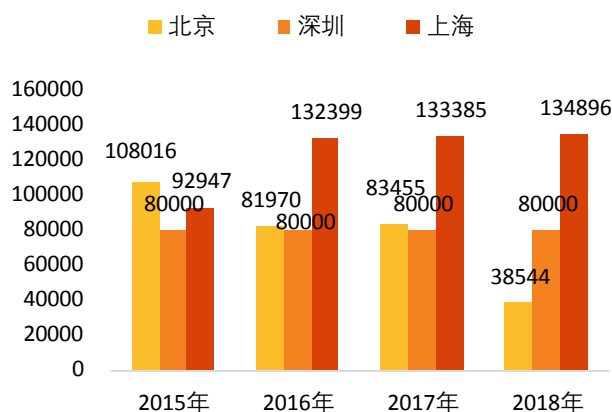
资料来源：各政府官网，天风证券研究所

图 2：北上深新能源中签率对比

图 3：北上深新能源汽车指标数对比（个）



资料来源：三地小客车指标系统，天风证券研究所



资料来源：三地小客车指标系统，天风证券研究所

根据《北京市“十三五”时期交通发展建设规划》目标，2019年机动车保有量控制在620万以内，2020年机动车保有量控制在630万以内，以2018年608.4万保有量计算，2019年指标空间为11.6万，2020年为10万，合计为21.56万，其中新能源汽车指标只有12万，相较于26万新能源汽车的已有刚性需求再叠加每年超过6万的增量刚性需求，全面放开指标限制的政策压力很大，假设2019年全面放开新能源指标限制，那么2019年北京将至少新增36万辆新能源汽车，汽车保有量将一次性突破640万辆，与规划政策的630万底线冲突，我们认为短期内全面放开的概率较小，阶段性递增指标的可能性较大（一年增加4-8万个），2020年后有可能全面放开，具体政策落实仍需持续跟踪。

表 3：北京市机动车保有量“十三五”控制规划

	机动车保有量	指标空间	新能源指标	燃油车指标
2018年	608.4万			
2019年	控制在620万以内	11.6万	6万	4万
2020年	控制在630万以内	10万	6万	4万
合计		21.6万	12万	8万

资料来源：北京市交通委，天风证券研究所

1.2.2. 政策要点二解读：2年合计带来污染重点防治区域22万增量

为探究此举可带来多少新能源汽车增量？我们需要对2020年底前大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到80%进行增量测算。

核心结论如下：

- 1) 京津冀及周边地区、长三角地区与汾渭平原属于大气污染防治重点地区；新能源车中运营类乘用车、客车与专用车属于服务领域。
- 2) 未考虑刺激政策的自然增量：2019年与2020年预计大气污染防治重点地区的服务领域新能源车分别35.79万辆与48.1万辆。
- 3) 刺激性政策带来的增量：如果分2年（2019年与2020年）完成2020年底前大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到80%的目标，其中2019年服务领域新能源汽车使用比例达到70%可带来增量5.97万辆，2020年完成服务领域新能源汽车使用比例达到80%可带来增量16.03万辆，2年合计可带来增量22万辆。

具体探究方法如下：

- 1) 对大气污染防治重点地区进行界定，并统计出此地区出租车数量占全国出租车数量的比例，用于后续在计算得到全国服务领域新能源车保有量时推算此地区服务领域新能源车保有量。

2) 对服务领域新能源车进行界定, 将新能源车分为运营类乘用车、非运营类乘用车、客车、专用车四个车型, 并根据历史数据与我们预测的产量数据分别推算并加总运营类乘用车、客车、专用车三个车型 2019 年与 2020 年的保有量作为全国服务领域新能源车保有量。

3) 未考虑刺激政策的正常情况下, 2019 年与 2020 年预计大气污染防治重点地区的服务领域新能源车占比为 60% (与 2018 年全国新能源网约车占全国网约车的比例一致); 考虑刺激政策下, 2019 年底前大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到 70%, 2020 年底前大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到 80%。以此推算 2019 年与 2020 年对于服务领域新能源汽车可带来的增量空间。

具体测算如下:

首先, 哪些地区属于大气污染防治重点地区? 我们认为京津冀及周边地区、长三角地区与汾渭平原属于大气污染防治重点地区。根据 2018 年 6 月 27 日《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》中所划分的重点区域, 我国 3 大大气污染防治重点地区分别为:

1) 京津冀及周边地区, 包含北京市, 天津市, 河北省石家庄、唐山、邯郸、邢台、保定、沧州、廊坊、衡水市以及雄安新区, 山西省太原、阳泉、长治、晋城市, 山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市, 河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市等;

2) 长三角地区, 包含上海市、江苏省、浙江省、安徽省;

3) 汾渭平原, 包含山西省晋中、运城、临汾、吕梁市, 河南省洛阳、三门峡市, 陕西省西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南市以及杨凌示范区等。

2016 年大气污染防治重点地区出租车数量占全国出租车数量的比例为约 28%。国家统计局公布 2016 年京津冀及周边地区+长三角地区+汾渭平原出租汽车数量合计 39.68 万辆, 国家交通部公布 2016 年全国出租车保有量 140.4 万辆, 据此计算可得占比。

表 4: 2016 年大气污染防治重点地区的出租车数量统计

京津冀及周边地区(辆)	2016 年	长三角地区(辆)	2016 年	汾渭平原(辆)	2016 年
河北唐山	7,289	江苏	53,376	陕西咸阳	1,719
河北保定	6,652	浙江	37,781	陕西渭南	900
河北邢台	4,588	安徽	39,199	陕西宝鸡	2,380
河北邯郸	8,044	上海	47,271	陕西铜川	1,041
河北衡水	1,445			山西吕梁	450
河北廊坊	8,851			山西晋中	1,330
河北沧州	7,856			山西运城	1,801
山西阳泉	1,884			山西临汾	1,862
山西长治	1,801			河南三门峡	798
山西晋城	1,453			河南洛阳	4,268
山东淄博	6,084				
山东聊城	1,416				
山东德州	2,405				
山东滨州	720				
山东济宁	1,561				
山东菏泽	1,667				
河南新乡	1,738				
河南鹤壁	673				
河南安阳	1,359				

河南焦作	1,398				
河南濮阳	1,745				
河南开封	2,636				
河北石家庄	7,749				
山西太原	8,726				
陕西西安	12,435				
北京	68,484				
天津	31,940				
京津冀及周边地区小计	202,599	长三角地区小计	177,627	汾渭平原小计	16,549
合计:			396,775		

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

接下来，哪些类型新能源汽车属于服务领域？我们认为新能源车中运营类乘用车、客车与专用车属于服务领域。我们将新能源车分为运营类乘用车、非运营类乘用车、客车、专用车四个车型，根据文件中提出要推动公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆等领域车辆升级换代，新增和更新车辆原则上全部采用新能源汽车。

假设 1, 2019 年与 2020 年新能源乘用车产量分别为 145 万辆与 200 万辆 (2018 年乘用车产量约 100 万台, 假设 19 年增速为 44%, 20 年增速为 38%), 其中 EV 乘用车产量 108.75 万辆与 150 万辆 (由于结构占比变化不大, 假设 EV 占比与 18 年一致, 75%), PHEV 乘用车产量 36.25 万辆与 50 万辆 (假设 PHEV 占比与 18 年一致, 25%);

假设 2: 2019 年与 2020 年新能源客车产量均为 12 万辆 (客车产量每年变化不大, 在 10-13 万之间波动), 其中 EV 客车产量均为 11.04 万辆 (近三年在 84%-94% 之间波动, 考虑到 EV 客车为主流趋势, 假设未来 2 年占比均为 92%), PHEV 客车产量 0.96 万辆 (假设占比 8%);

假设 3: 2019 年与 2020 年新能源专用车产量均为 12 万辆, 全部为 EV 专用车 (近两年专用车产量变化较小, 18 年约 11 万, 专用车均为 EV);

假设 4, EV 新能源车保有量年增量=年产量 X 产销率-汰换量, 其中, 年产销率: 95% (产销率均为 95% 以上, 保守假设为 95%)、汰换期: 5 年 (电动车电池衰减较快, 且由于产品仍未处于成熟阶段, 更新换代较快, 因此淘汰期较短)。

假设 5, EV 乘用车保有量中运营类与非运营类的占比为: 20% 与 80% (为简便计算, 可以将客车、专用车近似看作运营类)

假设 6: 2019 年 2020 年大气污染防治重点地区服务领域新能源车占全国服务领域新能源车的比例为约 28% (与 2016 年大气污染防治重点地区出租车数量占全国出租车数量的比例一致)。

因此, 2019 年与 2020 年预计大气污染防治重点地区的服务领域新能源车分别为 35.79 万辆与 48.10 万辆。根据 1) 2019 年与 2020 年预计全国服务领域新能源车分别 120.68 万辆与 149.63 万辆, 其中, EV 乘用车-运营类分别 52.51 万辆与 77.35 万辆、PHEV 乘用车-运营类分别 15.94 万辆与 25.26 万辆、EV 客车分别 26.66 万辆与 28.46 万辆、PHEV 客车分别 2.11 万辆与 2.42 万辆、EV 专用车 28.97 万辆与 36.09 万辆; 2) 2019-2020 年大气污染防治重点地区服务领域新能源车占全国服务领域新能源车的比例为约 28%。

最后, 如果按政策中 2020 年底前大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到 80%, 可对于 2019 年与 2020 年大气污染防治重点地区服务领域新能源车带来多少增量? 我们认为 2019 年可带来增量 5.97 万辆, 2020 年可带来增量 16.03 万辆, 合计可带来增量 22 万辆。根据 1) 国家交通运输部消息, 2018 年全国共发放给网约车 45 万本车辆运输证; 2) 滴滴公司公布 2017 年平台新能源网约车超 26 万辆。我们推测 2018 年全国新能源网约车占全国网约车的比例约为 60%。

假设 7: 未考虑刺激政策的情况下, 2019 年与 2020 年预计大气污染防治重点地区的服务领域新能源车占比为 60% (与 2018 年全国新能源网约车占全国网约车的比例一致)。

假设 8: 考虑刺激政策下: 2019 年底大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到 70%, 2020 年底大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到 80%。

因此, 如果分 2 年 (2019 年与 2020 年) 完成 2020 年底大气污染防治重点地区服务领域新能源汽车使用比例达到 80% 的目标, 其中 2019 年完成服务领域新能源汽车使用比例达到 70% 可带来增量 5.97 万辆, 2020 年完成服务领域新能源汽车使用比例达到 80% 可带来增量 16.03 万辆, 2 年合计可带来增量 22 万辆。

表 5: 各类型新能源车 2014-2020 年保有量测算

产量 (单位: 万辆)		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
EV	乘用车	4.67	15.05	24.37	44.88	75.98	108.75	150.00
	客车	1.28	8.82	11.57	8.86	9.51	11.04	11.04
	专用车	0.41	4.78	6.07	15.35	11.32	12.00	14.00
	小计	6.36	28.66	42.00	69.09	96.81	131.79	175.04
PHE	乘用车	1.66	6.38	8.22	10.72	25.62	36.25	50.00
V	客车	1.32	2.40	1.94	1.64	0.59	0.96	0.96
	小计	2.98	8.78	10.16	12.36	26.22	37.21	50.96
合计		9.34	37.44	52.16	81.44	123.03	169.00	226.00
乘用车不同应用场景占比		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
运营		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
非运营		80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
保有量 (单位: 万辆)		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
EV	乘用车-运营	2.20	3.49	8.50	16.86	33.12	52.51	77.35
	乘用车-非运营	8.80	13.95	34.01	67.45	132.48	210.06	309.38
	客车	3.02	10.22	20.18	16.64	20.73	26.66	28.46
	专用车	0.96	5.54	10.58	28.84	24.67	28.97	36.09
	小计	14.98	33.20	73.27	129.79	211.00	318.20	451.29
	年增量		18.22	40.07	56.52	81.21	107.20	133.09
	YOY		122%	121%	77%	63%	51%	42%
PHE	乘用车-运营	0.78	1.43	2.87	4.03	9.77	15.94	25.26
V	乘用车-非运营	3.13	5.72	11.47	16.11	39.09	63.75	101.03
	客车	3.11	2.70	3.39	3.08	1.13	2.11	2.42
	小计	7.02	9.85	17.73	23.21	50.00	81.80	128.71
合计		22.00	42.00	91.00	153.00	261.00	400.00	580.00

资料来源: GGII, 公安部, 天风证券研究所

表 6: 测算增量结果表

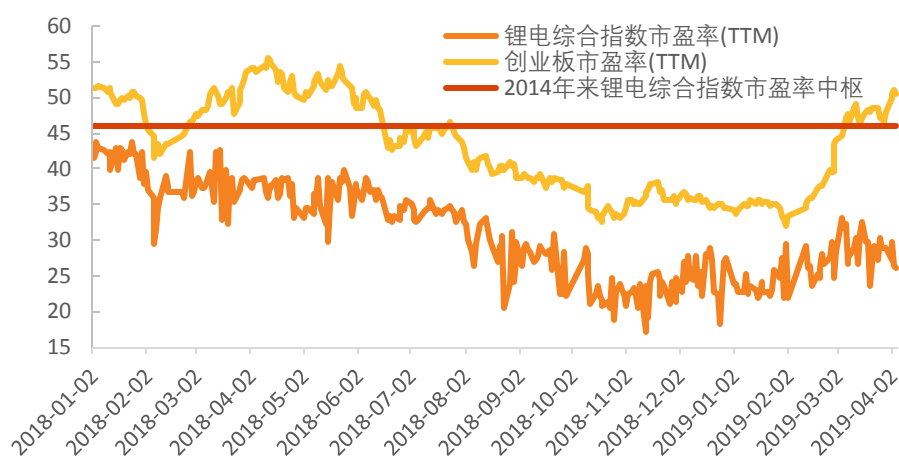
单位: 万辆	2019 年 E	2020 年 E	合计
2020 年全国新能源车中服务类合计	126.19	169.59	
未考虑政策下: 重点防治区域重点新能源服务类汽车保有量	35.79	48.10	
考虑政策下: 重点防治区域新能源服务类汽车保有量	41.76	64.13	
政策带来增量	5.97	16.03	22

资料来源: GGII, 公安部, 天风证券研究所

1.3. 总结

预计本次政策实施后，2019 年将增加新能源汽车合计约 12 万辆（假设北京新增 6 万辆指标+重度污染防治地区 5.97 万辆），2020 年增加约 22 万辆（假设北京新增 6 万辆指标+重度污染防治地区 16.03 万辆），我们认为刺激政策将有效对冲补贴退坡对新能源汽车销量的负面影响，**维持 2019 全年 160 万左右销量的判断**。根据我们挑选锂电池行业最具代表性的 35 家公司编制的锂电池行业指数显示，当前锂电池行业已进入历史估值底部区域，假设本次政策实施到位，行业基本面也将得到修复，板块性配置时机将会到来，重点关注行业龙头类标的：动力电池龙头【宁德时代】、负极龙头【璞泰来】（与机械组联合覆盖），隔膜龙头【恩捷股份】（与化工组联合覆盖）、电解液龙头【天赐材料】，强阿尔法类标的：【亿纬锂能】、【欣旺达】（电子组覆盖）。

图 4：锂电池行业估值已进入底部区域



资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com