



强于大市

双积分修正征求意见稿点评

长效机制有望完善，产销持续增长可期

2019年7月9日，工信部等四部委发布《〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉修正案（征求意见稿）》，一是修改了传统能源乘用车的适用范围，二是更新了2021-2023年新能源汽车积分比例要求并修改了积分计算方法，三是完善传统能源乘用车燃料消耗量指引，四是更新了小规模企业核算优惠。新能源汽车产业发展长效机制进一步完善，产销增长预期有望进一步明确，维持行业强于大市的评级。

- **双积分政策修正案征求意见稿：**2019年7月9日，工信部等四部委发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿）。
- **2018年NEV积分显著提升，双积分作用主要体现在降低油耗方面：**2018年CAFC积分为697.86万分，同比大幅下滑34.8%；2018年NEV积分为403.53万分，同比增长125%。2016-2018年期间，通过新能源汽车产量提升，显著降低了燃油车油耗。燃油车的平均燃料消耗量实际值从2016年的6.43L/100公里下降至2018年的5.80L/100公里。
- **征求意见稿调整车能耗指标的重要性：**1) 定义了低油耗乘用车，在计算乘用车企业新能源汽车积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或进口量按照其数量的0.2倍计算，降低了企业的新能源汽车积分达标值，鼓励节能汽车的发展。2) 弱化了纯电动乘用车续航里程在车型积分核算中的影响，强化了能耗等体现整车性能的要求，引导企业往整车能耗低的方向发展。
- **新能源汽车积分比例延续：**2021-2023年，新能源积分比例要求分别为14%、16%、18%，延续了之前2019-2020年10%、12%的积分比例要求。
- **单车积分下滑，结转要求趋严：**从新能源乘用车车型积分计算方法来看，征求意见稿与原管理办法相比单车积分及积分上限均显著降低。纯电动乘用车积分上限为3.4分，相比原管理办法降低32%，单车积分计算公式由 $0.012 \times R + 0.8$ 变为 $0.006 \times R + 0.4$ ；插电混动乘用车单车积分由2分变为1.6分，降幅20%，积分倍数由一个系数变为两个系数相乘，获得高积分倍数难度增加。2019年度及以后的新能源汽车正积分可以按照一定规则向后结转，结转要求逐步趋严。给予新能源汽车企业一定的缓冲时间，同时可以更加灵活地调整NEV正积分的供给，改善短期内NEV正积分供过于求、积分价值较低的局面。
- **投资建议：**2019年下半年新能源汽车补贴总体退坡压力较大，产业链中游或将在2019年三季度确立盈利底；2020年之后，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，中长期看好产业链中游制造龙头与上游资源巨头的投资机会。动力电池推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达等，电池材料推荐璞泰来、当升科技、天赐材料、新宙邦、恩捷股份、星源材质等。
- **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

电气设备

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

征求意见稿正式发布，双积分有望迎来四大变化

2018 年双积分拉动效应明显

2018 年 NEV 积分显著提升，双积分组合拉动效应明显。按照《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》要求，乘用车企业每年需要向工信部递交平均燃料消耗量与新能源汽车积分的执行情况。从 2016-2018 年数据来看，乘用车企业近年来的油耗积分压力逐渐加大，2016-2017 年 CAFC 积分均保持在 1000 万分以上；2018 年同比大幅下滑 34.8%，CAFC 积分为 697.86 万分，其中国产车企 2018 年 CAFC 积分为 717.3 万分，同比下滑 31.8%，进口车 CAFC 积分 2016-2018 年持续下滑，2018 年 CAFC 积分由正转负为 -19.44 万分。同时，NEV 积分显著提升，2018 年 NEV 积分为 403.53 万分，同比增加 125%，其中国产车企贡献主要增量，2018 年 NEV 积分为 393.74 万分，同比增长 133.4%，进口车企 NEV 积分基本保持平稳状态，体现了双积分的组合拉动效应。

目前双积分政策的作用主要体现在降低油耗方面。2016-2018 年期间，通过新能源汽车产量提升，显著降低了燃油车油耗。根据《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》(GB27999-2014)规定，在计算企业平均燃料消耗实际值 CAFC 时，分母为企业所有汽车的总产量，其中新能源汽车产量可以乘以系数 ω ，2016-2017 年 ω 均为 5，2018-2019 年 ω 均为 3，2020 年 ω 为 2。 ω 系数可以通过放大分母值，从而起到减小 CAFC 积分值的效果。2016-2018 年期间，燃油车的平均燃料消耗量实际值 CAFC 从 2016 年的 6.43L/100 公里下降到 2018 年的 5.80L/100 公里。

图表 1. 2016-2018 年车企双积分结果情况

	2016	2017	2018
国内乘用车车企数量 (家)	124	130	141
平均整车整备质量 (kg)	1410	1438	1456
平均燃料消耗量实际值 (升/百公里)	6.43	6.05	5.8
CAFC 正积分 (万分)	1,174.86	1,238.14	992.99
CAFC 负积分 (万分)	142.99	168.9	295.13
CAFC 积分汇总 (万分)	1,031.87	1,069.24	697.86
NEV 积分 (万分)	98.95	179.32	403.53
生产/进口乘用车总量 (万辆)	2,449.47	2,469.29	2,313.91
其中：国产			
车企数量 (家)	96	101	112
生产乘用车数量 (万辆)	2,358.96	2,367.46	2,219.61
平均整车整备质量 (kg)	1392	1419	1438
平均燃料消耗量实际值 (升/百公里)	6.39	6	5.74
CAFC 正积分 (万分)	1,135.11	1,200.91	979.52
CAFC 负积分 (万分)	124.47	149.02	262.22
CAFC 积分汇总 (万分)	1,010.64	1,051.89	717.3
NEV 积分 (万分)	92.89	168.69	393.74
其中：进口			
车企数量 (家)	28	29	29
数量 (万辆)	90.51	101.83	94.3
平均整车整备质量 (kg)	1,875	1,875	1,872
平均燃料消耗量实际值 (升/百公里)	7.52	7.13	7.26
CAFC 正积分 (万分)	39.75	37.23	13.47
CAFC 负积分 (万分)	18.52	19.88	32.91
CAFC 积分汇总 (万分)	21.23	17.35	-19.44
NEV 积分 (万分)	6.06	10.63	9.79

资料来源：工信部，中银国际证券

双积分有望迎来四大变化

2019年7月9日，工信部等四部委发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿）（以下简称“征求意见稿”）。征求意见稿与原《管理办法》相比，主要有以下四个变化：一是修改了传统能源乘用车适用范围；二是更新了2021-2023年新能源汽车积分比例要求并修改了新能源汽车车型积分计算方法；三是完善了传统能源乘用车燃料消耗量引导和积分灵活性措施；四是更新了小规模企业核算优惠。

图表 2. 双积分修正案征求意见稿与原管理办法比较

	征求意见稿	原管理办法
传统能源乘用车适用范围	除新能源乘用车以外，能够燃用汽油、柴油、气体燃料或者醇醚燃料等的乘用车（含非插电式混合动力乘用车）	除新能源乘用车以外，能够燃用汽油、柴油或者气体燃料的乘用车（含非插电式混合动力乘用车）
更新NEV比例要求并修改了新能源汽车车型积分计算方法	2021-2023年，NEV积分比例要求分别为14%、16%、18%；弱化纯电动乘用车续航里程在积分核算中的影响，强化整车能耗性能的要求	2019-2020年，NEV积分比例要求分别为10%、12%
传统能源乘用车燃料消耗量引导和积分灵活性措施	2019及以后年度产生的NEV正积分允许向后结转，有效期不超过三年：2019年可以等额结转至2020年；2020年，每结转一次，结转比例50%；2021年及以后，每结转一次，结转比例50%（条件：企业传统能源乘用车CAFC实际值/达标值的比值 \leq 123%或者只生产或者进口新能源汽车） 降低低油耗乘用车核算NEV积分达标值的基数	NEV正积分不得结转，但2019年度产生的NEV正积分可以等额结转一年
小规模企业核算优惠	2021-2023年CAFC较上一年度下降达到4%以上的，其达标值在规定基础上放宽60%；下降2%以上不满4%的，其达标值放宽30%	2016-2020年CAFC较上一年度下降6%以上的，其达标值在规定基础上放宽60%；下降3%以上不满6%的，其达标值放宽30%

资料来源：工信部，中银国际证券

注：NEV为新能源汽车的简称，CAFC为企业平均燃料消耗量简称

一是将醇醚燃料汽车纳入传统乘用车范围，传统乘用车范围包括除新能源乘用车以外的，能够燃用汽油、柴油、气体燃料或者醇醚燃料等的乘用车，其中包含非插电式混合动力乘用车。

二是强调了整车低能耗指标的重要性，主要体现在两个方面。1) 定义了低油耗乘用车，在《积分办法》中提到，综合燃料消耗量不超过《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中对应车型燃料消耗量目标值与该年度CAFC要求之积的传统能源乘用车，且在计算乘用车企业新能源汽车积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或进口量按照其数量的0.2倍计算，降低了生产低油耗乘用车的企业的新能源汽车积分达标值，鼓励节能汽车的发展。2) 对新能源汽车积分指标体系进行了优化，纯电动车方面，积分由基准积分乘以电耗调整系数（EC系数）得到，EC系数为车型的电耗目标值除以电耗实际值，当EC系数小于1时，按照0.5倍计算，最高不超过1.5倍，弱化了纯电动乘用车续航里程在车型积分核算中的影响，强化了能耗等体现整车性能的要求，引导企业往整车低能耗的方向发展；插电混动车型方面，不再以80km为界限进行考核，同时考核车型在电量保持模式下的燃料消耗量以及电量消耗模式下的电能消耗量，强调车型在使用周期中的整车能耗性能。

三是规定2021-2023年，NEV比例要求分别为14%、16%、18%，延续了之前《管理办法》对于2019-2020年10%、12%的积分比例要求，有利于稳定车企预期，托底新能源汽车销量，建立产业长效发展机制。此外，2019年度及以后的新能源汽车正积分可以按照一定规则向后结转，且从2019到2021年，向后结转的要求逐步趋严，给予新能源汽车企业一定的缓冲时间，同时可以更加灵活地调整NEV正积分的供给，改善短期内NEV正积分供过于求、积分价值较低的局面。

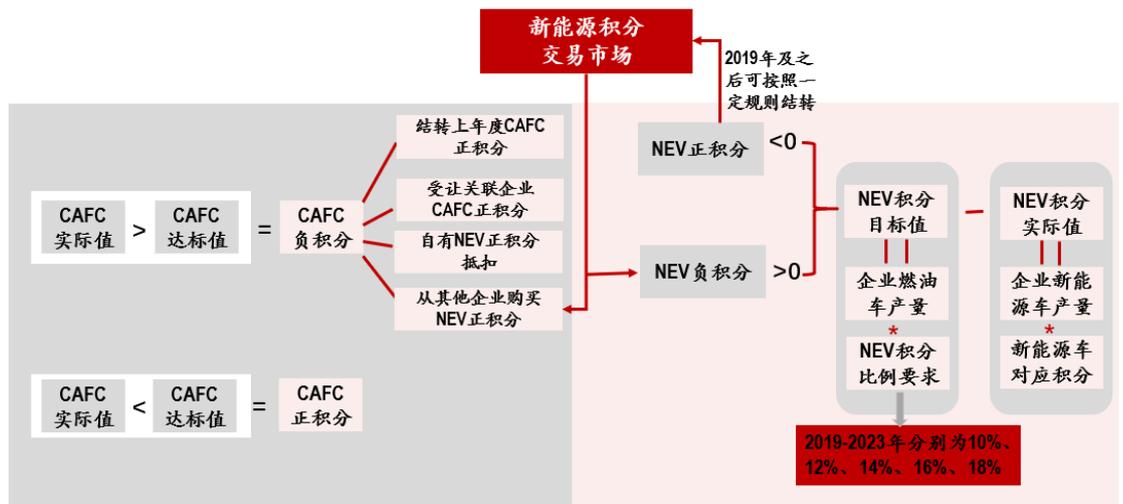
图表 3. 2019-2023 年新能源汽车积分比例要求



资料来源：工信部，中银国际证券

四是更新了小规模企业 2021-2023 年核算优惠。此前政策要求 2016-2020 年 CAFC 较上一年下降 6% 以上，达标值放宽 60%，下降 3%-6% 之间，放宽 30%；本次意见稿更新为 2021-2023 年期间，下降 4% 以上，达标值放宽 60%，下降 2%-4% 之间，放宽 30%。

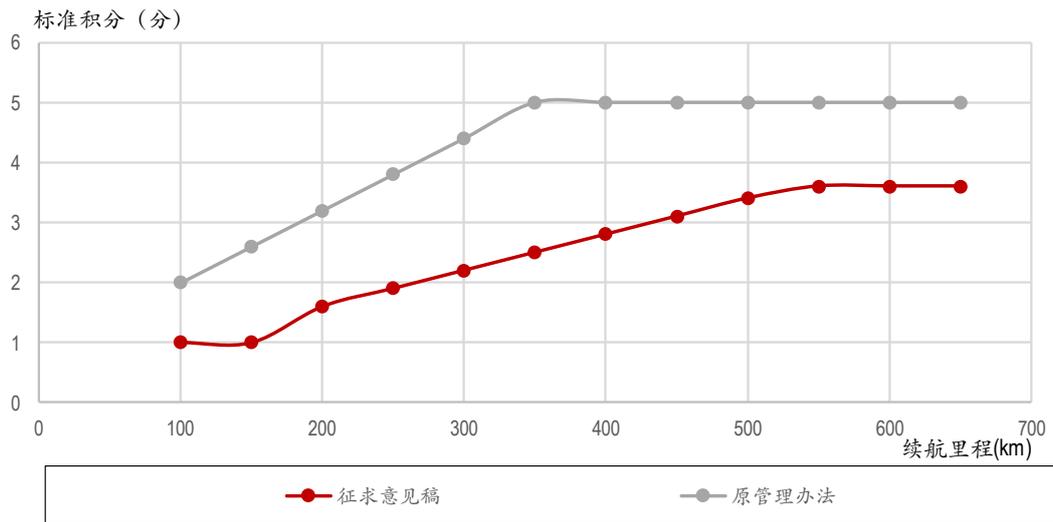
图表 4. 双积分并行管理办法示意图



资料来源：工信部，中银国际证券

从新能源乘用车车型积分计算方法来看，征求意见稿与原管理办法相比单车积分及积分上限均显著降低。分类型来看，纯电动乘用车积分上限为 3.4 分，相比原管理办法降低 32%，单车积分计算公式由 $0.012 \times R + 0.8$ 变为 $0.006 \times R + 0.4$ ；插电混动乘用车单车积分由 2 分变为 1.6 分，降幅 20%，积分倍数由一个系数变为两个系数相乘，获得高积分倍数难度增加；燃料电池乘用车积分上限由 5 分变为 6 分，提升 20%，单车积分计算公式由 $0.16 \times P$ 变为 $0.08 \times P$ ，相同系统额定功率下单车积分有所降低。积分上限及单车积分计算公式的调整表明监管层根据市场实际情况加大了对于乘用车企业的考核力度，同时也有助于改善目前 NEV 正积分供过于求的局面。

图表 5. 征求意见稿与原管理办法标准积分计算方法对比



资料来源：工信部，中银国际证券

此外，《征求意见稿》在汽车测试工况时，2020年以后由目前的NEDC工况法切换到WLTC工况法和中国工况。其中对汽油、柴油、两用燃料及双燃料乘用车，应采用全球统一轻型车辆测试循环(WLTC)确定车型燃料消耗量。对可外接及不可外接插电式混合动力乘用车，应采用全球统一轻型车辆测试循环(WLTC)确定车型燃料消耗量、电能消耗量及纯电续航里程。对纯电动乘用车和燃料电池乘用车，应采用中国轻型汽车行驶工况测试循环确定车型电能消耗量和续航里程。工况调整有利于与国内排放标准相协调，切实减轻企业的负担，更好反映我国实际道路的行驶情况。

图表 6. 双积分修正案征求意见稿与原管理办法分车型新能源积分计算办法

类型	标准积分		积分调整系数	
	征求意见稿	原管理办法	征求意见稿	原管理办法
纯电动乘用车	$0.006 \times R + 0.4$	$0.012 \times R + 0.8$	Y满足电耗目标值，积分倍数为电耗调整系数(EC系数：车型电耗目标值除以电耗实际值，上限为1.5倍)；其余车型EC系数为0.5； $R < 150\text{km}$ ，标准车型积分1分，标准车型积分上限3.4分(纯电动乘用车电能消耗量目标值： $m \leq 1000$ ， $Y \leq 0.0112 \times m + 0.4$ ； $1000 < m \leq 1600$ ， $Y \leq 0.0078 \times m + 3.81$ ； $m > 1600$ ， $Y \leq 0.0038 \times m + 10.28$)	Y满足条件一、不满足条件二的，积分倍数为1倍；满足条件二，积分倍数为1.2倍。其余车型按照0.5倍计算；标准车型积分上限为5分(条件一： $m \leq 1000$ ， $Y \leq 0.014 \times m + 0.5$ ； $1000 < m \leq 1600$ ， $Y \leq 0.012 \times m + 2.5$ ； $m > 1600$ ， $Y \leq 0.005 \times m + 13.7$ ；条件二： $M \leq 1000$ ， $Y \leq 0.0098 \times m + 0.35$ ； $1000 < m \leq 1600$ ， $Y \leq 0.0084 \times m + 1.75$ ； $m > 1600$ ， $Y \leq 0.0035 \times m + 9.59$)
插电式混合动力乘用车	1.6	2	1(电量保持模式燃料消耗量/燃料消耗量限制 $< 70\%$)，否则0.5；1(电量消耗模式电能消耗量/纯电动乘用车电能消耗量目标值 $< 135\%$)，否则0.5；以上两指标积分倍数乘积为最终核算倍数， ≤ 0.5 的按0.5倍计算	≤ 50 纯电驱动 $R < 80\text{km}$ ，1(条件B燃料消耗量/燃料消耗量限制 $< 70\%$)，否则0.5；纯电驱动 $R \geq 80\text{km}$ ，1(条件A电能消耗量满足条件一)，否则0.5
燃料电池乘用车	$0.08 \times P$	$0.16 \times P$	1($R \geq 300\text{km}$ ， $P \geq$ 驱动电机额定功率的30%且 $\geq 10\text{kW}$)，否则0.5；标准积分上限为6	1($R \geq 300\text{km}$ ， $P \geq$ 驱动电机额定功率的30%且 $\geq 10\text{kW}$)，否则0.5；标准积分上限为5

资料来源：工信部，中银国际证券

注：R为电动汽车续航里程(工况法)，单位为km；P为燃料电池系统额定功率，单位为kW；Y为百公里耗电量，单位为kW/h/100km

双积分有望托底新能源汽车销量

双积分有望接力补贴政策建立新能源汽车产业长效发展机制，托底新能源汽车销量。我们根据2021-2023年需抵偿的油耗负积分不同，分三种情形进行了测算，在中性假设下，2021-2023年达到NEV积分比例要求对应新能源乘用车销量分别为124、147、169万辆，抵偿燃油负积分对应新能源乘用车销量分别为117、156、195万辆，新能源乘用车合计销量分别为241、303、364万辆。随着单车积分的下降和油耗考核的趋严，双积分托底新能源汽车销量的作用凸显，为产业发展提供长期驱动力。

图表 7. 双积分修正案下 2021-2023 年分情景新能源汽车销量测算

	2021A	2021B	2021C	2022A	2022B	2022C	2023A	2023B	2023C
传统乘用车销量 (万辆)	2,265	2,265	2,265	2,347	2,347	2,347	2,401	2,401	2,401
NEV 积分比例要求(%)	14	14	14	16	16	16	18	18	18
NEV 积分 (万分)	317	317	317	376	376	376	432	432	432
加权平均单车积分	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56
纯电动乘用车平均续航里程(km)	400	400	400	400	400	400	400	400	400
纯电动乘用车单车积分	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
纯电动乘用车销售占比(%)	80	80	80	80	80	80	80	80	80
插电混动乘用车单车积分	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
插电混动乘用车销售占比(%)	20	20	20	20	20	20	20	20	20
对应新能源乘用车销量 (万辆)	124	124	124	147	147	147	169	169	169
需抵偿的油耗负积分 (万分)	200	300	400	300	400	500	400	500	600
对应新能源乘用车销量 (万辆)	78	117	156	117	156	195	156	195	234
新能源乘用车销量合计 (万辆)	202	241	280	264	303	342	325	364	403

资料来源：工信部，中银国际证券

投资建议

本次征求意见稿一方面更新了2021-2023年的新能源汽车积分比例要求，延续了此前双积分政策的比例要求，有利于稳定车企预期，接力补贴政策托底新能源汽车销量，建立产业长效发展机制；另一方面，2021-2023年新能源汽车单车积分比例明显下调，同时转结要求不断趋严，有利于改善当前NEV积分供应过剩、积分价值较低的局面。此外，新能源汽车的续航里程等单一指标对积分的影响弱化，低油耗乘用车首次被定义，整车低能耗指标的重要性逐渐提升。

2019年下半年新能源汽车补贴总体退坡压力较大，产业链中游或将在2019年三季度确立盈利底；2020年之后，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，中长期看好产业链中游制造龙头与上游资源巨头的投资机会。动力电池推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达等，电池材料推荐璞泰来、当升科技、天赐材料、新宙邦、恩捷股份、星源材质等。

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 8. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2016A	2017E	2016A	2017E	资产 (元/股)
300014.SZ	亿纬锂能	买入	30.90	299.88	0.59	1.01	52.55	30.50	4.40
300750.SZ	宁德时代	增持	72.25	1,585.90	1.54	2.01	46.82	35.98	15.59
300207.SZ	欣旺达	增持	11.51	178.15	0.45	0.67	25.58	17.18	3.59
603659.SH	璞泰来	增持	48.96	212.83	1.37	1.68	35.82	29.23	6.99
300073.SZ	当升科技	增持	25.09	109.57	0.72	0.83	34.65	30.27	7.71
002709.SZ	天赐材料	增持	16.99	93.16	1.33	0.73	12.76	23.18	8.32
300037.SZ	新宙邦	增持	22.75	86.18	0.84	1.03	26.95	22.13	7.61
002812.SZ	恩捷股份	增持	30.48	245.54	1.09	1.70	27.86	17.97	8.53
300568.SZ	星源材质	增持	24.38	46.81	1.16	1.18	21.07	20.70	7.85

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 7 月 10 号, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



附录：《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿）

为适应我国节能与新能源汽车产业发展的需要，工业和信息化部会同相关部门决定对《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》做如下修改：

一、第四条第三款修改为：“本办法所称传统能源乘用车，是指除新能源乘用车以外的，能够燃用汽油、柴油、气体燃料或者醇醚燃料等的乘用车（含非插电式混合动力乘用车）。”

增加一款，作为第四款：“本办法所称低油耗乘用车，是指综合工况燃料消耗量不超过《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中对应的车型燃料消耗量目标值与该核算年度的企业平均燃料消耗量要求之积（计算结果按四舍五入原则保留一位小数）的传统能源乘用车。”

二、第十条增加一款，作为第二款：“企业传统能源乘用车平均燃料消耗量实际值，是指新能源汽车不参与核算的企业平均燃料消耗量实际值。”

三、第十二条第一款修改为：“对核算年度生产量 2000 辆以下并且生产、研发和运营保持独立的境内乘用车生产企业，进口量 2000 辆以下的获境外乘用车生产企业授权的进口乘用车供应企业，放宽其企业平均燃料消耗量积分的达标要求：

企业 2021 年度至 2023 年度平均燃料消耗量较上一年度下降达到 4% 以上的，其达标值在《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》规定的企业平均燃料消耗量要求基础上放宽 60%；下降 2% 以上不满 4% 的，其达标值放宽 30%。2024 年度及以后年度的核算要求，由工业和信息化部另行公布。”

四、第十六条增加一款，作为第二款：“计算乘用车企业新能源汽车积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或者进口量按照其数量的 0.2 倍计算。”

五、第十七条第二款修改为：“2021 年度、2022 年度、2023 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%。2024 年度及以后年度的新能源汽车积分比例要求，由工业和信息化部另行公布。”

六、第二十二条第二款修改为：“乘用车企业新能源汽车正积分可以依据本办法自由交易。2019 年度及以后年度产生的新能源汽车正积分按照下列规则向后结转，结转有效期不超过三年：

（一）2019 年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转至 2020 年度使用；

（二）2020 年度存在的新能源汽车正积分，每结转一次，结转比例为 50%。

（三）2021 年度及以后年度企业传统能源乘用车平均燃料消耗量实际值与企业平均燃料消耗量达标值的比值不高于 123% 的，允许其当年度产生的新能源汽车正积分向后结转，每结转一次，结转比例为 50%。只生产或者进口新能源汽车的企业产生的新能源汽车正积分按照 50% 的比例结转。

七、第三条、第二十一条、第三十一条、第三十二条中的“质检总局”修改为“市场监管总局”。

八、对附件 2《新能源乘用车车型积分计算方法》进行了修改（详见附件 1）。

本决定自公布之日起施行。

二〇一九年 XX 月 XX 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