



## 强于大市

# 新能源汽车行业动态点评

### 行业筑底，拐点可期

新能源汽车产业链当前处于基本面底部区域，或将在2019年三季度确立盈利底；三季度后，销量有望回暖，叠加产业政策刺激，中游产业链或将逐月改善；长期看，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。维持行业强于大市的评级，底部区域建议逐步加大配置。

- **产业现状：7月新能源汽车中游产业链承压，基本面处于底部区域：**根据中汽协数据，2019年6月新能源汽车销量为15.2万辆，同比增长80%，环比增长46%，抢装效应明显；预计7月销量将出现显著的环比下滑；目前中游产业链普遍实施了不同程度的减产，动力电池环节还存在一定的去库存压力。同时，补贴退坡之后，中游产业链还将迎来一轮降价。
- **短期展望：三季度后销量有望回暖，中游产业链或将逐月改善：**1) 前期国五燃油车降价清库存，对于新能源汽车的销量存在较大的压制作用；随着国五车型降价清库存告一段落，新能源汽车性价比有望实现相对提升。2) 适合补贴新政的新车型加速推出，高续航里程车型结构占比提升。3) 发改委、生态环境部、商务部出台《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）》，推动大气污染防治区域汽车电动化进程；北京出台《关于对出租汽车更新为纯电动车资金奖励政策的通知》，不仅有利于拉动北京地区下半年新能源汽车的整体销量，还可能发挥示范作用，加快推动全国运营车电动化进程。因此，新能源汽车在7-8月迎来国内销量底，多重催化因素下，后续有望逐步回暖，全年预计维持较高增速。
- **长期展望：全球加速电动化进程，双积分政策完善国内长效发展机制：**1) 诸多海外传统车企巨头进一步明确或加快了电动化的目标进程，结合未来新平台车型的密集推出，全球加速进入电动化时代。2) 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，同时结转要求不断趋严，有利于改善当前NEV积分供应过剩、积分价值较低的局面。
- **投资建议：**2019年三季度，新能源汽车产业链处于量价齐跌的基本面底部，产业链中游或将在2019年三季度确立盈利底；三季度后，销量有望回暖，叠加产业政策刺激，中游产业链或将逐月改善；长期看，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。我们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；短期看，板块前期走势已相对充分反映了三季度基本面，底部区域建议逐步加大配置。电池材料环节建议优选海外高端供应链标的，推荐璞泰来、当升科技、恩捷股份、星源材质、新宙邦、天赐材料等；设备环节对于补贴退坡敏感性较低，推荐先导智能等；电池环节推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达等。
- **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

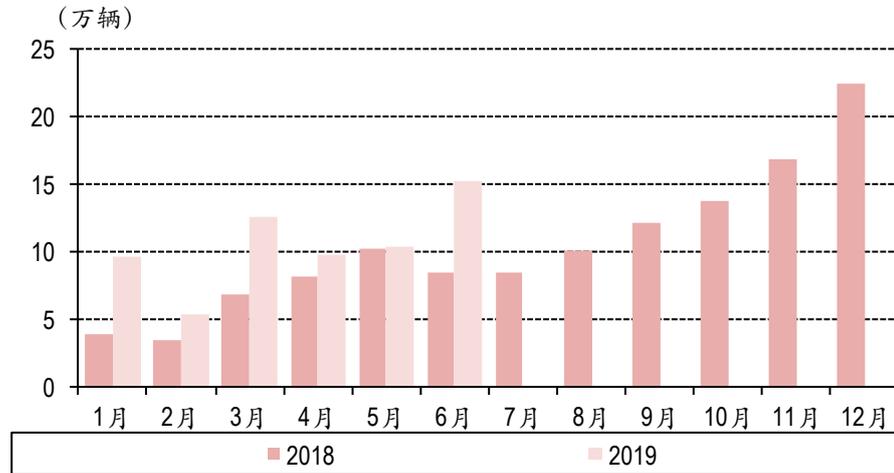
\*张味为本报告重要贡献者



## 产业现状：7月新能源汽车中游产业链承压，基本面处于底部区域

2019年6月过渡期末端新能源汽车销量抢装效应明显。根据中汽协数据，2019年6月新能源汽车销量为15.2万辆，同比增长80%，环比5月增长46%。相比4-5月销量相对平稳的情况，6月过渡期末端抢装力度明显加大，上半年销量走势从前几年的前低后高转换成补贴变化驱动下的波浪走势；考虑到车型销量对应中游产业链订单排产时间具有1-2个月的滞后性，我们判断6月销量增长明显拉动了中游产业链二季度排产。

图表 1. 2018.01-2019.06 新能源汽车月度销量



资料来源：中汽协，中银国际证券

预计7月销量明显下滑，中游产业链面临订单下滑。参考2018年6月11日抢装结束后，2018年6月销量8.4万辆，环比2018年5月的10.2万辆下滑17.6%。2019年6月的抢装更为明显，预计将透支随后数月的需求，预计7月销量将出现显著的环比下滑。新能源汽车中游产业链由于二季度排产普遍较满，7月需求端订单快速下滑难以避免；目前中游产业链普遍实施了不同程度的减产。此外，动力电池环节还存在一定的去库存压力；但电池材料环节普遍库存较低。

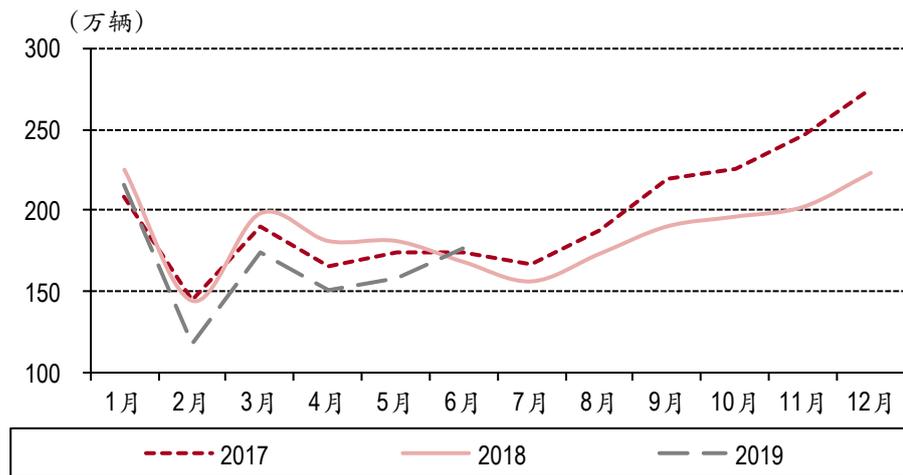
补贴退坡之后，中游产业链面临降价压力。2019年新能源汽车补贴标准退坡幅度约为50%-60%，同时过渡期后大部分新能源车型地补取消，新政下总补贴金额下降幅度达70%。补贴大幅退坡需要由整车企业、消费者、中游产业链三方共同承担；因此，中游产业链面临短期阵痛，各环节的降价压力加大。

## 短期展望：三季度后销量有望回暖，中游产业链或将逐月改善

### 燃油车国五车型降价清库存告一段落

燃油车国五车型降价清库存告一段落，对新能源汽车压制效应弱化。2019年7月1日后，部分地区正式实施国六排放标准，7月1日后购买的国五车型将无法上牌；因此，5-6月经销商和车企均加大国五车型的促销力度，降价幅度明显。从乘联会公布的数据来看，6月零售同比增速4.9%，环比增长12%，并实现了12个月以来的首次同比正增长。国五燃油车降价清库存的状况，对于新能源汽车的销量存在较大的压制作用。随着国五车型降价清库存告一段落，新能源汽车性价比有望实现相对提升。

图表 2. 2017.01-2019.06 狭义乘用车零售销量情况

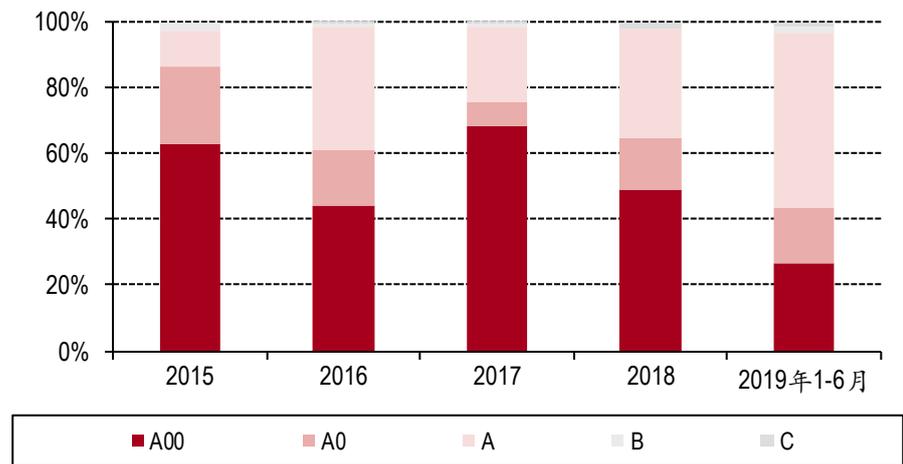


资料来源：乘联会，中银国际证券

**适合补贴新政的新车型加速推出，高续航里程车型结构占比提升**

**高续航里程车型占比逐渐提升。** 新能源汽车需求方向逐渐由政策主导转向市场化需求主导，高性价比或高端化产品渗透率有望进一步提升。纯电动 A 级车在纯电动乘用车总销量的占比逐年提升，2019 年 1-6 月，纯电动 A 级车的销量占比为 53.5%，其中 6 月为 56%，环比 5 月持平。

图表 3. 2015-2019.06 纯电动乘用车各级车型销量结构占比



资料来源：中汽协，中银国际证券

**高性价比新车型密集推出。** 2019 年以来，国内外主流车企加速推出新车型。国内车企来看，以比亚迪、北汽、上汽和广汽等为代表的传统车企推出多款高续航里程、高价格竞争力的车型，如上汽荣威 Ei5、北汽 EX3、比亚迪元 EV535、唐 EV600、广汽 Aion S、吉利几何 A 等车型；国内造车新势力开始推出产品并实际交付，如威马 EX5、领跑 S01 等；以华晨宝马为代表的合资车企也开始发力新能源，推出多款新能源汽车车型。国内三大造车势力发力新能源，密集推出高性价比车型，有望出现新的爆款车型，刺激消费性需求，带动销量增长。



图表 4. 2019 年新上市新能源车型

车型	车企	上市日期	类型	电池类型	电池容量 (kWh)	综合工况续航里程 (km)	价格 (万元)
荣威 Ei5	上汽集团	2019.01.02	纯电动	三元	52.5	420	12.88
零跑 S01	零跑汽车	2019.01.03	纯电动	三元	35.6	300	10.99
EX5	北汽新能源	2019.01.27	纯电动	三元	61.8	415	16.99
Model3	特斯拉	2019.02.01	纯电动	三元	60	460	32.8
530Le	华晨宝马	2019.02.18	插电混动	三元	13	61	46.69
iEV7L	江淮	2019.03.15	纯电动	磷酸铁锂	35.2	302	8.35
X1 新能源	宝马	2019.03.22	插电混动	三元	/	110	39.38
宝马 i3	宝马	2019.03.22	纯电动	三元	42	340	33.98
秦 Pro 新能源	比亚迪	2019.03.28	插电混动	三元	14.38	82	14.99
宋 MAX 新能源	比亚迪	2019.03.28	插电混动	三元	9.98	51	14.99
唐新能源	比亚迪	2019.03.28	插电混动	三元	19.9	81	25.99
元新能源	比亚迪	2019.03.28	纯电动	三元	13.6	305	8.99
几何 A	吉利汽车	2019.04.11	纯电动	三元	51.9	410	15
比亚迪 e1	比亚迪	2019.04.12	纯电动	/	32.2	305	5.99
EX3	北汽新能源	2019.04.16	纯电动	三元	68	501	12.39
iEVS4	江淮汽车	2019.04.16	纯电动	三元	55	355	12.95
威马 EX5	威马汽车	2019.04.16	纯电动	三元	48	300	12.98
名爵 6 新能源	上汽集团	2019.04.27	插电混动	三元	11	51	15.98
Aion S	广汽新能源	2019.04.27	纯电动	三元	58.8	510	15.98
缤越新能源	吉利汽车	2019.05.28	插电混动	三元	11.3	62	13.98
奇瑞 eQ1	奇瑞汽车	2019.06.26	纯电动	三元	38	301	5.98
上汽 MAXUS EG50	上汽大通	2019.07.10	纯电动	三元	52.5	350	19.18
宋 Pro 新能源	比亚迪	2019.07.11	插电混动	三元	15.7	81	19.48
宋 Pro 新能源	比亚迪	2019.07.11	纯电动	三元	71	502	19.48
锐骐新能源	郑州日产	2019.07.17	纯电动	三元	62.7	305	26.98
北汽新能源 EC5	北汽新能源	2019.07.20	纯电动	三元	/	403	10.99

资料来源：太平洋汽车网，中银国际证券

### 利好政策有望持续出台，刺激新能源汽车销量增长

**三部委出台政策，推动大气污染防治区域汽车电动化进程。**2019年6月6日，发改委、生态环境部、商务部出台《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）》，对新能源汽车支持的重点内容主要包括：1) 提出各地不得对新能源汽车实行限购、限行，已实施的应当取消；鼓励地方对家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持，同时鼓励有条件的地方对新能源汽车在停车费等方面给予优惠，探索设立零排放区试点。2) 加快公共领域用车新能源化，特别是专用车领域；推动城市公共领域车辆更新升级，加快在公交、环卫、邮政、出租等领域使用新能源汽车，2020年底前大气污染防治重点区域使用比例达到80%；鼓励地方政府加大新能源汽车运营支持力度，降低新能源汽车的使用成本。

**北京出台电动出租车奖励政策，全国运营车电动化进程有望加速。**2019年7月17日，北京出台《关于对出租汽车更新为纯电动车资金奖励政策的通知》，明确对符合本市纯电动出租汽车更新要求的出租汽车经营者给予一次性政府资金奖励，奖励标准为比照纯电动出租汽车生产环节电池采购价格，每辆车奖励上限为7.38万元，低于奖励上限的按实际电池采购价格确定，奖励期限为自政策发布之日起至2020年12月31日。本次北京出台电动出租车奖励政策，不仅有利于拉动北京地区下半年新能源汽车的整体销量，还可能发挥示范作用，加快推动全国运营车电动化进程。

图表 5. 北京出租车更新为纯电动车资金奖励政策的通知

通知内容	奖励车型条件	奖励车型范围
《关于对出租汽车更新为纯电动车资金奖励政策的通知》	(1) 奖励对象：对符合本市纯电动出租汽车更新要求的出租汽车经营者给予一次性政府资金奖励。	(1) 车辆续航里程原则上不低于 300 公里，具备充换电兼容技术，以快速更换电池为主。
	(2) 奖励标准：比照纯电动出租汽车生产环节电池采购价格，每辆车奖励上限为 7.38 万元，低于奖励上限的按实际电池采购价格确定。电池资产归出租汽车经营者所有。	(2) 提供车辆电池 8 年或 60 万公里质保（以先到为准），且质保期内电池满电量不低于 80%。
	(3) 奖励期限：自政策发布之日起至 2020 年 12 月 31 日。	(3) 车辆电池与充换电站技术相匹配。
		(4) 符合北京市出租汽车地方标准要求。
		(1) 本市 2018-2020 年到期报废的巡游出租汽车。
		(2) 使用车辆奖励指标购置的纯电动巡游出租汽车。
		(3) 经市政府批准更新的其他巡游出租汽车。

资料来源：北京市财政局官网，中银国际证券

## 长期展望：全球加速电动化进程，双积分政策完善国内长效发展机制

### 全球电动化进程有望加速

**全球电动化进程加速，拉动新能源汽车需求持续高增长。**近期，诸多海外传统车企巨头进一步明确或加快了电动化的目标进程。1) 根据盖世汽车报道，宝马新能源战略部署提前 2 年：2019 年 6 月，宝马表示将加快电动化产品计划，将在 2023 年以前实现 25 款新能源车型的布局，其中超过一半是纯电动车，此前宝马公布 2025 年以前提供 25 款电动车型，其中 12 款为纯电动车型；此外，宝马预计 2025 年前每年的销量增速约为 30%。2) 根据搜狐网报道，捷豹路虎正式推出捷豹 XJ 纯电动轿车，并承诺将在英国的 Castle Bromwich 工厂生产一系列电动汽车。3) 根据上海证券报资料，特斯拉上海工厂将于 2019 年 9 月完成冲压、焊接和总装三大工艺车间及样车下线，12 月实现一期部分产能的投放。4) 根据 OF Week 锂电网资料，2019 年 6 月 7 日，丰田召开以《Toyota challenge Aiming to Popularize BEVs》为主题的发布会，到 2020 年由中国开始，正式投放自行研发的量产纯电汽车，将投放 C-HR 和奕泽两款 SUV 纯电动车，初步选定比亚迪和宁德时代两家本土供应商，2020 年要在全球推出 10 款以上电动车型；丰田作为燃料电池和 HEV 的主要供应商，转型到纯电动路线，更加坚定了全球电动化的大方向。

图表 6. 海外主要车企新能源汽车战略规划

车企集团	2018 年燃油车销量 (万辆)	2020E (万辆)	2025E (万辆)	新能源汽车战略规划
雷诺-日产-三菱联盟	1036.00	43.36	209.96	3 家车企未来五年将推出 12 款全新纯电动车型, 2020 年前, 将共同开发中型纯电动汽车专用的底盘, 到 2022 年将传统动力汽车和纯电动汽车的合计全球销量提高至 1,400 万辆
特斯拉	-	70.86	381.12	2020 年实现年销售 50 万辆的目标, 后提前到 2019 年年底开始实现销售
大众集团	1083.00	13.26	232.22	“2025 战略”提出到 2025 年推出 30 多款电动车, 2025 年新能源汽车销量 200-300 万辆, 占整个集团汽车销量的 25%-30%; 2020 年实现在华销售 NEV40 万辆, 2025 年实现 150 万辆的目标
宝马集团	249.00	29.12	63.97	将在 2023 年以前实现 25 款新能源车型的布局, 其中超过一半是纯电动车, 此前公司公布 2025 年以前提供 25 款电动车型, 其中 12 款为纯电动车型, 预计 2025 年前每年的销量增速约为 30%。
通用集团	878.70	15.00	55.69	通用将在 2023 年之前推出包括纯电动汽车和燃料电池汽车在内的至少 20 款零排放车型, 2020 年前, 通用汽车在华将推出至少 10 款新能源车型; 上汽通用提出到 2020 年新能源汽车年销量超过 10 万辆
福特集团	573.43	15.00	55.69	提出 2020 年新能源汽车销量占比达到 10%-25%, 到 2025 年底将在华推 50 款新车, 其中有 8 款为纯电动车, 其中将包含 SUV
戴姆勒集团	240.00	15.00	41.35	戴姆勒将投资 100 亿欧元开发新能源汽车, 在 2022 年相继推出 10 款基于相同平台打造的纯电动汽车, 实现旗下近 50 余款奔驰轻型车的电气化进程, 提出 2025 年销量占比达到 15%-25%
现代-起亚汽车集团	750.79	9.65	70.00	2030 年前将在燃料电池领域投资 8 万亿韩元, 希望借助燃料电池技术维持竞争力。到 2025 年之前, 现代汽车集团将提供 44 款电动车, 希望年度销量在 167 万辆左右。
丰田	1052.07	15.00	100.00	最新情况, 公司将在 2020 年先在中国投放 2 款纯电动车, 全年在全球发布 10 款以上电动车。此前规划, 将在 2025 年前后停止制造只有发动机的汽车, 在 2020-2025 年间按照中国、日本、印度、美国、欧洲的顺序于全球推出 10 款以上纯电动汽车, 并在 2030 年实现包括混合动力汽车、插电式混合动力汽车、纯电动汽车和燃料电池汽车在内的 550 万辆电动汽车销售, 其中混合动力和插电式混合动力汽车占 450 万辆, 纯电动汽车和燃料电池汽车占 100 万辆
本田	526.51	10.00	50.00	在 2019 年内推出一款全新的纯电动车型, 并且在 2025 年前推出 20 款电动车型。2030 年实现混动车、电动车以及零排放车型的销量占到全球汽车销量的 2/3, 2/3 的车型中 15% 是零排放的汽车, 50% 是由混合动力汽车和插电式混合动力汽车
标致雪铁龙	412.57	10.00	50.00	2023 年前将推 34 款新车型, 而其中 80% 将配有电动或混动版
沃尔沃	64.20	10.00	30.00	到 2025 年, 交付 100 万辆新能源汽车, 实现纯电动车型销量占 50% 以上的目标, 达到气候零负荷运营
外资合计		256.25	1340	
全球合计		456.25	1840	

资料来源: 盖世汽车网, 中银国际证券

### 双积分政策修正案征求意见, 国内长效机制进一步完善

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。

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, 同时结转要求不断趋严, 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。

图表 7. 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	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	车能耗性能的要求 2019 年及以后年度产生的 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，NEV 正积分不得结转，但 2019 年度产生的 NEV 正积分结转比例 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	2019 年度产生的 NEV 正积分不得结转，但 2019 年度产生的 NEV 正积分结转比例 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
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

## 投资建议

2019 年三季度，新能源汽车产业链处于量价齐跌的基本面底部，产业链中游或将在 2019 年三季度确立盈利底；三季度后，销量有望回暖，叠加产业政策刺激，中游产业链或将逐月改善；长期看，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。我们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；短期看，板块前期走势已相对充分反映了三季度基本面，底部区域建议逐步加大配置。电池材料环节建议优选海外高端供应链标的，推荐璞泰来、当升科技、恩捷股份、星源材质、新宙邦、天赐材料等；设备环节对于补贴退坡敏感性较低，推荐先导智能等；电池环节推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达等。

## 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)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019E	2020E	2019E	2020E	(元/股)
300014.SZ	亿纬锂能	买入	31.13	302.11	1.01	1.33	30.82	23.41	4.87
300450.SZ	先导智能	买入	36.05	317.81	1.26	1.76	28.61	20.48	4.98
603659.SH	璞泰来	增持	52.42	227.87	1.68	2.13	31.20	24.61	8.27
300073.SZ	当升科技	增持	24.85	108.53	0.75	1.12	33.13	22.19	8.23
002812.SZ	恩捷股份	增持	31.55	254.16	1.70	2.01	18.56	15.70	5.71
300568.SZ	星源材质	增持	27.45	52.71	1.18	1.41	23.26	19.47	9.03
300037.SZ	新宙邦	增持	23.17	87.77	1.03	1.29	22.50	17.96	8.40
002709.SZ	天赐材料	增持	16.66	91.35	0.73	1.49	22.82	11.18	5.63
300750.SZ	宁德时代	增持	75.87	1664.93	2.01	2.41	37.75	31.48	17.14
300207.SZ	欣旺达	增持	11.20	173.35	0.67	0.94	16.72	11.91	4.03

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 7 月 23 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 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