



# 新能源车：春寒料峭，正是播种时光

中泰证券 电力设备新能源

分析师：苏晨，S0740519050003，suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：邹玲玲，S0740517040001，zoull@r.qlzq.com.cn

中泰证券研究所  
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

2019年7月

# 目录

- 一、需求：中长期趋势起点，中短期周期底部
- 二、供给：全球电动化，竞争格局加速形成
- 三、透析电动车全球供应链体系
- 四、上游盈利弱化，龙头强者恒强
- 五、投资建议

# 变化一：抢装周期，销量结构升级，A级车占比53%

- 受抢装效应，6月新能源车销量15.2万辆，环比+45.6%：6月新能源车产销分别为13.4/15.2万辆（MOM+19.4%/+45.6%），同比分别+56.3%/+80%。1-6月累计销量61.7万辆，同比+49.6%；
- 车型升级明显：纯电动A00级车占比大幅下降，从18年49%—19年的26%；A级车占比提升至54%；
- 纯电动乘用车环比50%，插电环比下滑-6%：纯电动车过渡期最后1个月抢装明显，插电混受传统燃油车国五转国六打折销售性价比降低，销量环比下滑；

图表：新能源汽车乘用车销量结构：A00级车占比大幅下降，A级车占比大幅提升

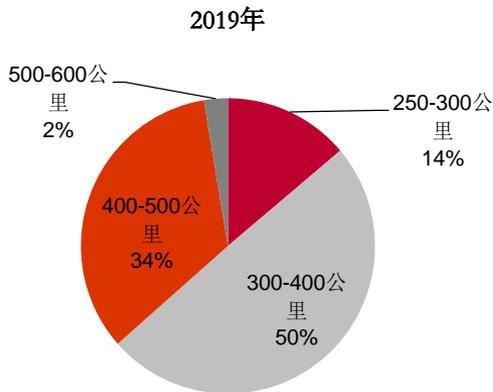
乘联会名称		销量								车型占比			
		17年	18年	19-5月	19-6月	19年累	本月同比	本月环比	19年累计同比	17年	18年	19-6月	19年累
纯电动	A00	30.81	37.07	1.76	2.78	12.07	67%	58%	-23%	69%	49%	25%	26%
	A0	3.05	12.39	1.20	1.94	7.79	53%	61%	143%	7%	16%	17%	17%
	A	10.53	24.97	4.25	6.38	24.38	258%	50%	283%	23%	33%	56%	54%
	B	0.48	0.25	0.29	0.15	0.64	615%	-48%	842%	1%	0%	1%	1%
	C	0.01	1.30	0.11	0.04	0.69		-59%	18497%	0%	2%	0%	2%
纯电动合计		44.88	75.98	7.62	11.30	45.56	139%	48%	80%	81%	75%	85%	79%
插电混动	A0	0.00	0.00	0.01	0.06	0.07		1017%		0%	0%	3%	1%
	A	8.83	18.06	1.14	1.12	6.21	-37%	-1%	-27%	82%	70%	55%	52%
	B	1.91	5.95	0.64	0.60	4.56	96%	-6%	582%	18%	23%	29%	38%
	C	0.00	1.61	0.29	0.26	1.10	179%	-10%	223%	0%	6%	13%	9%
插电混动合计		10.75	25.62	2.08	2.05	11.95	-6%	-1%	26%	19%	25%	15%	21%
新能源乘用车合计		55.63	101.60	9.69	13.35	57.51	93%	38%	65%	55.63	101.60	13.35	57.51

# 变化一：车型升级

## ■ 符合2019年新能源汽车技术标准车型统计：

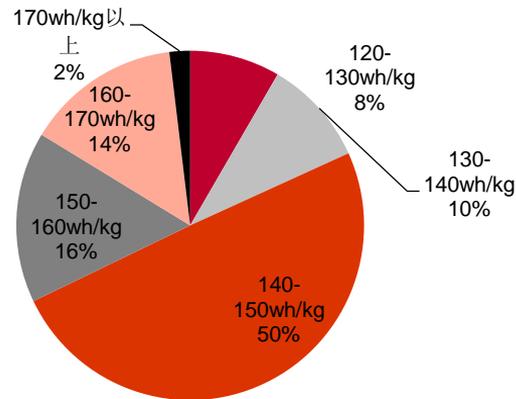
- 续航里程提升：400公里以上占比已达36%，超过500公里以上车型11款，占比2%；
- 电池能量密度集中在140-150wh/kg，其中超160wh/kg车型数量占比达到16%。高于170wh/kg的车型有8款车，分别是：主要是吉利帝豪(182.44wh/kg)、蔚来(170.5wh/kg)、长城欧拉(176/173wh/kg)、小鹏(180wh/kg)。

图表：不同续航里程车型数量占比（满足19年技术标准车型）



来源：工信部，中泰证券研究所，说明：满足19年技术标准车型

图表：2019年电池能量密度车型数量占比



来源：工信部，中泰证券研究所；说明：满足19年技术标准车型

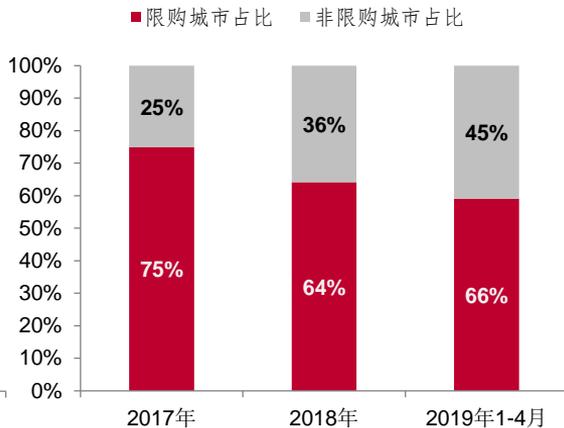
## 变化二：消费结构上，运营需求占比提升

- 需求结构上：运营需求占比提升
  - 19年1-4月网约车需求提升，运营车辆占比达25%；
  - 租赁市场：非限购城市运营需求在提升，与限购城市运营需求平分秋色，各占比约50%；
- 个人消费提升：个人消费者占比提升至80%

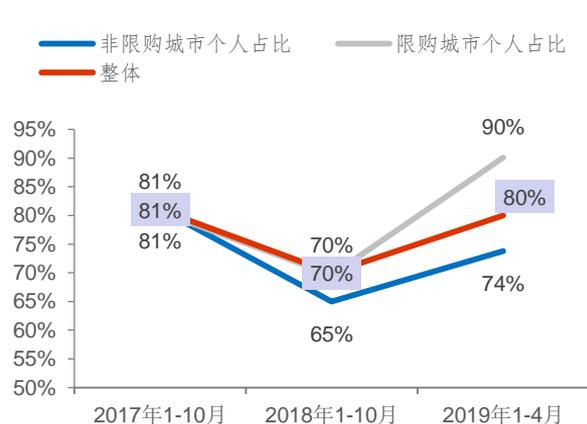
图表：运营车辆占比



图表：城市租赁车辆（限购、非限购）/租赁车总数



图表：个人购买新能源车占比



来源：乘联会，中泰证券研究所

说明：由于限购与非限购城市仅包含20个城市数据，或因数据不全与实际数据有误差

说明：2019年个人购买占比为（1-单位购买比例），估计存在有部分未分类的比例列入个人购买



# 变化三：补贴新政正式实施，后补贴时代渐行渐近

## ■ 后补贴时代渐行渐近，双积分政策推动行业发展

2019年新能源汽车补贴新政出台，设3个月过渡期（3.26-6.25），过渡期后地补取消，转向运营补贴。

- **乘用车**：1) 续航里程降为2档：250~400KM、400KM以上，补贴分别为1.8万/2.5万元，较2018年的补贴退坡幅度为47%-60%不等；若考虑地补取消，退坡幅度为64%-73%；2) 技术指标上（重安全，轻能量密度）：电池能量密度高于160wh/kg 补贴系数为1；对于百公里电耗水平，优于门槛20%以上才能获得1倍补贴；
- **客车补贴**：补贴降幅达50%左右；1) 2019年；将除公交车外的地补转向支持充电基础设施和公交运营。提出加快研究新能源商用车积分交易政策。2) **新能源公交车**：a) 保留地方补贴；b) 设置过渡期5.8-8.7；c) 2020取消购置补贴后，采取以奖代补；
- **专用车补贴**：普遍退坡45%-59%；1) 单车补贴标准为350元/kwh；2) 新增增程式货车，补贴为500元/kwh（上限3.5万）；
- **营运类补贴打7折**：非个人购车或用于营运的新能源乘用车补贴按照0.7倍补贴

——地方补贴转向运营补贴（如近期北京、成都等政府补贴新能源巡游出租车）

图表：新能源乘用车补贴细则（纯电动）

2017年政策		2018年政策（18.06.12起）		2019年过渡期（19.3.26-06.25）		2019年正式版（2019.6.26）					
纯电动续航里程R(工况法、公里)	补贴金额	纯电动续航里程R(工况法、公里)	补贴金额	补贴金额	较2018年退坡幅度（考虑地补）	较2019年过渡期后（考虑地补）	补贴金额	较2018年退坡幅度	较过渡期退坡幅度	较2018年退坡幅度（考虑地补）	较过渡期退坡幅度（考虑地补）
100≤R<150	2	150≤R<200	1.5	0.9	-40.0%		0	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
150≤R<250	3.6	200≤R<250	2.4	1.44	-40.0%		0	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
R≥250	4.4	250≤R<300	3.4	2.04	-40.0%	70.0%	1.8	-47.1%	-11.8%	-64.7%	-41.2%
		300≤R<400	4.5	2.7	-40.0%	125.0%	1.8	-60.0%	-33.3%	-73.3%	-55.6%
		R≥400	5	3	-40.0%	80.0%	2.5	-50.0%	-16.7%	-66.7%	-44.4%
最高补贴	4.84	最高补贴	6.6	3.96	-40.0%	116.0%	2.75	-58.3%	-30.6%	-72.2%	-53.7%

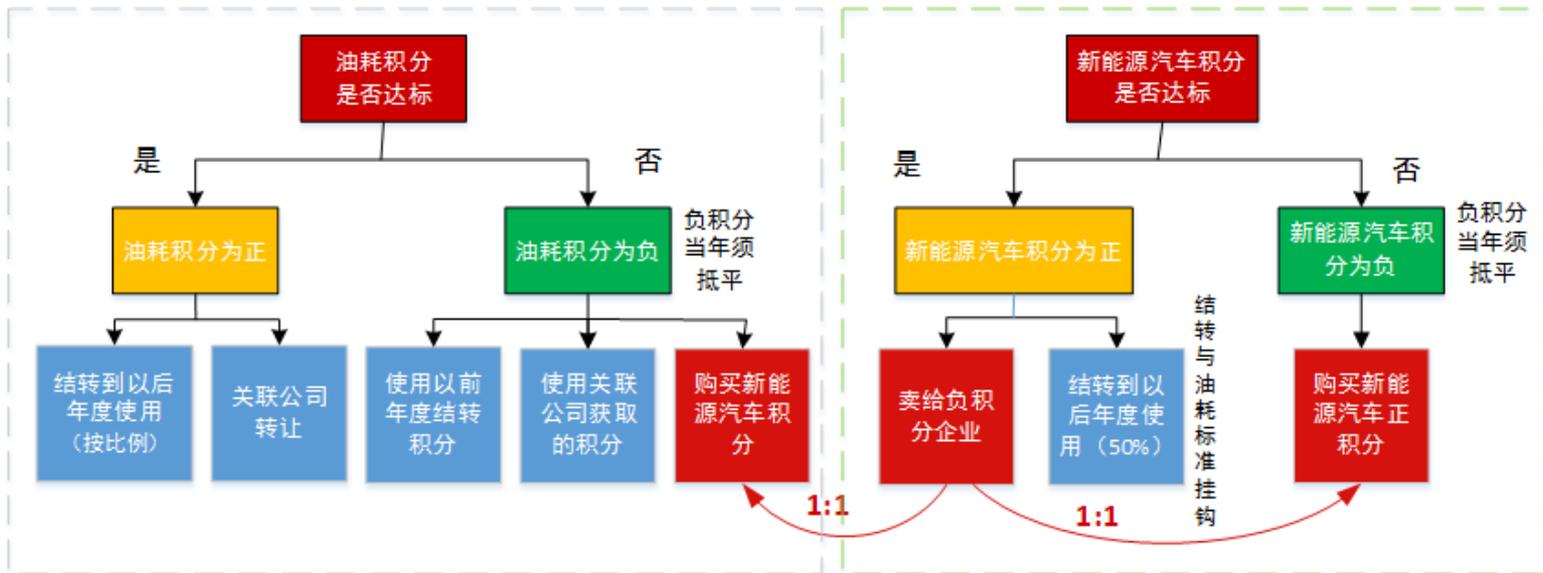


# 变化四：2021-2023年双积分政策征求意见稿发布

2019/7/9，工信部发布《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）

■ 双积分政策：CAFC积分与NEV积分须同时达标

■ 关注政策的关键点：新能源车NEV积分比例、CAFC核算方式、NEV核算方式；



**CAFC积分**： $CAFC积分 = 目标值 * 达标比例 - 实际值$   
积分 > 0 为**正积分**；积分 < 0 为**负积分**

**目标值**： $\Sigma(\text{某车型目标油耗量} * \text{该车型总量}) / \text{生产或进口总量}$ ；  
**实际值**： $\Sigma(\text{某车型实际油耗量} * \text{该车型总量}) / \text{生产或进口总量}$

**NEV积分**： $NEV积分 = 实际值 - 目标值$   
积分 > 0, 为**正积分**；积分 < 0, 为**负积分**

**目标值**：传统能源乘用车年总产量 \* NEV积分比例要求；  
**2019-2023年NEV积分比例分别为**：10%、12%、14%、16%、18%  
**实际值**： $\Sigma(\text{车型积分} * \text{该车型生产或进口总量})$



## ■ 双积分政策（征求意见稿）：持续修正完善

- 1、确立2021-2023年新能源积分比例：为**14%、16%、18%**；据测算，2021-2023年新能源乘用车销量分别为：**220万/281万/333万辆**（不考虑NEV积分结转情况），为行业产销保底；
- 2、修改NEV积分计算方式：强化整车能耗等性能提升，弱化续航里程；降低纯电动车单车积分上限（由5分降低为3.4分，混动由2分降为1.6分，并设置EC系数，与电耗实际值挂钩），有利于改善当前积分过剩局面，同时在新能源积分比例确定下，促进车企生产更多的新能源汽车，增加积分价值量。
- 3、新增了新能源汽车结转的标准，并与油耗目标进行关联（除了19年NEV正积分可等额，2020年的50%；但对2021年及以后正积分若符合条件允许50%结转）；同时降低了低油耗乘用车NEV积分基数（0.2辆）。
  - 1) 一定程度上增加积分结转与交易灵活性，双向推进传统车与新能源车同步发展；
  - 2) 给予车企更多选择（低油耗车or新能源车），我们认为，满足低油耗标准较难（目前丰田混合动力能满足），车企具体如何选择会综合考虑降油耗的技术难度及成本，与生产新能源汽车或购买新能源车积分的成本对比，做动态抉择。
- 4、总体上，双积分政策是国内创新性政策，建立了后补贴时代新能源汽车行业发展的长效机制，未来在实施过程中仍会不断调整和完善。双积分政策推出，有利于行业中长期更健康有序往高质量发展。

## 新能源车积分计算方法修改：

1) 避免积分浪费，提高新能源车生产积极性：原积分上限为5分（超350KM均为5分），随着车型续航里程提升，会导致平均单车分值高（2016年NEV均值为2.9/分辆；2018年NEV均值为约**3.7分**/辆），导致正积分过剩，对新能源车拉动效用降低；

✓ 降低纯电动乘用车积分，上限由5分下降到3.4分

✓ 提高燃料电池乘用车积分，由上限5分提高到6分，更重视燃料电池功率

2) 优化指标，坚持扶优扶强，引导技术进步。

弱化续航里程——超过500公里，标准车型NEV积分上限为3.4分；

强化整车能耗，提升整车质量安全；——能耗指标趋严，并设置EC系数

图表：NEV积分计算方法对比1

车辆类型	2019-2023年标准			原标准（2018-2020）		
	2019-2023年标准	续航里程R	2019-2023年标准积分	原标准	续航里程R	原标准积分
纯电动乘用车	<b>0.006xR+0.4</b>	100<R<200	1-1.6	<b>0.012xR+0.8</b>	100<R<200	2-3.2
		200<R<350	1.6-2.5		200<R< <b>350</b>	<b>3.2-5（上限）</b>
		350<R< <b>500</b>	<b>2.5-3.4（上限）</b>		350<R<500	<b>5（上限）</b>
		R>500	<b>3.4（上限）</b>		R>500	
插电式混合动力乘用车	<b>1.6</b>	R>50	1.6	<b>2</b>	R>50	<b>2</b>
燃料电池乘用车	<b>0.08xP</b>	其余	<b>6（上限）</b>	<b>0.16xP</b>	其余	5（上限）
		R>300			R>300	

■ 积分系数：电耗调整系数与电耗实际值挂钩

新能源车积分=单车标准积分\*EC调整系数

■ 设置电耗EC值：EC=电耗目标值/电耗实际值，EC上限为1.5倍；

图表：NEV积分计算方法对比2

整备质量 (m, kg)	新标准		旧标准	
	能耗要求 (Y, kW·h/100km)	电耗调整系数 EC=电耗目标值/电耗实际值	旧标准能耗要求	旧标准电耗调整系数
m≤1000	$Y > 0.0112 \times m + 0.4$	0.5倍	$Y > 0.014 \times m + 0.5$	0.5倍
	$Y \leq 0.0112 \times m + 0.4$	EC（上限1.5倍）	$0.0098 \times m + 0.35 < Y \leq 0.014 \times m + 0.5$	1倍
1000 < m ≤ 1600	$Y > 0.0078 \times m + 3.81$	EC=0.5倍	$Y > 0.012 \times m + 2.5$	0.5倍
	$Y \leq 0.0078 \times m + 3.81$	EC（上限1.5倍）	$0.0084 \times m + 1.75 < Y \leq 0.012 \times m + 2.5$	1倍
			$Y \leq 0.0084 \times m + 1.75$	1.2倍
m > 1600	$Y > 0.0038 \times m + 10.28$	0.5倍	$Y > 0.005 \times m + 13.7$	0.5倍
	$Y \leq 0.0038 \times m + 10.28$	EC（上限1.5倍）	$0.0035 \times m + 9.59 < Y \leq 0.005 \times m + 13.7$	1倍
			$Y \leq 0.0035 \times m + 9.59$	1.2倍

注：未达到能耗要求按照0.5倍积分计算的车型产生的积分仅限本企业使用

## ■ 降低低油耗乘用车核算新能源汽车积分达标值的基数。

低油耗车型定义	$\text{油耗实际值} < \text{油耗目标值} \times (\text{当年度达标要求})$
新能源车NEV积分要求	传统能源车产销量 $\times 0.2$ 辆（基数） $\times$ NEV积分比例
目的	鼓励企业研发生产先进的低油耗车型
备注	目前满足低油耗乘用车的比例较低，自主品牌国产车大部分尚未达到，合资品牌如丰田混合动力车目前能满足要求

## ■ 车企如何选择？（低油耗车or新能源车）

我们认为，满足低油耗标准较难（目前丰田混合动力能满足），车企具体如何选择会综合考虑降油耗的技术难度及成本，与生产新能源汽车或购买新能源车积分的成本对比，做动态抉择。

## ■ 允许NEV正积分结转，但需与传统燃油车油耗目标进行关联：

- 1、2019年及以后可**结转有效期不超3年**。
- 2、2019年NEV正积分可等额结转至2020年，2020年每次可结转50%；

### 3、2021年后，结转有条件：

- 1) 需传统乘用车燃料消耗量达到当年度**达标值123%**的，允许向后结转，每次比例为**50%**。
- 2) 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%**结转。

——我们认为，该政策改变，在一定程度上增加积分结转与交易灵活性，同时鼓励车企在推进新能源汽车发展同时，也要注重提升传统燃油车的节能技术水平；

# 2021-2023年双积分政策对新能源车销量影响

■ **结论：2021-2023年，新能源乘用车销量分别为：220万/281万/333万辆**

测算1：单车新能源车NEV积分：

积分值：

标准积分： $0.006XR+0.4$  \*EC调整系数

EC系数：目标电耗/实际电耗

续航里程	单车积分(标准值)	2019年车型占比		2021年		2022年		2023年	
		车型占比	对应积分	2021车型占比	对应积分	2022车型占比	对应积分	2023车型占比	对应积分
200	1.6	10%	0.16	5%	0.08	5%	0.08	5%	0.08
300	2.2	15%	0.33	10%	0.22	11%	0.24	10%	0.22
350	2.5	20%	0.5	15%	0.38	13%	0.33	13%	0.33
400	2.8	20%	0.56	30%	0.84	31%	0.87	32%	0.90
500及以上	3.4	15%	0.51	15%	0.51	17%	0.58	18%	0.61
混合动力	1.6	20%	0.32	25%	0.40	23%	0.37	22%	0.35
<b>EC=1</b>	<b>合计</b>	<b>100%</b>	<b>2.38</b>	<b>100%</b>	<b>2.43</b>	<b>100%</b>	<b>2.46</b>	<b>100%</b>	<b>2.49</b>
<b>EC=1.1</b>			<b>2.62</b>		<b>2.67</b>		<b>2.71</b>		<b>2.73</b>
<b>EC=1.2</b>			<b>2.86</b>		<b>2.91</b>		<b>2.95</b>		<b>2.98</b>

■ **新能源NEV积分比例要求对应新能源车产量（保守）**

假设：1、新能源车积分平衡；2、车企选择自主生产新能源车，不外购；3、不考虑NEV正积分结转；

■ **结论：2019-2020年双积分对新能源车产量推动效果不明显；2021-2023年，NEV积分比例要求对新能源车需求为：121/145/171万辆**

年度		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
乘用车销量（万辆）		2,448	2,419	2,212	2,080	2,184	2,315	2,453	2,601
销量增速			-1.2%	-8.6%	-6.0%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
新能源积分目标比例				不执行	10%	12%	14%	16%	18%
新能源积分目标值（1）					208.0	262.0	324.0	392.5	468.1
EC=1	单车平均NEV积分			3.72	3.80	3.90	2.43	2.46	2.49
	对应新能源车产量（万辆）				<b>54.72</b>	<b>67.19</b>	<b>133.35</b>	<b>159.57</b>	<b>188.00</b>
EC=1.1	单车平均NEV积分			3.72	3.80	3.90	2.67	2.71	2.73
	对应新能源车产量（万辆）				<b>54.72</b>	<b>67.19</b>	<b>121.36</b>	<b>144.85</b>	<b>171.47</b>



# 2021-2023年双积分政策对新能源车销量影响

■ **结论：2021-2023年，经充分结转后的油耗负积分对新能源车需求为：99万/137/162万辆**

## ■ 测算2：油耗负积分测算

假设1、平均燃油消耗量目标值越来越严格，获取油耗正积分难度变大，同时负积分增加。

假设2、平均燃油消耗量实际值，后续降幅会减小；①对节能车和新能源车的车型倍数（分母）减小，分别为新能源车（2、1.8、1.6倍）；节能车（1.5、1.4、1.3倍）；同时每年油耗负积分增长20%；

参考：

1、制定2017年政策的时候，编制说明提到了2019、2020年需要抵扣的负积分分别为147万分和242万分；由此保障2020年全年销量200万辆目标；但最后实际上由于18、19年销量下滑，导致实际的负积分也在下滑；

图表：经过充分转让后的油耗负积分数量（可用NEV积分抵扣）

年度	当年可结转燃油正积分（万分）	同比增长	当年燃油正积分（万分）	当年油耗负积分	当年负积分同比变动幅度	无法内部结转抵扣的CAFA负积分占比（预测）	无法内部结转抵扣的CAFA负积分（预测）
2016年	1018.4		1018	112		69%	77
2017年	1144		1959	168.66	50.6%	24%	40
2018年	915		3134	299	77.3%	24%	72
2019E	778	-15%	2242	389	30.0%	36%	140
2020E	700	-10%	1571	466	20.0%	40%	187
2021E	630	-10%	1462	560	20.0%	43%	241
2022E	567	-10%	1465	672	20.0%	50%	336
2023E	539	-5%	1321	806	20.0%	50%	403

图表：油耗负积分数量（需用NEV积分抵扣）

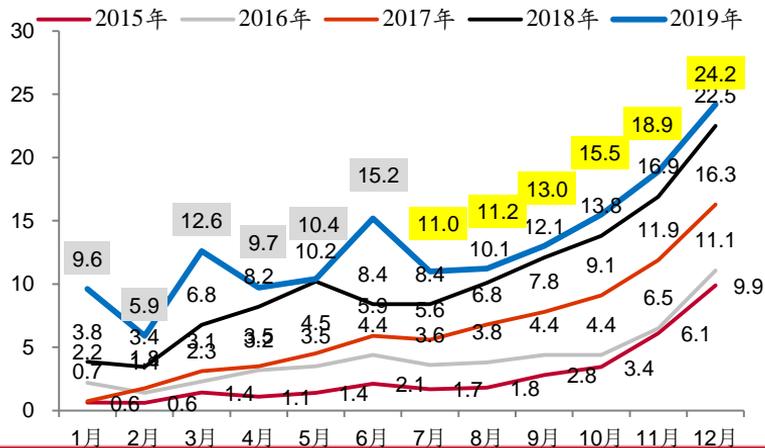
年度	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
CAFA负积分	139.9	186.6	240.7	335.8	403.0
单车平均NEV积分	3.80	3.90	2.43	2.46	2.49
对应新能源车产量（万辆）	<b>36.82</b>	<b>47.84</b>	<b>99.05</b>	<b>136.52</b>	<b>161.85</b>

# 产销预测：7月产销或见底，19年销量预计超150万

## ■ 销量预测：2019年新能源车销量预计将超150万：

- 1) 围绕补贴政策呈现抢装周期：Q1延续2018年补贴政策抢装；Q2为过渡期地补保留，抢装持续，但环比放缓；
- 2) 7月产销或见底迎拐点：其一，6月排产疲软，主要系受传统车国五转国六清库存促销影响；其二，新能源车过渡期（3.26-6.25）结束后，预期将透支7月部分需求；其三，非个人购车或用于营运类车辆补贴按0.7倍，预计将影响运营类需求；
- 3) 8月后逐月企稳：2020年补贴持续退坡；取消新能源车限行限购，若北京限购指标逐步放开，将推动销量边际改善；供给端国内外一线车企纷纷推出新车型，消费者可选择范围增加，预期推动销量增长。

图表：新能源车单月销量（万辆）



图表：新能源汽车月度预测（万辆）（黄色高亮部分为预测值）

时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018年	3.8	3.4	6.8	8.2	10.2	8.4	8.4	10.1	12.1	13.8	16.9	22.5
2019年	9.6	5.9	12.6	9.7	10.4	15.2	11	11.2	13.0	15.5	18.9	24.2
2018年累计	3.8	7.3	14.1	22.3	32.5	40.9	49.3	59.4	71.5	85.3	102.2	124.7
2019年累计	9.6	15.5	29.9	36	46.6	61.8	72.8	84.0	97.0	112.5	131.4	155.6
单月同比	153%	74%	85%	18%	2%	81%	31%	11%	8%	12%	12%	7%
单月环比		-39%	114%	-23%	7%	46%	-28%	2%	16%	19%	22%	28%
累计同比	153%	112%	112%	61%	43%	51%	48%	41%	36%	32%	29%	25%

# 主流车企：标杆车型对比

- 国内车企新车规划：车型往高端化升级，2019年计划推出55款新能源车（38款纯电+17款混动）；
- 主流车企：推出高产品力、高续航里程车型

项目	比亚迪	北汽	广汽	上汽	吉利	特斯拉	奥迪	奔驰
车型								
	<b>秦pro</b>	<b>EU5</b>	<b>Aion S</b>	<b>荣威MARVEL X</b>	<b>几何A</b>	<b>Model3</b>	<b>E-tron SUV</b>	<b>EQ系列 (EQC)</b>
售价	补贴后14.99万-19.99万	补贴后12.99	补贴后13.98~20.58	补贴后26.88~30.88	补贴前21~25 补贴后15~19	补贴后32.8-52.2万	预售价70-83万	未上市
最高时速 (km/h)	150	155	130-156	170	150	225	200	180
纯电续航里程 (km)	401-520	570	510 / 410	403 (后驱版) 370 (全驱版)	410/500	460/600/590/595	400	415
电池容量 (kWh)	53.1-69.5	53.6	58	52.5	51.9	60-75	95	79
电池能量密度	160.9kwh/kg	151kwh/kg	180kwh/kg	140kwh/kg	142kwh/kg		135kwh/kg	124.6kwh/kg
快充时间 (min)	30	30	34.2	40.2	30	30	30	
最大功率 (kW)	100-120	160	135	137 (后驱版) 222 (全驱版)	120	258	300	300
最大扭矩 (Nm)	180-280	300	300	410 (后驱版) 665 (全驱版)	250	471	664	730
长宽高 (mm)	4765×1837×1515	4650*1820*1510	4768*1880*1530	4768*1919*1618	4736*1804*1503	4694*1850*1443	4901/1935/1616	4774*1890*1622
轴距 (mm)	2718	2670	2750	2800	2700	2875	2928	
轮胎规格	225/55 R17	215/50R18	235/45R19	215/50R20	205/60R17	235/45 R18		

来源：盖世汽车、汽车之家、上海车展等，中泰证券研究所整理；补贴后售价为2019年补贴新政实施前的价格

# 海外需求：关注特斯拉销量变化

■ 海外需求：19年海外增量来自于特斯拉，紧密跟踪特斯拉Model 3销量

1) 增量来自特斯拉：

➢ 2019Q1全球电动车销量49.5万（中国25.2万），其中特斯拉 6.3万占比海外市场25.9%；

➢ **Model 3占美国42%**：1-5月美国电动车销量11.1万，特斯拉占52.4%，model 3占比42%。

2) 2019年特斯拉销量预计达40万，对应电池需求约32Gwh；

3) 海外国际车企纷纷推出新能源车：大众、奔驰、奥迪、丰田、别克等；

图表：特斯拉销量及规划

项目	2017汇总	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018年汇总	2019年Q1	2019Q1 同比	2019Q2	2019年全年
Model 3销量	1764	8182	18449	56065	63359	146055	50928	522%	9.5万辆	约40万辆
Model S/X销量	101417	21815	22319	27710	27607	99451	12091	-45%		
Model Y	5月29日为model Y在加州fremont的生产做准备；2020年底前量产；									
上海工厂	2019年初开建，目前已建设完成，正安装设备，下半年开始部分生产； <b>预计2019年底开始全面生产；理想产能：15万辆/每年，但预计初步实现每周1000台，然后周产能逐步爬坡至3000台</b>									

# 国际车企全球电动化加速布局

■ 国际一流整车厂：2019年陆续推出新能源乘用车，合计38款（纯电20款+混动18款），随着供给端高产品力车型推出，将有望激发消费者的需求。

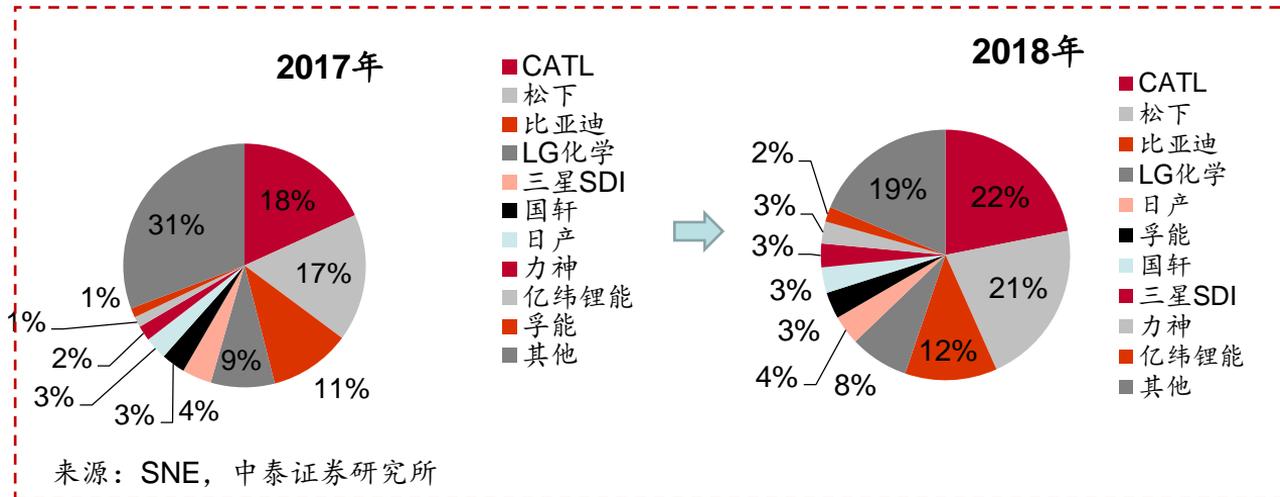
企业名称	上市时间 预计	动力类型	产品名称	续航里程 km	电量 kwh	企业名称	上市时间 预计	动力类型	产品名称	续航里程 km	电量 kwh	企业名称	上市时间 预计	动力类型	产品名称	续航里程 km	电量 kwh		
大众	2019年	EV	保时捷Mission E	508		宝马	2018年	EV	BMW i3 EV	271		丰田	2019年	PHEV	雷凌 PHEV	50			
			奥迪E-tron SUV	500	95			225xe (欧洲)	45	7.6	Corolla PHEV				55	10.5			
	2020年	EV	奥迪Q5 e-tron	50				2020年	EV	Mini BEV	198-270		33	本田	2020年	EV	CHR EV		
			Lavida	255				2021年	EV	iX3 (X3 BEV)	<400		70						RHOMBUS
			E-Up ! 2nd	160	18.7		沃尔沃	2019年	EV	XC40EV版	<500		2019年	EV	东风本田纯电				
			I.D	400-600							S40EV版	499				2021年	EV	New BEV	
			I.D CROZZ II	500							Polestar 1	150		2024年	EV	New BEV next			
			奥迪E-tron GT	400							XC40PHEV版	50				日产	2019年 待定	EV	Leaf Gen2
	ID Lounge	600	111		EV/PHEV V		Volvo XC20					IMS/IBM							
	I.D BUZZ Cargo	<550	48	现代	2020年		EV	Polestar 2	<563		标致雪铁龙	2019年	PHEV	3008 GT Hybrid4	60	13.2			
2021年	EV	EQC	500			80			2019年	PHEV				508	50	10.5			
		EQA	400			60								2019年	PHEV	C5 Aircross	40	7.8	
EQB	400	110																	
EQE	400-500																		
奔驰	2019年	EV	GLE PHEV	>100		现代	2018年	EV	Kona EV	415	39.2/64	三菱	2020年	EV	EV K-car				
			W206	70					PHEV	北京现代索纳塔	75				12.9	特斯拉	2018年	EV	Model 3
			Smart EV	145	17.6				EV	Ioniq升级版	300				Model S				
			2020年	PHEV	Territory					2019年	EV	ENCINO EV	<470				2020年	EV	Model Y
领界电动版								LAFESTA EV版											Roadster 2
福特	2019年	PHEV	林肯飞行家				2020年	EV	Saga EV (巴西)		64	雷诺	2019年	EV	Kwid EV	250			
			福特Mustang				2021年	EV	IONIQ N								EV	K-ZE	250
通用	2020年	EV	别克VELITE 6																
	2020年	EV	雪佛兰电动SUV	320	60														

来源：盖世汽车、汽车之家、上海车展等，中泰证券研究所整理

# 动力电池：龙头集中化持续

- 锂电全球竞争格局，龙头持续集中：2018年CR5为66.7%（提升9.2%），其中CATL、松下、比亚迪分别占比22%/21%/12%。
- CATL国内独占鳌头：国内市占率2019Q1提升至46%（2018年40%）；
- 新增产能集中在头部厂商：面对下游整车厂批量供应需求，动力电池高端产能不足，供应偏紧，龙头厂商加速扩产。日韩2020年拟全球扩建**156GWh**产能；国内：2019-2020年分别新增80/116GWh，同比增长**38%/45%**。

图表：全球动力电池竞争格局，龙头持续集中



图表：2019年1-6月国内动力电池装机

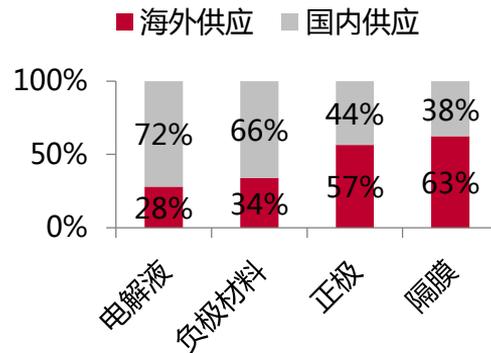
排名	电芯厂	2019H1	占比
1	CATL	13.71	46.0%
2	比亚迪	7.38	24.8%
3	国轩高科	1.75	5.9%
4	力神	0.81	2.7%
5	亿纬锂能	0.56	1.9%
6	孚能科技	0.54	1.8%
7	中航锂电	0.49	1.6%
8	比克	0.49	1.6%
9	多氟多	0.38	1.3%
10	卡耐	0.32	1.1%
11	其他	3.37	11.3%
	合计	29.80	100.0%

## ■ 格局加速形成，龙头马太效应凸显。

- 2016-2018年隔膜领域竞争格局变化大，CR3分别为45.3%/62.8%/55.1%（CR5分别为61%/75%/64%）；其中干法隔膜竞争稳定，湿法格局快速形成。
- 呈现一超多强：恩捷，2019Q1市占率大幅升至**40%**（环比2018年提升4%），超第二名26个百分点。
- 低端过剩，高端偏紧：产业链毛利率仍处于高位，未来价格与供需相关，龙头具备议价权。
- 隔膜海外供应目前占比仍较低，未来有望凭借规模+成本优势+产品品质，进入海外锂电龙头渗透率提升。

图表：国内隔膜格局

细分子行业		2019年Q1 市场集中度			2018市场集中度			2017市场集中度		
		集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率
隔膜	湿法	CR3:63% CR5:77%	上海恩捷	<b>40%</b>	CR3:55.2% CR5:64.3%	上海恩捷	<b>36.0%</b>	CR3:62.8% CR5:74.9%	上海恩捷	<b>25.6%</b>
			苏州捷力	14%		苏州捷力	11.5%		苏州捷力	20.5%
			长园中锂	9%		中锂	7.7%		中锂	16.7%
			星源材质	9%		沧州明珠	4.9%		重庆纽米	6.3%
			辽源鸿图	5%		鸿图	4.2%		金辉高科	5.8%
	干法	CR3:53% CR5:69%	星源材质	<b>25%</b>	CR3:51.6% CR5:72.8%	星源材质	<b>22.5%</b>	CR3:41.1% CR5:54.1%	星源材质	<b>20.2%</b>
			惠强能源	15%		中兴新材	16.3%		沧州明珠	11.6%
			沧州明珠	14%		惠强能源	12.8%		河南义腾	9.3%
			中科科技	9%		沧州明珠	12.4%		中科科技	9.0%
			中兴新材	7%		中科科技	8.8%		重庆纽米	4.0%



资料来源：高工锂电，B3 等

# 竞争格局汇总：龙头份额持续提升

- 负极、电解液：竞争格局较为稳定
- 三元正极材料：正处于战国时代，竞争格局逐步形成

细分子行业		毛利率			产能利用率			2019年Q1 市场集中度			2018市场集中度			2017市场集中度		
		2018H2	2018H1	2017	2019Q1	2018年	2017年	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率
正极材料	LFP正极	19.4%	20.5%	22.7%	39%	14%	17%	CR3:58% CR5:69%	德方纳米	31%	CR3:43.3% CR5:55.8%	德方纳米	24.0%	CR3:40.3% CR5:50.0%	贝特瑞	16.9%
									贝特瑞	14%		贵州安达	9.9%		湖南升华	14.7%
									北大先行	13%		北大先行	9.4%		北大先行	8.7%
									贵州安达	9%		贝特瑞	9.1%		斯特兰	5.0%
									天津斯特兰	3%		天津斯特兰	3.4%		德方纳米	4.7%
	NCM正极				33%	36%	30%	CR3:36.9% CR5:51.6%	振华新材料	15%	CR3:30.5% CR5:47.1%	长远锂科	10.3%	CR3:33.5% CR5:49.4%	宁波容百	12.9%
									长远锂科	12.0%		宁波容百	10.2%		长远锂科	11.0%
									厦门钨业	9.5%		当升科技	9.9%		湖南杉杉	9.6%
									容百锂电	7.6%		振华新材料	8.8%		当升科技	8.8%
									当升科技	7.1%		湖南杉杉	7.8%		厦门钨业	7.1%
负极材料	人造石墨	33.0%	29.2%	32.7%	43%	44%	42%	CR3:64% CR5:78%	上海杉杉	23%	CR3:61% CR5:76%	江西紫宸	24.4%	CR3:60% CR5:70%	江西紫宸	28%
									东莞凯金	22%		东莞凯金	18.9%		上海杉杉	23%
									江西紫宸	20%		上海杉杉	17.9%		深圳斯诺	10%
									贝特瑞	8%		贝特瑞	9.0%		贝特瑞	7%
									翔丰华	6%		长沙皇城	6.2%		翔丰华	3%
	天然石墨							CR3:80% CR5:89%	CR3:79% CR5:91%	贝特瑞	67%	CR3:75% CR5:86%	贝特瑞	57.1%	贝特瑞	52%
										上海杉杉	7%		上海杉杉	15.2%	上海杉杉	15%
										翔丰华	6%		长沙皇城	7.0%	江西正拓	7%
										江西正拓	6%		江西正拓	5.8%	翔丰华	6%
										长沙皇城	3%		翔丰华	5.6%	长沙皇城	5%
电解液(动力)	26.4%	24.8%	36.2%	40%	26%	26%	CR3:56% CR5:71%	天赐材料	26%	CR3:60.3% CR5:69.4%	天赐材料	28.8%	CR3:49.5% CR5:64.2%	天赐材料	28.2%	
								新宙邦	17.3%		新宙邦	18.4%		江苏国泰	15.0%	
								江苏国泰	12.9%		国泰华荣	13.1%		新宙邦	14.3%	
								东莞杉杉	8.9%		汕头金光	4.8%		珠海寰纬	6.7%	
								汕头金光	6.1%		东莞杉杉	4.3%		珠海寰纬	6.7%	
								东莞杉杉	6.1%		东莞杉杉	4.3%		香河昆仑	6.6%	

## ■ 电动车全球供应链

- 为确保供应稳定，主流车企通常选择2家或多家动力电池厂商配套；
- 配套海外车企数量上看：LG（9家）>松下（8家）>宁德时代（7家）-三星（6家）>比亚迪（1家）
- 围绕

图表：主流车企-电池配套关系

电池车企	CATL	松下	LG	三星	SKI	BYD	孚能	亿纬
特斯拉		△		△				
大众全球	△	△	△	△	△			
宝马	△			△				
奥迪		△	△					
福特		△	△			△		
通用			△					
克莱斯勒			△	△				
雷诺			△					
标致雪铁龙								
戴姆勒奔驰	△	△	△	△	△		△	△
丰田	△	△				△		
马自达								
日产	△	△						
本田	△	△						
现代&起亚	△		△		△			△
三菱					△			
Lucid Motors			△	△				
上汽	△		△					
广汽	△							
一汽	△							△
吉利	△		△					
比亚迪								
北汽	△				△		△	
东风	△		△					
<b>国内客户数</b>	<b>23</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>6</b>
<b>海外客户数</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>合计</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>

# 日韩锂电池龙头-锂电材料供应链

电池厂	2020年产能规划 /GWh	所属地	产业链上游布局						
			锂钴镍	正极(上游前驱体)	负极	隔膜	电解液	设备	其他零部件
松下	82	日韩本土	钴：住友金属 硫酸镍：住友；	<b>NCA：住友金属</b> NCM：日亚化学、AGC、田中化学	日立化成	旭化成、住友化学、宇部等	三菱化学、宇部等		
		中国		芳源环保（前驱体） 厦门钨业（NCM）	贝特瑞；江西紫宸			先导智能	
		海外	2018.02开始从加拿大Sherritt采购钴，8月受制裁影响暂停						
LG	90	日韩本土	1.2017.11,投10亿韩元参股kemco(硫酸镍)10%股份；2.投资GS(正极)	自产、L&F、优美科	POSCO(浦项)	SK、旭化成、东燃化学等	三菱化学等		
		中国	1.2018.04与华友钴业合资生产三元前驱体及正极材料；	当升科技(储能业务)、宁波荣百	贝特瑞、杉杉能源、江西紫宸	恩捷股份、星源材质	新宙邦、江苏国泰	先导智能	诺德股份小批供货
		海外	1.氢氧化锂：PilbaraMinerals、Kidman、Nemaska、赣锋锂业； 2.钴：thackaringa投资者	田中化学等	三菱化学、日立化成等	美国Celgard	巴斯夫(新宙邦收购)		
三星	30	日韩本土	2018.03三星物产Somika拟直接采购钴矿石；	自产，POSCO、L&F、UM、ECOPRO	POSCO(浦项)	SK、旭化成、东燃化学	三菱化学		
		中国	1.与格林美合作 2.赣锋锂业供货	当升科技(储能)、格林美(前驱体)、厦门钨业、宁波容百	贝特瑞、杉杉、江西紫宸	恩捷股份	新宙邦、天津金牛等		
		海外		优美科	三菱化学、日立化成等	旭化成、东丽等	三菱化学等		
SKI	34.4	日韩本土	2018.2与澳大利亚Mines Ltd签署直接采购钴协议	<b>自产(最早实现NCM622、NCM811量产)</b>		自产			
		中国		1)贝特瑞；2)当升科技	贝特瑞	拟常州扩产			收购灵宝华鑫

# 国内锂电池龙头-锂电材料供应链

■ CATL、比亚迪、孚能：以国内锂电材料产品为主

图表：国内锂电龙头供应链

电池厂	2020年产能规划/GWh	产业链上游布局						其他零部件
		锂钴镍	正极 (上游前驱体)	负极	隔膜	电解液	设备	
CATL	64	1、钴：与嘉能可签订单； 2、2018.03拟控股加拿大北美锂业（碳酸锂） 3、2018.11同天华超净等合资设立天宜锂业； 4、2018.9与格林美在印尼合资，建5万吨硫酸镍；	三元正极：振华新材料、厦门钨业、长远锂科、巴莫科技等； 前驱体：湖南邦普 LFP正极：德方纳米等	凯金能源 杉杉股份 江西紫宸 贝特瑞（开发ing）	恩捷股份 苏州捷力 旭化成 湖南中锂	天赐材料 新宙邦 江苏国泰等	先导智能、璞泰来 星云股份 大族激光等	嘉元科技 诺德股份
比亚迪	60	1.2010年入股西藏矿业（碳酸锂） 2.2017年同盐湖股份合资生产碳酸锂	1.2017年，同中冶、国轩合资设立中冶新材生产NCM； 2.当升科技	贝特瑞为主、杉杉、璞泰来、翔丰华 中科星城等	自产3.6亿平/年中锂、星源等；	部分自产	进口为主、先导智能等；	
孚能	55	2018.08寒锐钴业战略入股孚能	当升科技、容百科技、振华新材料等；	凯金能源等；	星源材质、恩捷股份 烁普新材	新宙邦 天赐材料 香河昆仑	瑞能股份、星云股份、欣迪盟	

# 特斯拉供应链

- **特斯拉供应链：**
- **电池及材料环节：**松下及其供应链
- **隔膜：**恩捷股份
- **负极材料：**贝特瑞
- **热管理：**三花智控
- **高压继电器：**宏发股份

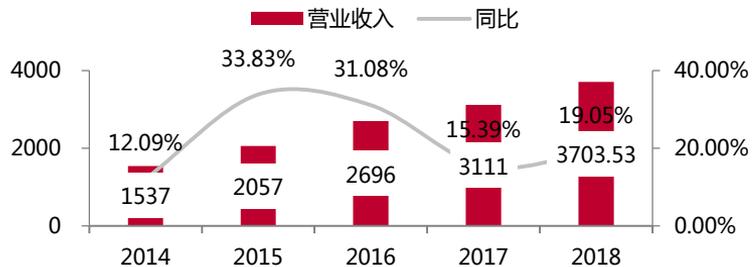
图表：特斯拉供应链

总成	零部件		直接供应商	间接供应商	同类供应商
电池系统	电芯	氢氧化锂	松下	雅保/FMC	赣锋/天齐锂业
		硫酸钴		住友金属	华友钴业/格林美
		正极		住友金属 芳源环保（前驱体）	当升科技/厦门钨业/ 巴莫科技/容百科技/ 振华新材料/贝特瑞/杉杉
		负极		日立化成/ <b>贝特瑞</b>	璞泰来/杉杉
		电解液		三菱化学/国泰	新宙邦/天赐材料
		隔膜		住友/旭化成/ <b>恩捷</b>	恩捷股份/星源材质
		铜箔		古河铜箔/LSMtron	嘉元科技/诺德股份
		电解液添加剂		长园集团	石大胜华
	PACK	电池箱	自产	自产	宜安科技
		BMS	自产	自产	均胜电子
热管理系统			<b>三花智控/Modine</b>	博世/银轮股份	
电机电控	电机	磁材	中科三环	正海磁材	
		本体	自产		
		转子	台湾富田		
		轴承	日本光洋		
	电控	主体	自产		
		<b>继电器</b>	<b>宏发股份</b>		
压铸件			<b>旭升股份</b>		

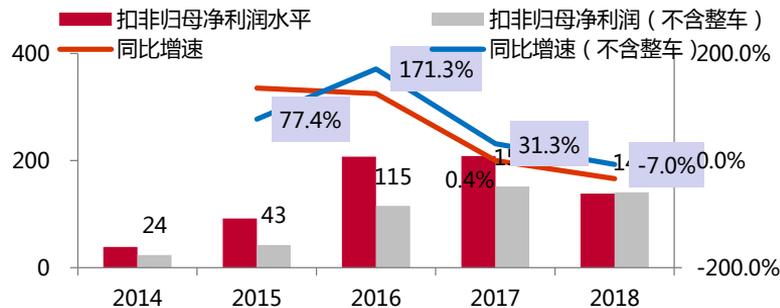
# 上游盈利弱化，中游盈利提升

- 由于竞争格局不同，供需变化带来价格波动，结构性分化。上游盈利受到价格大幅下降，盈利弱化，锂电设备持续受益于锂电扩张，中游锂电池及材料环节，**特别是锂电龙头宁德时代、隔膜恩捷一超多强。**
- 从扣非归母净利润增速排序看：锂电设备 (45.6%) > 锂电池 (17.8%) > 正极 (5.5%) > 负极 (4.1%) > 钴资源 (-8.2%) > 锂资源 (-8.8%) > 隔膜 (-15.4%) > 电解液 (-45.5%) > 电机电控及其零部件 (-62.9%) > 六氟磷酸锂。

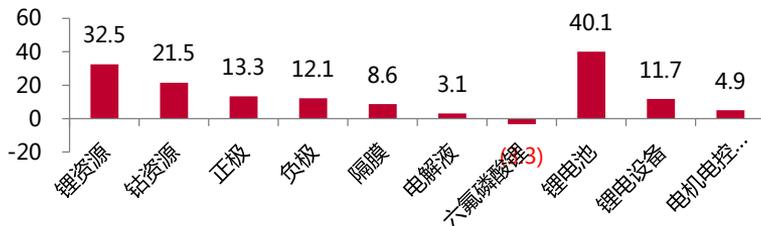
图表：新能源车行业营收及同比（亿元）



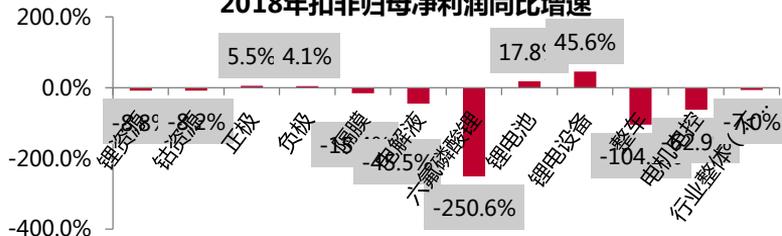
图表：新能源车行业扣非归母净利润及同比（亿元）



2018年扣非归母净利润（亿元）



2018年扣非归母净利润同比增速



# 毛利率整体呈下降趋势，部分环节企稳

## ■ 行业毛利率整体呈下降趋势：

➢ 2018年，细分子行业毛利率由高至低依次为： 锂资源（48.9%）>隔膜（48.5%）>钴资源（37.4%）>负极（31.5%）>锂电设备（31.4%）>锂电池（31.3%）>电解液（25.7%）>六氟磷酸锂（21.6%）>正极（20.0%）>机电电控及其零部件（19.6%）>整车（17.1%）。

## ■ 2018H2部分环节毛利率企稳环比回升：

➢ 负极、锂电设备、电解液、6F等；

图表：新能源车细分子行业毛利率（剔除非相关业务影响）

细分行业毛利率	2016	2017	2018	2018H1	2018H2	2018H2	2018年	2018Q4	2019Q1	2019Q1环比
						半年环比	同比	备注：该季度毛利率为上市公司整体毛利率，未剔除非相关业务影响		
锂资源	59.9%	55.7%	48.9%	56.8%	42.7%	-14.1%	-6.8%	41.7%	38.2%	-3.5%
钴资源	18.0%	41.1%	37.4%	50.4%	23.9%	-26.5%	-3.7%	14.9%	11.4%	-3.5%
正极	19.7%	22.7%	20.0%	20.5%	19.4%	-1.1%	-2.7%	19.9%	19.3%	-0.7%
负极	34.4%	32.7%	31.5%	29.2%	33.0%	3.8%	-1.2%	24.4%	24.6%	0.2%
隔膜	62.1%	57.3%	48.5%	48.9%	48.3%	-0.6%	-8.8%	28.9%	33.1%	4.2%
电解液	38.9%	36.2%	25.7%	24.8%	26.4%	1.6%	-10.5%	31.1%	30.3%	-0.7%
六氟磷酸锂	31.2%	36.0%	21.6%	20.7%	22.2%	1.5%	-14.4%	24.1%	25.1%	1.0%
锂电池	47.1%	34.4%	31.3%	30.4%	31.7%	1.4%	-3.1%	4.6%	7.0%	2.4%
锂电设备	38.3%	36.6%	31.4%	30.2%	32.2%	2.0%	-5.2%	26.8%	26.3%	-0.5%
机电电控及其零部件	35.4%	26.4%	19.6%	24.0%	17.1%	-6.9%	-6.7%	34.1%	37.2%	3.1%

# 业绩概览：结构性分化，龙头盈利更强

- 产业链上游盈利弱化：19年初至7.19，MB钴报价**下降53%**；碳酸锂**下降24%**，氢氧化锂**下降11.8%**；
- 中游盈利提升，且龙头公司盈利更优

图表：2018年及2019Q1新能源车产业链龙头个股业绩汇总

细分行业	代码	股票名称	2018年				2019年Q1				
			营业收入同比增速	扣非归母净利润	扣非归母净利润增速	毛利率（相关业务）	营业收入同比增速	扣非归母净利润	扣非归母净利润增速	毛利率	毛利率环比2018Q4变动
上游资源	002466.SZ	天齐锂业	14.2%	18.81	-12.2%	65.25%	-19.9%	0.82	-88%	61%	1.6%
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	14.2%	12.56	5.2%	39.97%	26.6%	1.50	-43%	21%	-8.7%
上游资源	002497.SZ	雅化集团	30.0%	1.12	-50.5%	15.90%	16.1%	0.26	-17%	26%	-5.2%
上游资源	300618.SZ	寒锐钴业	89.9%	7.02	56.2%	47.71%	-29.7%	(0.57)	-122%	6%	-9.9%
上游资源	603799.SH	华友钴业	49.7%	14.53	-23.4%	34.74%	28.3%	0.17	-98%	12%	-2.7%
正极	300073.SZ	当升科技	52.0%	3.04	108.7%	16.42%	-2.5%	0.50	39%	17%	-8.6%
负极	835185.OC	贝特瑞	35.1%	4.14	39.5%	16.06%	64.8%	1.10	214%	30%	0.2%
负极材料	603659.SH	璞泰来	47.2%	4.95	16.1%	33.90%	79.5%	1.14	10%	27%	-2.6%
锂电设备	300450.SZ	先导智能	78.7%	8.21	59.8%	38.72%	28.5%	1.91	10%	45%	1.7%
电解液	002709.SZ	天赐材料	1.1%	0.10	-96.6%	24.21%	24.7%	0.26	80%	26%	-0.8%
电解液	300037.SZ	新宙邦	19.2%	2.96	11.5%	27.52%	14.0%	0.60	54%	34%	-0.2%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	16.2%	3.18	125.5%	60.00%	52.3%	1.80	800%	46%	3.9%
隔膜	300568.SZ	星源材质	11.9%	1.06	8.8%	48.40%	-5.7%	0.37	-20%	50%	6.3%
锂电池	002074.SZ	国轩高科	6.0%	1.91	-63.9%	28.80%	65.3%	1.76	33%	30%	16.5%
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	45.9%	4.96	81.0%	17.64%	60.5%	1.96	175%	26%	1.7%
锂电池	300750.SZ	宁德时代	48.1%	31.28	31.7%	34.10%	168.9%	9.16	240%	29%	-6.8%
锂电池	300438.SZ	鹏辉能源	22.4%	1.93	-13.5%	25.09%	52.5%	0.42	32%	22%	1.0%
电机电控	300681.SZ	英搏尔	22.1%	0.43	-46.4%	32.12%	-56.4%	(0.18)	-183%	12%	-9.2%
电机电控	300124.SZ	汇川技术	23.0%	10.51	13.3%	28.46%	12.8%	1.01	-44%	41%	2.3%
整车	002594.SZ	比亚迪	22.8%	5.86	-80.4%	19.78%	22.5%	4.12	225%	19%	2.7%
整车	600066.SH	宇通客车	-4.4%	17.83	-36.4%	25.72%	3.9%	2.47	-9%	24%	-3.7%

- **新能源汽车的发展导向在逐步从政策推动转向市场驱动**，新能源汽车产业正逐渐步入高质量2.0阶段，全球电动化浪潮下，“整车-动力电池”加速全球化布局，行业投资逻辑逐渐从“价-量-质”演变。核心围绕国内外一流整车厂爆款车供应链、全球锂电巨头供应链。
- **择时**：电动车是中长期成长性确定板块，行业周期底部买入优质龙头
- **选股**：1) 全球供应链视角，优选竞争格局清晰环节；2) 不赚钱行业中赚钱龙头：具备成本领先、产品差异化；
- **重点推荐**：恩捷股份（湿法隔膜全球龙头）、璞泰来（负极材料快速进步者）、先导智能（锂电设备龙头）、宁德时代（全球动力锂电巨头）、亿纬锂能、新宙邦（电解液海外供应链）、宏发股份（高压继电器）、三花智控（热管理）、麦格米特、旭升股份（受益特斯拉）、卧龙电驱（新能源车电机全球一线供应商）、赢合科技（锂电设备龙头，大客户拓展有望超预期）等龙头标的。

## 风险提示

---

- 新能源汽车销量不及预期
- 政策大幅变动风险
- 竞争加剧导致产品价格大幅下跌风险
- 大客户流失风险

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。