

# 电气设备

## 新能源乘用车需求解构：真实需求稳步增长，运营需求强支撑

总量增速换挡，车型结构升级；限购/非限购城市销量双增，出租租赁占比提升。2019H1 新能源乘用车实现销量 57.32 万辆，同比增长 61.95%，Q2 在同期抢装的高基数影响下，同比增长 35.90%，增速回落，随着销量规模进入百万级别，增速中枢将从 70-80% 下滑至 20-30%。车型结构维持升级特征，A 级车为最大细分车型。非营运需求高速增长，出租租赁表现更为亮眼，2019H1 占比已提升至 29.9%，相比 2018H1 大幅提升 17.9pct。

**真实需求稳步增长。**以非限牌城市的插电及纯电 A0 级车型销量作为真实需求观测点，真实需求稳步增长，增长的核心驱动力源于供给端优质车型增加，消费群体扩大。根据技术采用生命周期理论，现阶段存在真实需求的消费群体为技术爱好者+产品尝鲜者，两类群体占比约 15%，以 2 亿的需求群体测算，约为 3000 万人。相比实用主义者（真正的大众群体）只关心需求，这两类消费群体更关心技术，享受新技术优点的同时，也包容瑕疵。对于这两类群体，并不需要电动车对燃油车有全面的优势，只需在某些方面实现差异化体验即愿意支付溢价。随着优质车型产品增加，性价比提升，充电基础设施逐步完善，这两类消费群体的需求自然逐步扩大，支撑增长。

**运营端需求强支撑。**运营端需求分为三类：网约车、出租车及车企自建出行平台。1) 2018 年网约车在新规执行趋严后，私家车运力退出，滴滴等网约车平台通过租赁公司轻资产投放运力+与车企合资设立租赁公司偏重资产扩张两种模式补充，纯电车型运营优势凸显，平均投放假设下 2019-2020 年均约增 30 万辆。2) 2018 年 7 月，国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》出台，各地方政策细则落实，重点区域省份新增及更换出租车比例 80% 采用新能源车，非重点区域省份亦跟进，加速出租车电动化，预计 2019-2020 年需求分别为 8/9 万辆。3) 车企纷纷涉足网约车平台，2019 年成立的 T3 出行、东风出行、如祺出行以及更早的享道出行和曹操专车，2019-2020 年预计投放 5/15 万辆。分部加总，2019-2020 年运营端理论新增量为 43/54 万辆，但在实际推进中，可能有所出入，运力投放前低后高，将稳步增长。

**投资建议：**我们预计 2019-2020 年新能源乘用车销量分别为 128.9/161.1 万辆，同比分别增长 27.2%/25.0%。其中私人需求 94.6/113.7 万辆，同比分别增长 29.2%/20.2%；对公需求分别为 34.3/47.4 万辆，同比分别增长 22.0%/38.2%。长周期电动化趋势不可逆，短周期产业拐点将至，机构持仓低，估值处于底部区间。中游的技术迭代和下游供给优化是驱动产业发展的根本，结合未来全球化趋势，继续推荐当升科技、璞泰来、恩捷股份、宏发股份、宁德时代、新宙邦、亿纬锂能；关注科达利、星源材质。

**风险提示：**优质车型投放市场进度低于预期；网约车、出租车需求不及预期。

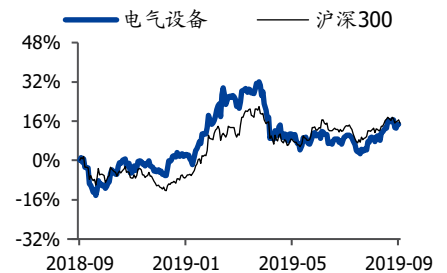
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300073	当升科技	增持	0.72	0.90	1.13	1.42	34.88	27.90	22.22	17.68
603659	璞泰来	增持	1.37	1.72	2.24	2.92	37.12	29.56	22.70	17.41
002812	恩捷股份	买入	0.64	1.04	1.35	1.86	49.73	30.61	23.58	17.11
300750	宁德时代	买入	1.54	1.91	2.40	2.85	47.40	38.21	30.41	25.61
300037	新宙邦	买入	0.84	0.96	1.17	1.40	30.75	26.91	22.08	18.45
600885	宏发股份	买入	0.94	1.08	1.31	1.62	27.27	23.73	19.56	15.82
300014	亿纬锂能	增持	0.59	1.23	1.81	2.48	53.22	25.53	17.35	12.66

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 孟兴亚

执业证书编号：S0680518030005

邮箱：mengxingya@gszq.com

研究助理 吴星煜

邮箱：wuxingyu@gszq.com

### 相关研究

- 《电气设备：8月组件出口环比回升》2019-09-22
- 《电气设备：光伏产业链价格开始回暖，8月新能源乘用车销量弱复苏》2019-09-15
- 《电气设备：需求回暖带动光伏玻璃涨价，8月新能源乘用车排产回升》2019-09-08



## 内容目录

一、新能源乘用车销量特征	4
1.1、销量特征：总量增速换挡，车型结构升级	4
1.2、销量特征：限购/非限购城市销量双增，出租租赁占比提升	6
二、结论 1：真实消费需求稳步增长	8
三、结论 2：运营需求是强支撑	13
3.1、网约车需求崛起	13
3.2、出租车需求启动	15
3.3、车企自建出行平台进入扩张	17
四、投资建议	18
4.1、数据分拆与预测	18
4.2、投资建议	19
五、风险提示	20

## 图表目录

图表 1: 乘用车销量季度间波动较大，增速换挡（万辆）	4
图表 2: 纯电动仍为销量主体	4
图表 3: A00 级是唯一萎缩的市场，同比下滑（万辆）	5
图表 4: 车型结构维持升级特征，A0 级及以上车型占比持续提升	5
图表 5: 限购城市分车型销量（万辆）	5
图表 6: 非限购城市车型销量（万辆）	5
图表 7: 分车型限购城市销量占比，A00 级车型占比明显减低	5
图表 8: A00 级车分城市销量（2019H1）	6
图表 9: A0 级车分城市销量（2019H1）	6
图表 10: A 级车分城市销量（2019H1）	6
图表 11: 插混分城市销量（2019H1）	6
图表 12: 限购/非限购城市高增，增速接近	6
图表 13: 限购城市销量占比 41% 左右，较为稳定	6
图表 14: 非营运需求高速增长，出租租赁更为亮眼（万辆）	7
图表 15: 出租租赁占比持续提升	7
图表 16: 限购城市分用途，非营运/出租租赁双增（万辆）	7
图表 17: 非限购城市分用途，出租租赁（万辆）	7
图表 18: 不同细分市场驱动因素及对应车型	8
图表 19: 插混车型销量（万辆）	8
图表 20: 限购城市插混车型销量（万辆）	8
图表 21: 前十五名非限购城市插混车型销量（辆）	9
图表 22: 分品牌销量，国产品牌有所下降（辆）	9
图表 23: 合资销量前五品牌（辆）	9
图表 24: 插混销量前五名，合资品牌发力（辆）	9
图表 25: A0 级分城市销量（万辆）	10
图表 26: 限购城市 A0 级销量（万辆）	10
图表 27: A0 级销量非限购城市前五名（辆）	10

图表 28: A0 级销量分品牌 (辆) .....	10
图表 29: 技术采用生命周期不同类型消费群体占比 .....	11
图表 30: 国际主流车企新能源车型规划 .....	11
图表 31: 2019 年主要上市新能源乘用车梳理 .....	12
图表 32: 网约车新规 .....	13
图表 33: 私家车与营运车对比 .....	13
图表 34: 滴滴合资公司 .....	14
图表 35: 上海/杭州/宁波/惠州运营测算 .....	14
图表 36: 蓝色为《打赢蓝天保卫战三年行动计划》重点区域 .....	15
图表 37: 重点区域省市政策目标 .....	16
图表 38: 非重点区域省市政策目标 .....	16
图表 39: 出租车更换带来新能源车需求 (万辆) .....	17
图表 40: 车企纷纷自建网约车平台 .....	18
图表 41: 新能源乘用车销量分拆及预测 (万辆) .....	19

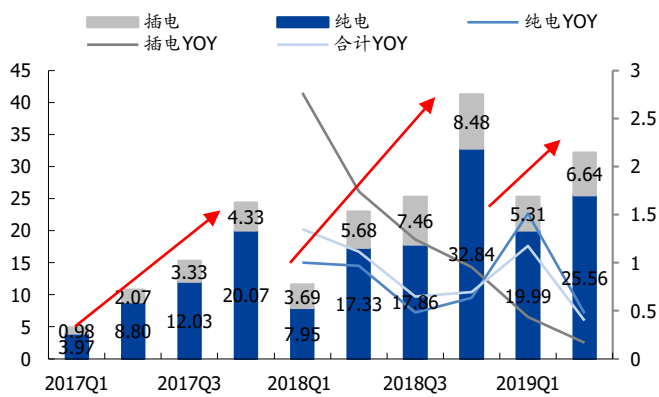
## 一、新能源乘用车销量特征

### 1.1、销量特征：总量增速换挡，车型结构升级

新能源乘用车抢装特征维持，上半年销量高增，下半年增速换挡。受补贴政策影响，过去新能源乘用车销量季度间波动较大，通常呈现为前低后高，逐季攀升的特征，主要因过渡期通常以6月为分隔点，过渡期间抢装，过渡期后受需求透支影响，短期回落，四季度再次抢装。

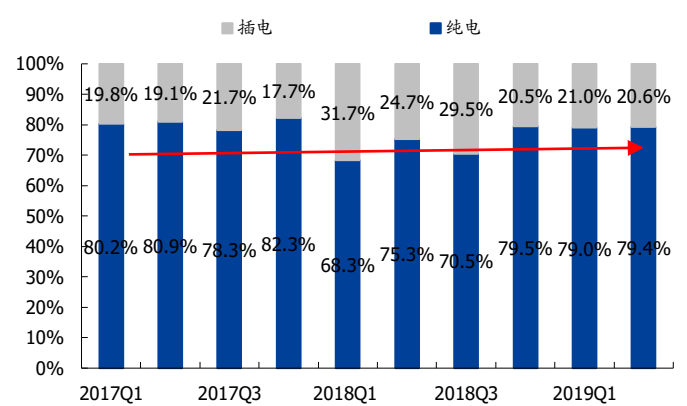
2019年乘用车补贴大幅下降，过渡期间抢装特征维持，2019H1实现销量57.51万辆，同比增长65.97%，Q2在同期抢装的高基数影响下，同比增长39.99%，增速回落，其中纯电动仍为销量主体，占比80%左右，比例保持相对稳定。7、8月受前期透支影响，销量同比略有下滑，全年乘用车增速预计将明显下移，随着销量规模达到百万辆水平，增速预计将从前几年的70-80%下滑至20-30%，增速换挡。由于剩余补贴绝对额较少，后续对销量影响预计将大幅弱化，季度间波动将显著减小。

图表1：乘用车销量季度间波动较大，增速换挡（万辆）



资料来源：乘联会，国盛证券研究所

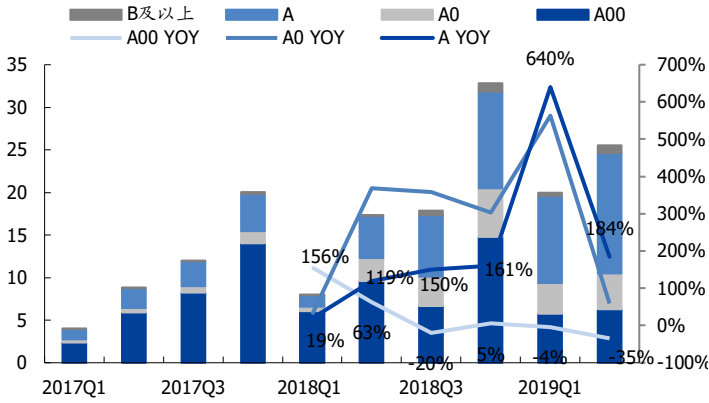
图表2：纯电动仍为销量主体



资料来源：乘联会，国盛证券研究所

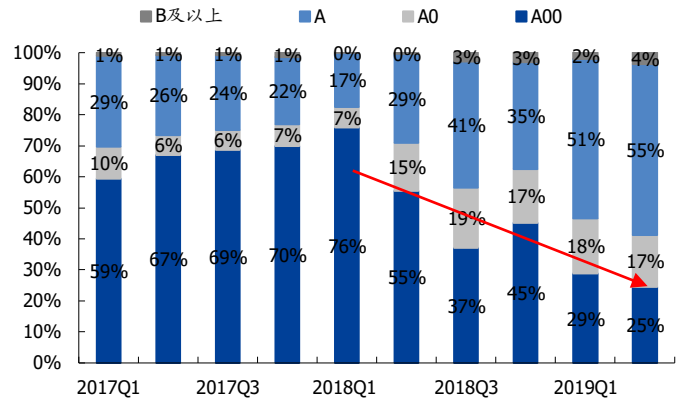
车型结构维持升级特征，A级车为最大细分车型。新能源乘用车销量结构从2018Q1以来维持升级特征，A00级占比持续下滑，A0级及以上车型占比提升。其中A级车表现最为突出，2019H1 A级车销量达24.38万辆，同比增长283.1%，占比从2018Q1最低的17%提升至2019Q2的55%，已成为占比最高的车型，与燃油车车型结构趋同。A00级是唯一萎缩的市场，2019H1销量11.07万辆，同比下滑22.9%。销量占比从2018Q1最高的76%下降至2019Q2的25%。车型结构呈现如此巨大的分化主要因需求结构的变化，2019年分时租赁需求下滑以及网约车兴起、出租车置换（对公需求从2018年的分时租赁为主转向2019年的网约车、出租车为主），真实需求进一步提升是主要原因。

图表3: A00级是唯一萎缩的市场, 同比下滑(万辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

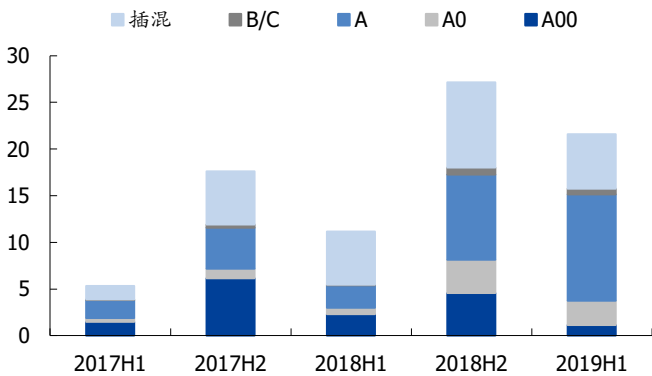
图表4: 车型结构维持升级特征, A0级及以上车型占比持续提升



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

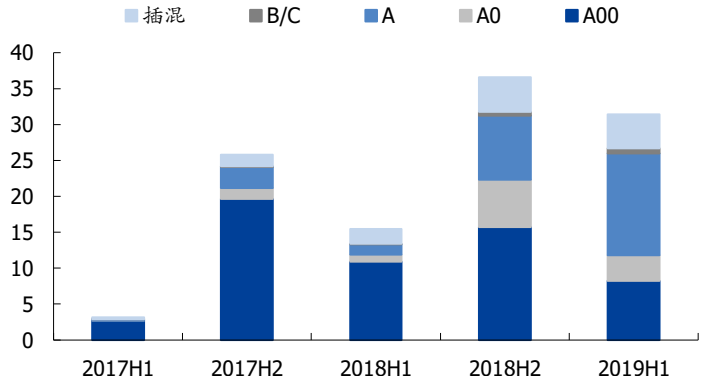
限购城市对A00级车型接受度相对较低, 受市场容量限制, 各车型占比有所下降。A00级车型在限购及非限购城市销量均出现萎缩, 经济发达的限购城市对A00级车型接受度较低, 2019H1占比仅12%, 销量主要集中在对燃油微型车接受度较高的城市。其余车型相对均衡, 占比均在40-50%之间, 但除A0级车型以外, 占比均有所下降, 主要因限购城市市场容量有限, 这一趋势预计将维持。

图表5: 限购城市分车型销量(万辆)



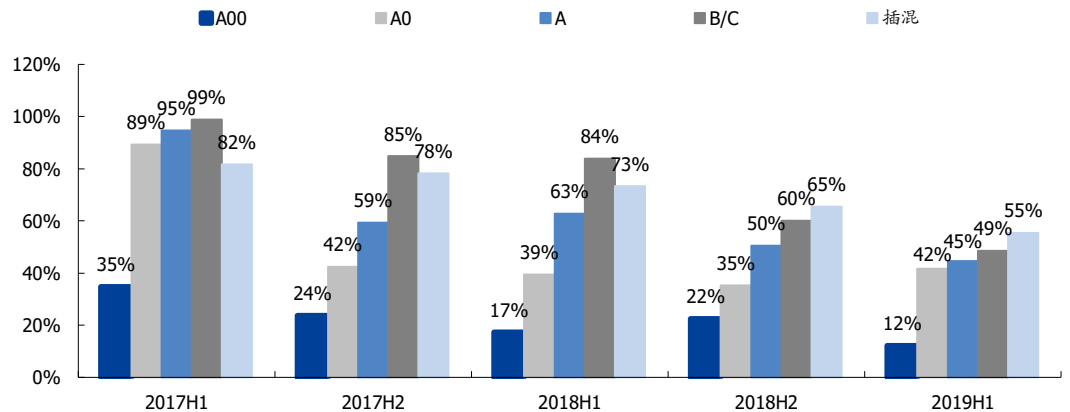
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表6: 非限购城市车型销量(万辆)



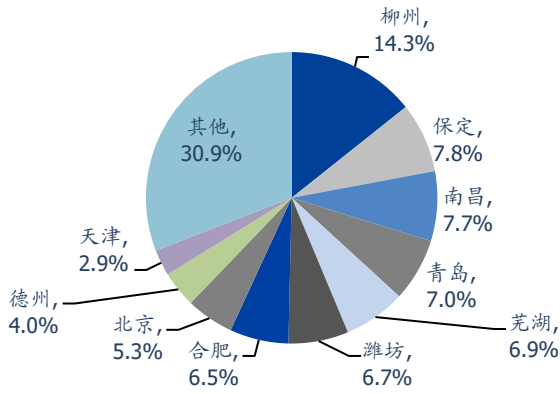
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表7: 分车型限购城市销量占比, A00级车型占比明显减低



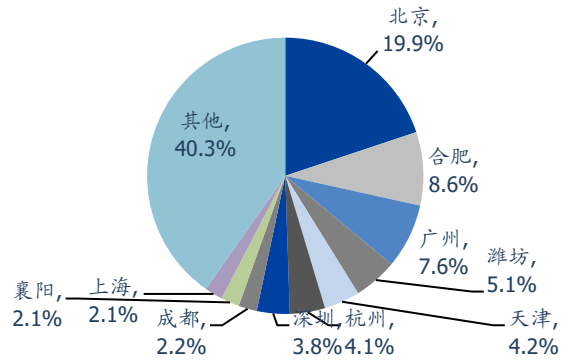
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 8: A00 级车分城市销量 (2019H1)



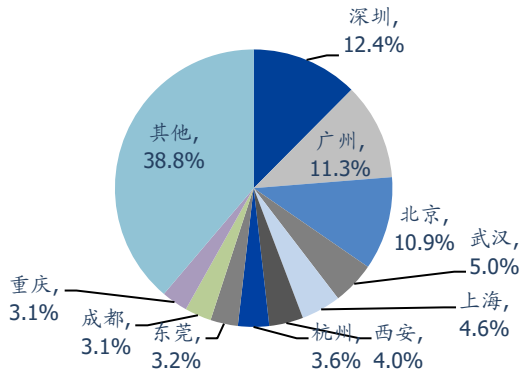
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 9: A0 级车分城市销量 (2019H1)



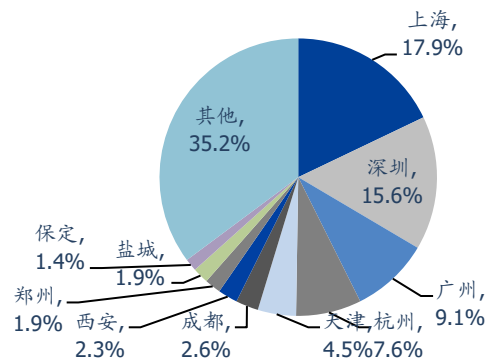
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 10: A 级车分城市销量 (2019H1)



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 11: 插混分城市销量 (2019H1)

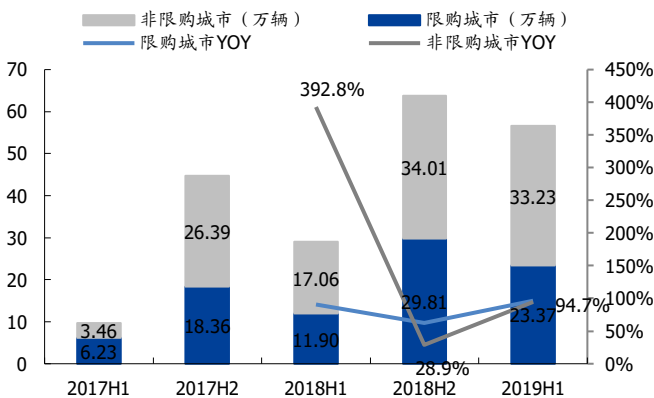


资料来源: GGII, 国盛证券研究所

## 1.2、销量特征: 限购/非限购城市销量双增, 出租租赁占比提升

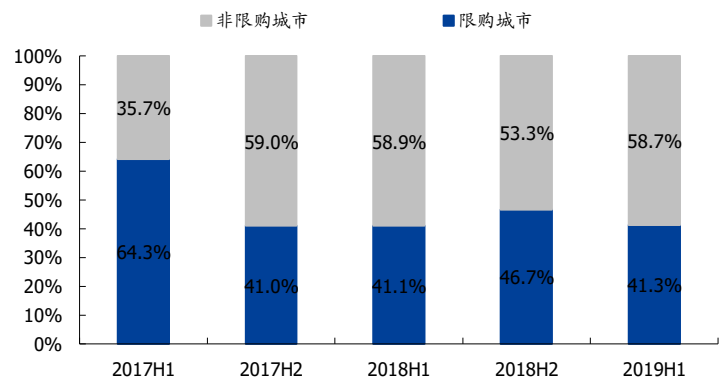
分车型来看, 限购城市及非限购城市均高增, 限购城市占比略有下滑。2019H1 六大限购城市及非限购城市分别实现销量 23.37/33.23 万辆, 同比分别增长 96.4%/94.7%, 增速较为一致。结构上, 限购城市 2019H1 销量占比约 41.3%, 相比 2018H2 略有下降。

图表 12: 限购/非限购城市高增, 增速接近



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

图表 13: 限购城市销量占比 41%左右, 较为稳定

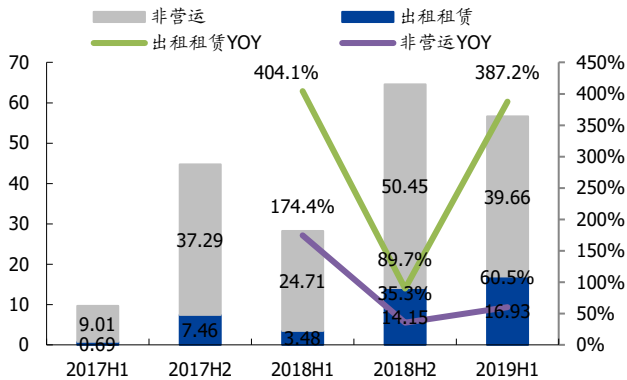


资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

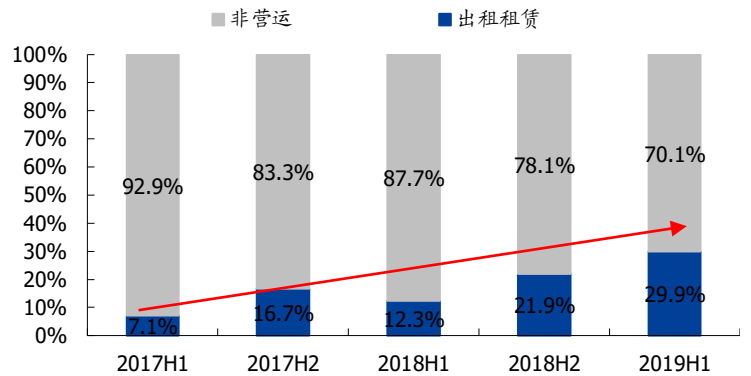


分用途来看，非营运需求高速增长，出租租赁表现更为亮眼，占比提升至约三成。2019H1非营运销量 39.66 万辆，同比增长 60.5%，出租租赁实现销量 16.93 万辆，同比增长 387.2%。出租租赁占比持续提升，2019H1 抬升明显，占比已提升至 29.9%，相比 2018H1 大幅提升 17.9pct。

图表 14: 非营运需求高速增长，出租租赁更为亮眼 (万辆)



图表 15: 出租租赁占比持续提升



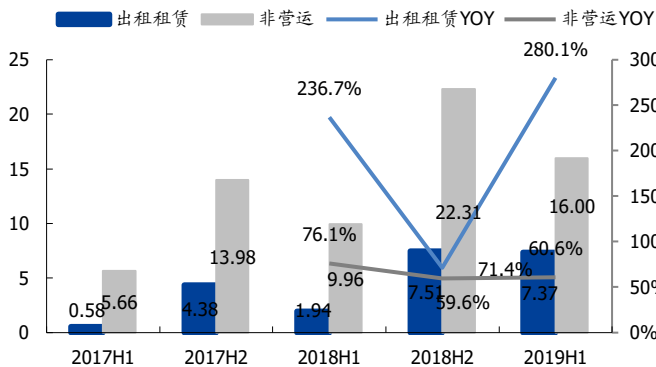
资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

出租租赁需求在限购/非限购城市均呈现强增长特征，非营运销量增速接近。

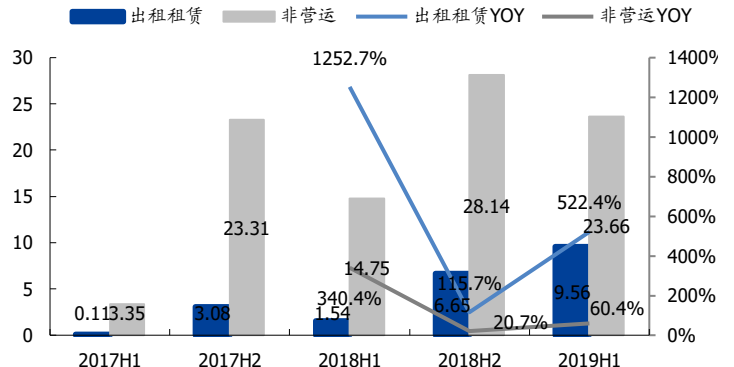
- **出租租赁:** 2019H1 限购城市出租租赁销量 7.37 万辆，同比增长 280.1%；非限购城市出租租赁销量 9.56 万辆，同比增长 522.4%，均呈现强增长特征。
- **非营运:** 限购城市非营运销量 16.00 万辆，同比增长 60.6%；非限购城市非营运销量 23.66 万辆，同比增长 60.4%，两者增速较为接近。由于 2017-2018 年分时租赁（对应 A00 级车型）销量较高，计入非营运统计口径中，导致同期的非营运数据基数偏高，2019 年分时租赁需求大幅缩减，实际非营运增速更高。

图表 16: 限购城市分用途，非营运/出租租赁双增 (万辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

图表 17: 非限购城市分用途，出租租赁 (万辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

不同细分市场，对应车型有明显的偏好特征，驱动因素亦有所不同。目前新能源乘用车按消费群体主要可分为三类：To C、To B 及 To G 端。

- **To C 端:** 私人消费为主，过去有部分网约车，但在网约车新规执行力度趋严后，大幅减少。限购城市驱动力主要为牌照，其次为性价比（为差异化的动力性能支付溢价）；非限购城市则主要为性价比（为差异化的动力性能支付溢价抑或驾驶方便，使用成本低）。车型上 1) 纯电动 A 级车及以上、插混车型：消费群体类似，有一定经济实力的男性消费者，喜欢新能源汽车差异化的动力性能。2) 纯电动 A00 级、A0 级车车型：消费群体类似，女性消费者，家庭第二辆车，主要起代步作用如买菜、驾驶简单、停车方便。
- **To B 端:** 网约车、车企自建出行平台为主，分时租赁在补贴大幅下降后，由于经济性过低，市场萎缩。网约车驱动力主要为经济性，车型上以纯电 A 级车为主，过去

有插混车型，但随着纯电车型性能明显提升，插混经济性弱势体现，大幅减少。  
 ➤ **To G 端**：出租车及政府用车，驱动力主要为政府规划，以 A 级车型为主。

图表 18: 不同细分市场驱动因素及对应车型

	限购城市	非限购城市	车型
To C: 私人消费	牌照; 性价比	性价比	A00/A0/A/B/C 级/插混
To B: 网约车	牌照; 经济性	经济性	A 级
To G: 出租车及政府用车	政府规划; 基础设施	政府规划; 基础设施	A 级
To B: 分时租赁	车企规划; 经济性	车企规划; 经济性	A00 级
To B: 车企出行平台	车企规划; 经济性	车企规划; 经济性	A 级

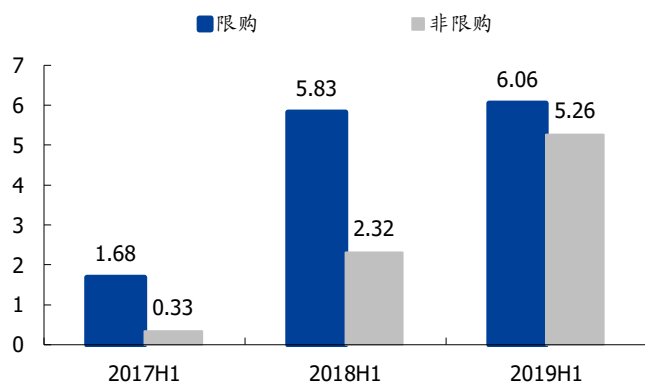
资料来源: 国盛证券研究所

## 二、结论 1: 真实消费需求稳步增长

由于 A00 级及 A 级车型销量均存在 To B 端需求，而 B/C 级车型销量较少，代表性偏弱，因此私人消费真实需求以非限购城市的插混车型及 A0 级车型为观测点。非限购城市不存在牌照驱动，完全是自发的购买行为，从数据分析来看，两者均稳步增长，代表真实消费需求逐步启动。

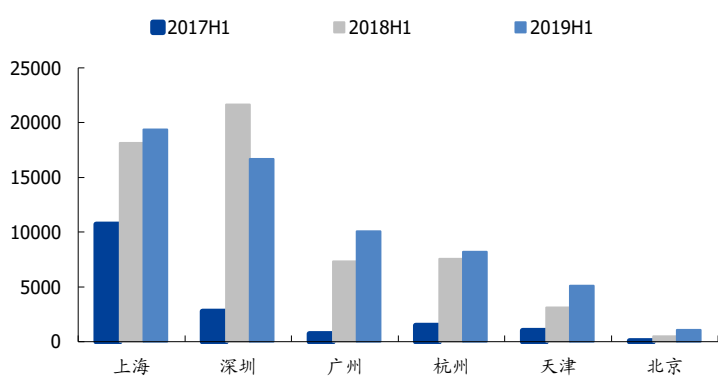
➤ **观测点 1: 非限购城市插混车型，稳步增长。**非限购城市插混车型销量稳步增长，2019H1 销量 5.26 万辆，同比增长 126.7%，体量已与限购城市接近（受限于总市场容量），增长主要来自于销售城市数量的增加以及单一城市销量绝对额的增长。非限购城市插混车型的销量完全来自于自发性需求，在没有牌照因素驱动下，且相比同款的燃油车型单价高约 3-4 万元，非限购城市消费者购买插混车型代表其愿意为差异化的动力性能支付溢价。

图表 19: 插混车型销量 (万辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

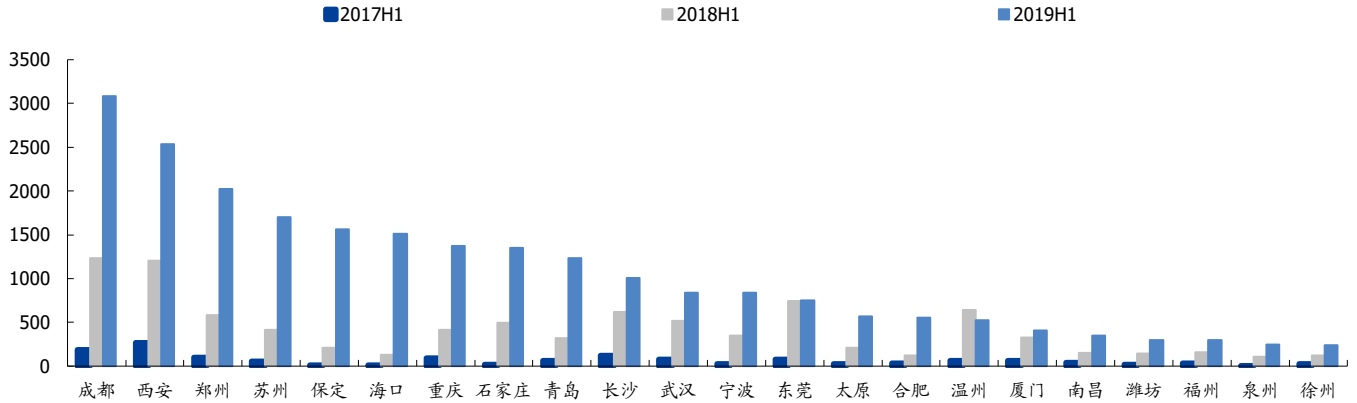
图表 20: 限购城市插混车型销量 (万辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所



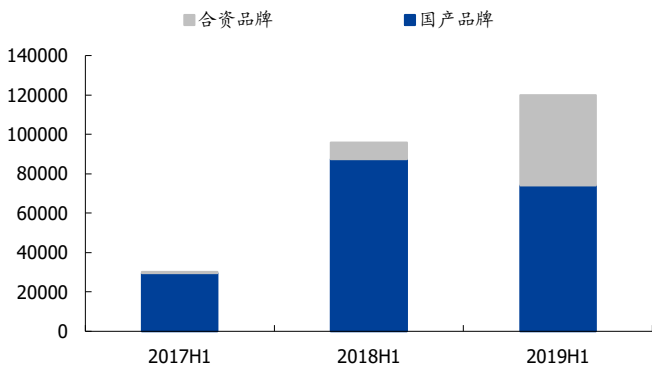
图表 21: 前十五名非限购城市插混车型销量(辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

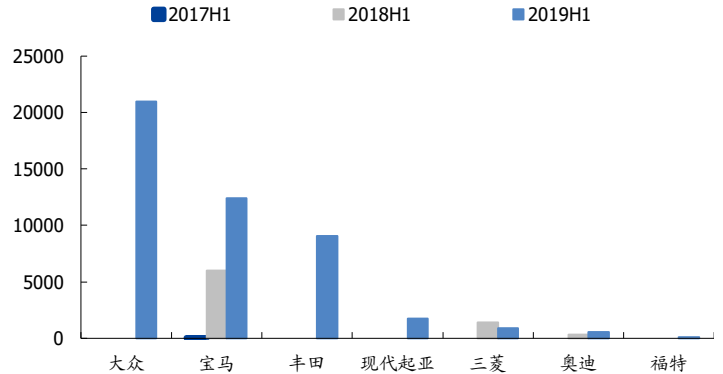
非限购城市插混车型销量增长的核心驱动力来自于优质车型的增加。从插混车型分品牌销量来看, 合资品牌插混车型投放市场后, 可选择优质车型增加, 开始发力。在插混销量前十五名中, 大众帕萨特、途观, 丰田卡罗拉、雷凌, 宝马5系等增长明显, 国产品牌比亚迪、吉利、荣威均受到不同程度挤压。

图表 22: 分品牌销量, 国产品牌有所下降(辆)



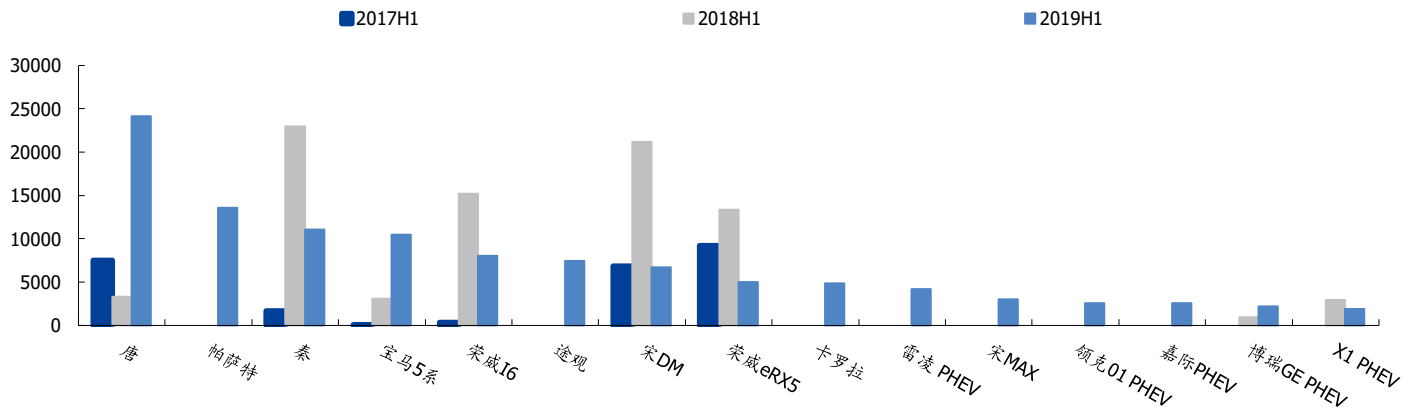
资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

图表 23: 合资销量前五品牌(辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

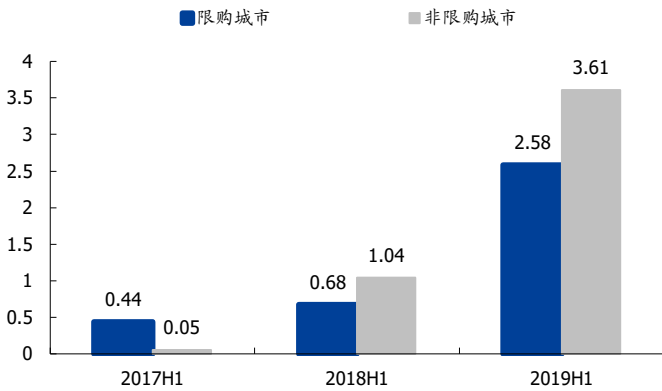
图表 24: 插混销量前十五名, 合资品牌发力(辆)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

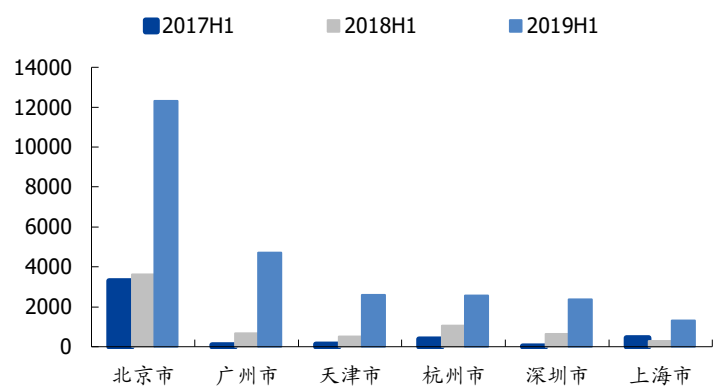
➤ **观测点 2: 非限购城市纯电动 A0 级, 销量亦稳步增长。**A0 级消费群体与 A00 级消费群体接近, 但消费能力更强, 相比插混/A 级车群体, 这类消费群体更注重实用性, 作为代步车, 驾驶简单、停车方便, 2019H1 非限购城市销量 3.61 万辆, 合肥、潍坊销量领先, 比亚迪元一枝独秀, 传祺、江淮增长明显。

图表 25: A0 级分城市销量 (万辆)



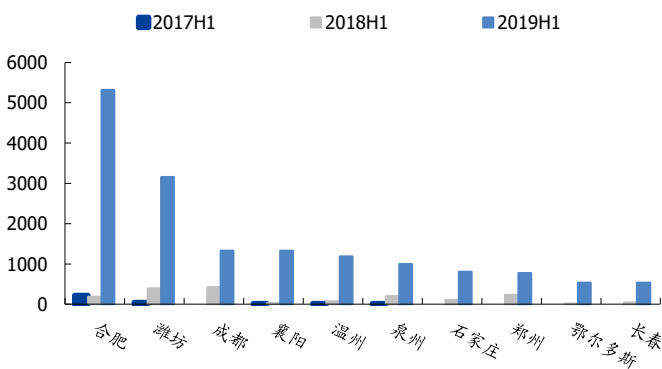
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 26: 限购城市 A0 级销量 (万辆)



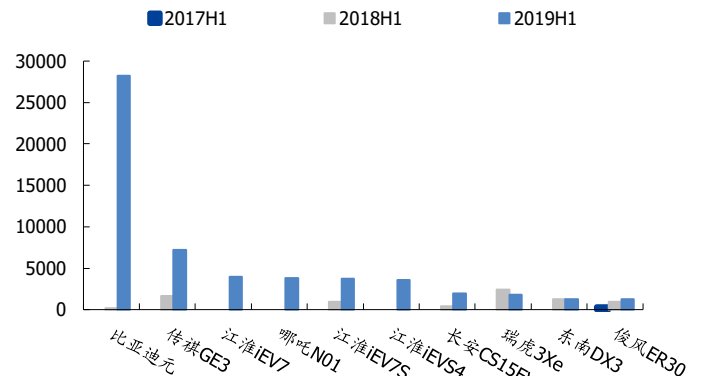
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 27: A0 级销量非限购城市前五名 (辆)



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 28: A0 级销量分品牌 (辆)

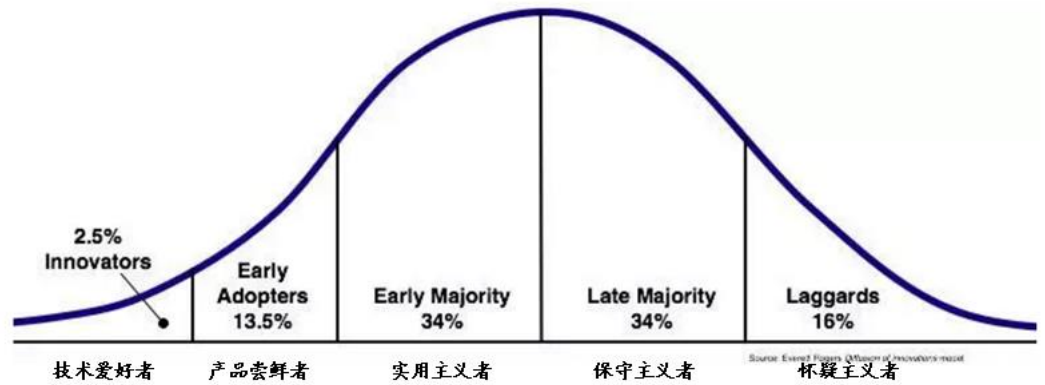


资料来源: GGII, 国盛证券研究所

真实需求增长的背后是随着车型产品迭代升级, 技术爱好者+产品尝鲜者两个消费群体的扩大, 增长有望维持。根据技术采用生命周期理论, 技术爱好者+产品尝鲜者群体属于早期消费群体, 约占总消费群体约 15%, 相比实用主义者(真正的大众群体)只关心需求而言, 这两类消费群体更关心技术, 享受新技术优点的同时, 也包容瑕疵。对于这两类群体, 并不需要电动车对燃油车有全面的优势, 而只要在某些差异化体验即愿意支付溢价。而实用主义者消费群体对于新技术要求高, 必须要求相比现有产品有明显优势, 且可靠性高。这类消费群体需等新能源车相比燃油车有全面优势, 劣势足以忽略不计时需求方才能启动。

非限购城市购买插混/纯电动 A 级车及以上级别车型消费群体一致, 为技术爱好者+产品尝鲜者, 以目前私家车保有量约 2 亿辆测算, 技术爱好者+产品尝鲜者消费群体约 3000 万人, 其中技术爱好者消费群体 500 万人。因此只要随着优质车型产品的增加, 价格逐步下降, 充电基础设施逐步完善, 这两类消费群体的需求就会逐步扩大, 支撑增长。

图表 29: 技术采用生命周期不同类型消费群体占比



资料来源:《跨越鸿沟》, 国盛证券研究所

随着国内外主流车企第一轮产品生命周期开启, 真实消费需求将稳步增长。

- 国际: 2020 年即将迎来主流车企第一轮产品周期投放, 优质供给将大幅增加, 加速电动化进程。大众首款 MEB 平台车型将于 2019 年底在德国生产, 国产化将于 2020 年开始; 奔驰首款 MEA 平台车型 EQA 将于 2020 年上市; 宝马首款 FSAR 平台车型 i5 将于 2021 年上市; 奥迪保时捷联手打造的 PPE 平台首款电动车将于 2022 年上市。

图表 30: 国际主流车企新能源车型规划

车企	规划
奔驰	2025 年 15-25% 销量为纯电动车型
奥迪	2025 年实现全系车型电动化, 并将推出 20 余款纯电动车型, 年销售 80 万辆左右新能源汽车
宝马	2025 年推出 25 款新能源汽车, 包括 12 款纯电动车型
大众	2025 年集团旗下各品牌将推出 80 余款全新电动车型, 包括 50 款纯电动车型及 30 款插电式混合动力车型, 年销售 200-300 万辆或 20%-25% 纯电动汽车
通用	2023 年前推出 20 余款纯电动车型; 2025 年, 别克、雪佛兰、凯迪拉克三大全球品牌旗下在华将近全部车型都将实现电气化
福特	2025 年前推出 15 款福特和林肯电动车型
丰田	2020 年代初在全球市场推出逾 10 款电动汽车 (EV), 首发中国市场, 2025 年全系标配电动化版本, 到 2030 年零排放电动汽车和燃料电池汽车的年销量达到 100 万辆左右
日产	2022 年前推出 12 款纯电动车型, 2025 年电动车将占公司总销售额的 40%, 其中中国为最大销售市场
本田	2025 年前在中国推 20 款以上电动化车型; 2030 年, 本田旗下电动化系列产品将占其全球汽车销量的 65%
特斯拉	2020 年年销售 100 万辆

资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

- 国内: 主流车企纯电平台车型逐步上市, 2019 年上市新能源主流车型续航均提升至 400KM 以上, 同时价格带下移明显, 性价比开始凸显。主流车企纯电平台车型逐步上市, 比亚迪已于 2018 年 5 月推出纯电 e 平台首款车型元 EV, 荣威于 2018 年 8 月推出全新纯电平台首款车型 Marvel X, 广汽全新纯电 GEP 平台首款车型 Aion S 将于 2019 年 5 月上市, 吉利推出几何 A, 纯电 PMA 平台首款车型将于 2020 年上市。

图表 31: 2019 年主要上市新能源乘用车梳理

车企	车型	上市时间	市场价格 (万元)	能源类型	综合续航里程	车型种类
上汽	全新荣威 Ei5	2019.01	12.88-15.88	纯电动	420km	SUV
零跑	零跑 S01	2019.01	10.99-14.99	纯电动	380km	轿车
北汽	北汽新能源 EX5	2019.01	16.99-19.99	纯电动	415km	SUV
比亚迪	唐 EV600	2019.02	26-36	纯电动	500km	SUV
比亚迪	元 EV535	2019.03	11-14	纯电动	410km	SUV
吉利	吉利嘉际 PHEV	2019.03	15.98-18.28	插电混动	56km	SUV
一汽丰田	卡罗拉双擎 E+	2019.03	19.46+	插电混动	55km	轿车
上汽	名爵 EZS	2019.03	11.98+	纯电动	335km	SUV
一汽大众	e-Golf	2019.03	21.08	纯电动	270km	轿车
上汽	名爵 ZS	2019.03	11.98-14.98	纯电动	335km	SUV
广汽丰田	雷凌 PHEV	2019.03	15.98+	插电混动	55km	轿车
江淮汽车	江淮 iEV S4	2019.04	12.95-15.95	纯电动	400km	SUV
江淮汽车	江淮 iEV A60	2019.04	18.95	纯电动	400km	中型车
<b>吉利</b>	<b>吉利几何 A</b>	<b>2019.04</b>	<b>15-20</b>	<b>纯电动</b>	<b>410km</b>	<b>轿车</b>
比亚迪	比亚迪 e1	2019.04	5.99-7.99	纯电动	305km	微型车
比亚迪	比亚迪 S2	2019.04	8.98-10.98	纯电动	360km	SUV
车和家	理想智造 ONE	2019.04	32.8	增程式	700km	SUV
别克	VELITE 6	2019.04	12.78-14.78	纯电动	301km	MAV
长安	长安逸动 ET	2019.05	13.29-14.29	纯电动	405km	轿车
沃尔沃	沃尔沃 XC40	2019.05	26.48-38.58	纯电动	402km	SUV
<b>广汽新能源</b>	<b>广汽新能源 Aion S</b>	<b>2019.05</b>	<b>14-16 万起</b>	<b>纯电动</b>	<b>500km</b>	<b>轿车</b>
捷途	捷途 X70 EV	2019.06	17.79-19.99	纯电动	400km	SUV
一汽红旗	E-HS3	2019.08	22.58-26.58	纯电动	344-470km	SUV
北京现代	领动 PHEV	2019.08	19.78-21.18	插电混动	85km	轿车
领克	领克 02PHEV	2019.09	22.97	插电混动	51km	SUV
<b>广汽新能源</b>	<b>广汽新能源 Aion LX</b>	<b>2019.09</b>	<b>20 万左右</b>	<b>纯电动</b>	<b>600km</b>	<b>SUV</b>
天际	enovate ME7	2019.09	36.68+	纯电动	500km	SUV
北京现代	昂希诺纯电版	2019.10	未公布	纯电动	450km	SUV
东风风行	风行 T1EV	2019 年 H2	未公布	纯电动	> 300km	SUV
SF	金菓 EV SF5	2019 年 Q3	未公布	纯电动	> 400km	SUV
东风风神	AX5	2019 年 Q4	未公布	纯电动	> 300km	SUV
奇点	奇点 iS6	2019 年 Q4	未公布	纯电动	400km	SUV
爱驰	爱驰 U5	2019 年 Q4	未公布	纯电动	460km	SUV
奔驰	奔驰 EQC	2019 年 Q4	未公布	纯电动	450km	SUV
北京现代	菲斯塔纯电版	2019 年 Q4	未公布	纯电动	450km	SUV
奇瑞	星途 TX PHEV	年内	未公布	纯电动	未知	SUV
观致	观致 3 EV500	年内	未公布	纯电动	450km	轿车
沃尔沃	沃尔沃全新 S40	年内	未公布	纯电动	499km	轿车

东风标致	标致 208 EV	年内	未公布	纯电动	450km	轿车
一汽大众	e-bora	未知	未公布	纯电动	270km	轿车
博郡	C30	未知	未公布	纯电动	> 400km	SUV

资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

## 三、结论 2：运营需求是强支撑

### 3.1、网约车需求崛起

用于网约车领域的新能源车需求崛起背后是网约车新规执行趋严后，私家车运力退出，需要新增运力补充，而电动车同时在经济性和政策倾斜方面占据优势，快速放量。

网约车新规执行趋严，私家车运力逐步退出。《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》于 2016 年开始实施，要求车辆和司机拥有双证，即《网络预约出租汽车运输证》和《网络预约出租汽车驾驶员证》。但网约车平台一直并未严格执行，在 2018 年滴滴两起顺风车事故爆发之后，政府监管力度加强，不具备双证车辆被查处对司机处以 1-2 万元罚款。滴滴亦宣布新规，该规定从 2019 年 1 月 1 日开始，对拥有双证的司机，平台给以派单倾斜。政策执行力度趋严，倒逼私家车运力退出市场。

图表 32：网约车新规

要求	
车辆	《网络预约出租汽车运输证》
司机	《网络预约出租汽车驾驶员证》

资料来源：工信部，国盛证券研究所

私家车运力退出的核心原因在于如果想取得《网络预约出租汽车运输证》，需要上营运牌，将导致利用空闲时间接送乘客的私家车司机成本大幅攀升，不再具备经济效益。同时考取《网络预约出租汽车驾驶员证》需由公司组织报名，也倒逼私家车司机退出。

- 保险费用大幅提升。通常私家车保险费用仅 3000 元左右，而营运车由于保额较高，保险费用 1 万元，保险费用增长 2 倍。
- 强制报废，且极大影响残值。私家车无年限限制，运营车辆要求 8 年/60 万公里强制报废，年检间隔更短，残值压缩明显。

图表 33：私家车与营运车对比

	私家车	营运车
报废年限	无年限限制	8 年/60 万公里强制报废
检测要求	六年内每两年查一次，六年后每年查一次	五年内每年检查一次，超过五年的，每半年检查一次
强制险	约 3000 元	约 10000 元

资料来源：工信部，国盛证券研究所

为弥补私家车运力退出，以滴滴为代表的网约车平台通过两种模式弥补。

- 与第三方租赁公司合作，由租赁公司采购车辆，并招募管理全职司机，提供运力。自以滴滴为代表的网约车平台兴起以来，各地依赖于网约车平台的汽车租赁公司快速崛起。司机是网约车平台最为重要的资源，租赁公司则起到代为招募管理司机的作用。租赁公司成本主要为初始采购车辆成本以及后续保险费用，收入则由两部



分组成，租金收入（鼓励司机以租代购）+滴滴返点（滴滴每单抽成中部分返给租赁公司），效益明显。

- **与车企合作成立合资公司，加杠杆偏重资产模式投放运力。**滴滴目前已先后与比亚迪、一汽、大众、北汽成立合资公司，与丰田、东风日产合资也在进一步推进。目前亚滴新能源主要投放在广深一带；京桔新能源在全国成立 20 个子分公司后，2019 年已开始密集投放北汽 EU5 车型；桔众汽车前期预计采购车辆为 10 万辆，其中 60% 为大众新能源汽车。与车企合资优势在于：1) 通过部分资本金加两次杠杆（股权以及财务杠杆），低资金投入撬动运力投放；2) 车企可提供专属车型产品支持，降低采购及运维成本。对于车企而言，以租代售消化双积分压力的同时，可获得出行数据助力自动驾驶研发。

图表 34: 滴滴合资公司

合资公司	业务	股权结构	成立时间	进度情况
亚滴新能源	租赁	滴滴 60%，比亚迪 10%，迈特峰 30%	2015 年 9 月	17 年底、18 年底分别成立子公司
一汽惠迪	租赁	滴滴 50%，一汽 50%	2018 年 7 月	2018 年 7-11 月成立 12 个子分公司
桔众汽车科技	租赁	滴滴 40%，大众 60%	2018 年 12 月	2019 年 5-7 月已成立 15 个分公司
京桔新能源	租赁	滴滴 67%，北汽 33%	2019 年 1 月	2019 年 1-2 月已成立 20 个子分公司
滴滴丰田合资	租赁	未定	未定	7 月宣布将合资
滴滴东风日产合资	租赁	未定	未定	正洽谈

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**网约车地方细则抬高车型标准，政策向电动车倾斜，纯电车型运营优势凸显。**各地出台网约车地方政策，普遍要求网约车高于当地巡游出租车标准，轴距在 2.6 米以上，购置价格高于出租车 1.2-1.5 倍以上，部分城市要求购置价格 10-12 万元以上，车龄普遍要求在 3 年以内。导致网约车型燃油车与电动车购置成本相当，同时部分城市要求新增网约车必须为纯电动车，同时对纯电动车上运营牌照上也予以倾斜。

以上海网约车为例，网约车司机月租金费用约为 7500 元/月，日收入约 800-900 元，燃油车与纯电动车一致，但电动车运营成本较低，每日可节省费用 100 元，一月可节省费用超 3000 元，与燃油车相比，净收入大幅提升。在杭州、宁波、惠州等城市这一费用节省更为明显，这些城市日收入约 500-600 元，月租金约 4000 元/月，占净收入比重达 53.15%，因此在这一地区司机更愿意租纯电动车跑运营，优势凸显。

图表 35: 上海/杭州/宁波/惠州运营测算

上海		杭州/宁波/惠州					
日里程 (公里)	300	日里程 (公里)	300				
日收入 (元)	800	日收入 (元)	500				
	纯电动车	燃油车	纯电动车	燃油车			
百公里电耗 (kwh/100KM)	16	百公里油耗 (L/100KM)	8	百公里电耗 (kwh/100KM)	16	百公里油耗 (L/100KM)	8
耗电量 (KWh)	48	耗油量 (L)	24	耗电量 (KWh)	48	耗油量 (L)	24
白天补电 (KWh)	34	油价 (元/L)	7	白天补电 (KWh)	34	油价 (元/L)	7
电费 (元)	62	油费 (元)	168	电费 (元)	62	油费 (元)	168
日毛收入 (元)	738	日毛收入 (元)	632	日毛收入 (元)	438	日毛收入 (元)	332
月收入 (元)	22128	月收入 (元)	18960	月收入 (元)	13128	月收入 (元)	9960
月租金支出 (元)	7500	月租金支出 (元)	7500	月租金支出 (元)	4000	月租金支出 (元)	4000
月净收入 (元)	14628	月净收入 (元)	11460	月净收入 (元)	9128	月净收入 (元)	5960
费用节省 (元)	3168	占净收入比重	27.64%	费用节省 (元)	3168	占净收入比重	53.15%

资料来源：国盛证券研究所



滴滴目标 2020 年平台上运营超过 100 万辆电动车，而截止 2018 年 4 月平台上约 26 万辆，预计 2019-2020 年均需增加约 30 万辆。2019 年预计滴滴通过合资公司模式采购约 15 万辆，其余通过租赁公司，实现可行度高。

### 3.2、出租车需求启动

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》出台，加速出租车电动化。2018 年 7 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，加快推进城市建成区新增和更新的出租车使用新能源或清洁能源汽车，重点区域（京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域）使用比例达到 80%。

图表 36: 蓝色为《打赢蓝天保卫战三年行动计划》重点区域



资料来源：国务院，国盛证券研究所

各省市响应国务院，纷纷出台地方政策细则推进，重点区域省市按 80%比例要求推进，大部分非重点区域省份未明确规定比例，但要求加快推进。

图表 37: 重点区域省市政策目标

重点区域	出台日期	政策目标
北京	2018年9月	加快推进新增和更新出租车辆基本采用电动车;
山东	2018年8月	加快推进城市建成区新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车, 其中7个传输通道城市达到80%;
河北	2018年8月	加快推进城市建成区新增和更新出租车辆采用新能源或清洁能源汽车; 到2020年, 石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸市和定州、辛集市使用比例达到80%;
江苏	2018年10月	加快推进城市建成区新增和更新的出租车辆使用新能源或清洁能源汽车, 2020年底前使用比例达到80%;
河南	2018年9月	全新增及更换的出租车辆, 2018年底清洁能源车比重不低于75%; 2019年底不低于85%; 2020年底不低于95%;
上海	2018年7月	建成区新增和更新的出租中新能源或清洁能源汽车比例达到80%以上;
安徽	2018年10月	加快推进城市建成区新增和更新的出租车辆使用新能源或清洁能源汽车, 全省使用比例达到80%;
浙江	2018年10月	加快推进城市建成区新增和更新的出租车辆使用新能源或清洁能源汽车, 全省使用比例达到80%;
天津	2018年8月	加快推进城市建成区新增和更新出租车辆使用新能源或清洁能源汽车, 2020年底前使用比例到达80%;
山西	2018年7月	加快推进城市建成区新增和更新出租车辆使用新能源或清洁能源汽车, 全省使用比例达到80%; 2020年底前, 11个设区市城市建成区出租全部更换为新能源汽车;
陕西	2018年10月	加快推进城市建成区新增和更新的出租车辆使用新能源或清洁能源汽车, 关中地区使用比例达到80%;

资料来源: 各地方政策官网, 国盛证券研究所

图表 38: 非重点区域省市政策目标

非重点区域	出台日期	政策目标
吉林	2018年8月	2019年起, 每年各市(州)城市建成区新增和更新的出租车辆中, 新能源或清洁能源汽车比例达到30%以上;
辽宁	2018年10月	2018年, 出租车应用清洁能源或新能源汽车比例力争达到90%; 2019年, 95%; 2020年, 100%;
广东	2019年1月	2018年起, 珠三角地区新增或更新的出租车(含网约车)全部使用新能源汽车, 粤东西北地区不低于50%, 且逐年提高10%;
广西	2018年8月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车;
贵州	2018年9月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车;
云南	2018年9月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车;
湖北	2018年10月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车;
新疆	2018年10月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车; 到2020年底, “乌-昌-石”“奎-独-乌”区域出租车气(电)化率达到100%, 其中2019年底达到80%
甘肃	2018年10月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车;
福建	2018年11月	加快推进城市建成区新增和更新的出租车辆使用新能源或清洁能源汽车; 鼓励使用纯电动汽车;
青海	2018年12月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车;
西藏	2019年2月	加快推进新增和更新的出租车辆采用新能源或清洁能源汽车;
宁夏、内蒙古、黑龙江、四川、江西、湖南、海南、重庆		政策中无具体出租车替换目标;

资料来源: 各地方政策官网, 国盛证券研究所

北京出租车强制报废时间已缩短为6年，其他省份仍按8年报废计算。重点区域省市新能源汽车更换比例按政策要求目标进行假设估计，非重点区域省市根据地方特征做假设比例，预计2020年各省市置换比例将进一步提升。估计**2019-2020年出租车更换带来新能源车需求分别为8.01/9.04万辆**。

图表 39: 出租车更换带来新能源车需求 (万辆)

	保有量	每年更换	2019 新能源车比例	2020 新能源车比例	2019 年	2020 年
北京	6.85	0.86	100%	100%	1.14	1.14
山东	6.17	0.77	60%	70%	0.46	0.54
河北	5.39	0.67	60%	70%	0.40	0.47
江苏	5.35	0.67	80%	90%	0.53	0.60
河南	4.69	0.59	85%	95%	0.50	0.56
上海	4.64	0.58	80%	90%	0.46	0.52
安徽	3.95	0.49	80%	90%	0.39	0.44
浙江	3.84	0.48	80%	90%	0.38	0.43
天津	3.19	0.40	80%	90%	0.32	0.36
山西	3.05	0.38	80%	90%	0.30	0.34
陕西	2.55	0.32	60%	70%	0.19	0.22
辽宁	8.21	1.03	80%	80%	0.82	0.82
广东	6.68	0.83	70%	80%	0.58	0.67
黑龙江	6.36	0.79	10%	10%	0.08	0.08
吉林	5.64	0.70	30%	40%	0.21	0.28
内蒙古	3.91	0.49	10%	10%	0.05	0.05
湖北	3.67	0.46	30%	40%	0.14	0.18
新疆	3.34	0.42	30%	40%	0.13	0.17
四川	3.26	0.41	30%	40%	0.12	0.16
湖南	2.58	0.32	30%	40%	0.10	0.13
甘肃	2.37	0.30	30%	40%	0.09	0.12
重庆	2.19	0.27	30%	40%	0.08	0.11
福建	2.15	0.27	30%	40%	0.08	0.11
贵州	2.12	0.27	30%	40%	0.08	0.11
云南	1.91	0.24	30%	40%	0.07	0.10
广西	1.75	0.22	40%	50%	0.09	0.11
江西	1.44	0.18	30%	40%	0.05	0.07
宁夏	1.28	0.16	10%	10%	0.02	0.02
青海	0.86	0.11	30%	40%	0.03	0.04
海南	0.70	0.09	100%	100%	0.09	0.09
西藏	0.22	0.03	10%	10%	0.00	0.00
合计	110.28	13.79			8.01	9.04

资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

### 3.3、车企自建出行平台进入扩张

车企纷纷自建网约车出行平台，以新能源车为主力车型。2019年之前车企自建出行平台

主要以分时租赁业务为主，如上汽的环球车享、北汽的摩范出行以及长城的欧拉出行，整体规划相对激进。2019年后，车企自建出行平台均为网约车平台，新能源车为主力车型。如一汽、东风、长安合资成立的T3出行、东风成立的东风出行以及广汽推出的如祺出行，加上早期吉利的曹操专车以及上汽的享道出行，按规划推进，则**预计2019/2020年新增新能源乘用车需求分别为5/15万辆**。

车企自建出行平台主要有两点原因：

- 1) 短期作为双积分考核要求的新能源车销量出口；
- 2) 更长期则作为车企从制造商转型出行服务商的前期试水。

2019年7月，滴滴转向网约车开放平台，向第三方出行服务商开放，目前已将如祺出行、东方出行纳入其中。网约车平台需要线上流量与线下运力结合，对车企新兴的网约车出行平台，此举将有助于其提高订单率，而从滴滴角度则有了更多运力补充，强化相比其他网约车平台的竞争优势。

图表 40: 车企纷纷自建网约车平台

平台	业务	车企	车型	成立时间	规划
曹操专车	网约车	吉利	燃油/新能源	2015年5月	-
享道出行	网约车	上汽	燃油/新能源	2018年12月	-
T3出行	网约车	一汽、东风、长安	新能源车型	2019年3月	2019年底前，投放2万辆；三年内达到30万辆；六年后将投入超过百万辆车
东风出行	网约车、分时租赁	东风	新能源车型	2019年4月	2019年投放1万辆；2021年达10万辆；第三步计划达50万辆
如祺出行	网约车	广汽	新能源车型	2019年6月	一年内投放近1万辆，开拓5个城市
环球车享	分时租赁、短租	上汽	新能源车型	2016年5月	2018年达到底达到5.5-6万辆；2020年超过100个城市，达到30万辆
摩范出行	分时租赁、长短租	北汽	新能源车型	2017年4月	目前42个城市，4万辆；2020年超过100个城市，10万辆；2025年超过25万辆
长安出行	分时租赁、长短租	长安	燃油/新能源	2017年10月	2018年1万辆；2019年达到2万辆；2020年覆盖40座城市，达到5万辆
欧拉出行	分时租赁	长城	新能源车型	2018年9月	2020年200个城市，20万辆

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 四、投资建议

### 4.1、数据分拆与预测

我们通过分拆新能源乘用车下游需求结构，两点核心结论：

**1、随着优质供给增加，真实需求在逐步启动。**对于技术爱好者和产品尝鲜者，需求的增长，并不需要新能源车相比燃油车有全面的优势，只需在某些方面性能突出，同时随着产品迭代，性价比提升，充电基础设施完善，这类消费群体自然稳步增长。

**2、运营需求是强支撑。**网约车率先实现经济性，在政策推动下，出租车开始加速替换

新能源车，同时车企自建出行平台，从2年维度看执行的确定性较高，3-5年度则要看具体进展而定。我们根据各块分拆，将运营需求加总2019-2020年需求43/54万辆，但在实际推进中，如滴滴平台运力投放并非年度间平均，预计仍有增长空间。

综合前面分析，我们预计2019-2020年新能源乘用车销量分别为128.9/161.1万辆，同比分别增长27.2%/25.0%。其中私人需求94.6/113.7万辆，同比分别增长29.2%/20.2%；对公需求分别为34.3/47.4万辆，同比分别增长22.0%/38.2%。

图表41：新能源乘用车销量分拆及预测（万辆）

纯电动	2018	2019H1	2019H2	2019E	2020E	2019YOY	2020YOY
<b>A00</b>	<b>37.1</b>	<b>12.1</b>	<b>17.1</b>	<b>29.2</b>	<b>31.9</b>	<b>-21.3%</b>	<b>9.5%</b>
其中：分时租赁	10.0	1.0	0.5	1.5	1.5	-85.0%	0.0%
其中：私人购买	27.1	11.1	16.6	27.7	30.4	2.2%	10.0%
<b>A0</b>	<b>12.4</b>	<b>7.8</b>	<b>9.5</b>	<b>17.3</b>	<b>20.8</b>	<b>39.7%</b>	<b>20.0%</b>
私人购买	12.4	7.8	9.5	17.3	20.8	39.7%	20.0%
<b>A</b>	<b>25.0</b>	<b>24.4</b>	<b>28.4</b>	<b>52.8</b>	<b>71.9</b>	<b>111.3%</b>	<b>36.2%</b>
其中：出租租赁	13.0	16.4	16.4	32.8	45.9	151.9%	40.0%
其中：私人购买	12.0	8.0	12.0	20.0	26.0	67.1%	30.0%
<b>B/C</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>3.1</b>	<b>4.4</b>	<b>7.5</b>	<b>186.1%</b>	<b>70.0%</b>
私人购买	1.5	1.3	3.1	4.4	7.5	186.1%	70.0%
<b>插电混动</b>	<b>25.3</b>	<b>11.9</b>	<b>13.3</b>	<b>25.2</b>	<b>29.0</b>	<b>-0.4%</b>	<b>15.0%</b>
私人购买	20.3	11.4	13.9	25.2	29.0	24.6%	15.0%
出租租赁	5.1	0.6	0.0	0.6	0.0	-88.2%	-100.0%
<b>总销量</b>	<b>101.3</b>	<b>57.5</b>	<b>71.4</b>	<b>128.9</b>	<b>161.1</b>	<b>27.2%</b>	<b>25.0%</b>
其中：私人需求	73.2	39.5	55.1	94.6	113.7	29.2%	20.2%
其中：对公需求	28.1	18.0	16.3	34.3	47.4	22.0%	38.2%

资料来源：乘联会，国盛证券研究所

## 4.2、投资建议

新能源汽车板块长周期拐点将至。

1) 即使在最悲观的情景下，政策也是产业最强力的底部保障，极端情况禁止燃油车上路即可实现全面的电动化，还有限行限购限牌等一系列政策组合拳。双积分政策的出台可确保产业平稳发展，政策制定的基础即以2025年新能源汽车20%渗透率为目标，这一目标明确，如有偏离中途便会进行政策修正。

2) 中性情景下，相信技术进步的力量。新能源汽车产业近五年的发展已经是突飞猛进，性价比已不可同日而语，达到并超过燃油车只是时间问题。且从技术角度看，真正的智能化必然依赖于电动化，这是由电动车极简的机械结构和电气架构优势决定，特斯拉的智能化迭代速度之快、优势之突出已经证明了电动车在智能化方面的潜力，消费者愿意为差异化支付溢价。而目前主流车企都在推动的纯电动模块化平台车型，将于2019年下半年逐步上市，第一轮产品周期启动，后续放量可期。

6月下旬的下跌形成板块长周期的底部，彼时市场在下调全年销量目标并下修板块业绩预期的同时，对产业的长期趋势亦产生质疑，悲观预期已经充分反应。新能源汽车板块

持仓已降至低位，看空者无持仓，下跌幅度有限。低于预期的可能性较小，但高性价比车型推出以及出租网约车旺盛需求导致超预期的可能性在不断增加。25倍是成长期行业的估值底，新能源汽车目前渗透率不到5%，作为长期空间大，盈利增长的稳定性和确定性将大幅提升的行业，估值底部有支撑，上涨有空间。

中游的技术迭代和下游供给优化是驱动产业发展的根本，结合未来全球化的发展趋势，继续推荐当升科技、璞泰来、恩捷股份、宏发股份、宁德时代、新宙邦、亿纬锂能；关注科达利、星源材质。

## 五、风险提示

**优质车型投放市场进度低于预期。**私人消费需求的启动依赖于优质车型的投放，上市进度低于预期将导致私人消费需求不及预期。

**网约车、出租车需求不及预期。**网约车、出租车需求是占运营端比重较大，投放低于预期将导致运营端需求低于预期。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com