

汽车

证券研究报告

2019年12月16日

2020年度策略-新能源篇：汽车行业的“苹果时代”

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

邓学

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518010001

dengxue@tfzq.com

胡婷

联系人

huting@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业投资策略:中国汽车需求见顶了吗?》2019-12-13
- 《汽车-行业点评:11月乘用车批发同比-4.6%,降幅继续收窄》2019-12-10
- 《汽车-行业点评:重卡:11月销量继续同比增长,高景气度持续》2019-12-03

Model 3 标致着特斯拉进入“iPhone 4”阶段。19年 Model 3 单款车型在美国新能源车市场的市占率在19年10月达到了57.7%。Model 3 的风靡全球,与2010年的iPhone 4十分相似。苹果的崛起扶持了一大批中国手机供应商,间接推动了中国手机品牌后起之秀华为、OPPO、小米在手机行业的发展壮大。国产特斯拉也将如苹果一样给中国带来众多产业链配套机会。

未来新能源高端供应链相关零部件有望收获更大的盈利空间。特斯拉的直采模式极大的减少了渠道成本,丰富的产品线改变为集中的产品线,极大利用了标准化带来的规模效应。这些供应链扁平化举措均可增加单一供应商份额,利润率也高于传统零部件企业。

中国后补贴时代将引百舸争流。2020年底,新能源补贴完全退出,随之而来的是严格的双积分考核和新能源汽车产业国门的打开。我们认为,补贴时代过后,新能源车产销波动将随之平滑,更趋近于传统车市的淡旺季节节点,而Model 3、ID.3的量产,将使得中国电动车市场进入充分竞争阶段。

新能源车将进入以高端车新能源化,中低端运营化为特征的产品时代。通过中国新能源真实需求的研究,我们发现,高端新能源车的需求受补贴政策影响较小,销售质量和真实性较高。未来的电动车,将走向“高端车新能源化”和“低端新能源车运营化”的两大方向。

- 对于中高端私家车消费者而言,新能源车的性价比、品牌力、产品力以及相关牌照、购置税和用车扶持政策都会是考虑重点,高端新能源车在续航里程、驾乘体验、牌照费用等具备优势,同时燃油豪华车油耗偏高也使得车企面临油耗压力下有动力将车型新能源化。
- 而对于出行工具类型的出租车、分时租赁和专车平台,消费者对其使用成本节约的属性将会更为看重,因此中低端新能源车在运营使用场景下,将大规模渗透。

投资建议: 新能源车的产品力在高端车和运营车已得到验证,特斯拉国产化带来汽车供应链新增配套需求和变革方向,未来中国新能源车真实需求稳健增长确定性高,建议关注新能源高端供应链核心标的:动力电池霸主宁德时代(电新组覆盖),方形电池壳体科达利(电新组覆盖),电机三合一铝合金壳体供应商旭升股份,全球湿法隔膜龙头恩捷股份(电新组覆盖),负极材料龙头璞泰来(电新组覆盖),汽车副车架顶棚结构件龙头拓普集团,电池热管理组件全球龙头供应商三花智控(家电组覆盖)。

风险提示: 新能源汽车行业景气度低于预期,双积分政策执行力度低于预期,特斯拉国产进度低于预期。



内容目录

1. 新能源供应链集约化：汽车行业的“苹果时代”	4
1.1. Model 3 作为“电动车届 iPhone 4” 将带来产业变革	4
1.2. 电动车供应链扁平化大势所趋	6
2. 中国后补贴时代来临：松扶持之手 引百舸争流	8
2.1. 新能源产业政策下 纯燃油动力车销量占比稳步下降	8
2.2. 产业国门逐步放开 鲶鱼效应有待显现	10
2.3. 双积分+政策引导为未来 5 年主旋律	13
3. 新能源进入产品时代：高端车新能源化 中低端运营化	15
3.1. 中国新能源车真实需求到底有多少？	15
3.2. 高端车新能源化为个人真实需求核心来源	17
3.3. 中低端新能源车运营化趋势带来存量替代需求	21
3.4. 新能源乘用车总量预测表（2019-2025）	23
4. 投资建议	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：iPhone 季度销量及增速（万台，%）	4
图 2：智能手机各品牌市占率（%）	4
图 3：2019 年苹果前 200 供应商国别分布（%）	5
图 4：特斯拉季度销量及增速（辆，%）	5
图 5：特斯拉 Model 3 月度美国地区新能源车市占率（%）	6
图 6：各细分领域行业龙头平均历年毛利率对比（%）	7
图 7：各细分领域行业龙头平均历年扣非归母净利率对比（%）	7
图 8：新能源汽车月度销量渗透率 201701-201910（%）	8
图 9：汽油动力乘用车销量占比（%）	8
图 10：新能源汽车历年月度销量（辆）	9
图 11：纯电动乘用车历年补贴理论上限（万元）	9
图 12：插混乘用车历年补贴理论上限（万元）	9
图 13：新能源双积分考核办法	13
图 14：历年新能源乘用车产量、渗透率及预测（万辆，%）	14
图 15：历月新能源乘用车真实销量及真实销量占比（辆，%）	15
图 16：历月不同价位新能源乘用车真实销量占比（%）	16
图 17：不同价位新能源车销量占比（%）	16
图 18：2019 年 1-10 月新能源车分价位真实销量及增速	17
图 19：2019 年 4-10 月不同价位新能源车月度真实销量增速（%）	17
图 20：主要欧系豪华车 MHEV 渗透率（%）	18
图 21：有牌照费用下全生命周期累积费用-私人（万元）-宝马 530	20

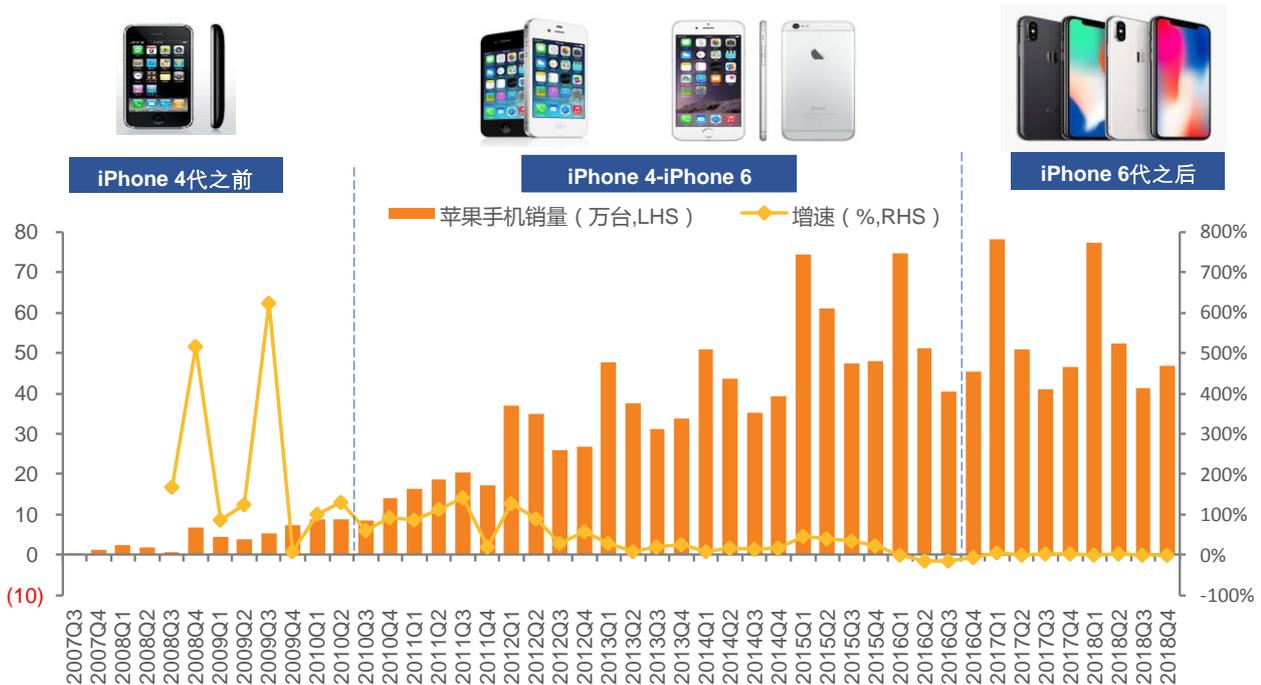
图 22: 有牌照费用下全生命周期累积费用-运营(万元)-宝马 530.....	20
图 23: 无牌照费用下全生命周期累积费用-私人(万元)-宝马 530.....	20
图 24: 无牌照费用下全生命周期累积费用-运营(万元)-宝马 530.....	20
图 25: 插混宝马 530 Le 与宝马 530Li2.0 销量对比及宝马 530 新能源渗透率(辆,%) ..	21
图 26: 租赁用途销量中不同价位占比(%)	21
图 27: 不同价位新能源车租赁用途销量占比(%)	22
表 1: 国产特斯拉 Model 3 电池配套情况.....	6
表 2: 纯电动乘用车国补标准一览(万元)	9
表 3: 插混乘用车国补标准一览(万元)	10
表 4: 外资股比开放后主要合资车企设立情况一览.....	10
表 5: 动力电池白名单目录	11
表 6: 日韩动力电池企业在华布局	12
表 7: 主要外资车企 2020-2025 年规划及上市车型一览	12
表 8: 北京奔驰 2016-2018 双积分情况.....	17
表 9: ABB 豪华车已国产新能源车型.....	17
表 10: 新能源私家车与燃油车生命周期费用测算	18
表 11: 新能源乘用车总量预测表(2019-2025)(辆)	23
表 12: 新能源乘用车总量预测表占比(2019-2025)(%)	23

1. 新能源供应链集约化：汽车行业的“苹果时代”

1.1. Model 3 作为“电动车届 iPhone 4” 将带来产业变革

iPhone 4 为苹果首个成熟的爆款手机产品。特斯拉马斯克和乔布斯均为在细节上追求极致的企业家的典范，对工艺、设计、品质的痴迷使得他们领导下均推出了跨越时代的颠覆性产品。iPhone 初代系列（iPhone 4 之前）引领了手机革命，在美国等发售的少数地区引起了较大反响，掀起抢购热潮。iPhone 4 作为第一款成熟产品，开启了视网膜屏幕，在视觉和功耗上平衡性绝佳，实为 iPhone 首个爆款机型。之后，随着软硬件的不断成熟和配置、性能的提升，iPhone 推出了一代又一代新品，销量也稳步增长。

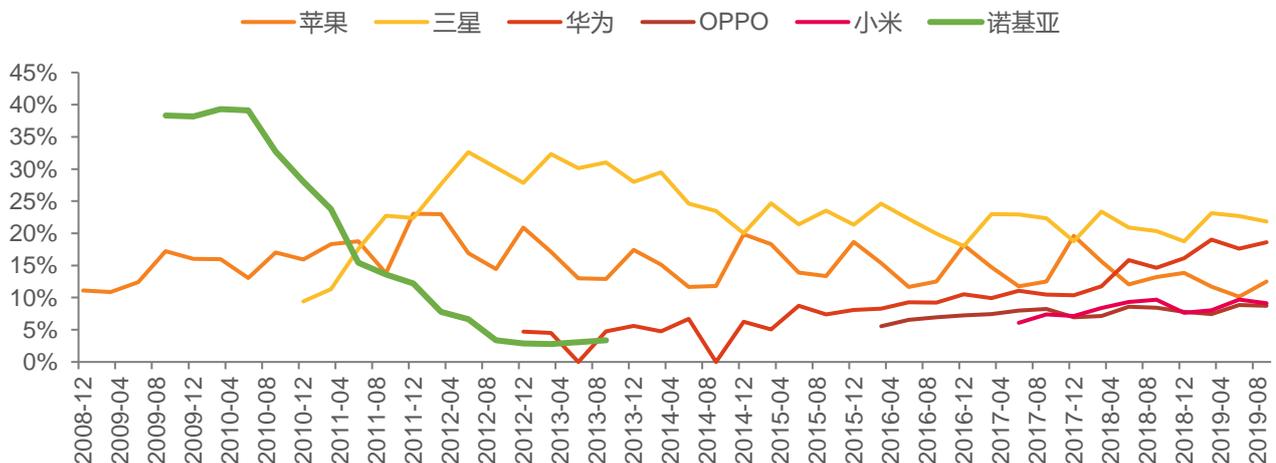
图 1：iPhone 季度销量及增速（万台，%）



资料来源：statista，天风证券研究所

技术、工艺的颠覆性创新可在短时间内击败老牌企业。在以 iPhone 4 为代表的触摸屏智能手机的冲击下，手机老牌王者诺基亚优势被逐步蚕食，其份额从 2009 年底的 38% 下滑至 2013 年第三季度的 3.4%，仅仅经过了 4 年时间。而以三星、苹果为代表的的企业引领了手机 2.0 时代，并不断创新保持生命力，其份额均稳定地维持在 20% 附近。

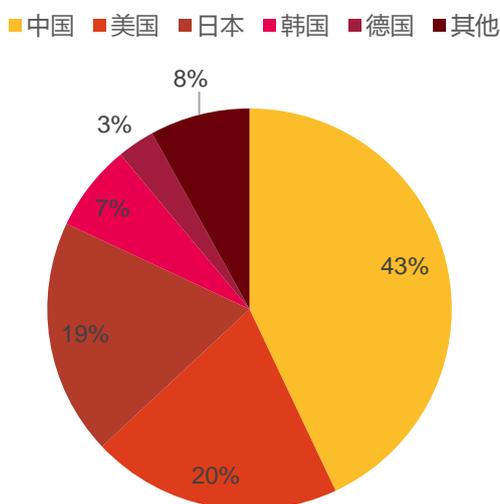
图 2：智能手机各品牌市占率（%）



资料来源：IDC，天风证券研究所

苹果的崛起扶持了一大批中国手机供应商。根据苹果披露的 2019 苹果全球 200 大供应商名录，中国供应商占到 86 家，占比 43%，而苹果在 2012 年首次披露的 156 家供应商名单中仅 8 家来自中国，中国企业所得利润仅占单台手机利润 2%。**中国手机产业链的崛起间接推动了中国手机品牌后起之秀华为、OPPO、小米在手机行业的发展壮大，目前其份额逐渐接近甚至超越了苹果。**

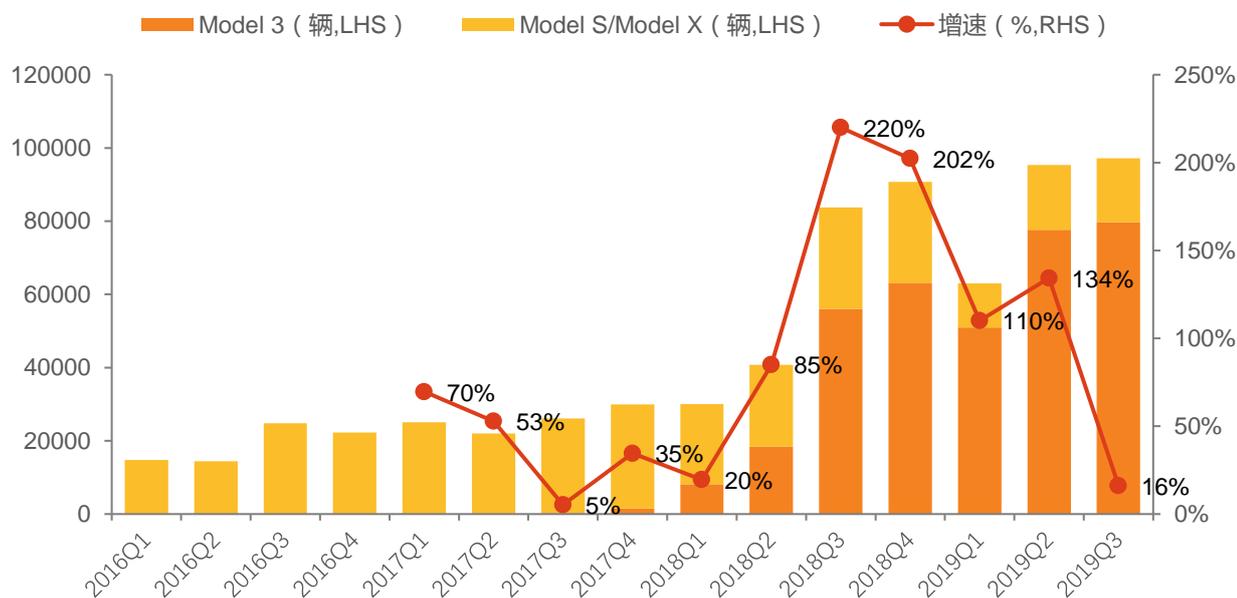
图 3：2019 年苹果前 200 供应商国别分布 (%)



资料来源：苹果公司公告，天风证券研究所

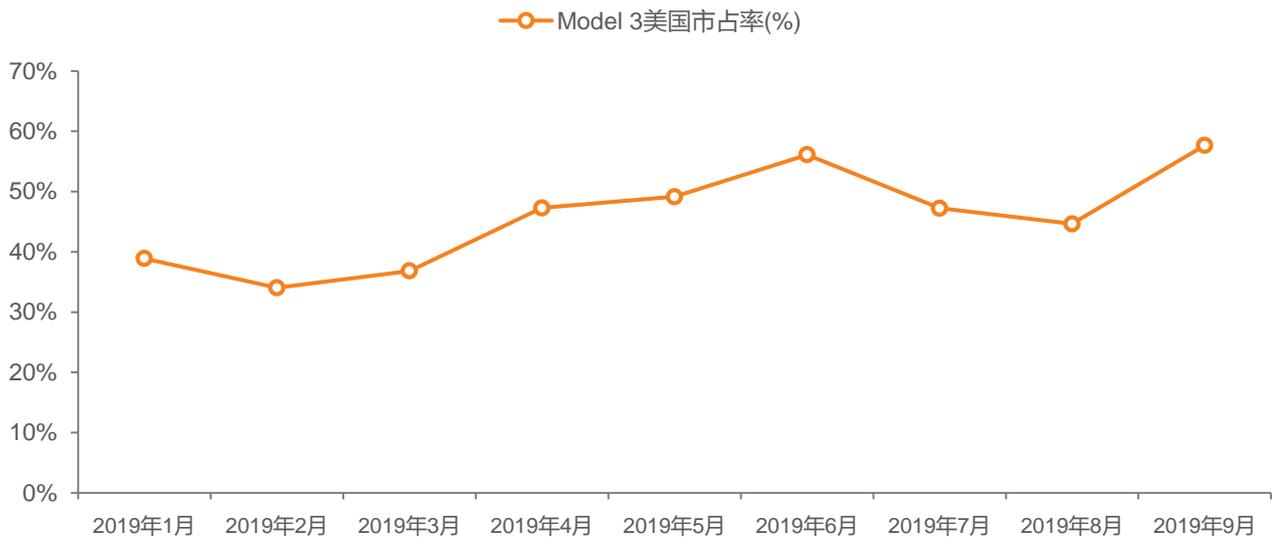
Model 3 在美国已成爆款明星车型，可类比苹果的“iPhone 4”阶段。起售价 3.5 万美元的特斯拉 Model 3 一经推出就成为电动车市场的强劲竞争者，也为特斯拉业绩增长的核心驱动力。随着产能瓶颈问题的解决，Model 3 交付量季季攀升，18 年下半年特斯拉整体销量增速一度超过 200%，19 年 Model 3 单款车型在美国新能源车市场的市占率从 19 年初的 38.9%迅速上升至 57.7%。Model 3 的成功及风靡全球，与 2010 年的 iPhone 4 十分相似，随着特斯拉产品的不断迭代与降本措施的有效实施，有望在品牌、产业更迭中收获如苹果一样的成就。

图 4：特斯拉季度销量及增速 (辆, %)



资料来源：特斯拉公司公告，天风证券研究所

图 5：特斯拉 Model 3 月度美国地区新能源车市占率 (%)



资料来源：EV Sales，天风证券研究所

特斯拉 Model 3 国产在即，有望在中国市场复刻美国的成功。今年 12 月 6 日，特斯拉 Model 3 现身于工信部今年第十一批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，可获得 2.47 万元单车补贴；11 月 13 日，特斯拉进入了工信部第 325 批许可生产汽车、摩托车、三轮汽车目录获得造车资质，特斯拉中国工厂也已于今年 9 月竣工并进入调试、产能爬坡阶段，预计一期产能可达 15 万辆/年。达产后，中国工厂将进一步提升 Model 3 的交付能力，而中国较低的人工成本、制造成本、完备的零部件产业配套和提升的规模效应也将提振特斯拉的盈利、造血能力，支撑其未来车型的迭代创新。国产特斯拉也将如苹果一样给中国带来众多产业链配套机会。

表 1：国产特斯拉 Model 3 电池配套情况

单体电芯生产企业	松下	LG 化学
形式	三元	三元
电压/静电容量 (V/Ah)	3.7V/4.8Ah	3.7V/4.7Ah
单体蓄电池个数及连接方式	2976, 31 并 96 串	2976, 31 并 96 串

资料来源：工信部，天风证券研究所

1.2. 电动车供应链扁平化大势所趋

iPhone 的崛起对手机供应链也带来了颠覆式的变革，变革集中在 SKU 规模、销售模式、供应链模式三方面。

传统手机厂产品定位及供应链的主要特性：

- 产品定位：丰富的产品线，差异化的品牌定位，价格带覆盖全面
- 销售：经销代理模式，注重渠道的渗透及下沉，三四级市场的开发，运营商捆绑销售
- 供应链：约 3-400 个零部件，代理层次多

苹果对产品定位及供应链的变革：

- 产品定位：定位中高端不断升级，每年仅推出 1-2 款新品，极大减少了 SKU 数量
- 销售：体验店+网上预订，直销模式，用产品力摆脱运营商的制约

- 供应链：大多外包，直采直供，合作研发，专注质量管理与精细的供应链管理

苹果对手机供应链的变革是突破性的。其通过扁平化的供应链管理降低了生产、库存成本，产品数量的降低提升了标准化快速供应的能力，因而提高了生产效率，在定位上由于产品升级、定位中高端用户，主机价格逐年提高，也打破了其供应商电子器件供应年降的规律，制造了量价齐升的成长逻辑。

传统汽车供应链特性：

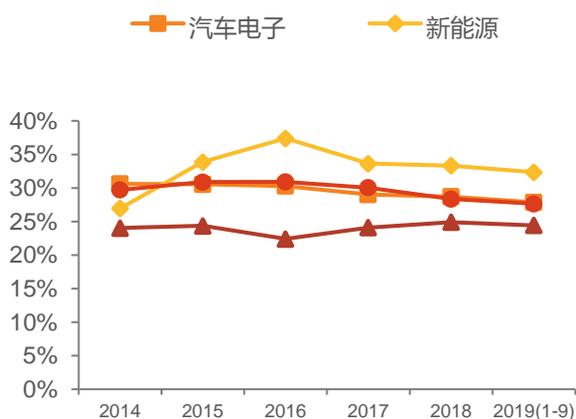
- 产品定位：产品线丰富，覆盖多种消费场景和需求配置，SKU 众多
- 销售：以 4S 店为主要的经销体系
- 供应链：多级配套，OEM 供应商可分为一级系统集成商、二三级配件配套商及通用件配套商，汽车零部件产业链长，数量众多，约 2-3 万个，对库存、物流、经销商管理来说挑战较大

特斯拉对汽车供应链的变革：

- 产品定位：由电动超跑向下渗透至中高端电动车，再渗透至大众款电动车型，精耕细作，SKU 很少
- 销售：体验店+网上预订，直销模式
- 供应链：电动车零部件数与燃油车比减少了三分之一，垂直采购，破除了传统汽车多层次供应商配套的模式

特斯拉的直采模式极大的减少了渠道成本，丰富的产品线改变为集中的产品线，极大利用了标准化带来的规模效应。这些供应链扁平化举措均可增加单一供应商份额，利润率也高于传统零部件企业。从中国 2015 至 2019Q1-3 各领域代表企业的平均毛利率看，新能源汽车零部件的毛利率水平最高，且和电子龙头都具备毛利率提升潜力。未来新能源高端供应链相关零部件有望收获更大的盈利空间。

图 6：各细分领域行业龙头平均历年毛利率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：各细分领域行业龙头平均历年扣非归母净利润率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

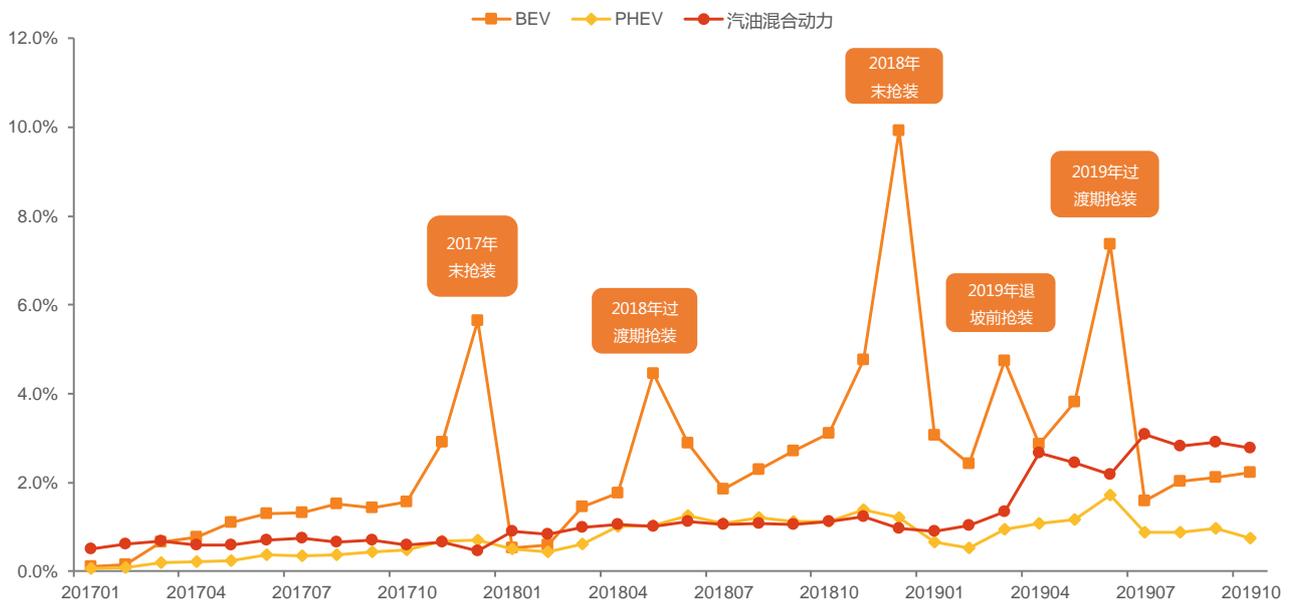
2. 中国后补贴时代来临：松扶持之手 引百舸争流

2014 年中国政府启动的新能源汽车补贴成功推动了产业的快速增长。随着产业成熟及过度补贴弊端，2017 年政府制定补贴“破退”进程，并由“补贴奖励”转向“法规推动”转变。2020 年底，新能源补贴完全退出，随之而来的是严格的双积分考核和新能源汽车产业国门的打开。我们认为，补贴时代过后，新能源车产销波动将随之平滑，更趋近于传统车市的淡旺季节点，而 Model 3、ID.3 的量产，将使得中国电动车市场进入充分竞争阶段。

2.1. 新能源产业政策下 纯燃油动力车销量占比稳步下降

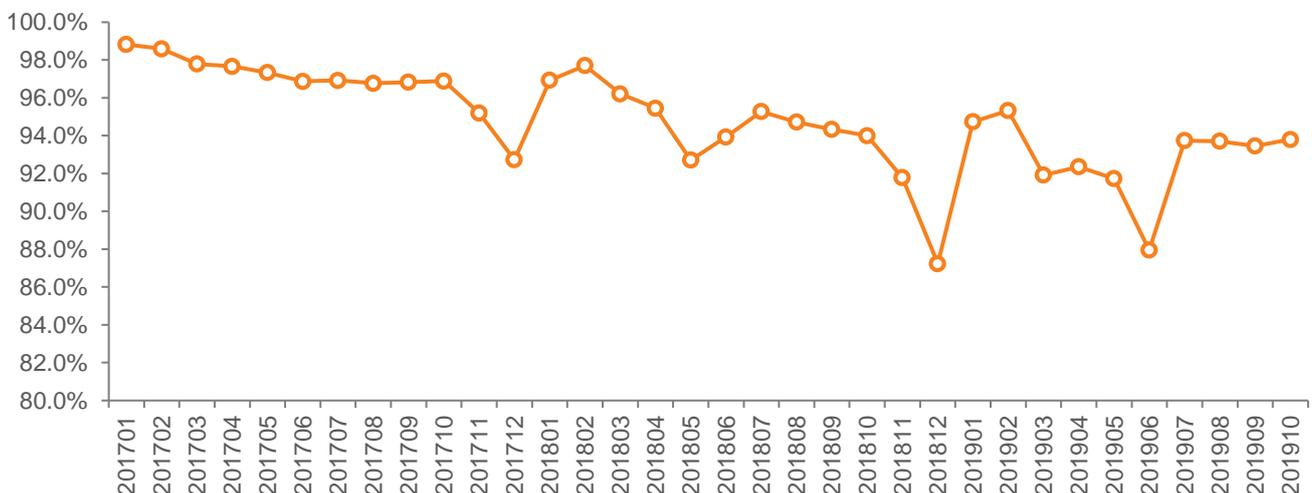
2017 年以来新能源乘用车渗透率逐步提升至 4.35%，纯燃油车占比稳步下降。根据 17 年 1 月至 19 年 10 月，纯汽油动力的乘用车销量占比从 98.8% 下降到了 93.8%。2019 年 10 月，非纯汽油动力类型的销量主要由普通油电混动、纯电动、插电混动、天然气车贡献，其渗透率分别为 2.8%、2.2%、0.8%、0.4%。2019 年 1-10 月新能源车（BEV+PHEV）渗透率提升至 4.35%。

图 8：新能源汽车月度销量渗透率 201701-201910（%）



资料来源：交强险，天风证券研究所

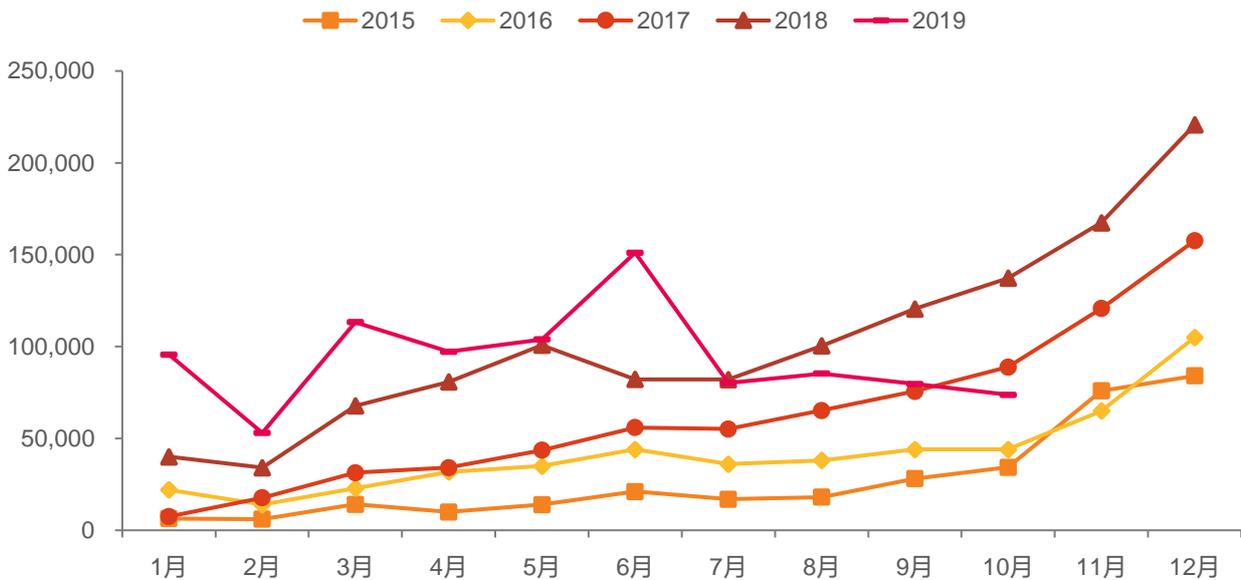
图 9：汽油动力乘用车销量占比（%）



资料来源：汽车交强险，天风证券研究所

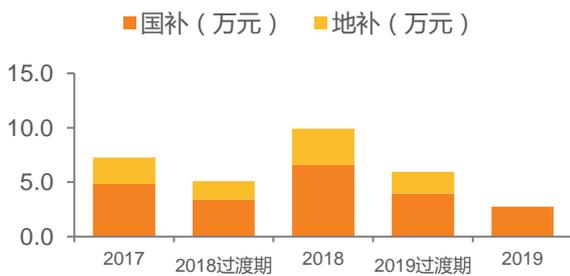
自 2017 年补贴退坡以来，行业产销节奏随着退坡时间点而波动。退坡前的抢装潮使得退坡前销量激增，主要体现为新能源纯电动车销量渗透率的大幅提升。另外，新能源车企生产节奏和新产品上市节奏也受补贴退坡时间点影响。2019 年 6 月，新能源汽车销量激增，但退坡后连续 4 个月同比下滑。2019 年 1-10 月新能源汽车销量 85.8 万辆，同比上升 15.1%，预计 2019 年全年新能源汽车销量同比持平。补贴时代过后，新能源车产销波动将随之平滑，更趋近于传统车市的淡旺季节点。

图 10：新能源汽车历年月度销量（辆）



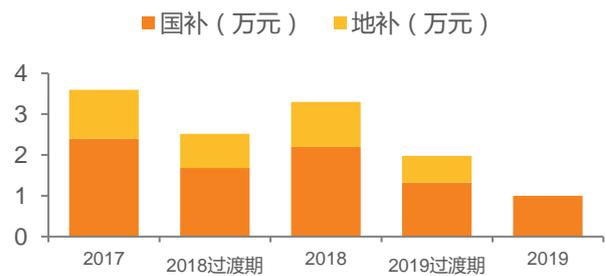
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 11：纯电动乘用车历年补贴理论上限（万元）



资料来源：工信部，天风证券研究所

图 12：插混乘用车历年补贴理论上限（万元）



资料来源：工信部，天风证券研究所

2020 年为新能源车补贴收官之年。从 2014 年中国政府启动财政补贴，刺激新能源汽车产业发展以来，新能源补贴长期以来为新能源车市场节奏“指挥棒”，推动着资本的涌入、技术的迭代。随着产业成熟及过度补贴弊端，2017 年起，新能源补贴开始退坡，直到 2020 年年底全部取消。2019 年，地补取消，国补退坡幅度超过 50%，纯电动车续航 250km 以下的不予补贴，400km 以上的车型最高补贴仅 2.5 万元，插混车型补贴仅 1 万元。2020 年年底，补贴将完全退出。

表 2：纯电动乘用车国补标准一览（万元）

	2017	2018 过渡期	2018	2019 过渡期	2019
按续航里程单车补贴基数					
100 ≤ R < 150	2	1.4	0	0	0

150≤R<200	3.6	2.5	1.5	0.15	0
200≤R<250	3.6	2.5	2.4	0.24	0
250≤R<300	4.4	3.1	3.4	2.04	1.8
300≤R<400	4.4	3.1	4.5	2.7	1.8
400≤R	4.4	3.1	5.0	3	2.5
× 能量密度系数					
E<90	0	0	0		0
90≤E<105	1	1	0	符合 2018 年,但不符合 2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴,符合 2018、2019 年技术指标要求的给 0.6 倍补贴。	0
105≤E<120	1	1	0.6		0
120≤E<125	1.1	1.1	1		0
125≤E<140	1.1	1.1	1		0.8
140≤E<160	1.1	1.1	1.1		0.9
160≤E	1.1	1.1	1.2		1.0
× 电耗节省比例系数					
0%≤Q<5%			0.5	符合 2018 年,但不符合 2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴,符合 2018、2019 年技术指标要求的给 0.6 倍补贴。	0
5%≤Q<10%			1		0
10%≤Q<20%			1		0.8
20%≤Q<25%			1		1
25%≤Q<35%			1.1		1
35%≤Q			1.1		1.1

资料来源:工信部,天风证券研究所

表 3: 插混乘用车国补标准一览(万元)

	2017	2018 过渡期	2018	2019 过渡期	2019
50≤R	2.4	1.68	2.2	1.32	1

资料来源:工信部,天风证券研究所

2.2. 产业国门逐步放开 鲶鱼效应有待显现

新能源外资企业股比限制放开,海外车厂入华加速。2018 年 6 月,发改委、商务部发布《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018 年版)》,取消了专用车、新能源汽车最高 50%的外资股比限制及最多两家合资企业的限制,自 2018 年 7 月 28 日起施行。随后,特斯拉迅速入国筹备建厂,最终“落户”上海,成为放宽汽车行业外资股比限制后我国第一家外商独资车企;宝马、大众、丰田也纷纷寻找中国“联姻”,加快新能源车型产品的研发和投放。

表 4: 外资股比开放后主要合资车企设立情况一览

车企	合资事宜
长城宝马	以 50:50 的合资形式创立合资公司光束汽车,生产电动 SUV 及电动 mini,2019 年 11 月 29 日,光束汽车项目在张家港启动,项目总投资金额为 51 亿元人民币,拟开工时间为 2020 年,拟建成时间 2022 年,初期年产能可达 16 万辆。
江淮大众	双方各出资 10 亿,分别持股 50:50,以新能源汽车产品为基础并在新能源整车及零部件的研发、生产、销售、出行方案等方面进行全面合作
华晨宝马	以 290 亿元购买华晨宝马汽车 25%的股权,此后宝马股比上升至 75%,华晨宝马动力电池中心二期计划在 2020 年启动生产。
比亚迪丰田	新合资公司计划于 2020 年成立,分别持股 50:50,共同开发轿车和低底盘 SUV 的纯电动车型,以及其所需动力电池。车型采用丰田品牌,产品计划于 2025 年前投放中国市场。
四川现代	将在 2020 年完成对合资公司中方所持股权的收购

资料来源：搜狐，ofweek，天风证券研究所

动力电池白名单已取消，外资电池厂准入中国。2019年6月，国家进一步加深了新能源动力电池产业链的对外开放，工信部发布了废止《汽车动力蓄电池行业规范条件》的文件，自2019年6月21日起，第一、第二、第三、第四批符合规范条件企业目录同时废止，这标志了中国电池“白名单”的废除，也意味着日韩电池SK、LG、三星SDI、松下加入了国内电动车车企的选择范围。

- **动力电池白名单：**2015年3月，工信部发布了《汽车动力蓄电池行业规范条件》，新能源汽车获得补贴的要求之一为其电池供应商必须为《规范条件》内的电池厂商。前后共有4批共57家电池企业进入白名单，其均为自主电池企业。

表5：动力电池白名单目录

序号	企业名称	企业所在省市
1	宁德时代新能源科技有限公司	福建省宁德市
2	深圳沃特玛电池有限公司	广东省深圳市
3	珠海银隆新能源有限公司	广东省珠海市
4	淄博国利新电源科技有限公司	山东省淄博市
5	天津中聚新能源科技有限公司	天津市
6	哈尔滨光宇电源股份有限公司	黑龙江省哈尔滨市
7	天津力神电池股份有限公司	天津市
8	力神动力电池系统有限公司	天津市
9	湖南科霸汽车动力电池有限公司	湖南省长沙市
10	上海卡耐新能源有限公司	上海市
11	万向A一二三系统有限公司	浙江省杭州市
12	惠州比亚迪电池有限公司	广东省惠州市
13	合肥国轩高科动力能源有限公司	安徽省合肥市
14	中信国安盟固利动力科技有限公司	北京市
15	多氟多（焦作）新能源科技有限公司	河南省焦作市
16	河南环宇赛尔新能源科技有限公司	河南省新乡市
17	江苏海四达电源股份有限公司	江苏省启东市
18	天津市捷威动力工业有限公司	天津市
19	深圳市比克电池有限公司	广东省深圳市
20	山西皇城相府中道能源有限公司	山西省晋城市
21	河南新太行电源股份有限公司	河南省新乡市
22	浙江天能能源科技有限公司	浙江省湖州市
23	东莞市迈科新能源有限公司	广东省东莞市
24	星恒电源股份有限公司	江苏省苏州市
25	山东威能环保电源科技股份有限公司	山东省潍坊市
26	中航锂电（洛阳）有限公司	河南省洛阳市
27	河南锂动电源有限公司	河南省新乡市
28	微宏动力系统（湖州）有限公司	浙江省湖州市
29	杭州南都动力科技有限公司	浙江省杭州市
30	湖州天丰电源有限公司	浙江省湖州市
31	浙江超威创元实业有限公司	浙江省湖州市
32	宁波中车新能源科技有限公司	浙江省宁波市
33	浙江佳贝思绿色能源有限公司	浙江省余姚市
34	江苏春兰清洁能源研究院有限公司	江苏省泰州市
35	苏州宇量电池有限公司	江苏省常熟市
36	江苏智航新能源有限公司	江苏省泰州市
37	中天储能科技有限公司	江苏省南通市
38	江苏天鹏电源有限公司	江苏省张家港市
39	江苏集盛星泰新能源科技有限公司	江苏省常州市
40	惠州亿纬锂能股份有限公司	广东省惠州市
41	东莞市创明电池技术有限公司	广东省东莞市

42	广州鹏辉能源科技股份有限公司	广东省广州市
43	珠海市鹏辉电池有限公司	广东省珠海市
44	东莞市振华新能源科技有限公司	广东省东莞市
45	广东天劲新能源科技股份有限公司	广东省深圳市
46	芜湖天弋能源科技有限公司	安徽省芜湖市
47	中盐安徽红四方锂电有限公司	安徽省合肥市
48	妙盛动力科技有限公司	湖南省长沙市
49	广西卓能新能源科技有限公司	广西省钦州市
50	上海德朗能动力电池有限公司	上海市
51	北京国能电池科技有限公司	北京市
52	孚能科技(赣州)有限公司	江西省赣州市
53	远东福斯特新能源有限公司	江西省宜春市
54	骆驼集团新能源电池有限公司	湖北省襄阳市
55	山东恒宇新能源有限公司	山东省东营市
56	山东衡远新能源科技有限公司	山东省邹城市
57	上海捷新动力电池系统有限公司	上海市

资料来源：工信部，天风证券研究所

中国即将成为全球新能源车电池配套主战场之一。白名单的取消使得原先半停工的日韩电池厂投资加速，SKI 常州工厂及配套隔膜工厂预计 2020 年全面量产，三星 SDI 开启了西安二期建设计划和天津工厂建设计划，LG 除 2023 年全面达产的南京工厂外，和吉利、华友钴业合资生产动力电池及配套上游材料，松下也扩建了大连工厂，苏州、无锡产地在今明两年投产。外资电池厂的加入必将带来鲶鱼效应，加剧中国电池供应链的竞争。

表 6：日韩动力电池企业在华布局

资方	企业	产地	投产时间
韩国	SKI	<ul style="list-style-type: none"> 常州动力电池工厂 7.5gwh 常州隔膜工厂基膜 3.4 亿平米，陶瓷涂层隔膜 1.3 亿平米 	<ul style="list-style-type: none"> 电池工厂 2019 年下半年完工，2020 年初正式量产； 隔膜工厂 2019 年初开工，预计 2020 年第三季度量产
韩国	三星 SDI	<ul style="list-style-type: none"> 西安一期，二期工厂（5 条 60Ah 锂离子动力电池生产线） 天津工厂（动力电池生产线和车用 MLCC 工厂（多层陶瓷电容器）） 	<ul style="list-style-type: none"> 西安一期于 2015 年 10 月投产 天津工厂预计 19 年底建成，2020 投产
韩国	LG	<ul style="list-style-type: none"> 南京江宁工厂 32gwh 	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年 10 月量产，2023 年全面达产
中韩合资	LG+吉利	<ul style="list-style-type: none"> 10gwh，产地待定 	<ul style="list-style-type: none"> 预计 2021 年年底完工
中韩合资	LG+华友钴业	<ul style="list-style-type: none"> 衢州华金新能源（10 万吨三元前驱体） 无锡乐友新能源（10 万吨正极材料） 	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年 9 月竣工，2020 年 5 月量产
日本	松下	<ul style="list-style-type: none"> 大连工厂由 5gwh 扩产至 9gwh 苏州工厂 35gwh 无锡工厂 30gwh 	<ul style="list-style-type: none"> 大连 5gwh 于 2015 投建，2018 年 3 月量产； 苏州工厂 2017 年建成，2020 年可达产； 无锡工厂 2018 年 9 月未建厂，预计 2019 年 9 月投产

资料来源：ofweek，钜大锂电，盖世汽车，天风证券研究所

2020 年多款重磅合资车型进入中国，市场即将进入充分竞争阶段。2020 年，特斯拉国产化 Model 3 即将交付，大众 MEB 平台的 ID.3 也将通过上汽大众安亭 MEB 工厂国产，ABB、沃尔沃等车企也均有多款车型上市，外资电动化步伐加快，大举进入中国市场，将进一步丰富中国新能源车市场选择，市场竞争将日趋激烈。

表 7：主要外资车企 2020-2025 年规划及上市车型一览

车企	2020 规划	2025 规划
特斯拉	Model 3 国产 Model Y、Cybertruck 加速量产	在德国柏林的新机场附近建立欧洲超级工厂，生产动力电池、动力系统及车辆，最终在全球建设 10 到 12 座超级工厂
大众	上海大众 MEB 工厂 30 万产能规划于 2020 年 10 月	到 2025 年投资 330 亿欧元于电动化，2025 年相比 2015 年，

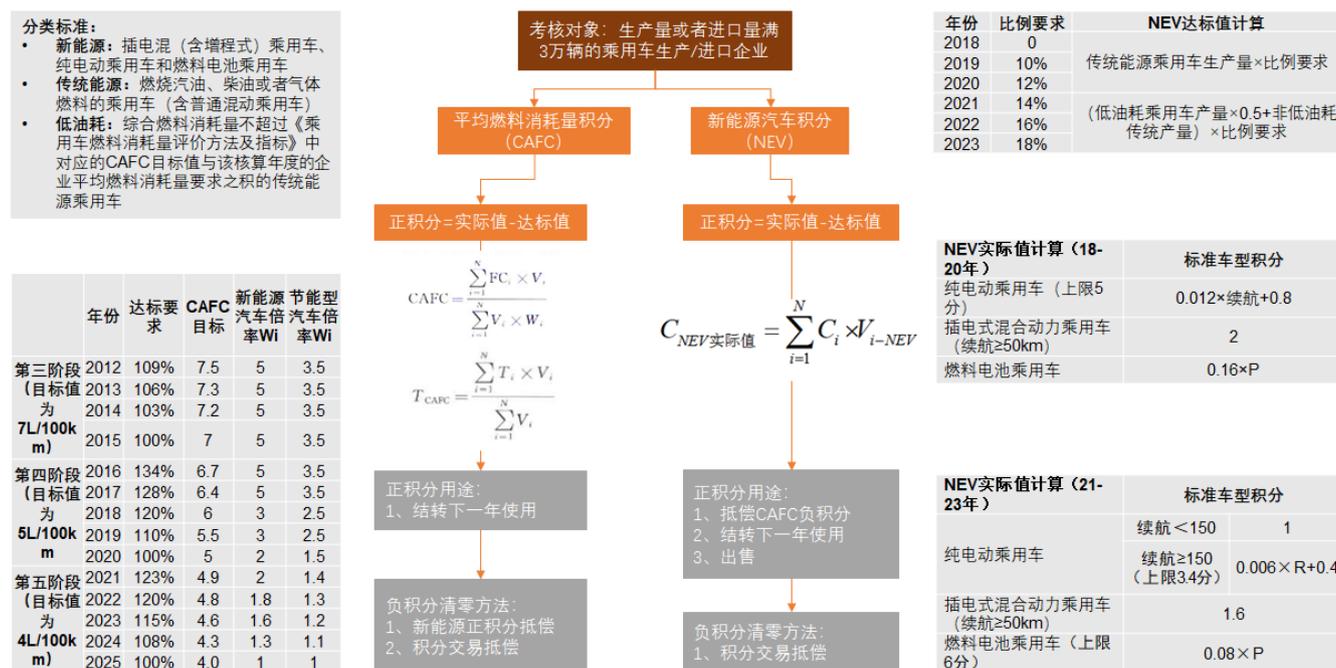
	量产，将生产大众、斯柯达和奥迪三大品牌纯电动车型	车辆全生命周期的碳排放量减少 30%，集团所有工厂的碳排放量将相比 2010 年减少 50%。到 2030 年，集团旗下车队中电动车的覆盖比例将提高到至少 40%。
	19 年 ID.3 已在德国投产，2020 年欧洲市场开始交付，上汽大众安亭 MEB 工厂建成后开始国产	
	高尔夫、宝来纯电版，探岳、迈腾插电版上市	
	ID.初见 2020 年底上市，由一汽大众国产	
	ID.CROZZ 欧美上市	
	奥迪 e-tron 于 2020 年年末国产	
	e-tron sportback 上市	
奥迪	奥迪 A8L e-tron 上市	2025 年内将推出超过 30 款新能源车，其中纯电 20 款，插混 10 款，覆盖入门级到豪华车系列。目前确定的包括 1) 纯电：e-tron, Q2Le-tron、e-tronSportback、Q4e-tron、e-tronGT；2) 插混：A3、A6、A7、A8，以及 Q5 和 Q7 插混。
	奥迪 A6L e-tron 上市	
	2020 年底前为旗下每款车型都提供电气化版本	
奔驰	EQC 逐渐上量	到 2022 年，推出 10 款纯电动车 EQ 系列(EQC、EQA、EQV、EQS、EQB、EQE、EQG)
宝马	iX3 由华晨宝马量产并出口全球	
	新款宝马 X1 改装增配上市	2025 年前规划 25 款新能源车，其中 12 款纯电，13 款插混
	交付 Polarstar2	
沃尔沃	沃尔沃 XC40 电动版上市	到 2021 年，沃尔沃将推出五款纯电动车型，并在 2025 年完成 100 万辆新能源电动车的产销目标。打造高性能电动汽车品牌 Polestar。

资料来源：电动湃，电动知家，皆电，汽车之家，爱卡汽车，天风证券研究所

2.3. 双积分+政策引导为未来 5 年主旋律

政府政策由“补贴奖励”转向“双积分推动”。17 年 9 月，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局这五部委联合发布了双积分政策——《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》，提出了车企双积分考核方法，规定了 2019 年度、2020 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%。办法自 2018 年 4 月 1 日正式落地实施。2019 年 9 月 11 日，工信部对修改《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》发布征求意见稿，公开征求意见，意见征集已于 10 月 11 日结束。修改意见中，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%，按照每年 2%的比例提升。

图 13：新能源双积分考核办法

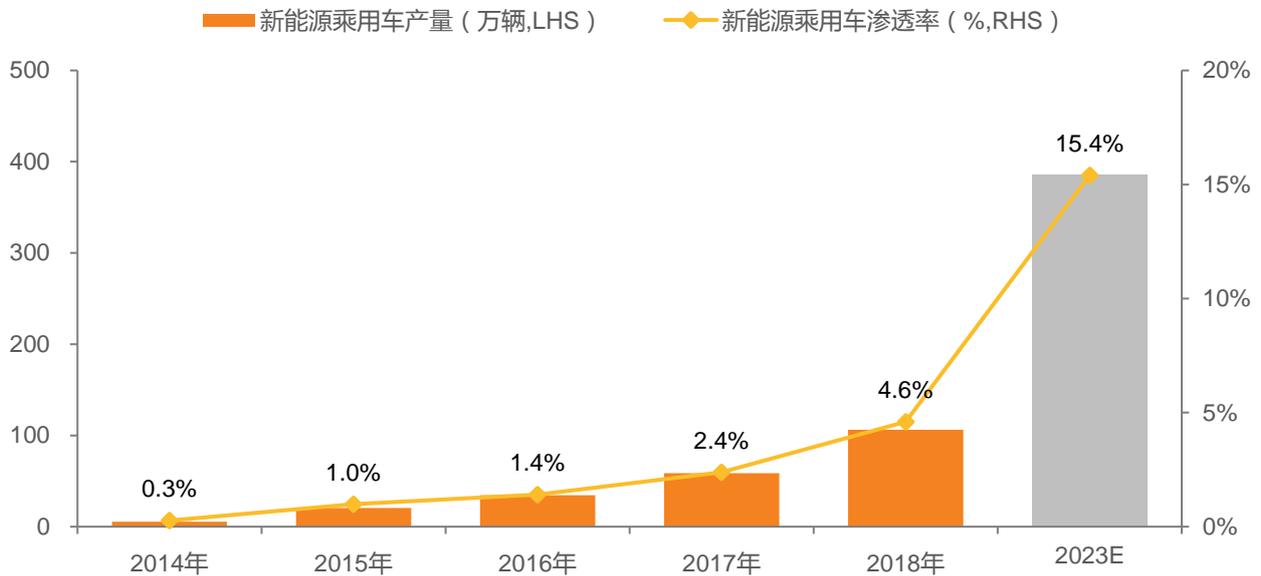


资料来源：工信部，天风证券研究所

产量端：双积分政策对新能源车产量与车企平均油耗做出了严格的规划，基于此，我们测

算了 19-23 年中国车企达标双积分考核下的新能源汽车托底产量，预计到 2023 年，车企为双积分达标所需新能源车产量至少约为 386 万辆，对应中国新能源乘用车渗透率从 18 年的 4.6% 上升至 2023 年的 15.4%（以 2023 年乘用车销量为 2500 万辆作为假设），18-23 年预计新能源乘用车产量复合增长率约 30%。

图 14：历年新能源乘用车产量、渗透率及预测（万辆，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

销量端：2019 年 12 月 3 日，工信部会同有关部门起草了《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）并向社会公开征求意见。规划提出，到 2025 年，新能源汽车（包括新能源乘用车和新能源商用车）新车销量占比达到 25% 左右，2025 年纯电动乘用车平均电耗降至 12KWh/百公里，插电式混合动力（含增程式）乘用车新车平均油耗降至 2 升/百公里，并强调，纯电动汽车成为主流，燃料电池汽车实现商业化运用，公共领域用车全面电动化。基于此，若 2025 年中国汽车销量达 3000 万辆，则 2025 年新能源汽车销量可达 750 万辆。

3. 新能源进入产品时代：高端车新能源化 中低端运营化

通过中国新能源真实需求的研究，我们发现，高端新能源车的需求受补贴政策影响较小，销售质量和真实性较高。未来的电动车，将走向“高端车新能源化”和“中低端新能源车运营化”的两大方向。对于中高端私家车消费者而言，新能源车的性价比、品牌力、产品力以及相关牌照、购置税和用车扶持政策都会是考虑重点，高端新能源车在续航里程、驾乘体验、牌照费用等具备优势，同时燃油豪华车油耗偏高也使得车企面临油耗压力下有动力将车型新能源化。而对于出行工具类型的出租车、分时租赁和专车平台，消费者对其使用成本节约的属性将会更为看重，因此中低端新能源车在运营使用场景下，将大规模渗透。

3.1. 中国新能源车真实需求到底有多少？

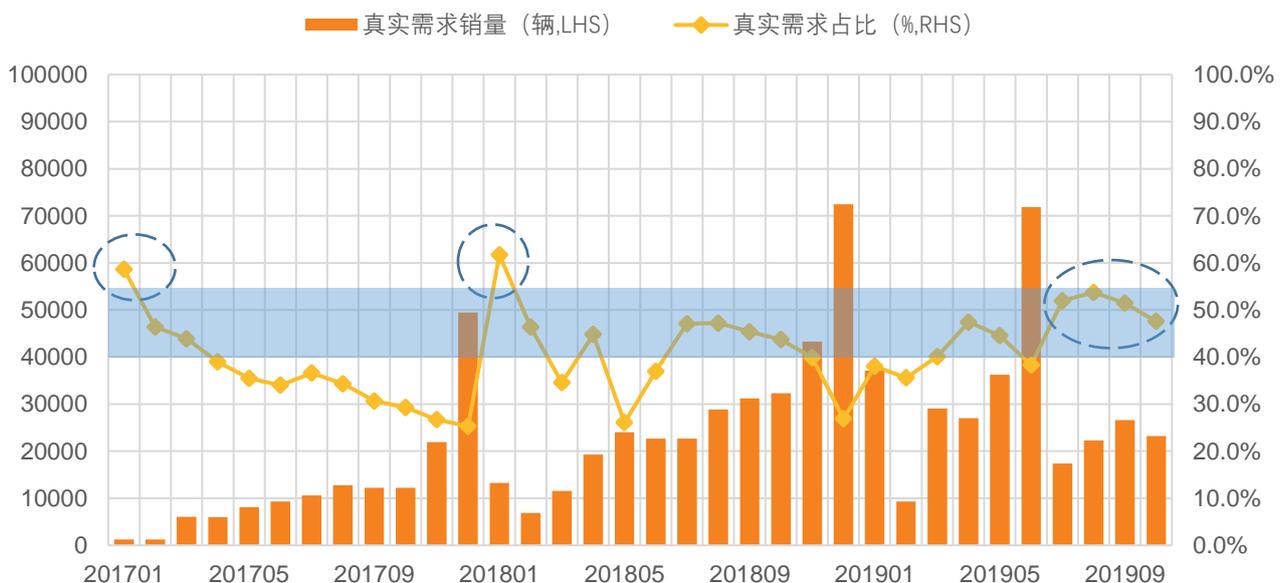
受统计的局限，我们难以追踪电动车的真实后续用途，而从上险数据中，我们可假设真实需求的特征，以从较长期的时间跨度跟踪新能源车的实际需求变化。

真实需求特征假设（此假设不考虑部分真实营运需求）：

- 新能源定义：BEV、PHEV
- 非营运用途（营运用途实际去向较为复杂）
- 价格在 13 万元以上
- 车级在 A0 及以上级别

新能源车真实需求假设下，2019 年 1-10 月真实销量累计值为 30 万辆，真实销量占比主要在 40%-55%之间波动，补贴抢装期间真实销量占比比较低，补贴退坡后的月份真实销量占比往往很高（2017 年 1 月、2018 年 1 月、2019 年 7-10 月），且随着补贴退坡进程加速，真实需求占比中枢也在逐步抬升，体现新能源汽车销售质量的逐步提高。

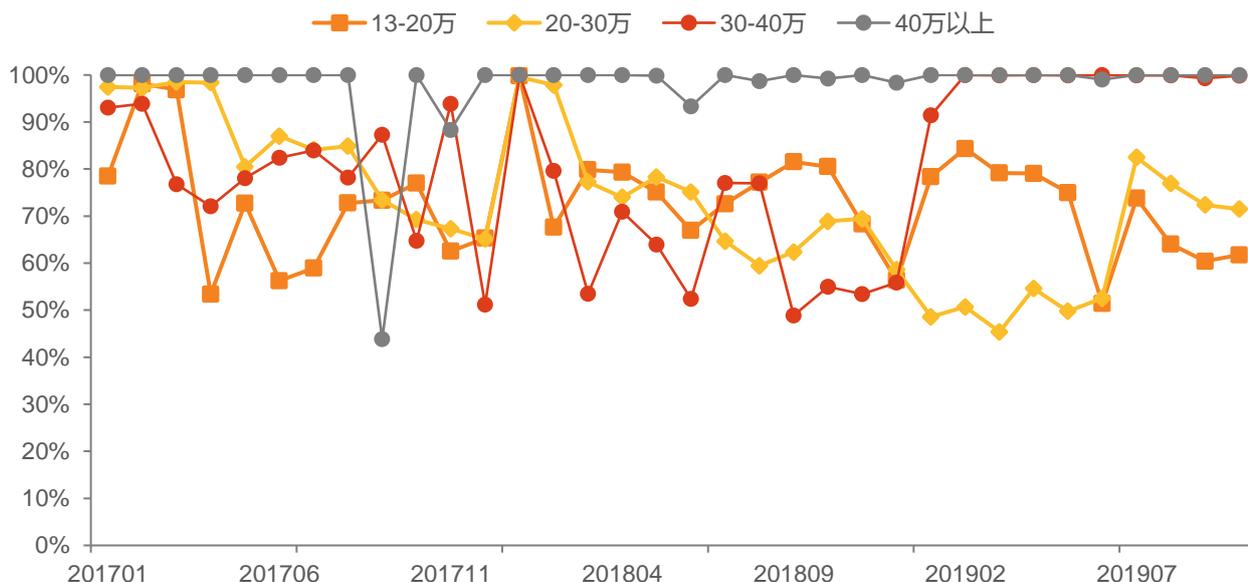
图 15：历年新能源乘用车真实销量及真实销量占比（辆，%）



资料来源：交强险，天风证券研究所

新能源车型越高端，销售真实性越高。从不同价位的新能源车真实销量占比可看出，30-40 万及 40 万以上的新能源车型真实销量占比都在 19 年维持了 100%，而 13-20 万、20-30 万的新能源车真实销量占比在 50%-80%之间波动，且同样体现了随抢装节奏波动的特征。

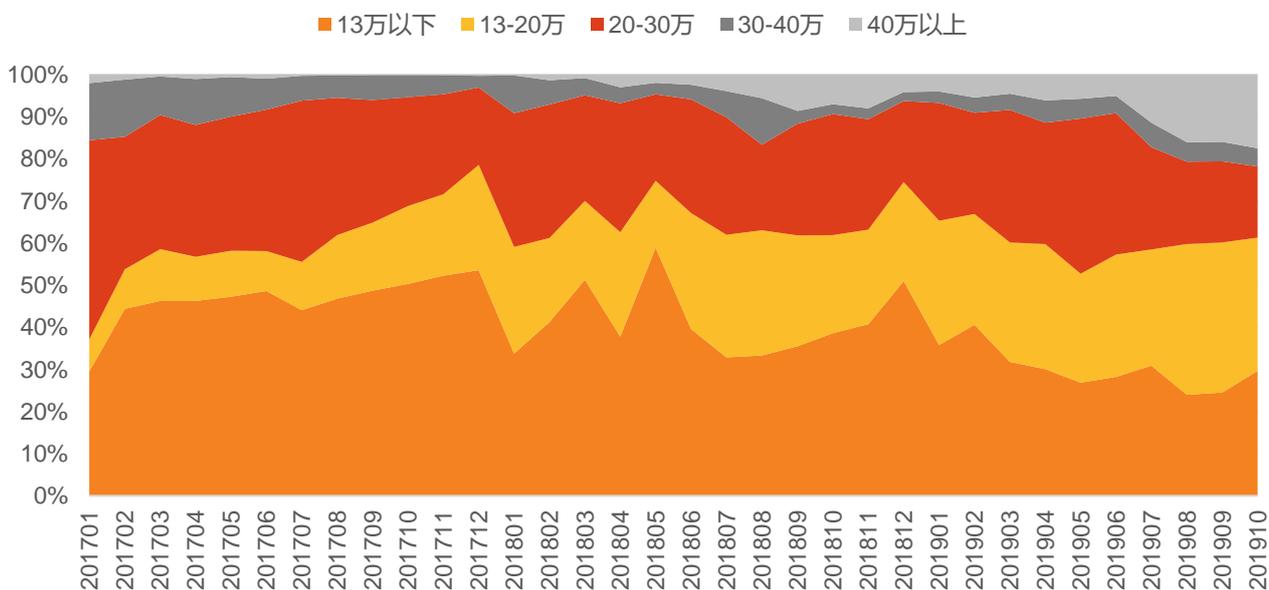
图 16: 历月不同价位新能源乘用车真实销量占比 (%)



资料来源: 交强险, 天风证券研究所

中高端新能源份额持续提升。30 万元以上的新能源车型占比不惧补贴退坡, 具备强大的成长属性, 其销量占比从 17 年 10 月的 6.2% 上升到 19 年 10 月的 25.4%, 增长了 9.2 个 pct。其中, 30-40 万区间的销量占比一直较低, 这一价格带产品较少, 仍处于蓝海, 特斯拉国产 Model 3 定价 35.58 万元, 上海工厂大规模量产后, 这一价格带份额具备较大的扩张潜力。

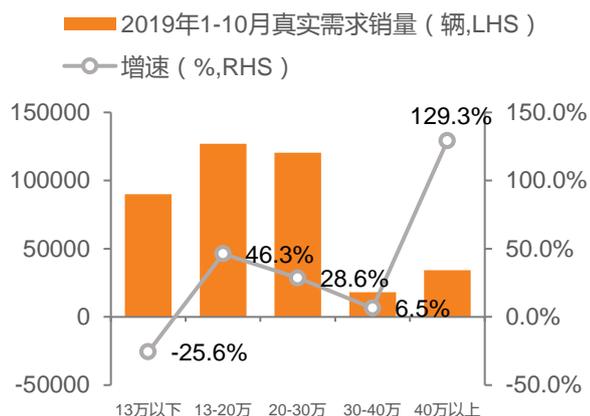
图 17: 不同价位新能源车销量占比 (%)



资料来源: 交强险, 天风证券研究所

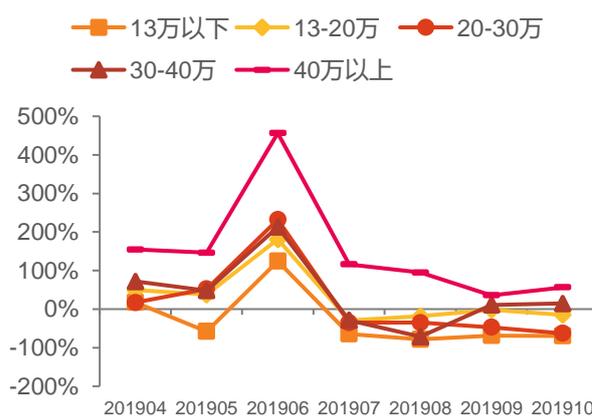
高端新能源车的产品力已获得市场认可。2019 年新能源车下滑主要受 13 万元以下车型影响。2019 年 1-10 月累计真实销量下滑的仅有 13 万元以下的新能源车, 其余均实现了正增长, 其中 40 万元以上的高端新能源车型增速持续领跑, 1-10 月累计真实销量增速达 129.3%, 在补贴退坡后虽增速有所放缓, 但仍能保持 50% 左右的真实销量增速。

图 18：2019 年 1-10 月新能源车分价位真实销量及增速



资料来源：交强险，天风证券研究所

图 19：2019 年 4-10 月不同价位新能源车月度真实销量增速 (%)



资料来源：交强险，天风证券研究所

3.2. 高端车新能源化为个人真实需求核心来源

欧系豪华车型的燃油消耗普遍偏高，节油压力严峻。在中国双积分政策推行的前提下，欧系豪华车面临的节油压力日趋严峻。以北京奔驰 2016-2018 年的双积分表现为例，公司平均燃油消耗量离达标线越来越远，2018 年仅能勉强达标，亟需降低平均燃油消耗量以适应政策的要求。

表 8：北京奔驰 2016-2018 双积分情况

年份	乘用车产量/进口量(辆)	新能源乘用车产量/进口量(辆)	企业平均燃料消耗量实际值 (升/百公里)	企业平均燃料消耗量达标值 (升/百公里)	实际值/达标值	共产生积分数量
2018	482,943	1	6.78	6.82	99.41%	2
2017	431,931	0	6.83	7.27	93.95%	0
2016	337,636	0	6.8	7.61	89.36%	0

资料来源：工信部，天风证券研究所

三大豪华品牌已上市多款新能源、节油车型。中高端车消费人群购买力强，使得其对新能源目前高于同级别燃油车的成本敏感性较低，而新能源的节油效果也使得中高端、豪华车消费群体购买新能源的驱动力更足。ABB 豪华车目前国产车型降油耗技术路线以插混和 48V 微混为主，纯电动仅有奥迪 Q2L e-tron 和奔驰 EQC 两款，奔驰推出了大量 48V 微混车型以减轻油耗压力。除奥迪 Q2L e-tron 以外，车型价位均在 30 万元以上。

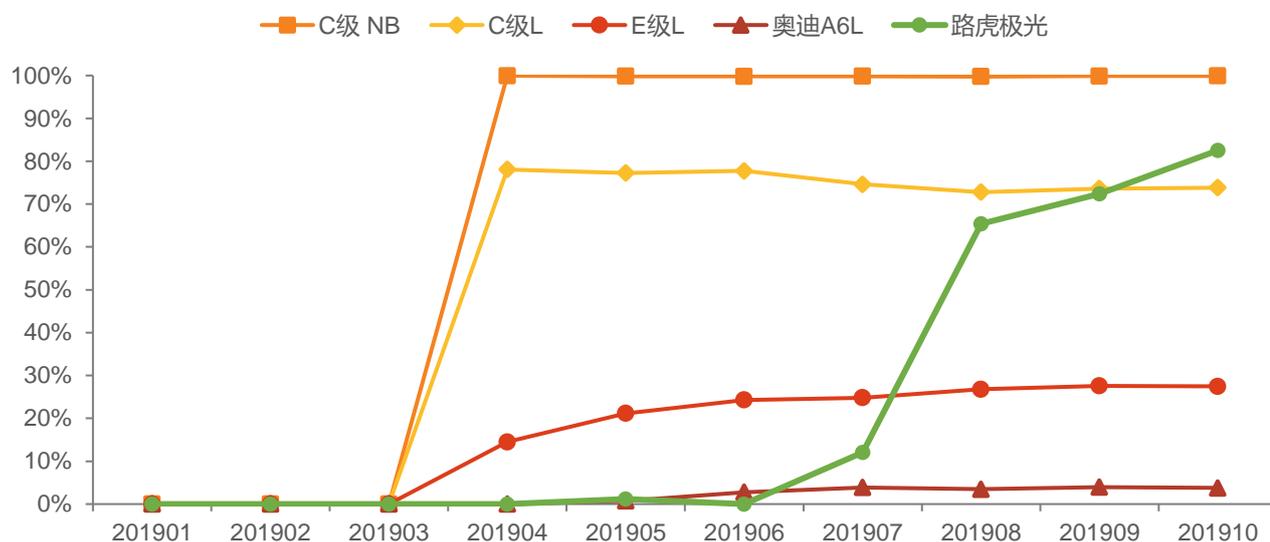
表 9：ABB 豪华车已国产新能源车型

品牌	厂商	车型	动力类型	价位 (万元)
宝马	华晨宝马	5 系 530Le	插混	49.99-53.69
	华晨宝马	1 系 xDrive30Le	插混	39.98
奥迪	一汽奥迪	A6L	插混	未披露
	一汽奥迪	A6L	48V 微混	46.05-55.32
	一汽奥迪	Q2L e-tron	纯电	22.68-23.73
奔驰	北京奔驰	E 级 300eL	插混	50.98
	北京奔驰	EQC	纯电	57.98-62.28
	北京奔驰	E 级	48V 微混	42.98-61.68
	北京奔驰	C 级 260L	48V 微混	31.08-37.38
	北京奔驰	S 级 320L	48V 微混	84.28
	北京奔驰	GLE450	48V 微混	83.48-84.38
	北京奔驰	AMG	48V 微混	97.38-145.68

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

欧系豪车多使用 48V 微混技术以实现节油。中国市场上，拥有 48V MHEV 版的欧系豪华车主要有：奔驰 C 级、奔驰 E 级、奔驰 S 级；奥迪 A6L 等，车型上市后渗透率不断提升，豪华车部分 MHEV 化趋势不断强化。其中奔驰 C 级、E 级微混版均于 2019 年 4 月上市，上市以来，C 级里 MHEV 版渗透率跳升至 80% 以上，E 级的 MHEV 版渗透率也逐渐爬升至 10 月的 27.4%。

图 20：主要欧系豪华车 MHEV 渗透率 (%)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

华晨宝马主要选择了插混路线，其在经济性上远超同级别燃油版，具有强产品力。我们以宝马 530Li（领先型豪华套装）及其插混版宝马 530Le（豪华套装）进行对比做全生命周期成本测算，结果如下：

- 购车成本：**在 19 年单车 1 万元的补贴下，宝马 530 汽油版与插混版在无牌照费用下价格差距在 2.6 万元左右，而上海 9 万元的牌照费用使得插混版宝马 530 购置成本节约了 6.4 万元。
- 使用成本：**插混版宝马 530 基本不用社会充电桩，家用慢充即可，其百公里汽油+充电成本约为 21.76 元，而汽油版宝马 530 实际油耗可达 10L/100km，其百公里行驶成本为 71.3 元。对私人来说，插混版宝马 530 单年行驶成本节约 7431 元，对运营来说约 5.4 万元。宝马 530 的保养费用较一般车型更高，对于私人 and 运营来说，分别的年保养费用节约为 400、2000 元。
- 全生命周期成本节约：**宝马 530 插混版在无牌照费用下，对私家车主的成本节约为 10 万元，对运营车主的成本节约为 23 万元。
- 回收期：**在无牌照费用的限牌城市以及非限牌城市内，私家车可在 5 年内收回超额购置成本，而运营车仅在 1 年内就可收回。

表 10：新能源私家车与燃油车生命周期费用测算

	宝马 530Le 豪华套装	宝马 530Li 领先型 豪华套装
车型参数对比：		
长 × 宽 × 高(mm)	5087×1868×14960	5087×1868×14960
整车最大功率(kW)	185	185
整车最大扭矩(N·m)	420	350
变速箱	8 档手自一体	8 档手自一体
发动机排量(L)	1998	1998
油箱容积(L)	46	68

电池容量(kWh)	13	
续航(km)	67	

购车成本差距:

补贴前指导价(万元)	50.99	43.65
补贴后价格(万元)	49.99	43.65
购置税(万元)		3.73
牌照费用-以上海为例(万元)		9
总购置费用-补贴前(万元)	50.99	56.38
总购置费用-补贴后(万元)	49.99	56.38
总购置成本差距-补贴前(万元)	-5.39	
总购置成本差距-补贴后(万元)	-6.39	

行驶费用差距:

百公里油耗(L)	2	10
单升油价(元/L)#95 汽油	7.13	7.13
百公里汽油成本(元)	14.26	71.3
百公里电耗(度)	15	
充电费(元/度)-家用充电桩	0.5	
百公里充电成本(元)	7.5	
年行驶里程(km)-私人	15000	
年行驶里程(km)-运营	109500	
年行驶费用(元)-私人	3264	10695
年行驶费用(元)-运营	23827.2	78073.5
年行驶费用节约(元)-私人	7431	
年行驶费用节约(元)-运营	54246.3	

保养费用差距:

年保养次数-运营	10	
单次保养价格(元)	800	1000
年保养费用(元)-私人	1600	2000
年保养费用(元)-运营	8000	10000
年保养费用节约(元)-私人	400	
年保养费用节约(元)-运营	2000	

全生命周期使用成本差距 (行驶成本+保养成本):

第0年运营费用节约(元)-私人	7831	
第0年运营费用节约(元)-运营	56246.3	
假设: 行驶成本年均增速-个人	3%	0%
假设: 保养成本年均增速-个人	1%	1%
假设: 行驶成本年均增速-运营	7%	0%
假设: 保养成本年均增速-运营	3%	3%
汽车强制报废行驶里程(km)	600000	
使用年限-私人	20	
使用年限-运营	5	
全生命周期使用成本-私人(万元)	12.3	25.8
全生命周期使用成本-运营(万元)	17.9	44.3

有牌照费用**无牌照费用**

全生命周期费用节约-私人(万元)	19	10
全生命周期费用节约-运营(万元)	32	23
回收期-私人	0	5年

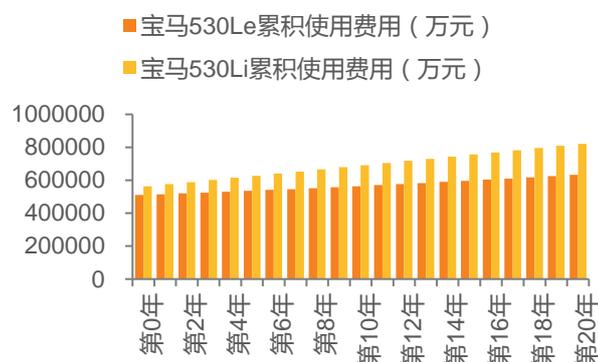
回收期-运营

0

1年

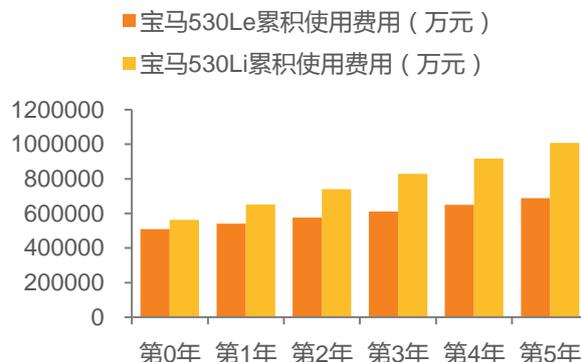
资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 21：有牌照费用下全生命周期累积费用-私人（万元）-宝马 530



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 22：有牌照费用下全生命周期累积费用-运营（万元）-宝马 530



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 23：无牌照费用下全生命周期累积费用-私人（万元）-宝马 530



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

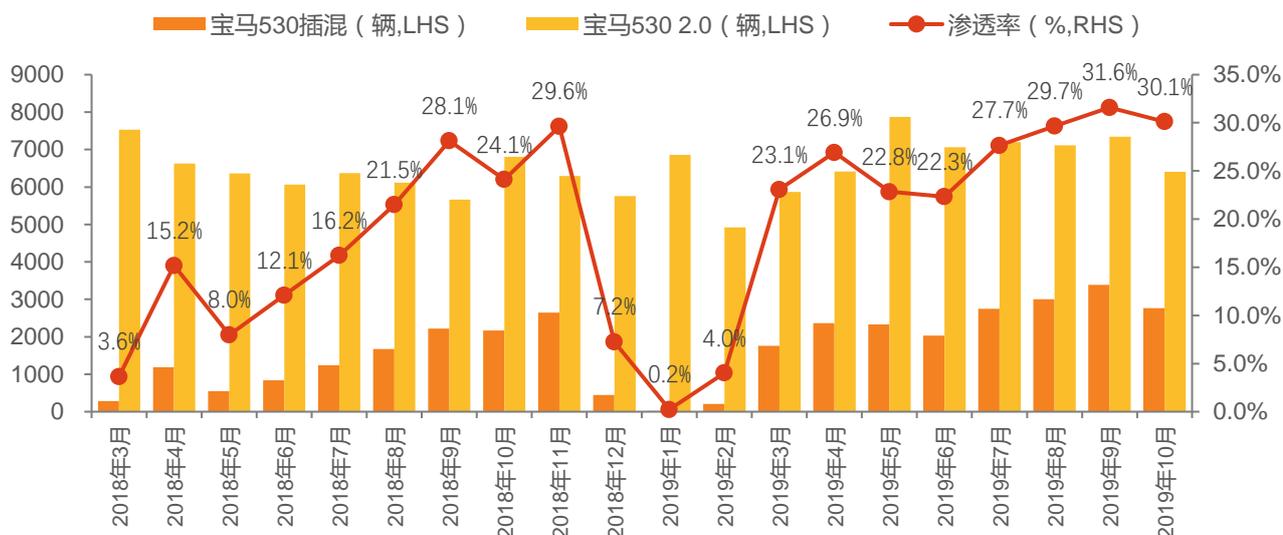
图 24：无牌照费用下全生命周期累积费用-运营（万元）-宝马 530



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

插混版宝马 530Le 成为传统车企转型新能源的模板。宝马公司，通过将平台型主力车型改良为消费者关注的插电混或者纯电动，结合未来 2020 年无补贴的背景，考虑购置税、牌照成本两大因素，足够获得消费者的理性选择。插混版宝马 530 因其优越的经济性及性价比，逐渐成为购买宝马 5 系的主要选择。2019 年 1-10 月，宝马 530 Le 累计销量 2.06 万辆，达到宝马 530 传统+PHEV 累计销量的 24%，2019 年 10 月单月的渗透率达到 30.1%。

图 25：插混宝马 530 Le 与宝马 530Li2.0 销量对比及宝马 530 新能源渗透率（辆，%）

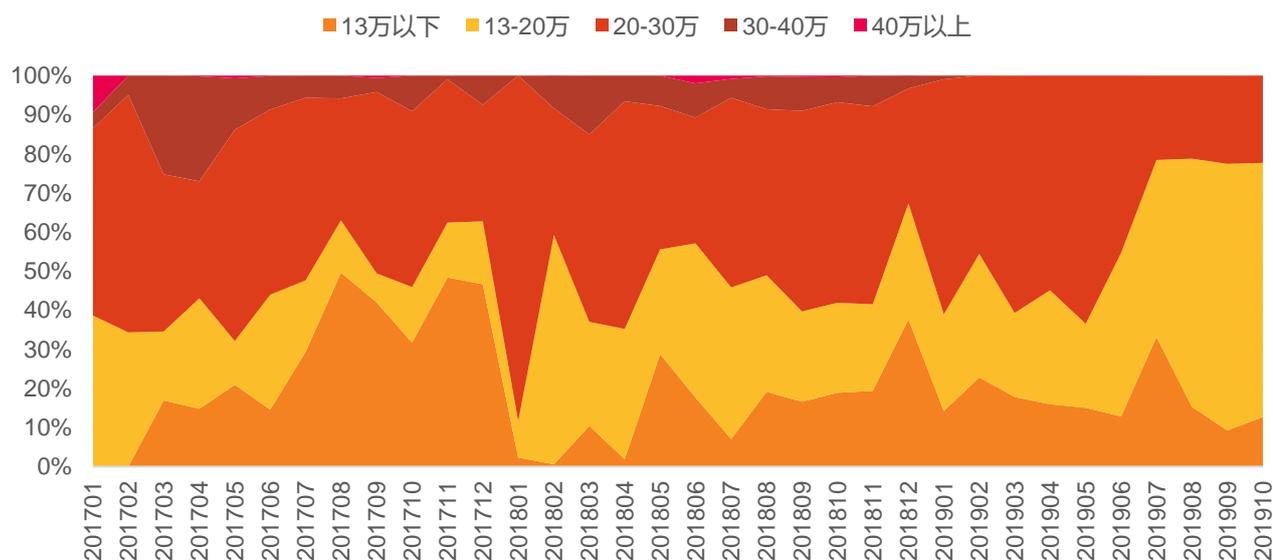


资料来源：中汽协，天风证券研究所

3.3. 中低端新能源车运营化趋势带来存量替代需求

13-20 万为运营车型核心价格带。30 万元以下的新能源车型因其使用经济性而成为运营车辆租赁公司、滴滴车主等的选择。补贴的大幅退坡使得 13 万元以下车型相对燃油车的价格优势丧失，产品力也不足以与同级别燃油车抗衡，续航、性能也不适合作为网约车使用，其在租赁用途车型销量中的占比从 17 年 10 月的 39.4% 下降到 19 年 10 月的 13.4%。13-20 万的车型逐渐成为租赁用途车型核心价格带，19 年以来，其在租赁销量中的份额迅速上升至 65% 左右，19 年 8-10 月这一占比的调升主要归功于北汽 EU5 EV 和 Aion S EV 的上量。

图 26：租赁用途销量中不同价位占比（%）

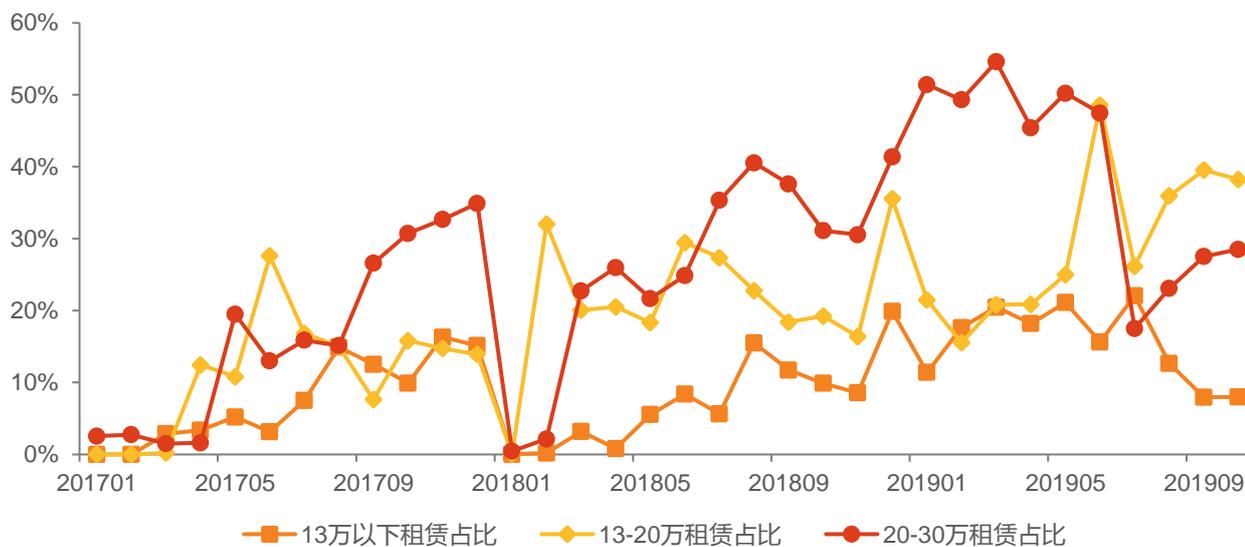


资料来源：交强险，天风证券研究所

中低端新能源车运营化趋势明显。13 万以下车型的租赁用途占比在 30 万元以下车型中最低，且在补贴退坡后下降明显，有明显的“抢装”特性。而 23-20 万及 20-30 万的车型在租赁市场具备明显的成长属性，其租赁销量占比一路上升，在 19 年上半年甚至高达 50%。15 年起，广深、佛山、昆明、太原、大连、沈阳、郑州陆续出台措施加快网约车、出租车

的电动化。网约车、出租车市场为中低端新能源市场的重要需求来源，新增网约车与燃油出租车、公务用车的存量替代也为其重要的增长驱动点。

图 27：不同价位新能源车租赁用途销量占比（%）



资料来源：交强险，天风证券研究所

3.4. 新能源乘用车总量预测表（2019-2025）

我们将新能源需求分为真实需求带、复杂需求带、运营需求带、A00 带四大类，再按价格二次拆分来预测新能源乘用车未来五年销量。其定义分布如下：

- 真实需求带：A0 及以上，13w 以上，非运营的新能源车
- 复杂需求带：A0 及以上，0-13w，非运营的新能源车
- 运营需求带：A0 及以上，运营需求的新能源车
- A00 需求带：A00 新能源车

在“高端车新能源化”和“中低端新能源车运营化”的两大方向判断下，我们认为未来真实需求带中的中高价位带（30 万元以上）与运营需求带的中低价位带（20 万元以下）均有快速增长的潜力，而 A00 带需求将逐渐萎缩。

表 11：新能源乘用车总量预测表（2019-2025）（辆）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
真实需求带	154304	331782	362367	502339	700286	982034	1386013	1921271	2692636
复杂需求带	111077	211021	147715	177258	212709	255251	306301	367561	441074
运营需求带	69794	169748	240908	369491	576598	906164	1414541	2147915	3144673
A00 带	189384	194351	184633	166170	141245	120058	102049	86742	73731
总计	524559	906902	935624	1215258	1630837	2263507	3208904	4523489	6352113

资料来源：交强险，天风证券研究所

表 12：新能源乘用车总量预测表占比（2019-2025）（%）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
真实需求带	29%	37%	39%	41%	43%	43%	43%	42%	42%
复杂需求带	21%	23%	16%	15%	13%	11%	10%	8%	7%
运营需求带	13%	19%	26%	30%	35%	40%	44%	47%	50%
A00 带	36%	21%	20%	14%	9%	5%	3%	2%	1%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：交强险，天风证券研究所

4. 投资建议

新能源车的产品力在高端车和运营车已得到验证，特斯拉国产化带来汽车供应链新增配套需求和变革方向，未来中国新能源车真实需求稳健增长确定性高，建议关注新能源高端供应链核心标的：动力电池霸主**宁德时代（电新组覆盖）**，方形电池壳体**科达利（电新组覆盖）**，电机三合一铝合金壳体供应商**旭升股份**，全球湿法隔膜龙头**恩捷股份（电新组覆盖）**，负极材料龙头**璞泰来（电新组覆盖）**，汽车副车架顶棚结构件龙头**拓普集团**，电池热管理组件全球龙头供应商**三花智控（家电组覆盖）**。

5. 风险提示

新能源汽车行业景气度低于预期，双积分政策执行力度低于预期，特斯拉国产进度低于预期。

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