

行业研究

低基数放大行业复苏趋势

——2021 年 2 月汽车销量跟踪报告

要点

汽车市场：2 月销售 145.5 万辆，同比+364.8%/环比-41.9%

2021 年 2 月汽车市场延续复苏态势，叠加去年疫情影响下的低基数效应，2 月产销实现大幅同比增长。受春节长假影响，2 月产销环比有所下滑。1-2 月累计销量同比+76.2%。若对比 2019 年历史数据，2021 年 1-2 月累计销量实现增长 3.3%，市场复苏向好。其中商用车 1-2 月累计销量较 2019 年增长 24.5%，维持旺销之势，乘用车较 2019 年下滑 1.2%，市场需求仍处于修复过程。

乘用车中，SUV 优质新品供给加速其销量数据修复，复苏节奏领先其他乘用车型。商用车方面，排放升级、治超治限、基建开工等多重因素推动卡车延续增长态势。客车内部延续分化，大中型客车同比增速弱于轻型客车。

新能源汽车：2 月销量 11.0 万辆，同比+584.7%/环比-38.8%

产销量延续 1 月份同比大涨的趋势，连续 8 个月刷新当月历史记录。大幅增长系 2020 年 2 月疫情影响导致的产销基数较低以及当期市场需求仍在恢复，环比略降系春节假期产量正常波动所致。新能源乘用车销量为 10.6 万辆，占总销量的比例为 96.4%，与 2021 年 1 月份占比基本持平；纯电动乘用车销量为 8.9 万辆，同比增长 6.3 倍，环比-38.0%，表现略好于插电混动车型。

动力电池：2 月装机总量 5.6Gwh，同比+832.9%/环比-35.6%

2021 年 2 月，国内动力电池装机量为 5.6Gwh，同比增长 8.3 倍，环比-35.6%。纯电动新能源乘用车、客车、专用车装机量分别环比-31.6%、-56.3%、-59.7%；三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别环比-38.4%、-31.2%。

投资建议：

1-2 月乘用车销量高增长主要源于 2020 年疫情带来的低基数效应。根据 1-2 月份乘用车需求测算 2021 年全年乘用车增速大约为 2%，低于我们的预测区间 4.9%-9.5%，弱于正常的季节性均值。展望 3 月，进入乘用车需求传统旺季，同时去年同期疫情带来的低基数效应持续，预计行业同比高增速趋势延续。预计行业即将确认进入补库阶段，乘用车板块经过复苏期估值修复充分，较零部件板块溢价明显，与此同时乘用车利润增速低于零部件，补库周期开启后板块估值开始震荡或收缩，业绩为王。汽车板块内大概率发生子行业轮动，零部件板块有望成为最优配置。

汽车及汽车零部件方面：乘用车板块关注吉利汽车、广汽集团（H）、长安汽车和特斯拉；零部件板块关注被错杀的细分行业龙头中鼎股份。

新能源汽车方面：1) 建议关注整车龙头比亚迪；2) 建议重点关注供应链中保持领先的电池企业宁德时代、亿纬锂能，同时关注国轩高科、孚能科技；3) 关注上游原材料厂商容百科技、嘉元科技、天赐材料、当升科技、恩捷股份、星源材质、三花智控、璞泰来、新宙邦。

风险分析：

行业增长不及预期，宏观经济因素扰动，新能源汽车技术更新风险等。

汽车和汽车零部件

A 股：买入（维持）

H 股：增持（维持）

作者

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

021-52523869

shaohj@ebsecn.com

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004

021-22169040

yinzs@ebsecn.com

分析师：杨耀先

执业证书编号：S0930520120001

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

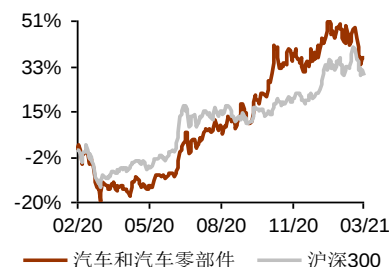
分析师：倪昱婧 CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

2021 年光大汽车时钟怎么转？——汽车行业 2021 年春季投资策略（2021-03-03）

12 月数据维持向好，车市全年 V 型反转——2020 年 12 月汽车销量跟踪报告（2021-01-18）

目 录

1、商用车销售旺盛，乘用车需求继续修复.....	4
1.1、总体数据：累计销量较 19 年实现增长 3.3%.....	4
1.2、乘用车：零售数据优于批发数据.....	5
1.3、商用车：客货延续高景气度.....	6
2、库存：保持平稳合理.....	8
3、新能源汽车：产销继续刷新当月记录.....	9
3.1、总体数据：2 月销量 11.0 万辆，同比+584.7%/环比-38.8%.....	9
3.2、乘用车：2 月 EV/PHEV 乘用车销量同比+633.6%/+596.5%.....	10
3.3、商用车：2 月销量 0.4 万辆，同比+149.9%/环比-51.7%.....	11
4、动力电池：装机量创历史同期新高.....	12
5、2 月乘用车估值调整，板块分化收敛.....	13
6、投资建议	14
7、风险分析	15

图目录

图 1：历年 1 月-2 月汽车累计批发销量	4
图 2：汽车月度批发销量.....	4
图 3：汽车月度滚动 12 个月批发销量同比增速	4
图 4：乘用车月度批发销量	5
图 5：历年 1 月-2 月乘用车累计批发销量.....	5
图 6：乘用车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速	5
图 7：乘用车月度零售销量	5
图 8：商用车月度批发销量	6
图 9：历年 1 月-2 月商用车累计批发销量.....	6
图 10：客车月度批发销量.....	6
图 11：历年 1 月-2 月客车累计批发销量.....	6
图 12：客车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速	7
图 13：客车各车型月度批发销量份额.....	7
图 14：货车月度批发销量.....	7
图 15：历年 1 月-2 月货车累计批发销量.....	7
图 16：货车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速	7
图 17：货车各车型月度批发销量份额.....	7
图 18：厂商月末乘用车库存	8
图 19：厂商月末商用车库存	8
图 20：汽车经销商库存系数	8
图 21：乘用车总库存深度（个月）	8
图 22：2018-2021 年 2 月新能源汽车单月销量（单位：万辆）	9
图 23：2018-2021 年 2 月新能源汽车单月产量（单位：万辆）	9
图 24：2018-2021 年 2 月新能源汽车累计销量（单位：万辆）	9
图 25：2018-2021 年 2 月新能源汽车累计产量（单位：万辆）	9
图 26：2018-2021 年 2 月国内新能源汽车销量结构	10
图 27：2018-2021 年 2 月 EV 乘用车/PHEV 乘用车单月销量（单位：万辆）.....	10
图 28：2018-2021 年 2 月新能源乘用车单月销量结构	10
图 29：2019-2021 年 2 月 EV 乘用车累计销量	11
图 30：2019-2021 年 2 月 PHEV 乘用车累计销量	11
图 31：2018 年-2021 年 2 月国内新能源商用车单月销量（单位：万辆）	11
图 32：2019-2021 年 2 月国内动力电池装机量（单位：Gwh）	12
图 33：2021 年 2 月国内动力电池装机量市场份额	12
图 34：汽车行业（申万）历史 PE（TTM）（单位：倍）	13
图 35：汽车行业（申万）历史 PB（单位：倍）	13

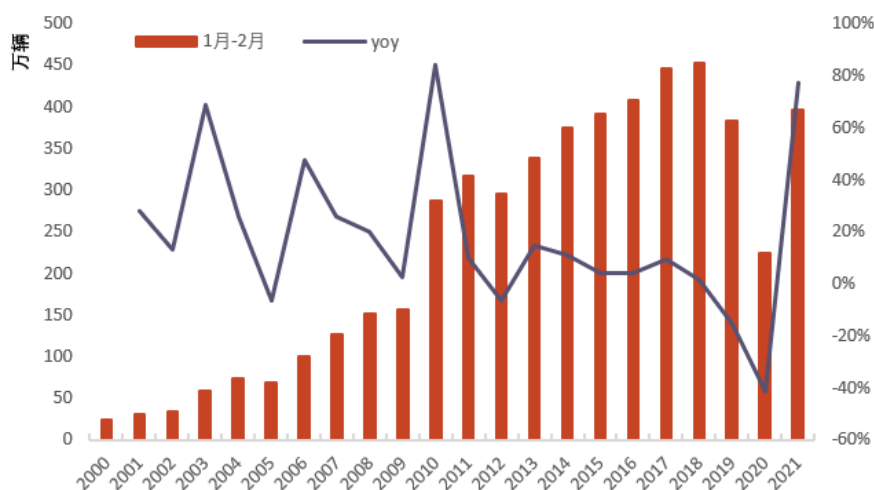
1、商用车销售旺盛，乘用车需求继续修复

1.1、总体数据：累计销量较 19 年实现增长 3.3%

2021 年 2 月汽车市场延续复苏态势，叠加去年疫情影响下的低基数效应，2 月产销量实现大幅同比增长。受春节长假影响，2 月产销环比有所下滑。2021 年 2 月汽车批发销售 145.5 万辆，环比-41.9%，同比+364.8%。其中，乘用车销售 115.6 万辆，环比-43.5%，同比+409.9%；商用车销售 29.9 万辆，环比-34.8%，同比+246.2%。为去除 2020 年疫情影响因素，我们将 1-2 月累计数据与 2019 年同期相比，结果显示整体销量较 2019 年实现增长 3.3%，表明市场复苏向好。其中，商用车 1-2 月累计销量较 2019 年增长 24.5%，维持旺销之势，乘用车较 2019 年下滑 1.2%，市场需求仍处于修复过程。

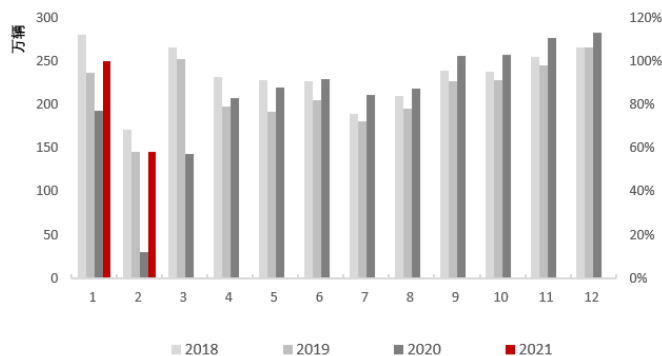
2 月产量高于批发销量。2021 年 2 月汽车产量 150.3 万辆，环比-37.1%，同比+418.9%。其中，乘用车产量 116.2 万辆，环比-39.1%，同比+480.6%；商用车产量 34.0 万辆，环比-28.8%，同比+280.8%。

图 1：历年 1 月-2 月汽车累计批发销量



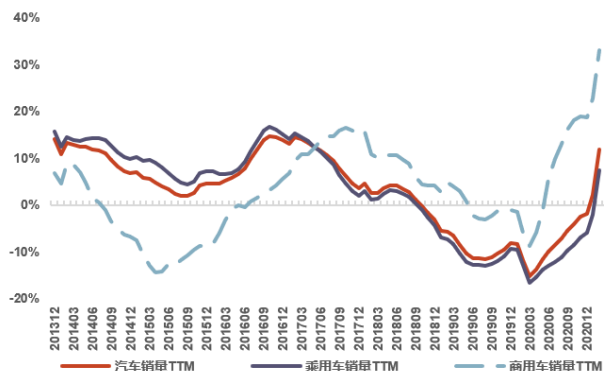
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 2：汽车月度批发销量



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 3：汽车月度滚动 12 个月批发销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

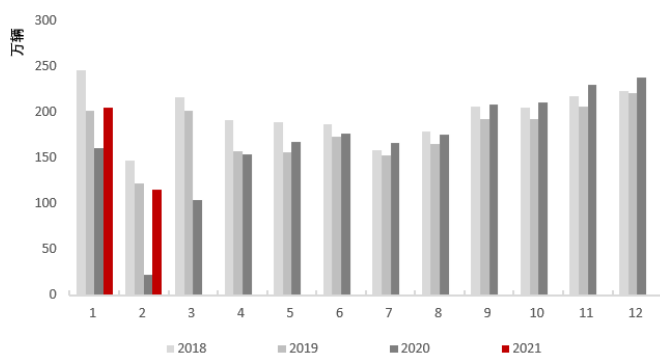
1.2、乘用车：零售数据略优于批发数据

供给端：产量高于批发销量。2月乘用车产量116.2万辆，同比+480.6%，环比-39.1%；批发销量115.6万辆，同比+409.9%，环比-43.5%，1-2月累计批发销量较2019年-1.2%。

分车型看，SUV继续是四类乘用车表现最优的车型。2月轿车批发销量52.8万辆，同比+452.4%，环比-45.8%，1-2月累计销量较2019年-4.0%；SUV批发销量56.6万辆，同比+399.1%，环比-41.8%，1-2月累计销量较2019年+9.1%；MPV销量4.6万辆，同比+218.4%，环比-44.3%，1-2月累计销量较2019年-41.1%；交叉乘用车销量1.6万辆，同比+386.4%，环比-4.3%，1-2月累计销量较2019年-31.1%。

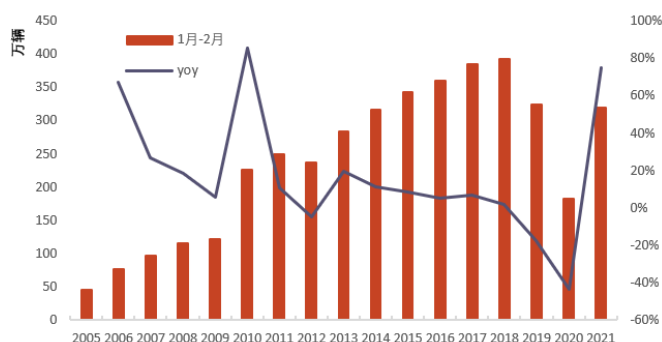
零售端：1-2月累计数据与2019年基本持平。据乘联会数据，2月广义乘用车零售销量119.4万辆，同比+368.4%，环比-45.2%，1-2月累计销量较2019年基本持平，表现优于批发销量。我们判断主要因为今年提倡就地过年，节日期间4S店流量较好，节后的市场回暖速度快于往年。

图4：乘用车月度批发销量



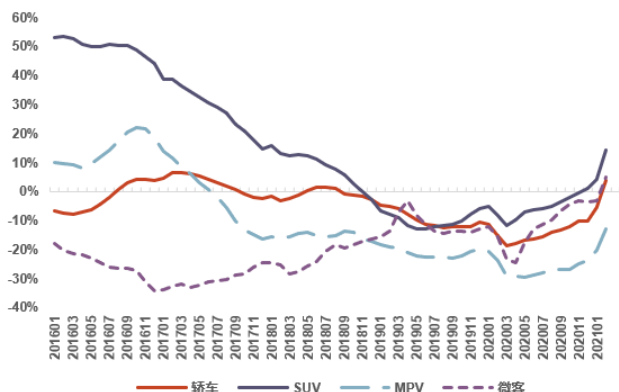
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图5：历年1月-2月乘用车累计批发销量



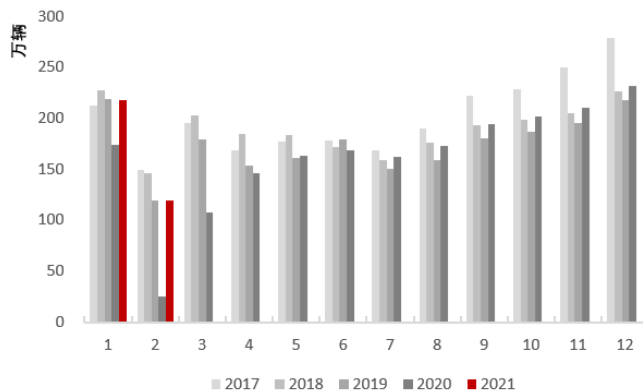
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图6：乘用车各车型月度滚动12个月批发销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图7：乘用车月度零售销量

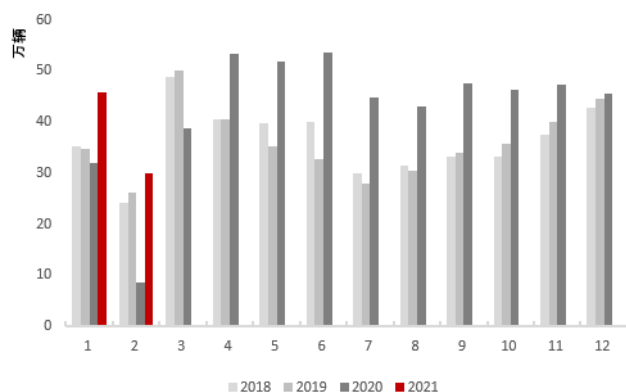


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

1.3、商用车：货车延续高景气度，客车表现维持分化

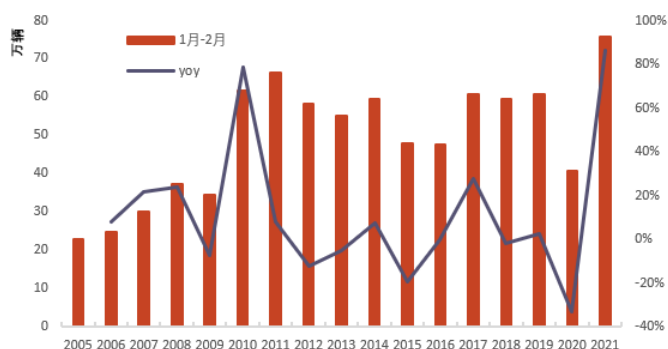
进入 2021 年，货车依然保持高景气度，前两月累计销量较 2019 年实现增长 25.4%，四类货车景气度均继续向好。2 月客车同比大幅增长，前两月累计销量与 2019 年同期相比也实现增长，但内部分化显著，轻客表现更强。2 月商用车销售 29.9 万辆，同比+246.2%，环比-34.8%。其中，货车销售 27.5 万辆，同比+250.2%，环比-34.9%，1-2 月累计销量较 2019 年+25.4%；客车销售 2.4 万辆，同比+206.7%，环比-33.2%，1-2 月累计销量较 2019 年+16.0%。

图 8：商用车月度批发销量



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

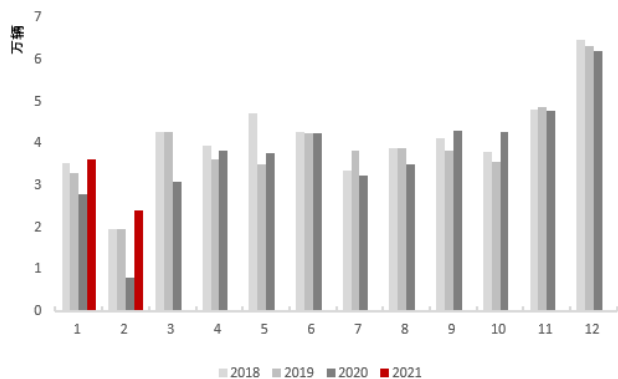
图 9：历年 1 月-2 月商用车累计批发销量



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

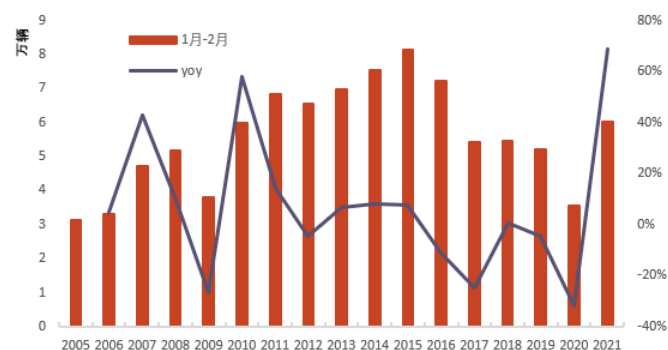
客车方面，轻型客车依然是板块增长主力。2 月大型客车销量 0.15 万辆，同比+100.1%，1-2 月累计销量较 2019 年-51.1%；中型客车销量 0.2 万辆，同比+247.8%，1-2 月累计销量较 2019 年-24.0%；轻型客车销量 2.1 万辆，同比+215.9%，1-2 月累计销量较 2019 年+37.8%。

图 10：客车月度批发销量



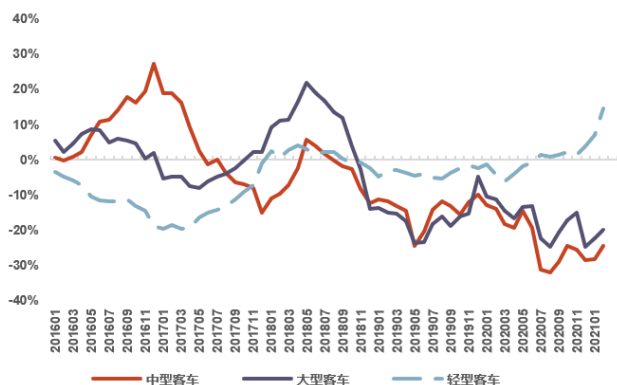
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 11：历年 1 月-2 月客车累计批发销量



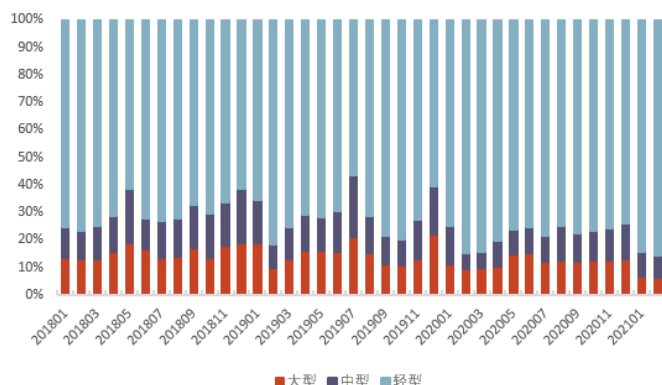
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 12: 客车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

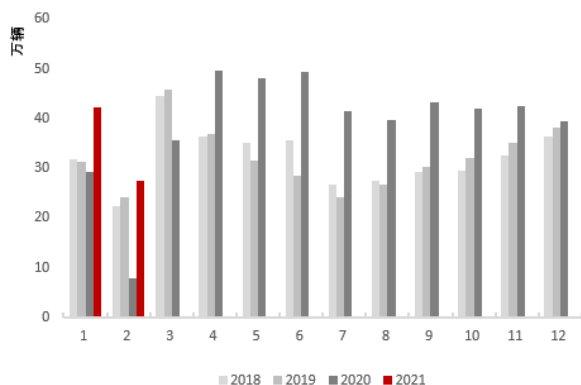
图 13: 客车各车型月度批发销量份额



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

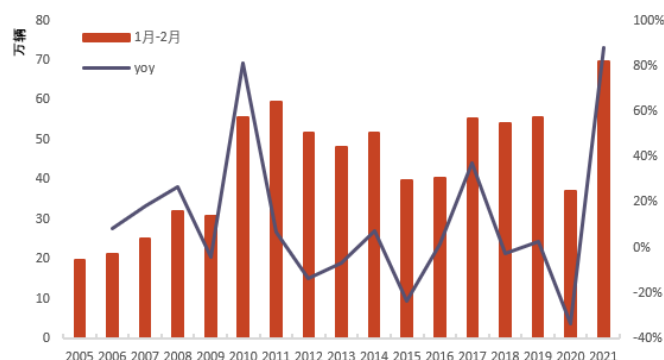
货车方面, 除微型货车外, 重中轻三类车型 1-2 月累计销量均较 19 年实现增长。2 月重型货车销量 11.8 万辆, 同比+214.9%, 1-2 月累计销量较 2019 年+70.5%; 中型货车销量 1.2 万辆, 同比+293.4%, 1-2 月累计销量较 2019 年+39.7%; 轻型货车销量 11.7 万辆, 同比+310.1%, 1-2 月累计销量较 2019 年+14.5%; 微型货车销量 2.7 万辆, 同比+194.9%, 1-2 月累计销量较 2019 年-36.0%。

图 14: 货车月度批发销量



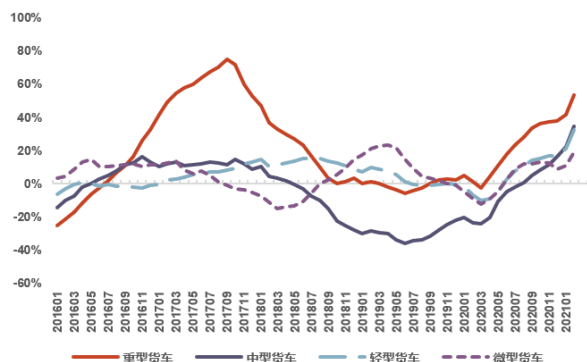
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 15: 历年 1 月-2 月货车累计批发销量



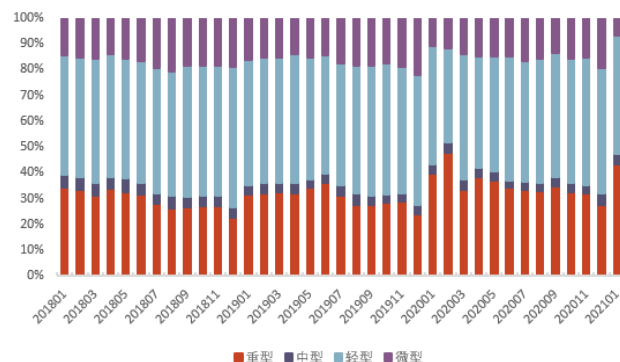
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 16: 货车各车型月度滚动 12 个月批发销量同比增速



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 17: 货车各车型月度批发销量份额



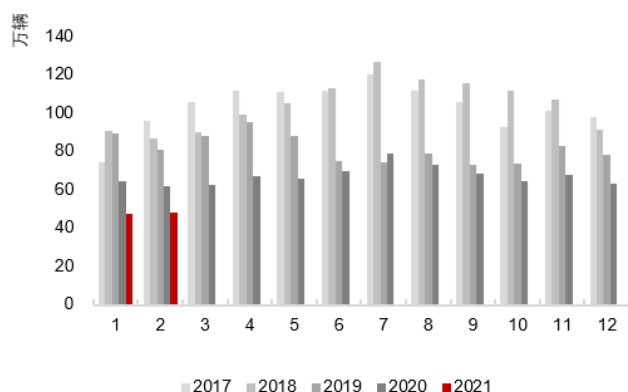
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

2、库存：保持平稳合理

2月汽车产量高于批发销量，月末整体厂商库存有所提升。商用车下游高景气度拉动厂商库存增长。据中汽协数据，2月末汽车厂商库存为95.3万辆，较月初+6.0%。其中，乘用车库存48.3万辆，较月初+2.4%；商用车库存46.9万辆，较月初+10.0%。

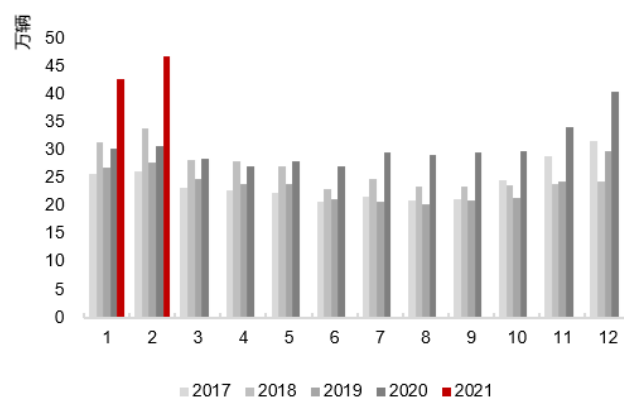
据汽车流通协会数据，2月汽车经销商库存预警指数为52.2%，环比-7.9pct，同比-29.0pct。2月汽车经销商综合库存系数为1.80，环比+9.8%，在去年受疫情影响基数较低的情况下，同比-88.6%。总体库存水平保持相对平稳、合理。

图 18：厂商月末乘用车库存



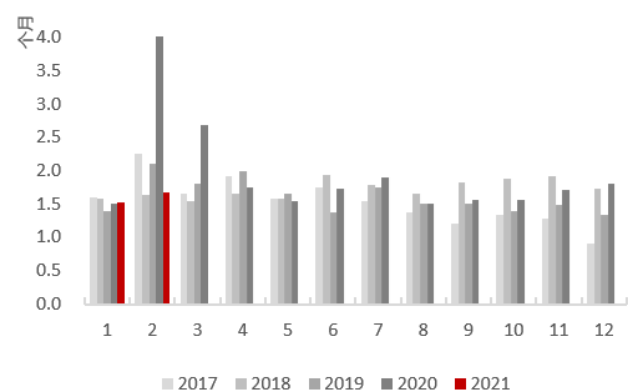
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 19：厂商月末商用车库存



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 20：汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，光大证券研究所整理

图 21：乘用车总库存深度（个月）



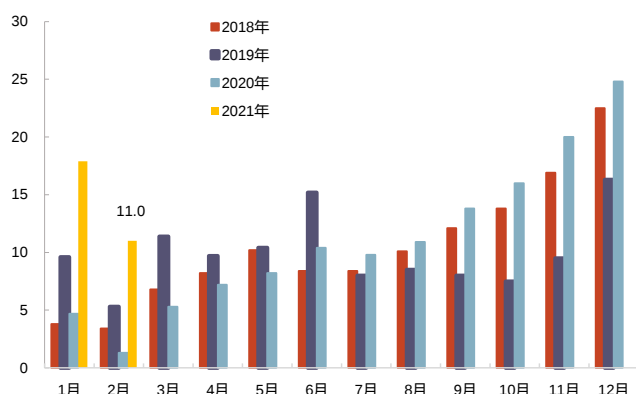
资料来源：中汽协，乘联会，中国汽车流通协会，光大证券研究所估算

3、新能源汽车：产销继续刷新当月记录

3.1、总体数据：2月销量11.0万辆，同比+584.7%/环比-38.8%

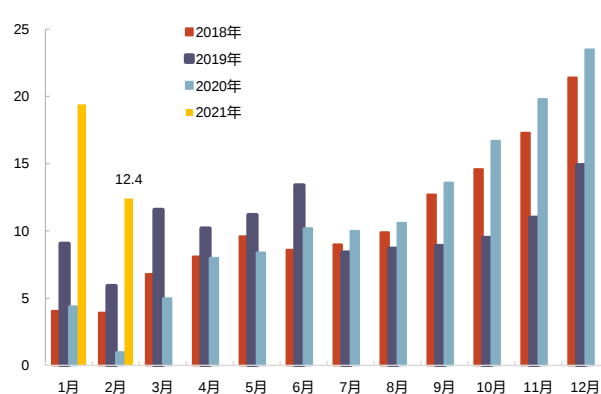
2021年2月，国内新能源汽车销量为11.0万辆，同比+584.7%（较2019年同期+107.1%），环比-38.8%；国内新能源汽车产量为12.4万辆，同比+723.6%（较2019年同期+109.54%），环比-36.2%。2021年1-2月，国内新能源汽车累计销量28.9万辆，同比+319.0%；累计产量31.7万辆，同比+386.6%。总体来看，产销量延续1月份同比大涨的趋势，连续8个月刷新当月历史记录。大幅增长系2020年2月疫情影响导致的产销基数较低以及当期市场需求仍在恢复，环比略降系春节假期产量正常波动所致。

图 22：2018-2021 年 2 月新能源汽车单月销量（单位：万辆）



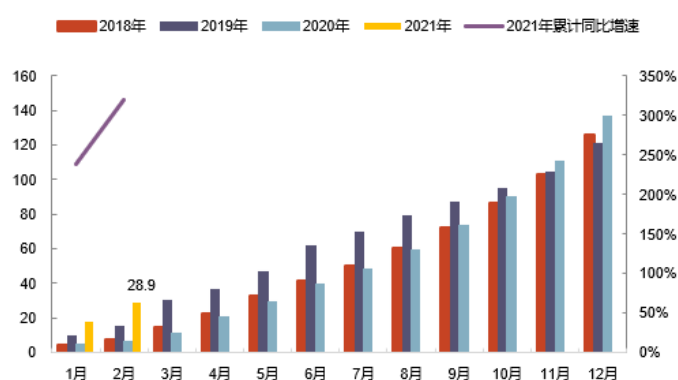
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 23：2018-2021 年 2 月新能源汽车单月产量（单位：万辆）



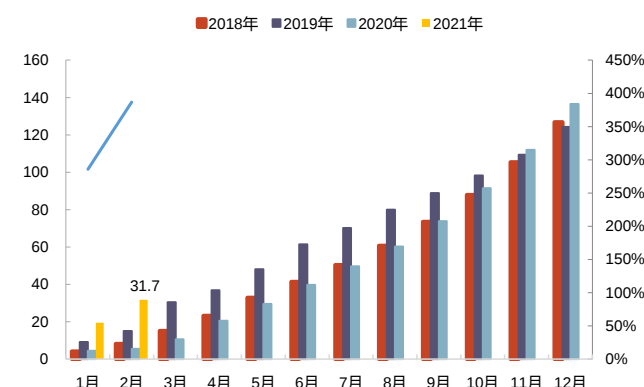
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 24：2018-2021 年 2 月新能源汽车累计销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

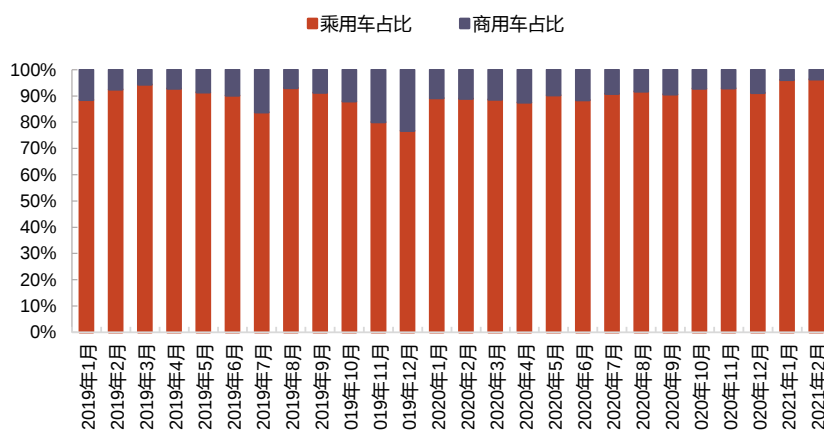
图 25：2018-2021 年 2 月新能源汽车累计产量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

从销量结构来看, 2021 年 2 月国内新能源乘用车销量为 10.6 万辆, 占总销量的比例为 96.4%, 与 2021 年 1 月份占比基本持平; 新能源商用车销量为 0.4 万辆, 占总销量的比例为 3.6%。

图 26: 2018-2021 年 2 月国内新能源汽车销量结构

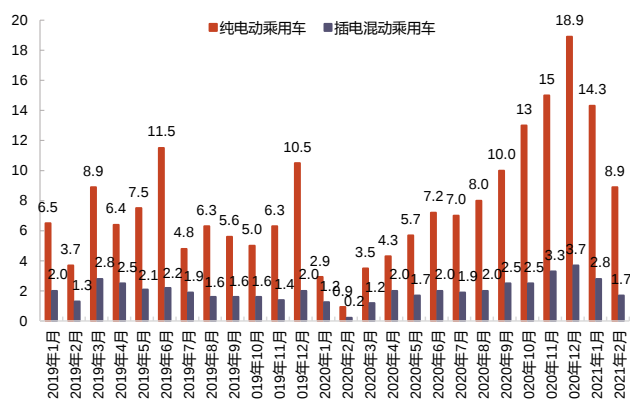


资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

3.2、 乘用车: 2 月 EV/PHEV 乘用车销量同比 +633.6%/+596.5%

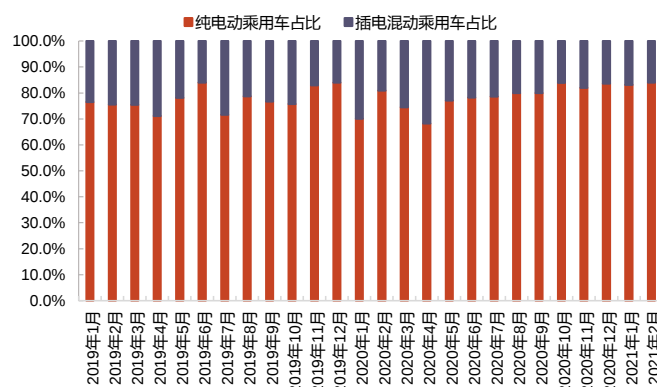
根据中汽协的数据, 2021 年 2 月, 国内纯电动乘用车销量为 8.9 万辆, 同比 +633.6% (较 2019 年同期+140%), 环比-38.0%; 插电混动乘用车销量为 1.7 万辆, 同比+596.5% (较 2019 年同期+30%), 环比-39.6%。2021 年 1-2 月, 国内纯电动乘用车销量累计为 23.2 万辆, 同比+402.2%; 插混乘用车销量累计为 4.5 万辆, 同比+182.0%。

图 27: 2018-2021 年 2 月 EV 乘用车/PHEV 乘用车单月销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

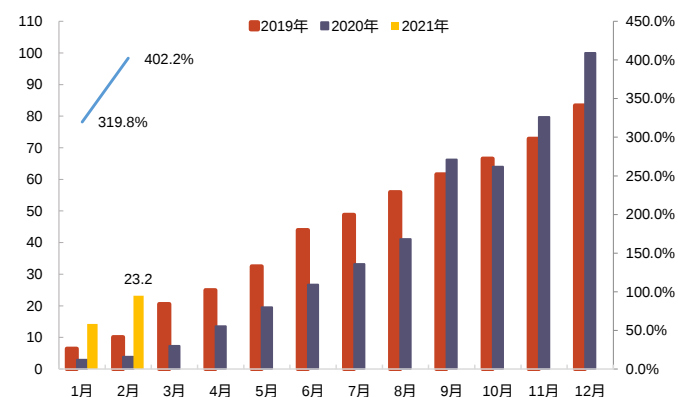
图 28: 2018-2021 年 2 月新能源乘用车单月销量结构



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 29：2019-2021 年 2 月 EV 乘用车累计销量

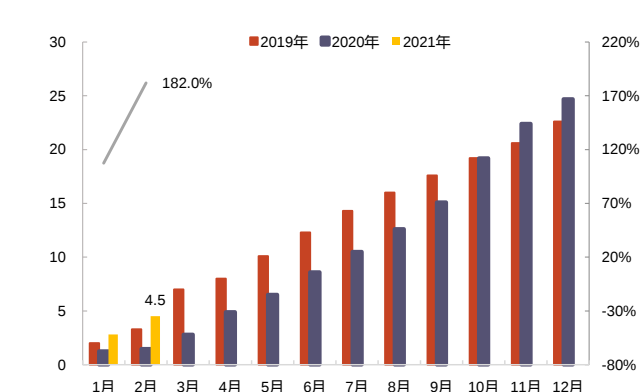
(单位：万辆)



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 30：2019-2021 年 2 月 PHEV 乘用车累计销量

(单位：万辆)

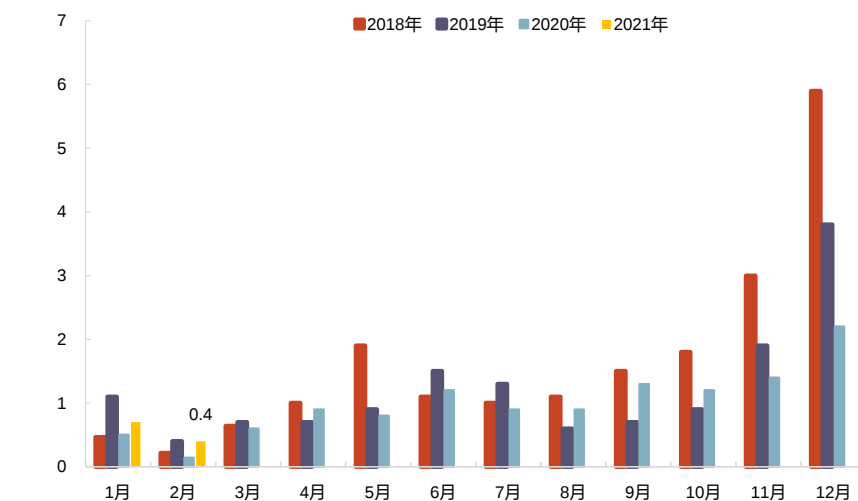


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

3.3、商用车：2 月销量 0.4 万辆，同比+149.9%/环比-51.7%

根据中汽协的数据，2021 年 2 月，国内新能源商用车销量为 0.4 万辆，同比+149.9%（较 2019 年同期持平）/环比-51.7%。

图 31：2018 年-2021 年 2 月国内新能源商用车单月销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

4、动力电池：装机量创历史新高

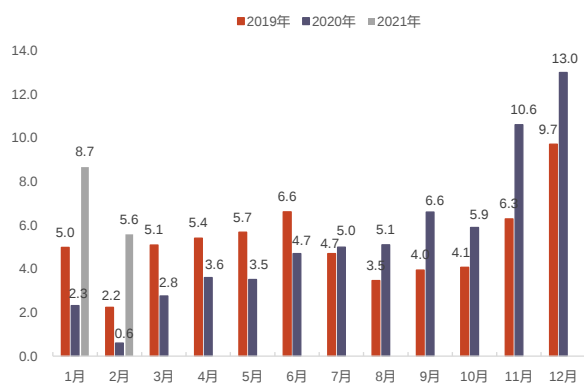
根据中国汽车动力电池产业创新联盟的数据，2021年2月，国内动力电池装机量为5.6Gwh，同比+832.9%（较2019年同期+149.1%），环比-35.6%。2021年2月，纯电动新能源乘用车、客车、专用车装机量分别环比-31.6%、-56.3%、-59.7%；三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别环比-38.4%、-31.2%。

纯电动乘用车用动力电池：2021年2月国内纯电动新能源乘用车动力电池装机量合计4.98Gwh，环比-31.6%。

纯电动客车用动力电池：2021年2月国内纯电动新能源客车动力电池装机量合计0.21Gwh，环比-56.3%。

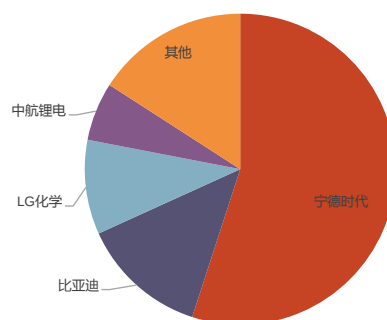
纯电动专用车用动力电池：2021年2月国内纯电动新能源专用车动力电池装机量合计0.14Gwh，环比-59.7%。

图 32：2019-2021 年 2 月国内动力电池装机量（单位：Gwh）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 33：2021 年 2 月国内动力电池装机量市场份额



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

按照电池技术路线来看：

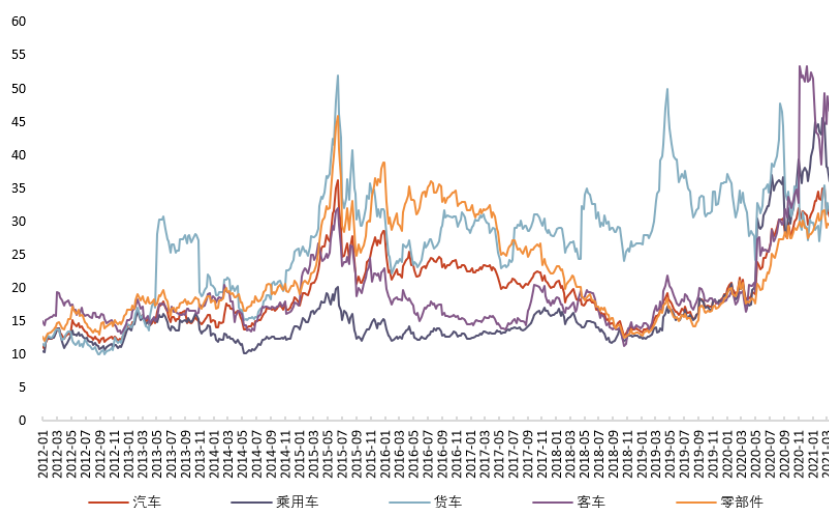
三元电池：2021年2月国内三元动力电池装机量3.33Gwh，环比-38.4%。

磷酸铁锂电池：2021年2月国内磷酸铁锂动力电池装机量2.24Gwh，环比-31.2%。

5、2月乘用车估值调整，板块分化收敛

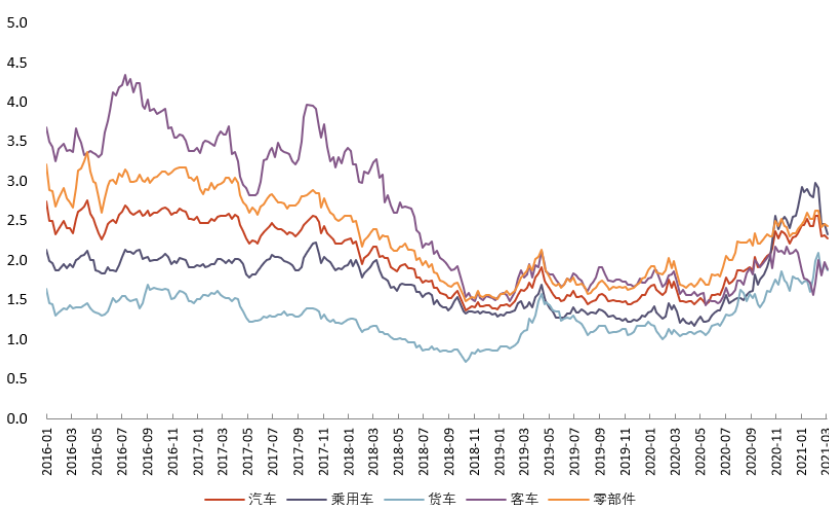
汽车行业估值水平经历 2015 年和 2016 年的提升后，18 年开始进入下行通道，19 年一季度估值小幅回升，5 月又再次下行。随市场对下半年行业边际改善预期逐步加强，行业估值较去年底回弹。受疫情影响，2020 年 2~3 月行业估值有所颠簸。4 月底行业 19 年报和 20Q1 财报发布完毕，EPS 更新，较低的 EPS 使板块 PE-TTM 估值有所增加。进入 7 月，市场流动性和风险偏好的提升与行业复苏共振推升板块估值。8 月随着中报披露，板块 Q2 业绩环比改善，EPS 提升使 PE-TTM 有所向下修正。9 月，销量向好，行业复苏的确认再次推动板块开启估值修复行情。10 月在顺周期板块配置诉求驱动下，汽车估值加速上行。11 月板块估值向上动能减弱，横向震荡。2020 年 12 月至 2021 年 1 月随着销量数据的分化，板块内部估值出现分化，乘用车加速向上，客车估值显著下滑。进入 2 月，前期估值较高的乘用车随市场调整估值大幅回撤调整，零部件板块估值相对平稳，板块内估值分化有所收敛。

图 34：汽车行业（申万）历史 PE（TTM）（单位：倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止日期：2021.3.11

图 35：汽车行业（申万）历史 PB（单位：倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止日期：2021.3.11

6、投资建议

1-2 月乘用车销量高增长主要源于 2020 年疫情带来的低基数效应。根据 1-2 月份乘用车需求测算 2021 年全年乘用车增速大约 2%，低于我们的预测区间 4.9%-9.5%，弱于正常的季节性均值。展望 3 月，进入乘用车需求传统旺季，同时去年同期疫情带来的低基数效应持续，预计行业同比高增速趋势延续。预计行业即将确认进入补库阶段，乘用车板块经过复苏期估值修复充分，较零部件板块溢价明显，与此同时乘用车利润增速低于零部件，补库周期开启后板块估值开始震荡或收缩，业绩为王。汽车板块内大概率发生子行业轮动，零部件板块有望成为最优配置。

汽车及汽车零部件方面：乘用车板块关注吉利汽车、广汽集团（H）、长安汽车和特斯拉；零部件板块关注被错杀的细分行业龙头中鼎股份。

新能源汽车方面：1）建议关注整车龙头比亚迪；2）建议重点关注供应链中保持领先的电池企业宁德时代、亿纬锂能，同时关注国轩高科、孚能科技；3）关注上游原材料厂商容百科技、嘉元科技、天赐材料、当升科技、恩捷股份、星源材质、三花智控、璞泰来、新宙邦。

7、风险分析

1. 行业增长不及预期：消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险。
2. 宏观经济因素对行业的扰动：房地产对消费挤压效应超预期，降低购车意愿。零部件成本上升。
3. 汽车促销政策落地不及预期：19 年 6 月中央和部分地方出台促进汽车消费相关政策，政策刺激效果存在不及预期风险。
4. 新能源汽车政策变化影响行业发展的风险：新能源汽车行业仍在早期发展阶段，政策会对行业发展产生较大影响，若监管部门发布相关政策，可能会冲击行业发展。
5. 技术路线变更的风险：技术进步是新能源汽车行业发展的驱动力之一，新产品的产业化可能会对上一代产品产生冲击，进而替代原有的技术路线。
6. 市场竞争加剧的风险：新能源汽车行业拥有很大发展空间，有大量企业参与竞争，行业产能可能在短期内超过需求，从而出现产能过剩的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------