

# 电动已来、智驾护航

## 汽车行业2021H2投资策略

银河证券研究院 汽车团队

李泽晗

2021.06

**一、总量：汽车市场长期空间巨大**

**二、趋势：智能化“竞赛”开启**

**三、投资策略与风险提示**

# 一、总量：汽车市场长期空间巨大



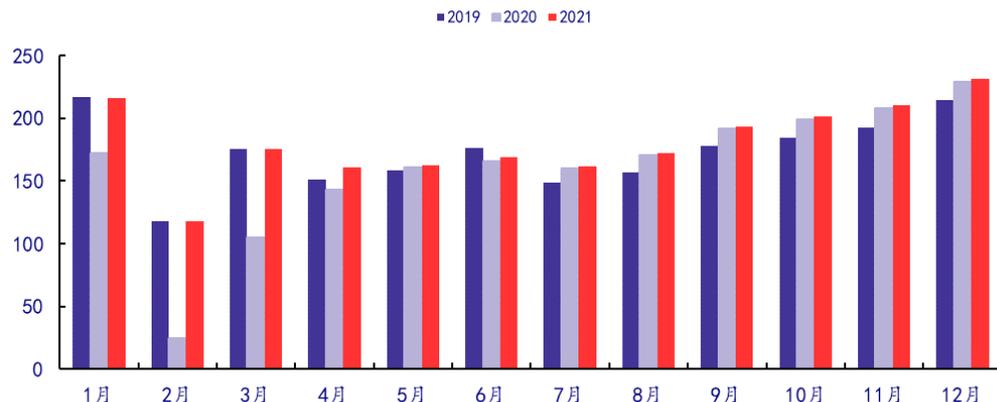
# (一) 中短期：2021年行业增速有望超6%

-2021年1-5月乘用车累计销量836.4万辆，同比+38.1%。

-芯片短缺影响，出现了短暂的需求>供给，Q3预期逐步恢复；

-预计21年汽车销量接近2700万辆，同比+6.3%（乘用车2170万辆，YoY+7.7%;商用520万辆，YoY+1.3%）

图 1：乘用车月度销量及预测



资料来源：中国银河证券研究院

表 1：乘用车月度销量及预测

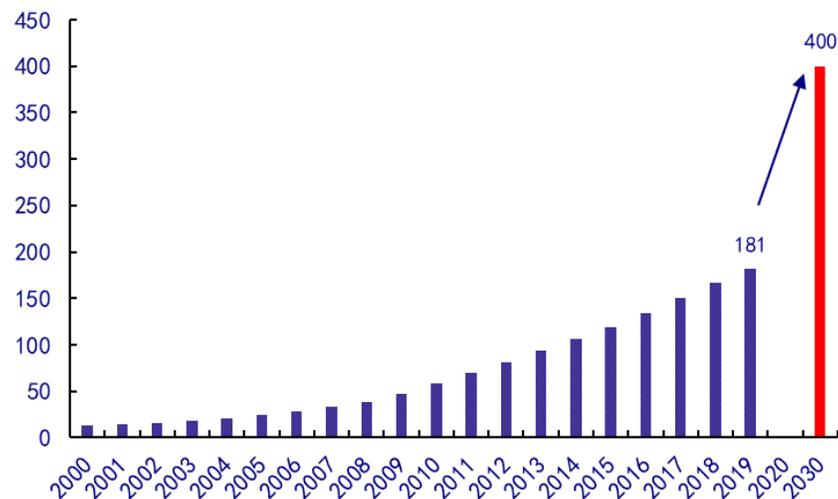
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2019	216.4	117.4	175.4	151.4	158.0	176.4	148.3	156.4	178.0	184.4	192.7	214.6	2069.2
2020	171.8	24.9	104.8	143.1	160.8	165.9	159.9	170.4	191.3	199.2	208.1	228.7	1929.1
2021	216.0	117.9	175.4	160.7	162.3	169.2	161.5	172.1	193.3	201.2	210.2	231.0	2170.8

资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

## (二) 长期：增购-需求仍有一倍空间

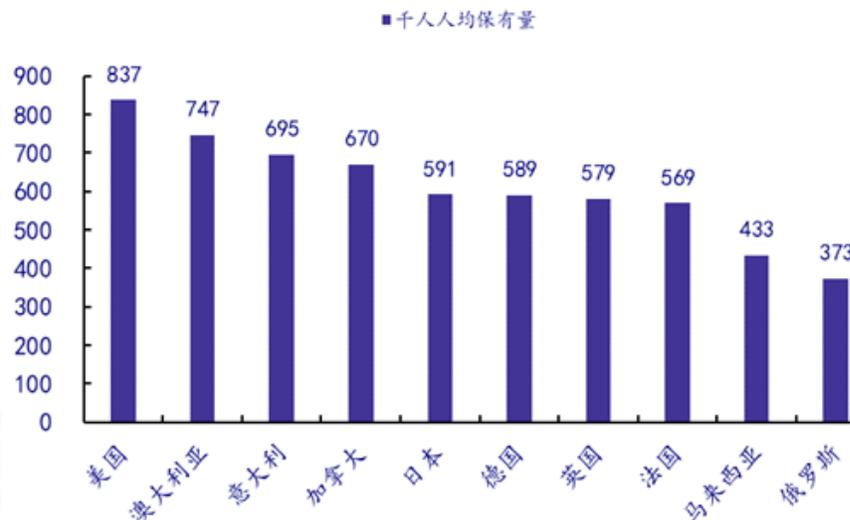
- 我们认为至2030年，中国汽车保有量有望达到400辆/千人；
- 同时具备日本、美国市场消费特征。

图：中国汽车千人人均拥有量



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图：2019年汽车千人人均保有量世界前十国家



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院

## (二) 长期：换购带来增长动力

- 预计到2025年乘用车2900万辆；
- 14-15年是我国汽车平均使用年限和报废高峰期；
- 2009-2010年销量高峰期即将迎来批量淘汰；
- 2025年换购需求有望达713万辆。

图. 国内乘用车年累计销量及同比

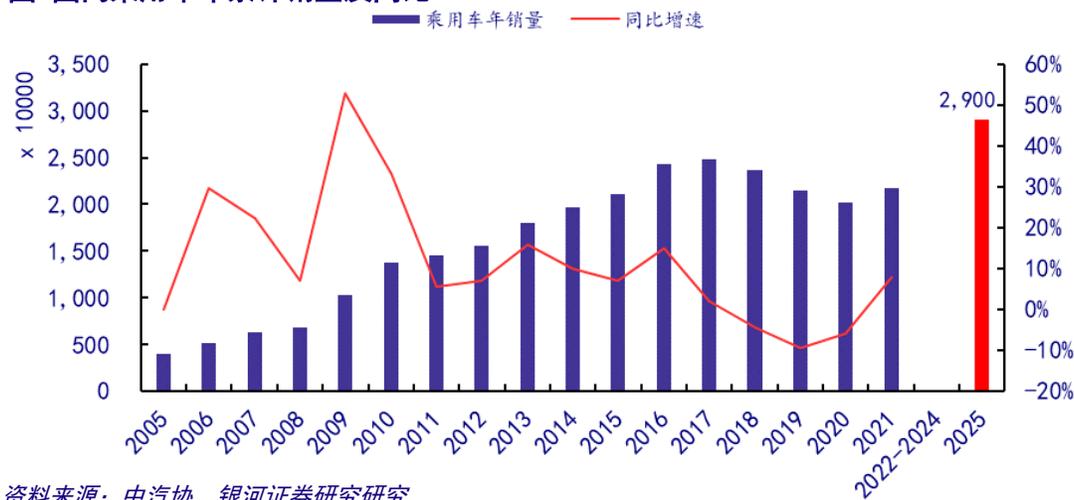


图. 汽车报废年限概率

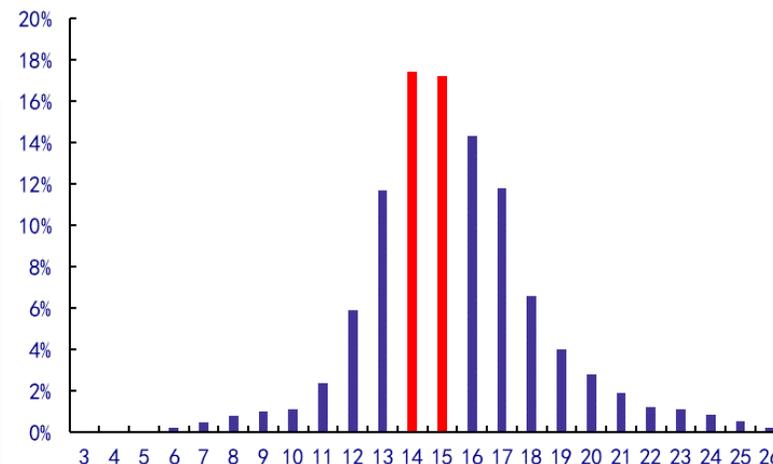


图. 国内汽车报废量预测



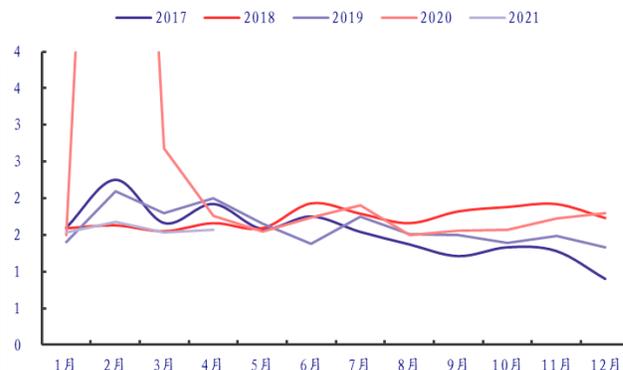
# (三) 库存：目前处于补库状态

-目前处于被动去库存阶段，年初以来终端折扣收窄；

-从库存结构看，进口品牌库存系数 > 合资品牌库存系数 > 自主品牌库存系数

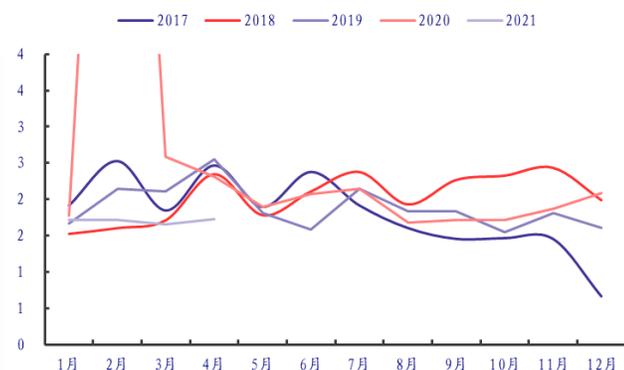
-将使部分品牌结构好以及运营能力较强的经销商业绩回暖

图：经销商库存系数



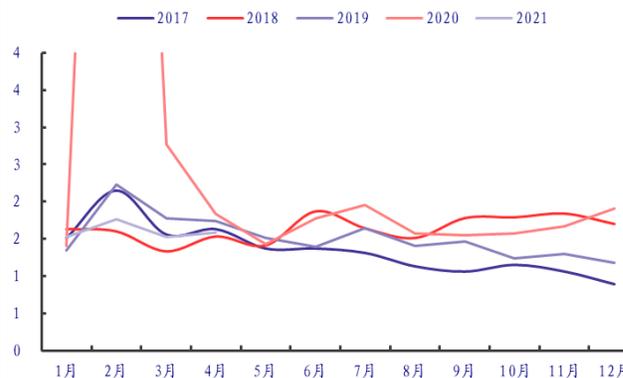
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：自主品牌经销商库存系数



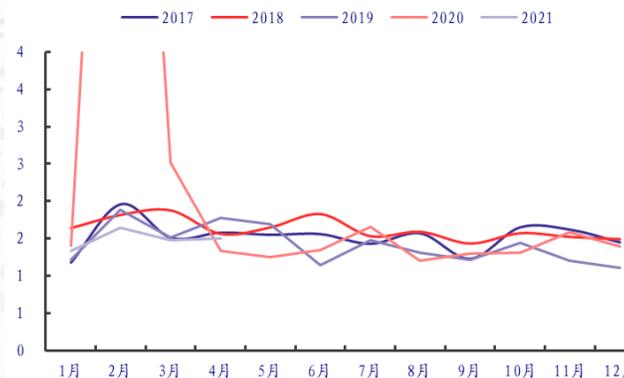
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：合资品牌经销商库存系数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：进口车经销商库存系数

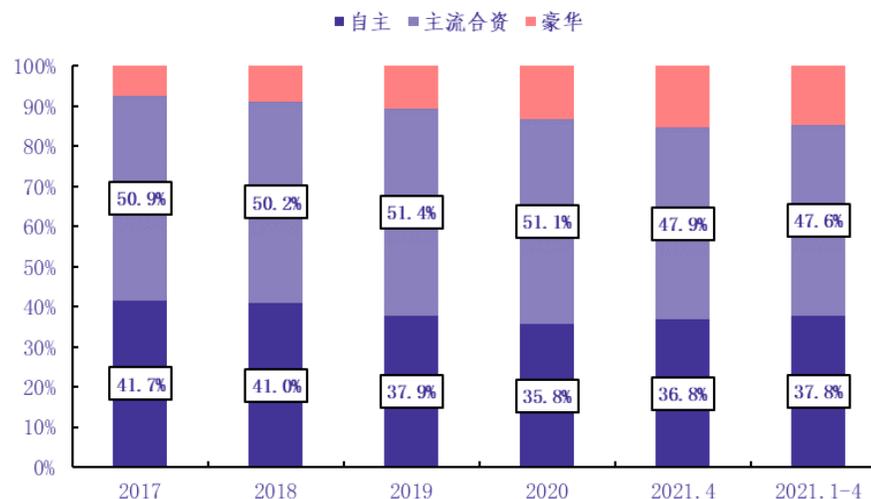


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (四) 结构：自主回暖，豪车畅销

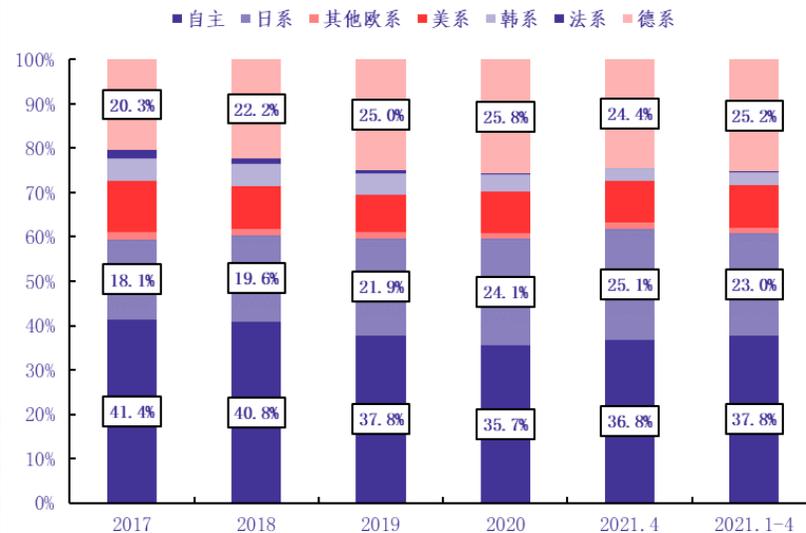
- 自主周期向上，合资份额压缩；
- 消费升级带来的豪车需求旺盛。

图：自主、合资品牌市占率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：各国品牌市占率变化



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院

## (四) 结构：自主头部效应明显

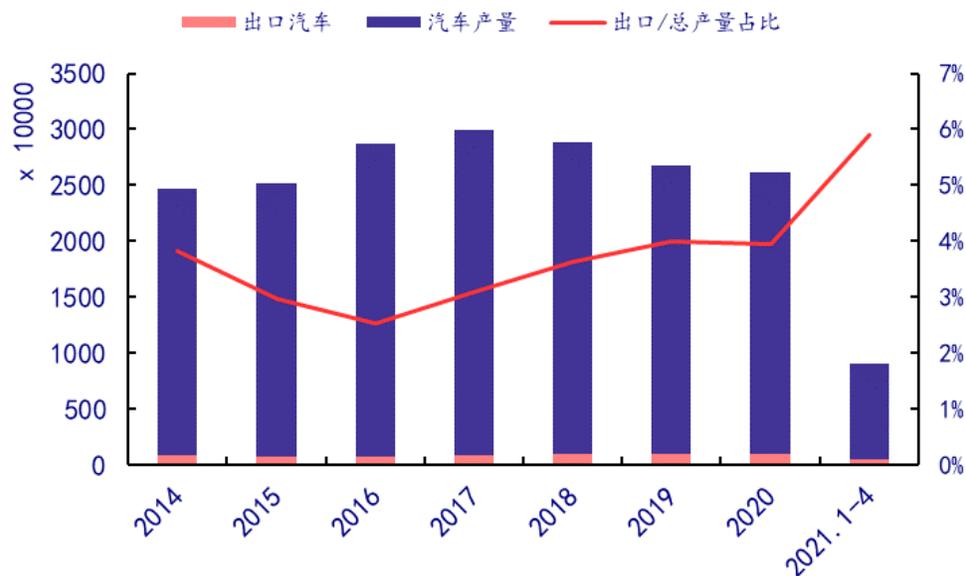
表 3：乘用车零售销量 TOP15

排名	品牌	2017	品牌	2018	品牌	2019	品牌	2020	品牌	2021. 1-4
1	上汽大众	8.50%	上汽大众	8.90%	一汽大众	9.70%	一汽大众	10.50%	一汽大众	10.70%
2	上汽通用	8.30%	一汽大众	8.80%	上汽大众	9.50%	上汽大众	7.60%	上汽大众	7.20%
3	一汽大众	8.10%	上汽通用	8.50%	上汽通用	7.60%	上汽通用	7.40%	上汽通用	6.90%
4	上汽通用五菱	6.40%	吉利控股	6.50%	吉利控股	6.50%	吉利控股	6.70%	长安汽车	6.70%
5	东风日产	5.20%	上汽通用五菱	5.80%	东风日产	6.10%	东风日产	6.10%	吉利控股	5.90%
6	吉利控股	5.20%	东风日产	5.60%	上汽通用五菱	4.60%	长安汽车	4.90%	东风日产	5.80%
7	长安汽车	4.40%	长城汽车	3.90%	长城汽车	4.30%	长城汽车	4.50%	长城汽车	4.90%
8	长城汽车	3.90%	长安汽车	3.70%	长安汽车	3.80%	东风本田	4.30%	上汽通用五菱	4.90%
9	长安福特	3.40%	北京现代	3.40%	东风本田	3.80%	上汽通用五菱	4.20%	东风本田	4.40%
10	北京现代	3.20%	广汽本田	3.20%	广汽本田	3.70%	广汽本田	4.10%	广汽丰田	4.10%
11	东风本田	2.90%	上汽乘用车	3.10%	一汽丰田	3.50%	一汽丰田	3.90%	一汽丰田	3.90%
12	广汽本田	2.90%	东风本田	3.10%	上汽乘用车	3.30%	广汽丰田	3.90%	广汽本田	3.70%
13	一汽丰田	2.80%	一汽丰田	3.10%	北京现代	3.30%	上汽乘用车	3.50%	北京奔驰	3.60%
14	奇瑞汽车	2.30%	广汽丰田	2.50%	广汽丰田	3.20%	奇瑞汽车	3.20%	华晨宝马	3.50%
15	上汽乘用车	2.20%	奇瑞汽车	2.30%	奇瑞汽车	2.90%	北京奔驰	3.10%	奇瑞汽车	2.60%
CR5		36.50%		38.50%		39.40%		38.30%		37.40%
CR10		<u>56.60%</u>		<u>58.30%</u>		<u>59.60%</u>		<u>60.30%</u>	—	<u>61.50%</u>
CR15		<u>69.70%</u>		<u>72.40%</u>		<u>75.80%</u>		<u>77.90%</u>	—	<u>78.90%</u>

## (五) 出口：乘用车比例逐年上升

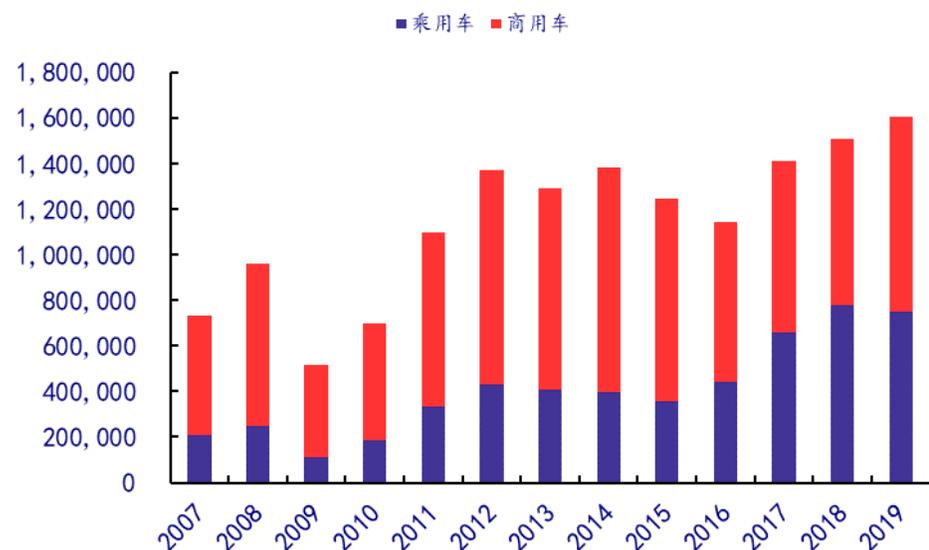
- 产品力提升，乘用车出口比例上行
- 目前整车出口占比在全球主要经济体中排名靠后

图：我国汽车出口/汽车产量占比逐年提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：整车出口中乘用车比例逐年增加



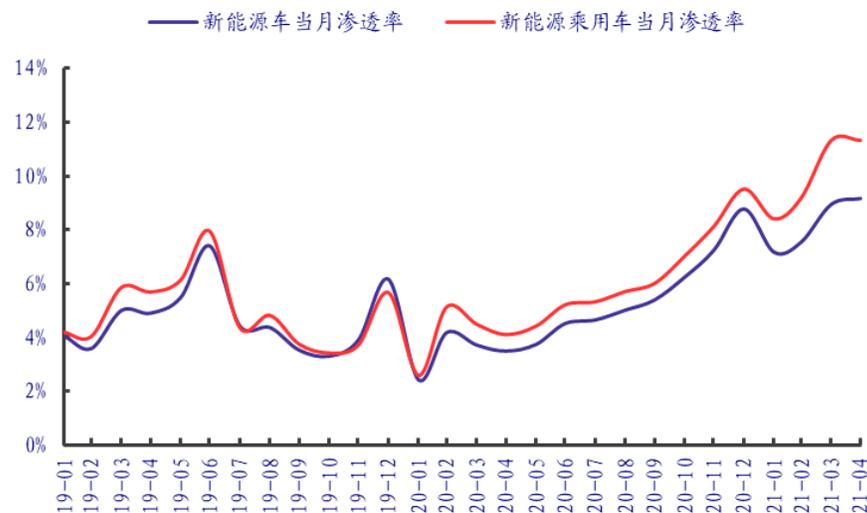
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (六) 电动化：“双碳”背景下，提速渗透

-2021年1-4月，国内新能源汽车累计销量约73.2万辆，同比+357.0%，同比19年增长203.3%，1-4月累计渗透率达到8.4%，较2020年提升约3个百分点。2021年3-4月，新能源乘用车渗透率连续两个月渗透率超过10%；

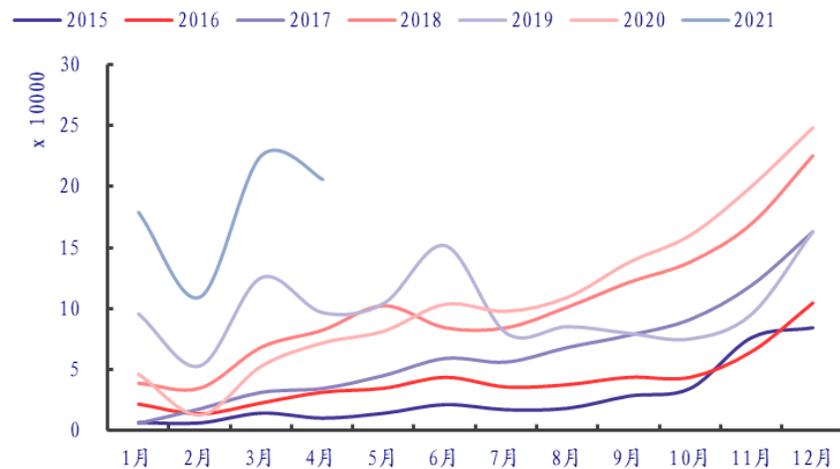
-2021年新能源车销量有望超过250万辆。

图：新能源车渗透率加速向上



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：新能源乘用车月度销量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (六) 电动化：结构目前相对稳定，传统车企快速追赶

-特斯拉仍稳居销量第一；

-长城、比亚迪、奇瑞等传统主机厂厚积薄发，新势力造车向特斯拉发起进攻；

-我们预计4月底的舆论风波不会改变特斯拉本身的龙头地位。

表：2021年1-5月国内新能源乘用车销量排名

2021.5	车型	销量	同比	2021.1-5	车型	销量	累计同比
1	宏光 MINI	29,706	-	1	宏光 MINI	99,090	-
2	特斯拉 Model Y	12,728	-	2	特斯拉 Model 3	68,330	121.9%
3	特斯拉 Model 3	9,208	-17.0%	3	特斯拉 Model Y	34,557	-
4	奔奔 EV	8,370	144.3%	4	比亚迪汉 EV	32,862	-
5	Aion S	6,752	111.3%	5	Aion S	26,383	81.8%
6	比亚迪汉 EV	5,763	-	6	欧拉黑猫	25,486	276.4%
7	奇瑞 eQ	5,632	119.7%	7	奇瑞 eQ	24,464	241.9%
8	比亚迪秦 PLUS DM-i	5,542	-	8	奔奔 EV	22,770	661.0%
9	理想 ONE	4,323	101.3%	9	理想 ONE	22,441	192.7%
10	小鹏 P7	3,797	1877.6%	10	小鹏 P7	14,766	7590.6%

资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

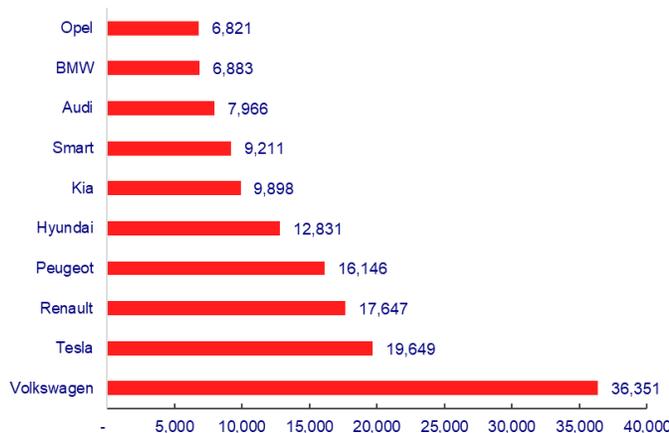
## (六) 电动化：5年全球两倍空间

-传统车企在产能规划、平台方面优势明显；

-大众品牌销量快速赶超Tesla，同平台可同步发行多款车型、消费者选择丰富；

-2025年预计全球1630万辆，中国600万辆。

图：欧洲新能源车 2021 年 1-4 月品牌销量前十



资料来源：EVsales，中国银河证券研究院

图：欧洲新能源车 2021 年 1-4 月车型销量前十



资料来源：EVsales，中国银河证券研究院

表：新能源车销量及预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国	125	121	132	<b>250</b>	<b>325</b>	<b>410</b>	<b>500</b>	<b>600</b>
同比	62.5%	-3.2%	9.1%	89.4%	30.0%	26.2%	22.0%	20.0%
海外	77	100	192	270	405	570	800	1030
同比	71.1%	29.9%	92.0%	40.6%	50.0%	40.7%	40.4%	28.8%
全球合计	202	221	324	<b>520</b>	<b>730</b>	<b>980</b>	<b>1300</b>	<b>1630</b>
同比	65.4%	9.4%	46.6%	60.5%	40.4%	34.2%	32.7%	25.4%

资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

## 二、趋势：智能化“竞赛”开启



# (一) 智能驾驶时代已到来

- 新势力**：以特斯拉、蔚来、小鹏等为代表，驾驶研发及座舱方面起步较早，独树一帜；
- 传统车企**：目前正加速投入智能驾驶领域，积极调整传统组织架构以应对新环境；
- 科技巨头**：以华为、百度、小米、富士康等为代表，具备强大研发能力以及供应链基础，未来或成为核心供应商或新入局者的角色。

图：智能驾驶产业链



资料来源：亿欧智库，银河证券研究研究

## (二) 智能驾驶渗透率提升

-传统主机厂目前仍落后于新势力车企

-目前L1级别辅助驾驶配置率相对较高，L3处在初期渗透阶段

表：智能化配置配备率

驾驶辅助级别	辅助系统名称	车企类别	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
L1	AEB 主动刹车	传统	51.7%	48.1%	42.5%	47.0%	61.5%
		新势力	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	ACC 自适应巡航	传统	51.3%	47.3%	40.2%	45.2%	59.9%
		新势力	100.0%	100.0%	98.2%	92.0%	91.0%
	LKA 车道保持辅助	传统	51.3%	47.3%	40.9%	44.7%	55.0%
		新势力	100.0%	100.0%	98.4%	94.2%	93.0%
BSD 并线辅助	传统	66.2%	66.1%	51.2%	51.9%	56.3%	
	新势力	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

资料来源：交强险，中国银河证券研究院

表：智能化配置配备率

驾驶辅助级别	辅助系统名称	车企类别	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
L2	ICA 集成式辅助巡航	传统	50.9%	47.0%	37.6%	39.3%	34.9%
		新势力	88.5%	80.3%	82.3%	80.1%	82.2%
	TJA 交通拥堵辅助	传统	50.9%	47.0%	37.6%	39.8%	48.6%
		新势力	88.5%	80.0%	81.2%	79.4%	81.2%
L2.5	ICC 智能领航系统	传统	50.9%	46.5%	37.3%	39.2%	44.2%
		新势力	88.5%	77.8%	77.7%	77.6%	81.2%
L3	NOP 导航辅助系统	传统	0.0%	0.7%	2.7%	3.4%	2.6%
		新势力	41.7%	35.4%	32.7%	38.0%	40.9%

资料来源：交强险，中国银河证券研究院

# (三) 软件赋能硬件，打开巨大成长空间

-单车驾驶辅助传感器种类、数量增长是大趋势；  
-高/低级别驾驶辅助系统单车价值差有约10倍；

图：安波福自动驾驶系统对应价值量



资料来源：Aptiv，中国银河证券研究院

表：自主品牌车型智能驾驶配备对比

品牌	车型	激光雷达	摄像头	超声波雷达	毫米波雷达
特斯拉	Model 3	-	8	12	1
蔚来	ES6	-	7	12	5
蔚来	EC6	-	7	12	5
蔚来	ET7	1	11	12	5
小鹏	G3	-	5	12	3
小鹏	P5	2	11	12	5
小鹏	P7	-	14	12	5
威马	ex6 plus	-	5	12	3
理想	理想 one	-	5	12	1
广汽	Aion S	-	5	12	5
广汽	Aion LX	-	5	12	5
上汽	MARVEL X	-	6	12	3
上汽	MARVEL R	-	5	12	5
上汽	智己 L7	-	12	12	5
比亚迪	汉	-	5	12	3
长城	摩卡	3	7	12	8
大众	ID. 4	-	5	12	3
奥迪	e-tron	1	5	12	7
北京奔驰	奔驰 EQC	-	5	12	3
华晨宝马	宝马 ix3	-	5	12	5
北汽蓝谷	阿尔法 S	3	5	12	6

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院整理

## (四) 自动驾驶与智能座舱相辅相成

-自动驾驶的普及赋予了智能座舱更大的发展空间，从量变带动车辆功能性、舒适性以及安全性的质变

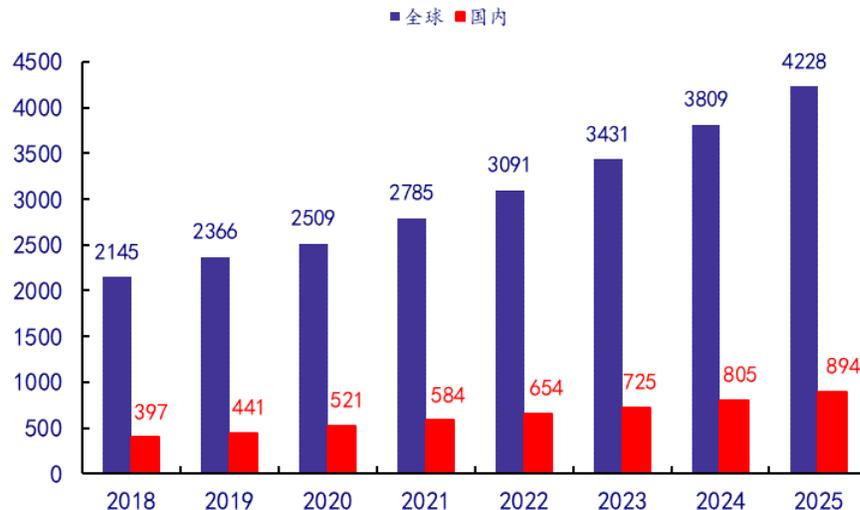
-2025年全球智能座舱市场有望超过4000亿元。

表：智能化配置配备率

辅助系统名称	车企类别	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
HUD 抬头显示	传统	0.6%	0.7%	3.5%	4.6%	8.9%
	新势力	0.1%	0.1%	2.4%	12.2%	19.2%
驾驶员检测	传统	0.9%	1.9%	3.4%	6.2%	21.2%
	新势力	83.5%	73.8%	77.6%	79.4%	75.6%
一芯多屏	传统	51.7%	48.2%	43.2%	45.9%	42.8%
	新势力	95.0%	93.5%	95.9%	95.8%	98.3%
自适应远光灯	传统	0.8%	1.3%	9.6%	13.8%	30.4%
	新势力	95.0%	93.5%	94.8%	92.1%	91.6%

资料来源：交强险，中国银河证券研究院

图. 全球智能座舱市场预测（亿元）

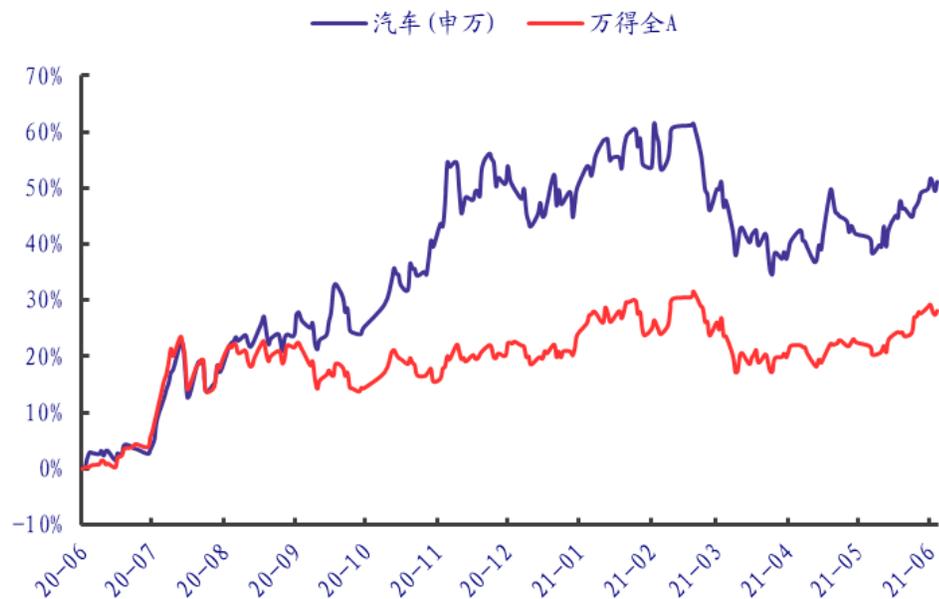


资料来源：银河证券研究研究

# 三、投资策略与风险提示

# (一) 汽车板块近一年走势较强，但21H1跑输大盘

图 16：近一年汽车（SW）指数走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：近一年汽车子行业指数走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

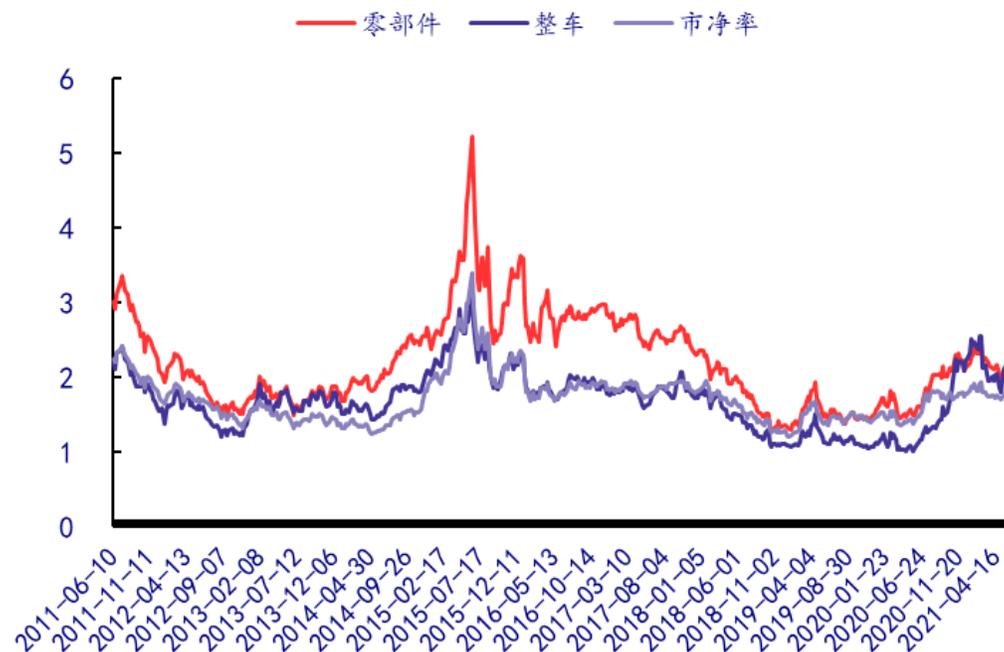
## (二) 目前PE/PB分位处于87%/59%

图 18：汽车及子行业近十年 PE（2021-06-04）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

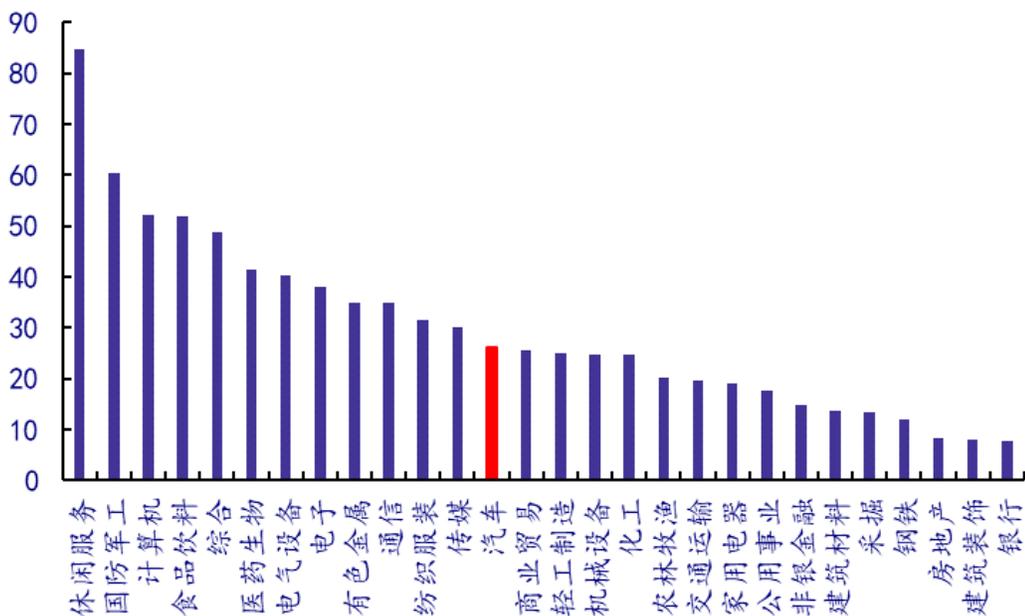
图 19：汽车及子行业近十年 PB（2021-06-04）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

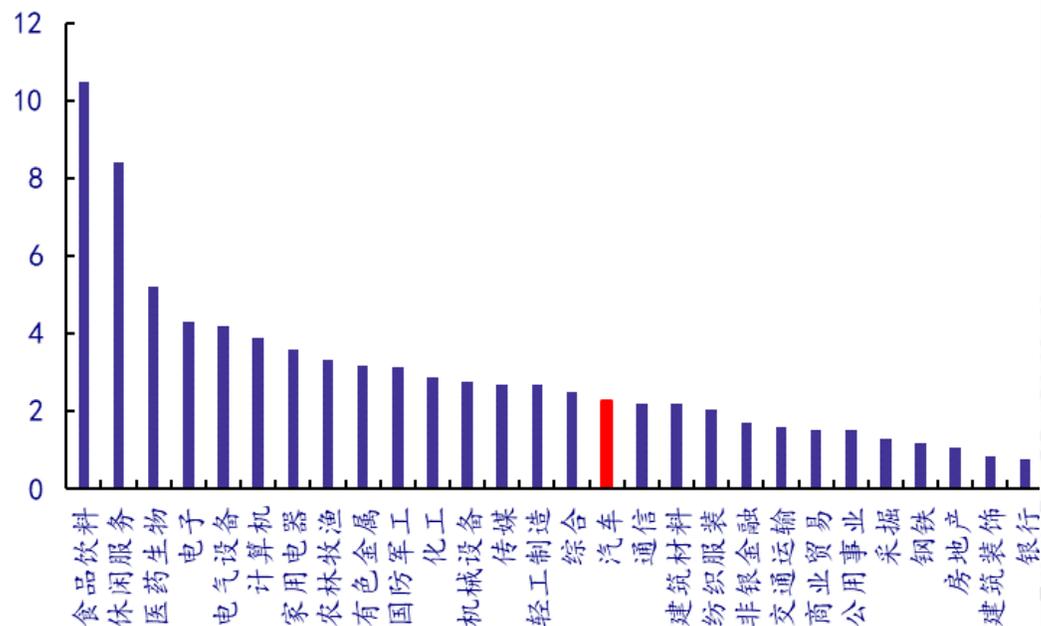
### (三) 与各行业PE/PB相比，均处于中游

图 20：各行业 PE 对比（2021-06-04）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21：各行业 PB 对比（2021-06-04）



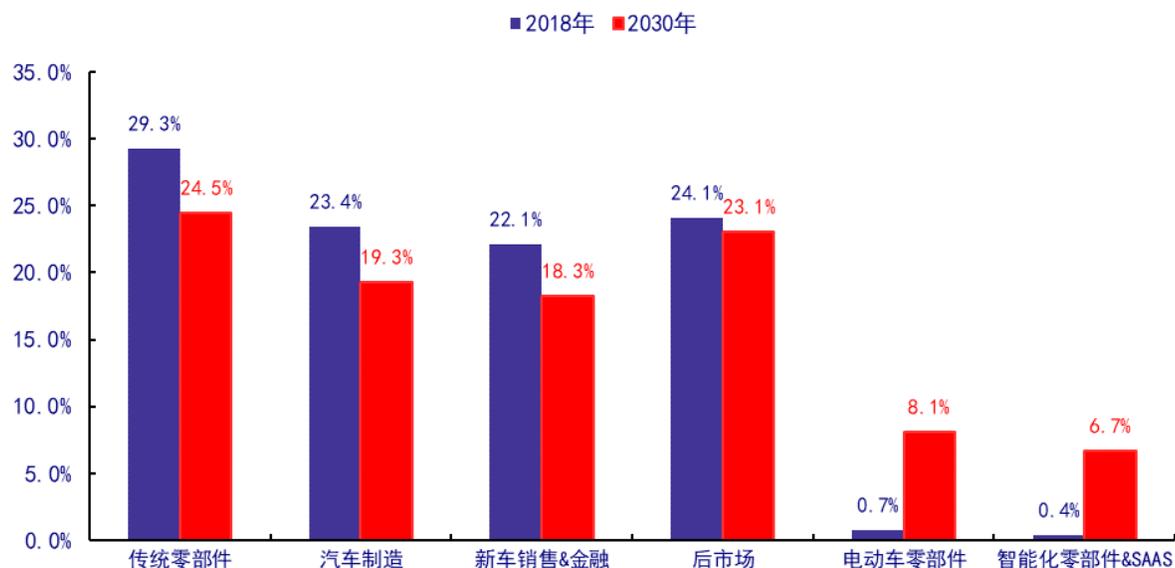
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (四) 乘用车投资逻辑

-变：电动、智能化变革导致产业链利润的结构发生变化；

-不变：产品定义能力和全栈研发能力仍是智能电动时代乘用车企业核心竞争力，头部OEM仍然应被赋予估值溢价。

图. 2018、2030年汽车产业链利润结构



资料来源：罗兰贝格，银河证券研究研究

### 三个逻辑：

- 1、“性价比”到“个性化”品牌
- 2、智能化、电动化布局彻底
- 3、头部、传统燃油车+新能源车份额双提升

## (四) 整车-自主品牌崛起：长城汽车 (601633.SH)

-细分市场龙头，车型强周期，电动智能化布局全面

-我们预计公司21-23年业绩预计归母净利润为75.1亿元/99.7亿元/119.0亿元，同比40.0%/32.8%/19.4%，对应EPS为0.8元/1.1元/1.3元，公司2021年6月9日收盘价格对应21-23年PE为49/37/31倍。我们维持“谨慎推荐”评级

表：长城汽车主要财务指标及预测（2021-06-09）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	96,210.69	103,307.61	129,857.67	149,322.84	164,631.53
增长率(%)	-3.04	7.38	25.70	14.99	10.25
归母净利润(百万元)	4,496.87	5,362.49	7,505.77	9,965.23	11,902.86
增长率(%)	-13.64	19.25	39.97	32.77	19.44
EPS(摊薄)	0.49	0.58	0.82	1.09	1.30
PE	18	69	49	37	31

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (四) 整车-华为产业链：长安汽车 (601633.SH)

-自主、合资周期齐向上，爆款车型稳增长；全面推进软件定义汽车。

-我们预计公司21-23年归母净利润为48.75/59.79/73.63亿元，同比+46.66%/+22.64%/+23.14%，对应EPS为0.90元/1.10/1.35元，公司2021年6月9日收盘价格21-23年PE为25/20/17。维持“推荐”评级

表：长安汽车主要财务指标及预测（2021-06-09）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	70,595.25	84,565.54	97,361.33	106,246.08	120,622.11
增长率(%)	6.48	19.79	15.13	9.13	13.53
归母净利润(百万元)	-2,646.72	3,324.25	4,875.28	5,979.01	7,362.55
增长率(%)	-488.81	225.60	46.66	22.64	23.14
EPS(摊薄)	-0.55	0.62	0.90	1.10	1.35
PE	-18	35	25	20	17

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (五) 零部件投资逻辑：智能化+全球替代

- 1、主流自主品牌纷纷推出高端品牌，大幅提升智能化配置，聚焦打造驾乘差异化体验；
- 2、高算力自动驾驶平台、激光雷达、高性能智能座舱 ⇨ 标配；
- 3、智能化部件有望迎来“量价齐升”机会；
- 4、海外智能化龙头在规模和技术成熟度上占**绝对优势**，但品牌的差异化体验需要**高度定制开发**，国内供应商具备较高同步研发响应速度和开发灵活性；
- 5、OEM销量下行+高研发投入，必然选择优质中国供应商。

## (五) 零部件-智能灯控：科博达 (603786.SH)

-以汽车照明控制器为核心的零部件细分龙头

-与大众集团合作稳固，新客户订单陆续SOP

-我们预计21-22年公司营收分别38.17亿元、48.77亿元，毛利率为34.13%、34.44%，EPS为1.61元、2.09元，公司2021年6月9日收盘价格21-22年PE为45/34，维持“推荐”评级

表：科博达主要财务指标及预测 (2020-06-09)

	2018A	2019A	2020	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,675.36	2922.14	2983.48	3816.98	4877.19
增长率(%)	23.77	676.53	550.23	717.93	935.31
归母净利润(百万元)	483.19	474.86	494.27	643.88	835.77
增长率(%)	44.42	-1.72	8.38	30.29	29.80
EPS(摊薄)	1.34	1.19	1.29	1.61	2.09
PE	-	44	53	45	34

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## (五) 零部件-智能座舱：均胜电子 (600699.SH)

-公司是传统汽车被动安全龙头供应商，全球市占率三成

-电动、智能化布局初显成效，并购整合接近尾声

-我们预计公司21-22年业绩预计归母净利润为亿11.4亿/15.6亿元，同比增84.9%/37.1%，对应EPS为0.83元/1.14元，对应PE为21/15倍。我们看好公司长期布局，维持“推荐”评级

表：均胜电子主要财务指标及预测 (2021-06-09)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	56,180.93	61,698.90	47,889.84	56,380.39	63,356.30
增长率(%)	111.16	9.82	-22.38	17.73	12.37
归母净利润(百万元)	1,317.99	940.06	616.17	1,139.38	1,562.41
增长率(%)	232.93	-28.68	-34.45	84.91	37.13
EPS(摊薄)	1.39	0.76	0.45	0.83	1.14
PE	17	24	56	21	15

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## (五) 零部件-综合龙头Tier1：华域汽车 (600741.SH)



-多品类业务受益行业电动智能化提升

-智能化、电动化、热管理、轻量化等增量业务利润占比超四成

-我们预计公司21-22年业绩预计归母净利为63.6亿/71.8亿元，同比17.8%/12.9%，对应EPS为2.02元/2.28元，对应PE为13/11倍。我们维持“推荐”评级。

表：华域汽车主要财务指标及预测（2021-06-09）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	157,170.24	144,023.63	133,557.64	140,185.16	150,674.53
增长率(%)	11.88	-8.36	-7.25	4.96	7.48
归母净利润(百万元)	8,027.18	6,463.16	5,403.28	6,361.99	7,183.74
增长率(%)	22.48	-19.48	-16.40	17.77	12.92
EPS(摊薄)	2.55	2.05	1.71	2.02	2.28
PE	7	13	15	12	11

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (六) 风险提示

- 新冠疫情带来的持续风险：**境内外不断的疫情导致的市场风险，成本上行、停产等，对行业上下游生产经营均有可能产生负面影响；
- 上游芯片供应的风险：**由新冠疫情、极端天气等导致的芯片供不应求的风险，可能将继续影响汽车芯片供给，供给恢复进度延期的风险；
- 大宗商品价格上涨的风险：**大宗商品价格上涨可能对制造业企业造成成本上行，盈利能力下降的风险；
- 车市销量不如预期的风险：**全球汽车销量2017年见顶以来连续三年同比下跌，全球经济复苏推迟将导致车市销量低于预期。

# 银河汽车团队介绍



**李泽晗**，汽车行业分析师，金融学硕士。本科毕业于阿德莱德大学，研究生毕业于悉尼科技大学。于2018年加入中国银河证券股份有限公司研究院投资研究部，从事汽车行业研究工作，专注于乘用车整车及其产业链研究。

# 评级标准

## 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

## 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

# 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK