

行业研究

11月新能源乘用车产销超40万辆，12月高景气度有望延续

——2021年11月汽车销量跟踪报告

要点

11月汽车市场产销同比下降，前11月汽车消费总体稳定

根据中汽协数据,2021/11汽车批发销量同比-9.1%/环比+8.1%至252.2万辆;其中,乘用车批发销量同比-4.7%/环比+9.2%至219.2万辆,商用车批发销量同比-30.3%/环比+1.1%至33.0万辆。2021年前11月汽车批发销量同比+4.5%至2,348.9万辆;其中,乘用车累计批发销量同比+7.1%至1,906.0万辆,商用车累计批发销量同比-5.3%至442.9万辆。为去除2020年疫情影响因素,我们将2021年前11月累计批发销量数据与2019年同期相比,结果显示汽车较2019年同期增长1.7%(乘用车下降0.9%,商用车增长13.9%)。

11月新能源汽车产销维持同比高速增长,再创新高

2021/11国内新能源汽车产量同比+127.8%/环比+15.1%至45.7万辆,新能源汽车销量同比+121.1%/环比+17.3%至45.0万辆(渗透率达17.8%);2021年前11月,新能源汽车累计产量同比+164.7%至302.3万辆,累计销量同比+166.8%至299.0万辆(渗透率达12.7%)。总体来看,产销量自2021年以来维持同比大涨的趋势,继续刷新当月历史记录。

11月新能源乘用车/商用车销量同环比增长,新能源乘用车渗透率达19.5%

2021/11新能源乘用车销量同比+125.9%/环比+16.8%至42.7万辆(渗透率达19.5%),新能源商用车销量同比+57.3%/环比+28.0%至2.3万辆(渗透率达7.0%)。2021年前11月新能源乘用车/商用车累计销量同比+177.6%/+54.5%至283.7万辆/15.2万辆,渗透率分别达15.1%/3.5%。

投资建议:持续看好A00车型/高端纯电动、以及插电混动车型销量爬坡趋势,预计2021E国内新能源汽车销量有望达340-350万辆。预计随着芯片短缺逐步缓解,行业或将切入补库,看好具有较强车型产品周期(供应链缓解的较强销量与盈利弹性)、以及新能源渗透率持续抬升/智能电动化推进路径清晰明确的车企。乘用车板块推荐长城汽车、吉利汽车、以及特斯拉,建议关注比亚迪。

风险分析:芯片短缺缓解不及预期;原材料价格上涨;行业增长不及预期;宏观经济因素扰动;新能源汽车政策变化带来负面影响;技术更新风险;市场竞争加剧带来的产能过剩风险等。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (市场货币)	EPS (财报货币)			PE (X)			投资 评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
0175.HK	吉利汽车	24.20	0.56	0.69	0.94	35	29	21	买入
601633.SH	长城汽车	56.75	0.58	0.76	1.17	97	74	48	增持
2333.HK	长城汽车	30.10	0.58	0.76	1.17	42	32	21	增持
TSLA.O	特斯拉	1,017.03	2.24	6.15	8.70	454	165	117	买入

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2021-12-10;汇率按1HKD=0.81694CNY换算

汽车和汽车零部件
买入(维持)

作者

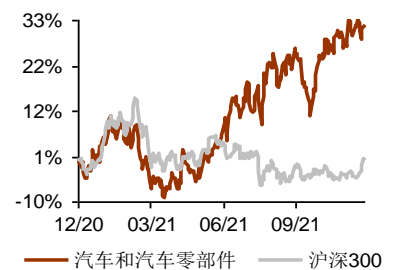
分析师:倪昱婧,CFA

执业证书编号:S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源:Wind

相关研报

新能源车渗透率再次近20%,年底或将进一步抬升——汽车和汽车零配件行业11月乘联会数据跟踪报告(2021-12-09)

11月小鹏理想交付量超预期,12月新势力或达全年订单峰值——新势力销量跟踪报告(2021-12-02)

和时间赛跑,与爆发力同行

——汽车行业2022年投资策略(2021-10-28)

目 录

1、 11 月产销同比下降，前 11 月汽车消费总体保持稳定	4
1.1、 汽车：11 月产销同比下降	4
1.2、 乘用车：11 月零售端改善较弱	5
1.3、 商用车：11 月销量同比大幅下降	6
2、 库存：前三季度去库存明显，近两个月厂商库存迅速回补	9
3、 新能源汽车：11 月产销均超 40 万辆	10
3.1、 新能源汽车：11 月销量同比+121.1%/环比+17.3%至 45.0 万辆，新能源汽车渗透率 17.8%	10
3.2、 乘用车：11 月销量同比+125.9%/环比+16.8%至 42.7 万辆，新能源乘用车渗透率达 19.5%	11
3.3、 商用车：11 月销量同比+57.3%/环比+28.0%至 2.3 万辆，新能源商用车渗透率达 7.0%	12
4、 11 月至今汽车行业估值震荡上行	14
5、 投资建议	15
6、 风险分析	16

图目录

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

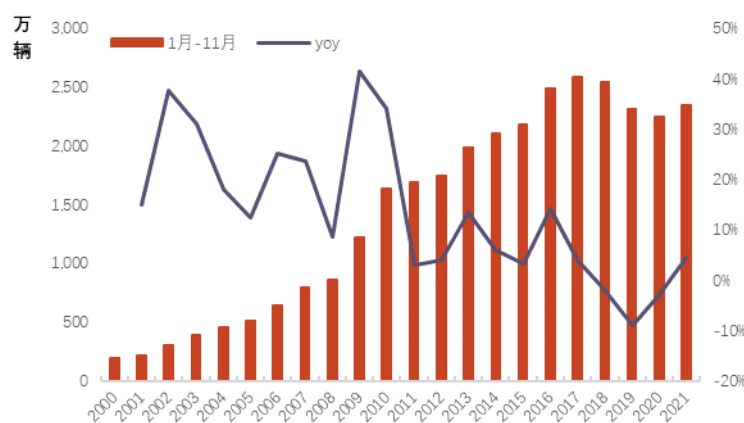
1、11月产销同比下降，前11月汽车消费总体保持稳定

1.1、汽车：11月产销同比下降

11月汽车产销同比下降。根据中汽协数据，11月，汽车批发销量同比-9.1%/环比+8.1%至252.2万辆；其中，乘用车销量同比-4.7%/环比+9.2%至219.2万辆，商用车销量同比-30.3%/环比+1.1%至33.0万辆。2021年前11月汽车批发销量同比+4.5%至2,348.9万辆；其中，乘用车累计销量同比+7.1%至1,906.0万辆，商用车累计销量同比-5.3%至442.9万辆。为去除2020年疫情影响因素，我们将2021年前11月累计数据与2019年同期相比，结果显示汽车销量较2019年同期增长1.7%，其中，乘用车降低0.9%，商用车增长13.9%。

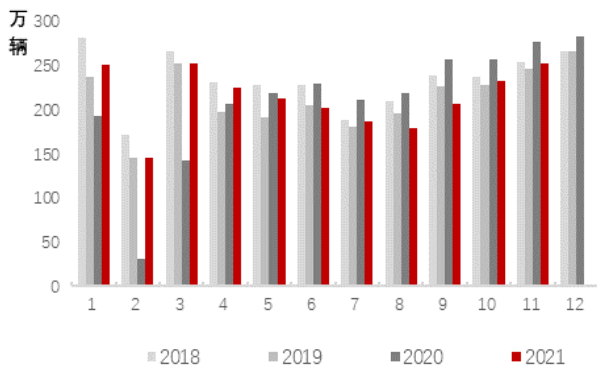
11月批发销量低于产量。11月，汽车产量同比-9.3%/环比+10.9%至258.5万辆，其中，乘用车产量同比-4.3%/环比+12.2%至223.1万辆，商用车产量同比-31.9%/环比+3.2%至35.3万辆。2021年前11月，汽车产量累计同比+3.5%至2,317.2万辆，其中乘用车产量同比+6.9%至1,887.9万辆，商用车累计产量同比-9.1%至429.3万辆。

图1：历年1月-11月汽车累计批发销量（单位：万辆）



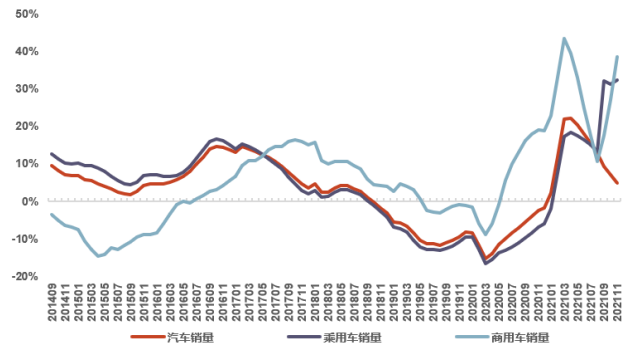
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 2：汽车月度批发销量（单位：万辆）



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

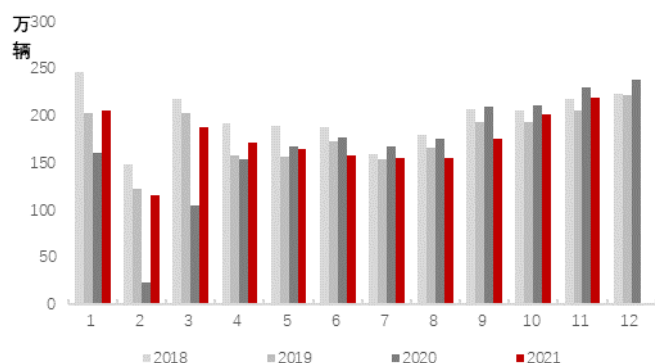
1.2、乘用车：11 月零售端改善较弱

批发端：11 月同比下降，环比小幅上升，2021 年前 11 月累计同比表现较好。乘用车分车型看，轿车 11 月批发销量同比-3.3%/环比+9.2%至 100.9 万辆，2021 年前 11 月累计销量同比+7.1%至 880.9 万辆，较 2019 年同期-5.0%；SUV 11 月批发销量同比-5.0%/环比+10.9%至 103.6 万辆，2021 年前 11 月累计销量同比+7.6%至 895.9 万辆，较 2019 年同期+7.0%；MPV 11 月批发销量同比-14.7%/环比-5.1%至 10.8 万辆，2021 年前 11 月累计销量同比+3.4%至 94.2 万辆，较 2019 年同期-23.8%；交叉乘用车 11 月销量同比-0.8%/环比+12.3%至 3.9 万辆，2021 年前 11 月累计销量同比+2.6%至 35.0 万辆，较 2019 年同期-0.4%。

零售端：11 月零售稍有改善，但整体不强，2021 年前 11 月累计同比表现较好。据乘联会数据，11 月广义乘用车零售销量同比-12.5%/环比+6.2%至 184.5 万辆。零售端受到有利不利因素双重影响，虽然疫情和缺芯的影响边际改善，但是 1) 疫情反复对进店量影响较大，同时导致服务业修复受阻；2) 供给影响制约和经济指标回落压力，3) 就业预期和信心偏弱，消费需求增长乏力，对中高端车型不利。目前芯片带来供给的总量不足和结构失衡制约仍未完全消除，畅销车型资源依然紧张，对终端的制约仍需时间调整。

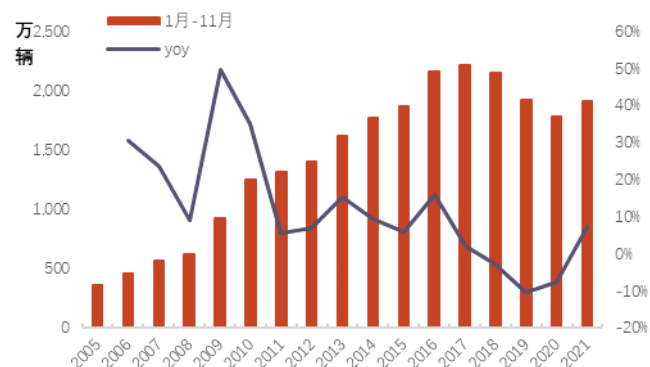
2021 年前 11 月，广义乘用车累计零售销量同比+6.1%至 1,834.5 万辆，较 2021 年前 10 月累计增速下降 2.6 个百分点，增速下滑原因主要是 2020 年 7-11 月零售高基数的影响。今年 1-11 月同比增量 110 万辆中新能源车增量 161 万辆，占总增量 146%，对 1-11 月同比增速贡献了 9 个百分点。

图 4：乘用车月度批发销量（单位：万辆）



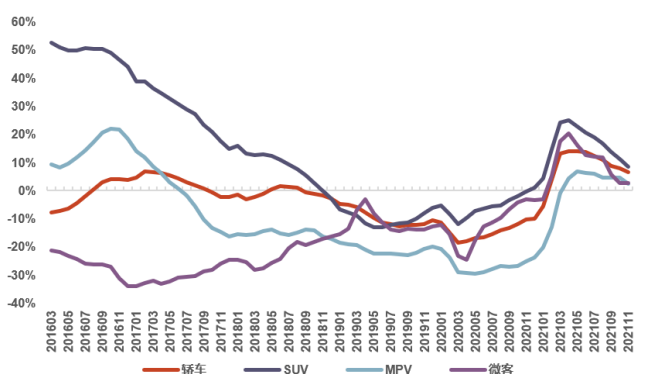
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 5：历年 1 月-11 月乘用车累计批发销量（单位：万辆）



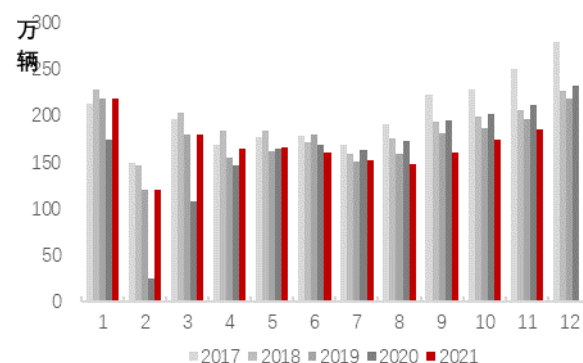
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

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（单位：万辆）

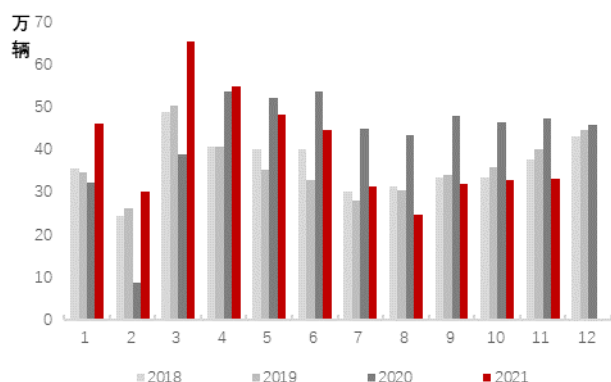


资料来源：乘联会，光大证券研究所整理

1.3、商用车：11 月销量同比大幅下降

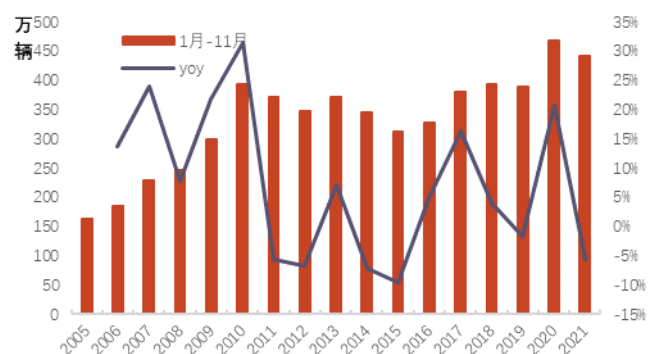
商用车受国六排放标准切换，“蓝牌轻卡”政策预期带来的消费观望，房地产开发行业较冷以及前期政策红利逐步减弱等因素，下半年商用车市场弱于上半年。11 月商用车销量同比-30.3%/环比+1.1%至 33.0 万辆，2021 年前 11 月累计销量同比-5.3%至 442.9 万辆，较 2019 年同期+13.9%。其中，货车 11 月销量同比-31.9%/环比+0.9%至 29.0 万辆，2021 年前 11 月累计销量同比-7.3%至 397.7 万辆，较 2019 年同期+14.3%；客车 11 月销量同比-16.5%/环比+2.5%至 4.0 万辆，2021 年前 11 月累计销量同比+16.9%至 45.1 万辆，较 2019 年同期+10.6%。

图 8：商用车月度批发销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

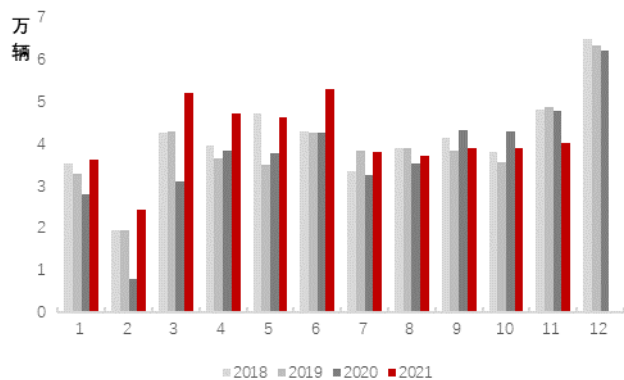
图 9：历年 1 月-11 月商用车累计批发销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

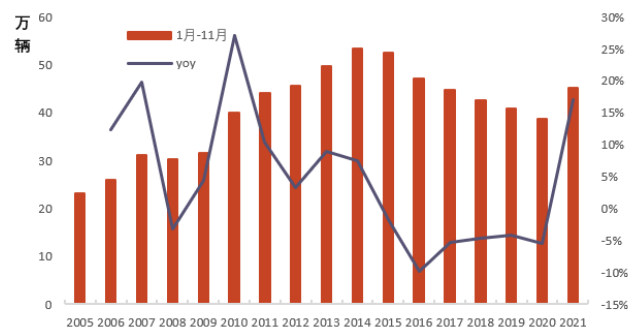
客车方面，销量同比年内继九月后三次下滑，三类车型销量均同比下滑/环比持平。11月大型客车销量同比-32.0%/环比持平至0.4万辆，2021年前11月累计销量同比-17.9%至3.91万辆，较2019年同期-34.9%；11月中型客车销量同比-22.9%/环比持平至0.4万辆，2021年前11月累计销量同比-2.8%至3.82万辆，较2019年同期-30.6%；11月轻型客车销量同比-12.9%/环比持平至3.2万辆，2021年前11月累计销量同比+24.7%至37.3万辆，较2019年同期+27.3%。

图 10：客车月度批发销量（单位：万辆）



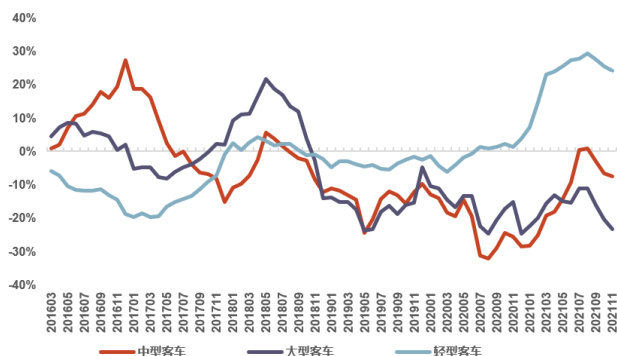
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 11：历年 1 月-11 月客车累计批发销量（单位：万辆）



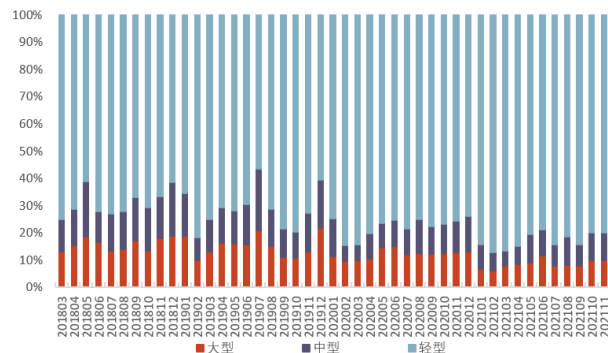
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

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

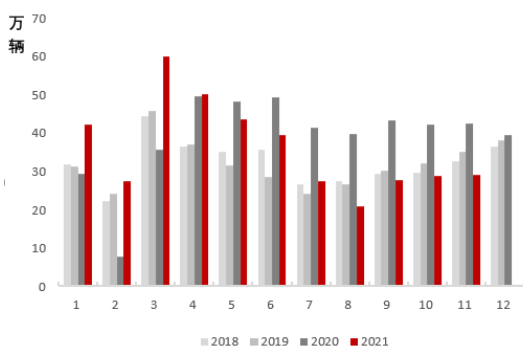
图 13: 客车各车型月度批发销量份额



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

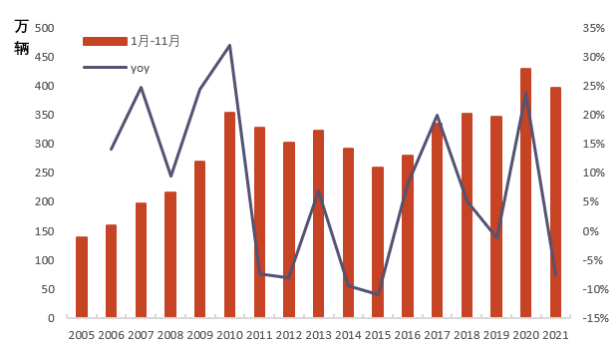
货车方面, 11 月除微货销量增长以外, 其他车型销量均同比下降, 其中重型货车减量最多, 降幅最大。11 月重型货车销量同比-62.3%/环比-3.6%至 5.1 万辆, 2021 年前 11 月累计销量同比-13.9%至 129.8 万辆, 较 2019 年同期+20.0%; 11 月中型货车销量同比-8.2%/环比+8.3%至 1.3 万辆, 2021 年前 11 月累计销量同比+13.5%至 16.4 万辆, 较 2019 年同期+29.3%; 11 月轻型货车销量同比-26.0%/环比-3.4%至 15.5 万辆, 2021 年前 11 月累计销量同比-4.2%至 192.1 万辆, 较 2019 年同期+13.6%; 11 月微型货车销量同比+7.0%/环比-2.4%至 7.0 万辆, 2021 年前 11 月累计销量同比-14.0%至 54.3 万辆, 较 2019 年同期-4.6%。

图 14: 货车月度批发销量 (单位: 万辆)



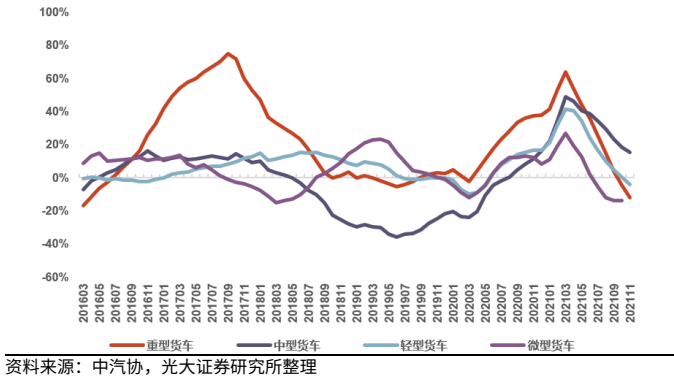
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 15: 历年 1 月-11 月货车累计批发销量 (单位: 万辆)



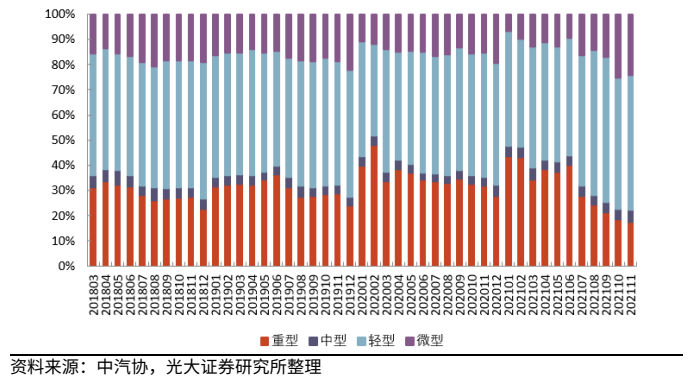
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

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

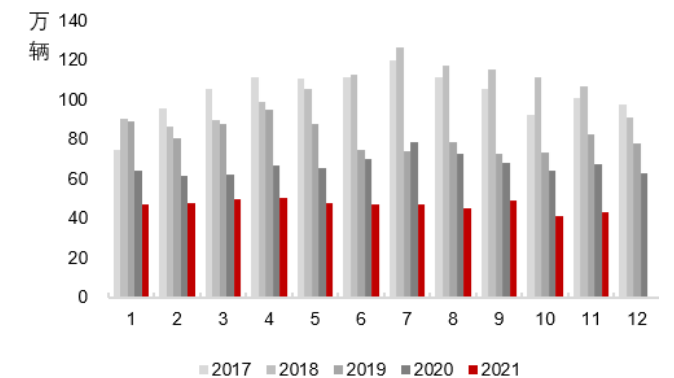
2、库存：前三季度去库存明显，近两个月厂商库存迅速回补

11 月汽车产量高于批发销量，月末整体厂商库存有所上升。据中汽协数据，11 月末汽车厂商库存较月初+4.3%至 72.4 万辆。其中，乘用车库存较月初+4.6%至 43.3 万辆，商用车库存较月初+3.6%至 29.0 万辆。

据汽车流通协会数据，11 月汽车经销商库存预警指数同比-5.1pct/环比+2.9pct 至 55.4%，库存预警指数逼近荣枯线，位于不景气区间。11 月汽车经销商综合库存系数为同比-21.5%/环比+4.7%至 1.35，库存水平回升，但仍处于警戒线下方（已连续六个月位于警戒线下方）。

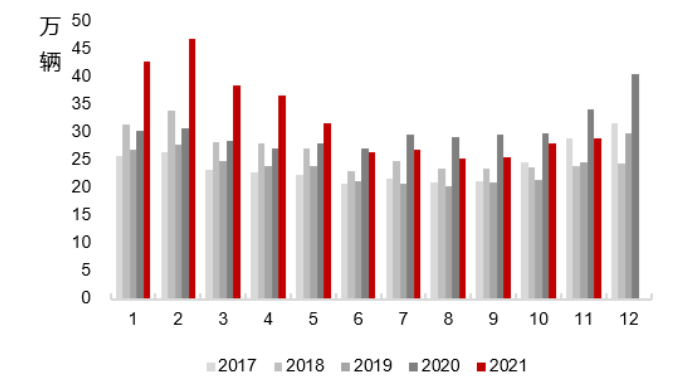
据乘联会数据，今年前三季度去库存明显，近两个月厂商库存迅速回补。11 月末厂商库存环比增长 8 万辆，渠道库存环比增加 19 万辆；历年的 11 月是建库存的重要节点，今年的 11 月库存建立较好，奠定了年末销量冲刺的基础。2021 年前 11 月厂商库存减少 23 万辆，相较历年 1-11 月库存减少幅度偏大，形成连续四年强力去库存的特征。2021 年前 11 月的渠道库存相对减少 57 万辆，较 2020 年的 1-11 月去库存 20 万辆的缺货压力仍巨大。

图 18: 厂商月末乘用车库存 (单位: 万辆)



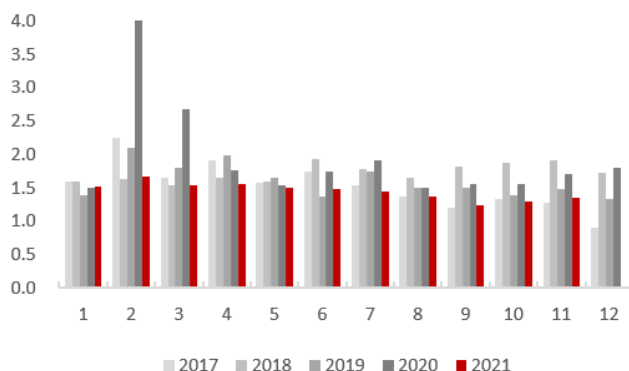
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 19: 厂商月末商用车库存 (单位: 万辆)



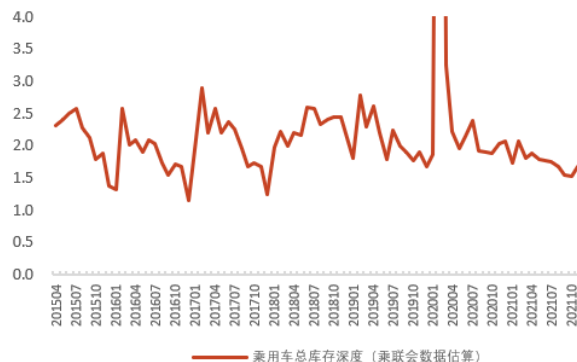
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

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 (单位: 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

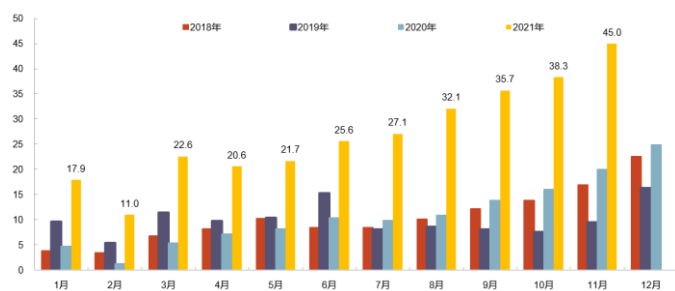
3、新能源汽车: 11月产销均超40万辆

3.1、新能源汽车: 11月销量同比+121.1%/环比+17.3%至45.0万辆, 新能源汽车渗透率17.8%

11月, 国内新能源汽车产量同比+127.8%/环比+15.1%至45.7万辆, 新能源汽车销量同比+121.1%/环比+17.3%至45.0万辆 (渗透率达17.8%); 2021年前11月, 新能源汽车累计产量同比+164.7%至302.3万辆, 累计销量同比+166.8%至299.0万辆 (渗透率达12.7%)。总体来看, 产销量自2021年以来维持同比大涨的趋势, 继续刷新当月历史记录。

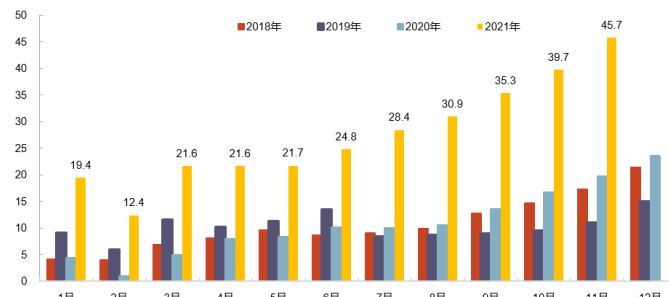
从销量结构来看, 11月国内新能源乘用车销量42.7万辆, 占新能源汽车比例为94.9%, 较10月略有下降; 新能源商用车销量2.3万辆, 占新能源汽车比例为5.1%。

图 22: 2018-2021年11月新能源汽车单月销量 (单位: 万辆)



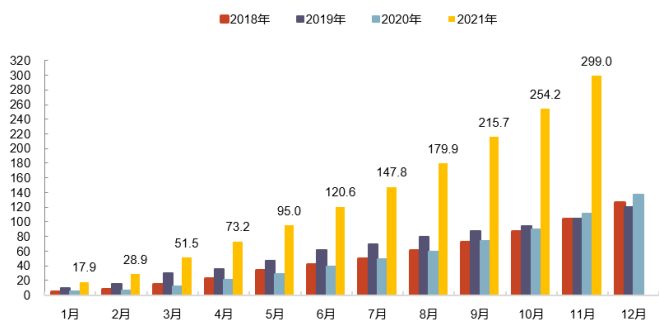
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 23: 2018-2021年11月新能源汽车单月产量 (单位: 万辆)



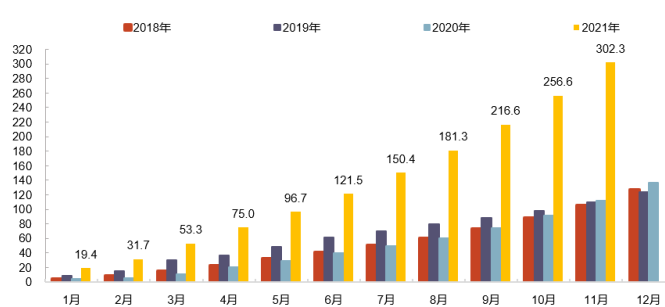
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 24: 2018-2021 年 11 月新能源汽车累计销量 (单位: 万辆)



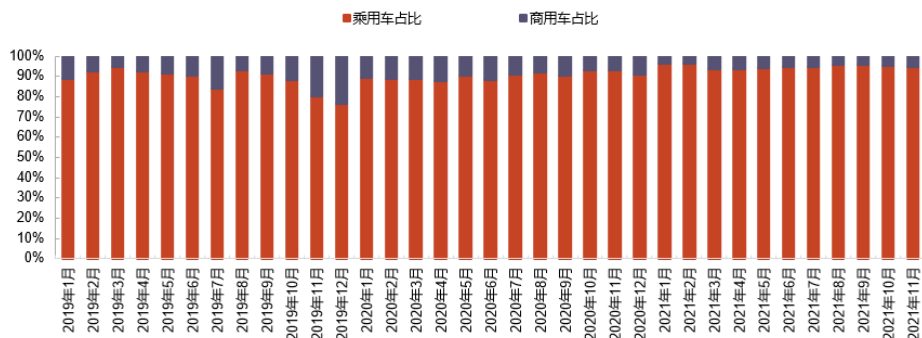
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 25: 2018-2021 年 11 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

图 26: 2019-2021 年 11 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: 11 月销量同比+125.9%/环比+16.8%至 42.7 万辆, 新能源乘用车渗透率达 19.5%

据中汽协数据, 11 月国内新能源乘用车销量同比+125.9%/环比+16.8%至 42.7 万辆, 2021 年前 11 月, 新能源乘用车累计销量+177.6%至 283.7 万辆。其中, 11 月国内纯电动乘用车销量同比+116.1%/环比+13.8%至 33.9 万辆, 2021 年前 11 月, 国内纯电动乘用车销量同比+185.3%至 231.8 万辆; 11 月插电混动乘用车销量同比+174.0%/环比+30.3%至 8.8 万辆, 2021 年前 11 月, 插混乘用车销量同比+147.6%至 51.9 万辆。

从销售端渗透率来看, 新能源乘用车 11 月渗透率达 19.5%, 2021 年前 11 月累计渗透率达 15.1%。

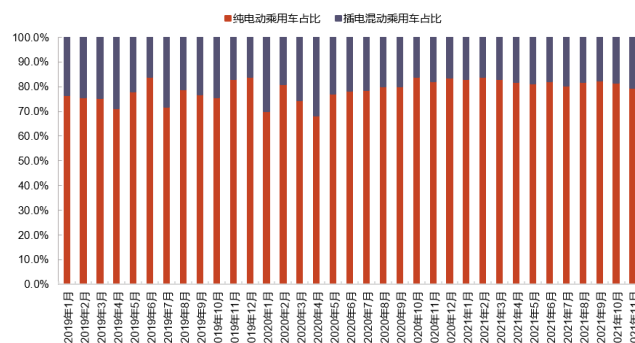
图 27: 2019-2021 年 11 月 EV/PHEV 乘用车单月销量

(单位: 万辆)



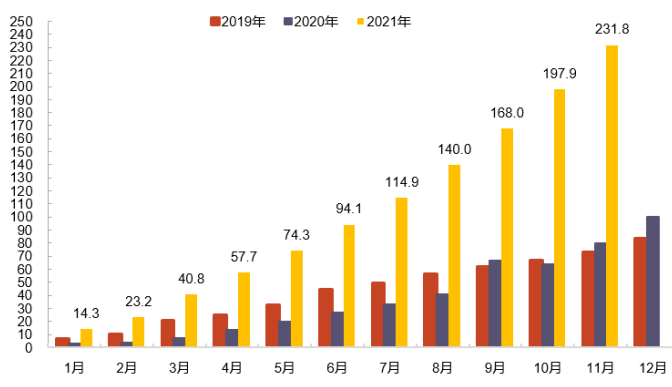
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 28: 2019-2021 年 11 月新能源乘用车单月销量结构



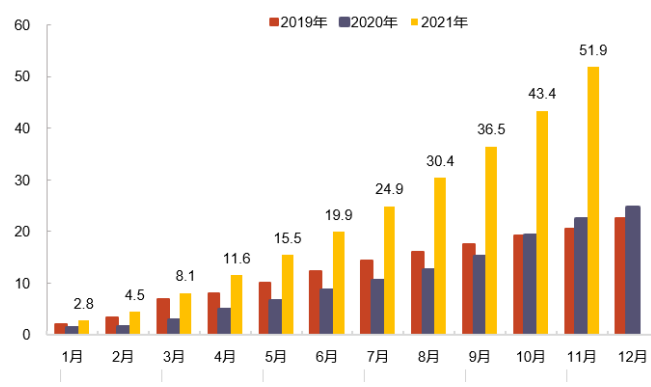
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 29: 2019-2021 年 11 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 11 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:11 月销量同比+57.3%/环比+28.0%至 2.3 万辆, 新能源商用车渗透率达 7.0%

根据中汽协的数据, 11 月, 新能源商用车销量同比+57.3%/环比+28.0%至 2.3 万辆, 2021 年前 11 月, 新能源商用车累计销量同比+54.5%至 15.2 万辆。其中, 11 月国内纯电动商用车销量同比+60.2%/环比+25.3%至 2.2 万辆, 2021 年前 11 月, 国内纯电动商用车销量同比+58.3%至 14.8 万辆; 11 月插电混动商用车销量同比+34.3%/环比+321.2%至 0.06 万辆, 2021 年前 11 月, 插混商用车销量同比-28.2%至 0.3 万辆。

从销售端渗透率来看, 11 月新能源商用车渗透率为 7.0%, 2021 年 1-11 月累计渗透率仅为 3.5%。

图 31：2018 年-2021 年 11 月国内新能源商用车单月销量（单位：万辆）

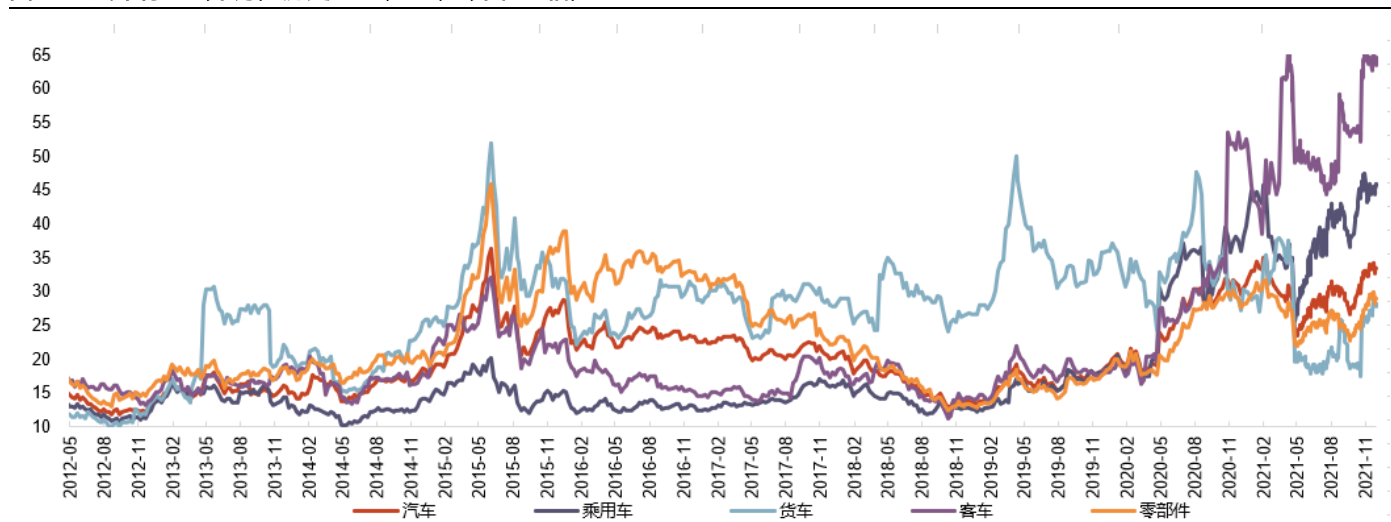


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

4、11 月至今汽车行业估值震荡上行

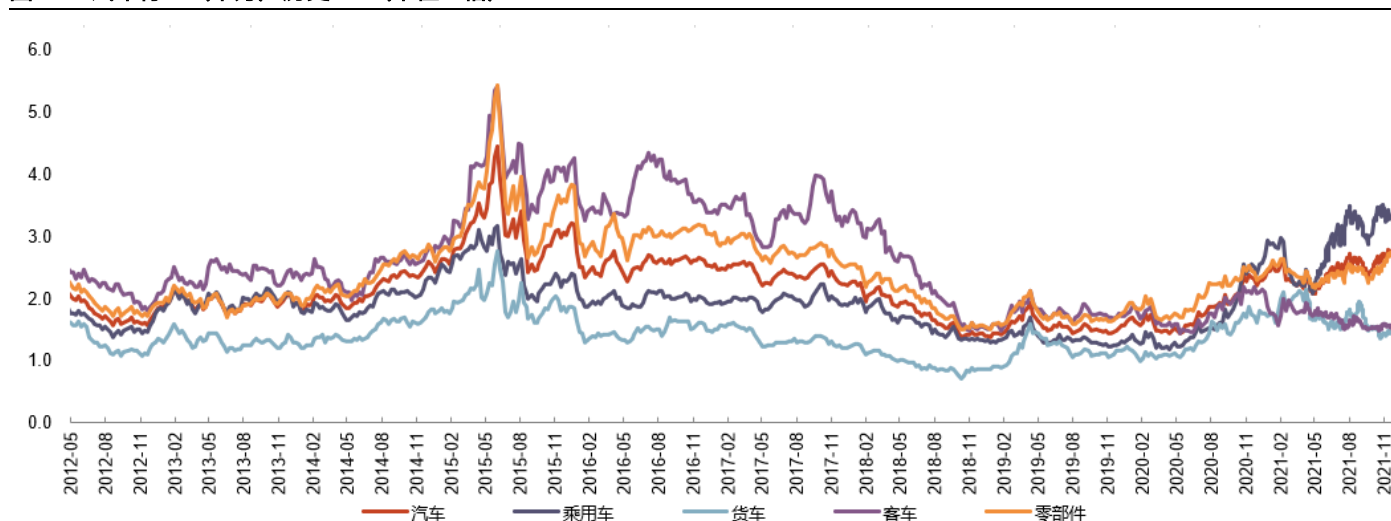
2021 年 11 月至今，汽车板块 PE 估值震荡上行，其中，零部件和货车 PE 估值涨幅明显。

图 32：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：2021.12.10）

图 33：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：2021.12.10）

5、投资建议

我们持续看好 4Q21E A00 车型/高端纯电动、以及插电混动车型销量爬坡趋势，预计 2021E 国内新能源汽车销量有望达 330-350 万辆。当前行业处于库存低位，看好具有较强车型产品周期（芯片供应缓解具有较强销量与盈利弹性）、以及新能源渗透率持续抬升/智能电动化推进路径清晰明确的车企。

乘用车板块推荐吉利汽车、长城汽车、以及特斯拉，建议关注比亚迪。

6、风险分析

- 1.芯片短缺缓解不及预期：芯片复产节奏滞缓，导致芯片短缺缓解不及预期。
- 2.原材料价格上涨：汽车上游原材料持续上涨，零部件成本上升，导致企业毛利承压。
- 3.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。
- 4.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。
- 5.汽车促销政策落地不及预期：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。
- 6.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。
- 7.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。
- 8.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
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE