

汽车及汽车零部件行业研究 买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 联系人：江莹
chenchuanhong@gjzq.com.cn jiangying2@gjzq.com.cn

分析师：苏晨（执业 S1130522010001）
suchen@gjzq.com.cn

欧美 2 月数据强劲，国内价格波动本质是油车最后反击

本周行业重要变化：

- 1) 3月10日，氢氧化锂报价 40.40 万元/吨，较上周下降 2.88%；碳酸锂报价 35.95 万元/吨，较上周下降 6.01%。
- 2) 终端：2月第4周，电车上周 11.2w 万辆，同/环比+12.2%/+11.1%，较上月+521.1%，渗透率 34.8%（上周 T 出口 0 艘，累计 8 艘）。乘用车 32.2w，同/环比-17.2%/+4.5%，较上月+255.6%。

本周核心观点：

终端：国内价格体系波动加大，欧美车市维持强劲。1、国内：最近投资者较多关注终端所谓的“价格战”现象。我们认为，随着国内电动化渗透率达到 33%，燃油车销量一路下跌，势必会有降价促销情况出现，现在所谓的“价格战”现象，本质上是燃油车“最后的反击”，电动车逻辑是在强化而非弱化。目前阶段，市场从对行业量价的担忧，逐步转化成对价的担忧，我们认为，后续板块的投资机会，主要出现在市场对“价格”判断的预期差上，关注产品议价能力强、护城河高的特斯拉等龙头供应链；**2、海外：**欧美车市维持 1 月的强势，2 月美国汽车销量 113.6 万辆，同比+8%，环比+7%。欧洲 10 国汽车销量 70.8 万辆，同比+11%，环比+1%。电动车看，美国基本符合预期，欧洲略超预期。美国 BEV+PHEV 销量 9 万辆，同比+51%，环比-12%。欧洲 10 国 BEV+PHEV 销量 13.7 万辆，同比+6%，环比+22%。

龙头公司及产业链：1、特斯拉：中美欧 2 月销量分别为 3.4、6、2.3 万，同环比增长持续。根据目前我们对国内的新增订单跟踪，近周特斯拉网络订单环比恢复高增长，幅度约+20%；**2、宁德时代：**4q22 单 GWh 净利达到 0.089 元/Wh，逆势新高。由于宁德时代今年碳酸锂自给率提升、中游材料议价差拉大，今年公司具备主动价格战能力，盈利能力预计较为稳定；**3、中游景气度领先指标是终端销量，而非排产：**3 月电池中游排产环比+10%，并不意味着需求不行。Q1 产业链一直去库存，今年销量是领先指标而非排产，排产反而是滞后指标。预计 4 月开始，中游在议价谈判结束和终端放量时，加库周期将开启。

国产替代和出海：2 月整车出海继续高增。2 月乘用车出口（含整车与 CKD）25 万辆，同/环比+89%/+8%。1-2 月乘用车出口 48.8 万辆，同比+61%。其中 2 月电车出口 7.9 万辆，同/环比+74.4%/+6.7%，当月 BEV 占比 96%；1-2 月电车出口 15.3 万辆，同比+57.2%。分车企看，特斯拉中国 40479 辆、上汽乘用车 16827 辆、比亚迪汽车 15002 辆分列三甲。

疫后复苏：商用车复苏正在兑现，2 月客+货同环比高增。根据中汽协数据，2 月商用车销量 32.4 万辆，同/环比+79.4%/+29.1%其中 2 月货车销售 29 万辆，同/环比+27.7%/82.6%，1-2 月货车累计销售 44.9 万辆，同比-17.1%；客车方面，2 月共销售 3.3 万辆，同/环比+43.1%/55.3%，1-2 月累计销售 5.5 万辆，同比+2%；2 月国内重卡销量约 6.8 万辆。同比+15%，环比+50%。

车+研究：由于经济性优势显著，机器人在物流领域应用加速，根据我们对行业公司的调研跟踪，仓储、物流等行业，疫后无人化和自动化需求边际提升较快。

投资建议：静待行业需求拐点，短期寻找结构性机会为主。选股上建议重点关注新（新技术）、龙（龙头公司及产业链）、替（国产替代）三大方向。电池：看好低成本龙头宁德时代、恩捷股份、天赐材料等，0-1 新技术建议关注芳纶涂覆、4680、钠离子、PET 等方向；汽零：推荐长期成长最确定的特斯拉、比亚迪和国车供应链，重点推荐特斯拉供应链，重点关注东山精密等，国产替代方向关注国产化率低的主被动安全件，新技术方向关注空悬（23 年渗透率加速增长，装机量 YOY+180%）、微电机执行系统（智能化闭环必选配置）等。

本周重要行业事件

宁德时代 22 年年报点评，欧洲 2 月销量数据发布，燃油车价格战。

子行业推荐组合

详见后页正文。

风险提示

电动车补贴政策不及预期，汽车与电动车销量不及预期。

内容目录

一、终端：销量、新事件及新车型	4
1.1 欧美：汽车市场表现好转，销量持续恢复	4
1.2 国内：2月销量恢复，电车上险持续提升	4
1.3 事件：3月燃油车降价潮，长城新能源大会召开	5
1.4 新车型：3月“新车潮”蓄势待发	5
二、龙头与产业链	7
2.1 龙头企业事件点评	7
2.2 电池产业链价格	8
三、国产替代&出海	11
3.1 4680 电池：特斯拉就削减电池材料成本积极接洽百科技和东山精密等亚洲合作伙伴	11
3.2 整车出口：2月汽车出口势头迅猛，延续 22Q4 强势增长特征	11
四、新技术	11
固态电池：厦钨新能固态电解质已实现吨级生产	11
五、商用车：2月同环比销量均显著增长，福田 2 月销量公布	12
5.1 销量：2月销量 32.4 万辆同比+29.1%，客货同环比均显著恢复	12
5.2 北汽福田：商用车累计同比 15.8%，新能源大涨 136.6%	12
六、两轮车：气温回升，摩托车销量料将逐步回暖	12
6.1 春风动力 X0 狍狍订单状况较好，春风和钱江新品频出	12
6.2 钱江摩托定增上市，彰显实控人对公司未来发展信心	13
七、车+研究	13
7.1 机器人：谷歌发布史上最大多模态模型机器人，决策大模型有望率先受益	13
7.2 储能：本周招标/中标 1273/200MWh，中标平均储能时长为 2h，钒电池项目招标 2.5MWh	13
八、投资建议	14
九、风险提示	14

图表目录

图表 1：长安深蓝 S7 外观	5
图表 2：长安深蓝 S7 内饰	5
图表 3：蔚来 ET5 旅行版申报图	6
图表 4：小鹏 G6 申报图	6
图表 5：腾势 N7 外观	6
图表 6：腾势 N7 申报图	6
图表 7：MB 钴报价（美元/磅）	9

图表 8: 锂资源 (万元/吨)	9
图表 9: 三元材料价格 (万元/吨)	9
图表 10: 负极材料价格 (万元/吨)	10
图表 11: 负极石墨化价格 (万元/吨)	10
图表 12: 六氟磷酸锂均价 (万元/吨)	10
图表 13: 三元电池电解液均价 (万元/吨)	10
图表 14: 国产中端 9um/湿法均价 (元/平米)	10
图表 15: 方形动力电池价格 (元/wh)	11
图表 16: 春风和钱江各年推出的新品	12
图表 17: 钱江摩托定增发行对象是实控人	13
图表 18: 公司股权激励对收入、利润及研发投入均进行考核	13

一、终端：销量、新事件及新车型

1.1 欧美：汽车市场表现好转，销量持续恢复

1.1.1 美国：2月汽车同环比均增长

随着供应链的好转，以及美国市场需求持续恢复，2月美国汽车销量同/环比均增，表现较好；其中在政策支持下电车销售依旧维持同比较高增长，符合我们的市场预期。3月份季度末冲量效应下，预期美国乘用车/电车销量将持续增长，市场的悲观情绪有望在Q1得到修正。

23年2月，美国汽车销量113.6万辆，同比+8%，环比+7%，累计220.2万辆，同比+8%。BEV+PHEV销量9万辆，同比+51%，环比-12%；1-2月累计19.2万辆，同比+70%，渗透率7.9%。其中BEV 7.4万辆，同比+68%，环比-14%，累计16万辆，同比+88%。PHEV 1.6万辆，同比+4%，环比-1%，累计3.2万辆，同比+16%。

1.1.2 欧洲九国和其余细分国家：销量持续恢复，电车反弹明显

2月欧洲九国销售数据已全部出炉，欧洲汽车市场随着供应链好转，叠加市场需求较强，销量持续恢复，符合我们之前判断。电动车2月销量反弹明显，累计销量已经追平去年同期，3月作为季度末有望冲量，预计销量环比将大幅提升。

欧洲九国合计：汽车销量70.8万辆，同比+11%，环比+1%，累计140.8万辆，同比+10%。BEV+PHEV销量13.7万辆，同比+6%，环比+22%，累计24.9万辆，同比0%，渗透率19.3%，累计渗透17.7%。其中BEV 9.2万辆，同比+24%，环比+35%，累计16万辆，同比+13%。PHEV 4.5万辆，同比-18%，环比+1%，累计8.9万辆，同比-18%。

其余细分国家：

英国：汽车销量7.4万辆，同比+26%，环比-44%，累计20.6万辆，同比+19%。BEV+PHEV销量1.7万辆，同比+13%，环比-35%，累计4.3万辆，同比+13%，渗透率22.9%，累计渗透率21%。其中BEV 1.2万辆，同比+18%，环比-29%，累计3.0万辆，同比+19%。PHEV 0.5万辆，同比+1%，环比-48%，累计1.4万辆，同比+16%。

挪威：汽车销量0.74万辆，同比-27%，环比+168%，累计1.02万辆，同比-48%。BEV+PHEV销量0.72万辆，同比0%，环比+309%，累计0.91万辆，同比-309%，渗透率97.8%，累计渗透率88.6%。其中BEV 0.68万辆，同比+5%，环比+324%，累计0.84万辆，同比-38%。PHEV 0.05万辆，同比-39%，环比+186%，累计0.07万辆，同比-50%。

瑞典：汽车销量1.8万辆，同比-13%，环比+26%，累计3.3万辆，同比-19%。BEV+PHEV销量1.0万辆，同比-9%，环比+31%，累计1.8万辆，同比-18%，渗透率54%，累计渗透率53.2%。其中BEV 0.6万辆，同比+13%，环比+46%，累计1.0万辆，同比-2%。PHEV 0.4万辆，同比-30%，环比+12%，累计0.7万辆，同比-33%。

瑞士：汽车销量1.7万辆，同比+4%，环比+5%，累计3.4万辆，同比+3%。BEV+PHEV销量0.4万辆，同比+2%，环比-5%，累计0.8万辆，同比+9%，渗透率23.4%，累计渗透率24.5%。其中BEV 0.3万辆，同比+6%，环比-9%，累计0.5万辆，同比+19%。PHEV 0.1万辆，同比-4%，环比+3%，累计0.3万辆，同比-7%。

丹麦：汽车销量1.2万辆，同比+14%，环比+11%，累计2.2万辆，同比+12%。BEV+PHEV销量0.4万辆，同比+26%，环比+45%，累计0.7万辆，同比+16%，渗透率37.3%，累计渗透率33.3%。其中BEV 0.3万辆，同比+83%，环比+43%，累计0.5万辆，同比+58%。PHEV 0.1万辆，同比-31%，环比+49%，累计0.2万辆，同比-32%。

1.2 国内：2月销量恢复，电车上险持续提升

1.2.1 上险：预计2月电车上险38-39w，乘用车上险125w

乘联会发布2月销量，1)电车：批售49.6万辆，同/环比+56.1%/+27.5%，渗透率30.6% (1月26.8%)，1-2月累计88.4万辆，同比+20%；零售43.9万辆，同/环比+61.0%/+32.8%，渗透率31.6% (1月25.7%)，1-2月累计77万辆，同比+22.8%。2)乘用车：批售164.5万辆，同/环比+10.9%/+12.7%，1-2月累计306.6万辆，同比-15.4%；零售141.8万辆，同/环比+10.4%/+8.8%；1-2月累计267.9万辆，同比-19.8%。

点评：1)市场端：2月乘用车市场零售141.8万辆，同环/比+10.4%/+8.8%，实现企稳恢复。2月豪华车市场走强，头部传统车企转型优异，比亚迪、长安、吉利、奇瑞等市场份额提升明显。德系微增0.2%，日美、系车型分别下降5.4%、1.6%。

2)供给侧：2月厂商在调整中缓慢恢复，乘用车产量166.4万辆，同环/比+11.2%/+23.6%。整体产销谨慎，寻求持续降低渠道库存保安全。重点车型：L7/L8 air Q2交付，比亚迪23款汉（预计本月上市）；深蓝S7（预计Q2上市）等。

1.2.2 上险：电车上险11.7w 持续提升，乘用车同比提速

上险量口径，3月1周，电车11.7w，同/环比+24.8%/+4.1%，较上月+67.4%，渗透率33.3% (上周T出口0艘，累计8艘)。乘用车35.1w，同/环比-3.4%/+3.9% (同增收窄9.7pcts)，较上月+30.8%。油车23.4w，同/环比-13.2%/+3.9% (同增收窄8.8pcts)，较上月-12.8%。

预计2月电车上险39w+，同/环比+59%/+33%。乘用车上险125w左右，同/环比+10%/-2%。1-2月合计上险：预计电

车 68.6w，同比 22%；乘用车 253w，同比-25%，油车 184w，同比-34%。

消费者对新能源车需求不减，渗透率持续提升。虽然去年 2 月为春节月份基数较低，并经历了 22 年底的补贴退坡，但从 1-2 月累计来看，电车上险依旧实现了 20%以上的正增长，远超整体市场。未来电车的增长因素将更多的取决于消费者的市场需求，内在需求驱动下持续看好电车的增长。

1.3 事件：3 月燃油车降价潮，长城新能源大会召开

1.3.1 多地 3 月燃油车大幅降价

事件：3 月起，全国多地燃油车大幅降价，东风、一汽、北汽均有车型参与：本田全系（限湖北）降价 1-6.8 万元，一汽奥迪/丰田/大众全系（限吉林）降价 0.5-3.7 万元，北汽奔驰 C 级/E 级分别降价 6/5 万元（限北京），上汽大众朗逸、帕萨特等也出现不同幅度的降价。合资车企中以东风集团下属声势浩大，旗下东风标致、东风雪铁龙、东风本田等均均有大幅降价。此外，燃油自主车企中一汽红旗、上汽荣威、东风风神也都降价销售。

点评：降价潮的原因核心在于四个方面。1) 主机厂近几年不断扩产能，今年销量目标比较高，完成压力大。

2) 疫情冲击汽车消费市场和需求，加上新能源汽车替代作用显现，燃油车在市场竞争中逐渐处于不利地位。

3) 23 年 7 月国六 B 切换，厂商需清理老国六排放库存。

4) 年初特斯拉降价为市场奠定了降价竞争的基调，新能源车企纷纷跟进，比亚迪秦等新品价格区间下探，威胁传统燃油车优势价格区间。

1.3.2 长城新能源干货大会发布点评：全新智能四驱电混技术“Hi4”发布

事件：3 月 10 日，长城汽车在新能源干货大会正式召开，会上长城汽车展示了其森林生态成果，正式发布新能源宣言“长城智能新能源，更省更远更安全”，及全球首创的全新智能四驱电混技术“Hi4”。

点评：从发布会看长城汽车技术布局

1) **混动**：会上长城发布全新智能四驱电混技术 Hi4，采用前后轴双电机串并联电四驱创新构型，配备 iTVC 智能扭矩矢量控制系统、Hi4 混动专用发动机和变速器，拥有 50:50 轴荷分配。

Hi4 采用前后轴双电机串并联电四驱创新构型，真正实现“四驱的体验、两驱的价格，四驱的性能、两驱的能耗”。长城宣布，到 2024 年，长城新能源将全面普及四驱，并实现技术开源，开启全民电四驱时代。

2) **光伏储能**：长城构建了“光伏+分布式储能+集中式储能”的能源体系，正在推进钙钛矿太阳能光伏技术的产业化，助力自身电力绿色转型。并在分布式储能领域和集中式储能领域实现全面布局 and 全产业链赋能。长城汽车在新能源领域布局广度大，为其实现电力绿色转型和电动化打下坚实的技术基础。

1.4 新车型：3 月“新车潮”蓄势待发

1.4.1 长安深蓝 S7 上海发布

事件：3 月 5 日，长安深蓝在上海外滩正式发布了继 SL03 后的第二款车型，也是该品牌首款 SUV 车型深蓝 S7。深蓝 S7 将会有增程和纯电两种动力模式可选，定位为中型 SUV。车身尺寸为 4750/1930/1625mm，轴距为 2900mm。预计 6 月正式上市。

图表1：长安深蓝 S7 外观



来源：长安汽车官网，国金证券研究所

图表2：长安深蓝 S7 内饰



来源：长安汽车官网，国金证券研究所

点评：1) 2022 年 4 月，长安深蓝品牌正式发布，2022 年 7 月 25 日，其旗下首款车型 SL03 正式上市，定位于中型轿车，本次 S7 发布填补了深蓝品牌在 SUV 赛道上的空缺，初步完善了深蓝的产品矩阵。

2) 深蓝 S7 作为首款 SUV 车型，将有效带动深蓝品牌冲量。根据长安深蓝官方披露的数据，2 月长安深蓝 SL03 销量 4103 辆，累计交付量 37328 辆。目前 1-2 月累计 10240 辆。我们预期长安汽车 23 年电车销量 49 万辆，深蓝品牌（深蓝 SL03、S7）将为其带来 15 万左右的销售增量。

3) 10 日，燃油车降价潮下长安深蓝发布了至高 3000 元品牌补贴、至高 6000 元金融贴息、免费提供充电桩（含安装）、三电系统（含增程系统）终身质保等福利政策。23 年汽车行业竞争愈发激烈，特斯拉降价、比亚迪 DM-i 系列车型价格下探加剧市场竞争。深蓝 S7 对于长安汽车电动化布局和替身自身竞争力都具有重要意义。

1.4.2 新势力车型频出集中申报工信部，亮点车型显现

事件：3 月 9 日，工信部公示申报第 369 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》新产品，蔚来 ET5 旅行版、小鹏 G6、腾势 N7 均在此正式亮相。

点评：1) 小鹏 G6 有望成为小鹏新的销量增长点，提振公司总体销量。2 月小鹏汽车交付量 6,010 台同比-4%，急需新车型提振市场信心。我们预期小鹏 23 年销量 18 万辆，G6 与 P7i 的销售会带动小鹏形成 5-6 万左右的销售增长。

2) ET5 旅行版有望助推蔚来销量提升，新车发售将为未来提供新的增长点，该车先在欧洲推出，随后也会在中国市场上市，并大概会在今年三季度开启交付。蔚来 2 月交付 12157 台重回万辆区间，Q1 有望交付 3.1-3.3 万辆。我们预计 23 年全年蔚来汽车交付 23 万台，同比+88%。

3) 腾势 N7 是继腾势 D9 后腾势品牌的第二款新车型，标致腾势品牌正式从 MPV 进军到 SUV 赛道，预计于今年上半年发售。我们预计 23 年腾势品牌销售纯电 3 万辆、插混 8 万辆，总计为比亚迪提供 11 万的销售量。

图表3：蔚来 ET5 旅行版申报图



来源：工信部，国金证券研究所

图表4：小鹏 G6 申报图



来源：工信部，国金证券研究所

图表5：腾势 N7 外观



来源：腾势汽车官网，国金证券研究所

图表6：腾势 N7 申报图



来源：工信部，国金证券研究所

二、龙头与产业链

2.1 龙头企业事件点评

2.1.1 特斯拉：中美欧 2 月销量同环比齐涨；美国 Model S/X 再降价

1) 销量：中美欧 2 月销量同环比齐涨

美国：特斯拉汽车销量 6 万辆，同/环比+42%/+11%，累计 11.4 万辆，同比+39%。其中 Model 3 销量 2.2 万辆，同比+38%，环比+10%，累计 4.2 万辆，同比+35%，占比 37%。Model S 销量 0.2 万辆，同比-55%，环比+20%，累计 0.3 万辆，同比-49%，占比 3%。Model Y 销量 3.4 万辆，同比+63%，环比+12%，累计 6.4 万辆，同比+56%，占比 57%。Model X 销量 0.2 万辆，同比+47%，环比+10%，累计 0.4 万辆，同比+20%，占比 4%。

欧洲：特斯拉汽车销量 2.3 万辆，同/环比+43%/+146%，累计 3.2 万辆，同比+91%。Model 3 销量 0.4 万辆，同比-53%，环比+254%，累计 5552 辆，同比-43%，占比 19.1%。其中 Model S 销量 105 辆，同比+10400%，环比-76%，累计 550 辆，同比+18233%，占比 0.5%。Model Y 销量 1.8 万辆，同比+172%，环比+149%，累计 2.5 万辆，同比+264%，占比 80.2%。Model X 销量 57 辆，同比+1800%，环比-76%，累计 298 辆，同比+7350%，占比 0.3%。

中国：乘联会口径，2 月特斯拉批售 74402 辆，同/环比+32%/+13%；其中 Model 3 批售 22990 辆，同/环比-5%/-9%；Model Y 批售 40903 辆，同/环比+59%/+26%。零售方面，特斯拉 2 月零售 33923 辆，同/环比+46%/+26%；其中 Model 3 零售 8397 辆，同/环比+82%/-34%；Model Y 零售 25526 辆，同/环比+37%/+80%。出口方面，2 月特斯拉出口 40479 辆，同/环比+22%/+3%；其中 Model 3 出口 14593 辆，Model Y 出口 25886 辆。

点评：23 年初特斯拉大范围降价，加之美国市场 IRA 法案实施后特斯拉重获补贴，性价比凸显，1-2 月交付量快速提升，在中美欧均稳定增长，符合我们的销量预期。预计 23Q1 订单与交付有望快速提升。

特斯拉的降价带动电车市场竞争加剧，在此过程中特斯拉作为行业内头部车企，竞争优势凸显。特斯拉具有全行业最高单车盈利水平，可通过灵活调整畅销车型 ASP 保障盈利水平，相对行业其他头部车企形成竞争优势，竞争对手竞品销量流失，并在今年降价和市场竞争过程中显现。

新车型规划与投产进度决定长期需求中枢。马斯克表示 Model Q 成本仅为 3/Y 的一半，我们预计售价 15 万元左右，满足全球市场需求的高性价比入门级产品。以中国市场为例，10-20 万元价格段年销量 1000 万辆，假设 Model Q 占据该价格区间 10% 市场份额，仅在中国市场有望提供约 100 万辆的需求。

我们预计 2023-2025 年公司销量为 195、285、410 万辆，同比+47%、+46%、+44%。长期持续看好特斯拉供应链的观点维持不变，T 供应链的成长性来自于产品周期的持续性和爆发性。从 1000 万以上销售的天花板看，T 供应链成长性不存在问题。

2) 价格追踪：美国 Model S/X 再降价

事件：3 月 5 日，美国 Model S/X 全系再降价。其中 Model S 全系列降价 0.5 万美元，AWD 版从 9.5 万美元调整至 9 万美元，Plaid 版从 11.5 万美元下调至 11 万美元。Model X 全系列降价 1 万美元，AWD 版从 11 万美元下调至 10 万美元，Plaid 版从 12 万美元下调至 11 万美元。

点评：购车成本进一步下降，本次降价是 1 月大降价后今天特斯拉第二次大幅下调 Model S/X 全系价格，至此，Model S 全系列售价较年初下降 1.5 万美元，Model X 的 AWD/Plaid 版较年初分别下降 2/2.9 万美元。降价放低 S/X 购买门槛，增强特斯拉产品市场竞争力。

特斯拉具有全行业最高单车盈利水平，短期可采用降价方式刺激需求，同时也能灵活调整热销车型 ASP 保障整体盈利水平。23 年降价以来特斯拉销量在全球稳定增长，作为行业头部车企竞争优势逐步显现，在愈发激烈的市场竞争中占据优势。长期持续看好特斯拉供应链的观点维持不变。

2.1.2 宁德时代 22 年业绩点评：单 Wh 净利大幅提升，行业进入个股阿尔法投资阶段，继续推荐

事件：3 月 10 日，公司发布 22 年业绩：1) 22 年：归母净利 307 亿元，YoY+92.9%；扣非净利 282 亿元，YoY+110%；2) 4Q22：归母净利 131 亿元，YoY+60.6%，QoQ+39.4%；扣非净利 122 亿元，YoY+78.0%，QoQ+35.5%。业绩超预期。公司拟每 10 股转增 8 股派 25.20 元。

点评：

1、公司 Q4 电池出货 100GWh，原材料库存下降，全产业链补库在即。

(1) 4q22 出货 100GWh，电池库存约 70GWh，但原材料库存大幅下降。公司 22 年电池产量 325GWh，q1-q4 预计分别 50/60/95/120GWh，其中 22A/q4 确认出货 289/100GWh，同/环比+117%/20%；库存角度看，22 年底公司电池库存/12 月产量分别为 70/32GWh，对比 21 年库存/12 月产量分别为 40/20GWh，库存维持在 2 个月合理水平，原材料库存 21/1h22/22 年库存水平(=原材料库存/季度收入/3)分别 0.048/0.075/0.014，原材料库存水平大幅下降。

(2) 全产业链补库在即，经营库存周期即将步入向上阶段。中游和主机厂经历了 4q22 和 1q23 去库存阶段，叠加供应链议价博弈，预计当前行业库存处于极低水平。随着 3-4 月供应链议价陆续落地，中游和主机厂都有望开启补库周期。

(3) 产能和利用率：公司目前在建产能 152GWh，同比+8.6%；产能利用率 83.4%，同比-11.6pct，主要系疫情&T 客户产线检修等影响月度排产。

2、4q22 单 GWh 净利达到 0.089 元/Wh，逆势新高。22 年公司动力/储能/材料/矿产/其他业务毛利率分别为 17%/17%/21%/12%/74%，毛利占比分别为 61%/12%/8%/1%/18%。公司 21/22/4q22 单 Wh 净利分别为 0.074/0.071/0.089 元/Wh。4q22 单 Wh 净利润增长主要来自于中游电池材料降价等因素。

3、Q4 公司调整业务分类，新增电池材料及回收、电池矿产资源相关业务。其中电池矿产资源包括相关矿产、冶炼等产品，随业务展开、兑现逐步在报表端反馈，22 年收入 45 亿元，同比+116%，盈利占比约 1%。此外，公司其他业务包括技术授权&销售尾料（占比 90%）、服务费等，其中技术授权分为长期线性分摊&项目一次性开发收入、服务费&尾料随季节性生产及销售规模波动，22 年收入 165 亿元，同比+68%，盈利占比约 18%。

投资建议：从量上看，因减库、谈判因素，3 月中游排产环比增幅受限，但是预计国内终端销量端能达到 60-70w 水平，终端景气度恢复领先于中游供应链产量。从价上看，市场比较担心宁德时代报价方案对单 Wh 盈利的压制，我们从其金属成本和电池材料集采测算，电池材料降价的红利仍在手中。目前预计公司 23/24 年归母净利预计为 440/540 亿元，对应 PE 分别为 22/18X，公司评借强议价能力和工艺&成本壁垒，是板块稀缺的非周期性个股成长逻辑的标的，行业步入量价拐点附近，建议增配。

2.1.3 宁德时代成为斯诺威唯一股东，广泛布局锂矿巩固成本优势

近日，宁德时代成为斯诺威唯一股东，斯诺威拥有四川省雅江县德扯弄巴锂矿、石英岩矿详查探矿权，工业矿和低品位矿矿石量达 1814.30 万吨，氧化锂储量达 24.32 万吨，平均品位 1.34%，属中大型锂辉石矿。

在 23 年春节前后产业链车厂陆续收到宁德 A&B 价格机制方案，根据测算，按照 30-50 万元/吨碳酸锂均价假设，A 方案对应电池价格降幅为 3%-10%，B 方案对应电池降幅为 6%-20%。我们认为，新价格策略反映出电池行业竞争加剧，对于锂矿资源的掌握很大程度上影响各家成本差异，而宁德时代对锂资源广泛布局，有利于保障其份额仍然稳固。

2.1.4 全球动力电池 1 月数据点评：全球电池装车同比+18.1%，电池企业表现分化

根据 SNE Research 数据，23 年 1 月，全球电池装车量 33.0GWh，同比+18.1%，环比-54.1%；宁德时代/比亚迪/LG 新能源份额分别为 33.9%/17.6%/13.0%。

电动车销售进入淡季，1 月电池装车量环比下滑。1 月全球电池装车量为 33.0GWh，同比+18.1%，环比-54.1%；1 月为汽车销售传统淡季，叠加春节等因素，环比下滑属正常现象（22 年 1 月环比 21 年 12 月下降 36.2%）。

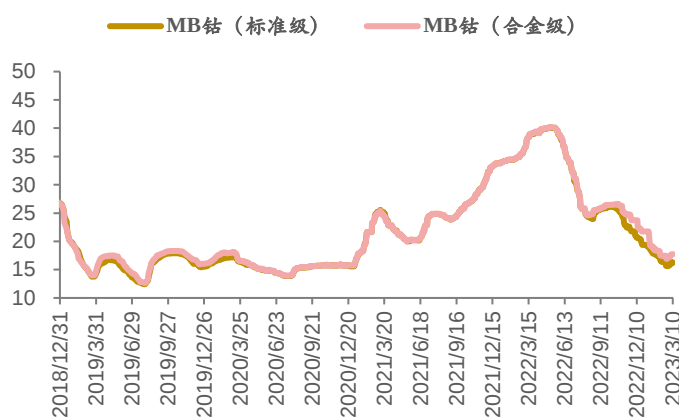
电池企业现分化，比亚迪、松下向上，中航、国轩向下。1 月宁德时代/比亚迪装机 11.2/5.8GWh，同比+6.5%/+78.7%，份额分别为 33.9%/17.6%，环比-2.1pct/+4.0pct，比亚迪份额逐渐与 LG 新能源拉开差距。4 家日韩企业整体市占率 34.4%，环比+1.9pct，其中松下 1 月装机份额环比提升 5.8pct 至 11.2%，主要得益于特斯拉在北美的销量以及丰田的 bZ4X 销量的增长。中创新航/国轩高科装机量仅 0.8/0.7GWh，同比-43.1%/-26.6%。

2.2 电池产业链价格

1) MB 钴价格：3 月 10 日，MB 标准级钴报价 16.25 美元/磅，较上周下降 0.61%，MB 合金级钴报价 17.75 美元/磅，较上周上涨 1.43%。钴价回暖主因在于矿企挺价情绪浓厚。

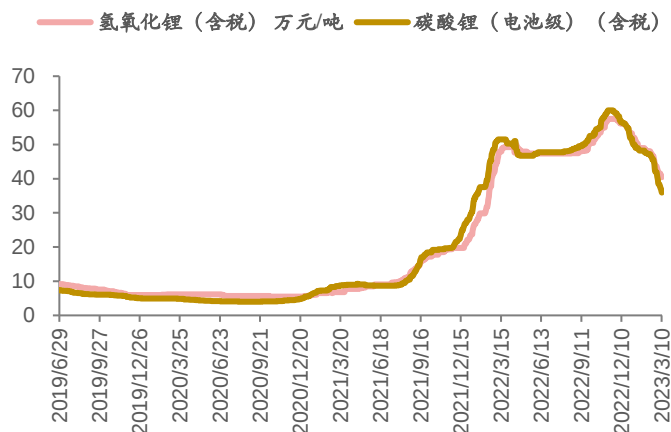
2) 锂盐周价格：3 月 10 日，氢氧化锂报价 40.40 万元/吨，与上周下降 2.88%；碳酸锂报价 35.95 万元/吨，较上周下降 6.01%。锂盐价格依旧下行，下游采购谨慎，锂盐厂仍以交付长期订单为主。供给端，矿厂开工正常，产量稳定，青海盐湖端厂家随天气回暖，将迎来生产旺季，产量稳步提升，锂盐供应有增量。需求端，国内需求恢复节奏较慢，材料厂的采购积极度低，锂盐价格或仍存在下跌空间。

图表7: MB 钴报价 (美元/磅)



来源: MB 英国金属导报, 国金证券研究所

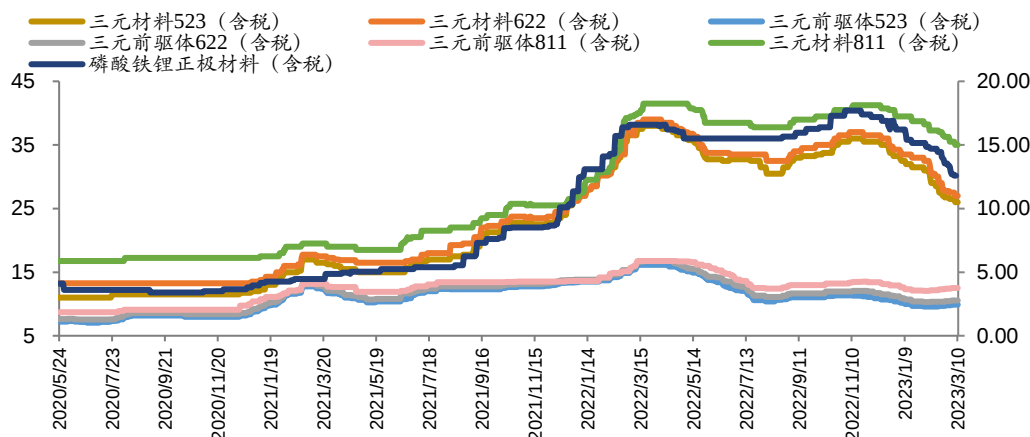
图表8: 锂资源 (万元/吨)



来源: 中华商务网, 国金证券研究所

3) 正极材料本周价格: 3月10日, 三元正极 NCM523/NCM622/NCM811 均价分别为 26.00/27.00/35.00 万元/吨, 较上周分别下降 1.89%/1.82%/1.41%; 磷酸铁锂正极均价为 12.70 万元/吨, 较上周下降 6.27%。中小规模企业开工情况仍维持较低负荷, 近期终端汽车市场降低价格去库存, 但电池端库存同样居高, 产业链上游接收到下游反馈的需求尚未开始反应。

图表9: 三元材料价格 (万元/吨)

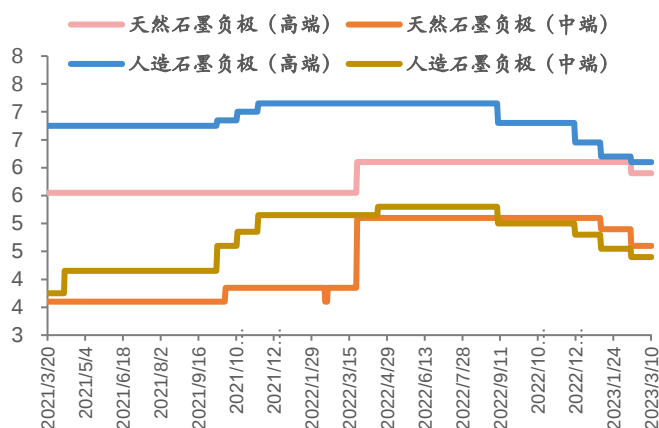


来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中华商务网, 国金证券研究所

4) 负极材料本周价格: 3月10日, 人造石墨负极 (中端) 3.9-4.9 万元/吨, 人造石墨负极 (高端) 5.0-7.2 万元/吨, 天然石墨负极 (中端) 4.2-5.0 万元/吨, 天然石墨负极 (高端) 5.3-6.5 万元/吨, 均价均与上周持平。负极材料市场平稳续市, 3月预期订单较2月有小幅上涨, 但目前市场对负极材料的需求支撑仍显不足, 下游厂商备货意愿谨慎, 动力电池市场表现平淡。

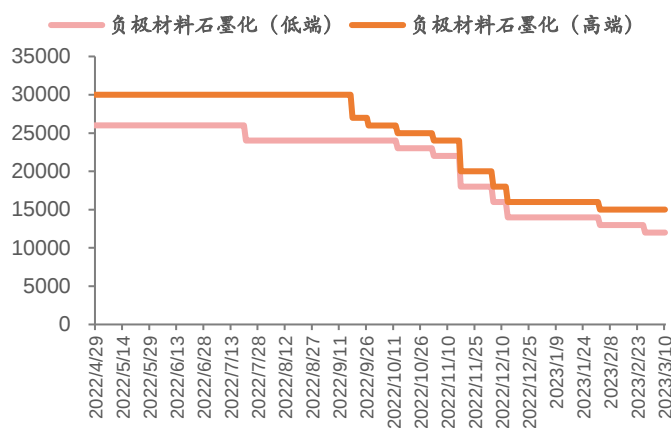
5) 负极石墨化价格: 3月10日, 石墨化 (高端) 价格为 1.5 万元/吨, 石墨化 (低端) 价格为 1.2 万元/吨, 均与上周持平。石墨化内部竞争激烈, 负极订单较为冷清, 外协需求较低, 叠加石墨化产能过剩, 存在厂家低价抢单现象。

图表10: 负极材料价格 (万元/吨)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

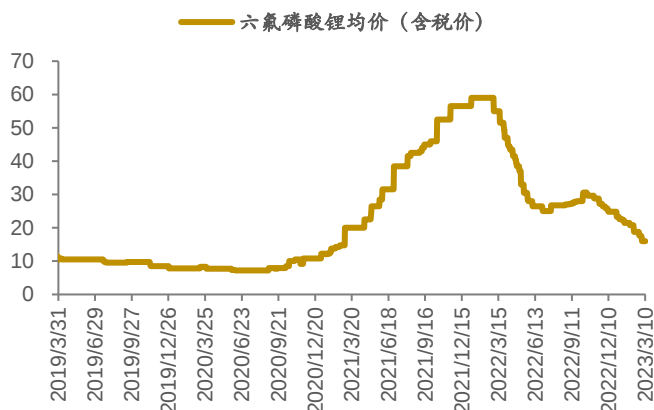
图表11: 负极石墨化价格 (万元/吨)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

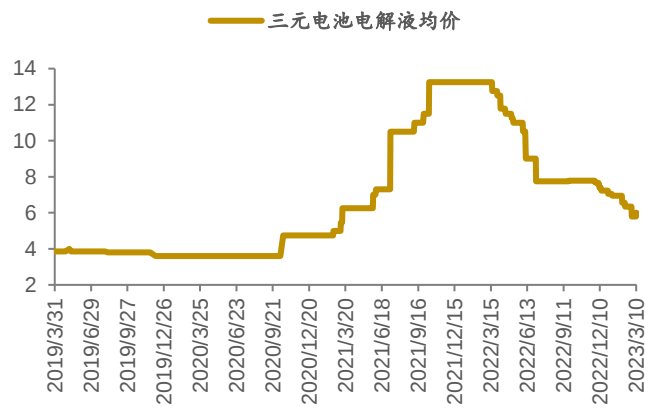
6) 6F (国产) 本周价格: 3月10日, 六氟磷酸锂 (国产) 价格 16.00 万元/吨, 与上周持平; 电池级 EMC/DMC/EC/DEC/PC 价格分别是 0.98/0.58/0.54/0.98/0.87 万元/吨, 均与上周持平; 三元电池电解液 (常规动力型) 5.55-6.45 万元/吨, 均价较上周上涨 3.45%, 磷酸铁锂电池电解液报价 3.85-4.65 万元/吨, 均价较上周下降 4.49%。本周电解液市场维稳, 无明显好转迹象, 开工率及出货量保持平稳状态。

图表12: 六氟磷酸锂均价 (万元/吨)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

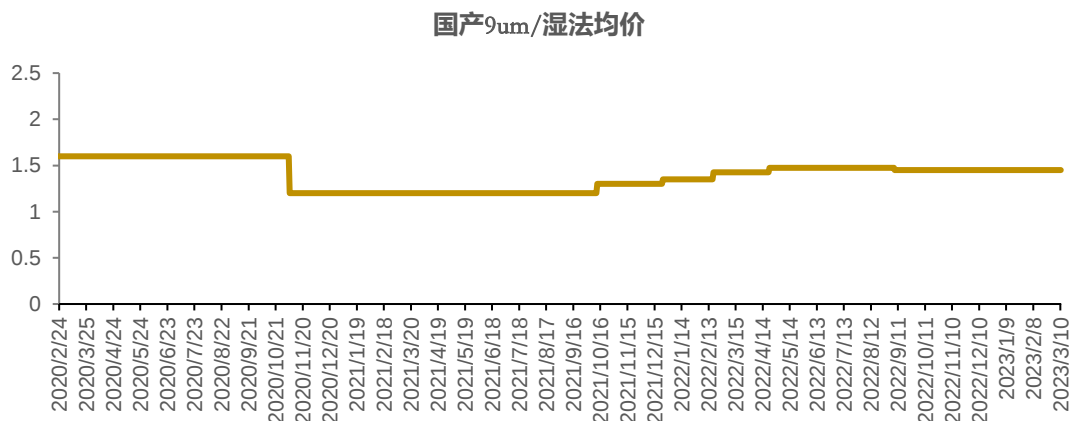
图表13: 三元电池电解液均价 (万元/吨)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

7) 隔膜本周价格: 3月10日, 国产中端 16 μ m 干法基膜价格 0.7-0.8 元/平米, 国产中端 9 μ m 湿法基膜 1.3-1.6 元/平米, 国产中端湿法涂覆膜 9+3 μ m 价格为 1.8-2.3 元/平米, 均价均与上周持平。隔膜均价与上周持平, 下游需求逐渐恢复, 预计隔膜隔膜开工率会出现增长, 湿法隔膜行业集中度较高, 头部企业有意维持价格稳定。

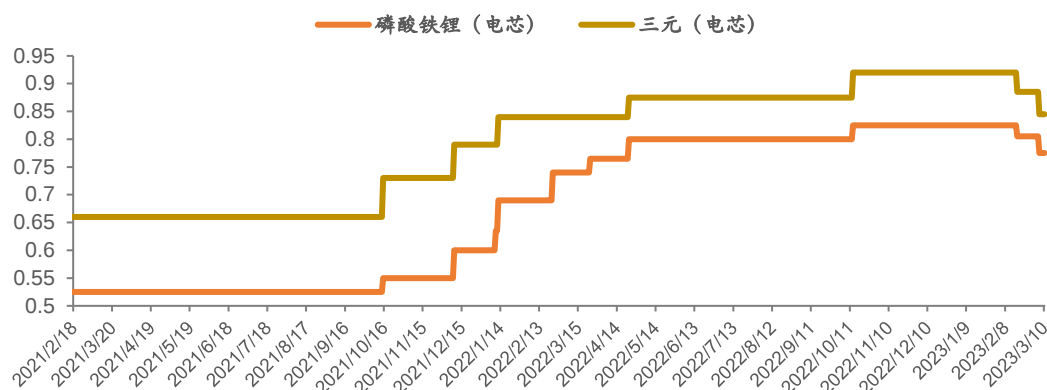
图表14: 国产中端 9 μ m/湿法均价 (元/平米)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

8) 本周电芯价格：3月10日，方形磷酸铁锂电芯报价为0.74-0.87元/wh，方形三元电芯报价为0.83-0.94元/wh，均价分别较上周下降3.73%/4.52%。受上游材料价格下滑的影响，本周电芯价格仍呈现下行趋势。

图表15：方形动力电池价格（元/wh）



来源：中国化学与物理电源行业协会，国金证券研究所

三、国产替代&出海

3.1 4680 电池：特斯拉就削减电池材料成本积极接洽百科技和东山精密等亚洲合作伙伴

据报道，随着特斯拉在美国加大 4680 电芯的生产力度，特斯拉就削减电池材料成本积极接洽亚洲合作伙伴，其中包括容百科技和东山精密。

我们认为，特斯拉当前量产所使用中游材料主要来源于海外企业，而随着特斯拉 4680 电池产能持续释放，具备成本及规模优势的国内企业将迎来国产替代机遇。容百科技为国内三元正极龙头，22 年建成高镍产能 25 万吨，有望为特斯拉 4680 供应高镍三元；而东山精密最初为特斯拉供应汽车电子，后开拓车身件、散热件，预计其未来在特斯拉车端产品将持续突破，单车价值量逐步提升，当前公司车端产品价值量规划已超 2 万，同时公司积极赴美建厂就近配套特斯拉，有望进入特斯拉北美供应链。

3.2 整车出口：2 月汽车出口势头迅猛，延续 22Q4 强势增长特征

海关总署口径，1-2 月海关汽车出口 68.2 万辆，同比增长 43.2%，出口额 140.2 亿美元，同比增长 65%。汽车出口均价 2.06 万美元，同比+15.7%，出口均价持续提升。

乘联会口径，2 月乘用车出口（含整车与 CKD）25 万辆，同/环比+89%/+8%。1-2 月乘用车出口 48.8 万辆，同比+61%。其中 2 月电车出口 7.9 万辆，同/环比+74.4%/+6.7%，当月 BEV 占比 96%；1-2 月电车出口 15.3 万辆，同比+57.2%。分车企上，特斯拉中国 40479 辆、上汽乘用车 16827 辆、比亚迪汽车 15002 辆分列三甲。

点评：1) 整车出海 2.0 时代，国内车企在电动化和智能化领域领先，出海竞争力不断提高，预期 23-25 年国内汽车出口 379/461/550 万辆，对应 3 年 CAGR 为 23%；其中电车出口 100/150/210 万辆，对应 3 年 CAGR 为 52%。

2) 高质量出海时代汽车出海产品价值显著提高，2 月汽车出口均价 2.06 万美元，突破 2 万美元持续提升，20 年全年出口均价仅 1.1 万美元，22 年 1-2 月 1.78 万美元，实现了车价的突破。

3) 自主车企空间广阔，乘联会口径 2 月自主品牌出口达到 19.4 万辆，同比增长 122%，占比 39.8%。目前自主车企已进入以电车出口为主的出海 2.0 时代，凭借国内电动化的持续推进，国产电车越来越多的走出国门，海外销售网络不断完善，市场前景良好。

4) 比亚迪兑现出海潜能，出海增长确定性大。2 月比亚迪出口 15002 辆，同/环比+1187%/+44.1%，累计同比+1607%，已接近传统出海车企上汽集团，实现爆发式增长。比亚迪在国内电车市场的竞争力已得到充分证实，在海外多地布局生产基地和销售网络，海外出口增长确定性大，建议关注比亚迪汽车及其供应链企业。

四、新技术

固态电池：厦钨新能固态电解质已实现吨级生产

近日，厦钨新能在接受机构调研时表示，公司主要在固态电池正极材料和固态电解质方面进行重点研究开发。在正极材料方面，公司通过采用快离子导体作为包覆材料，合成正极材料应用到固液混合电池，有机无机复合固态电池，硫化物全固态电池。在固态电解质方面，公司固态电解质已实现吨级生产，产品稳定可靠，在固态电池体系中效果良好，

产品可应用于 3c 电池和动力电池等多个领域。

当前固态电池上车仍面临技术与产业化两方面的难点，全固态电池预计 2030 年左右才有望迎来量产装车。目前主流厂商大多按照液态—半固态—准固态—全固态电池的发展路径布局，逐步提升电池能量密度，而半固态电池处于产业化前夕，已在航天、军工、高端无人机等高安全性能要求以及较低成本敏感度的领域实现部分应用，并将逐步向动力及消费电池领域扩展。

五、商用车：2 月同环比销量均显著增长，福田 2 月销量公布

5.1 销量：2 月销量 32.4 万辆同比+29.1%，客货同环比均显著恢复

事件：3 月 10 日，中汽协公布 2 月商用车销量，总量 32.4 万辆，同/环比+79.4%/+29.1%；1-2 月累计销售 50.4 万辆，同比-15.4%，降幅大幅缩窄。其中 2 月货车销售 29 万辆，同/环比+27.7%/82.6%，1-2 月货车累计销售 44.9 万辆，同比-17.1%；客车方面，2 月共销售 3.3 万辆，同/环比+43.1%/55.3%，1-2 月累计销售 5.5 万辆，同比+2%。

点评：1) 2 月商用车市场同比增速为正是 22 年 8 月以来首次。与 22 年 8 月蓝牌新规带动轻卡轻客销量大幅提升的情况不同，本次同比转正是由于社会生产生活恢复后，商用车市场需求正在持续恢复，累计同比虽然仍为两位数负增长，但幅度大幅缩窄，商用车市场拐点已到。中汽协预测 23 年商用车市场累计销量 380 万辆，同比+15.2%

2) 客车：随着疫情的结束，旅游、长途运输的人数逐渐增多，对客车市场较为有利，1-2 月累计同比为正，客车市场先于货车市场实现累计转正。随着清明、五一等法定节假日到来，客车市场有望在五一前形成销量小高峰。

5.2 北汽福田：商用车累计同比 15.8%，新能源大涨 136.6%

事件：3 月 7 日，商用车龙头福田汽车公布 2 月销量：2 月共销售商用车 59636 辆，同比+60%；1-2 月累计 90791 辆，累计同比+15.8%。

细分车型上看，公司在多个领域实现增长：1-2 月公司销售中重型货车 2 万辆，同比增长 5.9%，占比 22.4%；轻型货车 6.1 万辆，同比增长 13%，占比 66.7%；大客 1326 辆，同比增长 99.4%；轻客 8523 辆，同比增长 79.4%。公司总销量与各细分领域销量增速均远优于市场同期，进一步巩固了公司在商用车和各细分领域市场的龙头地位。

新能源领域进展明显，2 月共销售新能源汽车 2539 辆，1-2 月累计 3889 辆，同比大涨 136.6%。公司在各细分车型均有新能源布局，在商用车龙头中布局积极。伴随着“双碳”目标下政策对环保的持续支持，商用车电动化已经成为必然趋势。

六、两轮车：气温回升，摩托车销量料将逐步回暖

6.1 春风动力 X0 狒狒订单状况较好，春风和钱江新品频出

调研更新：春风动力 X0 狒狒订单状况较好，今年共有 6 款新品，其中 2 款新品于上周春季发布会发布。据本周调研结果，目前订单情况较好，特别是 X0 狒狒订单符合爆款潜质，与之前我们的判断一致。

由于一季度处于淡季，但后续随气温回暖，消费者摩旅和摩托车出行的意愿逐步回升，预计玩乐性摩托车销量将持续回暖。行业龙头钱江摩托和春风动力有望率先受益。

春风动力和钱江摩托的区别：(1) 钱江摩托高发动机平台能力支撑其采用车海战术，而春风动力坚持精品战术，同时随发动机能力的提升每年推出的新品数量也在持续提升；(2) 钱江摩托以通路车发家，2005 年收购贝纳利后一直保持行业龙头地位；春风动力以玩乐型摩托车发家，2020-2021 年春风动力凭优秀的外观设计能力和营销能力推出爆款 250SR、450SR。

图表 16：春风和钱江各年推出的新品

推出时间	QJMotor	贝纳利	春风动力
2020	赛 600、闪 500、追 600、追 350、骁 500、骁 750、菲诺 125、逸 250	幼狮 Leoncino 800	250SR、ST 狒狒、CFORCE 500 EPS
2021	闪 300S、赛 250、赛 350、追 700、壹米 150、逸 550、逸 500、骁 600	龙卷风 Tornado 252R、1200GT	450SR、800MT、700CL-X
2022	赛 550、闪 350、闪 150、鸿 150 ADV、赛 400、TRK702、TNT899、幼狮 Leoncino 150		250CL-X、1250TR-G、Papio Nova、CFORCE EV110、UFORCE 600
2023E	20-30 款新车，Q1 已发布 OM0 07、赛 600 2023 款、闪 250、闪 300S TCS 版、骁 700、鸿 150 ADV	-	6 款新油车，Q1 已发布 X0 狒狒和 800nk

推出时间	QJMotor	贝纳利	春风动力
	青春版、骁 650 ADV		

来源：摩托范，钱江摩托官网，春风动力官网，国金证券研究所

6.2 钱江摩托定增上市，彰显实控人对公司未来发展信心

钱江摩托 3 月 9 日发布定增上市公告，公司向吉利非公开发行 0.58 亿股，占总股本的 12.8%，募集总资金 5.05 亿元，主要用于补充流动资金，此后吉利持股比例将由 29.77% 提升至 36.63%。发行价格为 8.7 元，低于公司的历史最低价。不改变实际控制人的身份，实控人仍为李书福先生。

图表17：钱江摩托定增发行对象是实控人

序号	发行对象	认购股数(股)	认购金额(元)	认购比例
1	吉利迈捷	58,000,000	504,600,000	100%
	合计	58,000,000	504,600,000	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

股权激励计划+定增，彰显对公司未来发展信心。2022 年公司发布股权激励方案，激励对象总人数为 162 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术人员及骨干，考核年度为 2022-2025 年四个会计年度，对收入、利润及研发投入均进行考核。股权激励计划可将公司与员工利益绑定，激发员工工作积极性，对收入、利润和研发投入的综合考核亦彰显公司注重增长质量、重视研发的理念。结合激励计划的目标来看，我们认为公司对业绩增长的预期较为稳健，净利润复合增速高于收入增速，盈利质量有望提升、盈利弹性有望释放。

图表18：公司股权激励对收入、利润及研发投入均进行考核

解除限售期	净利润目标(亿元)	营业收入目标(亿元)	研发投入目标(亿元)
各绩效指标权重	40%	30%	30%
业绩目标达成率(P)	$\Sigma(\text{绩效指标实际达成值}/\text{绩效指标目标值}) \times \text{绩效指标权重}$		
第一个解除限售期(2022年)	2.88	47.41	2.37
第二个解除限售期(2023年)	3.36	51.72	2.59
第三个解除限售期(2024年)	3.84	56.03	2.81
第四个解除限售期(2025年)	4.32	60.34	3.02
CAGR	16%	9%	9%

来源：公司公告，国金证券研究所

七、车+研究

7.1 机器人：谷歌发布史上最大多模态模型机器人，决策大模型有望率先受益

谷歌发布 PaLM-E，模型参数规模达到 5620 个。北京时间 3 月 7 日，谷歌和柏林工业大学的团队重磅推出了史上最大的视觉语言模型 PaLM-E，参数量高达 5620 亿（GPT-3 的参数量为 1750 亿）。据谷歌与柏林工业大学的人工智能研究团队，无需训练即可执行各种任务，例如下达高级命令后，PaLM-E 可以给一个带机械臂的移动机器人平台生成计划然后自行执行。

机器人决策大模型质变，中科创达有望率先受益。据 2022 年年报，公司在机器人领域拥有技术和生态优势，重点放到通用人工智能大模型在机器人智能化中的广泛应用，并将积极投资研发机器人决策大模型以加速机器人的多样化和面向各种场景的普及。此外，公司在端侧、边缘侧和云端技术方面具有全球领先的技术积累和产品覆盖，与产业链的头部企业保持深度合作，构建了生态的卡位优势。这一竞争优势将有助于公司在未来的机器人市场中取得更大的市场份额和更高的收益。

7.2 储能：本周招标/中标 1273/200MWh，中标平均储能时长为 2h，钒电池项目招标 2.5MWh

据北极星储能网储能招投标数据整理，本周（3.6-3.12）共计招标/中标项目 6/2 个，其中招标 501MW/1273MWh，中标 100MW/200MWh；招/中标功率环比-33%/-85%，容量环比-31%/-85%。招标/中标容量中，锂电池占比 83%/100%，平均储能时长招标/中标分别为 2.5/2h。其中，国家能源集团低碳院招标全钒液流电池储能模块，项目建设一套液流电池储能系统，配置容量为 500kW/2.5MWh。

八、投资建议

选股上建议重点关注新（新技术）、龙（龙头公司及产业链）、替（国产替代）三大方向。电池：看好低成本龙头宁德时代、恩捷股份、天赐材料等，0-1 新技术建议关注芳纶涂覆、4680、钠离子、PET 等方向；汽零：推荐长期成长最确定的特斯拉、比亚迪和国车供应链，重点推荐特斯拉供应链，重点关注东山精密等，国产替代方向关注国产化率低的主被动安全件，新技术方向关注空悬（23 年渗透率加速增长，装机量 YOY+180%）、微电机执行系统（智能化闭环必选配置）等。

九、风险提示

电动车补贴政策不及预期：电动车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险。

汽车与电动车产销量不及预期：汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402