

汽车&电新行业：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局

——暨新能源汽车系列报告 12

事件：1) 2020年5月29日，大众中国与安徽省相关政府机构正式签署了《合作意向书》，获得江淮汽车母公司江汽控股 50%的股份。同时大众中国将增持江淮大众股份至 75%。这之后，大众集团有意愿将旗下的主流品牌及一系列新能源产品，授予合资公司。合资公司将逐渐扩大规模，并力争在 2029 年达到年产量 35-40 万辆。项目总投资额预计约 10 亿欧元或等值人民币。

2) 国轩高科 5 月 29 日公告，拟引入大众中国作为战略投资者，根据相关《股东协议》、《股份转让协议》和《股份认购协议》，本次非公开发行和股份转让完成后，大众中国将合计持有国轩高科 26.47%股份，成为第一大股东。

投资要点：

大众汽车将借一系列投资动作加大对中国市场的投入，合肥将成为其新能源业务的战略制造基地。我们认为，大众有望在新能源车领域甩掉历史包袱，从头开始打造低成本新能源车业务；大众加码江淮大众的意图是通过占领尽量多的细分市场，将 MEB 平台的研发固定成本尽量分摊，把品牌优势发挥到极致。

此次江淮把合资公司的主导权交给大众汽车，有望加速国内乘用车市场的集中度提升。我们认为，此次合资合作，体现了国有资本在汽车行业布局上的逐渐理性，未来若乘用车消费维持低位，行业出清有望加速。无论是国资、民营还是外资品牌，未来头部企业的优势都将不断加大。

入股国轩高科，将成为大众在动力电池领域纵向一体化布局的重要一环。我们预计，中国将成为大众汽车新能源业务在全球范围内的重要市场与业务基地。国轩高科的财务状况将得到显著改善，其有望成为大众的重要电池供应商，并借此巩固在中国动力电池市场的竞争地位。

投资策略：我们认为大众加码国内新能源车市场的意图非常明确。江淮大众电动车产品推出后，大众在国内新能源车的市场份额有望明显提升。建议关注大众新能源车产业链中，与大众合作较为深入的零部件企业，推荐华域汽车（600741.SH）、星宇股份（601799.SH）。此外，全球汽车电动化将向纵深推进，尽管大众、丰田、比亚迪、长城汽车、特斯拉等知名车企通过合资或内部供应等方式介入动力电池的研制，但动力电池产业技术迭代较快、产品安全性要求高、市场竞争激烈，相对独立运营的第三方电池制造商仍有广阔发展空间。

风险提示：COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响或偏离预期；大众在合肥的投资计划后续推进存在低预期风险；行业政策或有大幅变动。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			P/E			P/B	评级
	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
华域汽车	2.55	2.05	1.62	7.5	9.3	11.8	1.26	推荐
星宇股份	2.21	2.86	3.51	49.3	38.1	31.0	5.22	推荐

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2020 年 06 月 01 日

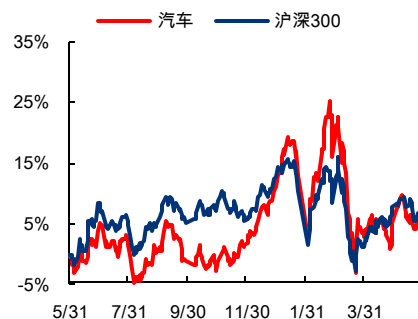
看好/维持

汽车&电新 行业报告

行业基本资料

		占比%
股票家数	172	4.49%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	20964.46	3.2%
流通市值(亿元)	14864.74	3.09%
行业平均市盈率	32.74	/
市场平均市盈率	17.98	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

汽车行业分析师：刘一鸣

021-25102862

liu_y_m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050003

电新行业首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

汽车行业研究助理：张觉尹

021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

电新行业研究助理：张阳

010-66554089

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

1. 大众继续落子中国意欲何为？

我们认为大众汽车对江淮集团和国轩高科的大手笔投资，主要是为了增大在华话语权，同时在新能源车时代增加对细分市场的覆盖。

1.1 甩掉历史包袱，增大新能源车话语权

另辟蹊径加码国产整车和电池厂，大众有望在新能源车领域甩掉历史包袱，从头开始打造低成本新能源车业务。大众目前在华的两家合资公司——上汽大众和一汽-大众均为“历史悠久”的整车厂。数十年的合资业务造就了其在中国市场的巨大成功，同时也积累了大量燃油车制造时代的生产管理习惯。

图1：1983年上海大众桑塔纳车型下线



资料来源：百度，东兴证券研究所

图2：1991年一汽-大众捷达车型下线



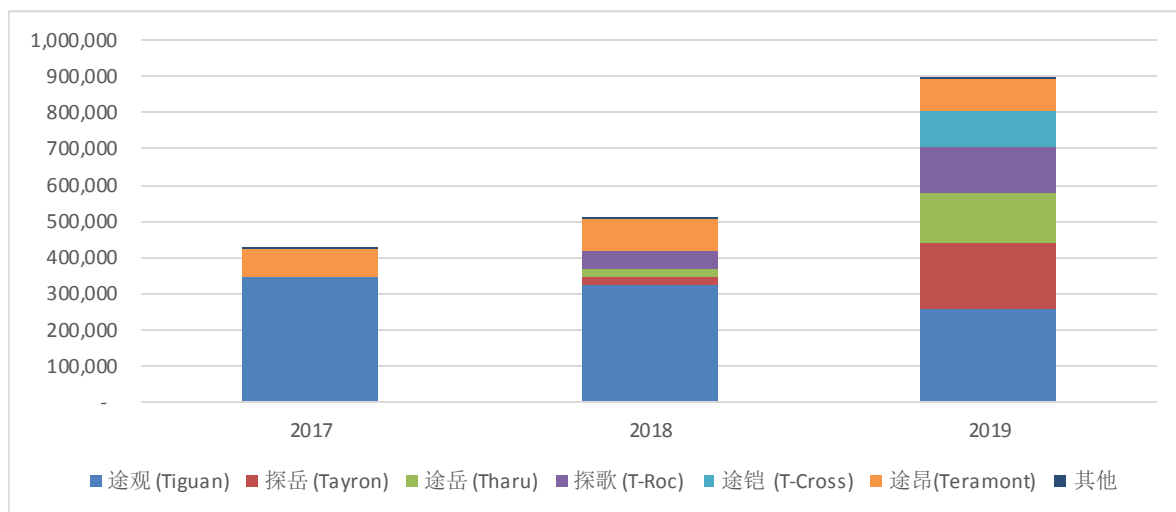
资料来源：百度，东兴证券研究所

直接将 MEB 全部车型投入两家既有合资厂，未必能获得最低的成本。两家合资厂及其附属的发动机、变速箱生产工厂的既有产能，都将对电动车的发展形成一定的拖累。此外，由于大众此前在华并不生产动力电池，两家既有合资厂的议价能力在新能源车时代也将受到一定的影响。相反，国轩高科与江淮汽车合作多年。通过整合江淮汽车、国轩高科的产能，江淮大众有望在新能源车的成本上获得优势。

1.2 细分再细分，将品牌优势发挥到极致

大众提出未来将江淮大众年产 35-40 万辆新能源车，意味着其在中国的电动车产品布局将更加细化、分散。

2018 年起，大众汽车通过发力中国 SUV 细分市场取得了巨大的成功，2018/2019 年 SUV 销量分别同比增长 19%/77%。2017 年前，大众在中国的 SUV 市场中仅有 A+级的上汽大众途观等少数车型。后续大众通过连续投入 A0（途铠、探歌等）、B+级（途昂等）SUV，覆盖了此前被日系、美系竞争对手圈地的合资 SUV 市场。由于大众品牌在中国的巨大号召力，这些新产品几乎都取得了成功，获得的额外份额远远高于原产品途观损失的份额。

图3：大众 SUV 车型近年在国内市场的销量


资料来源：Marklines；东兴证券研究所

表1：大众在中国市场的 SUV 产品布局

	级别	生产厂	车长/mm	轴距/mm	上市时间
探影	A0	一汽-大众	4194	2651	2019.12
途铠	A0	上汽大众	4218	2651	2019.3
探歌	A	一汽-大众	4318	2680	2018.5
途岳	A	上汽大众	4453	2680	2018.9
探岳	A	一汽-大众	4589	2731	2018.9
途观 L	A+	上汽大众	4712	2791	早期
途昂	B+	上汽大众	4905	2980	2017.1

资料来源：大众汽车；东兴证券研究所

与燃油车不同，MEB 电动车从设计概念起就非常注重平台的通用性。因此，大众大量增加细分车型，带来的额外固定成本或将明显低于燃油车的车型细化布局。

此前大众 MEB 的车型发布进度一般，与其在燃油车领域的广泛布局不成比例。此次大众掌握了更加有话语权的整车厂之后，未来在华的新能源车推出或将加速。

表2：大众 MEB 平台已公布电动车型

	国内生产厂	车长/mm	轴距/mm	上市时间
ID.3	上汽大众	4261	2765	欧洲：2020 年已上市 国内：原定 2020 年下半年
ID.4/ID.初见	一汽-大众	接近途观	与途观 L 相近	国内：2020 年
ID.ROOMZZ	上汽大众	4915	2965	国内：2021 年
ID.Crozz	一汽-大众/上汽大众	4625	2773	2020 年下半年率先在美国上市

资料来源：大众汽车；东兴证券研究所

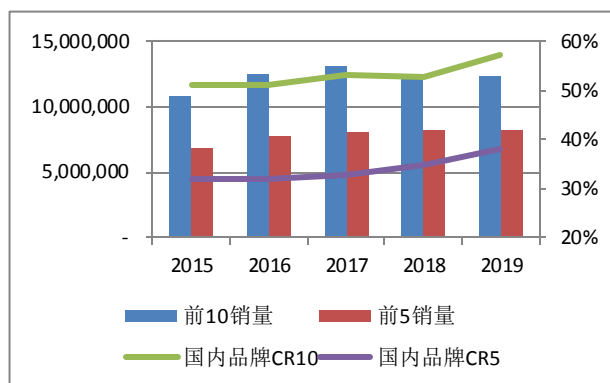
此外，江淮汽车作为国内轻卡行业的头部企业，与大众汽车业务有一定的互补性。江淮汽车轻卡、皮卡近年在海外取得了不错的发展。与大众合作后，江淮轻卡利用大众的海外渠道有望取得进一步的成长。

2. 乘用车行业出清或将加速

江淮把合资公司的主导权交给大众汽车，有望加速国内乘用车市场的集中度提升。

一直以来，中国乘用车的市场竞争格局较差，市场集中度提升缓慢。长期的增长吸引了大量资本进入，新整车厂、新品牌层出不穷。此外，相当一部分自主车企为国有企业，国有资本对车企的补助使得淘汰机制并未完全发挥。部分竞争力较弱的车企在政府补助的支持下，始终未被淘汰。因此，即使行业遭遇了 2018 年以来的持续萎缩，出清的进度仍然不及预期。截止目前，行业仍有大量的低效、低端车企存在，致使行业价格战频发，车企的利润率普遍维持低位。

图4：国内乘用车品牌集中度



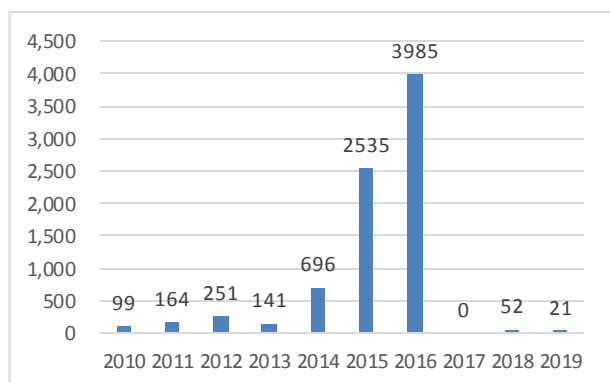
资料来源：Marklines，东兴证券研究所

图5：某品牌汽车论斤卖的宣传



资料来源：百度，东兴证券研究所

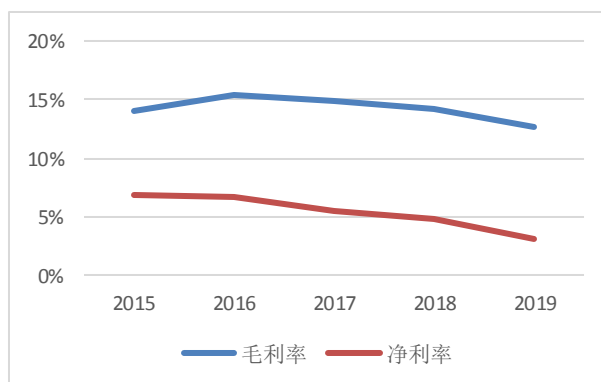
图6：江淮汽车历年获取的政府补助



资料来源：Wind，东兴证券研究所

注：2017年公司营业外收入项下政府补助金额为0元，主要因为报告期内公司根据新的政府补助准则，与日常活动相关的政府补助金额计入其他收益，以及将新能源汽车补贴视为“与企业销售商品或提供服务等活动密切相关，且是企业商品或服务的对价或者是对价的组成部分”计入营业收入所致。

图7：乘用车板块近5年毛利率与净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

此次江淮与大众的合资，体现了国有资本在汽车行业布局上的逐渐理性，未来国有资本在汽车行业或有更多更加市场化的投融资行为。市场竞争格局市场化，将促使尾部企业在行业低景气度的状态下不断出清。我们认为由于国内汽车潜在消费者的收入增长前景不明，叠加必选消费成本不断增值以及房贷支出维持高位，国内乘用车销量或将在一段时间内维持低位运行。因此，随着乘用车行业市场化的不断深入，未来市场集中度将不断提升。无论是国资、民营还是外资品牌，未来头部企业的优势都将不断加大。

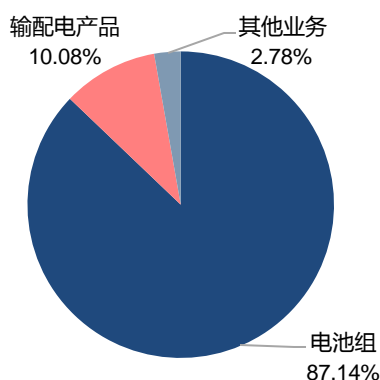
3. 国轩高科将迎来发展新阶段

国轩高科 5 月 29 日公告，拟引入大众中国作为战略投资者，根据相关《股东协议》、《股份转让协议》和《股份认购协议》，本次非公开发行和股份转让完成后，大众中国将合计持有国轩高科 26.47% 股份，成为第一大股东。我们认为，如相关事项推进顺利，国轩高科将迎来发展新阶段。

3.1 国轩高科在中国动力电池市场占有一席之地

国轩高科主营动力电池和输配电设备两大业务板块。其中，电池组业务 2019 年实现销量 1,526.25MAh，实现营业收入 43.21 亿元，占公司合计营业收入的 87.1%，如图 8 所示。公司 2019 年年报引述高工产业研究院统计，2019 年动力电池装机量约 3.2GWh，排名全国第三，其中磷酸铁锂电池装机量 2.9GWh，排名全国第二。据披露，公司在中国市场与多家车企建立合作，应用于江淮、北汽、奇瑞、长安、吉利等车企旗下的乘用车车型，以及上汽大通、江淮、奇瑞、恒天等车企旗下的商用车车型；同时，公司与华为、中国铁塔、国家电网、中电投等企业在储能领域开展合作。在海外市场，公司与 Bosch、Tata、荷兰 Ebusco 等企业达成合作意向。

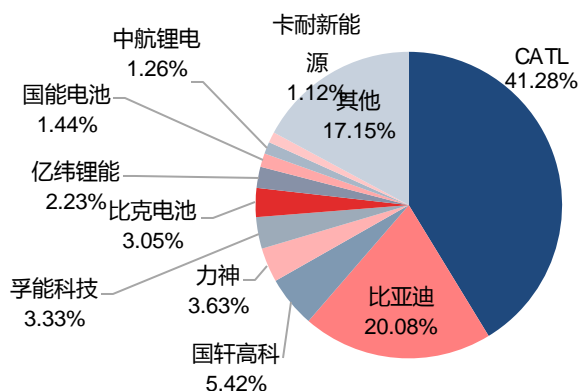
图8：国轩高科 2019 年收入结构



资料来源：公司财报；东兴证券研究所

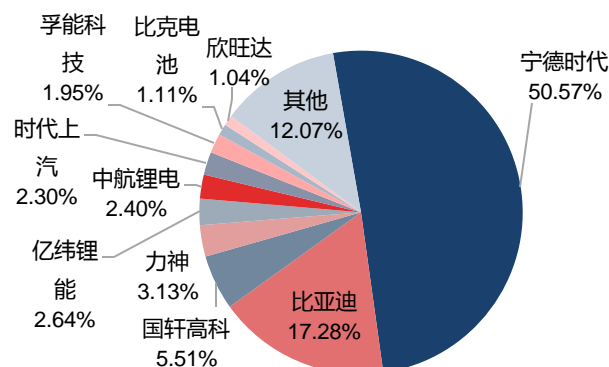
在竞争激烈的中国动力电池市场，国轩高科连续两年排名第三，份额超过 5%，紧随行业巨头宁德时代和比亚迪之后，如图 9、图 10 所示。

图9：中国大陆 2018 年动力电池市场份额（按容量）



资料来源：GGII，东兴证券研究所

图10：中国大陆 2019 年动力电池市场份额（按容量）



资料来源：汽车纵横 AutoReview，东兴证券研究所

一般来说，磷酸铁锂电池当前在安全性、使用寿命和单位制造成本等方面较有优势，而三元电池则在能量密度等方面较有优势。我们在此前报告中曾指出，官方在近期政策文件中不再强调对动力电池能量密度的指引，并提高了对动力电池系统安全性的要求。结合技术进步等多方面因素，我们判断，磷酸铁锂电池未来 5 年在中国动力电池市场的渗透率有望逐步提升。相较于多数动力电池玩家，国轩高科在技术路线布局方面较为全面，我们认为，这将有助抵御政策导向变化所带来的冲击。

据 2019 年年报披露，公司磷酸铁锂电池技术处于国际领先水平，单体能量密度最高已突破 190Wh/kg，配套多款乘用车型的系统能量密度超过 140Wh/kg，续航里程在 400km 以上；通过提升电池材料性能、改进电池包结构设计和成组工艺，公司的磷酸铁锂电池单体能量密度中试突破 200Wh/kg，系统能量密度已实现 160Wh/kg，该款产品产业化已开始推进。公司的三元 VDA 电池单体能量密度 2019 年达到 230Wh/kg，已为奇瑞、吉利、东风小康等纯电动车型批量供应；高镍三元电池单体电芯能量密度高达 302Wh/kg，循环次数超过 1500 周，预计 2020 年底实现装车。

3.2 大众入股方案有助推进动力电池主业发展，改善财务状况

据公告，国轩高科拟向大众中国非公开发行股票，数量不超过发行前总股本的 30%，本次非公开发行拟募集资金总额不少于 60 亿元，不超过约 73.062 亿元，扣除发行费用后拟全部用于以下项目：年产 16GWh 高比能动力电池产业化项目（54 亿元）、年产 3 万吨高镍三元正极材料项目（10 亿元）、补充流动资金（9.062 亿元），如表 3 所示。其中，动力电池、正极材料的产业化项目将分别于合肥经济技术开发区、合肥庐江县建设，建设期分别为 3.5 年、3 年。

表3：国轩高科 2020 年定向增发募集资金投向（亿元）

序号	投资项目名称	总投资金额	拟使用募集资金
1	国轩电池年产 16GWh 高比能动力电池产业化项目	58.63	54.00
2	国轩材料年产 30,000 吨高镍三元正极材料项目	14.35	10.00
3	补充流动资金	9.06	9.062
合计		82.04	73.062

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

据 EV 世纪报道，大众汽车 CEO 迪斯表示，大众计划到 2028 年在全球交付 2200 万辆纯电动汽车，其中一半以上在中国制造；另据盖世汽车等媒体报道，到 2025 年，大众集团在中国新能源汽车的年销量要达到 150 万辆，对应动力电池需求将达到 75GWh。

我们认为，引入大众作为战略投资者后，国轩高科后续进入大众的供应体系几成定局。上述产业化项目如建设顺利，将有助公司增强三元高比能电池的供货能力，深度参与到大众在中国的新能源汽车制造中来。

据国轩高科 2020 年一季报披露，公司一季度经营活动产生的现金流净额为-6.957 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司非流动负债 47.00 亿元、流动负债 112.36 亿元，资产负债率 63.68%，而货币资金仅有 27.84 亿元，应收账款 60.47 亿元。我们认为，上述财务状况或难支持公司在激烈的竞争中快速发展；但如果 9.062 亿元补充流动资金能于 2020 年内顺利到账，将显著改善公司的财务状况，为主业经营提供更好支撑。

3.3 大众自愿放弃部分表决权，有助国轩高科经营保持稳定

据公告，根据《股东协议》的约定，大众中国承诺，自本次非公开发行和股份转让涉及的公司相关股份均登记至大众中国名下起 36 个月内或大众中国自行决定的更长期间内，其将不可撤销地放弃其持有的部分公司股份的表决权，以使大众中国的表决权比例比创始股东方（珠海国轩、李缜及其一致行动人李晨）的表决权比例低至少 5%。我们认为，上述安排有助国轩高科在股权结构变更后保持经营稳定。

4. 整车企业或将加大对中游电池等环节的整合力度

我们认为，大众收购国轩高科体现出其对动力电池环节的掌控欲望，其背后考量或包含以下三方面。

首先，保障电池供应稳定。对于大众而言，按照其新能源汽车销量规划，其动力电池需求巨大。据 USnews.com 转载路透社报道（2020 年 1 月 9 日），大众在欧洲和亚洲的动力电池需求已超过 300GWh/年，正与多家合作商讨论可行方案。

然而，目前全球动力电池制造商良莠不齐，优质产能有限，使得大众在供应商谈判方面时而遇到尴尬局面。举例来说，据外媒 Inside EVs 2019 年 2 月 22 日报道，为应对日益增长的动力电池需求，大众拟与 SKI 合资在美国和德国建立合资动力电池厂，但这触犯了其目前最大动力电池供应商 LG 的利益，LG 甚至以“断供”作为威胁阻止大众与 SKI 的合作。

因此，对大众而言，通过股权收购等方式切入动力电池环节，是保障核心部件供应安全的合理举措。

其次，出于成本管控需要。当前新能源汽车性价比仍有待提升，新能源车企仍面临巨大降成本的压力。据外媒 Electrek 和通用汽车官网报道，特斯拉和通用汽车都将动力电池成本目标设定在 100 美元/kWh，对应当前汇率，约合人民币 0.71 元/Wh。而据中国化学与物理电源行业协会数据，2020 年 5 月 29 日国内方形三元动力电池包售价在 0.85~0.90 元/Wh 之间。动力电池市场价格与车企目标仍有一定差距，而车企把控电池制造环节，可以将动力电池环节的利润作为自己降成本的空间。

最后，掌握核心技术，增强议价能力。对于整车企业而言，掌握更多动力电池产能可以增强与上游动力

电池供应商谈判的话语权，增强自身的议价能力。

大众不是第一家布局电池环节的车企，此前已有多个案例。国内新能源主力车企比亚迪从电池环节起步，并曾多年维持仅作内供的闭环商业模式，现已放开对外供货；上汽、广汽、吉利等国内车企通过与宁德时代成立合资子公司的形式，获得对动力电池产能的控制力；长城汽车近年来借关联公司蜂巢能源切入动力电池制造环节（公司 2019 年 10 月 27 日公告，将其全资子公司蜂巢能源转让至实际控制方长城控股的全资子公司保定瑞茂）。在欧洲，宝马集团与大众集团也深度参与了 Northvolt 的组建，并持有一定股权；在日本，丰田与松下设立了合资公司泰星能源，后者从事车载方形锂离子电池的研产销。此外，外媒陆续报道特斯拉或正在着手建设自己的动力电池产能。具体如表 4 所示。

表4：整车企业在动力电池环节的布局（截至 2020 年 5 月底）

车企	动力电池企业	车企切入动力电池环节的方式
比亚迪	比亚迪	比亚迪自建动力电池产能保障比亚迪电动车电池供应
北汽集团	宁德时代	与宁德时代成立合资子公司普莱德
上汽集团	宁德时代	与宁德时代成立合资子公司时代上汽、上汽时代，从事动力电池业务，上汽集团持股 49%
中国一汽	宁德时代	与宁德时代成立合资子公司时代一汽，从事动力电池业务，中国一汽持股 49%
广汽集团	宁德时代	双方合资成立时代广汽与广汽时代，从事动力电池业务，广汽集团出资比例分别为 49%和 51%
吉利汽车	宁德时代	子公司浙江吉润与宁德时代成立合资子公司，浙江吉润出资 49%
长城汽车	蜂巢能源	长城汽车实际控制方长城控股的子公司持有蜂巢能源 100%股权
宝马集团	Northvolt	股权投资的形式持有 Northvolt 股权
大众集团	Northvolt、国轩高科	股权投资的形式持有 Northvolt 股权，双方拟于德国合资建立一座年产 16GWh 的动力电池工厂，大众持股 50%
丰田	松下	双方成立泰星能源从事车载方形锂离子电池的开发制造与销售，丰田出资比例 51%
特斯拉	特斯拉	自建电池厂

资料来源：公司官网，公司公告，Electrek，东兴证券研究所

展望未来，我们预计，全球范围内实力车企出于汽车电动化时代背景下**利益分配与产业链话语权向整车环节倾斜**的期望与动机，或将逐步加大垂直整合的力度。

当前整车企业不掌握动力电池核心技术和大规模量产经验，因此在生产节奏和产品价格上一定程度地受制于动力电池企业。据外媒 Inside EVs 报道，LG 动力电池供应短缺曾一度导致捷豹、奥迪、奔驰等车企削减产量目标。同时在价格上，动力电池企业也并未达到整车企业的理想水平。实力整车企业在面对消费者时拥有一定的品牌议价力，故在产业链中有望获得更多利润分配。我们判断，未来实力整车企业将通过切入上游强势环节增加自身的技术储备，同时有助降低中游供应商的议价能力；整个产业链将在全球汽车电动化过程中整合度或将有所提升。

同时，新能源汽车行业足够大，而动力电池优质产能在研发、制造等环节存在一定壁垒，且在规模量产方面需要经验积累。因此，我们认为，相对独立运营的第三方电池制造商，仍有广阔发展空间。

5. 投资策略

我们认为大众加码国内新能源车市场的意图非常明确。江淮大众电动车产品推出后，大众在国内新能源车的市场份额有望明显提升。建议关注大众新能源车产业链中，与大众合作较为深入的零部件企业，推荐华域汽车（600741.SH）、星宇股份（601799.SH）。

全球汽车电动化将向纵深推进，尽管大众、丰田、比亚迪、长城汽车、特斯拉等知名车企通过合资或内部供应等方式介入动力电池的研制，但动力电池产业技术迭代较快、产品安全性要求高、市场竞争激烈，相对独立运营的第三方电池制造商，如宁德时代等，仍有广阔发展空间。

6. 风险提示

大众电动车投放进度不及预期；新能源车支持政策大幅变动；COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响或偏离预期；大众在合肥的一系列投资计划后续推进存在低预期风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	汽车行业报告：租车巨头破产，第一块多米诺骨牌倒下？	2020-05-27
行业深度报告	自主品牌新视点：产品力新旧怎么看？	2020-01-21
公司报告	星宇股份：天时地利人和是否还在？	2020-05-21
公司报告	华域汽车：车市易冷，但见新能源车热管理上行 ——华域汽车系列报告之（二）	2020-04-12
公司报告	华域汽车：借力特斯拉，拥抱新能源——华域汽车系列报告之（一）	2020-02-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作

出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526