

增持

比亚迪 (002594.SZ)

5月销量首破11万，DM-P混动系统重磅发布

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 乘用车

◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师: 唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn
联系人: 余晓飞 0755-81981306 yuxiaofei1@guosen.com.cn

执证编码: S0980519080002

事项:

5月销量同比增长260%，插混/纯电销量比创近4年内新高。2022年5月，比亚迪汽车销量为114,943辆，同比增长260%，环比增长8%；其中纯电乘用车销量为53,349辆，同比增长197%，环比减少7%，插电混动乘用车销量为60,834辆，同比增长374%，环比增长27%，商用车销量为760辆，同比减少32%，环比增长34%。2022年1-5月，比亚迪汽车销量为512,363辆，同比增长158%；其中纯电乘用车销量为253,975辆，同比增长249%，插电混动乘用车销量为250,420辆，同比增长586%，商用车销量为2,919辆，同比减少6%。2022年5月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为6.203GWh，同比增长148%，环比减少约1%；2022年1-5月累计装机总量约为27.183GWh，同比增长174%。2022年上半年，比亚迪已发布海豹（中型轿车，21.28-28.98万元，预计年销18万台）、腾势D9（豪华MPV，33.5-44.5万元，预计年销12万台）、唐EV改款。下半年及明年，比亚迪将发布腾势SUV、军舰系列、海狮、海鸥，我们预计全年销量有望超过160万台。

DM-P混动系统重磅发布，唐DMI-I/DM-P开启预售。2022年6月9日，比亚迪“DM-P王者混动”技术平台正式发布。“P”即powerful，代表“动力强劲”，满足“追求急速驾驶体验”的用户。该平台拥有极速、安全、高效三大特征，可实现5S以内百公里加速、操稳全面超越机械四驱、超低能耗。超级混动唐DM-I+王者混动唐DM-P同步开启预售，预售3小时累计热销5472辆。

提高股份回购价格，彰显公司发展信心。2022年5月，公司股东大会审议通过，同意公司使用自有资金回购公司股份，本次回购总金额不超过人民币18.5亿元（含），不低于人民币18亿元（含）回购价格不超过人民币300元/股，回购期限自公司股东大会审议通过回购方案之日起不超过12个月。截至2022年6月8日，公司累计回购A股股份的数量为2,172,514股，占公司股份总数0.07463%，最高成交价为人民币300元/股，最低成交价为人民币293.37元/股，成交总金额为人民币648,547,549.44元。

2022年6月，公司董事会同意调整回购公司股份价格上限，将回购价格上限由不超过人民币300元/股调整为不超过人民币400元/股。

海豹发布7小时，预售订单超2万辆。2022年5月20日，比亚迪发布海豹，中型轿车，售价为21.28-28.98万元，续航里程为550-700公里，百公里加速低至3.8秒。海豹为比亚迪E平台3.0技术集大成之作，首次搭载CTB电池车身一体化技术、iTAC技术、后驱/四驱动力架构和前双叉臂/后五连杆底盘悬挂。海豹拥有高效八合一电动力总成和宽温域高效热泵系统，风阻系数低至0.219。在智能化方面，海豹拥有5个摄像头、6个超声波雷达和3个毫米波雷达，车内配备了DiLink车机系统、15.6英寸可旋转液晶中控屏，高配版搭载HUD抬头显示，可选配多功能EC光感天幕。根据公司官网信息，5月20日下午3点至晚上10点，7小时内海豹的预售订单达到22,637辆。

国信汽车观点：从主线逻辑看，比亚迪对上游产业链深度布局，三电技术（电池、电机、电控）实力雄厚；对下游终端市场的把握能力明显改善，纯电插混双轮驱动，接连推出爆款新车。赛道成长性好+产业链实力强+市场份额高，优质行业的优质巨头逐渐明朗。从支线逻辑看，比亚迪的刀片电池以结构创新的方式大幅提高了磷酸铁锂电池的能量密度，并且通过针刺试验证明了电池包的安全性，技术实力领先，已配套一汽红旗E-QM5、赛力斯SF5、长安CS55、东风岚图FREE、福特MustangMach-E、林肯冒险家PHEV等诸多车型，公司高管已在媒体采访中表示要为特斯拉供应。未来刀片电池的外供客户有望进一步拓展，伴随随

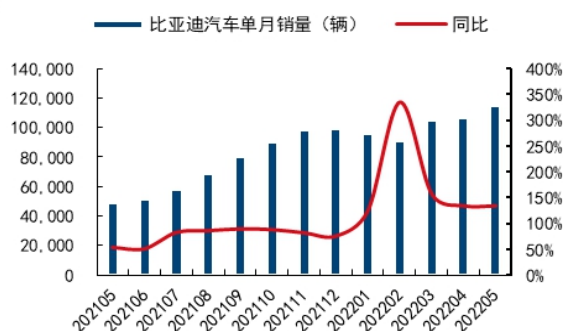
能电池的高速发展，为比亚迪带来较大的业务增量。我们维持 2022 年的盈利预测，预计 22/23/24 年公司的归母净利润为 64/123/221 亿元，对应 EPS 为 2.20/4.24/7.60 元，对应 PE 为 159/82/46 倍，维持“增持”评级。

评论：

◆ 5 月销量同比增长 260%，月度销量再创新高

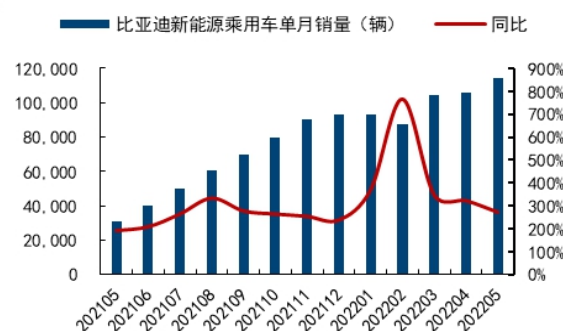
5 月销量首度突破 11 万辆，表现大幅跑赢行业。2022 年 6 月，比亚迪公布 2022 年 5 月产销数据。公司 5 月汽车销量为 114,943 辆，同比增长 260%，环比增长 8%；其中新能源乘用车销量为 114,183 辆，同比增长 271%，环比增长 8%。2022 年 1-5 月，比亚迪汽车累计销量为 512,363 辆，同比增长 158%；其中纯电乘用车累计销量为 253,975 辆，同比增长 249%，插电混动乘用车累计销量为 250,420 辆，同比增长 586%。根据乘联会数据，5 月全国狭义乘用车批发销量为 159.1 万辆，同比下降 1.3%，环比增长 67.8%，公司销量表现大幅跑赢行业。2022 年上半年，比亚迪已发布海豹（中型轿车，21.28-28.98 万元，预计年销 18 万台）、腾势 D9（豪华 MPV，33.5-44.5 万元，预计年销 12 万台）、唐 EV 改款。下半年及明年，比亚迪将发布腾势 SUV、军舰系列、海狮、海鸥，我们预计全年销量有望超过 160 万台。

图1：比亚迪汽车单月销量及同比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：比亚迪新能源乘用车单月销量及同比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

插混销量同比增长 374%，插混/纯电销量比创近 4 年内新高。2022 年 5 月公司纯电乘用车销量为 53,349 辆，同比增长 197%，环比减少 7%，插电混动乘用车销量为 60,834 辆，同比增长 374%，环比增长 27%，插混/纯电乘用车单月销量比为 1.14，创近 46 个月的新高，DMI 车型持续发力。

图3：比亚迪纯电乘用车单月销量及同比



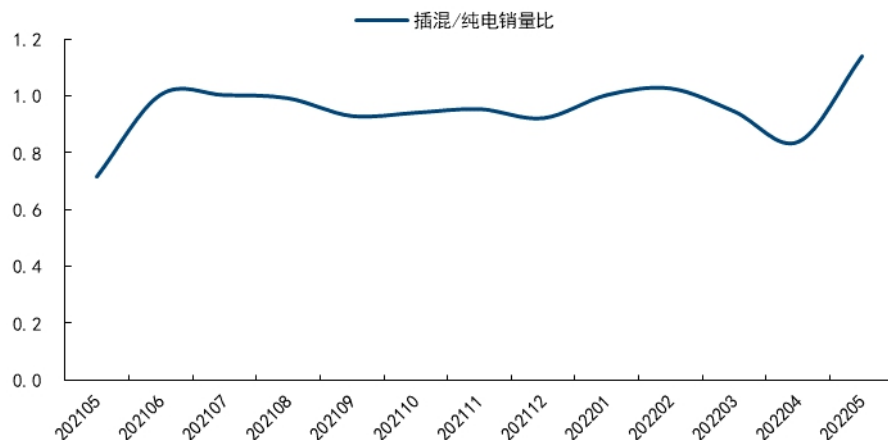
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：比亚迪插混乘用车单月销量及同比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

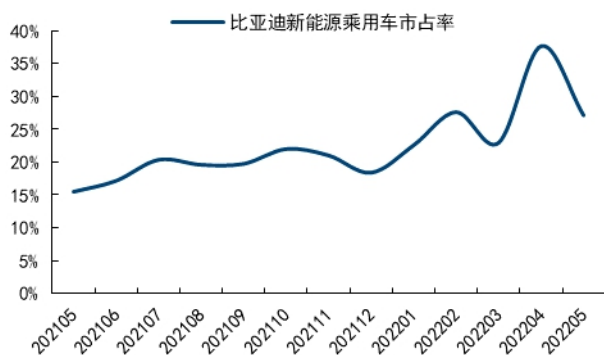
图5: 比亚迪插混/纯电乘用车单月销量比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

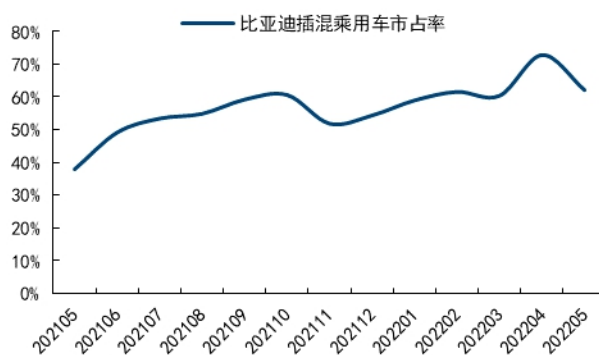
5月比亚迪新能源车市占率达27%，插混市占率高达62%。2021年以来，公司新能源车市占率屡创新高。根据乘联会数据，5月全国狭义乘用车批发销量为159.1万辆，其中新能源乘用车批发销量为42.1万辆，纯电/插混乘用车批发销量为32.4/9.8万辆。5月比亚迪在新能源乘用车的市场份额达27%，插混乘用车的市场份额达到62%。

图6: 比亚迪新能源乘用车月度市占率



资料来源: 公司公告, 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图7: 比亚迪插混乘用车月度市占率



资料来源: 公司公告, 乘联会, 国信证券经济研究所整理

分车型看，王朝网车型继续表现出色，2022年5月汉/唐/宋/秦/元家族售出23,934/8,449/31,989/20,753/13,333辆，其中汉DM/唐EV/宋DM/秦PLUS EV销量同比增长359%/269%/779.4%/109.9%/659.5%，元PLUS销量环比增长13.9%；海洋网的新品驱逐舰05销量爬坡迅速，环比增长123.4%。

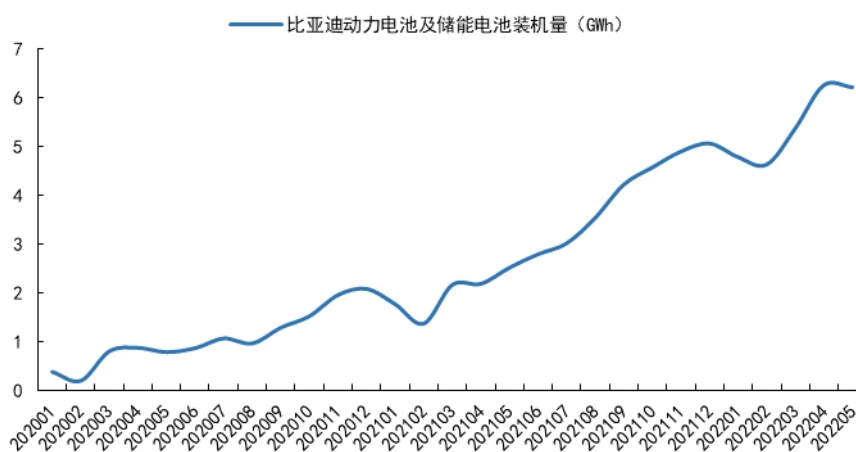
图8: 比亚迪主要在售车型单月销量统计 (辆)

在售车型	202205	202204	202105	同比	环比
王朝网					
汉	23,934	13,421	8,214	191%	78%
唐	8,449	10,131	2,301	267%	-17%
宋	31,989	25,108	14,886	115%	27%
秦	20,753	23,520	10,566	96%	-12%
元	13,333	15,168	373	3475%	-12%
海洋网					
驱逐舰05	4,558	2,040	0	-	123%
海豚	6,430	12,040	0	-	-47%
e系列	3,900	3,635	2,675	46%	7%

资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

电池业务保持高增长。2022年5月公司新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为6.203GWh, 同比增长148%, 环比减少约1%; 2022年1-5月累计装机总量约为27.183GWh, 同比增长174%。

图9: 比亚迪动力电池及储能电池单月装机量



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ DM-P 混动系统重磅发布, 唐 DM-i/DM-P 开启预售

2022年6月9日, 比亚迪“DM-P 王者混动”技术平台正式发布。“P”即 powerful, 代表“动力强劲”, 满足“追求急速驾驶体验”的用户。该平台拥有极速、安全、高效三大特征, 可实现5S以内百公里加速、操稳全面超越机械四驱、超低能耗。超级混动唐 DM-i+王者混动唐 DM-P 同步开启预售, 预售3小时累计热销5472辆。

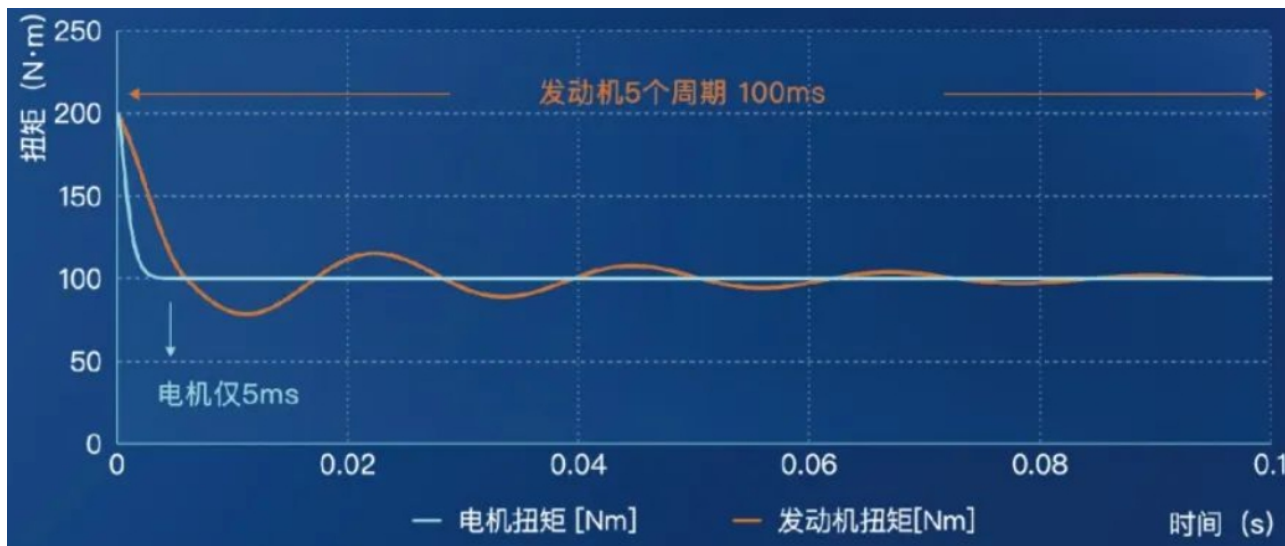
图10：比亚迪 DM-P 与 DM-I 的定位



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

DM-P 系统拥有全新开发的后驱三合一总成，由电机、电控、减速箱高度集成，峰值功率 200KW，峰值扭矩 350N/M。车辆打滑时，电机扭矩调整时间比传统发动机快 20 倍，操控更快、更稳、更精准。

图11：DM-P 电机扭矩调整时间



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

全新发布的唐 DM-P 得以实现 NEDC 纯电续航里程 215KM，充电倍率高达 2C，从 30%充至 80%最快仅需 20min，对外放电功率达到 6kw。

图12: 比亚迪唐 DM-P



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

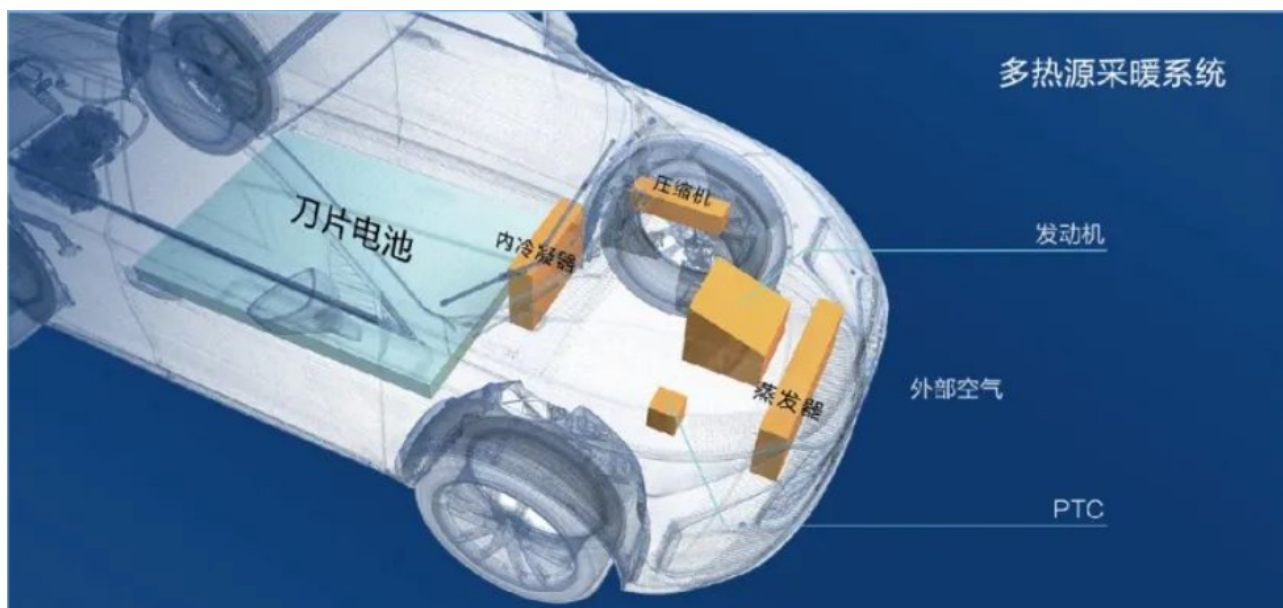
图13: 比亚迪唐 DM-P



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

唐 DM-P NEDC 亏电油耗低至 6.5L/100KM, 国内 PHEV 首搭热泵空调系统, 采用多热源采暖系统, 车量每百公里纯电续航里程延长 20km, 空调节能高达 40%, 低温环境下节能效果更明显。

图14: 唐 DM-P 整车热管理系统



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 海豹发布 7 小时, 预售订单超 2 万辆

2022 年 5 月 20 日, 比亚迪发布海豹, 中型轿车, 售价为 21.28-28.98 万元, 续航里程为 550-700 公里, 百公里加速低至 3.8 秒。海豹为比亚迪 E 平台 3.0 技术集大成之作, 首次搭载 CTB 电池车身一体化技术、iTAC 技术、后驱/四驱动力架构和前双叉臂/后五连杆底盘悬挂。海豹拥有高效八合一电动力总成和宽温域高效热泵系统, 风阻系数低至 0.219。在智能化方面, 海豹拥有 5 个摄像头、6 个超声波雷达和 3 个毫米波雷达, 车内配备了 DiLink 车机系统、15.6 英寸可旋转液晶中控屏, 高配版搭载 HUD 抬头显示, 可选配多功能 EC 光感天幕。根据公司官网信息, 5 月 20 日下午 3 点至晚上 10 点, 7 小时内海豹的预售订单达到 22,637 辆。

表1：比亚迪海豹与竞品车型对比

	海豹	Model 3	小鹏 P7	蔚来 ET5	比亚迪汉 EV
					
售价（万元）	21.28-28.98	29.10-36.79	23.99-42.99	32.80-38.60	21.48-28.86
长*宽*高（mm）	4800*1875*1460	4694*1850*1443	4880*1896*1450	4790*1960*1499	4995*1910*1495
轴距（mm）	2920	2875	2998	2888	2920
零百加速（s）	3.8/5.9/7.5	3.3/6.1	4.3/6.7	4.3	3.9/7.9
最大功率（kW）	前：160；后：150/230	前：137；后：194/220	前：120；后：196	前：150；后：210	前：180；后：200
最大扭矩（N·m）	前：310；后：310/360	前：219；后：340/440	前：265；后：390	-	前：350；后：350
续航里程（km）	550/650/700（CLTC）	556/675（CLTC）	480/562/586/625/670（NEDC）	550/700（NEDC）	610/715（CLTC）
电池容量（kWh）	61.44/82.56	60/78.4	60.2/70.8/-/80.9	75/100	85.4
电池类型	磷酸铁锂	磷酸铁锂/三元锂	三元锂	三元磷酸铁锂/三元锂	磷酸铁锂
智能座舱配置	DiLink 车机系统 HUD 抬头显示 15.6 英寸触控液晶中控屏 屏幕可旋转	NCU 车机系统 AMD Ryzen 处理器 15 英寸触控液晶中控屏 分辨率 1920×1200 腾讯语音识别	Xmart OS 车机系统 人脸识别 高通骁龙 820A 处理器 14.96 英寸触控液晶中控屏 分辨率 2400×1200 多轮语音对话 模糊语义识别	NIO OS 车机系统 高通 8155 处理器 12.8 英寸触控 OLED 中控屏 分辨率 1728×1888	DiLink 车机系统 HUD 抬头显示 15.6 英寸触控液晶中控屏 屏幕可旋转
智能驾驶配置	L2 DiPilot 系统	L2（选装 L3） Autopilot 系统 特斯拉 FSD 芯片 144 TOPS 算力 8 个摄像头 12 个超声波雷达 1 个毫米波雷达	L2 Xpilot 3.0 系统 英伟达 Xavier 芯片 30 TOPS 算力 13 个摄像头 12 个超声波雷达 5 个毫米波雷达	L2（选装 L3） NAD 系统 英伟达 Drive Orin 芯片 1016 TOPS 算力 11 个摄像头 12 个超声波雷达 5 个毫米波雷达 1 个激光雷达	L2 DiPilot 系统 5 个摄像头 8 个超声波雷达 5 个毫米波雷达
2021 年销量（万辆）	-	27.30	6.06	-	11.77
2022 年 1-4 月销量（万辆）	-	3.42	2.31	-	4.78
稳态年销量预测（万辆）	12.00				
稳态年销售收入预测（亿元）	302				

资料来源：汽车之家，太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

◆ 比亚迪 CTB 技术全球首发，车身电池一体化

传统的动力电池的组成过程是从电芯设计成模组，再装成电池包，形成三级结构，即电芯-模组-电池包。CTP 技术（Cell To Pack）则取消了模组设计，形成电芯-电池包两级结构。

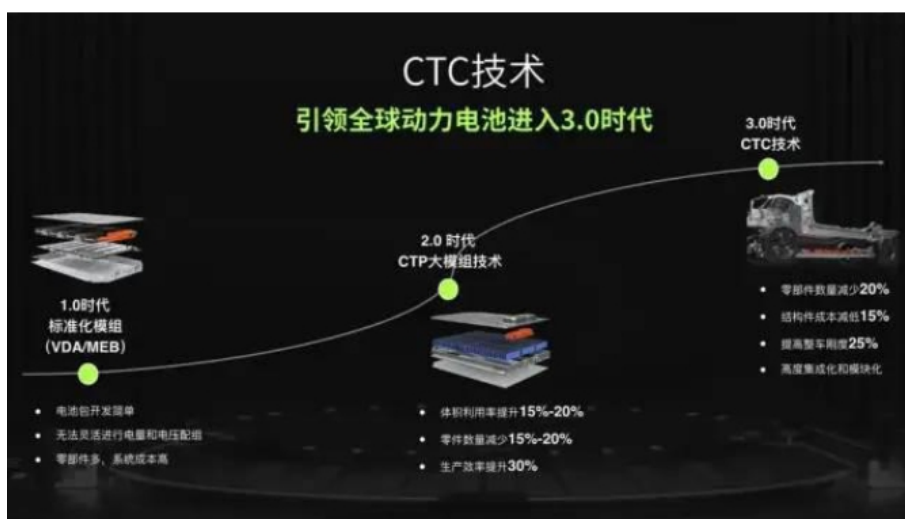
图 15: CTP 技术结构图



资料来源：亚洲汽车轻量化展，国信证券经济研究所整理

CTC 电池集成方案是直接将电芯集成在地板框架内部，将地板上下板作为电池壳体。它是 CTP 方案的进一步集成，完全使用地板的上下板代替电池壳体和盖板，与车身地板和底盘一体化设计，从根本上改变了电池的安装形式。CTC 实现了更高程度集成化、简化总装工艺和降低成本。预计制造耗时将缩短约 10%，续航里程可提升约 15%。

图 16: CTC 技术图解



资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

CTB 技术最早用了源于特斯拉的结构电池技术 (structural battery)。2020 年 9 月马斯克在特斯拉电池日上发布的结构性电池。特斯拉把电池内置到了车身，将电池平铺在底盘上，和电池包的上盖合二为一。海豹作为搭载 CTB 技术的 E 平台 3.0 车型，在安全、操控、高效和美学方面都实现了新的突破。由 CTP 技术进化为 CTB 技术，最突出的特征是电池上盖与车身地板集成。

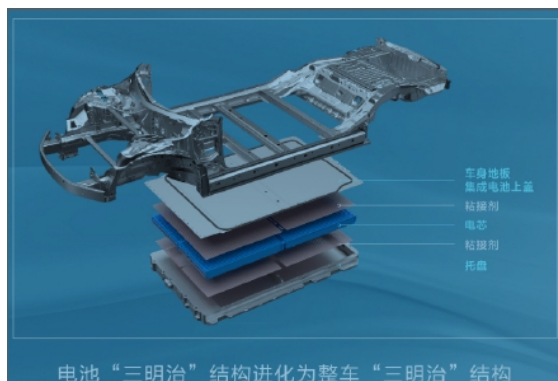
图 17: CTP 技术演进为 CTB 技术



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

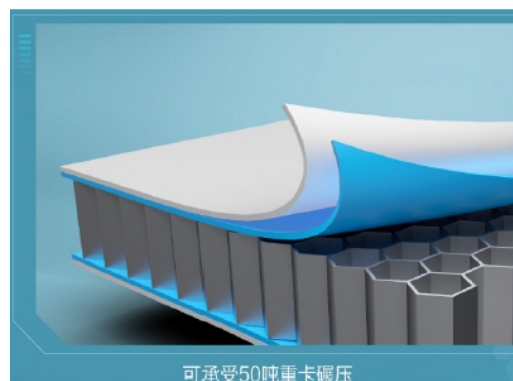
电池的“三明治”结构进化为整车的“三明治”结构，车身地板集成电池上盖，通过粘接剂与电芯、托盘相结合，蜂窝结构加强安全性能，实现电池系统结构强度的突破，可承受 50 吨重卡的碾压。比亚迪的 CTB 技术基于高安全刀片电池开发，刀片电池具备本征安全，可轻松通过针刺测试。

图 18: CTB 整车“三明治”结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 19: CTB 类蜂窝结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

CTB 技术让刀片电池与车身结合更为紧密，电池作为结构件参与整车传力和受力，整车侧住碰侵入量减少 45%，整车扭转刚度提升一倍，突破 40000N.M/°。整车质心更低、更均衡，实现 50:50 黄金轴荷，惯量更低，整车相应跟随更快。麋鹿测试成绩 83.5km/h，单移线测试 133km/h，定圆回转 1.05g。

图 20: 海豹的麋鹿测试、单移线测试、定圆回转测试成绩



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：优质赛道的优质龙头，维持“增持”评级

从主线逻辑看，比亚迪对上游产业链深度布局，三电技术（电池、电机、电控）实力雄厚；对下游终端市场的把握能力明显改善，纯电插混双轮驱动，接连推出爆款新车。**赛道成长性好+产业链实力强+市场份额高，优质行业的优质巨头逐渐明朗。**从支线逻辑看，比亚迪的刀片电池以结构创新的方式大幅提高了磷酸铁锂电池的能量密度，并且通过针刺试验证明了电池包的安全性，技术实力领先，已配套一汽红旗 E-QM5、赛力斯 SF5、长安 CS55、东风岚图 FREE、福特 Mustang Mach-E、林肯冒险家 PHEV 等诸多车型，并已确认将要为特斯拉供应。**未来刀片电池的外供客户有望进一步拓展，伴随储能电池的高速发展，为比亚迪带来较大的业务增量。**我们维持 2022 年的盈利预测，预计 22/23/24 年公司的归母净利润为 64/123/221 亿元，对应 EPS 为 2.20/4.24/7.60 元，对应 PE 为 159/82/46，维持“增持”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601633.SH	长城汽车	36.52	3,382	0.73	0.93	1.42	50	39	26	买入
603290.SH	斯达半导	345.20	589	2.34	3.83	5.39	148	90	64	无评级
300750.SZ	宁德时代	454.00	10,582	5.77	10.97	16.97	79	41	27	无评级
平均				2.95	5.24	7.93	92	57	39	
002594.SZ	比亚迪	348.80	10,154	1.05	2.20	4.24	333	159	82	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

原材料价格上涨，疫情反复和芯片紧缺影响产能释放和交付，新车型销量不及预期。

相关研究报告：

- 《比亚迪（002594.SZ）-腾势 D9 重磅登场，自主品牌豪华 MPV 新纪元》——2022-05-18
- 《比亚迪（002594.SZ）-4 月销量创新高，新能源乘用车国内份额或超 30%》——2022-05-05
- 《比亚迪（002594.SZ）-回购股份推进员工持股计划，携手地平线加深智能化合作》——2022-04-25
- 《比亚迪（002594.SZ）-归母净利润同比增长，新能源市占率持续领跑》——2022-04-19
- 《比亚迪（002594.SZ）-汽车业务高速增长，新能源车市占率持续提升》——2022-04-01

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14445	50457	50000	50000	50000	营业收入	156598	216142	373904	492791	606676
应收款项	42259	37525	102439	135011	166212	营业成本	126251	187998	327544	428478	516524
存货净额	31396	43355	84697	110899	133897	营业税金及附加	2154	3035	5235	6653	7887
其他流动资产	22254	27935	56086	73919	91001	销售费用	5056	6082	11217	12320	15167
流动资产合计	111605	166110	299222	375829	447110	管理费用	4321	5710	18809	25449	32502
固定资产	60696	81499	93954	100012	100218	研发费用					
无形资产及其他	11804	17105	16421	15737	15052	财务费用	3763	1787	1500	1500	1500
投资性房地产	11446	23161	23161	23161	23161	投资收益	(273)	(57)	(200)	(200)	(200)
长期股权投资	5466	7905	8305	8705	9105	资产减值及公允价值变动	855	905	200	200	200
资产总计	201017	295780	441062	523444	594647	其他收入	(8549)	(7747)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	27813	23188	117813	134559	143042	营业利润	7086	4632	9600	18392	33096
应付款项	51908	80492	124816	163430	197321	营业外净收支	(203)	(114)	0	150	150
其他流动负债	26709	67625	70951	92634	112286	利润总额	6883	4518	9600	18542	33246
流动负债合计	106431	171304	313581	390623	452649	所得税费用	869	551	1248	2410	4322
长期借款及应付债券	23626	10790	10790	10790	10790	少数股东损益	1780	922	1959	3784	6785
其他长期负债	6507	9442	9942	10442	10942	归属于母公司净利润	4234	3045	6393	12347	22139
长期负债合计	30133	20232	20732	21232	21732	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	136563	191536	334313	411855	474381	净利润	4234	3045	6393	12347	22139
少数股东权益	7580	9175	9762	10898	12933	资产减值准备	748	(49)	380	95	28
股东权益	56874	95070	96987	100692	107333	折旧摊销	12318	13808	8049	9730	10650
负债和股东权益总计	201017	295780	441062	523444	594647	公允价值变动损失	(855)	(905)	(200)	(200)	(200)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	3763	1787	1500	1500	1500
每股收益	1.55	1.05	2.20	4.24	7.60	营运资本变动	21541	47763	(85875)	(15716)	(17209)
每股红利	1.35	0.90	1.54	2.97	5.32	其它	(517)	178	207	1040	2007
每股净资产	20.85	32.66	33.32	34.59	36.87	经营活动现金流	37468	63841	(71046)	7297	17415
ROIC	16%	12%	6%	8%	12%	资本开支	0	(32538)	(20000)	(15000)	(10000)
ROE	7%	3%	7%	12%	21%	其它投资现金流	(156)	(5587)	838	0	0
毛利率	19%	13%	12%	13%	15%	投资活动现金流	(1561)	(40564)	(19562)	(15400)	(10400)
EBIT Margin	12%	6%	3%	4%	6%	权益性融资	23	37314	0	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	5%	6%	7%	负债净变化	2798	(6002)	0	0	0
收入增长	23%	38%	73%	32%	23%	支付股利、利息	(3686)	(2619)	(4475)	(8643)	(15497)
净利润增长率	162%	-28%	110%	93%	79%	其它融资现金流	(32358)	(7336)	94626	16746	8482
资产负债率	72%	68%	78%	81%	82%	融资活动现金流	(34112)	12735	90151	8103	(7015)
息率	0.5%	0.4%	0.6%	1.2%	2.2%	现金净变动	1795	36012	(457)	0	0
P/E	224.7	333.4	158.8	82.2	45.9	货币资金的期初余额	12650	14445	50457	50000	50000
P/B	11.7	7.4	7.3	7.0	6.6	货币资金的期末余额	14445	50457	50000	50000	50000
EV/EBITDA	25.7	33.1	54.4	37.8	26.1	企业自由现金流	0	40728	(88169)	(3679)	13539
						权益自由现金流	0	27390	5151	11762	20717

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032