

强于大市

锂电设备行业专题一

特斯拉 Model Y 降价，电动化趋势持续深入

特斯拉国产 Model Y 正式发售，价格大幅下调，这将促进特斯拉和行业整体需求增加，进而带来电池厂扩产确定性的增加和锂电设备需求的提升。

支撑评级的要点

- **预计降价拉动特斯拉 Model Y 需求持续旺盛。**2021 年 1 月 1 日，特斯拉正式发售国产 Model Y，其中长续航版起售价为 33.99 万元，较此前 48.80 万元下调 14.81 万元，高性能版起售价为 36.99 万元，较此前 53.50 万元下调 16.51 万元。Model 3 高性能版车型售价从 41.90 万元下调 7.91 万元下降至 33.99 万元，长续航版本下架，标准续航版售价不变。从 Model 3 历史销量情况看，此次降价将直接促进 Model Y 需求增加。
- **特斯拉产品线进一步完善，有望刺激行业需求增加。**特斯拉 Model Y 国产版本降价后，Model 3 与 Model Y 进一步完善特斯拉的产品线，从价格端看，不同配置基本覆盖了 25-40 万的价格水平；从车型看，Model Y 的推出填补了特斯拉在中高端电动 SUV 方面的空白。我们认为，特斯拉 Model Y 的降价会拉动行业整体需求：1)一方面，爆款产品会增加消费者对于新能源汽车的认可度，拉动行业整体需求的增加；2)过往 Model 3 降价后，各主流新能源汽车的销量并未受到较大影响，我们认为这是因为当前新能源车仍处于加速渗透的阶段，类似于 Model Y 的竞品推出将倒逼其他厂商推出在性能、价格等方面均更具有竞争力的车型，进一步刺激行业需求的增加。
- **预计特斯拉电池供应商将持续加大扩产力度。**目前，特斯拉在全球各地有多个工厂正在建设中，以上海工厂为例，预计 2021 年年产量 55 万辆(Model 3 30 万辆，Model Y 25 万辆)，对应动力电池需求最高超 40GWh。目前，特斯拉的电池供应商主要包括松下、LG 化学和宁德时代等。根据 LG 化学三季度电话会议，LG 化学全球产能将在 2023 年达到 260GWh，圆柱产能从 20GWh 提高到 60GWh，LG 化学南京工厂主要用于配套特斯拉 Model 3 和 Model Y。LG 化学与南京经开区签署协议，追加 5 亿美元用于扩大圆柱电池产能。宁德时代方面，2020 年扩产速度显著加快，先后公布车里湾/湖西扩建/溧阳三期/宜宾一期/宁德福鼎/溧阳四期/宜宾二期项目，总投资额不超过 650.24 亿。
- **补贴退坡无碍于电动化趋势深入。**根据《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2021 年坚持平缓补贴退坡力度，新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%。我们认为，补贴退坡并不影响新能源汽车渗透率的持续提升，这是因为除了政策因素以外，本轮电动化浪潮中供给端也发生了非常积极的变化：1)动力电池等部件价格不断下降，降低造车成本；2)造车新势力和传统车企纷纷加速布局，新能源汽车产品线齐全、爆款频出。电动化趋势深入，主流电池厂扩产幅度变大、进度加快，锂电设备行业需求放量，进而使绑定主流电池厂的头部锂电设备公司迎来新一轮快速成长。

投资建议

- 为配套特斯拉等整车厂需求，国内外主流电池厂宁德时代、LG 化学等扩产意愿强烈，重点推荐核心设备供应商先导智能、杭可科技，建议关注赢合科技、星云股份。

评级面临的主要风险

- 特斯拉产能、销量不及预期，核心客户项目建设不达预期，疫情对全球新能源汽车产业的影响。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：锂电设备

证券分析师：陶波
(8621)20328512
bo.tao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

证券分析师：杨绍辉
(8621)20328569
shaohui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

联系人：朱祖跃
zuyue.zhu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120080005

特斯拉 Model Y 降价，拉动需求持续旺盛

特斯拉 Model Y 国产版本降价 15 万元左右

2021 年 1 月 1 日，特斯拉正式发售国产 Model Y，其中长续航版起售价为 33.99 万元，较此前 48.80 万元下调 14.81 万元，高性能版起售价为 36.99 万元，较此前 53.50 万元下调 16.51 万元。此外，Model 3 高性能版车型售价从 41.90 万元下调 7.91 万元下降至 33.99 万元，长续航版本下架，标准续航版售价不变。

图表 1. 特斯拉国产车型降价时间表

上市时间	生产商	车型	型号标识	指导价（万元）
2021 年 1 月 1 日	特斯拉（中国）	Model Y	高性能版	36.99
2021 年 1 月 1 日	特斯拉（中国）	Model Y	长续航版	33.99
2021 年 1 月 1 日	特斯拉（中国）	Model 3	高性能全轮驱动版	33.99
2020 年 10 月 1 日	特斯拉（中国）	Model 3	长续航后轮驱动版	30.99
2020 年 10 月 1 日	特斯拉（中国）	Model 3	标准续航升级版	26.97
2020 年 5 月 1 日	特斯拉（中国）	Model 3	标准续航升级版	29.18
2020 年 4 月 10 日	特斯拉（中国）	Model 3	长续航后轮驱动版	36.66
2020 年 4 月 10 日	特斯拉（中国）	Model 3	高性能全轮驱动版	41.98
2019 年 5 月 31 日	特斯拉（中国）	Model 3	标准续航升级版	32.80
2019 年 2 月 1 日	特斯拉	Model 3	长续航后轮驱动版	43.30

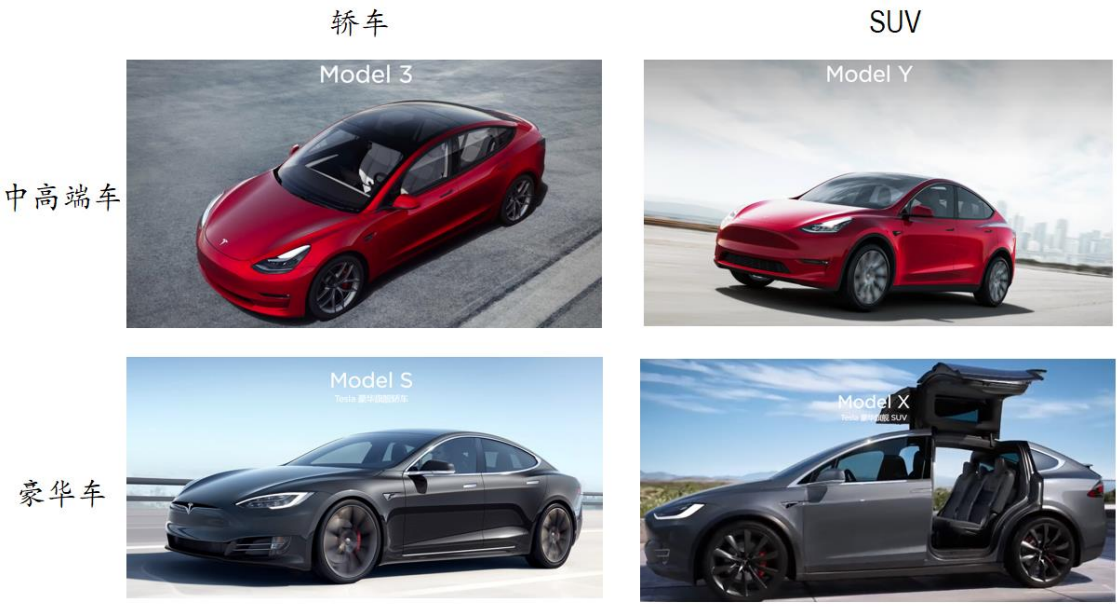
资料来源：特斯拉官网，乘联会，汽车之家，中银证券

预计 Model Y 降价拉动需求大幅增长

我们认为，本次 Model Y 降价将刺激特斯拉销量提升、行业需求增长：

特斯拉产品线进一步完善。特斯拉 Model Y 降价后，特斯拉电动汽车的产品矩阵进一步完善，在中高端车中，Model 3 和 Model Y 分别占据了轿车和 SUV 的细分市场，其中 Model Y 也更好地服务了中国市场消费者对 SUV 车型的喜爱。在豪华车方面，Model S 针对轿车群体，Model X 则为豪华旗舰型 SUV。

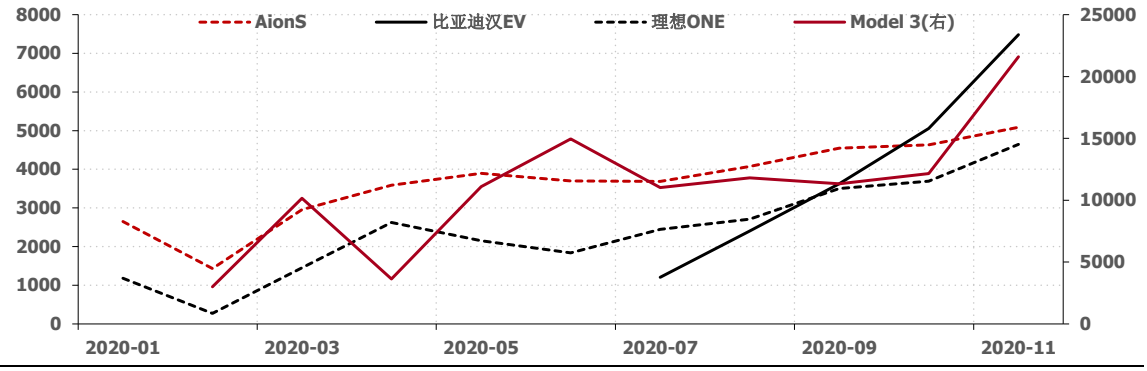
图表 2. 特斯拉产品矩阵



资料来源：特斯拉官网、中银证券

从过往 Model 3 历次价格调整后的销量情况看， Model 3 价格的下调直接拉动了 Model 3 销量的快速增长，2020 年 11 月 Model 3 销量达到 21604 辆。但是， Model 3 价格的下调并没有对其他车型的销量产生大幅的影响，从理想 One 和比亚迪汉等车型的销量看，其销量/交付量维持续处于快速提升状态中，并未受到特斯拉 Model 3 降价的影响。

图表 3. 特斯拉 Model 3、理想 ONE 等销量/交付量变化



资料来源：乘联会、中汽协、中银证券

我们认为，特斯拉 Model Y 的降价会拉动行业整体需求的增加：

1)一方面，爆款产品会增加消费者对于新能源汽车的认可度，而这种认可度是可以在不同品牌间渗透的，拉动行业整体需求的增加；

2)另一方面，当前新能源车仍处于加速渗透的阶段，类似于 Model Y 的竞品推出将倒逼其他厂商推出在性能、价格等方面均更具有竞争力的车型，进一步刺激行业需求的增加。

特斯拉电池供应商将持续加大扩产力度

特斯拉规划有多个超级工厂

目前，特斯拉在全球各地有多个工厂正在建设中。截至 2020 年三季度末，美国 Fragment 工厂 Model 3&Y 产能合计 50 万辆，上海工厂 Model 3 产能 25 万辆，预计 2021 年上海工厂产能合计 55 万辆，其中 Model 3 30 万辆，Model Y 25 万辆，柏林工厂 2021 年投产，产能持续释放为 Model Y 销量增长提供了保障。

图表 4. 特斯拉全球产能汇总（截至 2020 年三季度末）

工厂	车型	2019 年产能（万辆）	当前产能（万辆）	状态
美国加州工厂	Model 3/Y	40	50	生产中
	Model S/X	9	9	生产中
上海超级工厂	Model 3	15	25	生产中
	Model Y	-	-	建设中
柏林工厂	Model 3	-	-	规划中
	Model Y	-	-	建设中
德州工厂	Model Y	-	-	建设中
	Cybertruck	-	-	建设中
合计产能	Model 3/Y	55	75	-
	Model S/X	9	9	-
	合计	64	84	-

资料来源：特斯拉公告，insideEVs，中银证券

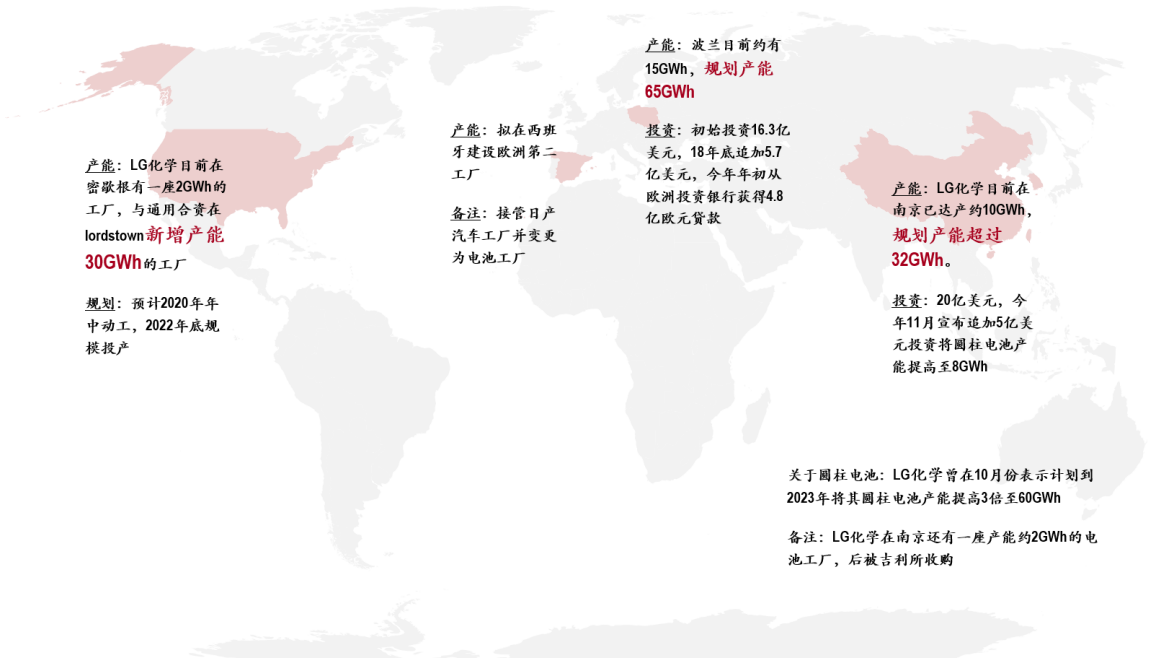
据 21 世纪经济报道，2021 年特斯拉（上海）工厂计划生产约 55 万辆汽车，其中 Model 3 车型为 30 万辆，Model Y 车型为 25 万辆。国产 Model 3 标准版的电池容量为 55kWh，长续航版的容量则为 77kWh，新款国产 Model 3 电池容量没有变化，Model Y 的电池容量为 77kWh。据此测算，55 万辆国产特斯拉需要的动力电池装机量最高达 42.35GWh。

电池供应商扩产意愿强烈

特斯拉的电池供应商主要包括松下、LG 化学和宁德时代等，电池供应商扩产意愿强烈，以 LG 化学和宁德时代为例：

LG 化学规划产能 260GWh，较 2019 年增加近 200GWh。在 LG 化学三季度业绩说明会上，LG 化学表示计划到 2023 年年底提升产能至 260GWh，满足 500 万辆电动汽车电池需求。此外，LG 化学曾在 2020 年 10 月份表示到 2023 年圆柱电池产能将增加至 60GWh。根据我们对扩产规划梳理，LG 化学在中国南京规划产能超 32GWh，且在 2020 年 11 月追加 5 亿美元提高圆柱产能，LG 化学波兰工厂规划产能约 65Wh，LG 化学在美国 Lordstown 与通用合资设立产能约 30GWh 的动力电池工厂。

图表 5. LG 化学在中国、欧洲和美国等地的扩产规划



资料来源：高工锂电、起点大数据、公司官网、中银证券

宁德时代 2020 年扩产速度显著加快，先后公布车里湾/湖西扩建/溧阳三期/宜宾一期/宁德福鼎/溧阳四期/宜宾二期项目，总投资额不超过 650.24 亿。具体来看：

2020 年 12 月 29 日， CATL 公告拟投入不超过 390 亿用于锂电池生产与研发项目，包括： 1)拟在福建省宁德市福鼎市投资建设锂离子电池福鼎生产基地，项目总投资不超过人民币 170 亿元；2)拟在江苏省溧阳市中关村高新区内投资建设江苏时代动力及储能锂电池研发与生产项目(四期)，项目总投资不超过人民币 120 亿元；3)拟在四川省宜宾市临港经济技术开发区内投资扩建动力电池宜宾制造基地项目，项目总投资不超过人民币 100 亿元。

此前，宁德时代 2020 年公布的扩产项目还包括：1)宁德湖西扩建项目，总投资额不超过 46.2 亿，规划产能 16GWh；2)宁德车里湾项目总投资额不超过 100 亿，规划产能 45GWh；3)江苏时代三期项目总投资额不超过 74 亿，规划产能 24GWh；4)四川时代一期项目总投资额不超过 40 亿，规划产能 12GWh。

图表 6. 宁德时代 2020 年扩产项目

	规划产能 (GWh)	总投资 (亿元)	设备投资 (亿元)	建设周期
宁德湖西扩建	16	46.24	29	2020 年开工，三年建成
宁德车里湾	45	100	70	2020 年开工，两年建成
宁德福鼎	66	170	119	项目分两期建设，项目一期自开工建设起不超过 26 个月，项目二期计划在一期建设后两年内启动，以实际建设情况为准
江苏时代三期	24	74	54	2020 年开工，三年建成
江苏时代四期	47	120	84	自开工建设起不超过 24 个月，最终以实际建设情况为准
四川时代一期	12	40	22	2020 年开工，两年建成
四川时代二期	39	100	70	项目分两期建设，项目一期自开工建设起不超过 26 个月，项目二期计划在一期建设后两年内启动，以实际建设情况为准

资料来源：公司公告、中银证券

注：车里湾项目、宁德福鼎项目、江苏时代四期项目、四川时代二期项目设备投资额为估算(总投资额的 70%)，其中宁德福鼎项目、江苏时代四期项目、四川时代二期项目规划产能为估算，按单 GWh 设备投资额 1.8 亿元计算

供需两旺，补贴退坡无碍于电动化趋势深入

2021 年新能源汽车补贴在 2020 年基础上退坡 20%

2021 年新能源汽车补贴退坡。12 月 31 日，财政部、工信部等四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，整体上 2021 年新能源乘用车的补贴力度要比 2020 年退坡 20%，但公交、出租、环卫等营运/工作性质的特殊车辆补贴下调 10%。其中，WLTC 测试工况已成为 2020 年的标准，但续航划定上仍会按“老车老标准、新车新标准”的原则执行。

图表 7. 2021 年补贴政策变化

	具体内容
补贴标准	2021 年，新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；为推动公共交通等领域车辆电动化，相关领域符合要求的车辆，补贴标准在 2020 年基础上退坡 10%，地方可继续对新能源公交车给予购置补贴。
测试工况标准	从 2021 年起，新能源汽车试验方法标准将更新，由现行的 NEDC 变成了 WLTC。不过 2021 年是交接过渡年份，并且 WLTC 测试标准目前还未正式对外公布。新标准发布实施前，按照老标准进行检测的产品，只要符合要求，均可按规定享受补贴。
市场监督机制	涉及新能源汽车安全问题的不合规行为，视程度予以暂停或取消推荐车型目录、暂缓或取消财政补贴等措施；强化全流程监管，起火、重大安全事故等情况，开展跨部门联合调查。进一步加强购置补贴审核，提高重点关注企业现场审核比例。
优化行业格局	鼓励优势企业兼并重组、做大做强，坚决遏制盲目投资、违规建设等乱象，新能源乘用车、商用车企业单次申报购置补贴清算车辆数量应分别达到 10000 辆、1000 辆。

资料来源：搜狐汽车网、中银证券

新能源汽车供需两旺，推动电动化趋势深入

我们认为，补贴退坡并不影响新能源汽车渗透率的持续提升，以特斯拉 Model 3 和 Model Y 为代表的新能源汽车爆款的频频出现表明电动化趋势持续深入已经成为必然。这是因为除了在需求端政策持续推广新能源汽车以外，本轮电动化浪潮中供给端也发生了非常积极的变化：1)动力电池等部件价格不断下降，降低造车成本；2)造车新势力和传统车企纷纷加速布局，新能源汽车产品线齐全、爆款频出。

需求端方面，各国政策大力推广新能源车，明确燃油车退出时间表。具体来看：

1.中国，推行新的双积分制度，出台《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》。2020 年 6 月，我国发布新版双积分制度，在降低单车积分的同时要求 2021-2023 年新能源车积分占比分别提高至 14%、16%和 18%；纯电动车单车积分下调近 50%，插电混动车单车积分下调 20%。新版政策单车积分下降，提高技术门槛，鼓励扩大新能源汽车生产规模、扶优做强新能源产业。

2.欧洲，最严碳排放标准。2020 年新登记轿车中至少 95%需达到 95g/km 的 CO2 排放控制目标，2021 年起所有新登记轿车的 CO2 平均排放均需达标，超出碳排放标准的车辆将受到 95 欧元/g 的罚款。2025 年、2030 年碳排放目标则分别为 81g/km 和 59g/km。据 ACEA，2020 年前三季度，欧洲主要国家新能源汽车销量同比增长 49%，新能源汽车销量占全部汽车比重为 23%。

3.美国：拜登支持新能源发展。特朗普担任美国总统后，曾经推出一系列意在扶持传统能源行业发展的政策，例如叫停环保规则、退出《巴黎气候协定》等。与特朗普不同，**拜登坚定推动清洁能源发展**，从拜登的竞选纲领看，其能源政策的核心是新能源的研发、广泛应用与对传统能源替代升级。

4.部分国家和地区出台燃油车退出时间表。韩国、英国、德国和法国等政府也提出将在 2030-2040 年左右全面禁售燃油车，日本则宣布 2050 年日本汽车厂商所销售的乘用车将全部电动化。

图表 8. 多个国家和地区出台禁售燃油车措施

国家/地区	内容
海南省	根据《海南自由贸易港建设总体方案》，2030 年禁售燃油车
英国	根据《Air quality plan for nitrogen dioxide （NO2）in UK》，2040 年禁售燃油车。2020 年 2 月，约翰逊将其提前至 2035 年，据最新报道，这一期限将再次提前至 2030 年。
法国	根据《Plan climate：1 planet，1 plan》，2040 年禁售燃油车
德国	根据《零排量交通解决方案策略》，2030 年禁售燃油车
西班牙	根据《气候变化与能源转型法》，2040 年前禁止出售燃油车以及混合动力车
日本	2050 年日本汽车厂商在全球销售的乘用车都将实现电动化，即不再销售新的纯内燃机车型，而是电动汽车、燃料电池车或混合动力车。
韩国	首尔市政计划从 2035 年起不再允许对内燃机汽车进行新的登记注册，预计 2035 年之前禁止内燃机汽车进入市中心。

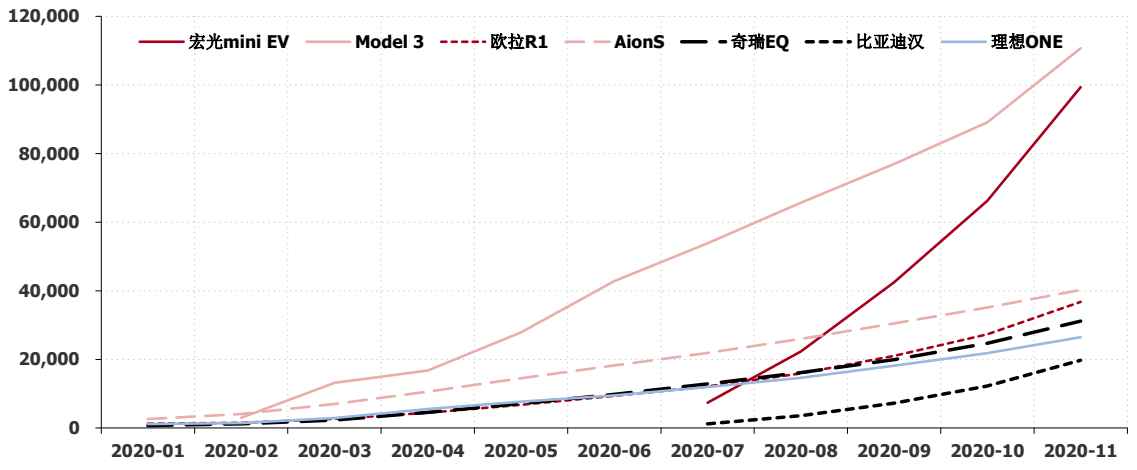
资料来源：新浪汽车、腾讯汽车、搜狐网、中银证券

供给端方面，一方面，动力电池价格持续下降带来新能源汽车成本的降低，另一方面，造车新势力逐渐成熟、传统车企加速布局。具体来看：

动力电池价格持续下降。根据 2020 高工锂电&电动车年会，2010~2020 年中国容量型动力电池含税均价（元/Wh）降幅超 80%~85%，动力电池占整车成本占比从 60%以上下降到 30%~40%，2020 年动力电池价格是 2010 年的 1/8~1/5。在关键原材料价格下行、技术进步、提升制造良率、规模效应拉低制造成本和电池厂毛利率下行等因素的驱动下，动力电池在性能提升的同时价格也持续下降，这导致新能源汽车成本的降低。

新能源汽车爆款频现、产品线齐全。特斯拉 Model3、蔚来 ES6、比亚迪汉等消费者关注度极高的车型先后进入市场，宏光 MINIEV 单车型 2020 年 11 月销量达到 33094 辆。此外，5 万以内、5-10 万、10-20 万、20-30 万、30 万以上以及价格更高的豪华车等均有车型在售，全面覆盖各个价格区间的需求。

图表 9. 2020 年以来，特斯拉 Model3、宏光 Mini EV 等车型的销量



资料来源：乘联会、中银证券

图表 10.新能源汽车产品线齐全



资料来源：易车网、中银证券

传统车企跑步入场。除北汽、比亚迪等在新能源领域布局的国内车企外，以大众为代表的全球龙头燃油车企业也驶入电动化转型的快车道。2020-2024 年间大众集团计划在电动化及数字化等领域投资约 5000 亿人民币，到 2022 年底，大众将在全球建设 8 个(德国 4 个，中国 2 个)基于 MEB 平台的纯电动车生产基地，到 2029 年累计销售 2600 万辆纯电动车型。

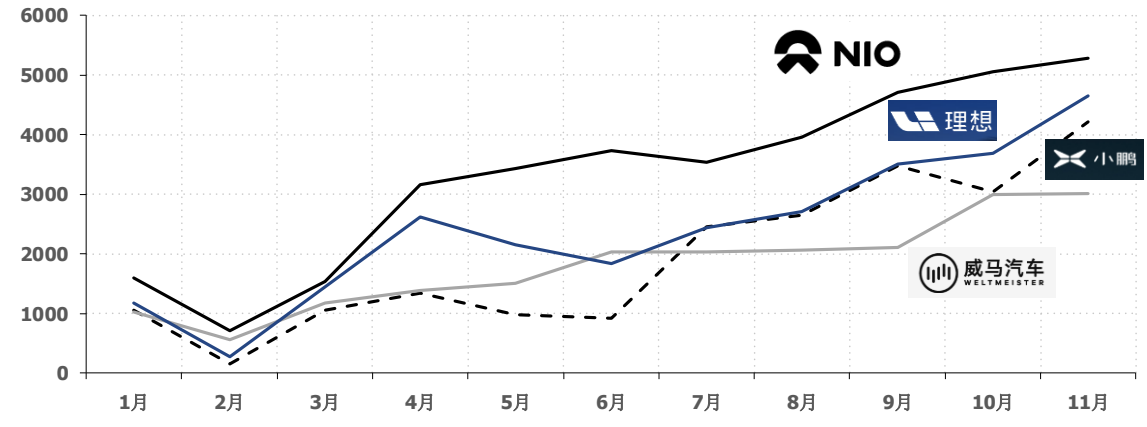
图表 11. 部分国际龙头车企电动化规划

集团/品牌	计划
奔驰	2022 年推出 10 余款电动车型，2025 年销量将会占据 15%-25%，2030 年插混+纯电占比 50%以上
宝马	2021 至少 5 款全电动车，2025 年新能源产品将达到 25 款，到 2025 年销售占比达到 15%-25%。
奥迪	2020 年推出 20 款车型，其中纯电动 5 款，插混 12 款，2025 年纯电和混动车销量超 80 万辆
大众集团	2020 年纯电动车的年销量达 50 万辆, 2025 年中国产能达 150 万辆, 2028 年累计生产电动车超 2000 万辆。
通用集团	将持续推出新的电动汽车平台，并基于该平台生产至少 11 款车型，2026 年之前将其全球电动汽车的年销量提高到 100 万辆。
丰田	2020 年新推出 10 款电动车，到 2030 年全球电动车销量超过 550 万辆。
本田	2025 年前推出 20 款电动化车型，2030 年新能源汽车占比提高到三分之二
PSA	到 2025 年，PSA 集团将在全球范围内提供 40 款电动车型。
沃尔沃	2019 年在全部车型中普及电气化，2025 年售出 100 万辆新能源汽车

资料来源：公司官网、新浪汽车、腾讯汽车、中银证券

造车新势力逐渐成熟，交付能力不断提高。特斯拉、蔚来等国内外造车新势力在兴起之初，由于缺乏在汽车制造业领域内的积累，批量生产能力有所欠缺，经常出现下单后排队较长时间才能取到车的问题。随着这些新兴车企逐步成熟，并通过新建工厂、与传统车企深度合作等方式加快产能爬坡，交付能力大大提高，减少等待对需求的不利影响。2020 年 11 月，蔚来、理想、小鹏和威马的交付量/销量分别为 5291 辆、4646 辆、4224 辆和 3018 辆。

图表 12. 造车新势力 2020 年的交付量/销量(除威马外，均为交付量数据)



资料来源：盖世汽车网、中银证券

投资建议

特斯拉 Model Y 国产降价后，预计将带动需求量快速增长，进而带来动力电池需求的增加。目前，国内外主流电池厂宁德时代、LG 化学等扩产意愿强烈，重点推荐核心设备供应商先导智能、杭可科技，建议关注赢合科技、星云股份。

风险提示

特斯拉产能、销量不及预期，核心客户项目建设不达预期，疫情对全球新能源汽车产业的影响。

图表 13. 估值表

代码	简称	评级	股价	市值	EPS(元/股)			市盈率(X)			每股净资产
			(元)	(亿元)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	(元/股)
300450.SZ	先导智能	买入	84.0	793.9	1.0	1.4	1.8	87.1	59.5	45.5	6.0
688006.SH	杭可科技	买入	91.3	366.0	1.1	1.8	2.7	81.4	51.4	34.4	6.2
300457.SZ	赢合科技	未有评级	32.7	212.6	0.6	0.8	1.0	54.9	42.9	33.6	8.2
300648.SZ	星云股份	未有评级	46.9	63.5	0.6	0.9	1.3	77.6	50.2	35.0	4.3

资料来源：万得、中银证券预测

注：未有评级公司盈利预测为万得一致预期，股价数据截止至 2021 年 1 月 4 日

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371