

强于大市

燃料电池汽车政策点评

示范应用政策推动全产业链发展，销量有望于 2025 年前后爆发

近日财政部、工信部、科技部、能源局等联合下发《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知（财建〔2020〕394 号）》，对燃料电池汽车的购置补贴政策调整为燃料电池汽车示范应用支持政策，对符合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励，形成布局合理、各有侧重、协同推进的燃料电池汽车发展新模式。

本次政策提出的燃料电池汽车示范应用措施，有望促进燃料电池汽车销量增长，以及核心材料、关键零部件、加氢站等产业化进展。参考新能源汽车的发展进程，燃料电池汽车在“示范应用”政策实施完成后，有望形成良好产业链配套，并在 2025 年前后迎来产销量爆发。建议关注腾龙股份、亿华通、潍柴动力、宇通客车、福田汽车、中通客车、厚普股份等。

主要观点

- **示范应用政策有望推动燃料电池汽车产业链全面快速发展。**新政策由原来的购置补贴转为“以奖代补”形式的产业链扶持，整体上鼓励燃料电池重卡、核心零部件国产化，以及清洁、便捷、低成本的氢能供应。从奖励金额角度看，新政策利好燃料电池乘用车及重卡。目前国内燃料电池产销量较低，产业链尚处于早期发展阶段。新政策有望促进燃料电池汽车销量增长，以及核心材料、关键零部件、加氢站等产业化进展，利好燃料电池整车、核心零部件、加氢站等产业链相关企业。
- **对比新能源汽车发展路径，预计燃料电池汽车有望于 2025 年前后爆发。**2009 年 1 月新能源汽车“十城千辆”启动，到 2012 年中国新能源汽车总保有量突破 3 万辆，25 个试点城市共示范推广各类节能与新能源汽车 2.74 万辆。在本次燃料电池汽车示范应用政策中，除了对燃料电池汽车的推广，在关键零部件产业化以及加氢站等配套设施的进展也较为重视。参考新能源汽车的发展进程，燃料电池汽车在“示范应用”政策实施完成后，将形成良好的产业链配套，并有望在 2025 年前后迎来产销量的爆发。
- **燃料电池整车短期以商用车为主，申龙客车、上汽大通等销量居前。**燃料电池汽车在大载重、长续航、高强度的交通中具有较大优势，适合在商用车领域应用。2019 年中国氢燃料电池专用车申龙客车、中通客车、飞驰汽车等三家共生产 1,544 辆，产量占氢燃料电池专用车生产总量的 91.7%。2019 年氢燃料电池客车上汽大通、宇通客车、飞驰汽车、厦门金旅、申龙客车等五家共生产氢燃料电池汽车 941 辆，占全年氢燃料电池客车生产总量的 70.5%。
- **燃料电池产业链技术快速进步，重塑、亿华通等系统装机量较为领先。**近年来，燃料电池核心零部件领域企业持续投入研发，并取得较大进步，电堆功率密度、膜电极功率密度已接近或达到路线图 2020 年目标水平。2019 年全年中国氢燃料电池装机量为 128.06MW，同比增长 140.5%。其中上海重塑、亿华通、清能股份、国鸿重塑、新源动力等前五家企业装机量占全年中国氢燃料电池装机量的 79%。
- **加氢站等基础设施逐步完善。**截至 2019 年年底，全球共有 432 座加氢站，2019 年底中国大陆建成加氢站 61 座，数量相对较少但有望快速发展。2020 年、2025 年、2030 年国内规划加氢站数量分别为 100 座、300 座、1,000 座，加氢站等基础设施逐步完善，有望促进燃料电池汽车产销量增长。

投资建议

- 财政部等发布燃料电池汽车示范应用政策，有望推动燃料电池整车及核心零部件、加氢站等快速发展。从产业投资来看，上游加氢站建设、中游电堆等核心零部件、下游商用车将是重点发展方向，建议关注腾龙股份、亿华通、潍柴动力、中通客车、宇通客车、福田汽车、厚普股份等。

主要风险

- 1）燃料电池汽车销量不及预期；2）燃料电池技术进展不及预期；3）产品大幅降价，收入及毛利率承压。

相关研究报告

《国务院会议汽车政策点评—政策利好新能源汽车、重卡及二手车发展》20200401

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

证券分析师：朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

1、示范应用政策有望推动燃料电池汽车全产业链快速发展

本次财政部、工信部、科技部、能源局等联合下发的《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知（财建〔2020〕394 号）》，主要内容包括：一是支持方式，将采取"以奖代补"方式，对入围示范的城市群，按照其目标完成情况核定并拨付奖励资金。二是示范内容。示范城市群应找准应用场景，完善政策环境，聚焦关键核心技术创新，构建完整产业链。三是示范城市群选择。采取地方自愿申报、专家评审方式确定示范城市群。鼓励申报城市群打破行政区域限制，强强联合，自愿组队，取长补短。四是组织实施。示范城市群应确定牵头城市，明确任务分工，强化沟通协调，统筹推进示范。

在支持方式上，由原来的购置补贴转为"以奖代补"形式的产业链扶持，并争取通过 4 年左右时间，建立氢能和燃料电池汽车产业链，关键核心技术取得突破。在奖励金额上，新政策采取了积分评价体系，包括整车、零部件、氢气系统等环节，具体测算如下表。其中整车部分对于燃料电池系统功率、货运车辆总质量等关键指标进行倾斜，零部件方面对于电堆、双极板、膜电极、催化剂等关键零部件给予奖励，氢能供应方面对于成本、清洁能源、运输半径等予以倾斜，**整体上鼓励燃料电池重卡、核心零部件国产化，以及清洁、便捷、低成本的氢能供应。**

图表1. 新政策下各环节积分情况

整车	功率	功率折算	质量调整	2020	2021	2022	2023	说明
				1.3	1.2	1.1	0.9	系数逐年下降
乘用车	50kW	1.0	1	1.30	1.20	1.10	0.90	Y=(p-50)×0.03+1；p≥80 时，Y=1.9
	80kW	1.9	1	2.47	2.28	2.09	1.71	
轻中型货车、中小型客车	50kW	1.0	1	1.30	1.20	1.10	0.90	Y=（p-50）×0.02+1；p≥80 时，Y=1.6
	80kW	1.6	1	2.08	1.92	1.76	1.44	
大型客车	50kW	1.0	1	1.30	1.20	1.10	0.90	Y=(p-50)×0.03+1；p≥110 时，Y=2.8
	80kW	1.9	1	2.47	2.28	2.09	1.71	
	110kW	2.8	1	3.64	3.36	3.08	2.52	
重型货车（12-25 吨）	50kW	1.0	1.0	1.30	1.20	1.10	0.90	燃料电池系统的额定功率大于 80kW 的货运车辆，最大设计总质量 12-25（含）吨按 1.1 倍计算，25-31（含）吨按 1.3 倍计算，31 吨以上按 1.5 倍计算
	80kW	1.9	1.1	2.72	2.51	2.30	1.88	
	110kW	2.8	1.1	4.00	3.70	3.39	2.77	
重型货车（25-31 吨）	50kW	1.0	1.0	1.30	1.20	1.10	0.90	
	80kW	1.9	1.3	3.21	2.96	2.72	2.22	
	110kW	2.8	1.3	4.73	4.37	4.00	3.28	
重型货车（31 吨以上）	50kW	1.0	1.0	1.30	1.20	1.10	0.90	
	80kW	1.9	1.5	3.71	3.42	3.14	2.57	
	110kW	2.8	1.5	5.46	5.04	4.62	3.78	
零部件			**(分/辆)**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**说明**
电堆、双极板				0.20	0.20	0.20	0.20	每款产品在示范城市群应用不低于 500 台套，产品实车运行验证超过 2 万公里，技术水平和可靠性经专家委员会评审通过
膜电极、空气压缩机、质子交换膜				0.25	0.25	0.25	0.25	
催化剂、碳纸、氢气循环系统				0.30	0.30	0.30	0.30	
最高合计				2.05	2.05	2.05	2.05	
氢气系统			**(分/百吨)**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**说明**
标准				7	6	4	3	
成本				1	1	1	1	成本达标
清洁				3	3	3	3	每公斤氢气的二氧化碳排放量小于 5 公斤
运输				1	1	1	1	运输半径<200km

资料来源：工信部、中银证券

我们可以大致测算补贴的变化情况。对于燃料电池整车，2018 年乘用车、轻型客车及货车、大中型客车及中重型货车分别最高 20、30、50 万元，2019 年 3 月至 2020 年 4 月按照 2018 年 0.8 倍标准补贴。考虑到新政策下原则上 1 积分约奖励 10 万元，2020 年乘用车、轻中型客车及货车、大型客车及重型货车最高积分值分别为 2.47、2.08、3.64、5.46，加上关键零部件最高可以获得 2.05 分且 2020-2023 年不退坡，因此可以计算 2020 年乘用车最高补贴上升 182.5%，轻型客车及货车最高补贴上升 72.1%，而大型客车最高上升 42.3%，重型货车最高补贴上升 87.8%，且单车奖励金额最高可达 75.1 万元，单位功率的奖励金额最高。2021-2023 年各车型的最高补贴分别较上年下降 3.0%~5.6%、3.1%~5.9%、6.3%~12.6%。**因此从奖励金额角度看，新政策利好燃料电池乘用车及重卡车辆。**

图表2. 新政策下补贴奖励金额对比

补贴/奖励（万元/辆）	功率	2018 年	2019 年	2020 年	变化(%)	2021 年	变化(%)	2022 年	变化(%)	2023 年	变化(%)
乘用车	50kW	20	16	33.5	109.4	32.5	(3.0)	31.5	(3.1)	29.5	(6.3)
	80kW	20	16	45.2	182.5	43.3	(4.2)	41.4	(4.4)	37.6	(9.2)
轻中型货车、中小型客车	50kW	30	24	33.5	39.6	32.5	(3.0)	31.5	(3.1)	29.5	(6.3)
	80kW	30	24	41.3	72.1	39.7	(3.9)	38.1	(4.0)	34.9	(8.4)
大型客车	50kW	50	40	33.5	(16.3)	32.5	(3.0)	31.5	(3.1)	29.5	(6.3)
	80kW	50	40	45.2	13.0	43.3	(4.2)	41.4	(4.4)	37.6	(9.2)
	110kW	50	40	56.9	42.3	54.1	(4.9)	51.3	(5.2)	45.7	(10.9)
重型货车（12-25 吨）	50kW	50	40	33.5	(16.3)	32.5	(3.0)	31.5	(3.1)	29.5	(6.3)
	80kW	50	40	47.7	19.2	45.6	(4.4)	43.5	(4.6)	39.3	(9.6)
	110kW	50	40	60.5	51.4	57.5	(5.1)	54.4	(5.4)	48.2	(11.3)
重型货车（25-31 吨）	50kW	50	40	33.5	(16.3)	32.5	(3.0)	31.5	(3.1)	29.5	(6.3)
	80kW	50	40	52.6	31.5	50.1	(4.7)	47.7	(4.9)	42.7	(10.4)
	110kW	50	40	67.8	69.6	64.2	(5.4)	60.5	(5.7)	53.3	(12.0)
重型货车（31 吨以上）	50kW	50	40	33.5	(16.3)	32.5	(3.0)	31.5	(3.1)	29.5	(6.3)
	80kW	50	40	57.6	43.9	54.7	(5.0)	51.9	(5.2)	46.2	(11.0)
	110kW	50	40	75.1	87.8	70.9	(5.6)	66.7	(5.9)	58.3	(12.6)

资料来源：工信部、中银证券

注重产业链全面发展。示范目标主要内容包括：1）燃料电池汽车的基础材料、关键零部件技术取得突破并产业化，配套示范的车辆不低于 500 辆；2）氢能经济性明显提高，终端售价不超过 35 元/公斤；3）车辆推广规模应超过 1,000 辆车，建成并投入运营的加氢站超过 15 座等。从内容看，包括关键零部件、氢能供应等内容，较为注重产业链全面协同发展。

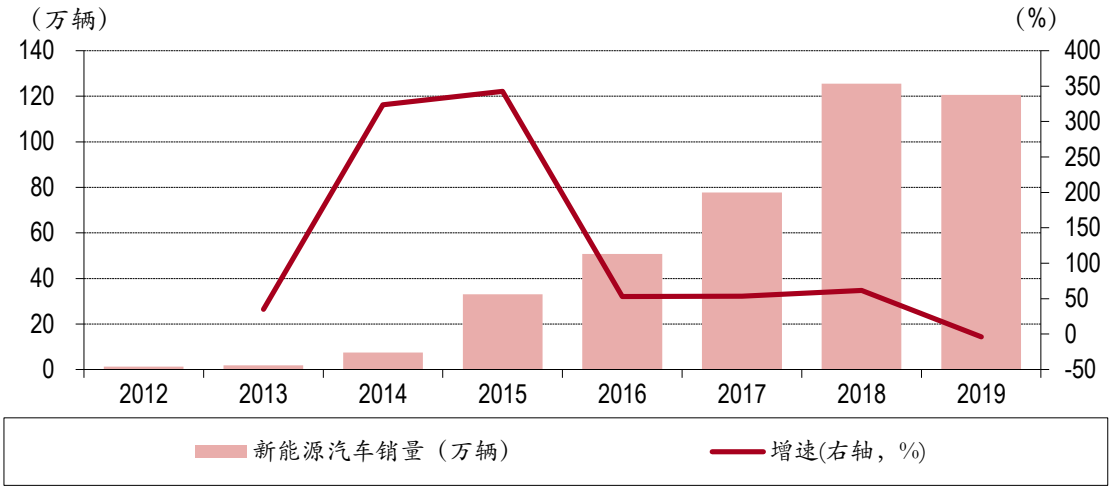
技术指标大幅提高。相较于 2018 年要求燃料电池系统的额定功率与驱动电机的额定功率比值不低于 30%，以及乘用车、商用车燃料电池系统的额定功率不小于 10kW 和 30kW，新政策要求燃料电池系统的额定功率不小于 50kW，且与驱动电机的额定功率比值不低于 50%。此外在电堆及系统功率密度等也提出了较高要求，利好技术优势企业。

目前国内燃料电池产销量较低，产业链尚处于早期发展阶段。本次政策提出的燃料电池汽车示范应用措施，有望大力促进燃料电池汽车销量增长，并加速核心材料、关键零部件、加氢站等产业化进展，利好产业链相关企业。

2、对比新能源汽车发展路径，预计燃料电池汽车有望于 2025 年前后爆发

2009 年 1 月，科技部、财政部、发改委、工信部共同启动了“十城千辆节能与新能源汽车示范推广应用工程”，这是中国新能源汽车启动元年的标志性事件“十城千辆”。在政策的推动下，2012 年我国纯电动车和混动汽车销量分别达到 11,375 辆、1,416 辆，2012 年中国新能源汽车总保有量突破 3 万辆，25 个试点城市共示范推广各类节能与新能源汽车 2.74 万辆。在“十城千辆”政策实施完成后，财政部、工信部后续推出购置补贴等政策，推动了新能源汽车的持续快速发展。

图表3. 新能源汽车销量快速增长



资料来源：中汽协，中银证券

本次出台新政策类似于燃料电池汽车版“十城千辆”。我们对比了两个版本，在新的示范应用政策中，除了对燃料电池整车的推广，在关键零部件产业化以及加氢站等配套设施的进展也较为重视。

图表4. 新能源汽车及燃料电池汽车示范推广政策对比

	政策内容	示范地区	实施效果
燃料电池汽车	一、核心材料、关键零部件技术取得突破并产业化，配套示范运行的车辆不低于 500 辆；二、应用新技术的车辆推广，符合技术指标的车辆推广规模应超过 1000 辆车；三、氢能供应和加氢站建设上，建成并投入运营的加氢站超过 15 座；四、政策法规环境方面，建立加氢站建设运营、燃料电池汽车推广使用、安全监管等较为完善的政策支持体系。	示范城市群采取地方自愿申报、专家评审方式确定	-
新能源汽车	通过提供财政补贴，计划用 3 年左右的时间，每年发展 10 个城市，每个城市推出 1000 辆新能源汽车开展示范运行。	首批 13 个城市：北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌；二批 7 个城市：天津、海口、郑州、厦门、苏州、唐山、广州；三批 5 个城市：沈阳、成都、呼和浩特、南通、襄樊。	2012 年我国纯电动车产销数量分别为 11241 辆和 11375 辆，混合动力汽车 2012 年产销分别为 1311 辆和 1416 辆。2012 年中国新能源汽车总保有量突破 3 万辆，25 个试点城市共示范推广各类节能与新能源汽车 2.74 万辆。

资料来源：工信部，中银证券

燃料电池汽车是新能源汽车的三大发展方向之一，一直备受中央和地方政策扶持。国务院在 2019 年《政府工作报告》明确提出支持氢能与燃料电池产业发展，上海等部分地区纷纷出台政策支持氢能产业发展。

图表5. 中央扶持燃料电池汽车政策

时间	中央政策
2012 年	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》确立了包括纯电动汽车、插电式混合动力汽车及燃料电池汽车的三大发展方向
2015 年	《中国制造 2025》明确支持燃料电池汽车发展
2016 年	《能源技术革命创新行动计划（2016-2030 年）》、《能源技术革命重点创新行动路线图》提出“氢能与燃料电池技术创新”等 15 个重点任务
2018 年	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，燃料电池乘用车、轻型客车及货车、大中型客车及中重型货车的补贴上限分别高达 20、30、 50 万元/辆
2019 年	氢能与燃料电池列入发改委《绿色产业指导目录（2019 年版）》，2019 年《政府工作报告》明确提出“继续执行新能源汽车购置优惠政策，推动充电、加氢等设施建设”

料来源：各相关部委网站，中银证券

图表6. 部分地区氢能产业支持政策

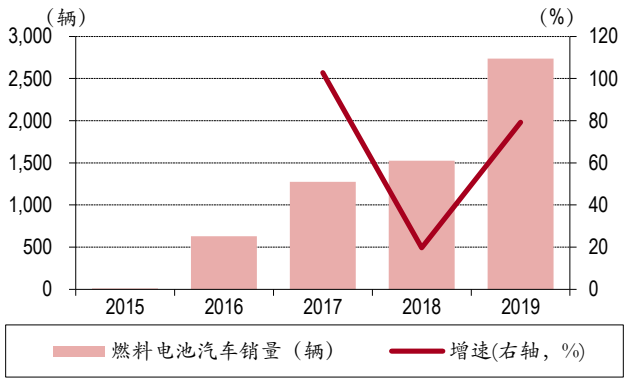
省市	地方产业政策	氢能产业目标		
		2020	2021-2025	2026-2030
上海	《上海市燃料电池汽车发展规划》	150 亿	1000 亿	3000 亿
苏州	《苏州市氢能产业指导意见（试行）》	100 亿	500 亿	
佛山	《佛山市氢能源产业发展规划（2018-2030 年）》	200 亿	500 亿	2000 亿
武汉	《氢能产业发展规划方案》	100 亿	1000 亿	
张家口	张家口《氢能产业发展规划（2018-2035）》		350 亿	
如皋	《如皋市扶持氢能产业发展实施意见》	100 亿	300 亿	1000 亿

资料来源：各地方政府网站，中银证券

根据中汽协数据，2015-2019 年我国燃料电池汽车的销量分别为 10 辆、629 辆、1,275 辆、1,527 辆、2,737 辆。《节能与新能源汽车路线图》第一版于 2016 年发布，其中 2020 年、2025 年、2030 年燃料电池车的发展规模目标分别为 1 万、5 万和 100 万辆，近期 2025 年销量目标或提升至 10 万台。

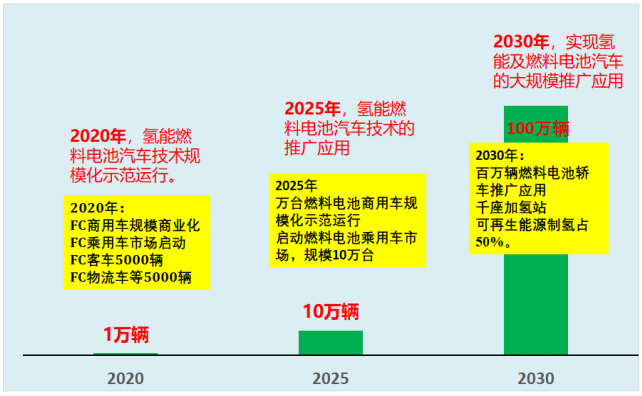
参考新能源汽车的发展进程，我们认为，燃料电池汽车在“示范应用”政策实施完成后，将形成良好的产业链配套，**并有望在 2025 年前后迎来产销量的爆发**。

图表7. 2015-2019 年燃料电池汽车销量



资料来源：中汽协，中银证券

图表8. 燃料电池汽车销量规划



资料来源：《节能与新能源汽车路线图》，中银证券

3、燃料电池产业链进展

1）燃料电池整车短期以商用车为主，申龙客车、中通客车、上汽大通、宇通客车等销量居前

从能源角度看，氢能具有大规模稳定储存、持续供应、远距离运输、快速补充等优点，在未来以分布式为主、零排放为特征的能源构架中，氢能源系统有望与电力系统共存互补，共同满足交通运输、家庭生活、工业生产的能源需求。

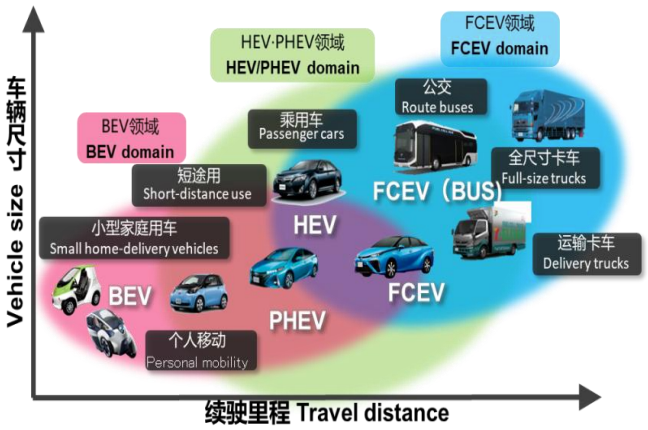
纯电动汽车和燃料电池汽车，两者之间是互补关系。纯电动汽车通常适用于城市、短途、轻载等领域，燃料电池汽车在大载重、长续航、高强度的交通中具有较大优势，适合在商用车领域应用。

图表9. 燃料电池与锂电池比较

	燃料电池	锂电池
技术	技术难度较大，关键材料质子交换膜、双极板、催化剂等技术要求较高	技术难度相对较小，能量密度有待提升
产业链	处于产业发展初期，产业链配套较少	技术相对成熟，产业链完善
车辆成本	高，铂催化剂、燃料电池电堆等成本高	低，已经大规模量产
设施成本及数量	加氢站投资较高，一般在1000-3000万元，数量较少	家用充电桩成本2000-5000元，充电站约300-800万元，数量较多
能源成本及补充	0.6元/公里，氢储运等难度较高	0.075元/公里，电能获取较为方便

资料来源：高工锂电网，中银证券

图表10. 燃料电池较适合于重载商用车



资料来源：丰田汽车，中银证券

在整车领域，根据高工锂电数据，2019年中国氢燃料电池专用车生产量主要集中在申龙客车、中通客车、飞驰汽车等三家企业中，三家共生产氢燃料电池专用车1,544辆，占氢燃料电池专用车生产总量的91.7%。2019年氢燃料电池客车主要集中在上汽大通、宇通客车、飞驰汽车、厦门金旅、申龙客车等五家车企，五家共生产氢燃料电池汽车941辆，占全年氢燃料电池客车生产总量的70.5%。

2）燃料电池产业链技术快速进步，上海重塑、亿华通等系统装机量较为领先

近年来，燃料电池核心零部件领域企业持续投入研发，并取得较大技术进步。根据《节能与新能源汽车技术路线图年度评估报告2018》，燃料电池电堆方面，国内大功率型电堆峰值功率达到72kW，功率密度达到2.5kW/L，接近路线图2020年目标水平；关键零部件方面，燃料电池催化剂成本降低了50%-80%，大面积超薄燃料电池金属双极板规模量产并达到国际领先水平，膜电极功率密度达到路线图2020年目标水平。国内燃料电池技术进步较快，但整体核心技术与国外先进水平仍有一定差距，产业链配套相对薄弱。

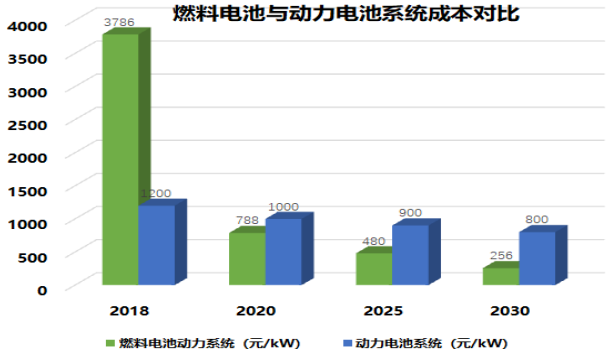
燃料电池成本会随着规模化效应逐渐降低，利好产业发展。根据亿华通资料显示，当产能年产5万台时成本降到5,000元/kW，年产10万台时成本降到1,000元/kW，届时燃料电池发动机成本将接近于传统内燃机。以12米公交客车续航500公里计算，预计到2020年，燃料电池动力系统成本将低于纯电动，2030年将是纯电动成本的四分之一。

图表11. 国内燃料电池技术进步较快

性能指标	亿华通	国家目标2020年	国家目标2025年
额定功率	75kW	60 kW	100 kW
比功率	302W/kg	300 W/kg	400 W/kg
最高效率(%)	55	55	60
冷启动温度	-30℃	-20℃	-30℃

资料来源：《节能与新能源汽车路线图》，亿华通，中银证券

图表12. 燃料电池与动力电池系统成本对比



资料来源：《节能与新能源汽车路线图》，亿华通，中银证券

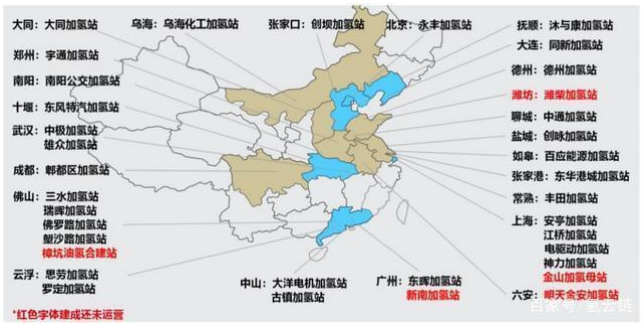
在燃料电池系统领域，根据高工锂电数据，2019年全年中国氢燃料电池装机量为128.06MW，同比增长140.5%。其中氢燃料电池系统装机量前五主要为上海重塑、亿华通、清能股份、国鸿重塑、新源动力，前五家企业装机量占2019年中国氢燃料电池装机量的79%。

3）加氢站等基础设施逐步完善

加氢站是发展燃料电池汽车必不可少的基础设施，根据 H2stations 及氢云链数据，截至 2019 年年底，全球共有 432 座加氢站，其中欧洲拥有 177 座，亚洲拥有 178 座，北美拥有 74 座。

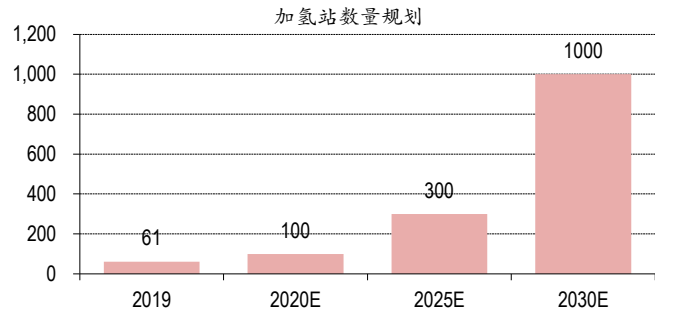
根据氢云链数据，2019 年底中国大陆建成加氢站 61 座，数量相对较少但有望快速发展。根据《节能与新能源汽车技术路线图》的规划， 2020 年、2025 年、2030 年国内规划加氢站数量分别为 100 座、300 座、1,000 座。加氢站等基础设施逐步完善，利好燃料电池应用，有望促进产销量增长。

图表13. 中国部分加氢站分布情况



资料来源：氢云链，中银证券

图表14. 加氢站数量规划



资料来源：《节能与新能源汽车路线图》，中银证券

4、投资建议

财政部等本次发布《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》，政策落地将推动燃料电池整车、核心零部件、加氢站等全产业链快速发展，预计 2025 年前后有望迎来产销量爆发。

从产业投资来看，中游电堆等核心零部件、上游加氢站建设、下游商用车将是重点发展方向，建议关注腾龙股份（收购新源动力 40.36%股权，拓展氢能产业链布局）、亿华通（科创板上市，燃料电池系统装机量国内领先）、潍柴动力（持有巴拉德 19.9%及锡里斯 20%股份，推动国内产业落地）、宇通客车（客车行业龙头，燃料电池技术积累深厚，2019 年销售燃料电池客车 232 辆）、中通客车（燃料电池专用车销量领先）、福田汽车（发布氢燃料电池商用车战略，力争到 2030 年累计推广氢燃料商用车 20 万辆）、厚普股份（在加氢站领域已形成覆盖整个产业链的综合能力，2019 年氢能项目订单总金额达到 4,500 万元）。

5、风险提示

1）燃料电池汽车销量不及预期；

2）燃料电池技术进展不及预期；

3）产品大幅降价，收入及毛利率承压。

附录图表 15. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
603158.SH	腾龙股份	买入	22.6	49	0.56	0.82	40.4	27.6	5.05
000338.SZ	潍柴动力	买入	15.62	1,239.3	1.15	1.22	13.6	12.8	6.14
600066.SH	宇通客车	买入	15.59	345.2	0.88	0.91	17.7	17.1	6.49
000957.SZ	中通客车	未有评级	7.98	47.3	0.06	0.35	133.0	22.8	4.66
600166.SH	福田汽车	未有评级	2.54	167	0.03	0.16	84.7	15.9	2.33
688339.SH	亿华通	未有评级	174	122.7	0.91	0.86	191.2	202.3	19.05
300471.SZ	厚普股份	未有评级	12.9	47	0.06	-	215.0	-	3.26

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020 年 9 月 22 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期。

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