

A00级车全面电动化 代表新能源趋势 初级阶段

2018年07月11日

【投资要点】

- ◆ **昔日宠儿经济型燃油小车日渐消亡。**以奇瑞QQ为代表的精品微型小车在05-10年的中国车市备受青睐，因为其经济性符合了当时国民收入水平且能满足实际代步需求，如今人均可支配收入大幅增长而车价均价缓慢下行，使得可承受汽车消费大幅提升，昔日宠儿经济型燃油小车难以仅凭低价获得市场认可，随着铃木逐步退出中国，A00级燃油小车将所剩无几。
- ◆ **汽车电动化处于初始阶段，电动A00级车创新生。**2017年A00级车销量大幅反弹，反弹增量全部来自于A00级车新能源化。A00级燃油车在经济性方面不如电动A00级车，在体验方面不如SUV，未来会进一步消亡，而纯电动A00级车仍会存在于部分细分市场，全面电动化有望率先在A00级车实现。纯电动A00级车市场下游需求主要有3类：三四线城市低速电动车替代需求、一二线城市家庭通勤用车需求、分时租赁需求。微型车电动化是汽车电动化的初级阶段，随着补贴退坡，车企被迫加装电池，A00级车车价中枢上移可能性较大。未来A00级车经济性会因此下降，部分需求将在A0/A级车中分流，A0/A级车有望成为下一个增长迅速的新能源汽车细分市场。
- ◆ **北汽新能源为产品线齐全的经济型电动车霸主。**北汽新能源有望很快借壳S*ST前锋上市，上市后将成为中国首家上市的新能源整车厂。公司产品线齐全，囊括了“高中低”、“大中小”多个系列，公司销量位列全球第一，其A00级经济小车北汽EC系列销量占其销量的七成以上，正确把握了中国新能源车市场发展初期的实际需求。公司基本面持续走好，“合作平台+新平台”双平台驱动，实现了高效分工，布局迅速。
- ◆ **知豆为分时租赁市场持续热销的三门两座电动车。**知豆电动车作为三门两座电动车的代表车型，足迹遍布欧洲，在中国三门两座A00级车细分市场销量第一，市占率接近40%。其一款A00级小车知豆D2创造了年销42342辆的销量奇迹，从地域上看，知豆销量主要分布在山东、广东、浙江、河南，其中山东和浙江为其主要生产基地消化了部分需求，广东、河南为典型的分时租赁客户的需求。分时租赁与低速电动车购车需求为知豆的主要需求来源。

【风险提示】

- ◆ 微型电动车补贴退坡幅度与进度超预期；
- ◆ 市场竞争激烈，龙头格局生变。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

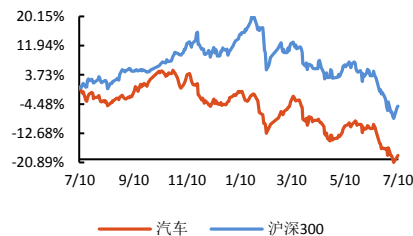
证券分析师：刘志凌

证书编号：S1160517100001

联系人：胡婷

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《混动车型投资机遇渐近》

2018.07.09

《交通部发布《三年行动计划》，商用车电动化更进一步》

2018.07.02

《贸易战持续发酵，本土化生产合资车型及自主品牌抗风险能力较强》

2018.06.25

《2018 新能源补贴新政正式实施，长续航车型将成为主流》

2018.06.19

《5 月客车小幅抢装，龙头拿单优势明显》

2018.06.11

正文目录

1. 昔日宠儿经济型燃油小车日渐消亡.....	4
1.1. 精品小车为中国自主品牌的早期代表.....	4
1.2. 车辆消费偏好大型化 经济小车日渐衰微.....	6
2. 汽车电动化处于初始阶段 电动 A00 级车创新生.....	8
2.1. 受益于电动化 A00 车强势反弹.....	8
2.2. 经济效益催生电动化需求.....	11
3. 重点公司介绍之北汽新能源：产品线齐全的经济型电动车霸主.....	16
3.1. 借壳获批即将上市 基本面持续向好.....	16
3.2. 双平台驱动分工高效 全车系布局产品齐全.....	18
3.3. A00 级 EC 系列一战成名 销售区域以北京山东为主.....	20
4. 重点公司介绍之知豆：分时租赁市场持续热销的三门两座电动车.....	22
4.1. 知豆两座微型电动车足迹遍布欧洲.....	22
4.2. 国内细分市场销量第一 七成用于租赁市场.....	23
5. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 2001-2017 年自主品牌轿车销量及市占率.....	4
图表 2: 2007 年畅销车型价格对比（万元）.....	5
图表 3: 奇瑞 QQ、长安奔奔、哈弗 H6 销量及市占率.....	5
图表 4: 国产乘用车各细分市场份趋势.....	6
图表 5: 哈弗 H6 与大众朗逸参数对比.....	6
图表 6: 1978-2017 年人均年可支配收入及增速.....	7
图表 7: 汽车价格指数（环比累积）.....	7
图表 8: 收入与车价比较（美国、中国）.....	7
图表 9: A00 级车历年销量（2010-2017）.....	8
图表 10: A00 级车历年销量占比（2010-2017）.....	8
图表 11: A00 车销量细分：燃油与纯电动.....	8
图表 12: 新能源汽车按车级细分销量.....	9
图表 13: 2017 年新能源汽车销量排名前十（蓝柱为 A00 级车）.....	9
图表 14: 奇瑞 QQ 与奇瑞 eQ1 月销量对比.....	10
图表 15: 2017 年 A00 级车销量排名（标红为燃油 A00 级车）.....	10
图表 16: A00 级纯电动乘用车补贴前后价格比对.....	11
图表 17: 纯电动乘用车历年国家补贴.....	11
图表 18: A00 级纯电动车在 2018 年 2-5 月体现明显抢装行情.....	12
图表 19: 低速电动车销量及增速.....	13
图表 20: 低速电动车区域销量.....	13
图表 21: 最大的低速电动车车企山东雷丁全系列车型参数.....	13
图表 22: 雷丁低速电动车.....	14
图表 23: A00 级纯电动车北汽新能源 EC180.....	14
图表 24: 北汽 EC180 与 EC220 补贴对比.....	14
图表 25: 主要分时租赁企业购置车型.....	15
图表 26: 2018 年 3 月中国分时租赁活跃用户数.....	15
图表 27: 2018 年 3 月中国分时租赁企业覆盖城市数.....	15

图表 28: 2018 年 3 月 GoFun 使用地域分布.....	16
图表 29: 2018 年 3 月 GoFun 使用活跃城市.....	16
图表 30: 北汽新能源融资情况.....	16
图表 31: 北汽新能源股权结构.....	17
图表 32: 北汽新能源营业收入.....	17
图表 33: 北汽新能源归母净利.....	17
图表 34: 北汽新能源资产负债率.....	18
图表 35: 北汽新能源毛利率.....	18
图表 36: 北汽新能源生产模式.....	19
图表 37: 北汽新能源车型谱图.....	19
图表 38: 北汽新能源非公开发行具体项目投资情况.....	20
图表 39: 北汽新能源相关工厂及产能.....	20
图表 40: 北汽新能源销量及增速.....	21
图表 41: 北汽新能源销量细分.....	21
图表 42: 2017 年北汽新能源销售城市分布.....	21
图表 43: 2017 年北汽新能源销售区域整理.....	21
图表 44: 欧洲是小型车的典型市场.....	22
图表 45: 知豆全球足迹分布.....	23
图表 46: 2017 年三门两座微型车车型销量及市占率.....	23
图表 47: 知豆 2016-2017 年销量.....	24
图表 48: 知豆车型一览.....	24
图表 49: 知豆销售存量区域细分.....	24

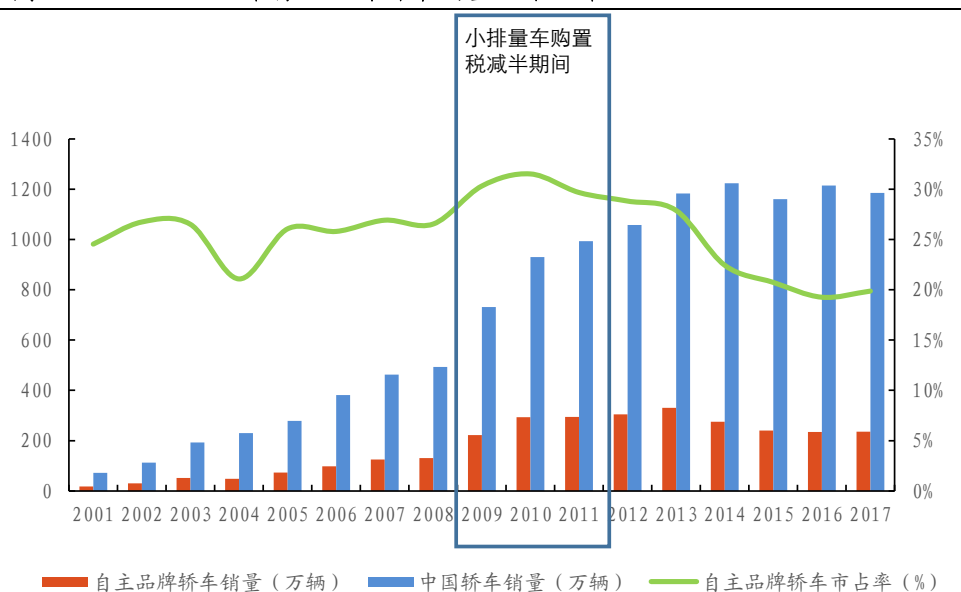
1. 昔日宠儿经济型燃油小车日渐消亡

反观历史，以奇瑞 QQ 为代表的精品微型小车在 05-10 年的中国车市备受青睐，究其原因为其经济性符合了当时国民收入水平且能满足实际代步需求，如今人均可支配收入大幅增长而车价均价缓慢下行，使得可承受汽车消费大幅提升，昔日宠儿经济型燃油小车难以仅凭低价获得市场认可。

1.1. 精品小车为中国自主品牌的早期代表

自主品牌的崛起源于对经济型精品小车的开发。中国 2001 年底加入 WTO 后，合资企业以市场换技术，牢牢把握了中国中高端 A 级轿车市场，老三样“捷达、桑塔纳、富康”占据主要市场。而自主品牌车企以夏利、奇瑞 QQ、长安奔奔等经济型精品小车出现，符合当时建设节约型社会的需要，更是精准地把握了中国大众消费者对拥有私家车的渴求。在一汽夏利、奇瑞和长安等车企成功后，炫丽、比亚迪 FRV、金鹰、海马王子等小排量车不断涌现，汽车消费市场被迅速打开。2009 年，国家出台了《汽车工业调整与振兴规划(2009—2011)》，其中包含的对 1.6L 以下小排量车购置税减半的优惠政策使小排量车居多的自主品牌持续热销，这一时期自主品牌轿车在轿车市场的占有率也达到了巅峰。

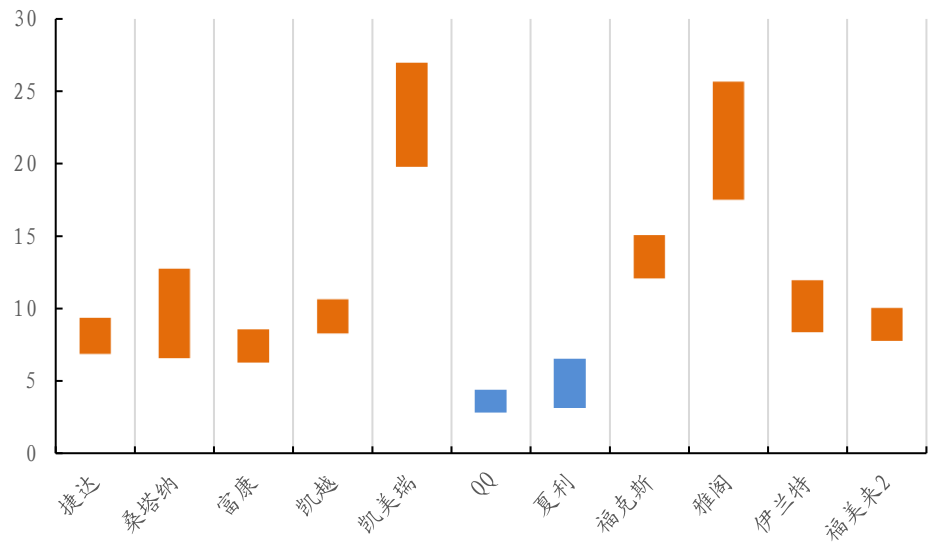
图表 1: 2001-2017 年自主品牌轿车销量及市占率



资料来源: 中国汽车市场年鉴, 乘联会, 东方财富证券研究所

自主品牌大大降低了购车门槛。以桑塔纳、富康、捷达为代表的合资车价格昂贵，因而私家车在中国多了一层财富和阶级象征的意义，并持续影响着消费者对车辆外观、品牌的倾向性。而以夏利、奇瑞为代表的自主品牌把买车门槛降低了一半以上。以 2007 年销量靠前车型的车价为例，合资车价格区间在 10 万左右，而一汽夏利、奇瑞 QQ 价位降到了 5 万以下，使更多家庭买车成为可能。

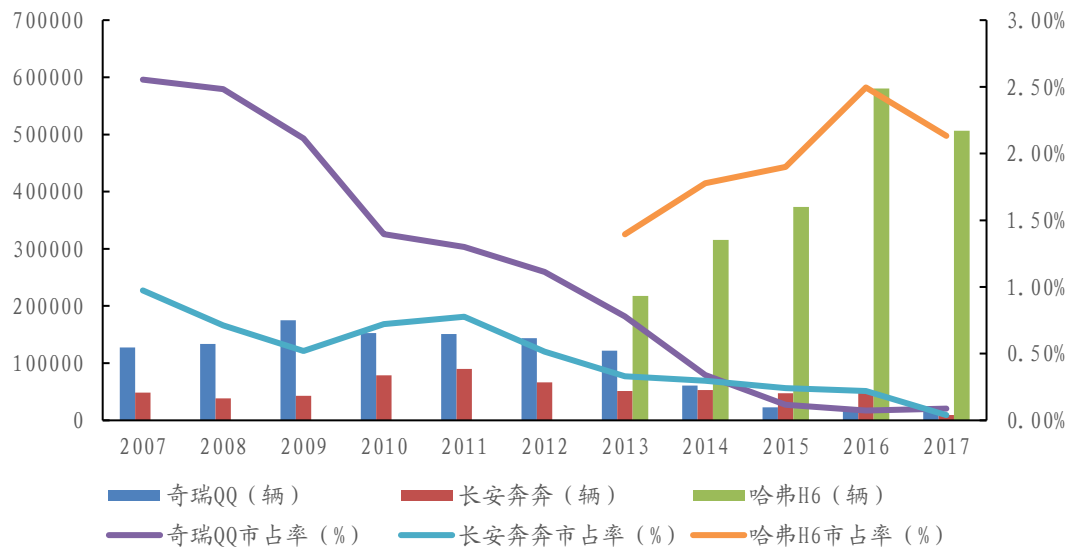
图表 2：2007 年畅销车型价格对比（万元）



资料来源：网易汽车，东方财富证券研究所

十年前奇瑞QQ占据了微车市场主导地位。2005-2010年为奇瑞的黄金时期，奇瑞QQ低廉的价格成为代步的首选。从市占率看，奇瑞QQ的火爆程度媲美如今国产SUV的代表哈弗H6。然而，SUV的迅速崛起使得如奇瑞QQ、长安奔奔这样的微车迅速没落，如今奇瑞QQ市占率已不足0.1%。

图表 3：奇瑞QQ、长安奔奔、哈弗H6销量及市占率

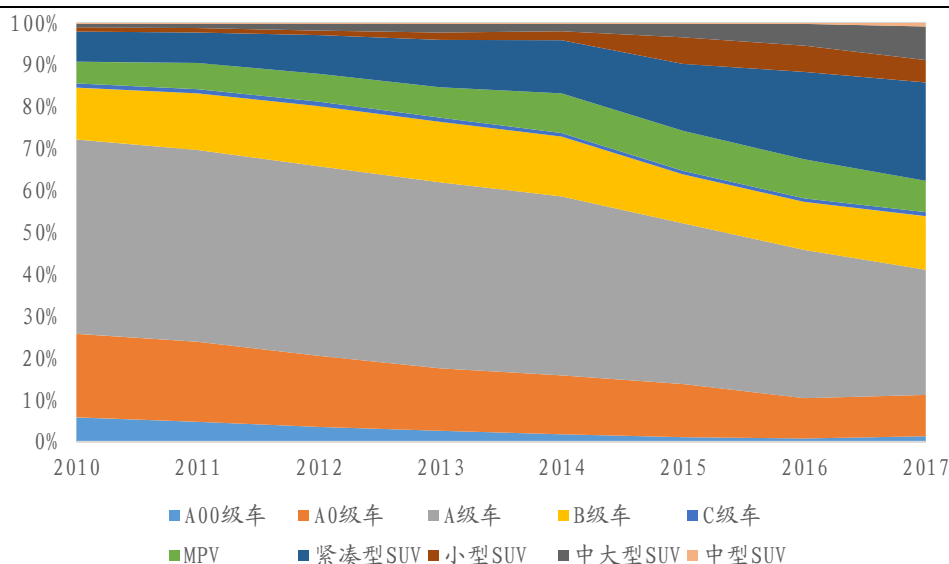


资料来源：网易汽车，东方财富证券研究所

1.2. 车辆消费偏好大型化 经济小车日渐衰微

国产 SUV 迅速崛起挤压了小车份额。小车的黄金年代随着国产平价经济型 SUV 的出现而逐渐终结。从 2010 年至今，轿车的份额从 85% 下降至 50%，而 SUV 的份额从 10% 上升至 35%，以哈弗 H6、宝骏 510 为代表的自主品牌 SUV 车型占据了主导。SUV 的大空间带来了舒适性，大行李箱容积符合更多家庭出行需求，而价格与同级别合资轿车相比较低，使得 SUV 的性价比超过了轿车。

图表 4： 国产乘用车各细分市场市场份额走势



资料来源：乘联会，东方财富证券研究所

图表 5： 哈弗 H6 与大众朗逸参数对比

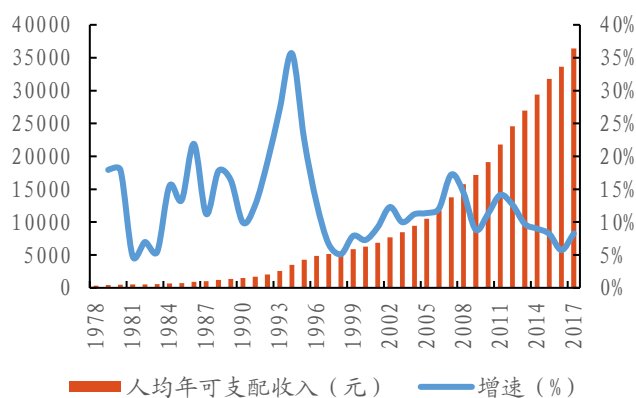
参数	哈弗 H6 2018 款 1.5T 双离合精英版	大众朗逸 2018 款 280TSI 双离合舒适版
厂商指导价	11.30 万	14.99 万
上市时间	2017/10/10	2018/5/25
车型级别	紧凑型 SUV	紧凑型轿车
发动机	1.5T 直列 4 缸 涡轮增压	1.4T 直列 4 缸 涡轮增压
最大功率/最大扭矩	110kW/210N.m	110kW/250N.m
变速箱类型	7 挡 双离合	7 挡 双离合
混合工况油耗 [L/100km]	9.2	5.4
车身尺寸长×宽×高 [mm]	4649x1852x1710	4670x1806x1474
轴距 [mm]	2680	2688
整备质量 [kg]	1554	1318
座位数 [个]	5	5
行李厢容积 [L]	808-2010	510
油箱容积 [L]	58	51

资料来源：易车网，东方财富证券研究所

经济小车的势微的主要原因为中国居民人均可支配收入增加，而车价中枢缓慢下降，居民可承受汽车消费级别相对抬升，消费升级下，小车仅凭低价优势难受欢迎。

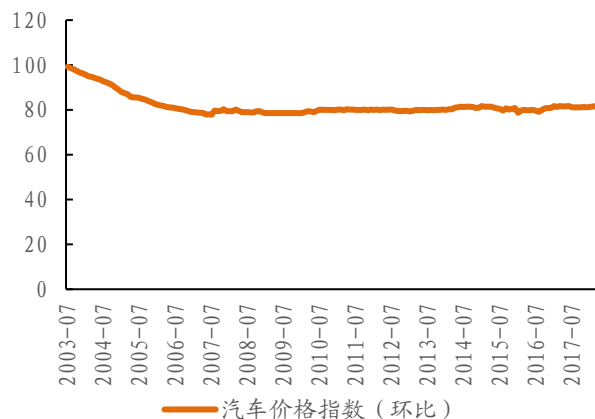
消费升级提升车价接受能力。消费升级的基石为个人可支配收入与汽车消费支出的增速差。从改革开放至今，人均可支配收入大幅提高，因而可承担汽车消费的价格随收入规模而增加，合资车型进入中国时，车价远超人均可支配收入，因而入世之初经济小车的热捧有其时代意义，随后的十几年间，人均可支配收入仍保持飞速增长，而汽车平均价格下降了 20%，汽车作为大众耐用消费品的属性愈加明显，飞入更多寻常百姓家。

图表 6: 1978-2017 年人均年可支配收入及增速



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 7: 汽车价格指数 (环比累积)



资料来源: 中国物流信息中心, 东方财富证券研究所

汽车消费占居民收入比例具有稳定性。纵观居民消费结构，一国大众车型价格与可支配收入的比例具有稳定性和特殊性，各国不同的比例水平反映了一国合理消费结构与消费理念。风靡美国的福特 model T 在当时的售价为 260 美元，相比 1930 年美国居民年可支配收入 608 美元的占比为 43%。2017 年美国销量第一的车型为丰田凯美瑞，其价格为 2.39 万美元，相比美国 2017 年居民年可支配收入 4.4 万美元的比例为 54%。反观中国，在人均可支配收入约 1.38 万元的 2007 年，奇瑞 QQ 2.83 万元的价位对应的占比为 179%，而当时桑塔纳的价格为 6.58 万元，约为可支配收入的 5 倍，难以成为大众款车型。2017 年，中国人均可支配收入为 3.64 万元，SUV 爆款车型宝骏 510 的价格为 5.48 万元，占可支配收入的比例为 151%。

图表 8: 收入与车价比较 (美国、中国)

美国				中国			
人均可支配收入		车价	车价/收入	人均可支配收入		车价	车价/收入
1930 年	608 美元	福特 model T 260 美元	42.76%	2007 年	13786 元	桑塔纳 6.58 万元	477.30%
						奇瑞 QQ 2.83 万	179.33%
2017 年	44114 美元	丰田凯美瑞 23905 美元	54.19%	2017 年	36396 元	宝骏 510 5.48 万	150.57%
						奇瑞 QQ 3.79 万	104.13%

资料来源: 国家统计局, 美国经济分析局, 东方财富证券研究所

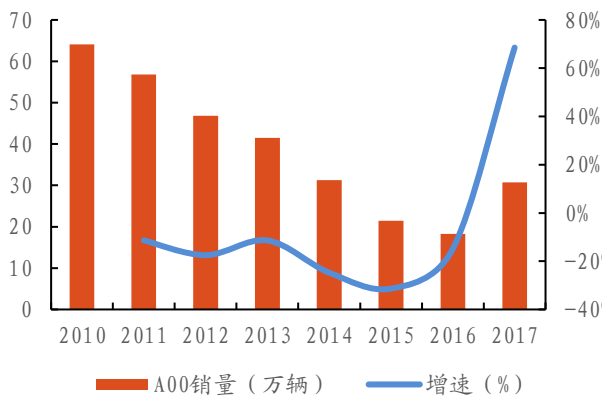
2. 汽车电动化处于初始阶段 电动 A00 级车创新高

A00 级车的反弹增量全部来自于 A00 级车新能源化。A00 级燃油车在经济性方面不如电动 A00 级车，在体验方面不如 SUV，未来会进一步消亡，而纯电动 A00 级车仍会存在于部分细分市场。

2.1. 受益于电动化 A00 车强势反弹

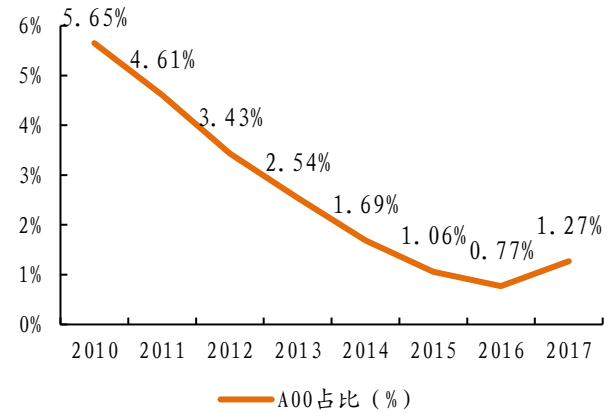
2017 年微车强势反弹。A00 车在 2017 年前销量呈现连年下滑趋势，而 2017 年销量颓势强势扭转，销量同比 16 年上升 68.5%。A00 级车销量在总体乘用车销量中的占比也从 0.77% 回升至 1.27%。

图表 9: A00 级车历年销量 (2010-2017)



资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

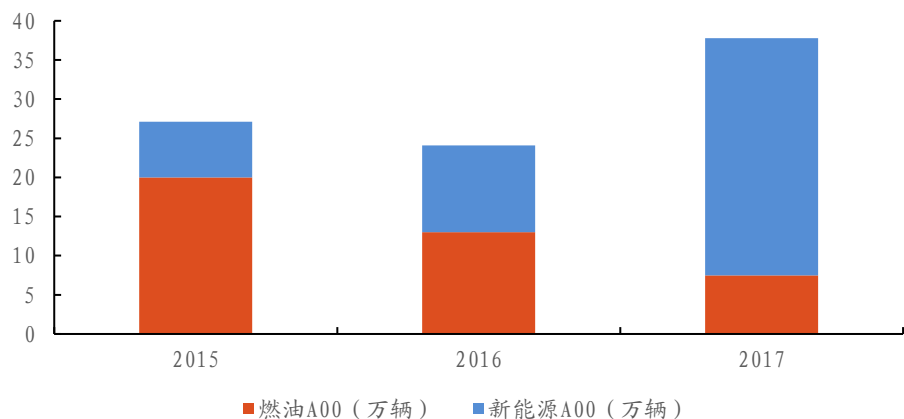
图表 10: A00 级车历年销量占比 (2010-2017)



资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

销量反弹主要来源于新能源 A00 车。考虑到部分纯电动 A00 级车被摘牌销售未被统计入行业销量，我们按车型销量加总的方式统计了燃油和纯电动 A00 级车的细分销量，可以看出燃油 A00 车仍在加速消亡，增量主要来源于纯电动 A00 级车。

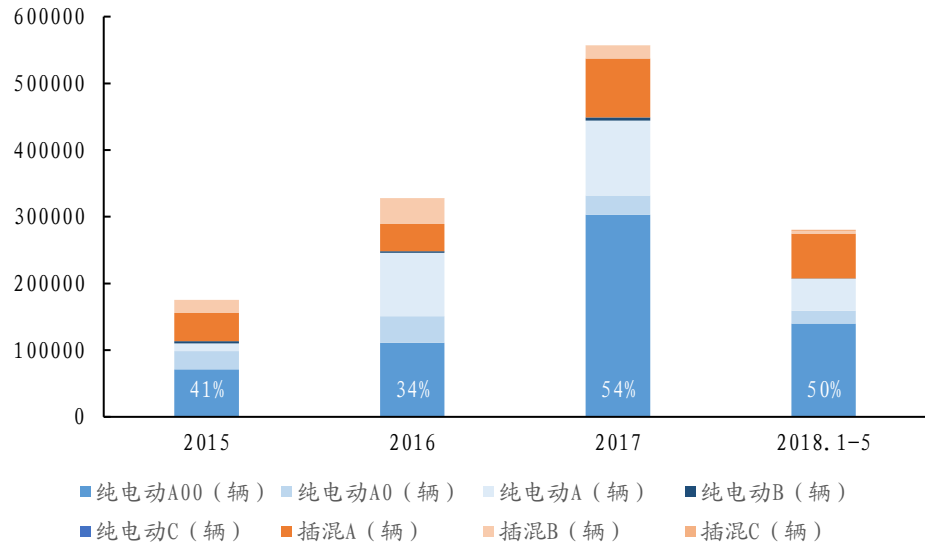
图表 11: A00 车销量细分: 燃油与纯电动



资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

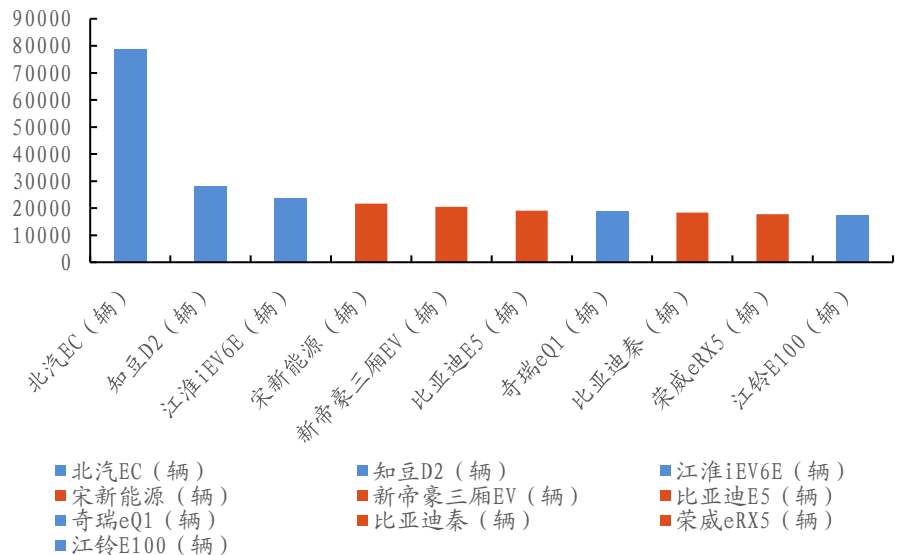
A00 车是新能源车市场发展伊始的核心构成。从中国新能源车销量结构看，A00 级车销量一度占据了纯电动新能源车销量的 60%以上，且占据了总体新能源车市场的半壁江山。从新能源车市场的车型销量排名看，以北汽 EC 系列、知豆 D2、江淮 iEV6e 为代表的 A00 级纯电动车占据了销量的前三位。17 年开始销售的北汽 EC 系列全年销量约 7.8 万，其横空出世推动了新能源 A00 级汽车销量在 17 年增长了 173%，为实至名归的“国民级”新能源汽车。

图表 12: 新能源汽车按车级细分销量



资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所

图表 13: 2017 年新能源汽车销量排名前十 (蓝柱为 A00 级车)

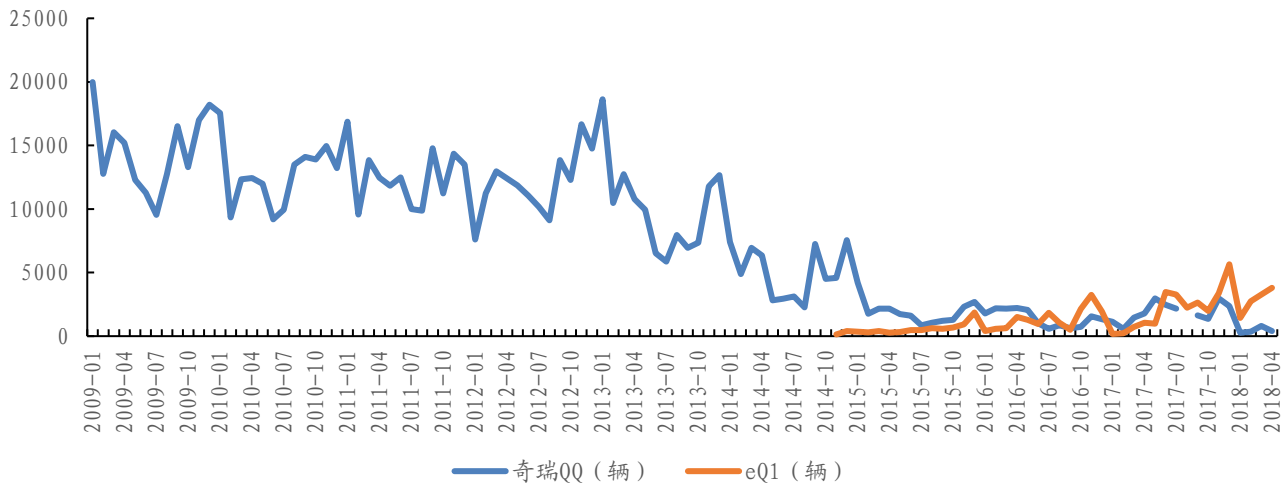


资料来源: DaaS Auto, 东方财富证券研究所

铃木退出中国市场，A00 级车有望完全实现电动化。新能源电动化最快在微型车领域得到实现，如奇瑞 QQ 燃油版已近停产，同时奇瑞推出了纯电版小车奇瑞 eQ1，实现同一版本车型在动力上直接的切换；长安奔奔也处于半停产状态，奔奔 EV 销量也远超燃油奔奔车型。铃木的主力车型铃木北斗星、铃木奥拓曾占据合资燃油 A00 级车型的主导地位，被誉为“小车之王”。随着 A00 级电动

车的迅速上量，目前长安铃木已停产，且在6月28日与长安解除合作协议，将持有的长安铃木股份出售给长安汽车，昌河铃木目前也正式官宣解散，长安铃木品牌保留，由长安控制。铃木一旦退出，在产的中国燃油A00级车所剩无几，A00级车有望完全实现电动化。

图表 14: 奇瑞 QQ 与奇瑞 eQ1 月销量对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 2017 年 A00 级车销量排名 (标红为燃油 A00 级车)

排名	厂商	品牌	车型	全年销量
1	北汽新能源	北汽 EC	EC180、EC200	78079
2	知豆电动车	知豆	知豆 D2	42342
3	昌河铃木	铃木	铃木北斗星	30835
4	奇瑞新能源	奇瑞	奇瑞 eQ	25784
5	长安汽车	长安	长安奔奔 EV	21047
6	奇瑞汽车	奇瑞	奇瑞 QQ	20888
7	众泰汽车	众泰	众泰 E200	16751
8	江铃集团新能源	江铃汽车	江铃 E200	16247
9	江铃集团新能源	江铃汽车	江铃 E100	12172
10	华泰汽车	华泰	华泰 EV160	11823
11	上汽通用五菱	宝骏	宝骏 E100	11420
12	众泰汽车	众泰	云 100	11205
13	比亚迪	比亚迪	比亚迪 F0	10734
14	长安汽车	长安	长安奔奔	9389
15	康迪全球鹰电动汽车	康迪全球鹰	全球鹰 K12	9347
16	长安铃木	铃木	铃木奥拓	8626
17	海马汽车	海马	海马爱尚电动	5804
18	众泰汽车	众泰	芝麻 E30	5716
19	康迪电动汽车	康迪	康迪 EV	4968
20	奇瑞新能源	奇瑞	奇瑞 eQ1	2695
21	众泰汽车	众泰	江南 T11	2537
22	众泰汽车	众泰	众泰 Z100	1407

23	众泰汽车	众泰	江南奥拓	1122
24	吉利汽车	吉利汽车	吉利熊猫	1084
25	康迪全球鹰电动汽车	康迪全球鹰	全球鹰 K11	702
26	康迪全球鹰电动汽车	康迪全球鹰	全球鹰 K10	574
27	裕路汽车	裕路	裕路 EV2	531
28	东风乘用车	东风风神	东风风神 E30L	135
29	知豆电动车	知豆	知豆 D3	117
30	知豆电动车	知豆	知豆 D1	25
31	上汽集团	荣威	荣威 E50	244

资料来源：选车网，东方财富证券研究所

2.2. 经济效益催生电动化需求

电动车经济性主要体现在用车成本上。纯电动车以经济性著称，耗电成本远低于燃油车，适合共享出行和短途代步需求。以北汽 EC180 为例，其百公里耗电量为 13kwh，公共充电桩低峰时段每 kwh 收费 1.2 元，高峰时段每 kwh 收费 1.8 元，因而北汽 EC180 的理论行驶成本为 15.6-23.4 元/100km。2018 年的 CAFC 企业平均燃料消耗量目标值为 6L/100km，若油价为 6.5 元/L，燃油车的理论行驶成本为 39 元/100km。纯电动车可降低 40-60%的用车成本。

补贴+低电压特性大大降低购车成本。国家对新能源车设立补贴之初对续航要求不高，补贴力度相对较大，加上地补和厂家补贴后实际购车价格远低于厂家指导价，下降幅度多达 60%以上。另外，A00 级电动车动力系统需要的功率低，可以避免 LGBT 的使用，以 MOS 管替代，在一定程度上降低了成本。

图表 16: A00 级纯电动乘用车补贴前后价格比对

企业	车型	指导价/万元	补贴后价格/万元	下降幅度
北汽新能源	EC180	15.18	4.98	-67.19%
吉利知豆	知豆 D2	15.18	4.68	-69.17%
奇瑞汽车	奇瑞 eQ	16.99	6.98	-58.92%
众泰汽车	众泰 E200	18.18	5.98	-67.11%
江铃汽车	江铃 E200	17.98	4.58	-74.53%
长安汽车	奔奔 EV	15.48	6.48	-58.14%
上汽通用五菱	宝骏 E100	9.39	3.58	-61.87%
众泰汽车	众泰云 100	10.88	5.99	-44.94%
长安汽车	奔奔 MINI EV	8.28	4.68	-43.48%
众泰汽车	芝麻 E30	17.98	3.3	-81.65%

资料来源：东方财富证券研究所整理

图表 17: 纯电动乘用车历年国家补贴

里程数(公里)	2013	2014	2015	2016	2017	2018.2.11	2018.6.11
80 < R < 150	3.5	3.325	3.15	---	---	---	---
100 < R < 150	---	---	---	2.5	2	1.4	---

150 ≤ R < 250	5	4.75	4.5	4.5	3.6	2.52	—
150 ≤ R < 200	—	—	—	—	—	—	1.5
200 ≤ R < 250	—	—	—	—	—	—	2.4
R ≥ 250	6	5.7	5.4	5.5	4.4	3.08	—
250 ≤ R < 300	—	—	—	—	—	—	3.4
300 ≤ R < 400	—	—	—	—	—	—	4.5
R ≥ 400	—	—	—	—	—	—	5

技术要求:

1. 纯电动乘用车 30 分钟最高车速不低于 100km/h。
2. 纯电动乘用车工况法续驶里程不低于 150 km。插电式混合动力（含增程式）乘用车工况法续驶里程不低于 50 km。
3. 纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 105Wh/kg，105（含）-120Wh/kg 的车型按 0.6 倍补贴，120（含）-140Wh/kg 的车型按 1 倍补贴，140（含）-160Wh/kg 的车型按 1.1 倍补贴，160Wh/kg 及以上的车辆按 1.2 倍补贴。
4. 根据纯电动乘用车能耗水平设置调整系数。按整车整备质量（m）不同，工况条件下百公里耗电量（Y）应满足以下门槛条件：m ≤ 1000kg 时，Y ≤ 0.0126 × m + 0.45；1000 < m ≤ 1600kg 时，Y ≤ 0.0108 × m + 2.25；m > 1600kg 时，Y ≤ 0.0045 × m + 12.33。百公里耗电量（Y）优于门槛 0（含）-5% 的车型按 0.5 倍补贴，优于门槛 5（含）-25% 的车型按 1 倍补贴，优于门槛 25%（含）以上的车型按 1.1 倍补贴。
5. 工况法纯电续驶里程低于 80km 的插电式混合动力乘用车 B 状态燃料消耗量（不含电能转化的燃料消耗量）与现行的常规燃料消耗量国家标准中对应限值相比小于 65%，比值介于 60%（含）-65% 之间的车型按 0.5 倍补贴，比值小于 60% 的车型按 1 倍补贴。工况法纯电续驶里程大于等于 80km 的插电式混合动力乘用车，其 A 状态百公里耗电量应满足纯电动乘用车门槛要求。

资料来源：工信部，东方财富证券研究所

应对补贴退坡，18 年过渡期 A00 级车抢装明显。从 18 年 2 月 12 日到 6 月 11 日为补贴退坡过渡期，期间乘用车补贴额度为过渡期前的 0.7 倍，过渡期后，补贴额度向高续航车型倾斜：续航在 150km 以下的车型将不再享有国家补贴，低续航车型补贴大幅下降，300km 以上高续航车型补贴增加。应对国家补贴导向，许多车企在补贴额度高的初期主力销售低续航小车，在补贴退坡前大力抢装，补贴退坡后，对原车型保持原先价格出售，自己补上退坡额度以清库存，或暂停销售尽快推出更高续航车型。2018 年 2-5 月体现出了明显的抢装行情，或导致过渡期后需求被过度提前消耗。

图表 18： A00 级纯电动车在 2018 年 2-5 月体现明显抢装行情



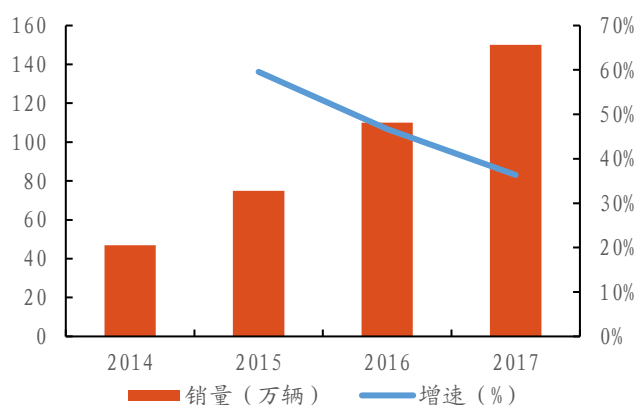
资料来源：乘联会，东方财富证券研究所

A00 车下游需求可分为三类：1、三四线城市低速电动车替代需求；2、一二线城市家庭第二辆车通勤需求；3、分时租赁需求；

2.2.1. 三四线城市低速电动车替代需求

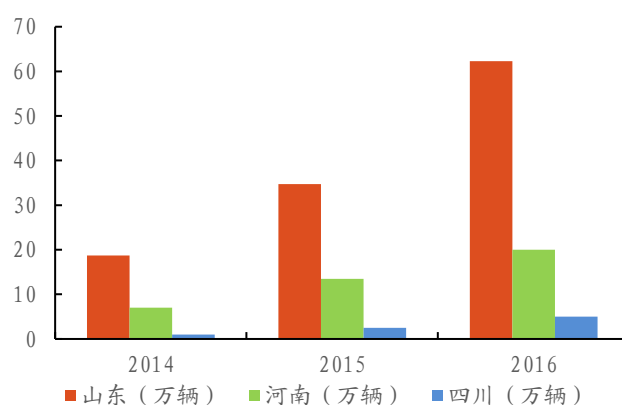
低速电动车国标即将出台，车辆管理纳入章程。低速电动车指速度低于70km/h的简易四轮纯电动汽车，其外观与燃油汽车相似，然而动力大多采用的是铅酸电池，不需要牌照、驾照即可使用，安全性和性能远低于汽车，售价通常在2-5万元。山东、河南、河北、四川的三四线城市是低速电动车的典型市场，其中山东约占全国低速电动车市场的50-60%，河南约占20-25%。国家对低速电动车持有“升级一批、规范一批、淘汰一批”的态度，国标委在2016年10月制定了“四轮低速电动车技术条件”国标制定计划，周期24个月，今年国标有望落地，行业有望得到整顿，多数不符合标准的低速电动车即将淘汰。

图表 19: 低速电动车销量及增速



资料来源：前瞻产业研究，东方财富证券研究所

图表 20: 低速电动车区域销量



资料来源：一览众咨询，东方财富证券研究所

A00 级纯电动车为合适的低速电动车替代车型。补贴后的 A00 级车价格接近低速电动车的价格上限，而且其微小灵活和经济性与低速电动车相似，但其生产标准更加规范，续航里程更高，售后也有保障，因而部分 A00 级纯电动车卖到了低速电动车所在市场，甚至被摘牌销售。不合规的低速电动车被取缔后，A00 纯电动车有望接替这一市场成为三四线城市消费升级的新选择。

图表 21: 最大的低速电动车车企山东雷丁全系列车型参数

车型	售价/万元	最高时速	续航 (35km/h 匀速行驶, 25 度温度)
S50	4.69	50	120-200
小骑士	5.39-6.38	55	120-180
小王子/E60	4.59-5.59	50	100-200
D80	4.99	45-55	110-200
D70/D70i	2.98	45-55	100-200
D30	2.58	45	100-200

资料来源：雷丁官网，东方财富证券研究所整理

图表 22: 雷丁低速电动车



资料来源: 雷丁官网, 东方财富证券研究所

图表 23: A00 级纯电动车北汽新能源 EC180



资料来源: 北汽新能源官网, 东方财富证券研究所

补贴退坡后交叉竞争或减弱。但也需要同时注意的是, A00 级车补贴大幅缩水, 高续航车型补贴较高倒逼 A00 级车加装电池提升续航水平。从今年上市的新 A00 车型续航和价格看, A00 级车价位中枢大概率上移, 与低速电动车因价格交叉而形成的市场会因此缩小。例如, 在综合考虑了续航里程和补贴系数标准后, 北汽新能源在 6 月 11 后新车型 EC220 的补贴将比 EC180 减少 1.44 万元, 叠加加装的电池成本, 若不提升厂家补贴, EC220 的售价将至少比 EC180 高出 1-2 万元。多数 A00 级纯电动车价格将提升到 6 万元以上, 脱离了低速电动车的价格上限区域, 因而低速电动车与 A00 级纯电动车的交叉竞争或减弱。只有考虑了安全性等因素, 放弃购买低速电动车, 选择消费升级购买 A00 级纯电动车的人群才形成有效需求。

图表 24: 北汽 EC180 与 EC220 补贴对比

企业	车型	国补	地补	国补+地补
北汽新能源	EC180	3.6	1.8	5.4
北汽新能源	EC220	2.64 (2.4 × 1.1)	1.32	3.96
补贴下降额度:				-1.44

资料来源: 东方财富证券研究所整理

2.2.2. 一二线城市家庭用车通勤需求

新能源车为最佳的家用第二辆车选择。根据 J.D Power 发布的《2017 中国公众新能源汽车消费意愿调查》, 中国消费者购买的新能源车大多是家中的第二辆车。除限牌城市有牌照优势外, 非限牌城市由于充电桩未大面积普及, 购买新能源车的消费者主要考虑买菜、接送子女等日常短途代步需求, 而新能源车使用成本大大低于燃油车, 加上新能源车补贴后的价格优势, 对于家用第二辆短途代步车而言, 新能源车为最佳选择。这种需求会在各级别车型中分流, A00 级车占据其中部分需求。

部分限购城市获牌时间延长, 占号神器 A00 车需求减少。北京、上海、深圳等限购城市拿到车牌后需要在 6 个月之内购车, 部分车主亟需占号而考虑低经济成本的 A00 级纯电动车。然而, 18 年 6 月, 北京新能源小客车申请数量接近了 29 万, 但北京 18 年发放的新能源指标仅 6 万个, 其中个人新能源指标 5.4 万个, 若维持目前排队规则及发放数量, 申请牌照成功需等到 4 年后, 为筹集

买车资金预留了充足的准备时间。另外，汽车金融的迅速发展也使得买车的初期投入大大降低，仅为占号而买 A00 车的情况随之会消除。消费者会更多考虑车的产品力，包括续航里程、品牌、使用年限、性价比、智能化程度等因素，购买较高价格、较高续航里程的 A0/A 级车的可能性增加。

2.2.3. 分时租赁需求

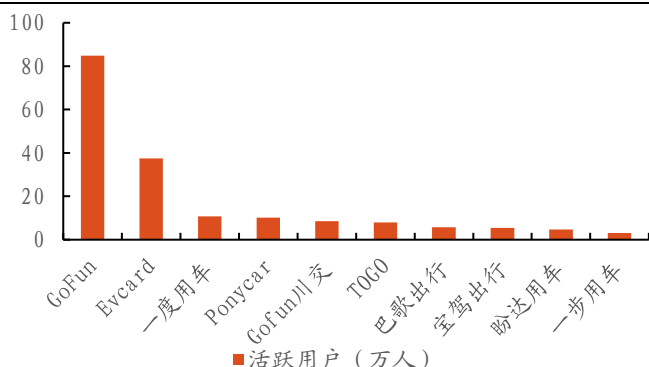
分时租赁风潮带来新增 A00 级车需求。中国分时租赁市场可以追溯到 2011 年首家分时租赁企业——车分享的诞生，到目前为止，全国注册的分时租赁企业超过了 400 家，但实际投入运营的仅 100 多家，爆发性增长阶段已经过去，背靠上汽集团的 EVCARD 和背靠首旅集团、北汽集团的 GoFun 占据了龙头地位，覆盖城市数量和活跃用户数远超其余企业。目前几十家分时租赁公司采购的部分车型为纯电动 A00 级车，选用的车型有北汽 EC 系列、奇瑞 EQ1、知豆等，带动了部分 A00 级车销量。

图表 25：主要分时租赁企业购置车型

企业	4 座车型	2 座车型
EVCARD	荣威 ERX5 宝马 i3、北汽 EV160 之诺 1E、长安奔奔、海马普力马、荣威 E50、奇瑞 EQ、北汽 EC180、江淮 iEV6e	众泰 E200
盼达用车	力帆 330EV、力帆 620EV	奇瑞 EQ1
GoFun	奇瑞 EQ、江淮 iEV6e、雪佛兰科沃兹、北汽 EV200、荣威 E50、宝马 i3	奇瑞 EQ1
一度用车	北汽 EV160、北汽 EV150、比亚迪 E6	
吉利微公交	康迪 K17	康迪 K12、康迪 K11、康迪 K10
Ponycar	北汽 EC200、宝马 i3、江淮 iEV6E、北汽 EV160、北汽 EU260、北汽 EC180/EC200	众泰 E200、知豆 D2S
巴歌出行	奇瑞 EQ、比亚迪 E5、江淮 iEV5、北汽 EV200、北汽 EV150/160	
一步用车	江淮 iEV4E、海马爱尚 EV	知豆 D1、知豆 D2、知豆 D2S
途歌	Jeep、MINIOne、BMW1 系、雷诺卡缤、Audi A3、标志 2008、Smart forfour、雪铁龙 C3	Smart fortwo
神州 iCar	朗逸、科帕奇、英朗、昂科拉、沃尔沃 S90、路虎、宝马	

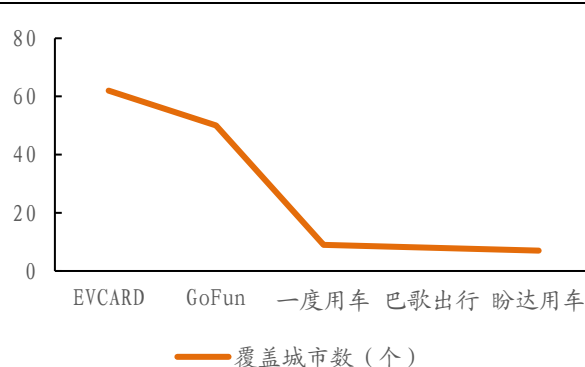
资料来源：东方财富证券研究所整理

图表 26：2018 年 3 月中国分时租赁活跃用户数



资料来源：易观，东方财富证券研究所

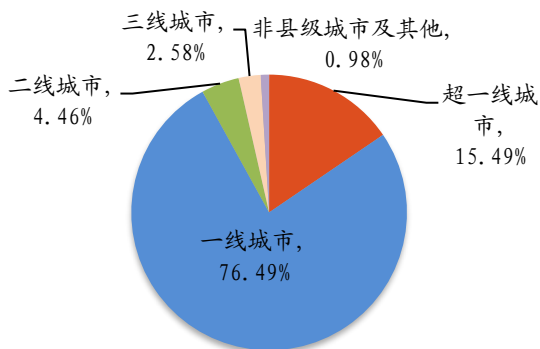
图表 27：2018 年 3 月中国分时租赁企业覆盖城市数



资料来源：易观，东方财富证券研究所

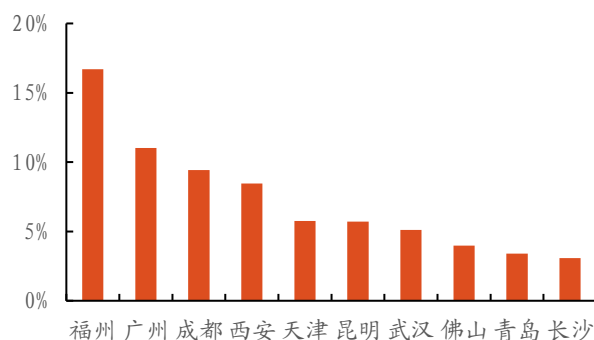
一线省会城市为分时租赁活跃区域。以活跃用户最多的 GoFun 为例，从地域上看，超一线城市由于牌照限制，分时租赁企业大规模开展铺设难度较大，而福州、成都等一线省会城市活跃用户数量多，获取牌照较容易，因而成为了分时租赁的“主战场”。

图表 28: 2018 年 3 月 GoFun 使用地域分布



资料来源: 易观, 东方财富证券研究所

图表 29: 2018 年 3 月 GoFun 使用活跃城市



资料来源: 易观, 东方财富证券研究所

微型车电动化是汽车电动化的初级阶段。在纯电动汽车的市场接受度较低之时，微型电动车以其低廉的补贴后售价及较低的使用成本，成为入门级通勤电动车，占据了大半个新能源乘用车市场。随着新能源汽车市场由财政补贴支撑转向为由市场需求支撑，中国电动汽车的普及速度将会加快，A0/A 级车有望接棒 A00 级车成为下一个增长迅速的新能源汽车细分市场。

3. 重点公司介绍之北汽新能源：产品线齐全的经济型电动车霸主

3.1. 借壳获批即将上市 基本面持续向好

即将上市的国内首家新能源车企。北汽新能源成立于 2009 年，2016 年 4 月获得整车生产资质，之前主要为北汽股份生产动力模块。2018 年 6 月 1 日，北汽新能源借壳 S*ST 前锋上市获得证监会核准批文，今年三季度有望实现上市。上市前公司主要依靠多轮融资获取发展资金。目前北汽新能源的实际控制人为间接持有北汽集团 100% 股权的北京市国资委。

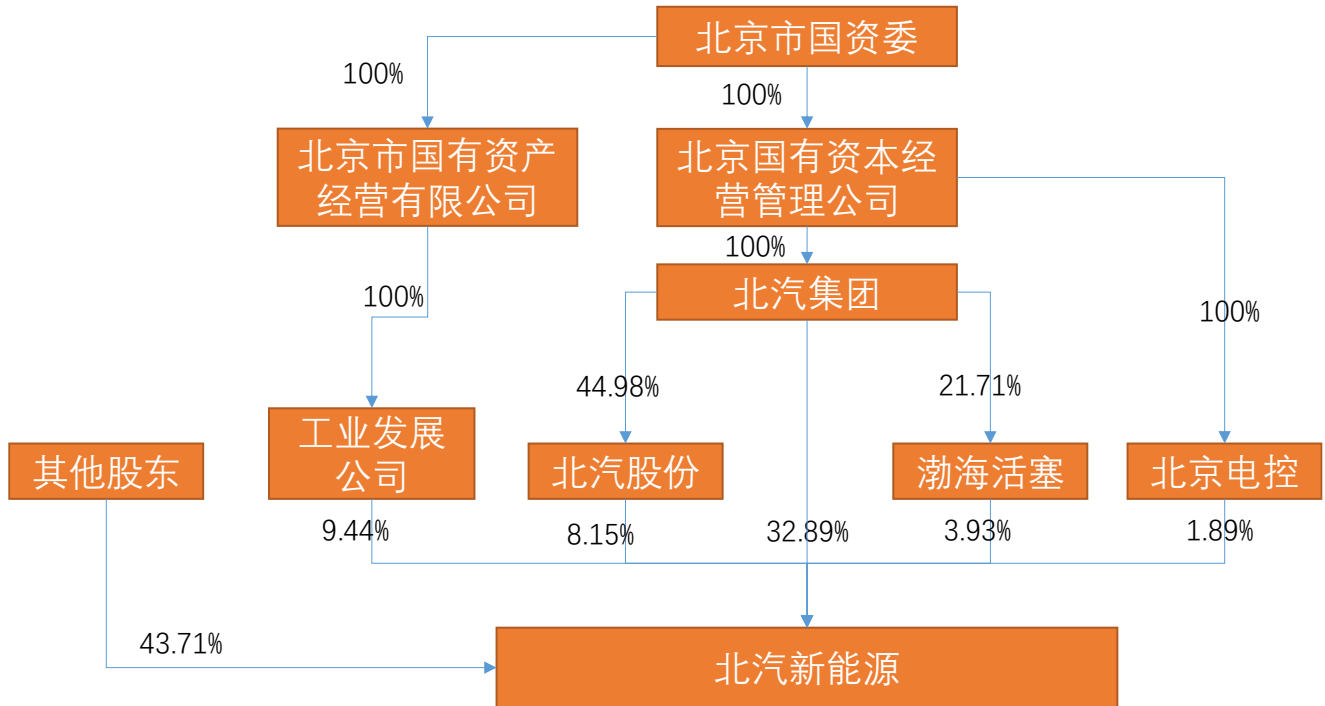
图表 30: 北汽新能源融资情况

时间	轮次	估值	金额	投资方
2018/3/8	战略融资	-	未披露	Daimler
2017/7/21	B 轮	-	111.18 亿人民币	中国信达 (HK: 01359) 中冀投资星网 工业园轩投资等
2017/7/20	战略融资	-	11.85 亿人民币	北京汽车 (01958)
2016/3/8	A 轮	81.92 亿人民币	30.72 亿人民币	乐视控股集团在内的几家科技公司 投资

2014/2/14	待披露	-	未披露	国资管理中心
2014/2/14	天使轮	-	未披露	北工投资

资料来源：东方财富证券研究所整理

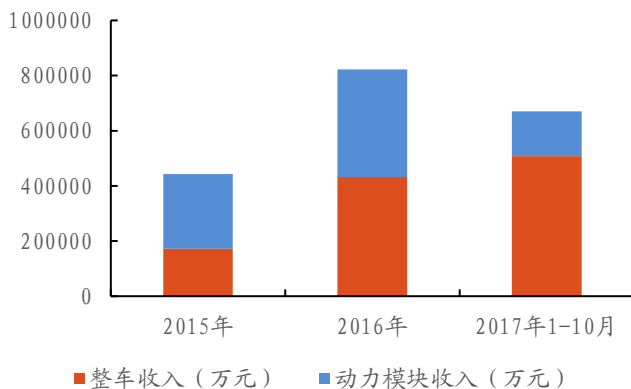
图表 31：北汽新能源股权结构



资料来源：东方财富证券研究所

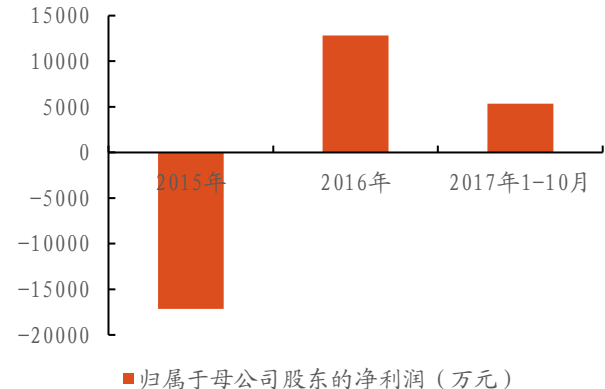
整车业务渐成重心，盈利能力持续走好。公司在获得整车生产资质前，作为北汽股份的子公司，主要营收来源为向北汽提供动力模块的收入。2016年4月获得新能源生产资质后，公司整车收入占比从15年的39%上升到17年前十个月的76%。公司在2016年实现扭亏为盈，2017年资产负债率大幅降低的同时毛利率从10.18%提升至14.38%。

图表 32：北汽新能源营业收入



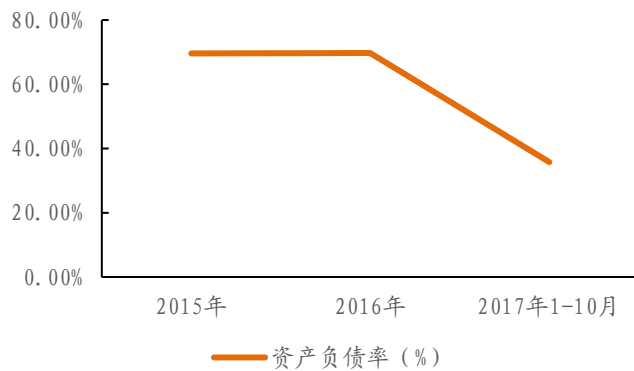
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 33：北汽新能源归母净利润



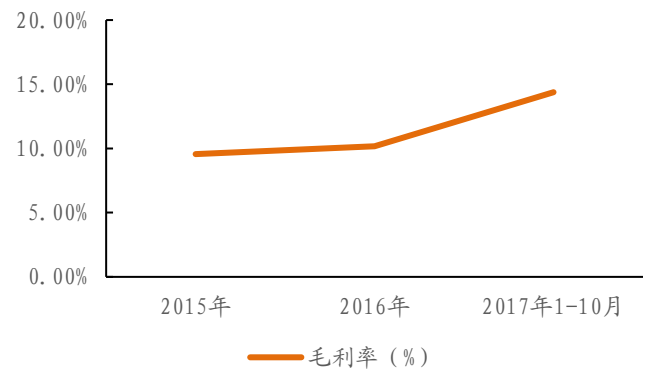
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 34: 北汽新能源资产负债率



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 35: 北汽新能源毛利率



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

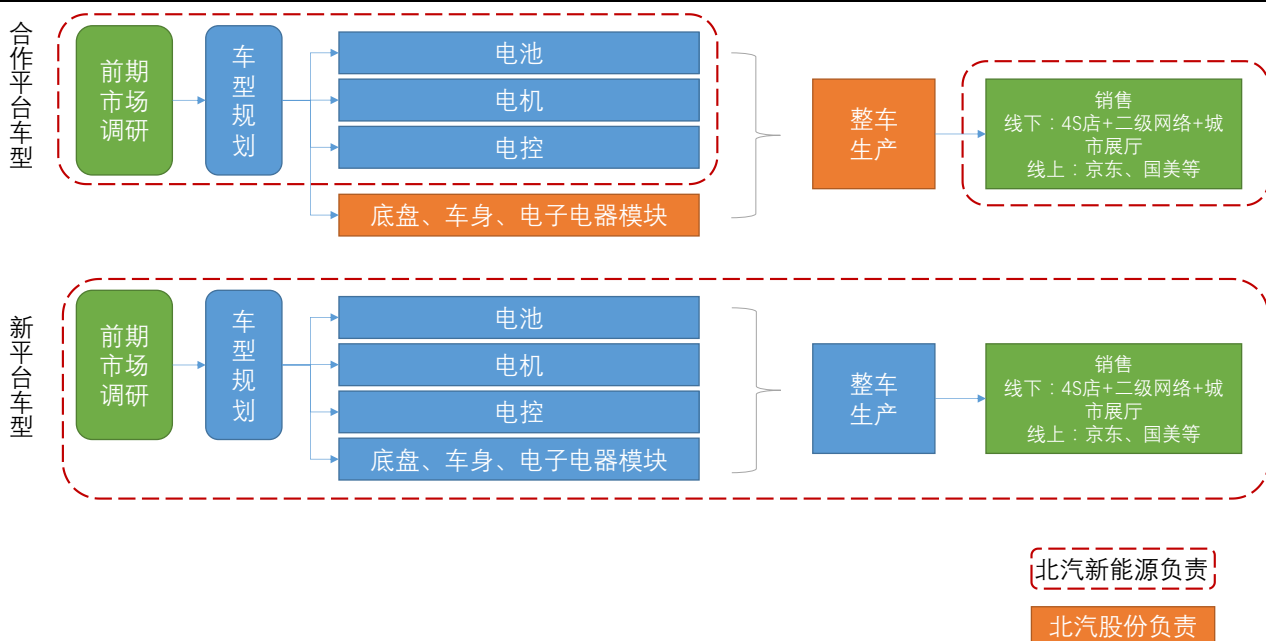
3.2. 双平台驱动分工高效 全车系布局产品齐全

公司分两步实施平台规划: 第一步在 2016-2018 年, 产品开发依托与北汽的合作; 第二步在 2018-2020 年, 实现平台整合和精细化, 打造大型车、紧凑型车、小型车三大平台。

合作平台车型: 掌握核心三电技术, 分工合作利益最大化。 公司掌握领先市场的三电技术: 在电池上, 公司建立了电芯性能评价体系, 掌握了 BMS 及 PACK 的策略开发能力; 在驱动电机上, 首创高集成电力电子单元 (PEU), 可集成电机控制、车载充电、高压配电等高压系统的相关控制功能; 在电控上, 公司实现了系统架构梳理、架构平台化、远程刷新及验证。在生产模式上, 公司合作车型采用与北汽股份进行专业分工的方式: 公司负责市场分析、产品规划、三电系统的研发和供应, 以北汽传统车型为基础研发车型; 北汽股份负责提供底盘、车身、电子电器等其他模块与整车组装, 产成的整车产品由北汽新能源营销公司独立负责销售。在销售模式上, 目前北汽股份与北汽新能源的销售渠道分开。北汽新能源线上线下多位布局, 线下布局了 4S 店、二级网络及城市展厅进行组合销售, 独自在 139 个城市建立了 165 家一级经销商与 83 家二级经销商, 销售网络覆盖了重点城市并向全国辐射; 线上也与京东、国美等电商进行网上销售。

新平台车型: 自主设计独立生产, 包揽所有环节。 公司的新平台车型由公司独立负责所有前、中、后端流程, 对全部整车模块进行设计, 独立采购零部件, 在自有基地生产并通过北汽新能源营销公司进行销售。

图表 36: 北汽新能源生产模式



资料来源: 东方财富证券研究所整理

产品线齐全, 定增二十亿开发新车型。公司通过与北汽合作开发了 EV、EX、EU、EH 系列车型, 通过新平台开发了 EC180、EC200、LITE 车型, 另外在 2016 年推出了 ARCFOX 高端品牌, 所有车型覆盖了 A00、A0、A、B 级车, 也覆盖了从低端到高端的不同细分市场。目前销量担当 EC 系列已经停售, 公司将尽快推出高续航 EC 系列车型 EC200、EC280。此次借壳上市的同时将非公开募集配套资金 20 亿, 用于北京新能源创新科技中心项目、北汽新能源 C35DB 车型项目、北汽新能源 N60AB 车型项目、北汽新能源 N61AB 车型项目。

图表 37: 北汽新能源车型谱图

北汽新能源品牌——合作车型	北汽新能源品牌——新平台车型
EV 系列 A0 级纯电动轿车	EC 系列 A00 级纯电动轿车 EC180 官方指导价: 15.18 万起 补贴后价格: 4.98 万起 EC200 官方指导价: 15.88 万起 补贴后价格: 5.68 万起
EX 系列 A0 级纯电动 SUV EX360 官方指导价: 18.39 万起 补贴后价格: 7.99 万起	ARCFOX 品牌
EU 系列 A 级纯电动轿车 EU300快换版 官方指导价: 7.98 万起 补贴后价格: 7.98 万起 EU5 官方指导价: 22.06 万起 补贴后价格: 12.99 万起 EU400 官方指导价: 22.49 万起 补贴后价格: 15.89 万起	BE11 小型车平台 LITE
ES 系列 B 级纯电动轿车	BE21 紧凑型车平台 (A0/A)
EH 系列 C 级纯电动轿车	BE31 大中型车平台

资料来源：东方财富证券研究所整理

图表 38：北汽新能源非公开发行具体项目投资情况

序号	用途	项目总投资/万元	募集资金投资总额/万元	占比
1	北京新能源创新科技中心项目	187155.00	100000.00	50.00%
2	北汽新能源 C35DB 车型项目 (A0 级轿车)	37010.00	6000.00	3.00%
3	北汽新能源 N60AB 车型项目 (A/B 级 SUV)	169575.00	70000.00	35.00%
4	北汽新能源 N61AB 车型项目 (A+级轿车)	68314.00	24000.00	12.00%
合计	-	462054.00	200000.00	100.00%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

产能布局将形成 80 万以上生产能力。北汽新能源有北京采育、江苏常州、青岛莱西、重庆涪陵、河北黄骅等生产基地，未来还会通过改造北汽集团内部传统乘用车生产基地及整合社会合作伙伴产能的方式在十三五末期形成 80 万以上的产能。其中北京采育设计产能 2 万辆；常州基地为公司高端产业基地，生产了车型 EX360。北汽投资百亿建设高端产业基地，一期 5 万辆产能已经投产，规划产能 30 万辆。青岛工厂二期产能共 20 万辆；重庆涪陵工厂设计产能 30 万辆。2018 年 6 月 18 日，公司与麦格纳达成合作，将在镇江成立技术合资公司与制造合资公司，改造升级北汽镇江工厂，形成 20 万产能，打造中高端品牌 ARCFOX。

图表 39：北汽新能源相关工厂及产能

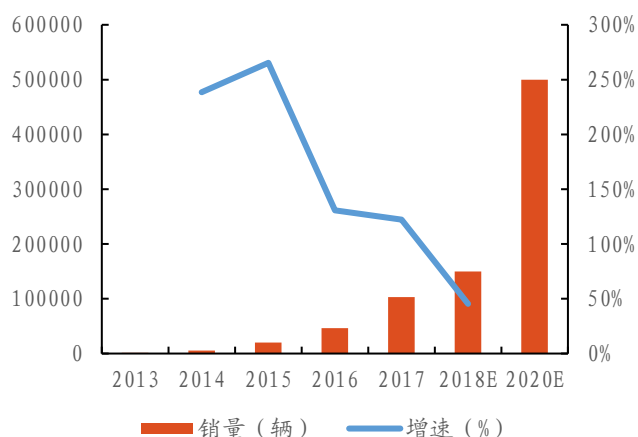
工厂	产能
北京采育工厂	2 万产能；生产 EV160、EV200、ES210、威旺 306EV、绅宝 ES210、E150EV
江苏常州工厂	30 万产能（一期 5 万，二期 15 万，三期改造总产能到 30 万）；生产大中型客车、轻客、皮卡、MPV、SUV、专用车
青岛莱西工厂	20 万产能（一期 5 万，二期 15 万，预计 2020 达产）；生产 EC、EV 系列
重庆涪陵工厂	30 万产能（一期 10 万在建）
江苏镇江工厂	20 万产能；打造中高端品牌 ARCFOX

资料来源：盖世汽车，东方财富证券研究所整理

3.3. A00 级 EC 系列一战成名 销售区域以北京山东为主

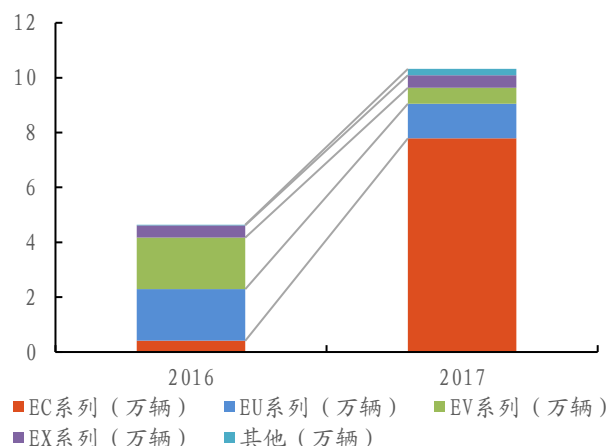
A00 级经济车打响品牌，EC 系列超过销量七成。公司 17 年销售 10.32 万辆纯电动汽车，销量全球第一。其中 A00 级车北汽 EC 系列销售 7.8 万辆，占据了销售总量的 76%，凭借其经济性与高额补贴成为了北汽新能源的王牌车型。2018 年公司销量目标 15 万辆，到 2020 年公司目标实现产销 50 万辆，其中新平台车型 30 万辆，实现营收 600 亿元。并且，北汽集团承诺在 2020 年率先在北京市全面停售燃油车，到 2025 年在中国境内全面停售燃油车。可以预见，北汽集团未来的车型规划、导入、推广的重点将完全设在北汽新能源。

图表 40: 北汽新能源销量及增速



资料来源: 盖世汽车, 东方财富证券研究所

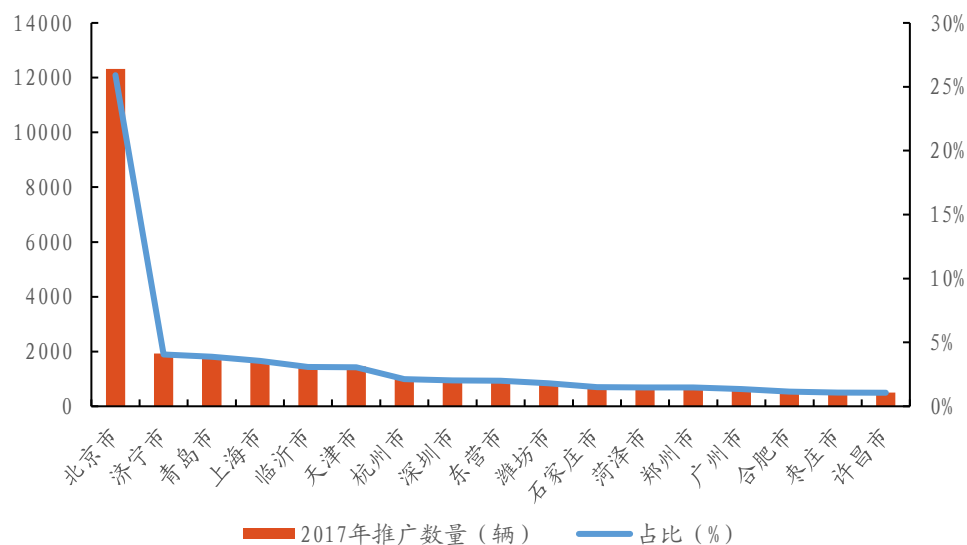
图表 41: 北汽新能源销量细分



资料来源: 盖世汽车, 东方财富证券研究所

北京、山东构成北汽新能源主要销售区域。北汽新能源在 2017 年以销售经济实惠的 A00 级小车 EC 系列为主。从地域上看,北汽新能源主要销往公司的大本营北京与低速电动车大省山东。这也反映出,公司市场需求大多来源于其在限牌城市有的牌照优势与在三四线城市有的对低速电动车的替代需求。

图表 42: 2017 年北汽新能源销售城市分布



资料来源: 汽车电子设计, 东方财富证券研究所

图表 43: 2017 年北汽新能源销售区域整理

区域	数量	占比
北京	12323	25.94%
山东	8275	17.42%
上海	1690	3.56%
天津	1457	3.07%
杭州	1011	2.13%

深圳	965	2.03%
----	-----	-------

资料来源：汽车电子设计，东方财富证券研究所

4. 重点公司介绍之知豆：分时租赁市场持续热销的三门两座电动车

4.1. 知豆两座微型电动车足迹遍布欧洲

小型车在欧洲广受青睐。相比于偏爱大车的中国和美国，欧洲和日本更偏好经济型的小型车。欧洲城市街道狭窄、车辆密度大、油耗法规严格、燃油税高，因而小型车能较好满足需要而深受市场喜爱，其中微型车的市场份额在 10% 以上。其中菲亚特熊猫、大众 UP、雷诺 Twingo、Smart fortwo、宝马 mini、欧宝 Adam 为典型小型车车型。

图表 44：欧洲是小型车的典型市场



资料来源：东方财富证券研究所整理

知豆微型电动车远销欧洲。公司是由新大洋集团、吉利控股集团、金沙江联合资本、银石基金、深圳远致富海、三峡资本、多氟多等企业在 2006 年创立的 A00 级微型电动车车企。到 2017 年年底，公司累计在市场上销售了 100672 台

电动车，并早在 2012 年就将产品出口到了意大利、英国、法国、德国等微型车居多的市场，足迹遍布欧洲。

图表 45: 知豆全球足迹分布

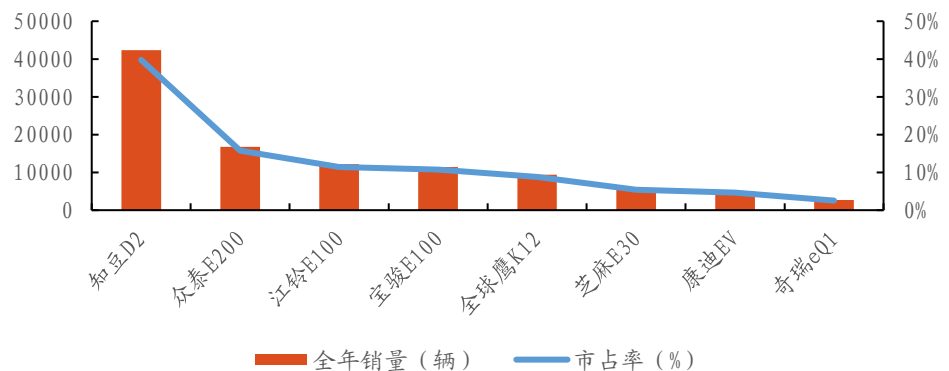


资料来源: 知豆官网, 东方财富证券研究所

4.2. 国内细分市场销量第一 七成用于租赁市场

三门两座车型销量冠军。公司销量担当知豆 D2 在 2017 年卖出了 42342 辆的成绩,仅次于北汽 EC 系列。在三门两座车型中,公司 2017 年市占率接近 40%, 牢牢占据了国内三门两座微型车第一位置。知豆 D2 为新大洋与吉利合资生产,官方定价 15.18-15.88 万元, 减去国补、地补、厂家补贴三重补贴后售价 4.68-5.38 万。知豆 D2 续航里程 180km, 配备了 LED 车灯, 还搭载了车道偏离预警、车内后视镜、防碰撞预警、驾驶员疲劳监控等智能化功能。公司采用了线上线下结合的方式进行销售: 线下销售的同时在天猫商城吉利旗舰店、工行平台融 e 购、电动邦同步销售, 一台小车创造了年销 42342 辆的销量奇迹。

图表 46: 2017 年三门两座微型车车型销量及市占率



资料来源: 东方财富证券研究所整理

图表 47: 知豆 2016-2017 年销量

	总销量	知豆 D2	知豆 D1	知豆 D3
2016	20292	9091	11201	-
2017	42484	42342	25	117

资料来源: 乘联会, 东方财富证券研究所整理

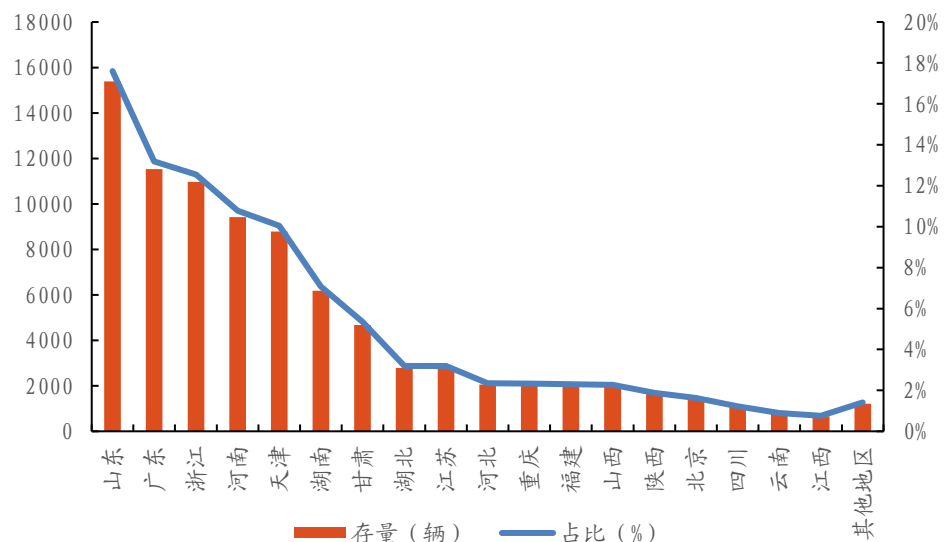
图表 48: 知豆车型一览

车型	上市时间	补贴后价格	生产地	续航	备注
D1 (已停产)	2015.11	4-6 万	兰州	160km	众泰知豆改造
D2	2015.6.23	4.68-5.38 万	兰州	180km	新大洋和吉利合作生产
D2S	2016.9	5.98 万	兰州	180km	
D3	2017.11	8.98-10.98 万	济南	豆牛士版 210km; 圣豆士版 310km	于济南工厂与吉利远景混产

资料来源: 东方财富证券研究所整理

知豆系列车型七成销往分时租赁市场。从生产地看, 知豆在国内有山东济南、浙江宁波、甘肃兰州、山东济南四大基地, 生产基地消化部分需求, 因而山东、浙江的知豆销售较多, 在北京、上海等超一线城市较少。从使用用途看, 分时租赁用车约占市场上知豆总体存量的七成, 知豆也和当地的分时租赁企业建立了合作关系, 如深圳的佰壹出行, 广州的叮咚租车, 郑州的一步用车等。而知豆的低售价、代步属性与低速电动车相仿, 因而在山东、河南等地也形成了比较好的销售。

图表 49: 知豆销售存量区域细分



资料来源: 汽车电子设计, 东方财富证券研究所

5. 风险提示

微型电动车补贴退坡幅度与进度超预期；
市场竞争激烈，龙头格局生变。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。