



中信证券研究部

核心观点



张若海

数据科技首席  
分析师

S1010516090001



尹欣驰

汽车及零部件行业  
首席分析师

S1010519040002



张强

数据科技分析师

S1010522050003



宋广超

数据科技分析师

S1010522090005



汤可欣

数据科技分析师

S1010520120002

在“双碳”背景下，中国整车行业正在迈入智能化、电动化与出海化的发展新阶段。ESG 理念作为重要工具可推动“双碳”目标落实，同时助力汽车企业在新发展阶段中，高效实现社会绩效与财务绩效的双赢。我们基于行业发展大势，结合中信证券通用 ESG 评价准则，面向乘用车行业，围绕管理层背景、研发投入、研发成果、绿色业务机遇与企业产品，针对性提炼出 5 个行业实质性议题。总结看，出海应关注 ESG 监管风险，电动智能议题蕴藏投资机遇。

■ 汽车行业电动化成为“双碳”目标重要抓手，ESG 理念在汽车行业愈发重要。我国将“双碳”作为战略目标，而我国交通运输行业的碳排放占比接近 10%，其中约 90%来自道路交通运输，因而以乘用车、商用车为首的汽车产业能源转型成为碳中和的重要抓手。由于 ESG 理念与“双碳”目标高度契合，ESG 可作为重要工具推动“双碳”的落实，故 ESG 在汽车行业愈发重要。

■ 泛 ESG 资金积极配置汽车行业，高 ESG 评价企业受资金青睐。聚焦 ESG 基金重仓汽车行业变化情况，泛 ESG 资金对汽车行业配置比例呈提升趋势，其中低碳及绿色发展基金配置汽车行业的比例上升尤为明显，2022Q3 达 9.4%。此外，资金偏好与 ESG 评价结果之间存在相关性，对于公募及北向资金而言，ESG 评价越高的企业被资金配置的比例越大。

■ 乘用车行业聚焦：电动智能驱动发展，出海开拓增量。

(1) 电动化、智能化：市场接力驱动电动化渗透，消费升级带动智能化发展。汽车行业电动化转型以响应“双碳”政策，新能源乘用车快速渗透，中信证券研究部汽车组预计 2022 年新能源乘用车销量达 657 万辆，同比增长 97.8%；面向 2023 年，优质供给的增加、补能网络的完善将驱动新能源乘用车渗透，预计 2023 年新能源乘用车销量达 870 万辆，同比增长 32.4%。汽车消费升级现象明显，25 万元以上乘用车比例不断增加，从 2017 年的 13%提升至 2022 年的 21%。25 万元以上乘用车作为智能化主战场，其不断扩容正助力智能化持续渗透。我们看好汽车行业的消费升级，继续促进智能化持续发展。

(2) 出海：优质产品驱动出口持续火热，预计 2023 年乘用车出口同比增长 43%。近两年中国车企出海布局成果得以兑现，迎来出口高速增长期。我们看好自主品牌崛起、产品竞争力不断增强，中信证券研究部汽车组预计 2022 年、2023 年国内乘用车出口量分别为 255/365 万辆，同比增长 58%/43%。

■ 乘用车行业实质性议题：出海关注 ESG 监管风险，电动智能议题蕴藏机遇。出海业务的兴起要求车企重视相应国家 ESG 监管，减少因不满足监管要求对经营带来负面影响的风险。电动化、智能化作为行业焦点，契合 ESG 理念进而 ESG 议题丰富，同时电动智能的优秀表现可提升车企竞争力，电动智能相关议题或将具备较好投资价值。针对电动智能，可关注企业研发、产品落地到消费者态度这一流程下的 5 个三级议题：（1）管理层背景：董事及高管有电动智能相关背景可助力企业做出更佳决策；（2）研发投入：作为企业发展新技术的必要前提值得关注；（3）研发成果：跟踪企业电动智能专利情况以判断企业研发投入转化；（4）绿色业务机遇；及（5）企



**伍家豪**  
数据科技分析师  
S1010522090002

业产品：从车型发布及销量表现观察企业电动智能的产品落地及消费者反馈。

- **风险因素：**ESG 政策推进不及预期；ESG 评价体系指标存在缺失；ESG 体系量化方法主观性较强；政策数据覆盖不全面可能影响统计结果；专利数据存在缺失；新发车型数据存在缺失。

## 目录

新能源车成为“双碳”目标重要抓手，ESG 理念在汽车行业愈发重要.....	5
泛 ESG 资金积极配置汽车，高 ESG 评价标的受青睐.....	6
乘用车行业聚焦：电动智能驱动发展，出海开拓增量 .....	10
电动化：市场接力驱动渗透，预计 2023 年新能源车销量同比增长 32.4%.....	10
智能化：看好乘用车行业消费升级，带动智能化持续渗透 .....	11
出海：优质产品驱动出口持续火热，预计 2023 年乘用车出口同比增长 43%.....	12
ESG 评价存在分歧，植根行业焦点构建实质性议题.....	13
中信证券 ESG 通用评价体系：投资导向下，结合国际标准与中国智慧 .....	13
ESG 一致评价分析：乘用车行业表现优秀，但各机构分歧较大 .....	15
乘用车行业实质性议题：出海关注企业 ESG 监管风险，电动智能蕴藏机遇 .....	16
风险因素 .....	18

## 插图目录

图 1：全国道路运输行业排放二氧化碳与总量对比 .....	5
图 2：中共中央、国务院、各部委对新能源汽车相关的产业政策提及强度量化结果 .....	6
图 3：汽车行业 CSR 报告披露率 .....	6
图 4：汽车行业基金持仓市值分析 .....	7
图 5：基金重仓汽车行业比例分析 .....	7
图 6：汽车行业陆股通持仓市值分析 .....	9
图 7：陆股通持仓汽车行业比例分析 .....	9
图 8：中国新能源乘用车月度销量 .....	11
图 9：中国新能源乘用车渗透率 .....	11
图 10：中国国产乘用车各价格带销量占比测算 .....	12
图 11：自动驾驶渗透率 .....	12
图 12：智能座舱之 HUD 渗透率 .....	12
图 13：中国乘用车出口销量及增速 .....	13
图 14：董事及高管电动化背景评价 .....	17
图 15：董事及高管智能化背景评价 .....	17
图 16：新能源主题专利情况评价 .....	18
图 17：自动驾驶主题专利情况评价 .....	18
图 18：基于发布车型的新能源研发落地情况评价 .....	18
图 19：基于发布车型的自动驾驶研发落地情况评价 .....	18

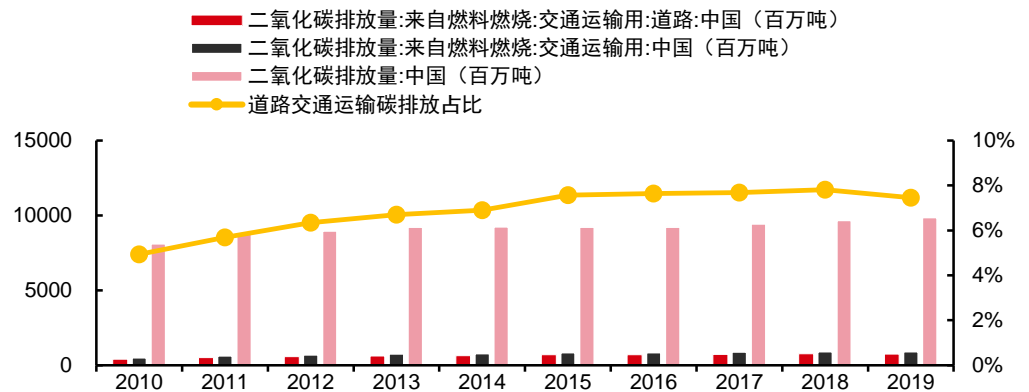
## 表格目录

表 1：ESG 基金重仓汽车行业市值占比分析 .....	7
表 2：汽车行业全部机构一致性评价和基金重仓市值占比变化 .....	8
表 3：汽车行业全部机构与国外机构一致性评价和陆股通持仓市值占比变化 .....	9
表 4：本报告乘用车企业覆盖名单 .....	10
表 5：中信证券 ESG 评价体系 .....	14
表 6：乘用车行业实质性议题 .....	17

## ■ 新能源车成为“双碳”目标重要抓手，ESG 理念在汽车行业愈发重要

政策积极推动“双碳”、强调绿色发展，汽车行业电动化成为重要抓手。2020年9月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会宣布我国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和，我国将“双碳”作为战略目标。二十大报告亦强调绿色发展，充分表现出我国政府坚持可持续发展的决心。我国交通运输行业的碳排放占比接近10%，其中约90%来自道路运输，因而以乘用车和商用车为首的汽车产业能源转型成为了碳中和长期战略规划中的重要步骤之一。

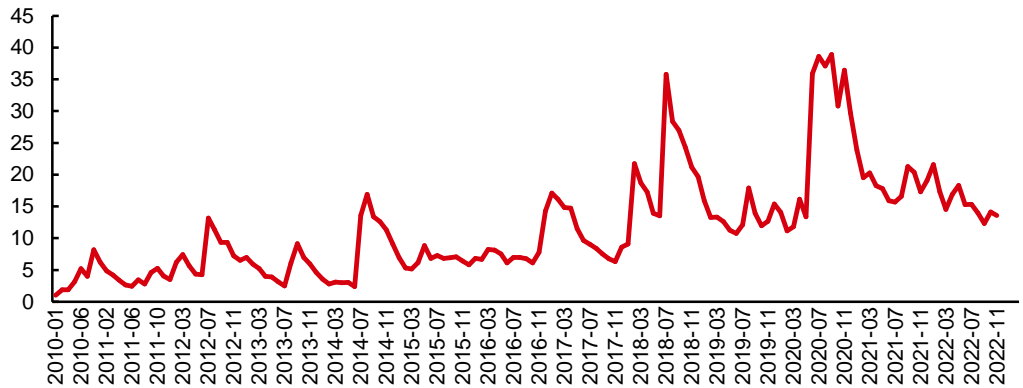
图1：全国道路运输行业排放二氧化碳与总量对比



资料来源：IEA，世界银行，Wind，中信证券研究部

产业政策积极推动新能源汽车发展，ESG 理念在汽车行业愈发重要。我国政府针对新能源汽车频发政策，积极推动汽车电动化发展。如2020年国务院发布《国务院办公厅关于印发新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）的通知》，其中提到“发展新能源汽车是我国从汽车大国迈向汽车强国的必由之路，是应对气候变化、推动绿色发展的战略举措”。我们通过文本量化手段，尝试对新能源汽车的政策提及强度进行量化，认为2012、2014、2017、2018、2020年的政策峰值依次递增，充分反映我国政府持续推进新能源汽车发展。由于ESG理念与“双碳”目标高度契合，ESG可作为重要工具推动“双碳”目标的落实，在汽车电动化成为“双碳”目标重要抓手的背景下，ESG在汽车行业将愈发重要。

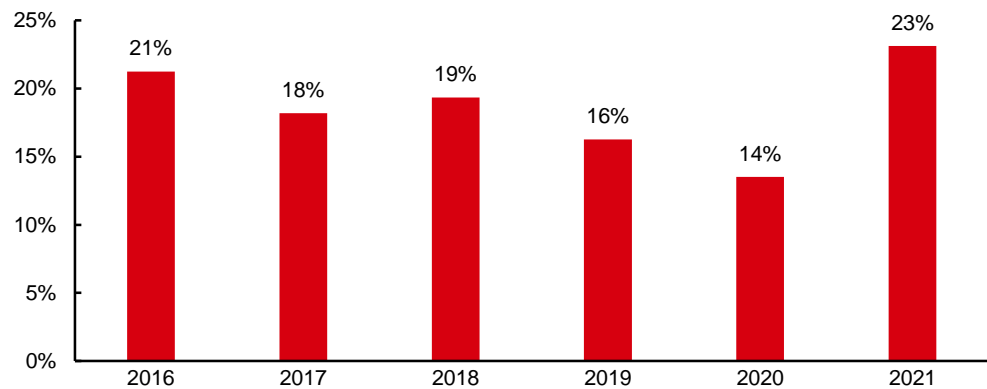
图 2：中共中央、国务院、各部委对新能源汽车相关的产业政策提及强度量化结果



资料来源：中国政府网，各部委官网，中信证券研究部测算；数据为中信证券研究部根据政策提及及相关关键词热度计算的量化结果，具体算法请查阅中信证券研究部外发报告《算法决策系列：主题热点投资聚焦——关注免税店、互联网医疗、猪产业、物流、工业互联网、服务机器人、氢能相关主题》（2022年12月19日）

**汽车行业企业社会责任（CSR）报告披露率向好发展。**基于秩鼎科技数据测算，2016年-2020年期间，汽车行业 CSR 报告披露率呈现下降态势，从 21% 下降至 14%。随着可持续发展重要性持续提升，汽车行业 CSR 报告披露率在 2021 年提升至 23%，同比增长 9pcts，显现出向好发展的趋势。

图 3：汽车行业 CSR 报告披露率



资料来源：秩鼎科技，中信证券研究部测算

## ■ 泛 ESG 资金积极配置汽车，高 ESG 评价标的受青睐

**基金大幅增持汽车行业，逐步从低配迈向标配。**基金是二级市场中重要的参与者，也是核心定价者。2020 年以来基金对于汽车行业的关注度大幅攀升，基金持仓汽车行业的市值从 2020H1 的 1112 亿元提升至 2022H1 的 3950 亿元，汽车行业股东结构中基金持仓的比例也从 2020H1 的 4.3% 提升至 2022H1 的 7.6%。基金长期低配汽车行业，但低配幅度显著缩窄，基金中配置汽车行业的比例从 2020Q3 的 2.0% 提升至 2022Q3 的 3.4%，低配幅度从 2020Q3 的 0.8pct 降低至 2022Q3 的 0.2pct。

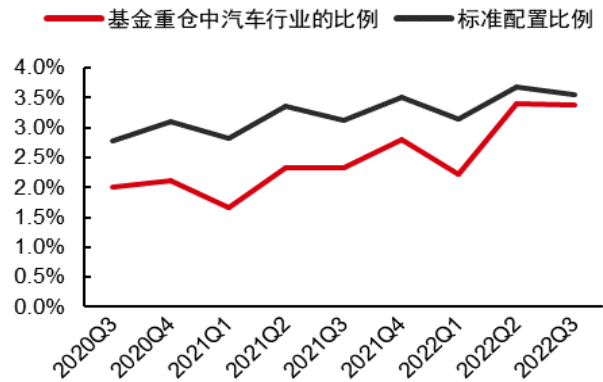


图 4：汽车行业基金持仓市值分析（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：基金重仓汽车行业比例分析（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：标准配置比例=CS 一级汽车行业 A 股总市值/A 股总市值

**低碳及绿色发展基金积极配置汽车行业。**基于 Wind 数据测算，截至 2022 年 10 月 31 日，ESG 相关公募基金产品共 314 只（不包含未成立和已到期），总规模达到人民币 4407.6 亿元，其中 ESG 主题基金、ESG 策略基金和低碳及绿色发展基金的数量分别为 27 只、117 只和 160 只，总规模分别为 81.0 亿元、1693.4 亿元和 2605.3 亿元。聚焦 ESG 基金重仓汽车行业变化情况，ESG 基金和 ESG 策略基金虽然在 2020 年以后提升对于汽车行业的配置比例，但仍显著低于基金标准配置比例。值得注意的是，2022Q3 低碳及绿色发展基金配置汽车行业的比例达 9.4%，处于快速上升通道中。

表 1：ESG 基金重仓汽车行业市值占比分析

	ESG 主题基金	ESG 策略基金	低碳及绿色发展基金
数量	27	117	160
20170331	10.9%	0.1%	2.9%
20170630	9.4%	0.1%	2.5%
20170930	0.0%	0.0%	1.7%
20171231	8.8%	0.0%	2.8%
20180331	19.6%	0.0%	0.9%
20180630	25.3%	0.0%	0.6%
20180930	16.8%	0.0%	0.6%
20181231	7.7%	0.0%	1.2%
20190331	8.0%	0.0%	5.3%
20190630	0.0%	0.2%	6.1%
20190930	0.0%	0.0%	9.6%
20191231	1.3%	0.0%	7.9%
20200331	0.6%	1.6%	5.8%
20200630	0.0%	0.9%	3.3%
20200930	0.5%	1.0%	4.6%
20201231	1.5%	0.9%	3.2%
20210331	1.4%	0.6%	3.7%
20210630	1.8%	0.8%	5.8%
20210930	0.9%	1.0%	5.1%
20211231	3.2%	0.9%	6.7%
20220331	0.4%	0.7%	5.3%
20220630	0.3%	1.3%	8.3%
20220930	0.4%	2.2%	9.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：具体的基金类型划分请查阅中信证券研究部外发报告《服务资管需求，量化 ESG 绩效，构建 ESG 基金识别与评价体系》（2022 年 11 月 7 日）

**汽车行业 ESG 一致性评价与基金重仓具有相关性。**为进一步衡量 ESG 在基金投资中的有效性的变化，我们计算了中信一级汽车行业 ESG 一致性评价不同分层中的企业在一个报告期中被基金重仓持有的比例。横向来看，全部机构 ESG 一致性评价结果与基金重仓的偏好之间存在相关性，评价越高的企业被基金重仓的比例越大。

表 2：汽车行业全部机构一致性评价和基金重仓市值占比变化

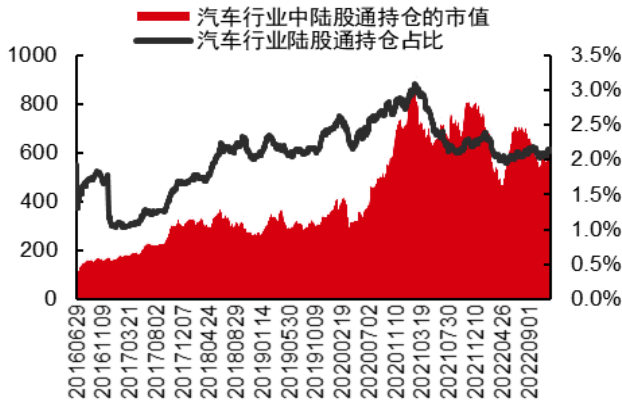
	国内+国外机构一致性评价				
	1	2	3	4	5
20170331	4.72%	11.17%	12.33%	15.17%	56.62%
20170630	2.72%	5.34%	15.80%	16.19%	59.95%
20170930	3.40%	5.83%	19.53%	18.89%	52.35%
20171231	0.36%	5.39%	4.54%	25.17%	64.53%
20180331	0.09%	10.53%	3.74%	11.98%	73.66%
20180630	0.14%	3.79%	9.13%	3.47%	83.47%
20180930	0.94%	6.39%	7.12%	2.71%	82.84%
20181231	2.26%	2.42%	9.04%	10.99%	75.28%
20190331	9.84%	1.92%	8.79%	4.54%	74.91%
20190630	1.65%	2.63%	1.81%	11.08%	82.82%
20190930	1.37%	5.29%	1.56%	23.06%	68.73%
20191231	1.49%	7.80%	1.30%	14.36%	75.06%
20200331	4.58%	5.68%	2.68%	14.15%	72.92%
20200630	11.94%	2.49%	5.81%	11.69%	68.07%
20200930	11.24%	1.04%	4.96%	9.26%	73.51%
20201231	8.96%	1.33%	4.06%	8.69%	76.96%
20210331	13.74%	2.85%	1.86%	14.67%	66.88%
20210630	7.21%	6.51%	6.60%	3.88%	75.80%
20210930	5.19%	4.13%	3.19%	17.42%	70.08%
20211231	6.19%	6.35%	8.62%	11.68%	67.17%
20220331	6.92%	6.96%	2.72%	19.68%	63.72%
20220630	8.17%	6.78%	2.64%	20.93%	61.48%
20220930	14.93%	5.84%	8.44%	17.18%	53.61%

资料来源：嘉实远见，路孚特，秩鼎技术，Wind，Bloomberg，中信证券研究部

**现阶段北向资金对汽车行业的配置比例有所降低。**陆股通是外资投资中国股市的主要渠道之一，从开通以来规模大幅增长，现阶段持仓金额已达 22816 亿元。2020 年以来北向资金大幅增持汽车行业，于 2021 年 2 月达到峰值 931 亿元，陆股通占汽车行业股权结构比例达 3.1%，随后逐步回落，截至 2022 年 12 月 19 日陆股通持仓市值为 619 亿元，占汽车行业市值的 2.1%。与此同时，2020 年以后随着汽车板块市值的大幅提升，陆股通对于汽车行业的配置逐步从超配转为低配。

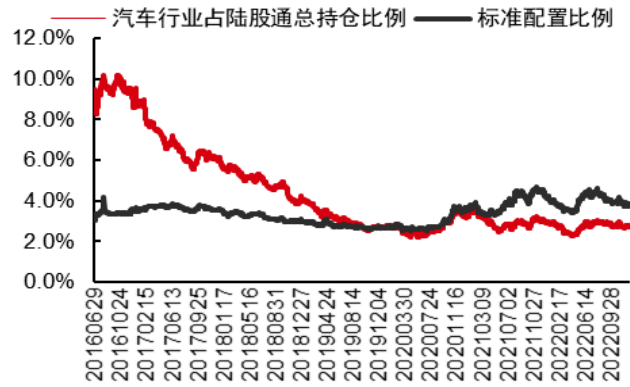


图 6：汽车行业陆股通持仓市值分析（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：陆股通持仓汽车行业比例分析（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：标准配置比例=陆股通中 CS 一级汽车行业总市值/陆股通总市值

北向资金更为关注 ESG 在投资中的实践，尤其是国外机构的评分有效性在逐步提升。聚焦 ESG 在外资投资中的有效性的变化，可以观察到相较于基金，全部机构 ESG 一致性评价结果与陆股通配置偏好之间的相关性更强，评价越高的企业被陆股通配置的比例更高。抽取国外 ESG 评级机构的评价结果来看，北向资金对于国外机构的一致性评价评分的敏感度显著提升，高国外评分的公司在 2021Q3 以来获得了显著的配置比例的提升。

表 3：汽车行业全部机构与国外机构一致性评价和陆股通持仓市值占比变化

报告期	国内+国外机构一致性评价					国外机构一致性评价						
	1	2	3	4	5	报告期	1	2	3	4	5	未评分
20170331	1.25%	0.36%	3.27%	3.46%	91.66%							
20170630	0.19%	1.27%	5.52%	25.85%	67.17%	20170630	2.81%	0.42%	2.69%	24.35%	1.60%	68.13%
20170930	0.37%	1.04%	2.50%	25.60%	70.50%	20170930	2.41%	0.48%	3.52%	23.15%	4.24%	66.20%
20171231	0.24%	0.47%	1.44%	25.82%	72.02%	20171231	1.44%	0.70%	24.71%	0.39%	5.86%	66.89%
20180331	0.28%	1.29%	1.51%	2.06%	94.87%	20180331	1.40%	0.58%	20.13%	1.56%	3.48%	72.86%
20180630	0.22%	0.97%	2.60%	1.85%	94.36%	20180630	1.17%	35.79%	16.68%	33.81%	6.32%	6.23%
20180930	0.26%	2.17%	2.62%	1.25%	93.70%	20180930	1.60%	33.62%	13.31%	35.10%	9.79%	6.58%
20181231	0.33%	1.20%	5.18%	23.08%	70.22%	20181231	2.74%	34.08%	12.46%	31.10%	11.63%	7.98%
20190331	1.15%	0.97%	9.07%	2.73%	86.08%	20190331	5.90%	1.03%	2.31%	39.88%	43.96%	6.91%
20190630	2.82%	2.06%	3.94%	2.73%	88.44%	20190630	4.33%	2.58%	0.78%	26.79%	59.32%	6.19%
20190930	2.15%	2.52%	3.83%	6.39%	85.11%	20190930	3.70%	1.60%	12.74%	43.82%	31.73%	6.41%
20191231	2.11%	6.42%	1.20%	4.96%	85.30%	20191231	4.53%	2.33%	9.12%	43.75%	33.91%	6.37%
20200331	4.64%	2.27%	5.43%	7.44%	80.22%	20200331	6.53%	3.13%	8.99%	43.35%	30.85%	7.14%
20200630	6.25%	3.40%	1.16%	6.41%	82.78%	20200630	6.81%	6.83%	6.07%	43.73%	31.23%	5.33%
20200930	5.57%	0.79%	4.09%	7.32%	82.22%	20200930	7.08%	5.64%	13.08%	20.20%	48.32%	5.68%
20201231	5.96%	0.55%	3.19%	6.06%	84.24%	20201231	5.51%	7.31%	16.45%	26.84%	37.51%	6.38%
20210331	4.52%	0.60%	3.93%	10.14%	80.81%	20210331	3.98%	9.44%	6.60%	35.00%	39.79%	5.19%
20210630	3.12%	2.03%	5.67%	3.21%	85.97%	20210630	4.06%	3.07%	12.89%	35.31%	39.97%	4.69%
20210930	1.67%	3.01%	3.55%	9.83%	81.93%	20210930	3.08%	7.77%	2.57%	33.39%	49.05%	4.14%
20211231	1.75%	4.18%	8.16%	6.14%	79.76%	20211231	2.42%	2.58%	9.33%	30.16%	50.43%	5.08%
20220331	1.56%	2.62%	2.75%	11.41%	81.65%	20220331	2.21%	4.69%	4.24%	27.80%	55.63%	5.42%
20220630	0.37%	3.90%	1.51%	17.56%	76.67%	20220630	4.89%	1.69%	5.98%	14.05%	69.08%	4.31%
20220930	2.98%	2.75%	5.90%	15.83%	72.54%	20220930	1.23%	5.25%	3.86%	19.35%	63.87%	6.44%

资料来源：嘉实远见，路孚特，秩鼎技术，Wind，Bloomberg，中信证券研究部

综上，从政策及资金视角看，汽车行业各企业应当重视 ESG 治理工作，提升 ESG 治理水平与评级得分。由于汽车行业下乘用车、商用车、汽车零部件等子板块差异较大，本报告将围绕乘用车子行业的 ESG 情况进行展开，基于乘用车行业特点提出乘用车行业的实质性议题并形成持续的量化评价体系。

表 4：本报告乘用车企业覆盖名单

股票市场	证券简称	证券代码
A 股	上汽集团	600104.SH
	广汽集团	601238.SH
	比亚迪	002594.SZ
	长安汽车	000625.SZ
	长城汽车	601633.SH
	赛力斯	601127.SH
	海马汽车	000572.SZ
	江淮汽车	600418.SH
H 股	吉利汽车	00175.HK
	蔚来-SW	09866.HK
	理想汽车	02015.HK
	小鹏汽车	09868.HK

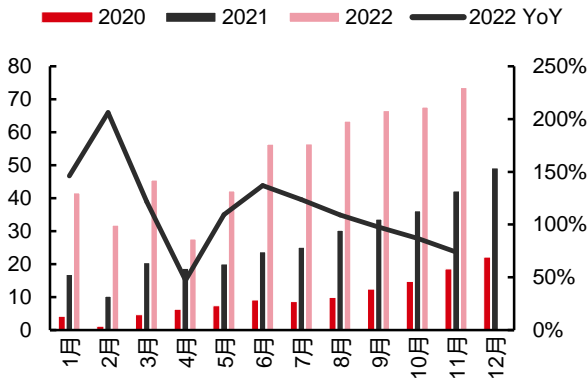
资料来源：中信证券研究部

## ■ 乘用车行业聚焦：电动智能驱动发展，出海开拓增量

### 电动化：市场接力驱动渗透，预计 2023 年新能源车销量同比增长 32.4%

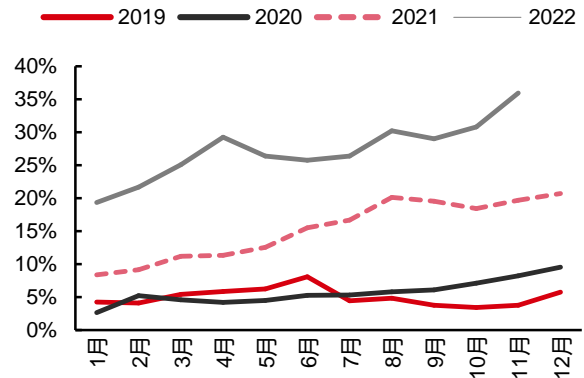
**电动化仍将快速渗透，预计 2023 年新能源乘用车销量达 870 万辆、同比增长 32.4%。**我国将“双碳”作为战略目标，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。在此背景下，汽车行业加速电动化转型以响应国家“双碳”战略目标，新能源车销量快速提升。2022 年 1-11 月新能源乘用车销量达 574 万辆，中信证券研究部汽车组预计 2022 年全年新能源乘用车销量将达到 657 万辆，同比增长 97.8%，全年新能源乘用车渗透率可达 27.2%，同比提升 11.7pcts；面向 2023 年，虽补贴政策退出在即，但优质供给的增加、补能网络的完善仍是新能源车长期提高渗透率的核心动力，预计新能源乘用车渗透率仍将持续向上，预计 2023 年全年新能源乘用车销量将达到 870 万辆，同比增长 32.4%。

图 8：中国新能源乘用车月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

图 9：中国新能源乘用车渗透率



资料来源：中汽协，中信证券研究部

**电动化时代，车企的电动化技术水平、新能源车销售表现相关议题均值得关注。**乘用车行业的电动化转型响应了“双碳”战略目标，天然契合 ESG 理念，因而电动化相关的 ESG 议题丰富。同时，新能源车作为乘用车行业的未来趋势，乘用车企业在电动化方向的表现势必影响企业的竞争力，电动化相关的 ESG 议题或将具有显著的投资价值。电动化进程中，我们应重点关注乘用车企业的电动化技术水平以及新能源车销售表现。电动化技术水平具体可关注企业自上而下对电动化的推进态度、企业在电动化方向的研发成果积累、新发车型的电动化比例等，因而可重点关注“管理层背景评价”、“企业研发投入”、“企业研发成果”及“绿色业务发展机遇”议题；新能源车的销售情况反映了车企在电动化进程中的表现，同时由于双积分政策也可直接创收，因而也应关注议题“绿色业务发展机遇”。

### 智能化：看好乘用车行业消费升级，带动智能化持续渗透

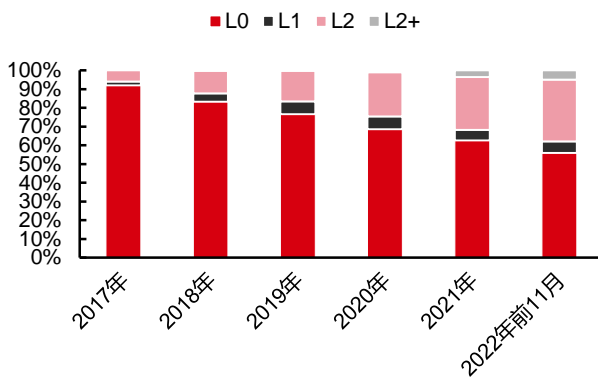
**消费升级趋势明显，助力智能化持续渗透。**汽车行业消费升级现象明显，根据我们测算，25 万元以上乘用车比例不断增加，已从 2017 年的 12.62% 提升至 2022 年的 20.90%（截至 2022 年 9 月）。25 万元以上乘用车作为智能化主战场，相应价格带不断扩容正助力智能化不断渗透，智能驾驶、智能座舱、智能底盘等相关的智能化零部件快速发展。比如，自动驾驶方面，L2 及 L2+ 级自动驾驶渗透率快速提升，由 2017 年的 5.9% 提升至 2022 年的 37.9%（截至 2022 年 11 月）；智能座舱功能也不断丰富，如智能座舱重点零部件之一的 HUD 渗透率从 2017 年的 1.12% 提升至 2022 年的 7.09%（截至 2022 年 11 月）。我们看好汽车行业的消费升级，继续促进智能化持续渗透。比如，自动驾驶方面，我们预计 2025 年 L2/L3 渗透率分别可达 60%/10%；智能座舱仍将作为差异化竞争重点，座舱内功能不断丰富，我们预计 HUD 在 2025 年渗透率达 38%。

图 10：中国国产乘用车各价格带销量占比测算

	10万以下	10-15万	15-20万	20-25万	25-30万	30-35万	35-40万	40-45万	45-50万	50万以上
2017	25.10%	37.77%	15.82%	8.69%	5.74%	1.83%	1.95%	0.39%	1.71%	1.00%
2018	25.25%	34.73%	14.63%	9.57%	5.52%	3.68%	1.73%	2.33%	1.59%	0.98%
2019	23.19%	35.78%	16.19%	9.26%	4.93%	2.99%	2.30%	2.51%	1.74%	1.11%
2020	21.04%	34.05%	15.66%	10.86%	5.25%	4.42%	2.73%	2.80%	2.07%	1.12%
2021	22.27%	31.87%	14.61%	11.50%	6.01%	5.36%	2.77%	2.59%	1.92%	1.09%
2022	19.84%	31.46%	15.75%	12.05%	5.80%	6.22%	3.12%	3.04%	1.92%	0.81%

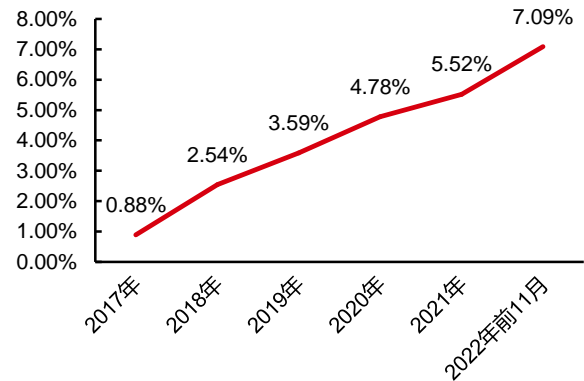
资料来源：中汽协，易车、懂车帝等汽车论坛，中信证券研究部 注：2022 年数据截至 9 月

图 11：自动驾驶渗透率



资料来源：中汽协，易车、懂车帝等汽车论坛，中信证券研究部测算

图 12：智能座舱之 HUD 渗透率



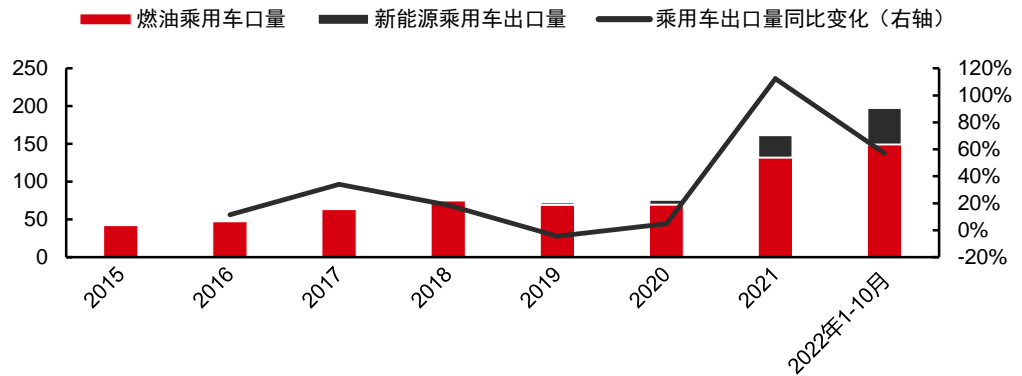
资料来源：中汽协，易车、懂车帝等汽车论坛，中信证券研究部测算

**智能化已成车企差异竞争重点，车企智能化能力、消费者购买意愿、产品主动安全特性相关议题值得关注。**乘用车企业产品的智能化水平已成为差异化竞争的重点，直接影响到消费者的驾乘体验，进而影响到消费者购买偏好，因而车企在产品智能化方面的能力将直接影响到车企的经营情况。因此，一方面我们可以关注车企管理层在汽车智能化方面的专业能力、车企在智能化方面的成果积累、车企量产车型的智能化程度，另一方面，我们可以从销量侧跟踪各车企所售汽车的智能化渗透情况、关注消费者的购买意愿，在 ESG 议题上可关注“管理层背景评价”、“企业研发投入”、“企业研发成果”及“企业产品与服务质量”。此外，汽车智能化水平的提升也可以提升汽车主动安全能力，契合 ESG 理念，亦应关注“企业产品与服务质量”议题。

### 出海：优质产品驱动出口持续火热，预计 2023 年乘用车出口同比增长 43%

**中国车企迎来出口高速增长期，预计 2023 年乘用车出口量达 365 万辆、同比增长 43%。**2018 年，中国乘用车市场出现疲软，国内各车企纷纷布局出海以谋求增量空间。近两年车企出海布局成果得以兑现，2021 年，我国乘用车出口销量达 161.4 万辆，首次突破 100 万辆大关，同比增长达 112%；2022 年 1 至 10 月，出口销量达 197.5 万辆，同比增长 57%，仍维持较快增速。我们看好自主品牌崛起、产品竞争力不断增强，预计 2022 年、2023 年国内乘用车出口量分别为 255/365 万辆，同比增长 58%/43%。

图 13：中国乘用车出口销量及增速（万台，万台，%）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

伴随乘用车企业出海征程的加速，更多车企要直面海外监管对 ESG 治理和披露的要求，也意味着 ESG 信息披露将逐渐成为全球业务开展的合规性要求。近年来全球市场对企业 ESG 监管逐渐趋严，多国政府均在逐步推动企业 ESG 披露的规范化与标准化，尤其欧盟近期通过的 CSRD 法案，要求欧盟境内所有上市和发债企业、以及非欧盟企业但是在欧盟内拥有 1.5 亿欧元以上净营业额的企业、在欧盟境内拥有分支机构且净营业额达 4000 万欧元的企业，均需要按照统一标准披露可持续发展报告。我们根据 Marklines 统计的各车企在海外各国销售数据进行了粗略估算，按照 2022 年的销量统计，吉利和上汽两家企业已经达到 CSRD 法案标准，需要在 2025 财年执行 CSRD 的相关要求。在乘用车出海愈加火热的背景下，ESG 已成为相关企业难以回避的重要话题，国内企业应当抓住当下的窗口期，针对性开展 ESG 治理工作，提升 ESG 治理水平与评级得分，从而有效降低出海业务的监管风险。此外，CSRD 法案后续预计将明确可持续发展报告的统一标准，车企也应当重点关注，以更加针对性地改进自身在 ESG 方面的不足之处。

## ESG 评价存在分歧，植根行业焦点构建实质性议题

### 中信证券 ESG 通用评价体系：投资导向下，结合国际标准与中国智慧

在中信证券 ESG 指标体系构建的整体流程中，我们全面落实国际视野与中国智慧的结合，切实探索如何在与国际 ESG 评价体系接轨的同时又能结合我国的发展阶段，从而推动 ESG 理念从评价研究走向实战落地。ESG 各一级议题的指标设计要点如下：

- (1) **环境指标设计要点：**结合监管体系，重点关注环境风险。重点关注企业在生产经营过程中对外部环境所造成的影响，包括污染排放、能源消耗和碳排放等。从长期来看，提高能源利用率、降低污染与碳排放是切实关乎人类社会可持续发展的必要条件，也是企业能够长久经营的必要条件。从短期来看，伴随着监管压力的逐步增大，企业环境行为的合规性已经成为正常生产经营的必备要素。因此，我们以政府监管为企业红线，以政策管理细则评价企业环境行为的合规性。



- (2) **社会责任指标设计要点：**引入中国智慧，关注国家和社会的全面发展。我们立足中国发展阶段，对该理念进行了一定的拓展和延伸，着重突出了上市公司对国家和社会全面发展的责任，引入了企业所属行业的政策环境变量。例如对于风电光伏类企业，其生产过程中部分工艺属于重污染行业，可能会获得较低的环境评分，但是由于其产品承担了国家能源转型、社会低碳发展的重大社会责任，应当在社会责任中给予较高的评分。
- (3) **公司治理指标设计要点：**关注治理合规性，增强指标确定性。在公司治理中，我们一方面重点关注其治理的合规性，尤其是是否符合上市公司治理规范。另一方面，我们尝试基于投资逻辑和理解对其治理架构的有效性进行评价，例如关注高管薪资与员工薪资之间的差距，在管理层年龄和稳定性评价中采用行业内中位数最优的方式。

表 5：中信证券 ESG 评价体系

一级议题	二级议题	三级议题	指标名称
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入颗粒物排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入 Nox 排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入 SO2 排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入氨氮排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入 COD 排放
环境	污染排放	企业环境信息披露合规性	排污许可执行报告披露比例
环境	污染排放	企业污染排放风险	重污染天气限工限产风险
环境	污染排放	企业污染排放风险	环境行政处罚
环境	企业环境管理	企业环境管理体系评价	环境管理体系认证
环境	企业环境管理	企业绿色生产水平	工信部绿色生产认证
环境	气候与能源	企业能源管理水平	能源管理体系认证
环境	气候与能源	企业对气候问题重视度	是否披露碳排放
社会责任	员工	企业安全管理体系评价	安全生产认证
社会责任	员工	企业安全管理体系评价	安全生产处罚
社会责任	员工	职工薪酬与福利	职工人均薪酬
社会责任	员工	职工薪酬与福利	职工人均社会保险费
社会责任	社会	企业业务的政策环境	企业的政策量化得分
社会责任	消费者	企业产品、服务质量	质量管理体系认证
社会责任	消费者	企业产品、服务质量	市场监管机构处罚
社会责任	消费者	客户隐私保护	信息安全管理体系统
社会责任	供应链	企业供应链稳定性评价	企业供应链 CR5 集中度
社会责任	供应链	企业供应链关系评价	企业应付账期水平
社会责任	供应链	企业供应链关系评价	企业应收账期水平
公司治理	商业道德	企业涉及诉讼	刑事诉讼
公司治理	商业道德	反腐败	纪委监委调查
公司治理	ESG 治理	ESG 信息披露	单独披露 CSR 报告
公司治理	ESG 治理	ESG 信息披露	CSR 报告进行第三方审计
公司治理	内部治理合规性	上市监管负面事件	交易所、证监会监管与处罚
公司治理	内部治理合规性	信息披露水平	交易所企业信息披露等级评价
公司治理	内部治理合规性	审计结果	财报审计意见结果
公司治理	内部治理合规性	审计结果	内控审计意见结果



一级议题	二级议题	三级议题	指标名称
公司治理	管理层评价	管理层激励制度	股权激励方案
公司治理	管理层评价	管理层收入评价	管理层总薪酬
公司治理	管理层评价	管理层收入评价	管理层薪酬/平均薪酬
公司治理	管理层评价	管理层收入评价	管理层薪酬/营业收入
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层平均任期
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层平均年龄
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层增减持比例
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层增减持数值

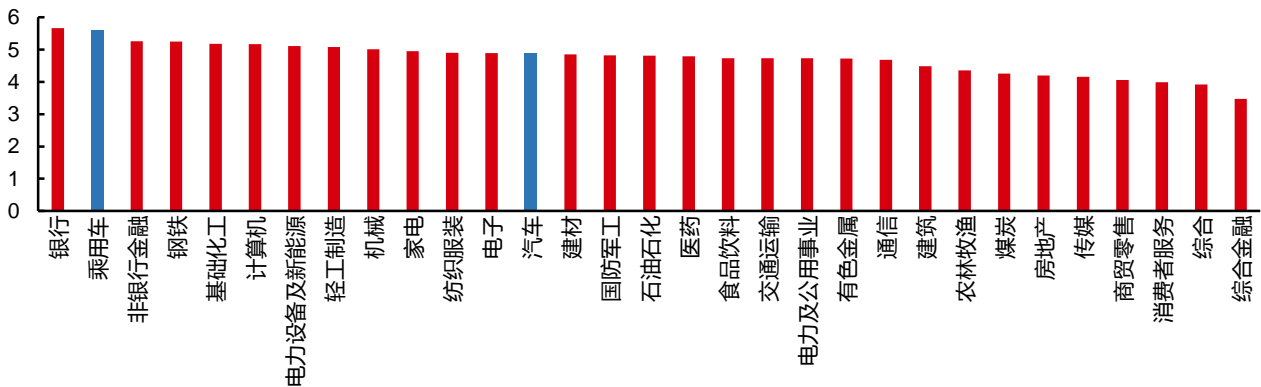
资料来源：中信证券研究部

## ESG 一致评价分析：乘用车行业表现优秀，但各机构分歧较大

我们通过 ESG 评价更新频率归一化，绝对评价结果归一化，以及相对排名结果归一化，构建了市场 ESG 一致评价，体系构建详细方法参见我们于 2022 年 9 月 1 日发布的《ESG 研究专题—凝聚全球共识，聚焦投资场景，构建市场 ESG 一致评价》。

从行业间对比来看，乘用车行业和汽车行业的一致性评价结果位于 30 个中信证券一级行业的前 50%，分别位于第二位与第十三位。截至 2022 年 9 月 30 日，“CS 汽车”在 30 个中信证券一级行业中，其一致性评价结果位列第 13 位；本篇报告覆盖的乘用车行业的一致性评价结果位列第二位，仅次于银行。

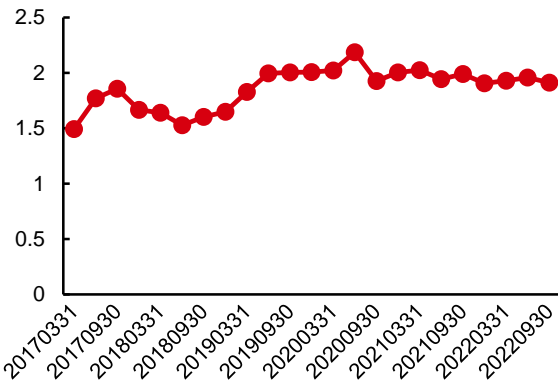
图 7：各行业 ESG 一致性评价结果



资料来源：嘉实远见，路孚特，秩鼎技术，Wind，Bloomberg，中信证券研究部

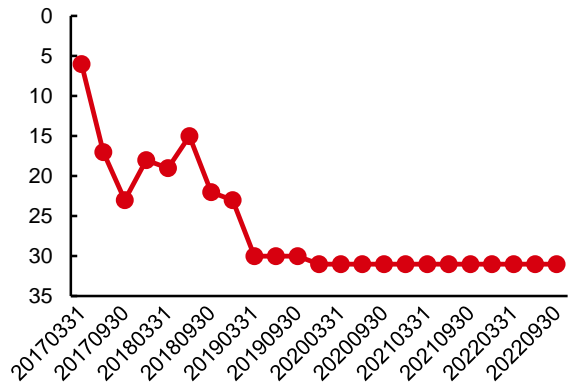
从历史数据来看，嘉实 ESG 评价、秩鼎技术、商道融绿、标普、富时罗素等 12 家中外机构对乘用车企业评分结果的方差（标准差）较大，表明各机构对乘用车企业的 ESG 评价分歧显著。自 2019 年以来，乘用车行业各机构间评价的标准差持续较高，各机构间评价的标准差排名始终处于末位（标准差越高，排名名次越大），这说明各机构从 ESG 视角对乘用车企业的评价仍有很大出入。鉴于此，我们将针对乘用车行业特点，提出乘用车行业的实质性议题体系。

图 10: 乘用车行业各机构 ESG 评价标准差



资料来源: 嘉实远见, 路孚特, 秩鼎技术, Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

图 11: 乘用车行业各机构 ESG 评价标准差排名



资料来源: 嘉实远见, 路孚特, 秩鼎技术, Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

## 乘用车行业实质性议题：出海关注企业 ESG 监管风险，电动智能蕴藏机遇

**出海扩张要求企业重视 ESG 监管，电动智能相关议题蕴藏机遇。**面向乘用车企业，考虑到乘用车行业当前发展的特点，我们提出更加具备现阶段行业特点的实质性议题。前文我们详细展开乘用车行业正处于电动化、智能化转型重要阶段，出海业务正在为中国车企贡献业绩增量。基于 ESG 视角，我们认为应当重点关注出海业务的 ESG 风险，而电动智能相关议题则蕴藏机遇，或将具备较好的投资价值。面对出海业务，由于欧美国家对 ESG 已经从理念落实到监管层面，乘用车出海业务的兴起要求国内车企应当重视 ESG 监管，紧跟相应国家监管要求的变化，减少因不满足海外 ESG 监管对经营业绩带来负面影响的风险。电动化、智能化作为当前乘用车行业的焦点，车企在电动智能方面的优秀表现有望提升企业竞争力，同时电动化、智能化均契合 ESG 理念，带来了丰富的 ESG 议题，我们认为电动智能相关的 ESG 议题或将具备较好的投资价值。

**电动智能可关注从企业研发、产品落地到消费者态度这一闭环流程下的相关议题。**电动化及智能化作为乘用车行业转型焦点，均需要企业重视并加大研发投入、从而获得在电动化、智能化方面的研发成果并运用到量产车型，因而二者在 ESG 议题上具备一定共性。企业面对电动智能的态度可重点关注管理层是否具备电动化/智能化相关背景以及研发投入情况，我们认为董事或高管具备相关学历背景或从业背景更加有利于企业做好相关业务的经营决策，而研发投入作为企业发展新技术的必要前提同样值得关注。企业的研发成果可以基于企业的专利情况进行量化跟踪，我们亦将企业的专利分类到自动驾驶、智能座舱、新能源等各个细分主题，从而更好地判断乘用车企业在电动化或智能化领域的研发投入转化情况。同时，我们亦跟踪各个车企新发车型的电动化、智能化程度以判断各个车企的量产车型情况，如跟踪新发车型新能源车占比、新发车型自动驾驶搭载情况、新发车型对 HUD、中控屏等重点智能座舱零部件搭载情况。除车企对于电动智能的推进态度外，消费者对车企在电动智能方面的反馈也值得关注，我们可以从销量视角判断消费者态度，跟踪诸如销量权重下各车企所售汽车的电动化渗透率、自动驾驶渗透率、智能座舱重点零部件渗透率。同时，电动化及智能化又有着各自独特的应当被重视的指标。电动化背景下，我国为鼓励乘用车企业积极参与电动化转型推出了双积分制度，因而各个车企的双积分表现

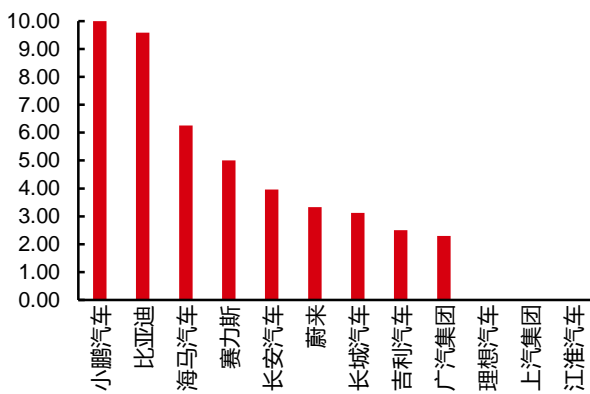
可作为跟踪车企电动化表现的较好指标。汽车智能化，除了提升汽车在自动驾驶、智能座舱等驾乘人员直观感受到的智能化能力外，也直接提升了汽车的主动安全水平，而评测机构对车型的评测结果亦有对车型主动安全方面能力的量化评价，可作为车型主动安全能力的量化跟踪指标。

表 6：乘用车行业实质性议题

一级议题	二级议题	三级议题	指标名称	指标类型
环境	气候与能源	绿色业务发展机遇	车企新发车型中新能源车型占比	连续型
			车企销售汽车的电动化渗透率	连续型
			双积分表现	连续型
社会责任	消费者	企业产品与服务质量	车企新发汽车的智能化程度	连续型
			C-NCAP 车型评测结果	离散型
	研发创新	企业研发投入	车企销售汽车的智能化渗透情况	连续型
			研发费用占比	连续型
			公司研发人员数量占比	连续型
			研发人员中硕士及以上学历占比	连续型
		企业研发成果	企业自动驾驶主题专利数量	连续型
			企业车联网主题专利数量	连续型
			企业智能座舱主题专利数量	连续型
			企业新能源主题专利数量	连续型
公司治理	管理层评价	管理层背景评价	董事与高级管理人员是否具有智能化相关背景	离散型
			董事与高级管理人员是否具有电动化相关背景	离散型

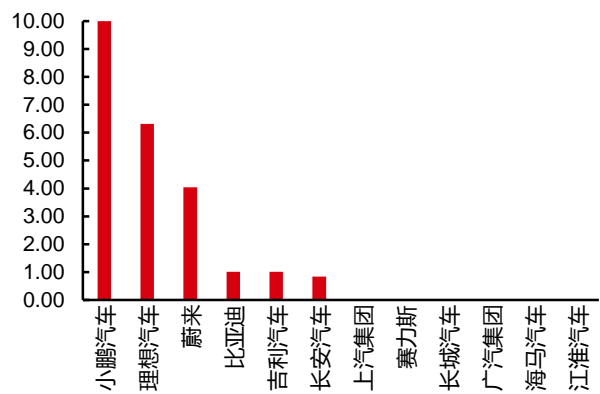
资料来源：中信证券研究部

图 14：董事及高管电动化背景评价



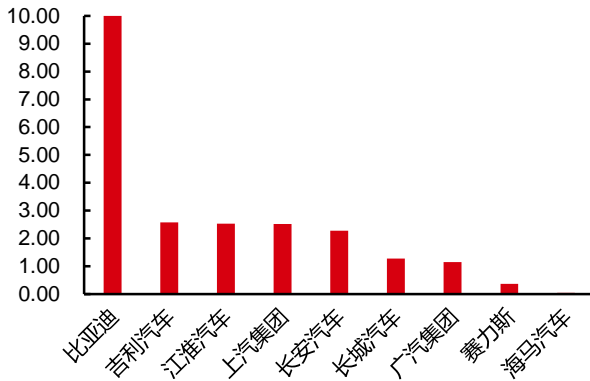
资料来源：秩鼎技术，中信证券研究部

图 15：董事及高管智能化背景评价



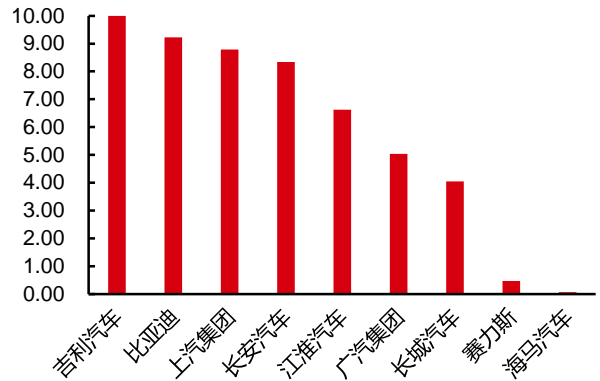
资料来源：秩鼎技术，中信证券研究部

图 16：新能源主题专利情况评价



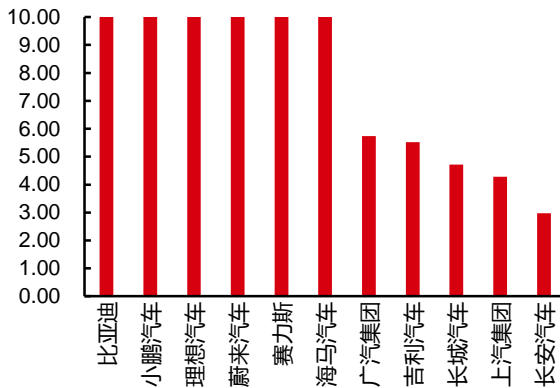
资料来源：秩鼎技术，中信证券研究部

图 17：自动驾驶主题专利情况评价



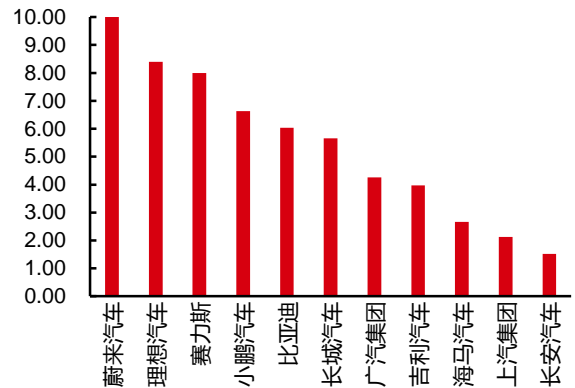
资料来源：秩鼎技术，中信证券研究部

图 18：基于发布车型的新能源研发落地情况评价



资料来源：易车、懂车帝等汽车论坛，中信证券研究部

图 19：基于发布车型的自动驾驶研发落地情况评价



资料来源：易车、懂车帝等汽车论坛，中信证券研究部

## ■ 风险因素

ESG 政策推进不及预期；ESG 评价体系指标存在缺失；ESG 体系量化方法主观性较强；政策数据覆盖不全面可能影响统计结果；专利数据存在缺失；新发车型数据存在缺失。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%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



## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。