

中信证券研究部


宋韶灵
 首席新能源汽车分析师
 S1010518090002



陈俊斌
 首席制造产业分析师
 S1010512070001



联系人：董雨舫

核心观点

比亚迪“汉”目前订单超过3万辆，我们在上海的比亚迪门店调研表明本轮新车型热度持续性强，且“刀片电池”安全性对消费者营销效果是超预期的。此外，“汉”与特斯拉Model 3、小鹏P7等行业优质供给共同打开了纯电动车型市场需求空间，有望共同推动行业景气下半年回升。维持公司A&H股目标价94.90元/103.50港元，继续重点推荐，维持“买入”评级。

■ **在手订单充裕，预计热度可持续性强。**被调研的上海某直营门店目前“汉”订单约130-140辆，上海头部门店普遍在100-200辆，该店经理预计当前该店在手订单可以消化3-4个月，热度也超过了此前2018年“唐DM”车型的热度。由于线下交1万元定金，因此预计订单成交概率大。“汉”月销量热度有望持续时间超过此前“唐DM”，主要基于：（1）“汉”是在有特斯拉等竞品环境中产生这么大的反响，而“唐DM”上市时没有竞品；（2）厂家已经有了卖爆款电动车的经验。

■ **刀片电池关注度高，吸引年轻家庭消费者。**“汉”的车主年龄集中在25-45岁，消费者比“唐DM”整体看更年轻一些；尤其以有小孩的家庭客户为主，这与“汉”的高级内饰、宽敞后排空间是紧密相关的。门店经理反映：消费者买“汉”最关注的是刀片电池安全性产品亮点（占消费者比重超过30%）；第二是科技配置、豪华配置，第三是外形漂亮。后续“唐”纯电车型改用刀片电池上市，目前消费者关注度也很高。

■ **与竞品特斯拉都是行业优秀供给，共同创造需求。**上海是特斯拉在中国的生产基地和重要市场，特斯拉Model 3影响力大，因此上海也是比亚迪“汉”这一轮新车型的投放的重点市场。门店经理认为，特斯拉Model 3、小鹏P7等优质行业供给使得纯电动消费周期被提前了，共同挖掘了消费者对纯电动车的需求。

■ **疫情影响消除，下半年电动景气改善明确。**被调研门店在年初定的2020全年销量目前是1200辆，虽然上半年行业受疫情影响，但5月份“汉”预热阶段，厂家把该店的销量目标提高至1600辆，将全国其它直营门店销量目标也基本提高约30%。目前被调研门店上半年已经销售600辆，意味着下半年需要完成1000辆销售目标。动销方面，目前上海比亚迪门店库存深度在2-3个月水平，保持健康水平；虽然上半年有疫情影响，但上海没有门店关店。

■ **风险因素：**公司引战进展不及预期；公司新能源汽车产销不及预期；新能源汽车政策波动；云轨推进不及预期。

■ **投资建议：**维持公司2020/2021年归母净利润预测52.3/53.2/60.4亿元。当前A股价格85.39元，对应2020/21/22年45/44/39倍PE；H股价格74.05港元，对应2020/21/22年35/34/30倍PE。公司全新旗舰车型“汉”终端热度高，有望开启新一轮车型上行周期，边际改善明确，品牌力有所提升。公司近期陆续完成比亚迪半导体重组引战，动力电池外供新客户开拓加速。随着公司重点业务分拆加速落地，预计将推动价值重估。我们维持对公司价值判断2590亿元，维持公司目标价94.9元/103.5港元，继续重点推荐，维持公司（A+H股）“买入”评级。

比亚迪	002594
评级	买入（维持）
当前价	85.00元
目标价	94.9元
总股本	2,728百万股
流通股本	1,142百万股
52周最高/最低价	86.93/42.83元
近1月绝对涨幅	1.77%
近6月绝对涨幅	1.94%
近12月绝对涨幅	6.85%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,301	1,277	1,599	2,014	2,342

营业收入增长率	23%	-2%	25%	26%	16%
净利润(亿元)	27.8	16.1	52.3	53.2	60.4
净利润增长率	-32%	-42%	224%	2%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.93	0.50	1.92	1.95	2.21
毛利率%	16.4%	16.3%	18.0%	16.1%	15.6%
净资产收益率 ROE%	5.0%	2.8%	8.5%	8.0%	8.4%
每股净资产 (元)	20.23	20.81	22.66	24.42	26.38
PE(A 股)	92	171	45	44	39
PB(A 股)	4.2	4.1	3.8	3.5	3.2
PE(H 股)	72	134	35	34	30
PB(H 股)	3.3	3.2	2.9	2.7	2.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 31 日收盘价

目录

手订单充裕，预计热度可持续性较强	1
刀片电池营销效果好，吸引年轻家庭消费者	4
与竞品特斯拉都是行业优秀供给，共同创造需求	6
疫情影响消除，下半年电动景气改善明确	7

插图目录

图 1：比亚迪“汉”新车型是目前门店营销重点	1
图 2：比亚迪“汉”纯电新车型包括 23.0、25.6、28.0 万元三个价格版本，其中 28.0 万元占订单比重 70-80%	2
图 3：7 月 30 日正在比亚迪门店参观“汉”样车的潜在车主，以及正在交付的“汉”纯电车型	3
图 4：营销中，比亚迪门店把“汉”直接与特斯拉标准续航升级版对比	4
图 5：门店销售展示“汉”的珠光漆	5
图 6：门店销售展示“汉”的自制电机（机舱）、电控	5
图 7：销售用紫外线笔展示“汉”防紫外线的双层玻璃	5
图 8：比亚迪“汉”后排空间大、内饰高级，是部分消费者最终没有选择特斯拉 Model 3 的重要原因之一	5
图 9：上一代比亚迪王朝系列车型内饰的中控屏	6
图 10：比亚迪“汉”使用了新一代内饰中控屏（边框更窄）	6
图 11：“汉”后排手枕内嵌有一块可取下的操控屏	6

7月30日,我们调研了比亚迪上海某直营门店经理,并试驾体验了下半年重点纯电新车型“汉”。我们认为终端反馈是超预期的,主要包括:(1)“汉”的热度以及后续带动销量爬坡可持续性,有望超过2018年底上市的唐DM车型;(2)“刀片电池”安全性对消费者的营销效果远超市场预期;(3)虽然与竞品特斯拉Model 3、小鹏P7等直接竞争,但共同提供了行业优质供给,打开了纯电车型空间。

■ 在手订单充裕, 预计热度可持续性

Q: 据公司官方宣称,全国“汉”订单目前已经突破3万辆了,您管理的门店的“汉”订单量情况目前如何?目前每天新增订单大概有多少?汉EV和汉DM目前订单比例?

A: 目前了解“汉”在一二线、三四线都卖得不错,且直营门店、经销门店都是。上海这边销售有几个高峰:预售开始、上市、样车到店,再随后预计是试驾车到店消费者驾驶体验比较一段时间后。

目前单店订单情况比较平稳,现在“汉”每周销量占整体门店销量的50%。以本店为例,这个月全店所有车型销量是130-140台,其中一半都是“汉”,估计这个情况在上海这边都是。本店是在“汉”预售价格出来以后才开始做宣传的,没有特别发力,目前预计未来3个月每个月销量50-60辆。

图1: 比亚迪“汉”新车型是目前门店营销重点



资料来源: 中信证券研究部拍摄

订单配置集中在**“汉”EV版,占“汉”订单约85%**,其中**“汉”EV中70-80%的订单集中在顶配的27.95万元**;DM插混车型占比约15%。

Q: 汉EV有23.0、25.6、28.0万元价格的三款低中高配置,订单比例为什么集中在顶配28.0万元?“汉”的优势有哪些?“汉”的自动驾驶是否是消费者关注点?

A: 目前排产不是专门排顶配的,DM插混车型工厂产能比较足,因为DM的电池不是刀片电池,只是传统的NCM622三元电池。考虑到产能的问题,我们直营店也会主动去引导客户考虑从EV订单转移一部分订单到DM插混车型。顶配中客户最看重**豪华、主动安全、自动驾驶**的配置,这些比次顶配只需要多加**2万元**就可以。

图 2: 比亚迪“汉”纯电新车型包括 23.0、25.6、28.0 万元三个价格版本, 其中 28.0 万元占订单比重 70-80%

车型	超长续航版		纯电高性能版
	豪华型	尊贵型	旗舰型
综合补贴后指导价 (元)	229,800	255,800	279,500
■ 尺寸参数			
长 × 宽 × 高 (mm)	4980 × 1910 × 1495		
轴距 (mm)	2920		
轮距前/后 (mm)	1640/1640		
最小转弯半径 (m)	6.15		
轮胎规格	245/45 R19		
整车质保	非营运车三电系统终身质保(首任个人车主), 整车包修期6年或15万公里		
■ 动力性能			
电机形式	交流永磁同步电机		
前电机最大功率 (kW)	163		
前电机最大扭矩 (N·m)	330		
后电机最大功率 (kW)	/	/	200
后电机最大扭矩 (N·m)	/	/	350
系统综合最大功率 (kW)	163	/	363
系统综合最大扭矩 (N·m)	330	/	680
驱动形式	前驱	/	超级智能电四驱
NEDC综合工况纯电续航里程 (km)	605	/	550
电池容量 (kWh)	/	76.9	/
电池类型	刀片电池		
30%-80%快充电量时间	25min		
0-100km/h加速时间 (s)	7.9	/	3.9
■ 制动及悬架			
前制动器类型	通风盘式		通风打孔盘式
后制动器类型	盘式		
前悬架类型	麦弗逊式独立悬架		
后悬架类型	多连杆式独立悬架		

注: 最终车型价格配置以实车为准, 综合补贴后指导价含国家补贴或厂家补贴, 不含地方补贴。

车身颜色



赤帝红 时光灰 玄空黑 雪域白

整车尺寸



1910mm 2920mm 4980mm 1495mm

资料来源: 中信证券研究部拍摄

Q: 后续订单爬坡情况预计如何?

A: 整车厂产能逐步提升, 据我了解: 7 月我可能实际销售几百台 (包括样车和试驾车, 消费端集中在北上广深、其它重点市场); 预计 8 月不会超过 1000 辆, 9 月份我能有 2500-3000 辆, 10 月份我极限会达约 6000 辆; 目前产能瓶颈是刀片电池, 据了解爬坡过程中要逐步提升良率。

(注: 上述数据仅为草根调研数据, 仅供侧面参考, 并非公司官方口径)

我们预计“汉”爬坡进展可能会比较快一些, 公司一开始推也没想到“汉”热度会这么高, 甚至一定程度上超过了同级别竞品热度。比亚迪“汉”尺寸是 B+级, 其实比 Model 3 尺寸更大。所以, 我预计一开始公司在产线设计没有预料到这么好。

本店目前订单预计消化 3-4 个月, 在“供销、预期、产品档次预估”等方面, 都有点像 2018 年全新一代“唐”。但是二者也有很大不同: 此前唐订单爬坡到月销接近 7000 辆/月水平之后, 月销很快掉下来了, 而且唐 DM 之前没有爆款电动车先例, 我们觉得“汉”

的热度持续性会更高。“唐”当时半年内没有竞品，此前每个上海头部门店订单都在 **70-100 辆**；而汉 EV 这次直接面对竞品特斯拉、新势力等，订单竟然也可以达到当时一样，**所以我们判断“汉”可能比“唐”的热度走得更远一些。我们觉得“汉”最关键还是交付问题，预计热度是可以持续 1 年以上。**

上海一共 25 家门店（17 个王朝门店、8 个 e 网门店），其中头部门店有 6 家，占上海地区总销量大概 50%。目前头部 6 家门店每家的“汉”订单在 **100-200 辆**，并且预计 8 月还会有小的接新订单高峰。

图 3：7 月 30 日正在比亚迪门店参观“汉”样车的潜在车主，以及正在交付的“汉”纯电车型



资料来源：中信证券研究部拍摄

Q：已有订单的退单率情况如何？已有的线下订单转化率如何？

A：线下订单需要缴 1 万元订金，退订情况非常少。

线上订单（线上交 100 块钱只是一个权益）也要转化为线下才成为真正的订单。

往年门店为了争夺车型配额，意向订单会报大一些；但今年“汉”的资源分配，改为按照 2019 年门店销售市占率贡献来分配。例如：本店去年是上海销售份额 10%，那么厂家给本地分配“汉”配额就是 10%。此外，比亚迪全国一共有 50+家直营店，厂家怕经销商注水，都有安排“400 电话”回访确认是否意向购买，所以**订单不会存在虚假水分**。交付先后顺序是按照正式订单 1 万元的购车合同时间为准，而不是指定优先排产高配车型。

Q：汉 EV 单台车的 4S 店渠道利润如何？后续终端折扣幅度预计如何？

A：**汉 EV 单车渠道毛利比以前车型（包括唐 DM）更高一些，渠道返点高一些。**此外汉 EV 也不允许加价。

直营、非直营都是一样返点，我们直营店也要独立考核。

刀片电池营销效果好，吸引年轻家庭消费者

Q：“汉”的用户画像是怎样的？与之前比亚迪“唐”（上海绿牌需求、追求动力快感）是否有差异？

A：“汉”的**车主年龄结构偏年轻化，大概 25-45 岁**。（几乎没有 50-60 岁，而此前唐 DM 覆盖客户很广）。消费者买“汉”，最关注的方面：**刀片电池安全性产品亮点是消费者最关注度的点，占比超过 30%**；排序第二的关注点是科技配置、豪华配置；排序第三的是外形漂亮。

“汉”车主尤其**家庭、有小孩的客户**为主（这与“汉”的高级内饰、宽敞后排空间是紧密相关的）。所以与特斯拉 Model 3 的客群也是有一定差异的。

图 4：营销中，比亚迪门店直接把“汉”与特斯拉标准续航升级版对标

	汉EV四驱旗舰型	标准续航升级版
补贴后价格 (万元)	27.95	27.155
整车参数 (mm)	4980*1910*1495	4094*1850*1443
轴距 (mm)	2920	2875
电池类型	超安全刀片电池	811三元锂电池
电池容量 (kWh)	76.9	52
续航 (工况/km)	550	445
驱动形式	超级智能电四驱	后轮驱动
系统综合最大扭矩 (N·m)	680	375
系统综合最大功率 (kW)	363	202
轮胎尺寸	19英寸	18英寸
安全气囊	11	8
制动控制系统	Bosch IPB智能刹车控制前系统	标准车身稳定控制系统
防抱死制动	Bosch CST舒适刹车控制系统	无
制动装备	Brembo 高性能刹车卡钳	普通
全景天窗	可开启	不可开启
音响系统	Dirac高保真声学科技+12扬声器	6扬声器
前排中央控制屏	BOSCH模式 后排中央控制屏	无
仪表盘	12.3英寸全液晶仪表盘	无
座椅	Nappa真皮座椅	仿皮座椅
内饰材质	天然真木+真皮装饰	天然真木
后排座椅	角度调节/通风/加热	无
空气净化	CN95滤网/负离子 PM2.5滤网/远程高温消毒杀菌	无
车窗	隔音 双窗一键玻璃	普通
门把手	电动防夹手门把手	机械按键式
内饰设计	中式豪华环抱式	经济型
氛围灯	独立分区沉浸式智能氛围灯	无
百公里加速 (s)	3.9	5.0
悬挂系统/转向系统	德系化	普通
底盘调校	S级德系调校	美式调校
操控感 (km/h)	80	~100
100-0制动 (s)	22.8	~30.0
自动驾驶等级	终身免费	终身免费
自动驾驶模式	有	无
车道保持	标配	加选选配
交通拥堵辅助	标配	加选选配
自动泊车	标配	加选选配
语音控制	15.6英寸自适应旋转超薄Pad 兼容百万应用，开放DELink-3.0智能网联系统	15英寸中控屏 语音、触控、触控笔等基础功能
电池质保	首任个人车主终身电芯质保	8年
整车质保	6年或15万公里	4年或10万公里
售后保养	首任个人车主3年或6次免费常规保养	无
免费取车	绿色通道服务	无
免费上门拖车	尊享30公里以内免费上门取车拖车服务到家	无
免费充电	有	有
最高时速	200+	100+
最高续航里程	最高续航达2000公里	1100
百公里电耗	3.9kWh	无

资料来源：中信证券研究部拍摄

Q：如何看待竞品特斯拉 Model 3、小鹏 P7、蔚来 ES6 等？

A：最多听到的是此前本来想买特斯拉 Model 3，后来改买“汉”的车主，我们觉得他们改过来的原因：（1）看了 Model 3 之后觉得就是一个“壳”，内饰等太简单了；（2）公司一直强调刀片电池。就像比亚迪总裁跟我们说的：刀片电池是“永远不会爆炸”的电池。

图 5：门店销售展示“汉”的珠光漆



资料来源：中信证券研究部拍摄

图 6：门店销售展示“汉”的自制电机（机舱内下部）、电控（机舱内上部）



资料来源：中信证券研究部拍摄

图 7：销售用紫外线笔展示“汉”防紫外线的双层玻璃



资料来源：中信证券研究部拍摄

图 8：比亚迪“汉”后排空间大、内饰高级，是部分消费者最终没有选择特斯拉 Model 3 的重要原因之一



资料来源：中信证券研究部拍摄

图 9：上一代比亚迪王朝系列车型内饰的中控屏



资料来源：汽车之家

图 10：比亚迪“汉”使用了新一代内饰中控屏（边框更窄）



资料来源：中信证券研究部拍摄

图 11：“汉”后排手枕内嵌有一块可取下的操控屏



资料来源：中信证券研究部拍摄

纯车型后续都会改用刀片，紧接着后面第二个就是“唐”改款刀片电池，目前改款“唐”车型的热度也很高，后续也将上市，目前老款三元电池的纯电动“唐”已经不交付了。刀片电池的纯电动“唐”已经有下订单的客户了，而且还有之前订购了老款“唐”的客户申请改为订购新款。因为“唐”有市场基础，“唐”的长处是性能，在性能方面没有对手，这次改款补了短板：原来“唐”内饰简单，这次升级“汉”的内饰设计风格、材料迁移过去。

Q：您认为营销目前是制约公司发展的一个因素之一吗？

A：比亚迪营销确实还有改进空间。

■ 与竞品特斯拉都是行业优秀供给，共同创造需求

Q：为什么这次上海在全国各地区中是较早有“汉”试驾车的？

A: 上海是“汉”重点分配市场, 这一轮华东占全国约 50-60%, 上海是其中的大头, 其次是北京。特斯拉在上海打造好了纯电品牌, 上海成为特斯拉的“中国基地”市场, 所以这也是“汉”首选上海市场分配的一个原因。

Q: 您如何看待特斯拉 Model 3 对“汉”的影响?

上海此前本身是一个很传统的混动市场, 其实电动车市场几乎纯粹是 PHEV 插混主导, 上海市场在特斯拉 Model 3 进入后, 起到了带动作用, 其实目前小鹏 P7 也对“汉”有带动作用, **这样的竞争环境使得 EV 消费周期提前了**, EV 纯电销量占比才逐步提升。一个很明显的效果: 之前在上海地区相对卖不动的秦 EV、宋 pro EV, 今年开始也有很好的翻倍增长, 可能以前一个月单店卖 1 辆的纯电车型, 2020 年开始就每个月卖 5-8 辆。

■ 疫情影响消除, 下半年电动景气改善明确

Q: 公司作为直营门店, 今年是否有销量目标? 疫情后是否下调? 今年的销量目标是否有望达成? 对下半年的销量展望如何?

A: 2017 年公司一共卖了 2180 辆。2019 全年卖了 1600 辆。我们不卖 2B 的, 也不卖二网, 全部是 2C 销售。

今年初定的 2020 年门店销量目标是 1200 辆。这个目前也是根据市场情况来定的, 上海市场竞品 (特斯拉 Model 3、造车新势力等) 在, 比亚迪确实被侵蚀了一些份额, 但是比亚迪在上海市占率过去一直保持在 2.8%-3%。

5 月份“汉”准备预热前的那段时间, 厂家给所有的直营门店开了一个会, 把大部分直营门店 2020 年销量目标提高了至少 30%。我们门店从 1200 辆增加了 400 辆, 所以现在 2020 年要做到 1600 辆。

2020 上半年我们门店已经卖了 600 辆 (1 月过年、2 月疫情、3 月上旬人齐全面复工), 如果按此前正常节奏来讲, 2020 年下半年是预计卖 800 辆, 对应 2020 全年完成 110-120%。现在 2020 全年目标提高到 1600 辆, 意味着下半年完成销量目标需要 1000 辆, 还是有比较大压力的。

Q: 今年疫情影响很大, 是否有经销商关店?

A: 上海目前没有一家关店。虽然行业销量下滑, 比亚迪全国一共有 500+ 个门店 (包括直营、经销), 但我估计关店的不超过 5%。

Q: 售后部分目前业务状态如何?

A: 售后业务在饱和状态, 因为上海比亚迪车保有量高, 目前售后一般要干到晚上 10 点, 有时候要通宵干。

Q: 售后业务单车收入如何?

A：油车最高：比 PHEV 略高一些，但也分车型，其中秦比较低，其它车型高一些。

PHEV：本店是 1200 元/辆车/年，好一点的门店是 1500 元/辆车/年。

EV 最低。

Q：目前门店各车型的库存情况如何？

A：**上海这边库存深度比是 2-3，偶尔月份因为政策原因导致不能上牌，但也不超过 4。**

比亚迪库存一直很健康，比如去年国 V 切换国 VI，切换过程中雪佛兰、别克打了很多折扣，而比亚迪就只是统一优惠 1 万元。

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。

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

其他声明

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”。

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.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；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）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：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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas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载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies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。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告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，且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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

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。

一般性声明

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。

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所包含的材料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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2020 版权所有。保留一切权利。