

新能源汽车专题报告

从电动化视角看2019法兰克福车展

中信证券研究部 新能源汽车组

宋韶灵/陈俊斌

2019年9月17日

核心观点：

- **车展概况**：本届车展参展商数量相较于前两届车展有所下降，跟全球汽车市场相对低迷、车企成本压力较大有关。但**欧洲主流车企参展热情依旧**，包括**大众集团（大众、奥迪、保时捷、斯柯达等）、奔驰、宝马等几乎悉数到场**，积极展出全新电动车型，进一步掀起全球电动化浪潮。
- **风险因素**：全球新能源汽车销量不及预期；动力电池及原材料成本降低不及预期；终端价格竞争加剧；国内企业海外客户拓展不及预期。
- **投资建议**：从法兰克福车展看，欧洲主流车企电动化进程持续加速，中国零部件与整车企业在电动化方面正在发挥越来越重要的作用，虽然当前国内新能源汽车车市短期景气度偏低，但是中长期成长趋势明确，尤其是海外电动车型加速投放推动景气持续向上，建议关注两条主线，主线一：下游具备“爆款”车型能力的整车企业：比亚迪（A+H）、广汽集团（H）、上汽集团；主线二：中游寻找具备全球竞争力的供应链优质企业：璞泰来，宁德时代，三花智控，银轮股份，新宙邦，当升科技，杉杉股份；建议关注：先导智能，欣旺达，恩捷股份，鹏辉能源等。

CONTENTS

目录

1. **引言：法兰克福车展电动亮眼，车型投放开始加速**
2. 各主流车企参展电动车型概览
3. 参展电动化技术概览
4. 风险因素
5. 投资建议

- **创办于何时**：作为世界上最早举办的国际车展，**创办于1897年**的法兰克福车展也是全球规模最大的车展，有着世界汽车工业“奥运会”之称。
- **本届是第几届**：本届为**第68届**，时间**2019年9月10日至22日**，主题为“Driving tomorrow”。
- **参展商数量**：本次车展有来自30个国家和地区的约**800家**整车制造商、科技企业、零部件供应商、出行服务供应商和初创企业参加。
- **中国参展商数量**：此次法兰克福车展中国的参展企业最多，达到了**79家**。

法兰克福车展



资料来源：汽车之家，易车网

整体情况：

- **本届车展总体相对冷清**：本届车展参展商约800家，远小于2015/2017年的1103/约1000家参展商，主要系全球汽车市场相对低迷，车企成本压力较大。

- **缺席情况：**

日系领头车企：丰田、日产，也有马自达、三菱、铃木、斯巴鲁等；以及偏于小众化的日系品牌；

欧系：PSA、沃尔沃等；

美系：菲亚特克莱斯勒、凯迪拉克等。

本届看点：

- **德系品牌的主场**：德系主流品牌，包括大众集团（大众、奥迪、保时捷、斯柯达等）、奔驰、宝马等几乎悉数到场，而且积极展出全新电动车型。
- **新能源车型火爆**：车企积极展示电动化战略及全新车型。
- **零部件企业展示新技术**：众多零部件企业带来了无人驾驶、新能源和轻量化方面的新技术和研究成果，尤其是**电池技术在本届车展尤其亮眼**。

- 不完全统计，本届法兰克福车展主要**电动车型有约30款**，其中**纯电动车型17款**，**插电式车型11款、混动车型1款，燃料电池车型1款。**

分企业看：

- **大众集团**：大众品牌、奥迪、保时捷、斯柯达等发布全新电动车型，如：ID.3、奥迪e-tron、保时捷Taycan、斯柯达Citigo-e-iV等十余款车型；
- **奔驰**：发布包括smart EQ、EQV等纯电动车型，以及插混动力包括A250e、B250e、GLC300e等；
- **宝马**：发布MINI的插混和纯电车型，i Hydrogen NEXT燃料电池SUV、混动的i8 Ultimate Sophisto等；
- **本田**：作为为数不多的参展日本车企，发布了Honda e纯电车型（小型）；
- **中国车企**：展出了拜腾M-Byte、长城VV7 GT PHEV、红旗等。

- 大众汽车集团管理董事会主席迪斯、戴姆勒股份公司董事会主席康松林、宝马集团董事长齐普策、长城汽车董事长魏建军等在车展发表演讲，表达了对未来电动方向发展的规划目标。

大众、宝马、奔驰、长城未来电动车方向发展规划

品牌	未来规划
	到2028年，大众集团将推出近70款电动车，累计目标产量2,200万辆，覆盖大众集团旗下各品牌及各类平台架构。
	到今年年底，奔驰品牌的电动乘用车将达到20款，既有插混动力，也有纯电动。到2030年，电动车将占奔驰新车销量的一半左右。
	到2021年向全球客户累计交付100万辆电动汽车，2022年推出下一代氢燃料电池电力驱动技术，并投入小规模量产。到2023年拥有25款电动车，其中一半为纯电动。
	将在德国建立技术中心，以德国市场为起点，在两年后全面进入欧盟市场。

资料来源：易车号等，中信证券研究部

CONTENTS

目录

1. 引言：法兰克福车展电动亮眼，车型投放开始加速
- 2. 各主流车企参展电动车型概览**
3. 参展电动化技术概览
4. 风险因素
5. 投资建议

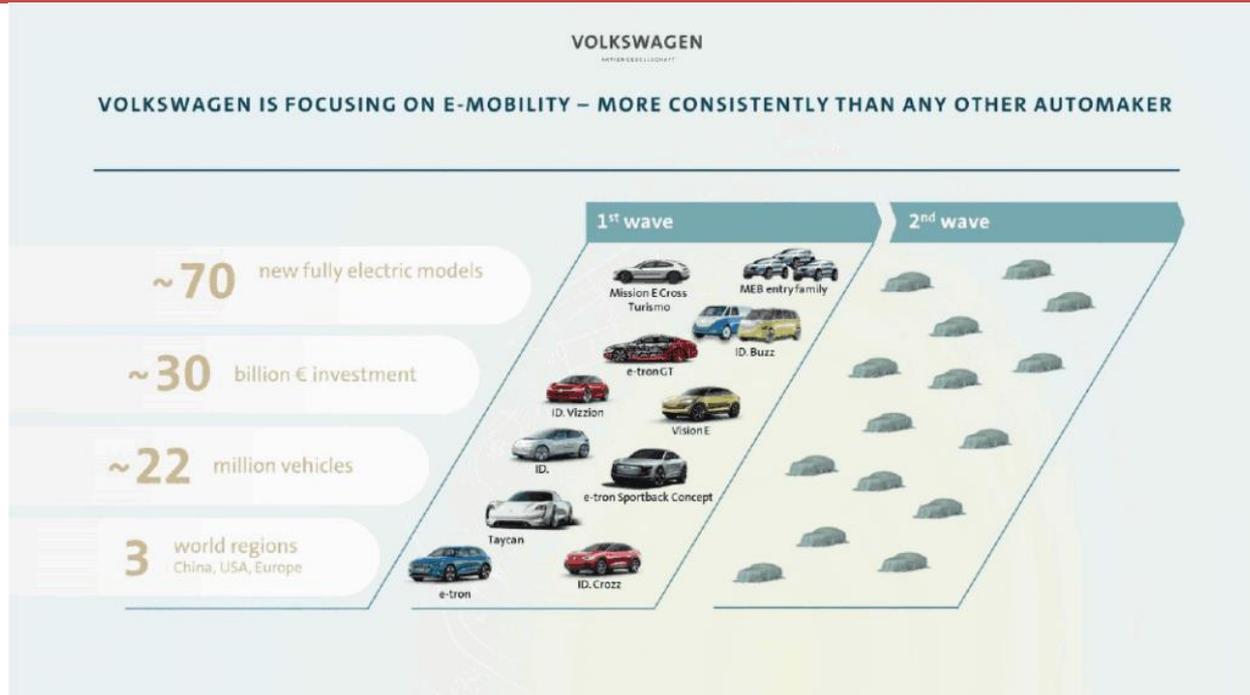
- 据不完全统计，大众集团旗下大众品牌、奥迪、保时捷、斯柯达等品牌发布全新电动车型，如：ID.3、奥迪e-tron、保时捷Taycan、斯柯达Citigo-e-iV等十余款车型，为历届参展之最。
- 分车企看，大众展出3款新车型，奥迪展出3款新能源车型，分车型看，ID系列车型、保时捷 Taycan以及甲壳虫e-Beetle是展区焦点。

大众集团旗下主要车企



- 2019年3月，Annual Media Conference是怎样规划的？
 - 2023年前投资300亿欧元用于汽车电动化
 - 2028年前推出70款纯电动车（2018年11月计划2025年前推出50款纯电动车）
 - 2028年前生产电动车2,200万辆
 - 2030年，欧洲与中国生产汽车中电动车占比超过40%

2019年大众进一步升级新能源计划



- 大众汽车带来了基于MEB平台打造的ID.3系列纯电动紧凑车型。其中ID.3 1 ST 计划于今年底生产，明年年中有望实现首批交付。

大众ID车型展台



资料来源：第一电动，中信证券研究部

■ 大众车型规划：ID. Family

- 大众目前发布6款ID.概念车，包含从紧凑型车到厢式客车等多种车型，在ID.3量产后，ID.系列主要车型也将陆续在2022年前投产。

大众 ID. Family主要车型生产规划

	车型	概念车型发布时间	上市时间	续航里程/km
ID.3	紧凑型电动车	2016年	2020年	400-600
ID. BUZZ	厢式车型	2017年	2022年	600
ID. CROZZ	SUV	2017年	2020年	500
ID. VIZZION	Sedan	2018年	2022年	665
ID. Buggy	沙地汽车	2019年	-	-
ID. ROOMZZ	SUV	2019年	2021年	-

资料来源：大众官网，中信证券研究部 注：红色字体为本次法兰克福车展车型

ID.3：大众MEB平台的第一款量产车。已接受预定，将于2020年交付。



动力：

- 最大功率：150 kW
- 最大扭矩：310 Nm
- 最高车速：160 km/h
- 百公里加速：八秒内
- 续航：330km, 420km, 550km
- 驱动方式：后驱

参数信息：

- 车型：紧凑级纯电动车
- 尺寸：4261*1809*1522mm
- 轴距：2770 mm
- 电池容量：45kWh, 58kWh, 77kWh

ID.3



资料来源：第一电动，中信证券研究部



ID. ROOMZZ：继ID.、ID.CROZZ、ID.BUZZ、ID.VIZZION和ID.BUGGY之后，第六款MEB平台的I.D.家族车型。将于2021年率先在中国量产推出。

动力：

- 最大功率：225 kW
- 百公里加速：6.6 s
- 续航：475 km
- 驱动方式：四驱

参数信息：

- 车型：纯电动SUV
- 自动驾驶级别：L4
- 电池容量：82kWh

ID.ROOMZZ



资料来源：太平洋汽车等，中信证券研究部



e-up：大众第一款e-up发布于2009年，此次车展亮相的新款e-up德国当地补贴后售价约合人民币13.8万元。

动力：

- 最大功率：51 kW
- 最大扭矩：212 Nm
- 最高车速：130 km/h
- 百公里加速：11.9 s
- 续航：260 km

参数信息：

- 车型：四座微型车
- 电池容量：36.8 kWh
- 快充时间：0-80%为1小时

e-up



- 本次法兰克福车展，奥迪推出了PB18 e-tron、e-tron 50 quattro、Trail Quattro三款电动车型。
- PB18 e-tron概念车定位于电动超级跑车，共搭载三台电动机，前轴由一台电机驱动，后轴由两台电机驱动，最大功率为500kW。百公里加速时间仅为2秒，该车预计会搭载容量为95kWh的电池。
- Trail Quattro是一款纯电动越野车，搭载了前后共四台电机，可以单独控制每个车轮的扭矩，最大功率为320kW，最大扭矩1000Nm，续航可达500km。

PB18 e-tron



e-tron 50 quattro



Trail Quattro



资料来源：第一电动等，中信证券研究部

e-tron：e-tron是奥迪旗下的首款量产纯电车型。e-tron目前新增加了一款低功率的入门版车型50 quattro。



动力：

- 最大功率：230 kW
- 最大扭矩：540 Nm
- 续航：300 km

参数信息：

- 尺寸：4901* 1935*1616mm
- 轴距：2928 mm
- 电池容量：71 kWh
- 快充：支持120kW快充

e-tron 50 quattro



资料来源：第一电动，中信证券研究部



Taycan：全新Taycan首批发布的车型版本为Turbo S和Turbo。售价分别为人民币179.8万元和149.8万元。新车计划将于2020年初进入中国市场。

动力(Tubor):

- 最大功率：500 kW
- 最大扭矩：310 Nm
- 最高车速：260 km/h
- 百公里加速度：3.2 s
- 续航：465 km
- 驱动方式：四驱

参数信息(Tubor)：

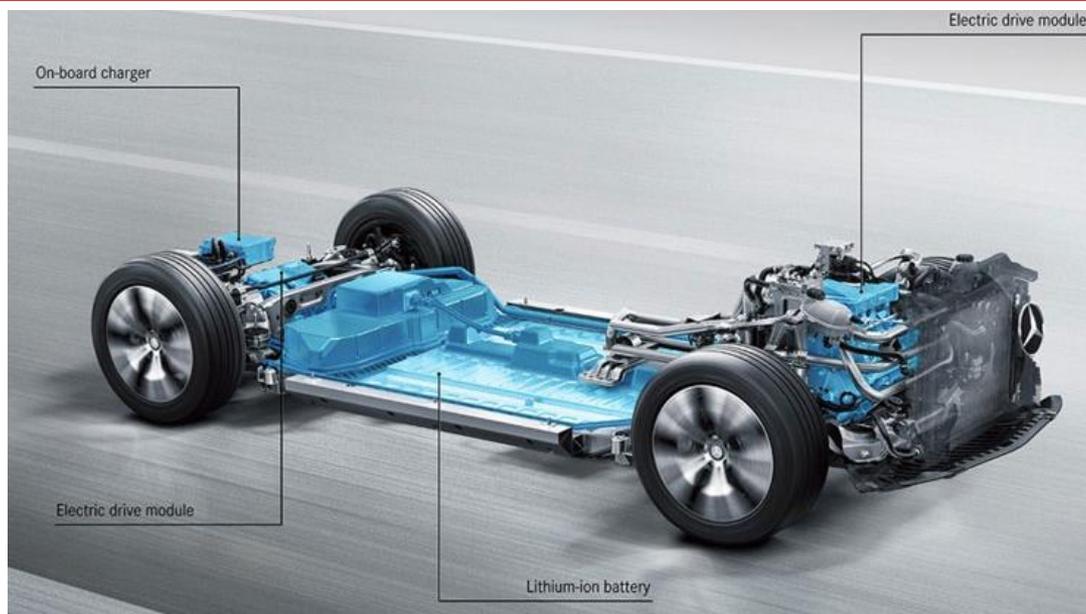
- 车型：四门纯电跑车
- 电池容量：90kWh
- 快充：5%充至80%仅需22.5分钟，并支持高达270kW的充电功率

Taycan



- EVA平台：戴姆勒电动车子品牌Generation EQ将推出EQ S、EQ Lside、EQ A、EQ C、Generation EQ、EQ E、EQ G、EQ Boost、Generation MEQ等系列车型。最大可承载377公斤电池组，支持后驱、四驱，支持自适应悬架、扭矩矢量控制和动能回收等
- 未来奔驰将在该平台上推出4款车型，其中：首款车是已于2018年发布的EQC，并将于2019年上市。（2015年外媒报道车型规划：一款C-E间的轿车、一款GLC-GLE间的SUV、S级、一款超过目前GLS的SUV）

戴姆勒EVA平台



EQV：奔驰首款定位电动MPV车型，车身基本延续了V级的车身形式。拥有六座、七座或八座布局。



动力：

- 最大功率：150 kW
- 最大扭矩：362 Nm
- 续航：405 km

参数信息：

- 车型：纯电MPV
- 车身质量：3500 kg
- 电池容量：90 kWh
- 快充时间：10 %-80 %的快充时间为1小时。

EQV



- 奔驰展出插混动力车型包括A250e、B250e、GLC300e等，纯电动包括smart EQ fortwo、smart EQ forfour等车型。



2019法兰克福车展奔驰新能源汽车

品牌	车型	能源类型	电池容量	续航里程	动力
	EQV	纯电	90kWh	405km	150kW
	A 250e	插混	15.6KWh	56km	1.3T发动机+75kW电机，系统的综合功率为160kW
	B 250e	插混	15kWh	56km	1.3T发动机+75kW的电机，系统的综合功率为160kW
	GLE 350 de	插混	31.2kWh	99km	143kW涡轮增压柴油发动机+最大功率为100kW的电机，系统综合功率为235kW
	GLC 350e	插混	13.5kWh	39-43km	2.0升汽油发动机+电机
	EQ	纯电	17.6kWh	159km	60kW

Smart-EQ：共包括smart EQ fortwo以及smart EQ forfour两款车型，二者的动力、电池配置均相同。



动力：

- 最大功率：60 kW
- 最大扭矩：180 Nm
- 续航：159 km

参数信息：

- 车型：微型车
- 电池容量：17.6 kWh
- 快充时间：10 %-80 %的快充时间为40分钟。

Smart-EQ



资料来源：第一电动，中信证券研究部

- **宝马LifeDrive平台**：专为纯电动汽车设计，其i系列产品i3和i8已得到市场认可。2018年，宝马将通过LifeDrive平台推出40款全新升级新能源汽车，包括宝马、Mini品牌。
- **全新平台FSAR**：宝马计划推出一款全新纯电动i5车型，新车将于2021年问世，将基于此平台打造。



品牌	类型	车型	级别	车型情况	级别	发布时间	上市时间	预计售价	续航里程/km	
宝马新能源	PHEV	BMW i8 Roadster	4座跑车的专用车	升级型	B		2018年		53	
		BMW 5系	大中型PHEV	新车型	D		2018年	49.89-69.86万元	61	
		宝马i8敞篷版	跑车	升级型	B	2017年11月30日	2018年广州车展		55	
		BMW 745e	大型插电混动轿车	新车型			2018年下半年			
		BMW X5 xDrive 45e	SUV	新车型			2018年下半年			
		X1 2019	SUV	升级型	A		2018年8月31日	39.68万元（补贴前）	60（纯电）	
	EV	iNext	SUV	新车型			2018年9月	2021年		>600
		新BMW i3	4座紧凑级两厢车/轿跑	升级型	A0	2018年10月2日	2018年	37.98万元	359（NEDC）	
		新BMW i3s	4座紧凑级两厢车/轿跑	升级型	A0	2018年10月2日	2018年		330-345(NEDC)	
		新BMW i8	纯电车型	升级型	B	2014年	2018年		55	
iX3		SUV	升级型	B		2020年				
MINI	PHEV	MINI Cooper S E COUNTRYMAN PHEV 特别版	紧凑型SUV	升级型	A	2018年11月30日		4.49万美元	42	

- 宝马展出了i Hydrogen NEXT燃料电池SUV、混动的i8 Ultimate Sophisto以及MINI的插混和纯电车型。



2019法兰克福车展宝马新能源汽车

品牌	车型	能源类型	电池容量	续航里程	动力
	i Hydrogen Next	氢动力燃料电池电动汽车 (FCEV)			
	i8 Ultimate Sophisto	插混	11.6kWh	50km	综合最大功率279kW
	MINI ELECTRIC	纯电	32.6kWh	235-270km	135kW
	MINI COUNTRYMAN PHEV	插混	10kWh	55-57km	汽油发动机和+驱动电机，系统综合功率165kW

MINI ELECTRIC：MINI旗下首款纯电动车型，在英国补贴后售价约合人民币21万元。



动力：

- 最大功率：135 kW
- 续航：235-270 km

参数信息：

- 车型：纯电小型车
- 电池容量：32.6 kWh
- 快充：最大支持功率为50kW

MINI ELECTRIC



资料来源：爱卡汽车，中信证券研究部



插混：宝马i8 Ultimate Sophisto

- i8系列最后一款车型，全球限量200台，将于2019年年底投产，2020年4月停产；
- 碳纤维车身框架和全铝底盘。动力方面，该车搭载一套混合动力系统，最大功率279kW，最大扭矩570Nm，百公里加速时间为4.4秒。

燃料电池：i Hydrogen Next

- 宝马首款氢燃料汽车，预计2022年生产；
- 基于现款X5打造，动力系统由宝马与丰田合作实现。

i Hydrogen Next



资料来源：第一电动

i8 Ultimate Sophisto



资料来源：第一电动



- 卡缤：全新卡缤将在2020年推出插电式混合动力版本，其纯电行驶里程可达45km。
- ZOE：新款雷诺ZOE标准版车型搭载最大功率80kW的电机，电池组电量从老款的41kWh提升至52kWh，新ZOE续航为389km，还新增了直流充电的充电形式。在强调运动性的GT-Line车型上，驱动电机的最大功率提升到了100kW。

卡缤车型



资料来源：爱卡

ZOE车型



资料来源：电动邦



Honda e：本田在欧洲上市的首款纯电动车，意味着本田向着2025年在欧洲销售汽车100%电动化的目标又迈出了一步。目前该车在英国、法国、德国和挪威已开始接受预定，将于今年年底正式交付。

动力：

- 最大功率：100 kW、113 kW
- 最大扭矩：315 Nm
- 百公里加速：8.0 s
- 续航：220 km

参数信息：

- 车型：纯电微型车
- 电池容量：35.5 kWh
- 快充时间：充至80%需30分钟

Honda e



资料来源：太平洋汽车网等，中信证券研究部

VV7 GT PHEV：WEY品牌首款轿跑型SUV，动力系统为2.0T发动机与电动机组成的插混系统。



动力：

- 最大功率：167 kW
- 最大扭矩：387 Nm
- 百公里加速：5.9 s
- 纯电续航：70 km

参数信息：

- 车型：纯电中型轿跑SUV
- 尺寸：4774*1931*1672 mm
- 轴距：2950 mm

VV7 GT PHEV



资料来源：爱卡汽车等，中信证券研究部



- 拜腾：M-Byte计划于2020年中开始量产，首先交付中国地区，预计2020年开始接受欧洲和北美地区的预订，2021年正式进入欧美市场。
- 后驱版本可选装72kWh/95kWh电池组，续航为430/550km；四驱版本采用95kWh电池组，续航为505km。在快充模式下，35分钟可充满80%的电量。动力方面有200kW的后驱单电机以及300kW的前后双电机组组合。



- 爱驰：爱驰U5的长宽高分别为4680*1865*1700mm，轴距为2800mm，定位为中型SUV，最大功率140kW，最大扭矩315Nm，电池能量密度: 181 Wh/kg，电池电量65kWh。

拜腾M-Byte



资料来源：第一电动等

爱驰U5



资料来源：易车网

CONTENTS

目录

1. 引言：法兰克福车展电动亮眼，车型投放开始加速
2. 各主流车企参展电动车型概览
- 3. 参展电动化技术概览**
4. 风险因素
5. 投资建议



- 全球最大动力电池生产企业
- CTP高集成动力电池开发平台—低成本高性能的动力电池开发平台
- 超级快充技术
- 超长电池寿命
- 电池自加热 & BMS技术

CTP高集成动力电池开发平台



资料来源：第一电动

电池自加热 & BMS技术



资料来源：第一电动



- 长城集团旗下动力电池生产企业
- 产品覆盖欧洲主流客户需求。本次展会，蜂巢能源展出的**三元811高镍**产品，覆盖欧洲主流客户PHEV、BEV等各类车型的产品需求。
- 发布“欧洲宣言”呼吁开放合作。发布会现场，蜂巢能源发布了名为“SVOLT's Engagement in Europe”的欧洲市场计划，希望在材料研发、产品设计、生产制造等全产业链进行开放合作。

蜂巢能源展出PACK产品



资料来源：中国日报

蜂巢能源展出CTP产品



资料来源：中国日报



- 全球汽车零部件最主要供应商之一，为全球所有主流车企配套零部件
- 本特勒在法兰克福车展上展示其**底盘设计**
- 市场推测，本特勒可能将电池与底盘整合在一起，实现一体化

本特勒底盘架构





- 全球五大汽车零部件供应商之一
- 高度集成的电动轴驱系统：**集成了电机、变速器和逆变器**，让电动汽车减重约20kg，而这一套系统总重量不到80kg。
- 全新的短距离雷达：它能够以极高的精度探测其他道路使用者和障碍物。

大陆集团高度集成的电动轴驱系统



大陆集团全新的短距离雷达展示



资料来源：盖世汽车



- 为全球主要汽车生产商提供先进的动力系统解决方案
- 用于电动汽车的紧凑型电池组：配备采用紧凑设计的圆柱形电池。
- 高集成电驱动模块 iDM：该系统动力电子技术与电动机和传动技术结合在一个紧凑的封装中。
- 48 V解决方案：可实现纯电动驾驶以及起停系统和能量再生制动等混合动力系统功能，进而可使混合动力技术更快地投放市场。

博格华纳P2 模块（左）、电池组（中）和 eAxle iDM（右）



CONTENTS

目录

1. 引言：法兰克福车展电动亮眼，车型投放开始加速
2. 各主流车企参展电动车型概览
3. 参展电动化技术概览
- 4. 风险因素**
5. 投资建议

- 全球新能源汽车销量不及预期；
- 动力电池及原材料成本降低不及预期；
- 终端价格竞争加剧；
- 国内企业海外客户拓展不及预期。

CONTENTS

目录

1. 2019法兰克福车展简介
2. 各主流车企参展电动车型概览
3. 中国参展电池企业
4. 风险因素
5. 投资建议

核心观点：

- **车展概览：**本届车展参展商数量相较于前两届车展有所下降，跟全球汽车市场相对低迷、车企成本压力较大有关。但**欧洲主流车企参展热情依旧，包括大众集团（大众、奥迪、保时捷、斯柯达等）、奔驰、宝马等几乎悉数到场，积极展出全新电动车型，进一步掀起全球电动化浪潮。**
- **投资建议：**从法兰克福车展看，欧洲主流车企电动化进程持续加速，中国零部件与整车企业在电动化方面正在发挥越来越重要的作用，虽然当前国内新能源汽车车市短期景气度偏低，但是中长期成长趋势明确，尤其是海外电动车型加速投放推动景气持续向上，建议关注两条主线，主线一：下游具备“爆款”车型能力的整车企业：比亚迪（A+H）、广汽集团（H）、上汽集团；主线二：中游寻找具备全球竞争力的供应链优质企业：璞泰来，宁德时代，三花智控，银轮股份，新宙邦，当升科技，杉杉股份；建议关注：先导智能，欣旺达，恩捷股份，鹏辉能源等。



感谢您的信任与支持！

THANKYOU

宋韶灵

执业证书编号：S1010518090002

陈俊斌

执业证书编号：S1010512070001

免责声明

证券研究报告 2019年9月17日

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CLSAgroupcompanies），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. 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；在欧盟由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：U67120MH11994PLC083118；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PTCLSA 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：（i）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。（ii）本期报告涉及股票衫衫股份(代码：600884)，中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过1%。

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.（受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（修订）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、35及36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：+6564167888）。MCI(P)071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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2019版权所有。保留一切权利。