



中信证券研究部



弓永峰  
首席电新分析师  
S1010517070002



林劼  
电新分析师  
S1010519040001



联系人：华夏

核心观点

**燃料电池空间广阔，产业迎来爆发期。公司有望凭借国产化率与先发优势，立足西南，逐步成长为国内氢能产业的一极，实现业务结构升级。维持 2019-2021 年净利润预测 14.64/17.30/20.05 亿元，给予公司 2020 年 A 股合理估值 25x PE，对应目标价 14 元；H 股较 A 股维持 10-15x 估值折价，目标价 6.23 港元，维持公司 A+H 股“买入”评级。**

■ **燃料电池空间广阔，产业迎来爆发期。**2019 年，我国首次将氢能源写入政府工作报告，氢能产业迎来顶级催化。根据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》中的指引，到 2050 年氢能在中国能源体系中的占比约为 10%，燃料电池车产量达到 520 万辆/年，行业空间巨大。GGII 数据显示，2019 年中国共生产氢燃料电池汽车 3018 辆，同比增长 86.41%；自主技术电堆功率出货量占比 58.2%，较 2018 年增长 30.4%，产业化快速推进。子公司东方氢能作为国内少数自主研发、独立培育的企业，高国产化率的燃料电池发动机系统产品，为公司提供较大的成本下降空间，未来有望进一步提升市场份额。

■ **自主研发产品，生产迈入批量化。**公司累计十年开发经验，目前已掌握含膜电极、燃料电池堆、车用燃料电池发动机等，在内的全套核心技术和自主知识产权，是国内燃料电池行业稀缺的自主研发型企业。首批搭载公司燃料电池系统的客车运营状况良好，平均百公里氢耗 3.4 kg，达国内先进水平。氢燃料电池自动化生产线一期工程已正式投产，年产能达 1000 套，产品迈入批量化生产阶段。

■ **立足西南市场，加速推进产业化。**发挥资源优势，以成都为样板，投运百台氢燃料电池客车，并进一步辐射西南市场，向四川省内、山西省、陕西省开拓市场，逐步提升市场份额。同时积极加强产学研结合，推动燃料电池业务长效发展。未来公司有望借助国产化率与先发优势，成长为国内氢能产业的一极，实现自身业务结构的升级。

■ **风险因素：**氢能产业政策不及预期，风电“抢装”不及预期，核电装机不及预期，海外业务拓展缓慢，行业竞争加剧。

■ **投资建议：**公司燃料电池业务加速推进，风电、核电业务向好，电站服务与海外业务空间巨大，股权激励激发活力，增长动能加速切换。维持 2019-2021 年净利润预测 14.64/17.30/20.05 亿元，对应 EPS 预测为 0.47/0.56/0.65 元，给予公司 2020 年 A 股合理估值 25x PE，对应目标价 14 元；H 股较 A 股维持 10-15x 估值折价，2020 年合理估值为 10x PE，目标价 6.23 港元，维持公司 A+H 股“买入”评级。

东方电气	600875
评级	买入（维持）
当前价	10.21 元
目标价	14.00 元
总股本	3,119 百万股
流通股本	1,997 百万股
52 周最高/最低价	15.69/7.75 元
近 1 月绝对涨幅	10.02%
近 6 月绝对涨幅	8.17%
近 12 月绝对涨幅	10.13%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,830.23	30,706.15	32,096.05	33,570.47	34,169.35
营业收入增长率	-7%	0%	5%	5%	2%
净利润(百万元)	673.08	1,128.83	1,464.07	1,730.35	2,005.11
净利润增长率	N/A	68%	30%	18%	16%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.29	0.37	0.47	0.56	0.65
毛利率%	18%	23%	22%	23%	23%
净资产收益率 ROE%	3.08%	3.95%	4.93%	5.54%	6.11%
每股净资产(元)	7.06	9.25	9.61	10.11	10.62
PE	31.4	24.6	19.2	16.3	14.0
PB	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

## 目录

行业空间广阔，产业迎来爆发期 .....	1
自主研发产品，生产迈入批量化 .....	2
立足西南市场，加速推动产业化 .....	2
扎根西南市场，已实现成熟产品配套 .....	2
积极扩展业务布局，扩大产品辐射范围 .....	3
加强产研融结合，推动氢燃料电池产业化进程 .....	5
投资逻辑 .....	5

## 插图目录

图 1：中国燃料电池汽车产量（辆） .....	1
图 2：2019 年中国氢燃料电池电堆功率出货量结构（按技术来源统计） .....	1
图 3：成都市氢能产业布局 .....	3
图 4：中国氢能产业整体布局.....	4
图 5：东方电气交付的成都市首批氢燃料电池客车 .....	5
图 6：东方电气与陕西秦星联合开发的陕西省首台氢燃料电池客车.....	5

## 表格目录

表 1：各国氢能发展规划 .....	1
表 2：中国氢能及燃料电池产业总体目标 .....	2

## 行业空间广阔，产业迎来爆发期

受益清洁能源发展趋势，各国顶层政策推动氢能发展。氢能因为其高效、清洁、安全的特点，被视作 21 世纪最具发展潜力的清洁能源。根据国际氢能委员会预测，到 2050 年氢能将占全球能源需求量的 18%，发展潜力巨大。当前，氢能开发与利用已成为发达国家能源体系中的重要组成部分，众多发达国家已将氢能规划上升到国家能源战略高度。2019 年 3 月 15 日，中国将氢能源首次写入 2019 年政府工作报告，氢能产业迎来顶级催化，未来有望获更多政策倾斜。

表 1: 各国氢能发展规划

国家	氢能相关规划
美国	2030 年部署超过 10 万辆燃料电池货车，2040 年全面实现“氢经济”目标
欧洲	2025 年基本实现燃料电池商业化应用，建立相对完善的分布式氢能基础设施体系
日本	2020 年拥有 4 万辆燃料电池汽车，2025 年燃料电池在家庭发电、汽车出行等领域实现商业化应用
韩国	2040 年氢燃料电池汽车累计产量由目前的 2000 余辆增至 620 万辆
中国	将氢能源写入 2019 年政府工作报告

资料来源：各国政府官网，中信证券研究部

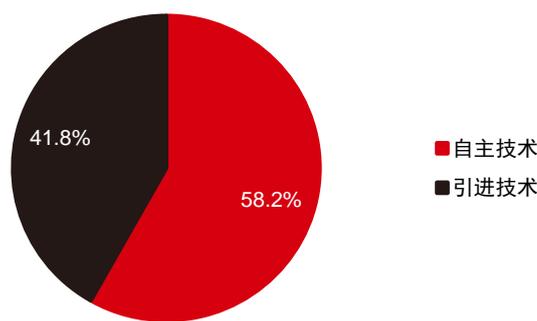
中国燃料电池汽车产量快速增长，国产化率逐渐提升。GGII 数据显示，2019 年全年中国共生产氢燃料电池汽车 3018 辆，同比增长 86.41%。国内自主技术燃料电池电堆厂家出货量开始增长，2019 年自主技术电堆功率出货量占比 58.2%，较 2018 年增长 30.4%。2019 年主要代表性的自主电堆生产商有上海神力、清能股份、新源动力、东方氢能、武汉众宇等。东方氢能作为国内为数不多的自主研发型企业，产品的高国产化率给公司带来较大的成本下降空间，未来有望占据更大的市场份额。

图 1: 中国燃料电池汽车产量 (辆)



资料来源：合格证，GGII，中信证券研究部

图 2: 2019 年中国氢燃料电池电堆功率出货量结构 (按技术来源统计)



资料来源：GGII，中信证券研究部

氢能有望纳入国家能源战略体系，产业迎来爆发期。氢燃料电池汽车与纯电动汽车互补，氢能与可再生能源发电互补，未来有望纳入国家能源战略体系。根据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》，预计到 2050 年氢能在中国能源体系中的占比约为 10%，年经济产值超过 10 万亿元；燃料电池车产量达到 520 万辆/年，固定式发电装置 2 万台套/年，

燃料电池系统产能 550 万台套/年。根据产业发展目标，氢燃料电池市场将迎来爆发增长。

表 2：中国氢能及燃料电池产业总体目标

产业目标	现状 (2019)	近期目标 (2020-2025)	中期目标 (2026-2035)	远期目标 (2036-2050)	
氢能源比例 (%)	2.7%	4%	5.9%	10%	
产业产值 (亿元)	3,000	10,000	50,000	120,000	
装备制造规模	加氢站 (座)	23	200	1,500	10,000
	燃料电池车 (万辆)	0.2	5	130	500
	固定式电源/电站 (座)	200	1,000	5,000	20,000
	燃料电池系统 (万套)	1	6	150	550

资料来源：《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》(中国氢能联盟)，中信证券研究部

## ■ 自主研发产品，生产迈入批量化

**聚焦产品自主研发，已掌握燃料电池核心部件设计与系统集成关键技术。**东方电气自 2010 年起启动氢燃料电池技术开发，2012 年基本形成氢燃料电池产品系列，并于 2015 年开始氢燃料电池产品的市场推广与应用，2017 年实现氢燃料电池核心部件、发电模块、系统集成及电堆技术的产业化。公司目前已掌握全套核心技术和自主知识产权，包括膜电极、燃料电池堆、车用燃料电池发动机、燃料电池汽车动力系统总成、燃料电池发电系统以及燃料电池测试平台，是国内燃料电池行业中为数不多的自主研发型企业。

**产品各项技术指标已达国际国内先进水平，开始进入批量化生产阶段。**(1) 自主设计开发的 VM20、VM45 型燃料电池动力引擎，满足 20kW-45kW 功率输出；(2) 开发出第三代 20kW-50kW 燃料电池工程电堆，可满足交通、能源和特种电源应用需求；(3) 完成第三代车用膜电极的技术定型，最高性能可达 1.6W/cm<sup>2</sup>，达到国际先进水平；(4) 首批搭载公司燃料电池系统的氢燃料电池客车运营状况良好，平均百公里氢耗 3.4 kg，达到国内先进水平。2019 年 4 月，东方电气氢燃料电池自动化生产线一期工程正式投产，具备年产 1000 套的生产能力，公司燃料电池产品迈入批量化生产阶段。

## ■ 立足西南市场，加速推动产业化

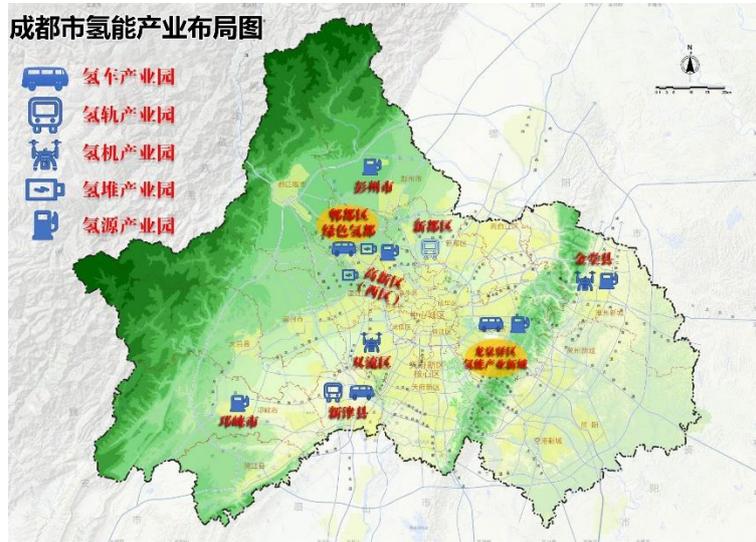
### 扎根西南市场，已实现成熟产品配套

**发挥资源优势，累计交付成都市订单过百台。**2018 年 2 月，东方电气与成都客车联合研发的 10 辆氢燃料电池客车交付使用，在成都市郫都区公交线路内运行。客车上线运营期间，取得了良好的示范效果，累计运营里程已达到近 80 万公里。2019 年公司再获 90 台燃料电池发动机批量订单，第二批 90 台示范客车于 2020 年 1 月正式交付成都市公交系统使用。至此，公司成为国内少数能够配套 100 台级氢能客车的燃料电池企业之一。

**依托成都氢能产业发展机遇，继续扩大产品应用规模。**根据成都市于 2019 年 8 月发布的《成都市氢能产业发展规划 (2019-2023 年)》，到 2023 年，全市将在客车、物流车、环卫车、出租车、公务车、共享汽车等领域推广应用燃料电池汽车 2000 辆以上。考虑到

燃料电池发展早期以政府采购为主，作为四川省本地央企，且已经有成熟产品交付使用，公司已经占据市场先发优势。

图 3：成都市氢能产业布局

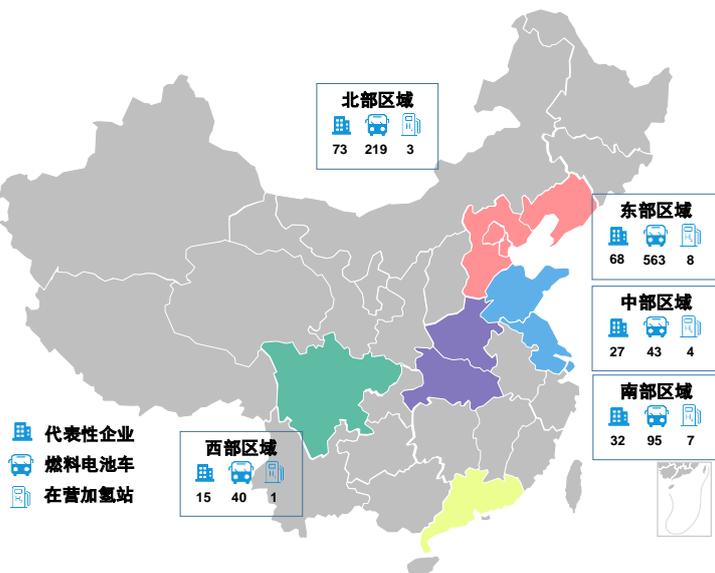


资料来源：《成都市氢能产业发展规划（2019-2023年）》

### 积极扩展业务布局，扩大产品辐射范围

目前，中国氢能产业已初步形成长三角、珠三角、京津冀、以湖北为中心的华中地区和以四川为中心的西南地区共五大发展区域。西部区域以四川省为代表，是国内可再生能源制氢和燃料电池电堆研发的重要地区。据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》，四川省水电装机规模位居全国前列，年调峰弃水电量达 139.96 亿千瓦时，装机弃水电量约为 500 亿千瓦时，若电解制氢可供给百万辆燃料电池车运行。东方电气是西南地区燃料电池行业龙头，正依托成都市示范项目的经验和优势，积极向外扩大产品辐射范围。

图 4：中国氢能产业整体布局



资料来源：《中国氢能及燃料电池产业白皮书》（中国氢能联盟）

### （1）四川省凉山州

公司正在推进四川省凉山州西昌市、德昌县氢能公交示范项目，将首先在市内、县内开展公交示范，然后开通城际间的公交示范，开展旅游房车示范，并逐步推广，在凉山建设后续项目。

### （2）山西省

2019年7月，东方电气与山西潞安矿业集团签署框架合作协议，双方将在氢能及燃料电池产业开展深入合作。根据山西省工信厅发布的《山西省新能源汽车产业2019年行动计划》，计划未来五年内形成7500辆燃料电池汽车的运营规模。公司有望依托与潞安集团的合作，进一步开拓山西市场。

### （3）陕西省

2020年1月，由东方电气与陕西秦星联合开发的陕西省首台10.5米燃料电池客车成功下线，实现了陕西省燃料电池客车“零”的突破，未来有望凭借先发优势，继续拓展陕西市场。

图 5：东方电气交付的成都市首批氢燃料电池客车



资料来源：东方电气

图 6：东方电气与陕西秦星联合开发的陕西省首台氢燃料电池客车



资料来源：秦星汽车

## 加强产研融结合，推动氢燃料电池产业化进程

**加强产业协作，共享氢能发展机遇。**2019 年 4 月，东方电气作为牵头单位，联合国家能源集团国电大渡河流域水电开发有限公司、四川省天然气投资有限责任公司、成都客车股份有限公司、成都华气厚普机电设备股份有限公司、电子科技大学、清华四川能源互联网研究院等七家单位共同发起成立成都市氢能及燃料电池产业发展促进会（简称“成都氢能促进会”）。促进会将联合成都市产业链上下游相关企业、科研院所、投融资主体，整合成都市乃至四川省的独特优势，共同推动氢能产业发展。

**转变投融资方式，探索产融结合新模式。**2019 年 6 月，东方电气集团全资子公司——东方电气投资管理有限公司与三峡集团下属三峡资本控股有限责任公司、成都创新风险投资有限公司签署协议，共同成立东方三峡（成都）产业基金管理有限公司，并发起设立“东方电气氢能产业基金”。该基金将重点围绕氢能产业链、新型储能技术及清洁能源新技术、新材料等领域投资布局，有望推进公司燃料电池产业业务协同发展。

**推进技术研发对外合作，提升整体技术水平。**2019 年 7 月，成都氢能产业技术研究院成立，由清华四川能源互联网研究院任理事长单位，东方氢能、国家电网四川公司、四川大学、电子科技大学、西南交通大学、成都科学技术服务中心等 12 家单位任副理事长单位。公司通过参与研究院，有望充分借助和发挥大学的人才、学科、技术优势，搭建氢能产业技术政产学研用协同创新平台，共同推进产业技术发展，为公司技术储备与探索增加助力。

## 投资逻辑

国内氢燃料电池相关产业成长空间广阔，有望迎来爆发增长。从长期来看，（1）看好国产化率高的公司，规模化生产后具有较大的成本下降空间；（2）看好具备先发优势的公司，可以快速占据区域市场、夯实市场地位，且具备较强的辐射和复制能力。东方电气是西南地区唯一一家大型高国产化率的燃料电池发动机系统制造企业，兼具技术、资源和先发优势。我们预计在未来燃料电池产业化过程中，公司有望成长为国内氢能产业的一极，

并以此为契机加速自身的业务结构升级。

公司燃料电池业务加速推进，风电、核电业务向好，电站服务与海外业务空间巨大，股权激励激发活力，增长动能加速切换。维持 2019-2021 年净利润预测 14.64/17.30/20.05 亿元，对应 EPS 预测为 0.47/0.56/0.65 元，给予公司 2020 年 A 股合理估值 25x PE，对应目标价 14 元；H 股较 A 股维持 10-15x 估值折价，2020 年合理估值为 10x PE，目标价 6.23 港元，维持公司 A+H 股“买入”评级。

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,830	30,706	32,096	33,570	34,169	货币资金	27,884	29,346	29,367	31,405	32,319
营业成本	25,303	23,568	25,120	26,013	26,171	存货	18,581	13,874	14,788	14,567	14,394
毛利率	17.93%	23.25%	21.73%	22.51%	23.41%	应收账款	17,931	11,665	12,593	12,756	12,642
营业税金及附加	309	335	361	378	384	其他流动资产	3,307	18,671	19,893	21,625	23,466
销售费用	854	1,358	1,466	1,511	1,520	流动资产	67,703	73,556	76,641	80,353	82,821
营业费用率	2.77%	4.42%	4.57%	4.50%	4.45%	固定资产	6,506	5,902	5,573	5,214	4,826
管理费用	3,610	2,501	2,700	2,786	2,802	长期股权投资	1,405	1,517	1,667	1,740	1,852
管理费用率	11.71%	8.15%	8.41%	8.30%	8.20%	无形资产	839	1,681	1,681	1,681	1,681
财务费用	(310)	(381)	(593)	(537)	(475)	其他长期资产	2,469	8,668	10,363	12,566	15,498
财务费用率	-1.00%	-1.24%	-1.85%	-1.60%	-1.39%	非流动资产	11,218	17,768	19,284	21,201	23,857
投资收益	186	246	225	219	230	资产总计	78,921	91,323	95,925	101,554	106,678
营业利润	620	1,239	1,589	1,900	2,209	短期借款	202	246	1,037	3,631	5,165
营业利润率	2.01%	4.03%	4.95%	5.66%	6.46%	应付账款	17,817	15,093	16,087	16,128	15,702
营业外收入	216	163	163	163	163	其他流动负债	34,955	37,358	41,021	44,455	47,851
营业外支出	303	127	127	127	127	流动负债	52,974	52,697	58,145	64,215	68,718
利润总额	533	1,275	1,626	1,937	2,246	长期借款	42	463	463	463	463
所得税	(150)	117	149	178	206	其他长期负债	3,137	7,470	5,486	3,487	2,502
所得税率	-28.05%	9.19%	9.19%	9.19%	9.19%	非流动性负债	3,179	7,933	5,948	3,950	2,964
少数股东损益	10	29	13	29	34	负债合计	56,153	60,629	64,094	68,165	71,682
归属于母公司股东的净利润	673	1,129	1,464	1,730	2,005	股本	2,337	3,091	3,091	3,119	3,119
净利率	2.18%	3.68%	4.56%	5.15%	5.87%	资本公积	8,828	11,252	11,252	11,390	11,390
						归属于母公司所有者权益合计	21,821	28,584	29,708	31,238	32,811
						少数股东权益	947	2,110	2,123	2,151	2,185
						股东权益合计	22,768	30,694	31,831	33,390	34,996
						负债股东权益总计	78,921	91,323	95,925	101,554	106,678

现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	533	1,275	1,626	1,937	2,246	营业收入增长率	-7.38%	-0.40%	4.53%	4.59%	1.78%
所得税支出	150	-117	-149	-178	-206	营业利润增长率	N/A	99.71%	28.32%	19.54%	16.25%
折旧和摊销	994	987	580	599	618	净利润增长率	N/A	67.71%	29.70%	18.19%	15.88%
营运资金的变化	-1,656	-2,577	-976	-966	-598	毛利率	17.93%	23.25%	21.73%	22.51%	23.41%
其他经营现金流	430	-120	-838	-783	-742	EBITDA Margin	3.22%	7.00%	4.99%	5.87%	6.89%
经营现金流合计	450	-552	242	609	1,317	净利率	2.18%	3.68%	4.56%	5.15%	5.87%
资本支出	-206	-185	-300	-250	-240	净资产收益率	3.08%	3.95%	4.93%	5.54%	6.11%
投资收益	186	246	225	219	230	总资产收益率	0.85%	1.24%	1.53%	1.70%	1.88%
其他投资现金流	-24	-486	-1,203	-1,465	-1,973	资产负债率	71.15%	66.39%	66.82%	67.12%	67.19%
投资现金流合计	-44	-425	-1,277	-1,496	-1,983	所得税率	-28.05%	9.19%	9.19%	9.19%	9.19%
发行股票	0	50	0	166	0	股利支付率	0.00%	30.12%	25.00%	25.00%	25.00%
负债变化	1,747	1,267	804	2,588	1,538						
股息支出	0	-340	-340	-366	-433						
其他融资现金流	-2,565	-2,230	593	537	475						
融资现金流合计	-818	-1,254	1,056	2,925	1,580						
现金及现金等价物净增加额	-412	-2,230	21	2,038	914						

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 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.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：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：**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。

**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。

## 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。