



中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001



宋韶灵
汽车分析师
S1010518090002



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

核心观点

公司年初至今涨幅远弱于大盘和行业，主要是受补贴政策退坡扰动带来的影响，我们认为市场反应已较为充分。公司车型设计由全球顶尖设计团队负责，本次上海车展 3 款全新车型车展亮相，引发市场关注。结合近期补贴退坡政策靴子落地，后续预期边际改善，我们继续看好公司在电动汽车领域的高成长，继续重点推荐。

■ **设计团队全球顶级，全新电动车型加速投放。**公司以前车型外观的市场吸引力偏低，2016 年底引入前奥迪设计总监（沃尔夫冈·艾格），此后引入了全球内饰总监（米开勒·帕加内蒂，原奔驰内饰总监）、外饰总监（胡安马·洛佩兹，原法拉利外饰总监）两位专家，组建全球顶级的设计团队，全力开发电动车型。本周上海车展，公司展出 3 款全新电动车型，分别是 e-SEED GT（汉）、宋 Rro、e2，引发市场的高度关注。公司全新电动车型竞争力明显提升，开启全新周期，市场份额持续提升。

■ **公司年初以来涨幅明显落后市场，市场预期处于低位。**2019 年年初以来，比亚迪 A/H 股涨幅 11%/5%，明显落后于新能源汽车指数的 36%、中信汽车指数的 30%，以及 Wind 全 A 的 37%。涨幅落后主要是由于补贴退坡政策给行业和公司带来的扰动。公司当前市场预期处于低位，预计后续有望边际改善。参照深圳公交车、出租车已基本实现全部电动化，并规定新增网约车必须为纯电动，电动泥头车也于 2018 年 5 月起陆续交付，预计未来会有更多城市在路权便利、网约车及其他服务车辆等领域向新能源汽车给予倾斜和支持政策。

■ **公司电动车型丰富，产品竞争力强，有望受益电动化趋势。**公司从 2018 年 6 月起密集推出“Dragon Face”全新设计电动车型，包括了“王朝”系列和“e 系列”，包括元 EV、全新一代唐（DM、EV）、秦 Pro（DM、EV），以及刚推出的宋 Pro、e1/e2 等，车型呈现“集团式”，且 2018 年以来电动销量超过燃油车，新能源汽车市场份额持续提升。

■ **风险因素：**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 2019/20/21 年 EPS 预测 1.16/1.53/1.85 元，当前 A 股价格 56.73 元，对应 2019/20/21 年 49/37/31 倍 PE；H 股价格 52.50 港元，对应 19/20/21 年 39/29/24 倍 PE。公司全新电动车型加速投放，迎来全新车型周期，推动销量持续靓丽。短期盈利虽然受到行业补贴退坡影响，但中长期看，公司具备“爆款新能源汽车”能力，有望凭借技术储备和产品力提升市占率，享受新能源汽车增长红利，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	56.73 元
目标价	- 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	58.4/37.29 元
近 1 月绝对涨幅	2.42%
近 6 月绝对涨幅	23.43%
近 12 月绝对涨幅	3.64%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105,915	130,055	160,055	195,055	231,055
营业收入增长率	2.36%	22.79%	23.07%	21.87%	18.46%
净利润(百万元)	4,066	2,780	3,154	4,186	5,047
净利润增长率	-19.51%	-31.63%	13.46%	32.72%	20.56%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.40	0.93	1.16	1.53	1.85
毛利率%	19.01%	16.40%	15.88%	16.02%	16.13%
净资产收益率 ROE%	7.39%	5.04%	5.46%	6.82%	7.70%
每股净资产(元)	22.0	22.2	23.6	25.3	27.2
P/E (A 股)	41	61	49	37	31
P/B (A 股)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.1
P/E (H 股)	32	48	39	29	24
P/B (H 股)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 16 日收盘价

目录

新车亮相上海车展，设计团队底蕴深厚	1
补贴退坡政策扰动，年初至今涨幅落后	3
政策靴子落地，预期有望迎来边际改善	3
风险因素	4
投资建议	4

插图目录

图 1：比亚迪上海车展新车 e-SEED GT	1
图 2：比亚迪上海车展新车宋 Pro	2
图 3：比亚迪上海车展新车 e2	2
图 4：公司全球设计总监沃尔夫冈·艾格	2
图 5：公司全球外饰设计总监胡安马·洛佩兹	3
图 6：公司全球内饰设计总监米开勒·帕加内蒂	3
图 7：2019 年初以来比亚迪 A/H 股涨幅明显落后大盘、板块	3

表格目录

表 1：比亚迪车型规划表	4
表 2：比亚迪盈利预测简表	5

■ 新车亮相上海车展，设计团队底蕴深厚

4月16日上海国际车展正式在上海国际会展中心开幕，比亚迪在本次车展推出了比亚迪宋 Pro、比亚迪 e2、E-SEED GT 概念车等三款全新车型，前卫的外观设计是比亚迪本次车型的最大亮点。

e-SEED GT：类似于概念跑车，有着极强的线条感与超大双开鸥翼车门，其 0-100 公里/小时加速仅需 2.9S；

宋 Pro：采用比亚迪最新的 Dragon Face 2.0 设计语言，将提供燃油、DM 混动和纯电动三种动力组合车型；

比亚迪 E2：全新两厢轿车，外观设计上加入了“Dragon Face2.0”的设计元素，预计未来将并网至比亚迪 e 网销售。

图 1：比亚迪上海车展新车 e-SEED GT



资料来源：车距焦

图 2：比亚迪上海车展新车宋 Pro



资料来源：车距焦

图 3：比亚迪上海车展新车 e2



资料来源：车距焦

比亚迪前卫的设计，主要归功于比亚迪打造的“设计梦之队”。2016年，公司引进了全球知名的设计大师也是奥迪的前任设计总监沃尔夫冈·艾格担任全球设计总监，在艾格的影响与带动下，设计大师胡安马·洛佩兹与米开勒·帕加内蒂也加入了比亚迪的全球设计团队，分别担任全球外饰设计总监和全球内饰设计总监。设计团队为比亚迪量身打造了“Dragon Face”设计语言，此后上市的宋 Max 车型、“王朝”概念车、唐和秦 Pro 等车型均获得了市场的认可。在产品设计方面，比亚迪已经居于国内领先水平。

图 4：公司全球设计总监沃尔夫冈·艾格



资料来源：迪迪知道

图 5: 公司全球外饰设计总监胡安马·洛佩兹



资料来源: 迪迪知道

图 6: 公司全球内饰设计总监米开勒·帕加内蒂

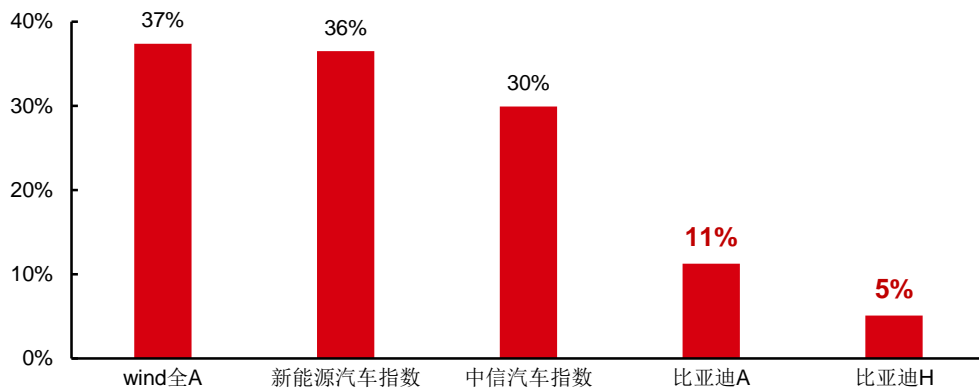


资料来源: 迪迪知道

■ 补贴退坡政策扰动，年初至今涨幅落后

由于市场担忧政策扰动，比亚迪 A/H 股年内涨幅落后大盘。2019 年初以来，比亚迪 A/H 股涨幅 11%/5%，明显落后于新能源汽车指数的 36%、中信汽车指数的 30%，以及 Wind 全 A 的 37%。涨幅落后主要是由于补贴退坡政策给行业和公司带来的扰动，公司当前市场预期处于低位。

图 7: 2019 年初以来比亚迪 A/H 股涨幅明显落后大盘、板块



资料来源: wind, 中信证券研究部

■ 政策靴子落地，预期有望迎来边际改善

随着新能源汽车补贴政策的落地，行业的不确定性消除，我们认为公司将有望受益于路权和网约车等政策预期的边际改善。以深圳为例，政策方面，近年来深圳市陆续推出《深圳市 2016-2020 年新能源汽车推广应用工作方案》、《2018 年“深圳蓝”可持续行动计划》等利好新能源汽车推广的政策，实践落实方面，在网约车方面，2018 年 8 月 1 日期，深圳禁止非纯电动车辆新注册为网络预约出租车。2018 年 5 月，全球首批 500 辆比亚迪

T10ZT 纯电动泥头车订单 8 日在深圳坪山签约。预计未来会有更多城市在路权便利、网约车及其他服务车辆等领域向新能源汽车给予倾斜和支持政策。

公司电动车型丰富，产品竞争力强，有望受益电动化趋势。公司从 2018 年 6 月起密集推出“Dragon Face”全新设计电动车型，包括了“王朝”系列和“e 系列”，包括元 EV、全新一代唐（DM、EV）、秦 Pro（DM、EV），以及刚推出的宋 Pro、e1/e2 等，车型呈现“集团式”，且 2018 年以来电动销量超过燃油车，新能源汽车市场份额持续提升。

表 1：比亚迪车型规划表

类型	车型	类型	车型情况	级别	发布时间	上市时间
EV	e5 450	轿车	改款	A	2018 年 2 月	2018 年 3 月 31 日
	秦 EV450	轿车	改款	A	2018 年 2 月	2018 年 3 月 31 日
	元 EV360	SUV	新车型	A0	2018 年 3 月 9 日预售	2018 年 4-5 月
	宋 EV400	SUV	改款	A	2018 年 2 月 1 日	2018 年 3 月 31 日
	腾势 500	轿车	改款	B		2018 年 3 月
	唐二代（EV 版）	轿车	新车型	B	2018 年 11 月 17 日	2018 年 12 月
	e 系列	轿车	新车型		2018 年 4 月 1 日	2019 年
	宋 EV500	SUV	改款	A	2018 年 8 月 31 日	2018 年 8 月 30 日
	宋 Pro（EV 版）	轿车	新车型	A	2019 年 4 月 16 日	
	秦 Pro（EV 版）	轿车	改款	B	2018 年 4 月	2018 年 9 月 20 日
	元 EV535	SUV	新车型	A0	2019 年 1 月	2019 年 4 月
	F0（EV 版）	微型车	改款	A00	2018 年 12 月 3 日	2019 年
	小型 SUV	SUV		A0	2018 年 4 月 1 日	2019 年 4 月
	PHEV	宋 DM	SUV	改款	A	2018 年 8 月 1 日
唐二代（PHEV 版）		轿车	改款	B	2018 年 3 月 6 日	2018 年 2 季度
宋二代（DM 版）		轿车	新车型	A		
秦 Pro（DM 版）		轿车	改款	B	2018 年 4 月	2019 年
宋 Max（DM 版）		MPV	改款	B		2018 年 11 月 16 日
汉（PHEV 版）		轿跑	新车型	B		2019 年

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

■ 风险因素

1. 公司新能源汽车产销不及预期；
2. 新能源汽车政策波动；
3. 云轨推进不及预期。

■ 投资建议

我们维持 2019/20/21 年 EPS 预测 1.16/1.53/1.85 元，当前 A 股价格 56.73 元，对应 2019/20/21 年 49/37/31 倍 PE；H 股价格 52.50 港元，对应 19/20/21 年 39/29/24 倍 PE。

公司全新电动车型加速投放，迎来全新车型周期，推动销量持续靓丽。短期盈利虽然受到行业补贴退坡影响，但中长期看，公司具备“爆款新能源汽车”能力，有望凭借技术储备和产品力提升市占率，享受新能源汽车增长红利，继续重点推荐，维持公司（A+H 股）“买入”评级。

表 2：比亚迪盈利预测简表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105,915	130,055	160,055	195,055	231,055
增长率 YoY%	2.36%	22.79%	23.07%	21.87%	18.46%
净利润(百万元)	4,066	2,780	3,154	4,186	5,047
增长率 YoY%	-19.51%	-31.63%	13.46%	32.72%	20.56%
每股收益 EPS(元)	1.40	0.93	1.16	1.53	1.85
毛利率%	19.01%	16.40%	15.88%	16.02%	16.13%
净资产收益率 ROE%	7.39%	5.04%	5.46%	6.82%	7.70%
每股净资产 BPS(元)	22.0	22.2	23.6	25.3	27.2
P/E(A 股)	41	61	49	37	31
P/B (A 股)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.1
P/E(H 股)	32	48	39	29	24
P/B(H 股)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 16 日收盘价

利润表						资产负债表					
(百万元)						(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	105,915	130,055	160,055	195,055	231,055	货币资金	9,903	13,052	17,606	19,408	21,488
营业成本	85,775	108,725	134,638	163,807	193,786	存货	19,873	26,330	30,722	37,995	44,944
毛利率	19.01%	16.40%	15.88%	16.02%	16.13%	应收账款	51,881	49,284	60,213	73,388	86,923
营业税金及附加	1,329	2,146	2,294	2,796	3,309	其他流动资产	21,028	26,545	27,607	28,972	30,411
销售费用	4,925	4,729	6,242	7,412	9,242	流动资产	102,684	115,211	136,147	159,763	183,766
营业费用率	4.65%	3.64%	3.90%	3.80%	4.00%	固定资产	43,245	43,679	53,344	61,976	70,095
管理费用	6,786	8,750	10,404	12,288	15,250	长期股权投资	3,065	3,561	4,118	4,743	5,302
管理费用率	6.41%	6.73%	6.50%	6.30%	6.60%	无形资产	10,098	11,314	12,590	13,931	15,338
财务费用	2,314	2,997	3,262	3,471	3,645	其他长期资产	19,007	20,807	14,257	7,946	1,731
财务费用率	2.19%	2.30%	2.04%	1.78%	1.58%	非流动资产	75,415	79,361	84,309	88,595	92,465
投资收益	-206	248	248	-306	-108	资产总计	178,099	194,571	220,456	248,358	276,231
营业利润	5,411	4,242	4,575	6,012	7,017	短期借款	35,775	37,789	45,671	53,076	62,500
营业利润率	5.11%	3.26%	2.86%	3.08%	3.04%	应付账款	23,320	25,142	33,201	40,936	47,008
营业外收入	279	230	451	320	334	其他流动负债	45,902	53,638	57,028	64,668	71,768
营业外支出	69	86	139	98	108	流动负债	104,997	116,569	135,900	158,679	181,277
利润总额	5,621	4,386	4,887	6,234	7,243	长期借款	6,369	6,848	7,848	8,848	9,348
所得税	704	829	733	935	1,086	其他长期负债	6,776	10,461	12,417	11,873	11,329
所得税率	12.52%	18.91%	15.00%	15.00%	15.00%	非流动性负债	13,145	17,308	20,264	20,721	20,677
少数股东损益	850	776	999	1,112	1,109	负债合计	118,142	133,877	156,165	179,400	201,954
归属于母公司股东的净利润	4,066	2,780	3,154	4,186	5,047	股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728
净利率	3.84%	2.14%	1.97%	2.15%	2.18%	资本公积	24,474	24,524	24,524	24,524	24,524
						归属于母公司所有者权益合计	55,004	55,198	57,796	61,351	65,560
						少数股东权益	4,953	5,496	6,495	7,607	8,717
						股东权益合计	59,957	60,694	64,291	68,958	74,277
						负债股东权益总计	178,099	194,571	220,456	248,358	276,231

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	5,621	4,386	4,887	6,234	7,243
所得税支出	-704	-829	-733	-935	-1,086
折旧和摊销	7,092	9,425	7,108	8,763	10,583
营运资金的变化	-5,469	2,112	-18	-6,990	-9,212
其他经营现金流	-172	-2,570	-1,796	4,365	4,077
经营现金流合计	6,368	12,523	9,449	11,437	11,605
资本支出	-14,777	-17,842	-13,816	-14,506	-15,885
投资收益	-206	248	248	-306	-108
其他投资现金流	-981	3,363	1,108	876	1,026
投资现金流合计	-15,964	-14,231	-12,459	-13,937	-14,967
发行股票	0	11	0	0	0
负债变化	14,283	9,508	11,382	8,404	9,925
股息支出	-385	-557	-557	-631	-838
其他融资现金流	-2,731	-5,046	-3,262	-3,471	-3,645
融资现金流合计	11,168	3,917	7,564	4,302	5,442
现金及现金等价物净增加额	1,572	2,209	4,554	1,802	2,080

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	2.36%	22.79%	23.07%	21.87%	18.46%
营业利润增长率	-9.62%	-21.6%	7.85%	31.41%	16.73%
净利润增长率	-19.5%	-31.6%	13.46%	32.72%	20.56%
毛利率	19.01%	16.40%	15.88%	16.02%	16.13%
EBITDA Margin	14.12%	12.92%	8.91%	8.90%	8.81%
净利率	3.84%	2.14%	1.97%	2.15%	2.18%
净资产收益率	7.39%	5.04%	5.46%	6.82%	7.70%
总资产收益率	2.28%	1.43%	1.43%	1.69%	1.83%
资产负债率	66.33%	68.81%	70.84%	72.23%	73.11%
所得税率	12.52%	18.91%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	9.46%	20.02%	20.02%	20.02%	20.02%

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。	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；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal 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、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：+65 6416 7888)。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。