

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



联系人：尹欣驰



核心观点

特斯拉推出基础版 Model 3，并宣布全系大降价，有望明显提振美国市场需求，但预计 BBA 等豪华品牌压力巨大。考虑到公司的偿债压力和临港工厂大量的资本开支，现阶段降价虽然影响盈利能力，但将持续改善公司现金流。重点推荐关注特斯拉产业链公司。

- **美国时间 2 月 28 日，Elon Musk 宣布对特斯拉全系车型大降价，重点内容包括：**（1）正式推出 3.5 万\$和 3.7 万\$的基础版 Model 3；（2）全系车型大降价，其中北美地区 Model 3 降价 4.8%-12.2%，中国地区 Model 3 降价 6.0%-8.8%；（3）宣布将大规模关闭美国实体门店，北美交易全部将在线上完成，并承诺消费者可 7 天内无理由退车；（4）Enhanced Autopilot 价格由 5000\$调整为 3000\$，并增加 8000\$的全自动驾驶选装包。
- **美国市场受补贴下降导致的需求疲软，降价可明显提振需求。**2019 年 1 月 1 日起，特斯拉消费者购买特斯拉车型所获得的税收减免由 7500 美元下降至 3750 美元，补贴下降导致 Model 3 的销量由 2018 年 12 月的 2.52 万辆下降为 2019 年 1 月的 6500 辆和 2 月的 5750 辆，且交付车型中价格较高的全驱版比例持续下降。我们认为，此举将进一步释放 4 万美元以下的用户需求。中国市场已推出的高端 Model3 的除税价格较美国分别折价 2.2%，溢价 0.7%和折价 6.2%，Model S/X 性能版甚至较美版折价 11%，定价合理。
- **降价的核心还是需要销量带来的持续现金流，现阶段现金流重于盈利能力。**Model 3 的大规模交付对经营活动现金流大幅改善。2018 年报显示公司拥有 36.9 亿美元现金及现金等价物，但考虑到 3 月 1 日公司偿还了到期的 10 亿美元债务，因此当前现金可能低于 30 亿美元。公司 2018 年年底的流动有息负债为 25.7 亿美元，在上海工厂仍将有大规模资本开支，因此当前核心还是需要增加销量来保证持续运营现金流。2015-2018 年，特斯拉单车平均承担的折旧摊销为 0.98 万\1.36 万\1.68 万\0.84 万\$，公司在 2018Q3-Q4 考虑折旧摊销的情况下也已达到盈利状态。我们认为，过往大额资本开支可看做是沉没成本，降价虽影响当期损益，但只要未超过单车折旧摊销，对现金流仍是正贡献。
- **BBA+蔚来压力最大，特斯拉降价开启行业鲶鱼效应，加速行业的电动化、智能化进程。**2018 年 9 月起，Model 3 在美国主流 B 级豪车的市场份额已经稳定维持在 45%左右。当前基础版 Model 3 的推出和后驱版价格的进一步下探，将对奔驰、宝马、奥迪的压力进一步加大。对于比亚迪、上汽荣威实际影响逊于对 BBA+蔚来的影响：主流自主旗舰电动车比亚迪唐、上汽 Marvel X 售价为 25-27 万元，自主中低档电动车价格低至 20 万元以下，降价后的 Model 3 和主流自主品牌车型并不在同一价格区间。但国产后 Model3 的售价有望下探至 30 万-40 万元的区间，所以对于比亚迪、上汽 2020 年后的电动车产品仍形成一定压力，预计未来自主品牌新能源的核心产品价格带应该在 15-20 万元。
- **投资策略：重点推荐特斯拉产业链。**对于供应链而言，主机厂降价后市场的第一反应是零部件也被整车厂年降，但是从我们之前的供应链调研看，特斯拉不同于一般汽车采购的“每年年降”模式，相当一部分零部件采用了“三年锁价”。所以，短期特斯拉销量的增长其实对于供应链是长期利好：（1）销量增长直接贡献边际盈利的增加；（2）有利于供应链摊销前期投入，为后续上海工厂进一步降低成本提供可能。建议重点关注特斯拉供应链的公司：旭升股份、三花智控、宏发股份、拓普集团等。
- **风险因素：**特斯拉销量不达预期；零部件“三年锁价”策略发生变化；行业竞争加剧导致特斯拉市场份额下滑；中美贸易摩擦升温致汽车关税上升；临港工厂建设不达预期。

目录

特斯拉价格调整有多剧烈？	1
特斯拉在中国的售价比美国高了多少？	3
特斯拉降价的核心目的是什么？	4
降价对竞争对手的影响如何？	5
降价对供应链的影响如何？	6
投资策略	6
风险因素	6

插图目录

图 1：2018 年 1 月-2019 年 2 月特斯拉不同车型销量（辆）	2
图 2：2017 年-2019 年特斯拉 Model 3 后驱版和四驱版的周度 VIN 注册量（单位：千辆）	2
图 3：美国新能源车企所享受的消费者税收减免的进程表	2
图 4：美国市场特斯拉不同车型价格汇总	3
图 5：中国市场特斯拉不同车型价格汇总	3
图 6：2014-2018 年特斯拉经营活动现金流和投资活动现金流（单位：亿美元）	4
图 7：2014-2018 特斯拉现金及现金等价物（亿美元）和即期+其他流动负债（亿美元）	4
图 8：2015-2018 年特斯拉平均单车承担的折旧摊销（单位：万美元）	5
图 9：2018 年 1 月-12 月美国 B 级豪华车市场销量（单位：辆）	5

表格目录

表 1：北美区特斯拉 Model 3 价格调整表（美元）	1
表 2：中国区特斯拉主要车型价格调整表（元）	1
表 3：特斯拉供应链相关上市公司盈利预测	6

■ 特斯拉价格调整有多剧烈？

美国时间 2 月 28 日，Elon Musk 宣布对特斯拉售价进行大幅调整，并宣布了若干新的销售政策：

- (1) 正式推出 3.5 万美元和 3.7 万美元的基础版 Model 3；
- (2) 全系车型大降价，北美地区 Model 3 降价 4.8%-12.2%，中国地区 Model 3 降价 6.0%-8.8%，Model X 单价降幅最大达 29%；
- (3) 宣布将大规模关闭在美国的门店，北美交易将全部在线上完成，并承诺消费者可以 7 天无理由退车；
- (4) Enhanced Autopilot 价格由 5000 美元调整为 3000 美元，并增加一个全自动驾驶选装包，售价为 8000 美元。

表 1：北美区特斯拉 Model 3 价格调整表（美元）

Tesla Model 3 价格调整（北美区）				
车型	调整前售价	调整后售价	降幅	降幅比例
Model 3 基础版	NA	35,000		新增版本
Model 3 基础 PLUS 版	NA	37,000		新增版本
Model 3 中续航版	42,900	40,000	2,900	6.76%
Model 3 高续航后驱版	49,000	43,000	6,000	12.24%
Model 3 高续航全驱版	49,900	47,000	2,900	5.81%
Model 3 高性能版	60,900	58,000	2,900	4.76%

资料来源：Tesla 官网，中信证券研究部

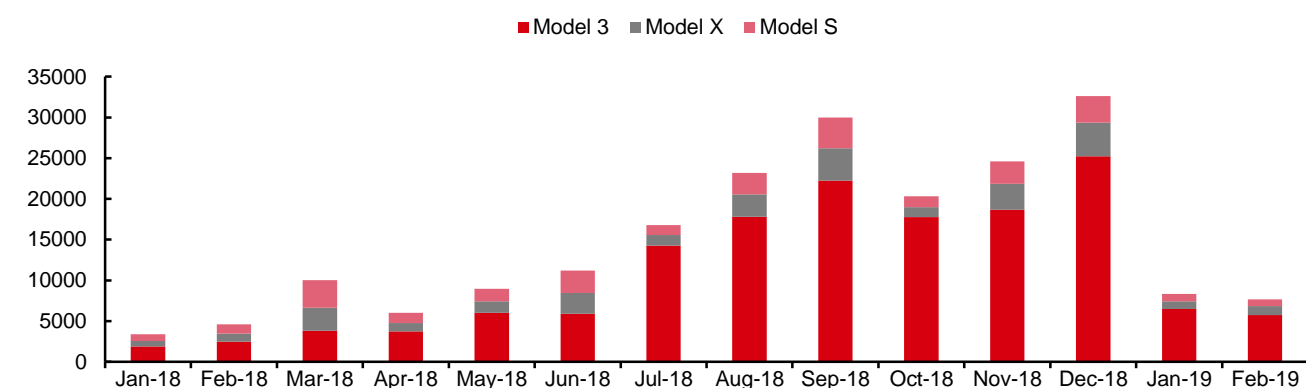
表 2：中国区特斯拉主要车型价格调整表（元）

Tesla 价格调整（中国区）				
车型	调整前售价	调整后售价	降幅	降幅比例
Model S 75D	742,300	731,000	11,300	1.52%
Model S 100D	846,900	768,000	78,900	9.32%
Model S P100D	1,091,000	813,500	277,500	25.44%
Model X 100D	952,500	778,200	174,300	18.30%
Model X P100D	1,189,300	848,200	341,100	28.68%
Model 3 后驱版	433,000	407,000	26,000	6.00%
Model 3 长续航四驱版	499,000	455,000	44,000	8.82%
Model 3 高性能四驱版	560,000	516,000	44,000	7.86%

资料来源：Tesla 官网，中信证券研究部

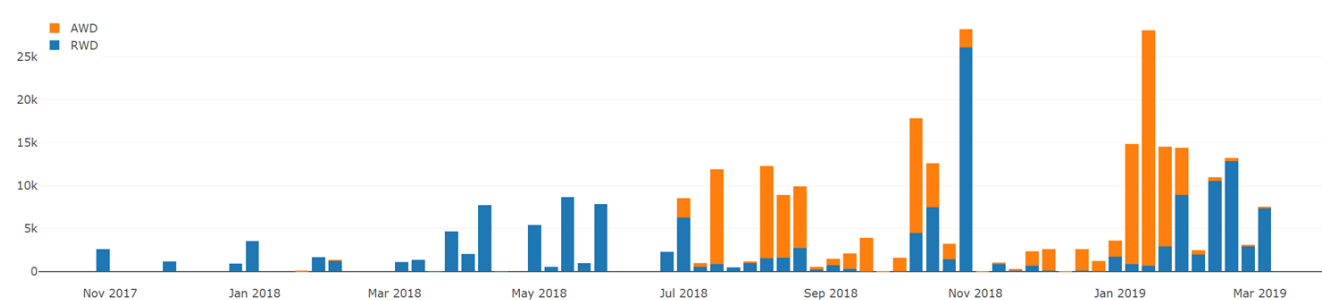
2019 年 1 月 1 日起，特斯拉消费者购买特斯拉车型所获得的税收减免由 7500 美元下降至 3750 美元，补贴的下降对特斯拉 Model 3 的终端销量产生了一定程度的影响：Model 3 的销量由 2018 年 12 月的 2.52 万辆下降至 2019 年 1 月的 6500 辆和 2 月的 5750 辆，且交付车型中价格较低的后驱版比例进一步提升，全驱版订单交付高峰已过。我们认为，此次降价优惠将一定程度上弥补补贴下降带来的劣势，促进 Model 3 的销量上升。

图 1：2018 年 1 月-2019 年 2 月特斯拉不同车型销量（辆）



资料来源：INSIDEEVS，中信证券研究部

图 2：2017 年-2019 年特斯拉 Model 3 后驱版和四驱版的周度 VIN 注册量（单位：千辆）



资料来源：USVINDATA，中信证券研究部 注：该数据产生的时间点为 VIN 注册的时间点，和销售数据实际有一定时间差

图 3：美国新能源车企所享受的消费者税收减免的进程表

资料来源：INSIDEEVS

■ 特斯拉在中国的售价比美国高了多少？

目前美国消费者购买特斯拉的价格仍有很强竞争力。考虑到美国消费者在 Q2 前购买特斯拉可以获得 0.375 万美元（联邦税）、0.2 万美元（州税）的个人税收抵免优惠，美国消费者实际购买 Model 3 的成本按配置由低到高分别为 3.5/3.7/4.0/4.3/4.7/5.8 万美元，以最新汇率折算为人民币 22.2/23.4/25.9/28.1/31.0/39.0 万元人民币。

图 4：美国市场特斯拉不同车型价格汇总

车型	Model S			Model X		Model 3					
	75D	100D	P100D	Long Range	Performance	基础	基础+	中续航后驱	长续航后驱	长续航全驱	长续航全驱运动
美国价格(万\$)	7.90	8.30	9.90	8.80	10.40	3.50	3.70	4.00	4.30	4.70	5.80
联邦税收抵免(万\$)	0.375										
州税收抵免(万\$)	0.25										
消费税 (以加州为例)	0.731	0.768	0.916	0.814	0.962	0.324	0.342	0.370	0.398	0.435	0.537
税费	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
1、美国消费者支出(万\$)(计算税收抵免)	8.13	8.56	10.31	9.11	10.86	3.32	3.54	3.87	4.19	4.63	5.83
对应人民币计价(万元)	54.4	57.3	69.0	61.0	72.7	22.2	23.7	25.9	28.1	31.0	39.0
2、美国销售厂商收入(万\$)	7.9	8.3	9.9	8.8	10.4	3.5	3.7	4	4.3	4.7	5.8
对应人民币计价(万元)	52.9	55.6	66.3	58.9	69.6	23.4	24.8	26.8	28.8	31.5	38.8
3、美国消费者支出(万\$)(不计算税收抵免)	8.75	9.19	10.94	9.73	11.48	3.94	4.16	4.49	4.82	5.25	6.46
对应人民币计价(万元)	58.6	61.5	73.2	65.2	76.9	26.4	27.9	30.1	32.3	35.2	43.2

资料来源：特斯拉官网，中信证券研究部 注：（1）美国官网价格宣传有一个噱头为较燃油车"gasoline savings"，Model S/X/3 分别为 0.55/0.53/0.43 万美元，我们在此忽略；（2）美国购车消费税在各州、各市有差异，取加州的 9.25%做计算；（3）特斯拉车主的联邦税收抵免在 2019 年以前为 0.75 万美元，2019Q1、Q2 减半为 0.375 万美元，2019Q3、Q4 继续减半为 0.1875 万美元，2020 年后完全退出，假设所有消费者均可以享受税收抵免；（4）州补贴取平均为 0.25 万\$，但享受州补贴后不能再贴 "Access OK" 标签走 "Carpool"（拼车专用道），假设消费者选择补贴而放弃路权。

当前中国官网报价基本合理，性能版车型甚至有较大折价。按下面 3 个公式作计算：

- ① 报关价 = [美国报价+运输费用]×美元兑人民币汇率
- ② 进口理论价格 = 报关价×（1+关税税率）÷（1-消费税率）×（1+增值税率）×（1+购置税率）
- ③ 中国市场实际支付价格 = 实际官网报价 × （1+购置税） 特斯拉购置税 = 8.5%

未引进中国的三款基础版 Model 3 理论进口中国后报价为 37.4/39.4/42.3 万元；已经引进的三款高配 Model 3 理论报价为 45.2/49.1/59.7 万元人民币，分别折价 2.2%，溢价 0.7%和折价 6.2%。按此推算，国产后的 Model 3 基础版价格有望低至约 30 万。相比之下：Model S 和 Model X 的普通版的基本平价，而性能版的折价 11%。

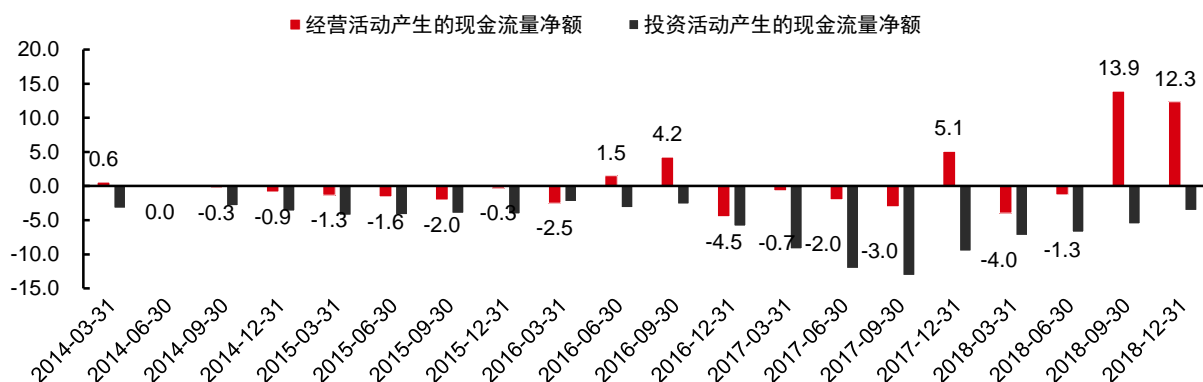
图 5：中国市场特斯拉不同车型价格汇总

资料来源：特斯拉官网，中信证券研究部

■ 特斯拉降价的核心目的是什么？

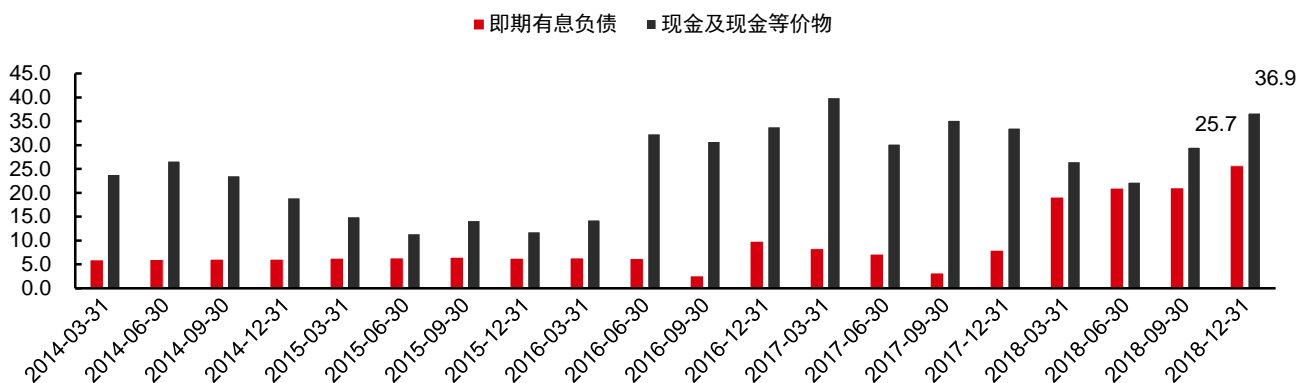
特斯拉降价的核心还是需要销量，因为有销量才能保证持续的现金流。随着 Model 3 的大规模量产和集中交付，特斯拉的经营活动现金流已经大幅改善。但从现金储备的角度来看，2018 年报显示特斯拉拥有现金及现金等价物 36.9 亿美元，考虑到 3 月 1 日公司偿还了到期的 10 亿美元债务，因此公司当前的现金储备可能低于 30 亿美元。考虑到公司 2018 年年底的即期有息负债为 25.7 亿美元，以及公司在上海工厂仍将有大规模资本开支，因此当前特斯拉的核心还是需要增加销量来保证公司持续运营的现金流。

图 6：2014-2018 年特斯拉经营活动现金流和投资活动现金流（单位：亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

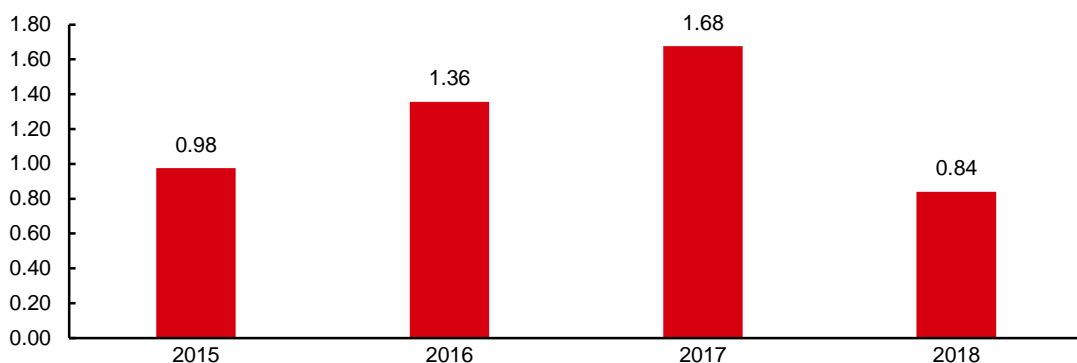
图 7：2014-2018 特斯拉现金及现金等价物（亿美元）和即期+其他流动负债（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

降价在短期内带来较大的盈利压力，对有利于现金流。但是由于特斯拉的固定资产折旧相对大，历史上的大额资本开支可看做是沉没成本，虽然影响当期损益，但是实际上并不影响现金流。从单车所承担的平均折旧来看，2015-2018 年，特斯拉的单车平均承担的折旧为 0.98 万、1.36 万、1.68 万和 0.84 万美元，2018 年的平均折旧已经明显降低，但 2018 年 20.6 亿美元的折旧摊销相对于营业收入来说，仍占据较高的比例（9.6%）。

图 8：2015-2018 年特斯拉平均单车承担的折旧摊销（单位：万美元）

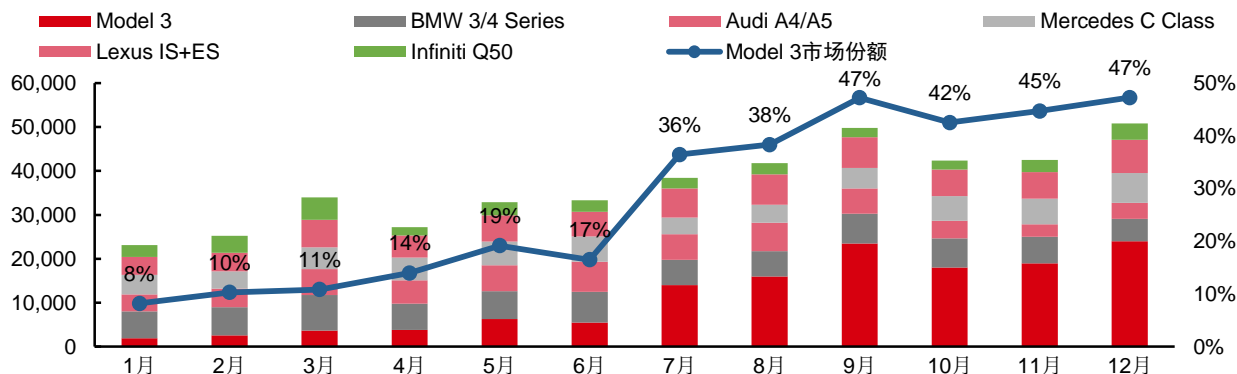


资料来源：特斯拉官网，中信证券研究部

■ 降价对竞争对手的影响如何？

特斯拉降价对于豪华品牌特别是 BBA（奔驰宝马奥迪）的冲击会比较大。以 Model 3 所在的 B 级轿车市场为例，自 2018 年 9 月起，Model 3 在美国主流 B 级豪车的市场份额已经达到了 40%+以上，在 12 月更是达到了 47%。当前 Model 3 的价格的进一步下探，特别是基础版 Model 3 的推出对 BBA 的压力进一步加大。同时，奔驰 EQC、宝马 ix3 和奥迪 e-tron SUV（MEB）等豪华品牌的首款纯电动 B 级车预计在 2020 年才集中推出，Model3 的热销不仅在前期掠夺了大量潜在客户，也直接对传统德系豪华品牌纯电车型的定价也形成巨大的压力。

图 9：2018 年 1 月-12 月美国 B 级豪华车市场销量（单位：辆）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

对于自主品牌（比亚迪、上汽荣威等）实际影响逊于对 BBA 的影响：目前主流自主品牌车型比亚迪唐、上汽 Marvel X 的主流售价为 25-27 万元，中低档电动车价格低至 20 万元以下，并不在 Model 3 直接对标的区间；但是蔚来 ES6 和 ES8 将会是自主品牌中受冲击最大的车型。考虑特斯拉国产后，Model3 的售价有望下探至 30-40 万元的区间，所以对于比亚迪、上汽 2020 年后的电动车产品仍形成一定压力，预计未来自主品牌新能源的核心产品价格带应该在 15-20 万元。

■ 降价对供应链的影响如何？

对于供应链而言，主机厂降价后市场的第一反应是零部件也被整车厂年降，但是我们从之前的供应链调研，特斯拉不同于一般汽车采购的“每年年降”模式，相当一部分零部件采用了“三年锁价”。一般车企通过每年降低一定采购价格百分比的方式控制供应商赚取的“溢价”，控制零部件供应商获得合理的利润水平，方式包括梯度报价或者后期谈判等。此外，在协议价中还会约定原材料基价（比如：伦敦交易所金属价格作为钢铝材料采购基准），当基价波动超过某个比例时（比如 $\pm 5\%$ ），车企通过调价消除供应商原材料价格风险。所以，短期特斯拉销量的增长其实对于供应链是长期利好：（1）销量增长直接贡献边际盈利的增加；（2）有利于供应链摊销前期投入，为后续上海工厂进一步降低成本提供可能。

■ 投资策略

我们认为，特斯拉的降价对整个行业影响比较深远：（1）对于消费端，可以提振北美市场受补贴下降导致的需求疲软，将进一步释放 4 万美元以下的用户需求，在中国市场的降价将进一步增强中国市场的销量；（2）对于公司盈利能力，短期的降价将造成较大压力（3）公司 2018 年的折旧摊销总计 20.6 亿美元，该部分作为沉没成本其实并不影响现金流，考虑特斯拉当前对现金流仍有较大需求（即期有息负债+上海工厂资本开支），Model 3 热销带来的现金流将对公司长期发展提供长期保障；（4）对于行业而言，BBA 受到的冲击会进一步加大，特斯拉降价也可类比鲶鱼效应，会进一步加速行业的电动化、智能化进程；（5）对于特斯拉供应链而言，受益于特斯拉的锁价协议，估计短期会明显受益于销量提升带来盈利弹性，建议重点关注特斯拉供应链的公司：旭升股份、三花智控、宏发股份、拓普集团等。

表 3：特斯拉供应链相关上市公司盈利预测

分类	零部件	代码	公司	收盘价	市值	EPS			净利润(亿元)			PE			PB	评级
				元	亿元	18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E	(LF)	
车身	NVH	601689.SH	拓普集团	17.6	136	1.06	1.07	1.19	7.69	7.77	8.67	16.6	16.4	14.7	1.5	买入
外饰	铝压铸件	603305.SH	旭升股份	34.1	136	0.84	1.11	1.45	3.4	4.4	5.8	32	25	19	8.1	未评级
热管理	热管理+空调(阀、泵)	002050.SZ	三花智控	14.7	313	0.64	0.75	0.88	14	16	19	21	18	15	3.4	买入
电子	继电器	600885.SH	宏发股份	25.6	192	0.96	1.19	1.46	7.2	8.8	11	26	21	17	4.2	买入
电子	胎压监测	603197.SH	保隆科技	22.8	39	1.00	1.27	1.49	1.7	2.1	2.5	19	15	13	2.3	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：旭升股份盈利预测来自 Wind 一致预期

■ 风险因素

特斯拉销量不达预期；零部件“三年锁价”策略发生变化；电动车行业竞争加剧导致特斯拉市场份额下滑；中美贸易摩擦升温导致汽车关税上升；临港工厂建设不达预期。

■ 相关研究

汽车行业重大事项点评—行动计划发布，智能汽车加速	(2019-01-02)
车闻天下第 131 期—电动车技术皇冠上的明珠：IGBT	(2018-12-17)
汽车行业重大事项点评—美产车关税降低，关注进口车板块	(2018-12-17)
汽车行业专题研究报告—特斯拉供应链的 5 个特征	(2018-12-12)
汽车行业 11 月销量点评—传统降幅扩大，电动再创新高	(2018-12-12)
银轮股份（002126）重大事项点评—液冷板供应吉利，新能源不断拓展	(2018-12-11)
汽车行业专题报告—国六渐近，影响几何？	(2018-12-10)
汽车行业专题研究报告—美产进口车五问五答	(2018-12-04)
重卡行业 11 月销量点评—11 月重卡销 8.6 万辆，超市场预期	(2018-12-04)
新能源汽车行业专题报告—全球动力电池配套格局将如何演变？	(2018-12-03)
汽车行业专题研究报告—非限购地区会买新能源汽车吗？	(2018-11-30)
比亚迪（002594，01211.HK）重大事项点评—唐 DM：销售含金量有多高	(2018-11-23)
2019 年制造产业投资策略—制造产业的三条投资主线（PPT）	(2018-11-13)
汽车行业 10 月销量点评—总量继续承压，电动进入旺季	(2018-11-12)
汽车行业热点聚焦—特斯拉都卖到哪儿了？	(2018-11-09)
制造产业 2019 年投资策略—制造业的三条投资主线	(2018-11-09)
新能源汽车产业 2019 年投资策略—从“总量”到“格局”	(2018-11-09)
中信证券汽车·车闻天下（第 128 期）—蔚来汽车都卖到哪儿了？	(2018-11-08)
汽车行业调研报告—特斯拉产业链专题：探秘中国工厂	(2018-11-06)
汽车行业 2018 年三季度业绩回顾及展望—传统承压，新兴向荣	(2018-11-05)
汽车行业重大事项点评—关于新能源汽车的一个思路 and 三点逻辑	(2018-11-05)
重卡行业重大事项点评—10 月环比上升，略超市场预期	(2018-11-02)
汽车行业重大事项点评—特斯拉产业链专题：月销三万意味着什么？	(2018-11-02)
中信证券汽车·车闻天下（第 126 期）—KKR 再度出手，新零部件巨头诞生	(2018-11-01)
汽车行业重大事项点评—中日关系回暖，日系能否逆袭	(2018-10-29)
汽车行业 9 月销量点评—总量降幅扩大，电动持续靓丽	(2018-10-15)
汽车行业专题报告—华晨宝马 25%股权变更引发的思考	(2018-10-15)
汽车行业重大事项点评—九月，全球车市真的崩了吗？	(2018-10-11)
汽车行业重大事项点评—美加墨新贸易协议的五问五答	(2018-10-10)
比亚迪（002594，01211.HK）深度跟踪报告—“智能”促升级，“开放”拓边界（PPT）	(2018-10-10)
重卡行业重大事项点评—9 月销量符合预期仍处高位，同比下滑主要基数原因预期之内	(2018-10-09)
新能源汽车产业链调研快报—智能电动趋势确立，车企加速进军蓝海	(2018-10-09)
汽车行业专题研究报告—表观涨估值，实际涨业绩	(2018-10-08)
新能源汽车专题报告—一文看懂北汽新能源	(2018-09-28)

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。	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。