



中信证券研究部

观点摘要



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001



宋韶灵
首席新能源汽车分析师
S1010518090002



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

据央视新闻讯，德国通过了 1300 亿欧元一揽子经济复苏计划，包括将延长纯电动汽车免税期，提升电动汽车联邦政府补贴，和追加充电设施、电动汽车、电池生产领域研发投入。我们认为，大众集团将显著受益于该经济复苏计划，利好大众全球供应链，重点推荐：均胜电子、精锻科技、华域汽车、福耀玻璃（A+H）、宁波华翔、德赛西威、科博达、星宇股份、敏实集团（H）等，关注：富奥股份、一汽富维、新坐标等。

■ **6月3日德国通过 1300 亿欧元一揽子经济复苏计划。**根据央视新闻讯，当地时间 6 月 3 日晚，德国大联合政府经过两天的审议，最终通过了规模达 1300 亿欧元的一揽子经济复苏计划，涉及儿童补铁、降税、扶持企业等救助措施。德国总理默克尔表示，这项经济复苏计划将覆盖 2020 年和 2021 年，其中的 1200 亿欧元由联邦层面承担。截至 6 月 5 日，德国自新冠疫情确诊病例超过 100 例（2 月 29 日）已 98 天，6 月 5 日当天国内新增确诊病例为 461 例，已连续 21 日低于 1000 例，疫情基本缓和，经济复苏亟待开启。

■ **德国车企将受益税收、补贴和投资政策。**德国经济受疫情冲击显著，根据德国联邦统计局公布数据，2020 年一季度，德国国内生产总值同比-2.3%，环比-2.2%，降幅为 2009 年以来最大值。5 月 28 日，德国智库 IFO 研究所发布报告称，2020 年第二季度德国经济可能会大幅下滑 12.4%，今年全年或萎缩 6.6%。根据德国联邦政府公告，经济复苏计划将降低国内增值税率，延长电动汽车车辆税免征时间，将电动汽车的联邦补贴提高一倍（涉及财政规划 22 亿欧元），支持汽车制造商和供应商投资新技术、新工艺和新设施（涉及财政规划 10 亿欧元），扩展充电基础设施建设，促进电动汽车和电池生产领域的研发（涉及财政规划 25 亿欧元）。

■ **大众集团受益显著，产业链有望快速恢复。**德国主要汽车厂商有大众、奔驰和宝马等，奔驰和宝马旗下主要为豪华品牌，受疫情影响相对较小；大众集团旗下西雅特、大众等品牌主要面对中低端消费群体，价格敏感性高，且受经济、疫情影响更大；此外，大众集团纯电动汽车战略规划上最为领先，因此大众品牌销售和电动战略推进预计都将显著受益于此项经济复苏计划。2019 年，大众品牌全球市占率为 16.2%，中国市占率为 19.2%，过去十年间持续提升；随着未来车型产品不断完善、MEB 和 PPE 平台电动车型不断推出，大众市场地位有望继续保持，供应链将持续受益。

■ **风险因素：**全球经济增速下行；大众集团全球销量不达预期；MEB 平台车型推出速度不及预期。

■ **投资建议：**德国推出经济复苏计划，预计大众集团显著受益；我们预计大众品牌销量、电动化战略推动将继续保持全球领先，供应链有望持续受益，建议关注供应链三类企业：1）与大众集团合作历史较长，已经全球深度配套的供应商，如：均胜电子、福耀玻璃（A+H）、宁波华翔、科博达、岱美股份、敏实集团（H）、中鼎股份、继峰股份等；2）大众集团在中国合资合作方的体系内零部件系统供应商，如：华域汽车、一汽富维、富奥股份等；3）主要国内配套大众品牌的供应商，如：精锻科技、德赛西威、星宇股份、新泉股份、豪能股份、新坐标等。

重点公司盈利预测表

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
均胜电子	21.19	0.76	0.68	0.89	28	31	24	买入
精锻科技	10.98	0.43	0.42	0.54	26	26	20	买入
华域汽车	20.12	2.05	1.50	1.79	10	13	11	买入
宁波华翔	15.94	1.57	1.44	1.79	10	11	9	买入
德赛西威	57.44	0.53	0.73	0.96	108	79	60	买入
岱美股份	29.61	1.56	1.53	1.83	19	19	16	买入
豪能股份	12.00	0.58	0.78	0.95	21	15	13	买入
新泉股份	21.62	0.62	0.81	1.01	35	27	21	买入
继峰股份	7.07	0.29	0.43	0.49	24	16	14	买入
敏实集团 (H)	19.41	1.47	1.32	1.44	13	15	13	买入
福耀玻璃 (A+H)	19.10	1.16	1.08	1.26	15	16	14	增持
科博达	59.47	1.19	1.20	1.55	50	50	38	增持
星宇股份	113.30	2.86	3.42	4.24	40	33	27	增持
新坐标	31.15	1.64	1.67	2.08	21	19	15	-
中鼎股份	7.90	0.50	0.52	0.70	18	15	11	-
富奥股份	11.2	1.06	1.27	1.53	11	9	7	-
一汽富维	6.17	0.51	0.6	0.69	12	10	9	-

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：(1)收盘价时间为 2020 年 6 月 5 日。(2)每股收益 EPS 除福耀玻璃以外，使用最新汇率折算为人民币表示；福耀玻璃股价单位为港元。(3)新坐标、中鼎股份、富奥股份、一汽富维的 EPS 和 PE 为 Wind 一致预期。

目录

德国疫情开始趋稳，出台经济复苏计划	4
税收补贴优惠，汽车企业受益	5
新冠疫情冲击显著，经济重启迫在眉睫	5
经济复苏计划中惠及汽车行业的政策	5
大众集团受益显著，产业链有望快速恢复	5
风险因素	7
投资建议	7
附录——国内大众产业链相关公司	9

插图目录

图 1：默克尔宣布一揽子经济复苏计划	4
图 2：德国主要汽车品牌	6
图 3：大众品牌全球销量和市占率情况（单位：辆）	6
图 4：2008 年至今国内大众品牌车型销量情况（单位：万辆）	7

表格目录

表 1：重点公司盈利预测表	8
表 2：A 股和 H 股大众产业链公司梳理	9

德国疫情开始趋稳，出台经济复苏计划

德国发布规模 1300 亿欧元的一揽子经济复苏计划。根据央视新闻讯，当地时间 6 月 3 日晚，德国大联合政府经过两天的审议，最终通过了规模达 1300 亿欧元的一揽子经济复苏计划，涉及儿童补铁、降税、扶持企业等救助措施。德国总理默克尔表示，这项经济复苏计划将覆盖 2020 年和 2021 年，其中的 1200 亿欧元由联邦层面承担。

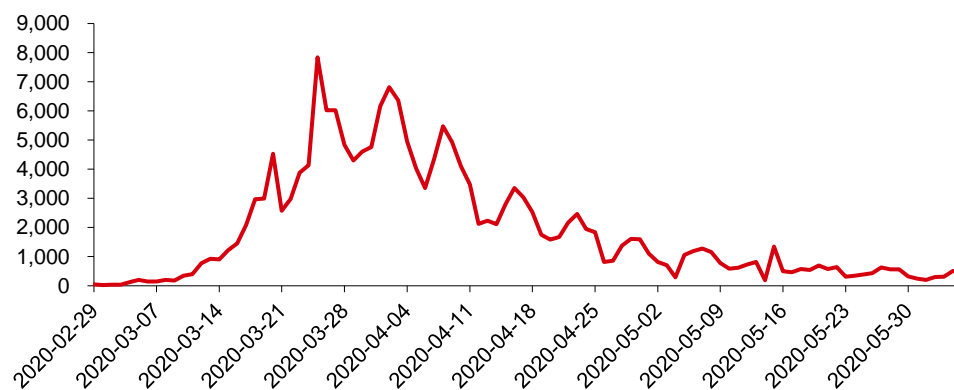
图 1：默克尔宣布一揽子经济复苏计划



资料来源：央视新闻

德国疫情显著缓和，单日确诊病例已降至 500 以下。5 月 4 日，德国国内已经开始逐步解封。截至 6 月 5 日，德国自新冠疫情日新增确诊病例超过 100 例（2 月 29 日）已 98 天，6 月 5 日当天德国国内新增确诊病例为 461 例，已连续 21 日低于 1000 例，疫情基本缓和。

图 2：德国单日新增确诊病例数



资料来源：WHO，中信证券研究部

■ 税收补贴优惠，汽车企业受益

新冠疫情冲击显著，经济重启迫在眉睫

受新冠疫情冲击，德国经济承压。根据德国联邦统计局公布数据，2020 年一季度，德国国内生产总值同比-2.3%，环比-2.2%，降幅为 2009 年以来最大值。5 月 28 日，德国智库 IFO 研究所发布报告称，2020 年第二季度德国经济可能会大幅下滑 12.4%，今年全年或萎缩 6.6%。此外，德国的失业率显著上升。据德国联邦劳工局 6 月 3 日发布的数据显示，疫情持续冲击德国劳动力市场，企业继续裁员并缩短大批雇员工作时间，经季节调整后，德国 5 月新增失业人数 23.8 万人，累计超过 280 万，当月失业率升至 6.3%。为了保障员工不流失或不失业，德国企业开始实施“短时工作制度”。截至 4 月底，德国登记进入“短时工作制度”的员工人数已超过 1010 万，远超 2008 年国际金融危机后的 330 万人。德新社报道，按照“短时工作制度”，国家资金先前覆盖劳动者 60%的工资，但德国政府 4 月 29 日通过方案，提高国家资金覆盖比例至 80%。

陆续推出刺激计划，推动经济复苏。为应对新冠疫情冲击，德国议会曾于 3 月 25 日批准了 1.1 万亿欧元的一揽子救助计划，包括为企业提供贷款担保和为卫生系统提供资金支持等。6 月 3 日新推出的经济刺激计划包括，降低国内增值税，向各地市政当局提供援助，推动电动汽车发展，追加 5G 网络、国家铁路投资，为总校企业提供过渡性融资，提供居民补贴和电费减免等。

经济复苏计划中惠及汽车行业的政策

降低增值税率至 2020 年 12 月 31 日。德国普通增值税率从 19%降至 16%，部分商品优惠税率从 7%降至 5%，有效期为 2020 年 7 月 1 日至 12 月 31 日。

电动汽车车辆税免征延长至 2030 年 12 月 31 日。对适用于纯电动汽车的十年免税期从 2025 年 12 月 31 日延长至 2030 年 12 月 31 日。

电动汽车的联邦补贴提高一倍。将对电动汽车的联邦补贴提高一倍，车企提供的补贴不变。例如，售价 4 万欧元以下的电动汽车，联邦政府的补贴从 3000 欧元增加到 6000 欧元，并于 2021 年 12 月 31 日前有效。对纯电动卡车 0.25%税率征收门槛从 4 万欧元提高至 6 万欧元。此项补贴约涉及财政规划 22 亿欧元。

支持汽车制造商和供应商投资新技术、新工艺和新设施。2020 和 2021 年将投资 10 亿欧元推动产业创新转型和新的创新集群产业研发。

扩展充电基础设施建设，促进电动汽车和电池生产领域的研发。投资 25 亿欧元建设现代化的安全的充电设施，促进电动汽车和电池生产领域的研发。

■ 大众集团受益显著，产业链有望快速恢复

大众集团受益显著，料将受到显著拉动。德国主要汽车厂商有大众、奔驰和宝马等，

旗下品牌包括保时捷、奥迪、大众、西雅特、mini、宝马、smart、奔驰等。根据 Marklines 数据，2019 年德国乘用车销量约为 361 万辆，约占全球乘用车销量的 5.7%；德国主要品牌乘用车全球销量约为 1368 万辆，约占全球乘用车销量的 21.7%。德国主要汽车厂商中，奔驰和宝马全系品牌中绝大部分为豪华车型，消费群体收入较高，受疫情冲击和经济下行影响相对较小；大众旗下品牌中西雅特、大众等品牌主要面对中低端消费群体，价格敏感性高，且受经济、疫情影响更大。此外，大众集团纯电动汽车战略规划上最为领先，计划 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，2028 年前生产电动车 2,200 万辆，MEB 纯电动平台已经投产，PPE 平台已在研发当中。我们认为，大众集团无论是在乘用车销售，还是在电动化战略投入上，将显著受益于德国推出的经济复苏计划。

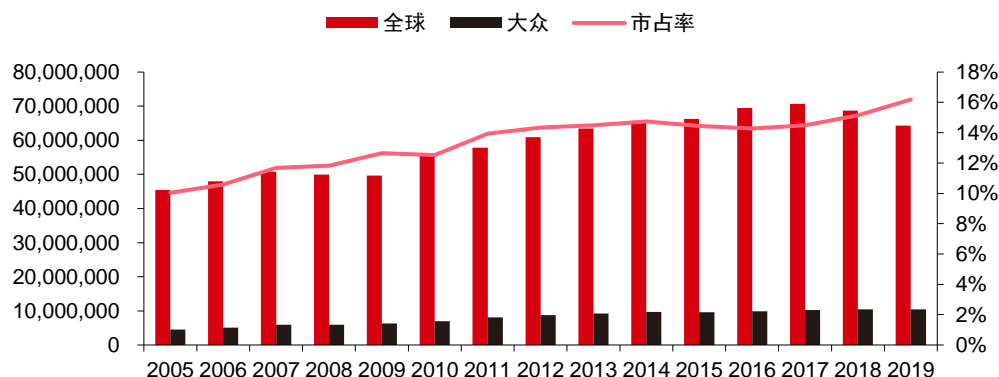
图 2：德国主要汽车品牌



资料来源：搜狐汽车，中信证券研究部

全球地位稳固，市占率逆势提升。2019 年，大众集团旗下汽车品牌合计销量为 1042 万辆，同比+0.2%；市占率为 16.2%，较去年提升 1.1pcts，且连续 6 年全球第一。在全球汽车销量近年逐渐下滑的情况下，大众集团近 4 年均保持销量增长，实现了逆势增长和市占率提升。在新冠疫情冲击之后，我们预计大众集团将继续保持强势的市场地位，且在经济复苏计划的拉动下，继续保持电动化升级上的技术和产品领先优势。

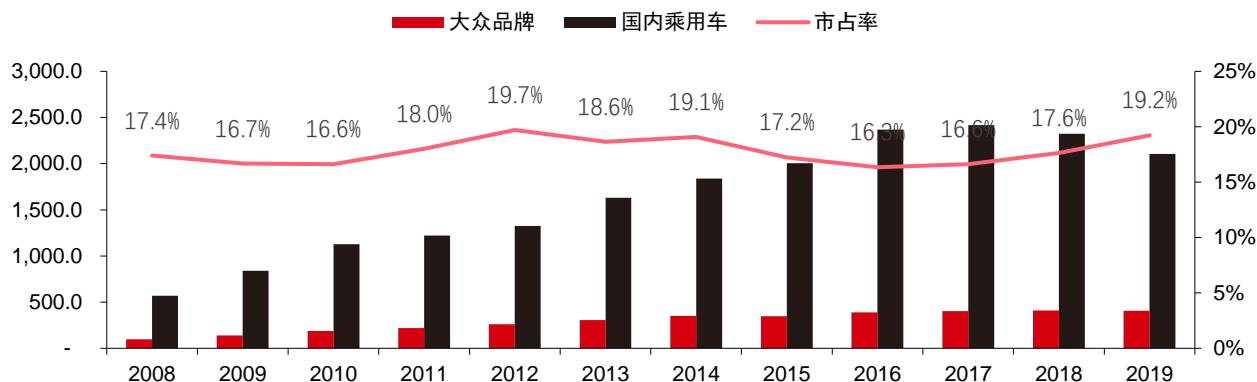
图 3：大众品牌全球销量和市占率情况（单位：辆）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

疫情之后快速恢复，继续引领中国市场。2019 年，国内大众品牌乘用车销量为 405 万辆，同比-1.3%，好于国内乘用车销量同比增速-9.5%，市占率提升至 19.2%，相较去年 +1.6pcts。2020 年 3 月和 4 月，国内乘用车销量为 102.1/150.0 万辆，环比+364%/+47%；国内大众品牌销量为 13.5/21.8 万辆，环比+501%/61%，恢复速度显著好于行业。未来，随着 2020 年下半年 MEB 车型陆续量产，2022 年上汽大众引入奥迪车型，大众集团在华市占率料将继续保持市场领先地位，供应链企业有望继续受益。

图 4：2008 年至今国内大众品牌车型销量情况（单位：万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

产品、技术领先，供应链核心企业持续受益。大众品牌无论是在车型产品，还是在未来的电动化布局上均处于全球领先地位，我们预计大众未来仍将保持领先的市占率，供应链企业将持续受益。国内大众供应链的核心企业主要分为三类：第一类是与大众集团合作历史较长，已经全球深度配套的供应商，如均胜电子、宁波华翔、敏实集团、福耀玻璃、科博达、岱美股份、中鼎股份和继峰股份等；第二类是大众集团在中国合资合作方的体系内零部件系统供应商，例如华域汽车、一汽富维、富奥股份等；第三类是国内与大众品牌建立深度配套合作关系的供应商，例如精锻科技、德赛西威、星宇股份、新泉股份、豪能股份和新坐标等。

■ 风险因素

全球经济增速下行；大众集团全球销量不达预期；MEB 平台车型推出速度不及预期。

■ 投资建议

德国出台经济复苏计划，大众集团显著受益。根据央视新闻讯，当地时间 6 月 3 日晚，德国大联合政府经过两天的审议，最终通过了规模达 1300 亿欧元的一揽子经济复苏计划，涉及儿童补铁、降税、扶持企业等救助措施。其中，德国政府将降低国内增值税率，延长电动汽车车辆税免征时间，将电动汽车的联邦补贴提高一倍（涉及财政规划 22 亿欧元），支持汽车制造商和供应商投资新技术、新工艺和新设施（涉及财政规划 10 亿欧元），扩展

充电基础设施建设，促进电动汽车和电池生产领域的研发（涉及财政规划 25 亿欧元）。我们预计大众集团无论是在销量，还是在电动化战略上，都显著受益于这项经济复苏计划。

大众产业链有望持续受益，建议聚焦三类标的。大众品牌无论是在车型产品，还是在未来的电动化布局上均处于全球领先地位，我们预计大众未来仍将保持领先的市占率，供应链企业将持续受益。国内大众供应链的核心企业主要分为三类：第一类是与大众集团合作历史较长，已经全球深度配套的供应商，如均胜电子、宁波华翔、敏实集团、福耀玻璃、科博达、岱美股份、中鼎股份和继峰股份等；第二类是大众集团在中国合资合作方的体系内零部件系统供应商，例如华域汽车、一汽富维、富奥股份等；第三类是国内与大众品牌建立深度配套合作关系的供应商，例如精锻科技、德赛西威、星宇股份、新泉股份、豪能股份和新坐标等。

表 1：重点公司盈利预测表

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
均胜电子	21.19	0.76	0.68	0.89	28	31	24	买入
精锻科技	10.98	0.43	0.42	0.54	26	26	20	买入
华域汽车	20.12	2.05	1.50	1.79	10	13	11	买入
宁波华翔	15.94	1.57	1.44	1.79	10	11	9	买入
德赛西威	57.44	0.53	0.73	0.96	108	79	60	买入
岱美股份	29.61	1.56	1.53	1.83	19	19	16	买入
豪能股份	12.00	0.58	0.78	0.94	21	15	13	买入
新泉股份	21.62	0.62	0.81	1.01	35	27	21	买入
继峰股份	7.07	0.29	0.43	0.49	24	16	14	买入
敏实集团 (H)	19.41	1.47	1.32	1.44	13	15	13	买入
福耀玻璃 (A+H)	19.10	1.16	1.08	1.26	15	16	14	增持
科博达	59.47	1.19	1.20	1.55	50	50	38	增持
星宇股份	113.30	2.86	3.42	4.24	40	33	27	增持
新坐标	31.15	1.64	1.67	2.08	21	19	15	-
中鼎股份	7.90	0.50	0.52	0.70	18	15	11	-
富奥股份	11.2	1.06	1.27	1.53	11	9	7	-
一汽富维	6.17	0.51	0.6	0.69	12	10	9	-

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：(1)收盘价时间为 2020 年 6 月 5 日。(2)每股收益 EPS 除福耀玻璃以外，使用最新汇率折算为人民币表示；福耀玻璃股价单位为港元。(3)新坐标、中鼎股份、富奥股份、一汽富维的 EPS 和 PE 为 Wind 一致预期。

■ 附录——国内大众产业链相关公司

表 2：A 股和 H 股大众产业链公司梳理

公司简称		配套产品	公司简称	配套产品	
1	科博达	汽车控制器	37	联明股份	汽车白车身总成
2	华域汽车	内外饰件、金属件、电驱动系统总成等	38	骆驼股份	铅酸电池
3	一汽富维	内外饰总成件、车灯系统	39	渤海汽车	汽油车活塞
4	富奥股份	底盘、逆变器和电动水泵等	40	贵航股份	贵航散热器
5	星宇股份	车灯系统	41		
6	宁波华翔	内外饰总成件、金属件	42	长春一东	东光离合器
7	德赛西威	车载信息娱乐系统	43	宁德时代	电池产品
8	均胜电子	汽车安全系统、汽车电子系统	44	威唐工业	冲压件
9	精锻科技	精锻齿轮、转子轴（电机轴）	45	鑫湖股份	涡轮壳
10	新坐标	气门传动组精密冷锻件（液压挺柱、滚轮摇臂）	46	隆盛科技	驱动电机马达铁芯
11	中鼎股份	减振底盘系统产品	47	富临精工	电磁驱动
12	耐世特	转向系统	48	鹏翎股份	冷却水管产品
13	敏实集团	外饰件、铝电池盒	49	双林股份	精密汽车注塑模具
14	福耀玻璃	汽车玻璃	50	钧达股份	汽车饰品
15	继峰股份	汽车座椅头枕、扶手	51	今飞凯达	改装车轮
16	爱柯迪	新能源汽车电驱、电控系统	52	光洋股份	轴承，离合器
17	新泉股份	内饰总成	53	万安科技	制动助力器
18	岱美股份	遮阳板	54	南方轴承	轴承，离合器
19	豪能股份	同步器、差速器	55	西泵股份	EA211 水泵
20	凌云股份	冷却管、金属件等	56	天汽模	覆盖件模具
21	保隆科技	排气系统管件、TPMS 等	57	金固股份	钢轮
22	华懋科技	气袋、安全带等	58	松芝股份	乘用车空调/冷凝器、蒸发器
23	文灿股份	变速箱壳体、离合器壳体、后纵梁、汽车压缩机壳体等	59	中原内配	气缸套
24	常熟汽饰	门板、仪表盘、内饰件	60	隆基机械	制动盘
25	京威股份	铝合金外饰件	61	新朋股份	汽车零部件开卷落料、大型覆盖件冲压、分总成焊接、小型金属零部件
26	金鸿顺	车身和底盘冲压零部件	62	亚太股份	制动器
27	合力科技	热冲压结构件	63	奥特佳	电动空调压缩机
28	天永智能	智能型自动化生产线	64	万丰奥威	汽车铝轮毂
29	朗博科技	电机轴油封、差速器油封	65	模塑科技	保险杠、门槛等汽车外装饰件
30	诺力股份	智慧物流服务	66	万向钱潮	轮毂轴承
31	日盈电子	汽车洗涤系统产品	67	浩物股份	发动机曲轴、售后服务
32	浙江仙通	汽车密封条	68	广东鸿图	注塑业务
33	腾龙股份	汽车空调管路等	69	旷达科技	座椅面套产品
34	凯众股份	底盘悬架系统特种减震元件和轻量化踏板总成	70	阿尔特	汽车设计
35	亚普股份	汽车塑料油箱总成	71	湘油泵	发动机泵类产品
36	北特科技	减振器活塞杆	72	泉峰汽车	传动零部件、引擎零部件等

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

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 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 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：本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

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。