

### 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

**比亚迪年初至今涨幅远弱于行业和大盘，我们认为，市场对公司的各项担忧反应较为充分，结合近期补贴政策有望靴子落地，预计公司一季报业绩高速增长，长期看，公司最有望希望打造自主品牌爆款新能源汽车，以及实现动力电池外供的价值重估，继续重点推荐。**

**为什么此时值得关注？**年初至今，比亚迪 A/H 累计涨幅分别为 13%/-2%，远低于沪深 300 (+26%) 和中信汽车指数 (+21%)。但公司新能源汽车销量持续高速增长，2019 年 1 月、2 月销量同比分别+291%、+73%，形成了鲜明的反差。市场对于公司的各项担忧反应较为充分，主要体现在：1) 补贴退坡对于销量和盈利的影响；2) 特斯拉车型降价的冲击；3) 动力电池外供进展缓慢。本篇报告，我们将主要针对以上三个问题进行详细分析，以发掘公司的投资机会。

**补贴退坡的影响有多大？**新能源汽车补贴加速退坡，预计 2021 年退出，后补贴时代的行业将通过降成本、终端提价、车型结构升级三个维度来迎接挑战。截至目前，2019 年的新能源车补贴政策尚未出台，市场普遍预期 2019 年补贴退坡或将在 50% 以上，预计短时间会冲击整个行业的盈利能力，但是考虑双积分政策实施，以及各车企产品投放，预计 2019 年新能源乘用车销量至少将超过 140 万辆。比亚迪车型周期强，具备产品竞争力，同时自身电池产能开始释放，成本优势明显，市场份额将继续呈现上升趋势。

**特斯拉的影响有多大？**近期，特斯拉全系车型降价，国内建厂加速。短期看，特斯拉全系降价，尤其 Model 3 上市，直接影响 BBA（奔驰、宝马、奥迪）、蔚来等售价在 40 万元左右的品牌，对于目前比亚迪在 15-25 万元的售价区间车型冲击较小，反而会带动全市场对电动车的认知和关注。中长期看，特斯拉国产化后，自主品牌新能源汽车售价主力区间将在 15 万元左右，对于成本控制提出更高要求，比亚迪是最有望希望打造自主品牌爆款新能源汽车的企业之一。

**动力电池外供格局会如何？**我们判断未来全球主流车企电池配套趋向多点供应，而随着电池技术的快速迭代，动力电池也将逐步变成标准品。基于对行业趋势的判断，我们认为比亚迪的电池外供将是必然趋势。目前公司动力电池进入东风配套并与长安合资建厂，外供已迈出实质进展，预计后续如果能够进入外资主流车企供应链，将带来公司价值的显著重估。

**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。

**盈利预测及估值：**考虑补贴政策未正式公布，我们暂维持 2019/20 年 EPS 预测 1.61/2.01 元，当前 A 股价格 55.39 元，对应 2019/20 年 34/28 倍 PE；H 股价格 49.14 港元，对应 19/20 年 31/24 倍 PE。公司全新电动车型加速投放，迎来全新车型周期。虽然短期盈利受行业补贴退坡影响，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持续提升市占率，享受行业增长红利，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        | 55.39 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 | 64.25/37.29 元 |
| 近 1 月绝对涨幅  | 7.20%         |
| 近 6 月绝对涨幅  | 23.61%        |
| 近 12 月绝对涨幅 | -13.48%       |

| 项目/年度        | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 103,470 | 105,915 | 130,055 | 168,930 | 196,263 |
| 增长率 YoY%     | 29.32%  | 2.36%   | 22.79%  | 25.88%  | 16.18%  |
| 净利润(百万元)     | 5,052   | 4,066   | 2,790   | 4,392   | 5,496   |
| 增长率 YoY%     | 78.94%  | -19.51% | -31.38% | 45.81%  | 25.22%  |
| 每股收益 EPS(元)  | 1.85    | 1.49    | 1.02    | 1.61    | 2.01    |
| 毛利率%         | 20.36%  | 19.01%  | 17.61%  | 17.32%  | 16.48%  |
| 净资产收益率 ROE%  | 9.86%   | 7.39%   | 5.22%   | 7.11%   | 8.23%   |
| 每股净资产 BPS(元) | 17.4    | 18.73   | 23.29   | 25.22   | 27.53   |
| P/E(A 股)     | 30      | 37      | 54      | 34      | 28      |
| P/B(A 股)     | 3.2     | 3.0     | 2.4     | 2.2     | 2.0     |
| P/E(H 股)     | 27      | 33      | 48      | 31      | 24      |
| P/B(H 股)     | 2.8     | 2.6     | 2.1     | 1.9     | 1.8     |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：(1)股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价 (2)2018 年的毛利率、ROE、BPS 数据为中信证券研究部预测，其余为公司业绩快报数

## 目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 为什么这个时间值得重视？ .....                        | 1  |
| 2019 年以来，比亚迪股价涨幅明显落后 .....                | 1  |
| 补贴退坡的影响有多大？ .....                         | 2  |
| 补贴退坡是大势所趋 .....                           | 2  |
| 补贴退坡后的应对：降成本、终端提价、车型结构升级三个维度 .....        | 4  |
| 若最终新能源乘用车补贴政策退坡幅度较大，则短期确实将冲击行业盈利能力 .....  | 5  |
| 从竞争格局看，补贴退坡后比亚迪市场份额将继续上升 .....            | 7  |
| 特斯拉的冲击影响有多大？ .....                        | 11 |
| 短期看，特斯拉的国产、降价主要冲击 BBA、蔚来等售价>40 万的车型 ..... | 11 |
| 长期看，如果国产特斯拉价格下探至 30 万元，对公司影响有限 .....      | 11 |
| 动力电池外供的格局会如何？ .....                       | 15 |
| 公司其它看点 .....                              | 18 |
| IGBT 产品迭代迅速，有望实现进口替代 .....                | 18 |
| 首创双向逆变充放电，充电技术服务领先行业 .....                | 19 |
| 风险因素 .....                                | 21 |
| 投资建议 .....                                | 21 |

## 插图目录

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2019 年初至今比亚迪股价涨幅明显落后 .....                                           | 1  |
| 图 2: 2019 年 1-2 月比亚迪新能源汽车销量高增长 (辆, %) .....                               | 1  |
| 图 3: 2019 年比亚迪计划推出多款新车型 .....                                             | 1  |
| 图 4: 比亚迪在新能源乘用车市占率 2018 年下半年以来持续环比提升 .....                                | 2  |
| 图 5: 比亚迪在 EV 乘用车市占率 2018 年下半年以来持续环比提升 .....                               | 2  |
| 图 6: 比亚迪 2018 年在 PHEV 市占率达 48% .....                                      | 2  |
| 图 7: 中国新能源 EV 乘用车补贴退坡历程, 2017 年幅度最大, 市场预期 2019 年将再次大幅退坡 .....             | 3  |
| 图 8: 美国市场报价——特斯拉 Model 3 已经和豪华车 (BBA) 平价, 低配标准版车型已经向下渗透中档车 (雅阁、凯美瑞) ..... | 3  |
| 图 9: 大众 MEB 平台 .....                                                      | 4  |
| 图 10: 大众 MEB 平台兼容圆柱、方形、软包电池 .....                                         | 4  |
| 图 11: 新能源乘用车产销及预测, 2030 年将达 1000 万辆, 渗透率 30% .....                        | 4  |
| 图 12: 补贴完全退出对乘用车影响 .....                                                  | 5  |
| 图 13: 乘用车毛利减少 99 亿元的拆解分析 .....                                            | 5  |
| 图 14: 三种假设情境下的乘用车毛利变化分析 .....                                             | 5  |
| 图 15: 比亚迪 EV 车型单车毛利在 2019 网传补贴退坡政策下的毛利变动 (元 EV360 已经推出 EV535 升级车型) .....  | 8  |
| 图 16: 比亚迪 PHEV 车型单车毛利在 2019 网传补贴退坡政策下的毛利变动 .....                          | 8  |
| 图 17: 比亚迪乘用车产能规划及产能利用率预期 (计算值) .....                                      | 10 |
| 图 18: 中国市场特斯拉不同车型价格汇总 .....                                               | 11 |
| 图 19: 全球主要整车企业动力电池配套情况演变历程 .....                                          | 16 |
| 图 20: 国内主要整车企业动力电池配套情况演变历程 .....                                          | 16 |
| 图 21: 德国 VDA 电芯尺寸标准 .....                                                 | 17 |
| 图 22: 2017 年全球动力电池出货量排行 (GWh) .....                                       | 17 |
| 图 23: 2018 年全球动力电池出货量排行 (GWh) .....                                       | 17 |
| 图 24: 比亚迪 IGBT 4.0 发布会——产品迭代升级 .....                                      | 18 |
| 图 25: 比亚迪 IGBT 4.0 发布会——比亚迪 IGBT 产业链 .....                                | 18 |
| 图 26: 比亚迪 IGBT4.0 的技术参数 .....                                             | 18 |
| 图 27: 比亚迪生产的碳化硅晶圆 .....                                                   | 18 |
| 图 28: 比亚迪充电站整体解决方案 .....                                                  | 19 |
| 图 29: 比亚迪双向逆变充放电驱动电机控制器 .....                                             | 19 |
| 图 30: 比亚迪双向逆变技术的三种应用场景 .....                                              | 20 |
| 图 31: 比亚迪充电桩智能化管理系统 .....                                                 | 20 |

## 表格目录

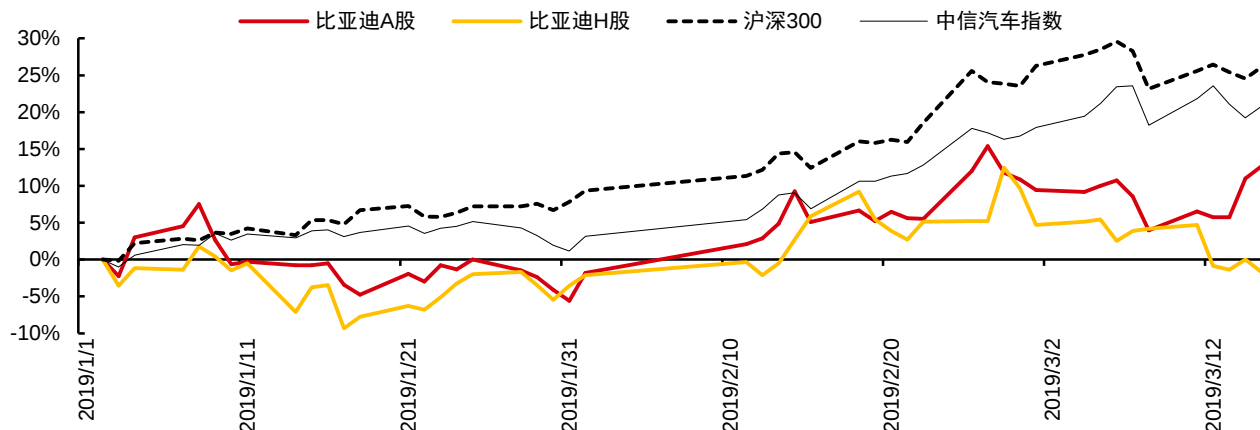
|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 表 1：关注度最高的网传“电车汇”版本 2019 年新能源补贴政策（真实性有待考证） ..... | 6  |
| 表 2：中国 2018-2019 年新能源车销量分企业的悲观情景预测（单位：万辆） .....  | 7  |
| 表 3：比亚迪唐 EV600 电池内供成本节约测算 .....                  | 9  |
| 表 4：比亚迪目前乘用车工厂分布与产能情况 .....                      | 9  |
| 表 5：比亚迪“规模效应”测算 .....                            | 10 |
| 表 6：中国 EV 乘用车分价格带竞争环境 .....                      | 12 |
| 表 7：中国 PHEV 乘用车分价格带竞争环境 .....                    | 12 |
| 表 8：目前 10-15 万元 EV 竞品分析 .....                    | 13 |
| 表 9：目前 15-20 万元 EV 竞品分析 .....                    | 13 |
| 表 10：目前 20-25 万元 EV 竞品分析 .....                   | 14 |
| 表 11：目前 10-15 万元 PHEV 竞品分析 .....                 | 14 |
| 表 12：目前 15-20 万元 PHEV 竞品分析 .....                 | 14 |
| 表 13：目前 20-25 万元 PHEV 竞品分析 .....                 | 15 |
| 表 14：目前 25-30 万元 PHEV 竞品分析 .....                 | 15 |
| 表 15：比亚迪盈利预测简表 .....                             | 21 |

## 为什么这个时间值得重视？

### 2019 年以来，比亚迪股价涨幅明显落后

股价表现低于预期，年初至今，比亚迪 A/H 股股价累计涨幅分别为+13%/-2%，远低于沪深 300 指数涨幅（+26%）和中信汽车指数涨幅（+21%）。

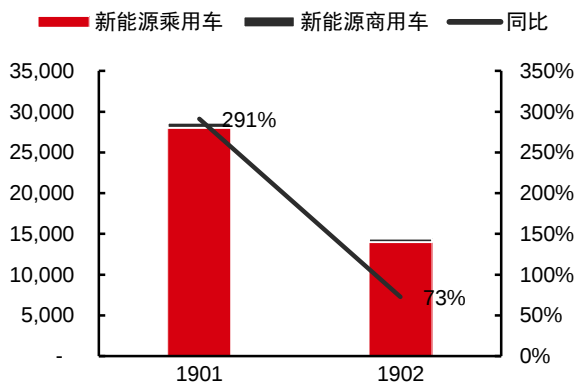
图 1：2019 年初至今比亚迪股价涨幅明显落后



资料来源：wind，中信证券研究部注：数据截至 3 月 15 日；为保证数据横向对比准确性，剔除港股 2 月 4 日和 8 日股价

**销量持续高增，新车型助力增长势头延续。**年初以来，比亚迪新能源汽车销量持续高增长，根据公司的产销快报数据，2019 年 1-2 月，公司新能源汽车分别销售 2.87/1.44 万辆，同比+291%/73%。2019 年，公司在原有车型改款升级的基础上，同时还将继续推出多款全新车型，预计升级或衍生车型包括：元 EV 535、秦 pro DM 50km 等，全新车型有：全新一代唐 EV 600、全新一代宋 pro 燃油/DM/EV、宋 MAX EV、A00 级车 e1 等。公司车型周期延续，随着新车继续投放，将助力公司电动销量保持增长势头。

图 2：2019 年 1-2 月比亚迪新能源汽车销量高增长（辆，%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

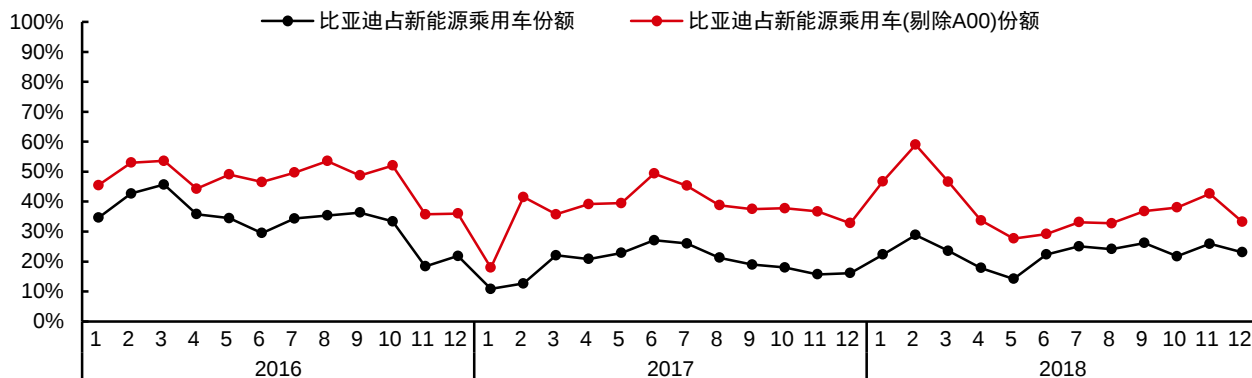
图 3：2019 年比亚迪计划推出多款新车型



资料来源：汽车之家

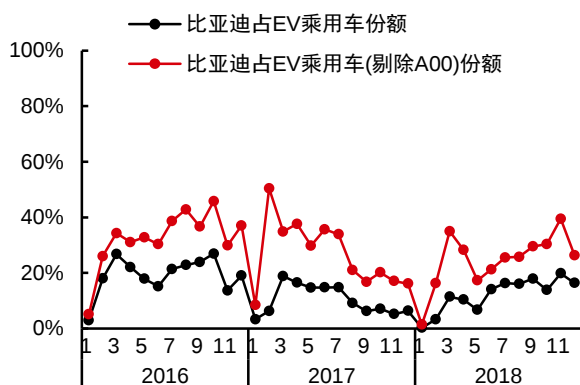
王朝系列新能源乘用车产品驱动公司市占率快速提升。2018 年比亚迪王朝系列新能源产品陆续上市，公司在 PHEV 市场市占率近 1/2 (48%)，在扣除 A00 级的 EV 市场市占率 28%，并在 2018 年 5 月以来持续由 20% 环比提升至 30%。

图 4：比亚迪在新能源乘用车市占率 2018 年下半年以来持续环比提升



资料来源：乘联会，中信证券研究部预测

图 5：比亚迪在 EV 乘用车市占率 2018 年下半年以来持续环比提升



资料来源：乘联会，中信证券研究部

图 6：比亚迪 2018 年在 PHEV 市占率达 48%



资料来源：乘联会，中信证券研究部

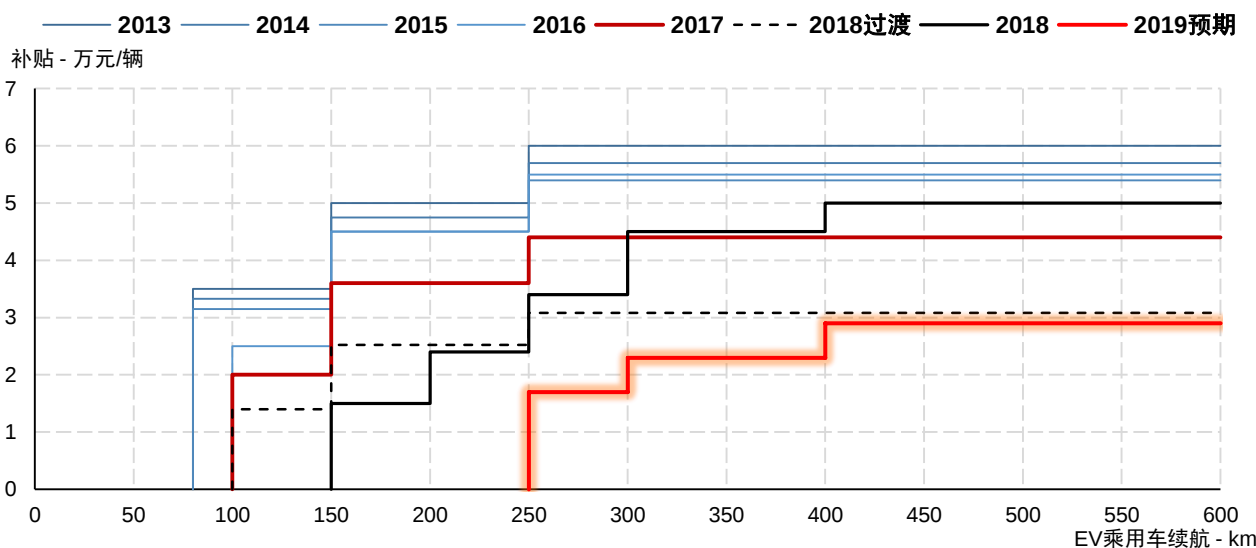
市场担忧已充分反映，公司一季度业绩大概率超预期。销量旺盛与股价涨幅落后于大盘主要系市场对于补贴政策退坡的担忧，以及特斯拉相继发布 Model 3 标准版以及 Model Y，市场担心随着特斯拉的国产化进程加快，国内新能源车企业将会受到较大的市场冲击。但是，我们认为市场的担忧目前已经充分反应到了股价之中，随着一季度公司业绩有望超预期增长以及补贴政策靴子落地，我们判断公司股价将进入新一轮上升通道。

## ■ 补贴退坡的影响有多大？

### 补贴退坡是大势所趋

预计 2019 年补贴退坡幅度高达 50%，2021 年完全退出。以 EV 乘用车为例，历史上 2017 年新能源补贴退坡幅度最大，主流车型退坡 20%。截至目前，2019 年的新能源车补贴政策尚未出台，市场预期 2019 年各 EV、PHEV 车型新能源补贴将进一步退坡约 50%。

图 7: 中国新能源 EV 乘用车补贴退坡历程, 2017 年幅度最大, 市场预期 2019 年将再次大幅退坡

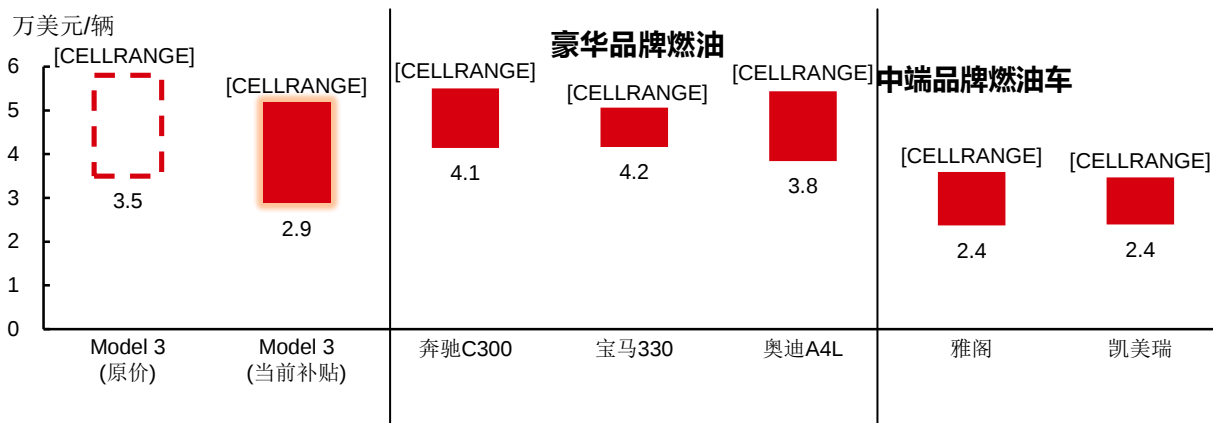


资料来源: 工信部, 财政部, 电车汇, 中信证券研究部 注: 2019 年预期的退坡政策根据目前关注度最高的“电车汇”网站版本绘制, 可能与 2019 年实际政策有差异

### ● 电动车行业大发展, 须做到和燃油车的“平价”(含使用成本)

**豪华品牌市场:** 特斯拉已经做到了与燃油车平价。2019 年 3 月 1 日, 特斯拉推出售价仅 3.5 万美元标准版 (低配) Model 3。实现了既在 4-6 万美元对标豪华品牌, 也在 3-4 万美元渗透中端品牌燃油车市场。

图 8: 美国市场报价——特斯拉 Model 3 已经和豪华车 (BBA) 平价, 低配标准版车型已经向下渗透中档车 (雅阁、凯美瑞)



资料来源: 特斯拉、BBA、本田、丰田在美国官网, 中信证券研究部

注: (1) 特斯拉 Model 3 价格不含 Autopilot, 目前按照自动驾驶能力级别, 额外选配分 0.3/0.8 万美元两档 (2) 2019 年 3 月起, 特斯拉 Model 3 推出标准版 3.5 万美元 (不含 autopilot), 价格带目前已被拓宽至于 3.5-5.8 万美元。(3) 当前价格带较宽, 高配车型对标 BBA 的 B 级入门豪华车, 而低配车型兼顾原本定位雅阁、凯美瑞等中端购车消费

**大众品牌市场:** VW 趋于平价, 大众 MEB 平台即将投产。大众在 NSF、MQB (eGolf), MLB 和 MSB 平台之外推出电动车专用平台 MEB, 在平台周期 2020-2028 年将有 50 款 EV、30 款 PHEV, 长期产能规划 640 万辆 (中国 65%, 波兰 35%)。中国 MEB 工厂将由佛山工厂改造 (一汽大众), 同时上海安亭工厂 (上汽大众) 也于 2018 年底奠基新建。电池成本有望降至 100 欧元/kWh (785 元/kWh) 以下, 同时在电池供应商选择上可兼容圆柱、方形和软包路线。

图 9：大众 MEB 平台

### 基于大众MEB电动车模块化平台打造



资料来源：易车号

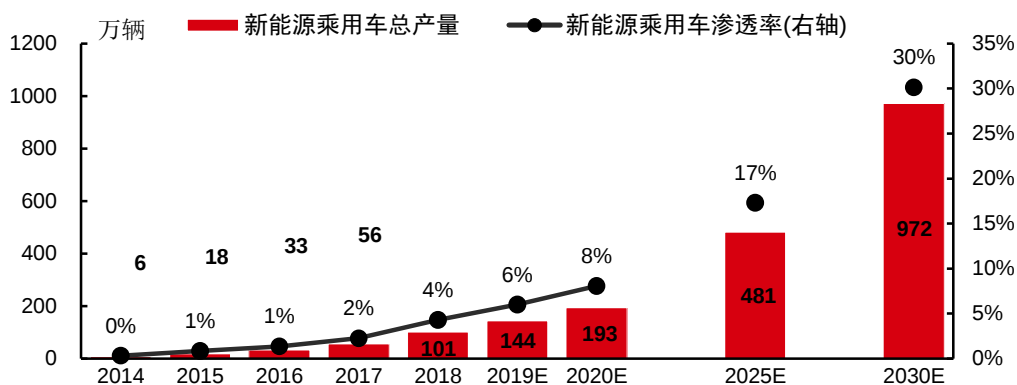
图 10：大众 MEB 平台兼容圆柱、方形、软包电池



资料来源：公司公告

预计 2025/2030 年新能源乘用车渗透率 17%/30%，对应 CAGR 21%，2030 年新能源乘用车销量将翻十倍至 1000 万辆。

图 11：新能源乘用车产销及预测，2030 年将达 1000 万辆，渗透率 30%



资料来源：乘联会，合格证，中信证券研究部预测

### 补贴退坡后的应对：降成本、终端提价、车型结构升级三个维度

整车毛利变动 = - 补贴退出额度 + 成本节约 + 终端提价。通过降成本、终端提价、车型结构升级，电动乘用车是有可能将蛋糕做大的。我们在前期报告中曾针对性研究“中国新能源乘用车市场”毛利规模受补贴退坡影响，并进行过定量测算，关键建设：

(1) 2017 年 A00/A0/A/B 级补贴有梯度，高端车型补贴更多。2021 年补贴完全退出。

(2) 2021 年较 2017 年，A00/A0/A/B 级 EV 乘用车终端涨价 2.3/2/1.5/1 万元，PHEV 乘用车涨价 0.5 万元，涨价幅度包含增值税。终端涨价的前提是乘用车单车带电量提高 9-18KWh (20%-45%区间)，车型升级。

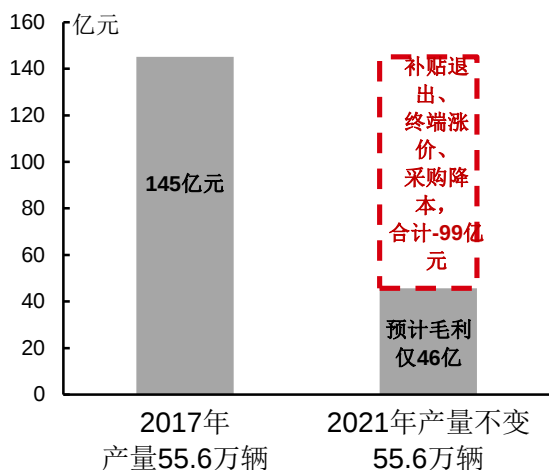
(3) 单台电机电控采购价格下降 15%，单位 GWh 电池采购价格下降 45%。除了机电控、电池外的其它原材料以及制造费用下降 5%。

(4)假定乘用车全部使用三元锂电池,税前价格由 2017 年的 1.75 元/Wh 降低至 2021 年的 0.97 元/Wh。

如果仅考虑补贴退出, 预计 2021 年乘用车行业毛利较 2017 年降低约 260 亿元。

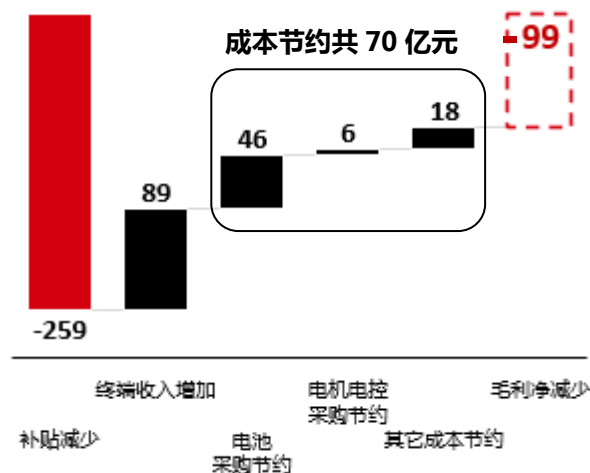
除了行业自身产销持续增长外, 通过生产降本、终端提价、车型结构升级, 仍能够将高行业总毛利由 145 亿元提高至约 360 亿元。

图 12: 补贴完全退出对乘用车影响



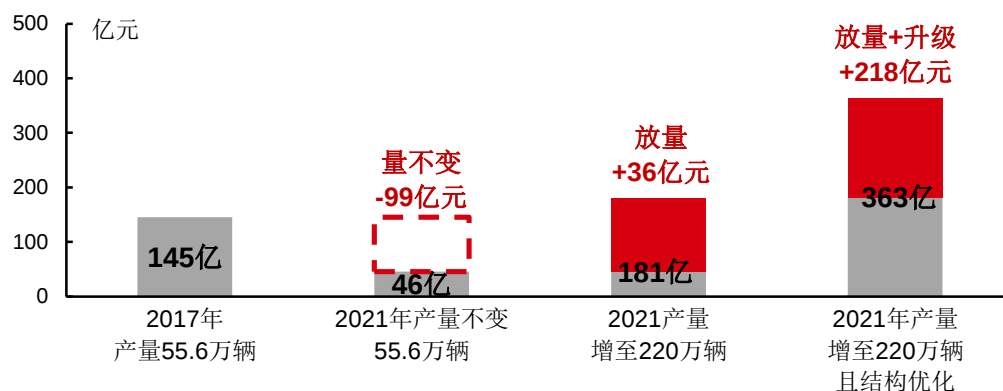
资料来源: 各环节公司公告, 中汽协, 节能网, 中信证券研究部测算。注: 假设 2021 年行业产量和乘用车结构都不改变

图 13: 乘用车毛利减少 99 亿元的拆解分析



资料来源: 各环节公司公告, 中汽协, 节能网, 中信证券研究部测算

图 14: 三种假设情境下的乘用车毛利变化分析



资料来源: 各环节公司公告, 中汽协, 节能网, 中信证券研究部测算

若最终新能源乘用车补贴政策退坡幅度较大, 则短期确实将冲击行业盈利能力

截至目前, 2019 年新能源车补贴政策尚未正式出台。但自 2018 年底以来, 网络上流传了多个新能源补贴新政版本。目前市场关注度最高的是“电车汇”版本(但真实性有待考证), 在一定程度上体现了市场的预期。按照该版本: (1) 与 2018 年相比, 纯电动车补贴续航门槛可能由 150km 提高至 300km, 而 300km 以上车型的退坡幅度均在 50% 以上。

纯电动车的第一个系数，电池系统能量密度门槛可能由 105wh/kg 提高至 120wh/kg，对应系数退坡可能为 0.2pct。纯电动车的第二个系数，百公里电耗门槛可能由 5%提高至 10%，获得 1.1 倍系数的要求也可能由 25%提高至 35%。（2）插电混动车型国家补贴可能由 2.2 万元进一步降低，对应低纯电续航里程车型的馈电状态能耗要求可能再提高 5%。（3）可能全面取消地方补贴。

表 1：关注度最高的网传“电车汇”版本 2019 年新能源补贴政策（真实性有待考证）

|                             | 续航里程/能量密度    | 补贴标准   |           |
|-----------------------------|--------------|--------|-----------|
|                             |              | 2018 年 | 2019 年网传版 |
| 度电补贴上限<br>(元/KWh)           |              | 1200   | 1000      |
| 1、单车补贴<br>(万元)              | 100-150km    |        |           |
|                             | 150-200km    | 1.5    |           |
|                             | 200-250km    | 2.4    |           |
|                             | 250-300km    | 3.4    | 1.7       |
|                             | 300-400km    | 4.5    | 2.3       |
|                             | ≥400km       | 5      | 2.9       |
| 2、系统能量密度<br>补贴倍数            | 90-105Wh/kg  |        |           |
|                             | 105-120Wh/kg | 0.6    |           |
|                             | 120-140Wh/kg | 1.0    | 0.8       |
|                             | 140-160Wh/kg | 1.1    | 0.9       |
|                             | ≥160Wh/kg    | 1.2    | 1.0       |
| 3、电耗系数<br>获 1.1 倍调整系数电耗优化比例 |              | ≥25%   | ≥35%      |

资料来源：电车汇。 注：这里仅展示网传版本，从侧面观察市场预期，但 2019 年实际政策可能与之有差异

从量的角度看，双积分驱动新能源乘用车企 2019 年大概率能保底产销 140 万辆。我们自下而上梳理并预测了各家企业的 2019 年产销量（基于各公司给出的销量规划作了适当调整），中性情况下新能源乘用车 2019 年产销预计达 152 万辆（同比+50%），所有新能源车产销预计达 176 万辆（同比+44%）。悲观情况下，预计新能源乘用车保底产销可达 140 万辆。

表 2：中国 2018-2019 年新能源车销量分企业的悲观情景预测（单位：万辆）

| 类型         | 车企       |      | 车型    | 2018 | 2019E   | 类型    | 车企   | 车型        | 2018  | 2019E |      |      |
|------------|----------|------|-------|------|---------|-------|------|-----------|-------|-------|------|------|
| 乘用车企       | 比亚迪      |      | EV    | 10.8 | 19.5    | 客车    | 宇通客车 | EV        | 2.2   | 2.5   |      |      |
|            |          |      | PHEV  | 10.4 | 17.7    |       |      | PHEV      | 0.18  | 0.19  |      |      |
|            |          |      | 小计    | 21.2 | 37.2    |       |      | 小计        | 2.4   | 2.7   |      |      |
|            | 北汽新能源    |      | EV    | 14.5 | 12.3    |       | 比亚迪  | EV        | 1.2   | 1.3   |      |      |
|            | 上汽集团     |      | 上汽乘用车 | EV   | 3.5     |       | 5.2  | 湖南中车      | EV    | 0.5   | 0.5  |      |
|            |          |      |       | PHEV | 6.8     |       | 9.6  |           | PHEV  | 0.03  | 0.03 |      |
|            |          |      | 上通五菱  | EV   | 2.9     |       | 8.0  |           | 小计    | 0.5   | 0.6  |      |
|            |          |      | 上汽大众  | PHEV | 1.4     |       | 4.0  | 中通客车      | EV    | 0.6   | 0.6  |      |
|            |          |      | 上汽大通  | EV   | 0.02    |       | 0.03 |           | PHEV  | 0.03  | 0.03 |      |
|            |          |      | 上汽通用  | EV   | 0.5     |       | 2.0  |           | 小计    | 0.6   | 0.7  |      |
|            |          |      |       | PHEV | 0.03    |       | 0.01 | 珠海银隆      | EV    | 0.7   | 0.7  |      |
|            |          |      | 小计    |      |         |       | 15.2 | 28.8      | 南京金龙  | EV    | 0.4  | 0.4  |
|            |          |      | 吉利集团  |      | 吉利（含帝豪） |       | EV   | 3.9       |       | 7.8   | PHEV | 0.00 |
|            | PHEV     | 0.1  |       |      |         |       | 0.1  | 小计        |       | 0.4   | 0.4  |      |
|            | 吉利博瑞     | PHEV |       |      | 1.1     |       | 1.8  | 厦门金龙      | EV    | 0.4   | 0.4  |      |
|            | 领克       | PHEV |       |      | 0.4     |       | 1.0  |           | PHEV  | 0.07  | 0.07 |      |
|            | 吉利知豆     | EV   |       |      | 1.1     |       | 1.1  |           | 小计    | 0.4   | 0.5  |      |
|            | 康迪       | EV   |       |      | 0.3     |       | 0.3  | 厦门金旅      | EV    | 0.4   | 0.4  |      |
|            | 沃尔沃      | PHEV |       |      | 0.2     |       | 0.4  |           | PHEV  | 0.06  | 0.07 |      |
|            | EV 小计    |      |       |      |         |       | 5.4  |           | 9.3   | 小计    | 0.4  | 0.4  |
|            | 小计       |      |       |      |         |       | 7.2  | 12.5      | 其他    | EV    | 2.8  | 2.8  |
|            | 广汽集团     |      | 广汽丰田  | EV   | 0.1     |       | 0.2  | PHEV      |       | 0.23  | 0.23 |      |
|            |          |      |       | PHEV | -       |       | 0.6  | FCV       |       | 0.07  | 0.13 |      |
|            |          |      | 广汽本田  | EV   | 0.0     |       | 0.1  | EV 客车小计   |       |       | 9.2  | 9.7  |
|            |          |      |       | PHEV | 0.0     |       | 0.1  | PHEV 客车小计 |       |       | 0.6  | 0.6  |
|            |          |      | 广汽菲克  | EV   | -       |       | -    | 客车小计      |       |       | 9.9  | 10.4 |
|            |          |      |       | PHEV | 0.0     |       | 0.0  | 专用车       | 东风汽车  | EV    | 1.4  | 1.7  |
|            |          |      | 广汽乘用车 | EV   | 0.9     |       | 1.8  |           | 奇瑞汽车  | EV    | 1.4  | 1.7  |
|            |          |      |       | PHEV | 1.1     |       | 1.8  |           | 新楚风汽车 | EV    | 0.5  | 0.6  |
|            |          |      | 小计    |      |         |       | 2.1  |           | 4.6   | 吉利汽车  | EV   | 0.4  |
|            | 长安汽车     |      | 长安汽车  | EV   | 3.3     |       | 5.0  |           | 江铃汽车  | EV    | 0.4  | 0.4  |
|            |          |      |       | PHEV | 0.2     |       | 0.4  |           | 北汽新能源 | EV    | 0.6  | 0.6  |
|            |          |      | 长安福特  | PHEV | 0.2     |       | 0.6  |           | 江淮汽车  | EV    | 0.4  | 0.4  |
|            |          |      |       | 小计   |         |       |      |           | 3.8   | 6.1   | 长安汽车 | EV   |
|            | 其他       |      | EV    | 33.3 | 38.4    |       | 瑞驰汽车 |           | EV    | 0.6   | 0.7  |      |
|            |          |      | PHEV  | 3.5  | 3.7     |       | 陕西通家 | EV        | 0.6   | 0.7   |      |      |
|            | EV 乘用车小计 |      |       |      | 75      |       | 102  | 其他        |       | 4.5   | 5.4  |      |
| PHEV 乘用车小计 |          |      |       | 26   | 42      | 专用车小计 |      | 11.4      | 13.4  |       |      |      |
| 乘用车小计      |          |      |       | 101  | 144     | 总计    |      |           | 122   | 168   |      |      |

资料来源：GGII，中信证券研究部预测。注：2019 年销量基于各上市公司公告规划，并在预计时做了一定修正

## 从竞争格局看，补贴退坡后比亚迪市场份额将继续上升

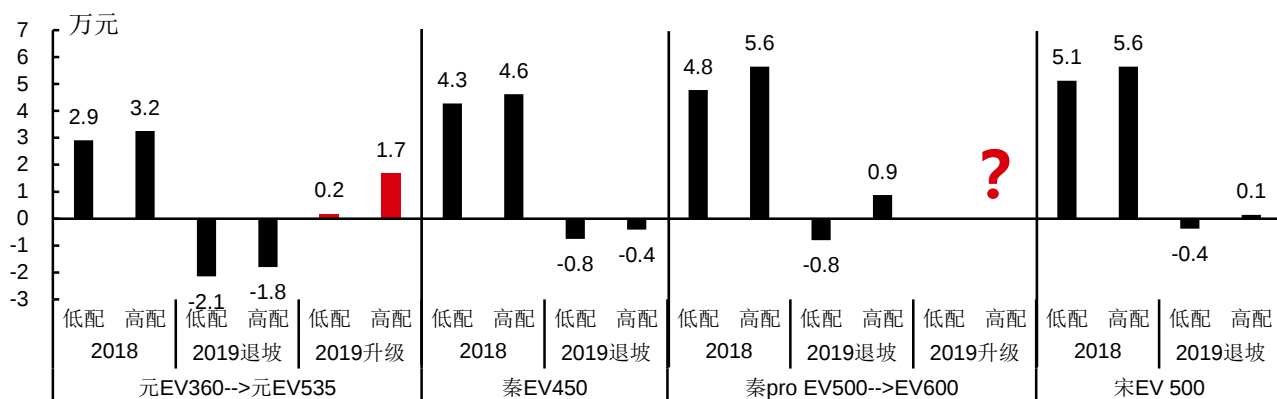
- 收入端：公司车型周期比较强，优质产品更容易提价

根据网传的 2019 年补贴退坡政策影响，我们定量测算 2018-2019 年比亚迪新能源 EV、PHEV 乘用车型的单车盈利变化：

EV 乘用车单车毛利降幅均在 5 万元左右，包括秦 EV450 (-5 万元)、秦 pro EV 500 (-4.8 至 -5.6 万元)、宋 EV500 (-5.5 万元)、e5 (-5.0 万元)、e6 (-3.8 万元)。

公司升级 EV 车型并结合终端提价，以对冲补贴退坡影响。比亚迪已在 2018 年元 EV360 的基础上推出元 EV535，工信部续航由 305km 提升至 410km，带电量由 42kwh 增至 53kwh，电机由低配 70kw 升级为 120kw。相应的终端售价由目前的 8-10 万元提高至预计 11-14 万元，带动单车毛利回升 2.3-3.4 万元。同时升级的还包括已经申报工信部目录的秦 pro EV600 车型，但终端售价暂未公布。

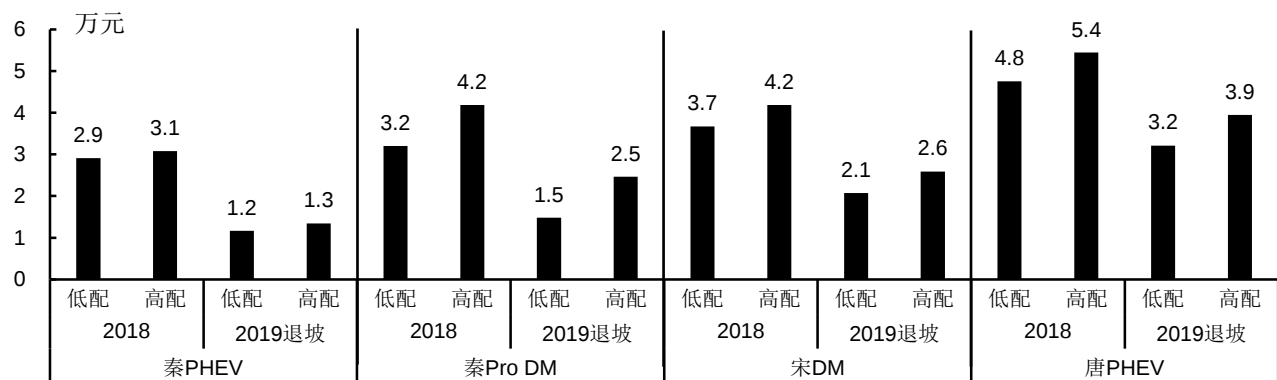
图 15: 比亚迪 EV 车型单车毛利在 2019 网传补贴退坡政策下的毛利变动 (元 EV360 已经推出 EV535 升级车型)



资料来源: Wind, 中信证券研究部测算。注: (1) 假设比亚迪各新能源车型 2018 年毛利率为 20% (2) 元 EV360、秦 pro EV500 已经推出升级车型, 预计 2019 年将主力销售后者 (3) 测算结果考虑了 2018-2019 年电池、电机的采购成本下降

PHEV 乘用车单车毛利降幅均在 1.5 万元左右，包括秦 PHEV (-1.7 万元，毛利率由 20% 降至 10%)、秦 pro DM (-1.7 万元，毛利率由 25% 降至 12%)、宋 DM (-1.6 万元，毛利率由 25% 降至 13%)、唐 DM (-1.5 万元，毛利率由 25% 降至 15%)。

图 16: 比亚迪 PHEV 车型单车毛利在 2019 网传补贴退坡政策下的毛利变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部测算。注: (1) 假设比亚迪各新能源车型 2018 年毛利率为 20% (2) 测算结果考虑了 2018-2019 年电池、电机的采购成本下降

● **成本端：公司电池内供，有供应链的优势**

以唐 EV600 车型为例，我们进行情景假设，假设其所带 83KWh 容量电芯的内部划转成本约 0.68 元/Wh, 而同类电芯外采平均成本约 0.90 元/Wh, 因此生产成本节约 1.8 万元，毛利率也相应提高近 6pcts。

表 3：比亚迪唐 EV600 电池内供成本节约测算

|                | 唐 EV600 成本构成 | 假设外采电池      |
|----------------|--------------|-------------|
| 车身外饰           | 2.5          | 2.5         |
| 底盘             | 1.8          | 1.8         |
| 内饰             | 1.9          | 1.9         |
| 电池电芯           | 5.6          | 7.4         |
| PACK           | 1.8          | 1.8         |
| 其它三电           | 5.4          | 5.4         |
| 汽车电子           | 0.3          | 0.3         |
| 智能             | 1.5          | 1.5         |
| 随车充电桩          | 0.17         | 0.17        |
| <b>单车物料成本</b>  | <b>21.0</b>  | <b>22.8</b> |
| 直接人工           | 1.7          | 1.7         |
| 制造费用           | 1.6          | 1.6         |
| <b>单车总成本</b>   | <b>24.3</b>  | <b>26.1</b> |
| <b>比亚迪单车收入</b> | <b>31.9</b>  | <b>31.9</b> |
| <b>毛利率</b>     | <b>24%</b>   | <b>18%</b>  |

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

注：（1）唐 EV600 的电池电芯为比亚迪内部划转，生产成本约为 0.68Wh/kw；而假设通过外采电池，均价 0.90 元/Wh （2）比亚迪单车收入 = (售价-经销商合理利润)/(1+16%)+补贴 = (28-0.3)/(1+16%)+8=31.9 万元

● **制造费用：现有产能规模效应释放，有望进一步降本增利**

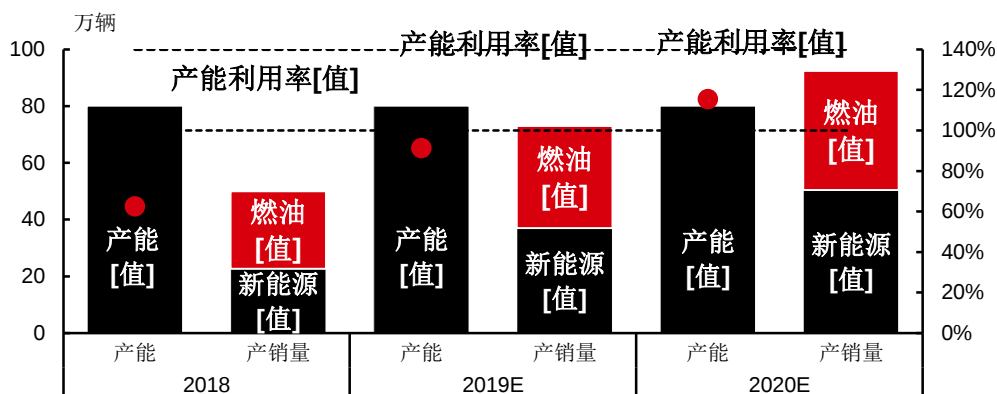
**销售高景气带动产能利用率提高。**目前比亚迪在深圳、长沙、西安布局了 80 万辆乘用车产能，2018 年销售 50 万辆乘用车对应产能利用率为 63%。同时我们预计 2019-2020 年公司乘用车销量分别为 73、92 万辆，对应产能利用率将依次提高至 91%、116%（乘用车产能可通过排班等方式实现超产），预计将大幅摊薄比亚迪乘用车制造费用。

表 4：比亚迪目前乘用车工厂分布与产能情况

| 工厂     |         | 产能(万辆/年) | 生产车型         | (预计)投产时间   |
|--------|---------|----------|--------------|------------|
| 深圳坪山总部 |         | 20       | 唐、e6 等       | 2003 年     |
| 长沙     | 智能工厂    | 10       | 元 EV、宋 MAX 等 | 2010 年起生产  |
|        | 智能工厂改扩建 | 20       |              | 2018 年启动   |
| 西安     | 高新一厂    | 30       | 秦、宋、F3 等     | 2005 年 9 月 |
|        | 草堂二厂    |          |              | 2014 年 9 月 |

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部整理

图 17: 比亚迪乘用车产能规划及产能利用率预期 (计算值)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 中信证券研究部预测

通过定量分析比亚迪收入、成本, 可以发现潜在“规模效应”有望使公司毛利率持平:

- (1) 根据当前年均 150 亿资本开支规模, 预测未来年新增 20 亿左右的固定成本;
- (2) 设补贴导致公司变动成本率由当 2017 年的 60% 逐渐上升至 2018-2020 年的 63%/66%/69%

可以看到 2018-2020 年虽然补贴退坡导致边际毛利率下降, 但由于固定成本摊薄明显, 占收入比重按 21%/19%/16%/15% 下降, 部分抵消了前者影响, 使公司到 2020 年毛利率仍可维持在 16-17%。

表 5: 比亚迪“规模效应”测算

|                   | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元)          | 800   | 1,035 | 1,059 | 1,301 | 1,689 | 1,963 |
| 1、固定成本+费用(亿元)     | 180   | 211   | 226   | 246   | 266   | 286   |
| 固定成本占收入%          | 23%   | 20%   | 21%   | 19%   | 16%   | 15%   |
| 2、变动成本(亿元)        | 485   | 613   | 632   | 815   | 1,109 | 1,348 |
| 变动成本占收入% - 即边际成本率 | 61%   | 59%   | 60%   | 63%   | 66%   | 69%   |
| 毛利(亿元)            | 135   | 211   | 201   | 240   | 314   | 329   |
| 毛利率               | 16.9% | 20.4% | 19.0% | 18.4% | 18.6% | 16.8% |

资料来源: Wind, 中信证券研究部

注: (1) “固定成本+费用”包括四项: “固定资产折旧”、“无形资产摊销”、“长期待摊费用摊销”、“支付给职工以及为职工支付的现金”

(2) 2018-2020 年收入与中信研究部盈利预测一致 (3) 毛利率为情景测算值, 与中信研究部盈利预测略有差异 (基本方向一致)

补贴退坡会是大势所趋, 如果每年退坡在 50% 的幅度, 对于全行业的盈利压力会比较大, 但是比亚迪凭借在成本端 (供应链)、产品端 (好产品周期) 的优势, 预计市场份额将持续提升。

## ■ 特斯拉的冲击影响有多大？

短期看，特斯拉的国产、降价主要冲击 BBA、蔚来等售价>40 万的车型

- 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 18：中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    |
| 运费+运输保险费(万\$)         | 0.36    |       |        |            |             |         |      |       |       |       |         |
| 汇率                    | 6.70    |       |        |            |             |         |      |       |       |       |         |
| 到岸价格(万元)              | 55.3    | 58.0  | 68.7   | 61.3       | 72.0        | 25.8    | 27.2 | 29.2  | 31.2  | 33.9  | 41.2    |
| 关税                    | 15%     |       |        |            |             |         |      |       |       |       |         |
| 购置税 (以Model 3为例)      | 8.5%    |       |        |            |             |         |      |       |       |       |         |
| 增值税                   | 16%     |       |        |            |             |         |      |       |       |       |         |
| 1、进口理论价格(万元)          | 80.1    | 84.0  | 99.5   | 88.8       | 104.3       | 37.4    | 39.4 | 42.3  | 45.2  | 49.1  | 59.7    |
| 2、实际中国官网报价(万元)(不含购置税) | 73.1    | 76.8  | 81.4   | 77.8       | 84.8        | 未推出     | 未推出  | 未推出   | 40.7  | 45.5  | 51.6    |
| 3、实际支付价(万元)(含购置税)     | 79.3    | 83.4  | 88.3   | 84.5       | 92.1        | 未推出     | 未推出  | 未推出   | 44.2  | 49.4  | 56.0    |
| 4、实际支付比进口理论价格高了多少？    | -0.9%   | -0.7% | -11.2% | -4.9%      | -11.7%      |         |      |       | -2.2% | 0.7%  | -6.2%   |

资料来源：特斯拉官网，中信证券研究部

长期看，如果国产特斯拉价格下探至 30 万元，对公司影响有限

- 如果国产特斯拉价格下探至 30 万元，预计自主品牌的主流电动车售价区间为 15-20 万元，比亚迪依然是最有望在这个价格段打造自主新能源爆款的企业。

比亚迪主力电动乘用车型分布在 15-25 万元“爆款潜力”价格带。元（10-15 万元）、秦（15-20 万元）、宋（20 万元）、唐（25-30 万元）从低到高分布广，并且规避了目前 EV 车型竞争激烈的 5-10 万元价格带。所处赛道是国产品牌有望继 5-10 万元家轿、10-15 万元 SUV 后打造的下一个电动爆款价格带。而这一逻辑也符合汽车消费升级趋势。

表 6：中国 EV 乘用车分价格带竞争环境

|                               |            | 1-5 万  | 5-10 万   | 10-15 万 | 15-20 万 | 20-25 万             | 25-30 万  | 30-40 万 | >40 万   |
|-------------------------------|------------|--------|----------|---------|---------|---------------------|----------|---------|---------|
| 竞争情况                          | 自主品牌车型个数   | 7      | 24       | 22      | 7       | 2                   | 2        | 2       |         |
|                               | 合资品牌车型个数   |        |          | 4       | 3       |                     |          |         | 2       |
|                               | 自主品牌销量(万辆) | 9      | 34       | 17      | 1.5     | 0.9                 | 1        | 1       |         |
|                               | 合资品牌销量(万辆) |        |          | 0.2     | 0.7     |                     |          |         | 0.7     |
|                               | 合计销量(万辆)   | 9      | 34       | 17      | 3       | 0.4                 | 1        | 1       | 0.7     |
|                               | CR1%       | 37%    | 27%      | 26%     | 49%     | 51%                 | 66%      | 87%     | 55%     |
|                               | CR3%       | 81%    | 50%      | 59%     | 90%     | 100%                | 100%     | 100%    | 100%    |
|                               | CR5%       | 98%    | 64%      | 69%     | 98%     |                     |          |         |         |
| 激烈判断                          |            | 温和     | 激烈       | 较温和     | 温和      | 温和                  | 温和       | 温和      | 温和      |
| 各价格段<br>TOP5<br>车型&销量<br>(万辆) | 排名第 1 车型   | E200   | EC220    | e5      | 秦 EV450 | 荣威 ERX5             | e6       | 蔚来 ES8  | Model X |
|                               |            | 3.3    | 9.2      | 4.6     | 1.1     | 0.4                 | 0.7      | 1.3     | 0.4     |
|                               | 排名第 2 车型   | QQ     | iEV6E    | 帝豪 EV   | 轩逸      | 宋 EV                | Marvel X | 腾势      | Model S |
|                               |            | 2.9    | 4.3      | 3.1     | 0.6     | 0.4                 | 0.3      | 0.2     | 0.3     |
|                               | 排名第 3 车型   | E100   | 元 EV     | 荣威 Ei5  | 欧拉 iQ   | Model 3 国产冲击>30 万车型 |          |         |         |
|                               |            | 1.1    | 3.6      | 2.6     | 0.4     |                     |          |         |         |
|                               | 排名第 4 车型   | 爱尚 EV  | 华泰 EV160 | GE3     | 广汽 ix4  |                     |          |         |         |
|                               |            | 1.0    | 3.0      | 0.9     | 0.1     |                     |          |         |         |
|                               | 排名第 5 车型   | 芝麻 E30 | 众泰 E200  | 帝豪 Gse  | 奔腾 B30  |                     |          |         |         |
|                               |            | 0.5    | 1.9      | 0.8     | 0.1     |                     |          |         |         |

资料来源：Marklines，中信证券研究部整理

表 7：中国 PHEV 乘用车分价格带竞争环境

|                               |          | 1-10 万 | 10-15 万 | 15-20 万 | 20-25 万    | 25-30 万  | 30-40 万 | >40 万    |
|-------------------------------|----------|--------|---------|---------|------------|----------|---------|----------|
| 竞争情况                          | 自主品牌车型个数 |        | 3       | 8       | 5          | 2        |         |          |
|                               | 合资品牌车型个数 |        |         | 1       | 1          | 3        | 2       | 5        |
|                               | 自主品牌销量   |        | 5       | 10      | 3          | 4        |         |          |
|                               | 合资品牌销量   |        |         | 0.4     | 0.1        | 0.7      | 1.1     | 2        |
|                               | 合计销量     |        | 5       | 10      | 3          | 5        | 1.1     | 2        |
|                               | CR1%     |        | 98%     | 38%     | 74%        | 78%      | 74%     | 65%      |
|                               | CR3%     |        | 100%    | 80%     | 97%        | 86%      | 100%    | 87%      |
|                               | CR5%     |        |         | 94%     | 100%       | 100%     |         | 100%     |
| 激烈判断                          |          | 温和     | 温和      | 温和      | 温和         | 温和       | 温和      | 温和       |
| 各价格段<br>TOP5<br>车型&销量<br>(万辆) | 排名第 1 车型 |        | 秦 PHEV  | 宋 PHEV  | 荣威 eRX5    | 唐 PHEV   | 宝马 X1   | 宝马 5 系   |
|                               |          |        | 4.7     | 3.9     | 2.3        | 3.7      | 0.8     | 1.3      |
|                               | 排名第 2 车型 |        | 逸动 PHEV | 荣威 ei6  | 领克 01 PHEV | WEY P8   | 奥迪 A6   | XC60     |
|                               |          |        | 0.1     | 3.3     | 0.5        | 0.3      | 0.3     | 0.5      |
|                               | 排名第 3 车型 |        | 帝豪 PHEV | 传祺 GS4  | 荣威 e950    | 途观       |         | S90      |
|                               |          |        | 0.04    | 1.1     | 0.3        | 0.3      |         | 0.1      |
|                               | 排名第 4 车型 |        |         | 博瑞 GE   | 索纳塔        | Velite 5 |         | 凯迪拉克 CT6 |
|                               |          |        |         | 1.0     | 0.1        | 0.3      |         | 0.1      |
|                               | 排名第 5 车型 |        |         | MG6     |            | 帕萨特      |         | S60      |
|                               |          |        |         | 0.4     |            | 0.1      |         | 0.0      |

资料来源：Marklines，中信证券研究部整理

从车型竞争力看，比亚迪 EV、PHEV 乘用车均在本价格带领先。

**10-15 万元 EV：**元 EV360 在 2018 年本属 5-10 万元具有非常强竞争力产品，但由于 2019 年补贴退坡，公司终端提价使其跳升至 10-15 万元段。是公司受退坡影响最大车型，优势有所下降，但 EV535 在新 10-15 万元价格段的能量密度、百公里电耗等方面仍有一定优势。e5 车型由于推出较早，目前竞争力有所下降，但凭借 2B 市场仍然有强劲年销量。

表 8：目前 10-15 万元 EV 竞品分析

|                   | 元 EV535     | 比亚迪 e5   | 帝豪 EV    | 荣威 Ei5   | 传祺 GE3   | 风神 E70   | 帝豪 Gse   | 长安逸动 EV460 | 北汽新能源 EU5 | 威马 EX5 400 | 小鹏 G3    |
|-------------------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|-----------|------------|----------|
| 18 年 10-15 万价格带排名 | 属 5-10 万价格带 | 1        | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        | 10         | 16        | —          | —        |
| 2018 年销量(万辆)      | 3.6         | 4.6      | 3.1      | 2.6      | 0.9      | 0.8      | 0.7      | 0.5        | 0.2       |            |          |
| 最低价(万元)           | 11.0        | 13.0     | 12.6     | 12.9     | 13.0     | 13.6     | 12.0     | 12.0       | 13.0      | 12.5       | 13.6     |
| 最高价(万元)           | 14.0        | 14.0     | 15.6     | 15.9     | 15.6     | 14.6     | 14.6     | 13.0       | 16.2      | 14.0       | 16.6     |
| 轴距(mm)            | 2535        | 2660     | 2650     | 2665     | 2560     | 2700     | 2700     | 2700       | 2670      | 2703       | 2610     |
| 动力                | 120kw       | 160kw    | 120kw    | 85kw     | 132kw    | 110kw    | 120w     | 100kw      | 160kw     | 160kw      | 145kw    |
| 最大扭矩              | 280Nm       | 310Nm    | 250Nm    | 255Nm    | 290Nm    | 260Nm    | 150Nm    | 245Nm      | 310Nm     | 315Nm      | 300Nm    |
| 工信部续航             | 410km       | 400km    | 400km    | 420km    | 410km    | 401km    | 353km    | 405km      | 460km     | 400km      | 351km    |
| 能量密度              | 160wh/kg    | 141wh/kg | 142wh/kg | 150wh/kg | 160wh/kg | 153wh/kg | 142wh/kg | 141wh/kg   | 151wh/kg  | 140+wh/kg  | 143wh/kg |
| 百公里电耗优于限值比例       | 33%         | 29%      | 29%      |          | 26%      | 27%      | 28%      | 35%        | 25%       | 28%        | 26%      |

资料来源：汽车之家，工信部网站，中信证券研究部整理。注：标蓝表明该车型某属性横向比较最优

**15-20 万元 EV：**秦 EV、秦 pro EV 两款车型同时分布在 15-20 万元价格带，从尺寸、动力、能量密度、百公里电耗等方面均优势明显，叠加秦 proDM 车型正处在车型周期上升阶段，2019 年新款续航 500km 车型将巩固其优势。

表 9：目前 15-20 万元 EV 竞品分析

|                      | 秦 proEV600 | 秦 EV450  | 东风日产轩逸   |
|----------------------|------------|----------|----------|
| 2018 年 15-20 万元价格带排名 | 2019 年     | 1        | 2        |
| 2018 年销量             | 将上市        | 1.1      | 0.6      |
| 最低价(万元)              | 未定         | 15.0     | 15.9     |
| 最高价(万元)              | 未定         | 17.0     | 16.6     |
| 轴距(mm)               | 2718       | 2670     | 2700     |
| 动力                   | 135kw      | 160kw    | 80kw     |
| 最大扭矩                 | 280Nm      | 310Nm    | 254Nm    |
| 工信部续航                | 520km      | 400km    | 338km    |
| 能量密度                 | 160wh/kg   | 141wh/kg | 131wh/kg |
| 百公里电耗优于限值比例          | 33%        | 33%      | 26%      |

资料来源：汽车之家，工信部网站，中信证券研究部整理。注：标蓝表明该车型某属性横向比较最优

**20-25 万元 EV：**宋 EV500 在 2018 年 8 月底上市，便与荣威 ERX5 两款车平均占据了 20-25 万元纯电动区间，目前同样处在车型周期上行阶段。

表 10: 目前 20-25 万元 EV 竞品分析

|                      | 荣威 ERX5  | 宋 EV500  |
|----------------------|----------|----------|
| 2018 年 15-20 万元价格带排名 | 1        | 2        |
| 2018 年销量             | 0.4      | 0.4      |
| 最低价                  | 19.9     | 19.0     |
| 最高价                  | 22.4     | 22.0     |
| 轴距(mm)               | 2700     | 2660     |
| 动力                   | 85kw     | 160kw    |
| 最大扭矩                 | 255Nm    | 310Nm    |
| 工信部续航                | 320km    | 400km    |
| 能量密度                 | 135wh/kg | 161wh/kg |
| 百公里电耗优于限值比例          | 25%      | 25%      |

资料来源: 汽车之家, 工信部网站, 中信证券研究部整理。注: 标蓝表明该车型某属性横向比较最优

**10-15 万元 PHEV:** 秦 PHEV 2018 年销售 4.7 万辆, 占全价格段 PHEV 的 98%。

表 11: 目前 10-15 万元 PHEV 竞品分析

|                      | 秦 PHEV    | 长安逸动 PHEV | 帝豪 PHEV |
|----------------------|-----------|-----------|---------|
| 2018 年 10-15 万元价格带排名 | 1         | 2         | 3       |
| 2018 年销量             | 4.7       | 0.08      | 0.04    |
| 最低价(万元)              | 13.3      | 12.5      | 13.0    |
| 最高价(万元)              | 14.3      | 13.4      | 15.0    |
| 轴距(mm)               | 2670      | 2700      | 2650    |
| 燃油动力                 | 1.5T 6DCT | 1.0T 7DCT | 1.5L    |
| 电动动力                 | 110kw     | 80kw      | 114kw   |
| 最大扭矩                 | 200Nm     | 260Nm     | 339Nm   |
| 工信部纯电续航              | 80km      | 60km      | 61km    |

资料来源: 汽车之家, 工信部网站, 中信证券研究部整理。注: 标蓝表明该车型某属性横向比较最优

**15-20 万元 PHEV:** 比亚迪同时拥有轿车秦 pro DM 和 SUV 宋, 2018 年销量均位居前三位。

表 12: 目前 15-20 万元 PHEV 竞品分析

|                    | 宋 DM      | 荣威 ei6 | 秦 Pro DM  | 传祺 GS4 PHEV | MG6 PHEV | 长安 CS75 PHEV |
|--------------------|-----------|--------|-----------|-------------|----------|--------------|
| 18 年 15-20 万元价格带排名 | 1         | 2      | 与秦合并计     | 4           | 5        | 7            |
| 2018 年销量           | 3.9       | 3.3    |           | 1.1         | 0.4      | 0.2          |
| 最低价(万元)            | 17.7      | 16.6   | 15.0      | 16.4        | 17.0     | 16.6         |
| 最高价(万元)            | 20.7      | 18.7   | 20.7      | 17.4        | 18.7     | 19.7         |
| 轴距(mm)             | 2660      | 2715   | 2718      | 2650        | 2715     | 2700         |
| 燃油动力               | 1.5T 6DCT | 1.0T   | 1.5T 6DCT | 1.5L        | 1.0T     | 1.5T         |
| 电动动力               | 110+110kw | 60kw   | 110kw     | 130kw       | 59kw     | 220kw        |
| 最大扭矩               | 250+250Nm | 318Nm  | 250Nm     | 300Nm       |          | 515Nm        |
| 工信部纯电续航            | 80km      | 53km   | 80km      | 58km        | 53km     | 60km         |

资料来源: 汽车之家, 工信部网站, 中信证券研究部整理。注: 标蓝表明该车型某属性横向比较最优

**20-25 万元 PHEV:** 如果将唐 DM 低配版 24 万元纳入这一价格带横向对比考虑, 其竞争力同样较强。

表 13：目前 20-25 万元 PHEV 竞品分析

|                      | 荣威 eRX5 | 领克 01 PHEV | 荣威 e950 |
|----------------------|---------|------------|---------|
| 2018 年 20-25 万元价格带排名 | 1       | 2          | 3       |
| 2018 年销量             | 2.3     | 0.5        | 0.3     |
| 最低价(万元)              | 19.6    | 20.0       | 22.0    |
| 最高价(万元)              | 19.6    | 23.0       | 22.0    |
| 轴距(mm)               | 2700    | 2734       | 2837    |
| 燃油动力                 | 1.5T    | 1.5T 7DT   | 1.5L    |
| 电动动力                 | 56kw    | 60kw       | 56kw    |
| 最大扭矩                 | 318 Nm  | 160Nm      | 318 Nm  |
| 工信部纯电续航              | 60km    | 60km       | 60km    |

资料来源：汽车之家，工信部网站，中信证券研究部整理

**25-30 万元 PHEV：**唐 DM 从 6 月上市便成为了价格段第一，半年销售 3.7 万辆，根据终端销售、库存追踪，预计未来月销量有望保持约 7000 辆。其在外观、动力、科技配置、纯电状态续航等方面较合资品牌车型优势明显。

表 14：目前 25-30 万元 PHEV 竞品分析

|                      | 唐 PHEV    | 长城 WEY P8 | 途观 L PHEV | 上汽通用别克 Velite5 | 帕萨特 PHEV  |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|----------------|-----------|
| 2018 年 25-30 万元价格带排名 | 1         | 2         | 3         | 4              | 5         |
| 2018 年销量             | 3.7       | 0.3       | 0.3       | 0.3            | 0.1       |
| 最低价(万元)              | 24.0      | 26.0      | 29.0      | 23.0           | 25.0      |
| 最高价(万元)              | 28.0      | 28.0      | 30.0      | 26.0           | 26.0      |
| 轴距(mm)               | 2820      | 2950      | 2791      | 2694           | 2871      |
| 燃油动力                 | 2.0T 6DCT | 2.0T 6DCT | 1.4T 6DCT | 1.5L CVT       | 1.4T 6DCT |
| 电动动力                 | 110+180kw | 85kw      | 85kw      | 135kw          | 85kw      |
| 最大扭矩                 | 250+380Nm | 195Nm     | 330Nm     | 407Nm          | 330Nm     |
| 工信部纯电续航              | 80/100km  | 50km      | 52km      | 116km          | 63km      |

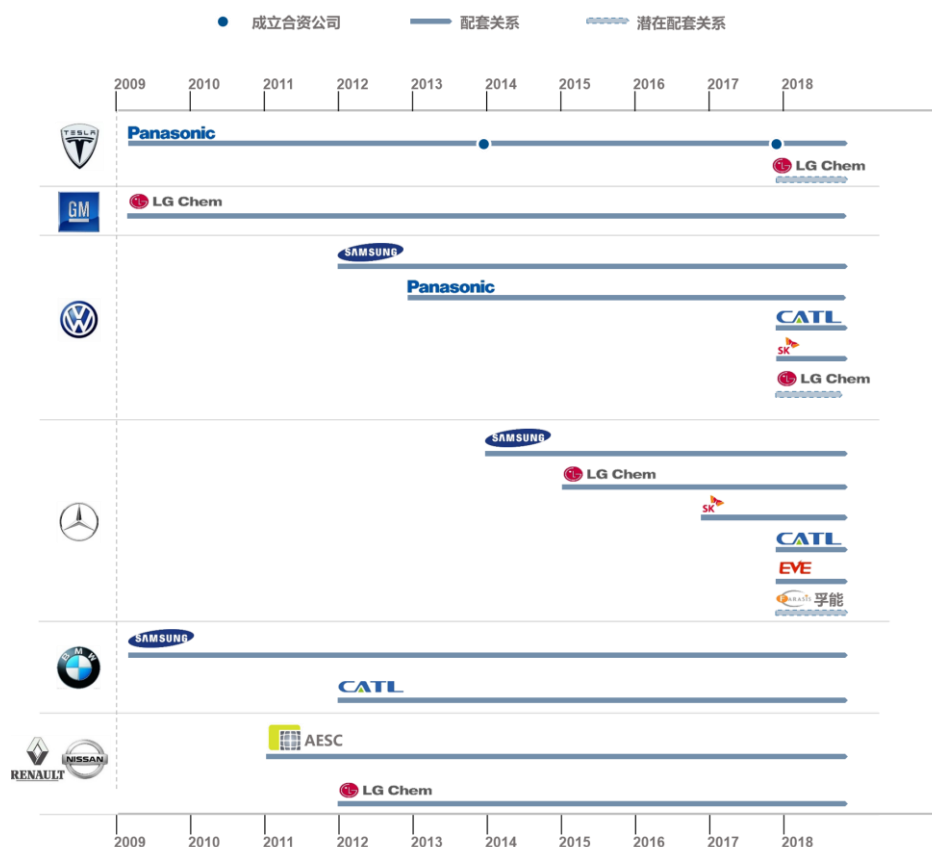
资料来源：汽车之家，工信部网站，中信证券研究部整理。注：标蓝表明该车型某属性横向比较最优

## 动力电池外供的格局会如何？

**全球主流车企电池配套趋向多点供应。**目前新能源汽车的全球发展还处于起步阶段，车企动力电池的供应往往有一家或者两家电池厂商进行配套。但是随着行业快速发展，全球整车龙头企业将不断拓展动力电池供应商，将打破原有的单点、或 AB 点的供应格局，预计未来国内外主机厂也会逐步趋向于多点供应，全球动力电池配套格局将迎来重构。

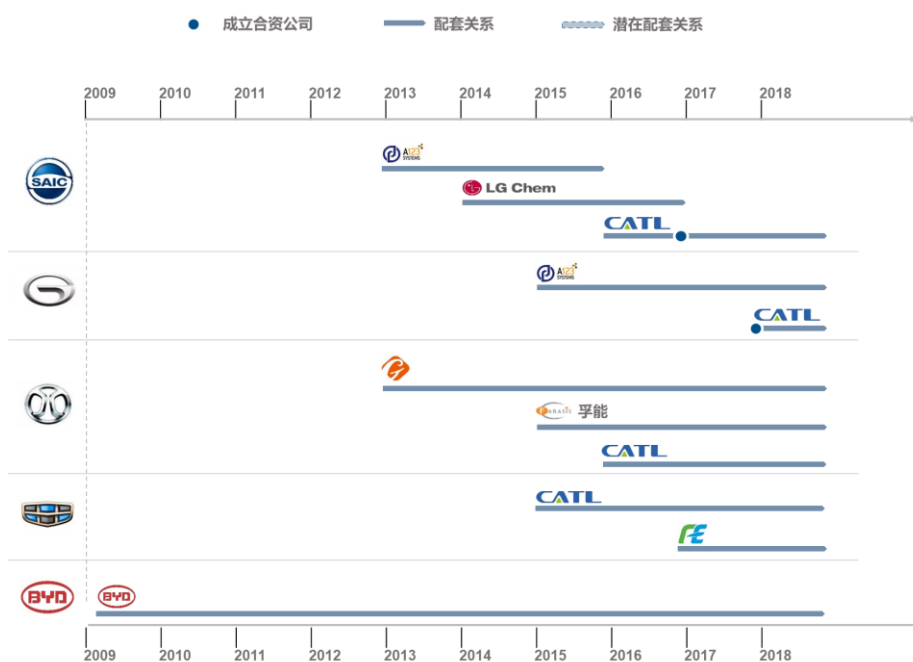
以戴姆勒和大众为例，戴姆勒起初的电池供应商主要是韩国的 LGC 和 SKI，2018 年又已经和宁德时代（CATL）、亿纬锂能（EVE）签订了定点协议，预计未来还可能和孚能科技（Farasisi）进一步合作，电池供应商由两家扩展到了 4-5 家；大众集团近年来大力布局 MEB 电动平台，电池供应商起初主要是三星和松下，现在已经扩展到了 SKI、CATL、LGC，达到了 5 家。

图 19：全球主要整车企业动力电池配套情况演变历程



资料来源：公司公告，公司官网

图 20：国内主要整车企业动力电池配套情况演变历程



资料来源：公司公告，公司官网

随着电池技术的快速迭代，动力电池也将逐步变成标准品。新能源汽车发展处于初级阶段，电芯、电池包多采用定制式，型号繁多，未来有望趋向标准化。目前国际上广泛采用的是德国汽车工业联合会（VDA）对应用在混动车和纯电动车上的动力电池制定了标准，其中硬壳和软包电池分别有 5 类和 3 类尺寸。此外，中国汽车标准化委员会也在 2017 年为圆柱、方形、软包电池制定了 5/8/7 类尺寸。一方面，电芯、模块的标准化提高了电池生产效率，另一方面，电芯、模块尺寸的标准化也降低后续 Pack 的设计难度和研发成本。

图 21：德国 VDA 电芯尺寸标准

Prismatische VDA-Standardzellen für HEV-, PHEV- and EV-Applikationen

|                         | HEV                                                                                                                                                          | PHEV 1                                                                                                                                                       | PHEV 2                                                                                                                                                          | BEV 1                                                                                                                                                           | BEV 2                                                                                                                                                           |
|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Maße</b>             | 85 x 125 x 12,5 mm                                                          | 85 x 173 x 21 mm                                                            | 91 x 148 x 26,5 mm                                                            | 115 x 173 x 32 mm                                                            | 115 x 173 x 45 mm                                                            |
| <b>technische Daten</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 5,5 Ah</li> <li>• 700 W @ 225 A</li> <li>• &gt;90 Wh/kg, 160 Wh/ltr</li> <li>• &gt;3000 W/kg, 5000 W/ltr</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 22 Ah</li> <li>• 850 W @ 300 A</li> <li>• &gt;115 Wh/kg, 225 Wh/ltr</li> <li>• &gt;1400 W/kg, 2800 W/ltr</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 24-28 Ah</li> <li>• 850 W @ 300 A</li> <li>• &gt;115 Wh/kg, 225 Wh/ltr</li> <li>• &gt;1400 W/kg, 2800 W/ltr</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 40-44 Ah</li> <li>• 1000 W @ 300 A</li> <li>• &gt;120 Wh/kg, 270 Wh/ltr</li> <li>• &gt;500 W/kg, 1100 W/ltr</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 60-66 Ah</li> <li>• 1200 W @ 300 A</li> <li>• &gt;120 Wh/kg, 270 Wh/ltr</li> <li>• &gt;500 W/kg, 1100 W/ltr</li> </ul> |

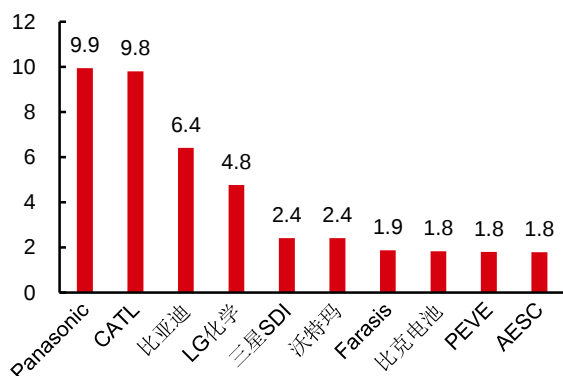
Pouch VDA-Standardzellen für HEV-, PHEV- and EV-Applikationen

|                         | HEV                                                                                                                                                             | PHEV                                                                                                                                                              | BEV                                                                                                                                                               |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Maße</b>             | 121 x 243 x X mm                                                               | 165 x 227 x X mm                                                               | 162 x 330 x X mm                                                               |
| <b>technische Daten</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 5,5 Ah</li> <li>• 700 W @ 225 A</li> <li>• &gt; 100 Wh/kg, 180 Wh/ltr</li> <li>• &gt; 3500 W/kg, 5500 W/ltr</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 20-22 Ah</li> <li>• 850 W @ 300 A</li> <li>• &gt; 125 Wh/kg, 250 Wh/ltr</li> <li>• &gt; 1600 W/kg, 3000 W/ltr</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 50-54 Ah</li> <li>• 1100 W @ 300 A</li> <li>• &gt; 140 Wh/kg, 300 Wh/ltr</li> <li>• &gt; 700 W/kg, 1500 W/ltr</li> </ul> |

资料来源：德国汽车工业联合会

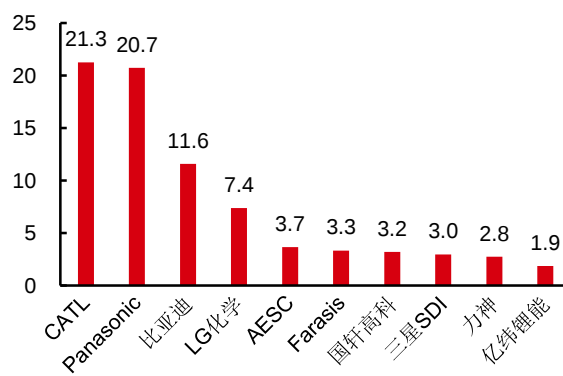
比亚迪动力电池已实现外供，未来有望打开更大市场。比亚迪垂直整合配套模式在发展初期能有效降低成本，保证产品质量。但这一模式在面对即将爆发性增长的开放动力电池市场时，一定程度上限制了公司的发展。在此形势下，比亚迪于 2017 年开始，对垂直整合的经营模式进行调整，战略转向开放，同时宣布电池业务对外开供应。2018 年，公司动力电池也进入东风的供应、与长安签订合作协议合资建厂，迈出对外供应的实质进展。预计未来公司有望引入更多国外主流电动车企，打开成长空间

图 22：2017 年全球动力电池出货量排行（GWh）



资料来源：SNEResearch，中信证券研究部

图 23：2018 年全球动力电池出货量排行（GWh）



资料来源：SNEResearch，中信证券研究部

## 公司其它看点

### IGBT 产品迭代迅速，有望实现进口替代

IGBT 是目前市场关注度极高的新能源汽车零部件之一，目前我国有 90% 以上的市场份额依赖进口，国内企业在研发、制造等领域和欧洲、日本的企业还存在较大的差距。比亚迪从 2005 年开始布局 IGBT 业务，通过高额研发投入，实现产品的快速迭代，目前公司是国内唯一一家覆盖芯片设计和制造、模组设计和制造以及大功率器件测试应用平台等环节的车企。截至 2018 年 11 月，公司累计申请 IGBT 相关专利 175 件，其中授权专利 114 件。

图 24：比亚迪 IGBT 4.0 发布会——产品迭代升级



资料来源：中国经济网

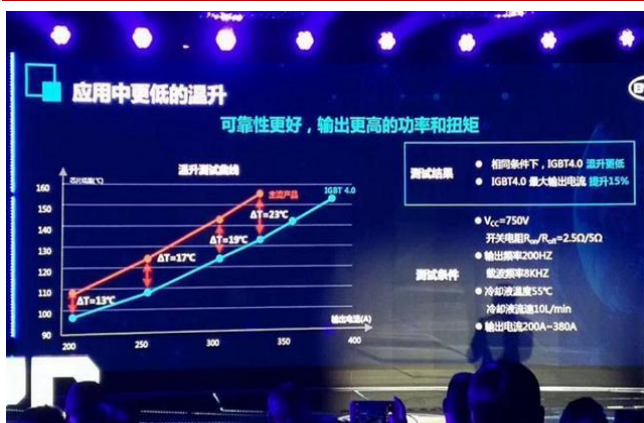
图 25：比亚迪 IGBT 4.0 发布会——比亚迪 IGBT 产业链



资料来源：中国经济网

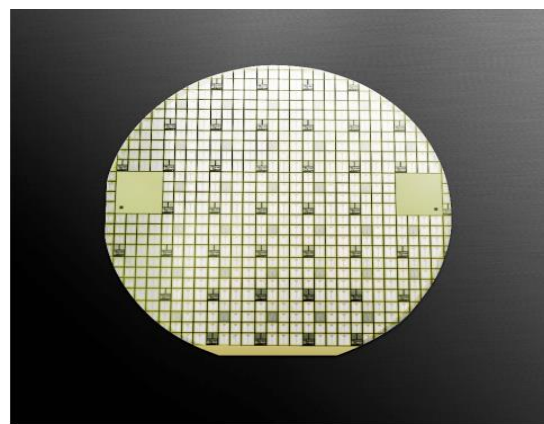
**IGBT 4.0 发布，性能市场领先。**2018 年 12 月，公司发布了在车规级领域具有标杆性意义的 IGBT4.0 技术并宣布：已投入巨资布局性能更加优异的第三代半导体材料 SiC(碳化硅)，有望于 2019 年推出搭载 SiC 电控的电动车。公司的 IGBT 4.0 技术在电流输出能力、综合损耗以及温度循环寿命等方面均领先于行业主流产品，具有较强的市场竞争力。

图 26：比亚迪 IGBT4.0 的技术参数



资料来源：中国经济网

图 27：比亚迪生产的碳化硅晶圆



资料来源：中国经济网

## 首创双向逆变充放电，充电技术服务领先行业

充电技术服务全面，业务增长未来可期。比亚迪为诸多产品车型制定了全面的充电解决方案。充电站方面，公司设计了充电塔、平面充电站等多种充电站类型。充电技术方面，公司开发交流充电技术，降低充电投资费用。充电管理方面，公司通过设计手机 APP 等方式，实现全方位服务。

图 28：比亚迪充电站整体解决方案



资料来源：公司官网

双向逆变充放电技术，引领行业前沿发展。比亚迪 2016 年推出的双向逆变充放电技术被誉为“行业黑科技”，该技术可以实现交流充电，并可以将电池的直流电转换为交流对外供电，此种技术的广泛应用将极大降低用户的充电投资费用，同时丰富电动车的使用功能。

图 29：比亚迪双向逆变充放电驱动电机控制器



资料来源：太平洋汽车网

图 30：比亚迪双向逆变技术的三种应用场景

双向逆变充放电技术



资料来源：公司官网

便捷化充电管理，打造优质客户体验。比亚迪的充电计费系统，可以实时显示区域内各个充电桩的位置以及状态，方便客户使用。同时，后台的计费系统与充电盒实时绑定，可以完成账务管理、数据采集、状态查询等功能。

图 31：比亚迪充电桩智能化管理系统



资料来源：公司官网

未来随着新能源汽车渗透率的不断上升，充电桩作为基础配套设施，市场空间也极为广阔。比亚迪作为最早一批试点充电站、充电桩的企业，未来充电桩业务也有可能进行独立拆分。

## ■ 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

考虑补贴政策未正式公布，我们暂时维持 2019/20 年 EPS 预测 1.61/2.01 元，当前 A 股价格 55.39 元，对应 2019/20 年 34/28 倍 PE；H 股价格 49.14 港元，对应 19/20 年 31/24 倍 PE。公司全新电动车型加速投放，迎来全新车型周期。虽然短期盈利受行业补贴退坡影响，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 15：比亚迪盈利预测简表

| 项目/年度        | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 103,470 | 105,915 | 130,055 | 168,930 | 196,263 |
| 增长率 YoY%     | 29.32%  | 2.36%   | 22.79%  | 25.88%  | 16.18%  |
| 净利润(百万元)     | 5,052   | 4,066   | 2,790   | 4,392   | 5,496   |
| 增长率 YoY%     | 78.94%  | -19.51% | -31.38% | 45.81%  | 25.22%  |
| 每股收益 EPS(元)  | 1.85    | 1.49    | 1.02    | 1.61    | 2.01    |
| 毛利率%         | 20.36%  | 19.01%  | 17.61%  | 17.32%  | 16.48%  |
| 净资产收益率 ROE%  | 9.86%   | 7.39%   | 5.22%   | 7.11%   | 8.23%   |
| 每股净资产 BPS(元) | 17.4    | 18.73   | 23.29   | 25.22   | 27.53   |
| P/E(A 股)     | 30      | 37      | 54      | 34      | 28      |
| P/B (A 股)    | 3.2     | 3.0     | 2.4     | 2.2     | 2.0     |
| P/E(H 股)     | 27      | 33      | 48      | 31      | 24      |
| P/B(H 股)     | 2.8     | 2.6     | 2.1     | 1.9     | 1.8     |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：(1)股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价 (2)2018 年的毛利率、ROE、BPS 数据为中信证券研究部预测，其余为公司业绩快报数

## 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 Dalamal 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。