

行业研究/专题研究

2020年12月18日

行业评级:

汽车

增持(维持)

林志轩 SAC No. S0570519060005
研究员 SFC No. AVU633
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

刘千琳 SAC No. S0570518060004
研究员 SFC No. BQB847
021-28972076
liuqianlin@htsc.com

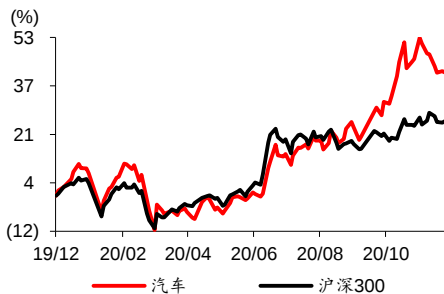
邢重阳 SAC No. S0570520070003
研究员 SFC No. BNN388
021-38476205
xingchongyang@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1《汽车: 展望 2021: 哪些新车值得关注》2020.12
- 2《汽车: 11 月销量点评: 需求稳健增长》2020.12
- 3《交运设备: 新能源销量高增长, 五菱异军突起》2020.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

上海地区新能源车销量高增长

新能源汽车 11 月销量分析与点评

11 月新能源汽车批发销量同比大幅增长, 上调销量预测

中汽协数据显示, 国内新能源汽车 11 月批发销量 19.9 万辆, 同比+110%, 连续四个月维持了较高增长。2020 年 1-11 月批发销量累计 106.5 万辆, 同比+3%。由于各地区出台政策鼓励新能源汽车消费, 以特斯拉为代表的车企推出了强产品力的高端智能电动车, 以上汽通用五菱为代表的车企推出了五菱宏光 Mini 等 A00 级别电动车, 国内新能源汽车销量持续高增长。考虑到终端需求旺盛, 我们预计 2020-2021 年国内新能源汽车销量有望达到 130 万辆 (同比+7%), 180 万辆 (同比+38%), 此前预测 2020-2021 年国内新能源汽车销量 126、175 万辆。

上汽通用五菱、比亚迪、特斯拉 11 月销量位列前三

按生产企业 11 月份销量计算, 上汽通用五菱、比亚迪、特斯拉是国内排名前三的新能源汽车制造商, 销量分别为 3.73 万辆 (环比+53%)、2.55 万辆 (环比+15.5%)、2.16 万辆 (环比+77.9%)。11 月销量前十的车企销量总和占比达 76%, 环比+5pct, 集中度有所提升。

外牌限行政策趋严, 上海地区销量环比显著增长

2020 年 11 月新能源汽车交强险上险量前三的省份或直辖市分别为上海市、广东省和河南省, 分别达到 2.41 万辆、2.34 万辆、1.52 万辆。其中上海新能源车交强险上险数增长显著 (环比增加 1.4 万辆), 我们认为主要原因是上海地区外牌限行政策趋严, 推升外牌车辆换新能源车的需求。其中特斯拉、荣威、比亚迪受益最多, 11 月在上海地区的新能源车上险量分别环比增加 4622、1774、2114 辆。

五菱宏光 Mini EV、Model 3 和欧拉黑猫为 11 月前三大畅销车型

从新能源汽车车型销量角度, 11 月销量前三的车型分别为五菱宏光 Mini EV (3.3 万辆)、Model 3 (2.2 万辆) 和欧拉黑猫 (9463 辆)。国内造车新势力企业中, 蔚来、理想、小鹏销量分别为 5291、4646、6142 辆, 均创了其月销量的历史新高。

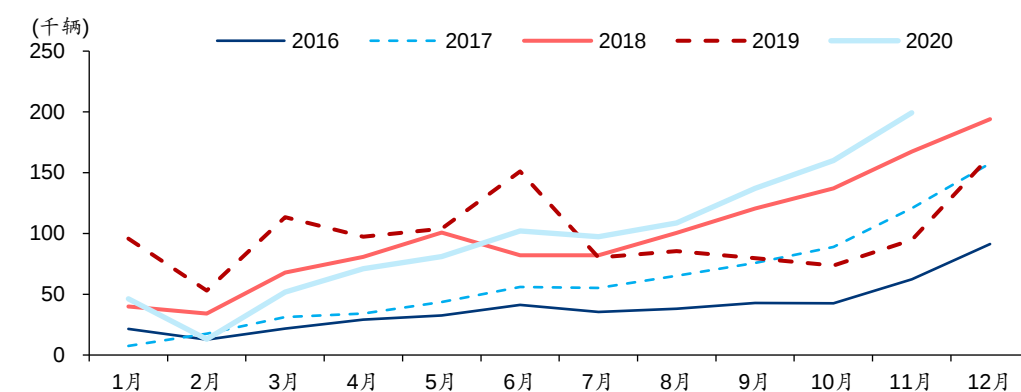
风险提示: 经济放缓导致汽车需求低于预期; 市场竞争加剧导致公司营业收入不及预期; 公司利润率低于预期。

总量：11 月新能源汽车销量高增长

新能源汽车 11 月批发销量同比增长 110%，环比增长 25%。根据中汽协数据（如无特别说明，本节数据均来自于中汽协），2020 年 11 月新能源汽车批发销量 19.9 万辆，同比增长 110%，环比增长 25%，达到 2016 年以来 11 月销量的最高水平。2020 年 1-11 月批发销量累计 106.5 万辆，同比增长 3%。

纯电动为主导的技术路线。从产品大类来看，新能源乘用车 11 月销量 18.7 万辆（同比+144%），其中纯电动车型销量 15.4 万辆（同比+145%），纯电动依然是新能源乘用车主要的技术路线。新能源商用车 11 月销量 1.28 万辆（同比-30%），其中纯电动车型销量 1.21 万辆（同比-28%）。考虑到电池技术的进步以及成本逐步下降，我们认为纯电动未来依然是新能源汽车市场主流的技术路线。

图表1： 新能源汽车月度批发销量数据（2016 年 1 月-2020 年 11 月）



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表2： 2020 年 11 月新能源汽车批发销量

（单位：千辆）	11 月	同比增长（%）	环比增长（%）	1-11 月累计	同比累计增长（%）
新能源乘用车	186.5	144	26	1011.3	5
- 纯电动	154.4	145	27	753.9	6
- 插电混动	32.1	138	22	205.7	2
新能源商用车	12.8	-30	13	105.5	-15
- 纯电动	12.1	-28	12	99.4	-15
- 插电混动	0.4	-41	35	3.8	-5
新能源汽车合计	199.3	110	25	1065	3

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

考虑到终端需求旺盛，我们上调了国内新能源汽车销量预测。我们认为新能源汽车销量恢复高增长的主要原因有：1、上海、北京等地区推出政策促进新能源汽车消费；2、以特斯拉为代表的造车新势力推出了智能化程度强、用户体验好的新能源车产品；3、以五菱宏光为代表的车企推出了五菱宏光 Mini EV 等针对低线城市代步需求的 A00 级电动车。我们认为新能源汽车销量有望保持快速增长。主要原因是：1、双积分政策接棒补贴，继续推动新能源汽车行业发展；2、车企继续降低新能源汽车成本，有望提升新能源汽车的性价比；3、企业推出产品吸引力更强的新产品。

图表3：国内新能源汽车销量预计

单位：万辆	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源乘用车总计	34	58	105	106	118	165	223	312	437	634
YoY	62%	72%	82%	1%	11%	40%	35%	40%	40%	45%
新能源客车	12	9	9	10	8	10	9	10	11	12
YoY	55%	-26%	5%	6%	-16%	25%	0%	11%	10%	10%
新能源专用车	5	11	11	8	4	5	5	6	7	8
YoY	10%	111%	-3%	-27%	10%	15%	10%	15%	15%	15%
新能源汽车销量	51	78	125	121	130	180	237	328	455	654
YoY	53%	53%	61%	-3%	7%	38%	32%	38%	39%	44%
新能源汽车渗透率	1.8%	2.7%	4.5%	4.7%	5.0%	6.5%	8.3%	11.2%	15.1%	21.0%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表4：国内新能源汽车销量预计（上次预测）

单位：万辆	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源乘用车总计	34	58	105	106	115	161	217	304	426	618
同比增长	62%	72%	82%	1%	8%	40%	35%	40%	40%	45%
新能源客车	12	9	9	10	7	9	9	10	11	12
同比增长	55%	-26%	5%	6%	-26%	29%	0%	11%	10%	10%
新能源专用车	5	11	11	8	4	5	5	6	7	8
同比增长	10%	111%	-3%	-27%	10%	15%	10%	15%	15%	15%
新能源汽车总销量	51	78	125	121	126	175	231	320	444	638
同比增长	53%	53%	61%	-3%	4%	39%	33%	38%	39%	44%
新能源汽车渗透率	1.8%	2.7%	4.5%	4.7%	4.9%	6.3%	8.1%	10.9%	14.8%	20.5%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所（假设 2025 年我国新能源汽车销量达到国家规划的 20% 渗透率）数据来自 2020 年 11 月 17 日发布的《汽车行业 2021 年年度策略》

上汽通用五菱、比亚迪、特斯拉 11 月销量位列国内车企前三。按 11 月份批发销量计算，上汽通用五菱、比亚迪、特斯拉是国内销量最大的汽车制造商，销量分别为 3.73 万辆（环比+53%）、2.55 万辆（环比+15.5%）、2.16 万辆（环比+77.9%）。

五菱宏光 Mini 蝉联月销量第一车型宝座。我们把 2020 年 11 月销量前十大车型进行排序，并列车型对应 10 月数据，可以看出：1) 五菱宏光 Mini 成为 11 月销量最大的新能源车型，月销量突破了 3 万台（环比+60%）；2) 11 月销量前十的新能源车型中五菱宏光 Mini、特斯拉 Model 3、欧拉黑猫销量环比增长显著，分别实现销量 3.3 万、2.2 万、9463 辆。

图表5：2020 年 11 月新能源车企（按 11 月销量排名，单位：辆）

11 月排名	企业	代码	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	同比增速	环比增速	202001-11	累计增速
1	上汽通用五菱	未上市	5,163	11,383	17,505	24,339	37,271	438%	53%	112512	188%
2	比亚迪汽车	002594 CH	13,766	13,963	18,541	22,042	25,457	139%	15%	150118	-28%
3	特斯拉汽车	TSLA US	11,014	11,811	11,329	12,143	21,604	-	78%	111645	-
4	长城汽车	601633 CH	3,064	4,794	6,619	8,011	11,592	415%	45%	43516	18%
5	奇瑞汽车	未上市	3,401	3,667	3,897	5,436	7,540	78%	39%	35101	-22%
6	广汽新能源	未上市	5,009	6,245	7,006	7,106	7,216	15%	2%	53514	40%
7	小鹏汽车	XPEV US	3,078	3,272	4,231	3,855	6,142	505%	59%	26894	87%
8	蔚来汽车	NIO US	3,533	3,965	4,708	5,055	5,291	253%	5%	36721	107%
9	吉利汽车	175 HK	2,610	2,857	2,786	3,653	4,842	-38%	33%	24359	-64%
10	理想汽车	LI US	2,445	2,711	3,504	3,692	4,646	-	26%	26498	-
11	上汽乘用车	未上市	2,167	1,418	3,948	8,217	4,320	248%	-47%	34328	-36%
12	一汽大众	未上市	3,241	3,260	2,769	3,742	3,628	249%	-3%	25956	977%
13	上汽大众	未上市	2,463	2,369	2,673	2,661	3,278	38%	23%	24640	-15%
14	威马汽车	未上市	2,036	2,057	2,107	3,003	3,018	175%	1%	19907	41%
15	华晨宝马	1114 HK	2,680	2,262	2,362	2,106	2,291	-42%	9%	25863	-2%
16	零跑汽车	未上市	884	928	1,050	1,743	2,032	-	17%	7516	-
17	北汽新能源	600733 CH	2,009	2,132	2,245	2,037	1,754	-75%	-14%	24877	-78%
18	长安汽车	000625 CH	1,052	2,452	667	1,101	1,729	-19%	57%	13569	-48%
19	东风启辰	未上市	341	253	812	861	1,324	483%	54%	4662	721%
20	上汽通用	未上市	3,584	1,987	885	1,085	1,127	83%	4%	11013	396%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所（上汽大众为上汽集团（600104 CH）合营企业，上汽通用五菱、上汽乘用车为其子公司，广汽丰田为广汽集团（601238 CH）合营企业，广汽新能源为其子公司）

图表6：2020 年 11 月销量前 30 车型排名（按 11 月销量排名的，单位：辆）

11 月排名	车型	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	同比增速	环比增速
1	宏光 MINI	0	0	9150	14495	20631	33094	-	60%
2	Model 3	14954	11014	11811	11329	12143	21604	-	78%
3	欧拉黑猫	0	2771	3748	5141	6269	9463	-	51%
4	汉 EV	0	1205	2400	3624	5055	7482	-	48%
5	奇瑞 eQ	2632	3056	3307	3823	4745	6456	247%	36%
6	传祺 Aion S	3695	3685	4071	4548	4630	5084	-8%	10%
7	秦 EV	4106	3400	2437	3474	3526	4081	152%	16%
8	小鹏 P7	302	1725	1996	2573	2104	2732	-	30%
9	比亚迪 e2	1517	1499	1522	2074	2598	2650	74%	2%
10	汉 DM	0	0	1600	1988	2490	2623	-	5%
11	宝马 5 系 PHEV	2438	2336	2031	2099	1722	2083	-39%	21%
12	欧拉白猫	0	277	1035	915	1651	2054	-	24%
13	零跑 T03	698	739	815	990	1681	1927	-	15%
14	帝豪 EV	785	780	893	129	880	1771	-16%	101%
15	奔奔 EV	897	489	704	667	1101	1728	-	57%
16	EC 系列	594	732	231	4	0	1660	151%	-
17	宝骏 E100	2742	3329	227	782	1134	1585	-77%	40%
18	宝骏 E200	1685	839	1355	1452	1512	1436	-	-5%
19	帕萨特 PHEV	1521	1166	1050	1390	1389	1429	1%	3%
20	启辰 D60 EV	125	283	226	792	832	1184	433%	42%
21	启辰 D60 EV	125	283	226	792	832	1184	433%	42%
22	宝骏 E300	635	995	651	776	1062	1156	-	9%
23	奥迪 A6L PHEV	343	468	484	571	719	1072	-	49%
24	Velite 6 PHEV	347	3411	1271	766	983	980	-	0%
25	荣威 ei6	1137	534	433	749	957	964	325%	1%
26	几何 A	63	874	326	464	725	948	-61%	31%
27	秦 Pro EV	580	588	592	621	1009	874	6%	-13%
28	艾瑞泽 5e	76	214	145	100	76	761	545%	901%
29	卡罗拉双擎 E+	531	599	657	648	540	736	-	36%
30	荣威 Ei5	164	332	23	41	1156	634	-15%	-45%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

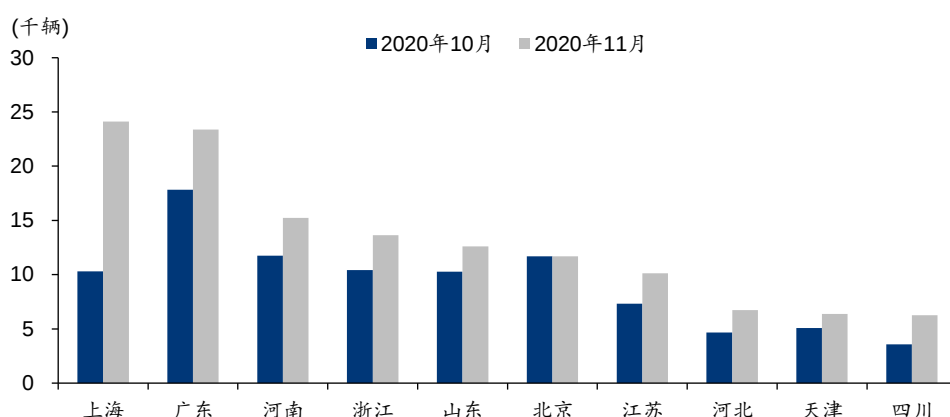
市场：外牌限行政策趋严，上海地区环比翻倍增长

2020 年 11 月新能源汽车交强险上险量（简称“上险量”）前三的省份或直辖市分别为上海市、广东省和河南省，分别达到 2.41 万辆、2.34 万辆、1.52 万辆。其中上海新能源车上险数增长显著（环比增加 1.4 万台），我们认为主要原因是上海地区外牌限行政策趋严，推动外牌车辆换新能源车的需求。其中特斯拉、荣威、比亚迪受益最多，11 月在上海地区的新能源车上险量分别环比增加 4622、1774、2114 辆。

11 月，上海地区外牌限行政策趋严，推动了外牌车辆换新能源车的需求。上海市公安局于 2020 年 10 月 24 日发布了《上海市公安局关于调整本市部分道路交通管理措施的通告》。11 月 2 日，上海外地机动车号牌高架限行时间调整为 7 时至 20 时，每天 13 小时。2021 年五一小长假后的第一个工作日起，每日 7 时至 10 时、16 时至 19 时，内环内地面道路（不含边界道路）禁止悬挂外省市机动车号牌的小客车通行（周六、周日和全体公民放假日除外）。

我们认为上海地区外牌限行趋严有望持续驱动上海地区新能源车需求。根据《2019 年上海市交通运行年报》的数据显示，截至 2019 年底，上海市注册机动车总量已经达到 443.8 万辆，较 2018 年底增加 22.4 万辆，增长 5.3%。其中，小客车 370.4 万辆（包括新能源号牌小客车），较 2018 年底增加 22.5 万辆，增长 6.5%，长期在沪外省市号牌小客车达到 170 万辆，同比增加 7 万辆。

图表7： 11 月新能源汽车上险量前十的省份/直辖市

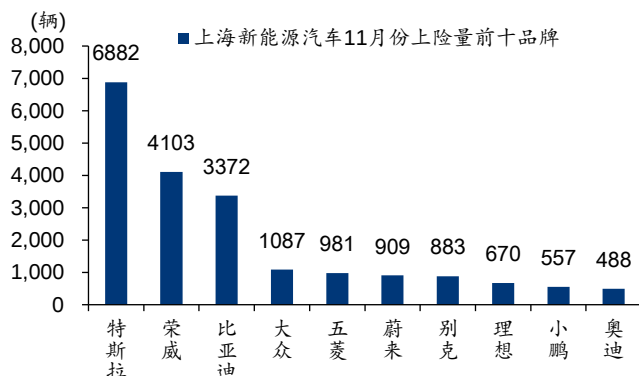


资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

上海市场：特斯拉销量第一

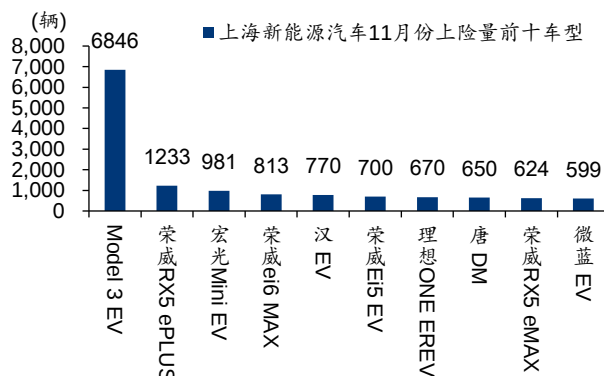
上海市新能源汽车 11 月上险量前三的品牌分别为特斯拉、荣威和比亚迪，销量前三的车型分别为特斯拉 Model 3、荣威 RX5 ePLUS 和五菱宏光 Min EVi。

图表8： 2020 年 11 月上海新能源汽车上险量前十品牌



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表9： 2020 年 11 月上海新能源汽车上险量前十车型

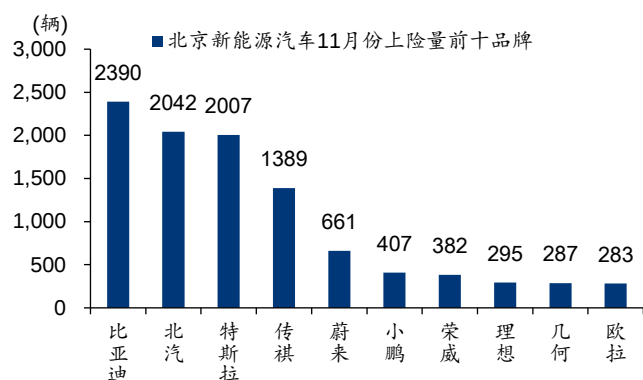


资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

北京市场：比亚迪、北汽、特斯拉位列前三

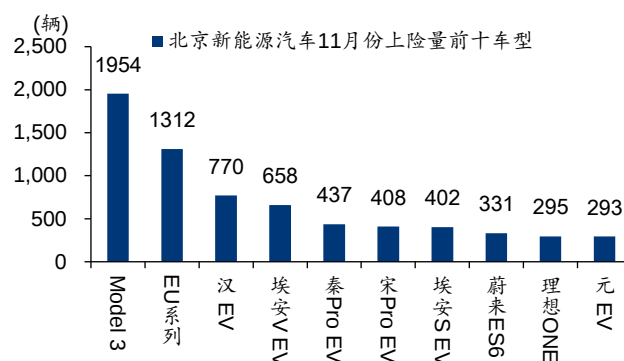
北京市新能源汽车 11 月上险量前三的品牌分别为比亚迪、北汽、特斯拉，销量前三的车型分别为特斯拉 Model 3、北汽 EU 系列和比亚迪汉 EV。

图表10： 2020 年 11 月北京新能源汽车上险量前十品牌



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表11： 2020 年 11 月北京新能源汽车上险量前十车型

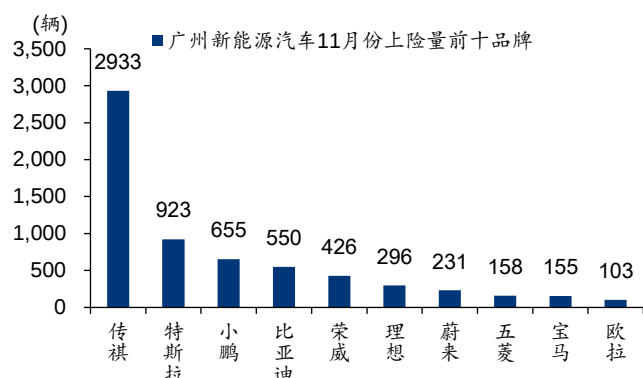


资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

广州市场：传祺全面领先

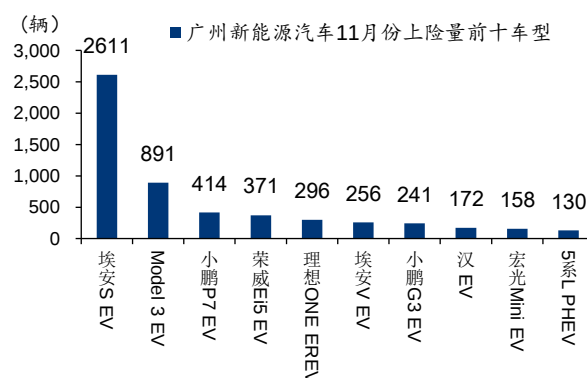
广州市新能源汽车 11 月上险量前三的品牌分别为传祺、特斯拉和小鹏。销量前三的车型分别为埃安 S EV、特斯拉 Model 3 EV 和小鹏 P7 EV。

图表12： 2020 年 11 月广州新能源汽车上险量前十品牌



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表13： 2020 年 11 月广州新能源汽车上险量前十车型

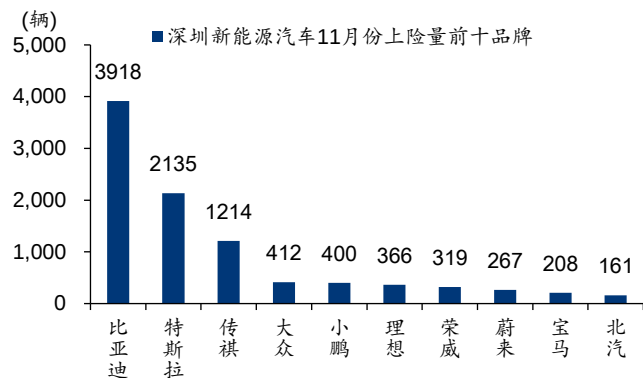


资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

深圳市场：比亚迪优势明显

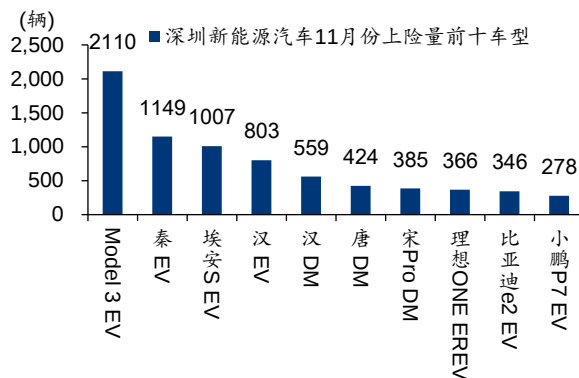
深圳市新能源汽车 11 月上险量前三的品牌分别为比亚迪、特斯拉和传祺，销量前三的车型分别为特斯拉 Model 3 EV、秦 EV、埃安 S EV。

图表14： 2020 年 11 月深圳新能源车上市险量前十品牌



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表15： 2020 年 11 月深圳新能源车上市险量前十车型



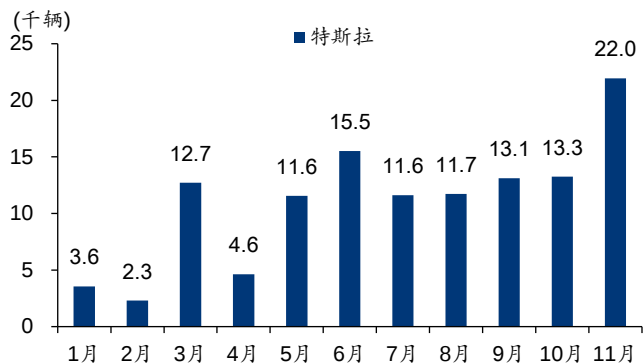
资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

车企表现：上汽通用五菱占据销量榜首

特斯拉：11 月上险量环比增长 66%，主要市场为上海、深圳、北京

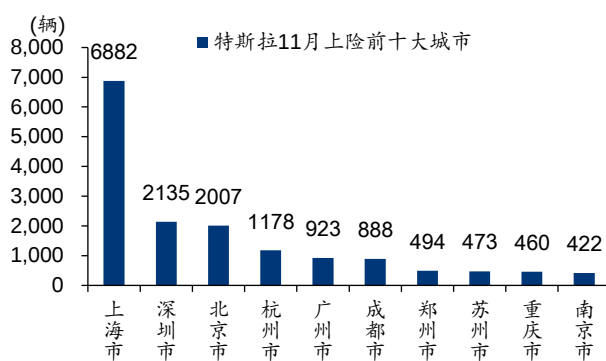
2020 年 11 月特斯拉国内上险量达 21952 辆，环比增长 66%。特斯拉国内月度上险量数从 2020 年 5 月起维持在 1.1 万辆以上，11 月环比增速大幅提升。特斯拉上险量前三的城市为上海、深圳和北京，三个城市上险量之和占特斯拉国内上险量的 50%。

图表16： 特斯拉 2020 年月度上险量



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表17： 特斯拉 2020 年 11 月上险前十大城市

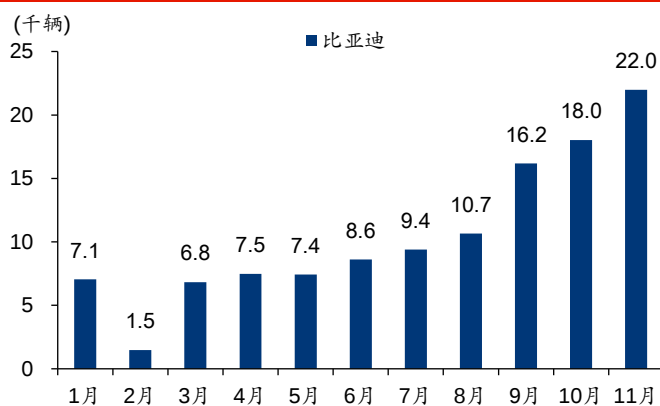


资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

比亚迪：11 月上险量环比增长 22%，上险量最多的城市为深圳

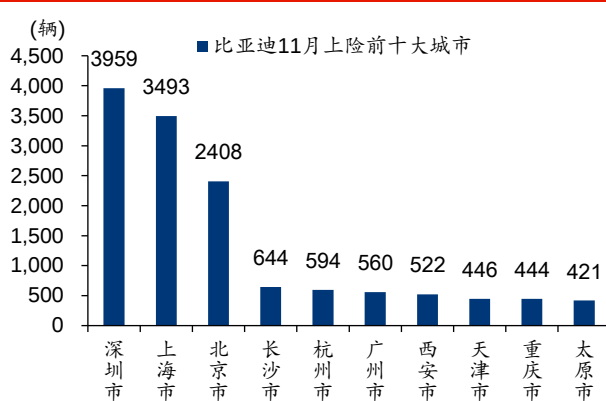
2020 年 11 月比亚迪国内上险量达 21980 辆，环比增长 22%。今年 3 月以来，比亚迪月度上险量总体呈稳步上升的趋势。疫情之后汽车需求改善、新车型（比如汉、秦）的上市爬坡，是比亚迪月度上险量环比逐步改善的主要原因。比亚迪上险量前三的城市为深圳、上海和北京，三个城市上险量之和占比亚迪国内上险量的 45%。

图表18： 比亚迪 2020 年月度上险量



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表19： 比亚迪 2020 年 11 月上险前十大城市



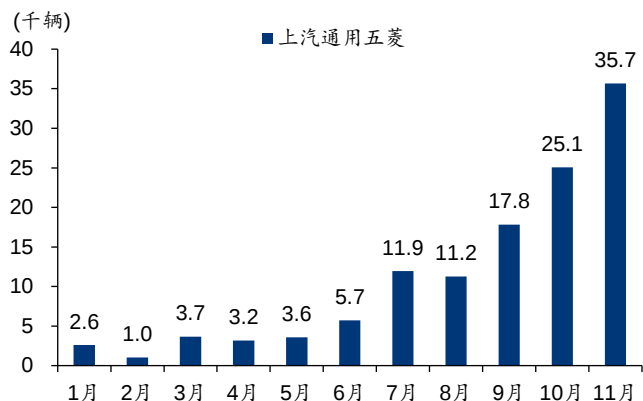
资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

上汽通用五菱：11 月上险量环比增长 42%，上险量最多的城市为柳州

2020 年 11 月上汽通用五菱国内上险量达 35670 辆，环比增长 42%。新车型宏光 Mini 在 7 月正式上市，建议零售价 2.88-3.88 万元，价格较低，有望成为国内最畅销新能源车型，11 月的其销量高达 33094 台。

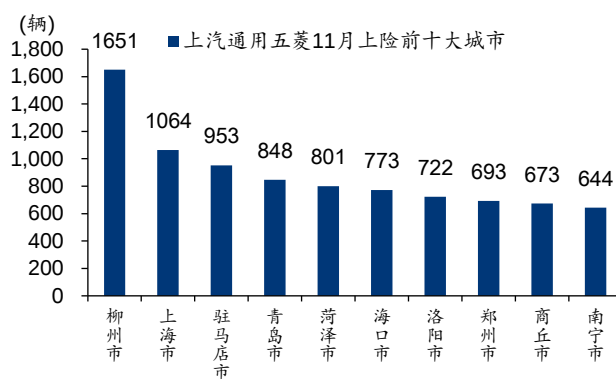
上汽通用五菱上险量前三的城市为柳州、上海和驻马店，三个城市上险量之和占上汽通用五菱国内上险量的 10%，说明五菱新能源汽车在全国各地销量比较均匀，不存在依赖大城市的现象。

图表20: 上汽通用五菱 2020 年月度上险量



资料来源: ThinkerCar, 华泰证券研究所

图表21: 上汽通用五菱 2020 年 11 月上险前十大城市

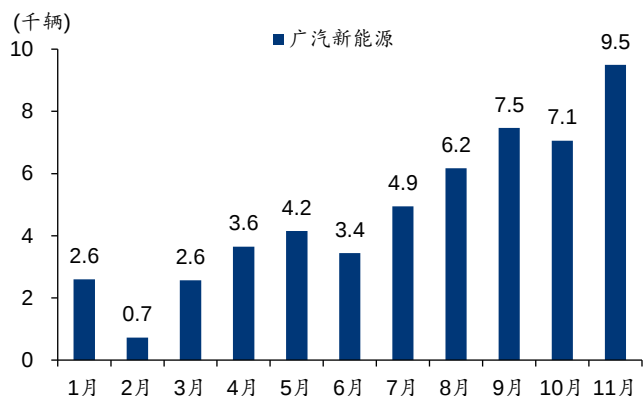


资料来源: ThinkerCar, 华泰证券研究所

广汽新能源: 11 月上险量环比增长 34%，上险量最多的城市为广州

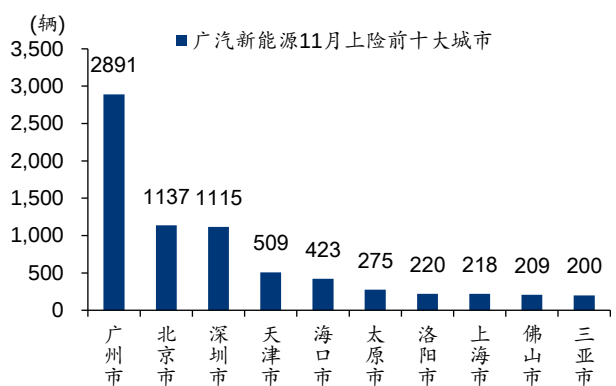
2020 年 11 月广汽新能源国内上险量达 9492 辆，环比+34%，其中上险量前三的城市为广州、北京和深圳，三个城市上险量之和占广汽新能源国内上险量的 54%。

图表22: 广汽新能源 2020 年月度上险量



资料来源: ThinkerCar, 华泰证券研究所

图表23: 广汽新能源 2020 年 11 月上险前十大城市

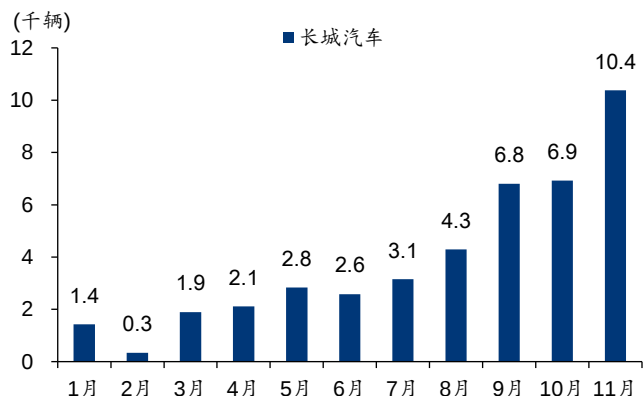


资料来源: ThinkerCar, 华泰证券研究所

长城汽车: 11 月上险量环比增长 50%，上险量最多的城市为天津

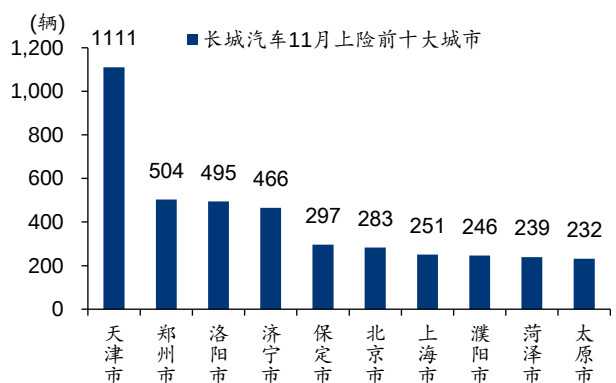
2020 年 11 月长城汽车国内上险量达 10378 辆，环比增长 50%，其中上险量前三的城市为天津、郑州和洛阳，三个城市上险量之和占长城汽车国内上险量的 20%，说明长城新能源汽车在全国各地销量比较均匀，不存在依赖大城市的现象。

图表24: 长城汽车 2020 年月度上险量



资料来源: ThinkerCar, 华泰证券研究所

图表25: 长城汽车 2020 年 11 月上险前十大城市

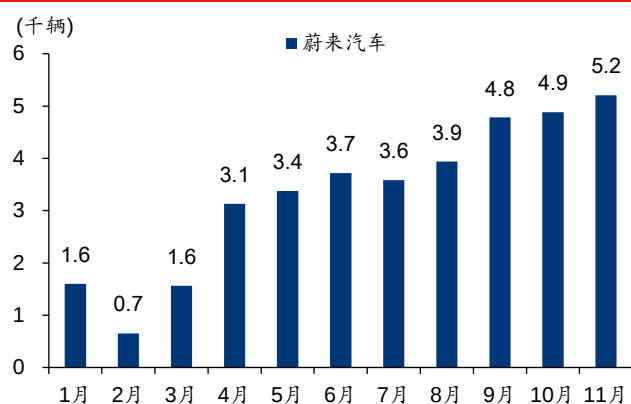


资料来源: ThinkerCar, 华泰证券研究所

蔚来汽车：11 月上险量环比增长 7%，上险量最多的城市为上海

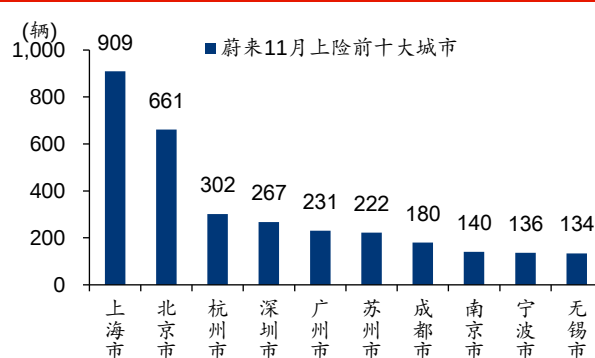
2020 年 11 月蔚来汽车国内上险量达 5205 辆，环比增长 7%，前三的城市上险量之和占蔚来汽车国内上险量的 36%。

图表26： 蔚来汽车 2020 年月度上险量



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表27： 蔚来汽车 2020 年 11 月上险前十大城市

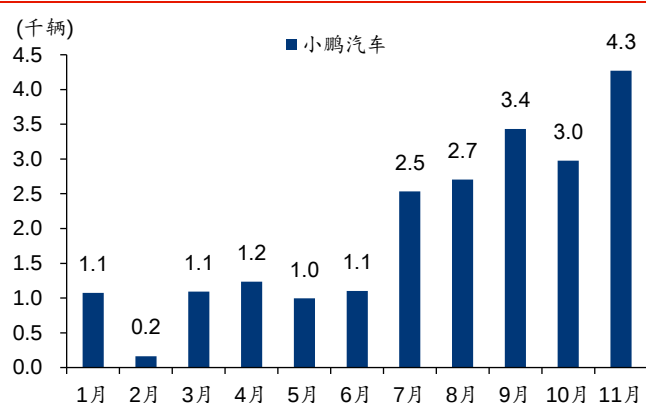


资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

小鹏汽车：11 月上险量环比+43%，上险量最多的城市为广州

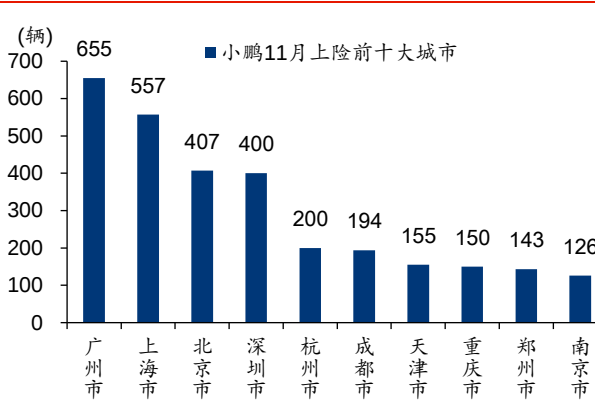
2020 年 11 月小鹏汽车国内上险量达 4270 辆，环比+43%。上险量前三的城市为广州、上海、北京，三个城市上险量之和占小鹏汽车国内上险量的 38%。

图表28： 小鹏汽车 2020 年月度上险量



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表29： 小鹏汽车 2020 年 11 月上险前十大城市

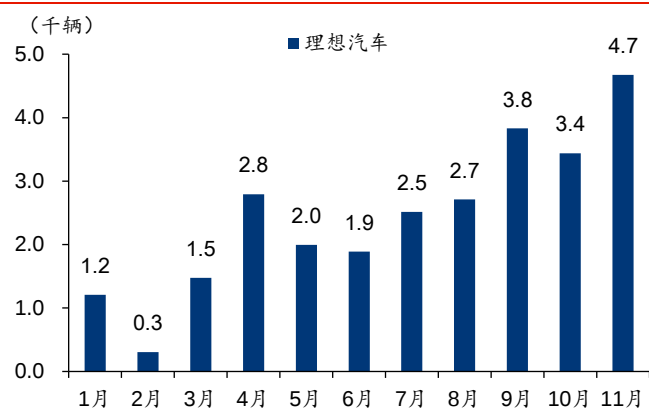


资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

理想汽车 11 月上险量环比+36%，上险量最多的城市为上海

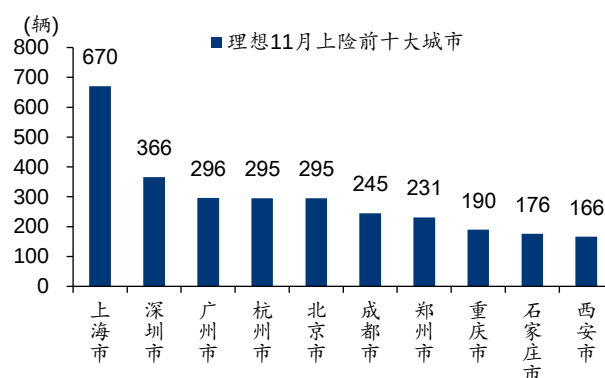
2020 年 11 月理想汽车国内上险量达 4676 辆，环比+36%，其中上险量前三的城市为上海、深圳和广州，三个城市上险量之和占理想国内上险量的 28%。

图表30：理想汽车 2020 年月度上险量



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表31：理想汽车 2020 年 11 月上险前十大城市



资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

图表32：报告提及公司

公司名称	股票代码
比亚迪	002594 CH
上汽通用五菱	未上市
特斯拉汽车	TSLA US
广汽新能源	未上市
长城汽车	601633 CH
蔚来汽车	NIO US
小鹏汽车	XPEV US
上汽乘用车	未上市
奇瑞汽车	未上市
理想汽车	LI US
吉利汽车	175 HK
一汽大众	未上市
上汽大众	未上市
华晨宝马	未上市
北汽新能源	未上市
威马汽车	未上市
合众新能源	未上市
广汽丰田	未上市
零跑汽车	未上市
上汽通用	未上市

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示：

经济放缓导致汽车需求低于预期；市场竞争加剧导致公司营业收入不及预期；公司利润率低于预期。

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、邢重阳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、刘千琳、邢重阳、王涛本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司