

2026Q1 汽车财报点评：出口对冲内需压力，汇兑损失导致盈利承压

事件描述

2026Q1 汽车企业财报陆续披露，本报告覆盖 8 家 A 股上市公司（比亚迪、长城汽车、上汽集团、长安汽车、广汽集团、赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷）及 2 家港股上市公司（吉利汽车、奇瑞汽车）。

事件点评

行业趋势：量稳质升——出口对冲内需压力，结构升级驱动带电量跃迁。

国内零售阶段性承压同比下滑 20.9%，价格带结构显著上移。受购置税退坡及以旧换新政策优化的影响，Q1 国内新能源零售同比下滑 20.9%，中低端市场受政策冲击明显，30 万元以上高端车型逆势实现双位数增长。终端隐性促销导致实际成交价持续下探，行业盈利仍处底部。

海外需求爆发驱动出口高增 124%，有效对冲国内零售缺口。Q1 新能源乘用车出口同比高增 124%，占批发比重跃升至 34%。欧洲市场在碳排放法规、补贴重启与新车周期的共振下，同比增长 28.1%；新兴市场销量翻倍，超越美国成为全球第三大市场。多元化出海已成为核心增长引擎。

批发端韧性显现，单车带电量受结构升级与政策驱动同比+11.6kWh。Q1 批发销量同比微降 4.3%，我们预计 Q2 随内需修复将转正。单车带电量同比+26.8%至 54.9kWh，主因是 B 级及以上车型占比提升和插混车的纯电续航 ≥100km 政策倒逼电池扩容。Q2 中大型车密集上市将支撑带电量维持高位。

公司业绩：出口与结构升级驱动营收韧性，汇兑损失导致盈利承压。

营收端“华为系领跑、民企分化、央企企稳”，出口与结构升级驱动营收增速优于销量增速。2026Q1 华为系（赛力斯、江淮、北汽）营收同比高增 9%-34%，江淮虽销量下滑但受益于尊界 S800 占比提升实现量减收增；吉利、长城营收增长 16%、13%，比亚迪下滑 12%。比亚迪、长安、吉利营收降幅/增速显著优于销量，出海占比提升与高端品牌放量是核心驱动力。

盈利端毛利率改善、三费率稳定，汇兑损失产生的财务费用导致盈利能力承压。多数车企毛利率同比修复，但归母净利润普遍两位数下滑，仅上汽、赛力斯持平，汇兑损失成为核心拖累，多个车企财务费用率同比提升超 2.5pct。

营运端账期缩短，现金储备断层式分化。“60 天账期”承诺推动应付账款周转天数缩短至 80~130 天区间。现金储备方面，上汽、比亚迪以 1348 亿元、734 亿元断层领先；赛力斯凭借爆款造血从 2024Q1 的 27 亿跃升至 2026Q1 的 221 亿；长安持续消耗从 692 亿元下滑至 392 亿。

投资端趋于保守，“研发投入/资本开支”比率上行，车企向技术型企业靠拢。资本开支相对收缩，2025 年仅比亚迪、吉利、奇瑞因出海资本开支增加；在智能化驱动下研发投入具备刚性支撑；“研发投入/资本开支”比率趋势上行，车企商业模式正由“制造驱动”向“技术驱动”跃迁。

风险提示： 1、各国对新能源车均有支持政策，政策变动对新能源车销量影响明显；
2、宏观经济对汽车销量影响的风险。

汽车

评级： 看好

日期： 2026.05.18

分析师 张娜威

登记编码：S0950524070001

☎：18551983137

✉：zhangnawei@wkzq.com.cn

行业表现

2026/5/15



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《电车需求跟踪 3 月：景气度回升但仍低于去年同期，欧洲市场大增》(2026/4/7)
- 《反内卷后比亚迪的破局之道：以快充技术重构产品竞争力》(2026/3/10)
- 《电车需求跟踪（2 月）：产品力推动单车带电量显著提升》(2026/3/3)
- 《碳排放+补贴+产品三重共振，欧洲电动车开启短暂复兴还是长期繁荣？》(2025/12/22)
- 《电车需求跟踪 8 月：以旧换新调整&购置税提前购车共同博弈 Q4 需求》(2025/9/27)
- 《从半年报看车企销量周期后何时盈亏平衡？》(2025/9/27)
- 《汽车轻量化进入“镁”时代，车企竞逐百亿镁合金蓝海——新能源汽车新材料研究之八》(2025/9/4)
- 《新能源车需求跟踪：国内插混销量首次负增长，商用车&海外增速亮眼》(2025/8/20)
- 《理想 i8 和乐道 L90 的竞争，背后是品牌力的重塑》(2025/8/4)
- 《插电混动汽车进化论：经济性带来持续繁荣，但终将因技术革命改变》(2025/7/21)

行业趋势：量稳质升——出口对冲内需，结构升级驱动带电量跃迁

国内新能源零售：总量承压，结构升级

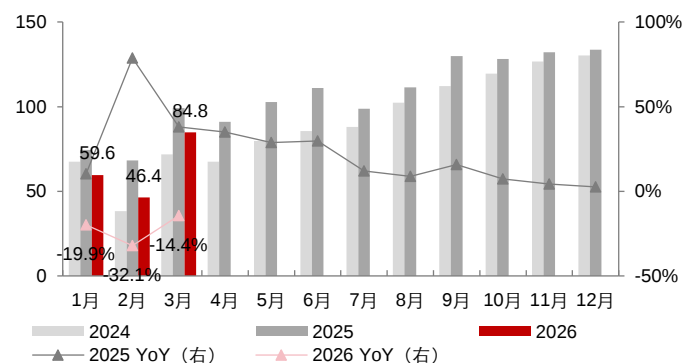
总量端，2026Q1 国内新能源乘用车零售销量 191.2 万辆，同比下滑 20.9%，渗透率 45.2%。

受购置税退坡和以旧换新政策优化影响，一季度国内零售承压明显。展望二季度，随着政策影响逐步减弱、终端需求季节性自然修复，我们预计同比下滑趋势虽难以逆转，但降幅有望逐步收窄。

结构端，市场呈现显著的“高端保持韧性、中低端承压”的分化格局。30 万元以下车型受到政策直接冲击，销量普遍下滑，其中 0~10 万元、15~20 万元价格带同比大幅缩减 42%、45%，10~15 万区间同比下滑 25%，20~30 万元价格带同比降幅在 10% 以内。30 万元以上高端市场，得益于消费者价格敏感度低、受政策影响小，且一季度新车上市拉动，销量逆势实现同比两位数正增长。

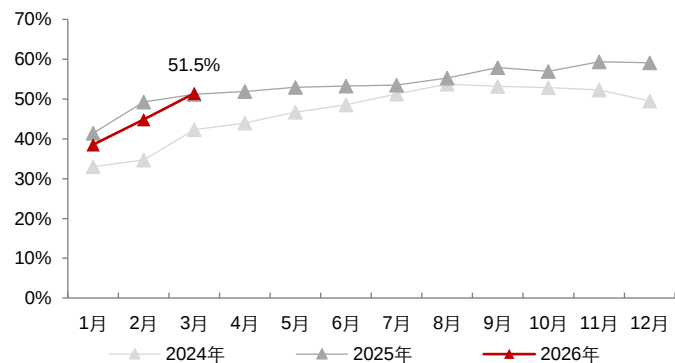
价格端，终端成交价下探致行业盈利持续承压。受上游原材料和存储芯片涨价制约，一季度未出现大规模官方价格战，大部分车企通过购置税兜底、金融贴息、终端权益等隐性促销手段来应对需求疲软，因此一季度终端成交价持续下探，市场优惠幅度进一步扩大，行业盈利水平持续处于底部。

图表 1：2026Q1 受政策冲击，国内新能源零售承压明显（单位：万辆）



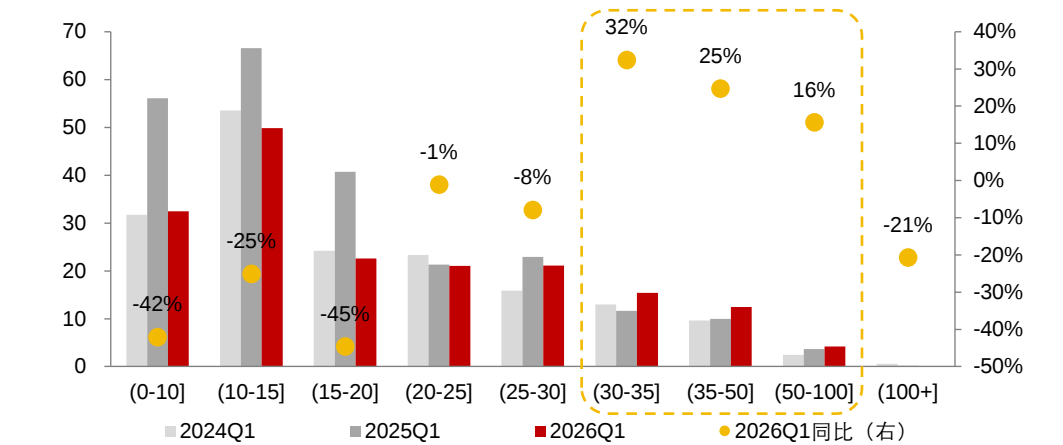
资料来源：乘联会，五矿证券研究所

图表 2：2026Q1 国内零售新能源渗透率同比下滑



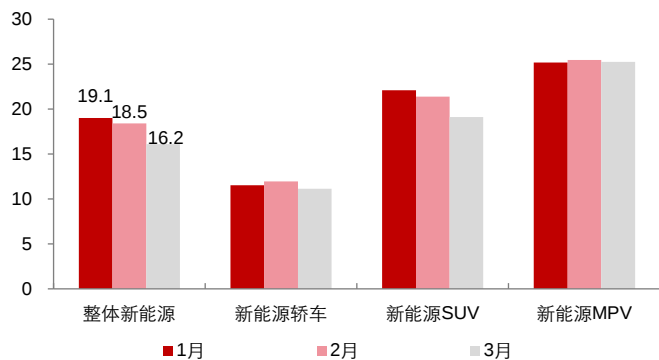
资料来源：乘联会，五矿证券研究所

图表 3：30 万以下车型销量普遍下滑，30 万以上销量实现逆势增长（单位：万辆）



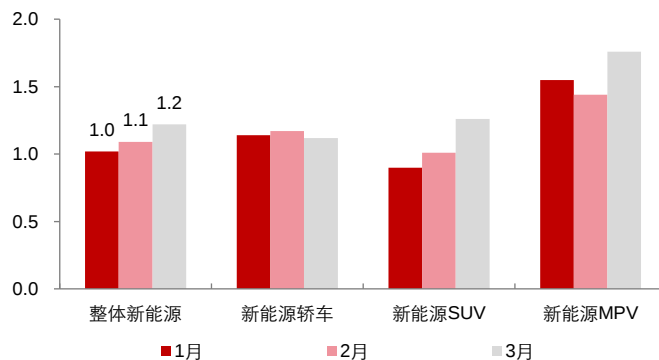
资料来源：Thinker Car，五矿证券研究所

图表 4：2026Q1 终端成交价持续下探（单位：万元）



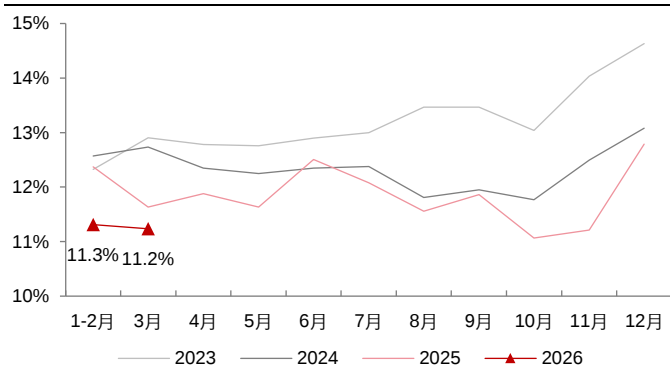
资料来源：乘联会，五矿证券研究所

图表 5：2026Q1 市场优惠幅度进一步扩大（单位：万元）



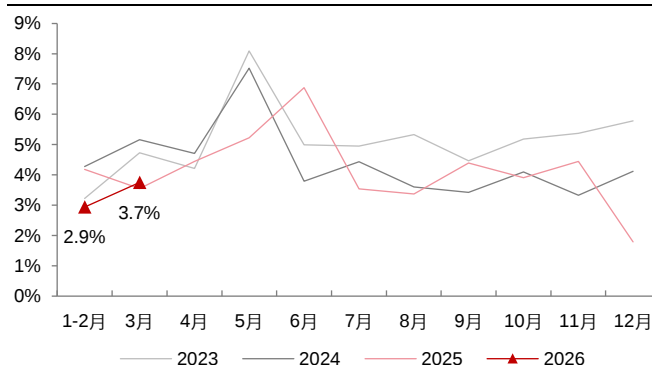
资料来源：乘联会，五矿证券研究所

图表 6：2026Q1 行业毛利率处于较低区间



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

图表 7：2026Q1 行业净利率承压

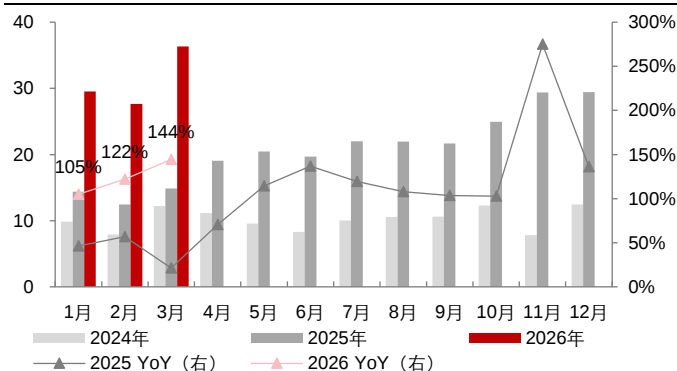


资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

新能源出海：多地区需求共振，出口同比高增 124%

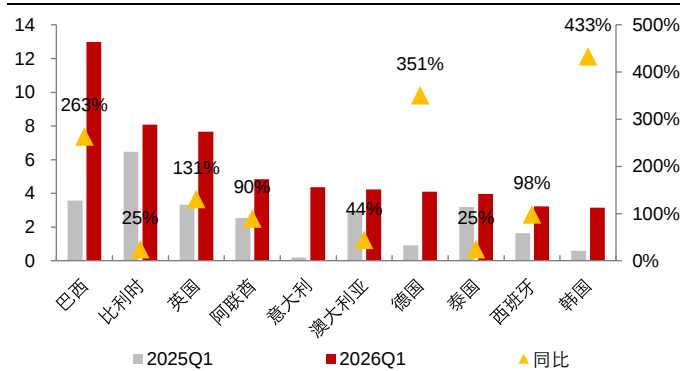
海外需求爆发推动出口占比跃升至 34%，出口地区多元化。2026Q1 中国新能源乘用车出口 93.5 万辆，同比大幅增长 124%，占批发销量的 34%，相较 2025Q1 的 15% 实现跨越式提升。自 2025Q2 以来出口增速持续维持在翻倍区间，与海外电动化需求爆发周期高度契合，出口地区呈现多元化扩张趋势，欧洲、南美、中东、澳洲及亚洲其他地区共同构筑出海增量基本盘。

图表 8：2026Q1 新能源乘用车出口始终保持高增速（万辆）



资料来源：乘联会，五矿证券研究所

图表 9：2026Q1 新能源车主要出口至欧洲、南美、中东等地区（万辆）

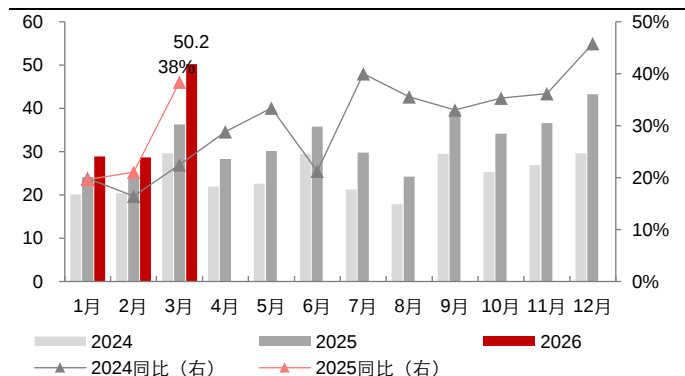


资料来源：乘联会，五矿证券研究所

欧洲市场在高基数下延续高增长，政策与新车周期共振夯实需求。受碳排放目标收紧、多国补贴重启及新产品周期驱动，欧洲自 2025 年以来开启新一轮电动化周期。2026Q1 欧洲主要地区新能源乘用车销量 107.8 万辆，同比增长 28.1%，渗透率 30.6%，是中国新能源车出口的最大市场。

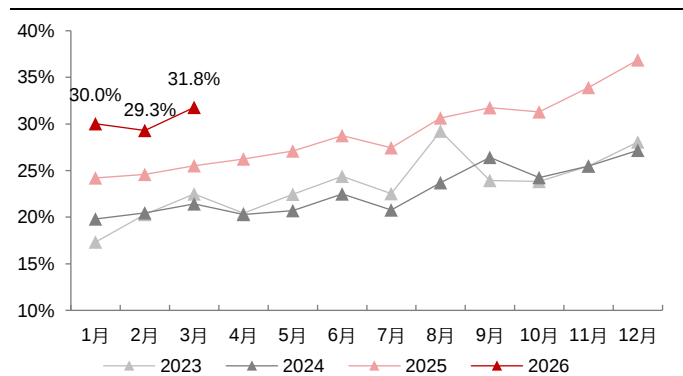
新兴市场增速领跑全球，需求超越美国成为第三大市场。海外其他地区（除美国外）在电动化转型目标的驱动下，新能源车销量连续两个季度同比翻倍。2026Q1 新能源车销量 51.6 万辆，同比激增 143.2%，渗透率 7.7%，凭借高增速与规模化放量，新兴市场成为中国新能源车出海的重要增长极。

图表 10：2025-2026Q1 欧洲新能源车持续高增长（单位：万辆）



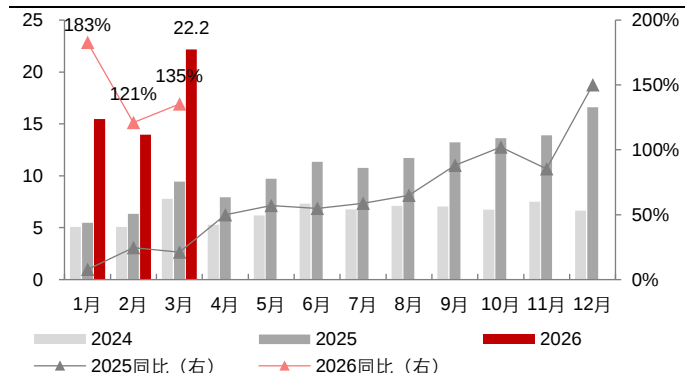
资料来源：ACEA，五矿证券研究所

图表 11：2025-2026Q1 欧洲新能源车渗透率同比大幅增长



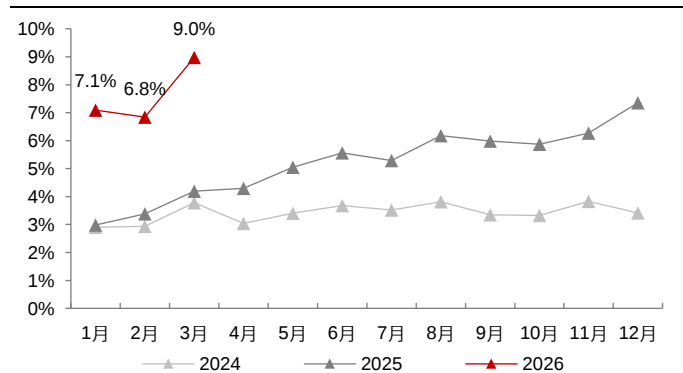
资料来源：ACEA，五矿证券研究所

图表 12：2026Q1 海外其他新能源车迈入高速增长时代（单位：万辆）



资料来源：Thinker Car，五矿证券研究所

图表 13：2026Q1 海外其他新能源车渗透率大幅增加



资料来源：Thinker Car，五矿证券研究所

新能源批发量稳质升，单车带电量同比+11.6kWh

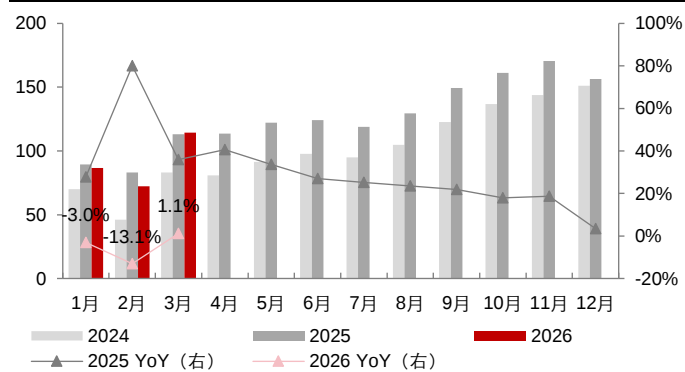
批发端，出口高增有效对冲零售压力，Q2 同比增速有望转正。2026Q1 中国新能源车批发 273.4 万辆，同比微降 4.3%，在国内零售显著承压的背景下，出口翻倍增长形成有效对冲，使批发端未出现大幅滑坡。3 月单月批发增速已率先转正，我们预计随着国内零售季节性回暖及海外持续交付，二季度批发销量同比增速将全面回正。

产品结构升级+政策门槛共振，Q1 单车带电量同比跃升 26.8%至 54.9kWh。2026Q1 中国新能源乘用车单车带电量 54.9kWh，同比增长 26.8%，其中，纯电、插混分别达到 65.3、36.2kWh，同比增长 21.4%、40.3%。自 1 月起单车带电量实现台阶式增长，核心驱动在于：①B 级及以上车型占比提升 9.8pct 达到 56.7%，结构性上移直接推高行业均值；②2026-2027 年购置税减半政策将插混车纯电续航门槛设定为 $\geq 100\text{km}$ ，倒逼车企扩大电池容量。以比亚迪秦

Plus 为例，电池容量由 2025 款的 7.68、15.8kWh 调整为 2026 款的 15.87、25.28kWh。

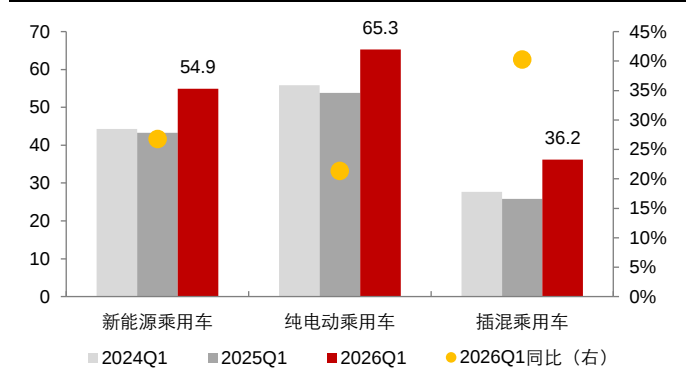
Q2 中大型车密集上市,我们预计单车带电量维持高位。展望二季度,伴随极氪 8X、智己 LS8、零跑 D19 等中大型/大型 SUV 集中上市,且车型订单反馈积极,单车带电量高位运行态势得以延续,甚至存在进一步上行的空间。

图表 14: 2026Q1 中国新能源车批发 (万辆)



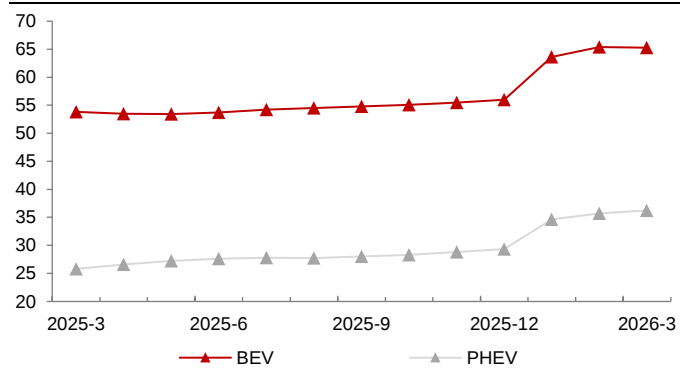
资料来源: 乘联会, 五矿证券研究所

图表 15: 2026Q1 新能源乘用车单车带电量实现跃升 (单位: kWh)



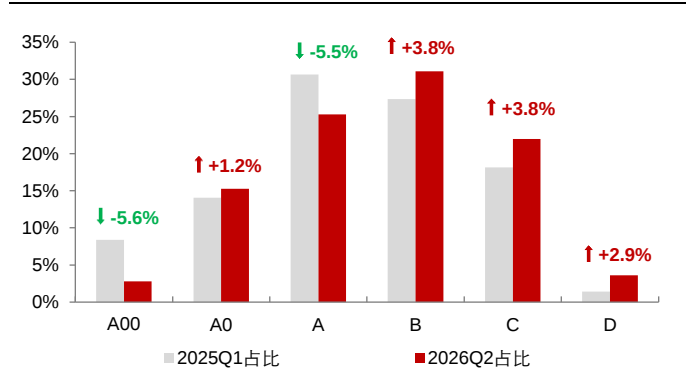
资料来源: 动力电池创新联盟, 五矿证券研究所

图表 16: 2026Q1 新能源乘用车单车带电量实现跃升 (单位: kWh)



资料来源: 动力电池创新联盟, 五矿证券研究所

图表 17: B 级及以上车型占比提升 9.8pct



资料来源: 中汽协, 五矿证券研究所

图表 18: 2026 年上市车型电池容量增加

驱动因素: 政策倒逼插混小电池扩容				驱动因素: 中大型车密集上市, 电池容量增大			
车型名称	动力类型	2026 电池容量 (kWh)	2025 电池容量 (kWh)	车型名称	动力类型	电池容量 (kWh)	状态
比亚迪海豹 07	PHEV	17.6 / 29.46	10.08 / 17.6	极氪 8X	PHEV	55 / 70	上市
比亚迪海豹 06	PHEV	15.87 / 25.28	10.08 / 15.87	智己 LS8	EREV	52 / 66	
比亚迪秦 PLUS	PHEV	15.87 / 25.28	7.68 / 15.8	零跑 D19	EREV	63.7 / 80.3	
比亚迪海豹 05	PHEV	15.87 / 25.28	7.68 / 15.8	零跑 D19	BEV	99.6 / 115	
比亚迪宋 pro	PHEV	18.3 / 26.6	12.9 / 18.3	比亚迪大唐	BEV	105.79 / 130.15	预售
比亚迪秦 L	PHEV	15.87 / 25.28	10.08 / 15.87	比亚迪大唐	PHEV	66.48	
比亚迪海狮 06	PHEV	26.6	18.3 / 26.6	小鹏 GX	BEV	110	
比亚迪海狮 05	PHEV	18.3 / 26.6	12.9 / 18.3	小鹏 GX	EREV	63.3	
				理想 L9 Livis	EREV	72.7	

资料来源: 工信部, 汽车之家, 五矿证券研究所

公司业绩：出口与结构升级驱动营收韧性，汇兑损失导致盈利承压

图表 19：2026Q1 企业营收变动方向与销量趋势一致，盈利能力同比显著下降

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			毛利率			净利率		
	数值	同比	环比	数值	同比	环比	数值	同比变动	环比变动	数值	同比变动	环比变动
002594.SZ 比亚迪	1,502.3	-11.8%	-36.8%	40.8	-55.4%	-56.0%	18.8%	-1.3%	1.4%	2.7%	-2.9%	-1.3%
601633.SH 长城汽车	451.1	12.7%	-34.9%	9.5	-46.0%	-23.2%	18.5%	0.6%	1.2%	2.1%	-2.3%	0.3%
600104.SH 上汽集团	1,404.2	-0.3%	-25.0%	30.3	0.1%	50.9%	14.0%	3.8%	-1.0%	3.1%	0.3%	0.2%
000625.SZ 长安汽车	327.1	-4.3%	-33.4%	3.5	-74.1%	-65.6%	14.1%	0.2%	-2.7%	0.7%	-2.9%	-1.4%
601238.SH 广汽集团	202.3	1.8%	-31.7%	-6.6	亏损收窄10%	亏损收窄85%	0.1%	-1.3%	-1.2%	-5.8%	-0.2%	13.5%
601127.SH 赛力斯	257.5	34.5%	-52.8%	7.5	0.9%	17.1%	26.2%	-1.4%	-2.4%	2.4%	-1.5%	1.4%
600418.SH 江淮汽车	114.8	16.9%	-26.6%	-6.1	亏损扩大172%	亏损扩大126%	11.5%	1.3%	-3.8%	-5.2%	-2.7%	-3.6%
600733.SH 北汽蓝谷	41.0	8.7%	-67.4%	-8.7	亏损收窄9%	亏损收窄23%	3.0%	10.5%	-1.2%	-31.7%	4.3%	-18.7%
0175.HK 吉利汽车	837.8	15.6%	-20.8%	41.7	-26.6%	11.3%	17.5%	1.7%	0.6%	5.0%	-3.1%	1.7%
9973.HK 奇瑞汽车	658.7	-3.4%	-22.9%	41.7	-10.3%	-10.4%	16.0%	3.6%	2.0%	6.6%	-0.4%	0.7%

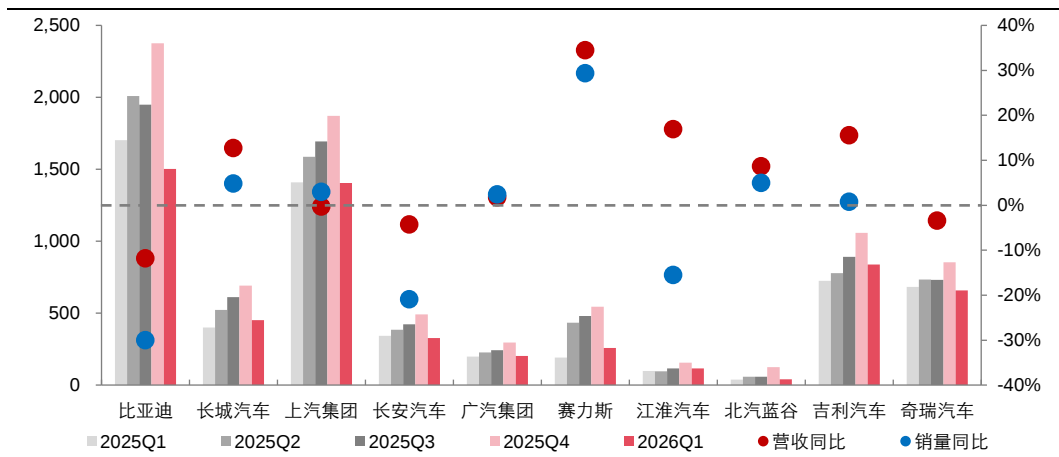
资料来源：ifind，五矿证券研究所

营业收入：华为系领跑，高端化与出海带动营收增速优于销量

2026Q1 车企营收呈现“华为系高增长、民企分化、央国企企稳”格局，营收变动方向基本与销量一致，仅江淮汽车量减收增。华为系车企赛力斯、江淮、北汽蓝谷营收同比分别增长 34%、17%、9%，其中江淮虽销量下降 16%，但受益于尊界 S800 占比提升逆势增收；头部民企分化，吉利、长城营收增长 16%、13%，奇瑞基本持平，同比-3%，比亚迪同比下滑 12%；传统央国企上汽、长安、广汽营收整体平稳，同比变动在-4%~2%区间。

部分车企营收增速/降幅显著优于销量增速/降幅，出海与销售结构升级是核心驱动力。比亚迪销量下滑 30%但营收仅降 12%，主因是出海占比大幅提升至 46%带动单车价格提高；长安营收降幅 4%远小于销量降幅 21%，主因低端车型占比降低；吉利营收高增 16%远超销量 1%增速，主要受益于极氪品牌占比快速提升。

图表 20：车企营收变动方向基本与销量一致，华为系营收增速领跑（单位：亿元）



资料来源：ifind，公司公告，五矿证券研究所

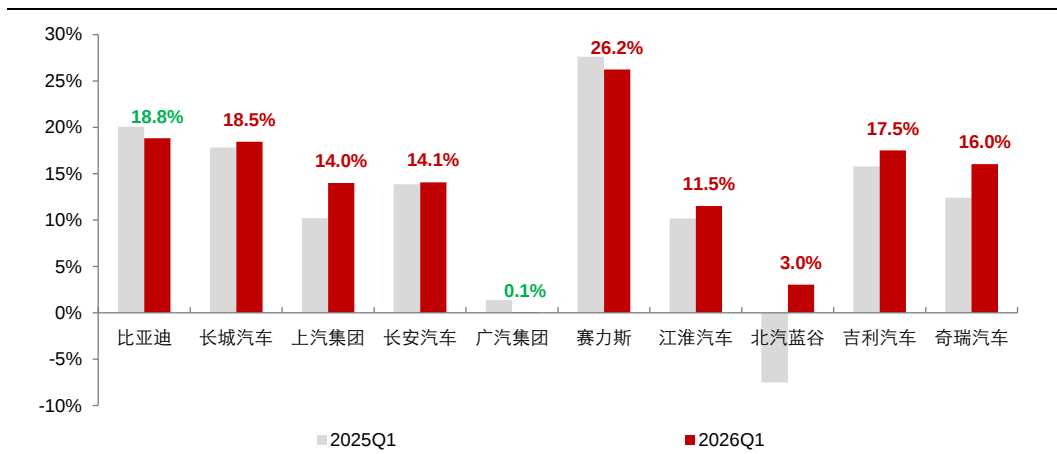
盈利能力：毛利改善三费率稳定，汇兑损失导致盈利承压

2026Q1 车企毛利率普遍改善，但产能利用率与产品组合切换导致部分企业承压。整体来看，多数车企毛利率同比实现修复。分化方面，比亚迪与广汽集团受销量下滑及产能利用率不足拖累，毛利率均同比下滑 1.3pct；赛力斯销量结构切换，2025Q1 以问界 M9 为主，2026Q1 问界 M7/M8/M9 共同放量，因此毛利率同比微降 1.4pct 至 26.2%。

归母净利润和净利率普遍承压，盈利呈现“头部下滑、尾部亏损”格局。受费用端侵蚀的影响，Q1 车企盈利指标同比大幅回落。按照降幅排序，长安汽车、比亚迪、长城、吉利、奇瑞分别同比下滑 74%、55%、46%、27%、10%；仅上汽集团和赛力斯保持稳定，分别同比增长 0%、1%；广汽、江淮、北汽蓝谷仍处于亏损状态。

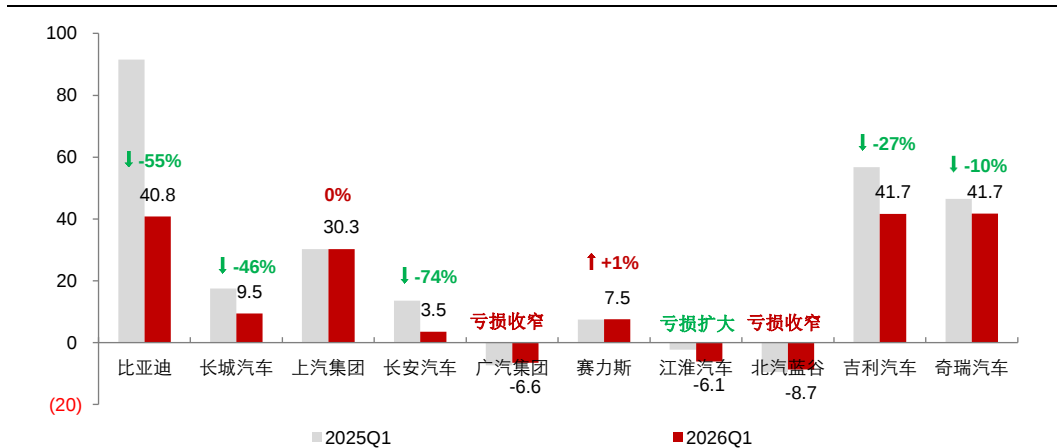
四费率增幅覆盖毛利率改善空间，华为技术分摊与汇兑损失成为盈利核心拖累。
①三费率（销售/管理/研发）呈现显著分化：华为系合作车企赛力斯、江淮、北汽蓝谷正处于销量爬坡期，需承担较高的华为渠道与技术分摊费用，导致销售与管理费用率同比抬升；其余车企三费率整体保持平稳甚至同比优化。
②全行业财务费用率普遍大幅增加，长安、江淮、长城、广汽、比亚迪同比均增加超过 2.5pct，主因是一季度海外业务占比快速提升，且汇率波动引发的汇兑损失显著扩大。随着出海规模进一步扩大，汇率风险管理将显著影响车企盈利稳定性。

图表 21：2026Q1 多数企业毛利率同比改善，仅比亚迪、广汽同比下滑



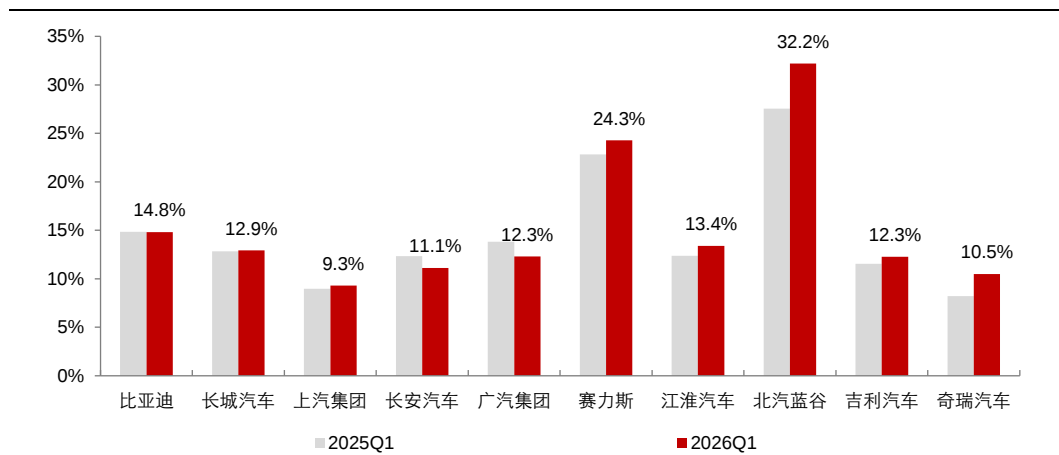
资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 22：2026Q1 车企归母净利润下滑严重，盈利能力承压（单位：一眼）



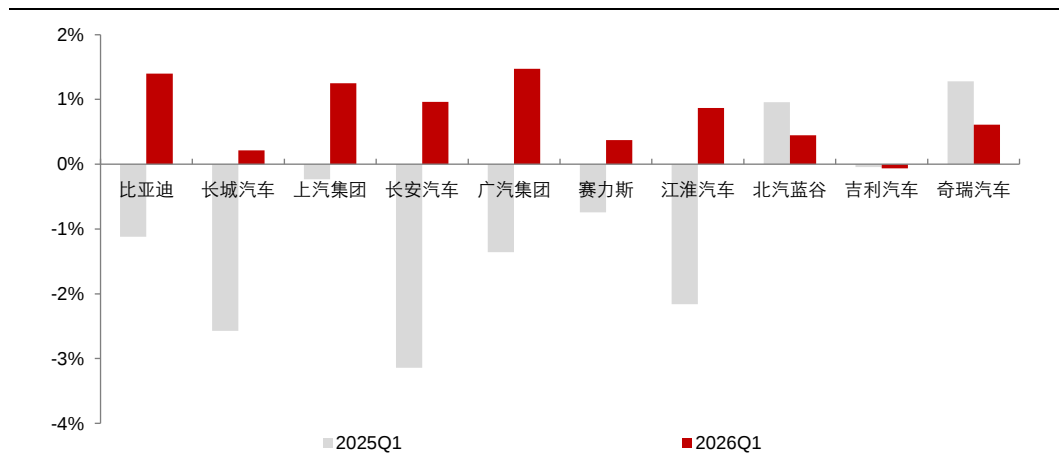
资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 23：2026Q1 车企三费率基本保持稳定，华为合作车企略微上升，其中北汽蓝谷大幅增加



资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 24：2026Q1 受汇兑损失影响，车企财务费用率大幅增加

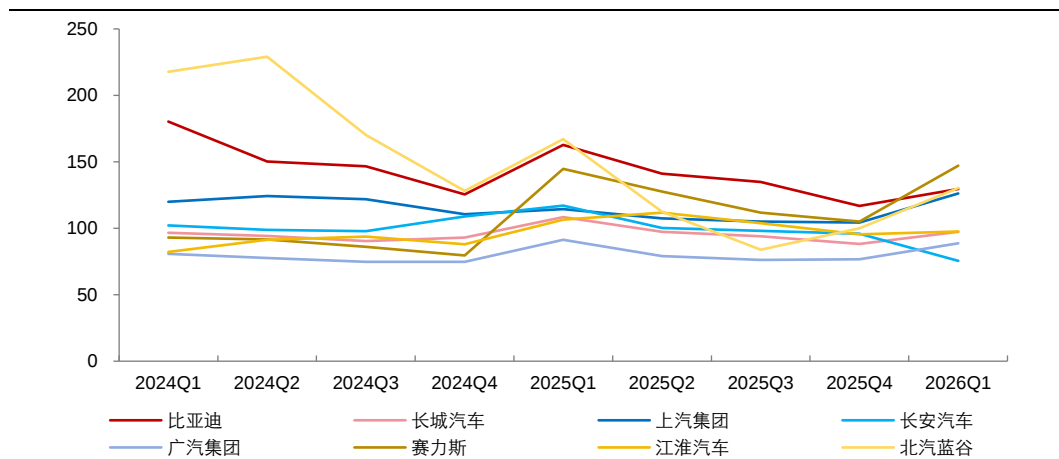


资料来源：ifind，五矿证券研究所

应付账款周转天数：账期承诺落实，Q1 季节性波动不改下降趋势

长安汽车、北汽蓝谷、比亚迪周转天数同比分别减少 42 天、37 天、33 天，“60 天账期”承诺下供应链账期加速收敛。2026Q1 受季节性影响，行业周转天数小幅回升至 80-130 天区间，属正常季节性扰动，部分企业应付账款周转天数仍处于行业高位，如赛力斯 147 天、比亚迪 130 天，预计未来将延续下降趋势，行业账期向合理区间靠拢，有效缓解对上游资金的占用。

图表 25：应付账款周转天数，Q1 季节性波动不改下降趋势



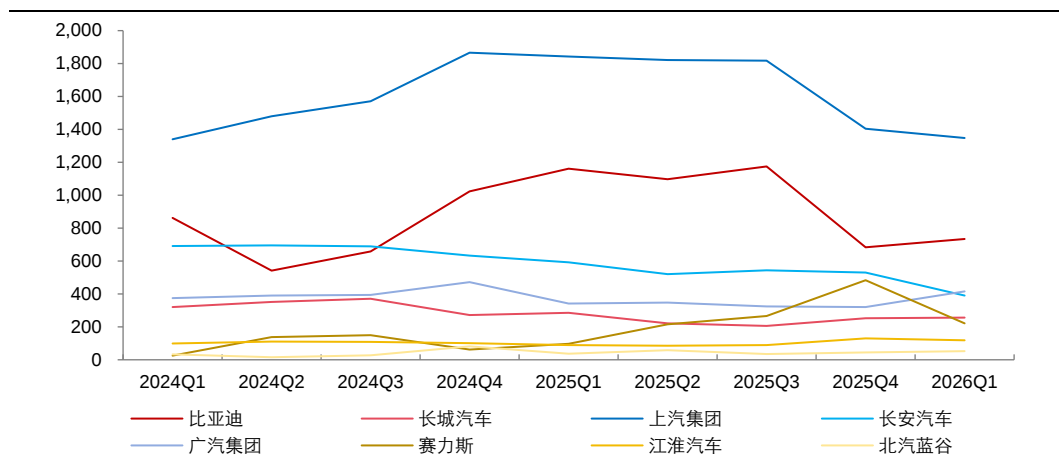
资料来源：ifind，五矿证券研究所

现金储备：断层式分化，赛力斯销量提升具备造血能力

现金储备呈现“断层式分化”格局。头部企业现金储备充足，截至 2026Q1，上汽集团与比亚迪现金储备分别是 1348 亿元、734 亿元，构筑深厚的安全垫；长城、长安、广汽、赛力斯处于 200~400 亿元中枢区间，具备一定的抗风险能力；江淮、北汽蓝谷现金储备相对薄弱。

现金变动趋势分化显著，赛力斯销量提升具备造血能力。从变化上看，赛力斯凭借与华为的合作实现现金储备爆发式增长，由 2024Q1 的 27 亿元大幅增长至 2026Q1 的 221 亿元；江淮、北汽蓝谷同比分别增长 34% 和 43%，略有改善；上汽、比亚迪、长城、长安同比两位数下滑；尤其是长安汽车近两年来现金持续消耗，现金储备由 2024Q1 的 692 亿元下滑至 2026Q1 的 392 亿元，转型期的投入尚未转化成经营成效。

图表 26：车企现金储备断层式分化，赛力斯逆势增长（单位：亿元）



资料来源：ifind，五矿证券研究所

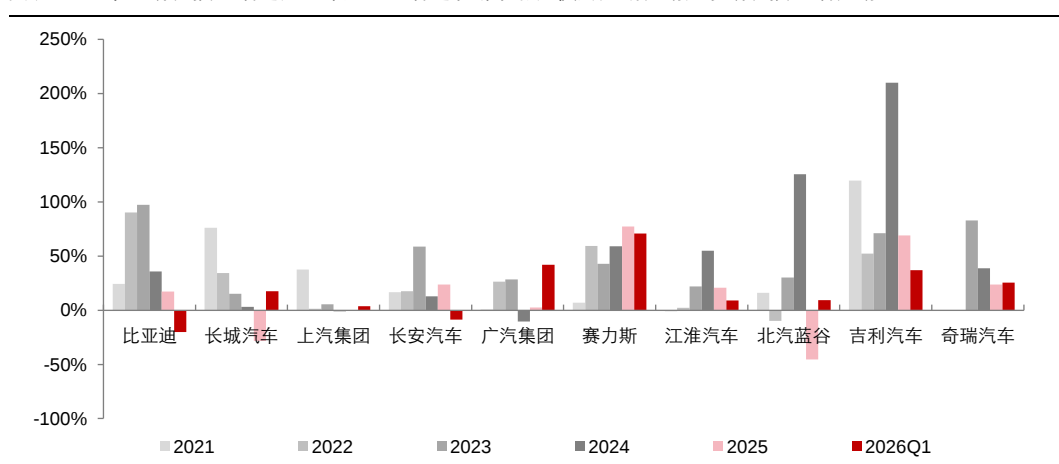
行业整体投资保守，“研发投入/资本开支”比率趋势上行

研发投入告别粗放扩张期，车企战略分化导致增速差异。行业研发投入经历 2021-2023 年的高增长后，2025~2026Q1 多数车企增速回落至平稳区间，不同的是，赛力斯研发投入同比高增 71%，吉利与奇瑞同样维持双位数增长，长城汽车重回两位数增长，民营企业保持对技术的持续投入来构筑自身的竞争优势。

出海带来小部分企业资本开支增加，行业整体投入处于保守阶段。2025 年比亚迪、吉利、奇瑞因海外基地建设产能升级资本开支分别同比增加 61%、35%、94%；多数车企资本开支同比保持稳定或转负，企业投入较为保守。

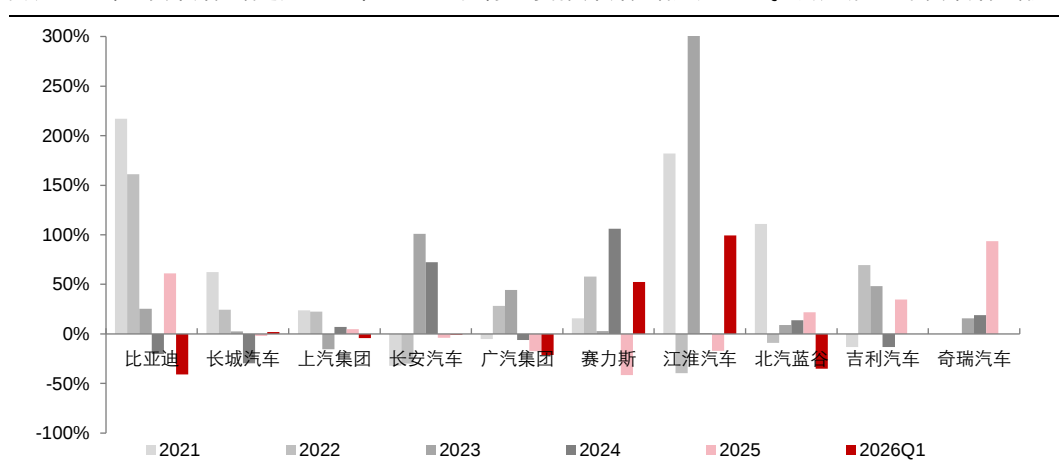
“研发投入/资本开支”比率趋势性上行，车企商业模式由“制造驱动”向“技术驱动”跃迁。多数企业的“研发投入/资本开支”比率逐步接近甚至超过 1，资本开支相对收缩与研发投入的刚性支撑，表明在电动化和智能化时代，技术将成为车企穿越价格战周期的核心竞争力。

图表 27：车企研发投入增速，大部分企业增速不断下滑，仅赛力斯长期处于研发投入增长期



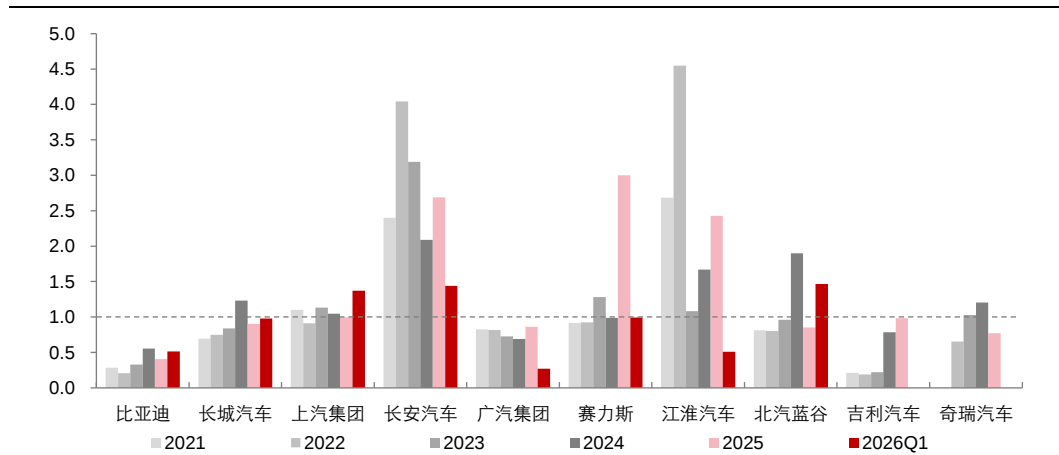
资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 28：车企资本开支增速，2025 年比亚迪、吉利、奇瑞资本开支增加，2026Q1 赛力斯、江淮资本开支增加



资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 29：研发投入/资本开支”比率趋势性上行，多数车企已接近甚至超过 1



资料来源：ifind，五矿证券研究所

风险提示

- 1、各国对新能源车均有支持政策，政策变动对新能源车销量影响明显；
- 2、宏观经济对汽车销量影响的风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

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；香港市场以恒生指数为基准；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	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/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一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010