

官降竞赛火热，助力需求复苏

——乘用车行业专题报告

✉ : 黄细里: 执业证书编号: S1230518050001
☎ : 021-80106011
✉ : huangxili@stocke.com.cn

行业评级

汽车整车 看好

报告导读

增值税下调后，各大车企究竟如何官降/优惠？对行业影响？

投资要点

□ 各车企对增值税下调的应对措施

4月1日起汽车制造业增值税16%下调到13%大背景下，各大车企通过：**【直接官降】**或**【直接优惠】**两种形式让利消费者。

【直接官降】有三大特征：1) 自身盈利状况较好或渠道库存压力较大的车企响应积极，合资品牌和少数自主品牌为核心。2) 实现营销效果是车企第一目的，大部分品牌真正能够享受官降的车型配置相对有限。3) 近7成比例做官降车型的折扣率3月下旬已经超过10%。目前进口车已有8个品牌做了官降发布，国产车已经有14个品牌做了官降发布。经分析，进口车官降幅度平均为1.9万元，降幅比例2.73%；国产车官降幅度0.7万元，降幅比例2.65%。

【直接优惠】集中在自主品牌层面，通过“直接现金优惠+金融贴息+置换补贴”三种形成传递，目前宣传最高优惠幅度大部分在1万元+。

□ 车企官降&促销对汽车行业影响

短期看，提振需求，加快国五库存车消除。增值税下调3%对于汽车行业而言，因当下供给大于需求，处于去库存周期中，税率下调的红利预计大概率会全部让利给消费者。第一步是车企做出官降，直接反应到经销商层面提车价格的下降；第二步由经销商根据终端各个车型实际供需关系通过折扣率形式让利给消费者。3月份下旬因各个车企政策陆续出台，消费者与经销商之间处于相互观察阶段。我们认为这个让利过程会在未来3-6个月内持续体现出来，先从渠道库存压力大的品牌优先体现，持续扩散到整个市场。而终端折扣率层面，2019年1月-2月整体维稳，3月份以来继续上行。随着官方指导价下调4月份的落地执行，后续市场整体折扣率会出现阶段性下行，但实际成交价因持续让利给消费者，大概率继续处于下行通道中。

长期看，乘用车价格体系或持续下沉，自主品牌生存空间愈加变小。

□ 建议超配汽车

站在目前时点看，“增值税下调”是2019年特有的利好因素，助于加快乘用车本轮景气复苏的节奏但对需求向上带动的弹性不能抱有太高预期。汽车整体估值处于历史低位，战略上建议2019年超配汽车，战术上仍然建议务实，优选基本面过硬的个股。整车优选【江铃汽车+长安汽车】，零部件优选【万里扬+星宇股份+拓普集团】，服务板块【中国汽研+广汇汽车】。

风险提示：中美贸易战摩擦扩大超出预期；消费者观望情绪超出预期

相关报告

- 1 《汽车行业周报：3月下旬成交价继续下降》2019.04.07
- 2 《汽车行业周报：3月第三周零售及批发环比小幅增长》2019.03.31
- 3 《汽车行业周报：3月第二周销量同比增速降幅收窄》2019.03.24
- 4 《20190323 自动驾驶行业跟踪报告：L2级功能大规模应用正开启！》2019.03.23
- 5 《汽车行业周报：3月上终端成交价继续下降》2019.03.17
- 6 《汽车专题报告：汽车早周期投资机会如何把握？》2019.1.13

报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

正文目录

1. 各车企对增值税下调的应对措施	3
1.1. 直接官降类.....	3
1.2. 直接优惠类.....	6
2. 车企官降&促销对汽车行业影响	8
2.1. 短期: 提振需求, 加快国五车库存清除.....	8
2.2. 长期: 乘用车价格体系或持续下沉.....	9
3. 建议超配汽车	9

图表目录

图 1: 59 款已做官降的车型 3 月下旬折扣率分布情况.....	6
图 2: 车企直接优惠活动整理.....	6
图 3: 截止 2 月份上市主要车企渠道库存情况 (从 2017 年 1 月份开始计算).....	8
图 4: 乘用车市场整体折扣率走势图.....	8
图 5: 76 款热销车型算术平均成交价走势.....	8
图 6: 汽车整车、汽车零部件 PE (历史 TTM, 整体法).....	9
图 7: 汽车整车、汽车零部件 PB (整体法, 最新).....	9
表 1: 进口车和国产车官降平均幅度分析 (单位: 万元).....	3
表 2: 8 大官降进口车品牌详细分析 (单位: 万元).....	3
表 3: 14 大官降国产车品牌详细分析 (单位: 万元).....	3
表 4: 国产官降各个车企详细降价策略分析.....	4

1. 各车企对增值税下调的应对措施

从3月政府工作报告提及：深化增值税改革，4月1日将制造业等行业现行16%的税率降至13%。汽车各大车企均先后做出了响应的举措，主要分为两类：1) 直接下调在售车型官方指导价。2) 直接做大范围优惠活动。

1.1. 直接官降类

总结而言，当下各个车企响应增值税下降做的官降举措，有3大特征：1) 自身盈利状况较好或渠道库存压力较大的车企响应积极。2) 实现营销效果是车企第一目的，大部分品牌真正能够享受官降的车型配置相对有限。3) 近7成比例已做官降车型的折扣率3月下旬已经超过10%。

通过各车企官网信息的不完全搜集，目前进口车已经有8个品牌做了官降发布，国产车已经有14个品牌做了官降发布。经计算分析，进口车官降幅度平均为1.9万元，降幅比例2.73%；国产车官降幅度0.7万元，降幅比例2.65%。

表 1：进口车和国产车官降平均幅度分析（单位：万元）

	调整前平均指导价	调整后平均指导价	平均降幅	降幅比例
官降进口车	73.7	71.9	1.9	2.73%
官降国产车	27.3	26.6	0.7	2.65%

资料来源：各车企官网，浙商证券研究所

进口车层面，宝马平均降幅最高（3.7万元），沃尔沃平均降幅最低（1.1万元）。降幅比例在2.1%-3.9%不等。

表 2：8大官降进口车品牌详细分析（单位：万元）

进口车	调整前平均指导价	调整后平均指导价	平均降幅	降幅比例
马萨拉蒂	136.9	133.6	3.3	2.4%
奔驰	131.0	127.9	3.1	2.4%
宝马	146.1	142.4	3.7	2.6%
奥迪	101.7	99.4	2.4	2.3%
捷豹路虎	69.5	67.6	1.8	2.6%
沃尔沃	47.0	45.9	1.1	2.1%
林肯	45.2	44.0	1.2	2.9%
福特	40.6	39.0	1.6	3.9%

资料来源：各车企官网，浙商证券研究所

国产车层面，奥迪平均降幅最高（1.8万元），吉利/上汽通用/上汽自主/广汽丰田平均降幅较低（0.3万元），降幅比例在1.78%-5.6%之间。

表 3：14大官降国产车品牌详细分析（单位：万元）

进口车	调整前平均指导价	调整后平均指导价	平均降幅	降幅比例
奔驰	52.2	51.0	1.2	2.34%
宝马	37.4	36.3	1.1	2.86%
奥迪	46.1	44.5	1.6	3.67%
捷豹路虎	33.0	32.2	0.8	2.49%
沃尔沃	43.5	42.2	1.3	2.64%
一汽大众	22.9	22.3	0.5	2.41%
上汽大众	26.4	25.7	0.7	2.43%
上汽斯柯达	14.6	13.8	0.8	5.60%
上汽通用	26.5	23.5	0.3	1.13%

上汽自主	14.4	11.4	0.3	2.08%
广汽丰田	18.2	17.9	0.3	1.90%
一汽丰田	24.7	24.3	0.5	1.85%
一汽红旗	22.5	22.0	0.5	2.34%
吉利	17.7	17.4	0.3	1.78%

资料来源：各车企官网，浙商证券研究所

从具体车型降价策略上，各个车企战术上主要分为五类：

1) 主打降【高配置车型】。代表性企业：奔驰选取了4个车型的最高配官降；奥迪选取了3个车型的最高配官降；一汽大众选取了9个车型(除了捷达之外的全系车型)的最高配官降；上汽大众选取了10个车型的最高配官降，上汽通用的凯迪拉克和雪佛兰各自选取了最高配官降。

2) 主打降【低配置车型】。代表性企业：捷豹路虎选取了4个车型的最低配官降；上汽斯柯达选取了6个车型的最低配官降；

3) 主打降【中等配置车型】。代表性企业：宝马选取了4个车型的中等配置官降。

4) 全系车型降价。代表性企业：上汽自主荣威系列，上汽通用别克系列。

5) 组合拳降价。代表性企业：广汽丰田，高端车型做高配置官降，低端车型选取中低配置官降。

表 4：国产官降各个车企详细降价策略分析

车企	官降策略	发布时间	车型	具体配置
奔驰	高配置降价	3月15日	奔驰 GLC	GLC 300L 4MATIC 豪华型
			奔驰 GLA	GLA 260 4MATIC
			奔驰 C 级	C 300L
			奔驰 E 级	E 350L 4MATIC
宝马	中等配置降价	3月16日	BMW X3	全新 BMW X3 xDrive 28i M 运动套装
			BMW 3 系	新 BMW 320i M 运动套装
			BMW 1 系	新 BMW 118i M 运动套装
			BMW 5 系	BMW 530Li 领先型 M 运动套装
奥迪	高配置降价	3月19日	奥迪 Q5L	Q5L 45TFSI 尊享时尚型
			奥迪 Q2L	Q2L 35TFSI 时尚动感型
			奥迪 A6L	A6L 55TFSI quattro 旗舰动感型
捷豹路虎	低配置降价	3月16日	捷豹 XFL	捷豹 XFL
			捷豹 XEL	捷豹 XEL
			捷豹 E-PACE	捷豹 E-PACE
			路虎发现神行	路虎发现神行
一汽大众	高配置降价	3月26日	探歌	探歌 280TSI 四驱 豪华型
			CC	CC 380TSI 曜颜版
			高尔夫嘉旅	高尔夫 嘉旅 280TSI 遨游型
			速腾	全新一代速腾 280TSI 旗舰型
			迈腾	迈腾 380TSI 旗舰型
			蔚领	蔚领 230TSI 豪华型
			宝来	全新一代宝来 280TSI 豪华型
			高尔夫	高尔夫 280TSI 旗舰型
			探岳	探岳 380TSI 四驱 旗舰型

上汽大众	高配置降价	3月27日	辉昂	辉昂 480V6 豪华旗舰版
			途昂	途昂 530V6 尊崇旗舰版
			帕萨特	全新一代帕萨特 380TSI 旗舰版
				帕萨特插电式混合动力 混动豪华版
			途观 L	途观 L 380TSI R-Line 尊崇旗舰版 4Motion
				途观 L 插电式混合动力 混动旗舰版
			途岳	途岳 330TSI 旗舰版 4Motion
			凌渡	全新凌渡 280TSI 豪华版
			途安	全新途安 L 280TSI 拓界豪华版
			朗逸	全新一代朗逸两厢 280TSI 豪华版
				全新一代朗逸 280TSI 豪华版
			Polo	Cross Polo 1.5L
			桑塔纳	桑塔纳 浩纳 1.5L 自动舒适版
				新桑塔纳 1.5L 自动舒适版
上汽斯柯达	低配置降价	3月27日	速派	速派 TSI280 手动标准版
			明锐	明锐旅行车 TSI 230 双离合手自一体舒适版
				明锐 1.5L 手动标准版
			昕锐	昕锐 1.5L 手动入门版
			柯迪亚克	柯迪亚克 GT TSI330 标准版
				柯迪亚克 TSI330 5座标准版
			柯珞克	柯珞克 TSI280 舒适版
			柯米克	柯米克 1.5L 手动标准版
上汽通用	别克全系降价，雪佛兰高配置降价，凯迪拉克高配置降价	3月28日	别克昂科威	全系
			别克君威	全系
			别克 GL6	全系
			别克威朗	全系
			别克阅朗	全系
			别克英朗	全系
			雪佛兰探界者	Redline 550T 9速四驱捍界版 (RS)
				Redline 550T 9速四驱拓界版 (RS)
			凯迪拉克 CT6	28T 铂金版
			凯迪拉克 XT4	28T 四驱铂金运动版
28T 四驱铂金版				
凯迪拉克 XTS	28T 豪华版			
凯迪拉克				
ATS-L	28T 时尚版			
上汽荣威	荣威全系降价	3月27日	RX8	全系
			RX5	全系
			RX3	全系
			I6	全系
广汽丰田	高端车高配置降价，低端车中低配置降价	4月1日	汉兰达	汉兰达 2.0T 四驱至尊版
				汉兰达 2.0T 四驱尊贵版
			C-HR	C-HR 2.0L 旗舰版 (带天窗)
				C-HR 2.0L 领先版 (带天窗)

				雷凌双擎 E+	雷凌双擎 E+精英版
				雷凌	雷凌 185T 精英版 CVT 雷凌双擎精英天窗版
				雅力士致炫	致炫 1.5E 魅动版 CVT
				致享	致享 1.5E 魅动版 CVT
					纯 Lite 型 型+ 型 Pro 耀 Pro
吉利	领克 01 针对性 降价	4 月 4 日	领克 01		

资料来源：各车企官网，浙商证券研究所

进一步结合我们建立的终端车型折扣率跟踪数据库体系进行匹配分析发现：59 款已做官降车型中，19%折扣率 3 月下旬已经达到了 20% 以上，27% 折扣率 3 月下旬已经达到了 15%~20% 之间，29% 折扣率 3 月下旬已经达到了 10%~15% 之间。也即近 7 成比例车折扣率已经超过了 10%，仅有 3 成比例车折扣率是在 10% 以下。

备注：极少部分做了官降车型因我们折扣率数据库未做跟踪，暂未考虑进来。

图 1：59 款已做官降的车型 3 月下旬折扣率分布情况

车型	3月下折扣率	车型	3月下折扣率	车型	3月下折扣率	车型	3月下折扣率
别克英朗	35.5%	别克昂科威	19.8%	致享	14.8%	迈腾	9.2%
别克阅朗	29.8%	别克GL6	18.8%	BMW 5系	14.8%	RX8	8.5%
昕锐	29.0%	凯迪拉克XTS	18.5%	雅力士致炫	14.6%	凯迪拉克XT4	8.3%
明锐	28.9%	I6	17.9%	柯珞克	14.4%	奔驰C级	7.4%
路虎发现神行	27.0%	RX3	17.8%	捷豹XEL	13.8%	CC	6.9%
桑塔纳	26.5%	奥迪Q5L	17.5%	凯迪拉克CT6	13.6%	途昂	5.7%
别克威朗	25.9%	捷豹E-PACE	17.3%	宝来	13.5%	帕萨特	5.4%
BMW 3系	24.5%	蔚领	17.2%	奔驰GLA	13.4%	奔驰GLC	5.4%
BMW 1系	24.2%	速腾	16.9%	雷凌双擎E+	13.2%	途观L	5.4%
速派	22.7%	雷凌	16.1%	探界者	13.1%	柯迪亚克	5.3%
捷豹XFL	20.2%	RX5	15.8%	BMW X3	12.7%	途岳	4.7%
		别克君威	15.6%	朗逸	12.6%	C-HR	3.8%
		Polo	15.6%	柯米克	12.4%	探岳	3.1%
		奥迪Q2L	15.5%	高尔夫嘉旅	11.8%	奥迪A6L	2.8%
		凌渡	15.2%	辉昂	11.2%	领克01	1.8%
		高尔夫	15.0%	途安	10.9%		
				探歌	10.1%		
11款车折扣率【20%，40%】		16款车折扣率【15%，20%】		17款车折扣率【10%，15%】		15款车折扣率【1%，10%】	

资料来源：浙商证券研究所

1.2. 直接优惠类

另外我们也针对没有做官降的车企应对增值税下调政策作出的举措进行了整理，发现：主要自主品牌虽然没有直接官降行为，但均出台了大范围直接给与优惠活动，主要策略：1) 直接给与现金优惠 1000-10000 元不等，例如：奇瑞+长城。2) 各家均采用金融贴息方式。4) 置换补贴方式。例如：吉利+江淮+广汽传祺等。

图 2：车企直接优惠活动整理

品牌	发布时间	车型	优惠政策
奇瑞	4月1日	TIGGO 瑞虎8	综合优惠最高 12,800元 (7,000元现金+5,800元礼包), 同时享金融个贷购车补贴最高5,000元+置换补贴最高4,000元, 或直接享金融个贷购车补贴 (3年0利息或一成首付购车, 首付低至8,888元)
		全新艾瑞泽5	综合优惠最高 10,000元 (5,000元现金+金融个贷购车补贴最高3,000元+置换补贴最高2,000元) 或直接享金融个贷购车优惠 (3年0利息或一成首付购车, 首付低至5,555元)
		艾瑞泽GX	综合优惠最高 10,000元 (3,000元现金+金融个贷购车补贴最高4,000元+置换补贴最高3,000元) 或直接享金融个贷购车优惠 (3年0利息或一成首付购车, 首付低至5,555元)
广汽传祺	4月6日	全新传祺GS5	首付低至10,000元, 2年0利率 最高享5,000元 惠民贴息+5,000元焕新补贴
		传祺GA4	首付低至10,000元, 2年0利率 最高享5,000元 惠民贴息
		传祺GA6	首付低至10,000元, 2年0利率 最高享5,000元 惠民贴息
		传祺GS7	一证申请, 2年0息, 贷享4年/13万公里两大件质保
		传祺GS8	一证申请, 2年0息, 贷享4年/13万公里两大件质保, 钜惠最高8,000元焕新
		传祺GA8	享2年0利率, 钜惠5,000元 焕新补贴
		传祺GM6	首付低至10,000元, 2年0利率 最高享5,000元 惠民贴息+5,000元焕新补贴
		传祺GM8	日供28.8元, 享豪华级MPV, 最高享8,000元焕新补贴
吉利	3月11日-4月10日	博越	高至 15,000元 购置税补贴+3,000元油卡首付19,800元起/3年0息
		博瑞	10,000元 置换补贴 首付30,000元起/3年0息
长城	4月1日	哈弗H6	至高享 16,000元 , 现金促销: 5,000元, 置换补贴4,000元, 金融贴息: 7,000元
		哈弗H6 Coupe智联版	至高享 15,500元 , 现金促销: 5,000元, 置换补贴: 4,000元, 金融贴息: 6,500元
		哈弗F7	至高享 18,000元 , 现金促销: 5,000元, 置换补贴: 4,000元, 金融贴息: 9,000元
		哈弗H4智联版	至高享 14,000元 , 现金促销: 4,000元, 置换补贴: 4,000元, 金融贴息: 6,000元
		哈弗F5	至高享 14,500元 , 现金促销: 4,000元, 置换补贴: 4,000元, 金融贴息: 6,500元
		哈弗H2创享版	至高享 7,500元 , 现金促销1,000元, 金融贴息: 6,500元
		哈弗H2S	至高享 7,500元 , 现金促销: 1,000元, 金融贴息: 6,500元
		哈弗M6	至高享 9,500元 , 置换补贴: 4,000元, 金融贴息: 4,500元
		哈弗H6运动版	至高享 28,000元 , 现金促销: 20,000元, 置换补贴: 4,000元, 金融贴息: 4,000元
		哈弗H5经典版	至高享 8,000元 , 现金促销: 4,000元, 置换补贴: 4,000元
江淮	4月1日	瑞风M3宜家版	享 3,000元 大礼包, 享2,000元报废补贴, 3年0息, 首付6,000元起, 日供70元起
		瑞风M3创客尊享型	享 3,000元 大礼包, 享2,000元报废补贴, 3年0息, 首付5,000元起, 日供40元起
长安	4月7日	CS75	超低首付7,500元
		第二代逸动高能版	首付低至2,999元
		逸动DT	超低首付3,999元, 12期0利率
江铃	4月1日-4月30日	新CS55	首付25,470-40,170元, 24期0利率
		中宽体轻卡	最高每台 7,000元 优惠
长安福特	4月1日	窄体轻卡及凯锐800系列	最高每台 3,000元 优惠
		新一代福克斯	送三年保养, 3,000元油卡, 享3年0利率, 享5年或20万公里发动机超长质保计划
		新福睿斯	送首付补贴, 享3年0利率, 享5年或20万公里发动机超长质保计划

资料来源: 各个车企官网, 浙商证券研究所

2.2. 长期：乘用车价格体系或持续下沉

官方指导价对车企而言非常重要，一般不会轻易选择官降。因为一款车型一旦选择了官降，在其本轮产品生命周期内几乎不可能再把价格提上去，除非等到下一代全新车型发布，车企通过提升配置的方法，“变相”地再把指导价提高，且前提是消费者认可新一代车型，愿意为其支付更高溢价，这一点并不是所有车企都能做得到。所以本轮的车企官降行为，虽然对短期消耗库存提升销量的作用大，但长期而言乘用车整体市场价格体系或持续下沉，竞争愈加激烈，尤其是自主品牌的生存空间更小。

3. 建议超配汽车

年初我们发布《“汽车早周期”投资机会如何把握？》一文中，重点通过对 2012 年乘用车基本面和行情详细复盘及与 2019 年比较分析，核心强调是：1) 2019 年建议超配汽车板块，行情演绎模式相似于 2012 年。核心逻辑是估值修复+景气复苏。2) 2019 年乘用车需求向上弹性将更弱，配置上更应注重自下而上寻找基本面过硬的个股。

站在目前时点看，“增值税下调”是 2019 年特有的利好因素，助于加快乘用车本轮景气复苏的节奏但对需求向上带动的弹性不能抱有太高预期。汽车整体估值处于历史低位，战略上建议 2019 年超配汽车，战术上仍然建议务实，优选基本面过硬的个股。整车优选【江铃汽车+长安汽车】，零部件优选【万里扬+星宇股份+拓普集团】，服务板块【中国汽研+广汇汽车】。

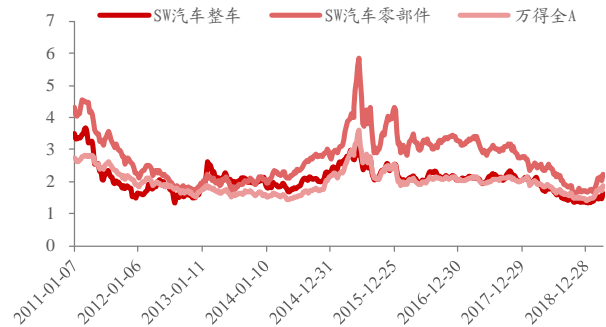
图 6：汽车整车、汽车零部件 PE（历史 TTM，整体法）



备注：剔除负值

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：汽车整车、汽车零部件 PB（整体法，最新）



备注：剔除负值

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>