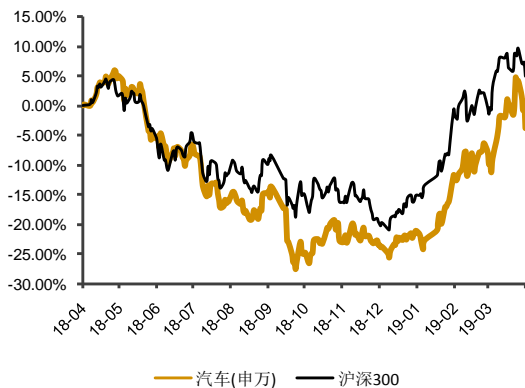


2019年4月26日

上海车展圆满落幕，行业复苏有望开启

汽车
行业评级：中性
市场表现

指数/板块	过去一周 涨跌幅 (%)	过去一月 涨跌幅 (%)	年初至今涨 跌幅 (%)
上证综指	-4.49	1.07	25.26
深证成指	-4.90	0.01	36.85
创业板指	-2.67	1.39	33.54
沪深300	-4.34	1.79	30.93
汽车(申万)	-7.71	5.62	26.27
汽车整车	-7.21	11.63	23.09
汽车零部件	-8.05	3.18	27.41
汽车服务	-7.87	-1.12	33.44

指数表现（最近一年）

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：杨靖磊

执业证书编号：S1050518080001

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● **上海车展圆满落幕，四大看点凸显行业趋势：**本届车展展出的新车达到260款，全新车型为110款。我们认为本次车展有四大特点，首先是豪华品牌陆续更新旗下主力车型，加码中国市场。其次，自主及合资品牌新车型设计突出高端化、年轻化，轿跑SUV成新热点。第三，传统车企与新势力共同发力新能源，新车型、新平台多；第四大看点是智能网联汽车在5G时代迎来加速普及，华为首次以tier1身份涉足汽车领域。四大特点凸显出未来汽车行业高端化、运动化、电动化和智能化的发展趋势。

● **行业经历9个月负增长，销量接近谷底：**截止3月，行业负增长已持续9个月，目前行业销售出现边际好转迹象，我们预计在去年一季度高基数的影响下，今年一季度销量增速或为全年最低点，二季度末，行业在去年同期相对较低的基数及增值税下调带来的降价效应等因素影响下有望迎来回暖。从估值角度看，行业估值仍存在进一步修复空间。在二季度末行业有望迎来估值与业绩同时提升的戴维斯双击。

● **三月主流自主品牌车企销量转正，行业库存不断去化：**3月主流车企较前期销量改善显著，其中吉利、长城、比亚迪、奇瑞汽车已实现正增长。上汽、广汽、长安在去年同期高基数的影响下，销量仍在同比下滑。库存方面，尽管3月库存仍处于警戒线之上，但已好于2017年同期水平，并较前期大幅回落。我们认为未来一段时间头部企业受益于规模、产品力、渠道深度和广度的优势，有望率先实现反转，销量与盈利能力同步回升。

● **政策预期不断强化，行业企稳指日可待：**年初至今，国家相关部门多次强调促进汽车消费的重要性，具体举措包括出台《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，下调增值税税率等。我们认为，在国内当前经济环境下，稳消费是确保经济运行在合理区间的重要举措，因此，若要切实推动消费平稳增长，政策方面继续推出相关举措稳定汽车消费应属大概率事件。未来在宏观经济逐步企稳，下游需求缓慢复苏及政策促进等因素综合作用下，行业存在提前企稳的可能性。

● **行业投资建议：**我们认为，目前汽车行业处于整体盈利周期低点，最坏的时刻正在过去，行业已出现边际改善迹象。随着库存的逐步去化和国内宏观经济的企稳，行业复苏预期正在形成。从

弹性角度看，当前建议关注业绩及估值处于谷底，未来业绩大概率有望企稳回升的整车企业**长安汽车**、**长城汽车**。从中长期价值角度看，整车及零部件板块，仍建议关注在合资及自主领域具备领先优势的整车及零部件企业**上汽集团**、**华域汽车**、**星宇股份**。在新能源汽车板块，随着特斯拉中国工厂的落地，其本土供应链将迎来结构性机会。特斯拉国产化对于其现有供应商而言意味着订单弹性有望增大，而对于潜在供应商而言，则意味着有望获得全新增量订单。建议关注现有特斯拉现有供应商**三花智控**、**拓普集团**，以及有望成为新晋供应商的优质标的**银轮股份**。在汽车智能化板块，随着汽车智能化、电动化的不断推进，具备整车厂Tier1 资源和产品技术优势的车载电子龙头有望成为智能驾驶落地的入口，享受智能驾驶高速增长的红利，建议重点关注座舱电子系统龙头**德赛西威**。

● **风险提示：**汽车销量持续低迷导致车企盈利能力大幅下滑、宏观经济持续低迷、中美贸易摩擦不断升级等。

目录

1. 上海车展圆满闭幕，四大看点凸显行业趋势.....	4
2. 周期低点逐步显现，行业复苏有望启幕.....	7
2.1 行业经历 9 个月负增长，销量接近谷底.....	7
2.2 三月主流自主品牌车企销量转正，行业库存不断去化.....	9
2.3 政策预期不断强化，行业企稳指日可待.....	11
3. 行业投资建议.....	12

图表目录

图表 1: 奥迪全新 Q3	4
图表 2: 全新一代宝马 3 系	4
图表 3: 全新长安 CS75 plus	5
图表 4: 全新日产轩逸.....	5
图表 5: 哈弗 F7x 轿跑 SUV.....	5
图表 6: 吉利星越轿跑 SUV	5
图表 7: 全新奔驰 EQC	6
图表 8: 全新吉利几何 A.....	6
图表 9: 小鹏汽车 P7.....	6
图表 10: 全新别克 VELITE6 车型	6
图表 11: 荣威 Vision-i 概念车.....	7
图表 12: 北汽 ARCFOX 品牌.....	7
图表 13: 上海车展华为展台	7
图表 14: 上海车展发布的华为汽车数字化解决方案	7
图表 15: 国内乘用车销量同比增速（单位：%）	8
图表 16: 中国汽车累计销量增幅（单位：%）	8
图表 17: 申万汽车行业 PE（TTM）	9
图表 18: 申万汽车整车及零部件板块 PE（TTM）	9
图表 19: 长城汽车销量同比增速(单位：%)... ..	10
图表 20: 吉利汽车销量同比增速(单位：%)... ..	10
图表 21: 比亚迪销量同比增速（单位：%）	10
图表 22: 奇瑞汽车销量同比增速（单位：%）	10
图表 23: 中国汽车经销商库存预警指数（单位：%）	11
图表 24: 今年以来促进汽车消费相关政策梳理	12

1. 上海车展圆满闭幕，四大看点凸显行业趋势

4月25日，上海车展圆满谢幕，本届车展以“共创美好生活”为主题，展出的新车为260款，其中SUV车型居多，达135款；新车类型中，新车型相对较多，为110款。通过观展，我们认为本次车展有四大特点值得关注：

一. 豪华品牌陆续更新主力车型，加码中国市场

本次车展，豪华品牌陆续更新主力车型，在传统一线品牌方面，奔驰推出新一代GLE车型，同时，国内首发全新新能源车型EQC，正式发力国内新能源汽车市场。奥迪带来全新Q8车型，和Q3车型，此外，在国内发布了新能源车型e-tron和Q2L e-tron。宝马则推出全新3系和X7。二线豪华品牌方面，雷克萨斯推出旗舰MPV车型LM；沃尔沃在推出国产版XC40。凯迪拉克在成功推出XT5、XT4两款走量车型后，推出大型SUV车型——XT6。

近年来尽管国内乘用车销量增速放缓，但豪华车销量却保持逆势增长，消费升级趋势显著。本届车展各大豪华品牌陆续更新旗下重磅车型，意在分享中国市场消费升级红利，提升自身在中国豪华车市场话语权。

图表 1：奥迪全新 Q3



资料来源：百度图片，华鑫证券研发部

图表 2：全新一代宝马 3 系



资料来源：百度图片，华鑫证券研发部

二. 自主及合资品牌新车型设计突出高端化、年轻化，轿跑 SUV 成新热点

本届车展、各大自主与合资品牌相继推出全新车型，从车型定位和设计趋势上看，整体呈高端化、年轻化趋势。如长安 CS75 PLUS 首次提供运动版和普通版两种外观造型，并采用了长安全新的设计语言，贯穿式日间行车灯使得整车看起来时尚气息更浓；东风日产推出的全新轩逸，同样采用全新设计语言，大尺寸的进气格栅搭配两侧类似鹰眼造型的前大灯组，使前脸更具视觉攻击性，整体与全新一代天籁的动感设计更为相似。在强调运动化年轻化的同时，本次车展轿跑 SUV 车型成为新热点，众多国内外车企相继发布了旗下全新轿跑 SUV 车型。包括吉利星越、哈弗 F7X、特斯拉 Model Y、大众探岳 GT、大众途昂 Coupe、保时捷 Cayenne Coupe 等。

我们认为，轿跑 SUV 的扎堆上市一方面体现出国内消费者尤其是新一代年轻消费者对于运动与个性的最求，另一方面体现出在行业销量放缓的背景下，厂家对于细分

市场的深度挖掘和高度重视。

图表 3: 全新长安 CS75 plus



资料来源: 车展走访, 华鑫证券研发部

图表 4: 全新日产轩逸



资料来源: 车展走访, 华鑫证券研发部

图表 5: 哈弗 F7x 轿跑 SUV



资料来源: 车展走访, 华鑫证券研发部

图表 6: 吉利星越轿跑 SUV



资料来源: 百度图片, 华鑫证券研发部

三. 传统车企与新势力共同发力新能源, 全新车型众多

本届车展各大车企推出的新能源车型众多, 自主品牌方面备受关注的包括: 吉利几何 A、比亚迪汉、广汽 Aion X、北汽 EX3 等。合资及外资品牌方面包括: 奥迪 Q2L e-tron、奔驰 EQC、现代昂希诺、别克 VELITE6、特斯拉 Model Y、丰田 Miari 等。新势力方面, 理想 ONE、拜腾 M-Byte、蔚来 ET7、小鹏 P7、威马 EX6、金康 SF5 等新车型均出现在车展现场。众多全新车型的推出再次体现出各大厂商对汽车电动化趋势的重视, 与以往将现有传统车型平台进行改造不同, 本次参展的新车型大多出自全新电动平台, 在车辆外观设计、技术性能、科技感等方面带给消费者全新体验。值得一提的是, 以大众为代表的传统造车势力在本届车展上用实际行动表达了未来转向新能源的决心。4 月 15 日, 大众正式发布了该集团的脱碳计划, 宣布其正在全球范围向新能源进行转型。为此, 大众汽车集团计划到 2028 年在中国生产 1160 万辆纯电动汽车, 这个数字将占据集团全球纯电动汽车目标产量 2200 万辆的一半以上。今后几年, 大众汽车集团(中国)将与一汽-大众、上汽大众和江淮大众三家合资企业共同完成这一目标。

与历届车展不同, 本届车展中传统车企通过众多全新产品的投放, 显著表现出其

在布局新能源车型方面的决心。我们认为，传统车企在产品研发、平台、技术、规模等方面的实力有望显著推动新能源汽车行业向高质量方向转型，同时凭借其在产品制造领域的绝对实力，将为整个新能源汽车行业带来更加激烈的竞争，造车新势力未来将面临更大挑战。

图表 7：全新奔驰 EQC



资料来源：爱卡汽车，华鑫证券研发部

图表 8：全新吉利几何 A



资料来源：百度图片，华鑫证券研发部

图表 9：小鹏汽车 P7



资料来源：车展走访，华鑫证券研发部

图表 10：全新别克 VELITE6 车型



资料来源：车展走访，华鑫证券研发部

四. 智能网联汽车在 5G 时代迎来加速普及，华为以 tier1 身份涉足汽车

当前 5G 在我国正加速走向应用，本届上海车展推出的智能网联相关产品充分展示了以 5G 为载体的车辆应用场景。其中，上汽荣威推出的“5G 零屏幕智能座舱”荣威 Vision-i 概念车，是首款 5G 智能网联汽车，将于 2020 年量产。与此同时，上汽与华为、中移动，以及上海国际汽车城还将联手启动 5G 智慧交通示范区。北汽 ARCFOX 品牌也发布了首个商业搭载 5G 技术的平台——IMC 智能标准架构，并且 2021 年 ARCFOX 也将基于该平台推出 6 款产品。

最值得关注的是，华为在本届车展宣布与车企、电池企业、地图提供商等开展全面合作战略合作，凭借其在新一代信息技术领域的深厚储备，正式涉足汽车领域，加速 5G 在汽车领域的应用。我们认为，随着 5G 的商业化，汽车领域成为 5G 的重要应

用场景，未来跨界合作将进一步加速，智能网联领域将迎来高速发展机遇与巨大市场空间。

图表 11: 荣威 Vision-i 概念车



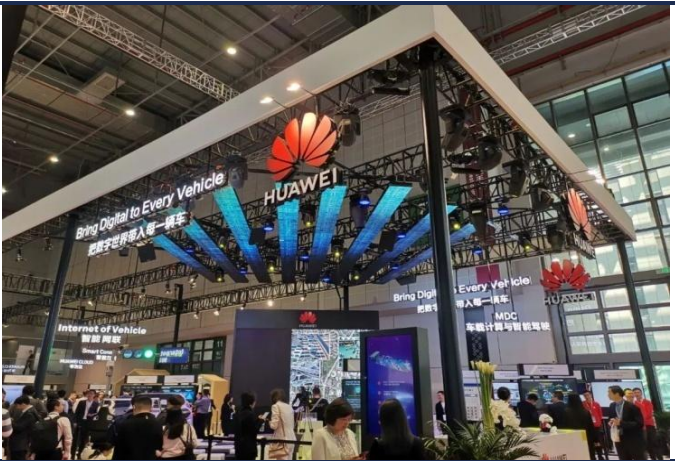
资料来源: 百度图片, 华鑫证券研发部

图表 12: 北汽 ARCFOX 品牌



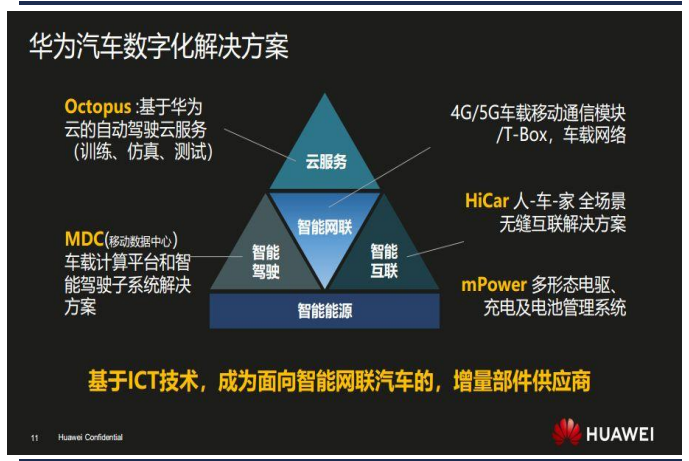
资料来源: 人民网, 华鑫证券研发部

图表 13: 上海车展华为展台



资料来源: 百度图片, 华鑫证券研发部

图表 14: 上海车展发布的华为汽车数字化解决方案



资料来源: 百度图片, 华鑫证券研发部

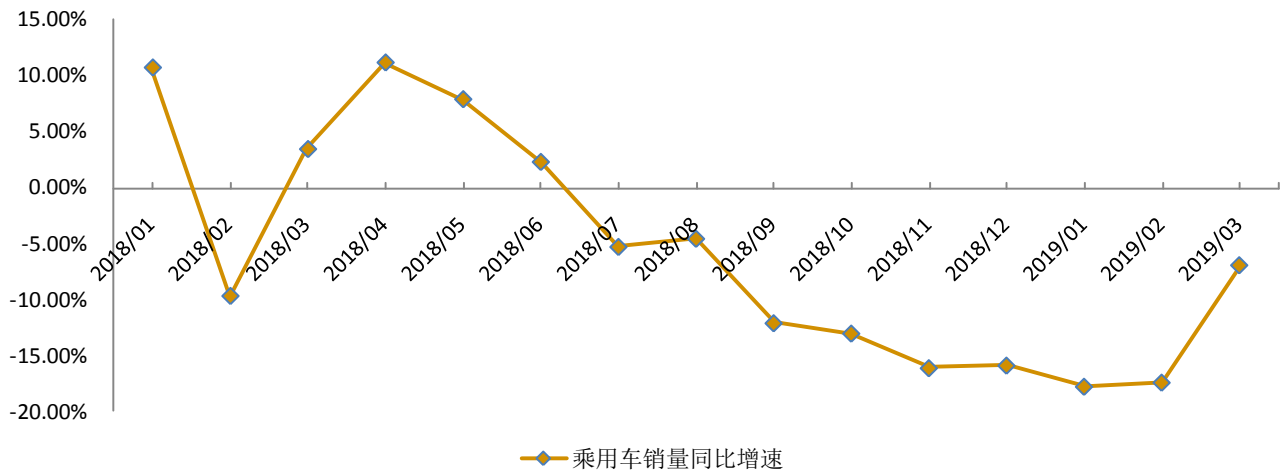
2. 周期低点逐步显现, 行业复苏有望启幕

2.1 行业经历 9 个月负增长, 销量接近谷底

2018 年, 在宏观经济波动、国际贸易摩擦等因素的影响下, 国内汽车销量出现连续负增长。自 2018 年 7 月起, 汽车销量增速持续下滑, 同比下滑幅度最大达到 15.74%, 截止 2019 年 3 月已连续 9 个月负增长, 2018 年全年销量增速更是历史上首次出现负增长。受此影响, 汽车行业整体业绩滑坡, 估值与业绩双杀, 行业进入至暗时刻。

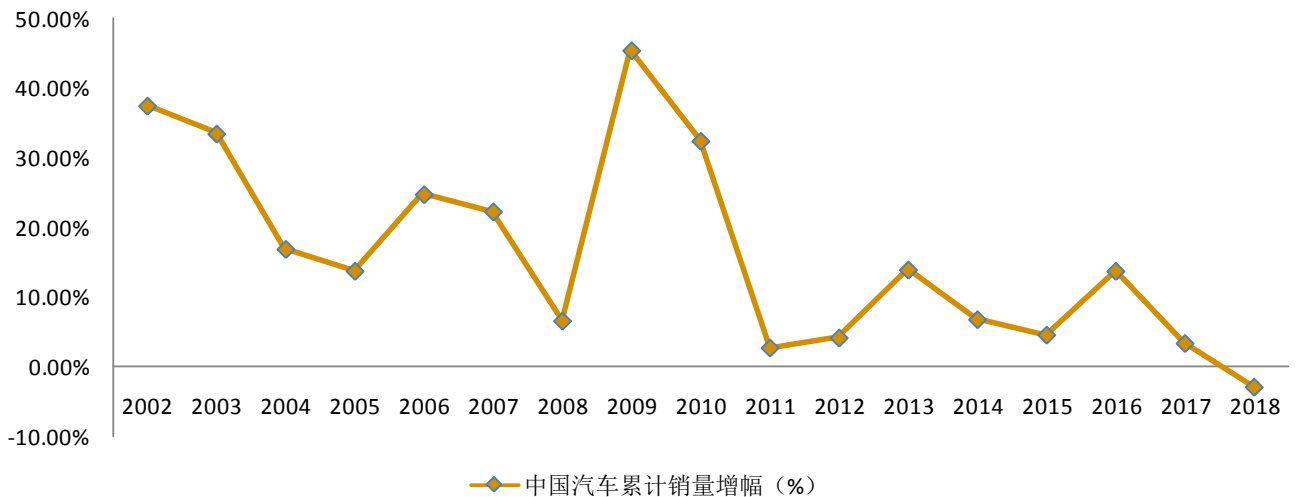
当前时点, 行业销售出现边际好转迹象, 从 3 月国内汽车销售数据看, 尽管同比仍在下滑, 但降幅已大幅收窄。我们预计在去年一季度高基数的影响下, 今年一季度销量增速或为全年最低点, 二季度末, 行业在去年同期相对较低的基数及增值税下调带来的降价效应等因素影响下有望迎来回暖。

图表 15: 国内乘用车销量同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

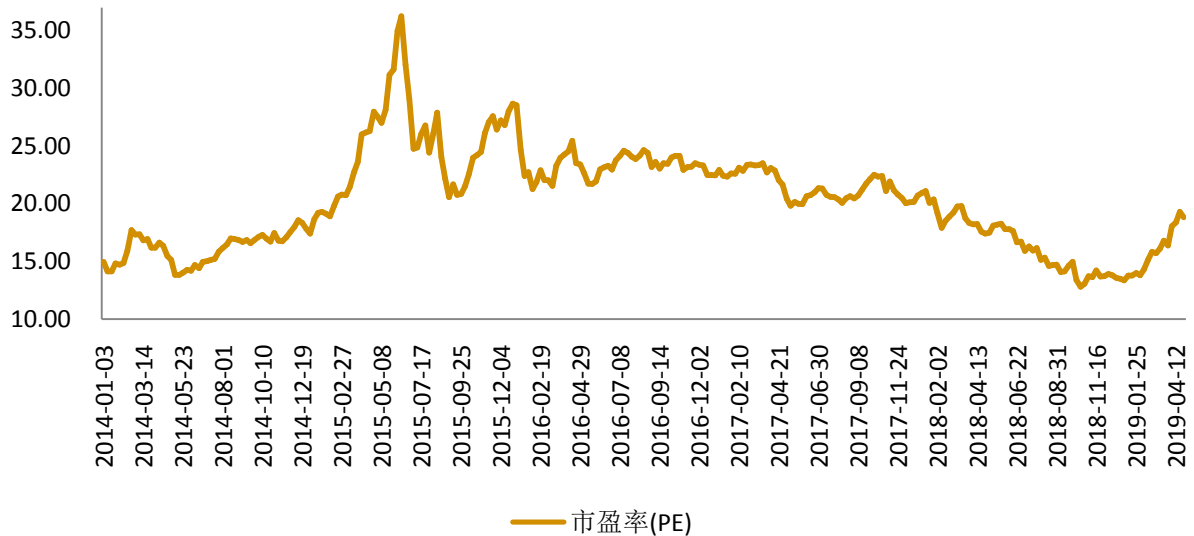
图表 16: 中国汽车累计销量增幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

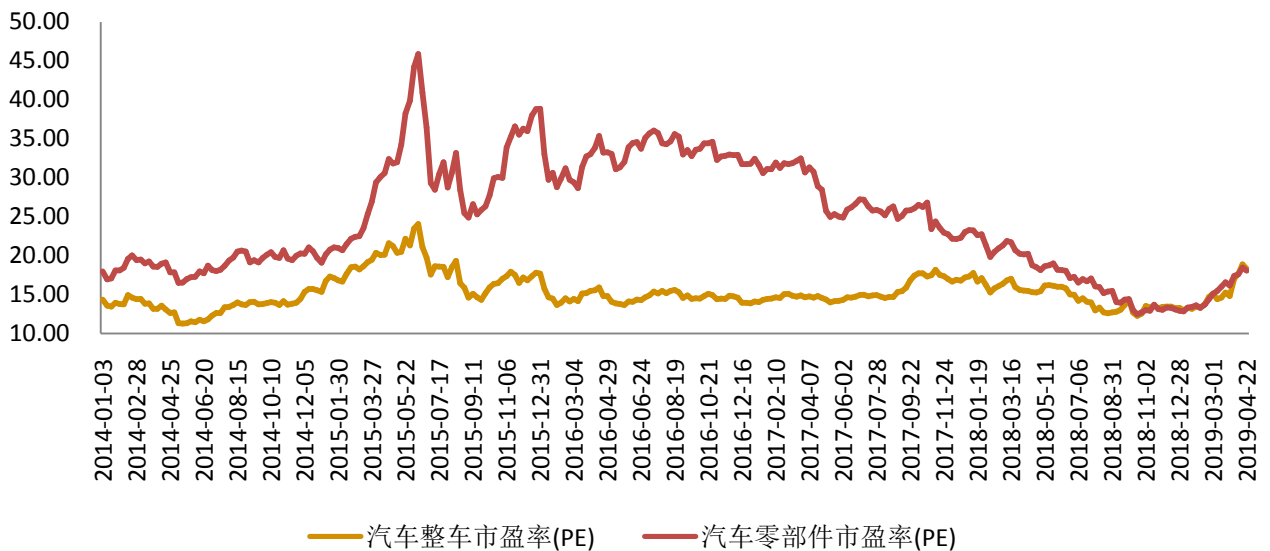
从行业估值角度看, 年初至今, 在大盘估值整体修复的背景下, 汽车板块估值跟随大盘修复, 但相较于其他行业, 修复幅度并不突出。截止 4 月 25 日, 申万汽车行业 PE 为 18.58X, 仍低于近 5 年来 20.21X 的平均水平。从细分板块看, 汽车整车板块近期涨幅较大, 板块 PE 为 18.53X, 估值修复显著, 高于近 5 年平均估值 15.30X, 但未显著高估。汽车零部件板块 PE 为 17.31X, 目前仍显著低于近 5 年平均估值 24.69X, 估值仍存在进一步修复空间。我们认为, 当前时点汽车行业目前处于萧条向复苏转折的拐点, 销量增速在二季度末实现正增长概率较大, 未来行业有望迎来估值与业绩同时提升的戴维斯双击。

图表 17: 申万汽车行业 PE (TTM)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 18: 申万汽车整车及零部件板块 PE (TTM)

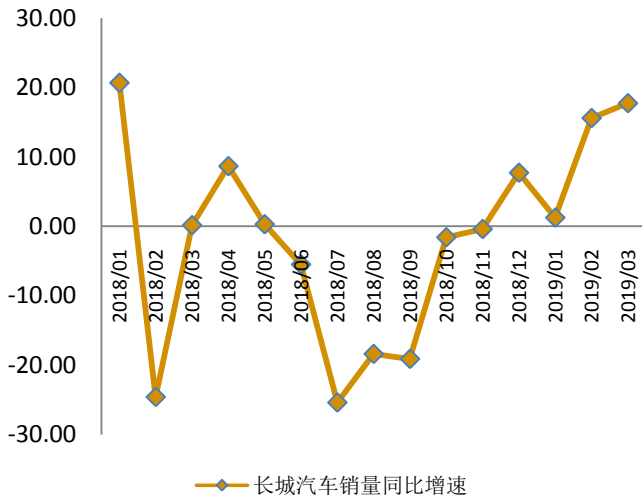


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2.2 三月主流自主品牌车企销量转正，行业库存不断去化

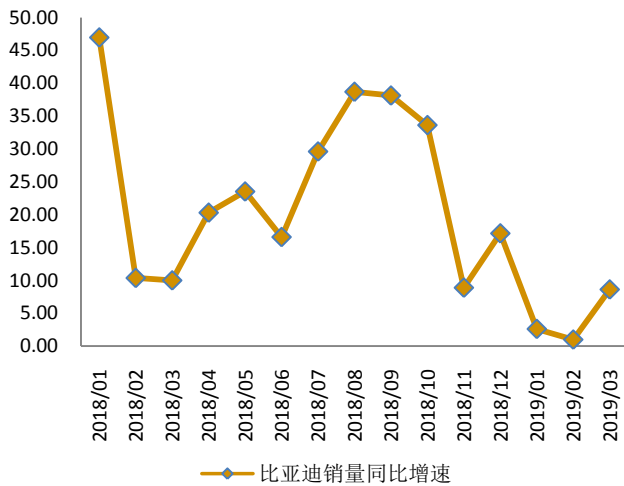
从国内主流车企销量表现看，3月主流自主企业销量已实现转正。吉利汽车3月实现销售12.5万台，同比增长3.0%；长城汽车实现销售8.8万台，同比增长16.8%；比亚迪销量为4.7万台，同比增长8.6%；奇瑞汽车3月销量达到4.6万台，同比增长5.92%；广汽集团销量为18.3万台，同比下滑-0.34%；主流车企中上汽集团在去年同期高基数的影响下，销量同比下滑16.3%，长安汽车销量下滑20.4%。从3月销量数据看，当前主流车企较前期销量改善显著，我们认为头部企业受益于规模、产品力、渠道深度及广度的优势，有望率先实现反转，销量与盈利能力持续回升。

图表 19: 长城汽车销量同比增速(单位: %)



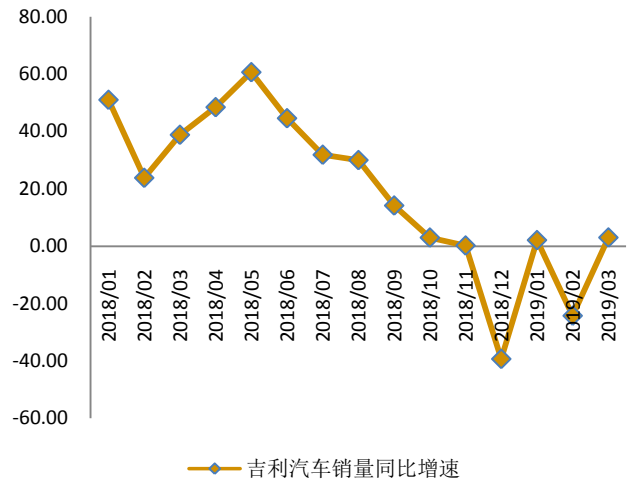
资料来源: 同花顺, 华鑫证券研发部

图表 21: 比亚迪销量同比增速(单位: %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 20: 吉利汽车销量同比增速(单位: %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

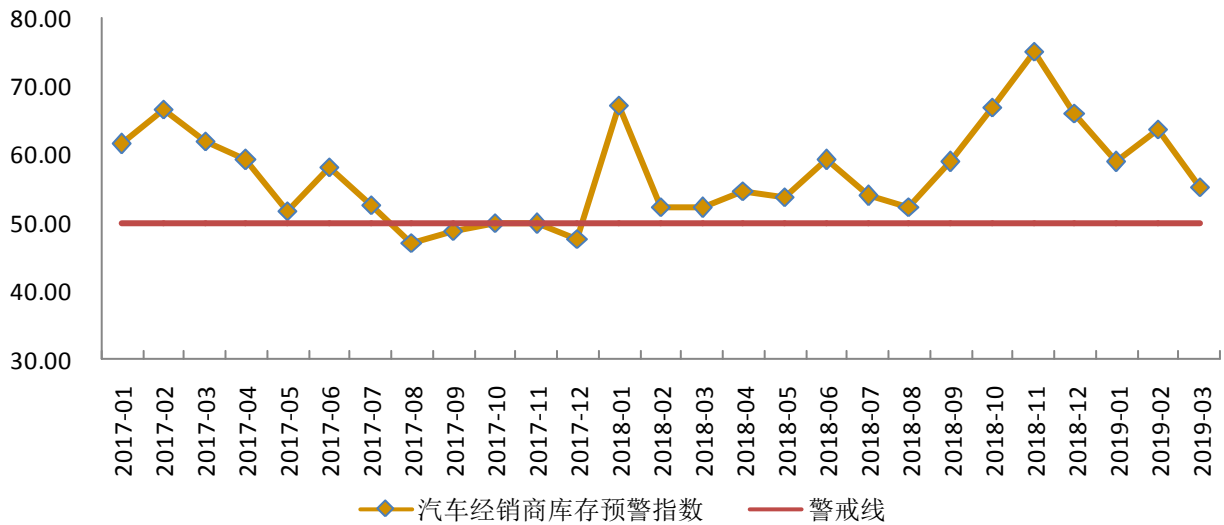
图表 22: 奇瑞汽车销量同比增速(单位: %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

从行业库存水平看, 3月汽车经销商库存指数为 55.3%, 环比下降 8.3 个百分点, 仍处于警戒线之上, 但已好于 2017 年同期水平。库存指数自 2018 年 11 月创下 75.1% 的高点后, 库存水平已持续大幅回落。库存的下降一方面表明在行业整体承压的背景下, 厂商对于经销商的压库行为趋于理性, 库存处于持续去化的过程中。另一方面也体现出下游需求的边际改善。结合汽车销售数据的逐步改善, 我们认为, 二季度末行业销量转正机率较大。

图表 23：中国汽车经销商库存预警指数（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2.3 政策预期不断强化，行业企稳指日可待

年初至今，国家相关部门对于促进汽车消费进行了多次不同形式的表态。1月8日，发改委主任表示，将在2019年制定出台促进汽车家电等热点产品消费的措施；1月底发改委等部门即出台《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，提出鼓励汽车消费相关措施。两会期间，总理宣布出台增值税降税政策，制造业增值税从16%下降至13%，该政策有利于相关产品价格下降，降低消费者购车及用车成本。4月4日商务部发言人再次表示，将会同有关部门多措并举，采取积极措施推动国内汽车消费市场健康发展。4月17日，网络传出一份《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020年）征求意见稿》，引起市场关注。该文件在破除乘用车消费升级制度障碍、老旧汽车更新、促进新能源汽车消费等方面均有涉及。尽管有关部门事后表示正在了解相关情况，未对文件真实性予以正面回复，但也并未明确否认。此举或表明，相关部门对于进一步出台汽车等消费领域的相关消费促进政策正在稳步推进中。

2018年在我国限额以上社会消费品零售总额中，汽车类消费占比达到26.8%，汽车类消费对于国内消费贡献比例大，去年我国社会消费品零售总额增速较上年回落1.2个百分点，如果扣除汽车类商品，再按同比口径计算，社零总额增速仅回落0.4个百分点。我们认为，在国内当前经济环境下，稳消费是确保经济运行在合理区间的重要举措，因此，政策方面要推动消费平稳增长，稳定汽车消费是关键，国家持续出台相关政策，稳定汽车消费应属大概率事件。未来在宏观经济逐步企稳，下游需求缓慢复苏及政策促进等因素综合作用下，行业存在提前企稳的可能性。

图表 24：今年以来促进汽车消费相关政策梳理

时间	政策事件	政策内容
2019/1/8	发改委表示，今年将出台稳汽车、家电等领域消费的措施	国家发改委副主任宁吉喆在接受央视采访时表示，“过去一年国内车市已经接近了3000万辆的市场规模，但仍有潜力。汽车已经从城市进入乡村，国家正在考虑制定相关政策鼓励农民消费。今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。”
2019/1/29	发改委等部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	与汽车相关的措施有6条： 1、有序推进老旧汽车报废更新。 2、持续优化新能源汽车补贴结构。 3、促进农村汽车更新换代，引导农村汽车消费升级。 4、稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。 5、加快繁荣二手车市场。 6、进一步优化地方政府机动车辆限购管理措施。
2019/3/5	政府工作报告提出，今年将制造业增值税税率由16%降至13%	3月5日，国务院总理李克强做政府工作报告指出，实施更大规模的减税。普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。具体而言，深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%。
2019/4/4	商务部表示将多措并举，采取积极措施，推动我国汽车消费市场健康平稳发展	商务部发言人高峰表示，将多措并举稳定汽车消费市场，具体举措包括四条： 1. 优化市场环境，重点加大对未按要求加价销售、违规限制经销商经营等行为的执法力度，努力营造竞争有序、让消费者放心的消费环境。 2. 拓展供给渠道，深入推动汽车平行进口。 3. 推动消费结构升级，推动出台促进老旧机动车报废更新、二手车交易的法规、规章和相关国家标准；取消机动车回收企业总量控制；全面取消二手车限迁，完善促进汽车消费的长效机制 4. 促进汽车后市场发展，努力拓展汽车消费空间。
2019/4/17	网传《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案(2019-2020年)征求意见稿》引发市场关注	网传征求意见稿的主要内容有： 1. 破除乘用车消费升级制度障碍，严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施限购地方应加快由限制购买向引导使用转变，2019年和2020年车牌增量指标数量在2018年的基础上分别增加50%、100%。 2. 研究制定促进老旧汽车更新，以奖补方式支持地方开展老旧汽车淘汰与更新。 3. 推进城市服务领域用车更新消费，新增和更新车辆原则上全部采用新能源汽车。 4. 推动农村车辆消费升级，对农村居民换购汽车给予补贴，对购买新能源汽车的，中央财政补贴力度保持不变。 5. 培育汽车特色消费，扩大皮卡进城范围，将皮卡进城试点范围从河北等6省扩大到市场需求旺盛的地区。 6. 优化汽车消费使用环境，鼓励充电基础设施的建设，鼓励地方减半征收新能源汽车路桥通行费。 7. 加快推进二手车流通和消费，购建高效的报废汽车回收体系等。

资料来源：华鑫证券研发部整理

3. 行业投资建议

我们认为，目前汽车行业处于整体盈利周期低点，最坏的时刻正在过去，行业已出现边际改善迹象，随着库存的逐步去化及国内宏观经济的企稳，行业复苏预期正在形成。对于行业投资机会，我们保持国内汽车行业竞争将不断加剧，行业集中度会持续提升的观点不变，认为未来唯有具备技术、资金、研发、品牌等综合优势的龙头企业才有持续受益的实力，结构性机会是长期关注重点。

对于行业投资逻辑，我们认为从弹性角度看，当前建议关注业绩及估值处于谷底，未来业绩大概率有望企稳回升的整车企业**长安汽车、长城汽车**。从中长期价值角度看，整车及零部件板块，仍建议关注在合资及自主领域具备领先优势的

整车及零部件企业**上汽集团、华域汽车、星宇股份**。在新能源汽车板块，随着特斯拉中国工厂的落地，其本土供应链将迎来结构性机会。特斯拉国产化对于其现有供应商而言意味着订单弹性有望增大，而对于潜在供应商而言，则意味着有望获得全新增量订单。建议关注现有特斯拉现有供应商**三花智控、拓普集团**，以及有望成为新晋供应商的优质标的**银轮股份**。在汽车智能化板块，随着汽车智能化、电动化的不断推进，具备整车厂 Tier1 资源和产品技术优势的车载电子龙头有望成为智能驾驶落地的入口，享受智能驾驶高速增长的红利，建议重点关注座舱电子系统龙头**德赛西威**。

分析师简介

杨靖磊：华鑫证券研究员，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：汽车行业

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>