

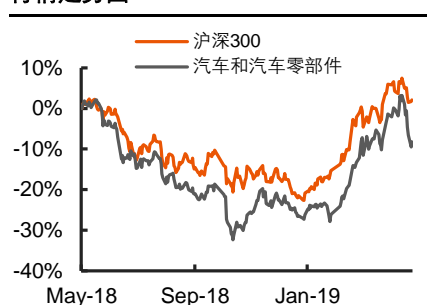
汽车经销商行业2018年年报及2019年一季度业绩综述

行业面临挑战 经销商分化明显

中性（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*销量符合预期、期待行业复苏》
2019-04-21

《行业快评*汽车和汽车零部件*销量实现高增长、盈利能力提升》
2019-03-22

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*Model Y发布、双剑合璧抢占中高端电动市场》
2019-03-17

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*股比调整大势所趋、长期利于自主崛起》
2019-03-14

《行业快评*汽车和汽车零部件*2月销量符合预期、期待行业进一步回暖》
2019-03-07

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

曹群海 投资咨询资格编号
S1060518100001
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

- **经销商行业整体面临挑战。**中华全国工商业联合会汽车经销商商会数据显示，2018年半数以上经销商全年经营亏损且代理产品的市场价低于厂家批发价，超过六成的经销商没有对所代理产品销量和型号的决定权，80%的经销商反映只能从厂家采购零配件。
- **业绩增速放缓，豪华车带动营收。**2018年样本经销商整体营业收入有所提升，但增速随品牌分化。中升控股豪车销量占比近半致其收入增速高于2017年。庞大集团由于低端品牌多、前期快速扩张和资金不足等原因导致收入下降。其他经销商表现平稳。
- **销售费用率和管理费用率同比提升，财务费用率分化明显。**单店营收提高、单店利润降低。正通汽车从2015年单店营收最高，中升控股2018年单店营收提升。广汇汽车和永达汽车单店营收最低。对于单店扣非净利润，中升控股和正通汽车在近两年高于广汇汽车和永达汽车。
- **新车销售放缓，在营收和毛利润中的占比降低，毛利率分化。**2018年车市下滑导致经销商新车业务下降。广汇、永达和中升的新车毛利率与2017年相比有所降低。而正通汽车的毛利率逐年上升，在总毛利润中的占比也持续上升，主要是因为豪华品牌如宝马5系、X3、奔驰GLC等新车型销量走强。
- **售后维修业务毛利率平稳，毛利润占比提升。**永达、中升和正通的售后维修业务是毛利润的主要来源。售后维修业务是基于新车销售业务发展的，主要包括配件、维修和保养。2018年广汇汽车售后毛利润占比相比2015年提升近4个百分点，永达2018年的占比创2015年以来的新高。
- **金融衍生业务和二手车未来市场空间巨大。**虽然经销商的金融衍生业务同质化严重，但由于经销商在接触消费者时有天然的优势，更容易出售打包服务，因此业务能有较快的提升。同时，物流运输及移动出行业务需求强烈，将进一步刺激融资租赁业务增长。中国二手车交易量从2012年到2018年复合增长率为9.8%。随着二手车限迁政策的逐步放开，未来市场空间巨大。
- **盈利预测与投资建议：**2018年汽车行业景气度下行，经销商业绩增速放缓，主要豪车经销商售后业务稳步提升，衍生业务成效显著。2019年随着增值税降低，二季度或将迎来行业进一步回升。推荐广汇汽车（规模优势与协同效应逐步兑现），建议关注中升控股（奔驰维持强势+日系品牌高景气度）。

- **风险提示：**1) 经济下行风险：经销商行业对宏观经济高度敏感，我国经济正处于由高速增长向高质量增长转变的关键阶段，如果经济下行，将导致汽车销量下降，经销商库存激增，盈利恶化。2) 收购整合不及预期：目前经销商主要通过并购整合实现业务扩张，若被并购企业经营不善，或后续整合不及预期，可能导致公司整体毛利率降低，盈利能力下降。3) 经销商多元化业务拓展不及预期：提高非新车销售业务占比是经销商行业大势所趋，但目前第三方售后连锁店、互联网巨头支持的二手车电商平台等竞争对手不断涌现，对经销商的非新车销售业务形成巨大威胁，可能导致经销商多元化失败，成长空间受限。

正文目录

一、	经销商行业总体仍面临挑战	5
二、	经销商板块 19 年有望边际改善	5
	2.1 二级市场表现：经销商板块 18 年下滑严重，19 年有望边际改善	6
	2.2 行业景气度下行，经销商增速放缓	6
三、	新车业务放缓，售后维修业务提升	11
	3.1 新车销售业务整体放缓	11
	3.2 售后维保毛利润占比提升	12
四、	衍生业务成效显著、未来市场空间大	13
	4.1 金融衍生业务稳步提升	13
	4.2 二手车交易量增速超新车销量增速	14
五、	美国最大经销商 AutoNation 业务分析	15
六、	盈利预测与投资建议	17
七、	风险提示	17

图表目录

图表 1	经销商库存系数.....	5
图表 2	2018 年汽车行业各子版块涨跌幅 单位：%.....	6
图表 3	主要经销商营业总收入同比增速 单位：%.....	6
图表 4	主要经销商扣非净利润同比增速 单位：%.....	7
图表 5	主流经销商营业总收入同比增速优于汽车业平均水平 单位：%.....	7
图表 6	主要经销商扣非净利润同比增速与汽车销量增速和汽车行业利润总额同比增速的关系 单位：%.....	8
图表 7	销售费用率 单位：%.....	8
图表 8	管理费用率 单位：%.....	9
图表 9	财务费用率 单位：%.....	9
图表 10	经销商单店营业收入 单位：亿元.....	10
图表 11	经销商单店扣非净利润 单位：百万元.....	10
图表 12	经销商资产负债率 单位：%.....	10
图表 13	经销商存货周转率 单位：次.....	11
图表 14	经销商总资产周转率 单位：次.....	11
图表 15	经销商新车销售营业收入占比.....	12
图表 16	经销商新车销售在毛利润的占比.....	12
图表 17	经销商新车销售业务的毛利率.....	12
图表 18	经销商售后维修业务营收 单位：亿元.....	13
图表 19	经销商售后维修业务在毛利润中的占比.....	13
图表 20	经销商售后维修业务的毛利率.....	13
图表 21	广汇汽车佣金代理业务营收及在总营收中的占比情况 单位：亿元.....	14
图表 22	广汇汽车佣金代理业务毛利润及在总毛利润中的占比情况 单位：亿元.....	14
图表 23	中国历年二手车交易量及增速 单位：万辆.....	14
图表 24	广汇汽车二手车代理量 单位：万辆.....	15
图表 25	AutoNation 业务营收占比.....	15
图表 26	AutoNation2018 年各业务毛利润占比.....	15
图表 27	广汇汽车与 AutoNation 的 ROE 单位：%.....	16
图表 28	广汇汽车与 AutoNation 的 ROE 拆解 单位：%.....	16
图表 29	广汇汽车与 AutoNation 的存货周转率 单位：次.....	16
图表 30	广汇汽车与 AutoNation 的经营活动产生的现金流金额/营业收入 单位：%.....	16

一、经销商行业总体仍面临挑战

中华全国工商业联合会汽车经销商商会《2018年汽车经销商对厂家满意度年度调查》数据显示：

53.5%的经销商全年经营亏损。其中，有 11.63%的经销商 2018 年亏损 500 万以上；仅有 12.08%的经销商 2018 年盈利 500 万以上。有 27.1%的经销商 2016-2018 连续三年全部亏损；仅有 28.9%的经销商 3 年全部盈利。

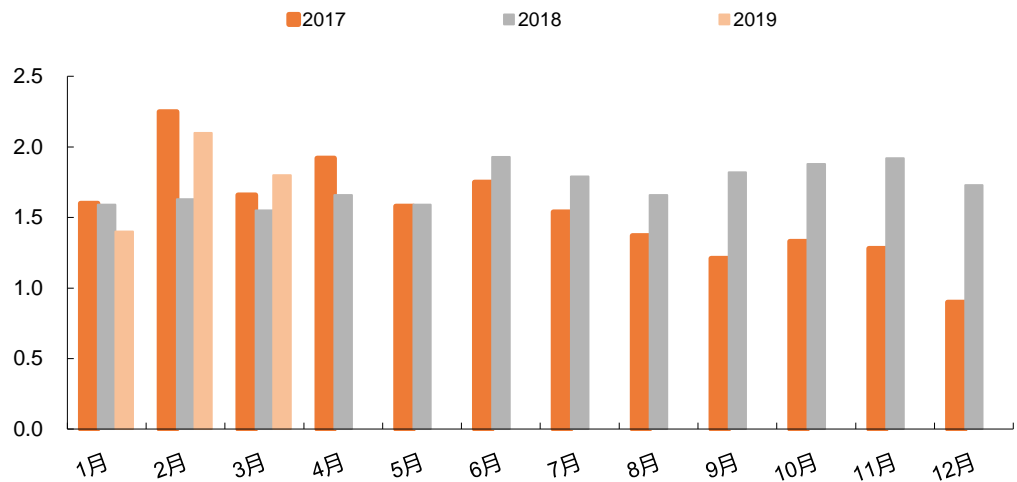
价格倒挂：57.3%的经销商代理产品市场价低于厂家批发价。2018 年各品牌的经销商最畅销车型的平均售价是厂家指导价均值的 80.4%。57.3%的经销商反映其代理的主要产品的市场价格低于厂家的批发价格，这说明整个行业价格倒挂严重。

63.3%的经销商没有对所代理产品销量、型号的决定权。不少品牌的经销商反映厂家经常强制搭售滞销车型，有的品牌经销商反映厂商经常强制要求购买试乘试驾车辆。

售后服务：80%的经销商反映只能从厂家采购零配件。在精品与装饰件的采购、销售和售后等方面，厂家对经销商有所限制，给予的支持不够，但与 2016 年调查的结果相比，情况有所好转。

从 2018 年下半年开始，经销商库存系数同比提高。2019 年 3 月份经销商库存系数为 1.8，处于近年来同期较高位，经销商季末冲量，叠加 4 月份开始增值税率下调导致消费者持币观望。

图表1 经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，平安证券研究所

二、经销商板块 19 年有望边际改善

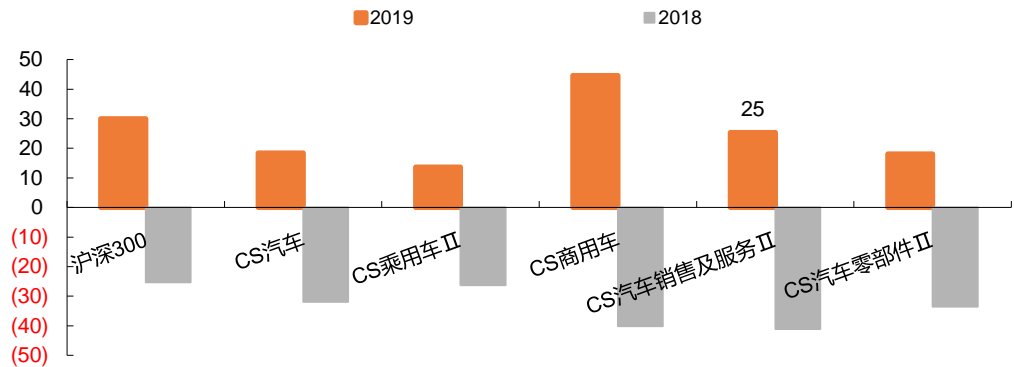
报告整理分析了 A 股和 H 股主要汽车经销商企业 2018 年的业绩表现，主要包括广汇汽车、永达汽车、中升控股、广汇宝信、庞大汽车、正通汽车。

2.1 二级市场表现：经销商板块 18 年下滑严重，19 年有望边际改善

2018 年受汽车市场低迷和中美贸易战等影响，汽车板块表现惨淡。汽车板块下跌 32%（沪深 300 下跌 25%），其中经销商板块下跌 41%。

2019 年年初至今，沪深 300 上涨 30%，汽车板块上涨 18%，经销商板块上涨 25%。

图表2 2018 年汽车行业各子版块涨跌幅 单位：%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注：数据截止分别是 2018 年 12 月 31 日和 2019 年 4 月 30 日

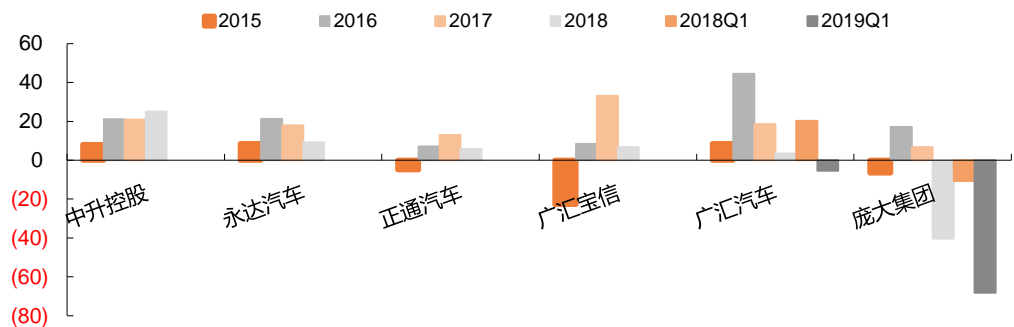
2.2 行业景气度下行，经销商增速放缓

2.2.1 业绩增速放缓，豪华车带动营收

2018 年经销商整体营业收入有所提升，但增速随品牌分化。中升控股的收入增速高于 2017 年，主要是由于豪华车品牌销量占集团总销量的 46.7%，带动了整体的营收水平。庞大集团由于低端品牌多、前期快速扩张和资金不足等原因导致营收下降。其他经销商表现平稳。

扣非净利润整体表现较差，只有中升控股同比增速为正，其他 4 家经销商同比增速均为负值，其中，庞大集团同比下降 3174%。广汇和庞大的 2019Q1 同比增速相较于去年同期大幅度下滑。

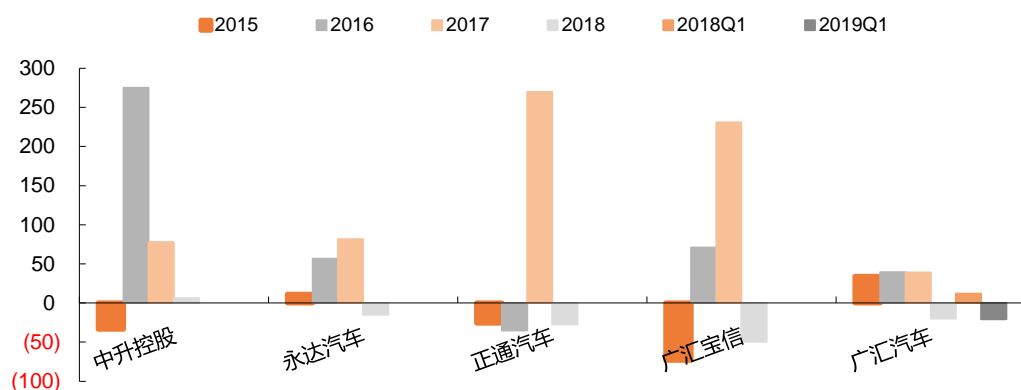
图表3 主要经销商营业总收入同比增速 单位：%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 主要经销商扣非净利润同比增速

单位：%



资料来源: wind, 平安证券研究所 注: 庞大集团下降 3174%

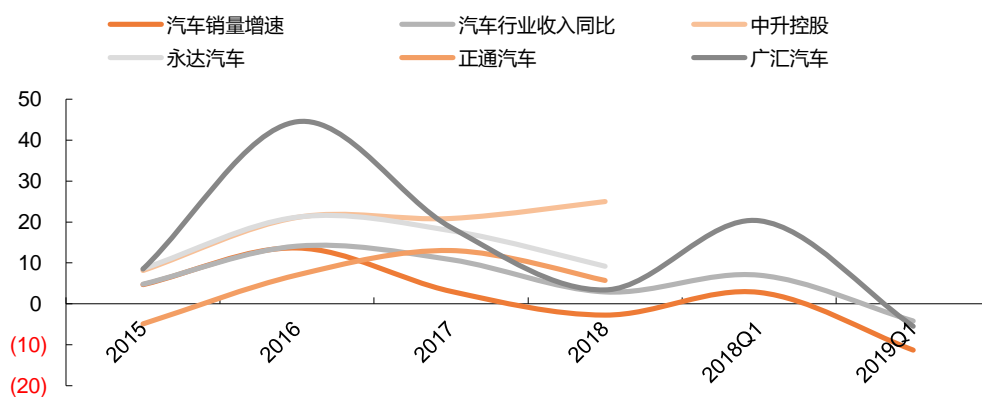
经销商营收和利润与汽车销量、汽车工业收入与利润增速相关性较高。主要因为中升、永达等经销商代理的豪华和中高端品牌，具有更好的增长性和盈利能力。

绝大多数经销商收入增速高于汽车新车销量增速，虽然 2018 年汽车行业销量下滑，但也有部分经销商营收增速基本高于汽车行业整体收入增速。

利润方面，扣除波动较大的中升控股和正通汽车，2015-2017 年经销商利润增速基本高于汽车行业整体利润增速，而 2018 年低于汽车行业利润增速，如广汇和永达。

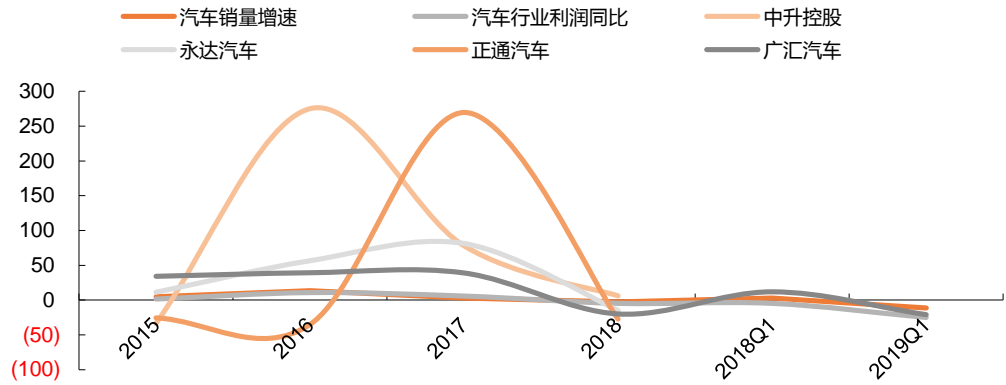
图表5 主流经销商营业总收入同比增速优于汽车业平均水平

单位：%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 主要经销商扣非净利润同比增速与汽车销量增速和汽车行业利润总额同比增速的关系
单位：%

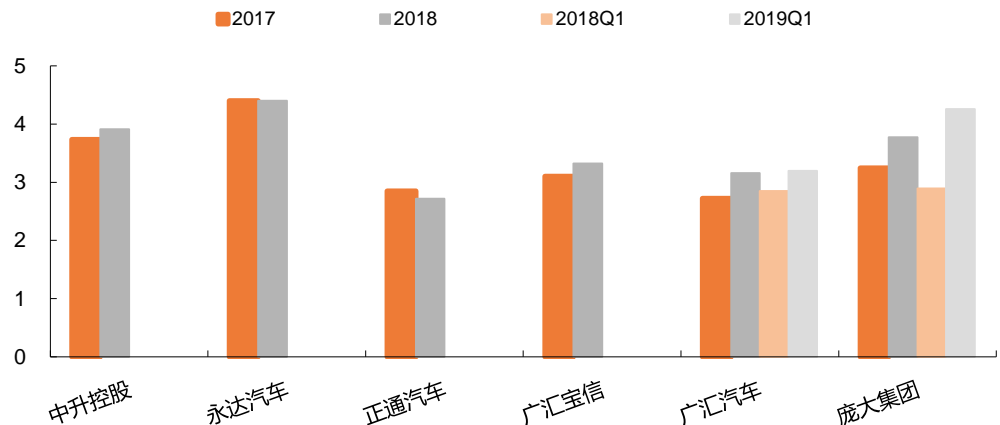


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.2.2 期间费用率总体小幅回升

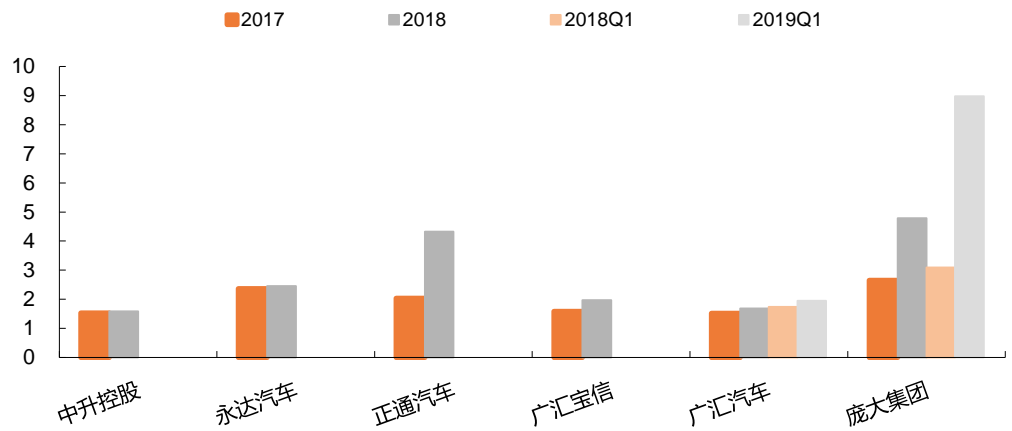
销售费用率和管理费用率同比提升，财务费用率分化明显。以广汇为例，销售费用增加额超过营收的增加，主要是因为经营规模扩大导致的人工成本、市场推广和佣金服务等费用的增加。管理费用增加额超过营收的增加，主要是因为经营规模扩大导致的人工成本和租赁物管费的增加。财务费用增加额超过营收的增加，是由于汇兑损失的增加。

图表7 销售费用率 单位：%



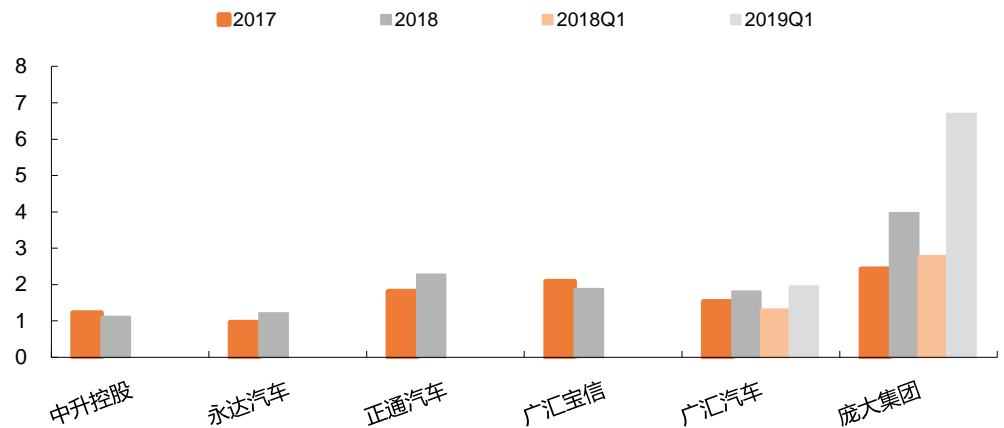
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 管理费用率 单位：%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 财务费用率 单位：%



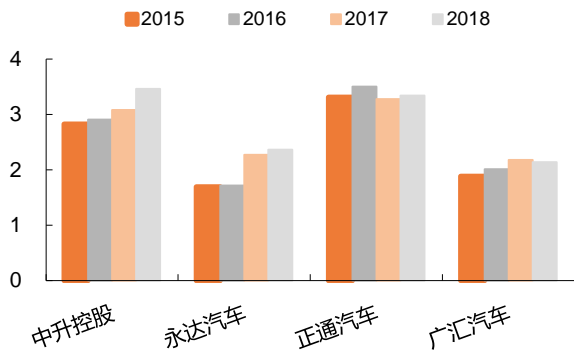
资料来源: wind, 平安证券研究所

2.2.3 单店营收提高、单店利润降低

整体而言单店营收逐年提升。正通汽车从2015年保持单店营收3.3-3.5亿元的水平，中升控股在2018年上升到单店营收3.5亿元，一方面是因为单车售价同比提升3.4个百分点，另一方面售后整体收入增长25%。广汇汽车和永达汽车则低于3亿元。

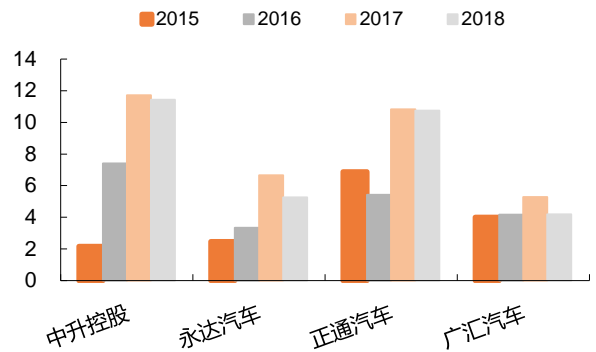
对于单店扣非净利润，中升控股和正通汽车在近两年达到了1000万元以上的水平，而广汇汽车和永达汽车则400-600万元。

图表10 经销商单店营业收入 单位：亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 经销商单店扣非净利润 单位：百万元

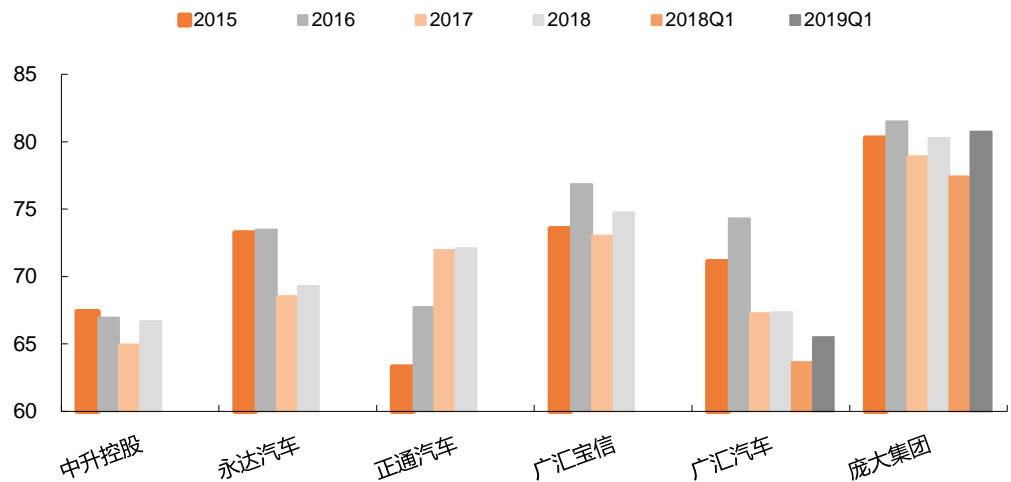


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.2.4 资产结构总体稳定

经销商资产负债率 2018 年同比有所提升, 但基本相较于 2015 和 2016 年的高点而言均有所下降。除了庞大集团, 其他经销商 2018 年的存货周转率相比 2017 年均有所降低。2018 年总资产周转率比 2017 年基本都有降低。

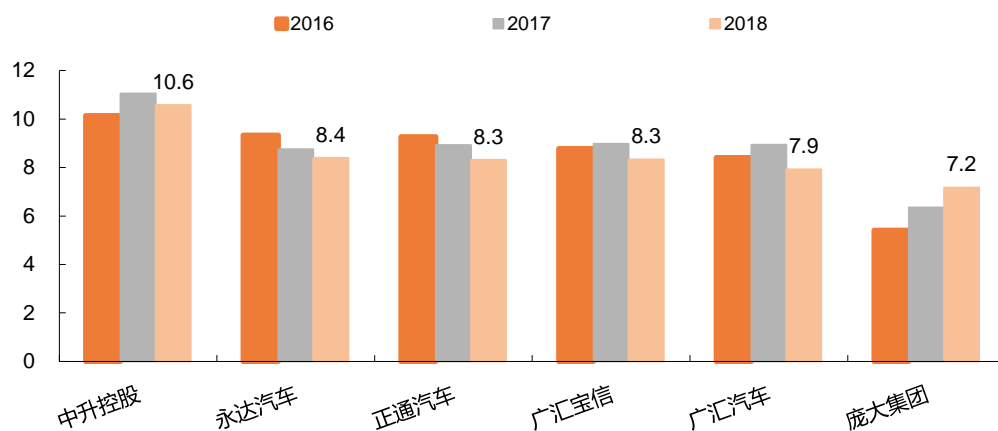
图表12 经销商资产负债率 单位：%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表13 经销商存货周转率

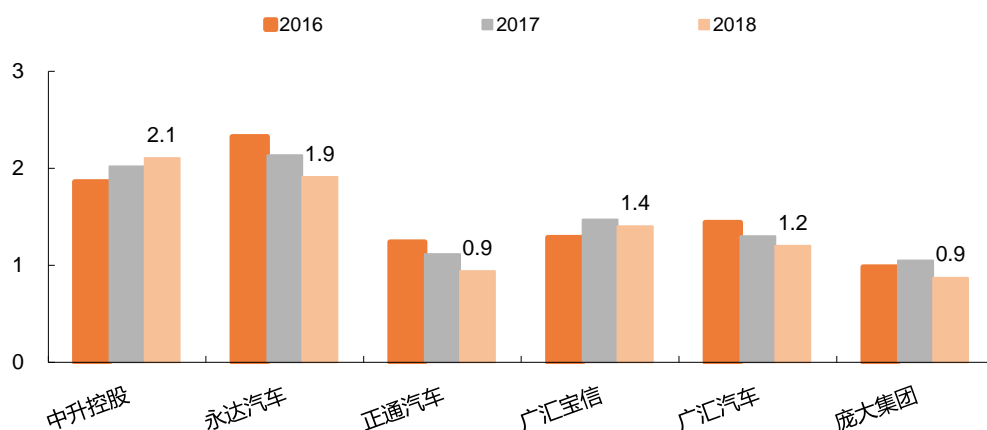
单位：次



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表14 经销商总资产周转率

单位：次



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

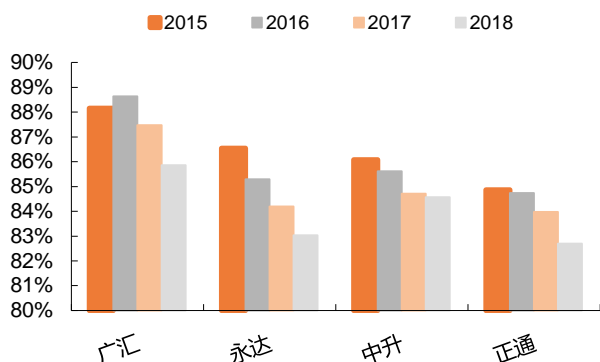
三、 新车业务放缓， 售后维修业务提升

3.1 新车销售业务整体放缓

■ 新车销售在营业收入及毛利润中的占比降低

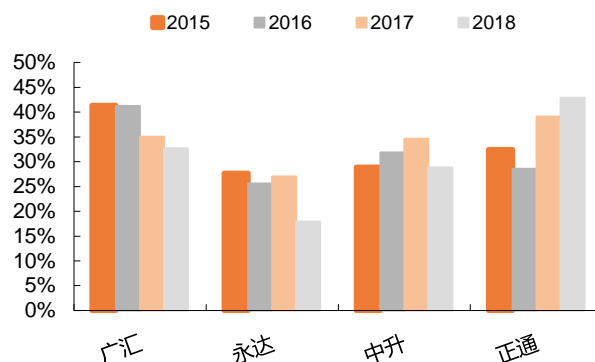
2018年车市下滑导致经销商新车业务下降。广汇、永达和中升的新车毛利率与2017年相比有所降低，而正通汽车的新车销售业务毛利率逐年上升，在总毛利润中的占比也持续上升，主要是因为豪华品牌如宝马5系、X3、奔驰GLC等新车型销量走强。

图表15 经销商新车销售营业收入占比



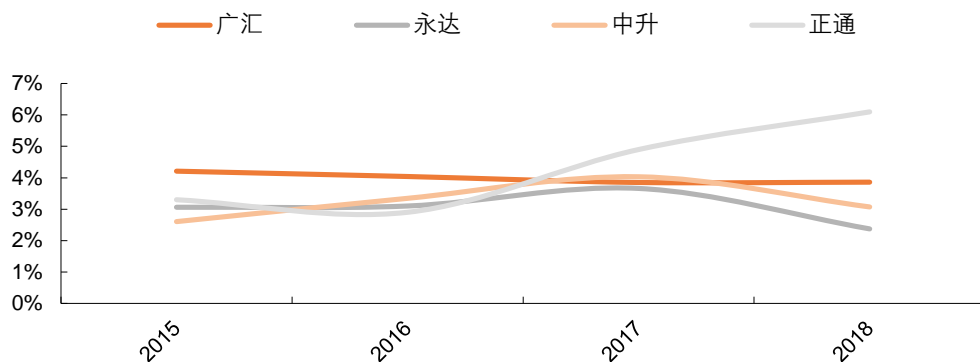
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表16 经销商新车销售在毛利润的占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表17 经销商新车销售业务的毛利率



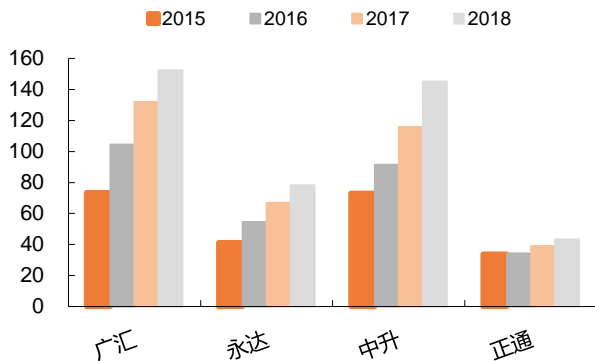
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

3.2 售后维保毛利润占比提升

售后维修业务在营业收入中的占比提高, 毛利率平稳, 毛利润的占比有所提升(除正通汽车)。永达、中升和正通的售后维修业务是毛利润的主要来源。售后维修业务是基于新车销售业务发展的, 配件、维修和保养是主要的收入来源。

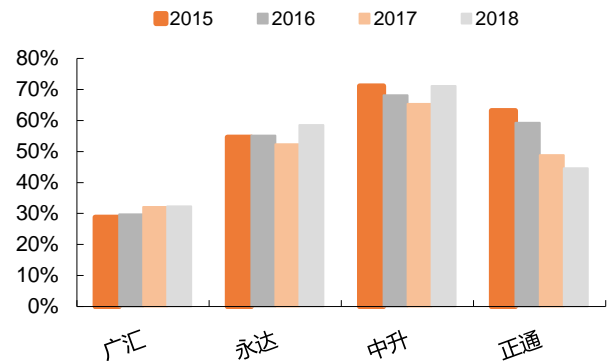
广汇汽车售后毛利润占比从 2015 年的 28.8% 上升到 2018 年的 32.3%, 永达 2018 年的占比创 2015 年以来的新高, 达到 58.5%。

图表18 经销商售后维修业务营收 单位：亿元



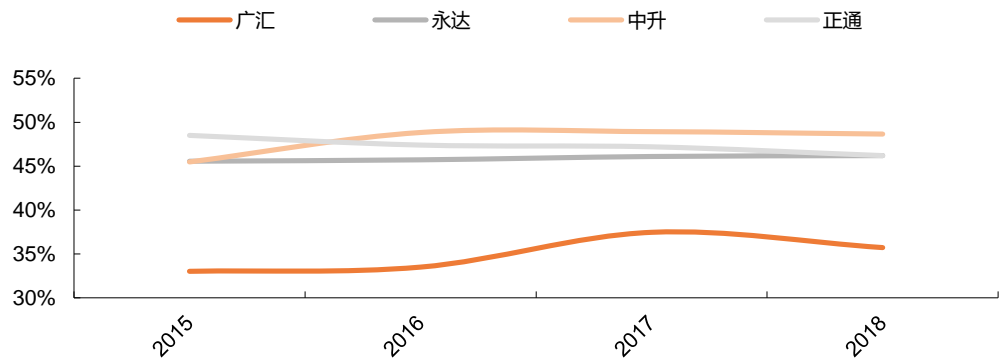
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表19 经销商售后维修业务在毛利润中的占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表20 经销商售后维修业务的毛利率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

四、 衍生业务成效显著、未来市场空间大

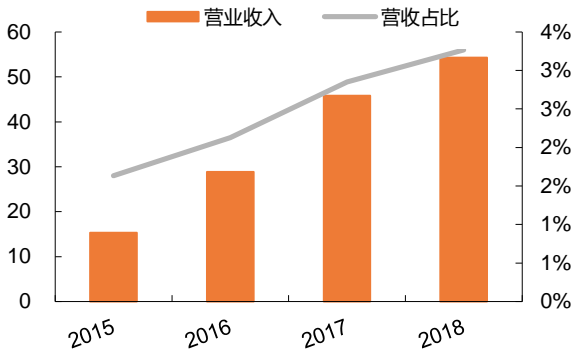
4.1 金融衍生业务稳步提升

金融衍生业务包括保险代理、延保代理、车贷、融资租赁等，毛利率高。以广汇汽车为例，佣金代理业务包括车险、车贷等代理业务，营收逐年提高，且占总营收的比例有所提高，毛利润和毛利润占比也同步提升。

虽然经销商的金融衍生业务同质化严重，但由于经销商在接触消费者时有天然的优势，更容易出售打包服务，因此业务能有较快的提升。

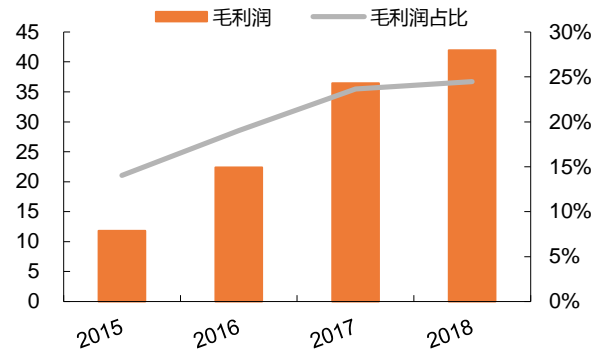
同时，汽车市场未来增长潜力大，相关的物流运输及移动出行业务需求强烈，将进一步刺激融资租赁业务增长。

图表21 广汇汽车佣金代理业务营收及在总营收中的占比情况 单位：亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表22 广汇汽车佣金代理业务毛利润及在总毛利润中的占比情况 单位：亿元



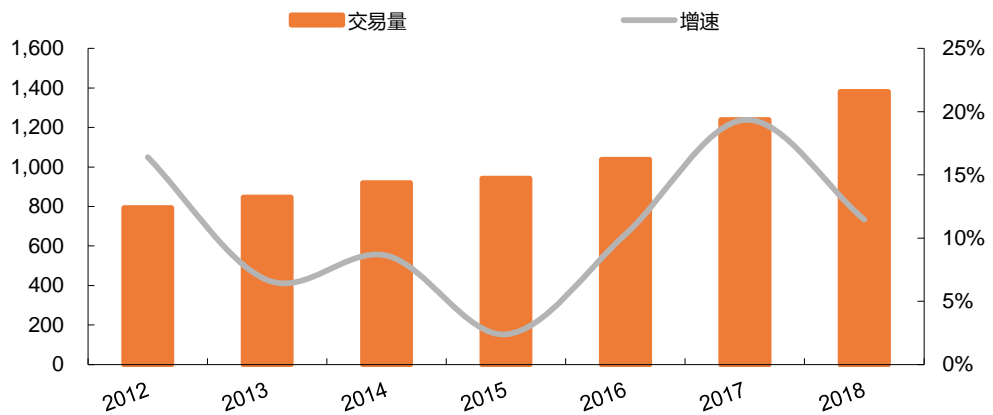
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

4.2 二手车交易量增速超新车销量增速

中国二手车交易量从 2012 年的 794 万上升到 2018 年的 1382.19 万辆,年复合增长率为 9.8%。2018 年全年,全国二手车交易 1382.19 万辆,同比增长 11.46%,交易金额 8603.57 亿元,同比增长 6.31%,相比较于新车市场的负增长,二手车市场表现亮眼。随着二手车限迁政策的逐步放开,未来市场空间巨大。

图表23 中国历年二手车交易量及增速

单位：万辆

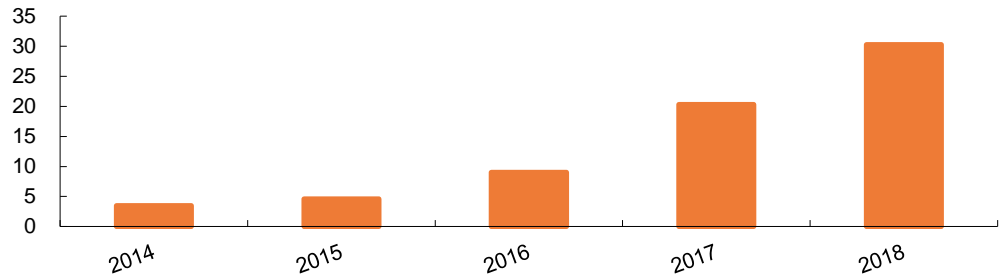


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

广汇汽车在二手车业务方面,2018 年累计实现代理交易量 30.27 万台,同比增长 48.88%,远超过全国二手车年交易量增长水平,二手车置换率 18.59%,同比提升 5.99 个百分点。

图表24 广汇汽车二手车代理量

单位：万辆



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

五、美国最大经销商 AutoNation 业务分析

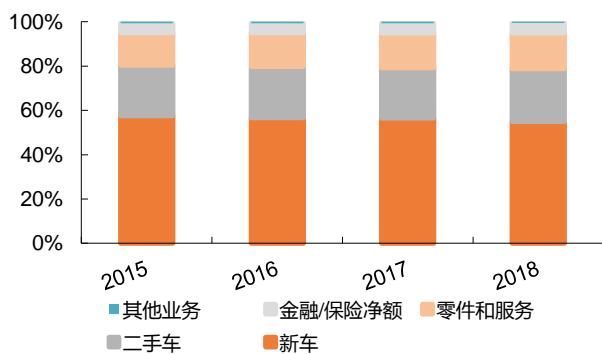
美国最大的汽车零售商 AutoNation, 创立于 1981 年。AutoNation 在美国拥有 239 家门店并经营 326 项新车特许经营权 (一家门店可能拥有多个品牌授权), 覆盖 33 个汽车品牌。2018 年 AutoNation 总营收高达 214.13 亿美元, 相较 2017 年 215.35 亿美元略有下降, 毛利润 33.97 亿美元, 相较于 2017 年 33.59 亿美元, 略有提升。

AutoNation 主营业务主要分为 4 部分, 新车销售、二手车、零件与服务和金融保险。与国内经销商类似的是新车销售是营收占比最高的, 但 54.9% 的比例远远低于国内的 80%-90%。2018 年, AutoNation 新车收入的约 38% 来自高级豪华特许经营权, 约 34% 来自进口特许经营, 与国内经销商类似。

2018 年 AutoNation 的新车单车毛利润为 1657 美元, 相较于 2017 年的 1809 美元大幅下降。而其金融和保险业务单车毛利润从 2017 年的 1687 美元增长到了 1803 美元。

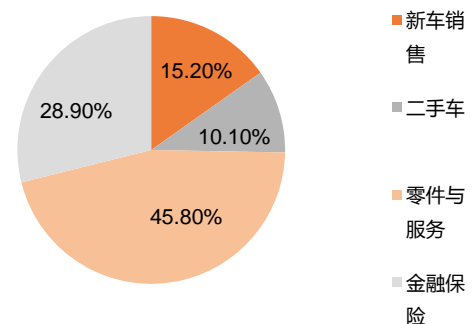
此外, AutoNation 进行数字化变革, 使线下门店与互联网结合。

图表25 AutoNation 业务营收占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

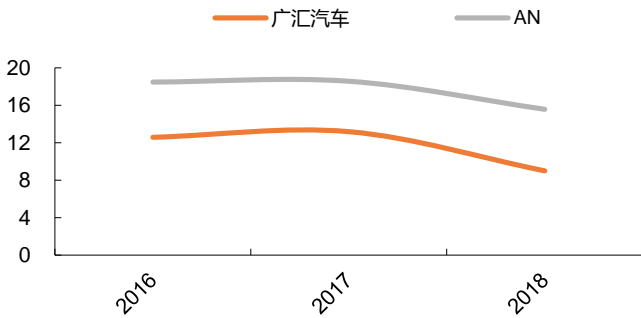
图表26 AutoNation 2018 年各业务毛利润占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

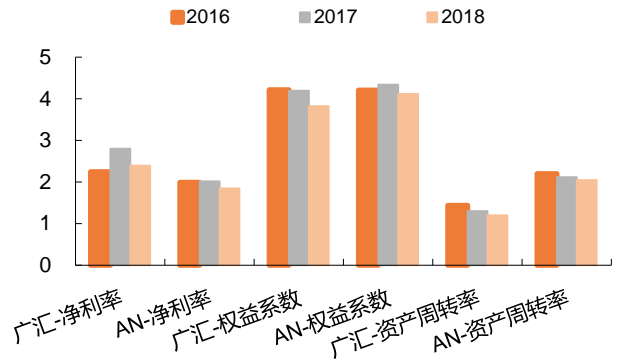
广汇汽车 2018 年的营收 1662 亿元，与 AN 的 1470 亿元相差不多。广汇最新的总市值 374.8 亿元，AN 的是 37.3 亿美元，折合人民币 251.2 亿元（按 1 CNY=0.1485 USD）。两家企业的 ROE 相差较多，2018 年广汇的 ROE 为 9%，而 AN 的是 15.6%，进行杜邦分析，二者的净利率和权益系数相差不多，主要是资产周转率的影响，AN 的资产周转率是 2.0 次，而广汇的只有 1.2 次。

图表27 广汇汽车与 AutoNation 的 ROE 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

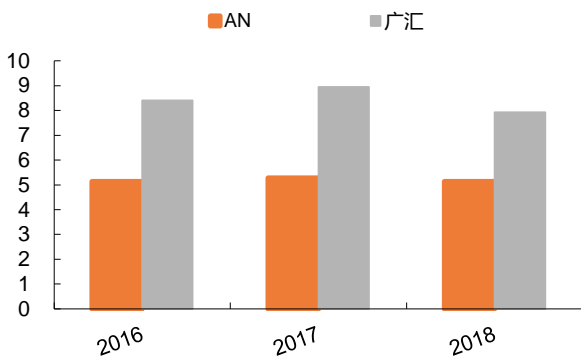
图表28 广汇汽车与 AutoNation 的 ROE 拆解 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

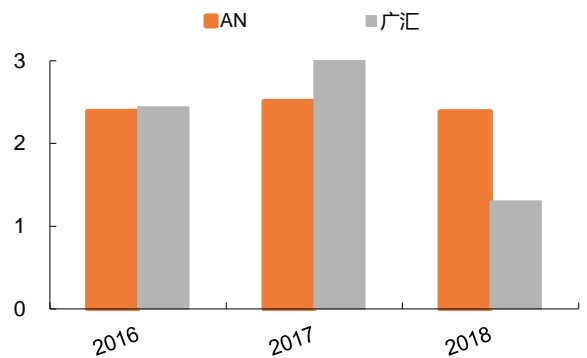
存货周转率方面，广汇汽车拥有更好的表现。2018 年广汇的存货周转率为 7.9 次，而 AN 的为 5.1 次。应收账款的周转率广汇汽车稍好一些。

图表29 广汇汽车与 AutoNation 的存货周转率 单位：次



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表30 广汇汽车与 AutoNation 的经营活动产生的现金流金额/营业收入 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

在发展趋势和战略上，AutoNation 与国内经销商不谋而合。只不过国内经销商处于转型初期，新车销售的营收占比还是很高，售后、二手车和金融业务还未形成较大的体量。实现快速业务转型将是国内经销商面临的主要问题。

六、盈利预测与投资建议

经销商行业整体面临挑战。中华全国工商业联合会汽车经销商商会数据显示，2018 年半数以上经销商全年经营亏损且代理产品的市场价低于厂家批发价，超过六成的经销商没有对所代理产品销量、型号的决定权，80%的经销商反映只能从厂家采购零配件。

业绩增速放缓，豪华车带动营收。2018 年样本经销商整体营业收入有所提升，但增速随品牌分化。中升控股豪车销量占比近半致其收入增速高于 2017 年。庞大集团由于低端品牌多、前期快速扩张导致资金不足等原因导致收入下降。其他经销商表现平稳。

销售费用率和管理费用率同比提升，财务费用率分化明显。单店营收提高、单店利润降低。正通汽车从 2015 年单店营收最高，中升控股 2018 年单店营收提升。广汇汽车和永达汽车单店营收最低。对于单店扣非净利润，中升控股和正通汽车在近两年高于广汇汽车和永达汽车。

新车销售放缓，在营收和毛利润中的占比降低，毛利率分化。2018 年车市下滑导致经销商新车业务下降。广汇、永达和中升的新车毛利率与 2017 年相比有所降低。而正通汽车的毛利率逐年上升，在总毛利润中的占比也持续上升，主要是因为豪华品牌如宝马 5 系、X3、奔驰 GLC 等新车型销量走强。

售后维修业务毛利率平稳，毛利润占比提升。永达、中升和正通的售后维修业务是毛利润的主要来源。售后维修业务是基于新车销售业务发展的，主要包括配件、维修和保养。广汇汽车售后毛利润占比相比 2015 年提高近 4 个百分点，永达 2018 年的占比创 2015 年以来的新高。

金融衍生业务和二手车未来市场空间巨大。虽然经销商的金融衍生业务同质化严重，但由于经销商在接触消费者时有天然的优势，更容易出售打包服务，因此业务能有较快的提升。同时，物流运输及移动出行业务需求强烈，将进一步刺激融资租赁业务增长。中国二手车交易量从 2012 年到 2018 年复合增长率为 9.8%。随着二手车限迁政策的逐步放开，未来市场空间巨大。

盈利预测与投资建议：2018 年汽车行业景气度下行，经销商业绩增速放缓，主要豪车经销商售后业务稳步提升，衍生业务成效显著。2019 年随着增值税降低，二季度或将迎来行业进一步回升。推荐广汇汽车(规模优势与协同效应逐步兑现)，建议关注中升控股(奔驰维持强势+日系品牌高景气度)。

七、风险提示

1) 经济下行风险

经销商行业对宏观经济高度敏感，我国经济正处于由高速增长向高质量增长转变的关键阶段，如果经济下行，将导致汽车销量下降，经销商库存激增，盈利恶化。

2) 收购整合不及预期

目前经销商主要通过并购整合实现业务扩张，若被并购企业经营不善，或后续整合不及预期，可能导致公司整体毛利率降低，盈利能力下降。

3) 多元化业务拓展不及预期

提高非新车销售业务占比是经销商行业大势所趋，但目前第三方售后连锁店、互联网巨头支持的二手车电商平台等竞争对手不断涌现，对经销商的非新车销售业务形成巨大威胁，可能导致经销商多元化失败，成长空间受限。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033