

太平洋汽车团队乘用车行业2019年中期策略

证券研究报告
2019年7月21日

It' s now or never , 迎接复苏时刻

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

联系人：刘文婷、赵水平

It' s now or never!

- 在经历了购置税优惠的透支、国五国六切换的扰动后，我们认为下半年乘用车需求即将迎来真正的复苏，最早8月中下旬、最晚四季度我们可以看到乘用车销量同比增速持平并逐步转正。我们的判断基于长期以来对中国乘用车市场的需求研究：
 - 1、千人保有量目前来看仍然是唯一最为科学的乘用车保有量判断依据，目前国内千人保有量依然在200-300台左右，距离美国的600-700，日韩的400-500仍有很大差距，在千人保有量达到300台以前，年销量很难长期负增长，而目前国内乘用车销量已经连续13个月负增长。
 - 2、国五国六切换确实有一定透支，但是6月份乘用车终端上牌量的高速增长除了提前上牌等因素外，2018年同期的低基数也是最重要的原因，过去12个月的下滑也给乘用车销量数据增长奠定了最好的基础，未来的一年都将是乘用车数据的温和期、
 - 3、市场分歧时刻恰恰是投资最好的时机。无论是汽车产业界、抑或是媒体代表的大众观点，目前没有人确信下半年乘用车市场复苏，但是回望2012年、2015年，每次乘用车需求的复苏都面临质疑，但是市场需求总是会打破悲观预期，根本的原因依然在于中国汽车市场保有量空间仍然存在。
- 投资策略。我们预计2019年下半年销量将逐渐好转，在库存指数恢复合理及低基数下，销量增速有望企稳回升，行业拐点迎来布局良机。**存量竞争时代，优选市占率持续提升的核心资产：**（1）尾气排放升级及油耗标准趋严，拥有核心技术的整车龙头有望受益，市占率持续提升，**重点推荐：长城汽车、上汽集团、广汽集团、长安汽车；**（2）零部件优选单车价值提升及客户开拓顺利的细分领域龙头，**重点推荐：华域汽车、新泉股份、银轮股份、凌云股份。**

一、传统乘用车：底部掘金，右侧可期

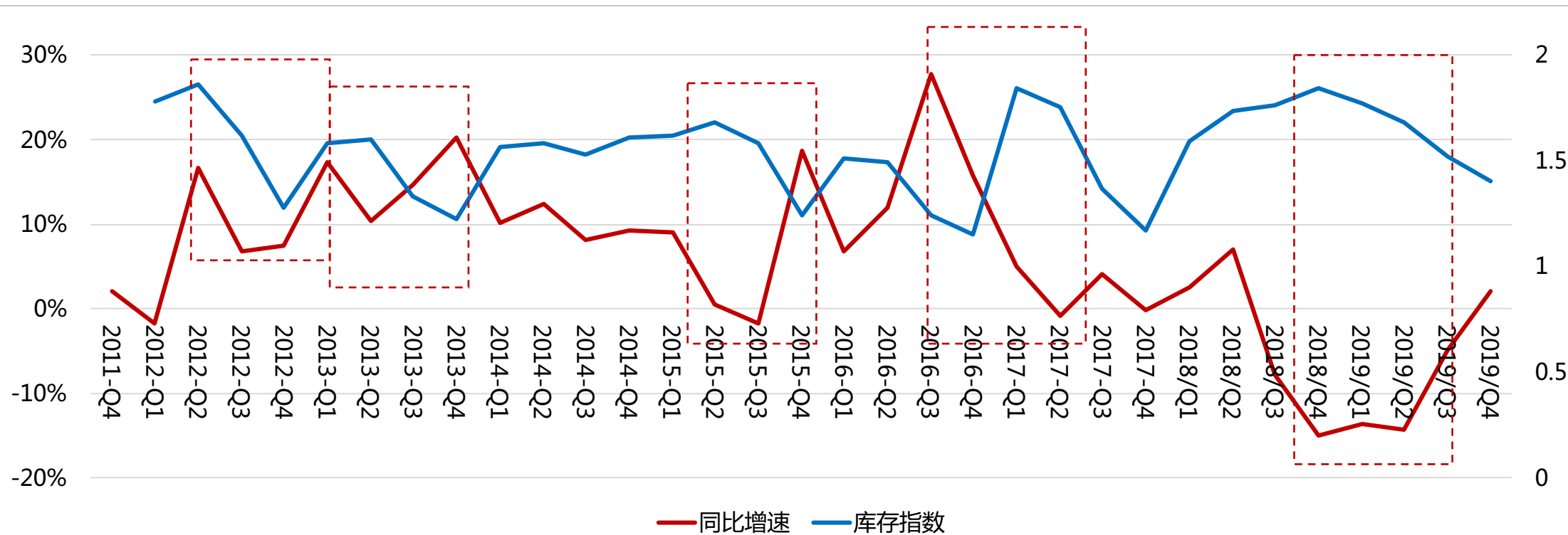
- ◆ 透支效应减弱，乘用车销量恢复在即
- ◆ 消费结构差异凸显，豪车销量持续强劲
- ◆ 存量竞争时代，优选市占率持续提升的核心资产



新一轮乘用车周期起点，库存正在恢复低位

- 近十年来，政策刺激如节能惠民补贴、购置税优惠政策、汽车下乡等带动乘用车周期起点。
- 乘用车周期顶点伴随着乘用车销量下行至低点和库存指数高位运行；起点伴随着乘用车销量增速回升和库存指数下降。我们预计乘用车销量增速将在三、四季度逐季企稳回升，库存指数已从二季度开始下降，符合乘用车周期起点。

2012年至今单季乘用车销量同比增速与经销商库存指数变化拟合

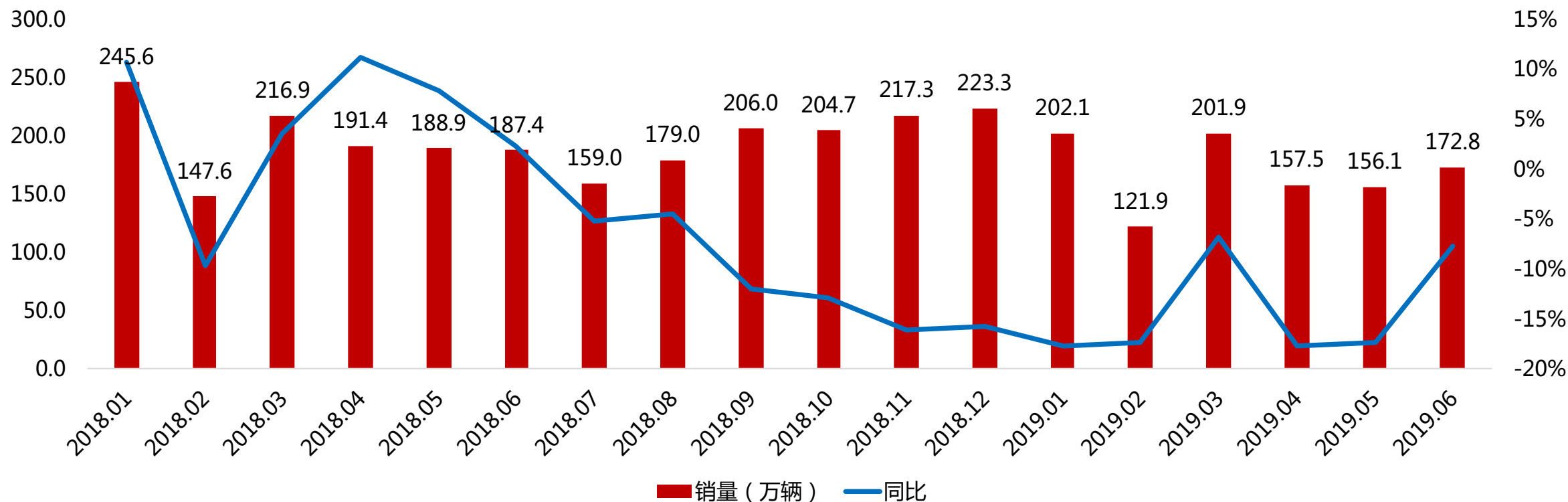


资料来源：wind，中汽协，流通协会，太平洋证券整理

透支效应及降价影响减弱，乘用车恢复在即

- 复盘上一轮购置税优惠退出至今乘用车销量变化：购置税退出后，部分厂商仍旧提供补贴，导致乘用车周期尾部拉长；在2018年下半年更大力度的购车优惠不断出现，二次吸引汽车消费；优惠幅度在2019年上半年已难以持续增加，单月销量同比下降明显，但此时购置税优惠带来的透支效应及降价影响已逐步消除，行业恢复在即。

2018年1月至今乘用车单月销量及同比增速

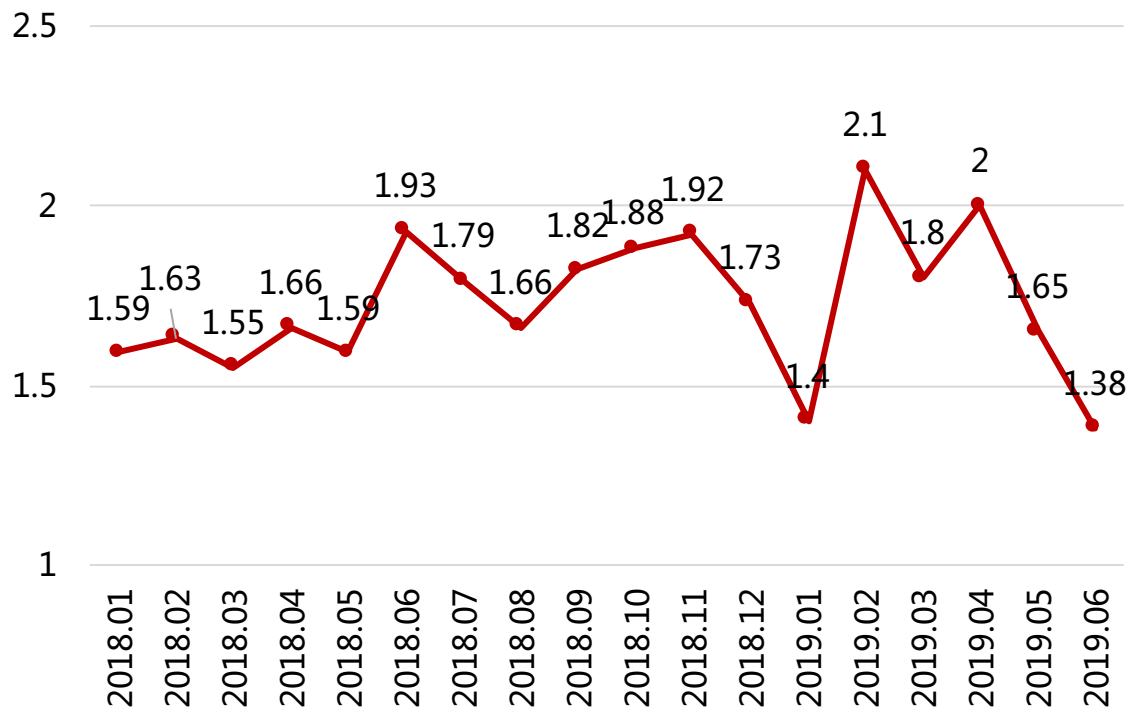


资料来源：中汽协，太平洋证券整理

国六执行加速推动经销商库存恢复至健康水平

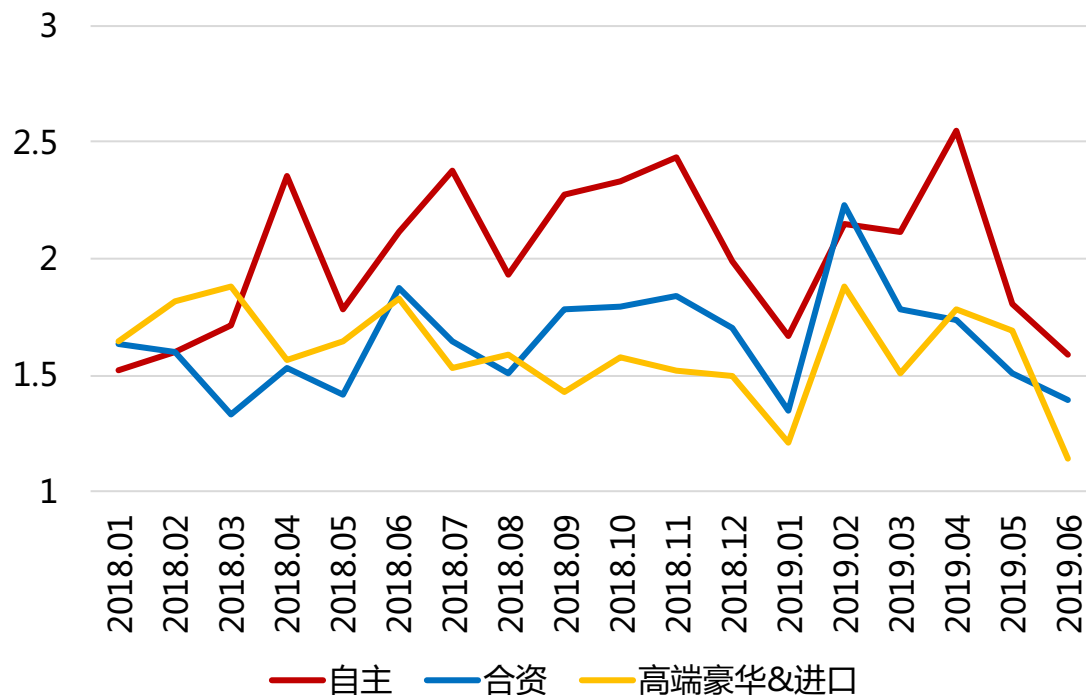
- 复盘上一轮购置税优惠退出至今经销商库存指数变化：购置税退出半年内，经销商库存缓慢提升；2018年上半年销量仍有增长导致下半年汽车消费潜力被高估，随着销量同比严重下滑，经销商库存指数维系高位；2019年乘用车排放标准升级，迫使行业加速去库存，在国六执行前两月经销商库存指数迅速下降至1.38，目前恢复至健康水平。

2018年以来经销商库存指数



资料来源：wind，太平洋证券整理

2018年以来自主、合资、豪车库存指数

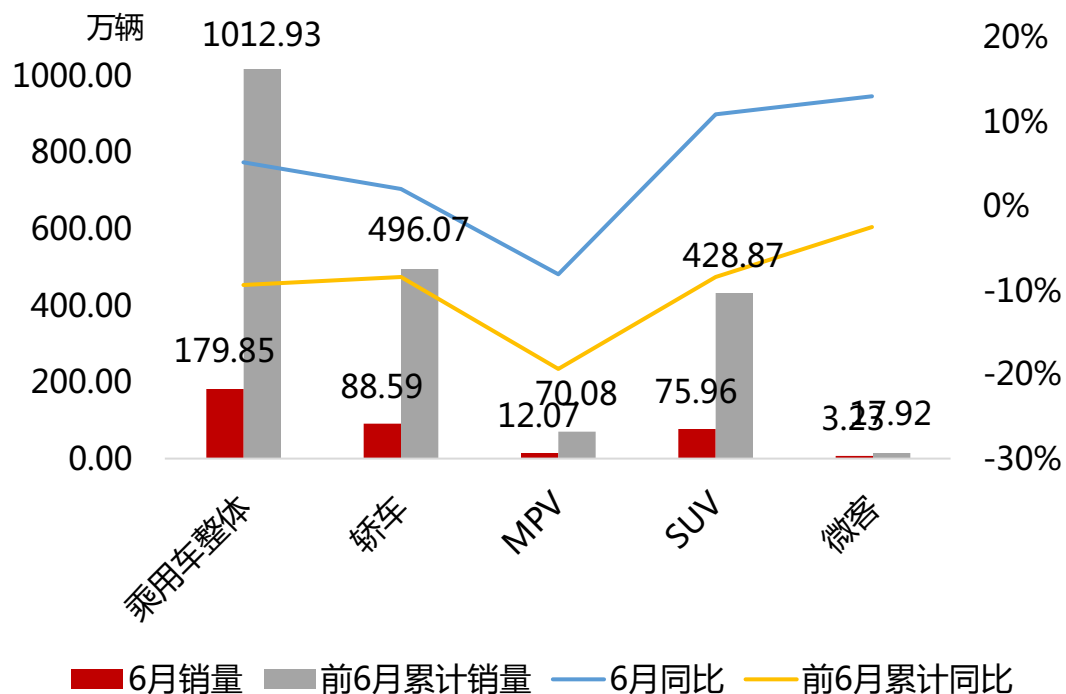


资料来源：wind，太平洋证券整理

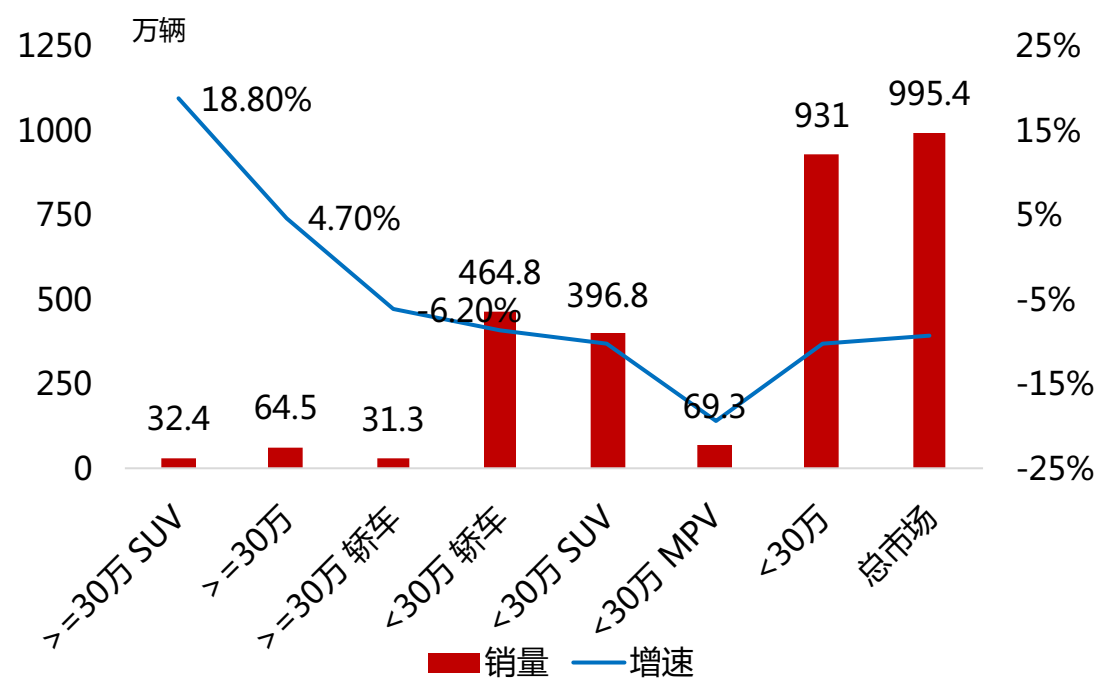
剖析乘用车销量结构，消费升级势头不减

- 上半年乘用车销量低迷，6月受国六切换影响恢复正增长。整体低迷下剖析乘用车细分销量，SUV优于轿车优于MPV。
- 豪华车增长势头强劲，消费升级趋势不减。30万以上SUV车型同比10%以上正增长，30万以上车型整体上也维持同比正增长，高端车型消费远远好于行业，是行业中最大的亮点。

2019年6月乘用车细分销量情况



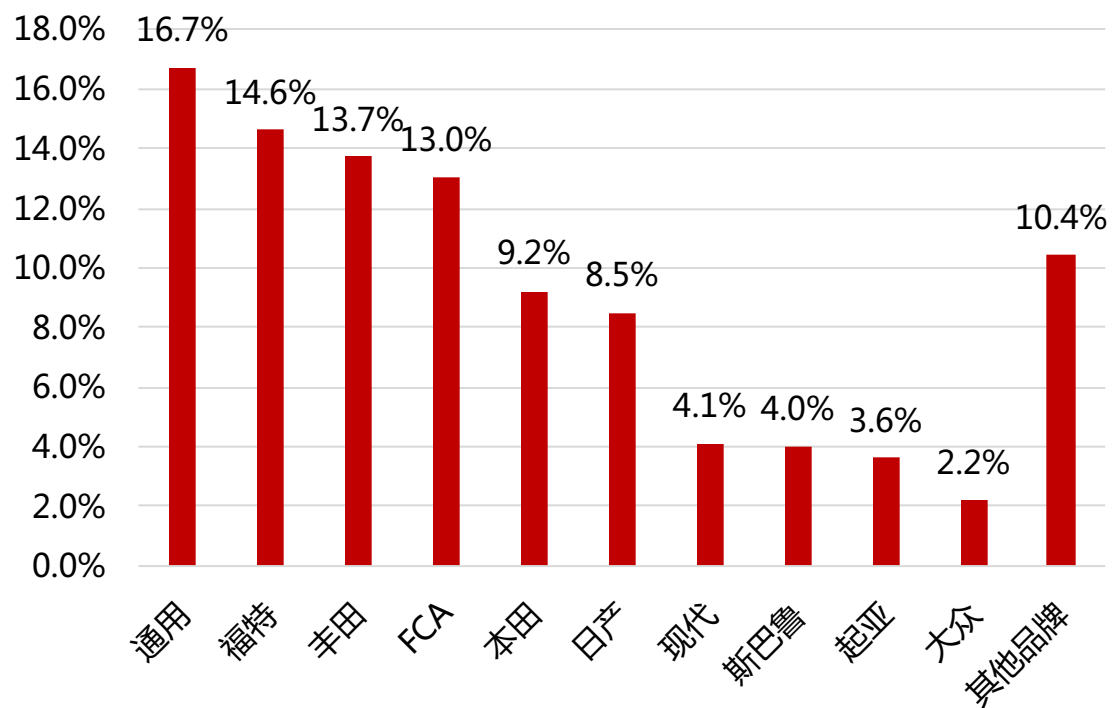
不同价格类型销量及增速情况



步入存量竞争时代，品牌集中度提升可期

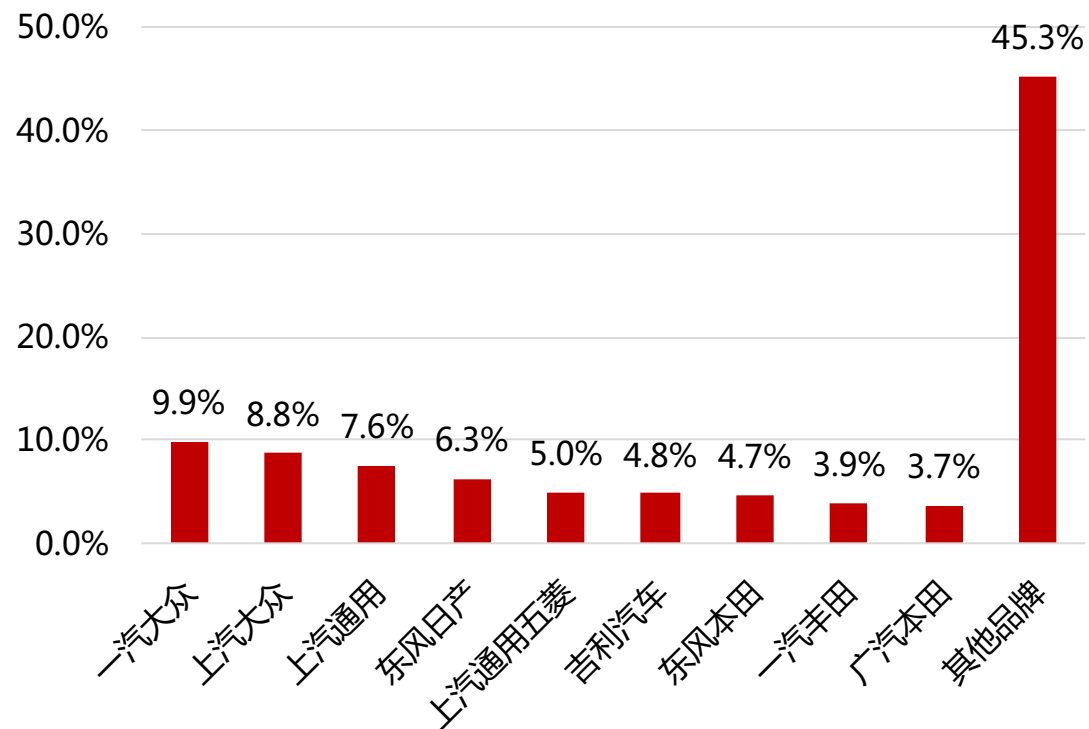
- 我国乘用车品牌集中度较为分散，CR8=50.7%，2019H1市占率最高的一汽大众尚且不足10%，品牌集中度未来仍有很大的提升空间。
- 美国乘用车品牌集中度CR8=87.7%，2019H1四家整车品牌市占率超过10%，竞争格局基本固化。

2019年上半年美国前十大乘用车品牌占有率



资料来源：盖世汽车，太平洋证券整理

2019年上半年中国前十大乘用车品牌占有率

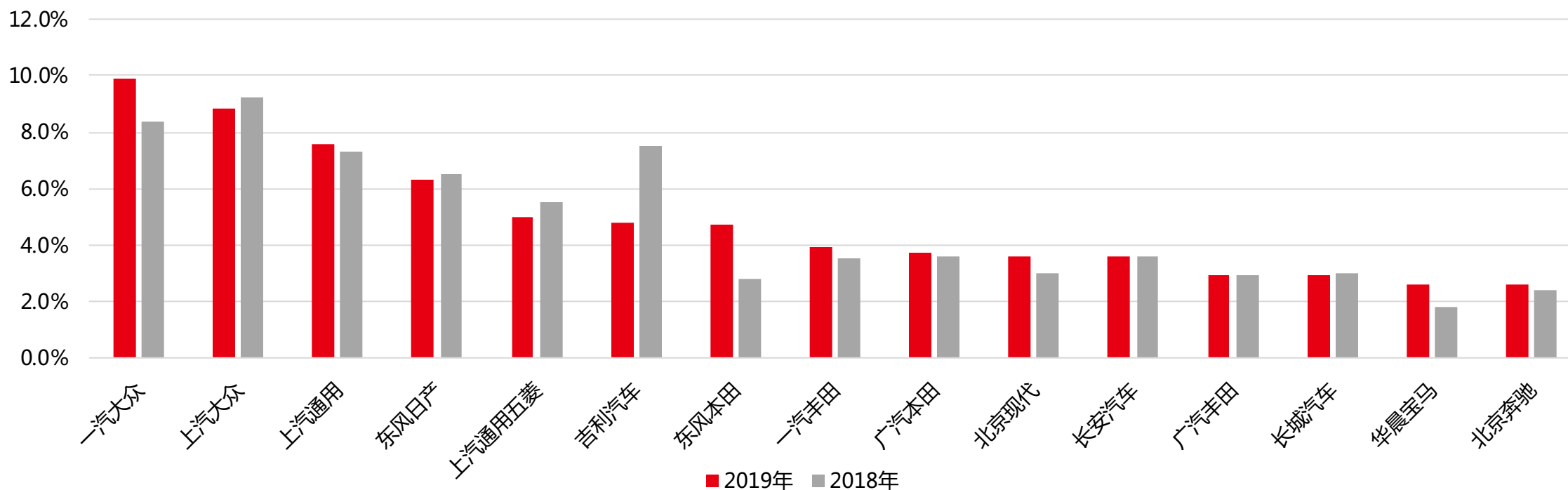


资料来源：乘联会，太平洋证券整理

部分龙头地位稳固，前十自主仅占一席

- 从过去半年各整车厂商市占率变化来看，一汽大众、东风本田、一汽丰田、华晨宝马、北京奔驰、北京现代等品牌市占率显著提升，上汽通用、广汽本田、广汽丰田、长城、长安基本平稳，其他均不同程度有所下滑。
- 各厂商排名基本稳定，市占率前十品牌中自主仅占一席，对自主品牌而言，市占率提升仍重道远，但有极大的发展空间。

2019年上半年销量前五整车厂商市占率变化



排放及油耗标准升级，助力品牌市占率提高

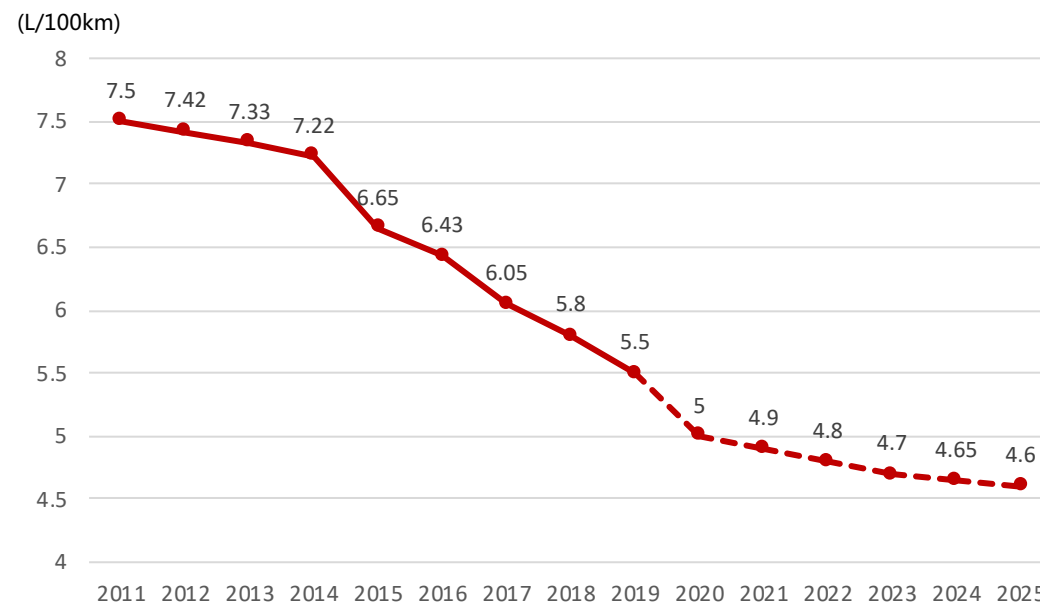
- 乘用车节能减排标准提升，利好行业集中度提升。目前我国乘用车已逐步推行国六排放标准和第四阶段油耗标准，迫使整车企业在节能减排方面加大投入，提升动力总成水平，在节能减排领域掌握核心技术的领先合资和头部自主市占率有望不断提升。

国一至国六乘用车排放标准升级

污染物	CO (mg/km)	THC (mg/km)	NMHC (mg/km)	Nox (mg/km)	HC (mg/km)	N2O (mg/km)	PM (mg/km)	PN (#/km)
国一	2720	-	-	970	-	-	140	-
国二	2200	-	-	500	-	-	80	-
国三	2300	-	-	150	200	-	50	-
国四	1000	-	-	80	100	-	25	-
国五	1000	100	68	60	-	-	4.5	-
国六a	700	100	68	60	-	20	4.5	6E+11
国六b	500	50	35	35	-	20	3	6E+11

资料来源：环保局，太平洋证券整理

我国乘用车平均油耗及未来油耗限值趋严

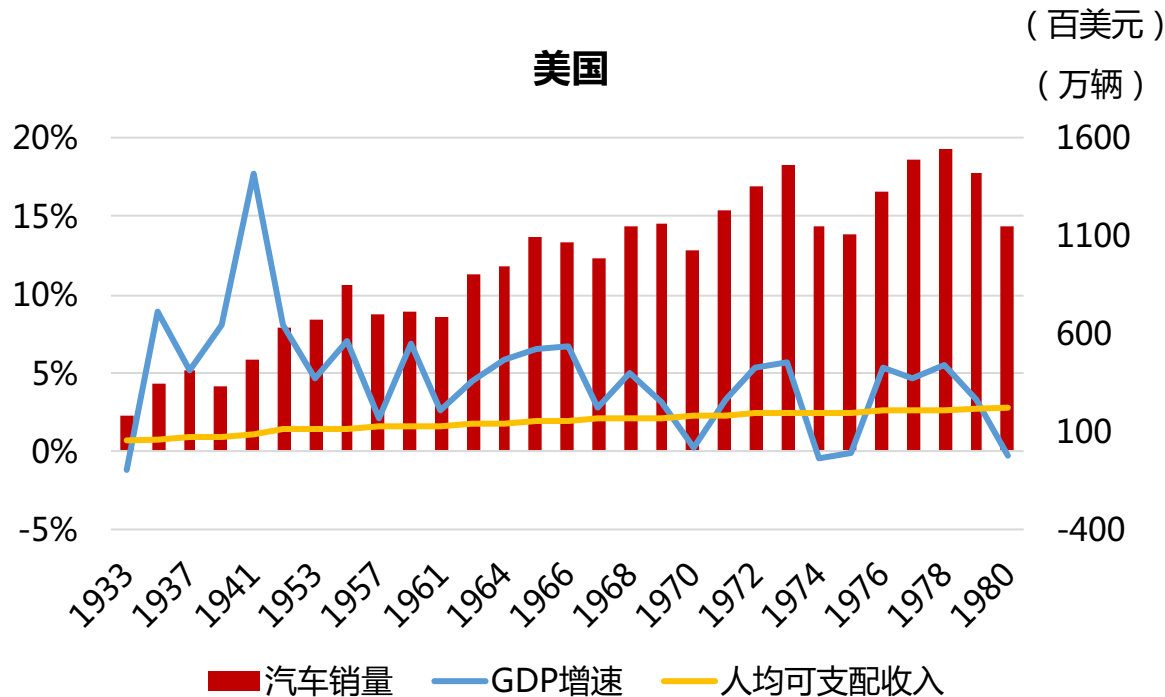
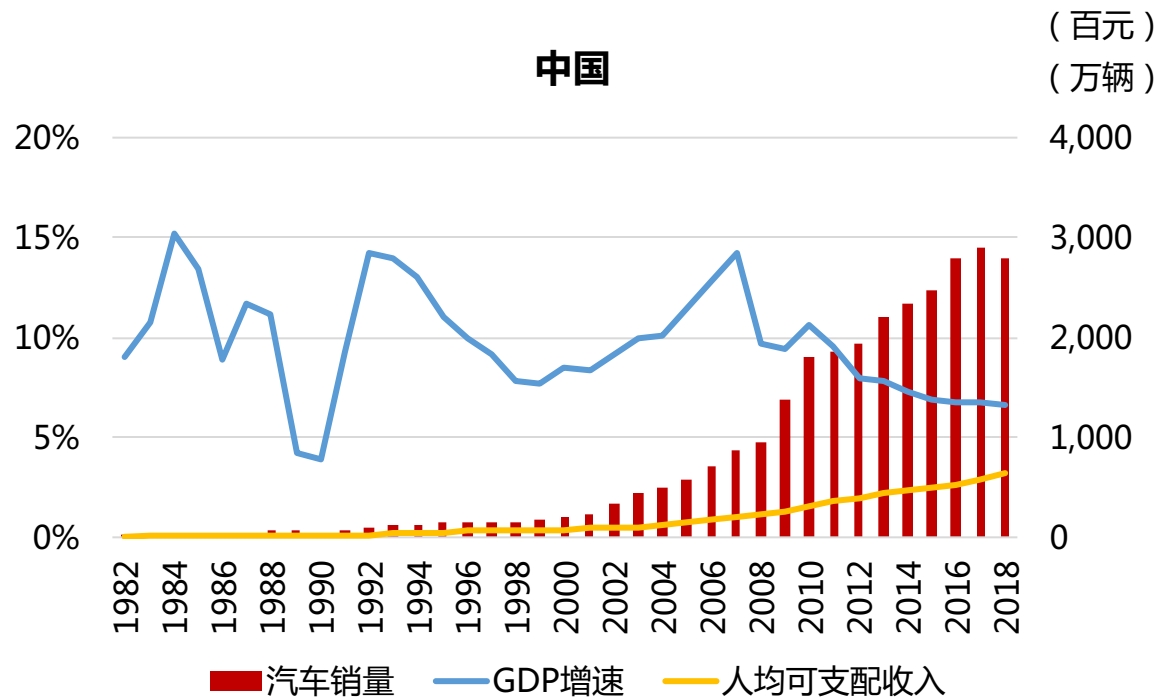


资料来源：工信部，太平洋证券整理

我国仍是最大的汽车消费市场，孕育广袤投资机会

- 汽车销量与GDP增速、人均可支配收入休戚相关。以美国为例，美国在GDP增速5%，人均可支配收入1万美元以前，汽车销量快速增长，而后进入缓慢增长阶段，进入存量竞争阶段，掌握核心优势的整车品牌持续崛起。
- 我国现阶段人均可支配收入接近1万美元，GDP增速减缓，汽车销量增速或维持低增长，但中国仍是最大的汽车消费市场。

中国和美国GDP增速、人均可支配收入及汽车销量变化



合资品牌短期供给丰沃，重磅车型提升盈利

- 纵观2019H2整车供给市场，合资品牌供给整体丰沃，一汽大众将有多款换代车型上市，上汽通用亦为产品大年，旗下多款新车上市；
- 自主品牌中广汽传祺、长安汽车迎来多款明星车型换代改款，吉利汽车仍有多款中高端定位新车上市。

一汽集团下半年新车规划情况

一汽集团新车部分规划			
品牌	名称	改款情况	上市时间
一汽大众	e-Golf	改款	2019年下半年
一汽大众	迈腾	中期改款	2019年第四季度
一汽大众	迈腾GTE	改款	2019年下半年
一汽大众	探岳GTE	改款	2019年下半年
一汽丰田	卡罗拉	换代	2019年8-9月
一汽丰田	RAV4荣放	换代	2019年第四季度
一汽马自达	马自达3	换代	2019年8-9月
一汽马自达	阿特兹	换代	2019年8月
一汽奥迪	奥迪Q4	换代	2019年下半年
一汽奥迪	奥迪Q8	新款	2019年下半年
一汽奥迪	奥迪A3	换代	2019年下半年

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

上汽集团下半年新车规划情况

上汽集团部分新车规划			
品牌	名称	改款情况	上市时间
上汽乘用车	插混SUV	新款	2019年下半年
上汽乘用车	纯电动轿车	新款	2019年下半年
上汽大众	朗逸	换代	2019年8月
上汽通用	Blazer	新款	2019年下半年
上汽大众	途观L	改款	2019年下半年
上汽通用	凯迪拉克CT5	新款	2019年下半年
上汽通用	凯迪拉克XT6	新款	2019年7月
上汽通用	凯迪拉克CT4	新款	2019年下半年
上汽通用	昂科拉	新款	2019年7月11日
上汽通用	昂科拉GX	新款	2019年7月11日

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

自主进入换代调整期，等待机遇再出发

广汽集团及长城汽车下半年新车规划情况

广汽集团部分新车规划

品牌	名称	细分市场	改款情况	上市时间
广汽菲克	大指挥官	中大型SUV	改款	2019年下半年
广汽传祺	传祺GA6	中型轿车	新款	2019年第三季度
广汽传祺	传祺GA4	紧凑型轿车	年度改款	2019年下半年
广汽传祺	传祺GA8	中大型轿车	中期改款	2019年下半年
广汽传祺	传祺GS8	中型SUV	中期改款	2019年夏季
广汽传祺	传祺GS4	紧凑型SUV	年度改款	2019年下半年
广汽传祺	传祺GS3	小型SUV	年度改款	2019年下半年
广汽传祺	传祺GS7	中型SUV	年度改款	2019年下半年
广汽新能源	Aion LX	中型SUV	新款	2019年9月
广汽新能源	A77	小型两厢车	新款	2019年下半年

长城汽车部分新车规划

品牌	名称	细分市场	改款情况	上市时间
长城汽车	WEY P8 GT	轿跑SUV	改款	2019年下半年
长城汽车	欧拉R2	小型车	新款	2019年中旬

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

长安汽车及吉利汽车下半年新车规划情况

长安汽车部分新车规划

品牌	名称	细分市场	改款情况	上市时间
长安汽车	睿骋CC	中型车	改款	2019年下半年
长安汽车	CS55	紧凑型SUV	改款	2019年下半年
长安汽车	CS75	紧凑型SUV	改款	2019年下半年
长安福特	锐界	中型SUV	中期改款	2019年8月
长安福特	福克斯Active	紧凑型车	新款	2019年8月
长安福特	金牛座	中型车	中期改款	2019年9月
长安福特	Escape	紧凑型SUV	新款	2019年11月

吉利汽车部分新车规划

品牌	名称	细分市场	改款情况	上市时间
吉利	FY11	轿跑SUV	新款	2019年下半年
领克	领克04	中大型SUV	新款	2019年下半年
领克	领克05	中大型轿车	新款	2019年下半年
领克	领克02	紧凑型SUV	改款	2019年下半年
领克	领克03	紧凑型车	改款	2019年下半年

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

二、新能源乘用车：先发企业、传统巨头、新势力齐齐发力

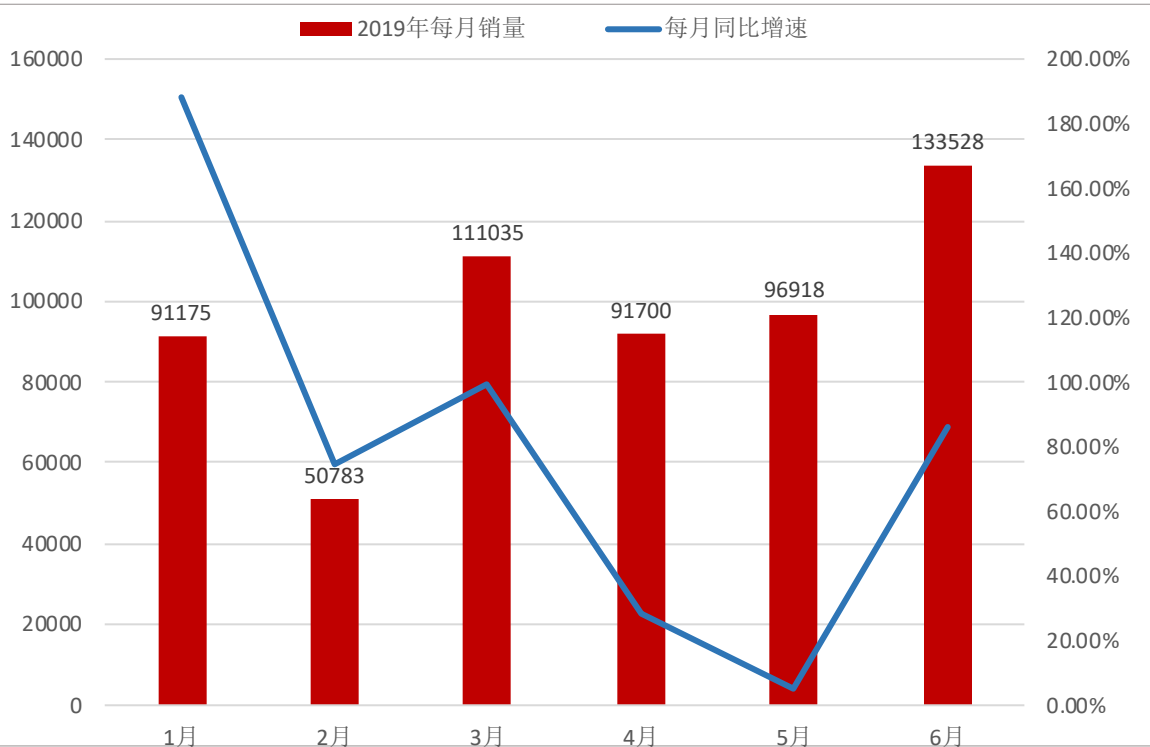


- ◆ 新能源车年中强势收关，市场渗透率再上新台阶
- ◆ 纯电动优势地位明显，轿车与SUV占据主力
- ◆ 电动车领先企业：比亚迪称王，北汽盼反弹
- ◆ 造车新势力：蔚来遇困境，小鹏、威马迎上坡

新能源车年中强势收关，市场渗透率再上新台阶

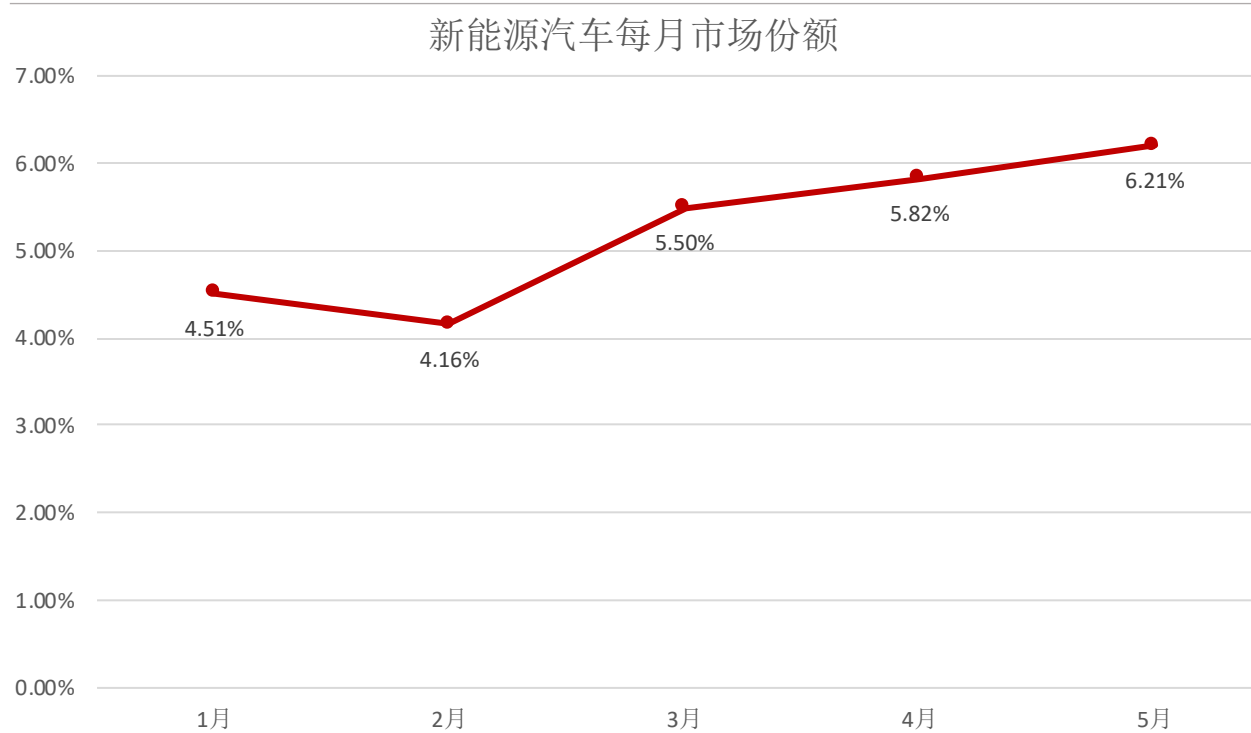
- 2019年上半年新能源乘用车累计销量达57.5万辆，累计同比增速63.44%，市场表现突出。其中前三个月销量表现突出，5月增速下滑主要受需求与补贴退坡影响，6月同比增长86.34%强势回升，部分呈现出补贴新政实施前的抢装现象。
- 新能源汽车每月份额稳中有升，渗透率有望持续提升。

图表：新能源乘用车上半年销量及增速



资料来源：乘联会，太平洋证券研究院整理

图表：新能源乘用车每月市场渗透率变化情况



资料来源：乘联会，太平洋证券研究院整理

纯电动优势地位明显，轿车与SUV占据主力

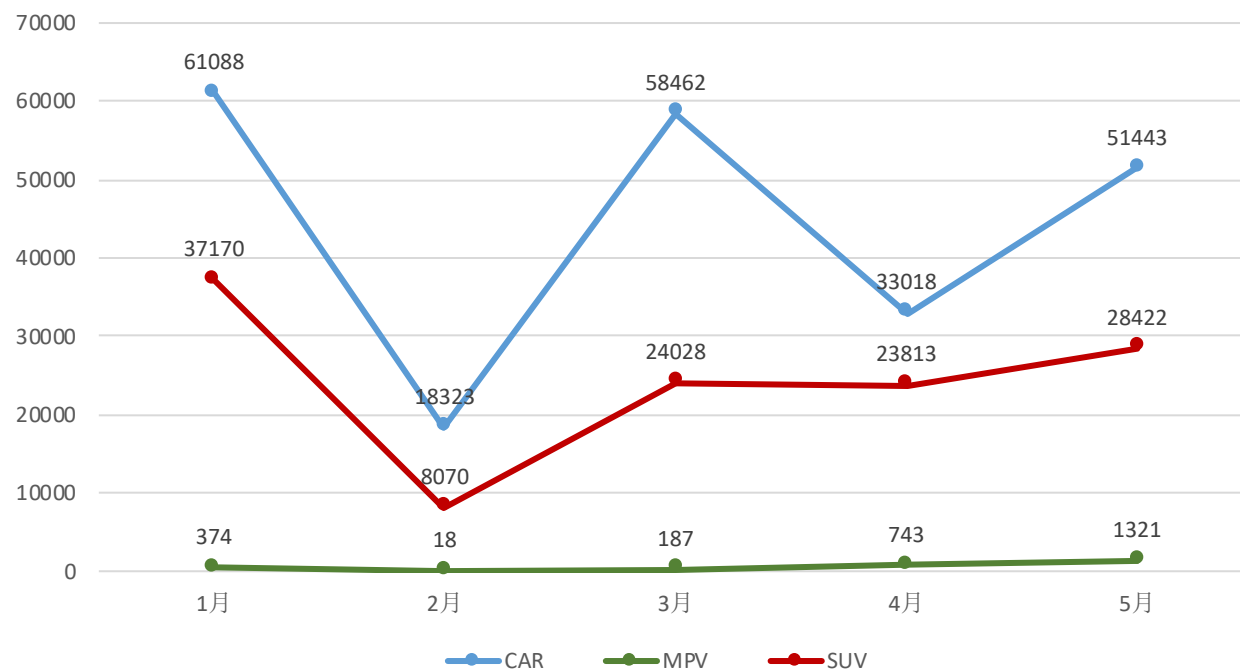
- 我国新能源乘用车产品动力类型仍以纯电动方向为主，纯电动车产品占据新能源乘用车百分之七十以上，主导地位明显，主要受各类政策与供给影响，未来仍有望维持此类。
- 新能源乘用车产品逐步走上稳定，大中型乘用车成为主力，产品主要为轿车与SUV，MPV占比极小。

图表：新能源乘用车产品特征

2019年新能源乘用车产品特征						
燃料类型	类型	1月	2月	3月	4月	5月
纯电动	CAR	68%	76%	75%	59%	65%
	MPV	0%	0%	0%	0%	1%
	SUV	31%	24%	25%	41%	34%
纯电动汇总		82%	82%	83%	72%	77%
插混	CAR	34%	41%	48%	54%	57%
	MPV	0%	0%	1%	4%	4%
	SUV	66%	59%	52%	42%	38%
插混汇总		18%	18%	17%	28%	23%

资料来源：乘联会，太平洋证券研究院整理

图表：车型类别每月细分销量情况

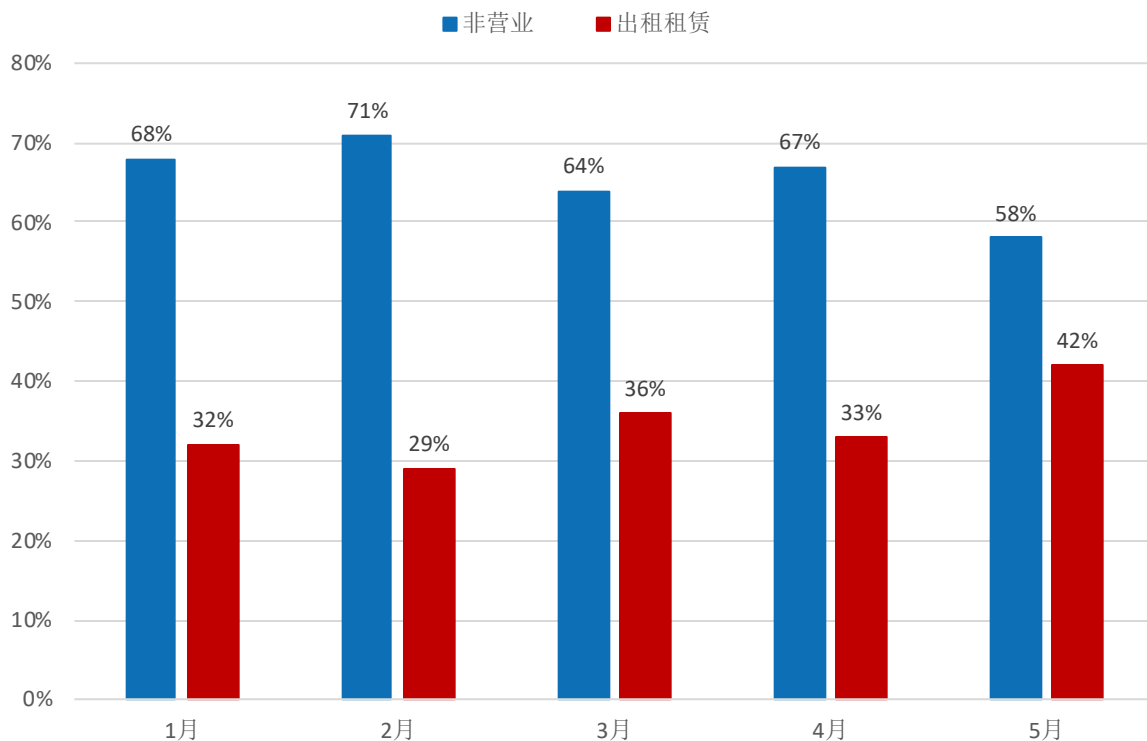


资料来源：乘联会，太平洋证券研究院整理

新能源车非营运渐成主流，私人消费接受度提升

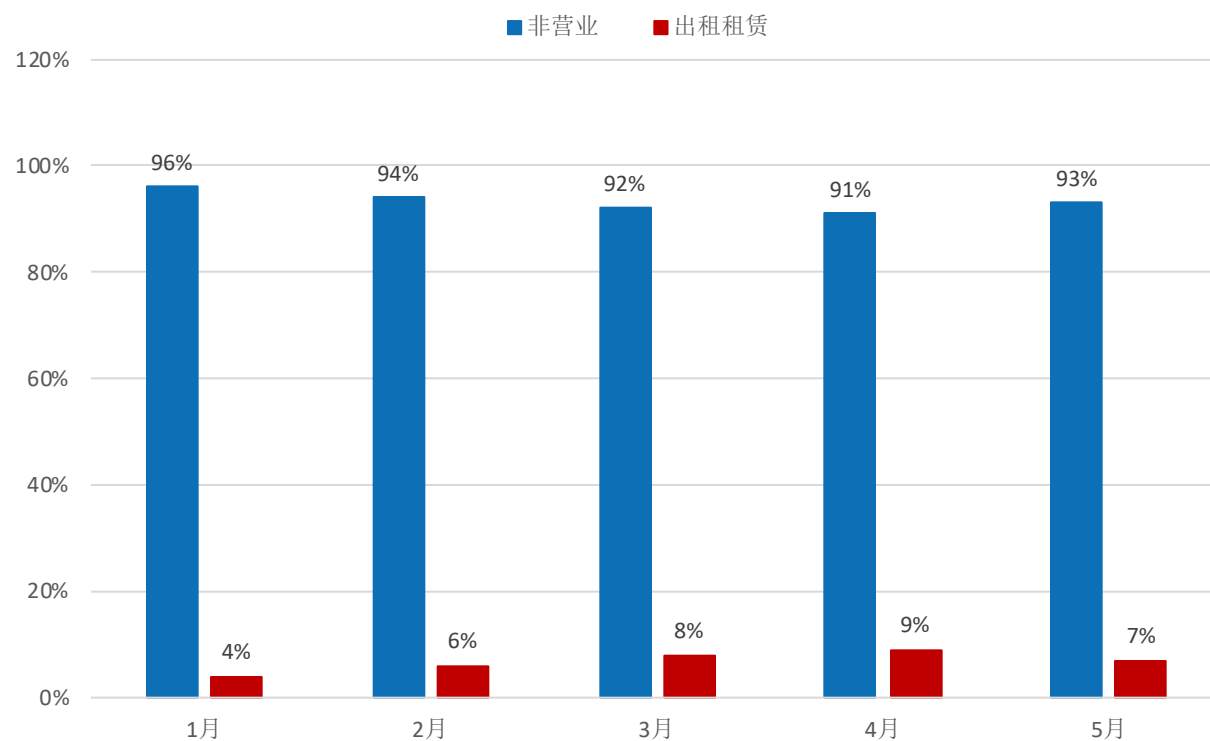
- 新能源乘用车以非营运用途，私人消费者对新能源车的认可程度逐步加深，随着营运市场的逐步饱和，同时新能源乘用车的性能与技术提升，未来将有更大比例新能源车流入私人消费市场。
- 纯电动乘用车的非营运比例低于混合动力车型，插电混合动力车型更受普通消费者青睐。

图表：纯电动乘用车用途特征



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

图表：插混乘用车用途特征

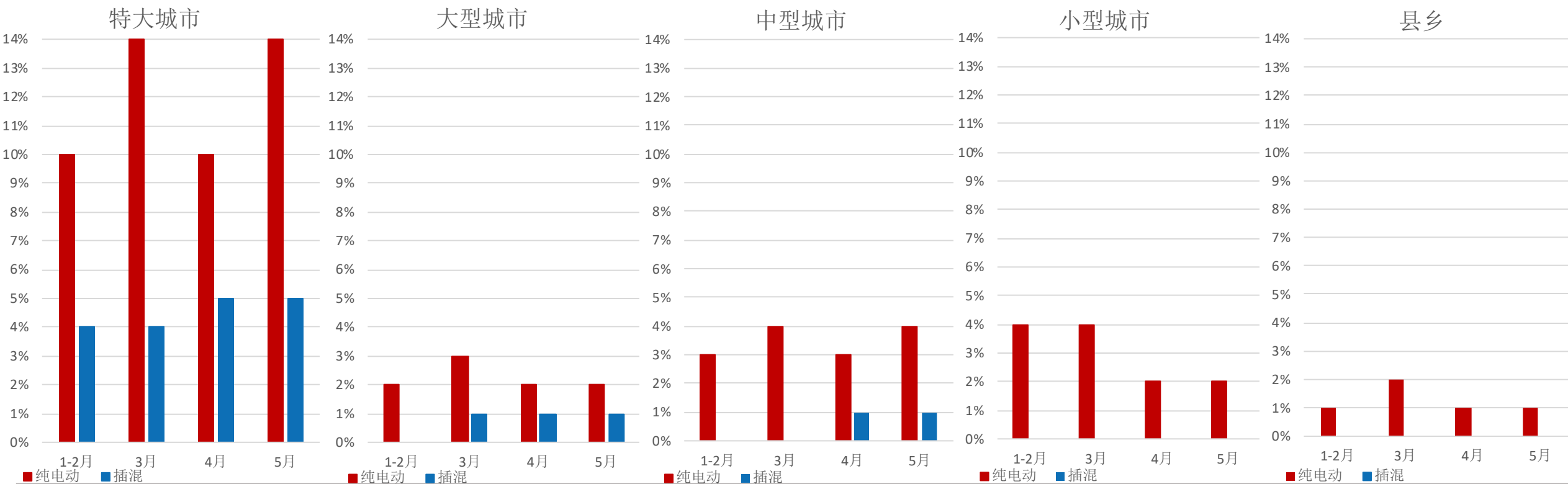


资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

不同区域渗透率存在差异，中小城市及县乡市场潜力巨大

- 在不同大小城市内，纯电动乘用车销量占比远高于插混乘用车，但是仍远低于常规乘用车，市场潜力巨大。
- 插混乘用车销售占比存在轻微提升，但只在特大型城市、大型城市和中型城市有所出售，小型城市和县乡内无销售记录，存在较大发展空间。

图表：新能源乘用车区域销量

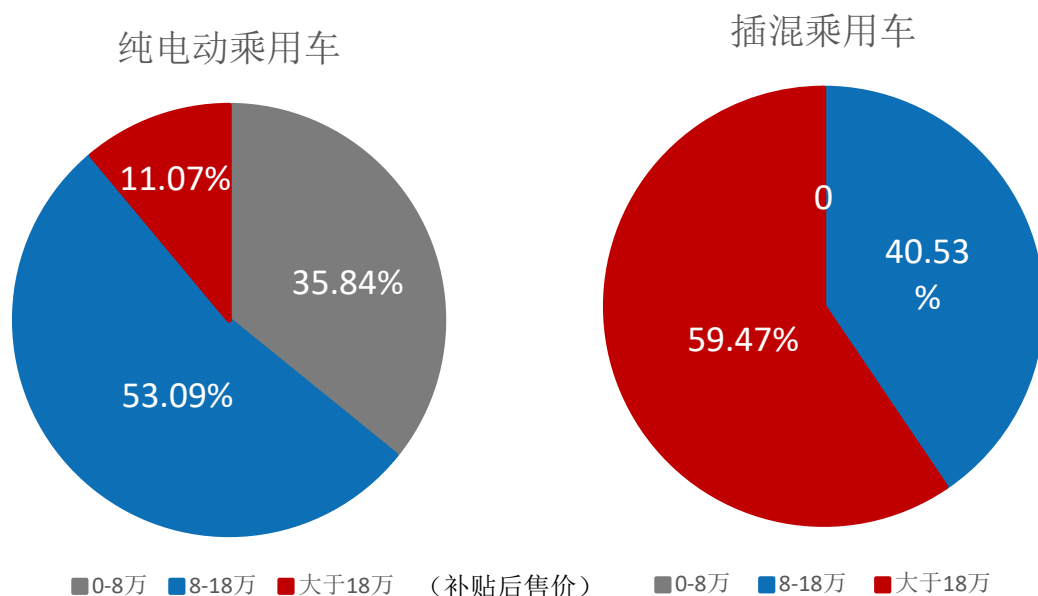


资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

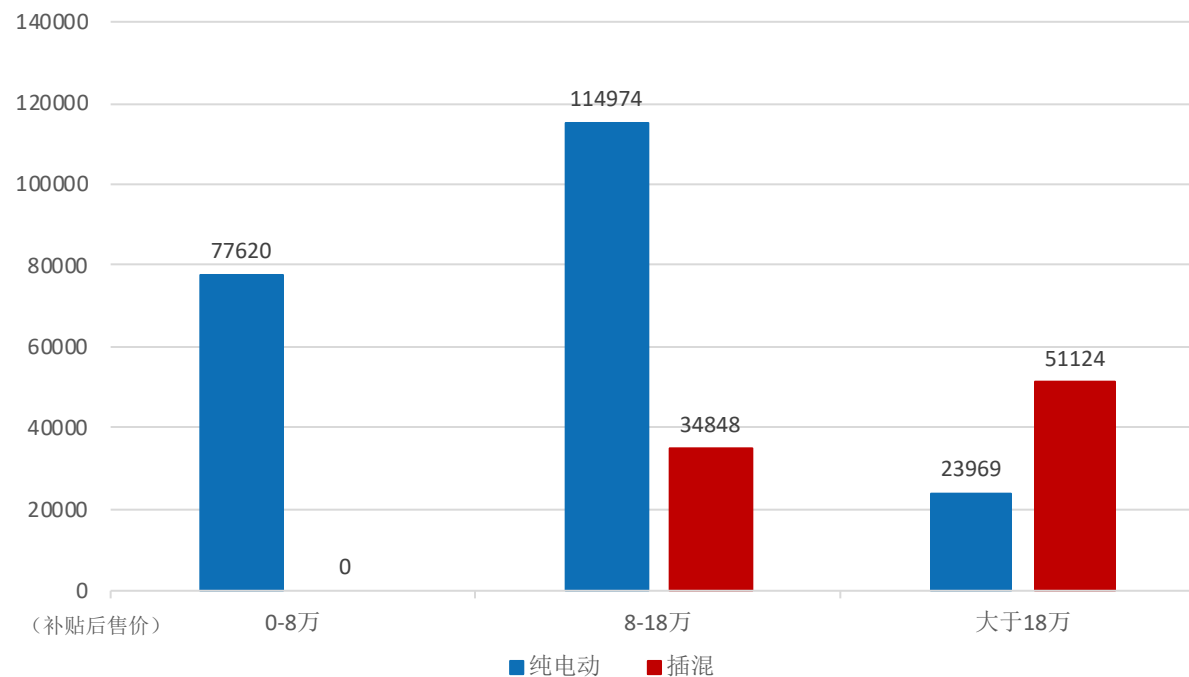
纯电动补贴后18万以下占据主流，插电混高价更易接受

- 补贴后售价小于18万时，纯电动乘用车销量远高于插混乘用车，甚至在补贴后售价为0-8万时无插混车售出，补贴后售价大于18万时插混乘用车销量高于纯电动乘用车。
- 纯电动乘用车销售中，大部分价格小于18万，其中8-18万销量占比超过一半；插混乘用车售出车中补贴后售价均大于8万，大于18万销量占比超过一半。

图表：新能源乘用车销量结构及售价



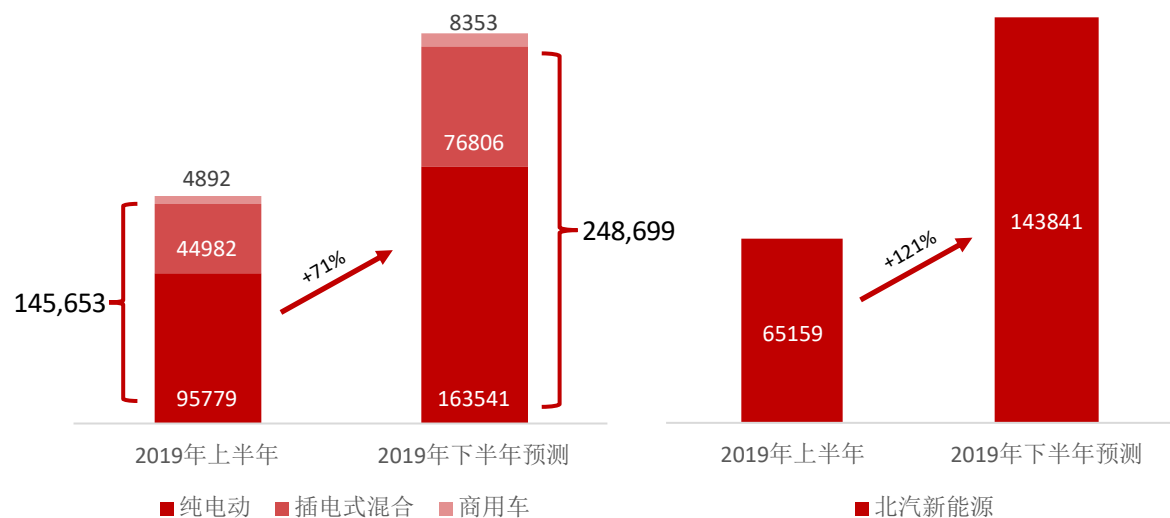
图表：新能源乘用车销量及售价



电动车领先企业：比亚迪称王，北汽盼反弹

- **比亚迪**上半年新能源汽车销量145,653辆，同比增长94.5%，e5和秦系列成A级车市场翘楚，元EV作为小型SUV异军突起成为公司上半年销量冠军，宋系列和唐系列支撑公司紧凑型及中型SUV市场。下半年随着燃油车清库存效应减弱，新能源车有望再度发力，加之新车型e1、S2和新一代宋的推出，销量和市占率有望稳步提升。
- **北汽新能源**上半年累计销量65,159辆，同比增长21.57%，相比于2018EC系列销量放缓，EU系列取而代之成为上半年北汽新能源最热销的车型，EX系列则是公司SUV市场的主力车型。

图表：比亚迪和北汽新能源车下半年预测



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：厂商下半年上市车型和补贴退坡应对政策情况

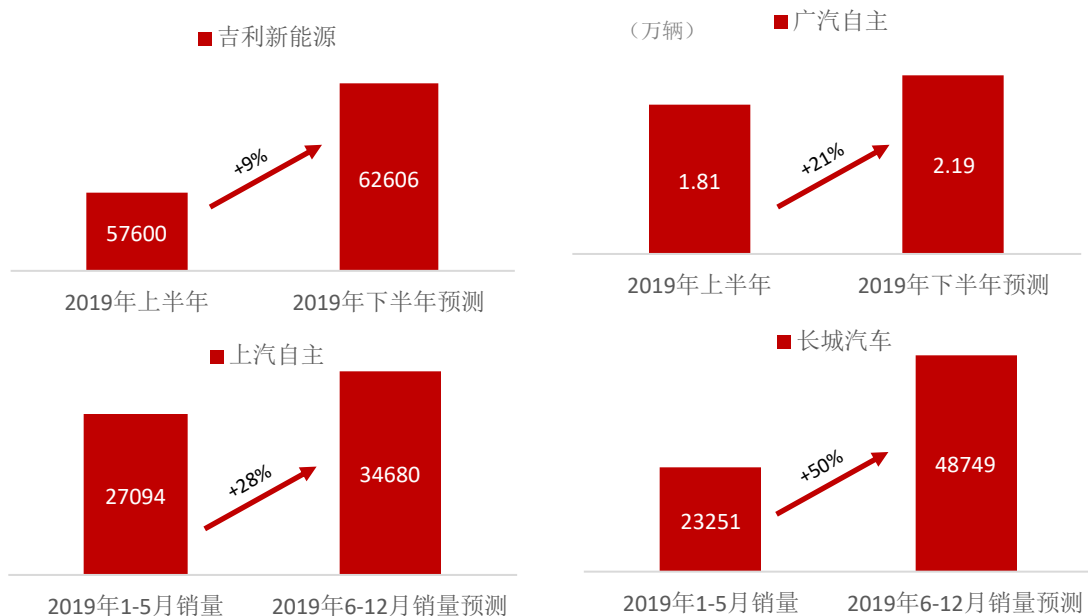
汽车厂商	比亚迪	北汽新能源
热销车型	E5、秦系列、元系列、唐系列、宋系列	EU系列、EC系列、EX系列
下半年上市车型	S2，宋PRO，秦EV新款	EC5、EU7
补贴退坡应对	10月31日前购车续享2018年新能源全额补贴	大部分车型维持现价，EU5 R500涨价3000元

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

传统加速发力企业：长城黑马崛起，吉利广汽新车潜力大

- **吉利汽车**上半年新能源车累计销量为57,600辆，帝豪EV依旧热销、嘉际PHEV、星越PHEV、几何A自上市呈增长趋势。
- **广汽自主**上半年销售新能源乘用车1.81万辆，热销车型包括两款SUV：传祺GE3和传祺GS4 PHEV以及新上市明星车型：AionS。
- **上汽自主**1-5月新能源车累计销量为27,094万辆，主力车型包括了荣威Ei5和荣威RX5新能源车型。
- **长城汽车**1-5月份销售新能源乘用车为23,251辆，欧拉旗下两款热销车型分别是欧拉R1和欧拉iQ。

图表：吉利、广汽、上汽和长城新能源车下半年预测



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：厂商下半年上市车型和补贴退坡应对政策情况

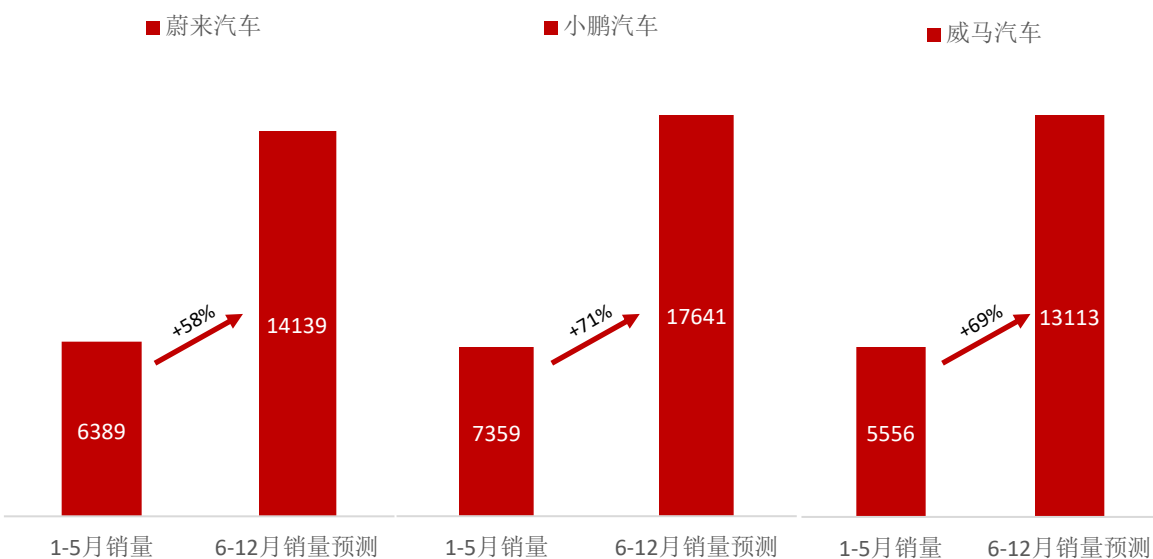
汽车厂商	吉利	广汽	上汽	长城
热销车型	帝豪EV、嘉际PHEV、星越PHEV、几何A	AionS、传祺GE3、传祺GS4 PHEV	荣威Ei5，荣威RX5新能源	欧拉R1、欧拉iQ
下半年上市车型	领克02	Aion LX	名爵HS PHEV	欧拉R2
补贴退坡应对	暂不涨价，后续待定	小幅涨价，AionS维持原价至7/31	荣威Ei5垫付补贴，车价保持不变	相应涨价

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

造车新势力：蔚来短期承压，小鹏、威马迎难而上

- **蔚来汽车**1-5月累计销量为6389辆，销量几乎全部来自于旗下蔚来ES8车型，但上半年蔚来深陷自燃问题而召回5000辆ES8车型，其负面影响给销售前景带来不小打击，甚至波及其他车型的市售。
- **小鹏汽车**1-5月累计销量为7359辆，销量主力军小鹏G3保持稳定增长，5月份尤为突出，销量达到2701辆，帮助小鹏汽车跃居1-5月新势力车企销量头名。
- **威马汽车**1-5月累计销量为5556辆，主力热销车型为威马EX5，每月销量稳定，稳居造车新势力车型销量前三名。

图表：蔚来、小鹏和威马汽车下半年预测



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：厂商下半年上市车型和补贴退坡应对政策情况

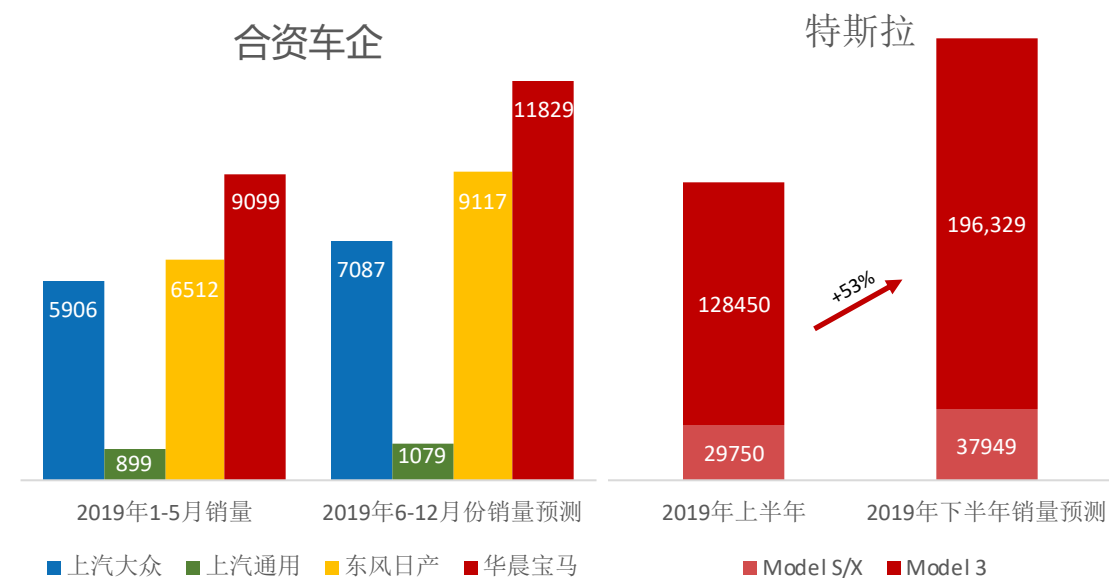
汽车厂商	蔚来	小鹏	威马
热销车型	ES8	G3	EX5
下半年上市车型	ES6	P7	EX5 Pro
补贴退坡应对	小幅涨价，补贴持续至12/31，补贴力度下降	不涨价至7/31	不调整售价

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

海外车厂：合资车企逐步发力，特斯拉全球领先

- **合资车企**：上汽大众途观L新能源1-5月累计销量为5906辆；上汽通用Velite车型1-5月累计销量为899辆；东风日产轩逸纯电车型1-5月销售6512辆，华晨宝马1-5月累计销售宝马5系(PHEV) 7883辆，宝马X1(PHEV) 1216辆。各大厂商正在积极布局新能源车领域，逐步开始发力，将成为后补贴时代一股不可忽视的力量。
- **特斯拉**在经历了一季度的低谷之后，二季度有所回暖，全球交付总量为95,200辆，环比增长51%。占据总销量80%的Model 3的成为特斯拉复苏的关键，上半年总交付数达到12,800辆，成为全世界最畅销的新能源车。

图表：合资车企和特斯拉下半年预测



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：厂商下半年上市车型和热销车型情况

	上汽大众	上汽通用	东风日产	华晨宝马	特斯拉
热销车型	途观L 新能源	Velite	轩逸纯电	宝马5系(PHEV)、宝马X1(PHEV)	Model 3、Model X、Model S
下半年上市车型	沃尔沃XC40 EV	北京奔驰	一汽大众	华晨宝马	特斯拉
	沃尔沃XC40 EV	奔驰EQC 400	e-Golf	MINI纯电版	国产Model 3

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

- **乘用车业绩底将至，拐点迎来布局良机**：我们预计2019年下半年销量将逐渐好转，在库存指数恢复合理及低基数下，销量增速有望企稳回升，行业拐点迎来布局良机。
- **存量竞争时代，优选市占率持续提升的核心资产**：（1）尾气排放升级及油耗标准趋严，拥有核心技术的整车龙头有望受益，市占率持续提升，**重点推荐：长城汽车、上汽集团、广汽集团**；（2）零部件优选单车价值提升及客户开拓顺利的细分领域龙头，**重点推荐：华域汽车、新泉股份、银轮股份、凌云股份**。

重点公司财务预测（市值截止到2019年7月19日）

股票代码	个股名称	市值（亿元）	收入（亿元）		净利润（亿元）		PE		评级
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
601633	长城汽车	757	1055	1198	50	57	15.1	13.2	买入
600104	上汽集团	2768	8110	8726	323	352	8.6	7.9	买入
601238	广汽集团	1127	766	852	109	112	10	10	买入
600741	华域汽车	726	1620	1744	68	75	10.6	9.6	买入
603179	新泉股份	34	33	38	2.7	3.1	12.6	11	买入
002126	银轮股份	57	57	69	3.8	4.5	15	12.7	买入
600480	凌云股份	47	132	146	2.9	3.5	16.2	13.4	买入

资料来源：wind，太平洋证券研究院整理



风险提示

- 汽车销量持续下降
- 汽车出口不及预期
- 原材料价格大幅上涨

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

销售人员列表

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。