

研究所

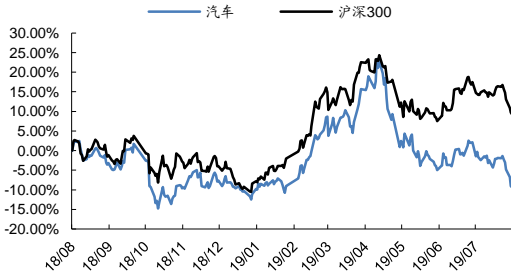
证券分析师:
021-68591581
联系人:
021-60338173

代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
王炎太 S0350118050031
wangyt01@ghzq.com.cn

特斯拉的二季度：销量向上，盈利向下

——汽车行业点评报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
汽车	-11.3	-11.6	-11.0
沪深300	-7.0	-2.7	7.5

相关报告

《汽车行业周报：国五促销透支 7 月车市消费》——2019-08-04

《汽车行业周报：国际车企陆续发布二季报，利润下滑较严重》——2019-07-28

《汽车行业周报：批发环比有所提升，比亚迪与丰田宣布共同开发电动车》——2019-07-21

《指标追踪周报：汽车个股估值追踪（截至 2019.07.14）》——2019-07-15

《汽车行业周报：中汽协：6 月汽车销量环比出现回暖》——2019-07-14

投资要点：

- **业绩不及市场预期，单车毛利持续下滑** 2019Q2 特斯拉的交付量和产量均创下单季度记录，其中总交付量为 95356 辆，同比+134.1%，环比+51.4%。不过即使如此业绩依旧亏损，特斯拉 Q2 单季度实现归母净利润为-4.08 亿美元，亏损幅度虽相较 Q1 (-7.02 亿美元) 有所收窄，但仍旧不及市场预期。**单车毛利下滑是导致亏损持续，业绩不及预期的最大根源**：2019Q2 特斯拉的单车价格为 5.42 万美元，单车毛利为 0.96 万美元，均是 2016 年以来的最低值。
- **销量结构变动以及降价，两大因素拉低毛利** 1) 车型销量结构压制毛利率，高利润车型 **Model S & X** 占比不断降低。Model S & Model X 时代，特斯拉汽车销售的毛利率维持在 20% 以上，大多数时候位于 25%-30% 的区间内。不过随着 Model 3 车型开始量产至今，特斯拉毛利率的经历了多次波动，2019Q1 至今，Model S & Model X 低配车型停产，高利润车型交付量的减少一定程度上影响毛利率。2) **短期内降价是拉低毛利的另一个重大因素**。由于美国联邦电池汽车税收抵免逐步退坡以及海外市场特斯拉售价略高，因此特斯拉需要通过不断的价格调整来应对这些负面影响。2019 年上半年特斯拉针对旗下车型全球范围内的售价，进行了多次价格调整，其中美国和中国市场都有过多次降价。
- **用户定金逐季下降，上海工厂或是新的起点** 特斯拉二季度的用户定金为 6.31 亿美元，相比一季度的 7.68 亿美元减少较多，主要是 Model 3 的交付持续上升导致。从总量来看，定金数额依旧维持在较高的水平，不过随着交付的持续其下降趋势仍在。未来，上海工厂的竣工投产以及 32.8 万元的国产 Model 3 标准版交付将很大程度上再次引起特斯拉的预定热潮，当然其中特斯拉后续定价配置策略也值得期待，在本土化降本之后特斯拉如何平衡价格和利润，对于未来中国市场开拓显得尤为关键。此外，国内新能源汽车补贴的退坡对国产品牌引起的涨价效应不小，绝大多数品牌的性价比不再那么明显，国产特斯拉依靠其产品力的领先有望打开中高端电动车市场。
- **产业链：目光长远些，更关注供货关系以及后期放量** 目前产业链处于 Model 3 放量阶段和中国工厂投产阶段之间，我们更看重供应商与特斯拉的关系培育以及后续车型订单的延续。考虑到特斯拉对于供应商的价格锁定政策，中长期更关注特斯拉产量的爬升，一时的

盈利波动并不干扰大方向的前进。我们依旧看好两类型的公司，第一：单车价值量大、配套份额高的公司，其收入规模和利润仍有较大的成长空间；第二，随着本地化供应的推进，技术、成本优势突出的公司与特斯拉的供货关系将有所提升，业绩高弹性可期。

- **行业评级及推荐个股** 维持对行业推荐的评级。更长周期维度看，汽车行业成长属性减弱周期属性增强，十年前高速增长的汽车销量将转化为未来十年的替换需求，2019年是上升周期的起点，维持行业“推荐”评级。我们认为未来三年特斯拉销量将维持高速增长，并且特斯拉上海工厂将加大本地化供应比例，建议关注相关产业链公司：旭升股份，拓普集团，岱美股份等。
- **风险提示：** 特斯拉新车型市场需求不及预期；上海工厂投产进度不及预期；中美贸易战反复而造成的关税风险；相关推荐公司业绩不达预期的风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-08-07 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
601689.SH	拓普集团*	9.37	1.04	0.74	0.85	14.28	12.72	11.00	增持
603305.SH	旭升股份*	21.84	0.73	0.94	1.20	41.49	23.08	18.09	增持
603730.SH	岱美股份*	21.02	1.36	1.82	2.19	15.36	11.57	9.58	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（*盈利预测来自于 Wind 一致预期）

内容目录

1、 单车价格指标下行，中国工厂是年内重要看点	5
1.1、 业绩不及市场预期，单车毛利持续下滑	5
1.2、 自由现金流重新回正，Q2 融资后现金水平创纪录.....	8
1.3、 用户定金逐季下降，上海工厂或是新的起点	11
2、 产业链：目光长远些，更关注供货关系以及后期放量	12
3、 行业评级及推荐个股	13
4、 风险提示	13

图表目录

图 1: 特斯拉单季度营收、营收增速及归母净利润 (亿美元/%)	5
图 2: 特斯拉车型销售结构	6
图 3: 特斯拉汽车销售业务毛利率	6
图 4: 特斯拉单车价格及单车毛利 (美元)	8
图 5: 特斯拉 2019Q2 现金流环比改善	9
图 6: 特斯拉现金债务总额比	9
图 7: 特斯拉流动比率	9
图 8: 特斯拉产权比率	10
图 9: 特斯拉资产负债率	10
图 10: 特斯拉季度交付量及用户定金 (辆/亿美元)	11
图 11: 2019 年-2021 年特斯拉销量预测 (辆/%)	12
表 1: 特斯拉单季度收入、成本、费用拆分 (亿美元)	5
表 2: 特斯拉 2019 年以来价格调整情况	7

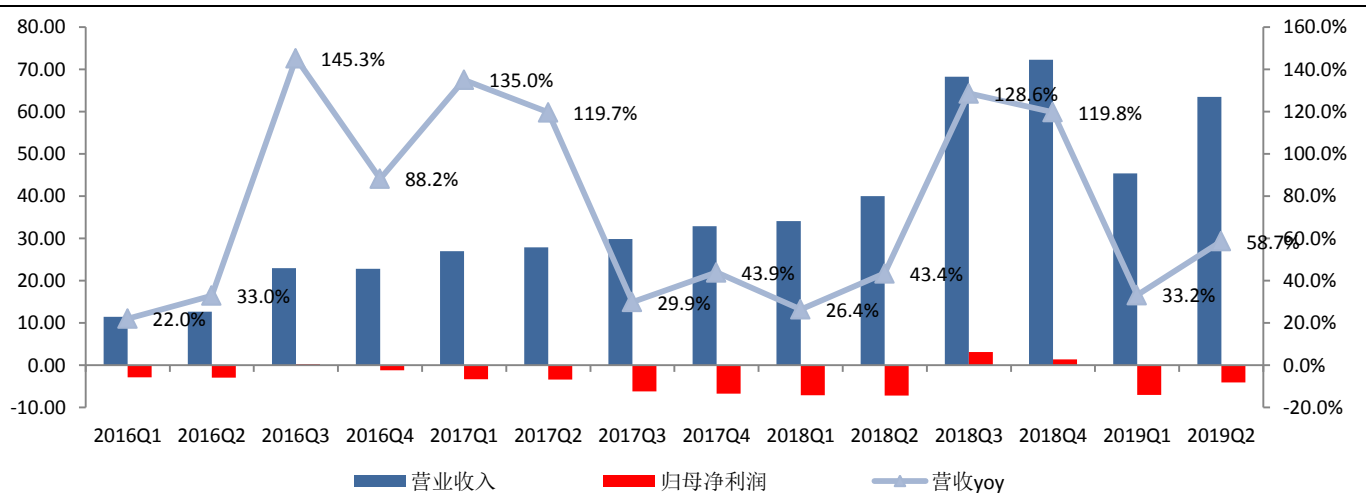
1、单车价格指标下行，中国工厂是年内重要看点

1.1、业绩不及市场预期，单车毛利持续下滑

Q2 亏损较 Q1 收窄，不及市场预期。 特斯拉发布 2019 年二季度财报，上半年实现营业收入 108.91 亿美元，同比增长 47.0%，归母净利润为-11.10 亿美元；其中 Q2 单季度实现营业收入 63.50 亿美元，同比增长 58.7%，归母净利润为-4.08 亿美元，亏损幅度相较 Q1（-7.02 亿美元）有所收窄。

Q2 特斯拉的交付量和产量均创下单季度记录。 其中总交付量为 95356 辆，同比+134.1%，环比+51.4%；Model 3 交付量为 77634 辆，同比+321.0%，环比+52.5%；Model S & Model X 交付量为 17722 辆，同比-20.5%，环比+46.5%。此前特斯拉总交付量的最高纪录是在 2018Q4 取得的，当时交付了约 9.1 万辆。

图 1：特斯拉单季度营收、营收增速及归母净利润（亿美元/%）



资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

单车毛利下滑是导致亏损持续，业绩不及预期的最大根源。虽然特斯拉交付量不断向上，但是盈利却向下，因此我们把公司的收入、成本、费用做了拆分。可以明显看出，公司全业务营业成本在 19Q1 和 19Q2 有明显的提升，对应的全业务毛利率有一个显著的下滑；营业费用率 19Q1 大幅提升，19Q2 有所回落，费用维持在 10 亿美元级别；利息净支出比例 19Q2 有所提高，财务压力略有提升，但不是利润的主要拖累项。

表 1：特斯拉单季度收入、成本、费用拆分（亿美元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业收入	26.96	27.90	29.85	32.88	34.09	40.02	68.24	72.26	45.41	63.50
营业成本	20.28	21.23	25.36	28.49	29.52	33.83	53.01	57.83	39.76	54.29
占比	75.2%	76.1%	85.0%	86.6%	86.6%	84.5%	77.7%	80.0%	87.6%	85.5%
营业费用	9.25	9.08	9.85	10.37	10.54	12.40	11.07	10.29	10.88	10.89
占比	34.3%	32.5%	33.0%	31.5%	30.9%	31.0%	16.2%	14.2%	24.0%	17.1%
利息净支出	1.14	1.44	1.35	1.82	1.83	1.08	1.45	1.82	1.22	2.03

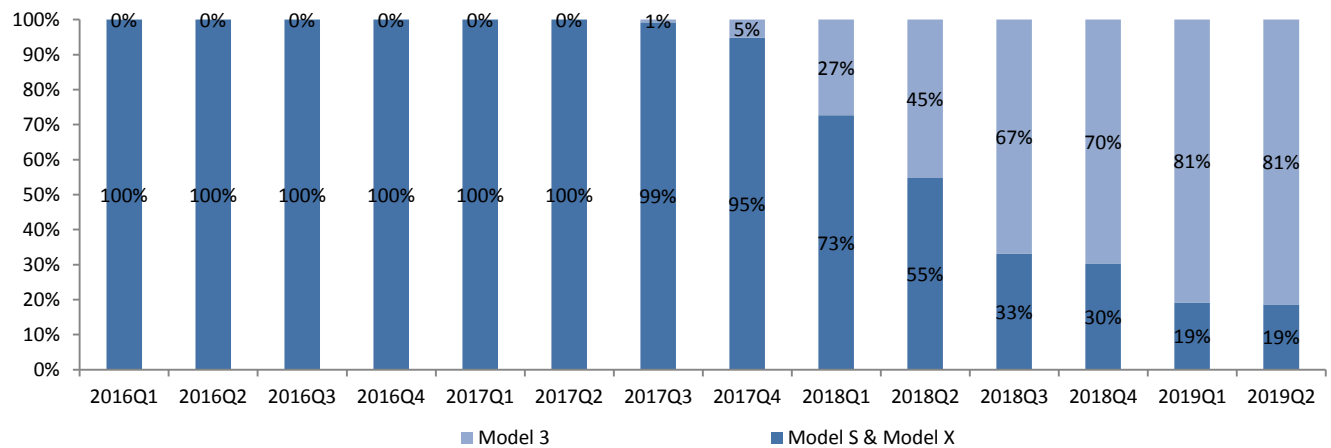
占比	4.2%	5.2%	4.5%	5.5%	5.4%	2.7%	2.1%	2.5%	2.7%	3.2%
所得税	0.25	0.16	0.00	-0.09	0.06	0.14	0.17	0.22	0.23	0.19
占比	0.9%	0.6%	0.0%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.3%
净利润	-3.97	-4.01	-6.71	-7.71	-7.85	-7.43	2.55	2.10	-6.68	-3.89
占比	-14.7%	-14.4%	-22.5%	-23.4%	-23.0%	-18.6%	3.7%	2.9%	-14.7%	-6.1%

资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

1) 车型销量结构压制毛利率，高利润车型 Model S & X 占比不断降低

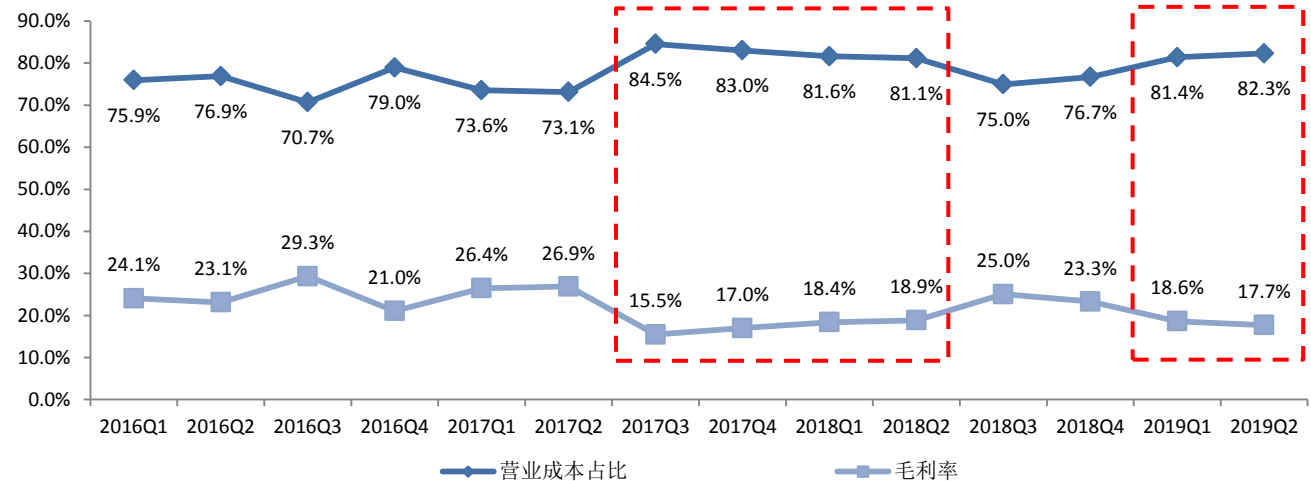
Model S & Model X 时代，特斯拉汽车销售的毛利率维持在 20% 以上，大多数时候位于 25%-30% 的区间内。不过随着 Model 3 车型开始量产至今，特斯拉毛利率的波动经历三个阶段：第一，2017Q3-2018Q2，Model 3 刚开始量产时候，由于工厂、设备、人员的不断投入，而产能爬坡缓慢因此毛利率直接掉入 15%-20% 区间内；第二，2018Q3-2018Q4，Model 3 产能爬坡顺利，周产能逐步达到 5000 辆以上，规模效应下毛利率提升至 20%-25% 区间；第三，2019Q1 至今，Model S & Model X 低配车型停产，高利润车型交付量的减少一定程度上影响毛利率。

图 2：特斯拉车型销售结构



资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

图 3：特斯拉汽车销售业务毛利率



资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

Model 3 中低配版本陆续上市，在尚未充分规模化之前也会对特斯拉毛利率造成一定压力。2019年3月特斯拉推出售价3.5万美元的Model 3标准版，随后标准版 Plus 等版本陆续上市，对于标准版来说，美国市场预计6-8个星期内交付，欧洲市场6个月内交付，亚洲市场6-8个月内交付。初期Model 3销售时主要是以价值量较高的长续航版本以及高性能版本为主，随着平民版本的陆续上市，特斯拉汽车销售毛利率会受一定影响。不过Model 3标准版的发售一直是特斯拉最终的目标，对于其开拓巨量电动车市场具有重大意义。Model 3标准版系列的车型在充分规模化后，其毛利率有望企稳回升，短期内产品结构的切换对于公司盈利能力虽有扰动，但不会压制其长期的盈利潜力，因为毕竟只有大规模才会有持久稳定的利润回报。

2) 短期内降价是拉低毛利的另一个重大因素

由于美国联邦电池汽车税收抵免逐步退坡以及海外市场特斯拉售价略高，因此特斯拉需要通过不断的价格调整来应对这些负面影响。2019年上半年联邦收税抵免由去年的7500美元降为3750美元，2019年下半年将进一步降为1875美元，2020年以后无优惠。鉴于目前美国仍是特斯拉最大的市场，因此上半年发动了多次对于本土的降价措施；另一方面，海外市场Model 3的售价相对美国本土并不具备太大优势，想要进一步打开Model 3的需求空间，适当的降价也是催化剂。

表 2: 特斯拉 2019 年以来价格调整情况

时间	价格调整措施	备注
2019年1月2日	从1月3日开始，全美所有车型（Model 3、Model S、Model X）均 降价 2000 美元	为了抵销电动车税收减免降低所产生的影响：2019上半年，特斯拉享受到的美国电动车税后减免将从7500美元降至3750美元
2019年2月6日	特斯拉官方网站更新了Model 3的信息，把所有车型的售价都 减少 1100 美元	2019年1月，马斯克宣布公司将终止车主引荐奖励计划，他认为个计划成本高昂，尤其是Model 3。特斯拉发言人表示，特斯拉现在不需要通过车主推荐计划来寻求创造收益，因此用降价代替了该计划
2019年3月1日	特斯拉宣布了全球大规模降价的战略举措， 中国地区的降价幅度在 1.52%-28.68%之间	马斯克通过一封内部邮件，宣布了新的零售策略，即关闭大部分线下门店，将全球所有销售转向线上。砍掉线下零售店可以缩减不少运营支出，而这允许特斯拉汽车平均降价6%
2019年3月11日	特斯拉将在全球范围内将车辆 售价提高 3%左右	特斯拉将只关闭大约原计划一半的门店，但也意味着成本也只节约了大概一半
2019年5月21日	特斯拉美国官网调整Model S & X售价。 Model S起售价由78000美元改为75000美元，降价 3000 美元；Model X起售价由83000美元改为81000美元，降价 2000 美元	暂无
2019年7月16日	特斯拉所有车型（Model 3、Model S、Model X）进行售价调整， 中国地区降价幅度在 3.62%-7.15%之间 ，其中Model X以及Model S的Performance高性能版由于整合了狂暴模式，价格提升3.5万元	暂无

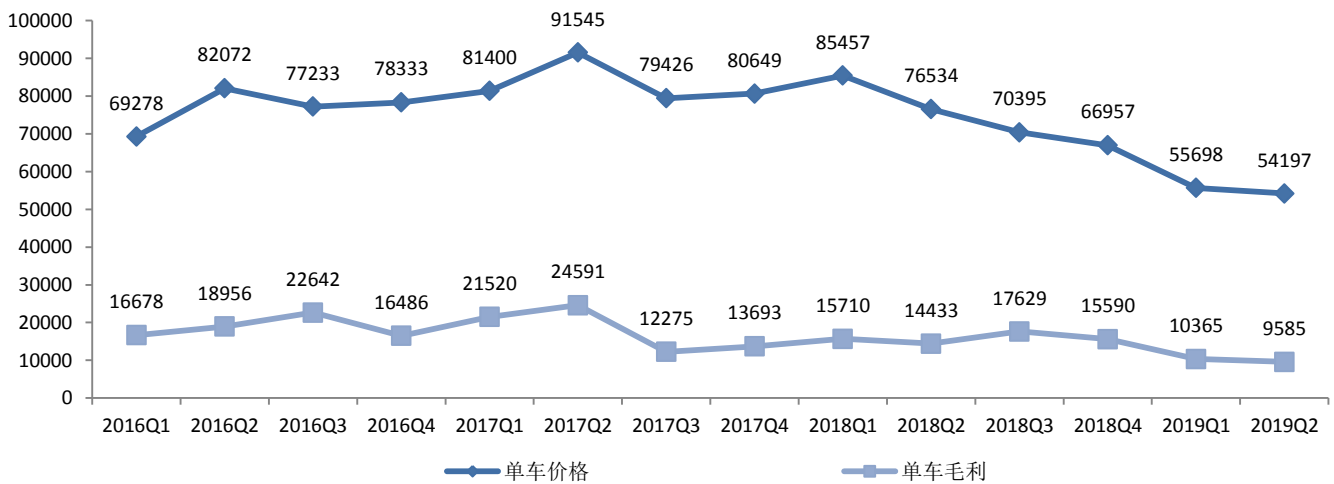
资料来源：特斯拉官网，新浪汽车，凤凰汽车，国海证券研究所

3) 受销量结构和降价影响, 单车价格指标处于下行趋势

2019Q2 特斯拉的单车价格为 5.42 万美元, 单车毛利为 0.96 万美元, 均是 2016 年以来的最低值。在 Model 3 尚未生产的时候, 特斯拉的单车价格和毛利虽存在季度波动, 但整体是往上的趋势。从 2017Q3 开始, 随着 Model 3 的量产开启, 单车价格指标开始逐步下行。展望 2019 年全年, 由于联邦税收抵免的退坡无法避免, 因此美国市场或还将存在降价可能。海外市场, 欧洲和中国已经开始交付 Model 3, 在本地化生产还未开启前, 价格还不具备彻底的吸引力, 因此也存在降价预期。上海工厂将于年内投产, 其本土供应商的支持将给予特斯拉一定的降价空间, 毕竟 Model 3 追求的是量的飞跃, 以其大规模的生产来降低包括电池在内的诸项成本。

因此, 今年特斯拉的产品价格仍具有波动性, 盈利的稳定性依赖于需求的迅速提升。上海工厂的投产建设是最大的变量, 中国目前是特斯拉的第二大市场, 但未来的潜力提升空间可观。特斯拉在发展的过程中也在上海周边培育了诸多供应商, 随着本土化的推进, 国产特斯拉的降本空间可期, 届时“量”的飞升和“单车利”的回升将带来盈利的弹性。

图 4: 特斯拉单车价格及单车毛利 (美元)



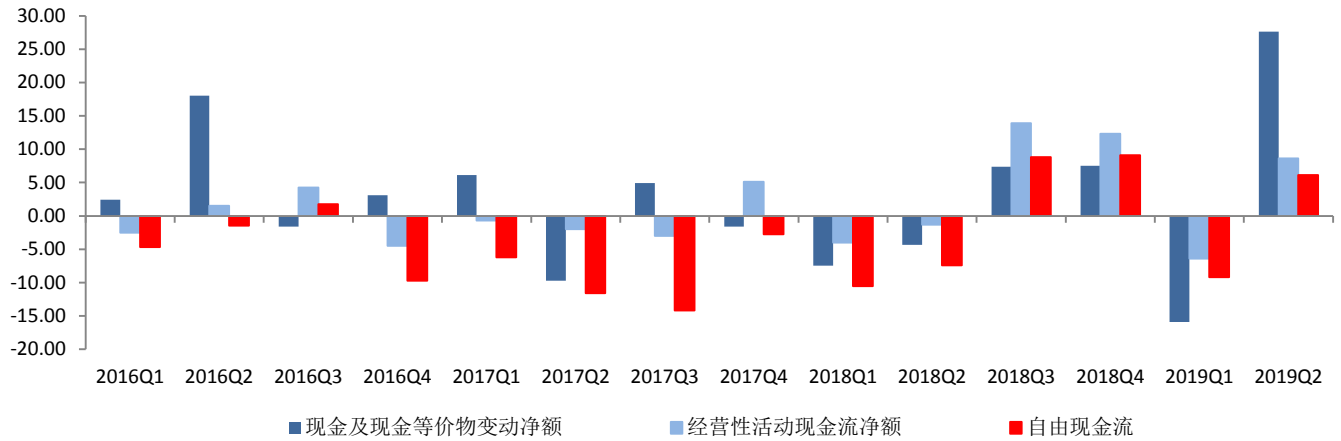
资料来源: 特斯拉公告, 国海证券研究所

1.2、自由现金流重新回正, Q2 融资后现金水平创纪录

2019Q2 特斯拉经营性活动现金流净额为 8.64 亿美元, 自由现金流达到 6.14 亿美元, 环比 2019Q1 大幅改善。在经历了 2018Q3、Q4 连续两个季度正向自由现金流后, 特斯拉在 2019Q1 短暂的陷入自由现金流为负的境地, 随着全球交付开启以及本土需求的回升, Q2 再次转正。从现金水平来看, 由于二季度特斯拉通过股票以及可转债再度融资, 现金及现金等价物达到了 49.6 亿美元, 为公司史上最高水平。根据 Q2 财报, 特斯拉单季度可转债及其他融资 35.13 亿美元, 通过公开发行人股票融资 8.48 亿美元, 偿还前期可转债及其他 17.30 亿美元。大笔融资为特斯拉带来足量现金, 可同时也可以看到每季度偿还前期转债及其他也基本达到 20 亿美元级别, 自由现金流的不稳定性是未来债务偿还的一大疑虑点。不过随着汽车交付市场的扩大, 以及 Model 3 产量的扩大, 预计 Q3、Q4 单季

度的净利润将逐步回正，带来现金流更稳定的表现。

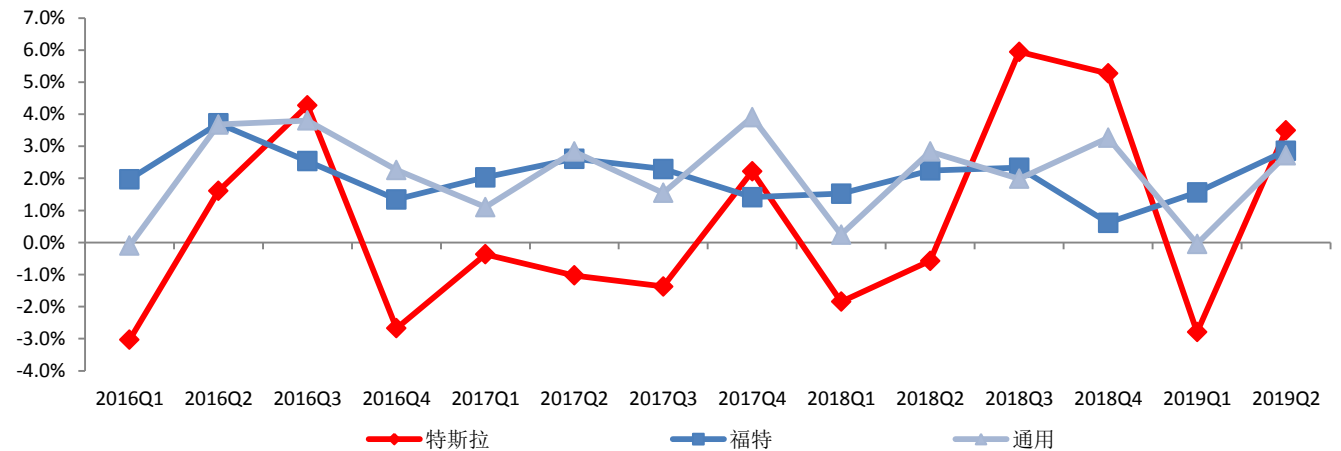
图 5: 特斯拉 2019Q2 现金流环比改善



资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

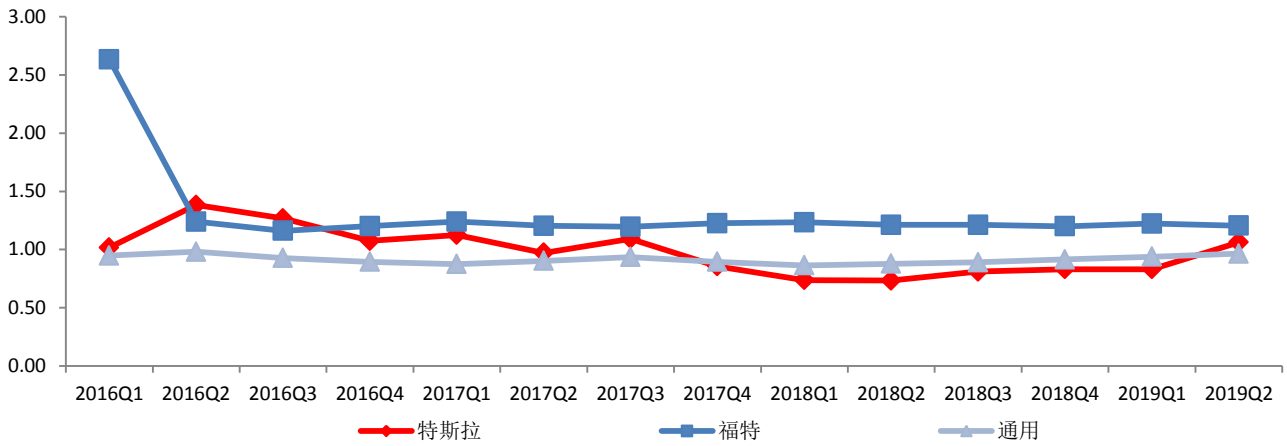
公司短期、长期的偿债指标与其他车企对比属于合理。1) 先看短期指标，特斯拉现金债务总额比在 Q2 达到 3.5%，环比改善较大，并好于同期的福特、通用等车企；流动比率为 1.06，同样也是环比 Q1 有所提升，横向对比的话低于福特但高于通用。2) 再看长期指标，Q2 特斯拉产权比率为 3.46，远低于福特和通用；资产负债率为 77.6%，也低于可比车企。

图 6: 特斯拉现金债务总额比



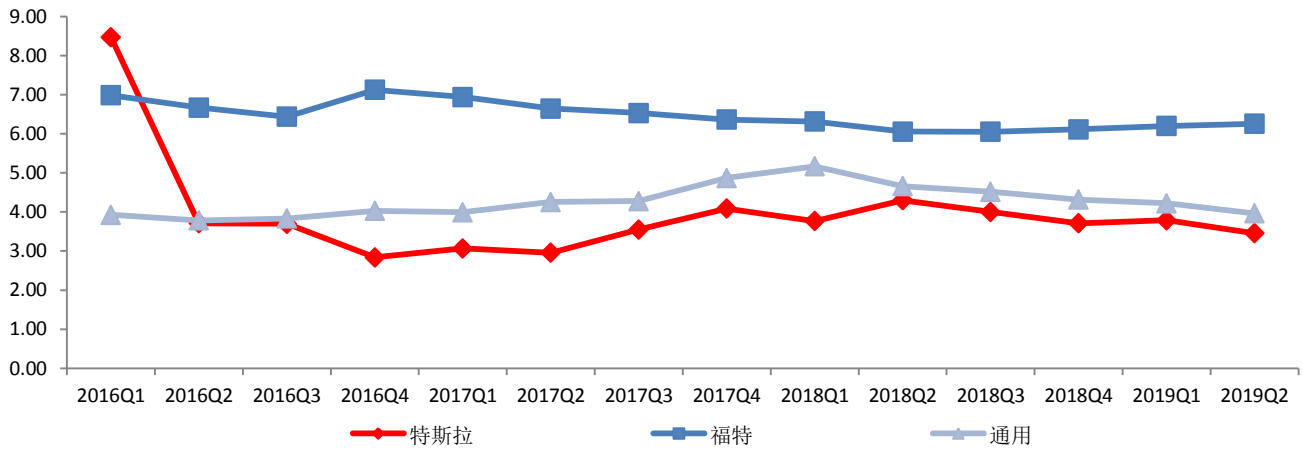
资料来源：特斯拉公告，其他公司公告，国海证券研究所

图 7: 特斯拉流动比率



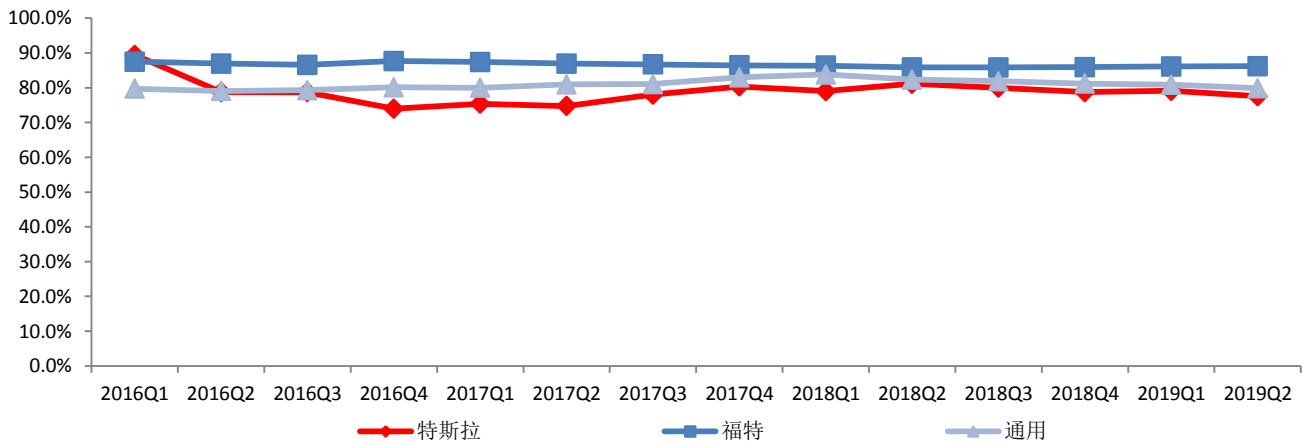
资料来源：特斯拉公告，其他公司公告，国海证券研究所

图 8: 特斯拉产权比率



资料来源：特斯拉公告，其他公司公告，国海证券研究所

图 9: 特斯拉资产负债率



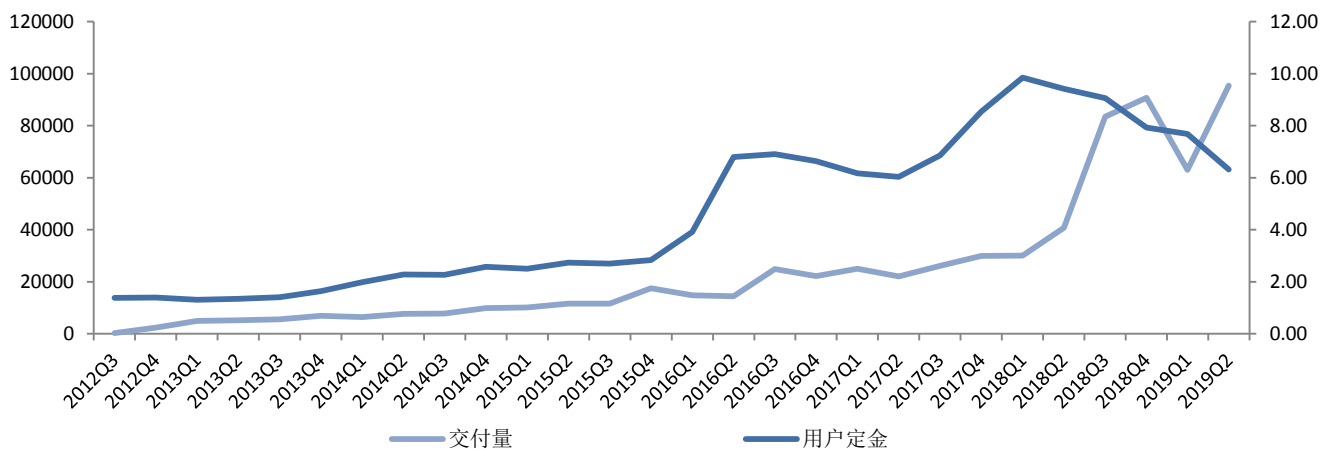
资料来源：特斯拉公告，其他公司公告，国海证券研究所

1.3、用户定金逐季下降，上海工厂或是新的起点

上海工厂的建设进度无疑是快速的，从2019年1月动工，目前厂房建设基本完成，内部在安装生产设备，预计年底投产，产能计划由初期的3000辆/周逐步提升至5000辆/周。作为目前特斯拉第二座汽车生产公司，上海工厂承担了特斯拉未来销售额增长的重责。由于前期在美国本土建设工厂的经验，再加上本土供应商的培育，我们认为上海工厂的建设进度将持续快速推进，后续的产能爬坡也将比之前更为顺利。

特斯拉二季度的用户定金为6.31亿美元，相比一季度的7.68亿美元减少较多，主要是Model 3的交付持续上升导致。从总量来看，定金数额依旧维持在较高的水平，不过随着交付的持续其下降趋势仍在。未来，上海工厂的竣工投产以及32.8万元的国产Model 3标准版交付将很大程度上再次引起特斯拉的预定热潮，当然其中特斯拉后续定价配置策略也值得期待，在本土化降本之后特斯拉如何平衡价格和利润，对于未来中国市场开拓显得尤为关键。此外，国内新能源汽车补贴的退坡对国产品牌引起的涨价效应不小，绝大多数品牌的性价比不再那么明显，国产特斯拉依靠其产品力的领先有望打开中高端电动车市场。

图 10：特斯拉季度交付量及用户定金（辆/亿美元）

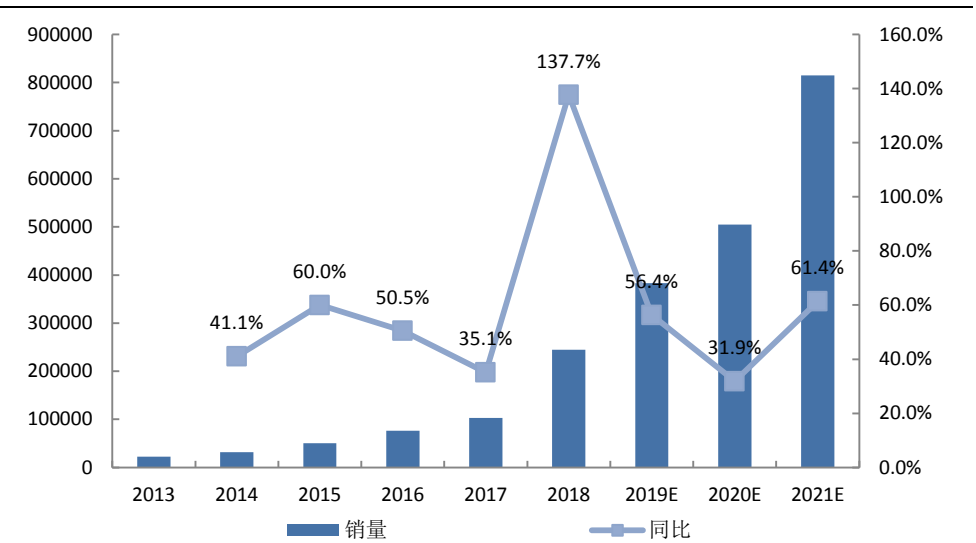


资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

2、产业链：目光长远些，更关注供货关系以及后期放量

维持先前对于特斯拉销量预测：预计 2019、2020、2021 年的销量分别为 38.3 万辆、50.5 万辆、81.5 万辆，复合增速为 49%。基于价格体系的调整以及 Model 3 的放量，我们预计下半年特斯拉的交付水平有望环比维持并有所增长。2020 年增量主要基于中国工厂的爬坡以及欧洲市场的增长，2021 年的增长基于 Model Y 的如期大量交付。

图 11：2019 年-2021 年特斯拉销量预测（辆/%）



资料来源：特斯拉公告，国海证券研究所

目前产业链处于 Model 3 放量阶段和中国工厂投产阶段之间，我们更看重供应商与特斯拉的关系培育以及后续车型订单的延续。考虑到特斯拉对于供应商的价格锁定政策，中长期更关注特斯拉产量的爬升，一时的盈利波动并不干扰大方向的前进。我们依旧看好单车价值量大、配套份额高的公司，未来的营收和利润都会维持一个高速增长的状态；并关注目前配套比例小但技术、成本优势突出的公司，随着与特斯拉的合作不断加深，业绩高弹性可期。

3、行业评级及推荐个股

维持对行业推荐的评级。更长周期维度看，汽车行业成长属性减弱周期属性增强，十年前高速增长的汽车销量将转化为未来十年的替换需求，2019年是上升周期的起点，维持行业“推荐”评级。我们认为未来三年特斯拉销量将维持高速增长，并且特斯拉上海工厂将加大大地化供应比例，鉴于此我们推荐目前特斯拉营收占比高，建议关注相关产业链公司：旭升股份，拓普集团，岱美股份等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-08-07 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
601689.SH	拓普集团*	9.37	1.04	0.74	0.85	14.28	12.72	11.00	增持
603305.SH	旭升股份*	21.84	0.73	0.94	1.20	41.49	23.08	18.09	增持
603730.SH	岱美股份*	21.02	1.36	1.82	2.19	15.36	11.57	9.58	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（*盈利预测来自于 Wind 一致预期）

4、风险提示

- 1) 特斯拉新车型市场需求不及预期；
- 2) 上海工厂投产进度不及预期；
- 3) 中美贸易战反复而造成的关税风险；
- 4) 相关推荐公司业绩不达预期的风险；

【汽车组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。