

长城汽车(601633)

缺芯下依然强势增长

——长城汽车销量分析

✍️：刘文婷 执业证书编号：S12305200500003  
☎️：021-80108525  
✉️：liuwenting@stocke.com.cn

事件：

长城汽车发布5月销量数据：5月实现新车销售86965辆，同比增长6.2%，海外销售10,079辆，同比劲增557.5%。

投资要点：

□ 产量端：积极应对缺芯，库存持续下降

长城汽车：哈弗、欧拉、皮卡、WEY产量分别为5.1、0.2、1.8、0.3万辆，同比分别为：+0.32%、+53.16%、-22.08%、-36.12%，坦克品牌产量0.6万辆。产品结构有所倾斜，其中哈弗、欧拉新能源产量仍保持同比增长，皮卡、坦克预计受缺芯影响较大，产量有限。我们认为此时的销量并不代表终端真实需求，在芯片供应恢复后，产量有望持续高增长。

□ 销量端：基本盘稳健，新品牌向上

- (1) 哈弗累计销量同比+54.07%，当月同比+3.73%，持续向好。
- (2) 皮卡累计销量同比+44.57%，当月同比-9.43%，主要是受芯片短缺影响，长期皮卡解禁+乘用拓展，依旧看好。
- (3) 新能源欧拉累计销量同比大增513.97%，当月同比+54.18%；欧拉品牌定位5-20万元中低端电动车，对标女性用户开辟增量市场。此外，公司与宝马合资的光束汽车项目总投资为51亿元，年标准产能达16万台。预计将于2022年投产，加速电动化进程。
- (4) 新品牌坦克五月销量为6090辆，同比增长10.72%；今年4月坦克品牌正式独立运营，定位智能越野SUV。硬派风格有助占据细分市场更高份额，后续有望持续放量。

WEY品牌智能开启：

- (5) WEY累计销量同比减少-12.91%，当月同比-39.96%；但随着5月全新智能驾驶WEY摩卡亮相，搭载高通8155芯片、首款车规级5G+V2X，同时配置可选低油耗2.0T动力系统，销量可期。

□ 海外持续高增，全球化稳步扩容

海外产销布局完善，持续高增长。长城今年前五个月海外累计销量达47970辆，当月同比增长迅猛，分别为147%、226%、35.5%、349%、557.5%。公司海外产销布局完善，拥有海外三大整车、五大KD组装工厂，营销网络500余家。同时，长城蝉联俄罗斯市场中国汽车品牌销量冠军，良好势头有望进一步扩展到欧洲其他地区。伴随海外疫情改善带来的行业景气度抬升，看好公司全球销量扩张。

□ 盈利预测

我们预计，2021-2023年，长城汽车营业收入分别为1453、1669、1906亿元，同比增长40.7%、14.8%、14.2%；归母净利润为100.1、121.1、143.3亿元，同比增长86.7%、21.0%、18.4%。对应EPS为1.09、1.32和1.56元/股，对应当前A股PE为37、31、26倍，维持“买入”评级。

评级

买入

|      |        |
|------|--------|
| 上次评级 | 买入     |
| 当前价格 | ¥44.30 |

单季度业绩

元/股

|         |      |
|---------|------|
| 1Q/2021 | 0.18 |
| 4Q/2020 | 0.30 |
| 3Q/2020 | 0.16 |
| 2Q/2020 | 0.20 |



公司简介

长城汽车为国内皮卡及SUV龙头，主营业务包括汽车整车与主要汽车零部件的研发、生产与销售，下设长城皮卡、哈弗、WEY、欧拉新能源、坦克整车品牌。

相关报告

- 1《季报点评：原材料挤压利润，新品有望持续放量》2021.04.21
- 2《长城汽车3月销量点评：产品周期强势，销量持续高增长》2021.04.09
- 3《长城汽车年报点评：业绩符合预期，自主龙头蓄力向上》2021.04.01
- 4《【浙商汽车刘文婷】科技赋能之长城汽车：老树开新花，科技来赋能》2021.02.27

报告撰写人：刘文婷

联系人：刘文婷、王敬

**□ 风险提示**

(1) 芯片短缺影响产销量; (2) 原材料价格大幅上涨; (3) 新平台降本不及预期。

**财务摘要**

| (百万元)   | 2020A     | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入    | 103307.61 | 145343.20 | 166892.24 | 190633.12 |
| (+/-)   | 8.62%     | 40.69%    | 14.83%    | 14.23%    |
| 净利润     | 5362.49   | 10011.74  | 12112.03  | 14335.94  |
| (+/-)   | 19.25%    | 86.70%    | 20.98%    | 18.36%    |
| 每股收益(元) | 0.58      | 1.09      | 1.32      | 1.56      |
| P/E     | 68.62     | 36.75     | 30.38     | 25.67     |
| ROE     | 9.60%     | 16.03%    | 16.45%    | 16.51%    |
| PB      | 6.42      | 5.45      | 4.62      | 3.91      |

## 正文目录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 1. 产量端：积极应对缺芯，库存持续下降 ..... | 4 |
| 2. 销量端：基本盘稳健，新品牌向上 .....   | 5 |
| 3. 海外持续高增，全球化稳步扩容 .....    | 8 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 今年分品牌产量：哈弗 .....              | 4  |
| 图 2: 今年分品牌产量：皮卡 .....              | 4  |
| 图 3: 今年分品牌产量：欧拉 .....              | 5  |
| 图 4: 今年分品牌产量：WEY .....             | 5  |
| 图 5: 近两年长城汽车产量及环比 YOY .....        | 5  |
| 图 6: 近两年长城汽车销量及环比 YOY .....        | 5  |
| 图 7: 今年分品牌销量：哈弗 .....              | 6  |
| 图 8: 今年分品牌销量：皮卡 .....              | 6  |
| 图 9: 今年分品牌销量：欧拉 .....              | 6  |
| 图 10: 今年分品牌销量：WEY .....            | 6  |
| 图 11: 长城 WEY 摩卡亮相 2021 年上海车展 ..... | 8  |
| 图 12: 长城汽车 2021 前五个月海外销量 .....     | 8  |
| 表 1: 2021 年 5 月长城产销数据 .....        | 4  |
| 表 2: 2021 年 4 月上海车展中，长城新车梳理 .....  | 7  |
| 表附录：三大报表预测值 .....                  | 10 |

## 1. 产量端：积极应对缺芯，库存持续下降

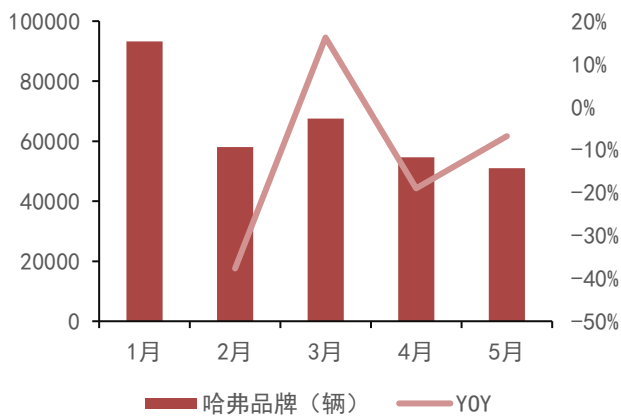
长城汽车：哈弗、欧拉、皮卡、WEY 产量分别为 5.1、0.2、1.8、0.3 万辆，同比分别为：+0.32%、+53.16%、-22.08%、-36.12%，坦克品牌产量 0.6 万辆。产品结构有所倾斜，其中哈弗、欧拉新能源产量仍保持同比增长，皮卡、坦克预计受缺芯影响较大，产量有限。我们认为此时的销量并不代表终端真实需求，在芯片供应恢复后，产量有望持续高增长。

**表 1：2021 年 5 月长城产销数据**

|            | 销量    |       |         |        |        |         | 产量    |       |         |        |        |         |
|------------|-------|-------|---------|--------|--------|---------|-------|-------|---------|--------|--------|---------|
|            | 本月    | 去年同期  | YOY     | 本年累计   | 去年同期   | YOY     | 本月    | 去年同期  | YOY     | 本年累计   | 去年同期   | YOY     |
| 哈弗品牌 (辆)   | 53849 | 51915 | 3.73%   | 331,59 | 21521  | 54.07%  | 50953 | 50790 | 0.32%   | 324401 | 210571 | 54.06%  |
| WEY 品牌 (辆) | 3011  | 5015  | -39.96% | 18277  | 20986  | -12.91% | 2940  | 4609  | -36.21% | 17588  | 20436  | -13.94% |
| 长城皮卡 (辆)   | 20418 | 22543 | -9.43%  | 100,00 | 69174  | 44.57%  | 17674 | 22683 | -22.08% | 94128  | 69111  | 36.20%  |
| 欧拉品牌 (辆)   | 3597  | 2333  | 54.18%  | 41756  | 6801   | 513.97% | 3371  | 2201  | 53.16%  | 41153  | 6776   | 507.33% |
| 坦克品牌 (辆)   | 6090  |       |         | 25913  |        |         | 6012  |       |         | 26599  |        |         |
| 其他         | 95    |       |         | 882    |        |         | 55    |       |         | 679    |        |         |
| 总计         | 86965 | 81901 | 6.18%   | 51754  | 313,06 | 65.32%  | 80950 | 80338 | 0.76%   | 50386  | 30757  | 63.82%  |

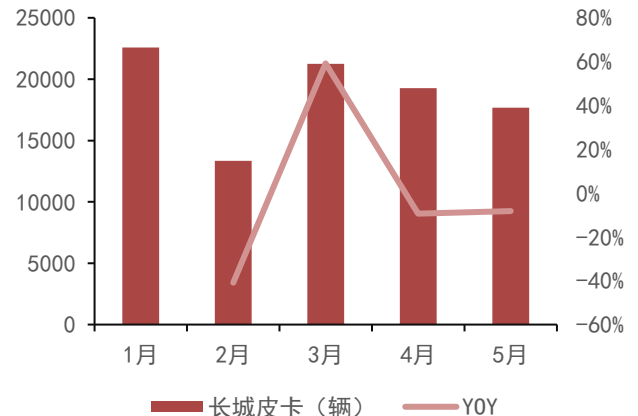
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**图 1：今年分品牌产量：哈弗**



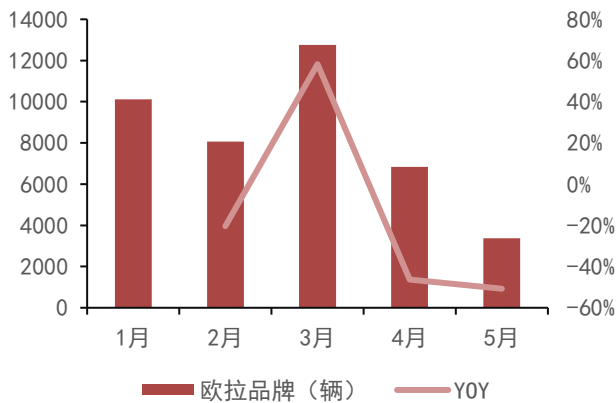
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**图 2：今年分品牌产量：皮卡**



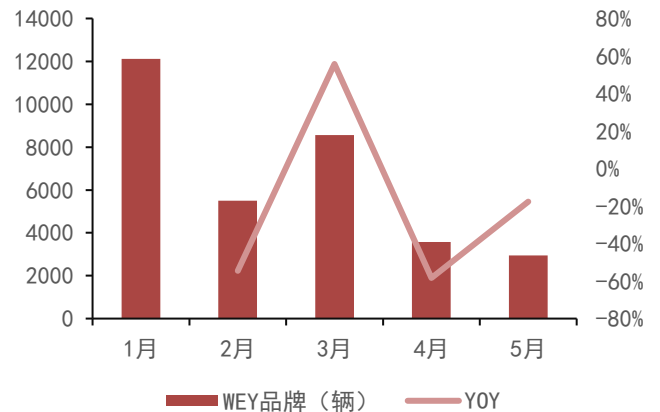
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：今年分品牌产量：欧拉



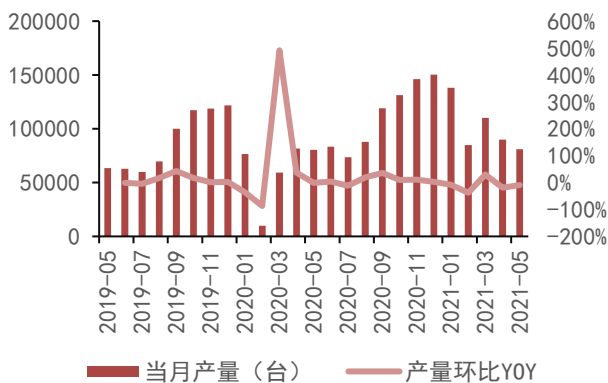
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：今年分品牌产量：WEY



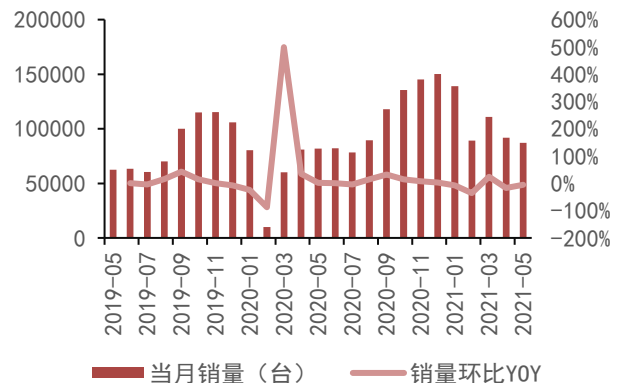
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：近两年长城汽车产量及环比 YOY



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：近两年长城汽车销量及环比 YOY



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 销量端：基本盘稳健，新品牌向上

(1) 哈弗累计销量同比+54.07%，当月同比+3.73%，持续向好。

(2) 皮卡累计销量同比+44.57%，当月同比-9.43%，主要是受芯片短缺影响，长期皮卡解禁+乘用拓展，依旧看好。

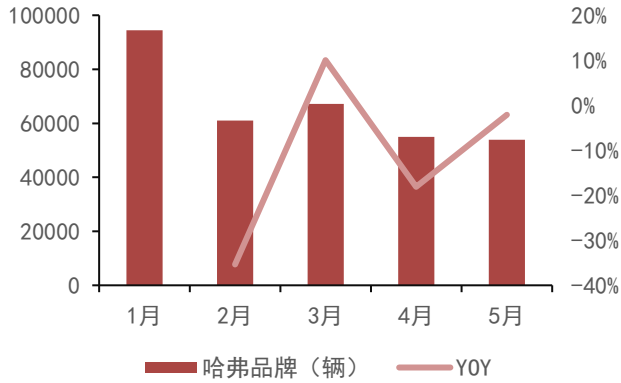
(3) 新能源欧拉累计销量同比大增 513.97%，当月同比+54.18%；欧拉品牌定位 5-20 万元中低端电动车，对标女性用户开辟增量市场。此外，公司与宝马合资的光束汽车项目总投资为 51 亿元，年标准产能达 16 万台。预计将于 2022 年投产，加速电动化进程。

(4) 新品牌坦克五月销量为 6090 辆，同比增长 10.72%；今年 4 月坦克品牌正式独立运营，定位智能越野 SUV。硬派风格有助占据细分市场更高份额，后续有望持续放量。

WEY 品牌智能开启：

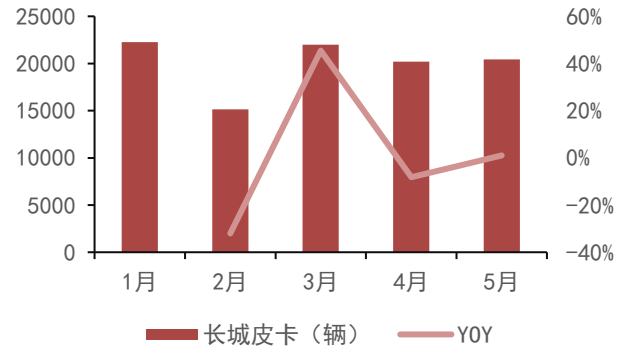
(5) WEY 累计销量同比减少-12.91%，当月同比-39.96%；但随着 5 月全新智能驾驶 WEY 摩卡亮相，搭载高通 8155 芯片、首款车规级 5G+V2X，同时配置可选低油耗 2.0T 动力系统，销量可期。

图 7：今年分品牌销量：哈弗



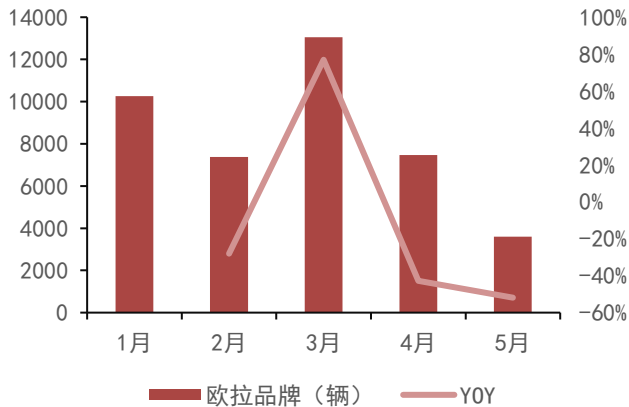
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：今年分品牌销量：皮卡



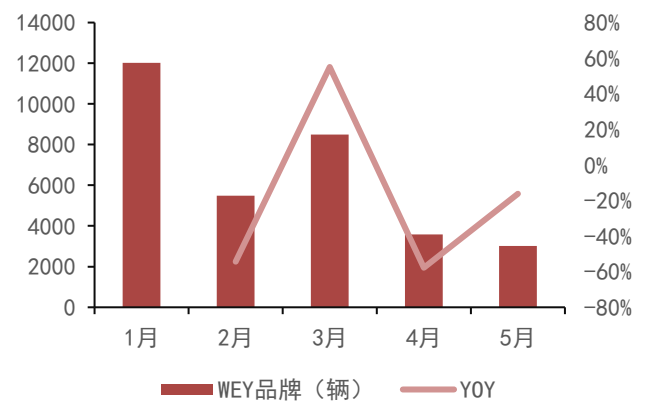
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：今年分品牌销量：欧拉



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：今年分品牌销量：WEY



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**核心车型加速投放,持续开启新车周期。**2021 年,基于柠檬/坦克的换代车型哈弗 H5、H9、M6、H6 Coupe 等将迎来上市,持续开启新车周期。参照第三代哈弗 H6,我们预计全新换代车型在各方面均会较上一代有明显的升级,爆款可期。

**表 2: 2021 年 4 月上海车展中, 长城新车梳理**

| 哈弗品牌            |          |                        |
|-----------------|----------|------------------------|
| 车型              | 上市/预售/首发 | 特点                     |
| 第三代哈弗 H6 5G 版   | 发布       | 新设计/5G 技术/FOTA         |
| 哈弗 X DOG        | 发布       | 潮流时尚“狗”/2022 年上市       |
| HAVAL XY        | 发布       | 品牌“旗舰”/2021 年上市        |
| 哈弗赤兔 HEV        | 首发       | 混动技术加身                 |
| 哈弗赤兔            | 预售       | 预售 10.9-12.68 万元       |
| 哈弗大狗 2.0T 两款新车型 | 上市       | 预售 14.59-16.29 万元      |
| 长城皮卡            |          |                        |
| 车型              | 上市/预售/首发 | 特点                     |
| 炮黑弹版            | 预售       | 预告 23-25 万元            |
| 炮旅装版            | 预售       | 预售 26-29 万元            |
| 炮火弹版            | 发布       | 个性改装                   |
| 炮龙弹版            | 发布       | 个性改装                   |
| X 炮             | 发布       | 越野平台/空气悬架/3.0T+9AT     |
| WEY 品牌          |          |                        |
| 车型              | 上市/预售/首发 | 特点                     |
| WEY 摩卡          | 预售       | 旗舰产品/预售 17.98-22.08 万  |
| WEY 拿铁          | 发布       | 全新 SUV                 |
| 坦克品牌            |          |                        |
| 车型              | 上市/预售/首发 | 特点                     |
| 坦克 300 城市版      | 发布       | 启用新 LOGO/更多配色推出 HEV 动力 |
| 坦克 300 运良改装版    | 发布       | 坦克游侠/个性改装              |
| 坦克 300 顶火改装版    | 发布       | 个性改装                   |
| 坦克 300 超境改装版    | 发布       | 赛博坦克/个性改装              |
| 坦克 700          | 发布       | “机甲科技”旗舰               |
| 坦克 800          | 发布       | “商务豪华”旗舰               |
| 欧拉品牌            |          |                        |
| 车型              | 上市/预售/首发 | 特点                     |
| 闪电猫             | 发布       | 轿跑风格                   |
| 朋克猫             | 发布       | 复古经典风格                 |
| 大猫(代号)          | 发布       | 紧凑型纯电 SUV              |

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

**新款“WEY 摩卡”上市, 智能化落地。**2021 年 4 月上海车展, 长城 WEY 摩卡亮相, 并搭载全球领先车规级高通 8155 芯片、首款车规级 5G+V2X、首款车规级激光雷达、AR-HUD、L3 自动驾驶域控制器等配置。同时, 新车在 2.0T 动力的基础上, 将全系搭载 48V 轻混系统, 匹配 9DCT 变速箱。未来还将推出 2.0T 插混动力, 百公里最低油耗仅 1.4L, 有望成为长城旗下又一爆款车型。



图 11：长城 WEY 摩卡亮相 2021 年上海车展

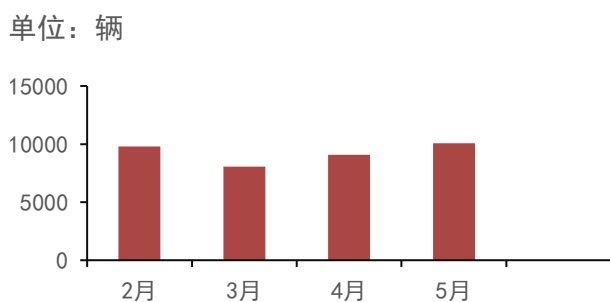


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3. 海外持续高增，全球化稳步扩容

21 年海外市场进入快速增长阶段。长城今年前五个月海外累计销量达 47970 辆，当月同比增长迅猛，分别为 147%、226%、35.5%、349%、557.5%。公司海外产销布局完善，拥有海外三大整车、五大 KD 组装工厂，营销网络 500 余家。同时，长城 2021 年蝉联俄罗斯市场中国汽车品牌销量冠军，良好势头有望进一步扩展到欧洲其他地区。伴随海外疫情改善带来的行业景气度抬升，看好公司全球销量扩张。

图 12：长城汽车 2021 前五个月海外销量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 4. 盈利预测与投资建议

我们预计，2021-2023 年，长城汽车营业收入分别为 1453、1669、1906 亿元，同比增长 40.7%、14.8%、14.2%；归母净利润为 100.1、121.1、143.3 亿元，同比增长 86.7%、21.0%、18.4%。对应 EPS 为 1.09、1.32 和 1.56 元/股，对应当前 A 股 PE 为 37、31、26 倍，维持“买入”评级。



## 5. 风险提示

(1) 芯片短缺影响产销量；(2) 原材料价格大幅上涨；(3) 新平台降本不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产</b>    | 99399  | 145072 | 153451 | 186901 |
| 现金             | 14588  | 62523  | 59285  | 79333  |
| 交易性金融资产        | 4826   | 4122   | 4437   | 4462   |
| 应收账款           | 3936   | 4588   | 4575   | 5712   |
| 其它应收款          | 1027   | 1453   | 1836   | 2288   |
| 预付账款           | 571    | 819    | 998    | 1209   |
| 存货             | 7498   | 9361   | 10914  | 12392  |
| 其他             | 66952  | 62205  | 71405  | 81505  |
| <b>非流动资产</b>   | 54613  | 50017  | 51732  | 52265  |
| 金额资产类          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 8415   | 3843   | 5123   | 5794   |
| 固定资产           | 28609  | 28065  | 27325  | 26422  |
| 无形资产           | 5543   | 4859   | 4825   | 4556   |
| 在建工程           | 2936   | 3949   | 4759   | 5407   |
| 其他             | 9108   | 9302   | 9699   | 10086  |
| <b>资产总计</b>    | 154011 | 195089 | 205183 | 239166 |
| <b>流动负债</b>    | 81166  | 104425 | 101922 | 120761 |
| 短期借款           | 7901   | 7294   | 5459   | 6885   |
| 应付款项           | 49841  | 77225  | 74880  | 90942  |
| 预收账款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 23423  | 19906  | 21583  | 22934  |
| <b>非流动负债</b>   | 15504  | 23110  | 23594  | 24403  |
| 长期借款           | 10777  | 19277  | 19777  | 20277  |
| 其他             | 4727   | 3833   | 3817   | 4126   |
| <b>负债合计</b>    | 96670  | 127535 | 125516 | 145164 |
| 少数股东权益         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司股东权       | 57342  | 67554  | 79666  | 94002  |
| <b>负债和股东权益</b> | 154011 | 195089 | 205183 | 239166 |

| <b>现金流量表</b>   |         |        |         |        |
|----------------|---------|--------|---------|--------|
| 单位: 百万元        | 2020    | 2021E  | 2022E   | 2023E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 5181    | 34054  | 2540    | 21623  |
| 净利润            | 5362    | 10012  | 12112   | 14336  |
| 折旧摊销           | 4826    | 2466   | 2663    | 2756   |
| 财务费用           | 397     | 1011   | 917     | 964    |
| 投资损失           | (956)   | (1000) | (1100)  | (1100) |
| 营运资金变动         | (902)   | 25040  | (11591) | 5051   |
| 其它             | (3546)  | (3475) | (462)   | (385)  |
| <b>投资活动现金流</b> | (11588) | 5690   | (3550)  | (2151) |
| 资本支出           | 445     | (2297) | (1971)  | (1711) |
| 长期投资           | (5306)  | 4518   | (1291)  | (680)  |
| 其他             | (6727)  | 3469   | (288)   | 240    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 11368   | 8190   | (2228)  | 576    |
| 短期借款           | 6721    | (607)  | (1835)  | 1426   |
| 长期借款           | 9572    | 8500   | 500     | 500    |
| 其他             | (4925)  | 298    | (893)   | (1350) |
| <b>现金净增加额</b>  | 4960    | 47935  | (3238)  | 20048  |

| <b>利润表</b>      |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元         | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>营业收入</b>     | 103308 | 145343 | 166892 | 190633 |
| 营业成本            | 85531  | 117008 | 133102 | 151124 |
| 营业税金及附加         | 3192   | 4404   | 5057   | 5776   |
| 营业费用            | 4103   | 5378   | 6676   | 7417   |
| 管理费用            | 2553   | 3343   | 3798   | 4478   |
| 研发费用            | 3067   | 4360   | 5174   | 6100   |
| 财务费用            | 397    | 1011   | 917    | 964    |
| 资产减值损失          | 712    | 773    | 1003   | 1158   |
| 公允价值变动损益        | 165    | (16)   | 25     | 58     |
| 投资净收益           | 956    | 1000   | 1100   | 1100   |
| 其他经营收益          | 877    | 991    | 1091   | 1091   |
| <b>营业利润</b>     | 5752   | 11041  | 13382  | 15865  |
| 营业外收支           | 476    | 585    | 683    | 783    |
| <b>利润总额</b>     | 6227   | 11626  | 14065  | 16648  |
| 所得税             | 865    | 1615   | 1953   | 2312   |
| <b>净利润</b>      | 5362   | 10012  | 12112  | 14336  |
| 少数股东损益          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 5362   | 10012  | 12112  | 14336  |
| EBITDA          | 11876  | 14849  | 17359  | 19928  |
| EPS (最新摊薄)      | 0.58   | 1.09   | 1.32   | 1.56   |

| <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 8.62%  | 40.69% | 14.83% | 14.23% |
| 营业利润           | 20.41% | 91.97% | 21.21% | 18.55% |
| 归属母公司净利润       | 19.25% | 86.70% | 20.98% | 18.36% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 17.21% | 19.50% | 20.25% | 20.72% |
| 净利率            | 5.19%  | 6.89%  | 7.26%  | 7.52%  |
| ROE            | 9.60%  | 16.03% | 16.45% | 16.51% |
| ROIC           | 7.82%  | 11.07% | 11.79% | 12.00% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 62.77% | 65.37% | 61.17% | 60.70% |
| 净负债比率          | 20.24% | 22.40% | 21.72% | 19.84% |
| 流动比率           | 1.22   | 1.39   | 1.51   | 1.55   |
| 速动比率           | 1.13   | 1.30   | 1.40   | 1.45   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.77   | 0.83   | 0.83   | 0.86   |
| 应收帐款周转率        | 28.98  | 31.21  | 28.48  | 25.55  |
| 应付帐款周转率        | 2.92   | 2.88   | 2.73   | 2.78   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.58   | 1.09   | 1.32   | 1.56   |
| 每股经营现金         | 0.56   | 3.71   | 0.28   | 2.36   |
| 每股净资产          | 6.25   | 7.36   | 8.68   | 10.24  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 68.62  | 36.75  | 30.38  | 25.67  |
| P/B            | 6.42   | 5.45   | 4.62   | 3.91   |
| EV/EBITDA      | 25.26  | 22.23  | 19.12  | 15.73  |

资料来源：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“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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

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