

2022 年 02 月 22 日

看好

## 相关研究

"供给仍将对批售产生扰动，但需求持续在各处释放-《2022/2/14-2022/2/18》汽车周报" 2022 年 2 月 20 日  
"Q4 缺芯改善产批上行，终端需求稳健，补库周期引领行业黎明-汽车行业 2021 年年报前瞻" 2022 年 2 月 13 日

## 证券分析师

宋亭亭 A0230517090004  
songtt@swsresearch.com

## 联系人

戴文杰  
(8621)23297818×转  
daiwj@swsresearch.com

# 二手车价格持续高涨，再次证明需求被供给明显压抑

## ——中国二手车市场成交价格变化与购车需求研究

## 本期投资提示：

- 经过数十年发展，欧美发达市场二手车：新车销量结构基本稳定于 2~3:1 区间。美国已有统计数据从 1990 年开始，二手车：新车销量比就稳定在 2.5~3:1。其中最大的波动来自于 2008 年 经济危机，使新车销量断崖式下滑，比值突增至 3~3.4 区间。但随着经济逐步恢复，新车销量回暖，以及二手车库存在此前的大幅去化，这一比值迅速回落至 2.2~2.4 区间。德国在过去 13 年的统计数据显示，比值基本处于 2~2.5 区间，显示出发达国家基本一致的消费结构。长期看，成熟市场的消费结构基本稳定。二手车的交易在经济下行期较为活跃，但在复苏期又会略显萎缩，市场会进入新车的“补库存”阶段。
- 缺芯因素扰动全球车市需求结构，全球二手车价格快速提升，创历史新高。芯片短缺导致新车产量下降，新车库存水平处于低位。根据 J.D.Power 的数据，美国经销商新车平均库存天数从 2020 年的 49 天降至 17 天，创下历史新低。新车库存有限，但需求由于各类政策影响仍然存在，导致新车供不应求。计划购车的消费者转而寻求二手车市场，导致对二手车的需求异常增加。但在供给端，新车供应不足也抑制了车辆置换，二手车供给有限。二手车需求大于供给使得价格持续走高，2020 年下半年开始尤为明显，价格同比涨幅在 20%~25% 区间。而在疫情前的 2010-2020 年，美国二手车与新车均价提升均较为平缓，同比上升幅度小于 5%。
- 2020 年约有 1800 万新增需求涌入市场，而我们预计二手车市场承接了其中 36%，而随着消费结构的逐步国际化，这一占比将继续提升。而二手车成交价格在去年下半年开始也出现了异常上涨。流通协会数据显示，2019 年~2021 年 6 月，实际成交均价都维持在 6.1~6.3 万元区间波动。但从去年 7 月开始，成交价已经持续攀升至 7.2 万元，涨幅比例接近 20%。同时在供给端，2021H2 线上平台线索量同比 20 年减少-6%，显示出了二手车供给开始萎缩的态势，这与保有量持续增加的大趋势相违背。供给的萎缩也进一步压抑需求的兑现。
- 二手车成交价在 3-12 万区间的交易量较大，且增长也相对强劲。而考虑到消费者换购后的平均加价幅度在 5-10 万水平这一消费趋势。一旦新车供给恢复，新车价格在 10-20 万区间的品牌将明显受益，而这一价格带的产品正是自主品牌的主战场。自主品牌 10-15 万价格带已形成明显竞争壁垒，同时在智能电动带动下，价格带也正持续向“20~25 万元”移动，直击丰厚利润地。紧张的供需关系逐步释放后，崛起后的自主品牌 ASP 将告别过往年均 5%~8% 提升的水平，或将追上社会消费升级的步伐，可以每年 10%+ 以上的速度提升 ASP。
- 投资分析意见：全面看多中国汽车工业的崛起，整车及供应链都将在这次商业模式及竞争关系的重构中获得极大的增长。看好积极转型中的头部整车厂，推荐吉利、比亚迪、长城、上汽集团。混动产业链带来零部件新增量，发动机控制方面推荐菱电电控，三合一赛道的关注巨一科技、卧龙电驱、精进电动，小三合领域关注欣锐科技；热管理领域推荐三花智控、拓普集团。
- 核心风险：供应链缺芯风险，车市折扣与销量数据改善不及预期。



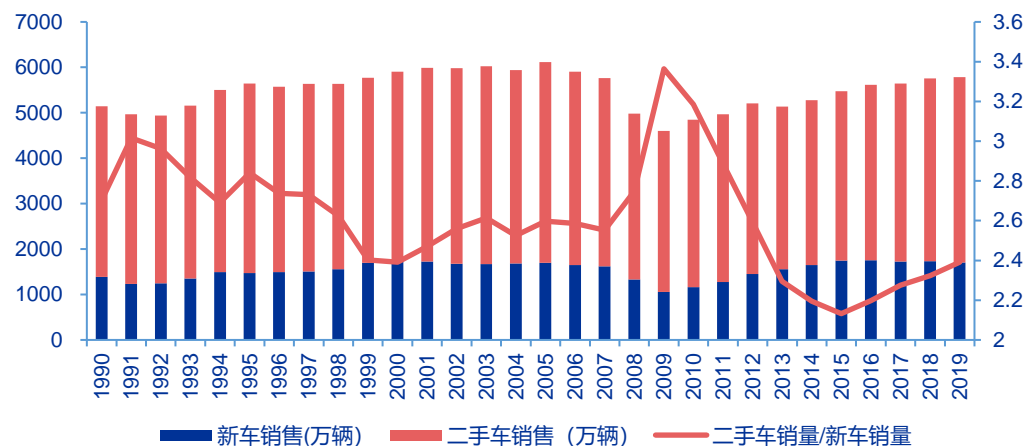
申万宏源研究微信服务号

# 1. 2021H2 后全球二手车市场出现涨价潮

## 1.1 数十年发展，欧美国家车市销售结构基本稳定

经过数十年发展，欧美发达市场二手车：新车销量结构基本稳定于 2~3 区间。美国已有统计数据从 1990 年开始，二手车：新车销量比就稳定在 2.5~3。其中最大的波动来自于 2008 年 经济危机，使新车销量断崖式下滑，比值突增至 3~3.4 区间。但随着经济逐步恢复，新车销量回暖，以及二手车库存在此前的大幅去化，这一比值迅速回落至 2.2~2.4 区间。

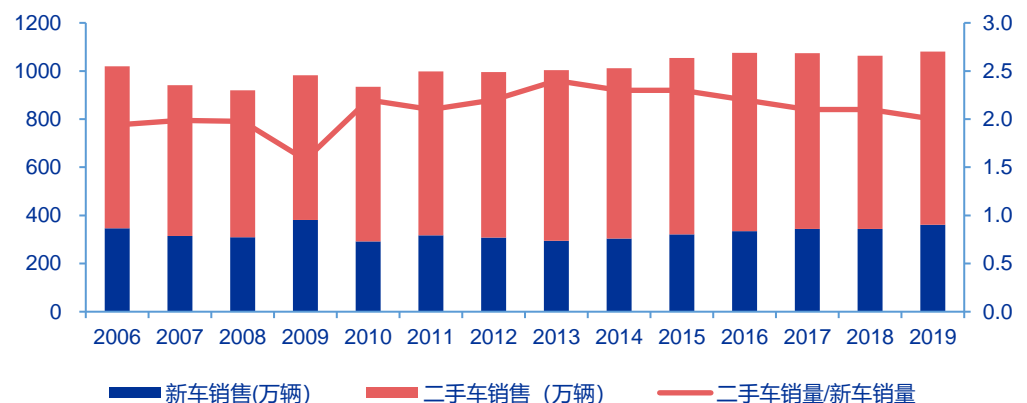
图 1：美国：二手车与新车销量



资料来源：wind，申万宏源研究

德国在过去 13 年的统计数据显示，比值基本处于 2~2.5 区间，显示出发达国家基本一致的消费结构。

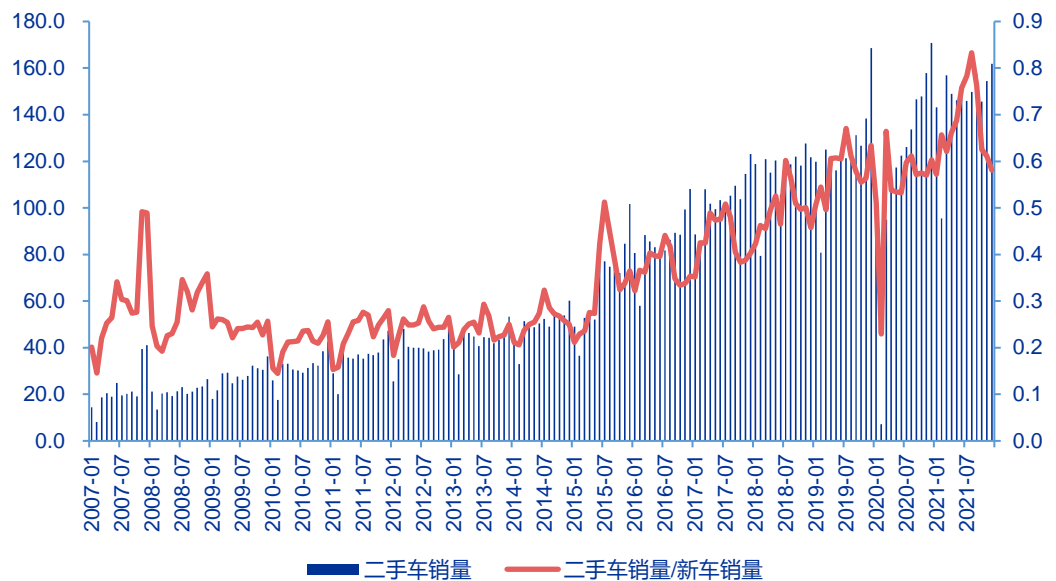
图 2：德国：二手车与新车销量



资料来源：DAT 报告，申万宏源研究

而 2014 年开始，中国二手车：新车销量比虽在不断上升，但仍与发达市场存在差距。2000 年中国二手车与新车销量比仅为 0.12，2021 年中国二手车与新车销量比达到历史新高 0.67，二手车的交易量将随着中国车市保有量的逐步增长而稳步爬升。

图 3：2007-2021 年中国二手车与新车销量比稳步攀升



资料来源：Wind，申万宏源研究

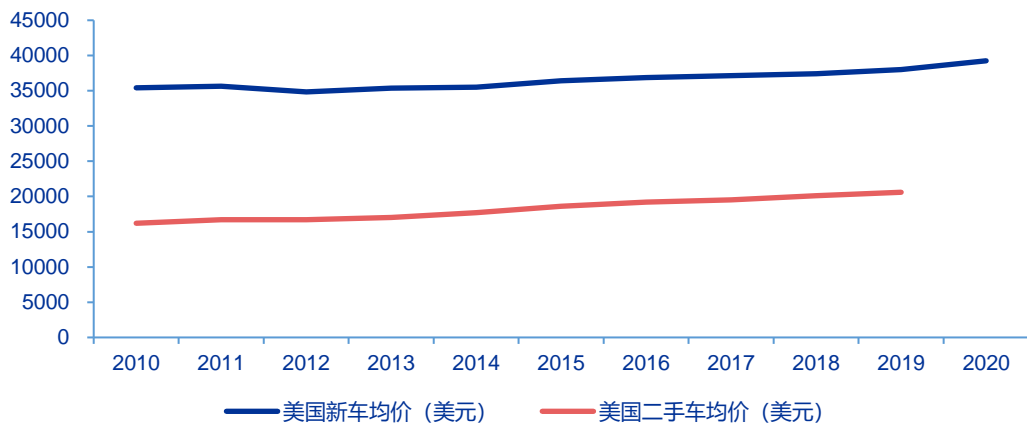
长期看，成熟市场的消费结构基本稳定。二手车的交易在经济下行期较为活跃，但在复苏期又会略显萎缩，市场会进入新车的‘补库存’阶段。回顾欧美发达市场，各国新车与二手车交易总量整体处于稳步增长的趋势。2010 年德国交易总量为 935 万辆，2019 年上升至 1081 万辆，复合年增长率为 1.6%。2010 年美国交易总量为 4850 万辆，2019 年上升至 5787 万辆，复合年增长率为 1.98%。增长趋势稳定，符合经济波动规律。

## 1.2 缺芯扰动供需平衡，二手车价格屡创新高

缺芯因素扰动了全球车市需求结构，全球二手车价格快速提升，创历史新高。芯片短缺导致新车产量下降，新车库存水平处于低位。根据 J.D.Power 的数据，美国经销商新车平均库存天数从 2020 年的 49 天降至 17 天，创下历史新低。新车库存有限，但需求由于各类政策影响仍然存在，导致新车供不应求。计划购车的消费者转而寻求二手车市场，导致对二手车的需求异常增加。但在供给端，新车供应不足也抑制了车辆置换，二手车供给有限。二手车需求大于供给使得价格持续走高，2020 年下半年开始尤为明显。

而在疫情前的 2010-2020 年，美国二手车与新车均价提升均较为平缓，同比上升幅度小于 5%。需求是经济及收入增速波动的，这一判断我们在成交均价上也可以得到验证。过去 10 年，美国新车、二手车的成交均价走势平缓，每年提升幅度仅在 5% 左右。

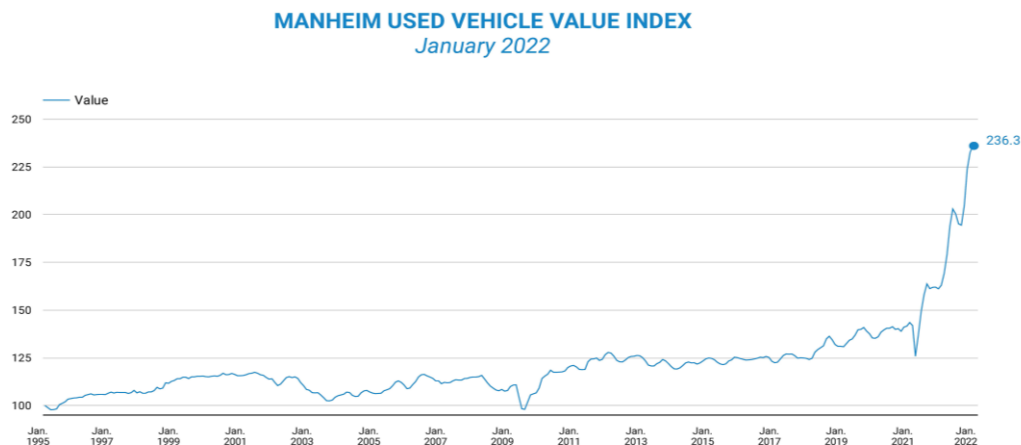
图 4：2010-2020 年 美国二手车与新车均价提升均较为平缓



资料来源: wind, 申万宏源研究

而 2021 年开始, 美国二手车价格迅速上涨, 10 月美国二手车的平均挂牌价格同比增长达到 25%, 远大于历史波动幅度。可以推断 2021 年的二手车交易价格上涨完全是供需关系决定的。据 Cox Automotive 数据, 2021 年 10 月, 美国二手车的平均挂牌价格达到历史新高的 2.69 万美元, 同比增长 25%。用于衡量二手车价格变化趋势的 Manheim 指数从 2021 年下半年开始迅速飙升, 自 2021 年 5 月首次突破 200 后, 今年 1 月份上涨到 236.3, 创下历史新高。

图 5: 2021 年下半年美国二手车价格指数快速上升



资料来源: Cox Automotive, Manheim, 申万宏源研究

而日本最大二手汽车交易商 USS 公司数据, 2022 年 1 月, 日本二手车成交均价为 97.9 万日元, 同比增长 19.9%。英国汽车在线销售市场 Auto Trader 的数据显示, 截至 2022 年 1 月, 英国二手车价格已连续 22 个月实现增长, 均价达 1.81 万英镑。

图 6: 日本二手车成交均价创历史新高

图 7: 英国二手车价格已连续 22 个月实现增长



资料来源: USS, 申万宏源研究



资料来源: Auto Trader, 申万宏源研究

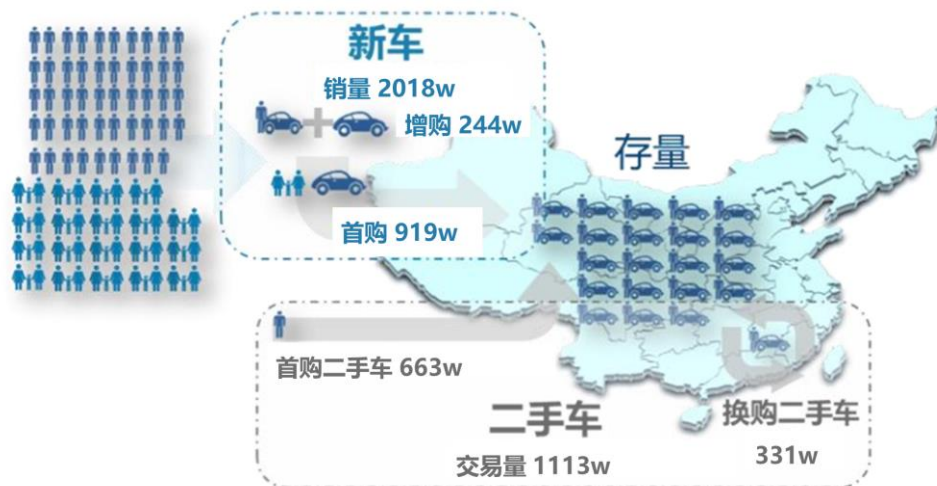
全球车市在疫情以及缺芯的冲击下, 表观需求数据都遭受了不同程度的冲击。但我们仍然相信需求没有消失, 此前是更为庞大的二手车市场接纳了这些需求。而从去年下半年开始, 缺芯带来的供给问题进一步暴露导致二手车市场的供需结构也在被逐步打破。

## 2. 中国二手车市场也出现了全面的供需失衡

### 2.1 中国二手车市场已能承接近 40%新增需求

2020 年约有 1800 万新增需求涌入市场, 而我们预计二手车市场承接了其中 36%, 而随着消费结构的逐步国际化, 这一占比将继续提升。2020 年新车销量 2018 万台, 假设中国市场首购: 换购: 增购比例约为 46:32:12, 则对应销量为 919/855/244 万辆, 则 2020 年新车销量中承接的新增需求约 1163 万辆。

图 8: 2020 年中国车市增量结构预估



资料来源: 保险数据, 流通协会, 申万宏源研究

从流通协会处了解到, 2020 年二手车交易量乘用车部分约 1113 万台, 参考保险数据, 其中约有将近 663 万台是首次购车用户, 即新增需求; 331 万为换购二手车用户;

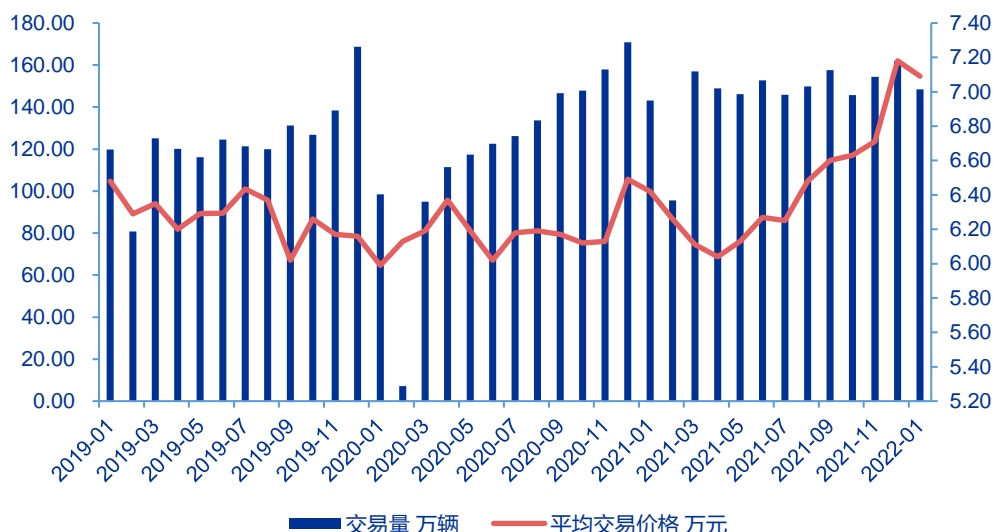
119 万左右增购需求。由此可见，2020 年 1826 万辆便是目前中国车市需求流入的总量及结构。

## 2.2 2021H2 的涨价也直接反应了供需关系的失衡

伴随着缺芯导致的新车供给不畅，中国二手车成交价在去年下半年开始大幅上涨近 20%，远超过往波动水平。根据历史数据，二手车成交均价呈现以年为单位的有规律的周期性变动，在下半年均有小幅提升，但 2021 年的成交均价相比历史周期有大幅的提升，幅度近 20% 左右。

流通协会数据显示，2019 年~2021 年 6 月，实际成交均价都维持在 6.1~6.3 万元区间波动。但从去年 7 月开始，成交价已经持续攀升至 7.2 万元，涨幅比例接近 20%。2021 年 12 月中国二手车平均交易价格再创新高，达到 7.18 万元，相比 2020 年 12 月的 6.49 万元，同比增加 10.63%。

图 9：2021H2 二手车成交均价大幅提升近 20%

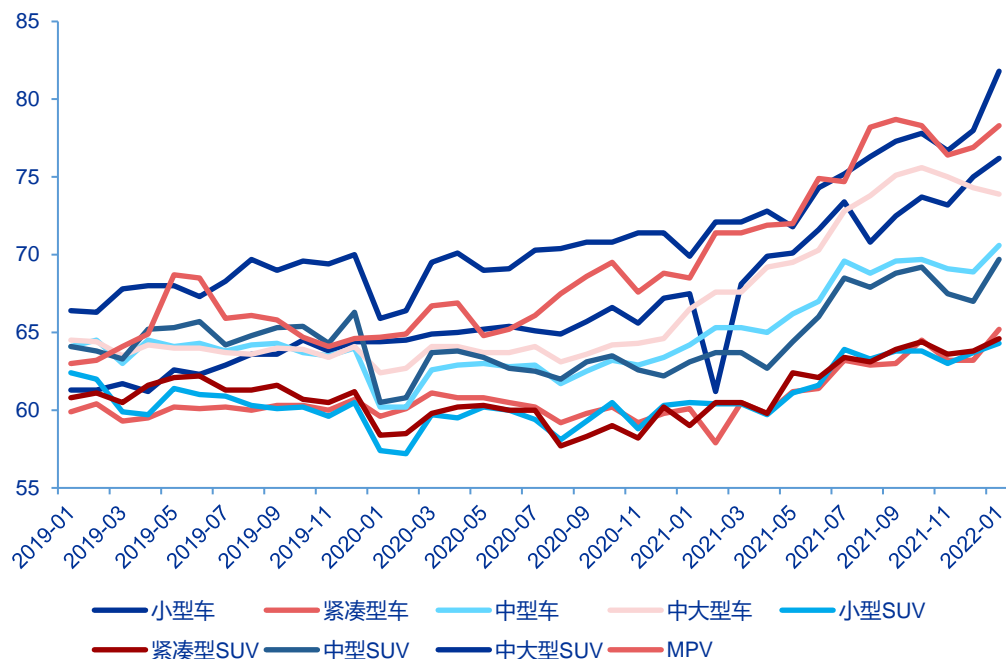


资料来源：Wind，流通协会，乘联会，申万宏源研究

保值率也是反应供需关系的一个直管指标，去年下半年开始所有车型的保值率均呈现大幅提升的态势。2021 年 12 月，小型车的保值率为 75%，同比增长 11.61%；紧凑型车 63.2%，同比增长 5.69%；中型车 68.9%，同比增长 8.68%；中大型车 74.3%，同比增长 15.02%；小型 SUV 为 63.7%，同比增长 5.64%；紧凑 SUV 为 63.8%，同比增长 5.98%；中型 SUV 为 67%，同比增长 7.72%；中大型 SUV 为 78%，同比增长 9.24%；MPV 为 76.9%，同比增长 11.77%。各级别市场保值率均出现大幅上涨，终端需求较好。

图 10：中国各级别二手车保值率（3 年）在过去半年大幅提升



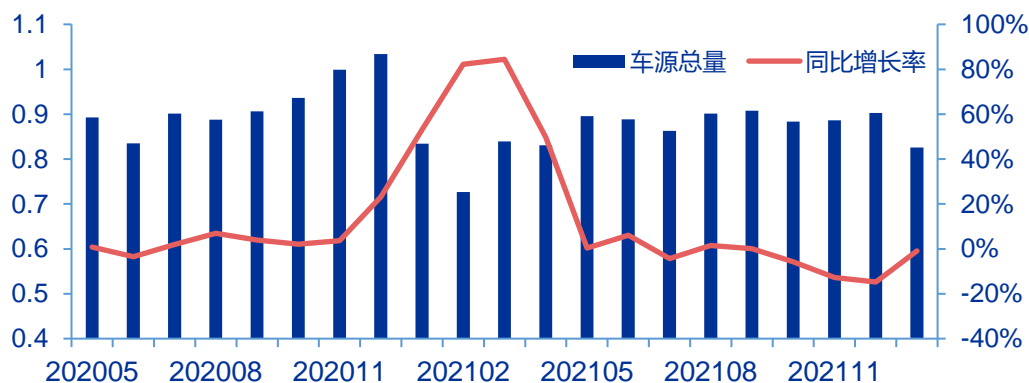


资料来源：Wind，中国汽车流通协会，申万宏源研究

## 2.3 二手车源供给出现萎缩，进一步压抑了需求兑现

流通协会数据数据显示，2021H2 线索量同比 20 年减少-6%，显示出了二手车供给开始萎缩的态势，这与保有量持续增加的大趋势相违背。同时供给的萎缩也将进一步压抑需求的兑现。中国汽车流通协会提供的‘精真估’平台车源总量数据显示，与 2020 年相比，2021 年下半年车源量整体呈现萎缩的状态，下半年线上平台车源量也同 2020 年下滑-6%。供给反弹力度不足，二手车市场上正经历去库存的过程。从二手车市场过去半年价格大幅上涨，以及可出售车源同比出现下滑可以看到，需求仍然十分旺盛。我们相信，新车供给改善后需求潜力将有望显著超预期。

图 11：2021H2 的车源量同比明显萎缩

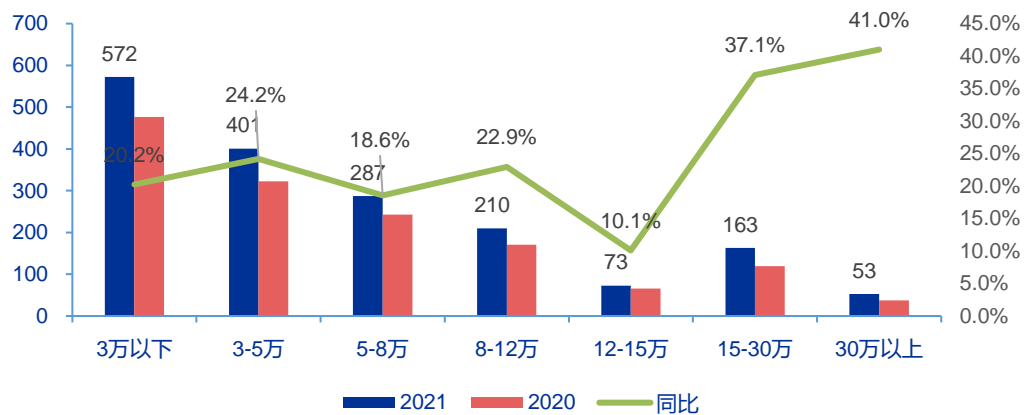


资料来源：中国汽车流通协会，申万宏源研究

### 3. 供给恢复后，自主 15 万区间产品将显著受益

二手车成交价在 3-12 万区间的交易量较大，且增长也相对强劲。中国汽车流通协会数据显示，更多二手车集中在 3 万以下的价格区间，21 年成交量 572 万辆，同比上升 20%，这类车型年限较长，因此残值率较低；3-5 万价格区间内的二手车成交量 401 万辆，同比上升 24%；5-8 万价格区间内的二手车成交量为 287 万辆，同比上升 19%；8-12 万价格区间内的二手车成交量为 210 万辆，同比上升 23%；12-15 万价格区间内的二手车成交量为 73 万辆，同比上升 10%；15-30 万价格区间内的二手车由于有部分新能源车型，因此总体成交量为 163 万辆，同比上升 37%；30 万以上价格区间的二手车成交量为 53 万辆，同比上升 41%。

图 12：2020-2021 年二手车成交量及增速同比（万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，申万宏源研究

参考我们终端走访的结果，消费者换购车型的预算增幅普遍在 5-10 万元区间。因此，如果未来新车供给逐步恢复，10-20 万区间的车型将首先受益。而这一价格带的产品正是自主品牌的主战场。

**自主品牌主攻 10-15 万价格带，市占率提升。** 仅以 2021 年为例，一线自主品牌新车型在 10-15 万价格区间有多款新产品已经牢牢占领市场，比如星瑞（可侵蚀朗逸份额）、哈弗大狗、Uni-t 等取得良好表现，2022 年预计新帝豪可与别克英朗/大众宝来竞争。

表 1：自主品牌 10~15 万区间主力新车及销量

| 车型         | 价格区间 (万) |       | 月销 (辆)      |
|------------|----------|-------|-------------|
| 星瑞         | 11.37    | 15.27 | 10000~15000 |
| Uni-T      | 11.59    | 13.89 | 8000~12000  |
| 三代哈弗 H6    | 11.59    | 15.49 | 20000~25000 |
| 哈弗大狗       | 11.99    | 16.29 | 6000~8000   |
| 秦 Plus Dmi | 10.58    | 14.58 | 20000       |
| Aion Y     | 10.46    | 14.86 | 8000~10000  |
| 全新博越       | 11       | 15    | 25000 (E)   |
| Uni 轿车     | 11       | 14    | 10000+ (E)  |

资料来源：中汽协、汽车之家、申万宏源研究



**自主品牌在智能电动带动下，价格带正持续向“20~25 万元”移动，直击丰厚利润地。**高端车型一直是企业盈利的主要来源，与中低端相比，即使相同毛利，其单车净利也将比普通 10 万区间车型增加一倍以上。而目前中国品牌在这一价格带上的尝试已初显成效。自主品牌 Uni-k\星越 L\摩卡等车型也陆续上市，将与合资品牌的量产车型（比如别克昂科威/大众途观）正面竞争。

**表 2：自主品牌 15~25 万区间高端车型竞争力逐步显现**

| 车型      | 价格区间 (万) |       | 月销 (辆)   |
|---------|----------|-------|----------|
| 坦克 300  | 17.58    | 22    | 10000    |
| Uni-K   | 15.3     | 18.5  | 7000     |
| 领克 05   | 17.58    | 23.58 | 3000     |
| 哈弗 H9   | 20.98    | 27.28 | 2000     |
| 星越 L    | 14.8     | 18.8  | 12000    |
| 新 唐 Dmi | 19.78    | 22.48 | 5000 (E) |
| 摩卡      | 17.58    | 21.88 | 3000     |
| 领克 09   | 24       | 28    | 3000 (E) |

资料来源：中汽协、汽车之家、申万宏源研究

**我们相信，紧张的供需关系逐步释放后，崛起后的自主品牌 ASP 将告别过往年均 5%~8% 提升的水平，或将追上社会消费升级的步伐，可以每年 10%+ 以上的速度提升 ASP。**同时，单车净利也将顺利进入一个加速提升的阶段，品牌盈利水平也有望换挡提速。

供给一旦恢复，需求绝不会迟到。

表 3：汽车行业重点公司估值表

| 2022/2/22 |      |         |          | PB  |       | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |  |
|-----------|------|---------|----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | LF  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |  |
| 600104.SH | 上汽集团 | 18.46   | 2157     | 0.8 | 1.7   | 2.4   | 2.7   | 2.9   | 11    | 8     | 7     | 6     |  |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 12.90   | 985      | 1.8 | 0.4   | 0.5   | 0.7   | 0.8   | 30    | 25    | 19    | 16    |  |
| 002594.SZ | 比亚迪  | 237.45  | 6913     | 8.4 | 1.5   | 1.4   | 2.8   | 3.6   | 163   | 173   | 85    | 65    |  |
| 601633.SH | 长城汽车 | 36.92   | 3410     | 6.1 | 0.6   | 0.7   | 1.3   | 1.9   | 64    | 50    | 28    | 19    |  |
| 601238.SH | 广汽集团 | 12.69   | 1328     | 1.5 | 0.6   | 0.7   | 0.9   | 1.2   | 22    | 19    | 15    | 11    |  |
| 0175.HK   | 吉利汽车 | 15.64   | 1275     | 0.0 | 0.6   | 0.5   | 0.9   | 1.3   | 28    | 31    | 17    | 12    |  |
| 600741.SH | 华域汽车 | 25.64   | 808      | 1.7 | 1.7   | 2.1   | 2.4   | 2.7   | 15    | 12    | 11    | 9     |  |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 15.28   | 1333     | 2.0 | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 14    | 13    | 11    | 11    |  |
| 601799.SH | 星宇股份 | 153.50  | 439      | 5.7 | 4.1   | 4.1   | 5.8   | 7.4   | 38    | 37    | 27    | 21    |  |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 45.30   | 1182     | 4.6 | 1.0   | 1.3   | 1.8   | 2.3   | 45    | 34    | 25    | 19    |  |
| 603179.SH | 新泉股份 | 34.89   | 131      | 3.6 | 0.7   | 0.8   | 1.2   | 1.7   | 51    | 44    | 29    | 20    |  |
| 603786.SH | 科博达  | 61.72   | 247      | 6.4 | 1.3   | 1.2   | 2.0   | 2.6   | 48    | 51    | 31    | 23    |  |
| 002906.SZ | 华阳集团 | 48.07   | 228      | 6.1 | 0.4   | 0.6   | 0.9   | 1.2   | 126   | 79    | 51    | 39    |  |
| 300745.SZ | 欣锐科技 | 46.37   | 58       | 5.2 | -2.3  | 0.3   | 1.6   | 2.4   | -20   | 145   | 29    | 19    |  |
| 688667.SH | 菱电电控 | 120.78  | 62       | 4.6 | 3.0   | 3.7   | 5.4   | 7.6   | 40    | 33    | 22    | 16    |  |
| 605005.SH | 合兴股份 | 20.30   | 81       | 5.8 | 0.5   | 0.6   | 0.9   | 1.2   | 43    | 34    | 23    | 16    |  |
| 600933.SH | 爱柯迪  | 16.34   | 141      | 3.1 | 0.5   | 0.5   | 0.8   | 1.0   | 33    | 34    | 20    | 16    |  |
| 603982.SH | 泉峰汽车 | 29.15   | 59       | 3.5 | 0.6   | 0.9   | 1.4   | 1.7   | 49    | 33    | 21    | 17    |  |
| 601702.SH | 华峰铝业 | 11.23   | 112      | 3.7 | 0.2   | 0.5   | 0.8   | 1.1   | 45    | 22    | 15    | 11    |  |
| 300258.SZ | 精锻科技 | 12.79   | 62       | 2.0 | 0.3   | 0.4   | 0.7   | 0.8   | 40    | 31    | 19    | 15    |  |
| 601689.SH | 拓普集团 | 55.30   | 609      | 5.9 | 0.6   | 1.0   | 1.4   | 1.9   | 97    | 55    | 39    | 30    |  |
| 603305.SH | 旭升股份 | 39.35   | 176      | 5.0 | 0.7   | 1.1   | 1.5   | 1.9   | 53    | 36    | 25    | 20    |  |
| 002126.SZ | 银轮股份 | 10.21   | 81       | 1.9 | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.7   | 25    | 24    | 19    | 16    |  |
| 603809.SH | 豪能股份 | 19.85   | 60       | 3.4 | 0.6   | 0.9   | 1.3   | 1.5   | 34    | 23    | 16    | 13    |  |
| 603319.SH | 湘油泵  | 22.14   | 36       | 2.6 | 1.0   | 1.4   | 1.7   | 2.1   | 21    | 16    | 13    | 11    |  |

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                           |
|--------|-----|---------------|---------------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶  | 021-33388362  | chentao1@swsresearch.com  |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211   | xiewenni@swsresearch.com  |
| 华北组    | 李丹  | 010-66500631  | lidan4@swsresearch.com    |
| 华南组    | 陈左茜 | 0755-23832751 | chenzuoxi@swsresearch.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ： 相对强于市场表现20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ： 相对强于市场表现5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现5%以下。            |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | ： 行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。    |

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。