从汽车业财报看行业趋势与投资机会—商用车、零部件和经销商篇



行业评级

汽车及零部件 中性(维持)



平安证券股份有限公司 2020年5月14日

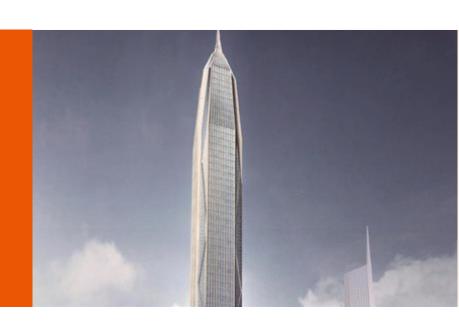


王德安 投资咨询资格编号: S1060511010006

邮箱: WANGDEAN@PASC, COM, CN

投资咨询资格编号: S1060518100001

邮箱: CAOQUNHA1345@PINGAN. COM. CN





- ▶客车:总盘子仍处于前期透支消化期,补贴占收入比逐年下降,应收款压力逐年减小,未来龙头份额会继续提升。客车行业总体未来几年还将处于前期透支消化期,随着补贴透支影响逐步消退,将回归市场化,目前看龙头企业的竞争力在增强,未来市场化竞争背景下,龙头份额会持续提升。
- ▶重卡:年销量规模依然处于高位,产业链各节点话语权差异大。国三车淘汰+治理超载+基建托底,重卡目前累计销量增幅表现远好于乘用车,4月单月创新高。预计全年维持在110万台左右的销量高位,未来物流车占比持续提升。重卡产业链各节点话语权差异大,燃喷系统、发动机话语权最强。
- ▶零部件:看好高长性+优质客户+技术壁垒较高的企业。2019年多数零部件公司利润端承压,优质企业依然可以保持增长, 弱势企业净利润表现不佳,甚至亏损。疫情对全球汽车影响较大,全球化企业将有所承压,但长期看全球化是配件企业做 大做强的必由之路。具有较好的成长性+优质客户+技术壁垒较高的企业中长期有望实现较好的盈利表现。
- ▶ 经销商:存量业务占比提升,二手车有望成为新增长点。经销商普遍降低资本开支,转向提高效率、调整品牌结构。二手车增值税率变化将极大刺激经销商二手车业务大发展,带来更稳定的毛利润贡献。



投资建议:客车推荐行业龙头宇通客车;重卡产业链推荐潍柴动力和威孚高科;零部件板块强烈推荐星宇股份,推荐拓普集团、银轮股份,关注德赛西威;经销商建议关注中升控股和广汇汽车。

风险提示

- 1)海外疫情恢复进度晚于预期,影响整车销量。
- 2)国内汽车刺激政策不达预期,若无更大刺激政策出台,全行业仍有可能全年销量降幅超过10%以上。
- 3) 为抢占份额,整车品牌间价格战损害产业链盈利。





客车行业处于调整期



中国平安 PING AN ^{金融·科技}





资料来源: 中客网、平安证券研究所

行业未来判断

座位客车未来判断:预计2020年座位客车市场较2019年将有较大幅度下滑,其中客运班线车受其它交通出行方式替代以及新冠肺炎疫情影响将继续下滑;受疫情影响,旅游客车市场全年整体承压;团体通勤车市场需求相对稳定。车型结构上,受客运、旅游车需求的个性化、小型化趋势影响,预计中型车占比继续增加。

公交客车未来判断: 2015年至2018年,公 交客车年需求量为9万辆左右。2019年国内 大中型公交销量68542辆,同比下滑21.44%; 2020年,受新冠肺炎疫情影响,加上前期公 交市场出现部分需求透支,因此2020年仍处 于透支需求的消化期,将继续下降。



客车集中度提高, 龙头效应显著



中国平安 PING AN _{金融·科技}



集中度逐步提升

集中度逐步提高、优胜劣汰趋势明显

- ➤ TOP5客车:宇通、金龙、福田、中 通、南京金龙。
- ➤ TOP5新能源客车: 宇通、金龙、南京金龙、中通客车、中车时代。
- 》近期部委出台新能源公交车补贴政策,明确了新能源公交车和道路客运2020年补贴不退坡,2021-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%的政策。
- 整体来看对新能源公交的政策支持力度较大,国内新能源公交销量有望底部复苏。

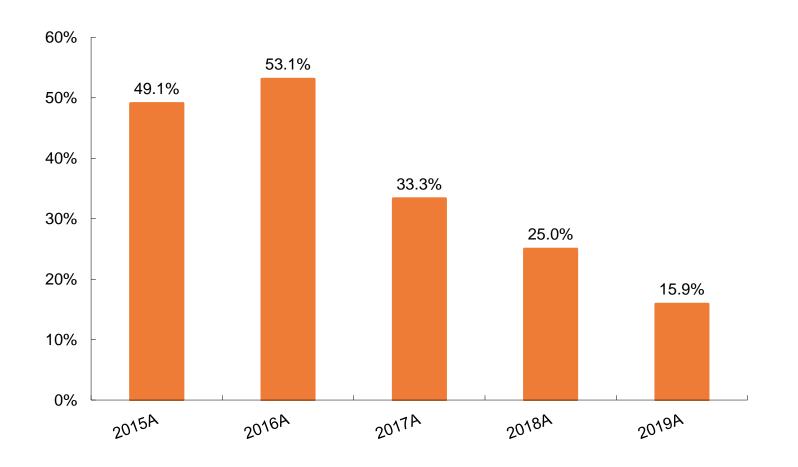


补贴占营收的比逐年降低,客车龙头盈利底部复苏



中国平安 PING AN ^{金融・科技}

● 宇通新能源车补贴额/新能源车收入



补贴减少、盈利能力下滑

盈利现状

- 单车补贴逐年减少,宇通、金龙、中通和亚星的总净利润额从2015年 开始逐年下滑。
- 补贴占营收的比重逐年降低(宇通从2016年的53%降到2019年的15.9%),单车补贴在10万左右。
- 2019年宇通、金龙、中通的应收款 占当期收入比依次为45%、60%、 97%,均同比大幅降低。
- > 财务压力及资产减值损失减小。



补贴占营收的比逐年降低,客车龙头盈利底部复苏



中国平安 PING AN ^{金融・科技}

⊕ 宇通、金龙等四家客车净利润及同比增速 单位: 亿元



龙头份额有提升空间

未来趋势

- 龙头份额有较大提升空间:未来随着新能源补贴政策退坡,需求逐渐回归市场化,车企竞争更依赖于产品品质和服务,整体上利于龙头企业份额提升。
- 单车补贴额度较低,未来每年补贴下滑幅度小,可以利用成本降低消化补贴下滑,另外市场竞争格局集中利于下游价格谈判,龙头车企现金流和盈利能力有望恢复。



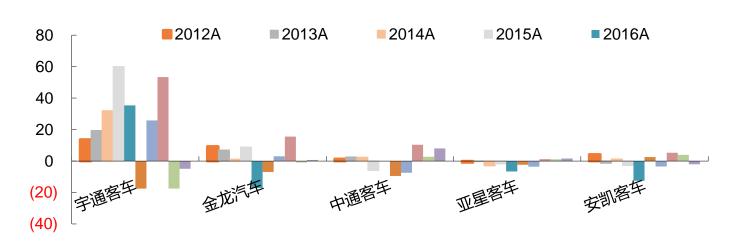
经营现金流逐步复苏、ROE有待提升



中国平安 PING AN ^{金融・科技}

主要客车企业经营现金流

单位: 亿元



宇通、金龙等客车企业扣非后ROE水平 单位:%

企业名称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
宇通客车	25.3	27.8	18.1	10.7	8.8
金龙汽车	10.9	-20.1	7.4	0.3	-2.0
中通客车	18.5	27.9	4.8	0.2	-2.9
亚星客车	25.7	46.4	24.2	1.3	7.2
安凯客车	0.5	-0.6	-27.1	-240.1	-22.7

ROE低位运行

盈利和现金流质量

- ▶ 随补贴回收周期趋于稳定,补贴绝 对额降低,行业经营现金流好转。
- ➤ 从收益率角度看,ROE仍然处于下 行通道维持低位运行,主要是由于 行业景气度较差,公司存货周转率 较低,第二是因为新能源客车行业 存在补贴占款,拉低了ROE,长期 看如果行业好转,ROE有望改善。



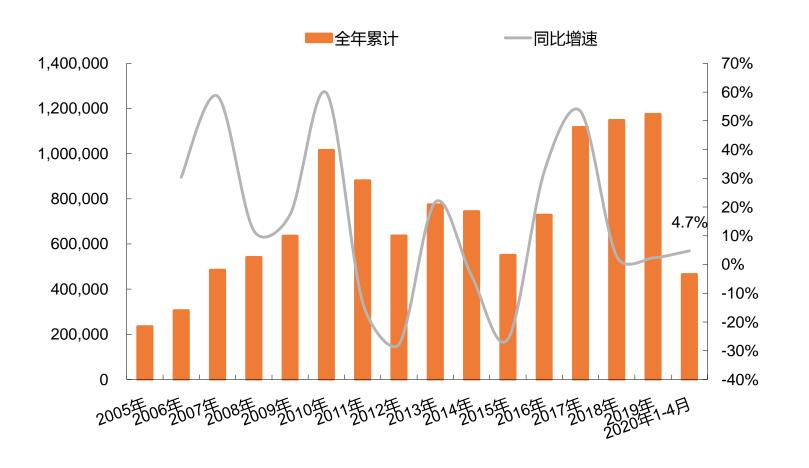


重卡: 处景气高点、未来年销量中枢有望提升



中国平安 PING AN 金融·科技

● 重卡年度销量及增速 单位:辆



行业景气度较高

预计未来重卡保有量中枢提升

4月重卡销量创新高的原因包括2、3月 份的需求压抑带来的需求释放,物流 车和牵引车需求旺盛,同时,随着各 地基建工程投资的陆续启动,工程车 市场需求明显回升。前4个月累计销量 同比增加4.7%,是整体细分行业中表 现最好的。重卡具有政策托底,包括 国三车型淘汰、治超基建等因素,全 年看, 重卡有望继续维持高位。

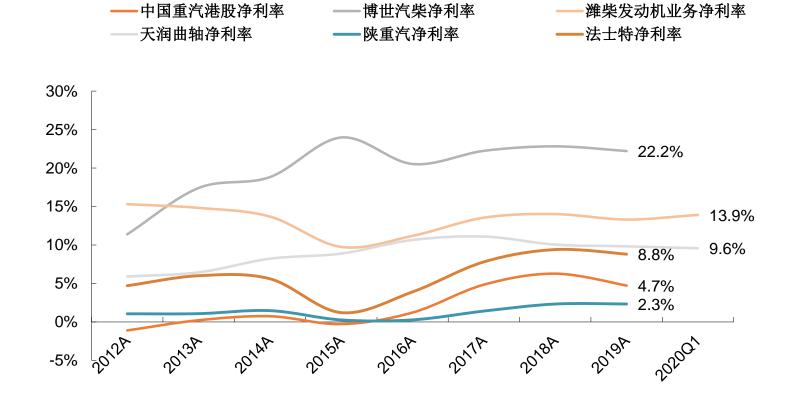


重卡:产业链各节点盈利能力取决于定价权



中国平安 PINGAN _{金融·科技}

重卡产业链环节企业的净利率对比



上游盈利能力强

行业周期

2017-2019年处周期顶部

未来销量中枢抬升,物流类重卡占比 提升,周期性或减弱

产业链各环节盈利能力差异巨大

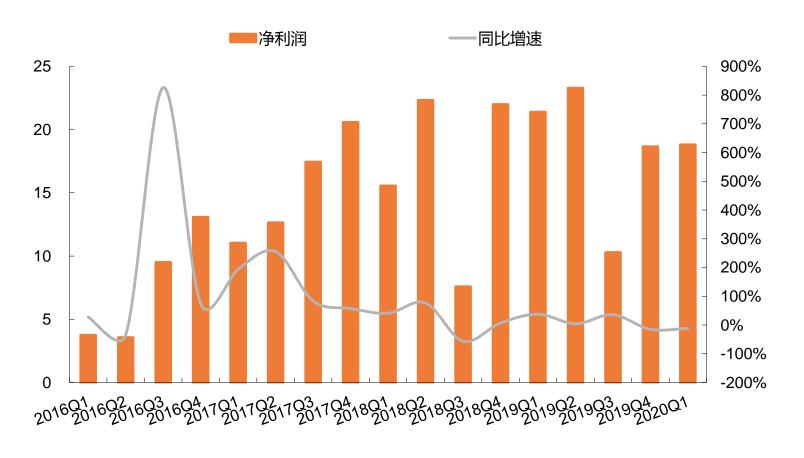
柴油机高压共轨企业博世汽柴的净利率超过20%,发动机(以潍柴为例)的净利率在10%-15%之间,下游整车企业净利率较低且波动较大。

存在风险

纯电/天然气重卡占比上升对现有产业链企业利润的挤占。



潍柴母公司净利润及增速 单位: 亿元



未来展望

潍柴动力多业务共同发展:

- **1)与中国重汽战略统一,资源共享。**重汽的轻卡和中卡将搭载潍柴的发动机,卡车动力领域形成互补
- 2)高压液压市场空间大,公司或将受益。开发20吨以上的液压动力总成,提供系统综合解决方案;
- ▶ 3)整合CVT动力总成。公司整合 威迪斯和雷沃重工在大马力CVT拖 拉机的技术资源;
- ▶ 4) 大缸径发动机有望成为未来新的盈利点。



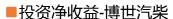


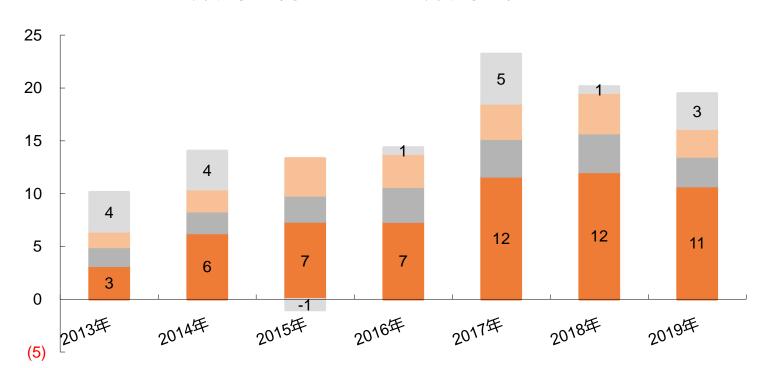
中国平安 PING AN ^{金融·科技}

(

威孚高科的净利润构成 单位: 亿元

- ■并表业务实现净利润(扣非) ■投资净收益其他
- ■投资净收益-中联电子 ■投资





未来增长潜力

威孚高科各业务未来趋势:

重卡:行业保持高位,需求稳定,维持较高利润。

轻卡: 高压共轨渗透率逐步提升。

非道路: 2020年12月计划升级为国四标准,必须使用高压共轨,每年600万辆的需求,包括工程机械、挖掘机、叉车和农用机械等。假设2021年渗透率10%,2023年20%,2025年40%,按照单价4000元计算,2025年市场空间近100亿元。

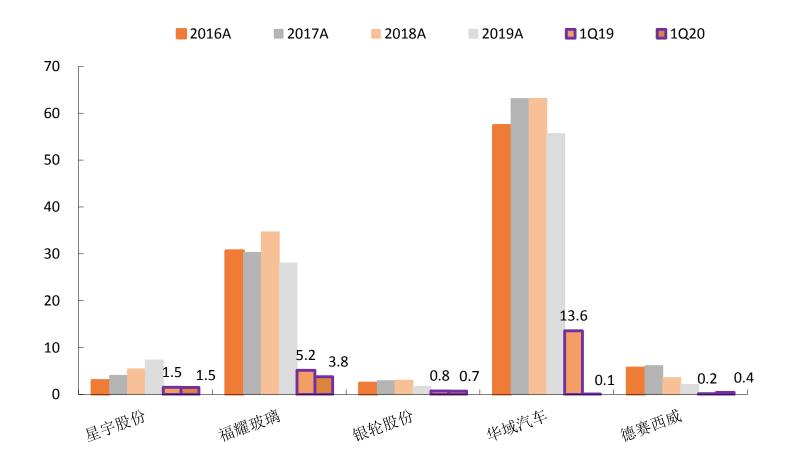


零部件-财务指标分析:受整车影响、多数企业利润下滑



中国平安 PING AN _{金融·科技}

主要零部件企业扣非净利润 单位: 亿元



盈利现状与趋势展望

盈利现状: 2019年多数零部件公司利

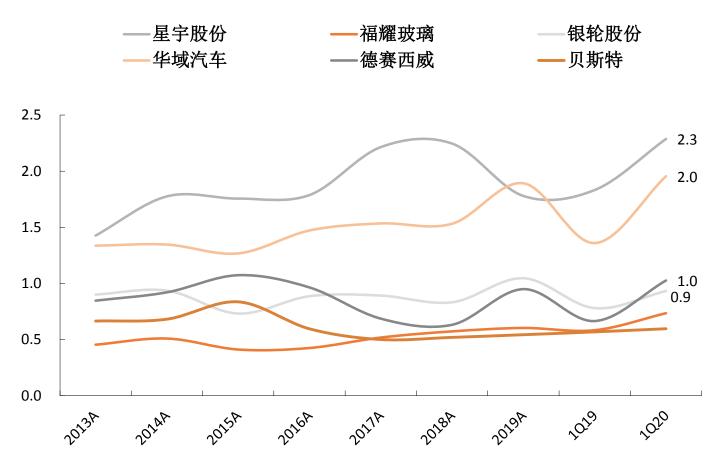
润端承压, 优质企业依然可以保持增 长,弱势企业净利润表现不佳,甚至 亏损。2020年一季度华域下滑最多。 未来趋势:疫情对全球汽车影响较大 ,全球化企业将有所承压,疫情好转 后龙头零部件公司估值弹性较大。具 有较好的成长性+优质客户+技术壁垒 较高的企业在2020年有望实现较好的 盈利表现。

零部件-产业链话语权:龙头企业产业链话语权提升



中国平安 PING AN ^{金融·科技}

◎ 应付款项/应收款项



注: 应付款项=应付账款+应付票据; 应收款项=应收账款+应收票据

产业链话语权分化

产业链现状:技术壁垒较高且具有稳定强客户的企业具有更强的话语权,如星字股份。背靠整车厂的华域汽车也具有较强的话语权。

疫情的影响:疫情之下,tier1供应商的话语权有所提升,表现为更多占用上游产业链的款项,更能将主机厂的压力向上游传导。

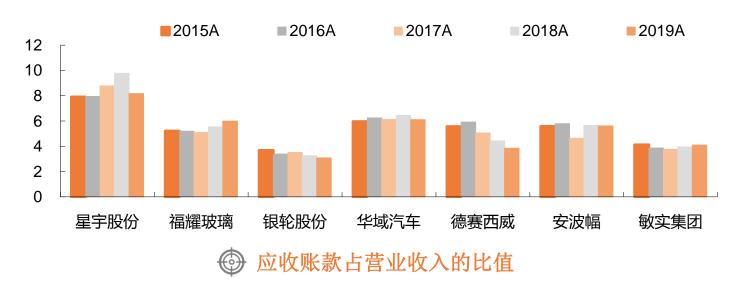


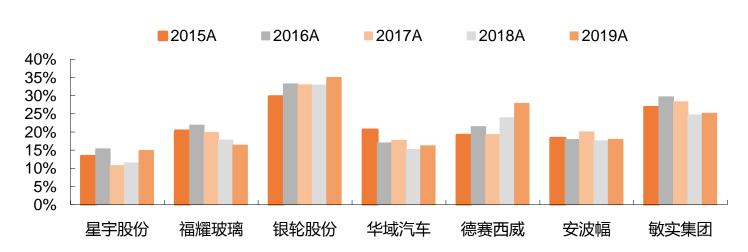
零部件-产业链话语权:龙头企业产业链话语权提升



中国平安 PING AN ^{金融・科技}

● 应收账款周转率 单位:次





资料来源:公司公告、平安证券研究所

上下游话语权分化

福耀玻璃应收账款周转率提升,显著 提升了现金流健康度。

星宇股份一直保持较高位。

从应收款占收入比这个指标看,银轮 股份、敏实集团偏高。或显示对下游 话语权较弱。



零部件-行业趋势及格局演变:海外市场+产品升级仍是未来方向

主要零部件企业经营目标、资本开支

	2020年资本开支/经营目标		2020年资本开支计划
华域	2020年计划资本开支48亿元,较2019年的 福耀玻璃		2020年计划资本开支23.8亿元(2019年
汽车	74亿元大幅降低。	佃准収埚	的为29亿)
银轮	2020年营业收入目标55亿元至60亿元,较	敏实集团	减少传统业务资本开支,加大电池盒业务
股份	去年同期增长0-10%		的投入

包主要零部件企业对行业预判

	风险	机会	对行业预判
星宇股份	跨行业竞争	ASP和市占 率提升	车灯企业跨行业的兼并合作越来越多,会进一步加剧行业的竞争。车灯也从传统的功能安全件转向电子化和智能化。
福耀玻璃	整车行业下滑	海外扩产、新业务	海外市场受疫情影响较大,2020年汽车行业可能继续面临负增长,新型冠状病毒肺炎疫情将加大加深对经济及行业的影响
银轮股份	整车行业下滑	外资客户、 EGR	汽车股比的放开,进口关税的下降,预期将加快零部件进口替 代的进程
德赛西威	软件定义产品,需 要构建新的竞争力	产品升级、进口替代	智能化方向明确,从智能座舱到域控制,国产化替代路径,由 tier1到tier0.5
华域汽车	整车行业下滑	外延发展	海外主要是内饰业务,海外竞争对手受疫情和自身经营能力的 影响,机遇存在,与奔驰宝马有订单锁定

收缩传统业务的资本开支

疫情之下行业判断:

降低资本开支,尤其是传统业务。 部分零部件企业海外业务占比较高, 海外疫情从二季度开始将产生较大的 影响,同时也存在机遇:海外竞争对 手也受疫情和自身经营能力的影响, 如华域汽车在欧洲积极开拓新业务订 单。

资料来源:公司公告、平安证券研究所

零部件-资本开支方向:海外产能、产业趋势、产品升级



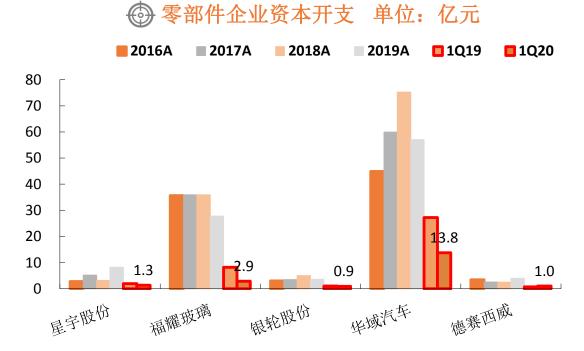
中国平安 PING AN ^{金融·科技}

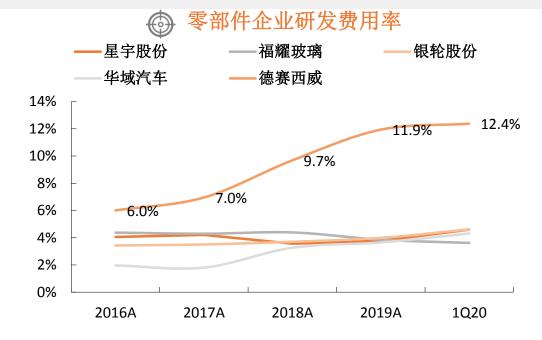
零部件资本开支和研发投向

资本开支:为应对汽车行业下行,绝大多数零部件企业2019年资本开支减少,2020年Q1同比减少。

研发支出趋势:

- ▶随收入的增长,零部件企业研发投入逐年增加,但总体额度不高,与国际配件巨头差距较大。研发投入占比一般为3-5%。
- ▶零部件供应商资本开支紧跟整车行业趋势。比如自动驾驶和智能座舱**,德赛西威的研发费用率远高于其他企业**。
- ▶其次为产品升级,通过集成化供应总成、或者供应更高端的客户、或者提供更加优质的产品,都可提高产品毛利率。





资料来源:公司公告、平安证券研究所





中国平安 PING AN

零部件-资本开支方向:海外产能、产业趋势、产品升级

零部件资本开支和研发投向

趋势:

资本开支方面,除了保障基本的资本支出外,现阶段零部件供应商也在海外产能上进行部分资本支出,打开海外市场空间。

	行业趋势	资本开支投入方向
星宇股份	汽车电子	加快汽车电子与照明研发中心建设
福耀玻璃	扩展业务领域	2020年23.8亿,其中新项目8.35亿(饰件有2.95亿元、浮法三线改造2.4亿元、伊利诺伊太阳能背板玻璃2.24亿元、苏州0.8亿元),老项目技术改造15.45亿。
银轮股份	产品升级、国际化	高峰已经过去:厂房建设和土地4-5亿元,2017年之后的开支主要是产线,未来如果只是投设备的话不会太大。
德赛西威	智能座舱、自动驾驶	汽车电子移动互联技术研发中心建设项目和汽车电子移动互联技术集成产业化建设项目的建设投入
华域汽车	新能源	内外饰的资本开支最高,底盘、电动系统、轻量化和智能互联同步发展。

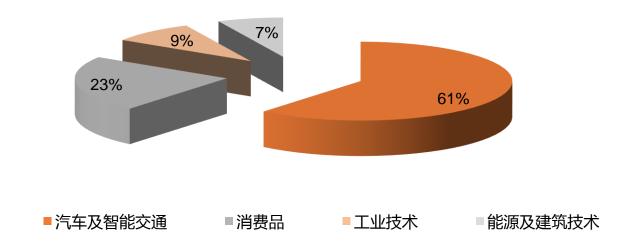
资料来源:公司公告、平安证券研究所





中国平安 PING AN

● 博世2019年业务营收构成



2019年博世集团销售额持平,利润下滑明显

- ▶ 总销售额增长至779亿欧元(0%)
- ▶ 息税前利润达30亿欧元(-43%)
- ▶ 息税前利润率为3.9%(下降3个百分点)

盈利能力下滑

- ▶ 2019年博世销售额与2018年持平, EBIT为30亿欧元,2019年全球累 计减员1.7%。
- ▶ 2019年研发费用为60.8亿欧元,同 比提升1.9%,博世研发占收入比常 年维持在8%左右。

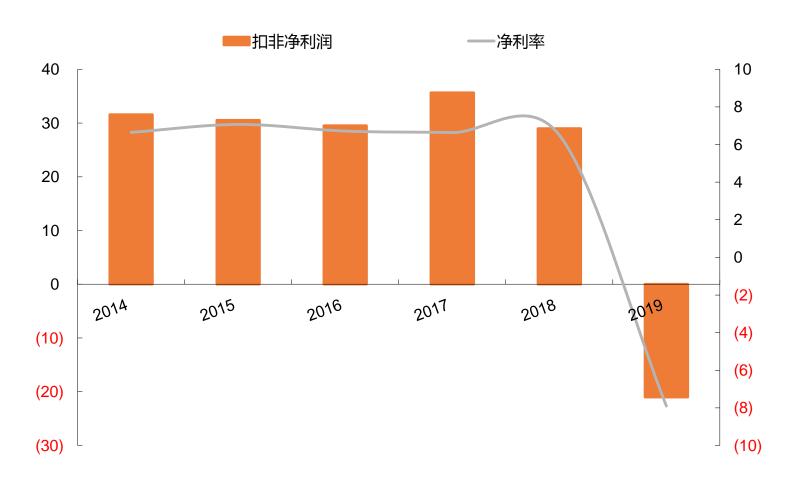
未来趋势:

1)自动驾驶。预计到2022年,博世在自动驾驶领域的前期投入将达到40亿欧元。2)电动化交通。计划于2025年在电动交通领域的业务销售额增长10倍至50亿欧元。3)继续对内燃机和燃油喷射系统进行投入。



中国平安 PING AN ^{金融·科技}

扣非净利润&净利率变化 单位:亿美元、%



盈利能力下滑

背景:

汽车业务的下滑主要由行业整体低迷 所导致。2020年正式重组为三大子集 团:橡胶技术、汽车技术和动力总成 技术子公司。

汽车技术子公司将主要包括自动驾驶、 车联网。动力总成子公司包括电驱动 和内燃机。

汽车板块研发费用率为10.9%,同比提升0.6个百分点。

趋势:

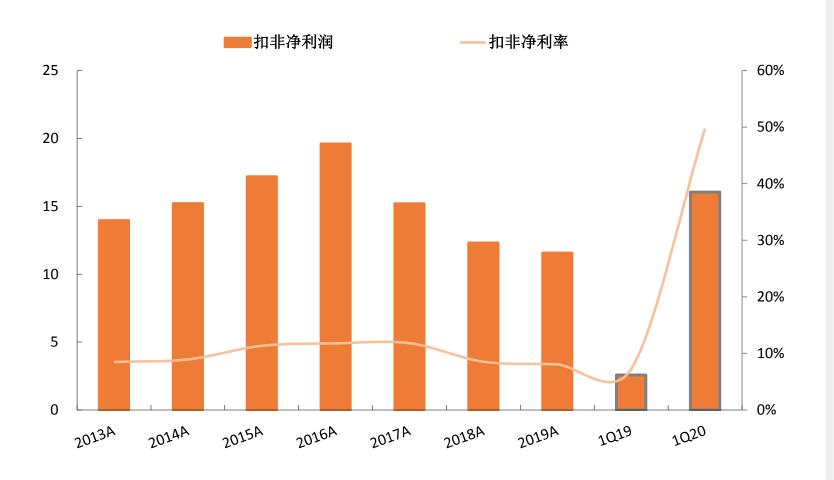
目前超过20,000名软件和 IT 专家,计划到2022年底提高至 22,000 名。

海外标杆企业-安波福



中国平安 PING AN ^{金融・科技}

⊕ 扣非净利润&净利率变化 单位:亿美元



与合作伙伴分摊研发费用

盈利现状:

安波福是德尔福拆分的专注汽车电子和自动驾驶领域的公司。

2019年汽车产量下降,公司收入基本 平稳。资本开支平稳、亚太地区成战 略重点,而中国是全球最大的汽车市 场,长期仍具有较大的潜力。

未来趋势: 为汽车提供大脑与神经系统解决方案。

与现代汽车成立自动驾驶合资公司, 共同承担研发费用。由于会计处理的 原因,2020年一季度获得了14亿美元 的投资收益,使单季度的净利润大幅 提升。

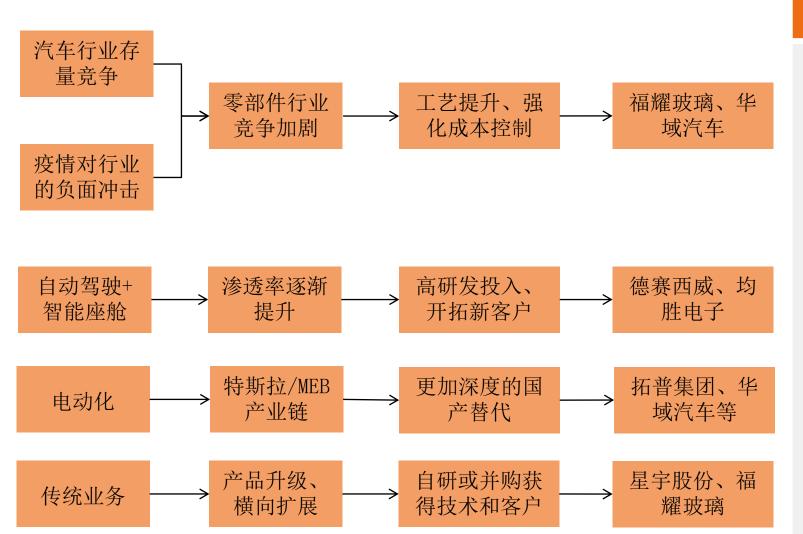


中国平安 PING AN

企业机会

疫情对汽车行业影响较大,全年国内 汽车销量降幅大概10%-15%,在此背 景下,以下企业或将表现的更好:

- **1) 工艺提升型:** 需要强化降成本的能力,如福耀玻璃、华域汽车等。
- **2) 科技创新型:** 研发投入应继续保持、 扩大产品的交付量、开拓新客户, 如 德赛西威。
- 3)产品升级型:新产品横向拓展、ASP提升,如星宇股份、华域汽车等。风险包括全球化不再是对冲国内行业下行的避风港、尾部整车厂坏账计提的风险传导至上游。

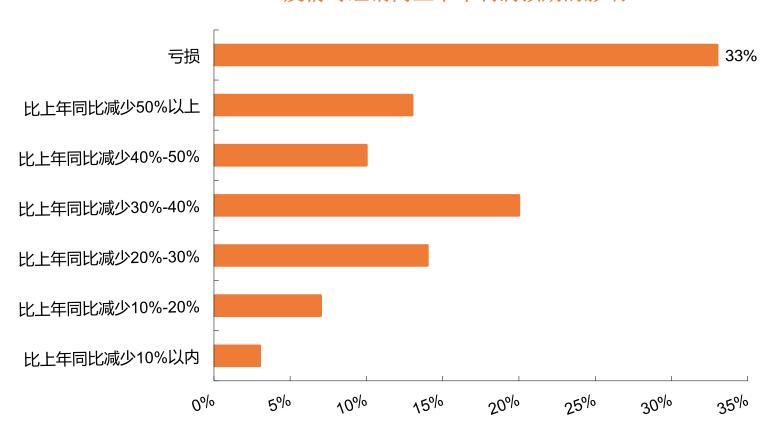






中国平安 PING AN

疫情对经销商上半年利润预期的影响



疫情对企业影响较大

2020年2月16日,全国工商联汽车经销商商会在汽车经销行业开展运营情况,其中有33%的经销商预计上半年利润将出现亏损,13%的经销商预计上半年利润将同比降低50%以上。

在主机厂取消考核、提供金融支持和 刺激消费政策的相继出台之下,4月份 经销商经营逐渐改善,但品牌差异较 大。



经销商企业分化剧烈,中升扩张,广汇/永达调结构



中国平安 PING AN ^{金融·科技}

● 经销商4S店数量(个)



● 经销商存货周转率 (次)



企业分化明显

代理品牌高端化:

- 中升----奔驰、雷克萨斯、丰田等
- 广汇----增加豪华品牌占比

经营分化:

庞大已债务违约,断臂求生;中升则在稳步扩张;广汇积极调整结构。

经营效率提升:

经销商存货周转率有所提升,尤其是中升和永达,体现了精细化管理的实施效果,广汇由于前期的快速扩张,目前在稳定规模+调整结构+精细化管理。



中升控股售后毛利润贡献增强、资本开支收缩



中国平安 PING AN ^{金融·科技}

毛利润结构变化

- 》 汽车行业的存量效应逐步显现,存量市场的规模增加,未来售后业务的贡献有望进一步提升,整体毛利润受新车的影响 将逐步减少。
- ▶ 中升控股根据经营能力、资产负债情况、资金流和未来成长空间等因素综合决定资本开支。

中升控股毛利润构成

100% 14% 16% 90% 20% 80% 38% 43% 70% 48% 52% 60% 58% 54% 57% 59% 57% 50% 60% 40% 30% 20% 10%

2014

2015

2016

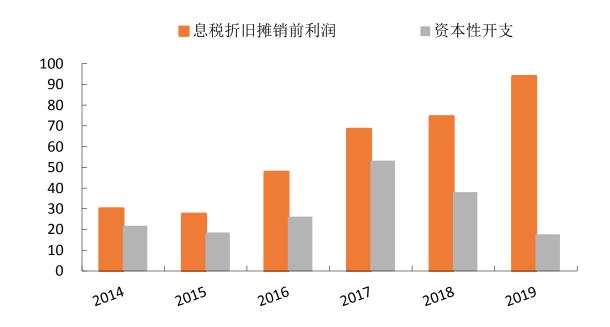
2017

2018

2019

■增值服务利润占比 ■售后服务毛利占比 ■新车销售毛利占比

中升控股资本开支 单位: 亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

2011

2012

2013

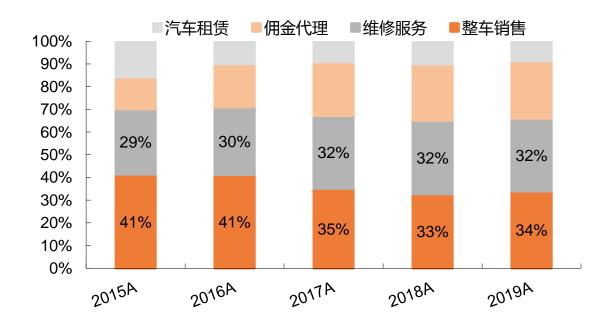
2010



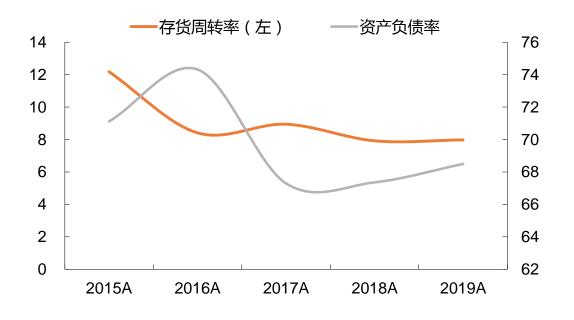
品牌结构调整、资本开支稳健

全年布局作出调整,品牌结构往豪华、高端转移,优化效率不高资产。公司未来会在保值、稳健的前提下,适当性扩张。

● 广汇汽车毛利润构成



→ 广汇汽车存货周转率和资产负债率 单位: %



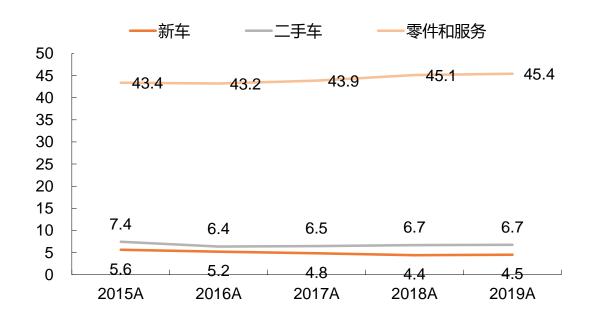
资料来源:公司公告、平安证券研究所



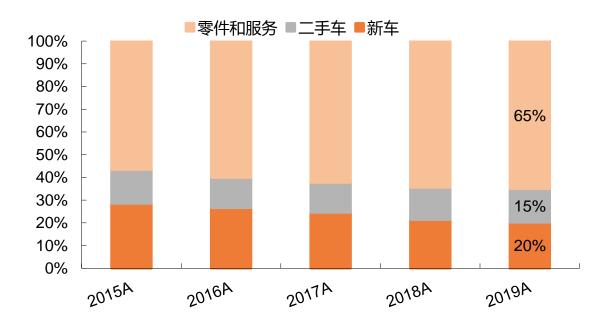
与海外巨头相比,二手车业务空间巨大

- ▶ 从5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税,之前二手车增值税政策是按照二手车销售额全额的2.0%缴纳,若按照平均交易价格6.27 万元估算,二手车的单车利润将提升1000元左右。可立即增加收入并表,提高毛利率,增加衍生业务收入。
- ▶ 与美国相比,全美17000家4S店规模中,平均二手车交易占比达到40%,中国4S店占比仅有8%,目前独立车商是中国二手车市场的主要参与者。AutoNation的二手车毛利率高于新车毛利率,在毛利润占比约为15%。

● AN主要业务的毛利率 单位: %



AN主要业务的毛利润占比

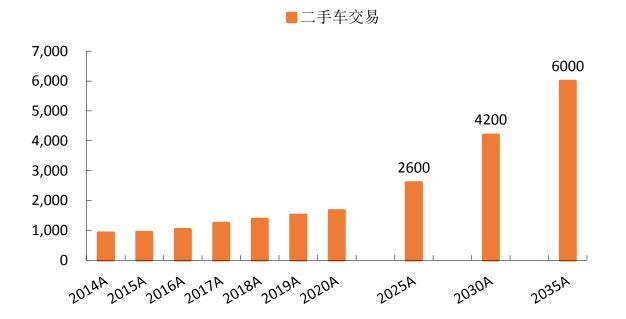


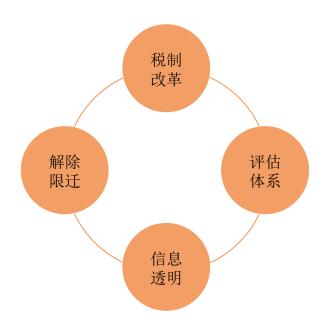


精细化管理、进一步增加售后业务贡献、突破二手车

- ▶ 售后市场的规模逐步扩大,经销商最大限度地降低客户的流失率。同时,代理品牌中豪华品牌占比逐步提升,其单次售后保养费用远高于中高端品牌,且豪华品牌车主对4S店的黏性较高,因此,公司的售后业务仍将继续保持较高速增长。
- ▶ 与欧美国家相比,国内二手车空间巨大。二手车交易量与新车销量的比值:美国这一指标分别为2.3,而中国目前只有0.43,远低于发达国家。二手车交易价格也有很大上升空间。二手车增值税率改为0.5%,未来有望继续出台配套政策,未来我国二手车市场空间巨大。

国内二手车交易量预测 单位: 万辆





资料来源:公司公告、平安证券研究所





- ▶客车:总盘子仍处于前期透支消化期,补贴占收入比逐年下降,应收款压力逐年减小,未来龙头份额会继续提升。客车行业 总体未来几年还将处于前期透支消化期,随着补贴透支影响逐步消退,将回归市场化,目前看龙头企业的竞争力在增强,未 来市场化竞争背景下,龙头份额会持续提升。
- 》重卡:年销量规模依然处于高位,产业链各节点话语权差异大。国三车淘汰+治理超载+基建托底,重卡目前累计销量增幅表现远好于乘用车,4月单月创新高。预计全年维持在110万台左右的销量高位,未来物流车占比持续提升。重卡产业链各节点话语权差异大,燃喷系统、发动机话语权最强。
- ▶零部件:看好高长性+优质客户+技术壁垒较高的企业。2019年多数零部件公司利润端承压,优质企业依然可以保持增长,弱势企业净利润表现不佳,甚至亏损。疫情对全球汽车影响较大,全球化企业将有所承压,但长期看全球化是配件企业做大做强的必由之路。具有较好的成长性+优质客户+技术壁垒较高的企业中长期有望实现较好的盈利表现。
- ▶ 经销商:存量业务占比提升,二手车有望成为新增长点。经销商普遍降低资本开支,转向提高效率、调整品牌结构。二手车增值税率变化将极大刺激经销商二手车业务大发展,带来更稳定的毛利润贡献。





投资建议: 客车推荐行业龙头宇通客车; 重卡产业链推荐潍柴动力和威孚高科; 零部件板块强烈推荐星宇股份, 推荐拓普集团、银轮股份, 关注德赛西威; 经销商建议关注中升控股和广汇汽车。

风险提示

- 1)海外疫情恢复进度晚于预期,影响整车销量。
- 2)国内汽车刺激政策不达预期,若无更大刺激政策出台,全行业仍有可能全年销量降幅超过10%以上。
- 3) 为抢占份额,整车品牌间价格战损害产业链盈利。

股票投资评级:

中国平安 PING AN

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指数在生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:

此报告旨为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2020版权所有。保留一切权利。