

江铃汽车 (000550)

买入 (维持)

撼路者：利基市场的优秀产品

2016 年 09 月 16 日

市场数据

报告日期	2016-09-16
收盘价(元)	28.80
总股本(百万股)	863.21
流通股本(百万股)	861.49
总市值(百万元)	24860.56
流通市值(百万元)	14903.66
净资产(百万元)	11796.55
总资产(百万元)	21307.89
每股净资产	13.67

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	24528	25078	35076	38583
同比增长(%)	-4.0%	2.2%	39.9%	10.0%
净利润(百万元)	2222	1469	2823	3354
同比增长(%)	5.4%	-33.9%	92.2%	18.8%
毛利率(%)	26.1%	22.3%	26.3%	26.8%
净利润率(%)	9.1%	5.9%	8.0%	8.7%
净资产收益率(%)	18.5%	10.9%	17.8%	18.2%
每股收益(元)	2.57	1.70	3.27	3.89
每股经营现金流(元)	2.23	2.84	4.25	4.89

相关报告

《江铃汽车：8 月销量如期改善，强化新车周期》2016-09-07
《江铃汽车：乘用车战略落地，盈利与估值双击》2016-09-07
《江铃汽车(000550)：中报释放压力，强势新品周期在即》2016-08-28

分析师：

王冠桥

wangguangqiao@xyzq.com.cn

S0190515050004

研究助理：

翟伟

戴畅

投资要点

- **非承载 SUV 市场增速高、竞品少。**受益消费升级，我国非承载 SUV 市场高速增长，2015 年细分市场销售 6.8 万辆，同比增长 29%。如果考虑进口车型，仅丰田普拉多去年销量就已达 8.4 万台。2014 年后丰田、长城、福特先后投放三款新品，并未加剧竞争反而进一步促进市场增长，反映出市场处于需求旺盛、供给不足的状态。
- **撼路者产品成熟，东南亚区域热销。**撼路者为福特专为亚洲消费者设计的产品，最早于 2003 年在泰国投产，主要销售地区是越南、泰国、印尼、菲律宾，2015 年撼路者亚太销量为 10744 辆，同比增长 4.3 倍，去年上市的第三代撼路者在泰国和菲律宾市场取得较好的销量成绩，分别销售 4484 辆和 5067 辆，取得了良好市场反馈。
- **撼路者轴距、动力总成优势明显，性价比突出。**撼路者竞品仅普拉多、长城 H9 两款产品，普拉多去年销售 8.4 万台，龙头产品的高速增长有助于为市场扩容。而普拉多较高的定价（40-60 万）也为市场留下了充分的盈利空间。撼路者比普拉多便宜 10 万，而动力、轴距、电子配置优势明显。
- **福特战略投入，渠道改善销量回升。**福特去年底以来持续向江铃导入撼路者、途睿欧、新全顺三款产品，战略资源向江铃倾斜的趋势明显。在渠道管理方面，公司强化 KPI 考核、导入汽车金融，同时推出免购置税促销，撼路者连续 7 个月销量环比回升，8 月达 860 台，四季度旺季可期。
- **乘用车战略落地，盈利与估值双击，维持“买入”评级。**公司在高端轻客建立了稳固的竞争优势，基于福特的资源进入乘用车利基市场，成长路径清晰。明年乘用车盈利弹性显现，目前 PB 估值处于历史底部区间，有望迎来利润和估值的双重回升，预计 2016-2018 年 EPS 分别至 1.70 元、3.27 元、3.89 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新车型销量不及预期，重卡亏损扩大



报告正文

1、非承载 SUV 市场高增速、高盈利

非承载车身通过能力强，越野城市两用。 非承载式车身的汽车有一刚性车架，又称底盘大梁架，车架承载着整个车体，发动机、悬挂和车身都安装在车架上，车架通过前后悬架装置与车轮联接。非承载式车身强度高、适应复杂路况、相对笨重、质量大、高度高，一般在越野车应用较多，但随着户外需求的增长，城市用户对非承载车型的需求也在提升。

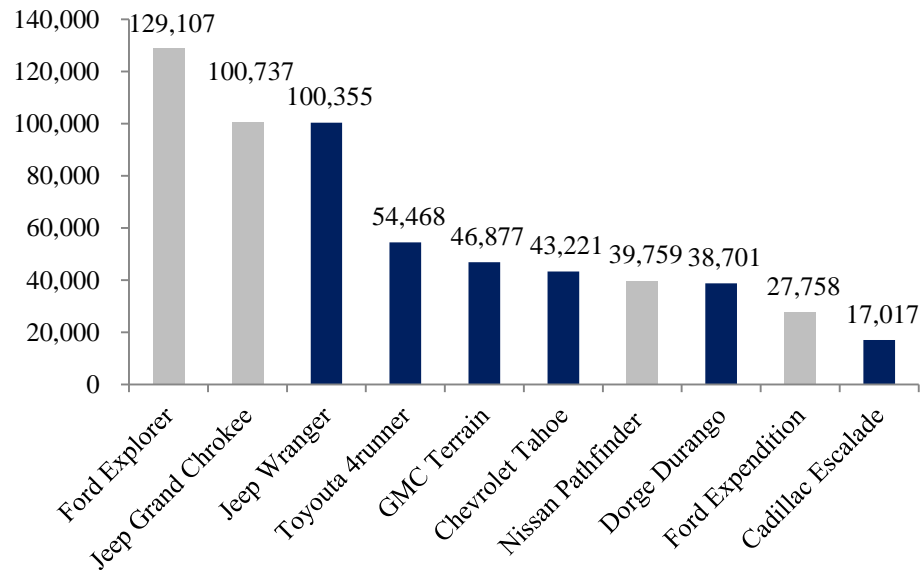
图 1、非承载式车身结构图



资料来源：互联网，兴业证券研究所

美国大中型 SUV 销量较高，非承载受众广泛。 受消费能力和地理因素影响，美国大中型 SUV 市场容量较大，福特、通用、克莱斯勒也有丰富的产品储备。其中福特 Explorer 2016 年上半年销售 13 万辆，细分市场第一。从发展趋势看，美国的非承载和承载车身逐渐融合，Explorer、Pathfinder、Durango 等非承载车型换代后转向承载车身，以获得更多的消费受众，但也有车型坚持非承载技术同样获得消费者认可。

图 2、2016 年 1-6 月美国大中型 SUV 销量（单位：辆）



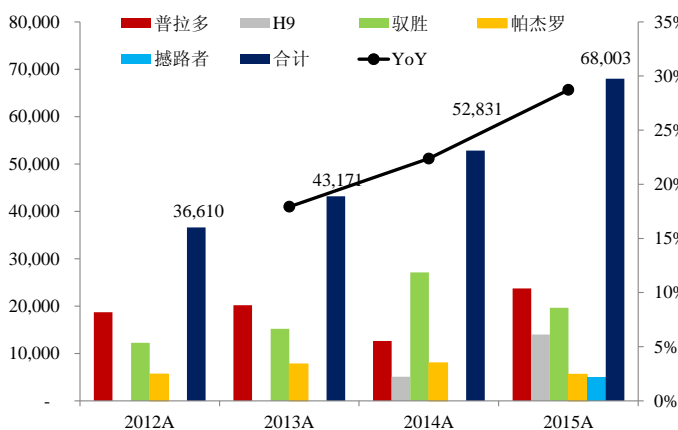
数据来源：Marklines，兴业证券研究所

注：灰色为承载车身车型，蓝色为非承载车身车型

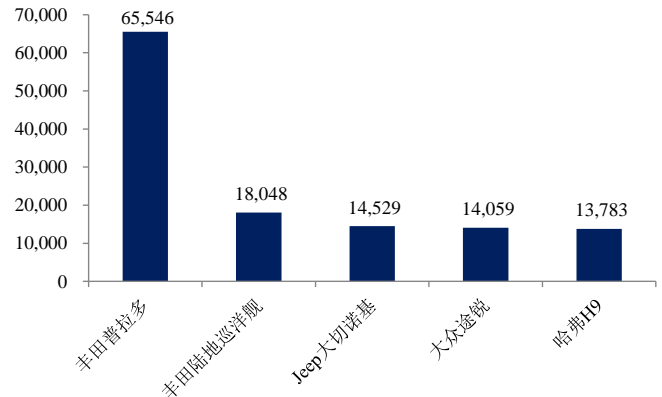
受益消费升级，我国非承载 SUV 市场高速增长。经济增长使越来越多的消费者注重户外运动，受益于这一趋势，2015 年国产非承载式 SUV 销售 6.8 万辆，同比增长 29%。如果考虑进口车型，仅丰田普拉多/陆地巡洋舰去年销量就已达 8.4 万台。

2014 年后丰田、长城、福特先后投放三款新品（升级版国产普拉多、H9、撼路者），新品投放并未带来竞争加剧，反而进一步促进市场增长，反映出非承载 SUV 市场处于需求旺盛、供给不足的状态。

图 3、国产非承载 SUV 销量快速增长（单位：辆，%） 图 4、2015 年非承载式 SUV 市场格局



数据来源：中汽协，兴业证券研究所



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

2、撼路者产品成熟，亚洲热销

精准定位，硬派越野细分人群。撼路者作为大中型非承载 SUV，目标消费者除了在都市生活，也希望与家人朋友探索户外，接近大自然。此外，随着二胎政策放开，家庭结构开始变大，越来越多家庭对户外出游表现出极大的热情。撼路者避开了城市紧凑型 SUV 的激烈竞争，选择了相对小众但快速成长的市场，保证了产品的盈利能力和成功概率，体现出福特对中国消费趋势的洞察。

图 5、撼路者营销定位——家庭&朋友



数据来源：互联网，兴业证券研究所

图 6、撼路者营销定位——越野

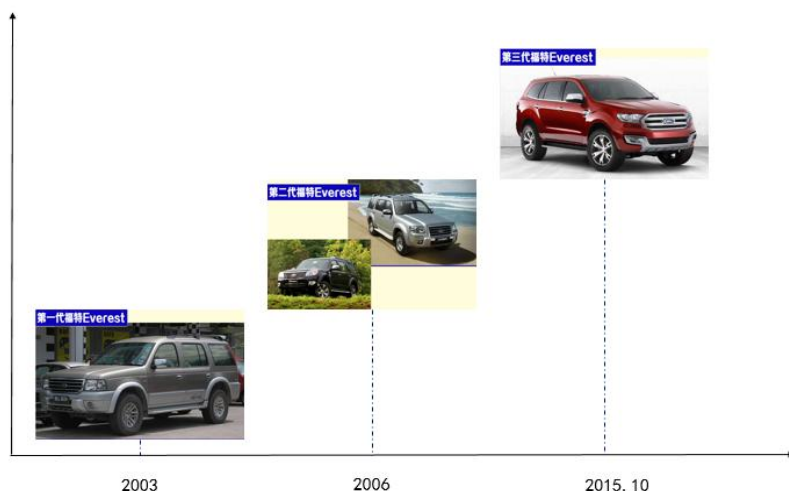


数据来源：互联网，兴业证券研究所

成熟产品，低风险导入。撼路者基于福特 Ranger 皮卡专为亚洲市场平台打造，国产撼路者作为第三代产品于 2015 年 10 月上市，由江西小蓝基地生产，搭载福特 2.0L EcoBoost 汽油发动机。

第一代撼路者于 2003 年在泰国投产，在印度、台湾、越南等地以 CKD 的方式组装，主要销售东南亚地区。第二代撼路者于 2006 年推出，轴距增加到 2860mm，在中美洲、南美洲均有销售，并于 2009 年推出中期改款车型。第三代撼路者于 2015 年全球同步发布。撼路者经过近 10 年的迭代与验证，已经形成了稳定的产品质量和良好的市场口碑，大幅降低了国产化的风险。

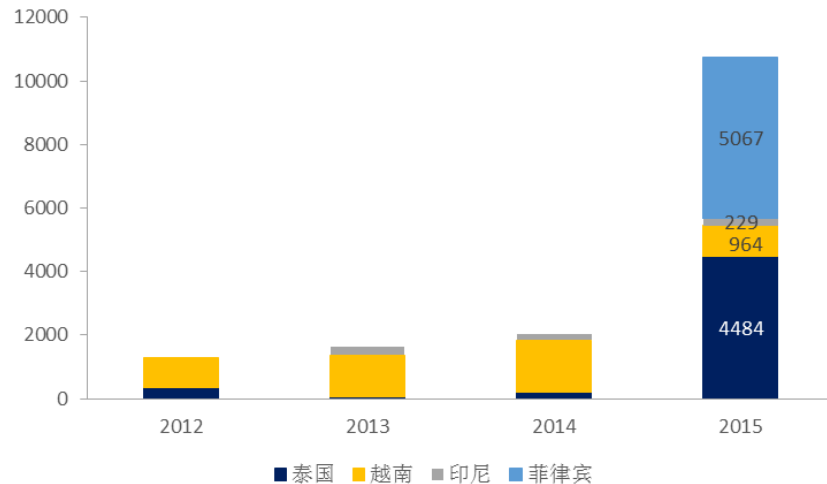
图 7、撼路者换代历程



数据来源：互联网，兴业证券研究所

换代车型推动 2015 年海外市场销量大幅攀升。海外撼路者主要销售地区是东南亚地区（越南、泰国、印尼、菲律宾），2015 年撼路者亚太销量为 10744 辆，同比增长 4.3 倍，第三代撼路者在泰国和菲律宾市场取得较好的销量成绩，分别销售 4484 辆和 5067 辆，取得了良好市场反馈。

图 8、撼路者亚洲市场销量（单位：辆）

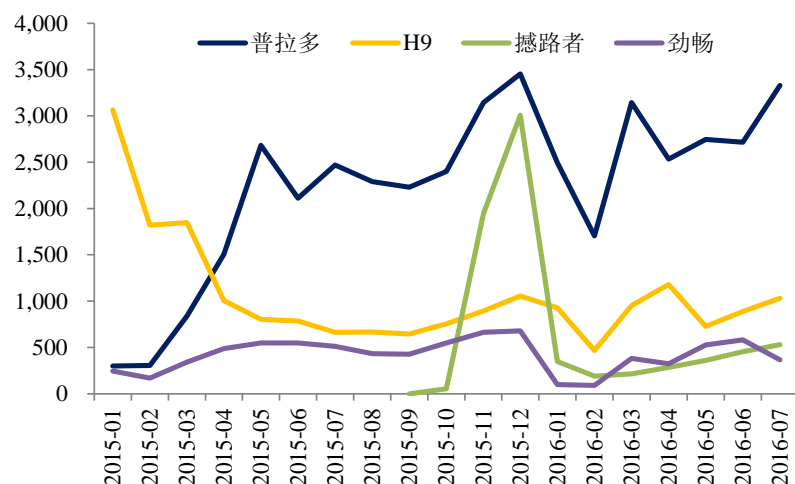


数据来源：Marklines, 兴业证券研究所

3、竞品稀少，性价比优势明显

竞争不充分，龙头普拉多支撑行业盈利。国内非承载式 SUV 产品较少，与撼路者同级别的中高端 SUV 仅四款产品，分别是撼路者、普拉多、帕杰罗劲畅、长城 H9。普拉多作为国内非承载式 SUV 龙头，2015 年国产版销售 2.37 万辆、进口版 4.18 万辆，衍生车型兰德酷路泽销售 1.8 万辆，合计 8.4 万台。2016 年 1-5 月国产普拉多销售 1.26 万辆，同比增长 125%，龙头产品的高速增长有助教育消费者、为市场扩容。而普拉多较高的定价（40-60 万）也为市场留下了充分的盈利空间。

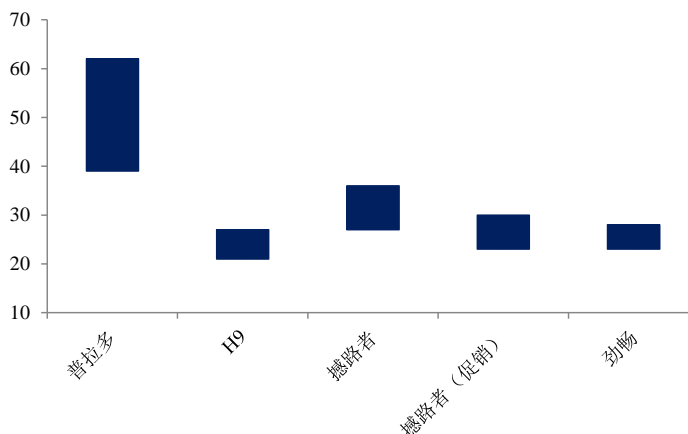
图 9、撼路者主要竞品销量（单位：辆，%）



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

撼路者定价合理，介于 H9 和普拉多之间。价格方面，撼路者价格（27-36 万）介于 H9（19.5-25.8 万）和普拉多之间（国产 36-47 万、进口 42-46 万），年初厂商全系免购置税补贴后价格下探到 23-33 万，已与 H9 接近，性价比优势突出。

图 10、撼路者主要竞品价格带（单位：万元）



数据来源：汽车之家，兴业证券研究所

相比竞品，撼路者动力总成优势明显。相比普拉多、H9，撼路者拥有最长的轴距，搭载福特最新 EcoBoost 发动机，在动力总成方面相比竞品优势明显，同时汽车电子配置也较为齐全。高端越野人群多为“懂车”的成熟消费者，预计撼路者的优势将逐渐反映为销量的领先。

表 1、撼路者轴距、动力总成、汽车电子配置领先

	丰田普拉多	哈弗H9	撼路者
外观定价			
型号	2.0T四驱豪华	2.0T七座豪华	2.7L自动豪华
指导价	42.98	24.98	31.88
轴距(mm)	2790	2800	2850
车长(mm)	4780	4856	4892
车宽(mm)	1885	1926	1862
车高(mm)	1845	1900	1837
动力总成			
发动机	自然吸气	涡轮增压	涡轮增压
供油方式	多点电喷	直喷	直喷
最大马力(Ps)	163	218	245
最大功率(kW)	120	160	180
最大功率转速(rpm)	5200	5500	5500
最大扭矩(Nm)	246	324	360
最大扭矩转速(rpm)	3900	2000-4000	4000
转向助力	液压	液压	电子
驱动方式	全时四驱	适时四驱	全时四驱
汽车电子			
自动驻车	-	●	-
上坡辅助	-	●	●
陡坡缓降	-	●	●
泊车雷达(车前)	-	●	○
倒车雷达(车后)	-	●	●
倒车影像	●	●	○
全景摄像头	-	●	-
定速巡航	-	●	●

数据来源：汽车之家，兴业证券研究所

注：● 标配 ○ 选配

4、福特战略投入，渠道改善带动销量回升

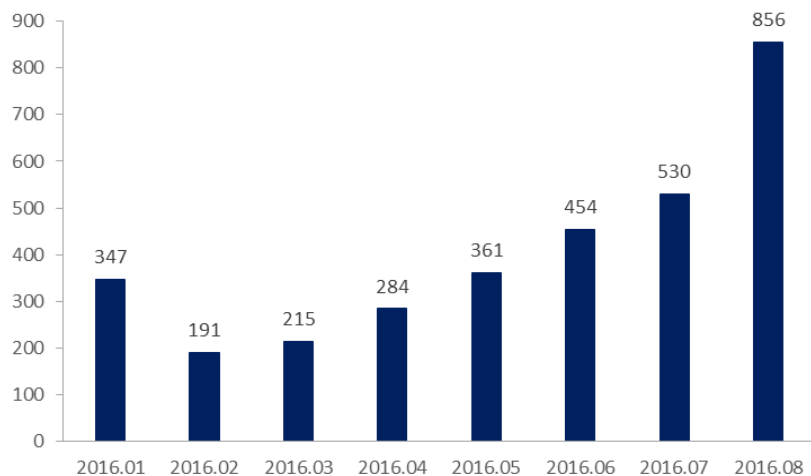
持续导入新车，福特战略资源向江铃倾斜。长安、江铃作为福特在中国的两家重要合作伙伴，分别负责其乘用车、商用车产品。福特通过“1515”战略带动长安福特销量、盈利大幅提升。

福特“2020”战略中提到，在2020年之前在中国推出20款新车，包括对现有车型的更新和新车导入。福特在中国目前有13款车型，包括11款长安福特、2款江铃福特。去年底以来，福特持续向江铃导入撼路者、途睿欧、新全顺等产品，战略资源向江铃倾斜的趋势明显。

多管齐下改善渠道，撼路者销量持续回暖。为实现乘用车战略，江铃福特将旗下100余家4S店重新设计装潢，门店硬件已达到合资品牌水平。但相比全顺的“坐商”销售模式，乘用车需要渠道更主动的营销和更细致的KPI考核，撼路者上市销量低于预期后，公司已着手强化对渠道的管理。

同时，公司于年初推出免购置税优惠政策，整车优惠幅度约2.5-3万；更推出汽车金融产品，为消费者提供无息贷款。一系列的改进措施反映为撼路者销量连续7个月环比回升，8月份销量已达856辆，4季度旺季可期。

图 11、整改渠道后撼路者销量持续回升（单位：辆）



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

新品投放与渠道扩张形成协同效应。2014年底一汽丰田拥有523家经销商，预计2020年扩展到700家以上，广汽传祺计划年底将经销商扩充至420家，长城的经销商也在600家左右。相比之下，江铃福特仅100余家经销商，且集中在东部沿海地区，有限的渠道成为销量提升的短板，而单薄的产品线也不足以支撑渠道的扩充。

伴随7月途睿欧的上市，目前江铃福特渠道的销售产品已扩充至三款（全顺、撼路者、途睿欧），今年6月改款的驭胜350上市、9月驭胜330上市，新品的持续投放有望提升经销商的盈利能力，实现销量与渠道的正反馈。

图 12、渠道数量对比

	经销商数量	2016年5月销量	单店月销
一汽丰田	523	58,962	113
广汽本田	500	52,333	105
广汽传祺	300	30,177	101
长城汽车	600	63,513	106
江铃福特	100	撼路者360、驭胜840台	

数据来源：兴业证券研究所

5、盈利预测与评级

市场认为江铃汽车缺乏乘用车基因，渠道羸弱导致乘用车销售难有起色。我们认为福特一年内连续向江铃导入三款新车，战略层面支持江铃大势已定，公司有望复制长安福特四年三倍的成长轨迹。乘用车战略的落地也将推动公司进入新一轮成长周期，带来显著的盈利弹性。公司未来主要增长点来自三方面：

- 1) **合资品牌，撼路者+途睿欧。**两款车型均面向高增长、高盈利、低竞争的细分市场，撼路者已连续 7 个月销量环比回升，四季度有望突破 1000 台。途睿欧主打高端商务 MPV，对标车型通用 GL8 月销近 7000 台，途睿欧性价比明显，明年自动挡上市后竞争力进一步增强。
- 2) **自主品牌，驭胜 330+350。**搭载 2.0T 汽油发动机的驭胜 350 已于 7 月投放市场，8 月销售 2564 台环比增长 80%，汽油版上市后销量提升明显。紧凑型 SUV 驭胜 330 已开始接受订单，预计 10 月份上市，上半年自主 SUV 同比增长 55.63%，巨大的行业红利为 330 销量提供基础。
- 3) **经典全顺换代，巩固竞争优势。**公司经典全顺车型老化，受竞品冲击影响较大，年初降价后市占率快速提升，显示出全顺强劲的品牌力。新款全顺有望于四季度上市，老全顺明年挂江铃品牌销售，最终形成江铃、新全顺、新世代全顺的产品组合，巩固轻客市场的竞争优势。

乘用车战略落地，盈利与估值双击，维持“买入”评级。公司在高端轻客建立了稳固的竞争优势，为追求长远发展，基于福特的资源战略切入乘用车，以利基市场作为突破口，成长路径清晰。明年乘用车盈利弹性显现，目前 PB 估值处于历史底部区间，有望迎来利润和估值的双重回升，预计 2016-2018 年 EPS 分别至 1.70 元、3.27 元、3.89 元，维持“买入”评级

风险提示：新车型销量不及预期，重卡亏损扩大

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	13,460	14,183	18,577	21,406
货币资金	8,848	9,979	12,570	15,041
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,456	1,081	1,796	1,820
其他应收款	58	56	80	87
存货	1,731	1,794	2,431	2,618
非流动资产	7,590	8,342	8,763	8,970
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	41	34	37	36
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	4,687	5,547	6,017	6,251
在建工程	1,637	1,568	1,384	1,292
油气资产	-	-	-	-
无形资产	684	760	862	910
资产总计	21,051	22,525	27,340	30,376
流动负债	8,769	8,835	11,229	11,690
短期借款	-	-	263	-
应付票据	-	3	2	4
应付账款	5,600	5,652	7,741	8,424
其他	3,169	3,180	3,223	3,262
非流动负债	300	240	276	272
长期借款	5	5	5	5
其他	296	235	272	267
负债合计	9,070	9,075	11,505	11,962
股本	863	863	863	863
资本公积	839	839	839	839
未分配利润	9,852	11,316	13,700	16,278
少数股东权益	-	-	-	-
股东权益合计	11,981	13,450	15,835	18,414
负债及权益合计	21,051	22,525	27,340	30,376

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2222	1469	2823	3354
折旧和摊销	616	727	918	1090
资产减值准备	29	-62	53	11
无形资产摊销	26	21	22	23
公允价值变动损失	2	0	1	0
财务费用	247	-235	-456	-561
投资损失	9	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	1327	476	319	364
经营活动产生现金	1925	2453	3670	4220
投资活动产生现金	-1197	-1554	-1359	-1272
融资活动产生现金	-844	232	280	-477
现金净变动	-115	1131	2591	2471
现金的期初余额	8963	8848	9979	12570
现金的期末余额	8848	9979	12570	15041

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	24,528	25,078	35,076	38,583
营业成本	18,131	19,480	25,851	28,243
营业税金及附加	788	878	1,228	1,350
销售费用	1,591	1,755	2,631	2,894
管理费用	2,444	2,132	2,876	3,009
财务费用	(247)	(235)	(456)	(561)
资产减值损失	29	-	150	150
公允价值变动	2	0	1	0
投资收益	9	-	-	-
营业利润	1,802	1,068	2,798	3,498
营业外收入	715	600	400	300
营业外支出	7	8	8	8
利润总额	2,510	1,660	3,190	3,790
所得税	288	191	367	436
净利润	2,222	1,469	2,823	3,354
少数股东损益	-	-	-	-
归属母公司净利润	2,222	1,469	2,823	3,354
BPS(元)	2.57	1.70	3.27	3.89

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	-4.0%	2.2%	39.9%	10.0%
营业利润增长率	-2.7%	-40.7%	162.0%	25.0%
净利润增长率	5.4%	-33.9%	92.2%	18.8%
盈利能力				
毛利率	26.1%	22.3%	26.3%	26.8%
净利率	9.1%	5.9%	8.0%	8.7%
ROE	18.5%	10.9%	17.8%	18.2%

偿债能力

资产负债率	43.1%	40.3%	42.1%	39.4%
流动比率	1.53	1.61	1.65	1.83
速动比率	1.33	1.40	1.43	1.60

营运能力

资产周转率	121.0%	115.1%	140.7%	133.7%
应收帐款周转率	2271.1%	1963.9%	2419.8%	2118.5%

每股资料(元)

每股收益	2.57	1.70	3.27	3.89
每股经营现金	2.23	2.84	4.25	4.89
每股净资产	13.88	15.58	18.34	21.33

估值比率(倍)

PE	10.2	15.4	8.0	6.8
PB	1.9	1.7	1.4	1.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。