

分化或延续，优势车企有望突围

汽车行业 2020 年投资策略

乘用车销售经历寒冬，2020 增速或将企稳

2019 年车市继续负增长，我们认为自 2018 年下半年以来车市深度调整的延续。其主要原因还是在于国内汽车快速普及阶段已基本结束，汽车渗透率已进入平稳状态，汽车行业也进入了存量市场阶段。

展望 2020 年，我们认为国内乘用车市场销量增速大概率将企稳。其理由在于：1、2019 年的基数相对较低；2、消费者换车需求将支撑来年新车销量；3、来年宏观景气度有一定复苏可能，有效需求亦存在一定的增长动力。其中，如果从换车需求的角度来看，随着过往年份乘用车销量的持续迅速提升，2020 年进入换车阶段的乘用车保有量亦将迅速上升。具体而言，我们预测 2020 年全年乘用车销量将较 2019 年大致持平或略微负增长。

车企分化持续，日系德系及豪华车份额或将扩大

2019 年前 11 月，国内车市当中车企及品牌间的销量增长情况继续明显分化。日系品牌整体延续了 2018 年的强势，豪华车整体继续增长。市场份额方面，日系德系均明显提升，自主品牌份额下降。

展望 2020 年，我们认为车市的分化将延续。日系德系及豪华车份额或将扩大，而自主品牌市场份额可能将难有明显提升。不过，对于一线自主品牌而言，由于大量二三线自主品牌销量急剧下滑、经营恶化，其市场份额或将具备优势的一线自主品牌所占据。因此，尽管自主品牌整体份额难以提升，但一线自主车企的份额或能整体向上。

新能源车销量受挫，2020 年或仍有较大压力

受补贴退坡的影响，2019 年国内新能源车细分市场出现较大波动。2019 年上半年，由于整体补贴金额尚可，以及相对低的基数，新能源车市场仍保持了不错的增长。但进入下半年，情况急转直下，新能源车月度销量增速转负并迅速扩大。

而就 2020 年新能源车细分市场而言，我们认为整体压力犹存。一方面，2020 年新能源车补贴预计将再一次下调，整车企业盈利压力依然较大；另一方面，进入新能源车领域的传统车企将越来越多，同时进入产品量产上市阶段的造车新势力也将越来越多，市场上的车型将越来越丰富，行业竞争可能将越发激烈。具体而言，我们认为 2020 年新能源车销量增长更多的将依靠供给推动，预计整体销量或将录得低双位数的增长。而由于补贴退坡导致的实际售价下滑，以及竞争可能更激烈，整车企业新能源车业务盈利能力或仍难以明显好转。

投资策略及重点关注公司

我们认为在经历持续一年多的行业调整之后，2020 年行业整体景气度或能有所改善。当然，由于需求端复苏力度可能仍将偏弱，因此我们倾向于认为 2020 车市仍将体现出明显的分化特征。具体而言，我们认为日系整体有望延续强势，而德系亦能保持相对稳健。自主品牌中具备较强竞争优势的头部车企大概率整体将恢复增长。具体标的方面，我们建议重点关注广汽集团、长城汽车、中升控股。

广汽集团 (02238.HK)：公司旗下自主品牌于 2020 年有望恢复增长，而旗下日系品牌增长动力则更为充足，我们预测公司 2020 年将迎来收入与盈利能力的明显复苏。

长城汽车 (02333.HK)：公司在国内自主品牌车企中处于领先地位，未来有较大希望持续抢占中小规模自主品牌厂商的市场份额。此外，公司盈利能力已出现明显复苏。

中升控股 (00881.HK)：公司门店结构以豪华品牌为主、主流日系为辅，较好的契合了车市未来可能的增长特征。预计公司未来营收及盈利规模持续快速增长的可能性较大。

风险提示

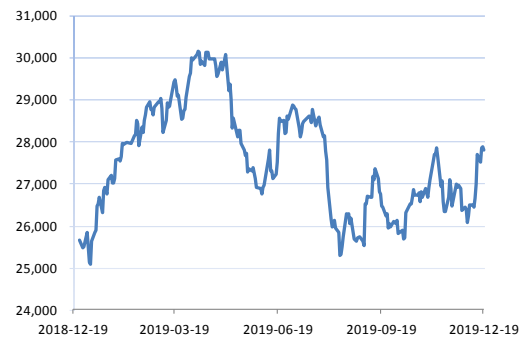
车市销量好转不如预期，行业竞争恶化。

2019 年 12 月 20 日

行业研究

所属行业	汽车
评级	中性

恒生指数近 52 周走势



数据来源：Wind；国信证券（香港）研究部整理

韩卫东

SFC CE No.: BCH669

+852 2899 8300

hanwd@guosen.com.hk

相关研究报告：

《四季度降幅有望缩窄，紧抓优势品种：汽车行业跟踪研究》（20191016）

《七月销量跌幅再收窄，逢低布局优势品种：汽车行业跟踪研究》（20190813）

《三季度仍有压力，然优势品种布局机会或临近：汽车行业跟踪研究》（20190724）

《四月增速明显下滑，合资车企开始发力：新能源汽车跟踪研究》（20190527）

《产销节奏调整进行中，分化或仍将明显：汽车行业跟踪研究》（20190228）

《促汽车消费政策出台，力度较为温和：汽车行业跟踪研究》（20190130）

《汽车行业 2019 年投资策略：存量时代分化将成常态，新能源车或继续爆发》（20181228）

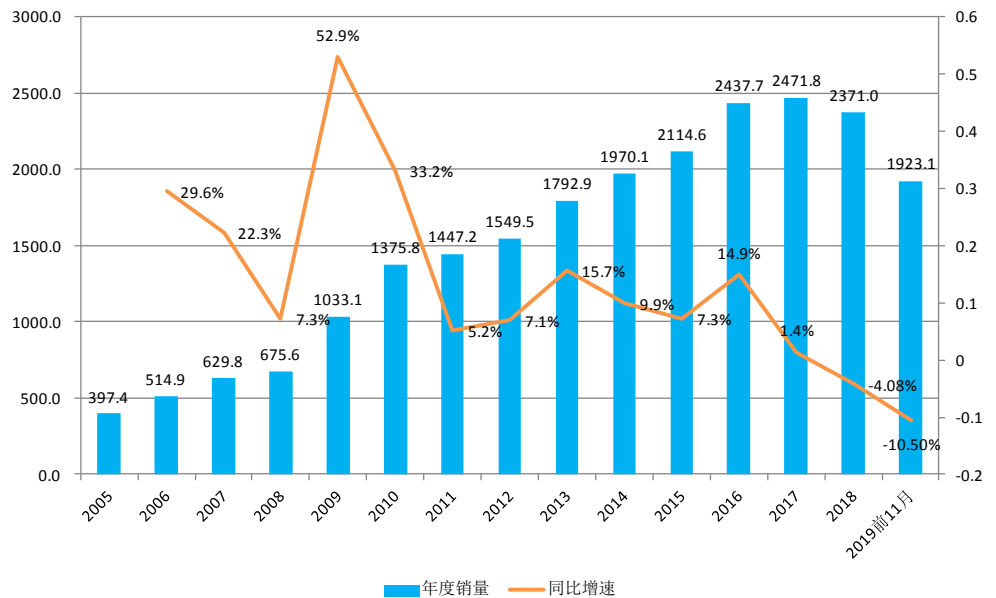
《激发消费若干意见出台，促进汽车消费政策预期升温：汽车行业跟踪研究》（20180928）

《乘用车销量转跌，新能源车将成中期看点：汽车行业跟踪研究》（20180918）

乘用车销售经历寒冬，2020 增速或将企稳

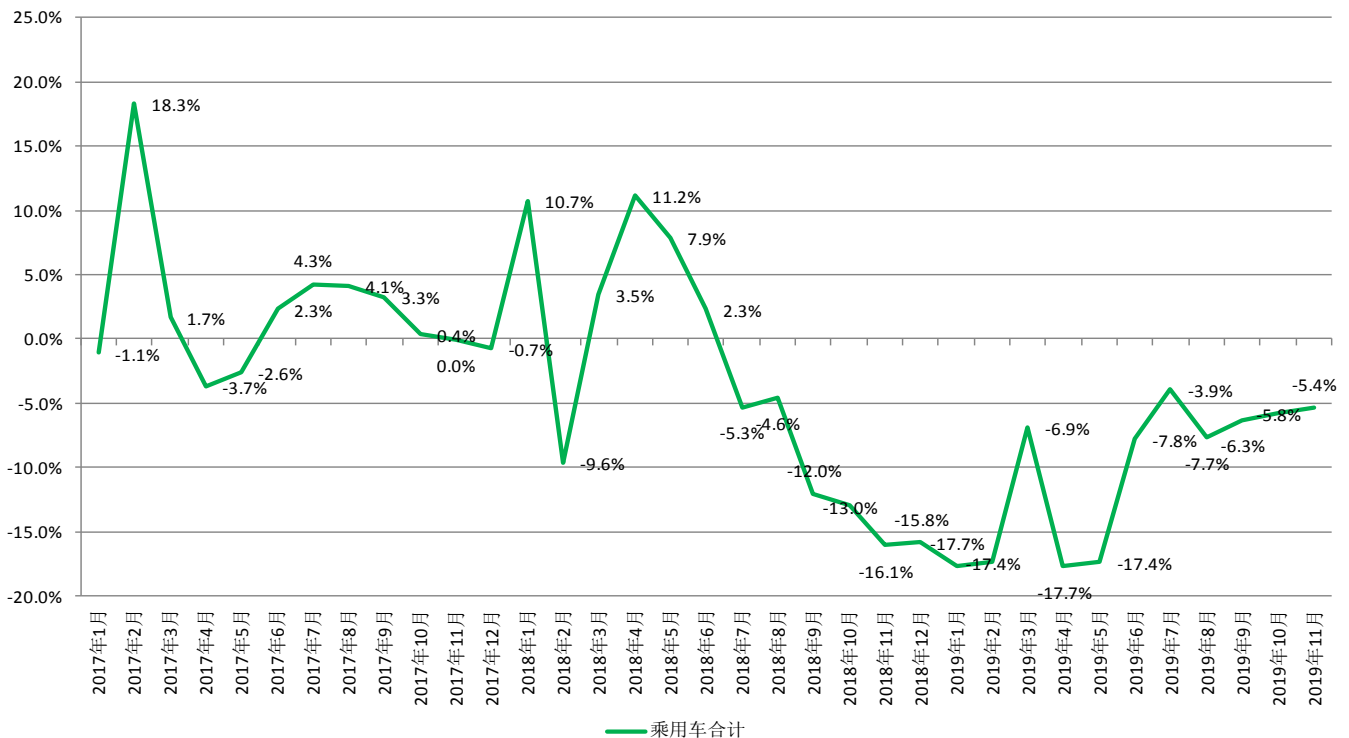
2019 年国内乘用车销售经历了严重下滑。根据中国汽车工业协会发布的数据，2019 年前 11 月，国内乘用车累计销售 1923.1 万辆，同比下滑 10.5%。全年销量预计亦将是显著的负增长。继 2018 年国内乘用车销量下滑 4.1% 之后，2019 年国内车市又经历了一个不折不扣的寒冬。

图 1 2005 年以来国内乘用车年度销量与增速（单位：万辆）



数据来源：中国汽车工业协会，国信证券（香港）研究部

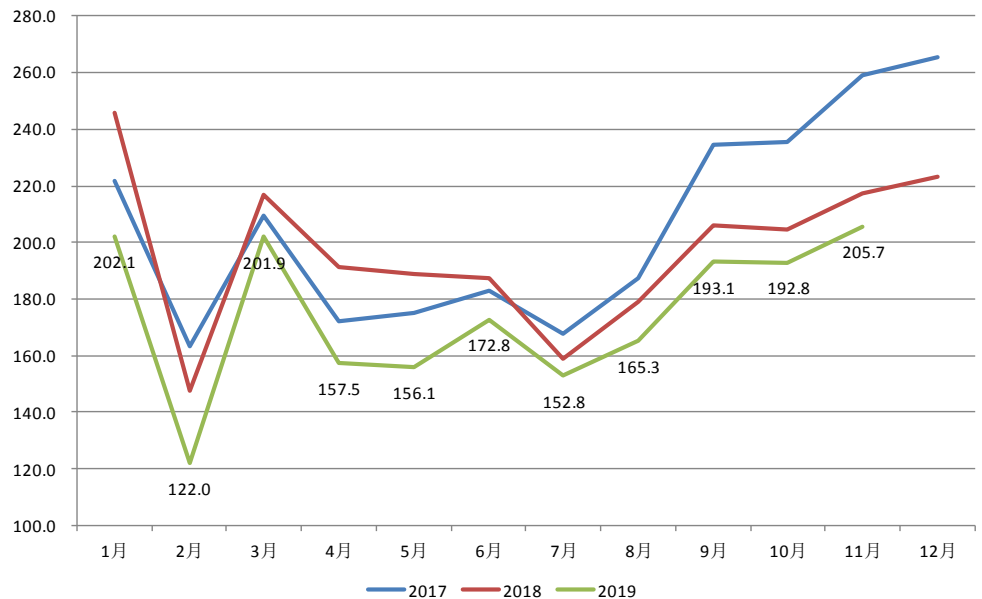
图 2 2017 年以来国内乘用车销量月度同比增速



数据来源：中国汽车工业协会，国信证券（香港）研究部

从月度销量增速来看，上半年乘用车销量跌幅较深，2019H1 累计销量增速录得-14%。而进入下半年，月度降幅有所缩窄。2019 年三季度同比降幅缩窄至 6%，2019 年 10-11 月合计销量同比降幅进一步缩窄至 5.6%。

图3 2017年以来国内乘用车月度销量情况（单位：万辆）



数据来源：中国汽车工业协会，国信证券（香港）研究部

2019年车市继续负增长，我们认为自2018年下半年以来车市深度调整的延续。其主要原因还是在于国内汽车快速普及阶段已基本结束，汽车渗透率已进入平稳状态，汽车行业也进入了存量市场阶段。

展望2020年，我们认为国内乘用车市场销量增速大概率将企稳。其理由在于：1、2019年的基数相对较低；2、消费者换车需求将支撑来年新车销量；3、来年宏观景气度有一定复苏可能，有效需求亦存在一定的增长动力。其中，如果从换车需求的角度来看，随着过往年份乘用车销量的持续迅速提升，2020年进入换车阶段的乘用车保有量亦将迅速上升。具体而言，我们预测2020年全年乘用车销量将较2019年大致持平或略微负增长。

车企分化持续，日系德系及豪华车份额或将继续扩大

2019年前11月，国内车市当中车企及品牌间的销量增长情况继续明显分化。日系品牌整体延续了2018年的强势，丰田、本田品牌继续维持了较好的增长（详见下页表1）。其中广汽丰田2019年前11月销量逆市大增16%，东风本田大增14%。一汽丰田前11月累计销量同比略增，广汽本田则是录得5.25%的增长。

德系主力大众品牌2019年前11月销量出现了负增长，但总体下滑幅度并不大，其中一汽大众前11月销量与去年同期大致持平，上汽大众同比下滑6.7%。美系主要品牌销量继续明显下滑，其中2018年仅微降的上汽通用，2019年前11月销量降幅扩大至约18%，长安福特前11月销量继续暴跌。

自主品牌方面，根据我们的统计，2019年前11月累计销量超40万辆的7家车企中，仅长城汽车、奇瑞汽车销量实现了单位数的正增长，其余车企均出现了不同程度的销量下滑。其中，销量规模最大的上汽通用五菱前11月同比下滑近22%，吉利汽车同比下滑12.5%，长安汽车同比下滑约12%，上汽乘用车亦录得6%的负增长，比亚迪前11月销量同比下滑超7%。

值得指出的是，相比一线自主品牌，销量规模较小的二三线自主品牌车企2019年销量下滑态势更加严重，2019年前11月销量同比下降超50%的不在少数，甚至部分车企出现已无法维持正常经营的情况。

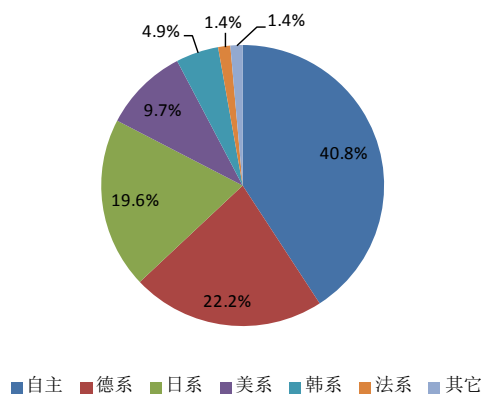
表 1 部分车企 2019 年 11 月及前 11 月销量情况 (单位: 辆)

车企	2019前11月(辆)	2019前11月增速	2018销量(辆)	2018年增速
德系				
上汽大众	1767706	-6.72%	2065077	0.10%
一汽大众	1856269	-0.01%	2036966	4.08%
美系				
上汽通用	1475605	-17.94%	1970117	-1.50%
长安福特	166078	-53.86%	377739	-54.38%
广汽菲克	63839	-44.49%	125181	-38.99%
日系				
一汽丰田	664576	0.37%	715993	3.88%
广汽丰田	624224	16.03%	580008	31.11%
广汽本田	707789	5.25%	741377	5.16%
东风本田	729538	13.99%	720689	0.90%
东风日产	1152574	-0.55%	1300592	3.96%
自主				
上汽通用五菱	1437218	-21.75%	2071551	-3.65%
吉利汽车	1231524	-12.50%	1500838	20.34%
长城汽车	954290	3.81%	1053039	-1.60%
长安汽车	720955	-12.24%	874234	-22.49%
上汽乘用车	595822	-5.74%	701881	34.45%
奇瑞汽车	535094	7.23%	568664	2.44%
比亚迪	418220	-7.28%	520687	46.67%
广汽乘用车	345214	-28.81%	535168	5.23%
其它				
北京现代	577957	-17.71%	790177	0.66%

数据来源: 上市公司公告、乘联会, 国信证券(香港)研究部

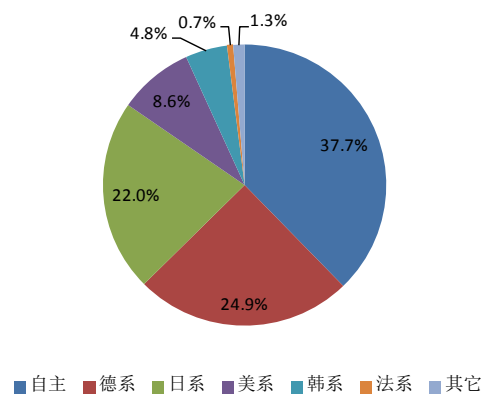
从不同车系市场份额方面看, 2019 前 11 月日系和德系品牌份额较 2018 年出现上升, 其余车系均出现不同程度下降。具体而言, 日系品牌份额前 11 月份额较 2018 年上升约 2.4 个百分点至 22%, 德系份额上升约 2.7 个百分点至 24.9%。自主品牌份额由 2018 年的 40.8%下降 3.1 个百分点至 2019 前 11 月的 37.7, 美系份额下降 0.9 个百分点至 8.6%。韩系前 11 月市场份额录得约 4.8%, 较 2018 年略微下降。

图 4 2018 年不同车系市场份额情况



数据来源: 乘联会, 国信证券(香港)研究部

图 5 2019 前 11 月不同车系市场份额情况



数据来源: 乘联会, 国信证券(香港)研究部

日系主流品牌整体强势, 我们认为有以下几点原因: 1、经过多年的普及与发展, 国内汽车消费成熟度提升, 购车偏好从单纯看外观、尺寸、配置等直观因素, 到更注重品质、可靠性、实用性等内在特征; 2、日系主流品牌过去多年积累起来的质量、可靠性口碑更佳, 性价比亦相对突出, 因此正好与汽车消费成熟度提升、更加注重品质与实用性的消费倾向相契合; 3、汽车消费存量时代, 换车需求成为购车主力, 而换购的车主通常会升级换车, 品牌及价格处于中高端的日系车型正好符合这一趋势。

主流豪华车品牌 2019 年继续延续快速增长。2019 年前 11 月, 德系三雄奔驰、宝马、奥迪品牌国内销量均录得正增长, 其中宝马品牌增速高达 13.6%。而雷克萨斯及沃尔沃品牌均录得 15%以上的高增速。

表 2 主流豪华品牌 2019 年 11 月及前 11 月国内销量情况 (单位: 辆)

品牌	11月销量	11月增速	1-11月累计	1-11月增速
宝马	68366	12.1%	655783	13.6%
奥迪	67402	16.8%	618596	3.5%
奔驰	57901	11.0%	640933	6.3%
雷克萨斯	19325	16.5%	180239	21.0%
凯迪拉克	16800	-20.0%	194800	-5.7%
沃尔沃	14502	26.7%	138053	16.3%

数据来源: 上市公司公告、盖世汽车, 国信证券(香港) 研究部

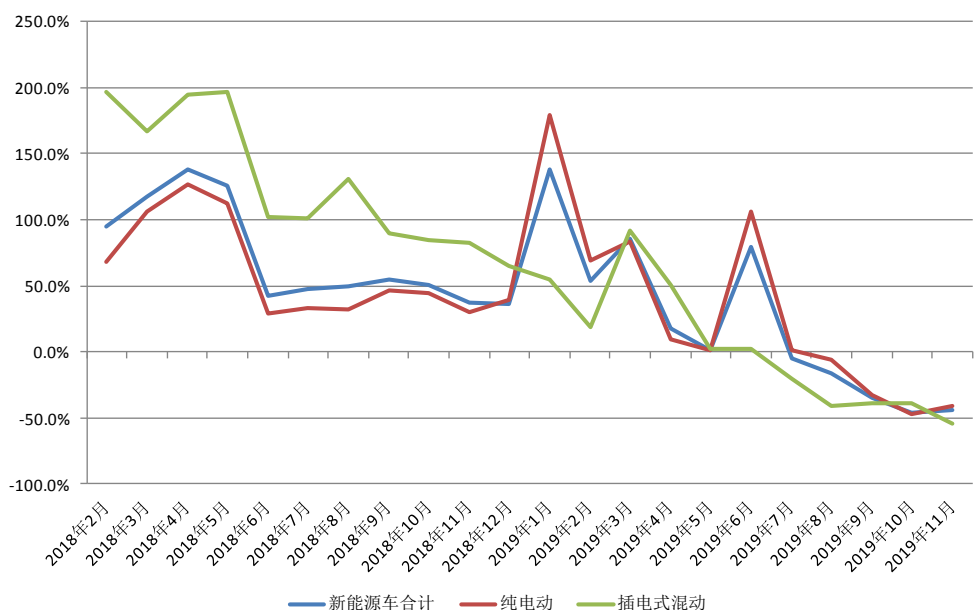
主流豪华车品牌销量的高增长, 我们认为有以下几点驱动因素: 1、豪华车品牌车型越来越丰富, 尤其是国产车型越来越多, 并且价格总体呈下降趋势, 因此更多的消费者开始买得起豪华品牌车型; 2、消费升级趋势也促进了豪华车有效需求逐步扩大; 3、换车需求通常是升级换购, 豪华品牌充分受益。

展望 2020 年, 我们认为车市的分化将延续。日系德系及豪华车份额或将继续扩大, 而自主品牌市场份额可能将难有明显提升。不过, 对于一线自主品牌而言, 由于大量二三线自主品牌销量急剧下滑、经营恶化, 其市场份额或被具备优势的一线自主品牌所占据。因此, 尽管自主品牌整体份额难以提升, 但一线自主车企的份额或能整体向上。

新能源车销量受挫, 2020 年或仍有较大压力

受补贴退坡的影响, 2019 年国内新能源车细分市场出现较大波动。2019 上半年, 由于整体补贴金额尚可, 以及相对低的基数, 新能源车市场仍保持了不错的增长。但进入下半年, 情况急转直下, 新能源车月度销量增速转负并迅速扩大。2019 年 10 月、11 月销量同比均录得超 43% 的降幅。前 11 月累计销量增速由上半年的 49.6% 迅速下降至 1.3%, 其中纯电动车累计销量同比增 5.2%, 插电混动车同比下滑 12.1%。我们预计 2019 全年新能源车销量或将录得负增长。

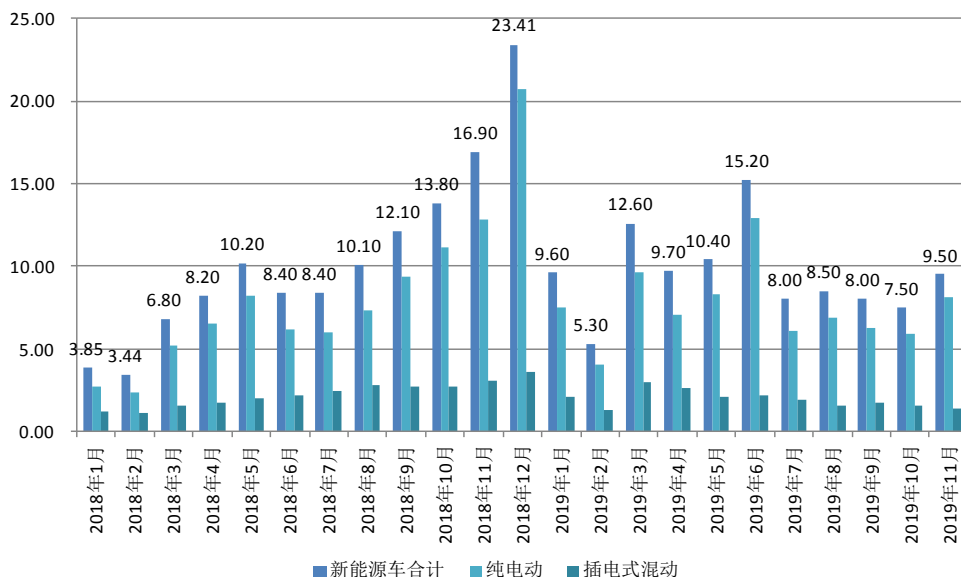
图 6 2018 年 2 月以来国内新能源车月度销量增速



数据来源: 中国汽车工业协会, 国信证券(香港) 研究部

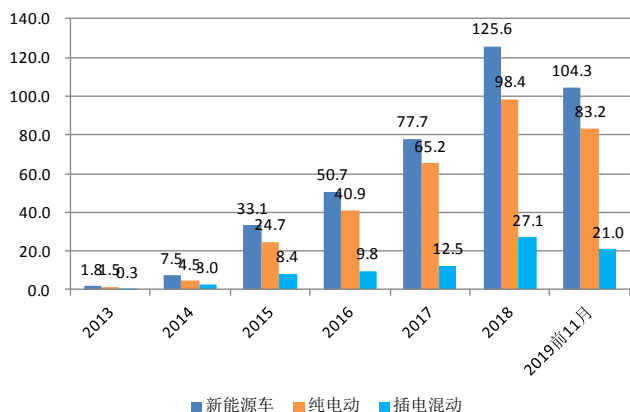
2019 年下半年新能源车销量暴跌，我们认为其主要原因在于：1、市场需求整体较为疲软；2、上半年补贴大幅退坡之前，厂商集中抢先推广，一定程度上透支了部分需求；3、下半年补贴大幅下降，导致新能源车业务毛利率显著下降，影响了整车厂商推广新能源车的积极性。

图 7 2018 年以来国内新能源车月度销量情况（万辆）



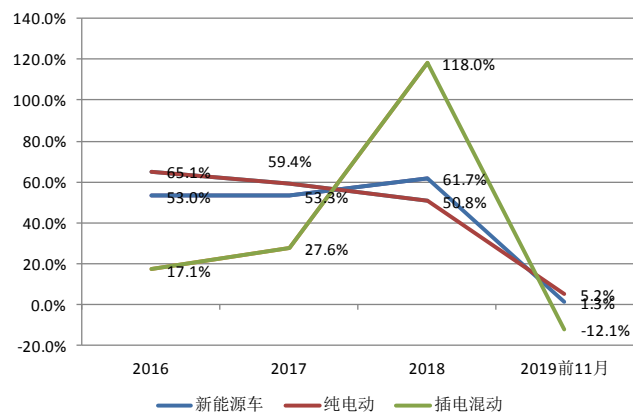
数据来源：中国汽车工业协会，国信证券（香港）研究部

图 8 2013 年以来国内新能源车销量情况（万辆）



数据来源：中国汽车工业协会，国信证券（香港）研究部

图 9 2016 年以来国内新能源车销量增速



数据来源：中国汽车工业协会，国信证券（香港）研究部

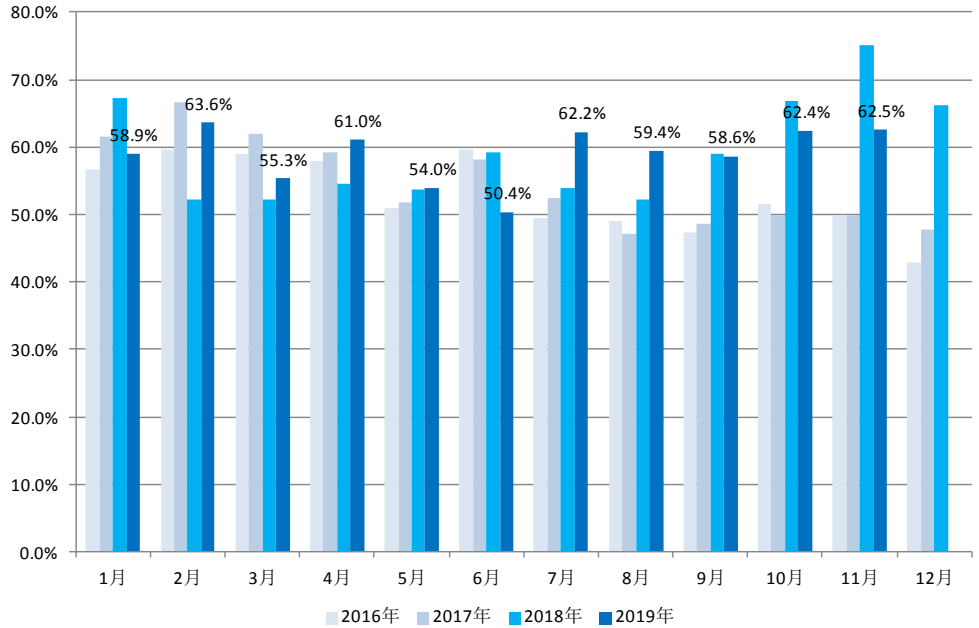
2019 年 12 月初，工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》（征求意见稿）。该规划提出，至 2025 年，新能源汽车销量占比达到 25%左右。按照这一目标测算，未来 6 年国内新能源车销量仍将保持 37%左右的复合增速。从长期来看，新能源车未来发展空间依然广阔。

而就 2020 年新能源车细分市场而言，我们认为整体压力犹存。一方面，2020 年新能源车补贴预计将再一次下调，整车企业盈利压力依然较大；另一方面，进入新能源车领域的传统车企将越来越多，同时进入产品量产上市阶段的造车新势力也将越来越多，市场上的车型将越来越丰富，行业竞争可能将越发激烈。具体而言，我们认为 2020 年新能源车销量增长更多的将依靠供给推动，预计整体销量或将录得低双位数的增长。而由于补贴退坡导致的实际售价下滑，以及竞争可能更激烈，整车企业新能源车业务盈利能力或仍难以明显好转。

经销商库存压力仍较大，2020 年或有缓解

中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商库存预警指数”显示，2019 年下半年各月份经销商库存预警指数平均仍在 60% 以上，显示经销商整体库存情况仍存在一定压力。当然，就四季度的数据来看，2019 年 10、11 月库存预警指数相比去年同期有一定好转。我们预计经过整车企业持续调整产销节奏，2020 年经销商库存压力或将有所缓解。

图 10 2015 年以来国内汽车经销商库存预警指数走势



数据来源：中国汽车流通协会，国信证券（香港）研究部

投资策略及重点关注公司

总体上，我们认为在经历持续一年多的行业调整之后，2020 年行业整体景气度或能有所改善。当然，由于需求端复苏力度可能仍将偏弱，因此我们倾向于认为 2020 车市仍将体现出明显的分化特征。具体而言，我们认为日系整体有望延续强势，而德系亦能保持相对稳健。自主品牌中具备较强竞争优势的头部车企大概率整体将恢复增长。

具体标的方面，我们建议重点关注广汽集团、长城汽车、中升控股。

广汽集团

广汽集团 (02238.HK) 2019 年前 11 月累计销量录得 196.12 万辆，同比下滑 4.34%。其中，广汽乘用车 11 月销量同比降幅较前 10 月的 30.4% 明显缩窄，我们认为其主要原因在于主打车型传祺 GS4 换代上市以后销量迅速提升。考虑到换代 GS4 出众的外观内饰设计，以及上一代产品过百万辆产销的市场影响力，在我们认为该款车型将有望成为带动广汽乘用车销量恢复的中坚。除了换代 GS4 以外，传祺 GS4 Coupe 版车型已于 11 月发布，预计将于明年一季度上市。另外，轿车产品 GAB 亦有新款车型将于明年上市。总体上，我们认为在系列新车型的带动下，广汽乘用车 2020 年销量有望恢复增长。

公司旗下广汽本田新增重磅车型——紧凑型 SUV “皓影” 已于 11 月底正式上市。该车型的原型车为本田 CRV (2019 年国内前 10 月月均销量近 15000 辆)，其外观造型较原型车更显年轻化与运动化。我们认为该款车型潜力巨大，有望成为广本旗下又一款畅销车。

广汽丰田同样也新增引入了重磅 SUV “威兰达”，该车型的原型车为新一代丰田 RAV4。威兰达目前已经发布，预计将于 2020 年 4 月正式上市。该车型与皓影一样有着相当大的“爆款”潜力。总体上，我们认为随着重磅车型的加入，明年广汽旗下日系车销量及盈利增长动力将十分充足。

公司旗下新能源车全新品牌 Aion（埃安）于上半年推出首款车型 Aion S（纯电动轿车）。该车型上市后销量迅速走高，5-10 月累计销量已超 18000 辆，9、10 月份单月销量均超 4000 辆。从市场表现来看，Aion 品牌已经取得初步成功。该品牌旗下售价与定位更高的 Aion LX（纯电动 SUV）亦已于 10 月正式上市。我们认为随着该品牌旗下车型的不断丰富，将有力带动广汽旗下新能源车销量的持续走高。

总体上，我们认为公司旗下自主品牌于 2020 年有望恢复增长，而旗下日系品牌增长动力则更为充足。我们预测公司 2020 年将迎来收入与盈利能力的明显复苏。给予买入评级，建议重点关注。

长城汽车

长城汽车（02333.HK）2019 年三季度收入及净利润均结束了连续四个月的同比负增长，并且三季度盈利已接近上半年。我们认为公司三季度收入显著回升主要原因在于销量的逆市增长以及售价的提升。公司成本控制较为得力，三季度总营业成本增速 10.5%，低于销量及收入增速。三季度公司毛利率约 18.5%，较去年同期提升约 4.8 个百分点。总体来看，公司盈利能力已于 2019 年三季度显著好转。

公司全新车型长城炮皮卡商用版已于 10 月正式上市，目前销量情况较好，预计 2020 全年将贡献一定增量。

公司在国内自主品牌车企中无论是规模、还是产品实力均处于领先地位，未来公司有较大希望持续抢占中小规模自主品牌厂商的市场份额。此外，公司盈利能力已出现明显复苏，股价拐点或已来临。给予买入评级，建议重点关注。

中升控股

中升控股（00881.HK）是中国第二大汽车经销商集团。公司在全国范围内拥有广泛的经销及服务网络，截至 2019 年 6 月 30 日，公司已拥有 4S 店共计 343 家，其中豪华品牌店 196 家。公司代理的豪华车品牌包括奔驰、雷克萨斯、奥迪、宝马、保时捷、捷豹路虎、沃尔沃等。此外，公司还代理丰田、本田、日产等日系中高端汽车品牌。

公司近年来门店扩张比较快，且明显更侧重于豪华车品牌。具体包括奔驰、雷克萨斯、奥迪、宝马、保时捷、捷豹路虎等，其中奔驰门店占比最高，销售额也最大。另外，公司旗下的中高端 4S 店，绝大多数是丰田、本田、日产等日系主流汽车品牌。

近两年国内乘用车行业仅有豪华品牌，以及主流日系整体销量保持了正增长。公司的门店结构正好契合了行业销量表现的这一特征。这也是公司能够逆市保持收入及盈利较快增长的重要原因之一。

我们认为在存量市场环境以及消费升级条件下，豪华品牌乘用车未来持续增长空间充足，而随着国内汽车消费观念日趋成熟，日系主流品牌乘用车未来增长空间同样广阔。再考虑到公司良好的品牌布局（豪华品牌为主，主流日系为辅）、较佳的运营效率、稳健的财务状况，我们认为公司未来营收及盈利规模持续快速增长的可能性较大。给予买入评级，建议重点关注。

（注：以上数据均来自工信部、中国汽车工业协会、中国汽车流通协会、乘联会、盖世汽车、上市公司公告、Wind，国信证券（香港）研究部整理）

风险提示

车市销量好转不如预期，行业竞争恶化。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传递，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。