

2019年10月14日

公司研究

评级：买入（维持）

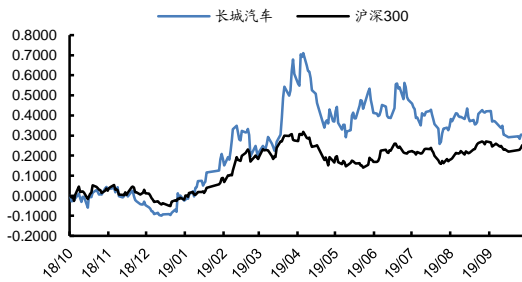
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

金九销量如虹，高弹性产品谱系持续扩容

——长城汽车（601633）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
长城汽车	-8.3	-11.8	18.1
沪深300	-1.5	2.7	23.4

市场数据

	2019-10-11
当前价格（元）	7.77
52周价格区间（元）	5.31 - 10.74
总市值（百万）	70918.88
流通市值（百万）	46835.45
总股本（万股）	912726.90
流通股（万股）	912726.90
日均成交额（百万）	156.89
近一月换手（%）	3.23

相关报告

《长城汽车（601633）事件点评：8月销量再次大幅增长，股权激励计划给予前进动力》——2019-09-10

《长城汽车（601633）事件点评：低基数下7月增速重回两位数》——2019-08-10

《长城汽车（601633）2019中期业绩预告点评：单车利润环比逆势回升，产品结构持续优化中》——2019-07-22

《长城汽车（601633）事件点评：6月批发增速回正，国六产品矩阵迎接下半年》——2019-07-10

《长城汽车（601633）事件点评：受排放标准

投资要点：

■ **销量增速大幅领先行业：**公司9月销量合计10万辆，同比+15.3%（年内仅次于3月高点的+16.8%），环比+42.5%；1-9月累计销售72.41万辆，同比+7.0%，增幅进一步扩大。随着部分车型的国六热销版本到店，再叠加传统金九银十旺季因素，公司在9月份取得优异的市场表现。其中，剔除皮卡车型后，长城9月狭义乘用车销量为8.63万辆，同比+17.7%，增速水平超过行业20pct以上，47.4%的环比增速超过行业30pct以上。从近一年的历史数据来看，公司的批售增速自2018年Q4开始即持续超越同业，市占率处于上升通道，2019年5、6月经国五切换国六的短期扰动后，Q3增速即迅速回到10%以上区间。

■ **产品谱系弹性开始体现：**公司旗下所有车型在9月均取得15%以上的环比增长，主要车型国六备货到位叠加个性化新版本的推出，迅速打开市场，部分重点车型环比翻倍，公司的产品谱系弹性如期释放。按照核心车型价格区间分类，8万元以下的M6销量环比+125.1%，8-9.5万元的H2销量环比增156.2%，9.5-11万元的H4&F5销量环比增116.3%和69.2%，11-14万元的H6&F7销量环比增26.4%和22.6%，其余车系如WEY和皮卡，9月销量环比增24.2%和17.6%。虽然Q3面对竞品新车型高强度投放的压力，但公司已逆势走出Q2增速回落的阴霾。我们相信，依托完备且细分的产品矩阵，公司在行业筑底回暖的大趋势下，未来的销量增长潜力仍领先同业，**预计公司2019年销量109万辆，2020年保守销量130万辆。**

■ **三大竞争优势支撑未来：**1) 短中期：2019年4季度仍有较大销量弹性，2020年新平台架构足矣支撑各细分价格区间的继续扩容。2) 中长期：2020年开始公司会向市场清晰展示其长期高强度研发带来的技术溢价，如P2混动、9HDCT、新世代2.0T发动机等。3) 更长维度：动力总成全面电气化将是长城等头部自主品牌，缩小与一线合资如大众&丰田技术代差（动力/油耗）的最佳战略机遇；个性化消费如高端乘用车型皮卡、硬派SUV有望成为长城在自主品牌中突出重围的利器；我们同样看好公司率先打开国际化的增量空间。

■ **投资评级和盈利预测：**基于对乘用车行业全年折扣力度波动的考量，我们下调公司2019年盈利至42亿元，维持2020年盈利60亿元的预测。预计公司2019/2020/2021年EPS分别为0.46/0.66/0.79元，对应当前股价PE分别为17/12/10倍，维持“买入”评级。

切换影响，5月批发出现下滑》——2019-06-12

■ **风险提示：**宏观经济增速低于预期；乘用车市场增速回升无力；新车型销量爬坡不及预期；单车盈利能力回升低于预期。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	99230	102636	112427	123669
增长率(%)	-2%	3%	10%	10%
净利润（百万元）	5207	4189	6038	7172
增长率(%)	4%	-20%	44%	19%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.46	0.66	0.79
ROE(%)	9.88%	7.58%	10.24%	11.31%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 销量增速大幅领先行业	4
2、 产品谱系弹性开始体现	4
3、 三大竞争优势支撑未来	8
4、 投资评级和盈利预测	9
5、 风险提示	10

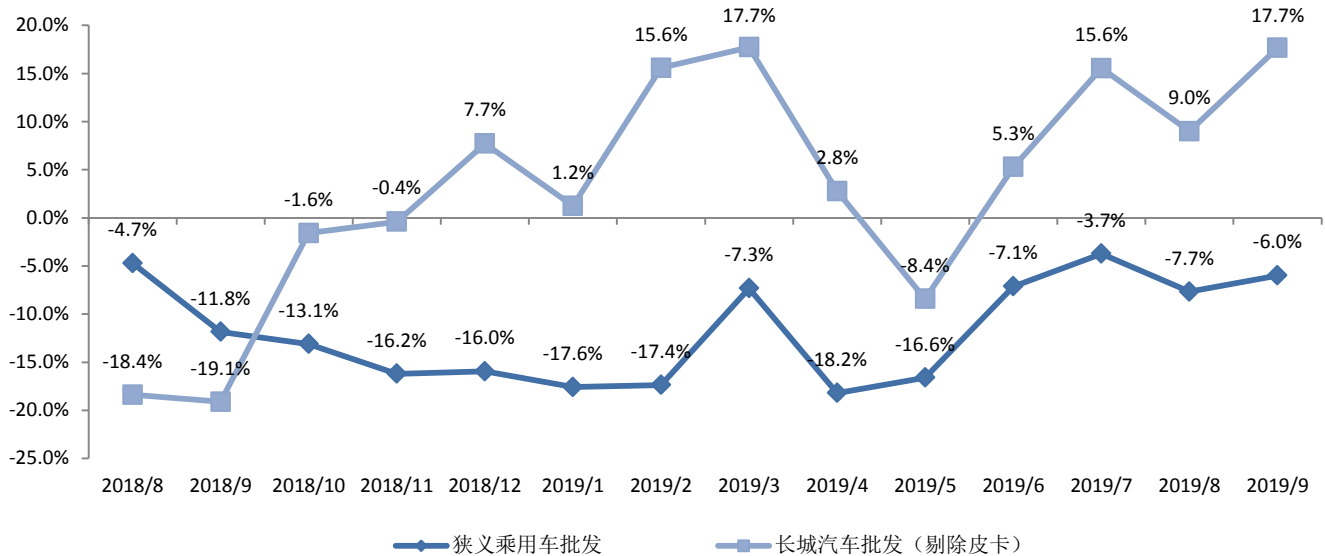
图表目录

图 1: 长城狭义乘用车销量增速 (单位: %)	4
图 2: 哈弗 M6 月度销量 (单位: 辆)	4
图 3: 哈弗 H2、H4、F5 月度销量 (单位: 辆)	5
图 4: 哈弗 H4 Pro 外观	5
图 5: 哈弗 H4 Pro 内饰	5
图 6: 哈弗 H6 & F7 月度销量 (单位: 辆)	6
图 7: 各自主厂商双子星销售策略对比 (单位: 辆)	6
图 8: 长城皮卡月度销量 (单位: 辆)	8
图 9: 长城汽车新动力总成 1.5T	9
图 10: 长城汽车新动力总成 2.0T	9
表 1: 新款 VV6 产品升级列示	7
表 2: 长城汽车销量预测表 (单位: 辆)	8
表 3: 盈利预测指标	10

1、销量增速大幅领先行业

重新看到拐点，销量增速大幅领先行业。公司9月销量合计10.00万辆，同比+15.3%（仅次于3月高点的+16.8%），环比+42.5%；1-9月长城汽车累计销售72.41万辆，同比+7.0%，增幅进一步扩大。随着部分车型的国六热销版本到店，再叠加传统金九银十旺季因素，公司在9月份取得优异的市场表现。其中，剔除皮卡车型后，长城9月狭义乘用车销量为8.63万辆，同比+17.7%，增速水平超过行业20pct以上，47.4%的环比增速超过行业30pct以上。从近一年的历史数据来看，公司的乘用车批售增速自2018年Q4开始即持续超越同业，市占率处于上升通道，2019年5、6月经历国五切换国六的短期扰动后，Q3增速旋即回到10%以上区间。

图1：长城狭义乘用车销量增速（单位：%）

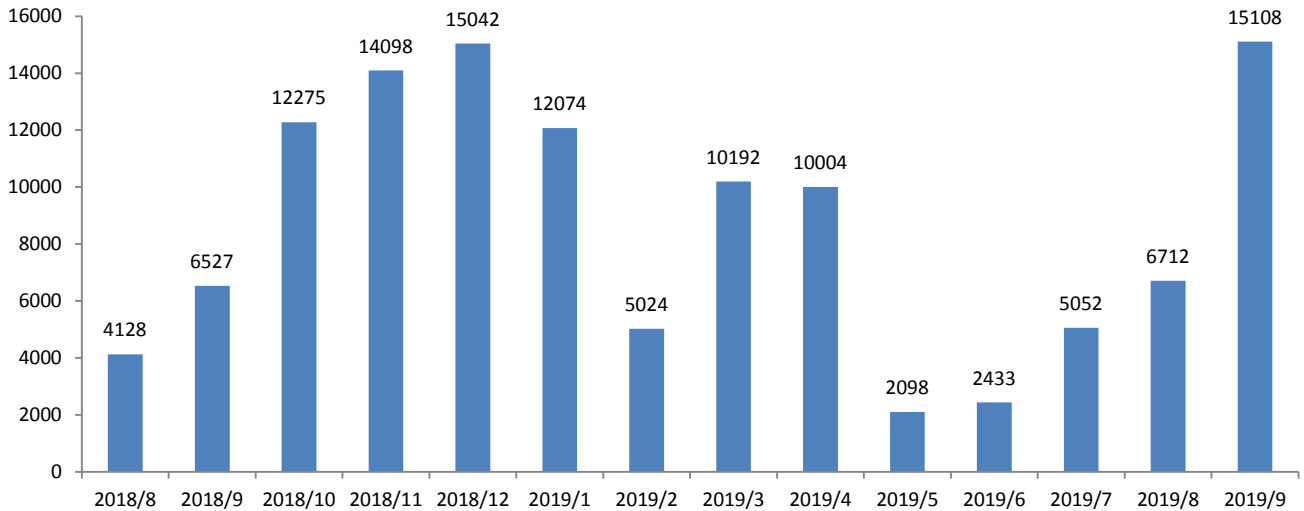


资料来源：公司公告，中汽协，国海证券研究所

2、产品谱系弹性开始体现

1) 哈弗 M6: 9月销量15108辆，环比+125.1%，放量主要是因为国六和手动档陆续到店。M6国六自动挡版本于7月底实际到店，但由于6MT配套问题导致手动档到店时间更迟，于8-9月陆续到店，M6手动档销量占比较高，受压制几个月后在9月开始放量，已超过去年峰值销量，展现出较高的弹性。此外，低端合资品牌捷达旗下首款SUV车型VS5在9月上市，价格下探后未对M6形成冲击，从侧面凸显M6在低价区间的强大竞争力。我们预计M6在年末的月度销量超2万辆，2020年销量15万辆。

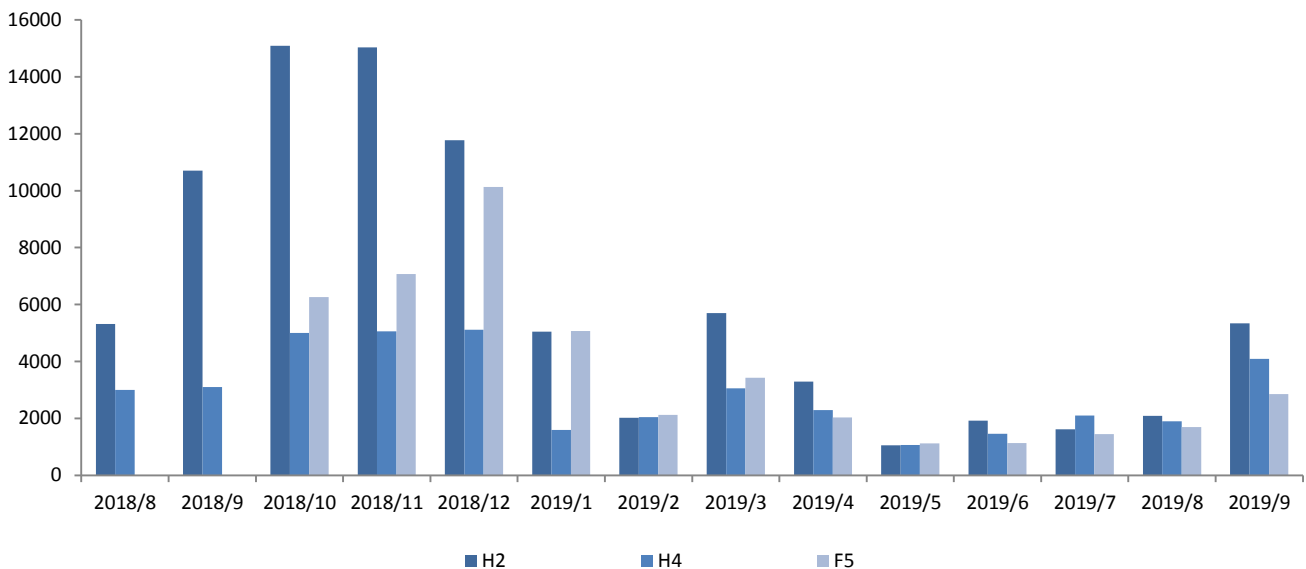
图2：哈弗M6月度销量（单位：辆）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2) 哈弗 H2、H4、F5: 9 月销量分别为 5340、4090、2857 辆, 环比分别+156.2%、+116.3%、+69.2%，放量主要是因为优惠幅度扩大以及个性化小改款上市。F5 优惠幅度略有上升，助力销量环比有较大回升；H4 新增个性化版本 pro，基于普通版 H4 打造，外观内饰多处细节加入橙色个性化元素，整体配置升级并搭载 Hi-life 智能网联系统，进一步抓住细分消费群体，产品具备扩容空间；H2 前期库存清理干净，是到店时间最迟的长城国六车型，9 月的 H2 创享版成为放量核心。未来 H4、F5 将等待新平台架构下的次款车型接力，销量保持稳定增长，我们预计 H2+H4+F5 年末月度销量达到 1.5 万辆以上，2020 年销量 24 万辆。

图 3: 哈弗 H2、H4、F5 月度销量 (单位: 辆)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 4: 哈弗 H4 Pro 外观

图 5: 哈弗 H4 Pro 内饰



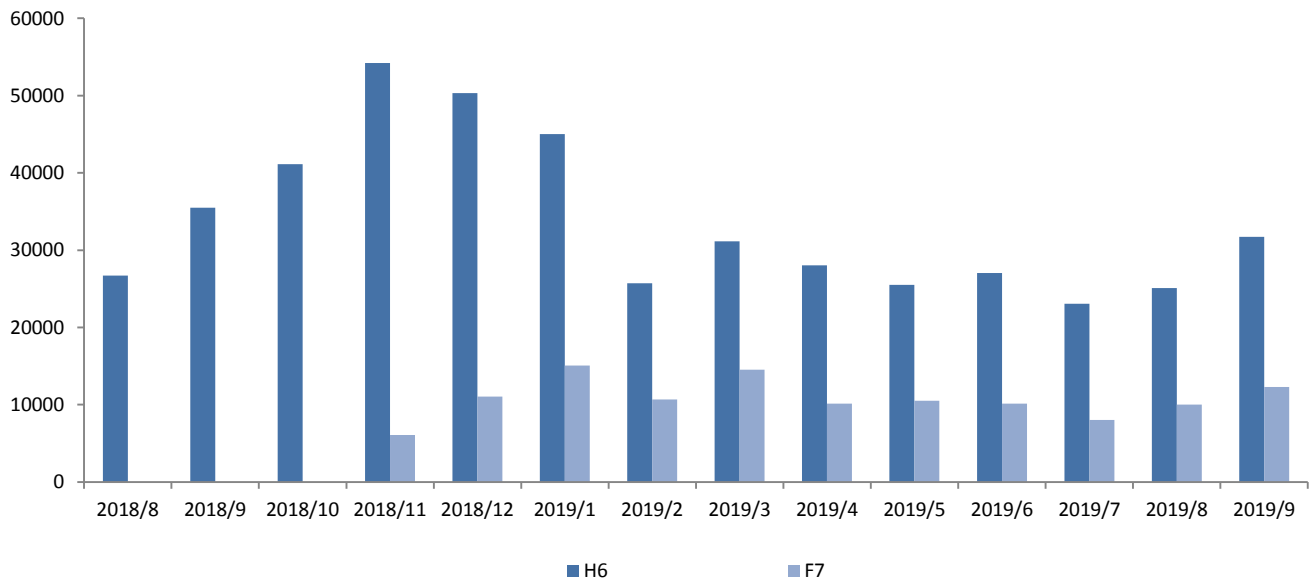
资料来源：汽车之家，国海证券研究所



资料来源：汽车之家，国海证券研究所

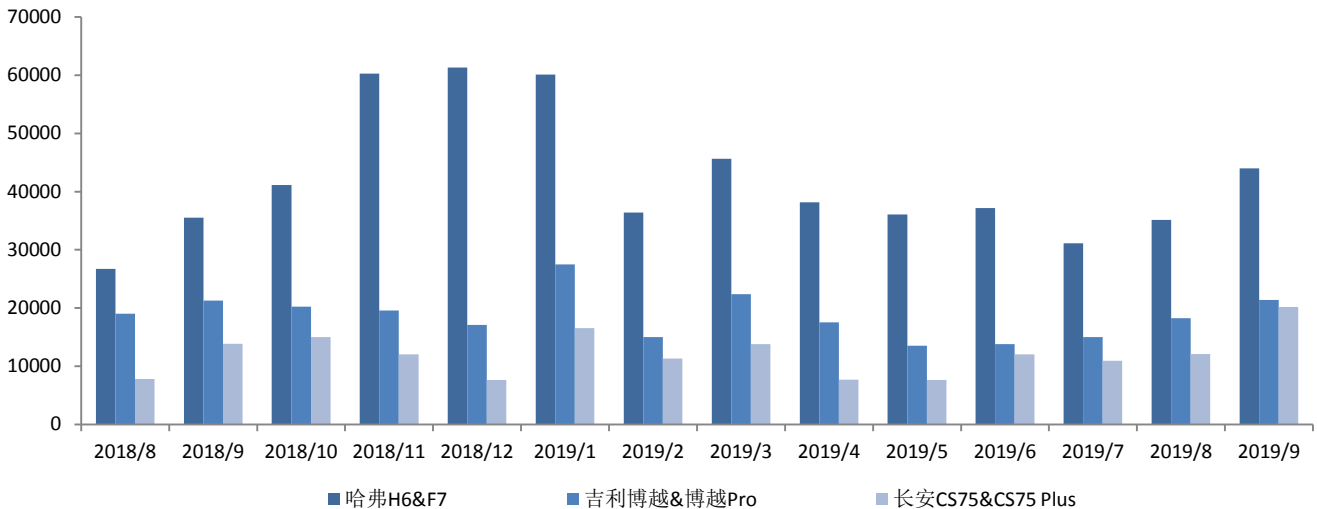
3) 哈弗 H6 & F7: 9 月销量分别为 31711、12304 辆, 环比分别+26.4%、+22.6%, 显著超越行业 (合计销量环比+约 9000 台)。 H6 始终是长城的冠军车型, F7 自去年四季度上市以来销量稳步上升, 维持在月销 1 万辆以上的水平。H6 放量, 推出铂金版, 增加配置 (全系标配自动驻车、胎压监测、雾灯转向自动照明等 10 余项安全配置, 搭载 Hi-Life 智能网联系统), 外观内饰增加部分修饰 (车门底部亚光银配色装饰条、19 寸轮圈、带压花的卡罗林红座椅); F7 放量主要是因为终端优惠有所放大。类比竞争对手, 长安 (CS75+CS75plus) 和吉利 (博越+博越 Pro) 环比均有明显增长, 但 H6 & F7 的销量环比增量接近 9000 辆。在同业竞品祭出双子座策略的严峻背景下, H6 & F7 的王牌组合实际未受冲击。我们预计 H6+F7 年末月度销量 5 万辆, 2020 年销量 40 万辆 (其中 H6 为 25 万辆、F7 为 15 万辆)。

图 6: 哈弗 H6 & F7 月度销量 (单位: 辆)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 7: 各自主厂商双子座销售策略对比 (单位: 辆)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4) WEY: 9月销量8701辆, 环比+24.2%, 其中VV5、VV6、VV7销量分别为2040、5093、1568辆, 环比分别+40.7%、+18.2%、+26.0%。出现批发增长拐点, 未来值得期待。新款VV6上市带领WEY环比实现较好增长, 从外观内饰、配置、动力均有明显升级, 彰显新晋自主豪华品牌的进取力度和产品竞争力。我们预计WEY年末月度销量1.1-1.2万辆, 实现今年首次批售转正; 2020年月均稳态1.3万以上, 全年16万辆。

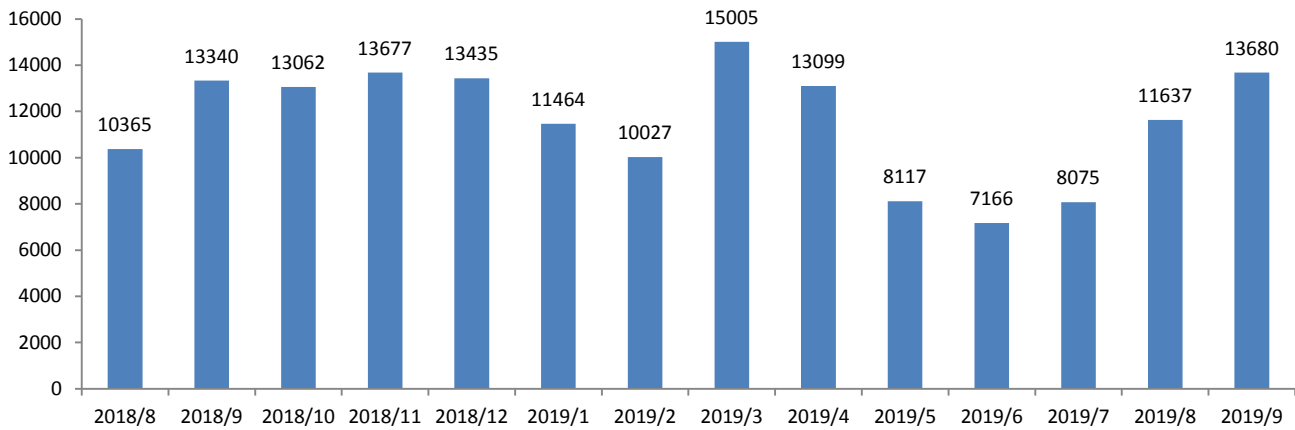
表 1: 新款 VV6 产品升级列示

分类	产品进一步升级
外观	进气格栅采用了全新的细节设计, 标配 LED 大灯并支持选装激光大灯和像素大灯, 外后视镜造型有所优化并集成了 360° 全景影像摄像头
内饰	提供更多的内饰配色方案, 中控液晶显示屏尺寸进行升级达到了 12.3 英寸, 内置的智能互联系统升级集成了爱奇艺视频和快手短视频, 支持选装驾驶员监控系统, 其集成了面部识别功能
智能安全	发布 Collie 牧羊犬全维智能安全系统, 搭载该技术的首款车型
动力	2.0T 发动机升级, 最大功率达到 167kW (227Ps), 最大扭矩为 387Nm, 相比此前搭载的 2.0T 发动机最大功率提升了 22kW (30Ps), 最大扭矩提升了 32Nm, 满足国六 B 排放标准

资料来源: 爱卡汽车, 国海证券研究所

5) 皮卡: 9月风骏系列销量13680辆, 环比+17.6%, 汽柴油国六版本的切换速度领先行业。长城皮卡8月终端市占率接近40%, 与第二名差距进一步拉大, 预计9月份持续稳固上升。年初风骏系列市占率30%以上, 上半年风骏7缺失两驱汽油皮卡版本, 5-6月份由于国六版还未上市并处于清库存状态, 因此市占率有所下滑, 随着汽柴油国六版本的到店, 长城皮卡重新确立强大领先优势, 环比不断大幅增长, 6、7、8月市占率分别达到22%、32%、38%, 份额接连攀升。长城是最早同时切换汽油、柴油国六版本的皮卡厂商, 具体车型在7、8月份到店, 领先竞争对手1-2个月, 龙头地位将继续稳固。公司新发布的高端乘用车皮卡长城炮, 定价中性, 有望进一步提升长城品牌价值。我们预计长城皮卡年末月度销量1.5万辆, 其中结构大幅优化, 风骏7和炮的份额提升, 2020年风骏7/5和炮合计月销2万辆(含出口), 全年24万辆。

图 8: 长城皮卡月度销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

销量预测: 预计 2019 年销量 109 万辆, 2020 年保守销量 130 万辆, 随着旗下产品谱系销量弹性的释放, 公司未来成长空间明确。

表 2: 长城汽车销量预测表 (单位: 辆)

品牌	核心价格区间	车型	2018	2019E	2020E
哈弗	8 万以下	M6	73018	120000	150000
	8 - 9.5 万元	H2	106120	43000	240000
		H4	43017	40000	
	9.5 - 11 万元	F5	23463	35000	250000
		H6	452552	380000	
		F7	17109	140000	
	H9+哈弗其他	50783	35000	40000	
WEY			139486	110000	160000
皮卡			138000	150000	240000
欧拉			3515	37000	70000
总计			1053039	1090000	1300000

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

3、三大竞争优势支撑未来

经过对上述产品谱系的深入分析, 我们认为公司在乘用车企业中具备三大竞争优势: **1) 短中期: 2019 年 4 季度仍有较大销量弹性, 2020 年新平台架构足矣支撑各细分价格区间的继续扩容。** **2) 中长期: 2020 年开始公司会向市场清晰展示其长期高强度研发带来的技术溢价, 如 P2 混动、9HDCT、新世代 2.0T 发动机等。** **3) 更长维度: 动力总成全面电气化将是长城等头部自主品牌, 缩小与一线合资如大众&丰田技术代差 (动力/油耗) 的最佳战略机遇; 个性化消费如高端乘用车型皮卡、硬派 SUV 有望成为长城在自主品牌中突出重围的利器; 我们同样看好公司率先打开国际化的增量空间。**

需要特别指出的是，过去长城汽车被长期诟病逆向为本，技术落后，尤其是动力总成水平低下，老 1.5T 的 H6 持续被媒体和用户吐槽动力孱弱+油耗高企，这种情况在 2017 年的 1.5T 和 2.0T 直喷机推出后逐步改善，新一代国 6b 发动机不断改进，2019 年先后在 VV7 升级版、F7x 和 VV6 智行版上搭载，同时匹配反复优化后的 7DCT 变速箱，综合效果已超过通用、福特等二线合资对手。

2020 年开始，哈弗品牌将进一步发掘 1.5T 平台潜力(4B15A+9HDCT 和 4B15B)，而 Wey 品牌会推出独有版本的 4N20+9DCT 新世代总成，如此一方面可以实现产品差异化，另一方面继续追赶大众 (EA888-G3)、宝马(B48B20D)等一线标杆的动力总成水平。

图 9: 长城汽车新动力总成 1.5T

项目 ITEM	参数 Parameter
发动机型号 Engine model	GW4B15A
排量 Displacement (L)	1.499
最大功率/转速 Max. power/speed (kW/rpm)	124/5000-5600
最大扭矩/转速 Max. torque/speed (Nm/rpm)	285/1400-3000
排放水平 Emission level	State Vtb
技术特点 Technology characteristics	连续可变气门升程 (CVVL) 250bar 燃油喷射系统, 缸盖集成排气歧管, 中置喷油器, 涡轮增压器与冷却液泵, 可变增压机油泵, 空滤静压高损, 双/排气 VVT
变速器 Transmission	9HDCT
最大扭矩 Max. torque/ (Nm)	500
档位数 Gear ratios	1 2 3 4 5 6 7 8 9 R 17.00 12.19 8.39 6.72 4.82 4.08 3.63 3.40 3.15 2.89

资料来源：雪球，国海证券研究所

图 10: 长城汽车新动力总成 2.0T

项目 ITEM	参数 Parameter
发动机型号 Engine model	GW4N20
排量 Displacement (L)	1.999
最大功率/转速 Max. power/speed (kW/rpm)	150/5500-6300
最大扭矩/转速 Max. torque/speed (Nm/rpm)	320/1500-4000
排放水平 Emission level	State Vtb
技术特点 Technology characteristics	米勒循环, 250bar 燃油喷射系统, 中置喷油器, 电子水泵+电子节温器, 缸盖集成排气歧管, 可变增压机油泵, 高转速涡轮增压, 涡轮增压器, 内冷中冷, 低阻力 DTC 燃油喷射系统, 双涡轮增压系统
变速器 Transmission	9DCT
最大扭矩 Max. torque/ (Nm)	500
档位数 Gear ratios	1 2 3 4 5 6 7 8 9 R 17.00 12.19 8.39 6.72 4.82 4.08 3.63 3.40 3.15 2.89

资料来源：雪球，国海证券研究所

4、投资评级和盈利预测

基于对乘用车行业全年折扣力度波动的考量，我们下调公司 2019 年盈利至 42 亿元，维持 2020 年盈利 60 亿元的预测。预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.46/0.66/0.79 元，对应当前股价 PE 分别为 17/12/10 倍，维持“买入”评级。

表 3: 盈利预测指标

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	99230	102636	112427	123669
增长率(%)	-2%	3%	10%	10%
净利润(百万元)	5207	4189	6038	7172
增长率(%)	4%	-20%	44%	19%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.46	0.66	0.79
ROE(%)	9.88%	7.58%	10.24%	11.31%

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 宏观经济增速低于预期的风险;
- 2) 乘用车市场增速回升无力的风险;
- 3) 新车型销量爬坡不及预期的风险;
- 4) 单车盈利能力回升低于预期的风险。

表 4: 长城汽车盈利预测表

证券代码:	601633.SH				股价:	7.77		投资评级:	买入		日期:	2019-10-11	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E				
盈利能力					每股指标								
ROE	10%	8%	10%	11%	EPS	0.57	0.46	0.66	0.79				
毛利率	18%	18%	19%	19%	BVPS	5.75	6.03	6.44	6.91				
期间费率	9%	13%	13%	12%	估值								
销售净利率	5%	4%	5%	6%	P/E	13.62	16.93	11.74	9.89				
成长能力					P/B	1.35	1.29	1.21	1.12				
收入增长率	-2%	3%	10%	10%	P/S	0.71	0.69	0.63	0.57				
利润增长率	4%	-20%	44%	19%									
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E				
总资产周转率	0.89	0.91	1.01	1.07	营业收入	99230	102636	112427	123669				
应收账款周转率	24.84	18.25	18.25	18.25	营业成本	81481	84616	91186	100048				
存货周转率	18.33	18.33	18.33	18.33	营业税金及附加	3627	3798	4160	4576				
偿债能力					销售费用	4575	4704	5048	5194				
资产负债率	53%	51%	47%	45%	管理费用	1676	4896	5284	5812				
流动比	1.21	1.31	1.39	1.53	财务费用	(494)	(159)	(225)	(279)				
速动比	1.13	1.21	1.29	1.41	其他费用/(-收入)	(58)	(100)	(100)	(100)				
					营业利润	6232	4681	6874	8218				
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	245	285	285	285				
现金及现金等价物	7682	8920	12072	14674	利润总额	6477	4966	7159	8503				
应收款项	3994	5624	6160	6776	所得税费用	1229	745	1074	1275				
存货净额	4445	4823	5201	5708	净利润	5248	4221	6085	7228				
其他流动资产	50005	46409	43725	46536	少数股东损益	40	32	47	56				
流动资产合计	66126	65777	67158	73694	归属于母公司净利润	5207	4189	6038	7172				
固定资产	28994	26164	23618	21356									
在建工程	4406	4436	4466	4866	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E				
无形资产及其他	3391	3052	2747	2472	经营活动现金流	19698	1565	8666	5971				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	5248	4221	6085	7228				
资产总计	111800	112728	111289	115688	少数股东权益	40	32	47	56				
短期借款	12800	16000	16000	16000	折旧摊销	3810	3238	2922	2636				
应付款项	29402	31903	31346	31531	公允价值变动	(140)	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	10740	(5927)	(387)	(3949)				
其他流动负债	12417	2400	800	600	投资活动现金流	(10040)	(1617)	2516	1862				
流动负债合计	54618	50303	48146	48131	资本支出	(802)	2799	2516	1862				
长期借款及应付债券	2158	2158	2158	2158	长期投资	0	0	0	0				
其他长期负债	2336	5000	2000	2000	其他	(9238)	(4416)	0	0				
长期负债合计	4493	7158	4158	4158	筹资活动现金流	(6501)	1557	(2368)	(2813)				
负债合计	59112	57461	52304	52288	债务融资	1496	3200	0	0				
股本	9127	9127	9127	9127	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	52689	55267	58984	63399	其它	(7997)	(1643)	(2368)	(2813)				
负债和股东权益总计	111800	112728	111289	115688	现金净增加额	2771	1506	8815	5020				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

代鹏举，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。