

汽车行业：乘用车海外（出口）系列一

如何建立乘用车海外（出口）数据跟踪体系

核心观点：

- **汽车出口占中国整体出口比重逐步提升，乘用车出口贡献逐步凸显。**
我们在 21 年 7 月报告《新格局下乘用车行业系列报告之八：新格局、新路径下的中国品牌向上》中提到走向国际化是中国品牌实现由大变强的必由之路。根据海关总署和国家统计局，23 年 H1 中国出口金额占 GDP 的比重约 20%，汽车出口金额占中国出口总金额的比例从 20 年的 0.6% 提升至 23 年 H1 的 2.8%，其中乘用车出口金额占汽车出口总金额的比例提升至 70% 左右。乘用车出口销量占批发销量的比例从 15 年的 2.0% 提升至 23 年 H1 的 15.8%，因此对乘用车出口研究的必要性在提升。本篇报告通过探讨如何建立和识别乘用车海外（出口）的关键数据，尝试对中国品牌乘用车海外（出口）销量的持续性与成长性进行跟踪判断，为此我们搭建了“广发乘用车海外（出口）数据库”。
- **乘用车出口数据口径众多，如何从繁杂的数据中寻找最有效的线索呢？**综合考虑乘用车海外（出口）三个数据来源，从出口成长性考虑，现阶段中国品牌海外市占率的提升斜率是最重要的（其他数据也是我们数据库的重要部分）：
(1) 中汽协口径：可跟踪乘用车整体和分车企分车型的出口销量以及分动力类型的销量情况，但较难识别其海外生产和海外库存的问题；
(2) 海关口径：可跟踪乘用车整体分国家出口流向，但无法拆分其中分车企/分品牌的出口流向情况，此外海关出口存在流向港口国家后再转口的情况；
(3) 海外分国家终端销量口径：可高频跟踪中国品牌海外分国家的终端销量和市占率，同时可以结合当地乘用车市场规模、消费者需求特征（分车型种类）、竞争格局（分系列）、动力类型的变化去跟踪判断中国品牌乘用车出口的持续性和成长性。
- **23 年 1-7 月中国品牌海外实销市占率同比增速约 58%，市占率提升依然较快。**根据 Marklines 和各国官网，23 年 7 月剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的市占率为 6.5%，市占率同比增速为 +77.9%。从累计数据来看，23 年 1-7 月剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的平均市占率为 5.7%，市占率同比增速为 +58.4%。
- **投资建议：**结合海外市场现状及中国品牌在综合竞争力表现，乘用车出口的可持续性值得期待。我们建议关注三条线索：1. 整车出口占比高且可贡献盈利弹性的整车公司：上汽乘用车、奇瑞汽车；2. 整车出口占比快速提升且开始显著贡献盈利弹性的公司：吉利汽车、长城汽车（A/H）、长安汽车、比亚迪（A/H）；3. 随自身竞争力或国内下游整车出海加速且可以持续贡献盈利弹性的零部件参与者：耐世特、敏实集团、银轮股份、郑煤机、伯特利、拓普集团、旭升集团、爱柯迪等。
- **风险提示：**海外乘用车景气度不及预期或库存恶化；行业竞争加剧等。

行业评级

买入

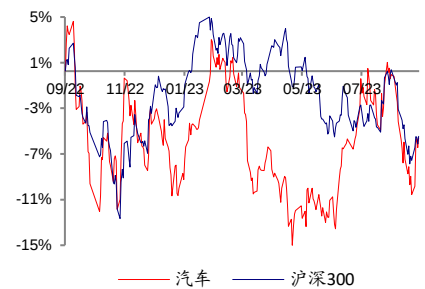
前次评级

买入

报告日期

2023-09-04

相对市场表现



分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师：

周伟



SAC 执证号：S0260522090001



021-38003684



gfzhwei@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、周伟并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

新格局下乘用车行业系列报 2021-07-06

告之八：新格局、新路径下的中国品牌向上

联系人：陈飞彤 021-38003726

gfchenfeitong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
长城汽车	601633.SH	CNY	26.63	2023/08/31	买入	37.49	0.71	1.07	37.51	24.89	17.91	12.90	8.30	11.10
长城汽车	02333.HK	HKD	9.30	2023/8/31	买入	18.34	0.71	1.07	12.13	8.05	16.23	12.61	8.40	11.20
长安汽车	000625.SZ	CNY	12.88	2023/05/15	买入	16.98	1.07	0.96	12.04	13.42	1440.37	1047.22	14.50	11.50
吉利汽车	00175.HK	HKD	9.74	2023/08/24	买入	15.51	0.62	0.89	15.71	10.94	4.25	3.21	7.70	9.90
上汽集团	600104.SH	CNY	14.54	2023/02/17	买入	23.98	1.70	1.82	8.55	7.99	6.37	6.04	7.20	7.80
广汽集团	02238.HK	HKD	4.13	2023/02/26	买入	11.67	1.3	1.63	2.94	2.35	23.82	20.78	11.46	12.45
广汽集团	601238.SH	CNY	10.19	2023/02/26	买入	20.30	1.30	1.63	7.84	6.25	22.85	19.93	11.46	12.45
银轮股份	002126.SZ	CNY	18.27	2023/08/31	买入	26.75	0.74	1.07	24.69	17.07	12.61	9.60	10.80	12.80
耐世特	01316.HK	HKD	5.05	2023/8/20	买入	8.08	0.37	0.47	12.51	9.88	4.99	4.45	6.30	7.40
郑煤机	601717.SH	CNY	12.71	2023/05/06	买入	25.20	1.78	2.20	7.14	5.78	4.91	4.17	14.80	15.30
郑煤机	00564.HK	HKD	7.20	2023/4/1	买入	23.90	1.78	2.2	3.74	3.03	6.46	5.49	14.80	15.30
华域汽车	600741.SH	CNY	19.19	2023/08/31	买入	32.54	2.41	2.65	7.96	7.24	4.26	4.20	13.10	13.30
中国汽研	601965.SH	CNY	21.05	2023/08/27	买入	26.86	0.79	0.90	26.65	23.39	18.10	16.25	11.80	11.90
伯特利	603596.SH	CNY	75.81	2023/08/29	买入	93.31	2.33	3.02	32.54	25.10	23.81	17.62	19.10	19.80
敏实集团	00425.HK	HKD	23.25	2023/08/25	买入	48.56	1.69	2.11	13.76	11.02	7.76	6.64	10.40	11.50
旭升集团	603305.SH	CNY	22.83	2023/04/28	买入	31.59	1.05	1.44	21.74	15.85	13.92	10.27	15.10	17.10
拓普集团	601689.SH	CNY	77.28	2023/08/29	买入	81.12	2.03	2.70	38.07	28.62	23.45	18.04	13.40	13.30
科博达	603786.SH	CNY	79.00	2023/08/21	买入	89.60	1.59	2.08	49.69	37.98	44.51	35.11	13.30	14.60
福耀玻璃	600660.SH	CNY	38.13	2023/08/20	买入	46.94	2.19	2.47	17.41	15.44	12.23	10.37	16.50	15.70
福耀玻璃	03606.HK	HKD	35.50	2023/08/20	买入	48.11	2.19	2.47	15.01	13.30	13.32	11.54	15.30	15.60

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，港股收盘价及合理价值单位为港币，EPS 单位为人民币

目录索引

一、汽车出口占中国整体出口比重逐步提升，乘用车出口贡献逐步凸显	5
（一）金额：23 年 H1 中国出口金额占 GDP 的销量比重约 20%，汽车出口金额占中国出口总金额的比例提升至 2.8%	5
（二）销量：乘用车出口销量 21 年以来增量贡献显著，其中中国品牌乘用车出口销量中枢加速上移	7
二、如何建立中国品牌乘用车出口的数据跟踪体系？	10
（一）中国品牌车企海外中短期有望持续突破的市场规模为 3000-4000 万辆，其中可持续跟踪的国家销量占比 90%左右	10
（二）23 年 1-7 月中国品牌海外市占率的同比增速约为 58%，市占率提升斜率依然较快	12
三、中国品牌海外（出口）核心关注数据	14
四、投资建议	18
五、风险提示	19

图表索引

图 1: 中国出口金额 (亿美元) 和同比增速 (%)	5
图 2: 中国出口金额占 GDP 比重变化情况 (%)	6
图 3: 汽车出口金额 (亿美元) 和占中国出口金额比例 (%)	6
图 4: 中国乘用车月度出口金额 (亿美元) 和占汽车出口金额比例 (%)	7
图 5: 中国汽车年度出口销量 (万辆) 和同比增速 (%)	8
图 6: 中国乘用车年度出口销量(万辆)和同比增速 (%)	8
图 7: 中国品牌乘用车月度出口销量 (万辆) 和同比增速 (%)	9
图 8: 乘用车出口销量占批发销量比例变化情况 (万辆, %)	9
图 9: 乘用车出口数据跟踪维度和口径分析.....	10
图 10: 全球和海外乘用车年度销量 (万辆)	11
图 11: 剔除美日韩后海外可跟踪国家乘用车销量占比 (万辆, %)	11
图 12: 中国品牌海外终端销量 (万辆) 和同比增速 (%)	12
图 13: 剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率 (%)	12
图 14: 剔除美日韩和俄罗斯后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率 (%)	13
图 15: 西欧市场中国品牌乘用车加权市占率 (%)	14
图 16: 俄罗斯市场中国品牌乘用车加权市占率 (%)	14
图 17: 东南亚市场中国品牌乘用车加权市占率 (%)	14
图 18: 澳新市场中国品牌乘用车加权市占率 (%)	14
图 19: 非洲市场中国品牌乘用车加权市占率 (%)	14
图 20: 南美洲市场中国品牌乘用车加权市占率 (%)	14
图 21: 上汽乘用车海外可跟踪国家终端销量 (万辆) 和同比增速 (%)	15
图 22: 奇瑞汽车海外可跟踪国家终端销量 (万辆) 和同比增速 (%)	15
图 23: 长城汽车海外可跟踪国家终端销量 (万辆) 和同比增速 (%)	16
图 24: 吉利汽车海外可跟踪国家终端销量 (万辆) 和同比增速 (%)	16
图 25: 比亚迪海外可跟踪国家终端销量 (万辆) 和同比增速 (%)	17

我们在21年7月报告《新格局下乘用车行业系列报告之八：新格局、新路径下的中国品牌向上》中提到走向国际化是中国品牌实现由大变强的必由之路。根据海关总署和国家统计局，23年H1中国出口金额占GDP的比重约20%，汽车出口金额占中国出口总金额的比例从20年的0.6%提升至23年H1的2.8%。

乘用车出口销量占批发销量的比例从15年的2.0%提升至23年H1的15.8%，因此对乘用车出口研究的必要性在提升。本篇报告通过探讨如何建立和识别乘用车海外（出口）的数据跟踪体系与关键数据，尝试对中国乘用车海外（出口）市场的持续性与成长性进行跟踪判断，为此我们搭建了“广发海外乘用车（出口）数据库”。

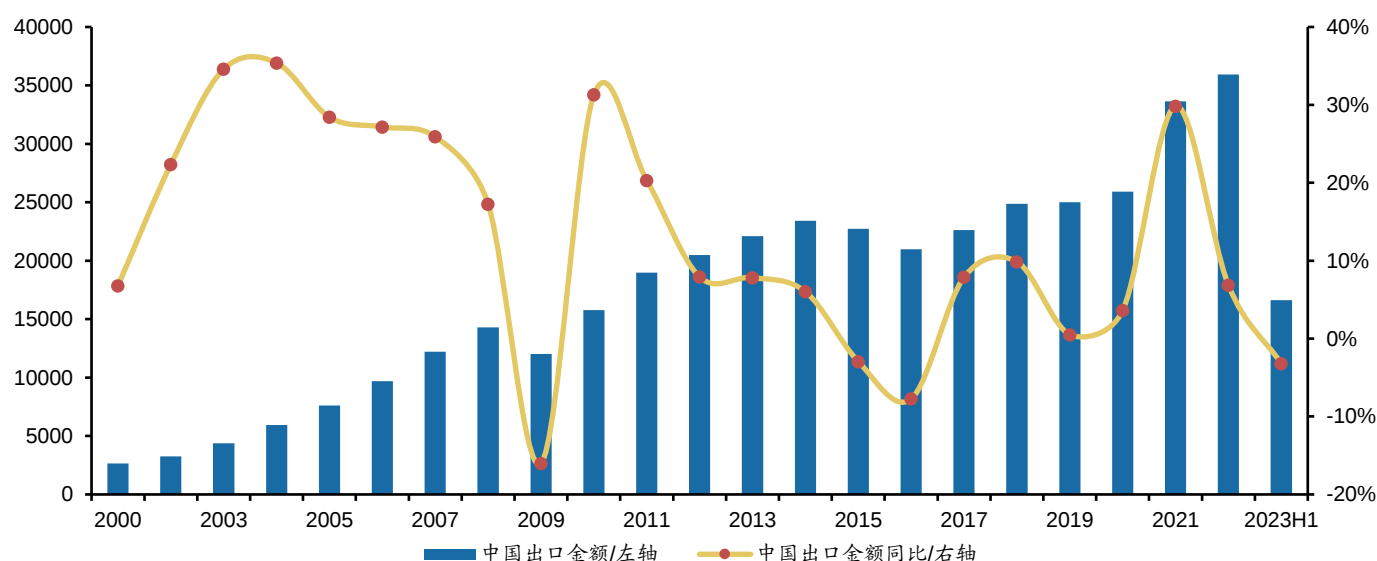
一、汽车出口占中国整体出口比重逐步提升，乘用车出口贡献逐步凸显

（一）金额：23年H1中国出口金额占GDP的销量比重约20%，汽车出口金额占中国出口总金额的比例提升至2.8%

汽车出口占中国整体出口比重逐步提升，22年以来拉动力度稳步提升。根据海关总署，22年中国出口金额为35936.0亿美元，同比增长6.9%。中国出口金额占GDP的比重为20.6%，同比+2.0pct。其中22年汽车出口金额为601.7亿美元，同比增长74.5%，占中国出口总金额的比例为1.7%。

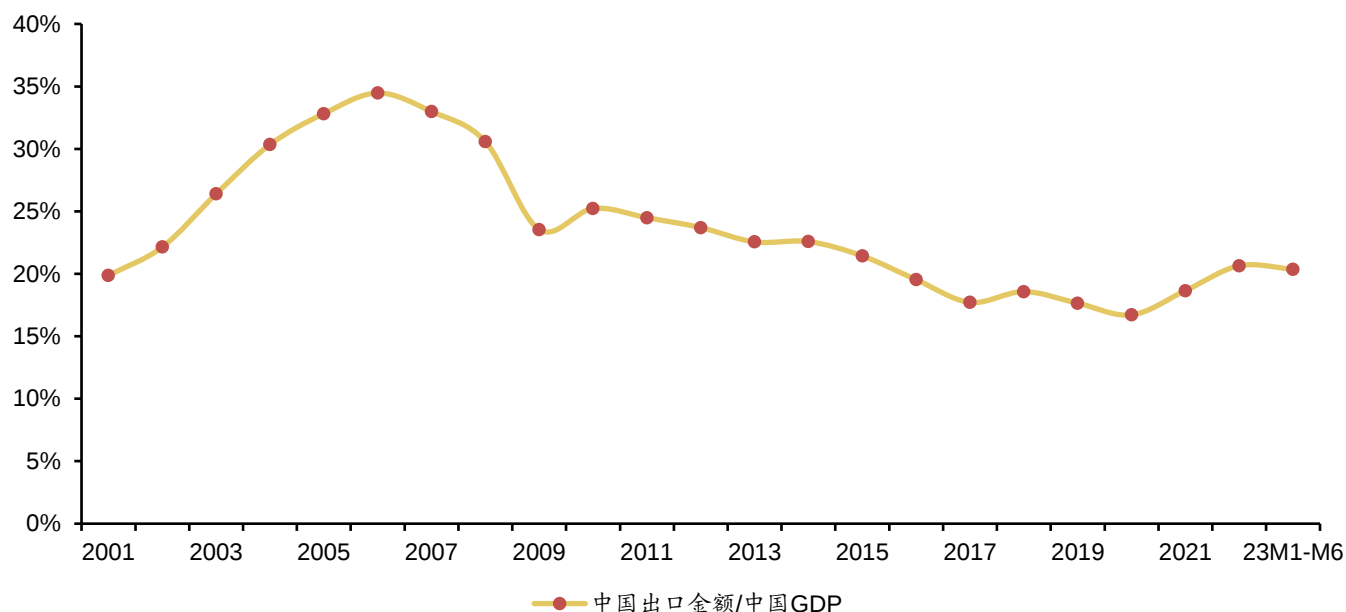
从23年累计数据来看，23年H1中国出口金额为16631.5亿美元，同比下降3.2%。中国出口金额占GDP的比重为20.4%，同比基本持平。其中23年H1汽车出口累计金额为464.8亿美元，同比增长108.2%，汽车出口金额占中国出口总金额的比例为2.8%，较22年H1同比提升1.5pct，汽车出口金额占中国出口总金额的比例持续提升。

图 1：中国出口金额（亿美元）和同比增速（%）



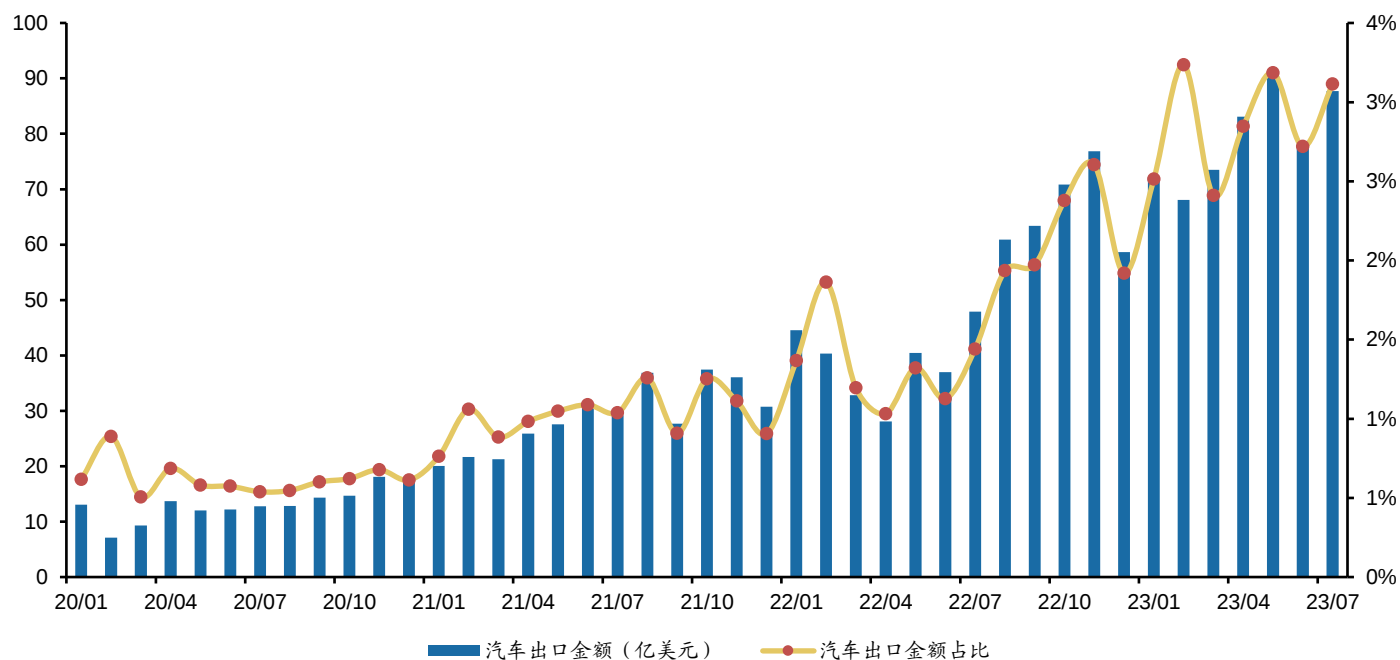
数据来源：国家统计局，海关总署，广发证券发展研究中心

图 2：中国出口金额占GDP比重变化情况（%）



数据来源：国家统计局，海关总署，广发证券发展研究中心

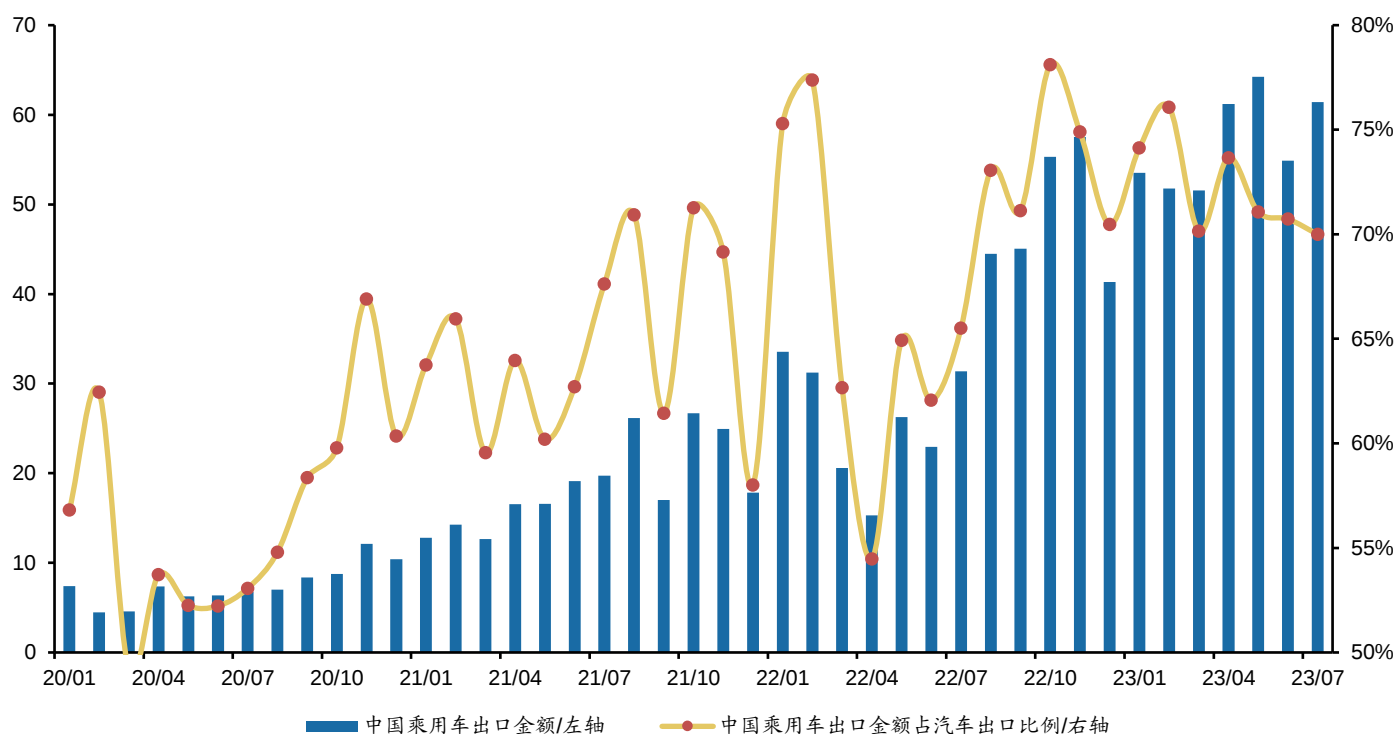
图 3：汽车出口金额（亿美元）和占中国出口金额比例（%）



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

乘用车出口金额占汽车出口比重整体提升，出口贡献逐步凸显。根据海关总署，22年中国乘用车出口金额为425.0亿美元，同比增长89.4%，占汽车出口总金额的比例为70.6%。23年M1-M7中国乘用车累计出口金额为398.6亿美元，同比累计增长120.0%，占汽车出口总金额的比例为72.1%。从月度数据来看，23年7月乘用车出口金额为61.4亿美元，占汽车出口总金额的比例下滑至70.0%。

图 4：中国乘用车月度出口金额（亿美元）和占汽车出口金额比例（%）



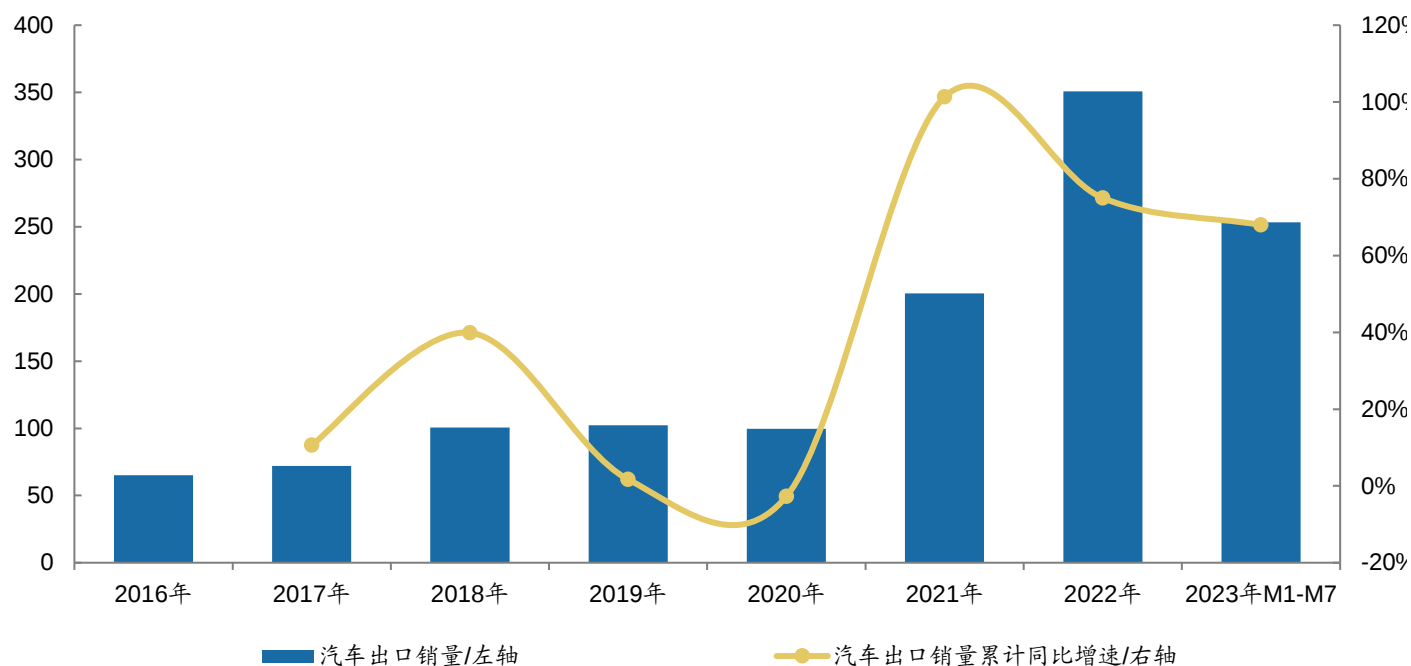
数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

（二）销量：乘用车出口销量21年以来增量贡献显著，其中中国品牌乘用车出口销量中枢加速上移

从销量端来看，乘用车出口销量21年以来增量贡献显著。根据中汽协，22年中国乘用车出口销量为252.6万辆，同比增长57.6%，占汽车出口销量的比例为72.0%。23年M1-M7中国乘用车累计出口销量为210.5万辆，同比累计增长77.5%，占同期汽车累计出口销量的比例为83.1%，乘用车出口销量贡献进一步提升。

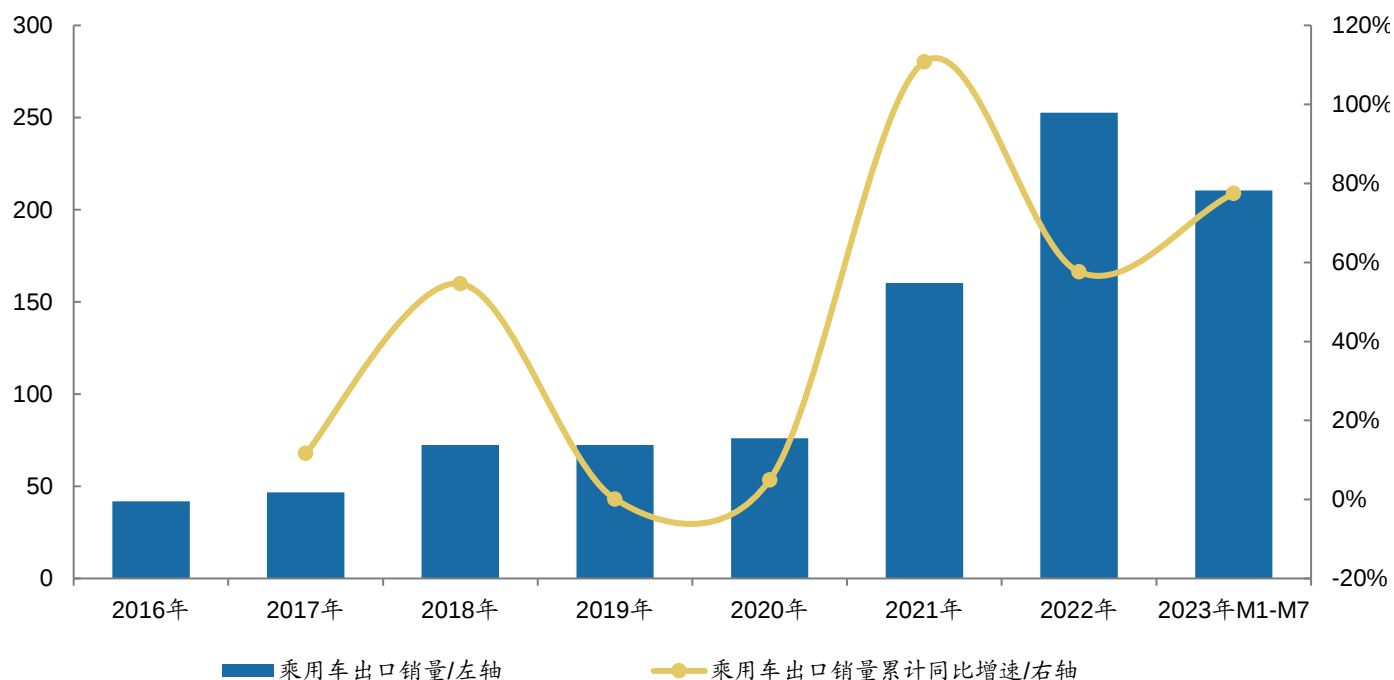
分系别来看，中国品牌乘用车出口销量中枢加速上移。根据中汽协，22年中国品牌乘用车出口销量为185.1万辆，同比增长58.9%，占乘用车出口销量的比例为73.3%。23年M1-M7中国乘用车累计出口销量为163.1万辆，同比累计增长88.2%，占同期乘用车累计出口销量的比例为77.5%，中国品牌乘用车出口表现亮眼。

图5: 中国汽车年度出口销量(万辆)和同比增速(%)



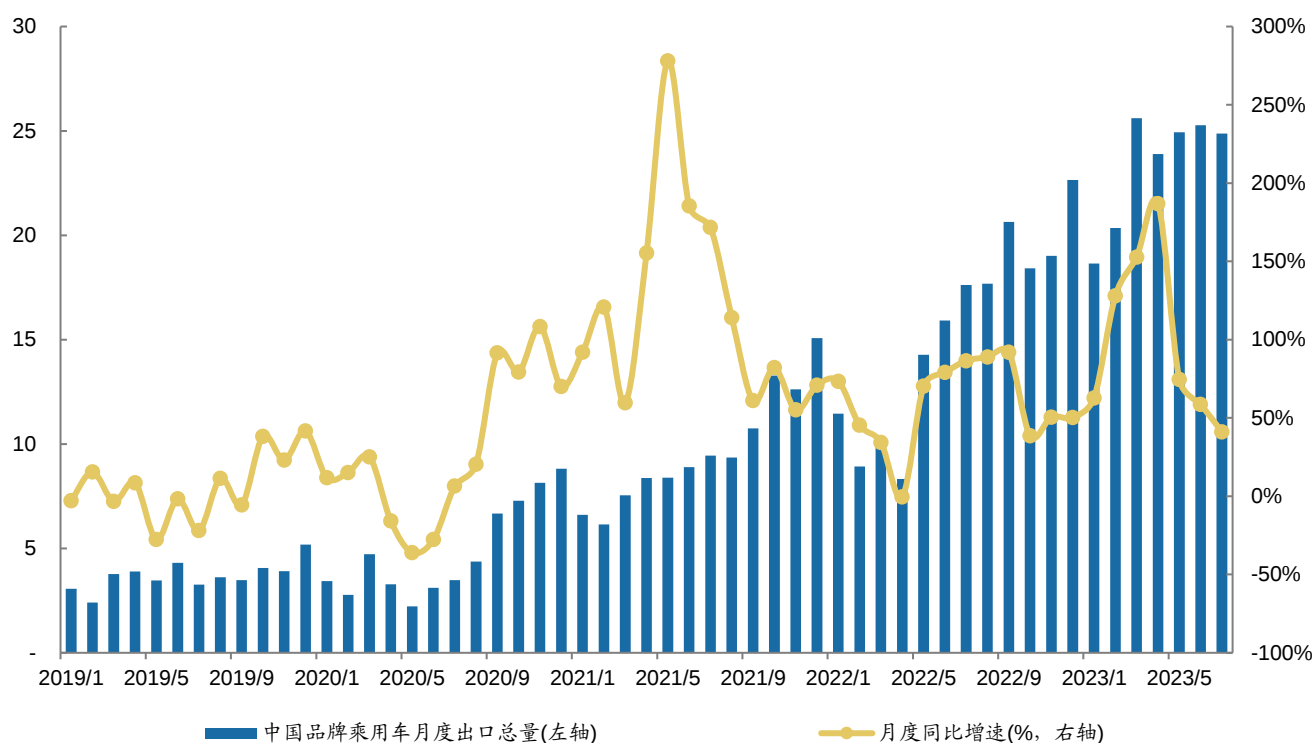
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图6: 中国乘用车年度出口销量(万辆)和同比增速(%)



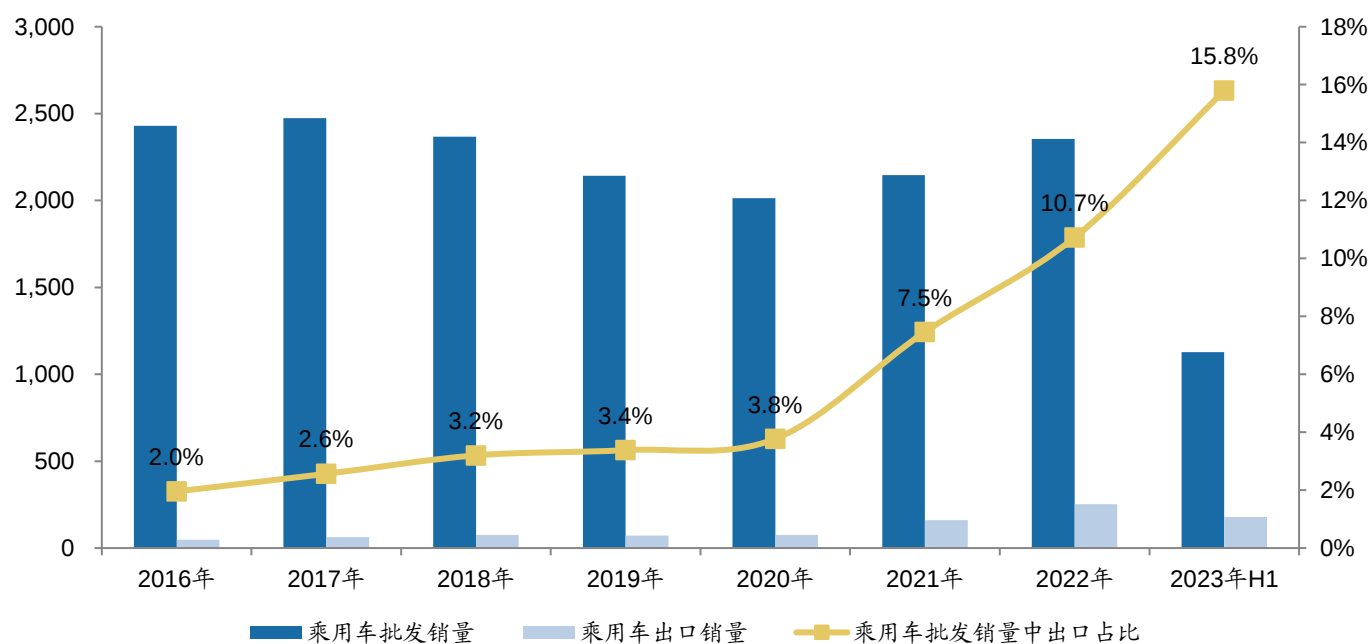
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图7：中国品牌乘用车月度出口销量（万辆）和同比增速（%）



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图8：乘用车出口销量占批发销量比例变化情况（万辆，%）



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

二、如何建立中国品牌乘用车出口的数据跟踪体系？

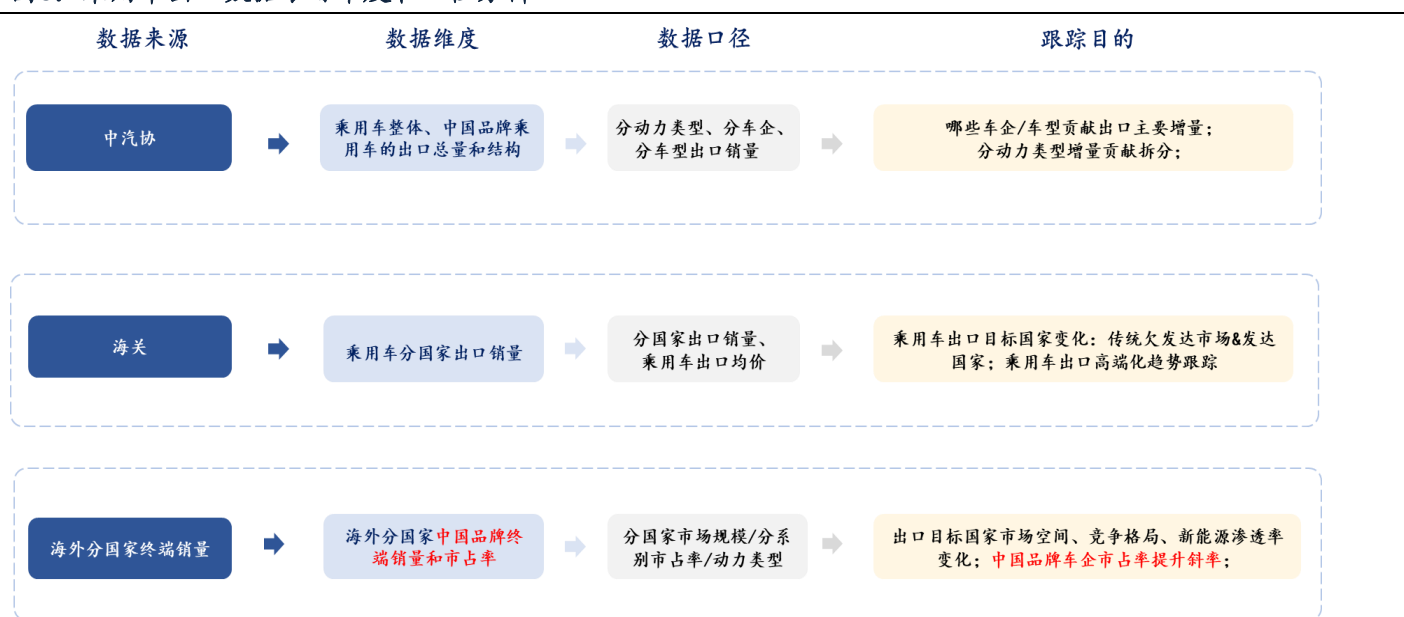
乘用车出口数据口径众多，如何从繁杂的数据中寻找最有效的线索呢？综合考虑乘用车海外（出口）三个数据口径，从出口成长性考虑，现阶段中国品牌海外市占率的提升斜率是最重要的（其他数据也是数据库的重要组成部分）：

（1）中汽协口径：可跟踪乘用车整体和分车企分车型的出口销量以及分动力类型的销量情况，但较难识别其海外生产和海外库存的问题；

（2）海关口径：可跟踪乘用车整体分国家出口流向，但无法拆分其中分车企/分品牌的出口流向情况，此外海关出口存在流向港口国家后再转口的情况；

（3）海外分国家实销口径：可高频跟踪中国品牌海外分国家的终端销量和市占率，同时可以结合当地乘用车的市场规模、消费者需求特征（分车型种类）、竞争格局（分系列）、动力类型的变化去跟踪判断中国品牌乘用车出口的持续性和成长性。

图9：乘用车出口数据跟踪维度和口径分析



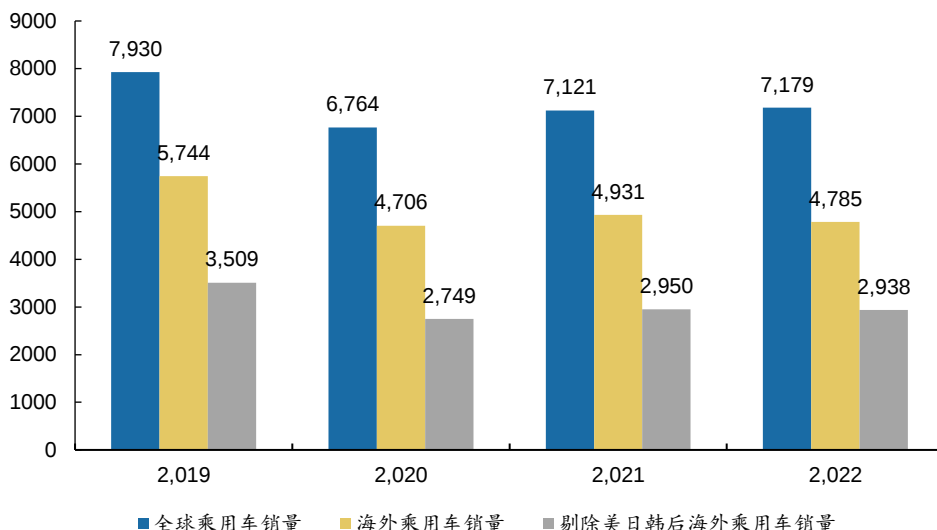
数据来源：广发证券发展研究中心

（一）中国品牌车企海外中短期有望持续突破的市场规模为3000-4000万辆，其中可持续跟踪的国家销量占比90%左右

中国品牌车企海外有望持续突破的市场空间为3000-4000万辆。根据OICA和Marklines数据，2019-2022年全球乘用车（部分国家统计口径含皮卡，下同）销量为7000-8000万，其中海外乘用车销量为4700-5700万辆。考虑到美日韩市场中国品牌车企中短期成功突破的概率较小，剔除美日韩后海外乘用车销量为3000-4000万辆，以上销量规模即为中国品牌车企有望持续突破的海外市场空间。

海外可持续高频跟踪的国家销量占中国品牌车企海外有望持续突破的市场空间比例为90%左右。根据Marklines和各国官网数据，剔除美日韩后19-22年海外可持续跟踪的国家终端销量分别为3085.7万辆、2388.4万辆、2658.0万辆和2654.1万辆，占剔除美日韩后海外乘用车销量的比例分别为87.9%、86.9%、90.1%和90.3%。整体来看，海外可持续高频跟踪的国家销量占潜在突破空间的比例基本稳定。

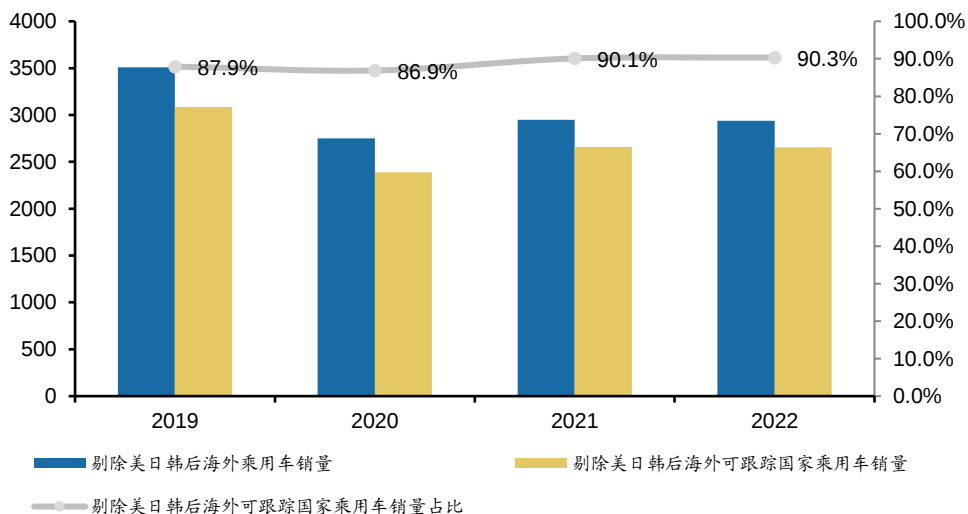
图10: 全球和海外乘用车年度销量（万辆）



数据来源：OICA，Marklines，各国官网，广发证券发展研究中心

注：（1）俄罗斯、加拿大、美国、墨西哥、阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、澳大利亚、巴西、智利、哥伦比亚、澳大利亚、泰国、马来西亚、沙特阿拉伯、菲律宾、埃及和南非国家的销量统计中含有皮卡，主要系考虑到海外皮卡乘商两用的属性；
（2）海外较难跟踪销量的国家主要为中东地区、非洲、美洲地区的部分国家
（3）全球乘用车销量统计中韩国、印度为批发销量口径，其余国家为终端销量口径

图11: 剔除美日韩后海外可跟踪国家乘用车销量占比（万辆，%）



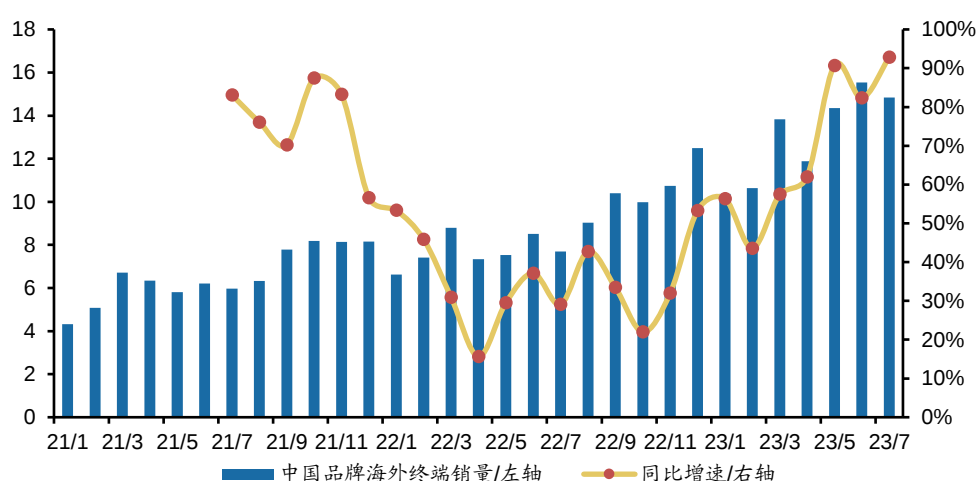
数据来源：OICA，Marklines，各国官网，广发证券发展研究中心

(二) 23 年 1-7 月中国品牌海外市占率的同比增速约为 58%，市占率提升斜率依然较快

23年1-7月中国品牌海外市占率的同比增速约为58%，市占率提升斜率没有放缓。根据Marklines和各国官网数据，23年7月剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的终端销量为14.8万辆，同比增速为+92.8%。从累计数据来看，23年1-7月剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的终端销量为91.4万辆，同比增速为+69.7%。

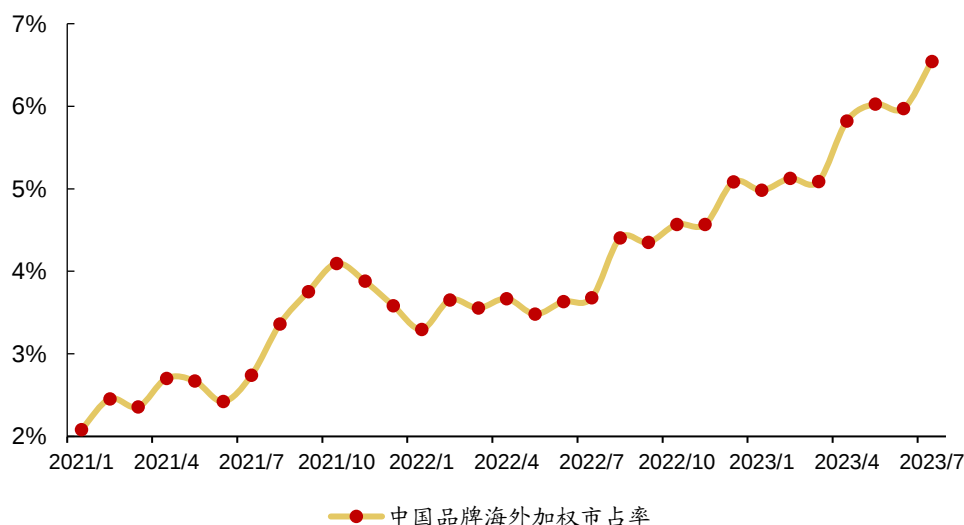
从市占率来看，23年7月剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的市占率为6.5%，市占率的同比增速为+77.9%。从累计数据来看，23年1-7月剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的平均市占率为5.7%，市占率的同比增速为+58.4%。整体来看，中国品牌在海外终端实销口径下的市占率提升依然较快。

图12: 中国品牌海外终端销量（万辆）和同比增速（%）



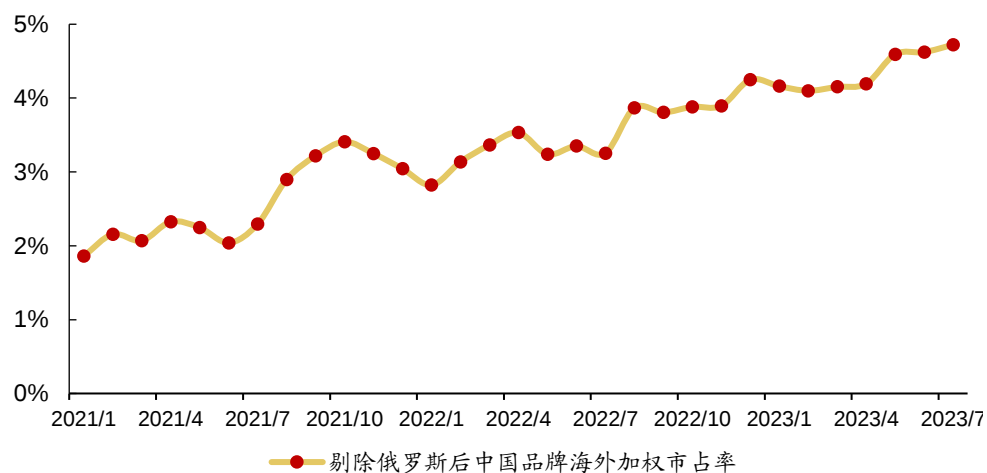
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图13: 剔除美日韩后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率（%）



数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图14: 剔除美日韩和俄罗斯后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率 (%)

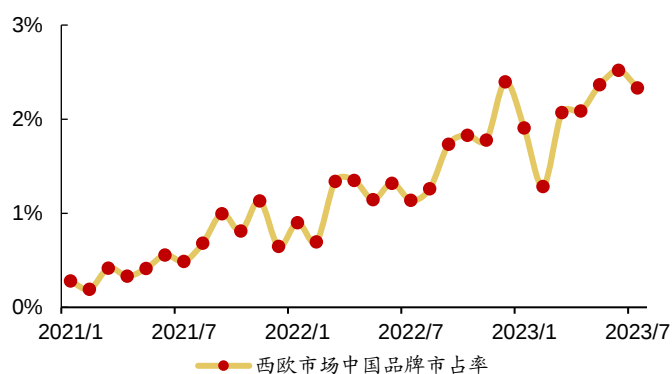


数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

三、中国品牌海外（出口）核心关注数据

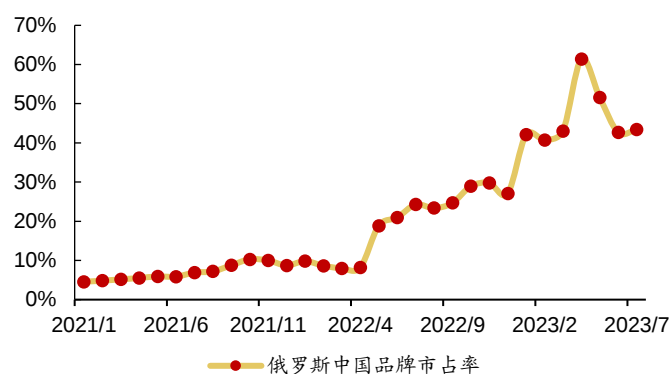
上文主要通过探讨如何建立和识别乘用车海外（出口）的数据跟踪体系与关键数据，尝试对中国乘用车海外（出口）市场的持续性与成长性进行跟踪判断，为此我们搭建了“广发乘用车海外（出口）数据库”，其中部分核心关注数据如下，以下市占率和销量统计均为剔除美日韩后可跟踪国家的终端销量口径。

图15：西欧市场中国品牌乘用车加权市占率（%）



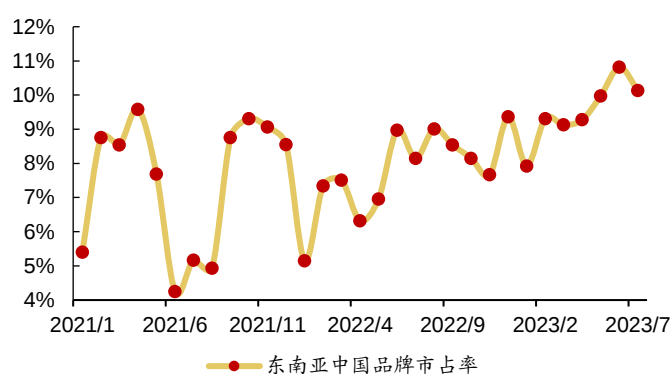
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图16：俄罗斯市场中国品牌乘用车加权市占率（%）



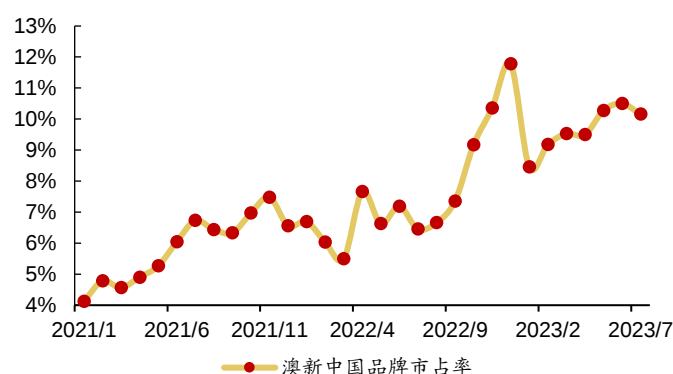
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图17：东南亚市场中国品牌乘用车加权市占率（%）



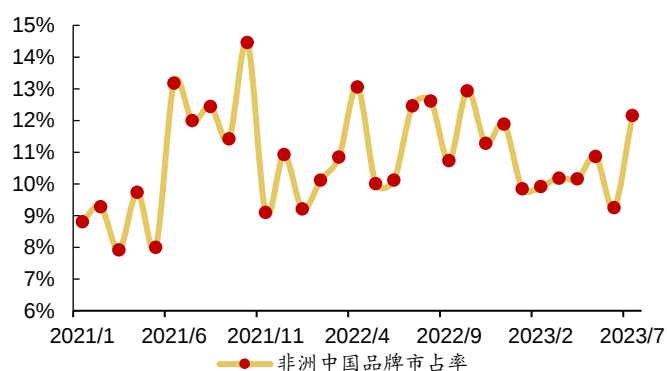
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图18：澳新市场中国品牌乘用车加权市占率（%）



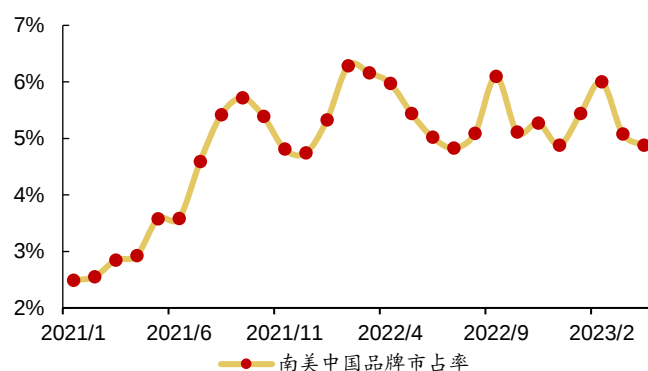
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图19：非洲市场中国品牌乘用车加权市占率（%）



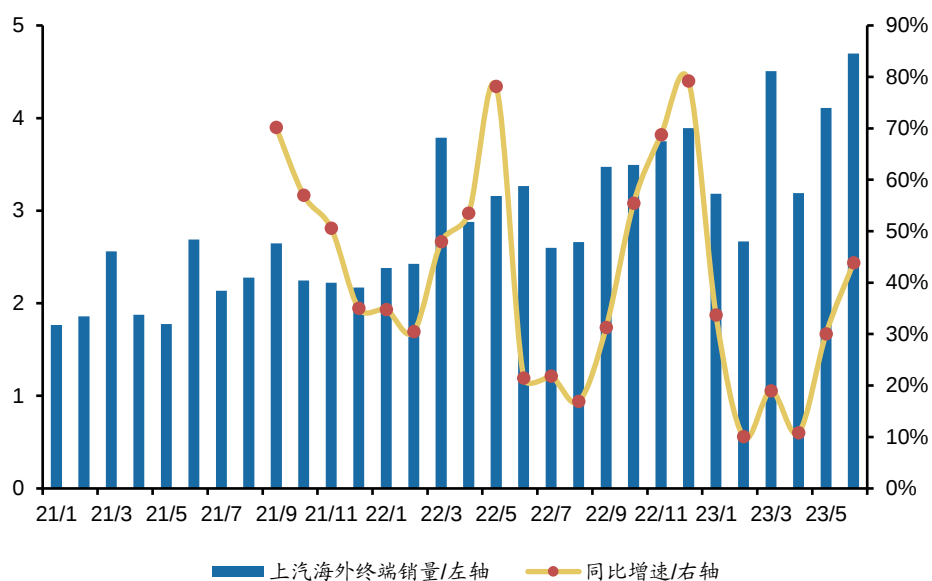
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图20：南美洲市场中国品牌乘用车加权市占率（%）



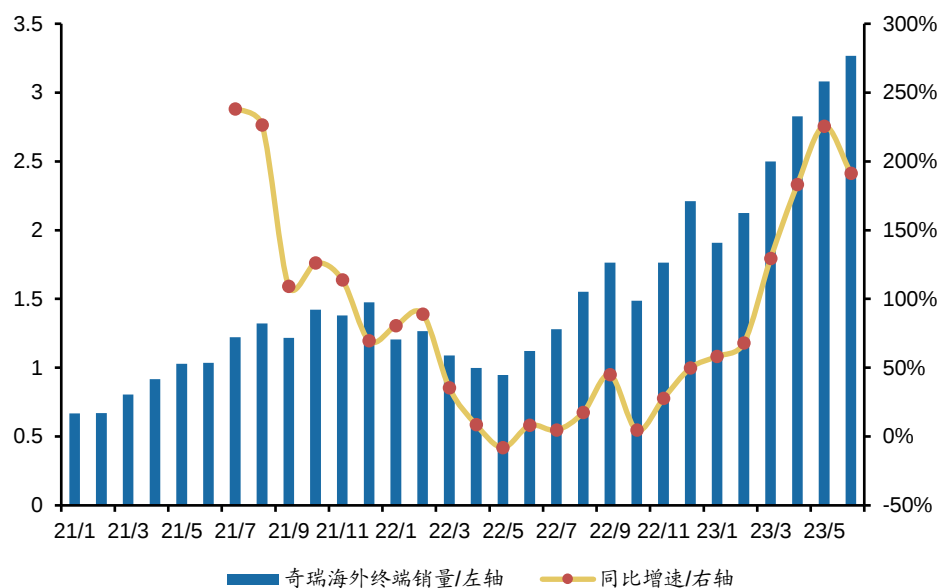
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图21: 上汽乘用车海外可跟踪国家终端销量(万辆)和同比增速(%)



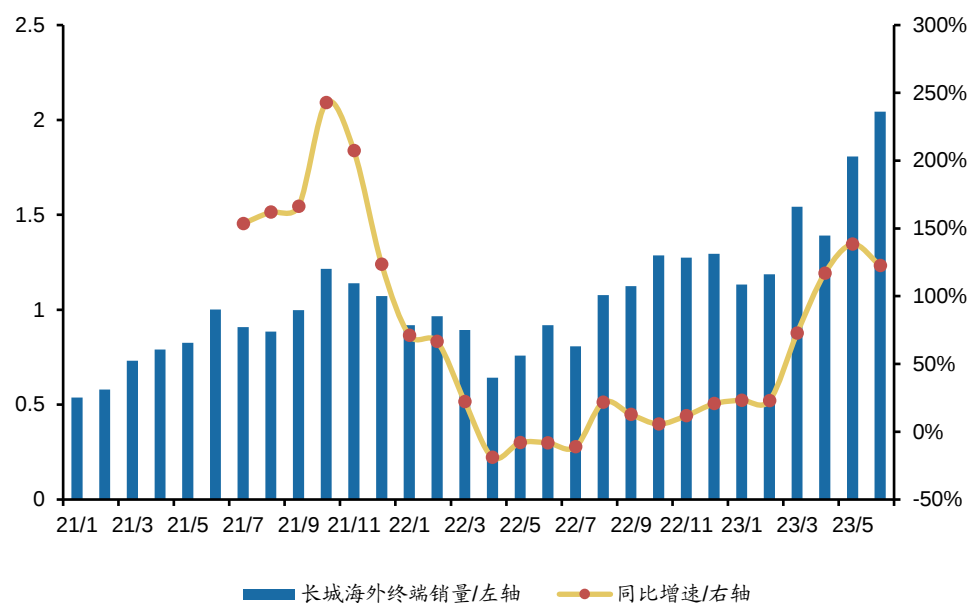
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图22: 奇瑞汽车海外可跟踪国家终端销量(万辆)和同比增速(%)



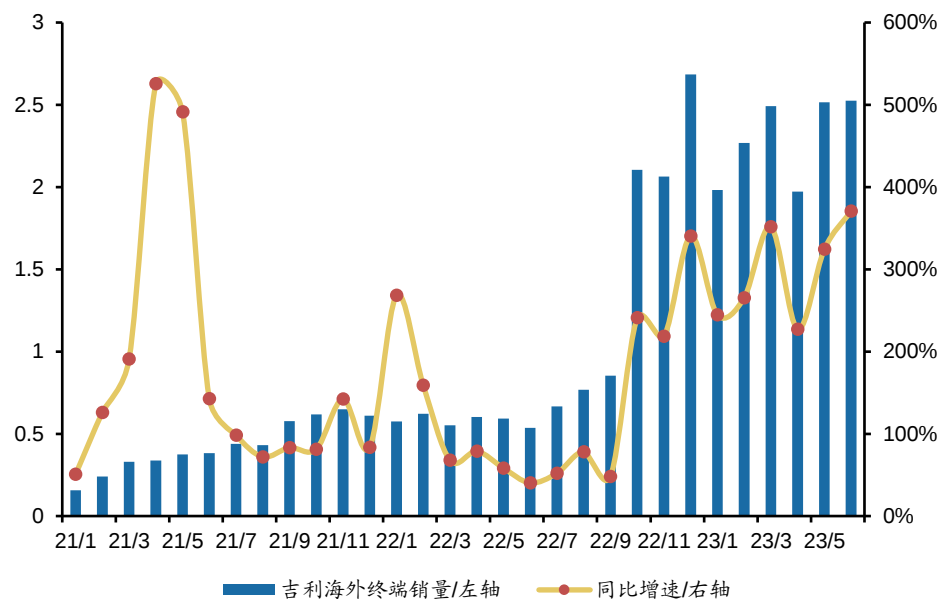
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图23: 长城汽车海外可跟踪国家终端销量(万辆)和同比增速(%)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

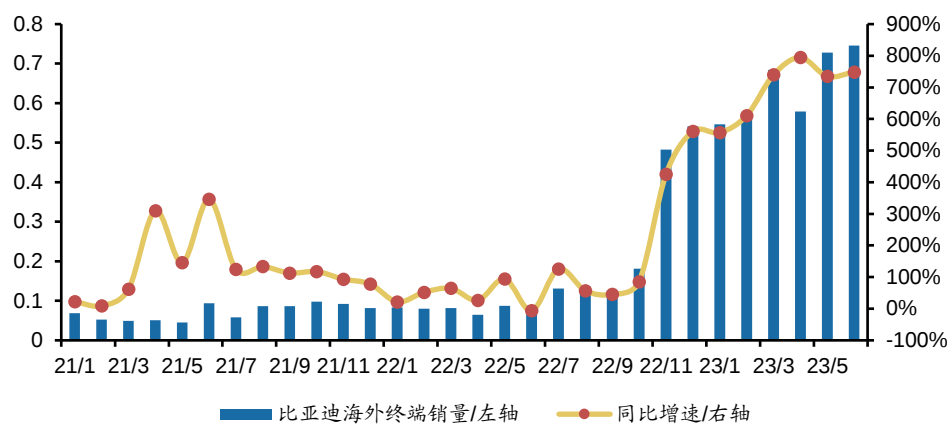
图24: 吉利汽车海外可跟踪国家终端销量(万辆)和同比增速(%)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

注: 吉利汽车的销量统计中包含宝腾汽车

图25: 比亚迪海外可跟踪国家终端销量(万辆)和同比增速(%)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

结合海外市场现状及中国品牌在综合竞争力表现，乘用车出口的可持续性值得期待。我们建议关注三条线索：

1. 整车出口占比高且可贡献盈利弹性的整车公司：上汽乘用车、奇瑞汽车；
2. 整车出口占比快速提升且开始显著贡献盈利弹性的公司：吉利汽车、长城汽车（A/H）、长安汽车、比亚迪（A/H）；
3. 随自身竞争力或国内下游整车出海加速且可以持续贡献盈利弹性的零部件参与者：耐世特、敏实集团、银轮股份、郑煤机、伯特利、拓普集团、旭升集团、爱柯迪等。

五、风险提示

海外乘用车景气度不及预期。受宏观经济、消费环境、通胀预期等多重因素影响，海外乘用车行业景气度存在下降的可能性。

海外乘用车库存恶化。受进口政策、船运周期和海外市场需求波动等多重因素影响，海外乘用车库存有恶化的可能性。

行业竞争加剧。在中国品牌车企海外销量不断提升的同时其面临的市场竞争日趋激烈，同时企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

广发汽车行业研究小组

张 乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

闫 俊 刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

邓 崇 静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。

周 伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈 飞 彤：高级研究员，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张 力 月：高级研究员，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。