

传统与新兴齐飞

2016年汽车行业投资策略

长城证券研究所 高端装备研究小组

曲小溪 010-88366060-8712
执业证书编号: S1070514090001

联系人:

李金锦 010-88366060-8862
从业证书编号: S0100115050019

核心观点

- **汽车及零部件行业投资评级：维持“推荐”**
- **传统汽车：行业景气度回升，结构性机会**
 - ✓ 行业景气回升，1.6L购置税减半政策，2015年部分抑制需求将带动16年传统汽车高于潜在增速运行，行业低估值龙头企业将获得超额收益。
 - ✓ SUV渗透率持续提升，关注有竞争力SUV产品的公司。
 - ✓ 重点标的：长安汽车、长城汽车
- **节能与新能源汽车：轻量化、新能源物流车、充电基础设施**
 - ✓ 汽车节能是必然趋势，资源限制和政策约束力度逐渐加大。轻量化和高效内燃机等是主要技术，我们看好轻量化发展前景，推荐万丰奥威、广东鸿图
 - ✓ 2016年新能源汽车将从15年的补贴驱动回归到品质驱动，竞争力强的产品才能获得高额补贴。2大看点：1) 新能源物流车将引领16年新能源汽车高增长，关注江淮汽车、江铃汽车、福田汽车。2) 充电基础设施政策支持力度加大，车桩缺口大，发展空间可期，推荐关注万马股份、奥特迅等
- **汽车后市场：反垄断措施、信息公开、互联网重构**
 - ✓ 汽车保有量快速增长，提供后市场大空间
 - ✓ 反垄断政策不断加码，打破配件等垄断渠道，利好第三方零配件，维修企业
 - ✓ 重点标的：隆基机械

2015行情回顾

传统汽车：2016全面复苏的一年

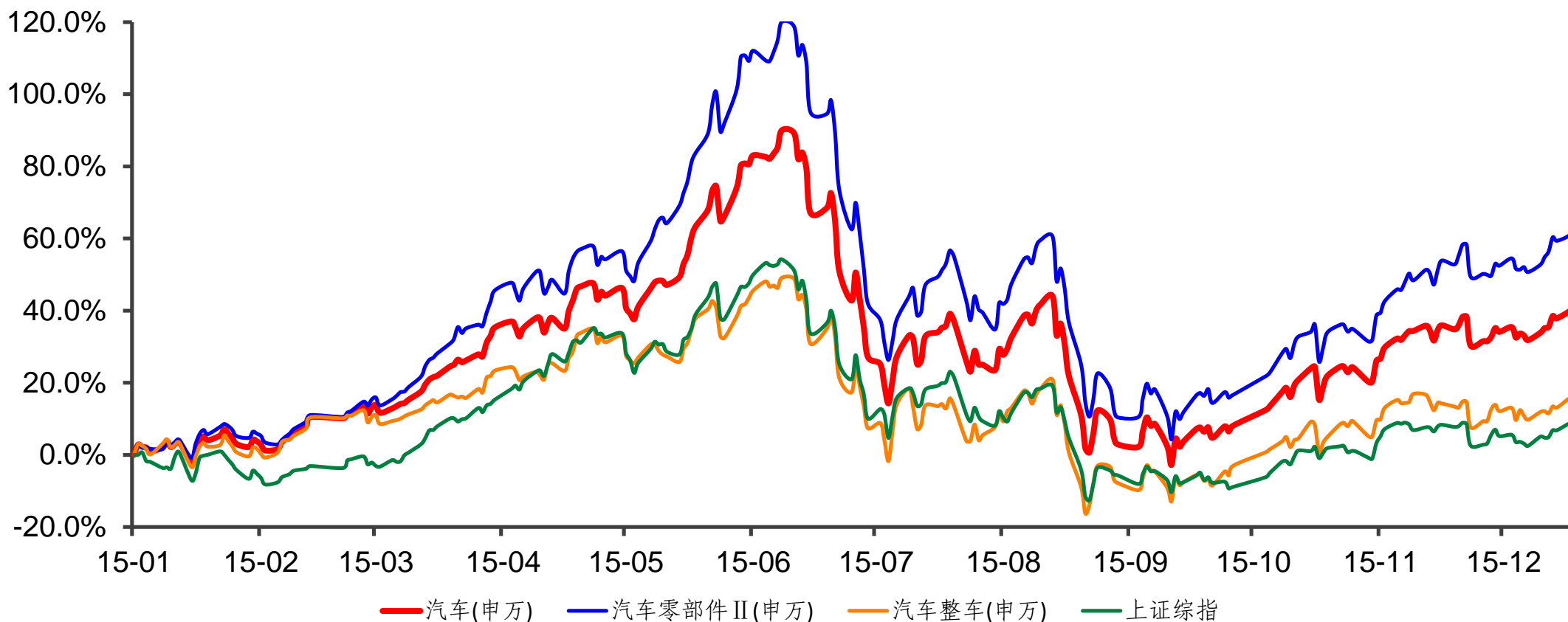
节能与新能源：轻量化与新能源物流车

汽车后市场：反垄断与互联网重构

重点公司估值

Part 1 2015年行情回顾

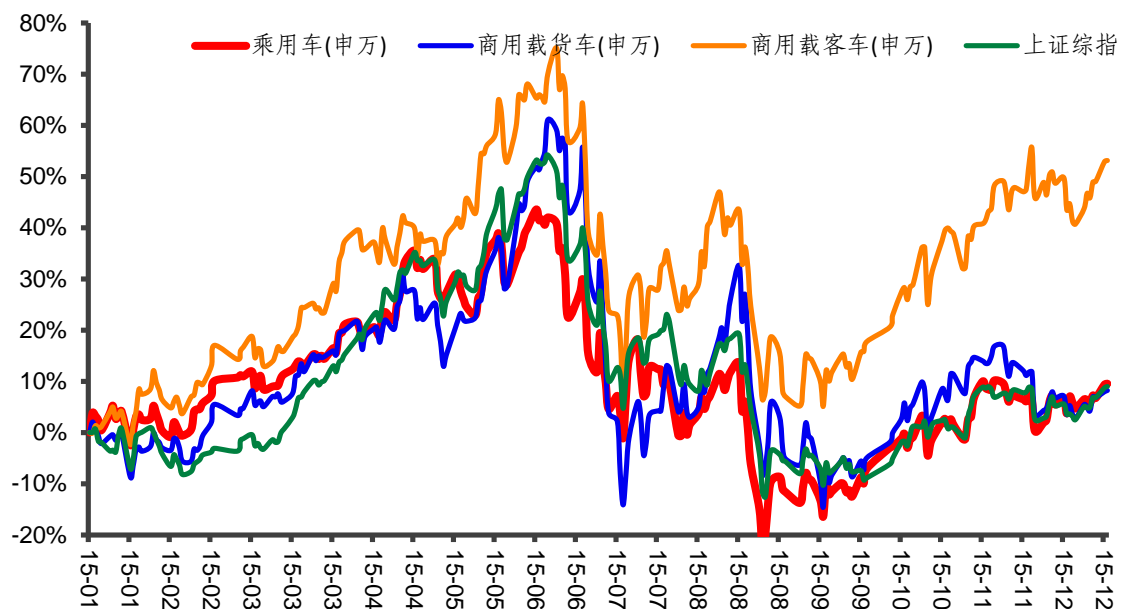
整车与零部件表现分化



- 整车与零部件表现分化：零部件涨幅明显好于整车。

- ✓ 截至2015年12月23日，汽车板块增长41.3%，汽车整车上涨15.9%，零部件上涨63.1%

整车内各子版块表现

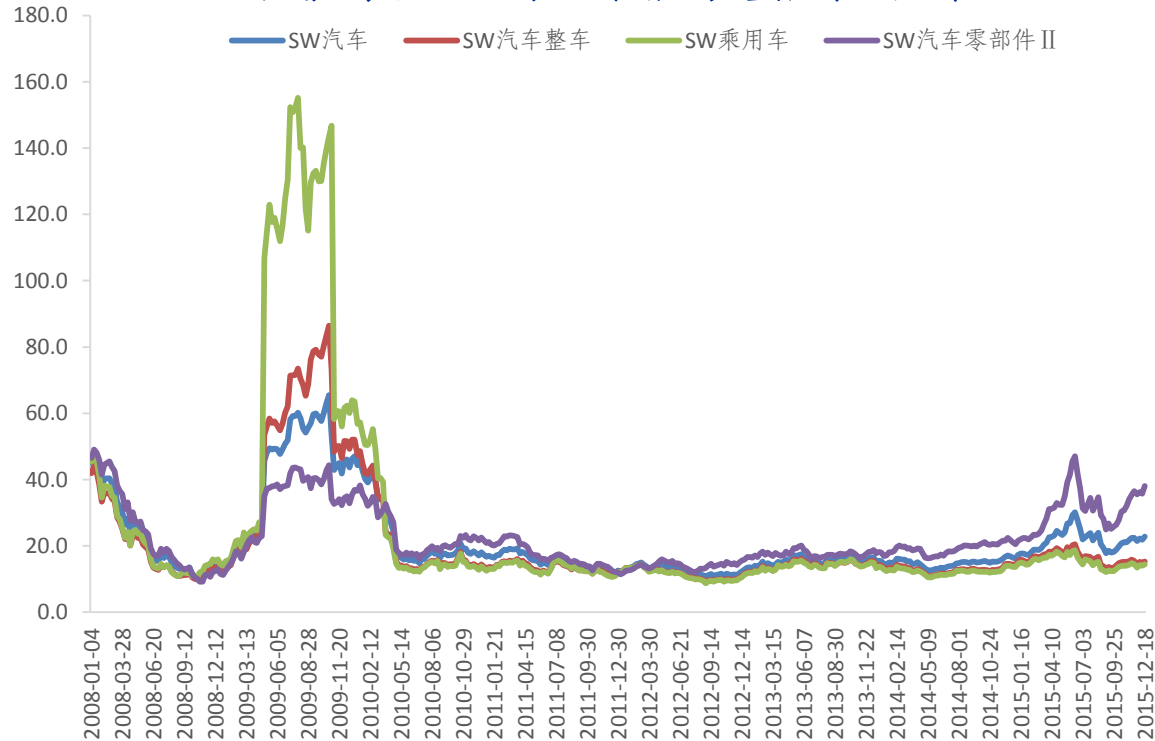


涨幅居前的零配件股票

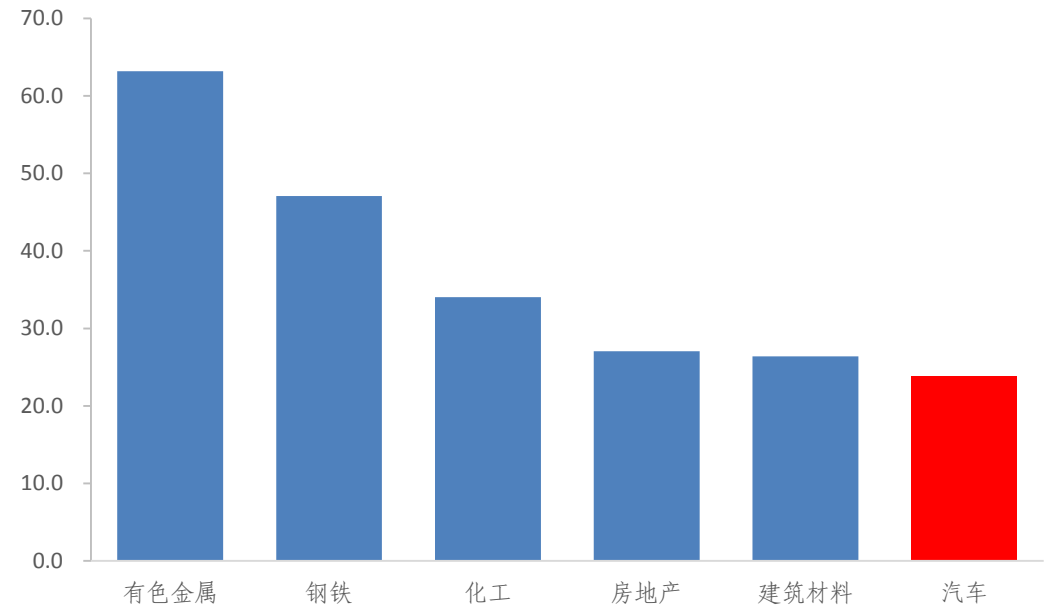
代码	股票	涨幅	概念
002625.SZ	龙生股份	630.5	借壳上市;新材料;超涨;高送转
603085.SH	天成自控	369.6	次新股;小盘绩优;超涨
603023.SH	威帝股份	361.8	汽车(客车)电子
600482.SH	风帆股份	302.2	重组;央企;新能源电池
300432.SZ	富临精工	300.8	高送转概念;质押式回购;超涨;高送转
002590.SZ	万安科技	291.8	智能汽车;超涨;高送转
000710.SZ	天兴仪表	247.9	重组;涉矿;举牌;超涨
000622.SZ	恒立实业	232.7	借壳上市;超涨;并购阶段(需定增)
002488.SZ	金固股份	230.1	汽车后市场, 智能汽车
603158.SH	腾龙股份	206.1	质押式回购;小盘绩优;超涨
002284.SZ	亚太股份	205.3	智能汽车;超涨;高送转
002765.SZ	蓝黛传动	183.9	次新股;质押式回购;超涨
002085.SZ	万丰奥威	179.6	汽车后市场, 轻量化
002536.SZ	西泵股份	176.7	高送转概念;超涨;预增;高送转
300100.SZ	双林股份	170.1	新能源汽车;超涨;预增

- 汽车整车主要受乘用车和卡车板块拖累，客车板块涨幅较好。
 - ✓ 截至2015年12月23日，乘用车板块上涨9.5%，卡车板块上涨8.2%，客车上涨53.1%，上证综指上涨9.0%
- 汽车零部件板块大幅上涨主要受益新能源汽车、智能汽车和汽车后市场等新兴市场带动。

整车板块已经处于历史估值低位



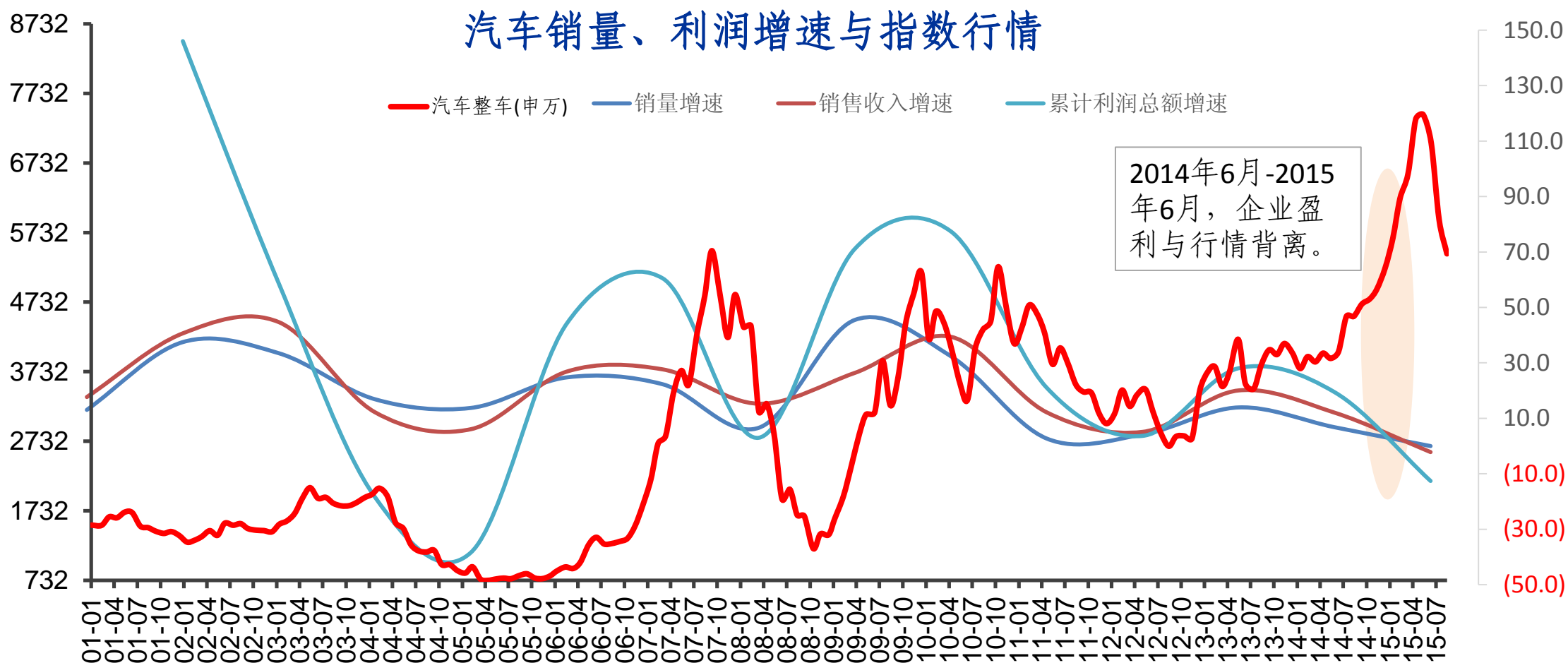
周期行业中估值最低 (PE整体法 剔除负值)



● 汽车行业当前估值低，尤其是整车板块

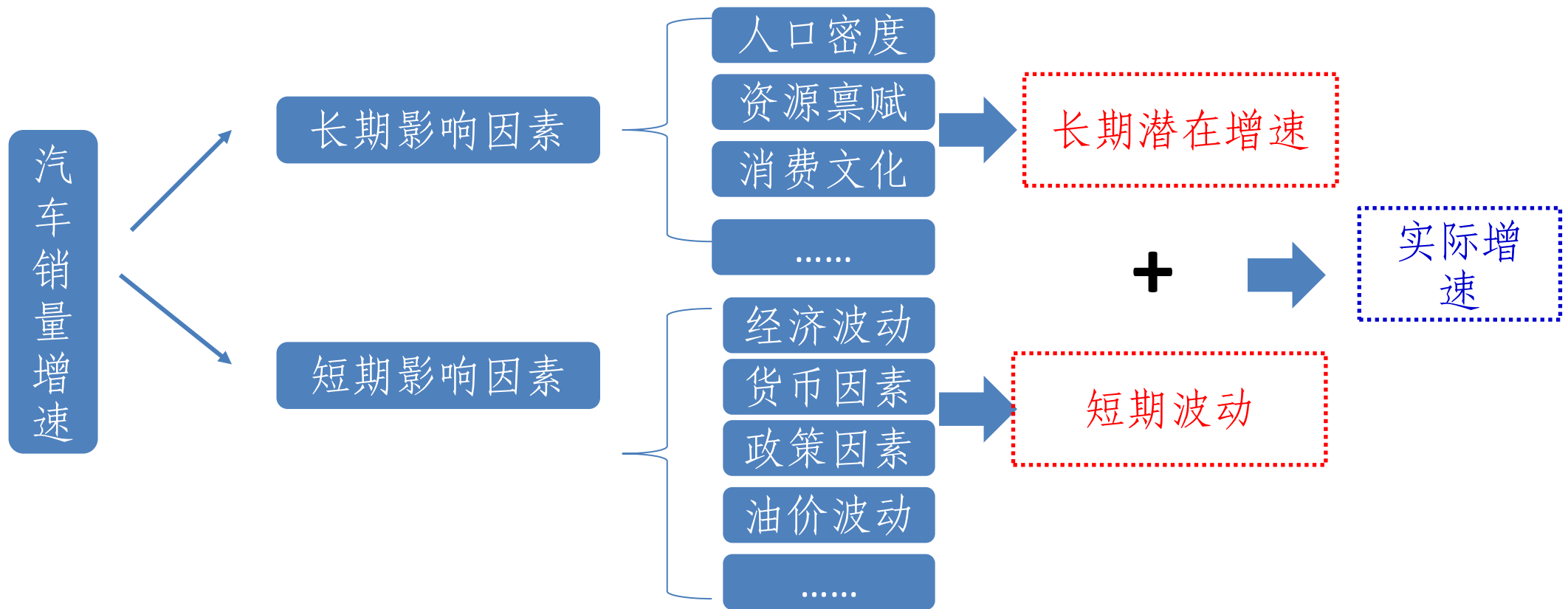
- ✓ 横向对比，截至12月23日，申万汽车行业估值为24倍，在27个行业排名22位，且落后于钢铁、有色、房地产、化工等传统周期行业。
- ✓ 纵向对比，尤其是乘用车板块PE14.4倍，接近2012年8.8倍的底部水平。

Part2 传统汽车：2016年全面复苏的一年



- 汽车行业基本遵循：整车销量增长 → 收入提升 → 盈利能力提升 → 行情上行的价值链条
- 本轮牛市是由风险偏好提升驱动，即分母驱动，而企业盈利能力的分子没有较大改善

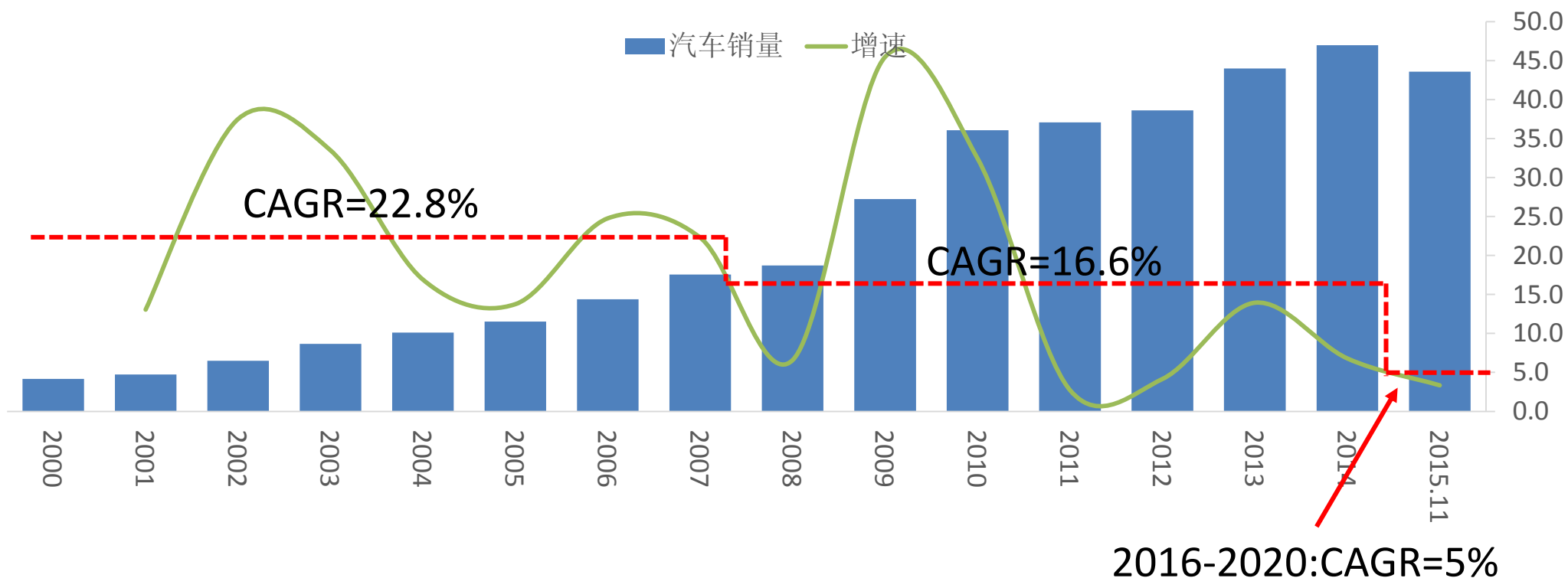
汽车销量的影响因素



● 汽车的销量增速受长期和短期因素共同作用

- ✓ 长期因素包括人口数量，资源禀赋等，决定一个国家汽车市场最终容量和汽车市场增长的基数。
- ✓ 作为可选消费品，汽车受短期因素影响较多，产生销量增速波动，最终形成实际增速

我国汽车增速不断换挡，将进入中低速增长区间

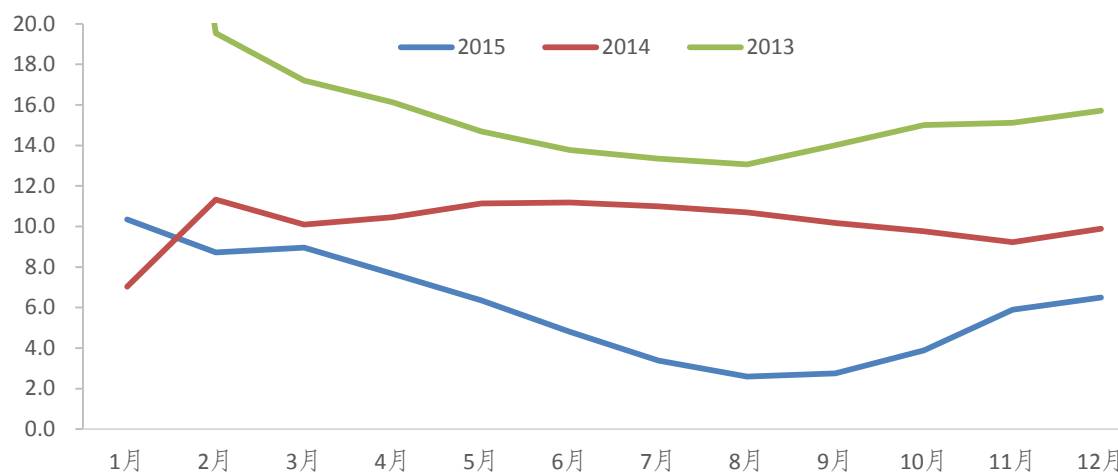


- **潜在增速判断：**我国汽车行业将进入中低速增长区间，我们判断，未来五年复合增长为5%

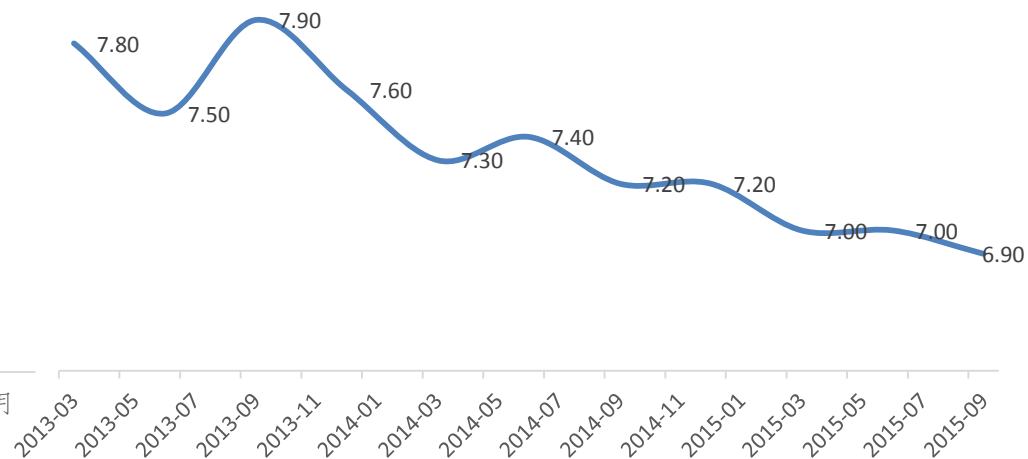
- ✓ 经历两轮高速增长：2002-2003年，我国加入WTO，私人轿车开始快速进入家庭。2009-2010年汽车下乡、购置税减半等刺激政策推出带动销量的高速增长。
- ✓ 经历快速普及后的增速回落是行业普遍发展规律

- **短期波动判断**: 2015年乘用车表现低迷, 1-11月份累计同比5.9% (2014年9.2%), 远低于历年水平, 经济增速持续下滑和股市巨幅震荡是主因。

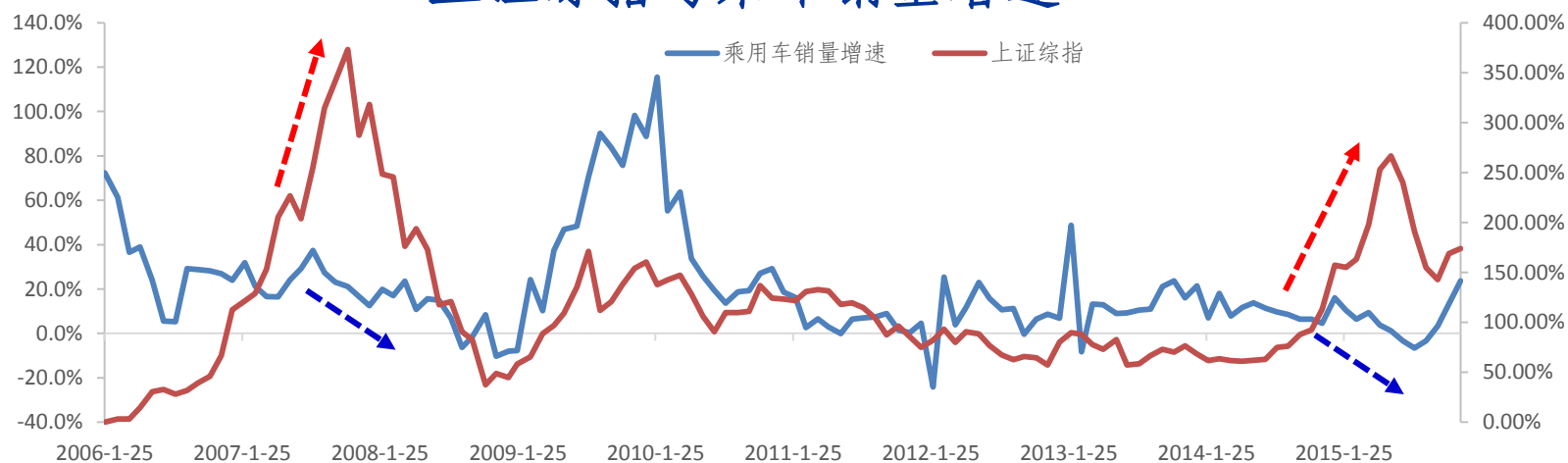
乘用车月度累计同比



2015年GDP增速持续下滑



上证综指与乘车销量增速



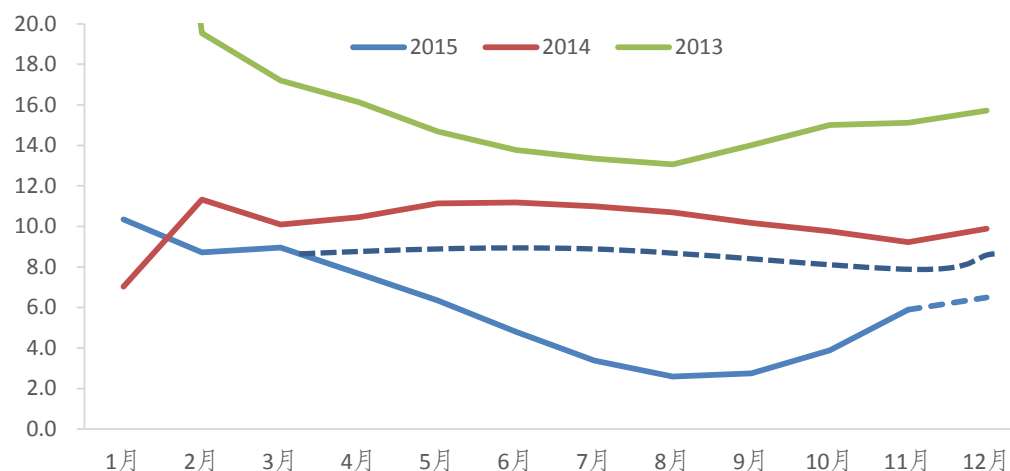
疯牛行情的强大“吸金”能力对汽车销售产生较大影响



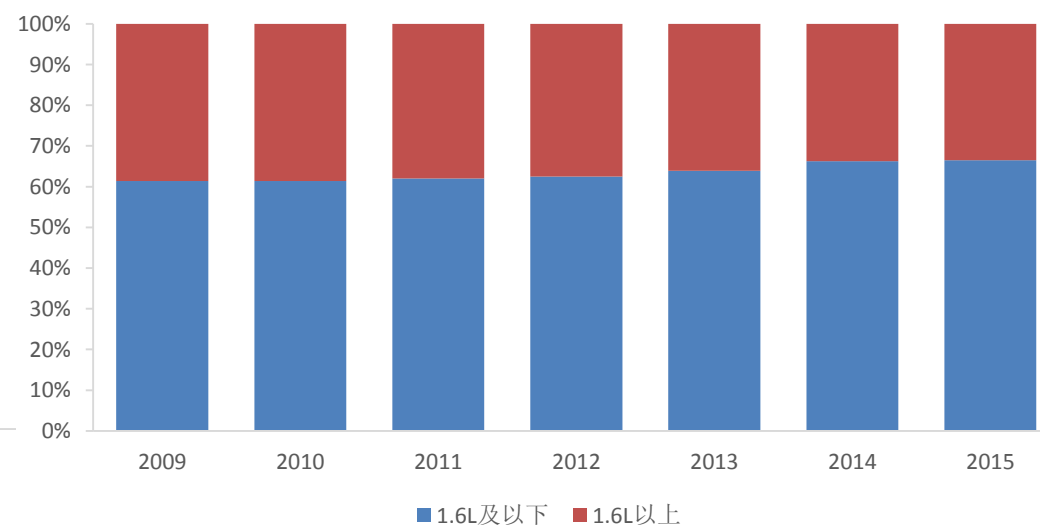
● **短期增速判断**：2016年汽车市场将超预期反弹，预计乘用车增11.5%，将明显高于潜在增速，汽车总体增8%左右

- ✓ 乘用车：2016-2020年乘用车潜在增速8%，考虑2016年的1.6L购置税减半，2015年抑制的需求，购置税减免到期2017年提前释放

2015年被抑制乘用车需求



1.6L以下车型份额提升，受益面广



- ✓ 预计2015年乘用车全年增速6.5%，受短期因素（经济+股市）抑制，全年潜在增速应为8%。这部分需求将延迟到2016年释放，约30万辆，贡献1.4%。

- ✓ 1.6L购置税减半政策刺激消费需求，影响效果呈现前低后高，年底吸引部分2017年需求提前释放。我们判断将贡献2%的增速。

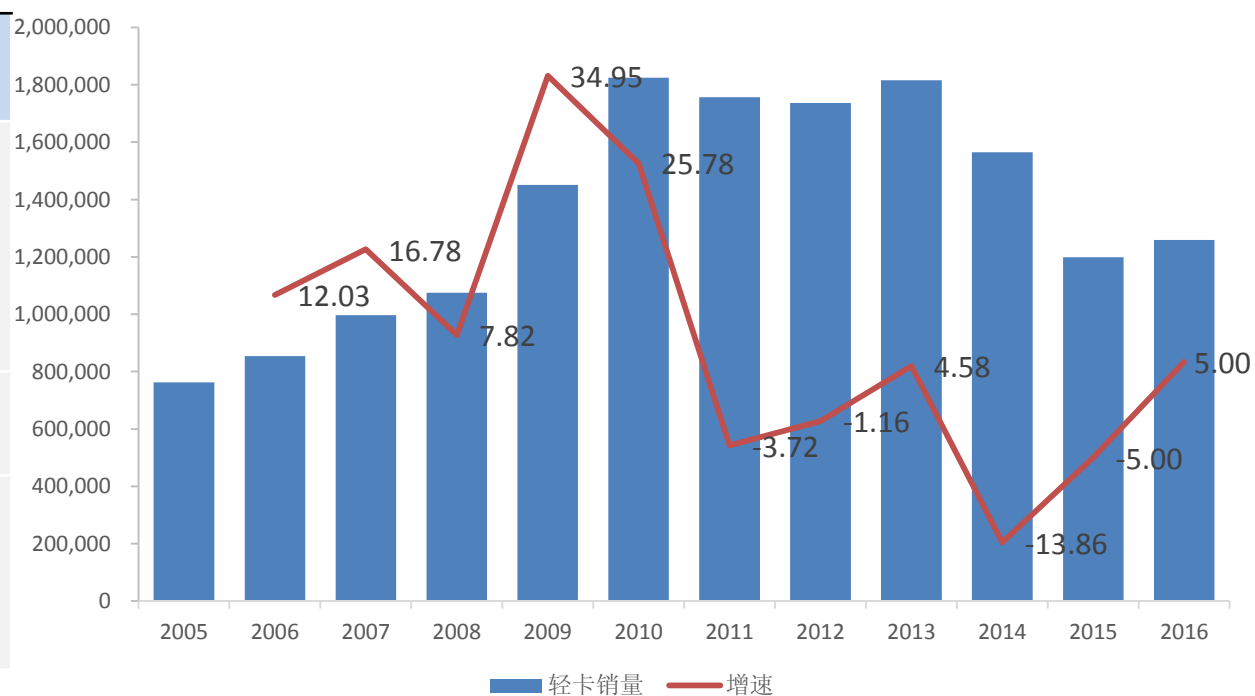
● 商用车中，中重卡依旧低迷，轻卡将持续复苏

- ✓ 轻卡：2014年受国四生产一致性检查，低端性价比为主轻卡产品遭到重创，2015年经济低迷下，轻卡市场表现出了一定的复苏迹象，2016年随着产品供给提升，以及民生物流发展，我们判断情况将反弹至5%左右的增速。
- ✓ 中重卡：与固定资产投资相关度高，明年投资需求低迷状况改善可能性小，中重卡明年仍将维持-20%左右的下降

民生物流进入快速发展期

民生物流	发展情况
电商物流	2015H1实物商品网上零售额13759亿元，占社会消费品零售总额比重为9.7%。其中吃、穿和用类商品分别增长45.9%、30.1%和41.8%。
生鲜农产品	2014年我国生鲜电商交易规模达260亿元，同比增长100%
连锁零售物流	传统零售企业转型升级，从竞争转向竞合。城市共同配送效率提升，商务部22个试点城市共同配送工作继续推进

轻卡将持续复苏



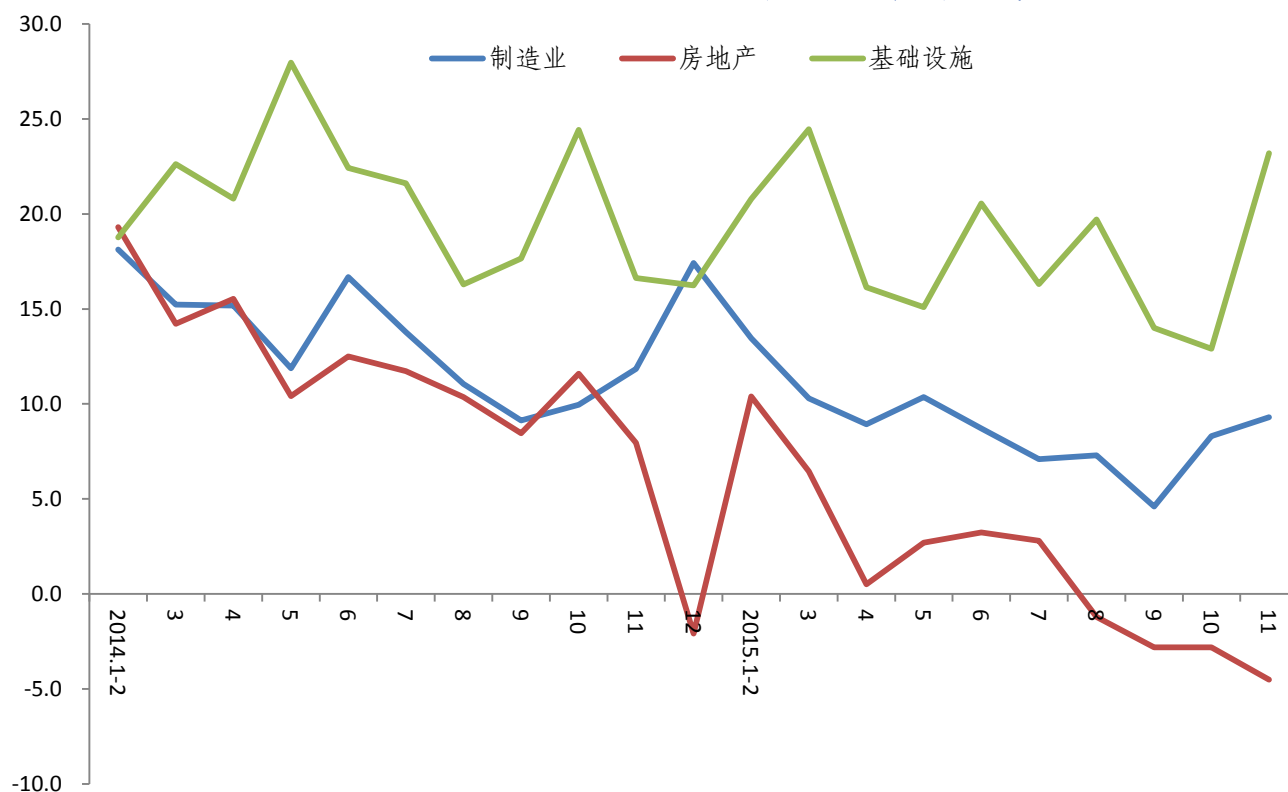
● 2016年汽车行业刺激政策或加码，承担稳增长重任

- ✓ 2016年经济下行压力仍然较大，预计增速在6.5%-7%之间
- ✓ 中央经济工作会议：**适度扩大总需求的同时**，着力加强供给侧结构性改革。
- ✓ 三驾马车中，传统制造业面临产能过剩，投资需求弱；新兴产业由于占比仍较小，对经济拉动有限。房地产去库存压力大，投资增速不断下滑。出口增速持续下滑，11月增速为-6.8%。

2016年GDP增速预测

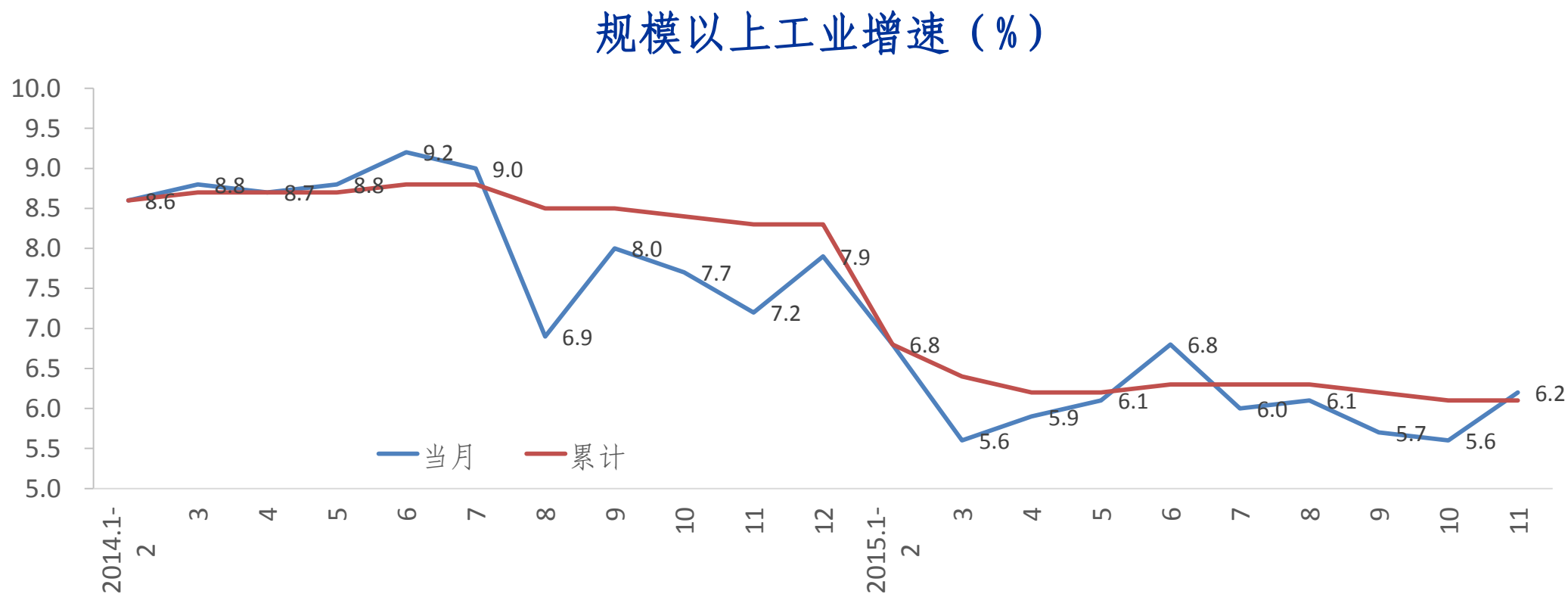
机构	2016 GDP增速
人民银行	6.8%
社科院	6.6%-6.8%
高盛	6.4%
国家信息中心	6.5%以上
OECD	6.5%
世界银行	7%

现价月度固定资产投资增速

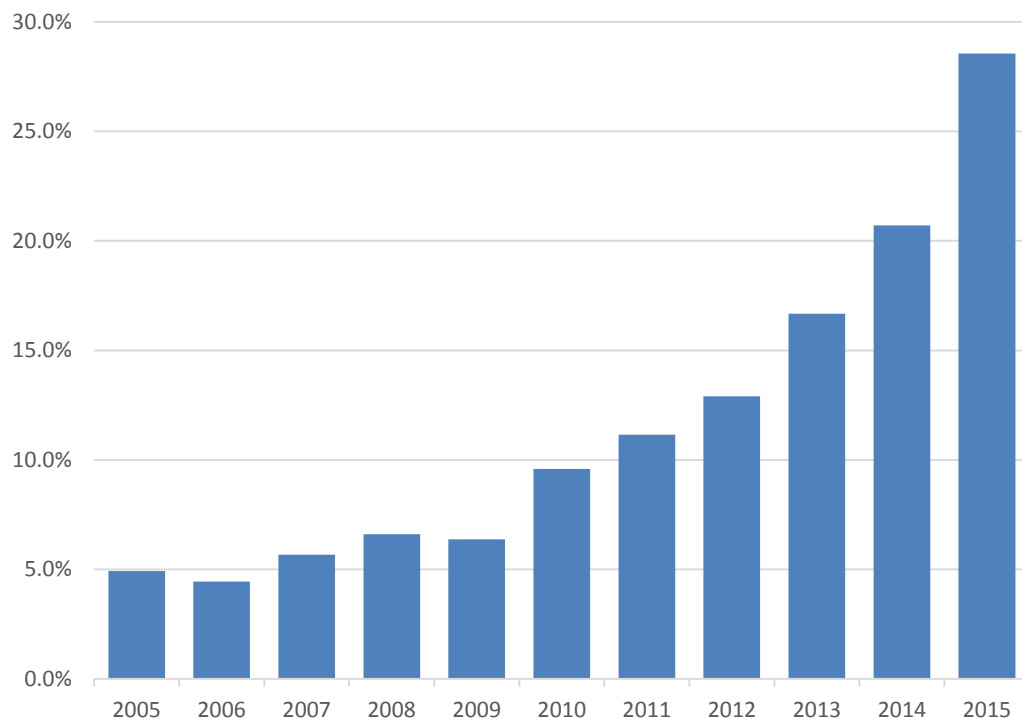


● 汽车下乡具备实施意义，不排除重启可能

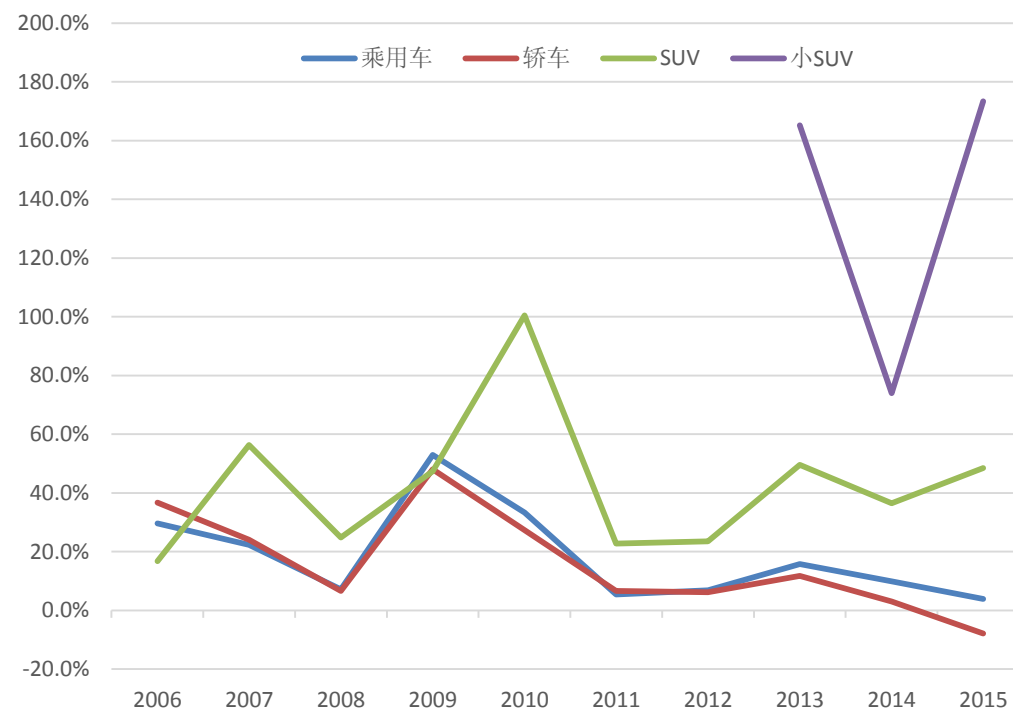
- ✓ 汽车作为国民经济支柱产业，对经济拉动效应明显：1.6L购置税减半实施后，销量快速反弹。11月份规模以上工业增速从10月的5.6%增至6.2%，汽车贡献最大。
- ✓ 拉动农民消费，促进低速载货车更新换代：工信部2017年将取消低速载货车、三轮车产品类别，这类车型集中在农村地区，汽车下乡有利于加速淘汰进程。



SUV渗透率-接近30%



小SUV增速居前

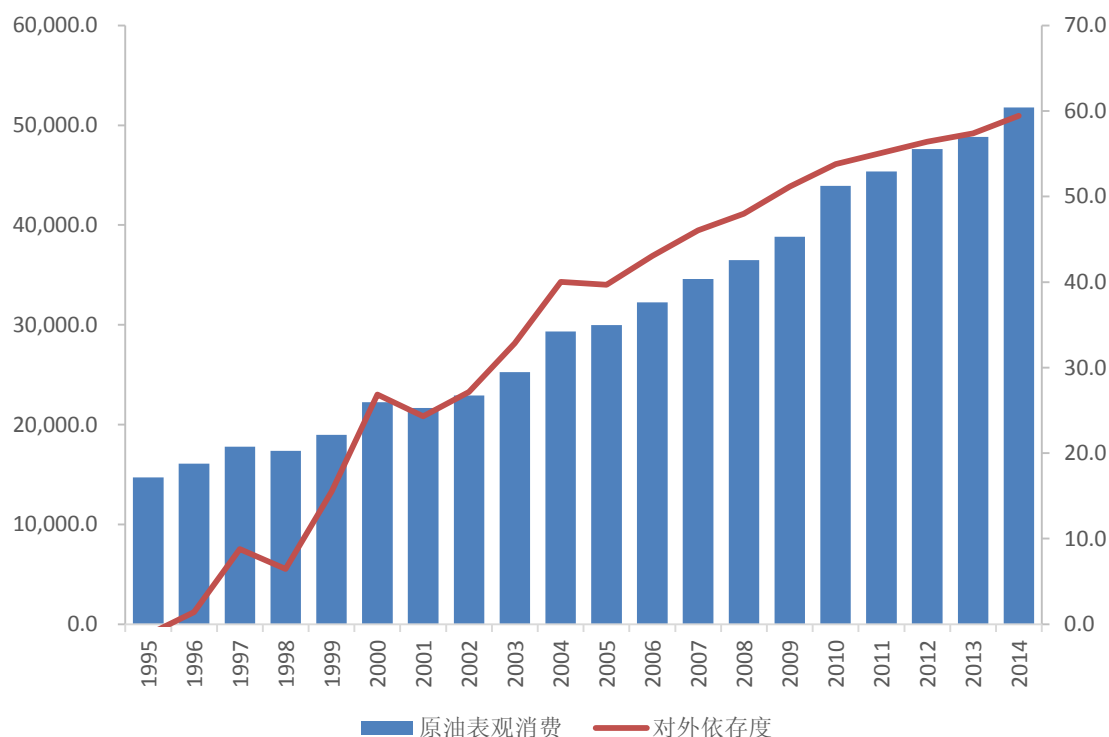


● SUV渗透率不断提升：仍是1-2年内成长性最好的细分市场

- ✓ 与美国等不同，我国用户对SUV的需求更多是个性化、换购升级（SUV更高级）等情感需求，而非功能需求（越野性能），我国SUV渗透率仍有较大上升空间。
- ✓ 小SUV基本自主品牌为主，成为2015年自主品牌逆势上扬的主要动力。该细分市场自主品牌具备明显性价比优势，2016年更多自主小SUV上市，看好长安汽车、江淮汽车、长城汽车等具备先发优势企业

Part3 节能与新能源汽车

我国石油对外依存度接近60%



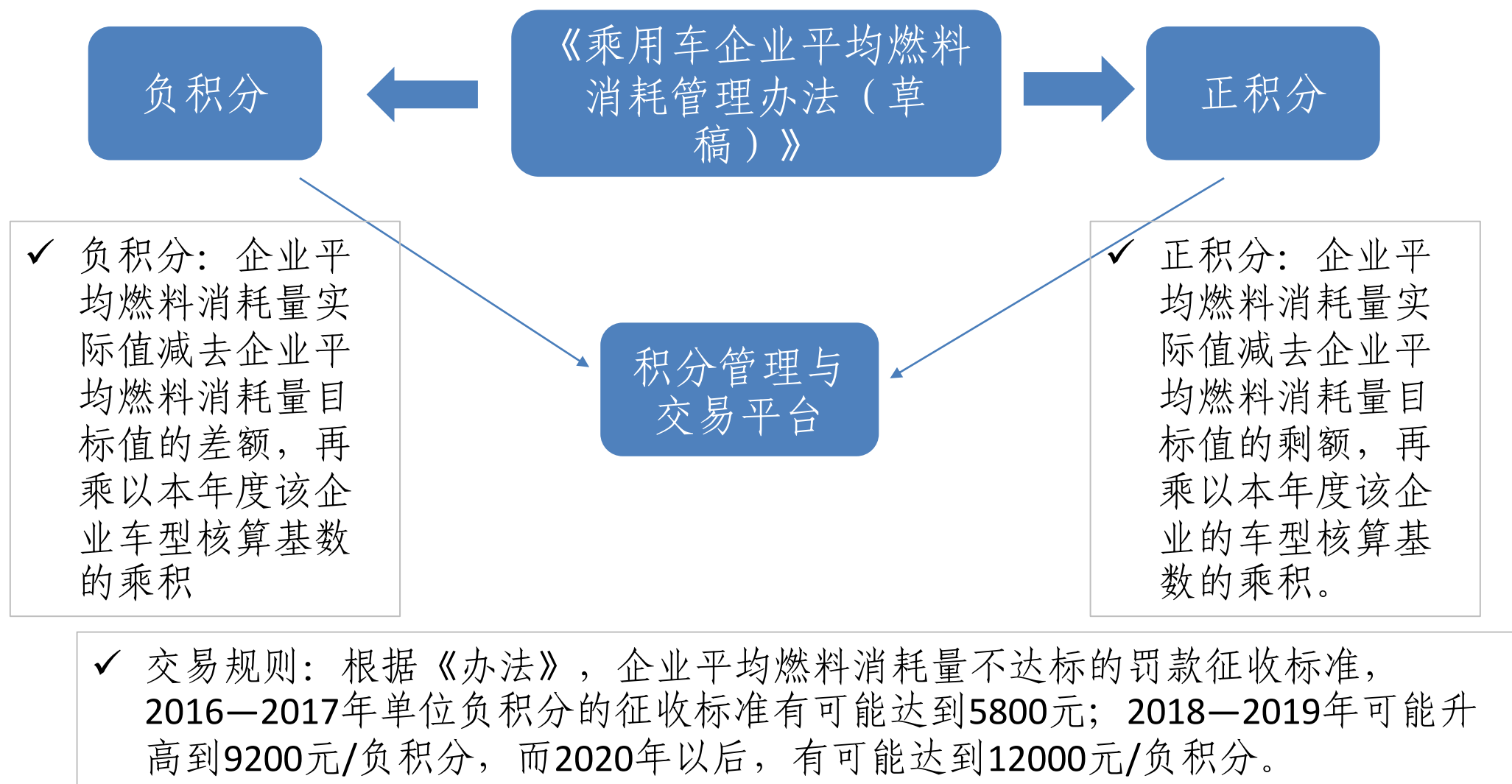
中国车企油耗下降压力最大

国家地区	2015	2020	2025	年降幅 (2015-2020)	年降幅 (2020-2025)
欧盟	5.2L/100 km	3.8L/100 km	3L/100 km	6.1%	4.6%
美国	6.7L/100 km	6.0L/100 km	4.8L/100 km	2.2%	4.4%
日本	5.9L/100 km	4.9L/100 km	--	3.6%	--
中国	6.9L/100 km	5.0L/100 km	--	6.2%	--

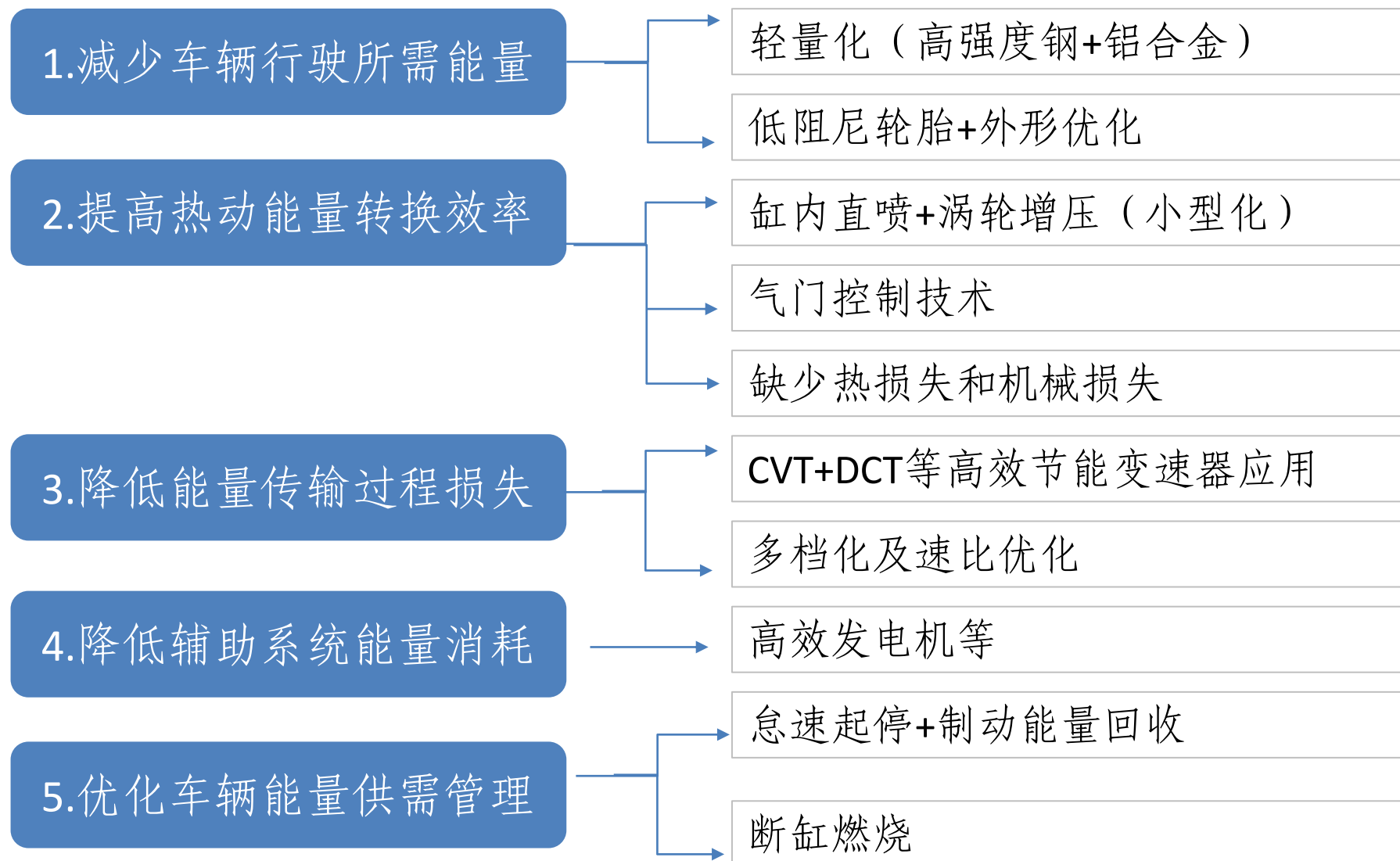
● 节能汽车：汽车节能是行业发展趋势，资源限制+政策约束双驱动

- ✓ 2014年，我国原油表观消费量为5.2亿吨，对外依存度不断攀升，达到60%。其中汽车是汽油消耗的主体，资源限制成为汽车节能的主要推动力。
- ✓ 我国对汽车排放限制日益严格，2015年企业平均油耗要达到6.9L/100KM，2020年则要实现5.0L/100KM。与国际相比，我国汽车企业面临的年均降幅是最大的。

● 积分奖惩制度将力促企业提升节油水平

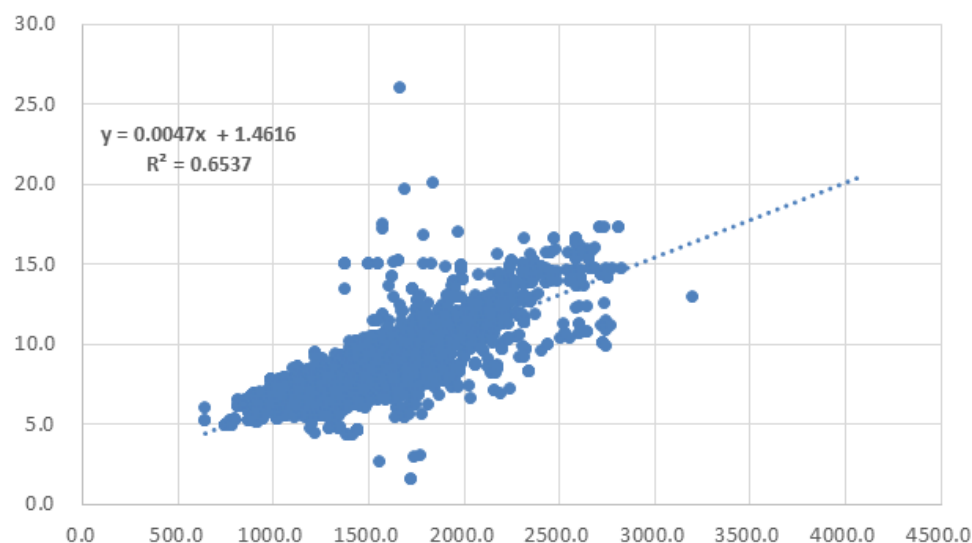


● 汽车节能的技术路径:

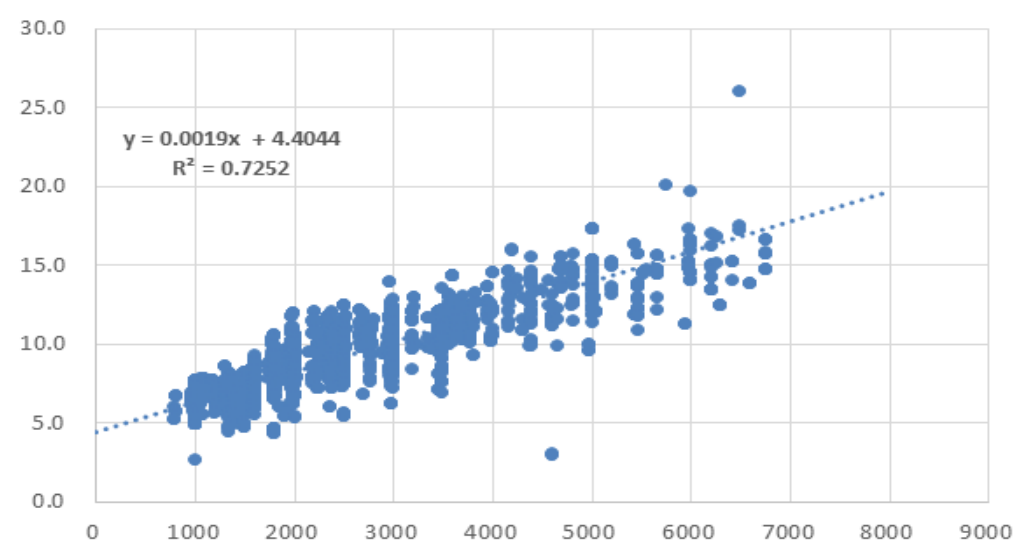


- 轻量化是我们最看好的节能技术

整備质量与综合油耗的回归分析



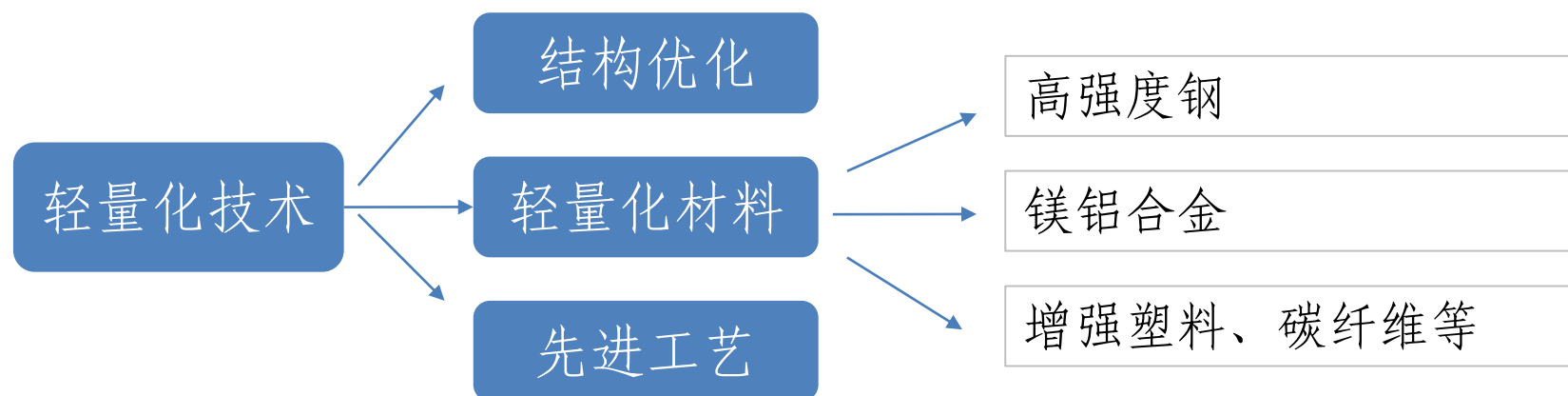
排量与综合油耗的回归分析



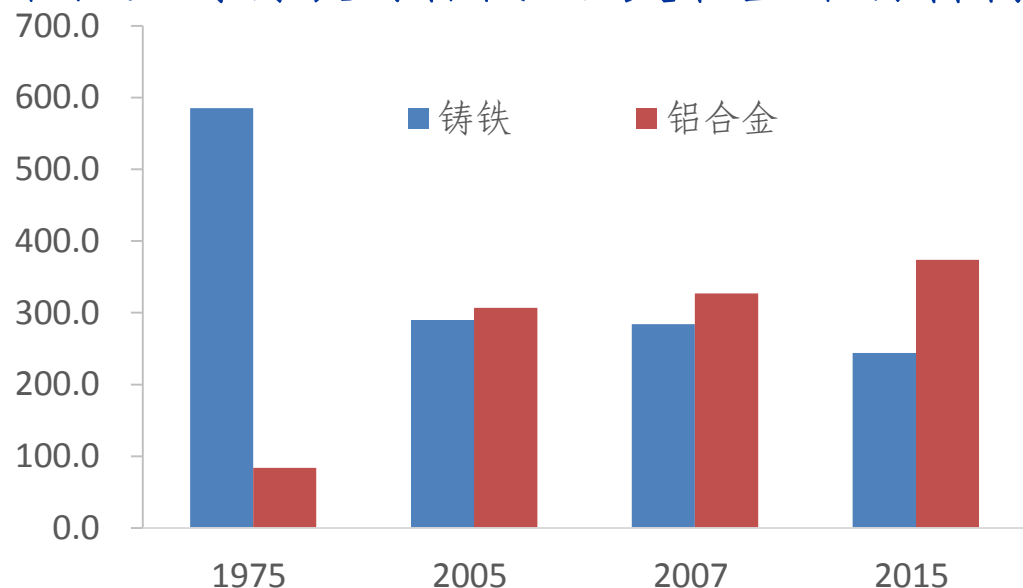
- 轻量化是汽车降低油耗水平的有利措施

- ✓ 与高效内燃机等技术相比，轻量化在技术实现上相对容易。
- ✓ 轻量化对油耗的相关度更高，即车身重量的减轻能带来更大的节油效果。

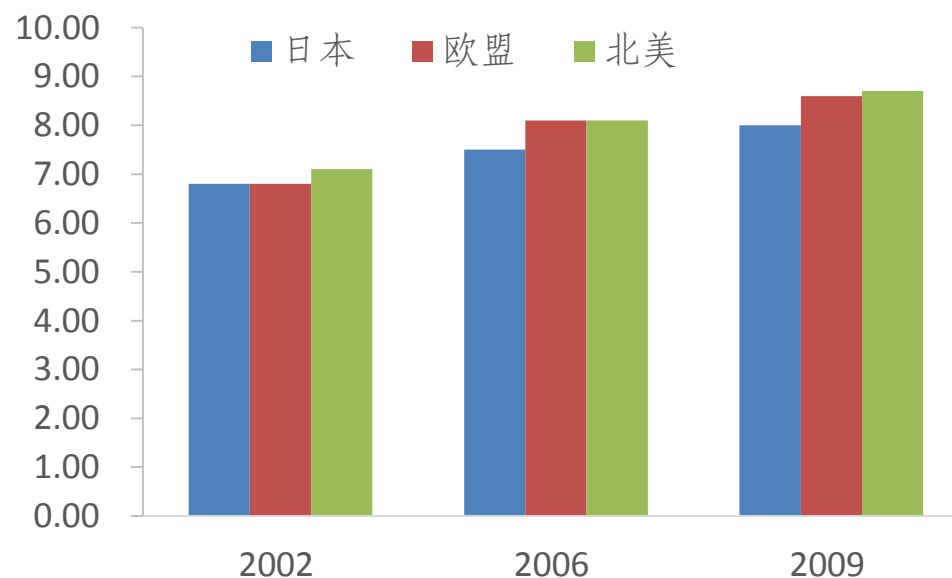
- 采用轻量化材料是实现轻量化的主流技术，汽车铸件经历了从铸铁-铝合金-镁铝合金的路线



铝合金对铸铁的替代-北美轻型车材料构成



铝合金占整车质量的比重稳步提升



- 相关标的：万丰奥威（002085）、广东鸿图（002101）

- 万丰奥威：

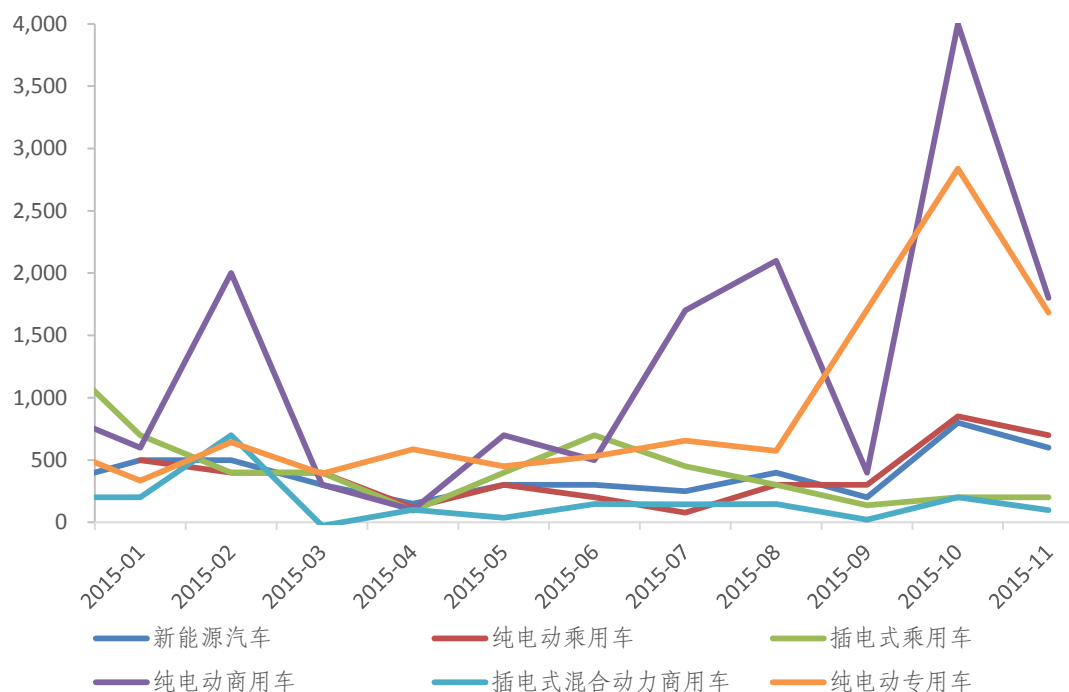
- ✓ 镁瑞丁为车企提供大中型镁合金压铸件，产品业务集中在北美，占比超过80%。镁瑞丁产品长期配套福特、通用、克莱斯勒、路虎、宝马等厂商。
- ✓ 镁瑞丁注入公司后，不但具备技术工艺优势，也将具备资源优势。公司具有丰富镁合金行业经验(有子公司威海镁业)，且将建立面向全球化的采购平台，实现镁合金等主要原材料的协同采购。
- ✓ 延续万丰集团对镁瑞丁战略管理，保持经营的稳定性，且万丰奥威具备丰富市场开拓经验和车企资源，有利于镁瑞丁对欧洲、亚洲两大新市场的开拓。

- 广东鸿图：

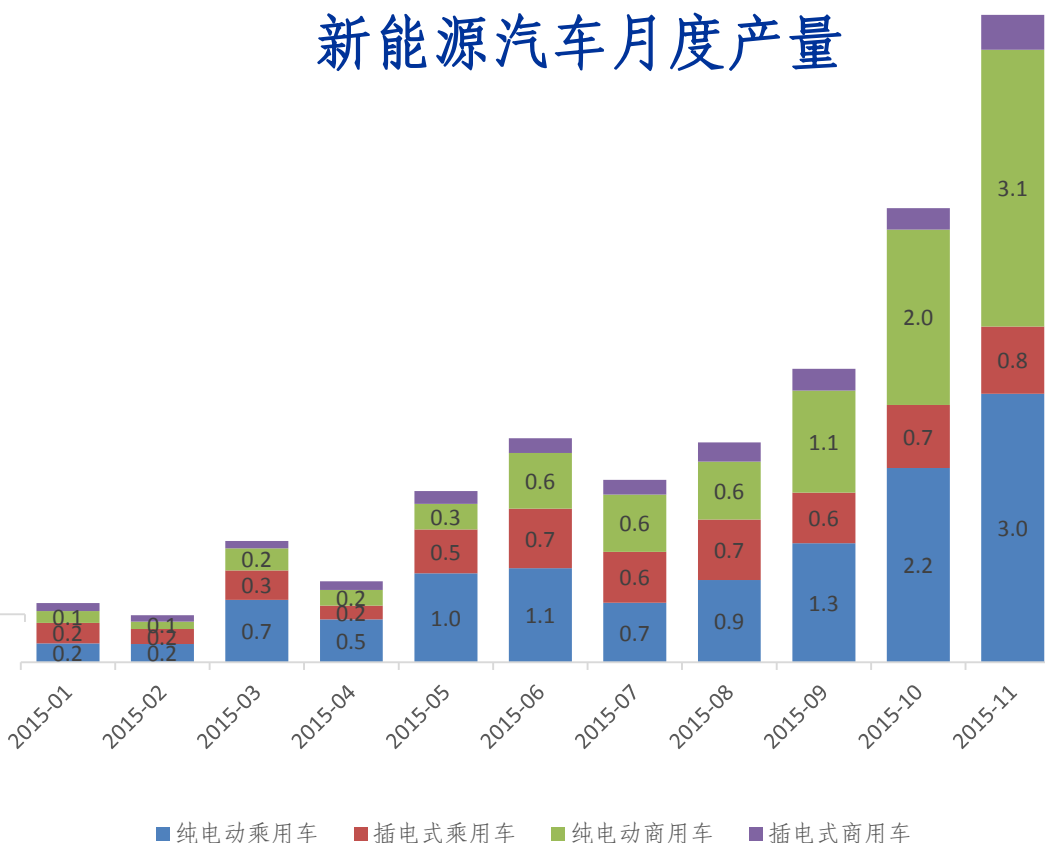
- ✓ 车身铝化是汽车发展趋势，尤其是新能源汽车铝合金比例更高。
- ✓ 国内铝合金铸件龙头企业，研发实力强，每年投入4%的研发资金，与众多高校保持密切合作。
- ✓ 公司从事铝压铸件行业时间早，技术具备优势，目前已经拥有众多的高质量客户资源，包括日产、康明斯、奇瑞、通用、东风本田、克莱斯勒等。

● 新能源汽车：2015年是新能源汽车高速增长的一年

新能源汽车产量月度同比



新能源汽车月度产量



● 新能源商用车引领2015年高速增长

- ✓ 2015年1-11月份，我国新能源汽车累计生产27.9万辆，同比增长4倍。
- ✓ 新能源商用车是亮点：11月份纯电动商用车生产3.09万辆，同比增长18倍，插电式混合动力商用车生产3893辆，同比增长97%。1-11月，纯电动商用车生产9.01万辆，同比增长11倍，插电式混合动力商用车生产1.89万辆，同比增长90%。

● 2015年新能源汽车的高增长源于政府高额补贴推动

中国对新能源补贴力度最大

国家	补贴政策
中国	按照2015年标准，电动乘用车国家最高补贴5.4万，地方最高补6万，加上免购置税，单车购买补贴可达到12万左右
美国	新能源汽车分级补助，例如总重不超过8,500磅的纯电动汽车减3,500美元
日本	纯电动等新能源汽车税费减半，并给予与同级别传统车差价50%的补贴
德国	2015年以前购买电动车10年免交行驶税

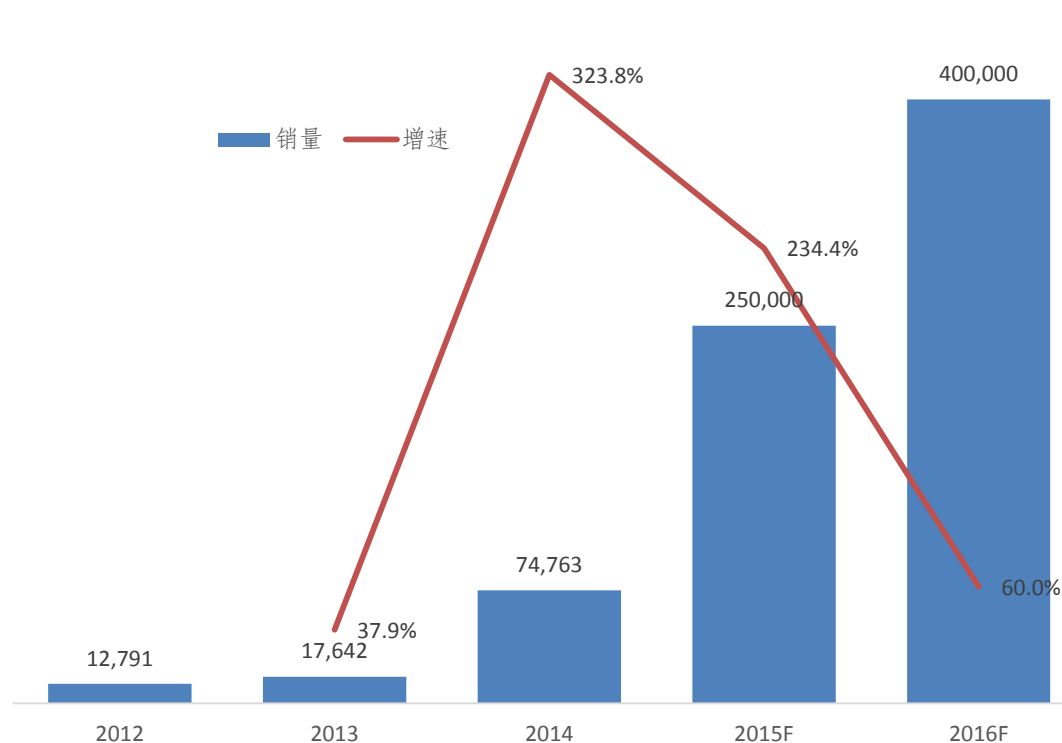
新能源商用车补贴力度更大

	6-8m	8-10m	10m以上
2013	30	40	50
2014	30	40	50
2015	30	40	50
2016	6-25	9.6-40	12-50

- ✓ 新能源商用车补贴从2013年来没有退坡
- ✓ 6-8米新能源客车补贴力度明显大于其成本：按照中央和地方补贴1: 1，一辆长6m的纯电动轻客成本仅在32-50万之间，国家+地方补贴足以覆盖成本。
- ✓ 2016年新能源客车补贴将退坡，也是导致部分需求集中在2015年释放。

- 2016年新能源汽车高速度将回落，预计销量在40万辆，增速60%。将从补贴驱动转为品质驱动

新能源汽车销量预测

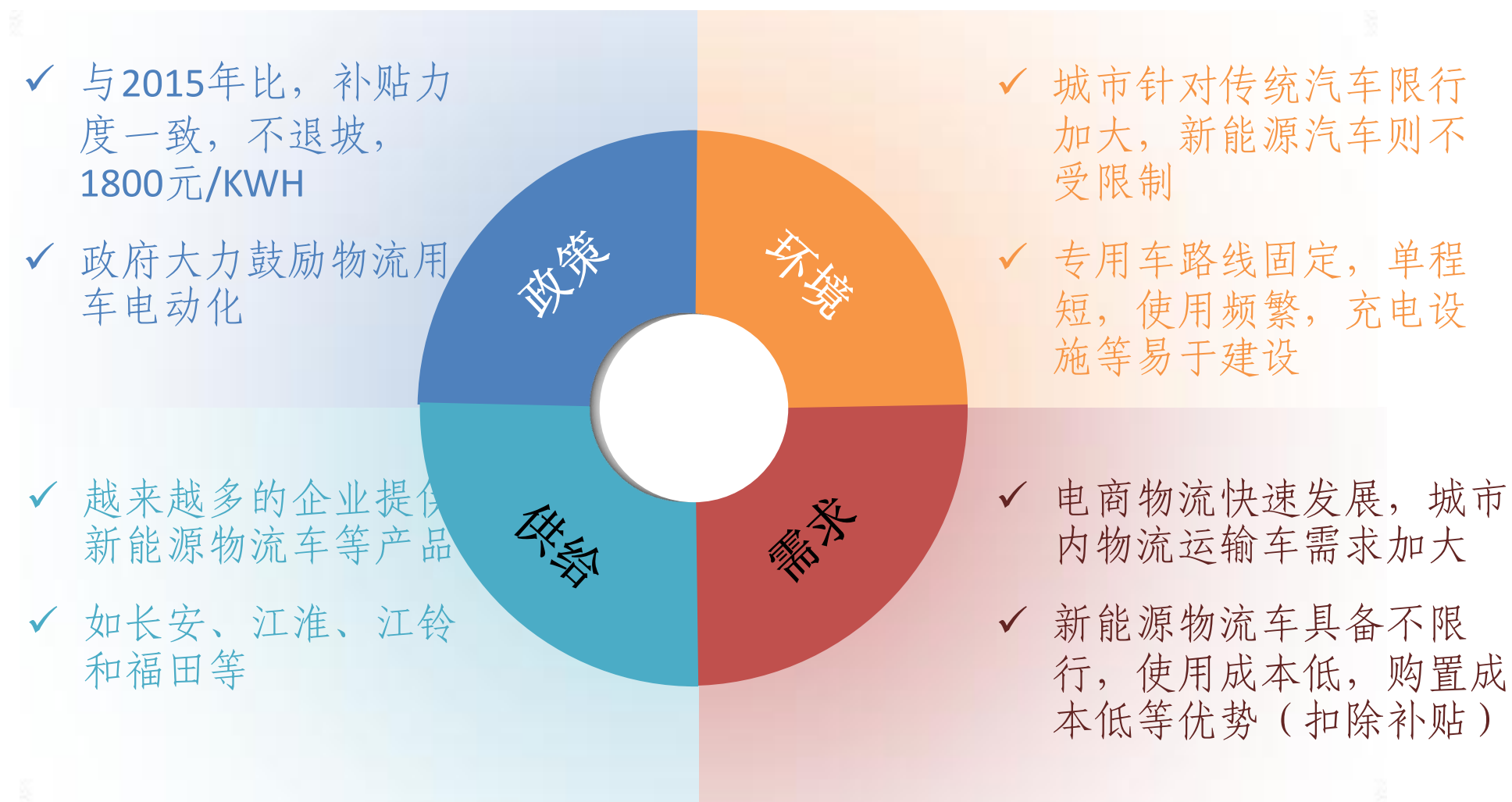


2016年新能源客车补贴标准更理性

单位载质量能量消耗量	标准车 (10米 < 车长 ≤ 12米)					
	纯电动续航里程R (等速法、公里)					
	6 ≤ R < 20	20 ≤ R < 50	50 ≤ R < 100	100 ≤ R < 150	150 ≤ R < 250	R ≥ 250
$E_{kg} < 0.25$	22	26	30	35	42	50
$0.25 \leq E_{kg} < 0.35$	20	24	28	32	38	46
$0.35 \leq E_{kg} < 0.5$	18	22	24	28	34	42
$0.5 \leq E_{kg} < 0.6$	16	18	20	25	30	36
$0.6 \leq E_{kg} < 0.7$	12	14	16	20	24	30
插电式混合动力客车 (含增程式)	/	/	20	23	25	

- ✓ 与2015年相比，2016年新能源客车补贴标准增加了续航里程和单位载质量能耗，不是单一以车身长度定补贴，只有高品质的产品才能得到高补贴。
- ✓ 2016年新能源客车总体补贴额度退坡：2016年的最高档金额与2015年相当

● 2016年看点一：新能源专用车将引领新能源汽车高速增长



- 电商物流的快速发展：电子商务带动了电商物流行业的蓬勃发展，新能源物流车大有用武之地。

零售业态历史变革

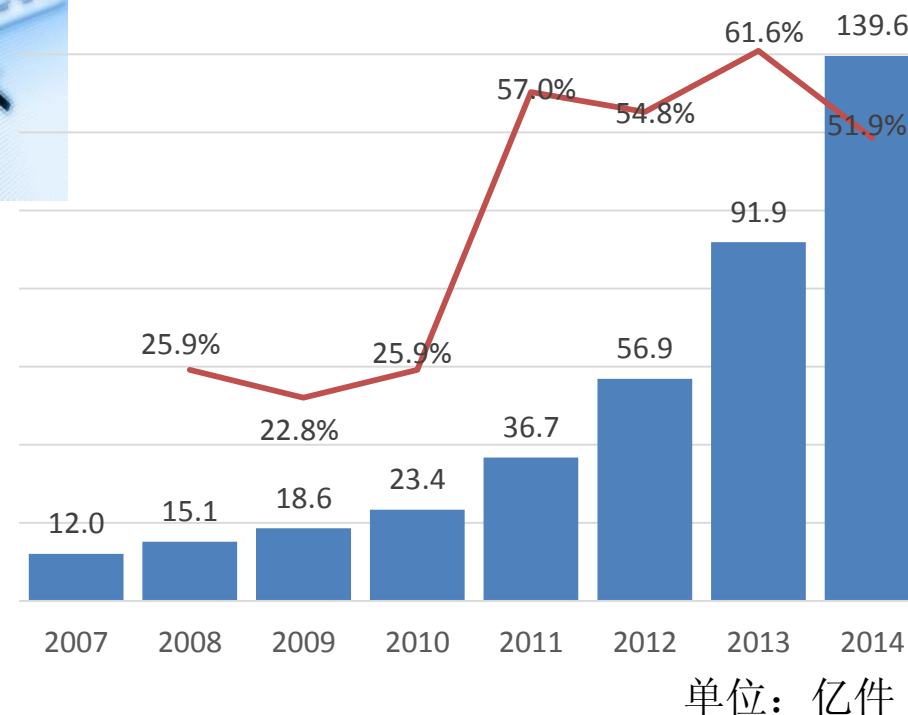
连锁经营：出现在工业革命时期的美国，大批量的商品流通需要高度的组织化和规模化，连锁经营模式出现。

超级市场：二战之后，得益于信息革命，以及小汽车、冰箱的普及，超级市场成为主流。

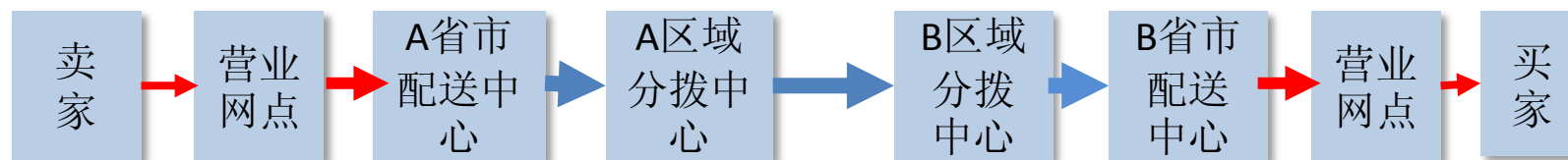
电子商务：互联网的出现为消费方式带来的颠覆性的变革；满足了消费者个性化、碎片化的消费需求。



规模以上快递业务量变化



支线、“最后一公里”运输是新能源物流车的主要用途



- 看点二：电池成本下降，依据新能源汽车产量预测和主要电池厂的产能规划，2016年动力电池供给将大于需求，电池成本下滑，利好整车企业

2016年电池需求预测

		2015F	2016F	单车电 池装量 (KWH)	2015电 池需求 (GWH)	2016电 池需求 (GWH)
新能 源商 用车	6-8m	62,545	31,272	65	4.1	2.0
	8m以上	20,848	41,697	130	2.7	5.4
	插电式	22,546	42,837	80	1.8	3.4
新能 源乘 用车	纯电动	157,544	283,579	26	4.1	7.4
	插电式	60,046	108,083	15	0.9	1.6
专用 车	纯电动	33,922	67,844	50	1.7	3.4
合计		357,451	575,312		15.3	23.3

主要电池厂商产能规划

公司	2016规划产能
比亚迪	10GWH
CATL	7GWH
国轩高科	6GWH
天津力神	5.5GWH
万向A123	4GWH
中航锂电	4GWH
以上总计	36.5GWH

注：单车电池装载量根据主流产品数据大致估算，产量数据依据工信部数据估算

● 看点三：充电基础设施将迎来高速增长

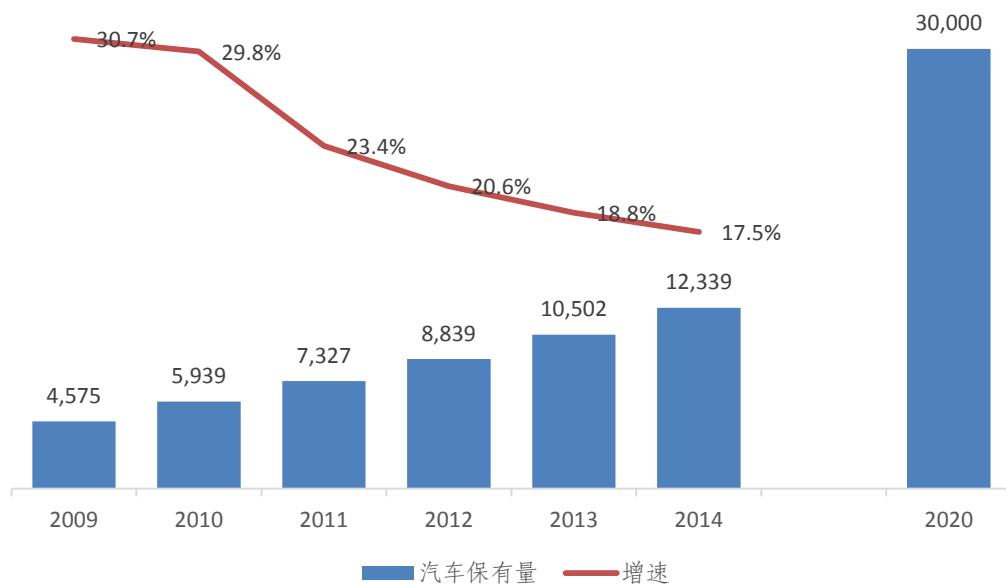
- ✓ 2014年底，我国共建成交直流充电桩3.1万个，为超过12万辆电动车提供充换电服务，车桩比例4: 1。2015年新能源汽车持续保持高速增长，充电设施仍滞后，车桩缺口进一步扩大，成为制约新能源汽车发展的主因。
- ✓ 充电桩发展滞后与商业模式不明确，政策力度低，技术标准不统一，基础设施建设牵涉多方利益等有关，2016年这些因素将大幅减弱，充电设施将迎来大发展。
- ✓ 相关受益标的：万马股份、奥特迅、特锐德等

2015年频繁颁布充电基础设施重大利好政策

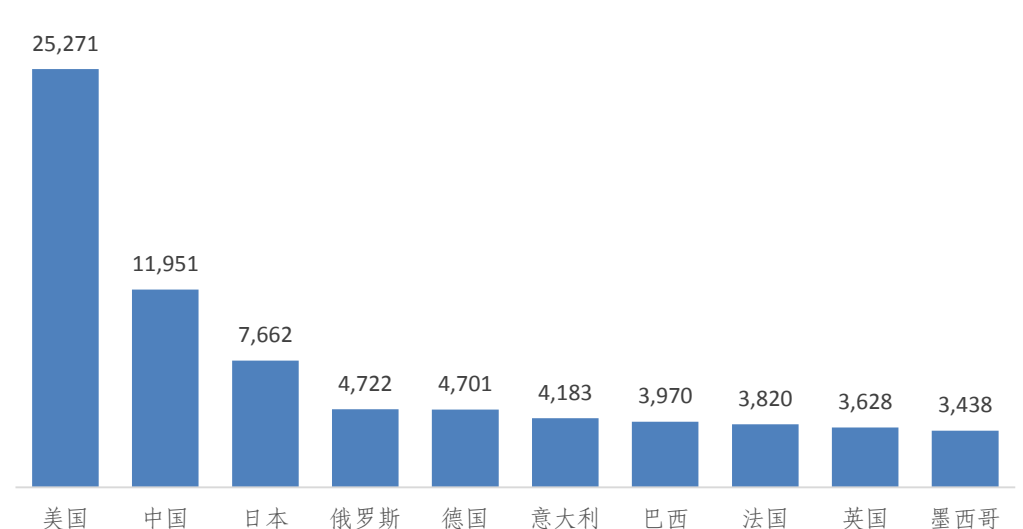
时间	相关政策	主要作用
	新电改，售电侧改革	确立了充电服务+批发零售电价差+增值服务费盈利模式
2015.10.9	《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》 (国务院)	确立了基础设施适度超前，明确加大政策补贴力度
2015.11.17	《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020年)》	行业发展顶层设计文件，确定建设目标，理顺各方关系
2015.12.16	《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》	加大充电基础设施奖励力度

Part4 汽车后市场

我国汽车保有量及增速



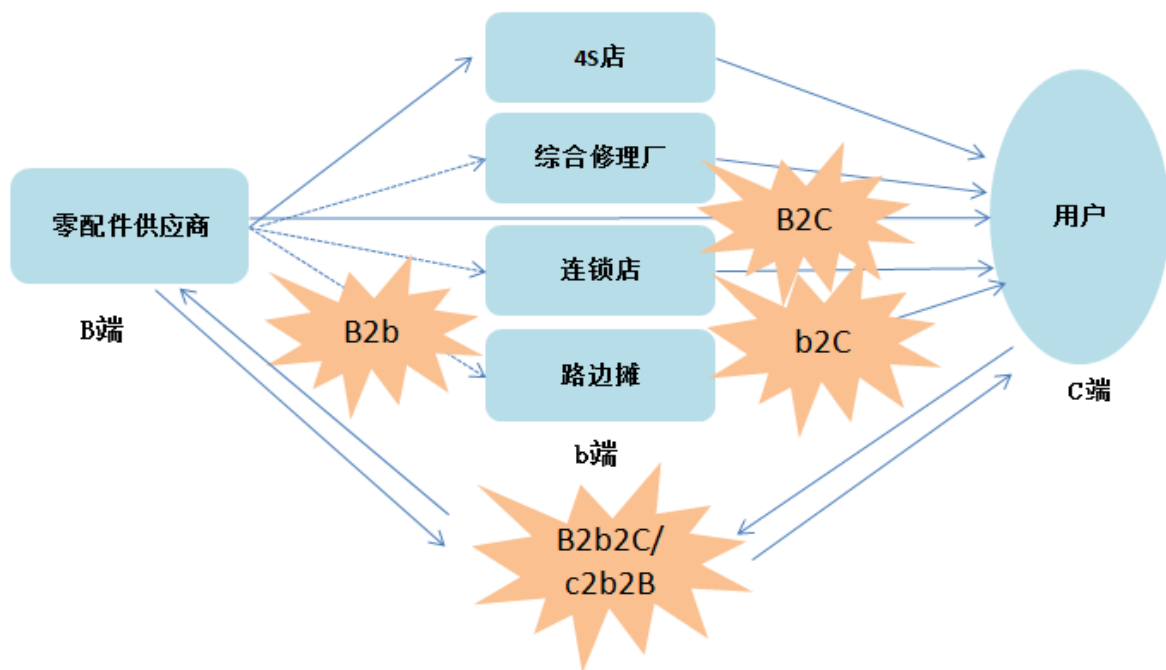
国家汽车保有量TOP10



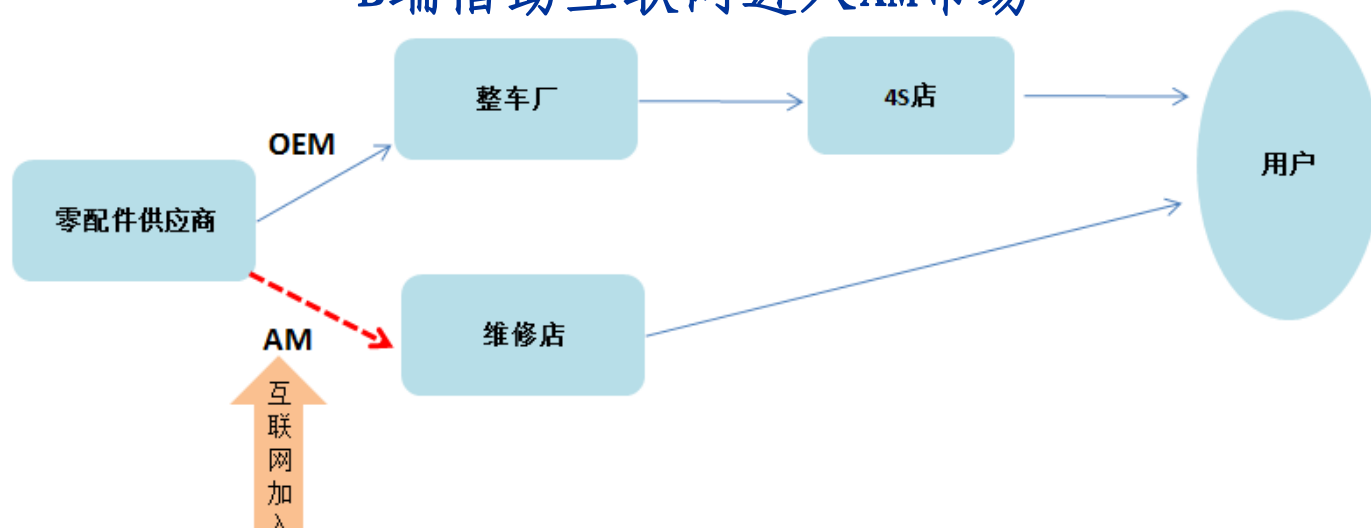
- 我国汽车保有量规模大，仅次于美国，且仍保持较高增长速度
 - ✓ 到2020年我国汽车保有量将达到3亿辆，超过美国，成为保有量第一大国
 - ✓ 主要支撑依据：1) 我国千人保有量仍处于低位，保有量不足100辆，远低于国际平均水平；2) 三四线城市，农村将是我国汽车市场主要增长点。
- 较大的汽车保有量为汽车后市场提供了强大基础，确保了汽车维修保养、装饰、二手车等主要后市场业务巨大的市场空间。

- 互联网持续介入汽车后市场，实现对后市场业态的重构

汽车后市场触网模式



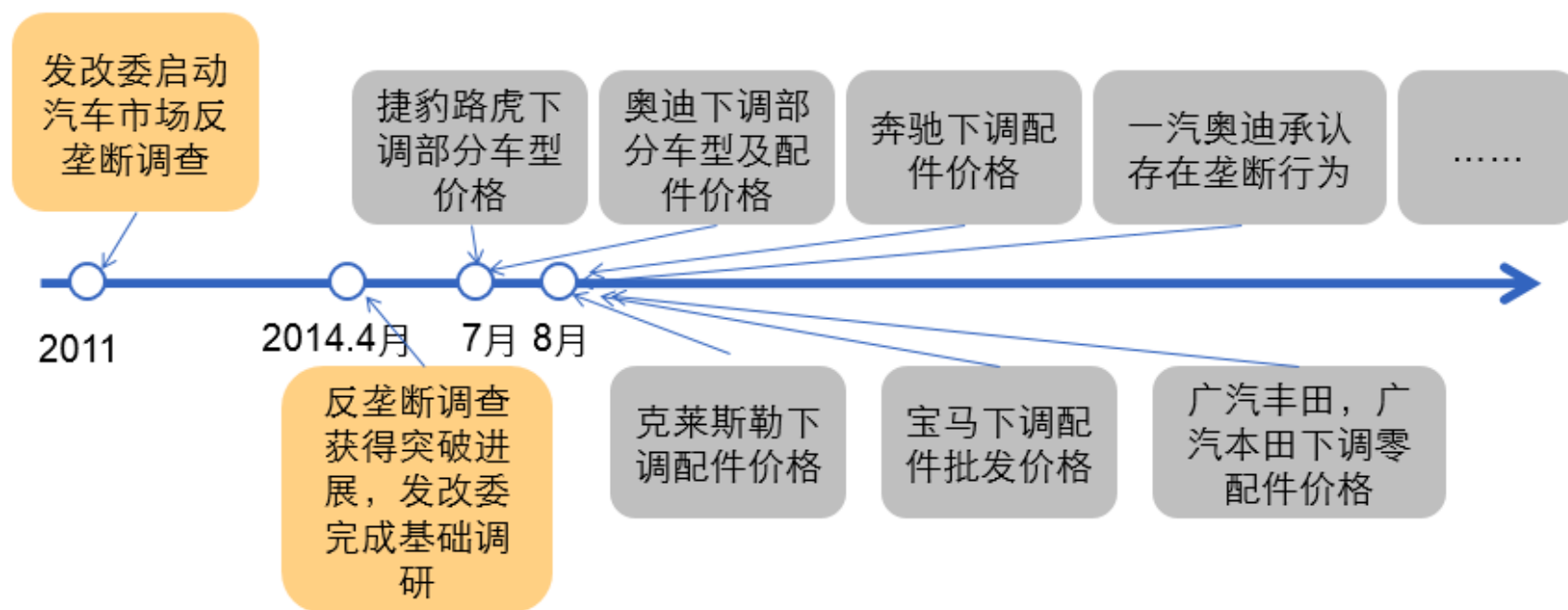
B端借助互联网进入AM市场



- 互联网对后市场的供给模式带来明显的变化:

- ✓ 降维：互联网企业通过搭建供需平台，撮合零配件厂商与维修商。大大缩减中间环节
- ✓ 互联网加入后，B端有望加大供应AM（售后市场），实现两腿走路

● 汽车行业反垄断持续加码为后市场发展扫清障碍



● 《汽车维修技术信息公开实施管理办法》将于2016年1月1日实施

- ✓ 公开时间：汽车生产者自2016年1月1日起，对于取得CCC认证的乘用车和客车，要在车型上市之日起6个月内公开维修技术信息。
- ✓ 公开范围：要求汽车生产商要公开车辆识别代号VIN编码规则、汽车维修手册、零部件目录等十二项信息内容，以保障车辆维修后安全、排放性能达标等信息。
- ✓ 第三方维修企业迎来发展机遇，打破了此前经销商在汽车维修技术及市场方面的垄断。

● 投资标的：隆基机械（002363）

- ✓ 公司是国内规模最大、产品型号最多的制动部件企业之一。产品包括制动盘、普通制动毂、载重制动毂、刹车片等
- ✓ 公司通过持股车易安（占比37%，最大股东）进入汽车后市场
- ✓ 车易安经营模式符合汽车后市场发展特点，将受益后市场行业发展

车易安经营模式



Part 5 重点公司估值

代码	公司	股价	评级	市值	EPS			PE		
		2015-12-28		(百万)	14A	15E	16E	14A	15E	16E
000625.SZ	长安汽车	16.8	推荐	75,955	1.62	2.09	2.85	10.36	8.03	5.89
601633.SH	长城汽车	12.1	未评级	96,300	2.64	1.06	1.28	13.68	11.40	9.43
600418.SH	江淮汽车	14.2	推荐	20,836	0.41	0.80	1.20	34.61	17.84	11.89
000550.SZ	江铃汽车	30.1	未评级	23,290	2.44	2.48	3.53	12.32	12.15	8.53
600166.SH	福田汽车	6.3	未评级	21,044	0.17	0.06	0.31	44.11	99.21	20.51
002085.SZ	万丰奥威	32.1	强烈推荐	27,557	1.12	0.67	0.97	28.79	47.60	33.00
002101.SZ	广东鸿图	32.9	未评级	6,303	0.62	0.51	0.65	53.44	64.98	50.54
002363.SZ	隆基机械	21.9	强烈推荐	6,538	0.15	0.26	0.42	144.02	82.93	51.72

注：未评级公司数据采用Wind一致预期

投资评级标准

公司评级:

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%-15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上.

行业评级:

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

李丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 0755-83515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城研究

与您共成长

长城证券研究所

高端装备研究小组

2016年1月