

# 联合信用评级有限公司

## 乘用车行业季度研究报告

(2018年1月1日至2018年3月31日)

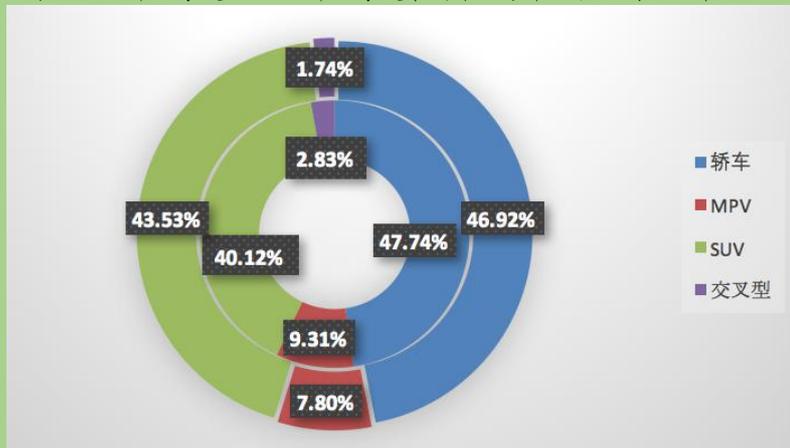
### 一、汽车行业一季度运行情况

2018年一季度，我国乘用车产量较去年同期小幅下降，销量较去年同期小幅增加，行业产销水平整体保持稳定。分车型来看，SUV表现强势，是乘用车市场表现中的主要驱动车型，继续保持高速增长，显示出旺盛的市场需求；其他车型同比增速有升有降。分排量来看，受小排量汽车购置税优惠政策完全退出的影响，低排量乘用车同比增速较上年有所下降；高排量乘用车受第六阶段排放标准即将实施和双积分政策的实施使得购买高排量乘用车的成本提高，其销量较上年同期大幅下降。分品牌国别来看，中国品牌乘用车同比增速小幅下降；合资品牌中表现最好的为德系、日系、法系，均呈现不同程度增长，韩系和美系均有所下降；新能源汽车继续保持较快增长，自主品牌的新能源汽车发展势头强劲。

根据中国汽车工业协会统计数据，2018年一季度，我国汽车产销量分别实现702.2万辆和718.3万辆，产量同比下降1.4%，销量同比增长2.8%，主要系2017年新产品的密集投入所致，环比分别下降11.54%和10.26%。乘用车整车销量占全部汽车销量的比重为84.93%，与上年同期相比基本持平，总体表现良好。

分车型来看，2018年一季度，细分市场销售格局情况较2017年变化不大，乘用车产销量分别为596.9万辆和610万辆，产量同比下降2.3%，销量同比增长2.6%；SUV累计销量为265.54万辆，仍是乘用车销售增长的主要驱动车型，在其他车型产销量同比增速均下降或小幅回升的情况下，实现产销同比增长分别为7.1%和11.3%，远超行业平均增速，显示出旺盛的市场需求，主要原因是目前我国轿车普及率相较于其他车型处于较高水平，而SUV普及率不高，且凭借其良好的通过性、较大的车内空间和舒适性，成为了部分家庭购置第二辆车以及部分车主消费升级的方向；伴随SUV各车企产品线的完善，SUV市场受新产品的供给带动销量提升明显。

图2 2017年一季度和2018年一季度乘用车细分市场占比情况（单位：%）



资料来源：wind

注：外圈为2018年第一季度乘用车细分市场占比；内圈为2017年第一季度乘用车细分市场占比。

分排量来看，排量区间为 1.00L~1.60L 以及 1.60L~2.00L 的乘用车仍是乘用车销售的主力类型。受小排量汽车购置税优惠政策在 2018 年完全退出的影响，2018 年一季度，排量区间为 1.00L~1.60L 的乘用车累计销量较上年同期基本持平，同比增速较上年下降 5.62 个百分点，环比增速大幅下降 21.47%。排量区间 1.60L~2.00L 乘用车累计销量较上年同期增加 12.92%，同比增速较上年下降 0.72 个百分点，环比增速下降 10.36%；排量区间大于 2.00L 乘用车累计销量同比下降 23.48%，环比下降 15.88%。

图 3 2017 年一季度和 2018 年一季度按排量划分的乘用车销量情况及增速（单位：万辆、%）



资料来源：wind

分品牌国别来看，2018 年一季度，与上年同期相比，中国品牌、德系、日系和法系乘用车销量呈不同程度增长，美系和韩系乘用车有所下降。具体来看，德系乘用车累计销量 127.70 万辆，较上年同期增长 8.65%；受特朗普税改方案影响，美系乘用车累计销量 66.02 万辆，较上年同期下降 3.03%；日系乘用车累计销量 101.38 万辆，较上年同期小幅增加 4.73%；中国品牌乘用车累计销量 275.65 万辆，同比增长 1.33%；韩系乘用车累计销量 24.48 万辆，同比下降 10.43%；法系乘用车累计销量 10.37 万辆，较上年同期小幅增加 1.07%。

图 4 2017 年和 2018 年一季度按国别划分的乘用车销量及同比增速图（单位：万辆、%）



2018年一季度，随着新能源补贴政策的发布和双积分政策的实施，我国新能源汽车产销量分别为15.0万辆和14.3万辆，同比分别增长156.9%和154.3%。2018年1~3月，在中国新能源乘用车细分市场中，增长最快的是插电式混合动力汽车，插电式混合动力汽车产销分别完成4.2万辆和4万辆，同比分别增长305.3%和242.6%，新能源汽车发展势头强劲。

## 二、汽车行业一季度以来最新政策

### 新能源汽车补贴政策落地

2月13日，财政部等四部委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。通知要求，根据动力电池技术进步情况，进一步提高纯电动乘用车等动力电池系统能量密度得门槛要求，鼓励高性能动力电池应用；根据成本变化等情况调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准；对私人购买新能源乘用车、作业类专用车（含环卫车）等申请财政补贴不作运营里程要求，其他类型新能源汽车申请财政补贴的运营里程要求调整为2万公里。通知对进一步加强推广应用监督管理、优化推广应用环境也做出了具体规定。

【点评】此次调整完善了推广应用补贴政策，提高了补贴技术门槛要求，优化了新能源汽车补贴标准，降低了新能源客车运营里程要求；进一步加强推广应用监督管理和优化推广应用环境。《通知》对燃料电池汽车给予了明确的补贴政策和技术调整要求，鼓励技术水平高，安全可靠的产品推广应用，将极大的推进燃料电池产业的发展。

### 《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》出台

4月12日，工信部、公安部、交通运输部发布了《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》，自5月1日起施行。《管理规范》由总则、测试主体、测试驾驶人及测试车辆、测试申请及审核、测试管理、交通违法和事故处理、附则等6个章节组成，明确了测试主体、测试驾驶人及测试车辆，测试申请及审核，测试管理，交通违法和事故处理等多方面内容。

【点评】智能网联汽车是汽车与信息通信技术等多产业融合发展的新兴产业；为使车辆在各种道路交通状况和使用场景下都能够安全、可靠、高效的运行，自动驾驶功能需要进行大量的测试、验证工作，经历复杂的演进过程。《管理规范》的出台，首次从国家层面明确了测试主体、测试驾驶人及测试车辆的相关条件，提出了详细的测试申请及审核流程；明确智能汽车路试规范，为智能汽车在全国范围内开展道路测试奠定了政策基础。

### 国家发改委表示，对汽车行业将分类型实行过渡期开放

4月17日，国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放表示，汽车行业将分类型实行过渡期开放，2018年取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2020年取消商用车外资股比限制；2022年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制，通过5年过渡期，汽车行业将全部取消限制，实现全面开放。

【点评】在中国汽车产业效率与规模提升的大背景下，股比放开有利于中国汽车技术进一步提升促使市场的竞争更加充分；2018年取消新能源汽车外资股比限制，有利于新能源汽车的行业长期发展，但短期内越来越多的资本和力量涌入我国新能源汽车领域，竞争更加激烈，洗牌重组在所难免；只有具备核心技术、融资能力强、产品过硬等优势的企业

信用风险较小。

### 我国降低汽车整车及零部件关税

5月22日，财政部发布公告，自2018年7月1日起降低汽车整车及零部件进口关税，将汽车整车税率为25%的135个税号和税率为20%的4个税号的税率降至15%，将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。

【点评】此次关税调整符合预期。对于整车产品，进口关税下降10个百分点，粗略估算将带来终端售价8%的降低。进口车价格体系的下移将带动国产车价格体系的下移，但因其与国产车的市场重叠度较低，预计对国产车市场份额的影响有限；同时，价格下降有利于拉动内需，长远来看将对国内合资、自主品牌提高自身竞争力起到促进作用。零部件方面，我国零部件供应体系较为稳定、厂商进入新供应体系需要一定的认证周期，关税下降短期内对国内汽车零部件行业影响不大，长期来看有利于创新和行业洗牌，具备核心竞争力的零部件企业有望获得发展机会。

### 三、行业内企业2017年业绩完成情况

从各车企2017年度报告看，乘用车行业内企业业绩提高的主要原因是乘用车产品升级转型效果显著以及自主品牌市场占有率提升从而带动整车销量等；业绩下降及亏损的原有主要为企业受新能源汽车补贴退坡、韩系车型销售不畅、部分低端车型生产企业遇到市场需求瓶颈等问题。需关注部分韩系及低端车型生产企业由于业绩下滑致使现金流紧张，进而导致信用风险加剧的情形。

截至2018年4月底，乘用车行业上市公司已全部公布2017年度报告，从年度报告数据来看，行业内企业实现净利润增长的有5家，净利润下降的5家，业绩扭亏的有1家，另有2家处于亏损状态，具体情况如下表所示。

表1 2017年乘用车行业上市公司业绩

公司名称	业绩简况	主要原因
重庆小康工业集团股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润较上年同比增加41.14%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同比增加437.77%	1.汽车整车产品升级转型成果显著； 2.公司自主研发的新型节能环保发动机销量增长较快，盈利能力强。
广州汽车集团股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润较上年同比增加71.53%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同比增加68.57%	1.自主品牌广汽乘用车销量持续增长； 2.合营企业业绩稳步提高；产业链上下游的汽车零部件、商贸服务、汽车信贷等业务随之快速发展。
上海汽车集团股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润较上年同比增加7.51%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同比增加约8.53%	公司销售量、销售额基数很大；2017年整车销量同比增长6.8%。
一汽轿车股份有限公司	2017年扭亏为盈，归属于上市公司股东的净利润较盈利2.81亿元；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.92亿元	1.公司成功推出智能网联版车型奔腾X40； 2.公司的合作品牌车型持续热销，公司全年整车销售额较上年同比增长23.8%。
安徽江淮汽车集团	归属于上市公司股东的净利润较上年同比减少62.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损	1.新能源汽车补贴退坡；2017年公司销售新能源乘用车同比增长54%，而新能

股份有限公司	益的净利润较上年同比减少 111.04%	源乘用车补贴同比下降 6.6%，单台新能源乘用车补贴下降约 40%； 2. 乘用车销量较上年大幅下降约 39.5%； 3. 原材料价格大幅上涨。
北京汽车股份有限公司	归属于公司权益持有人的净利润较上年同比下降 64.6%	韩系车市场低迷，导致北京现代等品牌业绩下滑，从而导致效益下降。
长城汽车股份有限公司	公司年度营业总收入较上年同比增长 2.59%，归属于上市公司股东的净利润较上年同比减少 52.35%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同比减少 58.49%	1. 公司为降低原有车型库存，开展了多种促销活动，影响收入及毛利率水平； 2. 公司通过网络、电视等媒体进行产品推广，广告费大幅增长； 3. 公司加大研发投入，研发费用大幅增长。
重庆长安汽车股份有限公司	公司年度营业总收入较上年同比增长 1.87%；归属于上市公司股东的净利润较上年同比减少 30.61%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同比减少 39.50%	1. 来自合联营企业的投资收益下降； 2. 产品更新换代过程中，新产品成本控制能力不足，主营业务毛利率下降。
众泰汽车股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润同比增加 1,209.32%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同比增加 1,228.53%	公司上半年完成重大资产重组，以发行股份购买资产的方式收购了永康众泰汽车有限公司 100% 股权，导致公司净利润大幅度增长。
比亚迪股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润较上年同比减少 19.54%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同比减少 35.26%	1. 传统汽车销量、收入有所下滑； 2. 汽车业务之外的板块竞争激烈，拖累整体业绩。
辽宁曙光汽车股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润较上年同比增长 420.74%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-1.55 亿元。	1. 皮卡新车型销售情况较好，带动了经营业绩改善； 2. 转入子公司股权，实现非经常性损益较大。
力帆实业（集团）股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润较上年同比增长 106.46%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-1.87 亿元。	1. 公司推出的全新七座车型，产品品质有了有所提升； 2. 乘用车受当地货币对美元持续升值等有利因素影响，出口金额小幅增长。
海马汽车集团股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润-9.94 亿元；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-10.68 亿元	1. 公司汽车销量同比大幅下降； 2. 公司对部分产品或在研项目实施退市或停止研发等，涉及的相关资产或研发支出予以减值或费用化。
天津一汽夏利汽车股份有限公司	归属于上市公司股东的净利润-16.41 亿元；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-16.66 亿元	公司的产品结构尚未调整，现有产品的市场需求较弱，产销规模低，盈利能力弱。

资料来源：wind，联合评级整理

以上述公司为样本，通过分析 2017 年企业财务运行情况，可以看出样本企业资产规模及营业收入有所扩大，经营效率基本保持稳定，杠杆率与短期偿债能力较上年变化不大，长期偿债能力有所提高。

2017年，各乘用车样本企业整体资产、营业收入和净利润较上年均有所增长，但差距较大；上汽集团以7,235.33亿元的总资产、8,579.78亿元的营业收入和471.16亿元的净利润领跑，而众泰汽车表现良好，营业收入和利润增速均为第一；海马汽车经营较差，资产、营业收入和净利润均出现下滑。

表2 截至2017年底乘用车样本企业规模变化（单位：亿元、%）

科目	总资产	总资产同比变动	营业收入	营业收入同比变动	净利润	净利润同比变动
中位数	388.41	3.12	385.24	8.21	11.19	1.26
平均数	1,131.23	57.11	1,069.31	87.04	61.65	-741.31
最大值	7,235.33	706.48	8,579.78	1,128.48	471.16	1,204.27
最小值	49.00	-16.69	14.51	-30.29	-16.40	-11,014.02

资料来源：wind，联合评级整理

从盈利指标来看，2017年样本企业盈利能力有所下滑。从经营效率来看，存货周转率变动不大，应收账款周转率较上年下降，资金占用情况加重。一汽轿车虽盈利能力有所增长，但应收账款周转速度大幅下降，经营效率有所降低。一汽夏利各项盈利指标均大幅下滑。

表3 截至2017年底乘用车样本企业盈利能力和经营效率变化（单位：%、个百分点，次）

科目	销售毛利率	毛利率变动	总资产报酬率	ROA 变动	净资产收益率	ROE 变动	存货周转率	存货周转率变动	应收账款周转率	应收账款周转率变动
中位数	17.75	0.28	5.62	-0.47	9.04	-2.69	8.47	-0.26	20.72	34.29
平均数	12.89	-1.58	2.34	-3.06	-5.53	-16.12	10.50	0.71	45.89	58.66
最大值	26.46	3.89	12.10	7.38	19.06	15.23	19.63	6.76	160.80	238.58
最小值	-48.18	-18.67	-32.28	-36.49	-186.84	-196.88	4.04	-1.73	2.26	2.24

资料来源：wind，联合评级整理

从偿债指标来看，2017年乘用车样本企业资产负债率变动不大，仍维持高杠杆率的水平；短期偿债指标变化不大，长期偿债能力有所提高。

表4 截至2017年底乘用车样本企业盈利能力和经营效率变化（单位：%、个百分点，倍）

科目	资产负债率	资产负债率变动	流动比率	流动比率变动	速动比率	速动比率变动	EBITDA 全部债务比	EBITDA 全部债务比变动	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA 利息保障倍数变动
中位数	60.14	-1.14	1.00	0.02	0.87	0.00	0.36	-0.01	16.34	15.93
平均数	62.27	1.64	1.03	-0.02	0.90	0.02	0.86	0.23	344.41	995.52
最大值	98.20	34.89	1.76	0.32	1.66	0.33	7.52	7.44	4,614.57	9,061.46
最小值	41.13	-10.26	0.43	-0.44	0.40	-0.29	-0.47	-2.74	-124.25	-61.56

资料来源：wind，联合评级整理

#### 四、发债企业信用分析

##### 1. 2018年一季度债券发行情况

表 2 2018 年一季度我国乘用车行业债券发行情况 (单位: 亿元、年、%)

债券类型	债券简称	发行人	起息日期	发行规模	发行期限	票面利率	发行时主体评级	发行时债项评级	经营范围
定向工具	18 戴姆勒 PPN001BC	戴姆勒股份公司	2018-01-12	30.00	3.00	5.60	--	--	生产销售汽车产品等
公司债	18 东风 01	东风汽车集团股份有限公司	2018-01-31	3.00	3.00	5.49	AAA	AAA	生产销售汽车产品等
超短期融资债券	18 比亚迪 SCP001	比亚迪股份有限公司	2018-03-08	20.00	0.74	5.29	AAA	--	生产销售汽车产品等
超短期融资债券	18 福田 SCP001	北汽福田汽车股份有限公司	2018-03-19	10.00	0.74	5.35	AA+	--	生产销售汽车产品等
可交换债	18 宇通 EB	郑州宇通集团有限公司	2018-03-22	30.00	5.00	0.50		AAA	生产销售汽车产品等
公司债	18 京汽 Y1	北京汽车股份有限公司	2018-03-23	20.00	3.00	5.60	AAA	AAA	生产销售汽车产品等
超短期融资债券	18 华晨 SCP001	华晨汽车集团控股有限公司	2018-03-28	5.00	0.74	4.91	AAA	--	生产销售汽车产品等
超短期融资债券	18 宇通 SCP001	郑州宇通客车股份有限公司	2018-04-03	15.00	0.16	4.40	AAA	--	生产销售汽车产品等

资料来源: Wind, 联合评级整理

注: 经营范围根据 Wind 资讯行业分类划分。18 宇通 SCP001 于 2018 年 3 月 30 日发行, 归入 1 季度统计口径,

2018 年一季度, 汽车乘用车行业共发行债券 8 支, 发行规模合计 133.00 亿元, 其中超短期融资债券 50.00 亿元、定向工具 30.00 亿元、一般公司债 23.00 亿元、可交换债 30.00 亿元。

## 2. 债券偿还情况

表 3 2018 年一季度我国乘用车行业债券到期情况 (单位: 亿元、年、%)

债券简称	发行人	到期日	发行额度	债券期限	票面利率	最新债项评级	最新主体评级	最新评级展望
17 戴姆勒 PPN001	戴姆勒股份公司	2018-03-15	30.00	1.00	4.60	--	--	--
12 广汽 01	广州汽车集团股份有限公司	2018-03-20	10.00	5.00	4.89	AAA	AAA	稳定
13 宇通 MTN1	郑州宇通集团有限公司	2018-03-27	4.00	5.00	5.77	AAA	AAA	稳定

资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

2018 年一季度, 乘用车行业发债企业到期 3 支债券, 合计金额 44.00 亿元, 除 17 戴姆勒 PPN001 为私募债外, 均为主体 AAA 级别债券。

## 3. 发债主体级别变动情况

2018 年一季度, 乘用车行业发债企业无主体级别变动情况。

#### 4. 2018年二季度将到期债券情况

表4 2018年二季度我国乘用车行业债券到期情况 (单位: 亿元、年、%)

债券简称	发行人	到期日	发行额度	债券期限	票面利率	最新债项评级	最新主体评级	最新评级展望
17京汽股SCP001	北京汽车股份有限公司	2018-04-17	20.00	0.74	4.41	--	AAA	稳定
17奇瑞SCP003	奇瑞汽车股份有限公司	2018-05-08	20.00	0.74	6.00	--	AA	稳定
15江铃MTN001	江铃控股有限公司	2018-05-08	2.00	3.00	4.58	AA+	AA+	稳定
17戴姆勒PPN002	戴姆勒股份公司	2018-05-18	30.00	1.00	5.18	--	--	--
18宇通SCP001	郑州宇通客车股份有限公司	2018-06-02	15.00	0.16	4.40	--	AAA	稳定
13华晨MTN1	华晨汽车集团控股有限公司	2018-06-05	10.00	5.00	5.30	AA	AAA	稳定
11吉利债	浙江吉利控股集团有限公司	2018-06-21	10.00	7.00	6.40	AA	AAA	稳定

资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

2018年二季度, 将有7支乘用车相关行业债券到期, 合计金额107.00亿元, 除17戴姆勒PPN001为私募债外, 4支为主体AAA级别债券, 1支为主体AA+级别债券, 1支为主体AA级别债券。

#### 5. 利差分析

表5 2018年一季度我国乘用车行业新发行债券利差比较 (单位: 亿元、年、%、百分点)

债券类型	债券简称	起息日期	发行期限	发行时主体评级	发行时债项评级	票面利率	参考利率	利差
定向工具	18戴姆勒PPN001BC	2018-01-12	3.00	--	--	5.60	4.8314	0.77
公司债	18东风01	2018-01-31	3.00	AAA	AAA	5.49	4.7757	0.71
超短期融资债券	18比亚迪SCP001	2018-03-08	0.74	AAA	--	5.29	4.1448	1.15
超短期融资债券	18福田SCP001	2018-03-19	0.74	AA+	--	5.35	4.0077	1.34
可交换债	18宇通EB	2018-03-22	5.00		AAA	0.50	4.7313	4.23
公司债	18京汽Y1	2018-03-23	3.00	AAA	AAA	5.60	4.5126	1.09
超短期融资债券	18华晨SCP001	2018-03-28	0.74	AAA	--	4.91	3.8595	1.05
超短期融资债券	18宇通SCP001	2018-04-03	0.16	AAA	--	4.40	2.9941	1.41

资料来源: Wind, 联合评级整理

注: 参照利率, 公司债和可交换债参照主要参照发行日当天同期限国开债的中证到期收益率估值, 超短期融资债券和定向工具参考发行日当天同期限国开债的中证到期收益率估值。

### 五、汽车行业信用风险展望

2018年一季度，我国乘用车产销水平整体保持稳定，在此市场背景下，SUV车型及高排量车型表现良好，中国品牌乘用车崛起，韩系车销量低迷，新能源汽车发展势头强劲。展望2018年全年，在补贴退坡、二手车市场蓬勃发展的作用下，乘用车车企或将面临消费需求增速趋缓的平稳行情。

长远来看，乘用车行业作为重要的消费品行业，目前伴随我国国民生活水平的提高和消费升级的需要，未来仍有一定发展空间，行业整体信用水平有望保持稳定。但伴随我国自主品牌车企的崛起及新能源汽车的兴起，我们预计未来一段时间行业竞争将加剧，行业内企业优胜劣汰进程将加速，主要体现在以下三方面：

（1）随着中国品牌车企行业地位的提高，行业竞争有望进一步加剧，需关注在此进程中部分韩系、日系车企盈利能力的削弱对其信用水平的不利影响。

（2）随着新能源补贴政策退坡及双积分政策的出台，新能源汽车行业已由“政策扶植期”逐步迈向“政策引导期”，在此过程中部分新能源车企成本压力加大，能否通过规模效应实现盈利仍有待观察。

（3）新能源汽车作为国家重点扶植的新兴行业，吸引了众多行业内外的企业纷纷涉足，但由于行业整体技术尚不成熟，且由于充电桩数量有限、充电时间较长、续航里程客户满意度低等问题，下游市场仍有待培育。在此过程中进军该行业的企业能否在激烈的市场竞争中脱颖而出、实现盈利，仍存在较大不确定性。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。