

中国重汽（000951.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



汪丰
汽车研究员

2026年1月19日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	17.01
总市值	199.85亿
PE-TTM	12.52
PB-MRQ	1.29

估值结果

	价值	255.86亿
DDM估值	上行空间	28%
	状态	偏低估
	价值	235.84亿
动态估值	上行空间	18%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

中国重汽是中国重卡龙头，重卡市场份额中国第一。

公司成长空间一般，主要受益于中国重卡出海的份额提升，公司在海外以性价比和通用性快速开拓市场；但国内重卡市场受运价下跌、补贴透支等因素影响未来几年呈下滑趋势，中和了海外的高增。公司的产业格局较好，主要由于国内市场格局趋于稳定，同时海外市场品质价比高竞争力强，但也受到近年来新能源重卡崛起的冲击，同时公司核心零部件均为外采，对上游话语权弱，业绩易受此影响产生波动。公司盈利趋势一般，主要由于原材料价格占比高达93%，受上游大宗价格影响较大，且国内外重卡整体呈价格下跌趋势，积压了公司的盈利能力。公司护城河较深，构筑了资源优势、线下渠道和规模经济的多维度护城河。

基于对公司海外销量增长、主营业务和现金流稳健、长期高分红的假设，公司处于合理偏低估状态。

风险提示

国内需求可能不及预期。以旧换新补贴透支部分需求，同时国V退出政策存不确定性，26-27年内销下滑概率大。

海外需求可能不及预期及贸易壁垒风险。中国企业在可进入市场份额提升空间有限，而新进入市场均有强势本土品牌，可能面临反倾销；海外工矿资本开支可能由于宏观影响不及预期。

技术更新进展或低于预期。徐工、三一、宇通等新进入者新能源重卡优势较大，随着渗透率升高不断蚕食公司份额。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	5
3.2 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

中国重汽是国内重卡龙头企业，母公司重汽集团全国份额25%+，公司销量约占一半；凭借绑定潍柴和MAN的高级动力链在寡头竞争格局中居首，新能源重卡也相对靠前。

中国重汽的业务主要分为重卡业务和配件两大类，25年上半年分别贡献收入的79%/21%。

2. 业务介绍

对于中国重汽公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

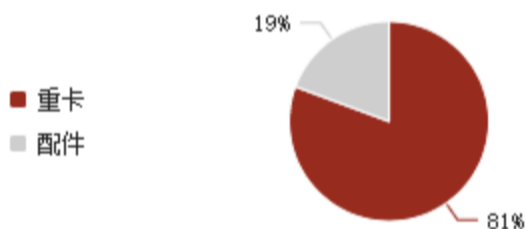
重卡：

重卡业务主要为14米以上大型卡车，用于物流和建筑行业，分为载货车、牵引车、自卸车等多种车型。目前国内市场份额10%+，出口份额估算约为20%。该业务以组装为主，毛利率仅8%左右，盈利能力有一定波动。公司上游原材料为发动机、玻璃、轮胎等原材料，公司结合自研自制的车桥制造成重型卡车后，交付给下游重汽集团、经销商等客户，我们对该业务的市场界定为全球重卡市场。

配件：

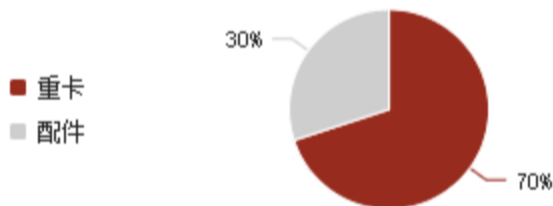
配件业务主要由下辖车桥（持股51%）和后市场（持股100%）两个重要的子公司运营，向母公司提供各类重卡配件。该业务商业模式好于重卡，毛利率14%左右，业绩长期较稳定。公司上游原材料为钢、铝、铜等原材料，公司制造成车桥和配件后，交付给下游重汽集团、经销商等客户我们对该业务的市场界定为重汽集团内部重卡配件市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

中国重汽的商业模式为ToB资本品制造业，生产方式为下游组装，具有高供应商集中度，低研发强度，低资产强度的特点，原材料成本占比高。

公司业务主要是采购上游发动机、轮胎等零部件，结合自研自制的车桥组装成重型卡车，主要依赖母公司重汽集团的销售渠道进行销售，包括出口部分也是销售给重汽集团后再发往海外。公司的整体毛利率较低，仅为8%左右，主要由于绝大多数零件为外采，原材料成本占到营业成本的93%。

3.1 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司的研发强度较低，主要由于依赖绑定的潍柴动力和MAN动力链，而发动机的研发是重卡研发的核心。公司的研发费用率仅1.6%，约为主要竞争对手一汽解放的一半，也显著低于行业新进入者如徐工、三一、宇通等。

3.2 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的供应商集中度较高，主要由于依赖绑定的潍柴动力和MAN动力链，第一大供应商山东重工占公司采购支出的56%。主要竞争对手如一汽解放、东风等前五大供应商均为30%左右。

4. 历史经营绩效

公司前身是济南汽车制造总厂，1960年生产制造了中国第一辆重型汽车——黄河牌JN150八吨载货汽车，1983年成功引进了奥地利斯太尔重型汽车项目，是第一家全面引进国外重型汽车整车制造技术的企业。2004年重汽A借壳小鸭电器上市，同年自主研发的新一代重卡车型豪沃诞生。2020年面向全球推出全新一代高端民族品牌“黄河”重卡，引领中国重卡迈向世界一流。

2020-2024年，中国重汽实现-7%的营业收入复合增长率，-6%的归母净利润增长率。中国重汽近年来毛率先降后升，主要由于重卡业务周期性所致，随着海外业务占比提升毛利率有望稳定并上一个台阶。公司出口毛利率近年来稳定比内销高2pct左右，由于重卡行业毛利率长期处于6%上下，这一提升带来的利润增量较为可观。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力长期处于中低水平。主要由于重卡业务周期性所致，以及公司零部件外采比例高、核心技术来自合资和兄弟公司，产品附加值较低。近年来随着重卡周期上行，叠加公司 2022 年开始进行了降本增效内部改革，提升销售毛利率水平；控制费用，提升公司运营销量；最终实现销售净利率的提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



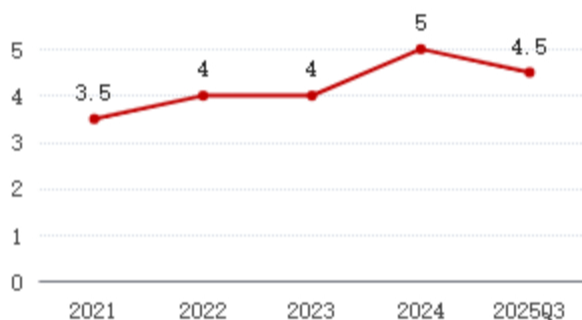
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力近年来持续增长。主要由于重卡周期回暖和海外放量，2020-2024年，国内市场先从140万辆下降至60万辆，目前恢复到80万辆；同期出口爆发，海外业绩的增长部分弥补了国内的下降。2023年来，国补和国四淘汰以及换车周期等多因素促进了国内市场持续回暖，但长期周期性仍存。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



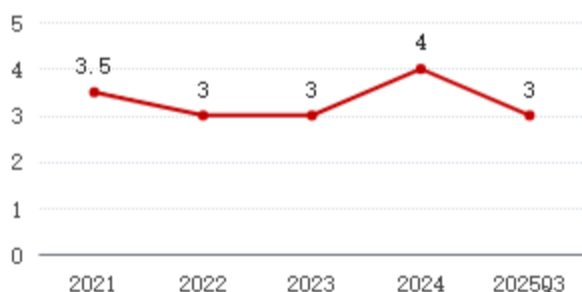
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力好，主要由于公司上游和下游均为兄弟公司及集团公司，公司品牌在山东重工体系中重要性较高，回款较快同时可对上游开展较长账期，净营业周期为-2月左右，现金流较好，即使在22年周期低点仍保持稳定。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级一般。主要由于公司经营现金流显著高于净利润且账面沉淀大量现金，但分红率长期只有净利润的50%左右，因此虽然股息率较高但股东回报评级不高。

5. 四维评级

公司的特点在于有着一般的护城河，同时产业格局一般，成长空间一般，盈利能力一般。这主要是由于重卡市场海内外均是成熟行业，且核心发动机技术非自有+组装为主的商业模式产品附加值低，市场竞争也较为激烈。公司在行业中已属于第一梯队企业，财务质量和业务经营情况远好于主要竞争对手解放、东风等。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司具有一般的成长能力。公司的成长性主要来源于重卡出海，海外重卡市场达250万辆+，其中中国车企可触达市场约80万辆，2029年有望达110万辆以上，主要通过介入欧洲、北美、东亚等市场。目前全行业在可触达市场的出口量约33万辆，其中重汽集团占一半左右，近年来同比增速在10~20%+。但国内市场本身没什么增长，周期性较强，政策影响较大，部分抵消了出海的成长性。

重卡(3星):

抓住出口市场高增长机遇，重汽凭借先发优势实现出口高增，2025年出口突破15万辆，重汽A估计超7.3万辆。但重卡行业出海已发展多年，天花板较低，中国车企在可触达市场的份额加总已超过40%，且出口售价相对国内基本无差别，整体来看alpha属性弱于乘用车、客车、摩托车等赛道。国内市场未来则有下滑风险。2025年国内重卡销量为80万辆，长期中枢也在70-80万辆区间。目前我国重卡销量的驱动主要来自于置换，2017年后市场已步入成熟期，新增需求不足，主要由于工程市场萎缩、同时物流市场饱和、每单运费持续下滑。同时，新能源重卡的快速渗透正在蚕食公司的份额。2025年内需市场迎来高峰，叠加国补透支，26-27年国内市场压力较大，预期10%左右的下滑。

配件(2星):

配件业务以内供集团为主，受益于整个集团的其他重卡出海，不过少数股东权益达49%、实际贡献有所削减。随着中国重汽在新能源时代车辆结构变化造成车桥等配件外采比例提升，以及业务重心向高盈利能力的客车、轻中卡迁移，配件业务成长性未来有下滑预期。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司未来的盈利趋势主要表现为毛利率和净利率缓慢提升。主要由于公司海外销量占比逐年提升，出口毛利率更高，但同时也不能忽视原材料价格上涨的影响。

重卡(2.5星):

公司重卡的盈利趋势未来处于中等水平。出口毛利率近年来稳定比内销高2pct左右，由于重卡行业毛利率长期处于6%上下，这一提升带来的利润增量较为可观。但全球大宗供给侧危机背景下上游原材料上涨对于成本的影响部分抵消了盈利能力的上升。

配件(2星):

公司配件的盈利趋势未来一般。配件业务以内供集团为主，受益于整个集团的其他重卡出海，但随着重卡新能源占比提升和集团其他业务的发展整体份额可能下降，造成规模效应减弱。同时原材料上涨同样冲击车桥的盈利水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所属的重卡行业属于集中度较高的轻资产资本品行业，行业进入壁垒主要体现在核心动力技术（柴油发动机）、牌照和渠道，目前格局相对稳定，但受到新能源渗透率提高带来的新进入者冲击。国内市场 2025 年 1-11 月 CR5（集团）销量合计占比达 87%，前五分别为中国重汽、一汽解放、东风汽车、陕汽集团、福田汽车，重卡出口格局更为集中，中国重汽占比达一半。在话语权方面，下游现金+上游兄弟公司给予宽厚条件，现金流和盈利质量高。

重卡(3星):

公司重卡业务产业格局较好。2025 年 1-11 月 CR5（集团）销量合计占比达 87%，行业前五分别为中国重汽、一汽解放、东风汽车、陕汽集团、福田汽车。中国重汽集团位居行业龙头地位，近年来市场份额已稳定在 20%以上，2018-2023 年，重汽集团的行业市占率连续 6 年由16.5%提升至 25.7%，2024-2025年均保持27%。中国重汽的国内销量约占集团的55%。重卡出口格局更为集中，重汽常年领先，24 年占 48%份额，CR5 高达 94%。

配件(2.5星):

公司配件业务产业格局一般。公司配件主要给集团旗下整车做配套而非公司自身产品的后市场，竞争对手主要为中国重汽合作的外部方案，尤其是轻中卡以及新能源的新布局，近年来配件收入增速低于集团收入增速，显示出集团内份额的下降。同时配件业务原材料以大宗直采为主，对大宗商品价格波动的敏感性更高。

5.4 护城河

★★★★☆

公司业务的护城河较为深厚，主要体现在资源优势以及线下渠道布局方面，叠加行业轻资产、品牌效应强的特点，取得了较高的ROIC和ROE。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
重卡	(3.5星) 中国重汽作为中国第一大重卡企业，2025年经壹评级调整后重卡业务净资产收益率10.5%，具有尚可的超额收益率，公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的线下渠道、资源优势。	(3星) 重卡业务护城河主要包括两个方面：①线下渠道-持续性较强，来自于深耕海外市场多年建立的广泛渠道，生产销售中心遍布全球，相对国内主要竞争对手优势明显。②资源优势-持续性较强，来自于绑定上游核心供应链：潍柴+MAN双保险，在动力链上形成德国MAN（MC07/11/13 发动机+采埃孚变速箱+曼车桥）和潍柴高端动力系统（潍柴52.28%热效率发动机+法士特变速箱）高端双动力链。MC系列发动机与MAN原型机零部件通用率达85%以上，同时整车价格仅MAN原厂的一半，在海外备受欢迎。
配件	(4星) 中国重汽作为中国第一大重卡企业，2025年经壹评级调整后配件业务净资产收益率16.0%，具有较高的超额收益率，公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的利基市场垄断、资源优势。	(3.5星) 配件业务护城河主要包括两个方面：①利基市场垄断-持续性较强，来自于集团内部利益分配和供应链锁定，配件业务资产来源是上市后重汽集团向公司注入的车桥和齿轮箱公司，现有产品的车桥采用专用设计，供应链具有排他性，并通过框架协议进行保证。②资源优势-持续性较强，来自于车桥和配件是与核心动力链相匹配的原厂授权产品，在重汽集团体系具有不可替代性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司海外业务扩张、配件业务稳健的假设，公司处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为重卡、配件分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：

收入假设：

①重卡业务：

逻辑为市占率*全市场销量*ASP，市场规模角度，目前国内市场80万辆，26-28年持续下滑，假设到29年为70万辆，对应周期底部稍高水平，反映内需市场迎来高峰，叠加国补透支的情况，其中新能源预计26.6万辆，渗透率从目前的26%增长至38%。国外中国车企可触达市场约80万辆，2029年有望达110万辆以上，主要通过介入欧洲、北美、东亚等市场。

公司股份角度，2025年国内传统市场/新能源/海外可触达市场预计为10.1%/11.0%/8.7%，预计到29年增至10.1%/12.5%/9.7%。

ASP方面总体呈平稳趋势，其中国内下降更多，海外受新能源渗透率提升有望保持上升，国内传统市场/新能源/海外，2025年国内传统市场/新能源/海外可触达市场预计为22.1/38/30.1万元，预计到29年变为22.1/33.6/33万元。

②配件：

占总收入比例从2025年的24%到2029年下降至20%，反应新能源趋势的冲击以及集团非重卡业务的发展。

毛利率假设：主要由于原材料占比达93%，业务组装性质强，国内整车毛利率假设到29年从6.4%下降至6.0%，反应行业萎缩和竞争加剧，海外毛利率随着高价车占比提升抵消原材料涨价有望维持高位，假设到29年仍有8.6%水平，与25年基本持平。配件业务毛利率基本保持在13%水平稳定。

资产负债表假设：

- 1) 公司属于较轻资产行业，公司长期资产未来折旧带来的影响较小；
- 2) 考虑到公司整体现金流日趋稳健、ROE较高，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

中国重汽	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	288.2	420.7	449.3	545.5	576.5	607.0	632.7	674.6
归母净利润(亿)	2.2	10.8	14.8	17.3	18.4	19.3	19.8	20.8
归母净利润增速(%)	-79.3	402.9	36.7	16.9	6.2	5.4	2.2	5.4
经营性净利润(亿)	4.0	12.4	16.6	19.9	21.2	22.5	23.0	24.4
经营性净利润增速(%)	-74.7	212.2	34.6	19.3	6.8	5.9	2.4	5.9
经营性归母净利润(亿)	1.6	9.3	13.2	15.7	16.8	17.8	18.2	19.3
经营性归母净利润增速(%)	-83.5	479.6	41.2	19.3	6.8	5.9	2.4	5.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

重卡	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	226.4	339.6	359.3	439.9	468.7	497.5	522.9	562.1
收入增速(%)	-52.6	50.0	5.8	22.4	6.5	6.2	5.1	7.5
经营性净利润(亿)	-3.0	5.6	8.7	11.3	12.6	13.8	14.4	15.6
经营性净利率(%)	-1.3	1.7	2.4	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8
经营性净利润增速(%)	-140.6	287.0	54.2	29.6	11.7	9.6	4.4	8.6
配件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	61.8	81.1	90.0	105.6	107.8	109.5	109.8	112.4
收入增速(%)	-25.9	31.2	10.9	17.4	2.1	1.5	0.3	2.4
经营性净利润(亿)	7.0	6.7	7.9	8.6	8.6	8.7	8.6	8.7
经营性净利率(%)	11.3	8.3	8.8	8.1	8.0	7.9	7.8	7.8
经营性净利润增速(%)	-15.1	-3.6	18.3	8.1	0.4	0.5	-0.7	1.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
重卡	1.0%	中低-	较好	较强	7.8%	12.17	14.8
配件	1.0%	中低-	一般	较强	7.8%	10.96	8.6
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
重卡(亿)	3.3	133.7	136.9	13.5	-	-	150.5
配件(亿)	21.5	70.3	91.9	6.7	13.2	-	85.4
公司整体测算(亿)	24.8	204.0	228.8	20.2	13.2	-	235.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
重卡(亿)	70.1	81.0	151.1	13.5	-	-	164.6
配件(亿)	56.9	40.8	97.7	6.7	13.2	-	91.2
公司整体测算(亿)	127.1	121.8	248.8	20.2	13.2	-	255.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，主要由于公司所处行业为ToB资本品制造业，每月的销量均有商用车协会等第三方数据以及海关数据信源，公司与投资者交流也较为充分，经常接受调研和举办路演。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。