

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年4月10日

行业平稳增长格局不变

汽车行业2009年二季度投资策略

工业

汽车

中性(维持)

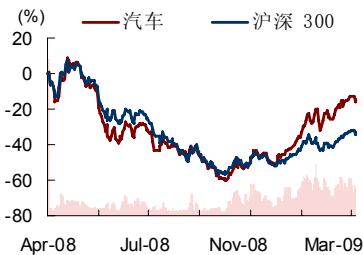
上证指数 2380

行业规模

		占比%
股票家数(只)	75	4.8
总市值(亿元)	3417	2.0
流通市值(亿元)	1703	2.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.6	59.1	-12.1
相对表现	-0.7	32.9	19.7



相关报告

- 1、《2009年汽车行业投资策略报告》
2008/12/17
- 2、《2008年汽车行业投资策略报告》
2008/1/9
- 3、《2007年四季度汽车行业投资报告》
2007/10/12
- 4、《2007年中期汽车行业策略报告》
2007/6/25
- 5、《上海汽车(600104) - 最优秀的国际化本土汽车企业》
2007/6/18
- 6、《一汽轿车(000800) - 自主品牌将成为未来利润增长点》
2007/3/2
- 7、《从产业发展现状, 寻找综合实力较强企业》
2007/1/22

2009年一季度月份汽车销量268万辆, 同比增长3.88%, 预计二季度销量与去年同期基本持平, 接近260万辆。整体来看, 乘用车消费将相对平稳、商用车消费仍需等待经济复苏, 维持行业“中性”评级, 建议标配。关注季报风险, 同时关注新能源汽车发展带来的行业性投资机会。

- **欧美汽车市场重创, 国内销量平稳增长。**受金融危机影响, 欧美汽车市场遭受重创, 2009年1-2月, 美国汽车销量同比下降39.3%, 欧洲乘用车销量同比下降22.9%, 而中国汽车销量同比增长2.7%。
- **乘用车市场仍有空间。**消费基础来源于国内经济特征带来的“梯次消费”格局及较高储蓄率。09年1季度乘用车市场呈现三大特点: 中西部地区销量情况要好于沿海地区, 二线城市好于一线城市; 中小排量乘用车市场份额显著提升; 自主品牌轿车市场份额大幅增加。
- **重卡市场略微复苏, 仍需期待经济回暖。**随着4万亿投资开始落实, 1-2月城镇固定资产投资增速高达26.5%, 带动自卸车产品销量增长, 但公路运输行业情况仍未见好转, 重卡行业期待经济回暖, 仍需观望。
- **“汽车下乡”对微客刺激大于轻卡。**轻卡成本较高, 补贴仅限“换购”, 导致提前报废农用车以换购轻卡动机不强; 微客消费可享受直接补贴, 又可享受购置税减免, 在双重利好刺激下, 预计09年微客销量增速将达到25%。
- **新能源汽车为战略发展行业, 能否“蛙跳”有待政策引导。**政府将新能源汽车行业发展提升至战略高度值得肯定, 但国内新能源汽车能否实现“蛙跳”发展仍然期待政策正确指引, 否则难以避免“零部件打包”模式的出现。
- **投资策略。**乘用车消费平稳但二季度难超预期, 建议标配并关注季报风险; 商用车仍需等待经济回暖。重点推荐江铃汽车、巴士股份、风帆股份; 审慎推荐上海汽车、一汽富维、福耀玻璃; **强烈推荐**一汽轿车, 期待公司三季度产品放量与整体上市; 审慎推荐宇通客车、中国重汽、潍柴动力。

重点公司主要财务指标(2009年4月9日)

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
一汽轿车	11.95	0.67	0.85	1.11	14	11	3.1	强烈推荐 A
一汽富维	12.06	0.90	0.95	1.10	13	11	1.9	审慎推荐 A
一汽夏利	5.03	0.09	0.12	0.13	42	39	2.4	中性-B
上海汽车	9.48	0.08	0.50	0.62	19	15	1.7	审慎推荐 A
巴士股份	7.02	-0.02	0.50	0.61	14	12	1.5	审慎推荐 A
宇通客车	13.74	1.02	0.74	0.82	19	17	4.5	审慎推荐 A
江铃汽车	14.16	0.91	0.85	0.95	17	15	3.0	审慎推荐 A
中国重汽	22.37	1.34	1.20	1.40	19	16	3.7	审慎推荐 A
潍柴动力	31.10	2.74	2.62	2.66	12	12	3.2	审慎推荐 A
福耀玻璃	7.08	0.12	0.33	0.40	21	18	4.3	审慎推荐 A

资料来源: 招商证券

正文目录

一、中国汽车市场价值凸显--产业转移的预期	4
二、乘用车--平稳增长	5
1、市场空间与结构—内陆地区和二三线城市增速较高	5
2、购买力保证—低信贷率和高储蓄率	6
3、消费者信心—有望回升	7
4、1 季度乘用车市场—小排量及自主品牌份额增加	8
三、商用车--期待经济回暖	9
1、重卡销量--短期反弹	9
2、大中客市场--依然低迷	11
四、“汽车下乡” --对微客销量影响大于轻卡	13
五、新能源汽车—未来投资主题	15
1、新能源汽车符合产业发展趋势	15
2、“蛙跳”发展--期待产业政策扶持	16
六、汽车产业政策—拉动行业增长	18
七、投资策略与重点公司	20
1、投资策略	20
2、重点公司介绍	20
(1)、一汽轿车	20
(2)、一汽富维	21
(3)、上海汽车	21
(4)、巴士股份	22
(5)、江铃汽车	22
(6)、宇通客车	23
(7)、风帆股份	24

图目录

图 1: 美国汽车月度销量数据	4
图 2: 欧洲乘用车月度销量数据	4
图 3: 汽车月度销量统计	4
图 4: 汽车月度销量同比增长情况	4
图 5: 乘用车消费决定因素	5
图 6: 汽车保有量数据	5
图 7: 1-2 月轿车分地区销量同比增速对比	6
图 8: 信贷购车比例数据	6
图 9: 中国居民储蓄率变化	7
图 10: 消费者信心指数	7
图 11: 沪深 300 指数	7
图 12: 乘用车销量情况	8
图 13: 按排量划分乘用车消费结构	8
图 14: 轿车国系市场份额占比变化情况	9
图 15: 重卡月度销量情况	9
图 16: 重卡销量同比增长状况	10
图 17: 重卡整车（含非完整车辆）月度销量	10
图 18: 半挂牵引车月度销量	10
图 19: 重卡出口销量统计	10

图 20: 重卡出口金额统计	10
图 21: 重卡市场份额状况	11
图 22: 大客月度销量统计	11
图 23: 中客月度销量统计	11
图 24: 大中客市场份额状况	12
图 25: 大客 (座位 ≥ 30) 出口销量统计	12
图 26: 大客 (10 ≤ 座位 ≤ 29) 出口销量统计	12
图 27: 交叉型乘用车月度销量统计	13
图 28: 交叉型乘用车厂商市场份额	13
图 29: 轻卡厂商销量情况	14
图 30: 轻卡厂商市场份额	14
图 31: 试点城市 2007 年出租车数量	15
图 32: 试点城市 2007 年公交车数量	16
图 33: 镍氢电池产业链	16
图 34: 锂电池产业链	17

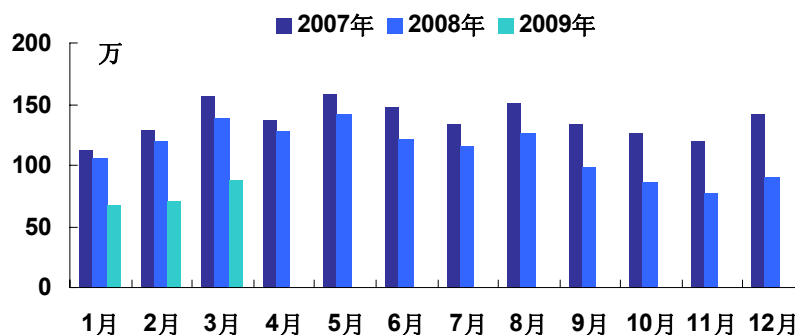
表目录

表 1: 混合动力技术相关上市公司	17
表 2: 汽车振兴规划的八大目标	18
表 3: 汽车振兴规划细则实施步骤	19
表 4: 一汽轿车盈利预测	20
表 5: 一汽富维盈利预测	21
表 6: 上海汽车盈利预测	22
表 7: 巴士股份盈利预测	22
表 8: 江铃汽车盈利预测	23
表 9: 宇通客车盈利预测	23
表 10: 风帆股份盈利预测	24
附表 1: 国外上市公司估值比较	25
附表 2: 香港上市公司估值水平比较	25

一、中国汽车市场价值凸显--产业转移的预期

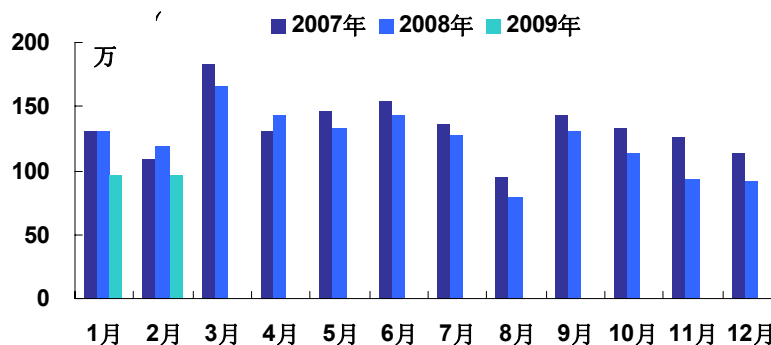
欧美汽车销量大幅下降。1-3月，美国汽车累计销量为224.2万辆，同比下降38.4%；1-2月，欧洲乘用车月度销量为192.7万辆，同比下降22.9%。

图1：美国汽车月度销量数据



资料来源：招商证券

图2：欧洲乘用车月度销量数据

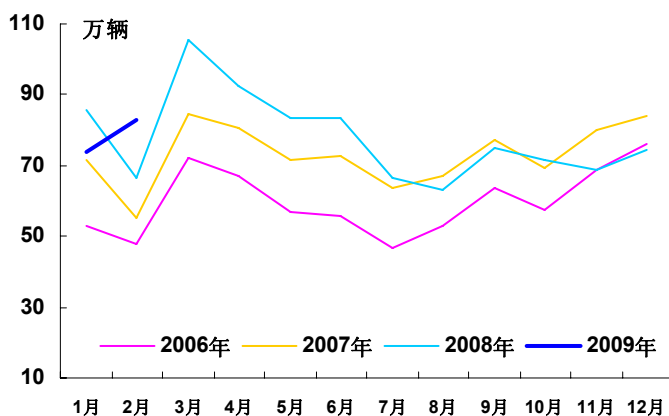


资料来源：招商证券

中国汽车市场价值凸显。在欧美汽车市场遭遇寒冬的同时，中国汽车市场依然保持增长，1-2月份，汽车累计销量为156.3万辆，同比增长2.7%。

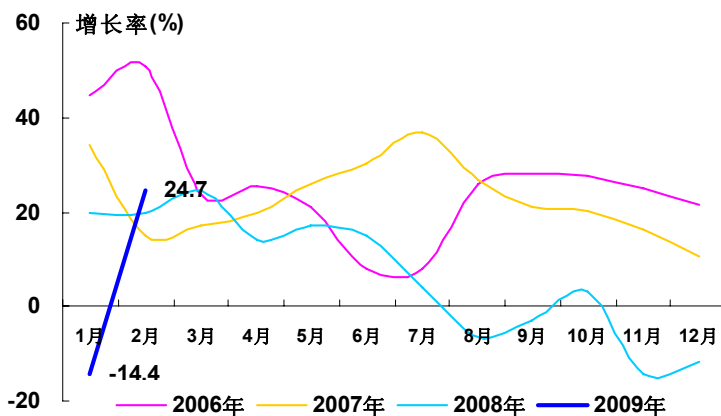
国内汽车市场空间以及行业低成本是未来欧美汽车向国内发生产业转移的动机与基础。

图3：汽车月度销量统计



资料来源：招商证券，CAAM

图4：汽车月度销量同比增长情况

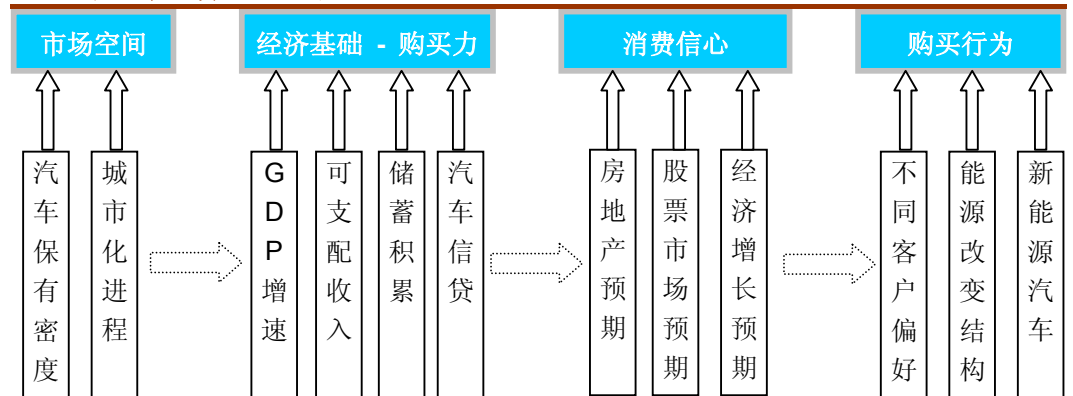


资料来源：招商证券，CAAM

二、乘用车--平稳增长

在《汽车行业 2009 年度投资策略-金融危机下国内乘用车投资价值凸现》中，我们提出了“四位一体”乘用车消费决定因素模型，在当前情况下，我们认为中国乘用车市场空间依然存在，销量有望持续保持增长；购买力基础不断夯实；消费信心逐渐恢复；在国家政策引导下，中小排量和新能源乘用车消费逐渐兴起。

图5：乘用车消费决定因素



资料来源：招商证券

1、市场空间与结构—内陆地区和二三线城市增速较高

中国乘用车市场依然巨大。由于中国沿海地区和内陆地区经济发展水平差别较大，其汽车拥有量水平差距也较大，随着内陆地区经济和交通基础设施的不断发展，汽车拥有量水平也将不断上升，整体上看，我国乘用车市场依然具有较大空间，未来几年内陆地区以及二三线城市的乘用车销量增速将远高于沿海地区和一线城市。

图6：汽车保有量数据

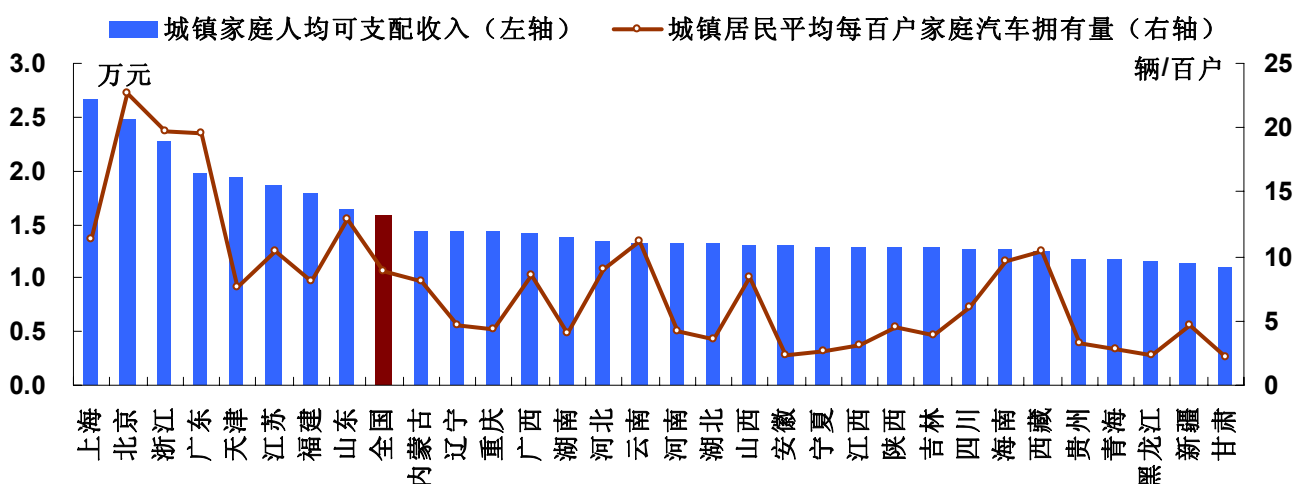
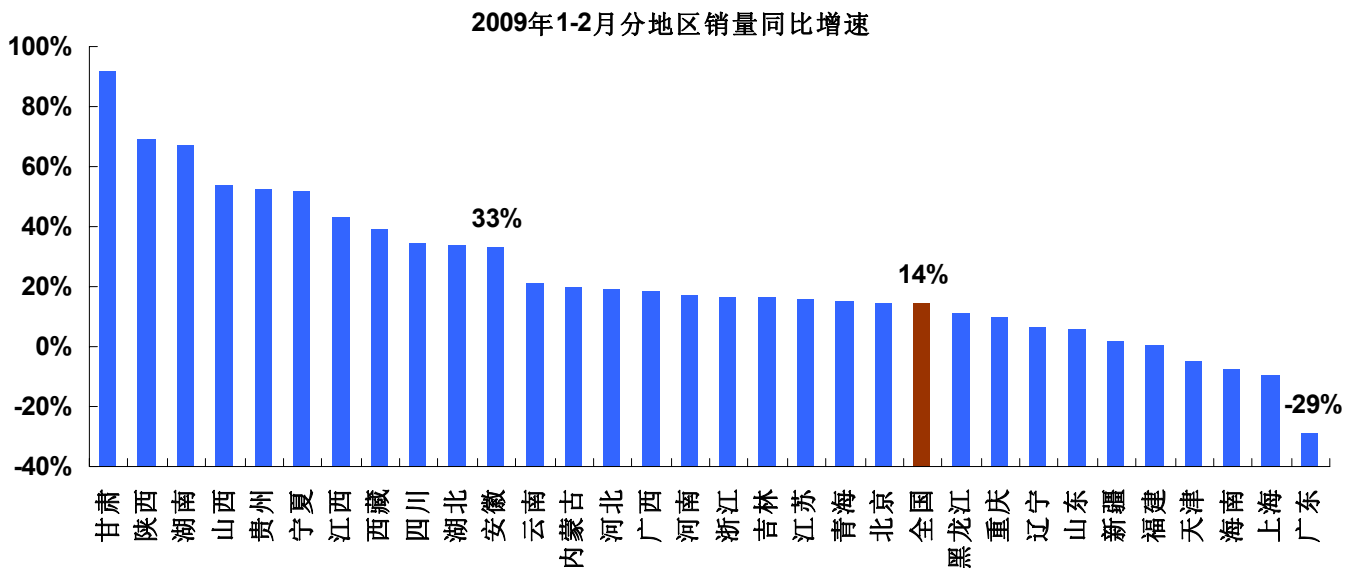


图7：1-2月轿车分地区销量同比增速对比

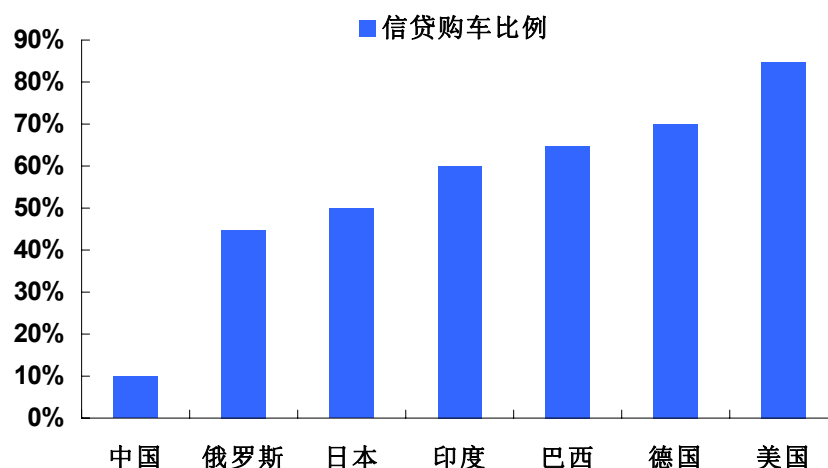


资料来源：招商证券

2、购买力保证—低信贷率和高储蓄率

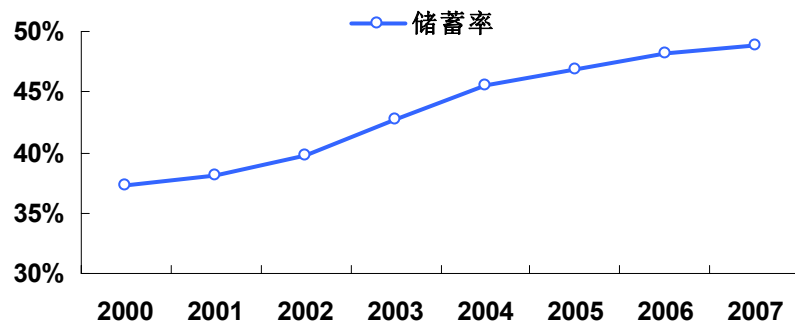
中国信贷购车比例偏低。与欧美国家消费者主要以贷款购车的方式为主不同，国内贷款购车的比例尚不到 10%，而主要以储蓄积累购买为主；在国家“扩大内需”的经济政策指引下，随着银行对购车信贷管理的放宽、居民消费观念的转变和汽车金融公司的兴起，中国信贷购车比例将逐渐提高。

图8：信贷购车比例数据



资料来源：招商证券

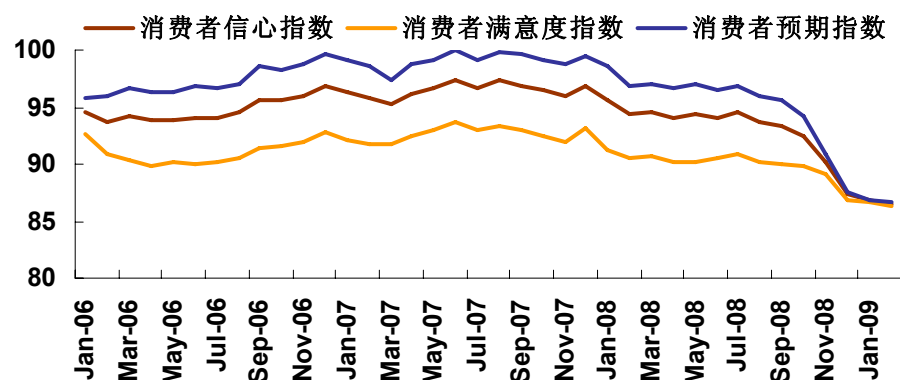
中国居民汽车购买力不断积聚。储蓄是中国乘用车消费的主要基础，2000 年以来，中国居民储蓄率一直呈上升趋势，储蓄率提高意味着中国居民汽车购买能力的不断积聚；中国乘用车下一个消费高点将来自于信贷购车比例的提升和居民储蓄率的减少，届时，乘用车的普及率将有更大提升。

图9：中国居民储蓄率变化


资料来源：招商证券

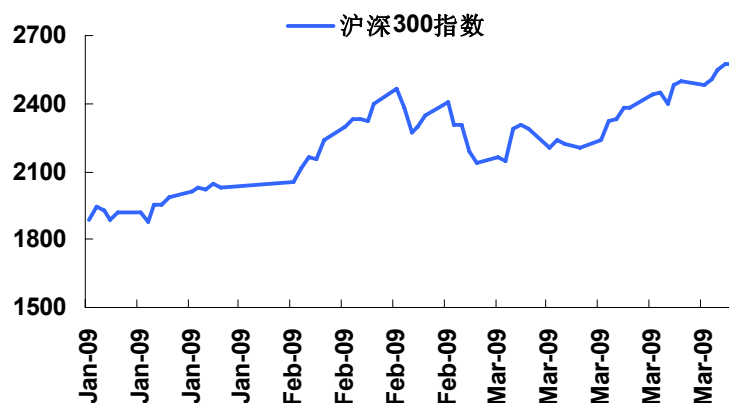
3、消费者信心—有望回升

消费者信心指数短期底部徘徊。2008年下半年以来，三大消费者信心指数持续下跌，2009年1-2月，下跌幅度变缓。国家保险制度（如农村医疗、养老保险的健全）逐步完善将一定程度拉动消费信心。

图10：消费者信心指数


资料来源：招商证券

股市上涨使居民对居民消费信心有一定提振作用。2009年以来，股票市场出现反弹，沪深300指数上涨36.5%，居民财富效应有一定增加。

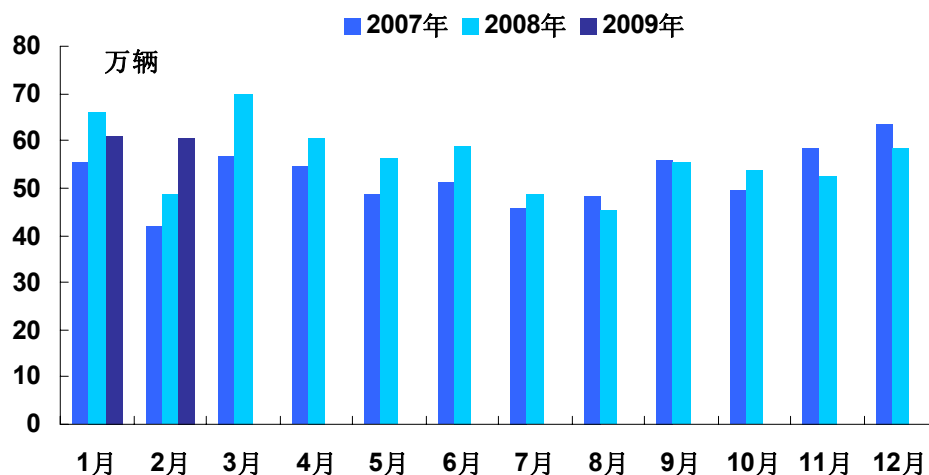
图11：沪深300指数


资料来源：招商证券

4、1 季度乘用车市场一小排量及自主品牌份额增加

1 季度乘用车市场呈现两大特点。受国家《汽车产业调整振兴规划》的影响，中小排量乘用车份额上升和国产品牌份额上升。

图12: 乘用车销量情况

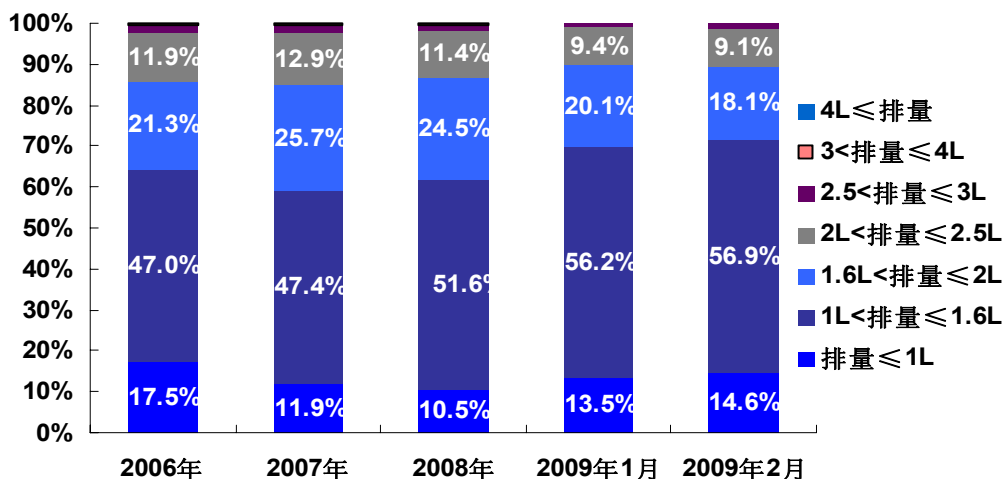


资料来源: 招商证券, CAAM

1、中小排量乘用车继续提升。

《细则》中提出“市场需求结构得到优化。1.5 升以下排量乘用车市场份额达到 40%以上，其中 1.0 升以下小排量车市场份额达到 15%以上。”从 09 年 1-2 月，1.6L(含 1.6L)以下乘用车购置税调整对小排量汽车消费的刺激作用明显，而大排量乘用车消费受整体购买力下降影响显著，造成乘用车消费结构变化较大。

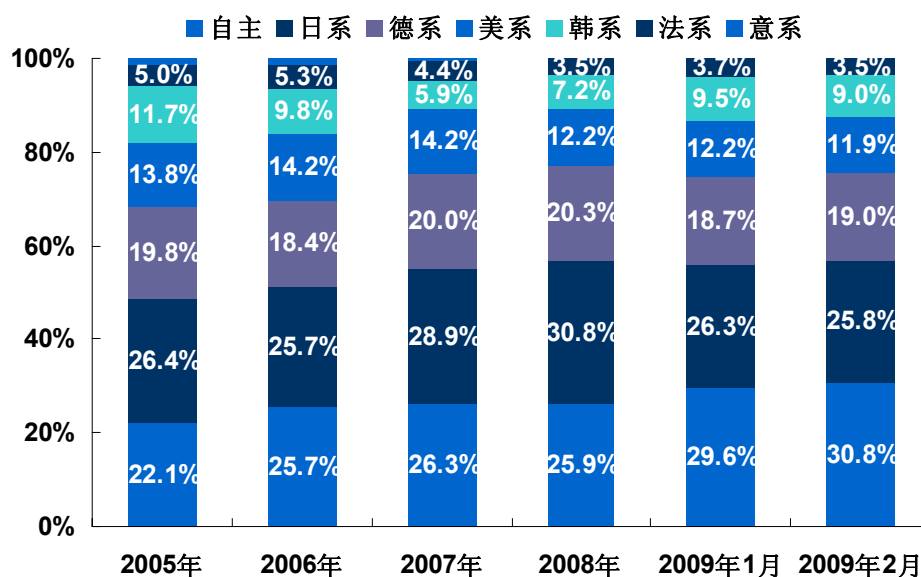
图13: 按排量划分乘用车消费结构



资料来源: 招商证券, CAAM

2、自主品牌市场份额持续上升。

《细则》中提出“自主品牌乘用车国内市场份额超过 40%，其中轿车超过 30%。”受小排量汽车市场份额上升影响，自主品牌汽车销量持续上升，我们认为 2009 年自主品牌轿车份额保持在 30%以上，但由于产品多为中低端汽车，份额上升给企业盈利带来的上涨幅度有限。

图14: 轿车国系市场份额占比变化情况


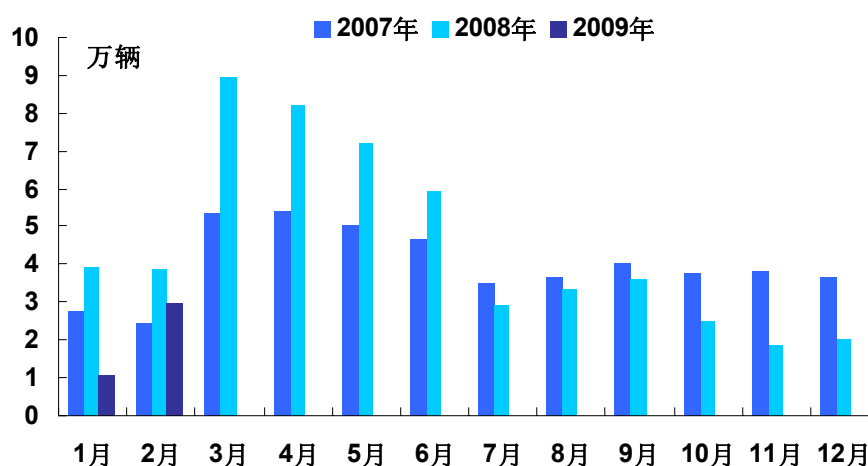
资料来源: 招商证券, CAAM

三、商用车--期待经济回暖

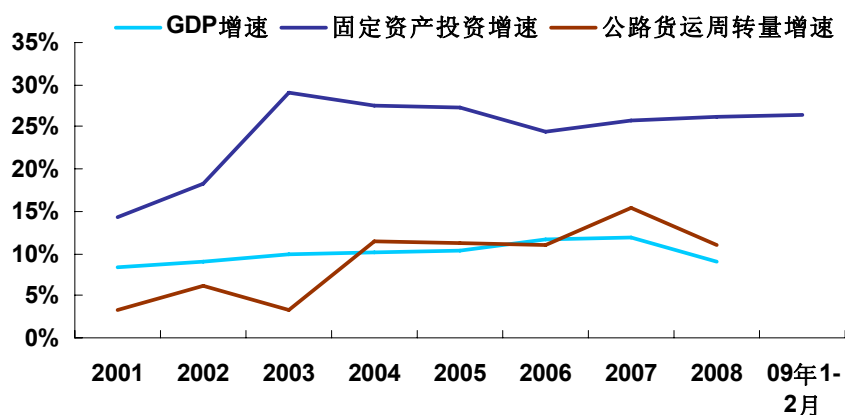
1、重卡销量--短期反弹

2月份重卡销量略有回升。2009年2月份重卡（含重卡整车、非完整车辆和半挂牵引车）销售2.97万辆，环比增长177.8%，同比下降23.4%，重卡销售市场有所好转；1-2月份，重卡累计销量为4.03万辆，同比下降48.1%。

重卡销量提升空间有限。2009年1-2月，由于国家“4万亿”投资拉动经济陆续实施，城镇固定资产投资同比增长26.5%，剔除物价因素影响，实际增速可达30%以上，受此影响，自卸车销售情况有所好转，但运力相对过剩、反映货运需求的公路车销售情况仍然低迷。重卡行业整体仍难言恢复，未来增长仍然可能来自基础设施建设中的自卸车采购。

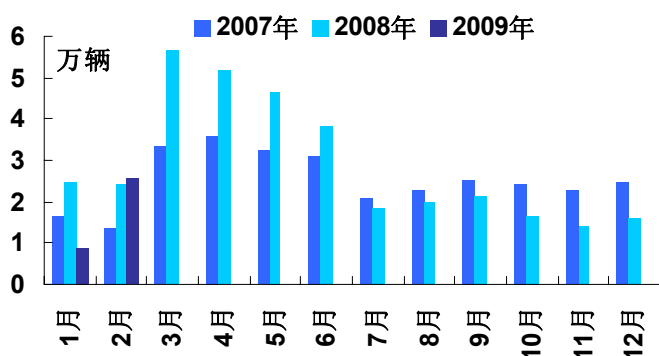
图15: 重卡月度销量情况


资料来源: 招商证券, CAAM

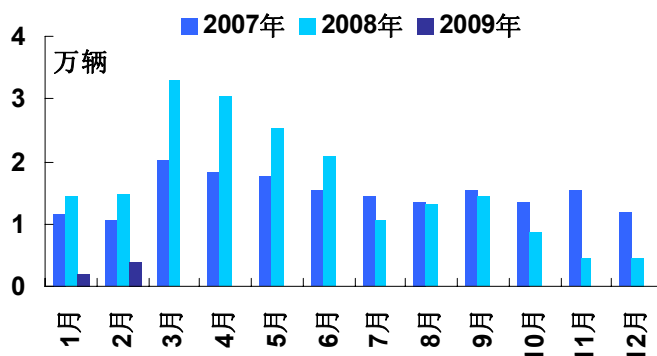
图16: 重卡销量同比增长状况


资料来源: 招商证券, CAAM

重卡产品结构销量情况结构分化明显。2009年1-2月,重卡整车及非完整车辆累计销量为3.45万辆,同比下降29.1%;2009年1-2月半挂牵引车销量累计销量为5891辆,同比下降79.7%,反映出货运市场依然低迷。

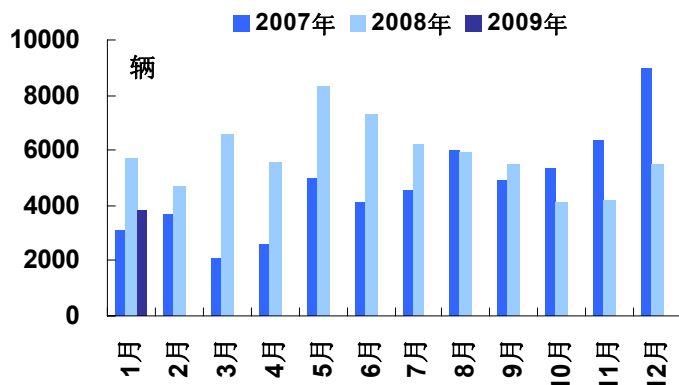
图17: 重卡整车(含非完整车辆)月度销量


资料来源: 招商证券

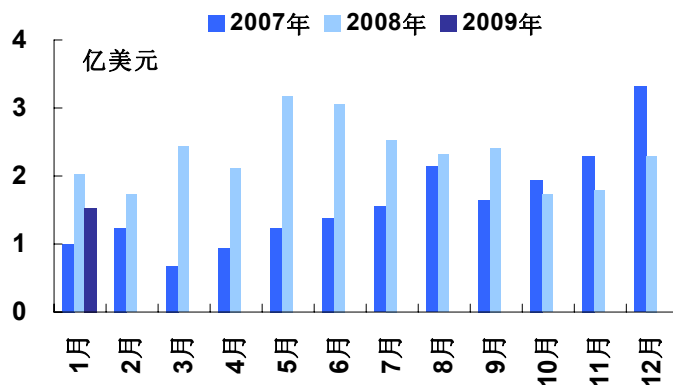
图18: 半挂牵引车月度销量


资料来源: 招商证券

2009年重卡出口销量将出现负增长。从2008年10月开始,重卡销量增速一直保持负增长趋势,我们认为重卡产品主要出口国宏观经济仍不景气,而其他货币大幅贬值降低了中国重卡产品的性价比优势,且一些国家的贸易保护措施不断加强,2009年重卡出口销量仍将保持负增长。

图19: 重卡出口销量统计


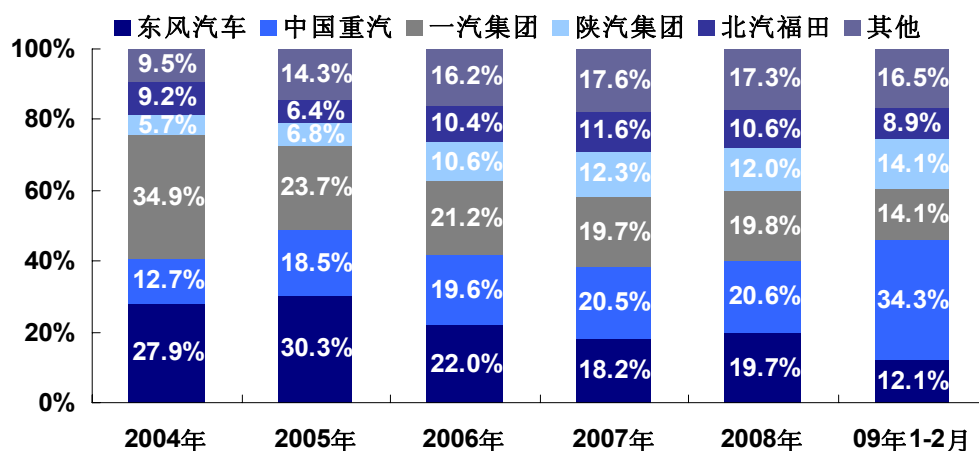
资料来源: 招商证券

图20: 重卡出口金额统计


资料来源: 招商证券

2009 年 1-2 月，份额领先的前五家厂商的合计份额为 83.5%，市场集中度较高；由于自卸车比较高，中国重汽的市场份额明显提高，占 34.3%。

图21：重卡市场份额状况

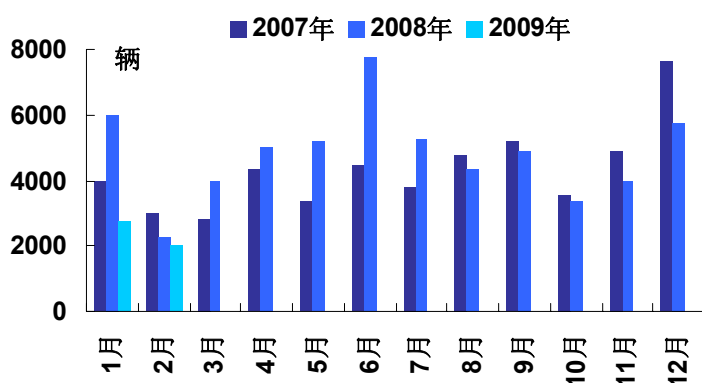


资料来源：招商证券，CAAM

2、大中客市场——依然低迷

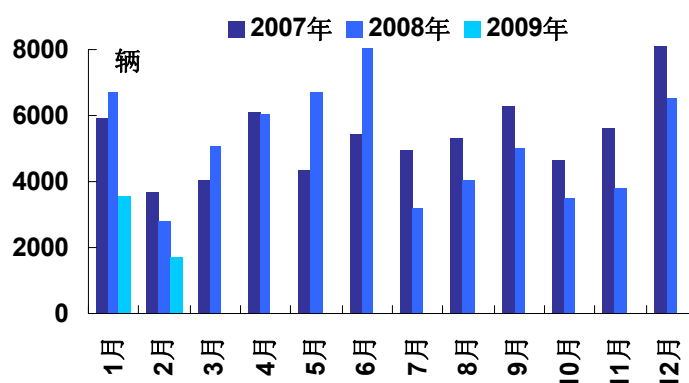
大中客市场依然失意。受宏观经济下滑影响，大中客销量下降幅度较大，2009 年 2 月，大客销量 1989 辆，同比下降 13.1%，中客销量为 1719 辆，同比下降 38.1%。2009 年 1-2 月，大客累计销量 4728 辆，同比下降 42.3%，中客累计销量为 5265 辆，同比下降 44.5%。

图22：大客月度销量统计



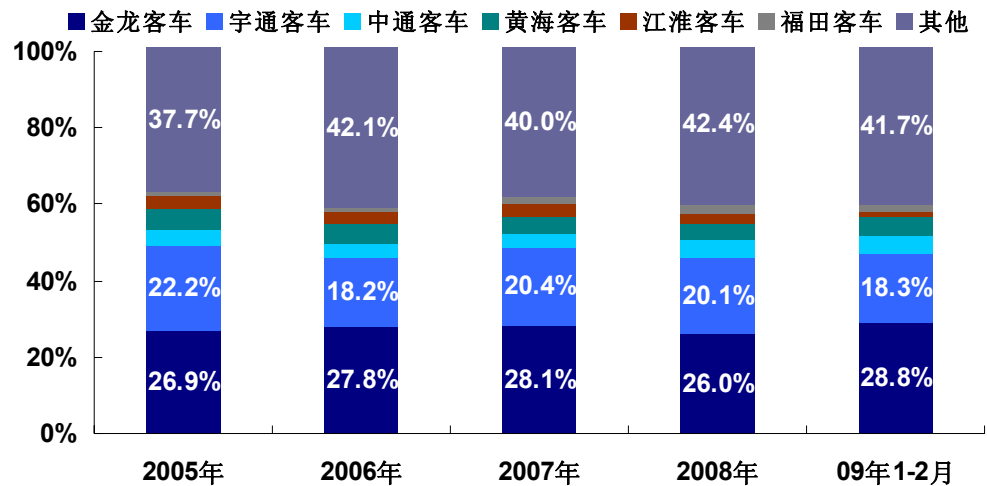
资料来源：招商证券

图23：中客月度销量统计



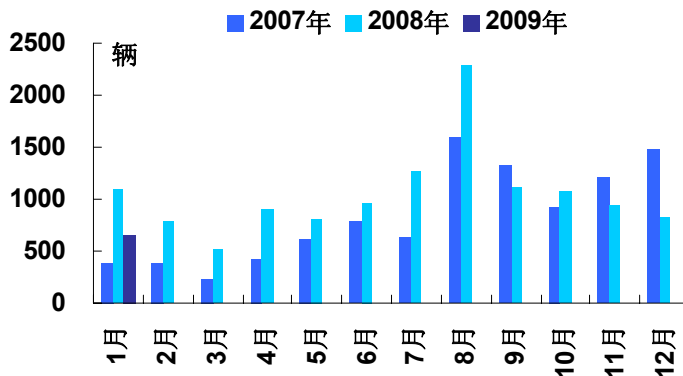
资料来源：招商证券

金龙客车和宇通客车依然保持“双寡头”垄断地位。2009 年 1-2 月，金龙客车和宇通客车的市场销量份额分别为 28.8%和 18.3%，依然保持着“双寡头垄断地位”，地位仍不可动摇。相比较而言，宇通客车股权结构相对清晰，现金流较好，具有比较好的投资价值。

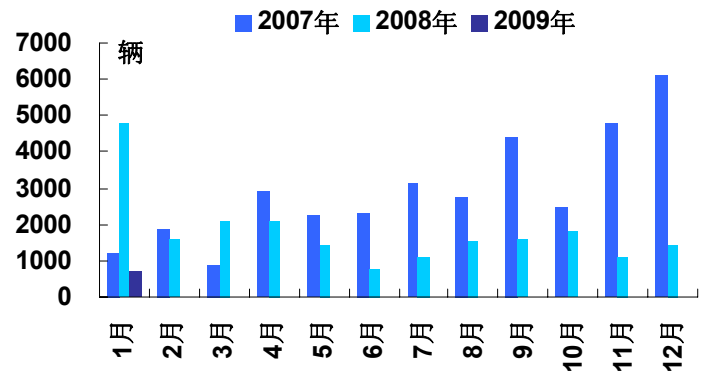
图24: 大中客市场份额状况


资料来源: 招商证券

大中客市场出口短期难以复苏。2009年1月，大中客车出口销量为1397万辆，同比下降76.3%，其中大客（座位 ≥ 30 ）出口销量656辆，同比下降40.6%，中客（ $10 \leq \text{座位} \leq 29$ ）出口销量741辆，同比下降84.5%。大中客出口地区以亚洲和非洲等发展中国家为主，受金融危机影响较大，且相对于人民币，其他货币贬值使中国大中客产品的价格优势有所减弱，出口市场短期内难以复苏。

图25: 大客（座位 ≥ 30 ）出口销量统计


资料来源: 招商证券

图26: 大客（ $10 \leq \text{座位} \leq 29$ ）出口销量统计


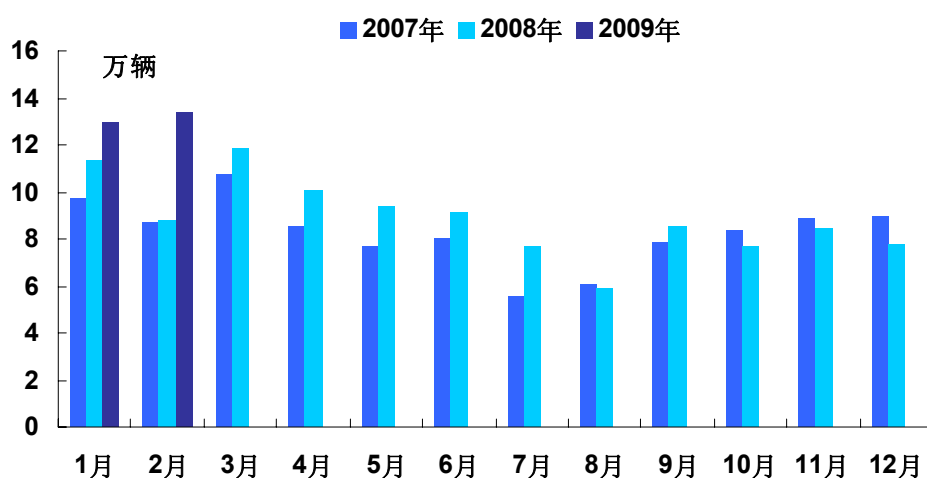
资料来源: 招商证券

四、“汽车下乡”--对微客销量影响大于轻卡

预计 2009 年微客销量同比增长 25%。《汽车摩托车下乡实施方案》中提出“对购买微型客车，按销售价格 10% 给予补贴，购买微型客车单价 5 万元以上的，实行定额补贴，每辆补贴 5000 元，”另外购买微客还可享受购置税减免带来的实惠，我们预计在这两项政策刺激下，将提升微客增长空间，2009 年微型客车销量将同比增长 25%。

不同于购买轻卡产品需要报废农用车，此次“微客下乡”的刺激作用更大，市场一致认为微客进入农村市场的一大良机，各车企和经销商对销量预期较高，各厂商进行了大量的营销活动，而经销商纷纷加大库存，使微客厂商产品销量出现大幅增长局面，2009 年 1-2 月，微型客车累计销量为 26.3 万辆，同比增长 30.8%。

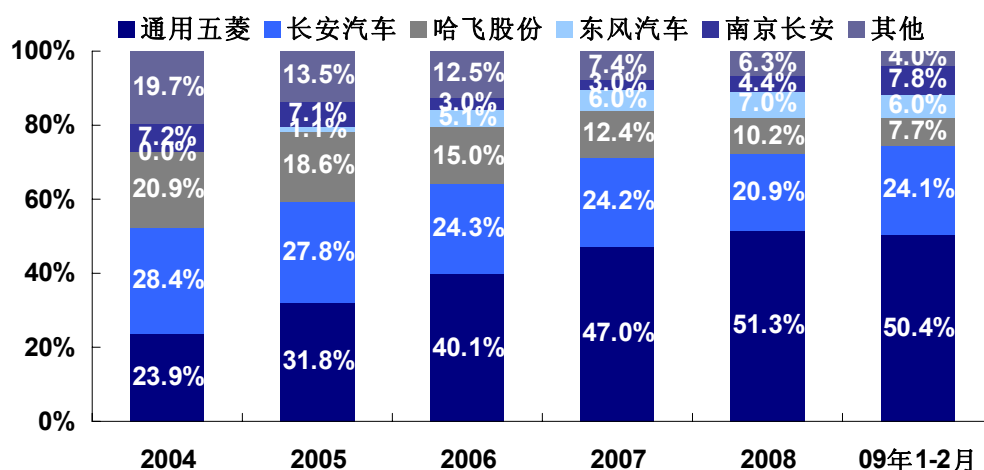
图27：交叉型乘用车月度销量统计



资料来源：招商证券

上海汽车和长安汽车将会受益于“微客下乡”。2009 年 1-2 月，微型客车市场竞争格局清晰，上汽通用五菱和长安汽车的市场份额分别为 50.4% 和 24.1%，合计份额达到 74.5%，且两家企业在全国的网点数量多，布局全面，产品车型众多，能够充分享受“微客下乡”带来的销量刺激效果。

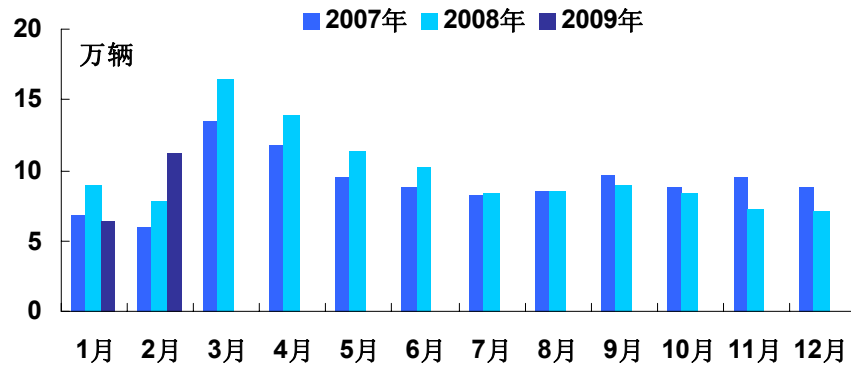
图28：交叉型乘用车厂商市场份额



资料来源：招商证券

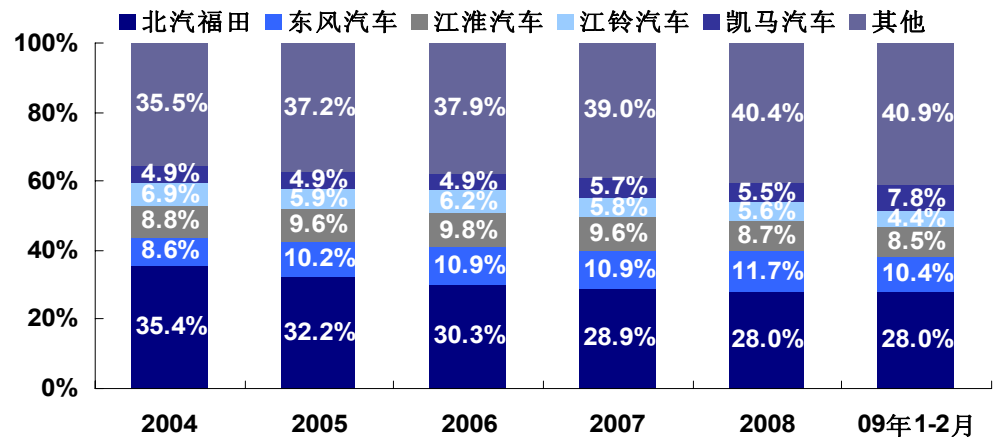
“汽车下乡”政策对轻卡销量提升作用有限。虽然短期内由于经销商补库存轻卡销量情况较好，但由于轻卡补贴仅限于“换购行为”，手续繁杂且局限较大，我们预计此政策对轻卡销量提升作用有限，预计 2009 年轻卡销量同比增长 5%-10%。

图29：轻卡厂商销量情况



资料来源：招商证券，CAAM

图30：轻卡厂商市场份额



资料来源：招商证券，CAAM

五、新能源汽车—未来投资主题

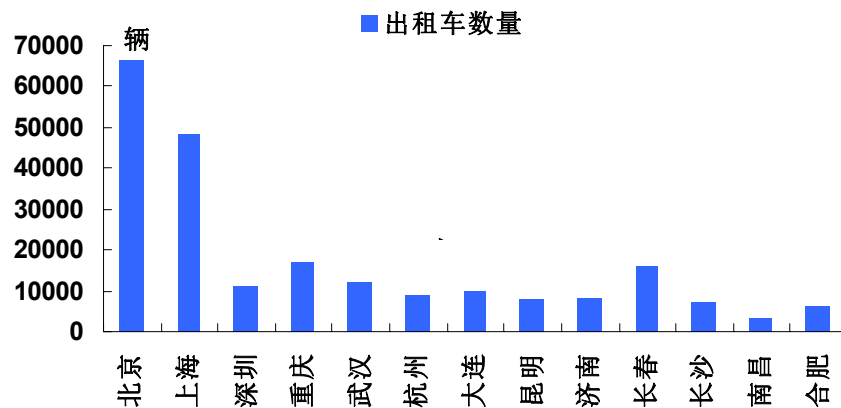
1、新能源汽车符合产业发展趋势

新能源汽车定位为战略性新兴产业。《汽车振兴规划细则》中提出“规划期为 2009 年-2011 年，电动汽车产销形成规模。改造现有生产能力，形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右。主要乘用车生产企业应具有通过认证的新能源汽车产品。”

国家对新能源汽车的补贴力度和范围将不断加大。目前补贴仅针对 13 个试点城市，我们测算这 13 个试点城市每年的需求在 1 万辆左右。难以形成 50 万辆的规模，我们预计国家对新能源汽车的补贴力度和范围将不断加大。

我们预计 13 个试点城市的混合动力乘用车年需求量将达到 5700 辆。在乘用车应用领域中，公务、环卫和邮政用车的需求较少，按每个城市年采购量为 100 辆，则合计为 1300 辆；而出租车将占据主要需求份额，2007 年全国出租车运营数量为 959668 辆，13 个试点城市的出租车数量 223595 辆，占全国比例为 23.3%，按每年 10% 的更新速度，则年更新数量为 2.2 万辆，若其中 20% 采用混合动力汽车，则年需求量为 4400 辆，则 13 个城市公共领域合计混合动力车的需求量将达到 5700 辆。

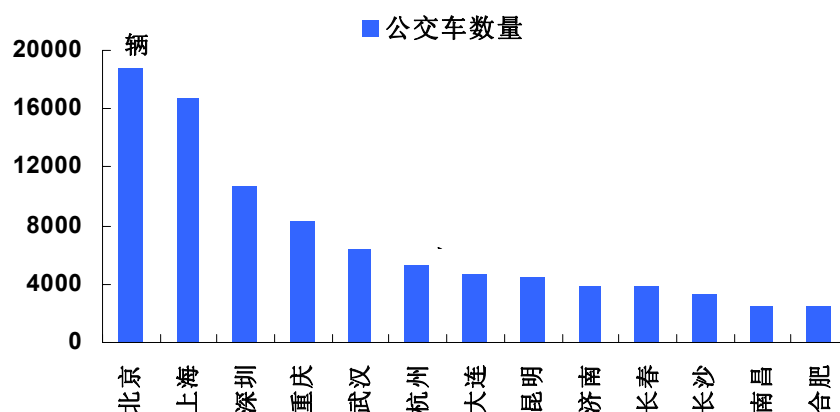
图31：试点城市2007年出租车数量



数据来源：招商证券

预计 2009 年混合动力客车市场容量 2700 台。2007 年全国公交车运营数量为 342076 辆，13 个试点城市的公交车数量合计为 91178 辆，占全国比例分别为 26.5%。按公交车年更新率 10% 计算，则每年需要更新的车辆为 0.9 万辆。而混合动力公交车车型众多，且具有实际运营经验，若更新车型中有 30% 采购混合动力客车，则年需求量在 2700 台，若考虑部分城市如上海的世博会和深圳的大运会因素，需求可能超过我们预期。

图32: 试点城市2007年公交车数量



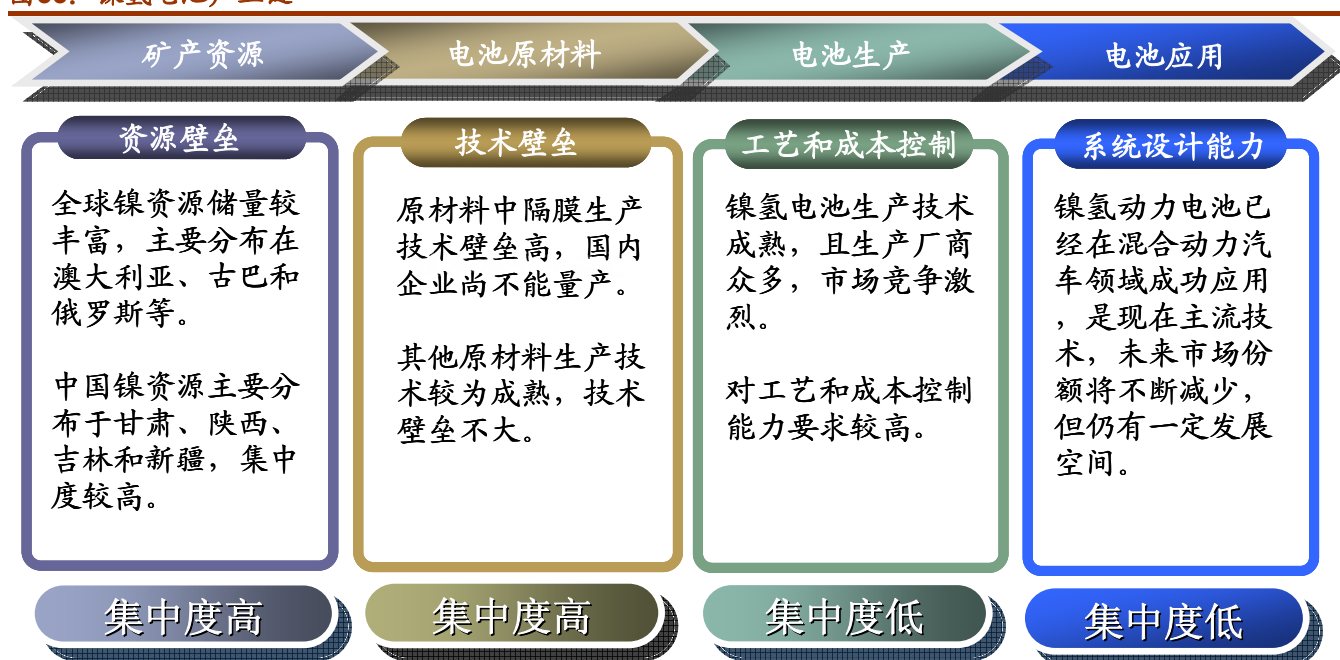
数据来源: 招商证券

2、“蛙跳”发展--期待产业政策扶持

《汽车振兴规划细则》中提出“推动纯电动汽车、充电式混合动力汽车及其关键零部件的产业化。掌握新能源汽车的专用发动机和动力模块(电机、电池及管理系统等)的优化设计技术、规模生产工艺和成本控制技术。建立动力模块生产体系,形成10亿安时(Ah)车用高性能单体动力电池生产能力。发展普通型混合动力汽车和新燃料汽车专用部件。”但并未对关键零部件的国产化率和技术指标未提出明确要求,这可能导致中国新能源汽车“产业空心化”。

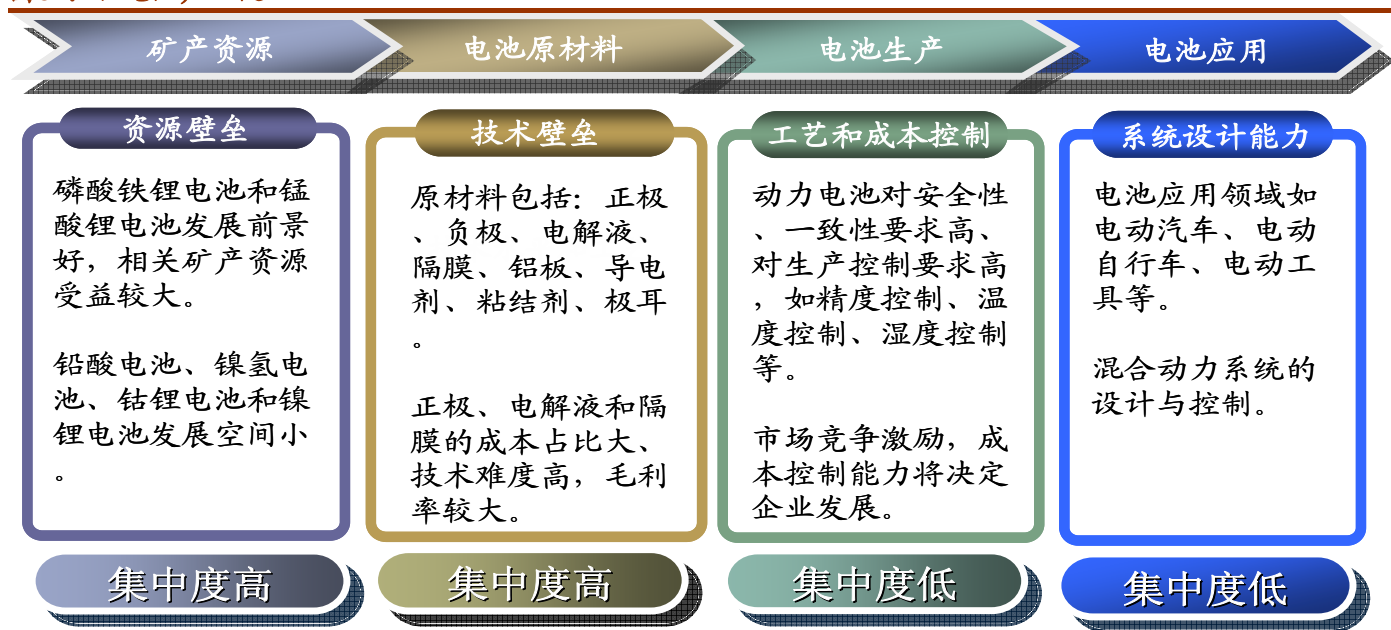
国家政策应该对新能源汽车核心技术重点扶持。在新能源汽车产业链中,一些核心技术和关键原材料依然被国外公司垄断,我们认为当前政策中忽略了对新能源汽车产业链中核心技术和关键原材料企业的扶持措施,例如政策鼓励购车的同时要限定其零部件国产化率。

图33: 镍氢电池产业链



资料来源: 招商证券

图34: 锂电池产业链



资料来源：招商证券

表 1: 混合动力技术相关上市公司

类别	公司	相关业务
锂资源	中信国安	拥有盐湖资源，2008 年碳酸锂产量达到 1100 吨，开采工艺尚需提高；控股 90% 的子公司中信国安盟固利公司生产锂离子动力电池，并供应锂离子电池正极材料镍酸锂、三元素材料、钴酸锂和锰酸锂。
	西藏矿业	拥有扎布耶盐湖 20 年开采权，现在年产量约为 1500 吨。
锂离子电池原材料生产	杉杉股份	湖南杉杉（杉杉股份控股 75%）生产钴酸锂和锰酸锂正极材料，产能 4000 吨；上海杉杉（杉杉股份控股 98%）生产负极材料中间相炭微球（CMS），现有产能 1200 吨；东莞杉杉生产锂电池电解液。
	江苏国泰	子公司华容公司生产锂电池电解液，目前产能 2500 吨。
	中科英华	双面光铜箔在锂电池用铜箔领域的市场份额 30% 以上，在行业内龙头地位。
	中国宝安	公司控股 55% 的贝特瑞公司生产锂电池碳负极材料、磷酸铁锂正极材料。
	佛塑股份	子公司金辉高科光电材料公司生产锂离子电池的隔膜，现有产能 1200 万平方米/年。
锂离子电池生产	横店东磁	与上海交大合作开发锂离子电池正极材料磷酸铁锂，但项目目前仍处于实验室阶段，电池容量达到 137Amh/g，对 2009 年经营业绩不会产生重大影响。
	万向钱潮	自主研发锂离子动力电池技术，但尚未投产。
	风帆股份	铅酸电池主要生产企业，并具有锂电池生产能力。
	凯恩股份	有望收购集团旗下公司浙江凯恩电池有限公司，该公司生产镍氢电池及锂电池。
	风华高科	子公司风华锂电池公司生产手机用锂电池。
镍资源	维科精华	子公司宁波维科能源科技投资有限公司生产手机用锂电池。
	德赛电池	国内外手机电池的主要供应商，在动力电池领域有技术储备，但尚未投产。
镍氢电池原材料生产	吉恩镍业	从事硫酸镍、高冰镍、电解镍、氢氧化镍、氯化镍、硫酸铜、铜精矿、硫酸等产品的生产、销售。
	包钢稀土	下属 3 合资公司具有镍氢动力电池相关业务，分别为内蒙古稀奥科贮氢合金有限公司、内蒙古稀奥科镍氢电池极板有限公司和内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司。
	金瑞科技	生产镍氢动力电池正极材料氢氧化镍。
镍氢电池生产	厦门钨业	生产镍氢动力电池负极材料贮氢合金粉，现有产能 3000 吨。
	中炬高新	控股子公司中炬森莱生产镍氢动力电池。参股公司中山天骄生产镍氢电池负极材料贮氢合金粉。
	科力远	生产泡沫镍和镍系电池，镍氢动力电池项目正在积极研发过程中。

资料来源：招商证券

六、汽车产业政策—拉动行业增长

制定“八大目标”规范引导汽车产业健康发展。作为宏观经济重要拉动行业，汽车产业的调整和振兴对宏观经济的复苏和发展有积极作用，为此国家在“十大产业调整振兴规划”中首先推出了《汽车产业调整振兴规划》，规划期为 2009-2011 年，指定了汽车产业发展的八大目标，我们认为未来三年内汽车发展的主线将以此《规划》为基准。

表 2：汽车振兴规划的八大目标

目标	主要内容
汽车产销量	2009 年汽车产销量力争超过 1000 万辆，三年平均增长率达到 10%。
改善汽车消费环境	建立完整的汽车消费政策法规框架体系、科学合理的汽车税费制度、现代化的汽车服务体系和智能交通管理系统；建立电动汽车基础设施配套体系。
汽车消费结构	1.5 升以下排量乘用车市场份额达到 40% 以上，其中 1.0 升以下小排量车市场份额达到 15% 以上；重型货车占载货车的比例达到 25% 以上。
兼并从组	形成 2-3 家产销规模超过 200 万辆的大型汽车企业集团，4-5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额 90% 以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。
自主品牌份额	自主品牌乘用车国内市场份额超过 40%，其中轿车超过 30%；自主品牌汽车出口占产销量的比例接近 10%。
电动汽车	改造现有生产能力，形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右；主要乘用车生产企业应具有通过认证的新能源汽车产品。
整车研发水平	自主研发整车产品尤其是小排量轿车的节能、环保和安全指标力争达到国际先进水平；主要轿车产品满足发达国家法规要求；重型货车、大型客车的安全性和舒适性接近国际水平，新能源汽车整体技术达到国际先进水平。
关键零部件技术	发动机、变速器、转向系统、制动系统、传动系统、悬挂系统、汽车总线控制系统中的关键零部件技术实现自主化；新能源汽车专用零部件技术达到国际先进水平。

数据来源：招商证券

《汽车产业调整振兴规划》对汽车行业发展的积极意义主要表现在以下几个方面：

- 1、保销量增长。**《规划》明确提出 2009 年汽车销量达 1000 万辆的目标，三年平均增长率达到 10%，我们认为在相关刺激政策的影响下，这一销量目标实现可能性较大，对应 2009 年销量同比增速为 8%。
- 2、国内汽车龙头兼并从组步伐将加速。**《规划》鼓励“四大车企”（一汽、东风、上汽、长安）在全国范围内实施兼并重组，支持“四小车企”（北汽、广汽、奇瑞、重汽）实施区域性兼并重组，我们认为在汽车行业景气底部区域，规模相对较小的企业经营压力较大，为大企业的兼并从组提供良机，另外国外汽车行业遭遇寒冬也为国内企业的国际并购创造了条件。
- 3、短期内国内企业生存环境得到改善。**针对小排量乘用车的购置税改革和“汽车下乡”政策使自主品牌受益幅度更大，短期内自主品牌生存环境得到改善，为其夯实基础、加强自身实力提供了机会，但长期来看，竞争压力将更大。
- 4、关键零部件领域将获得技术进步。**未来三年在新增中央投资中安排 100 亿元作为技术进步、技术改造专项资金，重点支持汽车生产企业进行产品升级，对关键汽车零部件技术进行攻克，这对我国汽车产业的长期健康发展具有积极意义。
- 5、后续实施细则将不断出台。**《汽车产业调整振兴规划》涉及的部门较多、范围较广，各项政策实施细则将在 2009 年内不断细化出台，2009 年国内汽车行业的发展脉络将沿着《规划》方针进行。

表 3: 汽车振兴规划细则实施步骤

实施时间	工作任务	牵头单位
2009 年 2 月	组织开展实施“汽车下乡”专项	财政部
2009 年 2 月	加快推动老旧汽车报废更新工作	财政部、商务部
2009 年 2 月	组织实施企业技术进步、技术改造专项	发改委、工信部
2009 年 3 月	清理取消限购汽车的不合理规定	发展改革委
2009 年 4 月	促进汽车金融发展的政策措施	银监会
2009 年 6 月	研究制订促进新能源汽车消费的支持政策	财政部
2009 年 6 月	促进二手车市场发展	商务部
2009 年 6 月	规范二手车市场秩序	工商总局
2009 年 6 月	制订实施汽车产品出口战略	商务部
2009 年 6 月	修订政府公务用车配备更新管理办法	国管局
2009 年 6 月	制订城市停产设施建设规划及管理办法	住建部、公安部
2009 年 6 月	落实和完善《汽车产业发展政策》	工信部
2009 年 7 月	组织制订促进汽车工业生产企业兼并重组的政策措施	工信部
2009 年 10 月	制订基于车辆燃料消耗量限值标准的税收奖罚办法	财政部
2009 年 12 月	制订汽车消费信贷管理条例	法制办
2009 年 12 月	制订新能源汽车基础设施建设规划	发改委
2009 年 12 月	完善汽车标准法规体系	工信部、标准委

数据来源：招商证券

七、投资策略与重点公司

1、投资策略

二季度汽车行业标配，重点关注政策面对汽车产业发展的影响。

乘用车：行业平稳增长趋势不变，但小排量产品销量占比增加，将导致全年“量增减收利润”下降局面出现，建议标配并适当关注一季报风险。重点推荐**一汽轿车**、**上海汽车**两大龙头企业。

商用车：大中客一季度销量大幅下滑，二季度仍然难见乐观，审慎推荐资产相对良好企业宇通客车。重卡销量一季度有所回升，二季度销量仍然寄望经济回暖状况，维持对“中国重汽”、“潍柴动力”审慎推荐-A 投资评级。重点推荐**江铃汽车**，随着 8 个项目的陆续完工或达产，江铃汽车业绩有望超出预期。

零部件：重点推荐龙头企业**巴士股份**及**风帆股份**。审慎推荐**一汽富维**、**福耀玻璃**。

新能源汽车：新能源汽车发展过程中，产业链上最早受益者为关键零部件生产企业，3 年内以镍氢电池为主，长期以锂电池发展为主。目前相关公司仍无具体业绩体现，但新能源汽车的持续发展政策与规划将使得整个新能源汽车概念板块成为未来的投资主题。

2、重点公司介绍

(1)、一汽轿车

产品结构逐渐丰富，销量保持高增长。二季度两款不同品牌产品马自达睿翼及奔腾 B50 将陆续上市，对产品结构的完善起到重要作用，预计全年总销量超过 17.5 万辆。

整体上市的必选平台。集团整体上市为必然，有望下半年启动。一汽轿车作为自主品牌乘用车平台，为集团整体上市的必选。

维持“强烈推荐-A”投资评级。预估 08、09 年 EPS 为 0.67、0.85 元。公司现金充足，负债率较低且无长期债务，具有持续分红记录与能力（根据股改承诺 05-09 年利润分配不低于每年可分配利润的 50%），虽然目前增速较高但基数仍然较小，未来成长依然可期，且为整体上市的必选平台，继续维持对公司“强烈推荐-A”投资评级，一季报并不乐观，可适当关注。

表 4：一汽轿车盈利预测

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	11188	13618	19167	26098	35023
同比增长	8%	22%	41%	36%	34%
营业利润(百万元)	401	701	1460	1913	2486
同比增长	11%	75%	108%	31%	30%
净利润(百万元)	277	553	1090	1385	1806
同比增长	19%	100%	97%	27%	30%
每股收益(元)	0.17	0.34	0.67	0.85	1.11
PE	70.3	35.2	17.8	14.0	10.8
PB	3.6	3.4	3.1	2.8	2.5

数据来源：招商证券

(2)、一汽富维

公司本部业务有改善空间。在三大主要业务中，以车轮业务收入最大，2008 年车轮业务销售收入达到 29.6 亿元，同比增长 14%，占公司主营业务收入达到 85%。我们保守估计 2009 年，随着钢材价格的回落，公司车轮业务毛利率将有所改善。

部分合资企业步入收获期，未来投资收益有保证。2008 年，在汽车行业景气下降的情况下，公司主要参股企业盈利能力表现良好，净利润均保持增长，为公司带来投资收益为 3.62 亿元；2009 年，随着部分合资企业进入投资收获期，预计公司参股合资企业带来的投资收益将达到 3.37 亿元。

维持“审慎推荐-A”投资评级：依托一汽集团整车的发展，公司相关业务增长确定，上市公司未来业绩增长可期。根据目前行业估值水平及公司主业增长的确定性，按 09 年 15 倍 PE 估值相对合理，合理估值中枢 14.25 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。未来增长点为合资企业业务的拓展及主业的改善，同时一汽富维有可能成为集团商用车或零部件整体上市的平台。

表 5：一汽富维盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3324	3476	3090	3590	3590
同比增长	34%	5%	-11%	16%	0%
营业利润(百万元)	48	188	202	235	268
同比增长	1551%	295%	7%	17%	14%
净利润(百万元)	48	190	201	234	267
同比增长	2641%	295%	6%	16%	14%
每股收益(元)	0.23	0.90	0.95	1.10	1.26
PE	53.18	13.46	12.71	10.91	9.56
PB	2.24	1.92	1.71	1.51	1.33

数据来源：招商证券

(3)、上海汽车

乘用车行业龙头地位难以动摇。上海汽车两大合资品牌上海大众及上海通用仍然处于行业领先地位，短期内上海汽车乘用车行业龙头地位难以动摇；上汽通用五菱将充分受益于“汽车下乡”对微客销量的刺激作用。

上汽的“鸡肋”双龙汽车 09 年不再并表。上汽双龙已经进入回生阶段也就意味着上海汽车对上汽双龙控制权丧失，在此情况下，09 年进入上市公司合并报表可能性较小。在 08 年盈利预测中，我们假设计提双龙资产 18.51 亿元中的 66%。双龙只对上汽 08 年业绩有影响，对 09 年影响较小。

自主品牌销量情况逐渐好转。荣威品牌产品 09 年 1 季度销售状况良好，1-3 月份荣威品牌累计销量已达到 14461 辆，同比增长 483%，荣威品牌 09 年有可能实现盈亏平衡；南爵品牌 09 年 1-3 月份累计销量 3222 辆，去年同期仅销售 924 辆。自主品牌 09 年有望大幅减亏。

预估每股收益 08 年 0.08 元、09 年 0.50 元。在 08 年的盈利预测中，计提 66%上汽双龙资产，09 年上汽盈利进入正常状况，在国内乘用车市场发展空间较大情况下，上汽未来增长依然值得看好。

维持“审慎推荐-A”投资评级。上海汽车作为行业龙头企业之一，资产状况良好，整体趋势向好情况，按照 2 倍 PB，参考剔除 66%双龙资产后每股净资产 5.4 元，合理股价区

间为 10.5-12 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 6：上海汽车盈利预测

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	19560	104384	105428	118079	134611
同比增长	206%	434%	1%	12%	14%
营业利润(百万元)	1497	5810	291	3738	4814
同比增长	33%	288%	-95%	1183%	29%
净利润(百万元)	1391	4870	554	3307	4184
同比增长	30%	250%	-89%	497%	27%
每股收益(元)	0.21	0.74	0.08	0.50	0.62
PE	44.6	12.8	112.1	18.8	15.4
PB	1.9	1.7	1.7	1.6	1.3

数据来源：招商证券

(4)、巴士股份

华丽转身，成为零部件龙头企业。资产重组后，公司成为上汽集团旗下的独立零部件业务整合平台，主要业务包括内外饰件类、功能性总成件类和热加工类，成为汽车零部件行业龙头企业。

看好上汽集团发展前景，公司未来盈利有保证。上汽集团旗下上海大众、上海通用、上海通用五菱等企业目前发展势头良好，且经过多年发展，能够充分享受中国汽车行业发展的成果，公司作为上汽集团独立零部件业务整合的平台企业，依托上汽集团的良好发展，公司未来盈利有保证。

维持“审慎推荐-A”投资评级：预计每股收益 08 年 0.41 元、09 年 0.50 元。经重组后，公司净资产将达到 121.25 亿元，折合每股净资产为 4.69 元，估值处于行业低端，按照 2 倍 PB 估值相对合理，目标价格 9.4 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 7：巴士股份盈利预测

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	5060	4380	7588	8156	9379
同比增长	29%	-13%	73%	7%	15%
营业利润(百万元)	174	1104	1196	1257	1483
同比增长	-15%	534%	8%	5%	18%
净利润(百万元)	258	983	1022	1292	1576
同比增长	27%	281%	4%		18%
每股收益(元)	0.10	0.38	-0.02	0.50	0.61
PE	70	18	-351	14	12
PB	3.4	2.1	3.7	1.5	1.5

数据来源：招商证券

(5)、江铃汽车

中高端商用车市场竞争优势明显。中高端商用车虽然受众面较小、需求空间有限，但需求相对稳定，竞争相对不激烈。公司作为国内中高端轻型商用车市场的先进入者，在产品质量、性价比和新产品投放等方面优势明显，未来公司业绩有望保持平稳增长。

产品持续投放、未来增长确定，或将受益产业转移。2009 年按照公司规划及项目进程，将陆续有 8 项产品或配套项目完工，主要包括 N900、JL4D24 发动机、N350 部分等。持续的产品开发以及投放将给公司未来的发展奠定基础。另外，作为福特汽车在中国商用车领域唯一的合作伙伴，在长期的产业转移过程中，江铃汽车将充分受益。

维持“审慎推荐-A”投资评级：预估每股收益 09 年 0.85 元、10 年 0.95 元。公司业绩增长稳定，资产质量良好，财务状况稳定，目前股价对应 09 年、10 年的 PE 估值分别为 16 和 14 倍。按 09 年 20 倍 PE 估值，合理股价 17 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。最大看点是在产业转移情况下福特汽车可能加快在国内的产品投放。

表 8：江铃汽车盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	8456	8587	9346	9933	10578
同比增长	15%	2%	9%	6%	6%
营业利润(百万元)	857	738	879	982	1098
同比增长	24%	-14%	19%	12%	12%
净利润(百万元)	759	784	731	816	913
同比增长	38%	3%	-7%	12%	12%
每股收益(元)	0.88	0.91	0.85	0.95	1.06
PE	16.1	15.6	16.7	15.0	13.4
PB	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1

数据来源：招商证券

(6)、宇通客车

行业需求下降，预计公司 09 年销量下降 7%。受宏观经济增速下滑影响，公路客运需求增速放缓，2009 年大中客需求预计下降 10-15%，我们认为公司凭借其在行业超强的竞争能力，销量下降幅度将好于行业平均水平，主要途径是扩大公交车订单和出口订单（我们预计 2009 年古巴 2300 辆订单执行可能性较大）。

2009 年毛利率将温和回升。2008 年受原材料价格上涨影响，公司客车产品毛利率从 07 年的 17.29% 下降到 16.03%，但下降幅度好于同行业其他企业；2008 年底，公司高价原材料已经消耗完毕，2009 年毛利率将出现反弹，但由于公交车比例上升，对整体毛利率有一定影响，我们保守预测 09 年毛利率为 16.3%。

财务状况非常稳健。2008 年公司归还了银行大部分贷款，2008 年报披露公司无短期借款，长期借款仅有 5 百万元，而期末现金余额高达 13.6 亿元，在未来无大规模资本支出的情况下，公司财务费用将为负值。

维持“审慎推荐-A”投资评级：预估每股收益 09 年 0.74 元、10 年 0.82 元。公司财务状况良好，在处理了绝大对数金融类资产后，公司业绩将更为稳定，目前股价对应 09 年、10 年的 PE 估值分别为 18 和 16 倍，估值水平相对合理，考虑到公司持续的高分红能力，我们继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 9：宇通客车盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7881	8336	7635	8294	9124
同比增长	49%	6%	-8%	9%	10%
营业利润(百万元)	590	630	470	516	576
同比增长	86%	7%	-25%	10%	12%
净利润(百万元)	377	531	387	425	474
同比增长	67%	41%	-27%	10%	12%
每股收益(元)	0.94	1.02	0.74	0.82	0.91
PE	14.6	13.5	18.5	16.8	15.1
PB	2.1	4.3	3.9	3.6	3.3

数据来源：招商证券

(7)、风帆股份

2009年毛利率将回升。原材料价格上涨使公司毛利率从07年14.4%下降到08年8.0%，预计在09年原材料价格较低水平下，毛利率水平将回升到12.5%。

锂电池和薄膜电池符合发展，将成为公司未来盈利贡献点。公司锂电池项目已经投产，非晶硅薄膜太阳能电池项目也已开始进行建设，这两项业务未来市场容量巨大，可能成为未来公司重要的盈利增长点。

矿产资源重估价值较高，矿产开采同时能稳定公司经营。公司的镰巴岭铅矿已获探矿权证并展开细勘工作，预计6月份将出结果。初勘探明黄金储量10.2吨、白银储量1550吨、铅锌储量87万吨，矿产资源重估价值较高：

1) 黄金白银价值测算。吨白银价格480万元/吨，黄金20000万/吨，1550吨白银换算成黄金37.2吨，折合黄金储量47吨。按照6000万/吨市值保守估计，黄金白银市值达到28.2亿元，折合每股6.1元。

2) 铅锌矿87万吨。按照3000元/吨测算市值达22亿元，折合每股5.66元。

维持“审慎推荐-A”的投资评级。我们预计随着毛利率水平回升，公司2009年主业经营将回到正常水平，业务稳定成长；在目前新能源汽车及光伏发电政策积极推进情况下，锂电池和薄膜太阳能电池项目进展情况可能会超预期。矿产资源的价值重估将进一步提升公司的投资价值，主业按照20倍09EPS估值，短期目标价格16.4元（主业4.6元、资源价值11.76元），继续维持“审慎推荐-A”的投资评级。矿产资源不确定性为最大的风险，也是最大的机会。

表 10：风帆股份盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2627	3150	3571	3902	4200
同比增长	40%	20%	13%	9%	8%
营业利润(百万元)	142		128	143	155
同比增长	83%	-305%	-144%	12%	8%
净利润(百万元)	116	-287	105	117	127
同比增长	74%	-347%	-137%	12%	8%
每股收益(元)	0.50	-0.62	0.23	0.25	0.27
PE	24.9	-20.1	55.0	49.2	45.6
PB	2.2	5.7	5.1	4.6	4.2

数据来源：招商证券

附表 1: 国外上市公司估值比较 (股价取自 2009 年 4 月 9 日)

名称	货币	股价	EPS			PE			PB	总市值 (亿美元)	上月股价表现
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E			
大众	EUR	237	11.9	3.7	5.4	20	64	44	2.7	997	13%
戴姆勒	EUR	24	1.6	0.6	1.8	15	41	14	0.8	340	18%
奥迪	EUR	26	0.5	0.0	1.6	53	1236	17	0.8	216	22%
宝马	EUR	347	50.7	19.3	15.2	7	18	23	1.5	196	8%
菲亚特	EUR	6.81	1.3	0.0	0.4	5		19	0.8	108	64%
雷诺	EUR	23	2.2	-7.7	-1.3	10			0.3	85	87%
标致	EUR	19	-2.2	-6.5	-1.7				0.3	57	33%
丰田	JPY	3900	402	-113	-90	10			1.0	1343	37%
本田	JPY	2795	292	56	-7	10	50		1.1	510	34%
日产	JPY	504	97	-62	-76	5			0.6	227	59%
现代	KRW	63900	5325	4328	7243	12	15	9	0.7	106	29%
福特	USD	4.24	-3.1	-3.1	-0.8					102	129%
通用	USD	2.04	-28.8	-29.3	-9.2					12	8%

数据来源: 彭博资讯, 招商证券

附表 2: 香港上市公司估值比较 (股价取自 2009 年 4 月 9 日)

名称	股价 (港币)	EPS			PE			PB	总市值 (亿美元)	上月股价表现
		2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E			
东风汽车	4.86	0.57	0.43	0.42	9	11	12	1.9	54.0	55%
潍柴动力	18.66	3.74	2.46	2.00	5	8	9	1.8	34.2	36%
骏威汽车	2.94	0.32	0.36	0.38	9	8	8	1.5	28.5	15%
中国重汽	6.60	0.80	0.48	0.46	8	14	15	1.2	18.4	33%
中航科工	1.24	-0.04	-0.08	-0.07				1.7	7.4	8%
吉利汽车	0.84	0.09	0.11	0.13	9	8	6	1.6	7.0	29%
长城汽车	3.50	0.97	0.59	0.55	4	6	6	0.5	4.9	43%
庆铃汽车	1.02	0.15	0.07	0.07	7	15	15	0.3	3.3	28%
华晨汽车	0.51	0.03	0.02	0.04	20	21	14	0.3	2.4	34%

数据来源: 彭博资讯, 招商证券

参考报告:

- 1、《从产业发展现状, 寻找综合实力较强企业》2007/3/2。我们在本篇报告中提出投资汽车产业, 公司综合实力决定未来。
- 2、《自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22 业内最早挖掘一汽轿车 (000800) 投资价值的开篇报告。
- 3、《最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18 深度揭示上海汽车 (600104) 的投资价值, 定位为优秀的国际化本土企业。
- 4、《2009 年汽车行业投资策略报告》2008/12 看好乘用车, 看空商用车。
- 5、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/10 提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会, 对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 6、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产, 长期生产转移为必然》2008/12 金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。现为新能源网行业顾问，南方都市报汽车研究院特聘研究员。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，股票相对于同期市场基准指数（沪深300）的表现为标准：

强烈推荐：股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业相对于同期市场基准指数（沪深300）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。