



汽车

2011.06.10

大浪淘沙

——2011年下半年汽车行业策略报告



陈锡伟



021-38676385



chenxiwei@gtjas.com

编号

S0880511010026

本报告导读：

二季度维持供需弱平衡的状况。随着日本地震影响的减弱,下半年供给压力渐显,加上原材料成本依然高企,盈利能力下滑。在行业分化加剧的背景下,存在结构性机会。

摘要：

- **需求：将全年汽车销量增速由 10% 下调至 5%。**考虑到宏观环境、行业政策、日本地震、需求回归等因素影响，我们将全年汽车销量增速由 10% 下调至 5%，下半年将呈现先抑后扬的趋势（主要考虑日本地震影响），维持今年以来的谨慎态度。
- **供给：下半年供给压力渐显。**由于日本地震的影响，二季度维持供需弱平衡的状况，随着日本地震影响的逐渐消失，供给压力渐显。同时，各家厂商为了完成年初制定的销量目标（往往偏高），将增加新车型的投放以及促销的力度。
- **行业分化加剧，下调行业评级至“中性”。**原材料成本三季度仍将高位运行，四季度才可能有所放缓，加上价格促销的增多，行业整体盈利能力将有所下滑。在这个过程中，行业分化将加剧，具备品牌、产品等优势的厂商将逐渐胜出，其实，从今年 1-4 月各厂商的销量来看，几家欢喜几家愁的现象已经可见端倪。综上，我们下调行业评级至“中性”。
- **重卡：下半年有望从谷底回升，维持全年销量增速为 0-5% 的判断。**随着治理公路乱收费力度的加强、燃料消耗量达标车型的迅速增加等，半挂牵引车有望从谷底回升，但全年销量预计仍然下滑 20% 左右；考虑到固定资产投资增速的放缓，我们预计重卡整车（含底盘）全年增速在 15% 左右。
- **投资策略：大浪淘沙，精选个股。**在行业分化的背景下，我们认为下半年的投资策略应该为精选个股，结合基本面和估值等因素，重点推荐：
 - 乘用车：推荐上海汽车（综合实力最强）、悦达投资（SUV 占比高）；
 - 重卡：推荐潍柴动力（业绩稳定，市占率提升）、威孚高科（节能减排主题）。
 - 轻卡：推荐江铃汽车（管理优秀、细分市场龙头）。
 - 客车：推荐宇通客车（受益于公交优先战略）。

评级：

中性

上次评级：

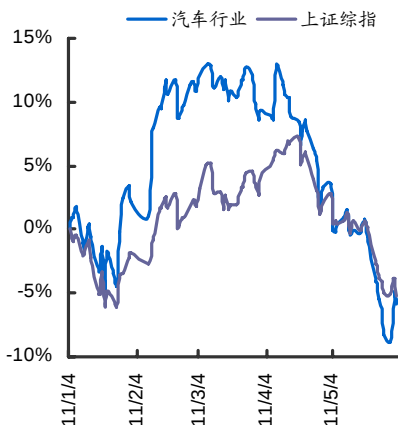
增持

细分行业评级

汽车及零部件

中性

行业指数年初以来走势图



数据来源：wind、国泰君安证券研究

相关报告

汽车：《贵在“便宜”》

2010.12.02

汽车：《防守反击》

2010.06.21

汽车：《行业进入平稳增长期，关注企业持续增长能力》

2010.04.23

汽车：《政策驱动的 2009 与常态化的 2010》

2009.11.27

汽车：《欣喜之余尚需留存一份谨慎》

2009.10.15

目 录

1. 销量：下调行业销量增速至 5%.....	3
1.1. 上半年数据回顾.....	3
1.2. 今年以来我们的观点.....	4
1.3. 下半年展望：先抑后扬，下调销量增速至 5%.....	4
2. 乘用车：行业分化加剧，存在结构性机会.....	5
2.1. 上半年数据回顾.....	5
2.2. 我们的观点回顾.....	5
2.3. 下半年观点：行业分化将加剧，存在结构性机会.....	6
3. 商用车：重卡继续谨慎，客车稳定增长.....	8
3.1. 上半年数据回顾.....	8
3.2. 重卡：维持同比增长 0-5%的判断，继续谨慎.....	8
3.3. 客车：维持同比增长 10%的判断.....	10
4. 成本：原材料上涨略超预期.....	11
5. 投资策略：大浪淘沙，精选个股.....	12
6. 重点公司推荐.....	13

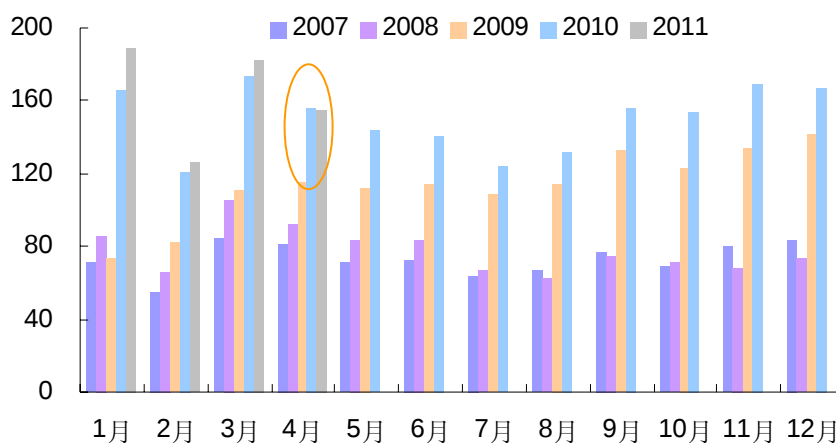
1. 销量：下调行业销量增速至 5%

1.1. 上半年数据回顾

今年以来，面对政策退出、北京限购、治理公车、日本地震等诸多不利因素，汽车行业终于开始了平稳回归的路程。1-4 月，汽车总销量为 653 万辆，同比增长 6%，其中 4 月份销售 155.2 万辆，同比下滑 0.2%，是 27 个月来首次负增长。

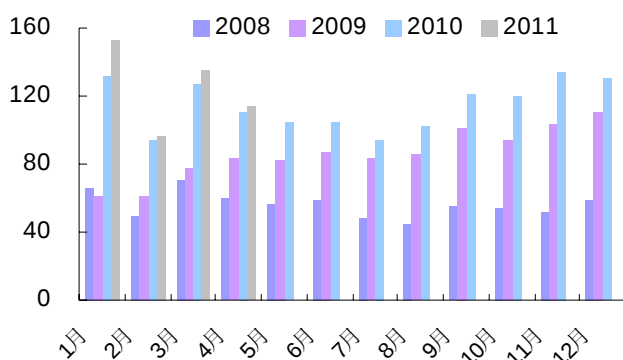
乘用车情况要稍好于商用车，今年 1-4 月乘用车总销量为 498.6 万辆，同比增长 7.6%，增幅回落明显，但要好于商用车（1-4 月仅微增 1.1%）。

图 1：2011 年前 4 月汽车总销量为 653 万辆，同比增长 6%，其中 4 月份出现 27 个月来首次负增长。（单位：万辆）



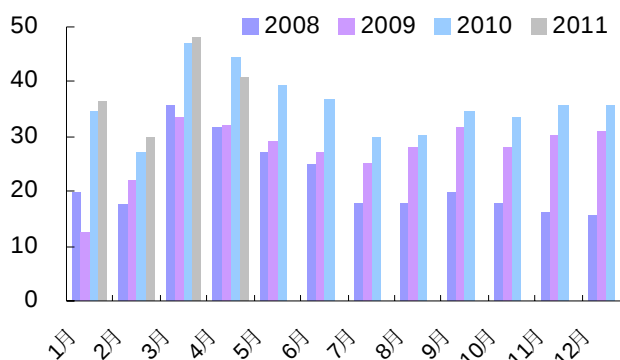
数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

图 2：今年 1-4 月乘用车总销量为 498.6 万辆，同比增长 7.6%，增幅回落明显。（单位：万辆）



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

图 3：今年 1-4 月商用车总销量为 154.8 万辆，同比增长 1.1%，其中 4 月同比下滑 7.8%。（单位：万辆）

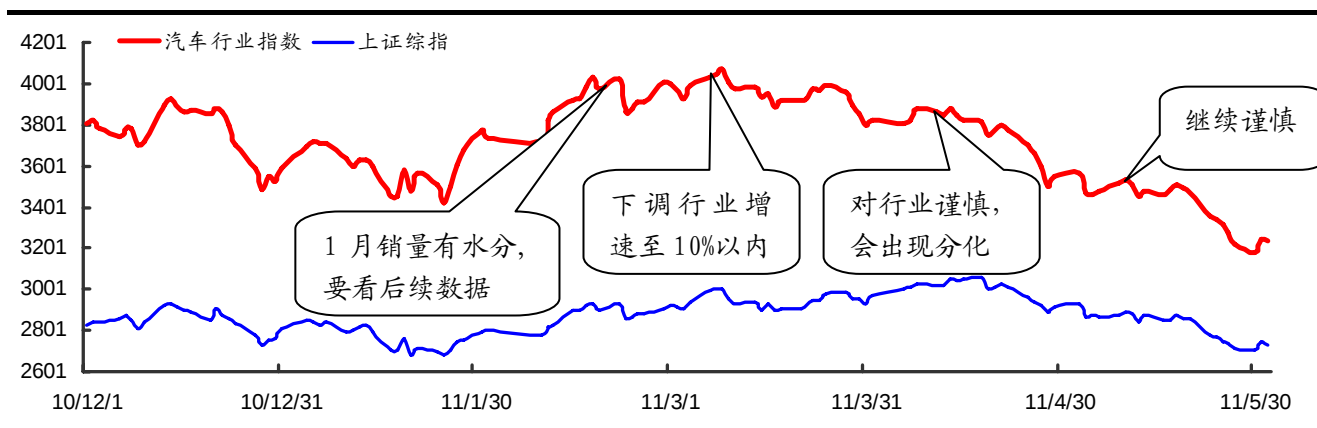


数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

1.2. 今年以来我们的观点

必须得承认，去年策略报告中我们对今年的销量有点乐观（当时预测是增长 10%-15%），但今年 1 月销量公布后（事实上 1 月的数据有水分），我们变得谨慎起来，并在 2 月销量数据公布后，下调了行业销量增速预测至 10% 以内，并在 4 月 11 日和 5 月 11 日的月度销量点评中再次表明了谨慎的态度。

图 4：今年以来行业走势及我们的观点。



数据来源：wind、国泰君安证券研究

表 1：今年以来我们的观点。

时间	事件	我们的观点
2011.2.19	1 月销量数据点评	1 月产销量略超预期，主要由于去年 12 月销量的转移确认，汽车行业的估值要回归到 15 倍 PE 的水平仍需后续销量数据的支持。
2011.3.10	2 月销量数据点评	我们将今年销量增速由 10%-15% 下调至 10%，3 月份的销量比较关键。
2011.4.11	3 月销量数据点评	对行业偏于谨慎，维持全年销量增速低于 10% 的判断。今年各公司表现将出现分化，建议把握结构性机会。
2011.5.11	4 月销量数据点评	维持行业谨慎观点。

数据来源：国泰君安证券研究

1.3. 下半年展望：先抑后扬，下调销量增速至 5%

我们在判断下半年市场销量的时候，如下因素显得较为重要：

- 我们宏观团队判断，经济仍未见底，GDP 增速将继续下滑，偏紧的货币政策还将持续，即使宏观经济见底，货币政策也未必明显放松；
- 行业政策方面，重点仍然是提升汽车技术和质量，强调节能环保，并不追求销量规模；
- 一、二线城市汽车消费环境的变差以及保有量的增加，销量增速逐渐下滑；在没有外力的推动下，汽车销量将主要依靠自身刚性需求取得增长；
- 日本地震因素在四月份已经有所体现，在 5-6 月将集中体现，后将逐渐恢复；
- 对 1.6 升以下乘用车进行节能补贴政策是从 2010 年 6 月 1 日起实施，使得去年下半年销量超出市场预期，因此，较高的同期基数也使得

下半年获得较快增速的难度加大。

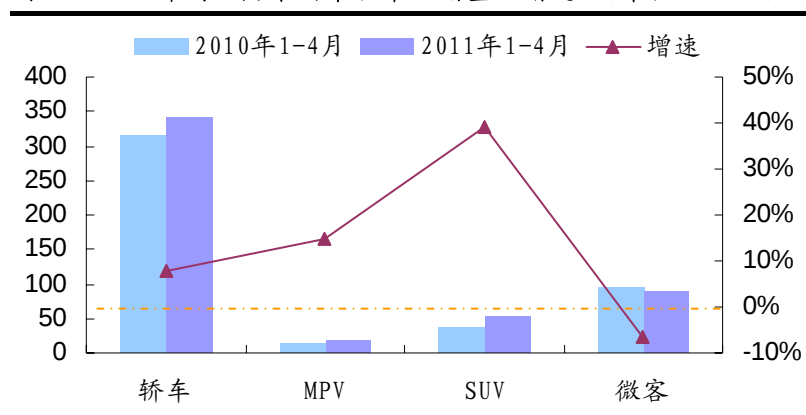
综合考虑，我们认为下半年汽车销量增速将先抑后扬（主要考虑日本地震因素的影响），但全年增速超预期的概率较低，我们将今年行业销量增速下调至 5%，维持谨慎的观点。

2. 乘用车：行业分化加剧，存在结构性机会

2.1. 上半年数据回顾

在乘用车各车型中，1-4 月轿车、SUV、MPV、微客分别销售 341 万辆、51.9 万辆、16 万辆、89 万辆，分别同比增长 7.9%、39.2%、14.7%、-6.7%。

图 5：2011 年前 4 月乘用车各车型销量及增速。（单位：万辆）



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

2.2. 我们的观点回顾

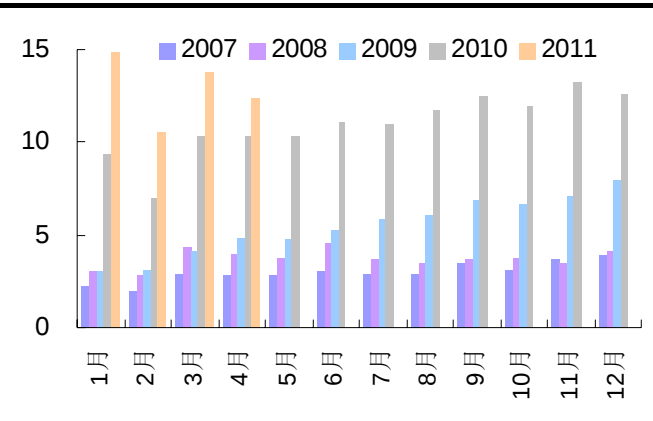
我们将去年的年度策略报告《贵在便宜》中有关乘用车的观点与今年 1-4 月的实际情况作一对比，结果如下表所示：

表 2：去年策略报告《贵在便宜》中有关乘用车的观点回顾。

去年策略报告《贵在便宜》中观点	1-4 月实际情况	结论
乘用车 2011 年总体销量增长 10%-15%	同比增长 7.6%	低于我们预期
SUV2011 年销量同比增长 30%-40%	同比增长 39.2%	符合我们预期
MPV2011 年销量同比增长 20%-30%	同比增长 14.7%	略低于我们预期
1.6 升以上乘用车市场份额略有提升	扣除微客市场后，1.6 升以上乘用车占比由 2010 年 12 月的 32.3% 上升至今年 4 月的 37%。	符合我们预期

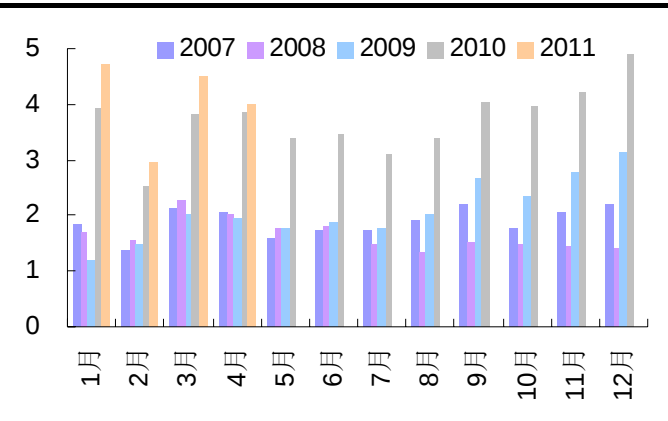
数据来源：国泰君安证券研究

图 6: 今年 1-4 月 SUV 销售 51.9 万辆, 同比增长 39.2%。(单位: 万辆)



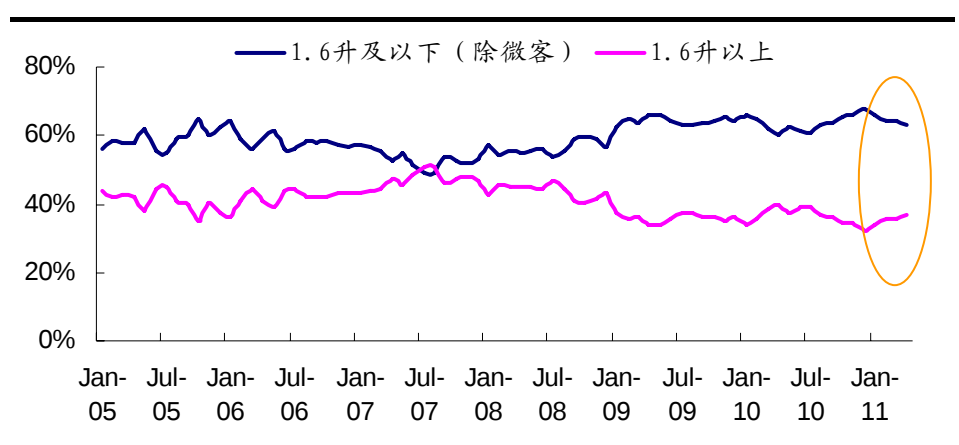
数据来源: 中汽协、国泰君安证券研究

图 7: 今年 1-4 月 MPV 销售 16.2 万辆, 同比增长 14.7%。(单位: 万辆)



数据来源: 中汽协、国泰君安证券研究

图 8: 今年以来, 1.6 升以上乘用车 (扣除微客市场) 占比提升较为明显。



数据来源: 中汽协、国泰君安证券研究

2.3. 下半年观点: 行业分化将加剧, 存在结构性机会

对于下半年乘用车市场, 我们认为:

- 关于日本地震, 我们认为虽然是短期因素, 但是并不改变行业需求增速下滑的趋势, 只是从供给端加剧了这种趋势。因此, 5-6 月仍将延续供给和需求均偏弱的行业格局。
- 从丰田 (中国) 和本田 (中国) 的官方声明来看, 日本地震后汽车业的恢复超预期, 丰田和本田分别表示在 6 月中下旬和 8 月将恢复到正常生产水平。
- 这样的话, 供给端得到恢复, 但需求端还是偏弱, 同时, 各家厂商为了完成年初制定的销量目标 (往往偏高), 将增加新车型的投放以及促销的力度。
- 在这个过程中, 汽车市场竞争会逐渐激烈, 行业分化将加剧, 具备品牌、产品等优势厂商将逐渐胜出, 其实, 从今年 1-4 月各主要乘用车厂商的销量来看, 几家欢喜几家愁的现象已经可见端倪。
- 从价格上来看, 上半年只有一汽轿车、比亚迪等少数几家厂商发起了较大的促销活动, 我们估计下半年会有更多厂商加入。

表 3: 日本地震使得日系车 2011 年 4 月销量普遍下滑。(单位: 万辆)

	生产厂商	2011 年 4 月			2011 年 1-4 月		
		销量	同期销量	同比增长%	销量	同期销量	同比增长%
日系	东风日产	5.58	5.67	-1.7%	24.58	21.94	12.1%
	一汽丰田	2.89	4.01	-28.1%	16.00	17.65	-9.3%
	广汽丰田	1.73	2.29	-24.4%	8.04	9.16	-12.2%
	广汽本田	2.29	3.11	-26.4%	11.55	13.47	-14.2%
	东风本田	2.05	2.40	-14.7%	9.35	8.48	10.2%
	长安铃木	1.90	1.70	11.8%	8.02	7.01	14.4%
美系	上海通用	9.78	8.96	9.2%	41.14	32.49	26.6%
	长安福特马自达	3.39	3.37	0.6%	14.39	14.05	2.4%
德系	上海大众	10.01	7.29	37.2%	38.69	28.91	33.8%
	一汽大众	8.18	7.23	13.1%	30.70	26.56	15.6%
韩系	北京现代	6.39	5.70	12.1%	24.65	21.86	12.8%
	东风悦达起亚	3.24	2.65	22.2%	12.78	11.17	14.4%
法系	东风雪铁龙	1.92	1.81	6.2%	7.86	7.57	3.8%
	东风标致	1.21	1.38	-12.6%	5.45	4.46	22.2%
自主品牌	奇瑞	4.60	4.48	2.6%	21.46	19.35	10.9%
	比亚迪	4.03	4.51	-10.8%	15.89	20.86	-23.9%
	吉利	3.43	3.24	5.9%	15.11	14.29	5.7%
	长城汽车	2.83	2.01	40.7%	11.90	7.91	50.5%
	一汽轿车	1.83	2.29	-20.1%	8.89	8.35	6.5%
	上汽乘用车	1.28	1.30	-1.6%	5.81	5.11	13.6%
	一汽海马	1.12	1.35	-16.8%	4.84	4.70	3.0%
乘用车行业		114.23	111.10	2.8%	499	463	7.6%

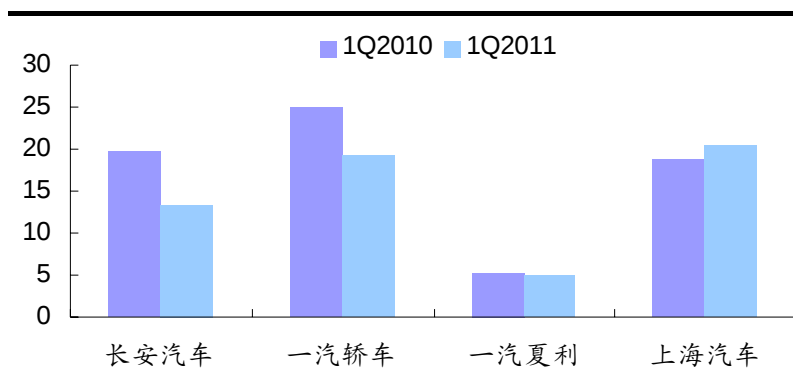
数据来源: 乘联会、国泰君安证券研究

表 4: 日系车恢复生产情况好于预期。

	公告日期	公告内容
丰田(中国)	5 月 11 日	在与合作伙伴协商的基础上, 决定 6 月上旬之后, 中国的各整车工厂将依次恢复到正常生产水平。
本田(中国)	5 月 27 日	随着零部件供给的逐步增加, Honda 在中国的汽车产量将逐步增加, 预计到 8 月份, 广汽本田和东风 Honda 都将恢复或超过正常生产水平。

数据来源: 公司网站、国泰君安证券研究

图 9：主要乘用车公司今年 1 季度毛利率同期对比。（单位：%）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

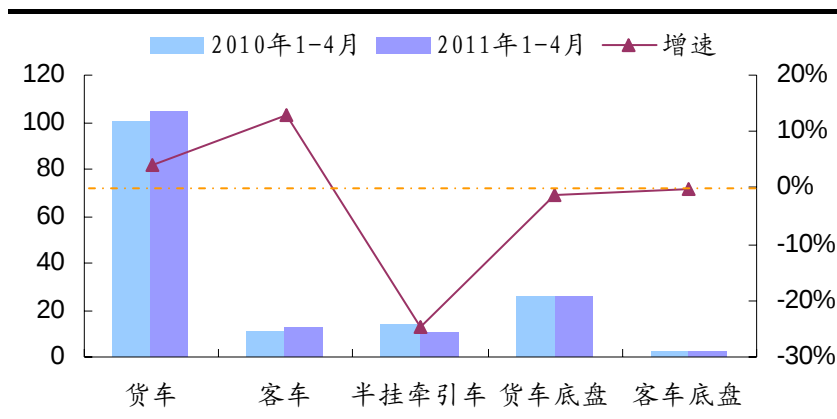
3. 商用车：重卡继续谨慎，客车稳定增长

3.1. 上半年数据回顾

今年 1-4 月商用车总销量为 154.8 万辆，同比增长 1.1%，其中 4 月同比下滑 7.8%，是 25 个月以来的首次同比下滑。

从结构上来看，客车增速较为稳定，1-4 月销售 12.3 万辆，同比增长 13%；货车小幅增长，1-4 月销售 104 万辆，同比增长 3.9%；半挂牵引车降幅最大，1-4 月销售 10 万辆，同比下降 24.6%；货车底盘和客车底盘基本持平。

图 10：2011 年前 4 月商用车各车型销量及增速。（单位：万辆）



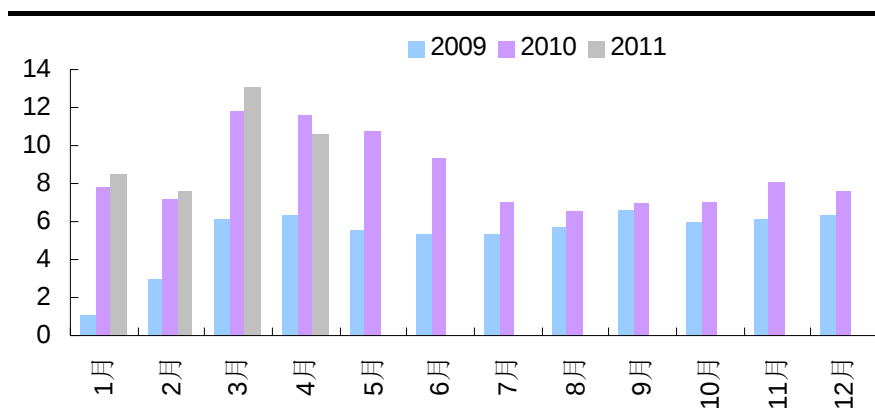
数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

3.2. 重卡：维持同比增长 0-5%的判断，继续谨慎

今年重卡市场在油价高企、宏观紧缩政策、油耗准入政策的实施等影响下，增速明显放缓，2010 年 1-4 月重卡（含底盘、半挂牵引车）销售 39.6 万辆，同比增长 3.4%，但 4 月销量同比下滑 8.3%。

考虑到宏观经济仍在探底过程中，我们维持年度策略报告《贵在便宜》中的观点，预计重卡销量同比增长 0-5%，继续谨慎。

图 11: 2010 年 1-4 月重卡（含底盘、半挂牵引车）销售 39.6 万辆，同比增长 3.4%，但 4 月销量同比下滑 8.3%。（单位：万辆）



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

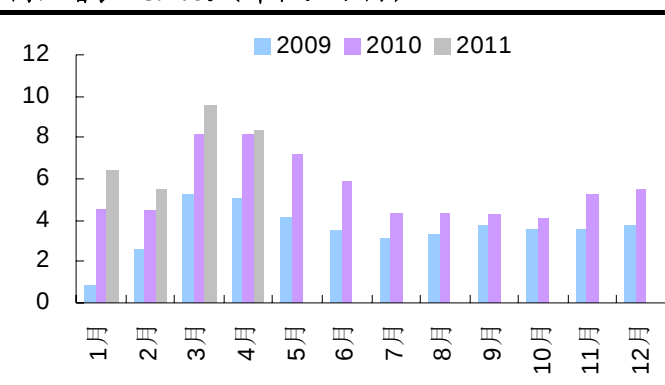
● 物流车与工程自卸车有分化

从重卡产品结构来看，今年表现较差的主要是物流车（主要体现为半挂牵引车），1-4 月半挂牵引车销售 10 万辆，同比下降 24.6%，主要与油价高企、去年供给过剩后运价无法得到提升、油耗准入政策的实施等综合影响。展望下半年，随着治理公路乱收费力度的加强、燃料消耗量达标车型的迅速增加等，物流重卡有望从谷底回升，但全年销量预计仍然下滑 20% 左右。

工程自卸车的走势与工程机械的相关度较大，今年以来工程机械增势良好，因此 1-4 月重卡（含底盘）销量达到 29.7 万辆，同比增长 18.2%，考虑到固定资产投资增速的放缓，我们预计重卡（含底盘）全年增速在 15% 左右。

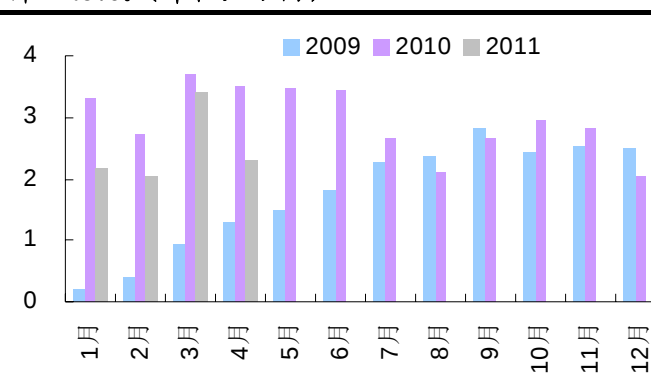
综上所述，预计全年重卡销量增速在 5% 以内。

图 12: 今年 1-4 月重卡（含底盘）销售 29.7 万辆，同比增长 18.2%。（单位：万辆）



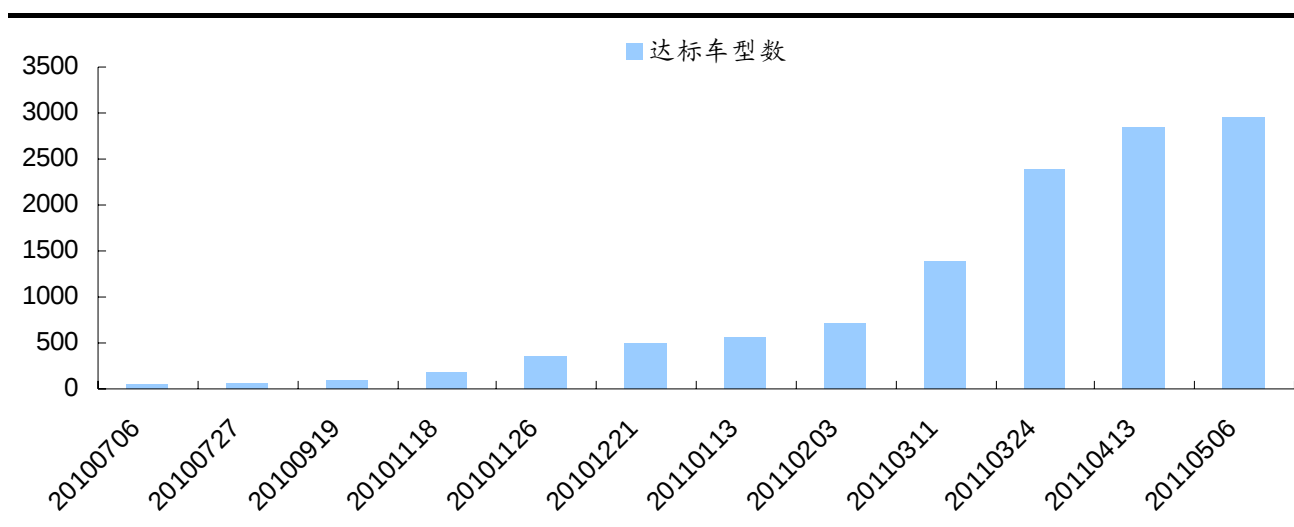
数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

图 13: 今年 1-4 月半挂牵引车销售 10 万辆，同比下降 24.6%。（单位：万辆）



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

图 14: 道路运输车辆燃料消耗量达标车型在 2011 年 3 月后明显增多。
(单位: 个)



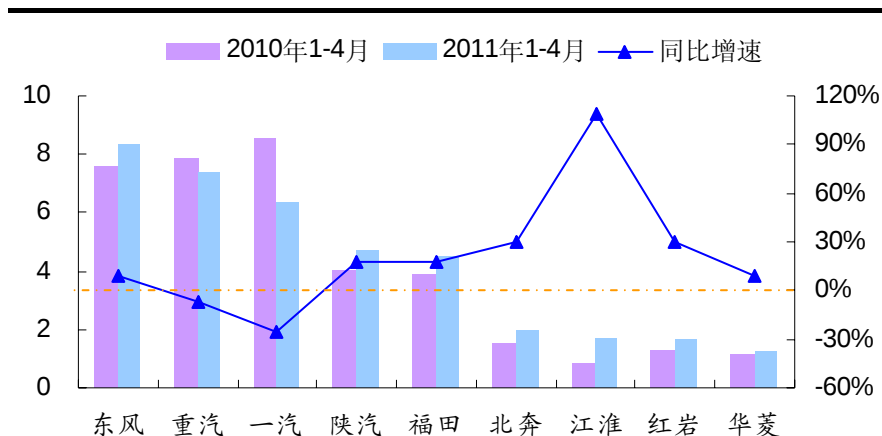
数据来源: 交通运输部、国泰君安证券研究

● 重卡企业之间有分化

我们再来看一下重卡各企业的情况, 今年以来表现较差的重卡企业主要包括一汽、重汽, 1-4 月的销量分别同比下降 25.8%、6.6%, 东风、陕汽、福田、北奔等车企表现稳定, 1-4 月销量分别同比增长 9.5%、17.8%、17.6%、30.6%。

重卡企业之间出现较大分化, 我们认为可能的原因包括: 1) 产品结构的差异; 2) 油价高企的背景下, 用户对发动机节油效果较为看重; 3) 油耗准入政策对各车企的影响差异。

图 15: 重卡企业今年前 4 个月销量分化明显。(单位: 万辆)



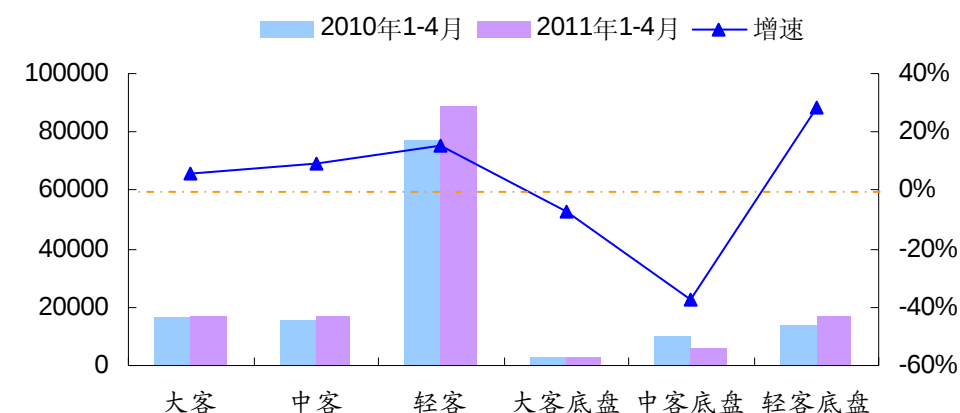
数据来源: 中汽协、国泰君安证券研究

3.3. 客车: 维持同比增长 10% 的判断

今年以来客车的表现较为稳定, 1-4 月, 大客、中客、轻客分别实现销量 17234 辆、17232 辆、88982 辆, 分别同比增长 5.7%、9.3%、15.3%, 基本符合我们年度策略报告中的预期。

受益于城市公交优先战略的实施以及商务用轻客的稳定增长，我们维持今年客车市场同比增长 10% 的判断。

图 16：今年 1-4 月客车及底盘分类型销量。（单位：辆）



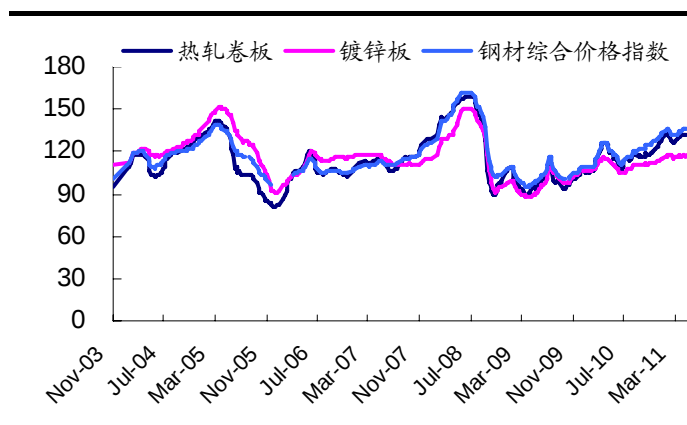
数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

4. 成本：原材料上涨略超预期

从今年钢价、天然橡胶等汽车原材料价格表现来看，涨幅还是略超我们预期，钢价指数今年的运行区间为 128-136，而去年同期的运行区间为 109-126。天然橡胶的期货价格今年涨幅更大，运行区间在 33000-42000 元/吨，而去年同期运行区间在 22000-25000 元/吨。

根据我们宏观研究小组的预测，PPI 三季度仍然高位运行，四季度可能有所回落，因此我们预计今年汽车行业的成本压力要较去年大。

图 17：今年以来钢价指数有所提升。



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 18：今年以来天然橡胶期货结算价冲高回落。（单位：元/吨）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

5. 投资策略：大浪淘沙，精选个股

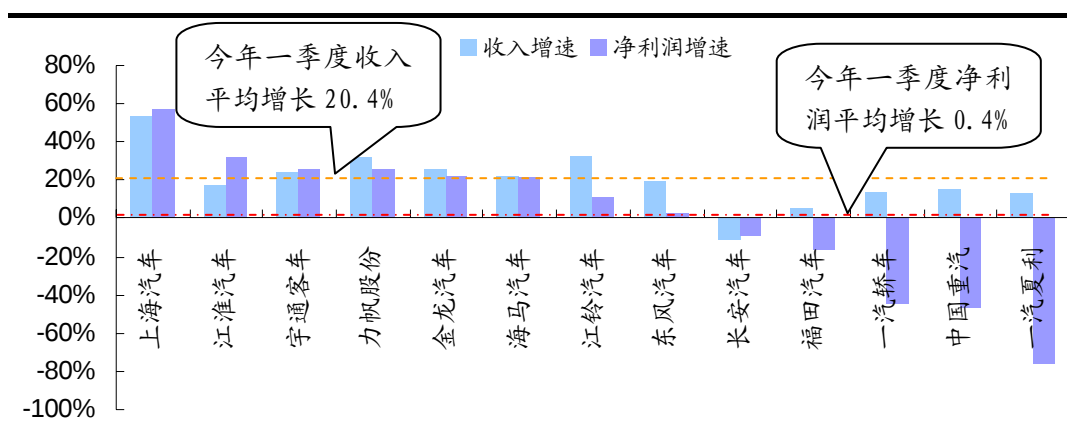
根据上文的分析，我们总结一下我们的观点：

- 需求：考虑到宏观环境、行业政策、日本地震、需求回归等因素影响，我们将全年汽车销量增速由 10% 下调至 5%。
- 供给：由于日本地震的影响，二季度维持供需弱平衡的状况，随着日本地震影响的逐渐消失，供给压力渐显，价格促销增多。
- 盈利能力：原材料成本三季度仍将高位运行，四季度才可能有所放缓，加上价格促销的增多，行业整体盈利能力将有所下滑，个别车企业绩将出现下滑。
- 综上，我们将行业评级下调至“中性”。

在行业景气度下降的过程中，车企之间的分化将加大，我们统计了今年一季度整车类和零部件类的收入增速和净利润增速情况，可以看出：

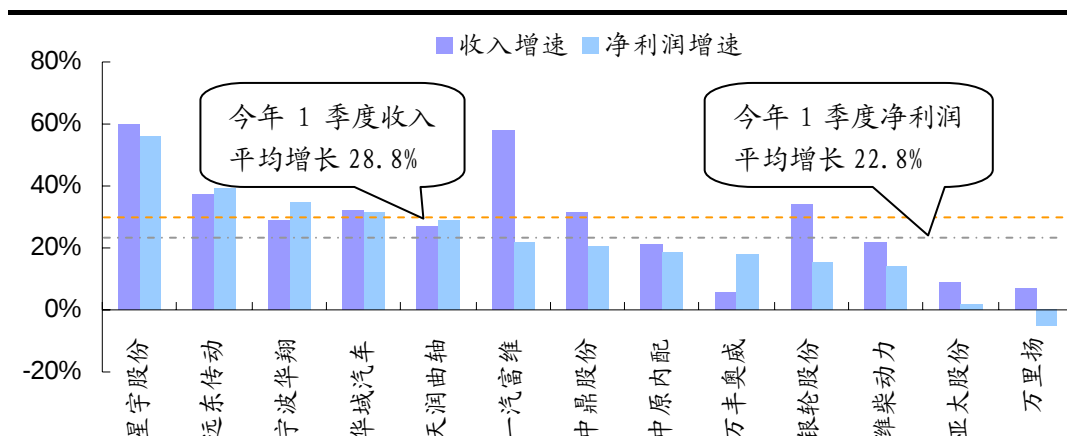
- 净利润增速普遍低于收入增速，整车企业情况更严重；
- 零部件企业收入、净利润增速要好于整车；
- 整车和零部件企业内部均出现分化加剧的现象。

图 19：主要整车类公司今年一季度收入和净利润增速。



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 20：主要汽车零部件公司今年一季度收入和净利润增速。



数据来源：wind、国泰君安证券研究

在行业分化的背景下，我们认为下半年的投资策略应该为精选个股，结合基本面和估值等因素，重点推荐：

- 乘用车：推荐上海汽车（综合实力最强）、悦达投资（SUV 占比高）；
- 重卡：推荐潍柴动力（业绩稳定，市占率提升）、威孚高科（节能减排主题）；
- 轻卡：推荐江铃汽车（管理优秀、细分市场龙头）；
- 客车：推荐宇通客车（受益于公交优先战略）。

6. 重点公司推荐

上海汽车：行业龙头，舍我其谁

- 一季度收入、净利润分别同比增长 53.9%、56.5%；
- 行业龙头，综合实力最强；
- 上海通用、上海大众产品贴合市场，竞争力强，新品推出节奏快；
- 技术吸收能力强，自主品牌影响力国内领先；
- 管理层激励年内推出概率大；
- 业绩增长确定，预计 2011、2012 年 EPS 分别为 1.78 元、2.05 元。

威孚高科：节能减排主题最佳投资品种

- 油价高企的背景下，主导产品高压共轨系统的市占率将提升，表现将优于行业；
- 大股东和博世参与增发，显示对公司发展前景充满信心，与博世合作将进一步加强；
- 国四推出是大势所趋，公司在喷油系统和尾气排放系统产品准备充足，将领先于市场；
- 预计 2011、2012 年 EPS 分别为 2.67 元、3.34 元。

江铃汽车：管理优秀，细分市场龙头

- 轻卡、轻客中高端市场龙头，将受益于行业高端化趋势；
- 财务指标优异，毛利率、ROE、资产负债率优于同行；
- 管理优秀，与福特合作伙伴关系良好；
- 小蓝基地投产后，将解决公司产能瓶颈；
- 预计 2011、2012 年 EPS 分别为 2.38 元、2.78 元。

宇通客车：受益于公交优先战略

- 大中客市场龙头，将受益于公交优先战略；
- 目前产能偏紧，配股项目完成后将解决产能瓶颈；
- 管理优秀，业绩增长确定性强；
- 预计 2011、2012 年 EPS 分别为 2.02、2.42 元。

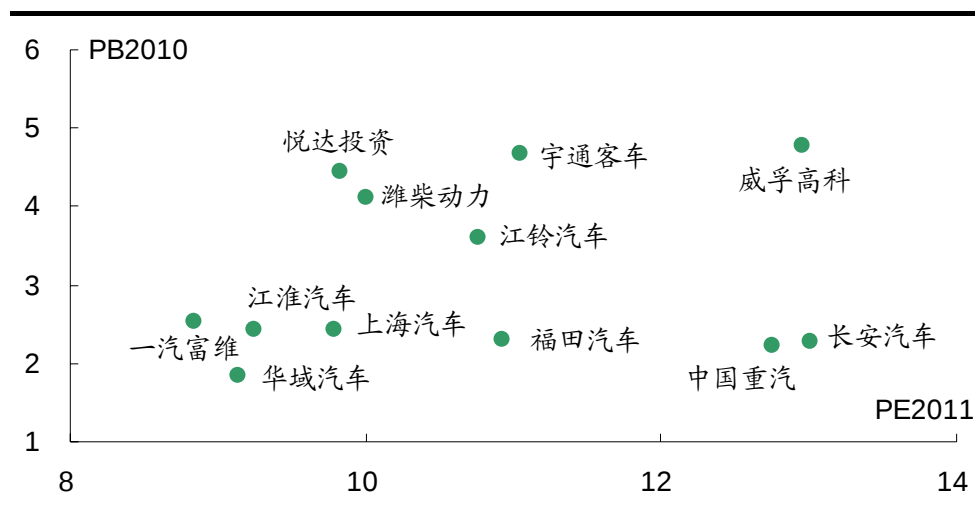
表 5：行业重点公司估值表。

	股价	EPS10	EPS11	EPS12	PE10	PE11	PE12	PB2010	总市值	投资评级
上海汽车	17.44	1.49	1.78	2.05	11.7	9.8	8.5	2.4	1612	增持
悦达投资	13.72	1.01	1.40	1.61	13.6	9.8	8.5	4.4	97	增持
江铃汽车	25.60	1.98	2.38	2.78	12.9	10.8	9.2	3.6	221	增持
宇通客车	22.28	1.65	2.02	2.42	13.5	11.0	9.2	4.7	116	增持
威孚高科	34.61	2.36	2.67	3.34	14.6	13.0	10.4	4.8	196	增持
潍柴动力	45.63	4.07	4.56	5.20	11.2	10.0	8.8	4.1	760	增持
华域汽车	10.40	0.97	1.14	1.30	10.7	9.1	8.0	1.9	269	谨慎增持
福田汽车	8.78	0.78	0.80	0.88	11.3	10.9	9.9	2.3	185	谨慎增持
一汽富维	26.22	2.70	2.97	3.41	9.7	8.8	7.7	2.5	55	谨慎增持
江淮汽车	10.17	0.90	1.10	1.23	11.3	9.2	8.3	2.4	131	谨慎增持
中国重汽	18.40	1.60	1.44	1.59	11.5	12.7	11.6	2.2	77	中性
长安汽车	9.03	0.75	0.69	0.76	12.0	13.0	11.8	2.3	243	中性
一汽轿车	13.42	1.14	0.80	0.84	11.7	16.8	16.0	2.5	218	中性
一汽夏利	7.64	0.19	0.13	0.16	40.7	58.1	48.4	3.4	122	中性

注：股价为 6 月 3 日收盘价。

数据来源：国泰君安证券研究

图 21：行业重点公司估值图。



数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**陈锡伟:**

执业资格证书编号: S0880511010026

电话: 021-38676385

邮箱: chenxiwei@gtjas.com

1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士, 2005 年 8 月进入国泰君安研究所, 任汽车、旅游酒店研究员, 2005 年获 CPA 资格。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		