

推荐 (维持)

龙头企业优势明显，平淡中等待转机

2011年6月8日

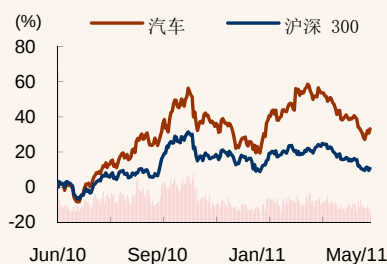
上证指数 2728

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	86	4.5
总市值 (亿元)	7200	2.9
流通市值 (亿元)	5641	2.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.3	-2.5	32.8
相对表现	-0.3	3.0	23.6



相关报告

1、《2011 汽车行业年度投资策略-成长性将抵御行业景气波动》

2010/12/15

2、《2010 年汽车行业投资策略报告》

2009/12/7

3、《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》

2008/11/11

汪刘胜

0755-25310137

wangls@cmschina.com.cn

S1090511040037

研究助理:

唐楠

tangnan@cmschina.com.cn

方小坚

fangxj1@cmschina.com.cn

汽车行业2011年度中期投资策略

2Q 供求关系恢复平衡,随着政策退出效应消除及消费正常化,3Q 销量增速下滑风险有逐步削弱趋势。中报水平一般,短期缺乏上涨刺激因素,结构性变化及企业竞争力是关注重点,新能源汽车短期无规模,市场启动在客车类公司。整体上看行业情况会逐步改善,维持对行业“推荐”评级。

- **政策退出效应消除,销量逐步恢复正常。**受宏观影响,1-4 月除基本型乘用车外,其余车型均出现同比负增长。2Q 销量一般,营销费用增加,中报情况预计平平。各项产业刺激政策已退出,政策对汽车销售影响逐步减弱,2Q 各整车企业促销、打折活动增加,下半年消费将逐步恢复正常。
- **风险释放仍需时间,不确定因素带来投资机会。**行业盈利水平存在下滑趋势,短期板块低迷风险持续释放,下半年重点关注: CPI 走势,物流乱收费现象整治力度,中小企业贷款放松进展,新能源产业政策推出。目前情况下,汽车消费会后推,关注进入销售旺季后数据表现。
- **汽车结构性变化明显,竞争力强零部件值得关注。**上半年欧、美系车占比持续提高,自主品牌在销量增速有限情况下竞争加剧盈利能力大幅下降。在国产化趋势情况下,竞争能力强的零部件企业在合资品牌整车供应体系中份额将逐步增加,值得重点关注。
- **投资策略。**目前整体估值水平不高,但也缺乏上涨动力。下半年销量增速逐步恢复将带来投资机会,选择以优势龙头企业为主:
 - 1) 3 季度后期行业有望回暖,我们选择行业龙头: 上海汽车、华域汽车; 优质零部件企业: 一汽富维、威孚高科、星宇股份、福耀玻璃;
 - 2) 一汽集团资产整合预期,关注一汽轿车、一汽夏利;
 - 3) 关注 4 季度商用车行情,客车进入旺季,物流有望复苏,推荐宇通客车、潍柴动力。
- **风险提示。**人工成本上升带来行业盈利下滑风险; 通胀无法有效控制影响消费能力; 新能源产业政策推出晚于预计时间窗口。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
上海汽车	17.4	1.48	1.7	1.85	10.2	9.4	2.3	强烈推荐 A
一汽轿车	13.4	1.12	0.92	1.15	14.6	11.7	2.4	审慎推荐 A
威孚高科	34.6	2.36	3.01	3.99	11.5	8.7	4.5	强烈推荐 A
一汽富维	26.3	2.65	2.95	3.46	8.9	7.6	2.4	强烈推荐 A
星宇股份	19.5	0.58	0.86	1.18	22.7	16.5	2.4	强烈推荐 A
福耀玻璃	10.1	0.89	1.03	1.23	9.8	8.2	4.0	强烈推荐 A
潍柴动力	45.8	4.07	4.89	5.41	9.4	8.5	3.8	强烈推荐 A
宇通客车	21.9	1.65	2.04	2.45	10.8	9.0	4.4	审慎推荐 A
江铃汽车	25.7	1.98	2.62	3.21	9.8	8.0	3.3	审慎推荐 A
华域汽车	10.5	0.97	1.11	1.25	9.5	8.4	1.8	审慎推荐 A

资料来源: 招商证券

一、核心观点	4
1、现状与风险	4
2、投资机会	4
二、上半年运行状况	5
1、估值低位震荡，净利润增速下滑	5
2、轿车增速持续下滑	6
(1) CPI 高居不下，销量增速下滑	6
(2) 消费刺激政策退出，限购限堵预期缓解	7
(3) 日系整车厂复产短期对市场来说不是好事	7
3、商用车短期受压制，未来销量有望改善	9
(1) 多重因素造成重卡销量下滑	9
(2) 客车市场期待旺季到来	10
三、下半年有望逐步恢复	10
1、需求逐步正常，消费逐步景气	10
2、配件国产化趋势明显	11
3、布局客车板块	12
4、新能源汽车迷雾中“潜行”	13
四、投资策略与风险提示	15
1、投资策略	15
2、风险提示	16
2、公司介绍	18
(1) 上海汽车—销量增长超行业，估值具有吸引力	18
(2) 威孚高科—德国博世中方合作伙伴，具备技术和市场领先优势	18
(3) 一汽富维—平台优势突出，受益于一汽集团发展	19
(4) 星宇股份—国产零部件升级，高速增长确定	19
(5) 一汽轿车—短期经营缺乏亮点、整体上市是关键	20
(6) 宇通客车—产品结构优化，收入和盈利持续增长	20
(7) 潍柴动力—关注产品线扩充，静待行业复苏	21
(8) 福耀玻璃—汽车玻璃龙头	21
图 1：行业净利润增速同板块点位趋势对比	5
图 2:2009.1-2011.4 乘用车、商用车销量	5
图 3: 2003-2011.5 整车上市公司 PB 对比	5
图 4: 2003-2011.5 零配件及上市公司 PB 对比	5
图 5: 2003-2011.5 整车上市公司 PE 对比	6
图 6: 2003-2011.5 零配件及上市公司 PE 对比	6
图 7: 2011 年 1-4 月分国别轿车销量增速	6
图 8: 2011 年 1-4 月分国别轿车市场占有率	6
图 9: CPI 与轿车月度销量增速	7
图 9: 2008-2011.4 货车销量	9
图 10: 2008-2011.4 重卡销量	9
图 11: GDP 与固定资产投资增速对比	9
图 12: 2010-2011 公路运输量与固定资产投资完成额	9
图 13: 2008-2011.4 客车月度销量	10
图 14: 2003-2011.4 客车年度销量	10
图 15: 2008-2011 月度汽车销量	11
图 16: 2004-2010 收入及人均 GDP 情况	11
图 17: 上市轿车配件公司净利润增速与轿车销量增速	12
图 18: 上市商用车配件公司净利润增速与商用车销量增速	12
图 19: 上市客车公司净利润增速与轿车销量增速	12
图 20: 2007-2011.4 客车市场集中度	12

图 21: 2007-2011.1-4 月新能源客车销量对比.....	14
图 22: 2007-2010 年新能源客车分车型销量.....	14
图 23: 2003-2011.3 零配件、整车制造业毛利率变化.....	15
图 24: 汽车行业历史 PE Band.....	17
图 25: 汽车行业历史 PB Band.....	17
表 1: 2009 至今汽车产业政策统计.....	8
表 2: 2010-2011 各大城市治堵限车措施.....	8
表 3: 上市客车公司新能源客车规划.....	13
表 4: 2010 年新能源汽车产业政策.....	14
表 5: 汽车销量统计与预期.....	15
表 6: 盈利预测与估值比较.....	17
表 7: 上海汽车盈利预测.....	18
表 8: 威孚高科盈利预测.....	18
表 9: 一汽富维盈利预测.....	19
表 10: 星宇股份盈利预测.....	19
表 11: 一汽轿车盈利预测.....	20
表 12: 宇通客车盈利预测.....	20
表 13: 潍柴动力盈利预测.....	21
表 14: 福耀玻璃盈利预测.....	21

一、核心观点

1、现状与风险

业绩：

年初普遍预期汽车销量增速在 10%-15% 之间，在印证数据过程中，销量持续低于预期，加上系统性风险双重因素压制板块估值，目前板块估值处于底部低位震荡。

汽车市场从供不应求到局部供过于求，现在处于供求关系趋于合理的过程中。从业绩上来看，ROE 从较高的水平将逐步恢复到一个正常水平。2 季度除乘用车外，其余车型出现负增长可能性较大，板块盈利能力受到挑战，不排除盈利预测整体下调风险。

政策：

随着北京限车限购严令推出，各地方政府仿效北京、上海推出相关限制政策预期不断加强，市场担忧情绪弥漫；CPI 高位不降；物流行业乱收费现象尚没有强势政策推出；中小企业贷款难限制货运、物流、工程类企业购车需求，多种隐忧在上半年陆续显现。

促进传统汽车消费的各项刺激政策陆续退出，唯一还在执行节能惠民政策将大幅缩水。能够给板块带来提振，为汽车发展指明方向的新能源汽车产业政策仍然没有确定推出时间窗口，产业缺乏有效提振因素。

2、投资机会

3 季度后半段为乘用车传统销售旺季，正常需求将叠加需求刺激因素：行业整体大规模促销利好；企业年底公务购车计划和需求开始提升；市场对政策悲观预期疲态显现，被压制消费需求将逐步释放。综上因素，不排除销量表现超预期可能性，但仍需等待 3Q 销量增速印证，提振市场信心。

货车行业期待的销售旺季始终没有到来，真实需求受到多重因素压制，若政策和经济层面隐忧趋缓，货车板块反弹力度有可能超过预期。不考虑宏观风险，几个因素将带来销量快速增长：国四标准全面推行预期逐渐强烈；工程企业贷款放松，开工量增加；公路收费下降，物流企业盈利能力提升，物流需求提振；7 月 1 日起整治超限超载力度加大，运输企业购车需求将提升，预计在四季度行业情况会有所改善。

客车 4 季度进入传统旺季，新能源客车销量增速值得期待。根据前 4 个月的销量增长及各地政府公布的采购计划，预计新能源客车销量增速将超过 40%。预计将出台的新能源汽车产业政策对客车行业计划将最为落实和细致，将给板块带来提升。作为防守反攻品种的客车板块下半年将有表现。

在零部件行业，随着国内汽车销售规模逐步增大以及竞争加剧，未来零部件国产化趋势将非常明显，而竞争力较强企业已经与合资企业至少在制造、工艺水平有一定的竞争力，其在合资整车企业供应体系之内占比将逐步增加，具同心多元扩张能力零部件企业在未来几年之中将获得较高水平的成长。

新能源汽车，目前仍然难以形成规模，关注重点还是在技术上的突破，我们认为未来新能源汽车很难形成统一标准，这点与我们之前想法有较大的改变，标准由企业制定，市场由企业降低成本来推动。

二、上半年运行状况

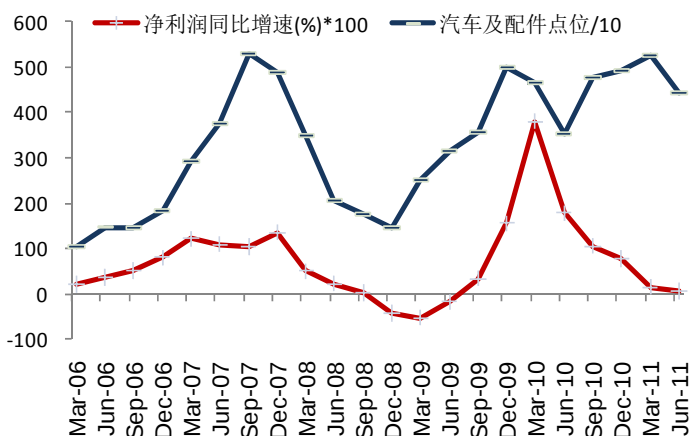
1、估值低位震荡，净利润增速下滑

受销量增速超预期下滑的影响，部分细分行业业绩开始出现负增长，除乘用车、部分零配件企业外，商用车净利润同比下滑。根据历史数据，行业销量底部一般出现在 7-8 月，2 季度基本呈现向下触底的过程。

板块估值低位震荡，无法寻求到有效触发因素上行。根据 08 年底到 09 年 1 季度情况，行业净利润增速出现负增长后触底反弹，板块开始快速上行，我们判断目前板块处于寻底的过程。

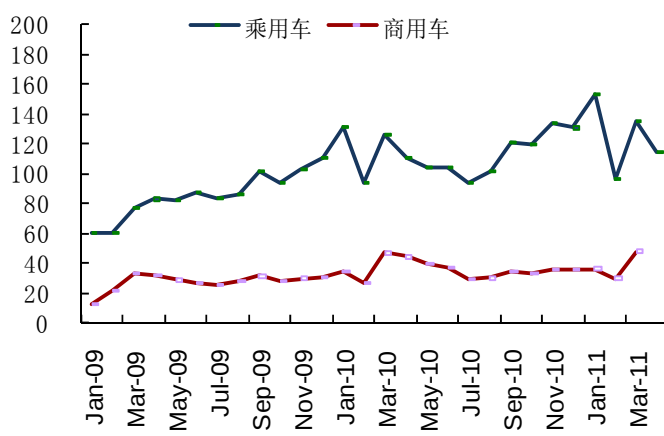
这一轮汽车板块调整，使得行业 P/B, P/E 回归低位，以中国为首的亚太新兴地区已经调整至低于西欧和美国成熟发达地区，从中长期来看，整车和部分零配件企业已经具备安全边际和投资价值。

图1：行业净利润增速同板块点位趋势对比



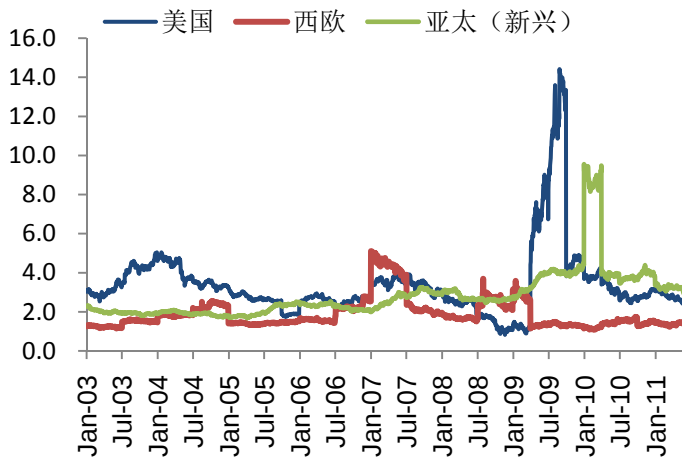
资料来源：CAAM，彭博资讯，招商证券

图2:2009.1-2011.4 乘用车、商用车销量



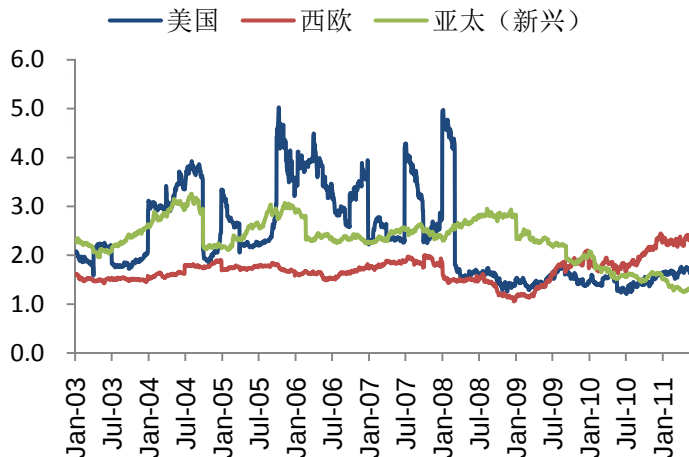
资料来源：CAAM，彭博资讯，招商证券

图3：2003-2011.5整车上市公司PB对比



资料来源：CAAM，彭博资讯，招商证券

图4：2003-2011.5零配件及上市公司PB对比



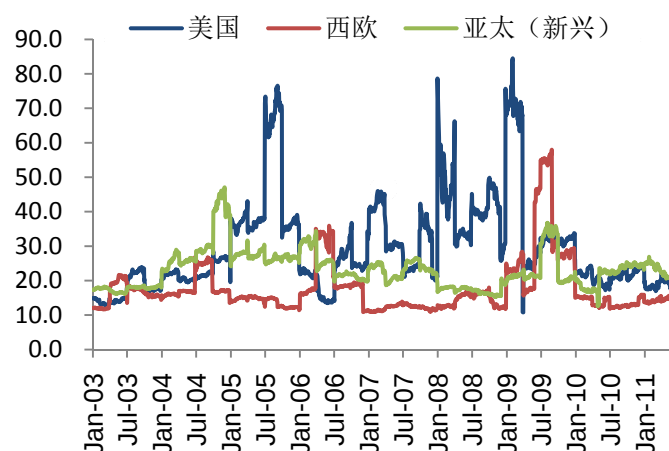
资料来源：CAAM，彭博资讯，招商证券

图5: 2003-2011.5整车上市公司PE对比



资料来源: CAAM, 彭博资讯, 招商证券

图6: 2003-2011.5零配件及上市公司PE对比



资料来源: CAAM, 彭博资讯, 招商证券

2、轿车增速持续下滑

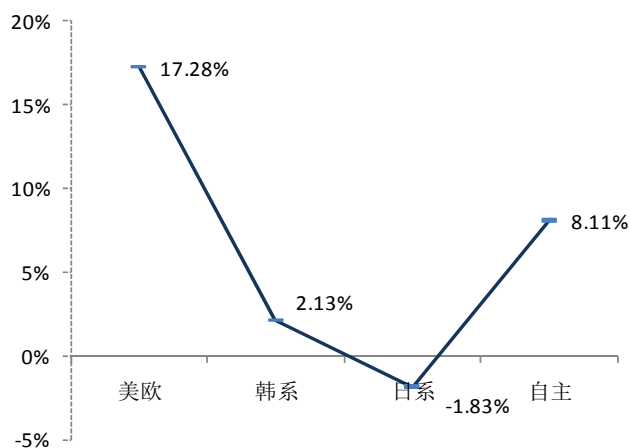
(1) CPI 高居不下，销量增速下滑

1-4月，轿车累计销量同比增长8.8%，销量增速持续下滑。

- 1) 欧美车系在这轮调整中市场占有率提升2.7个百分点；
- 2) 日系车受到地震停产影响，市场份额不断被美欧车系侵蚀；
- 3) 自主品牌受到推广力度加大、政府扶持等支撑，市场占有率相对保持稳定，但激烈竞争会导致其盈利能力的下降。

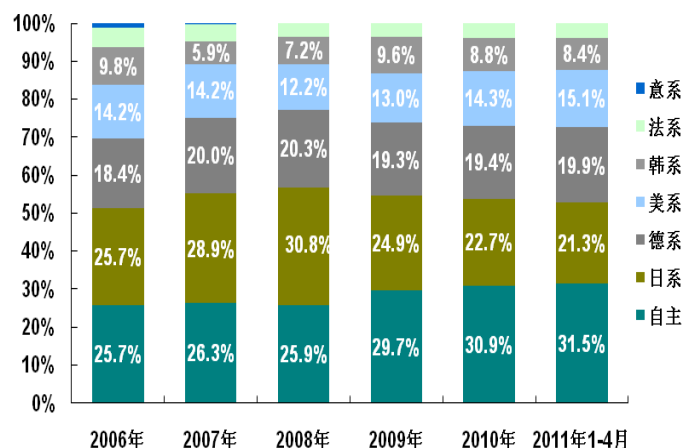
CPI 高居不下，降低消费者购买能力和购买意愿，在高位回落的过程中，惯性影响依然继续抑制消费需求。从历史数据分析，在回归至合理2%左右的合理区间时，消费能力和意愿提升，轿车销量开始反弹。

图7: 2011年1-4月分国别轿车销量增速

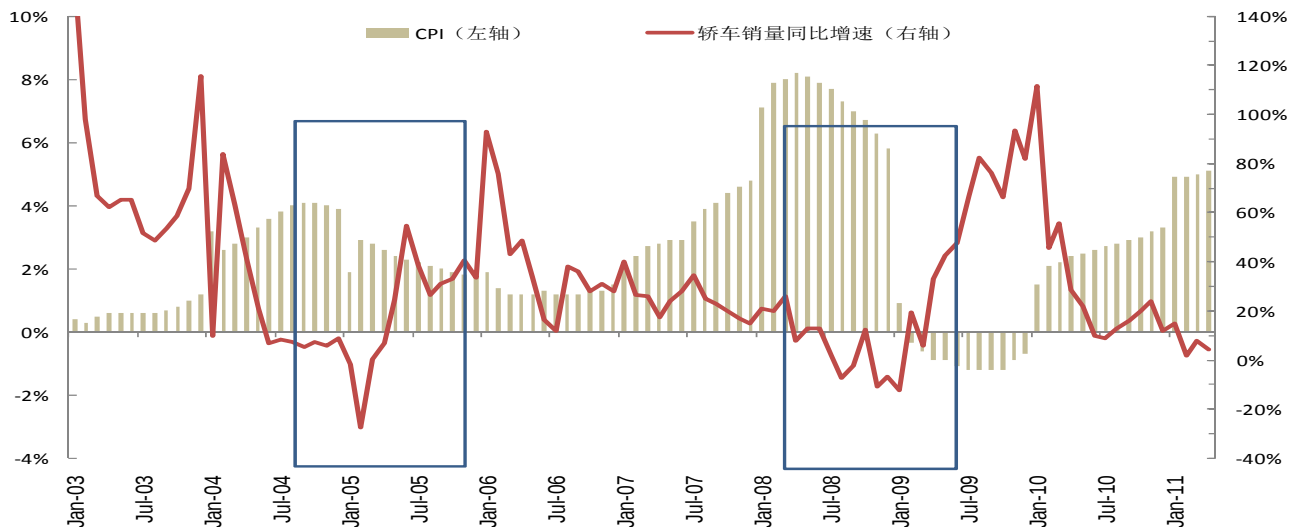


资料来源: CAAM, 招商证券

图8: 2011年1-4月分国别轿车市场占有率



资料来源: CAAM, 招商证券

图9: CPI与轿车月度销量增速


资料来源：国家统计局，招商证券

（2）消费刺激政策退出，限购限堵预期缓解

从 2008 年底开始，刺激汽车消费政策相继出台，汽车消费步入上行通道。2011 年 1 月 1 日，除节能惠民政策外，其余全部取消。汽车行业经过两年高增长，年销量基数抬高，保有量迅速扩大对道路交通造成负担。

总体来说，上半年处于政策不友好局面，节能惠民政策即将缩水，继上海、北京限购，广州、深圳、杭州等省会城市相继推行治堵方案，其余城市对城市汽车的治理方案成为汽车消费巨大隐忧。

我们判断下半年政策退出对行业负面影响将逐步消失，限购、限堵经过一段时间市场印证，除了北京、上海外，其余城市并未大举限制汽车消费，而选择在治理堵车方面加大力度。预计下半年已经没有重大利空政策出台，恐慌情绪将得到一定程度缓解。

（3）日系整车厂复产短期对市场来说不是好事

三大汽车厂商表示 6 月底能够复产 90%。与市场上普遍观点所不同，对此事件我们的理解是，复产短期内利于日系汽车销量的恢复及市场占有率的提升，利于给日系车配套的零部件供应体系，但对行业来说不尽然是好事。

上半年汽车市场低迷，不是供给方面出现问题，而是需求方面增速在下降，是需求端的问题，我们近期的调研结果是部分车企现在库存在逐步增加。短期内日系汽车如能有效复产，一方面会导致整个社会整车库存量的增加，同时日系汽车想要恢复原有市场占有率，必定会带来其在营销方面投入的增加，竞争压力之下将导致整个行业单车盈利能力下降，在规模上与促销幅度上必须权衡利益得失，但总体上来看，在目前需求情况下，很难出现规模上盈利增加能完全覆盖单车利润增加的情况，整体上行业利润是下滑的。

表 1: 2009 至今汽车产业政策统计

日期	相关政策	主要内容
2009 年 1 月 14 日	购置税优惠出台	国务院常务会议, 决定 2009 年 1 月 20 日-12 月 31 日, 对我国 1.6 升及以下排量的乘用车减按 5% 征收车辆购置税。
2009 年 1 月 23 日	新能源汽车鼓励计划出台	财政部、科技部联合发文通知在北京、上海等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作, 并鼓励试点城市在公交、出租等公共服务领域推行
2009 年 3 月 13 日	汽车下乡法案出台	2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日, 中央安排 50 亿元资金, 对农民购买 1.3 升及以下排量微型客车, 以及将三轮汽车或低速货车报废换购轻型载货车, 给予一次性财政补贴。
2009 年 7 月 1 日	汽车以旧换新办法出台	商务部就汽车以旧换新补贴范围及标准、申请流程、补贴资金审核、监督管理等方面做了具体规定。
2009 年 12 月 9 日	以旧换新补贴提高	国务院决定 2010 年元旦起, 允许同时享受汽车以旧换新补贴与购置税优惠政策, 将换购新车的补贴标准调整到 5000 元-18000 元。
2010 年 1 月初	购置税优惠延期	2010 年 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税优惠政策依然持续, 但是将按 7.5% 征收, 相比去年提高了 2.5 个百分点。
2010 年 2 月初	汽车下乡政策延期	中央出台规定汽车下乡政策延期一年至 2010 年 12 月 31 日止, 具体政策和操作方法不变
2011 年 1 月 1 日	多项优惠政策退出	自 2011 年 1 月 1 日起, 汽车以旧换新、汽车下乡优惠和购置税优惠取消。
2011 年 2 月 23 日	车船税征收草案	全国人大常委会第二次审议车船税法草案, 草案仍将乘用车按排气量分七档进行征税, 与现行政策相比, 2.0 升 (含) 以下的税负不会升高, 2.0 升以上的税负有较大增加。

资料来源: 公开信息, 招商证券

表 2: 2010-2011 各大城市治堵限车措施

时间	城市	治堵措施
2011 年 4 月	武汉	武汉提出治堵初步方案, 建议限制小客车 2 人以下空车过桥、限制外地牌照车辆过桥及内环线改建成全程高架等措施。
2011 年 3 月	深圳	《深圳市打造国际水准公交都市五年实施方案》初稿发布, 拟通过征收交通拥堵收费、停车需求管理等措施治理交通拥堵, 深圳下半年将会限购。
2011 年 1 月	广州	广州交委发布《广州中心城区缓解城市交通拥堵方案》征求意见稿, 拟收取拥堵并制定限行措施。
2011 年 1 月	上海	上海坚持车牌拍卖制度, 以后主要依靠公共交通来流缓解地面拥堵, 不会照搬北京的治堵模式, 单双号限行等措施不会轻易使用。
2010 年 12 月	北京	北京市制定《北京市小客车数量调控暂行规定实施细则》, 规定 2011 年北京小客车上牌量指标为 24 万个。
2010 年 12 月	重庆	重庆发布《重庆市循环经济促进条例 (征求意见稿) 》, 指出条件具备时可对进出交通拥挤的中心城区的轿车收取交通拥堵费。

资料来源: 公开信息, 招商证券

3、商用车短期受压制，未来销量有望改善

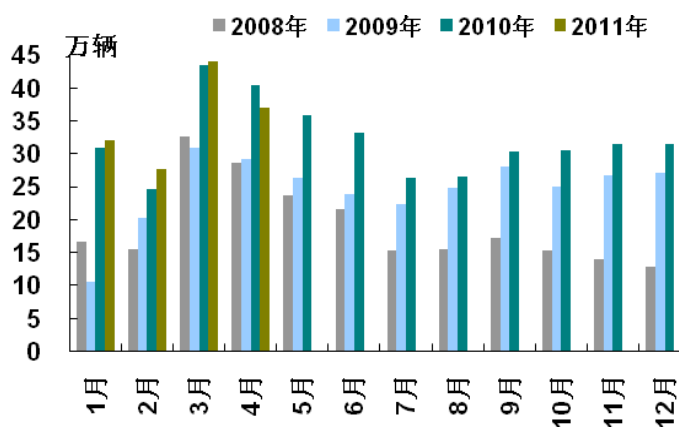
(1) 多重因素造成重卡销量下滑

多重不利因素造成货车销量4月份同比下滑8.46%，除货币政策收紧外，去年基数过高，行业受周期性影响，同时公路运输企业生存难问题都抑制了货车需求。

公路固定资产投资完成额自2011年开始回升，公路运输量也开始小幅上行，固定资产投资增速开始回暖，这些先导指标显示货车行业需求开始回暖。

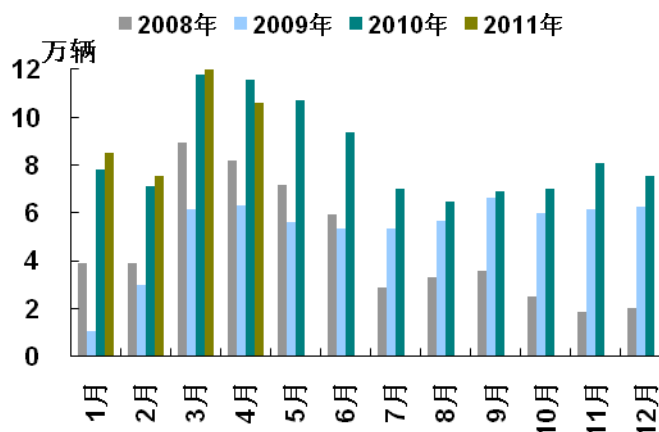
目前公路乱收费问题、银行放贷紧缩问题均抑制运输企业、工程承包企业生存和成长，若下半年有实质性改善措施出台，加上更加严格的超限超载治理条例开始执行，被抑制的货车需求将逐步得到释放，但仍需要时间。

图10: 2008-2011.4 货车销量



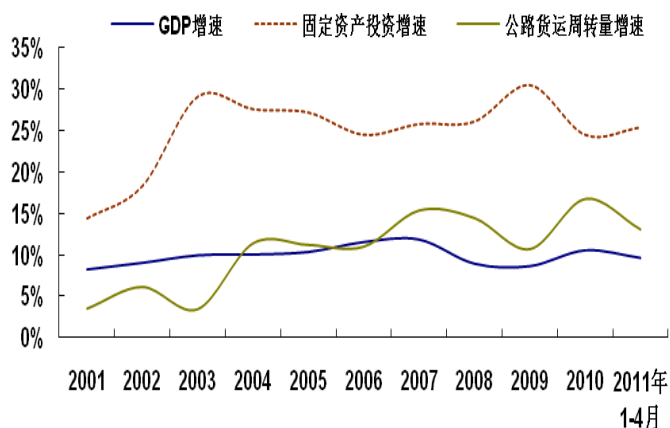
资料来源: CAAM, 招商证券

图11: 2008-2011.4 重卡销量



资料来源: CAAM, 招商证券

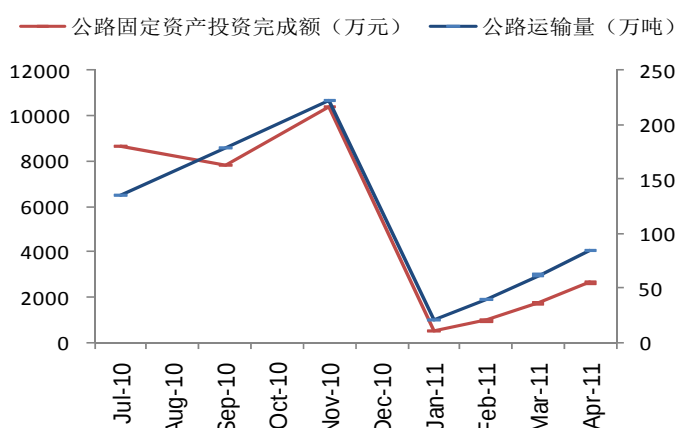
图12: GDP与固定资产投资增速对比



资料来源: 统计局, 招商证券

备注: GDP 增速数据到 2011 年 1 季度

图13: 2010-2011公路运输量与固定资产投资完成额

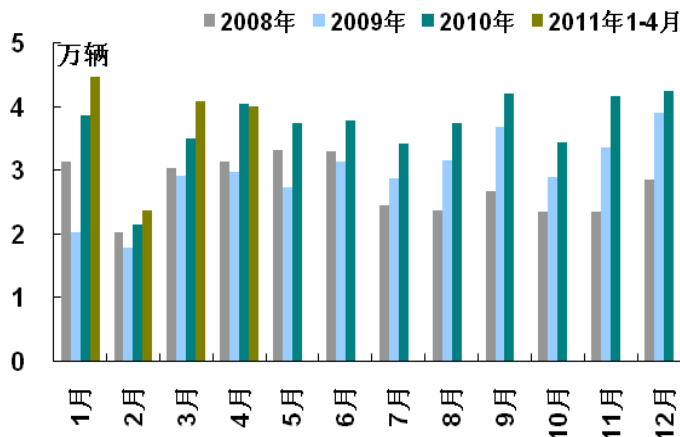


资料来源: 统计局, 招商证券

(2) 客车市场期待旺季到来

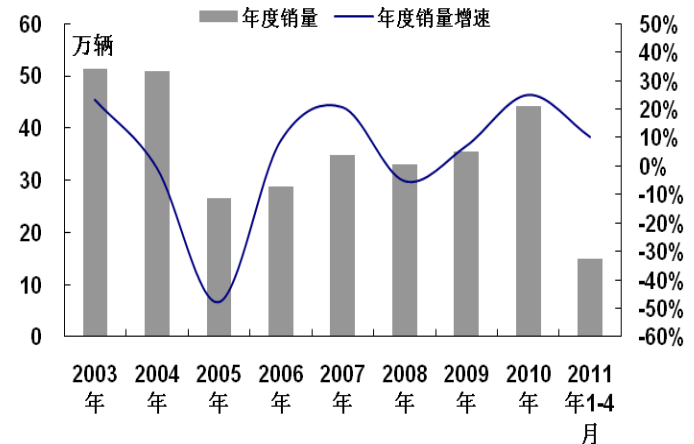
1-4 月客车销量同比增速为 10.3%，表现强于轿车和货车，但依然不够亮眼，4 月份销量出现负增长，落后预期。高铁线路集中投放对客车行业产生小幅冲击，但中期来看，高铁投放提升交通便捷度，加大人流频率，中短途及短驳客车需求将得到提振。新能源客车预计下半年开始放量，4 季度客车销售旺季值得期待。

图14：2008-2011.4客车月度销量



资料来源：CAAM，招商证券

图15：2003-2011.4客车年度销量



资料来源：CAAM，招商证券

三、下半年有望逐步恢复

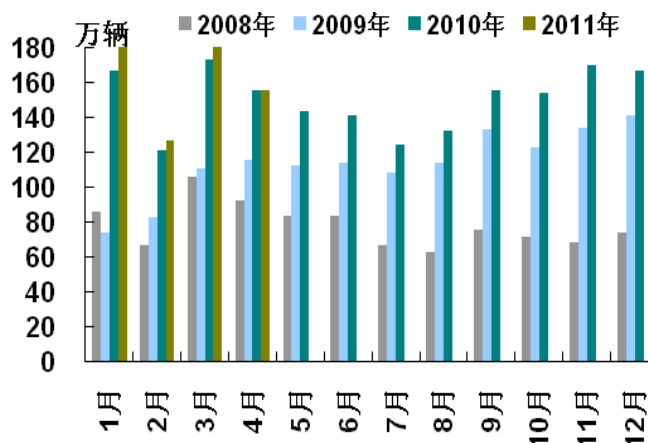
1、需求逐步正常，消费逐步景气

2008 年人均 GDP 达到 3000 美元后，消费红利开始显现，汽车消费进入快速增长期。但收入分配政策导向变化对汽车消费起到一定抑制和调结构的作用。

2009 年开始，我国城镇家庭人均可支配收入增速快速下滑，一定程度上抑制了城镇消费需求。而农村居民消费收入增速显著快于城镇，2010 年农村家庭人均可支配收入同比增长 13.06%，总体来看，2008 年-2010 年农村人均收入增速均快于城镇人均收入增速，但绝对值数据农村人均收入依然不到城市人均收入的一半。“十二五”规划中强调中低收入者收入明显增长，我们判断农村家庭收入增长依然是政策重点，城镇家庭人均收入增速也将得到提升。城镇居民收入增速回升过程中，农村居民收入快速增长，人民消费意愿开始加强，若配合宏观政策放松，将带来新一轮汽车消费高峰。

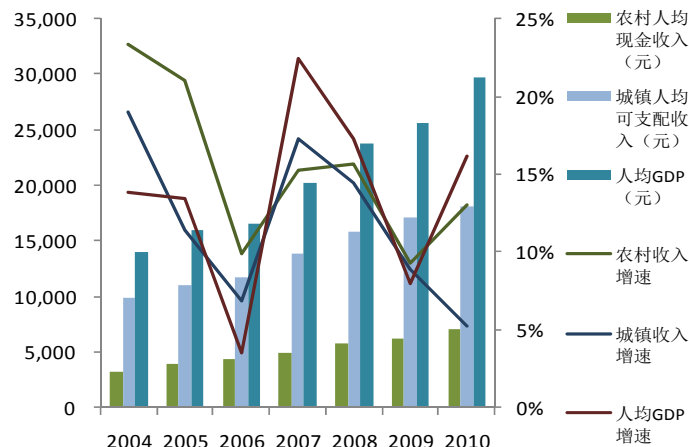
2011 年开始，除了节能惠民政策外其余消费刺激政策全部退出，北京掀开限车序幕，对全国乘用车销量影响达到 3 个百分点，2010 年销量高基数使今年增长格外艰难。1-4 月虽然整体销量增速逐渐下滑，但依然实现同比正增长，刺激政策退出已历时 5 个月，汽车消费刚性需求已经显现。我们认为汽车消费依然处于景气度较高的区间，政策放松，降价刺激等都可能带来再次增长。

图16: 2008-2011月度汽车销量



资料来源: CAAM, 招商证券

图17: 2004-2010收入及人均GDP情况



资料来源: 统计局, 招商证券

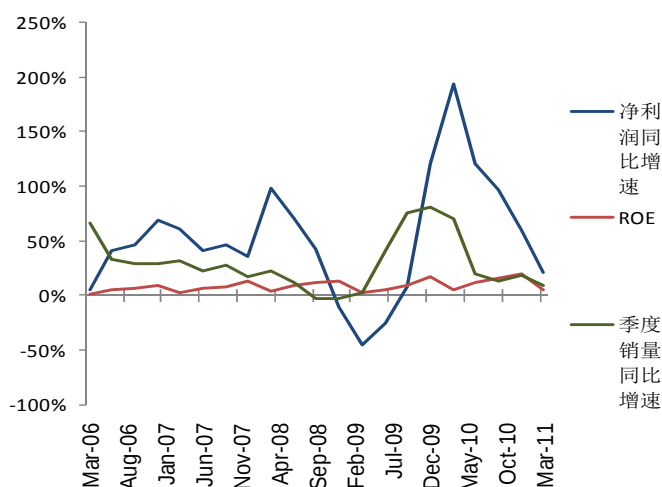
2、配件国产化趋势明显

按照产业链关系来说, 汽车配件景气度应与整车销量增速趋同, 但这种情况多出现于成熟且趋于饱和的汽车市场。我国汽车及配件市场还处于快速成长期, 尤其是汽车配件行业内并购整合刚刚开始, 区域龙头企业正冲破区域限制, 成长为全国性龙头; 部分企业则谋求跨国发展。在这样进程中, 成功突破的零配件企业往往能够实现逆市增长。

国内汽车规模已是全球第一, 巨大市场规模也导致了汽车零部件市场规模不断扩大。国产汽车零部件在工艺与生产没有达到要求之前, 多数合资企业零部件采购还依赖其之前体系。随着国内国产零部件企业的发展, 在部分领域内与合资企业相比, 已具竞争力, 尤其在生产制造以及工艺这块, 在条件上已可满足合资品牌整车公司要求, 当然, 我们在同步研发、开发能力方面仍然与合资企业存在一定差距, 如果这块能弥补上来, 与合资企业相比, 我们的反应速度将更加迅速, 比合资企业海外的研发更能同步。

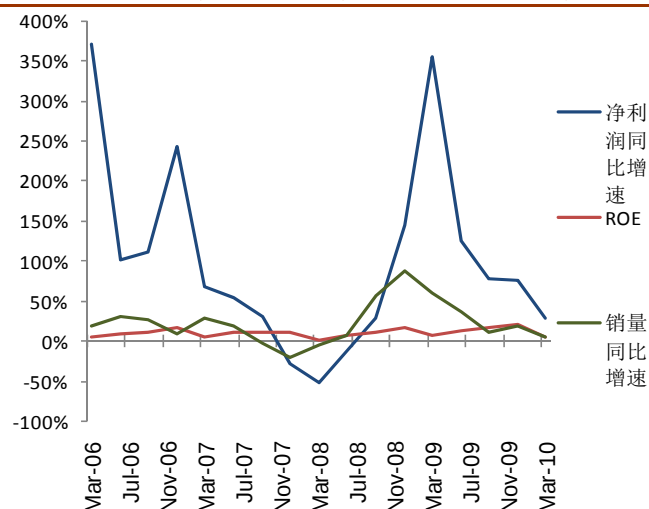
市场规模放大的同时, 整车之间竞争也在加剧, 成本控制上有效加速了零部件国产化进程, 这也是我们这两年能逐步看到越来越多国产零部件开始进入到合资整车企业供应体系主要原因。投资上选择具备优势地位行业龙头; 产品附加值高, 具备技术优势, 能同心多元扩展中小企业值得重点关注。

图18: 上市轿车配件公司净利润增速与轿车销量增速



资料来源: CAAM, 招商证券

图19: 上市商用车配件公司净利润增速与商用车销量增速



资料来源: 统计局, 招商证券

3、布局客车板块

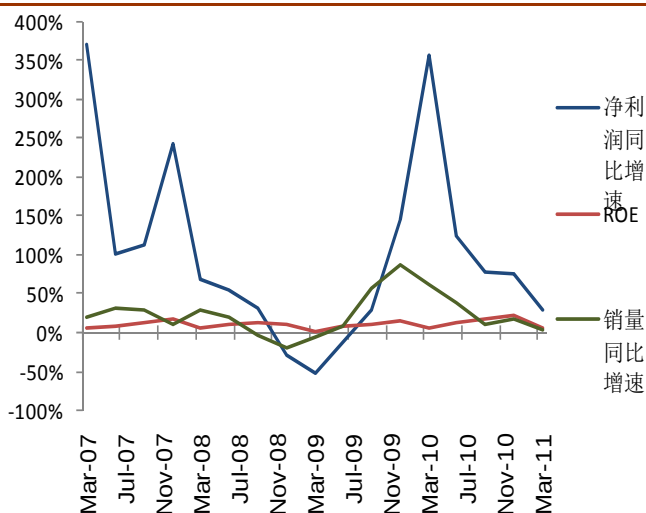
客车行业 4 季度有望获得高增长。

销量增速稳定增长, 但并没有亮眼的表现。我们对客车行业定位是防守反击型, 在其余子行业预期不确定情况下, 选择客车品种能够获得安全边际和稳定收益。4 季度客车传统旺季将来临, 3 季度可以适当布局。

建议选择业绩稳定增长, 市场占有率逐渐增加的龙头品种。

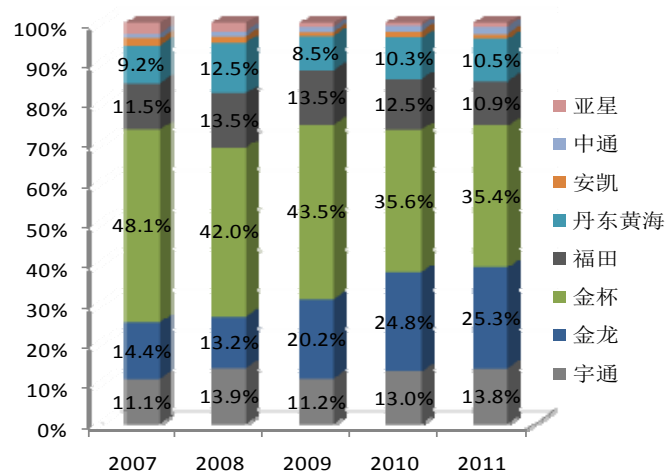
分析 2009-2011.4 市场分布, 金龙、宇通、丹东黄海、中通 4 家企业市场占有率在提升, 客车版块“一通三龙”地位不可撼动。其余区域性客车企业增长基本受到当地政府发展规划影响, 变动较大, 目前还没有看到区域性龙头突破地域限制, 占领外部市场的趋势。亚星客车被潍柴集团收购后, 山东地区销量快速提升, 11 年 1-4 月市场占有率提升 0.3 个百分点, 存在快速成长可能性。

图20: 上市客车公司净利润增速与轿车销量增速



资料来源: CAAM, 招商证券

图21: 2007-2011.4 客车市场集中度



资料来源: 统计局, 招商证券

表 3: 上市客车公司新能源客车规划

公司	新能源客车规划
宇通客车 (600066)	宇通计划募资 24.35 亿元投资新能源客车项目，项目拟建规模为节能型客车 6,000 辆/年、新能源客车 4,000 辆/年。
金龙客车 (600686)	新能源客车是金龙的“十二五”重点发展方向，厦门金龙累计销售 12 米混合动力客车 700 余台，苏州金龙计划 2015 年达到年产 3000 台新能源客车能力。
福田客车 (600166)	目前福田已经累计销售新能源客车 3000 多辆，福田汽车投资 10 亿元南海汽车厂欧 V 客车工厂于 2011 年 4 月竣工投产，该工厂以高端全承载新能源客车为主、兼顾中档全承载客车，预计年产能 15000 辆。
中通客车 (000957)	公司从 2009 年至今累计销售新能源客车 400 余辆，公司拟投资 11.38 亿元建设年产 1 万辆新能源客车和 2 万辆节能型客车的生产基地。
安凯客车 (00868)	公司已经建成了新能源客车生产基地，产能为 1000 辆，2012 年产能将增加到 3000 辆。
比亚迪客车 (HK 01211)	比亚迪 2009 年收购的长沙美的客车厂将成为比亚迪的新能源客车基地，目前纯电动大巴 K9 已经在长沙和深圳试运营。

资料来源：公司公告，公开资料，招商证券

4、新能源汽车迷雾中“潜行”

工信部主导的《节能与新能源汽车产业规划》草案 2010 年 9 月公布后，虽然持续受到市场关注，但一直没有正式出台。与之前看法不同，我们之前一直认为，需要国家制定统一标准来推广新能源汽车，特别在私人汽车市场上，我们也在业内最早提出“换煤气罐”发展模式的券商。但我们根据目前技术发展状况以及启动新能源汽车的能动力来分析，我们愿意推翻之前的结论。我们认为不会有国家统一的技术标准制定出来，而且持续发展中的技术本身就没法制定标准，国家标准只适用在安全性、法规性方面，真正的电池技术标准发展路线还是由企业自己去主导、去逐步完善、不断改进，这一点类似于丰田推广的混合动力汽车，标准是公司自己制定的。在新能源汽车能达到很好的经济效益、能大幅度节油省成本，市场自然会推广，我们不指望政府对私人购买新能源汽车做出更多补贴，对私人补贴不公平，同时，在目前的成本下其推广价值也不高。

私人购买新能源汽车补贴存在一定缺陷。

根据四部委提出私人新能源汽车补贴试点，随着各地私人购买新能源汽车增加，补贴落实工作开始受到关注。目前来看，10-12 万元/车补贴仍未落到实处，虽然补贴是给到整车生产厂商，但补贴落实力度有待商榷。若补贴不能及时落实，将给生产厂商带来极大资金压力。由于混合动力、纯电动车成本高居不下，必须等待补贴政策落实才可能实质性大力投放市场。

新能源客车需求快速增长。

2011 年 1-4 月新能源客车共计销售 533 辆，同比增长 28.4%，销售均价则逐年走高。由于客车采购为政府主导，新能源客车作为大力推广公共交通工具需求较大。政府采购能够确保车款支付，厂商的盈利能力与普通大客基本持平，风险较小，各大车企对新能

源客车投放力度显著高于其他车型。新能源大客需求量显著大于中客和轻客，2010 年全年销量同比增速达到 300%，2011 年 1-4 月同比增长 35.4%。根据历史数据，新能源大客采购高峰一般在 4-6 月，9-12 月。深圳大运会确认的新能源客车采购量已超过 1500 辆，下半年销量将快速增长，预计全年新能源大客销量增速将超过 40%。

具备关键技术突破，资源类企业值得重点关注。

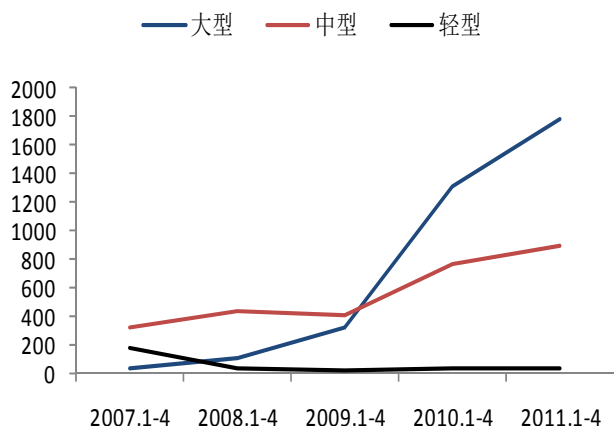
锂离子电池是最可能大规模投放市场的品种，但技术路线并不确定。具备核心技术的薄膜、电解液企业能够获得高附加值；具备锂矿等矿产资源，具有稀土资源，有原材料成本优势的企业也具备投资价值。

表 4：2010 年新能源汽车产业政策

政策/规划	部委	时间	主要内容
关于加快培育和发展新兴产业的决定	国务院常务会议	2010-10-18	在物联网、节能环保服务、新能源应用、信息服务、新能源汽车推广等领域，支持企业大力发展有利于扩大市场需求的专业服务、增值服务等新业态。积极推行合同能源管理、现代废旧商品回收利用等新型商业模式。
节能与新能源汽车征求意见稿	工信部	2010-9	2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车市场保有量达到 50 万辆以上；2020 年，新能源汽车累计产销量达到 500 万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的 50%以上，我国节能与新能源汽车产业规模位居世界前列。
关于扩大公共服务领域节能与新能源车示范推广通知；关于开展私人购买新能源汽车补贴的通知	科技部，工信部，财政部，发改委	2010-5-31	将节能与新能源汽车示范推广试点城市由 13 个扩大到 20 个，选择 5 个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点

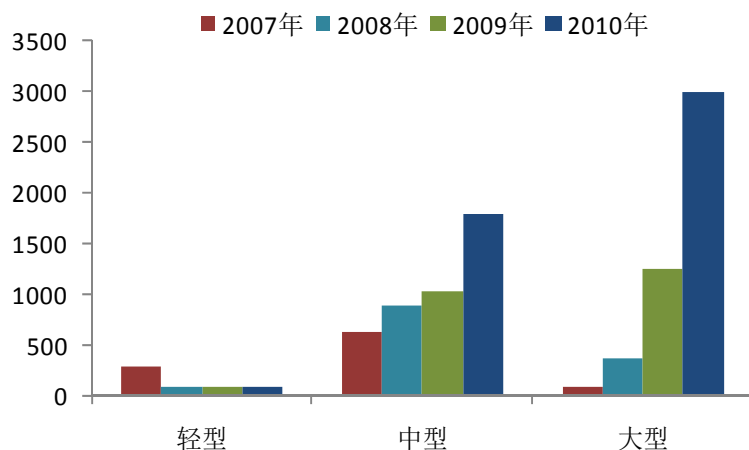
资料来源：公开资料，招商证券

图 22：2007-2011.1-4 月新能源客车销量对比



资料来源：CAAM，招商证券

图 23：2007-2010 年新能源客车分车型销量



资料来源：统计局，招商证券

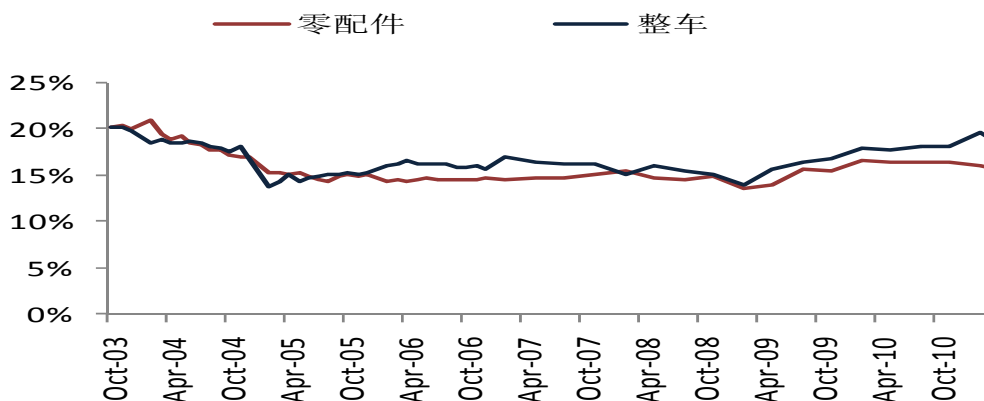
四、投资策略与风险提示

1、投资策略

2011 年下半年整体看法。增速有望提升，盈利能力会受一定程度挤压。

我国汽车产业中长期内仍然处于景气阶段。短期受到宏观、政策导向等不确定性影响阶段性下挫，下半年有逐渐恢复的可能，预计全年销量增速实现正增长。汽车售价有普遍下降趋势，营销投入增加、人力成本上升，使得短期内行业盈利能力可能持续受到挤压。

图24：2003-2011.3 零配件、整车制造业毛利率变化



资料来源：国家统计局，招商证券

表 5：汽车销量统计与预期

	汽车行业年度销量				汽车行业年度销量增速		
	2008 年	2009 年	2010	2011E	2009 年	2010	2011E
汽车总销量	936	1362	1806	1989	46%	33%	10%
乘用车合计	675	1032	1376	1535	53%	33%	12%
轿车	504	746	949	1063	48%	27%	12%
MPV	20	25	45	55	24%	80%	22%
SUV	45	66	133	176	46%	102%	32%
交叉型乘用车	106	195	249	242	84%	28%	-3%
商用车合计	261	331	430	454	27%	30%	6%
卡车合计	228	295	385	405	29%	31%	5%
重卡	54	64	101	106	18%	58%	5%
中卡	21	25	27	29	21%	8%	8%
轻卡	117	155	195	203	32%	26%	4%
微卡	36	51	61	67	43%	20%	10%
客车合计	33	35	44	49	7%	26%	12%
大客	4	5	7	8	16%	40%	12%
中客	8	8	9	9	4%	13%	3%
轻客	21	22	28	32	7%	27%	15%

资料来源：招商证券

投资逻辑:

我们维持中期汽车行业处于成长期的判断，短期景气度下滑有趋缓的可能，行业利润率可能持续小幅走低。在景气度略有下降的过程中，我们推荐具备议价能力、市场扩张能力的行业龙头；产业链中处于核心地位，具有较强品牌效应的企业；通过同心多元扩张降低周期性风险的企业。

投资标的:**具备业绩支撑的优质零部件企业:**

重点推荐拥有强势合作方的**威孚高科**，大股东无锡产业集团、德国博世通过公司加大合作力度，外资方德国博世对公司本部的技术合作力度加大，长期利好公司发展，参股子公司中联电子业务范围广，抗风险能力强。依托一汽系发展的一汽**富维**不但具有一汽集团零部件平台基础，而且现有业务体量较小涉及范围较窄，具有更大的成长空间。具备强势市场侵蚀力，技术优势明显，体量较小的**星宇股份**，大众、丰田配套量快速增长能抵御市场下挫风险。另外，在人民币汇率能稳定情况下，**福耀玻璃**可以长期看好。

资产整合预期加强的企业:

经过漫长等待的一汽集团整体上市窗口日益临近，**一汽夏利**、**一汽轿车**投资机会值得关注。

结构性变化下德系美系车受益，看好上海汽车:

乘用车长期看好**上海汽车**，上汽集团完成乘用车产业链梳理，实现集团整体上市，现在开始着手梳理商用车产业链。客车谋划走出上海，在新能源客车推广的行业变革中占得先机，并且已经与唐山政府成立新能源客车公司；商用车方面通过英国商用车公司MAXUS平台致力于打造国际化的自主商用车品牌。乘用车已稳坐国内龙头地位，开始谋求国际化发展。对上汽唯一的担心是五菱汽车庞大产能未来发展出路、上汽在高端车市场缺乏强有力的产品。

4 季度看商用车

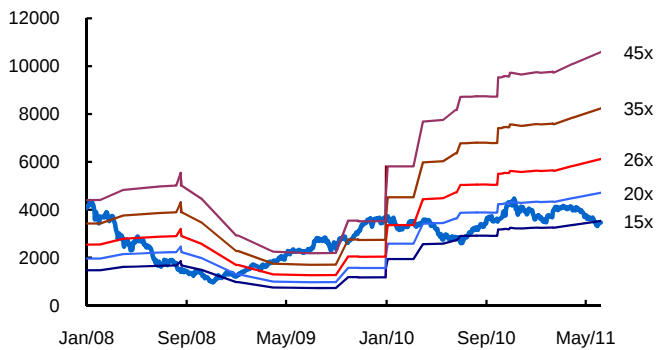
4 季度是传统客车销售旺季；加上下半年大运会开幕，9 月份进入新能源客车订单集中期，新能源大客销售力度将增强。推荐市场占有率稳步提升，盈利能力稳定的**宇通客车**。

上半年物流重卡一直处于低迷状况，预计随着需求力量的积蓄，下半年将逐步释放。**潍柴动力**上半年在物流重卡销售不力情况，在产品结构上有适度的调整，在工程机械发动机方面销量占比增加，一旦物流重卡复苏，必将给其带来较好的投资机会，我们看好 4 季度潍柴动力的表现。

2、风险提示

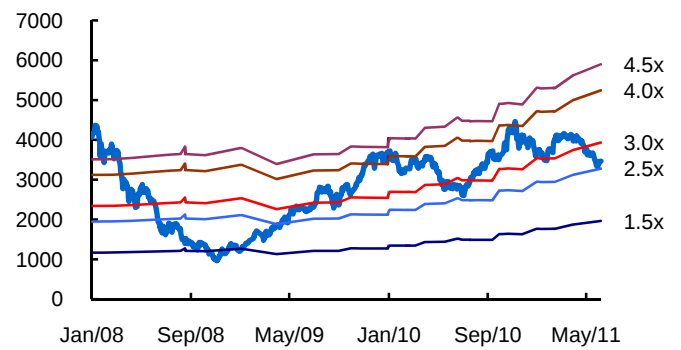
- 1) 经济增速下滑；
- 2) 国家新能源汽车发展相关政策和补贴力度低于预期；
- 3) 通胀水平超预期将影响行业盈利水平，这是我们最担心的问题。

图25: 汽车行业历史PE Band



资料来源: 招商证券

图26: 汽车行业历史PB Band



资料来源: 招商证券

表 6: 盈利预测与估值比较

类别	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
乘用车	一汽轿车	13.4	1.12	0.92	1.15	14.6	11.7	2.4 审慎推荐 A
	上海汽车	17.4	1.48	1.7	1.85	10.2	9.4	2.3 强烈推荐 A
	长安汽车	9.0	0.94	0.75	0.85	12.0	10.6	1.6 中性-B
	一汽夏利	7.6	0.23	0.27	0.3	28.3	25.5	3.3 中性-A
商用车	宇通客车	21.9	1.65	2.04	2.45	10.7	9.0	4.4 审慎推荐 A
	江铃汽车	25.7	1.98	2.62	3.21	9.8	8.0	3.3 审慎推荐 A
	中国重汽	18.4	1.6	1.25	1.46	14.7	12.6	2.2 审慎推荐 A
	福田汽车	8.7	1.73	1.76	1.99	4.9	4.4	2.2 审慎推荐 A
	江淮汽车	10.2	0.89	1.01	1.15	10.1	8.8	2.3 审慎推荐 B
	星马汽车	19.7	1.42	1.77	2.13	11.1	9.3	4.1 审慎推荐 A
零部件	潍柴动力	45.8	4.07	4.89	5.41	9.4	8.5	3.8 强烈推荐 A
	一汽富维	26.3	2.65	2.92	3.75	10.7	8.3	2.4 强烈推荐 A
	福耀玻璃	10.1	0.89	1.03	1.23	9.8	8.2	4.0 强烈推荐 A
	威孚高科	34.6	2.36	3.01	3.99	11.5	8.7	4.5 强烈推荐 A
	华域汽车	10.5	0.97	1.11	1.25	9.5	8.4	1.8 审慎推荐 A
	中鼎股份	12.7	0.73	0.71	0.91	17.9	13.9	6.4 审慎推荐 A
	天润曲轴	12.6	0.92	0.66	0.84	19.2	15.0	3.5 审慎推荐 A
	松芝股份	17.6	1.17	1.08	1.45	16.3	12.2	3.3 审慎推荐 A
	星宇股份	19.5	0.58	0.86	1.18	22.6	16.5	2.7 强烈推荐-A

资料来源: 招商证券

2、公司介绍

(1) 上海汽车—销量增长超行业，估值具有吸引力

汽车销量持续超行业，市场份额持续提高。

2011 年 4 月份上海汽车累计销量 132 万辆，同比增长 15.5%，超出行业 6.1% 平均水平。在行业景气度较去年下降情况下，上海汽车整体竞争优势明显，上海大众和上海通用表现尤其出色，其产品结构以及营销能力是保证其超出行业增长主要原因。

维持“强烈推荐-A”投资评级。

预估 2011、2012 年 EPS 分别为 1.7、1.87 元，如日本地震余震能带来其市场份额的增加，业绩仍然有提升的空间。目前股价对应未来两年 PE 分别为 10.5、9.5 倍，具有较好的安全边际，维持强烈推荐-A 投资评级。

表 7：上海汽车盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	139636	313376	369784	425252	489039
同比增长	32%	124%	18%	15%	15%
营业利润(百万元)	8413	26982	33297	36642	41955
同比增长	-967%	221%	23%	10%	14%
净利润(百万元)	6573	13705	15691	17265	19764
同比增长	902%	108%	14%	10%	14%
每股收益(元)	0.7	1.48	1.70	1.87	2.14
P/E(倍)	25.0	12.0	10.5	9.5	8.3
P/B(倍)	2.7	2.5	2.0	1.7	1.5

资料来源：招商证券

(2) 威孚高科—德国博世中方合作伙伴，具备技术和市场领先优势

公司已为国四标准推行做好技术和产品储备，博世汽柴高压共轨技术具备强势市场地位，威孚汽柴 WPS 系统面向中端重卡市场。参股子公司中联电子产品线丰富，具备一定抗周期性。

维持“强烈推荐-A”投资评级。

预估 2011、2012 年 EPS 分别为 2.36、3.01 元。目前股价对应未来两年 PE 分别为 11.5、9.8 倍，具有较好的安全边际，维持强烈推荐-A 投资评级。

表 8：威孚高科盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3081	5371	6288	7468	8663
同比增长	2%	74%	17%	19%	16%
营业利润(百万元)	465	1486	1739	2026	2213
同比增长	89%	220%	17%	16%	9%
净利润(百万元)	448	1340	1607	1868	2003
同比增长	132%	199%	20%	16%	7%
每股收益(元)	0.79	2.36	2.83	3.29	3.53
P/E(倍)	43.8	14.6	12.2	10.5	9.8
P/B(倍)	6.9	4.8	3.5	2.7	2.1

资料来源：招商证券

(3) 一汽富维——平台优势突出，受益于一汽集团发展

集团地位明确，内外饰件是战略重点。公司作为一汽集团的内外饰件平台地位明确，内饰件业务步入了系统开发的进程，公司日后在内外饰件，保险杠等塑料件领域的发展前景广阔，集团的高速增长将给公司带来稳定和持续的订单及业绩增长。

上调评级至“强烈推荐-A”投资评级：参股公司零部件业务的主要配套客户包括一汽解放、一汽大众、一汽轿车和一汽丰田，均是国内商用车和乘用车领域的龙头企业，受益于客户发展，我们预计合资公司业绩能稳定增长。我们预测 2011 年公司净利润 6.19 亿元，同比增长 15.4%，对应 EPS2.92 元，上调评级至“强烈推荐-A”投资评级。

表 9：一汽富维盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3565	6183	7426	8273	9220
同比增长	3%	73%	20%	11%	11%
营业利润(百万元)	343	634	675	866	950
同比增长	83%	85%	6%	28%	10%
净利润(百万元)	355	571	619	794	871
同比增长	87%	61%	8%	28%	10%
每股收益(元)	1.68	2.70	2.92	3.75	4.12
PE	18.6	11.6	10.7	8.3	7.6
PB	4.0	3.0	2.4	1.9	1.6

资料来源：招商证券

(4) 星宇股份——国产零部件升级，高速成长确定

客户和产品结构改善，盈利能力持续上升

南北大众、一汽丰田等优质客户占比在不断提升，使得公司产品结构上的优化非常明显，即使在原材料价格大幅度上涨的 2010 年以及 2011 年初，毛利率不降反升，特别在 2011 年 1 季度，公司毛利率从去年全年的 28.4% 上升至 32.7%，也远高于去年同期的 30%。

维持“强烈推荐-A”投资评级。

对于一个市场空间巨大、高成长性企业来说，目前价位具有非常高的投资价值，维持强烈推荐-A 的投资评级；风险在于行业增速大幅度下降以及原材料价格涨幅过高。

表 10：星宇股份盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	538	871	1219	1585	1885
同比增长	19%	62%	40%	30%	19%
营业利润(百万元)	88	159	242	330	405
同比增长	25%	81%	52%	37%	23%
净利润(百万元)	79	136	204	279	342
同比增长	21%	73%	50%	37%	23%
每股收益(元)	0.45	0.77	0.86	1.18	1.45
P/E(倍)	43.6	25.3	22.6	16.5	13.5
P/B(倍)	12.3	8.3	2.4	2.1	1.9

资料来源：招商证券

(5) 一汽轿车—短期经营缺乏亮点、整体上市是关键

销量增速有限，盈利能力有所下降。

1) 1-5 月份公司销量预计为 10.7 万辆，6 月份预期与去年同期持平或略有下滑，二季度行业数据将表现平平。;

2) 5 月份公司在销售方面采取一定力度的促销，在一、二季度销量持平情况下，营销费用率将有所增加，二季度盈利能力将相对减少，可以看出在销量增速有限情况下，车企面临竞争加剧。

整体上市有一定预兆，维持“审慎推荐-A”投资评级。在产品的规划、企业文化的推广上，一汽集团均开始集体作战。集团股份有限公司虽未挂牌，但去年一汽轿车、一汽夏利已经出具集团成立股份公司公告。从集团股份公司成立的情况来看，IPO 可能性较大。股价对应 PE 分别为 14.6、11.7 倍，高于行业平均水平（上汽动态 PE10 倍），考虑到集团整体上市的可能性，维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 11：一汽轿车盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	27745	37296	41750	47671	54345
同比增长	37%	34%	12%	14%	14%
营业利润(百万元)	1906	2256	1745	2181	2716
同比增长	48%	18%	-23%	25%	25%
净利润(百万元)	1629	1860	1499	1874	2335
同比增长	50%	14%	-19%	25%	25%
每股收益(元)	1.00	1.14	0.92	1.15	1.43
PE	13.4	11.7	14.6	11.7	9.4
PB	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：招商证券

(6) 宇通客车—产品结构优化，收入和盈利持续增长

产品销售结构有优化，保证收入增长和。1-3 月份，公司客车销售 8078 辆，同比增长 15.2%，其中大型客车销售 3896 辆，同比增长 26%。在原材料以及人工成本都有较大幅度提升情况下，因为在产品结构上的优化，使得公司毛利率以及净利润均维持在去年同期相等的水平，下半年我们认为产品毛利率以及净利润率仍然可以维持。

维持“强烈推荐-A”投资评级：下半年客车将步入旺季，公司可以通过结构调整来保证盈利能力的稳定，维持 2011、2012 年 2.07、2.43EPS，目前股价 22.3 元，对应 2011、2012 年 PE 分别为 10.7、9.0 倍，考虑其稳定性及成长确定性，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 12：宇通客车盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	8782	13479	15352	18192	21181
同比增长	5%	53%	14%	19%	16%
营业利润(百万元)	643	1005	1229	1471	1728
同比增长	2%	56%	22%	20%	17%
净利润(百万元)	563	860	1063	1272	1494
同比增长	6%	53%	24%	20%	17%
每股收益(元)	1.08	1.65	2.04	2.45	2.87
PE	20.2	13.2	10.7	9.0	7.6
PB	5.3	4.6	3.4	2.5	1.9

资料来源：招商证券

(7) 潍柴动力—关注产品线扩充，静待行业复苏

我们认为潍柴动力作为核心零部件供应商，盈利能力强，管理能力突出，能够长期分享重卡和机械行业成长带来的发展机遇，潍柴动力长期投资价值显著，继续维持“强烈推荐-A”投资评级。

把握公司长期投资价值，维持“强烈推荐-A”投资评级。

预估 2011、2012 年 EPS 分别为 4.89 元、5.57 元，如日本地震余震能带来其市场份额的增加，业绩仍然有提升的空间。目前股价对应未来两年 PE 分别为 9.3、8.2 倍，具有较好的安全边际，维持强烈推荐-A 投资评级。

表 13：潍柴动力盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	35525	63280	71767	80810	92931
同比增长	7%	78%	13%	13%	15%
营业利润(百万元)	4528	9245	10579	11715	13398
同比增长	72%	104%	14%	11%	14%
净利润(百万元)	3407	6782	8143	9010	10342
同比增长	76%	99%	20%	11%	15%
每股收益(元)	4.09	4.07	4.89	5.41	6.21
P/E(倍)	11.1	11.2	9.3	8.4	7.3
P/B(倍)	3.2	4.1	3.3	2.6	2.0

资料来源：招商证券

(8) 福耀玻璃—汽车玻璃龙头

福耀玻璃已经确立国内市场行业龙头地位。产品结构上的优势使得其在国内能超行业发展，同时海外出口增长非常迅速。

在原材料价格走低并且汇率相对稳定情况下，是较好的投资品种。

表 14：福耀玻璃盈利预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	6079	8508	10329	12042	13438
同比增长	6%	40%	21%	17%	12%
营业利润(百万元)	1473	1992	2362	2812	3262
同比增长	424%	35%	19%	19%	16%
净利润(百万元)	1118	1788	2072	2464	2855
同比增长	354%	60%	16%	19%	16%
每股收益(元)	0.56	0.89	1.03	1.23	1.43
P/E(倍)	18.1	11.3	9.8	8.2	7.1
P/B(倍)	4.6	3.5	2.9	2.5	2.1

资料来源：招商证券

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

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。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，2年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件领域研究，挖掘汽车配件强势企业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司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，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。