



汽车

2011.08.12

评级:

中性

上次评级:

中性

细分行业评级

7月销量同正环负，11年或成周期转换年

汽车行业数据点评+月度小专题

康凯（参见文后说明）

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

我们将力求在每个月的月报中做汽车研究的小型专题。本报告分两块，一部分是汽车行业小型研究专题，另一部分将对汽车行业数据做汇报点评。

摘要:

汽车行业的整体周期来看可以分为大周期和小周期。汽车的大周期可以分为：**1) 产量高速增长期**：这个阶段的表现是汽车厂商的数量逐步增多，由于基数低，产量增速很快，保持在两位数以上增长。**2) 产量快速增长期**：这段时间汽车产量的规模逐步扩大，增长速度放缓，本阶段的上半阶段厂商数量仍然很多，但是到本阶段的下半阶段，厂商之间的整合开始，数量逐步减少。**3) 产量平稳增长期**：该阶段汽车产量保持平稳增长态势，增速在-10%~10%之间。国内的汽车保有量已经很高，新增需求几乎没有，主要是更新需求。汽车没有了进一步扩张的空间，汽车的厂商进一步减少。**4) 产量下降阶段**：发展到一定阶段以后，随着人口增长趋于稳定，新增需求量逐步下降，更新需求成为常规量，导致总产量出现下滑。中国目前处于由高速增长阶段（两位数以上增长）向快速增长阶段的过度。

中汽协8月10日公布汽车产销数据：我国汽车7月单月销量为127.53万辆，同比增长2.5%，环比下降11.2%，1-7月累计销量为1063.58万辆，同比增长3.7%。6月的单月同比增速为1.4%，环比提高3.8%，1-6月的累计同比增长3.8%。单月同比销量增速有所提高，但是环比为负增长。累计销量增速持续下滑。同比正增长的原因主要是乘用车中高端车型销售情况良好，加之日系车复产，但是商用车持续负增长。环比负增长符合行业惯例，每年7-8月由于天气原因消费者购车意愿降低，所以这段时间成为汽车生产厂家夏季高温检修的时段。

7月乘用车销量101.18万辆，同比增长6.9%，环比下降8.8%，乘用车7月增速提升，销量增速高的主要是中高档车。但7月的同比增速仍然是7年来同期最低。7月产量数据为105万辆，库存增加3.8万辆，但是1-7月，乘用车的新增库存为负，降低2.9万辆。显示目前企业对市场尚未积极看好。相对收益标的：悦达起亚、上海汽车、一汽富维、华域汽车。

商用车7月销量26.35万辆，同比下降11.6%，环比下降19.4%。1-7月销量248.58万辆，同比下降4.2%。商用车是拖累汽车增速的品种。其中，客车1-7月销量26.8万辆，同增9.5%，稳健增长。货车受基建房建的投资需求下降影响显著，1-7月销售221.76万辆，同降5.6%。相对收益标的：宇通客车、安凯客车（参见8月5日发布的调研报告）。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

汽车：《加息背景下如何看待汽车销量？》	2011.07.11
汽车：《大浪淘沙》	2011.06.10
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

目录

1. 汽车行业特点：周期性、GDP 正相关	3
1.1. 周期性：4 阶段由快到慢地增长	3
1.2. GDP 高度正相关：产业链长对 GDP 影响大	3
2. 美、日、韩的发展证明了上述特点	4
3. 汽车 7 月累计销量增速仍在下滑	6
3.1. 汽车：7 月销量同增 2.5%，1-7 月同增 3.7%	6
3.2. 乘用车：中高端车需求强劲+日系车复产带动同比微增	7
3.3. 商用车：客车稳健，卡车不振	9

图表目录

图 1: 汽车发展周期	3
图 2: 美国汽车产量（万辆）与增速	5
图 3: 美国汽车产量增速与 GDP 指数正相关	5
图 4: 日本汽车销量（万辆）与增速	5
图 5: 日本汽车产量增速与 GDP 指数正相关	5
图 6: 韩国汽车产量（万辆）与增速	5
图 7: 韩国汽车产量增速与 GDP 指数正相关	5
图 8: 2005 年~2011 年 7 月汽车月度销量（万辆）	6
图 9: 2005 年~2011 年 7 月汽车月度销量同比增速	6
图 10: 2005 年~2011 年 7 月汽车新增库存（万辆）	7
图 11: 2005 年~2011 年 7 月汽车月度销量同比增速	7
图 12: 2005 年~2011 年 7 月乘用车月度销量（万辆）	7
图 13: 2005 年~2011 年 7 月乘用车月度销量同增	7
图 14: 05~11 年乘用车累计同比增速	8
图 15: 05~11 年乘用车月度销量环比增速	8
图 16: 7 月乘用车销量分类增速	8
图 17: 1-7 月乘用车销量分类增速	8
图 18: 2005 年~2011 年 7 月商用车月度销量（万辆）	10
图 19: 2005 年~2011 年 7 月商用车月度销量同增	10
图 20: 05~11 年商用车累计同比增速	10
图 21: 05~11 年商用车月度销量环比增速	10
图 22: 6 月商用车销量分类增速	10
图 23: 1-6 月商用车销量分类增速	10
表 1: 汽车产业的消耗系数表（节选）	4
表 2: 乘用车销售 1-7 月同比增速前 15 名	9
表 3: 汽车分类销量数据	11
表 4: 汽车分类产量数据	11
表 5: 汽车分类新增库存数据	12

1. 汽车行业特点：周期性、GDP 正相关

1.1. 周期性：4 阶段由快到慢地增长

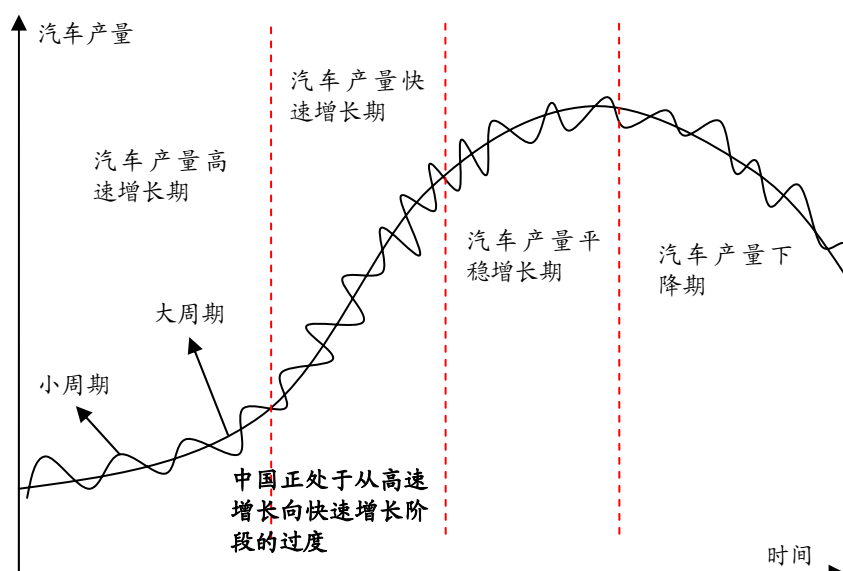
汽车行业的整体周期来看可以分为大周期和小周期。汽车的大周期可以分为：

- 1) **产量高速增长期**：这个阶段的表现是汽车厂商的数量逐步增多，由于基数低，产量增速很快，保持在两位数以上增长。
- 2) **产量快速增长期**：这段时间汽车产量的规模逐步扩大，增长速度放缓，本阶段的上半阶段厂商数量仍然很多，但是到本阶段的下半阶段，厂商之间的整合开始，数量逐步减少。
- 3) **产量平稳增长期**：该阶段汽车产量保持平稳增长态势，增速在-10%~10%之间。国内的汽车保有量已经很高，新增需求几乎没有，主要是更新需求。汽车没有了进一步扩张的空间，汽车的厂商进一步减少。
- 4) **产量下降阶段**：发展到一定阶段以后，随着人口增长趋于稳定，新增需求量逐步下降，更新需求成为常规量，导致总产量出现下滑。

大周期都是由小周期组成（当然更严格得说是长、中、短周期），在上升的周期中会遇到很多小周期向下的情况。但是小周期的变动不影响大周期的走势。

中国目前处于由高速增长阶段（两位数以上增长）向快速增长阶段的过度。

图 1：汽车发展周期



数据来源：国泰君安证券研究

1.2. GDP 高度正相关：产业链长对 GDP 影响大

根据美国、日本、韩国的发展经验，GDP 的增长率与汽车产量增长率高度正相关，美、日、韩的 GDP 增速走势与汽车产量增速走势基本一致。

主要原因在于汽车的产业链长，对经济的各方面影响大。

根据投入产出表数据，汽车制造业需要投入 113 个行业的产品，其中直接消耗系数在 1% 以上的有 16 个行业，占全部消耗的 67.8%。人工报酬占汽车产值的 6.6%，固定资产折旧占 2.4%。总体上，汽车产业的拉动行业多，因此对 GDP 的贡献大，两者之间的相关性高。

表 1：汽车产业的消耗系数表（节选）

	投入行业	汽车制造业
中间投入	汽车制造业	38.2%
	钢压延加工业	6.7%
	其他通用设备制造业	3.4%
	批发零售业	2.9%
	泵、阀门、压缩机及类似机械的制造业	2.4%
	橡胶制品业	2.0%
	塑料制品业	1.6%
	有色金属压延加工业	1.5%
	有色金属冶炼及合金制造业	1.3%
	锅炉及原动机制造业	1.2%
	金属制品业	1.2%
	商务服务业	1.2%
	电力、热力的生产和供应业	1.1%
	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	1.1%
	炼钢业	1.0%
	其他电气机械及器材制造业	1.0%
增加值	劳动者报酬	6.6%
	生产税净额	5.0%
	固定资产折旧	2.4%

数据来源：统计局、国泰君安证券研究

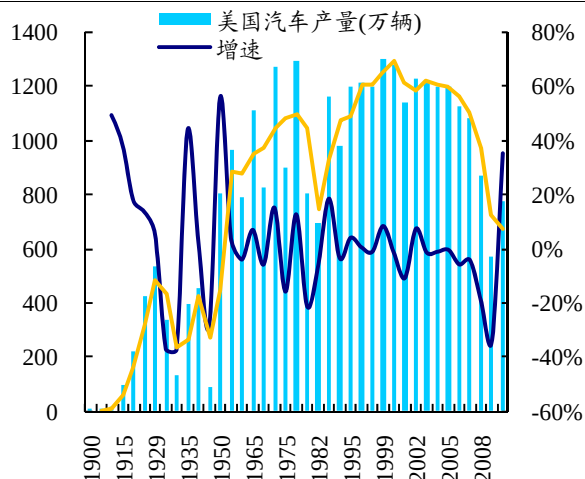
2. 美、日、韩的发展证明了上述特点

美国、日本、韩国的汽车产业发展都表现了上述的 2 个特点，从橙色的趋势线可以看出 3 个国家的汽车产量都经历了高速增长、快速增长、稳定增长与产量逐步下降 4 个阶段。

美国：1900 年到 1929 年高速增长；1929 年到 1949 年受经济危机和二战的影响，汽车经历了小周期波动；1950~1999 年汽车处于快速增长期（期间曾经受到石油危机的影响导致的小周期波动）；2000 年以后，美国的汽车产量出现下降。

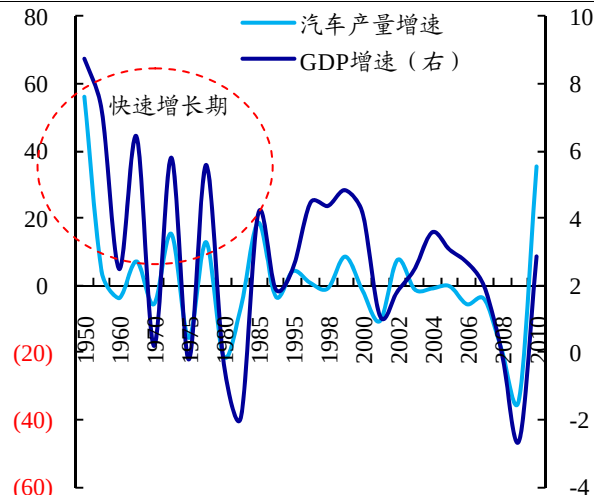
日本：1950-1968 年汽车处于高速增长阶段，增长率在 2 位数以上；1968-1991 年日本汽车处于快速增长阶段，其中遇到了 2 个小周期向下调整，一个是 1973 年的石油危机，另一个是巴黎广场协议导致的日元升值影响。1992 年以后汽车产量出现下降。

图 2: 美国汽车产量 (万辆) 与增速



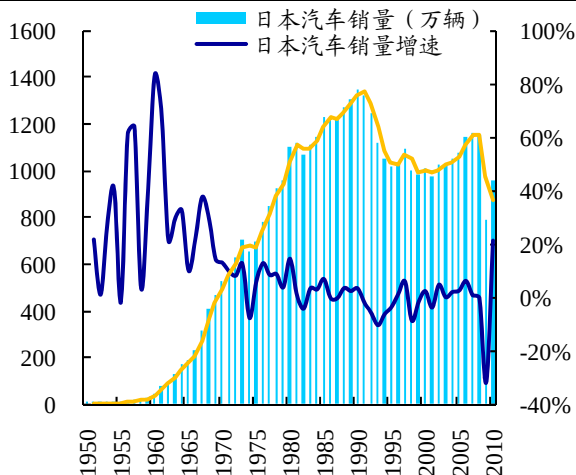
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 3: 美国汽车产量增速与 GDP 指数正相关



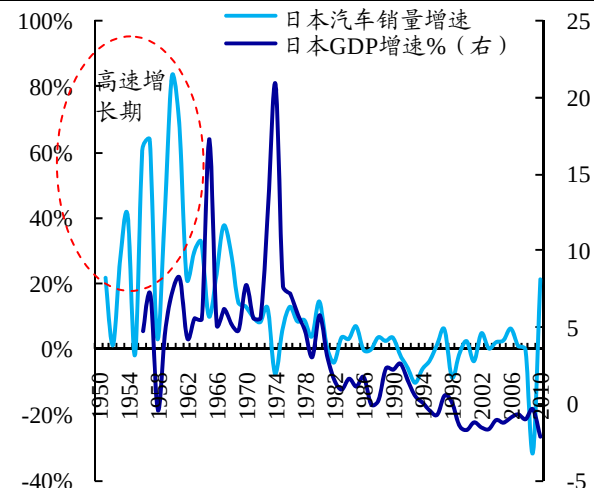
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 4: 日本汽车销量 (万辆) 与增速



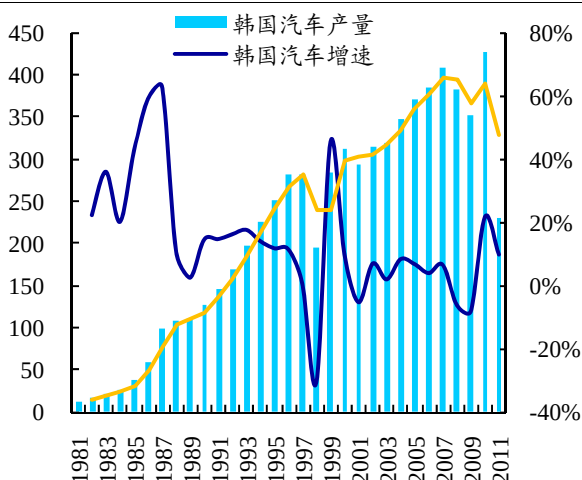
数据来源: JAMA、国泰君安证券研究

图 5: 日本汽车产量增速与 GDP 指数正相关



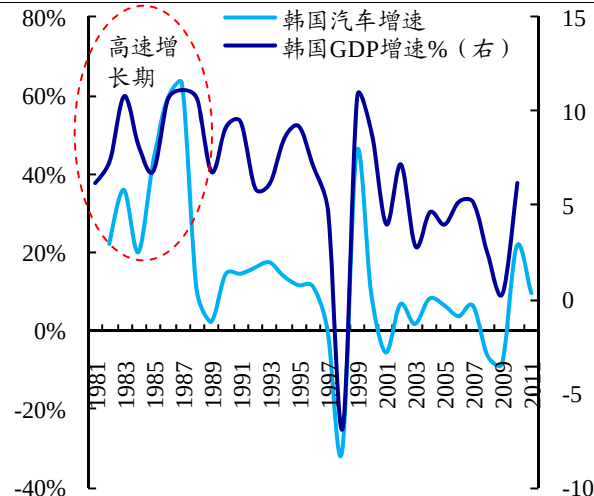
数据来源: JAMA、国泰君安证券研究

图 6: 韩国汽车产量 (万辆) 与增速



数据来源: KAMA、国泰君安证券研究

图 7: 韩国汽车产量增速与 GDP 指数正相关



数据来源: KAMA、国泰君安证券研究

韩国: 1981-1987 年, 韩国汽车产量处于高速增长期。1988 年~2007 年为快速增长期, 中间经历了 1989 年小周期增速下滑, 1997~1998 年亚洲

金融危机。2008 年受全球金融危机影响，产量下滑。

美、日、韩 3 国的经验表明，汽车的发展阶段与 GDP 增长具高同步性。汽车的高速增长长期对应了 GDP 的高增长阶段，汽车快速增长长期对应的 GDP 增速也相应放缓阶段。

3. 汽车 7 月累计销量增速仍在下滑

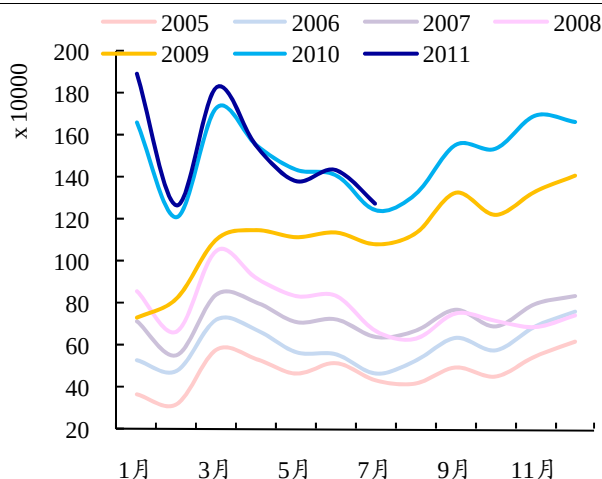
3.1. 汽车：7 月销量同增 2.5%，1-7 月同增 3.7%

中汽协 8 月 10 日公布产销数据：我国汽车 7 月单月销量为 127.53 万辆，同比增长 2.5%，环比下降 11.2%，1-7 月累计销量为 1063.58 万辆，同比增长 3.7%。6 月的单月同比增速为 1.4%，环比也提高 3.8%，1-6 月的累计同比增长 3.8%。

单月同比销量增速有所提高，但是环比为负增长。累计销量增速持续下滑。同比正增长的原因主要是乘用车中高端车型销售情况良好，加之日系车复产，但是商用车持续负增长。环比负增长符合行业惯例，每年 7-8 月由于天气原因消费者购车意愿降低，所以这段时间成为汽车生产厂家夏季高温检修的时段。

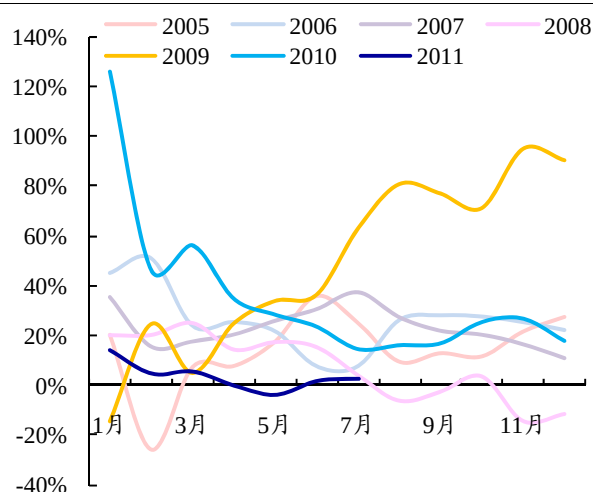
7 月产量为 130.6 万辆，同比增 1.6%，环比降 7%。1-7 月累计产量为 1047.95 万辆，同增 2.6%。7 月成为单月库存唯一正增长的月份。汽车行业 11 年 1-7 月减少库存 15 万辆。

图 8：2005 年~2011 年 7 月汽车月度销量（万辆）



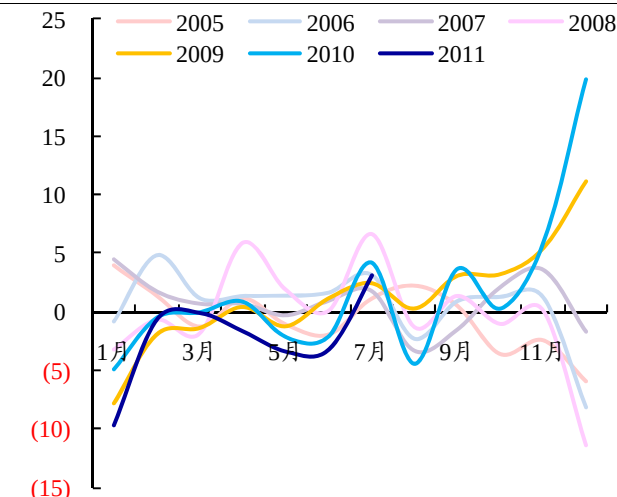
数据来源：CAAM、国泰君安证券研究

图 9：2005 年~2011 年 7 月汽车月度销量同比增速



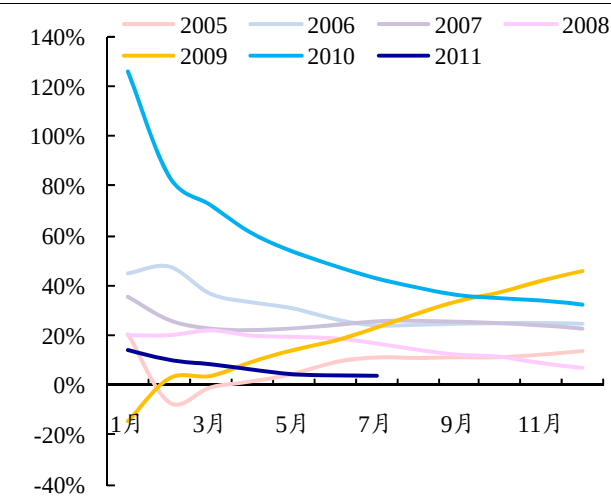
数据来源：CAAM、国泰君安证券研究

图 10: 2005 年~2011 年 7 月汽车新增库存 (万辆)



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 11: 2005 年~2011 年 7 月汽车月度销量同比增速



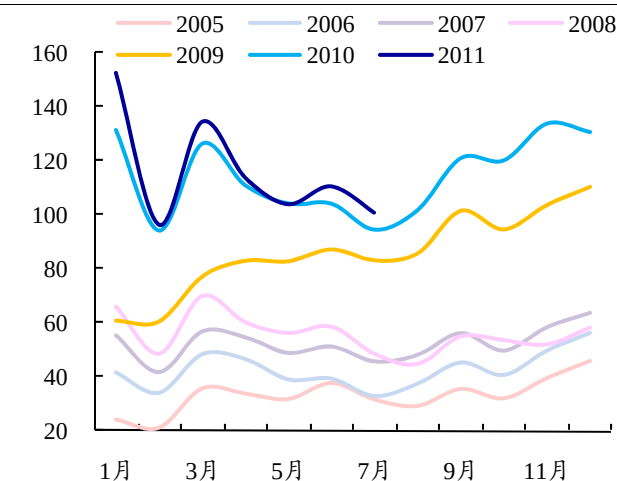
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

3.2. 乘用车: 中高端车需求强劲+日系车复产带动同比微增

7 月乘用车销量 101.18 万辆, 同比增长 6.9%, 环比下降 8.8%, 6 月的同比增速为 6.4%。乘用车 7 月增速提升, 销量增速好的主要是合资品牌中的中高档车。但是 7 月的同比增速仍然是 7 年以来的同期最低增速。7 月环比乘用车销量增速降低 8.8%, 是仅次于 2009 年 7 月的情况。

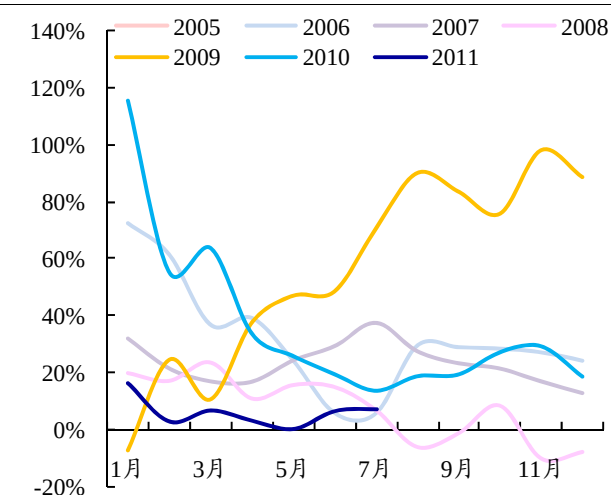
7 月产量数据为 105 万辆, 库存增加 3.8 万辆, 但是 1-7 月, 乘用车的新增库存为负, 降低 2.9 万辆。显示目前企业对市场尚未积极看好。

图 12: 2005 年~2011 年 7 月乘用车月度销量 (万辆)



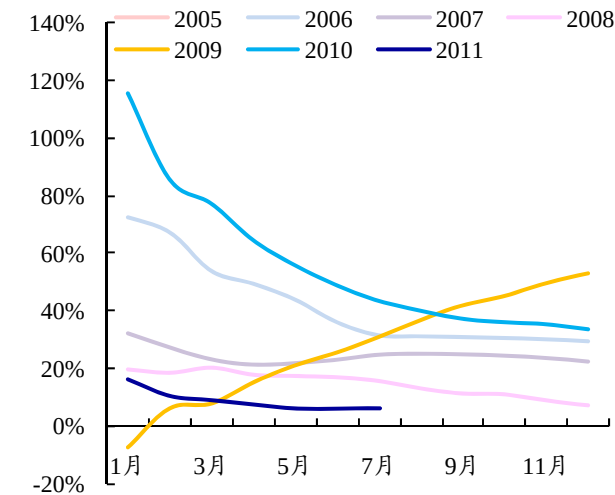
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 13: 2005 年~2011 年 7 月乘用车月度销量同增



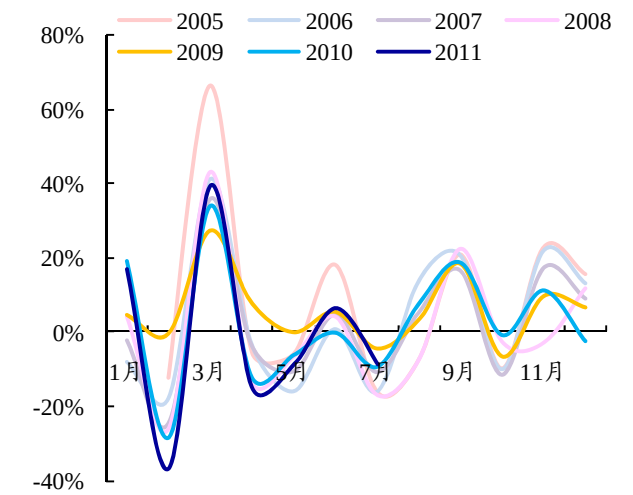
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 14: 05~11 年乘用车累计同比增速



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 15: 05~11 年乘用车月度销量环比增速

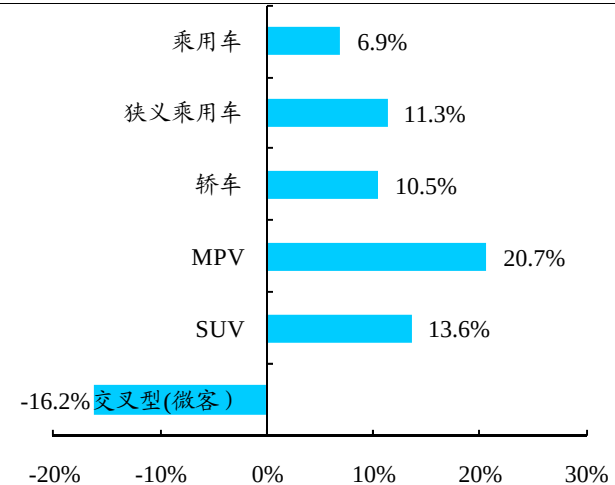


数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

乘用车中, 7 月轿车销售 7.2 万辆, 同增 10.5%, 1-7 月累计销售 56.8 万辆, 同增 10.3%; SUV 7 月销售 12.5 万辆, 同增 13.6%, 1-7 月销售 86.1 万辆, 同增 23.5%; MPV 7 月销售 3.7 万辆, 同增 20.7%, 1-7 月销售 27.7 万辆, 同增 14.7%; 轿车、SUV、MPV 都表现为正增长态势。SUV 由于相对基数低, 又成为了换车需求中受青睐的车型, 其销售一直保持了比较高的态势, 但是这种高增长率则一直呈现了下降的趋势。

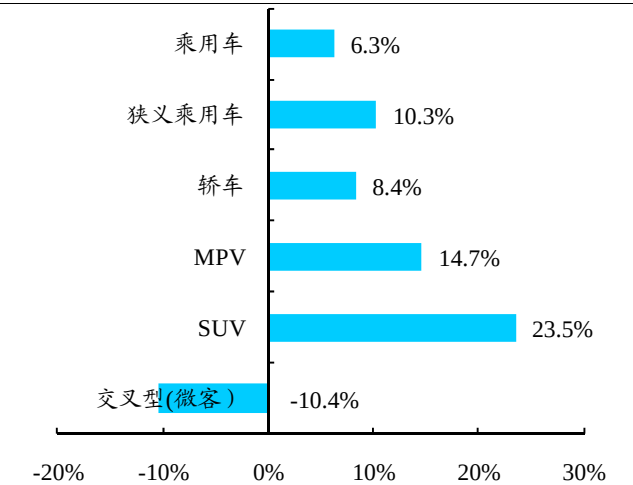
交叉型乘用车今年以来销量节节败退, 主要原因还是 10 年 3000 元汽车下乡政策导致的需求透支。7 月交叉型车销量 12.6 万辆, 同比下降 12.2%, 1-7 月销量 131.2 万辆, 同比下降 10.4%。

图 16: 7 月乘用车销量分类增速



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 17: 1-7 月乘用车销量分类增速



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

11 年 1-7 月乘用车快速增长的企业主要集中在优质合资公司: 北京奔驰 (94%增速)、华晨宝马 (62%增速)、福建戴姆勒 (47%增速)、上海通用 (26%增速)、上海大众 (22%增速)、一汽大众 (19%增速) 等, 日系车复产: 郑州日产 (48%增速)、长安铃木 (20%增速) 等。其中, 中高端车的热销更为显著, 这些公司的总体销量不大, 因此基数较小, 但是今年的增长非常强劲。

表 2：乘用车销售 1-7 月同比增速前 15 名

	本月销量	本月销量同比增长%	累计销量	累计销量同比增长%
海马轿车	1,169	81.5	7,218	257.0
东风柳州	6,353	154.3	54,542	152.6
北京奔驰	5,086	1.2	36,047	93.7
力帆汽车	9,361	51.9	67,445	67.2
华晨宝马	8,337	58.5	61,354	62.0
郑州日产	4,555	23.4	30,821	47.9
福建戴姆勒	1,159	-1.8	6,131	46.5
长城汽车	20,628	27.3	199,113	44.3
江铃汽车	1,269	3.6	15,002	38.4
上海通用	94,260	17.4	706,332	26.1
长安汽车	11,623	21.4	128,138	23.7
上海大众	77,168	-7.8	654,019	22.4
东风悦达起亚	32,008	45.4	222,158	21.5
长安铃木	16,069	60.5	134,102	19.5
一汽大众	92,038	38.6	568,157	19.0

数据来源：乘联会、国泰君安证券研究

3.3. 商用车：客车稳健，卡车不振

商用车 7 月销量 26.35 万辆，同比下降 11.6%，环比下降 19.4%。1-7 月销量 248.58 万辆，同比下降 4.2%。商用车是拖累汽车增速的品种。

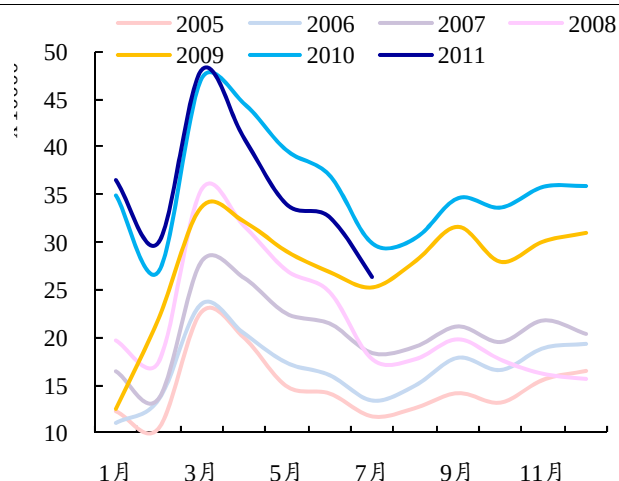
其中，客车的 7 月销量 3.7 万辆，同增 8.3%，环降 16.2%；1-7 月销量 26.8 万辆，同增 9.5%。客车行业总体保持了稳健增长的态势。大客 7 月销量 6089 台，同增 13.7%，中客 7829 台，同增 14%，轻客销售 2.33 万台，同增 5.6%。1-7 月累计同增中，轻客增 14%，大客增 6.8%，但是中客下降 4.5%。

货车受基建房建的投资需求下降影响显著，7 月销售 22.62 万辆，同降 14.2%，环降 20%。1-7 月销售 221.76 万辆，同降 5.6%。货车是拖累商用车负增长的原因。商用车中货车占比 67%。

重卡 7 月销售 5.05 万辆，同比下降 28%，1-7 月销售 59.4 万辆，同比下降 9.2%。中卡 7 月销售 1.9 万辆，同比增长 11.6%，1-7 月销售 17.1 万辆，同比增长 2.2%，中卡今年以来累计同比销量增速一直在-2%与+2%之间波动。轻卡 7 月销售 12.58 万辆，同降 17.2%，1-7 月销售 115.4 万辆，同降 1.6%。微卡 7 月销售 3.07 万辆，同降 29.3%，1-7 月销售 29.8 万辆，同降 15.8%。

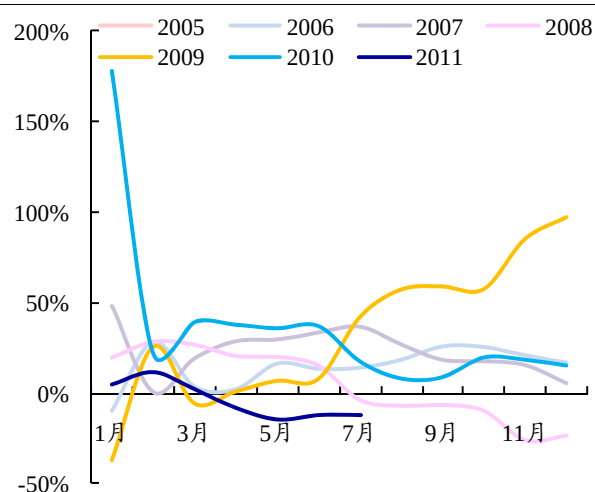
货车中，重卡与投资最为密切，但是其持续下降，7 月的增速下降幅度有所减缓，但仍然巨大。重卡的库存处于持续下降阶段，1-7 月累计减少库存 4.8 万辆。货车 1-7 月累计减少库存 11.67 万辆，处于持续去库存过程中。

图 18: 2005 年~2011 年 7 月商用车月度销量(万辆)



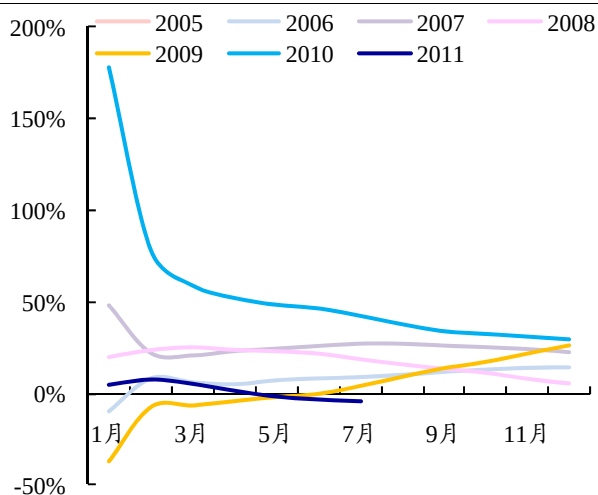
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 19: 2005 年~2011 年 7 月商用车月度销量同增



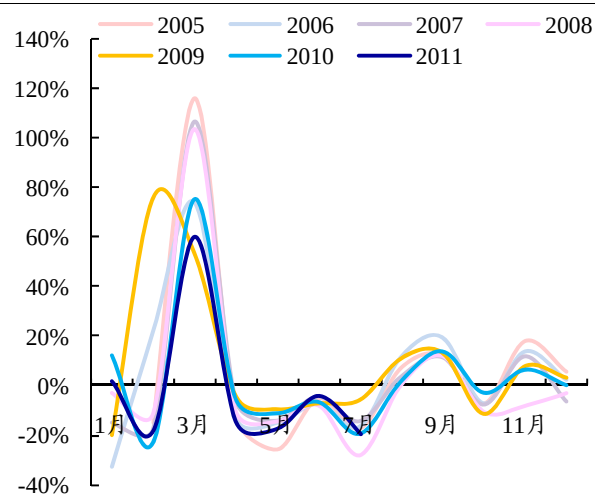
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 20: 05~11 年商用车累计同比增速



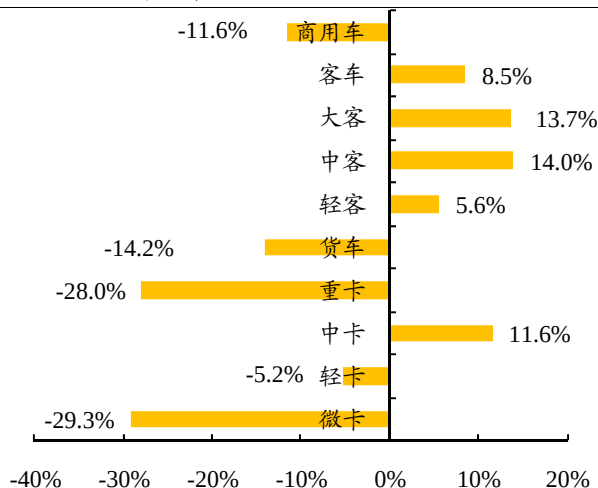
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 21: 05~11 年商用车月度销量环比增速



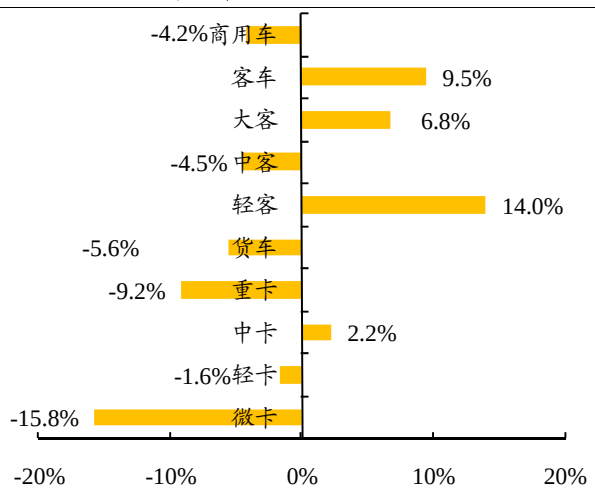
数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 22: 6 月商用车销量分类增速



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 23: 1-6 月商用车销量分类增速



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

表 3: 汽车分类销量数据

	2011-7	7 月同比	7 月环比	2011 年 1-7 月	累计同比
汽车总销量	1,275,302	2.5%	-11.2%	10,635,810	3.7%
乘用车	1,011,842	6.9%	-8.8%	8,150,000	6.3%
狭义乘用车	885,844	11.3%	-7.5%	6,818,144	10.3%
轿车	723,818	10.5%	-9.5%	5,681,732	8.4%
MPV	37,407	20.7%	-7.2%	275,607	14.7%
SUV	124,619	13.6%	5.8%	860,805	23.5%
交叉型(微客)	125,998	-16.2%	-16.8%	1,331,856	-10.4%
商用车	263,460	-11.6%	-19.4%	2,485,793	-4.2%
客车	37,213	8.5%	-16.2%	268,205	9.5%
大客	6,089	13.7%	-2.8%	36,867	6.8%
中客	7,829	14.0%	6.0%	44,841	-4.5%
轻客	23,295	5.6%	-24.2%	186,472	14.0%
货车	226,247	-14.2%	-19.9%	2,217,605	-5.6%
重卡	50,530	-28.0%	-21.0%	594,361	-9.2%
中卡	19,214	11.6%	-21.3%	171,304	2.2%
轻卡	125,813	-5.2%	-17.2%	1,153,630	-1.6%
微卡	30,690	-29.3%	-27.1%	298,360	-15.8%

数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

表 4: 汽车分类产量数据

	2011-7	7 月同比	7 月环比	2011 年 1-7 月	累计同比
汽车总产量	1,306,084	1.6%	-7.0%	10,479,501	2.6%
乘用车	1,050,406	6.0%	-6.4%	8,120,649	5.8%
狭义乘用车	923,196	12.0%	-6.0%	6,814,288	9.5%
轿车	756,678	11.7%	-8.0%	5,672,254	7.5%
MPV	37,507	11.3%	-7.4%	283,882	17.7%
SUV	129,011	13.5%	8.3%	-	0.0%
交叉型(微客)	127,210	-23.5%	-9.2%	1,298,006	-10.5%
商用车	255,678	-13.3%	-9.2%	2,358,832	-7.1%
客车	38,534	15.6%	-8.3%	257,893	7.5%
大客	6,396	14.4%	3.9%	36,322	6.6%
中客	8,267	12.5%	15.1%	43,870	-9.1%
轻客	23,871	17.1%	-16.8%	177,728	12.8%
货车	217,144	-17.0%	-9.4%	2,100,939	-8.6%
重卡	41,410	-41.1%	-12.4%	546,161	-11.4%
中卡	21,285	43.9%	0.5%	172,791	5.3%
轻卡	123,843	-3.2%	-9.6%	1,099,131	-3.1%
微卡	30,606	-37.0%	-10.8%	282,896	-20.4%

数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

表 5: 汽车分类新增库存数据

	2011-7	2010 年	2011 年 1-7 月	2011 年 7 月产销率	累计产销率
汽车总新增库存	30,782	201,037	-156,309	98%	101%
乘用车	38,564	137,819	-29,351	96%	100%
狭义乘用车	37,352	97,865	-3,856	96%	100%
轿车	32,860	80,653	-9,478	96%	100%
MPV	100	4,864	8,275	100%	97%
SUV	4,392	12,348	-860,805	97%	#DIV/0!
交叉型(微客)	1,212	39,946	-33,850	99%	103%
商用车	-7,782	63,218	-126,961	103%	105%
客车	1,321	4,228	-10,312	97%	104%
大客	307	520	-545	95%	102%
中客	438	2,466	-971	95%	102%
轻客	576	1,296	-8,744	98%	105%
货车	-9,103	40,006	-116,666	104%	106%
重卡	-9,120	12,559	-48,200	122%	109%
中卡	2,071	-3,326	1,487	90%	99%
轻卡	-1,970	13,307	-54,499	102%	105%
微卡	-84	7,616	-15,464	100%	105%

数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

作者简介:**康凯:**

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

白晓兰 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110030026

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

汽车研究员。复旦大学世界经济硕士, CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所, 高级审计师。2009-2011 年国泰君安证券建筑建材助理研究员。

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		