

中信汽车·车闻天下（第 47 期） —— 车与油专题之一 油价与汽车需求

中信证券研究部 汽车行业研究组

李春波

电话：010-60838203

邮件：lcb@citics.com

执业证书编号：S1010510120010

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

联系人：高嵩

电话：010-60838822

邮件：gs@citics.com

联系人：陈俊斌

电话：010-60836703

邮件：chenjb@citics.com

本期引言：

本周，国家发展改革委发出通知，决定自 2 月 8 日零时起将汽、柴油价格每吨提高 300 元，汽油出厂价再次达到 8580 元/吨，逼平此前的最高价。部分投资者担心，油价持续上涨可能对国内汽车需求造成较大影响。本期『车闻天下』，我们将对油价的未来趋势、油价波动对汽车销量的影响及汽车行业的应对策略做简要的分析。

我们认为，当前国内成品油价格波动较为平稳，尽管上涨趋势仍可能延续，但对消费者购车心理的影响可能更类似于“温水煮青蛙”；同时由于我国仍处于汽车普及期，油价小幅调整对汽车销量的影响较弱。

如有疑问欢迎交流。如果您对我们的栏目有特别的期望或者要求，欢迎提出意见和建议。



资料来源：百度图片

目 录

国内成品油价中长期仍看涨	1
原油价格和汽车需求等推升中长期成品油价	1
成品油价平稳波动对我国汽车销量影响较弱	4
油价对汽车销量的影响机制	4
发达国家：油价快速上涨明显影响汽车销量	5
发展中国家：油价上涨对汽车需求增速略有影响	7
对乘用车需求结构影响：低端车受影响相对明显	8
汽车行业的应对策略：中短期看节能 长期看新能源	8
汽车节能相关政策法规推出进度明显加快	8
传统汽车节能技术快速发展	9
新能源汽车将是长期趋势	11

插图目录

图 1：2012 年以来国际油价持续上涨.....	1
图 2：2001 年以来国内成品油出场价格持续提高.....	1
图 3：国内成品油价分拆（2010）	2
图 4：OPEC 对石油需求的预测（2012-2035）	2
图 5：交通运输燃油消耗比例逐步提升.....	3
图 6：中国汽车保有量仍将较快增长.....	3
图 7：我国石油消费量和进口量增长导致进口依赖度持续提高	3
图 8：油价对汽车销量的影响机制.....	4
图 9：两次石油危机对汽车产量的影响.....	5
图 10：美国汽车历史销量及增速.....	5
图 11：日本汽车历史销量及增速.....	6
图 12：巴西汽车历史销量及增速.....	7
图 13：中国汽车销量增速和汽油出厂价增速.....	7
图 14：传统汽车的节能路径	9
图 15：动力提升的同时，美国传统汽车经济性持续提升.....	10
图 16：国内单车油耗持续下降.....	10
图 17：国内增压车型的份额较快提升.....	10
图 18：电能比例提升是新能源汽车的发展方向.....	11

表格目录

表 1：1981-1985 年美国汽车市场购买情况 6

表 2：1981-1985 年日本汽车市场购买情况 6

表 3：中国、巴西首次购车比例..... 7

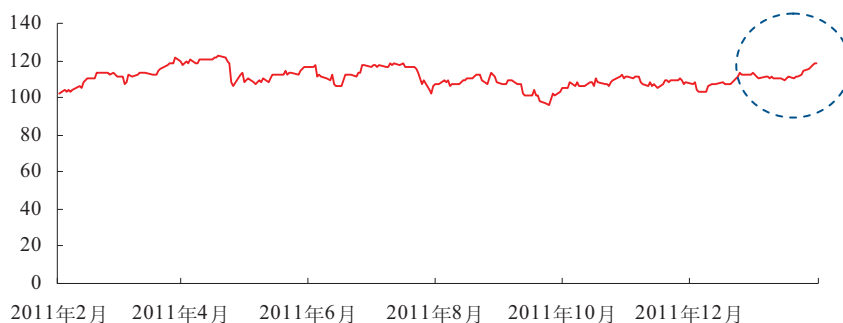
表 4：油价上涨对不同价格汽车使用成本影响敏感度测算 8

表 5：进来年汽车节能相关政策法规推出进度明显加快..... 8

国内成品油价中长期仍看涨

本周，国家发展改革委发出通知，决定自 2 月 8 日零时起将汽、柴油价格每吨提高 300 元，测算到零售价格 90 号汽油和 0 号柴油（全国平均）每升分别提高 0.22 元和 0.26 元。国家发改委有关负责人表示，由于欧债危机有所缓解，加之中东地缘政治局势紧张，今年以来国际油价持续震荡攀升。

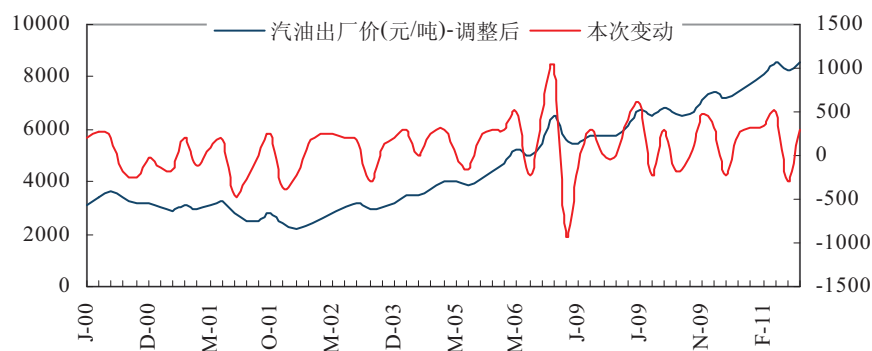
图 1：2012 年以来国际油价持续上涨（美元/桶）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

2005 年以来，93 号汽油的出厂价格从 3750 元/吨已经提高到 8580 元/吨，增幅达到 129%。我们预计，由于石油开发边际成本的提高、以中国为代表的发展中国家对石油需求的持续增长等导致国际原油价格维持高位；汽车保有量持续较快增长导致我国石油消耗量及进口依赖度的不断上升，国内成品油价格中长期仍看涨。

图 2：2001 年以来国内成品油出厂价格持续提高

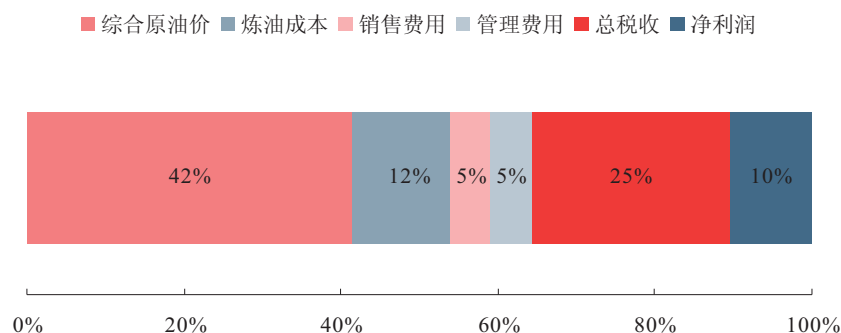


资料来源：Wind，中信证券研究部

原油价格和汽车需求等推升中长期成品油价

国内成品油价格中，综合原油成本占比约 42%，税收占比约 25%，其余为石化企业相关的炼油成本、销售费用和管理费用、利润等。

图 3：国内成品油价分拆（2010）



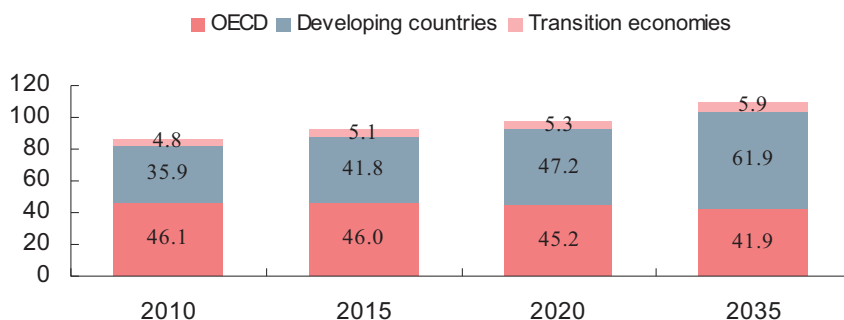
资料来源：中国石油，中信证券研究部

原油价格中长期仍可能维持较高水平

石油输出国组织欧佩克（OPEC）在新公布的 2011 年世界石油展望（World Oil Outlook）中上调了中期油价预期 10 美元/桶，综合考虑到上年展望公布后的油价表现、上游成本演变、近期油价对美元汇率的影响及原油期货价格的变动，将十年中用于参照的基础油价由 75-85 美元/桶上调至 85-95 美元区间，于 2035 年达到 133 美元/桶。

根据 OPEC 最新预测，到 2015 年世界石油需求将达到 9290 万桶/天；2035 年原油每日需求将高达 1.1 亿桶。OPEC 还指出，交通运输行业是未来石油需求增长的关键。非经合组织国家的交通运输行业对未来全球石油需求增长起到至关重要的作用，至 2035 年期间近九成增长都源于此。预计发展中国家其他行业也将会有增长，尤其是在工业、家庭、商业及农业领域。经合组织国家由于道路交通用油需求减少导致整体石油消费降低，因为车辆油耗技术改进及汽车保有量增长放缓都对石油需求减少。

图 4：OPEC 对石油需求的预测（2012-2035）（单位：百万桶/天）

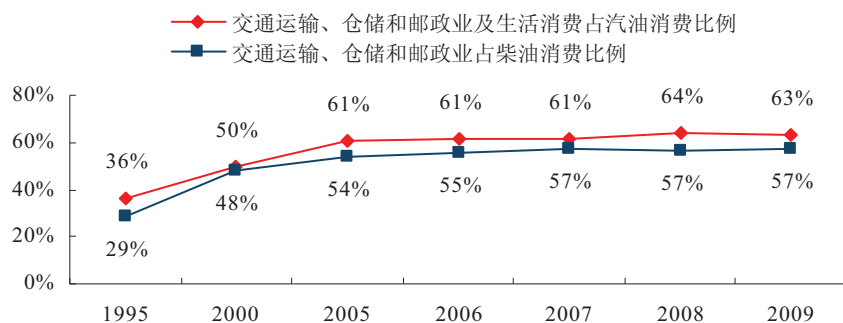


资料来源：OPEC WOO 2011，中信证券研究部

汽车保有量增长推升国内石油需求

目前我国汽车（含三轮汽车、低速货车）保有量已经超过 1 亿辆，汽车保有量的较快增长推升国内石油需求增长。2010 年汽车消费成品油估计在 1.5 亿吨以上，全年成品油产量 2.52 亿吨，比例接近 60%。

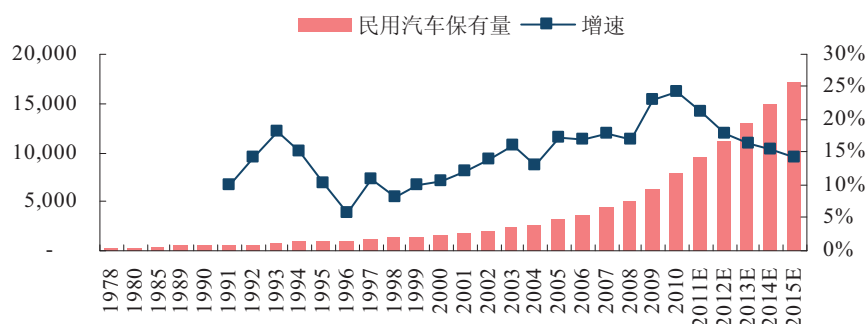
图 5：交通运输燃油消耗比例逐步提升



资料来源：中国能源统计年鉴（2010），中信证券研究部

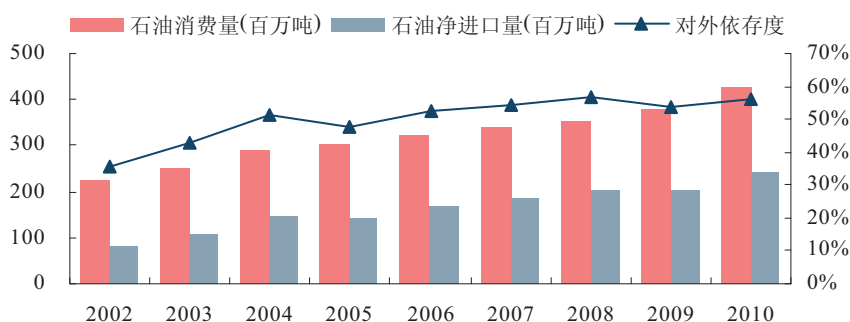
我国仍处于汽车普及期，保有量将维持较快增长，中短期汽车对石油的需求比例仍将提升，驱动石油总需求和进口依赖度的提高。据测算，到 2020 年我国交通运输需求总量将是目前的 2.5-3 倍，交通运输能力需再提高两倍以上。如按照目前的油耗水平（忽略平均油耗下降的正面影响），到 2015 年，全年汽车年成品油消耗将达到 2.25 亿吨，按照 60% 的成品油率，年消耗原油 3.75 亿吨；到 2020 年，全年汽车年成品油消耗将达到 3 亿吨，年消耗原油 5 亿吨；到 2025/2030 年，全年汽车年成品油消耗将达到 4.5 亿吨，相当于 2010 年成品油产量的 1.8 倍，折合年消耗原油 7.5 亿吨。

图 6：中国汽车保有量仍将较快增长（单位：万辆）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

图 7：我国石油消费量和进口量增长导致进口依赖度持续提高



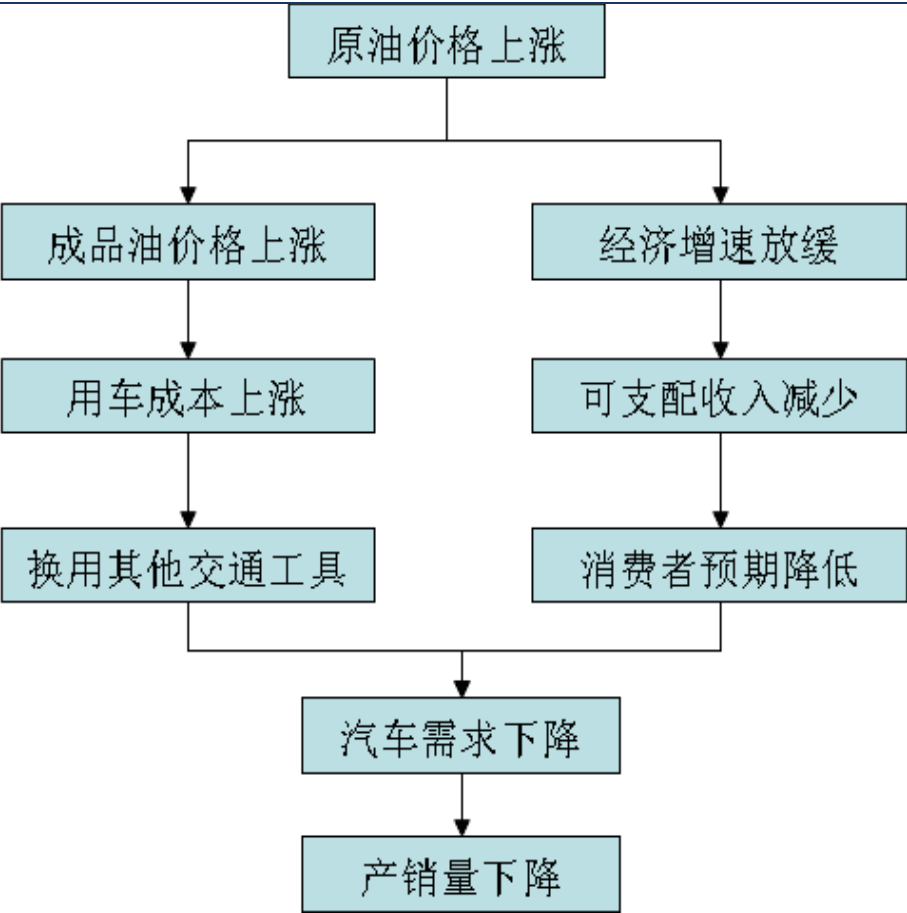
资料来源：国家统计局，《BP 世界能源统计》，中信证券研究部

成品油价平稳波动对我国汽车销量影响较弱

油价对汽车销量的影响机制

理论上讲，原油价格上涨主要通过两个途径传导造成汽车需求下降及产销量萎缩。一方面，原油价格上涨直接导致终端汽车使用成本上升，消费者开始考虑使用公共交通等其他方式代替私车，从而造成汽车需求降低，产销量萎缩；另一方面，原油价格上涨会普遍造企业成本上升，宏观经济增速放缓，而 GDP 与居民可支配收入高度相关，居民收入增长的放缓会降低消费者对其未来收入现金流的预期，从而降低汽车消费的需求，造成汽车产销量下降。

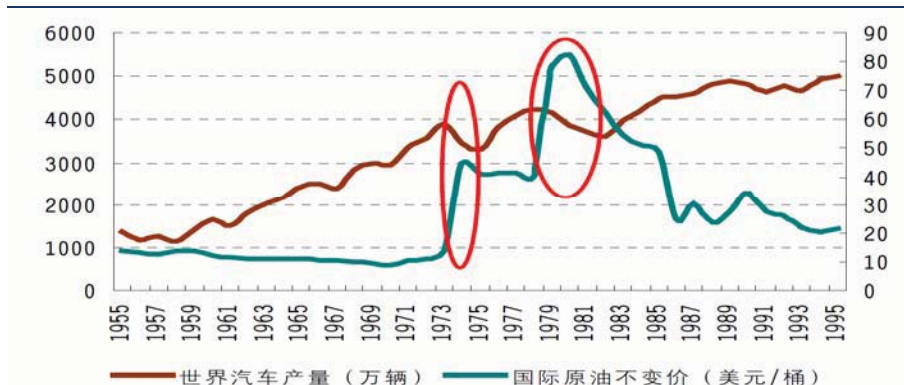
图 8：油价对汽车销量的影响机制



资料来源：中信证券研究部

从全球范围看，油价的走势和汽车产销量的走势基本呈相反的关系，以油价波动较大的两次石油危机时期为例，我们可以发现该阶段世界汽车产量都有了一个明显的下滑。

图 9：两次石油危机对汽车产量的影响

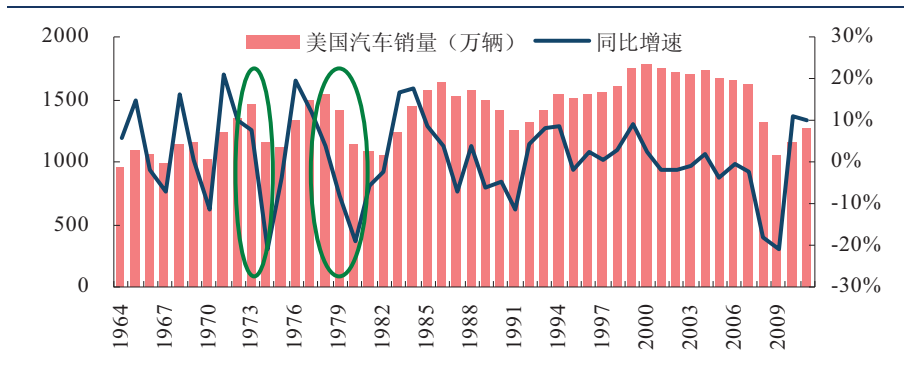


资料来源：OICA，中信证券研究部

油价高企无疑对汽车产销有不利影响，但具体影响程度还与该国汽车行业所处的发展阶段有较大关系。为此，我们选取了典型发达国家（美国、日本）和典型发展中国家（巴西、中国）在两次石油危机时期（1973 年和 1979 年）汽车行业的表现来进行分析。

发达国家：油价快速上涨明显影响汽车销量

图 10：美国汽车历史销量及增速

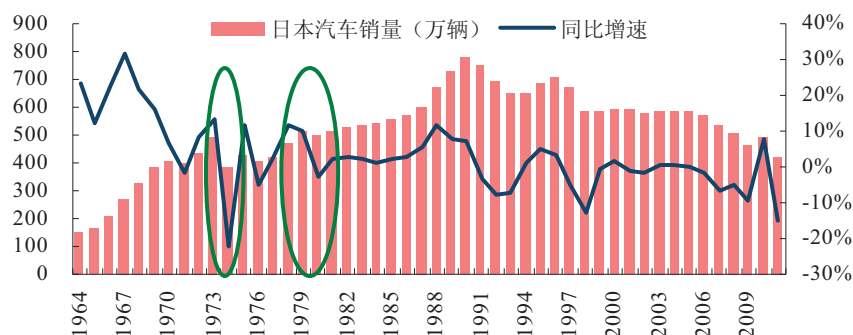


资料来源：CEIC，中信证券研究部

近五十年来，除了 2008 年金融危机外，美国历史上汽车销量增速最低的两次即为石油危机时期。石油危机爆发后的 1974 年和 1980 年，美国汽车销量降幅分别达到了 21% 和 19%，石油价格大幅上涨对美国汽车业的打击效果极为明显。

然而，随着油价的回调或企稳，美国汽车市场的复苏也较为迅速。在第一次石油危机后的 76、77 年，美国汽车销量的增速迅速恢复到 20% 和 12%；同样在第二次石油危机后的 83、84 年，美国汽车销量亦恢复到 17% 和 18%。

图 11：日本汽车历史销量及增速



资料来源：CEIC，中信证券研究部

日本的市场也较为类似，在两次石油危机期间，日本汽车销量的增速也都下滑到-22%和-3%。

可见，成熟发达国家汽车市场受石油价格影响较大，油价快速上涨明显影响汽车销量。究其原因，是因为发达成熟汽车市场的更新需求占比较大，而初次购车的需求占比仅为 30%-40%，消费者已经普遍经历过汽车使用阶段，对油耗等使用成本的关注度较高。故而当油价高企时，在使用成本增加和预期可支配收入减少的双重打击下，消费者更趋向于推迟汽车更新计划，从而导致成熟汽车市场的销量的下滑立竿见影。

表 1：1981-1985 年美国汽车市场购买情况（万辆）

年份	销量	首次购买	更新购置	首次购买占比
1981	779.1	256.6	522.5	32.9%
1982	772.6	105.4	667.2	13.6%
1983	925.8	435.1	490.7	47.0%
1984	1115.9	263.7	852.2	23.6%
1985	1182.3	519.3	663.0	43.9%

资料来源：CEIC，中信证券研究部

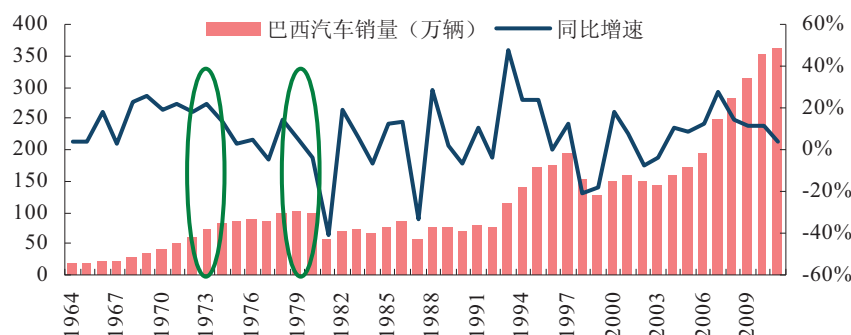
表 2：1981-1985 年日本汽车市场购买情况（万辆）

年份	销量	首次购买	更新购置	首次购买占比
1981	512.7	176.5	336.2	34.4%
1982	526.1	171.5	354.6	32.6%
1983	538.2	159.6	378.6	29.7%
1984	543.7	159.2	384.5	29.3%
1985	555.7	163.3	392.4	29.4%

资料来源：CEIC，中信证券研究部

发展中国家：油价上涨对汽车需求增速略有影响

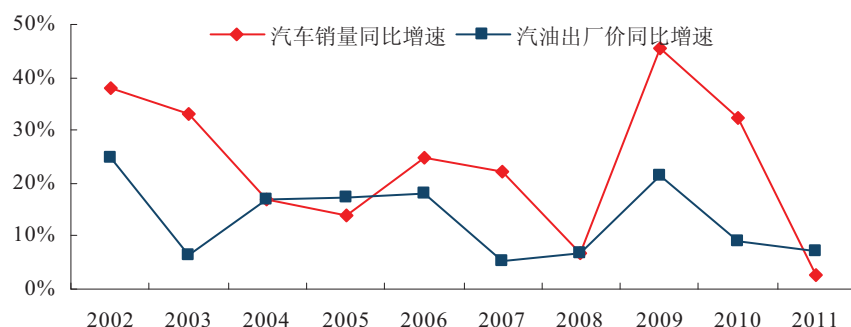
图 12：巴西汽车历史销量及增速



资料来源：CEIC，中信证券研究部

相比美国、日本的成熟市场，处于发展期的巴西汽车业在两次石油危机期间表现则相对较为平稳，反应也较为滞后，危机爆发后的 1974 年和 1980 年销量增速仍为 14% 和 -3%。

图 13：中国汽车销量增速和汽油出厂价增速



资料来源：Wind，CEIC，中信证券研究部

同样，处在发展期的中国汽车行业对油价也较不敏感，在汽油出厂价格提升幅度较大的 02 年、04 年、05 年、06 年和 09 年，中国的汽车销量均保持了较高的增速，并未明显受到油价上升的影响。

可见，油价的变化对处在发展期的汽车市场的影响较弱。这是因为该时期的汽车需求主要是由首次购买需求所主导的（巴西在 80 年代初首次购车需求占比为 60% 以上，而中国目前甚至高达 80% 以上）。而对于首次购车的消费者，车价是最主要的考虑因素，而使用成本由于缺乏用车经验而显得不引人注目，因此油价的变化对更新需求有较大的影响，而对尚处在发展期、首次购车需求为主导的汽车市场的影响则相对有限。

表 3：中国、巴西首次购车比例（万辆）

	年份	销量	首次购买	更新购置	首次购买占比
巴西	1981	58.1	48.7	9.4	83.9%
	1982	69.1	42.0	27.1	60.8%
中国	2010	1125.9	997.7	128.2	88.6%

资料来源：CEIC，中信证券研究部 注：中国的数据为狭义乘用车

我们认为，当前国际市场油价随处于高位，但波动幅度远小于两次石油危机。国内成品油价的上涨同样较为平稳，近年来历次调整的幅度均在 10% 以内。因此，油价平稳波动对目前我国消费者购车需求和使用的影

对乘用车需求结构影响：低端车受影响相对明显

油价上涨对低端车消费者的购车决策影响相对明显。根据我们的测算，油价上涨 1 元/升对 5 万元、10 万元、25 万元和 50 万元车型的年使用成本影响平均为 720 元、960 元、1200 元和 1440 元，占年使用总成本的比例分别为 8.3%、7.6%、6.4% 和 4.8%。由于低端车消费者对购车和养车成本的敏感度更高，因此油价上涨对低端车消费者的购车决策潜在影响相对明显。

表 4：油价上涨对不同价格汽车使用成本影响敏感度测算

序号	1	2	3	4
价格（万元）	5	10	25	50
排量（升）	1.0	1.6	2.4	3.0
油耗（升/百公里）	6	8	10	12
年均里程（万公里）	1.2	1.2	1.2	1.2
燃油价格（北京，元/升）	7.85	7.85	7.85	8.36
年均燃油成本（平均，元）	5,652	7,536	9,420	12,038
年均保险费用（平均，元）	2,000	3,500	6,000	13,000
车船使用税（平均，元）	250	450	1,300	2,200
其他（保养、停车等，元）	800	1,200	2,000	3,000
年使用总成本（上述四项合计，元）	8,702	12,686	18,720	30,238
油价上涨 1 元增加年使用成本（元）	720	960	1,200	1,440
增加比例	8.3%	7.6%	6.4%	4.8%

资料来源：工信部，中信证券研究部测算

汽车行业的应对策略：中短期看节能 长期看新能源

我们认为，从经济发展层面看，虽然我国石油进口依赖度提升，但依靠限制汽车保有量来降低石油消耗的方法中短期看并不可取，而是需要政策和市场共同驱动产业加速升级，尽快降低单车平均油耗；从技术路线看，由于传统汽车节能技术的快速进步，以及纯电动车为代表的新能源汽车存在的缺陷，中短期传统汽车仍是汽车消费的主流，纯电动、燃料电池等新能源汽车将是长期趋势。

汽车节能相关政策法规推出进度明显加快

近年来我国汽车节能相关政策法规推出的进度明显加快，乘用车燃料消耗限值标准将逐步过渡至第三阶段，重型商用车燃料消耗量限制也将于 2012 年 7 月 1 日起实施。法规趋严有助于推动汽车企业加速技术升级，显著降低单车油耗。

表 5：进年来汽车节能相关政策法规推出进度明显加快

	政策名称	实施时间	政策内容
行业	节能减排承诺	至 2020 年	到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放强度将比 2005 年降低 40% 到 45%。
	《汽车产业发展政策》	2003 年-2010 年	到 2010 年前，乘用车新车平均油耗比 2003 年降低 15% 以上，依据有关节能方面技术规范的强制性要求，建立汽车产品油耗公示制度。
	新版《汽车产业发展政策》	至 2015 年	到 2015 年，我国汽车燃油平均消耗量比 2008 年降低 20%。
乘用车	《乘用车燃料消耗量限值》（第一、二阶段）	2005 年 7 月-2011 年 12 月	以整车整备质量来确定汽车的耗油量，而不是以发动机排量级别来确定汽车的耗油量。

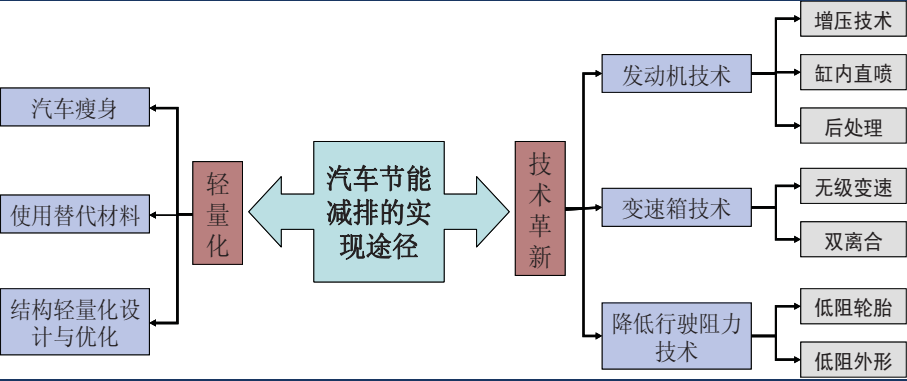
	政策名称	实施时间	政策内容
	《乘用车燃料消耗量限值》（第三阶段）	2012 年-2015 年	不再以单一车型为评价对象，而是参考美国《公司平均燃料经济性法》，将车企作为整体进行评价。第三阶段标准制定的油耗限值比第二阶段下降 20%，到 2015 年，全国平均乘用车燃油消耗量将降为 7L/100km 左右。同时油耗限值从 2012 年开始为导入期，2012~2014 年企业燃料消耗量将分别给予高于车型油耗目标值 9%、6%、3%的灵活性，2015 年及以后完全实施。
	《汽车燃料消耗量标识》	2010.1.1 至今	在中国境内销售的总质量 3.5 吨及以下的乘用车和轻型商用车粘贴《汽车燃料消耗量标识》，汽车生产企业或进口汽车经销商需将不同油耗车型的《汽车燃料消耗量标识》样本报工信部备案，工信部将定期公告轻型汽车燃料消耗量指标。
	新节能车补贴政策	2011.10 开始	将原有的补贴标准调整为百公里油耗 6.3L 以下的车型方能享受 3000 元的节能补贴。
商用车	计重收费	2003.6 试点至今	按照“标准车型、标准装载、标准收费；标准车型、超额装载、超额收费”的原则实施。
	货车厢高、载质量利用系数整顿	2008 年末至今	自卸车货箱栏板高度必须符合限值要求；栏板式载货汽车、自卸汽车、仓栅式汽车和栏板式农用运输车的载质量利用系数必须符合限值要求。
	《道路运输车辆燃料消耗量检测和监督管理办法》	2009.11.1 至今	总质量超过 3500 千克的道路旅客运输车辆和货物运输车辆的燃料消耗量，应当分别满足交通行业标准《营运客车燃料消耗量限值及测量方法》和《营运货车燃料消耗量限值及测量方法》的要求。在配发《道路运输证》时，将燃料消耗量作为必要指标，对照《燃料消耗量达标车型表》进行核查。
	《轻型商用车燃料消耗量限值》	2008.2.1 至今	对最大设计总质量小于等于 3500 千克的载货车（即 N1 类）和总质量小于等于 3500 千克、包括驾驶员座位在内多于 9 座，一般不多于 12 座的载客车（即 M2 类）百公里燃料消耗量设置限值。
	《重型商用车燃料消耗量限值（第一阶段）》	将于 2012.7.1 实施	对最大设计总质量大于 3500kg 的燃用柴油和汽油的商用车产品实施燃料消耗量管理。

资料来源：工信部，中信证券研究部整理

传统汽车节能技术快速发展

从汽车本身的角度讲，实现节能减排的途径包括技术革新和轻量化两大方面。其中，技术革新包含先进发动机技术、先进变速箱技术和降低行驶阻力技术等（参考《车闻天下》37 期）；轻量化则包括汽车瘦身、使用替代材料和结构轻量化设计与优化等。

图 14：传统汽车的节能路径



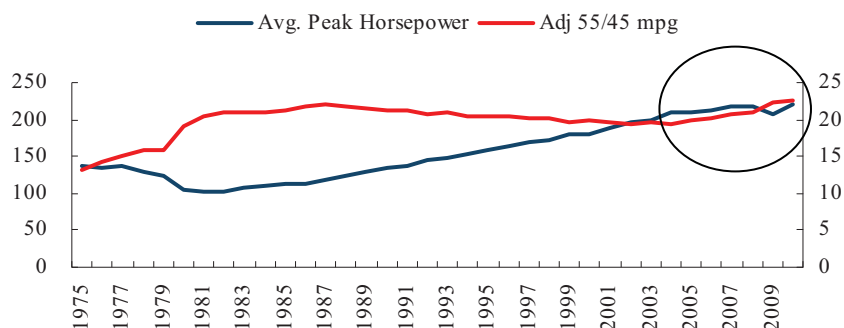
资料来源：中信证券研究部

欧洲在传统汽车技术革新方面进展较快。欧洲主要国家制定了各阶段的计划和法规，保证车企实现既定的油耗目标，否则将面临处罚。为此，各大企业纷纷通过先进的发动机技术和变速箱技术等实现更低的燃油消耗和二氧化碳排放。

日本企业前期在轻量化和发动机技术领域取得了较好的成绩，但最近几年由于更注重混合动力、纯电动汽车的发展而放慢了在技术革新方面的脚步，发动机和变速箱技术相比欧洲略显落后。

美国也对燃油经济性越加重视，制定了严格的燃油消耗新规，同时由于技术革新，市场平均油耗水平下降，汽车燃油经济性在动力性提升的同时获得同步的提高。

图 15：动力提升的同时，美国传统汽车经济性持续提升



资料来源：ADFC，中信证券研究部

我国逐步趋严的油耗法规和国外先进技术的流入驱动国内单车油耗持续降低，2010 年的单车油耗水平相比 2000 年下降了接近 50%。

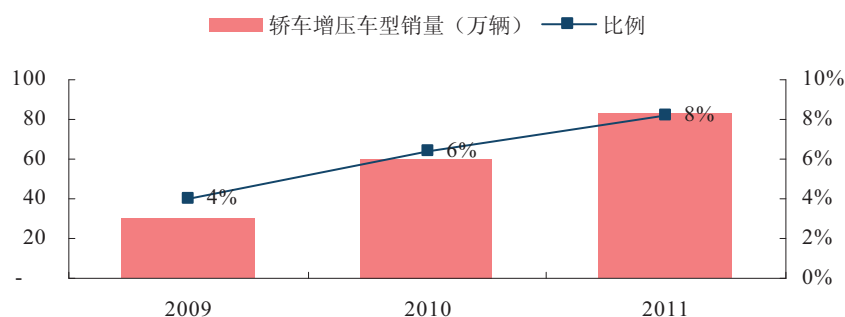
图 16：国内单车油耗持续下降



资料来源：汽车工业协会

国内乘用车增压化趋势明显，2011 年底国产轿车增压车型销量达到 83 万辆，占轿车总销量的比例达到 8.2%。增压车型 2009-2011 年均份额提升 2 个百分点。预计未来增压车型比例将进一步较快提升，2015 年可能接近 20-30%。

图 17：国内增压车型的份额较快提升



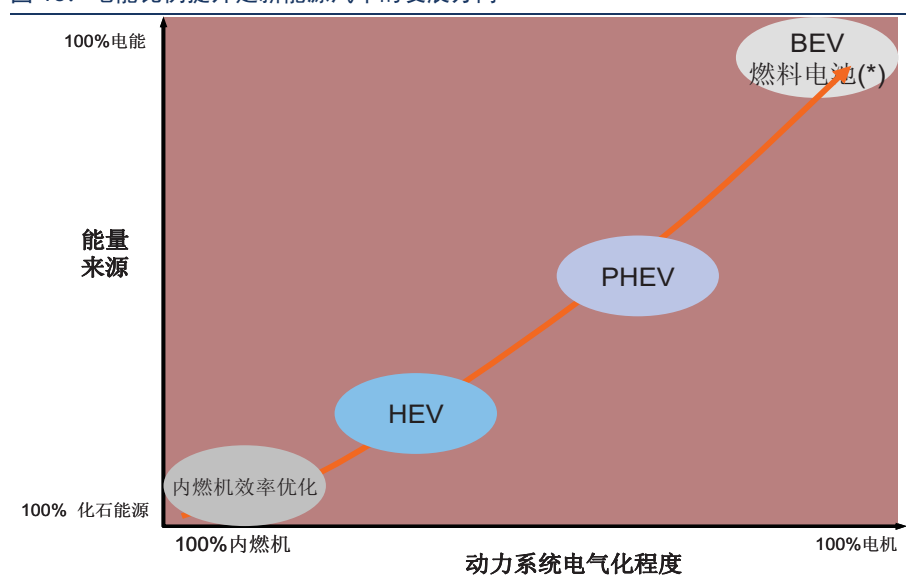
资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

新能源汽车将是长期趋势

随汽车保有量的增长，中短期内中国等发展中国家汽车需求占石油消耗的比例仍将提升，但汽车节能技术的不断发展将有助平抑这一过程；发达国家汽车保有量趋于平稳，随传统汽车节能技术的进步和新能源汽车保有量的逐步增长，汽车需求占石油消耗的比例可能维持平稳或有所下降。

石油探明储量的增长和开采效率的提升将有助延长石油资源的可用时间，根据目前的储量，我们认为传统汽车依靠轻量化、发动机增压小型化、混合动力等节能技术在相当长的时间内仍将占据主流，但长期看纯电动汽车和燃料电池等新能源汽车将有望逐步取代传统汽车。

图 18：电能比例提升是新能源汽车的发展方向



资料来源：中信证券研究部整理绘制

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2012 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资建议分为股票评级和行业评级。	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；		增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上

北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。