

# 中信汽车·车闻天下（第 71 期）

## —— 世界汽车品牌介绍之六 路虎

### 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

高嵩

电话：010-60838822

邮件：gs@citics.com

执业证书编号：S1010512020002

陈俊斌

电话：010-60836703

邮件：chenjb@citics.com

执业证书编号：S1010512070001

### 本期引言：

路虎是世界著名的英国越野车品牌，冒险、勇气和至尊是路虎品牌的价值，也是当今众多 SUV 车型争相模仿实践的准则。如今，只要看到 Land Rover 独特的绿色车标，便会想起它所代表的可靠、探险、胆魄和至高无上的四驱精神。

本期『车闻天下』，我们对路虎汽车品牌的发展历史、主要车型、塔塔收购路虎的案例以及路虎品牌车型的市场表现进行介绍。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：Google 图片

## 目 录

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 路虎品牌及发展史 .....          | 1 |
| 路虎品牌旗下车型 .....          | 2 |
| 跨国并购案例：塔塔集团收购捷豹路虎 ..... | 4 |
| 福特为什么要出售捷豹路虎 .....      | 4 |
| 交易内容与过程 .....           | 5 |
| 路虎品牌市场表现 .....          | 6 |
| 路虎全球市场表现 .....          | 6 |
| 路虎中国市场表现 .....          | 6 |

## 插图目录

|                                               |   |
|-----------------------------------------------|---|
| 图 1：第一辆路虎 .....                               | 1 |
| 图 2：第一代路虎卫士 .....                             | 1 |
| 图 3：1970 款路虎揽胜 .....                          | 2 |
| 图 4：1989 款路虎发现 .....                          | 2 |
| 图 5：“one ford”战略只保留三个本土品牌，福特为核心，水星和林肯为辅 ..... | 5 |
| 图 6：塔塔收购前后捷豹路虎盈利状况 .....                      | 5 |
| 图 7：2002-2011 年路虎全球销量 .....                   | 6 |
| 图 8：2012 财年路虎车型销量结构 .....                     | 6 |
| 图 9：2003-2011 年路虎中国销量 .....                   | 7 |
| 图 10：2003-2011 年路虎中国销量占全球销量比例 .....           | 7 |

## 路虎品牌及发展史

**品牌及其命名：**路虎（Land Rover）是世界著名的英国越野车品牌，发源于英国老牌汽车生产商罗孚（Rover）公司，路虎品牌中的 Rover 与罗孚公司同名。Rover 实际上指的是北欧的一个勇敢善战的海盗民族，这也是为什么罗孚公司的商标是一艘迎风张帆的海盗船。路虎品牌定名 Land Rover，正是寓意着路虎汽车如陆地上的海盗船一般骁勇善战、无所畏惧、探险跋涉。

**第一辆路虎：**路虎品牌诞生于 1947 年，那一年罗孚公司从二战中的军工生产转回了汽车生产，当年罗孚汽车公司在伯明翰召集了一批技术精英，准备开发旗下的越野车型。有一天，路虎的创始人、罗孚工程师莫瑞斯·威克斯（Maurice Wilks），在自家农场里与罗孚总经理——其兄斯班瑟·威克斯（Spencer Wilks）聊到美国的威利斯吉普时，突发奇想，觉得罗孚的越野车应该区别于其他国家的品牌，要生产具有英国风味的越野车，于是开始着手制造以罗孚配件为基础的越野车——路虎。罗孚公司在当时罗孚 60 型轿车的基础上增加了 4 轮驱动和多功能车身，这便是世界闻名的越野品牌——路虎的第一辆车。

图 1：第一辆路虎



资料来源：Google 图片

图 2：第一代路虎卫士



资料来源：Google 图片

**旗开得胜：**1948 年 4 月，第一辆路虎越野车 Land Rover（后称 Defender，路虎卫士）在荷兰的阿姆斯特丹车展上首次亮相便大放异彩，在公众面前显示了其强大的越野能力。到 20 世纪 50 年代中期，路虎的名字已经成为耐用性和出色越野性能的代名词，无论是军方、农业客户，还是要求苛刻的急救服务行业，都对路虎情有独钟。不仅如此，当时英国首相温斯顿·丘吉尔的座驾就是路虎。

**第一次易主与名扬四海：**20 世纪 50 年代起，由于为了加入欧共体取消汽车行业关税保护、分期付款赊销等一系列政策的原因，英国的汽车行业的发展受到很大阻碍，开始走向联合。1968 年，路虎随着罗孚公司并入了利兰（Leyland）汽车集团，这一时期，市场对四驱车需求量达到空前水平，为了迎接这一需要，路虎于 1970 年推出了路虎揽胜（Range Rover）。路虎揽胜刚一问世就引起了强烈反响，在巴黎卢浮宫汽车展上，揽胜的豪华设计赢得广泛赞誉，它在保持了很好的舒适性和强大的越野性能之外外观亮丽、气质出众，无论是血统纯正还是使用性能都让其他车型望尘莫及。

图 3：1970 款路虎揽胜



资料来源：Google 图片

图 4：1989 款路虎发现



资料来源：Google 图片

**唯我独尊：**1988 年，随着日本车大量涌入英国和利兰汽车集团与本田的合作，利兰汽车集团经营下的罗孚公司丢失了品牌优势，被英国航空买下。之后，英国航空的经营更是让曾经与劳斯莱斯并称为女王座驾的罗孚品牌成为了充斥街头的经济型轿车。这期间，路虎也随着罗孚公司几易其主，但是其产品并没有像罗孚其他车型一样沦为平庸。1989 年法兰克福车展上，路虎发现（Discovery）首次亮相，再度掀起如潮好评，迅速赢得高档 SUV 美誉。

**第二次易主与品牌提升：**1994 年，宝马公司从英国航空手中买下罗孚公司，试图恢复罗孚的高档品牌价值，但却发现罗孚品牌的号召能力并不见得强于宝马 7 系，且引进越野品牌 Land Rover 让宝马公司亏损严重，于是 2000 年 7 月宝马公司以 30 亿欧元（约 27 亿美元）的价格单独将路虎卖给福特公司，而将罗孚倒贴给了英国凤凰财团，至此路虎从生父罗孚公司中正是分离开来，成为独立的越野车品牌。这一阶段，路虎又推出了适应城市越野需求的路虎神行者（Freelander），更进一步诠释了路虎品牌高档越野车的 DNA。

**第三次易主与重焕生机：**福特自收购路虎等高端品牌之后，由于经营不善，全公司口径一直亏损严重，年亏损在 2006 年曾一度达 126 亿美金之多，而路虎、捷豹和阿斯顿马丁等品牌在全球销售业绩很不理想。2008 年 3 月，福特汽车公司以 23 亿美元的价格将路虎和捷豹一同出售给印度塔塔集团，路虎多年来不断易主的命运暂时告一段落。2011-2012 财年，捷豹路虎营业收入达到了 135.1 亿英镑（合 212 亿美元），综合净利润 14.8 亿英镑（合 23.2 亿美元）。捷豹路虎两个品牌在塔塔的接手后结束了之前的低迷表现，开始在国际市场焕发出应有的生机。

## 路虎品牌旗下车型

路虎品牌旗下的越野车型主要包括 Freelander、Discovery、Defender 和 Range Rover 四大系列：卫士（Defender）历史悠久，是路虎推出的第一款车型，且坚固实用，越野性最强；揽胜（Range Rover）融合了卓越的越野性和豪华的舒适性；发现（Discovery）配备了最先进的电子系统，兼备了 7 座多用途车的优点；神行者（Freelander）则专门面向喜爱城市越野的顾客。路虎的四大系列越野车中，越野性能最强的是卫士，其次是神行者和揽胜，最弱的是发现；而对于豪华程度来说，最高的是揽胜，其次是发现和神行者，最低的是卫士。

表 1：路虎品牌旗下车型

|             |                                                                                                  |                                                                                             |                                                                                           |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| Defender    | <br>卫士          |                                                                                             |                                                                                           |
| Range Rover | <br>揽胜极光 EVOQUE | <br>揽胜运动版 | <br>揽胜 |
| Discovery   | <br>第四代发现       |                                                                                             |                                                                                           |
| Freelander  | <br>神行者二代      |                                                                                             |                                                                                           |

资料来源：网上车市，中信证券研究部

**卫士：**在路虎面世的最初二十年中，卫士是代表路虎品牌的唯一车型。路虎卫士在军队中甚受青睐，其名字“卫士”（Defender）也正体现了它的硬汉属性。作为路虎品牌中资历最老的车型，卫士坚固耐用、简单实用、为越野而生，即便行驶了二三十年依旧在山区草原等路况苛刻的路况下游刃有余、驾轻就熟。新款的卫士装配了坚固且重量较轻的非承载式全铝车身，不易生锈，适合长期在恶劣环境中使用。由于路虎卫士的车身平台可以满足多种用途，其车身风格多种多样，既有帆布软顶，也有的配备了空调系统密封良好的金属硬顶，这使得路虎卫士可以满足多种实用功能需求，可做农场用车、小客车、轻型卡车或越野车。值得一提的是，有史以来制造的路虎卫士，至今约有 70% 仍在使用。也正因为卫士硬朗、简单的风格，豪华的内饰和繁杂的配置似乎与其格格不入。目前路虎卫士的国内售价约为 75 万元。

**揽胜：**2010 年，路虎揽胜迎来了诞生 40 周年，这 40 年里的经典传承和设计创新革命让路虎揽胜系列车型成为了真正意义上的全球顶级奢华 SUV，堪称汽车设计史上的传奇杰作。揽胜的铝合金车身使得车内能够更加自由地进行合理布局，以获得更大的车内空间。揽胜的内饰设计非常豪华，许多工艺已经开始向宾利看齐，皮革、实木和金属材质的大量组合应用使得揽胜的品味能够完全与普通越野车区别开来。除了豪华的内饰，揽胜的越野本事一点也不含糊。四轮独立电子控制空气悬挂让路虎揽胜在不同路况下仍能够确保良好的操控性和舒适性。路虎的 HDC 陡坡缓降控制系统也让揽胜在面对严酷崎岖的路面下坡时，能够提供更好的操控特性。路虎揽胜的国内价格在 172.8-339.8 万之间。

**揽胜极光：**路虎的揽胜极光 Evoque 车型源自于 2008 年底特律展出的 LRX 概念车，这是路虎对揽胜品牌重新定位后推出的第一款全新车型。推出揽胜极光 Evoque 的主要目的是为了争取更多的细分市场份额，吸引与宝马 Mini 相类似的人群，甚至，路虎预言未来一半的 Evoque 车主将是女性。出于这种定位，揽胜极光 Evoque 的外形设计风格相比揽胜更为现代和激进。除了揽胜运动版之外，极光 Evoque 是路虎家族中最注重公路表现的车型，其全地形反馈系统中的动态模式之前只在揽胜运动版上出现过，这说明极光 Evoque 希

望驾驶者能在铺装路面上找到更多乐趣，而不是在传统硬派越野车开船般的感觉。路虎揽胜极光 Evoque 的市场价格在 62-64 万之间。

**揽胜运动版：**目前的揽胜运动版依旧沿用路虎发现的 T5 平台，而下一代揽胜运动版则将真正与揽胜共享平台，并使用同样的全铝车身，在车重减轻至 2100 公斤以下的同时车长增加 50 毫米，为设置 7 座版本提供可能。这将大大增强揽胜运动版在细分市场的竞争力，抗衡奥迪 Q7 和宝马 X5。此外，新一代揽胜运动版将大力度提升内饰品质，在材质和搭配上更加突出其运动的特质。总体来说，路虎揽胜运动版富于动感、冲劲十足，操控灵敏，在路虎家族当中外形也足够时髦，不过它更适于一般道路工况而不是越野路况。路虎揽胜运动版的市场价格区间为 95.2-183.8 万元。

**发现：**路虎第四代发现继承了路虎发现强大的越野性能，并全面提升了质感与时尚设计，这使得第四代发现在与同级对手的竞争当中拥有着不可取代的地位。第四代发现的外形相对前几代发现来说更像一辆小尺寸的揽胜，但是从侧面轮廓上看，典型的阶梯式车顶还是让人可以很清楚地将其与揽胜区分开来。第四代发现大幅提高了内饰的质感和舒适性能，提升了发现系列的奢华度，同时全地形反馈系统和陡坡缓降系统保证了路虎发现越野性能在细分市场的领先地位。路虎第四代发现的市场价格区间为 69.8-118.8 万元。

**神行者：**路虎神行者系列是路虎品牌的入门级车型，但车身外形大气粗犷，双疝气大灯锐气犀利，进气格栅如虎齿一般锋利，路虎血统一览无遗。神行者二代将原来悬挂在神行者一代车尾的备胎“请”回了车内的后备箱，外形风格上更显简单干脆。路虎神行者同样配备了路虎品牌傲视群雄的全地形反馈适应系统，无论在何种路况上都能够有效提升驾控稳定性和舒适性，再加上优越于同级别车型的精致奢华内饰，路虎神行者一直是同级市场中的佼佼者。路虎神行者二代的市场价格区间为 39.8-59.8 万元。

## 跨国并购案例：塔塔集团收购捷豹路虎

### 福特为什么要出售捷豹路虎

福特出售路虎捷豹并非因为这路虎捷豹业务亏损，2007 年路虎盈利达到了 12 亿美元，主要得益于路虎在俄罗斯和中国市场销量的大幅增长，而捷豹的运营状况也得到了改善，亏损额由 2006 年的 5 亿美元减少至 1 亿美元。

**“One Ford”战略拯救福特，引出捷豹路虎的出售。**由于福特汽车在全球市场表现不佳，自 2005 年三季度开始连续亏损，在 2006 年福特亏损甚至达到了 126 亿美元。巨亏之下福特已经没有过多的管理资源去经营过多的高端品牌，且之后一段时间内福特需要一定的资金来维持整个集团的商务运作，力争在 2009 年实现扭亏为盈的目标，因此通过出售旗下的一些盈利能力不是那么强的汽车品牌来筹措资金成了优先选择，这也是著名的“one ford”战略的一部分。当时，路虎与捷豹在福特经营下市场反应普遍冷淡，07 年捷豹、路虎总共销售不足 34 万辆，仅占福特汽车销售总额的 5.3%，将这两个英国品牌打包出售无疑是最快见效的方案。

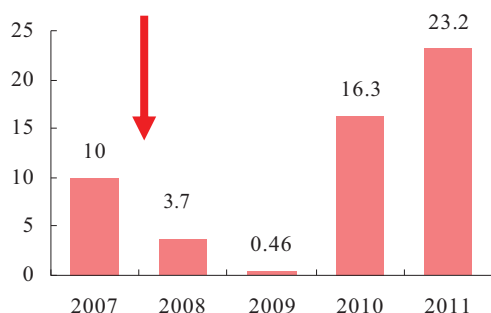
**“one ford”战略：**大刀阔斧的砍掉其他多余品牌，集中所有资源到少数几个核心平台开发全球车型，保证了福特能够进一步削减成本，提高零部件和系统的通用性。

图 5：“one ford”战略只保留三个本土品牌，福特为核心，水星和林肯为辅



资料来源：福特公司网站

图 6：塔塔收购前后捷豹路虎盈利状况（单位：亿美元）



资料来源：盖世汽车资讯，中信证券研究部

## 交易内容与过程

**交易内容与买家：**操办本次收购的有知名投行高盛、摩根士丹利和汇丰等机构，而由 KPMG 来负责计算捷豹与路虎的市场价值。而为了维护工人利益，在英国工会的要求下，福特提出了将路虎和捷豹两品牌捆绑出售并保留其中部分控股、买家需接手这两个品牌在英国的 3 家工厂、承担 Gaydon 和 Whitley 两地研发部门的运作、需要负担福特英国工厂发动机与铸造车间运转 10 年的苛刻条件，且于 2007 年 7 月 19 日截止竞标书递交，7 月 20 日“插标”竞拍路虎和捷豹。随着竞标书递交期限临近，有意竞购捷豹和路虎的买家也逐渐浮出水面，私募基金 Cerberus 资本管理公司、波石控股（Ripplewood Holdings）、One Equity Partners、英国 Alchemy Partners、太平洋资本以及印度塔塔汽车、马亨德拉公司等车企均明确表态有意收购捷豹和路虎。

**印度塔塔汽车公司**是印度塔塔集团下属子公司，在全球商用汽车制造企业当中位列前十之内，年营业额高达 20 亿美元，占有印度市场 59% 的份额，是印度最大的汽车企业。经历了印度上世纪 90 年代的盲目大规模投资和国际企业涌入浪潮，塔塔集团一度低迷，2000 年至 2001 年期间，集团损失高达 50 亿卢比。塔塔集团为了扭转局面，开始对自身进行艰难整顿，至 2007-2008 财年国际销售额已经超过 300 亿美元；而塔塔汽车为了走出低谷，也制定了明确的战略拓展计划。2006 年以来，塔塔集团海外并购动作频频，收购捷豹和路虎成为了塔塔汽车迅速进军高端乘用车市场、扩大海外业务和国际化形象的一个绝佳机会。

**收购过程与对价：**对于此次收购，印度塔塔汽车一直保持低调，7 月份才对外透露塔塔秘密聘请了资深顾问进行捷豹、路虎收购利害分析，并与福特公司签订了保密协议。经过五个月的角逐，竞购捷豹路虎的潜在名单几经更替，最终只剩下塔塔和马亨德拉公司、One Equity Partners，而在 2007 年 11 月 26 日，英国工会代表在会见了三家收购方后，公开对拥有经营海外汽车品牌经验的印度塔塔汽车公司抛出橄榄枝，表示对塔塔收购路虎捷豹给予支持。

当年福特在 1989 年和 2000 年分别以 25 亿美元和 27.5 亿美元的价格收购了捷豹和路虎，塔塔为收购捷豹和路虎，在三家收购方中出价最高，开出了 20.5 亿美金的价码。2008 年 3 月 27 日，塔塔汽车最终以 23 亿美元（合约人民币 162.3 亿元）的价格收购路虎捷豹，成为路虎的新东家，结束了为时 9 个月的收购历程。而为了完成这一收购，塔塔汽车的长期信用评级被标准普尔一降再降，由 BBB 降为 BB+，又下降至 BB。

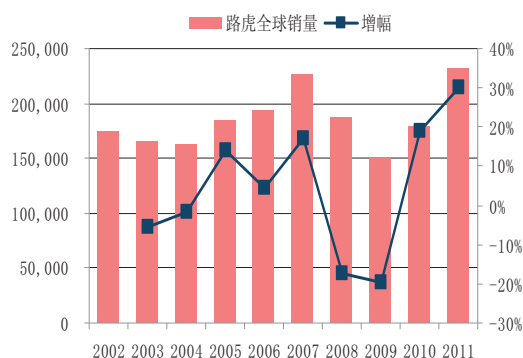
## 路虎品牌市场表现

### 路虎全球市场表现

虽然路虎三易其主，但是路虎的血统以及卓越的品质并没有因为转手而被稀释。路虎已经从 1948 年的实用性工具车型发展成为今天的多功能时尚越野四驱车，定位于面向身份尊贵不断追求全新生活体验的人士，越来越多的人开始熟悉路虎，青睐路虎。路虎现销售于 140 多个国家，其中，在俄罗斯、中国、法国和西班牙等市场上销量增长势头迅猛，Range Rover 和全新 Freelander 两个系列的车型全面领跑路虎旗下产品，市场潜力巨大。

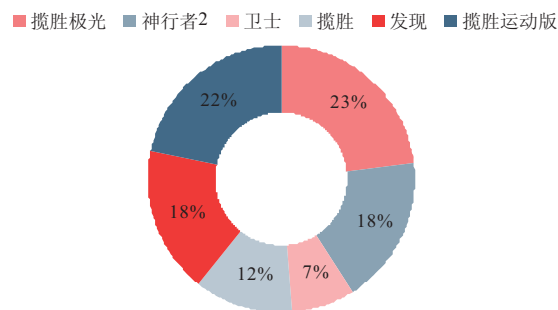
自福特收购路虎公司以来，路虎在全球市场的表现尚如人意，即便是 2007 年福特忙于将路虎剥离之时，路虎依旧于公司创立 59 年之际年销量首度突破 20 万辆，当年实现盈利 12 亿美元。2008 年由于受到金融危机全球需求衰减的影响，路虎销量有所下降。2008 年之后，得益于路虎近些年来投放市场的车型神行者 2 代、揽胜运动版和揽胜极光表现出强劲的市场竞争力，Range Rover（揽胜）系列和 Freelander（神行者）系列车型在俄罗斯、中国、法国和西班牙等市场上继续热销，路虎公司的全球销量实现了大幅增长。

图 7：2002-2011 年路虎全球销量（单位：辆）



资料来源：盖世汽车资讯，中信证券研究部

图 8：2012 财年路虎车型销量结构



资料来源：KARVY，中信证券研究部

2010-2011 财年，捷豹路虎两个品牌的营业收入为 98.7 亿英镑，同比增长 36.9%，综合净利润为 927.4 亿印度卢比（合 16.6 亿美元），同比增长 45.8%；2011-2012 财年，捷豹路虎营业收入达到了 135.1 亿英镑（合 212 亿美元），占塔塔集团营业收入的 71.2%，综合净利润 14.8 亿英镑（合 23.2 亿美元），占塔塔集团利润的 95.5%。捷豹路虎两个品牌在塔塔的接手后结束了之前的低迷表现，开始在国际市场焕发出应有的生机，并且显而易见成为了塔塔汽车的主要营利来源。

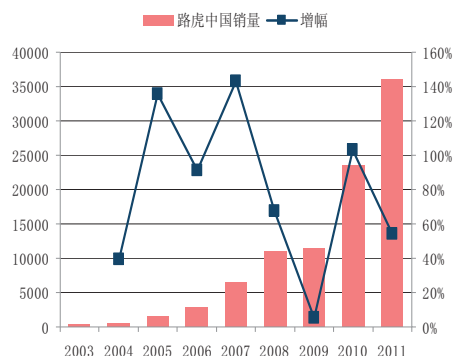
### 路虎中国市场表现

路虎 2003 进入中国，但初入中国市场的路虎似乎有些水土不服，每年仅能卖出几百台。随着宣传推广和其他各方面信息渠道影响，中国消费者开始逐渐了解路虎品牌和车型，路虎中国的销售也开始放量，2005-2007 年路虎在中国的销量平均每年增长水平超过了 100%。2008 年，受经济危机浪潮和塔塔收购路虎

的影响，路虎车型在中国的销售出现了明显下滑。2010 年经济危机消退，加之路虎在被塔塔收购后依旧保持了收购之前的运作模式，让消费者们放心塔塔的收购并不会降低路虎的品质，中国市场的路虎销量又重新表现出强劲态势，当年销量增幅便达到了 100%，且 2011 年势头丝毫未减。路虎中国销量占全球销量的比例逐年攀升，由最初 2002 年的 0.26% 到 2007 年的 2.9%。直至 2011 年，路虎中国销量已经占路虎全球销量的 15.5%，路虎在中国的销量增长已经成为路虎全球销量增长的主要拉动动力。基于路虎在中国市场的热销，路虎中国对路虎品牌 2012 销量做出了 4 万辆的规划，预计增幅实现 50%-60%，并乐观估计 2013 年路虎在中国的销量增幅仍将保持这一水平。

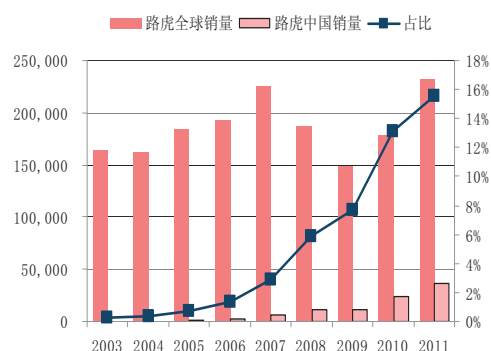
图 9：2003-2011 年路虎中国销量

（单位：辆）



资料来源：盖世汽车资讯，中信证券研究部

图 10：2003-2011 年路虎中国销量占全球销量比例（辆）



资料来源：盖世汽车资讯，中信证券研究部

## 与奇瑞的合作

2010 年塔塔汽车公司首席执行官卡尔·彼得·福斯特公开表示将在中国建厂生产捷豹路虎车型，希望寻找合作伙伴，而奇瑞汽车正是塔塔公司要寻找的目标。国内的自主品牌比亚迪联手奔驰、吉利收购沃尔沃、华晨“双拥”奔驰宝马，而奇瑞本身就有强烈的发展高端车型的需求，而路虎捷豹选择与奇瑞合作也将对自身产品的成本优化有积极帮助。奇瑞汽车负责人与路虎 CEO 还曾商谈过，捷豹路虎表示愿意以捷豹平台为基础，与奇瑞重新打造一款豪华车，作为双方合资公司的自主品牌。这对奇瑞无论是在品牌形象还是在研发能力上都是一个好消息。

2012 年 3 月，双方达成协议，投资新合资公司总共 175 亿元，双方各占 50% 股份。新合资公司将落户江苏常熟经济技术开发区，包括一个整车厂和一个发动机厂，计划于 2014 年 7 月竣工投产，届时将首先生产揽胜极光和神行者二代 2 款路虎车型、一款捷豹车型，并推出合资公司的自主品牌车型，年产量规模初步制定为 5 万辆，并于 2015 年产能达到 8 万辆的水平。合资公司的研发中心和营销总部将落户上海，经销商网络目前仍计划使用捷豹路虎的原有网络，但不排除之后会与奇瑞共建销售网络。这一合作模式与奇瑞另一合资公司观致汽车的运作模式极为相似。

## 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<br>中信证券大厦（100125） | 上海浦东新区世纪大道 1568 号<br>中建大厦 22 楼（200122） | 深圳市福田区中心三路 8 号中信<br>证券大厦（518048） | 香港中环添美道 1 号中信<br>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。