

中信汽车·车闻天下(第88期) ——新能源汽车专题之五 Tesla Motors

中信证券研究部 汽车行业研究组

李春波	许英博	高嵩	陈俊斌
电话: 010-60838203	电话: 010-60838704	电话: 010-60838822	电话: 010-60836703
邮件: lcb@citics.com	邮件: xuyb@citics.com	邮件: gs@citics.com	邮件: chenjb@citics.com
执业证书编号: S1010510120010	执业证书编号: S1010510120041	执业证书编号: S1010512020002	执业证书编号: S1010512070001

本期引言:

Tesla Motors 成立于 2003 年, 总部位于美国加州硅谷, 主要从事纯电动汽车的设计制造和销售, 也向第三方提供电动汽车动力系统的研究开发和代工生产服务。公司目前主要有三款车型, 其中 Roadster 已经停产, Model S 车型在售, Model X 车型预计于 2014 年上市。

本期『车闻天下』, 我们将简要介绍 Tesla 汽车公司的发展历程、产品、市场表现及发展前景。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, 中信证券研究部

目 录

Tesla 公司的发展历程与基本情况	2
公司发展历程	2
公司股权结构	2
创始人及董事长马斯克	3
公司的生产基地分布及经销商布局	4
公司主要产品	5
Roadster	6
Model S	7
Model X	7
Gen III	8
技术特点: 电池与控制系统性能出色	8
全球合作: 与丰田和奔驰的合作	10
与丰田的合作	10
与戴姆勒的合作	10
Tesla 的市场表现及发展前景	10
销量——新车型订单快速提升	10
收入保持快速增长 盈利有望逐步改善	11
股价——表现好于 Nasdaq 综指	12
发展前景——有望立足并成为纯电动车细分领域的小众品牌	13

Tesla 公司的发展历程与基本情况

公司发展历程

Tesla（特斯拉）公司成立于 2003 年，总部位于美国加州硅谷，是世界上为数不多的专业生产电动汽车的厂商之一，也是唯一一家在美国上市的纯电动汽车独立制造商。公司迄今为止主要的发展历程如下：

- 2003 年 7 月，马丁•艾伯哈德与马克•塔彭宁（Marc Tarpenning）合伙在硅谷成立了 Tesla。
- 2004 年 2 月，马斯克认识了艾伯哈特和他的团队，并决定向 Tesla 投资 630 万美元，根据其条件成为董事长。
- 2007 年底，Tesla 和戴姆勒公司开始就锂电池在电动版 Smart 上的应用展开合作。
- 2008 年 2 月，第一辆 Roadster 下线。
- 2008 年 4 月，Tesla 第一家零售店在洛杉矶开业。
- 2008 年 10 月，Roadster 实现量产。
- 2009 年 6 月，Tesla 被批准接受美国能源部的 465 万美元低息贷款。
- 2009 年 6 月 25 日，第一家海外零售店——伦敦店开业。
- 2009 年 7 月，Tesla 推出新款 Roadster 和高性能版 Roadster Sport。
- 2010 年 1 月，Tesla 推出右舵版 Roadster 开始拓展海外市场。
- 2010 年 5 月 20 日，Tesla 和丰田公司宣布了合作计划，丰田将向 Tesla 投资 5000 万美元，特斯拉将以 4200 万美元购买丰田通用的 NUMMI 联合工厂。
- 2010 年 6 月，Tesla 成功完成 IPO，净募集资金约 1.84 亿美元。
- 2010 年 7 月，Tesla 和松下公司宣布联合开发锂电池的计划。
- 2010 年 10 月，Tesla 与丰田汽车签订了为电动版 RAV4 提供电池及动力系统开发服务的合作协议。
- 2011 年 6 月初，Tesla 以 28.76 美元的价格公开发行 530 万股普通股，净募集资金 1.5 亿美元。
- 2012 年 2 月，Model X 车型披露。
- 2012 年 6 月 22 日，Model S 车型开始发售。
- 2012 年 11 月 12 日，Model S 获得了 Motor Trend 的“年度之车”奖。

公司股权结构

目前 Tesla 总股本约为 1.05 亿股，其中公司内部持股达到 24.74%。机构持股比例达到 67%，其中戴姆勒、丰田和松下分别持有 4.28%、2.58% 和 1.25% 的股权。

表 1：高管持股情况

持有人	股数	最后申报时间
MUSK ELON	27,203,237	2012-10-2
KOHLER HERBERT	4,867,929	2012-6-24
EHRENPREIS IRA MATTHEW	3,446	2011-12-8
MUSK KIMBAL	3,992	2012-2-1
GRACIAS ANTONIO J.	46,626	2012-5-13

资料来源：雅虎财经，中信证券研究部

表 2：持股 1%以上的股东

股东名称	持股数量	登记日期	持股比例%
MUSK ELON R	27,203,237	2012-10-3	23.91
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH	16,868,604	2012-9-30	14.83
CAPITAL RESEARCH GLOBAL INVESTOR	8,369,793	2012-9-30	7.36
ABU DHABI WATER & ELECTRIC	7,297,139	2011-12-31	6.41
DAIMLER AG	4,867,929	2012-7-5	4.28
ARTISAN PARTNERS HOLDINGS LP	3,281,800	2012-9-30	2.88
VANGUARD GROUP INC	3,263,688	2012-9-30	2.87
AABAR BLACKSTAR HOLDINGS	3,245,286	2012-6-25	2.85
MARSICO CAPITAL MANAGEMENT LLC	3,068,970	2012-9-30	2.7
BLACKROCK ADVISERS	3,042,228	2012-9-30	2.67
TOYOTA MOTOR CORP	2,941,176	2012-3-31	2.58
WELLS CAPITAL MANAGEMENT INC	2,480,401	2012-9-30	2.18
INVESCO LTD	2,369,453	2012-9-30	2.08
JP MORGAN CHASE & CO	2,170,109	2012-9-30	1.91
TIAA CREF INVESTMENT MANAGEMENT	2,155,457	2012-9-30	1.89
JENNISON ASSOCIATES LLC	1,999,224	2012-9-30	1.76
MORGAN STANLEY INVEST MGMT INC	1,718,228	2012-9-30	1.51
RCM CAPITAL MANAGEMENT LLC	1,714,029	2012-9-30	1.51
BLACKROCK INSTITUTIONAL TRUST	1,684,072	2012-9-30	1.48
PRIMECAP MANAGEMENT COMPANY	1,649,890	2012-9-30	1.45
TECHNOLOGY PARTNERS	1,593,290	2011-12-9	1.4
PANASONIC CORP	1,418,573	2012-3-31	1.25
T ROWE PRICE ASSOCIATES	1,412,070	2012-9-30	1.24
AMERIPRISE FINANCIAL INC	1,262,678	2012-9-30	1.11
ZEVENBERGEN CAPITAL INV LLC	1,258,920	2012-9-30	1.11

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

创始人及董事长马斯克

Tesla 名字来源于著名电磁物理学家、交流电动机发明者和颇具争议的天才人物尼古拉·特斯拉（Nikola · Tesla）。同样颇具争议的是其早期投资人和董事长——硅谷的传奇人物埃隆·马斯克（Elon Musk），他不仅创办了 Tesla，还是全球最大的在线支付平台 Paypal、软件公司 Zip2 的共同创始人，空间运载技术公司 SpaceX、光伏发电系统开发商 SolarCity 的创始人兼董事长，可谓名副其实的“科技狂人”，以至于成为导演乔恩·费夫洛的著名电影《钢铁侠》的原型。

图 1: Tesla 的创始人马斯克



资料来源：百度图片

公司的生产基地分布及经销商布局

Roadster 是借英国莲花汽车的生产线生产。后 Tesla 在 2010 年购买了位于加州费利蒙的 NUMMI 工厂，现在为 Tesla 的主要生产基地。该工厂占地超过 80 万平方米，现主要用于 Model S 车型的生产（未来还可能投产 Model X）。预计年产量可达 2 万辆，同时将雇佣超过 1000 名工人。

图 2: Tesla 生产线



冲压生产线



自动焊装线



注塑件生产线



喷漆生产线

资料来源：公司公告，中信证券研究部

Tesla的销售主要为直营模式，即公司直接投资销售中心或4S店。截至2011年底，Tesla全球共拥有20家店，2012年末将达到接近30家，2013年将有望进一步提升至接近50家。目前主要网络位于发达国家，包括美国、欧洲和日本，中国的销售中心仍在计划中。

图3：Tesla全球销售中心与网络布局



资料来源：公司公告，中信证券研究部

通过直营销售的方式，Tesla可以提供更好的用户体验，并及时有效的从客户获得反馈，同时还能提高经营效率，优化库存管理。但缺点同样存在，即Tesla需要自行承担开设经销网络的前期投资，在销量并不高的情况下，对现金流带来一定压力；网络扩张的速度低于经销商模式；在美国部分州，由于法律禁止汽车厂商不经过独立的经销商直接向顾客出售产品。

公司主要产品

公司目前已经上市的有两款产品，分别是08年上市的Roadster（已经停止发售），和今年6月上市的Model S。公司新车型Model X已于今年初发布，预计于2014年正式上市。此外，公司还将一款小型电动车。

表3：Tesla主要车型及相关参数

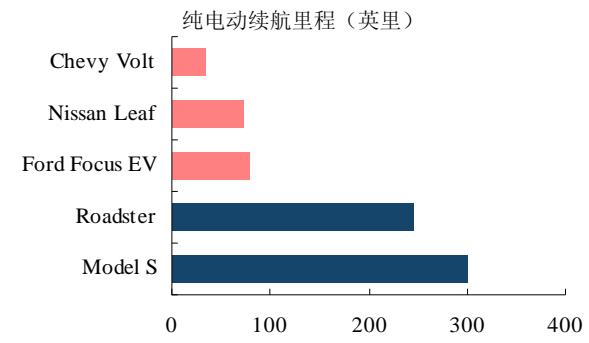
车型名称	Roadster	Model S	Model X	Gen III
上市时间	2008年2月	2012年6月	2014年	待定
图片				
售价区间 (美国售价，美元)	109000	57000-105400	/	少于30000
轴距(毫米)	2351	2959	2959	/
总质量(吨)	1.2	2.1	/	/

电池容量(千瓦时)	53	40,60,85	60,85	/
续航里程(公里)	393	258-480	340-430	/
百公里加速时间(秒)	3.7-3.9	4.4-6.5	/	/

资料来源: 公司公告

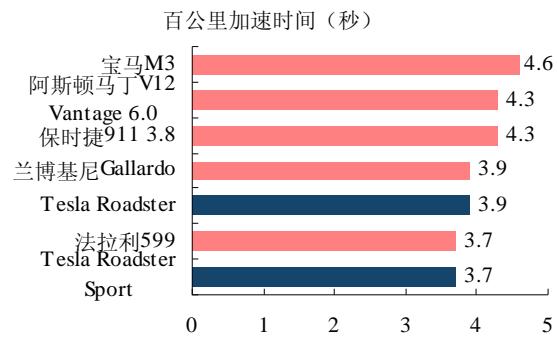
从性能数据看, Tesla 的产品显著优于市场上的主流同类产品。从纯电动续航里程看, Model S 是日产 LEAF 的 4.1 倍, 雪佛兰 Volt 的 8.6 倍; 加速性能甚至超过部分汽油版超级跑车。

图 4: 主流纯电动汽车最大续航里程对比



资料来源: Tesla Motors, 中信证券研究部

图 5: Roadster 与部分超级跑车加速性能比较



资料来源: Tesla Motors, 汽车之家, 中信证券研究部

Roadster

Roadster 是世界上第一台真正意义上的量产高性能纯电动公路跑车。目前它有标准版的 Roadster 和高性能版的 Roadster Sport 两个版本, 是在英格兰的 Hethel 由莲花利用 Elise/exige 的平台制造的。2008 年 2 月投产, 由于协议到期, 莲花不再提供底盘与车身, 该车型于 2012 年 1 月停产, 总计销量达到 2400 辆。

外观内饰

图 6: 2009 Roadster Convertible 外观内饰



资料来源: Google 图片



性能参数

表 4: Roadster 性能参数表

	Roadster	Roadster Sport
55mph 巡航里程	393km	393km
0 到 60mph(97km/h)	3.9 秒	3.7 秒

最高时速	125mph	125mph
发动机最大功率和转速	225kW 5000-6000	223kW 4000-6000
最大扭矩	273lbft at 5400rpm	295lbft at 5100rpm
长宽高	155.1/72.9/44.35in	

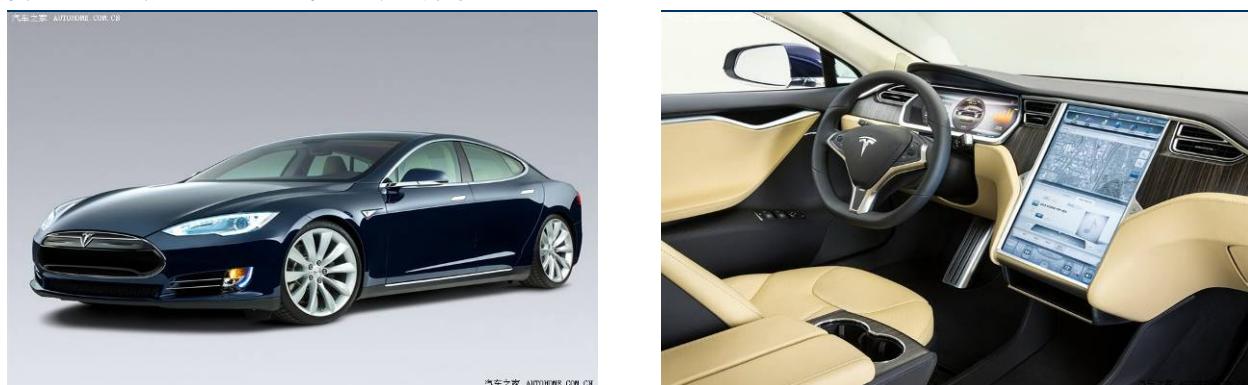
参考资料: 公司公告

Model S

Model S 是 Tesla 公司设计的一款全尺寸电动四门轿车，并于 2012 年 6 月在美国开始正式发售。该车型有类似玛莎拉蒂的流线型车身，车内配有一块 17 寸液晶屏。

外观内饰

图 7: 2012 款 Model S 基本型外观和内饰



资料来源: 汽车之家

性能参数

表 5: Model S 性能参数表

	40kWh	60kWh	85kWh	85kWh PERFORMANCE
55mph 巡航里程	258km	370km	480km	480km
0 到 60mph(97km/h) 加速时间	6.5 秒	5.9 秒	5.6 秒	4.4 秒
最高时速	177km/h	193km/h	201km/h	210km/h
发动机最大功率和转速	-	-	170kW 6000-9500rpm	310kW 5000-8600rpm
最大扭矩	-	-	440Nm	600Nm
价格	\$49,900	\$59,900	\$69,900	\$84,900

资料来源: 公司公告

Model X

Model X 是 Tesla 公司的一款全尺寸电动跨界 SUV 车型，并预计于 2013 年底投产，2014 年发售。车型最早出现在 2012 年 3 月日内瓦车展上。Model X 应用了 Model S 的平台并将在 Tesla 的加州工厂生产。

外观内饰

图 8: Model X 外观内饰



资料来源：公司公告

性能参数

表 6: Model X 性能参数表

	60kWh	85kWh
55mph 巡航里程	340km	430km
0 到 60mph(97km/h) 加速时间	4.4s(expected)	4.4s(expected)
最高时速	177km/h	193km/h
发动机最大功率和转速	-	-
最大扭矩	-	-

资料来源：公司公告

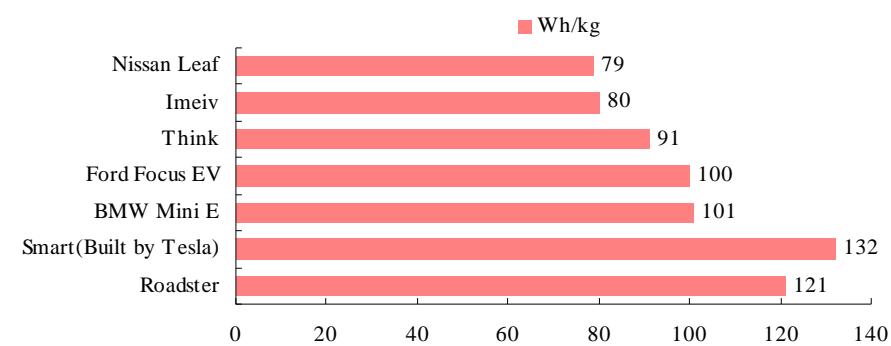
Gen III

Tesla 汽车的第三代车型，暂时定名为 BlueStar，预计将于 2015 年投产。其将成为 Tesla 的一款平价车型，有助于开拓中端市场和电动车的普及，也将为公司带来销量规模和降低单车生产成本。可以说，Gen III 将是公司在通过 Roadster、Model S、Model X 等高端车型赚足了吆喝、提升了品牌价值之后，真正可以将公司做大做强的车型。

技术特点：电池与控制系统性能出色

电池模块：Tesla Roadster 采用的是基于 18650 型（直径 18mm，高度 65mm）锂电池的电池模块。整个电池模块包含 6831 个电池芯。电池模块周围设有加热器和冷却器，以便于在极端低温和高温情况下使用。在 40A，240V 的电源下，Roadster 的电池模块可以在 7 小时内充满。

图 9: 不同厂商电池能量密度



资料来源：各公司网站，中信证券研究部汇总

Model S 采用与松下（Panasonic）共同研发的高容量 3.1Ah 镍基锂电池组，这也是松下公司推出的最新电池产品，总容量达到 85 千瓦时，总重量接近半吨。

图 10：18650 型锂电池和 Roadster 的电池模块

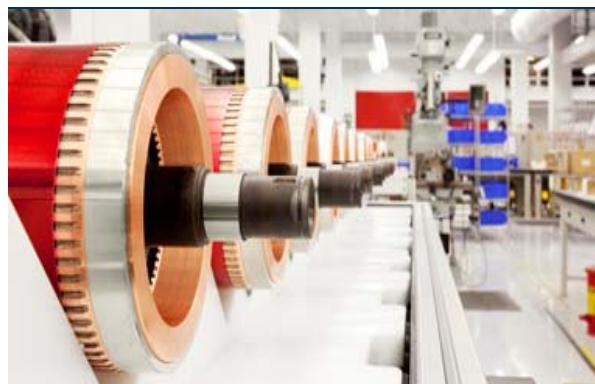


资料来源：公司网站

电池管理系统：由于电池的安全性对于电动车而言极为重要，考虑到 Tesla 的潜在用户，先进的电池管理系统尤为重要。Tesla 的工程人员研发了一套非常先进且成本高昂的电池管理系统，这套系统率先使用在 Tesla Roadster，包括液体冷却系统，主动和被动安全设施等。

电动机：与传统内燃机相比，Tesla 的电动机更加环保，高效和小巧。其在低转速时依然能够提供足够的扭矩。且当车减速时，多余的动能可以被转化为电能再次储存起来。

图 11：Tesla 电动机



资料来源：公司公告

软件控制系统：Roadster 应用了许多处理器来控制电源，电动机，门锁和交互触摸面板等系统。通过交互面板上的车辆控制软件，驾驶员可以实现门开合，处理警告信息等。电源和扭矩控制系统使得车辆行驶更加智能。同时 Tesla 提供了独特的远程监控诊断功能。

全球合作：与丰田和奔驰的合作

除了和英国莲花合作获得 Roadster 车型的车身和底盘外，以及和松下合作共同研发电池技术外，Tesla 还与丰田和戴姆勒公司进行了合作。

与丰田的合作

股权换产能：2010 年 5 月，丰田和 Tesla 公司达成合作意向。丰田向 Tesla 公司提供 5000 万美元有条件投资，同时 Tesla 公司斥资 4200 万美元购买了丰田通用的 NUMMI 工厂。至此，Tesla 终于获得了自己的整车产能，可以不再受制于人。NUMMI 工厂成为 Model S 的生产基地，未来也将投产 Model X 车型。而丰田则获得了 Tesla 2.58% 的股权。

图 12：原丰田和通用合资的 NUMMI 工厂



资料来源：必应图片

图 13：电动版 RAV4 的仪表板



资料来源：必应图片

提供核心产品：2011 年 7 月，Tesla 取得丰田汽车总额 1 亿美元的订单，将在 2012 年至 2014 年为电动版 RAV4 代工生产电池及动力系统。同时，Tesla 还向丰田出售自己的 ZEV 信用（ZEV Credits，零排放车辆信用）来获取收益。2012 年 11 月，丰田首席设计师 Tetsuya Tada 确认丰田公司会推出 Supra 的后继车型，且极有可能装备 Tesla 公司的电动系统。

与戴姆勒的合作

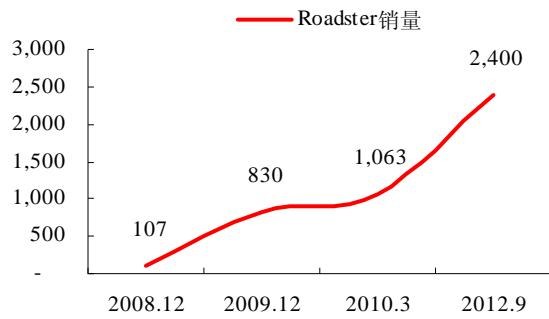
提供核心产品：2007 年底，戴姆勒和 Tesla 开始紧密合作，Tesla 为戴姆勒公司的第一款电动车型提供电池系统。2009 年 11 月份，Tesla 开始向戴姆勒公司交付用于电动版 Smart 的电池模块和充电系统。但戴姆勒也明确表示，计划从 2012 年开始把其所需的锂离子电池组全部交由其控股的子公司生产。在中国市场上，戴姆勒则选择了与中国本土的比亚迪设立合资公司，研发、生产双方共有品牌的电动汽车。

Tesla 的市场表现及发展前景

销量——新车型订单快速提升

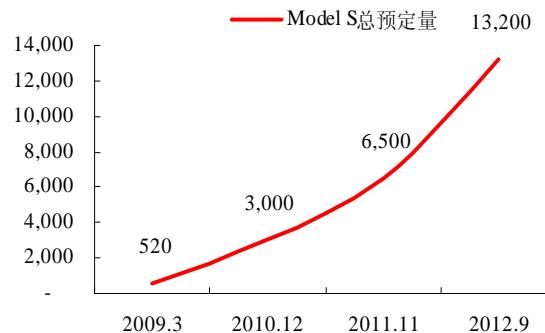
Roadster 和 Model S 均有不错的表现。Roadster 上市以来销量持续增长, 但受制于莲花提供的底盘数量 2012 年初停产。Model S 发售首周即预定 520 辆, 预定量持续快速提升。公司预计 Model S 未来年销量将达到 2 万辆。

图 14: Roadster 的总销量



资料来源: Tesla Motors, 中信证券研究部

图 15: Model S 总预定量快速提升

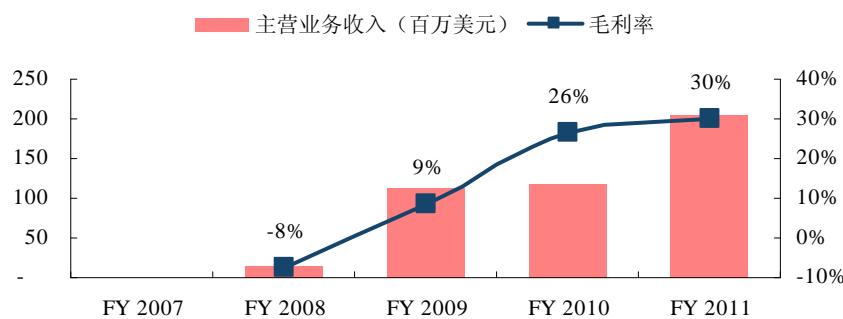


资料来源: Tesla Motors, 中信证券研究部

收入保持快速增长 盈利有望逐步改善

随 Roadster 车型认可度的提升和 Model S 车型的推出, Tesla 品牌逐步获得市场认可, 营业收入随销量提升快速增长。2011 财年公司营业收入超过 2 亿美元, 同比增长 75%。根据彭博的预测, 2012 财年公司营业收入有望再度翻番, 超过 4 亿美元。2014 年以后, 随 Model X 车型的上市和 Gen III 普及型电动车的推出, 公司营业收入规模有望保持快速增长。

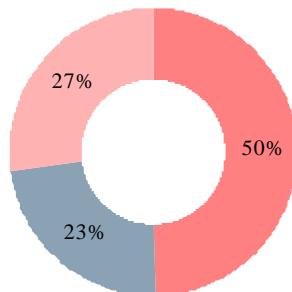
图 16: Tesla Motors 营业收入快速增长, 利润率逐步提升



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 17: Tesla Motors 营业收入结构

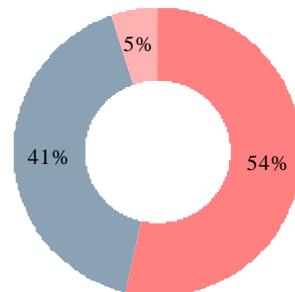
■ 整车及相关附件销售 ■ 底盘核心部件销售 ■ 开发服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 18: Tesla Motors 营业收入来源

■ 美洲 ■ 欧洲 ■ 亚洲

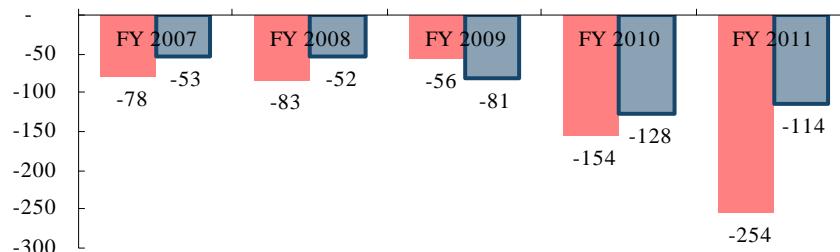


资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司产销规模较小，收购并改造 NUMMI 工厂以及持续较大的研发投入导致公司持续亏损。2011 财年公司净亏损 2.54 亿美元，较 2010 年扩大 1 亿美元。

图 19: Tesla 净利润持续下滑，但经营活动现金流已现改善

■ 净利润 ■ 经营活动现金流



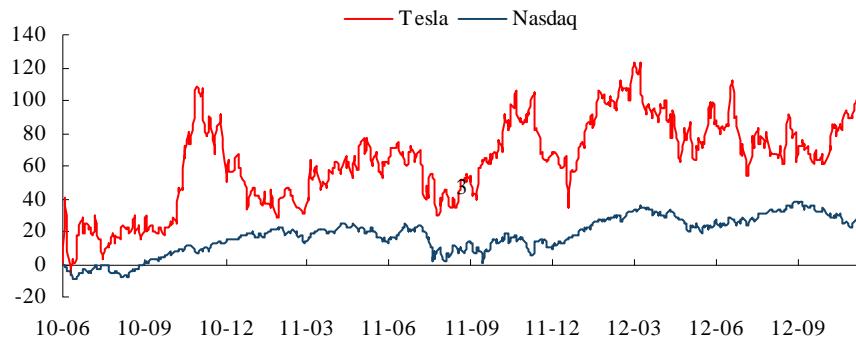
资料来源：公司公告，中信证券研究部

随新车型的推出并上量，规模效应逐步显现，公司经营活动现金流 2011 财年显现出改善迹象，预计随 Model S 交付规模的增长和未来 Model X 等车型推出，公司经营活动现金流将有望进一步改善，驱动公司盈利改善。

股价——表现好于 Nasdaq 综指

Tesla 公司自 2010 年 6 月 IPO 起来，股价走势好于同期纳斯达克指数，表明投资者对于公司未来盈利改善及发展前景仍保有较高的期望。若新车型市场接受度良好，公司盈利改善兑现，公司股价表现有望维持较强。

图 20: Tesla 上市至今股价表现显著好于纳斯达克综合指数（%）



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

发展前景——有望立足并成为纯电动车细分领域的小众品牌

我们认为,美国和中国分别从高端和低端切入纯电动汽车市场。主要理由如下:

- ◆ 美国千人口汽车保有量超过900辆,很多家庭拥有2辆及以上的汽车,而第二、第三辆车购买电动车的可能性远超第一辆;此外从停车场地、充电设施考虑,在美国拥有电动汽车的便捷程度也远高于其他高人口密度国家。在美国,第一辆汽车可看作必需消费品,而第二、三辆汽车仍未可选消费品,对于可选消费品,电动汽车的品牌价值、安全性、性能甚至价格(不能过低)是重要考量因素,因此美国可能是高端纯电动汽车潜力最大的市场。而Tesla抢先占据了这一空白市场,如果战略和产品不出大的意外或事故,公司有望在这一细分领域立足。
- ◆ 而中国的情况与美国基本相反,对于广大农村和四、五线城市地区,低端廉价的纯电动汽车可能是实现机动化更好的选择,因此中国更可能从低端切入纯电动汽车市场。

Tesla的创业者和主要管理人员从IT企业流入,但汽车和IT行业很大的不同点在于,IT可以依靠技术进步和成本下降快速导入市场,并在短期内对老产品或同类产品形成大规模替代;而汽车包含口碑和导入期,一个汽车品牌的口碑需要长时间的建立。

因此Tesla短期内难以快速获得市场大范围的认可,更应通过高端电动车市场积累获得部分小众用户,并借此提升品牌价值和形象。待电动车市场逐步成熟时,再通过中端车型与传统汽车厂家的车型展开竞争,才有可能最终做大做强。

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送达或为任何就送达、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
投资评级分为股票评级和行业评级。 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；	股票投资评级	买入	相对中行 300 指数涨幅 20% 以上；
		增持	相对中行 300 指数涨幅介于 5%~20% 之间；
		持有	相对中行 300 指数涨幅介于 -10%~5% 之间；
		卖出	相对中行 300 指数跌幅 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：	行业投资评级	强于大市	相对中行 300 指数涨幅 10% 以上；
		中性	相对中行 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间；
		弱于大市	相对中行 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。