

## 乘用车行业新框架： 强化结构，弱化整体

### 核心观点：

- 2011年以前汽车行业整体供需关系处于供不应求状态，因此汽车股的投资逻辑为：需求驱动销量—销量驱动利润率—盈利驱动股价，且行业内个股存在着明显的同涨齐跌的特征。
- 行业逐步经历由成长期向成熟期过度，从现阶段开始行业供需结构、销量增速、盈利能力均将出现明显的分化。受更新需求主导，B、C级车享有更高的销量增速。汽车行业的研究框架将逐步转向：跟踪销量的结构性变化—关注企业的竞争优势和盈利能力—自下而上优选个股。
- 看好B、C级车的销量增长，A级车的市场份额将进入下降通道。原因在于：更新性需求助推乘用车消费升级，消费者购车逐步走向高端化、功能化，限购政策的实施导致需求结构上移，二手车高增长体现旺盛的更新需求的同时挤压A级车份额。
- B级车市场竞争格局稳定，盈利能力将提升。2012年上半年B级车销量增速达17%，远高于行业平均水平；新帕萨特、新迈腾等车型的畅销驱动B级车市场高增长；德系车受品牌及技术影响，市场份额持续上升；B级车行业集中度稳定，并无价格战可能性；SUV市场继续享有高增长，但以中高端20-40万需求为主。
- C级豪华车是各车企未来的盈利来源。C级车市场空间广阔，主流豪华车厂商主动针对中国市场增产能、扩渠道、引车型。C级车厂商处寡头垄断竞争，随着库存的消化，新车型的推出，价格将企稳回升，盈利前景看好。
- 从行业比较来看，汽车行业具有需求稳定，竞争格局优化，估值偏低的优势，同时影响汽车行业需求的因素向上，行业盈利能力将继续恢复，汽车行业将成为下半年风格切换的首选行业，早周期特点将会先/优于大盘，未来三个月结构优化的龙头汽车公司将会跑赢行业和大盘，继续给予“推荐”评级。
- 自下而上，优选B、C级车相关标的，弱势背景下，零部件个股更具成长性，资本开支更谨慎，应该享有更高的估值。
- 给予华域汽车、上汽集团、京威股份“推荐”评级。
- 主要风险因素：销量持续低于预期、库存依然高企

### 需要关注的重点公司

证券代码	证券简称	2012-7-28	EPS		PE	PB	总市值
		收盘价	2011A	2012E	2012E		(亿元)
600104.SH	上汽集团	12.83	1.83	1.95	6.58	1.38	1414.58
600741.SH	华域汽车	8.92	1.16	1.26	7.08	1.39	230.42
002662.SZ	京威股份	19.97	1.03	1.39	15.24	7.25	59.91

资料来源：中国银河证券研究部

推荐 维持评级

### 分析师

杨华超

☎: (8621) 2025 2681

✉: yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050003

### 特别鸣谢:

戴卡娜

☎: (8610) 6656 8028

✉: daikana@chinastock.com.cn

张熙

☎: (8610) 8357 4030

✉: zhangxi\_yj@chinastock.com.cn

### 相关研究

《行业最困难时期即将过去，价稳量升带来盈利弹性》2012.07.22

《上汽集团：估值安全，稳健性投资首选》2012.07.02

《华域汽车：稳健凸显价值》2012.07.02

《京威股份：分享豪华车增长盛宴，成长极具潜力》2012.05.16

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

过去汽车股上涨的核心驱动模式：需求驱动销量—销量驱动利润率—盈利驱动股价将发生改变。

从现阶段开始行业无论供需结构、销量增速还是盈利能力均将出现明显的分化，弱化行业整体性研究，强化结构性特征。原因在于：（1）从行业供需关系来看：经过 09-10 年的需求爆发期后，各车企进入了产能投放和资本投入的高峰期，2011 年以前行业供不应求的环境将得到逆转，取而代之的是供过于求。（2）从行业的销量增速来看：我们判断，未来行业整体的销量增速将与 GDP 增速同步，或略高于 GDP 增速，但也会出现明显的分化。B、C 级车增速将明显高于行业平均水平，自主品牌的增速将继续低位徘徊。（3）从产品竞争力来看：合资品牌将丰富 A 级车产品线，通过价格及竞争力继续挤压自主品牌市场份额；B 级车继续以现有车型的更新换代，稳定现有市场份额；C 级车以引入高端车型国产化扩大市场份额。（4）从盈利能力来看：结构分化将持续扩大，以 B 级车为主的车企，盈利将稳步增长，C 级车是未来盈利的主要增长点。

因此我们认为，汽车行业的研究框架将逐步转向：跟踪销量的结构性变化—关注企业的竞争优势和盈利能力—自下而上优选个股。

### 我们与市场不同的观点:

市场认为限购政策对行业整体销量将造成负面影响，行业价格战将打响，产能大规模投入后企业盈利承压。

我们认为：考虑到未来行业基本面的结构性分化，B、C 级车具备更高的增速，因此在研究框架中，更应该充分分析相关企业的结构性特征，竞争车型，竞争格局，潜在市场等关键因素。汽车板块是下半年风格切换的首选行业，我们持续推荐上汽集团、华域汽车、京威股份。

### 估值与投资建议:

从行业比较来看，汽车行业对比其他行业，具有需求稳定，竞争格局优化，估值低估的优势，影响汽车行业需求的因素向上，行业盈利能力也将继续恢复，汽车行业将成为下半年风格切换的首选行业，早周期特点将会先/优于大盘，未来三个月龙头汽车公司将会跑赢行业和大盘，给予推荐评级。

我们认为综合目前的基本面及估值情况来看，整车标的中，我们推荐上汽股份（600104）。我们认为在弱势背景下，配套于 B、C 级车的零部件公司需要享受更高的估值水平，原因在于：1、成长性更突出；2、资本开支更谨慎。我们推荐给 B、C 级整车企业提供配套的华域汽车（600741）、京威股份（002662）。

### 股价表现的催化剂:

（1）经济企稳回升；（2）行业整合加速；（3）销量增速超预期增长；（4）原材料成本下降幅度超预期

**主要风险因素：**宏观经济增速明显下滑造成硬着陆；销量持续低于预期；行业库存高企

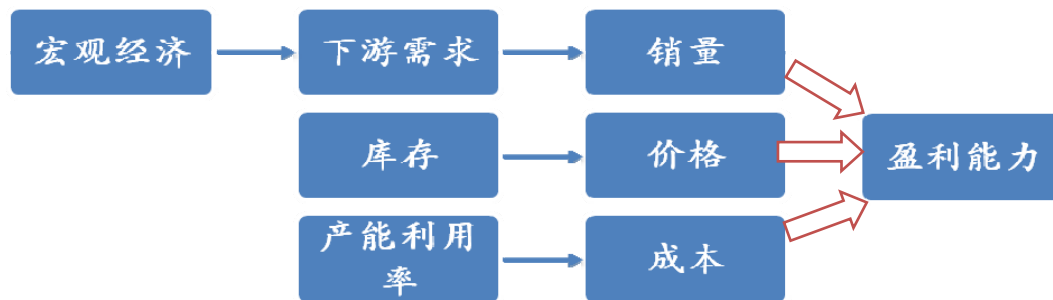
## 目 录

一、乘用车研究框架将衍变：强化结构，弱化整体.....	4
（一）过去由供求关系导致汽车股齐涨同跌.....	4
（二）结构性分化愈发明显，强化企业竞争优势研究，弱化行业整体性研究.....	5
二、看好 B、C 级车以及 SUV 销量增速的高增长，A 级车市场份额将进入下降通道.....	6
（一）更新性需求推动乘用车消费升级.....	6
（二）消费者购车趋势逐步逐步高端化及功能化.....	8
（三）限购政策将导致需求结构上移.....	9
（四）二手车市场高增长体现更新需求旺盛，但挤压 A 级车份额.....	9
三、当前 B 级车竞争格局稳定，盈利能力将提升.....	9
（一）B 级车销量增速远高于狭义乘用车平均水平.....	10
（二）新车型畅销是推动 B 级车市场高增长的驱动力.....	11
（三）德系车市场份额持续上升，日系车竞争力水平略显不足.....	11
（四）行业集中度基本保持稳定，价格战可能性不大.....	12
（五）未来 SUV 车型主要以 20—40 万需求为主.....	13
四、C 级车是各车企未来重要的盈利来源.....	14
（一）财富效应及消费升级推动 C 级车市场逐步走向繁荣.....	14
（二）主流豪华车厂商针对中国发展战略：增产能、扩渠道、引车型.....	16
（三）入门级豪华车国产化进程进入快车道.....	19
（四）C 级车及豪华车价格环比收窄，盈利显乐观.....	19
五、投资策略：自下而上，优选 B、C 级车相关主要标的.....	20
（一）结构分化，优选 B、C 级车相关个股.....	20
（二）弱势背景下，B、C 级车配套的零部件更具备配置价值.....	21
插图目录.....	1
表格目录.....	2

## 一、乘用车研究框架将衍变：强化结构，弱化整体

### （一）过去由供求关系导致汽车股齐涨同跌

图 1：过去汽车行业研究框架



资料来源：中国银河证券研究部

**过去汽车股上涨的核心驱动模式：需求驱动销量—销量驱动利润率—盈利驱动股价**，且行业内个股存在着明显的同涨齐跌的特征。在投资逻辑中，若找到需求的扩张点即发现行业的底部机会（将获得行业反转的明显超额投资收益），若找到销量的扩张点则发现行业的中期机会（相对投资收益，股价先期已有一段上涨），找到利润率的高点发现行业顶点将至（投资机会已过，近顶点或已下行）。

从汽车行业过去几年的发展情况能对其股价的核心驱动力进行解释。在 2011 年以前，汽车行业整体的供需关系处于明显的供不应求状态，尤其是 2009、2010 年需求的急剧爆发，行业整体的产能利用率达到高点，规模效应集中体现，无论是合资品牌车企还是自主品牌车企，无论产品的良莠不齐，均出现了销量的高增长，下游销量直接决定了企业的盈利状况。

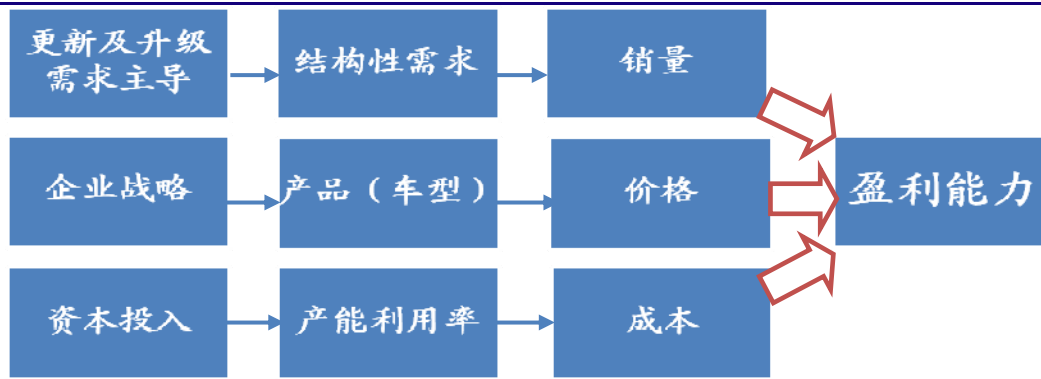
我们对汽车行业投资所获得的超额收益进行了分析，发现乘用车的超额收益和毛利率水平关系最为密切。2004 年与 2008 年毛利率下滑导致超额负收益，2007 年需求旺盛，导致毛利率上升，乘用车板块的超额收益达到 120%，2009 年毛利率达到五年最高，这年乘用车板块超额收益为 221%。

然而，当前的行业基本面研究框架和投资逻辑均在发生变化。。。



## （二）结构性分化愈发明显，强化企业竞争优势研究，弱化行业整体性研究

图 2：当前汽车行业研究框架



资料来源：中国银河证券研究部

汽车行业的研究框架将逐步转向：跟踪销量的结构性变化—关注企业的竞争优势和盈利能力—自下而上优选个股。

中国的汽车行业，以极快的速度跨越了行业的成长期，而逐渐迈入成熟期，在这个过程之后，行业研究框架和研究重点的改变是必然的。今后我们对于乘用车行业的研究，将更加侧重于消费者的消费需求所带来的结构性需求变化机会，结构性需求和新车型相互影响，引领需求的车型将在一定时期内取得定价权，适应需求的车型将在销量上有所保证。汽车企业的竞争将脱离过去的产量竞争而进入产品、车型的竞争，优秀的车型取得定价权而产生极大的盈利，而不适应市场的车型将注定为市场所淘汰并给企业带来亏损。对于汽车零部件行业，研究应更多的放在新技术和新材料在汽车领域的应用所带来的机会，人工智能、电子信息、新材料、环保节能以及汽车和主流消费品的融合都将成为趋势。

研究的重点也应聚焦于：企业提供的产品、产品的定价策略、市场对于产品的反应、竞争企业对于产品的反应等方面。各企业销售增速的变化将出现明显的结构性分化，资本市场也将有效地反映这种分化。企业本身的竞争能力的分析以及盈利能力变化的研究将取代行业整体的研究，成为资本市场最应该关注的因素。

从现阶段开始行业无论供需结构、销量增速、盈利能力均将出现明显的分化。原因在于：（1）从行业供需关系来看：经过 09-10 年的需求爆发期后，各车企进入了产能投放和资本投入的高峰期，2011 年以前行业供不应求的环境将得到逆转，取而代之的是供过于求。（2）从行业的销量增速来看：我们判断，未来行业整体的销量增速将基本与 GDP 增速同步，或略高于 GDP 增速，但也会出现明显的分化。B 级车以上及 SUV 的增速将明显高于行业平均水平，自主品牌的增速将继续低位徘徊。（3）从产品竞争力来看：合资品牌将丰富 A 级车产品的产品线，通过价格及竞争力继续挤压自主品牌市场份额；B 级车继续以现有车型的更新换代，稳定现有市场份额；C 级车以引入高端车型国产化扩大市场份额。（4）从盈利能力来看：分化将持续扩大，以 B 级车为主的车企，盈利将稳步增长，C 级车是未来盈利的主要增长点。

## 二、看好 B、C 级车以及 SUV 销量增速的高增长，A 级车市场份额将进入下降通道

### （一）更新性需求推动乘用车消费升级

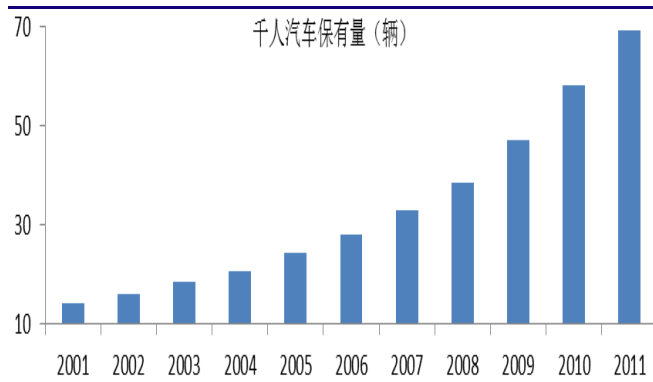
#### 1、一线城市以更新性需求为主

一线城市如北京、上海等汽车保有量水平已较高，购车需求将以更新性需求为主。截止 2011 年北京千人保有量为 229 辆，已接近中等发达国家水平。据国家信息中心统计，2008-2010 年，汽车新购客户占比 80%，增购或换购客户占比 20%，主要来自北京、上海等汽车保有量较高的发达地区。随着保有量的增加，近两年逐渐步入换车高峰期，二次购车比例已达到 30%-40%。

#### 2、三四线城市及中西部地区刚性需求依然强劲

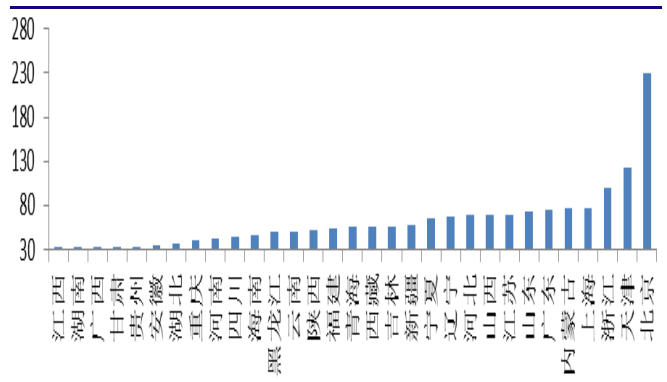
我国平均汽车千人保有量仍然较低，中西部地区城市汽车刚性需求依然强劲。目前我国千人汽车保有量 69 辆，与世界平均水平 140 辆相差很大。中西部地区如江西、湖南、广西、甘肃、贵州、安徽等省市千人保有量低于 35 辆。随着汽车工业的发展和这些地区居民收入水平的提高，广大的中西部地区首次购车需求依然较为强劲。

图 3：历年千人汽车保有量水平



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 4：各省市千人汽车保有量（辆）

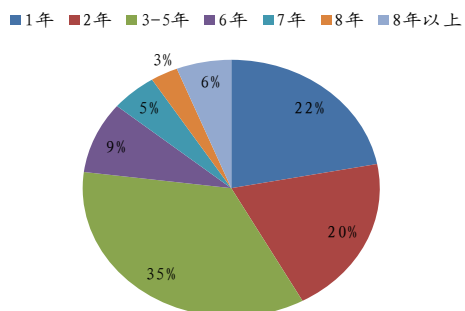


资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

#### 3、换车周期逐渐缩短，2012 年起迎来自主品牌换车高峰

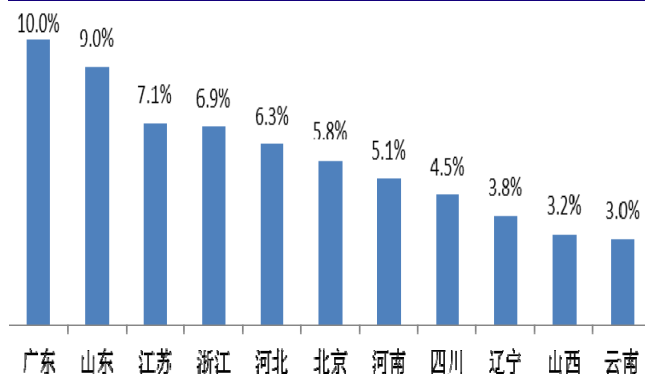
巨大的汽车保有量及换车周期的缩短带来升级换购需求的高增长。2011 年汽车保有量达到 9356 万辆，据上汽的研究统计，行业平均的换车周期已由 5.3 年下降至 4.7 年，合资、自主品牌乘用车的更新周期一般为 5 年及 3.5 年。09-10 年对于自主品牌的刚性需求购买人群将在 12 年-15 年迎来换车高峰。

图 5：目前存量乘用车使用年限



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 6：2010 年汽车保有量市场份额前十的省市



资料来源：CIEC，中国银河证券研究部

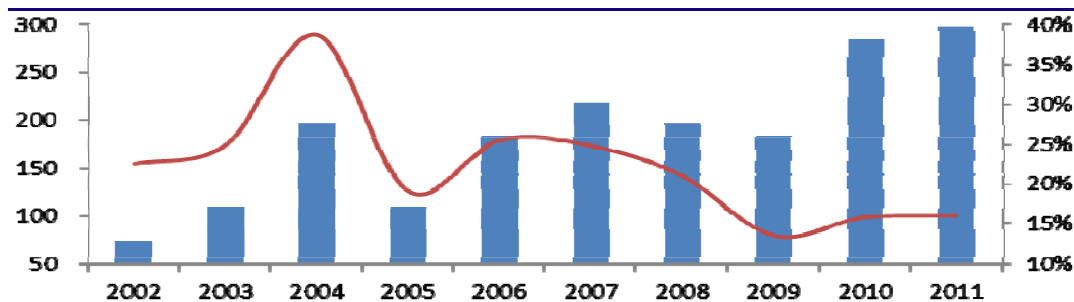
目前国际通行的汽车报废率约为 6%。根据汽车保有量和新车销量数据，我们计算出历年汽车报废率保持在 4% 左右。随着汽车保有量的增长、使用年限的增加以及汽车报废拆解体系的完善，预计我国汽车报废率将逐渐接近国际标准。11 年我国汽车更新需求接近 300 万辆，占年度新车销量的 16%。

表 1：历年汽车报废率估算

年度	新车销量 (万辆)	保有量 (万辆)	保有量变化 (万辆)	报废量 (万辆)	报废率
2001	236	1802			
2002	324	2053	251	73	4.0%
2003	439	2383	330	109	5.3%
2004	507	2694	311	196	8.2%
2005	576	3160	466	110	4.1%
2006	722	3697	537	184	5.8%
2007	879	4358	661	218	5.9%
2008	938	5100	741	197	4.5%
2009	1364	6281	1181	183	3.6%
2010	1806	7802	1521	285	4.5%
2011	1851	9356	1554	296	3.8%

资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 7：历年汽车报废量 (万辆) 及占新车销量的比重



资料来源：wind，中国银河证券研究部

## （二）消费者购车趋势逐步高端化及功能化

两种消费者购车趋势越发明显：第一、购车消费高端化；第二、购车消费功能化。

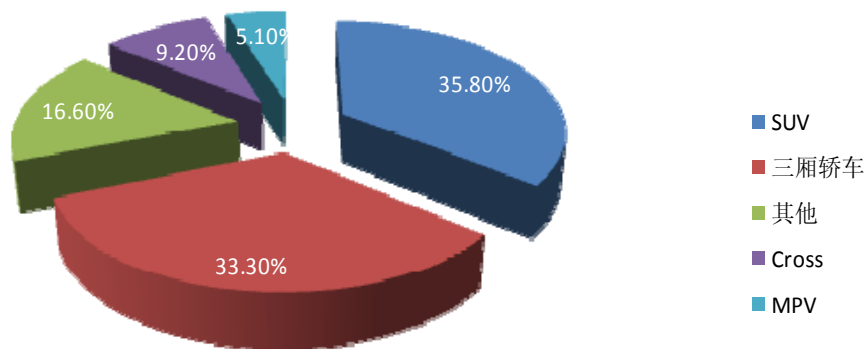
首先，购车消费的高端化趋势越发明显。

经济发展带动了老百姓可支配收入的持续上涨。我们认为，未来一段时间，可支配收入的增长速度不仅能跟得上 GDP 的增长，还会有所超越。收入及消费的增长带来的是汽车消费观的改变和升级。消费者对于汽车的需求在提升，更新换代需求的占比在提高，对于汽车的质量、品牌、外观等因素的要求提高。高端车的销量增速超过中低端的汽车，尤其是豪华车这几年增长很快，目前豪华车占整体拥有量为 8.5%，美国是 10%。2011 年，国内奥迪、宝马、奔驰三家豪华车企分别完成销量 30.99 万辆、23.26 万辆、32.06 万辆，增幅高达 37.4%、37.6% 和 29.5%，远远高于行业的增速。

其次，购车消费的功能化趋势逐渐显现并加速。随着居民生活水平的提高，购车需求中更多的使用方向是周末跟家人、朋友出行，或者郊外旅游。需要汽车提供一些家庭的功能及商务功能，这极大的促进了 SUV 和 MPV 这类功能性的汽车进入更多的中国家庭。中汽协 2012 年上半年的数据显示，MPV、SUV 分别销售 24.87 万辆和 93.94 万辆，同比增长 4.3% 和 32.0%，SUV 保持较快的增长势头。

新华信《2011 中高级车消费者关注度调查》显示，SUV 是二次购车的首选，其次是中高档、豪华车。近两年 SUV 的大幅增长反映的正是这种购车的功能化趋势。

图 8：2011 年消费者对车型的选择意向



资料来源：CAAM，中国银河证券研究部

总的来说，经济和社会在升级和发展，消费者的消费观也在不断改变，消费者的购车趋势在发生改变。值得注意的是，成熟的汽车市场几十年的汽车消费趋势的转移，在中国正在加速转移，这得益于信息化的高度发展和中国汽车行业的后发优势。而当前阶段，购车消费的高端化及功能化，正在给中国的汽车产业带来新的商机。



### （三）限购政策将导致需求结构上移

各地限购令的实施在限制总量的基础上，将使得需求结构持续上移。限购令的实施导致家庭获取车牌的成本将越来越大，在这种状况下，更多的消费者愿意多支出一笔费用，购置级别较高、空间较大的车辆，以满足家庭、商务等多样化的需求。相关统计显示，北京限购政策出台后，细分市场出现了较大变化。A00级轿车由2010年市占率7%，下降到2011年的3%。A0级轿车市场则基本维持不变，占比17%；A级轿车则大幅缩减了12个百分点，占比从48%下滑至只有36%。与之形成鲜明对比，B级车市场份额由21%上涨至29%，提升了8个百分点；C级轿车上涨更是迅猛，达到一倍，由7%的份额提升至14%。

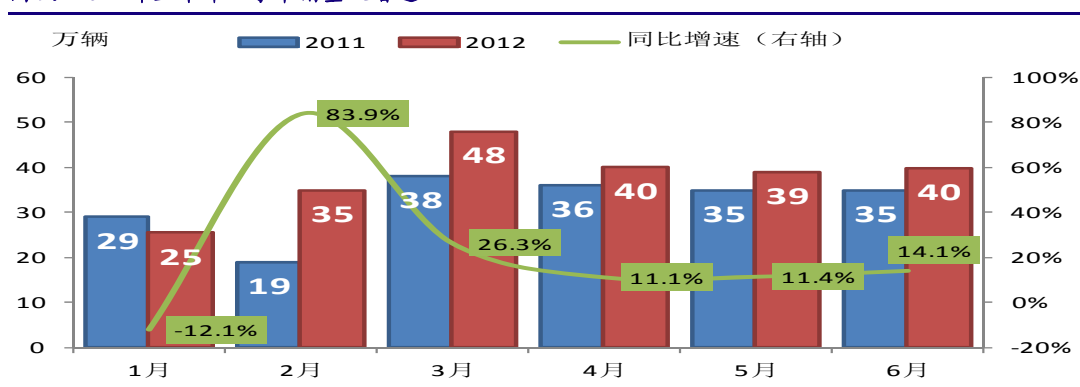
限购令的实施对于自主品牌存在明显的挤出效应。从2010年以来，北京、上海、广州等一线城市的市场对自主品牌销量贡献便大幅下降。北京出台限购令后，奇瑞、比亚迪、吉利和长城四大自主品牌在该市场的总销量骤降近70%。目前，广州部分自主品牌经销商已经通过撤销销售网点、停止新店投资建设、削减人力成本等措施，谋求生存空间。

### （四）二手车市场高增长体现更新需求旺盛，但挤压A级车份额

一方面受到更新需求的影响，一方面受大城市的淘汰老旧车辆的冲击，今年以来二手车实现了较高的销量增速。截至目前，对北京老旧车限制迁入城市已达221个，目前能够接受国II标准车型的城市仅剩22个。由于北京二手车况相对较好，受到二手车商青睐，迁出量从限牌政策实施前每年三四万辆激增至二十余万辆。随着全国各地出台限迁入政策城市增多，目前能够接收国II标准和10年内车的城市仅有22个城市，集中在广西、四川、新疆、内蒙古等地。

由于二手车市场的价格波动，原购买入门级轿车的群体改买二手车的现象有所体现。尤其是个体业主和县乡市场的二手车价格低，车型相对A级车更气派，这对A级车市场的正常发展产生一定冲击，挤压了A级车的市场份额。

图9：2012年上半年二手车销量及增速



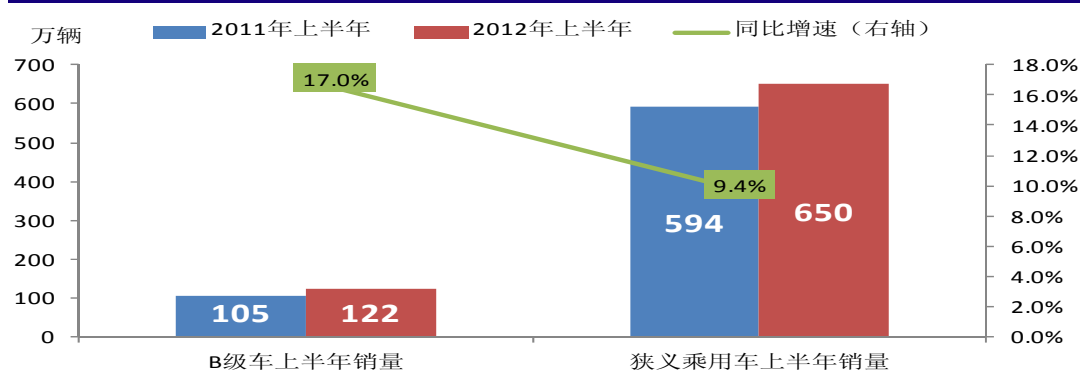
资料来源：汽车流通协会，中国银河证券研究部

## 三、当前B级车竞争格局稳定，盈利能力将提升

## (一) B级车销量增速远高于狭义乘用车平均水平

销量增速的差异化直接反映了下游需求的变化。2011年上半年B级车的累计销量达到122万辆，同比增速达到17%，高于狭义乘用车销量的同比增速9.4%，更远高于乘用车行业整体7.1%的同比增速。

图 10: B级车上半年快速增长

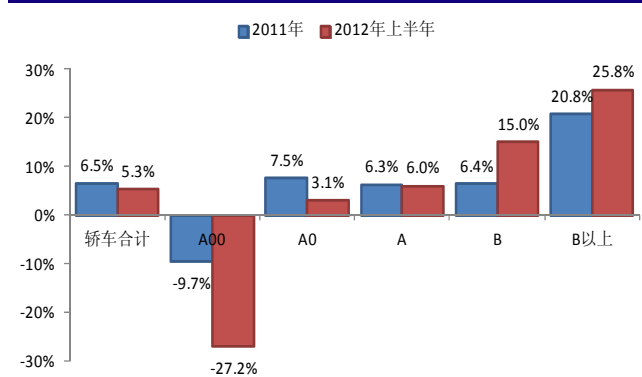


资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

轿车细分市场增速差异更加显著：低端市场增速放缓或降幅升高，而高端市场增速加快。今年上半年，A00级和A0级轿车市场增速均低于轿车市场平均水平（5.3%）。A00级轿车市场销量继续下滑，同比大幅下滑27.2%，降幅较2011年的9.7%明显上升。A0级轿车市场增速由去年的7.5%放缓至今年上半年的3.1%，也低于轿车市场平均水平。

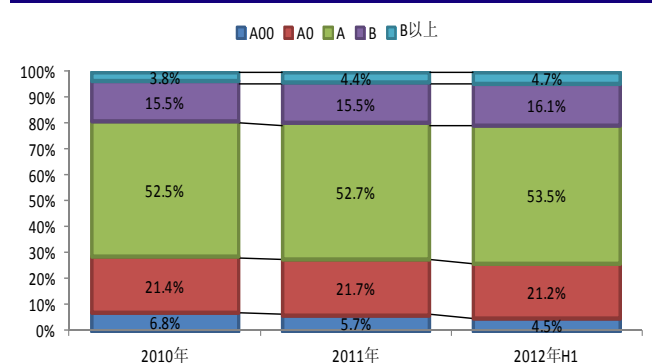
B级及以上的轿车市场增速均快于市场平均水平。其中，A级轿车市场今年上半年销量同比增长6.0%，增速较去年的6.3%略有下降。B级和B级以上的轿车市场增速均加快。B级轿车市场今年上半年销量同比增长15.0%，增幅较去年的6.4%提升8.6个百分点；B级以上的轿车市场销量大幅增长25.8%，增速较去年的20.8%上升5个百分点。

图 11: A00轿车大幅负增长，B级以上增速明显加快



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 12: B级以上轿车市场份额快速扩大



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

## （二）新车型畅销是推动 B 级车市场高增长的驱动力

前几年，中高级车市场仅有雅阁、凯美瑞、天籁、君越、君威、帕萨特、蒙迪欧、马自达 6 等几款车型，而今，随着我国汽车消费者消费水平及升级换代需求的不断提升，有越来越多的车企跻身中高级轿车市场，不断推出新车型成为企业销量增长的“助推器”。如今，这一细分市场的突出特点是，一方面，不断有全新车型、全新品牌加入其中，像大众 CC、东风神龙 C5、标致 508、悦达起亚 K5 等相继上市；另一方面，原有车型也在争先恐后加紧更新换代。从第八代雅阁、第七代凯美瑞、新天籁、新君越、新君威，到第八代索纳塔、新帕萨特、新迈腾，主流车型几乎已全部换代，且更新频率也明显加快，几乎每年每个车型都有年度小改款。从市场表现看，新车型几乎无一例外地成为带动销量大幅提升的关键因素。

上海大众的帕萨特今年上半年销量同比增长 81.8% 至 11.6 万辆，在 B 级车市场中排名榜首，而去年同期销量仅为 6.38 万辆，低于日系的新天籁和雅阁，排名第三。一汽大众的新迈腾今年上半年销量同比增长 138.1% 至 7.88 万辆，仅低于帕萨特，排名第二。

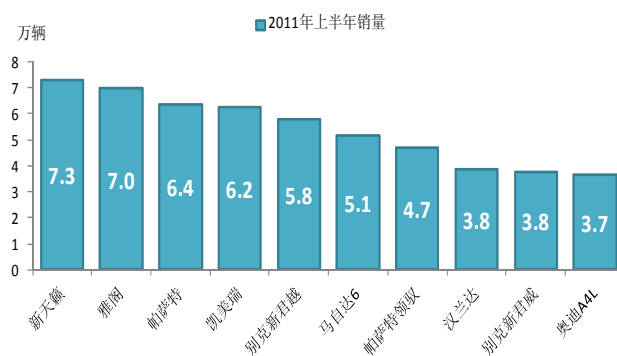
三十多年来帕萨特轿车以其高标准的安全性、经典的设计以及顶级的造车质量席卷全球汽车市场，帕萨特应用最先进的工程技术、使其在动力性能、整体设计、安全概念、驾乘舒适性以及耐久、耐用性，都已超越中档轿车的标准。

图 13：2012 年 B 级车销量前十



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 14：2011 年 B 级车销量前十



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

## （三）德系车市场份额持续上升，日系车竞争力水平略显不足

德、日系车占据着 B 级车的主导地位，但随着新帕萨特和新迈腾的畅销，德系车的市场份额明显上升，日系车份额大幅下降。德系车市场份额上升的原因在于：

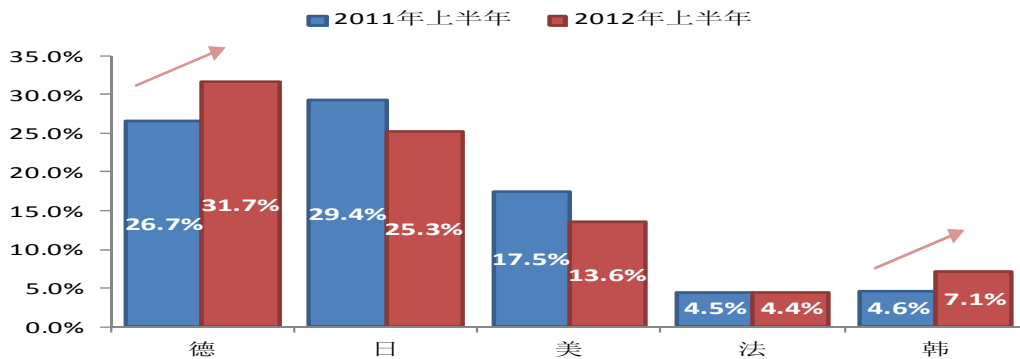
1、产品竞争力更强：（1）技术上：德系车在技术层面推广了涡轮增压技术，发动机的节油技术更加符合当前市场需求；日系车目前仍以自然吸气发动机为主，混合动力技术并未大规模采用。（2）造型上：明显体现家族化特征，打造商务尊贵的产品特质，逐渐被市场所接受。（3）产品针对中国市场进行适应性改进。

2、营销：B 级德系车几乎由大众 VW 品牌主导，营销统筹更好，适应性更强。

3、品牌影响力：德系车的安全性逐渐获得中国消费者认可，日系车受丰田召回事件及地

震影响较大。

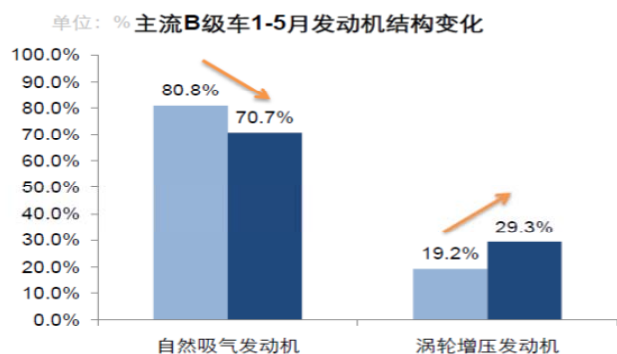
图 15: B 级车销量市场份额变化: 德、韩系上升, 日系下降



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

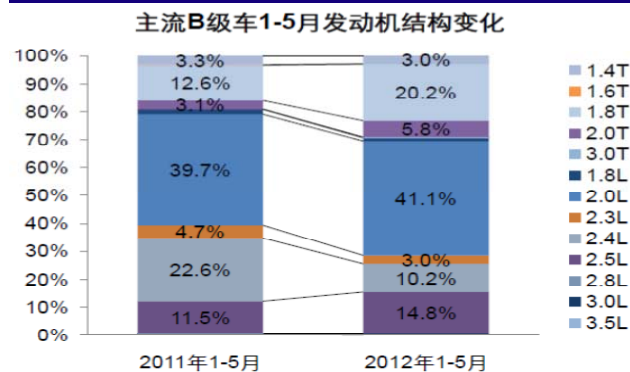
涡轮增压发动机配置的市场份额明显提升, 尤其是 1.8T 份额显著增长。从新华信统计数据来看, 2012 年 1-5 月, 尽管发动机建构仍然以自然吸气发动机为主, 尤其是 2.0L 发动机占重要比例, 但涡轮增压发动机同比增速大幅提升, 尤其是 1.8T 销量占比提升明显。

图 16: 涡轮增压发动机快速增长



资料来源: 中汽协, 新华信

图 17: 主流 B 级车 1-5 月发动机结构变化



资料来源: 中汽协, 新华信

#### (四) 行业集中度基本保持稳定, 价格战可能性不大

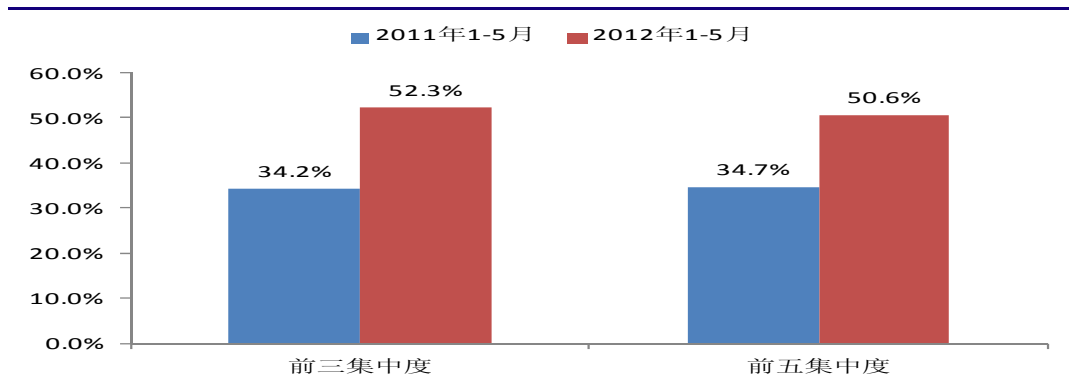
从市场集中度来看, 尽管销售排行榜有明显的变化, 但市场前 3、前 5 集中度并没有明显的变化。在 B 级车市场中, 参与的厂商均为合资品牌产商, 因此价格战的可能性并不大。

参与分食中高级车市场这杯羹的车型越来越多, 从行业统计数据看, 如今已有近 30 款车型角逐 B 级车市场。市场总体呈现车型数量增加、竞争日益加剧的总体特征。基于企业经济实力和技术实力的提升及增加产品附加值、提高企业竞争力的需要, 越来越多的自主车企也在努力向中高级轿车领域进军。不过, 真正具有竞争实力的还是雅阁、凯美瑞、天籁、君威、君越、迈腾、帕萨特、马 6 等老牌合资品牌。

B 级车市场目前基本上仍是合资品牌的天下, 与之相比, 自主品牌 B 级车不仅品种少, 销量也无法与合资品牌同日而语。虽然自主品牌 B 级车推出, 但实际上是以 A 级车价格入市,

依然难有好的表现。十来款车全年销量还不到 10 万辆。销量上万辆的车型只有奔腾 B70、吉利帝豪 EC8、广汽传祺和比亚迪 F6。

图 18: B 级车集中度较高



资料来源：中汽协，新华信

### （五）未来 SUV 车型主要以 20—40 万需求为主

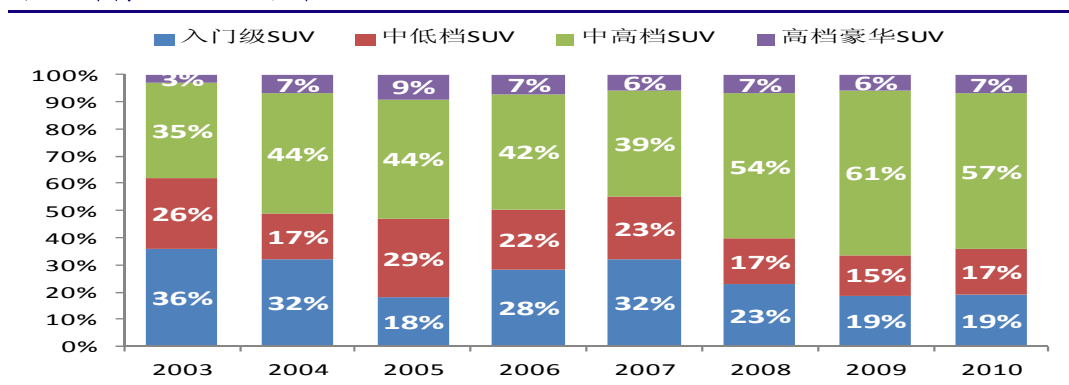
我们认为近年来 SUV 高增长的势头将得以维持，但结构也将出现分化，中高端 SUV 销量的增速将加快，未来 SUV 车型的需求主要以 20-40 万为主。未来 SUV 细分市场将呈现如下特征：

1. 将继续延续三足鼎立的局面。在高端 SUV 市场以进口豪华 SUV 为代表；在中高档 SUV 市场以合资品牌为代表，如宝马 X1、奔驰 GLK、大众途观，日系的 CR-V、RAV4 等车型，这些车型大都在全球市场有着良好的表现；而在中低档 SUV 市场，基本上以自主品牌为主。

2. 城市型 SUV 受关注程度越来越高，逐渐成为换车升级需求的首选，也逐渐向舒适、大空间的方向转型。在产品大量引进后，消费者对其外观、安全性、舒适性、便利性、娱乐性有了更加综合的要求。

3. 合资 SUV 仍将是主角，在 SUV 呈井喷式增长态势下，诸多车企纷纷进入，尤其是中高端市场，能够依靠产品赢取市场份额的合资厂商仍然具备盈利高增长的基础。

图 19: 中高档 SUV 占比提升



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部



图 20: 最受关注的 SUV 流行性配置



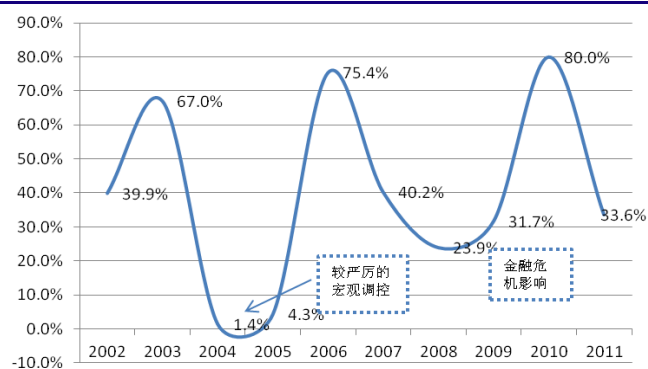
资料来源：中国银河证券研究部

## 四、C 级车是各车企未来重要的盈利来源

### （一）财富效应及消费升级推动 C 级车市场逐步走向繁荣

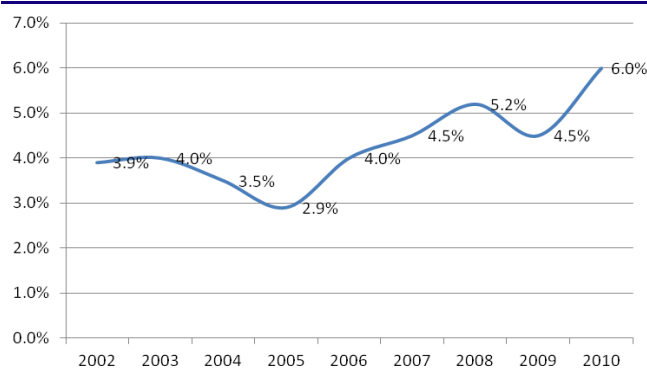
（1）从中国豪华车近十年发展的历程来看，尽管豪华车销量增速呈现出了较为明显的波动性，但整体而言依然保持着较高增长。近年来我国豪华车销量在乘用车销量中的比重不断提高，但与世界平均水平 10%相比，以及与美、德等发达国家 30%相比，未来仍有巨大的成长空间。

图 21: 我国豪华车市场增速情况



资料来源：国家信息中心，中国银河证券研究部

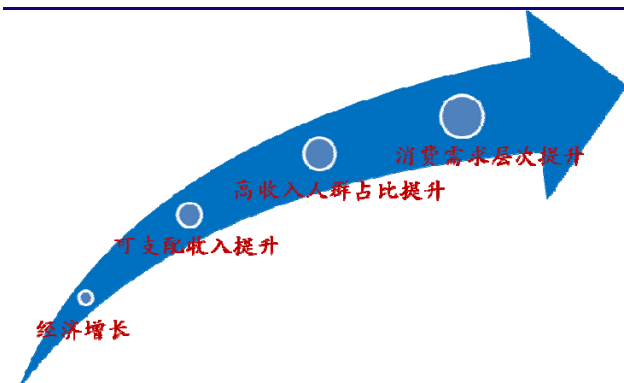
图 22: 豪华车占乘用车整体比重



资料来源：国家信息中心，中国银河证券研究部

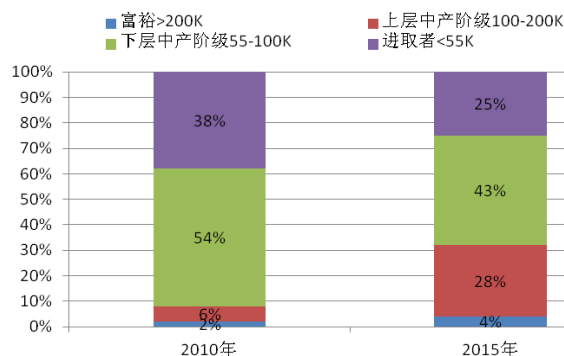
（2）从推动豪华车销量增长的最核心驱动因素而言，当前中国国内高收入人群占比的不断提升，尤其是大量涌现出的具备较强消费能力的中产阶层，强烈推动了汽车消费需求层次的大幅提升。这部分消费者的购车需求已进入消费升级、更新替换时期，车型提升已是大势所趋，这将大大促进豪华车市场的繁荣。根据国内咨询机构新华信所做的豪华车用户调研结论来看，70%以上的豪华车车主都是非首次购车，且前一辆车主要为基础品牌的 A 级或 B 级轿车。

图 23: 豪车增长核心驱动因素



资料来源: 中国银河证券研究部

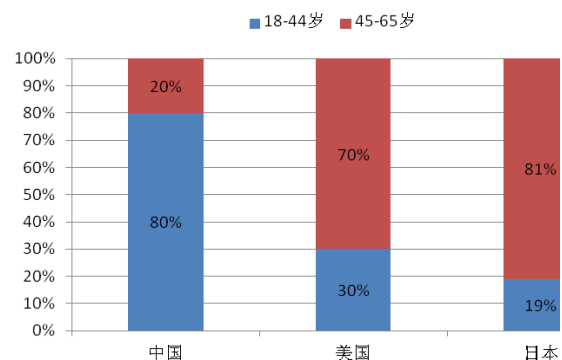
图 24: 各阶层人士占比情况 (%，人民币)



资料来源: 社科院, 中国银河证券研究部

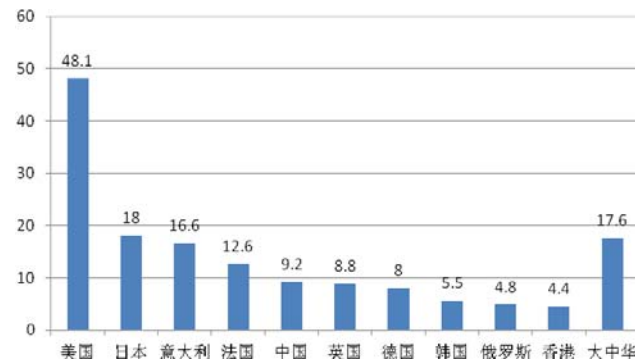
(3) 从国人的消费观念而言, 中国消费者对于高档消费品的偏好程度极高, 令国内豪华车的消费需求有很大的提升空间。2006-2010 年, 我国奢侈品市场规模增长近 3 倍, CAGR 达到 27%, 已经超过美国成为全球第二大奢侈品消费市场。根据麦肯锡的预测, 2015 年, 中国奢侈品市场规模有望达到 185 亿欧元, 占全球奢侈品 20% 以上的市场份额。中国奢侈品消费者与其他国家相比更加年轻。大约 80% 的中国奢侈品消费者不到 45 岁, 但美国为 30%, 日本为 19%。

图 25: 中国奢侈品消费群体更显年轻



资料来源: 中国银河证券研究部

图 26: 2010 年奢侈品行业十大消费国销售额 (单位: 十亿€)



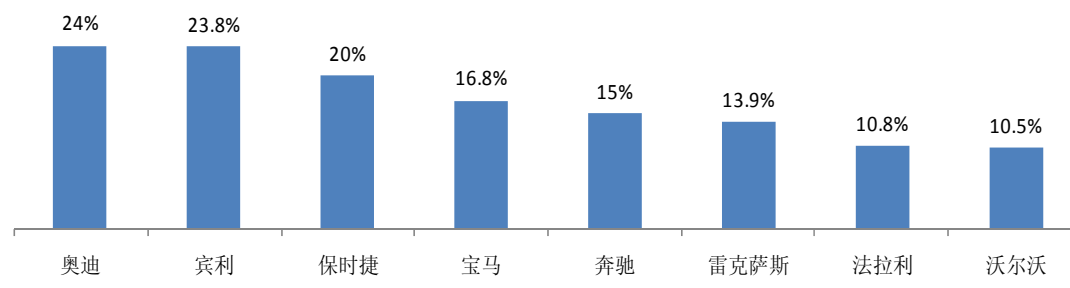
资料来源: Altagamma Worldwide Markets Monitor, 中国银河证券研究部

表 2: 豪华车品牌销量高增长

品牌	奥迪	宝马	奔驰	沃尔沃	路虎	捷豹	劳斯拉斯	阿斯顿马丁	宾利	兰博基尼	玛莎拉蒂
2011 年销量	309888	232586	320603	47150	36087	5976	3538	190	1839	300	780
同比增速	37.4%	37.6%	29.5%	55.0%	54.0%	123.0%	67.0%	95.0%	37.0%	70.0%	84.0%

资料来源: 中国银河证券研究部

图 27: 2011 年主要豪华品牌中国地区销量占其全球销量的比重



资料来源: 中国银河证券研究部

## (二) 主流豪华车厂商针对中国发展战略: 增产能、扩渠道、引车型

我们对主流的豪车厂商在华的发展战略进行了统计, 其战略主要体现为增加产能投放, 扩建渠道及引入车型几大方面。我们认为豪华车品牌正积极的进入中国, 给配套企业公司销量和利润的增长创造了良好的市场发展机遇。

表 3: 豪车中国市场战略对比

车企	产能规划	产品引入	销售计划
宝马	现有产能 10 万辆, 2011 年 5 月宣布, 追加华晨宝马铁西工厂的投资金额, 2013 年, 宝马新工厂产能将达到 20 万辆, 在华总产能 30 万辆。	(1)2012 年 3 月 X1 上市;(2)2012 年导入新 3 系、新 5 系	2015 年 50 万辆
奔驰	现有产能 8 万辆, 逐步提升北京奔驰产能至 20 万辆; 2011 年 7 月中德双方共同投资约 200 亿人民币, 建设全新发动机工程, 预计 2013 年建成, 是奔驰在德国以外地区建立的首个发动机工厂。	(1)2011 年全新 A 级、B 级投放; (2) 2012 款 GLK 投产; (3) 2013 年计划投放紧凑型 SUV: BLK;(4)到 2015 年将引进 3 个全新产品平台, 推出 4 款车型, 加上现有 C 级和 E 级, 形成 6 款车型的产品阵容	2015 年在华产销量达到 30 万辆, 国产奔驰与进口奔驰在华销量比例从目前 3:7 转变为 7:3
奥迪	现有产能 30 万辆, 2015 年产能提升至 70 万辆, 长春一工厂变成完整的奥迪工厂, 产能 45 万辆, 佛山工厂规划产能 25 万辆。	(1) 2015 年奥迪全系车型投放中国市场的承诺不变; (2) 针对二、三级市场打造一些车型	未来三年在华销售 100 万辆
沃尔沃	现有产能 10 万辆, 成都及大庆工厂均在审批中。	(1) 2011 年底, 引入 V60、S60 旅行版; (2) 2013、2014 年投放两款车, 研发中心转移至上海	2015 年达到 20 万辆

资料来源: 中国银河证券研究部

渠道方面, 在整体汽车销售网络西移和下沉的背景下, 豪车经销商网络也在加速延伸。

### 宝马:

- ◇ 2011 年底经销商扩展至 250 家, 以老经销商为主向更多的二、三线市场及四线市场扩展。
- ◇ 宝马根据 4S 店销售潜能和售后产能, 将店面分为 A、B、C、D 级别, 并采取多店连城的扩展策略, 宝马的销售重点是保证零部件工业和提供良好服务, 并对新开辟

的市场先设立服务机构。

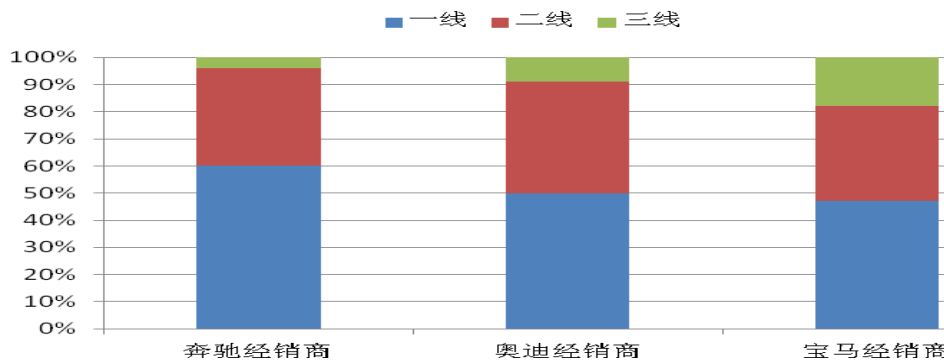
#### 奔驰:

- ◇ 奔驰目前在中国的经销商数量达到一一，遍布 80 个城市，未来每年将以 25-30 家的速度稳步增长。
- ◇ 奔驰在网络建设方面颇具前瞻性，积极拓展二三线市场销售网络。

#### 奥迪:

- ◇ 将现有近 200 家网络向 500 家发展，且以二三线城市布局为主。
- ◇ 网络发展原则一方面满足销量增长的要求，一方面注重稳健持续的发展模式。

图 28: 豪华车品牌经销商在各级城市布局情况



资料来源: 国家信息中心, 中国银河证券研究部

表 4: 主流豪华车厂商针对中国市场近期动态

雷诺	雷诺中国将实施“第二阶段复兴计划”	<p>7月19日, 雷诺大中华区执行总裁陈国章揭开了为期3年(2012年~2015年)的雷诺中国第二阶段复兴计划。该计划包括提升品牌价值、服务升级、网络拓展等方面的内容, 对目标销量和雷诺国产进程只字未提。</p> <p>•按照陈国章的说法, 二阶段是雷诺在华复兴计划的过渡期, 将以服务建设为核心, 主要拓展销售网络, 提升品牌定位与形象, 实现营销系统的健康发展, 从而为第三阶段复兴铺路。</p> <p>•据悉, 今年雷诺在华4S店数量将从去年的80家增加到115家, 同时还将建设30家授权卫星店。到2015年, 雷诺在华有望拥有200家4S店和100家左右的授权卫星店。</p> <p>•在新产品方面, 雷诺未来3年将引入6款新车, 包括改款、换代和全新引进车型。</p>
	雷诺国产“卡”在审批	<p>7月16日消息, 雷诺国产事宜遭遇遇到审批的麻烦, 尚未获得发改委审批, 估计年内难以通过相关审批。除了审批之外的其他国产环节, 诸如工厂选址、“壳资源”等均已确定, 雷诺国产已是箭在弦上。</p>
	沃尔沃	<p>沃尔沃国产有望下个月获批, 随着共享技术、开发合资自主车型、建立研发中心新能源计划的浮出水面, VOLVO在中国国产的有望在8月份左右批复。同时沃尔沃首款新车将于2013年下半年大批量上市。根据VOLVO计划, 2016年计划在中国实现20万辆销量、占有豪华车20%市场份额。</p>
	沃尔沃张家口发动机厂或扩至整车	<p>7月16日获悉, 张家口市发改委网站公布的数据显示, 市政府、吉利集团、通泰集团三方在去年4月签署了一份合作协议, 协议内容显示沃尔沃发动机基地还有可能成为沃尔沃整车生产基地。</p>
	沃尔沃落户河北张家口2014年将正式投产	<p>7月13日消息, 沃尔沃汽车公司总裁兼首席执行官斯蒂芬·雅各布到河北张家口商谈沃尔沃张家口发动机基地相关建设项目, 确定基地将于2014年竣工, 产能初定为60万台。</p>

英菲尼迪	英菲尼迪下调销量目标 2016 年建成 150 家网点	7 月 6 日，英菲尼迪中国事业总部总经理吕征宇表示，国产后的英菲尼迪车型预计售价降低 10-20%，到 2016 年中期计划在国内建成 140-150 家左右 4S 店，全球旗舰店将占据 10-15%；并且英菲尼迪不以降价手段获取销量的增长，会适时调低原定的 3 万辆销售目标。 5 月 24 日悉，5 月 28 日东风汽车公司将与日产汽车公司就英菲尼迪国产一事在湖北省襄阳市正式签约，未来英菲尼迪车型将在东风日产乘用车公司襄樊工厂投产。
	英菲尼迪将签约东风日产襄樊工厂，2014 年投产	<ul style="list-style-type: none"> <li>5 月 22 日，英菲尼迪新总部正式落户香港，据称此举是为了更加贴近包括中国市场在内的新兴市场。</li> <li>今年 4 月北京国际车展前，东风汽车公司董事长徐平正式向外界确认了这个消息，他表示：“英菲尼迪品牌将在东风日产体系中生产和销售，2014 年将有两款车型生产并上市。”</li> <li>另外，今年英菲尼迪将在中国建设全球旗舰品牌体验中心，首家中心将落户北京，于 6 月 20 日正式开业，随后上海、广州、成都体验中心将先后建成。</li> </ul>
	英菲尼迪总部迁至香港正式投入运营	5 月 22 日，英菲尼迪将其全球总部迁到香港，这是香港首次被汽车制造商选为总部所在。这次搬迁被业界视为英菲尼迪国产的一个信号
宝马	华晨或与宝马合作自主开发新能源车	7 月 6 日消息，华晨汽车集团控股有限公司董事长祁玉民称，华晨宝马合资公司做新能源，华晨自主品牌也可能会做新能源。
	宝马巨额投资 5S 店	6 月 28 日悉，宝马全球首家 5S 店落户北京，星德宝 5S 店投资总额超过 3.2 亿元，占地面积达 2.2 万平方米，坐落于北京朝阳区东五环内，毗邻东方基业汽车城，是亚洲乃至全球投资最大、最环保的汽车经销店。
	华晨宝马第二工厂投产	5 月 24 日，位于沈阳铁西区的华晨宝马第二工厂正式投产，华晨宝马 X1 也将在这个新工厂的生产线上驶下。
	宝马开拓在华二手车业务，将开设更多交易中心	5 月 14 日，据悉，宝马计划今年在上海和成都等城市建立两到四个二手车交易中心，而目前宝马已经在深圳开设了一个这样的二手车交易中心（深圳宝昌二手车中心）。
奥迪	一汽奥迪销售目标提高 10%或销 40.8 万辆	6 月 25 日消息，一汽奥迪将今年销售目标提高至 40.8 万辆，比年初预计的 36 万辆增长超过 10%。在中国，奥迪前 5 个月销售增幅 34.4%。
	奥迪酝酿高层大调整将推进在中国等地扩张	<p>5 月 19 日，奥迪汽车 CEO 鲁伯特·施泰德（Rupert Stadler）透露，公司正考虑对高层管理团队进行更新，而在中国和美洲的扩张业已成为目前的工作重点。</p> <p>•施泰德强调了奥迪将在华产能提升至 70 万辆/年的目标。其表示，从中期而言，奥迪拟将在中国的产量大幅提高到 700,000 辆/年，同时还将在墨西哥建立新整车厂，大幅提升在美国和拉美市场的销量。</p>
奔驰	奔驰将加快西部地区网络建设	6 月 25 日，奔驰西区办公室在西安车展上正式成立，从而形成东、南、西、北 4 个办公室，其中西区包括陕西、甘肃、新疆、四川等地区。
	奔驰启动全新融资租赁，8 月 1 日起实施	6 月 11 日获悉，奔驰金融宣布将于 2012 年 8 月 1 日起推出全新汽车融资租赁产品。主要通过低首付和丰富租约。2011 年奔驰金融共签订 5 万笔合同，金融服务渗透率仅为 15%。此次奔驰汽车租赁有限公司最终目标是将金融服务渗透率提升到
	利星行联庞大强化控制力 奔驰扩张博弈渠道整合	5 月 29 日，庞大集团公告称，将与香港利星行旗下全资子公司新星公司共同在国内 12 个城市建店销售奔驰品牌车辆，这将使利星行实际控制的 4S 店数量在奔驰网络中的比重再次提升。
讴歌	讴歌 RL 因销量不佳停产 RLX 即将引入国内	讴歌作为本田高端品牌在豪华市场的占有率一直不错，但是随着市场的变化和消费者需求也各有不同，讴歌旗下旗舰车型 RL 的销量不是很乐观，所以现在讴歌为改变这个窘境将推出 RLX 车型来替换 RL 车型，而国内也在清理 RL 车型库存为引进 RLX 车型做准备。

资料来源：各网站，中国银河证券研究部



### （三）入门级豪华车国产化进程进入快车道

入门级豪华车市场车型不断增多、技术逐渐下探，比如奥迪 A3、奔驰 A-Class、宝马 1 系和沃尔沃 V40 等，这些车的共同特点是造型年轻动感，走科技路线。豪车品牌在中国市场的竞争力需要考虑众多综合性原因，一方面，豪车品牌的市场定位较高，通过多样化方案或塑造品牌的年轻化、个性化形象，将有利于扩大市场份额，培养高端车未来的消费群体；另一方面，国产化将有利于融入新兴市场销售节奏，能够将产品结构更加细分，从而获取更多的市场空间。

图 29：入门级豪车不断引入



资料来源：网上车市，中国银河证券研究部

### （四）C 级车及豪华车价格环比收窄，盈利显乐观

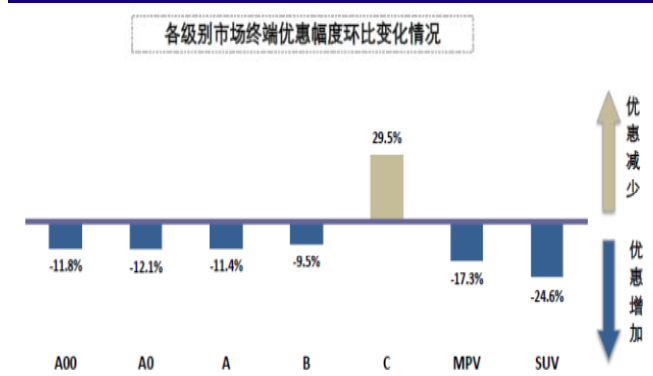
C 级车及豪华车价格优惠幅度环比收窄，我们认为价格 C 级车出现价格战的可能性并不大，各厂商形成稳定的垄断同盟，C 级是其盈利的主要来源。

从一季度末期开始的 C 级车的降价，我们认为主要原因在于：1、库存影响。由于 2011 年豪华车的旺销，导致各经销商对于中国豪华车市场需求预判偏乐观，因此加大了安全库存，当上半年经济放缓导致豪华车需求略有减弱时，经销商为了保持资金的流动性采取了降价去库存的措施。2、汇率影响。由于 C 级车及豪华车有一定的订车周期，包括生产周期、海运周期等，由于欧元汇率的变动导致经销商的采购成本出现了差异性，后购者较前期购买者成本更低，因此产生了前期购买者降价清库的情况，导致价格下降。

但据我们对豪华车经销商的草根调研反馈来看，目前豪华车的清库行为基本完成，库存水平已达到合理水平，因此我们判断随着豪华车新品的推出，车价将企稳回升。

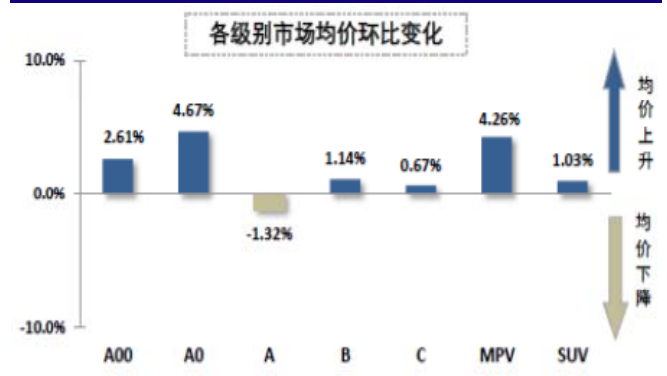
对于 C 级车的盈利不必悲观。C 级车的行业集中度远高于 A、B 级车，各厂商几乎形成垄断同盟，竞争格局稳定，为了其品牌的竞争力，厂商之间价格战无可能性，C 级车一直是各厂商盈利的主要来源。

图 30：6 月 C 级车优惠环比减少



资料来源：安路勤，中国银河证券研究部

图 31：6 月 C 级车成交均价上升



资料来源：安路勤，中国银河证券研究部

## 五、投资策略：自下而上，优选 B、C 级车相关主要标的

从行业比较来看，汽车行业对比其他行业，具有需求稳定，竞争格局优化，估值低估的优势，影响汽车行业需求的因素向上，行业盈利能力也将继续恢复，汽车行业将成为下半年风格切换的首选行业，早周期特点将会先/优于大盘，未来三个月龙头汽车公司将会跑赢行业和大盘，给予“推荐”评级。

### （一）结构分化，优选 B、C 级车相关个股

考虑到未来行业基本面的结构性分化，B、C 级车具备更高的增速，因此在研究框架中，更应该充分分析相关企业的结构性特征，竞争车型，竞争格局，潜在市场等关键因素。我们认为综合目前的基本面及估值情况来看，整车标的中，我们推荐上汽股份（600104）。

1、12 年上汽集团增长动力来自上海大众，上海通用净利润同比或略有下滑。NMS、途观热销带动上海大众销量结构上移，净利率水平达到历史高点。上海大众 1-5 月份的利润增速已超 20%。君威、君越销量下滑，科帕奇、迈瑞宝尚处于爬坡阶段，迈瑞宝官方降价 2 万元，采取以价换量的策略，体现规模效应，盈利或不减反增，整体上海通用 12 年盈利能力与净利润或同比小幅下滑，但大众的上涨远远弥补通用的下滑。

2、主动调整库存，当前库存结构明显优于行业平均水平。公司 5、6 月份进行生产改造，7 月份主动调整库存。目前库存比为通用 1.8，大众 1.4，五菱比大众略低，上汽股份 2.5。7、8 月份库存将进一步降低。

3、主动控制产能释放进程，12 年底上海大众南京工厂有产能释放但是量比较小，产量释放带来的折旧压力不大。12 年上海大众、上海通用产能仍然紧张。

4、途锐、辉腾国产化谈判进行中。15 年推出 C 级车，与合资方共同开发。

5、公司盈利依然稳中有增，估值具备安全边际。上半年归母净利润同比增长约 8%，EPS 预计 0.98 元，全年 EPS 预计 1.95 元，对应 PE6.5x，维持推荐评级。

## （二）弱势背景下，B、C级车配套的零部件更具备配置价值

我们认为在弱势背景下，配套于B、C级车的零部件公司需要享受更高的估值水平，原因在于：

**1、成长性更突出。**目前零部件企业发展更加“中性化”，依靠其技术优势能进行下游客户分散型配套，享受下游客户的增长。

**2、资本开支更谨慎。**零部件企业的产能投入及资本开支略滞后于整车企业，在弱势背景下，柔性调整的空间更大，资本开支更谨慎。

我们推荐给B、C级整车企业提供配套的华域汽车（600741）、京威股份（002662）。

华域汽车（600741）推荐逻辑如下：

（1）下游配套客户销量持续高增长。下游客户中上海大众、上海通用、一汽大众、上汽通用五菱、长安福特马自达销量均同比持续增长，保证了其业绩的稳定增长。

（2）零部件价格下降压力不必担心，公司供货价格保持稳定，3-5%的降价属于年度正常让利。

（3）公司产能扩张谨慎，没有大的资本支出计划，产能利用率保持稳定。

（4）公司分红稳定，股息收益率达4%。

（5）业绩增长确定，估值偏低。预计12年营业收入增长8-10%，预计12年EPS 1.26元，对应PE7.1x，维持推荐评级。

京威股份（002662）推荐逻辑如下：

（1）豪华车市场巨大的增长潜力，国产化趋势所带来的配套空间。

（2）公司独具技术竞争优势，明显高于行业的毛利率和净利率水平。

（3）GLK的配套进入小批量试产阶段，宝马X1进入谈判阶段。

（4）一直以来30%以上的分红比例，具备较高的股息收益率。

（5）预计2012年EPS1.39元，中报业绩增速预计在30%左右，对应PE为14.4x。

## 插图目录

图 1: 过去汽车行业研究框架 .....	4
图 2: 当前汽车行业研究框架 .....	5
图 3: 历年千人汽车保有量水平 .....	6
图 4: 各省市千人汽车保有量 (辆) .....	6
图 5: 目前存量乘用车使用年限 .....	7
图 6: 2010 年汽车保有量市场份额前十的省市 .....	7
图 7: 历年汽车报废量 (万辆) 及占新车销量的比重 .....	7
图 8: 2011 年消费者对车型的选择意向 .....	8
图 9: 2012 年上半年二手车销量及增速 .....	9
图 10: B 级车上半年快速增长 .....	10
图 11: A00 轿车大幅负增长, B 级以上增速明显加快 .....	10
图 12: B 级以上轿车市场份额快速扩大 .....	10
图 13: 2012 年 B 级车销量前十 .....	11
图 14: 2011 年 B 级车销量前十 .....	11
图 15: B 级车销量市场份额变化: 德、韩系上升, 日系下降 .....	12
图 16: 涡轮增压发动机快速增长 .....	12
图 17: 主流 B 级车 1-5 月发动机结构变化 .....	12
图 18: B 级车集中度较高 .....	13
图 19: 中高档 SUV 占比提升 .....	13
图 20: 最受关注的 SUV 流行性配置 .....	14
图 21: 我国豪华车市场增速情况 .....	14
图 22: 豪华车占乘用车整体比重 .....	14
图 23: 豪车增长核心驱动因素 .....	15
图 24: 各阶层人士占比情况 (% , 人民币) .....	15
图 25: 中国奢侈品消费群体更显年轻 .....	15
图 26: 2010 年奢侈品行业十大消费国销售额 (单位: 十亿欧元) .....	15
图 27: 2011 年主要豪华品牌中国地区销量占其全球销量的比重 .....	16
图 28: 豪华车品牌经销商在各级城市布局情况 .....	17
图 29: 入门级豪车不断引入 .....	19
图 30: 6 月 C 级车优惠环比减少 .....	20
图 31: 6 月 C 级车成交均价上升 .....	20

## 表格目录

表 1: 历年汽车报废率估算 .....	7
表 2: 豪华车品牌销量高增长 .....	15
表 3: 豪车中国市场战略对比 .....	16
表 4: 主流豪华车厂商针对中国市场近期动态 .....	17



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**杨华超，证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn