

乘用车

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.22元

当前股价: 11.48元

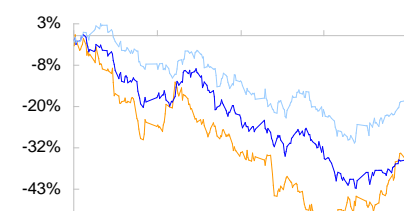
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2455.80
总股本(百万)	1627
流通股本(百万)	1411
流通市值(亿)	162
EPS	1.14
每股净资产(元)	5.31
资产负债率	50.35%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
一汽轿车	26.15	60.21	7.45
交运设备	10.98	8.18	-5.93
沪深300指数	4.77	6.03	-3.51



相关报告

一汽轿车-集团整体上市临近, 公司投资价值显现——基于整体上市假设的价值分析
2012-02-15

一汽轿车

000800

强烈推荐

新车型加快业绩回归, 整体上市铺路淘金之旅

近期调研了公司, 总体运营平稳, 公司2011年经历销量低谷, 最坏的时刻已经过去, 步入业绩回归之路。

我们认为: 汽车行业处于景气复苏过程, 一汽轿车估值(PB)修复动力强劲; 基于假设, 考虑一汽集团整体上市预期, 短期公司将获得估值溢价, 并具有长期投资价值。价值低估, 维持“强烈推荐”评级。

投资要点:

- **2012年自主品牌回归之年。**09年以来刺激政策对自主品牌需求透支, 11年自主品牌需求进入低谷, 同时产能大释放, 盈利进入低谷; 12年是自主品牌的回归之年, 中低端车型需求回归, 产能投放放缓, 盈利能力回升。
- **新车型全线出击, 加快业绩回归。**公司新车型欧朗3月份下线, 针对30岁以下的时尚年轻人, 补充产品线, 此外年内将投放高端红旗, 将大大提升产能利用率, 未来B90和新一代马6同样值得期待, 业绩呈现回归趋势。
- **假设一汽股份独立IPO, 吸并关联公司, 一汽轿车有望获得估值溢价。**从方案可行性出发, 一汽股份独立IPO并通过换股吸收合并一汽轿车和一汽夏利, 概率大; 基于假设, 参考广汽集团上市, 采用市净率定价, 博弈各方股东, 一汽轿车和一汽夏利有望产生估值溢价。
- **公司估值中位, 绝对价值凸显, 估值修复动力强劲。**当前公司PB修复至2.16倍, 体现市场对公司盈利能力恢复预期; 但基于整体上市预期, 如果年内完成, 仍有向上博弈空间; 此外, 未来换持一汽股份股权后, 资产盈利能力将提升, 投资价值显著。
- **催化剂: 集团整体上市加快, 自主品牌汽车景气快速复苏**
- **投资建议:**我们预计集团整体上市进程在加快, 基于假设的整体上市方案将创造估值溢价; 即使整体上市延后, 盈利能力有望随汽车消费的景气回归快速恢复, 预计公司11-13年EPS分别为0.13、0.43和1.05元。目前公司PB仅2.16倍, 考虑整体上市提供的溢价, 建议修复至2.6倍, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 集团整体上市进程延后, 汽车消费需求低迷

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	37296	32940	36016	41092
收入同比(%)	34%	-12%	9%	14%
归属母公司净利润	1860	216	706	1709
净利润同比(%)	14%	-88%	226%	142%
毛利率(%)	20.7%	16.8%	17.3%	20.1%
ROE(%)	21.5%	2.6%	9.5%	22.7%
每股收益(元)	1.14	0.13	0.43	1.05
P/E	10.04	86.33	26.48	10.93
P/B	2.16	2.23	2.51	2.48
EV/EBITDA	5	32	14	6

资料来源: 中投证券研究所

一、整体上市有加快迹象

整体上市渐行渐近，整体上市进程有加快迹象。根据国务院国资委批复的中国一汽整体重组改制方案，中国一汽将整车及关键零部件业务及资产、人员全部投入一汽股份。2011年6月27日，国资委出具《关于设立中国第一汽车股份有限公司的批复》，批准中国一汽联合一汽资产公司共同发起设立一汽股份。至此，中国一汽主业资产整合基本完成，整体上市进程有加快迹象，2012年完成可能性大。

表 1 中国一汽历史简述

时间	事件
1953年7月	中国一汽前身中国第一汽车制造厂成立。
1992年7月	中国第一汽车制造厂更名为中国第一汽车集团公司。
2010年6月	中国一汽总经理办公会通过《中国一汽主业重组改制方案》。
2011年6月	国资委批复同意中国一汽整体重组改制并上市有关事项。
2011年6月	国资委批复同意设立中国第一汽车股份有限公司。

资料来源：公司网站，中投证券研究所

二、整体上市案例借鉴(广汽集团整体上市)

2011年3月23日，广汽长丰公告《关于广汽集团换股吸收合并广汽长丰报告书》，开启广汽集团回归A股序幕。2012年2月1日，公司发布《广汽集团换股吸收合并本公司相关事宜获得证监会核准的公告》，广汽集团整体上市即将完成。

广汽集团整体上市采用换股吸收合并方案实现。广汽集团向除广汽集团以外的所有广汽长丰股东及国机集团发行A股，并以换股方式吸收合并广汽长丰，以广汽集团承继和承接广汽长丰的全部资产、负债、业务、人员、合同等权力与义务。广汽集团为本次换股吸收合并发行的A股在上交所上市，原内资股将转换成A股并在上交所上市，从而实现广汽集团的整体上市。

标的资产换股价格 10 年 PE48.5/PB3.13，广汽集团发行价格 10 年 PE9.88 倍/PB2.19 倍。标的资产广汽长丰的换股价格确定为 14.55 元/股，对应其 2010 年市盈率为 48.5 倍，2010 年底市净率为 3.13 倍。该换股价格高于定价基准日前最后一个交易日收盘价 14.07 元/股和最后一个交易日成交均价 14.20 元/股，较停牌前 20 个交易日均价也有约 15% 的溢价。广汽集团的 A 股发行价为 9.09 元/股，对应其 2010 年市盈率为 9.88 倍，2010 年底市净率为 2.19 倍（发行前）。

此外，为保护广汽长丰股东利益，由广汽集团、粤财控股和国机集团提供首次现金选择权，按照 12.65 元/股广汽长丰支付现金对价；由国机集团和粤财控股在广汽集团上市首日均价低于发行价时，提供第二次现金选择权，按照 9.09 元/股广汽集团（相当于 14.55 元/股广汽长丰）支付现金对价。

表 2 相关资产估值水平

公司名称	2010 年 EPS	2010 年 BPS	换股/发行价格	PE	PB
广汽长丰	0.3 元	4.66 元	14.55 元	48.5	3.13

广汽集团	0.92 元	4.16 元	9.09 元	9.88	2.19
------	--------	--------	--------	------	------

资料来源：上市公司公告，中投证券研究所

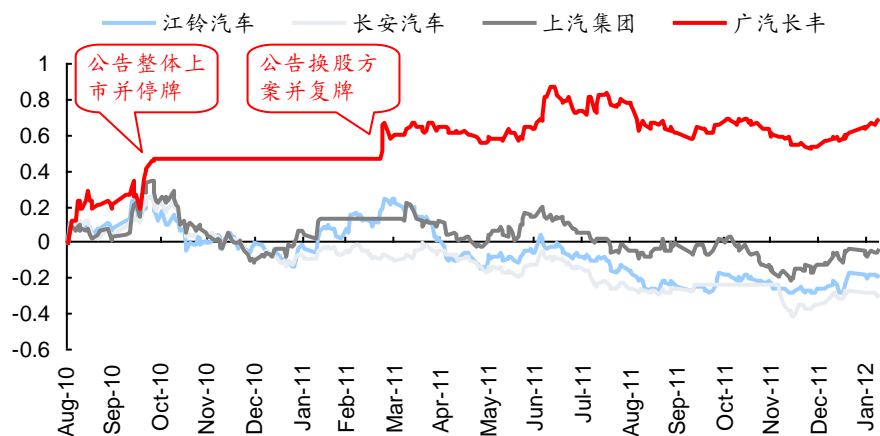
表 3 可比公司定价日前后估值水平

公司名称	2010 年 EPS	2010 年 BPS	2010/10/27		2011/3/18	
			PE	PB	PE	PB
江铃汽车	1.98	7.1	16.52	4.61	15.65	4.36
上汽集团	1.61	7.16	12.98	2.92	11.45	2.58
江淮汽车	0.9	4.17	15.43	3.33	15.11	3.26
一汽轿车	1.14	5.31	18.23	3.92	15.22	3.28
长安汽车	0.87	4.57	14.49	2.76	11.06	2.11
一汽夏利	0.19	2.26	51.04	4.24	43.91	3.65
福田汽车	1.73	7.64	15.48	3.51	13.77	3.12
中值			15.48	3.51	15.11	3.26
均值			19.96	3.60	17.66	3.20

资料来源：Wind，中投证券研究所

广汽集团整体上市题材支撑，广汽长丰的超额收益巨大！广汽长丰在公布整体上市方案前，曾脱离基本面走出强劲涨势，从 2010 年 9 月 1 日起始至停牌前的 2010 年 10 月 27 日超越上海汽车、长安汽车和江铃汽车的涨幅分别为 19%、27%、29%；由于有现金选择权的安全边际支撑，2011 年广汽长丰全年涨幅 7%，超越上海汽车、长安汽车和江铃汽车的涨幅 11%、34%、31%，超额收益巨大！成为两年来汽车板块甚至整个 A 股市场的牛股。

图 1 广汽长丰及可比公司收益波动



资料来源：Wind，中投证券研究所

三、一汽轿车投资价值

3.1 当期业绩压力大，但绝对价值已低估

公司当期业绩压力大，但绝对价值已低估，安全边际显著。公司 11 年净利润大幅下滑，严重低于预期，主要受销量下滑影响；同时，资本开支大增，有做低业

绩压制股价的嫌疑；同时自主品牌奔腾、红旗，仍是国家和集团重点发展方向，竞争实力和盈利能力有望改善。

市净率 (PB) 通常是汽车行业投资的重要估值指标。汽车行业是重资产行业，周期波动对盈利影响大，PB 通常是衡量资产价值的重要标准。一汽轿车 11 年业绩预告在 0.13 元，PE 已失真，但 PB 2.16 倍，处于估值中位以下。

表 4 主要汽车公司估值水平

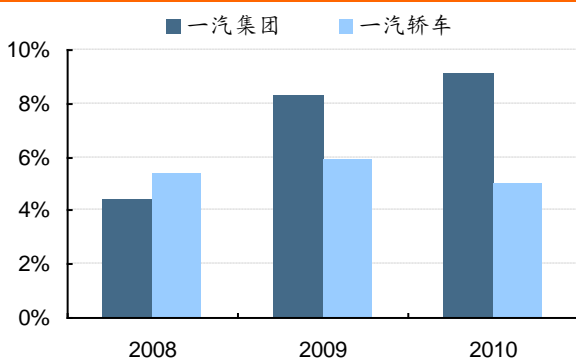
	EPS(11 预期)	BPS (11Q3)	当前价格	PE	PB
江铃汽车	2.16	8.02	23.59	10.16	2.77
上汽集团	1.59	8.32	16.21	9.88	1.65
长安汽车	0.29	3.05	4.93	14.76	1.61
悦达投资	1.66	4.16	13.91	7.50	3.31
广汽长丰	0.61	4.47	17.82	26.36	3.99
一汽夏利	0.14	2.30	7.70	46.96	3.29
长城汽车	1.14	5.21	14.40	11.76	2.60
中值				11.76	2.77
均值				18.20	2.74
一汽轿车	0.13	5.47	11.48	90.92	2.16

资料来源：Wind，中投证券研究所

3.2 基于假设方案，整体上市创造估值溢价

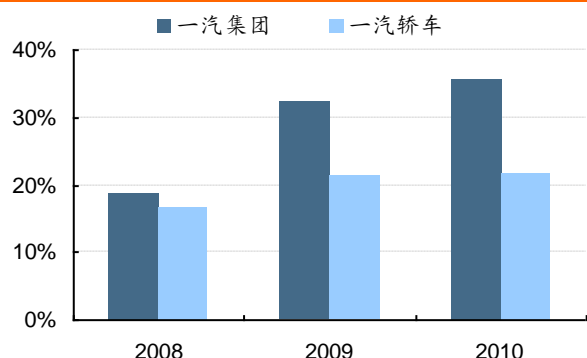
一汽股份拟上市资产质地优良，盈利能力强。一汽股份整合了中国一汽整车及关键零部件资产，包括盈利能力优异的一汽大众和一汽丰田。随着大众汽车和丰田汽车加大中国市场的开拓力度，竞争优势与市场份额有望巩固。因此，若一汽股份换股发行价合理，对于吸并的标的一汽轿车和一汽夏利来说，投资价值显著。

图 2 中国一汽与一汽轿车的净利率比较



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

图 3 中国一汽与一汽轿车的净资产收益率比较



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

基于假设方案，集团整体上市将为公司带来估值溢价，提升目前估值水平。中国一汽的整体上市，需考虑多方利益，考虑上市公司原有股东利益，可能推出合理换股对价及补偿方案，以顺利实现整体上市。参考广汽长丰换股方案出台前后的股价走势，相对汽车行业出现了较大的超额收益，一汽轿车和一汽夏利都有望复制这一历程。随着一汽股份上市预期不断确定，公司股价近期向上动力将增强。

PE 已失真，关注 PB 提升空间。参考广汽上市案例，广汽长丰换股前业绩低迷，致使相对于换股价 PE 显著高于市场可比公司，但 PB 与可比公司均值比较接近。一汽轿车 11 年 PB 约 2.16 倍，与行业中值及均值有较大距离，因此我们认为公司 PB 水平有望借整体上市预期刺激，提升至行业中值及均值附近，我们给予市场中位 PB 估值 2.6 倍。

表 5 广汽集团吸收合并广汽长丰期间可比公司定价日前后估值水平

公司名称	2010 年 EPS	2010 年 BPS	2010/10/27		2011/3/18	
			PE	PB	PE	PB
中值			15.48	3.51	15.11	3.26
均值			19.96	3.60	17.66	3.20
广汽长丰	0.30	4.66			48.5	3.13

资料来源：Wind，中投证券研究所

表 6 目前一汽轿车与可比乘用车估值水平

	EPS(11 预期)	BPS (11Q3)	当前价格	PE	PB
中值				12.46	2.83
均值				19.27	2.59
一汽轿车	0.13	5.47	8.96	90.92	2.16

资料来源：Wind，中投证券研究所

3.3 投资建议

我们预计集团整体上市进程将在近期展开，公司估值提升动力强劲；即使整体上市延后，盈利能力有望随汽车消费景气回归快速恢复，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.13、0.43 和 1.05 元。公司 PB 仅 2.16 倍，基于整体上市的假设，将创造估值溢价，建议修复至 2.6 倍，目标价 14.22 元，维持“强烈推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12653	11719	12547	14185
现金	3628	3515	3531	4034
应收账款	86	130	123	140
其他应收款	18	39	38	41
预付账款	62	133	117	140
存货	1939	1909	2034	2244
其他流动资产	6920	5991	6703	7586
非流动资产	5021	4765	4517	4285
长期投资	748	726	729	731
固定资产	2864	3086	3112	3040
无形资产	403	422	438	455
其他非流动资产	1005	531	238	60
资产总计	17675	16484	17065	18471
流动负债	8432	7508	8989	10267
短期借款	0	0	794	1181
应付账款	5788	5121	5672	6428
其他流动负债	2643	2387	2523	2659
非流动负债	467	467	467	467
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	467	467	467	467
负债合计	8898	7974	9456	10734
少数股东权益	132	137	159	205
股本	1628	1628	1628	1628
资本公积	2485	2485	2485	2485
留存收益	4532	4260	3338	3420
归属母公司股东权益	8644	8372	7450	7532
负债和股东权益	17675	16484	17065	18471

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2343	301	773	1699
净利润	1926	222	727	1756
折旧摊销	648	256	267	276
财务费用	-14	-80	-58	-33
投资损失	-104	-114	-125	-138
营运资金变动	-102	-88	-29	-186
其他经营现金流	-11	105	-8	24
投资活动现金流	-964	-6	18	12
资本支出	1151	0	0	0
长期投资	0	0	-8	8
其他投资现金流	187	-7	10	20
筹资活动现金流	-492	-408	-775	-1208
短期借款	0	0	794	386
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-488	-408	-1569	-1595
现金净增加额	853	-113	16	503

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	37296	32940	36016	41092
营业成本	29577	27390	29775	32849
营业税金及附加	1847	1631	1783	2035
营业费用	2286	2471	2521	2876
管理费用	1449	1367	1261	1438
财务费用	-14	-80	-58	-33
资产减值损失	-1	7	3	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	104	114	125	138
营业利润	2256	270	857	2059
营业外收入	13	10	11	11
营业外支出	21	21	20	21
利润总额	2248	259	848	2049
所得税	322	37	122	294
净利润	1926	222	727	1756
少数股东损益	66	5	21	47
归属母公司净利润	1860	216	706	1709
EBITDA	2890	445	1066	2303
EPS (元)	1.14	0.13	0.43	1.05

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	34.4%	-11.7%	9.3%	14.1%
营业利润	17.6%	-88.1%	217.7	140.4%
归属于母公司净利润	13.9%	-88.4%	226.0	142.2%
获利能力				
毛利率	20.7%	16.8%	17.3%	20.1%
净利率	5.0%	0.7%	2.0%	4.2%
ROE	21.5%	2.6%	9.5%	22.7%
ROIC	42.7%	3.8%	16.9%	43.8%
偿债能力				
资产负债率	50.3%	48.4%	55.4%	58.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	8.40%	11.00%
流动比率	1.50	1.56	1.40	1.38
速动比率	1.26	1.30	1.16	1.16
营运能力				
总资产周转率	2.32	1.93	2.15	2.31
应收账款周转率	180	145	136	149
应付账款周转率	5.66	5.02	5.52	5.43
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.14	0.13	0.43	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	0.19	0.47	1.04
每股净资产(最新摊薄)	5.31	5.14	4.58	4.63
估值比率				
P/E	10.04	86.33	26.48	10.93
P/B	2.16	2.23	2.51	2.48
EV/EBITDA	5	32	14	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附录：中投证券汽车行业近 1 年来发布的报告

上汽集团 - 春节销售旺，锁定一季报——1 月产销快报点评	2012-02-07
宇通客车 - 销量季节性回落，未来确定性增长——1 月产销快报点评	2012-02-06
江铃汽车 - 春节放大销量下滑，需求反映经济仍处谷底——1 月产销快讯点评	2012-02-03
上汽集团 - 龙头地位稳固，投资价值显著——11 年业绩预告点评	2012-02-01
骆驼股份 - 4 季度略低预期，行业整合将巩固未来高增长	2012-01-31
天润曲轴 - 等待需求回归，静候王者归来——业绩预告修正点评	2012-01-20
福田汽车 - 投资仍需等待行业景气回归——12 月销量点评	2012-01-17
中国重汽 - 春节提前备货，销量超预期——十二月产销点评	2012-01-16
汽车整车 - 中投汽车月报 A (商用车情报速递) ——客车平稳，重卡谷底，轻卡压力大	2012-01-16
亚夏汽车 - 快速扩张的汽车经销区域龙头	2011-12-20
汽车行业 2012 年度投资策略 - 景气终将回归，透析发展主线，把握结构性投资机遇	2011-12-13
骆驼股份 - 汽配第一股——穿越周期成长的铅酸电池寡头	2011-12-07
宇通客车 - 出口订单打开新兴市场，广阔空间支撑稳定增长	2011-11-09
中国重汽 - 去库存化渐进尾声，需求恢复还需等待——十月产销点评	2011-11-09
上海汽车 - 增速如期回调，坚定价值判断——10 月产销点评	2011-11-08
悦达投资 - 坚实基础已奠定，成长步伐仍很快	2011-11-04
中鼎股份 - 短期业绩有压力，长期成长有潜力——三季报点评	2011-10-30
亚太股份 - 需求低迷致使业绩下滑，未来增长还看多元扩张——三季报点评	2011-10-28
上海汽车 - 竞争优势推升销量，业绩稳定凸显价值——三季报点评	2011-10-27
松芝股份 - 车载空调“空”增长，轨道交通与冷链运输市场仍需培育——三季报点评	2011-10-27
宇通客车 - 公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评	2011-10-26
星宇股份 - 三季度恢复明显，车灯替代值得期待——三季报点评	2011-10-25
骆驼股份 - 三季度搬迁影响，四季度确定性爆发——三季报点评	2011-10-25
上海汽车 - 预计三季度 EPS 为 0.46 元，股价低估严重，投资价值显现	2011-10-13
中国重汽 - 重卡环比持续向上，反弹机会渐行渐近	2011-09-22
潍柴动力 - 产业升级和排放要求将支撑公司的长期垄断地位	2011-08-30
上海汽车 - 低估值反映盈利担忧，再出发等待需求信心	2011-08-29
风帆股份 - 业绩符合预期，三季报检验整合预期	2011-08-27
中鼎股份 - 成本压力趋于尾声，成长潜力持续挖掘	2011-08-26
松芝股份 - 车用空调受制成本，轨道交通明年放量	2011-08-25
亚太股份 - 上下游压力挤压业绩，等待最坏时刻过去	2011-08-21
骆驼股份 - 坚实业绩打底，等待预期兑现	2011-08-19
星宇股份 - 2 季度多种利空冲击，车灯替代趋势仍然向好	2011-08-19
天润曲轴 - 确定的高增长，少见的低估值	2011-08-17
上海汽车 - 把握业绩确定性，等待估值提升点	2011-08-03
上海汽车 - 把握业绩确定性，等待估值提升点	2011-08-03
宇通客车 - 公交订单夯实业绩，成长速度保持稳健	2011-08-02
天润曲轴 - “产品+市场”多元化抵御重卡波动性，高成长将延续	2011-08-01
风帆股份 - 环保风暴冲击生产，涨价幅度决定业绩	2011-07-29
汽车零部件 II - 铅酸电池拐点明确，行业景气持续爆发	2011-07-27
宇通客车 - 大公交体系重构，大中客景气延续	2011-07-26
中鼎股份 - 收购外企实现技术引进，进入油封市场巩固成长	2011-07-25

骆驼股份-行业整合趋势下，有望快速成长为铅酸电池寡头	2011-07-22
星宇股份-激励挖掘潜力，剑指车灯龙头	2011-07-11
中鼎股份-技术突破拓延空间，竞争环境走出低谷	2011-07-05
银轮股份-调整增发底价至 16.31 元：领航冷却系统，进军尾气处理	2011-06-27
天润曲轴-定增扩张已确定，估值压力近尾声	2011-06-14
星宇股份-启动世界车灯“中国造”——把握车灯的技术突破机遇	2011-06-12
一汽夏利-经营业绩探底中，整体上市进行时	2011-06-03
风帆股份-行业整合预期强烈，业绩或将低位起飞	2011-05-19
亚太股份-合作聚拢资源，打造总成龙头	2011-05-06
汽车零部件 II-坚定看好技术突破和行业整合的投资机遇	2011-05-06
上海汽车-结构分化加速洗牌，品牌优势扩大盈利	2011-04-28
风帆股份-行业整合机遇扩大竞争优势，新产品仍处孕育期	2011-04-26
天润曲轴-高增长在延续，长线投资机遇渐行渐近	2011-04-26
潍柴动力-上半年压力呈现，下半年静待扭转	2011-04-25
亚太股份-一季度受制多种因素，机遇还看多元化扩张	2011-04-19
中鼎股份-订单旺盛且上移明显，关注今年产品升级带来的投资价值	2011-04-15
上海汽车-通过对上海大众和上海通用经营数据的独到分析，坚定看好上海汽车的投资价值	2011-04-08
潍柴动力-业绩超预期，持续创新巩固优势地位	2011-04-06
上海汽车-投资中国乘用车的最佳选择	2011-04-01
松芝股份-迈向轨道交通与冷链物流的制冷龙头	2011-03-28
亚太股份-主营业绩稳定，深度挖掘“技术外溢+ABS 潜力”	2011-03-25
交运设备-日本地震对汽车工业的短中期影响	2011-03-15
亚太股份-技术外溢与 ABS 潜力终将带来质变！	2011-03-01
宇通客车-大中客景气持续推升业绩	2011-02-25
天润曲轴-接单北京奔驰，放量加快来临	2011-02-22
中鼎股份-核心小部件，升级大故事	2011-02-13
天润曲轴-年报靓丽，第四季度暴增，来源于重轴产销两旺	2011-01-30
天润曲轴-马疾飞千里，凤鸣震宇内	2011-01-24
亚太股份-增发并购暂时中止，不改公司长期方略	2011-01-24
宇通客车-配股投资新市场，拓展成长新空间	2011-01-12
潍柴动力-垄断已形成，多元在路上	2011-01-05
亚太股份-远交近攻，运筹帷幄	2011-01-05
银轮股份-法规明朗，11 年助跑，12 年腾飞	2010-12-29
天润曲轴-彰显鲲鹏之志，可待凤舞九天	2010-12-23
亚太股份-ABS 处于敏感期，爆发在即	2010-12-04
天润曲轴-步伐在加快，预期在加强	2010-11-26
天润曲轴-迈向世界级的发动机零部件供应商	2010-11-10
上海汽车-三季度高增长，全年超预期成定局	2010-10-28
宇通客车-行业景气，盈利稳定增长，深掘成长性和低估值	2010-10-26
上海汽车-优势积聚明显，开启全球霸业	2010-10-22
宇通客车-盈利频超预期，估值低亮点多-深度报告	2010-10-14

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

邓学，清华大学汽车工程系硕士、学士，参与多项汽车产业部委研究课题，2010 年加盟中投证券研究所

邢卫军，中投证券研究所汽车行业分析师，2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位，2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434