

公司最新消息

一汽轿车 (000800.SZ)

中性

证券研究报告

业绩疲弱，但因重组将目标价格上调 47%；维持中性评级

最新事件

一汽轿车于5月8日公布其4月份市场份额疲弱，仅为1.4%；并于4月28日公布了2012年一季度大幅下滑的业绩，奔腾和马自达销量缩水（分别同比下降44%和22%）导致公司净利润同比下降28%。由于竞争激烈，尽管公司制定了下半年推出多款新车型的计划，但我们预计2012年年内业绩将持续疲弱。考虑到销量和产能利用率下降，我们将2012/13/14年每股盈利预测下调46%/8%/3%至人民币0.43元/0.94元/1.01元。然而，由于证监会于2月24日批准了一汽集团将所持有的一汽轿车53.03%的股份转让给一汽股份（后者是作为一汽集团所有汽车相关资产的上市实体而成立的），市场关注焦点已转向一汽轿车与一汽股份之间的潜在换股。因此，我们认为一汽轿车较高的估值受到一汽股份2012年前4个月销售表现强劲的支撑（特别是一汽股份与大众/奥迪的合资公司增长迅速）。参照广汽集团通过与广汽长丰换股成功实现A股上市先例，我们认为换股可能附带的现金选择权支撑了一汽轿车股价，减少了其下行空间。

潜在影响

虽然我们仍对一汽轿车的2012/2013年预期盈利持谨慎看法，但预计投资者仍将关注一汽股份的潜在上市。我们维持对一汽轿车的中性评级。

估值

由于预计一汽轿车可能与一汽股份进行换股，我们将前者的估值方法从2012年预期市净率-净资产回报率调整为20日平均股价（我们认为这可能用于决定换股的现金选择权的金额）与2013年预期市净率-净资产回报率估值之间较高的一方。我们的12个月目标价格新预测为人民币11.37元（基于20日平均股价，因为根据这种方法得到的估值较高），较原来的7.71元上调了47%，意味着下行空间为2.8%，对应的2013年预期市盈率和市净率分别为12.1倍和1.7倍。

主要风险

新车型的销量和价格高于/低于预期；未来一汽股份与一汽轿车的换股方案好于/差于预期。

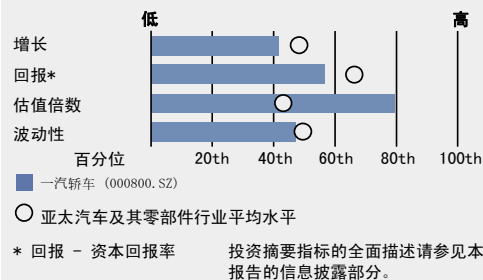
所属投资名单

中性

行业评级：中性

杨一册 执业证书编号：S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsi.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要

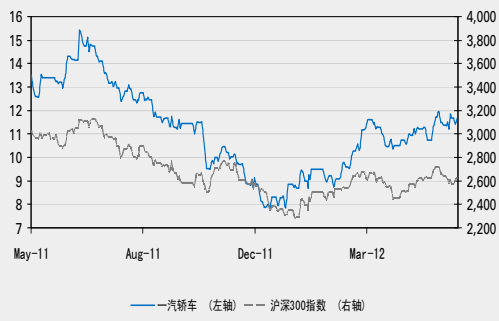


主要数据

主要数据	当前
股价(Rmb)	11.70
12个月目标价格(Rmb)	11.37
市值(Rmb mn / US\$ mn)	19,041.8 / 3,011.5
外资持股比例(%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利(Rmb) 新	0.13	0.43	0.94	1.01
每股盈利调整幅度(%)	(35.9)	(46.2)	(8.1)	(3.1)
每股盈利增长(%)	(88.3)	221.4	119.0	7.7
每股摊薄盈利(Rmb) 新	0.13	0.43	0.94	1.01
市盈率(X)	87.8	27.3	12.5	11.6
市净率(X)	2.3	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA(X)	24.0	12.8	7.9	6.8
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	4.3
净资产回报率(%)	2.5	8.0	15.5	15.0
CROCI(%)	9.2	11.1	14.8	14.3

股价走势图



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	15.7	28.3	(14.0)
相对于沪深300指数	15.3	26.7	(0.7)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为5/23/2012收盘价）

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

一汽轿车：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	32,652.7	34,238.6	48,884.8	55,554.1	现金及等价物	1,803.8	1,283.5	961.6	2,693.8
主营业务成本	(27,985.8)	(28,931.7)	(41,161.0)	(46,887.7)	应收账款	5,434.0	6,566.3	9,375.2	9,893.2
销售、一般及管理费用	(3,767.2)	(3,766.3)	(5,132.9)	(5,833.2)	存货	2,279.3	2,377.9	3,383.1	3,468.4
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	742.4	742.4	742.4	742.4
其它营业收入/ (支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	10,259.4	10,970.2	14,462.3	16,797.8
EBITDA	899.8	1,540.7	2,590.9	2,833.3	固定资产净额	4,223.6	4,816.3	5,410.2	6,093.9
折旧和摊销	(843.9)	(871.2)	(967.0)	(1,077.3)	无形资产净额	594.5	500.2	405.8	311.4
EBIT	55.8	669.6	1,623.9	1,756.0	长期投资	845.0	972.7	1,125.9	1,311.6
利息收入	34.8	24.5	17.4	13.1	其它长期资产	366.8	366.8	366.8	366.8
财务费用	(26.9)	(62.9)	(80.8)	(98.8)	资产合计	16,289.3	17,626.2	21,771.0	24,881.6
联营公司	141.4	137.7	163.2	195.7	应付账款	4,937.5	5,104.4	7,262.0	8,272.3
其它	(9.9)	5.6	5.6	5.6	短期贷款	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0
税前利润	195.2	774.5	1,729.3	1,871.7	其它流动负债	1,021.6	1,021.6	1,021.6	1,843.7
所得税	(3.5)	(104.6)	(242.1)	(271.4)	流动负债	7,459.1	7,626.0	9,783.6	11,616.1
少数股东损益	25.2	26.8	38.8	44.0	长期贷款	0.0	500.0	1,000.0	1,500.0
优先股股息前净利润	216.8	696.8	1,526.0	1,644.3	其它长期负债	404.5	404.5	404.5	404.5
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	404.5	904.5	1,404.5	1,904.5
非经常性项目前净利润	216.8	696.8	1,526.0	1,644.3	负债合计	7,863.6	8,530.5	11,188.1	13,520.6
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	216.8	696.8	1,526.0	1,644.3	普通股权益	8,363.5	9,060.3	10,586.3	11,408.5
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.13	0.43	0.94	1.01	少数股东权益	62.2	35.4	(3.4)	(47.5)
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.13	0.43	0.94	1.01	负债及股东权益合计	16,289.3	17,626.2	21,771.0	24,881.6
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.13	0.43	0.94	1.01	每股净资产 (Rmb)	5.14	5.57	6.50	7.01
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.51					
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	50.0					
自由现金流收益率 (%)	(11.2)	(5.4)	(4.4)	6.4					
增长率和利润率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	比率	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	(12.4)	4.9	42.8	13.6	GROCI (%)	9.2	11.1	14.8	14.3
EBITDA增长率	(67.2)	71.2	68.2	9.4	净资产回报率 (%)	2.5	8.0	15.5	15.0
EBIT增长率	(97.4)	NM	142.5	8.1	总资产回报率 (%)	1.3	4.1	7.7	7.0
净利润增长率	(88.3)	221.4	119.0	7.7	平均运用资本回报率 (%)	2.7	7.8	14.1	14.1
每股盈利增长	(88.3)	221.4	119.0	7.7	存货周转天数	27.5	29.4	25.5	26.7
毛利率	14.3	15.5	15.8	15.6	应收账款周转天数	69.6	64.0	59.5	63.3
EBITDA利润率	2.8	4.5	5.3	5.1	应付账款周转天数	76.8	63.3	54.8	60.5
EBIT利润率	0.2	2.0	3.3	3.2	净负债/股东权益 (%)	(3.6)	7.9	14.5	2.7
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	17.4	25.6	20.5
现金流量表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	216.8	696.8	1,526.0	1,644.3	基本市盈率 (X)	87.8	27.3	12.5	11.6
折旧及摊销	843.9	871.2	967.0	1,077.3	市净率 (X)	2.3	2.1	1.8	1.7
少数股东权益	(25.2)	(26.8)	(38.8)	(44.0)	EV/EBITDA (X)	24.0	12.8	7.9	6.8
运营资本增减	(1,497.2)	(1,064.1)	(1,656.4)	407.0	企业价值/总投资现金 (X)	1.9	1.4	1.2	1.1
其它	(98.1)	(137.7)	(163.2)	(195.7)	股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	4.3
经营活动产生的现金流	(559.6)	339.3	634.6	2,888.8					
资本开支	(1,913.0)	(1,369.5)	(1,466.5)	(1,666.6)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	3.1	0.0	0.0	0.0					
其它	1.0	10.0	10.0	10.0					
投资活动产生的现金流	(1,908.9)	(1,359.5)	(1,456.5)	(1,656.6)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(488.3)	0.0	0.0	0.0					
借款增减	1,500.0	500.0	500.0	500.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(56.3)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	955.4	500.0	500.0	500.0					
总现金流	(1,513.1)	(520.2)	(321.9)	1,732.1					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

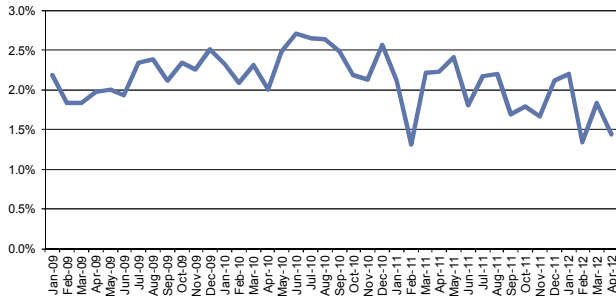
杨一朋

yipeng.yang@ghsl.cn

我们预计公司业绩将持续疲弱

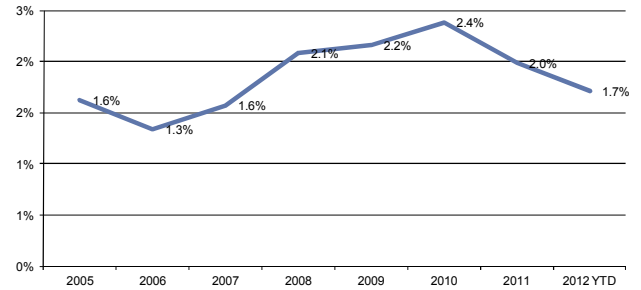
由于奔腾和马自达品牌销量疲弱，公司1-4月销售情况和2012年一季度业绩欠佳

图表1: 2012年4月一汽轿车的市场份额下滑
市场份额%



资料来源: ChinaAutoMarket

图表2: 2012年至今一汽轿车的市场份额下滑
市场份额%



资料来源: ChinaAutoMarket

图表3: 2012年一季度业绩大幅下滑

(人民币: 百万元)	2012年 1季	2011年 1季	差异%	2011年 4季	差异%
销售收入	6,290	9,586	-34%	6,920	-9%
毛利	796	1,401	-43%	306	160%
息税前利润	(73)	424	-117%	(654)	89%
税前利润	(42)	456	-109%	(609)	93%
净利润	(11)	392	-103%	(537)	98%
每股盈利 (Rmb)	(0.01)	0.24	-103%	(0.33)	98%
(%)					
销售毛利率	13%	15%	-2%	4%	8%
息税前利润率	-1%	4%	-6%	-9%	8%
税前利润率	-1%	5%	-5%	-9%	8%
净利润率	0%	4%	-4%	-8%	8%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表4: 奔腾和马自达品牌的市场份额下降
批发销量, 千台

	1Q11	1Q12	YoY	FY2010	FY2011	FY2012	FY2011 YoY	FY2012 YoY
奔腾	37	21	-44.3%	132	113	72	49.6%	-14.7%
B70	11	5	-55.1%	50	28	21	-5.0%	-44.0%
B50	27	16	-40.0%	83	85	51	128.5%	3.0%
一汽-马自达	31	24	-22.1%	137	122	125	38.8%	-11.0%
马自达 6	24	20	-19.2%	94	91	70	16.0%	-3.2%
马自达 6 睿翼	7	5	-32.1%	43	31	55	144.5%	-28.0%
一汽轿车 总计	71	46	-34.7%	270	241	251	37.1%	-10.5%
乘用车市场总计	3,161	3,154	-0.2%	11,337	12,318	13,550	34.6%	8.7%
奔腾 市场份额	1.2%	0.7%	-0.5%	1.2%	0.9%	0.5%	0.1%	-0.3%
一汽-马自达 市场份额	1.0%	0.8%	-0.2%	1.2%	1.0%	0.9%	0.0%	-0.2%

资料来源: ChinaAutoMarket

尽管计划推出多款新车型，但产能利用率较低

由于现有车型老化而且中国汽车市场的竞争激烈，我们预计一汽轿车的产能利用率将依然较低，尽管公司计划推出多款新车型。

图表5: 一汽轿车新车型推出计划

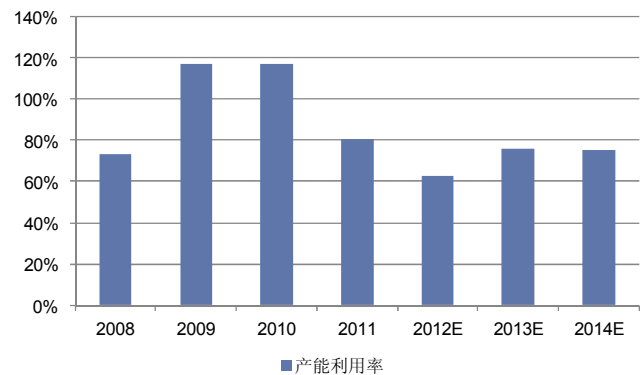
一汽轿车新车型上市时间表

品牌	车型	类型	车型分类	上市时间
马自达	马自达 6	换代	轿车	2013.7
马自达	CX-5	新车型	SUV	2013.8
马自达	马自达 6 睿翼	换代	轿车	2013
马自达	CX-7	新车型	SUV	2013
奔腾	B90	新车型	轿车	2012.9
奔腾	SUV	新车型	SUV	2013. H1
奔腾	B70	换代	轿车	2013
奔腾	X80 /C302	新车型	SUV	2013
奔腾	MPV	新车型	MPV	2014
欧朗	轿车	新车型	轿车	2012.4
红旗	轿车	新车型	轿车	2012.Q4

资料来源: ChinaAutoMarket

图表6: 产能利用率依然较低

产能利用率, 产量占产能的比例%



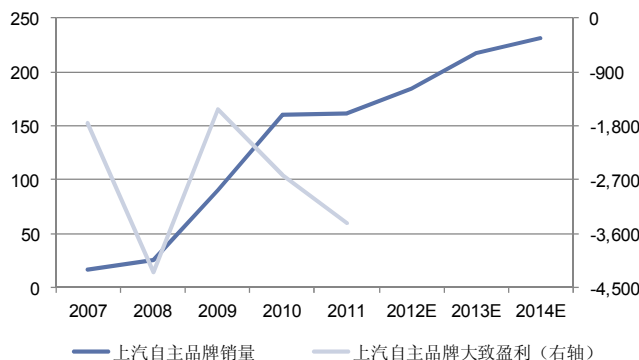
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

我们预计未来两到三年内红旗品牌对净利润的贡献不会很大

一汽轿车在 2012 年 4 月的北京车展上宣布了重振红旗品牌的计划 (红旗曾是中国最具声望的自主汽车品牌, 其高端车型自上世纪 60 年来以来就服务于国家领导人)。然而, 我们认为与目前的行业标杆相比, 红旗品牌未来的道路并不平坦: 上汽集团于 2007 年在高端乘用车市场上推出了自主品牌荣威和 MG, 尽管公司致力于品牌打造、质量提升及研发投资, 但在荣威和 MG 推出后的五年里仍处亏损态势。此外, 我们注意到其他大型国有汽车企业将于未来两到三年内推出多款新车型。由于中国市场上竞争激烈、打造高端汽车新品牌存在一定的困难, 我们预计未来两到三年内红旗品牌对一汽轿车净利润率的贡献不会很大。

图表7: 上汽集团自主品牌亏损

销量, 千台; 盈利, 人民币百万元



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表8: 其他主要自主品牌车型的推出计划

上汽/东风/长安/广汽/北汽/奇瑞新车型上市时间表

生产商	车型	类型	车型分类	上市时间
上汽	荣威 950 (R95)	换代	轿车	2012.4
	荣威 E50	新车型	轿车	2012.10
	名爵 E1	新车型	轿车	2012.H2
	荣威 W200	新车型	轿车	2012.H2
东风	EJ02	新车型	轿车	2012.Q4
长安	B501(悦翔 V3)	新车型	轿车	2012.6
	SUV(S101)	新车型	SUV	2012.7
	奔奔 迷你 EV	新车型	轿车	2012.Q2
	CD101	新车型	轿车	2012.Q4
广汽	逸动	新车型	轿车	2012.H2
	CD201	新车型	轿车	2013
	传祺 GS5	新车型	SUV	2012.4
北汽	传祺 (AF)	新车型	轿车	2013
	BE701	新车型	轿车	2012.Q2
奇瑞	B61	新车型	SUV	2012.Q2
	T60	新车型	轿车	2012.Q2
	B70	新车型	SUV	2012.9
	E series C30 (BC302Z) NB	新车型	轿车	2012.12
	B40	新车型	SUV	2012.Q4
	C70G	新车型	轿车	2012.Q4
	C70	新车型	轿车	2012.H2
	C60	新车型	轿车	2013.H1
	C80	新车型	轿车	2013.H2
	C50	新车型	轿车	2013
	B90	新车型	SUV	2013
	E series C30 (BC301Z) HB	新车型	轿车	NA
	Z5(A6CC)	新车型	轿车	2012.Q2
	A4 (M16)	新车型	轿车	2012.Q2
V8	新车型	MPV	2012.Q2	
瑞麒 G2 NB	新车型	轿车	2012.7	
瑞麒 G2 HB	新车型	轿车	2012.7	
QQ	换代	轿车	2012.Q4	
X3(T21)	新车型	SUV	2012.H2	
E6	换代	轿车	2012	
E3(A16)	新车型	轿车	2013.Q4	

资料来源: ChinaAutoMarket

下调盈利预测

我们将2012/13/14年每股盈利预测下调46%/8%/3%至人民币0.43元/0.94元/1.01元，原因在于销量下降、公司新产品推出计划推迟、产能利用率下降。此外，我们预计未来两到三年内红旗品牌对净利润率的贡献不会很大。

图表9：一汽轿车盈利预测调整

(人民币：百万元)	2012预测			2013预测			2014预测		
	新	旧	差异	新	旧	差异	新	旧	差异
销售收入	34,239	40,521	-16%	48,885	50,805	-4%	55,554	54,411	2%
毛利	5,307	6,402	-17%	7,724	7,951	-3%	8,666	8,434	3%
息前税前利润	670	1,418	-53%	1,624	1,847	-12%	1,756	1,876	-6%
税前利润	775	1,578	-51%	1,729	2,033	-15%	1,872	2,093	-11%
净利润	697	1,295	-46%	1,526	1,661	-8%	1,644	1,696	-3%
每股盈利 (Rmb)	0.43	0.80	-46%	0.94	1.02	-8%	1.01	1.04	-3%

资料来源：高华证券研究预测

与一汽股份的潜在换股受到重点关注

一汽集团/一汽轿车正在进行重大重组

2007年以来，一汽集团（一汽轿车的最终控股企业）一直在进行重大的结构调整，以实现其整车制造及相关资产的整体上市。一汽股份（一汽集团所有汽车相关资产的中间控股公司）得以成立，并将成为上市实体。

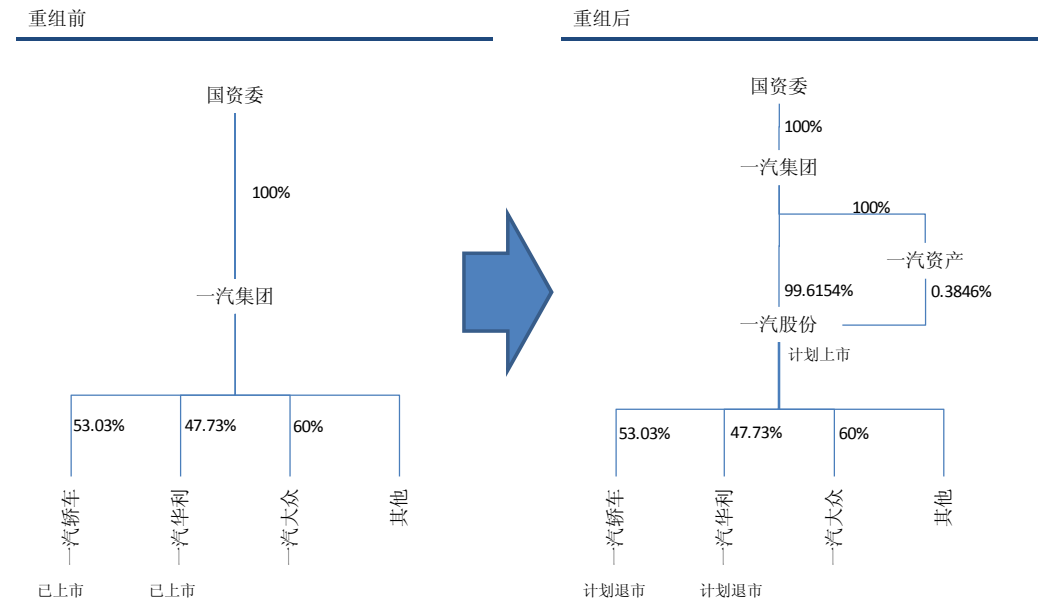
图表10：一汽集团/一汽轿车正在进行重大重组

日期	进展
2007	一汽集团位列国资委的30家整体上市央企名单中，自2007年起一汽集团（一汽轿车母公司）就明确表示了整体上市的决心。
2008	因2008年市场表现欠佳，中国政府暂停新股发行达一年之久。
6/11/2010	一汽集团发布公司整体重组改制并上市计划公告。
5/16/2011	国资委批准了一汽集团公司整体重组改制并上市有关事项。
6/16/2011	国资委批准了一汽集团公司整体重组改制并上市项目资产评估结果。
6/24/2011	国资委批准了一汽集团（一汽轿车的控股股东）将其持有的53.03%的一汽轿车的股份注入一汽股份的提案。
6/27/2011	国资委批准了中国一汽联合一汽资产公司共同发起设立一汽股份。
2/14/2012	证监会豁免一汽股份收购公司股份要约收购义务
4/14/2012	一汽集团（一汽轿车的控股股东）将其持有的53.03%的一汽轿车的股份注入一汽股份完成

资料来源：公司数据

一汽集团将向一汽股份（新成立的中间控股公司）注入所有汽车装配及相关资产（包括一汽轿车53.03%的股权）。未来一汽股份可能会通过与一汽轿车公众股进行股权置换的方式上市。

图表11：一汽股份是集团新成立的上市实体
重组前后一汽集团的持股结构



一汽股份销售情况强劲，与大众/丰田的合资企业尤为如此

图表12：一汽大众/一汽丰田的销售表现强劲
批发销量，千台；同比增速%

	1Q11	1Q12	YoY	FY2009	FY2010	FY2011	FY2010 YoY	FY2011 YoY
一汽集团	509	510	0.3%	1,481	1,879	2,059	26.9%	9.6%
一汽大众	225	268	19.1%	669	852	1,035	27.4%	21.4%
包括：奥迪	43	77	79.7%	147	206	258	40.3%	24.9%
包括：大众	183	192	4.9%	522	646	777	23.7%	20.3%
一汽丰田	131	138	5.4%	417	506	530	21.2%	4.8%
天津一汽	82	58	-29.5%	212	250	253	18.0%	1.1%
一汽轿车	71	46	-34.7%	181	270	241	48.7%	-10.5%
一汽华利	NA	NA	NA	1	1	NA	87.3%	NA

资料来源：ChinaAutoMarket

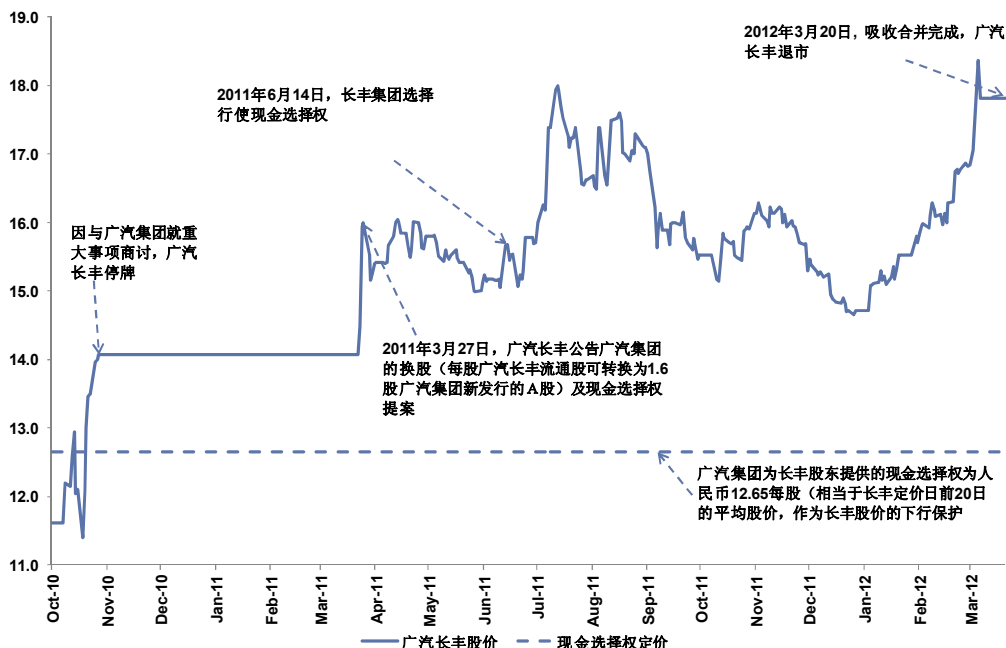
尽管其销售表现疲弱并且一季度盈利低于预期，但得益于一汽集团的重组活动以及一汽股份汽车相关资产（特别是一汽大众/奥迪）较强的盈利能力，一汽轿车的股价表现比较强劲。

广汽-长丰交易提供了先例

2012年一季度，广汽集团(2338.HK)通过与广汽长丰(600991.SS)换股成功实现了A股上市，每股广汽长丰流通股可转换为1.6股广汽集团新发行的A股（较长丰定价日前20日的平均股价存在15%的溢价）。此外还为长丰的流通股股东提供了必要的现金选择权（相当于长丰定价日前20日的平均股价），作为长丰股价的下行保护。

图表13: 重组期间长丰股价表现强劲

股价, 人民币元



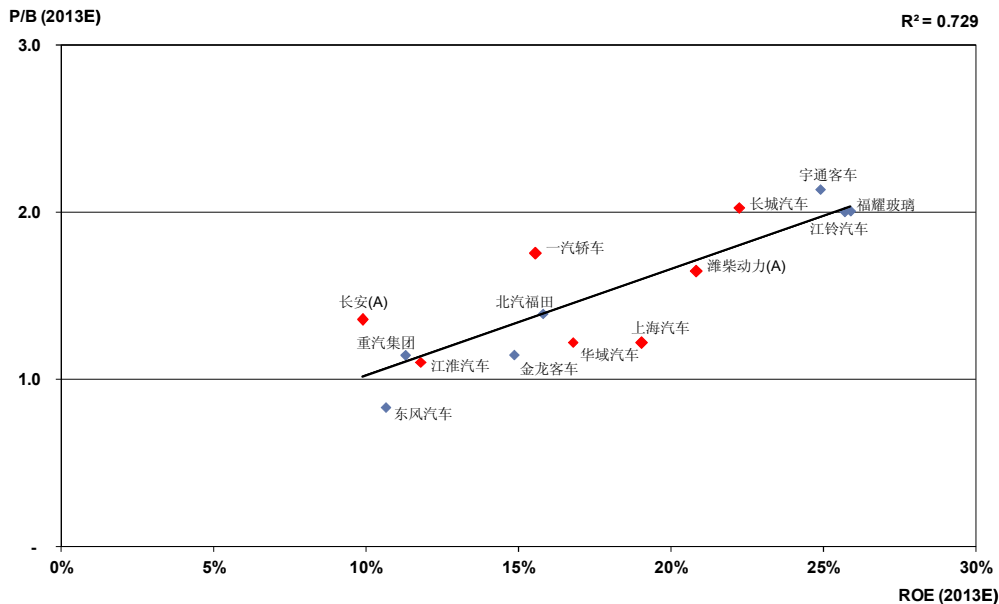
资料来源: DataStream、公司数据

考虑到广汽-长丰的先例, 我们认为: 1) 投资者可能会将任何潜在换股的现金选择权 (我们假设基于定价日前 20 日的平均股价) 视为一汽轿车股价的下行保护; 2) 一汽轿车和一汽股份之间换股的价值应较现金选择权存在一定溢价, 才能吸引换股。

估值方法调整

由于投资者对一汽轿车与一汽股份换股的预期较高, 我们将前者的估值方法从 2012 年预期市净率-净资产回报率调整为 20 日平均股价与 2013 年预期市净率-净资产回报率估值之中较高的一方。我们的 12 个月目标价格新预测为人民币 11.37 元 (意味着下行空间为 2.8%, 对应的 2013 年预期市盈率和市净率分别为 12.1 倍和 1.7 倍), 这是基于 20 日平均股价得出的, 因其高于使用 2013 年预期市盈率-净资产回报率得到的隐含价值人民币 8.95 元 (图表 15)。

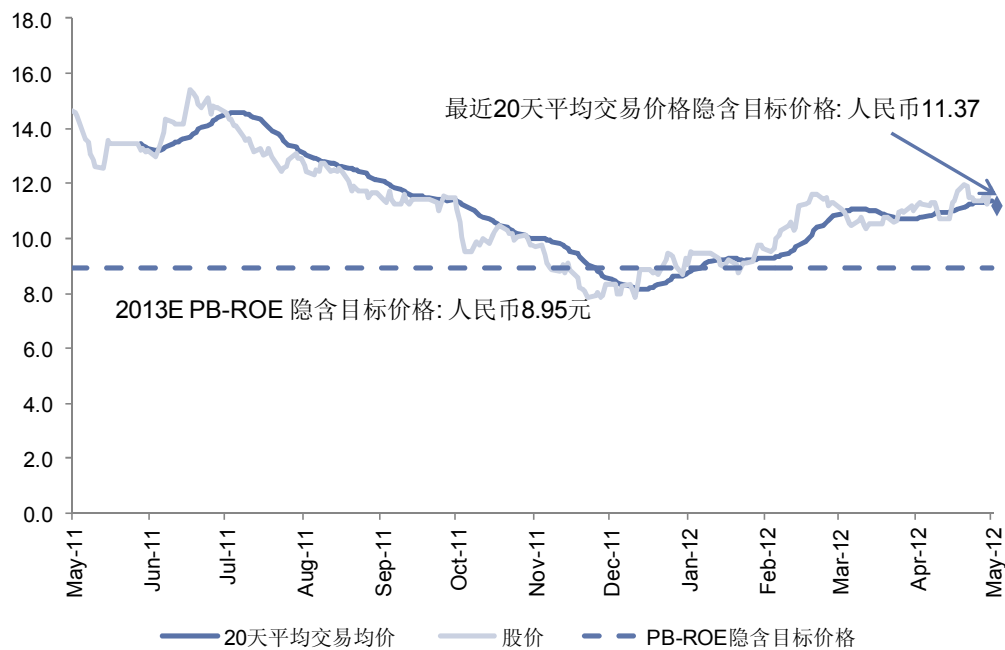
图表14: A股汽车板块2013年预期市净率-净资产回报率线显示, 一汽轿车估值最高
2013年预期市净率与净资产回报率, A股汽车板块



注: 上汽集团/一汽轿车/长安汽车/潍柴动力/江淮汽车/长城汽车 A 股的每股盈利和每股净资产为高华预测 (以红点标注), 其余为万得市场预测 (以蓝点标注)。

资料来源: 路透、Datastream、高华证券研究预测

图表15: 一汽轿车估值: 20日平均股价与2013年预期市净率-净资产回报率估值之中较高者
20日平均股价/2013年预期市净率-净资产回报率所隐含的目标价格, 人民币元



注: 当前 20 日平均股价隐含的目标价格基于潜在的现金选择权计算。

资料来源: Datastream、高华证券研究预测

信息披露附录

申明

本人，杨一朋，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

杨一朋：中国汽车行业

中国汽车行业：江淮汽车、华晨汽车、比亚迪、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、兴达国际

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：一汽轿车 (Rmb11.50)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。