

谁能成为未来 20 年全球整合的赢家？

——乘用车比较研究报告三

✍️ : 黄细里 执业证书编号: S1230518050001
☎️ : 021-80106011
✉️ : huangxili@stocke.com.cn

行业评级

汽车整车 看好

报告导读

中国车企逆袭的机会：与全球一线车企合作共赢，而非单枪匹马作战。

投资要点

□ 全球汽车市场格局的变迁史

110 年全球汽车历史验证了“分久必合，合久必分”道理。经济危机往往是导火索。先有区域内整合，才有全球整合。区域内整合的时长排序：欧洲>美国>日本，中央越集权且市场容量越小，整合速度越快。全球已经发生两次大整合：1980-2000 年，2000-2018 年。第一次全球整合关键词是“联盟策略”，最终形成了 6+3 格局：①通用&福特寻找同盟，成功抵制丰田的崛起，夺回世界第一第二，丰田掉到第三。②强势欧洲品牌寻找同盟，占据全球第四到六名。第二次全球整合以 2008 年为界分成：①上半场，旧联盟瓦解，美系没落，丰田取代通用成为全球第一。②下半场，借助中国市场的先发优势，大众取代丰田成为全球第一。全球汽车市场被修正为 6+X 格局，现代-起亚是最大黑马，取代戴姆勒集团成为 6 的成员之一，吉利汽车（包含沃尔沃）成为 X 的成员之一。

□ 成为世界一流车企的三要素规律

一个汽车企业能走多远？=他是否具备持续现金流的创造力？而这点又由三个相互影响的要素来支撑：1) 是否具备引领潮流的技术力。能否通过新技术创造出高附加值产品，然后消费者还愿意高价购买。2) 是否具备拓展海外的战略力。能否利用不同国家资源禀赋的差异性，将低附加值产品销售到外国，而当地消费者愿意高价支付。3) 是否具备提高效率的组织力。如何在满足消费者多样化需求和规模效应最大化之间寻找平衡点。从手工制造一大批量生产—柔性化生产—平台化生产，110 年汽车行业一直在围绕生产效率而不断创新。

□ 第三次全球整合的演绎推测（未来 20 年维度）

全球汽车 6+X 寡头垄断格局的基本形态不会变，变的是成员名单，大概率有 2 股势力有望进来：1) 新造车势力。2) 中国车企。“基于技术的联盟”或成这一轮全球汽车整合的新关键词。世界第一的位置极大可能依然在已形成良性循环的大众和丰田之间角逐。“引领潮流的技术力”将是三要素模型中最重要变量。中国依然是最重要区域市场。中国车企逆袭的机会核心在于：借助“EV 技术+中国市场”两大筹码，积极与全球一线车企合作共赢，而非单枪匹马作战。

□ 看好中国车市投资机会，最佳买点或在 8-9 月份

短周期（3 年以内）：中国乘用车景气度将迎来周期复苏，先量后价，估值处历史底部，中报大概率是最后风险释放，提供优质买点。长周期（3 年以上）：无论贸易战走势如何，中国乘用车需求低增长是必然趋势。但更重要是百年汽车技术大变革给与中国车企逆袭的机会，有望实现全球产业链地位的提升。短期看好周期复苏带来的板块估值修复，个股差异性有限，可均衡配置。基于“全球一线车企合作+自身实力”两个维度筛选，长期值得战略性推荐国内整车标的【广汽集团+比亚迪+吉利汽车+上汽集团】（排名不分先后）。

风险提示：宏观经济复苏低于预期；乘用车行业内价格战持续时间拉长。

相关报告

- 1.《乘用车比较研究专题二：中国会像日本进入 30 年的零增长吗？》2019.07.23
- 2.《乘用车比较研究专题一：自主 SUV 难逃轿车命运？》2019.06.20
- 3.《“汽车早周期”投资机会如何把握？》2019.01.03

报告撰写人：

数据支持人：黄细里

正文目录

1. 全球汽车市场格局的变迁史	4
1.1. 欧洲内部整合	4
1.2. 美国内部整合	5
1.3. 日本内部整合	6
1.4. 第一次全球整合 1980-2000 年	7
1.5. 全球第二次整合 2000-2018 年	8
2. 全球化整合取胜的核心三要素	11
2.1. 引领潮流的技术力	12
2.2. 拓展海外的战略力	13
2.3. 提高效率的组织力	14
3. 第三次全球整合的演绎推测（未来 20 年维度）	15
4. 投资建议：8-9 月份是配置乘用车股的最佳机会	16

图表目录

图 1: 2004-2018 年欧洲主要国家的汽车销量（单位：万辆）	5
图 2: 1957-1969 年日本国内汽车竞争格局演变	6
图 3: 1965-1969 年日本国内汽车整合情况	6
图 4: 日元 1985 年-2000 年处于升值通道中	7
图 5: 1985-2000 年日本乘用车出口经历了持续下滑期	7
图 6: 1970 年后世界乘用车产量增速进入放缓期	7
图 7: 1980-2000 年中国车市总量有限	7
图 8: 1960-2001 年主要国家汽车产量变化（单位：万辆）	8
图 9: 2002 年全球 6+3 格局下的产量分布	8
图 10: 2008 年全球前十大汽车集团的排名变化	9
图 11: 主要合资品牌在华成立时间表	10
图 12: 2018 年全球前十大汽车集团的排名变化	10
图 13: 车企全球化整合取胜的三要素模型	11
图 14: 三要素模型在具体车企分析中的应用	11
图 15: 全球车企为了降低油耗发明的技术汇总	12
图 16: 欧洲和日本的百公里油耗下降曲线（单位：L/百公里）	12
图 17: 1960-2001 年主要国家汽车产量变化（单位：万辆）	13
图 18: 1961-2015 年美国汽车市场格局的变化	13
图 19: 中国轿车市场竞争格局的演变	13
图 20: 中国 SUV 市场竞争格局的演变	13
图 21: 大批量-柔性化-平台化生产方式的演变过程	14
图 22: 1985-1996 年通用及丰田生产效率比较	14
图 23: 1985-1996 年通用及丰田人均产值比较	14

图 23: 1985-1996 年通用及丰田人均产值比较..... 错误!未定义书签。

表 1: 欧洲主要汽车品牌在过去 1 个世纪整合的情况4

表 2: 美国汽车三大巨头的国内整合历史6

表 3: 2000-2008 年原有联盟解散, 新的联盟成立9

表 4: 车企竞争实力理论预测模型15

1. 全球汽车市场格局的变迁史

110 年全球汽车发展历史验证了“分久必合，合久必分”的古老道理。经济危机往往是促成“分-合或合-分”的导火索。先有区域内整合，才有全球整合。区域内整合的时长排序：欧洲>美国>日本，中央越集权且市场容量越小，整合速度越快。全球已经发生两次大整合：1980-2000 年，2000-2018 年。第一次全球整合关键词是“联盟策略”，最终形成了 6+3 格局：①通用&福特寻找同盟，成功抵制丰田的崛起，夺回世界第一第二，丰田掉到第三。②强势欧洲品牌寻找同盟，占据全球第四到六名。第二次全球整合以 2008 年为界分成：①上半场，旧联盟瓦解，美系没落，丰田取代通用成为全球第一。②下半场，借助中国市场的先发优势，大众取代丰田成为全球第一。全球汽车市场被修正为 6+X 格局，现代-起亚是最大黑马，取代戴姆勒集团成为 6 的成员之一，吉利汽车（包含沃尔沃）成为 X 的成员之一。

1.1. 欧洲内部整合

纵观全球汽车历史，欧洲具有明显三大特征：1) 名牌众多；2) 超豪华车著称；3) 德法意汽车产业主导。随着第一次工业革命蒸汽机的发明，汽车文化从英国蔓延到欧洲，而欧洲国家众多，文化各有特征，诞生品牌数量非常多，1990-1939 年(二战前)是集中爆发期。欧洲汽车制造从手工制造方式开始，历史渊源，聚集了全球众多超豪华车品牌，尤其是英国（阿斯顿·马丁+劳斯莱斯+捷豹+路虎+mini+宾利等）。经过 100 多年整合，欧洲汽车产业主导力量是德国+法国+意大利，产销排名进入全球前五大的集团分别是：大众集团/戴姆勒集团/宝马集团（德国）+雷诺集团/标致-雪铁龙（法国）+菲亚特（意大利）。

经历 1 个世纪漫长整合，欧洲汽车形成了 6 大汽车集团为主的局面。我们梳理了欧洲主要品牌的诞生年份及整合（被整合）情况，总结如下（表 1）：**第一，先整合国内，再实现国外整合。**德国，法国和意大利重要车企集团基本是完成内部整合，然后外部收购补齐产品线（针对英国的豪华品牌收购为主）。**第二，大的整合往往伴随着经济危机。**从 1929-1933 年世界大经济危机，1997-1998 年年亚洲经济危机，2008-2009 年美国次贷危机+欧债危机。

欧洲内部汽车整合过程漫长，可能原因分析：1) 品牌众多的局面存在已久。欧洲各经济体内部发展不平衡且文化依然有差异性，导致汽车品牌众多且消费者品牌忠诚度高。2) 没有一个体量绝对大的经济体。从汽车销量看，德国在 350 万辆波动，英国/法国/意大利均处于 200-300 万辆之间，西班牙处在 100-150 万辆。2018 年整个欧盟国家（加上英国）汽车销量合计约 1800 万辆，略小于“美国+日本”的体量（约 2000 万辆）。

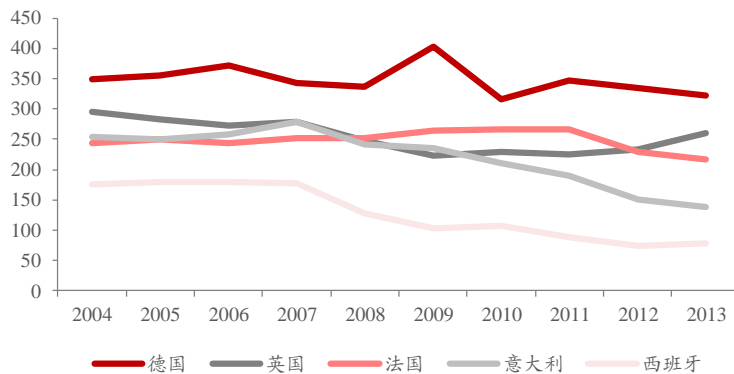
表 1：欧洲主要汽车品牌在过去 1 个世纪整合的情况

集团	品牌	成立时间	所属国家	整合情况
大众	大众	1937 年	德国	
	奥迪	1932 年	德国	1970s 逐步整合到大众集团
	西雅特	1950 年	西班牙	1986 年被大众收购
	斯柯达	1905 年	捷克	1991 年和 2000 年先后被大众全部收购
	宾利	1919 年	英国	1997 年被大众收购
	保时捷	1931 年	德国	2015 年被大众收购
雷诺	雷诺	1898 年	法国	
PSA 标致雪铁龙	标致	1889 年	法国	
	雪铁龙	1915 年	法国	1976 年被标致收购 60%股份
	劳斯莱斯	1906 年	英国	2003 年正式归于宝马集团
宝马	宝马	1929 年	德国	
	mini	1959 年	英国	1994 年被宝马收购
菲亚特	菲亚特	1898 年	意大利	
	法拉利	1929 年	意大利	1969 年被菲亚特收购
	阿尔法	1910 年	意大利	1984 年被菲亚特收购

	戴姆勒	1886年	德国	1926年戴姆勒和奔驰合并为一家
戴姆勒-奔驰	奔驰	1909年	德国	
	迈巴赫	1919年	德国	
阿斯顿-马丁	阿斯顿-马丁	1913年	英国	1987年被福特收购, 2007年福特转售给投资团队
吉利	沃尔沃	1927年	瑞典	1999年被福特收购, 2010年福特转售给吉利
塔塔	捷豹	1932年	英国	1989年被福特收购, 2008年福特转售给塔塔
塔塔	路虎	1948年	英国	1994年被宝马收购, 2000年宝马转售给福特, 2008年福特转售给塔塔
通用	萨博	1947年	瑞典	2000年被通用收购
上汽	名爵	1910年	英国	2007年被上汽收购, 上汽被上汽收购
通用	欧宝	1897年	德国	1920s末经济危机下被通用收购

资料来源: 浙商证券研究所

图 1: 2004-2018 年欧洲主要国家的汽车销量 (单位: 万辆)



资料来源: marklines、浙商证券研究所

1.2. 美国内部整合

经济危机是促成美国汽车实现三巨头寡头垄断的主要因素, 时间周期短于欧洲但长于日本。20 世纪上半叶美国汽车消费主要分为三个阶段: 1) 1908 年以前: 汽车属于奢侈品, 是上流社会的专属品, 手工制作方式, 价格昂贵。2) 1908-20 世纪 20 年代中期: 大规模流水线生产方式的创新使得汽车成为低价大众化消费品, 但产品单一化。福特 T 型车统治了市场长达十年之久, 其次是克莱斯勒, 通用汽车此次表现很差一度陷入危机。3) 20 世纪 20 年代后期之后: 多样化大众市场需求兴起, 消费者不再满足于单一化产品, 寻求需求的差异性。通用汽车自 1908-1920 年坚持了长达近 20 年的多元化产品战略, 终于在这个阶段优势彰显出来了。从时间轴上看美国汽车: 1908-1929 年是美国汽车黄金发展 20 年, 1911 年产量 21 万辆, 1916 年 160 万辆, 1920 年突破 200 万辆, 1929 年达到近 460 万辆, 而 1929-1933 四年经济危机引发的大萧条时期, 汽车产量一度回落到最低点 190 万辆。1933-1938 年美国经济得以复苏, 但全球整体处于二战前期准备期, 汽车消费有所复苏但没有超过 1929 年峰值。1939-1945 年二战期间, 所有汽车工厂停产成为战略物资生产。综合这半个世纪美国汽车发展来看, T 型车奠定了福特的基础, 多元化战略奠定了通用的基础, 脱离于通用且执着于技术创新的克莱斯勒开辟了自己的道路, 在二战前三大汽车企业寡头垄断的格局基本初定, 1929-1933 年的经济大萧条是推动三大巨头产业地位的重要因素。

二战后美国汽车产业冒出来的另外一家公司是 AMC, 凭借小型车的差异化定位, 成功在美国三大汽车巨头的边缘市场获得一席之地, 成为第四大汽车企业。但后期随着消费升级, 低端廉价小型车市场的萎缩, 以及管理层交接之后, AMC 的发展进入困境, 1980 年雷诺成为 AMC 大股东, 1987 年通用取代雷诺成为 AMC 第一大股东, AMC 从此消失, 重新回归了美国汽车三大巨头的时代。

表 2：美国汽车三大巨头的国内整合历史

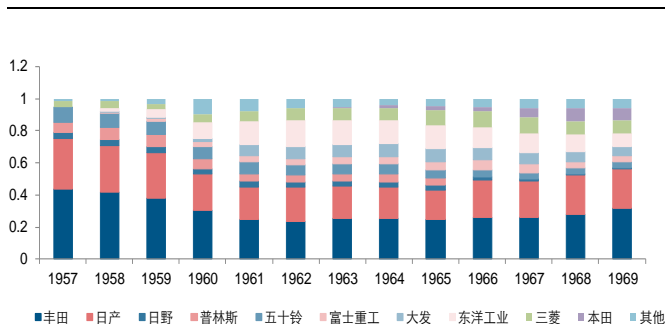
集团	品牌	成立时间	被收购时间
福特	福特	1903 年	自有品牌
	林肯	1917 年	1922 年
	水星	1930 年	自有品牌
通用	别克	1901 年	1908 年
	奥兹莫比尔	1897 年	1908 年
	凯迪拉克	1899 年	1909 年
	雪佛兰	1911 年	1918 年
	庞蒂亚克	1893 年	1909 年
	悍马	1903 年	1999 年
	美国两个知名汽车厂商 Nash-Kelvinator 和 Hudson 合并而来，主打小型车市场		
	AMC	1954 年	1980 年雷诺成为 AMC 大股东 1987 年通用取代雷诺成为 AMC 第一大股东，AMC 从此消失
克莱斯勒	克莱斯勒	1925 年	从通用中脱离创立
	道奇	1914 年	1928 年
	吉普	1944 年	1987 年通过收购 AMC 公司

资料来源：浙商证券研究所

1.3. 日本内部整合

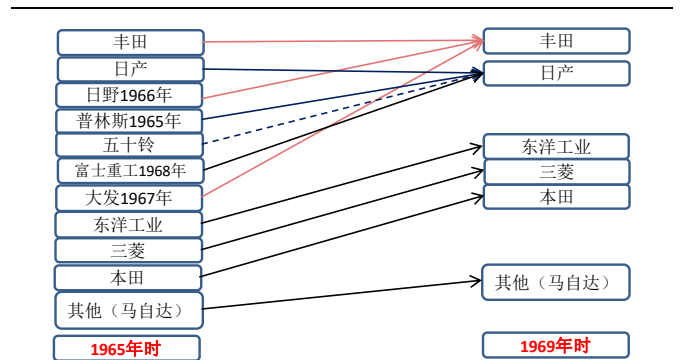
日本政府主导下 5 年内迅速完成国内整合。回顾日本汽车发展历史，相比欧美最大不同点在于：日本政府一直是主导汽车产业发展的重要力量。1945-1954 年日本战后经济在美国支持下快速恢复，模仿创新+贸易保护下，汽车产业快速发展起来，实现了日本本土制造国民车的梦想，且产生了多家汽车生产企业。二战前日本只有 3 家汽车企业：丰田+日产+五十铃，二战后经济恢复期增加至 5 家：新增日野和日本重工。1960s 经济高速发展初期增加至 10 家以上：新增了三菱+本田+大发+普林斯+东洋工业等。但那时日本汽车总需求体量约 300 万辆，丰田在 1962 年国内市占率跌至 23%，也即一年销量约 70 万辆，日产约 60 万辆，其他车企均在 40 万辆以下，相比海外汽车车企，日本车企明显缺乏规模经济。而且随着贸易自由化及资本自由化的紧迫压力下，外资汽车企业迟早会进入日本市场，日本政府决心 1965 年开始推动国内汽车行业的整合，日产和普林斯的合并是国内第一个案例，紧接着其他车企迅速跟上，1969 年形成了丰田和日产两大集团为主导，东洋+三菱+本田+马自达为辅的局面。日本在短时间内迅速完成国内汽车的整合，也并非无失败案例：五十铃先后与富士重工及日产整合均失败，富士重工与三菱的合作也失败。

图 2：1957-1969 年日本国内汽车竞争格局演变



资料来源：三田商学研究，浙商证券研究所

图 3：1965-1969 年日本国内汽车整合情况



资料来源：三田商学研究，浙商证券研究所

1.4. 第一次全球整合 1980-2000 年

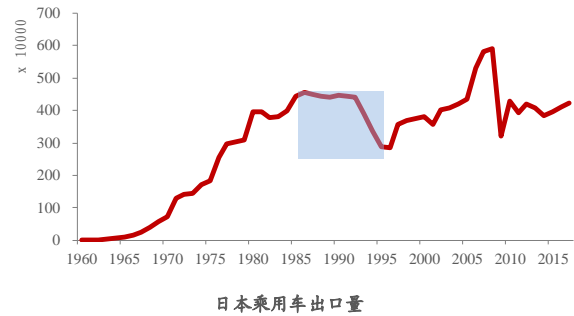
整合背景一：政治角度看，日美贸易战逐步升级，从贸易领域扩散到金融领域，日元不断升值。汽车产业是1980年之后日美贸易战的焦点行业，为了减少对美贸易顺差，1981年5月双方签订了《日美汽车贸易协议》，规定日本从1981年4月至1982年4月，对美国汽车出口限制在168万辆以内（1980年日本汽车实际出口美国近200万辆），1983年继续协议继续延期，但答应将出口数量上升至185万辆。另一方面，1985年美、日、英、法、德五国签订《广场协议》，干预汇率市场，试图解决美元汇率偏高的问题，最终导致日元进入了长期升值通道，使得日本汽车产业的出口竞争力下降。

图 4：日元 1985 年-2000 年处于升值通道中



资料来源：wind，日本统计局，浙商证券研究所

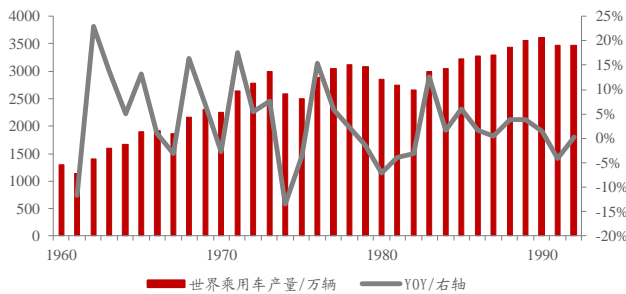
图 5：1985-2000 年日本乘用车出口经历了持续下滑期



资料来源：三田商学研究，浙商证券研究所

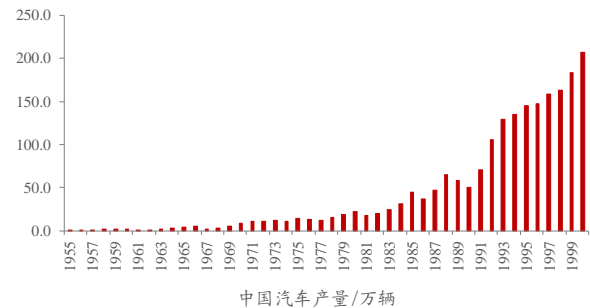
整合背景二：汽车角度看：1) 1970s 后全球汽车产量增速放缓，美欧日韩汽车需求进入饱和期。2) 美国成为单一体量最大的汽车消费市场，是全球各大车企争夺的重心。3) 新兴市场（中国等）正在培育期，体量相对有限。

图 6：1970 年后世界乘用车产量增速进入放缓期



资料来源：《战后日本汽车产业的发展》，浙商证券研究所

图 7：1980-2000 年中国车市总量有限



资料来源：wind，浙商证券研究所

整合特征一：通用&福特寻找同盟，抵制丰田的崛起。美国汽车三大巨头这个阶段分化明显：通用和福特积极扩张，全球范围内寻找同盟，扩大自己的势力范围，克莱斯勒自身经营不善努力寻找新的依靠（戴姆勒），但在整个日美贸易战大背景下，抵制日系车企（尤其是丰田）的崛起是核心宗旨。

通用汽车整合主要案件：1) **进军日本市场。**1971 年收购五十铃 49% 股权，1981 年参股铃木 9.9% 股权，1999 年收购富士重工（拥有斯巴鲁品牌）20% 股权。2) **进军欧洲市场。**1990 年收购瑞典萨博 50% 股权，2000 年全部收购。2000 年通过相互持股方式与菲亚特形成联盟关系。3) **进军韩国市场。**2000 年前后 5 大汽车厂商争夺收购韩国大宇案件是这一轮全球大整合的高潮。通用-福特-雷诺-菲亚特-戴姆勒相互竞抢过程中，福特层一度高价竞标而后却突然抽身离去，最终通用接手大宇。

福特汽车整合主要案件：1) **进军日本市场。**1979 年参股马自达 25% 股权，1996 年增加至 33.4%。2) **进军欧洲市场。**1987 年收购英国的阿斯顿·马丁品牌，1989 年收购英国的捷豹路虎品牌，1999 年收购瑞典的沃尔沃品牌。

总结通用和福特整合意图：宗旨是抵制丰田的崛起，保住世界霸主的位置。1) 获得小型车开发技术经验，重点通过日系车的整合。2) 丰富产品线，多元化品牌满足不同区域及层次需求，比如欧洲豪华车品牌的收购。3) 拓展全球化战略，尤其是亚洲和欧洲市场份额的提升。

整合特征二：强势欧洲品牌寻找同盟，试图挤入第一梯队。对比上文欧洲内部整合分析可知，这个阶段欧洲内部也处于整合后期，且基本形成了德法意为主导的6大汽车集团：大众集团/戴姆勒集团/宝马集团（德国）+雷诺集团/标致-雪铁龙（法国）+菲亚特（意大利），英国各大豪华汽车品牌纷纷被这6大汽车集团或通用/福特所瓜分。

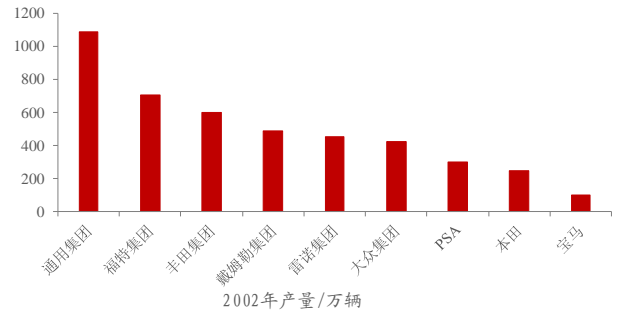
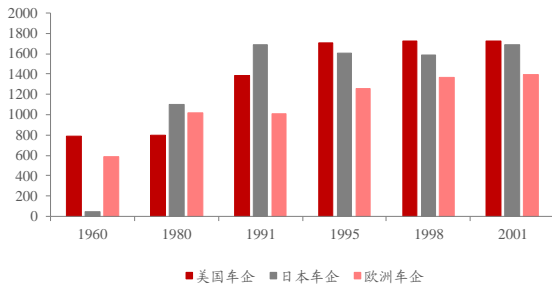
大众与宝马这阶段主要是进行欧洲内部整合，雪铁龙于1976年被标致收购两者合并为一家。戴姆勒+雷诺+菲亚特这阶段积极参与全球整合。戴姆勒在1926年于奔驰合并为一家后，1998年5月以360亿美元收购美国克莱斯勒公司，成为全球第五大汽车巨头。而后又斥资21亿欧元收购三菱34%的股份，形成了戴姆勒-克莱斯勒-三菱集团。雷诺1999年5月28日，按照每股400日元的价格，以54亿美元收购日产汽车36.8%股权，成为该公司的大股东，组建了雷诺-日产联盟，这个案例也是这阶段联盟形式的经典。

整合结果一：美国成功挤压日本重新获得汽车产值全球第一。从日本学者的学术研究成果中获得数据显示：1960-1990年期间日本汽车产量快速增长，从48万辆增加至1700万辆，超过欧美成为世界第一，美国下滑至世界第二。1990-2001年期间，日本汽车产量处于下行通道，最低跌至1587万辆，美国从1400万辆提升至1720万辆，重新夺回了世界第一的位置，欧洲自1980年之后一直处于世界第三位置。

整合结果二：全球汽车形成了6+3格局。6大汽车巨头：通用集团（包含菲亚特-铃木-富士重工-五十铃），福特集团（包含马自达-沃尔沃），丰田集团（包括大发和日野），大众集团，戴姆勒集团（包含克莱斯勒-三菱），雷诺集团（包含日产）。3个主要汽车企业：本田，宝马和标致。根据marklines数据显示，2002年全球汽车产量中6+3车企的产量占比高达90%，通用集团排名第一，福特集团排名第二，丰田集团排名第三，戴姆勒集团排名第四，雷诺集团排名第五，大众集团排名第六，PSA排名第七，本田排名第八，宝马排名第九。

图 8：1960-2001 年主要国家汽车产量变化（单位：万辆）

图 9：2002 年全球 6+3 格局下的产量分布



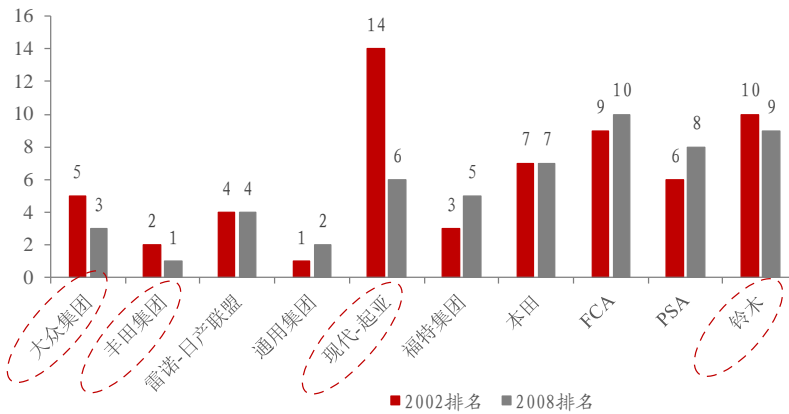
资料来源：三菱综合研究所等，浙商证券研究所

资料来源：marklines，浙商证券研究所

1.5. 全球第二次整合 2000-2018 年

上半场 2000-2008 年：全球车企之间的“组合游戏”跌宕起伏。2008 年经济危机成为全球汽车第一次整合（1980-2000 年）的试金石，结果出乎意料：1) 丰田在危机中达到了巅峰。2) 美系三巨头均失败而告终，通用破产重组，福特自救，克莱斯勒再易主。3) 除了雷诺-日产联盟，其余联盟均瓦解。4) 大众在危机中获得转机。5) 韩国现代-起亚成为最大黑马。**对比 2002 年和 2008 年全球主要车企的排名：**1) **排名进步车企：**现代-起亚从第 16 名跃升至第 6 名，大众从第 5 名跃升至第 3 名，丰田从第 2 名上升至第 1 名，铃木从第 10 名上升至第 9 名。2) **排名后退车企：**通用从第 1 名退到第 2 名，福特从第 3 名退到第 5 名，FCA 从第 9 名退到第 10 名，PSA 从第 6 名退到第 8 名。3) **排名稳定车企：**雷诺-日产保持第 4 名，本田保持第 7 名。（备注：2008 年经济危机后除了雷诺-日产之外的联盟都先后瓦解，这里排名是按照解散后的主体来统计）。

图 10：2008 年全球前十大汽车集团的排名变化



资料来源：marklines，浙商证券研究所

全球汽车第一次整合经验与教训一：结合自身文化，车企需要在满足多样化需求与规模效应之间寻找平衡点。

为了达到这个目的，“联盟策略”是第一次全球整合的主基调，但不同公司演绎出了完全相反的结果。**最典型的失败案例是通用和戴姆勒-克莱斯勒两大案例。**通用其最终不得不申请破产保护的归因在于：为了追求全球化市场拓展，满足不同区域消费者的多样化需求，选择通过直接收购或联盟策略，实现快速扩张，但各个品牌各个区域之间并没有形成良好的协同效应。戴姆勒最终选择放弃克莱斯勒，原因在于两者结合初衷希望能进入双方市场，但最终因为企业文化差异巨大，融合非常困难。**最典型的成功案例是雷诺-日产**，两方实力相当选择互相持股方式实现资本合作，并在基础上把生产-技术-销售各自独立运行，集团层面仅仅是研发-采购-物流-金融服务层面进行协同。

全球汽车第一次整合经验与教训二：守正才能出奇，本土市场若失守，大概率会溃不成军。

丰田案例：2008 年经济危机发生对日系（尤其丰田）负面影响十分大，但不能掩盖丰田重新获得了世界汽车第一的辉煌，背后原因：1) 日本汽车市场牢牢把控在日系自主车企手中，美系和欧系均没有入侵成功。2) 美国汽车三巨头失守本土市场，日系车企成功逆袭。**大众案例：**大众是 2008 年经济危机中受伤相对较小的车企，而且还成功解决了股权问题，实现了发展的转机。其背后很重要原因：1) 大众在第一次全球整合中虽然有在做品牌多元化，但局限于欧洲内部整合，而且不同品牌之间技术合作紧密性远高于美系车企，牢牢把控住了大众在欧洲市场的老大位置。2) 大众是少数车企在第一轮全球整合中没有做海外联盟策略的。3) 非常重视新兴国家的开拓，尤其是中国市场，获得先机。**现代案例：**韩国汽车产业类似于日本，政府主导力量强且以本土品牌为主。在 1998 年亚洲金融危机中，在政府推动下，大宇被通用收购，起亚被现代收购，现代-起亚成为韩国最大的汽车集团。依托于牢靠的本土市场，现代-起亚在 2000 年之后重心拓展全球化市场：1) 一方面以韩国本土为生产基地，直接出口到海外（美欧新兴国家）。2) 另一方面直接海外投资建厂，布局美欧新兴国家。除了日本市场撤出了，美国/欧洲/中国/印度四大市场现代均取得成功，原因在于：1) 汇率相对稳定。2) 车型高性价比。3) 美系车企本土市场的失守。4) 新兴市场需求的崛起。

全球汽车第一次整合经验与教训三：没有永恒的朋友，也没有永恒的敌人，只有永恒的利益。

通用和福特在上一轮建立的联盟关系基本瓦解，被其他车企接手组建新的合作关系。丰田接手了通用转售的富士重工，大众接手了通用转售的铃木，PSA 接手了通用转售的欧宝，三菱接手了通用转售的五十铃，吉利接手了福特的沃尔沃，塔塔接手了福特的捷豹路虎，大众与保时捷上演了收购与反收购的转变。

表 3：2000-2008 年原有联盟解散，新的联盟成立

原收购方	被收购/合作方	出售时间	新收购方
通用	富士重工	2005 年	丰田接手
通用	五十铃	2006 年	三菱接手
通用	铃木	2006 年	大众接手，2016 年解散
通用	欧宝	2017 年	PSA 接手
通用	克莱斯勒	2005 年	联盟解散

福特	马自达	2009年	单飞
福特	沃尔沃	2009年	吉利接手
福特	捷豹路虎	2008年	塔塔接手
戴姆勒	克莱斯勒	2009年	菲亚特接手
保时捷	大众	2011年	大众反收购保时捷

资料来源：浙商证券研究所

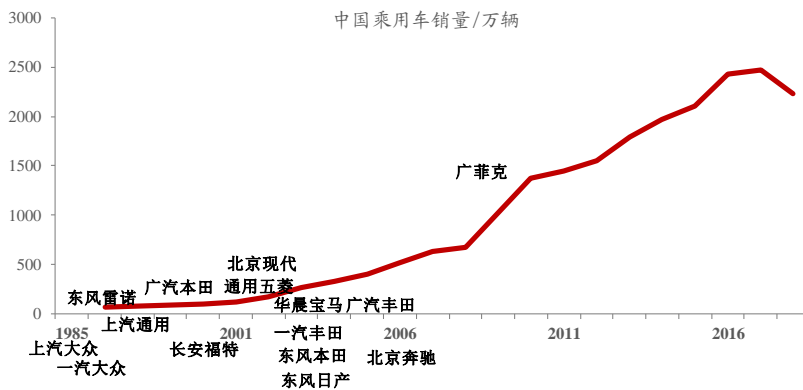
下半场：各大车企如狼似虎，角逐中国市场。丰田的成功给各大车企一个重要信号：站稳了国内市场脚跟之后，一定要瞄准海外市场，尤其是体量巨大的新兴国家经济体。站在2000年时点，中国-印度-巴西-俄罗斯均是欧美日车企眼中的海外新兴市场，中国市场是否值得下最大的赌注，各家车企战略上存在差异性的。

1) **积极派，大众/通用为代表。**大众/通用在华建立合资公司最早，且均有选择上海汽车作为合作伙伴，在华新车型投放最为积极。雷诺虽然成立合资公司也较早，但是和东风的合作进展相对一般。

2) **保守派，日系/福特为代表。**2000-2003年是合资车企成立密集时间点。2000年中国汽车产量首次超过100万辆（包含商用车），2003年达到267万辆，已初具规模，对华投资相对谨慎的日系和福特此时也开始真正行动起来。

3) **落后派，菲亚特为代表。**广菲克合资公司成立于2010年，此时中国汽车市场产销规模超过1000万辆。

图 11：主要合资品牌在华成立时间表



资料来源：wind，浙商证券研究所

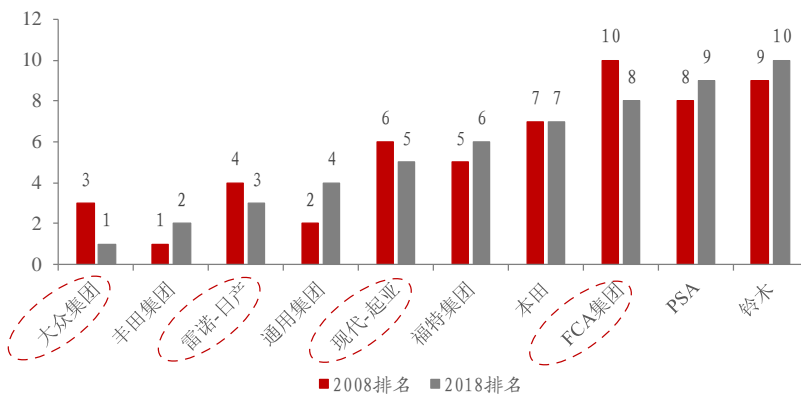
2009-2018 这十年中国市场的崛起，全球汽车市场修正成“6+X”格局。相比之前6+3格局，第二次整合并没有发生本质变化，只是修正为：6+X格局。**核心变化之处：**

1) 大众取代丰田获得世界第一的位置，核心受益于中国市场的先发优势。

2) 现代-起亚取代戴姆勒集团成为6名成员之一，其余成员名单未变，只是名次发生变化。戴姆勒因与克莱斯勒及三菱的联盟关系瓦解而掉出全球前十名之外。

3) 3变成X，除了原有的本田+铃木+PSA，外加因合并克莱斯勒的FCA，以及戴姆勒+宝马两大豪华车企，以及中国市场新秀（包括沃尔沃销量的吉利汽车）。“X”表面在这个层级车企抗风险能力相对6大集团较差，尤其是产销规模低于400万辆的，向上或向下的均存在不确定性。

图 12：2018 年全球前十大汽车集团的排名变化



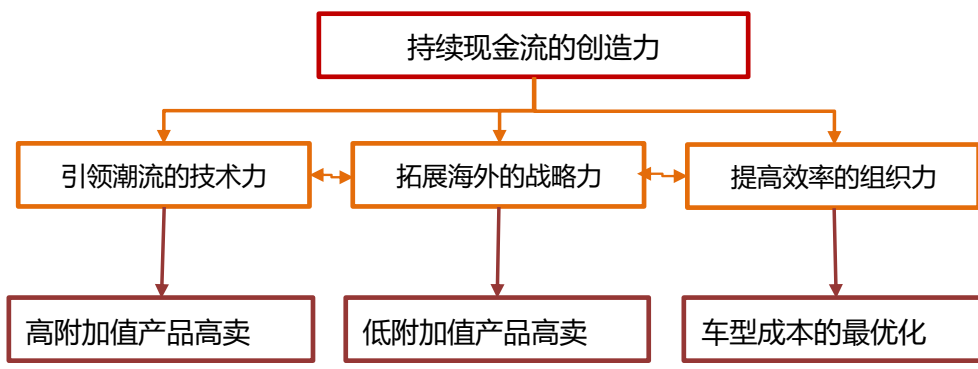
资料来源：marklines，浙商证券研究所

2. 成为世界一流车企的三要素规律

复盘完 110 年汽车历史，我们不经疑惑：为什么会是“合久必分，分久必合”的结果？江山代有才人出，各领风骚数百年。要想成为世界一流车企应该具备哪些要素？结合历史详细复盘及海外内相关学者研究成果，我们初步形成了以下分析框架。

一个汽车企业能走多远？这个问题相当于要回答：他是否具备持续现金流的创造力？而这点又由三个相互影响的要素来支撑：1) 他是否具备引领潮流的技术力。他能否通过新技术创造出高附加值产品，然后消费者还愿意高价购买。2) 他是否具备拓展海外的战略力。他能否利用不同国家资源禀赋的差异性，将低附加值产品销售到外国，而当地消费者愿意高价支付。例如：车企利用本国劳动力成本廉价优势创造出高性价比的车型，然后销售到发达国家去。车企利用他国技术落后无法满足消费者需求，将本国产品直接出口或对外投资形式销售到外国去。3) 他是否具备提高效率的组织力。车企如何在满足消费者多样化需求和规模效应最大化之间寻找平衡点。从手工制造方式—大批量生产方式—柔性化生产方式—平台化生产方式，110 年汽车行业一直在围绕生产效率问题不断创新。

图 13：车企全球化整合取胜的三要素模型

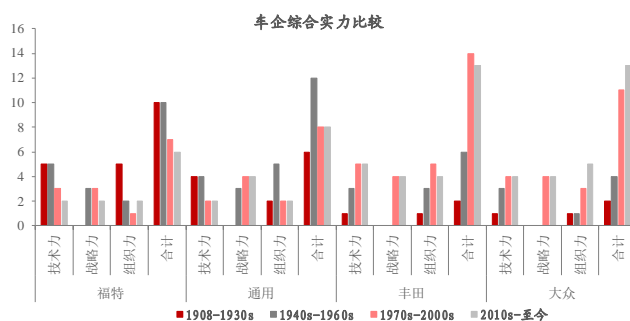


资料来源：浙商证券研究所，备注：“高”“低”是相对的概念

为了更好地理解三要素模型，我们结合具体车企来分析。选取影响汽车历史进程的四大杰出公司：福特-通用-丰田-大众，世界霸主地位先后轮流被这四家企业所占领。1) 用 0-1-2-3-4-5 来具体化评价三个要素。0 表示该要素还没有产生，比如汽车最早仅是一国内部的消费，并没有全球化。数字越大表明车企在该要素表现越好。2) 110 年汽车历史划分为 4 个阶段：1908-1930s, 1940s-1960s, 1970s-2000s, 2010s-至今。3) 合计值是三要素的简单加总，绝对值的大小表明车企综合势力的强弱。(备注：数字仅为形象化分析车企，数字背后如何计算出来没有严谨逻辑)

1908-1930s: 福特称霸全球。拥有内燃机技术，发明了流水线生产，实现大批量低成本制造。1940s-1960s: 通用称霸全球。分权管理模式创新，多品牌策略满足消费者多样化需求。1970s-2000s: 丰田称霸全球。应对石油危机，汽油机小型化及混合动力技术引领全球，创造了丰田精益生产方式，提高生产效率，且成功拓展海外美国市场。2010s-至今: 大众称霸全球。柴油机小型化引领全球，混合动力努力追赶日系，平台化生产方式应用最佳，实现多品牌战略与规模效应之间的平衡，且成功拓展海外中国市场。

图 14：三要素模型在具体车企分析中的应用



资料来源：浙商证券研究所

2.1. 引领潮流的技术力

自内燃机技术诞生取代马车/蒸汽机，人类文明进入了崭新的篇章。内燃机技术本质是将热能转换为机械能，需要使用的资源是石油。内燃机拓展了人类运动的区域范围，提高了社会效率，但同时也产生了三大问题：能源安全+温室效应+大气污染，各个国家均难以避免，只是解决这三个问题的紧迫性有差异性，消费者均是最终买单者。近半个多世纪，“降低百公里油耗”（能源安全+温室效应）成为全球车企技术制高点竞争的关键所在（如下图 15）。

图 15：全球车企为了降低油耗发明的技术汇总



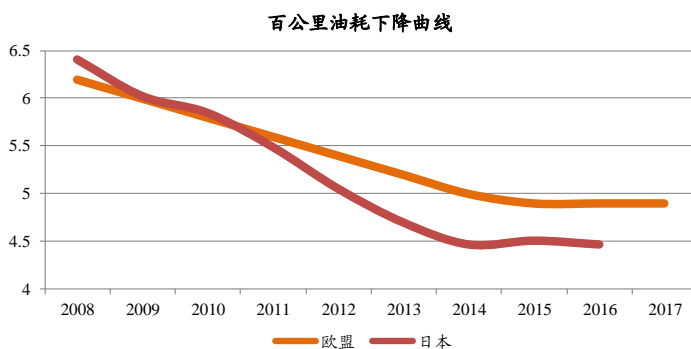
资料来源：浙商证券研究

丰田&大众之所以能厚积薄发，成功取代福特&通用全球第一位置，关键点之一在于：降低百公里油耗技术获得持续领先优势，尤其是丰田。当然这背后也得益于日本和欧洲政府是全球油耗要求最严格的两个区域。日本出于能源安全，欧洲出于温室效应。石油资源相对丰富的美国对油耗降低并不太在意，奥巴马执政期间曾一度加强管理，但 2018 年特朗普上台后相关政策均被暂停，先如今美国油耗高于欧日，被中国赶超也指日可待。从百公里油耗 6L 下降到 5L 过程中，欧洲花了 5 年（2009-2014 年），日本花了 3 年（2009-2012 年），中国计划用 2 时间（2018-2020 年）。

实现百公里油耗下降技术路径欧洲和日本异同点：1）相同点，发动机小型化+轻量化。2）不同点，欧洲侧重于柴油机的小型化，日本侧重于汽油机的小型化。此外，日本更加重视混合动力技术的应用，领先于欧洲。正因为混合动力的普及，导致日本从 6L-5L 过程中实现速度更快，而且目前已经做到了 4.5L 附近，欧洲在 4.9L 遇到了瓶颈。

展望未来，如何实现 5L-4L-3L-2L-1L-0L 是全球主要国家对汽车百公里油耗下降的诉求。达到这样目标，结合各国国情，必须依赖多种技术路径并存，传统发动机技术油耗下降已经非常有限，“混合动力+纯电动+燃料电池”等新能源技术将需要发挥更大的作用，这也是未来车企能否具备引领潮流技术的关键点之一。

图 16：欧洲和日本的百公里油耗下降曲线（单位：L/百公里）



资料来源：ICCT, JAMA, 浙商证券研究所

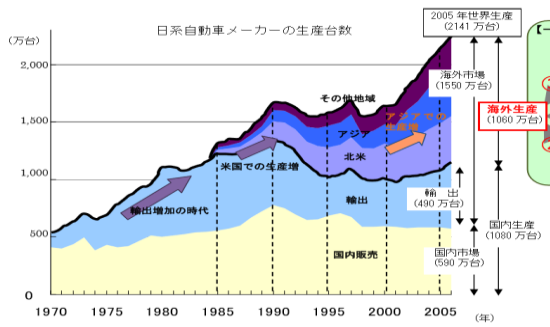
除了降低油耗之外，“如何持续提高汽车安全性”将是汽车行业未来长远期另一个重要课题，亦是技术关键点所在。从简单机械化—辅助驾驶—自动驾驶，各大车企均在智能网联投入大量研发，该方向的全球竞赛进行中，结局的分晓或需要更长时间的等待，但无疑是未来车企能否具备引领潮流技术的关键点之二。

2.2. 拓展海外的战略力

“可贸易的可选消费品”是乘用车非常重要的属性。这个属性决定了一个车企的发展壮大一定离不开全球化。前文第一部分我们提到：一个车企若想晋升为全球6大汽车集团之一，守正出奇才是王道。“正”意味着在本土站稳脚跟是第一要务，“奇”意味着海外市场开拓必须要做且一定要在某一个体量还比较大的经济体中获得成功。迄今为止，海外拓展最为成功的两大案例是：1) 丰田逆袭美国市场；2) 大众收割中国市场。

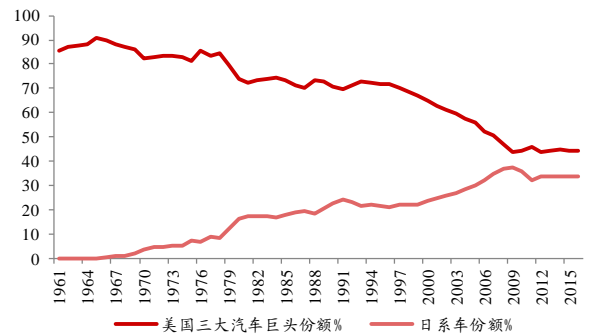
日本汽车用了近40年时间完成了对美国市场的逆袭，分为三个阶段：1) 1970-1985年，以直接出口方式销售至美国，迅速打开市场。主要依靠：①两次石油危机，美国石油价格暴涨，低油耗的小型车需求暴涨；②日本人口红利+日元便宜，汽车生产成本低，具有显著性价比优势，2) 1985年—1995年，受日美贸易战影响出口数量有限，丰田选择直接去美国建厂生产并销售汽车，且成功推出了高端品牌雷克萨斯，得到了美国消费者对日系车不仅性价比高，而且具有高品质的品牌认可，进一步站稳脚跟。3) 1996-2010年，依靠引领全球的混合动力车型进一步抢占美系三巨头的市场份额。最终日系车占据美国汽车市场的半壁江山后，格局才稳定下来。总结而言：第一阶段是破局之时，日本核心依靠是“低附加值产品高卖”；获得一定利基市场后，第二及第三阶段主要依靠“引领潮流的技术力”形成了“高附加值产品高卖”；三个阶段辅助依靠是“丰田精益生产方式”实现“车型成本的最优化”。

图 17：1960-2001 年主要国家汽车产量变化（单位：万辆）



资料来源：日本经济产业省，浙商证券研究所

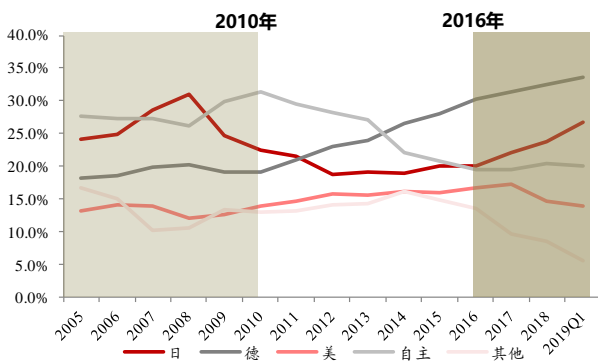
图 18：1961-2015 年美国汽车市场格局的变化



资料来源：WardsAuto，浙商证券研究所

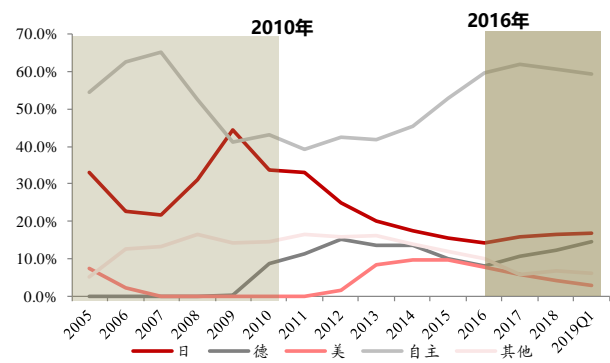
大众是最早进入中国成立合资公司的车企，目前产销规模约400万辆，所有品牌中排名第一，是德系车在华最核心力量。1) 轿车市场：2000-2010年期间德系表现相对差于日系及自主，2011-2016年期间德系经历了份额持续提升，2013年成为中国轿车市场的第一大力量，2019年初已经达到近35%。2) SUV市场：2010年之前中国SUV市场产销规模低于100万辆，份额重要性较弱。2011-2017年是黄金发展时期，德系份额经历了上升-下降-上升的变化趋势，目前低于日系及自主，但SUV未来几年仍处于产能出清过程，行业格局仍然存在变数，德系份额上升的可能性较大。总结而言：大众在中国轿车市场的老大位置比较稳固，SUV仍有上升空间。之所以在所有合资品牌中获得最好成绩：1) 先发优势强且对中国市场重视度高。2) 中国自主汽车制造技术的缺乏，但市场需求又旺盛，大众只需将海外成熟的技术产品导入中国生产，且利用中国廉价劳动力优势，获得“低附加值产品高卖”。

图 19：中国轿车市场竞争格局的演变



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 20：中国 SUV 市场竞争格局的演变

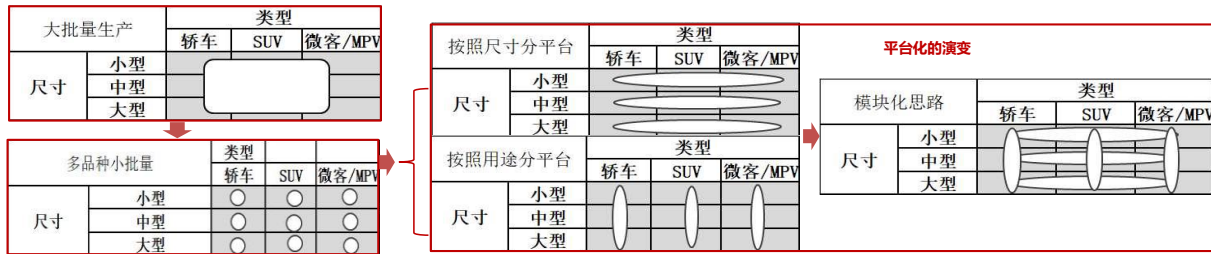


资料来源：乘联会，浙商证券研究所

2.3. 提高效率的组织力

车企如何在满足消费者多样化需求和规模效应最大化之间寻找平衡点，一直困扰着汽车行业。从手工生产方式—大批量生产方式—柔性化生产方式—平台化生产方式，每次替代均为了提高生产效率，降低成本，提高企业的利润率。

图 21：大批量-柔性化-平台化生产方式的演变过程



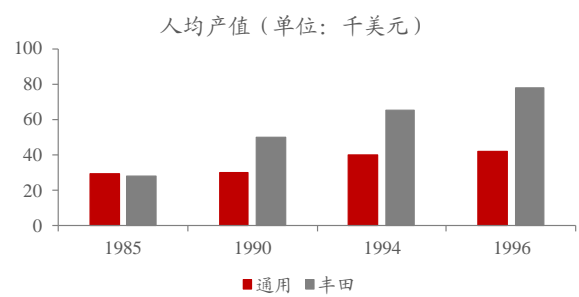
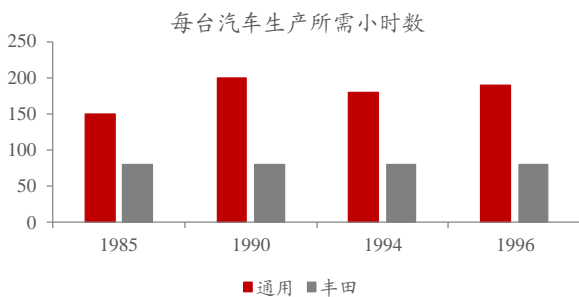
资料来源：浙商证券研究

福特流水线生产方式（大批量的代表）。产生背景：纯手工生产方式虽然能做到完全的定制化，但生产效率过低，成本过高，导致汽车只能属于上层社会的专属品。**核心思想：**将汽车的生产工序化，工人各自分工明确，各施其责。**产生效果：**福特的 T 型车进入寻常百姓家，成就了福特 1980-1925 中期的世界汽车霸主地位。后期通用在此基础上采用了分权管理，事业部制，多品牌单独运营，财务统一的模式，做到了保证大批量生产方式的前提下，能够适当满足消费者多样化需求，推出针对不同阶层的不同品牌汽车。

丰田的精益生产方式（柔性化的代表）。产生背景：1) 大批量生产方式出现了库存堆积+产品质量低下弊端。2) 日本民族情怀，不甘于被贴上的“模仿创新”标签。**核心思想：**通过准时化+自动化来彻底杜绝浪费。“准时化”是将所需要的物品，以所需要的数量，在所需要的时间送到装配线。“自动化”是最大限度发挥工人的主观能动性，将人的智慧赋予机器。**产生效果：**1) 两次石油危机后全球车企均深受影响，而丰田却屹立不倒。2) 日系车成功逆袭美国市场，助推丰田霸占全球第一位置（2008-2009 年，2012-2015 年）。3) 丰田生产效率及产出的绝对胜出。根据日本学者大鹿隆著作的记录，1985-1996 年期间，丰田每台车生产时间是通用的二分之一，人均产值从相当到是通用的 1.8 倍。

图 22：1985-1996 年通用及丰田生产效率比较

图 23：1985-1996 年通用及丰田人均产值比较



资料来源：大鹿隆著作，浙商证券研究所

资料来源：大鹿隆著作，浙商证券研究所

大众平台化生产方式（平台化的代表）。平台化思路最早出现在美国通用，但发扬光大却是在大众。**产生背景：**1) 汽车全球化范围越来越广，不同国家消费者对汽车的需求多样化性越来越复杂。2) 一款车前期的研发投入占比越来越高，车型开发的风险越来越高。3) 全球汽车需求增速放缓，车企之间的价格战愈加明显。4) 2008 年经济危机前，大众主要精力在于欧洲市场内部整合，在多品牌之间如何实现品牌独立性又能实现技术紧密联系上处理很好。2008 年之后，美系进入了多元化战略失败的恢复期，日系主要精力在美国市场的进攻，而大众在亚洲（尤其中国）和南美洲积极推进全球化，对寻求多样化需求与规模效应最大化平衡的迫切性强。**核心思想：**在保证多样化需求时，尽可能的实现不同车型零部件通用性，且缩减车型开发周期。**产生效果：**1) 平台化的概念在不断升级。从最初单维度实现平台化（尺寸或类型），到实现尺寸和类型兼顾下的平台化（衍生出了模块化的叫法）。2) 全球各大车企先后推出自己的平台化（模块化）策略。3) 大众 2016-2018 年取代丰田成为全球汽车霸主位置。

3. 第三次全球整合的演绎推测（未来 20 年维度）

未来 20 年全球汽车将迎来第三次整合，如何演绎推测？按照上文 2 部分，理论上的预测模型如表 4。实际情况这是一道非常复杂的数学题。三要素不仅各自能量巨大而且相互影响，可以形成良性循环也可以形成恶性循环，造成好企业和坏企业的区分。若需解答清楚这道数学题，以下几个问题的厘清为必经之路。

表 4：车企竞争实力理论预测模型

模型预测	现有参与者 X	新进入者 Y
引领潮流的技术力	?	?
拓展海外的战略力	?	?
提高效率的组织力	?	?
综合评价（持续现金流的创造力）	?	?

资料来源：浙商证券研究所

1. **未来 20 年全球格局恶化还是优化？会恶化，但基本形态仍是 6+X 格局，只是成员会发生较大变动。**破坏性技术创新的爆发必然会带来众多的新进入者，对于现有参与者而言，必然是格局越来越看不清楚。“EV 技术+燃料电池技术+自动驾驶技术”将竞争点扩散到了化学，电子，通信等多个领域，来自于科技/互联网领域的新进入者对于传统车企而言，均是不小的挑战。
2. **未来 20 年三要素中最重要是哪个？引领潮流的技术力。**“电动化+智能化+互联化+共享化”汽车四化代表着未来汽车长期技术变革方向，消费者对汽车的诉求也将日益变化。百年变革期，谁能抓住未来市场所需的技术才是王道。这需要巨额的研发投入，车型开发风险呈指数级上升，任何一家很难单独面对，寻求合作伙伴分散风险的趋势将日益更加明显。
3. **未来 20 年最重要区域市场是哪个？仍然是格局未定的中国市场。**不管其他新兴市场（印度/巴西等）能否崛起，中国市场体量已经相当于 1 个美国+1 个欧盟。欧美日韩四个市场内部格局已定，谁能在中国市场翻盘，则一定会搅乱全球汽车已有的 6+X 格局。未来 20 年全球汽车市场的整合，也即中国市场的整合。
4. **三要素形成良性循环的是哪些车企？大众/丰田确定性最高。“是否拥有十分牢固的本土根据地”是形成良性循环的首要前提，**满足这点似乎只有“大众+丰田+现代”，通用及福特本土都失守了，雷诺/PSA/日产/本田等在本土市场并非最强的。**其次，引领潮流的技术力上是否有一席之地，**丰田的传统汽油小型化+混合动力+燃料电池均是世界领先，大众的柴油小型化是世界领先，特斯拉的纯电动是世界领先，其他基本是追随者。**其次，海外市场拓展上是否已经有重大突破。**丰田有美国市场，大众有中国市场，其他车企均没有显著成绩。**其次，提高效率的组织力上，**丰田有精益生产，大众有平台化，其他车企均是实践者。
5. **中国车企逆袭的机会在哪里？借助“EV 技术+中国市场”两大筹码，积极与全球一线车企合作共赢。**本田依靠偏执的技术力异军突起日本市场，并且借助日系逆袭美国市场之际而壮大，但始终没有突破进入全球 6 大汽车集团的名单。**本田模式中国车企难以复制，单枪匹马作战在当下风险过大。**过去 10 多年国家大力推广纯电动 EV 技术，无疑是中国车企在未来全球合作谈判中额外增加的重要筹码。
6. **新造车势力逆袭的概率有多大？假以时日大概率会有新造车势力成为“全球 6+X”成员。**人与自然的和谐相处是长期生存之道，这势必要求汽车要节能减排，而持续的技术创新是唯一路径。技术创新引发产品替代从而导致格局的变动（丰田/大众的崛起之路）。EV/燃料电池作为未来实现零排放的重要技术路径，众多新造车势力经过大浪淘沙，未来大概率会走出优秀的企业，成为全球 6+X 的成员。

4. 看好中国车市投资机会，最佳买点或在 8-9 月份

短周期（3 年以内）：中国乘用车景气度将迎来周期复苏，先量后价，估值处历史底部，中报大概率是最后风险释放，提供优质买点。长周期（3 年以上）：无论贸易战走势如何，中国乘用车需求低增长是必然趋势。但更重要是百年汽车技术大变革给与中国车企逆袭的机会，有望实现全球产业链地位的提升。短期看好周期复苏带来的板块估值修复，个股差异性有限，建议均衡配置。基于“全球一线车企合作+自身实力”两个维度筛选，长期值得战略性推荐国内整车标的【广汽集团+比亚迪+吉利汽车+上汽集团】（排名不分先后）。

“全球一线车企合作”指的是：根据综合实力分析，大众和丰田才能算当今汽车全球一线车企，抗风险能力最强。

“自身实力”指的是：前文第二部分所总结成为世界一流车企的三要素规律，其实也适用于分析国内车企。简单演化成：1) 技术水平；2) 市场地位；3) 生产效率。

“广汽集团”优势在于：广汽丰田是广汽与丰田在华合资公司，合作时间长且取得优异成绩。

“比亚迪”优势在于：“混合动力技术+EV 技术”国内市场具备先发优势，且 EV 领域与丰田形成战略合作关系。

“吉利汽车”优势在于：收购沃尔沃之后的技术实力显著提升；自主品牌市场占有率第一位置；平台化策略。

“上汽集团”优势在于：上汽大众是上汽与大众在华合资公司，合作时间长且取得优异成绩。上汽乘用车长期持续搞研发投入，混合动力+EV+燃料电池技术实力均较强。

风险提示：宏观经济复苏低于预期；乘用车行业内价格战持续时间拉长。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东新区陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>