

业绩增长有保障，反垄断负面影响减弱后估值有望回升



投资要点

- **中国豪华车市场蛋糕将继续扩大** 2013年中国豪华车销量突破150万辆，仅德系三大品牌就达到110万辆。我们预测2020年中国豪华车销量有望实现300万辆，市场份额提升到12%。今年上半年豪华车市场增长约28%，增速显著好于行业也优于2013年；下半年受反垄断影响，部分品牌增速有所放缓。我们认为，当前反垄断高峰期已过，待各项措施及政策落地后，持币观望的潜在购车需求有望逐渐开始释放，对豪华车市场的负面影响也将随之减弱。
- **华晨宝马集中资源深化布局，业绩增长有保障** 随着二线豪华品牌相继国产，德系三强捍卫市场地位和市场份额最快速有效的方式就是充分利用合资平台。华晨宝马的合资期限已提前4年延期至2028年，通过全面深化布局开启宝马在华新的十年。具体包括：1) 产能布局基本完成，2016年最大产能60万辆；2) 在产品换代和新增国产车双轮驱动下新一轮产品周期将更具竞争力；3) 国产发动机产能、型号都将扩充，增强盈利能力；4) 宝马经销网络数量居豪华品牌之首；5) 品牌定位更能迎合年轻化的客户群。我们认为，华晨宝马将持续受益于宝马本地化战略的不断深化，长期业绩增长有保障。
- **14年业绩超预期已是大概率事件** 根据宝马集团3季报测算，华晨宝马前3季度贡献投资收益约49亿元，高出此前市场预测的全年收益。我们认为业绩超预期的主要原因是利润率提升：一方面研发开支不变但收入增加，另一方面核心零部件发动机国产对利润率的贡献开始显现。
- **反垄断利空出尽后估值有望回归合理水平** 我们认为此次反垄断调查对公司估值层面的影响要显著大于对盈利的影响，当前估值水平已经过度反应了反垄断的负面因素。随着后续政策落地，无论是利空出尽或是存在超预期，市场关注的焦点最终都会回到公司基本面，估值有望回归合理水平。

财务与估值

- 我们预测2014-2016年公司每股收益分别为1.07元、1.25元和1.47元。综合考虑公司业绩成长性、历史估值和同业估值水平，给予2015年12倍PE，对应目标价19港元，上调评级为“买入”。

风险提示

- 平行进口放行后规模超预期、市场竞争加剧导致销量不及预期

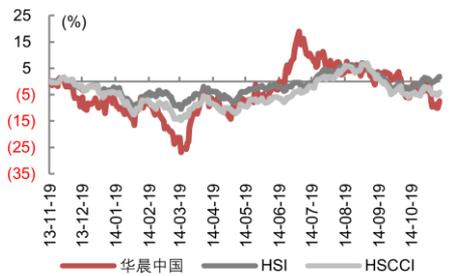
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,916	6,103	5,653	6,090	6,481
同比增长	-8.2%	3.2%	-7.4%	7.7%	6.4%
EBIT(百万元)	2,395	3,416	5,389	6,276	7,397
同比增长	15.9%	42.7%	57.7%	16.5%	17.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,301	3,374	5,386	6,273	7,401
同比增长	27.0%	46.6%	59.6%	16.5%	18.0%
每股收益(元)	0.58	0.67	1.07	1.25	1.47
毛利率	11.8%	11.2%	10.2%	10.5%	10.7%
净利率	38.9%	55.3%	95.3%	103.0%	114.2%
净资产收益率	27.1%	29.3%	35.0%	30.6%	27.9%
市盈率(倍)	21.0	14.4	9.0	7.7	6.5
市净率(倍)	4.8	3.7	2.7	2.1	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测（“元”对应人民币，“港元”对应港币，下同）

投资评级 买入 增持 中性 减持 (上调)

股价(2014年11月20日)	10.63元
目标价格	19.00港元
52周最高价/最低价	13.99/9.55元
总股本/H股(百万股)	1,142,489/983,671
H股市值(十亿港元)	121,447
国家/地区	中国
行业	汽车
报告发布日期	2014年11月20日

股价表现	1月	3月	6月	12月
相对HSI(%)	-3.8	4.5	1.5	-24.0
相对HSCCI(%)	-2.2	1.2	-5.7	-28.7
绝对收益(%)	-1.7	3.4	7.2	4.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 徐欢欢
0755-83737367
xuhuanhuan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513080005

吴庭昊
0755-25312362
wutinghao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513050001

相关报告

- 华晨中国首次报告——业绩稳健增长，豪华风采依然 2013-09-26
- 动态跟踪：华晨宝马净利率企稳，期待3系上量 2013-11-06
- 动态跟踪：华晨宝马13年销量增长28.5%，3系为主要增长动力 2014-01-14

目录

坚定看好华晨宝马长期增长潜力	3
中国豪华车市场蛋糕将继续扩大	3
集中资源深化布局，迎接新一轮挑战	5
产能布局已基本完成	5
2016 年新一轮产品周期更具竞争力	5
国产发动机产能、型号都将扩充，增强盈利能力.....	6
经销网络数量居豪华品牌之首	6
品牌定位迎合年轻化的客户群.....	7
反垄断利空出尽后估值有望回归合理水平	8
反垄断事件回顾	8
配件流通环节反垄断已出台有效措施	9
新车销售环节尚有政策靴子未落地	10
公司当前估值已过度反应了反垄断的影响	11
盈利预测与估值	11
利润率提升，14 年业绩超预期已是大概率事件	11
销量预测	12
盈利预测与估值	13
风险提示	16

坚定看好华晨宝马长期增长潜力

中国豪华车市场蛋糕将继续扩大

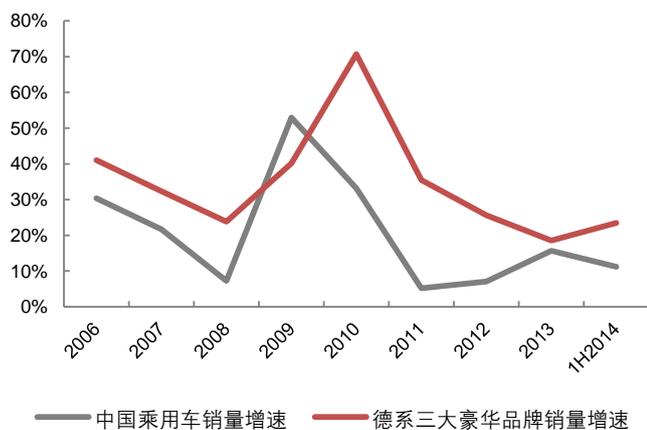
我们曾在公司的首次报告中对中国豪华车市场进行了详细分析，包括增长空间、增长动力、竞争格局及豪华车价格趋势。核心观点包括：

- 豪华车市场中长期仍然具备增长潜力。驱动因素包括：需求端存在更新需求和消费升级趋势；供给端车型增多、价格下探、网络扩张；中国豪华车市场份额与发达国家相比仍有提升空间。我们测算 2013-2016 年我国豪华车销量复合增长率约为 15%-18%。
- 随着捷豹路虎、沃尔沃、英菲尼迪等二线豪华品牌在 2014-2016 年相继国产并展开攻势，奥迪、宝马、奔驰高达 75% 的市场份额存在下降趋势，但速度不会太快、幅度不会太大，最终可能稳定在 60% 左右。
- 影响豪华车价格的因素包括产品结构因素、竞争性因素和供需因素，不同因素主导下的价格波动对整车企业和经销商的影响各不相同，不宜单纯理解为市场不景气。

目前我们仍然维持以上观点，具体逻辑及测算敬请参阅首次覆盖报告。

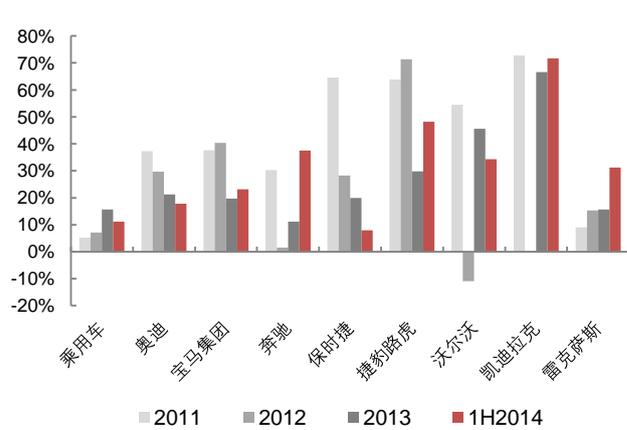
事实上，今年上半年德系三大豪华品牌在华销量合计 63 万辆，同比增长 23.5%，增速较 2013 年提高了 5 个百分点；我们统计的主流豪华品牌销量合计约 88 万辆，同比增长 28.1%，增速也高于 2013 年的 21.6%。只是由于行业反垄断爆发，部分品牌增长速度从 6 月起有所放缓。我们认为，待反垄断各项措施及政策相继落地后，持币观望的潜在购车需求有望逐渐开始释放，对豪华车市场的负面影响也将随之减弱。后文会对此次反垄断及其影响进行详细分析。

图 1：德系三大品牌与乘用车行业销量增速对比

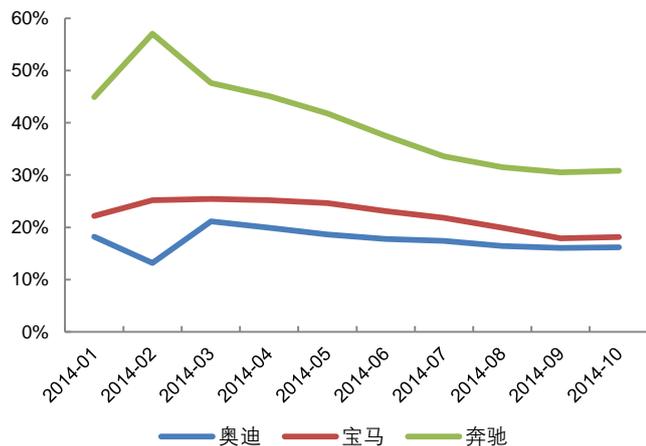


资料来源：CAAM，公司数据

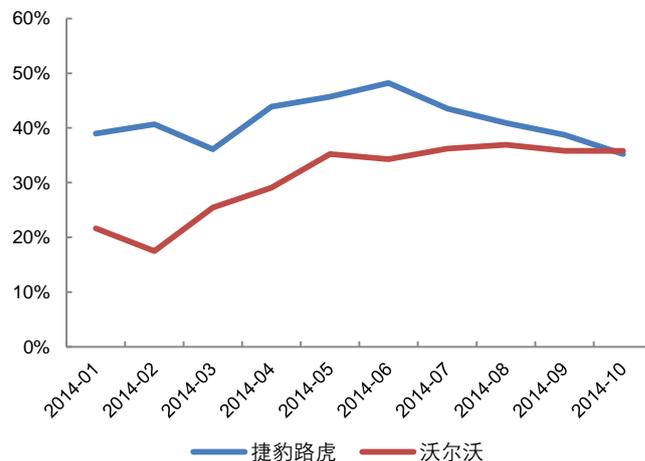
图 2：主要豪华品牌销量增速对比



资料来源：CAAM，公司数据

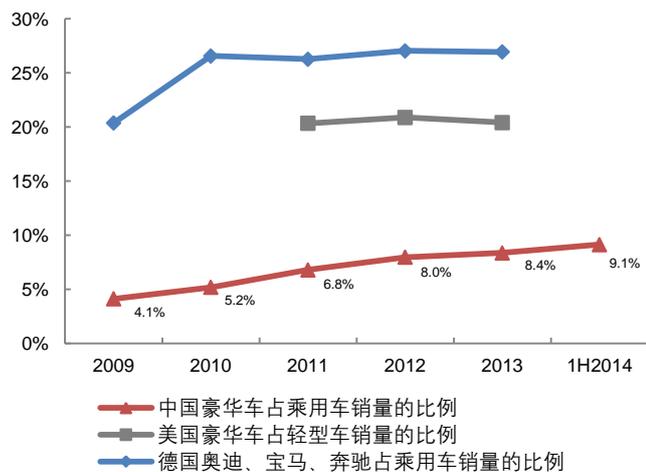
图 3：2014 年累计销量增速-奥迪、宝马、奔驰


资料来源：公司数据

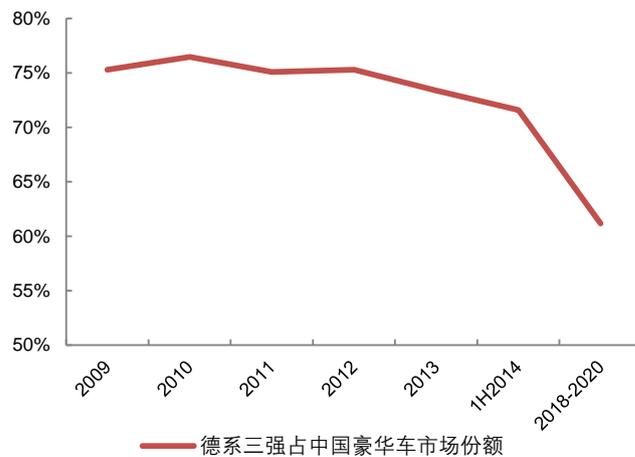
图 4：2014 年累计销量增速-捷豹路虎、沃尔沃


资料来源：公司数据

2013 年中国豪华车销量突破 150 万辆，仅德系三大品牌就达到 110 万辆。我们预测到 2020 年中国豪华车销量有望实现 300 万辆，占乘用车市场份额将提升到 12%。根据主流品牌长期目标粗略估算，届时德系三强在豪华车细分领域的市场份额大约能维持在 60%左右。

图 5：中美德豪华车市场份额对比


资料来源：CAAM、公司数据

图 6：德系三强占中国豪华车市场份额


资料来源：CAAM、公司数据

集中资源深化布局，迎接新一轮挑战

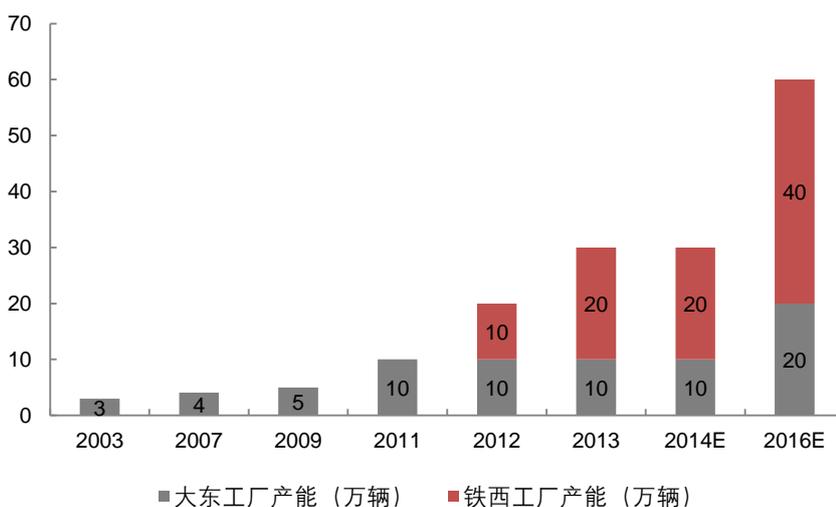
随着更多品牌实现国产，中国豪华车市场在未来几年将展开新一轮角逐。德系三强借助国产先发优势和豪车市场高速增长东风“躺着赚钱”的日子已经一去不返。在竞争愈加激烈的新格局下，捍卫市场地位和市场份额最快速有效的方式就是充分利用合资平台。因此，资源必然会向合资公司倾斜。

华晨宝马作为宝马集团在中国唯一的合资企业，无疑会成为宝马拓展中国市场的主力。今年 6 月股东双方提前 4 年续约，将合资期限延长至 2028 年，通过战略上提前布局，开启宝马在中国新的十年。

产能布局已基本完成

公司从 2009 年就开始启动铁西工厂的建设项目，2012 年 6 月已建成投产。目前拥有整车产能 30 万辆，其中大东工厂 10 万辆，生产宝马 5 系，铁西工厂 20 万辆，生产宝马 3 系和 X1 系。根据规划，到 2016 年华晨宝马的正常产能将达到 40 万辆，必要时可以扩充至 60 万辆。产能先行为加强本地化生产和引进新车型打好了基础。

图 7：华晨宝马产能信息



资料来源：公司数据

2016 年新一轮产品周期更具竞争力

宝马目前已国产车型为 5 系、3 系、X1 系三款。与奥迪已国产五款车型（A6L/A4L/Q5/Q3/A3）、奔驰 2015 年国产车型达到四款（E 级/C 级/GLK/GLA）相比，宝马近两年在产品引进方面确实稍有落后。这种情况有望从 2016 年发生改变。

新的产品周期一方面是现有车型的换代。3 系在 2012 年已完成第 5 代向第 6 代的全面升级，接下来 X1 和 5 系分别有望在 2015、2016 年迎来第 2 代和第 7 代产品，落实到国产可能略晚一年。

另一方面，宝马计划从 2016 年起每年新增一款国产车型。其中包括 X3、一款低于 3 系的入门级车型和一款功能性车型。由于 X3 将在 2017 年换代，我们预计国产时间也在 2017 年。此外，铁西工厂正在投建宝马 UKL 平台生产线，计划 2015 年底投入使用。UKL 是宝马全新推出的模块化

前驱平台，前轮驱动的设计有助于控制成本并提供更大驾乘空间，将主要用于开发宝马品牌的紧凑型车型和 MINI 品牌产品。该平台首先推出的车型为全新 MINI（13 年 11 月全球首发）和宝马 2 系 Active Tourer（14 年 3 月全球首发），因此 2016 年引入国产的很有可能是 2 系 Active Tourer。第 2 代 X1 也将基于 UKL 平台开发，未来该平台衍生的车型还包括下一代 1 系、X2 以及小型跑车 Z2。

在产品换代和新增国产车的双轮驱动下，华晨宝马新一轮产品周期将更具市场竞争力。

表 1：华晨宝马产品线

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
5 系	第 5 代															
	第 5 代长轴距															
	第 6 代长轴距															
	第 7 代长轴距															
3 系	第 4 代															
	第 5 代															
	第 6 代长轴距															
	第 6 代标准轴距															
X1	第 1 代															
	第 2 代															
之诺																
2 系																
X3 第 3 代																
新车型																

资料来源：公司数据

国产发动机产能、型号都将扩充，增强盈利能力

铁西发动机工厂 2012 年 3 月投产，标志着宝马发动机正式国产。该工厂是宝马集团在全球的第四家发动机工厂，也是欧洲以外的第一家。一期产能 20 万台，主要生产 N20 直列四缸涡轮增压发动机。这款发动机分高低功率版本，已经搭载于国产 X1、3 系和 5 系的部分车型上。

公司正在铁西建设新的发动机工厂，预计 2016 年投产，届时两个发动机工厂总产能将达到 40 万台。除了产能扩张，宝马还将国产新的三缸及四缸汽油发动机，以匹配 UKL 平台开发的紧凑车型。

发动机国产意味着宝马本地化战略的深化，同时零部件国产化率提高也有利于增强华晨宝马的盈利能力。

经销网络数量居豪华品牌之首

宝马在中国的经销网络近两年一直以每年 60-70 家的速度增长，截至 2013 年 5 月底运营中的授权经销店共有 428 家，较奥迪、奔驰分别高出约 50、100 家。国产宝马与进口宝马多年来一直并网销售，已形成良好的合作方式。宝马的渠道扩张，尤其是向中西部及三四线城市的渠道下沉将对华晨宝马的销量增长起到积极推动作用。

图 8：宝马在华经销网络布局


资料来源：公司数据

品牌定位迎合年轻化的客户群

相比于奥迪的官车形象以及奔驰尊贵的品牌定位，宝马从崛起之时就通过强调驾驶乐趣树立了豪华、年轻、活力的品牌形象，并持续提升品牌价值。

从人口结构的角度看，以 90 后为代表的新一代年轻人所承受的购房压力将大大小于 70、80 后，他们步入职场后随之而来的购车需求必然会伴随着消费升级。我们将看到越来越多的年轻消费者开始考虑购买豪华车。而宝马的品牌形象能更好地迎合这一客户群。

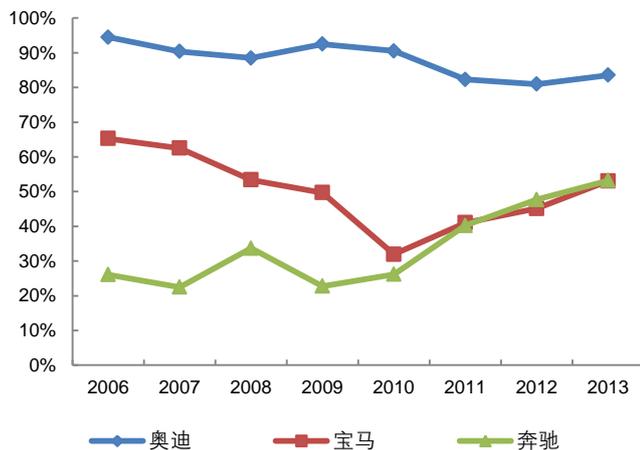
此外，宝马 i 系列的推出不仅仅是纯电动车的发布，也是一次成功的品牌推广，在某种程度上强化了宝马作为汽车行业领先者的角色。

综合以上分析，我们有理由相信华晨宝马将持续受益于宝马本地化战略的不断深化，销量增长速度甚至会好于宝马在中国市场的增速，坚定看好公司的增长潜力。

图 9：华晨宝马受益于宝马国产化比例提升

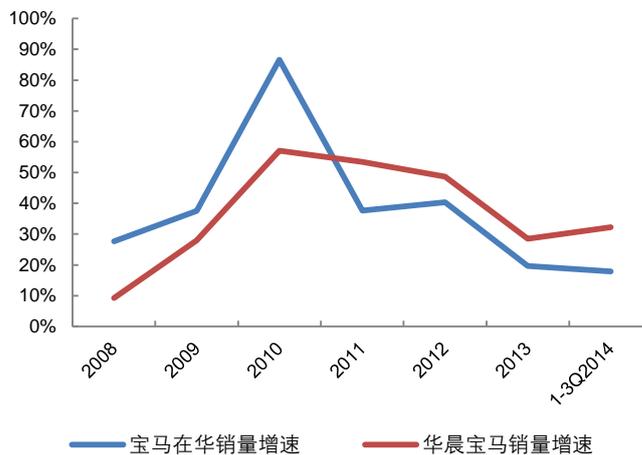

资料来源：东方证券研究所

图 10：德系三大品牌国产化比例



资料来源：CAAM、公司数据

图 11：宝马在华销量增速 VS 华晨宝马销量增速



资料来源：公司数据

反垄断利空出尽后估值有望回归合理水平

反垄断事件回顾

我们认为今年下半年豪华车市场销量增速放缓以及公司股价调整均与汽车行业反垄断调查有关。

本轮反垄断调查始于 2013 年 8 月，关注的焦点先是集中在同款车型国内外价差过大，随后又转移到整车配件零整比系数过高。今年 8 月，随着反垄断罚单的开出、相关政策条例的出台，以及部分厂商调低车型及配件价格，汽车行业反垄断达到了一个高潮。

表 2：汽车行业反垄断调查经过

日期	事件
2013 年 8 月	央视曝同款车型国内外价差过大，随后媒体针对这一问题展开密集报道。中国汽车流通协会证实受发改委委托，正在调查汽车产业违反《反垄断法》的行为，调查范围既包括进口汽车，也包括国产合资汽车，此外，除了车价，还包括 4S 店售后服务等
2013 年 8 月 23 日	商务部新闻发言人沈丹阳在商务部例行发布会上表示，近年来汽车供应商与品牌经销商关系不和谐，强制规定经销商经营模式，收取建店保证金，强行压库、搭售等矛盾和问题日益突出。因此，“有必要会同有关部门对《汽车品牌销售管理实施办法》进行修改完善，细化有关条款，进一步规范企业经营行为。”
2013 年 12 月 4 日	央视《经济半小时》曝进口汽车零部件价格畸高
2014 年 2 月 19 日	国家发改委价格监督检查与反垄断局局长许昆林表示，正在对汽车配件纵向垄断案做外围调查
2014 年 3 月	媒体针对汽车配件纵向垄断展开密集报道
2014 年 4 月 10 日	中国保险行业协会、中国汽车维修协会联合发布国内常见车型“零整比”系数研究成果，在披露的 18 种常见车型的整车配件零整比系数中，最高达 12.7，最低为 272%，而在国外这一系数通常为 300%
2014 年 5 月底	商务部向中国汽车流通协会下发了《关于开展地区封锁行业垄断问卷调查的通知》，开始征询协会及其会员企业关于打破地区封锁和行业垄断方面的意见和诉求
2014 年 6 月 30 日	交通部发布《征求促进汽车维修业转型升级 提升服务质量的指导意见（征求意见稿）》，文件指出鼓励汽车维修配件自由流通
2014 年 7 月 23 日	捷豹路虎中国宣布自 8 月 1 日起下调路虎揽胜加长版 5.0 V8，路虎揽胜运动版 5.0 V8 以及捷豹 F-TYPE 敞篷版全系车型的厂商指导价，平均下调幅度为 20 万元

- 2014年7月26日 一汽-大众奥迪宣布自7月1日起主动下调国产车型的原装备件价格，以降低车型零整比
- 2014年7月31日 国家工商总局出台《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作》的公告，规定自2014年10月1日起，停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作，并自8月20日起，不再接收汽车供应商报送的备案材料
- 2014年7月底 国家质检总局透露，计划将非中规车也纳入“汽车三包”范围之内
- 2014年8月3日 北京梅赛德斯-奔驰汽车销售有限公司宣布从9月1日起主动调整部分维修配件的价格。这是继7月正式调低售后服务套餐价格后，奔驰第二次调低售后服务价格。此次调整涵盖奔驰全系车型，范围包括超过10000个配件
- 2014年8月5日 克莱斯勒中国汽车销售有限公司宣布调整旗下部分产品和配件的价格，包括大灯、外后视镜、起动机等在内的145种高价值高保率零配件价格将下调20%，同时旗舰产品Jeep大切诺基SRT8价格下调6.5万元，大切诺基5.7L旗舰尊悦版价格下调4.5万元
- 2014年8月6日 在国家发改委召开的新闻发布会上，发改委秘书长李朴民表示，已经完成了对日本12家企业实施汽车零部件和轴承价格垄断案的调查工作，并将依法进行处罚
- 2014年8月7日 宝马中国宣布自8月11日起再次下调原厂零部件的批发价格，包括车身、压缩机、发电机、电瓶和刹车盘等在内的2000余件产品平均降幅达20%。今年前7个月，宝马已将3300余件原厂零部件的批发价格平均下调15%，同时降低了多款旗舰产品的批发价格
- 2014年8月13日 湖北4家宝马汽车经销商涉嫌价格垄断被罚款162万元
- 2014年8月20日 国家发改委针对12家日系零部件制造商开出12.35亿元的罚单
- 2014年8月底 上海市官网发布《上海国际贸易中心建设2014—2015年重点工作安排》，提出推动自贸区内平行进口汽车政策试点，建设平行进口汽车综合性展示交易平台和综合维修中心。由上海外高桥汽车交易市场起草的汽车平行进口试点方案已报商务部审核
- 2014年9月初 国家发改委针对一汽大众销售有限责任公司及部分奥迪经销商在湖北省内实施价格垄断行为作出相应罚款，对一汽大众销售公司罚款2.5亿元，对8家奥迪经销商罚款2996万元
- 2014年9月18日 交通运输部等十部委联合发布《关于促进汽车维修业转型升级 提升服务质量的指导意见》
- 2014年9月25日 北京亚运村汽车交易市场宣布，将与中国人民保险公司签订“推进平行进口车三包服务战略合作框架协议”，并在此基础上建立“亚市特色进口车销售专区”
- 2014年10月30日 中国保险行业协会和中国汽车维修行业协会发布了第二批18个汽车车型的零整比数据，其中零整比最低的是长城腾翼C30零整比为230.98%，最高的是雷诺科雷傲为719.75%
- 2014年11月6日 国务院发布《关于加强进口的若干意见》，提出“调整汽车品牌销售有关规定，加紧在中国（上海）自由贸易试验区率先开展汽车平行进口试点工作”

资料来源：东方证券研究所

汽车行业的垄断主要集中在新车销售环节和售后配件流通环节。前者直接体现在1) 车型（尤其是豪华车）国内外价差过大；2) 汽车经销商相对于主机厂处于产业链弱势地位。后者直接体现在1) 车型零整比系数过高；2) 原厂配件集中在授权品牌经销渠道。

目前行业普遍认同2005年4月1日起执行的《汽车品牌销售管理实施办法》是滋生垄断行为的根源。该办法确立了总经销商制度，规定汽车总经销商“独自拥有对特定品牌汽车进行分销的权利”，“境外汽车生产企业在境内销售汽车，须授权境内企业或按国家有关规定在境内设立企业作为其汽车总经销商”。汽车品牌经销商须“获得汽车供应商（汽车生产企业或总经销商）品牌汽车销售授权”，“应当在汽车供应商授权范围内从事汽车品牌销售、售后服务、配件供应等活动”，汽车供应商“对未经汽车品牌销售授权或不具备经营条件的企业，不得提供汽车资源”。

我们认为，《汽车品牌销售管理实施办法》主要是赋予了总经销商对下游渠道的控制权。总经销商能够掌控的整车、配件资源只能通过“——>授权品牌经销商——>消费者”这条单线向下流通，实际上就拥有了对整车、配件的定价权。而总经销商对产业链上游的控制权，一方面是整车，这源于先天优势；另一方面是配件，通常通过协议实现，即厂家可以要求零部件供应商不得将配件出售给品牌授权以外的渠道，零部件供应商往往会由于担心取消整车配套资格而遵从这一“游戏规则”。

配件流通环节反垄断已出台有效措施

截止目前，此次汽车行业反垄断已经出台的代表性措施主要有三点。一是罚款，二是《关于促进汽车维修业转型升级 提升服务质量的指导意见》（交通运输部等十部委，2014年6月30日征求意见

见稿，9月18日正式文件），三是《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作》（工商总局，2014年7月31日）。

《关于促进汽车维修业转型升级 提升服务质量的指导意见》为破除售后配件流通环节的垄断提供了基础。《意见》中明确提出 1) 建立实施汽车维修技术信息公开制度。从 2015 年 1 月 1 日起，汽车生产企业要在新车上市时向授权维修企业和独立经营者公开汽车维修技术资料。2) 破除维修配件渠道垄断。鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自主商标的独立售后配件；允许授权配件经销企业、授权维修企业向非授权维修企业或终端用户转售原厂配件；保障所有维修企业、车主享有使用同质配件维修汽车的权利。

这意味着未来原厂配件将不再局限于“总经销商——>授权品牌经销商——>消费者”这条单线流通，还可以通过零部件批发商或第三方维修企业直接满足消费者需求。在保障配件质量的前提下增加了流通渠道，还有助于减少中间环节，降低终端配件价格。

《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作》规定，自 2014 年 10 月 1 日起，停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作，从事汽车品牌销售的汽车经销商（含总经销商）按照工商登记管理相关规定办理，其营业执照经营范围统一登记为“汽车销售”。这一规定被认为是取消汽车品牌授权经销的前奏。

新车销售环节尚有政策靴子未落地

除了以上措施，目前可预见但尚未落地的靴子包括《汽车品牌销售管理实施办法》修订版，以及对汽车平行进口试点方案的审批结果。

《汽车品牌销售管理实施办法》自诞生之日起就饱受争议。2009 年商务部、发改委、工商总局与流通协会等曾拟定出一份修改意见，但最终未能落实。2013 年 8 月，商务部新闻发言人沈丹阳在例行发布会上表示，近年来汽车供应商与品牌经销商关系不和谐，存在的矛盾和问题日益突出，“有必要会同有关部门对《汽车品牌销售管理实施办法》进行修改完善，细化有关条款”。自此修订工作再次被提上日程。

新的修订办法有望在年底面世，关注的核心在于是否取消授权经销制，以及平衡厂商利益关系的具体措施。根据目前的市场信息，预计新办法会适当调整车厂与经销商的利益关系，比如设定厂家授权经销商的年限；杜绝生产厂家搭售、广宣等霸王条款；建立经销商退出机制等。但取消授权的可能性有限。毕竟《汽车品牌销售管理实施办法》实施多年，突然改变这一模式可能对整个汽车销售体系构成冲击，导致责任追溯困难等诸多问题待解。

平行进口是指除总经销商以外，由其他进口商从产品原产地直接进口汽车，其进口渠道与国内授权经销渠道相“平行”，可以看作授权体系的一个特例。通常平行进口汽车的价格将比授权渠道指导价低 15%-20%，瓶颈主要在于身份合法性存在争议，以及售后服务无法得到有效保障。

今年 8 月底，上海市政府发布《上海国际贸易中心建设 2014—2015 年重点工作安排》，提出推动自贸区内“平行进口汽车”试点。由上海外高桥汽车交易市场起草的汽车平行进口试点方案已报商务部审批。随后 9 月底，北京亚运村汽车交易市场宣布，将与中国人民保险公司签订“推进平行进口车三包服务战略合作框架协议”，并在此基础上建立“亚市特色进口车销售专区”。11 月 6 日，国务院发布《关于加强进口的若干意见》，其中提到“加紧在中国（上海）自由贸易试验区率先开展汽车平行进口试点工作”，平行进口放行的概率进一步提高。

平行进口直指豪华车国内外价差过大、进口车暴利这一新车销售环节垄断问题。从目前的市场信息和政策导向看，我们预计上海自贸区平行进口试点方案获批的可能性很大。但除了合法身份外，平行进口汽车还面临产品技术认证、车辆上牌、配件供应及维修等多个环节尚未实现规范化管理的问题，短期内可以通过试点去探索，但很难实现大规模发展。

公司当前估值已过度反应了反垄断的负面影响

我们认为，此次反垄断调查所出台的政策措施对整个汽车产业链都会产生影响。长期看，将逐渐打破现有的新车及配件流通体系，改变整车、零部件、经销商等不同市场参与者的产业链地位，探索多元化的经营模式。但由于现有体系已相对固化，政策执行过程中还存在诸多细则有待规范，加上产业链利益相关者的相互博弈，因此任何改变都不会是立竿见影的，对子行业和企业的影响也需要综合考虑。

对整车企业来说，我们认为具体影响主要包括：1) 售后配件反垄断导致零部件价格下降，影响公司配件销售收入。但由于这部分收入占比较小（通常 5%左右），加上用车成本下降反而有助于促进销量，因此利弊存在抵消。2) 平行进口放行但短期内规模不会太大，受影响最大的将是进口豪华车授权渠道，降价压力传导到国产豪华车厂商的程度不会太过剧烈。3) 《汽车品牌销售管理实施办法》修订中将适当照顾经销商的利益，提升经销商话语权，但若授权体系不改变，整车企业仍然会掌握主导权。

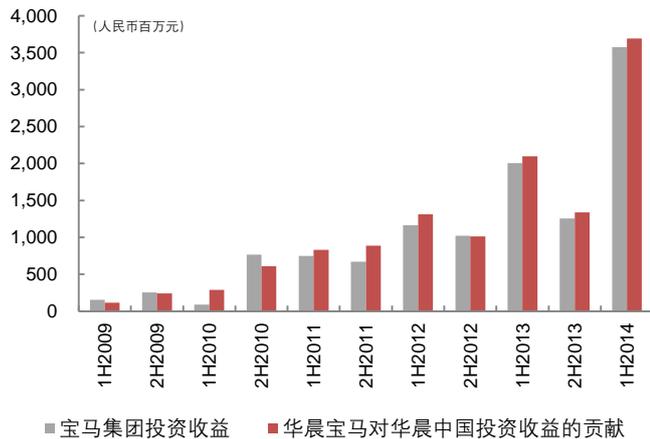
具体到华晨中国，我们认为此次反垄断调查尚未对公司的盈利能力形成明确的负面影响，但在估值层面构成了压力，公司当前估值水平已经过度反应了反垄断的负面因素。目前反垄断高峰期已过，随着后续政策落地，无论是利空出尽或是存在超预期，市场关注的焦点最终都会回归到公司基本面，估值也有望恢复到合理水平。

盈利预测与估值

利润率提升，14 年业绩超预期已是大概率事件

欧洲宝马集团 (BMW AG) 11 月 4 日公布 3 季报显示，前 3 季度投资收益 5.96 亿欧元，同比增长 60.6%，换算成人民币约 49.2 亿元。由于宝马集团的投资收益主要由华晨宝马贡献，我们预计前 3 季度华晨中国的投资收益也在 49 亿元左右，高出此前市场预测的全年收益。因此，公司 14 年业绩超预期已是大概率事件。

我们认为业绩超预期的主要原因是利润率提升。12、13 年华晨宝马的净利率分别为 8.3%、9.4%，上下半年波动较大主要由于下半年研发开支和费用计提较多。管理层此前指引 14 年全年利润率预期与 13 年持平，但从前 3 季度业绩看，我们认为利润率超预期的可能性很大。原因一方面是研发开支不变但收入增加，另一方面核心零部件发动机国产对利润率的贡献开始显现。

图 12: 宝马集团投资收益 VS 华晨宝马投资收益


资料来源: 公司数据

图 13: 华晨宝马净利率


资料来源: 公司数据

销量预测

今年前 10 个月，华晨宝马累计销售汽车 23.2 万辆，同比增长 34.1%。其中 3 系、5 系、X1 系分别为 7.8 万辆、11.6 万辆、3.7 万辆，增长 55.4%、10.9%和 109.7%。我们预测 14 年全年销量 27.6 万辆，同比增长 33.5%。15 年由于缺少新车推动，销量增速预计为 19.6%，16 年开启新一轮产品周期后，增速有望重回上升通道。具体预测如表 3 所示。

表 3: 2014-2016 年销量预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (辆)									
轻型客车									
轻型客车合计	73,863	78,968	95,180	82,491	82,506	83,747	78,345	83,576	88,015
宝马汽车									
3 系	13,412	17,899	29,605	42,843	34,766	60,954	94,000	108,000	120,000
5 系	21,656	26,995	40,883	65,346	105,600	123,463	138,000	150,000	160,000
X1 系					20,483	22,312	44,000	72,000	80,000
新的国产车型									40,000
宝马汽车合计	35,068	44,888	70,488	108,189	160,849	206,729	276,000	330,000	400,000
总销量	108,931	123,856	165,668	190,680	243,355	290,476	354,345	413,576	488,051
销量结构									
轻型客车									
轻型客车合计	68%	64%	57%	43%	34%	29%	22%	20%	18%
宝马汽车									
3 系	12%	14%	18%	22%	14%	21%	27%	26%	25%
5 系	20%	22%	25%	34%	43%	43%	39%	36%	33%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

X1 系	0%	0%	0%	0%	8%	8%	12%	17%	16%
新的国产车型									8%
宝马汽车合计	32%	36%	43%	57%	66%	71%	78%	80%	82%
总销量	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销量增长率									
轻型客车									
轻型客车合计	0.6%	6.9%	20.5%	-13.3%	0.0%	1.5%	-6.5%	6.7%	5.4%
宝马汽车									
3 系	3.2%	33.5%	65.4%	44.7%	-18.9%	75.3%	54.2%	14.9%	11.1%
5 系	13.4%	24.7%	51.4%	59.8%	61.6%	16.9%	11.8%	8.7%	6.7%
X1 系						8.9%	97.2%	63.6%	11.1%
新的国产车型									
宝马汽车合计	9.2%	28.0%	57.0%	53.5%	48.7%	28.5%	33.5%	19.6%	21.2%
总销量	3.2%	13.7%	33.8%	15.1%	27.6%	19.4%	22.0%	16.7%	18.0%

资料来源：公司财报、东方证券研究所

盈利预测与估值

我们对公司 2014-2016 年盈利预测的核心假设包括：

- 1) 假设 2014-2016 年华晨宝马的平均销售价格按年分别下降 3%。假设主要参考 2014 年上半年平均售价以及未来产品结构的变化。
- 2) 假设 2014-2016 年华晨宝马净利率稳定在 11.5% 左右。
- 3) 假设 2014-2016 年轻客业务的毛利率分别为 10.2%、10.5% 和 10.7%。
- 4) 假设 2014-2016 年销售费用率分别为 9.3%、9.2%、9.1%，管理费用率分别为 6.5%、6.3% 和 6.2%。假设主要依据公司 2013 年和 2014 年上半年的费用率情况。

表 4：2014-2016 年盈利预测核心假设

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
轻型客车									
销量 (辆)	78,968	95,180	82,491	82,506	83,747	78,345	83,576	88,051	
ASP (万元)	7.8	9.4	7.8	7.2	7.3	7.2	7.3	7.4	
收入 (百万元)	6,149	8,949	6,443	5,916	6,103	5,653	6,090	6,481	
yoy	12%	46%	-28%	-8%	3%	-7%	8%	6%	
成本 (百万元)	(5,294)	(7,725)	(5,587)	(5,220)	(5,417)	(5,076)	(5,451)	(5,787)	
毛利 (百万元)	855	1,224	856	696	687	577	639	693	
毛利率	13.9%	13.7%	13.3%	11.8%	11.2%	10.2%	10.5%	10.7%	
宝马汽车									
销量 (辆)	44,888	70,488	108,189	160,849	206,729	276,000	330,000	400,000	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

ASP (万元)	32.7	30.5	34.7	34.9	35.4	34.3	33.3	32.3
收入 (百万元)	14,674	21,485	37,532	56,151	73,173	94,760	109,902	129,218
yoy	19%	46%	75%	50%	30%	30%	16%	18%
净利润 (百万元)	711	1,792	3,441	4,650	6,871	10,897	12,639	14,860
净利率	4.8%	8.3%	9.2%	8.3%	9.4%	11.5%	11.5%	11.5%
单车利润 (万元)	1.6	2.5	3.2	2.9	3.3	3.9	3.8	3.7
对华晨中国的利润贡献 (百万元)	355	896	1,720	2,325	3,435	5,449	6,319	7,430
yoy	39%	152%	92%	35%	48%	59%	16%	18%
合计								
营业收入 (百万元)	6,149	8,949	6,443	5,916	6,103	5,653	6,090	6,481
营业成本 (百万元)	(5,294)	(7,725)	(5,587)	(5,220)	(5,417)	(5,076)	(5,451)	(5,787)
毛利 (百万元)	855	1,224	856	696	687	577	639	693
毛利率	13.9%	13.7%	13.3%	11.8%	11.2%	10.2%	10.5%	10.7%
应占华晨宝马业绩 (百万元)	355	896	1,720	2,325	3,435	5,449	6,319	7,430
股东应占净利润 (百万元)	(1,640)	1,271	1,812	2,301	3,374	5,386	6,273	7,401
yoy			43%	27%	46.6%	59.6%	16.5%	18.0%

资料来源：公司财报、东方证券研究所

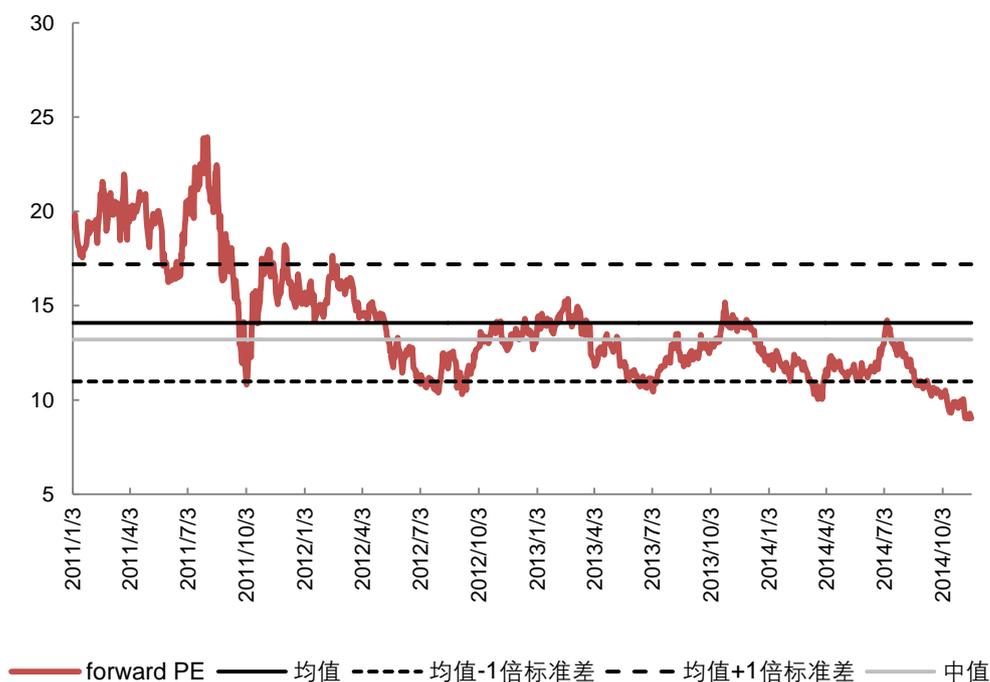
表 5：盈利预测核心假设变动及说明

	调整前		调整后			调整依据
	2014E	2015E	2014E	2015E	2016E	
华晨宝马销量 (辆)	270,100	331,500	276,000	330,000	400,000	根据华晨宝马 2014 年前 10 月销量以及对 2015 年展望小幅调整销量预测
华晨宝马 ASP 变动	-3%	-3.5%	-3%	-3%	-3%	
华晨宝马净利率	9.8%	9.9%	11.5%	11.5%	11.5%	华晨宝马前 3 季度投资收益贡献超预期，我们认为主要原因是利润率提升，一方面研发开支不变但收入增加，另一方面核心零部件发动机国产对利润率的贡献开始显现
华晨宝马投资收益贡献 (百万元)	4,459	5,335	5,449	6,319	7,430	根据宝马集团 3 季报预测华晨宝马前 3 季度投资收益贡献约 49 亿元，显著高于此前预期
EPS (元)	0.87	1.05	1.07	1.25	1.47	

资料来源：东方证券研究所

根据以上假设，我们预测 2014-2016 年股东应占净利润分别为 53.9 亿元、62.7 亿元和 74 亿元，同比增长 59.6%、16.5% 和 18%。EPS 分别为 1.07 元、1.25 元和 1.47 元，按照 1:1.2662 的汇率换算成港元分别为 1.36 港元、1.58 港元和 1.87 港元。

我们采用市盈率法进行估值。目前港股汽车行业可比公司 14、15 年平均 PE 分别为 10 倍、8 倍，若考虑年底估值切换，我们预计明年行业平均估值水平大约为 10 倍。由于华晨宝马未来销量增速好于行业增速，盈利能力也相对稳定，我们认为可以给予一定估值溢价。纵向比较来看，公司当前估值处于历史低位（见图 14），很大一部分原因是对于今年汽车行业反垄断的过度反应。当前反垄断高峰期已过，随着后续相关政策落地，无论是利空出尽或是存在超预期，市场关注的焦点最终都会回归到公司基本面，估值也有望恢复到合理水平。综合以上分析，我们给予公司 2015 年 12 倍 PE，对应目标价 19 港元，上调公司投资评级至“买入”。

图 14：华晨中国 forward PE


资料来源：Capital IQ

表 5：汽车行业重点上市公司估值比较

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PB		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
1114.HK	华晨中国	611	1.36	1.58	1.86	9.0	7.7	6.5	2.7	2.1	1.6
机构一致预期			1.27	1.51	1.78	9.6	8.1	6.8	2.8	2.2	1.7
489.HK	东风集团	951	1.51	1.66	1.86	7.3	6.6	5.9	1.0	0.9	0.8
2238.HK	广汽集团	479	0.71	0.90	1.10	10.2	8.0	6.6	1.0	0.9	0.9
1211.HK	比亚迪股份	1,179	0.48	0.99	1.41	94.5	45.8	32.2	3.1	2.7	2.6
2333.HK	长城汽车	1,082	3.45	4.35	4.95	10.3	8.2	7.2	2.5	2.1	1.7
0175.HK	吉利汽车	313	0.34	0.40	0.44	10.5	9.0	8.1	1.4	1.2	1.1
2338.HK	潍柴动力	588	2.95	2.89	3.38	9.8	10.0	8.6	1.4	1.2	1.1
3808.HK	中国重汽	116	0.23	0.33	0.37	18.2	12.7	11.3	0.5	0.4	0.4
1728.HK	正通汽车	90	0.58	0.72	0.85	6.8	5.5	4.7	0.8	0.7	0.6
0881.HK	中升控股	175	0.82	1.05	1.35	9.8	7.6	5.9	1.1	1.0	0.8
1828.HK	大昌行	81	0.53	0.62	0.69	8.3	7.1	6.4	0.8	0.8	0.7
0425.HK	敏实集团	164	1.34	1.54	1.71	11.2	9.8	8.8	1.5	1.4	1.2

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		平均值	486	1.18	1.41	1.66	17.2	11.5	9.4	1.5	1.3	1.1
		中值	396	0.77	1.02	1.38	10.0	8.1	7.0	1.2	1.1	1.0
A 股	货币：人民币											
600104.SH	上汽集团	2,147	2.54	2.88	3.20	7.7	6.8	6.1	1.4	1.2	1.2	1.1
601633.SH	长城汽车	968	2.76	3.80	4.65	11.6	8.4	6.9	2.8	2.2	2.2	1.7
000625.SZ	长安汽车	663	1.64	2.29	2.89	8.7	6.2	4.9	2.6	1.9	1.9	1.5
000550.SZ	江铃汽车	262	2.37	3.19	4.48	12.7	9.4	6.7	2.4	2.0	2.0	1.6
600418.SH	江淮汽车	146	0.62	0.96	1.26	18.3	11.8	9.0	1.9	1.7	1.7	1.5
600066.SH	宇通客车	242	1.76	2.08	2.42	10.8	9.1	7.8	2.3	1.9	1.9	1.6
600166.SH	福田汽车	167	0.21	0.41	0.52	28.4	14.6	11.5	1.1	1.0	1.0	0.9
601238.SH	广汽集团	506	0.61	0.83	1.01	12.9	9.5	7.8	1.4	1.3	1.3	1.1
000338.SZ	潍柴动力	422	2.75	2.31	2.57	7.5	8.9	8.0	1.3	1.1	1.1	1.0
000951.SZ	中国重汽	64	1.13	1.24	1.25	13.4	12.2	12.1	1.4	1.3	1.3	1.2
600006.SH	东风汽车	106	0.09	0.22	0.37	60.6	24.8	14.7	1.8	1.8	1.8	1.7
600686.SH	金龙汽车	57	0.69	0.93	1.16	18.7	13.8	11.1	2.3	2.0	2.0	1.7
600741.SH	华域汽车	382	1.77	1.96	2.14	8.2	7.4	6.8	1.7	1.5	1.5	1.3
000581.SZ	威孚高科	272	1.63	2.23	2.77	16.2	11.8	9.5	2.5	2.1	2.1	1.7
	平均值	458	1.47	1.81	2.19	16.8	11.1	8.8	1.9	1.6	1.6	1.4
	中值	267	1.64	2.02	2.28	12.8	9.5	7.9	1.9	1.7	1.7	1.5

资料来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

平行进口放行的规模超预期 我们已经预期上海自贸区平行进口试点获批是大概率事件，但考虑到平行进口车还涉及上牌、维修、配件等诸多环节有待规范，加上有报道称《汽车品牌销售管理实施办法》修订稿中可能会对平行进口美规车设置门槛，因此预计短期内平行进口车的市场规模不会太大，对国产豪华车的冲击不会太剧烈。但若明年试点实施后平行进口规模超预期，可能会对豪华车现有价格体系构成冲击。

市场竞争加剧导致销量不及预期 我们在盈利预测中假设 2015 年华晨宝马销量为 33 万辆，同比增长 19.6%，其中 3 系、5 系、X1 系分别销售 10.8 万辆、15 万辆、7.2 万辆。但若市场竞争加剧，可能导致公司销量不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						现金流量表					
单位:人民币百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:人民币百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,916	6,103	5,653	6,090	6,481	经营活动现金流	(2)	(154)	710	(161)	656
营业成本	(5,220)	(5,417)	(5,076)	(5,451)	(5,787)	税前利润	2,295	3,325	5,294	6,174	7,294
毛利	696	687	577	639	693	折旧与摊销	140	139	180	204	224
销售费用	(539)	(608)	(526)	(560)	(590)	营运资本变动	(118)	(55)	688	(221)	551
管理费用	(339)	(399)	(367)	(384)	(402)	其他非现金项目调整	(2,318)	(3,562)	(5,452)	(6,318)	(7,413)
其他收入/费用	50	96	57	61	65	投资活动现金流	363	470	608	537	1,107
经营利润	(131)	(225)	(260)	(244)	(233)	资本开支	(526)	(616)	(555)	(465)	(415)
利息收入	74	47	64	63	80	出售资产	1	30	0	0	0
财务费用	(174)	(139)	(158)	(165)	(183)	投资变动	60	0	0	0	0
应占联营及共同控制实体业绩	2,526	3,641	5,649	6,519	7,630	其他投资活动现金流	828	1,057	1,163	1,002	1,522
其他收益/亏损	0	0	0	0	0	融资活动现金流	(110)	(250)	(998)	(710)	(862)
税前利润	2,295	3,325	5,294	6,174	7,294	债务变动	47	155	(200)	200	200
所得税	(58)	(8)	39	36	34	股本及权益变动	5	0	0	0	0
税后净利润	2,237	3,316	5,333	6,210	7,328	已付利息和股息	(164)	(529)	(798)	(910)	(1,062)
少数股东应占利润	(64)	(58)	(53)	(62)	(73)	其他融资活动现金流	1	125	0	0	0
净利润	2,301	3,374	5,386	6,273	7,401	现金净增加额	251	67	320	(333)	900
						汇兑损益	0	0	0	0	0
EBITDA	2,535	3,556	5,568	6,480	7,620	其他现金项目调整	0	0	0	0	1
折旧与摊销	(140)	(139)	(180)	(204)	(224)	期初现金余额	586	837	903	1,223	890
EBIT	2,395	3,416	5,389	6,276	7,397	期末现金余额	837	903	1,223	890	1,790

资产负债表						主要财务比率					
单位:人民币百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
非流动资产	9,640	12,466	17,410	23,101	29,322	增长率 (%)					
固定资产与在建工程	1,745	1,686	1,823	1,961	2,089	营业收入	(8.2)	3.2	(7.4)	7.7	6.4
无形资产	362	670	910	1,034	1,099	毛利润	(18.6)	(1.4)	(16.0)	10.9	8.4
商誉	0	0	0	0	0	EBITDA	15.0	40.3	56.6	16.4	17.6
预付土地租赁款	63	61	60	58	57	净利润	27.0	46.6	59.6	16.5	18.0
权益投资	6,840	9,418	13,987	19,416	25,446	每股收益	26.3	46.6	59.6	16.5	18.0
其他非流动资产	631	631	631	631	631	盈利能力 (%)					
流动资产	6,417	6,524	6,334	6,711	7,454	毛利率	11.8	11.2	10.2	10.5	10.7
现金及现金等价物	837	903	1,223	890	1,790	EBITDA 利润率	42.8	58.3	98.5	106.4	117.6
存货	838	769	760	882	862	净利率	38.9	55.3	95.3	103.0	114.2
应收账款及应收票据	1,812	2,220	1,807	2,198	1,886	ROE	27.1	29.3	35.0	30.6	27.9
其他流动资产	2,931	2,632	2,544	2,741	2,916	ROA	15.5	18.9	25.0	23.2	22.0
资产总额	16,058	18,990	23,744	29,811	36,776	ROIC	(1.1)	(1.6)	(1.4)	(1.0)	(0.8)
流动负债	6,857	6,793	6,854	7,455	7,971	营运能力					
短期借款	1,119	1,528	1,328	1,528	1,728	总资产周转率 (%)	41.0	34.8	26.5	22.7	19.5
应付账款及应付票据	4,828	4,289	4,612	4,946	5,202	存货周转天数	55	54	55	55	55
其他流动负债	910	975	914	981	1,042	应收帐款周转天数	100	121	130	120	115
非流动负债	2	56	56	56	56	应付帐款周转天数	318	307	320	320	320
长期借款	0	0	0	0	0	偿债能力					
其他非流动负债	2	56	56	56	56	资产负债率 (%)	42.7	36.1	29.1	25.2	21.8
负债总额	6,859	6,849	6,910	7,512	8,028	净负债率 (%)	3.1	5.1	0.6	2.9	(0.2)
权益总额	9,198	12,141	16,834	22,300	28,748	利息覆盖倍数	14.5	25.7	35.2	39.3	41.6
股本	396	396	396	396	396	流动比率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
保留溢利	9,619	12,619	17,366	22,893	29,415	速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
少数股东权益	(816)	(874)	(927)	(989)	(1,063)						
负债及权益总额	16,058	18,990	23,744	29,811	36,776						

估值比率						每股指标 (港币)					
项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	每股收益 (基本)	0.58	0.85	1.36	1.58	1.86
PE (X)	21.0	14.4	9.0	7.7	6.5	每股收益 (摊薄)	0.58	0.85	1.35	1.57	1.86
PB (X)	4.8	3.7	2.7	2.1	1.6	每股账面价值	2.52	3.28	4.47	5.87	7.51
EV/EBITDA	4.1	3.8	3.3	3.7	4.0	每股股利	0.00	0.10	0.16	0.19	0.22
股息率 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	每股经营现金流	(0.00)	(0.04)	0.18	(0.04)	0.17

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究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。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究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、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn