



加速触网的汽车行业

2014年2月14日

投资要点

- 报告缘起：互联网对于汽车的影响，日见深远。**“汽车之家、易车”美股股价大幅上涨，引发投资人对于汽车产业触网的关注；“滴滴、快的”打车软件之争，打开市场对于 O2O 入口的想象；“易到用车”受携程注资；CES 电子展，照亮汽车巨头们准备已久的智能汽车、车联网征程。在我们看到的，以及看不到的地方，汽车产业的各个环节，都在前所未有的“加速触网”。为此，我们特推出“拥抱互联网的汽车行业”专题报告。
- 互联网对汽车产业的影响：从“产业链”到“产业圈”。**互联网普及，改变消费者地位：不再是产业链末端的被动接受者，而成为产业变革的主导者。我们看到，离消费者越近的地方，企业和品牌的不可替代性越高、经营的附加值也通常更高。互联网将改变原有“零部件—>整车研发制造—>销售—>使用—>维修服务”的产业链模式。最终，汽车产业链的每个环节，都有机会通过互联网来贴近消费者，汽车“产业链”将逐渐向“产业圈”演变。
- 加速触网的汽车行业：四个可能的投资方向。**汽车产业“触网”主要表现在产品技术、销售服务、灵活用车等方面。
 - 技术和产品层面：智能汽车和车联网是大势所趋。**汽车电子化率将持续提升，有望面临一场智能革命。除驾驶的乐趣外，汽车还将带给我们更多便捷、娱乐和更好的安全体验。汽车电子/智能汽车，车联网，乃至未来智能交通产业链，有望催生千亿量级的新增市场。
 - 购买决策和一般使用：垂直网站有助于消除价格等信息不对称；OEM 和经销商试水汽车电商。**专业垂直网站，通过互动分享、信息挖掘、上下游合作等方式，实现 B2C 的广告/信息推送、C2B 的大数据汇总，未来更有望拓展基于 C2C 的二手车、汽车共享等更有潜力的市场。
 - 移动互联和高效用车：基于位置信息的 O2O 应用。**滴滴打车、快的打车、易到用车等新商业模式涌现。基于汽车位置信息的 O2O 应用，既有助于提升汽车使用效率，亦能创造新服务、新需求、新增长，也是移动互联网平台类公司的主战场和必争地。
 - 售后维修&二手车：未被充分挖掘的 O2O 金矿。**维修服务 O2O、零部件销售 O2O 打破原有 4S 店垄断，挑战原有产业格局。伴随汽车保有量规模快速提升，将有更多公司进入汽车服务及二手车 O2O 市场。
- 风险因素：创新并非万能，任何技术创新都会受制于原有体制。**在预期市场变革的同时，也不得不尊重一些具有特色性的客观规律。基于互联网的汽车行业拓展，初期对于商业模式的关注可能大于盈利模式。
- 行业评级：我们提示互联网对于汽车行业的影响，及其带来的投资机会。**建议关注：1) 勇于尝试新业务、新模式，主动拥抱互联网的传统公司，2) 可能成为智能汽车、车联网供应商的零部件公司。**建议关注：比亚迪、星宇股份、均胜电子、上汽集团、荣之联、四维图新。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				市盈率 PE (倍)				PB	评级	变化
			12	13E	14E	15E	12	13E	14E	15E			
002594.SZ	比亚迪	49.00	0.03	0.24	0.69	1.02	1417	203	71	48	4.9	增持	上调
601799.SH	星宇股份	21.00	0.79	0.92	1.06	1.23	27	23	20	17	2.5	增持	维持
600699.SH	均胜电子	24.35	0.36	0.53	0.74	0.94	74	46	33	26	5.3	增持	维持
600104.SZ	上汽集团	13.41	1.88	2.13	2.37	2.76	7	6	6	5	1.0	买入	维持
002642.SZ	荣之联	23.71	0.24	0.40	0.50	0.61	100	60	48	39	7.5	增持	维持
002405.SZ	四维图新	15.92	0.21	0.18	0.26	0.35	76	87	62	45	4.0	增持	维持

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

强于大市 (维持)

中信证券研究部

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

陈俊斌

电话：010-60836703

邮件：chenjb@citics.com

执业证书编号：S1010512070001

联系人：高登

电话：010-60836729

邮件：gaodeng@citics.com

联系人：阳嘉嘉

电话：010-60836758

邮件：yangjiajia@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

- 新能源汽车行业重大事项点评—政策蜜月期，持续关注产业链投资机会 (2014-02-10)
- 新能源汽车行业重大事项点评—特斯拉 (TESLA) 会带来哪些投资机会 (2014-01-27)
- 汽车行业每周观察 20140120—上汽跌至 5 倍 PE, 龙头公司投资价值显现 (2014-01-20)
- 汽车行业 2014 年 1 月跟踪报告—2013 年汽车销量增长 14% (2014-01-17)

目录

狼来了么？互联网对于汽车产业的冲击已经显现	1
互联网如何影响汽车产业？从“产业链”到“产业圈”	2
应用之一（产品+技术）：智能汽车、车联网	4
汽车智能化	5
汽车网络化	5
应用之二（购买决策）：垂直网站 VS 汽车电商	7
垂直网站的平台优势	7
应用之三（高效用车）：基于位置信息的移动互联应用	11
移动互联网兴起	11
地图大战背后：汽车 O2O 的争夺	11
打车软件：背后是移动互联的巨头之争	13
基于位置信息的其他服务	14
高效用车：易到用车、AA 拼车等新商业模式涌现	14
应用之四（后市场）：未被充分挖掘的 O2O 金矿	15
风险因素	16
给予行业“强于大市”评级	17
重点推荐公司	17

插图目录

图 1：易车 2013 年涨幅超过 300%	1
图 2：快的打车优惠	1
图 3：中国网民规模已经超过 6 亿人	2
图 4：汽车从“产业链”到“产业圈”	2
图 5：不同时期车主对“车信息”的了解渠道比较	3
图 6：汽车消费人群年龄份额（2007 年）	3
图 7：汽车消费人群年龄份额（2011 年）	3
图 8：用户对不同媒体的使用时长	4
图 9：中国汽车保有量超过 1 亿辆	4
图 10：汽车电子产品图示	5
图 11：车联网实现车辆信息在信息网络上的采集、发布并提供相关服务	6
图 12：全球车联网市场规模（单位：百万欧元）	6
图 13：中国车联网用户渗透率预测单位：万辆	7
图 14：汽车垂直网站商业模式	8
图 15：汽车厂商在网络广告市场投放的比重提升	8
图 16：汽车垂直网站在汽车网络广告市场份额提升	9
图 17：汽车之家经销商会员人数和付费比例双双快速提升	9
图 18：汽车之家旗下二手车交易平台	9

图 19: 易车网旗下二手车交易平台	9
图 20: 上汽集团 MG5 Geek 版定制流程	10
图 21: 庞大集团汽车电子商务平台	10
图 22: 物产中大汽车电子商务平台	10
图 23: 中国手机网民规模达 5 亿	11
图 24: 手机是当前中国网民增长的主要驱动力	11
图 25: 中国智能手机保有量达 4.8 亿部	11
图 26: 手机地图累计用户市场份额	12
图 27: 手机地图用户使用生活服务信息情况	12
图 28: 手机地图用户在手机地图上使用功能情况	12
图 29: 中国手机打车应用累计注册用户数	13
图 30: 2013 年中国手机打车应用用户数分布	13
图 31: 中国汽车平均车龄进入上升趋势	15
图 32: 汽车保有量规模快速上升 (单位: 万辆)	15
图 33: 主要汽车经销集团售后业务毛利率	16
图 34: 中国二手车和新车销量 (万辆)	16
图 35: 美国二手车和新车销量 (百万辆)	16

表格目录

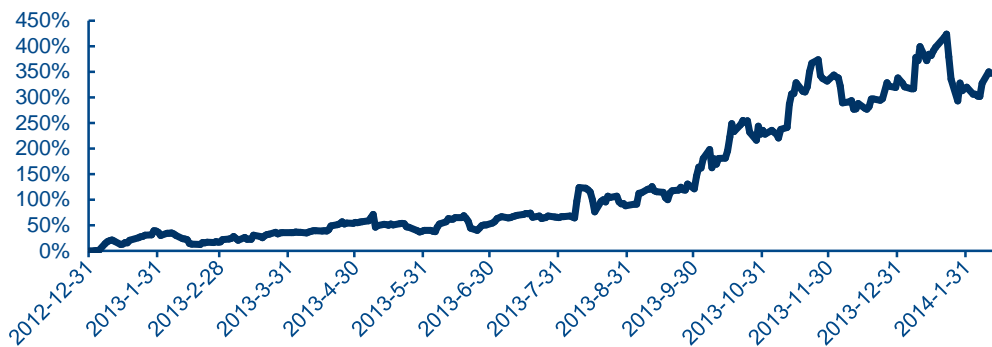
表 1: 主要手机打车应用简介	13
表 2: 2012-2013 年中国主要手机打车企业融资情况	14
表 3: 其他基于位置服务的高效用车服务应用	14
表 4: 围绕高效用车的新商业模式	14
表 5: 单车售后维修保养成本测算	15
表 6: 售后业务市场空间巨大	15
表 7: 重点公司盈利预测、估值及投资评级	17
表 8: 上汽集团 (600104.SH) 盈利预测表	18
表 9: 均胜电子 (600699.SH) 盈利预测表	19
表 10: 星宇股份 (601799.SH) 盈利预测表	20
表 11: 比亚迪 (002594.SZ) 盈利预测表	21
表 12: 四维图新 (002405.SZ) 盈利预测表	21
表 13: 荣之联 (002642.SZ) 盈利预测表	22

狼来了么？互联网对于汽车产业的冲击已经显现

“汽车之家、易车”美股股价大幅上涨，引发投资人对于汽车产业触网的关注；“滴滴、快的”打车软件之争，打开市场对于 O2O 入口的想象；“易到用车”受携程注资；CES 电子展，照亮汽车巨头们准备已久的智能汽车、车联网征程。在我们看的到的，以及看不到的地方，汽车产业的各个环节，都在前所未有的“加速触网”。为此，我们特推出“拥抱互联网的汽车行业”专题报告。

易车股价 2013 年初以来累计上涨了 346%，汽车之家也于 2013 年 12 月 11 日在纽交所成功上市，上市首日股价即上涨 76.88%，引发投资人对于汽车产业触网的关注。

图 1：易车 2013 年涨幅超过 300%



资料来源：wind，中信证券研究部

2014 年 1 月 10 日，滴滴打车软件在 32 个城市开通微信支付，使用微信支付，乘客车费立减 10 元、出租车司机立奖 10 元。10 天后，快的打车则和支付宝宣布，全国 40 个主要城市的 40 余万快的出租车支持支付宝收款，使用支付宝，乘客车费返现 10 元，出租车奖励 10 元。打车软件之争的背后，是互联网巨头对于移动支付的争夺，同时打开市场对于 O2O 入口的想象。

图 2：快的打车优惠



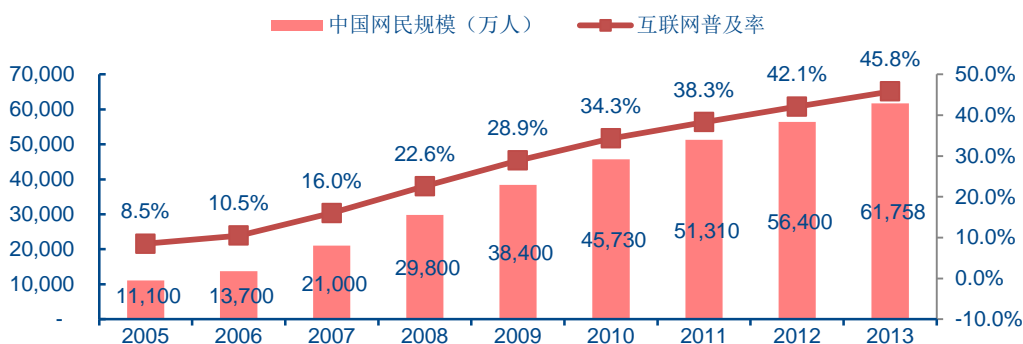
资料来源：百度图片，中信证券研究部

2014 年拉斯维加斯 CES（国机消费电子展）上各大汽车厂商投入空前。全球市场上主要整车、零部件集团均携带自己最有影响力的产品悉数到场，几乎占据半个北展馆，甚至让人误以为进入车展现场。智能互联在汽车行业已经不再停留在概念阶段，正实实在在地发生在现实中成长。由此引发国内投资人对于汽车电子、车联网板块的强烈关注。

互联网如何影响汽车产业？从“产业链”到“产业圈”

互联网越来越普及，中国拥有超过 6 亿网民。根据 CNNIC 的统计，中国网民规模已经从 2005 年的 1.1 亿快速提高至 2013 年的 6.1 亿人，互联网普及率从 2005 年的 8.5% 提升至 2013 年的 45.8%。伴随着互联网的普及，基于互联网各类应用的日益丰富，互联网对于人们衣食住行等各方面均产生着深远的影响。

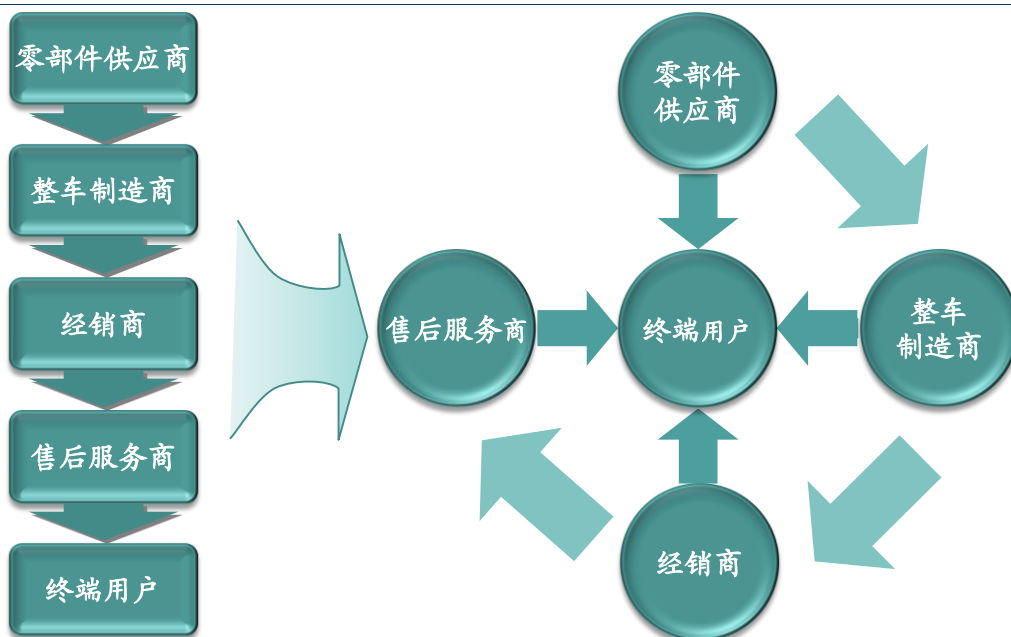
图 3：中国网民规模已经超过 6 亿人



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

互联网对汽车的影响：从以产品为主导的“产业链”到以用户为核心的“产业圈”。由于互联网的引入，消费者的地位发生改变，不再是产业链末端的被动接受者。相反的，成为了产业变革的主导者。我们看到，离消费者越近的地方，企业的不可替代性往往越高、经营的附加值也越高。互联网改变了原有“零部件—>整车研发制造—>销售—>使用—>维修服务”的产业链模式。最终，产业链的每个环节，都要趋向贴近消费者，“产业链”逐渐演变为“产业圈”。

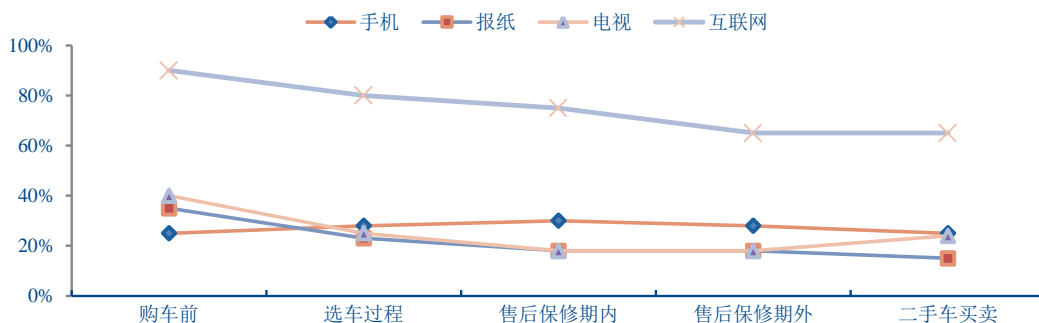
图 4：汽车从“产业链”到“产业圈”



资料来源：中信证券研究部整理

伴随着互联网的普及、汽车消费人群的年轻化，互联网在用户选车、购车、用车等汽车消费决策中的作用越来越重要。根据新华信 2013 年的调查数据显示，消费者在购车前、选车过程、售后、二手车等环节通过互联网渠道了解相关信息的比例已经明显高于电视、报纸等传统渠道。

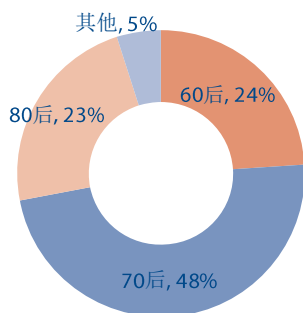
图 5：不同时期车主对“车信息”的了解渠道比较



资料来源：新华信，中信证券研究部整理注：使用该信息渠道的人数占总调查人数的百分比

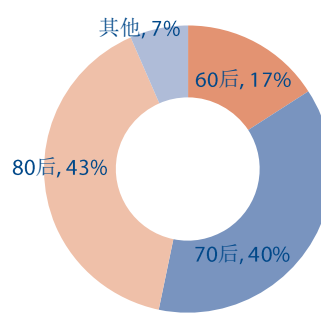
80 后成为汽车消费的主力人群。80 后获取信息的方式和消费理念与互联网的联系更加紧密。伴随 80 后逐渐成为消费主力，汽车消费理念和决策过程也在发生改变。统计数据表明，80 后消费者占汽车消费人群的比例已由 2007 年的 23% 提升至 2011 年的 43%。我们估计，该数据在 2014 年或已经突破 50%。

图 6：汽车消费人群年龄份额（2007 年）



资料来源：新华信，中信证券研究部

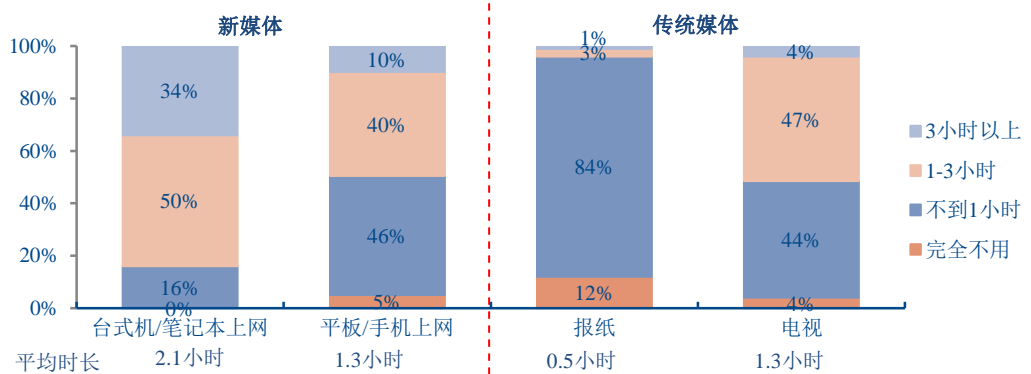
图 7：汽车消费人群年龄份额（2011 年）



资料来源：新华信，中信证券研究部

用户使用互联网等新媒体的时长超过传统媒体。新媒体内容丰富、形式多样、时效性强、参与度高，比传统媒体更有信息优势，越来越受到用户的亲睐。根据新华信 2013 年的调查数据显示，车主及潜在车主使用互联网等新媒体的平均时长超过报纸和电视等传统媒体。

图 8：用户对不同媒体的使用时长

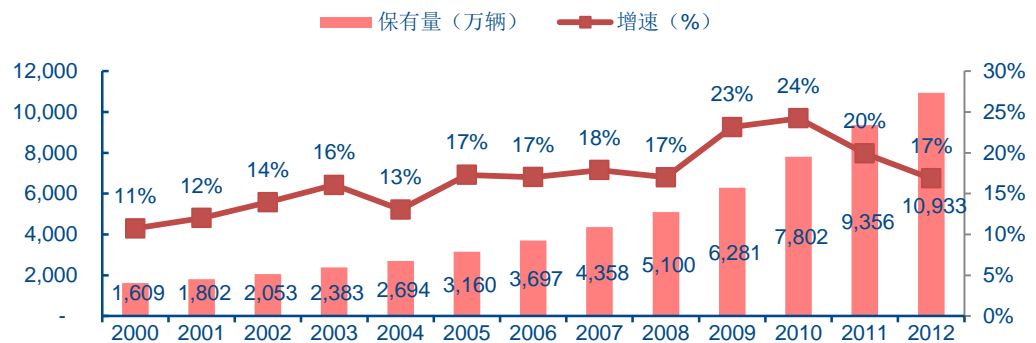


资料来源：新华信，中信证券研究部整理

应用之一（产品+技术）：智能汽车、车联网

伴随汽车智能化、车联网的发展，汽车有望成为下一个快速增长的移动终端。中国已经连续 5 年成为全球最大的汽车市场，年销售规模突破 2000 万辆，汽车保有量超过 1 亿辆，伴随汽车智能化、车联网、以及 4G 网络的发展，预计汽车有望成为继电视、电脑、手机、平板电脑之后，下一个快速增长的移动终端。

图 9：中国汽车保有量超过 1 亿辆



资料来源：CEIC，中信证券研究部

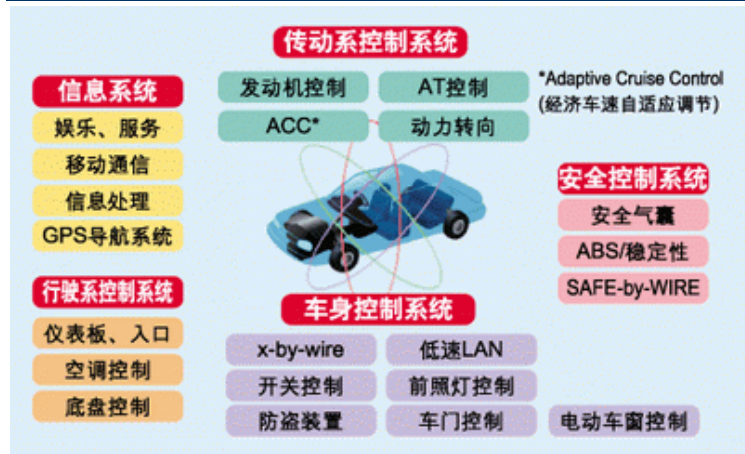
针对汽车这个“移动终端”，应用市场空间巨大。未来随着汽车智能化的提高，车联网的普及，汽车逐渐发展成为一个移动智能终端，针对汽车的应用市场空间巨大：

- 1) 潜在用户群体大：参照海外成熟汽车市场发展轨迹，预计未来中国千人口汽车保有量有望达到 300-400 辆的水平，对应约 4 亿辆的汽车保有量。
- 2) 在线时间有保障：如果汽车能够实现实时在线，那么驾驶时长同时也是车主的在线时长。按照每辆车年平均 1 万公里的里程，平均 50 公里时速，全年驾驶时间约 200 小时，平均每天驾驶时长超过半小时。
- 3) 潜在 ARPU 值高：目前汽车平均售价约 10 万元，尽管当前消费者对于车联网的认知和消费意愿仍偏低，但车主的确具有相对较强的消费能力，潜在 ARPU 值高。

汽车智能化

汽车智能化是大趋势，类似于手机从“功能机”到“智能机”的过程。随着消费者对于汽车安全、便利、娱乐等方面提出更高需求，以及汽车电子技术的发展，预计未来：1）单车电子产品的用量将持续增加；2）并逐渐从功能型汽车电子（传统动力总成控制、车身控制系统、汽车安全控制系统等），逐渐转向信息服务交互型汽车电子（智能导航、车载娱乐、信息处理、移动通信服务等）。

图 10：汽车电子产品图示



资料来源：互联网开放资料、中信证券研究部

长期看，预计汽车电子化率有望达到 30%，市场空间接近万亿元。2007 年中国汽车电子产品销售额达 1215.7 亿元 (+40%)。我们估测，到 2013 年，该销售额有望成长至接近 3000 亿元。汽车电子产品市场的快速增长，既得益于过去几年国内汽车需求的快速提升，亦受益于汽车电子使用比例的持续增加。长期看，预计汽车电子化率有望从目前 10%左右提升至 30%，市场空间接近万亿元。

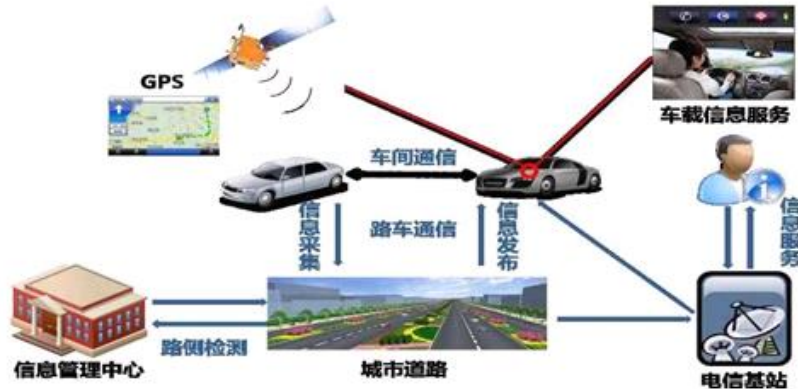
非车载汽车电子：预计市场空间 3000 – 4000 亿元。目前平均每辆汽车在 30 个不同功能的电子系统中，集成 70 到 100 个处理器，非车载汽车电子的应用范围之广超出普通消费者的想象。预计未来可能新增应用的包括：1）微电机，可以应用于预紧式安全带控制、汽车胎压监测、发动机气流控制等领域，预计单车用量可达到 10 个以上；2）摄像头，可以应用于倒车影像、巡航控制、主动避撞等领域，例如纳智捷大 7 上使用的摄像头已经达到 6 个之多；3）LED 车灯等。按汽车平均 10—15%的电子化率测算，相当于单车使用电子产品 1.5—2 万元，对应 3000—4000 亿元。

车载汽车电子：导航、影音娱乐等应用日益普及，预计未来各项智能应用还将层出不穷。车载导航的应用逐渐由高端车发展为普及化，导航仪和音响的单台套金额量相对较高，通常在千元量级，优秀的音响价格更是高达万元量级。以 2000—3000 元的均价测算，车载导航和音响未来的市场空间约为 500—600 亿元。预计未来随着技术发展，各项智能化应用还将层出不穷，市场空间可期。

汽车网络化

车联网是建立在汽车电子化和智能化之上的第二个应用层级。所谓车联网，是指借助安装在车辆上的传感设备，收集车辆和车内乘员的信息，通过网络共享，实现驾驶员、车、行人、车联网平台、城市网络的互联，从而实现智能、安全驾驶，以及享受技术+生活服务。

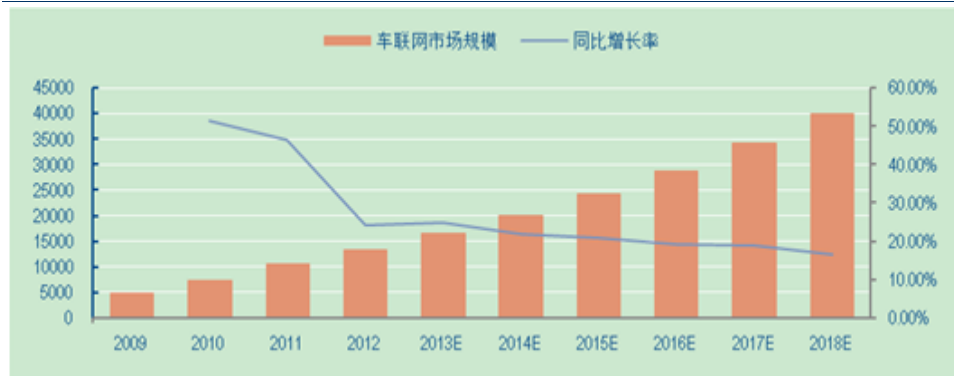
图 11：车联网实现车辆信息在信息网络上的采集、发布并提供相关服务



资料来源：中国电信，中信证券研究部

预计全球车联网产业市场空间接近 500 亿美元。根据 GSMA 和 SBD 对车联网市场的联合调查数据，2012 年全球车联网市场的总体规模约 131 亿欧元，2013 年该市场规模预计可达 164 亿欧元，同比增长 25%；近五年车联网市场规模将平稳增长，预计 2018 年该市场规模较 2012 年有望增长 3 倍，达到 390 亿欧元，CAGR 将近 20%。

图 12：全球车联网市场规模（单位：百万欧元）



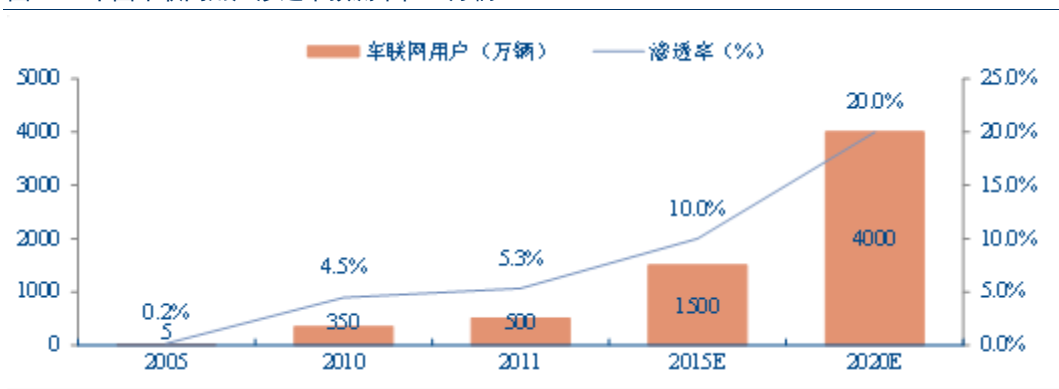
资料来源：GSMA、SBD、中信证券研究部整理

预计车联网的前装与后装市场将并驾齐驱。车联网前装市场，主要依托于汽车制造商，基于前装的传感器、通信系统，提供汽车故障检测，行车服务等功能。车联网后装市场，主要依托于汽车经销商和运营商，针对车辆运输、使用过程中的信息进行采集、跟踪、汇总，并应用相关服务。预计随着车联网的普及，未来车载操作系统和公共服务平台的需求将日益提升。以单车年服务费 1000—2000 元，4000 万辆车联网用户测算，国内车联网市场空间可达 400—800 亿元。

当前车联网的盈利模式未定，产品技术和商业模式仍处于创新期。未来是否会通过对消费者收取固定年费的方式来支持运营，尚无定论。未来不排除，通过引入保险公司等第三方参与并承担成本的方式，实现终端消费者在该项服务上的低付费，乃至零付费的可能性。

近期亦有报道，美国 NHTSA 希望依托汽车 V2V 通信，构建新型交通管理系统，预计有望将交通事故数量减少 80%。据媒体报道，美国国家高速公路交通安全管理局（NHTSA）已向美国立法部门提议，要求 2014 年美国所有汽车厂商必须为自家所生产汽车安装电子记录设备（ERD），以方便 NHTSA 对收集到的数据进行汇总分析。NHTSA 认为，所有汽车安装 ERD 设备后，将能够使撞车事故数量减少 80%，原因是这些汽车之间能够通过 Wi-Fi 网络实现 V2V 通信。

图 13：中国车联网用户渗透率预测单位：万辆



资料来源：易观智库、中信证券研究部整理

汽车网络化是实现城市智能交通的重要环节。城市智能交通在政府投资中属于“花小钱、办大事”，政府推进动力充足。全球智能交通建设开支在经过 10、11 年的快速回升之后，到 2015 年仅新建项目资本开支预计将达到 111.3 亿美元，将维持 CAGR 20% 以上的高速增长。根据中国交通技术网统计，近年国内智能交通项目投资也保持接近 20% 增长。预计我国“十二五”城市道路智能交通市场规模在 745 亿元左右，其中用户车辆管理服务市场规模在 175 亿元左右，汽车网络化将是实现城市智能交通的重要环节。

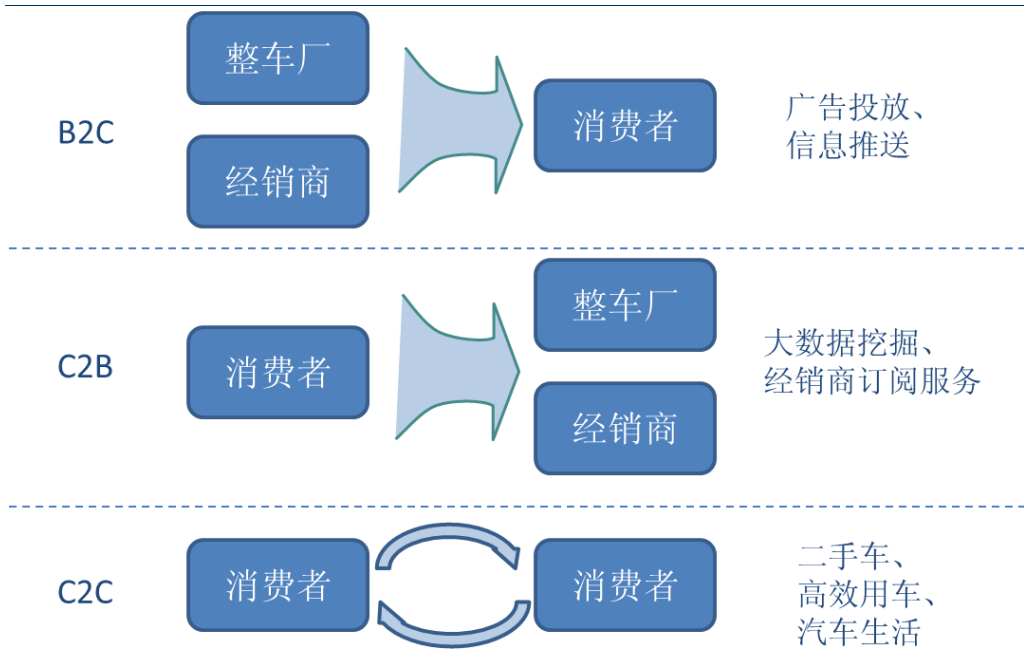
在可用于拓展道路用地有限的情况下，城市智能交通系统可以从提高通行使用率方面减缓拥堵状况。

应用之二（购买决策）：垂直网站 VS 汽车电商

垂直网站的平台优势

汽车垂直网站通过专业的资讯内容聚拢终端消费者，进而吸引产业链上下游的整车厂和经销商，形成以垂直网站为核心的平台。以汽车之家、易车网为代表的垂直网站信息资源丰富，如齐全的产品数据库，专业的测试文章，吸引了大批访问用户；同时通过论坛、社区活动等手段，增加用户黏性。庞大的用户资源成为垂直网站的核心资源，吸引了整车厂的广告投放，以及经销商的信息订阅，成为公司的利润来源。

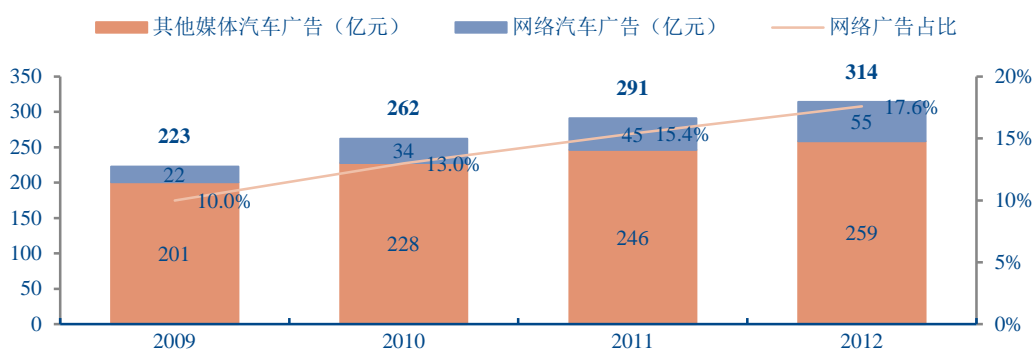
图 14：汽车垂直网站商业模式



资料来源：中信证券研究部整理

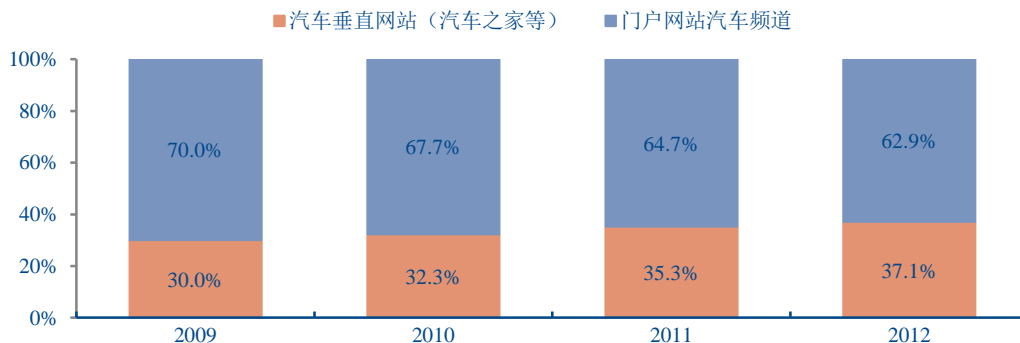
B2C：通过互动分享，实现 B2C 的广告和信息推送。根据艾瑞数据，2012 年中国汽车广告市场总规模 314 亿元人民币，其中网络汽车广告 55 亿元，占比逐年提升至 17.6%。而垂直网站广告是网络汽车广告的主要增量来源，2009-2012 年期间，线上广告复合增速 33.2%，而垂直网站广告复合增速达到 43.1%，占线上广告的比重由 30%提升至 37%。未来垂直网站 B2C 业务增长，将来自于汽车广告线上投放比例提升，以及市场集中度提高。

图 15：汽车厂商在网络广告市场投放的比重提升



资料来源：iResearch

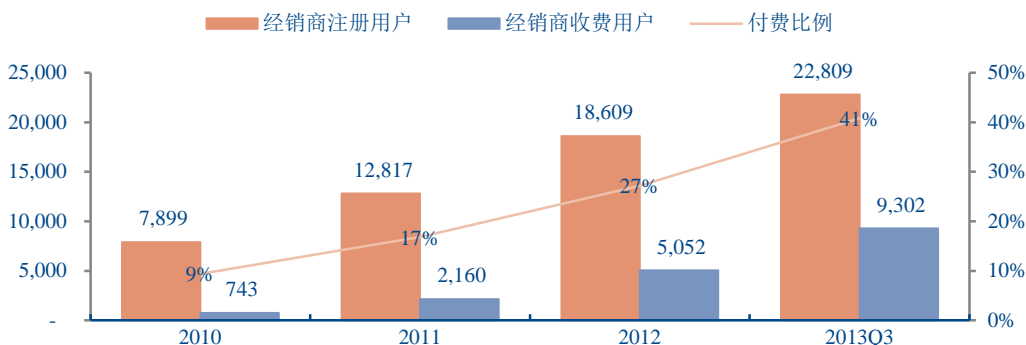
图 16: 汽车垂直网站在汽车网络广告市场份额提升



资料来源: iResearch

C2B: 通过消费者信息、需求汇总, 实现 C2B 信息反馈, 帮助制造商和经销商更精准的营销。过去几年中, 垂直网站的经销商会员数量和付费比例双双提升。目前, 汽车之家和易车网已经覆盖了全国超过 2 万家经销商, 用户可以方便的在网站上找到离他们最近的经销商及报价信息, 其中接近一半经销商已经成为汽车之家和易车网的付费会员, 付费会员在信息排名上具有优先级, 并且享有客户关系管理、互动以及数据分析等服务。

图 17: 汽车之家经销商会员人数和付费比例双双快速提升



资料来源: 汽车之家招股说明书

C2C: 真正面向消费者的服务, 试水二手车、汽车共享、汽车生活服务等。汽车之家和易车网通过社区论坛、用车信息分享等方式, 聚集了众多汽车拥有者, 随着时间推移, 用户之间产生的交易需求将成为垂直网站新的业绩增长点, 如二手车交易、自驾游平台等。

图 18: 汽车之家旗下二手车交易平台



资料来源: 二手车之家网站, 中信证券研究部

图 19: 易车网旗下二手车交易平台



资料来源: 淘车网, 中信证券研究部

当前，**B2C、C2B 业务是垂直网站的主要收入来源，C2C 和移动互联，可能成为未来增长来源。**过去十年，中国快速普及的互联网产业，成就了汽车之家、易车这样的垂直互联网公司，并形成了作为企业和消费者中介的盈利模式。未来，如何依托于较大规模的消费者基础，实现 C2C 的业务拓展，以及如何在新兴的移动 O2O 市场占领先机，将成为影响未来十年竞争力的重要因素。

传统企业试水汽车电商

整车厂试水电商，积极拓展业务边界。整车厂在现有产业链中的地位相对强势，通过电子商务平台建设，弥补传统经销商脱网和扩张进度偏慢的瓶颈，同时减少中间环节，提高决策效率。如，上汽集团电商平台将于 3 月 28 日正式上线，该平台将囊括上汽集团旗下所有品牌，并延伸至售后服务产业链。此外，针对自由电商平台的个性化定制车型 MG5 极客版推出，并探索柔性制造方式。

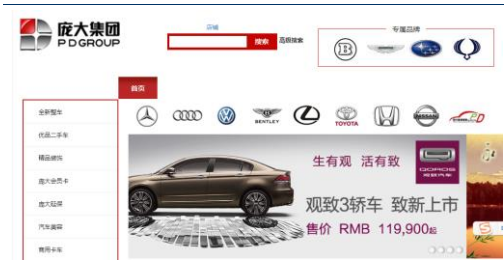
图 20：上汽集团 MG5 Geek 版定制流程



资料来源：上汽集团 MG 官方网站，中信证券研究部

传统经销商积极触网，提高用户黏性，提升增值服务收入占比。庞大集团、物产中大等传统汽车经销商巨头，纷纷建立自己的电子商务网站，整合线下资源，不仅包括现有整车销售、精品养护、汽车保险等服务；同时通过会员服务，为客户提供汽车金融、保险、延保、二手车交易等个性化的增值服务。此外，永达汽车等公司积极尝试基于移动互联网的 APP 应用，以拓展和提升终端竞争力，亦值得关注。

图 21：庞大集团汽车电子商务平台



资料来源：庞大汽车电子商城

图 22：物产中大汽车电子商务平台



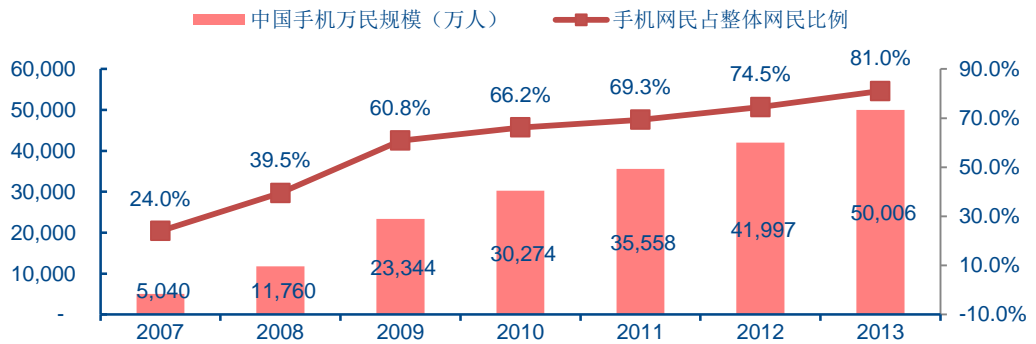
资料来源：元通汽车商城

应用之三（高效用车）：基于位置信息的移动互联应用

移动互联网兴起

伴随移动互联网的普及，从 PC 端到移动端的转移将是大势所趋。根据 CNNIC 的统计数据，截至 2013 年底，中国已经拥有 6.18 亿网民，互联网普及率达到 45.8%；其中手机上网依然是网民规模增长的主要来源，中国手机网民规模达 5 亿，网民中使用手机上网的人群占比提升至 81.0%，继续保持第一大上网终端的低位。

图 23：中国手机网民规模达 5 亿

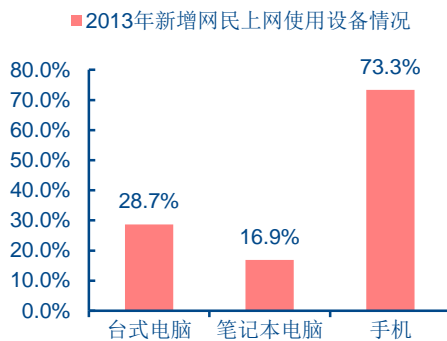


资料来源：CNNIC，中信证券研究部

手机是当前中国网民增长的主要驱动力。根据 CNNIC 统计，2013 年中国新增网民中使用手机上网的比例高达 73.3%，明显高于台式电脑（28.7%）、笔记本电脑（16.9%）的使用比例。

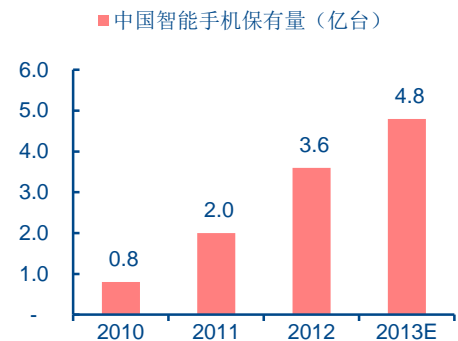
手机网民的持续增长，主要得益于：1) 3G 的普及；2) 无线网络的发展；3) 智能手机价格的持续亲民；4) 手机应用服务的多样性和深入性。根据工信部数据，2013 年 11 月 3G 移动电话用户达 3.86 亿户，较上年同期增长 1.54 亿户；2013 年 1-10 月，我国智能手机出货量达到 3.48 亿部；预计 2013 年底中国智能手机市场保有量约 4.8 亿部。

图 24：手机是当前中国网民增长的主要驱动力



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 25：中国智能手机保有量达 4.8 亿部



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

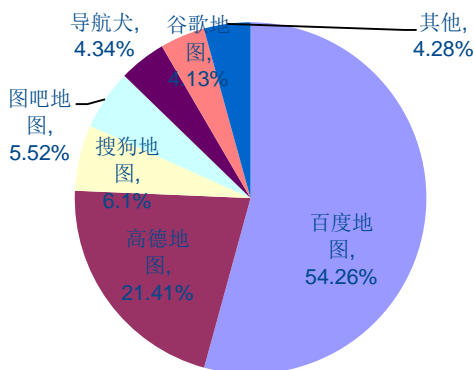
地图大战背后：汽车 O2O 的争夺

地图作为移动互联网入口的地位日益显著。近日阿里巴巴以 11 亿美元全资收购高德地图，说明随着移动互联网兴起，地图作为未来 O2O 重要入口的地位日益显著，已经成为互

联网巨头们的必争之地。统计数据显示，移动互联网本地生活服务类应用中，有 67% 的应用与导航地图有关。

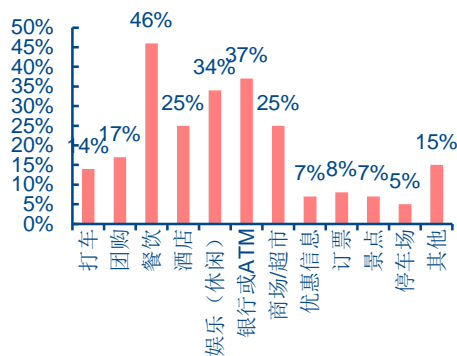
百度地图目前处于领先地位，高德份额有望提升。根据中国 IT 研究中心的统计数据，目前手机地图周活跃用户累计规模近 2 亿。截至 2013 年 10 月，百度地图的市场份额高居榜首，达到 54.26%；随后为高德地图 21.41%，搜狗地图 6.1%，图吧地图 5.52%，导航犬 4.34%，以及谷歌地图 4.13%。阿里收购高德后，借助阿里集团资源，预计高德地图份额有望提升。

图 26：手机地图累计用户市场份额



资料来源：中国 IT 研究中心

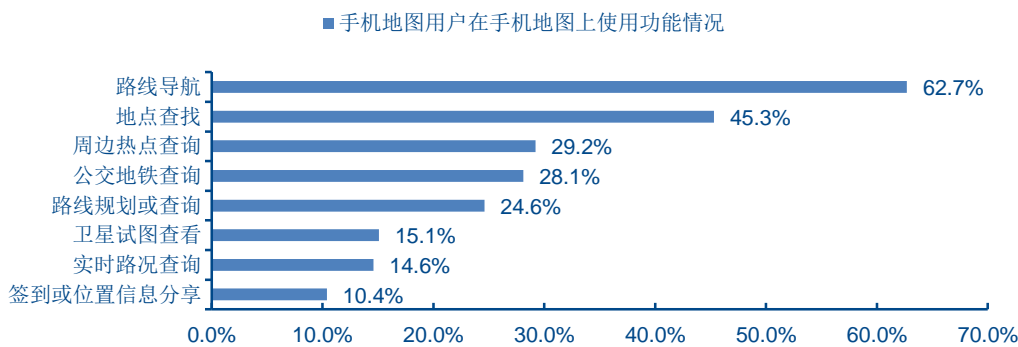
图 27：手机地图用户使用生活服务信息情况



资料来源：中国 IT 研究中心

路线导航、地点查找是目前地图主要使用功能，热点查询、位置信息分享等逐步兴起。根据 CNNIC 统计，目前手机地图用户中使用比例最高的主要为路线导航（62.7%）、地点查找（45.3%）等功能，值得注意的是，周边热点查询、签到或位置信息分享的比例已经达到 29.2%、10.4%，逐步兴起。

图 28：手机地图用户在手机地图上使用功能情况



资料来源：CNNIC

互联网巨头们地图大战的背后，主要是对于汽车 O2O 入口的争夺。随着汽车智能化、车联网的发展，汽车将成为未来另一个重要的“移动终端”。依托汽车“移动”本质，地图将成为汽车 O2O 的必争之地，也将是移动互联网平台类公司基于位置信息服务、移动支付等的主要战场。预计未来汽车 O2O 将主要有三个层面的应用和竞争：

- 1) 基本用车服务，例如：滴滴打车、快的打车等打车软件；
- 2) 基于位置信息的本地生活服务；

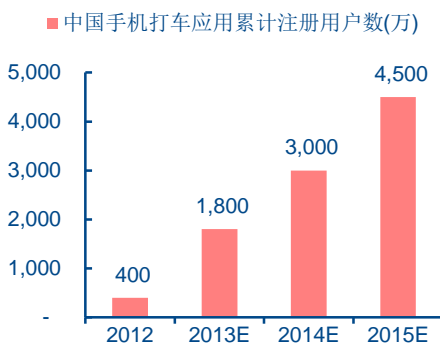
3) 围绕高效用车的新商业模式，例如：易到用车的租车模式，乃至私家车的分时共享等。

打车软件：背后是移动互联的巨头之争

基于位置信息，地图不仅可以成为衣食住行等一系列生活服务的入口，同时也衍生出众多移动应用，成为各种基于用户位置的 O2O 应用平台。基于位置服务信息，围绕如何高效使用车辆，预计将衍生一系列的 O2O 应用，例如：打车软件“滴滴打车”、“快的打车”，代驾软件“E 代驾”，以及海外的停车服务软件“Park Me”，曾经的洗车服务软件“Cherry”等。

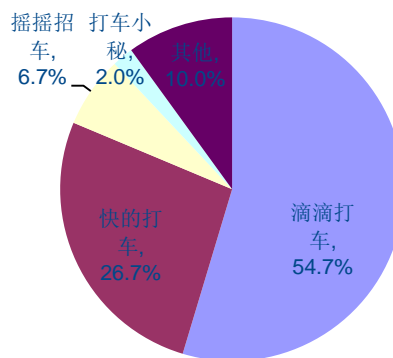
手机打车应用市场快速增长，预计 2013 年注册用户数达到 1800 万。2012 年手机打车应用陆续上线，通过有效解决乘客和出租车司机之间的信息不对称，使得乘客更容易打到车，出租车利用率更高，从而在一定程度上解决一二线城市普遍存在的“打车难”问题。手机打车应用注册用户快速提升，2012 年注册用户数约 400 万，预计 2013 年达到 1800 万，2014 年将增加至 3000 万。

图 29：中国手机打车应用累计注册用户数



资料来源：艾瑞咨询

图 30：2013 年中国手机打车应用用户数分布



资料来源：艾瑞咨询

目前手机打车应用市场主要以滴滴打车、快的打车为主。手机打车应用最早出现在 2012 年初，市场曾先后出现近百款打车应用。后来受政策监管、盈利模式仍有待探索等因素影响，目前市场上主要以滴滴打车、快的打车两家应用为主，用户注册数占比分别达到 54.7%、26.7%。第二梯队为起步最早的摇摇招车、易到用车旗下的打车小秘、以及上海本土的大黄蜂等，在特色服务和区域覆盖上具有一定优势。

表 1：主要手机打车应用简介

打车应用	发行时间	简介	覆盖城市
滴滴打车	2012 年 9 月	全国最大的手机打车应用	17 个
快的打车	2012 年 9 月	深耕杭州市场，覆盖城市最多	30 个
摇摇招车	2012 年 3 月	国内首个手机打车应用	4 个
大黄蜂打车	2013 年 4 月	上海本土的手机打车应用	
打车小秘	2013 年 5 月	易到用车旗下打车应用	

资料来源：艾瑞咨询

中国互联网三巨头（BAT）均已涉足手机打车服务，抢占移动互联网的潜在入口。考虑打车软件未来潜在的入口价值，以及尽早卡位 LBS（Location Based Service，基于位置服务）类应用市场的需要，互联网企业纷纷涉足手机打车服务。1) 百度地图 2013 年 4 月新增打车功能，接入滴滴打车的在线应用服务；2) 腾讯 2013 年 4 月投资滴滴打车 1500 万美元，微信与滴滴打车展开深度合作；3) 阿里巴巴 2013 年 4 月投资快的打车 400 万美元，并将快的打车嵌入支付宝平台。

表 2：2012-2013 年中国主要手机打车企业融资情况

获投资企业	时间	投资机构	融资金额（万美元）
嘀嘀打车	2012 年 9 月	金沙江创投	300
	2013 年 4 月	腾讯	1,500
快的打车	2013 年 4 月	阿里巴巴	400
摇摇招车	2012 年 5 月	红杉资本	350
打车小秘（易到用车）	2013 年 4 月	中国宽带产业基金	1,500
大黄蜂打车	2013 年 6 月	晨兴创投	300

资料来源：艾瑞咨询

注：中国宽带产业基金投资的是打车小秘母公司易到用车

目前国内手机打车应用的盈利模式仍处于探索期，有望建立 O2O 应用服务入口。目前国内移动打车市场仍处于培育期，作为一个乘客与司机之间牵线搭桥的平台，对双方均采取免费服务，尚无清晰的盈利模式。在美国，叫车应用 Uber 是通过收取 20% 的提成而实现盈利。在中国，受到政策、消费观念的制约，这一盈利模式很难简单复制。未来若打车应用能积累庞大的用户规模，则有望通过建立起 O2O 应用服务入口，通过向其他服务拓展寻求盈利模式。

基于位置信息的其他服务

除了手机打车软件外，代驾、停车、洗车等其他基于位置服务应用也日渐兴起。

e 代驾将 LBS 定位功能与传统代驾服务相结合，客户可以搜索离自己最近的代驾司机，几分钟就有专业代驾司机上门服务。目前 e 代驾已经签下 5000 个司机，覆盖北京、上海、广州、深圳、杭州、重庆六个城市；并且通过提成预付扣费机制和逐单跟踪访问体系保证线下服务质量和标准化。e 代驾目前主要通过每单 5-20 元的信息费提成实现盈利。

表 3：其他基于位置服务的高效用车服务应用

应用	服务	简介
E 代驾	代驾	利用 LBS 定位，客户搜索离自己最近的代驾司机，几分钟就有专业代驾司机上门服务
Park Me	停车	通过 LBS 定位，提供客户周边停车位信息
Cherry	洗车	客户只需要通过手机在停车位置签到并发出一个洗车申请，Cherry 就会马上派附近的洗车人员到指定地点为车主洗车

资料来源：各应用网站

注：Cherry 已于 2012 年 12 月 25 日宣布关闭服务

高效用车：易到用车、AA 拼车等新商业模式涌现

易到用车成立于 2010 年，是中国第一家预约车服务平台，也就是通过将分散车源的闲置零碎时间调用起来，再把用户的需求跟司机的位置和时间匹配上，把全行业的剩余资源聚合到一个平台上。目前易到已经积累上百万个人和企业用户，覆盖北京、上海、广州、深圳等 29 大城市千余家汽车租赁公司的几万辆优质车源。易到控制只有正规的租赁公司车辆才能加盟，并鼓励用户在服务结束后给司机评分，以保障优良的服务质量。

AA 拼车以电话、互联网作为工具，让小区物业、车站拉客人员等作为中介开展拼车服务。AA 拼车自 2011 年 9 月上线以来，已经拥有 430 万注册用户，注册车辆 54 万，有效搭载 650 万次，在 2012 年还获得华尔街安迪大洋 1000 万元投资。目前 AA 拼车除了收取 5% 的手续费之外，还试图往后端的汽车后服务市场拓展。

表 4：围绕高效用车的新商业模式

应用	简介	注册用户	融资	投资方
AA 拼车	以电话、互联网作为工具，让小区物业、车站拉客人员等作为中介开展拼车服务	430 万	1000 万元	华尔街安迪大洋
易到用车	预约车服务平台，把分散车源的闲散零碎时间调用起来，再把用户需求跟司机位置和时间匹配上	上百万	千万美元	天使投资、晨兴资本、宽带资本

资料来源：应用网站

应用之四（后市场）：未被充分挖掘的 O2O 金矿

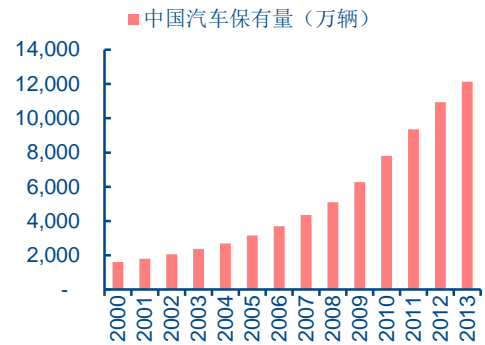
随着汽车保有量和车龄的提升，售后业务将逐步进入高速增长期。汽车使用过程中需要定期进行维修保养，而且车龄越长，其维修保养费用越高。目前我国千人口汽车保有量仅 70 辆，平均车龄仅 3.5 年，汽车保有率水平和车龄均明显偏低。随着汽车保有量和平均车龄的平稳上升，售后业务将逐步进入高速增长期。

图 31：中国汽车平均车龄进入上升趋势



资料来源：中国汽车工业协会

图 32：汽车保有量规模快速上升（单位：万辆）



资料来源：CEIC

预计 2013 年售后业务市场空间超过 5000 亿元，未来提升空间巨大。调研结果表明，一辆轿车在其生命周期（8-10 年）内的售后维修保养成本一般为其车价的 30% 以上，汽车档次越高，售后维修保养成本也越高，豪华车的占比甚至达到 50% 以上。据测算，2013 年国内乘用车售后市场空间超过 5000 亿元，如果以未来接近 4 亿辆的保有量计算，售后业务市场空间 1.7 万亿元，提升空间巨大。

表 5：单车售后维修保养成本测算（单位：元）

	售价	客单价	年入店次数	年维修保养成本	使用年限	总成本	占车价比
一般轿车	10 万元	800	4	3,200	10	32,000	32%
中高端	20-30 万元	1,800	4	7,200	10	72,000	36%
豪华品牌	40 万元以上	5,000	2	10,000	10	100,000	25%

资料来源：中信证券研究部测算

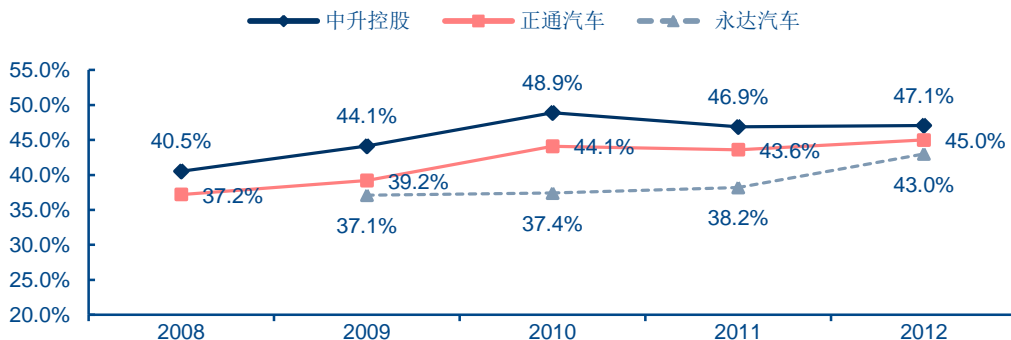
表 6：售后业务市场空间巨大

	一般轿车	中高端	豪华品牌	其他	合计
保有量（万辆）	16,000	12,800	3,200	8,000	40,000
年维修保养成本（元）	3,200	7,200	10,000		
市场空间（亿）	5,120	9,216	3,200	-	17536

资料来源：中信证券研究部测算

面对市场空间大、盈利能力高的汽车后市场，预计第三方修理公司、零部件企业、甚至互联网企业将逐步进入，分享汽车后市场蛋糕将是大概率事件。汽车后市场空间接近万亿，而且需求稳定。此外，售后业务盈利能力高，目前经销商售后毛利率均在 30% 以上，其中豪华品牌甚至可以达到 45% 以上的水平。面对如此优质的市场，预计第三方修理、零部件企业、甚至互联网企业均将逐步进入，分享盛宴。

图 33：主要汽车经销集团售后业务毛利率

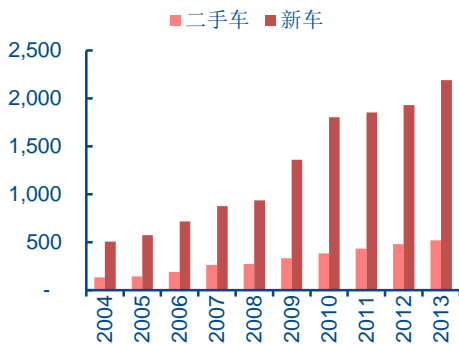


资料来源：公司公告，中信证券研究部

O2O 有望改善汽车后市场信息高度不对称的局面，是未来发展方向。汽车后市场处于大而乱的局面，各项服务内容品类繁多，整个市场不够规范，而车主不了解如何选择服务商，选择哪些项目，信息高度不对称。通过互联网平台聚合商家信息，标准化服务流程和价格信息，协助车主选择服务，同时将线上客户导入线下商户。**O2O** 将线下商家与互联网结合在一起，有望改善后市场行业的信息不对称的局面，是未来发展方向。目前已经尝试的企业包括互惠养车网、上海爱车客、车易安等。

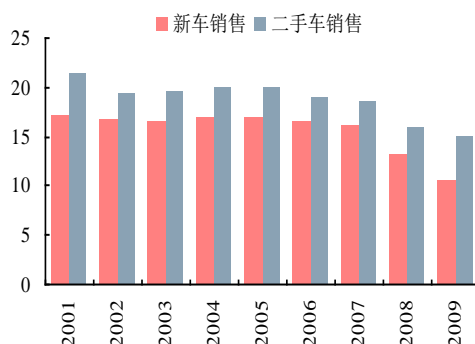
二手车市场方兴未艾，机会众多，但商业模式仍处于探索阶段。目前我国二手车年交易量已经超过 500 万辆，但仍仅有新车交易量的 25%左右。而在日本、美国等汽车成熟市场上，二手车交易量一般都要高于新车交易量。预计随着中国汽车的逐步普及，二手车市场将具有广阔的市场空间。

图 34：中国二手车和新车销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部

图 35：美国二手车和新车销量（百万辆）



资料来源：美国汽车流通协会，中信证券研究部

风险因素

新技术和新模式的认知风险。创新并非万能，任何技术创新都会受制于原有体制。在预期市场变革的同时，也不得不尊重一些具有特色性的客观规律。

短期盈利能力较弱的风险。基于互联网的汽车产业拓展，初期对于商业模式的关注可能大于盈利模式。

给予行业“强于大市”评级

随着互联网普及，尤其是移动互联网的兴起，互联网对于汽车行业的影响深远。在投资上，我们可以看到汽车之家、易车在美股股价的大幅上涨；在产业上，我们看到阿里全资收购高德地图，展开 BAT 对于地图入口的争夺，以及滴滴打车、快的打车等打车软件之争；而且基于位置信息服务，衍生出众多例如易到用车等新商业模式。我们认为，互联网将会导致泛汽车企业以消费者为中心，从“产业链”到“产业圈”的变革。

我们提示互联网对于汽车行业的影响，及其带来的投资机会。建议关注：1) 勇于尝试新业务、新模式，主动拥抱互联网的传统公司，2) 可能成为智能汽车、车联网供应商的零部件公司。建议关注：比亚迪、星宇股份、均胜电子、上汽集团、荣之联、四维图新。

表 7：重点公司盈利预测、估值及投资评级

证券代码	证券简称	收盘价 (元)		EPS (元)				市盈率 PE (倍)				PB	评级
		12	13E	13E	14E	15E	12	13E	14E	15E			
002594.SZ	比亚迪	49.00	0.03	0.24	0.69	1.02	1417	203	71	48	4.9	增持	
601799.SH	星宇股份	21.00	0.79	0.92	1.06	1.23	27	23	20	17	2.5	增持	
600699.SH	均胜电子	24.35	0.36	0.53	0.74	0.94	74	46	33	26	5.3	增持	
600104.SZ	上汽集团	13.41	1.88	2.13	2.37	2.76	7	6	6	5	1.0	买入	
002642.SZ	荣之联	23.71	0.24	0.40	0.50	0.61	100	60	48	39	7.5	增持	
002405.SZ	四维图新	15.92	0.21	0.18	0.26	0.35	76	87	62	45	4.0	增持	

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

重点推荐公司

上汽集团：试水电商，积极开拓新业务

上汽集团推出网络定制版 MG5，探索电子商务和柔性制造模式。2013 年 11 月 21 日，上汽在广州车展正式推出 MG5 极客版，公司以低于厂家成本价的优惠力度、搭载 1.5T+6AT 动力总成、内置 InkaNet 3G 智能网络行车系统，并且提供个性化定制选择。MG5 极客版的推出不仅仅是电子商务的尝试，同时也是未来柔性生产方式的探索。如果尝试成功，产品本身的服务选项、Telematics 配套设施、电子商务平台的投入都将纳入工作重点。

试水电商，是积极拓展业务边界的有益尝试，有助未来销量增长和估值水平回升。公司积极拥抱互联网，试水新的销售模式和定制汽车，上汽电商平台 3 月 28 日将正式上线。该平台将囊括上汽集团旗下所有品牌，并延伸至售后服务产业链。此外，也将有仅针对自由电商平台的个性化定制车型推出。电商平台一旦实现规模化，将弥补传统经销商脱网和扩张进度偏慢的瓶颈，提升公司产品的终端竞争力。中长期看，电商平台有助公司销量水平持续提升，提升估值。

公司市场地位稳固，2015 年进入新一轮产品投放期，未来 2-3 年盈利将维持稳健增长。上海大众、上海通用是国内乘用车龙头公司，受益于行业需求提升，市场地位稳定。未来 2 年，预计上海大众将陆续投放 A+ 级轿车、B 级 SUV、C 级轿车等新车型，有望延续高速发展态势；上海通用将陆续投放 A 级 SUV、凯迪拉克 ATS、君威换代、君越换代等新车型，公司将于 2015 年进入新一轮成长期，产品结构和业绩有望持续改善。预计公司 2014/15 年销量复合增速超过 10%，净利润增速高于销量增速。

公司估值处于历史低位，股息率料接近 6%，安全边际高。目前公司 2014 年动态 PE 仅为 5.3 倍，动态 PB 0.9 倍，均处于历史低位，亦低于国际主流汽车公司。当前低估值已体现市场对行业增速放缓、限购政策以及公司盈利释放进程不确定性等悲观预期。公司现金

充沛，且盈利增长稳健，未来有望将分红比例提高至 40% 左右，股息率或接近 6%，具有较高安全边际。

风险因素：上海大众新车型市场接受度低于预期；上汽自主品牌亏损幅度持续加大；部分城市汽车推出限购、限行政策导致汽车行业增速放缓等。

盈利预测、估值及投资评级。维持公司 2013/14/15 年 EPS 为 2.13/2.37/2.76 元（2012 年为 1.88 元）。公司当前股价 13.41 元，分别对应 2013/14/15 年 6/6/5 倍 PE。公司经营稳健，分红比例及股息率有望持续提升，具有较高安全边际。公司自主品牌人事变动，2014 年有望明显减亏。随着 2014/15 年多款新车上市，公司有望进入新的成长期。国企改革、电商平台等政策落实，有助公司估值修复，我们认为公司合理估值为 2014 年 8 倍 PE，维持公司“买入”评级，目标价 18.5 元。

表 8：上汽集团（600104.SH）盈利预测表

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	434,804	480,980	561,640	620,500	704,826
增长率 YoY%	18.89	10.62	16.77	10.48	13.59
净利润(百万元)	20,222	20,752	23,486	26,114	30,397
增长率 YoY%	23.38	2.62	13.17	11.19	16.40
毛利率%	19.07	16.72	11.71	12.11	12.35
每股收益 EPS(元)	1.83	1.88	2.13	2.37	2.76
每股净资产 BPS(元)	9.28	11.10	12.93	14.33	15.99
P/E	7	7	6	6	5
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

均胜电子：拓展汽车电子领域，布局新能源汽车核心部件

公司拓展汽车电子领域，通过海外并购逐渐进入高端领域。公司主要经营汽车电子、发动机系统和内外饰功能件，并于 2012 年底注入海外资产德国普瑞，完善公司在汽车电子领域布局。从收入构成情况来看，德国普瑞收入贡献比例超过 60%，均胜股份和华德塑料分别为 11% 和 14%。从利润贡献来看，德国普瑞利润贡献比例约 54%，均胜股份和华德塑料等汽车功能件业务利润贡献比例约 46%。

汽车电子化、智能化、网络化是大势所趋，国内优秀汽车电子公司实力有望快速提升。目前我国平均每辆车上安装的电子装置在整车制造成本中占比 20% 左右，低于国外 30% 左右的成本占比，仍有较大提升空间。目前我国汽车产销规模已达到 2000 万辆以上，以单车电子件 1-1.5 万元的平均用量计算，汽车电子市场空间有望达到 2000-3000 亿元。伴随自身技术水平的提升及海外并购优质资产，国内优秀汽车电子公司的技术实力及市场地位有望快速提升。

均胜普瑞国产化进程超预期，公司汽车电子业务进入高速成长期。德国普瑞在空调控制系统、驾驶控制系统等领域具有较强的技术优势，拥有宝马、大众、通用、福特等优质客户资源。随着欧美经济企稳回升，以及供应链整合的推进，德国普瑞的盈利能力将进一步提升。普瑞均胜新工厂投产，凭借普瑞的技术优势与均胜的市场优势相结合，国产化进程超预期，拉动公司汽车电子业务进入高速成长期。

德国普瑞成为宝马 i3 电池管理系统供应商，布局新能源汽车核心零部件。德国普瑞为宝马 i3、i8 供应 BMS 系统，表明公司新能源技术获得顶级整车厂的认可。据中国汽车报网等媒体报道，宝马 i3 已接受订单超过 8000 辆，超市场预期，公司有望明显受益。未来 2-3 年，全球新能源汽车进入高速增长期，技术优势有助公司进入更多整车厂的供应链体系，市场空间值得期待。

风险因素：汽车行业需求周期性波动风险；汇率波动风险；原材料和人力成本上涨超出预期；资源整合和管理不当带来的经营风险。

盈利预测、估值及投资评级：维持公司 2013/14/15 年盈利预测为 0.54/0.74/0.94 元（2012 年 EPS0.33 元）。当前价 24.35 元，分别对应 2013/14/15 年 46/33/26 倍 PE。综合考虑汽车电子行业处于快速发展期，德国普瑞盈利能力回升，以及普瑞均胜进入盈利周期，公司未来 2-3 年净利润复合增速有望接近 40%，我们认为公司合理估值为 2014 年 40 倍。维持“增持”评级，目标价 30.00 元。

表 9：均胜电子（600699.SH）盈利预测表

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,389	5,358	6,140	6,980	8,011
增长率 YoY%	201.23	58.11	14.59	13.68	14.76
净利润(百万元)	184	207	338	473	601
增长率 YoY%	70.12	12.36	63.19	40.02	27.09
毛利率%	17.56	17.68	18.42	18.75	19.13
每股收益 EPS(元)	0.29	0.33	0.54	0.74	0.94
每股净资产 BPS(元)	2.51	2.64	3.90	4.56	5.31
P/E	84	74	46	33	26
P/B	9.7	9.2	6.2	5.3	4.6

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

星宇股份：国内车灯领先企业，积极拓展 LED 业务

公司是国内领先的车灯企业，拥有优质的客户资源。公司是国内最大的自主车灯企业，过去五年公司收入、净利润增长了 3 倍，年复合增速接近 25%。公司拥有优质的客户资源，而且结构不断完善。公司在原有大众、通用、日产、丰田等基础上，积极拓展标致雪铁龙、本田、福特等新客户，配套客户涵盖了除韩系以外的所有汽车集团，合资品牌收入占比达到 70% 左右，为公司业务的稳健增长提供有效保障。

公司积极拓展 LED、AFS 等新业务。公司积极拓展 LED、AFS 等新产品，每年投入研发费用接近 7000 万元，拥有车灯行业唯一的国家级企业技术中心，以及国家级检测实验室等。同时公司在常州投资接近 6 亿元建设 50 万套 LED 车灯及配套项目，为新产品的市场开拓做好充分准备。预计 2014 年 LED 车灯业务收入有望达到 4 亿元左右，2015 年 LED 车灯收入占比有望达到 25% 左右。LED 车灯价格好、毛利高，将有助公司盈利能力提升。

借助资本优势，公司有望通过兼并收购实现跨越式发展。公司 2011 年初上市，募集资金余额 12 亿元，拥有超募资金 6 亿元。目前公司已经完成募投项目建设，并初步完成常州、长春、佛山、成都四地的产能布局。借鉴其他零部件企业的发展路径，预计公司未来有望借助资本优势，通过兼并收购等方式，实现跨越式发展。

售后服务市场有望成为公司新的增长点。公司目前业务主要集中于 OEM 配套市场，受益于国内汽车保有量的快速提升，预计未来公司有望逐步开拓售后服务市场，培育新的业绩增长点。相比 OEM 配套市场，售后服务市场具有更高的盈利能力，但同时对于渠道、品类也提出更高要求。预计公司作为最大的本土车灯企业，相比外资在渠道方面将更具优势。

风险提示：下游汽车需求增长低于预期；主要客户市场地位下降；LED 等新产品开拓低于预期；外延扩张进程低于预期；塑料粒子等主要原材料价格大幅上涨侵蚀公司盈利。

盈利预测、估值及投资评级：维持公司 2013/14/15 年盈利预测 0.92/1.06/1.23 元。当前价 21.00 元，分别对应 2013/14/15 年 23/20/17 倍 PE。考虑公司依托优质的客户资源，现有业务保持稳健增长；积极开拓 LED、AFS 等新产品和售后市场等新市场；未来还有望利用超募资金实现外延式扩张；结合行业平均估值水平，我们认为公司合理估值为 2014 年 25 倍 PE，维持公司“增持”评级，目标价 26 元。

表 10：星宇股份（601799.SH）盈利预测表

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,098	1,318	1,562	1,849	2,190
增长率 YoY%	26.04	20.10	18.47	18.40	18.43
净利润(百万元)	167	189	222	254	295
增长率 YoY%	22.59	12.93	17.38	14.56	16.02
毛利率%	27.22	25.93	26.16	26.50	26.82
每股收益 EPS(元)	0.70	0.79	0.92	1.06	1.23
每股净资产 BPS(元)	7.39	7.62	7.89	8.48	9.18
P/E	30	27	23	20	17
P/B	2.9	2.9	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

比亚迪：新能源汽车先行者

受益于行业景气回升，公司汽车等各项业务逐步改善。公司主营业务包括传统汽车、新能源汽车、手机部件及组装、以及二次充电电池及新能源等。汽车是公司主要的收入、盈利来源，2012 年汽车业务收入、毛利率占比分别为 52%、65%。受益于行业景气回升，企业重心由发展速度转向加强品质、品牌和渠道建设，公司各项业务逐步改善。

新能源汽车：产业化步伐有望加快，行业先行者地位稳固。公司是新能源汽车行业的先行者，截至 2012 年底，公司在深圳已有超过 200 台 K9 纯电动大巴和 800 台 e6 纯电动出租车投入运营。2013 年底公司推出插电混合动力轿车“秦”，发布包括“绿混”、“绿净”在内的多项绿色环保整合技术。预计 2014 年还将推出与戴姆勒合资的电动汽车“腾势”，以及首款插电混合动力 SUV“唐”。多款新能源汽车与技术的投放和应用，使得公司作为行业先行者的地位得到进一步巩固。

传统汽车：受益于新车驱动，销量、产品结构持续提升。2013 年公司实现销售 51 万辆（+11%），其中 S6、G6、L3、速锐等车型占比大幅提升，产品结构不断优化。2014 年公司将推出全新 SUV S7、F3 改款等新车型，其中 S7 将配备 2.0T 全新动力，销量值得期待。受益于新车投放驱动，预计 2014 年公司销量将保持较快增长，产品结构进一步优化。

手机部件、电池及新能源业务：受益于新客户、新订单，业绩逐渐恢复。公司手机部件及组装业务主要客户包括诺基亚、华为、苹果、摩托罗拉、HTC、东芝、华硕等全球领先厂商，受益于客户结构优化及新订单，经营状况逐渐恢复。公司已成功获得全球最大智能手机厂商的高端机型电池订单，将成为电池业务新的增长点。公司陕西榆林市 500MW 光伏电站建设项目于 2013 年投建，将有效提高公司产能利用率，帮助公司太阳能业务缩减亏损幅度。

风险因素：新能源汽车政策推行力度低于预期；新能源汽车技术路线存在不确定性；汽车行业需求不达预期；太阳能业务继续大幅亏损等。

盈利预测、估值及投资评级：考虑公司各项业务逐步改善，尤其是光伏业务的减亏，新能源汽车业务的推广，维持公司 2013/14/15 年盈利预测分别为 0.24/0.69/1.02 元（2012 年 EPS 为 0.03 元）。当前价 49.00 元，分别对应 2013/14/15 年 203/71/48 倍 PE。考虑当前市场对于新能源汽车关注度的快速提升，公司作为国内新能源汽车的先行者，有望获得显著的估值溢价。综合考虑公司各板块业务的发展，以及未来新能源汽车的潜在市场空间，估计公司合理市值空间为 1000 – 1400 亿元，上调公司评级至“增持”，目标价 60 元。

表 11: 比亚迪 (002594.SZ) 盈利预测表

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	48,827	46,904	54,409	65,291	75,084
增长率 YoY%	0.78	(3.94)	16.00	20.00	15.00
净利润(百万元)	1,385	81	569	1,615	2,401
增长率 YoY%	-45.13	(94.12)	599.50	183.70	48.64
毛利率%	17.18	14.39	15.70	17.20	17.73
每股收益 EPS(元)	0.59	0.03	0.24	0.69	1.02
每股净资产 BPS(元)	8.97	9.00	9.25	9.91	10.85
P/E	83	1417	203	71	48
P/B	5.5	5.4	5.3	4.9	4.5

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

四维图新: 静待车联网业务爆发

车联网服务: 布局未来, 潜力巨大。车联网服务将是公司未来业务的战略重心, 围绕此目标公司建立了面向乘用车和商用车的车联网应用服务体系, 致力于成为国际级 Telematics 解决方案提供商及国内领先的 Telematics 服务运营商。2011 年, 公司率先在国内推出品牌“趣驾”, 依托模块化车联网服务云平台, 为客户量身定制平台搭建、内容管理、导航服务、车联网运维及一站式服务解决方案。目前, 公司已经或即将为丰田、奥迪、大众、沃尔沃、长城等国内外主流车厂的车联网项目提供服务, 并已在 2012 年宝马智能驾驶控制系统 (iDrive III) 中搭载了“趣驾”的部分功能。

风险因素: 汽车销量大幅下滑、前装导航不被消费者认可, 前装导航普及率提升不达预期、大客户流失、导航电子地图单价下降幅度超预期、动态交通信息等 Telematics 业务拓展低于预期

盈利预测、估值及投资评级: 基于业绩预告调整公司 2013/14/15 年 EPS 预测, 从 0.25/0.34/0.44 元调整到 0.18/0.26/0.35, 当前股价 15.92 元, 对应 2013-15 年 PE87/62/45 倍。由于诺基亚业务大幅下降对公司的影响于 2013 年基本消化, 随着宝马等前装导航新客户的放量, 我们判断公司当前已经度过底部开始温和复苏, 而其在车联网领域公司的业务布局处于领先地位, 有望成为国内车联网服务商龙头企业, 虽然公司当前估值水平较高, 但基于长期发展空间, 我们仍然维持“增持”评级。

表 12: 四维图新 (002405.SZ) 盈利预测表

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	867	773	769	1,106	1,657
增长率 YoY%	28.4	-10.9	-0.6	43.8	49.9
净利润(百万元)	281	144	126	177	243
增长率 YoY%	20.9	-48.9	-12.5	40.8	37.1
每股收益(元)	0.41	0.21	0.18	0.26	0.35
毛利率%	84.9	84.9	81.7	74.4	79.7
净资产收益率%	13.7	6.4	5.4	7.3	9.3
每股经营性现金流(元)	0.80	0.19	0.48	0.45	0.45
P/E	39	76	87	62	45
P/B	3.2	3.7	4.3	4.0	3.7

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

荣之联：车联网业务带来想象空间

公司借助收购切入车联网业务，发展空间大。公司于 2013 年 5 月收购的车网互联主营业务为基于移动互联网及物联网技术，向车辆或其他移动资源对象提供远程管理信息服务整体解决方案。经过多年发展，开发出“一个平台，三类终端”产品，主要客户包括东风本田、广州本田、黑河红河谷汽车测试中心和上海一嗨租车等，荣之联借助收购车网互联切入车联网业务。车联网未来 3~5 年仍处于孕育期，但由于其用户基数最大，盈利持续性较好，而且未来随着产品、商业模式的成熟，发展空间较大。

风险因素：数据中心 IT 市场竞争加剧；技术风险；并购进展低于预期；整合效果低于预期的风险等。

盈利预测、估值及投资评级：我们维持 2013-15 年并购并表备考 EPS 预测分别为 0.4/0.5/0.61 元，当前股价 23.71 元，对应 2013-15 年 PE60/48/39 倍。考虑公司原有业务稳定增长，并购车联网业务规模较大，合并报表后将作为重要主营业务之一，车联网业务未来发展空间巨大，虽然公司当前估值水平较高，但基于长期发展空间，我们仍然维持“增持”评级。

表 13：荣之联（002642.SZ）盈利预测表

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	709	859	1,230	1,427	1,720
增长率 YoY%	24.3	21.1	43.2	16.1	20.5
净利润(百万元)	71	86	143	180	222
增长率 YoY%	39.0	20.5	66.5	25.7	23.1
每股收益(元)	0.20	0.24	0.40	0.50	0.61
毛利率%	22.8	23.1	25.7	27.3	27.8
净资产收益率%	13.5	10.1	15.2	17.6	18.7
每股经营性现金流(元)	0.30	0.11	0.35	0.34	0.40
P/E	120	100	60	48	39
P/B	2.9	5.3	8.6	7.5	6.5

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 2 月 13 日收盘价

汽车之家：垂直网站龙头

汽车之家是全球访问量最大的汽车网站，于 2013 年 12 月 11 日在纽交所正式上市。汽车之家成立于 2005 年 6 月，是全球访问量最大的汽车垂直门户网站。2012 年 9 月，“汽车之家”与盛拓传媒正式拆分，原盛拓传媒将汽车和 IT 两条业务线进行拆分，变身两家独立公司。“汽车之家”、“二手车之家”组建为一个公司，用“汽车之家”命名。2013 年 12 月 11 日，汽车之家将在美国纽交所正式挂牌上市，发行价区间 14-16 美元，当前股价 30.92 美元，总市值 32 亿美元。

凭借着专业的内容和对用户体验的执着追求，汽车之家在覆盖人数、人均单日浏览页面、时长等关键指标上优于其他竞争对手。汽车之家目前主要运营着汽车之家（Autohome.com.cn）和二手车之家（che168.com）两个网站，新车网站汽车之家在多项运营指标上领先竞争对手。招股书披露，根据艾瑞数据，2013 年 9 月，汽车之家网站日均覆盖人数 632 万，日均 PV 1.1 亿；平均每个用户每天在汽车之家网站上花费 15.2 分钟。

汽车广告和经销商订阅服务是公司的两大支柱业务，公司收入和利润年复合增速接近 70%。由于能够接触到数量庞大、互动性强的汽车消费者，使得汽车之家成为了汽车厂商和经销商的首选广告平台。2012 年，公司实现营业收入 7.3 亿元人民币，同比增长 69.1%；其中广告收入 5.9 亿元人民币，占比 81%，经销商订阅收入 2.1 亿元人民币，占比 19%。公司实现净利润 2.1 亿元，同比增长 62.2%。

汽车电商和售后市场 O2O 作为新的经销业态，逐渐兴起。互联网逐渐改变人们生活习惯，庞大集团、物产中大等传统经销商集团纷纷推出自己的电商平台，汽车之家(ATHM)、易车(BITA)、搜狐汽车、天猫等网站则开始尝试网络售车。根据媒体报道数据，今年双十一期间，各家网站合计接受订单 16.8 万辆。预计未来若能将销售、支付、售后等流程进一步理顺，汽车电商有望改变现有的汽车经销格局。

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2014 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。