

**CICC****中国国际金融有限公司**CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009年3月13日

汽车及零部件行业

中金公司研究部

分析员：王智慧 wangzh@cicc.com.cn

联系人：陈鹏扬 chenpy@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

政策效应显现，消费结构改变

汽车行业2月份月报

要点：

- ◆ **1-2月份汽车累计销量同比增长2.7%，预计3月份销量同比将下滑10%。**2月份，汽车销售82.76万辆，环比上升12.4%、同比上升24.7%。1-2月份，汽车累计销量为156.36万辆，同比增长2.7%，显示出在政策刺激下，汽车消费有所回暖。3月份，我们预计政策刺激以及季末压库现象将推升3月份汽车销量至92万辆左右，环比增长15%，但由于去年同期基数较高，3月份销量将同比下滑10%。
- ◆ **1-2月份轿车累计销量同比基本持平，微客同比大幅度增长。**2月份，轿车销量达到42.70万辆，环比下降2.8%、同比增长19.6%；1-2月份轿车累计销量为86.62万辆，同比增长0.9%。受购置税下调以及油价降低刺激，09年前两个月汽车销售情况较去年4季度大幅好转。我们预计3月份轿车销量环比增长15%，但同比依然下滑5%。1-2月份，微客销量同比增长30.8%，成为汽车行业中增速最快的领域，“汽车下乡”政策效果显著。
- ◆ **1-2月份A00和A级轿车增速领先，消费结构向小排量转移。**1-2月份，A00、A0、A、B、C及以上级别细分市场销量分别同比上升8.8%、下滑1.7%、上升7.4%、下滑14.9%和下滑20.8%，A00和A级车销量情况好于其它车型，在政策驱动下消费结构呈现小型化趋势，符合我们此前的预期。
- ◆ **1-2月份商用车销量依然普遍同比下滑。**1-2月，商用车累计销量为34.57万辆，同比小幅下滑6.9%，其中，轻卡和微卡销量分别增长5.7%和27.5%，是商用车销量维持平稳的主要动力，预计随着国家“汽车下乡”政策实施，轻卡细分市场09年销量将增长10%。1-2月，重卡和大中客销量虽较去年4季度有较大幅度反弹，但由于去年同期基数较高，重卡和大中客销量仍分别同比下滑48.0%和38.2%。
- ◆ **2月份重卡销量如期反弹，销售旺季即将到来。**2月份，重卡销量为29,503辆，远高于去年4季度月均2万辆的销售水平。3月至5月历来为重卡销售旺季，虽然去年国III实施导致同期基数较高，未来3个月重卡销量仍将同比负增长，但随着国家4万亿投资陆续实施，预计3月份行业销量将回升到4万辆至4.5万辆之间，环比增速33%至50%，未来3个月重卡销量将持续在相对高位运行。
- ◆ **1-2月份汽车出口压力加剧。**1-2月份，汽车累计出口38,080辆。同比下滑58.0%，其中，轿车出口10,397辆，同比下滑74.0%；客车出口2,699辆，同比下滑34.5%；卡车出口16,918辆，同比下滑45.2%。国外整体车市依然低迷，我国汽车出口仍将面临较大压力。
- ◆ **09年1季度轮胎销量处于恢复之中，2季度销量有望回归正常。**在经历08年4季度的需求大幅下滑以及原材料价格暴跌后，轮胎行业09年上半年需求将持续反弹，同时产品价格下跌幅度要低于原材料价格下跌幅度，上半年行业毛利有望改善。产品类型来看，工程胎受投资拉动较为明显，反弹幅度最大，工程胎占比高的公司09年将迎来更好表现。
- ◆ **近期投资建议：主题投资主导，关注3月份重卡和轮胎环比持续改善的投资机会。**近期内“汽车下乡”、刺激轿车消费的新政策、鼓励政府采购自主品牌轿车以及产业重组将依然是汽车股的投资主题。同时，从基本面看，3月份重卡销量环比增速将位居各子行业前列，中国重汽（3808.HK）和潍柴动力（2338.HK）具备投资机会；轮胎行业中工程相关用途的轮胎需求显著回升，风神股份（600469.SH）和黔轮胎（000589.SZ）相对受益较大。综合起来，主要推荐关注公司包括：巴士股份（600741.SH）、一汽轿车（000800.SZ）、福田汽车（600166.SH）、东安动力（600178.SH）、中国重汽（3808.HK）、潍柴动力（2338.HK）和风神股份（600469.SH）。

目录

1-2 月汽车累计销量同比增长 2.7%.....	5
2 月份销量继续回升，政策效应显现.....	5
乘用车平稳增长、商用车出现回暖.....	5
轿车市场略有回暖，消费结构向小排量车转移.....	7
1-2 月份轿车销量同比增长 0.9%.....	7
使用和购置成本下降，小排量轿车受益更大.....	8
南北大众继续领跑，比亚迪增速最快.....	9
重卡销量如期触底反弹.....	11
2 月份销量开始触底反弹.....	11
大中客依然面临较大压力，09 上半年难有起色.....	12
09 年 2 月份汽车产品出口增速依旧大幅回落.....	13
1-2 月份汽车出口累计下滑 58.0%.....	13
1 月份各细分车型出口均大幅回落.....	13
零部件出口延续同比负增长.....	15
08 年和 09 年 1 季度业绩预测更新.....	16
08 年 4 季度销量和收入下滑导致上市公司业绩普遍低迷.....	16
1 季度行业景气有望触底反弹.....	18
轮胎公司 1 季度业绩环比反弹趋势更加明确.....	19
近期投资策略.....	20
汽车板块 09 年 2 月至今跑赢大盘.....	20
政策因素主导 09 年汽车板块投资方向.....	20
盈利预测和估值.....	21
附录 1：重点汽车厂商 2009 年 2 月份销售数据.....	22
附录 2：全球汽车类上市公司的估值比较.....	25

插图

图 1: 汽车行业月度销量走势	5
图 2: 汽车行业月度销量增速	5
图 3: 2004 年以来汽车子行业月度销量同比增速比较	6
图 4: 2009 年 2 月份各细分子行业销量同比增速比较	6
图 5: 2009 年 2 月份乘用车细分子行业销量同比增速比较	6
图 6: 2007 年以来乘用车细分行业月度销量同比增速比较	6
图 7: 轿车月度销量走势	7
图 8: 轿车月度销量增速	7
图 9: 轿车厂商库存走势	7
图 10: 经销商月度新增库存变动趋势	7
图 11: 2005 年至 2009 年 1 月份全国及各省份乘用车上牌量同比增速	8
图 12: 2 月份轿车细分市场销量增速比较	8
图 13: 近年来轿车细分市场销量增速比较	8
图 14: 轿车销量分细分市场构成	9
图 15: 轿车月度销售加权平均排量走势	9
图 16: 2009 年 2 月份轿车销量排名	9
图 17: 2009 年 1-2 月累计轿车销量排名	9
图 18: 2007 年以来商用车子行业月度销量同比增速	11
图 19: 2009 年 2 月份商用车细分行业销量同比增速	11
图 20: 2004 年以来重卡行业月度销量及同比增速	11
图 21: 重卡行业月度销量走势对比	11
图 22: 主要重卡企业单月与累计销量增速比较	12
图 23: 2009 年 2 月重卡市场份额	12
图 24: 2005 年以来客车细分行业月度销量同比增速	12
图 25: 轿车月度进口量及同比增速	14
图 26: 轿车月度出口量及同比增速	14
图 27: 轻客月度进口量及同比增速	14
图 28: 轻客月度出口量及同比增速	14
图 29: 大中客月度进口量及同比增速	14
图 30: 大中客月度出口量及同比增速	14
图 31: 重卡月度进口量及同比增速	15
图 32: 重卡月度出口量及同比增速	15
图 33: 轻卡月度进口量及同比增速	15
图 34: 轻卡月度出口量及同比增速	15
图 35: 零部件月度进口金额及同比增速	15
图 36: 零部件月度出口金额及同比增速	15
图 37: 全国及上市公司所在地子午胎产量	18
图 38: 全国及上市公司所在地轮胎出口金额	18
图 39: 04 年以来汽车主要原材料价格走势	18
图 40: 汽车价格走势	18
图 41: 中金公司汽车 A 股指数	20
图 42: 中金公司汽车港股指数	20

附图 1: 长安集团微车月度销量走势	22
附图 2: 长安福特马自达轿车月度销量走势	22
附图 3: 一汽夏利月度销量走势	22
附图 4: 天津一汽丰田月度销量走势	22
附图 5: 一汽轿车月度销量走势	22
附图 6: 一汽大众月度销量走势	22
附图 7: 江淮汽车轻卡月度销量走势	23
附图 8: 江淮汽车瑞风 MPV 月度销量走势	23
附图 9: 福田汽车轻卡月度销量走势	23
附图 10: 福田汽车重卡月度销量走势	23
附图 11: 上海通用月度销量走势	23
附图 12: 上海大众月度销量走势	23
附图 13: 广州本田月度销量走势	24
附图 14: 东风本田轿车月度销量走势	24
附图 15: 东风有限乘用车月度销量走势	24
附图 16: 神龙汽车月度销量走势	24
附图 17: 上海通用五菱微客 05 年以来增速走势	24
附图 18: 中国重汽重卡 05 年以来增速走势	24

表格

表 1: 2009 年 2 月份中国轿车细分市场典型品牌销量	10
表 2: 2009 年 2 月份汽车分车型出口汇总表	13
表 3: 2008 年汽车行业分季度销量及增速	16
表 4: 2008 年上市公司汽车销量及增速	17
表 5: 汽车上市公司 2008 年及 2009 年一季度盈利预测更新	19
表 6: 中金公司覆盖汽车股上市公司 2008 至 2010 年盈利预测和估值	21
附表 1: 欧美汽车类上市公司估值	25
附表 2: 日本汽车类上市公司估值	25
附表 3: 印度汽车类上市公司估值	25

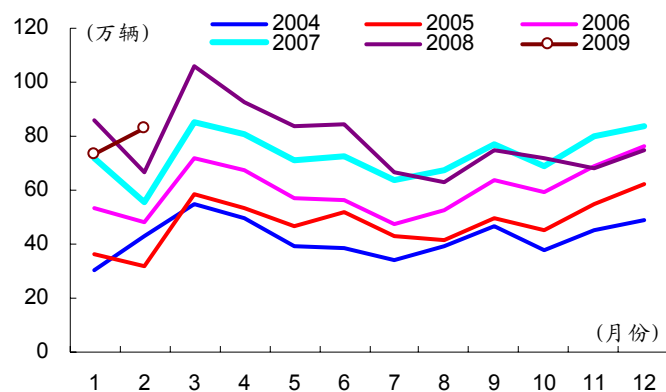
1-2 月汽车累计销量同比增长 2.7%

2 月份销量继续回升，政策效应显现

1-2 月份汽车累计销量同比增长 2.7%。2 月份，汽车生产 80.79 万辆，环比上升 23.0%，同比上升 23.1%；汽车销售 82.76 万辆，环比上升 12.4%，同比上升 24.7%。1-2 月份，汽车累计销量为 156.36 万辆，同比增长 2.7%，显示出在政策刺激下，汽车消费有所回暖。

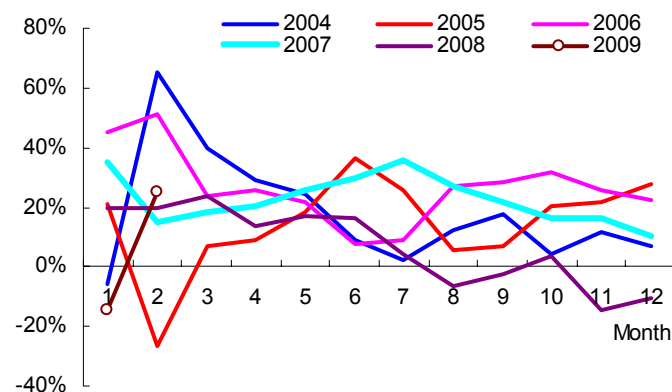
预计 3 月份汽车销量同比将下滑约 10%。3 月份，国家“汽车下乡”政策将开始实施，微客和轻卡子行业同比将有较快增长，成品油价处于低位将持续推动乘用车消费热情，3 月份小排量汽车销量仍将实现同比正增长。预计政策刺激以及季末压库现象将推升 3 月份汽车销量至 95.2 万辆左右，环比增长 15%，但由于去年同期基数较高，3 月份销量同比将下滑约 10%。

图 1：汽车行业月度销量走势



资料来源：中国汽车工业协会

图 2：汽车行业月度销量增速

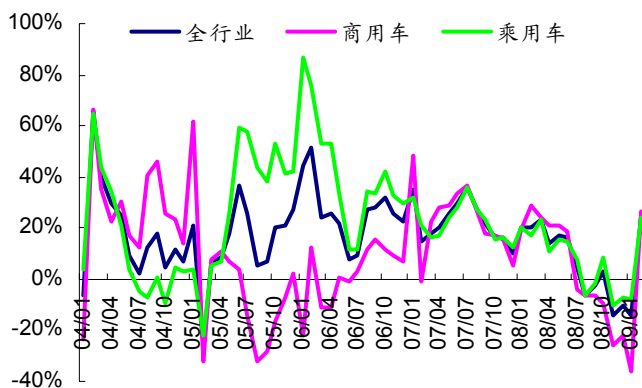


资料来源：中国汽车工业协会

乘用车平稳增长、商用车出现回暖

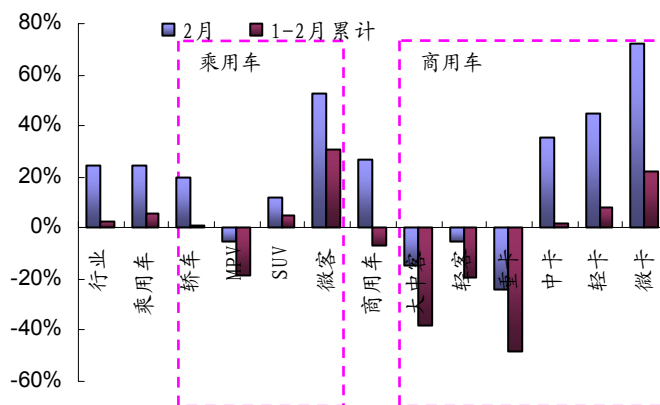
1-2 月份乘用车销量同比上升 5.8%，商用车销量同比仅下滑 6.9%。2 月份乘用车和商用车销量分别为 60.73 万辆和 22.01 万辆，同比分别上升 24.2% 和 26.1%，销量占比分别为 73.2% 和 26.8%。1-2 月份，乘用车累计销量为 121.79 万辆，同比增长 5.8%；商用车销量为 34.57 万辆，同比小幅下滑 6.9%。1-2 月份乘用车销量中，MPV 跌幅最大，同比下滑 18.4%；轿车和 SUV 销量维持平稳，分别同比增长 0.9% 和 5.1%；微客销量同比大幅增长 30.8%，成为 1-2 月汽车行业中增幅最大的子行业。商用车销量同比下滑 6.9%，各子行业销量出现分化，其中重卡和客车同比大幅下滑，轻卡和微卡实现同比销量增长。

图 3：2004 年以来汽车子行业月度销量同比增速比较



资料来源：中国汽车工业协会

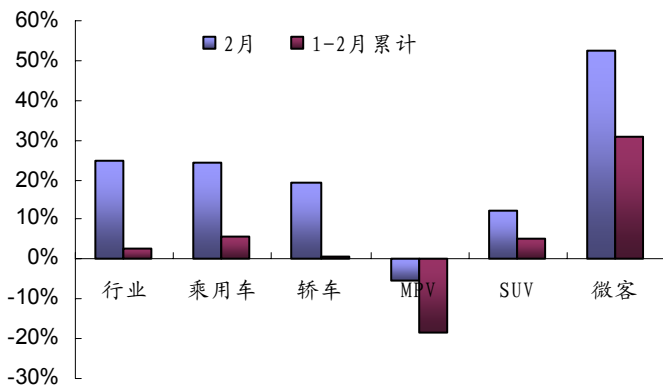
图 4：2009 年 2 月份各细分子行业销量同比增速比较



资料来源：中国汽车工业协会

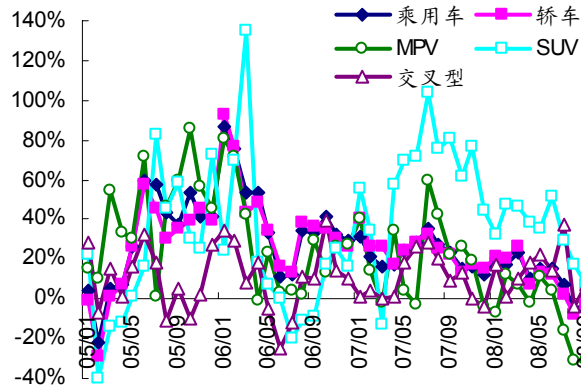
MPV 和微客销量冰火两重天。2 月份，MPV 销量 14,634 辆，环比增长 23.0%，同比下滑 5.2%；SUV 销量达 31,636 辆，环比上升 4.7%，同比上升 11.7%；微客受益于 1.6 升及以下小排量乘用车购置税下调政策，销量同比大幅增长 52.2%，在汽车各细分子行业中遥遥领先。1-2 月份，MPV 累计销售 26,533 辆，同比下滑 18.4%；企业盈利下滑以及政府缩减开支将持续对 MPV 市场造成打击，预计未来几月 MPV 销量仍将在低位徘徊。1-2 月份，微客累计销售 26.32 万辆，同比大幅度增长 30.8%。微客受国家政策扶植力度最大，同时其低油耗和客货两用属性为其在农村市场赢得较大发展空间，09 年微客销量有望维持 15% 增长。

图 5：2009 年 2 月份乘用车细分子行业销量同比增速比较



资料来源：中国汽车工业协会

图 6：2007 年以来乘用车细分行业月度销量同比增速比较



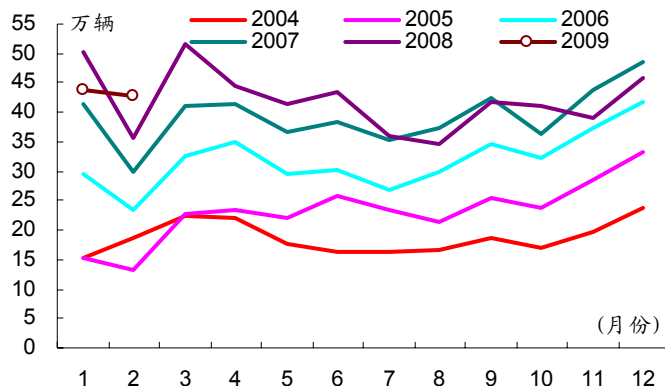
资料来源：中国汽车工业协会

轿车市场略有回暖，消费结构向小排量车转移

1-2 月份轿车销量同比增长 0.9%

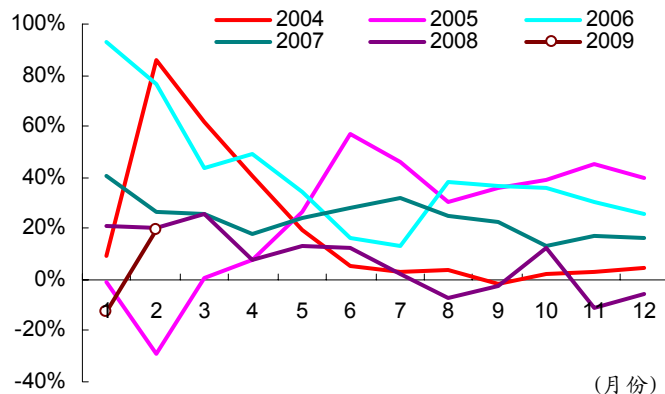
1-2 月份轿车销量同比基本持平。2 月份，轿车产量达 41.73 万辆，环比增长 13.2%，同比增长 21.1%；轿车销量达到 42.70 万辆，环比下降 2.8%，同比增长 19.6%；1-2 月份轿车累计销量为 86.62 万辆，同比增长 0.9%。受购置税下调以及油价降低刺激，09 年前两个月汽车销售情况较去年 4 季度明显好转，但由于 08 上半年基数较高，09 上半年轿车销量实现同比增长难度较大。

图 7：轿车月度销量走势



资料来源：中国汽车工业协会

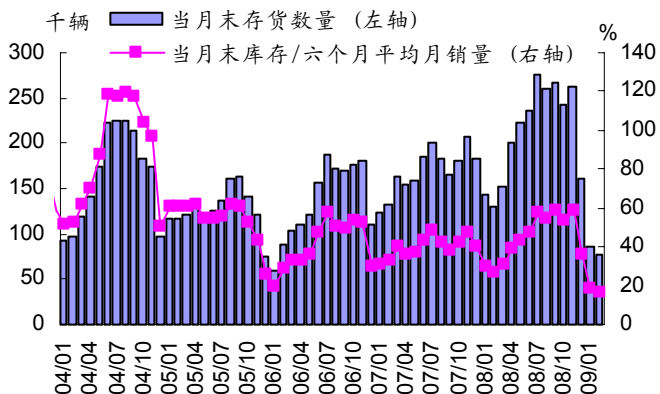
图 8：轿车月度销量增速



资料来源：中国汽车工业协会

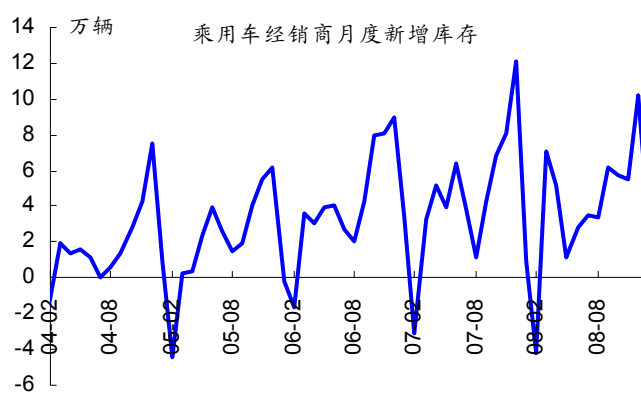
厂商库存压力继续减轻，后续降价压力减小。在 08 年 12 月和 09 年 1 月份轿车销量累计高出产量 17.5 万台后，2 月份销量继续高出产量近 1 万辆，轿车厂商库存压力显著减轻。目前，轿车厂商环节持有库存仅占行业近六个月平均销量的 19%，为 04 年来的最低水平。厂商库存是行业库存的重要组成部分，厂商库存压力下降有助于市场价格稳定。目前，厂商并未因为 1、2 月份市场回暖而大幅度提高全年预期，未来大幅度向经销商压库的动机并不强，因此，市场价格将因为库存维持在相对较低水平而相对平稳，维持 09 年乘用车价格指数将下跌 5%-6% 的预期。

图 9：轿车厂商库存走势



资料来源：中国汽车工业协会

图 10：经销商月度新增库存变动趋势

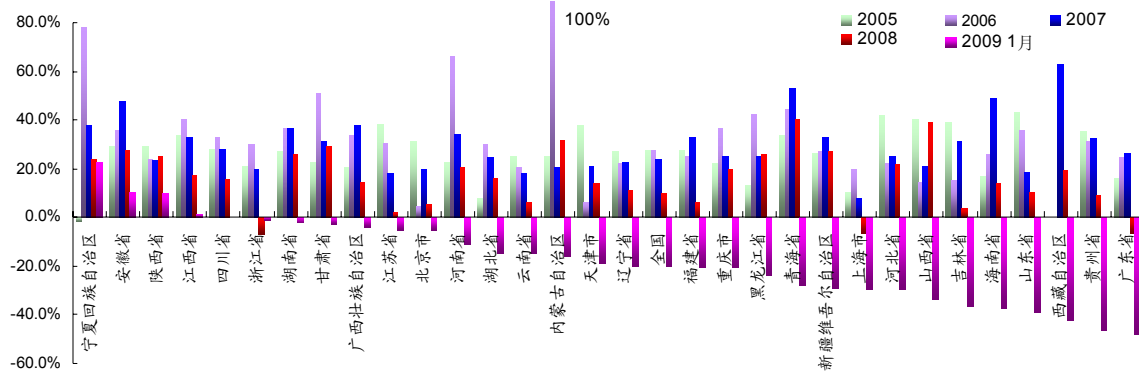


资料来源：中国汽车工业协会，公安部

三重原因推动 1-2 月销量反弹，行业初显复苏迹象。我们认为 1-2 月份轿车显著反弹基于三方面的原因推动，（1）春节前后的购买旺季；（2）成品油价格累计超过 20% 的下跌，同时 1 月份开始取消养路费；（3）1.6 升及以下排量乘用车购置税减至 5%。三方面利好因素集中在一起推动 1-2 月份销量反弹，行业需求在政策刺激作用下有复苏迹象。尤其是在内陆地区二、三线城市，在本

轮全球金融危机之前已经出现了轿车消费热潮，受到金融危机的冲击比沿海地区小，宁夏、安徽、陕西、江西、四川等 5 个省份在 09 年 1 月份甚至出现上牌量同比增长，大幅度领先于全国整体下滑 20% 的水平。

图 11：2005 年至 2009 年 1 月份全国及各省份乘用车上牌量同比增速



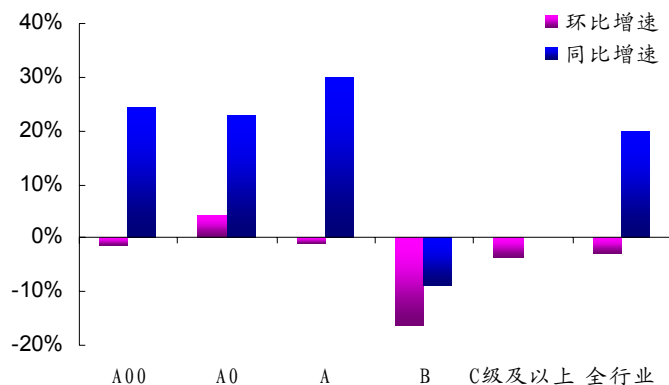
资料来源：公安部

预计 3 月份轿车销量将环比上升 15%，同比下滑约 5%。3 月份为历来为轿车为销售高点，目前较低的库存也为厂商向经销商压库存提供了空间，我们认为 3 月份轿车销量将环比上升 15% 至 49 万辆，但由于去年 3 月份情况较为特殊（雪灾后的汽车需求集中在 3 月份爆发造成 08 年 3 月销量高达 51.6 万辆），因此，09 年 3 月轿车销量仍将同比下滑 5% 左右。

使用和购置成本下降，小排量轿车受益更大

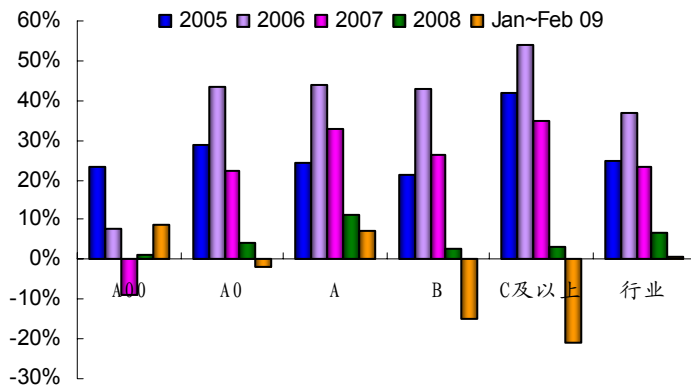
1-2 月份 A00 和 A 级车同比增速领先。1-2 月份，A00、A0、A、B、C 及以上级别细分市场销量分别同比上升 8.8%、下滑 1.7%、上升 7.4%、下滑 14.9% 和下滑 20.8%，A00 和 A 级车销量增速好于其它车型。油价下降、购置税下调和养路费取消大幅降低了消费者的使用和购置成本，而 A00 级车主对使用成本较为敏感，1 月份 A00 级车的表现也优于其它车型。A 级车则因 1.6L 排量以下购置税降低而吸引更多的原 B 级车用户，其销量表现因此好于 B 级及以上级别车型。

图 12：2 月份轿车细分市场销量增速比较



资料来源：中国汽车工业协会

图 13：近年来轿车细分市场销量增速比较

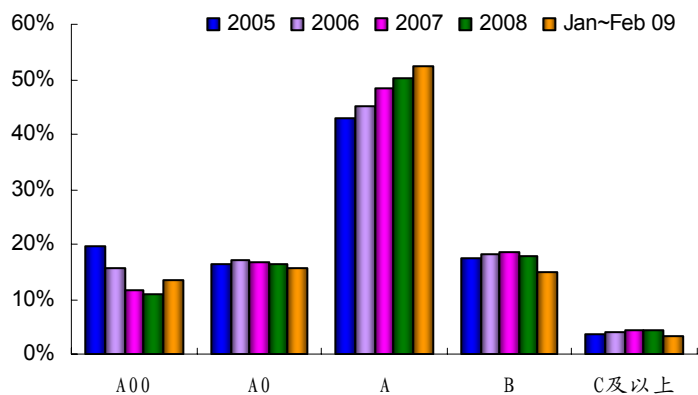


资料来源：中国汽车工业协会

2 月份加权平均排量显著下降。我们用加权平均排量来跟踪轿车月度销量结构，06 年至 07 年，月度加权平均排量持续上升，体现了大排量车受到市场追捧的“财富效应”消费特征。08 年下半年加权平均排量振荡向下，体现出经济下滑的影响。09 年政府出台购置税下调及燃油税改革政策对

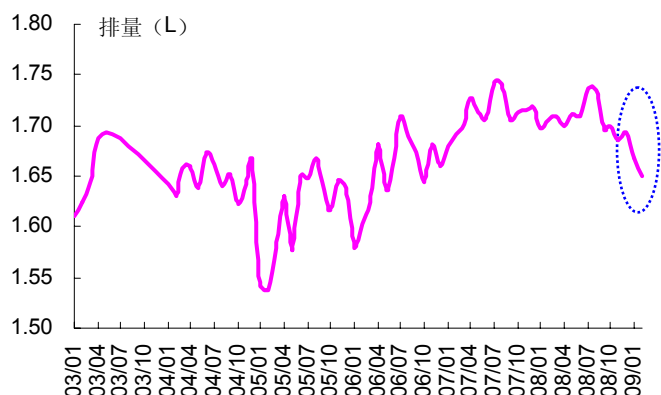
小排量轿车刺激作用更为明显，2 月份小排量轿车销量占比上升推动加权平均排量显著下行，符合我们的预期。我们认为，09 年加权平均排量仍将呈下降趋势。

图 14: 轿车销量细分市场构成



资料来源：中国汽车工业协会

图 15: 轿车月度销售加权平均排量走势

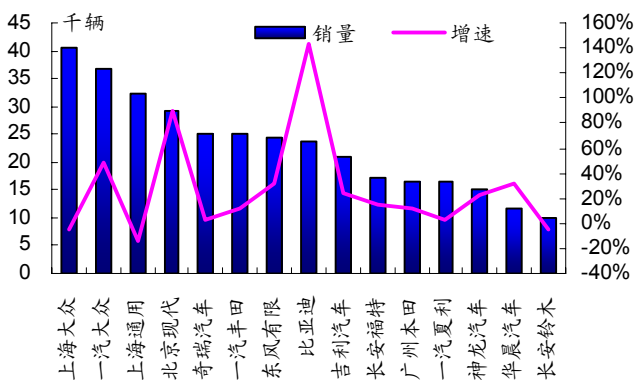


资料来源：中国汽车工业协会

南北大众继续领跑，比亚迪增速最快

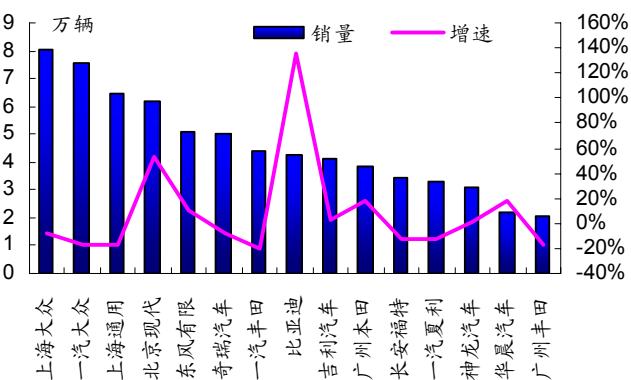
2 月份，上海大众轿车销量达到 40,545 辆，位居月度销量冠军，销量同比下滑 2.9%，朗逸、帕萨特、桑塔纳和波罗为其主要畅销车型。一汽大众 2 月份销量为 36,799 辆，排名第二，同比增长 48.0%，主力车型捷达、速腾前两个月累计销量均有不同程度下滑。排名第三的上海通用 2 月份销量为 32,156 辆，同比下滑 14.1%，主力车型销量均有一定幅度下滑。排名第五的东风有限乘用车 2 月份销量为 24,417，同比上升 32.4%。比亚迪则凭借 F3 销售 14,242 辆的良好表现实现 2 月份同比高速增长 143.0%。

图 16: 2009 年 2 月份轿车销量排名



资料来源：中国汽车工业协会

图 17: 2009 年 1-2 月累计轿车销量排名



资料来源：中国汽车工业协会

表 1：2009 年 2 月份中国轿车细分市场典型品牌销量

	厂商	品牌	1~2月份销量	细分市场市场份额	同比增速
A00级	奇瑞汽车	QQ	26,394	22.5%	-1.15%
	一汽夏利	夏利1.0	19,347	16.5%	14.73%
	昌河汽车	北斗星	14,313	12.2%	34.14%
	长安汽车	奔奔	10,340	8.8%	-8.02%
	哈飞汽车	路宝	5,778	4.9%	-20.91%
A00级细分市场			117,424	13.6%	8.79%
A0级	广州本田	飞度/思迪(锋范)	19,180	15.5%	6.92%
	吉利汽车	自由舰	17,734	14.4%	33.48%
	上海通用	乐风/乐骋	14,358	11.6%	-35.91%
	上海大众	劲情/劲取	11,951	9.7%	-13.47%
	一汽夏利	夏利1.3	2,474	2.0%	-71.27%
A0级细分市场			123,543	14.3%	-4.48%
A级	北京现代	伊兰特/悦动	51,401	11.0%	76.99%
	上海通用	凯越	29,426	6.3%	-9.81%
	天津丰田	卡罗拉/花冠	30,215	6.5%	-16.36%
	一汽大众	捷达	24,826	5.3%	-27.42%
	上海大众	桑塔纳	23,018	4.9%	-43.05%
	长安福特马自达	福克斯	17,329	3.7%	-14.80%
A级细分市场			466,010	53.8%	8.03%
B级	广州本田	雅阁	18,981	14.7%	30.00%
	广州丰田	凯美瑞	18,111	14.0%	-27.08%
	上海大众	帕萨特(B5+GP)	17,227	13.3%	-19.67%
	一汽轿车	马自达6	11,931	9.2%	-4.25%
	一汽大众	迈腾	7,717	6.0%	-29.3%
B级细分市场			129,520	15.0%	-14.89%
C级及以上	一汽大众	奥迪A6L	14,695	49.4%	-7.42%
	华晨宝马	宝马3&5	5,039	16.9%	-5.30%
	一汽丰田	皇冠	4,809	16.2%	-39.6%
C级及以上细分市场			29,766	3.4%	-20.80%
轿车	全行业		866,263	100%	0.91%

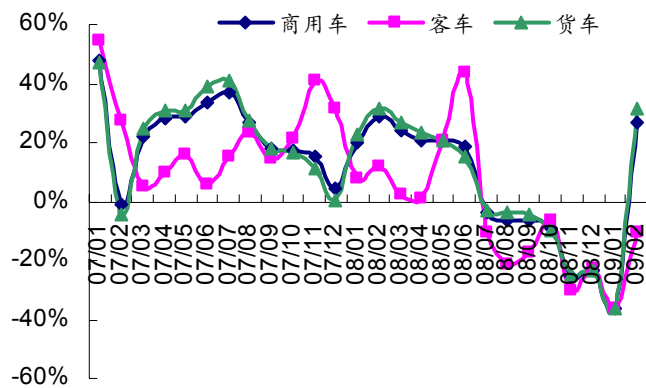
资料来源：中国汽车工业协会

重卡销量如期触底反弹

2 月份销量开始触底反弹

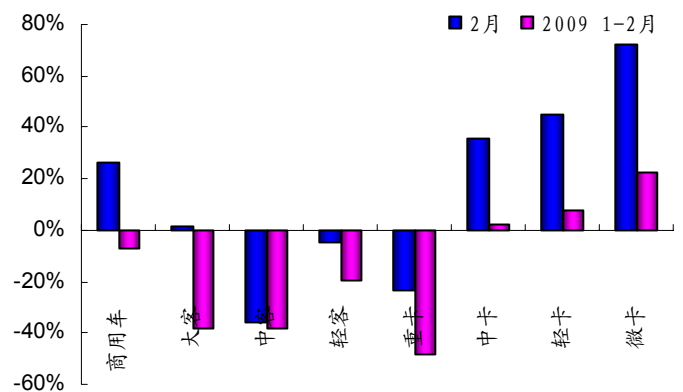
1-2 月份商用车销量增速分化显著。2 月份，商用车销量为 22.03 万辆，同比上升 26.1%，其中，大客、中客、轻卡、中卡、重卡销量分别同比上升 12.1%、上升 25.6%、上升 5.7%、上升 6.0% 和下降 48.0%。1-2 月，商用车累计销量为 34.57 万辆，同比小幅下滑 6.9%，其中，轻卡和微卡销量分别增长 5.7% 和 27.5%，是商用车销量维持平稳的主要动力，预计随着国家“汽车下乡”政策实施，轻卡细分市场 09 年销量将增长 10%。1-2 月，重卡和大中客销量虽较去年 4 季度有较大幅度反弹，但由于去年同期基数较高，重卡和大中客销量仍分别同比下滑 48.0% 和 38.2%。

图 18：2007 年以来商用车行业月度销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

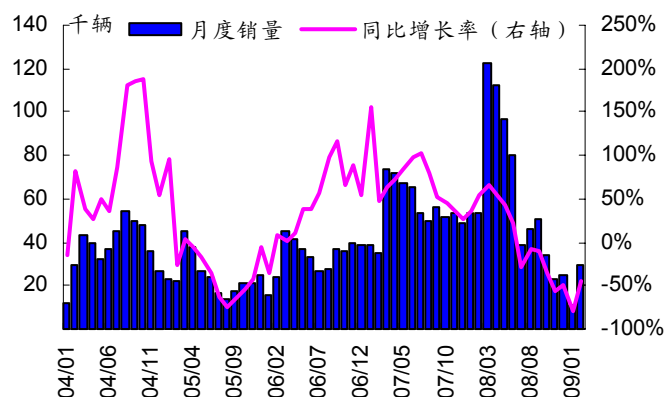
图 19：2009 年 2 月份商用车细分行业销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

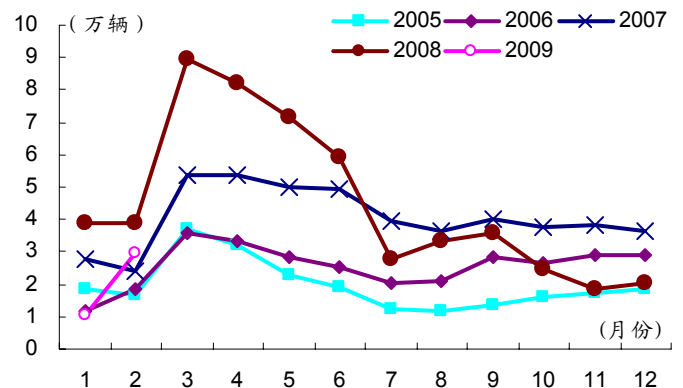
2 月份重卡销量如期反弹，销售旺季即将到来。2 月份，重卡销量为 29,503 辆，远高于去年 4 季度月均 2 万辆的销售水平。3 月至 5 月历来为重卡销售旺季，虽然去年 09 年 III 实施导致同期基数较高，09 上半年重卡销量仍将同比负增长，但随着国家 4 万亿投资陆续落实，重卡需求将得到提振，未来 3 个月重卡销售将有望维持在 3.5 万辆至 4.5 万辆之间。

图 20：2004 年以来重卡行业月度销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

图 21：重卡行业月度销量走势对比

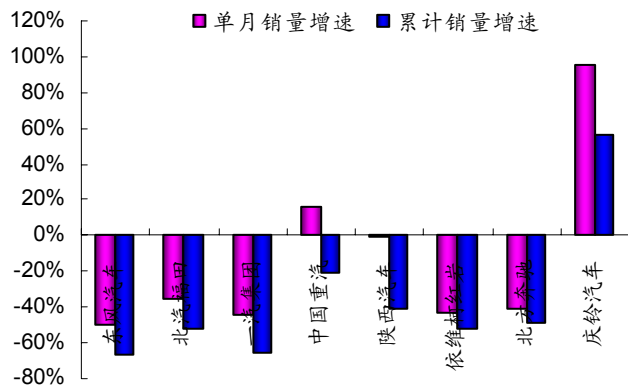


资料来源：中国汽车工业协会

中国重汽 2 月份销量依旧大幅领先。2 月份，中国重汽以 9,783 辆销量依然领衔行业，销量比第二名一汽集团多出 5,293 辆，领先优势明显。我们判断，中国重汽领先的主要原因在于，（1）公司相对更加齐全的自卸车公告目录，（2）EGR 产品的先发优势，（3）斯太尔平台的产品优势。随着国家

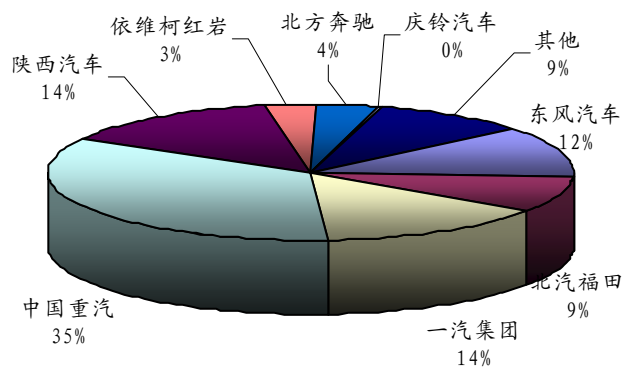
工业与信息化部放开 EGR 国 III 重卡牌照，据了解潍柴动力、玉柴集团、一汽锡柴、东风康明斯等发动机厂商的 EGR 国 III 发动机均已取得工信部目录并很快将有相应匹配整车推出，预计其他厂商将会逐步缩小与中国重汽的差距。

图 22：主要重卡企业单月与累计销量增速比较



资料来源：中国汽车工业协会

图 23：2009 年 2 月重卡市场份额

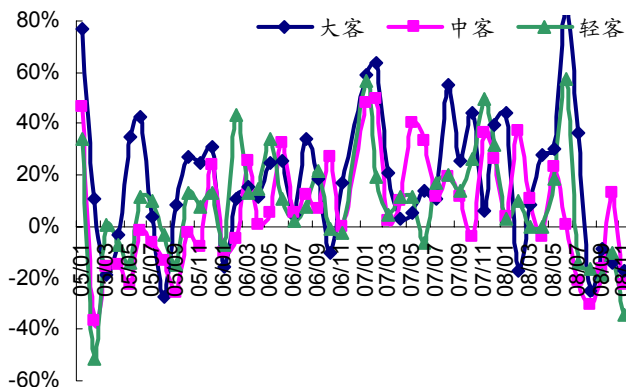


资料来源：中国汽车工业协会

大中客依然面临较大压力，09 上半年难有起色

1-2 月大中客车累计销量同比下滑 38.2%。2 月份，大客、中客、轻客分别同比上升 12.1%、上升 25.6%和下降 5.1%。1-2 月份，大客、中客、轻客分别同比下降 37.9%、38.3%和 19.5%，大中客 1-2 月份累计销量同比下滑 38.2%，国内公路客运市场不景气以及出口下滑是大中客销量下滑的主要原因。同时，09 年春节在 1 月份，使得销售旺季提前至 08 年 12 月份，从而加剧了 1 季度行业下滑幅度。目前看，由于下游需求萎靡、上年同期基数较高，预计 09 上半年大中客的销量和同比增速都将维持在较低水平。

图 24：2005 年以来客车细分行业月度销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

09年2月份汽车产品出口增速依旧大幅回落

1-2月份汽车出口累计下滑 58.0%

2月份汽车出口压力加剧。2月份，汽车出口 21,689 辆，同比下滑 52.0%，其中，轿车出口 5,108 辆，环比下降 2.9%，同比大幅下滑 75.5%。1-2 月份，汽车累计出口 38,080 辆。同比下滑 58.0%，其中，轿车出口 10,397 辆，同比下滑 74.0%；客车出口 2,699 辆，同比下滑 34.5%；卡车出口 16,918 辆，同比下滑 45.2%。国外车市依然低迷，我国汽车出口压力短期难以缓解。

表 2：2009 年 2 月份汽车分车型出口汇总表

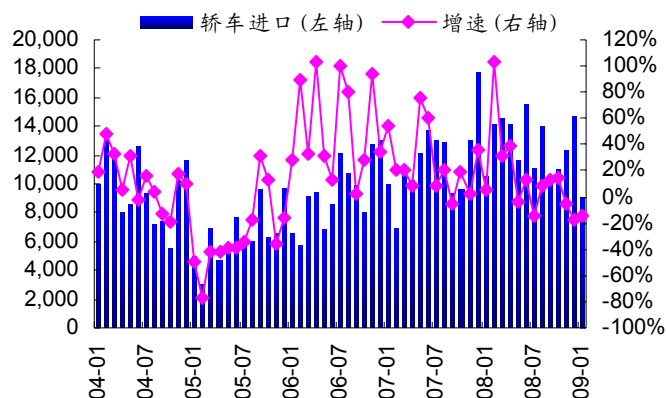
单位：辆	本月完成	本期止累计	同期止累计	比上月增长 %	比同期增长 %	比同期累计增长 %
汽车总计	21689	38080	90679	32.56	-52.02	-58.01
总计中：乘用车	7117	14436	48865	-2.36	-72.08	-70.46
其中：柴油汽车	381	651	1054	41.11	-28.79	-38.24
汽油汽车	6736	13785	47811	-4.03	-73.01	-71.17
其它燃料汽车	0	0	0	0.00	0.00	0.00
其中：轿车	5108	10397	40011	-2.87	-75.45	-74.01
MPV	413	580	180	147.31	507.35	222.22
SUV	1071	2636	6602	-31.57	-69.84	-60.07
微客	525	823	2072	76.17	-50.47	-60.28
总计中：商用车	14572	23644	41814	60.61	-26.08	-43.45
其中：柴油汽车	8725	13785	29500	72.4	-41.79	-53.27
汽油汽车	5847	9859	12313	45.74	23.8	-19.93
其它燃料汽车	0	0	1	0.00	0.00	-100.00
其中：客车	1516	2699	4121	28.04	-30.23	-34.51
货车	10324	16918	30855	56.57	-23.17	-45.17
半挂牵引车	443	1245	2035	-44.76	-60.62	-38.82
客车非完整车	36	127	558	-60.44	-87.92	-77.24
货车非完整车	2253	2655	4245	460.45	-15.87	-37.46

资料来源：中国汽车工业协会

1 月份各细分车型出口均大幅回落

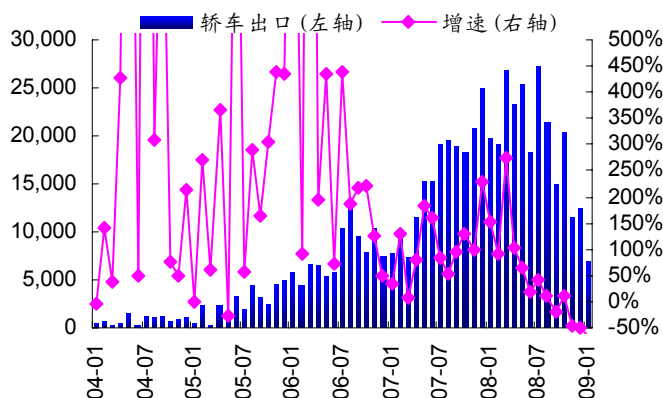
1 月份细分车型出口均大幅回落。1 月份，轿车出口 6,857 辆，同比下滑 65.4%；轻客出口量为 1,132 辆，同比下滑 65.6%；大中客出口量为 1,397 辆，同比下滑 76.3%；重卡出口量为 2,519 辆，同比下滑 15.2%；轻卡出口量为 7,730，同比下滑 50.7%。虽然 1 月份由于春节原因工作日较少，但出口下滑幅度远高于工作日减少幅度，显示出在全球经济下滑背景下，我国汽车出口也难免面临较大压力。

图 25：轿车月度进口量及同比增速



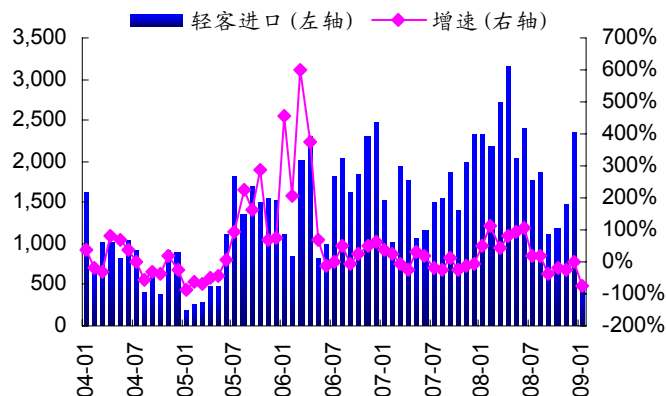
资料来源：中国汽车工业协会

图 26：轿车月度出口量及同比增速



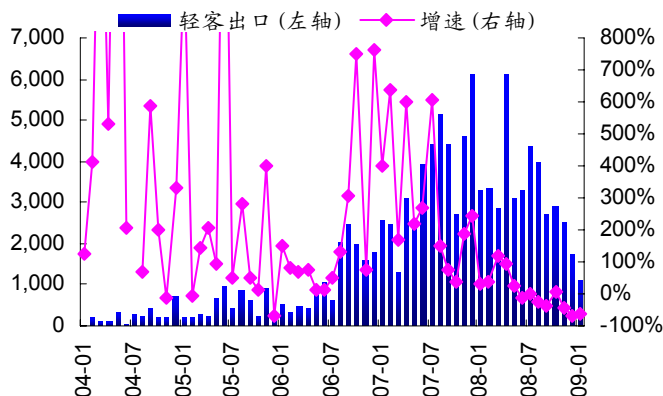
资料来源：中国汽车工业协会

图 27：轻客月度进口量及同比增速



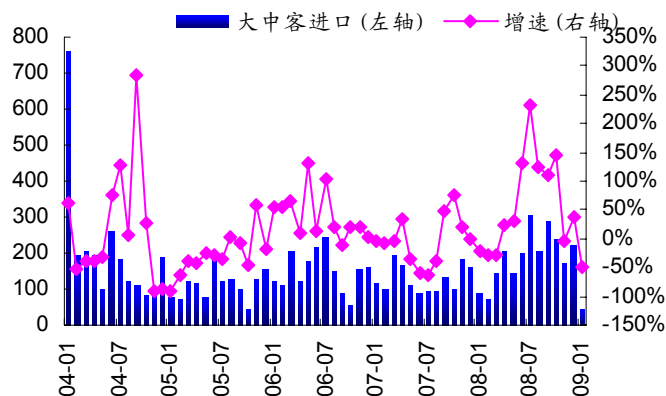
资料来源：中国汽车工业协会

图 28：轻客月度出口量及同比增速



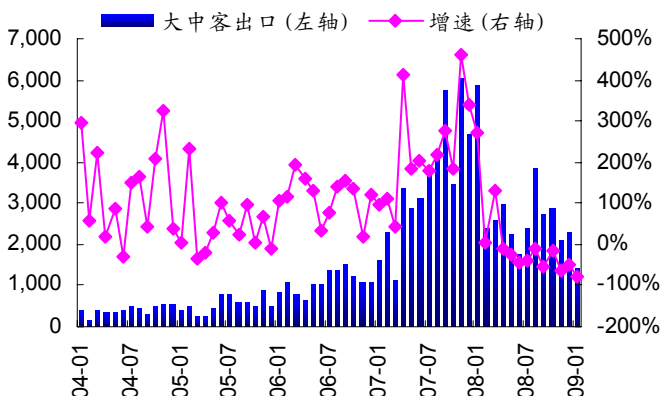
资料来源：中国汽车工业协会

图 29：大中客月度进口量及同比增速



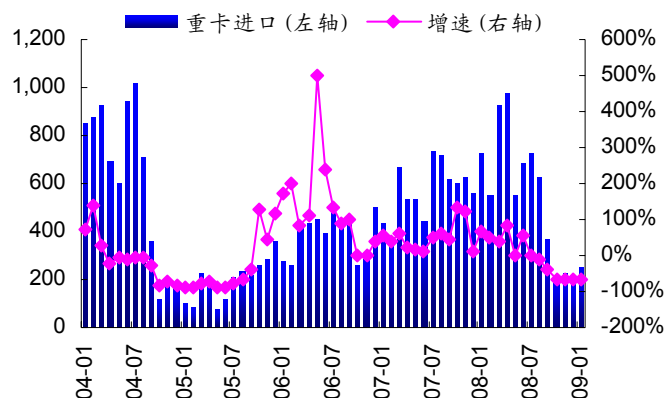
资料来源：中国汽车工业协会

图 30：大中客月度出口量及同比增速



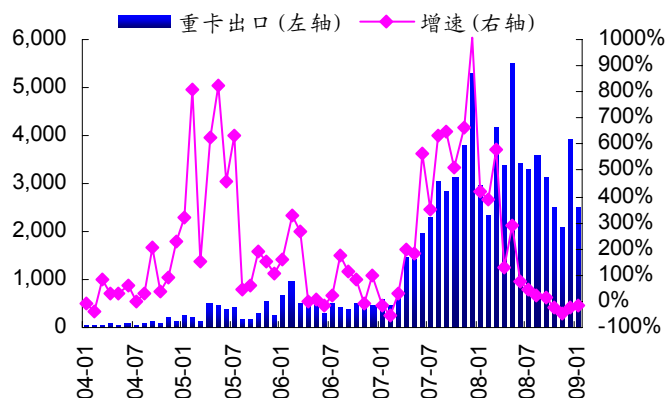
资料来源：中国汽车工业协会

图 31: 重卡月度进口量及同比增速



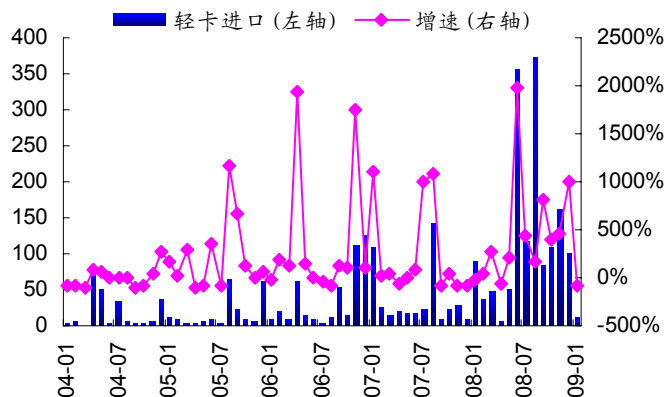
资料来源：中国汽车工业协会

图 32: 重卡月度出口量及同比增速



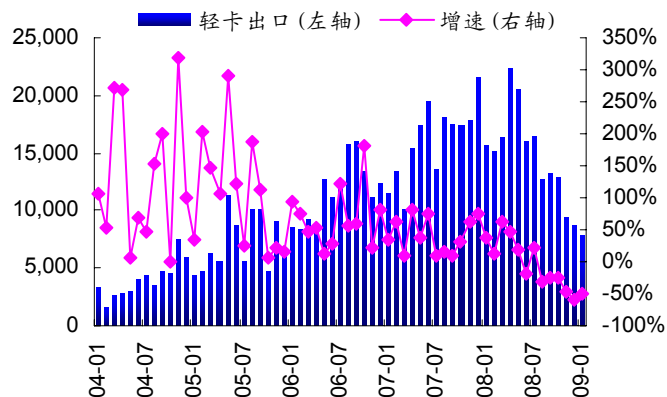
资料来源：中国汽车工业协会

图 33: 轻卡月度进口量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

图 34: 轻卡月度出口量及同比增速

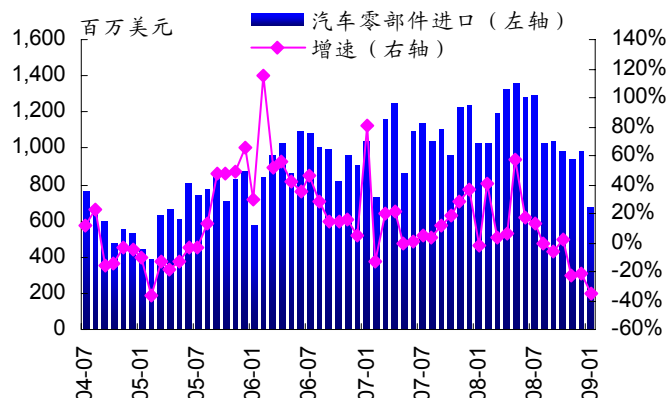


资料来源：中国汽车工业协会

零部件出口延续同比负增长

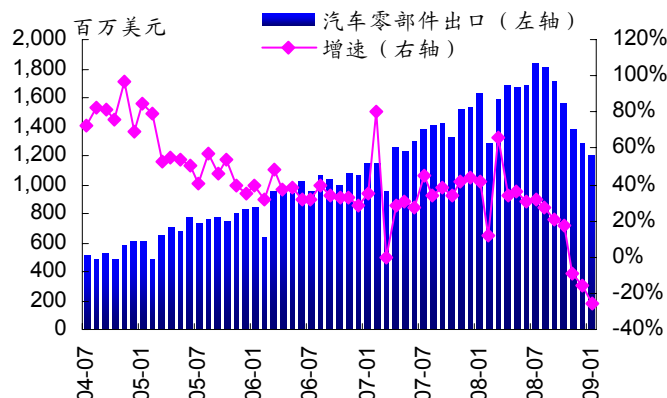
1 月份零部件出口同比下滑 26.2%。1 月份，零部件出口实现金额 11.99 亿美元，环比下滑 7.0%，同比下滑 26.2%。在发达国家汽车销量大幅下滑背景下，我国零部件出口在 08 年 11 月份出现近年首次负增长，12 月份和 09 年 1 月份情况进一步恶化。短期来看，主要发达国家经济仍处于低迷状态，我国零部件出口仍将面临较大压力；中长期来看，我国零部件具备较高的成本优势，我们仍看好零部件行业的长期发展。

图 35: 零部件月度进口金额及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

图 36: 零部件月度出口金额及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

08 年和 09 年 1 季度业绩预测更新

08 年 4 季度销量和收入下滑导致上市公司业绩普遍低迷

4 季度汽车行业销量同比下滑 7.8%，商用车下滑幅度更大。4 季度，汽车销售 215.1 万辆，环比上升 5.1%、同比下降 7.8%。4 季度接近年末，乘用车的年末效应推动 4 季度乘用车销量环比上升 10.6%，同比仅下滑 3.6%；商用车则明显受到经济下滑影响，4 季度销量仅为 49.9 万辆，环比和同比分别下降 9.7%和 19.3%，除微卡和中客外，商用车各子行业销量均呈现不同程度的同比下滑。

表 3：2008 年汽车行业分季度销量及增速

	销量					4Q08增速	
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	4Q07	环比	同比
汽车总计	2,578,656	2,603,565	2,046,917	2,151,364	2,333,417	5.1%	-7.8%
乘用车合计	1,851,099	1,757,914	1,494,145	1,652,451	1,714,939	10.6%	-3.6%
轿车	1,374,203	1,293,411	1,121,474	1,257,846	1,287,890	12.2%	-2.3%
MPV	55,255	56,118	42,933	43,087	60,429	0.4%	-28.7%
SUV	101,816	122,544	110,135	113,227	105,626	2.8%	7.2%
微客	319,825	285,841	219,603	238,291	260,994	8.5%	-8.7%
商用车合计	727,557	845,651	552,772	498,913	618,478	-9.7%	-19.3%
重卡	167,232	212,907	96,792	63,517	112,586	-34.4%	-43.6%
中卡	56,167	75,590	34,714	40,638	56,536	17.1%	-28.1%
轻卡	329,502	355,683	262,693	227,587	271,680	-13.4%	-16.2%
微卡	92,752	96,198	83,661	88,667	81,522	6.0%	8.8%
大客	8,820	13,903	10,684	10,587	12,374	-0.9%	-14.4%
中客	17,983	23,309	16,072	21,743	19,816	35.3%	9.7%
轻客	55,101	68,061	48,156	46,174	63,964	-4.1%	-27.8%

资料来源：中国汽车工业协会

4 季度轮胎行业面临去库存化和出口压力，轮胎企业产量大幅下滑。4 季度配套和出口市场均面临较大压力，4 季度汽车销量同比下滑 7.8%，其中重卡销量 4 季度同比下滑 43.6%，出口受欧美和中东地区经济下滑影响，4 季度轮胎出口金额回落 10%。维修市场由于较多重卡用户停运，4 季度维修市场成交较为清淡。

轿车上市公司销量增速分化。上海汽车（600104.SH）4 季度合计销量为 40.8 万辆，同比下滑 7.8%，下滑的主要原因是上海通用及南汽集团 4 季度表现不佳，销量分别同比下滑 26.3%和 28.1%；而通用五菱的微车业务以及上汽本部的自主品牌 4 季度销量仍实现同比较快增长。一汽轿车（000800.SZ）为上市公司中唯一实现销量增长的公司，马 6 以及自主品牌奔腾的热销推动公司 4 季度销量同比增长 23.3%。长安汽车（000625.SH）本部及旗下主要合资企业 4 季度销量均大幅下滑 25%左右。一汽夏利（000927.SZ）本部销量基本持平，但其利润主要来源的参股公司一汽丰田 4 季度销量同比下滑 12.4%。骏威汽车（203.HK）旗下广州本田 4 季度销量为 7.6 万辆，同比下滑 12.2%。东风汽车（0489.HK）旗下东风日产和东风本田 4 季度表现良好，销量分别同比上升 40.5%和下滑 0.1%，神龙则略差，4 季度销量大幅下滑 34.8%。

重卡上市公司销量全面下滑。受国内经济下滑以及出口下降影响，4 季度潍柴动力（000338.SZ）子公司陕西重汽整车销量同比大幅下滑 52.4%；4 季度东风汽车（0489.HK）重卡销量为 1.12 万辆，同比大幅下滑 49.7%；中国重汽（3808.HK）4 季度销量同比下滑 21.0%，低于行业平均水平，主要原因是其凭借 EGR 产品价格优势扩大其在国内市场份额。

大中客上市公司销量全部下滑。客车市场公交车比重加大，行业集中度趋于下降。4 季度，宇通客车（600066.SH）销量同比下滑 18.1%，金龙汽车（600686.SH）销量同比下滑 33.1%，均低于行业平均水平。

轻型商用车上市公司全面下滑。4 季度，福田汽车（600166.SH）销量同比下滑 30.9%，江淮汽车（600418.SH）销量同比下滑 31.5%，江铃汽车（000550.SZ）销量同比下滑 32.5%，均低于行业平均水平，轻卡市场集中度进一步降低。

表 4：2008 年上市公司汽车销量及增速

上市公司	旗下厂商	销量（辆）					4Q08增速	
		4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ	YoY
上海汽车(600104)	通用五菱	139,016	183,118	168,713	138,565	160,112	15.6%	15.2%
	上海大众	121,955	141,305	130,704	98,596	119,482	21.2%	-2.0%
	上海通用	136,577	125,353	106,484	99,517	100,647	1.1%	-26.3%
	通用东岳	12,231	2,955	6,622	3,178	-	-100.0%	-100.0%
	南汽集团	21,164	21,101	25,337	18,364	15,220	-17.1%	-28.1%
	上汽本部	3,698	2,480	5,764	8,703	9,060	4.1%	145.0%
	上汽依维柯红岩	4,674	6,471	11,033	3,034	1,799	-40.7%	-61.5%
	汇众汽车	1,982	994	1,419	892	788	-11.7%	-60.2%
	申沃客车	674	1,007	816	475	542	14.1%	-19.6%
	合计	441,971	484,784	456,892	371,324	407,650	9.8%	-7.8%
一汽轿车(000800)	一汽轿车	23,788	28,993	30,038	31,453	29,328	-6.8%	23.3%
	一汽夏利	43,035	54,819	45,196	34,157	42,466	24.3%	-1.3%
一汽夏利(000927)	一汽丰田	95,703	96,114	106,161	84,743	83,840	-1.1%	-12.4%
	合计	138,738	150,933	151,357	118,900	126,306	6.2%	-9.0%
长安汽车(000625)	长安本部	100,960	126,639	103,465	76,093	72,669	-4.5%	-28.0%
	长安福特马自达	67,282	61,994	55,069	42,977	44,634	3.9%	-33.7%
	长安铃木	29,848	40,274	33,452	26,707	23,690	-11.3%	-20.6%
	江铃汽车	31,338	26,805	30,371	24,935	21,161	-15.1%	-32.5%
	南京长安	8,674	14,272	11,930	8,772	12,076	37.7%	39.2%
	合计	238,102	269,984	234,287	179,484	174,230	-2.9%	-26.8%
潍柴动力(000338)	陕汽集团	17,068	24,380	25,481	17,249	8,118	-52.9%	-52.4%
福田汽车(600166)	福田汽车	97,371	123,414	127,022	91,874	67,253	-26.8%	-30.9%
江淮汽车(600418)	江淮汽车	49,953	62,332	71,235	39,814	34,204	-14.1%	-31.5%
江铃汽车(000550)	江铃汽车	31,338	26,805	30,371	24,935	21,161	-15.1%	-32.5%
宇通客车(600066)	宇通客车	5,291	3,600	5,929	4,272	4,333	1.4%	-18.1%
金龙汽车(600686)	金龙汽车	14,193	11,415	14,699	10,234	9,500	-7.2%	-33.1%
东风集团(489 HK)	东风汽车公司	107,627	132,507	170,517	91,165	91,794	0.7%	-14.7%
	东风日产乘用车	75,342	74,325	84,953	85,356	105,886	24.1%	40.5%
	神龙汽车	56,947	54,105	48,967	37,850	37,138	-1.9%	-34.8%
	东风本田	37,736	40,991	43,331	42,025	37,688	-10.3%	-0.1%
	合计	277,652	301,928	347,768	256,396	272,506	6.3%	-1.9%
骏威汽车(203 HK)	广州本田	87,072	71,629	70,706	87,468	76,427	-12.6%	-12.2%
中国重汽(3808 HK)	中国重汽	22,281	33,305	36,730	24,380	17,602	-27.8%	-21.0%

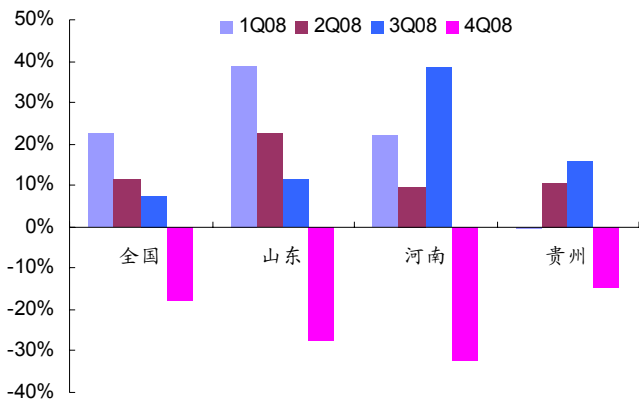
资料来源：中国汽车工业协会

OEM 零部件厂商将随整车销量下滑而下滑。我们覆盖的零部件公司（威孚高科、中鼎股份、巴士股份和东安动力）主要以配套市场为主，销量直接受其配套客户销量影响。乘用车市场 4 季度销量同比下滑导致巴士股份和中鼎股份汽车业务 4 季度销售收入略有下滑；威孚高科受卡车市场销量大幅下滑影响，收入难免出现下滑；东安动力 4 季度则受微客销量下滑影响，4 季度收入也将明显回落。

出口压力及去库存化推动轮胎企业 4 季度产量大幅下滑。上市轮胎公司风神股份、黔轮胎和青岛双星分别在河南、贵州和山东，风神股份和黔轮胎均为当地最大轮胎企业，占所在地轮胎产量的 90% 以上。4 季度河南、贵州和山东轮胎产量分别同比下滑 33%、15% 和 28%，轮胎出口金额分

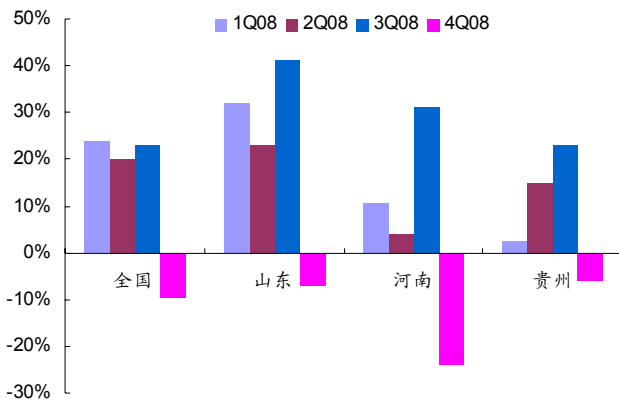
别同比下滑 24%、6% 和 7%，产量下滑幅度远高于出口和配套市场下滑幅度显示出 4 季度轮胎企业去库存化现象明显。上市公司中风神股份产品出口和配套市场比重较高，4 季度销量下滑幅度最大；黔轮胎产品集中在维修市场，下滑幅度相对较小。

图 37：全国及上市公司所在地子午胎产量



资料来源：中国汽车工业协会

图 38：全国及上市公司所在地轮胎出口金额



资料来源：中国汽车工业协会

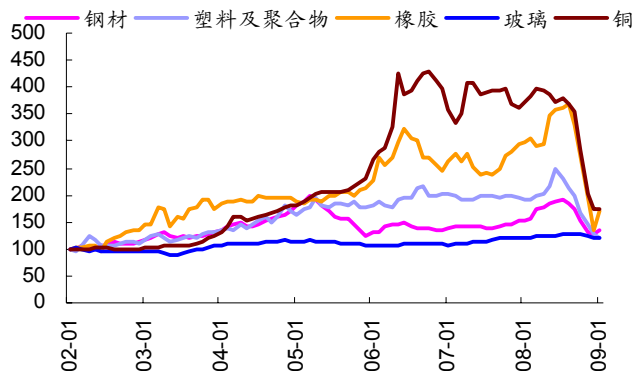
1 季度行业景气有望触底反弹

1 季度销量增速有望探底回升。1-2 月份，汽车销量同比增长 2.7%，轿车销量同比增长 0.9%，结束了 08 年 3 季度以来的连月下滑趋势。预计 1 季度，汽车销量达到 248.4 万辆，同比仅下滑 3.7%，轿车销量达到 135.8 万辆，同比仅下滑 1.2%，延续增速改善趋势。

1 季度轿车售价出现反弹迹象。元旦后，一方面由于市场人气恢复，另一方面由于经销商销售压力减轻，市场优惠和促销力度明显减少，消费者的实际车价有反弹迹象，因此，厂商在 1 季度支付给经销商的销售回扣将显著小于 4 季度。

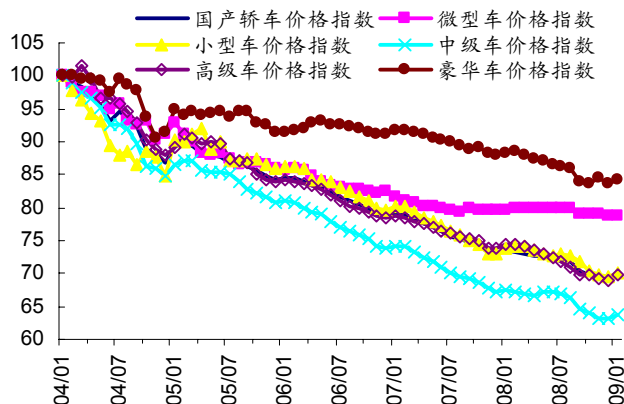
钢、铜和塑料等原材料价格依然维持在低位，有助于降低行业成本。08 年 4 季度，汽车的主要原材料如钢铁、铜、铝和塑料等均下滑 30% 左右，中金公司轿车原材料成本指数下滑 41.4%，重卡原材料成本指数下滑 44.5%。轮胎主要原材料天胶、合成橡胶和炭黑的价格均下滑 40% 左右。09 年 1 季度，汽车成本指数预计将依然维持在低位。

图 39：04 年以来汽车主要原材料价格走势



资料来源：CEIC

图 40：汽车价格走势



资料来源：CEIC

表 5：汽车上市公司 2008 年及 2009 年一季度盈利预测更新

类别	股票代码	证券简称	3Q08			4Q08E			1Q09E			2008E		2009E	
			EPS	YoY	QoQ	EPS	YoY	QoQ	EPS	YoY	QoQ	EPS	YoY	EPS	YoY
商用车	600066.SH	宇通客车	-0.04	-134%	-115%	0.19	-53%	454%	0.09	-82%	-52%	0.91	26%	0.68	-26%
	600686.SH	金龙汽车	0.05	-66%	-68%	-0.10	-239%	-390%	0.03	-87%	31%	0.34	-44%	0.36	3%
	000951.SZ	中国重汽	0.11	-72%	-84%	-0.16	-232%	-345%	0.10	-73%	62%	1.01	-41%	0.55	-46%
	000338.SZ	潍柴动力	0.43	-24%	-51%	-0.28	-240%	-265%	0.10	-91%	36%	2.15	-11%	1.44	-33%
	600166.SH	福田汽车	0.04	-21%	-78%	-0.11	-300%	-471%	0.02	-89%	18%	0.30	-29%	0.20	-35%
	600418.SH	江淮汽车	0.04	-35%	-47%	-0.12	-749%	-532%	0.03	-51%	25%	0.04	-83%	0.12	170%
乘用车	000550.SZ	江铃汽车	0.12	-53%	-68%	0.20	34%	65%	0.15	-33%	-27%	0.94	7%	0.70	-26%
	000800.SZ	一汽轿车	0.21	-4%	78%	0.18	900%	-15%	0.18	-6%	0%	0.70	106%	0.57	-18%
	600104.SH	上海汽车	0.04	-78%	-64%	-0.17	-348%	-626%	0.05	-74%	29%	0.17	-76%	0.27	60%
	000625.SZ	长安汽车	-0.05	-260%	-158%	-0.13	-378%	178%	0.02	-83%	16%	0.02	-93%	0.10	379%
零部件	000927.SZ	一汽夏利	0.02	315%	-57%	-0.02	-223%	-294%	0.02	89%	94%	0.07	-58%	0.08	15%
	000581.SZ	威孚高科	0.06	47%	-65%	0.12	-42%	93%	0.02	-63%	-83%	0.40	-2%	0.32	-21%
	600178.SH	东安动力	-0.02	54%	-231%	0.05	-69%	245%	0.09	-4%	80%	0.19	-43%	0.39	110%
	000887.SZ	中鼎股份	0.11	68%	14%	0.15	35%	36%	0.14	55%	-8%	0.45	46%	0.60	32%
	000599.SZ	青岛双星	0.01	-59%	-54%	-0.63	-815%	-6065%	0.06	-12%	9%	-0.53	-413%	0.18	135%
	000589.SZ	黔轮胎A	0.11	43%	8%	-0.15	-416%	-335%	0.07	-24%	49%	0.16	-53%	0.29	84%
	600469.SH	风神股份	0.03	-69%	-76%	-0.50	-1779%	-1958%	0.09	-19%	17%	-0.25	-187%	0.40	261%

资料来源：中国汽车工业协会

轮胎公司 1 季度业绩环比反弹趋势更加明确

09 年 1 季度轮胎销量处于恢复之中，2 季度销量有望回归正常，同时，工程胎占比高的公司 09 年将迎来更好表现。

工程胎热销和载重胎回暖推动风神股份基本面好转。受益国家投资力度加大，风神股份 2 月份工程胎处于供不应求状态。公司载重胎出口和配套市场仍有较大幅度下滑，但加强了维修市场销售力度，目前载重胎产能利用率恢复到 90% 左右。去年公司计提了存货跌价准备，1 季度毛利率有望维持在 18% 左右。同时，公司将新建 100 万套左右轻卡子午胎产能，预计 4 月份开始投产，轻卡胎目前需求较旺，毛利率有所回升。公司 2 季度盈利将有明显好转，提示相关交易性机会。我们下调风神股份 08 年盈利预测至每股-0.25 元，预计 1 季度每股盈利 0.09 元。

黔轮胎产品具备竞争力，受益工程胎和载重胎维修市场的稳定增长。受益国家基建刺激，公司工程胎生产已经基本恢复，产能利用率达 90% 以上。载重胎方面，我们判断 2 月份维修市场逐步回暖，公司产能利用率将达到 85% 以上，但由于去年基数较高，1 季度销售收入同比将依旧下滑。载重胎细分市场中，维修市场回暖较为明显，而出口依然面临较大压力。虽然原材料价格 4 季度以来有较大幅度下滑，但公司 4 季度高价库存并没有消化完全，1 季度毛利率难以出现大幅回升。我们下调黔轮胎 08 年盈利预测至 0.16 元，预计 1 季度每股盈利 0.07 元。

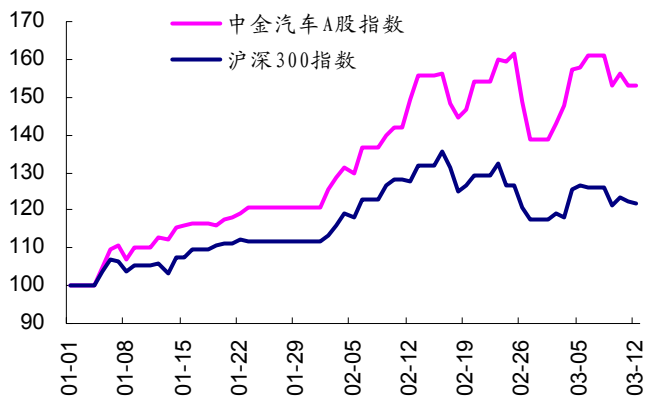
产能扩张遭遇需求下滑，青岛双星经营压力依然较大。青岛双星主营载重子午胎和轿车胎，产品处于行业中低端，同时公司 09 年载重子午胎产能有较大幅度提升，而相应需求依然在地位徘徊，产能难以完全消化。公司 08 年计提了存货跌价准备，09 年 1 季度毛利率将有所回升，盈利状况将得到改善，2 季度销售旺季到来可能为公司带来交易性投资机会。需要提示的是公司 08 年定向增发股份将于 4 月份解禁。我们下调青岛双星 08 年盈利预测至-0.53 元，预计 1 季度每股盈利 0.06 元。

近期投资策略

汽车板块 09 年 2 月至今跑赢大盘

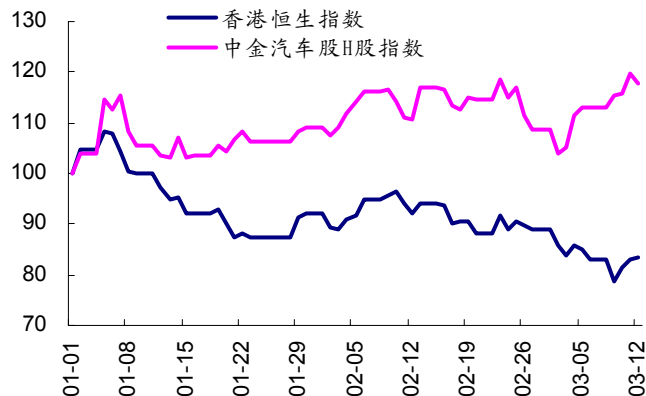
2 月至今，中金汽车 A 股指数和 H 股指数分别上涨 26.7%、7.9%，分别领先沪深 300 指数、恒生指数 17.7 个百分点和 17.5 个百分点，延续了元旦以来的相对强势走势。

图 41：中金公司汽车 A 股指数



资料来源：Bloomberg

图 42：中金公司汽车港股指数



资料来源：Bloomberg

政策因素主导 09 年汽车板块投资方向

《汽车产业调整和振兴规划》指引汽车行业 09 年投资热点。2 月 9 日国务院已经下发《汽车产业调整和振兴规划》，提出了 8 个目标、8 个任务和 12 项重点措施，将成为政府刺激汽车消费、推动汽车行业发展的文件，也指引着 09 年汽车行业的投资主题。

“汽车下乡”将带来实实在在的销量回升。预计“两会”结束后，“汽车下乡”细则将出台，即如何补贴农民购买微客和换购轻卡，相关公司，包括整车类和核心零部件类受益公司将从中受益。福田汽车（600166.CH）、东安动力（600178.CH）、江淮汽车（600418.CH）、东风汽车（600006.CH）等将是主要的受益者。

刺激轿车消费还会有后续政策吗？实施 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半征收以后，1.6 升及以下小排量车销量显著提升，表明政策的刺激作用在中国乘用车市场还是存在的，因此，不排除政府进一步出台新刺激政策的可能性，比如下调部分排量区间轿车的消费税、鼓励购车贷款利率上浮等。

政府采购有望成为新的热点。对于政府采购公务用车中自主品牌必须占到一定比例的约定，成为《汽车产业调整和振兴规划》的新亮点，自主品牌车型，尤其是中高档自主品牌车型有望因此获得发展机遇。上市公司中，有望受益较大的车型包括上海汽车（600104.SH）的荣威 750、一汽轿车（000800.SZ）的奔腾 70、华晨汽车（1114.HK）的中华和长安汽车（000625.SZ）的志翔。

3 月份重卡销量环比大幅度上升带来的投资机会。预计 3 月份行业销量将回升到 4 万辆至 4.5 万辆之间，环比增速 33%至 50%，有望成为各细分行业中环比增速最高的子行业。尽管我们对于行业复苏有较为充分的预期，但是实际销量出现强劲反弹时股价还是会有所表现，尤其是估值相对较低的港股潍柴动力（2338.HK）和中国重汽（3808.HK）股价还有上涨空间。

盈利预测和估值

我们所覆盖的 A 股和港股汽车股盈利预测和估值如表 3 所示。

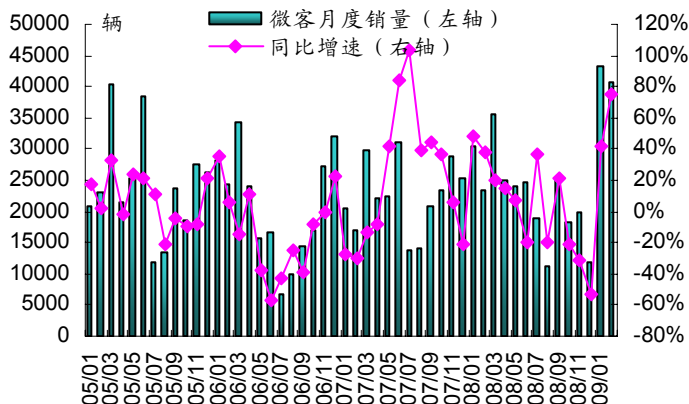
表 6: 中金公司覆盖汽车股上市公司 2008 至 2010 年盈利预测和估值

公司名称	股票代码	评级	Price/Rmb	Market Cap(mn)	EPS (Rmb)				P/E(X)				P/B(X)			
			03-12-09		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
宇通客车	600066	审慎推荐	10.89	5,662	0.73	0.91	0.68	0.70	15.0	12.0	16.1	15.6	2.1	2.7	2.4	2.2
金龙汽车	600686	审慎推荐	6.78	3,001	0.62	0.34	0.36	0.38	11.0	19.7	19.0	17.9	1.6	2.3	2.1	2.0
一汽轿车	000800	审慎推荐	10.84	17,642	0.34	0.70	0.57	0.65	31.9	15.5	19.0	16.7	3.1	2.7	2.5	2.2
上海汽车	600104	审慎推荐	8.88	58,173	0.71	0.17	0.27	0.31	12.6	52.2	32.7	28.2	1.6	1.5	1.4	1.4
福田汽车	600166	审慎推荐	8.61	7,890	0.48	0.30	0.20	0.27	18.1	28.4	43.4	32.3	3.6	2.5	2.3	2.2
长安汽车	000625	中性	6.29	12,492	0.34	0.02	0.10	0.14	18.3	314.5	65.7	46.3	1.6	1.9	1.8	1.7
一汽夏利	000927	中性	4.67	7,449	0.15	0.07	0.08	0.09	30.2	71.8	62.3	50.0	2.2	2.1	2.0	1.9
江淮汽车	600418	中性	4.06	5,232	0.25	0.04	0.12	0.15	15.9	91.7	34.0	26.6	1.3	1.3	1.3	1.2
江铃汽车	000550	审慎推荐	10.55	7,197	0.88	0.94	0.70	0.76	12.0	11.2	15.1	13.8	2.6	2.2	2.0	1.9
潍柴动力	000338	审慎推荐	27.46	21,281	2.42	2.15	1.44	1.67	11.4	12.8	19.1	16.4	3.2	2.8	2.6	2.4
中国重汽	000951	中性	19.20	8,053	2.22	1.01	0.55	0.64	8.6	19.0	35.0	29.8	3.1	3.3	3.0	2.7
中鼎股份	000887	审慎推荐	9.42	2,964	0.31	0.45	0.65	0.71	30.3	20.8	14.5	13.2	6.5	5.6	4.4	3.3
东安动力	600178	审慎推荐	7.66	3,540	0.33	0.19	0.39	0.49	23.5	41.1	19.6	15.7	2.0	1.9	1.7	1.6
巴士股份	600741	审慎推荐	6.24	16,119	0.45	0.41	0.47	0.52	14.0	15.1	13.4	12.1	1.5	1.5	1.3	1.2
威孚高科	000581	审慎推荐	7.65	3,853	0.41	0.40	0.32	0.32	18.8	19.1	24.2	24.0	1.8	1.7	1.7	1.6
风神股份	600469	中性	8.67	3,251	0.42	-0.25	0.40	0.53	20.8	-35.2	21.9	16.3	2.4	3.9	2.1	1.8
黔轮胎	000589	中性	5.90	1,501	0.34	0.16	0.29	0.35	17.2	36.9	20.1	16.7	1.3	1.2	1.1	1.1
青岛双星	000599	中性	3.98	2,089	0.20	-0.53	0.18	0.17	20.4	-7.5	21.7	22.9	1.6	1.7	1.6	1.5
潍柴动力	2338 HK	审慎推荐	12.80	21,281	2.42	2.15	1.44	1.67	5.3	6.0	8.9	7.7	1.5	1.3	1.2	1.1
东风集团	489 HK	审慎推荐	2.94	25,367	0.44	0.44	0.36	0.36	6.7	6.7	8.2	8.2	1.4	1.2	1.1	1.0
骏威汽车	203 HK	审慎推荐	2.24	16,834	0.29	0.28	0.25	0.25	7.8	7.9	9.1	9.0	1.5	1.3	1.1	1.0
中国重汽	3808 HK	审慎推荐	4.41	10,028	0.49	0.51	0.32	0.35	9.0	8.7	13.7	12.5	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部（公司 EPS 均以最新股本全面摊薄计算）

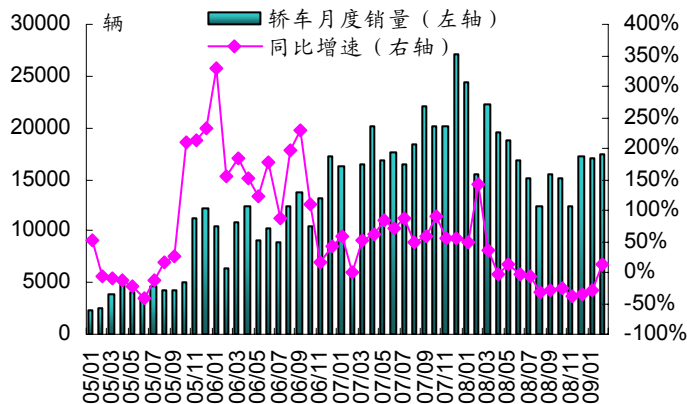
附录 1：重点汽车厂商 2009 年 2 月份销售数据

附图 1：长安集团微车月度销量走势



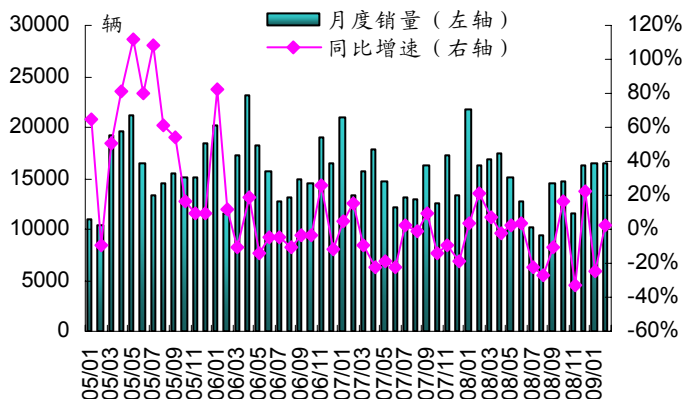
资料来源：中国汽车工业协会

附图 2：长安福特马自达轿车月度销量走势



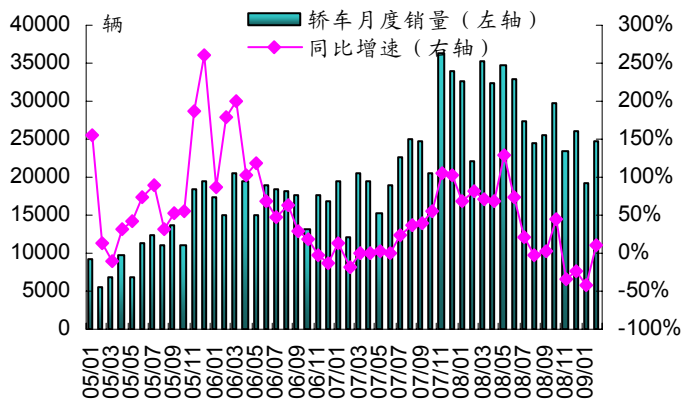
资料来源：中国汽车工业协会

附图 3：一汽夏利月度销量走势



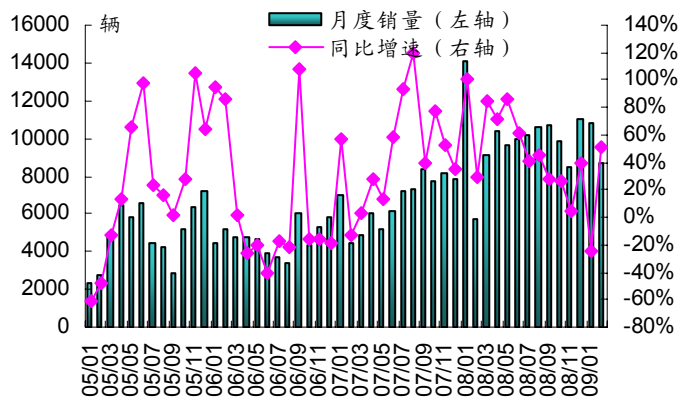
资料来源：中国汽车工业协会

附图 4：天津一汽丰田月度销量走势



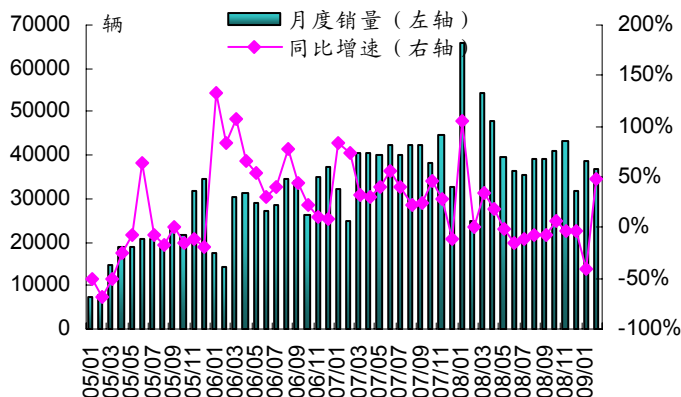
资料来源：中国汽车工业协会

附图 5：一汽轿车月度销量走势



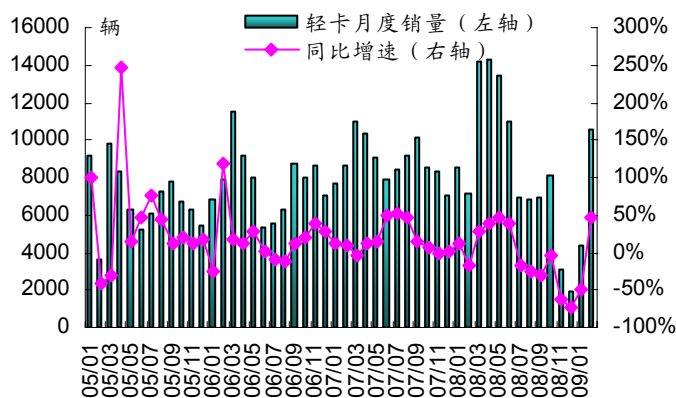
资料来源：中国汽车工业协会

附图 6：一汽大众月度销量走势



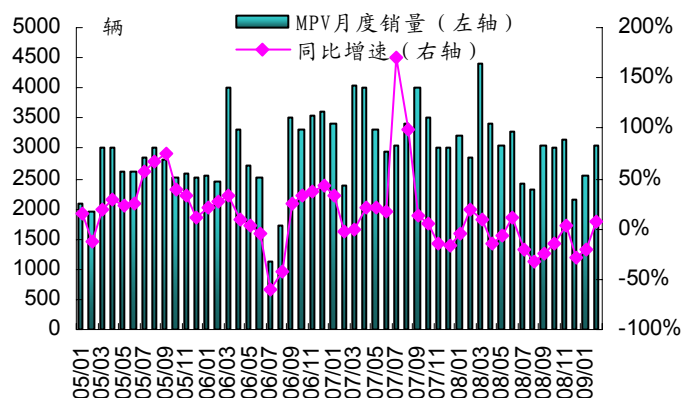
资料来源：中国汽车工业协会

附图 7：江淮汽车轻卡月度销量走势



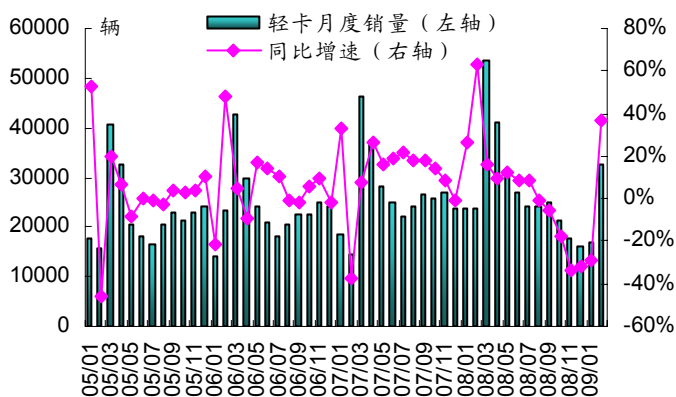
资料来源：中国汽车工业协会

附图 8：江淮汽车瑞风 MPV 月度销量走势



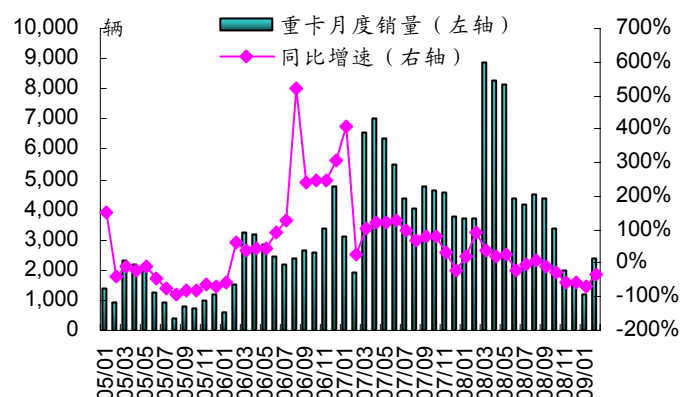
资料来源：中国汽车工业协会

附图 9：福田汽车轻卡月度销量走势



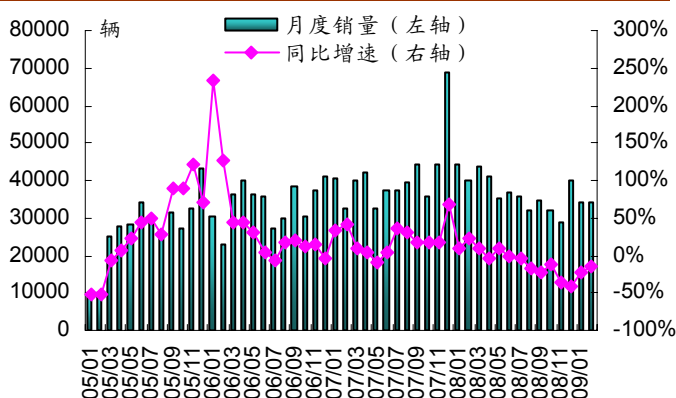
资料来源：中国汽车工业协会

附图 10：福田汽车重卡月度销量走势



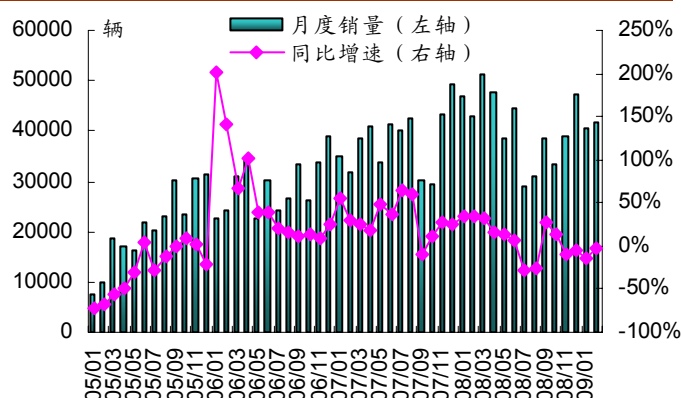
资料来源：中国汽车工业协会

附图 11：上海通用月度销量走势



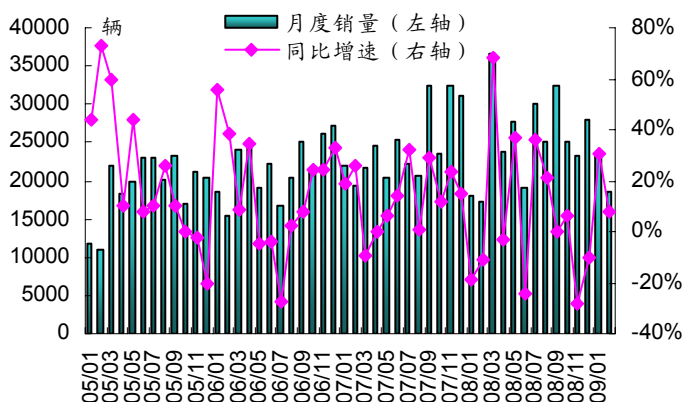
资料来源：中国汽车工业协会

附图 12：上海大众月度销量走势



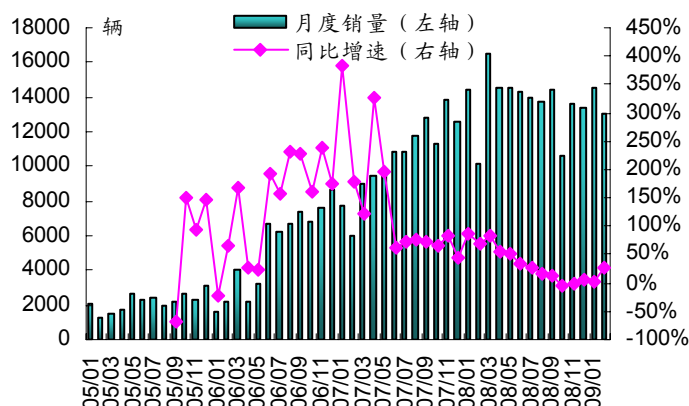
资料来源：中国汽车工业协会

附图 13：广州本田月度销量走势



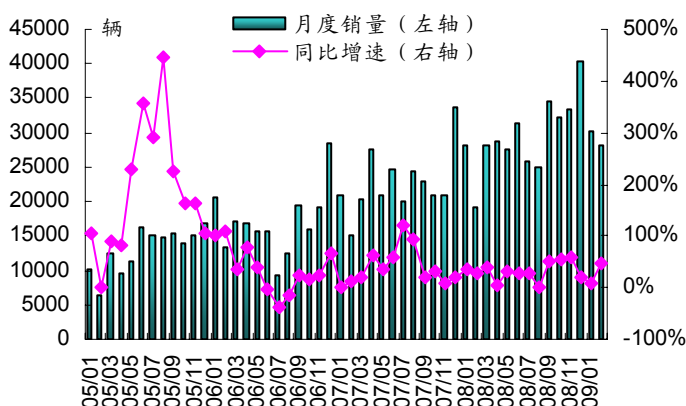
资料来源：中国汽车工业协会

附图 14：东风本田轿车月度销量走势



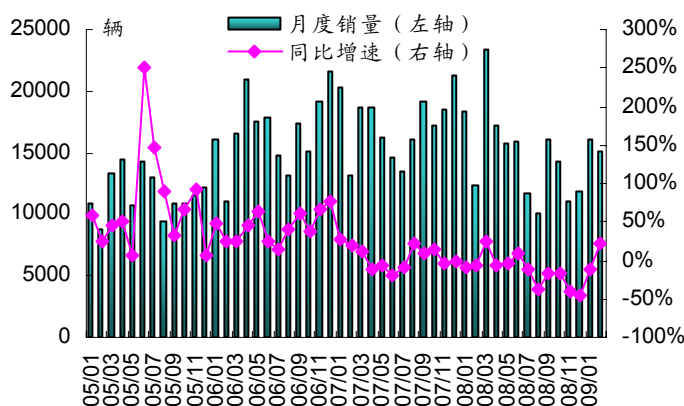
资料来源：中国汽车工业协会

附图 15：东风有限乘用车月度销量走势



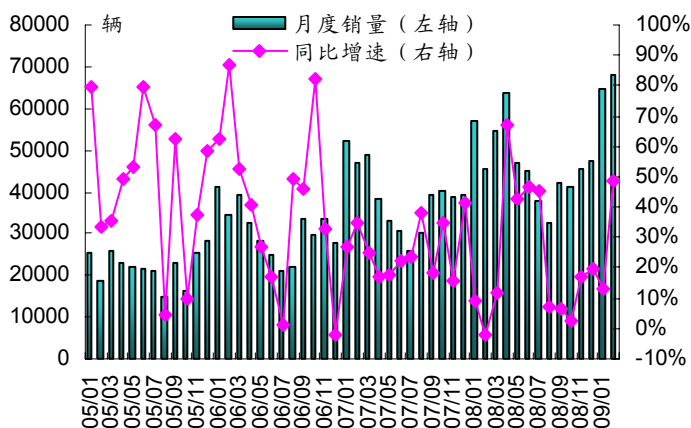
资料来源：中国汽车工业协会

附图 16：神龙汽车月度销量走势



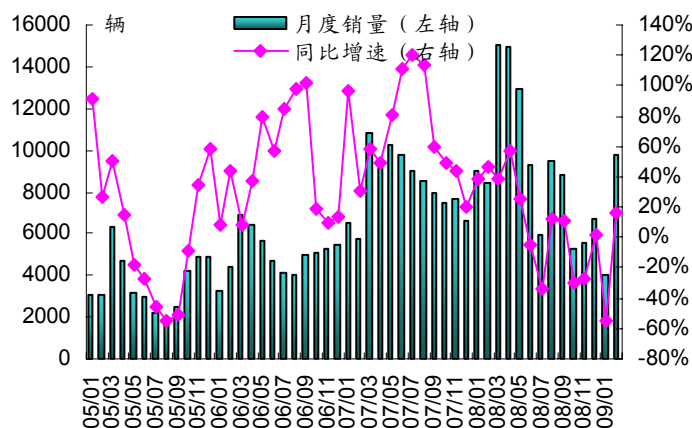
资料来源：中国汽车工业协会

附图 17：上海通用五菱微客 05 年以来增速走势



资料来源：中国汽车工业协会

附图 18：中国重汽重卡 05 年以来增速走势



资料来源：中国汽车工业协会

附录 2：全球汽车类上市公司的估值比较

附表 1：欧美汽车类上市公司估值

公司名称	类别	股价 09-3-12	市值 百万美元	市盈率					市净率					EV/EBITDA					EPS 增长率 %				CAGR 07-10
				06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	
欧洲及美国上市公司																							
曼	CV	31.86	6,052	5.1	3.9	9.6	8.9	7.3	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	4.6	3.2	5.7	5.3	4.9	33%	-60%	8%	22%	-19%
斯堪尼亚	CV	64.50	5,863	8.7	6.0	15.9	13.0	9.6	2.0	2.1	2.3	2.1	1.9	8.8	6.0	12.1	10.8	8.7	44%	-62%	22%	36%	-14%
沃尔沃	CV	43.20	10,526	5.4	5.9	139.8	16.5	9.7	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	6.1	6.4	14.8	10.5	8.1	-8%	-96%	746%	70%	-16%
帕卡	CV	22.79	8,267	5.7	6.9	18.9	13.3	9.8	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	5.4	6.3	15.6	12.1	9.7	-17%	-64%	42%	36%	-11%
戴姆勒	CV/PV	21.24	26,227	5.8	5.5	30.5	11.7	8.9	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	4.5	5.0	13.4	10.4	8.6	5%	-82%	160%	31%	-15%
菲亚特	CV/PV	4.21	6,485	5.0	2.7	182.9	11.7	4.3	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	5.0	4.1	6.3	5.4	4.8	85%	-99%	1470%	168%	-14%
雷诺	PV	12.81	4,673	1.1	1.2	n.m.	n.m.	16.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	8.3	7.5	16.2	11.9	9.1	-8%	n.m.	n.m.	n.m.	-58%
标志	PV	14.55	4,359	18.9	3.8	n.m.	n.m.	11.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	6.2	5.3	13.6	8.6	6.7	404%	n.m.	n.m.	n.m.	-31%
宝马	PV	22.88	18,494	5.2	4.8	37.8	10.4	7.6	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	5.5	4.9	11.0	8.6	7.5	9%	-87%	263%	36%	-14%
大众	PV	212.02	84,945	29.9	20.3	56.3	35.2	24.4	3.1	2.6	2.4	2.3	2.2	10.2	8.0	11.2	10.5	9.1	47%	-64%	60%	44%	-6%
福特汽车	CV/PV	1.96	4,697	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.2	n.m.	n.m.	n.a.	223.0	9.2	107.4	24.1	22.1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
通用汽车	CV/PV	1.86	1,136	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	6.8	6.7	n.m.	8.0	3.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
玛格纳	Parts	21.04	2,365	4.3	3.5	n.m.	14.6	5.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	1.7	0.8	0.6	22%	n.m.	n.m.	193%	-11%
博格华纳	Parts	16.42	1,897	8.9	6.6	34.6	10.4	5.8	1.0	0.8	0.8	0.7	n.a.	4.2	3.8	7.1	4.7	3.8	35%	-81%	234%	79%	4%
奥托立夫	Parts	14.32	1,008	2.9	3.9	n.m.	11.7	6.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	2.7	2.7	6.6	4.3	3.6	-24%	n.m.	n.m.	88%	-15%
爱尔铃克铃尔	Parts	7.63	563	7.6	5.8	9.7	13.0	9.3	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4	4.8	3.9	5.1	5.6	4.8	31%	-40%	-25%	40%	-15%
法雷奥	Parts	10.04	1,005	4.8	9.5	n.m.	30.6	8.0	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	1.9	1.8	3.0	2.4	2.1	-50%	n.m.	n.m.	284%	6%
平均				5.5	5.7	34.6	13.0	9.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	5.2	5.0	11.0	8.3	6.7	17%	-81%	160%	57%	-14%
平均 - 商用车				5.5	5.9	17.4	13.2	9.6	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3	5.7	6.1	13.5	10.6	8.4	12%	-63%	32%	36%	-15%
平均 - 乘用车				5.5	4.3	47.0	11.7	10.2	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	6.5	6.0	13.4	9.5	8.0	28%	-85%	212%	40%	-15%
平均 - 零部件				6.2	6.2	34.6	13.8	7.1	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	2.8	2.7	4.3	3.6	3.6	17%	-81%	220%	87%	-6%

资料来源：公司数据，Bloomberg，中金公司研究部

附表 2：日本汽车类上市公司估值

公司名称		类别	股价	市值	市盈率					市净率					EV/EBITDA					EPS 增长率 %				CAGR	
			09-3-12	百万美元	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07-10	
日本上市公司																									
五十铃	CV	99	1,728		1.5	2.2	n.m.	n.m.	n.m.	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	3.0	2.6	8.1	35.3	9.8	-31%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
日野汽车	CV	186	1,099		5.3	4.8	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	4.3	3.6	11.6	18.0	8.9	11%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
日产	PV	323	15,018		2.9	2.7	n.m.	n.m.	261.8	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	4.0	3.8	16.0	20.6	10.2	5%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-78%
丰田	CV/PV	2,820	100,004		5.5	5.2	n.m.	n.m.	36.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	5.5	5.3	27.8	25.6	14.4	6%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-48%
马自达	PV	133	1,940		2.5	2.0	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	3.7	3.7	12.4	22.6	8.5	24%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
本田	PV	2,065	38,969		6.4	6.2	32.3	n.m.	21.6	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	6.3	5.6	12.2	18.2	12.6	2%	-81%	n.m.	n.m.	n.m.	-34%
铃木	PV	1,618	9,030		9.6	9.1	33.6	44.1	27.6	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	4.0	3.7	5.5	6.6	5.0	5%	-73%	-24%	60%	-31%	
电装	Parts	1,830	16,639		7.3	6.1	n.m.	n.m.	75.1	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	3.0	2.5	6.2	9.4	5.5	20%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-57%
爱信精机	Parts	1,459	4,422		6.3	4.5	n.m.	n.m.	79.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	3.0	2.4	4.7	5.7	4.2	38%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-62%
丰田纺织	Parts	1,000	1,930		6.2	4.6	70.1	n.m.	26.5	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	2.7	2.2	4.2	6.0	4.2	35%	-93%	n.m.	n.m.	n.m.	-44%
捷太格特	Parts	604	1,997		4.3	4.5	n.m.	n.m.	n.m.	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	2.9	2.5	4.0	10.8	6.5	-4%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
平均					5.5	4.6	33.6	44.1	36.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	3.7	3.6	8.1	18.0	8.5	6%	-81%	-24%	60%	-48%	
平均-商用车					3.4	3.5	n.m.	n.m.	n.m.	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	3.6	3.1	9.8	26.6	9.4	-10%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
平均-乘用车					5.5	5.2	32.9	44.1	32.2	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	4.0	3.8	12.4	20.6	10.2	5%	-77%	-24%	60%	-41%	
平均-零部件					6.2	4.6	70.1	n.m.	75.1	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	3.0	2.4	4.5	7.7	4.9	28%	-93%	n.m.	n.m.	n.m.	-57%

资料来源：公司数据，Bloomberg，中金公司研究部

附表 3：印度汽车类上市公司估值

公司名称	类别	股价 09-3-12	市值 百万美元	市盈率					市净率					EV/EBITDA					EPS 增长率 %				CAGR 07-10
				06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	
印度上市公司																							
Ashok Leyland	CV	16.6	426	4.9	4.7	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	4%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
TATA	CV/PV	146.1	1,267	2.7	2.7	6.9	8.0	9.2	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	5.3	5.0	7.8	6.9	5.4	0%	-61%	-13%	-14%	-34%
M&M	CV	328.5	1,638	5.2	5.0	6.4	6.0	5.3	1.6	1.3	1.1	1.0	1.0	7.1	5.9	5.9	5.1	4.9	4%	-22%	7%	14%	-2%
Maruti	PV	689.8	3,843	12.5	11.1	14.8	13.0	11.3	2.8	2.3	2.1	1.8	1.6	9.4	8.5	10.2	8.4	7.1	13%	-25%	14%	15%	0%
平均				5.0	4.8	6.9	8.0	9.2	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0	6.2	5.4	7.8	6.9	5.4	4%	-25%	7%	14%	-2%
平均 - 商用车				4.9	4.7	6.7	7.0	7.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	5.3	5.0	6.9	6.0	5.2	4%	-42%	-3%	0%	-18%
平均 - 乘用车				12.5	11.1	14.8	13.0	11.3	2.8	2.3	2.1	1.8	1.6	9.4	8.5	10.2	8.4	7.1	13%	-25%	14%	15%	0%

资料来源：公司数据，Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。