



行业深度研究报告

淡化触底预期，迎接估值修复

在目前时点上对汽车股的投资应淡化行业基本面触底反弹的预期，因为：

- 狭义乘用车行业库存上升和产量缩减的主要阶段应已过去，产量继续缩减的幅度有限，月、季度产量在 3 季度触及低点可能性大，但已为市场所预期。从投资介入角度，等待基本面继续触底的意义已不大。

- 更重要的是，在行业触及季度低点后，后续的景气反弹幅度将相当有限，产能和新车型的供应充足将使行业维持在供需弱均衡和激烈（价格）竞争状态。

下半年的汽车股投资中，应继续强调估值的安全性：

- 行业供需弱均衡和激烈竞争状态持续，实际价格下行幅度及其对盈利的影响仍具有较大不确定性，至少行业内处于竞争弱势地位的公司今年下半年和明年盈利下调的风险较大；

- 宏观经济进入转型期为汽车消费和行业盈利能力带来变数，汽车销量基数抬高使中期内的增速中枢下移，行业整体的合理估值中枢已下移，估值偏高个股面临估值回归的风险较大。

在估值安全性基础上，下半年有望继续演绎结构性的估值修复行情：

- 预计 2010、2011 年狭义乘用车销量增速分别 25%、13%，虽然增速较 09 年高峰明显回落，且全行业的盈利能力下半年会低于上半年，但增长幅度将足以支撑处于竞争优势地位的整车和零部件公司在下半年维持高盈利能力，并可于 2011 年获得业绩增长。行业的盈利下调也将具有明显结构性特点。

- 无论是与下降后的国内汽车销量增速还是国际汽车股估值比较，低估值的盈利能力稳定类公司已具有较好的估值安全边际。

估值修复行情的选股思路：

- 短期业绩确定性高：包括主要欧美系合资整车厂及相关配套零部件商，大中客车及轻客、轻卡行业公司；

- 中期盈利能力稳定性高：选择细分市场份额高及份额趋于上升的公司，对劳动力成本上升趋势抵抗能力更强的公司。

行业投资评级及重点推荐公司

汽车行业的估值修复行情有望继续演绎，但基本面和估值面还不支撑全面、持续性的上涨，我们维持汽车行业“中性”投资评级。

循估值修复的选股思路，我们重点推荐华域汽车、宇通客车、江铃汽车、福耀玻璃、一汽富维、上海汽车。

汽车行业

维持

中性

陈政

chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

刘韧

liuren@csc.com.cn

010-85130966

发布日期：2010 年 07 月 26 日

股价表现



相关研究报告

2010-1-13	汽车行业：调整中建立新的预期，更多关注中期趋势
2010-1-25	大消费之汽车行业：驱动高额群众消费时代
2010-3-24	汽车行业：库存重建，步入让利促销量期
2010-6-9	汽车行业：弱混系统有望最大受益 节能车补贴政策



目录

股价及产销回顾	1
汽车股走势回顾：跑输大盘，但远强于 04 年回落周期表现.....	1
产销回顾	1
狭义乘用车：补库存结束效应带动乘用车景气回落.....	1
微客：销量中补库存比例更高，库存压力更大	3
客车：高增长中恢复性因素为主	3
卡车：重卡景气超预期，轻卡增速平稳	4
乘用车景气趋势：触底临近，但反弹特征将不明显	5
如何衡量行业的景气趋势？	5
库存上升及减产的主要阶段应已完成，景气触底临近.....	6
触底后景气反弹特征将不明显，3-4 个季度维持弱均衡状态	8
商用车景气趋势：重卡不确定性增加，客车仍将较平稳	9
重卡：持续高景气后不确定性增加	9
客车：走势仍将平稳，新能源客车将成亮点	10
宏观和行业演化的一些新趋势	10
趋势一：产业工人工资上涨的压力与机会	11
趋势二：行业销量增速中枢下移	11
趋势三：合资企业中欧美系市场份额趋于上升	12
趋势四：豪华车国产化加速，价格将明显下行	12
投资建议：估值安全性和修复机会是下半年策略主线	13
A 股主要汽车股估值已与国际市场接轨.....	13
投资建议：淡化触底预期，迎接估值修复	15
淡化汽车行业基本面触底反弹预期	15
估值安全性和修复机会是下半年策略主线	15
估值修复行情的选股思路：短期业绩确定性和中期盈利能力稳定性.....	15
风险分析	16
评级说明	错误！未定义书签。



图表目录

图 1: 今年截止 7 月 9 日汽车股与大盘走势比较.....	1
图 2: 轿车、SUV 销量（千辆）及合计同比增速.....	2
图 3: 狭义乘用车终端上牌数与批发销量（千辆）比较.....	2
图 4: 轿车、SUV 产量（千辆）及合计的产量/批发销量	3
图 5: 微客销量（千辆）及同比增速	3
图 6: 大中客（含非完整）销量（千辆）及同比增速.....	4
图 7: 轻客（含非完整）销量（千辆）及同比增速.....	4
图 8: 重卡销量（千辆）及同比增速	5
图 9: 轻卡销量（千辆）及同比增速	5
图 10: 狭义乘用车终端上牌数（千辆）及同比	7
图 11: 主要合资公司及自主品牌轿车厂 1-6 月累计的终端上牌数/批发销量	8
图 12: 房地产投资、规模以上重工业增加值累计同比.....	9
图 13: 进出口总额累计同比增速	10
图 14: 大中客车（含非完整）销量（千辆）预测.....	10
图 15: 轻型客车（含非完整）销量（千辆）预测.....	10
图 16: 部分 A 股、H 股汽车上市公司人均年工资支付，元.....	11
图 17: 国内中高级轿车及紧凑型 SUV 市场份额变化.....	12
表 1: 历年汽车股与大盘指数涨跌幅比较，%	1
表 2: 轿车月度产量（千辆）及“4-12 月最低产量较 3 月产量增长”.....	6
表 3: “轿车+SUV”季度及全年销量（千辆），10Q3 后为预测值.....	8
表 4: 狭义乘用车产能统计，万辆	9
表 5: 汽车销量历史增速及未来 5 年销量增速模拟.....	12
表 6: 主要欧系豪华车厂商公布的中国市场销量及产量规划，辆.....	13
表 7: 国际市场汽车整车股估值水平	13
表 8: 国际市场汽车零部件股估值水平	14
表 9: A 股主要汽车股估值水平，来自 Wind 一致预期.....	14
表 10: 主要汽车股盈利预测及投资评级	16

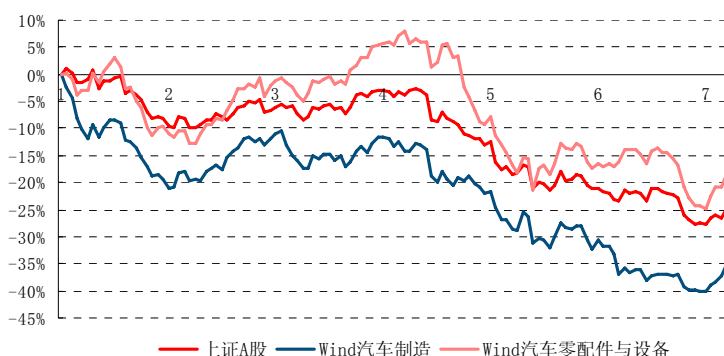


股价及产销回顾

汽车股走势回顾：跑输大盘，但远强于 04 年回落周期表现

今年截止 7 月 9 日，Wind 汽车制造（整车）、汽车零部件与设备分别累计下跌 34.4%、24.3%，同期上证 A 股指数下跌 26.6%（图 1），汽车行业整体小幅跑输大盘，而零部件和商用车则表现强于大盘。

图 1：今年截止 7 月 9 日汽车股与大盘走势比较



资料来源：Wind，中信建投研发部

虽然今年汽车股整体跑输大盘，但其下跌绝对尤其是相对幅度远不及 04 年回落周期强烈（表 1），再次验证了汽车行业虽免不了周期波动、但每一轮周期（包括产业周期和资本市场股价周期）的走势往往大不相同，背后的原因除产业景气周期上下行的驱动因素、持续时间长短不同，可能同样重要的是产业和资本市场对周期的前瞻性判断能力在周期轮回中明显提高。

表 1：历年汽车股与大盘指数涨跌幅比较，%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 截止 7 月 9 日
上证 A 股	-14.8	-5.8	115.7	114.6	-64.8	81.1	-26.6
Wind 汽车制造	-52.6	-11.8	136.9	178.5	-72.8	276.8	-34.4
Wind 汽车零部件	-19.2	-17.3	99.4	170.0	-68.5	219.0	-24.3

资料来源：Wind，中信建投研发部

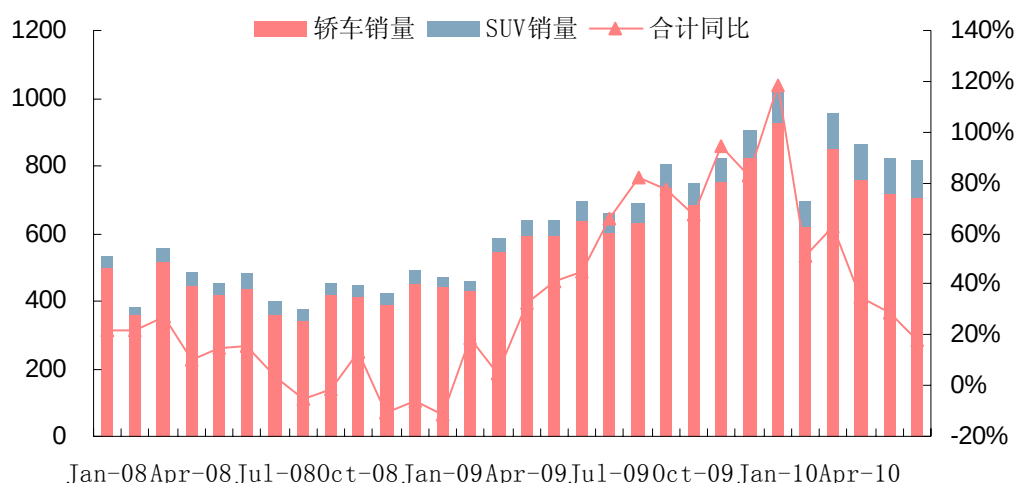
产销回顾

狭义乘用车：补库存结束效应带动乘用车景气回落

代表家庭消费需求的轿车和 SUV 合计销量绝对值及同比增速都在今年 1 月触及高点，同比增速从 1 月份的 118%回落到 6 月份的 18%。环比看，6 月份合计销量 81.6 万辆，较 1 月的 102.5 万辆下降 20%，明显弱于正常季节趋势。



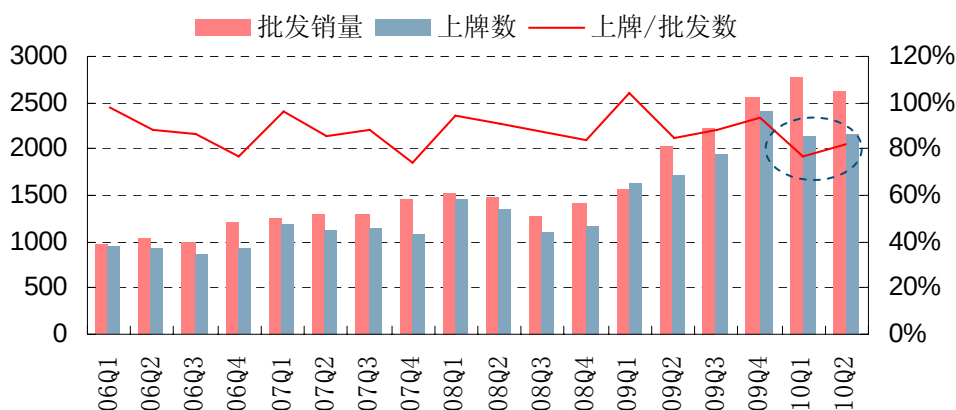
图 2：轿车、SUV 销量（千辆）及合计同比增速



资料来源：Wind，中信建投研发部

今年截止 6 月的批发销量中有很明显的补库存因素。我们统计的 1、2 季度狭义乘用车终端上牌数/批发销量值分别 77%、80%，而正常年份的平均值约 87%，且此数值的季度低点一般出现在 4 季度（图 3），因经销商为春节旺季提前备货及厂家冲击年底销量目标。按今年 1、2 季度低于正常值幅度，及正常值本身亦隐含小幅增加库存，我们估计上半年狭义乘用车经销商环节库存净增量在 70 万辆左右，再考虑年初的少量库存，截止年中经销商环节累积的库存应在 100 万辆左右，约相当于 5、6 月份终端上牌数的 1.4-1.5 倍，已达合理值上限。

图 3：狭义乘用车终端上牌数与批发销量（千辆）比较

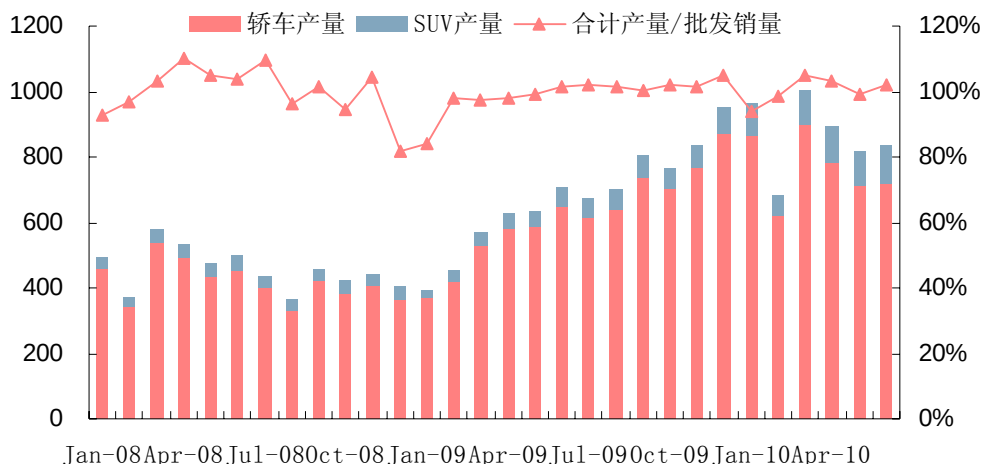


资料来源：中信建投研发部，乘联会

批发销量的回落带动产量回落（图 4），归属整车厂环节的库存变化不大（上半年累计轿车和 SUV 的产量/批发销量比 100%）。以轿车和 SUV 的合计口径，5、6 月份的产量较 3 月份高点分别下降了 18%、17%。作为正常年份标杆的 06、07 年，5 月份产量较 3 月分别下降 13%、14%，6 月份产量则仅分别下降 7%、6%。经历 2-4 月份的补库存高峰后，行业的产量及批发销量不得不更多与终端销量接近，体现为产量较大幅度下降，而超预期的产量回落及开工率下降，与终端渠道较高的库存一起，带动轿车价格松动和下行。



图 4：轿车、SUV 产量（千辆）及合计的产量/批发销量

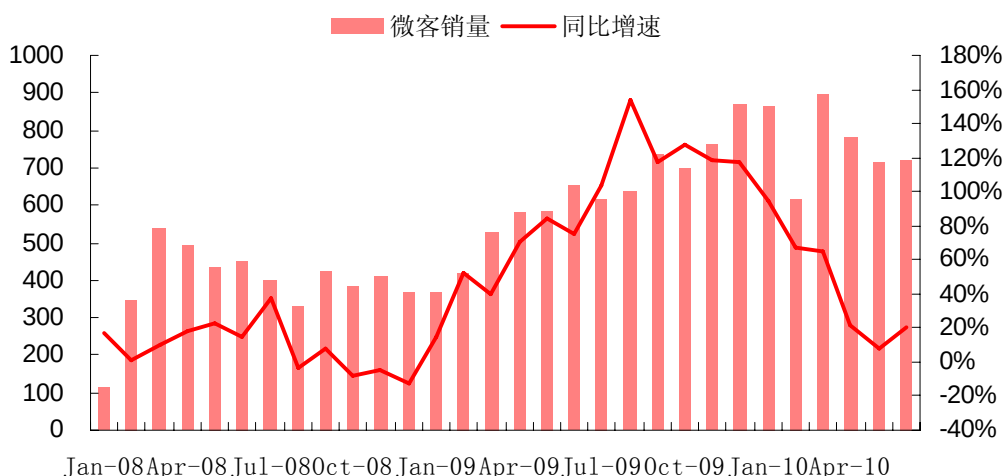


资料来源：CAAM，中信建投研发部

微客：销量中补库存比例更高，库存压力更大

由于没有直接的微客上牌数据，无法较准确衡量其终端库存情况。但上半年微客同、环比增速出现了比狭义乘用车更快的下滑，Q2 微客同比增速从 Q1 的 75% 下滑到 16%，5、6 月份销量比 3 月份高点分别下降 32%、30%。从批发销量同、环比走势，结合对部分企业的调研情况，我们判断微客上半年销量中补库存的比例比轿车市场更高，相应地目前面临的库存水平和压力也更高。

图 5：微客销量（千辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

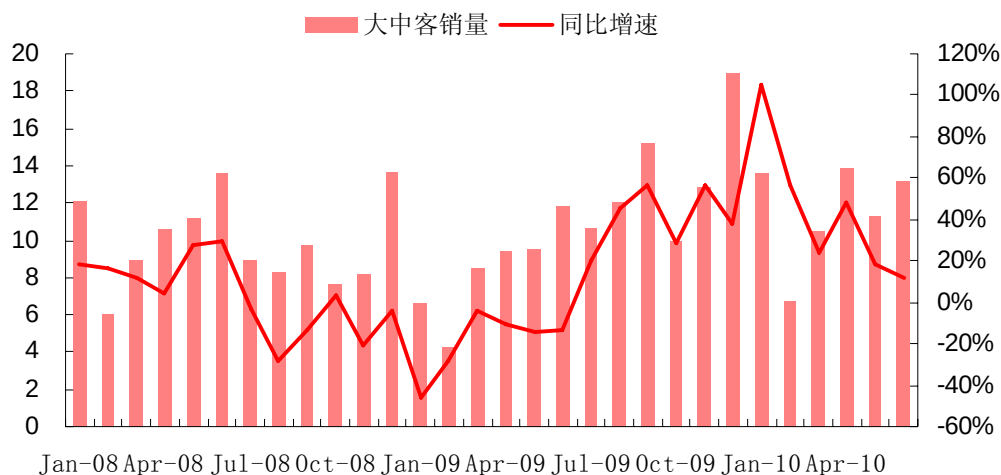
客车：高增长中恢复性因素为主

上半年客车行业保持较高且相对平稳的增速，大中客车（含非完整）合计的 Q1、Q2 同比增速分别 59%、25%，轻型客车（含非完整）同期值为 35%、34%。客车行业的较高增速主要来自 09 年较晚恢复的低基数原因，



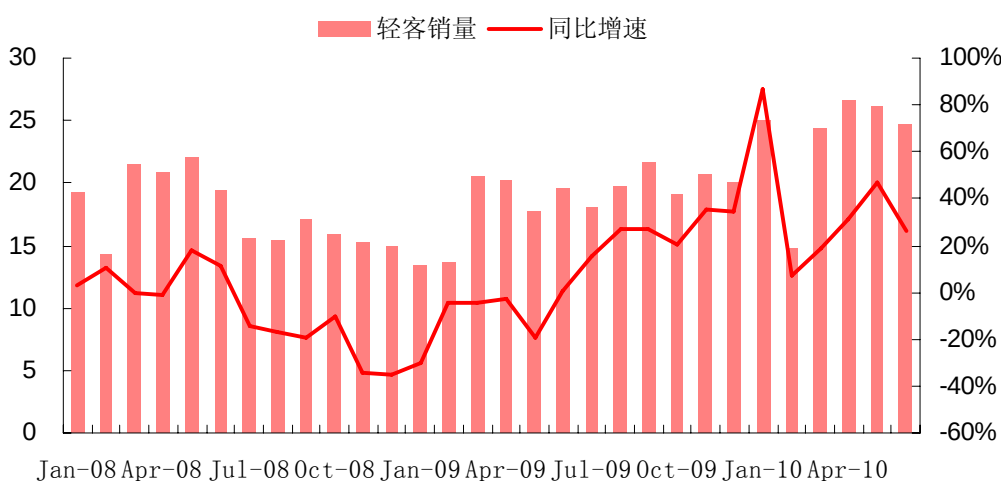
符合我们此前的预期。

图 6：大中客（含非完整）销量（千辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图 7：轻客（含非完整）销量（千辆）及同比增速



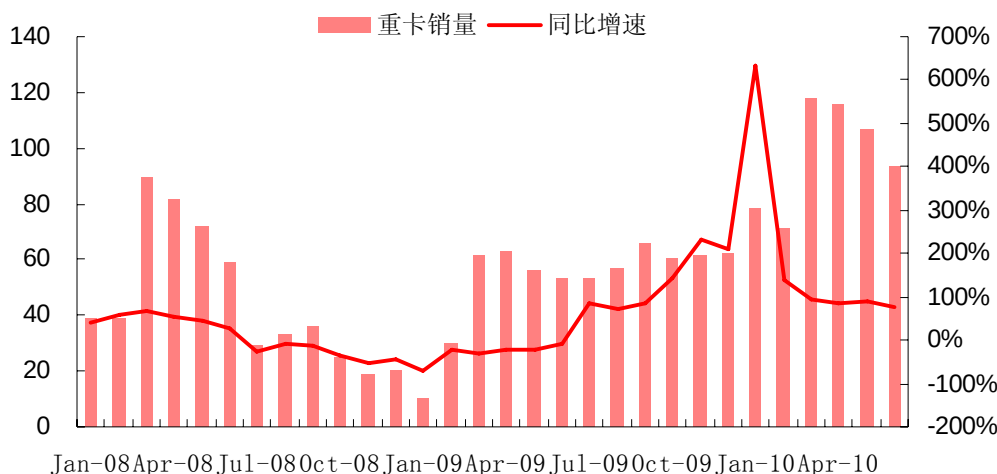
资料来源：CAAM，中信建投研发部

卡车：重卡景气超预期，轻卡增速平稳

上半年重卡累计销量 58.4 万辆，达到 09 全年销量的 92%，同比增速高达 113%，Q1、Q2 同比增速分别 163%、83%。上半年重卡的高增长在我们预期之内，但增长幅度超出我们预期。我们认为，政府投资尤其是地方政府投资的新开工固定资产项目数量多、规模庞大，及上半年进出口贸易的良好恢复态势，是重卡景气超预期的主要原因。但由于重卡经销商渠道的存在（不同于客车行业基本采取直销方式），不能排除在行业景气上升过程中，库存和订单扩张效应可能也在一、二季度放大了重卡行业景气度。



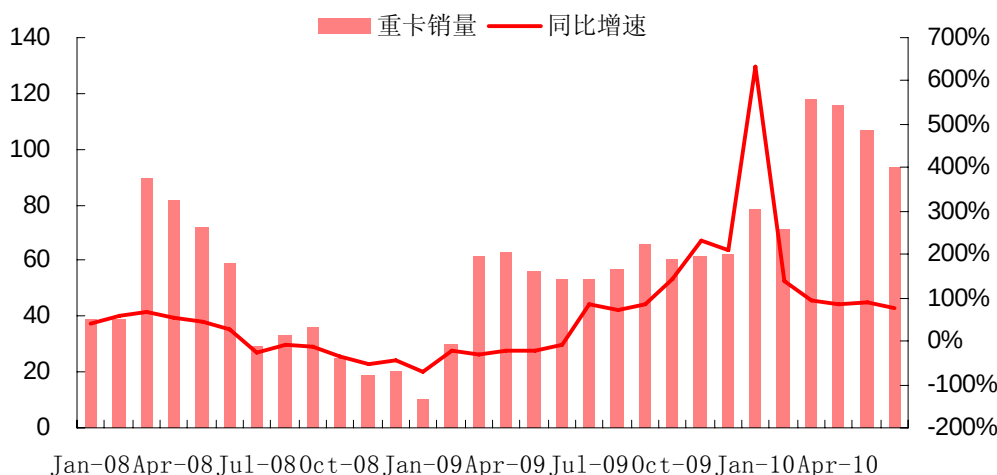
图 8：重卡销量（千辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

上半年轻卡累计销量 104 万辆，同比增长 41%，剔除春节因素对 1、2 月份销量同比影响，上半年轻卡同比增速保持了相当平稳的走势。由于单车价值较低（低于中重卡，也低于轻客）、使用寿命较短，且需求主要来自大中城市物流运输和小型工程项目，轻卡波动性较其他商用车型低，09 年恢复早（2 月份就恢复正增长态势），相应使今年同比表现较平稳。

图 9：轻卡销量（千辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

乘用车景气趋势：触底临近，但反弹特征将不明显

如何衡量行业的景气趋势？

衡量汽车行业景气走势的关键指标是产（销）量和价格。在景气下行走势中，产量的超预期缩减必然伴随



价格的下行，因为整车厂家出于销量和市场份额目标及固定成本考虑，一般宁愿适当牺牲价格也不会轻易缩减产量，所以**产量是比价格更能反映行业景气下行或“最差情况”的指标**，考虑价格指标难以测度后更是如此。

我们比较了 2004-2010 年的月度轿车产量走势（表 2）。有意义的发现有二：

- 在汽车行业景气大幅下滑的 04、08 年，3 月份的轿车产量都成为年内高点，且此后 4-12 月份的低点产量都较 3 月份高点下降约 40%；在景气走势平稳的 06、07 年，3 月份产量仅是上半年高点，且此后 9 个月的低点产量较 3 月仅低约 20%。相反，在景气持续上行的年份，如 02、03、09 年，3 月份的产量仅是 1 季度的高点，此后 9 个月的最低产量都高于 3 月份。**3 月份产量的相对高点位置成为衡量汽车行业景气上行或下行幅度的有效指标**。这也是我们在前期《库存重建，步入让利促量期》报告中提出的分析基础，并基于当时 3 月已达到的产量水平及此后 9 个月平均的趋势产量，判断轿车行业景气步入了下行周期（即低点产量回落幅度会比正常年份约 20%的幅度大）。
- 今年 5、6 月的轿车产量较 3 月高点已下降 20%，而景气大幅下滑的 04、08 年 5 月份轿车产量比 3 月低 15%、19%，6 月比 3 月低 13%、16%。以此衡量，**今年截止 6 月份轿车景气回落带来的产量回调速度甚至比 04、08 年更快**。

表 2：轿车月度产量（千辆）及“4-12 月最低产量较 3 月产量增长”

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	增长
2002	57	43	75	90	81	95	97	101	111	108	113	117	8%
2003	130	107	157	165	158	170	165	163	186	163	195	197	1%
2004	142	189	247	243	210	216	172	172	183	147	194	171	-40%
2005	170	131	234	245	212	264	244	237	255	218	265	293	-9%
2006	278	262	353	354	306	334	294	282	342	307	378	357	-20%
2007	427	305	441	405	371	408	371	355	410	380	459	465	-19%
2008	460	345	537	491	435	451	398	332	423	384	408	366	-38%
2009	368	417	528	580	588	652	615	640	736	699	764	869	10%
2010	863	618	898	760	715	720							?

资料来源：Wind，中信建投研发部

在今年 5、6 月轿车产量已经出现 20%回调情况下，景气趋势弱于正常年份（06、07 年）已基本成为事实，剩下的问题则是**以产量衡量的轿车行业景气走势继续回落的幅度还有多大**？如果今年后 6 个月的低点产量继续在 6 月份水平上回落 20%左右，则无疑行业景气将出现类似 04、08 年的大幅回落；如继续回落幅度明显小于 20%，则今年景气回落将远不及 04、08 年周期，且更重要的是隐含主要的景气回落过程已完成。

库存上升及减产的主要阶段应已完成，景气触底临近

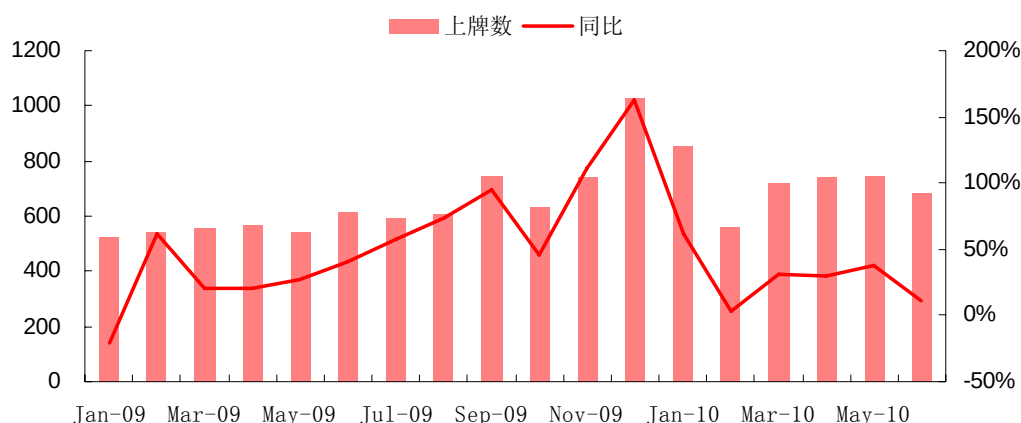
我们在“产销回顾”分析中判断目前狭义乘用车行业的经销商库存绝对值约 100 万辆，库存月销量比已达 1.4 左右的合理值上限。由于经销商面临的库存压力已较大，全行业范围继续明显增加库存量几无可能性，厂家后续的产量和批发销量必须与终端销量趋于收敛。

如此，我们对厂家后续产量、批发销量走势的判断将基本取决于对终端销量的判断，而较少再受到库存量变动的影响。



今年 1-6 月的终端上牌数同、环比表现（图 10）要远较批发销量平稳，Q1、Q2 同比增长 32%、26%，Q2 环比 Q1 上升 1.6%，而 06、07 年同期的环比分别是 -2.5%、-6.5%。以此衡量，自 09 年 12 月异常火爆的终端销售形势回落后，今年 1-6 月终端销售形势虽然可能已受到宏观经济和股市运行的一些负面影响，但总体上还是回归正常销售态势的一个相对平稳过程。

图 10：狭义乘用车终端上牌数（千辆）及同比



资料来源：中信建投研发部

按照目前终端销售的环比态势及库存已达到的水平，我们估计今年 3 季度狭义乘用车的批发销量（产量）比 2 季度下降约 7%，对应销量 240 万辆左右。以单月衡量，最可能成为年内低点的 7、8 月份产量较 6 月份下降幅度应不会超出 10% 范围。（3 季度一般 7、8 月明显低于 9 月，但今年 2 季度 5、6 月份也明显低于 4 月）

基于我们对 3 季度低点产销量继续回落幅度在 10% 以内的判断，我们认为，到 6 月份为止，轿车行业主要的库存上升和减产过程应已完成。

相应地，我们可以对今年轿车景气趋势运行的下行趋势做出两方面判断：

- 虽然 5、6 月份产量回调幅度已堪比 04、08 年，但全年轿车的景气运行不会出现如 04、08 年的大幅下滑态势；
- 无论从产量继续回调的幅度还是低点产量实现的时间（7、8 月份概率大），轿车行业的景气运行正在接近底部过程中。

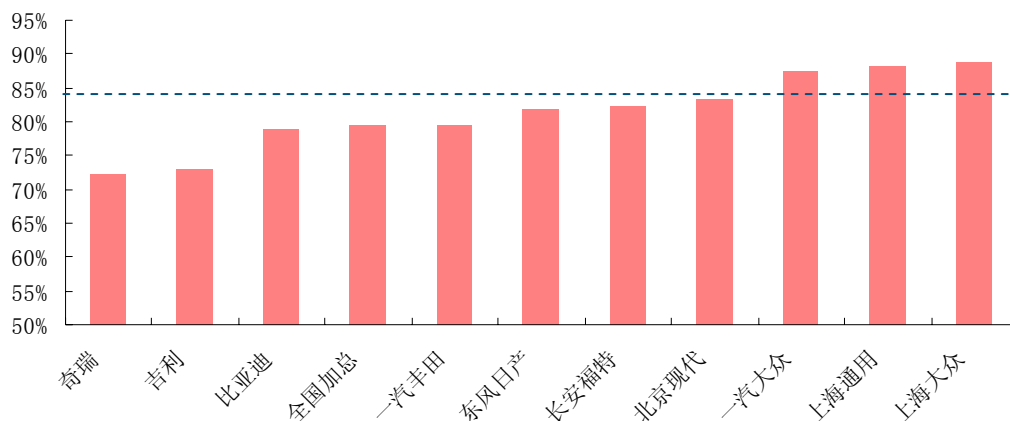
另一个支撑我们对景气触底临近或产量继续回调幅度较小判断的因素是，今年迄今为止的轿车行业库存压力具有很大的结构性特征（图 11）。南北大众、通用到 6 月底仍保持了正常偏低的库存水平，库存压力大的主要是以奇瑞、吉利、比亚迪为代表的自主品牌及受“召回门”打击的日系厂商。

结构性的库存压力意味着占据市场主流地位的大众、通用、日产、现代等厂商后续仍可通过降价策略（前期基本无优惠或力度较小）来刺激消费者购买，以维持行业产销量水平。在合资品牌和自主品牌及合资品牌之间具有一定品牌和价格区隔的情况下，这将增加行业整体的销量水平，从而支撑行业产销量不至于继续大幅下滑。也就是结构性库存压力意味行业仍有“让利促量”的空间。



行业仍有“让利促量”的空间，也意味后面产销量的不确定性要小于价格变动的不确定性。这也与我们宏观策略团队对“二次去库存”典型特征的判断类似，即二次去库存过程主要是价格的下跌而非产销量。汽车行业今年的二次去库存过程也主要是对去年景气上行期坚挺的车价的修正，在中国目前阶段所具有的巨大汽车消费潜力支撑下，车价下行刺激需求释放将为行业产销量（终端而非批发销量）的相对平稳提供支撑。

图 11：主要合资公司及自主品牌轿车厂 1-6 月累计的终端上牌数/批发销量



资料来源：中信建投研发部

触底后景气反弹特征将不明显，3-4 个季度维持弱均衡状态

与对景气继续回落幅度及何时触底判断同样重要，甚至更为重要的是，随后的景气反弹幅度会有多大？我们的基本看法是，轿车行业触底后景气反弹特征将不明显，从今年 4 季度开始至少 3-4 个季度内将维持弱均衡的供需和竞争态势。

支撑我们此判断的主要依据是对季度销量走势和行业产能的估计。考虑销售季节性、库存效应及宏观经济强度，我们预计 10Q4 开始的环比批发销量（产量）回升幅度较缓和（表 3），到 11Q2 的销量估计同比增幅约 13%；同时我们的产能统计表明 2010-2012 年行业的技术产能复合增长率在 14%左右（表 4），再考虑产能的相当大弹性，则到 11Q2 的行业供需态势仅可能恢复到接近 10Q2 情况，仍将处于供需弱均衡状态。

触底后的景气反弹特征不明显，意味由产能和新车型供给充分引发的激烈价格竞争压力将持续存在，而价格竞争压力至少将侵蚀部分处于弱势地位厂商的盈利能力水平和“改善预期”，同时对全行业的盈利能力环比预测仍将面临下调风险。

表 3：“轿车+SUV”季度及全年销量（千辆），10Q3 后为预测值

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2009	1515	1973	2154	2477	8118
2010	2672	2503	2334	2512	10021
同比	76%	27%	8%	1%	23%
2011	2678	2825	2759	3116	11378
同比	0%	13%	18%	24%	13.5%

资料来源：中信建投研发部



表 4：狭义乘用车产能统计，万辆

	2009	2010	2011	2012
年底产能	1037	1251	1338	1595
同比		21%	7%	19%
年均产能	950	1144	1294	1466
同比		20%	13%	13%

资料来源：中信建投研发部

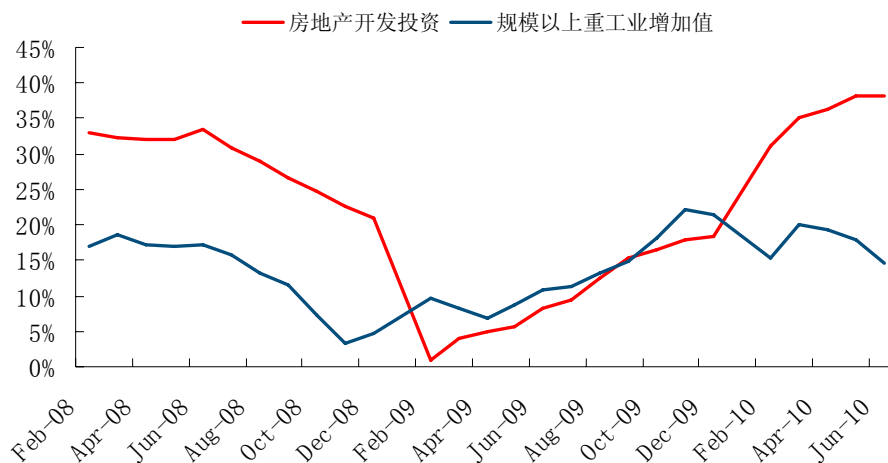
商用车景气趋势：重卡不确定性增加，客车仍将较平稳

重卡：持续高景气后不确定性增加

重卡 09Q3-10Q2 延续四个季度的高增长，尤其是今年 1、2 季度的景气繁荣是多种因素叠加的效果：4 万亿刺激政策拉动的中央和地方固定资产新开工项目建设持续处于高位、房地产开发投资和进出口贸易都出现大幅度复苏、08Q3-10Q2 的低基数。

展望下半年及明年，由于 4 万亿拉动的基建项目新开工高峰渐过，房地产投资和进出口及重工业生产（图 12、13）可能受到国内地产调控政策和欧美经济趋弱的负面影响，且最近的高销量已弥补了之前销售低迷带来的更新不足影响，我们认为重卡市场 4-5 个季度内的不确定性较大。重卡行业在今年 2 季度已达到景气高点的概率相当大，虽然难以判断后续景气趋弱的幅度。

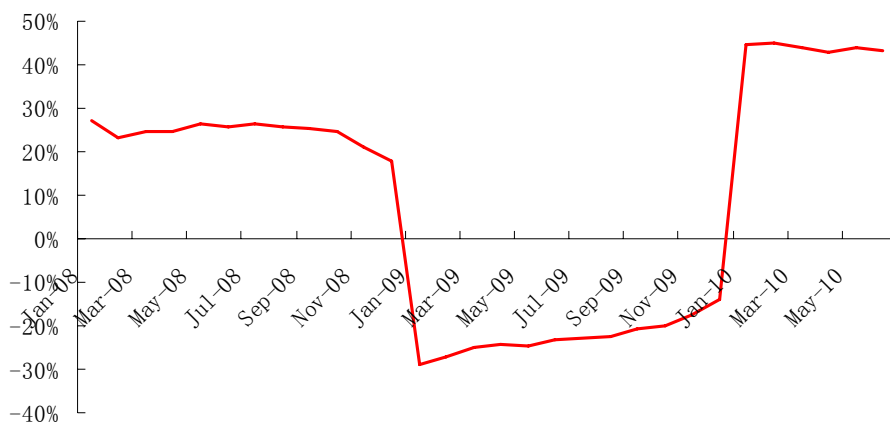
图 12：房地产投资、规模以上重工业增加值累计同比



资料来源：中信建投研发部



图 13: 进出口总额累计同比增速

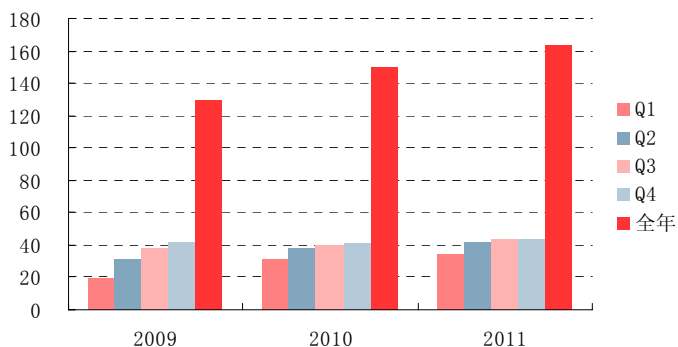


资料来源: 中信建投研发部

客车: 走势仍将平稳, 新能源客车将成亮点

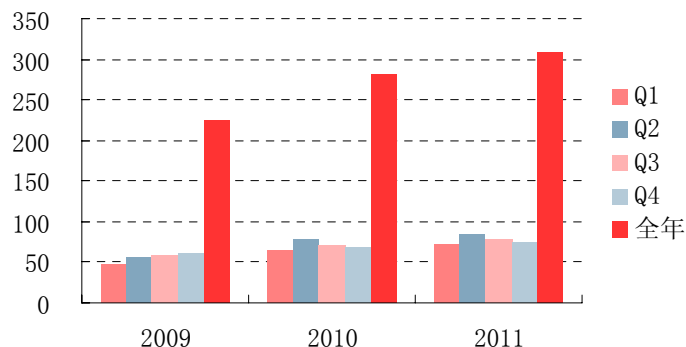
由于季节性周期波动较弱 (08 年下行周期以来未受到明显的总量性购买刺激政策影响), 客车将是下半年唯一环比上半年有所增长的子行业。我们预测大中、轻型客车全年同比增长率分别 15%、25%。其中, 大中客车市场将受到新能源客车推广试点新增 7 个城市的正面推动。

图 14: 大中客车 (含非完整) 销量 (千辆) 预测



资料来源: CAAM, 中信建投研发部

图 15: 轻型客车 (含非完整) 销量 (千辆) 预测



资料来源: CAAM, 中信建投研发部

宏观和行业演化的一些新趋势

经济转型期的到来和不确定性, 使目前时点上的投资尤其是对周期性行业的投资, 必须更多考虑宏观和行业的重要中周期因素, 这些因素对行业的盈利能力、估值水平已经或将产生重要的趋势性影响。

随着汽车行业今年由补库存效应引发的景气回落过程进入尾声, 行业的景气运行及股价表现也正越来越多受到中周期因素而非短期因素的影响。

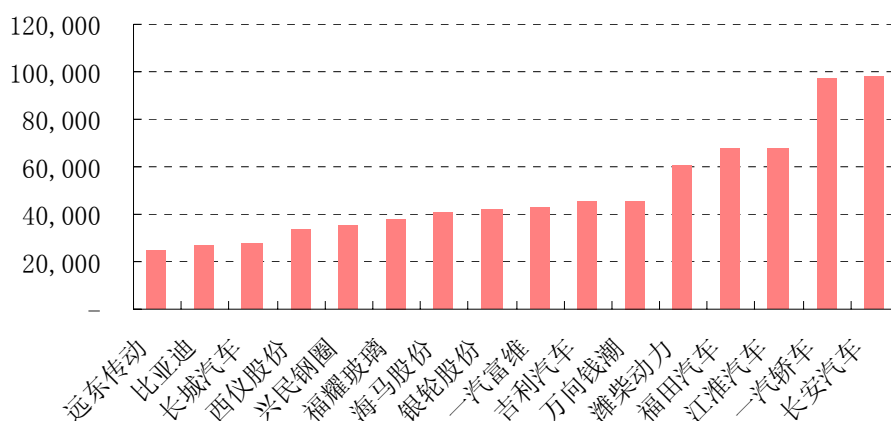


趋势一：产业工人工资上涨的压力与机会

宏观研究及今年较多的罢工事件表明中国很可能已越过刘易斯拐点，劳动力的渐趋稀缺将使产业工人工资在中期内进入持续较大幅度上涨过程中。

工人工资的普遍上涨将带来制造业成本上升压力，汽车行业亦是如此，正如上半年发生的罢工事件里有多起来自汽车行业。我们并不分析普遍性的成本上升压力对汽车业的影响（程度），仅分析这种压力的分布差异。结合公开披露和调研数据，汽车业内的民营整车和零部件厂对低成本工资的依赖度比国有企业更高，而合资企业中，日韩系零部件和整车厂的工人工资支付较欧美系低。

图 16：部分 A 股、H 股汽车上市公司人均年工资支付，元



资料来源：中信建投研发部

另一方面，全社会产业工人工资的普遍性上涨也将为汽车产业需求带来积极性影响。目前国内（汽车）产业工人工资大致是中西部 2000 元/月左右、东部 3000-4000 元/月（少数企业会明显超出此范围），按现有上涨趋势，5 年左右工人工资很可能增加一倍，即进入 4000-8000 元/月范围，而这一收入水平将可以支撑 5-10 万元的经济型轿车的消费需求。工资持续上涨带来的消费能力提升，将在中期内推动中国真正进入汽车大众消费时代。

趋势二：行业销量增速中枢下移

汽车行业在 00-05、05-10 的两个 5 年周期内分别保持了 23%、24% 的年均复合增速，其中轿车的复合增速分别 35%、26%，处于持续的高增长长期。

对于未来 5 年（10-15）的销量增速前景，我们采取简单模拟的方法，假设乘、商用车复合增速 13%、5% 以及 18%、10% 两种情景（表 5），汽车总销量将分别达到 2842、3540 万辆，对应行业复合增速 11%、16%。即使考虑人均指标，这两种情景尤其后一种情景对应的汽车消费已达到相当高的水平。在没有大规模整车出口情况下（5 年内出现此情况可能性小），全行业未来 5 年的销量增速中枢较此前 5 年明显下移是大概率事件。

销量增速中枢明显下移将对行业景气和股票投资带来两方面重要影响：1）由短期超预期需求爆发引发的全行业供给紧张和景气繁荣出现的可能性降低；2）行业性的估值水平将下移，市场份额变化及新增长点支撑估值的关键因素。



表 5：汽车销量历史增速及未来 5 年销量增速模拟

	销量，万辆					CAGR			
	2000	2005	2010 E	2015 E1	2015 E2	00-05	05-10	10-15 E1	10-15 E2
汽车	209	576	1667	2842	3540	23%	24%	11%	16%
乘用车		397	1262	2324	2886		26%	13%	18%
轿车	61	279	881			35%	26%		
商用车		178	406	518	654		18%	5%	10%
重卡		24	93				32%		

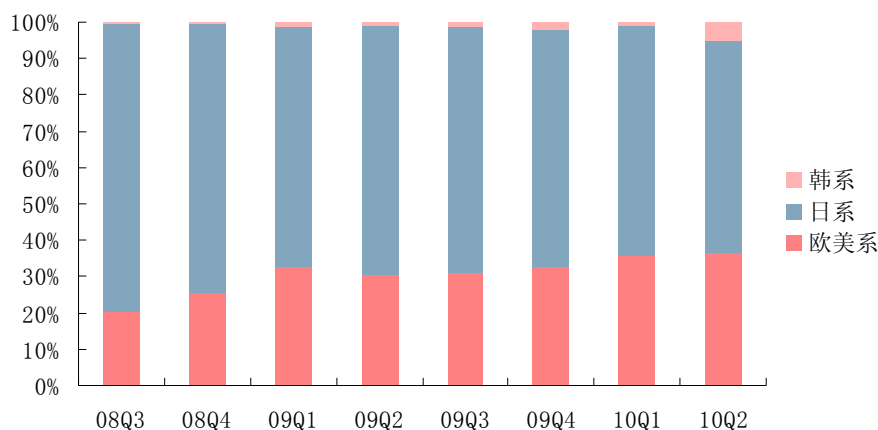
资料来源：中信建投研发部

趋势三：合资企业中欧美系市场份额趋于上升

我们判断欧美系在国内合资整车厂中的市场份额趋于上升，原因如下：

- 车型竞争：日系主要合资厂一汽丰田、广汽丰田、东风日产、东风本田、一汽马自达多在 04 年左右成立，其全球战略车型雅阁、凯美瑞、马 6、思域、卡罗拉、CRV、天籁等导入中国市场基本都在 07 年及以前，并取得很好的市场销售表现；07 年以来，欧美系的大众、通用、神龙则明显加大了中国市场开拓力度，新引入了斯柯达、雪佛兰等经济型品牌，并导入新君威、新君越、明锐、昊锐、途观、C5、408、CC 等中级和中高级战略新车型，品牌覆盖范围和产品竞争力趋于上升。
- 品牌竞争：“召回门”对丰田和日系整体品牌的负面影响难以在短期内消除。
- 新进入者：广汽菲亚特、东风标致雪龙将是国内乘用车市场 2-3 年内主要的新合资公司。

图 17：国内中高级轿车及紧凑型 SUV 市场份额变化



资料来源：中信建投研发部

趋势四：豪华车国产化加速，价格将明显下行

09 年国内豪华车销量约 45 万辆，占狭义乘用车总销量的 5.4%，远低于全球平均水平的约 10%（欧洲市场豪华车占乘用车销量比达到 20%）。国内豪华车占比低，除平均消费能力制约，整车进口高关税及国内生产的豪



华车零部件国产化率低导致豪华车售价大幅高于海外市场也是很重要的原因。

两方面的因素变化正在推动豪华车的市场发生重要变局，即豪华车整车和零部件的国产化比例提高、价格下行、受众扩大：1) 国内市场已具有的销量规模及增长前景，使宝马、奔驰、奥迪快速推进国产化战略，其国内整车产能和零部件国产化率都将明显上升；2) 吉利收购 Volvo 后可预见将实施大规模国产化战略，也将推动豪华车市场的竞争更激烈。

豪华车市场价格下行、受众扩大将使国内中高级车价格继续承受向下压力，同时也会为豪华车和中高端车零部件国产配套带来增量市场。

表 6：主要欧系豪华车厂商公布的中国市场销量及产量规划，辆

		2009	2010	2011E	2012E	2015E
奔驰	产能	25000	50000	70000	100000	150000
	产量	14621				
	销量	66730				300000
宝马	产能	44000	75000	75000	175000	300000
	产量	44290				
	销量	90536				
奥迪	产能	200000	200000			
	产量	142081				
	销量	165000				

资料来源：中信建投研发部

投资建议：估值安全性和修复机会是下半年策略主线

A 股主要汽车股估值已与国际市场接轨

国际市场（包括香港市场）汽车整车及零部件公司 2010 年的动态市盈率分化较大，因为部分公司盈利能力仍在恢复过程中使市盈率偏高，盈利能力较正常（或较高）的公司，如整车的日产、现代及零部件的江森自控、大陆集团、法雷奥、博格华纳等，2010 年动态市盈率基本处于 9-15 倍区间、平均 13 倍水平，2011 年行业的动态市盈率降低到平均 10 倍水平（表 7、表 8）。

表 7：国际市场汽车整车股估值水平

	总市值, RMB 亿元	10 P/B	10 P/S	09 PE	10 PE	11 PE	10 PEG
大众	2,832	0.81	0.31	25.6	18.0	10.4	0.76
戴姆勒	3,791	1.32	0.51	N/A	16.1	11.5	0.71
宝马	2,145	1.18	0.46	38.0	17.2	10.9	0.22
雷诺	848	0.54	0.29	N/A	25.2	6.6	1.91
菲亚特	892	1.05	0.20	N/A	54.4	11.3	N/A
丰田	8,234	0.93	0.55	46.7	20.0	12.5	0.30
日产	2,225	0.89	0.36	61.8	13.3	9.5	0.19
现代	1,731	1.51	0.89	12.8	8.4	7.3	N/A



东风集团	745	2.19	0.70	11.9	10.4	9.3	0.67
比亚迪	1,137	4.81	2.04	28.2	21.1	16.7	0.52
吉利	162	2.00	0.89	12.8	10.7	8.7	0.47
长城	145	1.68	0.76	14.2	11.0	9.0	0.50
平均		1.57	0.66	28.0	18.8	10.3	0.62

资料来源: Bloomberg, 中信建投研发部

表 8: 国际市场汽车零部件股估值水平

	总市值, RMB 亿元	10 P/B	10 P/S	09 PE	10 PE	11 PE	10 PEG
江森自控	1,304	1.86	0.57	17.3	14.6	11.7	0.97
博格华纳	318	2.00	0.92	34.4	16.8	12.5	0.87
李尔	216	1.47	0.29	N/A	18.1	10.8	0.83
天合	237	2.16	0.27	7.7	7.7	6.9	0.84
大陆集团	793	1.81	0.41	N/A	12.5	9.2	0.52
GKN	206	1.81	0.42	N/A	10.5	7.7	0.09
法雷奥	160	1.39	0.22	N/A	12.1	8.4	4.02
佛吉亚	142	3.16	0.13	N/A	40.0	8.4	N/A
麦格纳	529	0.97	0.37	75.5	12.9	10.8	0.77
电装	1,761	1.05	0.74	28.6	18.2	14.7	N/A
爱信精机	566	1.03	0.34	42.5	12.5	10.4	N/A
摩比斯	1,081	2.02	1.47	11.0	8.8	7.6	N/A
合计平均		1.73	0.51	31.0	15.4	9.9	1.12

资料来源: 中信建投研发部

以 Wind 一致预期的盈利数据, A 股主要汽车股 2010、2011 年动态市盈率平均 13 倍、11 倍, 已基本与国际市场接轨, 但 P/B 估值明显高于国外市场。投资者在低 PE 估值情况下对汽车股的担心主要来自短期盈利下调风险和中期 ROE 下降的担忧。

表 9: A 股主要汽车股估值水平, 来自 Wind 一致预期

证券代码	证券简称	收盘价, 7.23	P/B	09 PE	10 PE	11 PE
600104.SH	上海汽车	14.59	2.75	18.86	12.69	11.25
000800.SZ	一汽轿车	17.66	3.45	17.64	13.03	11.21
000625.SZ	长安汽车	10.16	2.51	21.91	11.74	10.25
600166.SH	福田汽车	19.21	3.95	16.97	12.21	10.46
000951.SZ	中国重汽	21.81	3.02	21.38	12.51	11.24
000550.SZ	江铃汽车	21.45	3.47	17.53	13.06	11.29
600006.SH	东风汽车	4.98	1.81	31.33	16.88	13.60
600418.SH	江淮汽车	8.42	2.37	32.33	12.52	9.46
600686.SH	金龙汽车	7.28	2.09	21.39	15.50	12.94
600066.SH	宇通客车	16.6	4.94	15.32	12.63	11.02
000338.SZ	潍柴动力	68.04	4.23	16.63	11.83	10.90
000581.SZ	威孚高科	16	3.05	20.25	15.10	12.57



600660.SH	福耀玻璃	10.27	5.08	18.40	12.78	10.94
600741.SH	华域汽车	9.04	1.81	15.25	11.81	10.43
600742.SH	一汽富维	22.23	2.69	13.26	11.14	9.23
平均			3.15	19.90	13.03	11.12

资料来源: Wind

投资建议：淡化触底预期，迎接估值修复

淡化汽车行业基本面触底反弹预期

我们认为站在目前时点上对汽车股的投资应淡化基本面（汽车行业景气）触底反弹的预期，因为：

- 我们前面的分析表明，狭义乘用车行业库存上升和产量缩减的主要阶段应已过去，产量继续缩减的幅度有限，月、季度产量在 3 季度触及低点可能性大，但已为市场所预期。从投资介入角度，等待基本面继续触底的意义已不大。
- 更重要的是，在行业触及季度低点后，后续的景气反弹幅度将相当有限，产能和新车型的供应充足将使行业维持在供需弱均衡和激烈（价格）竞争状态。

估值安全性和修复机会是下半年策略主线

我们认为在下半年的汽车股投资中，应继续强调估值的安全性：

- 行业供需弱均衡和激烈竞争状态将持续，实际价格下行幅度及其对盈利的影响仍具有较大不确定性，至少行业内处于竞争弱势地位的公司今年下半年和明年盈利下调的风险较大；
- 宏观经济进入转型期为汽车消费和行业盈利能力带来变数，汽车销量基数抬高使中期内的增速中枢下移，行业整体的合理估值中枢已下移，估值偏高个股面临估值回归的风险较大。

在估值安全性的基础上，我们认为下半年有望继续演绎结构性的估值修复行情：

- 我们预计 2010、2011 年狭义乘用车销量增速分别 25%、13%，虽然增速较 09 年高峰明显回落，且全行业的盈利能力下半年会低于上半年，但此销量增长幅度将足以支撑处于竞争优势地位的整车和零部件公司在下半年维持高盈利能力，并可于 2011 年获得业绩增长。行业的盈利下调也将具有明显结构性特点。
- 无论是与下降后的国内汽车销量增速还是国际汽车股估值比较，低估值的盈利能力稳定类公司已具有较好的估值安全边际。

下半年汽车行业的估值修复行情有望继续演绎，但基本面和估值面还不支撑全面、持续性的上涨，我们维持汽车行业“中性”投资评级。

估值修复行情的选股思路：短期业绩确定性和中期盈利能力稳定性

我们对估值修复行情的选股思路是，短期业绩确定性高和中期盈利能力稳定类的低估值公司：



- 短期业绩确定性高：包括主要欧美系合资整车厂及相关配套零部件商，大中客车及轻客、轻卡行业公司；
- 中期盈利能力稳定性高：选择细分市场份额高及份额趋于上升的公司，对劳动力成本上升趋势抵抗能力更强的公司。

循以上思路，我们重点推荐**华域汽车**、**宇通客车**、**江铃汽车**、**福耀玻璃**、**一汽富维**、**上海汽车**。我们对主要汽车股的盈利预测和投资评级如下：

表 10：主要汽车股盈利预测及投资评级

证券代码	证券简称	股价	P/B	09 EPS	10 EPS	11EPS	09 PE	10 PE	11 PE	评级
600104.SH	上海汽车	14.59	2.77	0.77	1.31	1.38	18.9	11.1	10.6	买入
000800.SZ	一汽轿车	17.66	3.45	1.00	1.40	1.32	17.7	12.6	13.4	增持
000625.SZ	长安汽车	10.16	2.51	0.46	0.93	0.84	22.1	10.9	12.1	增持
000927.SZ	一汽夏利	8.89	3.87	0.11	0.29	0.26	80.8	30.7	34.2	中性
000550.SZ	江铃汽车	21.45	3.47	1.22	2.15	2.27	17.6	10.0	9.4	买入
600066.SH	宇通客车	16.60	4.94	1.08	1.48	1.63	15.4	11.2	10.2	买入
000951.SZ	中国重汽	21.81	3.06	1.02	2.10	1.95	21.4	10.4	11.2	增持
600166.SH	福田汽车	19.21	4.10	1.13	1.88	1.75	10.2	10.2	11.0	增持
600418.SH	江淮汽车	8.42	2.44	0.26	0.68	0.57	12.4	12.4	14.8	中性
000338.SZ	潍柴动力	68.04	4.23	4.09	6.05	5.75	16.6	11.2	11.8	增持
600741.SH	华域汽车	9.04	1.92	0.59	0.88	0.98	15.3	10.3	9.2	买入
600742.SH	一汽富维	22.23	2.75	1.68	2.10	2.25	13.2	10.6	9.9	买入
600660.SH	福耀玻璃	10.27	4.99	0.56	0.81	0.86	18.3	12.7	11.9	买入
	平均		3.42	1.07	1.70	1.68	21.54	12.64	13.05	

资料来源：中信建投研发部

风险分析

- 宏观经济波动影响消费信心，使下半年汽车销量低于预期；
- 价格竞争对利润的侵蚀超出预期。



分析师介绍

陈 政：北京大学金融学硕士、法学学士，汽车行业分析师。大型国企战略管理岗位 3 年工作经验，精于行业竞争结构和公司竞争力分析；现专注于对汽车等耐用消费品消费升级趋势和短期扰动因素的研究。获今日投资 2008 年度“最佳分析师入围奖”。

刘 韧：合肥工业大学会计学硕士，汽车行业分析师。2 年汽车及交通运输行业研究员工作经验，专注于从成本、供给与需求趋势和产业链上下游角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

基金研究服务

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。