



突破谨慎预期概率大

乘用车：2011 年汽车消费仍将维持在较繁荣状态

宏观：虽然近期“防通胀”成为宏观政策的优先目标，但我们认为明年经济出现“（较）高增长、（较）高通胀”而非“低增长、高通胀”的可能性较大。在此宏观环境下，国内外的历史数据都表明汽车消费保持在较繁荣状态的可能性大。

政策：在今年销量基础上的量化分析表明，购置税退出、节能车政策全年执行使全行业净补贴额减少约 75 亿，假设按 20%、25%、35%、20%比例在消费者、经销商、整车厂、零部件厂间分摊，实际对每个产业链环节的盈利能力影响相当小。预计“汽车下乡”政策继续执行可能性较大，车船税政策需进一步修改可能性大、对 2.0 升以下销量影响小。

产销匹配：2010 全年乘用车销量约 1370 万辆、同比增长约 33%，增速较 09 年的 53%下降 20 个百分点。预计 2011 年乘用车销量增长 15%-20%，主流合资品牌产能短缺的状况将持续。

商用车：高景气后关注产业升级及国际市场开拓

2010 全年商用车销量近 430 万辆、增长率约 30%，增长率较 09 年的 26%小幅提高。重型商用车（重卡、大客）高增长突出。

增速中枢下移：由于高基数及国内宏观经济的投资率很可能将趋于下降，商用车销量未来 5 年的增速中枢有较大可能从过去 5 年的 20%下降到 10%左右。

产业升级成为必然：经济发展、环境保护、劳动力成本上升、人民币升值都带来对商用车产品设计到制造、管理流程全面升级的要求，满足下游需求的同时向产业链附加值更高的环节延伸。

国际市场开拓：国内商用车行业已具备开拓国际市场的性价比和产业链优势。

投资意义：产业升级、国际市场带来产业潜在总价值提升的同时，可能加速行业内公司的竞争分化。

汽车股估值现状：核心公司更多反映谨慎预期

历史纵向比较、与国际和港股汽车股估值比较还是产业资本的增持价比较，A 股核心汽车股的估值已处于相对偏低的水平。

预测核心公司 2011 年的净利润增速有望达到并超过 20%水平，与利润增长前景比较，目前的动态估值水平亦偏低。

投资建议：行业“增持”评级，突破“谨慎预期”概率大

明年基本面走势突破市场目前谨慎预期的可能性较大，行业核心公司有较大概率在 2011 年获得绝对收益，也有望在市场估值收敛的情况下获得较好的相对收益。

重点推荐公司：乘用车领域竞争地位稳固上行的公司，华域汽车、福耀玻璃、上海汽车、一汽富维；商用车领域产品升级和国际开拓具领先优势公司，宇通客车、江铃汽车、福田汽车。

汽车行业

调升

增持

陈政

chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

刘韧

liuren@csc.com.cn

010-85130966

执业证书编号：S1440210070001

发布日期：2010 年 12 月 17 日

股价表现



相关研究报告

10.07.26	2010 年中期投资策略报告会之汽车行业：淡化触底预期，迎接估值修复
10.08.23	汽车行业：新的产、销、库存均衡形成
10.09.02	汽车行业：新均衡形成，消费特征凸显



目 录

乘用车：2011 汽车消费仍将维持在较繁荣状态.....	1
2010 产销回顾：7 月景气触底后快速回升，品牌分化明显.....	1
2011 宏观环境：高增长、高通胀格局下汽车消费更可能维持强势.....	2
2011 政策环境：部分政策合理退出，对产业链盈利影响很小.....	4
2011 产销预测：销量增速 15%-20%，产能结构性缺口延续.....	6
商用车： 高景气后关注产业升级和国际市场开拓.....	9
增速中枢下移，关注产业升级和国际市场	9
中重卡：中西部基础设施及保障房建设支撑 2011 年增长.....	10
大中客：“两会”助力今年高增长，2011 年中期趋势.....	11
轻型商用车：城乡物流需求持续增长，支撑 2011 销量平稳增长.....	12
汽车股估值现状：核心公司更多反映谨慎预期	13
纵向比较：核心公司 PE 估值处于历史底部区域.....	13
横向比较：核心公司与国际市场接轨，略低于港股汽车股估值水平.....	14
博世大比例认购威孚增发股权反映产业资本态度乐观.....	15
我们的看法：市场现有估值水平更多反映了偏谨慎的预期.....	15
投资建议：2011 核心公司继续超预期可能性大，行业评级“增持”	16
给予行业“增持”评级	16
乘用车：增持竞争地位稳固上行的核心公司	16
商用车：增持在产业升级、开拓国际市场方面具领先优势的公司.....	17
重点公司盈利预测及投资评级	17
风险分析	18



图表目录

图 1: 狭义乘用车、微客月度同比增速	1
图 2: 乘用车各车型截止 10 月累计销量及同比增速	1
图 3: 狭义乘用车批发销量、上牌数 (单位: 万辆) 及同比增速	1
图 4: 美国轻型车销量市场份额	2
图 5: 06 年来国内 CPI 与轿车销量增速, %	3
图 6: 07 年来印度 CPI 与乘用车销量增速, %	3
图 7: 08 年来阿根廷汽车产量同比增速	3
图 8: 轿车销量、净增量 (万辆) 及同比增速	6
图 9: SUV 销量、净增量 (万辆) 及同比增速	6
图 10: MPV 销量、净增量 (万辆) 及同比增速	7
图 11: 微客销量、净增量 (万辆) 及同比增速	7
图 12: 狭义乘用车、微客月度产量, 万辆	7
图 13: 05 年来乘、商用车增速比较	9
图 14: 国内汽车产品出口金额, 亿美元	9
图 15: 重卡月销量及同比增速	10
图 16: 中卡度销量及同比增速	10
图 17: 重卡年销量及同比增速	10
图 18: 中卡年销量及同比增速	10
图 19: 进出口总额 (当月值) 同比	11
图 20: 房地产新开工面积累计同比	11
图 21: 大客 (含非完整) 月销量及同比增速	11
图 22: 中客 (含非完整) 月销量及同比增速	11
图 23: 大客 (含非完整) 年销量及同比增速	12
图 24: 中客 (含非完整) 年销量及同比增速	12
图 25: 轻、微卡合计月销量及同比增速	12
图 26: 轻客 (含非完整) 月销量及同比增速	12
图 27: 轻、微卡年销量及同比增速	13
图 28: 轻客 (含非完整) 年销量及同比增速	13
图 29: Wind 汽车及汽车零部件板块市盈率 (TTM)	13
图 30: Wind 汽车及汽车零部件板块市净率 (当年三季报)	13
表 1: 狭义乘用车主要厂商销量份额	2
表 2: 新、老车船税方案中乘用车征税额比较, 元/年	5
表 3: 主流合资品牌、自主品牌的产能利用率状况	8
表 4: 核心汽车股的估值水平, 11 月 26 收盘价	14
表 5: 国际及港股汽车股估值, 11 月 26 收盘价	14
表 6: 重点公司盈利预测及投资评级, 11 月 26 日收盘价	错误! 未定义书签。



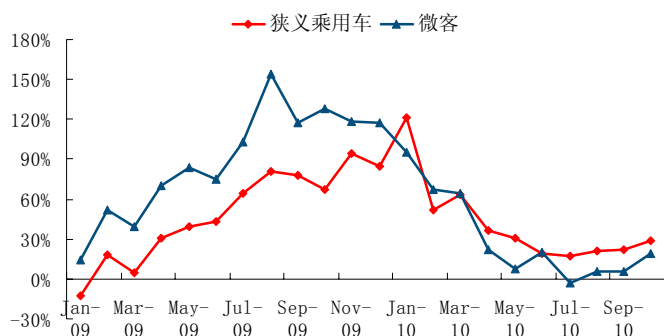
乘用车：2011 汽车消费仍将维持在较繁荣状态

2010 产销回顾：7 月景气触底后快速回升，品牌分化明显

今年 1-7 月乘用车行业的景气度出现了一个小幅回落的过程，主要原因是行业自身的库存重建及宏观经济二次探底担忧使行业库存上升的同时销量和价格走低。到 7 月份，狭义乘用车、交叉型乘用车（微客）批发销量的同比增长率分别回落至 17%、-3%，同时销量绝对值达到年内最低（剔除 2 月春节因素影响）。

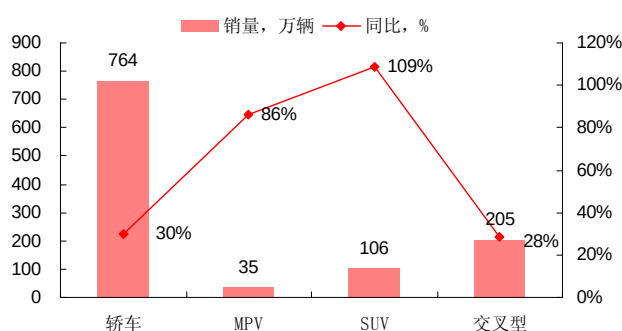
8 月份后，由于宏观经济各项指标触底回稳及汽车厂商削减产量，行业终端销量回升、库存压力显著减轻（库销比回落）、车价优惠力度有所收窄，行业景气企稳回升。截止 10 月，轿车、MPV、SUV、微客的年内累计销量分别 764、35、106、205 万辆，同比增速 30%、86%、109%、28%，超出市场预期。

图 1：狭义乘用车、微客月度同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

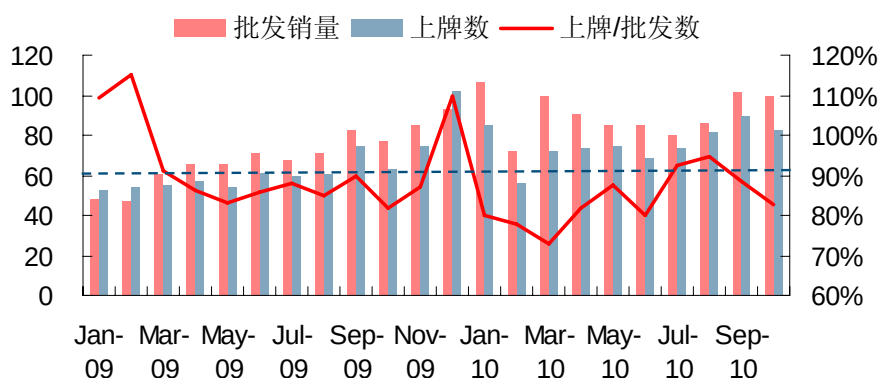
图 2：乘用车各车型截止 10 月累计销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

以月度上牌数/批发销量的比值衡量（均衡值约 92%），可以更直观看出狭义乘用车行业的渠道库存量及库销比在 Q1、Q2 持续上升，而 Q3 整体上库存量有所下降、终端销量上升使库销比下降更迅速。

图 3：狭义乘用车批发销量、上牌数（单位：万辆）比较



资料来源：Wind，中信建投研发部

今年狭义乘用车行业另一个突出的特征是结构分化。与 09 年比较，主要整车厂中上海通用、上海大众、一



汽大众市场份额提升（行业景气底部的 Q3 尤其明显，表 1）、终端售价坚挺；北京现代、东风日产、神龙汽车、长安福特等二、三线合资品牌及奇瑞的市场份额相对平稳；比亚迪、吉利、一汽丰田、广州本田等的市场份额较 09 年明显下滑，且年内产品优惠力度较大。

总体上，全年合资品牌中欧、美系表现强势而日系车走弱是重要特征；8 月份后奇瑞、吉利、长城等主流自主品牌销量份额回升，原因是节能车补贴政策的推出（自主品牌入围车型数量比及 3000 元补贴额占车价比较高而从该政策中受益较大）及下半年汽车出口扩大。

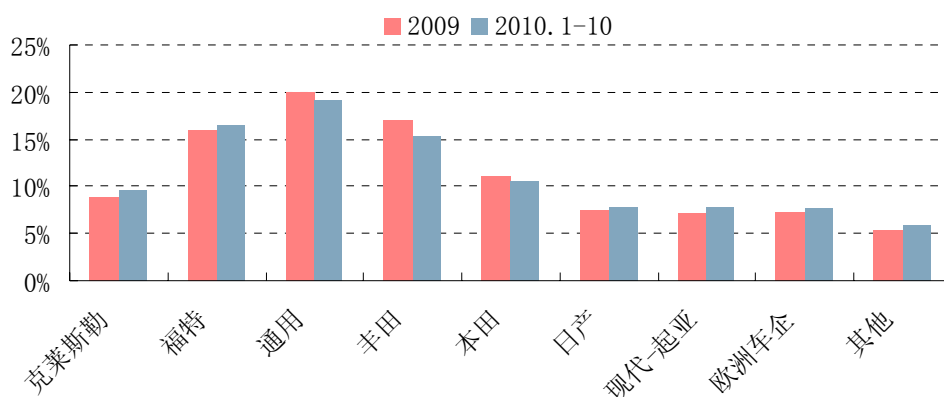
表 1：狭义乘用车主要厂商销量份额

	上海通用	上海大众	一汽大众	北京现代	东风日产	比亚迪	奇瑞汽车	一汽丰田	广州本田	吉利汽车	神龙汽车	长安福特	广汽丰田	东风本田	东风起亚
2008	8.1%	8.6%	8.8%	5.2%	6.2%	3.0%	6.3%	6.4%	5.4%	3.9%	3.1%	3.6%	3.0%	2.9%	2.5%
2009	8.6%	8.6%	7.9%	6.8%	6.1%	5.3%	5.7%	4.9%	4.3%	3.9%	3.2%	3.7%	2.5%	2.5%	2.9%
10Q1	8.5%	7.8%	7.0%	5.8%	5.9%	5.9%	5.4%	4.9%	3.7%	4.0%	3.2%	3.8%	2.5%	2.2%	3.1%
10Q2	9.3%	8.9%	8.3%	6.3%	6.4%	4.8%	4.9%	3.9%	3.0%	3.4%	3.3%	3.5%	2.4%	2.6%	2.9%
10Q3	9.7%	9.8%	8.7%	6.7%	6.2%	3.6%	5.6%	4.4%	3.6%	3.1%	3.2%	3.4%	2.5%	2.5%	2.8%
10.10	10.1%	9.2%	7.9%	5.9%	5.2%	4.0%	5.9%	4.0%	3.1%	3.9%	3.2%	3.7%	2.0%	2.2%	2.9%

资料来源：乘联会，中信建投研发部

就直接因素而言，日系车在国内的相对弱势，既有今年全球召回门事件损伤品牌美誉度的影响（图 4，今年美国市场日系车份额下降，而韩、美、欧系上升），也与 08 年来通用、大众在国内市场成功推出多款战略新车型有关（国内日系车 09 年份额即较 08 年下降）。

图 4：美国轻型车销量市场份额



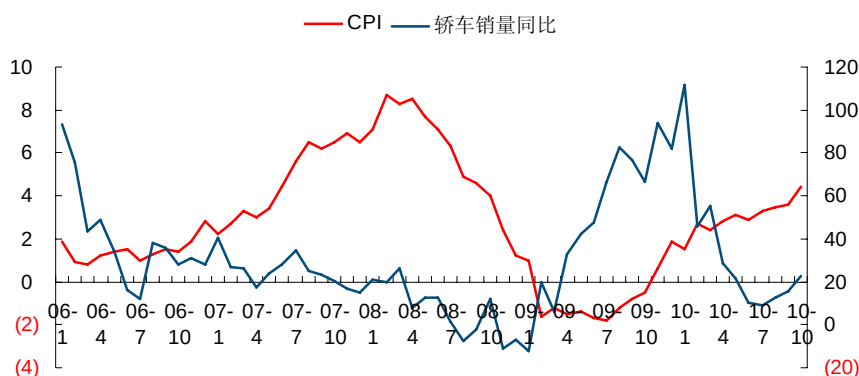
资料来源：Wards, 中信建投研发部

2011 宏观环境：高增长、高通胀格局下汽车消费更可能维持强势

通胀本身并不必然会压制汽车消费的释放。我们观察 06 年来国内 CPI 与轿车销量增速的关系（图 5），CPI 上升、销量增速下降（如 07 年 Q2-Q4），CPI 与销量增速同时下降或上升（如 08Q2 至今）同时存在，且同向变动的时间更长。



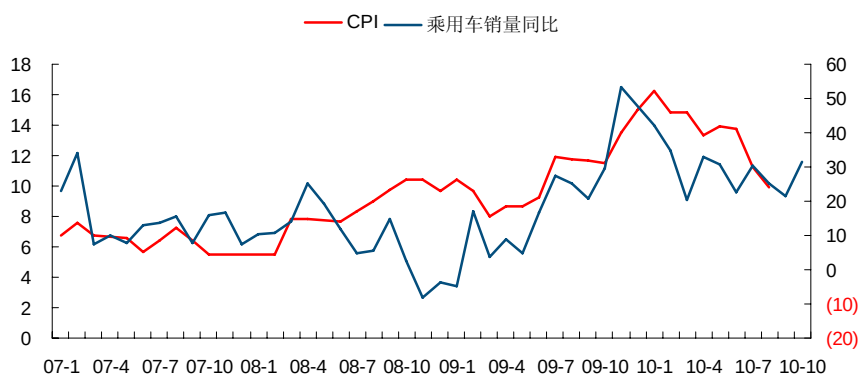
图 5：06 年来国内 CPI 与轿车销量增速，%



资料来源：Wind，中信建投研发部

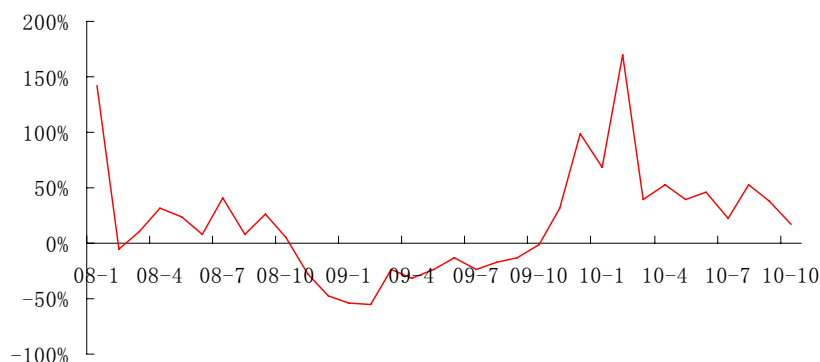
我们观察同样经历汽车销量高增长、且通胀率较中国高的印度，其 CPI 07 年来总体一直趋于上升，而乘用车销量增速除 08Q3-09Q2 受金融危机影响下降外，也一直保持快速增长。再以阿根廷为例，其 2010 全年预期 CPI 超过 25%，但 1-10 月汽车产量的累计同比增速达到 44%。

图 6：07 年来印度 CPI 与乘用车销量增速，%



资料来源：IMF，中信建投研发部

图 7：08 年来阿根廷汽车产量同比增速



资料来源：中信建投研发部，阿根廷汽车工业协会



较高的通胀率或通胀率的上升并不必然抑制汽车消费，因两方面原因：

- 决定汽车消费的最主要因素是经济增长及其伴随的居民可支配收入的增长，而在中国、印度这类发展中国家高通胀往往与经济高增长伴随，即较高的通胀大部分情况下伴随居民消费能力上升。
- 在通胀率上升，尤其是名义利率较低从而使真实利率为负的情况下，消费者出于避免手中货币贬值的预期更可能增加对汽车等跨期大件消费品的购买。

我们以上的分析得到一个基本认识，即在高增长、高通胀的宏观环境下，汽车消费更可能保持在一个较繁荣状态。我们认为今年 9、10 月来的汽车销售出现较强劲的上扬，即是宏观经济触底回升、通胀预期强化的结果。

但如果出现另一种情况，即高通胀、低增长（滞胀）的宏观环境，则汽车消费无疑会受到打击，因为收入增速下降会削弱消费者的远期消费信心（这对购买汽车等大件消费品很重要）、物价上涨则让消费者被迫将更多资金用于确保日用消费品支出（包括预防性的囤积购买行为）。

对 2011 年汽车消费前景的预判，首先应建立在宏观环境的基本判断上。虽然近期“防通胀”成为宏观政策的优先目标且相应紧缩政策出台，增加了明年经济成长的不确定性，但我们认为（参考市场的宏观研究）明年经济出现“（较）高增长、（较）高通胀”而非“低增长、高通胀”的可能性较大：

- 国内经济二次去库存的短周期调整已在今年中完成，在库存回补和设备更新的推动下，明年经济内生的增长动力向上。
- 在全球经济复苏形势仍存不明朗的形势下，政府的紧缩将是适度的，不至于影响经济保持较高增速。
- 虽然较高的通胀率很难快速、明显下降，但由于翘尾因素和农产品等期货价格回调，明年 Q2 后通胀压力可能趋缓和，紧缩政策压力也可能相应趋缓。

我们对国内目前通胀背景下汽车消费趋势较乐观的另一个理由是，国内本轮通胀中劳动力成本、农产品价格快速上涨特征突出，而这意味城市中低端劳动力和农民的可支配收入增长较快，而这将推动对经济型乘用车（经济型轿车和微客等）的需求上涨。

2011 政策环境：部分政策合理退出，对产业链盈利影响很小

市场担忧明年汽车产业政策变动的影响，我们前期报告《汽车行业：内需型增长仍有赖汽车消费》对政策出发点、调整和影响做了分析，主要观点如下：

- 汽车产业政策有三重目标，即扩大汽车消费、与环境交通协调发展、壮大民族汽车产业，不同时期政策侧重点不同。在后金融危机时代、尤其是今年中期宏观经济确立回稳态势后，产业政策从扩大汽车消费转向更偏重后两重目标，尤其是与环境、交通的协调发展，是合理、可预期的。
- 政策的调整仍将建立在继续平稳扩大汽车消费的基础上，因而将是适度 and 有限的。因为无论短期巩固经济增长势头、还是中期内实现内需消费型经济增长，都有赖中国目前正处于快速普及阶段的汽车消费贡献。我们认为，“平稳增长、节能环保型汽车消费”将是后金融危机时代汽车产业政策的核心。



基于以上分析，我们对各项具体政策出台、调整可能性的看法如下：

- “1.6L 以下乘用车购置税减免 2.5%”：基本确定今年底到期后将取消，因为节能车补贴政策出台即有更精确引导节能型消费、替换购置税减免政策的意图。
- “汽车以旧换新补贴”：到期取消可能性大，因为该政策执行效果一直欠佳，但对排放技术落后、安全性差的老旧车辆的淘汰引导性政策（鼓励或惩罚）仍会出台。
- “汽车下乡补贴”：继续维持的可能性较大，因为政府对“三农”的扶持是一项长期政策。
- “车船税调整”：新草案（表 2）对 1.6L 以下乘用车较有利，但简单大幅度提高大排量车保有税与汽车在使用过程中才产生排放、国内汽车生产-购买-使用各环节累计税率已较高及政府富民政策有所矛盾，**政策内容有待修改，近期推出可能性较小**。即使按现有方案执行，对国产车的整体销售不会有明显影响，因为税额幅度提高（1000 元/年）较大的 2.5 升以上车型仅占国产车销量的约 20%。

表 2：新、老车船税方案中乘用车征税额比较，元/年

	车船税现执行方案（07 年开始）	新车船税草案
1.0 升（含）以下		60-360
1.0 升—1.6 升（含）		360-660
1.6 升—2.0 升（含）		660-960
2.0 升—2.5 升（含）	60-660	960-1620
2.5 升—3.0 升（含）		1620-2460
3.0 升—4.0 升（含）		2460-3600
4.0 升以上		3600-5400

资料来源：中信建投研发部

- “区域性限车”：交通拥堵状况严重的城市，如北京，有可能出台中心市区限行或加收交通拥堵费、提高停车费等引导合理用车的政策，而出台简单限制上牌数量政策的可能性很小，**因后者实际效果存疑（异地上牌）且对新购车者不公平**。

我们对购置税减免政策到期取消影响的看法是：**政策临近到期可能影响消费者 2-3 个月的购车时间选择，但对明年全年的销量增速无实质影响**，尤其是考虑今年的节能车补贴政策从 7 月份后才开始分批实施、而明年全年享受补贴，**明年政策同比弱化有限**。我们基于今年的销量结构对购置税减免、节能车补贴政策替换的效果量化分析如下：

- 今年乘用车总销量预计约 1370 万辆、1.6 升以下占比约 68%，估计 1.6 升以下乘用车平均售价约 8 万元，对应每车 2.5%购置税补贴额 1700 元，合计 2010 年 1.6 升以下乘用车补贴额约 158 亿元。
- 第三批节能补贴车型出台以来，累计受补贴车型占 1.6 升以下乘用车销量比例约 40%-50%（随厂家调整生产结构，比例会进一步上升），由于今年上半年未推出该政策、且下半年是分批推出，今年实际享受补贴销量仅占全年相关车型销量的约 1/3，按每车 3000 元补贴力度，可估算如全年实施节能车政策（明年的情况），全年可新增补贴额约 74-93 亿元。
- 在今天的销售结构下，综合购置税减免退出和节能车全年实施的效果，行业所获补贴净减少额 65-84 亿元，



取均值约 75 亿元。

- 75 亿的政府补贴额缩减将在包括消费者、经销商、整车厂、零部件厂的整个产业链间分摊，假设按 20%、25%、35%、20% 比例分摊，每环节分摊大概 15、19、26、15 亿元。我们估计今年乘用车整车厂商环节的净利润规模约 800-900 亿元，则 26 亿元补贴额减少（相当于增加整车厂的促销优惠）的税后净利润影响幅度约 2%-3%。

可以看出，明年购置税政策的到期退出对消费者剩余及产业链厂商利润的潜在影响较小，但在分布结构上，1.6 升以下乘用车销量占比高但享受节能车补贴比例小的厂商所受影响会稍大。

我们对“汽车下乡”政策变化的看法是，如果取消该政策，可能对微车和低端轻卡销量尤其是相关车企的单车盈利能力有较明显影响，因为“汽车下乡”的补贴比例（销售价格的 10%）较大、且相关车型在农村地区的销售占比高。（根据商务部数据，2010 上半年全国汽车下乡补贴金额 54.9 亿元，补贴销量 142.6 万辆，占当期微客、微卡、轻卡合计销量的 53%）。

2011 产销预测：销量增速 15%-20%，产能结构性缺口延续

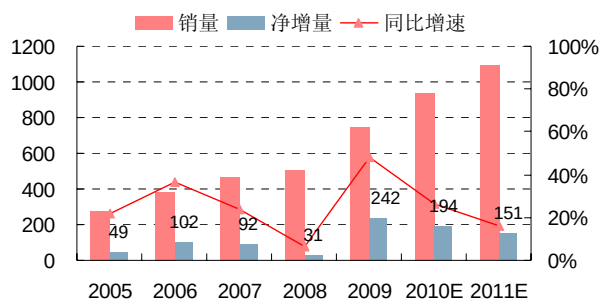
汽车消费中期内很可能继续超出市场的“谨慎预期”

2010 全年销售态势已基本明朗，预计乘用车的销量将达到近 1370 万辆、同比增速约 33%，今年销量增量约 340 万辆、略低于去年的 360 万辆，轿车、SUV、MPV、微客的同比增速分别 26%、101%、76%、29%。

基于 2011 年宏观经济（较）高增长、（较）高通胀有利于汽车消费维持在较繁荣状态及政策合理退出不改销量趋势的判断，我们预计 2011 全年乘用车销量接近 1600 万辆、增量约 230 万辆、同比增速 17%。其中，轿车、SUV、MPV、微客的销量分别 1090、169、53、280 万辆，同比增速 16%、28%、20%、12%。

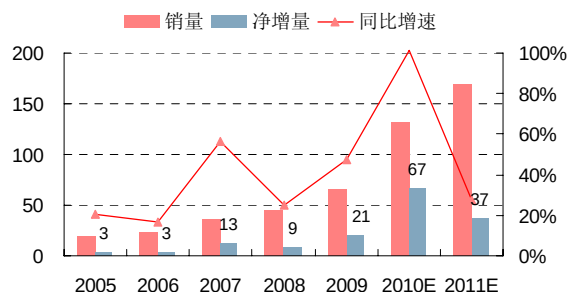
分季度看，由于今年一季度的补库存效应，明年一季度乘用车销量同比增长率将达到低点，估计约 12%，二季度后将恢复到 18%-20% 的同比增速区间。

图 8：轿车销量、净增量（万辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

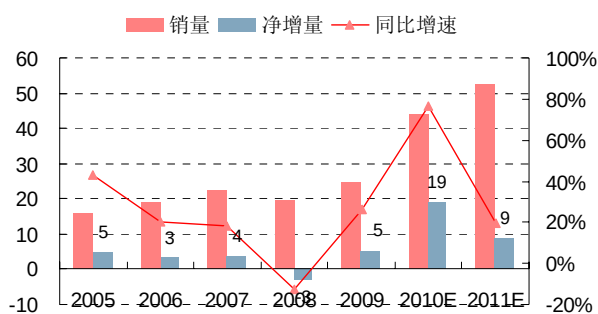
图 9：SUV 销量、净增量（万辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

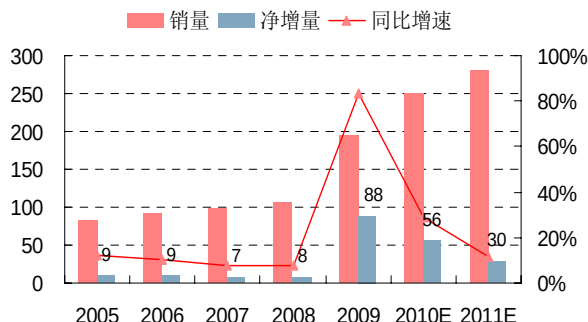


图 10: MPV 销量、净增量（万辆）及同比增速



资料来源: CAAM, 中信建投证券研究发展部

图 11: 微客销量、净增量（万辆）及同比增速



资料来源: CAAM, 中信建投证券研究发展部

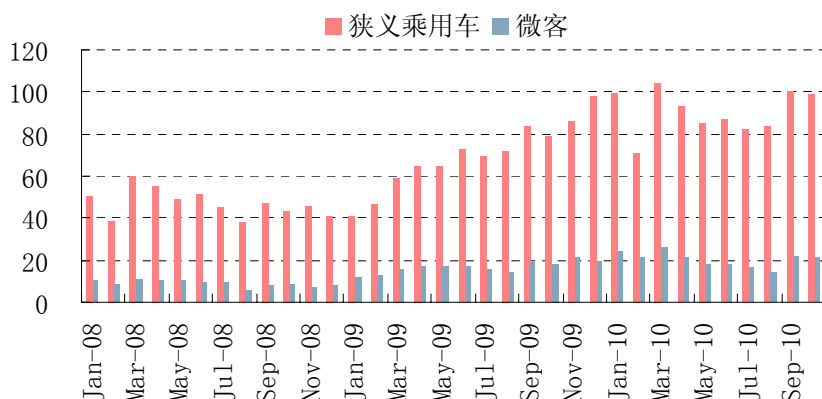
市场对乘用车行业连年高增长后的持续性存在担忧，我们的看法是：

- 基于历史经验和汽车消费的敏感性，这种担忧有其合理性；
- 另一方面，如同我们在此前的报告《大消费之汽车行业：驱动高额群众消费时代》中已表明，与已达到的经济发展水平（人均 GDP）比较，中国以人均保有量和销量衡量的乘用车消费率实际上是偏低的，这与中国系统性的消费率偏低及人口结构等有关；
- 09-10 年汽车销量的快速跃升，可部分视为对此前偏低汽车消费率的纠正，在宏观政策着力推动更均衡的内需消费型增长的趋势下，敏感的汽车消费在中期内很可能继续超出市场的“谨慎预期”。

2011 产能结构性短缺将持续存在

与 09 年产量呈逐月上升态势不同，今年乘用车产量经历了中间低、两头高的走势，到 9、10 月份狭义乘用车、微客的产量回升到接近今年 1、3 月份高点的水平。

图 12: 狭义乘用车、微客月度产量，万辆



资料来源: CAAM, 中信建投研发部

产能利用率而言，我们统计的数据表明主流合资、自主品牌今年平均的产能利用率 97%，较 09 全年的 87%



（表 3）明显提高。需要强调两点：

- 由于 09 年产量基本是逐月走高，今年全年产能率较 09 年更高，但季度、月度产能利用率（尤其是 Q2 后）并未明显高出去年下半年的水平，实际上稍低的可能性更大。
- 产能结构性紧张的特征明显。上海大众、上海通用、一汽大众、北京现代、东风日产（也是销量前五家的厂商）、东风本田 2010 年的产能利用率达到 110% 及以上，其中上海大众、上海通用的产能利用率环比提升幅度最大；神龙汽车、东风起亚、广汽丰田及除长城外的主流自主品牌企业的产能利用率较宽松（75%-80%）。

就行业明年的产、销平衡而言，我们统计的主流合资、自主品牌 2011 年的技术产能增长幅度分别约 8.3%、10.9%，低于我们预计的行业销量增速。由于非主流厂商产能可能增长较快且产能利用具有一定弹性，我们判断行业明年整体的产能利用率将基本与今年相当。

排名前五位的核心厂商，由于缺乏新工厂投产（除东风日产今年 10 月开始将奇骏、逍客交由郑州日产代工生产，增加明年产能约 10 万辆），产能增长的幅度非常有限，如维持目前的市场份额，大众、通用、现代等将继续处于产能短缺的状态。

表 3：主流合资品牌、自主品牌的产能利用率状况

	产量，万辆		产能，万辆			产能利用率	
	2009	2010E	2009	2010	2011E	2009	2010E
上海通用	70	102	76	88	95	93%	116%
上海大众	72	102	76	85	95	94%	120%
一汽大众	67	88	70	80	95	96%	110%
北京现代	57	70	50	60	60	114%	116%
东风日产	52	67	56	60	70	93%	112%
一汽丰田	40	49	43	51	51	91%	96%
广州本田	37	38	36	36	48	102%	107%
神龙汽车	26	37	45	45	45	58%	81%
东风起亚	24	33	28	43	43	86%	77%
长安福特	32	40	41	45	45	78%	89%
东风本田	21	27	20	24	24	104%	112%
广汽丰田	21	27	36	36	36	58%	75%
主流合资小计	519	680	577	653	707	90%	104%
奇瑞汽车	48	60	65	80	90	73%	75%
比亚迪	43	53	50	70	70	86%	75%
吉利汽车	33	40	40	50	60	83%	80%
长城汽车	15	27	20	30	35	77%	89%
主流自主品牌小计	139	179	175	230	255	79%	78%
合计	658	859	752	883	962	87%	97%

资料来源：中信建投研发部

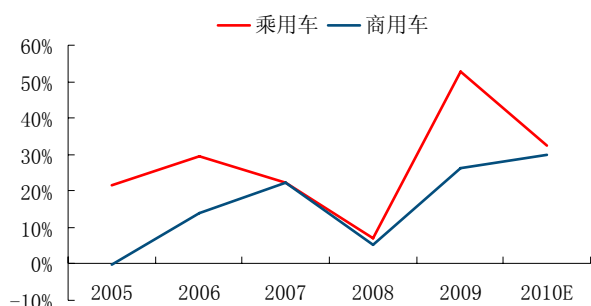


商用车：高景气后关注产业升级和国际市场开拓

增速中枢下移，关注产业升级和国际市场

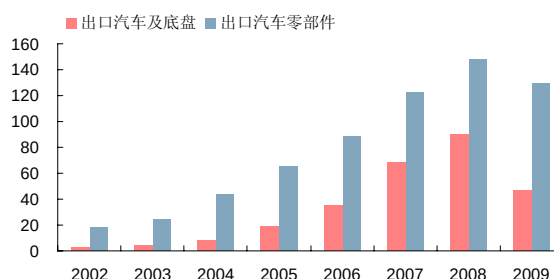
今年 1-10 月商用车累计销量 358 万辆、同比增长 33%，预计全年销量近 430 万辆、同比增长约 30%。虽然全年增长率稍低于乘用车预计的约 33%，但与乘用车增长率较 09 年的 53% 下降约 20 个百分点不同，商用车增长率较 09 年的 26% 小幅提高。重型商用车，包括重卡和大客，尤其取得了高速增长的表现。

图 13：05 年来乘、商用车增速比较



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

图 14：国内汽车产品出口金额，亿美元



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

我们此前的报告预测和分析了今年商用车（尤其是重卡和大客）增速提高的原因，即金融危机后的经济复苏传导到商用车需求市场较乘用车市场晚，但今年重卡的高增长率仍然超出了我们去年底和今年上半年的预期。

无论是乘、商用车，经历金融危机以来的需求猛烈下滑（产能过剩）、迅速反弹（产能紧张）和二次去库存（订单累积导致高峰产量/产能超出短期终端实际需求水平）过程后，都开始进入了下一个中周期的运行阶段。这意味需求短期再现剧烈波动的可能性很小，而研究新的中期趋势的重要性上升。

与国内制造业整体面临的情况类似，产业升级和出口市场将成为商用车行业非常重要的中期关注因素：

- **增速中枢下移：**就需求量而言，得益于中西部内陆地区经济的快速发展和城市化持续推进，商用车需求量中期内仍有成长空间，但与 05-10 年均 20% 复合增速比较，我们估计未来 5 年的平均增速较大可能下移到 10% 左右水平，原因是基数提高及国内宏观经济的投资率在 1-2 年内可能开始趋于下降。
- **产业升级：**国内商用车产品销量大，但产品的技术含量、售价较发达国家差距很大（发达国家主流产品价格是国内的 3 倍左右）。而经济发展、环境保护带来对商用车驾驶舒适性、安全性、节能环保及全过程使用成本（使用寿命和维修成本）和综合物流效率的要求越来越高，商用车行业产品设计和制造过程的升级成为必然。另外，劳动力成本上升、开拓出口市场也要求商用车行业提高技术的附加值。
- **国际市场：**与国内乘用车行业尤其是轿车行业主体为合资企业不同，卡车、客车行业由本土企业主导，开拓国际市场没有与合资公司中外方利益冲突的问题。中国巨大的本土汽车规模及较完备的产业链体系为商用车公司开拓国际市场创造了条件，而产品技术升级、管理能力提升、国际化人才培养将是亟待解决的问题。



产业升级、国际市场对于商用车行业公司股票投资的意义在于：

- 在国内市场销量增速下移不可避免的趋势下，产业升级（产品满足下游市场更多、更高的性能诉求带来的产品价值提升）及国际市场开拓，将使行业整体价值成长空间提升。
- 在面对产业升级压力和布局国际市场的过程中，行业内公司由于战略、管理能力的差异可能出现进一步分化。

中重卡：中西部基础设施及保障房建设支撑 2011 年增长

今年 1-10 月重卡、中卡累计销量分别 86、23 万辆，同比增长 68%、9%，预计全年销量分别 101、28 万辆，同比增长 59%、10%，合计同比增长 45%。今年重卡景气度在 Q1、Q2 持续上升，Q3 由于二次去库存效应出现超出季节趋势的回落，同比增长率在 9 月份达到 5% 的相对低点，10 月的同比增长率有所回升（17%）。

图 15：重卡月销量及同比增速

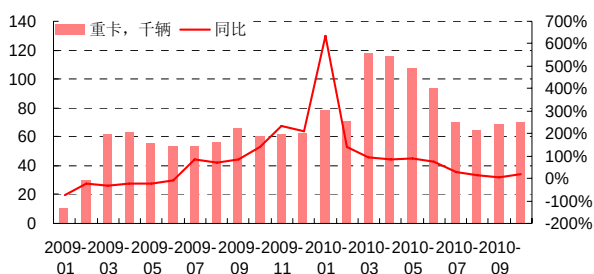
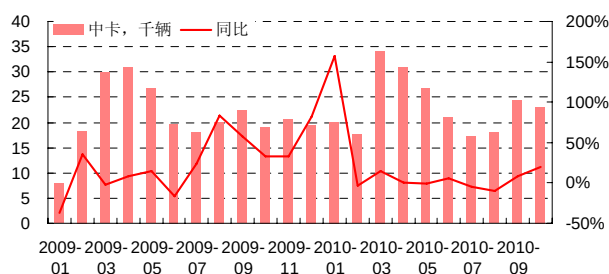


图 16：中卡度销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

图 17：重卡年销量及同比增速

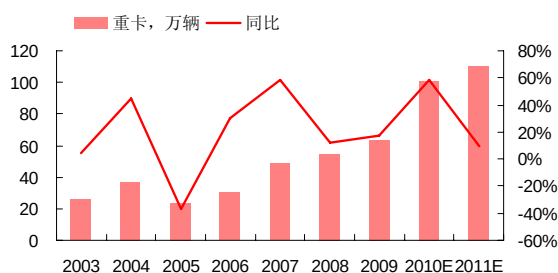
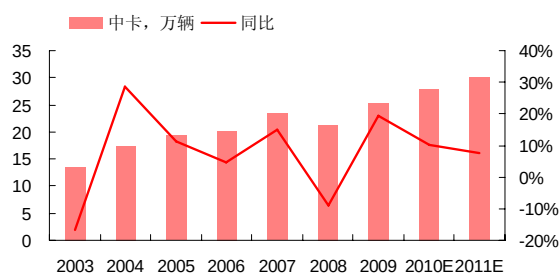


图 18：中卡年销量及同比增速



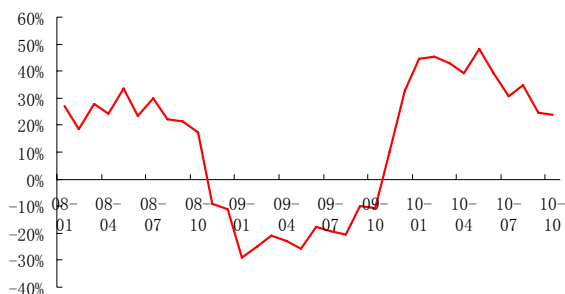
资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

今年重卡行业高增长的原因除去年（主要是上半年）的低基数外，固定资产投资（包括房地产）走高及进出口复苏力度超预期（图 19、20）也是重要原因。在今年高基数基础上，2011 年再现高增长的难度很大，尤其是进出口和商品房新开工面积增长已有走弱倾向。但预期中西部基础设施建设规模持续扩大及保障房建设的推进将为明年重卡的适度增长提供支撑，我们预计 2011 年重卡、中卡销量增长率分别 10%、8%，重卡增长率较今年大幅回落。

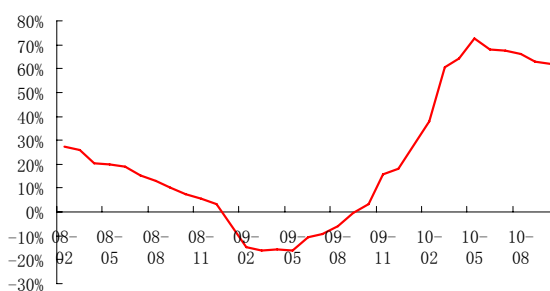


图 19: 进出口总额（当月值）同比



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 20: 房地产新开工面积累计同比



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

大中客：“两会”助力今年高增长，2011 年回归趋势增速

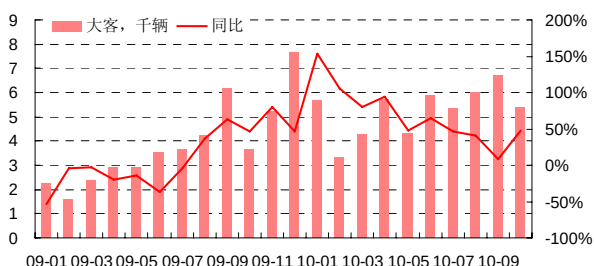
今年 1-10 月大客（含非完整）、中客（含非完整）累计销量分别 5.3、7.1 万辆，同比增长 58%、10%，预计全年销量分别 6.7、8.9 万辆，同比增长 46%、7%，合计同比增长 21%。

今年大型客车的高增长率除因为金融危机影响了 08、09 年需求（分别增长 7%、8%）外，上海世博会、广州亚运会也带动了公交车（包括新能源客车）和旅游客车的需求增长，我们估计“两会”带动的新增公交和旅游客车需求在 4000-5000 辆左右，占全年大型客车销量的约 6%-8%。

大中城市市区公交客车平稳增长及部分区域城际公交、城乡公交较快发展（替代短途公路客车），使大中型客车整体的结构继续向大型客车发展。

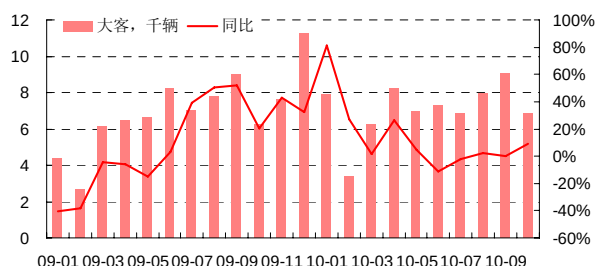
2011 年不再有类似“两会”的大型事件触发需求，加之基数原因，大中客车的销量增长率也将明显放缓，向中期趋势回归，我们预计 2011 大、中客车增长率分别 15%、6%，达 7.7、9.5 万辆，新能源客车向更多城市推广及出口市场可能带来超预期的增长机会。

图 21: 大客（含非完整）月销量及同比增速



资料来源: CAAM, 中信建投证券研究发展部

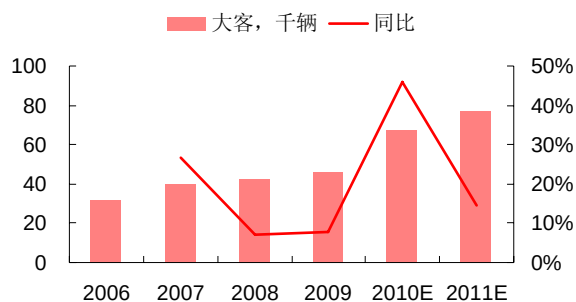
图 22: 中客（含非完整）月销量及同比增速



资料来源: CAAM, 中信建投证券研究发展部

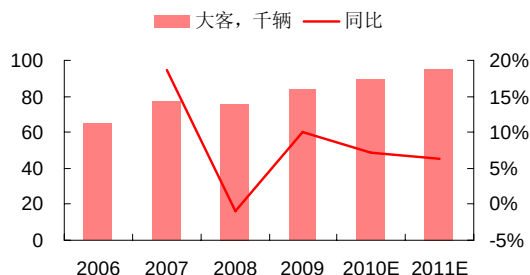


图 23：大客（含非完整）年销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

图 24：中客（含非完整）年销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

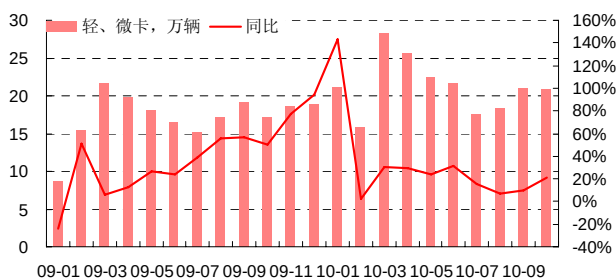
轻型商用车：城乡物流需求持续增长，支撑 2011 销量平稳增长

今年 1-10 月轻卡、微卡累计销量分别 162.4、50.3 万辆，同比增长 30%、16%，预计全年销量分别 194.6、61.1 万辆，同比增长 26%、19%，较 2009 年的 32%、43%降低。轻微卡主要用于城乡短途货运、物流配送及小型工程项目施工，得益于城市化带来的生活资料物流需求持续上升及加大农村地区基础设施建设，轻微卡销量一直保持了较平稳的增长。

1-10 月轻客（含非完整）累计销量 23.5 万辆、同比增长 28%，预计全年销量 28.8 万辆、同比增长 28%，增速较 2009 年的 6%明显提高。轻客传统上用于城乡短途客运和公务接待（高端轻客）领域，但目前城市物流配送和专用改装市场的轻客需求蓬勃发展，推动货运型轻客销量快速增长，而传统的客运市场由于私家车的逐渐普及和其他公共交通方式的扩展（如大型公交向郊区发展）而逐渐陷入停滞状态。

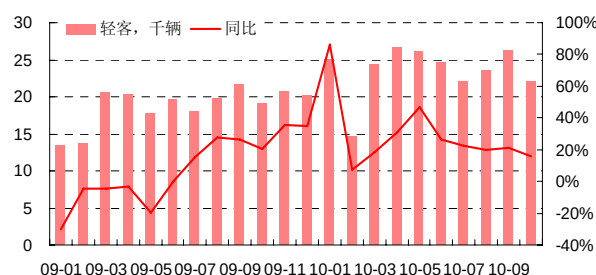
2011 年宏观经济总体预计将呈（较）高增长、（较）高通胀状态，与居民消费密切相关的城市物流配送市场将持续繁荣，同时农村地区水利等基础设施建设规模将加大，轻型商用车销量平稳增长有保证，我们预计增速将接近 15%水平。

图 25：轻、微卡合计月销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

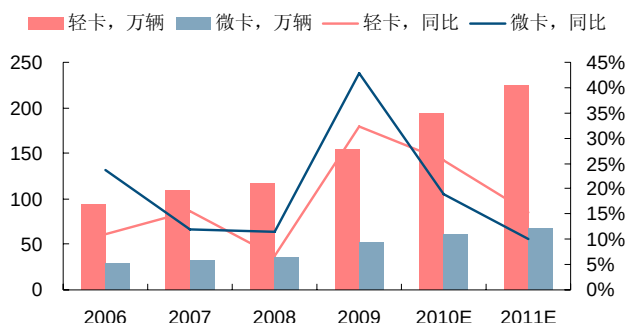
图 26：轻客（含非完整）月销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

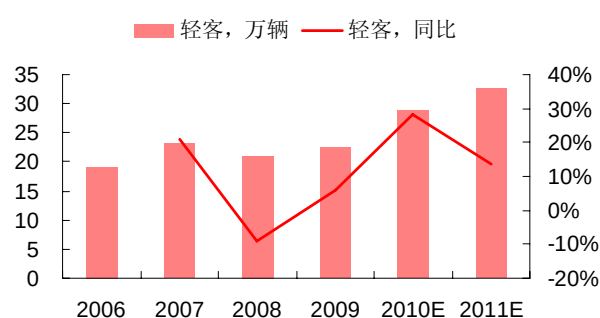


图 27：轻、微卡年销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

图 28：轻客（含非完整）年销量及同比增速



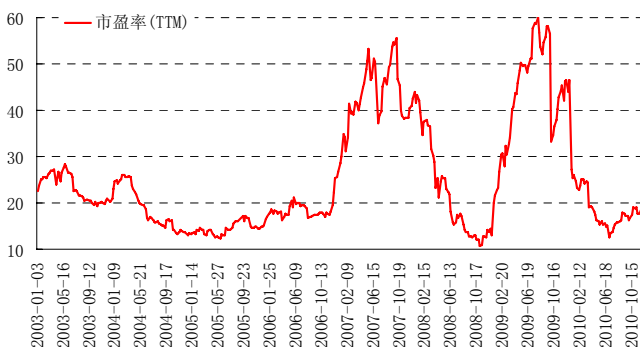
资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

汽车股估值现状：核心公司更多反映谨慎预期

纵向比较：核心公司 PE 估值处于历史底部区域

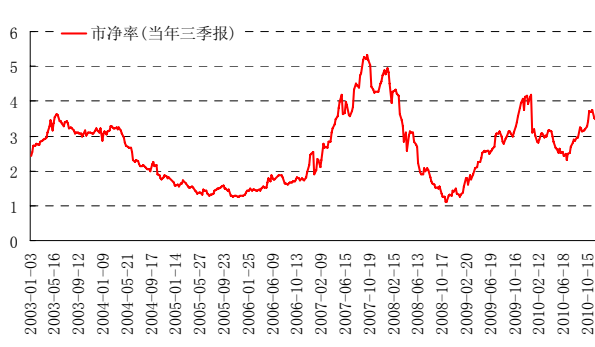
Wind 汽车及零部件板块统计数据，目前行业的 TTM 市盈率约 18 倍，低于 03 年来的历史平均值 25.35 倍，但高于 05 年中期最低接近 12 倍、08 年 10 月约 11 倍的估值；按三季报计算的行业 PB 目前约 3.5 倍，高于 03 年来平均的 2.6 倍。

图 29：Wind 汽车及汽车零部件板块市盈率（TTM）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 30：Wind 汽车及汽车零部件板块市净率（当年三季报）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

汽车行业也与整个 A 股市场呈现类似的估值分化局面。我们统计的 14 家核心汽车股的平均 PE 估值明显低于行业整体（表 4），TTM、2010E、2011E 市盈率分别 14.9、13.9、11.7 倍（按 Wind 一致预期），部分公司 TTM 市盈率进入 13 倍以下区间，接近汽车股历史底部水平，2011 年动态市盈率则进入 11 倍左右区间。

核心公司的平均 P/B 3.5 倍，与行业当前水平一致、低于行业历史平均值的 2.6 倍，但考虑相关核心公司历史净资产回报率一直高于行业平均、其历史平均 P/B 也应相应高于行业均值，则核心公司的当前 P/B 水平与历史均值较接近。



表 4：核心汽车股的估值水平，11 月 26 收盘价

证券代码	证券简称	收盘价，元	总市值，亿元	PE，TTM	PE，2010E	PE，2011E	P/B（三季报）
600104.SH	上海汽车	16.4	1,514	12.4	10.4	8.7	2.9
000800.SZ	一汽轿车	17.4	282	11.2	13.6	12.4	3.2
000625.SZ	长安汽车	10.6	246	12.6	11.4	10.1	2.4
000550.SZ	江铃汽车	28.7	247	14.2	13.2	11.2	4.2
600166.SH	福田汽车	25.3	267	13.9	13.0	11.2	3.4
000951.SZ	中国重汽	30.0	126	15.4	14.0	12.3	3.6
600006.SH	东风汽车	5.3	105	17.5	13.8	10.5	1.8
600418.SH	江淮汽车	11.3	145	15.8	13.0	11.3	2.9
600066.SH	宇通客车	22.6	117	15.2	14.2	11.8	5.5
600686.SH	金龙汽车	9.5	42	17.2	16.2	13.3	2.5
000338.SZ	潍柴动力	56.5	941	16.2	7.4	6.3	5.8
600660.SH	福耀玻璃	11.2	225	12.3	12.5	10.7	4.2
600741.SH	华域汽车	11.8	305	12.5	11.8	9.8	2.3
600742.SH	一汽富维	33.4	71	12.9	13.0	11.1	3.6
合计平均				14.2	12.7	10.8	3.4

资料来源：Wind，中信建投研发部

横向比较：核心公司与国际市场接轨，略低于港股汽车股估值水平

我们统计的 20 支国际汽车股（9 支整车、11 支零部件，表 5）2011 年动态 PE 平均值约 11 倍，2010 动态 P/B 平均值约 2 倍；相比较，国内核心汽车股的动态 PE 已与国际汽车股接轨，P/B 则高于国际汽车股，原因是国内市场的快速增长给相关公司带来高资产回报率且国外公司资产中所含的无形资产比例更高。

我们统计的 8 支港股汽车股（3 支合资整车、2 支民营整车、2 支民营零部件）2010、2011 平均动态 PE 17.3、13.9 倍，2010 动态 PB 3.4 倍，PB 估值与 A 股核心公司相当，而 PE 估值则较 A 股更高。

表 5：国际及港股汽车股估值，12 月 16 收盘价

公司名称	股票代码	总市值(m		PE			PB		PEG		PS	
		RMB)	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2009	2010E	2011E	2009	2010E
丰田汽车	7203 JP.	896,344	18.6	23.5	16.0	1.0	1.0	0.3	0.4	0.3	0.5	0.6
日产汽车	7201 JP.	288,704	13.9	11.2	10.0	1.2	1.1	0.2	0.2	0.1	0.4	0.4
本田汽车	7267 JP.	460,866	9.5	10.7	11.1	1.3	1.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6
奥迪汽车	NSU GR.	237,124	-	15.0	12.0	-	2.5	-	-	-	-	0.8
大众汽车	VOW GR.	489,978	13.0	10.8	9.5	1.3	1.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
戴姆勒奔驰	DAI GR.	505,183	18.4	12.3	10.7	1.7	1.6	-	0.8	0.7	0.6	0.6
现代汽车	005380 KS.	226,650	16.3	9.0	7.8	1.7	1.8	-	-	-	1.2	1.1
起亚汽车	000270 KS.	116,193	12.8	8.8	7.6	2.7	2.2	0.8	0.5	0.5	1.0	0.9
菲亚特汽车	F IM.	157,340	-	41.0	15.0	1.6	1.7	-	7.7	2.8	0.3	0.3
国际整车，平均			14.6	15.8	11.1	1.6	1.6	0.4	1.4	0.7	0.6	0.6
江森自控	JCI US.	171,120	19.1	15.3	12.8	2.5	2.3	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7



博格华纳	BWA US.	51,666	26.7	23.3	17.7	3.4	3.5	-	1.1	0.9	1.5	1.4
李尔	LEA US.	32,206	-	11.6	10.2	2.0	1.9	-	1.0	0.9	-	0.4
天合	TRW US.	42,421	8.3	8.7	8.5	3.4	3.3	-	1.4	1.4	0.4	0.5
大陆集团	CON GR.	107,100	65.3	15.1	10.6	2.2	2.2	-	0.6	0.4	0.5	0.5
吉凯恩	GKN LN.	33,711	38.4	12.7	10.6	3.2	2.6	0.6	0.2	0.2	0.7	0.6
麦格纳	MGA US.	81,657	15.2	11.8	10.6	1.6	1.2	1.2	1.0	0.9	0.5	0.5
佛吉亚	EO FP.	21,016	107.9	14.1	9.8	3.3	3.1	-	0.9	0.7	0.2	0.2
现代摩比斯	012330 KS.	168,528	16.8	12.6	11.0	3.6	2.9	-	-	-	2.6	2.1
爱信精机	7259 JP.	68,116	8.6	12.2	11.0	1.2	1.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4
电装	6902 JP.	199,460	14.2	16.0	14.3	1.2	1.1	0.4	0.4	0.4	0.7	0.8
国际零部件, 平均			32.0	13.9	11.6	2.5	2.3	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7
东风集团	489 HK.	105,280	10.3	9.4	8.8	3.2	2.8	0.3	0.3	0.3	0.9	0.9
广汽集团	2238 HK.	54,683	16.4	10.7	9.6	-	2.4	0.6	0.4	0.4	-	0.9
比亚迪汽车	1211 HK.	81,488	15.8	21.5	16.9	4.4	3.9	0.7	1.0	0.8	1.7	1.7
吉利汽车	175 HK.	22,952	16.2	15.4	12.5	3.2	2.9	0.7	0.7	0.6	1.3	1.3
长城汽车	2333 HK.	22,336	13.8	12.3	10.0	2.7	2.4	0.4	0.3	0.3	1.4	1.1
华晨宝马	1114 HK.	25,889	31.7	24.6	18.4	4.9	4.4	-	0.7	0.5	-	2.6
信义玻璃	868 HK	11,796	14.2	14.4	12.0	2.3	2.2	0.7	0.7	0.6	3.3	3.5
敏实集团	425 HK.	17,989	17.8	16.3	11.9	3.6	3.5	0.3	0.3	0.2	4.3	3.6
港股汽车, 平均			17.0	15.6	12.5	3.5	3.1	0.5	0.5	0.4	2.1	1.9

资料来源: Bloomberg, 中信建投研发部

博世大比例认购威孚增发股权反映产业资本态度乐观

11月15日, 威孚高科(000581)公布非公开发行股票预案: 大股东无锡产业集团和战略合作伙伴博世公司拟认购本次非公开发行全部不超过11285.8万股(发行后总股本6.8亿股), 发行价为不低于25.83元/股。其中博世公司拟认购7684.04万股, 持股比例将从发行前的3.24%提高到14%, 按25.83元发行价, 需斥资19.85亿元。

按市场目前对威孚2010 EPS预测均值约1.75元, 博世及大股东此次认购股价对应10年动态PE约15倍(摊薄前), 且所认购股权需锁定三年。我们认为, 虽然威孚及其旗下合资公司主要面向的柴油发动机燃油控制系统和尾气排放领域具有较好前景, 但公司业务的周期性(与卡车销量尤其是重卡密切相关)、竞争格局(与现实或潜在的其他外资厂商及本土低成本厂商/解决方案竞争)仍与其他汽车行业细分市场基本相似, 博世公司以15倍动态PE、锁定三年的条件大比例增持公司股权, 反映外资汽车零部件巨头对国内市场的中长期前景态度乐观。

我们的看法: 市场现有估值水平更多反映了偏谨慎的预期

我们认为市场目前对核心汽车股的估值更多反映了偏谨慎的预期:

- 无论是历史纵向比较、与国际和港股汽车股估值比较还是产业资本的增持价比较, A股核心汽车股的估值已处于相对偏低的水平。
- 在(较)高增长、(较)高通胀的宏观背景下, 2011年汽车销量仍有望获得15%-20%的平稳增速, 竞争地



位稳固上行的乘用车核心公司及产业升级、国际市场开拓具优势的商用车核心公司的净利润增速有望超过 20% 水平，与利润增长前景比较，目前的动态估值水平亦偏低。

投资建议：2011 核心公司继续超预期可能性大，行业评级“增持”

给予行业“增持”评级

在（较）高增长、（较）高通胀的宏观背景下，我们认为汽车行业明年基本面总体仍将处于稳健的景气状态，核心公司现有估值水平反映的市场预期偏谨慎。相应地，我们认为明年基本面走势超出市场预期的可能性较大，行业核心公司有较大概率在 2011 年获得绝对收益，也有望在市场估值收敛的情况下获得较好的相对收益。

基于此，我们给予汽车行业 2011 年“增持”投资评级。

乘用车：增持竞争地位稳固上行的核心公司

国内乘用车市场是一个由众多合资、自主品牌（民营、国有）参与竞争的市场，且国内市场需求具有明显的“梯次”结构特点（乘用车消费普及与乘用车消费升级并存），使市场竞争结构具有易变性。对投资者而言，在大的宏观周期波动过去后，行业内的竞争结构分化即投资选股的重要性将较关注行业周期波动更重要。

相应地，我们重点推荐在乘用车整车、零部件市场竞争地位稳固、趋于上行的公司，我们重点推荐：

- **华域汽车（600741）**：得益于旗下合资零部件公司的技术、管理、规模领先优势和下游主要配套欧美整车客户在国内市场的强劲势头，公司将充分分享国内乘用车消费普及和升级趋势带来的市场扩容收益；同时，公司配套市场向自主品牌（中高级车）扩展、产品线向新能源汽车动力总成、新兴汽车电子领域延伸，将带来新的增长机会。预测 2010/11 EPS 分别 1.00/1.20 元，评级“买入”。
- **福耀玻璃（600660）**：公司在汽车玻璃领域国内市场综合竞争力领先地位稳固、国际市场竞争地位持续上升，分享国内 OEM、AM 玻璃市场成长及出口市场扩大提供持续成长机会，优异的管理能力及汽车浮法玻璃生产线的投产能有效抵消人民币升值及劳动力成本上升的压力。预测 2010/11 EPS 0.90/1.05 元，评级买入。
- **上海汽车（600104）**：旗下合资公司上海大众、上海通用金融危机后在国内狭义乘用车市场扩大了领先的品种、产品和规模优势，与通用战略合作关系的深化提升了合资公司未来开拓国际市场的前景，自主品牌亏损有望持续收窄并进入盈利轨道。预测 2010/11 EPS 1.58/1.88 元，评级“买入”。

在乘用车股票的投资时点选择上，我们认为在明年 3 月份左右出现投资机会的概率较大，因为：

- 通胀率可能在明年 Q1 触及顶部，此后将稳定或小幅回落，3 月份左右市场对通胀的担忧可能趋于缓解；
- 市场对购置税政策退出可能影响明年汽车销量的担忧将在 1、2 月份得到初步检验，我们认为实质影响小，3 月份行业性情绪担忧有望趋于缓解；
- 从同比增长率看，明年 Q1 将是同比的低点，3 月份后 4-5 个月的同比增长率趋于上行，有利于行业股价



表现。

- 3 月份左右，将逐渐进入年报业绩预告阶段，核心公司超预期的业绩将刺激股价上行。

商用车：增持在产业升级、开拓国际市场方面具领先优势的公司

基于我们前面的分析，投资者对商用车的投资应更多关注在产业升级、开拓国际市场过程中有望脱颖而出的优势公司，我们重点推荐：

- **宇通客车（600066）**：公司在国内大中客市场竞争优势突出，且在产品升级、开拓国际市场（如开发达到北美市场标准的校车、房车新产品和国内商务车产品）已做出积极布局，行业增长、国内大中客市场整合、出口市场及细分新产品领域的扩展提供多重增长动力。预测 2010/11 EPS 1.59/1.91 元，评级“买入”。
- **江铃汽车（000550）**：随国内城市物流市场蓬勃发展，对公司定位于中高端物流市场的轻卡、轻客产品需求持续上升，在产业升级过程中具备领先优势。预测 2010/11 EPS 2.17/2.55 元，评级“买入”。
- **福田汽车（600166）**：与康明斯、戴姆勒在轻型、重型柴油机领域的合资，使公司轻型、重型商用车在产品升级方面具备了坚实基础，同时积极向下游改装车领域拓展，全面提升产业链价值；公司是国内开拓国际市场最积极的商用车企业，产品线全面及与康明斯等的合作增加了成功的机会。预测 2010/11 EPS 1.95/2.27 元，评级“增持”。

重点公司盈利预测及投资评级

我们对重点公司的盈利预测及投资评级如下：

表 9：重点公司盈利预测及投资评级，12 月 16 日收盘价

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			PB, 2010E	评级
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
600104.SH	上海汽车	16.38	0.77	1.58	1.88	21.27	10.37	8.71	16.38	买入
000800.SZ	一汽轿车	17.35	1	1.28	1.4	17.35	13.55	12.39	17.35	增持
000625.SZ	长安汽车	10.57	0.46	0.93	1.05	22.98	11.37	10.07	10.57	增持
000927.SZ	一汽夏利	9.22	0.11	0.26	0.45	83.82	35.46	20.49	9.22	中性
600741.SH	华域汽车	11.79	0.59	1	1.2	19.98	11.79	9.83	11.79	买入
600660.SH	福耀玻璃	11.21	0.56	0.9	1.05	20.02	12.46	10.68	11.21	买入
600742.SH	一汽富维	33.38	1.68	2.57	3.01	19.87	12.99	11.09	33.38	买入
600066.SH	宇通客车	22.58	1.08	1.59	1.91	20.91	14.20	11.82	22.58	买入
600166.SH	福田汽车	25.33	0.98	1.95	2.27	25.85	12.99	11.16	25.33	增持
000951.SZ	中国重汽	29.98	1.02	2.14	2.44	29.39	14.01	12.29	29.98	增持
000550.SZ	江铃汽车	28.67	1.22	2.17	2.55	23.50	13.21	11.24	28.67	买入
600006.SH	东风汽车	5.26	0.16	0.38	0.5	32.88	13.84	10.52	5.26	增持
600418.SH	江淮汽车	11.29	0.26	0.87	1	43.42	12.98	11.29	11.29	增持
000338.SZ	潍柴动力	56.5	4.09	7.66	8.95	13.81	7.38	6.31	56.5	增持
000581.SZ	威孚高科	37.45	0.79	1.74	2.05	47.41	21.52	18.27	37.45	增持

资料来源：中信建投研发部



风险分析

- 宏观经济的通胀率继续大幅上升，引发超预期的紧缩措施，使经济增长显著减速，影响汽车销售不达预期；
- 原材料价格上升对行业的盈利影响超出预期。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



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

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

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 zhoulv@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

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。