



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 14 日

汽车与零部件

研究部

郑栋 CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208030081

zhengd@cicc.com.cn

陈鹏扬

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210090002

chenpy@cicc.com.cn

张涵一

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208120091

zhanghy2@cicc.com.cn

布局结构性成长, 调整中孕育机遇

2011 年汽车行业投资策略

投资提示:

我们认为汽车股估值已经充分程度反应了政策转向以及行业增速放缓, 2011 年汽车行业有三条投资主线: 1、零部件的盈利稳定表现及跨周期成长故事, 如 A 股的银轮股份 (002126.CH)、华域汽车 (600741.CH)、福耀玻璃 (600660.CH)、一汽富维 (600742.CH) 以及港股的敏实集团 (425.HK) 和信义玻璃 (868.HK); 2、保有量增长推动的汽车经销商长期增长故事, 如 A 股的中大股份 (600704.CH) 及港股的中升控股 (881.HK) 及大昌行 (1828.HK); 3、市场预期悲观, 基本面反弹弹性较大的行业龙头, 包括 A 股的上海汽车 (600104.CH)、潍柴动力 (000338.CH)、宇通客车 (600066.CH)、中国重汽 (000951.CH)、东风汽车 (600006.CH) 和江铃汽车 (000550.CH) 及港股的东风集团 (489.HK)、潍柴动力 (2338.HK) 以及长城汽车 (2333.HK)。我们 A 股的稳健组合推荐为华域汽车、福耀玻璃、一汽富维、宇通客车、中大股份和江铃汽车, 激进组合推荐为银轮股份、潍柴动力、上海汽车、东风汽车、中国重汽, 港股的稳健组合推荐为中升控股、大昌行、长城汽车、敏实集团, 激进组合推荐为东风集团、潍柴动力及信义玻璃。

理由:

政策转向中性, 行业回复正常增长水平。预计未来几年中国汽车行业增速将保持以 15% 为中枢的增长水平, 2011 年乘用车及重卡销量仍将同比增长 16% 及 14%, 2012 年增速则分别为 15% 及 10%。东中西部地区经济发展差、财富效应以及消费升级因素是乘用车稳定发展时期需求增长的主要动力来源, 而固定资产投资及物流将成为重卡需求的主要推动力。

北京限购不具备大规模推行的基础。短期内中国的交通基础设施不会成为制约汽车增长的障碍, 城市对于交通拥堵的治理应以交通疏导为主。北京的人均机动车保有量、公路汽车承载量处于畸高水平, 其限购具有个别性。

估值已经较大程度反应政策转向及行业增速放缓。A 股汽车股估值中枢为 11.1 倍 2011 年市盈率, 处于历史估值区间的中低端 (图 55)。港股龙头企业, 如东风集团、长城汽车及潍柴动力, 2011 年市盈率均仅有 9 倍左右。考虑未来 15% 的行业增速中枢以及龙头企业通过合理经营策略实现更快业绩增长的潜力, 目前估值已具备长期投资价值。

零部件企业有望产生跨周期成长的品种。龙头零部件企业有望通过稳定的业绩增长实现估值修复; 而中小零部件公司通过向工程机械以及轨道交通等领域多元化发展实现跨周期成长。

客车行业稳定受益于经济增长及城市化率提升。在一线城市加大公共交通发展力度刺激下, 大中客行业 2011 年将实现 14% 销量增长, 同时产品售价稳步提升。中高端轻客则受益于中小企业商务运输需求发展和网上购物兴起带来城市内物流需求提升, 销量在未来五年将持续较快增长, 市场份额会有稳步提升。

汽车经销商有望实现“存量推动型”成长。2010 年底中国汽车保有量仍有 5~6 倍的上升空间。保有量的上升将推动汽车经销商的售后服务以及二手车交易的发展。预计未来 10 年中国汽车经销商行业增速将达到 19.4% 左右。

风险:

宏观经济下行风险带来的汽车销量低于预期以及产能利用率下降带来的汽车降价。

目录

扶植政策退出，行业景气小幅下行	4
2011 年平稳下行，产能增加可控	4
预计销量增长 15%，利润率小幅下行 0.8 个百分点	5
零部件：龙头企业盈利稳定，中小企业多元化带来发展机遇	7
国内零部件公司结构化成长空间较大	7
中小企业下游多元化打开成长空间	8
零部件企业盈利稳定增长，估值提升可期	9
重卡行业：产品结构升级带来发展机遇	10
投资物流需求稳定增长，2011 年重卡销量预计增长 14%	10
产品升级成为重卡企业盈利增长主要推动力	11
行业结构维持稳定，排放标准升级推升龙头企业盈利	12
乘用车：负面预期反映较为充分，龙头企业估值修复可期	13
内生性动力助推乘用车需求稳定增长	13
公路基础设施中短期内不会成为汽车需求增长的制约因素	16
小排量车受影响较大，合资龙头受益中高级车提升	17
负面预期反映充分，龙头企业投资价值显现	19
客车行业：受益于公共交通扶植，销量增长结构改善	20
城市化及公共交通发展利好大中客行业，预计 2011 年增长 17%	20
中高端轻客发展空间较大	20
经销商行业：保有量增长的最大受益者	21
保有量增长加速，经销商集团稳定受益	21
外延式扩张带来经销商集团发展机遇	22
投资建议	23
估值接近底部，抓住三条投资主线	23
业绩稳定性强的零部件龙头更具备吸引力	24
经销商具备长期增长故事	24
整车企业配置一线品牌	25

图表

图表 1：汽车行业政策一览	4
图表 2：整车行业固定资产投资及增速	5
图表 3：零部件行业固定资产投资及增速	5
图表 4：汽车行业成本构成	5
图表 5：原材料价格成本指数走势	5
图表 6：汽车行业销量及增速	6
图表 7：整车及零部件行业利润率走势及预测	6
图表 8：分车型销量预测	6
图表 9：零部件行业利润分企业类型构成	7
图表 10：分类型企业投资及销售收入复合增长率	7
图表 11：自主品牌零部件公司上市募资快速发展	7
图表 12：出口市场还有较大成长空间	7
图表 13：汽车零部件发展趋势	8
图表 14：部分零部件供应商多元化空间较大	8
图表 15：国内主要零部件子行业竞争格局、切入难度	8
图表 16：近年零部件、整车利润及增速	9
图表 17：整车及部分零部件行业集中度比较	9
图表 18：投资、物流增长与中重卡保有量增长拟合	10
图表 19：对 GDP 和固定资产投资预测依旧相对乐	10
图表 20：重卡产品出口及增长率	10
图表 21：运价维持高位	11

图表 22: 重卡销量及增速预测.....	11
图表 23: 国内主要重卡企业销售价格走势.....	11
图表 24: 国内外主要重卡企业产品均价及利润率比较	11
图表 25: 未来五年重卡销量增长及利润率走势预测	11
图表 26: 重卡行业市场份额走势	12
图表 27: 近来重卡行业进入者增加	12
图表 28: 重卡产品结构升级受益者	12
图表 29: 重卡零部件受益者	12
图表 30: 我国汽车保有量显著低于发达国家水平	13
图表 31: 美国、日本汽车保有量随经济增长发展历程	13
图表 32: R 值进入 3-5 区间, 中国迎来乘用车快速发展期.....	14
图表 33: 居民可支配收入提高促进汽车购买力提升	14
图表 34: 全国 31 省市汽车保有量水平 (辆/千人)	14
图表 35: 全国 31 省市 R 值对比.....	15
图表 36: 我国目前乘用车使用年限区间 (2009 年)	15
图表 37: 我国乘用车需求结构变化趋势	15
图表 38: 美国 SUV 发展历程	16
图表 39: 我国公路承载密度显著低于主要发达国家	16
图表 40: 中西部地区公路承载潜力还未充分利用	16
图表 41: 乘用车销量及增长预测	17
图表 42: 分级别汽车销量增速.....	17
图表 43: 主要乘用车企业产能增长及 2010 年产能利用率	18
图表 44: 各细分市场 2010/2011 年上市强势车型一览.....	18
图表 45: 乘用车板块估值走势.....	19
图表 46: 大中客销量及增长率.....	20
图表 47: 分类型大中客销量及增长	20
图表 48: 全球轻型车销量排名.....	20
图表 49: 国内中高端轻型商用车一览.....	20
图表 50: 美国汽车经销商与汽车制造行业规模比较	21
图表 51: 中国汽车经销商与汽车制造行业规模比较	21
图表 52: 中美汽车经销商业务构成比较比较	22
图表 53: 国外经销商行业集中度	22
图表 54: 中国汽车经销商行业集中度提升趋势.....	22
图表 55: A/H 股汽车股历史估值比较	23
图表 56: 全球汽车公司估值比较	26

扶植政策退出，行业景气小幅下行

2011 年平稳下行，产能增加可控

负面政策尘埃落定，2011 年政策扶植力度明显减弱。为刺激内需提振经济，政府从 2009 年初开始了一些列对汽车行业扶植政策，其中，对需求拉动比较明显的有购置税优惠和汽车下乡政策。2009 和 2010 年，在中西部需求增长以及政策刺激下，汽车销量分别实现 45% 和 35% 的高速增长，保有量也呈现 20% 左右增长。一方面，经济形势好转使得政府刺激汽车消费动力不足；另一方面，在保有量快速增长背景下，北京、广州等一线城市交通拥堵压力加大。在 2010 年底，购置税优惠以及汽车下乡等政策均功成身退，汽车行业扶植政策只剩下节能汽车补贴（3000 元）；同时，北京治堵政策出台，每年仅发小客车放牌照 24 万，大幅下降 70% 以上。在 2011 年 1 月，有利政策均已退出，北京限购政策也已出台，政策层面负面影响均尘埃落定，预计政策转向将使得 2011 年销量增速出现放缓。

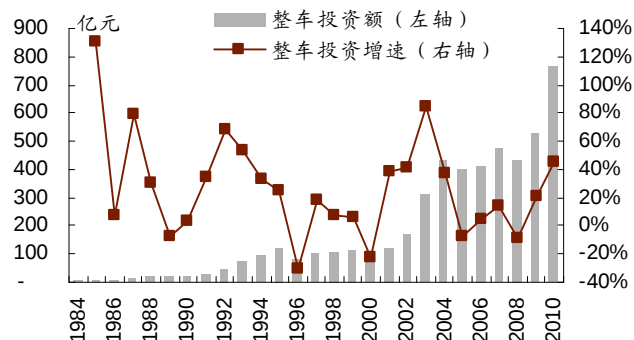
图表 1：汽车行业政策一览

刺激政策	实施时间	详细内容	2009 年补贴金额	2009 年拉动销量	2010 年补贴金额	2010 年拉动销量
北京小客车限购	2011 年 1 月 1 日起	对北京市小客车实施数量调控和配额管理制度，2011 年全市小客车配额指标为 24 万辆。				
购置税减征	2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日	对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税	287 亿元（按车价 8 万元估算）	718 万辆		
	2010 年 1 月 1 日至 12 月 31 日	对 1.6 升及以下排量乘用车减按 7.5% 征收车辆购置税			152 亿元（1-10 月，按车价 8 万元估算）	760 万辆（1-10 月）
汽车下乡	2009 年 3 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日	对农民报废三轮汽车或低速货车换购轻卡以及购买 1.3 升及以下排量微型客车给予最高 5000 元的补贴	63 亿元	167 万辆	80 亿元（前三季度）	208 万辆（前三季度）
以旧换新	2009 年 6 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日	对报废使用不到 8 年的老旧微卡、中型出租载客车；使用不到 12 年的老旧中卡、轻卡和中客；提前报废的各类“黄标车”并换购新车的，给予最高 6000 元的补贴；2009 年末，该补贴标准上调至 5000 元至 18000 元	2 亿元	2.1 万辆	40 亿元（1-10 月）	28.4 万辆（1-10 月）
节能汽车补贴	2010 年 6 月 1 日起	对消费者购买节能汽车给予一次性定额补助，补助标准为 3000 元/辆，由生产企业在销售时兑付给购买者			19 亿元（6-10 月，估算）	64 万辆（6-10 月，估算）

资料来源：政府网站，中金公司研究部整理

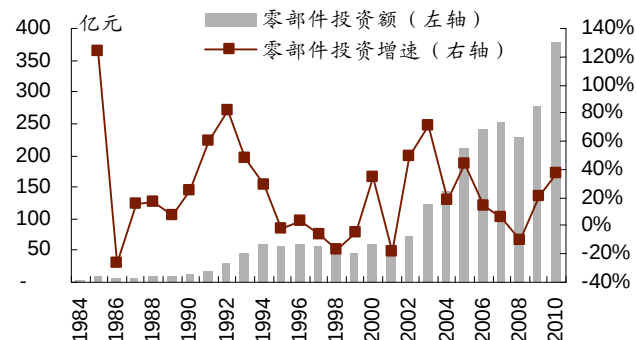
2011 年产能小幅释放，但在可控范围之内。在经历销量快速增长之后，2009 年下半年起车企纷纷列出产能扩张计划，我们看到行业产能投资 2009 年增长 20%，在 2010 年大幅增长 45%，整车行业投资规模超过 1200 亿元。由于新建产能需要一年半到两年左右时间，我们判断行业产能将于 2011 年下半年起陆续释放，但总体而言，增速仅会在 25% 以内；较 2004~2005 年产能翻番增长而言，本轮产能增长还在可控范围之内。

图表 2：整车行业固定资产投资及增速



资料来源：中国汽车工业年鉴，2010 年来自中国汽车工业协会

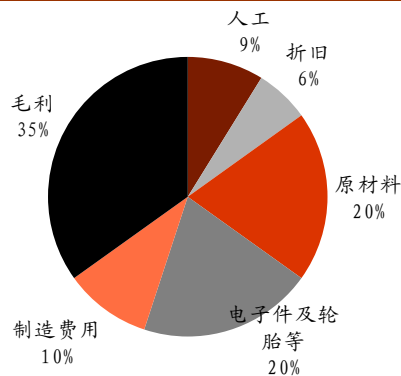
图表 3：零部件行业固定资产投资及增速



资料来源：中国汽车工业年鉴，2010 年来自中国汽车工业协会

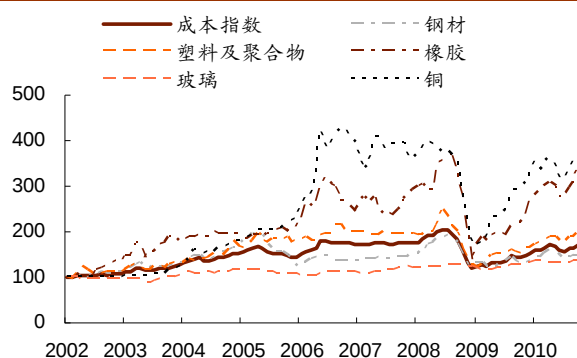
汽车行业成本压力可控。从成本角度来看，尽管人力成本和原材料价格在 2010 年呈现上升趋势，但我们看到上升幅度还是相对温和，我们判断 2011 年原材料及人工成本上升幅度仍在 10% 以内，对整体汽车行业而言成本上升压力仍然可以通过规模效应增加而抵消。

图表 4：汽车行业成本构成



资料来源：CEIC，中国汽车工业协会

图表 5：原材料价格成本指数走势

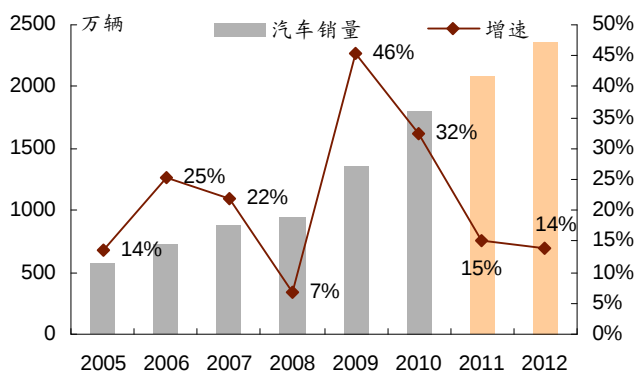


资料来源：CEIC，中金公司研究部

预计销量增长 15%，利润率小幅下行 0.8 个百分点

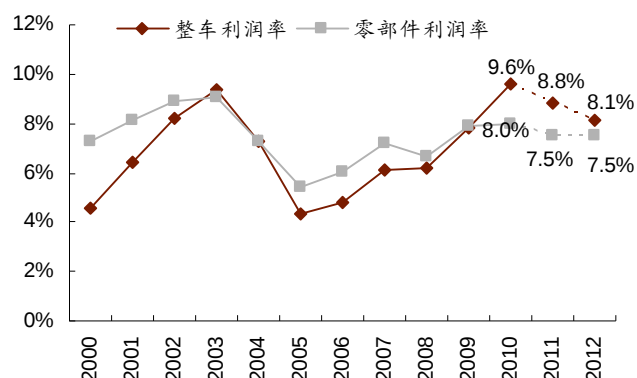
预计行业产能利用率降至 93%，利润率下降 0.8 个百分点。在消费升级带来居民首次购车需求释放背景下，预计 2011 年汽车销量仍将实现 15% 增长，但考虑到产能增幅约 20%，产能利用率将下滑至 93%。预计行业利润率仅会有 0.8 个百分点的小幅下滑。这其中，受影响较大的是小排量汽车；中高档车受益于更新需求提升，总体将维持稳定。

图表 6：汽车行业销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

图表 7：整车及零部件行业利润率走势及预测



资料来源：华通人，中金公司研究部

预计 2011 和 2012 年汽车销量分别增长 15% 和 14%。受益于收入水平提升带来中西部省份汽车消费快速增长，我们预计 2011 和 2012 年乘用车销售仍将实现 16% 和 15% 增长；而商用车在固定资产投资增加和经济稳定增长拉动下，重卡和大中客 2011 年销量均将增长 14%。

图表 8：分车型销量预测

	2008		2009		2010		2011E		2012E	
	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速
汽车总计	9,380,502	6.7%	13,644,794	45.5%	18,061,936	32.4%	20,797,813	15.1%	23,730,717	14.1%
乘用车合计	6,755,609	7.3%	10,331,315	52.9%	13,757,794	33.2%	15,975,428	16.1%	18,409,784	15.2%
轿车	5,046,934	6.8%	7,473,106	16.7%	9,494,269	27.0%	10,918,409	15.0%	12,446,987	14.0%
MPV	197,393	-12.6%	248,943	27.4%	445,407	78.9%	525,580	18.0%	620,185	18.0%
SUV	447,722	25.3%	658,821	29.9%	1,326,036	101.3%	1,790,149	35.0%	2,327,193	30.0%
微客	1,063,560	7.7%	1,950,445	8.4%	2,492,082	27.8%	2,741,290	10.0%	3,015,419	10.0%
商用车合计	2,624,893	5.2%	3,313,479	26.2%	4,304,142	29.9%	4,822,384	12.0%	5,320,933	10.3%
重卡	540,448	10.9%	636,171	31.8%	1,017,433	59.9%	1,159,874	14.0%	1,275,861	10.0%
中卡	207,109	-12.5%	257,966	10.9%	271,766	5.3%	271,766	0.0%	271,766	0.0%
轻卡	1,175,465	6.4%	1,559,598	15.9%	1,959,807	25.7%	2,234,180	14.0%	2,502,282	12.0%
微卡	361,278	14.5%	505,690	-2.4%	612,085	21.0%	642,689	5.0%	674,824	5.0%
大客	43,994	9.6%	47,175	25.4%	68,814	45.9%	80,512	17.0%	94,199	17.0%
中客	79,107	0.6%	81,948	12.7%	89,882	9.7%	100,668	12.0%	112,748	12.0%
轻客	217,492	-5.7%	224,931	3.6%	284,355	26.4%	332,695	17.0%	389,254	17.0%

资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

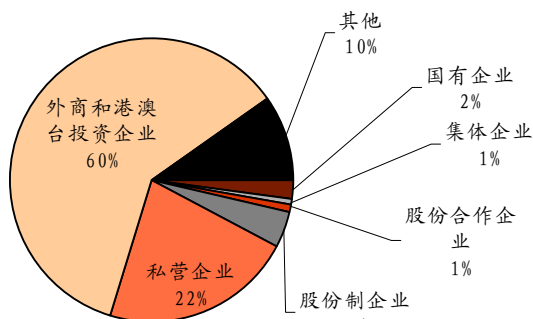
零部件：龙头企业盈利稳定，中小企业多元化带来发展机遇

我们认为零部件行业在 2011 年面临两类投资机会，第一类是龙头零部件企业业绩稳定增长带来的估值修复机会；另一类是中小零部件公司通过向工程机械以及轨道交通等领域多元化发展带来的投资机会。

国内零部件公司结构化成长空间较大

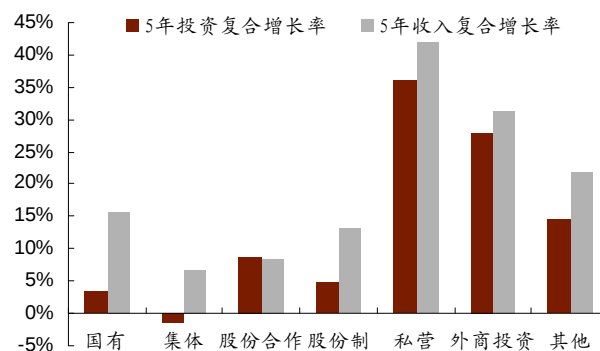
外资暂时主导行业发展，民营零部件企业潜力较大。我国零部件企业目前主要由外商投资企业主导，占据行业接近 50% 市场份额和 60% 以上利润。近年来，民营零部件企业发展迅速，特别是中小板及创业板推出打开民营企业融资渠道政府将持续扶植提升自主品牌乘用车市场份额，并鼓励零部件自主创新。本土零部件企业通过成本控制优势已经在制造领域获得生存空间，此后资本渠道打开后研发加强将使得其逐渐切入中高端市场。

图表 9：零部件行业利润分企业类型构成



资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 10：分类型企业投资及销售收入复合增长率



资料来源：华通人，中金公司研究部

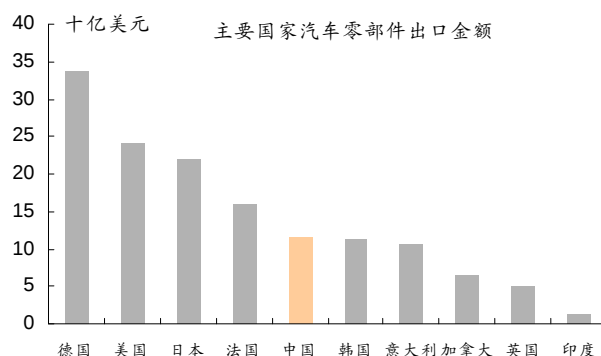
零部件出口增长空间较大。从零部件出口来看，我们在部分劳动密集型产品上已经具备一定优势，但整体来看，目前出口更多是集中在售后市场，在 OEM 市场比重依然较低。2009 年，我国汽车零部件出口仅不到 15 亿美元，远低于美国、日本、德国等汽车强国，增长空间较大。

图表 11：自主品牌零部件公司上市募资快速发展

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发规模（百万元）	配套车型分类	主营产品类型
002328.SZ	新朋股份	2009-12-30	1,384	乘用车	车身及外观设备、电脑配件、电子元器件、动力机械、环保机械、通信终端设备
002355.SZ	兴民钢圈	2010-02-09	706	商用车	传动设备、装饰材料
002363.SZ	隆基机械	2010-03-05	509	商用车	制动设备
002406.SZ	远东传动	2010-05-18	1,215	商用车	传动设备
002434.SZ	万里扬	2010-06-18	1,210	商用车	传动设备、专用设备与零部件
002448.SZ	中原内配	2010-07-16	473	商用车	专用设备与零部件
002454.SZ	松芝股份	2010-07-20	1,028	商用车、乘用车	空调器具
300100.SZ	双林股份	2010-08-06	464	乘用车	车身及外观设备、传动设备、专用设备与零部件
002472.SZ	双环传动	2010-09-10	773	商用车、乘用车	传动设备
601177.SH	杭齿前进	2010-10-11	799	商用车	传动设备、专用设备与零部件
002488.SZ	金固股份	2010-10-21	605	商用车	行驶底盘设备

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 12：出口市场还有较大成长空间



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

中小企业下游多元化打开成长空间

整车配置升级带来高科技含量零部件发展机会。从汽车发展趋势来看，始终朝着更安全，更节能和更智能的方向推进，功能的增加以及升级必然带来相应零部件产品附加值提升。现阶段，我们能看到的汽车发展趋势受益品种主要包括智能玻璃、尾气处理系统以及汽车电子等产品。相关上市公司主要包括福耀玻璃（节能玻璃）、银轮股份和威孚高科（尾气排放处理）和亚太股份（汽车安全类电子产品）等。

多元化打开中小零部件企业成长空间。自主品牌零部件企业大多从商用车企业起家，再切入工程机械、轨道交通和船舶等领域，多元化空间较大。从市场规模来看，商用车市场规模在 4000 亿以内，工程机械、船舶市场容量与之接近，轨道交通市场尽管现阶段规模较小，但增长较为迅速。汽车零部件企业通过多元化到以下三个市场，打开了成长空间。从成熟市场零部件公司下游分布来看，一般汽车业务仅占其总业务体量的一半左右。下游能够多元化的零部件代表企业主要有银轮股份、中鼎股份、松芝股份等。

图表 13：汽车零部件发展趋势

方向	详细内容	相关上市公司
智能玻璃	节能汽车玻璃、防光防雨玻璃等	福耀玻璃
	安全	
安全	胎压监测系统	
安全/智能	PCM、ESP、VDC 等技术、智能控制系统	亚太股份
	高压油泵、油嘴、尾气处理系统	
环保	新能源车——电池、电控、电机	威孚高科、银轮股份
节能	行驶记录、智能交通	华域汽车
智能化	碳纤维合成骨架、铝合金	电动车概念公司
轻量化	、塑料	车联网概念公司

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 14：部分零部件供应商多元化空间较大

行业	销售收入	行业	销售收入
商用车	3600 亿	工程机械	4000 亿
船舶	4000 亿	轨道交通	1000 亿
零部件类型	多元化领域	国外代表	A 股公司
、密封件	轨道交通、航空、军工等	特雷勒堡	中鼎股份
热交换系统	工程机械、电厂	德国贝洱	银轮股份
空调	轨道交通、冷链		
发动机及零部件	物流	德国贝洱	松芝股份
	工程机械、船用	康明斯	潍柴及其供应商

资料来源：公司数据、中金公司研究部

商用车为立足之本，乘用车切入进展可期。从国内零部件竞争格局来看，目前主要零部件上市公司均集中在机械加工类零部件上，且在商用车市场已经具备较强竞争力。在乘用车市场，零部件大多被合资企业主导，部分零部件企业如银轮股份、松芝股份、亚太股份等正在争取进入合资品牌配套体系；如能取得突破，则凭借乘用车市场较大的市场规模有望带来收入和利润的较快增长。

图表 15：国内主要零部件子行业竞争格局、切入难度

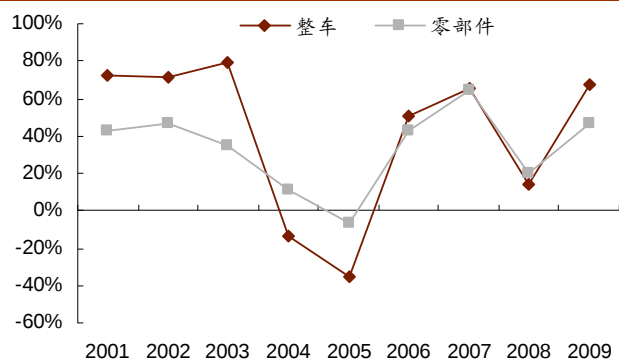
单位：亿元	成本	成本占	容量	技术难度	主要上市公司
动力系统	14845	30%	2000	自产	万里扬、中原内配、天润曲轴、滨州活塞
汽车安全	3255	7%	600	采购 难度大，外企占主导	
饰件	7145	15%	1100	采购 难度较大，合资企业主导，内资能做	凌云股份、双林股份
车身	7340	15%	1100	自产	
电器	6010	12%	1000	采购 难度较大，合资企业主导，内资能做	
传动和制动	5780	12%	800	采购 难度较大，技术难度较大，外企占主导	远东传动、亚太股份、隆基机械
车轮	1775	4%	250	采购 难度一般，本土企业主导	万丰奥威、金固股份、新民钢圈、风神股份
玻璃	445	1%	70	采购 难度较大，本土企业主导	福耀玻璃
其它	2210	5%	400	采购	银轮股份、中鼎股份、天汽模、动模股份
合计	48805	100%			

资料来源：公司数据、中金公司研究部

零部件企业盈利稳定增长，估值提升可期

零部件行业整体固定资产投资规模相对较小，同时主体市场为 OEM 市场，行业集中度更高。尽管行业盈利会受到整车企业压价以及成本上升等因素影响，但在汽车销量稳定增长的刺激下，零部件行业盈利总体来看还是较为稳定，波动幅度远小于整车行业。**即使在行业最差的 2004~2005 年，零部件行业利润也没有下滑，在 2008 年，行业利润还实现 20% 以上增长。**随着市场对零部件公司盈利稳定性认识逐渐提升，在 2011 年销量仍将实现 15% 增长前提下，龙头零部件企业目前 10 倍左右 PE 估值有较大提升空间。

图表 16：近年零部件、整车利润增速



资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 17：整车及部分零部件行业集中度比较

	CR3	龙头企业	市场份额
轿车	25%	上海大众	10%
重卡	61%	一汽解放	23%
大中客	42%	郑州宇通	22%
汽车空调	42%	上海德尔福	19%
大中客空调	50%	松芝股份	25%
汽车玻璃	93%	福耀玻璃	63%
仪表板	40%	霍费贝特	14%
座椅	38%	天津丰爱	15%
汽车车灯	41%	小丝车灯	22%
散热器	32%	电装	12%
重卡热交换系统	50%	银轮股份	30%

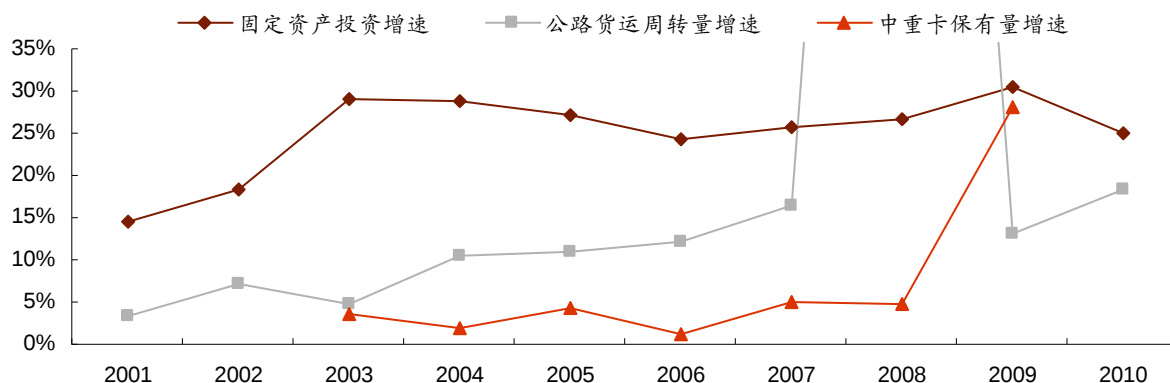
资料来源：中国汽车工业年鉴，中金公司研究部

重卡行业：产品结构升级带来发展机遇

投资物流需求稳定增长，2011 年重卡销量预计增长 14%

重卡主要两大下游为固定资产投资及物流，其中各占据一半左右份额。2011 年为“十二五”开局之年，且保障性住房建设力度加速，预计投资需求将实现 20% 以上增长；物流需求与经济走势密切相关，预计明年增长约 17%。基建物流需求稳定增长预计将推动保有量增长 20%。2010 年，重卡保有量接近 400 万辆，预计 2011 年将增长至 480 万，再考虑到 30~40 万辆的更新需求，预计 2011 年重卡销量达到 116 万辆，增长约 14%。

图表 18：投资、物流增长与中重卡保有量增长拟合



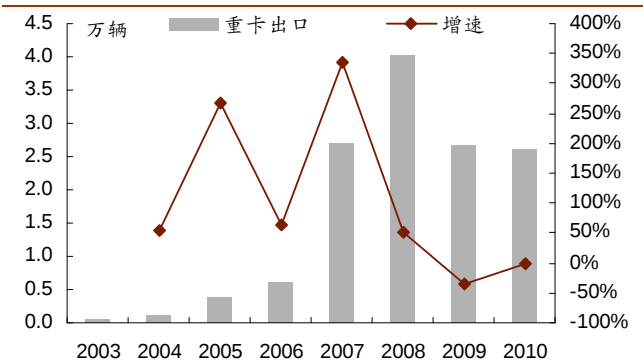
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 19：对 GDP 和固定资产投资预测依旧相对乐观

实际同比增速 % (除非额外注明)	2007	2008	2009	2010F	2011F
GDP	14.2	9.6	9.2	10.2	9.3
最终消费	10.9	9.8	10.0	9.5	9.8
城镇居民	11.6	8.5	9.0	8.7	8.7
农村居民	8.2	9.0	10.0	10.5	12.0
政府	11.4	12.0	11.4	10.0	10.0
资本形成总额	13.7	11.4	20.1	12.8	11.2
私人	14.1	11.4	15.1	11.0	10.5
政府	10.8	11.1	60.0	23.0	15.0
净出口 (对 GDP 增速的贡献)	2.5	0.8	-3.7	0.5	0.2
参考项目					
社会消费品零售总额 (名义)	16.8	21.6	15.5	18.3	18.5
城镇固定资产投资 (名义)	25.8	26.1	30.5	25.0	20.0
CPI	4.8	5.9	-0.7	3.3	4.3
非食品	1.1	1.5	-1.4	1.2	1.2
食品	12.3	14.7	0.8	7.5	10.5
PPI	3.1	6.9	-5.5	5.5	5.0
人民币对美元 (年末值)	7.30	6.82	6.83	6.62	6.29

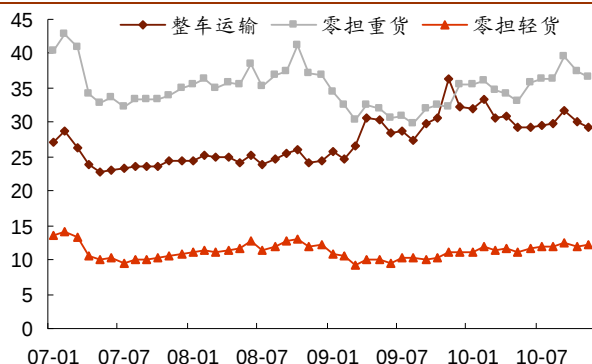
资料来源：国家统计局、中金公司研究部

图表 20：重卡产品出口及增长率



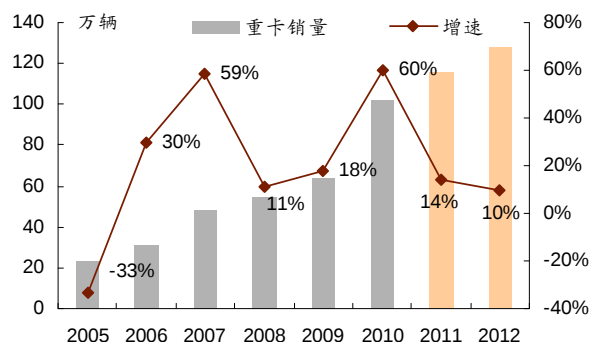
资料来源：中国汽车工业协会、中金公司研究部

图表 21：运价维持高位



资料来源：现代物流报，中金公司研究部

图表 22：重卡销量及增速预测



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

产品升级成为重卡企业盈利增长主要推动力

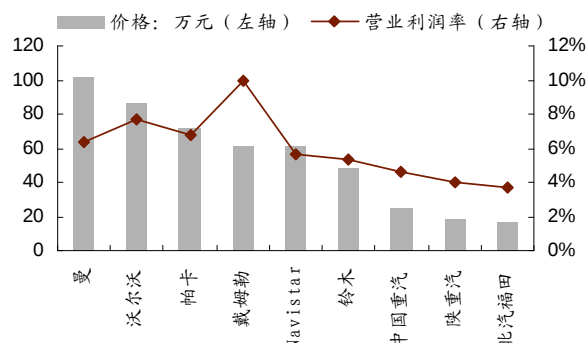
产品结构升级空间较大，利润率处于上升通道。随着下游用户对燃油经济性以及安全性要求增加，重卡产品处于持续升级之中。近年来我国重卡从 2007 年的 21 万元/辆增加至 27 万；但即使这样，和国外重卡 80 万以上的销售均价比较我国重卡产品升级空间依然较大。目前，海外重卡企业销售净利润率正常时在 8% 以上，而我国企业仅不到 5%，伴着重卡产品持续升级，企业利润率上行空间较大。

图表 23：国内主要重卡企业销售价格走势



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 24：国内外主要重卡企业产品均价及利润率比较



资料来源：公司数据，中金公司研究部

预计未来五年，重卡行业盈利具备 250% 以上提升空间。我们预计未来五年重卡销量复合增长率约 9%，2015 年达到 165 万辆，并稳定在此水平；从企业盈利来看，增长空间远比销量增长空间更大。我们预计到 2015 年，重卡产品均价将上升到 36 万元，企业利润率也提升至 8.0%，对应盈利有 250% 以上提升空间。

图表 25：未来五年重卡销量增长及利润率走势预测

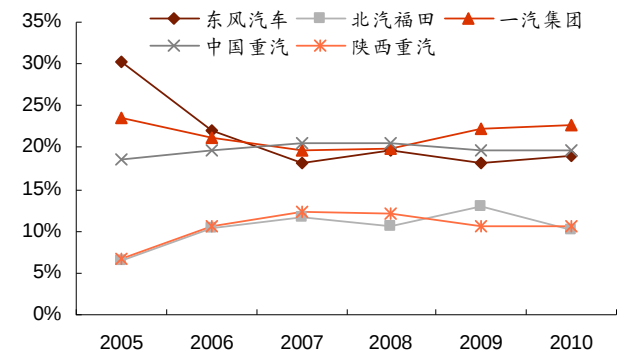
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2015/2010
重卡销量 (万辆)	102	116	128	139	152	165	62%
	60%	14%	10%	9%	9%	9%	
销售单价 (万元)	25.0	26.3	28.9	30.0	31.2	34.4	37%
	3%	5%	10%	4%	4%	10%	
销售收入 (亿元)	2,544	3,045	3,684	4,176	4,734	5,676	123%
利润率	5.0%	5.7%	6.2%	6.9%	7.5%	8.0%	
净利润 (亿元)	127	174	228	288	355	454	257%

资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

行业结构维持稳定，排放标准升级推升龙头企业盈利

2012 年 1 月 1 日重卡有望执行国 IV 排放标准。排放标准持续升级提升行业进入门槛，同时发动机为满足标准制造成本也明显提升，推动整个重卡产品平台升级。国 IV 时代，率先与外资企业合作导入中高端重卡平台的企业竞争力将明显提升，而新进入者如不能在短期内做大规模并满足不断升级的产品需求则可能被市场淘汰。我们预计随着排放标准升级带来重卡企业进入门槛提升，龙头企业市场份额将相对稳定。

图表 26：重卡行业市场份额走势



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

图表 27：近来重卡行业进入者增加

新进入者	项目启动时间	产能万辆	投资金额	投产时间	2011年目标	利用率
山西大运	2004年	5	26亿元	2009年10月	2	40%
长安重卡	2007年	4	15亿元	2009年	1.5	38%
集瑞联合卡车	2009年3月	3	32亿元	2010年底	1.2	40%

现有公司	现有产能	扩产计划	目标产能	2010年销量	2011年目标	利用率
中国重汽	15	4	19	20.0	23	121%
一汽解放	15	5	20	23.1	24	120%
东风汽车	15	4	19	19.3	22	116%
陕汽集团	10	3	13	10.9	13	100%
北汽福田	8	8	16	10.3	10	63%
北方奔驰	5.5	0	5.5	4.6	5.5	100%
上汽依维柯红岩	4	0	4	3.3	4.3	108%
华菱重卡	3	1	4	3.0	4	100%
江淮汽车	2	2	4	2.6	3.5	88%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

排放标准升级带来后处理系统相关公司投资机会。要达到国 IV 排放标准目前有两种技术路线，1）是在现有的 EGR 后再加装粒子捕捉器，以降低颗粒物含量从而达到国 IV 标准；2）在高压共轨发动机基础上后端加上 SCR（选择性催化还原系统）来降低硫化物和氮氧化物含量以达到国 IV 标准。我们认为，受国内燃油品质限制，第一种方式在国内大规模推广可能性相对较小。高压共轨加装 SCR 有望成为主流技术路线，预计在国 IV 执行后 SCR 市场容量接近 120 亿元，威孚高科和银轮股份将从中受益。

图表 28：重卡产品结构升级受益者

企业	技术来源	下游分类
中国重汽	曼合作	工程类比重较大
福田汽车	戴姆勒合作	物流类为主
一汽解放	自主开发	物流类为主
东风商用车	自主开发	物流类为主
陕重汽	自主开发	工程、物流
华菱汽车	自主开发	工程类比重较大
潍柴动力	大马力国内领先	福田、陕汽、一汽、其它
东风康明斯	导入美国康明斯	东风、华菱

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 29：重卡零部件受益者

零部件	受益公司	技术来源
排放系统	EGR	银轮股份 自主开发
	高压共轨	威孚高科 导入博世
	SCR	威孚高科 自主开发 银轮股份 物流类为主
汽车安全	缓速器	特尔佳 自主开发
	ABS	东风科技 自主开发
		亚太股份 自主开发

资料来源：公司数据，中金公司研究部

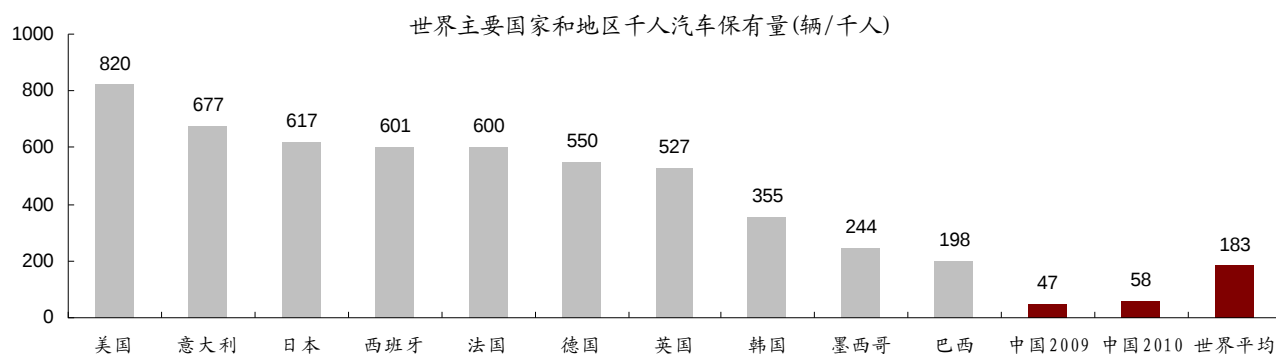
乘用车：负面预期反映较为充分，龙头企业估值修复可期

内生性动力助推乘用车需求稳定增长

在度过了政策支持下的高速发展期之后，我们认为我国乘用车市场将迎来以内生动力为驱动因素的稳定增长时期。首先，我国特有的东中西部地区经济增长极之间的差异将接力之前的宽松政策成为未来 3~5 年我国乘用车需求增长的重要推动力；另一方面，对比国外汽车市场发展轨迹，财富效应以及消费升级因素是乘用车稳定发展时期需求增长的主要动力来源。

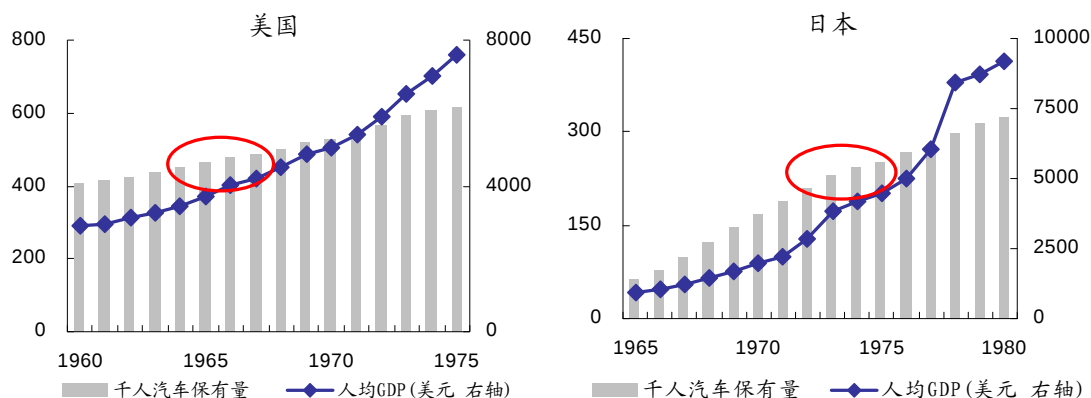
我国目前汽车保有量显著偏低。我国 2009 年和 2010 年汽车保有量分别约为 47 台/千人和 58 台/千人，与主要发达国家超过 500 台/千人和世界平均 183 台/千人的汽车保有量水平相比，我国汽车市场仍存在较大增长空间；另一方面，从经济发展阶段来看，目前我国人均 GDP 发展水平与上世纪 60 年代后期的美国以及上世纪 70 年代初期的日本相似（图[31]），对应的该时期美国和日本汽车保有量分别约为 480 台/千人和 250 台/千人，约为我国目前汽车保有量的 8 倍和 4 倍，这显示出我国居民汽车保有量潜能仍未充分发挥。

图表 30：我国汽车保有量显著低于发达国家水平



资料来源：wordbank database, CEIC, 中金公司研究部

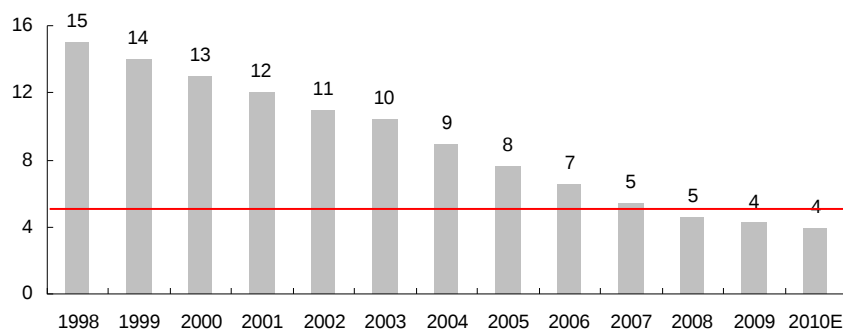
图表 31：美国、日本汽车保有量随经济增长发展历程



资料来源：wordbank database, BEA, 日本历年统计年鉴, 中金公司研究部

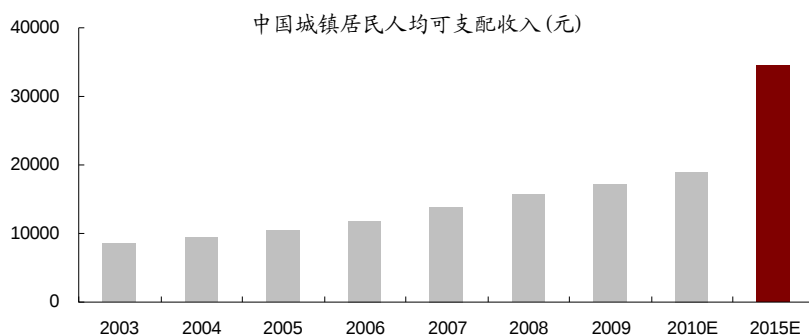
经济增长促进居民汽车购买力提升。发达国家汽车市场发展历程表明，R 值（平均车价/人均 GDP）决定一个国家或地区乘用车发展的趋势，这里 R 值表示平均车价与该地区人均 GDP 的比值。国际经验表明：当一个国家或地区 R 值进入 3~5 区间时，该地区私人汽车将迎来快速发展期，轿车开始大规模进入家庭。随着我国的经济增长和平均车价的逐年下降，我国 R 值已进入 3~5 区间，这表明居民汽车购买力显著提升，乘用车将进入快速发展时期。

图表 32：R 值进入 3~5 区间，中国迎来乘用车快速发展期



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 33：居民可支配收入提高促进汽车购买力提升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

中西部地区汽车需求增长空间巨大。由于我国经济发展的区域间不平衡，造成中西部地区汽车保有量水平显著低于全国平均水平。在北京、天津以及东部沿海省市汽车需求增长逐渐趋于平稳时，中西部地区将成为未来 3~5 年内我国乘用车新增需求的主要来源。在国家“十二五”规划和区域振兴规划推动下，中西部地区将成为产业转移的理想承接地，并将成为未来 3~5 年中国经济新的增长点。中西部地区的经济增长将显著提升该地区居民购买力及汽车需求。未来 3~5 年内，中西部地区多个省市 R 值将逼近或进入 3~5 区间，显示这一地区将实现乘用车需求的快速增长。

图表 34：全国 31 省市汽车保有量水平（辆/千人）



资料来源：中汽协, CEIC, 中金公司研究部

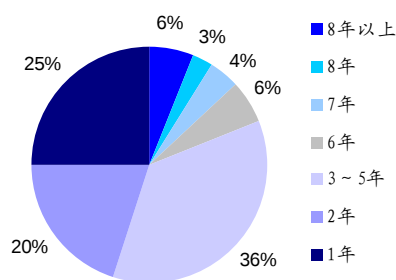
图表 35：全国 31 省市 R 值对比



资料来源：中汽协, CEIC, 中金公司研究部

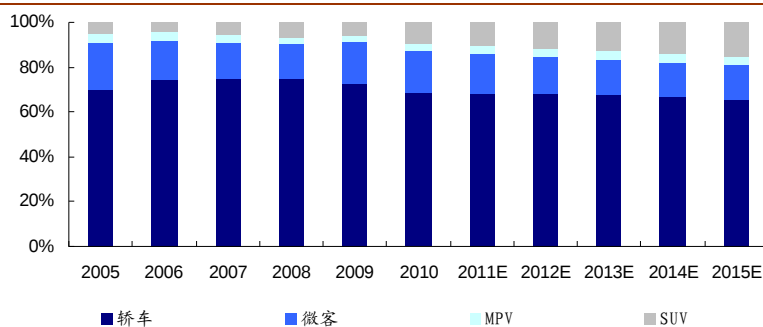
换车需求潜力逐步释放，中高端车需求潜力巨大。未来 3~5 年我国换车需求增长潜力巨大：一方面从 2009 年我国乘用车存量统计数据来看，使用年限超过 3 年的汽车占汽车保有总量的 55%；另一方面从对我国居民私人汽车预期调查来看，家用汽车的消费者期望使用年限均值为 7 年，因此未来 3~5 年换车需求潜力将逐步释放，成为带动汽车需求的又一动力。同时，由于中高端乘用车的需求与居民可支配收入相关，在我国经济增长稳定的前提下，人均 GDP 和居民人均可支配收入的提高将提升中高端乘用车的购买力；另一方面，收入提升带来的财富效应和换车需求将提高私人对中高端乘用车的购买意愿。

图表 36：我国目前乘用车使用年限区间（2009 年）



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

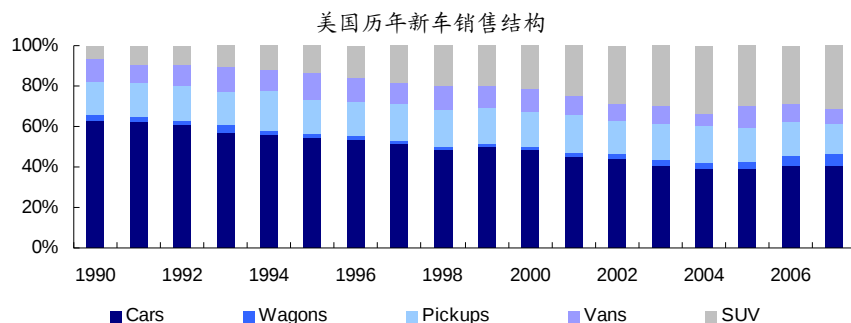
图表 37：我国乘用车需求结构变化趋势



资料来源：中汽协, CEIC, 中金公司研究部

SUV 进入快速发展期。在乘用车子行业中，我们认为 SUV 在未来 3~5 年将实现快速增长。首先，从美国发展经验来看，从上世纪 90 年代开始，美国汽车销量和汽车保有量趋于稳定（这期间，美国汽车年销量复合增长率约为 1%，保有量年复合增长率约为 1.3%），期间美国汽车需求的重要推动力来源于换车需求，这也是 SUV 发展的重要推动力；其次，从我国发达省市汽车发展历程来看，目前北京、天津和东部发达省市人均 GDP 已经逼近或超过 1 万美元，这些省市的汽车市场已由快速普及期逐渐向更高阶段过渡，这为 SUV 需求的释放提供基础。

图表 38：美国 SUV 发展历程



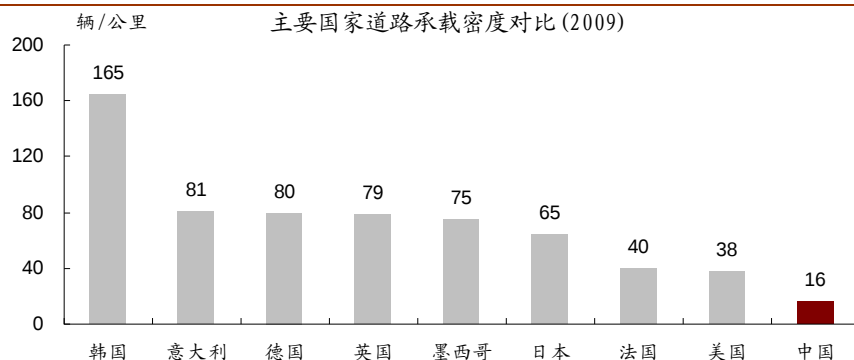
资料来源：BEA, 中金公司研究部

公路基础设施中短期内不会成为汽车需求增长的制约因素

我国公路承载密度显著低于主要发达国家。从我国公路承载密度来看，2010 年我国每公里公路承载汽车约为 20 辆，约为美国公路承载密度的一半，日本的 1/3。与其他主要发达国家相比，我国公路承载密度也较低，这显示出从全国范围看，中短期内，公路基础设施足以支持汽车需求的增长。

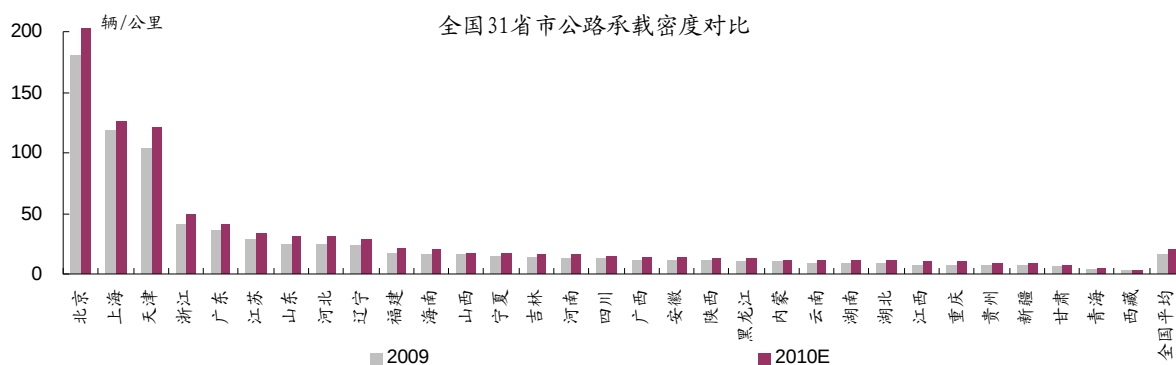
区域间公路承载密度差异较大，中西部地区承载潜力仍未充分利用。目前我国公路拥堵地区主要集中在北京、天津及东部沿海主要大中城市。根据我们的测算，北京、天津及东部发达省市的公路承载密度已达到或超越主要发达国家发展水平，而广大中西省份公路承载密度仅为全国平均水平的 1/2~1/3，潜力远未充分利用。

图表 39：我国公路承载密度显著低于主要发达国家



资料来源：worldbank database, CEIC, 中金公司研究部

图表 40：中西部地区公路承载潜力还未充分利用



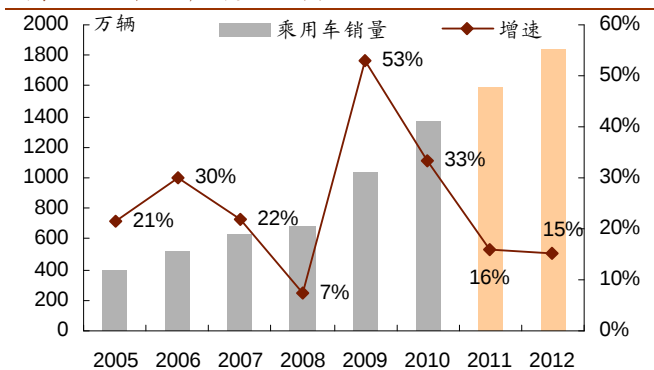
资料来源：CEIC, 中金公司研究部

北京市小客车数量调控政策不具备在全国大规模推广的基础。我们认为北京市政府于 2009 年末发布的《北京市小客车数量调控暂行规定》不具备在全国大规模推广的基础。主要原因在于北京市汽车发展水平远超全国其他省市，与国外发达国家和地区相比也已进入相对饱和状态，而其他省份汽车发展水平与北京相比还有较大差距，中短期内出台严厉调控政策的可能性不大。从汽车保有量来看，北京市 2010 年千人汽车保有量约为 243 辆，大约是第二位（天津 124 辆）的两倍，北京的汽车保有量水平已显著超越全国其他省市，因此北京与其他省市的政策不具备对比基础；从公路承载密度来看，2010 年北京市公路承载密度估计值约为 215 辆/公里，排在二三位的天津和上海均只有 120 辆/公路左右。在北京市调控政策出台后，包括杭州、南京、广州等拥堵较为严重的地区和城市先后表态短期内不会跟进出台汽车限购政策。我们认为北京市“限购”政策对全国其他地区的示范效应有限。

小排量车受影响较大，合资龙头受益中高级车提升

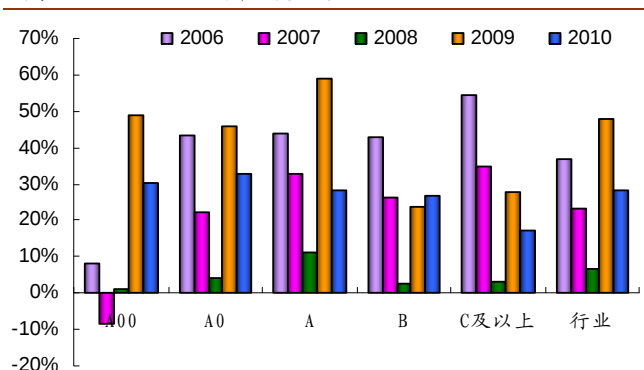
销量增速放缓，产能利用率小幅下滑。我们预计受政策退出影响以及前两年销量基数太高，2011 年乘用车销量增速将放缓至 16%。而企业产能投资在 2010 年增长较快，至下而上来看行业企业产能扩张规模也在 2011 和 2012 年步入投放高峰，预计近两年产能年均增长 25%。在需求增速放缓，而产能稳定较快增长刺激下，预计 2011 年乘用车行业产能利用率下滑至 83%。但这其中呈现明显结构性特征，强势企业如上海通用和上海大众等产能利用率仍持续高位，部分中小合资品牌及自主品牌则面临利用率降低的压力。

图表 41：乘用车销量及增长预测



资料来源：中国汽车工业协会、中金公司研究部

图表 42：分级别汽车销量增速



资料来源：中国汽车工业协会、中金公司研究部

小排量汽车受政策退出影响相对较大，2011 年更新需求增多带来产品结构提升。此前政策扶植主要集中在 1.6L 以下的小排量汽车领域，在此影响下 2009 和 2010 两年小排量汽车份额有较大提升，此次政策退出预计将导致小排量汽车增速放缓。而从上一轮（2003 年）起汽车销量快速增长至今已经接近 7 年，更新需求预计将陆续开始释放。政府在北京地区的限购也将使得更新需求占比提升，预计 2011 年行业产品结构将呈现改善，中高级车份额将提升。龙头合资企业将从产品结构提升中受益较大。

欧美车企产能偏紧，自主品牌产能压力较大。从企业产能增长规划来看，合资企业特别是其中龙头企业产能扩张相对合理，以通用和大众为代表的欧美系车企产能利用率在未来两年仍会维持在 100% 以上。而对于自主品牌而言，大多产能扩张较为激进，在合资品牌产品向下延伸（如赛欧和马驰车型）、小排量车增速放缓以及产品向上延伸受阻等背景下预计 2011 年将面临一定竞争压力。

图表 43：主要乘用车企业产能增长及 2010 年产能利用率

厂商	2010销量 (万辆)	2011目标 (万辆)	2011年增长 目标	2010产能 (万辆)	2011产能 (万辆)	2012产能 (万辆)	2012/2010产 能增长	2010产能利用 率	2011产能 利用率
上海大众	100	120	20%	66	80	100	67%	152%	150%
一汽大众	87	-		66	68	88	33%	132%	
上海通用	101	115	14%	76	97	97	28%	133%	
北京现代	70	77	10%	60	60	70	17%	117%	128%
东风日产	66	77	17%	56	73	90	61%	118%	106%
奇瑞汽车	67	90	33%	65	85	85	31%	104%	106%
比亚迪	52	60	15%	43.5	50	80	84%	119%	120%
天津丰田	51	55	9%	47	55	60	28%	108%	100%
广州本田	39	-		43	43	43	0%	90%	
吉利汽车	42	-		46	46	73	59%	90%	
长安福特	41	-		40	45	45	13%	103%	
神龙汽车	37	43	14%	45	45	45	0%	83%	94%
一汽夏利	25	30	20%	38	38	38	0%	66%	79%
东风悦达	33	43	29%	33	43	43	30%	101%	100%
哈飞汽车	2	-		40	40	40	0%	5%	
东风本田	26	28	7%	18	24	30	64%	145%	117%
广州丰田	27	35	30%	36	36	48	33%	75%	97%
一汽轿车	27	-		20	32	36	80%	135%	
长安铃木	20	-		20	20	20	0%	100%	
长城汽车	36	44	22%	40	50	80	100%	91%	147%
金杯汽车	18	-		30	30	30	0%	59%	
江淮汽车	20	26	30%	20	20	30	50%	100%	130%
长安汽车	19	-		25	28	47	67%	78%	
一汽海马	14	-		15	20	25	67%	94%	
上海汽车	16	23	43%	20	20	30	50%	80%	115%
东风乘用车	3	4	44%	6	6	6	0%	46%	67%
东南汽车	11	15	31%	15	15	23	50%	77%	100%
郑州日产	5	13	192%	8	12	20	150%	56%	110%
华晨宝马	5	-		6	10	20	233%	90%	
北京奔驰	4	8	106%	8	8	9	13%	49%	100%
众泰汽车	10	-		10	10	15	50%	100%	
2011年									
合资品牌产能增速		15.6%							
合资品牌销量目标增速		18.0%							
自主品牌产能增速		21.9%							
自主品牌销量目标增速		30.2%							

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 44：各细分市场 2010/2011 年上市强势车型一览

公司名称	车型分类	2010年上市车型	公司名称	车型分类	2011年预计上市车型
一汽大众	Sedan	CC	东风悦达	Sedan	K5
上海通用	Sedan	新赛欧	北京现代	Sedan	新索纳塔
上海通用	Sedan	英朗GT	神龙汽车	Sedan	标致508
广州本田	Sedan	歌诗图	一汽大众	Sedan	帕萨特B7（新迈腾）
神龙汽车	Sedan	标致408	上海大众	Sedan	NMS（新帕萨特）
东风有限	Sedan	玛驰	上海通用	Sedan	雪佛兰Malibu
北京现代	Sedan	瑞纳	上海大众	MPV	夏朗
郑州日产	MPV	NV200	广汽丰田	MPV	逸致
福建戴姆勒	MPV	唯雅诺	起亚	MPV	Venga
福建戴姆勒	MPV	威霆	东风日产	SUV	Murano
长安福特	MPV	马自达8	东风裕隆	SUV	纳智捷
东风悦达	SUV	智跑	广汽三菱	SUV	劲炫
北京现代	SUV	IX35			
一汽大众	SUV	Q5			
上海大众	SUV	途观			

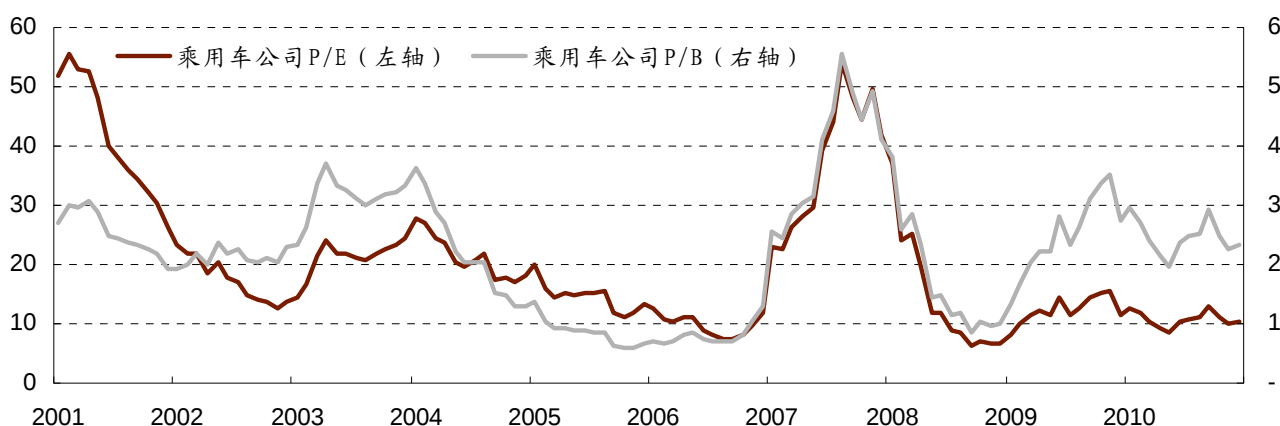
资料来源：公司数据，中金公司研究部

负面预期反映充分，龙头企业投资价值显现

乘用车公司 PE 估值已经接近历史低端，盈利稳定性强的龙头企业具备投资机会。在购置税优惠和汽车下乡两大主力政策取消后，现在对行业利好政策仅有节能补贴，我们判断该项政策在明年还会持续推广，以引导消费者购买节能汽车；而在北京出台较为严厉的限购政策后，其它城市即使跟进，预计政策力度也会比北京低，且更可能采取提高使用成本的方式，政策层面的利空已经基本出尽。

目前龙头企业估值已经下跌至 2011 年 9~10 倍 PE 估值水平，处于历史水平低端，盈利稳定性较强的合资龙头企业已经具备投资价值。我们认为在负面政策尘埃落定背景下，2011 年 1 季度如果销量和业绩好于预期，则龙头企业上海汽车会有估值修复机会（上看到 13~15 倍 2011 年 PE）。

图表 45：乘用车板块估值走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

客车行业：受益于公共交通扶植，销量增长结构改善

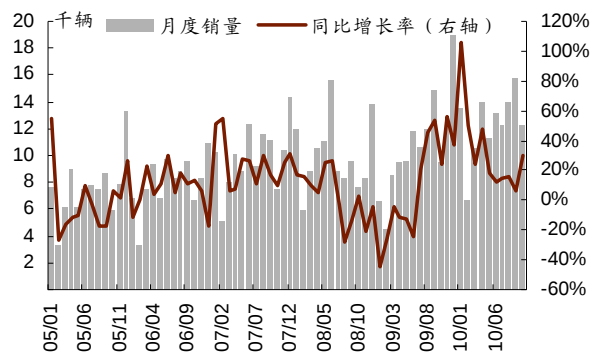
城市化及公共交通发展利好大中客行业，预计2011年增长17%

大中客产品从下游构成来看，公交、长途客运和旅游分别占据32%、47%和11%的市场份额。

2011年，预计**长途客运市场**会受到一定客运专线集中投放影响，但总体来看仍将实现**10%以上增长**。从实际客运专线实际运营效果来看，其将首先对原有线路动车组形成冲击，由于普快及动车组减少同时票价提升反而可能有一定挤出效应，相应线路长途客运受影响相对较小。客运专线的负面影响更多来自于此前没有动车组以及主流城市之间的城际线路。

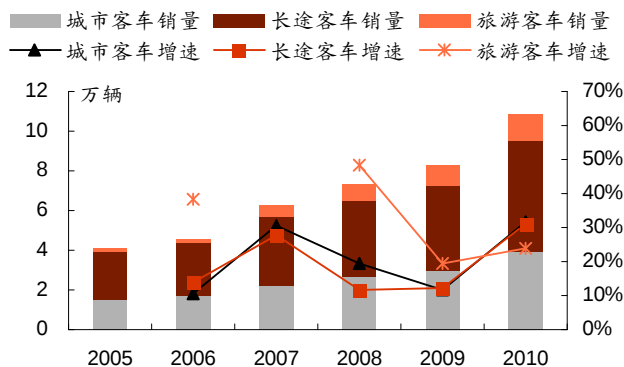
受益主流城市发展公共交通缓解城市拥堵，预计**公交市场2011年增长17%，同时产品售价还将提升**。在北京出台的治堵方案中，提高公共交通出行占比被列在首要位置，随后出台的广州方案讨论稿中，也提出要提高公交的出行比重，未来3年要增加3000辆公交车。我们认为一线城市纷纷发展公共交通将在国内形成表率作用，城市公交市场2011年有望实现17%销量增长，同时往后较长时间内仍能持续较快增长。从大中客产品结构来看，在经历了多次公交事故后，政府对大中客产品安全性和舒适度的重视程度也在增加，有利于后续大中客产品售价持续提升。

图表46：大中客销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会

图表47：分类型大中客销量及增长

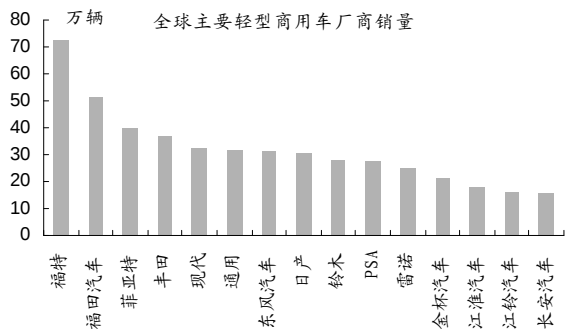


资料来源：中国汽车工业协会

中高端轻客发展空间较大

中小企业发展及网购发展带来中高端轻客发展机会。中高端轻客产品主要用于城市内容运和货运需求，随着经济发展带来中小企业商务需求增加，且网购业务带来物流业发展，中高端轻客需求在未来较长时间内均将呈现较快增长态势。国内现有轻客产品中中高端比例只有约30%，以江铃全顺为代表的中高端产品份额提升空间较大。

图表48：全球轻型车销量排名



资料来源：DieselNet，中金公司研究部

图表49：国内中高端轻型商用车一览

车型	发动机	售价
金杯大海狮	丰田	15-18万
南汽依维柯	依维柯	10-22万
江铃全顺	福特	11-20万
东风日产凯普斯达	日产	13-15万
福田欧马可C280	康明斯	9-15万
江淮N721	五十铃	12-14万
庆铃600P	五十铃	10万
江铃凯运	五十铃	9万

资料来源：公司数据，中金公司研究部

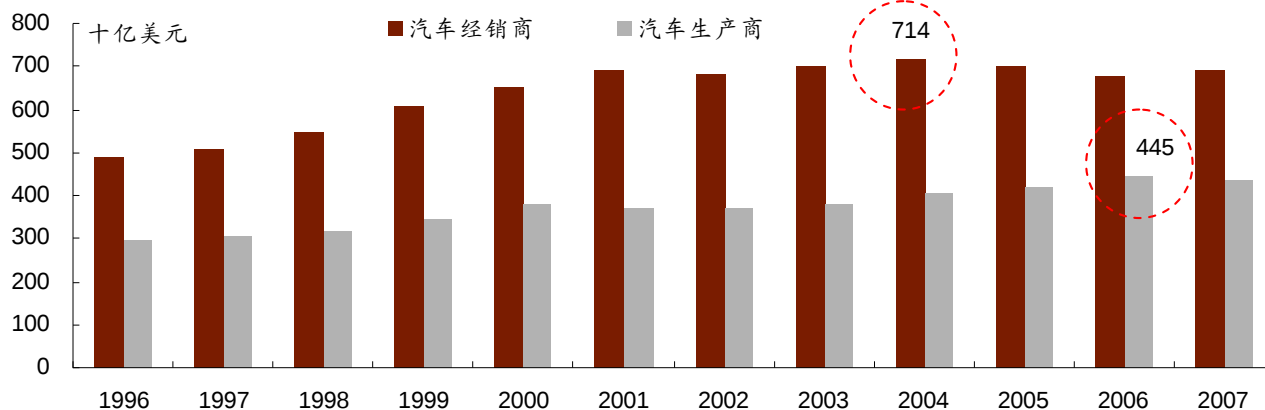
经销商行业：保有量增长的最大受益者

在美国，汽车经销商的行业规模相当于制造商的 1.6 倍，汽车经销商的利润来源当中，只有 20% 来自于新车销售，其他的 80% 来自于与保有量相关的售后服务及二手车交易业务。中国汽车保有量的巨大上升空间为经销商的售后服务业务及二手车业务提供增长动力。我们预计中国经销商的行业规模在未来 10 年保持 19.4% 的年复合增长率。而龙头企业将依赖其资金实力、管理能力通过外延式扩张实现快于行业的增长。

保有量增长加速，经销商集团稳定受益

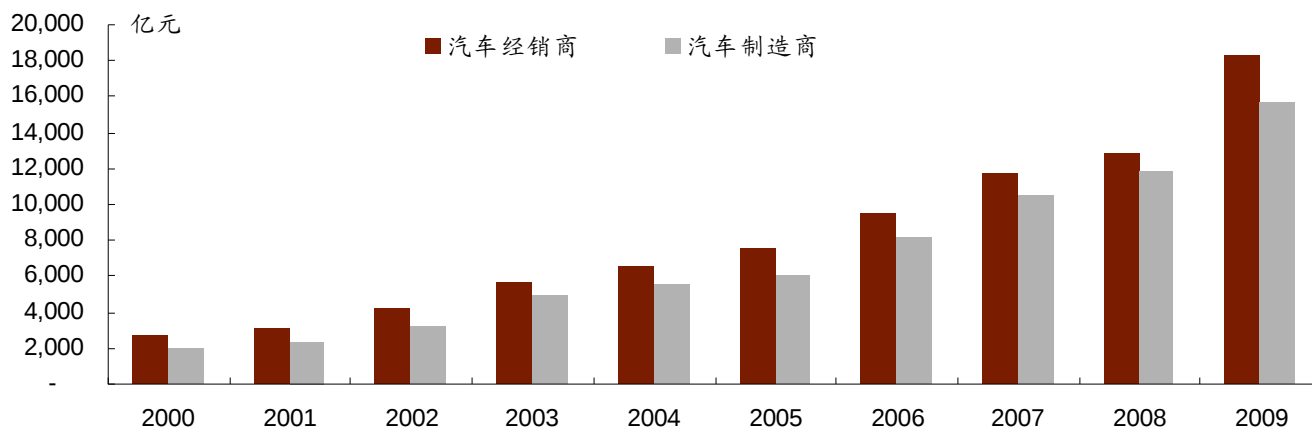
从 2003 年到 2010 年，汽车销量从 439 万辆增长到 1806 万辆，年均复合增长率达 23%。但目前中国每千人轿车保有量 58 辆，远低于发达国家和世界平均水平。我们预测，中国均衡的汽车保有量仍将有 6 倍的上升空间，达到 4.8 亿辆，均衡的新车交易量将达到 4880 万辆，相比 2010 年的 1806 万辆仍将有 2.7 倍的发展潜力，其中中西部保有量的上升将成为我国汽车保有量增长的主推力之一。保有量的上升将带来汽车经销商售后服务、二手车业务的快速增长，从而推动行业规模在未来 10 年保持 19.4% 的年复合增长率。

图表 50：美国汽车经销商与汽车制造行业规模比较



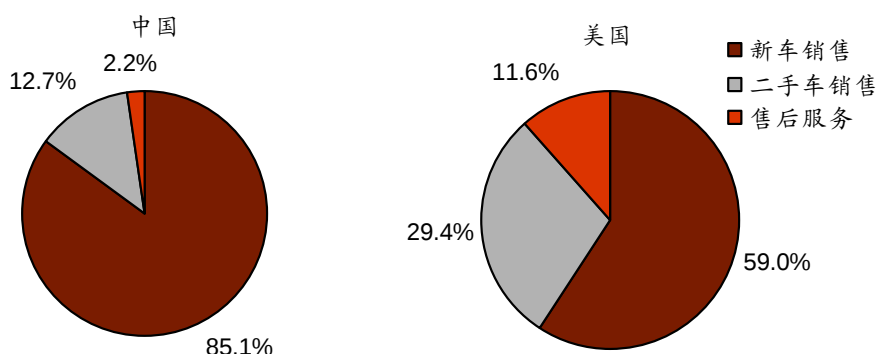
资料来源：美国交通部，中金公司研究部

图表 51：中国汽车经销商与汽车制造行业规模比较



资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 52：中美汽车经销商业务构成比较

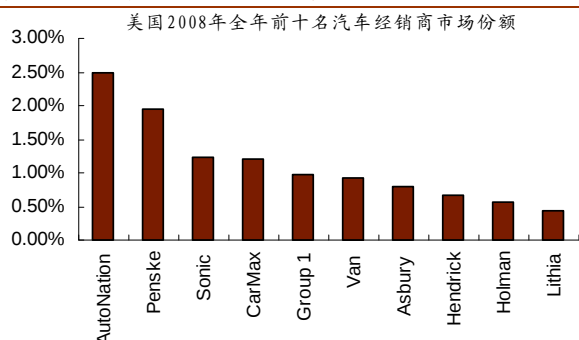


资料来源：华通人，中金公司研究部

外延式扩张带来经销商集团发展机遇

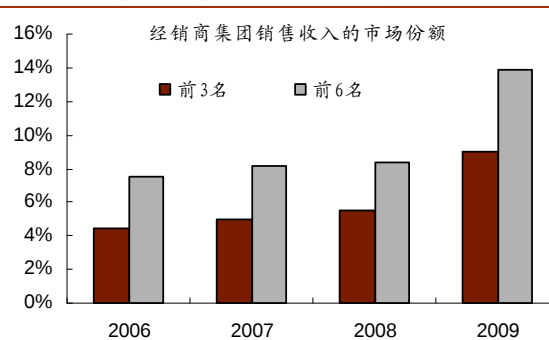
从行业集中度来看，2009 年中国最大的经销商集团的市场份额已经达到 3% 以上，前五十位经销商集团的销售收入占市场的 30% 以上，已经超过美国现期水平，并有进一步提升的趋势。主要是源自于中美经销商经营及法律环境有所不同：美国的汽车经销业态，很大程度上受到特许专卖法案的限制。专卖法案保护了本地经销商的权益，对新经销商的市场进入行为进行了限制，实际上造成了汽车经销市场被分割为许多局部市场的局面。而且行业的净资产收益率不足。2009 年全行业净资产收益率为 7.1%，上市公司的平均净资产收益率为 10.2%，不能明显高出资本成本，使企业缺乏进一步扩张的激励。而中国经销商目前不存在美国的法律限制，净资产收益率亦处于高于资金成本的水平，其集中程度仍有上升空间。龙头企业复制能力较强，且具备资金优势，经营管理水平较高，主要体现成本控制、数据管理（ERP 系统对于车辆销售、维修数据的管理）、员工培训及薪酬管理等。

图表 53：国外经销商行业集中度



资料来源：WARD

图表 54：中国汽车经销商行业集中度提升趋势



资料来源：华通人调研，中国汽车流通协会

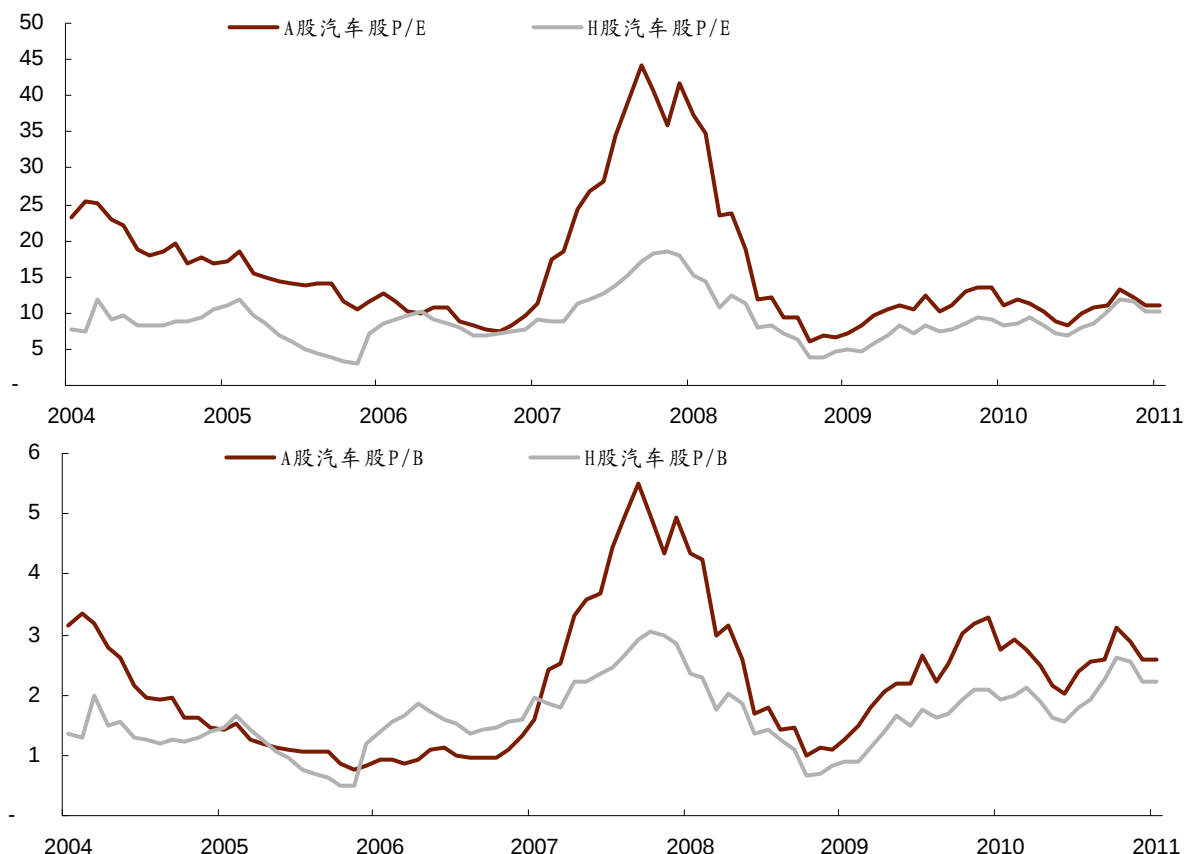
投资建议

估值接近底部，抓住三条投资主线

目前 A 股和 H 股汽车股分别下跌至 2011 年 11 倍和 10 倍 PE 估值水平，处于历史水平低端，估值进一步下行风险不大，这其中龙头企业估值更具备吸引力。后续销量好于预期有望推动 A 股估值回到 2011 年 13~15 倍 PE 区间，推动 H 股估值回到 12 倍 PE 估值区间。从 PB 来看，A 股和 H 股 2011 年 PE 分别为 2.6 倍和 2.2 倍，也基本处于历史平均水平。

2011 年汽车行业有三条投资主线：1、零部件的盈利稳定表现及跨周期成长故事，如 A 股的银轮股份（002126.CH）、华域汽车（600741.CH）、福耀玻璃（600660.CH）、一汽富维（600742.CH）以及港股的敏实集团（425.HK）和信义玻璃（868.HK）；2、保有量增长推动的汽车经销商长期增长故事，如 A 股的中大股份（600704.CH）及港股的中升控股（881.HK）及大昌行（1828.HK）；3、市场预期悲观，基本面反弹弹性较大的行业龙头，包括 A 股的上海汽车（600104.CH）、潍柴动力（000338.CH）、宇通客车（600066.CH）、中国重汽（000951.CH）、东风汽车（600006.CH）和江铃汽车（000550.CH）及港股的东风集团（489.HK）、潍柴动力（2338.HK）以及长城汽车（2333.HK）。我们 A 股的稳健组合推荐为华域汽车、福耀玻璃、一汽富维、宇通客车、中大股份和江铃汽车，激进组合推荐为银轮股份、潍柴动力、上海汽车、东风汽车、中国重汽，港股的稳健组合推荐为中升控股、大昌行、长城汽车、敏实集团，激进组合推荐为东风集团、潍柴动力及信义玻璃。

图表 55：A/H 股汽车股历史估值比较



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

业绩稳定性强的零部件龙头更具备吸引力

我们推荐 A 股的华域汽车、福耀玻璃、银轮股份和港股的敏实集团、信义玻璃：

华域汽车(600741.CH)：1) 公司旗下合资公司多为行业龙头，**盈利能力较强**；2) 主要配套上海通用和上海大众，**竞争力较强，2011 年销量及业绩仍将较快增长**；3) 凭借在上汽集团内的独特地位，公司在新能源以及其它中高端零部件匹配供应上占据优势，**零部件匹配仍具备外延式成长空间**；4) **估值处于行业最低端**，预计 2010、2011 年公司分别实现每股收益 1.00 元和 1.21 元，目前股价对应 2011 年市盈率仅为 9 倍，再考虑到母公司账上金融资产，估值仅 8 倍左右，向上提升空间较大。

银轮股份(002126.CH)：1) **重卡行业地位稳固**，公司为重卡市场龙头热交换系统供应商，占据 30%以上份额，主要客户包括玉柴、康明斯、卡特彼勒和潍柴等主流发动机生产商；2) **出口及工程机械市场拓展空间较大**，公司成本优势明显，且在进入康明斯和卡特彼勒等龙头企业全球配套体系后，出口市场增长空间较大；3) **和吉利合作切入乘用车市场**，打开成长空间；4) **2012 年国 IV 实施带来爆发性增长机会**，预计届时公司 SCR 产品有望实现 15 万左右销量，推动收入及业绩翻番增长。预计 2010、2011 年公司分别实现每股收益 1.20 元和 1.47 元，目前股价对应 2011 年市盈率约 24 倍，估值处于中小零部件公司低端，考虑到 SCR 将打开公司成长空间，我们维持推荐评级。

福耀玻璃(600660.CH)：1) 作为国内汽车玻璃龙头，**占据行业接近 70%份额，能够稳定受益于国内汽车销量增长和**产品结构提升，预计国内业务盈利未来三年有望实现 15%复合增长，快于整车行业销量增速；2) **海外 OEM 市场增长空间较大**，公司生产成本远低于海外竞争对手，在经历前期耕耘后，未来两年 OEM 业务有望持续翻番增长，推动出口增速超过 25%；3) **汽车镀膜玻璃以及智能玻璃等产品预计将逐渐被消费者接受，打开公司中长期成长空间**；4) 预计公司 2010 年和 2011 年每股盈利分别为 0.90 元和 1.10 元，目前股价对应 2011 年市盈率为 9.4 倍，向上提升空间较大。

一汽富维(600742.CH)：公司作为一汽集团旗下主要内外饰件供应商，将充分受益于一汽大众、一汽丰田和一汽轿车中高级新车推出及销量增长。同时，凭借客户资源优势和合资管理经验，公司未来有望持续拓展业务范围，成长空间逐步打开。预计 2011 年估值仍将有 19%的增长。目前市盈率仅相当于 2011 年 9.7 倍，安全边际较高。

敏实集团(425.HK)：作为国内外饰件汽车零部件的龙头，公司凭借资深的技术及经营管理优势实现了市场份额由 10%至 26%的扩张。展望未来，依托与国际汽车巨头的良好合作关系，公司有望从国内市场份额扩张、海外市场开拓、新产品开发以及新业务的开展等四个方面实现稳定快速增长，预计未来 3 年净利润年复合增长率为 26%，维持推荐投资评级。

信义玻璃(868.HK)：受益于出口复苏、汽车行业的快速发展以及房地产投资增速，预计 2010 年公司的业绩将同比增长 94%至 15 亿港元。展望未来，受益于汽车售后市场的稳定增长、中国太阳能产业的快速发展、Low-E 建筑玻璃需求快速上升以及公司的产能扩张，公司的业绩成长性较强。预计 2011 年、2012 年净利润将同比增长 33%及 28%至 15 亿港元及 20 亿港元。目前公司估值为 16 倍 2011 年市盈率，安全边际较高，我们维持“审慎推荐”投资评级及 7.84 港元的目标价。

经销商具备长期增长故事

我们 A 股推荐中大股份，港股推荐中升控股及大昌行

中大股份(600704.CH)：1) 维修业务能稳定受益于保有量增长，预计未来三年复合增长率维持在 25%左右；2) 网点布局加速，在经历了 2008~2010 年的扩张停顿后，2011 年起公司网点扩张将加速，预计未来两年每年新增约 20 家 4S 店，4S 店权益数量有望翻番；同时扩张店中预计会包含雷克萨斯和奥迪等多家豪华品牌，有望带来盈利较快增长。我们预计 2010、2011 年公司盈利分别 5.16 亿元和 5.75 亿元。

中升控股(881.HK)：1)、预计 2009~2012 年盈利年符合增长 78%。主要驱动力是新开门店，预计公司的 4S 店将从 2009 年底的 47 家扩张至 2012 年底的 168 家。2)、持续收购将极大增强市场对管理层执行力的信心。公司已经完成了 3 次规模收购，其中对于豪华品牌经销商 B&L 的收购极大的丰富了公司的品牌分布及地区分布，为公司未来豪华品牌的扩张增加了新的推动力。3)、估值吸引。目前公司 2011 年市盈率仅为 10 倍，相比行业未来 19.4%的年复合增长以及公司通过兼并收购而实现的更快盈利增长，估值吸引力较高。我们维持盈利预测、24.8 港元的目标价及“推荐”投资评级不变。

大昌行(868.HK): 1)、稳定增长预期, 预计 2009~2012 年净利润年复合增长 26%。2)、高利润率。公司汽车经销商业务净利润率比中升控股及行业平均水平高 1.2 个及 3.1 个百分点, 主要得益于高端品牌定位及香港业务贡献; 3)、估值极具防御性。目前公司估值仅相当于 2011 年 10 倍市盈率, 相对行业 19.4% 的年复合增长率吸引力较大, 另外公司的股息收益率高达 5%。我们维持盈利预测及 11.9 港元的目标价不变, 目前股价有 48% 的上升空间, 维持“推荐”投资评级。

整车企业配置一线品牌

中国的整车企业集中程度仍有待提高, 随着行业景气下行, 龙头企业有望凭借其品牌及规模经济优势继续扩大市场份额, 实现业绩稳定增长。A 股首选上海汽车、潍柴动力和宇通客车, 港股首选东风汽车、长城汽车及潍柴动力。

上海汽车(600104.CH): 1)、股价已经较大程度反应了行业下行风险。东风集团股价自 2010 年 10 月份的高点最大下跌 31%。目前 9 倍 2011 年市盈率处于历史估值正常估值区间 8~12 倍的低端。2)、上海大众和上海通用 2011 年仍将录得 20% 左右销量增长, 通用的雪弗莱 SUV、MALIBU, 大众的途冠和 NMS 等新车都将成为市场亮点, 推动业绩同步增长。3)、股价刺激因素来自于行业销量走势, 预计行业销量的稳定增长将成为推动上海汽车股价走势最好的驱动力。我们小幅提升公司盈利预测, 预计 2010~2012 年的 EPS 分别是 1.43 元、1.70 元以及 1.85 元。

潍柴动力(000338.CH/2338.HK): 1)、公司行业龙头地位短期内难以受到挑战; 2)、重卡销量 2011 年仍将同比增长 14%。作为行业龙头, 潍柴动力的销量仍将同比增长 16%, 推动业绩增长 18%; 3)、物流业务将对潍柴动力的需求行程支撑。重卡行业 50% 的需求来自于物流业务, 另外潍柴主要的下游客户, 如陕重汽、福田汽车也以物流业务见长; 4)、新业务的开发将极大改善公司的成长前景。新业务包括工程机械、巴士、船的发动机的开发和销售; 4)、估值吸引, 目前 A、港股股价相当于 2011 年市盈率 11 倍及 9.6 倍, 处于历史估值范围的低端。我们维持 A、港股“推荐”投资评级, 港股给予 56 港元的目标价, 相当于 2011 年市盈率 11 倍。

宇通客车(600066.CH): 1)、大中客龙头增长稳健。预计 2011 年销量增长 15%, 同时产品结构改善, 推动业绩增长 20%。2)、专用车市场发力打开成长空间, 校车等专用车市场在 2011 年下半年起有望逐渐发力, 打开公司盈利增长空间。3)、募资进军新能源提升估值水平, 自己掌握核心电控技术。我们维持盈利预测不变, 预计 2010~2012 年的配股摊薄前 EPS 分别是 1.62 元、2.05 元以及 2.79 元, 维持推荐评级。

江铃汽车(000550.CH): 1)、全顺轻客立足中高端市场, 增长空间较大。2)、轻卡产品定位高端, 受政策推出影响较小, 增长将快于行业平均水平。3)、SUV 产品后续将打开成长空间, 自主 SUV 投产后, 福特翼虎车型导入江铃生产可能性较大, 打开公司成长空间。我们小幅调整盈利预测, 预计 2010~2011 年的 EPS 分别是 2.05 元、2.45 元。维持审慎推荐评级。

东风集团(489.HK): 1)、股价已经较大程度反应了行业下行风险。东风集团股价自 2010 年 10 月份的高点最大下跌 23%, 跑输同期指数 30 个百分点。目前 10 倍 2011 年市盈率处于历史估值正常估值区间 8~12 倍的低端。2)、2011 年新车型的投放将成为销量的最大助力, 东风日产的新天籁、Murano (SUV)、东风标致的 508、东风本田的入门级新车都将成为市场亮点。预计 2011 年公司的销量仍将同比增长 16%。3)、股价刺激因素来自于行业销量走势, 预计行业销量的稳定增长将成为推动东风集团股价走势最好的驱动力。我们维持盈利预测不变, 预计 2010~2012 年的 EPS 分别是 1.26 元、1.30 元以及 1.41 元。

长城汽车(233.HK): 1)、公司的长期增长前景较为明确。长城汽车 2011 年的盈利当中有 41% 及 24% 来自于 SUV 及皮卡业务。我们看好中国 SUV 行业的增长前景以及长城汽车在中国 SUV 领域的发展, 预计 2011 年公司的 SUV、皮卡的销量仍将同比增长 32% 及 18%, 推动业绩同比增长 28.8%。2)、A 股发行将为公司提供短期股价刺激因素。3)、估值吸引。根据 2010 年的销量以及我们对于 SUV 行业更乐观的判断, 我们上调 2010 年、2011 年盈利预测 29% 及 44%。目前公司股价相当于 9.3 倍 2011 年市盈率, 相比未来 25% 左右的盈利增长前景, 估值较为吸引。我们上调目标价至 34.2 港元, 对应 2011 年市盈率 12 倍, 股价仍有 27.9% 的上升空间, 上调评级到“推荐”。

图表 56: 全球汽车公司估值比较

公司名称	类别	股价		市值 百万美元	市盈率						市净率						EV/EBITDA						EPS 增长率 %					CAGR 07-11
		2011-1-13			06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E	
中国A股上市公司																												
	CV	48.50	11,804	122.1	40.0	41.8	23.7	12.6	10.8	27.1	12.7	10.1	6.9	4.3	3.0	71.2	20.3	21.1	13.2	10.4	9.4	205%	-4%	76%	88%	17%	39%	
	CV	25.20	1,601	47.1	14.7	22.4	24.7	12.1	10.1	8.0	5.2	4.2	3.7	2.9	2.3	14.5	7.3	11.8	11.1	8.0	7.0	220%	-34%	-10%	105%	20%	10%	
	CV	22.93	1,806	54.0	31.6	22.4	21.2	14.2	11.2	9.6	4.5	7.1	5.5	5.1	4.8	30.2	17.0	19.9	13.9	12.6	10.9	71%	41%	6%	49%	27%	30%	
	CV	23.08	3,689	n.a.	54.7	61.2	20.4	12.4	11.3	14.1	11.0	7.0	5.2	2.9	2.4	105.4	32.8	43.4	15.0	10.3	9.1	n.m.	-11%	200%	64%	10%	48%	
	CV	9.81	658	28.4	15.9	22.1	26.6	20.1	17.6	4.5	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2	9.1	7.4	10.4	9.7	7.8	6.9	78%	-28%	-17%	33%	14%	-2%	
	CV	26.70	3,492	38.2	30.4	29.4	21.8	12.4	11.1	7.6	6.5	5.7	4.8	3.6	2.8	24.1	22.6	25.0	16.0	13.5	11.9	26%	3%	35%	76%	11%	29%	
	CV	5.03	1,524	20.0	20.6	31.9	31.6	13.4	9.5	2.0	1.9	1.9	1.9	1.7	1.4	11.1	9.5	37.3	38.4	17.0	11.0	-3%	-36%	1%	136%	41%	21%	
	CV/PV	11.05	2,158	34.6	43.4	249.4	42.4	13.1	11.6	4.7	3.5	3.6	3.3	2.7	2.3	20.2	19.5	26.7	12.0	8.4	7.5	-20%	-83%	488%	224%	13%	39%	
	PV	9.64	3,397	43.3	33.7	926.9	20.9	10.3	9.5	3.2	3.0	3.0	2.6	2.1	1.7	20.3	n.a.	n.a.	37.5	15.8	13.0	28%	-96%	4343%	103%	8%	37%	
	PV	17.11	4,219	80.1	50.4	25.6	17.1	12.0	10.5	5.2	4.8	4.2	3.6	3.0	2.5	38.5	19.8	18.6	11.2	9.7	8.8	59%	97%	50%	43%	14%	48%	
	PV	15.56	21,790	71.5	22.0	155.3	15.5	10.3	9.2	3.2	2.7	2.9	2.4	2.6	2.3	59.4	37.8	112.5	34.2	7.6	6.6	71%	-86%	905%	51%	12%	25%	
	Dealer	16.41	1,092	101.9	49.2	34.3	26.3	14.1	12.6	6.2	4.2	3.4	3.0	2.5	2.2	82.4	34.8	13.4	11.9	7.6	6.5	71%	44%	30%	87%	11%	40%	
	Parts	11.45	802	147.7	35.1	33.0	22.6	14.4	12.0	3.3	3.0	2.8	2.5	2.1	1.8	54.8	47.9	443.5	40.3	44.5	45.2	71%	6%	46%	57%	19%	31%	
	Parts	24.51	1,580	n.a.	86.7	78.1	52.1	30.8	25.6	n.a.	20.5	21.7	12.4	8.9	6.6	n.a.	61.2	43.0	28.3	19.8	16.7	n.m.	11%	50%	69%	20%	36%	
	Parts	11.23	4,395	49.6	25.1	28.1	18.9	11.9	9.9	5.2	2.6	4.0	2.3	2.1	1.9	262.6	156.7	38.1	13.0	9.8	8.4	97%	-11%	49%	60%	19%	26%	
	Parts	31.15	998	n.m.	137.3	34.8	18.6	11.6	9.7	6.0	5.8	5.0	4.0	3.0	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	60%	19%	94%	
	Parts	10.38	3,150	33.7	22.7	84.5	18.6	11.5	9.4	7.4	5.9	6.4	4.7	3.9	3.1	21.9	16.6	17.2	11.5	10.1	8.4	49%	-73%	355%	62%	22%	25%	
	Parts	36.27	550	115.7	101.1	83.3	67.2	30.3	24.8	13.9	8.1	7.7	7.0	5.9	4.9	33.0	29.8	24.4	16.4	14.4	12.0	14%	21%	24%	122%	22%	49%	
平均				53.4	34.7	41.8	21.8	13.1	11.2	5.2	4.2	4.2	3.6	2.9	2.3	33.0	20.1	24.7	13.2	10.1	8.8	71%	-11%	50%	60%	14%	29%	
平均 - 商用车				38.2	31.0	30.6	24.2	12.9	11.2	7.8	4.9	5.0	4.2	2.9	2.3	22.2	18.3	23.0	13.5	10.3	9.3	71%	-19%	20%	82%	16%	29%	
平均 - 乘用车				57.4	42.1	146.9	19.0	11.1	10.0	3.7	3.6	3.6	3.1	2.8	2.4	48.9	28.8	65.6	34.2	9.7	8.8	44%	-64%	491%	47%	13%	31%	
平均 - 零部件				95.4	34.9	68.6	18.8	15.1	13.1	5.2	4.4	4.5	3.2	2.6	2.1	35.6	29.8	38.1	13.0	10.1	8.4	84%	-2%	51%	59%	19%	25%	
香港上市公司																												
	CV	48.70	11,803	104.0	34.1	35.7	20.2	10.8	9.2	23.1	10.8	8.6	5.9	3.7	2.5	20.8	5.9	6.2	4.0	3.8	3.3	205%	-4%	76%	88%	17%	39%	
	CV	2.46	785	78.6	41.0	35.1	24.6	18.9	17.2	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	92%	17%	43%	30%	10%	24%	
	PV	5.50	3,532	n.m.	207.5	248.9	n.m.	25.6	19.1	3.4	3.3	3.3	5.5	4.6	3.8	162.9	30.8	33.1	18.3	24.0	21.0	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	34%	82%	
	PV	3.77	3,607	63.6	52.9	23.6	18.7	18.1	14.4	27.0	11.4	6.6	4.4	3.6	2.9	n.m.	n.m.	45.3	13.0	9.8	8.0	20%	124%	26%	3%	26%	38%	
	PV	10.32	8,159	n.m.	10.5	23.1	19.1	12.5	11.1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.8	2.4	n.m.	10.0	12.6	11.0	6.9	6.4	n.m.	-54%	21%	53%	12%	-1%	
	CV/PV	26.75	3,767	30.5	26.5	48.5	24.3	11.9	9.3	6.0	3.9	3.7	3.3	2.6	2.2	29.1	20.4	33.4	19.2	2.5	2.3	15%	-45%	99%	104%	28%	30%	
	PV	14.16	15,689	49.8	27.5	26.2	16.6	9.5	9.2	7.2	5.8	4.7	3.8	2.8	2.3	13.1	10.8	8.9	6.1	5.5	4.6	81%	5%	58%	74%	3%	31%	
	CV	7.26	2,578	26.6	15.3	19.3	17.6	11.4	9.7	18.1	1.5	1.5	1.0	0.9	0.9	15.7	11.2	15.2	10.5	8.3	7.0	74%	-21%	10%	55%	18%	12%	
	Dealer	17.10	4,197	187.6	97.4	126.6	58.8	25.3	14.6	4.9	3.9	3.2	2.7	2.3	1.9	123.0	57.2	58.9	34.2	16.0	9.8	93%	-23%	115%	132%	73%	61%	
	Dealer	8.04	1,877	44.7	28.7	25.7	20.4	10.0	10.1	4.0	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9	53.6	33.9	16.9	14.1	9.7	7.9	56%	12%	26%	104%	-2%	30%	
	Parts	6.73	3,044	61.5	35.6	33.6	30.9	15.9	11.9	10.6	5.9	5.5	4.5	3.9	3.3	52.5	30.8	26.9	23.9	14.4	9.6	73%	6%	9%	94%	33%	31%	
	Parts	13.22	1,826	44.6	33.3	28.3	19.3	14.6	11.9	10.1	4.1	3.7	3.1	2.2	1.9	32.0	21.6	17.7	13.3	10.2	8.3	34%	18%	47%	32%	23%	29%	
平均				55.6	33.7	31.0	20.2	13.6	11.5	7.2	3.9	3.7	3.3	2.7	2.2	32.0	21.0	17.7	13.3	9.7	7.9	73%	0%	43%	74%	21%	31%	
平均 - 商用车				78.6	34.1	35.1	20.2	11.4	9.7	18.1	1.5	1.5	1.0	0.9	0.9	18.2	8.6	10.7	7.3	6.1	5.2	92%	-4%	43%	55%	17%	24%	
平均 - 乘用车				49.8	27.5	26.2	18.9	12.5	11.1	6.6	4.9	4.2	4.1	2.8	2.4	29.1	15.6	33.1	13.0	6.9	6.4	20%	-17%	42%	63%	26%	31%	
平均 - 零部件				53.1	34.5	31.0	25.1	15.3	11.9	10.4	5.0	4.6	3.8	3.0	2.6	42.2	26.2	22.3	18.6	12.3	9.0	53%	12%	28%	63%	28%	30%	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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