

2011 年 1 月 24 日

汽车行业月刊

一月汽车销售有望实现开门红

A

增持

H

增持

王玉笙

(8621) 6860 4866 分机 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

胡文洲, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

2011 年 1 月前两周销量数据同比环比均实现较好增长, 超越市场悲观预期, 目前主要整车企业的 2011 年市盈率已低于 10 倍。我们估计目前经销商库存偏低, 主要整车企业 1 月份甚至 1 季度销量有望实现同比增长, 盈利水平也将进一步上升。我们认为, 1 季度销量及盈利增长的逐步兑现或将扭转市场悲观预期, 实现估值修复。我们建议配置优质汽车股, 预计行业估值将逐步修复至 13-15 倍市盈率。

支撑评级的要点

- 2010 年国内汽车销售 1,806 万辆, 同比增长 32.4%。其中 12 月销售 167 万辆, 同比增长 17.9%、环比基本持平; 2011 年 1 月上半月, 重点汽车企业销量同比增长超过 30%, 环比增长超过 15%, 好于预期。
- 小排量及自主品牌轿车的市场份额逐月回升, 2010 年全年占比分别达到 69.9% 和 30.9%。2010 年 1-11 月国内 17 家重点汽车企业营业收入和利润总额分别同比增长 41.5% 和 77.2%。
- 12 月乘用车价格指数为 67.9, 环比上升 1.7%, 各级别车型价格均出现上涨。2010 年全年乘用车价格累计下降 3.9%, 降幅处于合理范围。
- 我们预计, 2011 年全国乘用车销量同比增长 15%; 重卡、大客销量同比增长 8-15%; 轻卡销量同比增长 15-20%。

估值

- 我们认为在紧缩的宏观环境下, 流动性逐步收窄, A 股整体市盈率可能有所下行, 但汽车板块低于 10 倍市盈率的估值并不合理。我们认为 2011 年汽车销量有望实现 15% 左右的增长, 预计今年 1 月份乃至 1 季度销量均实现同比正增长, 部分优质企业的盈利仍将保持较高水平; 在销量及盈利增长逐步兑现时, 估值有望恢复至 13-15 倍市盈率。

首选买入

- 我们建议关注并逐步配置稳健增长的江淮汽车、上海汽车、华域汽车。商用车部分关注宇通客车、潍柴动力。

* 楼佳为本文重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取
增持 (OVERWEIGHT)/ 买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数 升幅多于 10%; 减持 (UNDERWEIGHT)/ 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对该指数 降幅多于 10%。未有评级 (NR)。中立 (NEUTRAL)/ 持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对该指数在下 10% 区间内波动

目录

投资摘要及估值.....	3
2010 年 12 月行业综述.....	5
主要上市公司概述.....	10
研究报告中所提及的有关上市公司	19

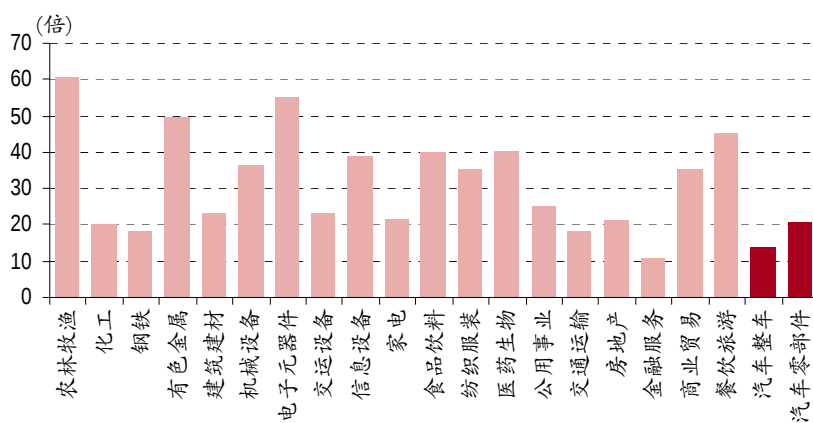
投资摘要及估值

2011 年 1 月前两周重点乘用车企业销量相比去年同期增长 35.9%，环比上月同期增长 16.4%，好于市场预期。我们认为乘用车板块 1 月份销量乃至 1 季度有望维持较好的正增长，盈利相应增加，估值过低。2010 年重卡(含底盘)及半挂车同比增速分别达到 55.9%和 68.0%，但 2011 年增速将显著放缓。我们预计 1 季度重卡订单饱满，2 季度增速有所放缓，2011 年全年有望实现 8-15%的增长。

我们认为在紧缩的宏观环境下，流动性逐步收窄，A 股整体市盈率下行，目前主要 A 股上市公司 2010 年和 2011 年平均市盈率分别为 12.6 和 10.3 倍，部分整车企业 2011 年估值低于 10 倍。估值处于历史低位。万得资讯统计显示，目前汽车板块市盈率相比 A 股市场整体估值折价 25.4%，估值水平具有较大吸引力。

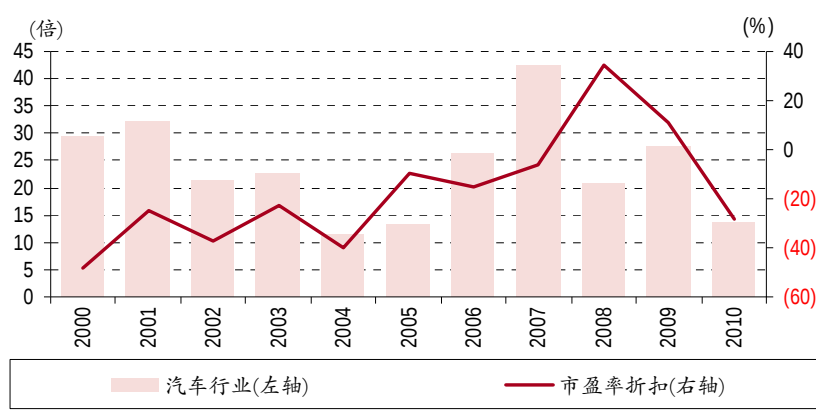
我们认为 2011 年汽车行业有望实现 15%左右的增长，1 月份乃至 1 季度销量均能实现同比正增长，部分优质企业的盈利仍将保持较高水平；在销量及盈利增长逐步兑现时，估值有望恢复至 13-15 倍市盈率。

图表 1. 万得各行业 2010 年市盈率比较



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 2. 汽车板块历年市盈率及相对大盘折让率



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 3. 国内主要汽车股 2010-2011 年估值水平

公司名称	评级	股价*	总市值	每股收益 (人民币)		每股收益增长 (%)		市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产收益率 (%)	
A 股上市公司		(人民币)	(人民币, 百万)	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
上海汽车	买入	16.03	148,156	1.48	1.82	107.5	23.0	10.8	8.8	2.5	2.0	23.5	22.4
江淮汽车	买入	10.69	13,777	0.90	1.50	245.8	66.8	11.9	7.1	2.7	2.2	22.5	30.7
一汽轿车	持有	15.98	26,007	1.20	1.40	20.0	16.5	13.3	11.4	2.8	2.3	20.7	20.0
长安汽车	持有	9.44	21,954	0.90	1.04	95.7	16.0	10.5	9.0	2.0	1.7	19.1	18.4
福田汽车	买入	20.08	21,181	1.89	2.17	66.9	15.0	10.6	9.2	3.2	2.4	29.7	25.8
江铃汽车	买入	24.84	21,442	1.98	2.48	62.3	25.0	12.5	10.0	3.4	2.8	27.2	27.4
宇通客车	买入	22.60	11,750	1.53	1.92	41.2	25.9	14.8	11.8	4.9	4.3	33.0	36.2
中国重汽	持有	22.70	9,521	2.12	2.46	107.8	16.0	10.7	9.2	2.6	2.0	24.0	22.1
潍柴动力-A	买入	49.34	82,205	3.89	4.55	90.0	16.8	12.7	10.8	5.1	3.9	39.9	35.5
福耀玻璃	买入	10.91	21,853	0.88	1.06	57.0	20.0	12.4	10.3	3.8	2.9	30.4	28.4
威孚高科	持有	34.93	19,815	1.70	2.08	115.5	22.0	20.5	16.8	5.8	4.9	28.3	29.1
华域汽车	未有评级	11.05	28,544	0.98	1.19	41.4	22.0	11.3	9.3	2.0	1.7	17.7	18.5
一汽富维	未有评级	29.38	6,215	2.52	3.02	50.0	20.0	11.7	9.7	3.0	2.3	25.3	24.0
A 股平均						84.7	23.5	12.6	10.3	3.4	2.7	26.3	26.0
H 股上市公司													
		(港币)	(港币, 百万)										
潍柴动力-H 股	买入	53.25	88,719	3.89	4.55	90.0	16.8	13.7	11.7	5.5	4.2	30.1	25.8
东风汽车集团	买入	13.18	113,559	1.26	1.36	73.8	7.7	10.5	9.7	2.1	1.7	22.5	20.3
庆铃汽车	买入	2.37	5,882	0.12	0.13	21.6	11.9	20.1	18.0	0.6	0.6	2.4	2.4
H 股平均						61.8	12.1	14.7	13.1	2.7	2.2	18.3	16.2

资料来源: 公司数据, 万得资讯, 中银国际研究

*股价为1月21日收盘价

2010 年 12 月行业综述

2010 年 12 月国内汽车销量同比增长 17.9%、环比微降 1.8%至 166.7 万辆。其中，乘用车销量 130.9 万辆，同比增长 18.6%，环比下降 2.3%；商用车销量 35.8 万辆，同比增长 15.4%，环比与上月基本持平。

2010 年全年汽车销量共计 1,806.2 万辆，同比增长 32.4%；其中乘用车同比增长 33.2%至 1,375.8 万辆，商用车销量同比增长 29.9%至 430.4 万辆。

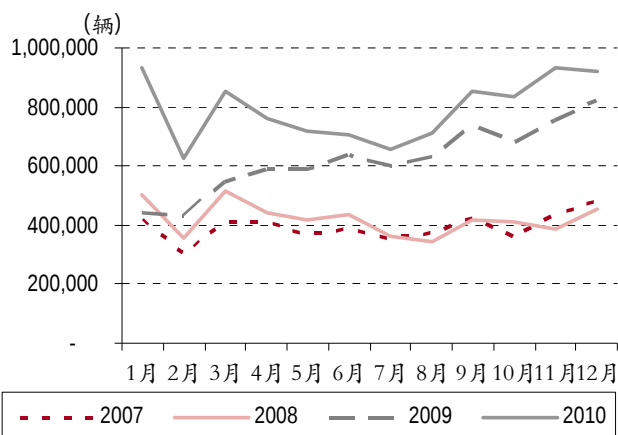
图表 4. 12 月各车型销量情况

(辆)	2010 年 12 月	2010 年合计	2009 年合计	2010 年 12 月 环比变动 %	2010 年 12 月 同比变动 %	2010 年累计 同比变动 %
汽车总销量	1,666,651	18,061,936	13,644,794	(1.8)	17.9	32.4
乘用车	1,308,575	13,757,794	10,331,315	(2.3)	18.6	33.2
轿车	920,786	9,494,269	7,473,106	(1.4)	11.8	27.1
MPV	49,091	445,407	248,943	16.6	56.9	78.9
SUV	126,214	1,326,036	658,821	(4.9)	59.0	101.3
微客	212,484	2,492,082	1,950,445	(8.0)	25.8	27.8
商用车	358,076	4,304,142	3,313,479	0.2	15.4	29.9
客车	34,360	356,177	271,263	4.5	16.1	31.3
货车	243,514	2,831,295	2,250,143	3.7	23.3	25.8
半挂牵引车	20,502	354,623	211,106	(27.5)	(17.6)	68.0
客车底盘	8,179	86,874	82,791	(6.8)	(13.2)	4.9
货车底盘	51,521	675,173	498,176	(1.9)	5.5	35.5

资料来源：《中国汽车工业产销快讯》

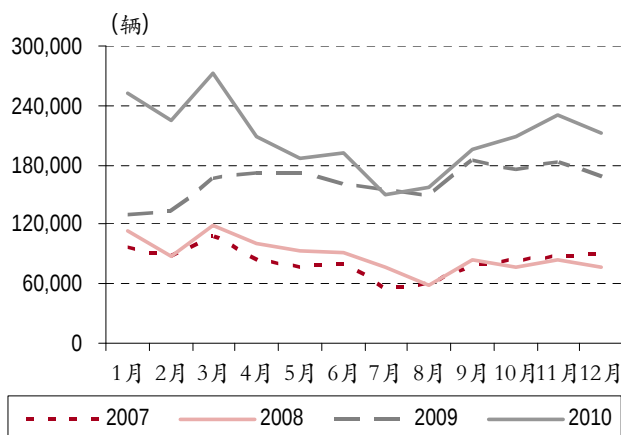
2010 年，各类车型均实现了较快的增长。乘用车方面，SUV 和 MPV 增势迅猛，分别同比增长 101.3%和 78.9%；轿车市场同比增长 27.1%，增速较上年有所回落；受购置税优惠政策力度减弱等因素影响，2010 年微客需求明显由热趋稳，增幅由 2009 年的 83.4%减缓至 27.8%。商用车方面，大客板块表现好于市场预期，受益于出口复苏以及公交、客运需求的增长，全年销售 6.9 万辆，同比大幅增长 45.9%；重卡板块(整车+底盘+半挂牵引车)在投资和物流运输的带动下，全年销量近 102 万辆，同比增长 59.9%。

图表 5. 轿车销量分月度列示



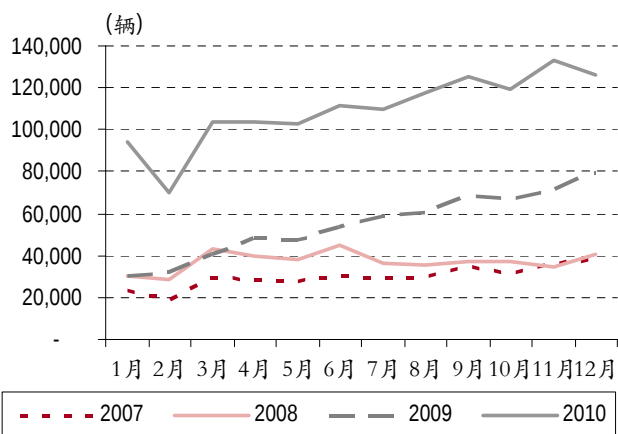
资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 6. 微客销量分月度列示



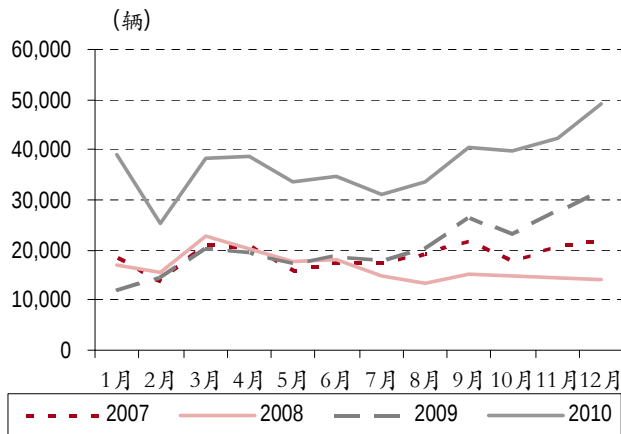
资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 7. SUV 销量分月度列示



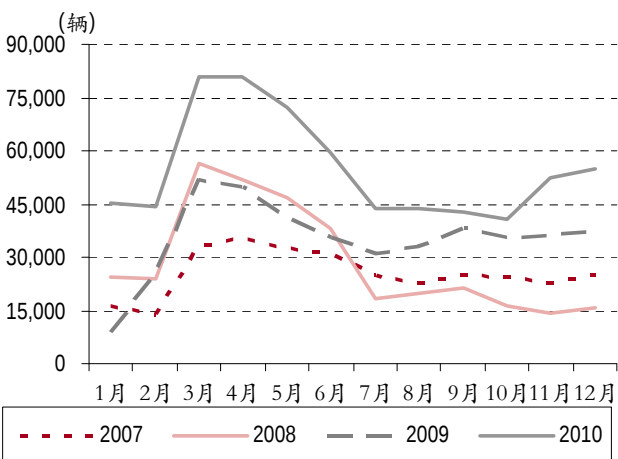
资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 8. MPV 销量分月度列示



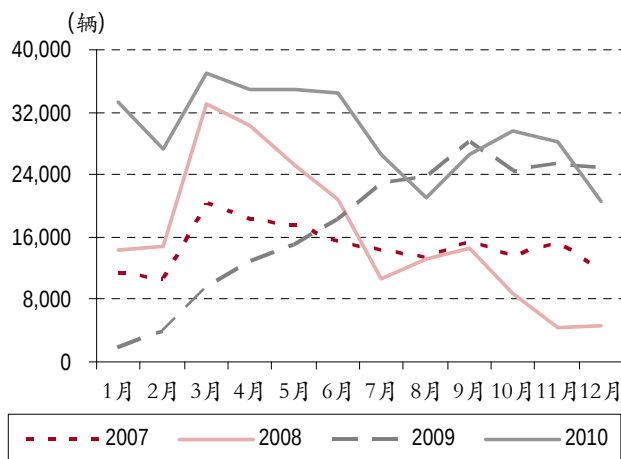
资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 9. 重卡(含底盘)销量分月度列示



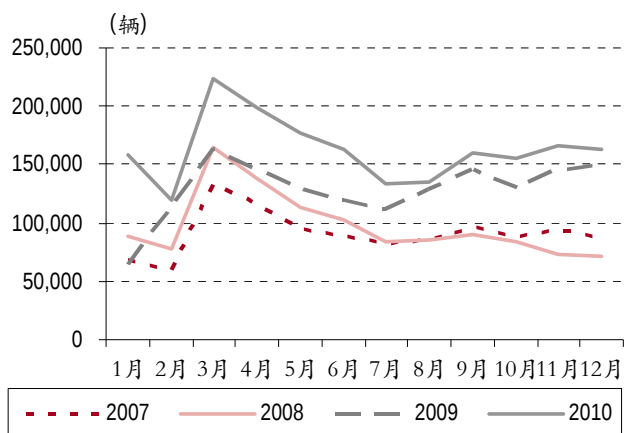
资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 10. 半挂牵引车销量分月度列示



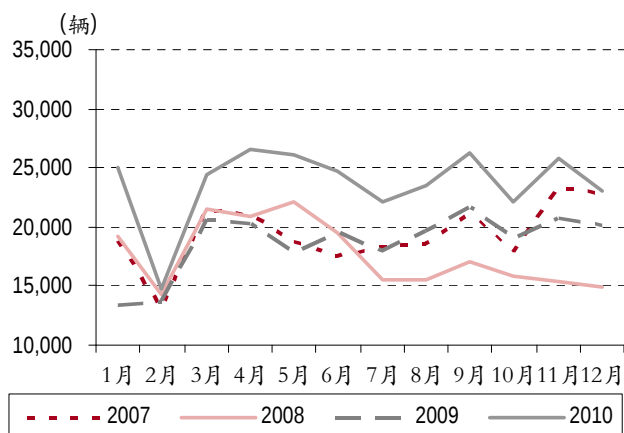
资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 11. 轻卡销量分月度列示



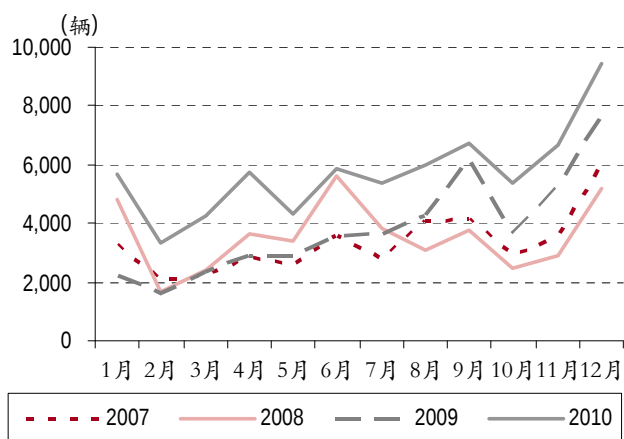
资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

图表 12. 轻客销量分月度列示



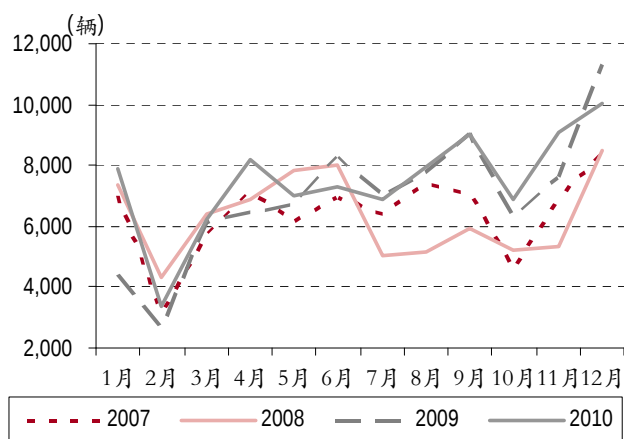
资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

图表 13. 大客销量分月度列示



资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

图表 14. 中客销量分月度列示



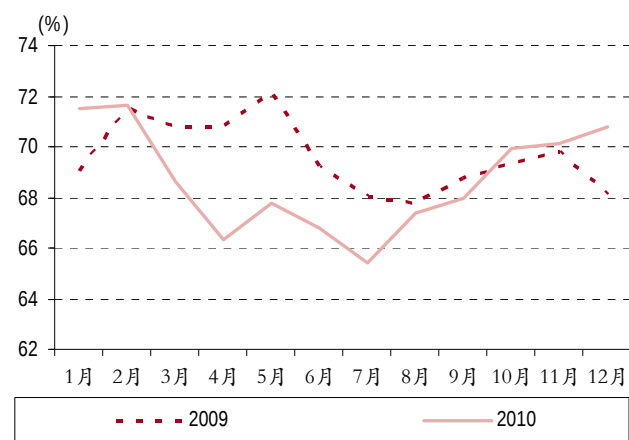
资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

小型车及自主品牌份额变动

2010 年，1.6 升及以下乘用车(含微客)销量占乘用车总量比重 68.8%，同比下降 0.9 个百分点；1.6 升及以下轿车销量占轿车总销量比重为 69.9%，同比增长 0.5 个百分点。我们认为，小排量车 2010 年受购置税优惠减半影响，上半年占有率下滑，后又受益于节能车补贴政策，份额回升；四季度在购置税优惠结束前的抢购，导致 11-12 月市场份额均超 70%。预计 2011 年份额小幅下滑。

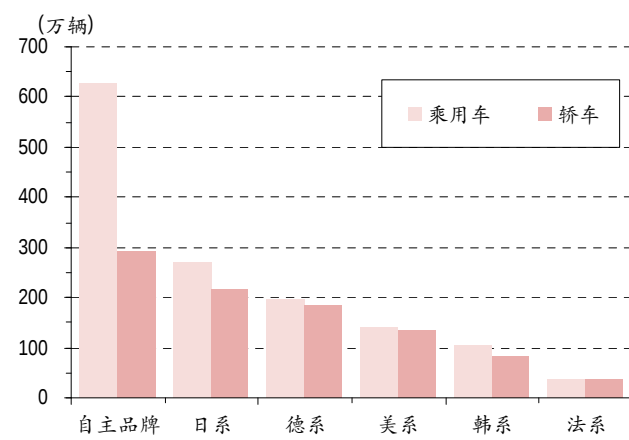
2010 年自主品牌乘用车同比增长高于行业平均，市场份额提升。全年自主品牌乘用车销售 627.3 万辆，同比增长 37.1%，占乘用车销售总量的 45.6%，比上年提高 1.3 个百分点；自主品牌轿车销售 293.3 万辆，同比增长 32.3%，占轿车销售总量的 30.9%，比上年提高 1.2 个百分点。我们认为汽车“十二五”规划中有可能鼓励自主品牌轿车销量占比从目前的 30% 左右提升至 40%，给自主品牌轿车的发展带来机遇。

图表 15. 1.6 升及以下乘用车月度销量比重变化



资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 16. 2010 年乘用车及轿车销量分国别列示

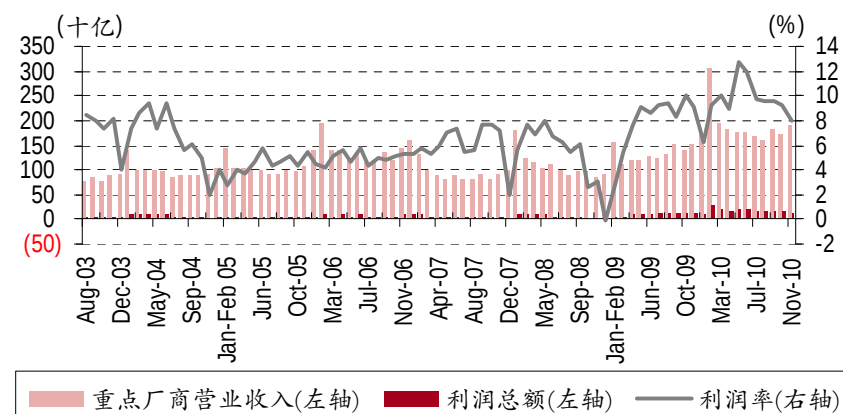


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

企业效益

2010 年 1-11 月，行业企业经济效益良好，增速趋缓。根据中国汽车工业协会统计，国内 17 家重点汽车企业前 11 月累计实现营业收入 19,124 亿元，同比增长 41.5%；实现利润总额 1,884 亿元，同比增长 77.2%。

图表 17. 重点企业月度盈利情况 (2003-2010)



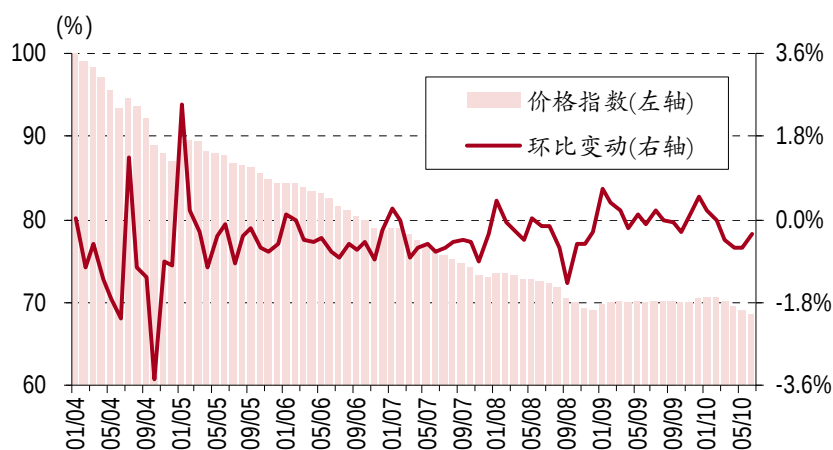
资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

乘用车价格指数

根据网上车市提供的数据，2010 年 12 月乘用车价格指数为 67.9，环比上升 1.7%。各细分市场均出现了不同程度的上涨，其中，小型车和中级车价格涨幅最为明显，均超过了 2.0%；高级车和微型车价格指数环比分别上涨 1.0%和 0.9%；豪华车增幅最小，仅上升 0.3%左右。我们认为，年底车市的强劲需求支撑了 11、12 月份价格指数的企稳回升。

从全年价格指数走势来看，2010 年乘用车价格指数累计降幅 3.9%。各细分市场中，各级别车型价格降幅均在 3%以上，其中微型车降幅最大，高达 5.2%。根据网上车市统计的价格指数，我们测算 04-08 年汽车价格指数的年平均降幅为 5.3%，2010 年整体价格指数降幅属合理范围。

图表 18. 国内乘用车价格指数 (2004-2010)



资料来源：网上车市，中银国际研究

主要上市公司概述

上海汽车

上海汽车 12 月份汽车销量共计 28.9 万辆，同比微增 1.8%，环比下滑 8.8%。其中上海大众 12 月销量同比增长 6.6%，上海通用同比下滑 10.6%，自主品牌荣威 MG 同比大幅增长 82.6%。

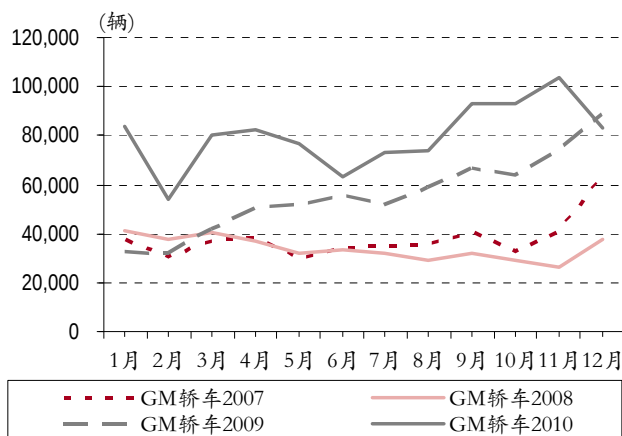
2010 年全年上海汽车实现销量 358.3 万辆，同比增长 31.5%。合资品牌上海大众和上海通用销量均超百万，自主品牌销量超过 16 万辆。

我们认为由于新车对销量产生的正面影响，上海大众、通用、自主品牌各季度月均销量节节攀升，预计 2011 年 1 月份和 1 季度上海汽车主要乘用车公司销量同比数据仍将实现较好增长。预计全年，上海大众和上海通用能够实现销量同比增长 18% 的目标，自主品牌销量从 2010 年的 16 万辆提升至 23 万辆，预计每股收益 1.82 元，目前估值低于 10 倍。

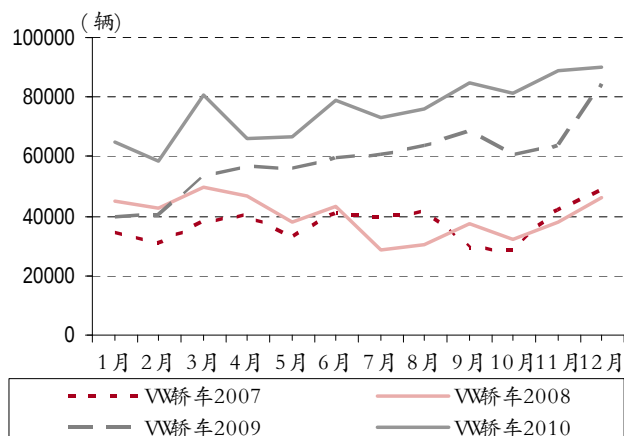
图表 19. 上海汽车月均销量

(辆)	2008 年月均	2009 年月均	2010 年月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
上海大众	40,841	60,687	83,446	72,056	72,075	78,152	88,628	94,931
上海通用	38,220	60,636	86,582	82,473	78,597	81,550	87,390	98,937
荣威 MG	2,961	7,501	13,386	8,087	12,691	14,014	13,434	13,385
通用五菱	54,209	88,754	102,876	87,147	120,243	106,823	96,165	88,272
汇众汽车	341	325	306	374	367	346	224	288
申沃客车	237	259	258	366	348	235	134	316
依维柯红岩	1,861	1,633	2,542	1,343	2,902	3,603	2,270	1,432
南京依维柯	5,789	7,258	9,175	7,186	10,180	9,969	8,619	7,932
合计	144,458	227,053	298,571	259,032	297,402	294,692	296,864	305,493

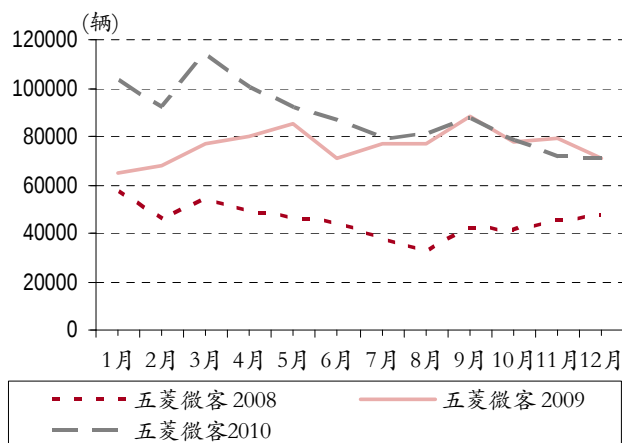
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 20. 上海通用轿车销量走势


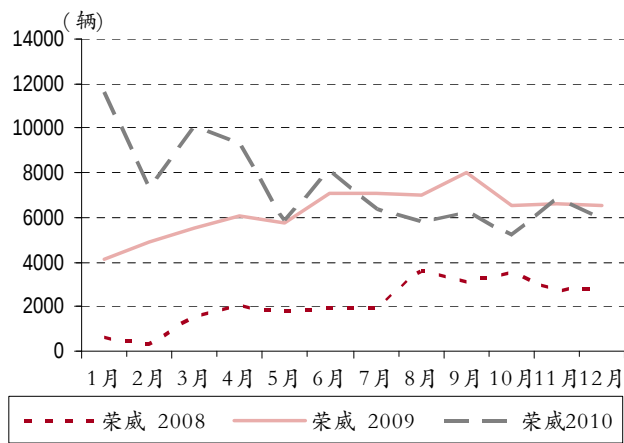
资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 21. 上海大众轿车销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 22. 通用五菱微客销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 23. 上海汽车荣威品牌销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

江淮汽车

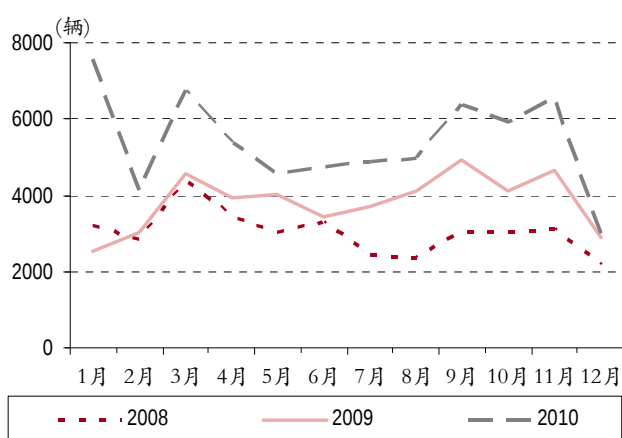
江淮汽车 12 月份汽车销量 2.9 万辆，同比上升 19.9%。2010 年公司汽车销量合计 44.3 万辆，同比增长 42.6%。其中，MPV 瑞风销量同比增长 40.5%至 6.5 万辆，预计 2011 年仍有望实现 20% 以上的增长。轻卡全年销售 19.4 万辆，同比增长 26.0%，市场占有率位居行业第三。我们认为轻卡替代农用车趋势明显，在市区短途物流中也体现主要作用，预计今年公司轻卡销量规模可同比增长 20% 左右。

2010 年轿车销售 11.6 万辆，同比大幅增长 77.6%。我们认为 2011 年公司轿车销量有望达到 18-20 万辆，轿车板块的综合毛利率有望大幅提升，销售费用率仍有下降空间。我们预计 2011 年每股收益达到 1.4-1.6 元，目前估值显著低于 10 倍市盈率。

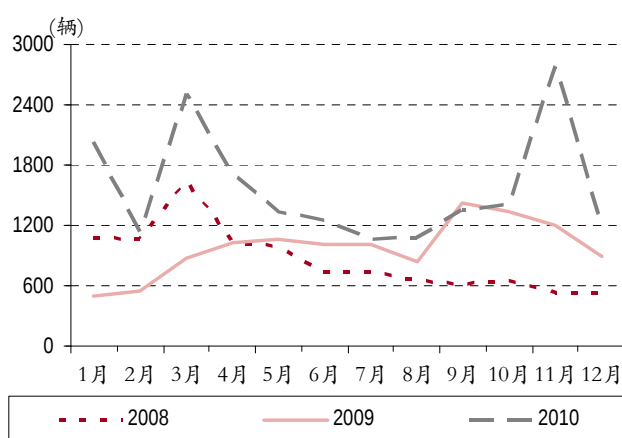
图表 24. 江淮汽车月均销量

(辆)	2008 年月均	2009 年月均	2010 年月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
MPV 瑞风	3,025	3,836	5,390	3,892	6,125	4,896	5,406	5,132
SRV 瑞鹰	854	977	1,572	1,142	1,886	1,441	1,167	1,792
轿车	974	5,467	9,708	6,763	12,463	8,287	7,611	11,073
重卡	899	1,077	2,046	1,278	1,749	2,566	2,177	1,692
轻卡	8,780	12,676	16,171	10,867	18,522	19,321	13,927	12,914
底盘(中客+轻客)	1,787	1,660	1,993	2,151	1,525	2,405	2,066	1,975
合计	16,801	25,693	36,879	26,093	42,271	38,916	32,354	34,577

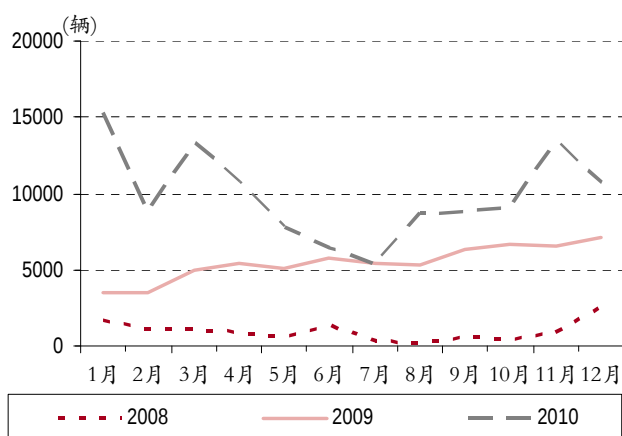
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 25. 江淮 MPV 瑞风销量走势


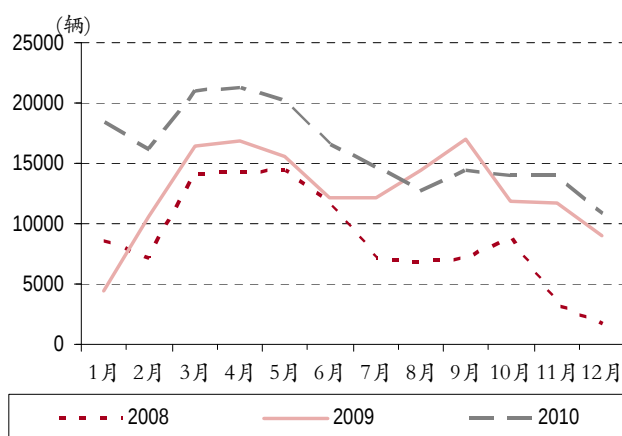
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 26. 江淮 SUV 瑞鹰销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 27. 江淮轿车销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 28. 江淮轻卡销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

长安汽车

长安汽车 12 月实现销量合计 16.2 万辆，同比增长 49.6%，其中自主品牌轿车在悦翔、奔奔及新车 CX20 的销售拉动下，环比上升 21.5%，同比增长 116.3%，创下单月销量新高(2.3 万辆)。合资品牌方面，长福马 12 月销量同比增长 55.1%，长安铃木同比基本持平。

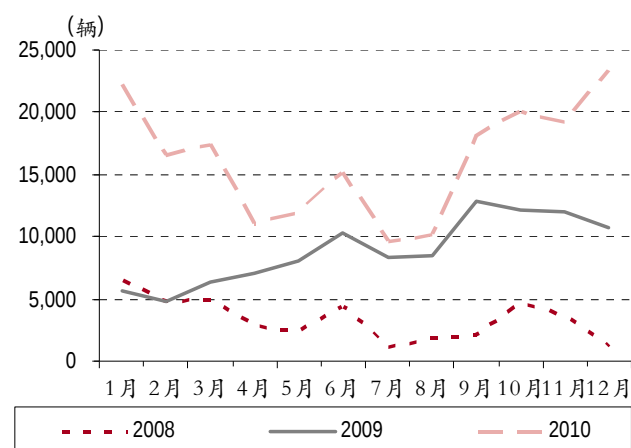
2010 年公司实现销量共计 185.1 万辆，同比增长 35.2%，其中自主品牌轿车 19.5 万辆，合资品牌轿车 61.1 万辆 (长福马 41.1 万，长安铃木 20 万)，微车 85.3 万辆。我们预计 2011 年公司汽车销售有望突破 200 万；但由于去年 1 季度长安整体销量基数较高，因此今年 1 季度公司销量同比增幅存在压力。

图表 29. 长安汽车月均销量

(辆)	2008 年月均	2009 年月均	2010 年月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
重庆长安	16,380	33,725	48,105	37,050	66,369	35,771	33,876	56,404
河北长安	13,233	20,146	21,934	17,219	27,975	22,239	16,092	21,430
南京长安	3,921	11,350	17,292	11,764	21,651	18,196	10,437	18,884
长福马	17,056	26,345	34,291	29,921	35,611	31,062	30,240	40,251
长安铃木	10,344	12,506	16,668	14,423	17,690	16,393	14,509	18,079
江铃控股	8,606	10,020	16,001	11,341	15,035	16,839	15,898	16,229
合计	69,540	114,091	154,291	121,718	184,332	140,501	121,053	171,276
本部合计	33,534	65,220	87,331	66,033	115,996	76,206	60,405	96,717

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 30. 长安自主品牌轿车销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

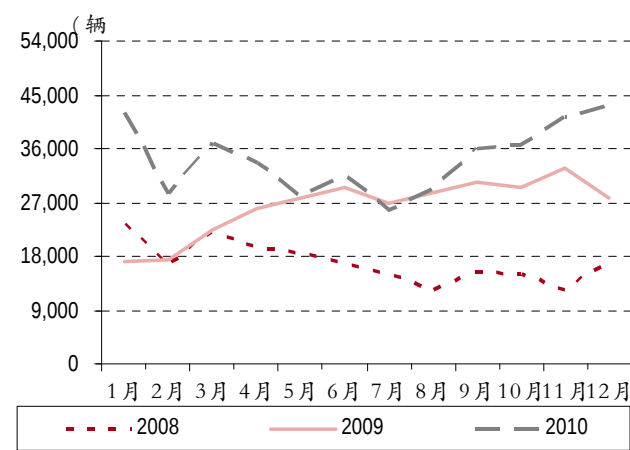
图表 31. 长安微车销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 32. 长安铃木销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 33. 长福马销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

一汽轿车

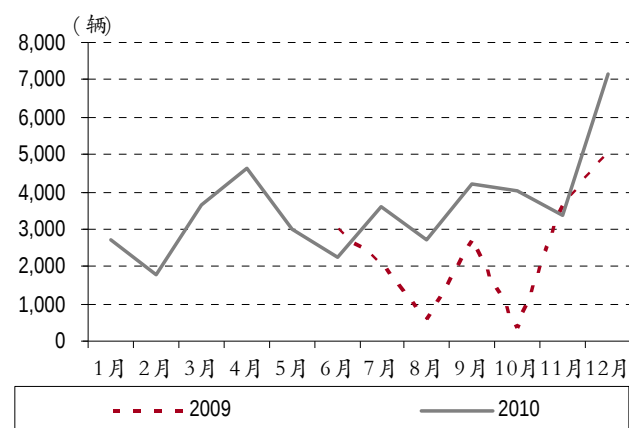
公司 12 月轿车销量接近 2.9 万辆，环比上升 14.7%，同比增长 19.1%，其中马自达 6 和睿翼销量分别同比增长 28.1%和 42.7%；但奔腾 B70 同比和环比均有所下滑。2010 年全年一汽轿车实现销量近 27 万辆(奔腾系 13.2 万，马自达系 13.7 万)，同比增长 43.4%，高于轿车行业平均增速(27.1%)。

我们预计 2011 年一汽轿车销量将突破 32 万辆(奔腾系 15 万，马自达系 17 万)，去年年底上市马自达 8，定位于中高端 MPV 市场，有望在今年逐步放量；马 6 改款车型的上市也将助推销量继续攀升，预计 2011 年马 6 实现销量将超 11 万，睿翼 5 万左右。

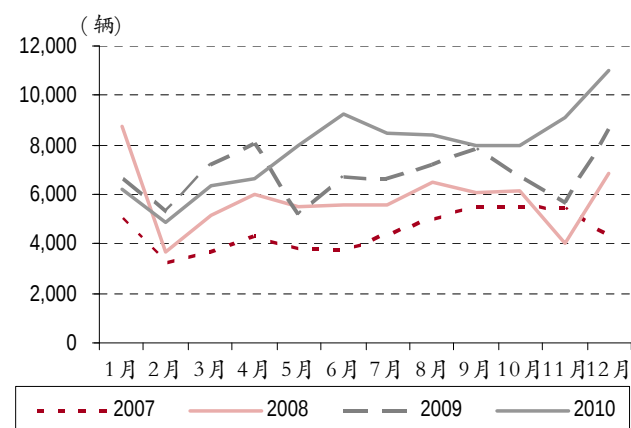
图表 34. 一汽轿车月均销量

(辆)	2008 年月均	2009 年月均	2010 年月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
红旗	189	65	16	32	24	15	24	2
马自达	5,816	6,806	7,864	6,978	5,823	7,981	8,272	9,380
马自达睿翼	0	1,444	3,590	2,993	2,711	3,301	3,509	4,839
奔腾 B70	3,979	4,352	4,136	4,289	4,716	4,733	3,407	3,690
奔腾 B50	0	3,012	6,881	5,994	6,957	6,959	5,756	7,853
合计	9,984	15,678	22,488	20,285	20,231	22,989	20,968	25,764
马自达系	5,816	8,250	11,454	9,971	8,534	11,283	11,781	14,220
奔腾系	3,979	7,363	11,018	10,283	11,674	11,692	9,163	11,542

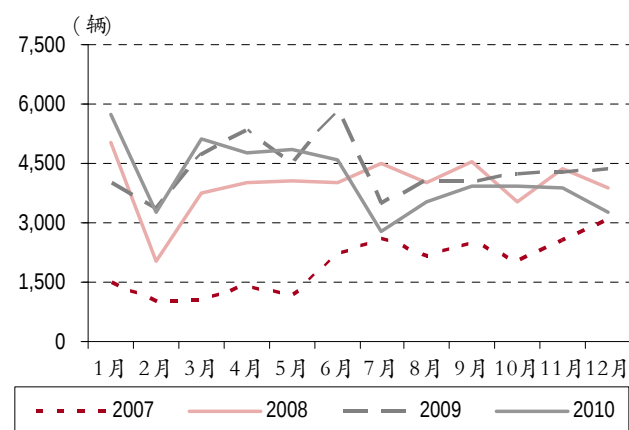
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 35. 马自达睿翼销量走势


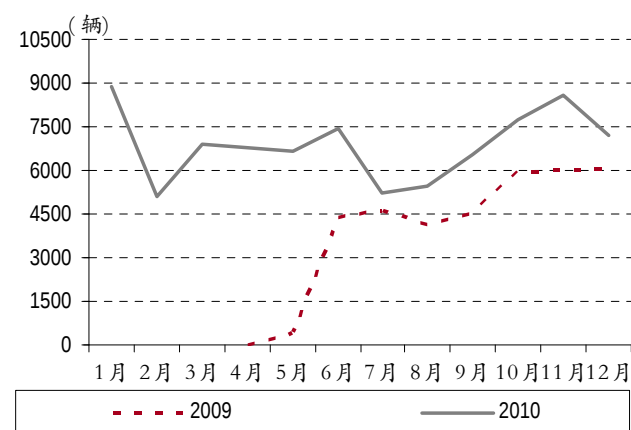
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 36. 马自达 6 销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 37. 奔腾 B70 销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 38. 奔腾 B50 销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

江铃汽车

江铃汽车 12 月销量同比增长 26.4%，其中全顺、JMC 轻卡和皮卡(含宝威 SUV)销量同比分别上升 57.6%、43.5%和 68.8%。全年公司汽车总销量 17.9 万辆，同比增长 56.1%，基本符合预期。公司 2010 年录得每股收益 1.98 元，预计 2011 年销量增长超过 20%。

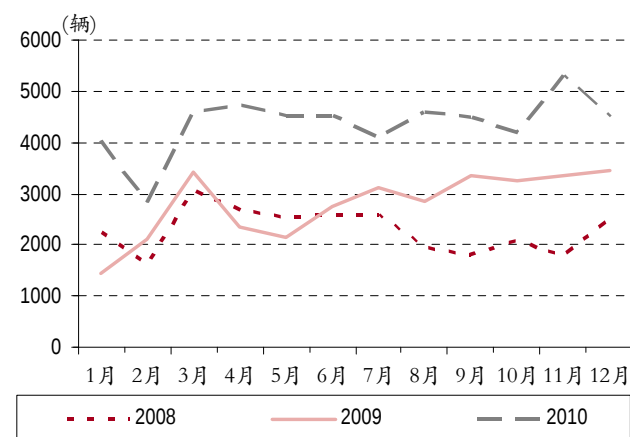
图表 39. 江铃汽车各季度月均销量

(辆)	2008 年月均	2009 年月均	2010 年月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
福特全顺系列商用车	2,289	2,799	4,363	3,355	3,813	4,596	4,396	4,648
JMC 系列轻型卡车	3,238	3,854	5,519	3,950	5,088	6,298	5,509	5,180
JMC 皮卡+SUV	2,403	2,904	5,035	3,352	4,866	4,793	4,960	5,519
合计	7,931	9,557	14,917	10,657	13,767	15,688	14,866	15,346

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 40. 江铃轻卡销量走势 (轻卡+皮卡+SUV)


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 41. 江铃福特全顺销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

福田汽车

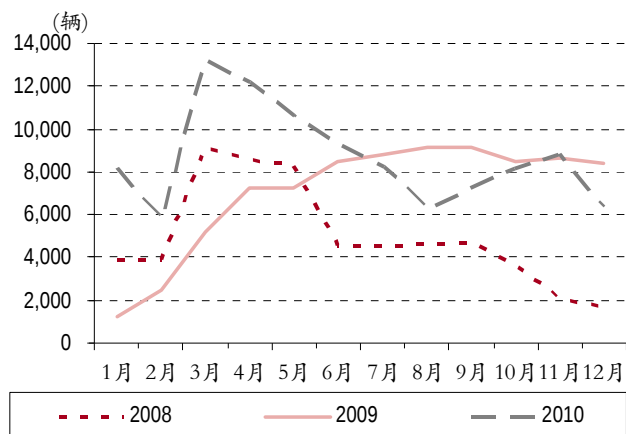
福田汽车 12 月销量共计 5.5 万辆，同比小幅增长 6.9%。2010 年公司汽车销量共计 68.3 万辆，同比增长 13.5%；其中中重卡 10.4 万辆，轻卡 53.8 万辆，分别增长 23.4%和 12.4%。

目前公司中重卡业务订单较为饱满，预计 1 季度销量较好，部分由于厂商和经销商提前备货所致，2 季度销量增长幅度尚存不确定性。我们认为中重卡板块年底年初销量淡季不淡，目前预计 2011 年该板块销量增速在 8-15%；全年轻卡板块销量同比增长 10-20%。目前公司估值较低。

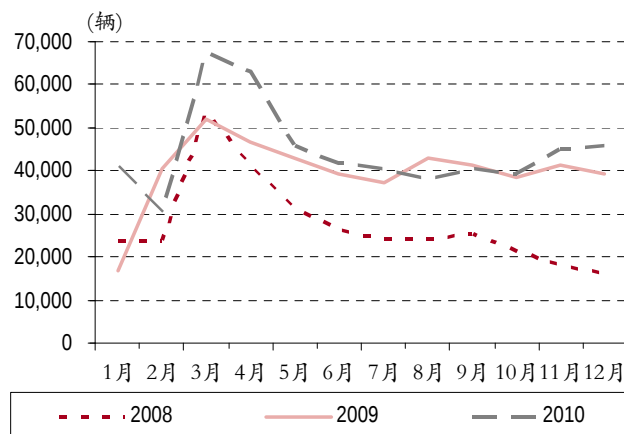
图表 42. 福田汽车月均销量

(辆)	2008 年月均	2009 年月均	2010 年月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
中重卡	4,975	7,053	8,702	8,534	9,057	10,720	7,231	7,750
轻卡	27,421	39,872	44,813	39,603	46,243	50,139	39,630	43,317
轻客	1,148	1,780	1,984	1,789	2,189	1,995	1,846	1,907
大中客	212	334	306	558	403	268	276	278
其他	304	1,130	1,102	1,502	1,479	1,200	896	832
合计	34,061	50,168	56,917	51,986	59,371	64,322	49,878	54,085

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 43. 福田汽车中重卡销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 44. 福田汽车轻卡销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

宇通客车

宇通客车 2010 年 12 月实现客车销量为 5,626 辆，同比上升 14.8%，其中大客、中客分别增长 18.6%、21.6%。2010 年全年公司客车销量共计 4.1 万辆，同比增长 46.1%，符合预期。

图表 45. 宇通客车月均销量

(辆)	2008 年月均	2009 年月均	2010 年月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
大型客车	992	933	1,464	1,300	1,031	1,282	1,635	1,908
中型客车	1,031	1,126	1,651	1,474	1,122	1,569	1,803	2,110
轻型客车	274	290	316	343	185	471	295	312
合计	2,296	2,349	3,431	3,117	2,338	3,323	3,732	4,330

资料来源：公司数据，中银国际研究

中国重汽

中国重汽 2010 年 12 月实现销量 8,309 辆，同比增长 6.3%。全年销量共计 10.9 万辆，同比增长 35.7%。我们认为，由于橡胶价格上涨，4 季度公司成本有所上升，预计 2011 年公司成本压力加大，但伴随新产品推出及放量，单车均价将有所提升，可部分抵御成本上升带来的压力。我们预计公司 1 季度订单好于预期，2 季度同比增幅尚不明朗，2011 年重卡销量同比增长 10-15%。

图表 46. 中国重汽月均销量

(辆)	2008 年 月均	2009 年 月均	2010 年 月均	2009 年 4 季度月均	2010 年 1 季度月均	2010 年 2 季度月均	2010 年 3 季度月均	2010 年 4 季度月均
中国重汽	6,589	6,713	9,109	6,756	7,385	12,975	7,933	8,144

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 47. 宇通客车合计销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 48. 中国重汽销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

研究报告中所提及的有关上市公司

上海汽车 (600104.SS/人民币 16.03, 买入)
潍柴动力 (000338.SZ/人民币 49.34; 2338.HK/港币 53.25, 买入)
江淮汽车 (600418.SS/人民币 10.69, 买入)
福田汽车 (600166.SS/人民币 20.08, 买入)
长安汽车 (000625.SZ/人民币 9.44; 200625.SZ/港币 6.47, 持有)
一汽轿车 (000800.SZ/人民币 15.98, 持有)
宇通客车 (600066.SS/人民币 22.60, 买入)
江铃汽车 (000550.SZ/人民币 24.84; 200550.SZ/港币 22.20, 买入)
福耀玻璃 (600660.SS/人民币 10.91, 买入)
中国重汽 (000951.SZ/人民币 22.70, 买入)
威孚高科 (000581.SZ/人民币 34.93; 200581.SZ/港币 27.00, 持有)
东风集团股份 (0489.HK/港币 13.18, 买入)
庆铃汽车 (1122.HK/港币 2.37, 买入)
华域汽车 (600741.SS/人民币 11.05, 未有评级)
一汽富维 (600742.SS/人民币 29.38, 未有评级)

以2011年1月21日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未
有评级(NR)。持有则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上
下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371