



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

行业动态
证券研究报告

2011年6月2日

汽车及零部件

研究部

陈鹏扬

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010036
chenpy@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010043
zhengd@cicc.com.cn

张涵一

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010032
zhanghy2@cicc.com.cn

负面消息基本出尽, 估值反弹可期

A 股汽车股近期表现点评

行业近况:

受5月汽车销量好于前期悲观预期影响, 近期汽车股股价触底回升。往后看, 我们依旧看好中高端乘用车及零部件板块表现, 推荐股票主要有上海汽车(600104.CH)、华域汽车(600741.CH)和一汽富维(600742.CH)。未来两个月, 我们判断在行业销量增速见底回升、负面政策效果完全显现以及上海汽车激励政策预期增强下中高端乘用车及零部件板块估值有望触底反弹。

评论:

5月销量好于悲观预期, 销量增速触底反弹。前期由于日系车减产导致行业批发数呈现明显负增长, 投资者普遍担心较差的行业数据会拖累汽车股表现。但5月下旬开始日系车复产好于预期, 6月份主流日系厂商更是普遍将完全复产, 5月狭义乘用车数据预计将同比基本持平, 6月日系车补库存可能使得增速更高, 销量存在见底反弹机会。

后续龙头企业现金激励政策推出将增强业绩稳定增长预期, 推动估值向上修复。在整体上市完成后, 上海汽车有望推出激励政策, 将体系内所有子公司(包括华域汽车)管理层及核心员工利益与经营业绩直接挂钩。在投资者普遍担心今年是汽车行业, 其中特别是上海汽车体系盈利高点的时候公司推出现金激励政策, 这将增强投资者对公司业绩稳定增长的预期。目前上海汽车和华域汽车8倍左右PE估值有望向上修复到10~12倍区间。

负面政策今年逐渐消化, 明年销量有望重回上升通道, 结构性机会更大。正如2009和2010年受行业政策集中刺激导致销量增速超预期, 2011年也受到行业政策集中退出以及北京限购影响销量面临较大压力, 5月上旬甚至因为日系车减产出现行业负增长10%以上的局面。展望下半年, 尽管受宏观政策持续收紧以及去年同期基数较高影响, 行业总体销量还会呈现低增长态势, 但欧美韩系中高级车市场份额提升还是大概率事件, 均有望录得10%以上销量增长。如果看明年, 行业负面政策波动影响将基本消除, 其余城市即使限购影响也不会超过北京, 行业将重回稳定增长阶段, 产能增幅稳健的龙头企业销量盈利均有望稳定增长。

估值与建议:

选股思路: 配置低估值(8~9倍2011年PE), 且能超越行业增长的品种。目前中高端汽车及零部件板块的龙头企业PE基本回归到2011年8~9倍PE, 接近历史底部。建议投资者选择其中业绩下调风险较小, 且未来增长将超越行业平均水平的公司, 主要推荐上海汽车(600104.CH), 华域汽车(600741.CH)和一汽富维(600742.CH)。选择上海汽车和华域汽车主要是看好通用和大众凭借领先的本土化研发和营销能力继续扩大市场份额, 且激励政策推出增强业绩稳定性; 选择一汽富维是基于一汽丰田复产进度好于前期悲观预期, 且公司依托一汽集团中长期增长潜力较大。

风险提示:

政策持续收紧导致经济剧烈波动, 影响投资者购车信心; 行业产能扩张过快带来价格压力高于预期。

图表1：可比公司估值

公司名称	类别	股价		市值		市盈率						市净率						EV/EBITDA						EPS 增长率 %					CAGR 07-11
		2011/6/1		百万美元		06A	07A	08A	09A	10A	11E	06A	07A	08A	09A	10A	11E	06A	07A	08A	09A	10A	11E	07A	08A	09A	10A	11E	
中国A股上市公司																													
潍柴动力	CV	46.66	11,336	117.4	38.5	40.3	22.8	11.5	9.5		26.0	12.2	9.7	6.6	4.2	2.8	71.7	20.4	21.2	13.2	10.5	9.5	205%	-4%	76%	99%	21%	42%	
中国重汽	CV	18.45	1,272	34.5	10.8	16.4	18.1	11.5	13.2		5.9	3.8	3.1	2.7	2.2	2.1	11.3	5.6	9.1	8.6	6.2	5.4	220%	-34%	-10%	57%	-13%	-5%	
宇通客车	CV	22.38	1,683	52.7	30.9	21.9	20.6	13.5	10.9		9.3	4.4	6.9	5.4	4.7	3.9	27.6	15.6	18.1	12.7	11.5	10.0	71%	41%	6%	53%	24%	30%	
福田汽车	CV	8.96	3,169	n.a.	21.2	23.7	7.9	5.7	5.4		5.5	4.3	2.7	2.0	1.2	1.0	89.3	27.8	36.8	12.7	8.7	7.7	n.m.	-11%	200%	38%	6%	41%	
江铃汽车	CV	25.68	3,486	36.7	29.2	28.3	21.0	13.0	10.5		7.3	6.3	5.5	4.6	3.6	3.0	23.7	22.1	24.5	15.7	13.2	11.7	26%	3%	35%	62%	23%	29%	
东风汽车	CV	4.60	1,516	18.3	18.8	29.2	28.9	16.1	10.7		1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4	10.8	9.2	36.1	37.2	16.4	10.7	-3%	-36%	1%	80%	51%	15%	
江淮汽车	CV/IV	10.14	2,190	31.7	39.8	228.9	38.9	11.2	9.7		4.3	3.2	3.3	3.0	2.4	2.0	20.1	19.5	26.6	11.9	8.4	7.5	-20%	-83%	488%	246%	16%	42%	
长安汽车	PV	9.04	3,993	46.7	36.4	995.9	21.7	12.0	11.8		2.1	2.3	2.8	2.4	2.0	1.5	23.7	n.a.	n.a.	43.6	18.3	15.2	28%	-96%	4497%	81%	1%	32%	
一汽轿车	PV	13.55	3,676	63.5	39.9	20.3	13.5	9.5	8.3		4.1	3.8	3.4	2.9	2.4	2.0	32.4	16.7	15.7	9.4	8.1	7.4	59%	97%	50%	43%	14%	48%	
上海汽车	PV	16.94	24,027	130.4	40.1	283.2	28.2	13.5	8.5		3.5	3.0	3.2	2.6	2.4	2.4	64.4	41.0	122.1	37.1	8.2	7.2	71%	-86%	905%	108%	60%	48%	
中大股份	Dealer	17.26	1,348	107.2	51.8	36.0	27.6	15.1	12.6		6.5	4.4	3.5	3.1	2.5	2.1	97.7	41.3	15.9	14.2	9.0	7.7	71%	44%	30%	83%	20%	42%	
东安动力	Parts	9.30	733	120.0	28.5	26.8	18.4	11.7	9.8		2.7	2.4	2.3	2.0	1.7	1.5	49.3	43.1	399.1	36.3	40.1	40.7	71%	6%	46%	57%	19%	31%	
中鼎股份	Parts	12.85	1,222	n.a.	45.5	41.0	27.3	17.6	12.2		n.a.	10.7	11.4	6.5	5.2	3.7	n.a.	46.5	32.7	21.5	15.0	12.7	n.m.	11%	50%	55%	44%	39%	39%
华域汽车	Parts	10.50	4,287	46.4	23.5	26.3	17.7	10.8	8.3		4.9	2.5	3.7	2.2	1.9	1.6	251.3	150.0	36.5	12.4	9.3	8.1	97%	-11%	49%	64%	29%	30%	
一汽富维	Parts	25.58	880	n.m.	112.8	28.5	15.3	9.5	8.0		5.0	4.8	4.1	3.3	2.5	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	61%	18%	94%	
福耀玻璃	Parts	9.95	3,197	32.3	21.7	81.0	17.8	11.1	9.1		7.0	5.7	6.1	4.5	3.4	3.0	21.9	16.5	17.2	11.5	10.0	8.3	49%	-73%	355%	60%	23%	24%	
银轮股份	Parts	18.73	408	59.7	52.2	43.0	34.7	14.3	11.7		7.2	4.2	4.0	3.6	2.9	2.4	27.4	24.7	20.3	13.6	10.8	9.0	14%	21%	24%	142%	23%	54%	
平均				49.7	30.9	36.0	21.0	13.5	10.9		4.6	3.8	3.4	2.9	2.4	2.0	27.6	19.9	22.9	12.7	10.0	8.6	71%	-11%	50%	57%	18%	30%	
平均 - 商用车				34.5	25.2	26.0	21.9	12.2	10.6		5.7	4.1	3.2	2.9	2.3	2.1	21.9	17.5	22.9	12.7	9.6	8.6	71%	-19%	20%	60%	19%	29%	
平均 - 乘用车				55.1	40.0	203.4	24.9	12.8	10.1		3.6	3.4	3.3	2.8	2.4	2.2	48.4	28.8	68.9	37.1	8.2	7.4	44%	-64%	491%	62%	14%	40%	
平均 - 零部件				70.2	30.0	42.0	17.8	13.7	11.8		4.9	3.8	3.8	3.0	2.4	1.9	36.1	24.7	32.7	12.4	10.0	9.0	84%	-2%	51%	56%	19%	27%	
香港上市公司																													
潍柴动力	CV	43.25	11,336	90.7	29.7	31.1	17.6	8.9	7.3		20.1	9.4	7.5	5.1	3.2	2.1	20.4	5.8	6.1	4.0	3.7	3.2	205%	-4%	76%	99%	21%	42%	
皮尔汽车	CV	2.43	776	77.6	40.5	34.7	24.3	20.3	17.4		0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	92%	17%	43%	20%	17%	24%	
华晨汽车	PV	7.11	4,568	n.m.	268.3	321.7	n.m.	27.9	21.0		4.4	4.3	4.3	7.1	4.4	3.5	199.8	37.8	43.0	22.4	47.8	29.7	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	33%	89%	
吉利汽车	PV	2.99	2,864	49.5	41.2	18.4	14.6	15.8	13.0		21.0	8.9	5.2	3.4	2.7	2.3	n.m.	n.m.	34.6	10.0	7.4	6.6	20%	124%	26%	-8%	22%	33%	
广汽集团	PV	8.67	6,853	n.m.	8.8	19.4	16.0	9.4	11.1		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.8	1.5	n.m.	n.m.	6.1	7.6	6.6	4.5	4.4	n.m.	-54%	21%	70%	-15%	-5%
长城汽车	CV/IV	11.84	4,168	13.2	28.8	52.6	26.4	10.0	7.5		2.6	4.2	4.0	3.6	2.7	2.1	34.3	24.0	39.3	22.6	8.1	2.6	-54%	-45%	99%	164%	33%	40%	
东风汽车	PV	13.80	15,287	47.6	26.3	25.0	15.8	9.0	8.5		6.9	5.6	4.5	3.6	2.6	2.1	12.9	10.6	8.7	6.0	5.4	4.5	81%	5%	58%	76%	7%	33%	
中国重汽	CV	5.93	2,105	21.4	12.3	15.5	14.1	9.2	7.5		14.5	1.2	1.2	0.8	0.8	0.7	15.4	11.0	14.9	10.3	8.2	6.9	74%	-21%	10%	54%	23%	13%	
中升集团	Dealer	15.44	3,789	166.2	86.3	112.2	52.1	23.8	14.7		4.4	3.6	2.9	2.5	2.1	1.7	120.4	56.0	57.6	33.5	16.9	9.6	93%	-23%	115%	119%	62%	56%	
大昌行	Dealer	8.13	1,902	45.2	29.1	26.0	20.6	10.4	10.4		4.0	3.4	3.0	2.7	2.2	1.9	55.3	35.0	17.5	14.8	9.7	7.4	56%	12%	26%	99%	0%	29%	
信义玻璃	Parts	7.87	3,570	71.9	41.6	39.3	36.1	17.9	11.3		12.4	6.9	6.4	5.3	4.3	3.6	62.1	36.4	31.9	28.3	13.4	9.6	73%	6%	9%	102%	58%	39%	
敏实集团	Parts	10.74	1,485	35.6	26.6	22.5	15.4	11.8	9.3		8.1	3.2	2.9	2.5	1.7	1.5	22.6	15.2	12.5	9.4	n.m.	6.0	34%	18%	47%	31%	26%	30%	
平均				48.6	29.4	28.5	17.6	11.1	10.7		6.9	4.2	4.0	3.4	2.4	2.0	34.3	19.6	17.5	10.3	8.1	6.6	73%	0%	43%	76%	22%	33%	
平均 - 商用车				77.6	29.7	31.1	17.6	9.2	7.5		14.5	1.2	1.2	0.9	0.8	0.8	17.9	8.4	10.5	7.1	5.9	5.1	92%	-4%	43%	54%	21%	24%	
平均 - 乘用车				47.6	28.8	25.0	15.9	10.0	11.1		5.7	5.0	4.4	3.6	2.7	2.1	34.3	17.3	34.6	10.0	7.4	4.5	20%	-17%	42%	73%	22%	33%	
平均 - 零部件				53.7	34.1	30.9	25.7	14.8	10.3		10.2	5.1	4.7	3.9	3.0	2.5	42.3	25.8	22.2	18.8	13.4	7.8	53%	12%	28%	66%	42%	34%	
欧洲及美国上市公司																													
爱	CV	96.48	20,154	15.5	11.7	11.5	n.m.	19.9	13.7		3.8	2.8	2.6	2.8	2.1	1.9	11.4	8.0	8.8	16.2	13.3	7.8	33%	1%	n.m.	n.m.	45%	-4%	
斯堪尼亚	CV	149.70	19,508	20.2	14.0	13.5	106.2	13.2	11.7		4.6	4.8	5.5	5.1	3.3	2.8	9.6	6.9	6.6	12.9	6.8	8.2	44%	4%	-87%	707%	12%	5%	
沃尔沃	CV	112.10	38,669	13.9	15.2	22.9	n.m.	20.9	12.7		2.6	2.8	2.7	3.4	2.7	2.3	9.4	9.8	11.3	n.m.	10.4	8.0	-8%	-34%	n.m.	n.m.	65%	5%	
帕卡	CV	50.00	18,273	12.5	15.1	17.9	161.3	40.0	18.7		4.2	3.7	3.7	3.6	3.0	2.6	8.3	9.6	10.4	20.7	16.5	12.7	-17%	-16%	-89%	303%	114%	-5%	
戴姆勒	CV/IV	49.05	75,298	13.4	12.8	34.8	n.m.	11.5	9.3		1.4	1.4	1.5	1.7	1.3	1.2	5.9	6.5	8.8	34.0	9.8	8.0	5%	-63%	n.m.	n.m.	24%	8%	
菲亚特	CV/IV	7.34	13,048	8.8	4.7	5.6	n.m.	17.5	23.9		1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	2.6	2.1	2.0	4.6	3.8	3.5	85%	-16%	n.m.	n.m.	-27%	-33%	
雷诺	PV	39.48	16,820	3.5	3.8	17.7	n.m.	3.1	6.1		0.5	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4	8.7	7.9	11.4	14.2	8.7	8.3	-8%	-78%	n.m.	n.m.	-49%	-11%	
标志	PV	29.39	9,908	38.2	7.6	n.m.	n.m.	5.9	5.4		0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	6.8	5.8	7.8	12.0	6.0	5.9	404%	n.m.	n.m.	n.m.	9%	9%	
宝马	PV	60.91	55,915	6.9	6.4	124.3	196.5	12.4	9.4		2.1	1.8	2.0	2.0	1.5	1.3	7.8	7.0	7.7	9.3	6.0	7.4	9%	-95%	-37%	1484%	32%	-9%	
大众	PV	117.25	80,19																										

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/或机构投资者提供。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