



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 7 月 25 日

汽车及零部件

研究部

郑栋 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030081

zhengd@cicc.com.cn

陈鹏扬

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210090002

chenpy@cicc.com.cn

张涵一

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208120091

zhanghy2@cicc.com.cn

静待政策明朗, 关注强势品种

汽车行业 2011 年下半年投资策略

投资提示:

近期地方及中央的政策博弈使得汽车股的估值修复阶段性结束。然而由于估值中枢较为安全, 汽车股下调风险不大。一旦政策导向明确, 行业估值中枢仍有修复空间。从行业配置选股角度考虑, 我们建议投资者 A 股乘用车关注上海汽车 (600104.CH)、华域汽车 (600741.CH) 及一汽富维 (600742.CH); 商用车关注宇通客车 (600066.CH) 和江铃汽车 (000550.CH); 零部件关注中鼎股份 (000887.CH) 和银轮股份 (002126.CH)。港股建议关注长城汽车 (02333.HK)、中升控股 (00881.HK) 和大昌行 (01828.HK)。

理由:

行业政策进入博弈阶段。贵阳限购使得之前较为乐观的政策预期再次转向。我们认为, 汽车行业政策进入地方与中央政府的博弈阶段: 鉴于汽车行业对于经济及就业的重要性, 中央不希望再进一步打压汽车行业的发展; 而地方政府, 特别是不以汽车为支柱产业的地方政府, 在交通基础设施瓶颈制约下, 为解决交通拥堵问题, 有一定限制汽车购买的冲动。我们认为, 博弈可能的结果是政策趋于中性化, 汽车行业恢复正常内生增长。但除非各地方政府尽快落实治理交通拥堵政策或中央出台明确指导政策, 市场政策预期难以见底, 更难言回升。

分化趋势确立, 强者恒强。今年汽车行业增速放缓趋势确立, 预计今年行业增速将放缓至 6.1% (图表 4)。随之分化趋势亦难以避免: 首先, 合资企业销量表现优于自主品牌; 其次, 欧美系合资企业依靠强劲的新车投放市场份额有所提升; 最后, 受益于消费升级, 豪华车、中高档级车表现优于低端车。

半年报分化明显。A 股公司中, 业绩同比增幅超过 20% 有物产中大 (43%), 上海汽车 (46%), 华域汽车 (26%) 及宇通客车 (21%), 港股中业绩表现较好的有长城汽车 (87%), 信义玻璃 (58%), 中升控股 (42%) 及大昌行 (28%)。重卡业绩压力较大, 除了潍柴, 业绩普遍下滑 23%~62%。

2012 不是末日, 增长回复内生水平。1) 中国低保有量、支付能力的提升将继续支撑中国汽车销量增长; 2) 2011 年政策退出的镇痛为 2012 年的行业增长夯实了基础, 其中北京限购就拉低了行业 2011 年增速接近 3 个百分点; 3) 政策进一步中性化, 调控有望放松; 4) 汽车出口将成为中长期的增长动力之一。预计 2012 年中国汽车销量仍将同比增长 14.2%, 其中乘用车同比增速为 15.4%。

结构性矛盾带来经销商及零部件企业的长期投资主线。1) 世界第一汽车销量与低于 6% 的汽车渗透率间的矛盾; 2) 合资企业高额利润与中国自主核心零部件技术低水平间的矛盾。汽车保有量的确定性增长将不断催生后服及二手车交易的发展, 经销商、零部件耗材企业成长脉络清晰。下游多元化将进一步提升中小零部件企业的成长空间。

选股思路: 自下而上、业绩为王。我们所选的整车及零部件公司均有提升市场份额的能力, 配合较为节制的产能扩张, 业绩可预见程度较高。而港股推荐的乘用车及经销商均有较为明确的成长外延, 估值相对增长吸引力高。

估值:

目前 A 股龙头乘用车及零部件企业估值在 2011 年 10 倍市盈率左右, 处于历史低位; 港股龙头乘用车企业 2011 年市盈率中枢在 8.5~13 倍, 吸引力较强。估值中枢下行风险不大。

风险: 宏观经济回落及政策调控导致的需求萎缩及产品价格下调。

目录

行业提前筑底，“前低后高”趋势确立.....	4
汽车销量增速超幅回落，行业提前筑底.....	4
日本地震对产能影响趋弱，3 季度起有望逐步复产.....	9
分化趋势确立，强者恒强.....	11
欧美韩系合资品牌表现抢眼，龙头企业份额有望持续提升.....	11
受益于消费升级，SUV 销量增速领跑各细分行业.....	12
中西部依旧是汽车销量增长主力.....	13
前期扩产激进的企业利润率存在一定压力.....	14
2012 不是末日，增长回复内生水平.....	16
内生动力驱动乘用车长期稳定增长.....	16
政策利空出尽，行业短期压力减弱.....	19
汽车出口具备国际竞争力，有望成为中长期的增长动力.....	20
结构性矛盾带来经销商及零部件企业的长期投资主线.....	22
国内汽车渗透率显著低于全球平均水平.....	22
保有量快速提升推动汽车经销行业发展.....	22
核心零部件企业具备长期成长性.....	23
投资与估值分析：自下而上、业绩为王.....	26
风险.....	27

图表

图表 1: 主要覆盖公司中报业绩预测.....	4
图表 2: 月度汽车销量走势.....	5
图表 3: 月度汽车销量增速.....	5
图表 4: 分车型销量预测.....	5
图表 5: 乘用车月度销量及增速.....	6
图表 6: 各车型分类增速.....	6
图表 7: 厂商库存.....	6
图表 8: 经销商环节新增库存.....	6
图表 9: 历年乘用车价格降幅.....	7
图表 10: 主要乘用车价格优惠幅度.....	7
图表 11: 商用车月度销量同比增速.....	8
图表 12: 商用车细分行业销量同比增速.....	8
图表 13: 重卡月度销量及增速.....	8
图表 14: 货运价格指数.....	8
图表 15: 保障房开工预测.....	8
图表 16: 大中客月度销量及增速.....	9
图表 17: 客车分用途销量增速.....	9
图表 18: 主要日系品牌厂商销量及增速.....	9
图表 19: 日系厂商复产情况.....	10
图表 20: 不同车系乘用车销量及增速.....	11
图表 21: 不同车系乘用车市场份额走势.....	11
图表 22: 未来几年合资品牌新车.....	11
图表 23: 未来几年自主品牌新车.....	12
图表 24: 合资品牌低端车型和自主品牌性价比比较.....	12
图表 25: 美国 SUV 发展历程.....	13
图表 26: 各细分行业销量增速比较.....	13
图表 27: 分省上牌量及增速.....	13
图表 28: 可支配收入与千人保有量.....	14
图表 29: 乘用车企业历史及预测产能利用率.....	15
图表 30: 利润率与产能利用率高度相关.....	15

图表 31: 我国汽车保有量显著低于发达国家水平 (2010)	16
图表 32: 美国、日本汽车保有量随经济增长发展历程	16
图表 33: R 值进入 3~5 区间, 中国迎来乘用车快速发展期	17
图表 34: 中国城镇居民可支配收入快速增长促进可选消费品购买力提升	17
图表 35: 中国分省汽车千人保有量	17
图表 36: 全国各省市 R 值对比	18
图表 37: 我国目前乘用车使用年限区间分析	18
图表 38: 消费者购车阶段分析	18
图表 39: 可选消费品的消费群体人口比例仍然较大	19
图表 40: 80 年代“婴儿潮”将拉动未来 3~5 年国内汽车等可选消费需求	19
图表 41: 近年汽车行业政策一览	20
图表 42: 德国历年乘用车销量	20
图表 43: 整车出口量及增速	21
图表 44: 整车出口前五名企业出口量快速增长	21
图表 45: 中国汽车千人保有量显著低于全球平均水平	22
图表 46: 主要发达国家千人汽车保有量变化趋势	22
图表 47: 汽车经销行业市场规模预测	22
图表 48: 中美汽车经销商产值与整车制造产值比较	23
图表 49: 中美经销商收入结构差异	23
图表 50: 中美汽车经销商利润结构差异	23
图表 51: 美国日本经销商分业务毛利率水平	23
图表 52: 零部件行业按企业性质分类的利润结构	24
图表 53: 分类型企业投资及销售收入复合增长率	24
图表 54: 部分具备国际竞争力的核心零部件子行业及企业	24
图表 55: 部分零部件生产企业多元化方向	24
图表 56: 中国汽车零部件累计月度出口金额	25
图表 57: A 股汽车股估值走势	26
图表 58: 港股汽车股估值走势	26
图表 59: 可比公司估值表	28

行业提前筑底，“前低后高”趋势确立

汽车销量增速超幅回落，行业提前筑底

上半年，汽车合计销售 932.5 万辆，同比增长 3.4%，增速呈现出持续下滑，行业景气程度较去年同期下降。5 月份甚至出现了 2008 年金融危机以来首次负增长。主要原因包括：1、行业优惠政策上半年集中退出；2、部分城市施行限购治堵措施；3、日本地震造成部分厂商产能受限；4、去年行业高增长提前透支了今年部分需求。

半年报分化明显。A 股公司中，业绩同比增幅超过 20% 有物产中大（43%），上海汽车（46%），华域汽车（26%）及宇通客车（21%），港股中业绩表现较好的有长城汽车（87%），信义玻璃（58%），中升控股（42%）及大昌行（28%）。重卡业绩压力较大，除了潍柴，业绩普遍下滑 23%~62%。

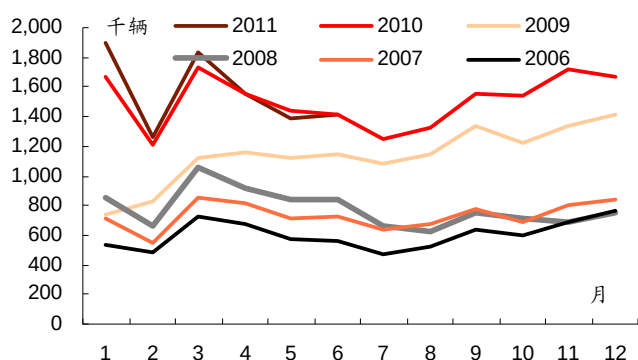
图表 1：主要覆盖公司中报业绩预测

证券代码	证券简称	2010A				2011E				2012E	中报 增幅
		一季报	中报	三季报	年报	一季报	中报	三季报	年报	年报	
600104.SH	上海汽车	0.31	0.64	1.04	1.49	0.49	0.93		2.00	2.30	46%
600741.SH	华域汽车	0.23	0.48	0.73	0.97	0.30	0.60		1.26	1.53	26%
600742.SH	一汽富维	0.45	1.16	1.76	2.70	0.55	0.98		2.80	3.43	-15%
600660.SH	福耀玻璃	0.21	0.44	0.66	0.89	0.20	0.42		1.10	1.31	-4%
000338.SZ	潍柴动力	0.97	1.94	2.88	4.07	1.11	1.97		4.93	5.81	1%
000550.SZ	江铃汽车	0.57	1.21	1.68	1.98	0.63	1.25		2.45	3.07	4%
600066.SH	宇通客车	0.27	0.70	1.05	1.65	0.34	0.84		2.05	2.79	21%
000625.SZ	长安汽车	0.29	0.51	0.64	0.75	0.27	0.42		0.76	0.92	-17%
000887.SZ	中鼎股份	0.13	0.27	0.41	0.52	0.15	0.30		0.70	0.88	11%
600418.SH	江淮汽车	0.20	0.38	0.65	0.90	0.26	0.40		1.05	1.22	5%
600166.SH	福田汽车	0.25	0.54	0.75	0.78	0.21	0.42		0.83	0.97	-23%
600006.SH	东风汽车	0.09	0.19	0.27	0.29	0.10	0.19		0.43	0.51	-1%
000951.SZ	中国重汽	0.41	1.32	1.69	1.60	0.22	0.50		1.40	1.64	-62%
600704.SH	物产中大	0.31	0.53	0.66	1.14	0.57	0.76		1.37	1.55	43%
002126.SZ	银轮股份	0.20	0.46	0.71	1.00	0.23	0.55		1.16	1.43	19%
0489.HK	东风集团		0.76		1.27		0.66		1.36	1.54	-13%
3808.HK	中国重汽		0.30		0.54		0.23		0.66	0.93	-25%
2338.HK	潍柴动力		1.94		4.07		1.97		4.93	5.81	1%
0868.HK	信义玻璃		0.18		0.44		0.28		0.70	0.92	58%
2333.HK	长城汽车		0.32		0.99		0.59		1.31	1.65	87%
0425.HK	敏实集团		0.38		0.76		0.35		0.96	1.20	-7%
0881.HK	中升控股		0.20		0.54		0.28		0.88	1.30	42%
1828.HK	大昌行		0.27		0.78		0.34		0.78	0.93	28%
0175.HK	吉利汽车		0.09		0.16		0.08		0.19	0.23	-12%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

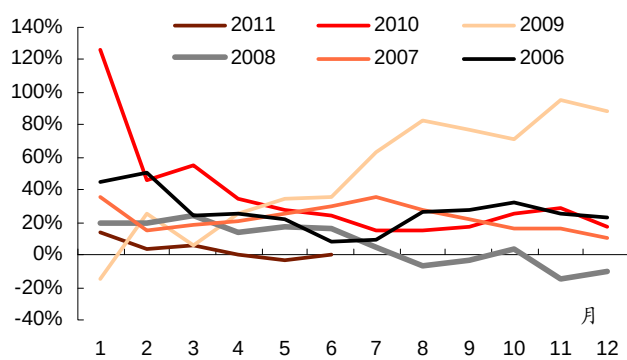
往后看，随着影响行业情绪的不利因素纷纷消除，下半年销量增速将逐步回升，环比增幅有望强于往年。我们预计全年汽车销量将呈现出前低后高的走势，下半年销量增速将提升至 8.9%，全年合计销量将增长 6.1% 至 1,916.4 万辆。

图表 2: 月度汽车销量走势



资料来源：中国汽车工业协会

图表 3: 月度汽车销量增速



资料来源：中国汽车工业协会

图表 4: 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%	19,164,100	6.1%	21,879,131	14.2%
乘用车合计	6,755,609	7.3%	10,331,315	52.9%	13,757,794	33.2%	14,885,994	8.2%	17,161,030	15.3%
轿车	5,046,934	6.8%	7,473,106	16.7%	9,494,269	27.0%	10,348,753	9.0%	11,797,579	14.0%
MPV	197,393	-12.6%	248,943	27.4%	445,407	78.9%	512,218	15.0%	604,417	18.0%
SUV	447,722	25.3%	658,821	29.9%	1,326,036	101.3%	1,657,545	25.0%	2,154,809	30.0%
微客	1,063,560	7.7%	1,950,445	8.4%	2,492,082	27.8%	2,367,478	-5.0%	2,604,226	10.0%
商用车合计	2,624,893	5.2%	3,313,479	26.2%	4,304,142	29.9%	4,278,106	-0.6%	4,718,101	10.3%
重卡	540,448	10.9%	636,171	31.8%	1,017,433	59.9%	966,561	-5.0%	1,063,217	10.0%
中卡	207,109	-12.5%	257,966	10.9%	271,766	5.3%	279,919	3.0%	279,919	0.0%
轻卡	1,175,465	6.4%	1,559,598	15.9%	1,959,807	25.7%	1,959,807	0.0%	2,194,984	12.0%
微卡	361,278	14.5%	505,690	-2.4%	612,085	21.0%	581,481	-5.0%	610,555	5.0%
大客	43,994	9.6%	47,175	25.4%	68,814	45.9%	72,255	5.0%	84,538	17.0%
中客	79,107	0.6%	81,948	12.7%	89,882	9.7%	85,388	-5.0%	95,634	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

乘用车销售持续分化，行业竞争持续加剧

今年上半年乘用车销量增速略高于行业平均，同比增长 5.8% 至 711.0 万辆。其中，轿车、MPV、SUV 和微客增速相差悬殊，同比分别增长 8.0%、13.9%、20.6 和 -9.9%。主要原因不仅来自于决定各自需求的内在驱动因素表现不一，而且受到了外部政策和突发事件等的影响。

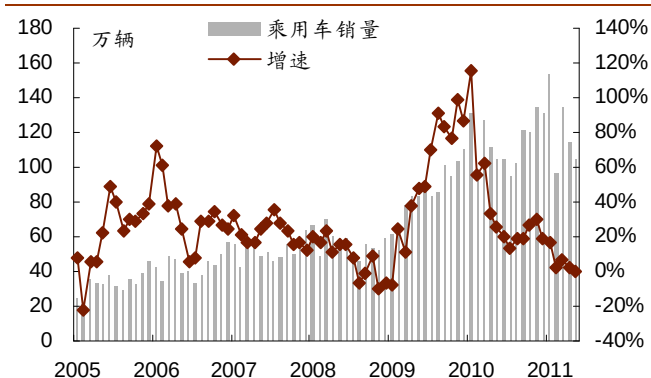
具体来看，轿车增速放缓一方面受到了小排量汽车购置税优惠到期、北京限购等政策影响，另一方面是由于过去两年持续的“鼓励购买”政策使得部分需求提前透支所致。此外，3 月的日本东北地震在短期也造成了部分日系品牌产能受限。预计今年下半年，负面政策影响将趋于减弱，日系品牌也将逐步复产，同时需求将逐渐恢复正常的内生增长水平。

MPV 销量将维持稳定增长。MPV 车型的销量与经济环境紧密相关，其需求主要来自于中小企业等商务用户。08 年金融危机以后，MPV 销量呈现快速增长，2010 年增速高达 78.9%，在各细分行业中仅次于 SUV。今年以来，随着宏观经济紧缩使得部分中小企业资金链趋紧，MPV 销量增速有所放缓，但仍高于行业平均水平。往后看由于下半年宏观经济政策仍有较大不确定性，MPV 销量增速将基本维持稳定。

消费升级和个性化需求是推动 SUV 销量增长的长期驱动力。受到日本东北地震影响，部分主流日系 SUV 产销受到一定影响，使得整体 SUV 销量有所下滑。而同时，欧系和韩系车型仍保持高速增长，显示下游需求仍比较旺盛。长期来看，随着消费结构升级和个性化需求不断提升，SUV 市场空间仍具备较大增长潜力。预计未来两年增速仍将维持在 20% 以上水平。

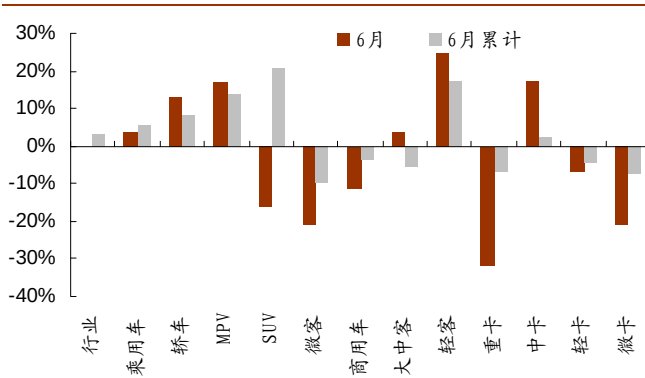
产能过剩遭遇需求下滑，微客短期内难有起色。今年上半年，微客销量同比下滑 9.9%，主要受到汽车下乡、以旧换新和购置税优惠政策到期的影响。此外，由于过去两年微客销量爆发式增长，更多的新进企业参与到微客市场中来，而原有龙头企业产能也有较大幅度提升，短期内需求又没有跟上，造成微客行业面临较大的压力。我们预计微客行业剩余产能消化将持续 1~2 年时间，短期内行业难有明显改观。

图表 5：乘用车月度销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会

图表 6：各车型分类增速

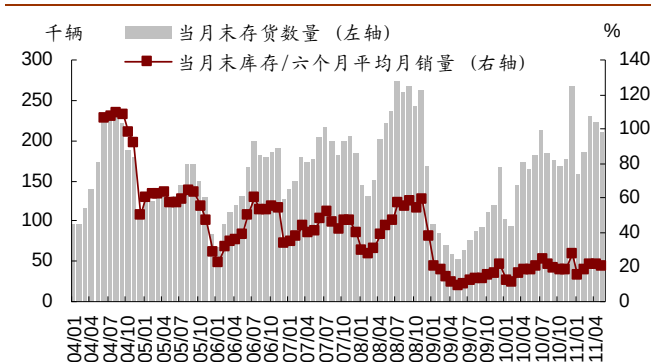


资料来源：中国汽车工业协会

厂商库存维持低位，管理能力进一步加强。今年上半年，中汽协统计的汽车销量高于产量累计达到 16.9 万辆，显示厂商环节库存略有下降，但总体仍处于正常年份的平均水平。其中，乘用车库存减少 6.5 万辆，商用车库存减少 10.4 万辆。目前，狭义乘用车厂商环节持有库存占行业近六个月平均销量的 21%，仍较 04~08 年的水平要低，体现出厂商对库存管理能力进一步加强。

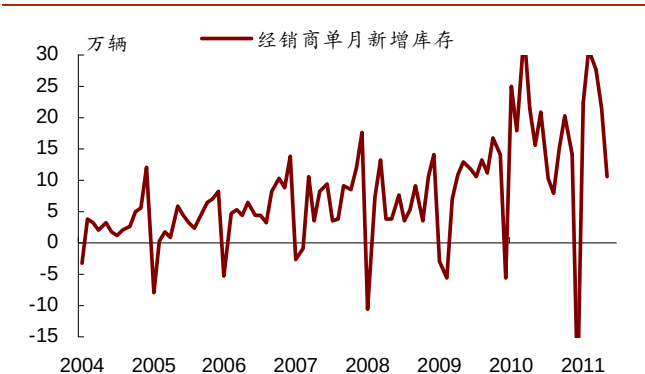
经销商环节库存年初以来总体有所增加，内部则呈现结构性分化。由于日本地震等原因，日系车因零部件供应问题有所限产，日系品牌经销商库存有一定消化，但其余车系经销商环节库存则有所增加，其中自主品牌轿车企业库存压力更大，行业存在结构性压力。

图表 7：厂商库存



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

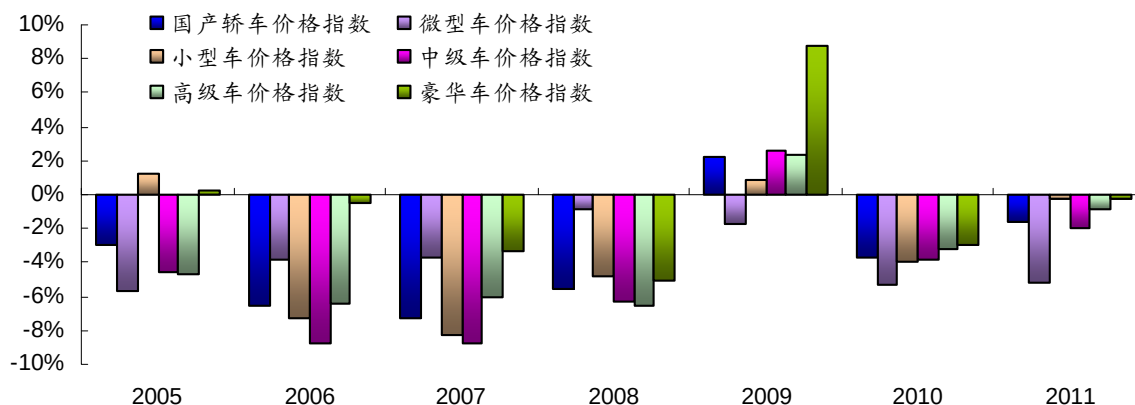
图表 8：经销商环节新增库存



资料来源：中国汽车工业协会，公安部，中金公司研究部

乘用车价格小幅下降，微型车价格下滑明显。年初以来，国产轿车价格指数累计下降 1.6%，其中微型车价格下降明显（-5.2%），而豪华车价格则有小幅下跌（-0.2%）。随着合资品牌陆续推出低价位的车型，低端微型车市场的竞争将有所加剧，自主品牌厂商在库存和需求的双重压力下，价格面临下行风险。往后看，随着日系品牌逐渐复产，以及未来几年新车型不断加入，各系品牌间竞争将更为激烈，预计乘用车价格将持续下行。

图表 9: 历年乘用车价格降幅



资料来源: CEIC

图表 10: 主要乘用车价格优惠幅度

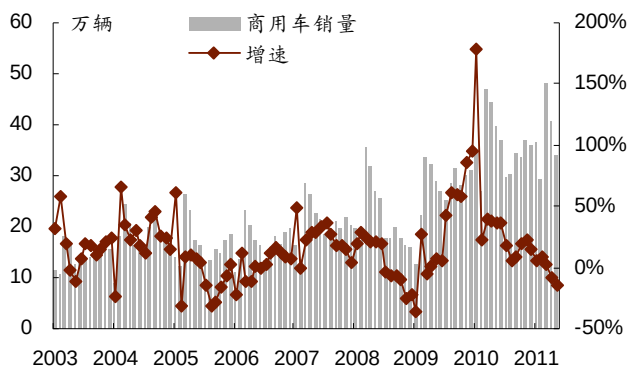
优惠厂商	优惠车型	优惠幅度	优惠厂商	优惠车型	优惠幅度
上海大众	朗逸	购朗逸优惠3000元现金 再享补贴3000元	长安福特	福克斯	福克斯全系现车足 送购置税/5000元装潢
	POLO	累计优惠增至1.4万! POLO劲取少量现车		蒙迪欧	蒙迪欧-致胜让8000元现金再送1.2万礼包
	明锐	明锐现车销售 购车可以享受3000元补贴		嘉年华	优惠提升至1万元 2011款嘉年华现车充足
	桑塔纳	桑塔纳志俊现车充足 购车优惠8000元		马自达3	马自达3经典优惠1.7万 最低售9.58万元
	途观	暂无优惠	长安铃木	天语	购天语SX4可优惠7000元 店内有现车在售
	昊锐	昊锐有部分现车 购车赠万元车险与导航		奥拓	奥拓最低仅售4.19万元! 享补贴再送装潢
上海通用	NMS	暂无优惠		羚羊	羚羊享惠民补贴3000元 再送2000元装潢
	晶锐	斯柯达晶锐现车充足 购车优惠8000元		雨燕	雨燕运动版最低仅售7.38万 优惠8000元
	帕萨特	特价优惠达2.7万! 新领驭深色系有现车	长安汽车	奔奔	暂无优惠
	途安	全系仅3辆现车! 购途安累计优惠6000元		悦翔	长安悦翔现金优惠7000元 赠送精美礼品
	凯越	现金让1万! 购凯越最高享2.3万礼包组合		CX20	长安CX20优惠2000元 另送装潢 油卡
	科鲁兹	现金优惠最高达1.1万元, 购车送装潢大礼包	一汽轿车	马自达6	马自达6最高优惠3.6万, 睿翼在沪最高让2.9万
上海通用	赛欧	赛欧特价车只要4.99万		奔腾	奔腾B50全系优惠9000元 送3000元大礼包
	乐风	全系优惠达2万元! 购乐风再送车身贴膜	长城汽车	腾翼C30	购腾翼C30可优惠3000元 店内有现车在售
	君越	现金让8000元送贴膜! 君越全系现车充足		哈弗	哈弗H5最低仅售8.78万, H3最高优惠8000元
	GL8	暂无优惠		哈弗M2	哈弗M2最高可优惠8000元
	君威	君威全系优惠8000元另送价值2000元贴膜		炫丽	2011款炫丽Cross可享补贴3000元 有现车
	英朗	别克英朗现金优惠6000元 购车需要预定	比亚迪汽车	F3	补贴加优惠共6000元! 比亚迪F3充足现车
上海汽车	荣威	购荣威全系优惠8000元!		F0	优惠4000元送补贴 比亚迪F0在沪有现车
	MG	改款荣威550世博超值版有现车 优惠7000元		L3	特价累计优惠1.2万! 比亚迪L3现车充足
		MG3全系优惠5000元 另赠5000元装潢礼包		G3	最低6.09万售! 比亚迪G3最高优惠7000元
东风日产	阳光	新阳光优惠3000元		S6	暂无优惠
	天籁	天籁现车充足 购车最高现金优惠1.8万元	吉利汽车	帝豪	帝豪EC8全系优惠3000元, EC7全系优惠6000元
	轩逸	优惠提升至1.2万元! 轩逸全系现车充足		自由舰	自由舰最低仅3.48万! 全系优惠5000元
	骐达	骐达优惠现金6000元 全系接收试驾试驾		熊猫	吉利熊猫现车销售 购车优惠现金2000元
	逍客	暂无优惠	江淮汽车	同悦	最高让利达1万元! 江淮同悦充足现车售
	骐达	新骐达享3000元补贴 送NISSAN纪念版U盘		和悦	购和悦可享现金优惠1万或送1.2万元礼包
神龙汽车	奇骏	日产奇骏购车需要预订 全系优惠达2万元	东风本田	思域	思域E系列优惠1万元 购车全再送交强险
	玛驰	节能小车玛驰在沪有现车 全系让8000元		CR-V	暂无优惠
	世嘉	世嘉1.6L现车充足 让1.6万送4000元礼包		思铂睿	思铂睿全系优惠达3万元
	标致408	标致408全系优惠5000元 购车需提前预定			
	标致307	购标致307优惠1.8万元 店内有现车在售			
	爱丽舍	2011款爱丽舍现车销售 现金优惠2000元			
神龙汽车	标致207	暂无优惠			
	C5	雪铁龙C5新款店内现车 最高优惠8000元			

资料来源: 汽车之家, 中金公司研究部

去库存导致商用车销量持续下滑, 下半年仍存在不确定性

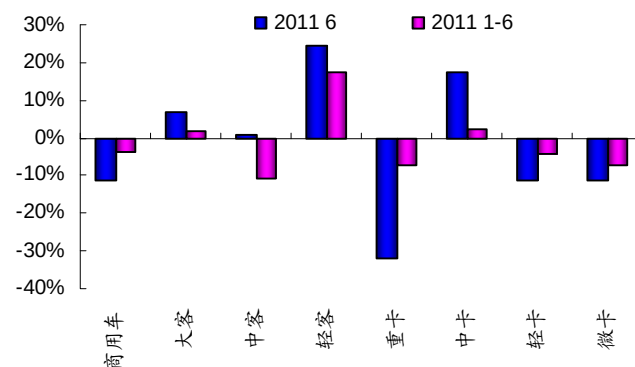
上半年, 商用车除轻客外均呈现不同程度下滑, 其中, 重卡和大中客分别下滑 7.0%和 5.6%, 轻卡下滑 4.3%。销量下行原因有二, 一方面实体经济需求放缓以及政策调控影响逐渐显现, 另一方面是购车需求在去年有较大释放。

图表 11: 商用车月度销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

图表 12: 商用车细分行业销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会

短期来看重卡行业依旧面临去库存压力。从去年 4 季度末到今年 4 月份，重卡企业一直主动增加库存，尽管 5~6 月已经开始消化库存，但由于需求低于预期以及销售淡季到来，目前重卡库存依旧维持在 2.5~3 月左右水平，预计行业 7、8 月批发数将持续处于较低位置，同比和环比均难见明显改善。从终端运营情况来看，5 月份运价指数依旧在低位徘徊，运输户挣钱能力没有明显改善。

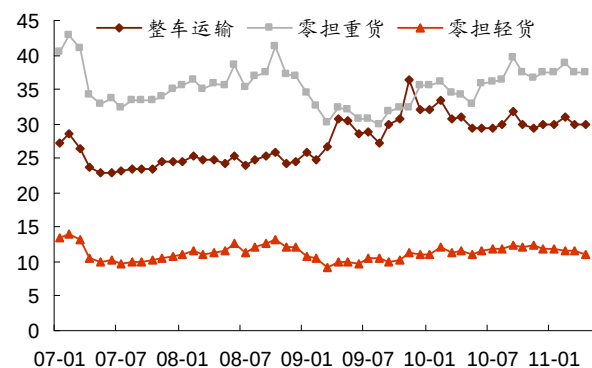
行业层面三个潜在利好因素有望支撑 4 季度销量反弹，但能否兑现需要进一步观察。市场对重卡销量下滑已经有一定预期，往后看，下半年有三个可能的利好因素有望支撑销量从 4 季度开始重回上升通道。1) 保障性住房如果建设力度加大将提升工程自卸车需求，改善终端淡季销售水平；2) 政府物流国八条政策如果执行效果较好有望改善运输企业经营状况，刺激公路车购车需求提升；3) 信贷政策如果在下半年出现宽松且对中小企业企业信贷倾斜，将提升公路物流需求。

图表 13: 重卡月度销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会

图表 14: 货运价格指数



资料来源：现代物流报，中金公司研究部

图表 15: 保障房开工预测

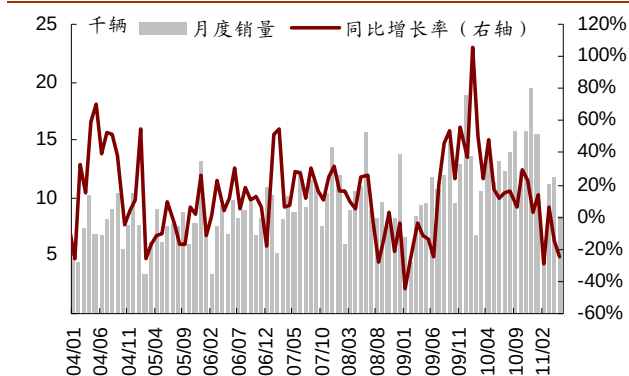
	计划建设套数					
(万套)	2011	2012	2013	2014	2015	5年合计
计划开工	1,000	1,000	800	400	400	3,600
基本建成	600	1,000	1,000	520	400	3,520
- 本年开工部分	400	400	400	120	120	1,440
- 上年开工部分	200	600	600	400	280	2,080
在建	600	600	400	280	280	2,160

资料来源：中金公司研究部

大中客结构调整明显，公交市场成为亮点。今年上半年，大中客累计下滑 5.6% 个百分点，主要是受中客市场回调所致 (-10.9%)，而大型客车表现则相对平稳。其中，城市客车累计增长 68.9%，显示城市公交车市场需求仍相对较强。我们预计未来几年公交车将成为大中客增长的主要驱动力。一方面，一线城市交通拥堵问题不断加剧，使得政府对于公共交通的扶植力度将逐渐增强。另一方面，随着城镇化进程不断深入，二三线城市和城乡结合地区公交需求将进入快速提升阶段。此外，按照《城市公共交通“十二五”发展规划》，到十二五末，全国公交保有量将达到 60 万辆，较目前新增约 20 万辆，加上现有老旧车型的更新替换，发展空间很大。

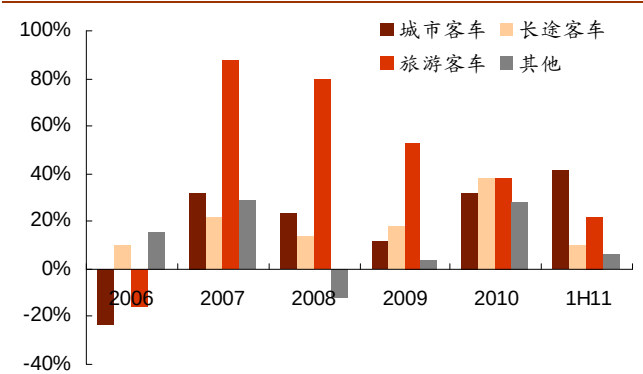
校车等新兴客车市场发展潜力巨大。目前，国内专用校车的普及率远低于欧美发达国家。未来校车可能率先在一线城市打开局面。按照目前国内 9000 万中小学生计算，校车市场需求规模将超过 100 万辆。如果后续政策方面能给予一定支持，未来发展潜力相当大。

图表 16: 大中客月度销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会

图表 17: 客车分用途销量增速



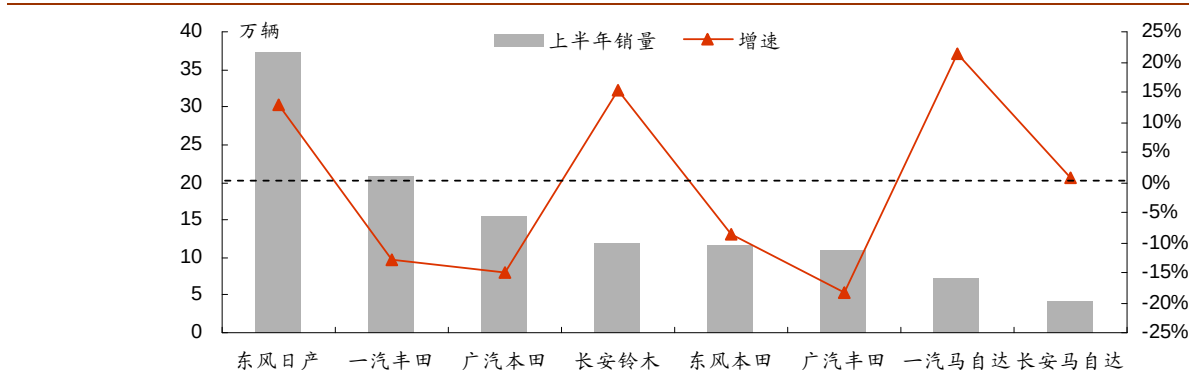
资料来源：中国汽车工业协会

日本地震对产能影响趋弱，3 季度起有望逐步复产

日系厂商元气恢复，补库存将推动销量环比提升。日本地震对国内汽车销量特别是日系品牌造成了一定影响。从销量来看，受影响最大的莫过于丰田旗下的两家合资公司，其次是本田，而日产、铃木和马自达相对影响较小。随着日系品牌 6 月起陆续提前复产，东风日产产能目前已基本恢复到震前水平，一汽丰田也正在逐渐恢复元气当中，其他品牌如本田等最迟 8 月可恢复到震前水平。日本地震对于国内的整体影响有望好于之前悲观预期。预计今后一段时间各个日系厂商将开足工时来弥补前期停产造成的损失。日系车补库存将使得乘用车整体销量环比提升，且反弹幅度有望强于往年。

主要日系品牌全年销量目标变化不大，下半年竞争将加剧。在日系厂商复产的同时，经销商环节热销车型货源紧张的情况也将随之有所缓解。日系品牌将重新参与到正常的市场竞争当中，主要车型优惠幅度预计将有所加大，以促进全年销量目标的达成。我们看到，主要日系品牌全年销量目标并没有因为地震而大幅下调，由于产能恢复情况快于预期，各个厂商对于完成全年目标比较有信心，下半年各品牌竞争将趋于激烈。

图表 18: 主要日系品牌厂商销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会

图表 19: 日系厂商复产情况

日系厂商	复产情况	销量目标	上半年销量
丰田	5月11日宣布, 6月上旬之后, 中国各整车工厂将依次恢复到正常生产水平。复产时间比4月22日宣布的8月提前了2个月。	在华90万辆目标不变, 其中一汽丰田55万辆, 广汽丰田35万辆	31.6万辆
本田	5月27日在官网宣布, 预计到8月份, 广汽本田和东风Honda都将恢复或超过正常生产水平。	在华销量目标从73万辆降低至65万辆, 与去年销量持平	28.1万辆
日产	由于日产总部将绝大部分零部件调往中国, 优先保证中国市场, 5月初产能已恢复正常水平, 实行两班倒排班。	东风日产和郑州日产将分别维持77.2万辆和13.2万辆的销量目标不变	37.4万辆
铃木	长安铃木的生产一直正常, 并未受到日本本土大地震的影响	维持全年23万辆销量目标	11.8万辆
马自达	马自达在中国的合资车型国产率很高, 除个别新车型在关键零部件上需要进口外, 基本上都能够通过国产来满足日常的企业生产, 因此受到日本地震的影响不大	在华销售目标由28万辆下调至26万辆, 高于去年同期的24万辆	11.3万辆

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

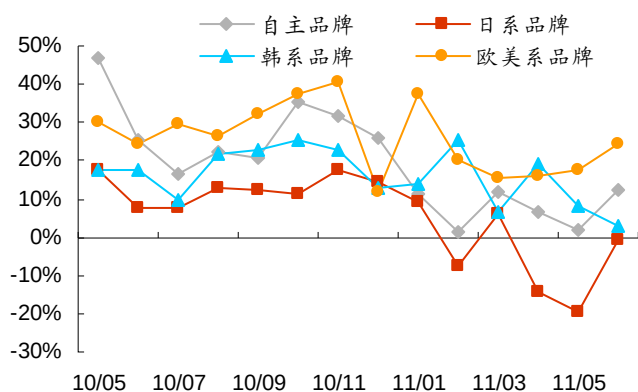
分化趋势确立，强者恒强

欧美韩系合资品牌表现抢眼，龙头企业份额有望持续提升

政策利空对于中高档车影响相对较小。最近几年的行业优惠政策更多向小排量汽车倾斜，包括购置税减免、节能补贴等，受大城市限购影响最大的也是小排量汽车，因此政策退出或是限购对于中高档汽车的影响相对有限。随着二、三线城市的消费升级，合资企业中高档汽车销量表现有望优于自主品牌。

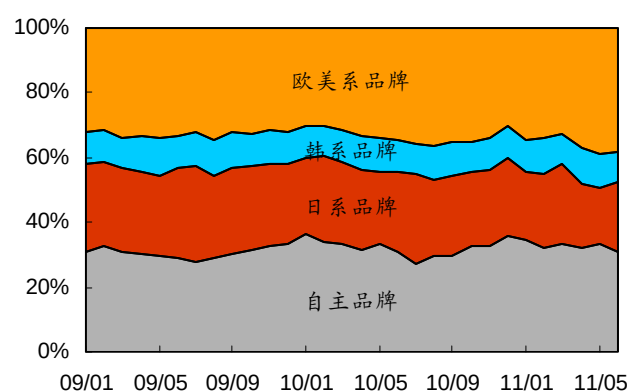
欧美龙头合资企业销量持续提升，日系品牌有望走出地震阴霾。今年以来，欧美和韩系合资企业依靠持续的重量级新车投放，销量维持强劲增长。而同时日系车受到地震影响销量大幅下滑，自主品牌表现相对疲弱，欧美韩系整体市场份额有所提升。往后看，随着热点新车逐渐放量，以及未来几年持续新车投放，欧美和韩系品牌将维持强势增长。日系品牌提前复产也将推动其销量环比提升。竞争加剧将使得自主品牌短期内承受一定压力。

图表 20: 不同车系乘用车销量及增速



资料来源：万得资讯

图表 21: 不同车系乘用车市场份额走势



资料来源：万得资讯

图表 22: 未来几年合资品牌新车

品牌	新车型	排量	售价	上市时间
雪佛兰	雪佛兰Malibu迈锐宝	2.4L/2.0T	n.a.	2012.H2
雪佛兰	雪佛兰新科帕奇	2.4L Ecotec	18-26万	2012.4
雪佛兰	雪佛兰科鲁兹两厢	1.6L/1.8L汽油, 2.0L柴油	10.89-15.99万	2011.Q4
雪佛兰	雪佛兰AVEO	1.6L	8-12万	2011.Q4
日产	日产Murano美人奴	2.5L/3.5L	32-45万	2011.9
日产	日产新骐达	1.6L/1.6T	10-16万	2011.5
东风裕隆	纳智捷Luxgen7	2.2T	17-25万	2011.9
现代	现代ix20	1.4和1.6L	12万~15万	2012
起亚	起亚K3	1.4L/1.6L	n.a.	2011.6
标致	标致308	1.6L/2.0L	12-16万	2011.12
标致	标致508	2.0L/2.3L	18-30万	2011.6
大众	大众新速腾(NCS)	1.4T/1.6L	14-20万	2012.1
大众	大众crossgolf	1.4TSI	28-30万	2011.5
大众	大众新帕萨特(NMS)	1.4TSI/1.8TSI/2.0TSI	18-25万	2011.4.17
斯柯达	斯柯达Yeti	1.2TSI/1.8TSI/2.0TD	13-16万	2011(进口)/2013(国产)
奥迪	奥迪Q3	1.4TFSI/2.0TFSI	40万	n.a.
奥迪	奥迪A1	1.2TFSI/1.4TFSI/1.6TDI	13-18万	2011.Q4
雪铁龙	雪铁龙DS5(C5)	1.6T/2.0L	n.a.	2012.Q4
丰田	丰田逸致	1.8L/1.8L/2.0L	14-18万	2011.6

资料来源：网上车市，中金公司研究部

图表 23: 未来几年自主品牌新车

品牌	新车型	排量	售价	上市时间
荣威	荣威W5	1.8T	18-25万	2011.6
荣威	荣威新750	ECOTEC发动机	17.28-25.88万	2012
名爵	MG5	1.5VVT	n.a.	2011.Q3
广汽本田	理念S1	L13A3和L15A1	6-9万	2011.4
通用五菱	宝骏630	1.6L/1.8L	6万起	2011.5
广汽	广汽X-Power	2.0L/1.8T	13-15万	2012
比亚迪	比亚迪G3R	1.5L/1.8L	5.99-7.39万	2011.4.7
东风日产	日产启辰	1.6L/2.0L	12-17万	2012.Q2
长城	哈弗M4	1.5L	n.a.	n.a.
江淮	江淮瑞风和畅	2.0TCI	18-25万	2011.4
华晨	中华A4	1.6L	8万起	2011.12
华晨	中华A3	1.6L/1.8L/1.8T	10万起	2011.Q4
北汽	北汽BC301	1.3L/1.5L	6-8万	2011.5
力帆	力帆X60	1.8VVT	8-10万	2011.4
一汽轿车	奔腾B90	DOHC 16V 4缸发动机	14-18万	2011.8
一汽轿车	奔腾B30	1.5L	6-9万	2011.8
东风乘用车	东风风神H30 cross	1.6L	7.78-9.88万	2011.4
奇瑞	旗云E6	2.0L	12-15万	n.a.
奇瑞	旗云E3	1.8L+CVT	n.a.	2011.H2
众泰	众泰朗朗	1.3L/1.5L	5-7万	2011.4

资料来源: 网上车市, 中金公司研究部

自主品牌龙头企业有望在竞争中脱颖而出。目前, 越来越多自主品牌期望通过产品升级来提升自己品牌价值, 而同时合资企业则不断推出全国产化的廉价车型抢占低端市场。两者在中间价位市场将展开激烈的竞争。短期内, 我们判断自主品牌将面临不断加剧的竞争压力。长期来看, 部分龙头厂商依靠稳定的品质和性价比的提升, 将占据一定的市场份额。

图表 24: 合资品牌低端车型和自主品牌性价比比较

	日产启辰	广本理念S1	通用五菱宝骏630	吉利帝豪EC7	比亚迪L3	荣威350
价格	8-10万	7-10万	6-10万	8-10万	8-11万	9-12万
排量	1.5/1.6L	1.3/1.5L	1.5L	1.8L	1.5/1.8L	1.5L
发动机	日产	本田1.3L i-DSI/1.5L VTEC	1.5L DOHC发动机	GETEC 1.8L CVT	BYD自主研发	1.5L DOHC发动机
变速器	5速手动/自动	5速手动/自动	5速手动/自动	5速手动/CVT	5速手动/CVT	5速手动/自动
长/宽/高(mm)	n/a	4420/1690/1495	4597/1736/1462	4635/1789/1470	4568/1716/1480	4521/1788/1492
轴距(mm)	n/a	2450	2640	2650	2615	n/a
最大功率(kw/rpm)	n/a	77/5800	81/5800	102/6000	79/5800	80/6000
最大扭矩(n.m/rpm)	n/a	136/4800	146/4200	172/4200	144/4800	135/4500

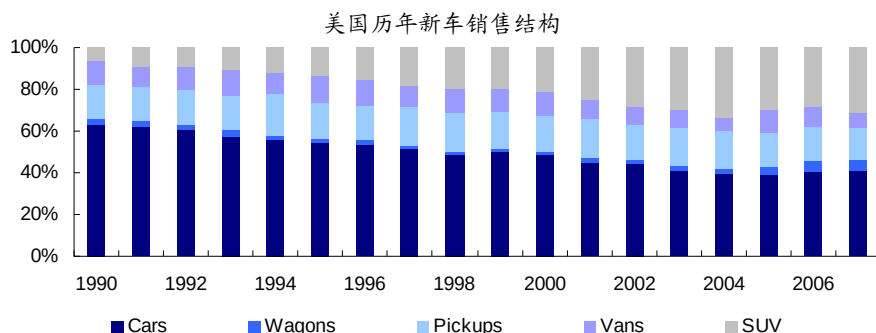
资料来源: 网上车市, 中金公司研究部

受益于消费升级, SUV 销量增速领跑各细分行业

上半年, 各个细分行业销量增速分化明显。乘用车中 SUV 增长最快, 达到 20.6%, 远高于行业平均增速 (5.8%)。而受到汽车下乡、以旧换新优惠到期影响, 微客销量跌至冰点, 同比下滑 9.9%。受日本地震影响, 个别日系 SUV 产能受限, 使得整体 SUV 销量增速有所放缓, 但不影响其继续领跑汽车行业。

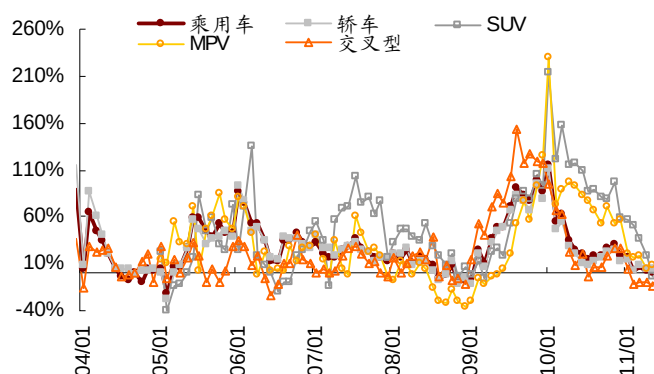
受益消费升级和新车型不断推出, SUV 销量增长的长期驱动因素并没有发生变化。随着汽车普及率提升, 越来越多已经拥有汽车的家庭选择 SUV 作为第二辆车。对他们而言, 内部空间的舒适度和时尚大气的外观的在 SUV 中可以得到很好的结合。从国外发展经验来看, 换车需求是 SUV 发展的主要推动力。其次, 人均收入的提高也为 SUV 需求快速释放提供了基础。我们预计随着日系产能逐步恢复, SUV 销量有望恢复较高的增长水平。

图表 25: 美国 SUV 发展历程



资料来源：BEA, 中金公司研究部

图表 26: 各细分行业销量增速比较

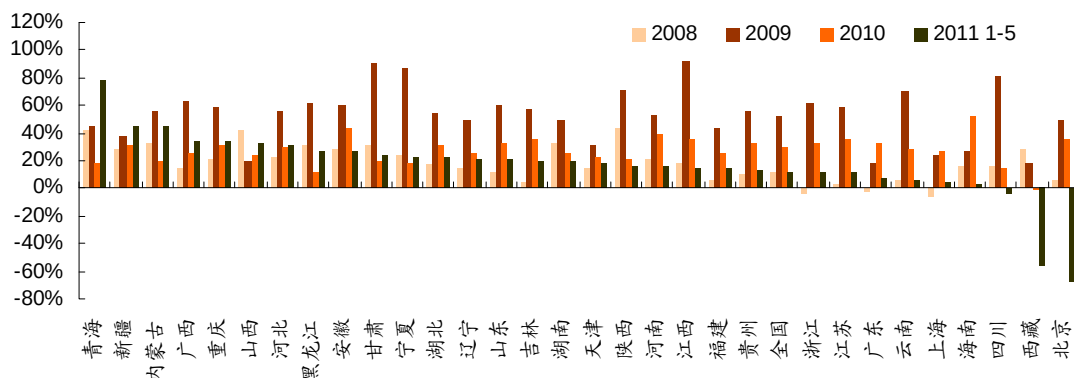


资料来源：中国汽车工业协会

中西部依旧是汽车销量增长主力

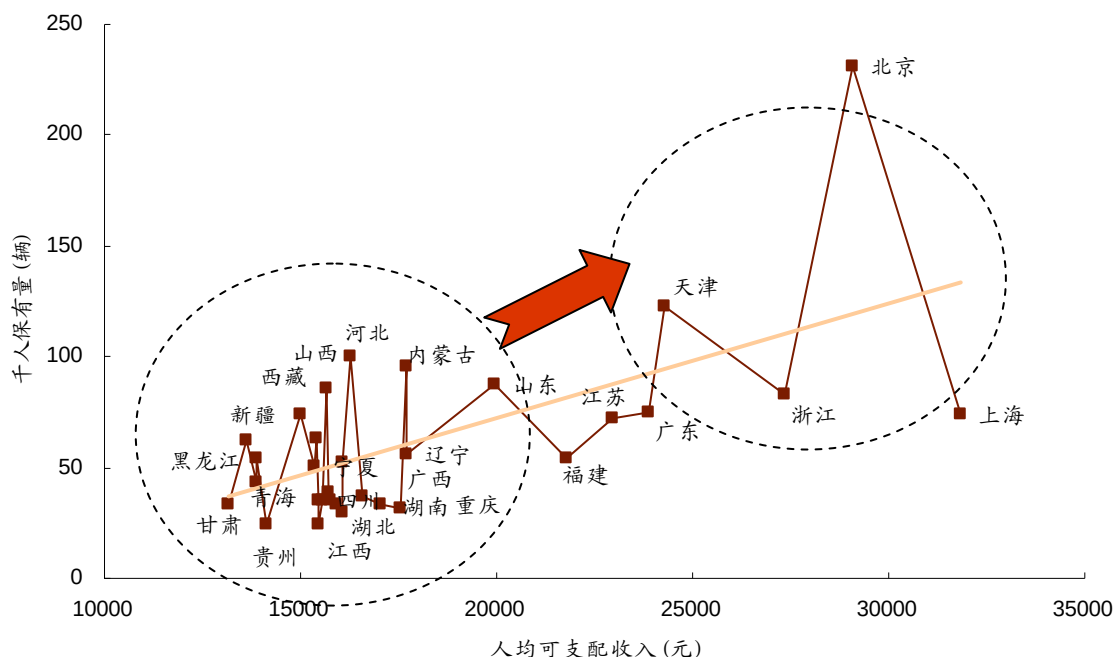
1~5 月份，汽车上牌量增速靠前的依旧是青海、新疆、内蒙古、广西、重庆和山西等中西部省市；北京因为限购原因上牌量明显下滑，体现出中西部需求增长依然是汽车销量提升的主要拉动力。往后看，中西部省份有望继续复制沿海省份 2003~2007 年汽车销量及保有量较快增长的进程。

图表 27: 分省上牌量及增速



资料来源：公安部，中金公司研究部

图表 28: 可支配收入与千人保有量



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

前期扩产激进的企业利润率存在一定压力

在经历了两年快速增长之后，各大车企都加快了“跑马圈地”的速度，合资车企陆续披露了在华新建基地、扩大产能的计划，而自主品牌也丝毫没有落于人后的迹象，部分企业未来两年产能扩张计划翻番。尽管受到今年以来政策退出、需求下滑以及日本地震等因素影响，众多车企的扩产计划依旧层出不穷。我们预计未来两年狭义乘用车行业产能将维持 15% 以上的增长。

行业景气下行，部分车企全年产能利用率明显下滑。今年上半年，狭义乘用车销量同比增长 9.6%，我们预计随着下半年日系品牌复产以及需求回暖，全年销量增速将恢复到 11.1%，但总体仍然低于产能扩张速度，预计行业产能利用率将下滑 7 个百分点至 88%。其中，欧美龙头合资品牌由于销量保持强劲增长，产能利用率仍将大幅高于 100%，而部分自主品牌车企需求增长远低于扩产速度，产能利用率将有较明显下滑。

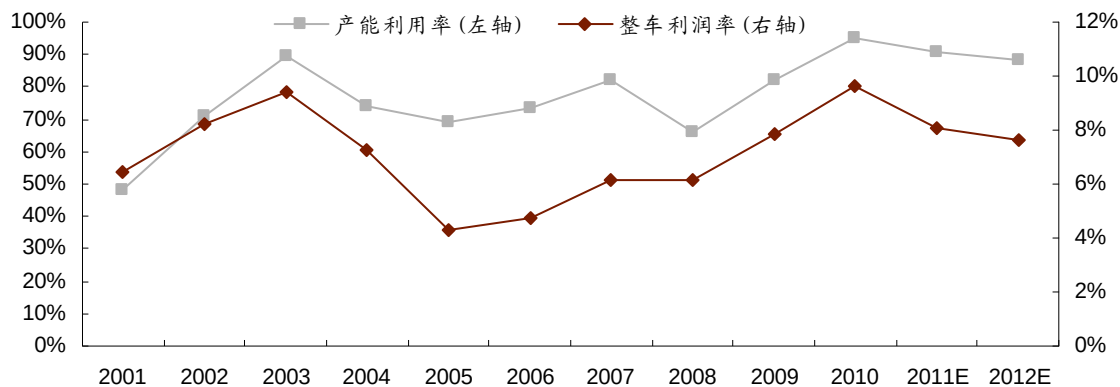
利润率将逐年下滑，扩产激进车企盈利承受压力。从历史经验来看，整车行业利润率跟产能利用率呈现极高的相关性，在 2004~2005 年的汽车行业周期低谷也是利润率的最低点。随着未来两年产能利用率下行趋势渐明，预计整车行业利润率将分别下滑 1.5 和 0.5 个百分点。部分扩产激进，同时需求短期无法跟上的自主品牌企业盈利水平将面临一定压力。

图表 29: 乘用车企业历史及预测产能利用率

厂商产能 (万辆)	产能						产能利用率		
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E
上海大众	60	60	70	90	105	120	143%	134%	133%
一汽大众	66	66	66	81	96	111	132%	123%	120%
上海通用	60	76	76	76	100	100	133%	156%	137%
北京现代	60	60	60	60	90	100	117%	120%	92%
东风日产	36	46	62	72	90	96	107%	107%	99%
奇瑞汽车	65	65	65	95	95	95	95%	84%	97%
比亚迪	20	44	77	77	77	77	68%	78%	90%
天津丰田	42	42	42	42	56	56	120%	131%	113%
广州本田	36	36	36	48	48	48	107%	92%	106%
吉利汽车	39	50	50	56	66	78	83%	88%	86%
长安福特	36	40	40	45	60	60	103%	93%	81%
神龙汽车	30	45	45	50	50	60	83%	85%	98%
一汽夏利	38	38	38	43	48	48	66%	70%	72%
东风悦达	33	33	43	43	43	73	77%	100%	115%
东风本田	16	18	24	24	34	46	109%	117%	95%
广州丰田	20	36	36	36	36	36	75%	78%	89%
一汽轿车	12	12	32	40	40	60	85%	88%	101%
长安铃木	20	20	20	20	20	20	100%	125%	144%
长城汽车	6	30	50	80	105	105	59%	69%	60%
金杯汽车	20	30	30	30	30	30	60%	60%	70%
江淮汽车	15	18	18	30	42	42	111%	40%	33%
长安汽车	12	15	40	50	60	60	49%	39%	37%
一汽海马	15	15	20	25	30	30	70%	68%	65%
上海汽车	15	35	35	35	50	65	31%	57%	46%
东风乘用车		6	6	6	6	6	46%	70%	81%
东南汽车	15	15	15	23	30	30	74%	67%	58%
郑州日产	10	10	20	20	20	20	50%	66%	76%
华晨宝马	5	6	10	20	30	30	54%	50%	38%
北京奔驰	10	8	8	10	12	15	49%	80%	77%
众泰汽车	8	10	10	15	20	40	71%	47%	41%
行业合计	860	1,025	1,184	1,401	1,649	1,817	95%	88%	86%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 30: 利润率与产能利用率高度相关



资料来源：华通人，中金公司研究部

2012 不是末日，增长回复内生水平

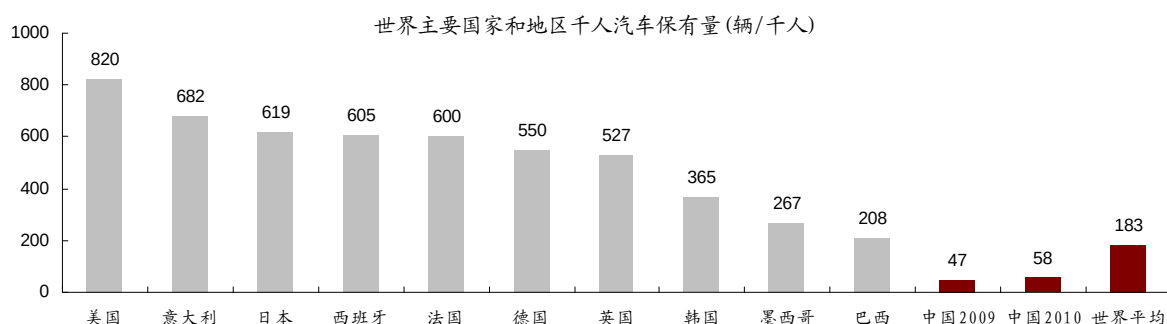
在度过了政策支持下的高速发展期之后，中国汽车行业在 2011 年迎来了预期中的调整。尽管在 2011 年上半年行业增速低于市场年初预期，但我们认为，2012 不是末日，我国汽车行业将由前期的快速扩张期转入稳定增长期，行业增长回归内生水平。我们认为中国特有的东中西部地区经济增长极之间的差异和财富效应以及消费升级因素将成为未来 3~5 年汽车行业稳定发展的主要动力。

内生动力驱动乘用车长期稳定增长

我国目前汽车保有量仍显著偏低。

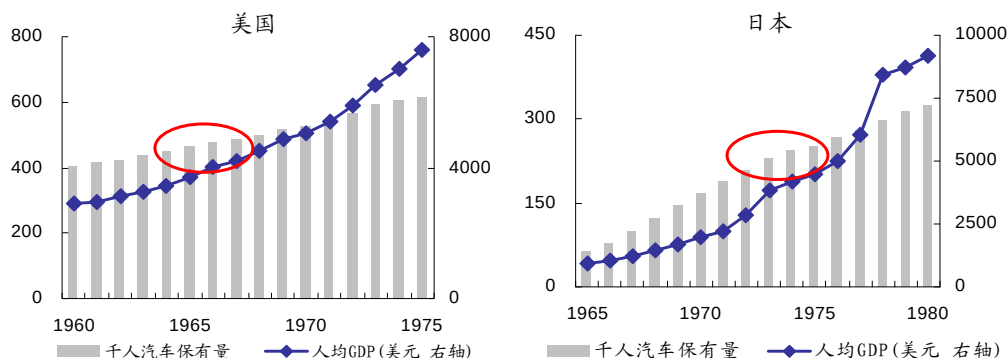
- ▶ 我国 2009 年和 2010 年汽车保有量分别约为 47 台/千人和 58 台/千人，与主要发达国家超过 500 台/千人和世界平均 183 台/千人的汽车保有量水平相比，我国汽车市场仍存在较大增长空间。
- ▶ 从经济发展阶段来看，目前我国人均 GDP 发展水平与上世纪 60 年代后期的美国以及上世纪 70 年代初期的日本相似，对应的该时期美国和日本汽车保有量分别约为 480 台/千人和 250 台/千人，约为我国目前汽车保有量的 8 倍和 4 倍，这显示出我国居民汽车保有量潜能仍未充分发挥。
- ▶ 从汽车市场发展理论来看，汽车市场发展需要经历起步阶段、普及阶段、复数保有阶段和饱和阶段。如果以每户家庭拥有 1 辆乘用车作为该国家汽车产业进入复数保有阶段的标志，则千人乘用车保有量在 250~333 辆之间（每户家庭成员为 3~4 人）；当每户家庭拥有 2 辆乘用车时，该国汽车产业进入饱和阶段，此时千人汽车保有量约为 500~666 辆之间。从我国分省汽车保有量情况来看，我国东部发达省份已进入汽车普及阶段后期；而中西部广大省份仍处于普及阶段，未来将成为我国汽车行业增长的主要区域。

图表 31：我国汽车保有量显著低于发达国家水平（2010）



资料来源：wordbank database, CEIC, 中金公司研究部

图表 32：美国、日本汽车保有量随经济增长发展历程

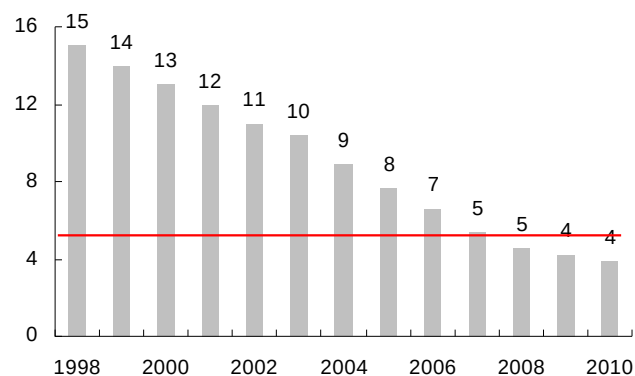


资料来源：wordbank database, BEA, 日本历年统计年鉴, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

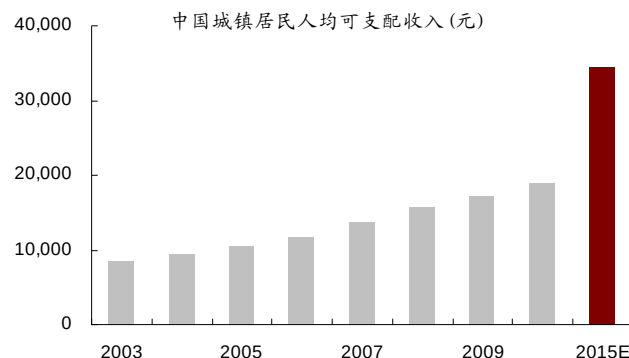
可支配收入快速增长促进居民汽车购买力提升。发达国家汽车市场发展历程表明，R 值决定一个国家或地区乘用车发展的趋势，这里 R 值表示平均车价与该地区人均 GDP 的比值。国际经验表明：当一个国家或地区 R 值进入 3~5 区间时，该地区私人汽车将迎来快速发展期，轿车开始大规模进入家庭。随着我国的经济增长和平均车价的逐年下降，我国 R 值已进入 3~5 区间，这表明居民汽车购买力显著提升，乘用车将进入快速发展时期。

图表 33: R 值进入 3~5 区间，中国迎来乘用车快速发展期



资料来源：CAAM, CEIC, 中金公司研究部

图表 34: 中国城镇居民可支配收入快速增长促进可选消费品购买力提升

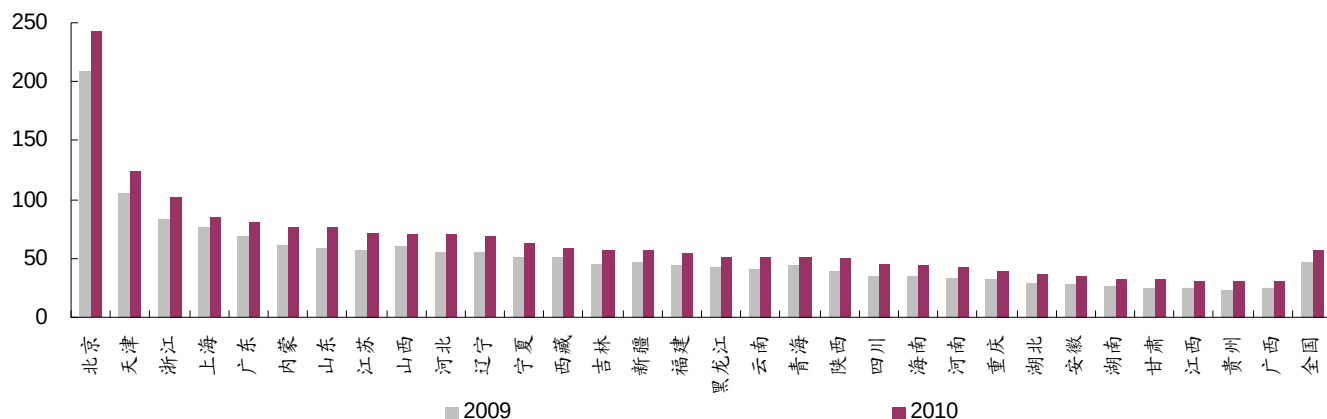


资料来源：CEIC, 中金公司研究部

独特的区域不平衡将在未来 3~5 年成为汽车行业发展主要驱动力。由于我国经济发展的区域间不平衡，造成中西部地区汽车产业发展水平与东部发达省份存在显著差异。这种区域间行业发展落差将在未来 3~5 年内为我国汽车行业的持续发展提供动力。

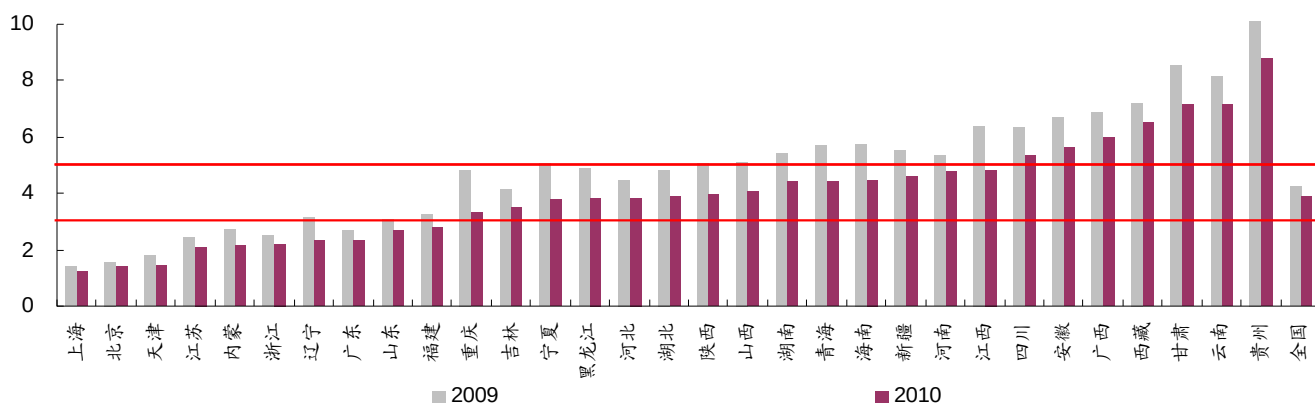
- ▶ 由于我国经济发展的区域间不平衡，造成中西部地区汽车保有量水平显著低于全国平均水平。对比我国东部发达省份地区平均超过 80 台/千人的保有量水平，中西部地区平均低于 50 台/千人的保有量存在显著差距，也预示着中西部地区汽车产业仍存在巨大的潜在增长空间。
- ▶ 在国家“十二五”规划和区域振兴规划推动下，中西部地区将成为产业转移的理想承接地，并将成为“十二五”期间中国经济新的增长点。中西部地区的经济增长将显著提升该地区居民购买力及对汽车产品的需求。
- ▶ 未来 3~5 年内，中西部地区多个省市 R 值将逼近或进入 3~5 区间，表明这一地区将迎来乘用车的快速增长时期。

图表 35: 中国分省汽车千人保有量



资料来源：CAAM, CEIC, 中金公司研究部

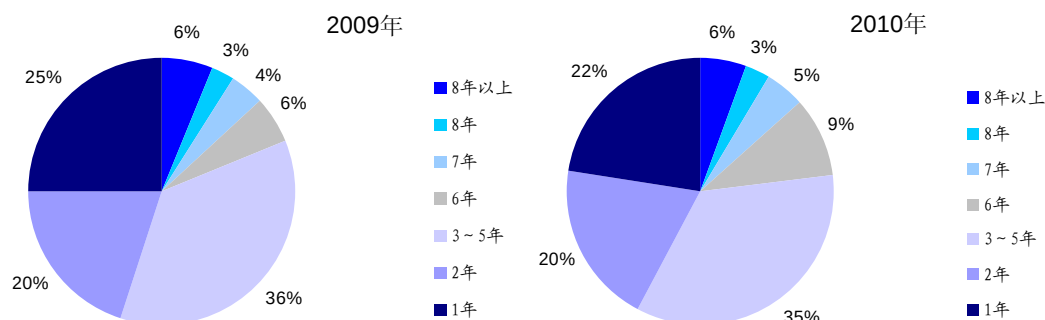
图表 36: 全国各省市 R 值对比



资料来源: CAAM, CEIC, 中金公司研究部

财富效应带来的消费需求将成为汽车产业长期稳定增长的驱动力。二次购车需求潜力逐步释放, 存量替换将是汽车需求的又一来源。二次购车需求包括家庭新增一辆汽车和原有旧车替换两种类型。根据我们的预测, 未来 3~5 年我国换车需求增长潜力巨大: 从 2009 和 2010 年我国乘用车存量统计数据来看, 使用年限超过 3 年的汽车分别占汽车保有总量的 55%和 58%; 其次, 我国目前乘用车平均使用年限逐年提升, 未来这部分车主换车需求潜力较大; 此外, 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, 成为带动汽车需求增长的一大动力。

图表 37: 我国目前乘用车使用年限区间分析



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

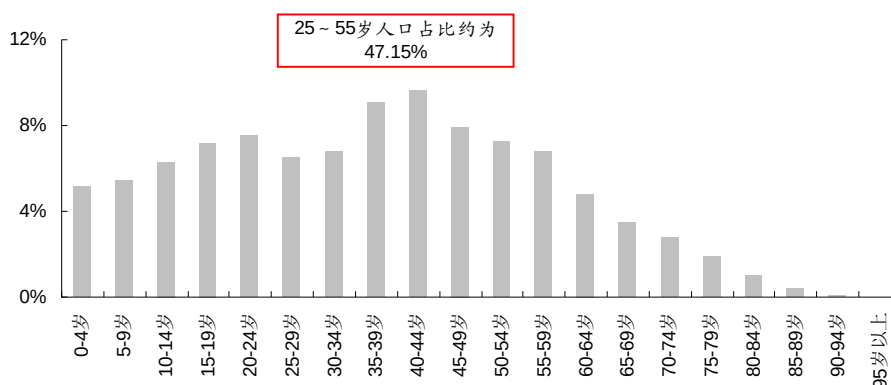
图表 38: 消费者购车阶段分析

消费类型	用户特点	购买动机	目标车型
一次购车	首次购买汽车	满足代步需求, 扩大生活半径和提高生活档次	轿车
二次购车	家庭新增汽车; 原有旧车替换	满足工作生活之余的休闲娱乐需求包括远距离自驾车出行需求和家庭集体驾车出游及休闲等	MPV/SUV

资料来源: 中金公司研究部

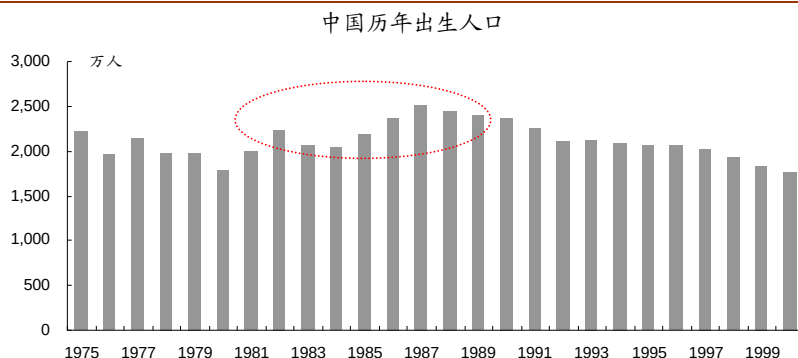
可选消费品的主要消费人群占人口比例仍较大。可选消费品主要消费人群集中在 25~55 岁, 目前这一部分人口约占我国人口总数的 47.15%, 表明我国可选消费品受众群体数量客观。另一方面, 随着我国 80 年代“婴儿潮”出生的年轻人逐步建立家庭, 并且这部分群体的消费观念较为超前, 对汽车的接受程度较高, 因此对未来 3~5 年我国汽车消费需求将有很强拉动作用。

图表 39: 可选消费品的消费群体人口比例仍然较大



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 40: 80 年代“婴儿潮”将拉动未来 3~5 年国内汽车等可选消费需求



资料来源: Wind, 中金公司研究部

政策利空出尽，行业短期压力减弱

今年上半年，多项在金融危机之后推出的行业优惠政策集中到期退出和北京市限购政策的出台共同施压汽车行业，导致全行业在 2011 年上半年出现显著下滑。但政策变更夯实了汽车行业未来发展的基础，促进汽车行业进入稳定增长期。

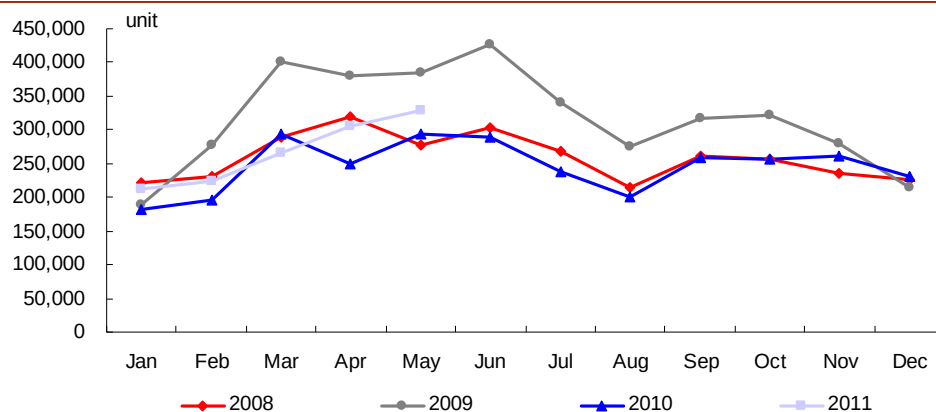
- ▶ 从下半年来看，政策对汽车行业的影响将有所减弱，行业面临的短期压力也将随之减轻。
- ▶ 德国经验表明，刺激政策只对行业造成短期压力。由于金融危机，德国在 2009 年实施“旧车换新车”政策，行驶 9 年以上的旧车可以抵扣最多 2500 欧元的新车购车款，旧车换购补贴额约占到汽车价格的 12%，该政策促进德国 2009 年汽车销量迅速增长；政策退出后的 2010 年，德国汽车销量大幅下滑，但在经历一年的阵痛期后，德国汽车销量在 2011 年回复到稳定增长水平。
- ▶ 摇号限购政策仍存在争议。北京市摇号限购政策直接导致北京地区汽车销量的显著下滑，拉低了行业增速约两个百分点。尽管我们认为短期内北京摇号限购政策取消的概率不大，但现存争议表明，决策层在其他城市推行治理拥堵政策时将更为慎重。
- ▶ 从发达国家的发展经验来看，汽车工业一直是主要国家重要的支柱产业。汽车工业占到欧盟制造业就业人口的 10.2%，汽车相关产业（包括服务业）占到欧盟总就业人口的 5.6%，增加值占到全部工业增加值的 9%；根据“十二五”规划，中国经济增长目标包括“国内生产总值年均增长 7%，城镇新增就业 4500 万人，城镇登记失业率控制在 5%以内”，这表明汽车产业仍将是重点发展的支柱产业。

图表 41: 近年汽车行业政策一览

政策	实施时间	发布单位	详细内容	受益品种
北京小客车限购	2011年1月1日起	北京市交通委员会、公安局、发改委	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。	—
多项优惠政策取消	2011年1月1日起	—	自2011年1月1日起，包括汽车以旧换新，汽车下乡和汽车购置税减半等多项优惠政策到期取消	—
购置税减半	2009年1月20日至12月31日	国务院	对1.6升及以下排量乘用车减按5%征收车辆购置税。	1.6升及以下排量乘用车
	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。	1.6升及以下排量乘用车
汽车下乡	2009年3月1日至12月31日	财政部会同7部委	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	微客、轻卡及相关核心零部件
	2009年2月1日至2013年1月31日		对农民购买摩托车给予最高650元的补贴	摩托车
新能源汽车	暂无期限	财政部	根据车型最大电功率比和节油率，用于公共服务用的混合动力乘用车和轻型商用车将每辆得到不超过5万元的补贴，十米以上城市混合动力公交车将得到每辆不超过42万元的补贴	新能源汽车
		财政部会同科技部、工信部和发改委	确定在上海、长春、深圳、杭州、合肥等5个城市启动私人购买新能源汽车补贴试点工作。对私人购买满足条件的新能源汽车，给予3000元到1万元的补贴。	混合动力/纯电动乘用车和相关核心零部件
		财政部会同工信部和发改委	将发动机排量在1.6升及以下、综合工况油耗比现行标准低20%左右的汽油、柴油乘用车纳入“节能产品惠民工程”，按每辆3000元标准给予一次性定额补贴	小排量节能乘用车
以旧换新	2009年6月1日至2010年12月31日	财政部会同10部委	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	各类车型

资料来源：中金公司研究部

图表 42: 德国历年乘用车销量



资料来源：ACEA, 中金公司研究部

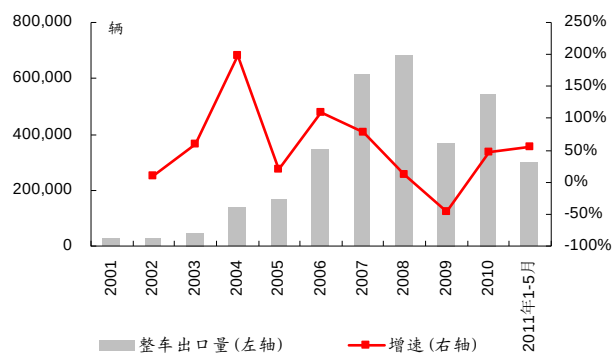
汽车出口具备国际竞争力，有望成为中长期的增长动力

随着自主品牌汽车技术的进步，出口将成为汽车行业中长期增长动力。2011 年上半年，汽车出口延续了 2010 年的快速增长趋势：根据中汽协统计，2011 年上半年，全国整车出口量达到 38.1 万辆，同比增长 57.0%；出口排名前五位的企业分别为：奇瑞汽车、长安汽车、江淮汽车、长城汽车和东风汽车，出口量分别达到 7.18 万辆、4.52 万辆、3.59 万辆、3.42 万辆和 3.12 万辆。

- ▶ 随着世界经济复苏趋势的逐渐明确，我国汽车出口继续了 2010 年的反弹趋势，我们预计中国汽车出口将在 2011 年实现超过 50% 的增速，回复到 2008 年出口水平。
- ▶ 自主品牌技术进步，成为出口增长主要动力来源。随着自主品牌汽车技术的进步和国际市场对其接受程度的提高，以奇瑞汽车、长安汽车、江淮汽车和长城汽车等为代表自主品牌逐渐成为我国汽车出口增长的主要动力；2011 年上半年，奇瑞汽车、长安汽车、江淮汽车和长城汽车出口量占全国整车出口总量的 48.9%。

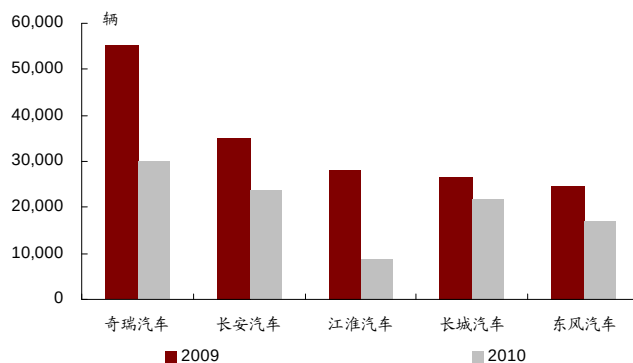
- 汽车出口量占国内汽车总销售量比重偏低，未来仍具备较大增长空间。2011 年上半年，我国整车出口总量为 38.1 万辆，约占全国汽车总销量的 4.09%，比 2010 年提高 0.73%，约为 2008 年出口比重峰值 7.26% 的一半多。

图表 43: 整车出口量及增速



资料来源: CAAM, 中金公司研究部

图表 44: 整车出口前五名企业出口量快速增长



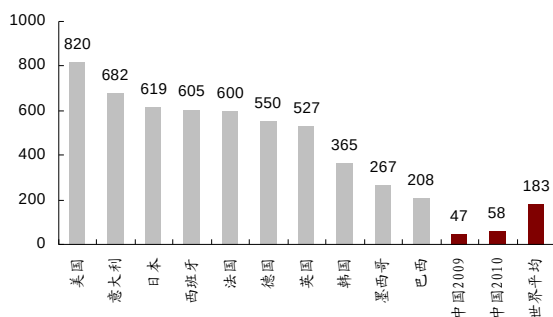
资料来源: CAAM, 中金公司研究部

结构性矛盾带来经销商及零部件企业的长期投资主线

国内汽车渗透率显著低于全球平均水平

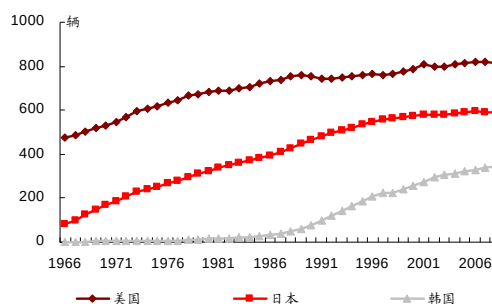
目前中国汽车千人保有量仅 58 辆，不足欧美、日本等发达国家的十分之一，不足世界平均水平三分之一。另一方面，2010 年我国全年汽车总销量达到 1806 万台，位居世界第一。高额销售量和低保有量预示着未来我国汽车保有量水平存在增长空间和动力。

图表 45：中国汽车千人保有量显著低于全球平均水平



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

图表 46：主要发达国家千人汽车保有量变化趋势

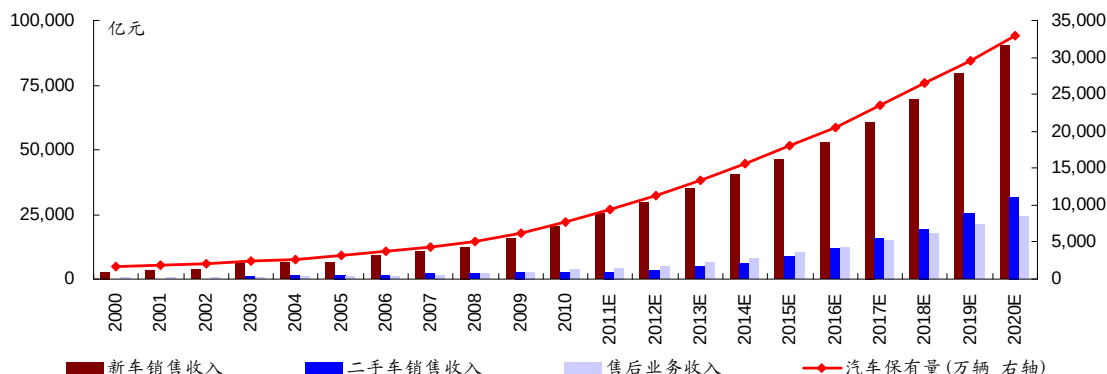


资料来源：worldbank database, CEIC, 中金公司研究部

保有量快速提升推动汽车经销行业发展

中国汽车保有量的巨大潜力将推动汽车经销行业未来十年复合增长 19.4%。根据我们的预测，中国均衡的汽车保有量仍有 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。

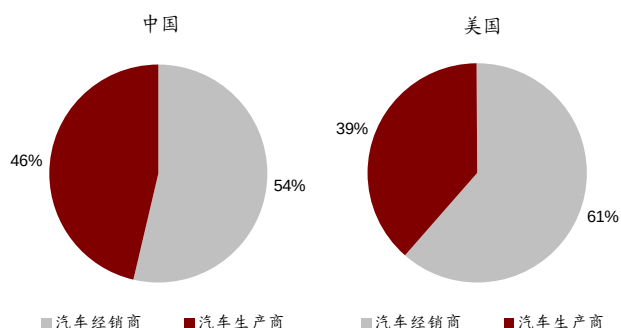
图表 47：汽车经销行业市场规模预测



资料来源：华通人，中金公司研究部

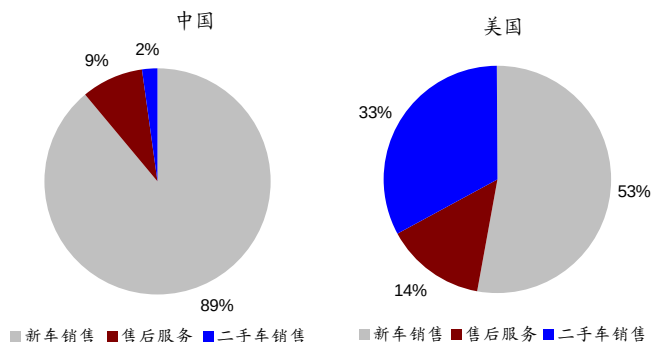
与欧美发达国家相比，我国汽车经销商行业产值仍较低。美国汽车经销市场容量约是汽车制造行业的1.6倍。根据我国2009年汽车经销商市场和汽车制造行业产值计算，这一比例在我国约为1.16，这表明相比于汽车制造行业，我国汽车经销市场容量未来仍将有巨大的增长空间。

图表 48：中美汽车经销商产值与整车制造产值比较



资料来源：华通人，中金公司研究部

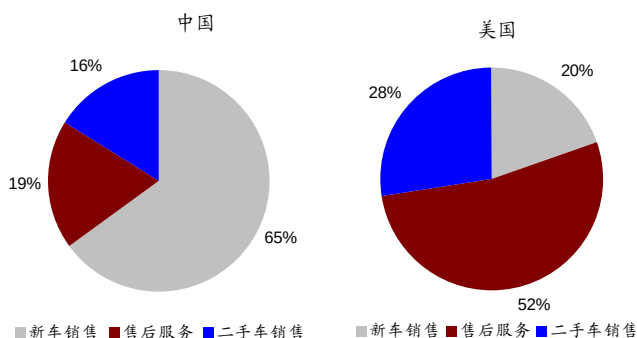
图表 49：中美经销商收入结构差异



资料来源：华通人，NADA，中金公司研究部

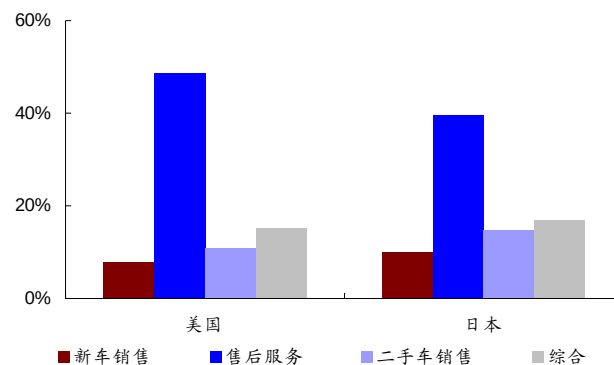
我国汽车经销行业利润结构将逐步调整。我国汽车经销行业仍处于初级发展阶段，对比美国经销商收入结构构成，中国经销商4S店单店收入结构不合理，主要表现在新车销售收入比重过高，二手车及售后服务业务比重过低。从美国发展经验来看，新车销售收入占经销商收入比重约为53%，而中国新车销售收入占经销商收入比重高达89%。另一方面，从中美经销商利润构成来看，美国经销商利润的52%来自于售后服务，而中国经销商利润的65%来源于新车销售。随着汽车经销行业的逐步成熟，售后服务和二手车将成为我国汽车经销商收入和利润的主要来源，由于二手车和售后服务毛利率较新车销售更高，未来汽车经销行业利润率存在进一步提升的空间。

图表 50：中美汽车经销商利润结构差异



资料来源：华通人，NADA，中金公司研究部

图表 51：美国日本经销商分业务毛利率水平



资料来源：NADA, JADA，中金公司研究部

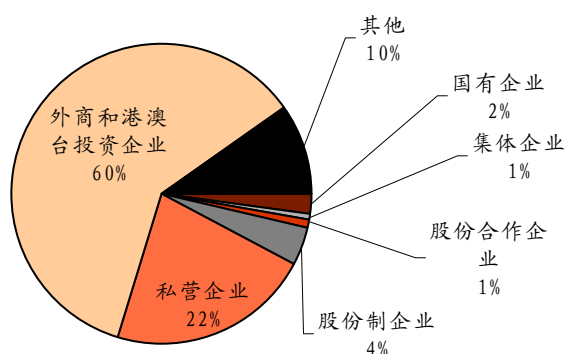
核心零部件企业具备长期成长性

中国巨大的汽车市场规模带动了汽车零部件市场规模的不断扩大。我们相信随着技术进步和多元化发展战略的实施，中国核心零部件企业具备长期的成长潜力，未来将出现世界级零部件企业。

合资零部件厂商仍占据主导，本土企业快速壮大

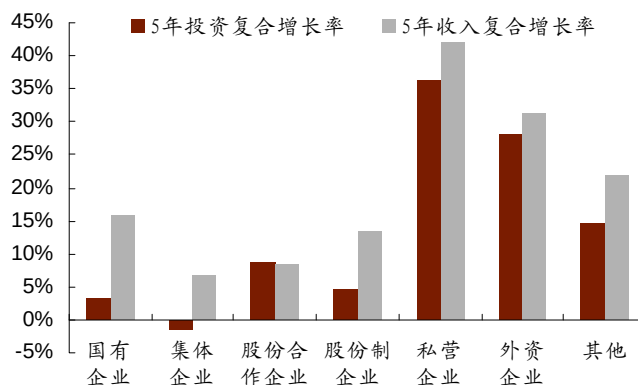
外资暂时主导行业发展，民营零部件企业潜力较大。我国零部件企业目前主要由外商投资企业主导，占据行业接近50%市场份额和60%以上利润。近年来，民营零部件企业发展迅速，特别是中小板及创业板推出打开民营企业融资渠道政府将持续扶植提升自主品牌乘用车市场份额，并鼓励零部件自主创新。本土零部件企业通过成本控制优势已经在制造领域获得生存空间，此后资本渠道打开后研发加强将使得其逐渐切入中高端市场。

图表 52: 零部件行业按企业性质分类的利润结构



资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 53: 分类型企业投资及销售复合增长率



资料来源：华通人，中金公司研究部

核心零部件厂商具备国际竞争力

技术进步将显著提升零部件企业盈利能力。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。产品升级方面汽车安全系统中的制动控制系统、安全气囊控制系统、尾气排放系统、汽车电子产品以及智能玻璃等方向存在发展空间。相关上市公司包括华域汽车、威孚高科、亚太股份、银轮股份和福耀玻璃。

图表 54: 部分具备国际竞争力的核心零部件子行业及企业

相关企业	零部件发展趋势
华域汽车	制动控制系统、尾气处理系统、混合动力控制系统
威孚高科	柴油发动机国IV标准尾气后处理系统
亚太股份	PCM、ESP、VDC等技术，智能控制系统
银轮股份	尾气处理系统
福耀玻璃	节能汽车玻璃、防光防雨玻璃
天润曲轴	发动机系统

资料来源：公司数据，中金公司研究部

多元化发展为零部件自主品牌企业打开发展空间。自主品牌零部件上市企业大多从技术难度较低、劳动密集型零部件做起，通过占据市场份额做大。从中小零部件企业发展历程来看，企业多从商用车领域开始发展，从汽车零部件向工程机械、轨道交通和船舶等领域扩展，多元化发展空间较大。

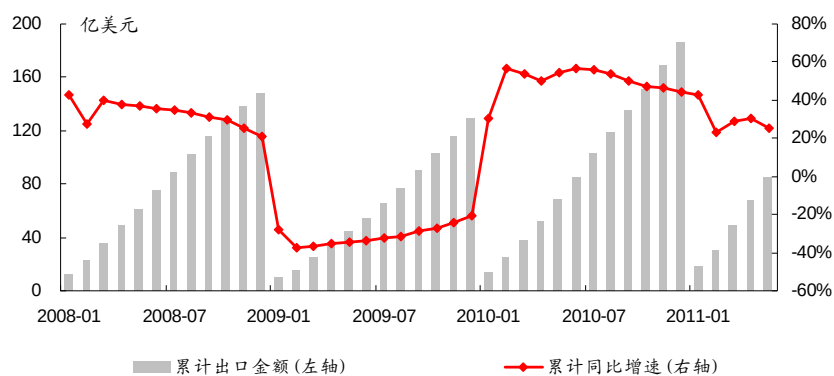
图表 55: 部分零部件生产企业多元化方向

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、电厂轨道交通	德国贝洱	银轮股份
空调	冷链物流	德国贝洱	松芝股份
发动机及零部件	工程机械、船用	康明斯	潍柴及其供应商；天润曲轴

资料来源：公司数据，中金公司研究部

出口增长是推动零部件企业成长重要动力。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。目前我国零部件出口的金额大约只占国内零部件销售金额的 1%，未来随着国内零部件企业的技术研发能力的不断增强，各细分市场产品能够更多的进入国际市场竞争，增长空间大。

图表 56: 中国汽车零部件累计月度出口金额



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

投资与估值分析：自下而上、业绩为王

汽车股估值已充分反应行业景气下行预期。A股汽车股从3月初最高点累计下滑最多达到20%，目前行业市盈率仅为15倍，部分行业龙头如上海汽车、华域汽车等估值已达到9倍左右，投资吸引力大大增加。往后看，随着行业政策趋于平稳，日系合资企业复产情况好于预期，汽车销量将逐渐恢复到正常内生增长水平，汽车股估值有望迎来一波修复行情。行业整体估值有望修复至17~18倍，而龙头企业估值有望修复至12~13倍。

图表 57: A 股汽车股估值走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

港股汽车股整体市盈率目前在14倍左右，东风汽车集团和长城汽车自前期高点累计最高下跌幅度分别超过35%和40%，已较充分反应行业景气下行预期。近期港股汽车股经历了一波较为明显的反弹，显示市场对于行业利空出尽、估值见底已有所反应。我们预计随着主要上市公司销量逐步回暖以及投资者对于汽车股下半年信心增强，行业估值有望恢复到东风汽车、长城汽车等公司估值有望恢复至12倍左右。

图表 58: 港股汽车股估值走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

A股配置低估值，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，依托一汽集团中长期增长潜力较大。商用车板块中，我们相对看好盈利稳定性强同时凭借市场份额提升以及切入新领域有望带来超越行业增长的江铃汽车（000550.CH）和宇通客车（600066.CH）。

港股相对看好盈利稳定性较强的龙头整车厂商和处于高速成长期的汽车经销商。长城汽车（02333.HK）受益SUV和皮卡业务高速增长，具备长期增长潜力，目前估值仅7.4倍，距离我们目标价18.6尚有59%空间。我们推荐的两家经销商：中升控股（00881.HK）和大昌行（01828.HK），在豪华车强劲销售趋势推动下，配合积极的兼并收购，增速亦将明显跑赢行业。

风险

- ▶ 宏观经济环境持续恶化，信贷进一步收紧，导致购车需求受到压制。
- ▶ 原材料价格及人工成本大幅波动，使得企业盈利水平下滑。
- ▶ 部分城市汽车保有量提升过快引发严重的拥堵问题，政府出台进一步限制政策。

图表 59: 可比公司估值表

公司名称	类别	股价	市值	市盈率						市净率						EV/EBITDA						EPS 增长率 %					CAGR	
		11-7-24	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		07-11
中国A股上市公司																												
潍柴动力	CV	44.65	10,990	112.4	36.8	38.5	21.8	11.0	9.1	24.9	11.7	9.3	6.3	4.0	2.7	65.8	18.8	19.5	12.2	9.6	8.7	205%	-4%	76%	99%	21%	42%	
中国重汽	CV	18.82	1,224	35.2	11.0	16.7	18.4	11.7	13.5	6.0	3.9	3.2	2.8	2.3	2.2	10.8	5.4	8.8	8.2	6.0	5.2	220%	-34%	-10%	57%	-13%	-5%	
宇通客车	CV	22.22	1,792	52.3	30.6	21.8	20.5	13.4	10.9	9.3	4.3	6.9	5.3	4.7	3.8	29.3	16.5	19.2	13.4	12.2	10.6	71%	41%	6%	53%	24%	30%	
福田汽车	CV	9.03	2,955	n.a.	49.3	55.1	18.4	11.6	10.9	5.5	4.3	2.8	2.0	1.2	2.1	83.1	25.8	34.2	11.8	8.1	7.2	n.m.	-11%	200%	59%	6%	46%	
江铃汽车	CV	25.17	3,370	36.0	28.6	27.7	20.6	12.7	10.3	7.1	6.2	5.4	4.5	3.5	2.9	22.8	21.3	23.5	15.1	12.7	11.2	26%	3%	35%	62%	23%	29%	
东风汽车	CV	4.47	1,387	17.8	18.3	28.3	28.1	15.7	10.4	1.8	1.7	1.7	1.7	1.5	1.4	9.5	8.1	31.8	32.8	14.5	9.4	-3%	-36%	1%	80%	51%	15%	
江淮汽车	CV/PV	10.20	2,039	31.9	40.0	230.2	39.2	11.3	9.7	4.3	3.2	3.3	3.0	2.4	2.0	18.6	18.0	24.6	11.0	7.7	6.9	-20%	-83%	488%	246%	16%	42%	
长安汽车	PV	5.12	3,839	26.5	20.6	564.0	12.3	6.8	6.7	1.2	1.3	1.6	1.4	1.1	0.9	22.6	n.a.	n.a.	41.6	17.5	14.5	28%	-96%	4497%	81%	1%	32%	
上海汽车	PV	18.00	25,805	138.6	42.6	300.9	30.0	14.4	9.0	3.7	3.2	3.4	2.8	2.5	2.6	68.9	43.9	130.7	39.8	8.8	7.7	71%	-86%	905%	108%	60%	48%	
中大股份	Dealer	12.39	1,266	76.9	37.2	25.9	19.8	10.9	9.1	4.7	3.2	2.5	2.3	1.8	1.5	92.0	38.8	15.0	13.3	8.4	7.2	71%	44%	30%	83%	20%	42%	
中鼎股份	Parts	12.73	1,176	n.a.	63.1	56.8	37.9	24.4	18.2	n.a.	14.9	15.8	9.1	7.2	5.2	n.a.	44.6	31.3	20.6	14.4	12.1	n.m.	11%	50%	55%	34%	36%	
华域汽车	Parts	11.07	4,436	48.9	24.8	27.7	18.7	11.4	8.8	5.2	2.6	3.9	2.3	2.0	1.7	258.8	154.4	37.6	12.8	9.6	8.3	97%	-11%	49%	64%	29%	30%	
一汽富维	Parts	28.58	938	n.m.	126.0	31.9	17.0	10.6	10.2	5.5	5.3	4.6	3.7	2.8	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	61%	4%	88%	
福耀玻璃	Parts	10.36	3,219	33.7	22.6	84.4	18.6	11.6	9.5	7.3	5.9	6.3	4.7	3.6	3.1	21.9	16.6	17.2	11.5	10.0	8.4	49%	-73%	355%	60%	23%	24%	
轮胎股份	Parts	20.38	411	65.0	73.9	60.8	49.1	20.3	17.6	7.8	4.5	4.3	4.0	3.2	2.1	27.7	25.0	20.5	13.7	10.9	8.7	-12%	21%	24%	142%	15%	54%	
平均				50.6	31.1	32.4	19.8	11.9	10.3	4.5	3.9	3.4	2.8	2.4	2.1	29.3	18.4	22.0	12.8	9.6	8.4	71%	-11%	50%	59%	15%	30%	
平均-商用车				35.2	29.6	28.0	21.2	12.2	10.6	5.8	4.1	3.2	2.9	2.4	2.1	20.7	17.2	21.5	12.0	8.9	7.9	71%	-19%	20%	60%	19%	29%	
平均-乘用车				53.2	42.1	216.8	22.0	12.1	8.8	3.9	3.6	3.4	2.9	2.5	2.3	50.0	30.0	72.9	39.8	8.8	7.7	44%	-64%	491%	62%	14%	40%	
平均-零部件				73.9	30.2	44.6	18.6	12.7	11.1	5.2	4.0	4.1	3.1	2.5	2.0	34.8	25.0	31.3	12.8	10.0	8.7	84%	-2%	51%	56%	15%	27%	
香港上市公司																												
潍柴动力	CV	43.40	10,990	90.4	29.6	31.0	17.6	8.8	7.3	20.0	9.4	7.5	5.1	3.2	2.1	20.2	5.8	6.0	3.9	3.7	3.2	205%	-4%	76%	99%	21%	42%	
庆铃汽车	CV	2.61	832	83.4	43.5	37.3	26.1	21.8	17.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4	92%	17%	43%	20%	22%	25%	
华菱汽车	PV	9.80	6,285	n.m.	369.8	443.4	n.m.	38.5	28.8	6.1	5.9	5.9	9.7	6.0	4.7	268.9	50.9	57.9	30.2	64.4	41.6	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	34%	89%	
吉利汽车	PV	3.11	2,975	51.2	42.5	19.0	15.1	16.4	13.5	21.7	9.2	5.3	3.5	2.8	2.4	n.m.	n.m.	35.7	10.3	7.7	6.9	20%	124%	26%	-8%	22%	33%	
广汽集团	PV	9.74	7,686	n.m.	9.9	21.8	18.0	10.6	13.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.0	1.7	n.m.	7.1	9.0	7.8	5.3	5.3	n.m.	-54%	21%	70%	-18%	-6%	
长城汽车	CV/PV	11.68	4,105	13.0	28.2	51.6	25.9	9.8	7.4	2.6	4.1	3.9	3.5	2.6	2.0	33.7	23.6	38.6	22.2	8.0	2.7	-54%	-45%	99%	164%	33%	40%	
东风汽车	PV	15.98	17,672	54.7	30.2	28.8	18.2	10.4	9.7	8.0	6.4	5.2	4.2	3.0	2.4	12.8	10.6	8.6	6.0	5.3	4.5	81%	5%	58%	76%	7%	33%	
中国重汽	CV	5.75	2,038	20.6	11.8	14.9	13.6	8.9	7.2	14.0	1.2	1.2	0.8	0.7	0.7	15.3	10.9	14.8	10.2	8.1	6.9	74%	-21%	10%	54%	23%	13%	
中升集团	Dealer	17.98	4,404	192.3	99.9	129.8	60.3	27.5	17.0	5.1	4.1	3.4	2.9	2.4	2.0	137.6	64.0	65.8	38.2	19.3	11.0	93%	-23%	115%	119%	62%	56%	
大昌行	Dealer	10.12	2,363	56.3	36.2	32.4	25.7	12.9	13.0	5.0	4.2	3.7	3.3	2.7	2.3	67.3	42.6	21.2	18.0	11.8	9.1	56%	12%	26%	99%	0%	29%	
信义玻璃	Parts	6.86	3,200	62.7	36.3	34.3	31.4	15.6	9.9	10.8	6.0	5.6	4.6	3.7	3.1	56.2	33.0	28.9	25.6	12.1	8.1	73%	6%	9%	102%	58%	39%	
敏实集团	Parts	12.88	1,779	42.4	31.7	26.9	18.3	14.0	11.1	9.6	3.9	3.5	3.0	2.1	1.8	28.5	19.2	15.8	11.9	n.m.	7.7	34%	18%	47%	31%	26%	30%	
平均				55.5	33.9	31.7	18.3	13.5	12.0	8.0	4.2	3.9	3.5	2.7	2.1	31.1	19.2	18.5	11.1	8.0	6.9	73%	0%	43%	76%	22%	33%	
平均-商用车				83.4	29.6	31.0	17.6	8.9	7.3	14.0	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9	15.3	5.8	6.0	3.9	3.7	3.2	92%	-4%	43%	54%	22%	25%	
平均-乘用车				51.2	30.2	28.8	18.1	10.6	13.0	7.0	6.2	5.2	3.8	2.8	2.4	33.7	17.1	35.7	10.3	7.7	5.3	20%	-17%	42%	73%	22%	33%	
平均-零部件				52.5	34.0	30.6	24.9	14.8	10.5	10.2	4.9	4.5	3.8	2.9	2.4	42.4	26.1	22.3	18.7	12.1	7.9	53%	12%	28%	66%	42%	34%	
欧洲及美国上市公司																												
曼	CV	84.05	17,531	13.5	10.2	10.0	n.m.	17.3	11.3	3.3	2.4	2.3	2.4	1.8	1.6	10.2	7.1	7.8	14.5	11.8	6.8	33%	1%	n.m.	n.m.	54%	-3%	
斯堪尼亚	CV	133.00	16,738	17.9	12.4	12.0	94.3	11.7	10.5	4.1	4.3	4.9	4.6	3.0	2.5	8.9	6.4	6.1	12.0	6.3	7.8	44%	4%	-87%	707%	12%	4%	
沃尔沃	CV	105.70	35,567	13.1	14.3	21.6	n.m.	19.7	11.8	2.5	2.6	2.6	3.2	2.5	2.1	9.1	9.5	10.9	n.m.	10.0	7.7	-8%	-34%	n.m.	n.m.	68%	5%	
帕卡	CV	50.22	18,354	12.6	15.2	18.0	162.0	40.2	18.6	4.2	3.7	3.8	3.6	3.0	2.7	8.3	9.7	10.4	20.7	16.6	11.4	-17%	-16%	-89%	303%	116%	-5%	
戴姆勒	CV/PV	52.02	79,617	14.2	13.6	36.9	n.m.	12.2	9.9	1.4	1.4	1.5	1.8	1.4	1.2	6.1	6.7	9.1	35.0	10.1	8.2	5%	-63%	n.m.	n.m.	23%	8%	
菲亚特	CV/PV	7.41	13,010	8.8	4.8	5.7	n.m.	17.6	15.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	2.6	2.1	2.0	4.6	3.8	2.2	85%	-16%	n.m.	n.m.	18%	-25%	
雷诺	PV	38.05	16,158	3.4	3.7	17.1	n.m.	3.0	6.2	0.5	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	8.6	7.8	11.3	14.0	8.6	8.2	-8%	-78%	n.m.	n.m.	-52%	-12%	
标致	PV	30.10	10,115	39.1	7.8	n.m.	n.m.	6.0	5.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	6.9	5.8	7.8	12.0	6.1	5.9	404%	n.m.	n.m.	n.m.	12%	10%	
宝马	PV	70.92	64,715	8.1	7.4	144.7	228.8	14.4	10.1	2.4	2.1	2.3	2.3	1.7	1.5	8.4	7.5	8.3	10.0	6.4	7.4	9%	-95%	-37%	1484%	43%	-7%	
大众	PV	135.61	93,848	19.2	13.1	11.4	57.3	8.9	7.7	2.0	1.7	1.6	1.5	1.1	0.9	10.5	8.2	8.4	11.4	7.5	6.4	47%	14%	-80%	541%	16%	14%	
福特汽车	CV/PV	13.31	50,554	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	14.6	7.0	n.m.	8.1	n.m.	n.m.	n.m.	6.6	3.4	216.9	9.0	1,833.8	18.2	7.6	9.3	n.m.	n.m.	n.m.	109%	1%	n.m.
通用汽车	CV/PV	30.10	46,980	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	9.7	7.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.4	1.1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3.4	2.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	31%	n.m.
玛格纳	Parts	52.25	12,702	21.5	17.6	165.9	n.m.	12.4	10.2	1.6	1.4																	

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。

截至报告发布日前十二个月之内，中金公司为中国重汽提供过投资银行服务。

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

