

2011 年 11 月 7 日

汽车行业月刊

耐心等待筑底 政策扶持可期**A 中立****H 中立**

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

我们认为乘用车板块呈现消费品属性并趋于平稳, 预计 10 月销量呈现季节性的环比回落, 预计 11-12 月同比增长不明显。商用车方面, 3 季度多数企业盈利继续下探; 预计 4 季度销量季节性回暖, 成本压力缓解, 并对利好政策存有期待。由于预计明年 1 季度部分企业盈利同比负增长的可能性存在, 维持汽车行业 **中立** 评级。短期内关注估值提升的交易性机会。

支撑评级的要点

- 9 月国内汽车销售 164.6 万台, 同比增长 5.5%; 截至 9 月, 汽车销量累计同比增长 3.6%, 其中乘用车增长 6.4%, 商用车下滑 4.8%。
- 1-8 月国内 17 家重点汽车企业实现营业收入 14,951 亿元, 同比增长 9.2%; 利润总额 1,513 亿元, 同比增长 6.4%。
- 9 月国内汽车企业出口 7.4 万台, 同比增 54.5%, 环比回落。1-9 月出口前五名企业为奇瑞、长安、长城、江淮和东风, 增速分别为 80.4%、44.1%、40.0%、2.5 倍和 36.5%。
- 9 月乘用车价格指数为 64.9, 环比略降 0.2%; 除微型车价格指数下滑外, 其他车型价格相对稳定。截至 9 月, 乘用车价格比年初累计下降 4.4%, 基本处于合理区间。
- 目前我们维持全年汽车销量同比增长 4% 的预测, 其中乘用车、客车和卡车同比增速预测分别为 6%、10% 和 -4%。

估值

- 我们认为乘用车呈现消费品属性, 较为平稳, 优质的低估值股票有望回升至 10 倍或以上估值; 商用车方面, 如宏观政策放松或专项政策出台, 则将推动估值提升, 形成较为持续的反弹; 但如政策低于预期, 高估值将难以持续。

首选买入

- 考虑到明年 1 季度汽车行业部分子板块销量同比可能呈现负增长, 我们目前维持汽车行业 **中立** 的评级。短期内存在估值提升的机会, 建议关注估值低的乘用车优质股, 如上汽、华域、悦达、富维等; 商用车方面建议关注可能受益于政策放松或专项政策的轻卡、重卡产业链及大中客板块, 含宇通、威孚、潍柴、福田、江铃等, 有望获得估值提升的机会。

*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

目录

投资摘要及估值.....	3
3 季报业绩回顾	5
行业综述.....	7
主要 A 股上市公司概述	14
主要港股上市公司销量列示.....	30
研究报告中所提及的有关上市公司	33

投资摘要及估值

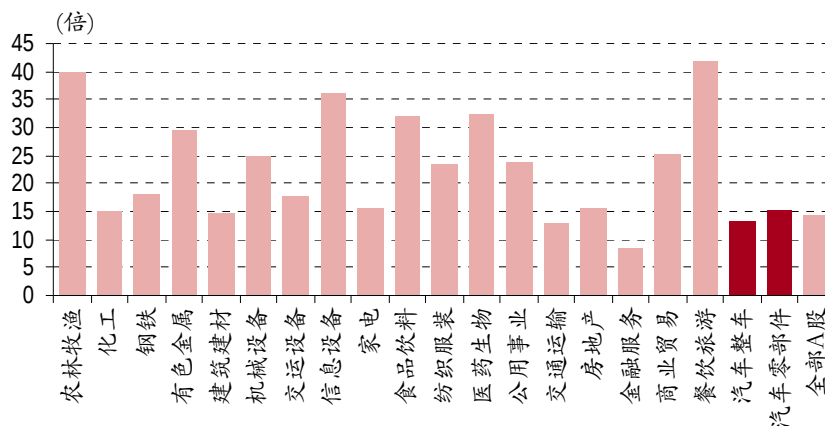
9月国内汽车销售整体符合预期，总销量同比增长5.5%，环比上升19.2%。狭义乘用车在销售旺季以及节能补贴门槛即将提升的刺激下，销量同比、环比保持较好增长；微客销量继续回升，同比扭转持续多月的负增长。商用车方面，卡车板块依旧低迷，客车板块继续表现稳健。

从3季报情况来看，由于需求趋缓以及淡季因素，多数企业3季度盈利同比、环比出现下滑。乘用车板块中，上海汽车、悦达投资两家整车企业受益于持续旺销以及产能利用率维持高位，3季度业绩小幅超越预期；华域汽车由于下游配套客户（欧美系、中高端）的良好表现，盈利也维持稳健；但一汽轿车、长安汽车由于自主品牌汽车销量持续萎缩，盈利下滑严重，3季度出现亏损。商用车方面，客车龙头宇通一枝独秀，盈利同比、环比实现较好增长；重卡企业受到需求疲软和成本高企的双重挤压，3季度盈利状况普遍不理想。

我们认为8月中报及10月3季报期间，市场对各企业的盈利预期进一步下调，行业估值承受较大压力。但预计在明年3-4月年报和1季报之前，行业未见显著利空。4季度，我们认为市场对政策寄予厚望，在大盘企稳的前提下，估值低的乘用车优质股，如上汽、华域、悦达、富维等有望实现估值修复。商用车方面与宏观经济景气度关系密切，如中小企业受到政策扶持，则轻卡、轻客、MPV、微客等子板块有望逐步受益；如中重型商用车得到专项政策扶持，则中重卡、大中客板块有望受益；相关企业含宇通、威孚、潍柴、福田、江铃及江淮等。另外，如新能源政策年底出台，受益题材股含曙光、万向、比亚迪、福田等客车类企业等。

风险主要有：1.如政策低于预期，则商用车反弹缺乏基本面支持；2.明年1季度部分企业业绩同比可能负增长，届时行业估值将承受压力；3.大盘系统性风险影响行业估值。

图表 1. 万得各行业市盈率比较 (TTM, 整体法)



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 2. 汽车行业重点上市公司估值表

公司名称	评级	目标价	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)	(人民币, 百万)	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
上海汽车	买入	22.80	16.63	153,701	1.49	1.90	2.32	27.5	22.1	8.8	7.2	1.9	1.5	21.3	21.6
江淮汽车	持有	7.20	7.59	9,782	0.90	0.50	0.65	(44.4)	30.0	15.2	11.7	1.6	1.4	10.5	11.7
一汽轿车	持有	10.70	10.48	17,056	1.14	0.51	0.62	(55.3)	21.6	20.5	16.9	1.8	1.7	9.0	10.0
长安汽车	持有	4.00	4.39	21,223	0.42	0.26	0.40	(38.1)	53.8	16.9	11.0	1.7	1.5	10.0	13.3
福田汽车	持有	8.25	8.03	16,941	0.78	0.55	0.66	(29.5)	20.0	14.6	12.2	1.8	1.5	12.3	12.6
江铃汽车	持有	22.88	21.85	18,861	1.98	2.08	2.43	5.1	16.8	10.5	9.0	2.6	2.1	24.4	23.2
宇通客车	买入	26.50	21.32	11,084	1.65	2.04	2.47	23.7	20.8	10.4	8.6	3.3	2.5	31.5	28.8
中国重汽	持有	16.50	17.06	7,155	1.60	1.10	1.50	(31.3)	36.4	15.5	11.4	1.9	1.7	12.2	15.1
潍柴动力-A	买入	50.10	38.25	63,728	4.07	3.81	4.55	(6.4)	19.5	10.0	8.4	2.6	2.1	26.3	24.4
福耀玻璃	持有	9.28	8.81	17,646	0.89	0.80	1.00	(10.1)	25.0	11.0	8.8	2.8	2.3	25.1	25.8
威孚高科	持有	33.00	33.00	18,720	2.36	2.20	2.75	(6.8)	25.0	15.0	12.0	3.5	2.8	23.7	23.5
一汽富维	买入	25.92	22.19	4,694	2.70	2.16	2.86	(20.0)	32.4	10.3	7.8	1.7	1.4	16.9	18.2
华域汽车	买入	14.28	10.40	26,865	0.98	1.19	1.44	21.4	21.0	8.7	7.2	1.6	1.4	18.0	18.7
悦达投资	买入	20.04	13.56	9,615	1.01	1.67	2.03	65.3	21.6	8.1	6.7	3.0	2.1	36.8	32.0
A 股平均								(7.1)	26.1	12.5	9.9	2.3	1.9	19.9	19.9
H 股上市公司		(港币, 百万)													
潍柴动力-H	买入	50.00	43.00	71,642	4.07	3.81	4.55	(6.4)	19.5	9.2	7.7	2.4	1.9	26.3	24.4
东风汽车集团	持有	12.17	12.86	110,802	1.27	1.25	1.44	(2.1)	15.6	8.4	7.3	1.9	1.6	23.0	21.6
庆铃汽车	买入	3.56	2.12	5,262	0.12	0.15	0.16	18.9	9.0	11.9	10.9	0.6	0.6	5.0	5.3
中升控股	买入	19.10	13.90	26,528	0.54	0.78	1.16	44.8	48.2	14.5	9.8	3.0	2.4	20.6	24.1
大昌行	未有评级	9.55		17,371	0.78	0.88	1.08	13.8	22.5	8.8	7.2	1.8	1.5	20.3	21.1
H 股平均								13.8	23.0	10.5	8.6	2.0	1.6	18.7	18.9

资料来源: 公司数据, 万得资讯, 中银国际研究

*股价为 11 月 4 日收盘价

3 季报业绩回顾

在行业整体增速趋缓及淡季因素影响下，多数企业第3季度净利润同比、环比出现下滑；部分公司业绩低于此前市场预期。乘用车板块中，上海汽车、悦达投资和华域汽车表现较好；长安汽车、一汽轿车等企业盈利下滑严重，3季度单季出现亏损。商用车方面，客车龙头宇通一枝独秀，盈利表现较为抢眼；重卡类企业（福田、重汽等整车以及核心零部件公司威孚、潍柴等）受需求持续疲软的负面影响，3季度盈利同比、环比均有较大幅度下滑；轻卡类企业中江铃汽车表现优于行业。

图表 3. 重点上市公司 3 季报业绩概览

公司名称	销售收入 (百万元)					净利润 (百万元)					每股收益 (元)			
	2011年前 3季度	同比 (%)	2011年第 3季度	同比 (%)	环比 (%)	2011年前 3季度	同比 (%)	2011年第 3季度	同比 (%)	环比 (%)	1 季度	2 季度	3 季度	2011E
乘用车														
上海汽车	281,284	22.7	97,407	19.4	11.8	13,292	38.7	4,716	27.0	15.7	0.49	0.44	0.51	1.90
一汽轿车	25,733	(4.1)	6,652	(25.4)	(29.9)	754	(57.8)	(50)	(111.1)	(112.1)	0.24	0.25	(0.03)	0.51
长安汽车	19,607	(14.2)	5,069	(18.6)	(20.4)	898	(47.8)	(142)	(140.4)	(144.8)	0.15	0.07	(0.03)	0.26
悦达投资	1,884	25.1	639	9.2	(2.4)	866	56.6	292	36.8	(16.9)	0.31	0.49	0.41	1.67
一汽富维	5,205	22.6	1,752	24.5	6.0	307	(17.6)	93	(27.2)	(4.4)	0.55	0.46	0.44	2.16
华域汽车	39,480	26.0	13,447	23.2	3.4	2,291	21.5	738	12.9	(4.4)	0.30	0.30	0.29	1.19
福耀玻璃	7,101	16.8	2,444	11.5	0.7	1,167	(11.5)	367	(17.0)	(7.0)	0.20	0.20	0.18	0.80
商用车														
江淮汽车	24,303	6.2	6,865	2.1	(13.8)	545	(35.2)	45	(87.1)	(72.2)	0.26	0.13	0.04	0.50
福田汽车	41,506	(1.5)	10,730	(10.1)	(33.3)	887	(44.2)	181	(59.0)	(32.7)	0.21	0.13	0.09	0.55
江铃汽车	13,310	14.3	4,088	3.1	(9.0)	1,480	1.8	401	(2.5)	(24.5)	0.63	0.62	0.46	2.08
宇通客车	11,010	20.6	4,604	27.6	33.1	733	34.3	311	69.0	27.4	0.34	0.47	0.60	2.04
中国重汽	20,745	(8.8)	4,650	(24.8)	(49.4)	382	(46.1)	80	(49.3)	(62.0)	0.22	0.50	0.19	1.10
潍柴动力	47,180	0.6	10,553	(22.9)	(41.9)	4,581	(4.6)	1,080	(31.1)	(34.7)	1.11	0.99	0.65	3.81
威孚高科	4,455	12.0	1,177	(11.2)	(29.1)	856	38.7	211	(29.1)	(40.4)	0.51	0.62	0.37	2.20

资料来源：公司数据，中银国际研究

毛利率方面，3季度多数企业同比仍有下滑。乘用车中，长安汽车、一汽轿车受到本部销量萎缩、产能利用率降低等因素的负面影响，3季度毛利率同比环比降幅明显；而上汽、华域毛利率环比2季度基本持平或小幅改善。商用车方面，由于3季度钢材、橡胶等原材料成本呈现回落，部分商用车企业毛利率环比2季度企稳或改善。

费用方面，尽管今年上半年多数企业费用控制严格，期间费率同比有所下降；但从3季度单季情况看，大部分公司费用率环比2季度有所提升。我们认为，由于市场不景气，估计多数整车企业加大促销优惠以及对经销商的扶持力度，导致销售费用的攀升；此外由于融资成本高企，部分公司财务费用有所增加。

我们预计4季度，乘用车方面由于去年基数的逐步走高，同比增速将有所放缓；商用车方面，我们认为近期主要原材料价格呈下降趋势，预计随着重卡行业降库存压力的缓解，销量有望随季节性逐步转好，卡车类企业盈利有望逐步恢复。

图表4.重点上市公司3季度主要盈利指标对比

公司名称		毛利率(%)					期间费用率(%)					净利率(%)				
		2011年前 3季度	同比 百分 点变 动	2011年第 3季度	同比 百分 点变 动	环比 百分 点变 动	2011年前 3季度	同比 百分 点变 动	2011年第 3季度	同比 百分 点变 动	环比 百分 点变 动	2011年前 3季度	同比 百分 点变 动	2011年第 3季度	同比 百分 点变 动	环比 百分 点变 动
乘用车	上海汽车	19.5	0.0	18.8	(1.2)	(0.2)	10.1	(0.5)	9.9	(0.7)	0.6	4.7	0.5	4.8	0.3	0.2
	一汽轿车	18.5	(4.5)	16.4	(4.4)	(2.8)	11.0	0.6	14.3	4.2	5.0	2.9	(3.7)	(0.7)	(5.8)	(5.1)
	长安汽车	13.2	(5.4)	10.8	(5.5)	(3.9)	13.2	(2.2)	16.0	(0.1)	(1.0)	4.6	(2.9)	(2.8)	(8.5)	(7.8)
	悦达投资	31.7	2.1	34.6	1.0	3.7	21.6	(4.4)	18.6	(5.0)	0.5	46.0	9.3	45.6	9.2	(8.0)
	一汽富维	6.6	1.3	6.3	1.0	(0.4)	3.9	0.8	4.3	0.8	0.1	5.9	(2.9)	5.3	(3.8)	(0.6)
	华域汽车	16.2	0.4	16.3	0.4	0.5	7.4	(0.5)	7.9	(0.8)	0.7	5.8	(0.2)	5.5	(0.5)	(0.4)
	福耀玻璃	36.6	(3.6)	35.8	(2.3)	(0.9)	17.9	2.0	18.6	3.0	1.0	16.4	(5.3)	15.0	(5.2)	(1.3)
商用车	江淮汽车	13.2	(2.9)	13.0	(1.9)	0.5	8.3	(0.7)	10.1	3.9	1.7	2.2	(1.4)	0.7	(4.6)	(1.4)
	福田汽车	9.4	(2.6)	9.4	(1.9)	(0.2)	6.7	(0.3)	7.4	0.9	(0.0)	2.1	(1.6)	1.7	(2.0)	0.0
	江铃汽车	24.4	(1.5)	24.8	(0.7)	(0.3)	8.2	(1.1)	10.2	(1.2)	2.1	11.1	(1.4)	9.8	(0.6)	(2.0)
	宇通客车	17.3	0.2	17.5	0.2	0.4	9.1	(0.1)	8.8	(0.6)	0.1	6.7	0.7	6.8	1.7	(0.3)
	中国重汽	8.7	(2.1)	8.3	(2.3)	(0.1)	5.1	(0.9)	6.7	(0.2)	3.5	1.8	(1.3)	1.7	(0.8)	(0.6)
	潍柴动力	21.7	(1.9)	22.3	(2.0)	2.3	8.8	0.7	11.2	4.0	2.5	9.7	(0.5)	10.2	(1.2)	1.1
	威孚高科	26.2	4.8	26.8	4.7	1.6	11.1	(1.6)	11.4	2.2	1.3	19.2	3.7	17.9	(4.5)	(3.4)

资料来源：公司数据，中银国际研究

行业综述

9月国内汽车总销量164.6万台，同比增长5.5%，环比上升19.2%，符合季节性特征以及我们此前预期。其中，乘用车销售131.9万台，同比和环比分别增长8.8%和20.5%；商用车销售32.6万台，同比下降5.9%，环比上升14.2%。截至9月，汽车总销量累计同比增长3.6%至1,363.3万台，其中乘用车累计同比增长6.4%，商用车销量累计同比下滑4.8%。

图表 5. 2011 年 9 月各车型销量情况

(台)	2011 年 9 月	2011 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	2011 年 9 月/2011 年 8 月环比变动%	2011 年 9 月/2010 年 9 月同比变动%	2011 年 1-9 月/2010 年 1-9 月同比变动%
汽车总销量	1,646,086	13,633,484	13,156,700	19.2	5.5	3.6
乘用车	1,319,502	10,537,778	9,905,362	20.5	8.8	6.4
轿车	930,177	7,388,403	6,804,400	19.6	9.3	8.6
MPV	47,954	361,364	314,478	27.6	18.9	14.9
SUV	145,746	1,114,028	946,954	10.4	15.2	17.6
微客	195,625	1,673,983	1,839,530	32.2	0.2	(9.0)
商用车	326,584	3,095,706	3,251,338	14.2	(5.9)	(4.8)
客车	38,422	293,669	262,233	12.4	10.6	12.0
货车	217,505	2,075,380	2,125,549	15.6	(4.4)	(2.4)
半挂牵引车	23,571	198,573	276,159	11.1	(11.2)	(28.1)
客车底盘	7,632	62,787	62,243	(0.5)	4.9	0.9
货车底盘	39,454	465,297	525,154	13.6	(22.9)	(11.4)

资料来源:《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

■ 乘用车板块:

9月乘用车各子板块同比、环比均有较好表现。狭义乘用车方面，SUV和MPV同比增速超过15%，轿车同比增长9.3%。9月微客市场继续回升，销量环比提升32.2%，扭转了自今年2月以来的同比负增长态势。截至9月，轿车、MPV、SUV和微客累计同比增速分别为8.6%、14.9%、17.6%和-9.0%。

■ 商用车板块:

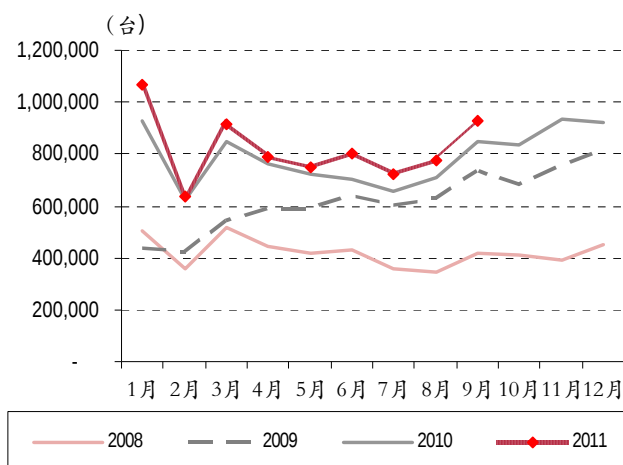
9月客车（含底盘）板块整体表现稳健，合计销量同比增长9.6%，其中大客、中客、轻客增速分别为4.3%、3.7%和12.9%。截至9月，客车（含底盘）板块累计同比增长9.8%。

卡车方面，9月整体需求仍持续低迷，各子板块环比虽有小幅改善，但同比增速依然为负，趋势性拐点尚未显现。其中重卡（含底盘）、半挂牵引车和轻卡（含底盘）销量分别同比下滑12.6%、11.2%和7.2%。截至9月，卡车板块累计同比下降6.4%。

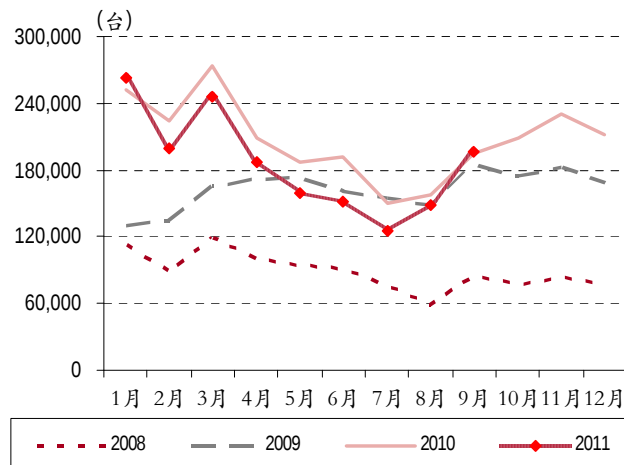
图表 6. 2005-2010 年各车型销量同比增长率及 2011 年增速预测

(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
货车	2.3	13.6	18.6	6.3	34.3	30.5	(4)
重卡 (含底盘)	(29.5)	20.0	44.3	11.8	22.8	55.9	4
半挂车	(42.8)	64.2	91.9	9.2	8.7	68.0	(24)
中卡	(4.9)	3.9	17.2	(12.5)	24.6	5.4	2
轻卡	11.4	11.4	16.2	5.3	30.0	25.7	(2)
微卡	15.3	24.7	8.4	18.9	72.8	21.0	(8)
客车	(1.6)	7.3	21.0	(2.5)	4.0	25.1	10
大客	14.5	9.4	26.6	9.6	7.2	45.9	5
中客	(7.5)	4.3	13.6	0.6	3.6	9.7	(4)
轻客	(1.7)	8.1	22.7	(5.7)	3.4	26.4	15
乘用车	21.4	30.0	21.7	7.3	52.9	33.2	6
轿车	24.3	36.9	23.5	6.8	48.1	27.1	8
MPVs	42.8	22.6	18.1	(12.6)	26.1	78.9	12
SUVs	20.6	21.2	50.1	25.3	47.2	101.3	18
微客	9.9	10.4	7.6	7.7	83.4	27.8	(10)
汽车合计	13.5	25.1	21.8	6.7	46.4	32.4	4

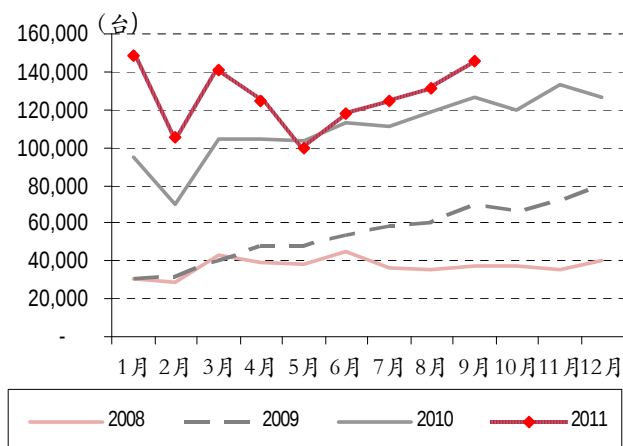
资料来源: 中银国际研究预测

图表 7. 轿车销量分月度列示


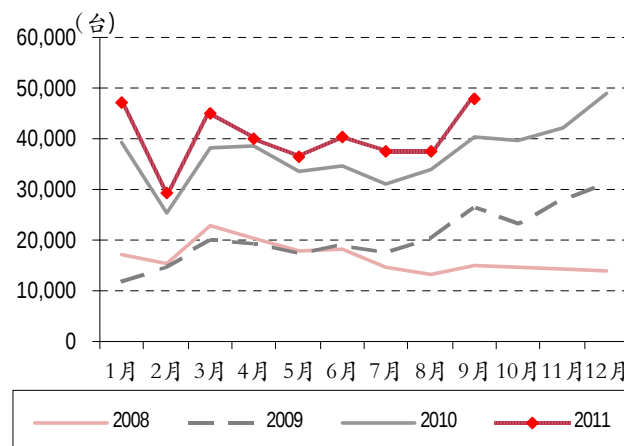
资料来源: 《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 8. 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

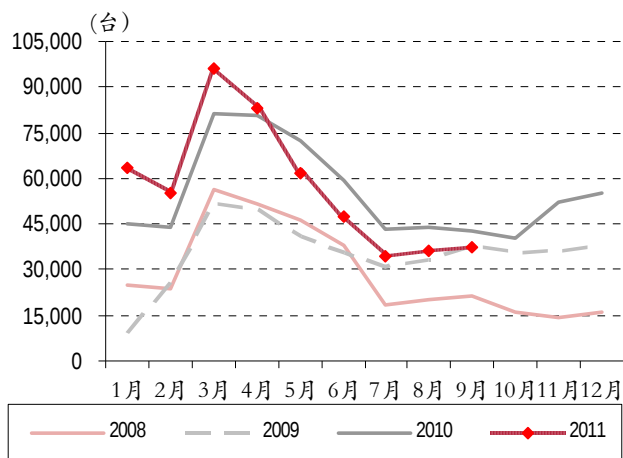
图表 9. SUV 销量分月度列示


资料来源: 《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 10. MPV 销量分月度列示


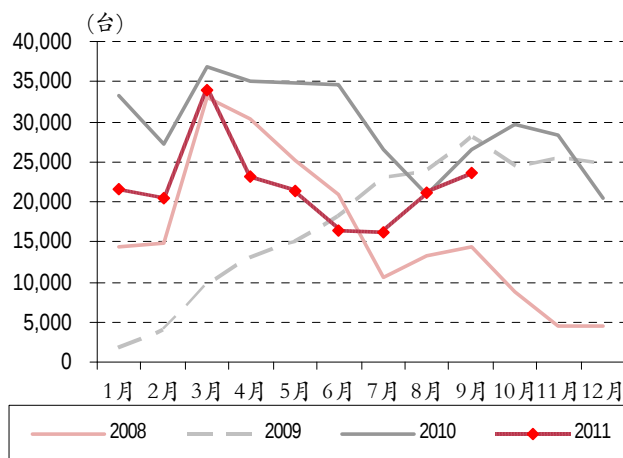
资料来源: 《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 11.重卡（含底盘）销量分月度列示



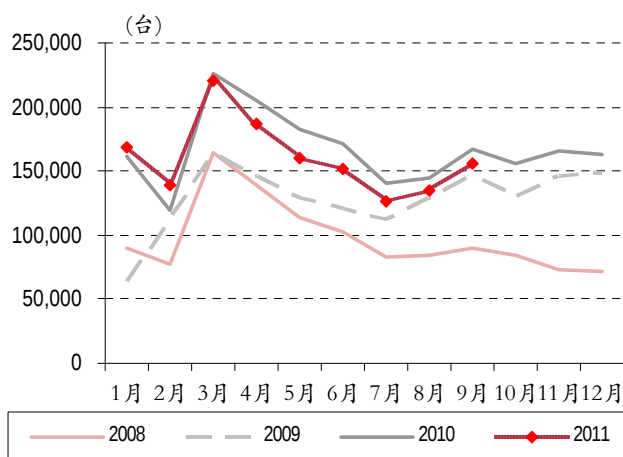
资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 12.半挂牵引车销量分月度列示



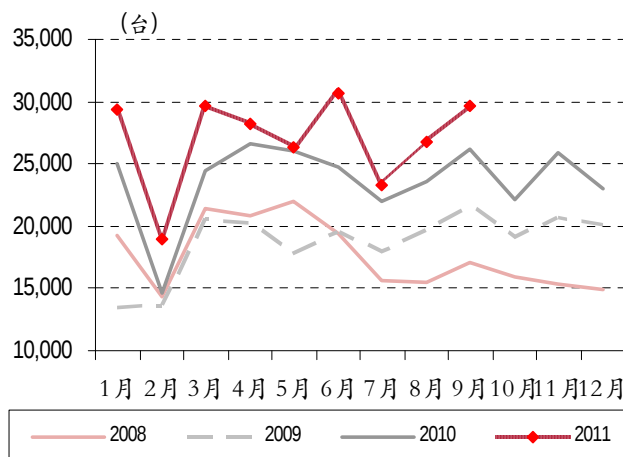
资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 13.轻卡销量分月度列示



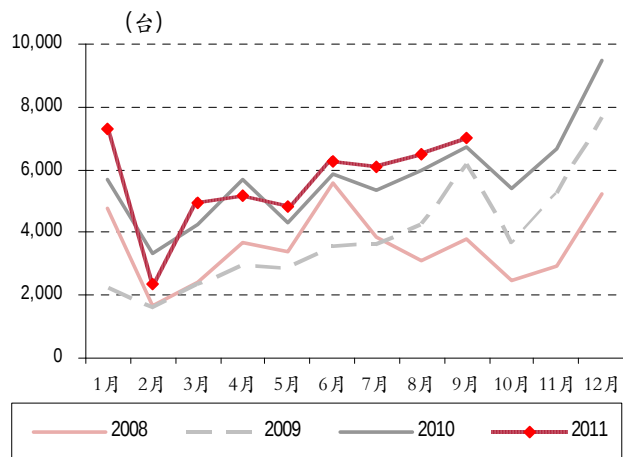
资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

图表 14.轻客销量分月度列示



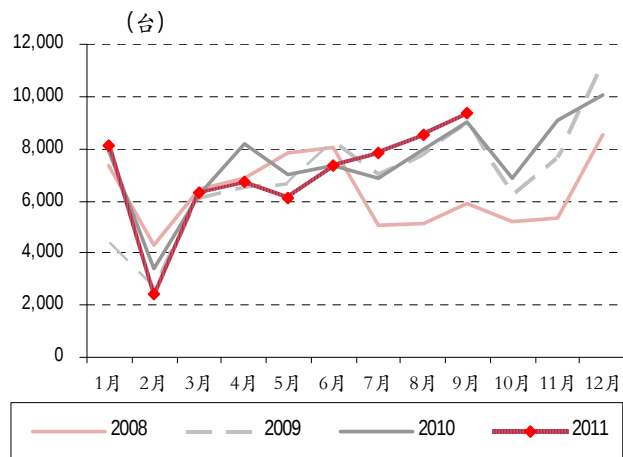
资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

图表 15.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 16.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

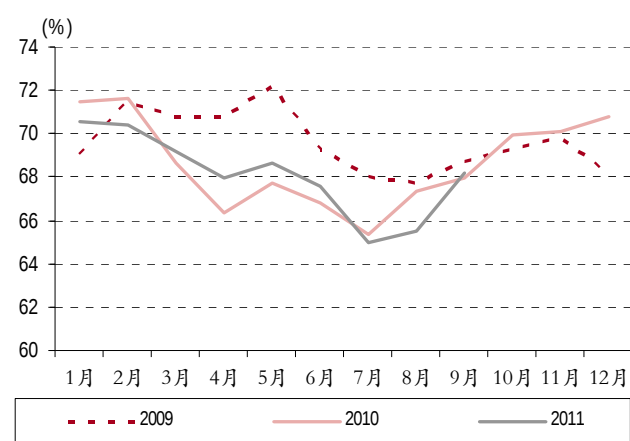
小型车表现较好，自主品牌份额环比回升

9月，1.6升及以下乘用车销量同比和环比分别增长9.2%和25.3%，占乘用车销售比重为68.2%，环比提高2.6个百分点，同比略升0.2个百分点。由于10月起节能车补贴门槛提升，部分小排量车在9月销量较好，但我们认为这种形势难以持续，预计4季度小排量车市场份额将出现回落。1-9月，1.6升及以下乘用车占乘用车销售比重为68.2%，与上年同期基本持平；其中，1.6升及以下轿车占比为70.8%，同比提高1.8个百分点。

9月，自主品牌轿车共销售25.2万台，同比和环比分别增长5.1%和29.8%，占轿车销售比重为27.1%，占有率环比提升2.15个百分点，比上年同期仍下降1.1个百分点。日系、德系、美系、韩系和法系轿车占有率分别为21.6%、21.4%、15.3%、10.3%和4.2%。

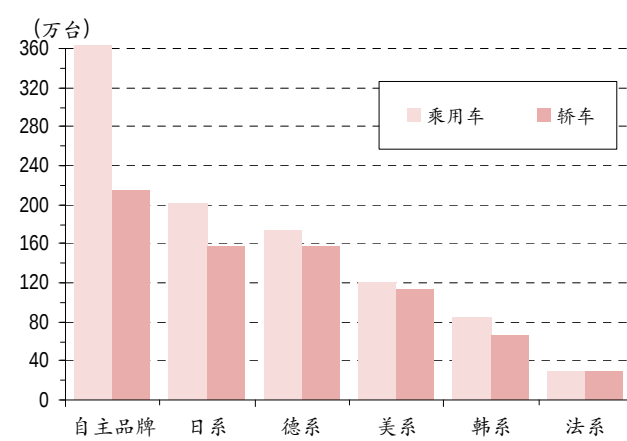
1-9月，自主品牌轿车共销售215.2万台，占轿车销售总量的29.1%，同比下降1.2个百分点。日系、德系、美系、韩系和法系轿车销量所占比重分别为21.3%、21.3%、15.4%、8.9%和3.9%。与上年同期相比，自主品牌、日系、韩系份额有所下滑，德系、美系份额增长明显，法系占有率也有小幅提升。

图表 17. 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 18. 11 年 1-9 月乘用车及轿车销量分国别列示

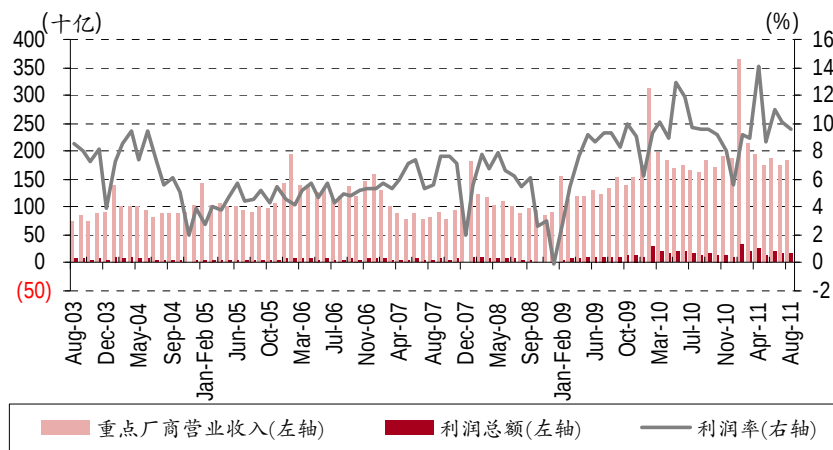


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

企业效益

根据中国汽车工业协会统计,2011年1-8月国内17家重点汽车企业累计实现营业收入14,951.2亿元,同比增长9.2%,增速较1-7月小幅提高0.5个百分点;实现利润总额1,513.4亿元,同比增长6.4%,增幅与1-7月相比呈小幅回升。具体来看,17家重点企业,多数企业1-8月实现利润总额不及上年同期,仅上汽集团、一汽集团、北汽集团、宇通集团和华晨集团等企业同期利润实现正增长。

图表 19.重点企业月度盈利情况 (2003-2011)

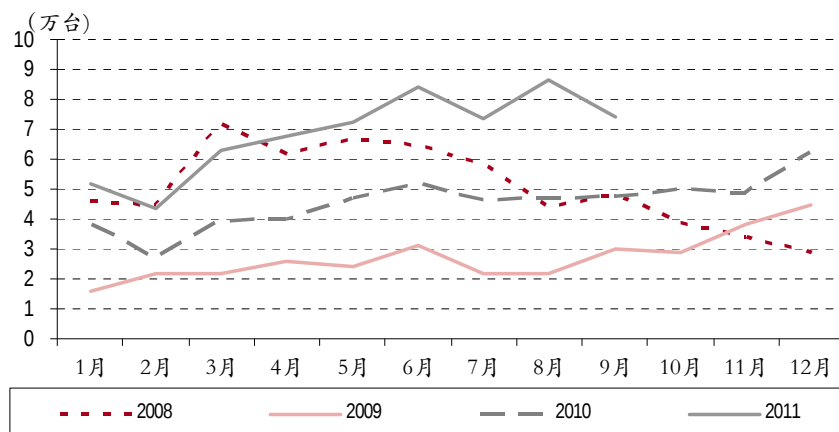


资料来源:《中国汽车工业产销快讯》,中银国际研究

出口环比回落, 同比增长依然强劲

9月,国内汽车企业出口7.4万台,环比有所回落,同比增速依然保持50%以上。截至9月,国内汽车累计出口量61.4万台,比上年同期增长59.8%。我们认为,在国内市场整体低迷的情况下,出口成为今年拉动汽车产销增长的主要力量,预计全年汽车出口量有望突破80万台,增速达到45%以上。

1-9月出口前五名的整车企业依次为奇瑞、长安、长城、江淮和东风,出口量分别为12.2万、6.8万、5.9万、5.8万和4.6万,同比分别增长80.4%、44.1%、40.0%、2.5倍和36.5%。

图表 20.2008-2011 年国内汽车企业月度出口销量


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,9月乘用车价格指数为 64.9,环比下降 0.2%。除微型车价格环比下滑 1.1%外,其他车型价格普遍较为稳定,其中豪华车、高级车、中级车、小型车价格环比分别下滑 0.3%、0.2%、0.2%、0.1%。截至 9 月,乘用车价格指数比年初下降 4.4%,降幅略高于去年同期。价格指数下滑主要是由于微型车、中级车价格较年初分别下滑 11.0%、5.2%;而豪华车市场由于需求旺盛、竞争相对缓和,价格较年初仅下降 1.9%。

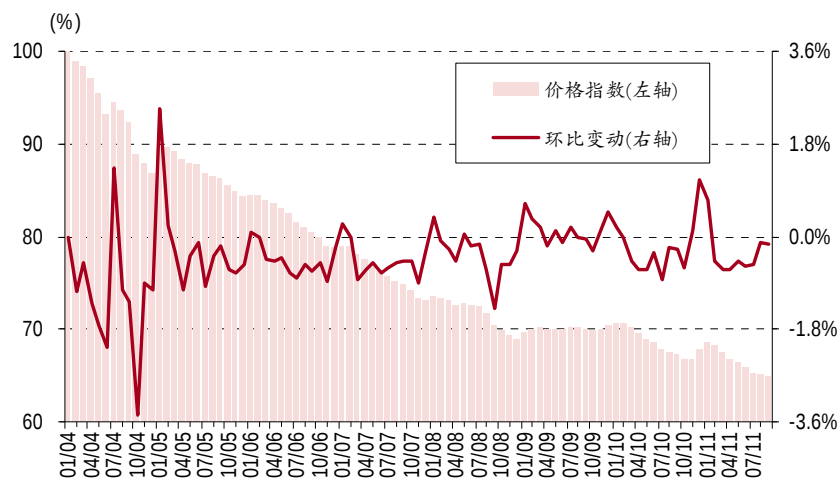
整体而言,我们认为 9 月销售较旺,同时在节能补贴标准即将提升的刺激下,乘用车市场需求提振,车价松动并不明显。但考虑到部分需求的提前透支以及年底可能的促销优惠,预计价格指数仍存在下行压力。

图表 21.乘用车价格指数同比变动 (%)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	2011 年 8 月	2011 年 9 月	2011 年 9 月 / 11 年 8 月 %
乘用车	(5.8)	(2.3)	(2.2)	(3.5)	(3.9)	(3.7)	(3.7)	(3.5)	(0.2)
豪华车	(4.3)	0.2	2.7	(2.6)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.3)
高级车	(5.9)	(1.7)	(2.6)	(2.8)	(2.7)	(2.5)	(2.4)	(2.1)	(0.2)
中级车	(6.9)	(2.9)	(2.0)	(4.0)	(4.9)	(4.5)	(4.5)	(4.4)	(0.2)
小型车	(5.7)	(2.3)	(3.4)	(3.2)	(2.4)	(2.1)	(2.4)	(2.1)	(0.1)
微型车	(0.7)	(2.2)	(3.9)	(6.1)	(10.3)	(10.8)	(10.6)	(10.5)	(1.1)

资料来源:网上车市,中银国际研究

图表 22.国内乘用车价格指数 (2004-2011)



资料来源: 网上车市, 中银国际研究

主要 A 股上市公司概述

上海汽车

上海汽车 9 月合计销量约 37.7 万台，同比增长 16.1%。乘用车方面，上海通用和上海大众延续旺销，同比增速分别达 17.4% 和 15.1%；通用五菱在微客需求回暖和新车宝骏的带动下，销量继续回升。9 月公司商用车板块销量同比下滑 4.8%，继续受到依维柯红岩（重卡）销量不振的拖累。截至 9 月，上海汽车累计总销量同比增长 11.9%，其中上海大众和上海通用累计增速分别达 20.0% 和 24.9%，显著高于行业平均和公司其他分部增幅。

第 3 季度公司实现每股收益 0.51 元，同比和环比分别增长 27% 和 15.7%，高于市场预期。销量方面，3 季度公司总销量同比增长 9.6%，环比增长 2.8%，淡季表现较好。环比来看，上海大众和上海通用季度环比增速分别为 -2.5% 和 5.6%；自主品牌乘用车环比增长 14.2%；通用五菱呈现触底回升态势，环比增长 6.6%。

我们认为上汽 3 季度销量情况高于公司计划，淡季公司对经销商的返点补贴等在预期范围内，公司的产品在市场上体现较强的竞争力。我们将公司 2011 年每股收益预测小幅上调至 1.9 元，目前公司估值显著低于 10 倍 2011 年市盈率，建议买入。

图表 23. 上海汽车 9 月销量

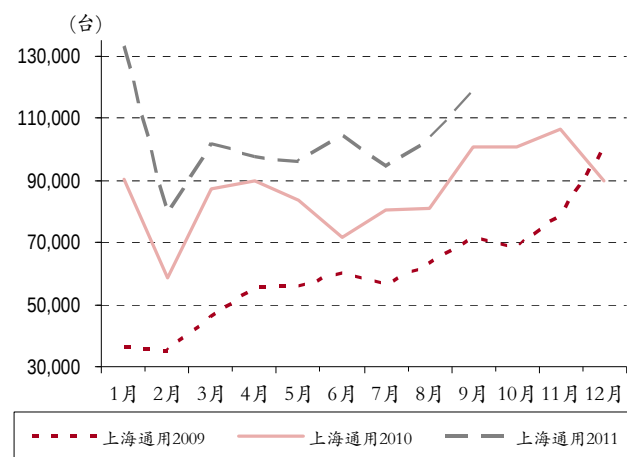
(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
上海大众	110,338	15.1	15.9	859,592	20.0
上海通用	118,392	17.4	15.4	927,344	24.9
荣威 MG	16,012	12.3	18.5	120,360	0.1
通用五菱	120,216	18.7	14.4	953,130	(1.7)
申沃客车	224	91.5	(45.0)	2,267	5.4
依维柯红岩	1,128	(51.1)	(26.3)	26,606	1.5
南京依维柯	10,490	4.7	10.2	89,750	4.0
合计	376,800	16.1	14.9	2,979,049	11.9

资料来源：公司数据，中银国际研究

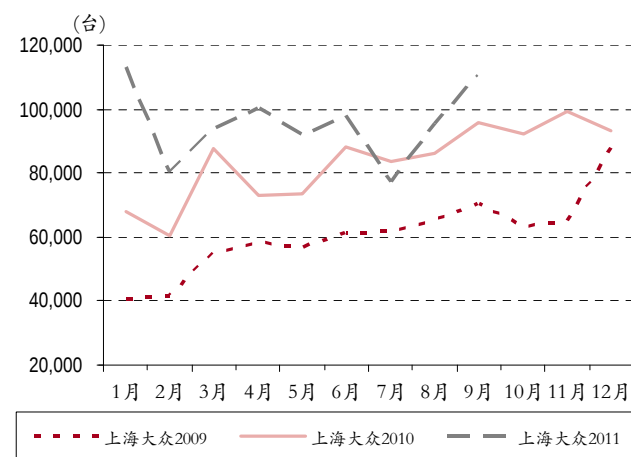
图表 24.上海汽车月均销量

(台)	10年1季度 月均	10年2季度 月均	10年3季度 月均	10年4季度 月均	11年1季度 月均	11年2季度 月均	11年3季度 月均	3季度同比 (%)	3季度环比 (%)
上海大众	72,075	78,152	88,628	94,931	95,594	96,690	94,247	6.3	(2.5)
上海通用	78,450	81,550	87,390	98,937	104,550	99,474	105,091	20.3	5.6
荣威 MG	12,701	14,014	13,434	13,385	15,091	11,707	13,368	(0.0)	14.2
通用五菱	120,243	106,823	96,165	88,272	120,455	95,472	101,783	5.8	6.6
申沃客车	348	235	134	316	121	347	288	115.5	(17.0)
依维柯红岩	2,902	3,603	2,270	1,432	4,082	3,487	1,300	(42.8)	(62.7)
南京依维柯	10,180	9,969	8,619	7,932	11,951	8,988	8,978	4.2	(0.1)
合计	297,265	294,346	296,640	305,205	351,967	316,165	325,054	9.6	2.8

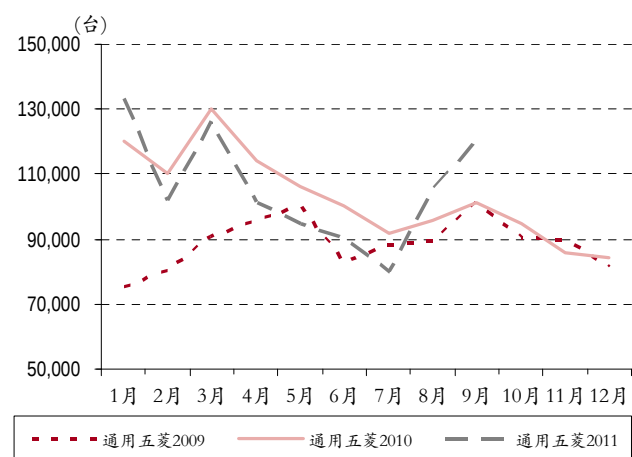
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 25.上海通用销量走势


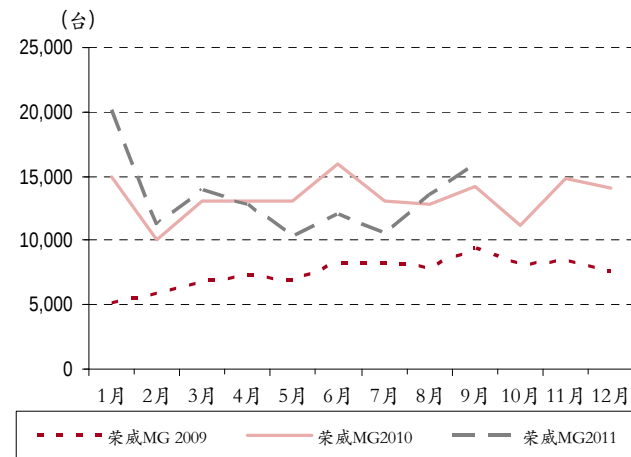
资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 26.上海大众销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 27.通用五菱销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 28.自主品牌荣威 MG 销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

悦达投资

东风悦达起亚 9 月销量合计 4.4 万台，同比增长 45.7%。其中轿车在主力车型福瑞迪、新车 K5 及 K2 持续放量的拉动下，合计销量同比增长 46.5%；9 月 SUV 销量同比增长 42.2%，但由于去年 4 季度起基数的逐步抬高，预计同比增幅将有所放缓。截至 9 月，公司累计销量 30.1 万台，同比增长 26.5%，其中轿车和 SUV 累计增速分别为 20.3% 和 48.7%。

3 季度悦达投资录得每股收益 0.41 元，同比增长 36.8%，环比下滑 16.9%，超越近期市场预期。我们认为虽然 3 季度悦达起亚销量同比和环比均有明显提升，但销量增长主要由新车 K2 贡献，而盈利能力较强的 SUV 车型智跑、狮跑环比均出现下滑，导致产品结构下移；另外 K2 上市可能费用较多，且上市初期盈利贡献不显著，故估算起亚 3 季度贡献的投资收益环比有所下滑，但仍占公司投资收益总额的 70% 左右。由于 3 季度公司整体盈利与我们的预计偏差不大，我们继续维持公司 2011 年每股收益预测 1.67 元，维持 **买入** 评级。

图表 29. 东风悦达起亚 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
远舰	211	(66.7)	5.0	2,165	(14.8)
赛拉图	4,359	(36.0)	15.0	45,615	(26.5)
瑞欧	2,408	(44.4)	50.6	25,618	(20.1)
福瑞迪	12,641	22.3	25.6	94,946	30.2
秀儿	933	(48.0)	56.0	7,745	(44.8)
K5	4,001	-	14.2	22,537	-
K2	10,478	-	38.7	22,376	-
狮跑 SUV	4,039	(32.3)	32.5	33,520	(37.5)
智跑 SUV	4,438	-	(4.5)	46,151	-
合计	43,508	45.7	24.3	300,673	26.5
轿车小计	35,031	46.5	28.3	221,002	20.3
SUV 小计	8,477	42.2	10.1	79,671	48.7

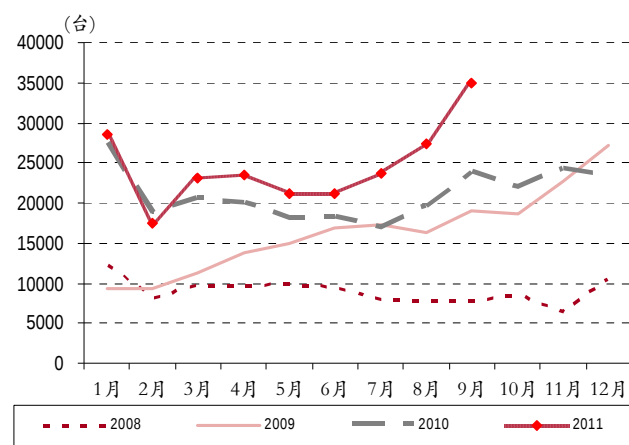
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 30.东风悦达起亚月均销量

(台)	10年1季度 月均	10年2季度 月均	10年3季度 月均	10年4季度 月均	11年1季度 月均	11年2季度 月均	11年3季度 月均	3季度同比 (%)	3季度环比 (%)
远舰	101	342	404	265	208	229	285	(29.5)	24.3
赛拉图	7,878	6,448	6,370	6,886	6,555	4,704	3,945	(38.1)	(16.1)
锐欧	3,656	3,136	3,897	3,985	3,951	2,670	1,918	(50.8)	(28.2)
福瑞迪	8,724	7,411	8,172	10,943	10,478	10,373	10,798	32.1	4.1
秀儿	1,966	1,430	1,282	1,076	958	886	737	(42.5)	(16.8)
K5	-	-	-	-	2,549	3,126	3,537	-	13.2
K2	-	-	-	-	-	-	7,459	-	-
狮跑 SUV	5,924	6,439	5,501	4,716	3,737	4,026	3,410	(38.0)	(15.3)
智跑 SUV	-	-	-	3,904	5,079	5,455	4,850	-	(11.1)
合计	28,400	25,206	25,627	31,777	31,817	31,469	36,939	44.1	17.4
轿车小计	22,325	18,767	20,126	23,156	23,000	21,988	28,679	42.5	30.4
SUV 小计	5,924	6,439	5,501	8,621	8,816	9,481	8,260	50.1	(12.9)

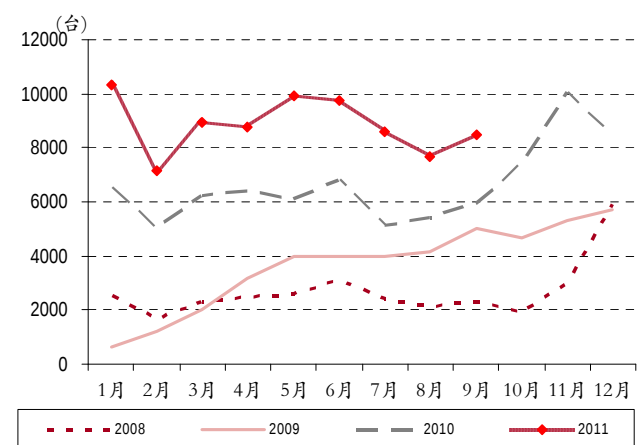
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 31.东风悦达起亚轿车合计销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 32.东风悦达起亚 SUV 合计销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

江淮汽车

江淮汽车9月汽车销售共计35,694台，同比微增1.7%，其中出口销量同比增长28.9%至2,728台，由于受巴西提高进口关税的负面影响，环比8月大幅回落。具体车型中，主要盈利产品MPV和轻卡同比仍然小幅下滑，但MPV环比上月有所好转；9月轿车销量同比增长13.4%，由于出口销量的回落以及去年基数的抬高，增速有所放缓。截至9月，公司累计总销量37.2万台，同比增长9.9%，其中轿车和重卡表现较好；MPV瑞风和SUV瑞鹰表现欠佳，弱于行业及公司其他车型。

公司前3季度录得每股收益0.42元，同比下滑35.1%，其中3季度实现每股收益0.04元，盈利同比和环比均呈现大幅下滑。

我们认为江淮汽车具有较强的商用车属性，业绩弹性大。今年虽然轿车海外出口强劲增长，亏损同比确有下降，但由于主打产品 MPV 销量下滑较大，轻卡毛利率受成本增加影响较大，导致原有业务盈利大幅萎缩。目前公司 MPV 销量逐步恢复，且原材料成本近期呈现下滑，有利于公司盈利的恢复；但同时仍需警惕公司出口风险，及 4 季度计提费用等对盈利的负面影响。我们现将公司 2011-2012 年每股收益调整至 0.50 元和 0.65 元，维持**持有**评级。

图表 33.江淮汽车 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
MPV 瑞风	5,980	(5.9)	93.2	45,646	(7.4)
SRV 瑞鹰	569	(57.9)	(21.8)	9,728	(27.9)
轿车	9,998	13.4	(21.1)	115,541	38.7
重卡	3,203	50.4	(1.9)	26,057	33.8
轻卡	13,794	(4.0)	13.5	155,989	0.4
底盘(中客+轻客)	2,150	4.1	(17.8)	19,410	7.9
合计	35,694	1.7	3.4	372,371	9.9

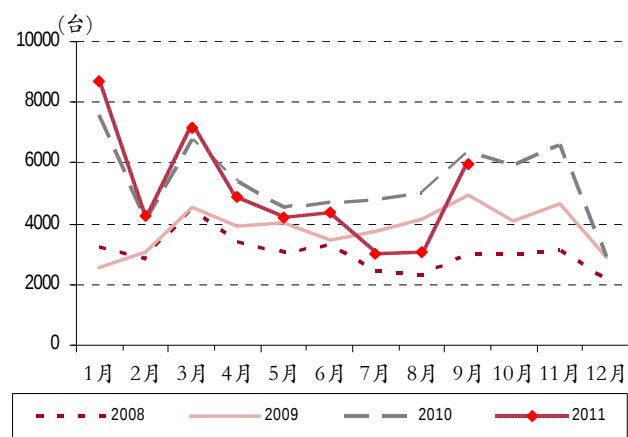
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 34.江淮汽车月均销量

(台)	10 年 1 季度 月均	10 年 2 季度 月均	10 年 3 季度 月均	10 年 4 季度 月均	11 年 1 季度 月均	11 年 2 季度 月均	11 年 3 季度 月均	3 季度同比 (%)	3 季度环比 (%)
MPV 瑞风	6,125	4,896	5,373	5,132	6,701	4,487	4,027	(25.1)	(10.3)
SRV 瑞鹰	1,886	1,441	1,123	1,792	1,746	739	757	(32.5)	2.5
轿车	12,463	8,287	7,084	11,073	15,525	11,411	11,578	63.4	1.5
重卡	1,749	2,566	2,177	1,692	2,830	2,956	2,900	33.2	(1.9)
轻卡	18,522	19,321	13,927	12,914	20,682	18,188	13,126	(5.8)	(27.8)
底盘(中客+轻客)	1,525	2,405	2,066	1,975	1,996	2,105	2,368	14.6	12.5
合计	42,271	38,916	31,750	34,577	49,481	39,886	34,757	9.5	(12.9)

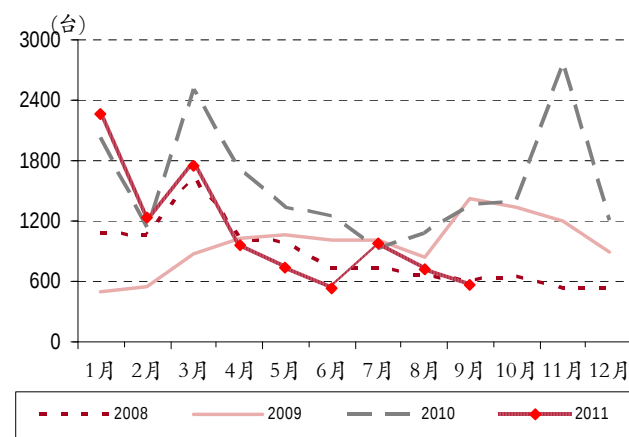
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 35.江淮 MPV 瑞风销量走势



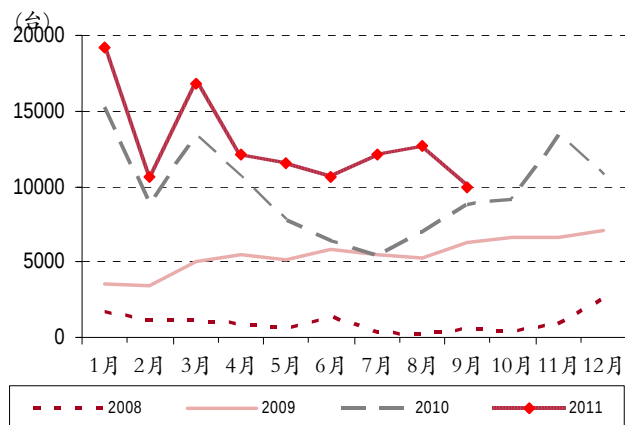
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 36.江淮 SUV 瑞鹰销量走势



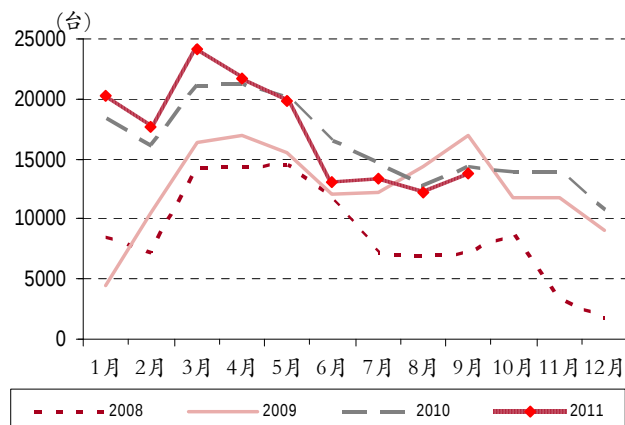
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 37.江淮轿车销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 38.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 9 月销量合计近 14.3 万台，同比下降 4.0%，环比上升 59.7%。本部方面，9 月合计销量同比下滑 10.5%，但环比上月微车和自主轿车均有显著回升。合资公司方面，长安铃木销量同比增长 21.2%，但长福马和江铃控股同比均小幅下滑。截至 9 月，公司累计实现总销量 125.7 万台，同比下降 6.0%，主要受到本部微车下滑的拖累；合资公司方面销量表现好于本部。

长安汽车前 3 季度实现每股收益 0.19 元，同比下滑 47.8%；第 3 季度，由于本部微车销量的持续下滑以及长福马等合资公司贡献投资收益大幅萎缩，导致公司业绩出现净亏损约 1.4 亿元，折合每股收益-0.03 元。

我们认为，今年公司本部业绩受到微车市场持续低迷以及原材料成本高企的双重不利影响，盈利情况持续走低。投资收益方面，对公司盈利贡献最大的长福马今年销量及盈利增长亦不明显。我们认为，4 季度如微车市场需求回暖或将带动本部销量及业绩环比有所改善。我们目前将公司 2011 年和 2012 年每股收益预测调整至 0.26 元和 0.40 元，维持**持有**评级。

图表 39.长安汽车 9 月销量

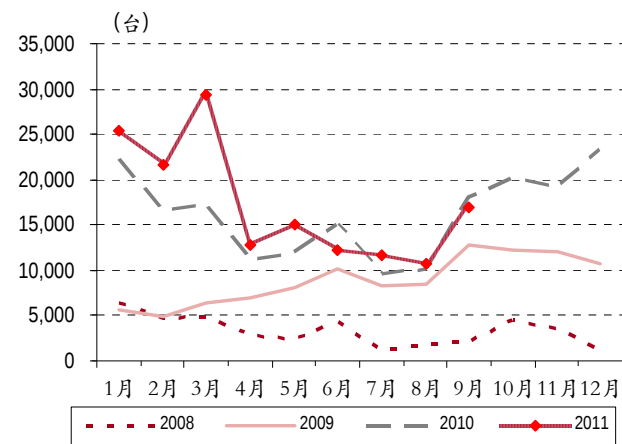
(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
重庆长安	39,209	(14.9)	100.8	342,123	(16.2)
河北长安	16,063	(12.8)	129.6	153,992	(22.6)
南京长安	15,356	6.8	157.0	129,347	(14.3)
长福马	35,427	(1.6)	33.1	302,015	3.9
长安铃木	20,615	21.2	35.7	169,907	16.6
江铃控股	16,352	(4.6)	7.2	159,770	11.5
合计	143,022	(4.0)	59.7	1,257,154	(6.0)
本部合计	70,628	(10.5)	117.3	625,462	(17.5)

资料来源：公司数据，中银国际研究

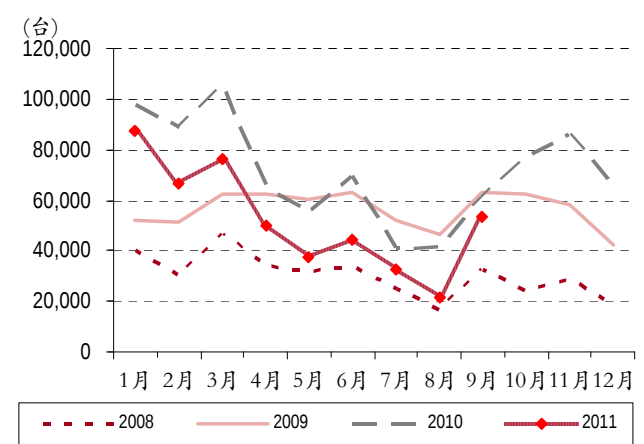
图表 40.长安汽车月均销量

(台)	10 年 1 季度 月均	10 年 2 季度 月均	10 年 3 季度 月均	10 年 4 季度 月均	11 年 1 季度 月均	11 年 2 季度 月均	11 年 3 季度 月均	3 季度同比 (%)	3 季度环比 (%)
重庆长安	66,369	35,771	33,876	56,404	56,112	29,537	28,392	(16.2)	(3.9)
河北长安	27,975	22,239	16,092	21,430	25,000	15,732	10,599	(34.1)	(32.6)
南京长安	21,651	18,196	10,437	18,884	21,113	11,969	10,034	(3.9)	(16.2)
长福马	35,611	31,062	30,240	40,251	36,679	34,993	29,000	(4.1)	(17.1)
长安铃木	17,690	16,393	14,509	18,079	20,389	18,955	17,291	19.2	(8.8)
江铃控股	15,035	16,839	15,898	16,229	20,082	17,855	15,320	(3.6)	(14.2)
合计	184,332	140,501	121,053	171,276	179,375	129,040	110,636	(8.6)	(14.3)
本部合计	115,996	76,206	60,405	96,717	102,225	57,238	49,025	(18.8)	(14.3)

资料来源：公司数据，中银国际研究

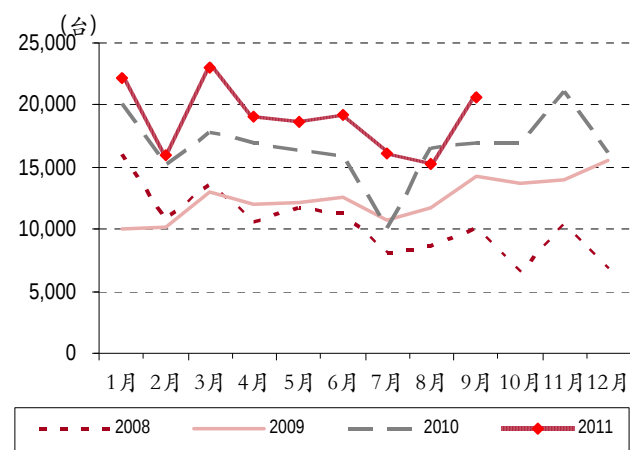
图表 41.长安自主品牌轿车销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 42.长安微车销量走势


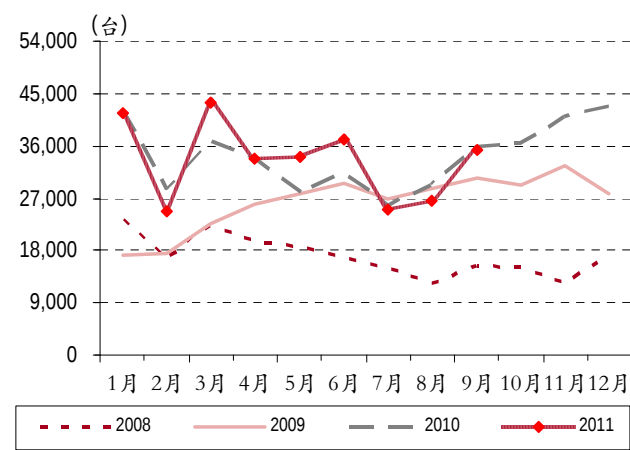
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 43. 长安铃木销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 44. 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

一汽轿车 9 月合计销量 19,963 台，同比下降 12.1%。除马 6 同比实现增长外，其他车型销量继续呈现同比负增长态势。截至 9 月，公司累计销量约 18.8 万台，同比下降 2.2%，其中马自达 6 和奔腾 B50 累计销量有一定增长，但奔腾 B70 累计降幅显著。

公司前 3 季度录得每股收益 0.46 元，同比大幅下滑 57.8%。第 3 季度，公司主要车型销量下滑较严重，整体销量同比、环比分别下降 26.4% 和 35.3%；销售收入同比下滑 25.4%，环比下降 29.9%，与销量降幅大体相符。由于销量持续低迷、毛利率显著下滑以及费用率的攀升，导致公司 3 季度盈利大幅下滑，出现净亏损约 0.5 亿元，对应每股收益 -0.03 元。

我们认为，近年来公司资本开支处于较高水平，预计今年将达到 30 亿元左右，未来两年仍将维持高位。预计这些投资项目的陆续结转将给折旧摊销等项目带来负面影响，对业绩增长形成一定压力。结合盈利预警，我们预计公司 4 季度业绩难有大幅改善，我们目前将公司 2011-2012 年每股收益预测调整至 0.51 元和 0.62 元，维持 **持有** 评级。

图表 45. 一汽轿车 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
红旗	0	-	-	2	(98.9)
马自达 6	8,780	9.7	106.4	69,023	4.2
马自达睿翼	2,608	(38.1)	22.6	25,017	(12.4)
马自达 8 (MPV)	654	-	(1.7)	4,839	-
奔腾 B70	2,231	(43.1)	31.2	22,426	(41.9)
奔腾 B50	5,690	(13.1)	17.4	67,093	13.7
合计	19,963	(12.1)	46.9	188,400	(2.2)

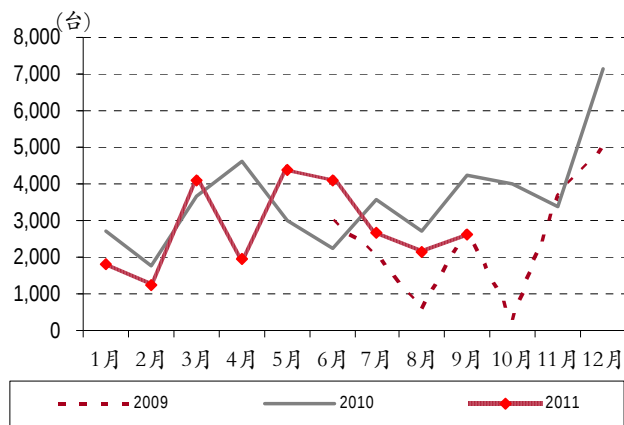
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 46. 一汽轿车月均销量

(台)	10 年 1 季度 月均	10 年 2 季度 月均	10 年 3 季度 月均	10 年 4 季度 月均	11 年 1 季度 月均	11 年 2 季度 月均	11 年 3 季度 月均	3 季度同比 (%)	3 季度环比 (%)
红旗	24	15	24	2	0	1	-	--	--
马自达	5,823	7,981	8,272	9,380	8,082	9,084	5,841	(29.4)	(35.7)
马自达睿翼	2,711	3,301	3,509	4,839	2,395	3,473	2,471	(29.6)	(28.9)
马自达 8	-	-	-	1,088	567	427	618	-	44.7
奔腾 B70	4,716	4,733	3,407	3,690	3,555	2,272	1,648	(51.6)	(27.4)
奔腾 B50	6,957	6,959	5,756	7,853	8,941	8,580	4,844	(15.9)	(43.5)
合计	20,231	22,989	20,968	26,127	23,541	23,837	15,423	(26.4)	(35.3)
马自达系	8,534	11,283	11,781	14,582	11,044	12,985	8,931	(24.2)	(31.2)
奔腾系	11,674	11,692	9,163	11,905	12,496	10,851	6,492	(29.1)	(40.2)

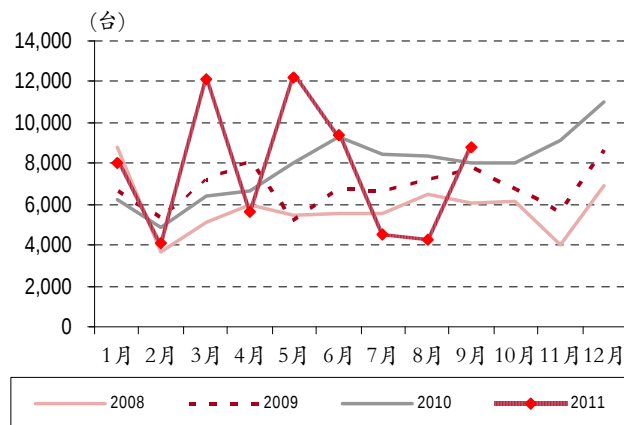
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 47. 马自达睿翼销量走势



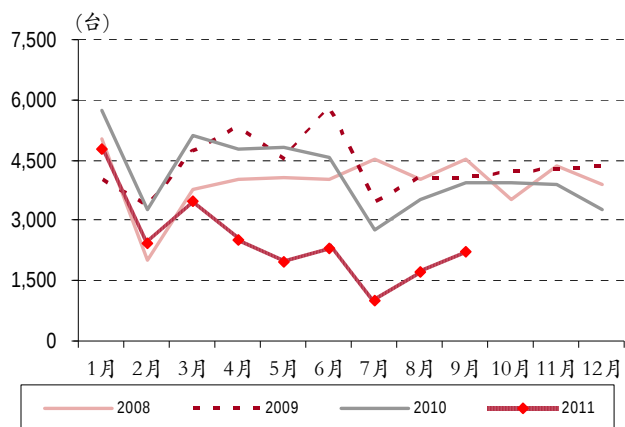
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 48. 马自达 6 销量走势



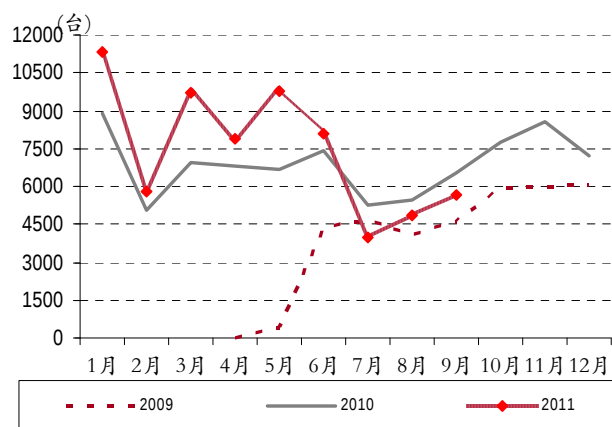
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 49. 奔腾 B70 销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 50. 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 9 月实现销量 15,542 台，同比下降 2.3%，延续上月负增长态势，但降幅有所收窄。其中，福特全顺同比增长 8.1%，但 JMC 系列轻卡、皮卡（含 SUV）分别同比下滑 9.2% 和 3.3%。截至 9 月，公司累计销量 14.9 万台，同比增长 12.3%，其中福特全顺、JMC 系列轻卡、皮卡（含 SUV）累计同比增幅分别为 13.9%、5.9% 和 18.4%。

图表 51. 江铃汽车 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
福特全顺系列商用车	4,861	8.1	2.0	43,773	13.9
JMC 系列轻型卡车(运霸)	5,410	(9.2)	8.5	53,666	5.9
JMC 皮卡+SUV	5,271	(3.3)	11.1	51,913	18.4
合计	15,542	(2.3)	7.2	149,352	12.3

资料来源：公司数据，中银国际研究

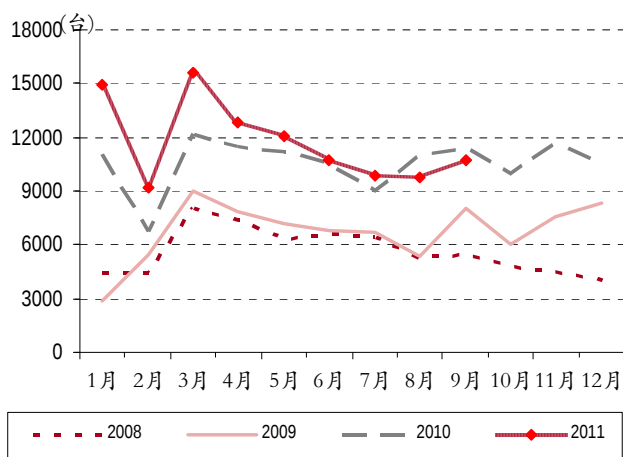
3 季度江铃汽车录得每股收益 0.46 元，基本符合预期。3 季度公司销量同比小幅下滑 1.2%；由于售价较高的全顺系列占比提升，销售收入同比小幅增长 3.1%，增速高于销量增幅；但由于毛利率的小幅下滑以及营业税金及附加的增加，净利润同比略降 2.5%。环比来看，由于淡季因素，3 季度销量相比 2 季度下滑 11.7%，收入环比下滑 9.0%；净利润环比 2 季度下滑 24.5%，主要由于毛利率的小幅下滑以及费用率的提升。

我们预计 4 季度公司销量及收入环比有望出现回升，但不排除年末公司费用计提力度增大。我们目前维持公司 2011-2012 年盈利预测 2.08 元和 2.43 元，维持**持有**评级。

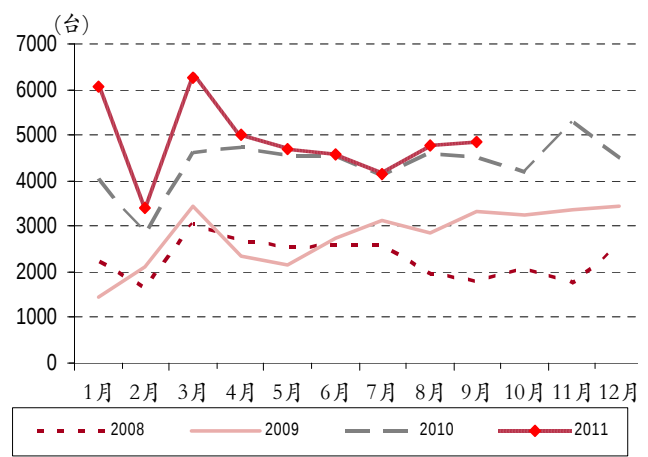
图表 52.江铃汽车月均销量

(台)	10年1季 度月均	10年2季 度月均	10年3季 度月均	10年4季 度月均	11年1季 度月均	11年2季 度月均	11年3季 度月均	3季度同比 (%)	3季度环比 (%)
福特全顺系列商用车	3,813	4,596	4,396	4,648	5,241	4,756	4,594	4.5	(3.4)
JMC 系列轻型卡车	5,088	6,298	5,509	5,180	6,913	5,840	5,135	(6.8)	(12.1)
JMC 皮卡+SUV	4,866	4,793	4,960	5,519	6,326	6,024	4,954	(0.1)	(17.8)
合计	13,767	15,688	14,866	15,346	18,481	16,620	14,683	(1.2)	(11.7)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 53.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 54.江铃福特全顺商用车销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

福田汽车

福田汽车 9 月销量共计约 5.1 万台，同比基本持平。其中，中重卡销量 84,83 台，同比增长 16.9%；轻卡（含微卡）销量 39,170 台，同比小幅下滑 3.0%。截至 9 月，公司累计总销量 49.7 万台，同比下滑 4.5%。其中，惟有中重卡由于产能提升，累计同比增长 7.4%；其它车型累计销量均低于去年同期。

图表 55.福田汽车 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月累 计销量	累计同比 (%)
中重卡（含非完整车辆，含半挂车）	8,483	16.9	33.7	87,144	7.4
轻卡（含微卡、工程车）	39,170	(3.0)	5.6	383,603	(5.9)
轻客	2,195	6.4	19.7	16,983	(6.1)
大中客（含非完整车辆）	338	46.3	(17.2)	2,231	(21.4)
其他（SUV、蒙派克、迷迪）	584	(36.5)	(8.9)	7,433	(30.7)
合计	50,770	(0.1)	9.6	497,394	(4.5)

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司前3季度录得每股收益0.42元，同比下滑44.2%，其中3季度每股收益0.09元，同比和环比分别下滑59%、32.7%。第3季度，由于商用车板块的整体低迷以及淡季因素，公司整体销量同比和环比分别下滑6.6%和22.3%；销售收入同比下降10.1%、环比下滑33.3%。由于规模效应缩减、中重卡产能利用率降低以及原材料成本维持高位等负面因素，导致3季度毛利率同比下滑1.9个百分点至9.4%。费用方面，3季度管理费用得到有效控制，销售费用率有所增长；另外由于短期、长期借款增加，导致财务费用攀升。

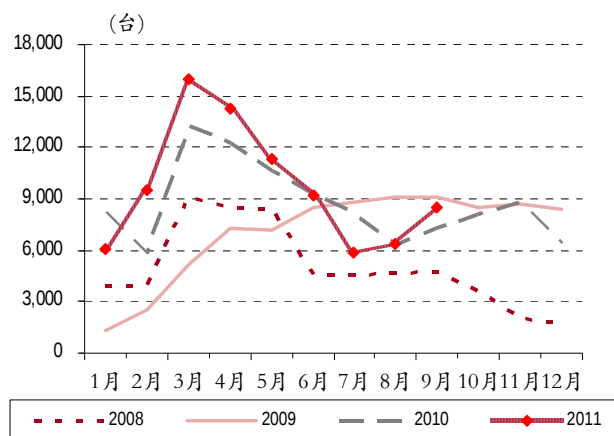
我们认为，福田戴姆勒合资公司成立后，将使公司经常性盈利有所下降，但合资事项产生的收益及许可使用费收入在未来多年将增厚公司业绩共计56.6亿元左右，合每股收益2.7元左右，2012年可能增厚业绩达1元或以上。我们目前将公司2011年每股收益调整至0.55元，预计2012年公司每股收益容易达到1元以上，将对股价起提振作用。

图表 56.福田汽车月均销量

(台)	10年1季	10年2季	10年3季	10年4季	11年1季	11年2季	11年3季	3季度同	3季度环
	度月均	度月均	度月均	度月均	度月均	度月均	度月均	比 (%)	比 (%)
中重卡	9,107	10,720	7,231	7,750	10,538	11,603	6,908	(4.5)	(40.5)
轻卡 (含微卡)	46,168	50,139	39,530	43,317	45,649	45,372	36,847	(6.8)	(18.8)
轻客	2,189	1,995	1,846	1,907	2,073	1,804	1,784	(3.3)	(1.1)
大中客	403	268	276	278	214	216	314	13.8	45.0
其他(蒙派克、迷迪等)	1,479	1,200	896	832	1,051	806	621	(30.7)	(22.9)
合计	59,371	64,322	49,778	54,085	59,524	59,801	46,473	(6.6)	(22.3)

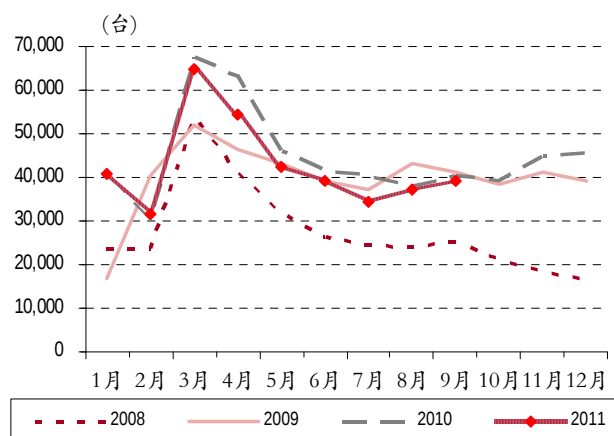
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 57.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 58.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 9 月客车销量合计 4,860 台，同比增长 4.0%。其中大客和中客分别同比增长 5.7% 和 8.9%。截至 9 月，公司累计销量同比增长 12.6% 至 31,718 台，其中大客和中客累计同比增速分别为 15.2% 和 16.4%；轻客累计同比下滑 16.5%。

图表 59. 宇通客车 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
大型客车	2,202	5.7	44.2	13,646	15.2
中型客车	2,420	8.9	13.5	15,690	16.4
轻型客车	238	(35.0)	(35.3)	2,382	(16.5)
合计	4,860	4.0	20.7	31,718	12.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

宇通客车 3 季度实现每股收益 0.6 元，同比和环比分别增长 69% 和 27%。3 季度公司销量同比和环比分别增长 19.2% 和 29.7%，各车型同比、环比均呈现正增长。我们估计公司 4 季度将继续细分市场结构和产品结构，提升旅游、团体市场占有率。预计公司 2011 年客车销量同比增长 13%，销售收入同比增长 21% (归功于客车平均售价上升)。

由于公司 3 季度业绩好于预期，我们将公司 2011-2012 年每股收益预测分别从 1.99 元和 2.42 元上调至 2.04 元和 2.47 元，鉴于行业整体估值水平的下降，将目标价由 29.9 元下调至 26.5 元，相当于 13 倍 2011 年市盈率，维持买入评级。

图表 60. 宇通客车月均销量

(台)	10 年 1 季度 月均	10 年 2 季度 月均	10 年 3 季度 月均	10 年 4 季度 月均	11 年 1 季度 月均	11 年 2 季度 月均	11 年 3 季度 月均	3 季度同比 (%)	3 季度环比 (%)
大型客车	1,031	1,282	1,635	1,908	1,299	1,450	1,801	10.2	24.3
中型客车	1,122	1,569	1,803	2,110	1,206	1,725	2,299	27.5	33.2
轻型客车	185	471	295	312	188	255	350	18.7	37.1
合计	2,338	3,323	3,732	4,330	2,693	3,430	4,450	19.2	29.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

中国重汽

中国重汽 9 月重卡销量 5,060 台，同比下滑 27.7%，环比 8 月下降 28.2%。截至 9 月，公司累计重卡销售 79,976 台，同比下降 5.8%。

图表 61. 中国重汽 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
中国重汽	5,060	(27.7)	(28.2)	79,976	(5.8)

资料来源：公司数据，中银国际研究

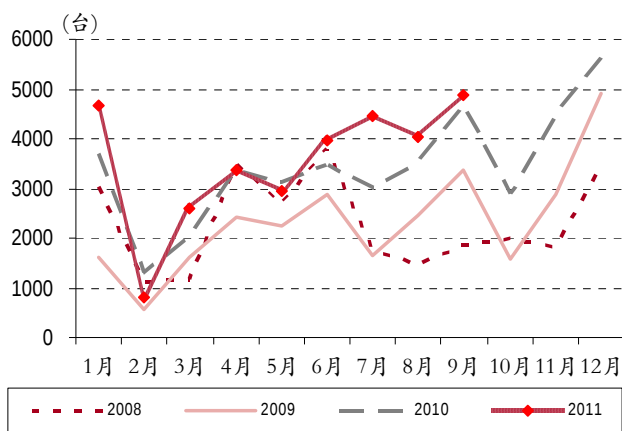
公司 1-9 月录得每股收益 0.91 元，前 3 个季度每股收益分别为 0.22 元、0.50 元和 0.19 元。由于子公司济南桥箱坏账减值的冲回，估算正面影响公司每股收益约 0.09 元（考虑税收影响），故 3 季度经常性每股盈利约 0.1 元左右。第 3 季度，公司重卡销量同比下滑 23.1%，环比下滑 50%；销售收入同比和环比分别下降 24.8%和 49.4%，与销量下滑幅度基本相符。由于销量下滑以及原材料高位运行，3 季度毛利率同比下滑 2.3 个百分点至 8.3%；预计 4 季度随着销量回升以及橡胶等原材料价格高位回落，毛利率有望逐步恢复。

我们认为近期原材料成本呈下降趋势，且行业降库存压力逐步缓解，行业有望逐步好转。我们目前将公司 2011-2012 年每股收益小幅调整至 1.10 元及 1.50 元，维持**持有**评级。

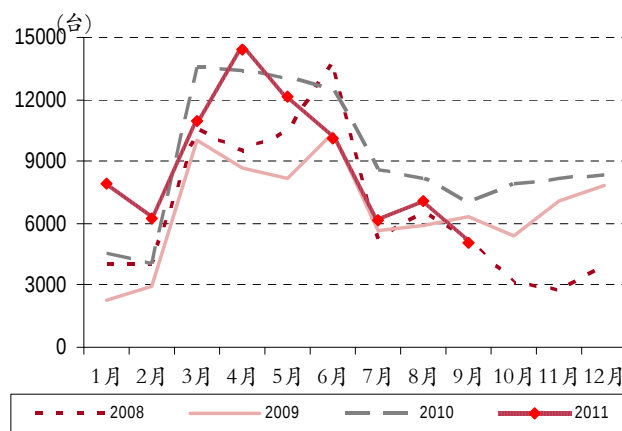
图表 62. 中国重汽月均销量

(台)	10 年 1 季度 月均	10 年 2 季度 月均	10 年 3 季度 月均	10 年 4 季度 月均	11 年 1 季度 月均	11 年 2 季度 月均	11 年 3 季度 月均	3 季度同比 (%)	3 季度环比 (%)
中国重汽	7,385	12,975	7,933	8,144	8,359	12,201	6,099	(23.1)	(50.0)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 63. 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 64. 中国重汽销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

一汽夏利

一汽夏利9月汽车销售20,520台，同比下降3.6%，其中威系列同比大幅增长169.2%，夏利系列同比下降23.6%。截至9月，公司销量累计同比增长9.8%至18.9万台。

一汽夏利前3季度实现每股收益0.07元，同比下滑62.3%。第3季度实现每股收益0.04元，盈利同比和环比均有大幅改善，主要得益于一汽丰田贡献投资收益的明显回升(合每股盈利约0.22元)。

一汽丰田9月合计销量同比增长27.6%至53,265台，已恢复至震前销量水平。截至9月，公司累计销量36.4万台，同比小幅增长1.7%。从目前情况来看，我们认为公司今年仍有望完成年初55万的销售目标。

图表 65.一汽夏利9月销量

(台)	2011年9月	同比 (%)	环比 (%)	2011年1-9月 累计销量	累计同比 (%)
夏利系列	14,571	(23.6)	26.7	142,558	4.2
威系列	5,949	169.2	44.3	46,322	31.5
合计	20,520	(3.6)	31.3	188,880	9.8

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 66.一汽丰田9月销量

(台)	2011年9月	同比 (%)	环比 (%)	2011年1-9月 累计销量	累计同比 (%)
花冠	12,444	34.4	(1.8)	83,392	63.4
皇冠	3,385	(2.0)	95.0	19,372	(47.3)
卡罗拉	15,548	18.7	(23.4)	121,748	0.2
锐志	7,776	130.3	14.5	44,808	35.8
威驰	1,014	(53.2)	(6.2)	9,318	(69.1)
轿车小计	40,167	28.1	(5.6)	278,638	2.3
SUV小计	13,098	26.2	25.8	85,096	(0.2)
合计	53,265	27.6	0.5	363,734	1.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 67.一汽夏利月均销量

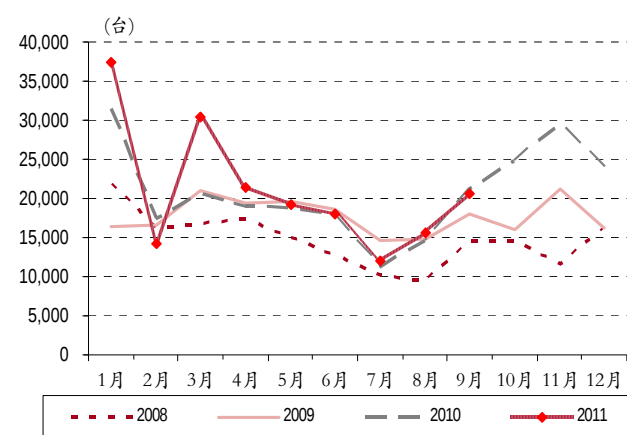
(台)	10年1季度 月均	10年2季度 月均	10年3季度 月均	10年4季度 月均	11年1季度 月均	11年2季度 月均	11年3季度 月均	3季度同比 (%)	3季度环比 (%)
夏利系列	17,241	14,791	13,573	21,824	21,417	14,478	11,624	(14.4)	(19.7)
威系列	5,885	3,760	2,099	4,282	5,931	5,053	4,457	112.4	(11.8)
合计	23,126	18,550	15,671	26,106	27,347	19,531	16,082	2.6	(17.7)

资料来源：公司数据，中银国际研究

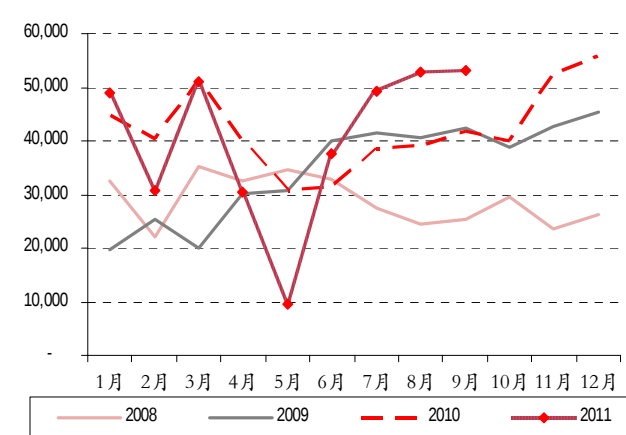
图表 68. 一汽丰田月均销量

(台)	10 年 1 季度	10 年 2 季度	10 年 3 季度	10 年 4 季度	11 年 1 季度	11 年 2 季度	11 年 3 季度	3 季度同比	3 季度环比
	月均	月均	月均	月均	月均	月均	月均	(%)	(%)
花冠	6,844	2,798	7,367	10,572	9,921	5,337	12,539	70.2	134.9
皇冠	5,453	4,092	2,697	2,812	2,700	1,487	2,270	(15.8)	52.7
卡罗拉	14,478	12,624	13,381	16,869	14,864	7,512	18,207	36.1	142.4
锐志	4,365	3,718	2,917	6,262	4,993	3,302	6,641	127.7	101.1
威驰	4,712	2,793	2,559	1,499	1,101	910	1,095	(57.2)	20.4
轿车小计	35,852	26,024	28,921	38,013	33,579	18,548	40,753	40.9	119.7
SUV 小计	9,607	8,036	10,776	11,414	9,960	7,277	11,128	3.3	52.9
合计	45,459	34,060	39,697	49,428	43,539	25,824	51,881	30.7	100.9

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 69. 一汽夏利合计销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 70. 一汽丰田合计销量走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

主要港股上市公司销量列示

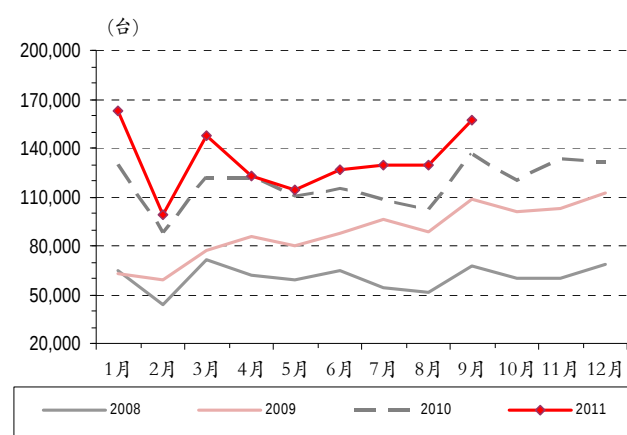
东风汽车集团

图表 71. 东风汽车集团 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
轿车	108,507	3.2	16.9	869,303	8.8
MPV	12,376	40.5	25.4	102,372	95.9
SUV	36,406	61.2	34.3	217,713	19.5
乘用车小计	157,289	15.2	21.2	1,189,388	15.1
客车	3,937	8.1	4.9	30,165	10.8
重卡	14,130	4.3	20.3	145,448	(2.4)
中卡	4,724	(26.3)	7.6	48,357	(9.4)
轻卡	18,608	(2.5)	28.5	168,486	(0.1)
微卡	1,342	49.4	38.4	12,091	117.7
商用车小计	42,741	(1.9)	20.9	404,547	0.2
总计	200,030	11.0	21.1	1,593,935	10.9

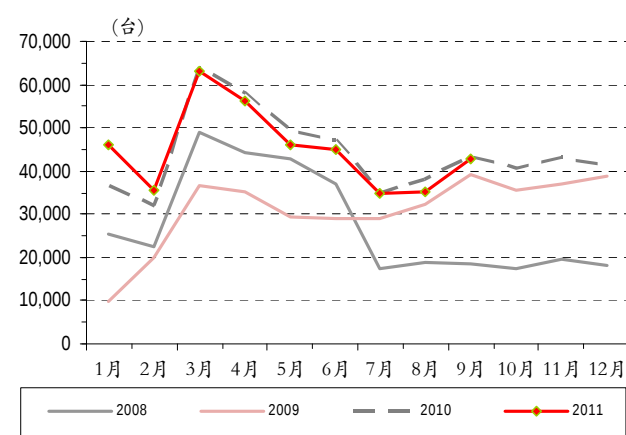
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 72. 东风汽车集团乘用车销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 73. 东风汽车集团商用车销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

比亚迪

图表 74. 比亚迪 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
轿车	30,176	(7.9)	34.8	300,504	(22.1)
MPV	292	-	8.1	2,632	363.4
SUV(S6)	7,547	-	30.5	23,243	-
合计	38,015	14.9	33.6	326,379	(15.5)

资料来源：产销快讯，中银国际研究

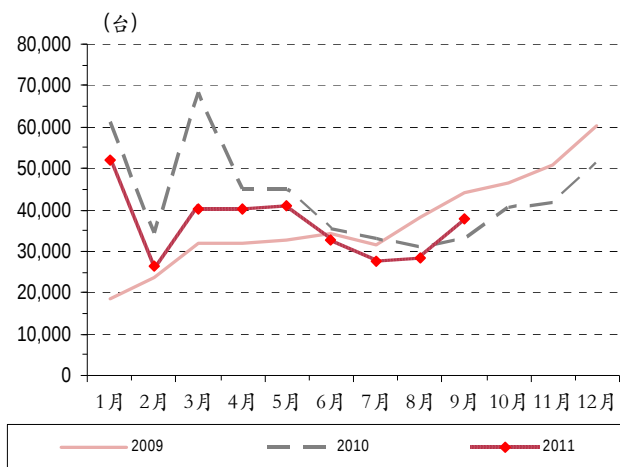
吉利汽车

图表 75. 吉利汽车 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
吉利轿车	34,520	5.9	24.5	302,281	6.0

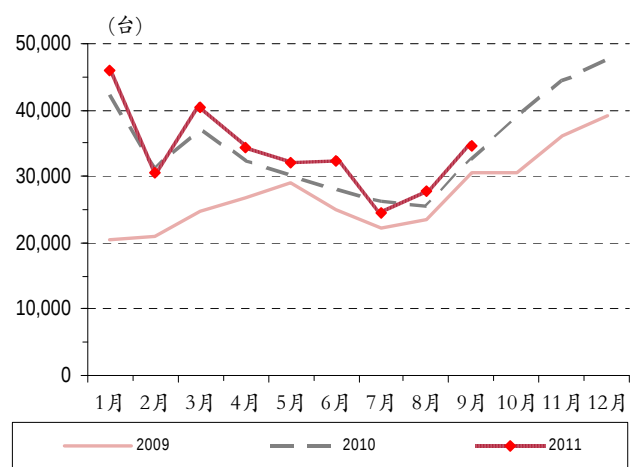
资料来源：产销快讯，中银国际研究

图表 76. 比亚迪销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 77. 吉利汽车销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

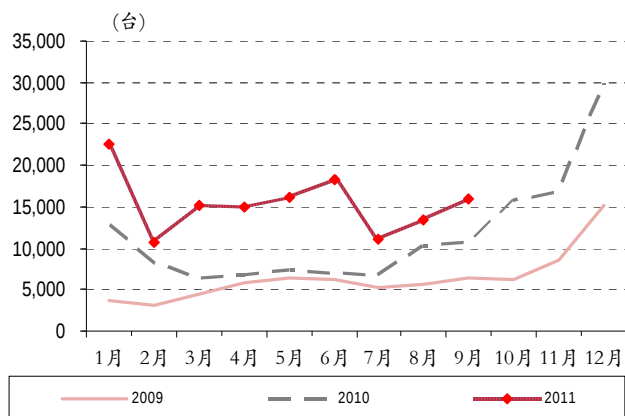
长城汽车

图表 78. 长城汽车 9 月销量

(台)	2011 年 9 月	同比 (%)	环比 (%)	2011 年 1-9 月 累计销量	累计同比 (%)
轿车	15,867	49.6	17.4	138,201	81.3
MPV	289	2527.3	7.8	4,199	103.6
SUV	10,270	(17.4)	1.3	107,056	0.5
乘用车合计	26,426	14.6	10.5	249,456	35.0
皮卡	10,165	22.4	(15.4)	90,982	23.5
合计	36,591	16.7	1.8	340,438	31.7

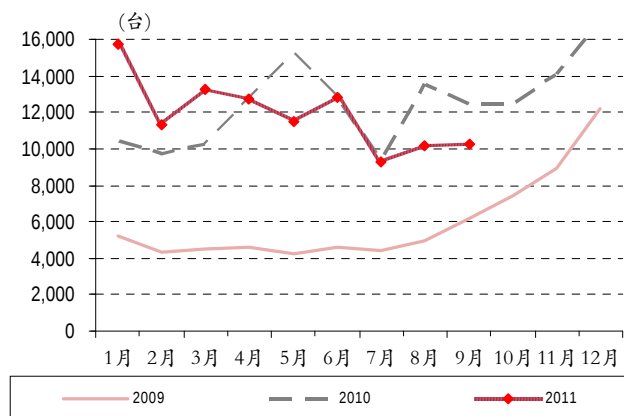
资料来源：产销快讯，中银国际研究

图表 79. 长城汽车轿车销量走势



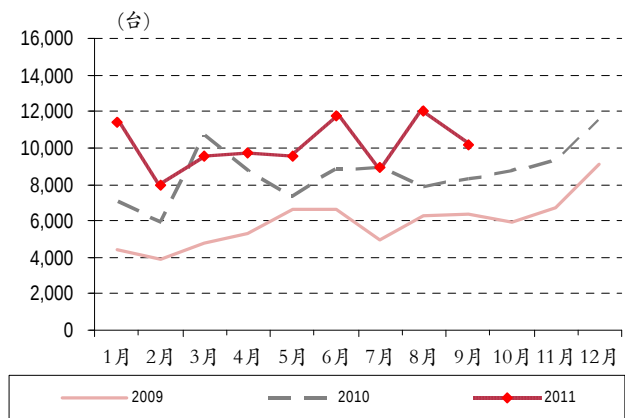
资料来源：产销快讯，中银国际研究

图表 80. 长城汽车 SUV 销量走势



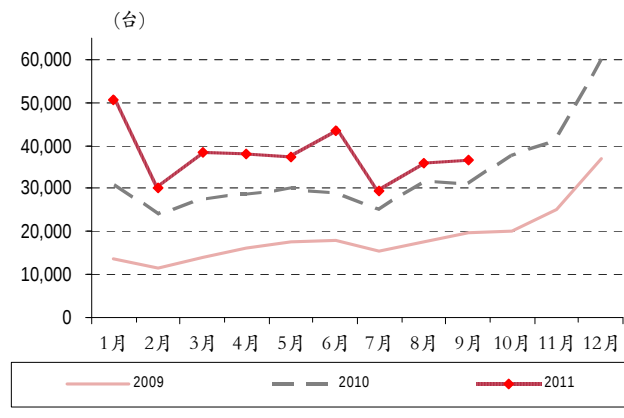
资料来源：产销快讯，中银国际研究

图表 81. 长城汽车皮卡销量走势



资料来源：产销快讯，中银国际研究

图表 82. 长城汽车合计销量走势



资料来源：产销快讯，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 16.63, 买入)
江淮汽车 (600418.SS/人民币 7.59, 持有)
一汽轿车 (000800.SZ/人民币 10.48, 持有)
长安汽车 (000625.SZ/人民币 4.39; 200625.SZ/港币 2.26, 持有)
福田汽车 (600166.SS/人民币 8.03, 持有)
江铃汽车 (000550.SZ/人民币 21.85; 200550.SZ/港币 15.03, 持有)
宇通客车 (600066.SS/人民币 21.32, 买入)
中国重汽 (000951.SZ/人民币 17.06, 持有)
潍柴动力 (000338.SZ/人民币 38.25; 2338.HK/港币 43.00, 买入)
福耀玻璃 (600660.SS/人民币 8.81, 持有)
威孚高科 (000581.SZ/人民币 33.00; 200581.SZ/港币 18.30, 持有)
华域汽车 (600741.SS/人民币 10.40, 买入)
一汽富维 (600742.SS/人民币 22.19, 买入)
悦达投资 (600805.SS/人民币 13.56, 买入)
东风集团股份 (0489.HK/港币 12.86, 持有)
庆铃汽车 (1122.HK/港币 2.12, 买入)
中升控股 (0881.HK/港币 13.90, 买入)
大昌行 (1828.HK/港币 9.55, 未有评级)
吉利汽车 (0175.HK/港币 2.02, 未有评级)
比亚迪 (002594.SZ/人民币 25.04; 1211.HK/港币 18.96, 未有评级)
长城汽车 (601633.SS/人民币 12.37; 2333.HK/港币 12.00, 未有评级)

以2011年11月4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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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