



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 12 月 26 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

估值触底趋势向好, 行业龙头率先反弹

张涵一 CFA

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

A 股汽车板块近期走势点评

行业近况:

近期汽车股持续反弹, 走势明显强于大盘, 我们维持前期策略报告观点, 坚定推荐乘用车板块中的龙头标的: 一汽富维 (600742.CH)、华域汽车 (600741.CH) 和上海汽车 (600104.CH)。市场对汽车行业悲观预期正在逐渐好转, 我们看好 2012 年 1 季度乘用车板块投资机会。

评论:

估值提供足够安全边际, 作为先导行业将领先反弹。目前行业龙头企业估值大多回落到 2012 年 6~7 倍 PE 和 1.2~1.3 倍 PB, PE 估值处于行业历史底部, 横向比较来看已经和欧美车企相当, PB 估值也接近历史底部, 估值基本没有下行空间, 而一旦情绪好转, 向上修复空间较大。从 2003~2011 年经验来看, 汽车行业走势一般领先大盘, 在市场调整中率先见底, 在市场上行率先反弹。在目前估值水平下, 如果看好大盘 1 季度表现, 汽车股值得重点配置。

估值低只是理由之一, 行业自身催化剂成为 1 季度反弹关键。在今年经历了政策退出、限购推行以及日本地震影响之后, 我们预计行业将重回较快增长通道, 预计 2012 年狭义乘用车增速将达到 15%, 其中, 由于基数原因, 乘用车 2~8 月销量将持续较快增长, 预计增幅在 15~20% 之间; B 级车和 SUV 销量增速将较此更高。考虑到产能基本要到 4 季度才能陆续释放, 我们认为明年 2~3 季度销量和业绩较快增长是大概率事件, 行业 1~2 季度反弹具备基本面支撑。对于 4 季度以后基本面走势, 还有待进一步观察政策放松力度以及宏观经济状况, 如好于悲观预期, 汽车股依旧具备超预期的可能。

解禁担忧逐渐消除, 2012 年 1 季度一汽富维和上海汽车表现可期。前期由于二股东减持以及定向增发股东解禁, 投资者对一汽富维 (600742.CH) 和上海汽车 (600104.CH) 普遍采取规避策略, 以避免年底可能出现股价波动。到明年 1 季度, 我们预计投资者会更看重投资标的的盈利增长及估值水平, 而两家公司估值均处于行业底部且业绩增长确定性强, 1 季度有望获得更多投资者青睐。

估值与建议:

看好乘用车板块 1 季度投资机会, 继续推荐欧美系整车及零部件供应商。我们看好明年 2 月起销量增速持续反弹带来 A 股乘用车板块估值修复, 盈利增长确定性强的品种预计均将有投资机会; 这其中我们更看好一汽富维 (600742.CH)、华域汽车 (600741.CH) 和上海汽车 (600104.CH) 业绩增长的确定性和估值修复空间。一汽富维是行业中少有的明年基本面会有向上拐点的品种, 华域汽车和上海汽车也是行业中盈利增长确定性最强的品种, 维持对三家公司为我们推荐首选的建议。

商用车配置结构性增长市场中的龙头客车企业。目前商用车企业估值大多在 2011 年 9~15 倍 PE 之间。我们建议投资者可持续配置低估值、行业竞争格局相对较好的客车企业, 如江铃汽车 (000550.CH) 和宇通客车 (600066.CH)。

风险:

明年 1 月受春节提前影响行业销量增速将明显下滑, 但市场对此已有充分预期。

图表 1: 可比公司估值

公司名称	类别	股价		市值 百万美元	市盈率				市净率				EV/EBITDA				EPS 增长率 %				CAGR
		11-12-25	11-12-25		09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	
中国A股上市公司																					
潍柴动力	CV	31.17	8,216	15.2	7.7	8.4	7.1	4.4	2.8	2.0	1.5	8.6	6.8	6.2	6.2	76%	99%	-9%	19%	21%	
中国重汽	CV	12.50	827	12.3	7.8	11.4	10.0	1.8	1.5	1.5	1.4	5.4	3.9	3.4	3.4	-10%	57%	-31%	14%	5%	
宇通客车	CV	23.60	1,935	21.8	14.3	11.5	8.5	5.7	4.9	4.1	3.3	14.3	12.9	11.2	11.2	6%	53%	24%	36%	27%	
福田汽车	CV	5.82	1,936	11.8	7.5	11.6	8.8	3.0	1.5	1.4	1.3	7.8	5.3	4.7	4.7	200%	59%	-36%	32%	8%	
江铃汽车	CV	19.59	2,667	16.0	9.9	9.3	7.7	3.5	2.8	2.4	2.0	11.8	9.9	8.7	8.7	35%	62%	6%	21%	20%	
江淮汽车	CV/PV	5.54	1,126	21.3	6.1	11.0	9.2	1.7	1.3	1.2	1.1	5.9	4.1	3.7	3.7	488%	246%	-44%	19%	23%	
长安汽车	PV	3.65	2,783	15.7	8.7	9.8	8.5	2.0	1.7	1.1	1.0	29.0	12.2	10.1	10.1	4497%	81%	-11%	14%	17%	
上海汽车	PV	14.03	20,448	23.3	11.2	7.3	6.3	2.2	2.0	2.0	1.7	30.8	6.8	5.9	5.9	905%	108%	54%	15%	39%	
中大股份	Dealer	7.58	787	18.1	10.0	8.3	7.3	2.0	1.7	1.4	1.2	8.7	5.5	4.7	4.7	30%	81%	20%	13%	25%	
中鼎股份	Parts	11.08	1,041	33.0	21.2	17.0	13.6	7.9	6.2	4.6	3.5	18.0	12.6	10.6	10.6	50%	55%	25%	26%	25%	
华域汽车	Parts	9.08	3,699	15.3	9.3	7.6	6.6	1.9	1.6	1.4	1.3	10.5	7.9	6.8	6.8	49%	64%	23%	15%	24%	
一汽富维	Parts	17.91	597	10.7	6.6	7.4	5.9	2.3	1.7	1.5	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87%	61%	-11%	26%	16%	
福耀玻璃	Parts	8.00	2,527	14.3	9.0	10.2	8.4	3.7	2.7	2.5	2.2	9.4	8.2	6.8	6.8	355%	60%	-12%	21%	14%	
银轮股份	Parts	14.60	366	35.2	14.5	16.2	13.0	3.7	3.0	1.5	1.4	10.7	8.5	8.1	6.6	24%	142%	-10%	25%	28%	
平均				15.7	9.3	9.8	8.4	2.0	1.7	1.5	1.3	9.4	6.9	6.3	6.3	50%	59%	13%	15%	17%	
平均 - 商用车				17.4	8.8	11.2	8.6	2.5	1.7	1.5	1.5	8.2	6.1	5.1	5.1	20%	60%	-2%	19%	20%	
平均 - 乘用车				19.5	10.0	8.5	7.4	2.1	1.8	1.6	1.5	29.0	6.8	5.9	5.9	491%	62%	14%	7%	15%	
平均 - 零部件				13.3	9.2	9.1	8.2	2.1	1.7	1.4	1.3	10.5	8.2	6.8	6.8	51%	56%	13%	7%	15%	
香港上市公司																					
潍柴动力	CV	38.75	8,215	15.4	7.8	8.5	7.2	4.5	2.8	2.0	1.5	9.8	5.1	12.1	10.3	76%	99%	-9%	19%	21%	
庆铃汽车	CV	1.99	635	19.9	16.6	13.4	11.1	0.7	0.7	0.7	0.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	43%	20%	23%	22%	16%	
华晨汽车	PV	8.60	5,538	n.a.	28.0	18.9	13.2	6.9	5.5	4.2	3.3	25.8	54.9	48.8	42.8	n.m.	n.m.	48%	43%	n.m.	
吉利汽车	PV	1.71	1,639	8.2	8.9	7.4	6.3	1.9	1.5	1.3	1.1	6.2	4.6	4.3	3.7	26%	-8%	20%	18%	7%	
广汽集团	PV	6.62	5,232	12.2	7.2	10.1	8.4	n.m.	1.6	1.4	1.2	4.7	3.2	3.4	2.8	21%	70%	-29%	20%	10%	
长城汽车	CV/PV	11.90	5,332	28.9	10.9	8.7	6.7	3.9	2.9	1.6	1.4	29.8	10.7	4.0	3.6	99%	164%	25%	30%	44%	
东风汽车	PV	14.10	15,618	15.8	9.0	8.5	7.4	3.6	2.6	2.1	1.7	7.6	4.7	4.6	4.1	58%	76%	7%	14%	21%	
中国重汽	CV	4.33	1,537	10.1	6.6	5.9	4.3	0.6	0.5	0.5	0.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	10%	54%	12%	36%	24%	
中升集团	Dealer	12.28	3,013	40.6	18.5	12.7	8.9	2.0	1.6	1.3	1.3	28.4	14.4	7.8	5.7	115%	119%	45%	43%	46%	
大昌行	Dealer	9.27	2,170	23.8	12.0	10.4	8.4	3.1	2.5	2.1	1.8	16.9	11.1	7.5	6.2	26%	99%	15%	24%	30%	
正通汽车	Dealer	7.66	2,720	94.2	49.8	18.9	10.6	30.9	3.4	2.1	1.8	63.4	35.6	13.0	6.5	331%	89%	163%	78%	73%	
信义玻璃	Parts	4.45	2,107	20.9	10.3	8.9	7.0	3.0	2.5	2.2	1.9	18.5	8.8	7.4	5.9	9%	103%	16%	27%	31%	
敏实集团	Parts	7.85	1,087	11.1	8.5	8.0	6.9	1.8	1.3	1.1	1.0	6.0	4.6	4.1	3.5	47%	31%	6%	16%	13%	
平均				17.9	10.3	8.9	7.4	3.0	2.5	1.6	1.4	16.9	8.8	7.4	5.7	45%	82%	16%	24%	22%	
平均 - 商用车				15.4	7.8	8.5	7.2	0.7	0.7	0.7	0.7	9.8	5.1	12.1	10.3	43%	54%	12%	22%	21%	
平均 - 乘用车				14.0	9.0	8.7	7.4	3.8	2.6	1.6	1.4	7.6	4.7	4.3	3.7	42%	73%	20%	20%	15%	
平均 - 零部件				16.0	9.4	8.5	7.0	2.4	1.9	1.6	1.4	12.2	6.7	5.7	4.7	28%	67%	11%	21%	22%	
欧洲及美国上市公司																					
曼	CV	67.30	12,756	n.m.	13.9	9.5	11.7	1.9	1.7	1.5	1.4	12.5	10.2	5.8	7.1	n.m.	n.m.	46%	-19%	n.m.	
斯堪尼亚	CV	99.00	11,697	70.2	8.7	8.3	10.3	3.4	2.6	2.3	2.1	9.7	5.1	6.9	8.1	-87%	707%	5%	-20%	61%	
沃尔沃	CV	74.90	23,220	n.m.	14.0	8.6	9.2	2.3	2.1	1.9	1.7	n.m.	8.1	6.4	6.7	n.m.	n.m.	62%	-6%	n.m.	
帕卡	CV	37.98	13,605	122.5	30.4	13.9	11.3	2.7	2.6	2.4	2.1	16.7	13.3	9.4	7.9	-89%	303%	119%	22%	81%	
戴姆勒	CV/PV	34.40	47,848	n.m.	8.0	6.7	7.1	1.2	1.0	0.9	0.9	30.8	8.9	7.1	7.4	n.m.	n.m.	20%	-6%	n.m.	
菲亚特	CV/PV	3.66	5,994	n.m.	8.7	5.7	4.8	0.4	0.4	0.4	0.4	6.2	5.2	2.7	2.2	n.m.	n.m.	52%	20%	n.m.	
雷诺	PV	26.82	10,346	n.m.	2.1	3.8	3.8	0.5	0.4	0.3	0.3	13.2	8.2	7.6	8.0	n.m.	n.m.	-45%	1%	n.m.	
标志	PV	12.43	3,795	n.m.	2.5	3.6	4.0	0.2	0.2	0.2	0.2	11.1	5.6	6.2	6.3	n.m.	n.m.	-31%	-11%	n.m.	
宝马	PV	52.49	43,763	169.3	10.7	6.8	7.6	1.7	1.5	1.2	1.1	9.2	5.9	6.4	7.0	-37%	1484%	56%	-10%	117%	
大众	PV	105.55	66,783	44.6	7.0	5.5	5.8	1.2	1.1	0.8	0.7	10.3	6.7	5.6	5.7	-80%	541%	28%	-7%	66%	
福特汽车	CV/PV	10.95	41,611	12.0	5.8	6.0	6.9	n.m.	n.m.	5.1	2.3	16.1	6.7	9.3	8.3	n.m.	109%	-5%	-13%	15%	
通用汽车	CV/PV	20.50	32,074	4.3	n.m.	n.m.	n.m.	0.8	0.7	0.6	n.m.	n.m.	1.9	1.8	1.7	22%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
玛格纳	Parts	33.56	7,948	n.m.	7.9	7.7	7.3	1.0	1.0	1.0	0.9	16.7	3.7	3.5	3.2	n.m.	n.m.	3%	4%	n.m.	
博格华纳	Parts	65.58	7,195	285.1	19.8	14.8	12.3	3.5	3.3	2.9	2.3	22.8	10.9	7.7	6.7	n.m.	1339%	34%	20%	119%	
奥托立夫	Parts	53.15	4,745	442.9	7.9	7.9	8.3	1.9	1.7	1.5	1.3	12.6	4.2	4.1	4.1	-95%	5542%	-1%	-4%	171%	
爱尔铃克特	Parts	19.21	1,587	33.1	17.3	12.5	12.0	3.7	2.4	2.1	1.9	10.6	7.2	5.9	5.8	-16%	91%	38%	4%	29%	
法雷奥	Parts	30.87	3,166	n.m.	6.4	5.5	5.8	1.9	1.4	1.2	1.0	4.9	2.6	2.5	2.5	n.m.	n.m.	15%	-4%	n.m.	
平均				70.2	8.4	7.3	7.5	1.9	1.5	1.4	1.3	11.8	6.3	6.0	6.5	-80%	624%	24%	-5%	74%	
平均 - 商用车				96.4	13.9	9.1	10.8	2.5	2.3	2.1	1.9	12.5	9.2	6.6	7.5	-88%	505%	54%	-12%	71%	
平均 - 乘用车				28.3	7.0	5.7	5.8	0.8	0.7	0.7	0.7	11.1	6.3	6.3	6.6	-37%	541%	20%	-7%	66%	
平均 - 零部件				285.1	7.9	7.9	8.3	2.7	2.1	1.8	1.6	11.6	5.1	4.7	4.3	-55%	1339%	15%	4%	119%	
日本上市公司																					
五十铃	CV	352	7,649	71.0	11.6	8.2	8.3	2.0	1.8	1.5	1.3	14.3	5.8	5.6	4.7	n.m.	514%	41%	-2%	71%	
日野汽车	CV	456	3,356	n.m.	n.m.	19.7	11.7	1.2	1.4	1.3	1.1	8.3	5.5	5.3	4.5	n.m.	n.m.	n.m.	69%	n.m.	
日产	PV	692	40,065	66.5	9.1	9.0	7.6	1.0	1.0	0.9	0.9	6.5	5.4	6.2	5.6	n.m.	635%	1%	18%	72%	
丰田	CV/PV	2,496	110,220	37.4	19.2	24.1	11.9	0.8	0.8	0.8	0.7	11.2	10.7	15.3	10.4	n.m.	95%	-21%	103%	33%	
马自达	PV	136	3,101	n.m.	n.m.	n.m.	21.9	0.5	0.6	0.6	0.6	3.3	3.3	10.3	7.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
本田	PV	2,325	53,938	15.7	7.9	16.2	9.1	1.0	0.9	0.9	0.9	6.8	6.0	9.9	6.6	96%	100%	-51%	78%	15%	
铃木	PV	1,581	11,360	25.2	19.6	15.0	12.5	0.9	0.9	0.9	0.8	2.9	2.6	2.7	2.5	2%	29%	30%	20%	19%	
电装	Parts	2,077	23,516	22.8	11.7	15.2	10.4	0.9	0.9	0.8	0.8	4.0	3.9	4.2	3.6	n.m.	95%	-23%	46%	22%	
爱信精机	Parts	2,147	8,103	36.4	8.7	10.1	8.2	0.9	0.9	0.8	0.8	3.6	3.3	3.5	3.1	n.m.	319%	-14%	23%	45%	
丰田纺织	Parts	785	1,887	21.2	12.7	11.9	7.7	0.9													

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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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
上海市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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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



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