

# 久寒之下孕暖春，预期在好转

## 2012 年汽车行业专题报告

### 核心观点

**影响汽车需求的长期因素没有改变。**我们认为影响汽车需求，特别是乘用车需求的长期因素没有改变：1) 汽车保有量低；2) 人均可支配收入稳步增加；3) 城镇化进程持续推进。经过一年的调整，各利空因素基本被市场消化，2012 年上半年行业将继续调整，从下半年开始有望进入第四轮产业周期，核心驱动因素为中西部汽车消费的高速增长。

**行业机构分化，把握优势子行业。**1) 自主品牌受益于中西部消费加速和出口快速增长；2) 大中客增长驱动力最为稳定，校车市场扩容；3) 轻型客车竞争加剧，物流改装车、专用车和特种车契合发展趋势；4) 2012 年重卡将稳定增长，增幅表现为前低后高。

**自主品牌迎来新一轮增长机会。**2012 年中西部汽车消费增速在 20% 以上，用户购车主要集中在 A0 级和 A 级轿车，自主品牌车型在中西部拥有价格优势和渠道优势，另外，海外新兴市场汽车产销规模增长很快，自主品牌出口销量有望维持高速发展。

**大中客行业值得重点关注。**1) 我国仍处于城镇化加速阶段，新增城市公交采购和老旧公交车更新换代带动城市公交需求稳定增长；2) 公路客运依然是旅客出行的主要方式，铁路覆盖的局限性将促使公路客运在西部大开发进程中承担更大的责任，公路客运稳定增长；3) 国内客车企业比肩国际二流水平，出口竞争力不断增强；4) 校车有望再造一个大中客市场，未来 5-10 年将处于高速增长期。

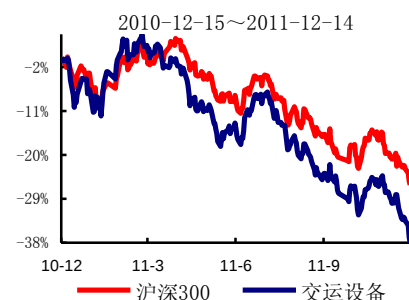
**轻客偏高端化，专用车代表未来发展趋势。**竞争加剧使得国内轻客市场的需求结构正在发生显著的变化，产品正在向欧美化、高端化、系列化、模块化、多功能化的特征的发展，物流改装车、专用车和特种车契合目前的市场需求，将成为未来轻客市场的重要增长点，在校车全国推广过程中，中高端轻客制造企业也将受益。

**重卡需求将稳定增长。**明年固定资产投资增速依然向下调整，但还是会维持在 20% 左右的水平，在保障房建设和水利建设等投资作用下，2012 年重卡需求将稳定增长。在政策放宽预期不断扩大的背景下，重卡行业有望率先实现估值和盈利的双修复。

**投资建议：**维持汽车行业“中性—A”的投资评级，行业结构分化，建议关注优势子行业龙头公司。乘用车推荐长城汽车和上海汽车，客车推荐宇通客车和江铃汽车，重卡推荐福田汽车。

**风险提示：**1) 经济景气度大幅下滑；2) 原材料价格再次进入上升通道；3) 固定资产投资增速大幅低于预期。

### 行业表现对比图



### 相关报告

**研究员：肖世俊**

电话：010-84183131

Email：xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120011

**联系人：丰亮**

电话：010-84183271

Email：fengliang@guodu.com

| 简称   | 代码     | 股价    | EPS(元) |      |      | P/E   |       |       | P/B  | 评级     |
|------|--------|-------|--------|------|------|-------|-------|-------|------|--------|
|      |        |       | 10A    | 11E  | 12E  | 10A   | 11E   | 12E   |      |        |
| 上海汽车 | 600104 | 13.68 | 1.61   | 1.89 | 2.20 | 9.88  | 7.23  | 6.22  | 1.64 | 强烈推荐-A |
| 宇通客车 | 600066 | 23.90 | 1.65   | 1.95 | 2.35 | 12.72 | 12.27 | 10.17 | 4.32 | 强烈推荐-A |
| 江铃汽车 | 000550 | 19.73 | 1.98   | 2.18 | 2.56 | 13.89 | 9.06  | 7.72  | 2.46 | 强烈推荐-A |
| 长城汽车 | 601633 | 11.35 | 0.99   | 1.11 | 1.39 | -     | 10.25 | 8.16  | 2.18 | 推荐-A   |
| 福田汽车 | 600166 | 6.31  | 1.73   | 0.59 | 0.84 | 15.56 | 10.62 | 7.50  | 1.55 | 推荐-A   |

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、从沸点到冰点，行业坐上过山车 .....           | 5  |
| 二、乘用车——自主合资冰火两重天 .....           | 6  |
| (一)、自主品牌市场份额持续下滑 .....           | 7  |
| (二)、合资品牌表现稳健 .....               | 8  |
| (三)、自主品牌将迎来新一轮增长期 .....          | 8  |
| 1、第四轮周期将启动，自主品牌在中西部市场竞争力更强 ..... | 9  |
| 2、海外新兴市场高速增长，自主品牌把握先机 .....      | 16 |
| 三、商用车：客车一枝独秀，重卡深陷泥沼 .....        | 20 |
| (一)、大中客行业稳定增长 .....              | 21 |
| 1、城镇化进程稳步推进是公交车需求的稳定器 .....      | 21 |
| 2、公路客运依然是乘客出行的主要方式 .....         | 23 |
| 3、比肩国际二流水准，出口竞争力不断增强 .....       | 24 |
| 4、校车蓝海市场将再造一个大中客市场 .....         | 26 |
| (二)、轻客市场趋于细分化 .....              | 28 |
| 1、物流车和改装车是未来重要增长点 .....          | 28 |
| 2、柴油轻客占比不断提升 .....               | 29 |
| (三)、关注重卡的左侧投资机会 .....            | 29 |
| 四、行业估值中枢下移，安全边际较高 .....          | 31 |
| 五、投资评级及推荐组合 .....                | 33 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 汽车销量同比小幅增长 .....                 | 5  |
| 图 2: 乘用车和轿车销量及同比增速 .....              | 6  |
| 图 3: 乘用车各细分车型增速比较 .....               | 6  |
| 图 4: 乘用车市场各国市场份额走势 .....              | 7  |
| 图 5: 轿车市场各国市场份额走势 .....               | 7  |
| 图 6: 行业景气度跌至金融危机后的最低点 .....           | 9  |
| 图 7: 中国汽车工业发展经过了三轮产业波动周期 .....        | 10 |
| 图 8: 各省市每公里汽车保有量 (辆, 2009 年) .....    | 11 |
| 图 9: 各省市每公里汽车保有量 (辆, 2009 年) .....    | 11 |
| 图 10: 汽车市场发展阶段划分 .....                | 12 |
| 图 11: 日本两届世博会前后经济增长及就业表现 .....        | 12 |
| 图 12: 韩国 1993 年世博会前后经济增长就业表现 .....    | 12 |
| 图 13: 2010 年全国各省市 R 值分布 .....         | 13 |
| 图 14: 一二三线城市千人汽车保有量比较 (辆) .....       | 14 |
| 图 15: 2005-2009 年各级别城市乘用车销量份额变化 ..... | 15 |
| 图 16: 08-10 年中国高净值人群增速区域比较 .....      | 16 |
| 图 17: 三四线城市购车预算统计 .....               | 16 |
| 图 18: 汽车出口数量及同比增速 .....               | 17 |
| 图 19: 汽车出口金额及同比增速 .....               | 17 |
| 图 20: 中国汽车出口量占总产量的比率较低 .....          | 17 |
| 图 21: 国内汽车出口目的地分布 .....               | 19 |
| 图 22: 印度、巴西等新兴市场增速 .....              | 19 |
| 图 23: 2010 年自主车企出口销量及增速对比 .....       | 20 |
| 图 24: 自主品牌销量目标完成情况较差 .....            | 21 |
| 图 25: 客车行业销售结构统计 .....                | 21 |
| 图 26: 大中客销量稳定增长 .....                 | 21 |
| 图 27: 根据纳瑟姆曲线, 我国城市化进程处于加速阶段 .....    | 22 |
| 图 28: 我国城市每万人拥有的公交车数量 .....           | 22 |
| 图 29: 1-7 月公交客车分米数累计销量情况 .....        | 22 |
| 图 30: 公路客运量占比始终保持在 90% 以上 .....       | 23 |
| 图 31: 公路客运周转量占比始终保持在 50% 以上 .....     | 23 |
| 图 32: 高速铁路网规划图 .....                  | 23 |
| 图 33: 等级公路占比超过 80% .....              | 24 |
| 图 34: 旅客运输平均距离在 08 年之后开始回升 .....      | 24 |
| 图 35: 2009 年全球客车企业大中客销量排名 (辆) .....   | 25 |
| 图 36: 中国客车生产力全球份额稳居第一 .....           | 25 |
| 图 37: 0~14 岁人口数量及占比情况 .....           | 26 |
| 图 38: 国内主要校车产品 .....                  | 27 |
| 图 39: 轻客销量稳定增长 .....                  | 29 |
| 图 40: 柴油轻客比重逐年提升 .....                | 29 |
| 图 41: 固定增产投资额增速趋缓 .....               | 30 |
| 图 42: 房地产投资完成额增速趋缓 .....              | 30 |
| 图 43: 公路货运量及同比增长率走势 .....             | 30 |
| 图 44: 公路货物周转量及同比增长率走势 .....           | 30 |
| 图 45: 普通货物公路运价指数低位徘徊 .....            | 30 |
| 图 46: 柴油价格 (含税) 走势 .....              | 30 |
| 图 47: CPI 和 PPI 走势 (%) .....          | 31 |
| 图 48: 冷轧板和镀锌板价格走势 (元/吨) .....         | 31 |
| 图 49: 天然橡胶期货结算价 (元/吨) .....           | 32 |
| 图 50: CPI: 家庭服务及加工维修服务 .....          | 32 |
| 图 51: 流通环节汽车价格指数 .....                | 32 |

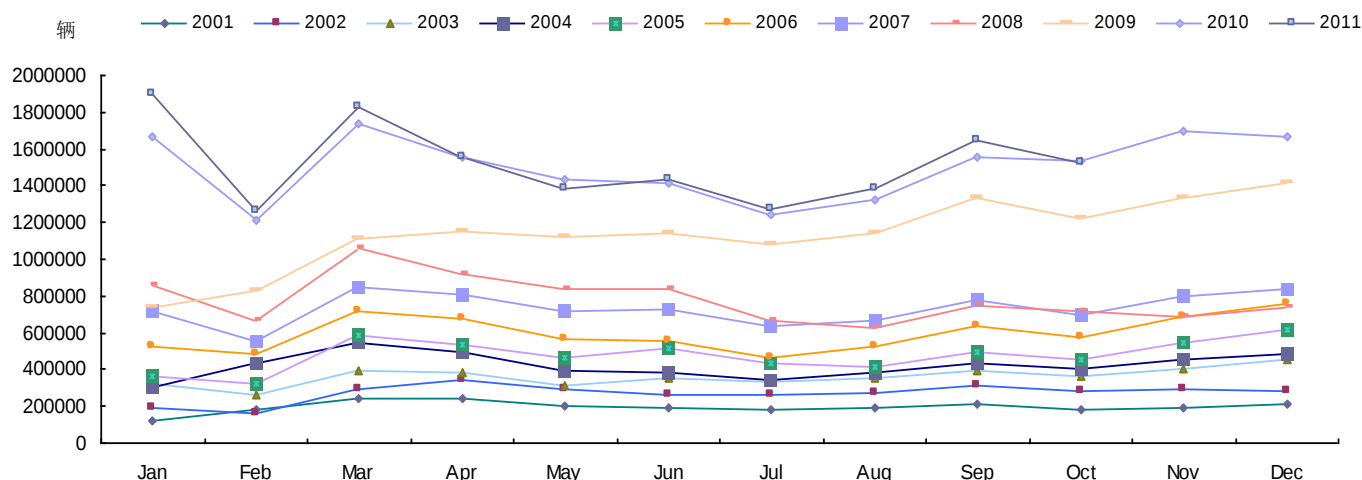
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 52: 重点汽车企业毛利率大幅下滑 .....          | 32 |
| 图 53: 行业估值处于历史底部 .....             | 32 |
| 表 1: 1~10 月汽车销量 .....              | 6  |
| 表 2: 重点自主品牌车企乘用车销量一览 .....         | 7  |
| 表 3: 重点合资品牌车企乘用车销量一览 .....         | 8  |
| 表 4: 二三线城市人口占比大, 私人汽车保有量占比小 .....  | 11 |
| 表 5: 整车厂商和零部件厂商加速中西部布局 .....       | 14 |
| 表 6: 自主品牌销量目标完成情况较差 .....          | 18 |
| 表 7: 自主品牌海外步伐加快 .....              | 18 |
| 表 8: 2010 年我国整车出口前 10 位国家 .....    | 19 |
| 表 9: 各国家或地区客车企业的优势和劣势比较 .....      | 25 |
| 表 10: 2010 年中国客车企业出口量和出口金额情况 ..... | 26 |
| 表 11: 近期校车事故回顾 .....               | 27 |
| 表 12: 轻客细分市场及其特点 .....             | 28 |
| 表 13: 轻客细分市场发展趋势 .....             | 28 |
| 表 14: 主流重卡企业销量情况 .....             | 31 |
| 表 15: 汽车股盈利及投资评级 .....             | 33 |

## 一、从沸点到冰点，行业坐上过山车

产业周期叠加政策周期导致 2009 年和 2010 年汽车行业产销两旺，进入 2011 年，行业受到多重利空因素的叠加影响，景气度急剧下滑，车企和经销商体盈利能力大打折扣。今年板块整体表现不佳主要原因可归结为以下几点：

- 1、年初开始，购置税优惠、汽车下乡和以旧换新三项利好政策退出，购车者热情下降，微车销量下滑幅度较大，同时政策退出预期导致提前消费，在提升去年基数和拉低今年销量两方面对行业造成打击；
- 2、两年高速增长导致行业基数偏高，2010 年全年汽车销量超过 1800 万辆，2011 年销量增速开始逐渐趋于理性；
- 3、原油价格高企，年中油价更是攀至金融危机以来的最高点，抬高了汽车使用成本；
- 4、部分城市如北京、贵阳推出治堵限购政策，摇号购车等方式导致汽车消费隐性成本增加，从需求端予以抑制；
- 5、由于持续紧缩政策的影响，固定资产投资增速放缓，重卡等工程物流类商用车辆销量大幅下滑，中小企业财务困难也抑制了相当一部分企业购车需求。

图 1：汽车销量同比小幅增长



数据来源：CAAM，国都证券

截至 10 月，全国汽车累计销量为 1518.8 万辆，同比小幅增长 3.47%，乘用车表现要好于商用车，乘用车当中 MPV 和 SUV 延续高速增长的态势，累计增速分别达到 14.6%和 21.3%，轿车增长 8.0%，微客大幅下滑。商用车中大客和轻客表现较好，累计增速分别为 5.0%和 14.9%，重卡受前两年透支消费和本年度宏观经济政策紧缩影响，销量大幅下滑 10.4%。

表 1: 1~10 月汽车销量

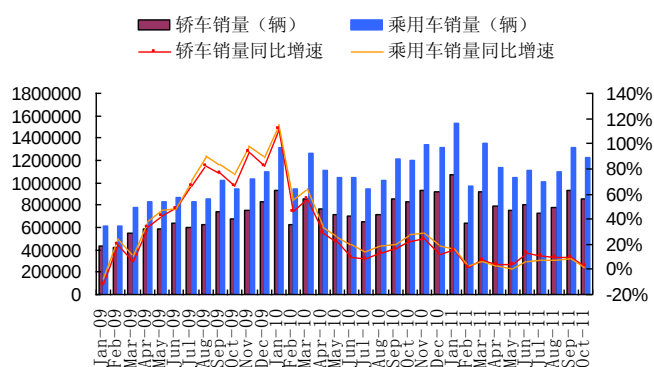
| 单位: 万辆 | 10 月销量 | 同比增长    | 环比增长    | 累计销量    | 累计同比增长  |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 汽车合计   | 152.48 | -0.90%  | -7.37%  | 1518.78 | 3.47%   |
| 乘用车合计  | 122.08 | 1.46%   | -7.48%  | 1178.55 | 6.17%   |
| 轿车     | 85.82  | 2.76%   | -7.74%  | 824.86  | 7.97%   |
| MPV    | 4.49   | 12.92%  | -6.55%  | 40.61   | 14.64%  |
| SUV    | 14.60  | 22.15%  | 0.23%   | 128.38  | 21.27%  |
| 交叉型    | 17.17  | -17.74% | -12.23% | 184.71  | -9.82%  |
| 商用车合计  | 30.40  | -9.36%  | -6.90%  | 340.24  | -4.90%  |
| 重卡     | 5.70   | -18.88% | -6.08%  | 76.93   | -10.41% |
| 中卡     | 2.54   | 10.71%  | 15.29%  | 23.87   | 2.46%   |
| 轻卡     | 14.66  | -6.03%  | -5.82%  | 159.06  | -2.05%  |
| 微卡     | 3.49   | -32.84% | -17.41% | 40.74   | -19.02% |
| 大客     | 0.48   | -10.27% | -31.14% | 5.52    | 4.99%   |
| 中客     | 0.79   | 14.43%  | -16.33% | 7.06    | -0.21%  |
| 轻客     | 2.76   | 24.42%  | -7.05%  | 27.04   | 14.85%  |

资料来源: 国都证券

## 二、乘用车——自主合资冰火两重天

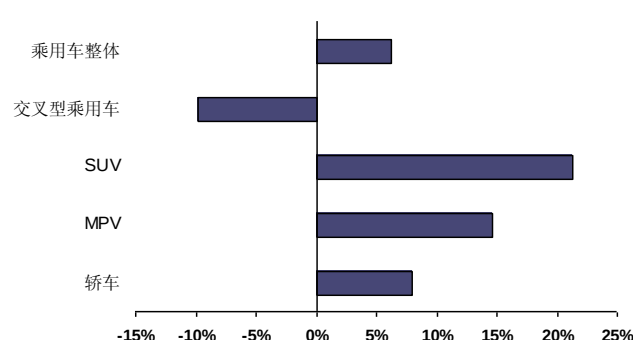
乘用车整体表现要好于商用车, 截至 10 月, 乘用车累计销售 1176 万辆, 同比增长 5.86%。其中, 基本型乘用车(轿车)销售 824.66 万辆, 同比增长 7.95%; 多功能乘用车(MPV)销售 40.62 万辆, 同比增长 14.69%; 运动型多用途乘用车(SUV)销售 126.01 万辆, 同比增长 18.09%; 交叉型乘用车销售 184.71 万辆, 同比下降 9.82%。若不考虑微车的拖累, 前十月狭义乘用车共销售 993.84 万辆, 同比增长 9.8%, 表现较为稳定。

图 2: 乘用车和轿车销量及同比增速



资料来源: 国都证券

图 3: 乘用车各细分车型增速比较

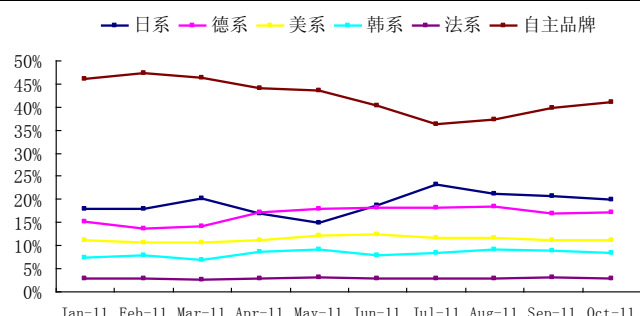


资料来源: 国都证券

## (一)、自主品牌市场份额持续下滑

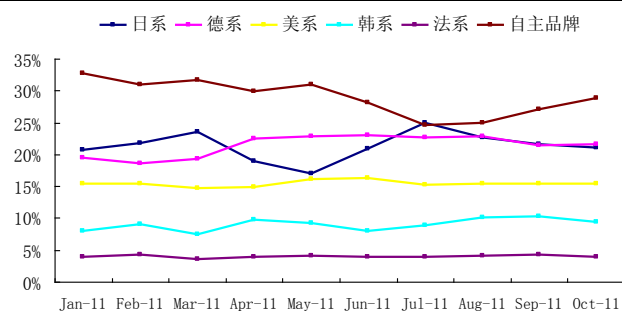
在经济周期和政策周期的上升阶段,依靠低成本优势和地域粘性,自主品牌汽车可以获得高于行业的增长速度,2010 年年初,自主品牌乘用车市场占有率突破 50%。自主品牌由于缺乏关键零部件技术支持,大部分只是停留在简单的组装环节,劳动密集程度高,上下游议价能力较弱,产品很难获得市场溢价,在行业景气度整体下滑的大背景下,自主品牌表现出明显弱于合资品牌的抗压能力,市场份额持续下滑,盈利状况恶化。10 月,自主品牌轿车市场份额为 28.73%,累计市场份额跌至 29.08%。

图 4: 乘用车市场各国市场份额走势



资料来源: 国都证券

图 5: 轿车市场各国市场份额走势



资料来源: 国都证券

2011 年 1-10 月国产乘用车(狭义,不包括微客,下同)销量同比增长 4.4%至 312.7 万辆,低于乘用车市场和外资品牌乘用车平均增速(6.2%和 11.8%)。单月来看,10 月,重点自主品牌企业乘用车销量 32.2 万辆,同比下滑 5.6%,环比略增 0.6%。

表 2: 重点自主品牌车企乘用车销量一览

| 车企        | 2011年10月(辆) | 2010年10月(辆) | 同比增长   | 2011年1-10月(辆) | 同比增长   |
|-----------|-------------|-------------|--------|---------------|--------|
| 奇瑞        | 53655       | 59263       | -9.5%  | 488974        | 0.0%   |
| 吉利        | 40066       | 38988       | 2.8%   | 342287        | 5.6%   |
| 长城        | 32524       | 28944       | 12.4%  | 281980        | 31.9%  |
| 比亚迪       | 32175       | 40578       | -20.7% | 358554        | -16.0% |
| 一汽集团      | 29890       | 42691       | -30.0% | 337180        | -1.8%  |
| 长安集团      | 19055       | 22455       | -15.1% | 182288        | 7.4%   |
| 江淮        | 17570       | 16460       | 6.7%   | 187856        | 15.9%  |
| 海马        | 14719       | 11697       | 25.8%  | 130563        | 12.0%  |
| 东风集团      | 14473       | 12106       | 19.6%  | 129936        | 60.5%  |
| 华晨汽车      | 13515       | 15792       | -14.4% | 130097        | -16.0% |
| 上汽集团      | 12007       | 11217       | 7.0%   | 132367        | 0.8%   |
| 众泰        | 10944       | 9921        | 10.3%  | 101194        | 2.5%   |
| 力帆        | 10528       | 7097        | 48.3%  | 96993         | 59.5%  |
| 东南汽车      | 5057        | 7282        | -30.6% | 52268         | -13.0% |
| 上汽通用五菱-宝骏 | 5003        | 0           |        | 7817          |        |
| 广汽集团      | 3080        | 3026        | 1.8%   | 35729         | 18.5%  |
| 江铃汽车      | 1955        | 1367        | 43.0%  | 20342         | 34.8%  |
| 广汽本田-理念   | 1919        | 0           |        | 18311         |        |
| 北汽集团      | 1477        | 2113        | -30.1% | 16388         | -28.3% |
| 黄海        | 1392        | 1703        | -18.3% | 14801         | -2.6%  |
| 华泰        | 871         | 7253        | -88.0% | 48261         | -26.7% |
| 中兴        | 286         | 1381        | -79.3% | 12438         | -13.1% |
| 合计        | 322161      | 341334      | -5.6%  | 3126624       | 4.4%   |

数据来源: 盖世汽车网, 国都证券

## (二)、合资品牌表现稳健

从国内汽车产品的构成格局来看，自主品牌处于非常弱势的位置，目前 90% 自主品牌车型的销量均集中在售价 7 万元以下的低价区间。尽管拥有四成的市场份额，但其效益、市场依然面临较大风险。相比而言，合资品牌在行业景气下滑的背景下显示出优秀的抗风险能力，主要是因为合资品牌在政策刺激提前消费和政策退出抑制消费热情两方面都没有受到太大影响，加上良好的品牌形象和过硬的产品质量，合资品牌今年表现出了独立于行业整体的增长势头。

从 2011 年销量目标完成情况来看，合资品牌的表现要远远强过自主品牌，截至到 10 月底，在销量目标上完成率最高的是上海大众和东风日产，都接近 90%，大部分合资品牌销量完成率也都在 70% 以上，合资品牌在行业向下周期中表现稳健。

表 3: 重点合资品牌车企乘用车销量一览

| 合资车企   | 10月销量<br>(辆) | 1-10月销量<br>(辆) | 累计销量同比增速 | 2011年销售目标<br>(辆) | 完成率   |
|--------|--------------|----------------|----------|------------------|-------|
| 上海通用   | 100626       | 981861         | 21.60%   | 1150000          | 85.4% |
| 上海大众   | 100391       | 971654         | 18.70%   | 1095000          | 88.7% |
| 一汽大众   | 69469        | 642379         | 17.70%   | 922000           | 69.7% |
| 东风日产   | 71032        | 686374         | 19.50%   | 772000           | 88.9% |
| 北京现代   | 59015        | 632895         | 6.80%    | 720000           | 87.9% |
| 一汽丰田   | 48162        | 418627         | 3.50%    | 524000           | 79.9% |
| 东风悦达起亚 | 41008        | 342510         | 28.00%   | 430000           | 79.7% |
| 长安福特   | 27422        | 272336         | 6.00%    | 420000           | 64.8% |

数据来源：盖世汽车网，国都证券

## (三)、自主品牌将迎来新一轮增长期

在新一轮汽车周期中，我们认为自主品牌机会更大，核心逻辑基于：

**(1) 中西部接棒一二线城市成为未来几年汽车消费最重要的驱动力。**在催动第四轮汽车产业周期的各项长短期因素中，中西部消费能力增强是最引人注目，在一二线城市汽车市场渐趋饱和，三四五线城市依然保留相当大的消费潜力，未来 2-3 年中西部汽车销量复合增长率有望超过 20%。

**(2) 中西部消费习惯相对保守，自主品牌价格拥有价格优势。**根据三四线城市调查样本统计分析，用户购车预算主要集中在 5 万-10 万和 10 万-15 万两个区间，合计比例高达 67%，这也是国内 A0 级和 A 级轿车的主要价格区间。目前，在这个区间内，自主品牌车型仍然有一定优势。

**(3) 自主品牌在中西部渠道优势明显。**合资品牌正加速渠道下沉，抢夺中西部市场，但短期内，自主品牌在中西部依然具备明显的渠道优势，配合低成本和高性价比优势，自主品牌在第四轮产业周期的启动阶段将获得超越行业的增长速度。

**(4) 出口存在想象空间。**自主品牌在新兴市场已经取得不错的成绩，目前大部分新兴市场汽车销量增速都在 30% 以上，未来几年有望维持高速发展，若自主品牌站稳脚跟，则有望尽享海外成长收益。2010 年，除吉利汽车外，奇瑞、长城和江淮出口增

速都在 50%以上，未来出口方面存在想象空间。

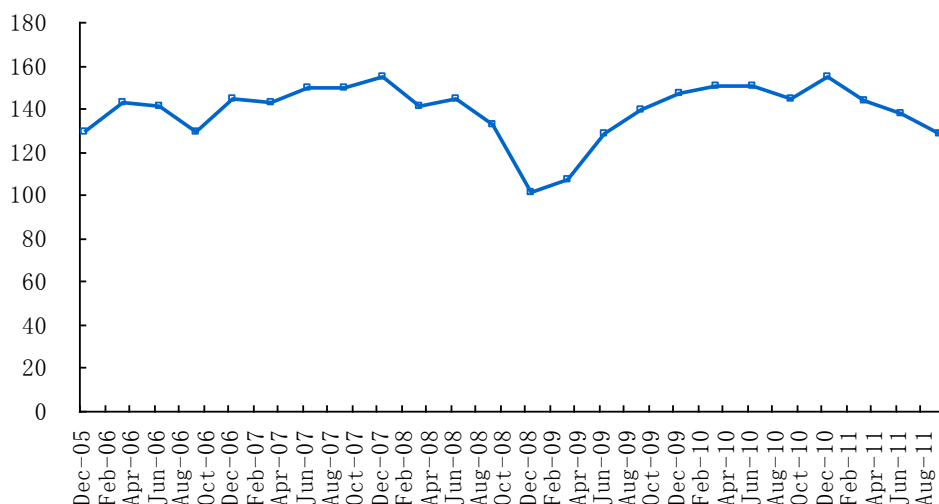
## 1、第四轮周期将启动，自主品牌在中西部市场竞争力更强

在过去的 10 年间，北京、广州、深圳等汽车消费的一线城市领跑市场，在达到一定的饱和度之后，特别是北京、广州等城市的限制性措施出台以后，所谓的“二三线”或中西部市场将自然而然地担当起提振市场的重任。随着人均可支配收入的提升，自主品牌过去的低成本竞争优势在一二线城市和地区正一点点的消失殆尽，在每一轮周期的上升期，自主品牌可以跟随行业整体获得市场份额的提升，当销量达到一定程度，或者行业景气度开始下滑的时候，自主品牌往往会暴露出各种发展瓶颈，稳健性不足。目前，自主品牌在一二线城市的阵地已经失守，如何在中国汽车工业中竖起自己的一面旗帜，在即将到来的第四轮汽车消费周期中，自主品牌已经没有退路，必须坚守住中西部二三线市场。

### 1.1 中西部汽车消费将带动第四波汽车消费高峰

进入 21 世纪之后，中国汽车产业经过三轮波动周期，分别是 2001 年-2005 年，2005-2008 年和 2009 年至今，目前，我们正处在第三轮波动周期的结束阶段，行业景气度跌至 08 年金融危机后的最低点。

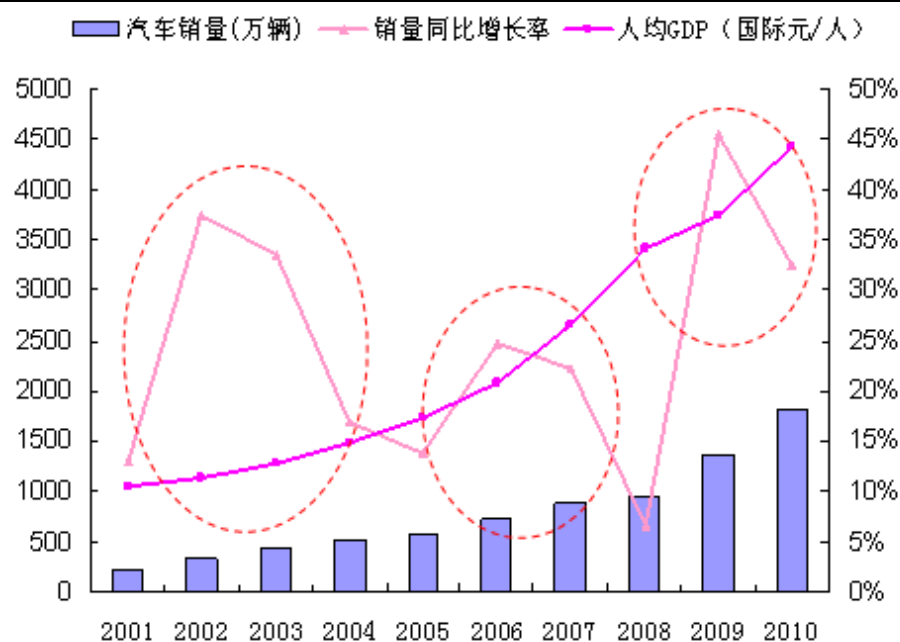
图 6：行业景气度跌至金融危机后的最低点



数据来源：WIND，国都证券

纵观前三次产业周期的诱发因素，第一轮是由于东部发达城市和地区达到消费零界点带来首次购车需求的释放释放；第二轮行情中，东部发达地区继续保持旺盛的新车购买需求，同时带来部分换车需求，中西部开始启动，进入首次购车消费阶段，国家推出《汽车产业发展政策》也极大提振了市场信心；相比而言，政策刺激作用在第三轮周期中起到的作用更加明显，《汽车产业调整及振兴规划》公布数则重磅级惠民政策，引爆中低阶层群众购车欲望，加上部分地区换车需求以及部分家庭的二次购车需求带来的叠加效应，汽车消费呈现出井喷之状，产销量在短短两年内翻了一番，并于 2010 年超过第一大汽车消费大国美国，稳居世界第一的宝座。

图 7：中国汽车工业发展经过了三轮产业波动周期



数据来源：WIND，国都证券

虽然今年汽车行业整体陷入低迷，但我们认为这主要是受到政策扰动的短期现象，影响乘用车需求的长期因素如可支配收入稳步增加，保有量水平依然偏低，城市化率的提升等并未发生变化，未来中国的乘用车消费仍将维持在非常高的水平，中国成为全球第一汽车消费国的趋势将确立并进一步强化，唯一的变化是销售增速从爆发式增长转变为稳定型增长。当一二线城市汽车保有量逐渐饱和，行业增长的驱动因素逐渐由一二线城市需求向中西部三四线城市需求增长转移，并将带来第四轮行业波动周期，我们预计到 2020 年，中西部市场的汽车份额将提升到 55%。

## 1.2 二三线市场人口占比大，人均汽车保有量低，潜力空间巨大

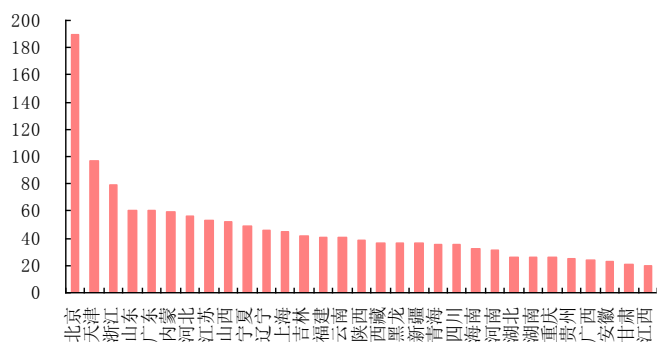
在一线城市北京、广州、深圳等汽车消费逐渐达到饱和之后，汽车行业内在驱动力由单纯的发达地区带动转移到由发达地区换车需求和二三线城市消费增长带来的双重驱动。我国中西部地区人口占比大，但人均汽车保有量较发达地区有不小的差距，长期以来，受制于经济因素和道路问题，中西部地区汽车市场一直处于蓄力状态，未来存在巨大的消费空间。

表 4: 二三线城市人口占比大, 私人汽车保有量占比小

| 一线城市 |            |           |                 | 二线城市 |            |              |                 | 三线城市 |            |              |                 |
|------|------------|-----------|-----------------|------|------------|--------------|-----------------|------|------------|--------------|-----------------|
|      | 总人口<br>(万) | 人均<br>GDP | 私人汽车保有量<br>(万辆) |      | 总人口<br>(万) | 人均GDP<br>(元) | 私人汽车保有量<br>(万辆) |      | 总人口<br>(万) | 人均GDP<br>(元) | 私人汽车保有量<br>(万辆) |
| 北京   | 1962       | 75943     | 372             | 河北   | 7194       | 28668        | 404             | 安徽   | 5957       | 20888        | 137             |
| 天津   | 1299       | 72994     | 126             | 山西   | 3574       | 26283        | 187             | 江西   | 4462       | 21253        | 87              |
| 上海   | 2303       | 76074     | 104             | 内蒙古  | 2472       | 47347        | 147             | 湖南   | 6570       | 24719        | 169             |
| 江苏   | 7869       | 52840     | 418             | 辽宁   | 4375       | 42355        | 199             | 广西   | 4610       | 20219        | 108             |
| 浙江   | 5447       | 51711     | 432             | 吉林   | 2747       | 31599        | 114             | 海南   | 869        | 23831        | 28              |
| 广东   | 10441      | 44736     | 628             | 黑龙江  | 3833       | 27076        | 140             | 重庆   | 2885       | 27596        | 74              |
|      |            |           |                 | 福建   | 3693       | 40025        | 152             | 四川   | 8045       | 21182        | 281             |
|      |            |           |                 | 山东   | 9588       | 41106        | 577             | 贵州   | 3479       | 13119        | 88              |
|      |            |           |                 | 河南   | 9405       | 24446        | 295             | 云南   | 4602       | 15752        | 186             |
|      |            |           |                 | 湖北   | 5728       | 27906        | 149             | 西藏   | 301        | 17319        | 11              |
|      |            |           |                 | 新疆   | 2185       | 25034        | 79              | 陕西   | 3735       | 27133        | 144             |
|      |            |           |                 |      |            |              |                 | 甘肃   | 2560       | 16113        | 53              |
|      |            |           |                 |      |            |              |                 | 青海   | 563        | 24115        | 20              |
|      |            |           |                 |      |            |              |                 | 宁夏   | 633        | 26860        | 31              |
| 人口合计 |            | 29321     |                 |      |            | 54794        |                 |      |            | 49271        |                 |
| 人口占比 |            | 21.98%    |                 |      |            | 41.08%       |                 |      |            | 36.94%       |                 |
| 汽车合计 |            | 2079      |                 |      |            | 2443         |                 |      |            | 1417         |                 |
| 汽车占比 |            | 35.00%    |                 |      |            | 41.13%       |                 |      |            | 23.86%       |                 |

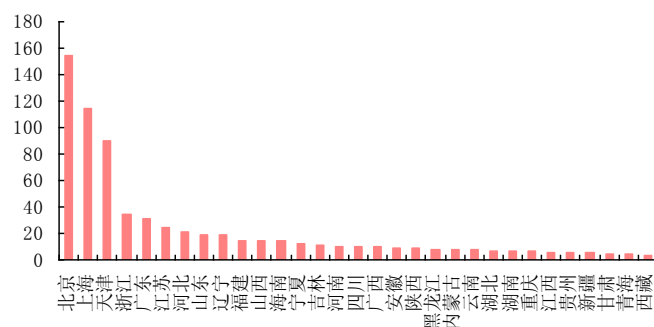
数据来源：WIND，国都证券

图 8: 各省市每公里汽车保有量 (辆, 2009 年)



资料来源：CEIC，国都证券

图 9: 各省市每公里汽车保有量 (辆, 2009 年)

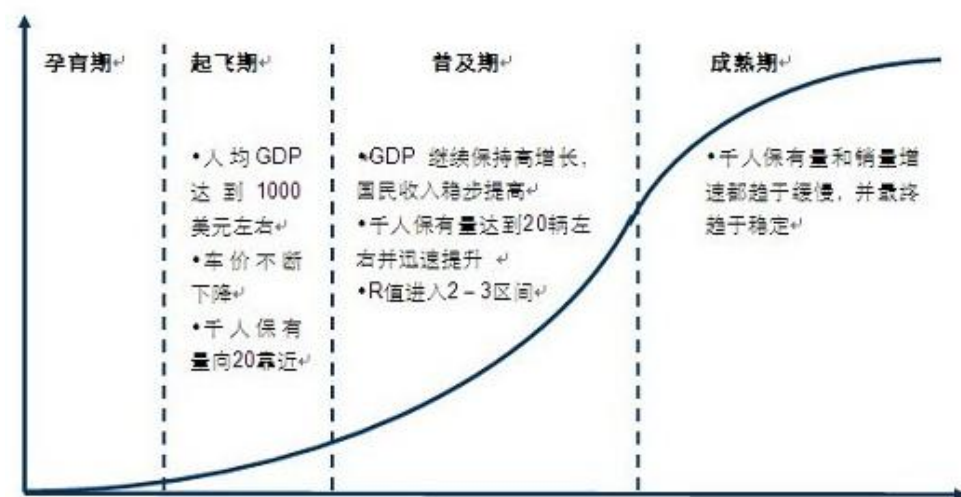


资料来源：CEIC，国都证券

### 1.3 中西部地区 R 值迅速接近 3，将迎来汽车消费黄金时期

国际上通常根据一个国家或地区的人均 GDP、R 值(平均车价/人均 GDP)、千人保有量等指标来判断一个国家或地区汽车市场的发展程度。在对汽车先导国家进行的汽车市场国际比较研究的基础上,一个国家的汽车市场(主要指乘用车市场)发展分为孕育期、起飞期、普及期、成熟期四个阶段,当 R 值接近 3 时,我们认为汽车开始大规模进入家庭,市场潜力将充分释放。

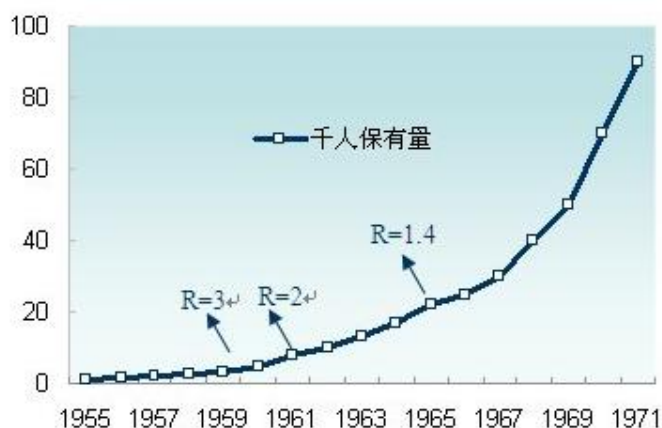
图 10：汽车市场发展阶段划分



数据来源：国家信息中心，国都证券

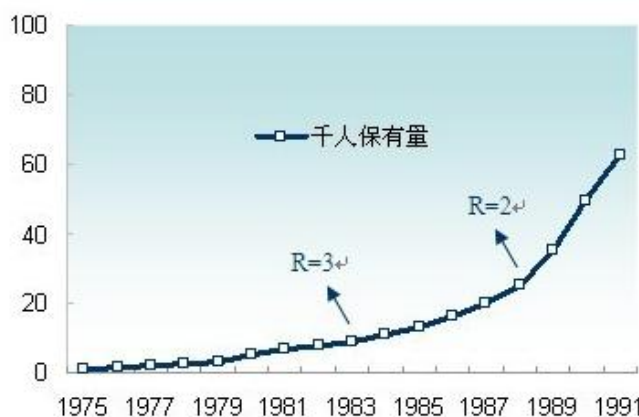
参考国外汽车工业发展历程，日本在 1960 年左右 R 值为 3 时，汽车千人保有量为 5 辆左右，并从此开始大幅增长。当 1965 年 R 值为 1.4 时，汽车千人保有量已经达到 20 辆左右。韩国 1984 年 R 值为 3 时，汽车千人保有量为 10 辆左右，1989 年 R 值为 2 时，汽车千人保有量已经接近 30 辆。表明当 R 值接近 3 时，汽车消费市场将进入一段快速增长时期，人均保有量快速提升。

图 11：日本两届世博会前后经济增长及就业表现



资料来源：公开资料整理，国都证券

图 12：韩国 1993 年世博会前后经济增长及就业表现



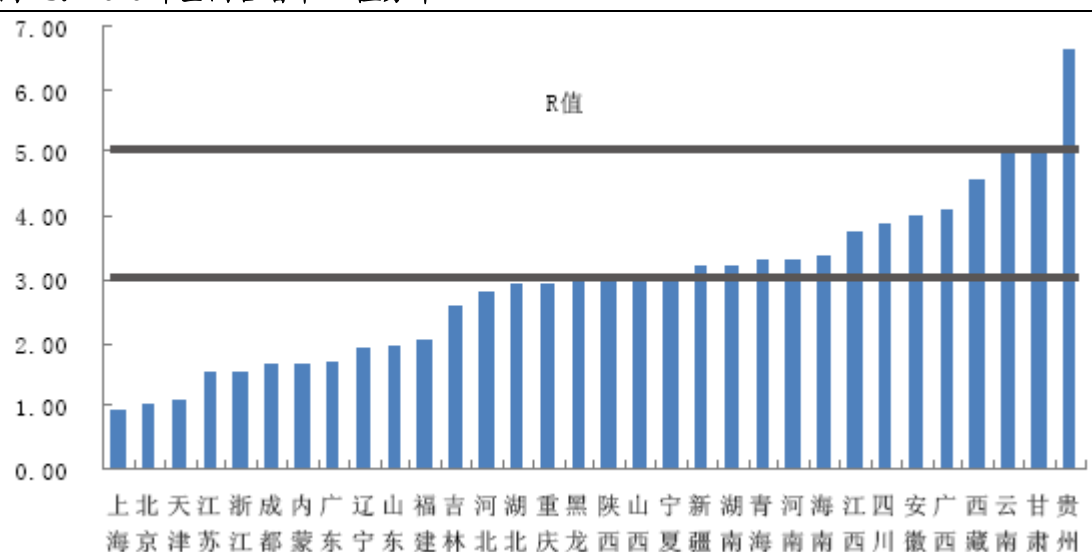
资料来源：公开资料整理，国都证券

目前北京、上海、广州、深圳等一线城市，R 值已经达到 3 以下，而随着国民经济的增长以及轿车价格的下降，将有更多地区的 R 值逐渐达到 3 的水平，预计未来，汽车（主要是乘用车）将优先从经济发达地区开始大量进入家庭，并逐渐向二、三线城市稳步扩张。

2010 年，湖北、重庆等中西部省市 R 值突破到 3 以下，湖南、青海、河南、江西等中西部省市的 R 值也迅速向 3 靠拢，汽车制造技术进步和竞争加剧将导致汽车销售价格持续下降，配合人均可支配收入的加速上升，中西部各省市的 R 值将加速降低，在一二线城市汽车保有量逐渐达到饱和的情况下，中西部欠发达地区的消费启动将自然

承担起提振行业的重任。

图 13: 2010 年全国各省市 R 值分布



数据来源: CEIC, CAAM, 国都证券

#### 1.4 中西部汽车产业集群优势不断扩大

劳动密集型产业向中西部转移是整体趋势，这些产业原来主要集中在一二线城市，现在正在开始向中西部三四线城市转移。随着零部件制造商不断向中西部进行产业转移，整车制造商在零部件采购和同步配套方面获得更大的支持，促进整车成本降低和制造水平的提高，成为中西部汽车市场成长壮大的坚实基础。

##### ——中部汽车集群竞争力不断提高

从发展前景来看，有东风汽车、奇瑞、江淮汽车所支撑的武汉、芜湖、合肥等中部地区汽车产业发展速度快速，竞争力不断提高。

##### ——西部汽车产业集群发展潜力较大

随着西部地区经济发展水平不断提高和老百姓消费结构升级，重庆、株洲、成都、西安等地汽车产业发展潜力将进一步增大，依托长安等原有汽车企业和产业转移的企业，西部地区汽车产业集群效应将不断显现。在中国汽车产业集群化的发展过程中，地方政府的作用十分突出，未来在汽车产业集群化升级中，政府同样将发挥重要的支持推动作用。

表 5: 整车厂商和零部件厂商加速中西部布局

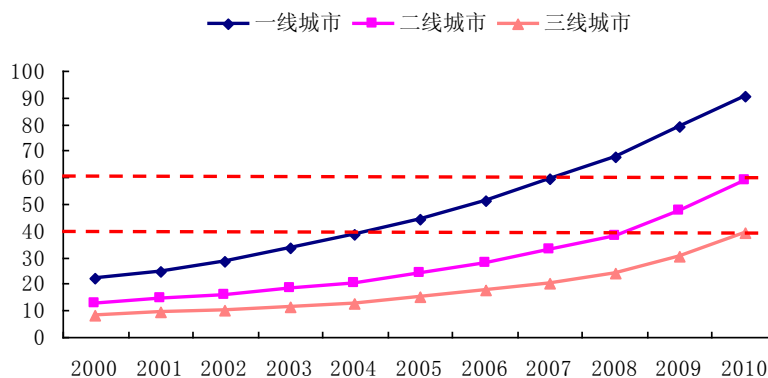
| 公司      | 建设项目                                              | 备注                                                                                       |
|---------|---------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 沃尔沃     | 2011 年 2 月, 首家中国工厂落户成都                            | 将在 2013 年建成投产, 产能为 10 万辆。                                                                |
| 大众      | 第六工厂选址乌鲁木齐                                        | 未来将投产上海大众电动车型。                                                                           |
| 东风汽车    | 和十堰市政府合作投资超过 200 亿的项目                             | 包括商用车项目, 动力总成工业园, 零部件工业园等等。                                                              |
| 长安铃木    | 在重庆投资 50 亿元建设长安铃木第二工厂                             | 该项目计划分两期建设, 建成投产后整车产能 25 万辆/年、发动机产能 30 万台/年。一期于今年启动, 2013 年投产, 二期于 2013 年启动, 2015 年建设完成。 |
| 长安福特马自达 | 首家变速箱厂落户重庆                                        | 之前, 长安福特马自达投资 4.9 亿美元建设整车厂, 同时, 还投资了 5 亿美元建造发动机工厂, 选址都是重庆。                               |
| TDK     | 2011 年以来在西安开设了业务营业所, 并计划明年春季在成都和重庆成立办事处, 统筹西部地区业务 | 日本著名电子工业品牌, 在电子原材料及元器件上占有全球领导地位。                                                         |
| 村田制造    | 2011 年 7 月以来在西安等地开设了营业机构, 并加强在重庆的销售业务             | 总部位于日本京都, 世界 500 强, 全球领先的电子元器件制造商, 主要产品有陶瓷滤波器、振荡子、振动传感器等等。                               |
| 日本电产公司  | 2011 年以来先后在成都、重庆、武汉等中西部城市成立了营业所和办事处, 开发当地的销售资源。   | 主要产品为精密小型马达、中型马达、机器装置、电子光学零部件及其他产品。                                                      |

数据来源: 公开资料整理, 国都证券

### 1.5、明年下半年开始启动第四轮汽车波动周期

从国内汽车工业的发展历程来看, 一线城市千人保有量在 2004 年达到 38.6 万辆, 之后用了三年的时间, 在 2007 年达到 60 万辆, 二线城市千人保有量在 2008 年为 38.1 万辆, 之后在 2009 年和 2010 年分别取得了 25.9% 和 28.1% 的高速增长, 虽然存在政策扰动, 但我们认为如果不考虑政策影响, 内生增长率应该也会在 20% 以上, 二线城市千人保有量在 2010 年达到 58.6 万辆。2010 年, 三线城市千人保有量达到 39.2 万辆, 我们认为三线城市将效仿一二线城市的发展道路, 通过两年时间的增长, 到 2012 年每千人保有量达到 60 辆左右的水平是合理的估算, 即便考虑到中西部三四线城市的基础设施情况和消费者消费习惯, 2012 人均保有量达到 55 辆以上是合理的。

图 14: 一二三线城市千人汽车保有量比较 (辆)

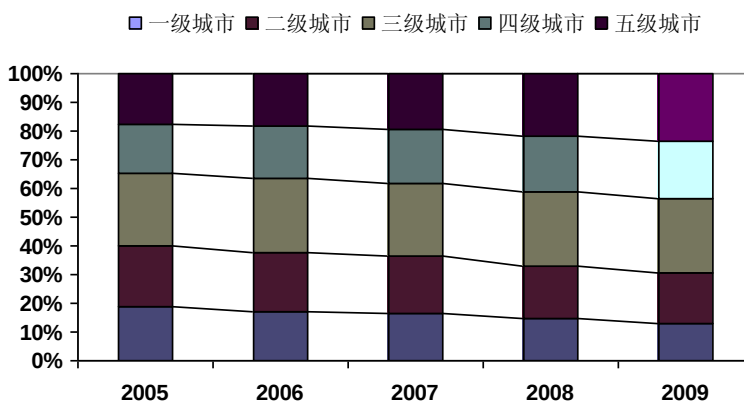


数据来源: WIND, 国都证券

若按照按照三线城市 2012 年人均保有量 55 辆的水平测算,不考虑人口增长,中西部省份 2012 年汽车保有量将达到 2700 万辆,复合增长率为 18.4%。由于 2011 年行业整体低迷,中西部省份消费欲望得到抑制,我们认为该抑制的需求将在 2012 年开始释放,同时考虑每年汽车报废的影响,2012 年中西部省份汽车销量增长速度将保持在 20%以上,好于市场对行业整体增速 10%左右的预期。

整车行业经过多年的发展,销量在一二线发达城市已经日趋饱和,未来亮点乏善可陈,而中西部地区随着人均可支配收入的提高和基础设施的不断改善,拥有着巨大的消费潜力,行业增长的驱动力因素由一二线城市购车需求驱动向中西部地区崛起和一二线城市换车需求共同驱动转移。我们认为 2011 年为第三轮周期的结束阶段,属于行业调整期,刺激政策退出、城市制度限购、通胀高企和油价上涨的不利因素的影响正逐渐被市场消化,2012 年上半年行业有望继续调整,从 2 季度后半段开始,行业将进入第四轮增长周期,核心驱动力为中西部汽车消费市场高速增长。

图 15: 2005-2009 年各级别城市乘用车销量份额变化



数据来源: WIND, 国都证券

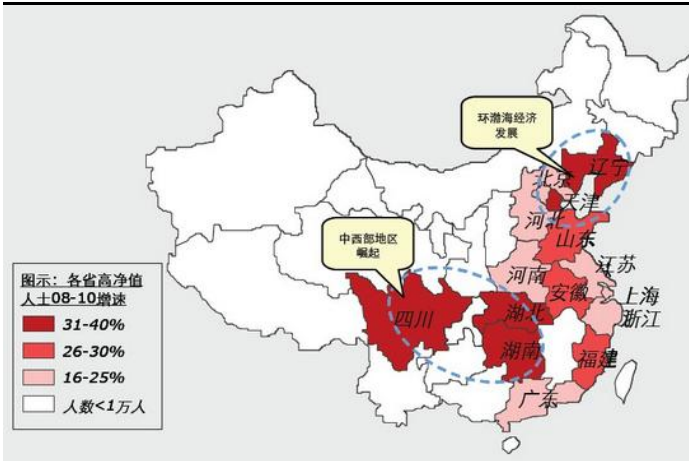
### 1.6 自主品牌在中西部市场优势更大

西部市场汽车销售的绝对值并不大,但是增速非常快。这一市场高速发展的市场,呈现起点低、空间大的特征。这些特点保证了未来 10 年汽车产业在西部的机会。

目前,西部绝大多数地区正处于汽车导入期,在这期间,市场主要是以入门级车为主要的消费车型,自主品牌正好适合这个汽车市场,它的价位比较适合这种市场需求。在西部城市,高档车围绕成都、重庆、西安为代表的西部中心城市布局。而低价位车型在向中心城市之外的小城市覆盖,涉及的消费者相对更广。

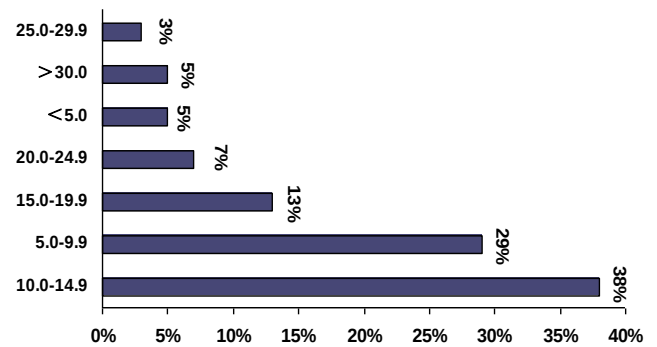
根据三四线城市调查样本统计分析,用户购车预算主要集中在 5 万-10 万和 10 万-15 万两个区间,合计比例高达 67%,这也是国内 A0 级和 A 级轿车的主要价格区间。目前,在这个区间内,自主品牌车型仍然有一定优势。

图 16: 08-10 年中国高净值人群增速区域比较



资料来源: 贝恩公司, 国都证券

图 17: 三四线城市购车预算统计



资料来源: 中国汽车报、国都证券

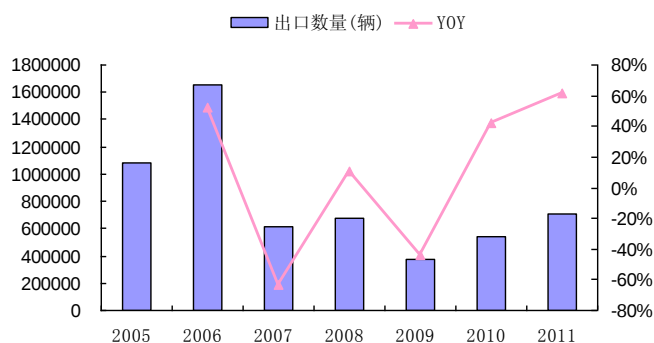
同合资品牌相比, 自主品牌在渠道布置上优势明显, 并在过去几年都受益于此。目前, 吉利汽车制定了“千店千县计划”和经销商补贴制度, 计划在全国增加 1000 个经销店, 鼓励现有的 4S 店到县级行政区域建立两家以上的直营店, 形成遍布全国县级市场的“小型迷你 4S 店”; 奇瑞汽车为加快中西部布局, 新增了 18 个零配件中转库, 服务半径不超过 500 公里, 以保证 24 小时紧缺件能到货; 长城汽车 87% 以上的国内销售网点分布在三线及以下城市。虽然合资品牌正加速渠道下沉, 抢夺中西部市场, 但短期内, 自主品牌在中西部依然具备明显的渠道优势, 配合低成本和高性价比优势, 自主品牌在第四轮产业周期的启动阶段将获得超越行业的增长速度。

## 2、海外新兴市场高速增长, 自主品牌把握先机

### 2.1、中国汽车出口占比很低

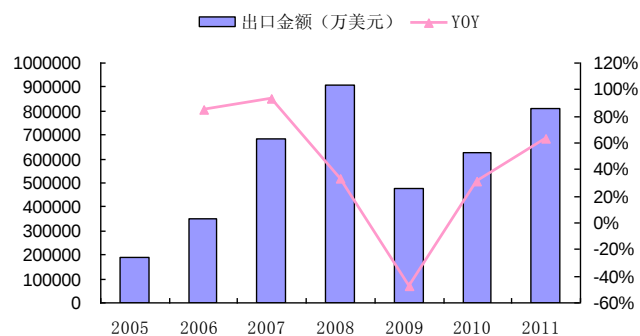
中国汽车产销规模在 2009 年首次超过美国, 成为全球第一大汽车产销国, 并将长期稳居第一。中国汽车产品多以品牌差, 质量次和成本低的形象面世, 虽然受政策推动和价格优势在国内市场风生水起, 但出口方面的表现却一直羞于启齿, 2010 年, 中国汽车总产量高达 1826 万辆, 但出口量仅仅为 56 万辆, 占比仅为 3%, 这 and 世界第一大汽车产销国的地位极不匹配。

图 18: 汽车出口数量及同比增速



资料来源: WIND, 国都证券

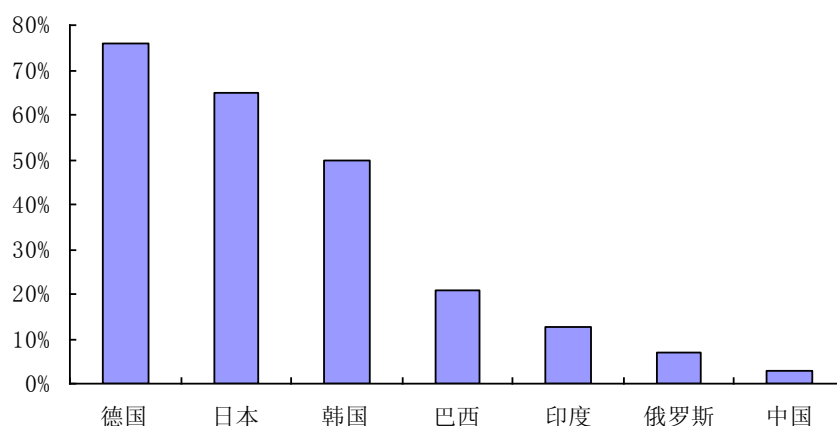
图 19: 汽车出口金额及同比增速



资料来源: WIND, 国都证券

对比发达国家, 德国、日本和韩国的汽车出口量在其总产量里所占比率分别为 76%、65%和 50%, 对比金砖四国, 巴西汽车出口量在其总产量里所占比率为 21%, 印度为 12.84%, 俄罗斯这几年有所下降, 2010 年为 7%, 而中国仅为 2.98%。

图 20: 中国汽车出口量占总产量的比率较低



数据来源: 公开资料整理, 国都证券

## 2.2、国内自主车企遭遇滑铁卢

今年以来, 汽车各项优惠政策退出或门槛提高对国内低端自主品牌影响很大, 年初乐观的产销目标多数企业难以完成。汽车产业固定资产投资规模巨大, 产能利用率对企业的盈利能力而言显得尤为重要, 在 09 年和 10 年汽车消费井喷热潮之中, 自主品牌充分享受到了行业高速增长带来的成长收益, 并且在各项优惠政策的推动下取得了市场份额的提升。两年的高速增长壮大了自主车企的信心和野心, 纷纷加大技改投入和上马新项目建设, 产能规模提升较快, 乐观预期导致各自主车企大幅提高 2011 年销售目标, 并且大部分提升幅度都在 30%以上。

2011 年, 由优惠政策退出引发的寒流席卷整个汽车行业, 加上部分城市推出治堵限购政策, 通货膨胀导致消费者实际购买力降低, 油价高企带来较高的使用成本, 以及

中小企业财务紧张抑制企业购车需求和政府对公务购车加强管控等等原因，行业景气度迅速下滑，自主品牌存在品牌劣势，技术劣势，且多数车型为 A 级及以下，受到政策退出的影响最大，对行业系统性风险的抵抗能力明显弱于合资品牌。截止 9 月，全年销量目标完成情况最好的企业也刚刚过 60%，全年销售任务几乎不可能完成。

**表 6：自主品牌销量目标完成情况较差**

| 自主品牌     | 2010 年销量目标 | 2011 年销量目标 | 较上年增长  | 1-9 月销量 | 完成比例   |
|----------|------------|------------|--------|---------|--------|
| 长安汽车（集团） | 238        | 240        | 0.84%  | 153.38  | 63.91% |
| 奇瑞汽车     | 68         | 90         | 32.35% | 46.61   | 51.79% |
| 比亚迪      | 52         | 60         | 15.38% | 32.64   | 54.40% |
| 吉利汽车     | 42         | 49         | 16.67% | 30.23   | 61.69% |
| 天津一汽     | 25         | 30         | 20.00% | 18.89   | 62.97% |
| 一汽轿车     | 27         | 35.3       | 30.74% | 18.84   | 53.37% |
| 长城汽车     | 40         | 55         | 37.50% | 34.04   | 61.89% |
| 华晨汽车     | 50         | 65.7       | 31.40% | 40.96   | 62.34% |
| 江淮汽车     | 45         | 68         | 51.11% | 39.28   | 57.76% |
| 上海汽车     | 16         | 23         | 43.75% | 12.04   | 52.35% |
| 东风乘用车    | 3          | 4.2        | 40.00% | 2.03    | 48.33% |

数据来源：公开资料整理，国都证券

### 2.3、寻求突围——加大海外市场开拓

在国内市场承压的情况下，自主企业必须另辟蹊径，尽力消化新增产能，避免因国内形势恶化出现硬着陆，在行业景气下滑的倒逼之下，下半年以来，各自主车企纷纷调低全年国内销售目标，转而把目光投向海外市场，在拉美、中东、俄罗斯等国家和地区频频出招，在国内市场不景气的情况下，扩大海外出口量一定程度上可以平滑业绩下滑的风险。

目前自主品牌出口的路数分三种：整车出口、境外 CKD 组装和境外投资建设标准化工厂。目前，奇瑞、江淮等企业已在海外多地投资建厂，奇瑞今年 7 月启动了巴西新工厂项目，而江淮也刚刚宣布将投资 6 亿美元在巴西设厂，吉利除了几年前收购沃尔沃以及世界第二大变速箱生产企业外，也在积极运作海外项目，并将在印尼投资 20 亿美元建厂。

**表 7：自主品牌海外步伐加快**

| 公司 | 海外动作                                                                                                         |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 奇瑞 | 与巴西圣保罗州合作投资 4 亿美元建汽车工业园启动，建设年产汽车 15 万辆的生产线，预计将于 2013 年建成投产。                                                  |
| 江淮 | 与巴西 SNS 公司合资建厂，总投资 6 亿美元，规划年产能为 10 万辆，预计 2014 年投产。江淮汽车持有合资公司 20% 的股份，SNS 持有 80% 的股份。                         |
| 力帆 | 将与 EFFA 集团联合投资 7000 万美元在巴西建立力帆位于海外的首家汽车研发中心。                                                                 |
| 福田 | 与全资子公司北京福田国际贸易公司共同投资 3.87 亿美元在印度建设汽车生产厂项目。                                                                   |
| 长城 | 在海外筹建 5 家组装厂，这五个国家分别是：菲律宾、塞内加尔、保加利亚、委内瑞拉、马来西亚，总产能达到 10 万辆以上，其中菲律宾和塞内加尔已经投产。已经取得了欧美的准入证，2015 年出口占比将达到 30% 以上。 |
| 吉利 | 在印度尼西亚建立 CKD 组装项目，为加快企业进军海外市场的步伐，吉利制定了到 2015 年产销达到 200 万辆，其中三分之二出口的远大目标。                                     |

数据来源：公开资料整理，国都证券

## 2.4、海外新兴市场发展潜力大，自主品牌抢占先机

中国汽车工业基础薄弱，从产品设计、整车总成、零部件供应到售后服务等方面都和发达国家有不小的差距，因此，整车出口主要以新兴市场为主。我国汽车的出口市场大部分是发展中国家和地区，对德国、美国、意大利等发达国家或地区的汽车出口刚刚起步，尚未形成稳定的长期汽车贸易关系。2010 年我国汽车出口超过 1 万辆的国家有 17 个，排名前 5 位的国家为阿尔及利亚、叙利亚、越南、俄罗斯和智利，出口均超过 3 万辆。整车对新市场的出口占比超过 80%。

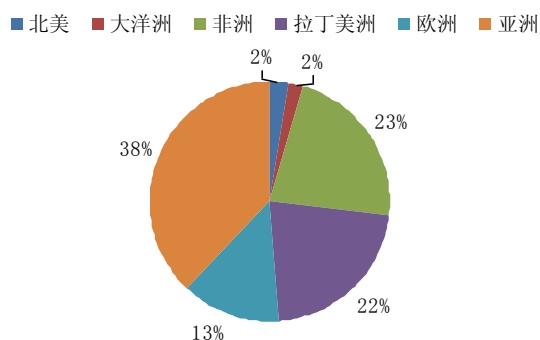
表 8: 2010 年我国整车出口前 10 位国家

| 序号 | 国家    | 数量(辆) | 同比增长(%) | 金额(万美元) | 同比增长(%) |
|----|-------|-------|---------|---------|---------|
| 1  | 阿尔及利亚 | 47237 | 14.1    | 60558   | -16.9   |
| 2  | 叙利亚   | 32773 | 30.3    | 21971   | 48.2    |
| 3  | 越南    | 31347 | 2       | 35492   | -4.7    |
| 4  | 俄罗斯   | 31209 | 320     | 27737   | 256.7   |
| 5  | 智利    | 30634 | 242.3   | 24989   | 225     |
| 6  | 伊朗    | 29996 | 115.3   | 48140   | 72.3    |
| 7  | 埃及    | 28886 | 29.3    | 18273   | 11      |
| 8  | 巴西    | 25322 | 507.1   | 24904   | 185.3   |
| 9  | 孟加拉国  | 23490 | 196.4   | 2896    | 207.7   |
| 10 | 伊拉克   | 22905 | 17.8    | 18040   | 39.1    |

数据来源：海关总署，国都证券

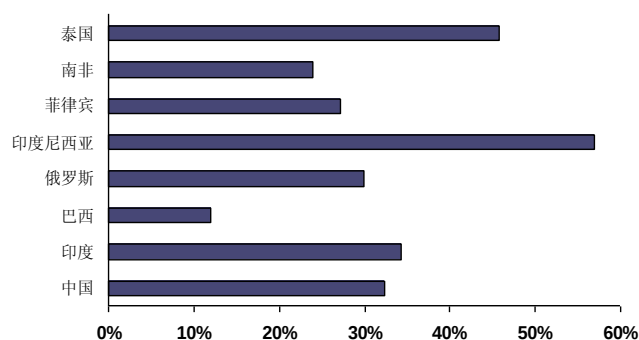
自主品牌在发达国家还不具备竞争力，但在新兴市场，中国自主品牌正舞动着翅膀，提前布局“卡位”，积极开拓市场。自主品牌在欠发达地区依然拥有着多产品线、低成本和高性价比等优势，如果品牌经营恰当，取得足够的市场粘性，同时依靠国内国外两个市场共同提升零部件供应水平和整车制造水平，逐渐缩小与国际汽车集团的差距，将有可能随着新兴国家的经济发展取得巨大潜力市场带来的丰厚成长收益。

图 21: 国内汽车出口目的地分布



资料来源：Bloomberg，国都证券

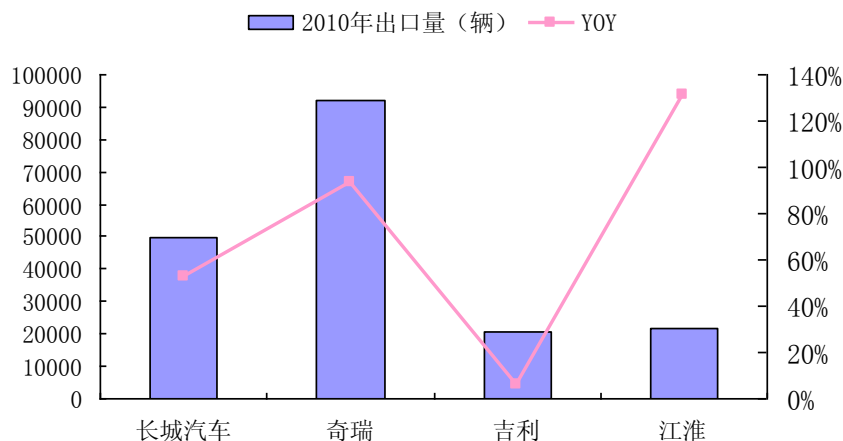
图 22: 印度、巴西等新兴市场增速



资料来源：公开资料整理，国都证券

自主品牌在新兴国家通过高性价比优势可以取得一定的市场份额,如果加大技术研发投入、重视品牌形象经营和加强售后服务体系建设,将有希望在新兴国家站稳脚跟,并通过技术改进和工艺改进逐渐摆脱低次产品的标签,随海外汽车工业的发展而不断壮大自身实力。2010年,国内主要汽车自主品牌都在海外市场都取得了不错的增长,除吉利汽车外,奇瑞、长城和江淮出口增速都在50%以上。

图 23: 2010 年自主车企出口销量及增速对比

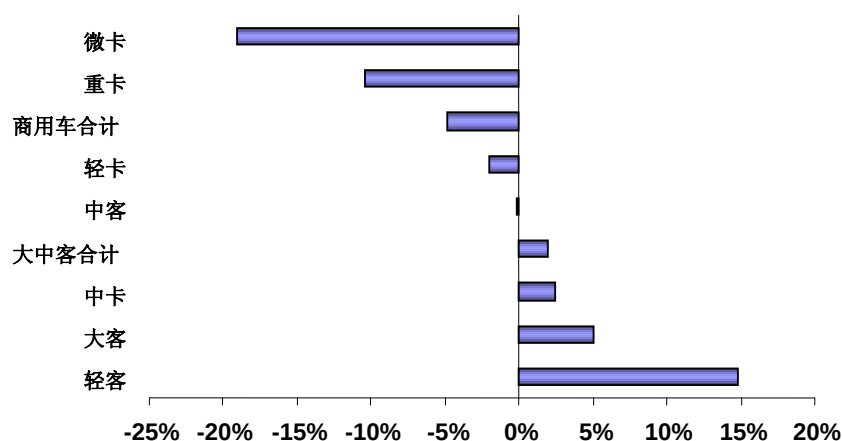


数据来源：公开资料整理，国都证券

### 三、商用车：客车一枝独秀，重卡深陷泥沼

今年乘用车整体要表现好于商用车,商用车各细分子行业冷热不均,客车好于货车。1-10 月份,商用车累计销售 340.2 万辆,同比下滑 4.9%,细分来看,客车一枝独秀,前十月,大中客累计销售 12.6 万辆,同比小幅增长 2.0%,轻客累计销售 27.0 万辆,同增大幅增长 14.9%,远远高于行业整体增速和商用车整体增速。货车方面,由于受到下游固定资产投资压缩导致开工不足,宏观政策紧缩致使购车成本上升,计重收费打击购车者热情以及前两年大幅增长带来的基数较高等等因素的影响,今年表现在全行业中最糟糕。1-10 月,重卡累计销售 76.9 万辆,同比下滑 10.4%,中卡累计销量小幅上涨 2.5%,轻卡累计销量下滑 2.1%,微卡受宏观经济景气度下滑和小排量汽车优惠政策退出的叠加影响,累计销量大幅下滑 19%。

图 24: 自主品牌销量目标完成情况较差

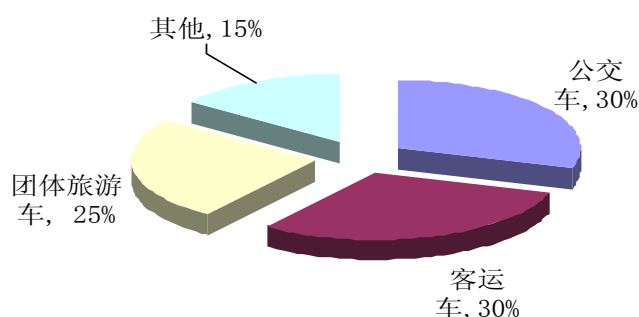


数据来源: CAAM, 国都证券

## (一)、大中客行业稳定增长

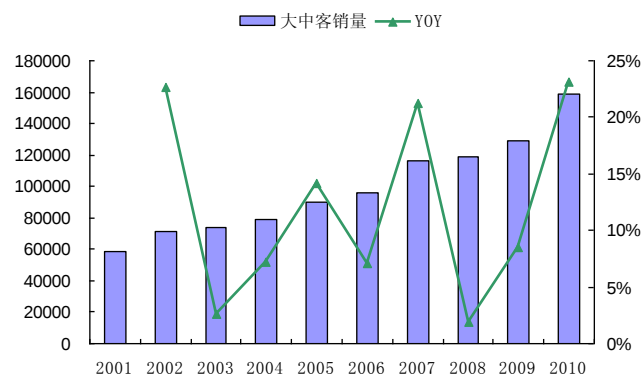
从大中客行业的销售结构上看, 公交车销量约占到总销量的 30%, 长短途客运车辆占 30%, 团体、旅游车占 25%, 其它占 15%。

图 25: 客车行业销售结构统计



资料来源: 公开资料整理, 国都证券

图 26: 大中客销量稳定增长

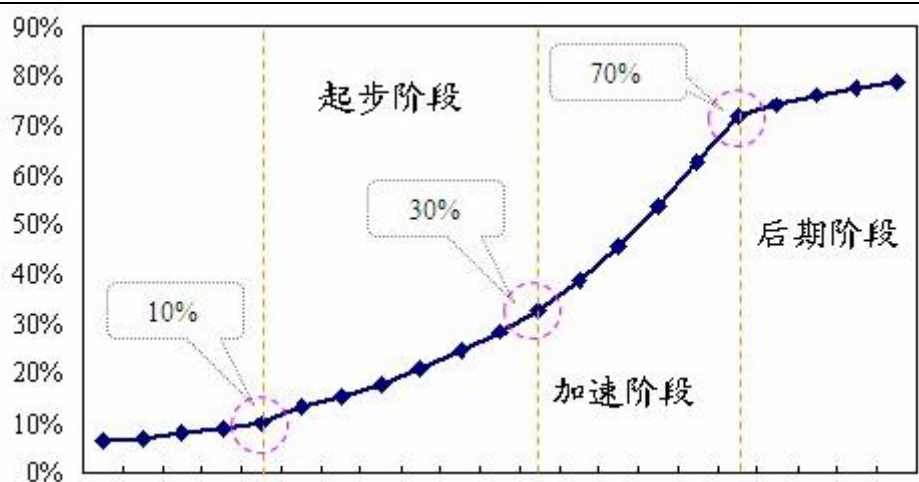


资料来源: CAAM, 国都证券

## 1、城镇化进程稳步推进是公交车需求的稳定器

中国处于城市化率快速提升的关键时期, 根据第六次人口普查的结果, 2010 年中国城镇人口占总人口的比例已经达到 49.68%, 2011 年将突破 50%。

图 27：根据纳瑟姆曲线，我国城市化进程处于加速阶段

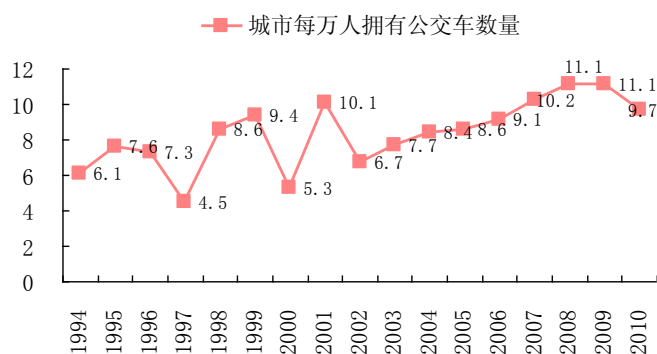


数据来源：国都证券

在城市化率到达 50% 以前，农村人口迁往城市为主；超过 50% 以后陆续发生小城市往大城市、大城市郊区化等社会化进程，围绕大城市与郊区、城市群之间的日间流动加大，刺激居民的出行需求。包括城郊长途公交、快速公交系统 BRT、集团班车、学校校巴、旅游景区巴士等成为大中客快速增长市场。另外中国城镇人口的快速膨胀造成了诸多不和谐因素，资源、环境和交通等问题纷纷浮现，鼓励公共交通出行成为各地政府解决诸多问题的有效途径，新增城市公交采购和老旧公交车更新换代带动城市公交需求稳定增长，刚性较大，相对于其他细分商用车子行业而言，大中客与经济周期的联动性较弱，一定程度上可以平滑客车行业的销量波动。

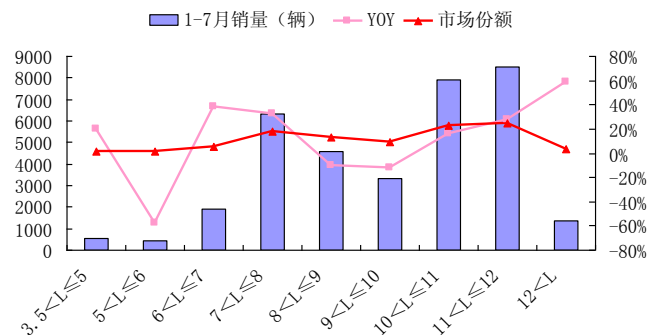
2010 年，我国城市每万人拥有的公交车数量仅为 9.7 标台，远低于发达国家 20 标台左右的水平，也和一座城市每万人拥有公交车辆应达到 12 台的国家标准相去甚远。目前全国大部分城市公交出行比率在 25% 以下，与伦敦、巴黎、东京、纽约等发达国家大城市相差甚远（其公交出行比例均为 70% ~ 80%，高的可达 90%）。鉴于公共交通所具有的运量大、占道少、效率高、油耗低等优点，大力提倡公共交通优先发展战略，改善城市交通环境是城市化进程中各地方政府应对人口、资源和环境问题的必然策略。

图 28：我国城市每万人拥有的公交车数量



资料来源：WIND，国都证券

图 29：1-7 月公交客车分米数累计销量情况

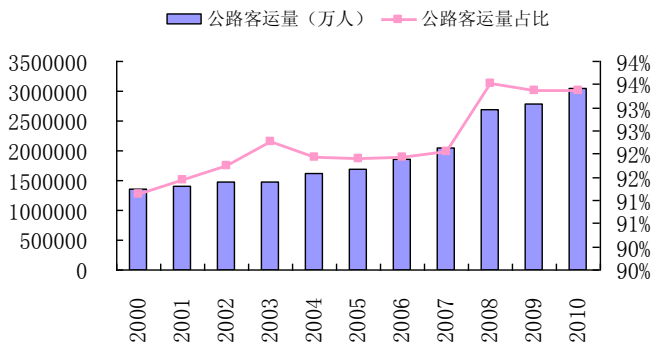


资料来源：盖世汽车网，国都证券

## 2、公路客运依然是乘客出行的主要方式

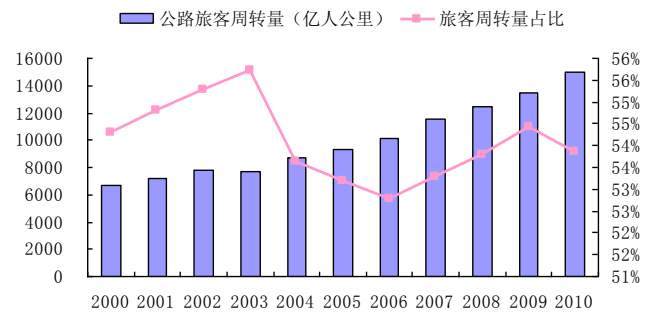
通过多年的建设，我国已经形成了较为发达的等级公路网络，为公路客运提供了良好的基础设施条件。虽然近几年铁路建设日新月异，但相比公路系统依然落后，铁路系统首先要保证国家战略性物资的运输，多余的运力才能贡献给客运领域，而且铁路系统灵活性较差，覆盖范围有限，虽然单次运量大，但在客运量和客运周转量方面，公路客运依然占主导地位。2010年，我国公路客运量占总运量的比例为93.4%，公路客运周转量占客运周转总量的比重为53.9%。

图 30：公路客运量占比始终保持在 90% 以上



资料来源：WIND，国都证券

图 31：公路客运周转量占比始终保持在 50% 以上



资料来源：WIND，国都证券

2007 年全国铁路第六次大提速以来，我国在京哈、京沪、京广、陇海、浙赣、胶济、武九、广深线等既有干线实施的 200 公里速度级的提速，开通“和谐号”动车组 257 对，范围涉及全国 17 个省、直辖市。提速后在环渤海城市群、长三角城市群、珠三角城市群和中原、西北、西南、东北地区重点城市间，大量开行城际快速客车，实现了公交化运输。

图 32：高速铁路网规划图

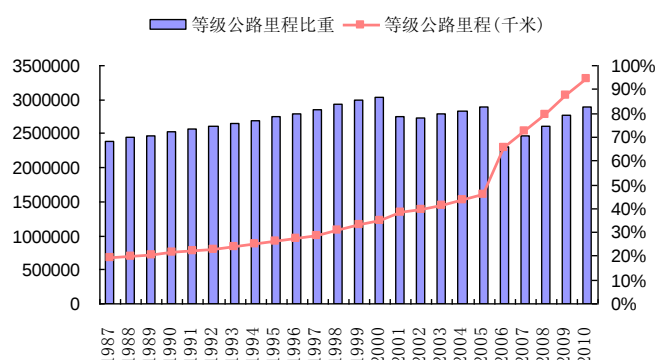


数据来源：铁道部，国都证券

动车和高铁的建设在中短途客运方面对大中客行业造成一些冲击，但客车在中短途客运方面依然存在其特有的优势，如成本低廉，运营灵活，覆盖面广，中短途舒适性更佳等等。交通环境的持续改善和消费者可支配收入水平的不断提高将刺激人们的出行需求，由此导致支线客运需求增加，在一些铁路运输覆盖不到的区域市场，公路中短途客运客车发展空间依然很大。

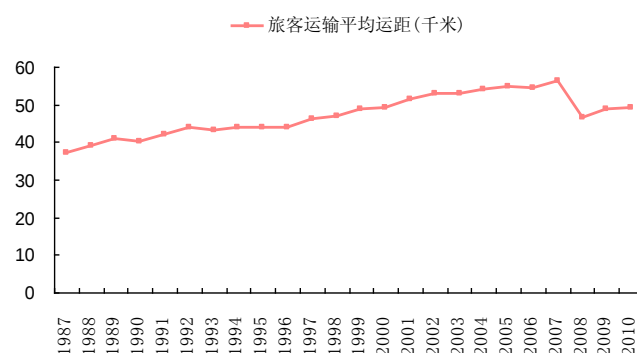
国内交通状况持续改善，高速公路里程年增幅一直保持在 10% 以上，2010 年我国高速公路里程达到 7.41 万公里，近十年翻了近 5 倍，等级公路里程占公路总里程的比例达到 80% 以上。路况不断好转为中短途客运客车的运行提供持续支持，单程费时更短，能耗更低，磨损也大幅减小，旅客平均运距稳步增加。伴随西部大开发的加速推进，西部乘客出行将愈发频繁，而西部大部分地区没有铁路覆盖，乘客中短途出行将主要采取公路客运的方式，大中客将受益于西部大开发带来的公路客车的发展机会。

图 33: 等级公路占比超过 80%



资料来源: WIND, 国都证券

图 34: 旅客运输平均距离在 08 年之后开始回升



资料来源: WIND, 国都证券

### 3、比肩国际二流水准，出口竞争力不断增强

经过 10 余年的高速发展，中国不仅成为世界第一大汽车制造国，同时成长为世界第一大客车制造国。自主品牌客车不仅在中国市场处于绝对垄断地位，更出口到世界各地，其中不乏欧美等汽车发达国家。

中国客车企业经过多年的经营累积了大量经验，目前，虽然在车桥、发动机、变速器关键总成方面依然存在很大的外部依赖性，但在底盘布置、外观内饰设计和产品制造工艺等方面和国外一流客车生产制造商的差距正在不断缩小，已经可以比肩欧洲二流客车的水平。

表 9：各国或地区客车企业的优势和劣势比较

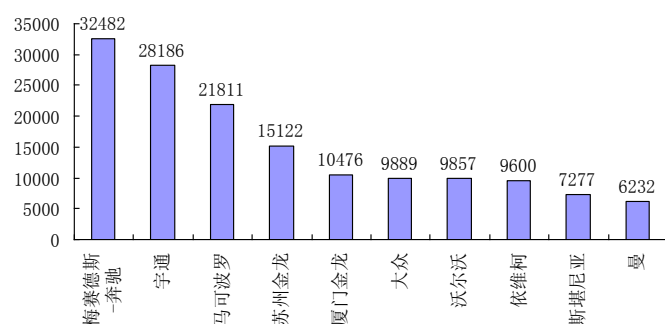
| 类别   | 优势                                                               | 劣势                                         |
|------|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 本土客车 | 客车产品具有较高的性价比；交付迅速，能够满足客户的差异化需求                                   | 销售、服务网络不够完善；融资能力相对跨国集团差距较大；本地化程度较低         |
| 欧洲客车 | 海外整体布局，有强大的商用车资源共享；拥有核心技术优势，标准化的产品平台，一流的产品品质和良好的企业和品牌形象          | 其人工成本高，产品性价比低；此外其生产周期普遍较长，交付时间慢，因此车型变化相对较慢 |
| 日韩客车 | 其销售和服务网络较为完善，集团品牌优势及集团化的销售、服务网络和分支机构；产品质量高，寿命长，比欧洲车性价比高；拥有关键总成技术 | 人工成本高，车型变化慢的问题                             |
| 印度客车 | 印度品牌成本处于领先地位，因此在重视价格的细分市场有优势                                     | 印度品牌在产品质量方面明显不足，品牌美誉度较低                    |

数据来源：公开资料整理，国都证券

在 2009 年，全球大、中型客车销量数据统计显示，占据前五位的分别是：梅赛德斯奔驰、宇通客车、马可波罗、苏州金龙、厦门金龙，其中宇通客车以 28186 辆的销量占据世界排名第二位。

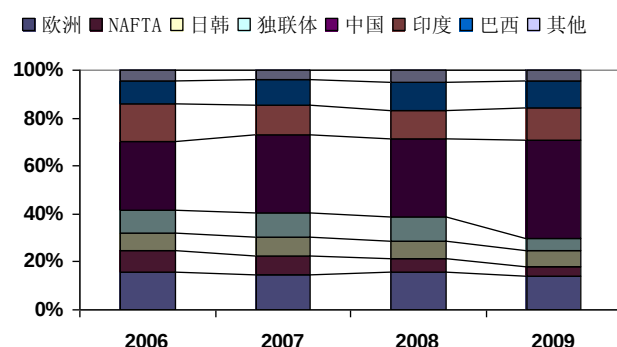
在全球客车生产力分布上，95%以上的客车生产集中在欧美日韩发达国家和金砖国家，而自 2006 年以来，发达国家生产份额呈现下降趋势，金砖国家（巴西、俄罗斯、印度、中国），尤其是中国和巴西份额呈上升趋势，其中以中国上升最为显著，从 2006 年的 28.3%一路上涨至 2009 年的 41.2%。

图 35：2009 年全球客车企业大中客销量排名（辆）



资料来源：公开资料整理，国都证券

图 36：中国客车生产力全球份额稳居第一



资料来源：公开资料整理，国都证券

经过多年的发展，中国客车企业在生产能力上已经稳居全球第一，产业链不断完善，并拥有着大规模制造能力，在底盘布置、外观内饰设计和加工制造工艺方面已经接近或超过欧洲二流水平，同时依然保持着低廉的原材料成本和人工成本这两项绝对优势。

我国客车传统出口市场是非洲、南美和中东等地，产品的丰富程度、设计的多样性和超高的性价比优势在这些地区赢得了广泛的认可，近年来，随着我国客车制造水平的不断提高，龙头企业已经逐渐渗入到欧美高端市场，虽然在技术实力上不如世界一流车企，但强大的性价比优势依然是我过客车企业的核心竞争优势。我们认为中国客车企业在传统出口市场的既有优势依然能得到延续，并将充分享受这些欠发达地区的经济增长

带来的空间收益，同时成功打入欧美市场将进一步拓宽市场广度。

2010 年我国大中客出口量 1.1 万辆，同比大幅增长 40%，出口金额增幅超过出口量增幅，达到 43%，主要由于国内客车企业不断优化产品结构，提升产品附加值，大中客出口单车价格稳步提升。

表 10: 2010 年中国客车企业出口量和出口金额情况

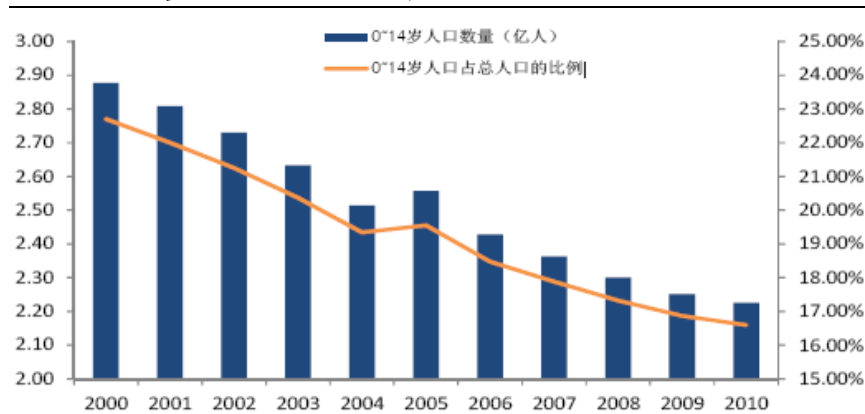
| 分类               | 2009       |              | 2010       |              | 出口量       | 出口额        | 出口量       | 出口额       |
|------------------|------------|--------------|------------|--------------|-----------|------------|-----------|-----------|
|                  | 出口量<br>(辆) | 出口金额<br>(万元) | 出口量<br>(辆) | 出口金额<br>(万元) | 增量<br>(辆) | 增量<br>(万元) | 增幅<br>(%) | 增幅<br>(%) |
| 大型客车（车长>10 米）    | 4594       | 266259       | 6707       | 378597       | 2113      | 112338     | 46        | 42        |
| 其中：公交客车          | 1730       | 84300        | 2568       | 129027       | 838       | 44727      | 48        | 53        |
| 中型客车（10m≥车长>7m）  | 3331       | 100785       | 4422       | 145074       | 1091      | 44290      | 33        | 44        |
| 其中：公交客车          | 1281       | 35046        | 1947       | 54503        | 666       | 19457      | 52        | 56        |
| 轻型客车（7m≥车长>3.5m） | 3585       | 30966        | 9055       | 79331        | 5470      | 48366      | 153       | 156       |
| 其中：公交客车          | 404        | 3779         | 417        | 4439         | 13        | 660        | 3         | 17        |
| 大中型客车合计          | 7925       | 367043       | 11129      | 523671       | 3204      | 156628     | 40        | 43        |
| 其中：大中型公交客车合计     | 3011       | 119346       | 4515       | 183530       | 1504      | 64184      | 50        | 54        |
| 合计               | 11510      | 398009       | 20184      | 603002       | 8674      | 204993     | 75        | 52        |
| 其中：公交客车合计        | 3415       | 123126       | 4932       | 187969       | 1517      | 64844      | 44        | 53        |

数据来源：东方汽车网，国都证券

#### 4、校车蓝海市场将再造一个大中客市场

近几年来，农村的撤校并点和城市的择校行为导致中小学校车服务需求迅速增长。根据第六次全国人口普查数据，截止 2010 年 11 月 1 日，全国总人口约 13.4 亿，其中 0~14 岁的人口（处于幼儿园、小学和初中阶段的人口数）占比约为 16.6%，其中处于幼儿园、小学和初中在读状态的人口比例为 13.5%，据此计算需要校车服务的人口约 1.8 亿人。我们假设 25%的适龄学生能享受到校车服务，按每车 45 个座位、每辆 40 万元计算，中国校车的潜在需求约 100 万辆，市场规模约 4000 亿元，同时每年的更新需求将达到 10-15 万辆，相当于再造一个大中客市场。

图 37: 0~14 岁人口数量及占比情况



数据来源：CEIC，国都证券

目前,我国每年约有 1.6 万名中小学生非正常死亡,平均每天 40 多人,目前全国符合标准的校车为 2.9 万辆,仅占接送中小学生和幼儿车辆的 10.32%。近期各地校车频发的事故引爆了社会舆论,中央和各地方官员也开始越来越多的关注学生安全问题,11 月甘肃校车事故之后温家宝公开强调,要预防和避免儿童各种意外伤害,特别要加强校园治安、消防安全和校车交通安全工作。校车安全必须引起各地、各部门的高度重视。国务院已经责成有关部门迅速制定《校车安全条例》。我们认为,经济发展自然催动和政策导向结合将促使校车市场在未来 5 年保持高速增长。

表 11: 近期校车事故回顾

| 时间               | 事故概要                                                   |
|------------------|--------------------------------------------------------|
| 2010 年 6 月 24 日  | 辽宁锦州市黑山县东岔村,一辆由学生家长包租的校车被撞,造成司机和两名儿童死亡,七名儿童受伤。         |
| 2011 年 8 月 29 日  | 海南三亚市一名 3 岁男童被遗忘在校车内 9 小时后死亡。                          |
| 2010 年 12 月 27 日 | 湖南衡南县松江镇东塘村一辆搭载 20 名小学生的三轮摩托车冲到桥下,造成 14 名学生死亡、6 名学生重伤。 |
| 2011 年 9 月 13 日  | 荆州市两名年龄不到 4 岁的幼儿,被司机和接老师遗忘在校车内 8 个小时后死亡                |
| 2011 年 9 月 26 日  | 山西介休市灵石县冷泉村一辆接送学生的微型面包车与大货车相撞,致 7 名初中生死亡、2 人重伤、3 人轻伤。  |
| 2011 年 11 月 16 日 | 甘肃正宁县榆林子镇幼儿园校车与一辆运煤车相撞,造成 21 名学生遇难,43 人受伤。             |
| 2011 年 11 月 26 日 | 辽宁凤城市宝山镇一辆校车因道路湿滑发生侧翻事故,35 名孩子受伤。                      |

数据来源: 公开资料整理, 国都证券

综合国内主要客车企业的数据粗略估计,2009 年和 2010 年,国内具有生产目录的校车产品的销量分别为 1100 辆和 3800 辆,2011 年校车销量将达到 10000 辆左右,同比增长超过 60%,校车市场正加速启动。客车行业龙头值得重点关注。

图 38: 国内主要校车产品



数据来源: 公开资料整理, 国都证券

## (二)、轻客市场趋于细分化

### 1、物流车和改装车是未来重要增长点

中国轻客市场多年来产品结构变化很小，竞争日益激烈，低端大型 MPV 挤占中高端轻客生存空间，大型微客对低端轻客形成冲击，加上厢式轻卡和厢式大微卡的替代效应，轻客新产品的推出和更新换代的速度在加快，下乡和向专用车、改装车方向发展，已成为轻客各厂家主攻的大方向。

竞争加剧使得国内轻客市场的需求结构正在发生显著的变化，产品正在向欧美化、高端化、系列化、模块化、多功能化的特征的发展。而随着短途客运、通勤接待等传统轻客市场升级换代，轻客在这一领域已经不具备优势。但是，轻客在城市物流和专用车市场却越来越被看好，例如，很多邮政用车、救护车、警卫车、移动通讯服务车等都由轻客改装而来，轻客市场细分化的趋势越来越明显。产品能否做到品种、功能多样化将直接影响轻客行业及企业在未来商用车市场中的竞争力。物流改装车、专用车和特种车契合目前的市场需求，将成为未来轻客市场的重要增长点，而短途客运和通勤接待等传统轻客市场的增长将逐渐趋缓。

**表 12：轻客细分市场及其特点**

| 产品类型    | 主要客户                               | 需求特点                                  | 主要品牌         |
|---------|------------------------------------|---------------------------------------|--------------|
| 客货两用    | 各类商贸企业、民营企业主；大中型企业售后服务、专业第三方物流快递公司 | 对价格比较敏感，强调车辆实用性；私营业主对车辆配置要求较高         | 金杯、福田、全顺、依维柯 |
| 客运、旅游通勤 | 各类客运公司、旅游公司、短途客运、短途旅游线路经营户         | 强调车辆承载性与安全性；营运车考虑整体拥有及使用成本；通勤车侧重品牌和外观 | 金杯、福田、全顺、依维柯 |
| 专用车     | 公检司法、金融邮政、医疗、电业、公路等等               | 价格敏感度较低、满足特种用途，注重行业解决方案               | 金杯、全顺、依维柯    |
| 商务接待    | 政府机关、企事业单位                         | 价格敏感度较低，强调配置、外观、档次及舒适性                | 全顺、依维柯、九龙    |

数据来源：公开资料整理，国都证券

**表 13：轻客细分市场发展趋势**

| 用途     | 目前市场份额 | 发展趋势                                                                                                                                       |
|--------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 工程类改装车 | 8%     | 预计比例会进一步上升。政府推动市政建设及维修不断向“移动服务”趋势发展，增加了对工程改装车辆的需求。城市化进程导致城市及周边郊区基础工程建设进一步发展。                                                               |
| 服务类改装车 | 9%     | 预计比例会进一步上升。政府部门服务意识的增强以及整体服务前移的发展趋势增加了对改装车市场的需求。第三产业占经济发展比重的不断提升导致服务类用车需求整体提升。                                                             |
| 客货两用   | 58%    | 预计比例会进一步上升。宏观经济的稳定增长，以及连锁企业的迅猛发展加速对城市内物流配送的需求。城市加强对市内货车通行的限制规定使得轻客的优势进一步凸现。城市内部客运市场的平稳需求，以及城市与临郊地区之间的短途客运市场的不断增长迅速，推动轻客在稳固城市载客营运的同时跻身城际运输。 |
| 通勤旅游   | 16%    | 预计比例会有所下降。企业员工及学校等机构通勤用车的需求稳定，市场容量逐渐趋于饱和。部分市场被轻客类 MPV 和高档微客所抢占。                                                                            |
| 商务接待   | 9%     | 预计比例会有所下降。政府机关和事业单位的商务接待用车需求趋向小型化及高档化。高端商务市场受到美观度和舒适性更强的 MPV 产品冲击。                                                                         |

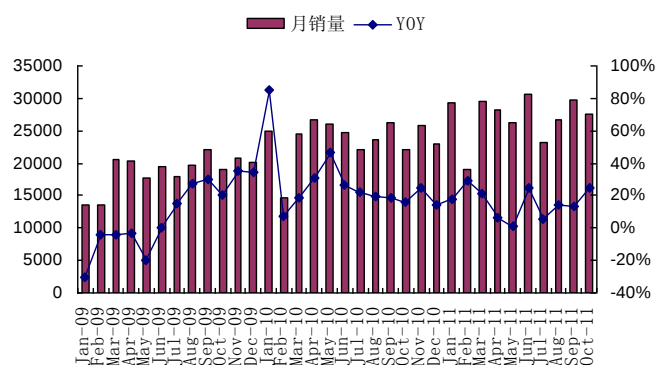
数据来源：公开资料整理，国都证券

## 2、柴油轻客占比不断提升

动力性、经济性、承载性以及耐用性等方面都具有明显优势的柴油轻客，在欧美等发达国家和地区已占据整个轻客市场 50%以上的市场份额，并一直保持着持续增长的强劲发展态势，但在前几年，我国轻客市场一直被汽油型主宰。

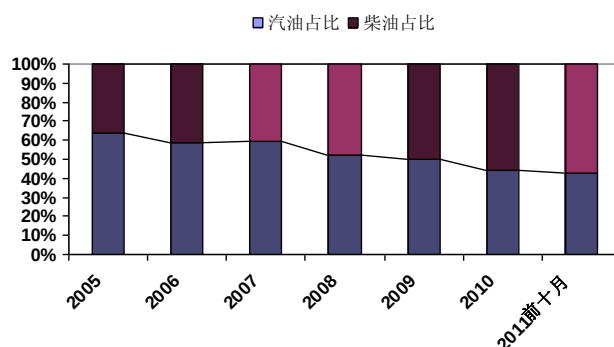
之前，柴油车虽然有动力强劲、经济性好、承载性强和皮实耐用等优势，但因其发动机噪声、高速性能弱等不足，再加上低油价下无法体现出的经济性，所以一直以来都无法获得用户的广泛认可。如今，随着油价不断的高涨，凭借焕然一新的发动机技术，柴油轻客克服了过去等诸多不足，不仅保持了良好的燃油经济性、较强的承载力、动力强劲和皮实耐用等诸多传统优势，在变速平滑性和运行平稳性方面也取得极大的进步，受到客货两用市场和改装车市场的广泛青睐，市场占有率逐年提高。

图 39：轻客销量稳定增长



资料来源：WIND，国都证券

图 40：柴油轻客比重逐年提升

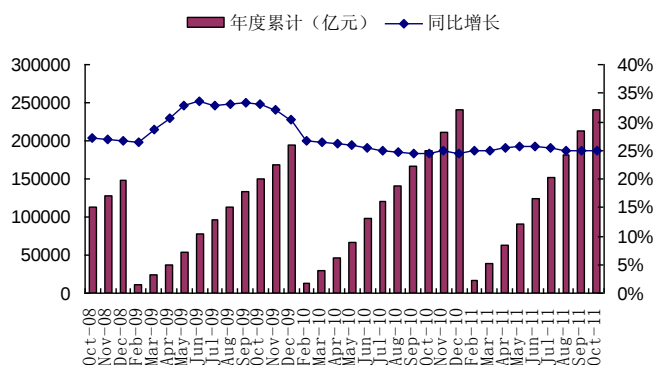


资料来源：WIND，国都证券

### （三）、关注重卡的左侧投资机会

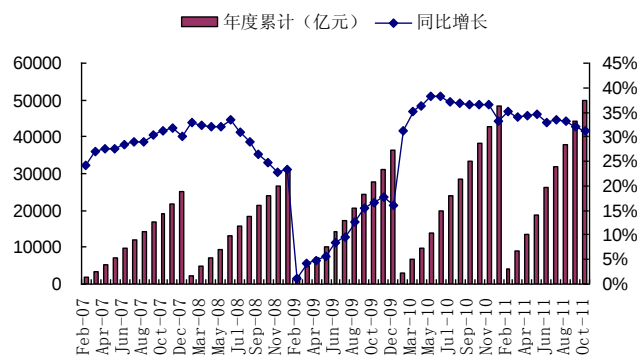
在宏观经济不明朗、刺激政策逐步退出以及“治超”、“燃油限值标准”等多种不利因素的影响下，国内重卡市场自今年 3 月份以来销量不断回落，下半年累计同比降幅持续扩大。在经历前几年的高速发展之后，今年重卡市场增速明显放缓，结构调整亦开始显现。1-10 月，重卡累计销量为 76.9 万辆，累计同比跌幅达到 10.4%，从目前的情况来看，今年重卡市场将难以达到百万规模，预计全年销量在 90 万辆左右，同比下滑约 11.3%。

图 41: 固定增产投资额增速趋缓



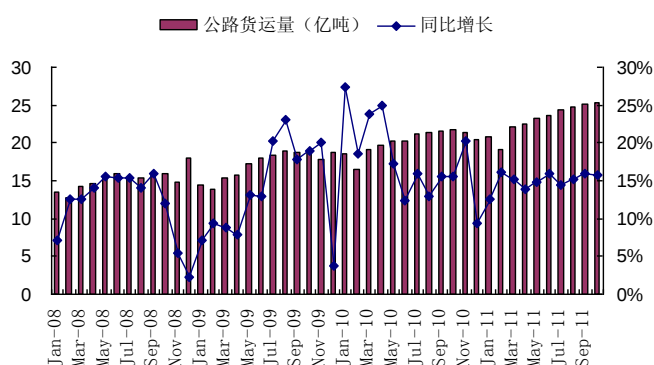
资料来源: WIND, 国都证券

图 42: 房地产投资完成额增速趋缓



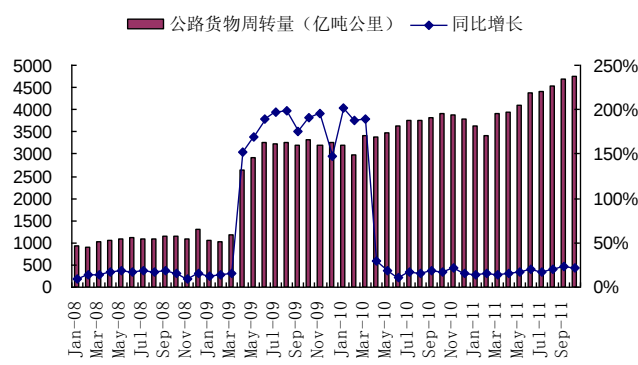
资料来源: WIND, 国都证券

图 43: 公路货运量及同比增长率走势



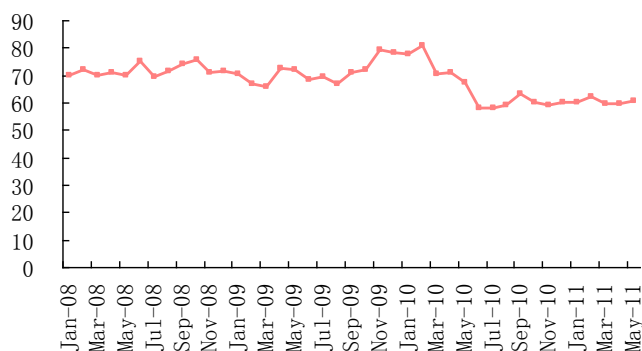
资料来源: 国家统计局, 国都证券

图 44: 公路货物周转量及同比增长率走势



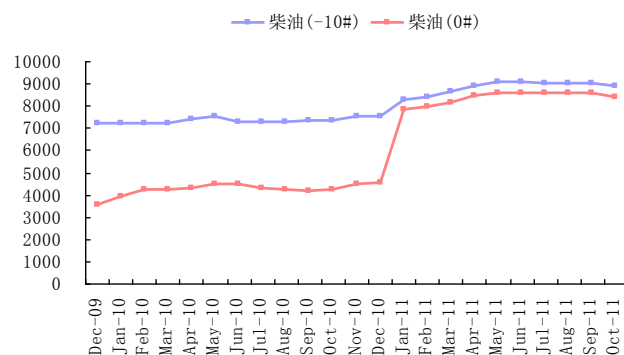
资料来源: WIND 国都证券

图 45: 普通货物公路运价指数低位徘徊



资料来源: 中国物流与采购联合会, 国都证券

图 46: 柴油价格(含税)走势



资料来源: WIND, 国都证券

4 万亿投资计划刺激前两年重卡销售呈现火爆局面，2010 年全年销量突破百万规模，2011 年销量增速同比大幅下滑，上半年牵引车低迷，下半年重卡底盘开始大幅下滑。由于 2010 年重卡销售走俏，车企在年初对 2011 年的销量预测纷纷抱乐观态度，年销量目标提升较快，去年年底开始为补库存而加大排产力度，今年的景气下滑造成大

量滞销，行业库存一度达到 25 万辆以上。经过第二季度的降价和第三季度的减产去库存，到 11 月末主要重卡企业的库存量整体已降到 13 万左右，处于比较合理的水平，但因库存多为“滞销车”，所以压力仍未完全消解。

表 14: 主流重卡企业销量情况

|    | 1-10 月销量 (万辆) | 同比增长   | 年销量目标 (万辆) | 完成率    |
|----|---------------|--------|------------|--------|
| 东风 | 16.33         | -2.6%  | 35         | 46.7%  |
| 一汽 | 13.85         | -30.5% | 30         | 46.2%  |
| 重汽 | 12.72         | -20.8% | 23         | 55.3%  |
| 福田 | 9.32          | 6.0%   | 10         | 93.2%  |
| 陕汽 | 8.58          | -8.0%  | 13         | 66.0%  |
| 江淮 | 3.57          | 66.9%  | 3.5        | 102.0% |

数据来源：公开资料整理，国都证券

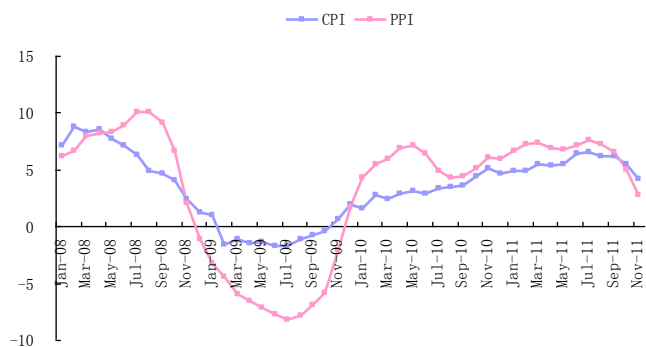
受宏观经济和持续的去库存压力的影响，第四季度重卡产销量难以增长，四季度各企业也都采取谨慎经营的策略，这种局面有望为明年重卡行业“轻装上阵”打下良好基础。

重卡行业与下游固定资产投资相关性非常大，受制于政策催动的提前消费和宏观经济紧缩导致的需求不足，今年行业销量和盈利能力都出现大幅下滑。我们认为明年固定资产投资增速依然向下调整，但还是会维持在 20% 左右的水平，在保障房建设和水利建设等投资作用下，2012 年重卡需求将稳定增长。在政策放宽预期不断扩大的背景下，重卡行业有望率先实现估值和盈利的双修复，而《重型商用车燃料消耗量限值》和商用车节能车型补贴政策等重卡产业政策的完善也可能刺激重卡消费，建议关注重卡行业的左侧投资机会。

## 四、行业估值中枢下移，安全边际较高

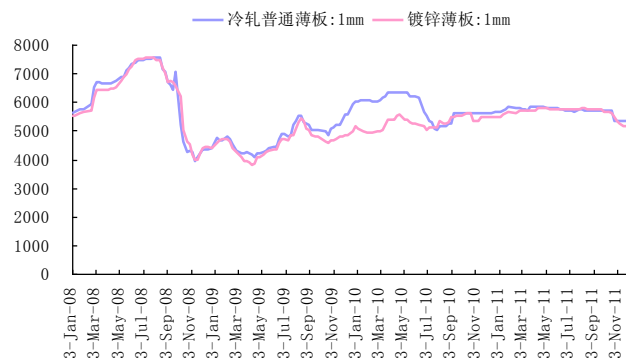
下半年以来，CPI 和 PPI 双双下降，板材和天然橡胶等汽车上游原材料价格呈现下降趋势，人工成本继续维持高位。年内需求不旺导致企业生产趋于谨慎，行业产能利用率下降，单位产品固定成本上升，规模效应逐渐减弱，同时，库存积压致使汽车销售终端价格提升缺乏动力，对上游成本的转嫁能力较弱，行业整体盈利能力下滑拉动估值中枢下移，显现出较高安全边际。

图 47: CPI 和 PPI 走势 (%)



资料来源：WIND，国都证券

图 48: 冷轧板和镀锌板价格走势 (元/吨)



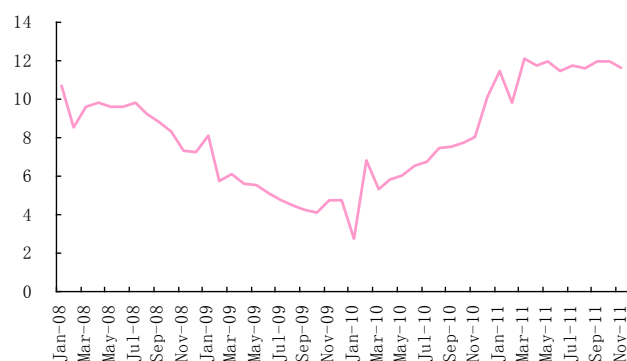
资料来源：WIND，国都证券

图 49: 天然橡胶期货结算价 (元/吨)



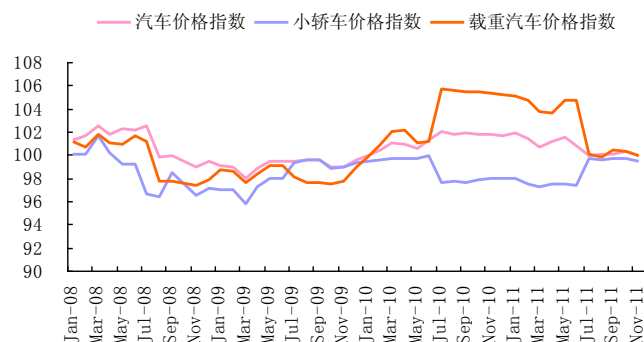
资料来源: WIND, 国都证券

图 50: CPI: 家庭服务及加工维修服务



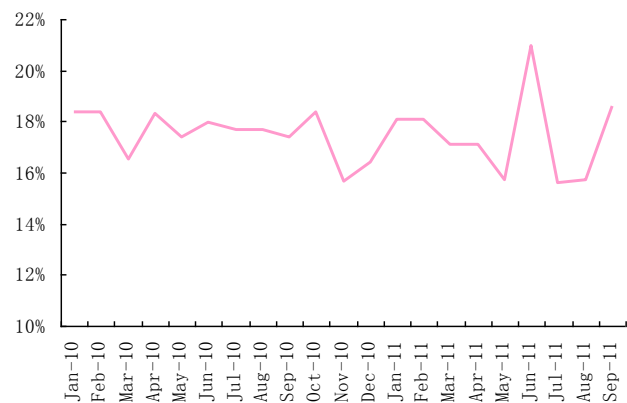
资料来源: WIND, 国都证券

图 51: 流通环节汽车价格指数



资料来源: WIND, 国都证券

图 52: 重点汽车企业毛利率大幅下滑



资料来源: WIND, 国都证券

2012 年人工成本将持续处于高位, 但钢材和橡胶等原材料价格没有太大的上涨动力, 预计将延续下降趋势, 部分企业根据今年行业表现或调低 2012 年生产计划, 扩产项目也会部分放缓, 政策退出的负面影响基本消化完毕, 行业基本面不断改善。明年下半年开始, 中西部汽车消费市场高速发展将配合第四轮行业周期的启动, 行业盈利能力将逐渐回归正常水平, 行业估值面临较大修复空间, 由于结构分化明显, 重点关注驱动因素稳定, 盈利能力较强以及前期超跌导致业绩弹性较大的优势子行业龙头个股。

图 53: 行业估值处于历史底部



数据来源: WIND, 国都证券

## 五、投资评级及推荐组合

维持汽车行业“谨慎推荐”的投资评级，经过 2011 年的调整，行业风险因素基本释放完毕，基本面正逐渐改善，预计 2012 年上半年将继续调整状态，2 季度后半段开始行业进入第四轮波动周期启动阶段。行业结构分化，寻找优势子行业，其中中西部市场拓展中自主品牌有望获得超越乘用车行业的增长；大中客发展空间大，增长稳定，且存在校车蓝海市场，应予以重点关注；物流车和改装车是轻客行业未来的重要增长点，关注中高端轻客制造商；2012 年重卡需求将稳定增长，基本面尚好的优势个股存在左侧投资机会。

**乘用车行业：长城汽车、上海汽车**

**客车行业：宇通客车、江铃汽车**

**重卡行业：福田汽车**

**表 15：汽车股盈利及投资评级**

| 公司简称 | EPS  |       |       | PE    |       |       | PB   | 投资评级   |
|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|
|      | 2010 | 2011E | 2012E | 2010  | 2011E | 2012E |      |        |
| 上海汽车 | 1.61 | 1.89  | 2.20  | 9.88  | 7.23  | 6.22  | 1.64 | 强烈推荐-A |
| 宇通客车 | 1.65 | 1.95  | 2.35  | 12.72 | 12.27 | 10.17 | 4.32 | 强烈推荐-A |
| 江铃汽车 | 1.98 | 2.18  | 2.56  | 13.89 | 9.06  | 7.72  | 2.46 | 强烈推荐-A |
| 长城汽车 | 0.99 | 1.11  | 1.39  | -     | 10.25 | 8.16  | 2.18 | 推荐-A   |
| 福田汽车 | 1.73 | 0.59  | 0.84  | 15.56 | 10.62 | 7.50  | 1.55 | 推荐-A   |
| 金龙汽车 | 0.53 | 0.59  | 0.73  | 17.15 | 11.73 | 9.55  | 1.69 | 推荐-A   |
| 东风汽车 | 0.29 | 0.29  | 0.37  | 16.96 | 11.12 | 8.62  | 1.06 | 推荐-A   |
| 安凯客车 | 0.24 | 0.27  | 0.35  | 47.56 | 28.55 | 21.39 | 2.19 | 推荐-A   |
| 比亚迪  | 1.11 | 0.47  | 0.66  | -     | 45.19 | 32.32 | 2.51 | 推荐-A   |
| 中通客车 | 0.17 | 0.25  | 0.30  | 52.08 | 32.95 | 27.24 | 3.23 | 推荐-A   |
| 长安汽车 | 0.87 | 0.33  | 0.40  | 10.91 | 10.47 | 8.57  | 1.12 | 推荐-A   |
| 江淮汽车 | 0.90 | 0.74  | 0.92  | 11.78 | 7.67  | 6.18  | 1.30 | 推荐-A   |
| 广汽长丰 | 0.30 | 0.39  | 0.56  | 47.13 | 38.05 | 26.61 | 3.32 | 中性-B   |
| 一汽夏利 | 0.19 | 0.14  | 0.26  | 43.38 | 40.46 | 21.99 | 2.51 | 中性-B   |
| 一汽轿车 | 1.14 | 0.75  | 0.93  | 14.04 | 11.02 | 8.96  | 1.52 | 中性-B   |
| 海马汽车 | 0.31 | 0.23  | 0.27  | 26.06 | 14.68 | 12.64 | 0.87 | 中性-B   |
| 迪马股份 | 0.08 | 0.13  | 0.21  | 63.56 | 25.58 | 16.03 | 2.17 | 中性-B   |

数据来源：WIND，国都证券

### 风险提示：

- (1) 经济景气度大幅下滑；
- (2) 原材料价格再次进入上升通道；
- (3) 固定资产投资增速大幅低于预期。

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                               |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                            |
| 短期评级               | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级               | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平     |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平     |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平     |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                                   |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                                |
| 短期评级               | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上           |
|                    | 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间         |
|                    | 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
|                    | 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上            |
| 长期评级               | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平            |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致           |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平            |

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域      | E-mail                 |
|-----|-----------|-----------------------|-----|-----------|------------------------|
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com    | 潘蕾  | 医药        | panlei@guodu.com       |
| 肖世俊 | 有色金属、新能源  | xiaoshijun@guodu.com  | 魏静  | 工程机械、普通机械 | weijing@guodu.com      |
| 邓集锋 | IT        | dengjifeng@guodu.com  | 赵宪栋 | 商业        | zhaoxiandong@guodu.com |
| 张婧  | 建筑建材      | zhangjingy@guodu.com  | 刘洵  | IT        | liuyun@guodu.com       |
| 王树宝 | 煤炭、钢铁     | wangshubao@guodu.com  | 王双  | 石化        | wangshuang@guodu.com   |
| 李韵  | 纺织服装、轻工制造 | liyun@guodu.com       | 张崴  | 房地产       | zhangweiwei@guodu.com  |
| 丰亮  | 汽车及零部件    | fengliang@guodu.com   | 王寅  | 医药        | wangyin@guodu.com      |
| 卢珊  | 食品饮料      | lushan@guodu.com      | 袁放  | 有色        | yuanfang@guodu.com     |
| 杨志刚 | 家电/旅游     | yangzhigang@guodu.com | 王方  | 基金、融资融券   | wangfang@guodu.com     |
| 赵锴  | 股指期货      | zhaokai@guodu.com     | 张咏梅 | IT        | zhangyongmei@guodu.com |
| 向磊  | 机械        | xianglei@guodu.com    | 李春艳 | 基金联络      | lichunyan@guodu.com    |