

UBS Investment Research

Q-Series®: 中国汽车行业

寻找中国汽车制造商的需求蓝海

2012年7月25日

www.ubssecurities.com

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

特此鸣谢

邹天龙 (tianlong.zou@ubssecurities.com)

徐鸣 (ming.xu@ubs.com)

对本报告的编制提供帮助

■ 国内汽车市场竞争加剧，自主品牌路在何方

由于产能逐渐过剩以及增速日趋放缓，我们预计未来5年，自主品牌在国内汽车市场的竞争环境将日益严峻。对于中国国内自主品牌汽车制造商来说，他们的下一个增长引擎将来自哪里？在汽车行业全球竞争的舞台上，他们如何才能占有一席之地？他们应该把有限的资源投向何处？

■ 我们的研究基于：行业专家的深入访谈以及广泛搜集整理的数据

我们的研究是基于对众多汽车公司的出口业务主管、海外销售代表以及海外消费者的深入访谈和调研。此外，通过过去数年来我们广泛的数据搜集与整理，我们建立了一个囊括接近112个中国汽车OEM厂商海外生产基地的数据库，我们相信这足以揭示他们在海外市场的战略方向和野心。同时，我们对主要海外汽车市场的研究基于我们与瑞银全球汽车团队的共同合作。

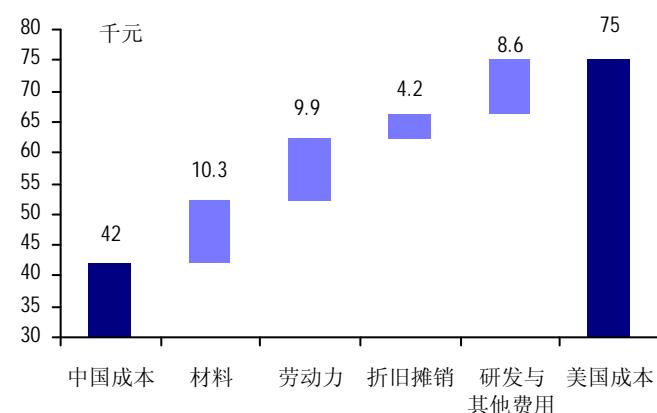
■ 中国汽车制造商的需求蓝海：发展中国家的低成本小型车市场

我们预计2012年中国汽车出口将同比增长20%，2013~2015的年复合增长率将达到25%，到2015年出口业务对自主品牌利润贡献可能达到30%。由于较高的增速和较低的进入壁垒，我们预计新兴市场将成为中国汽车出口的主要目的地。我们相信，中国OEM厂商在小型车领域已经建立起足够的竞争优势，到2015年小型车将占据中国汽车出口的75%。

■ 中国汽车出口领域的先行者：长城、江淮、上汽

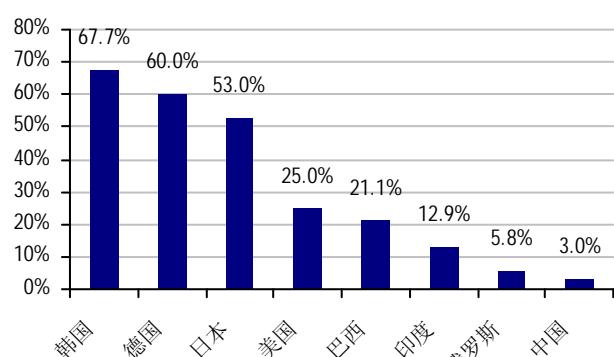
我们看好江淮、长城、上汽未来在出口业务上的表现。我们首次覆盖江淮汽车，给予“买入”评级，并重申对上汽集团的“买入”评级。我们首次覆盖长城汽车（A股），给予“中性”评级，这主要是由于其当前股价对应较高的估值。

图1:小型车的制造成本比较 (2011)



数据来源：瑞银证券估算

图2:汽车出口占国内汽车行业总产量比重 (2011)



数据来源：CEIC, Fourin

目录	页	孙旭 分析师 S1460511010013 janet.sun@ubssecurities.com +86-213-866 8852
投资摘要	3	
出口为何重要?	6	
— 产能过剩的风险加大	6	
— 单一市场风险较高	7	
出口为何可行?	8	
— 新兴国家市场空间广阔	8	
— 强大的竞争力	11	
专题一：小型车	13	
— 小型车的定义	13	
— 小型车的优势	13	
— 中国汽车制造商的机会	15	
— 低端SUV和皮卡是另一个出口增长引擎	16	
未来出口增长的阻力可能有哪些?	18	
中国汽车生产商还需要做些什么?	19	
— 建立当地知名度——首先是服务网络建设	19	
— 产品质量和客户导向	19	
— 提高产品形象	20	
— 定位	20	
专题二：贸易政策	21	
— 关税政策与自由贸易协定	21	
专题三：海外生产	23	
— 海外生产之路开始于散件组装 (CKD) 生产	23	
— 海外生产的优势	25	
— 海外生产将面临的挑战	26	
来自国外汽车制造商的经验	30	
— 日本	30	
— 韩国	32	
— 雷诺	33	
中国汽车出口简史	35	
主要出口市场分析	39	
— 巴西	39	
— 俄罗斯	42	
— 印度	46	
— 发达国家市场	50	
中国汽车制造商	51	
公司报告	52	
— 江淮汽车	53	
— 长城汽车 - A	69	
— 上汽集团	87	

UBS的Q-Series® 产品旨在以积极进取的态度预先考虑并回答重要投资问题，以便提出更好投资建议。Q-Series® 是UBS AG的注册商标之一。

投资摘要

Ocean in view! O! The Joy!

-- Lewis and Clark, 1805

在这份报告中，我们将深入分析中国的汽车出口业务以及未来的增长潜力。我们的研究基于：对众多的行业专家、汽车制造商的出口业务主管、负责海外销售业务的销售代表，以及包括发达国家和发展中国家在内的许多海外消费者的深入访谈和广泛调研。

此外，通过过去数年来我们广泛的数据搜集与整理，我们建立了一个囊括接近112个中国汽车OEM厂商的海外生产基地数据库，我们认为这足以揭示他们在海外市场的战略方向和野心。我们这个数据库的建立是基于多年以来对众多的行业专家的深入访谈、第三方数据的不断积累、以及专业的行业杂志。同时，我们对主要海外汽车市场的研究，例如巴西、印度和俄罗斯，主要基于我们与瑞银全球汽车团队的共同合作。

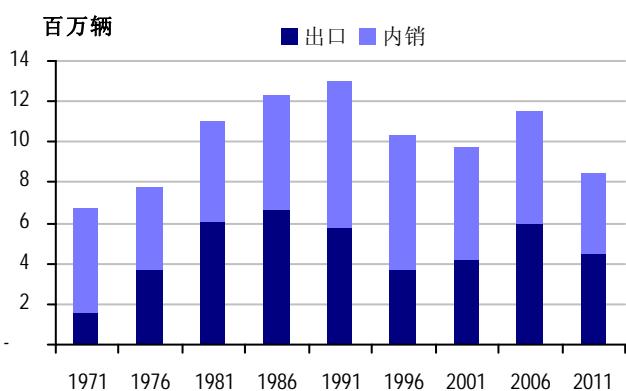
基于以上信息，我们深入分析了中国的汽车出口业务以及未来的增长潜力。具体来说，我们深入剖析了中国汽车制造商在小型车领域的竞争优势、中国汽车企业在海外市场的品牌定位和渠道建设、海外国家潜在的关税壁垒以及中国汽车企业的海外生产。我们同时也详细的分析了日本和韩国汽车出口发展历史，我们相信中国汽车企业可以从那段历史中学到一些有用的经验。

总的来讲，我们预计海外市场，尤其是发展中国家，将成为越来越多中国汽车制造商，特别是自主品牌的增长动力。我们预计2012年中国海外销售将增长20%，2013-2015年的年复合增长率将保持在25%，到2015年我们预计出口业务对自主品牌的利润贡献可能达到30%。

此外，我们相信出口是提高国内汽车制造商销量的一个有效方式。在国内较低的增长前景和越来越高的市场波动的情况下，出口有助于国内汽车制造商保持合理的产能利用率。我们认为这对自主品牌尤为重要，因为他们始终面临产能过剩的风险，并且随着合资品牌推出新的产品，他们将面临更严峻的竞争。

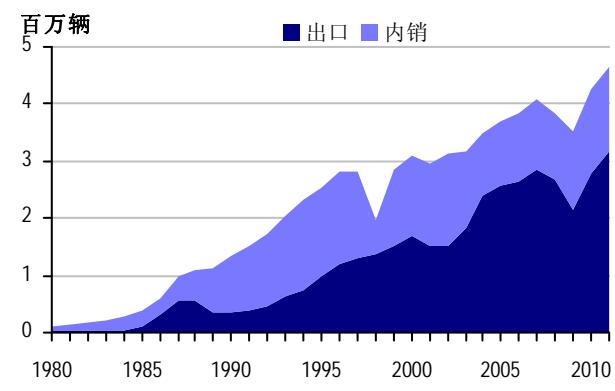
日本和韩国汽车行业的发展历史经验告诉我们，汽车出口的成功是由以下因素驱动的：1) 在合适的时机、正确的市场推出具有竞争力的产品；2) 设置和完善服务网络；3) 密集的营销和推广；4) 政府对产业发展和贸易的大力扶持。

图3:日本汽车国内产量和出口量



数据来源: JAMA

图4:韩国汽车产量和出口量



数据来源: KAMA

我们的研究方法

我们研究的核心问题

我们的研究结论

金融危机后，中国的汽车出口在2010和2011年经历了强劲的反弹，并于2011年创造了出口85万辆的历史新高。但我们认为中国的汽车出口仍然有很大的上升潜力，主要原因在于：

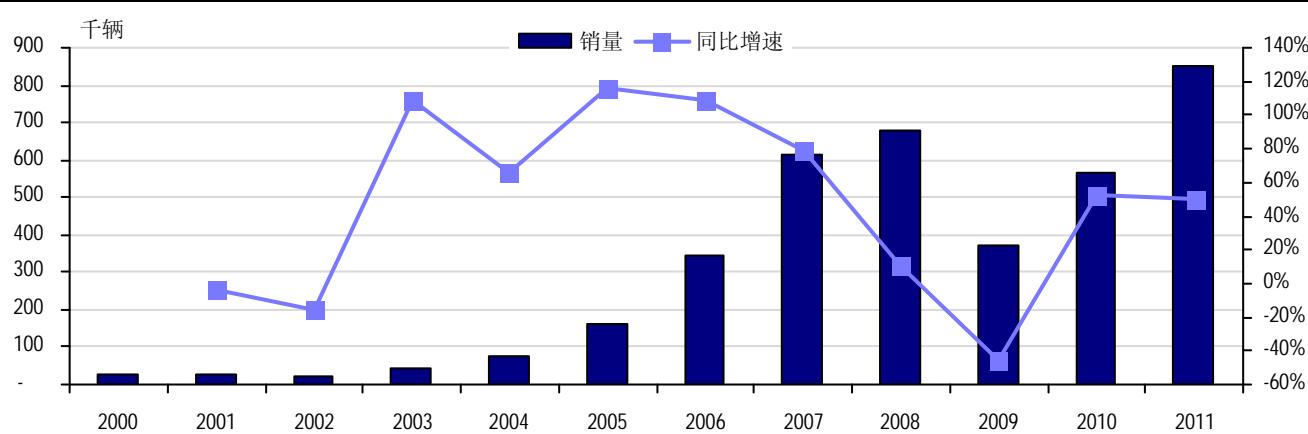
1) 发展中国家广阔的潜在市场规模。我们相信，未来10年内全球汽车销售增长的大部分将来自发展中国家市场，主要由于其较低的汽车普及率和较高的GDP增长率。我们认为，在未来5年内，发展中国家市场的汽车销量年复合增长率有望达到15%~20%。此外，这些市场的进入壁垒通常较低，来自当地的美国和欧洲的汽车制造商的竞争也不是那么激烈。在这份报告中，我们详细分析了巴西、俄罗斯和印度的汽车市场，以说明中国汽车出口的潜在机会很大。

2) 中国制造的汽车在这些目标市场具有较强的竞争，特别是小型车领域。我们相信，通过多年与全球汽车制造商的竞争，国内汽车制造商已经建立了在小型车领域的强大竞争力。我们也相信，不仅在发展中国家市场，而且在发达市场，对小型车的需求增长速度也将超过整体汽车需求的增长速度。

同时，我们认为产品质量较差、当地影响力不足（尤其是服务网络建设滞后）和贸易壁垒仍是中国汽车出口进一步增长的阻碍。汽车制造商需要继续改进其产品和服务的吸引力、以及品牌形象。一个更好的贸易环境，也有利于国内汽车制造商。

在中国自主品牌中，我们认为长城汽车和江淮汽车在出口市场已经取得了非常不错的成绩，在未来将进一步得益于中国汽车出口的快速增长。

图5:中国汽车出口销量和增长率



数据来源：CEIC

股票选择与估值比较

江淮汽车 (SS600418)。我们首次覆盖江淮汽车，给予“买入”评级和5.72元的目标价，我们认为公司的各项业务均有望在2013年逐渐企稳回升，并且公司当前股价对应了较低的市盈率水平。出口业务目前占公司总销量比重约为14%，主要出口市场为巴西。由于巴西在2011年底上调了关税税率，我们预计公司2012年对巴西出口将出现一定程度的下滑，但公司在其他地区（如阿尔及利亚）的出口依然有望取得高速增长。公司目前正在和巴西经销商积极商讨本土化生产事宜，我们预计2014年本土工厂投产后，其出口销量将重回高速增长

轨道。我们的目标价对公司2012预测市盈率为11x，该市盈率处于公司过去两年历史估值区间（6~15倍）的中枢，并与行业平均市盈率水平持平。

长城汽车-A (SS601633)。我们首次覆盖长城汽车A股，给予“中性”评级和16.60元的目标价。我们看好公司出口业务的长期增长前景并认为这将是公司未来利润增长的主要贡献来源。公司的皮卡和SUV产品由于定位准确、性价比合理并符合当地消费者的需求，已经成功打入中东欧、俄罗斯、中东和澳大利亚市场。2011年公司出口汽车8.3万辆，同比增长50%，占公司总销量比重已经达到17%。由于出口产品的利润率较高，我们预计这将是公司未来两年利润增长的主要来源。但是，我们认为公司当前的股价已经较为合理的反映了市场对公司未来增长的预期，因此给予“中性”评级。我们16.60元的目标价对公司2012预期市盈率约为12.2倍，略高于行业平均11x的市盈率水平，位于公司历史估值区间（10~14倍）的中枢。

上汽集团 (SS600104)。我们维持对上汽集团的“买入”评级和21.70元的目标价不变。虽然短期内，出口业务对上汽集团的整体贡献不大，但我们认为上汽和通用联手进军印度汽车市场的举措将会对上汽的长远发展产生深远的影响。2009年12月，上汽和通用就共同在印度共同生产小型车方面达产一致，双方成立合资公司，收购原通用印度公司100%的股权。双方计划利用通用汽车在印度的品牌、销售网络、两个整车厂和一个发动机厂，生产并销售由通用五菱主导开发的小型车产品。由于借助了成熟的销售网络以及开发适合当地的产品，我们看好上汽在印度市场的开拓前景。我们维持对上汽集团的“买入”评级，主要原因在于我们预计公司未来两年依然稳健的业绩增长和当前较低估值水平。我们的目标价对公司2012预测市盈率约为10.9x。从历史看，公司过去两年的估值区间为6~15倍，我们的目标价对应其历史估值区间的中枢。从行业看，该预测市盈率与行业平均的11x市盈率基本持平。

表1:中国A股乘用车OEM厂商估值表

公司名称	股价		市值		EPS			PE		净利润增长率			ROE		
	人民币	百万人民币	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	
悦达投资	8.25	5,849.9	1.33	1.60	1.83	6.2	5.2	4.5	31.6%	20.1%	14.5%	33.6%	29.7%	26.6%	
江淮汽车	4.85	6,250.4	0.48	0.52	0.62	10.1	9.3	7.8	-46.9%	7.7%	21.0%	11.0%	10.7%	11.9%	
长城汽车	15.29	54,586.7	1.22	1.36	1.49	12.6	11.2	10.3	26.9%	20.5%	10.1%	25.6%	22.6%	21.1%	
上汽集团	12.51	137,930.3	1.83	2.00	2.30	6.8	6.3	5.4	47.3%	8.8%	15.1%	24.0%	19.7%	19.3%	
海马汽车	3.01	4,950.4	0.20	0.25	0.31	14.8	12.1	9.8	-10.8%	21.7%	23.9%	5.3%			
长安汽车	5.03	23,454.3	0.20	0.27	0.49	25.2	18.3	10.2	-52.2%	32.1%	79.0%	7.6%	7.9%	13.0%	
广汽集团	7.52	48,391.4	0.69	0.64	0.89	10.9	11.8	8.5	-0.5%	-4.2%	39.6%	15.6%	12.0%	14.4%	
力帆股份	6.49	6,174.9	0.41	0.47	0.61	15.8	13.9	10.7	2.2%	13.4%	30.4%	8.2%	8.5%	10.2%	
行业平均						12.8	11.0	8.4	22.8%	9.5%	20.2%	16.4%	15.9%	16.7%	

数据来源：万得资讯，瑞银证券估算。悦达投资、江淮汽车、长城汽车、上汽集团采用瑞银证券预测，其他采用万得一致预期；市场一致预期和股价截至2012-07-24。

出口为何重要？

出口能够帮助汽车制造商保持更加合理的产能利用率，并增强对国内汽车市场波动的抵御能力。我们认为这对国内自主品牌而言尤为重要，因为他们有更多的产能过剩风险，并且将面临更严酷的与合资品牌的竞争。

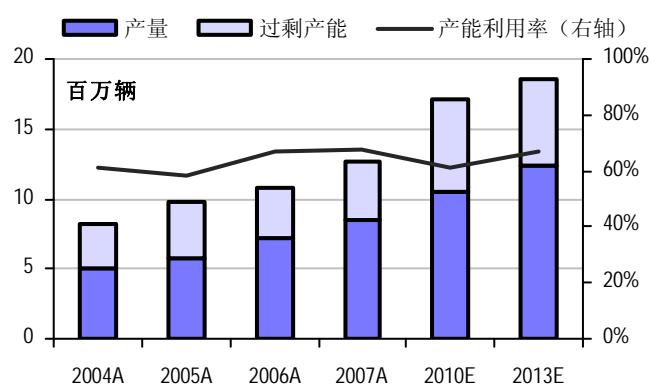
产能过剩的风险加大

根据我们广泛的数据整理和与上市公司管理层以及专业人士的深入调研，我们相信，在未来三年，中国汽车行业的产能将显着增加，特别是乘用车产能。我们预计乘用车产能在2012/13/14年分别同比增长15.3%/15.5%/12.2%。合资企业产能将比国产品牌增长更快，为22%/20%/13%。然而，我们预计汽车销售增长率将保持在10%和15%之间，因此产能扩大意味着在未来几年，全行业的产能利用率将面临下降压力。

虽然近几年自主品牌的扩张步伐明显放缓，但我们认为这种行业产能过剩对于自主品牌来说依然尤为危险。目前自主品牌和合资企业的竞争是在不同的产品细分市场，主要原因是合资品牌没有足够的产能来生产利润率较小的小型车辆。然而，我们预计随着产能的不断释放，合资品牌将推出更多的小车型，并企图挖掘购买能力更低的中西部地区的三四线城市汽车市场。我们预计，自主品牌面临来自合资品牌在小车型细分市场的竞争将更加激烈。虽然自主品牌的产能扩张比合资品牌慢，我们依然相信他们会感觉到经营杠杆的压力，更何况其产能利用率一直低于合资企业的水平。

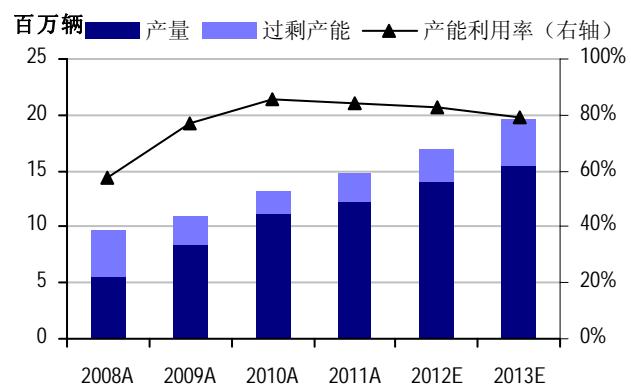
在这样的背景下，我们认为出口将成为自主品牌的重要命脉。

图6: 中国汽车行业产能和利用率趋势



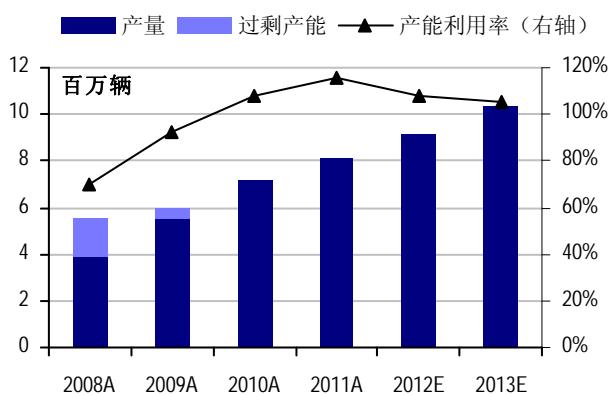
数据来源：中国汽车工业协会、瑞银证券估算

图7: 中国乘用车产能和利用率趋势



数据来源：中国汽车工业协会、瑞银证券估算

图8: 乘用车合资企业产能利用率趋势



数据来源: 中国汽车工业协会、瑞银证券估算

单一市场风险较高

对于自主品牌而言，其产量的85%以上在国内市场销售，这使得他们很容易在国内市场需求波动中受到影响。而对于合资企业而言，这种影响较少，因为中国市场只是其全球网络布局的一部分。自主品牌避免这个问题的有效途径之一是开拓海外市场，以分散风险。

汽车出口销量占国内生产总量的比例（以下简称“汽车出口比例”），可以用来衡量一国汽车产业的竞争力和工业化水平。2008年中国汽车出口比例达到了7.3%的历史高位，但此后，随着汽车出口的显著下降和国内生产量的快速增长，这一比例在2009年下跌至2.7%。尽管汽车出口在2010/2011期间回升明显，并在2011年创下85万辆的出口销量历史高水平，但出口比例仅恢复到4.6%，远低于金融危机前的水平。

目前中国汽车的出口比例不仅明显低于发达国家，例如韩国（67.7%）、德国（60%）、日本（53%）和美国（25%），也低于一些发展中国家，如巴西（21%）、印度（13%）和俄罗斯（5.8%）。然而，我们相信这也意味着中国汽车在出口方面仍然拥有很大的赶超潜力。

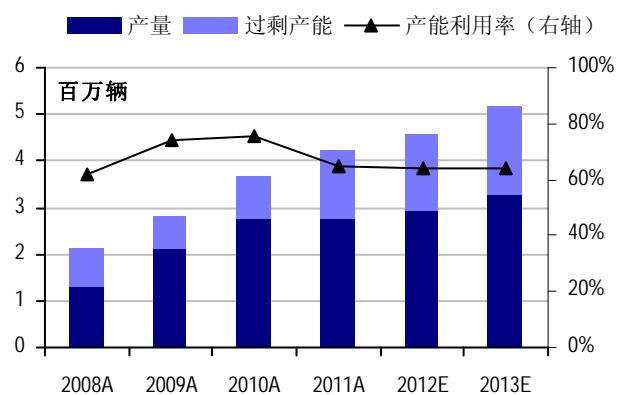
由于合资企业主要为中国的国内市场生产，因此我们认为自主品牌将成为我国汽车出口的主力。我们预计自主品牌的出口比例最终将可能达到50%，而中国的总体汽车出口比例最终可能达到30%左右。

图10: 中国汽车出口比例



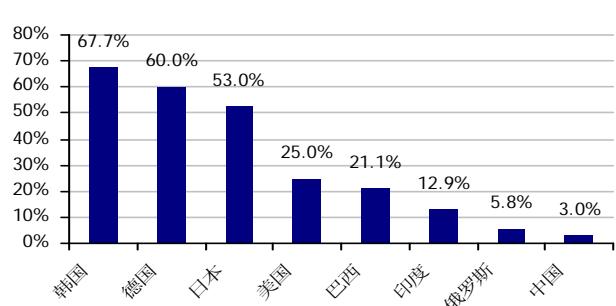
数据来源: CEIC

图9: 乘用车自主品牌产能利用率趋势



数据来源: 中国汽车工业协会、瑞银证券估算

图11: 汽车出口比例比较 (2011)

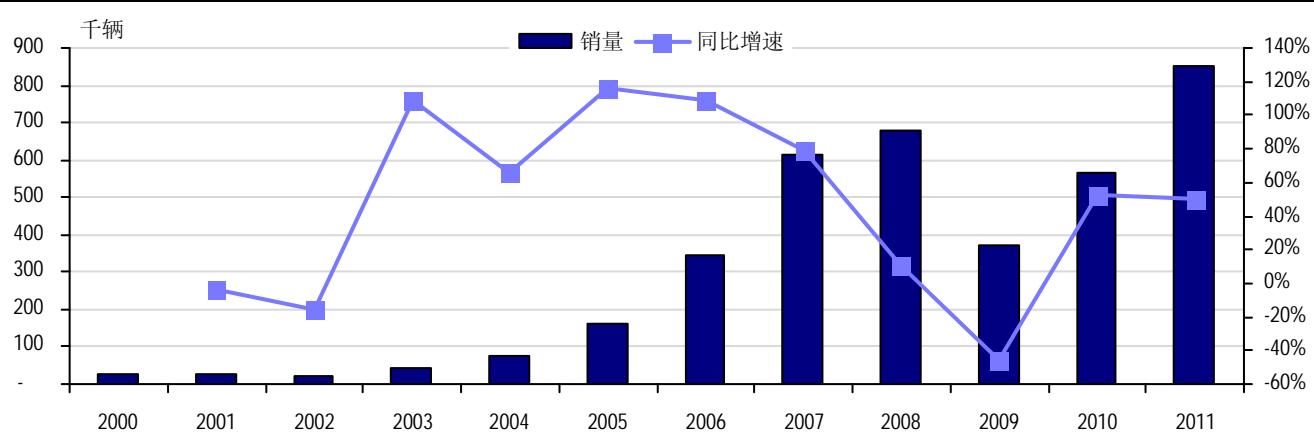


数据来源: CEIC, Fourin (CEIC和Fourin在出口数量的统计上略有不同)

出口为何可行？

中国汽车出口量在2011年上升至85万辆，创历史新高。然而，我们认为中国汽车出口的上升潜力仍然很大，主要是由于：1) 发展中国家的潜在市场规模广阔；2) 中国制造的汽车具有较强的竞争力，尤其是小型车。

图12: 出口量和增长率



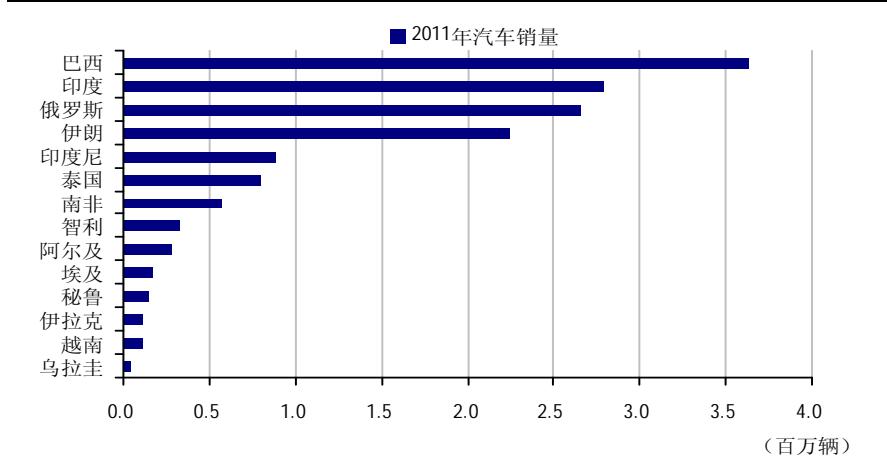
数据来源: CEIC

新兴国家市场空间广阔

由于发展中国家较低的汽车普及率和较高的GDP增长率，我们认为在未来10年内，全球汽车销量增长的大部分将来自发展中国家市场。我们认为，在未来5年内，发展中国家市场的汽车销量年复合增长率可达到15%~20%，远高于全球平均水平。我们的研究发现，拥有更多人口和更高GDP增长率的新兴市场，如巴西，印度和俄罗斯，其汽车市场规模更大。通常情况下，这些市场还处于汽车行业发展的早期阶段，进入壁垒较低，来自美国和欧洲汽车制造商的竞争压力较小。因此，我们认为这为中国汽车生产商提供了很好的发展机会。

在本报告中，我们会详细探讨主要的发展中国家市场，请参阅“出口市场分析”章节。

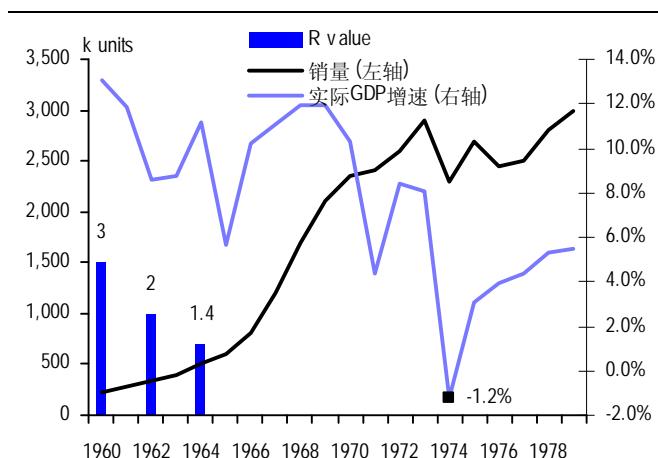
图13: 发展中国家可观的市场规模



数据来源: Bloomberg

R值（汽车平均单价/人均GDP）通常用来衡量一个国家的汽车购买能力。根据发达国家的历史经验，当一个国家的R值达到2~3附近时，该国的汽车渗透率通常进入快速上升阶段，而此时期的汽车销量也会出现快速增长。如图14、15所示，上世纪日本的60年代和韩国80年代，都经历着汽车进入家庭的快速增长期，汽车年销量的复合增速都高达20%以上。从全国的统计口径来看，中国的R值到2012年才算正式进入3以内，因此如果单纯从购买力角度来分析，中国汽车行业或许还有高速增长10年的潜力。在过去10年，中国汽车销量的年复合增长率达到22%，我们认为这主要是由东部沿海省份的需求所驱动。

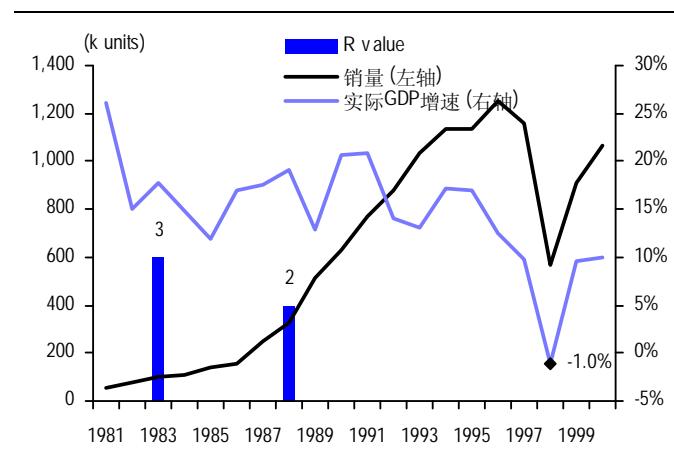
图14:日本汽车销量及R值



数据来源: CEIC、瑞银证券估算

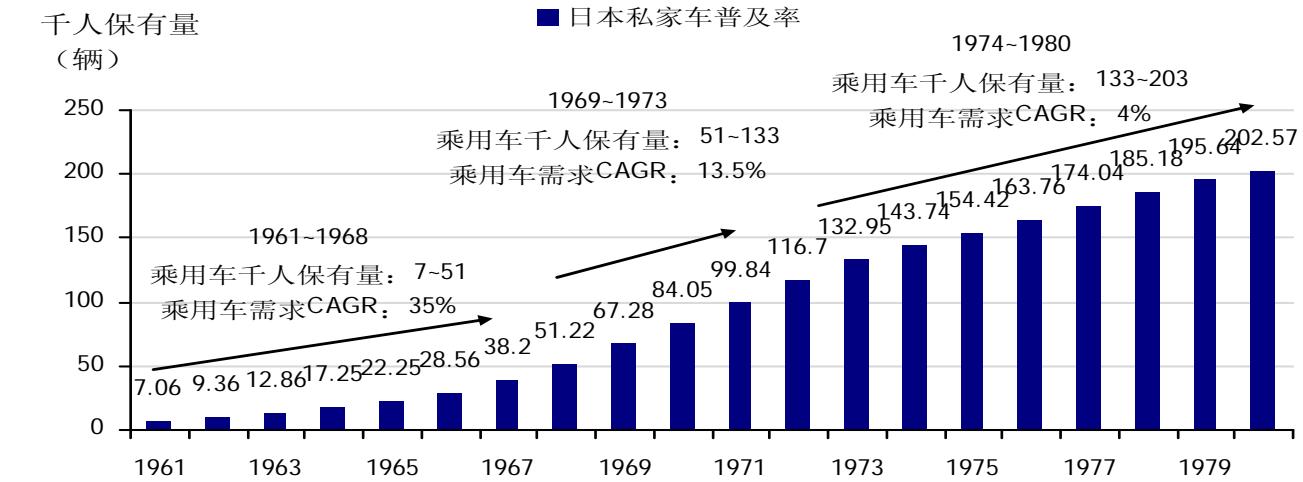
图15:韩国汽车销量及R值

图15:韩国汽车销量及R值



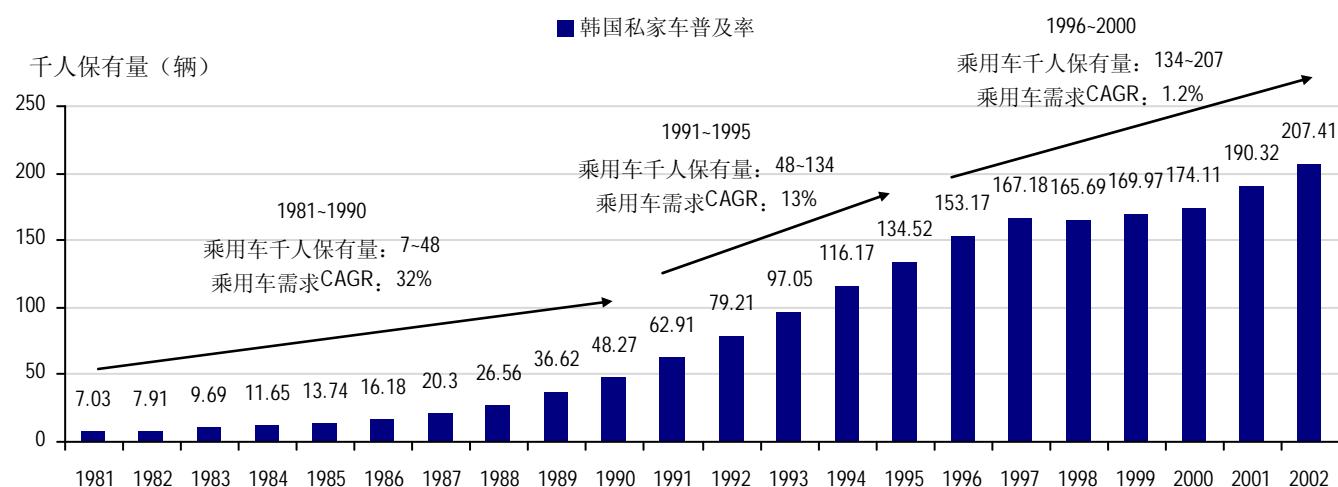
数据来源: CEIC、瑞银证券估算

图16:日本乘用车普及率



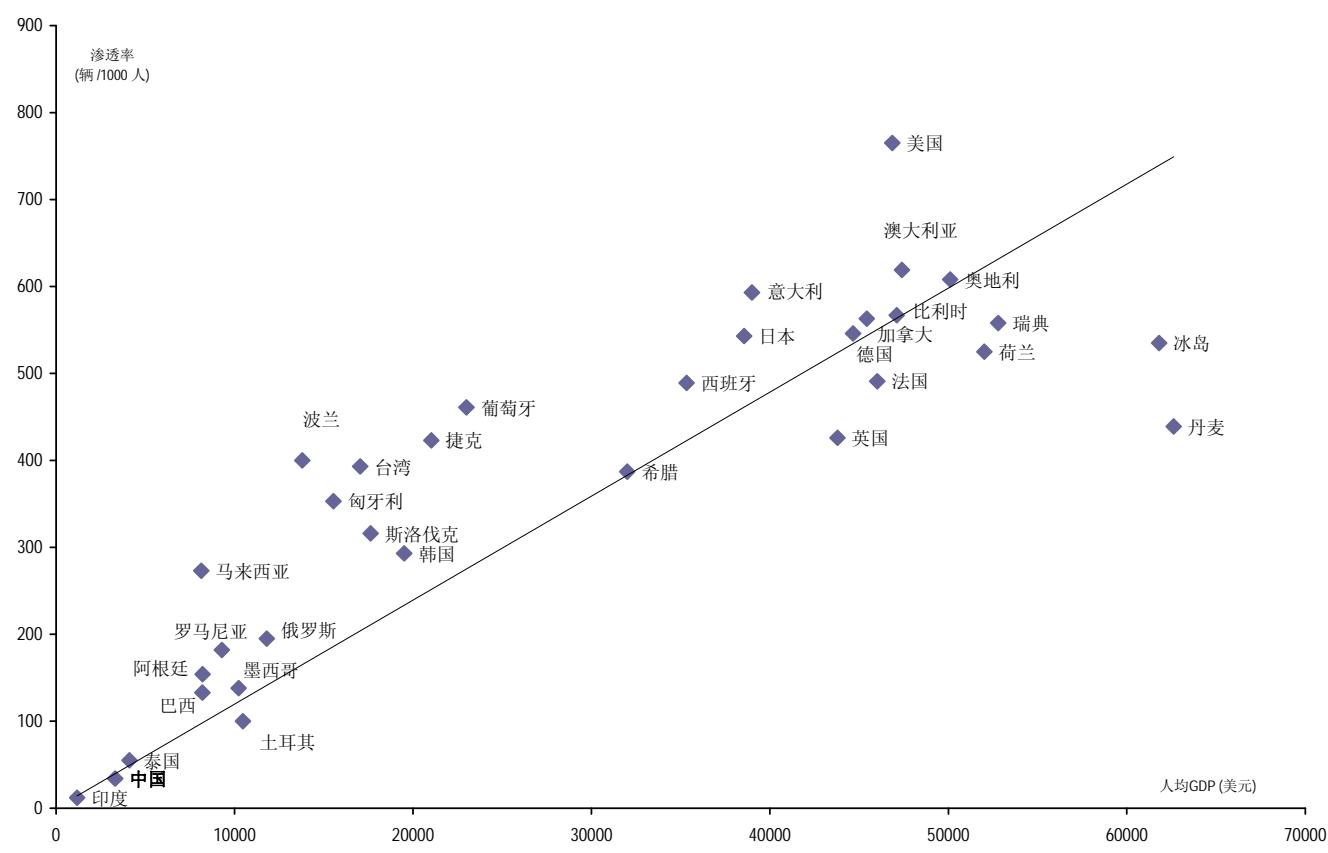
数据来源: CEIC

图17:韩国乘用车普及率



数据来源: CEIC

图18: 汽车渗透率与人均GDP (2010)



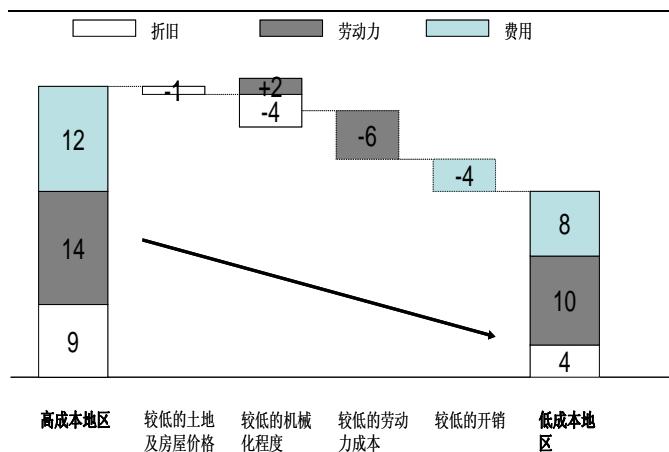
数据来源: CEIC

强大的竞争力

低成本造就价格竞争力

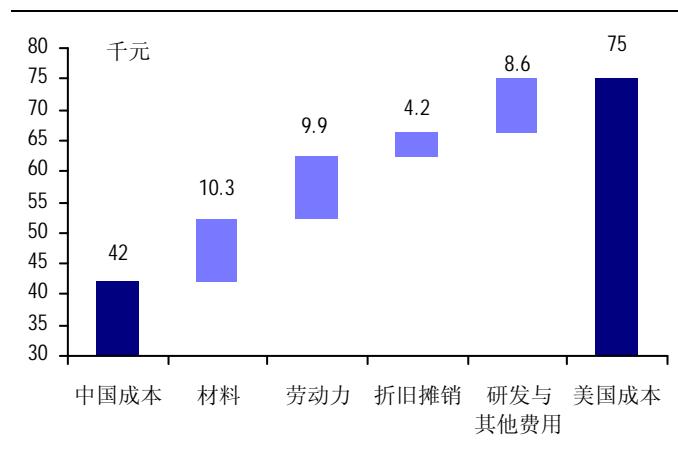
目前在大多数发展中国家市场，汽车主要还是直接进口或通过散件进行组装，而不是本地制造。与日本、韩国、美国和德国等竞争对手相比，中国汽车制造商拥有显著的成本优势，我们认为这可能归结于：1) 较低的劳动成本；2) 较低的固定资产成本；3) 廉价的材料成本；4) 较低的研发费用。如图19所示，即使我们假设相同的组件成本，新兴国家制造业的成本节约也可以达到主营业务成本的13%。

图19: 固定成本比较 (主营业务成本的比重, %)



数据来源：瑞银证券估算

图20: 小型车生产成本比较



数据来源：瑞银证券估算

虽然近年来，由于劳动力成本增加和人民币升值，中国制造商的成本优势正在逐渐缩小，但是产品质量和研发水平也有显著提高，因此中国汽车产品依然保持着商品在价格上的竞争力。与此同时，虽然在例如越南的一些新兴市场，劳动力成本比中国低，我们相信中国仍然在汽车制造业拥有整体优势，这得益于中国更成熟的产业链和更高的劳动力素质。

图21: 海外畅销车型与中国当地销售车型比较

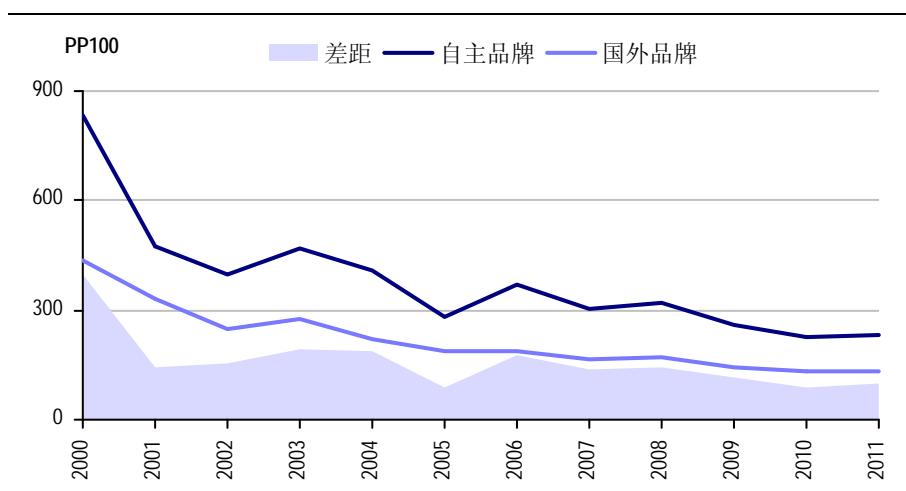
	车型	分类	发动机排量	价格(当地货币)	价格(美元)
巴西	最畅销车型	大众高尔夫	A00	1.0L	BRL 22,120 USD 10,881
巴西	当地销售中国可比车型	奇瑞QQ	A00	1.1L	BRL 19,900 USD 9,789
巴西	最畅销车型	雪佛兰赛欧	A0 两厢	1.4L	BRL 30,000 USD 14,760
巴西	当地销售中国可比车型	江淮 J3 (同悦)	A0 轿车	1.4L	BRL 35,000 USD 17,200
阿根廷	最畅销车型	雪佛兰经典	A	1.4L	ARS 52,990 USD 11,695
阿根廷	当地销售中国可比车型	长城C30	A	1.5L	ARS 38,800 USD 8,536
南非	最畅销车型	丰田海拉克斯	皮卡	3.0L	ZAR 327,800 USD 39,762
南非	当地销售中国可比车型	长城风骏	皮卡	2.5L	ZAR 131,880 USD 15,990
俄罗斯	最畅销车型	拉达 Priora	A	1.6L	RUB 773,000 USD 23,500
俄罗斯	当地销售中国可比车型	吉利 EC-7	A	1.5L	RUB 442,600 USD 13,456
俄罗斯	最畅销车型	日产奇骏	SUV	2.0D	RUB 1,058,700 USD 32,185
俄罗斯	当地销售中国可比SUV 1	长城 H3	SUV	2.0L	RUB 704,770 USD 21,425
俄罗斯	当地销售中国可比SUV 2	奇瑞瑞虎	SUV	1.6L	RUB 655,362 USD 19,923
印度	最畅销车型	马鲁蒂铃木雨燕	A0	1.3L	INR 564,731 USD 10,124
印度	当地销售中国可比车型 1	雪佛兰赛欧	A0	1.3L	INR 505,381 USD 9,060
印度	当地销售中国可比车型 2	大众 Polo	A0	1.2L	INR 534,411 USD 9,580

数据来源: 雅虎汽车、新浪汽车

不断增强的产品质量

平均而言, 中国乘用车出口价格比发达国家低30%~50%, 商用车价格大约只有发达国家的三分之一, 但中国汽车的性能在同价位车辆中是最好的。以前, 古巴主要是从美国和德国购买商用车, 后来发现同样的钱, 可以买两到三辆中国产的商用车, 而且中国汽车的质量可以与发达国家媲美。因此, 古巴现在开始使用中国制造的商用车。同样, 中东地区的客户也逐渐认可了中国汽车的高性价比。

图22: 国产品牌与合资品牌的质量差距缩小 (JD Power IQS 调查问卷)



数据来源: JD Power

专题一：小型车

我们认为中国汽车制造商的竞争力最能够体现在小型车上。小型车不仅在新兴市场有可观的市场潜力，同样在如美国等发达市场也越来越受欢迎。我们认为小型车将成为中国汽车出口的焦点。

小型车的定义

通常情况下，小型车（包括A00, A0和A）又被定义为入门级车型，指发动机排量在1.6L或以下、轴距在2~2.45米、购买价格相对较低的车型（在成熟市场通常低于1万欧元，在中国通常低于10万元人民币）。在中国，一些典型的小型车包括奇瑞QQ，比亚迪F3，一汽夏利，吉利EC7，长城C30等。

表2: 汽车分类

	轴距 (米)	排气量 (升)	典型车型
A00级	2~2.2	<1.0	奥拓，奇瑞QQ
A0级	2.2~2.3	1.0~1.3	一汽夏利
A级	2.3~2.45	1.3~1.6	大众捷达，保罗，比亚迪F3
B级	2.45~2.6	1.6~2.4	大众帕萨特，丰田凯美瑞
C级	2.6~2.8	2.3~3.0	奥迪A6，宝马5系
D级	>2.8	>3.0	奥迪A8，奔驰S，宝马7系

数据来源：中国汽车工业协会

小型车的优势

一般来说，当一个国家进入汽车普及阶段的时候，具有高性价比优势的小型车会成为价格敏感型客户的首选。并且在很长的一段时间内，小型车都将占据乘用车市场销售份额的绝大部分。我们认为这是由于：1) 在汽车普及的早期阶段这些国家的平均家庭收入较低；2) 小型车良好的性能足以满足首次购买者对出行、安全和效率上的基本需求；3) 除了较低的购买价格，小型车还具有更好的燃油效率，降低了使用成本。

以中国为例，中国汽车普及化进程始于2000年左右。从2001年到2010年，乘用车销售量从120万激增至1376万，年复合增长率达30%，正如我们已经讨论的，小型车占据着乘用车销量的大部分份额。据中汽协数据，2005年到2011年，低于1.6L排量的乘用车销售数量占总销量的60%~70%。2011年，小型车占整体乘用车销售的68%（如图23和24所示）。此外，我们也可以从最畅销车型中发现小型车在中国的普及程度之高。2011年销量排名前10位的车型包括别克凯越，大众朗逸，雪佛兰克鲁兹，大众捷达，大众宝来，大众桑塔纳，雪佛兰赛欧，一汽夏利，现代伊兰特，福特福克斯，这些车型全部是排量低于1.6L、价格低于或接近10万元人民币的小型车。上述每款车型2011年在中国销量全部超过18万辆。与中国相似，印度2011年销量排名前5名的车型均是价格低于10,000美元的小型车，如图25和26所示。

我们认为小型车拥有如下4种需求类型：

- 单身青年购买他们的第一辆车；
- 生活在大城市并具有较多出行需求的人；
- 有预算约束的老年人；

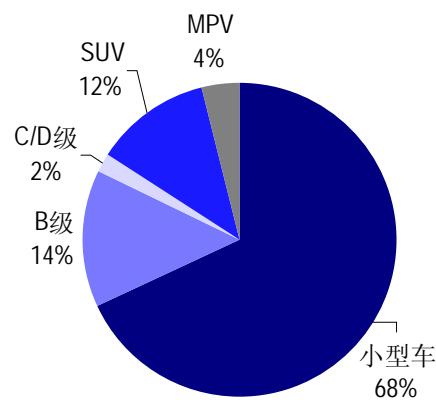
小型车的定义

小型车占据新兴市场的乘用车市场份额的大部分

中国的例子

— 拥有多辆汽车的家庭。

图23: 中国乘用车销量分车型 (2011)



数据来源: CAAM, 瑞银证券估算

图25: 中国最畅销10款车型 (2011)

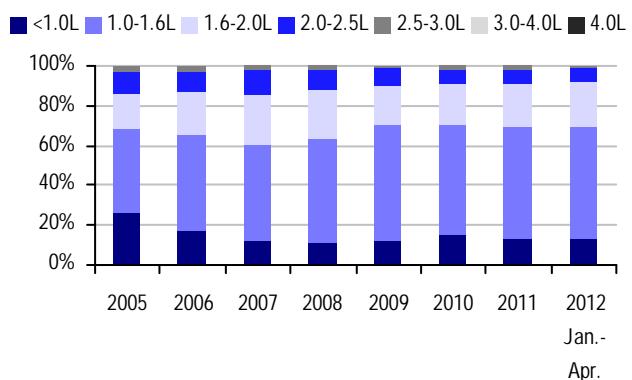


数据来源: CAAM、网上车市

其实,不仅在新兴市场中,即使在发达国家,我们认为小型车增长速度也将快于其他车型,并且将成为未来增长的主要驱动力,我们认为主要是由于近年来的小型车在各个方面都获得了较大的提升:

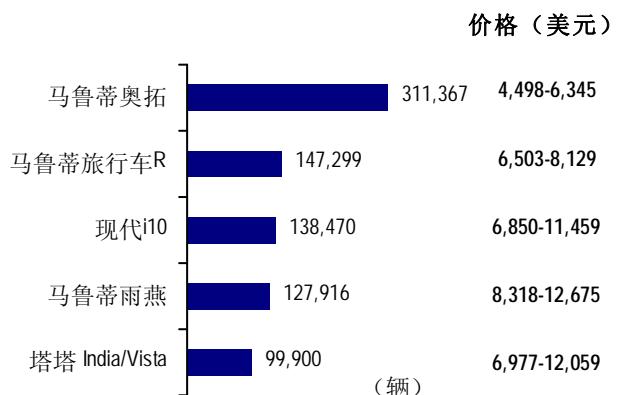
- 功能提升: 小型车辆不断提供更好的性能。例如, 大众宝来配备了1.4T涡轮增压发动机和双离合自动变速箱, 其性能足以满足普通用户的使用要求;
- 安全性能提升: 越来越多的小型车辆达到5星NCAP碰撞测试标准, 例如: 福特福克斯, 大众Polo, Mini Cooper;
- 驾驶体验提升: 随着小型车增加更多和更复杂的功能, 小型车与更高级别车型的驾驶体验差距正在逐步缩小;
- 效率提升: 小型车的发动机较小, 可以提供更好的燃油效率;
- 成本降低: 不仅是购买价格低廉, 使用成本也很低。

图24: 中国乘用车销量分排量



数据来源: CAAM

图26: 印度最畅销5款车型 (2011)

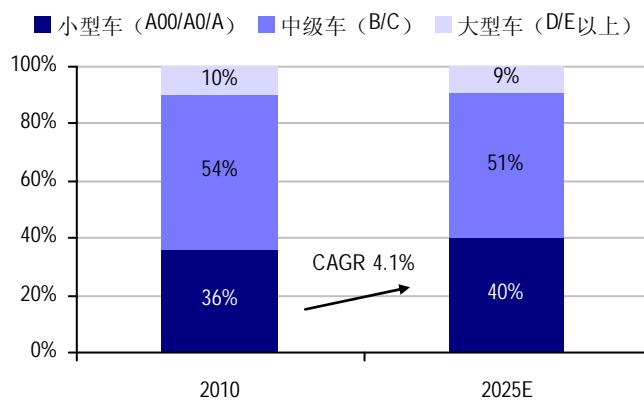


数据来源: Fourin

我们预计小型车在发达国家也会取得快速增长

我们相信，小型车销售将占美国总销售量的比重将会由2010年的20%上升至2020年的25%。从全球来看，小型车2010年销量占全球总销售量的36%，我们预计这个数字到2025年将增为40%，复合年增长率为4.1%，而大型车的复合年增长率预计为2.7%，中型轿车的复合年增长率预计为3.0%。

图27: 世界小型车市场份额的增长



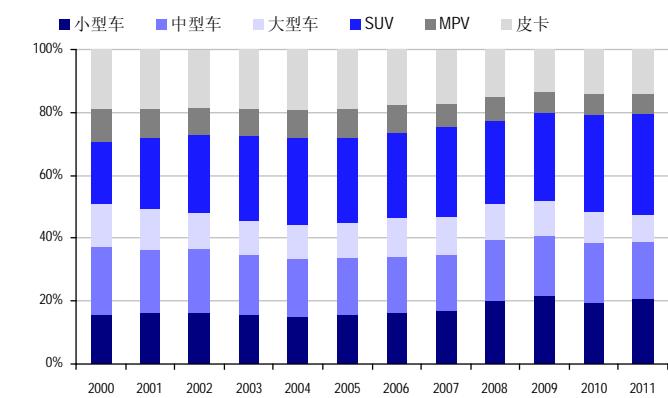
数据来源: Roland Berger, 瑞银证券估算

中国汽车制造商的机会

我们相信小型车将成为中国汽车出口的重要突破口，主要原因在于：1) 中国汽车的主要出口市场为新兴市场；2) 小型车预计将在很长一段时间主导这些新兴市场国家的汽车市场；3) 中国的低成本汽车相比发达国家具有竞争优势。

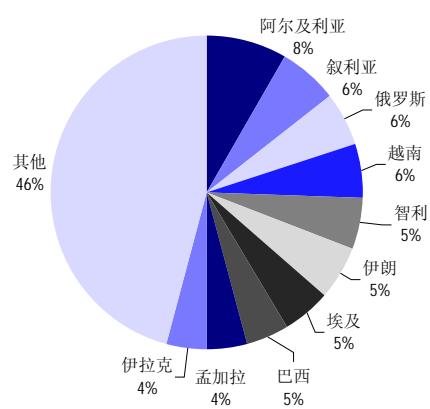
- **新兴市场是主要的出口目的地。** 2011年，南美、中东和非洲是中国汽车制造商的重要出口市场。其中，巴西、阿尔及利亚、俄罗斯、伊拉克和叙利亚是最大的前五名出口市场（如图29、30）。
- **小型车预计将在很长一段时间成为主导。** 正如我们上面的讨论，大多数的新兴市场已开始进入汽车普及阶段，小型车预计将在很长一段时间主导这些国家的汽车市场。通常情况下，小型车将会占到整体乘用车销量的60%~70%。
- **中国低成本汽车的竞争力。** 经历了与全球品牌在中国长达十年多的竞争，我们相信中国的本土汽车制造商已经实现了在小型车领域的强大竞争力。在中国，相比大型车，国产品牌和全球品牌的小型车之间的价格差异是最小的。一个中国制造的小型车在全球市场的价格只有3500到4000欧元，这对于价格敏感型客户具有很大的吸引力。如此低的价格，使得以前只能买二手车的客户可以考虑购买一辆新车。

图28: 美国小型车市场份额的增长



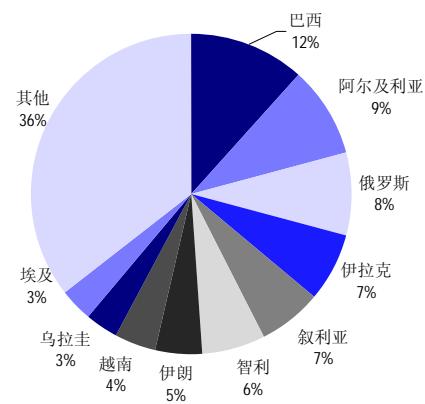
数据来源: US Department of Energy

图29: 中国汽车出口分国家销量占比 (2010)



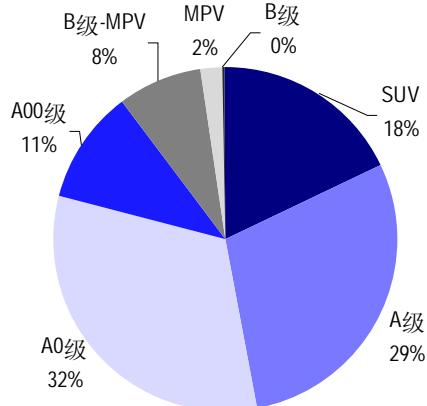
数据来源: Fourin

图30: 中国汽车出口分国家销量占比 (2011)



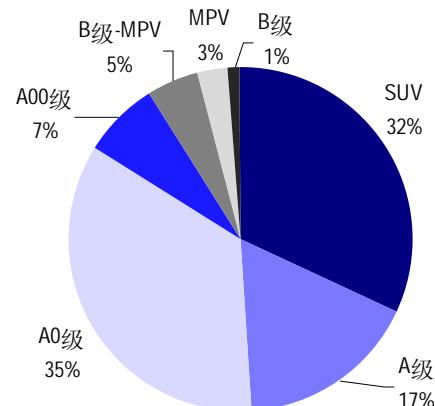
数据来源: Fourin

图31: 中国乘用车出口按类型占比 (2009)



数据来源: Fourin

图32: 中国乘用车出口按类型占比 (2010)



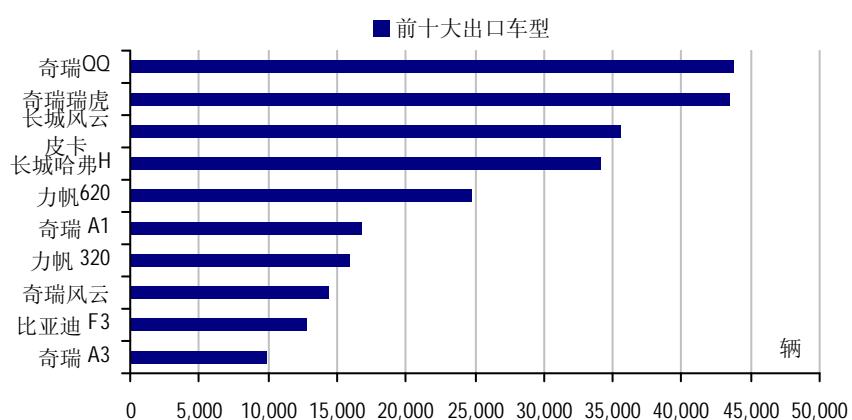
数据来源: Fourin

低端 SUV 和皮卡是另一个出口增长引擎

我们相信低端的SUV和皮卡将是中国汽车出口在未来几年的另一个增长驱动点,主要是由于: 1) SUV和皮卡具有良好的越野性能,可以满足一些新兴国家较差的道路状况,尤其是对于基础设施较差、甚至有些道路位于沙漠地区的非洲和中东国家; 2) 中国国产SUV和皮卡的高性价比可与美国和欧洲相媲美。

中国汽车制造商已经成功地将低端SUV和皮卡出口到国外市场,其中包括奇瑞的瑞虎、长城的风骏皮卡和哈弗,这三种车型在2011年出口排名中占到第二、第三和第四的位置。

图33: 2011年中国汽车出口前10大车型



数据来源: CAAM

未来出口增长的阻力可能有哪些？

当然，中国汽车行业现存的一些问题可能会影响到中国的汽车出口，这些问题主要包括产品质量不过关、缺乏售后服务支持以及贸易壁垒的限制。

产品质量低

尽管中国汽车制造商的定位是低端车，但低端车不等于低质量的产品。中国汽车面临质量问题投诉不断。这其中也许没有致命的问题，但许多小毛病已经严重破坏了中国汽车的声誉。大多数的缺陷都可以归结为工人不认真的工作态度和质量检查的不得力。

另一个原因则是中国汽车制造商缺乏整体海外战略或正确的经营理念。出口目标市场分散。有些厂家对海外市场事先不做任何研究，缺少对目标市场国家路况、天气、驾驶习惯等的基本常识，当然也就不会进行任何适应性改进来满足出口市场的特殊要求。因为在不同的道路和气候条件下，同一辆车的性能会有很大的不同。

售后服务支持不足

目前，中国汽车制造商在海外主要依赖国外分销商和经销商进行销售和售后服务支持。这些经销商通常代理多个汽车品牌，由于他们的资源有限，不可能全心全意的服务到每一个品牌。同时中国汽车品牌影响力小，导致其议价能力较弱，海外业务经营没有效率，又再次伤害了品牌形象，形成了一个恶性循环。

问题最多的还是售后服务。相比于知名的汽车制造商在拓展海外市场前都会先建立健全的售后服务网络，中国汽车制造商往往只管卖车，不管修理，也不提供任何售后服务。他们中的大多数都没有建立海外售后服务网络的时间表。

贸易壁垒

高关税和贸易壁垒的问题已经伤害到中国的汽车出口，其中以俄罗斯通过的745法案的影响最为突出。我们认为关税和贸易壁垒可能会成为影响中国汽车出口越来越重要的问题，特别是在例如巴西和印度这样的汽车销售大国。我们将在下面的章节中详细讨论贸易政策。

中国汽车生产商还需要做些什么？

中国本土汽车制造商已经在国际汽车舞台有了一个不错的开始，那么接下来它们还需要做些什么以进一步拓展海外市场。我们认为以下几个方面是比较重要的：加强品牌的全球知名度、提高产品质量和技术、增强当地售后服务体系。

建立当地知名度——首先是服务网络建设

我们认为在单纯的依靠出口贸易公司后，中国汽车制造商应该再多走一步：他们应该加强在目标市场的品牌影响力，这其中可能包括建设工厂、设立销售公司和建设服务网络。

我们可以从国外品牌在中国的发展历史中看到，一个国际汽车制造商该如何提高其海外销量。2010年，捷豹路虎在中国成立销售公司，最开始它也是依靠4个区域经销商在中国销售汽车，但由于经销商也卖其他品牌（如沃尔沃），他们投入在捷豹路虎品牌的精力有限，这也是捷豹路虎在一开始进入中国市场销售冷淡的主要原因之一。在收回了经销权并开始独立销售之后，2011和2012年，捷豹路虎在中国的销量取得大幅增长。

我们认为短期内，建设销售和服务网络可能比建设厂房更重要，主要由于：

- **售后市场服务在维护品牌形象和客户满意度方面的重要性更高。**当日本和韩国汽车制造商刚进入美国市场的时候，售后服务是其占领市场份额的重要手段之一——在日本汽车制造商提供保修期服务时，美国的三大汽车巨头并没有这样的服务；60年代，韩国汽车厂商提供比竞争对手更长的保修期。通过与中国汽车制造商的交流，我们发现缺乏海外网络成为阻碍他们进一步发展出口事业的瓶颈之一。
- **建设服务网络比建立生产工厂更容易。**建立新的汽车生产工厂是复杂和困难的，因为这之中存在政策上的分歧和不确定性、以及建立供应链的困难和物流网络的匮乏等。在需求大规模提升之前，我们认为单纯出口或CKD组装可能比全面的海外生产更加合理。

汽车制造商已经开始了比较容易的部分——经销网络建设。自2011年起，经销网络已成为汽车出口的主要销售方式。吉利已经建成近300家海外销售和售后服务店，并在俄罗斯和印度尼西亚建立了两个全资销售子公司。奇瑞在全球拥有超过1000个销售店。截至2010年6月，长城已建成500多家销售店。

在下面的章节中，我们还将详细讨论海外生产的问题。

产品质量和客户导向

这些年，中国汽车的质量在显着改善。吉利的EC7于2011年11月23日获得欧洲NCAP四星级安全认证。这是目前中国汽车在欧洲NCAP安全测试的最高成就。在此之前，吉利汽车主要出口新兴市场，在这之后，公司计划在2012年底向英国出口汽车。与此同时，长城的所有车型最近也已通过欧盟认证，可以在欧洲销售。上海汽车MG6在英国汽车媒体上也获得了好评，这与几年前中华轿车接到欧盟NCAP的零星评级并遭到德国媒体嘲笑形成鲜明对比。尽管如此，中国国产汽车的质量在追赶全球竞争对手上还有很长的路要走。

中国制造商也需要对出口车辆做出调整，以满足国外市场的特殊需求。这些调整包括关键零部件改装，甚至改变设计。

提高产品形象

中国汽车制造商已经意识到品牌形象建设的重要性。一些制造商已经做出很大的努力来提高自己的品牌形象。

正如我们已经讨论，提高服务质量和服务形象是非常重要的。而市场营销和促销活动在其中所起到的作用是必不可少的。一些领先的中国本土汽车制造商已经做出了努力，例如：

- 长城从2010年开始参加达喀尔拉力赛，以哈弗车型参赛。由于该项赛事从非洲改为目前在南美洲举行，长城在南美国家有效地提高了其品牌形象，并有助于提高其出口量。
- 吉利2010年3月与福特汽车达成协议，并于2010年8月完成对沃尔沃的收购。此次收购显着提升了吉利的技术水平和吉利全球品牌形象。
- 奇瑞在2010年阿根廷足球明星梅西签约，以宣传他们的高端品牌瑞麒。

定位

总体而言，中国汽车制造商应该有海外业务的战略规划。他们需要在全球竞争中找到一个立足点。具体来说，这个战略规划应包含市场定位和产品细分定位。

市场定位

大多数中国汽车制造商的出口定位在新兴市场。虽然发达国家的部分低收入消费者对中国产品也有需求，但进入发达国家市场仍然是一个挑战，主要因为较低的研发能力和品牌知名度。大多数中国汽车制造商的海外市场业务开始于中东、北非、印度尼西亚和俄罗斯等国家，依靠的主要是高性价比。随着技术的发展和质量的提高，产品随后会在巴西、埃及和阿尔及利亚以更高的价格出售。无论定位在哪个市场，汽车制造商首先应了解该目标市场。

产品细分定位

对于大多数中国汽车制造商而言，小型车是他们主攻的产品领域，因为他们在这类车的生产中具有较高的性价比优势。对价格敏感的国外客户更愿意购买价格低廉的中国小型车。

一些汽车制造商也定位在低端SUV和皮卡的细分市场，如长城和中兴，并保持在这一领域的发展。在中国SUV销量排名中，长城SUV已连续九年位居第一。同时，其越野车柴油发动机的生产也处于中国最高水平，支持长城汽车进入国际市场。

专题二：贸易政策

无论是目前对中国汽车制造商而言，还是从历史上看对日本汽车制造商而言，各国的汽车关税政策都是影响全球汽车贸易的重要不确定因素。对于中国汽车厂商来说，目前的贸易摩擦主要来自发展中国家而非发达国家，这主要是因为发展中国家是中国目前主要的汽车出口目的地，而且它们更倾向于保护本国刚刚起步的汽车工业。通常这种贸易摩擦会以两种方式得到解决：1) 两国通过谈判签订自由贸易协定；2) 汽车出口国通过海外生产的方式绕过关税壁垒。我们将会在下一章节详细讨论中国汽车制造商的海外生产。

关税政策与自由贸易协定

自从2002年加入WTO以来，中国与其他国家在达成贸易协定方面取得了重大的进展，这些努力有利于汽车出口企业。但是中国在这方面还要继续努力，因为一些最重要的市场仍然对中国汽车出口收取很高的关税。

我们目前总结的关于中国汽车出口的贸易政策状况如下：

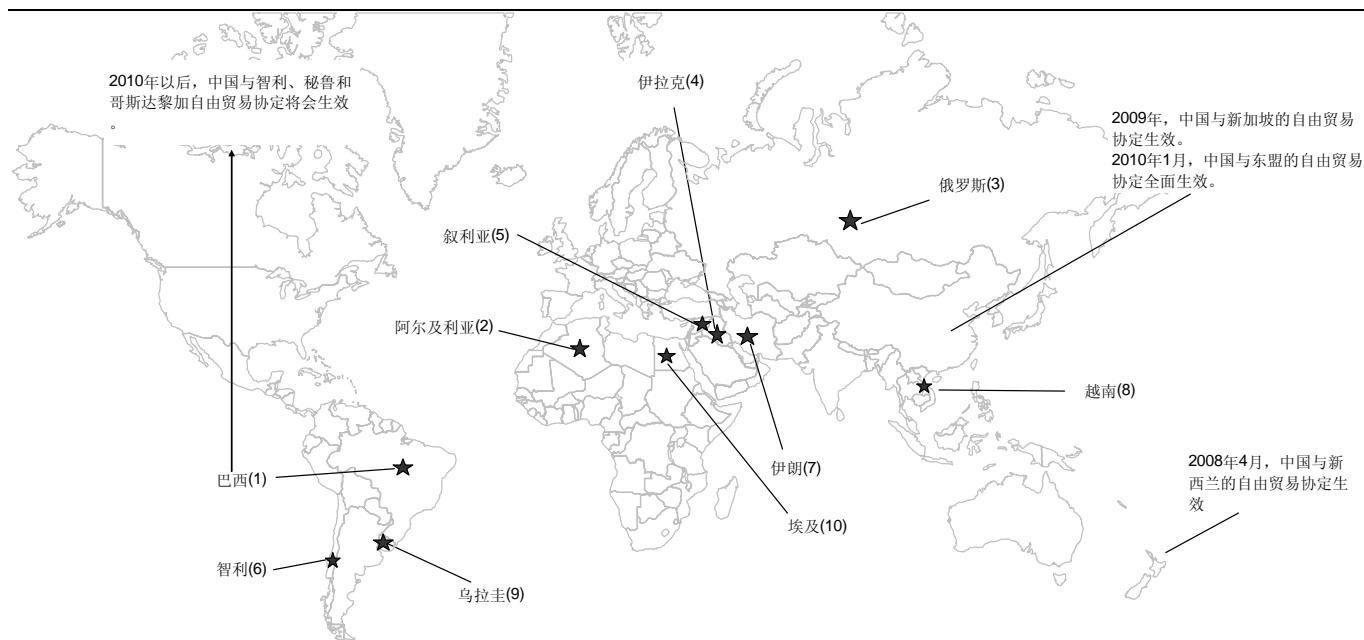
- **已与中国达成协议的重要市场。**在中国汽车出口市场排名前10位的国家中，只有智利和越南对中国汽车实行零关税。
- **还没有与中国达成协议的重要市场。**在其余的8个主要市场中，一些中东国家，像伊拉克，叙利亚和伊朗，正在与中国进行自由贸易区协定的谈判。其他5个市场，包括巴西和俄罗斯，没有出现过任何协议。巴西在2011年9月宣布其将增加30%的进口关税，进口车关税税率将从7%-25%升至37%-55%，一直到2012年12月之前生效。俄罗斯在2008年实施第745政策，大幅提高进口汽车关税，新政策造成了中国对俄罗斯出口规模的急速缩小。
- **对于其他可能会成为重要的市场。**中国已经与南非，以及多数东盟国家达成协议，也已与新西兰达成协议，并与澳大利亚启动了谈判对话。但是，还没有开始与印度的谈判对话。

表3: 中国与主要汽车出口国之间的自由贸易协定进展

进展	地区	国家	备注
生效	亚洲·大洋洲	东盟6国	2010年1月全面生效。在文莱、菲律宾、印度尼西亚、马来西亚、泰国、新加坡对90%的中国产品实施零关税。
		东盟4国	越南、老挝、柬埔寨、缅甸计划在2015年之前对中国产品实施零关税。
		新西兰	2008年4月签署协定。2008年10月生效。计划在2016年1月1日之前对中国产品实施零关税。
		新加坡	2008年10月签署协定。2009年1月起对中国产品实施零关税。
	南美	智利	2009年4月签署协定。2010年内实施零关税。
		秘鲁	2009年4月签署协定。2010年3月生效。
		哥斯达黎加	2010年4月签署协定。2010年3年下半年生效。
签署	亚洲·大洋洲	巴基斯坦	2006年11月签署。2007年7月起实施。
交涉中	亚洲·大洋洲	澳大利亚	2005年5月开始交涉。2010年2月，进行第14轮交涉。
	中东	海合会	2004年7月开始交涉。2009年6月，进行第5轮交涉。
	非洲	南非	2004年6月就开始交涉并达成协议。
	欧洲	冰岛	2007年4月开始交涉。
		挪威	2008年9月正式启动交涉。2010年9月，进行第8轮交涉。
准备交涉 与共同研 究中	亚洲·大洋洲	韩国	2010年5月签署谅解备忘录。
		日本、韩国	2010年5月，首次就3国间自由贸易协定产学研共同研究课题进行交涉。
	欧洲	瑞士	2010年8月，完成联合可行性研究。

数据来源: Fourin

图34: 中国与主要出口国之间的自由贸易协定



数据来源: Fourin、瑞银证券估算

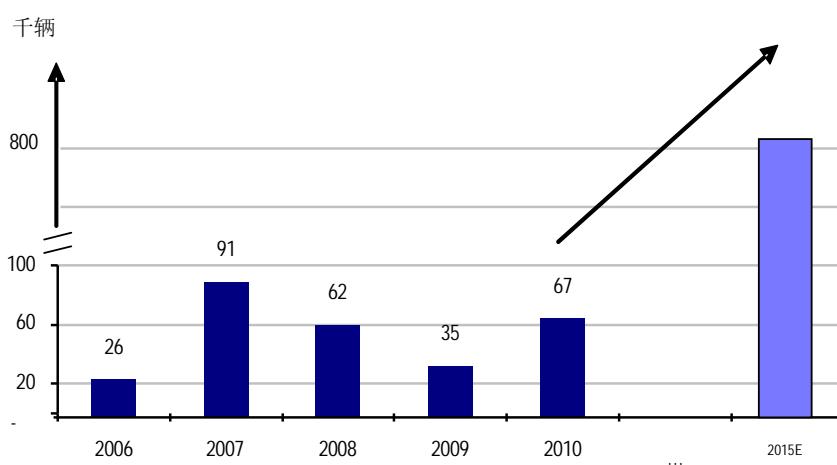
专题三：海外生产

海外生产是一条有效的途径，可以：1) 降低物流成本；2) 规避关税壁垒；3) 提高在当地的的品牌影响力。在过去几年，中国汽车制造商已经开始积极的建设海外生产基地，它们中的大部分是以CKD组装的形式出现。我们预计到2015年，中国汽车制造商的海外产能将可能达到80万辆。尽管如此，本地化生产依然会面临来自监管、文化以及当地政治等诸多层面的挑战和不确定性。我们不希望中国汽车制造商过快的追寻当年日本汽车厂商的步伐而迅速的建立海外生产工厂，而是短期内依然以散件或半散件组装作为中国汽车出口的主要形式。

海外生产之路开始于散件组装（CKD）生产

2006年，中国汽车生产商的海外CKD生产总量为2.6万辆，到2007年迅速增长至9.1万辆。2009年，由于全球金融危机和俄罗斯的745政策，海外CKD生产总量下降到3.5万辆。2010年，全球经济开始从衰退中恢复，中国汽车企业的CKD生产同比增长79.7%至6.7万辆。根据中国汽车制造商的海外生产计划，如果产能能够完全达产，2015年海外生产总量将达到80万辆。

图35: 中国汽车制造商的海外生产



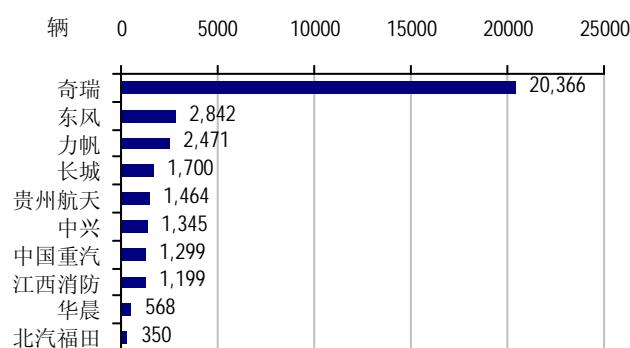
数据来源: Fourin

从区域分布的角度来看，2007年中欧和东欧占中国海外生产总量的75%，这主要得益于在俄罗斯生产的4.7万辆汽车，俄罗斯因此成为当年中国汽车制造商在海外生产的中心。然而，俄罗斯汽车市场波动较大，并受经济衰退的影响显著，2009年俄罗斯国内汽车销量下降了50%，与此同时，俄罗斯政府通过新的关税政策，抵制中国汽车制造商的进口。许多中国汽车制造商，如奇瑞、吉利、上汽、长城等，都收回了他们在俄罗斯的投资，中国汽车生产商在俄罗斯的海外生产急剧下降。

2009年，中东和非洲的海外生产量超过了中欧和东欧，成为新的海外生产中心。中国的十家大型汽车制造商，包括奇瑞、力帆、东风、中国重汽、北汽福田、长安等，在伊朗建立了海外生产基地。奇瑞通过与伊朗当地公司Khodro合作，在2010年实现产量7,682辆。东风在中东基地只生产商用车，2010年产量达到7,120辆。但自2011年起中东的海外生产已经放缓，2011年前10个月

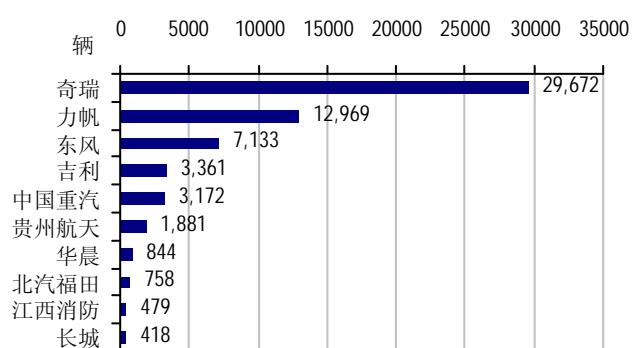
只有力帆的一个新项目。不稳定的中东局势，也使该地区的未来变得不确定。从中期到长期来看，我们预计在中东的海外生产将缩小，而在非洲有望扩大。

图36:中国汽车制造商的海外生产量 (2009)



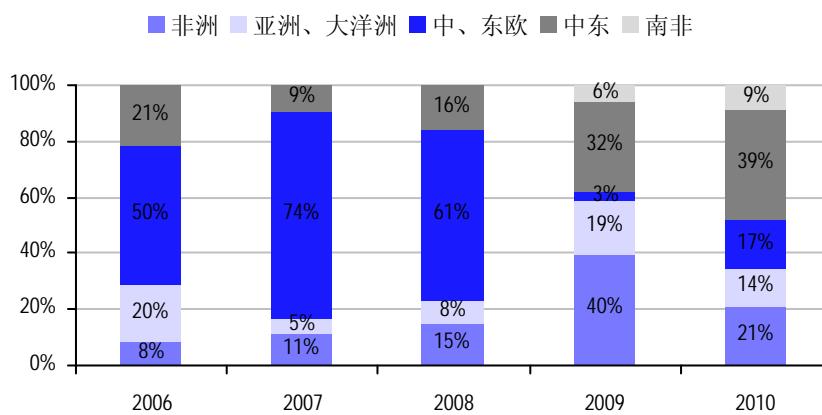
数据来源: Fourin

图37: 中国汽车制造商的海外生产量 (2010)



数据来源: Fourin

图38: 中国汽车制造商的海外生产地区分布



数据来源: Fourin

此外，根据Fourin统计的信息，在埃及，奇瑞、华晨、长城、中兴、比亚迪等已经建立了生产基地。在埃塞俄比亚，长城、力帆、吉利和江淮也建立有生产基地。在摩洛哥，则有江淮和中国重汽。自2011年起，中国汽车制造商在肯尼亚的投资也有所增加。北汽福田计划2012年底建立年产能10万的新工厂，奇瑞也正在考虑2013年底开始建立一个新的CKD工厂。

同时，印度也逐渐成为中国汽车制造商建立新工厂的目标国家。上汽集团、北汽福田、一汽、奇瑞、吉利和长城均有在印度生产乘用车、交叉型乘用车、卡车或客车的计划。上汽和一汽计划利用其合作伙伴通用汽车公司的资源进入印度市场。通用汽车在印度拥有年产能22.5万辆的生产基地，但利用率不到50%，通用汽车公司计划在印度推出上汽通用的一款交叉型乘用车和一汽通用的一款商用车型。北汽福田也与马哈拉施特拉邦政府签订协议，将投资2亿美元建立年产能10万的卡车生产基地。

南美自2011年起成为中国汽车制造商建立海外生产基地最活跃的海外市场。2011年前10个月，中国汽车生产商的新建项目总数为12个，其中3个处于生产中，5个处于筹备中，4个处于讨论中。2011年8月，奇瑞在委内瑞拉的新工厂开始投产，并开始着手在巴西建立年产能5万辆的新工厂。北汽福田计划分别在哥伦比亚和巴西建立生产基地。力帆在2011年3月宣布了其在巴西的新研发生产基地。江淮也计划着手建设其在巴西和阿根廷的生产基地。

中国汽车制造商的海外生产基地主要在新兴国家以CKD的方式进行。目前，中国汽车制造商很少在发达市场建立工厂，主要由于发达国家的技术壁垒和过高的生产成本。

表4: 中国汽车生产商的海外工厂 (截止2011年底)

排名	地区	件数	亚洲·大洋洲	中东欧/ CIS	非洲	中东	南美	西欧	北美	备注
1	奇瑞汽车	24	●●●● ●●●○○	●●○△× X	●△	●●×	●○△	○△		拥有中国汽车制造商中最大的海外生产基地。其俄罗斯、乌克兰、伊朗、埃及、印度尼西亚、乌拉圭等基地处于投产状态。正在在巴西建设年产5万辆的工厂。
2	长城汽车	20	●●●● ●△△△	●●●○×	●●	●	●○			俄罗斯、印度尼西亚、伊朗、越南、埃及基地处于投产状态。计划到2015年将KD基地数量从目前的14家增加到24家。合计形成50万辆的组装能力。
3	中国一汽	13	●○△△	○×	●●○			△	×	在越南、坦桑尼亚、南非生产商用车。正在陆续从中东欧撤资，但俄罗斯的一个项目仍在推进当中。
4	北汽福田	13	●●●● ○△	○×	○	●	○△		△	正在推进的海外生产项目最多的中国汽车制造商之一。正在研究在印度、泰国、肯尼亚、巴西、哥伦比亚、墨西哥建立生产基地。
5	力帆汽车	12	●○	●●×	●×	●●○	●○			俄罗斯、阿塞拜疆、埃塞俄比亚、伊朗、伊拉克、乌拉圭基地处于投产状态。在巴西不仅拥有研发基地，而且正在准备建设新建基地。
6	吉利汽车	11	●●○△	●●△×	●△				×	印度尼西亚、中国台湾地区、俄罗斯、埃塞俄比亚的基地处于投产状态。正在研究在印度尼西亚、俄罗斯、乌干达新建基地。
7	江淮汽车	11	●●●△	●△	●●●		○△			在越南、印度尼西亚、中东的轻型货车生产基地处于投产状态。计划2014年在巴西投产年产能为10万辆的生产基地。
8	东风汽车	9	●●●●●	●○		●	●			2002年与伊朗、2003年与马来西亚、2006年6月底与乌克兰设立轻型货车生产基地。塞尔维亚的基地正在处于进展之中。
9	中国重汽	7	●○△△	●	●	●				越南、俄罗斯、摩洛哥、伊朗的基地处于投产状态。正在筹备在缅甸开设生产基地，也在研究在中国台湾地区和印度设立基地。
10	比亚迪	6	○△△	●	●			△		俄罗斯、埃及的基地处于投产状态。不过，俄罗斯基地因合作方的业绩的恶化，是否生产前景不明。有意在美国成立EV生产基地。

注释: ● 代表投产中; ○ 代表计划已经发布准备中; △ 代表计划还未发布研讨中; × 代表工厂已停工

数据来源: Fourin

海外生产的优势

我们认为中国汽车制造商建立海外生产基地主要有如下优势:

■ 通过加强售后服务扩大品牌影响力

海外生产可以在当地战略合作者的帮助下加快建立售后服务网络。随着生产的不断发展，相关的研究中心和销售部门也随之需要建立。通过与当地的消费者积极的沟通，汽车制造商可以更好的理解消费者并且设计出更好的产品来满足他们的特殊需求。

■ 降低运输成本并且提高利润空间

海外生产可以降低运输成本。产品可以销往本地市场和邻近的市场。例如，在巴西生产的汽车可以出口到其他的南美国家。较低的运输成本可以提高中国汽车制造商在全球市场的竞争力。

■ 缓解人民币升值的压力

随着人民币升值带动原材料价格的上涨，海外生产是出口的一个较好的替代方式。从2011年开始，人民币已经升值了3%，这将意味着如果不把人民币的升

值部分转移到价格提升上面的话，汽车制造商将会损失3%的利润。所以，海外生产有望减轻人民币升值给汽车制造商带来的压力。

- 绕开贸易壁垒

贸易壁垒将会导致出口下降。海外生产可以绕开高昂的关税。在本地市场生产并销售将不会被征收关税。即使产品被销往邻近的市场，由于汽车产品是在同一经济体生产，汽车制造商很可能会享有一定的关税优惠政策。

海外生产将面临的挑战

尽管海外生产增长较快并且具有较大优势，中国汽车制造商仍然面临着很多的挑战。我们认为他们需要做出以下改变：

- 熟悉当地的法律法规、区域环境和人文风俗
- 建立成熟的供给链

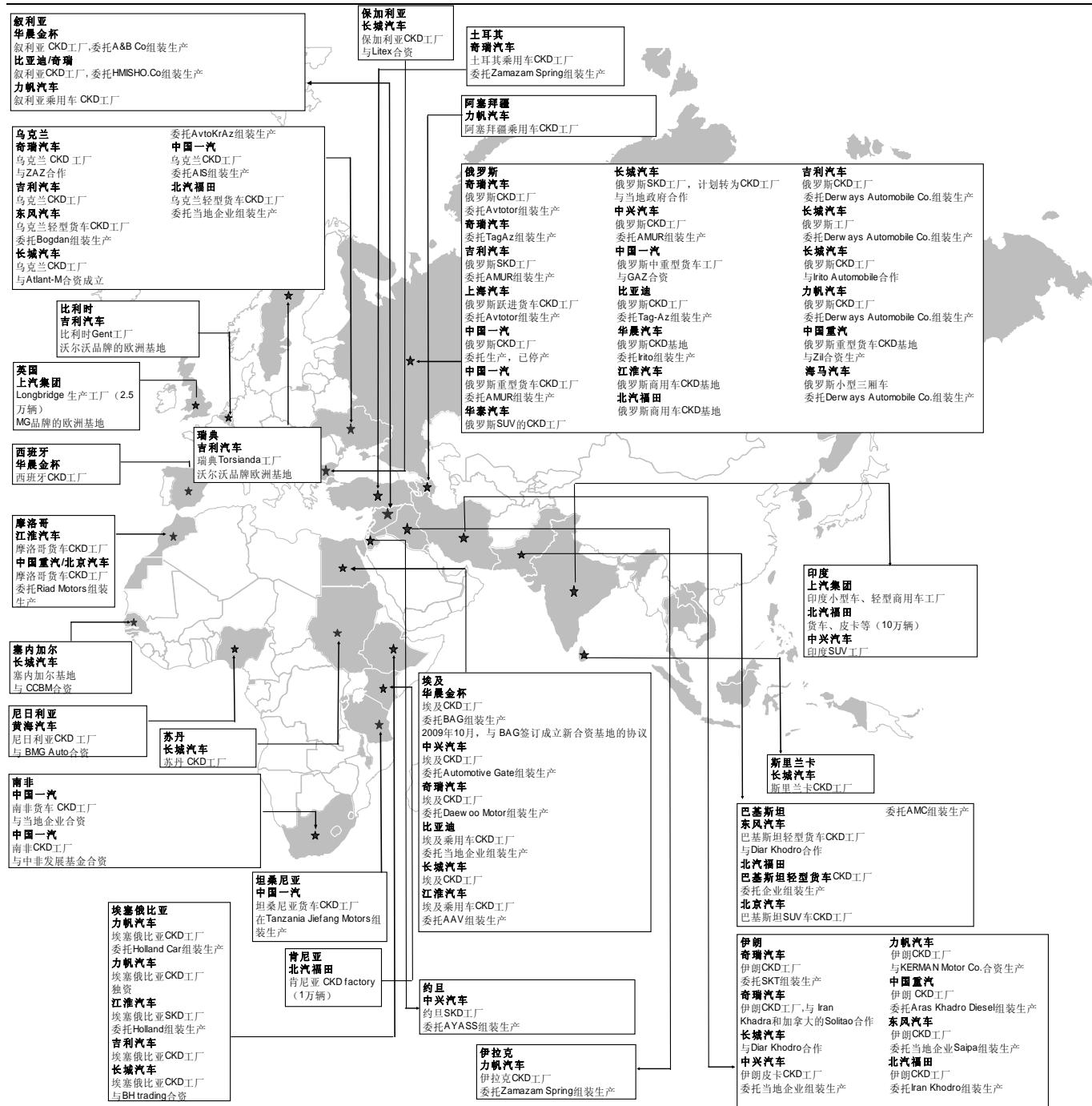
经历了三十多年的发展，中国现在拥有一条比其他发展中国家更加强大的汽车产品供给链体系，现在海外已经很难发现合格的低成本替代品。当日本汽车制造商尝试在美国建立工厂时，他们通常会引进他们主要的供应商，因为通常情况下，日本整车制造商与他们的供应商有着独特而紧密的关系。然而这对于中国汽车制造商而言，却很难做到，因为供应商们缺乏财力和忠诚去跟随着汽车制造商到海外生产。

- 招募并留住高层次人才

专业的销售和管理方面的高层次人才，对拓展海外市场至关重要，尤其是熟悉当地市场环境、政府法律法规以及消费者偏好的管理型人才，而对于中国汽车制造商而言，这样的人才通常是比较难招募的。

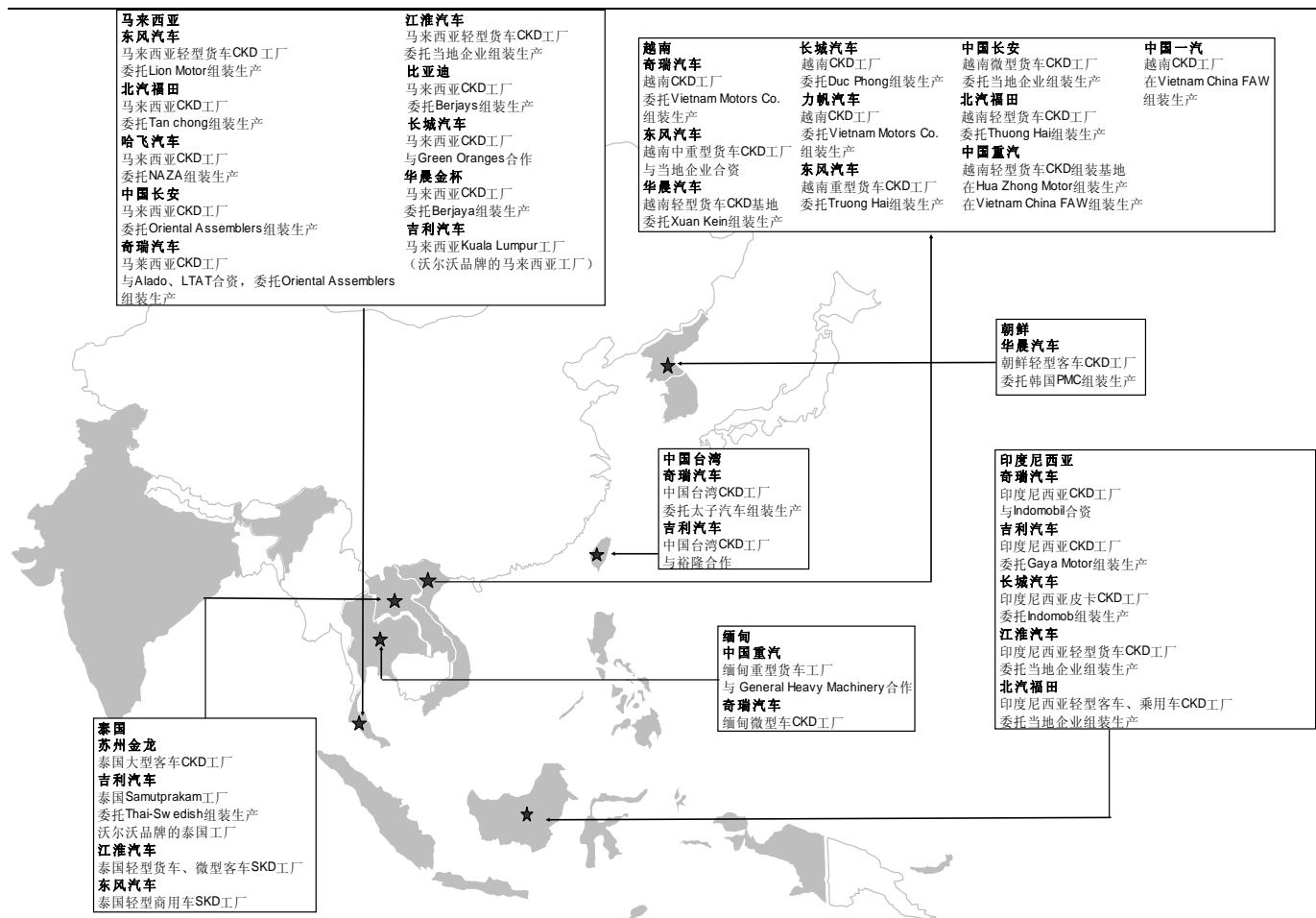
总而言之，现在我们相信，对于中国汽车制造商而言去建立并且改善它们的销售和售后服务网络将比建立海外制造工厂更加重要。我们认为建立CKD/SKD工厂将会是有效的方法去处理可能存在的成本和税务问题，除非其他发展中国家也像俄罗斯一样，推出更加严格的要求。

图39: 中国汽车制造商海外生产基地分布图 (欧洲、非洲)



数据来源: Fourin、瑞银证券估算

图40: 中国汽车制造商海外生产基地分布图 (亚洲)



数据来源: Fourin、瑞银证券估算

图41: 中国汽车制造商海外生产基地分布图 (美洲)



数据来源: Fourin、瑞银证券估算

来自国外汽车制造商的经验

日本

在上世纪60年代的早期，日本社会进入了汽车的普及化进程。日本汽车制造商及时地推出了价格经济的中小型汽车，汽车的价格与十年前相比下降了30%~50%，这使得R值降到了4以下。1966年，日本汽车的销量达到74万辆，在接下来的十年内，汽车销量呈现出强劲的增长。

强劲的国内需求推动了日本汽车销量持续的增长，同时日本也逐渐把出口作为汽车行业发展的战略。日本汽车的竞争优势要归功于日本政府的大力支持和汽车生产商孜孜不倦的努力。汽车出口量增长非常迅速。1960年，日本汽车出口量不到4万辆，而到了1970年，日本汽车出口量已经达到109万辆，超越了意大利、美国和英国，成为了世界上第三大汽车出口国家。1971年，日本汽车出口量超过了法国，1974年日本汽车总出口量达到262万辆，超越了过去的西德，成为世界上最大的汽车出口国。1965年，日本汽车出口只占其总产量的10%不到，而到了1975年，这一比率已经到了38%。

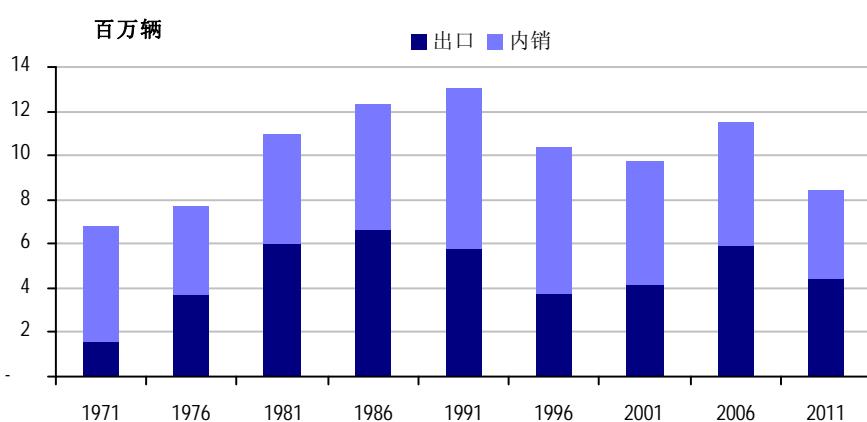
我们认为日本汽车出口的成功主要得益于以下因素：

- **正确的产品。**日本汽车制造商最初用一些细分产品去开拓美国市场。借鉴于大众甲壳虫在美国的畅销，日本汽车制造商率先在美国市场推出了小型车。此后，他们持续在小型车产品上大做文章，而小型车恰恰是美国汽车三大制造商的劣势所在。此后，在两大趋势的推动下，日本汽车在美国的销量一路高歌猛进。首先是美国家庭财富的不断增长，他们开始准备购买第二辆汽车，而小型车深受他们的青睐。其次是七十年代的两次石油危机，使得汽油价格猛涨，这促使消费者去选择那些低耗油的汽车。特别是1979年第二次石油危机使日本汽车在美国有了强力的立足点，而美国汽车制造商之一克莱斯勒却由于不断下滑的销量而陷入了破产危机。
- **持续改善的产品质量。**1958年，当日产和丰田第一次进入美国市场并在洛杉矶的进口车展中展示他们的产品时，他们的产品在道路测试中表现非常较差。随后的多年时间里，两家公司停止向美国市场出口产品。但是，日本汽车制造商并没有放弃，它们通过内部研究开发和与全球汽车制造商的联盟不断尝试着改变产品的质量。在七十年代的后期，日本汽车制造商不但能够与美国同行在小型车领域进行正面竞争，而且在主要的中高级车市场上也能够一争高下。
- **销售和服务网络。**与过去直接和当地的汽车经销商签约作为主要出口形式相比，从1965年开始，日本海外经销商体系就通过并购和独资建立起来。而且，日本汽车制造商对满足特殊市场的特殊需求方面，也有着非常细致的要求：例如在加拿大一些气候寒冷地区的市场，它们就推出了能够在寒冷气候下依然保持高性能的车型。在出口市场中拓展售后服务网络同样非常重要，为了达到这个目的，日本汽车制造商在欧洲和北美建立附属公司和工厂。
- **市场营销和推广。**日本汽车制造商使用各种不同的营销手段扩大品牌影响力。例如，日本各主要汽车制造商都积极的参加各种赛车活动，包括一级方程式赛车、达喀尔拉力赛等。这些活动很好的宣传了日本汽车的品牌形象和技术。此外，卓有成效的广告宣传也被广泛的运用。日本汽车制造商

创造了几个大获成功的电视广告，这有力的推动了他们的销售，比如1989年的“平衡”雷克萨斯LS广告，以及2003年的“COG”本田雅阁广告。

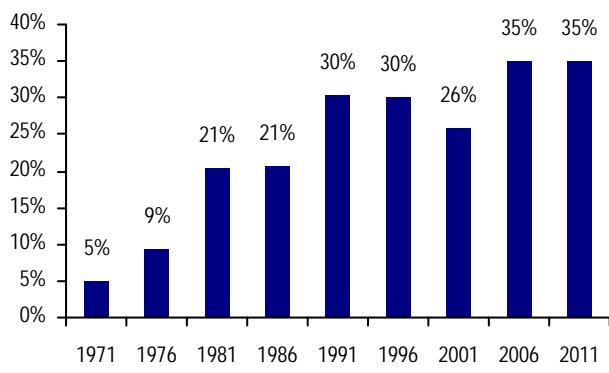
- **丰田生产系统。**在20世纪后半期，全球汽车市场在需求方面开始变得多样化，这对于汽车制造商而言带来了全新的挑战——如何提供多种类小批量的产品。不同于福特开创的传统组装生产线系统（大批量生产单一品种），丰田创造了“JIT”生产体系。新的体系彻底改善了生产、研发、合作支持、市场营销和成本控制等各个方面，显著的降低了生产成本并缩短了新产品的研发周期。
- **政府的支持。**日本政府采用高关税措施限制国外汽车的进口。政府对进口汽车征收了高达40%的关税（该政策在1978年被废止）去保护本国的汽车产业。此外，政府通过出口贷款和税收优惠政策鼓励汽车制造商参与国际竞争。

图42: 日本汽车产量和出口量 (1971~2011)



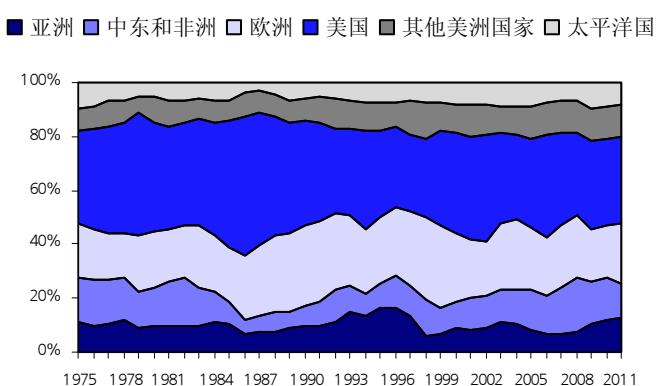
数据来源: JAMA

图43: 日本汽车在美国的市场份额 (1971~2011)



数据来源: CEIC、JAMA

图44: 日本汽车主要出口地区分布



数据来源: JAMA

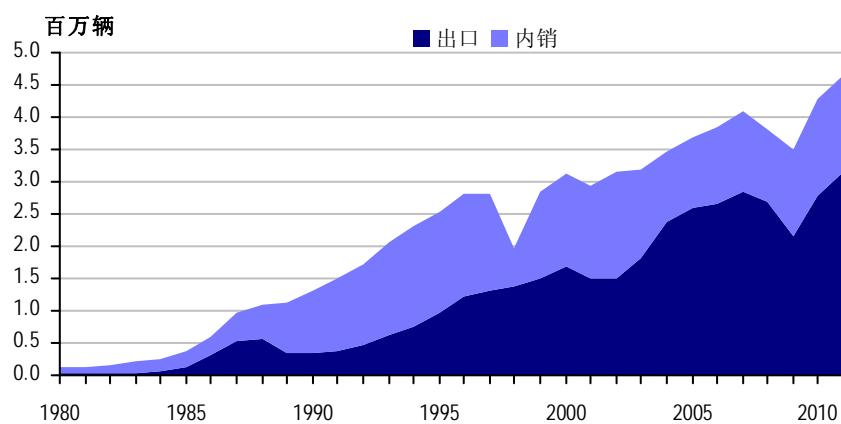
韩国

由于韩国国内汽车市场空间较小，在汽车工业发展的早期阶段，汽车产业即被当作出口重点行业，韩国政府因此制定了一系列的出口优惠政策去帮助企业拓宽海外市场。在上世纪80年代前，由于大规模的生产体系尚未建立，韩国汽车的出口量一直保持在一个较低的水平。80年代以后，汽车开始越来越普及，同时大规模的汽车工厂也开始建立（现代在1985年建立了产能30万辆的PONY EXCEL工厂，大宇在1986年建立了产能17万辆的工厂）。在1987年，韩国汽车出口量超过了50万辆。尽管由于加拿大的关税政策，1989年和1990年韩国的汽车出口量有所下降，但从1991年开始韩国汽车出口一直保持着稳定的增长并持续了8年。1995年，其出口量达到了132万辆，占据了全球汽车总出口量的6.5%，并位居全球第五。2005年，韩国汽车出口量达到了创记录的260万辆。目前，汽车行业在出口量、贸易额和就业方面已经成为韩国第一的产业。

我们认为，韩国的汽车出口能够取得成功主要有以下几方面的原因：

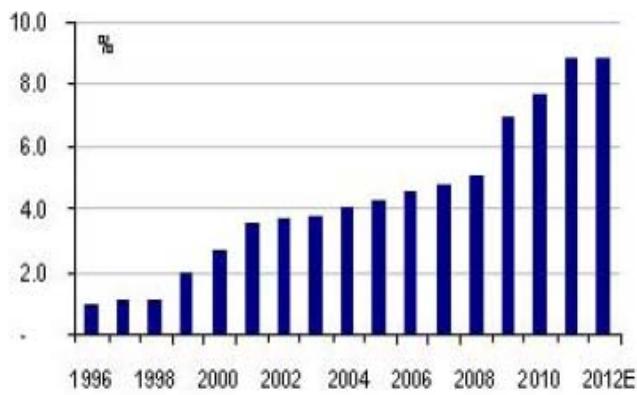
- **持续改善的产品质量和售后服务。**当韩国汽车最初进入美国市场的时候，相对于已经在美国站稳脚跟的美国、日本和欧洲汽车厂商而言，韩国产品无疑处于劣势。为了推动其产品的销售，现代汽车提供了更加低廉的产品价格，以及更长的产品保修期。同时，它们不断的致力于提高产品质量和售后服务，最终这些努力使得韩系车型的销量在美国市场取得持续增长。
- **政府的保护与支持。**在汽车行业发展的初期，韩国政府对进口制定了严格的政策用于保护本国的汽车市场。例如，1962年颁布的《汽车行业保护法案》大幅提升了进口汽车关税。直到1985年，随着汽车行业的逐渐成熟以及来自其他国家的压力，关税税率才逐步降低。此外，韩国政府也通过其他非关税手段限制汽车的进口，例如限制国外汽车制造商建立销售网络，限制它们通过电视和报纸做广告。同时，韩国政府采取政策鼓励本国汽车公司扩大出口，例如向本土制造商提供原材料、低息贷款、贴息贷款、给主要汽车制造商政府补贴。这些措施有力的提高了韩国汽车制造商的国际竞争力。
- **政府推动下的汽车集团化发展。**在汽车行业的早期发展阶段，韩国政府推行集团化发展战略。在60年代后期颁布的《汽车生产许可法》影响下，大量缺乏资格的中小汽车制造商纷纷关闭，而现代、起亚、大宇以及其他指定汽车制造商得到了政府来自财力、税收优惠政策等方面的支持。在政府的支持下，汽车产业分工变得逐渐清晰，行业的规模和技术水平得到明显改善，国际竞争力逐步体现，汽车出口量开始大幅提高。

图45.韩国汽车出口量和产量



数据来源: KAMA

图46.韩国汽车在美国市场份额

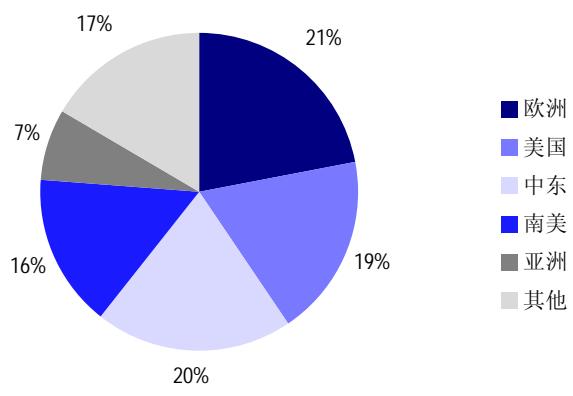


数据来源: KAMA

雷诺

除韩国和日本的出口历史外，我们认为雷诺汽车在发展中国家推行小车型战略的成功也值得中国本土汽车制造商借鉴。2005~2006年左右，雷诺开始进军巴西、印度、俄罗斯等发展中国家的汽车市场，其投放的车型是以Logan为代表的低成本小型车。相对于当时市场上日本和其他西欧汽车厂商来讲，雷诺的主要竞争优势在于较低的价格和较高的性价比，此外雷诺也非常注重销售渠道的建设和售后服务，并尽量满足当地消费者需求和注重品牌形象。由于其成功的产品定位和较高的性价比，雷诺的低成本小型车战略帮助其在初期迅速打开当地市场，市场份额获得了显著提升（见图45）。

图47.韩国汽车出口分布 (2011)



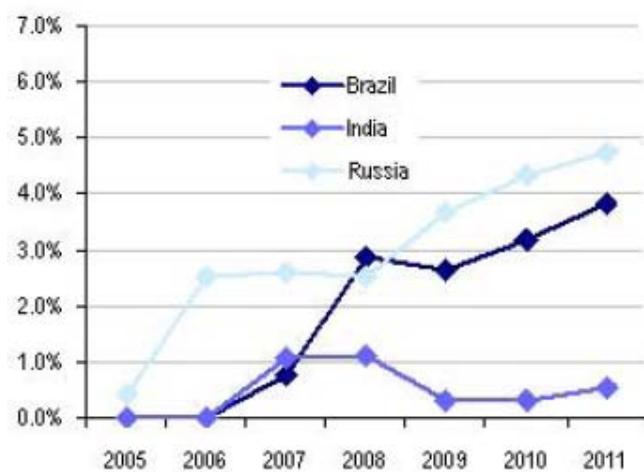
数据来源: KAMA

表5:雷诺在发展中国家投放的部分入门级车型

国家	车型	级别	发动机排量	当地价格	美元价格
巴西	Logan	A	1.6	R\$30,490	14,981
巴西	Sandero	A0	1.6	R\$31,720	15,585
巴西	Duster	SUV	1.6	R\$48,170	23,667
印度	Duster	SUV	1.6	INR 747,000	13,605
俄罗斯	Logan	A	1.6	RUB 363,500	11,189
俄罗斯	Sandero	A0	1.6	RUB 373,500	11,497
俄罗斯	Duster	SUV	1.6	RUB 449,000	13,820

数据来源: 雷诺网站

图48:雷诺入门级车型市场份额

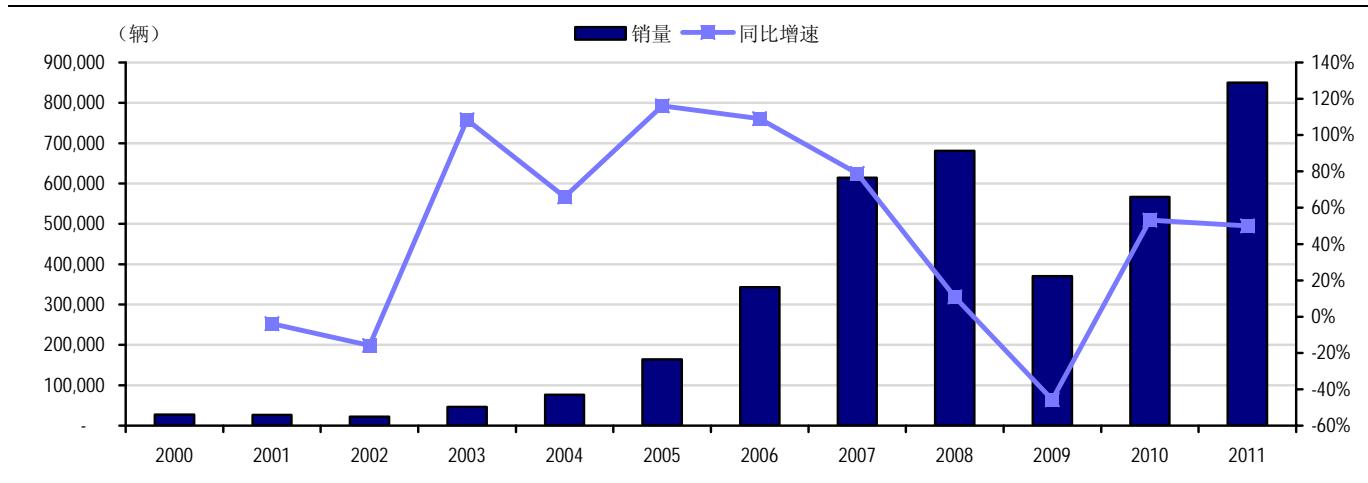


数据来源: HIS Global Insight

中国汽车出口简史

2001年中国加入WTO之后，中国汽车制造商开始尝试登上国际舞台，并取得了不错的成绩。过去10年来中国汽车出口的历史可以大致分为三个阶段。

图49: 出口汽车量及同比增速



数据来源: CEIC

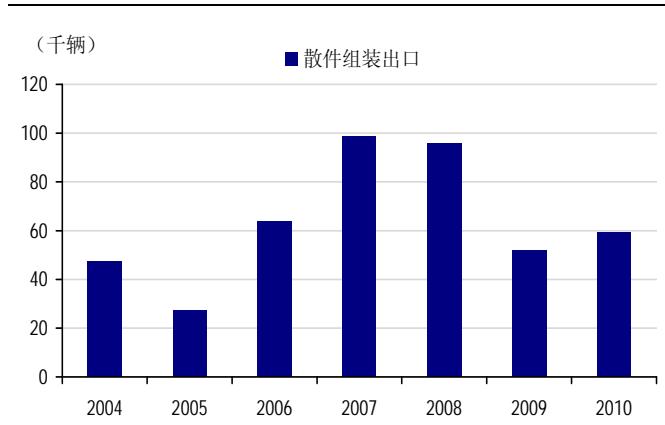
第一阶段（2001-2007年）

2001年中国加入世贸组织以后，中国汽车出口量逐步提升并在2003~2007年经历了一个较快的发展时期。根据中国汽车工业协会统计，中国汽车的出口量从2001年的2.6万增长至2007年的61.4万辆，年复合增长率达到70%。同时，为了规避一些国家的贸易壁垒和节约运输成本，中国汽车制造商已经开始积极在海外建立了生产基地——包括奇瑞、长城、吉利和江淮在内的中国汽车生产商已经在世界超过20多个国家建立了CKD生产基地。KD出口量在2007年已经达到了大约10万套的规模，海外生产量接近9.4万辆。

低基数下的高增长

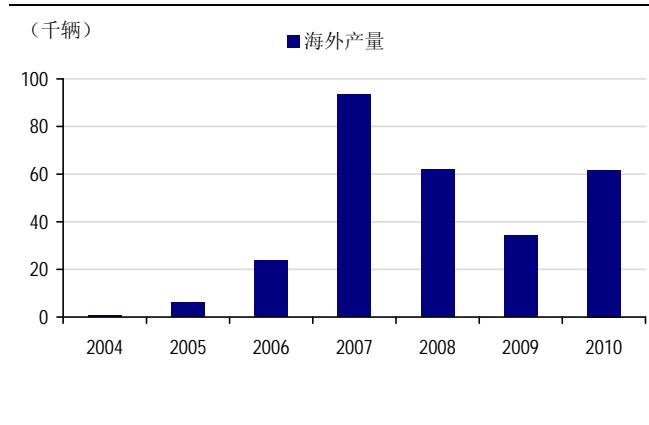
这段时期里，中东欧和非洲的发展中国家是中国的主要汽车出口市场。2007年，俄罗斯成为了最大的汽车出口市场，占据了中国出口总量的18%；叙利亚（9%）、乌克兰（8%）、南非（7%）和阿尔及利亚（6%）紧随其后。

图50: 中国汽车散件组装出口量 (KD)



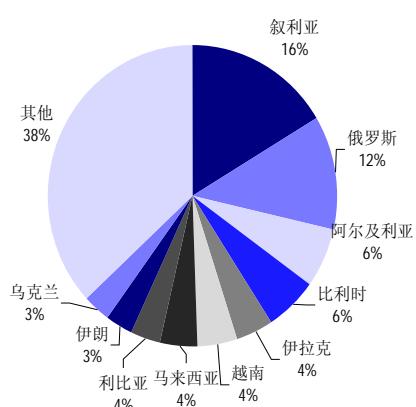
数据来源: Fourin

图51: 中国汽车制造商海外产量



数据来源: Fourin

图52: 中国汽车出口分国家销量占比 (2006年)



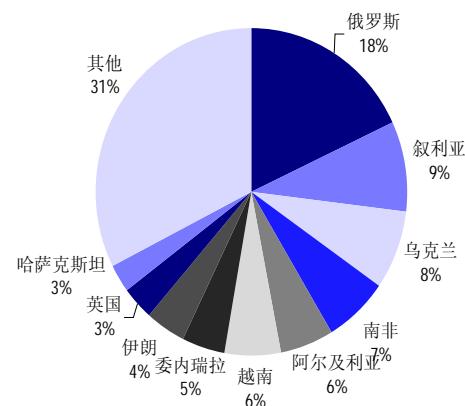
数据来源: Fourin

第二阶段 (2008-2009年)

由于全球金融危机爆发,中国汽车出口和海外生产在2008和2009年遭受到了严重的打击。据中国海关统计,尽管中国汽车出口在2008年达到了68万辆的历史新高(同比增长10.8%),但是海外订单在2008年11月和12月就已经开始出现明显的下滑。进入2009年,伴随着中国推出汽车消费刺激政策,大多数国内汽车生产商开始把注意力从海外市场转移到了本国市场。中国汽车出口在2009年下降到了37万辆,同比下滑幅度达到45.7%。同时,作为中国最重要的汽车出口市场——俄罗斯在2007年9月停止了对进口汽车零部件优惠政策,并在2008年颁布的745号法案中对进口汽车零部件征收15%的关税。这项政策直接将中国汽车制造商在俄罗斯的CKD和SKD业务处于非常不利的处境。2009年,包括奇瑞、吉利、上汽、长城和中兴在内的中国汽车制造商停止了在俄罗斯的生产。2008和2009年,中国汽车的海外生产量大幅下滑到了62,000和34,000辆,同比下滑幅度达到33.6%和44.7%。

由于上文提到的关税政策影响,2008和2009年,中国汽车在俄罗斯的出口量下降到了78,000和7,000辆,同比下降幅度达到26%和91%。这时,一些非洲和亚洲的发展中国家成为了中国最主要的汽车出口市场。阿尔及利亚在2009年成为了中国最大的汽车出口市场,占据了11%的汽车出口份额,越南(8%)、叙利亚(7%)、埃及(6%)和伊拉克(5%)紧随其后。我们由此可以看到,中国汽车出口受海外国家经济和关税政策的影响非常显著。

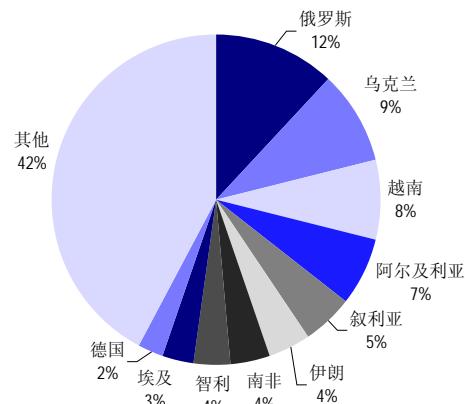
图53: 中国汽车出口分国家销量占比 (2007年)



数据来源: Fourin

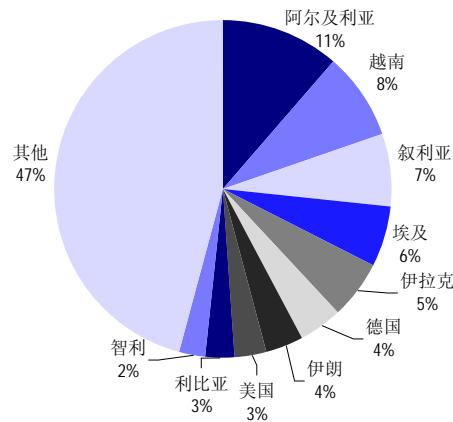
全球金融危机爆发, 出口大幅下滑

图54: 中国汽车出口分国家销量占比 (2008年)



数据来源: Fourin

图55: 中国汽车出口分国家销量占比 (2009年)



数据来源: Fourin

第三阶段 (2010-2011年)

中国汽车出口在2010年和2011年强劲复苏，出口量分别达到了56.7万和85.1万辆，同比增长53%和50%。2011年的汽车出口量达到了历史最高水平。同时，中国汽车制造商的海外生产也迅速恢复，在2010年达到了6.2万辆，同比增长79.7%。我们认为中国汽车出口能够如此迅速的恢复，主要得益于：

- 发展中国家的经济逐步复苏，特别是中国汽车出口的主要市场，如俄罗斯、阿尔及利亚、沙特阿拉伯和伊朗。在经济危机和政治动荡之后，这些国家再次成为中国最大的汽车出口市场。此外，一些新兴市场，如巴西和智利也开始对中国制造的汽车表示出浓厚的兴趣，销售量也随之增长。
- 随着汽车消费政策的退出，中国国内汽车市场的销售开始放缓。同时，由于大多数厂商在市场繁荣时期都扩大了产能，因此中国汽车厂商面临着持续恶化的产能过剩问题。海外市场扩张是一个有效消化过剩产能的方法。
- 中国汽车制造商积极开拓海外市场、建立生产基地，扩大海外生产规模。

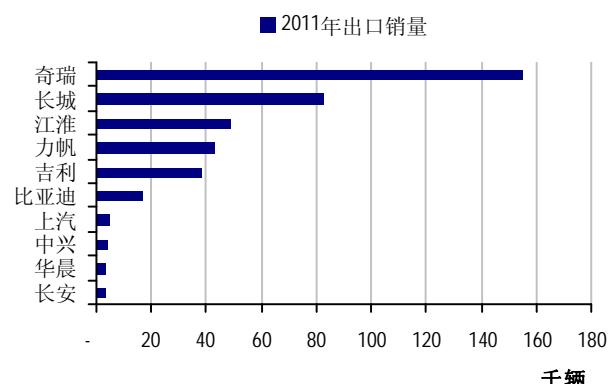
在这一时期，南非、中东和非洲成为中国主要的出口地区。其中，巴西、阿尔及利亚、俄罗斯、伊拉克和叙利亚位列2011年中国汽车出口的前五大市场。

图56: 2010年中国十大汽车出口商及出口销量



数据来源: Fourin

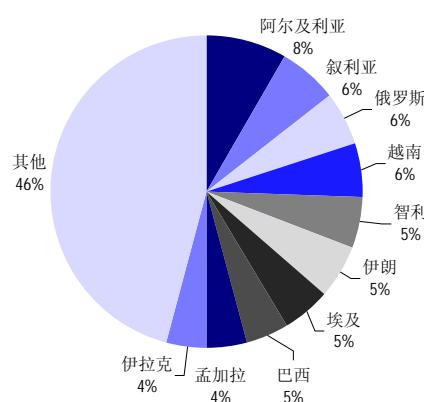
图57: 2011年中国十大汽车出口商及出口销量



数据来源: Fourin

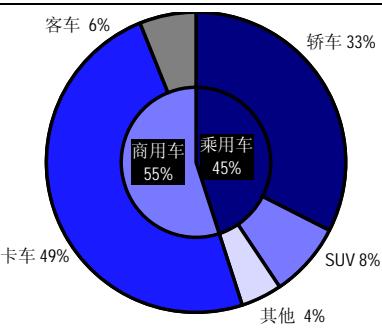
恢复高速增长

图58: 中国汽车出口分国家销量占比 (2010)



数据来源: Fourin

图60: 2009年出口分车型占比



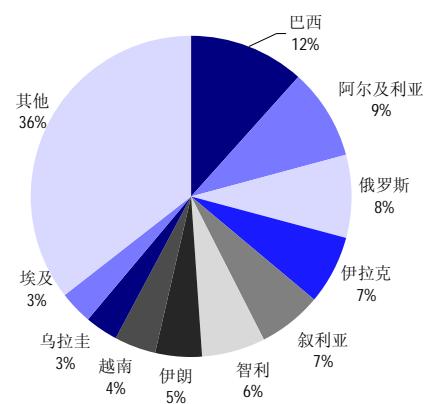
数据来源: Fourin

图63: 乘用车出口平均价格



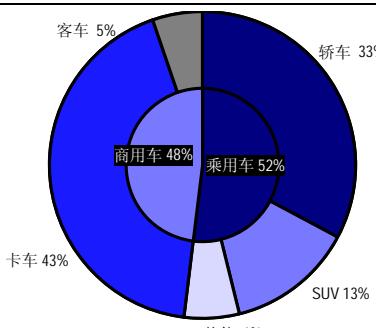
数据来源: CEIC

图59: 中国汽车出口分国家销量占比 (2011)



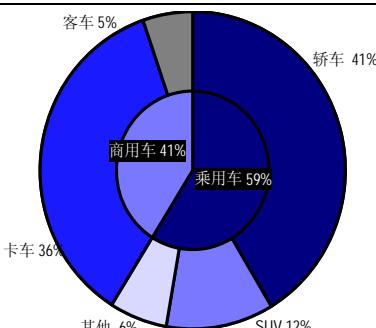
数据来源: Fourin

图61: 2010年出口分车型占比



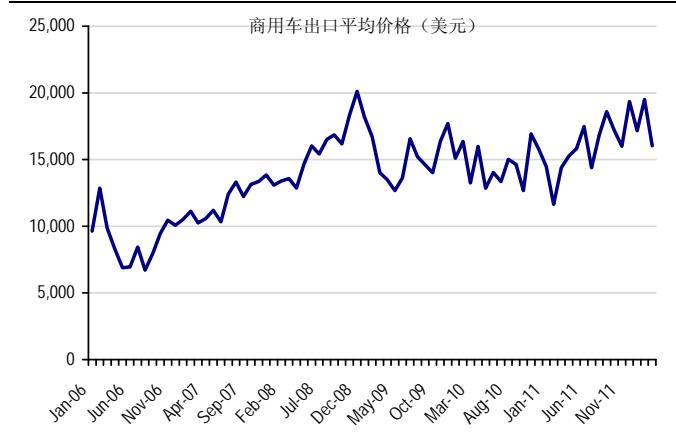
数据来源: Fourin

图62: 2011年出口分车型占比



数据来源: Fourin

图64: 商用车出口平均价格



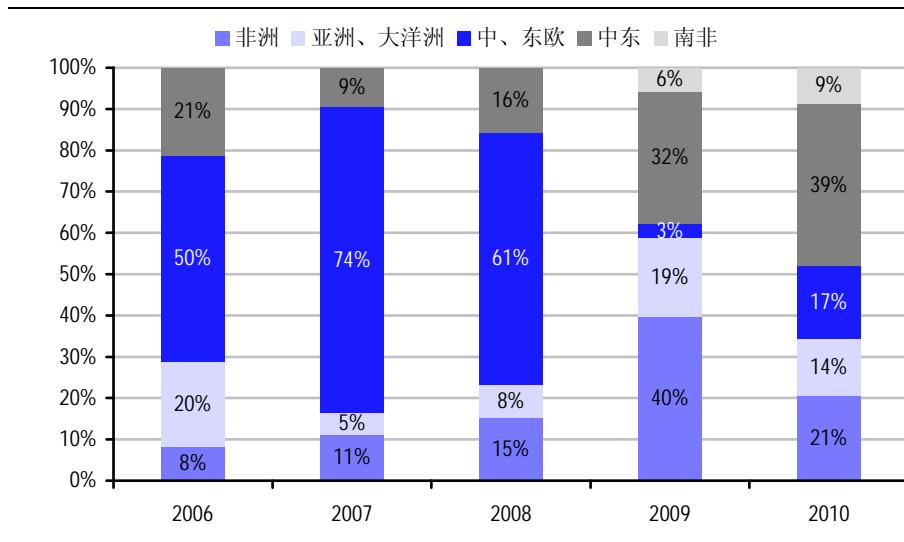
数据来源: CEIC

主要出口市场分析

在接下来的章节，我们针对中国汽车的主要出口市场进行分析，其中大多数国家是新兴国家，例如巴西、印度、俄罗斯、非洲、中东和南非。这些新兴的汽车市场在市场规模、增长潜力、当地政策和消费者喜好等方面有着很大的差别，因此每一个国家对于中国汽车制造商而言都是一个独特的机会和挑战。

对于每一个出口市场，我们将主要关注五个方面：一、当地汽车市场的发展历程；二、汽车市场的总体规模和增长空间；三、市场的竞争结构；四、消费者偏好；五、中国汽车制造商。

图65: 中国汽车海外出口量分地区



数据来源: Fourin

巴西

市场发展

巴西汽车市场相对于其他的新兴市场而言较为稳定和成熟。1921年，福特在巴西开始生产T型车。随后，大众汽车在巴西市场引进了甲壳虫车型，在此之后的几年时间内就迅速风靡了整个国家。60年代后期，大众在巴西市场获得了将近80%的市场份额。此后20年间，其他欧美制造商，如菲亚特、福特、通用等陆续进入巴西市场。在整个上世纪80年代，整个巴西汽车市场几乎被大众、菲亚特、福特和通用所垄断。随后，戴姆勒、本田、现代、路虎、三菱、标致、雷诺和丰田等国际汽车巨头也逐步进入巴西的汽车市场，市场开始日趋分散。时至今日，巴西的汽车市场依然几乎全部被外资企业所占据，本土制造商的份额微乎其微。

市场规模和增长空间

在分析巴西市场之前，我们想先讨论一下哪些因素决定了一国的汽车市场规模和增长空间。

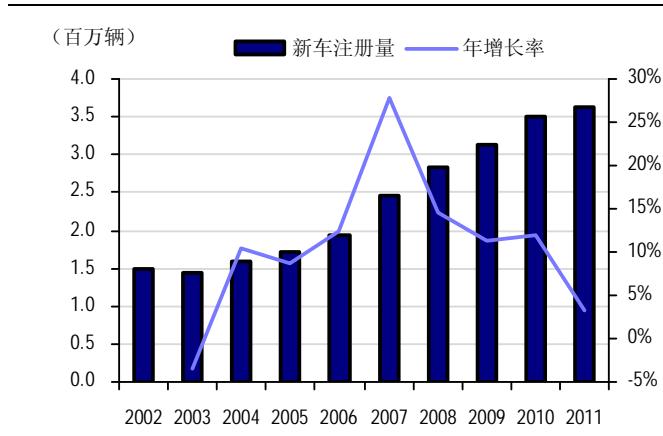
- **市场规模。**理论上来讲，我们认为一个国家汽车市场的大小取决于两个因素：1) 人口；2) 人均GDP。更多的人口和较高的人均GDP相对应一个更大的汽车市场规模。

市场规模通常由人口和人均GDP决定。

■ **增长潜力**。根据发达国家的汽车发展历史，一个国家汽车销量的增长潜力主要由两个因素决定：1) GDP增速，2) 汽车的普及率（通常用千人汽车保有量来衡量）。理论上讲，较高的GDP增长率和较低的普及率相对应着更高的增长空间。

回到巴西汽车市场的分析里面。截止2011年底，巴西拥有1.96亿人口，位列南美洲第一位，世界第五位。此外，巴西的人均GDP在2011年已经达到了12,629美元，这在新兴市场中是相对较高的水平。由于其庞大的人口基数和相对较高的人均GDP水平，我们认为巴西应该拥有一个相当大的汽车市场规模。在2011年，巴西新车销量达到363万辆，位列南美第一位，世界第五位。同时，在经历过一个较长的汽车工业发展历史以后，巴西的千人汽车保有量已经达到了245辆，这在新兴市场中是相当高的水平。我们认为，这表明巴西汽车市场在未来5年内的增长潜力是有限的。日本和韩国的汽车发展经验告诉我们，当一个国家的千人汽车保有量超过了200辆，汽车销售的复合增长率在接下来的五年内可能会降到1%-5%。综上所述，我们认为巴西是一个拥有较大的市场规模但是较低增长潜力的汽车市场。

图66: 巴西新车注册量



数据来源: CEIC

市场竞争结构

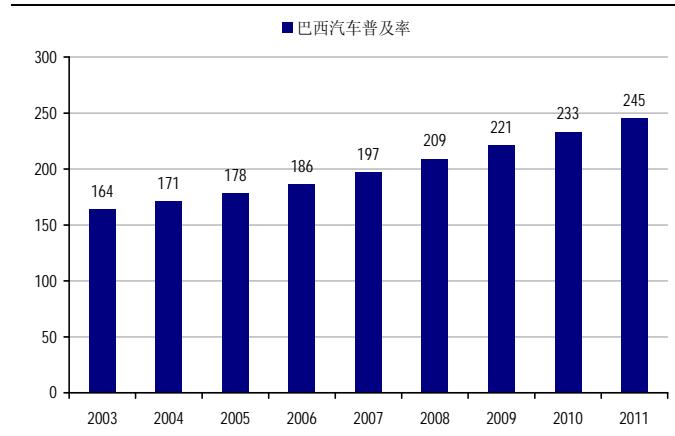
巴西的汽车市场竞争结构与其他新兴市场有着明显的不同。不像中国、印度和俄罗斯，巴西在汽车工业发展的早期阶段，就向国际汽车巨头们敞开了大门。因此，在初期，国际汽车制造商就蜂拥而入，这极大的扼杀了巴西本土汽车厂商的生存空间。如今，除了那些小批量的生产商-Agrale和马可波罗外，巴西的汽车市场完全是由国际整车厂所占据。

如图68所示，巴西汽车市场的集中度较高，市场领先者包括菲亚特、大众、通用和福特，四家厂商合计占据了接近70%的市场份额，紧随其后的是雷诺（5.67%）、现代（3.35%）、丰田（2.9%）、本田（2.71%）、雪铁龙（2.63%）和标致（2.51%）。排名前10位整车厂商占据了市场总量的90%。本土汽车厂商甚至无法进入前20名。

增长空间通常由GDP增速和汽车普及率决定。

广阔的市场容量和有限的增长潜力

图67: 巴西千人汽车保有量

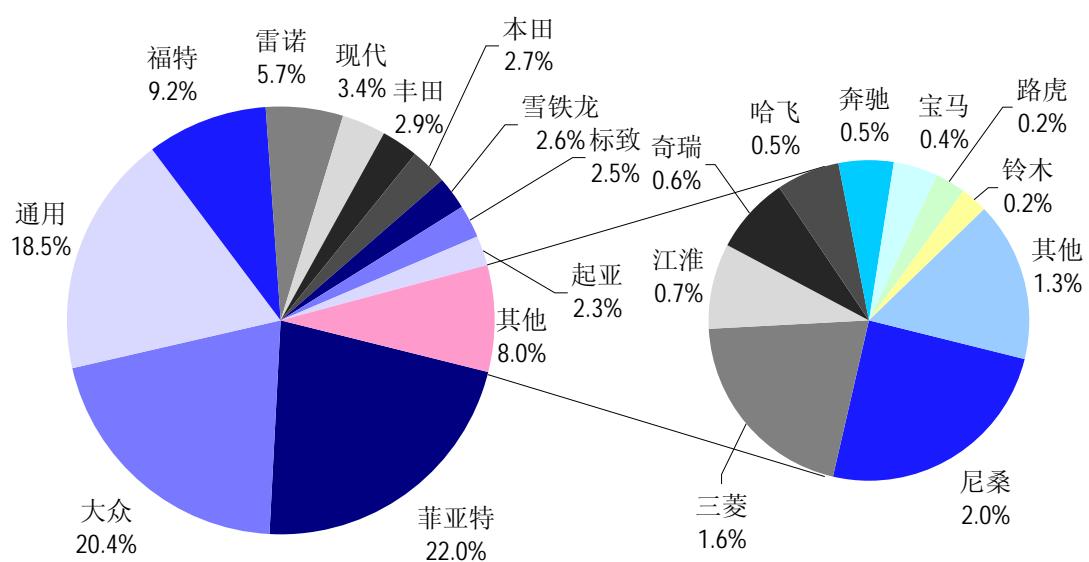


数据来源: CEIC

巴西汽车市场由海外厂商所占据。

集中度很高，且领先者占据了大部分市场份额

图68: 汽车制造商巴西市场占有率 (2011)



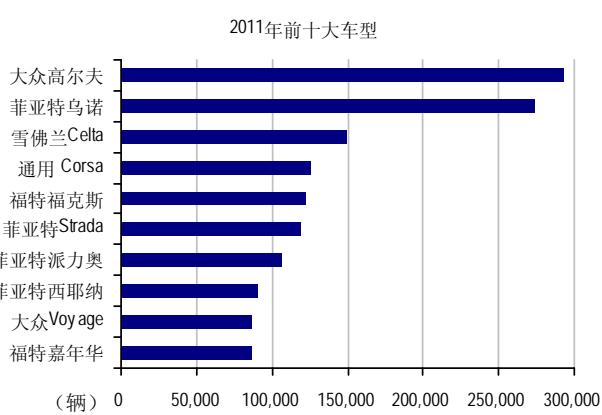
数据来源: 彭博

消费者偏好

在巴西，消费者偏好小型的、较便宜并且低排量的两厢式轿车以及小型SUV。在巴西能够取得成功的整车制造商无一例外的选择生产与当地消费者需求高度相符的产品。例如，大多数整车商的车型都会提供一个较为流行版本——一款并不昂贵的拥有一个小排量发动机的两厢式轿车，例如，雪佛兰Celta，菲亚特Palio和大众高尔夫。

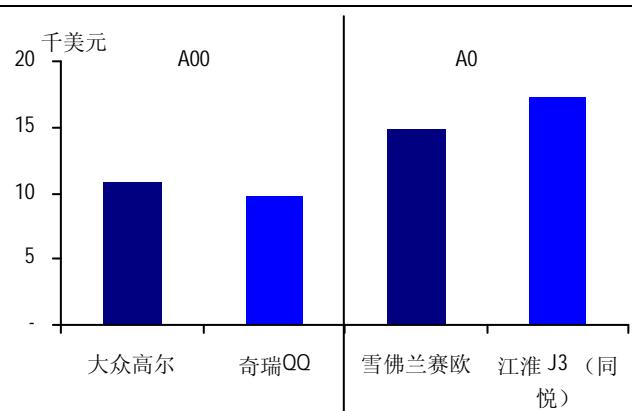
巴西消费者偏好低排量、便宜的两厢式轿车。

图69: 2011年巴西销量排名前十大车型销量



数据来源: Bloomberg

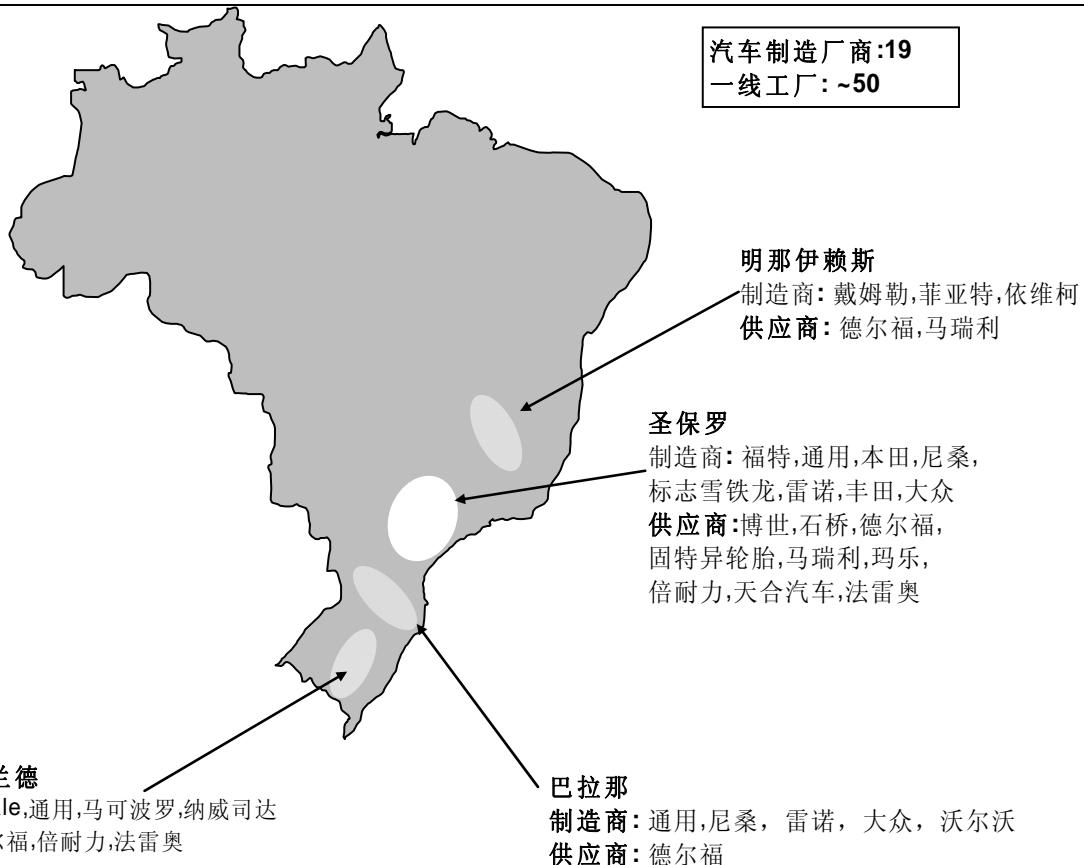
图70: 与中国相应车型的价格对比



数据来源: 雅虎汽车

生产基地分布情况。如下图所示，在巴西，整车制造商都集中在该国南部，形成了四个主要的汽车生产聚集地。菲亚特、大众、通用和福特在本土化生产方面已经远远领先其他竞争对手。其中，大众在巴西经营着四家工厂。菲亚特在Betim的工厂有着70万台的产能，这是该公司在全球的第五大工厂。他们还在巴西建立了研发中心。此外，这些国际汽车制造商已经建立了广泛的销售网络，甚至已经覆盖到了第三至第五线城市。

图71: 巴西的汽车制造商分布图



数据来源: HIS Global Insight、瑞银证券估算

中国在巴西的汽车制造商

截至目前, 江淮, 奇瑞和哈飞是巴西市场上份额最高的中国汽车制造商。2011年, 他们在巴西市场分别售出23,747, 21,682和16,725辆汽车, 合计占据1.8%的市场份额。奇瑞和江淮已经建立了CKD工厂, 分别具有50,000和100,000辆的产能。此外, 长城、力帆也在加紧进入巴西, 他们的工厂在2011年的10月和7月开始生产, 分别拥有100,000和10,000台的产能。

在巴西, 江淮、奇瑞和哈飞是份额最高的中国汽车制造商

表4: 中国在巴西的汽车制造商

汽车制造商	国家	生产开始期	产品	类型	合作者	产能
奇瑞	巴西	2013-09	A1	CKD	独资	50,000
长城	巴西	2011-10		CKD		100,000
江淮	巴西	2011-08	PV	投产	Estado da Bahia	100,000
力帆	巴西	2011-07	PV	CKD	EFFA Motors	10,000

数据来源: Fourin

俄罗斯

市场发展

与很早就被海外制造商瓜分完毕的巴西市场相比, 俄罗斯汽车市场从20世纪70年代到90年代都是封闭的, 仅有本土制造商进行汽车生产。1969年, 俄罗斯最

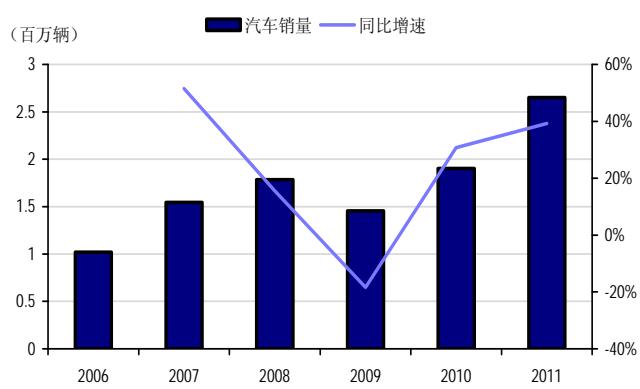
大的工厂拉达开始运营，最初只生产单一的车型——一款基于菲亚特124的拉达2101。此后，拉达逐渐成为俄罗斯最重要的汽车生产商，几乎生产所有在俄罗斯出售的汽车。从70年代中期到80年代，它每年生产100万多辆汽车，曾经是世界上最大的汽车厂。

到了20世纪90年代末，俄罗斯逐步放开本国汽车市场，国外汽车制造商开始出口汽车到俄罗斯，一些海外汽车制造商和供应商也开始了本土化的生产。此后，俄罗斯的汽车销量在进口和本土化生产的外国公司带动下逐步增长，而俄罗斯本土汽车制造商基本保持着他们的生产规模，但随着整个市场容量的扩大，本土汽车生产商逐渐失去市场份额。福特、通用、现代和雷诺是第一批开始在俄罗斯进行业务本土化生产的海外制造商。

市场规模与增长潜力

截止2011年底，俄罗斯总人口达到1.43亿，居世界第八位，欧洲第一位。2011年俄罗斯的人均GDP达到12,993美元，在新兴市场中处于相对较高的水平。由于其庞大的人口基数和相对高的人均GDP水平，俄罗斯拥有庞大的汽车市场规模。2011年俄罗斯的汽车销量达到265万辆，同比增长近40%，成为仅次于德国的欧洲第二大汽车市场。俄罗斯国内市场开放的时间很短，因此相对于其他发达国家来说，其国内市场具有更大的波动性和较低的可预测性，甚至不及一些新兴市场，如巴西、中国和印度。但基于我们之前的逻辑，由于俄罗斯国内的千人汽车保有量已经于2010年达到了238辆，我们认为其未来销量的增长空间可能是有限的。综上所述，我们认为俄罗斯拥有较大的汽车市场规模和有限的增长潜力。

图72: 俄罗斯汽车销量



数据来源: CEIC

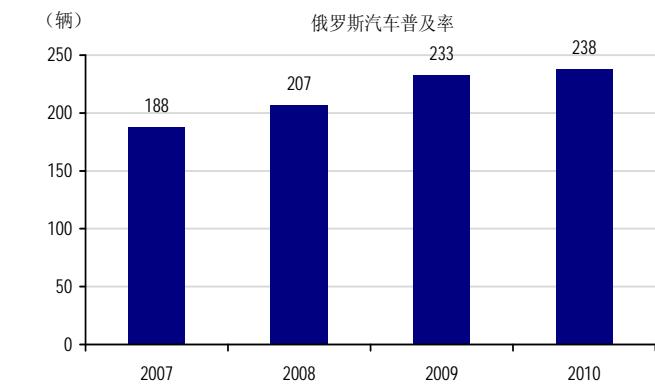
市场竞争结构

在巴西，国外汽车制造商主导整个市场，与之相比，俄罗斯本土的汽车制造商份额相对较高，我们认为部分原因是俄罗斯国内市场封闭的时间较长，在这段时间里，最大的本地制造商AvtoVAZ（拉达）已经建立了一群忠实的消费者群体，并培育了一定的汽车消费品味。在2011年，拉达的市场份额达到30.1%，连续多年位居俄罗斯汽车市场第一位。其次是通用汽车公司和现代汽车公司，市场份额分别为12.7%和11.9%，但相较于拉达依然要低得多。

此外，俄罗斯汽车市场的集中程度也比巴西稍低。前五大厂商占据69%的市场份额。与此同时，尽管拉达遥遥领先，但是其他外国汽车制造商的市场份额差

俄罗斯有较大的汽车市场规模和有限的增长潜力。

图73: 俄罗斯汽车普及率

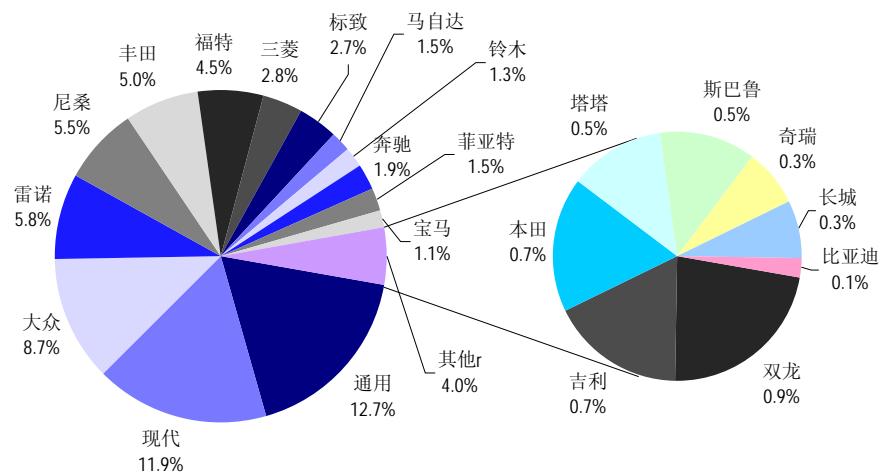


数据来源: CEIC

本地制造商拥有30%的市场份额，其次是其他外国汽车制造商。

距并不是很大，这可能表明，由于外国品牌入驻时间较短，俄罗斯的消费者还没有形成任何对国外品牌的忠诚度。

图74: 汽车制造商俄罗斯市场占有率 (2011)



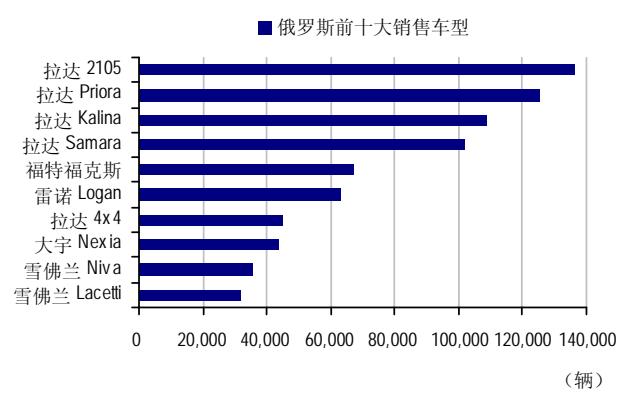
数据来源: Bloomberg

消费者偏好

与其他新兴国家的汽车消费偏好不同，俄罗斯消费者喜欢的车型非常类似于欧洲和美国的车型。例如，俄罗斯消费者偏好两厢轿车及SUV，此外它们对内饰的要求不高，对安全性和排放标准的要求也相对较低，但需要车辆能够适应寒冷的天气和糟糕的道路状况，就像拉达的Priora和丰田的凯美瑞。

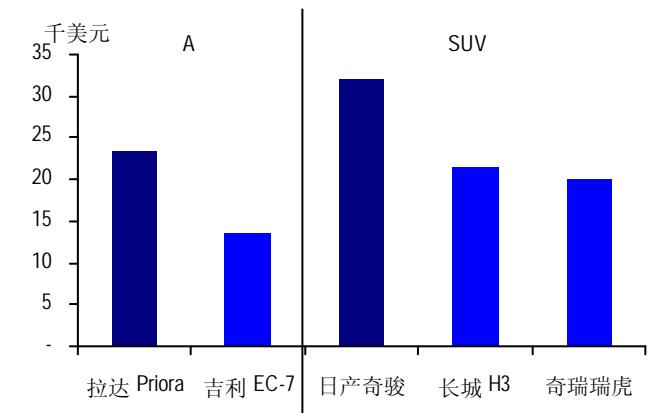
俄罗斯的消费偏好与欧洲和美国类似。

图75: 2010年俄罗斯十大畅销车型销量



数据来源: Bloomberg

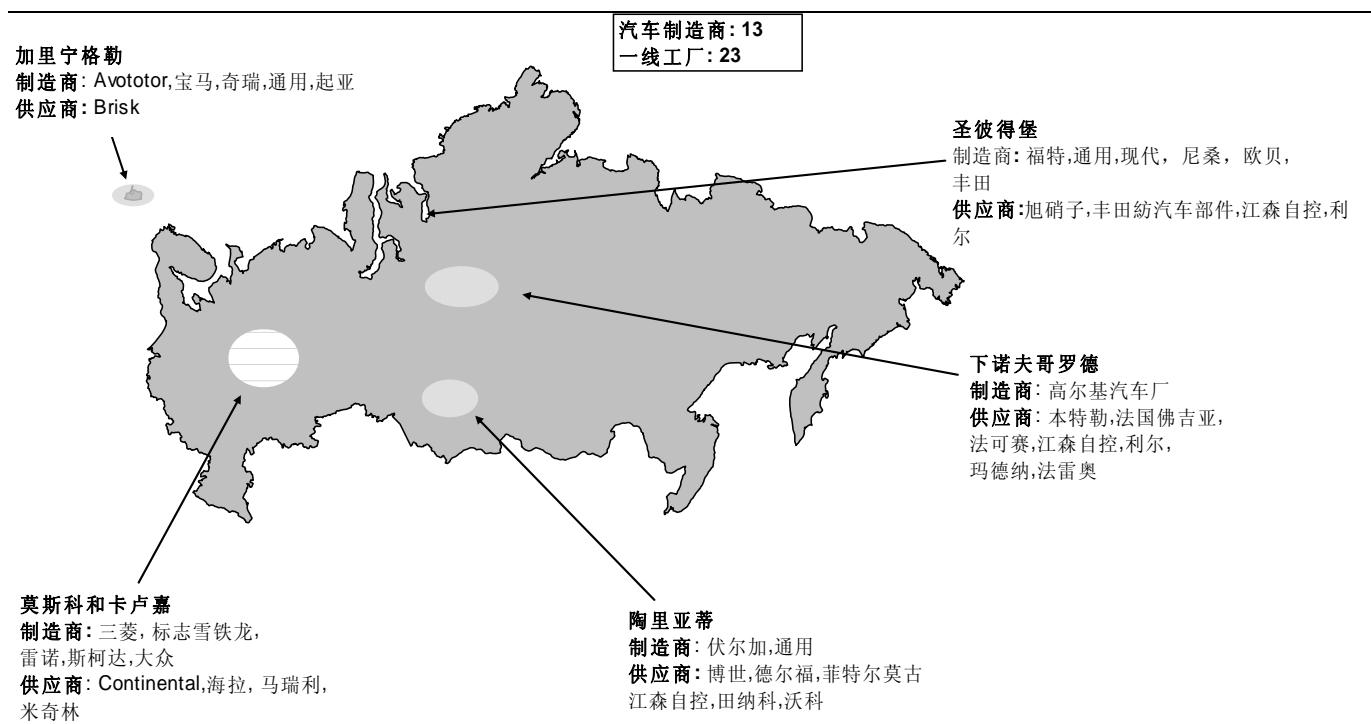
图76: 与中国车型的售价对比



数据来源: 雅虎汽车

生产基地分布情况。本土的俄罗斯汽车生产基地主要位于Kaliningrad和Nizhny Novgorod (如下图所示)，国外的OEM制造商则主要聚集在Saint Petersburg, Moscow和Togliatti。总的来说，相对于巴西，俄罗斯的海外汽车制造商的本土化程度更低，它们将本土化的重点放在生产和销售上面，大多数外国OEM制造商在俄罗斯都没有研发部门。

图77: 俄罗斯汽车制造商分布图



数据来源: HIS Global Insight、瑞银证券估算

在俄罗斯的中国制造商

俄罗斯汽车市场开放的时间不长, 因此在俄罗斯的中国汽车制造商也并不多, 吉利、奇瑞和长城已经开始在俄罗斯市场销售汽车。2011年, 吉利、奇瑞和长城在俄罗斯分别售出19,209, 7,026和6,777辆汽车, 合计占据1.25%的市场份额。此外, 一汽、华晨、吉利、长城、力帆和中国重汽的CKD工厂已经开工。2010年, 力帆和吉利分别在俄罗斯生产了9,735和1,978辆汽车。2010年9月, 北汽福田与莫斯科政府签署了合作备忘录, 其中北汽福田计划建设10万产能的CKD工厂, 并打算在2012年投产, 计划生产各种卡车, 皮卡, SUV和大型客车, 不仅销往俄罗斯, 也将销往整个欧洲市场。

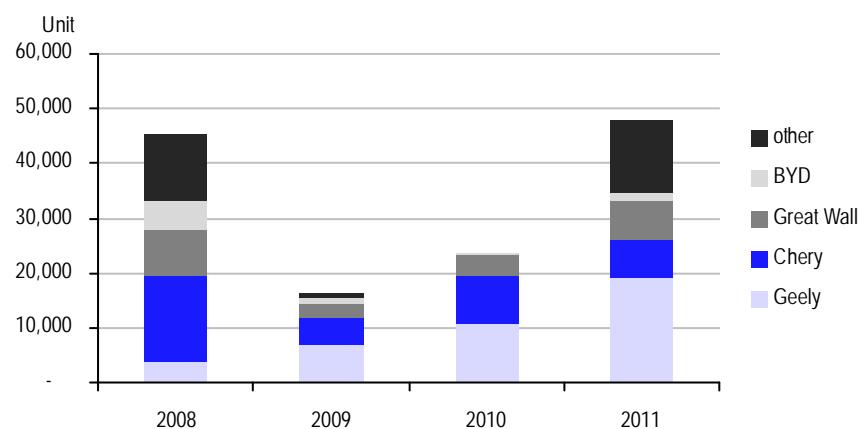
吉利、奇瑞和长城是最早进入俄罗斯市场的中国汽车制造商。

表6: 中国在俄罗斯的汽车制造商

汽车制造商	国家	生产开始期	产品	类型	合作者	产能
北汽福田	俄罗斯	2012	轻型货车	CKD		100,000
华晨	俄罗斯	2007-11	骏捷	CKD	Irito Group	108,000
一汽	俄罗斯	2010-09	运货卡车	CKD	GAZ	
吉利	俄罗斯	2010-01	MK	CKD	Derways Automobile	12,000
长城	俄罗斯		乘用车、皮卡	CKD	Derways Automobile	
长城	俄罗斯	2008-12	哈弗.MPV, 嘉誉	CKD	Irito Group	
华泰	俄罗斯	2011-06	圣达菲	CKD		
江淮	俄罗斯		轻型货车	CKD		
力帆	俄罗斯	2007-08	520.620.320	CKD	Derways Automobile	32,000
中国重汽	俄罗斯	2008	运货卡车	CKD	ZIL	25,000

数据来源: Fourin

图78: 中国汽车制造商在俄罗斯的销量



数据来源: 彭博

印度

市场发展

像俄罗斯汽车市场一样，印度的汽车市场曾经由国内本土汽车企业主导了相当长的一段时间，而且其车型设计也大多采用欧洲车型的样式。Hindustan Ambassador和Premier Padmini曾经是印度市场最畅销的车型，其设计在过去的几十年中几乎没有任何变化。印度的汽车产量在1960年仅为1.9万辆，到1983年也仅增加至4.4万辆。直到马鲁蒂汽车公司（印度政府和铃木的合资公司，铃木现在持有54%的股份）成立之后，印度汽车的产量才开始有了大幅的增长。印度政府此后又逐步放松了对于汽车市场的管制，使得销售增长得以继续加速，有的年份销量增速甚至可以高达50%，增长的驱动力主要来自外国公司和本地新兴的竞争对手的进入，如塔塔汽车。

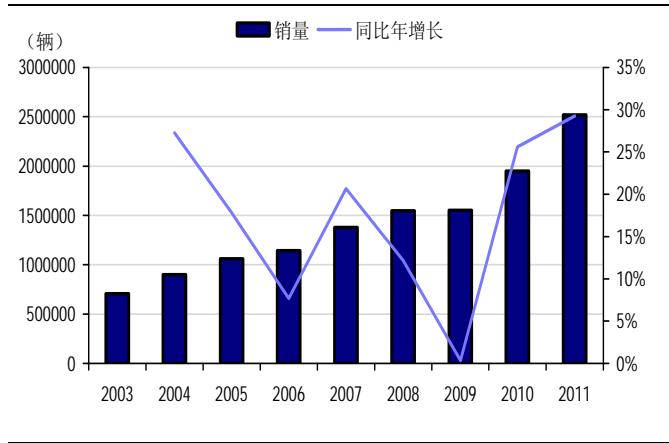
市场规模和增长潜力

我们认为，印度拥有着广阔的汽车市场规模和增长潜力，这主要源于其庞大的人口基数（2011年印度人口达到12亿，是世界第二大人口国家，仅次于中国）、广阔的土地面积（320万平方公里，世界上第七大国家）、潜在的高速增长的GDP水平和目前依然较低汽车渗透率（2011年千人汽车保有量仅为16.6辆）。

如果回头看中国汽车市场的发展历史，我们会有趣的发现，如今在印度发生的一切10年前也发生在中国。2002年，中国人均GDP约1,130美元，汽车普及率约为每千人16辆，汽车销量约为322万辆，这些都与印度类似。众所周知，中国汽车市场在2002年后经历了一个快速增长期，销量的年复合增长率接近30%。因此，我们认为印度汽车市场在未来10年内应该有较大的增长潜力。

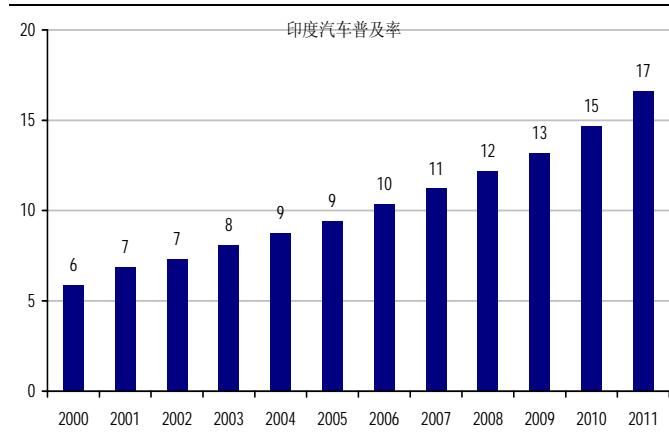
广阔的汽车市场规模和较高的增长潜力

图79: 印度汽车历年销量



数据来源: Bloomberg

图80: 印度汽车普及率



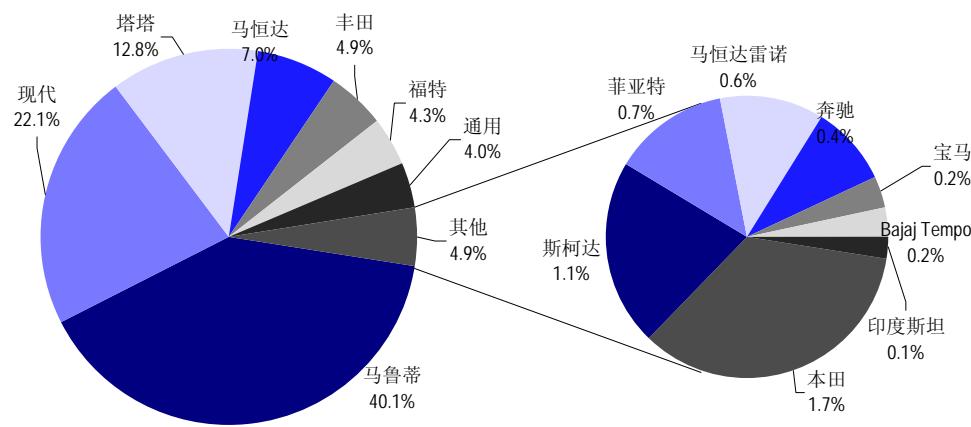
数据来源: Bloomberg

市场竞争结构

印度的汽车市场集中度较高，被三家主要的汽车制造商所主导，马鲁蒂、现代和塔塔。2011年，他们三家汽车制造商占据了整个印度汽车市场75%的市场份额，其中马鲁蒂占了40.1%的市场份额，其次是现代（22.1%）和塔塔（12.8%）。马鲁蒂是印度政府和铃木之间的合资企业，这是印度第一家大规模的汽车生产商，也被誉为印度汽车工业革命的先行者。现代汽车的市场份额仅次于马鲁蒂，在其进入印度市场之后，迅速将制造和销售网络本土化，生产的车辆能够完全满足印度本地消费者的需求。2011年，现代汽车在印度市场取得了22%的市场份额。

印度汽车市场高度集中，由三家制造商-马鲁蒂，现代和塔塔主导。

图81: 汽车制造商印度市场占有率 (2011)



数据来源: Bloomberg

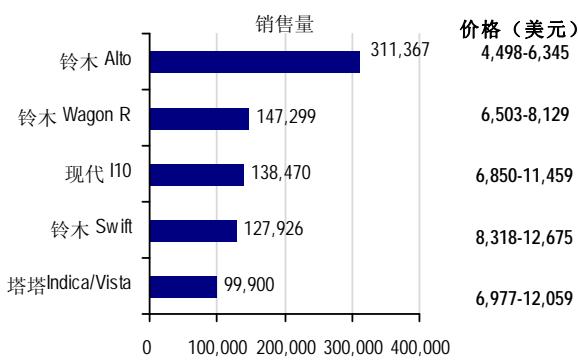
消费者偏好

由于印度的人年收入水平较低，消费者对价格高度敏感，更喜欢低成本的小型汽车。此外，他们喜欢车内有宽敞的空间、四门和五个座位，这与中国人的汽车偏好相似。此外，车辆最好还能够适用于交通堵塞的道路、有较强的稳定性以及强力的空调系统。其中塔塔的Nano是一个典型的印度汽车代表之作。Nano是塔塔推出的一款能被数百万年收入低于2万卢比（\$4,300）的印度人消费的起的车型。Nano的特点是不豪华，但它能满足印度汽车消费者的基本需

印度消费者偏好成本很低的小型车

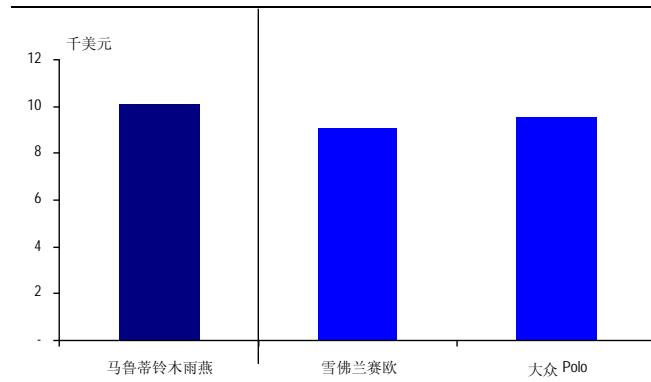
求：一个宽敞的车厢空间以及四门和五个座位。如下图所示，2011年印度汽车销量前5名的汽车价格都在10,000美元左右，其中马鲁蒂Alto以不超过6,500美元的价格售出311,367辆，持续蝉联印度市场销量第一的位置。这也表明，超低价格的汽车在印度非常流行。

图82: 印度2011年前五大热卖车型



数据来源: Bloomberg

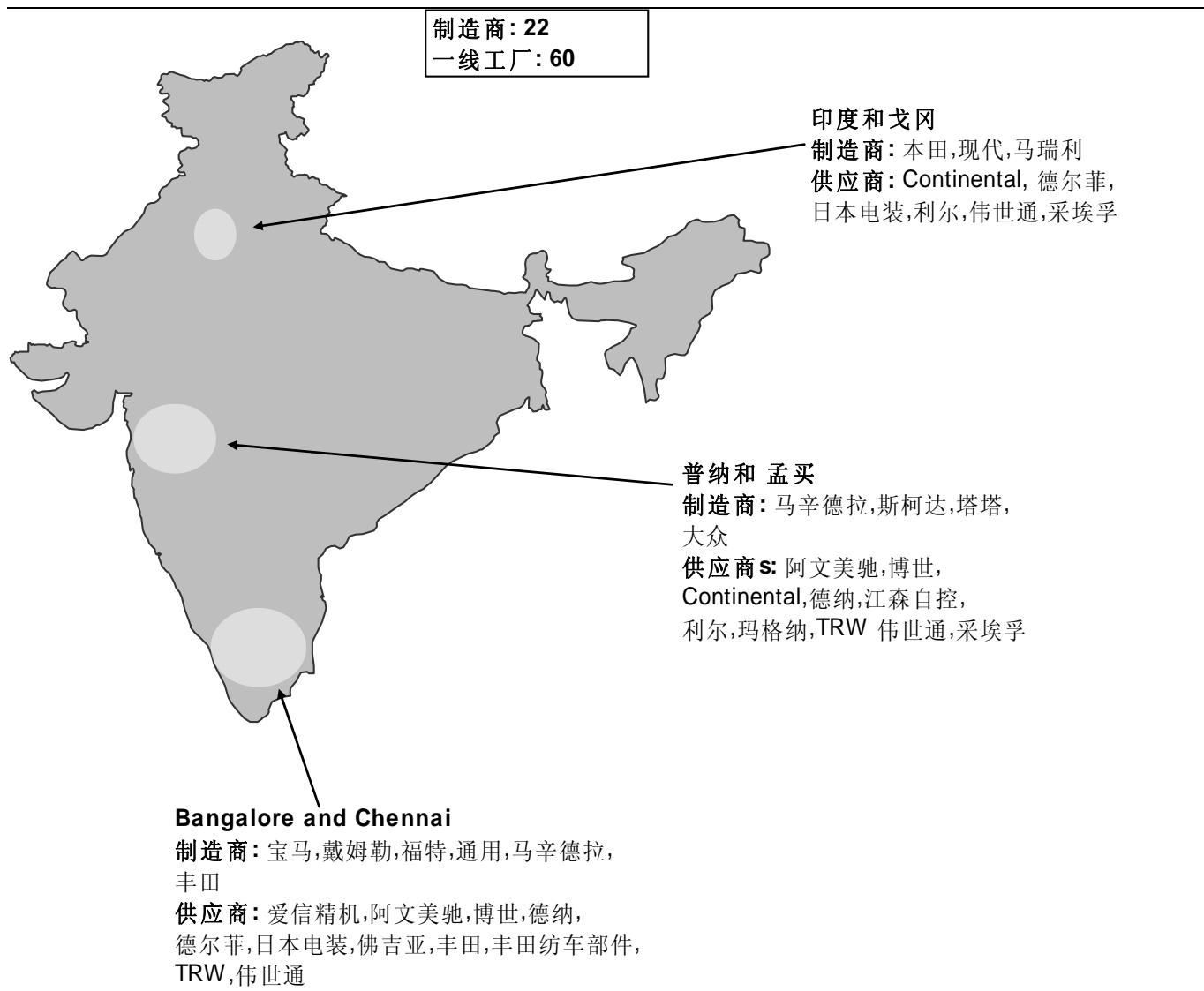
图83: 与中国车型的售价对比



数据来源: 雅虎汽车

汽车生产基地分布情况。如下图所示，目前印度汽车的生产主要聚集于三个地方。外国的一些领先厂商，如马鲁蒂和现代，全面实现了本地化生产、销售和产品研发。他们建立了强大的研发中心，并建立了广泛的销售网络，覆盖了第3~5线的城市，如Dharmapuri, Godhra, Secunderabad。但是，其他外国整车制造商的本地化程度则远远低于这些厂家。

图84: 印度地区汽车制造商分布图



数据来源: IHS Global Insight、瑞银证券估算

在印度的中国制造商

如今, 中国汽车制造商对于印度的出口量和海外生产量都非常地有限。只有一汽、上海通用和中兴已经开始计划在印度建立CKD工厂, 但到现在为止生产量仍然非常小。在2011年4月, 北汽福田与马哈拉施特拉邦政府已签署了一项合作备忘录, 将投资2亿美元在浦那建立一个卡车生产厂, 每年产能将达到10万辆。按计划其将在2013年投产, 主要生产欧曼重卡, 皮卡, SUV和微型客车。此外, 上汽和一汽将利用其合作伙伴通用汽车公司的资源进入印度市场。通用汽车在印度拥有年产能22.5万辆的生产基地, 但利用率不到50%, 通用汽车公司计划在印度推出上汽通用的一款交叉型乘用车和一汽通用的一款商用车型。

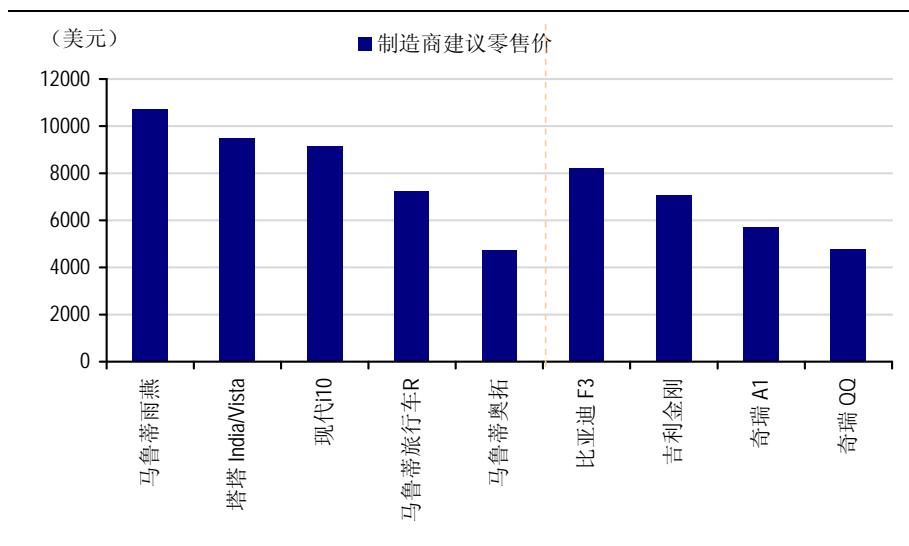
目前中国汽车制造商在印度的销量还十分有限。

表7: 中国在印度的汽车制造商

汽车制造商	国家	生产开始期	产品	类型	合作者
北汽福田	印度	2013	卡车、皮卡、SUV	CKD	Maharashtra Government
一汽	印度	2008-11	微客、卡车	CKD	Ural India
上海通用	印度	2009-12	微客	CKD	
中兴	印度	2010-01	SUV	CKD	

数据来源: Fourin

图85: 印度汽车市场不同车型价格 (制造商建议零售价)



数据来源: 雅虎汽车

发达国家市场

迄今为止, 只有少数国内厂商成功打入发达国家汽车市场, 例如:

- 长城汽车的SUV已经成功进入意大利和澳大利亚市场。它们最近的生产车型全部获得欧盟地区的认证, 并被允许在欧盟国家销售;
- 上汽集团在英国本地组装MG6车型并在当地销售。该车型2011年在欧盟NCAP碰撞测试中获得了4星评级, 并受到了英国当地汽车媒体的正面评价。
- 2011年吉利EC7车型在欧盟NCAP碰撞测试中获得了4星评级, 并且它们计划在2012年在欧洲销售该款车型。

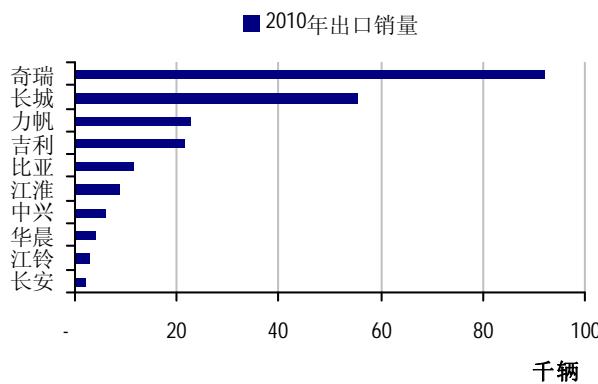
虽然现在来谈论中国本土汽车品牌打入发达国家市场, 并与国外成熟汽车制造商一争高下还为时尚早, 但我们认为, 国内自主品牌为之进行的较早尝试和努力在以下方面依然会起到很好的作用:

- 提高它们的品牌知名度, 不仅仅是在发达国家市场, 也是在中国汽车市场;
- 积极积累在海外运营的经验, 并为未来的进一步扩张打下基础。

中国汽车制造商

接下来我们将重点分析中国主要的汽车出口商。2011年，奇瑞、长城、江淮、力帆和吉利是我国汽车出口销量最高的前五大制造商。在A股相关的上市公司里面，我们认为长城汽车和江淮汽车已经在汽车出口方面具备了先发优势，并可能成为中国未来汽车出口的主要受益者。

图86: 2010年中国十大汽车出口商和出口销量



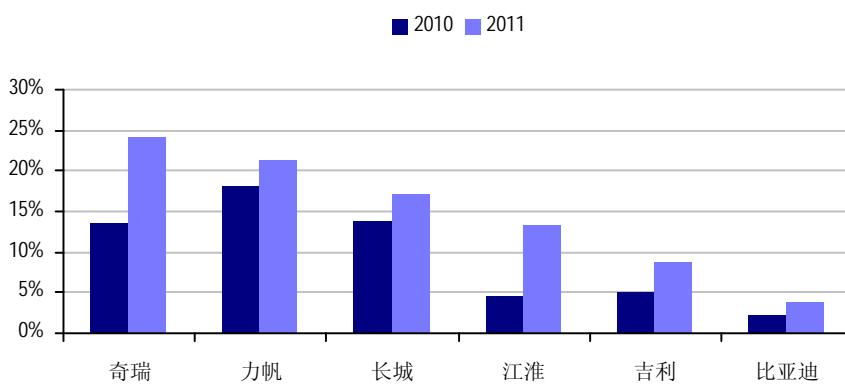
数据来源: Fourin

图87: 2011年中国十大汽车出口商和出口销量



数据来源: Fourin

图88: 主要汽车制造商出口量占总销量比例



数据来源: CAAM

公司报告



UBS Investment Research

江淮汽车

首次覆盖：业绩拐点渐行渐近

■ 瑞风二代产品有望扭转公司MPV业务下滑趋势

瑞风MPV是江淮汽车的明星产品并贡献公司绝大部分的利润。2011年以来由于原有车型老化以及整体经济放缓导致公务用MPV需求下降，瑞风销量出现下滑。不过我们预计这一趋势将可能在2012下半年得以扭转，主要原因：1) 瑞风二代车型于2012年中正式发布，由于更好的配置和舒适性，我们看好其销售前景；2) 宏观经济回升带动商务用MPV需求复苏。

■ 预计公司整体毛利率将出现显著回升

我们预计公司的整体毛利率将由2011年13.24%上升至2012/2013年的14.3%/14.6%，主要驱动因素包括：1) 主要原材料（钢材、铜和原油）价格出现大幅下跌；2) 公司产品结构升级，销售均价出现上涨。

■ 出口业务短期受阻于巴西关税政策，但长期空间依然广阔

2011年江淮汽车出口占比达到14%，其中巴西是最主要的出口市场。由于巴西上调关税税率，我们预计2012年全年公司出口将下滑7%至6.2万辆。公司目前正在和巴西经销商积极探讨本土建厂事宜，我们预计2014年公司可以在巴西实现本土化生产以规避关税，我们对其出口业务的长期发展依然看好。

■ 估值：首次覆盖给予5.72元目标价和“买入”评级

由于公司各项业务的逐渐企稳回升和当前较低估值水平，我们给予公司“买入”评级。我们目标价的推导基于瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC为8.6%）。该目标价对应公司2012E PE为11x，该市盈率处于公司过去两年历史估值区间（6x~15x）的中枢，并与行业平均11x的市盈率水平持平。

重要数据 (Rmb百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	29,704	30,474	28,573	31,345	33,866
息税前利润 (UBS)	1,192	425	589	752	852
净利润 (UBS)	1,163	618	669	805	908
每股收益 (UBS, Rmb)	0.90	0.48	0.52	0.62	0.70
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.20	0.15	0.16	0.20	0.22
盈利能力与估值	五年历史均值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润率 (%)	2.1	1.4	2.1	2.4	2.5
ROIC (EBIT) %	-	14.3	14.1	16.4	18.6
EV/EBITDA (core) x	-	8.3	2.8	2.3	1.8
市盈率 (UBS) (x)	40.8	20.6	9.3	7.8	6.9
净股息收益率 (%)	1.2	1.5	3.3	4.0	4.5

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年07月24日23时39分的股价 (Rmb4.85) 得出。

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

全球证券研究报告

中国

汽车制造业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb5.72/US\$0.90

股价

Rmb4.85/US\$0.76

路透代码: 600418.SS 彭博代码600418 CH

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb10.07-4.65/US\$1.56-0.73
市值	Rmb6.25十亿/US\$0.98十亿
已发行股本	1,289百万 (ORDA)
流通股比例	56%
日均成交量 (千股)	12,259
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb72.9

资产负债表数据 12/12E

股东权益	Rmb6.20十亿
市净率 (UBS)	1.0x
净现金 (债务)	Rmb1.83十亿

预测回报率

预测股价涨幅	+17.9%
预测股息收益率	3.3%
预测股票回报率	+21.2%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+12.7%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/12E	12/11
	从	到市场预测
Q1	-	0.08
Q2E	-	0.16
Q3E	-	0.11
Q4E	-	0.17
12/12E	-	0.52
12/13E	-	0.62

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

投资主题

我们首次覆盖江淮汽车，给予“买入”评级，主要原因在于：1) 我们预计公司各项业务从2012年下半年开始逐渐企稳回升，业绩拐点渐行渐近；2) 当前股价已经反应了过于悲观的预期，估值具备较高吸引力。

瑞风二代产品有望引领公司MPV业务扭转下滑趋势。瑞风MPV是江淮汽车的明星产品并贡献公司绝大部分的利润。2011年以来由于原有车型老化以及整体经济放缓导致公务用MPV需求下降，瑞风的销量出现一定程度下滑。不过我们预计这一趋势将可能在2012年下半年得以扭转，主要原因在于：1) 瑞风二代车型于2012年中正式发布，由于更好的配置和舒适性，我们对其销售前景持乐观态度；2) 瑞银宏观团队预计宏观经济于2012年二季度企稳回升，我们认为这将有助于带动商务用MPV需求的复苏。

我们预计公司的整体毛利率水平将从2012年开始出现显著回升。我们预计公司的整体毛利率将由2011年13.2%上升至2012年的14.3%以及2013年的14.6%，主要驱动因素包括：1) 主要原材料（包括钢材、铜、原油等）价格出现大幅下跌；2) 公司产品结构升级，销售均价出现上涨。

出口业务短期内受巴西关税政策变化拖累，但长期发展空间依然广阔。2011年江淮汽车出口占比达到14%，其中巴西是最主要的出口市场，约占公司乘用车出口总量的66%。2012年巴西将汽车进口关税税率上调30个百分点，导致公司对巴西的汽车出口销量出现大幅下滑。但由于公司在其他市场（如阿尔及利亚）的积极开拓并取得了高速的增长，我们预计2012年全年公司出口仅小幅下滑7.0%至6.2万辆。同时，公司目前正在和巴西经销商积极探讨本土建厂事宜，我们预计公司将在2014年可以实现本土化生产以规避关税，我们认为公司出口业务的长期发展依然看好。

我们预计公司2012/2013年净利润分别同比增长7.7%和21.0%。2012年，我们预计由于总体销量的下滑，公司将实现收入285.7亿元，同比下降6.2%，但由于毛利率的回升，我们预计净利润为6.7亿元，同比增长7.7%。2013年，我们预计公司各项业务均将企稳回升，同时毛利率进一步上升，我们预计净利润为8亿元，同比增长21.0%。

首次覆盖给予5.72元目标价和“买入”评级。公司当前股价对应2012预期市盈率为9.3x，比行业平均水平（11x）低18%，也处于公司历史估值区间的低端，我们认为当前股价已经充分反应了市场对公司2012年销量下滑的悲观预期。由于我们预计公司各项业务有望在2012下半年开始企稳回升以及公司当前较低的估值水平，我们给予公司“买入”评级。我们5.72元的目标价对应公司2012年预测市盈率为11x。该市盈率水平处于公司过去两年历史估值区间（6x~15x）的中枢位置，并于行业平均11x的市盈率水平持平。

关键催化剂

瑞风的销量比预期强劲

风险

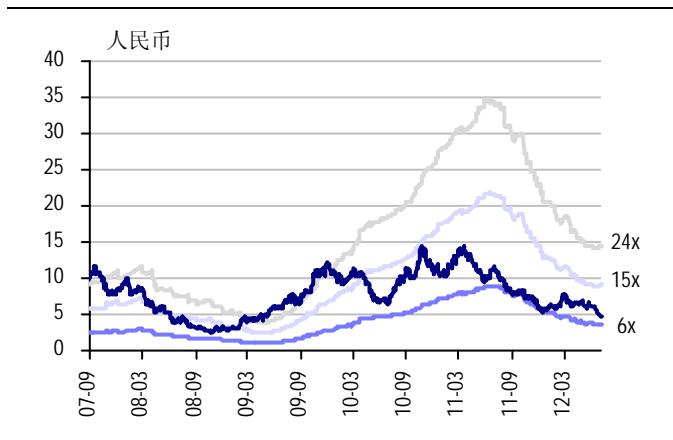
■ 宏观经济增幅继续放缓，商务用MPV需求下降，瑞风销量大幅下滑；

- 我们预计公司乘用车的产能扩张项目将于2013年投产，届时将新增产能20万辆，如果公司销量增长不达预期，我们担心固定成本增加将给利润率带来压力；
- 由于全球经济增长的不确定性，导致公司出口增长下滑。

估值和推导我们目标价的基础

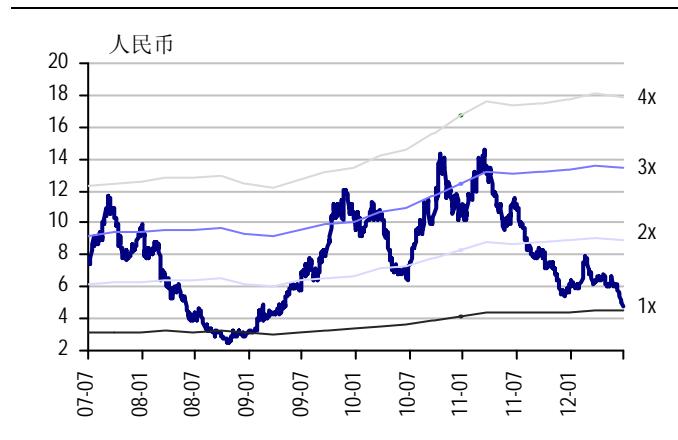
我们采用基于贴现现金流的估值法得出目标价，并采用瑞银VCAM工具来具体预测影响长期估值的因素。我们将加权平均资本成本（WACC）设定为8.6%，得到我们的目标价为5.72元。我们的目标价对应公司2012年预测市盈率为11x。从历史角度看，该公司过去两年的动态市盈率区间在6x~15x，我们目标价对应的市盈率水平处于公司历史估值中枢。从行业角度看，我们在A股选取了7家与江淮汽车具备可比性的乘用车整车制造类公司，其2012预测市盈率区间为5x~18x，平均市盈率水平为11x，考虑到江淮汽车与行业平均水平基本一致的利润增长预期，我们认为江淮与行业平均估值水平持平是较为合理的。

图89:江淮汽车历史PE估值区间



数据来源: Bloomberg

图90:江淮汽车历史PB区间



数据来源: 万得资讯

表8:中国A股乘用车OEM厂商估值表

公司名称	股价		市值			EPS			PE		净利润增长率			ROE		
	人民币	百万人次	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E		
悦达投资	8.25	5,849.9	1.33	1.60	1.83	6.2	5.2	4.5	31.6%	20.1%	14.5%	33.6%	29.7%	26.6%		
江淮汽车	4.85	6,250.4	0.48	0.52	0.62	10.1	9.3	7.8	-46.9%	7.7%	21.0%	11.0%	10.7%	11.9%		
长城汽车	15.29	54,586.7	1.22	1.36	1.49	12.6	11.2	10.3	26.9%	20.5%	10.1%	25.6%	22.6%	21.1%		
上汽集团	12.51	137,930.3	1.83	2.00	2.30	6.8	6.3	5.4	47.3%	8.8%	15.1%	24.0%	19.7%	19.3%		
海马汽车	3.01	4,950.4	0.20	0.25	0.31	14.8	12.1	9.8	-10.8%	21.7%	23.9%	5.3%				
长安汽车	5.03	23,454.3	0.20	0.27	0.49	25.2	18.3	10.2	-52.2%	32.1%	79.0%	7.6%	7.9%	13.0%		
广汽集团	7.52	48,391.4	0.69	0.64	0.89	10.9	11.8	8.5	-0.5%	-4.2%	39.6%	15.6%	12.0%	14.4%		
力帆股份	6.49	6,174.9	0.41	0.47	0.61	15.8	13.9	10.7	2.2%	13.4%	30.4%	8.2%	8.5%	10.2%		
行业平均						12.8	11.0	8.4	22.8%	9.5%	20.2%	16.4%	15.9%	16.7%		

数据来源: 万得资讯、瑞银证券估算，一致预期和股价截至2012-07-24。除悦达投资、江淮汽车、长城汽车、上汽集团为瑞银证券估算外，其它采用万得一致预期。

表9: 江淮汽车 [600418.SS] 瑞银VCAM估值摘要

相对年 财年	+1E 2012E	+2E 2013E	+3E 2014E	+4E 2015E	+5E 2016E	+6E 2017E	+7E 2018E	+8E 2019E	+9E 2020E	+10E 2021E
息税前利润	589	752	852	1,017	1,132	1,006	1,020	1,030	1,034	1,031
折旧及摊销*	1,029	1,142	1,255	1,390	1,554	1,048	1,174	1,310	1,455	1,610
资本支出	(1,371)	(1,313)	(1,313)	(1,788)	(2,072)	(1,257)	(1,342)	(1,429)	(1,519)	(1,610)
运营资本变动	(235)	(117)	161	161	166	196	191	197	203	208
所得税 (营运)	(68)	(87)	(99)	(118)	(131)	(151)	(179)	(206)	(233)	(258)
其他	143	(208)	(190)	(200)	(198)	(206)	(213)	(219)	(224)	(228)
自由现金流	85	168	666	462	450	636	653	683	716	753
增长		97.2%	296.2%	-30.7%	-2.5%	41.2%	2.7%	4.7%	4.9%	5.0%
估值										
明计现金流现值	3,244									
期末价值 (第 10 年) 现值	4,103									
企业价值	7,347									
占永续价值百分比	56%									
联营公司及其他	47									
-少数股东权益	165									
现金盈余**	877									
-债务***	1,088									
权益价值	7,018									
已发行股数 [m]	1,288.7									
每股权益价值 (Rmb/股)	5.45									
权益成本	8.6%									
股息收益率	3.6%									
1年期目标价 (Rmb/股)	5.72									

相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.0%	6.0%	5.0%
息税前利润率	1.9%	1.4%	1.4%
资本支出/销售收入	3.0%	3.0%	3.0%
投资资本回报率	8.4%	7.5%	8.5%

财年	2012E	2013E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	4.5x	3.9x	4.2x
企业价值 / 息税前利润	12.5x	9.8x	10.8x
自由现金流收益率	1.2%	2.3%	1.8%
市盈率 (现值)	10.5x	8.7x	9.4x
市盈率 (目标)	11.0x	9.2x	9.9x

加权平均资本成本
无风险利率 3.50%
权益风险溢价 5.0%
贝塔系数 1.03
债务/权益比 16.5%
边际税率 25.0%
权益成本 8.6%
债务成本 5.1%
WACC 8.6%

期末假设值
VCH (年数) 10
对应的自由现金流增长 0.9%
投资资本回报率增幅 9.0%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润 3.3x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

资料来源: 瑞银证券估算

瑞银预测对比市场预期

我们对公司2012年的收入预测比市场一致预期低12.3%，而净利润预测比市场一致预期略高0.17%，主要原因在于我们对公司2012年的销量预测比市场低，而我们对公司毛利率预测的回升幅度比市场预期的高。

表10: 瑞银预测和市场预期

百万元	2012			2013			2014		
	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅
营业收入	28,573	32,585	-12.31%	31,345	36,633	-14.44%	33,866	40,494	-16.37%
净利润	665	664	0.17%	804	891	-9.76%	904	1,051	-14.00%
EPS (元)	0.52	0.52	0.17%	0.62	0.69	-9.76%	0.70	0.82	-14.00%

数据来源: 瑞银证券估算、万得资讯, 市场一致预期为2012年7月24日数据

敏感性分析

我们认为汽车OEM厂商对平均售价的变动最为敏感，我们预计产品均价每下降1%，将导致利润减少6%~10%。对江淮汽车而言，我们预计，其终端产品平均价格每下降1%，我们的EBIT预测将大致下降8%左右。虽然公司通过向经销商施压可以转嫁部分成本，但这将损害经销商的积极性，对公司的长期销售不利。此外，公司的利润对劳动力成本和原材料价格也较为敏感。

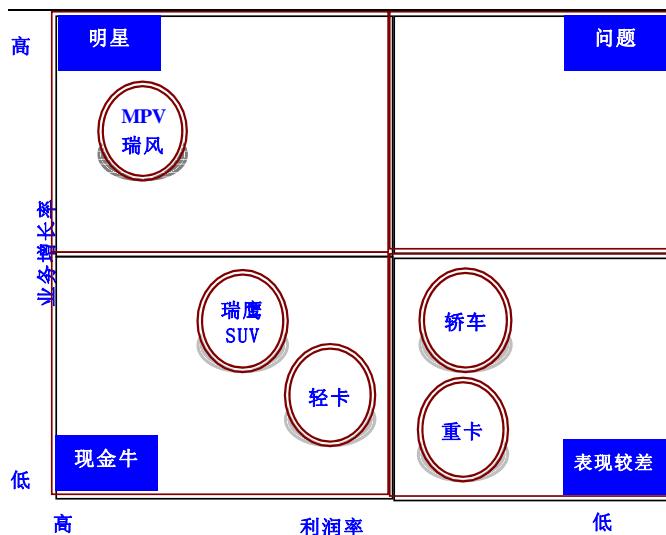
表11:江淮汽车2012年利润的敏感性分析

	销量	平均售价	劳动力成本	原材料价格
变动:	-1%	-1%	10%	10%
对EBIT影响:	-1%	-8%	-5%	-4%
议价能力	由厂商消化	部分转嫁给经销商	由整车厂消化	部分转嫁给供应商

数据来源：瑞银证券估算

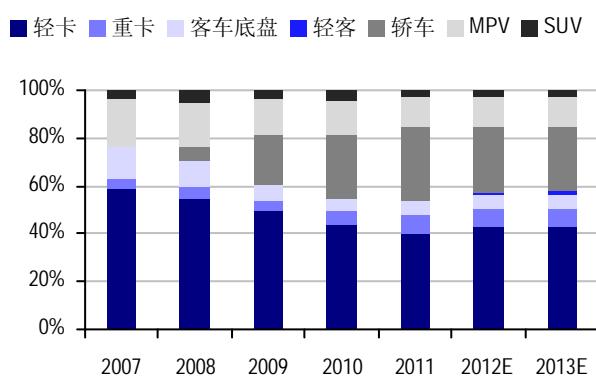
经营概况

图91:江淮汽车业务组合



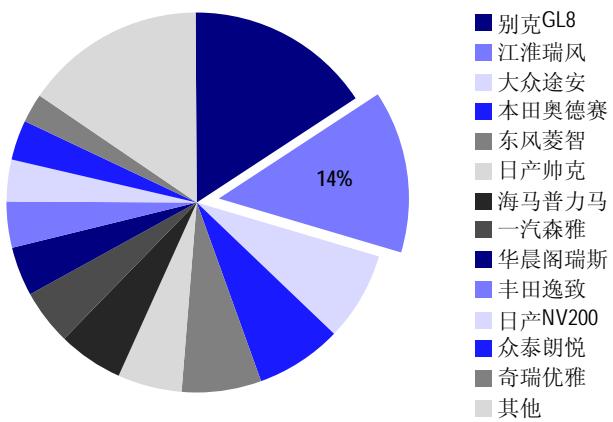
数据来源：瑞银证券估算

图93: 江淮汽车产品组合



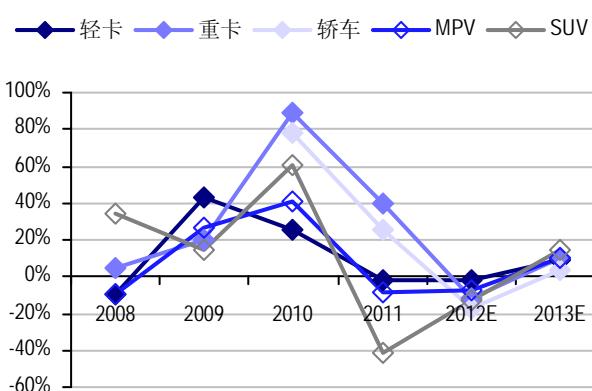
数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图95: MPV市场份额 (2011)



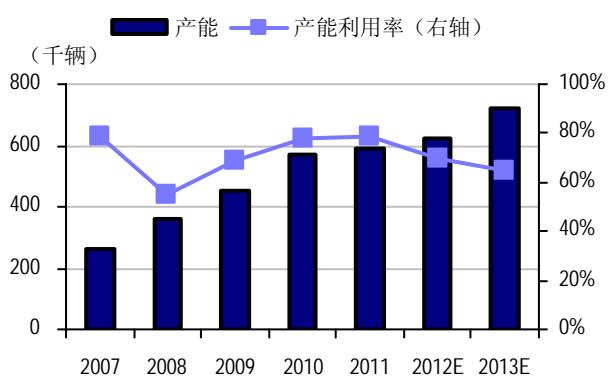
数据来源：CAAM

图92: 2013年各项业务预计将企稳回升



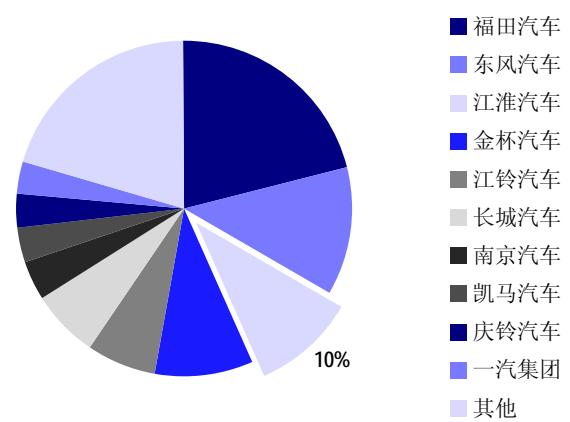
数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图94: 预计产能利用率将趋于下行



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

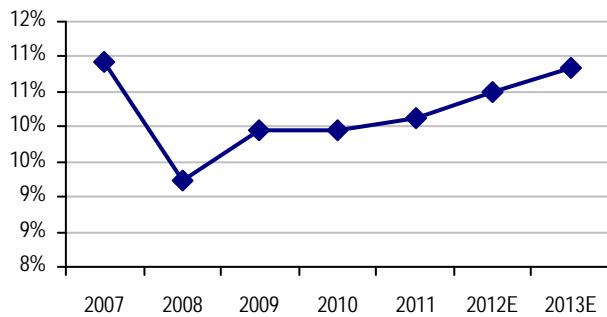
图96: 轻卡市场份额 (2011)



数据来源：CAAM

图97:江淮轻卡市场份额

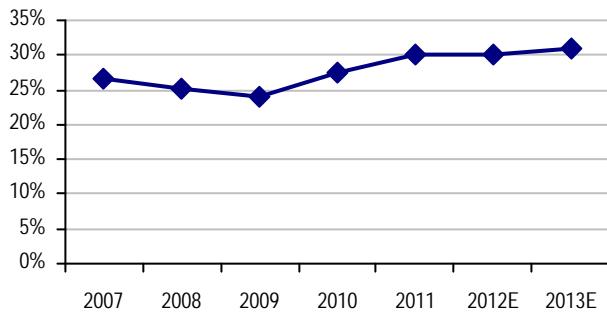
—◆— 轻卡市场份额



数据来源: CAAM、瑞银证券估算

图99:江淮客车底盘市场份额

—◆— 客车底盘市场份额



数据来源: CAAM、瑞银证券估算

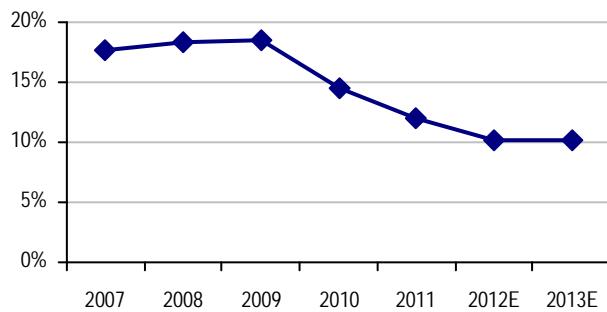
竞争优势分析

我们认为公司的主要竞争优势如下:

- **核心产品瑞风MPV已经在商务用车领域建立起明显的品牌优势。**瑞风定位于中端商务用MPV，相对于普通微客它更加豪华和舒适，改善了微客的乘坐环境；而相对于MPV领域的传统车型别克GL8和广本奥德赛，瑞风又具备更高的性价比优势。瑞风产品自上市以来，常年位居MPV行业销量的前两名，2011年瑞风以14%的市场份额，仅次于别克GL8位居MPV行业第二位。
- **完整的产品线谱系，有较强的抵御单一市场下滑风险的能力。**江淮目前在汽车行业已经建立起较为完整的产品线谱系，建立了从A00级到B轿车、SUV、MPV、轻卡、重卡和轻型客车的生产平台。江淮广泛的产品种类使得其业绩更具稳定性，有助于其抵御某一单一市场下滑的风险。
- **在主要出口市场已经建立良好口碑并与当地经销商达成合作意向。**2011年，公司与巴西第一大汽车经销商SHC签署了《独家经销协议》，双方计划在未来十年内，向巴西市场共计销售62万辆江淮品牌汽车，显示江淮汽车已经得到巴西市场的认可。虽然2012年由于巴西汽车进口关税大幅上调

图98:江淮MPV市场份额

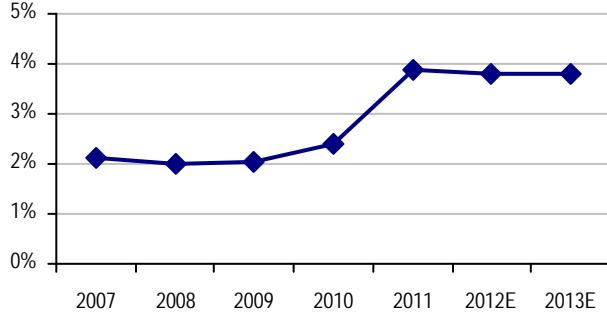
—◆— MPV市场份额



数据来源: CAAM、瑞银证券估算

图100:江淮重卡市场份额

—◆— 重卡市场份额



数据来源: CAAM、瑞银证券估算

在短期内不利于江淮对巴西的出口业务，但公司已经积极与经销商商讨在巴西本土建厂的事宜，我们认为未来本土CKD工厂的建立将有助于规避巴西进口关税，使得公司对巴西出口业务重回高速增长轨道。

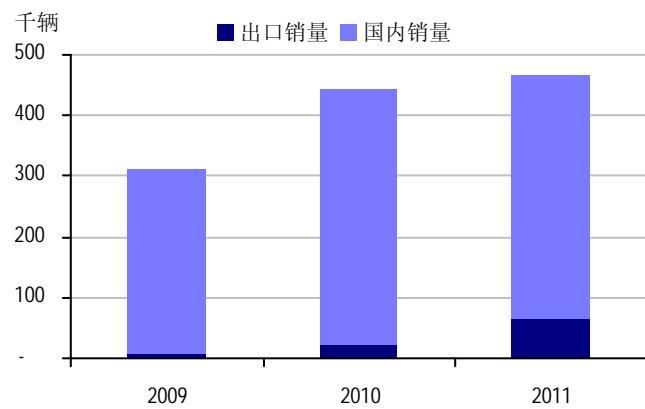
- **相对其他合资品牌，公司更能获得政府政策方面的支持。**公司作为国家高新技术企业，在税率优惠、新能源汽车、技术创新等方面，获得国家和地方政策的扶持，公司产品均为自主品牌，在政府采购方面具有较强优势。

管理层战略

平台建设基本搭建完成，集中精力实现产品突破。目前公司已经基本完成产品平台建设，搭建了较为完整的产品谱系。公司目前的“十二五”战略方向是集中精力实现现有产品的升级，力争部分核心产品的突破。公司将形成以MPV和轻卡为主体的核心业务，稳健发展以轿车为主体的战略业务，并布局新能源汽车领域。公司的目标是利用5~10年将江淮打造成具有较强国际竞争力的中国汽车主力厂商。

出口业务

图101: 江淮对出口的依赖日益增加



数据来源: 公司数据

表12: 江淮汽车乘用车出口增长迅速

汽车制造商	等级	车型	2009	2010	2011
江淮	A00	悦悦		13	294
江淮	A0	同悦	1,529	5,389	37,523
江淮	A	海悦	14	1,195	7,914
江淮	B	宾悦	291	24	9
江淮	MPV	瑞风	489	1,443	2,098
江淮	SUV	瑞鹰	226	562	897
乘用车出口总量			2,549	8,626	48,735

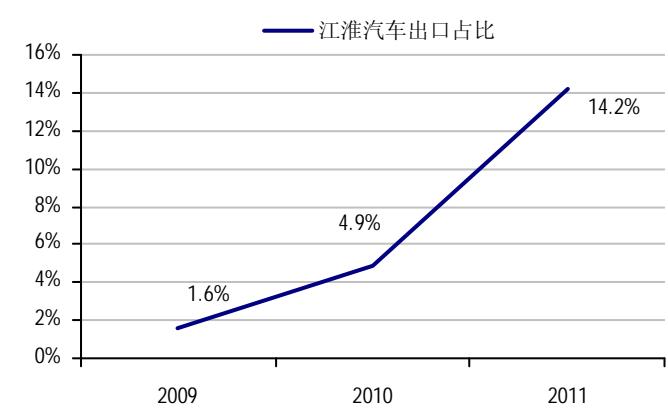
数据来源: 公司数据

表13: 江淮积极拓展海外生产基地

汽车制造商	地区	国家	建立时间	产品	类型	进展
江淮	亚洲、大洋洲	马来西亚	2005	轻型货车	CKD	投产
江淮	亚洲、大洋洲	印度尼西亚	2005	轻型货车	CKD	投产
江淮	亚洲、大洋洲	菲律宾	2011-01	微型货车	CKD	投产
江淮	中、东欧	俄罗斯		轻型货车	CKD	投产
江淮	非洲	埃及	2011-02	乘用车	CKD	投产
江淮	非洲	摩洛哥	2010	货车	CKD	投产
江淮	非洲	埃塞俄比亚		乘用车	CKD	投产
江淮	南非	巴西	2011-08	乘用车	CKD	准备

数据来源: 公司数据

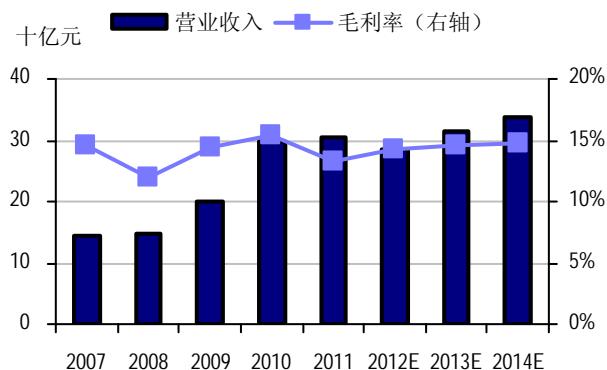
图102: 2011年江淮的出口占总销量比重达到14%



数据来源: 公司数据

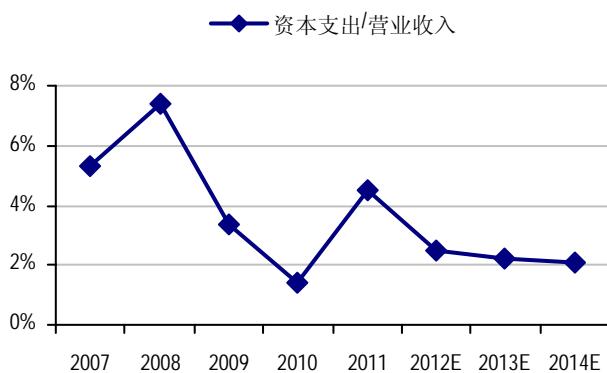
财务状况

图103:公司收入和毛利率走势



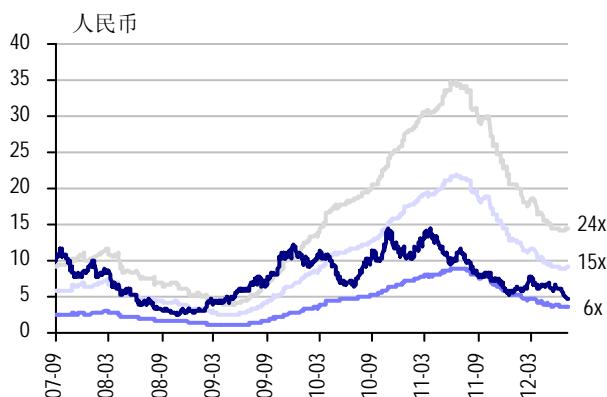
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图105:资本开支高峰已过



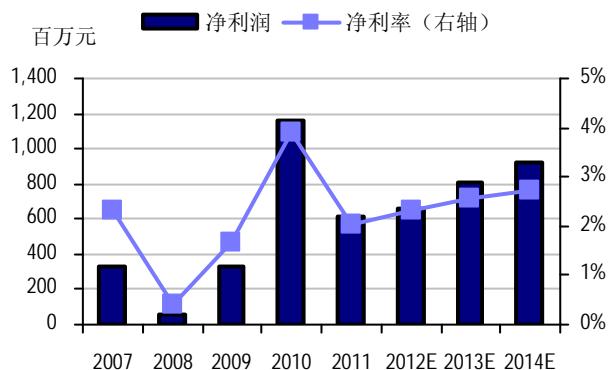
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图107:市盈率区间



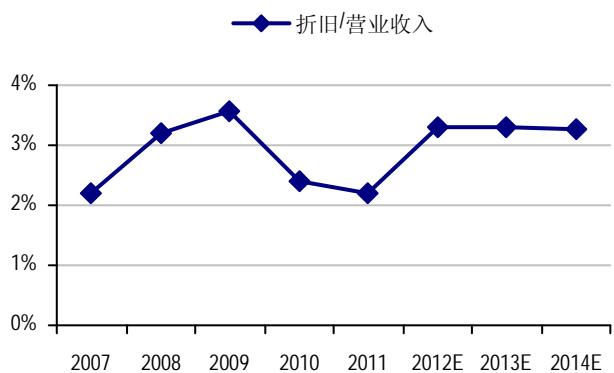
数据来源: Bloomberg

图104:公司净利润和净利润率走势



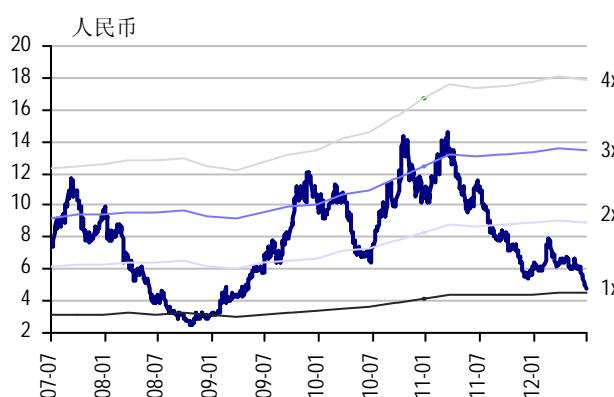
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图106:较为激进的折旧政策



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图108:市净率区间



数据来源: 万得资讯

表14:江淮汽车主营业务收入分析

	2010A	2011A	2012E	2013E
销量 (辆)				
轻卡	194,044	190,042	185,613	201,390
重卡	24,553	34,314	30,149	33,163
卡车合计	218,597	224,356	215,761	234,553
客车底盘	23,913	25,571	26,692	29,789
多功能性商用车			2,000	4,000
商用车合计	242,510	249,927	244,454	268,342
轿车	116,500	145,920	121,394	126,305
MPV	64,679	59,455	54,803	60,283
SUV	18,858	11,157	9,705	11,161
狭义乘用车合计	200,037	216,532	185,902	197,749
销量合计	442,547	466,459	430,356	466,091
YoY		5.40%	-7.74%	8.30%
营业收入 (百万元)				
轻卡	10,618	10,139	9,804	10,743
重卡	2,243	3,135	2,754	3,090
轿车	5,942	7,442	6,191	6,409
MPV	5,881	5,297	4,932	5,398
SUV	1,716	1,005	866	990
多功能性商用车			292	573
整车收入合计	26,399	27,019	24,839	27,204
YoY		2.35%	-8.07%	9.52%
ASP(RMB)				
轻卡	54,720	53,352	52,818	53,347
重卡	91,360	91,360	91,360	93,187
轿车	51,000	51,000	51,000	50,745
MPV	90,918	89,100	89,991	89,541
SUV	91,000	90,090	89,189	88,743
客车底盘	55,635	77,809	77,809	77,809
多功能性商用车			146,154	143,231

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表15: 江淮汽车利润表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	20,092	29,704	30,474	28,573	31,345	33,866
YoY		47.8%	2.6%	-6.2%	9.7%	8.0%
营业成本	17,179	25,124	26,438	24,489	26,765	28,883
毛利润	2,913	4,580	4,036	4,085	4,581	4,983
期间费用	2,539	3,388	3,611	3,496	3,829	4,131
EBIT	373	1,192	425	589	752	852
YoY		219.1%	-64.4%	38.6%	27.8%	13.3%
财务费用	(4)	(29)	(86)	(36)	(31)	(43)
投资收益	3	39	34	6	7	9
其他收益	43	103	161	134	130	134
税前利润	424	1,363	706	765	921	1,038
所得税	81	186	81	88	106	119
少数股东损益	6	14	7	8	10	11
净利润	336	1,163	618	669	805	908
YoY		246.3%	-46.9%	8.3%	20.4%	12.7%
基本每股收益 (0.26	0.90	0.48	0.52	0.62	0.70
比率分析:						
毛利率	14.5%	15.4%	13.2%	14.3%	14.6%	14.7%
期间费用率	12.6%	11.4%	11.8%	12.2%	12.2%	12.2%
营业利润率	1.9%	4.0%	1.4%	2.1%	2.4%	2.5%
税前利润率	2.1%	4.6%	2.3%	2.7%	2.9%	3.1%
有效税率	19.2%	13.7%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润率	1.7%	3.9%	2.0%	2.3%	2.6%	2.7%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表16: 江淮汽车资产负债表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	5,426.3	8,361.5	6,798.6	6,417.7	8,066.9	9,820.2
现金	3,293.9	4,103.8	3,184.0	3,009.1	4,021.4	5,451.8
应收款项	852.6	2,241.9	2,008.7	1,919.3	2,104.6	2,273.5
存货	1,279.8	2,001.1	1,443.5	1,337.1	1,774.0	1,914.4
其他流动资产	0.0	13.1	162.4	152.3	167.0	180.5
非流动资产	6,946.9	7,172.7	7,937.5	8,271.2	7,855.5	7,363.0
固定资产	5,296.7	5,747.0	5,722.0	5,911.2	5,776.5	5,456.6
在建工程	705.2	313.1	898.5	1,057.2	832.5	720.2
无形资产	505.8	805.3	804.3	914.5	916.0	879.5
长期股权投资	26.5	39.1	43.6	49.8	57.3	66.2
其他非流动资产	412.7	268.2	469.0	338.5	273.2	240.5
总资产	12,373.2	15,534.2	14,736.0	14,688.9	15,922.5	17,183.2
流动负债	7,168.2	9,409.1	7,915.3	7,388.5	8,015.9	8,598.6
应付款项	5,855.5	7,815.5	6,564.8	6,080.8	6,645.8	7,171.7
短期借款	50.0	100.0	417.6	417.6	417.6	417.6
预收款项	1,262.8	1,493.6	932.9	890.1	952.5	1,009.2
非流动负债	772.9	632.4	937.5	937.5	937.5	937.5
长期借款	576.4	340.0	500.0	500.0	500.0	500.0
其他非流动负债	196.5	292.4	437.5	437.5	437.5	437.5
少数股东权益	109.0	122.0	160.7	168.5	178.1	188.9
权益	4,432.1	5,492.7	5,883.3	6,362.8	6,969.0	7,647.1
实收资本	1,315.0	1,328.8	1,321.5	1,321.5	1,321.5	1,321.5
其他	3,117.1	4,163.9	4,561.7	5,041.3	5,647.5	6,325.6
负债+权益	12,373.2	15,534.2	14,736.0	14,688.9	15,922.4	17,183.2
比率分析:						
流动比率 (%)	75.7%	88.9%	85.9%	86.9%	100.6%	114.2%
资产负债率 (%)	64.2%	64.6%	60.1%	56.7%	56.2%	55.5%
ROIC (%)	15.4%	15.3%	14.3%	14.1%	17.5%	23.0%
ROE (%)	7.8%	21.6%	10.8%	10.7%	11.8%	12.3%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表17: 江淮汽车经营性现金流分析 (单位: 千元, 除非另有注明)

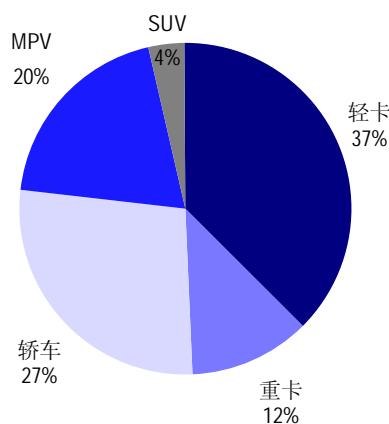
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	342,161.49	1,176,375.35	624,935.98	676,643.08	814,777.44	918,503.74
加: 资产减值损失	237,113.18	104,157.97	28,374.55	16,088.41	11,226.76	6,642.01
固定资产折旧、油气资产折耗、	717,705.52	714,286.88	665,763.56	942,032.82	1,045,154.77	1,152,548.70
无形资产摊销	34,920.41	91,062.27	130,191.99	86,596.67	96,474.21	101,971.06
处置固定资产、无形资产和其他	3,527.16	4,326.30	3,636.85	0.00	0.00	0.00
固定资产报废损失	472.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	-4,549.48	4,549.48	0.00	0.00	0.00
财务费用	-28,009.29	-32,486.61	-89,775.73	-39,608.16	-34,744.67	-46,618.96
投资损失	-3,297.02	-34,502.33	-38,547.97	-6,220.52	-7,464.62	-8,957.55
递延所得税资产减少	-109,685.40	-29,942.41	-7,337.19	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债增加	-42,770.71	-3,559.92	-1,584.77	0.00	0.00	0.00
存货的减少	-473,618.25	-722,996.05	562,448.61	107,923.99	-442,975.30	-142,363.19
经营性应收项目的减少	93,961.49	-1,414,661.05	156,614.96	96,965.80	-205,186.43	-187,066.20
经营性应付项目的增加	2,469,556.36	1,613,105.10	-2,914,359.50	-526,750.00	627,391.76	582,635.83
经营活动产生现金流净额	3,356,715.66	1,560,119.49	-728,444.03	1,353,672.08	1,904,653.91	2,377,295.46

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

公司背景

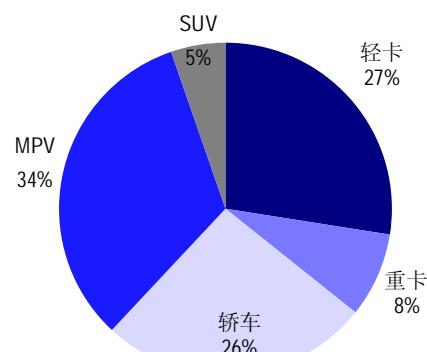
江淮汽车从事轻卡、MPV、SUV、轿车、重卡以及客车底盘的研发、生产和销售业务。公司的主要产品包括瑞风MPV、瑞鹰SUV、宾悦、同悦、和悦、悦悦系列轿车以及帅铃系列轻卡和格尔发重卡。MPV和轻卡业务是公司的主要利润来源，并且在各自领域内处于领先地位。2011年，公司瑞风MPV在我国MPV市场取得14%的市场份额，仅次于别克GL8位居行业第二位；公司轻卡取得10%的市场份额，仅次于福田汽车和东风汽车，位居行业第三位。

图109:主营业务收入占比 (2011年)



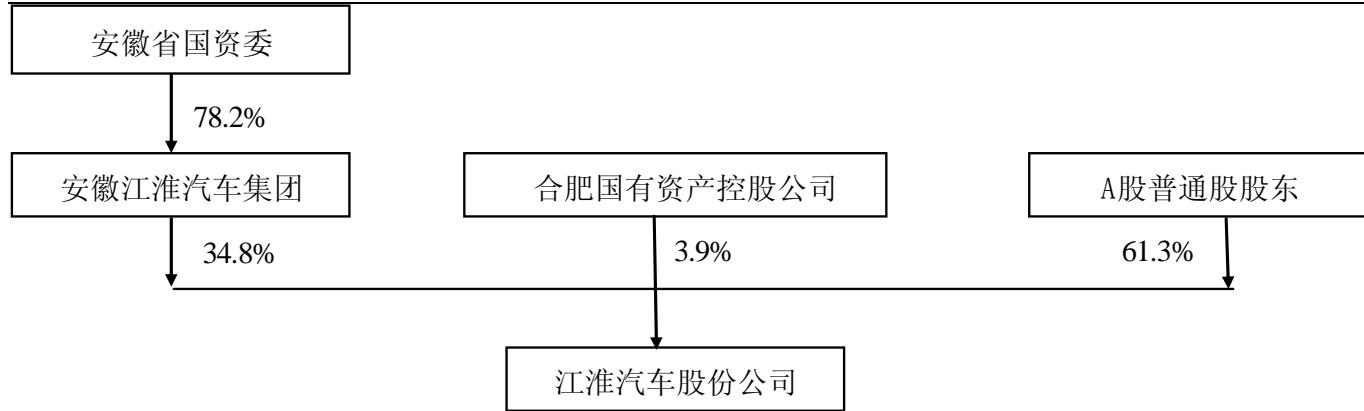
数据来源：公司数据

图110:主营业务毛利占比 (2011)



数据来源：公司数据

图111:江淮汽车股权结构图



数据来源：公司数据，截至2012年6月30日

损益表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业收入	14,274	14,725	20,092	29,704	30,474	28,573	-6.2	31,345	9.7	33,866	8.0
营业费用 (不含折旧)	(13,549)	(14,200)	(18,966)	(27,707)	(29,253)	(26,956)	-7.9	(29,452)	9.3	(31,760)	7.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	725	524	1,126	1,997	1,221	1,617	32.5	1,894	17.1	2,107	11.2
折旧	(326)	(492)	(753)	(805)	(796)	(1,029)	29.2	(1,142)	11.0	(1,255)	9.9
营业利润 (息税前利润, UBS)	399	32	373	1,192	425	589	38.6	752	27.8	852	13.3
其他盈利和联营公司盈利	31	16	46	142	195	140	-28.3	137	-1.7	143	3.7
净利润	(12)	(26)	4	29	86	36	-58.0	31	-13.4	43	37.8
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	418	23	424	1,363	706	765	8.3	921	20.4	1,038	12.7
税项	(88)	37	(81)	(186)	(81)	(88)	8.4	(106)	20.4	(119)	12.7
税后利润	330	60	342	1,176	625	677	8.3	815	20.4	919	12.7
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(2)	(3)	(6)	(14)	(7)	(8)	8.4	(10)	20.4	(11)	12.7
净利润 (本地会计准则)	328	57	336	1,163	618	669	8.3	805	20.4	908	12.7
净利润 (UBS)	328	57	336	1,163	618	669	8.3	805	20.4	908	12.7
税率 (%)	21	0	19	14	12	12	0.1	12	0.0	12	-0.1
不计非正常项目前税率 (%)	21	0	19	14	12	12	0.0	12	0.0	12	0.0
每股 (Rmb)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.25	0.04	0.26	0.90	0.48	0.52	8.3	0.62	20.4	0.70	12.7
每股收益 (UBS)	0.25	0.04	0.26	0.90	0.48	0.52	8.3	0.62	20.4	0.70	12.7
每股股息净值	0.08	0.01	0.10	0.20	0.15	0.16	8.1	0.20	20.4	0.22	12.7
每股现金收益	0.51	0.43	0.84	1.53	1.10	1.32	20.1	1.51	14.7	1.68	11.1
每股账面净值	3.14	3.11	3.35	4.17	4.44	4.81	8.3	5.27	9.6	5.78	9.7
资产负债表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
有形固定资产净值	3,319	4,711	5,297	5,747	5,722	5,911	3.3	6,067	2.6	6,154	7.4
无形固定资产净值	203	370	506	805	804	914	13.7	916	0.2	879	-4.0
净营运资本 (包括其他资产)	380	(506)	(3,506)	(4,160)	(2,246)	(1,897)	-15.5	(1,873)	-1.2	(2,126)	13.5
其他负债	(86)	(125)	(196)	(292)	(437)	(437)	0.0	(437)	0.0	(437)	0.0
运营投入资本	3,815	4,450	2,100	2,100	3,843	4,492	16.9	4,672	4.0	4,470	-4.3
投资	7	23	26	39	44	50	14.3	57	15.0	66	15.6
运用资本总额	3,822	4,473	2,126	2,139	3,887	4,541	16.8	4,729	4.1	4,537	-4.1
股东权益	4,052	4,005	4,323	5,371	5,723	6,198	8.3	6,794	9.6	7,450	9.7
少数股东权益	38	74	109	122	161	169	4.9	178	5.7	189	6.0
总资产权益	4,090	4,079	4,432	5,493	5,883	6,367	8.2	6,972	9.5	7,639	9.6
净债务 / (现金)	(268)	394	(2,306)	(3,354)	(1,996)	(1,825)	-8.6	(2,243)	22.9	(3,103)	38.3
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	3,822	4,473	2,126	2,139	3,887	4,541	16.8	4,729	4.1	4,537	-4.1
现金流量表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业收入 (息税前利润, UBS)	399	32	373	1,192	425	589	38.6	752	27.8	852	13.3
折旧	326	492	753	805	796	1,029	29.2	1,142	11.0	1,255	9.9
营运资本变动净值	15	(63)	2,090	(525)	(2,195)	(322)	-85.3	(21)	-93.5	253	-
其他 (经营性)	132	94	218	245	241	110	-54.3	106	-3.3	94	-12.0
经营性现金流 (税前/息前)	871	555	3,434	1,717	(734)	1,405	-	1,979	40.8	2,453	24.0
收到/ (支付) 利息净值	(12)	(26)	4	29	86	36	-58.0	31	-13.4	43	37.8
已付股息	(186)	(135)	(38)	(161)	(302)	(193)	-35.98	(209)	8.11	(252)	20.41
已缴付税项	(88)	37	(81)	(186)	(81)	(88)	8.4	(106)	20.4	(119)	12.7
资本支出	(763)	(1,089)	(672)	(416)	(464)	(1,371)	195.3	(1,313)	-4.3	(1,313)	0.0
并购/处置净值	(3)	(18)	(6)	(307)	299	0	-	0	-	0	-
其他	-	34	93	187	336	172	-48.9	163	-5.2	179	9.7
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) /减少	(169)	(654)	2,695	734	(1,047)	(171)	-83.7	418	-	860	105.8
外汇/非现金项目	-	(8)	5	314	(310)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	(662)	2,700	1,048	(1,358)	(171)	-87.4	418	-	860	105.8
核心息税折旧摊销前利润	725	524	1,126	1,997	1,221	1,617	32.5	1,894	17.1	2,107	11.2
维护资本支出	(153)	(218)	(134)	(83)	(93)	(261)	181.1	(256)	-7.9	(256)	0.0
维护营运资本净支出	3	(13)	418	(105)	(439)	(64)	-85.3	(4)	-93.5	51	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	575	294	1,410	1,809	689	1,292	87.6	1,633	26.4	1,901	16.4

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

12个月评级

买入

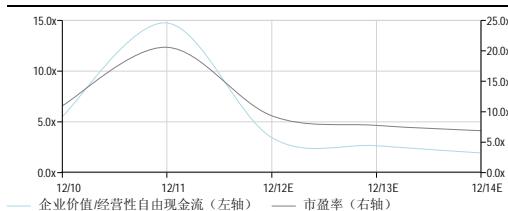
12个月目标价

Rmb5.72

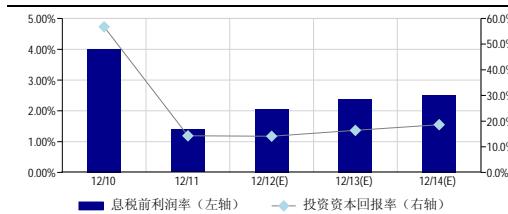
公司概况

江淮汽车从事轻卡、重卡、轿车、SUV、MPV 和汽车相关零部件的设计、研发、生产和销售。公司主要产品包括 JAC 品牌系列轻卡、重卡，瑞鹰 SUV、瑞风 MPV 以及同悦、宾悦、悦悦品牌系列轿车。公司同时还专注于出口市场，2010 年开始和巴西当地经销商合作，以促进公司在巴西的汽车出口业务。

价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
市盈率 (本地会计准则)	40.8	11.0	20.6	9.3	7.8	6.9
市盈率 (UBS)	40.8	11.0	20.6	9.3	7.8	6.9
股价/每股现金收益	10.3	6.5	9.0	3.7	3.2	2.9
净股息收益率 (%)	1.2	2.0	1.5	3.3	4.0	4.5
市净率	2.2	2.4	2.2	1.0	0.9	0.8
企业价值/营业收入 (核心)	-	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	5.0	8.3	2.8	2.3	1.8
企业价值/息税前利润 (核心)	-	8.4	23.9	7.6	5.8	4.3
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	5.5	14.7	3.5	2.7	1.9
企业价值/运营投入资本	-	4.8	3.4	1.1	0.9	0.8
企业价值 (Rmb 百万)		12,776	12,714	6,250	6,250	6,250
+ 少数股东权益		122	161	169	178	189
+ 平均净债务 (现金)		(2,830)	(2,675)	(1,911)	(2,034)	(2,673)
+ 养老金义务及其他		0	0	0	0	0
- 非核心资产价值		(39)	(44)	(50)	(57)	(66)
核心企业价值		10,029	10,156	4,458	4,337	3,700
增长率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	20.9	47.8	2.6	-6.2	9.7	8.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	13.9	77.3	-38.9	32.5	17.1	11.2
息税前利润 (UBS)	1.6	NM	-64.4	38.6	27.8	13.3
每股收益 (UBS)	17.1	NM	-46.9	8.3	20.4	12.7
每股现金收益	21.2	80.8	-28.2	20.1	14.7	11.1
每股股息净值	17.0	100.0	-25.0	8.1	20.4	12.7
每股账面净值	9.0	24.2	6.6	8.3	9.6	9.7
利润率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税折旧摊销前利润/营业收入	5.0	6.7	4.0	5.7	6.0	6.2
息税前利润/营业收入	2.1	4.0	1.4	2.1	2.4	2.5
净利润 (UBS) /营业收入	2.1	3.9	2.0	2.3	2.6	2.7
资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	56.8	14.3	14.1	16.4	18.6
税后投资资本回报率	-	49.0	12.6	12.5	14.5	16.5
净股东权益回报率	-	24.0	11.1	11.2	12.4	12.7
偿付比率	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润/净利润	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	3.4	4.5	3.2	3.2	3.2	3.2
股息支付率 (%， UBS 每股收益)	30.1	22.2	31.3	31.3	31.2	31.3
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM
效益比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入/运营投入资本	-	14.1	10.3	6.9	6.8	7.4
营业收入/固定资产	-	4.8	4.7	4.3	4.5	4.8
营业收入/营运资本	-	NM	NM	NM	NM	NM
投资比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
经营性自由现金流/息税前利润	2.0	1.5	1.6	2.2	2.2	2.2
资本支出/营业收入 (%)	3.1	1.4	1.5	4.8	4.2	3.9
资本支出/折旧	1.1	0.5	0.6	1.3	1.1	1.0
资本结构 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净债务/总权益	(32.1)	(62.4)	(34.9)	(29.4)	(33.0)	(41.6)
净债务/(净债务 + 权益)	(47.2)	NM	(53.6)	(41.7)	(49.3)	(71.4)
净债务 (核心) /企业价值	-	(28.2)	(26.3)	(42.9)	(46.9)	(72.2)

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年07月24日23时39分的股价 (Rmb4.85) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份。

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852



UBS Investment Research

长城汽车 - A

首次覆盖：当前股价已经反映了较高的增长预期

■ 新车型上市对现有车型的冲击效应已经开始显现

我们首次覆盖长城汽车，给予“中性”评级。长城汽车先后于2011年8月和11月推出了新车型H6和C50，进一步扩充其产品组合。由于性价比合理并且采用了较为流行的外形设计，我们对H6和C50的销量前景相对乐观。然而，由于目标客户群体存在重叠，我们认为这将对现有车型H5和C30构成冲击。

■ 出口增长强劲，预计将是公司未来两年利润增长的主要推动力

公司的皮卡和SUV产品由于定位准确、性价比合理并符合当地消费者的需求，已经成功打入中东欧、俄罗斯、中东和澳大利亚市场。2011年公司出口汽车8.3万辆，同比增长50%，占公司总销量比重已达到17%。由于出口产品的利润率较高，我们预计这将是公司未来两年利润增长的主要来源。

■ 当前股价已经反映了较高的增长预期

受新车型上市和出口强劲增长推动，我们预计公司2012年收入同比增长15%至345亿元，净利润同比增长20%至41亿元；但我们的收入和净利润预测分别比当前市场一致预期低10%和7%，我们认为当前的股价已经反应了市场对公司较高的业绩增长预期。

■ 估值：首次覆盖给予目标价16.6元和“中性”评级

我们目标价的推导是基于瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC为8.4%）。该目标价对应公司2012E PE约为12倍，略高于A股乘用车制造类上市公司估值的平均水平（约为11倍），位于公司历史估值区间（10~14倍）中枢。

重要数据 (Rmb百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	22,986	30,089	34,493	42,614	46,876
息税前利润 (UBS)	2,977	4,083	4,917	5,630	6,183
净利润 (UBS)	2,701	3,426	4,127	4,543	4,985
每股收益 (UBS, Rmb)	0.99	1.22	1.36	1.49	1.64
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.20	0.30	0.33	0.37	0.40

盈利能力与估值	五年历史平均	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润率 (%)	10.6	13.6	14.3	13.2	13.2
ROIC (EBIT) %	-	48.1	42.4	37.3	35.5
EV/EBITDA (core) x	-	2.2	6.6	5.7	5.0
市盈率 (UBS) (x)	-	9.6	11.6	10.5	9.6
净股息收益率 (%)	-	2.6	2.1	2.3	2.6

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年07月24日23时39分的股价 (Rmb15.74) 得出；

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

全球证券研究报告

中国

汽车制造业

12个月评级

中性

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb16.60/US\$2.60

股价

Rmb15.74/US\$2.46

路透代码: 601633.SS 彭博代码601633 CH

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb17.80-10.64/US\$2.80-1.67
市值	Rmb44.9十亿/US\$7.04十亿
已发行股本	2,009百万 (ORDA)
流通股比例	13%
日均成交量 (千股)	5,786
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb94.6

资产负债表数据 12/12E

股东权益	Rmb19.8十亿
市净率 (UBS)	2.4x
净现金 (债务)	Rmb6.75十亿

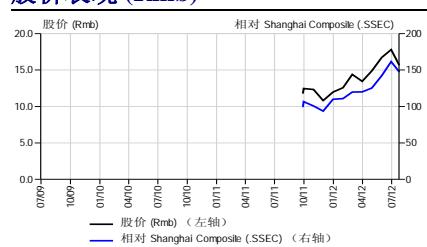
预测回报率

预测股价涨幅	+5.5%
预测股息收益率	2.1%
预测股票回报率	+7.6%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	-0.9%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/12E	12/11
从	到市场预测	实际
Q1	-	0.36
Q2E	-	0.36
Q3E	-	0.32
Q4E	-	0.32
12/12E	-	1.36
12/13E	-	1.49

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

投资主题

我们首次覆盖长城汽车，给予“中性”评级。我们认为当前的股价已经反映了市场对于公司较高的增长预期，目前我们对于公司2012/2013年的净利润预测比市场一致预期分别低7%和14%。

新车型上市对现有车型的冲击效应已经开始显现。自2009年中入市以来，H5和C30一直是公司增长的主要推动力，2011年这两款车型的销量已经占据公司乘用车总销量的82%。2011年，公司先后于8月和11月推出了新车型H6和C50，进一步扩充其产品组合。由于性价比合理并且采用了较为流行的外形设计，我们对H6和C50的销量前景相对乐观。然而，由于目标客户群体存在高度重叠，我们认为这两款车型将对现有的H5和C30销售构成冲击。从今年二季度的销售情况来看，这种负效应已经开始显现：H5的月均销量由H6发布前的10,000辆左右降至7,000辆，C30的月均销量则由C50发布之前的13,000辆降至8,000辆左右。

低端产品领域竞争将加剧。由于多数国产品牌在2012年都有密集的新车型上市计划，我们预计低端车型领域的竞争将加剧。与此同时，更多的合资品牌已经推出了为中国低端市场量身定做的合资自主品牌。我们预计2012年的价格竞争将会升级，尤其在低端SUV市场，降价幅度可能超过市场预期。

出口依旧强劲，将是公司未来两年利润增长的主要推动力。公司的皮卡和SUV产品由于定位准确、性价比合理并符合当地消费者的需求，已经成功打入中东欧、俄罗斯、中东和澳大利亚市场。2011年公司出口汽车8.3万辆，同比增长50%，占公司总销量比重已达17%。由于出口产品的利润率较高，我们预计这将是公司未来两年利润增长的主要来源。

首次覆盖给予16.6元的目标价和“中性”评级。受新车型上市和出口增长的推动，我们预计公司2012年收入同比增长15%至345亿元，净利润同比增长20%至41亿元；但我们的收入和净利润预测分别比市场一致预期低10%和7%；我们认为当前的股价已经反应了市场对于公司较高的增长预期。我们16.6元的目标价对应公司2012E PE约为12倍，略高于A股乘用车制造类上市公司估值的平均水平（约为11倍），并位于公司历史估值水平（10~14倍）中枢。由于公司较高的ROE水平以及更高的长期增长预期，我们认为其相对行业平均水平存在一定的估值溢价是合理的。

关键催化剂

新车型C50和H6的销售比预期强劲

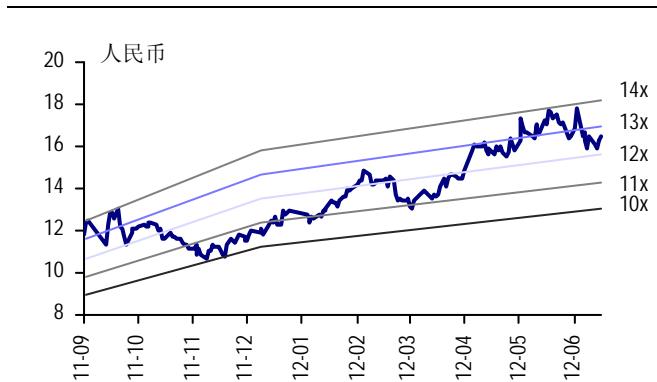
风险

- C50和H6上市导致C30和H5销量大跌；
- 公司2012年将有10万辆车的新产能投产，如果销售增长放缓，我们担心固定成本增加将给利润率带来压力；
- 由于全球经济的增长的不确定性，导致公司出口增长放缓。

估值和推导我们目标价的基础

我们采用基于贴现现金流的估值法得出目标价，并采用瑞银VCAM工具来具体预测影响长期估值的因素。我们将加权平均资本成本（WACC）设定为8.4%，我们的目标价16.6元对应2012E PE约为12倍。从历史来看，公司市盈率波动区间为10~14倍，我们目标价对应的市盈率位于公司历史估值区间的中枢位置。从行业角度来看，我们在A股中选取了7家与长城汽车具备可比性的乘用车整车制造类公司，其市盈率区间为5~18倍，平均市盈率为11倍，由于公司较高的ROE水平以及更高的长期增长预期，我们认为其相对行业存在一定的估值溢价是合理的。

图112: 长城汽车PE估值区间



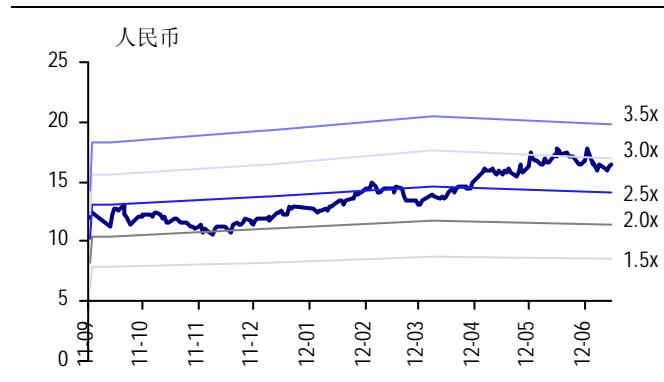
数据来源：万得资讯

表18:中国A股乘用车OEM厂商估值表

公司名称	股价		市值			EPS			PE			净利润增长率			ROE		
	人民币	百万人民币	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
悦达投资	8.25	5,849.9	1.33	1.60	1.83	6.2	5.2	4.5	31.6%	20.1%	14.5%	33.6%	29.7%	26.6%			
江淮汽车	4.85	6,250.4	0.48	0.52	0.62	10.1	9.3	7.8	-46.9%	7.7%	21.0%	11.0%	10.7%	11.9%			
长城汽车	15.29	54,586.7	1.22	1.36	1.49	12.6	11.2	10.3	26.9%	20.5%	10.1%	25.6%	22.6%	21.1%			
上汽集团	12.51	137,930.3	1.83	2.00	2.30	6.8	6.3	5.4	47.3%	8.8%	15.1%	24.0%	19.7%	19.3%			
海马汽车	3.01	4,950.4	0.20	0.25	0.31	14.8	12.1	9.8	-10.8%	21.7%	23.9%	5.3%					
长安汽车	5.03	23,454.3	0.20	0.27	0.49	25.2	18.3	10.2	-52.2%	32.1%	79.0%	7.6%	7.9%	13.0%			
广汽集团	7.52	48,391.4	0.69	0.64	0.89	10.9	11.8	8.5	-0.5%	-4.2%	39.6%	15.6%	12.0%	14.4%			
力帆股份	6.49	6,174.9	0.41	0.47	0.61	15.8	13.9	10.7	2.2%	13.4%	30.4%	8.2%	8.5%	10.2%			
行业平均						12.8	11.0	8.4	22.8%	9.5%	20.2%	16.4%	15.9%	16.7%			

数据来源：瑞银证券估算、万得。股价数据截止2012-07-24。注：除悦达投资、江淮汽车、长城汽车、上汽集团采用瑞银证券预测，其他采用万得一致预期。

图113: 长城汽车PB估值区间



数据来源：万得资讯

表19: 瑞银VCAM长城汽车-A[601633.SS]估值摘要

相对年 财年	+1E 2012E	+2E 2013E	+3E 2014E	+4E 2015E	+5E 2016E	+6E 2017E	+7E 2018E	+8E 2019E	+9E 2020E	+10E 2021E
息税前利润	4,917	5,630	6,183	6,792	7,462	6,832	6,943	6,923	6,768	6,482
折旧及摊销*	821	1,026	1,160	1,222	1,286	1,509	1,628	1,730	1,810	1,864
资本支出	(4,528)	(4,083)	(2,112)	(2,143)	(2,179)	(2,199)	(2,320)	(2,410)	(2,463)	(2,478)
运营资本变动	138	(422)	(243)	(268)	(294)	122	(141)	(92)	(39)	18
所得税(营运)	(739)	(1,016)	(1,113)	(1,358)	(1,492)	(1,366)	(1,475)	(1,558)	(1,607)	(1,621)
其他	(727)	(1,340)	(703)	(773)	(851)	(889)	(807)	(691)	(543)	(369)
自由现金流	(118)	(204)	3,173	3,471	3,932	4,009	3,828	3,902	3,925	3,897
增长		NM	NM	9.4%	13.3%	2.0%	-4.5%	1.9%	0.6%	-0.7%
估值										
明计现金流现值	18,564									
期末价值(第10年)现值	27,466									
企业价值	46,030									
占永续价值百分比	60%									
联营公司及其他	108									
-少数股东权益	94									
现金盈余**	1,538									
-债务***	0									
权益价值	47,582									
已发行股数[m]	3,042.4									
每股权益价值(Rmb/股)	15.60									
权益成本	8.4%									
股息收益率	2.2%									
1年期目标价(Rmb/股)	16.60									

相对年 财年	+10E 2012E	+15E 2013E	+25E 2014E	长期假设值	加权平均资本成本
销售额增长	3.0%	2.2%	0.0%	无风险利率	3.50%
息税前利润率	8.5%	7.9%	4.0%	权益风险溢价	5.0%
资本支出/销售收入	3.2%	2.2%	2.2%	贝塔系数	0.98
投资资本回报率	13.1%	12.7%	7.2%	债务/权益比	0.0%

财年	2012E	2013E	1年预期	估值对应指标	期末假设值
企业价值/息税折旧摊销前利润	8.0x	6.9x	7.4x	VCH(年数)	10
企业价值/息税前利润	9.4x	8.2x	8.7x	对应的自由现金流增长	1.5%
自由现金流收益率	NM	NM	NM	投资资本回报率增幅	7.6%
市盈率(现值)	11.5x	10.5x	10.9x	企业价值/息税折旧摊销前利润	6.9x
市盈率(目标)	12.2x	11.1x	11.6x		

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金流部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

资料来源: 瑞银证券估算

瑞银预测对比市场预期

我们对于公司2012年收入和净利润的预测分别比市场一致预期低10%和7%，我们认为预期差主要来自对公司销量增长的判断：我们认为公司新车型H6和C50的上市将会对现有车型H5和C30的销售产生冲击，从而使得公司总体销量增长将适度放缓，并不如市场预期的那么强劲。我们预计公司2012年销量约为52.7万辆，同比增长13.1%。

表20: 瑞银预测和市场一致预期

百万元	2012			2013			2014		
	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅
营业收入	34,493	38,520	-10.45%	42,614	45,565	-6.48%	46,876	52,787	-11.20%
净利润	4,127	4,459	-7.44%	4,543	5,299	-14.27%	4,985	6,131	-18.69%
EPS	1.36	1.47	-7.44%	1.49	1.74	-14.27%	1.64	2.02	-18.69%

数据来源: 瑞银证券估算、万得资讯，市场一致预期为2012年7月24日数据

敏感性分析

我们认为汽车OEM厂商对平均售价的变动最为敏感，我们预计产品均价每下降1%，将导致利润减少6%~10%。对长城汽车而言，我们预计其终端产品平均价格每下降1%，我们的EBIT预测将大约下降7%左右。虽然公司通过向经销商施压也可以转嫁部分降价的影响，但这将损害经销商的积极性，对公司的长期销售不利。此外，公司的利润对劳动力成本和原材料价格也较为敏感。

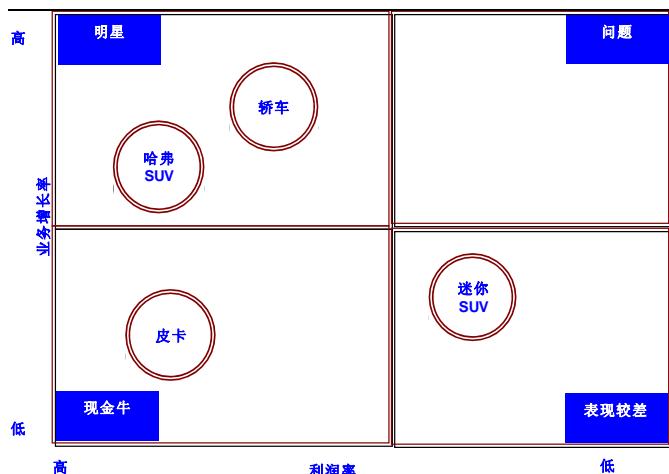
表21:长城汽车2012年利润的敏感性分析

	销量	平均售价	劳动力成本	原材料价格
变动:	-1%	-1%	10%	10%
对EBIT影响:	-1%	-7%	-5%	-4%
议价能力	由厂商消化	部分转嫁给经销商	由整车厂消化	部分转嫁给供应商

数据来源：瑞银证券估算

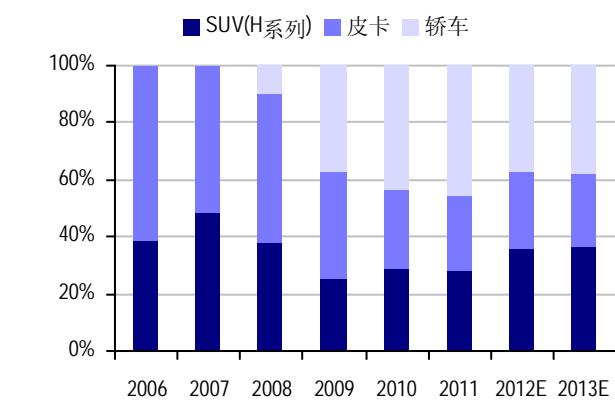
经营概况

图114:长城汽车业务组合



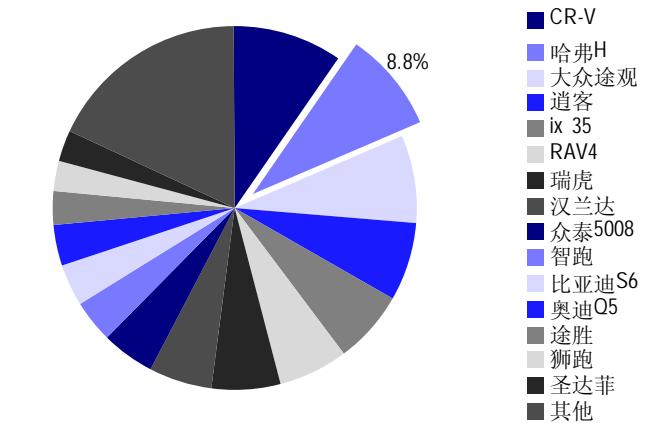
数据来源: 瑞银证券估算

图116:公司的产品组合中SUV占比预计将增加



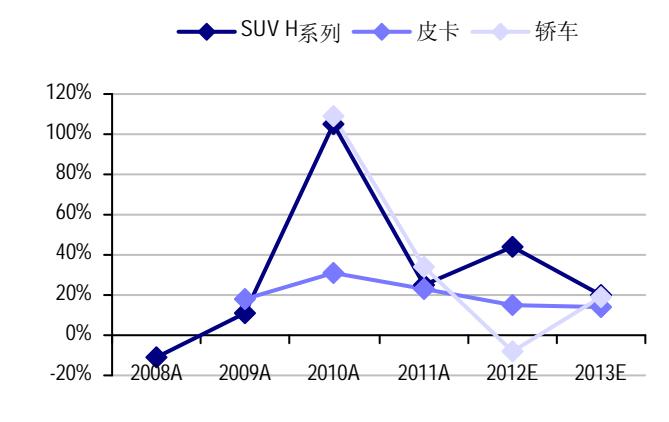
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图118: SUV市场份额 (2011年)



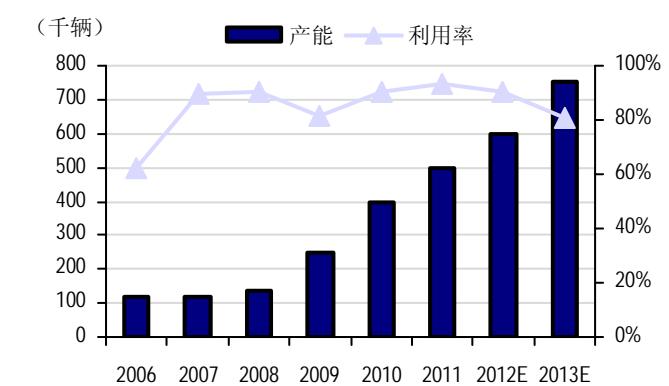
数据来源: CAAM

图115:产品销量增长预计适度放缓



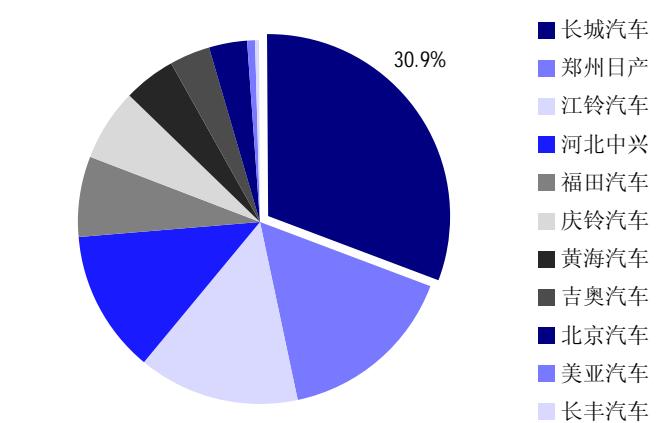
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图117:预计产能利用率将趋于下行



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图119:皮卡市场份额 (2011年)



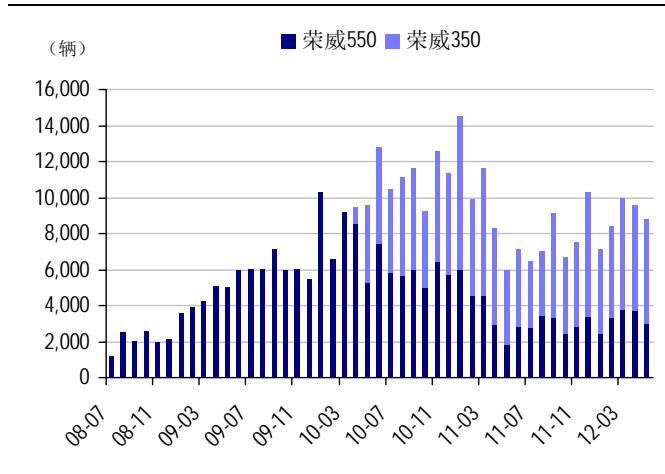
数据来源: CAAM

表22: C30和C50、H5和H6的目标客户群体存在重叠

	C30	C50	H5	H6
车型	1.5MT 舒适型	1.5MT 豪华型	2.4MT 两驱 舒适型	2.4MT 两驱 精英型
厂商指导价 (万元)	6.45	7.8	10.18	11.48
轴距 (mm)	2610	2700	2700	2680
排量 (ml)	1497	1497	2378	2378
变速器	5档手动	5档手动	5档手动	5档手动
最大功率 (kw)	78	98	100	120
最大扭矩 (nm)	138	188	200	210
高度 (mm)	1480	1455	1755	1690
整车整备质量 (kg)	1125	1255	1720	1520

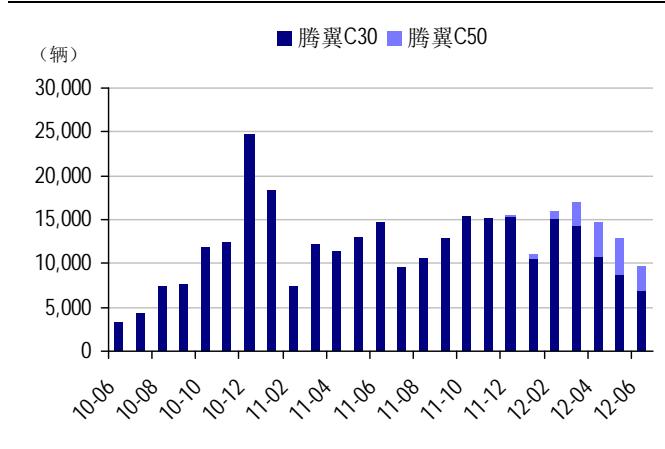
数据来源: 网上车市

图120: 上汽荣威350上市后对550形成较大冲击



数据来源: CAAM

图122: C50对C30的替代效应已经非常显著

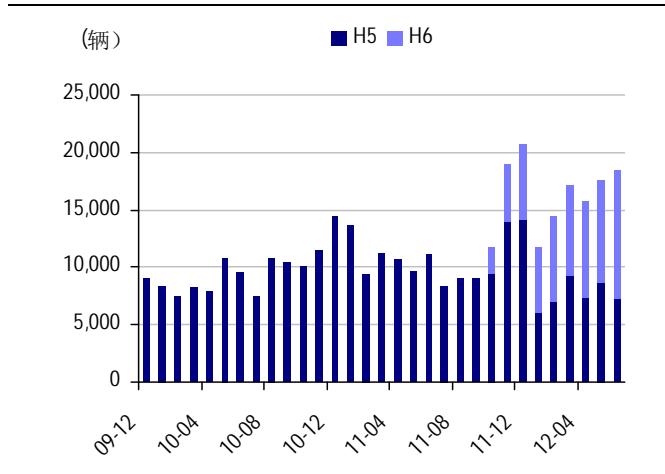


数据来源: CAAM

竞争优势分析

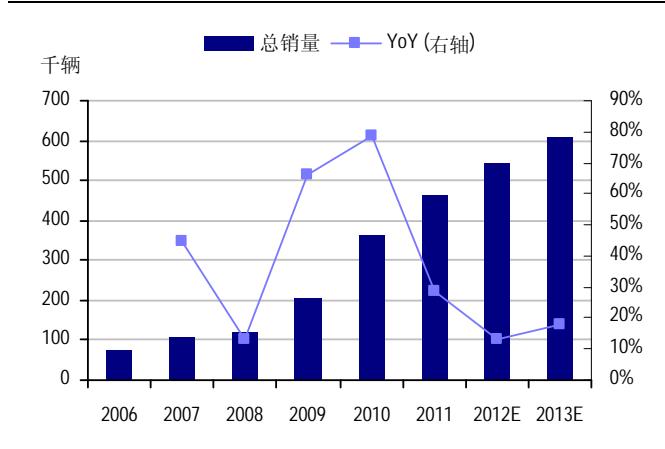
公司在皮卡和SUV市场已经建立其较高的品牌声誉。早在1996年公司就进入皮卡生产领域，1998年成为中国皮卡市场销量冠军，此后连续13年保持国内销量第一；2002年公司进入SUV领域，从2003年其连续8年保持国内销量前三，自

图121: H6对H5的替代效应已经开始显现



数据来源: CAAM

图123: 2012/2013年的销量增长可能并不如预期强劲



数据来源: CAAM、瑞银证券估算

主品牌销量第一。公司皮卡和SUV产品的品质和品牌形象已经达到消费者的认可。

国内领先的研发能力。公司拥有高素质的研发团队，截止2011年底，公司拥有技术人才4415人，拥有各项专利518项。此外，公司拥有国家发改委等五部委联合认定的国家级企业技术中心，投资建成了试验、试制、造型和工程四大中心，使得长城汽车技术中心具备国内领先的汽车研发水平。公司具备SUV、轿车、皮卡三大系列以及动力总成的开发设计能力，可同时开发十多款车型。

完善的核心零部件自主配套能力。目前公司已经具备了完善的核心零部件自主配套能力，整车生产所需要的大部分汽车零部件，包括发动机、变速器、前后桥、空调设备、灯具、塑料等，分别由控股子公司或参股公司生产。这种垂直整合的生产模式，可以有效控制汽车生产的各环节的成本，提高公司产品质量，保证主要核心零部件的匹配和供应，从而有助于缩短产品生产周期，降低产品成本。

国内高效、完备的营销网络。截止2011年底，公司在全国拥有经销商496家，运营及在建的4S店468家，单体店256家。此外，公司87%以上的网点分布在市场增长最快的三级及以下城市，更符合我国汽车市场的渠道发展方向。

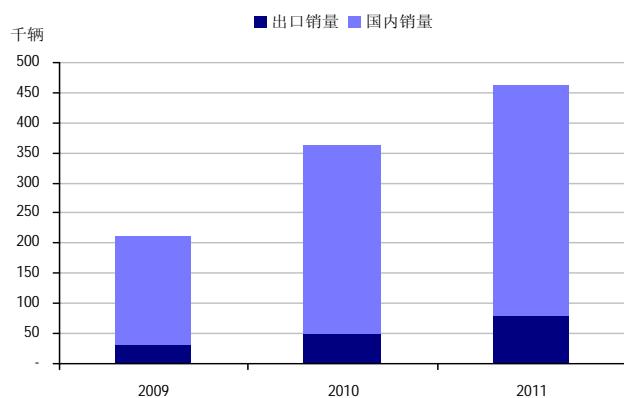
管理层战略

公司的总体发展战略是：聚焦皮卡、SUV和轿车三大类产品，通过人才强企、品质领先、技术创新、卓越管理、供应链整合、国际化运营六大举措，保持皮卡的绝对优势，巩固SUV领先地位，促进轿车快速崛起，以品类优势提升品牌价值，具体来讲：

- **产能方面：**公司计划未来三年内将整车产能提升至80万辆，产销量提升至70万辆；
- **技术方面：**掌握发动机、变速器以及模具等核心技术，通过新产品开发、老产品改造，形成SUV、轿车、皮卡等三个产品平台，实现“多品种、少平台”的发展模式，进一步降低成本，提高质量和产品竞争力。
- **产品开发：**公司将以自主研发为主、联合开发和委托开发为辅，进一步提升整车开发能力，2011~2012年计划推出12款车型（其中5款SUV、6款轿车、1款皮卡）。
- **海外市场：**进一步提升终端营销形象，重点发展KD项目和业务。

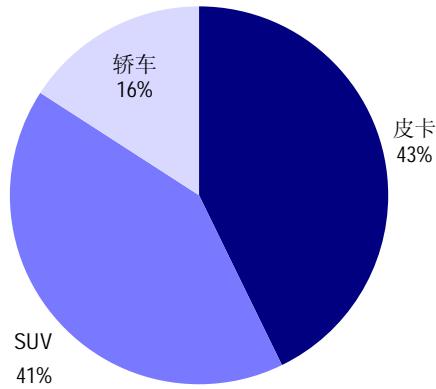
出口业务

图124:长城汽车出口销量



数据来源: 公司数据

图126:长城汽车出口分车型占比 (2011年)



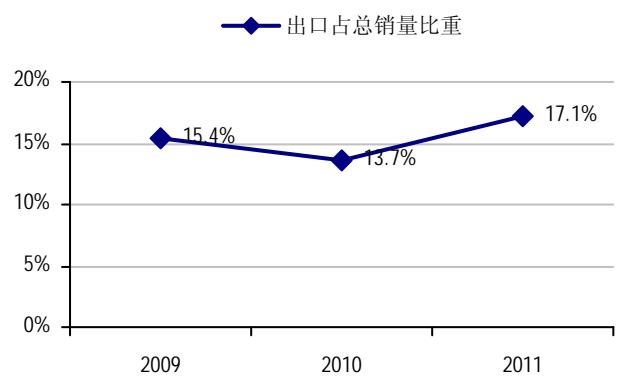
数据来源: 公司数据

表23:长城汽车出口销量明细

汽车制造商	车型	2009	2010	2011
长城	皮卡	25,677	26,182	35,572
长城	哈弗M	7	974	201
长城	哈弗H	5,872	18,642	34,125
长城	腾翼C30		608	6,341
长城	腾翼C20R			1
长城	腾翼 C50			1
长城	腾翼V80		204	132
长城	凌傲		411	669
长城	精灵	757	33	
长城	炫丽	2,573	7,520	6,062
长城	酷熊	188	841	13
合计		35,074	55,145	83,117

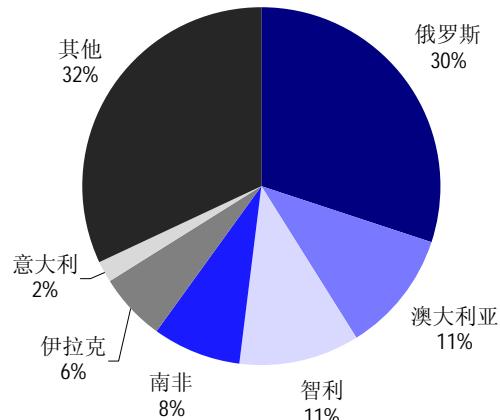
数据来源: 公司数据

图125:长城汽车出口占比日趋提升



数据来源: 公司数据

图127:长城汽车出口分地区销量 (2011年)



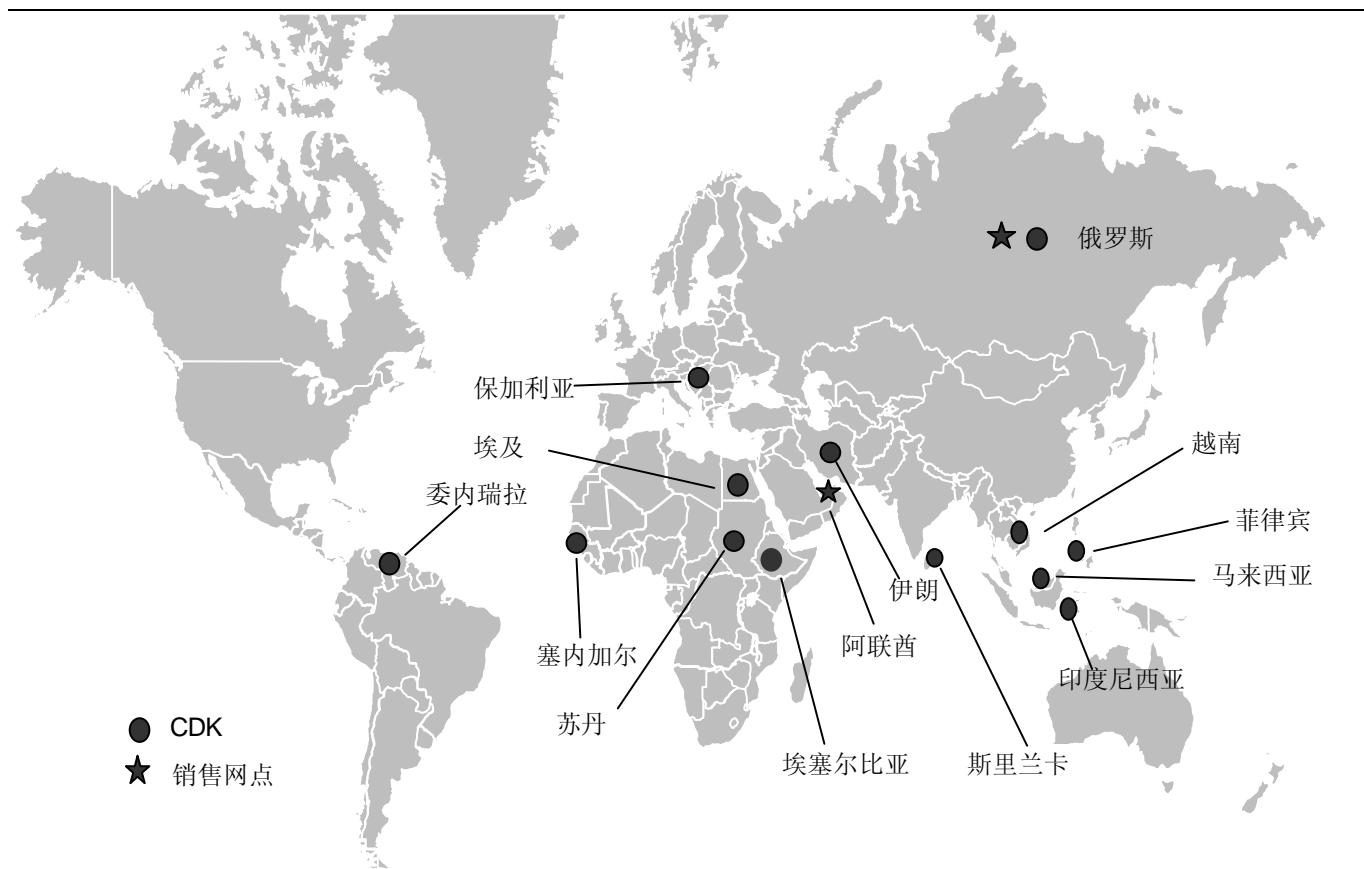
数据来源: 公司数据

表24: 长城汽车海外生产基地

汽车制造商	地区	国家	始建日	产品	类型	状态	产量
长城	亚洲, 大洋洲	越南	2.9	哈佛, MPV嘉誉	CKD	建设中	3,000
长城	亚洲, 大洋洲	马来西亚	5.11	哈佛H5, 风骏5	CKD	建设中	15,000
长城	亚洲, 大洋洲	菲律宾	1.11	哈佛H3, 风骏3	CKD	建设中	500
长城	亚洲, 大洋洲	印度尼西亚	5.7	风骏	CKD	建设中	30,000
长城	亚洲, 大洋洲	斯里兰卡	2010		CKD	建设中	
长城	中欧和东欧	俄罗斯		PV 皮卡	CKD	建设中	
长城	中欧和东欧	俄罗斯	12.8	哈佛, MPV嘉誉	CKD	建设中	
长城	中欧和东欧	乌克兰	8.7	哈佛, 风骏	CKD	建设中	10,000
长城	非洲	埃及			CKD	建设中	
长城	非洲	塞内加尔	2010年末	SUV. 皮卡	CKD	建设中	10,000
长城	非洲	埃塞尔比亚	6.1	哈佛, 风骏	CKD	建设中	
长城	非洲	苏丹	2010		CKD	建设中	
长城	中东	伊朗	10.11	风骏	CKD	建设中	5,000
长城	南美	委内瑞拉	2010一季度	SUV. 皮卡	CKD	建设中	
长城	中欧和东欧	保加利亚	12.11	腾翼 哈佛, 风骏	CKD	准备中	50,000
长城	南美	巴西	10.11		CKD	准备中	100,000

数据来源: Fourin

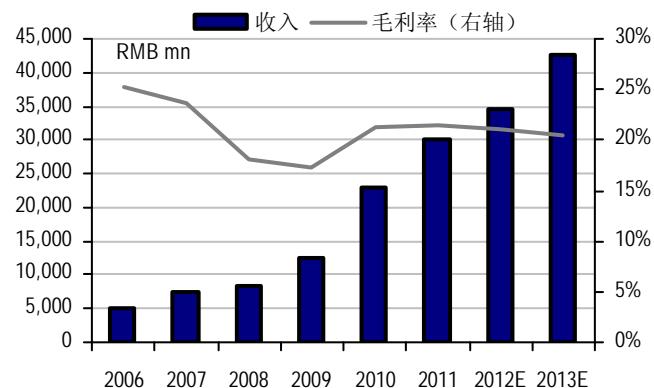
图128:长城汽车海外生产基地分布



数据来源: Fourin、瑞银证券估算

财务状况

图129:公司收入和毛利率走势



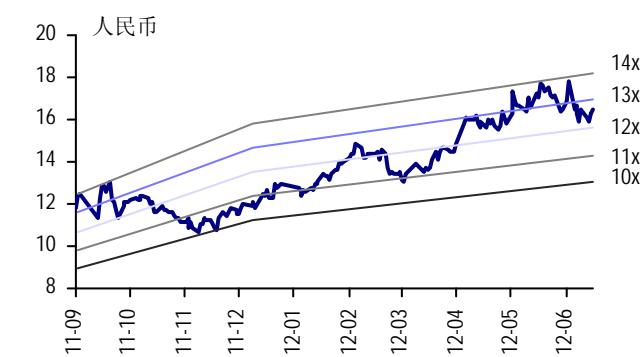
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图131:过去5年较大规模的资本开支



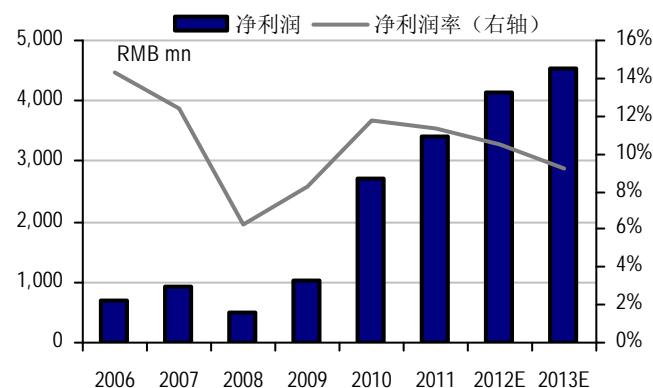
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图133:市盈率区间



数据来源: 万得资讯

图130:公司净利润和净利润率走势



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图132:较为激进的折旧政策



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图134:市净率区间



数据来源: 万得资讯

表25:长城汽车主营业务收入拆分

	2010A	2011A	2012E	2013E
销量 ('000 units)				
皮卡	98.7	121.7	140.5	159.6
国内销量	73.8	85.3	89.5	98.5
国外销量	24.9	36.4	51.0	61.2
SUV	105.2	131.4	189.6	227.5
国内销量	93.0	100.9	151.5	181.8
国外销量	12.2	30.5	38.1	45.8
轿车	158.9	212.5	196.5	234.7
精灵	0.6	0.0	0.0	0.0
炫丽	50.2	31.6	14.2	0.0
酷熊	3.2	0.2	0.0	0.0
凌傲	9.8	6.0	2.0	0.0
C 30	58.5	150.3	120.2	132.3
C 50		0.0	22.0	84.0
Mini SUV	31.9	18.4	22.1	15.5
嘉誉	1.0	1.0	2.0	3.0
合计	362.8	465.6	526.6	621.9
YoY	78.9%	28.3%	13.1%	18.1%
营业收入 (RMB mn)				
皮卡	5,377.0	6,900.0	7,980.0	9,253.4
国内	4,046.0	4,800.0	5,040.0	5,654.9
国外	1,331.0	2,100.0	2,940.0	3,598.6
SUV	8,795.2	10,773.4	15,369.5	18,324.3
国内	7,777.2	8,597.9	12,650.1	15,028.4
国外	1,018.0	2,175.5	2,719.4	3,295.9
轿车	7,419.0	10,524.1	9,163.1	12,512.6
合计	22,986.1	30,089.5	34,492.7	42,614.1
YoY	85.4%	30.9%	14.6%	23.5%
ASP (RMB)				
皮卡	54,478	56,711	56,800	57,965
国内	54,824	56,292	56,292	57,418
国外	53,454	57,692	57,692	58,846
SUV	83,605	81,989	81,059	80,535
国内	83,626	85,212	83,508	82,673
国外	83,443	71,328	71,328	72,041
轿车	44,615	52,741	49,656	56,778
整体均价	63,357	64,625	65,495	68,524
YoY	3.7%	2.0%	1.3%	4.6%

数据来源：公司数据、瑞银证券估算

注：合计营业收入中还包括部分零部件收入。

表26:长城汽车利润表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	22,986.1	30,089.5	34,492.7	42,614.1	46,875.5
% chg yoy	85.4%	30.9%	14.6%	23.5%	10.0%
营业成本	18,109.5	23,646.1	26,680.2	33,156.0	36,471.6
毛利润	4,876.6	6,443.4	7,812.5	9,458.1	10,403.9
期间费用	1,943.9	2,476.6	2,995.9	3,927.7	4,320.4
EBIT	2,977.1	4,083.4	4,916.6	5,630.4	6,183.4
% chg yoy	217.5%	37.2%	20.4%	14.5%	9.8%
财务费用	-7.8	-22.9	-34.5	-22.0	-18.0
投资收益	33.1	12.0	12.0	12.0	12.0
其他收益	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	3,041.2	4,130.7	4,975.5	5,676.8	6,213.4
% chg yoy	226.2%	35.8%	20.5%	14.1%	9.5%
所得税	214.2	620.0	746.3	1,021.8	1,118.4
少数股东损益	126.3	84.5	101.7	112.0	122.6
净利润	2,700.7	3,426.2	4,127.4	4,543.0	4,985.0
% chg yoy	164.1%	26.9%	20.5%	10.1%	9.5%
基本每股收益 (元)	0.99	1.22	1.36	1.49	1.64
资本支出	2,683.0	4,541.1	4,527.8	4,082.7	2,111.5
折旧	496.9	621.4	821.0	1,026.1	1,159.9
R&Ds	447.4	635.4	689.9	852.3	937.5
比率分析 (%)					
毛利率	21.2%	21.4%	22.6%	22.2%	22.2%
期间费用率	8.5%	8.2%	8.7%	9.2%	9.2%
营业利润率	13.0%	13.6%	14.3%	13.2%	13.2%
税前利润率	13.2%	13.7%	14.4%	13.3%	13.3%
有效税率	7.0%	15.0%	15.0%	18.0%	18.0%
净利润率	11.7%	11.4%	12.0%	10.7%	10.6%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表27:长城汽车资产负债表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	14,919.6	20,374.2	19,689.3	22,548.6	26,695.9
现金	3,094.6	7,107.1	6,746.1	6,798.8	9,481.8
应收款项	9,649.4	10,393.4	10,092.9	12,231.2	13,353.2
存货	2,103.7	2,776.7	2,753.3	3,421.6	3,763.7
其他流动资产	71.9	97.1	97.1	97.1	97.1
非流动资产	8,850.5	12,760.7	16,471.7	19,532.6	20,476.0
固定资产	5,380.5	7,392.4	9,304.7	11,066.9	10,724.1
在建工程	1,952.5	3,050.2	4,050.2	4,550.2	5,050.2
预付账款	1,071.4	1,869.3	2,643.6	3,417.9	4,192.2
长期股权投资	142.6	70.0	94.4	118.8	130.7
其他非流动资产	303.6	378.8	378.8	378.8	378.8
总资产	23,770.1	33,134.9	36,160.9	42,081.2	47,171.9
流动负债	11,959.3	14,713.5	14,527.5	16,912.3	18,133.3
应付款项	11,770.6	14,420.8	14,234.8	16,619.5	17,840.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	100.2	141.0	141.0	141.0	141.0
非流动负债	1,410.5	1,399.8	1,399.8	1,399.8	1,399.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	1,410.5	1,399.8	1,399.8	1,399.8	1,399.8
少数股东权益	385.2	284.4	386.1	498.1	620.7
权益	10,015.1	16,737.1	19,847.5	23,271.0	27,018.1
实收资本	1,095.3	3,042.4	3,042.4	3,042.4	3,042.4
未分配利润	8,919.9	13,694.7	16,805.0	20,228.5	23,975.7
负债+权益	23,770.1	33,134.9	36,160.9	42,081.2	47,171.9
营运资本	1,877.5	2,148.0	2,010.1	2,432.0	2,675.2
投入资本	11,999.5	18,714.0	21,926.1	25,461.6	29,331.3
有息负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/净现金	-3,094.6	-7,107.1	-6,746.1	-6,798.8	-9,481.8
比率分析:					
流动比率 (%)	125%	138%	136%	133%	147%
权益/资产 (%)	42%	51%	55%	55%	57%
有息负债/权益 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
ROIC (%)	26.8%	22.6%	20.6%	19.5%	18.5%
ROE (%)	30.7%	25.6%	22.6%	21.1%	19.8%
每股净资产 (RMB)	3.66	5.50	6.52	7.65	8.88

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表28:长城汽车现金流量表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

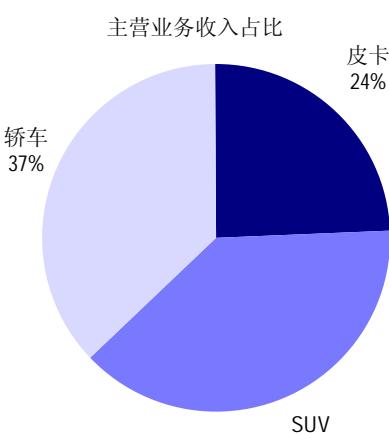
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
EBITDA	3,495.3	4,724.9	5,757.7	6,676.5	7,363.5
营运资本的变化	-1,174.7	-270.5	137.9	-421.9	-243.2
所得税	-171.7	-620.0	-746.3	-1,021.8	-1,118.4
其他经营性现金流	1,042.5	614.3	-36.5	-45.4	-50.0
经营活动现金流	3,191.5	4,448.7	5,112.7	5,187.4	5,951.9
购置固定资产支付的现金	-2,683.0	-4,541.1	-4,527.8	-4,082.7	-2,111.5
投资子公司支付的现金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
处置固定资产取得的现金	1,820.8	0.0	0.0	0.0	0.0
并购	-52.8	0.0	0.0	0.0	0.0
取得投资收益收到的现金	34.2	66.5	71.1	67.5	68.0
其他	-2,275.9	810.4	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	-3,156.7	-3,664.2	-4,456.7	-4,015.2	-2,043.5
净借款	-76.2	0.0	0.0	0.0	0.0
股本融资	0.0	3,955.2	0.0	0.0	0.0
支付的股利	-286.8	-844.3	-1,017.1	-1,119.5	-1,225.3
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	-363.0	3,455.9	-1,017.1	-1,119.5	-1,225.3
净现金流	-346.4	4,232.7	-361.0	52.7	2,683.1
期末现金余额	3,094.6	7,107.1	6,746.1	6,798.8	9,481.8
EBIT	2,977.1	4,083.4	4,916.6	5,630.4	6,183.4
EBITA	2,998.4	4,103.5	4,936.7	5,650.5	6,203.5
摊销	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧	496.9	621.4	821.0	1,026.1	1,159.9

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

公司背景

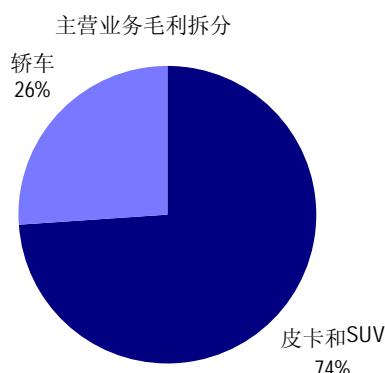
长城汽车从事SUV、皮卡、轿车和汽车相关零部件的研发、生产和销售业务。公司的主要产品包括哈弗系列SUV、风骏系列皮卡以及腾翼系列轿车等。公司在SUV及皮卡领域处于市场领先地位，2011年，哈弗系列SUV在我国SUV市场取得8.8%的市场份额，仅次于本田CRV名列第二位，公司的风骏皮卡取得30.9%的市场份额，位列行业第一位。

图135:主营业务收入拆分 (2011)



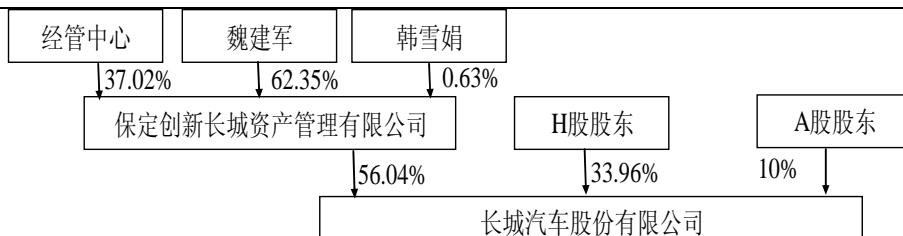
数据来源：公司数据

图136:主营业务毛利润拆分 (2011)



数据来源：公司数据

图137:长城汽车股权结构



数据来源：公司年报，截至2011-12-31

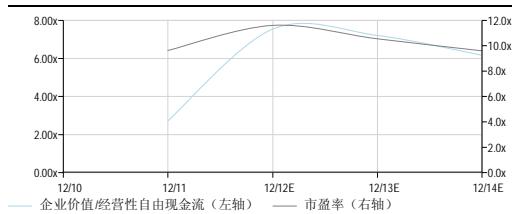
损益表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业收入	7,579	8,211	12,396	22,986	30,089	34,493	14.6	42,614	23.5	46,876	10.0
营业费用 (不含折旧)	(6,411)	(7,463)	(11,138)	(19,556)	(25,501)	(28,855)	13.2	(36,058)	25.0	(39,632)	9.9
息税折旧摊销前利润 (UBS)	1,168	748	1,258	3,474	4,705	5,738	22.0	6,656	16.0	7,343	10.3
折旧	(173)	(238)	(379)	(497)	(621)	(821)	32.1	(1,026)	25.0	(1,160)	13.0
营业利润 (息税前利润, UBS)	995	510	879	2,977	4,083	4,917	20.4	5,630	14.5	6,183	9.8
其他盈利和联营公司盈利	21	7	22	56	24	24	0.0	24	0.0	24	0.0
净利润	29	68	31	8	23	35	50.5	22	-36.2	18	-18.2
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	1,044	585	932	3,041	4,131	4,975	20.5	5,677	14.1	6,226	9.7
税项	(37)	(33)	140	(214)	(620)	(746)	20.4	(1,022)	36.9	(1,118)	9.5
税后利润	1,007	551	1,072	2,827	3,511	4,229	20.5	4,655	10.1	5,107	9.7
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(70)	(38)	(49)	(126)	(84)	(102)	20.5	(112)	10.1	(123)	9.5
净利润 (本地会计准则)	937	513	1,023	2,701	3,426	4,127	20.5	4,543	10.1	4,985	9.7
净利润 (UBS)	937	513	1,023	2,701	3,426	4,127	20.5	4,543	10.1	4,985	9.7
税率 (%)	4	6	0	7	15	15	-0.1	18	20.0	18	-0.2
不计非正常项目前税率 (%)	4	6	0	7	15	15	-0.1	18	20.0	18	-0.2
每股 (Rmb)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.34	0.19	0.37	0.99	1.22	1.36	11.4	1.49	10.1	1.64	9.7
每股收益 (UBS)	0.34	0.19	0.37	0.99	1.22	1.36	11.4	1.49	10.1	1.64	9.7
每股股息净值	0.21	0.06	0.10	0.20	0.30	0.33	11.4	0.37	10.1	0.40	9.5
每股现金收益	0.41	0.27	0.51	1.17	1.44	1.63	13.1	1.83	12.5	2.02	10.3
每股账面净值	6.24	6.52	7.35	9.69	5.50	6.52	18.6	7.65	17.2	8.88	16.1
资产负债表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
有形固定资产净值	1,881	3,630	5,178	6,452	9,262	11,948	29.0	14,485	21.2	14,916	3.0
无形固定资产净值	70	75	293	299	354	354	0.0	354	0.0	354	0.0
净营运资本 (包括其他资产)	1,500	1,089	269	1,818	1,604	2,466	53.8	3,388	37.4	4,131	21.9
其他负债	(70)	(67)	(654)	(1,410)	(1,400)	(1,400)	0.0	(1,400)	0.0	(1,400)	0.0
运营投入资本	3,381	4,728	5,085	7,159	9,820	13,368	36.1	16,827	25.9	18,002	7.0
投资	165	197	237	147	95	119	25.7	143	20.5	155	8.3
运用资本总额	3,546	4,925	5,322	7,306	9,914	13,488	36.0	16,970	25.8	18,157	7.0
股东权益	6,442	6,734	7,593	10,015	16,737	19,847	18.6	23,271	17.2	27,018	16.1
少数股东权益	416	283	245	385	284	386	35.8	498	29.0	621	24.6
总股东权益	6,858	7,017	7,838	10,400	17,022	20,234	18.9	23,769	17.5	27,639	16.3
净债务 / (现金)	(3,312)	(2,092)	(2,516)	(3,095)	(7,107)	(6,746)	-5.1	(6,799)	0.8	(9,482)	39.5
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	3,546	4,925	5,322	7,306	9,914	13,488	36.0	16,970	25.8	18,157	7.0
现金流量表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	995	510	879	2,977	4,083	4,917	20.4	5,630	14.5	6,183	9.8
折旧	173	238	379	497	621	821	32.1	1,026	25.0	1,160	13.0
营运资本变动净值	172	243	(1,348)	(1,175)	(270)	138	-	(422)	-	(243)	-42.4
其他 (经营性)	25	(148)	1,453	1,030	568	(88)	-	(93)	6.0	(98)	5.5
经营性现金流 (税前/息前)	1,365	843	1,363	3,329	5,002	5,788	15.7	6,142	6.1	7,002	14.0
收到/ (支付) 利息净值	37	78	58	34	67	71	6.9	67	-5.1	68	0.8
已付股息	(154)	(249)	(195)	(287)	(844)	(1,017)	20.47	(1,119)	10.07	(1,225)	9.45
已缴付税项	(140)	(95)	(49)	(172)	(620)	(746)	20.4	(1,022)	36.9	(1,118)	9.5
资本支出	(1,485)	(1,657)	(1,461)	(2,683)	(4,541)	(4,528)	-0.3	(4,083)	-9.8	(2,112)	-48.3
并购/处置净值	8	260	1,865	1,768	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	(376)	(959)	(2,242)	877	71	-91.9	67	-5.1	68	0.8
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) /减少	(619)	(1,195)	623	(252)	(60)	(361)	504.7	53	-	2,683	4991.0
外汇/非现金项目	-	(25)	(199)	830	4,072	0	-100.0	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	(1,220)	424	578	4,012	(361)	-	53	-	2,683	4991.0
核心息税折旧摊销前利润	1,168	748	1,258	3,474	4,705	5,738	22.0	6,656	16.0	7,343	10.3
维护资本支出	(168)	(231)	(379)	(497)	(621)	(821)	32.1	(1,026)	25.0	(1,160)	13.0
维护营运资本净支出	75	102	(893)	(634)	(207)	120	-	(341)	-	(221)	-35.3
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	1,074	619	(13)	2,344	3,877	5,037	29.9	5,289	5.0	5,962	12.7

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

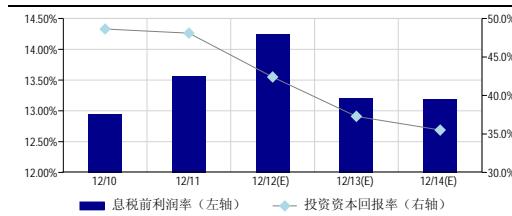
公司概况

长城汽车从事 SUV、皮卡、轿车和汽车相关零部件的设计、研发、生产和销售。公司的主要产品包括哈弗系列 SUV、风骏皮卡、腾翼系列轿车。同时公司还专注于汽车出口业务，其产品已经出口至中东、非洲、中南美、欧洲和澳洲等 120 余个国家和地区。

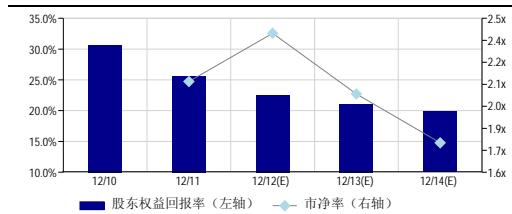
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



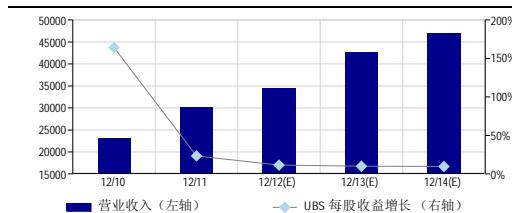
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
市盈率 (本地会计准则)	-	-	9.6	11.6	10.5	9.6
市盈率 (UBS)	-	-	9.6	11.6	10.5	9.6
股价/每股现金收益	-	-	8.1	9.7	8.6	7.8
净股息收益率 (%)	-	-	2.6	2.1	2.3	2.6
市净率	-	-	2.1	2.4	2.1	1.8
企业价值/营业收入 (核心)	-	NM	0.3	1.1	0.9	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	-0.1	2.2	6.6	5.7	5.0
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	2.6	7.7	6.8	5.9
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	2.7	7.5	7.2	6.2
企业价值/运营投入资本	-	NM	1.2	3.3	2.5	2.1
企业价值 (Rmb 百万)		12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
平均市值		2,386	15,635	44,927	44,927	44,927
+ 少数股东权益		126	84	102	112	123
+ 平均净债务 (现金)		(2,805)	(5,101)	(6,927)	(6,772)	(8,140)
+ 养老金义务及其他		0	0	0	0	0
- 非核心资产价值		(147)	(95)	(119)	(143)	(155)
核心企业价值		(440)	10,524	37,983	38,123	36,754
增长率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	41.2	85.4	30.9	14.6	23.5	10.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	41.7	176.1	35.4	22.0	16.0	10.3
息税前利润 (UBS)	42.3	NM	37.2	20.4	14.5	9.8
每股收益 (UBS)	37.3	164.1	23.4	11.4	10.1	9.7
每股现金收益	37.2	128.2	23.2	13.1	12.5	10.3
每股股息净值	9.0	100.0	50.0	11.4	10.1	9.5
每股账面净值	-3.1	31.9	-43.2	18.6	17.2	16.1
利润率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税折旧摊销前利润/营业收入	13.1	15.1	15.6	16.6	15.6	15.7
息税前利润/营业收入	10.6	13.0	13.6	14.3	13.2	13.2
净利润 (UBS) /营业收入	10.0	11.7	11.4	12.0	10.7	10.6
资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	48.6	48.1	42.4	37.3	35.5
税后投资资本回报率	-	45.2	40.9	36.0	30.6	29.1
净股东权益回报率	-	30.7	25.6	22.6	21.1	19.8
偿付比率	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润/净利润	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	3.5	4.9	4.1	4.1	4.1	4.1
股息支付率 (%， UBS 每股收益)	33.1	20.3	24.6	24.6	24.6	24.6
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM
效益比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入/运营投入资本	-	3.8	3.5	3.0	2.8	2.7
营业收入/固定资产	-	3.8	3.7	3.1	3.1	3.1
营业收入/营运资本	-	NM	NM	NM	NM	NM
投资比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
经营性自由现金流/息税前利润	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0
资本支出/营业收入 (%)	14.6	11.7	15.1	13.1	9.6	4.5
资本支出/折旧	6.2	5.4	7.3	5.5	4.0	1.8
资本结构 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净债务/总权益	(38.1)	(30.9)	(42.5)	(34.0)	(29.2)	(35.1)
净债务/(净债务 + 权益)	(61.6)	(44.7)	(73.8)	(51.5)	(41.3)	(54.1)
净债务 (核心) /企业价值	-	NM	(48.5)	(18.2)	(17.8)	(22.1)

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年07月24日23时39分的股价 (Rmb15.74) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852



UBS Investment Research

上汽集团

预计上半年净利润同比增长21%

■ 总体销量增长继续高于行业平均，主力车型量增价稳

2012年上半年，上海通用、上海大众、上汽通用五菱以及上汽自主品牌销量分别同比增长9.7%、10.4%、15.9%和12.2%，上汽集团乘用车业务销量合计达到215万，同比增长12.0%，销量增长继续高于行业平均（约为6.7%）。公司主力车型新帕萨特和途观销售持续旺销，上半年分别同比增长82%/52%，且终端销售价格保持稳定，我们预计这将有助于提升公司整体的盈利能力。

■ 预计上半年公司净利润同比增长21%

由于销量的稳健增长和整体盈利能力的提升，我们预计上汽集团上半年收入将达到2292亿元，同比增长25%，净利润103.6亿元，同比增长21%。

■ 上汽携手通用进军印度汽车市场

2009年12月末，上汽和通用就共同在印度生产小型车方面达产一致，双方成立合资公司，收购原通用印度公司100%股权。双方计划利用通用汽车在印度的品牌、销售网络、两个整车厂和一个发动机厂，生产并销售由通用五菱主导开发的小型车产品。由于借助成熟的销售网络以及开发适合当地的产品，我们看好上汽在印度市场的开拓前景。

■ 估值：维持“买入”评级，目标价21.70元

我们的目标价对公司2012E PE约为10.9倍。从历史看，公司过去两年的估值区间为6~15倍，我们的目标价对应其历史估值区间中枢。从行业看，该估值与A股乘用车整车制造业的平均水平相同。我们的目标价推导是基于瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC为8.9%）。

全球证券研究报告

中国

汽车制造业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价 Rmb21.70/US\$3.40
保持不变

股价 Rmb12.51/US\$1.96

路透代码: 600104.SS 彭博代码600104 CH

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb17.47-12.20/US\$2.71-1.91
市值	Rmb138十亿/US\$21.6十亿
已发行股本	11,026百万 (ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量 (千股)	18,785
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb270.2

资产负债表数据 12/12E

股东权益	Rmb121十亿
市净率 (UBS)	1.1x
净现金 (债务)	Rmb66.1十亿

预测回报率

预测股价涨幅	+73.5%
预测股息收益率	4.0%
预测股票回报率	+77.5%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+69.0%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/12E		12/11
	UBS	市场预测	实际
Q1	0.51	0.51	0.49
Q2E	0.43	0.43	0.44
Q3E	0.50	0.50	0.51
Q4E	0.56	0.56	0.63
12/12E	2.00	2.00	
12/13E	2.30	2.30	

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

重要数据 (Rmb百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	312,485	433,095	476,456	522,911	565,078
息税前利润 (UBS)	20,462	28,614	30,755	35,727	40,000
净利润 (UBS)	13,729	20,222	21,996	25,325	27,765
每股收益 (UBS, Rmb)	1.49	1.83	2.00	2.30	2.52
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.30	0.50	0.92	1.01
盈利能力与估值	五年历史均值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润率 (%)	2.7	6.6	6.5	6.8	7.1
ROIC (EBIT) %	88.6	130.6	87.6	85.0	87.2
EV/EBITDA (core) x	5.5	2.3	1.4	0.9	0.5
市盈率 (UBS) (x)	28.2	9.0	6.3	5.4	5.0
净股息收益率 (%)	1.0	1.8	4.0	7.3	8.1

资料来源: 公司报告, Thomson Reuters, UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。

估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2012年07月24日23时39分的股价 (Rmb12.51) 得出;

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

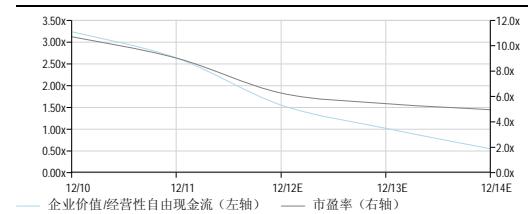
损益表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业收入	104,084	105,406	138,875	312,485	433,095	476,456	10.0	522,911	9.8	565,078	8.1
营业费用 (不含折旧)	(102,345)	(104,661)	(135,560)	(287,571)	(398,122)	(438,937)	10.3	(480,107)	9.4	(517,714)	7.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	2,039	1,231	4,076	25,806	36,377	39,079	7.4	44,553	14.0	49,318	10.7
折旧	(2,086)	(2,237)	(2,026)	(5,343)	(7,763)	(8,324)	7.2	(8,826)	6.0	(9,318)	5.6
营业利润 (息税前利润, UBS)	(46)	(1,005)	2,051	20,462	28,614	30,755	7.5	35,727	16.2	40,000	12.0
其他盈利和联营公司盈利	6,638	2,042	7,125	6,609	13,457	14,653	8.9	15,937	8.8	16,903	6.1
净利润	(741)	(1,517)	(579)	(387)	(43)	(164)	283.7	(40)	-75.6	109	-
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	5,850	(480)	8,597	26,684	42,028	45,244	7.7	51,624	14.1	57,012	10.4
税项	(442)	(370)	(489)	(3,852)	(7,039)	(8,144)	15.7	(9,809)	20.4	(11,402)	16.2
税后利润	5,408	(850)	8,108	22,833	34,990	37,100	6.0	41,816	12.7	45,609	9.1
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(774)	1,506	(1,516)	(9,104)	(14,768)	(15,104)	2.3	(16,491)	9.2	(17,845)	8.2
净利润 (本地会计准则)	4,635	656	6,592	13,729	20,222	21,996	8.8	25,325	15.1	27,765	9.6
净利润 (UBS)	4,635	656	6,592	13,729	20,222	21,996	8.8	25,325	15.1	27,765	9.6
税率 (%)	8	0	6	14	17	18	7.5	19	5.6	20	5.3
不计非正常项目前税率 (%)	(61)	0	194	21	23	26	11.0	27	3.4	28	3.8
每股 (Rmb)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.71	0.10	1.01	1.49	1.83	2.00	8.8	2.30	15.1	2.52	9.6
每股收益 (UBS)	0.71	0.10	1.01	1.49	1.83	2.00	8.8	2.30	15.1	2.52	9.6
每股股息净值	0.21	0.03	0.05	0.15	0.30	0.50	66.3	0.92	84.2	1.01	9.6
每股现金收益	1.03	0.44	1.31	2.06	2.54	2.75	8.3	3.10	12.6	3.36	8.6
每股账面净值	4.39	4.07	4.99	7.16	9.28	10.98	18.3	12.78	16.4	14.38	12.5
资产负债表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
有形固定资产净值	17,446	14,006	14,651	28,494	36,692	33,879	-7.7	30,589	-9.7	26,827	-12.3
无形固定资产净值	1,769	2,537	2,953	0	8,803	8,461	-3.9	7,929	-6.3	7,289	-8.1
净营运资本 (包括其他资产)	166	(3,125)	(13,382)	(9,225)	1,216	11,891	878.1	22,074	85.6	27,749	25.7
其他负债	(3,936)	(5,921)	(2,695)	(6,782)	(15,373)	(15,373)	0.0	(15,373)	0.0	(15,373)	0.0
运营投入资本	15,445	7,497	1,526	12,487	31,337	38,858	24.0	45,219	16.4	46,493	2.8
投资	19,416	21,471	25,425	20,722	48,142	62,000	28.8	77,080	24.3	93,156	20.9
运用资本总额	34,861	28,968	26,951	33,209	79,479	100,857	26.9	122,299	21.3	139,648	14.2
股东权益	37,385	34,640	42,462	66,170	102,362	121,051	18.3	140,876	16.4	158,511	12.5
少数股东权益	5,622	3,897	4,302	15,579	30,754	45,858	49.1	62,349	36.0	80,193	28.6
总股东权益	43,006	38,537	46,764	81,749	133,116	166,908	25.4	203,225	21.8	238,705	17.5
净债务 / (现金)	(8,145)	(9,569)	(19,813)	(48,539)	(53,637)	(66,051)	23.1	(80,926)	22.5	(99,056)	22.4
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	34,861	28,968	26,951	33,209	79,479	100,857	26.9	122,299	21.3	139,648	14.2
现金流量表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	(46)	(1,005)	2,051	20,462	28,614	30,755	7.5	35,727	16.2	40,000	12.0
折旧	2,086	2,237	2,026	5,343	7,763	8,324	7.2	8,826	6.0	9,318	5.6
营运资本变动净值	(1,249)	(722)	18,500	5,689	(10,053)	(11,519)	14.6	(10,822)	-6.1	(6,260)	-42.2
其他 (经营性)	769	13,048	65	(2,282)	967	1,509	56.1	1,406	-6.8	1,259	-10.5
经营性现金流 (税前/息前)	1,559	13,557	22,640	29,213	27,291	29,069	6.5	35,137	20.9	44,317	26.1
收到/ (支付) 利息净值	(741)	(1,517)	(579)	(387)	(43)	(164)	283.7	(40)	-75.6	109	-
已付股息	(2,502)	(2,581)	(1,295)	(5,900)	(12,577)	(3,308)	-73.70	(5,499)	66.25	(10,130)	84.21
已缴付税项	(442)	(370)	(489)	(3,852)	(7,039)	(8,144)	15.7	(9,809)	20.4	(11,402)	16.2
资本支出	(4,991)	(7,359)	(3,759)	(7,183)	(16,165)	(5,400)	-66.6	(5,400)	0.0	(5,400)	0.0
并购/处置净值	(4,016)	(925)	(11,802)	(10,057)	9,324	525	-94.4	526	0.2	527	0.2
其他	10,238	7,291	8,302	17,452	(690)	(615)	-10.9	(594)	-3.5	(833)	40.3
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(6,761)	4,547	7,409	21,781	1,412	12,414	779.4	14,875	19.8	18,130	21.9
外汇/非现金项目	5,133	(3,123)	2,835	6,945	3,686	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	(1,628)	1,424	10,244	28,726	5,098	12,414	143.5	14,875	19.8	18,130	21.9
核心息税折旧摊销前利润	2,039	1,231	4,076	25,806	36,377	39,079	7.4	44,553	14.0	49,318	10.7
维护资本支出	(998)	(1,472)	(752)	(1,437)	(3,233)	(1,000)	-69.1	(1,000)	0.0	(1,000)	0.0
维护营运资本净支出	(250)	(144)	3,700	1,138	(2,011)	(2,304)	14.6	(2,164)	-6.1	(1,252)	-42.2
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	791	(385)	7,024	25,507	31,133	35,775	14.9	41,388	15.7	47,066	13.7

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

公司概况

上汽集团是中国国内领先的汽车制造商，集团公司通过上海大众、上海通用、上汽通用五菱等合资企业、以及荣威系列自主品牌从事乘用车整车的研发、生产和销售业务，同时还通过上汽依维柯、南京依维柯、上海申沃客车等公司从事商用车的研发、生产和销售业务，此外，公司还通过控股的华域汽车从事汽车零部件开发业务。

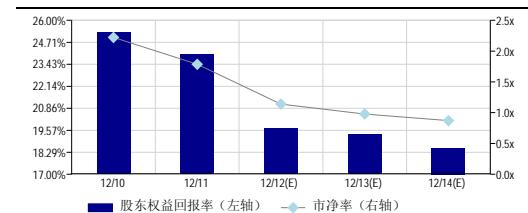
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
市盈率 (本地会计准则)	28.2	10.7	9.0	6.3	5.4	5.0
市盈率 (UBS)	28.2	10.7	9.0	6.3	5.4	5.0
股价/每股现金收益	11.6	7.7	6.5	4.5	4.0	3.7
净股息收益率 (%)	1.0	0.9	1.8	4.0	7.3	8.1
市净率	2.4	2.2	1.8	1.1	1.0	0.9
企业价值/营业收入 (核心)	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	5.5	3.2	2.3	1.4	0.9	0.5
企业价值/息税前利润 (核心)	7.6	4.0	2.9	1.8	1.2	0.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	5.9	3.2	2.6	1.6	1.0	0.5
企业价值/运营投入资本	6.7	NM	3.7	1.6	1.0	0.6
企业价值 (Rmb 百万)		12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
平均市值		136,256	153,229	137,930	137,930	137,930
+ 少数股东权益		15,579	30,754	45,858	62,349	80,193
+ 平均净债务 (现金)		(48,540)	(53,737)	(66,151)	(81,026)	(99,156)
+ 养老金义务及其他		0	0	0	0	0
- 非核心资产价值		(20,722)	(48,142)	(62,000)	(77,080)	(93,156)
核心企业价值		82,573	82,104	55,637	42,173	25,812
增长率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	42.8	125.0	38.6	10.0	9.8	8.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	105.5	NM	41.0	7.4	14.0	10.7
息税前利润 (UBS)	-	NM	39.8	7.5	16.2	12.0
每股收益 (UBS)	26.9	47.7	23.5	8.8	15.1	9.6
每股现金收益	25.4	57.0	23.0	8.3	12.6	8.6
每股股息净值	9.3	197.1	102.0	66.3	84.2	9.6
每股账面净值	20.6	43.6	29.7	18.3	16.4	12.5
利润率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税折旧摊销前利润/营业收入	4.5	8.3	8.4	8.2	8.5	8.7
息税前利润/营业收入	2.7	6.5	6.6	6.5	6.8	7.1
净利润 (UBS) /营业收入	3.8	4.4	4.7	4.6	4.8	4.9
资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
税后投资资本回报率	-	NM	NM	64.9	62.2	62.9
净股东权益回报率	16.3	25.3	24.0	19.7	19.3	18.5
偿付比率	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润/净利润	NM	NM	NM	NM	NM	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	8.7	10.0	6.1	4.0	2.5	2.5
股息支付率 (%， UBS 每股收益)	17.4	10.0	16.4	25.0	40.0	40.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM
效益比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入/运营投入资本	19.4	NM	19.8	13.6	12.4	12.3
营业收入/固定资产	9.7	13.6	11.7	10.8	12.9	15.6
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM
投资比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
经营性自由现金流/息税前利润	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
资本支出/营业收入 (%)	3.6	2.3	3.7	1.1	1.0	1.0
资本支出/折旧	2.0	1.3	2.1	0.6	0.6	0.6
资本结构 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净债务/总权益	(49.4)	(73.4)	(52.4)	(54.6)	(57.4)	(62.5)
净债务/(净债务 + 权益)	(97.5)	NM	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) /企业价值	(36.9)	(58.8)	(65.5)	NM	NM	NM

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年07月24日23时39分的股价 (Rmb12.51) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

■ 风险声明

行业风险：（1）宏观经济波动的风险；（2）国家汽车产业政策变动的风险；
（3）产能过剩导致的价格和销售压力。

江淮汽车：（1）宏观经济增幅继续放缓，商务用MPV需求下降，瑞风销量大幅下滑；（2）我们预计公司乘用车的产能扩张项目将于2013年投产，届时将新增产能20万辆，如果公司销量增长不达预期，我们担心固定成本增加将给利润率带来压力；（3）全球经济增长的不确定性，导致公司出口下滑。

长城汽车：（1）C50和H6上市导致C30和H5销量大跌；（2）公司2012年新增产能投放，将给公司利润率带来压力；（3）全球经济增长的不确定性，导致公司出口下滑。

上汽集团：（1）国内市场竞争加剧，导致公司汽车销量下滑；（2）公司2012年将有两个新工厂投放，新增折旧将给公司利润率带来压力；（3）车市竞争加剧，将可能导致的价格战风险。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	55%	33%
中性	持有/中性	37%	31%
卖出	卖出	8%	16%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	0%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。 上述评级分布为截止至2012年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE) : 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 孙旭.

涉及报告中提及的公司的披露

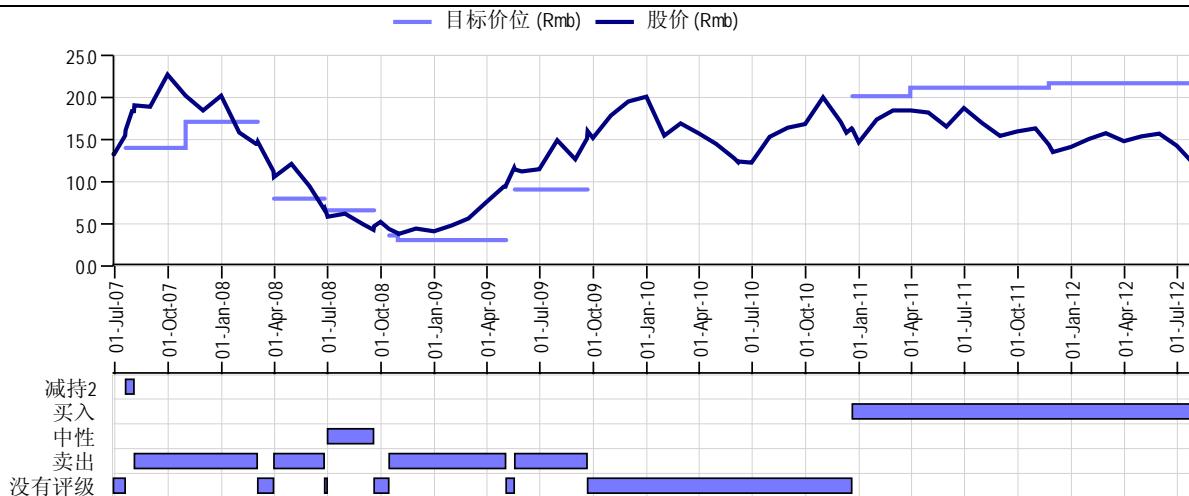
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
上汽集团	600104.SS	买入	不适用	Rmb12.51	2012年07月24日
江淮汽车	600418.SS	未予评级	不适用	Rmb4.85	2012年07月24日
长城汽车 - A	601633.SS	未予评级	不适用	Rmb15.74	2012年07月24日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

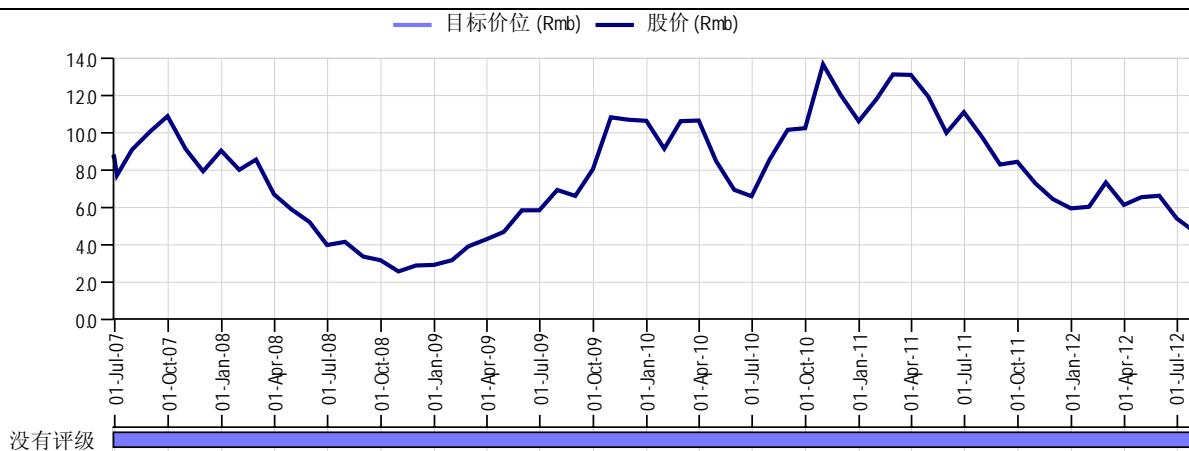
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

上汽集团 (Rmb)



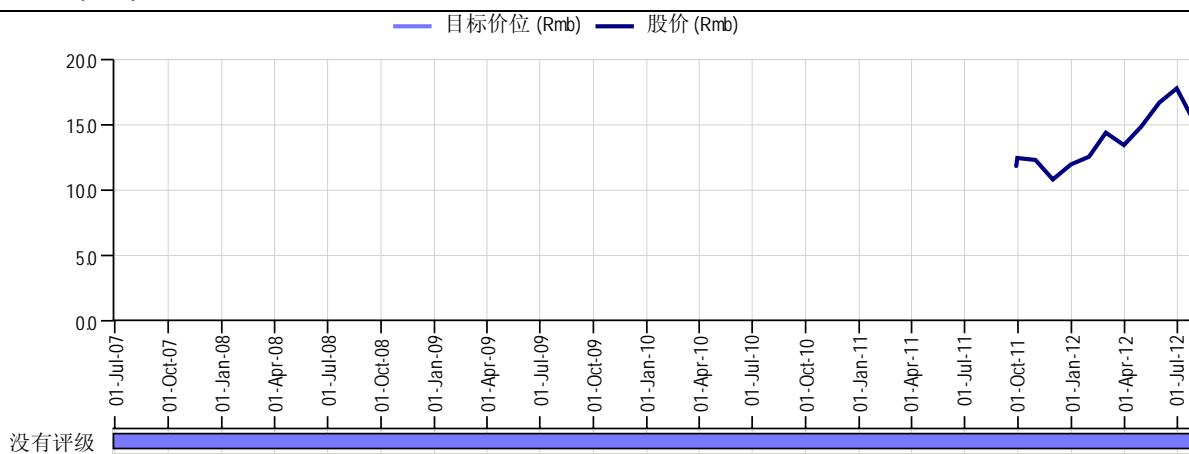
资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年7月24日

江淮汽车 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年7月24日

长城汽车 - A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年7月24日

注: 2007年8月4日, UBS(瑞银)对其评级系统进行了修正(相关细节见‘瑞银投资研究: 全球股票评级定义’)。2006年9月9日至2007年8月3日期间, UBS(瑞银)评级及其定义如下: 买入1级=股票预期回报超出市场回报假设6%以上, 可预测性较高; 买入2级=股票预期回报超出市场回报假设6%以上, 可预测性较低; 中性1级=股票预期回报在市场回报假设的±6%的范围内, 可预测性较高; 中性2级=股票预期回报在市场回报假设的±6%的范围内, 可预测性较低; 减持1级=股票预期回报低于市场回报假设6%以上, 可预测性较高; 减持2级=股票预期回报低于市场回报假设6%以上, 可预测性较低。可预测程度代表分析员对股票预期回报的确信度。可预测程度“1”意味着分析师对股票预期回报的估计处于一个相对小而狭窄的可能性范围内; 可预测程度“2”意味着分析师对股票预期回报的估计处于一个相对大而宽泛的可能性范围内。2003年10月13日至2006年9月8日期间, 评级系统中所使用的百分比范围标准为10%。

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额收回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited受金融服务管理局(FSA)监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Menkul Degerler AS代表UBS Limited编制。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:2499)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited(spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A分发。UBS Italia Sim S.p.A受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A编制。**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa(Pty) Limited分发。**以色列:** UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《投资顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列证券法》所定义的“富有经验的投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。虽然UBS Limited为其业务活动购买了保险,但这些保险并不同于《投资顾问法》相关条款所要求的针对投资顾问或投资营销者的保险。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家外资封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 016/11/2011 and Co. Reg. No.: 198500648C]或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2012版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。