



中国：汽车

证券研究报告

六大行业趋势决定长期观点：买入长城汽车H股和东风集团，卖出比亚迪

预计6只股票受益于行业六大趋势

我们认为汽车市场未来十年存在六大趋势：(1)乘用车市场以6-8%的速度持续增长；(2)豪华车受追捧；(3)出现向自主品牌的结构性转变；(4)国际和自主品牌内部各自出现分化（实力雄厚的品牌占优势）；(5)出口增长，尤其是自主品牌；(6)电动化。我们认为这些趋势将使我们研究范围内的6只股票受益：上汽集团、东风集团、长城汽车、华晨中国、吉利汽车和比亚迪。不过这些股票的评级和12个月目标价格也反映了其当前估值。

蓝天情景假设显示板块上行空间逾50%

我们的蓝天情景假设2012和2013年乘用车市场年增速分别为15%/12%，估值处于周期中值。我们预计A股/H股汽车板块平均上行空间分别为67%/55%。

行业整合有望重启

我们预计，在政府的支持下，行业整合有望重启。长期内这可能有利于上汽和东风等国有集团，而一些短期重组活动可能使东风和吉利受益。

买入上汽集团、东风集团、长城汽车H股和华域汽车，上调东风集团的评级

在本报告中，我们根据对行业前景和公司基本面看法的调整，将研究范围内股票的2012年每股盈利预测调整了-27%至+7%，并将其目标价格调整了-27%至+31%。鉴于产能紧张状况有所缓解，我们看好产能利用率较高的优质股。我们的首选股是上汽集团（强力买入）、东风集团（由中性上调至买入）和长城汽车H股（买入）。我们还看好估值具吸引力的华域汽车（买入）。相反地，我们建议避开经营杠杆较高的股票，如长安汽车（A股/B股，均为卖出）和比亚迪（卖出）。

对长城汽车A股首次评级为中性

长城汽车H股自2010年10月5日以来一直在我们的覆盖范围内，我们自本报告开始将长城汽车A股纳入研究范围，并出于相对估值原因给予其中性评级（其H股评级为买入）。A股目标价格为人民币14.12元。

相关研究

华晨中国(1114.HK)：长期增长已反映在股价中；首次评级为中性，2011年12月16日

中国：汽车：GDP增速放缓、下调汽车销量预期；重申强力买入上海汽车；华域汽车首次评级为买入，2011年10月24日

股票估值概览

股票代码	公司名称	评级	2/21/2012 12个月		
			收盘价	目标价	潜在涨跌
600104.SS	上汽集团	买入*	15.28	20.70	35.5%
2333.HK	长城汽车	买入	14.84	17.39	17.2%
600741.SS	华城汽车	买入	10.40	12.09	16.2%
0489.HK	东风集团	买入	15.60	17.76	13.8%
000338.SZ	潍柴动力(A)	中性	34.44	38.22	11.0%
0425.HK	敏安集团	中性	8.97	9.88	10.1%
2338.HK	潍柴动力(H)	中性	44.80	47.07	5.1%
1114.HK	华晨中国	中性	9.30	9.68	4.1%
601633.SS	长城汽车(A)	中性	13.63	14.12	3.6%
2238.HK	广汽集团	中性	8.65	8.49	-1.8%
3808.HK	中国重汽	中性	5.69	5.42	-4.7%
1899.HK	兴达国际	中性	4.20	3.93	-6.5%
0175.HK	吉利汽车	中性	3.05	2.76	-9.7%
600418.SS	江淮汽车	中性	6.29	5.40	-14.1%
000800.SZ	一汽轿车	中性	9.65	7.71	-20.1%
1211.HK	比亚迪	卖出	24.40	19.01	-22.1%
000625.SZ	长安汽车(A)	卖出	4.31	3.02	-29.9%
200625.SZ	长安汽车(B)	卖出	2.69	1.71	-36.4%

H股/B股股价/目标价为港元，A股为人民币。

*表明该股位于我们的地区强力买入名单。

资料来源：Datastream、高华证券研究预测

杨一朋 执业证书编号: S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

目录

概要	3
近期涨势过后，华晨中国/吉利汽车/比亚迪存在溢价	5
我们预测6只股票将长期受益于行业六大趋势	6
在我们的蓝天情景中，A股和H股汽车板块的平均上行空间分别为67%和55%	8
未来十年的六大行业趋势	9
2012年可能成为新一轮行业整合的开端	21
中国汽车股估值	23
东风汽车(0489.HK)：因强劲的产品周期和销售潜力而上调至买入评级	29
东风集团(0489.HK)：财务概要	31
长城汽车A股(601633.SS)：中性评级；2012年的强劲增长已在股价中有所反映	32
长城汽车A股(601633.SS)：财务概要	34
比亚迪(1211.HK)：财务概要	36

本报告中A股/H股股价以及美国/欧洲/日本股价为截至2012年2月21日的收盘价。

丁好倩对本报告亦有贡献。

图表1：中国汽车股估值概要

估值概要 - 中国汽车企业	2/21/2012 收盘价	12个月 新目标价	12个月 原目标价	差异	潜在涨跌	估值方法	主要风险
股票代码	公司名称	评级					
600104.SS	上汽集团	买入*	15.28	20.70	20.44	1.3%	35.5% PB-ROE: A Share 价格低于预期，自主品牌销售疲软
2333.HK	长城汽车	买入	14.84	17.39	14.62	19.0%	17.2% PB-ROE: H Share 销量/价格低于预期
600741.SS	华域汽车	买入	10.40	12.09	11.87	1.8%	16.2% PB-ROE: A Share 销量/价格低于预期
0489.HK	东风集团	买入	15.60	17.76	14.00	26.9%	13.8% PB-ROE: H Share 产能恢复慢于预期，销量低于预期
000338.SZ	潍柴动力(A)	中性	34.44	38.22	38.54	-0.8%	11.0% PB-ROE: A Share 宏观经济紧缩，重卡/工程机械车销量高于/低于预期
0425.HK	敏实集团	中性	8.97	9.88	9.35	5.6%	10.1% PB-ROE: H Share 日系品牌恢复快于/慢于预期
2338.HK	潍柴动力(H)	中性	44.80	47.07	40.45	16.4%	5.1% PB-ROE: H Share 宏观经济紧缩，重卡/工程机械车销量高于/低于预期
1114.HK	华晨中国	中性	9.30	9.68	7.67	26.2%	4.1% PB-ROE: A Share 本土化速度快于/慢于预期，资产减值，价格/销量/价格低于预期
601633.SS	长城汽车(A)	中性	13.63	14.12	NA	NA	3.6% PB-ROE: A Share 销量/价格低于预期
2238.HK	广汽集团	中性	8.65	8.49	8.12	4.6%	-1.8% PB-ROE: H Share 新品牌/车型销量高于/低于预期
3808.HK	中国重汽	中性	5.69	5.42	4.28	26.7%	-4.7% PB-ROE: H Share 宏观经济紧缩，重卡销量低于预期
1899.HK	兴达国际	中性	4.20	3.93	3.58	9.7%	-6.5% PB-ROE: H Share 钢帘线/切割线价格低于预期
0175.HK	吉利汽车	中性	3.05	2.76	2.10	31.2%	-9.7% PB-ROE: H Share 政府补贴高于/低于预期，新车型销量/价格高于/低于预期
600418.SS	江淮汽车	中性	6.29	5.40	7.39	-26.9%	-14.1% PB-ROE: A Share 低端需求疲软，出口业务的汇率风险
000800.SZ	一汽轿车	中性	9.65	7.71	9.22	-16.3%	-20.1% PB-ROE: A Share 新车型销量/价格高于/低于预期
1211.HK	比亚迪	卖出	24.40	19.01	14.71	29.2%	-22.1% SOTP 政府补贴和新车型销量/价格高于预期
000625.SZ	长安汽车(A)	卖出	4.31	3.02	2.96	2.0%	-29.9% PB-ROE: A Share 微面销量/价格/毛利率高于/低于预期，销售费用降低
200625.SZ	长安汽车(B)	卖出	2.69	1.71	1.57	9.0%	-36.4% A-B premium 微面销量/价格/毛利率高于/低于预期，销售费用降低

注：股价截至2012年2月21日收盘价。*该股位于我们的地区强力买入名单。重要的信息披露请参见 <http://www.gs.com/research/hedge.html>。

资料来源：Datastream、高华证券研究预测

概要

预计 6 只股票受益于行业六大趋势

我们认为汽车市场未来十年存在六大趋势：(1) 以日本和韩国在类似阶段的历史增长水平作为基准，预计中国汽车市场将保持 6-8%的增速；(2) 豪华车在中国市场上受追捧，由于当前市场千人保有量较低以及中国富裕人群的强劲增长，对豪华车的需求较强；(3) 随着本土生产商更积极地更新车型、提高质量并升级换代现有产品，整体车市出现向自主品牌的结构性转变；(4) 国际品牌和自主品牌内部各自出现分化——部分强势的国际品牌受到其“中国特色”车型的推动，而部分实力雄厚的自主品牌则受益于新车型上市和质量的快速改善；(5) 出口增长，尤其是自主品牌——以韩国现代汽车在类似历史阶段下的增长状况为基准，我们认为自主品牌凭借出众的成本控制和质量的提升在对新兴市场的出口方面占据优势；(6) 在政府大力支持和全球普遍转向“绿色”解决方案的背景下，电动化兴起。我们认为这些趋势将使我们研究范围内的 6 只股票受益：上汽集团、东风集团、长城汽车、华晨中国、吉利汽车和比亚迪。不过这些股票的评级和 12 个月目标价格也反映了其当前估值。

随着竞争加剧，行业整合将逐步重启

我们预计随着市场增速放缓以及竞争加剧，行业整合将会重启。与 2008 年的下行周期相似，我们认为 2012 年可能是又一轮整合的起点。受政府支持的行业整合可能在长期内有益于大型国有集团（如上汽集团和东风集团），鼓励其兼并小企业。考虑到市场中的企业数量，我们认为短期内出现行业整合的可能性日趋上升。据新华网和中国新闻网报道，东风集团和吉利汽车有望进行重组。如果情况属实，那么我们认为这两家公司可能从协同效应和/或品牌收购中获益。

上汽集团仍位于强力买入名单，将东风集团的评级上调至买入，买入长城汽车 H 股和华域汽车

鉴于行业产能的紧张状况有所缓解，我们更看好优质股。即便在 2011 年汽车产业增速放缓时，上汽集团、东风集团等龙头企业依然面临产能不足的状况，因此无法满足需求。就短期而言，我们认为市场对产能过剩的担忧可能有些过度，因为领先企业的产能利用率仍然很高。因此，我们将上汽集团（位于强力买入名单）、东风集团（由中性上调至买入）、长城汽车 H 股（买入）作为研究范围内的首选股。此外，我们还青睐估值具吸引力的零部件生产商，如华域汽车。我们认为应避开那些经营杠杆较高的企业，如长安汽车（A 股/B 股，均为卖出）和比亚迪（卖出）。详细内容请参见我们于 2012 年 1 月 20 日发表的报告 **长安汽车 A (000625.SZ)**：盈警验证了我们对产能过剩的担忧；卖出和 2012 年 1 月 19 日报告 **比亚迪 (1211.HK)**：因轿车销售前景改善而上调盈利预测和目标价；估值仍充分；卖出。长安汽车 A 股/B 股和比亚迪目前的估值也偏高，2 月 21 日长安汽车 A 股收盘价为人民币 4.31 元（较我们的 12 个月目标价格 3.02 元高 29.9%），长安汽车 B 股收盘价为 2.69 港元（较我们的 12 个月目标价格 1.71 港元高 36.4%），比亚迪的收盘价为 24.4 港元（较我们的 12 个月目标价格 19.01 港元高 22.1%）。

我们认为华晨中国和吉利汽车的估值溢价合理；比亚迪汽车业务的估值溢价也合理

2011 年 10 月 24 日以来中国汽车板块大幅上涨，我们研究范围内 A 股/H 股的平均涨幅分别为 0.5%/26.0%。在 H 股中，华晨中国/吉利汽车/比亚迪的 2012 年预期市净率-净资产回报率估值存在溢价。基于我们对中国豪华车增长、自主品牌分化、出口趋势和汽车电动化的长期假设，我们认为 25%/15%/80% 的估值溢价对华晨/吉利/比亚迪（仅汽车业务）而言是合理的。虽然给予比亚迪汽车业务 80% 的溢价，但我们维持对该股的卖出评级，因为我们认为目前其股价超过了汽车、电池和手机业务合理价值之和。关于估值的详细内容请见图表 47。

对长城汽车A股的首次评级为中性，具有3.6%的上行空间

我们在本报告中首次覆盖长城汽车A股并给予中性评级。我们预计2012年长城汽车销量增长的可预见性较高，其两款主要新车型（H6 SUV和C50紧凑型轿车）将成为销量增长的主要贡献因素。我们预计2012年长城汽车收入将强劲增长27%，盈利增长14%（2011-2014年年均复合增长率分别为16%/12%）。该股当前估值比较合理，2012年预期市盈率/市净率为9.7倍/2.1倍。我们基于市净率-净资产回报率的12个月目标价格为人民币14.12元，对应3.6%的上行空间。

调整我们的盈利预测以反映目前的行业及公司基本面趋势

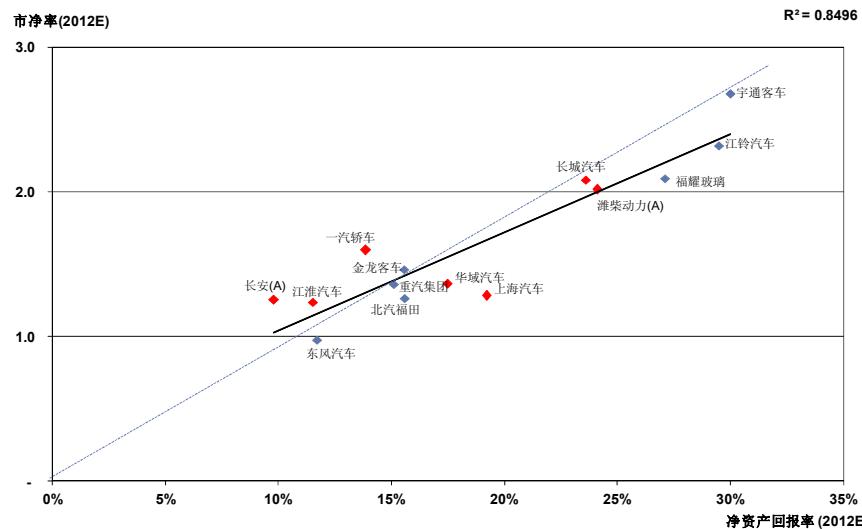
我们调整了研究范围内大部分股票的每股盈利预测，以反映各公司目前的业务趋势。我们将2012年盈利预测调整了-27%至+7%。详见第27-28页。

近期涨势过后，华晨中国/吉利汽车/比亚迪存在溢价

2011年11月以来中国汽车板块大幅上涨，我们研究范围内A股/H股的平均涨幅分别为0.5%/26.0%。在H股中，华晨中国/吉利汽车/比亚迪的2012年预期市净率-净资产回报率估值存在溢价。

图表2：A股汽车板块的市净率-净资产回报率

2012年预期市净率(倍)与2012年预期净资产回报率，A股汽车板块

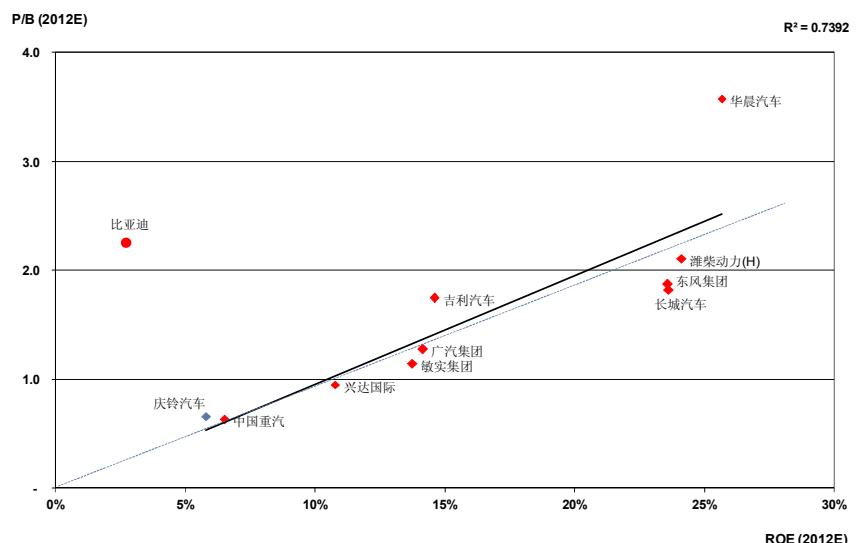


注：上汽集团/一汽轿车/长安汽车/潍柴动力/江淮汽车/长城汽车A股（用红点表示）采用高华预测；其他公司的每股盈利和每股净资产采用万得市场预测。

资料来源：万得、Datastream、高华证券研究预测

图表3：H股汽车板块的市净率-净资产回报率

2012年预期市净率(倍)与2012年预期净资产回报率，H股汽车板块

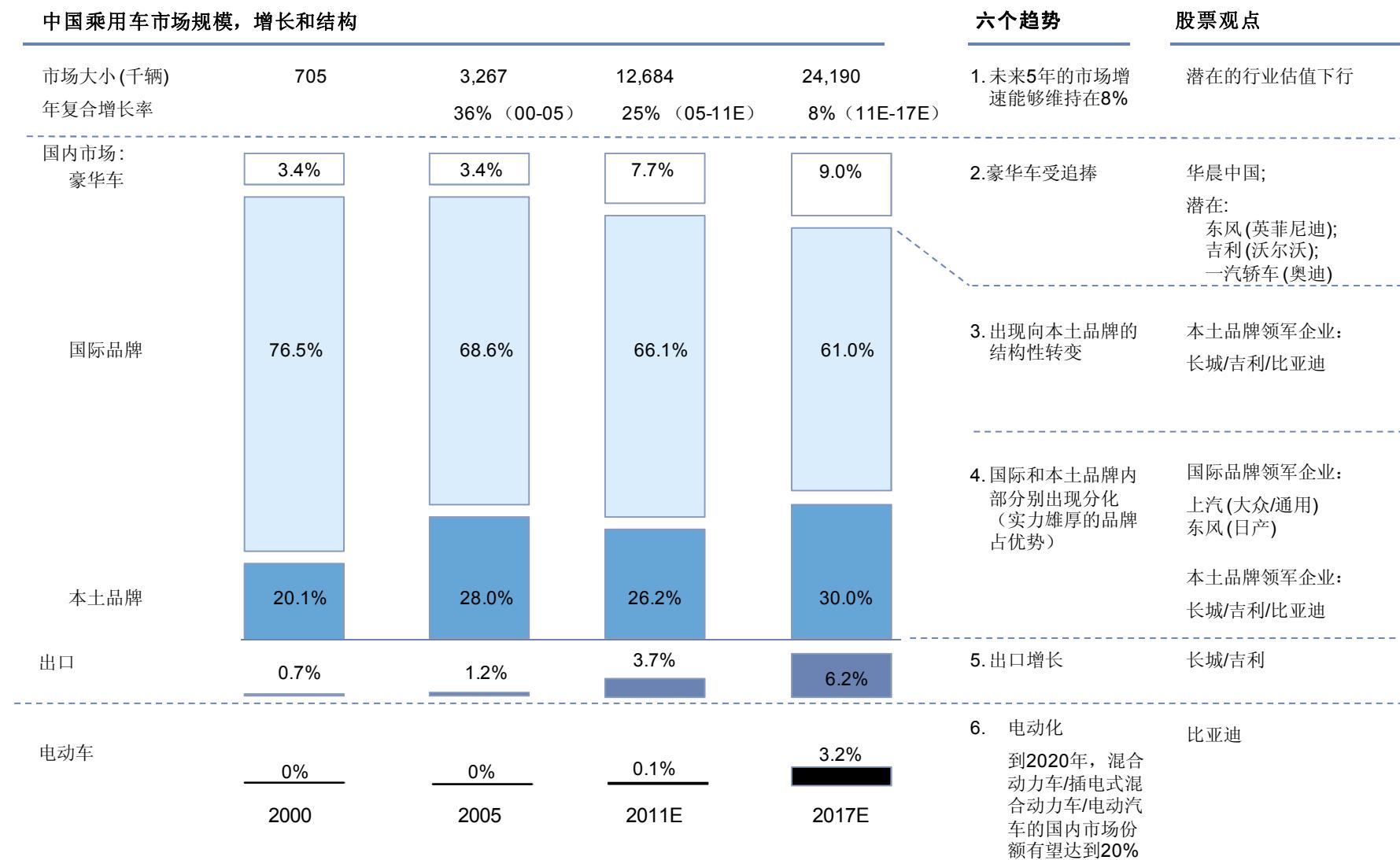


注：庆铃汽车的每股盈利和每股净资产采用路透市场预测；其他公司采用高华预测。

资料来源：路透、Datastream、高华证券研究预测

我们预测6只股票将长期受益于行业六大趋势

图表4：受益于行业六大趋势的6只股票：华晨中国、上汽集团、东风集团、长城汽车、吉利汽车、比亚迪



资料来源：Global Insight、高华证券研究预测

根据从行业六大趋势得出的销量增速和利润率假设，我们估计华晨中国/吉利汽车/比亚迪（仅汽车业务）的合理溢价分别为 25%/15%/80%。

图表5：我们估计华晨中国/吉利汽车/比亚迪（仅汽车业务）的合理溢价分别为 25%/15%/80%
现金流贴现、市净率-净资产回报率估值、估值差异及溢价分析，汽车板块部分 H 股

公司名称	销量				营业利润率				长期增长率 (2030E以后)
	2007-11E 年复合增长率	2011E 销量(辆)	第一阶段: 2012E-20E 年复合增长率	第二阶段: 2021E-30E 稳定增长率	2007-11E 均值	2011E 营业利润率 均值	第一阶段: 2012E-20E 稳定利润率	第二阶段: 2021E-30E 稳定利润率	
长城汽车	39.1%	463,391	11.5%	4.5%	10.1%	13.0%	11.5%	10.5%	2.0%
吉利汽车	24.3%	432,752	11.5%	4.5%	7.3%	6.7%	8.2%	8.5%	2.0%
华晨中国*	34.8%	105,970	16.0%	5.0%	7.4%	11.0%	10.2%	9.5%	2.0%
比亚迪(汽车分部)•	45.5%	448,807	12.8%	5.0%	8.1%	4.5%	5.7%	6.5%	2.0%
东风集团	22.8%	2,162,777	5.8%	4.0%	8.2%	9.8%	9.3%	9.0%	2.0%

公司名称	折现率	现金流折现法 隐含价格	2012E 市净率- 净资产回报率 隐含价格	价格差异	溢价	基于2012E 市净率- 净资产回报率调整后目 标价	收盘价	
							2/21/2012	潜在涨跌
长城汽车	11%	19.24	17.39	10.6%	0%	17.39	14.84	17.2%
吉利汽车	11%	3.03	2.40	26.5%	15%	2.76	3.05	-9.7%
华晨中国*	11%	10.53	7.75	35.9%	25%	9.68	9.30	4.1%
比亚迪(汽车分部)•	11%	12.23	6.33	93.1%	80%	11.40	NA	NA
东风集团	11%	19.63	17.76	10.5%	0%	17.76	15.60	13.8%

注：*华晨中国：由于 2013 年盈利的可预见性较高（推出新 3 系和 X1），我们采用 2013 年预期市净率-净资产回报率作为估值法，并在其基础上赋予 25% 的溢价；

•比亚迪：我们对公司采用部分加总法估值——此处仅显示汽车业务估值。

资料来源: Datastream、中国汽车工业协会、公司数据、高华证券研究预测

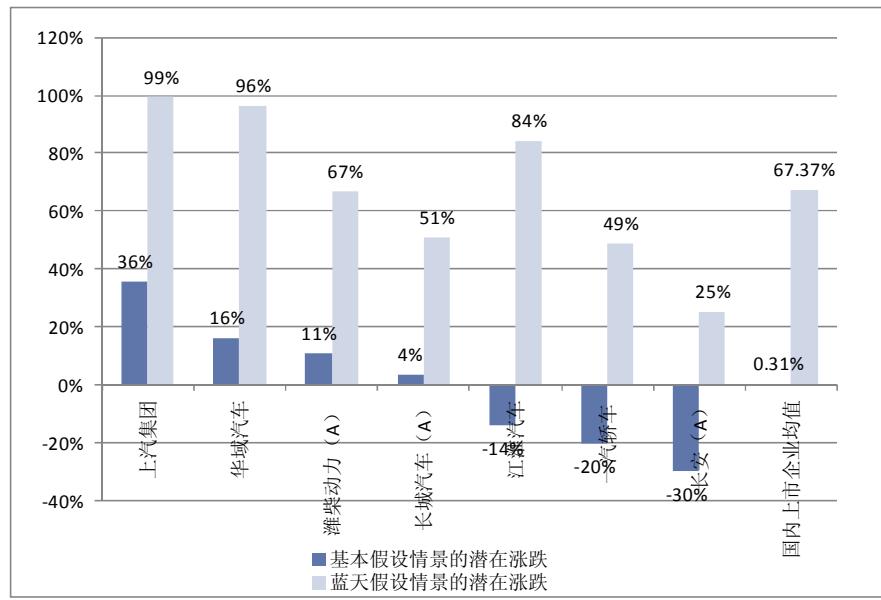
根据从行业六大趋势得出的长期增速和利润率假设，我们对 5 只 H 股进行了贴现现金流分析：长城汽车、华晨中国、吉利汽车、东风集团和比亚迪（仅汽车业务）。对同一家公司采用现金流贴现和市净率-净资产回报率估值会产生不同结果，我们仅用现金流贴现估值对市净率-净资产回报率估值进行交叉验证。我们以东风集团为基准，因为该公司在我们 H 股研究范围内收入增速和盈利能力最佳、最稳定。我们假设东风集团的现金流贴现估值和市净率-净资产回报率估值之间 10% 的差异完全是由计算方法不同所导致的，因此在对这 5 只股票基于市净率-净资产回报率的目标价格赋予溢价（根据现金流贴现分析得出）之前，应将这 10% 剔除。

在我们的蓝天情景中，A股和H股汽车板块的平均上行空间分别为67%和55%

如图表35所示，汽车行业的发展一直呈周期性。需要注意的是，我们对未来几年市场增长前景的看法可能过于保守。比如，中国政府可能在出口收缩的形势下推出刺激国内消费的更多政策。如果这些假设变为现实，那么最近的反弹可能是通往上行周期的真正拐点。为量化上行风险，我们根据如下假设设定了蓝天情景：

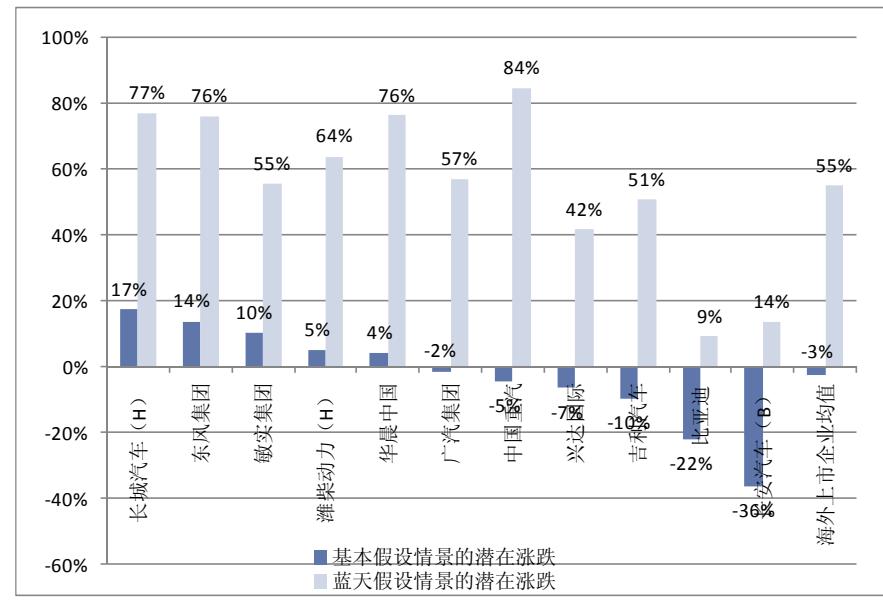
- 1) 2012年中国汽车市场整体增长15%，2013-2014年预期年均复合增长率为12%，而我们的基本假设为10%和8%；
- 2) 每年仅降价1%-2%（我们的基本假设为2%-3%），2012年毛利率上升1.0%-1.5%，主要得益于降价放缓和销量增长；
- 3) 估值重估：在蓝天情景中，我们对A股/H股分别应用10.9倍（中值减0.2个标准差，因为历史上A股投资选择相对较少，因此以往股票估值略高于H股）和11.3倍（中值）的周期中值估值比率；

图表6：A股汽车股的上行/下行空间——基本情景和蓝天情景



资料来源：DataStream、高华证券研究预测

图表7：海外上市汽车股的上行/下行空间——基本情景和蓝天情景



资料来源：DataStream、高华证券研究预测

如果宏观政策环境更为有利且汽车行业增长加快，我们将有望发现更乐观的投资机会。

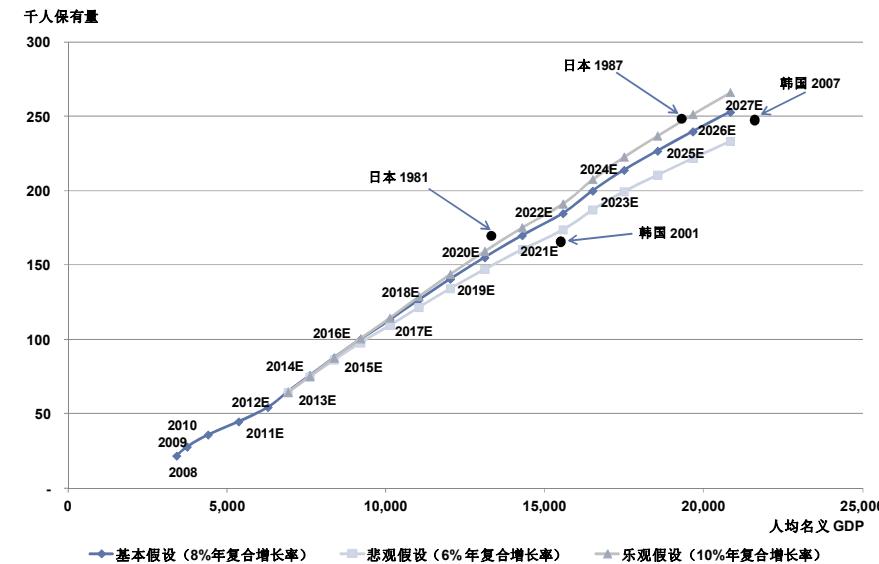
未来十年的六大行业趋势

趋势 1：我们预计 2012-2017 年的长期年均复合增长率为 8%

日韩两国汽车普及率和各自人均 GDP 的历史变化表明，二者增速存在相关性。如果将韩国 20 年前和日本 40 年前的情况作为研究目前中国汽车市场的基准，我们计算得出中国的汽车普及率将从 2011 年的每千人不到 50 辆升至 2027 年的每千人约 250 辆，而新车销量的年均复合增长率将从 2000-2010 年的平均 32% 降至 2012-2017 年的平均 8%。

图表8：我们在基本情景中假设未来五年（2012-2017）中国汽车市场的年均复合增长率为 8%（乐观/悲观情景中分别为 10%/6%）

乘用车普及率

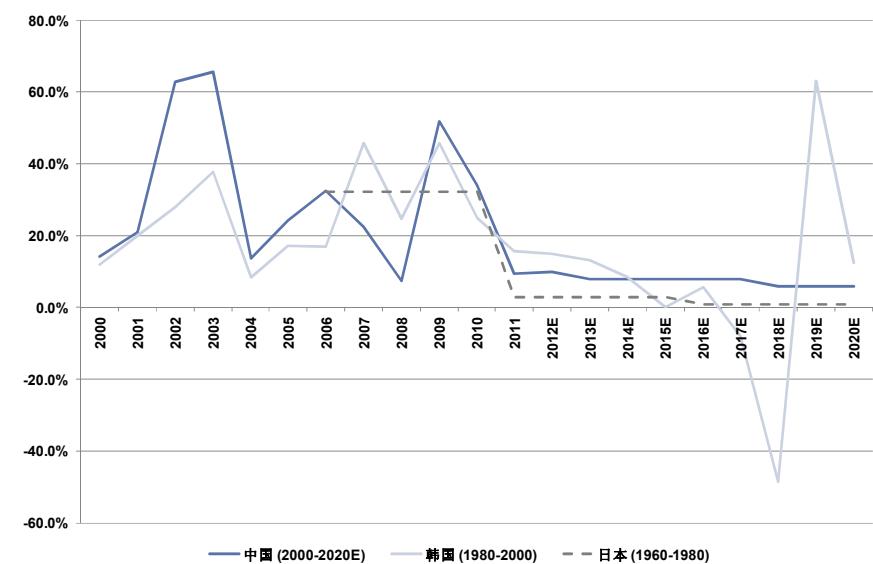


注：将韩国 20 年前和日本 40 年前的情况作为研究目前中国汽车市场普及率的基准。基本情景：假设 2012-2017 年增长率为 8%；悲观情景：假设 2012-2017 年增长率为 6%；乐观情景：假设 2012-2017 年增长率为 10%。三种情景下 2018-2027 年增长率假设相同。

资料来源：Global Insight、Nikken Automotive News、高华证券研究预测

图表9：中国 2000-2020 年新车销量的同比增幅与日本 1960-1980 年和韩国 1980-2000 年之比较

乘用车新车销量同比增幅



注：韩国 1980-2000 年、日本 1960-1980 年与中国 2000-2020 年增长率之比较如上图所示；由于时间序列数据不足，我们计算的日本年均复合增长率是基于现有的有限数据点平滑得出的。

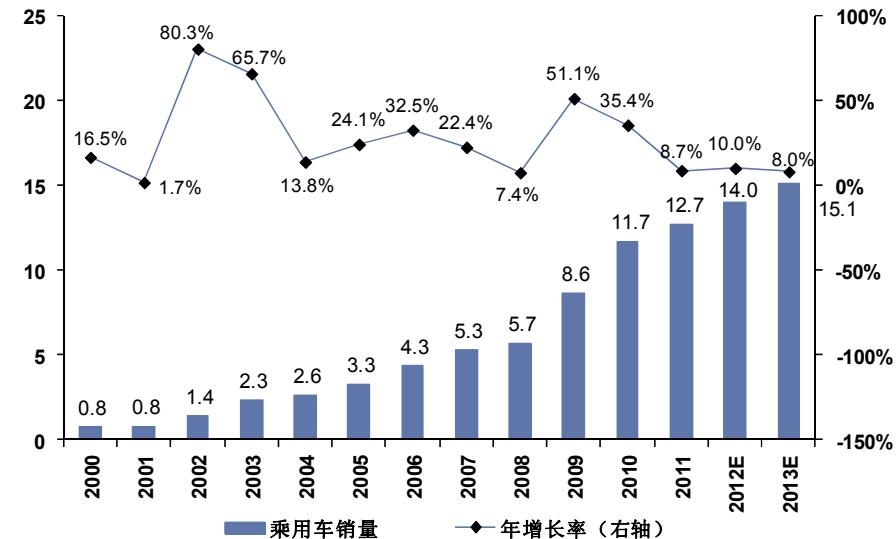
资料来源：Global Insight、Nikken Automotive News、高华证券研究预测

2012年乘用车行业增长前景：较2011年较低的基数温和反弹；卡车市场依然黯淡

我们预计2012年乘用车市场将增长10%，而2011年增速为8.7%，主要因为2011年1月实施新车限购令后当年北京市场上汽车销售基数较低（约40万辆），而2010年基数较高（约80万辆）。此外，我们认为由于现在决策者更加难以在不同目标之间取得平衡，因此实施新的刺激政策的可能性非常小。关于2012年乘用车政策的详细内容请参见2012年1月10日报告《2012年中国汽车政策：平衡调整，以实现可持续发展》。

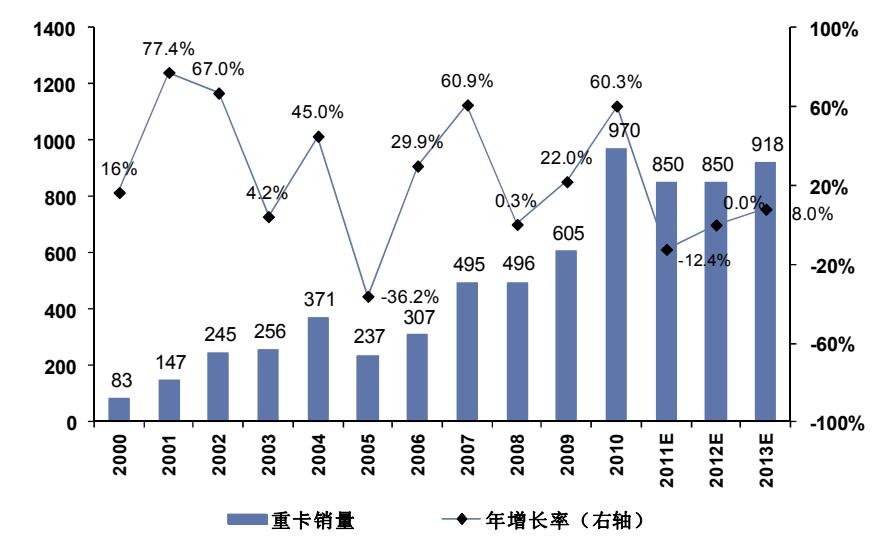
图表10：我们将2012年乘用车市场增速预测下调至10%

乘用车销量，百万辆；同比增速，%



图表11：由于GDP前景疲弱，预计2012年重卡市场增速放缓至0%

重卡销量，千辆；同比增速，%



注：2011E为Global Insight预测数据。

注：重卡零售销量数据来自Global Insight，不含出口数据，因此低于中国汽车工业协会的批发数据。

资料来源：Global Insight、高华证券研究预测

由于GDP增长前景疲弱，2012年上半年固定资产投资和物流活动走软，因此卡车需求依然疲弱。如果宏观调控放松开始显效，那么我们预计卡车市场将于2012年下半年恢复温和增长。然而由于2012年全年GDP前景疲弱，因此上半年重卡需求的同比增速可能依然为负。此外，我们还预计重卡产品/发动机升级将被推迟，原因在于中国计划将欧IV排放标准的推出由2012年延至2013年。据此，我们将2012年重卡市场增速预测从此前的3.5%下调至0%，2013年预测仍为8%。

资料来源：Global Insight、高华证券研究预测

趋势 2：豪华车受追捧

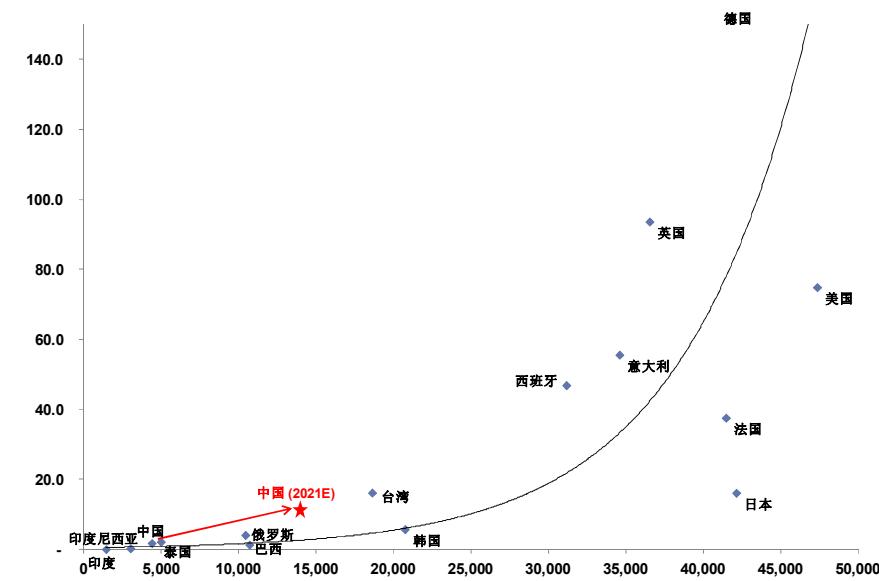
2010年中国豪华车普及率仅为每千人1.8辆，远低于美国（74.9辆）和日本（16.1辆）。假设2021年普及率达到台湾2010年水平的90%（基于我们全球经济、商品和策略团队的预测，2021年中国人均GDP将达到台湾2010年水平的80%左右，受贫富差距扩大的推动，我们给予小幅溢价，因此假设2021年中国豪华车普及率将达到台湾2010年每千人16.2辆水平的90%）。详细内容请参阅2011年12月16日发表的报告华晨汽车(1114.HK)：长期增长已反映在股价中；首次评级为中性。基于这一假设，我们计算得出未来10年豪华车新车销量的年均复合增速为10%、豪华车保有量年均复合增长20%，得益于同期中国富裕人口年均复合增长22%。详细内容请参阅上文引述报告。

过去15年里宝马在中国豪华车市场上的份额不断提升，我们预计其市场份额将从2011年的25%上升至2021年的27%左右（基于Global Insight数据、我们的总体市场增速预测以及宝马相对增速）。我们认为，随着本土生产的豪华车车型增加（为消费者提供更多选择）以及本土豪华产能紧张状况缓解，华晨宝马（本土生产宝马汽车）的销量增速将超过进口宝马。中国对豪华车品牌强烈需求应会推动华晨中国保持25%的溢价。

此外，我们认为东风集团和吉利汽车也可能获益于对豪华车的追捧趋势，因为东风集团目前正与日产商讨国产化英菲尼迪，而吉利与沃尔沃可能最终也会在国内市场上产生协同效应（吉利汽车母公司已收购沃尔沃）。

图表12：2010年中国豪华车千人保有量低于全球同业

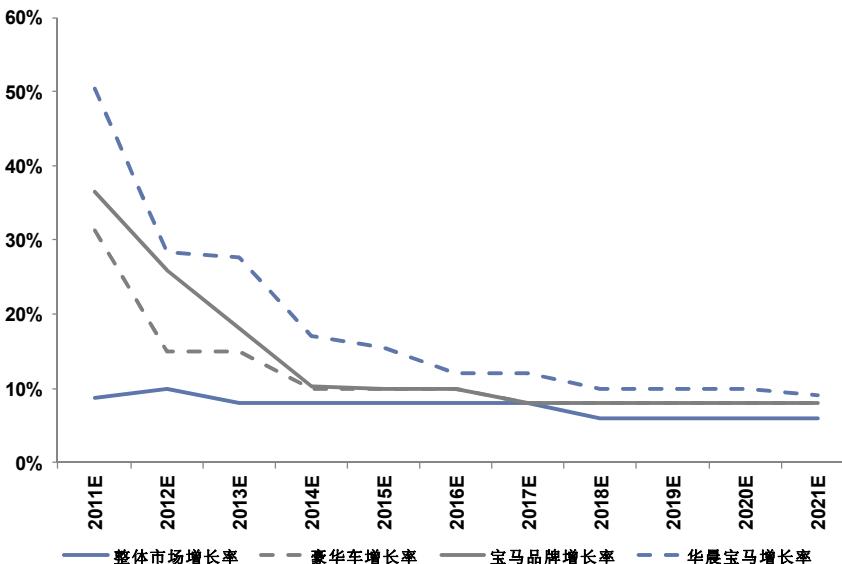
Y轴：2010年豪华车千人保有量(辆/千人)；X轴：2010年名义人均GDP(美元)



资料来源：Global Insight、高华证券研究

图表13：我们预计华晨宝马增速将超过宝马、豪华车市场以及整体汽车市场

新车销售增速，%，2011E-2021E

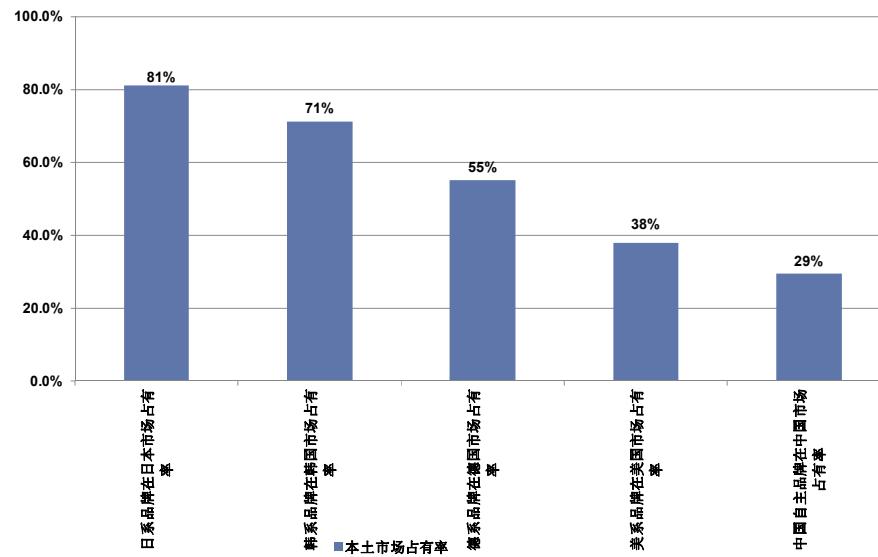


资料来源：高华证券研究预测

趋势3：自主品牌有望通过产品/形象升级来扩大国内市场份額

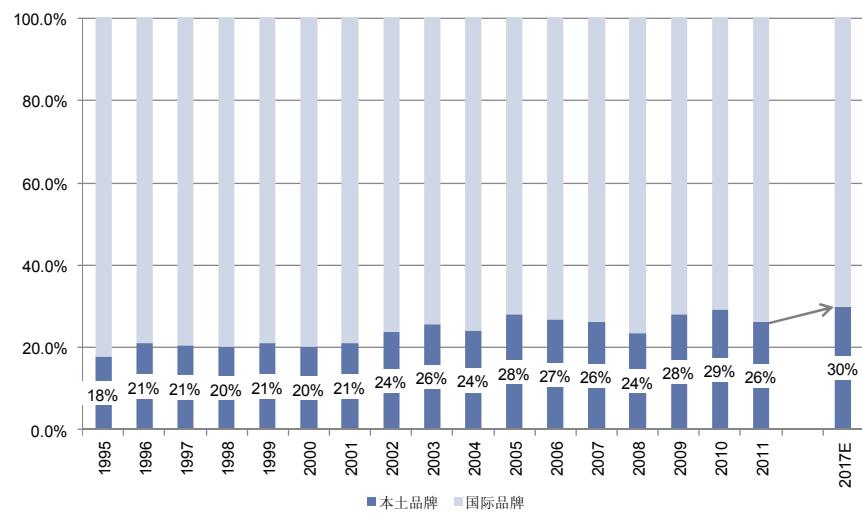
从全球范围来看，与其他主要品牌在各自本土市场的占有率相比，中国汽车品牌在本土市场的占有率为最低。由于小排量车购置税优惠被取消，中国自主品牌在2011年经历了艰难的一年，但我们仍认为凭借提升质量和品牌形象，自主品牌将在未来3-5年内重新实现本土市场份额的增长。实际上，过去10年里，自主品牌与国际品牌在JD Power新车质量调研(IQS, 全球汽车质量独立评估机构JD Power对新车车主质量投诉的分析报告)和中国新车碰撞试验(中国新车评价规程CNCAP)方面的差距已大大缩小。

图表14：与其他品牌在各自本土市场的占有率相比，中国自主品牌的国内占有率为最低



资料来源：Global Insight

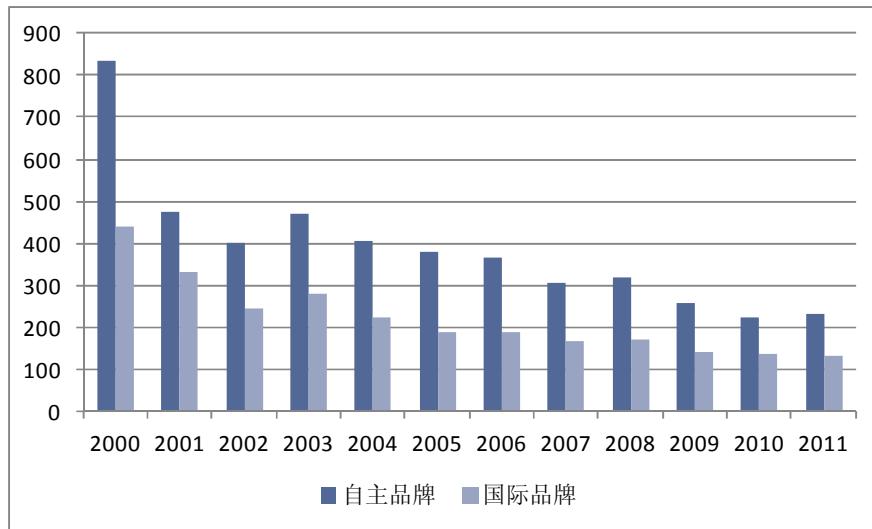
图表15：我们认为未来3-5年内自主品牌的国内占有率为再次上升



资料来源：Global Insight、高华证券研究预测

图表16：新车质量调研 IQS 显示中国自主品牌稳步改善

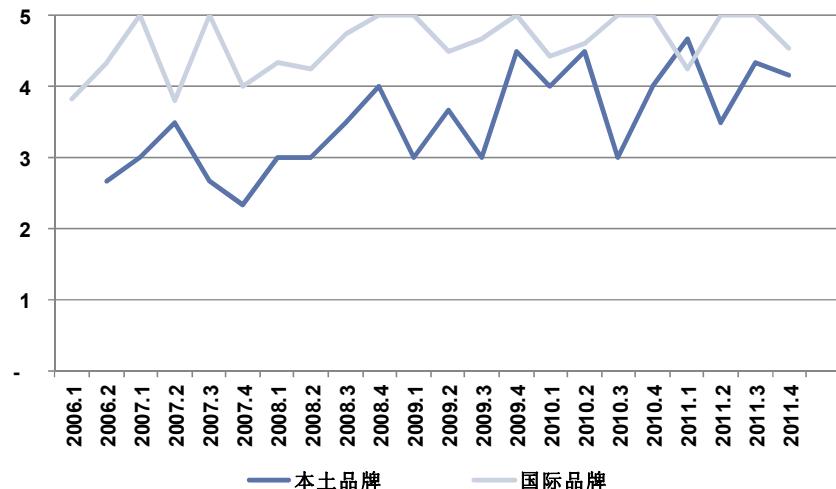
平均 PP100 (每百辆车问题数, 该指标越低意味着质量越高), 2000-2011



资料来源: JD Power

图表17：新车碰撞试验也显示中国自主品牌的安全性改善

CNCAP 碰撞结果试验, 平均“星数”(最高为五星, 星数越多代表某一车型的安全性能越高), 2006-2011, X 轴为当年进行碰撞试验的批次



资料来源: 中国汽车技术研究中心

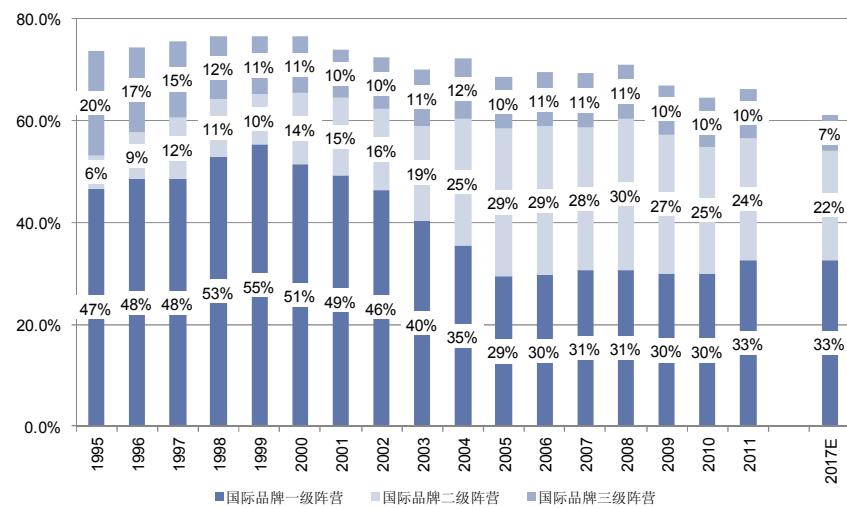
趋势4：国际和自主品牌内部分别出现分化：实力雄厚的品牌越发强劲

长期来看，我们预计自主品牌将从国际品牌手中获得市场份额，但实力雄厚的国际主流品牌（如大众、通用和日产）在短期内可能持续赢得市场份额。

我们可将国际主流品牌划分为三大阵营：(1) 第一阵营包括：大众（大众+斯柯达，不包括奥迪）、通用（别克+雪佛兰，不包括凯迪拉克）、日产（不包括英菲尼迪）。图表18显示了2005年前随着大众丧失在中国市场的主导低位，第一阵营也失去市场份额。此后，这一阵营的市场份额保持在30%以上。(2) 第二阵营包括其他大品牌，如丰田、本田、现代、起亚和标致雪铁龙。这一阵营的市场份额自2005年以来持续下降。(3) 第三阵营包括中小品牌，如菲亚特、铃木、三菱、马自达和其他。2005年以来该阵营的市场份额相对保持稳定，但我们预计随着第一、二阵营的品牌推出更多产品、扩大产能以及在定价方面变得更激进，未来第三阵营维持市场份额可能会更困难。

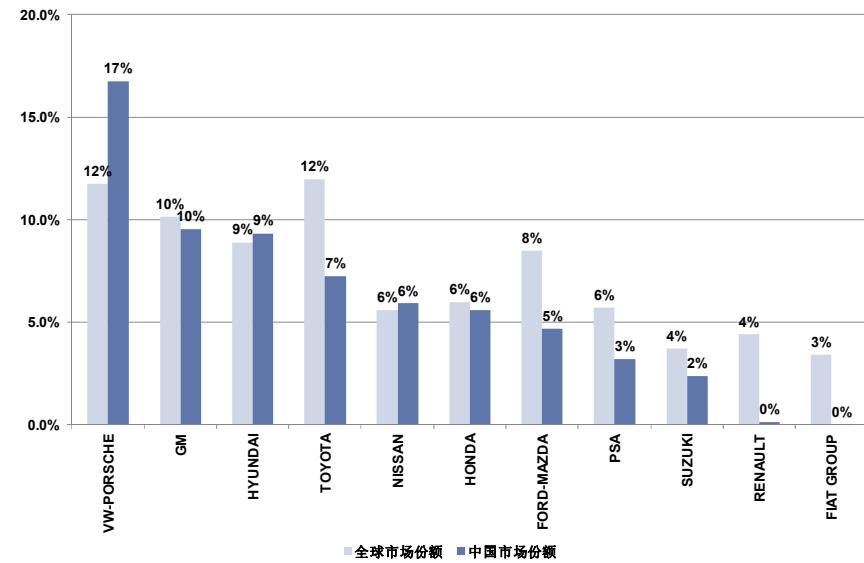
图表18：第一阵营国际品牌：大众/通用/日产市场份额稳定

1995-2011年三个国际品牌阵营的市场份额



图表19：国际汽车制造企业全球市场份额与中国市场份额比较

市场份额，%，2010年



资料来源：Global Insight、高华证券研究预测

考察国际品牌/集团长期市场份额趋势的一个方法是分析这些国际品牌全球市场份额和中国市场份额之间的差距。从图表19中我们可以看出大众集团在中国的市场份额远高于其在全球的市场份额，而丰田、福特马自达、雷诺和菲亚特在全球的市场份额远高于在中国的市场份额。

“中国特色车型”/新兴市场车型是国际品牌赢得中国市场份额的主要途径

对大众汽车在中国和全球其他市场车型结构的深度分析显示（图表 20），大众在中国较高的市场份额是受到其“中国特色车型”的支撑。2011 年，大众中国销售量的 57% 来源于根据第二代捷达、第二代帕萨特和第四代捷达研发的车型，这些车仅在中国市场上出售。这些“中国特色车型”（或称之为“新兴市场车型”）通常比其发达市场版本价格更低、车体更大，而且更适合中国消费者的需求和偏好。同类车型也帮助通用/日产获得中国市场份额（例如通用雪佛兰赛欧和日产阳光）。相比之下，丰田推出的唯一一款中国专有车型为上一代花冠，而丰田在中国以外的其他国家/地区推出专有车型（例如东盟国家专有的 Innova/Fortuner/Avanza 车型）则表现良好。

图表20：大众汽车 – 中国专有车型占其中国市场上销售量的 57%
占总销售量的比重(%)，2010

大众	占销售额比重 (除中国以外 地区)	占销售额比重 (中国地区)	比重差异
车型列表			
中国特色车型			
朗逸（第四代捷达改款）	NA	16.6%	16.6%
桑塔纳（第二代帕萨特）	NA	6.5%	6.5%
桑塔纳志俊（第二代帕萨特改款）	NA	7.4%	7.4%
宝来（第四代捷达改款）	NA	11.4%	11.4%
捷达（第二代）	NA	14.8%	14.8%
小计	0.0%	56.6%	56.6%
共有车型			
捷达（第五代）	8.4%	7.4%	1.0%
高尔夫	16.1%	3.8%	12.3%
宝来	0.1%	0.0%	0.1%
Polo	14.8%	7.8%	7.0%
帕萨特	7.1%	13.9%	-6.8%
图安	3.3%	1.5%	1.8%
小计	49.8%	34.4%	15.4%
全球（除中国地区）投放车型			
Gol	11.6%	NA	11.6%
Fox	6.3%	NA	6.3%
Jetta SportWagen	5.8%	NA	5.8%
Caddy Van	4.1%	NA	4.1%
Voyage	3.5%	NA	3.5%
Golf Plus	2.7%	NA	2.7%
Spacefox	1.3%	NA	1.3%
小计	35.3%	0.0%	35.3%
其他车型加总	14.9%	9.0%	5.9%
总计	100.0%	100.0%	

资料来源：Global Insight

图表21：丰田针对东盟国家推出的专有车型表现良好，但并没有为中国市场推出专有车型
占总销售量的比重(%)，2010

丰田	占销售额比重 (除中国以外 地区)	占销售额比重 (中国地区)	比重差异
车型列表			
中国特色车型			
花冠	NA	10.4%	10.4%
小计	NA	NA	NA
共有车型			
锐志/Mark II	0.7%	6.5%	-5.9%
科罗拉/Corolla EX	15.0%	21.7%	-6.7%
凯美瑞	10.3%	20.4%	-19.5%
RAV4	6.8%	12.4%	-5.5%
汉兰达	1.9%	10.2%	-8.3%
皇冠	0.7%	5.7%	-5.0%
威驰/Belta	4.6%	4.4%	0.2%
雅力士/Vitz	7.9%	3.4%	4.5%
小计	47.9%	84.7%	-36.8%
全球（除中国地区）投放车型			
Prius	9.8%	NA	9.8%
Avanza	3.2%	NA	3.2%
Innova	2.7%	NA	2.7%
Auris	2.5%	NA	2.5%
Voxy	2.5%	NA	2.5%
Sienna	2.2%	NA	2.2%
Alphard	1.9%	NA	1.9%
Fortuner	1.8%	NA	1.8%
小计	24.8%	0.0%	24.8%
其他车型加总	27.3%	15.3%	12.0%
总计	100.0%	100.0%	

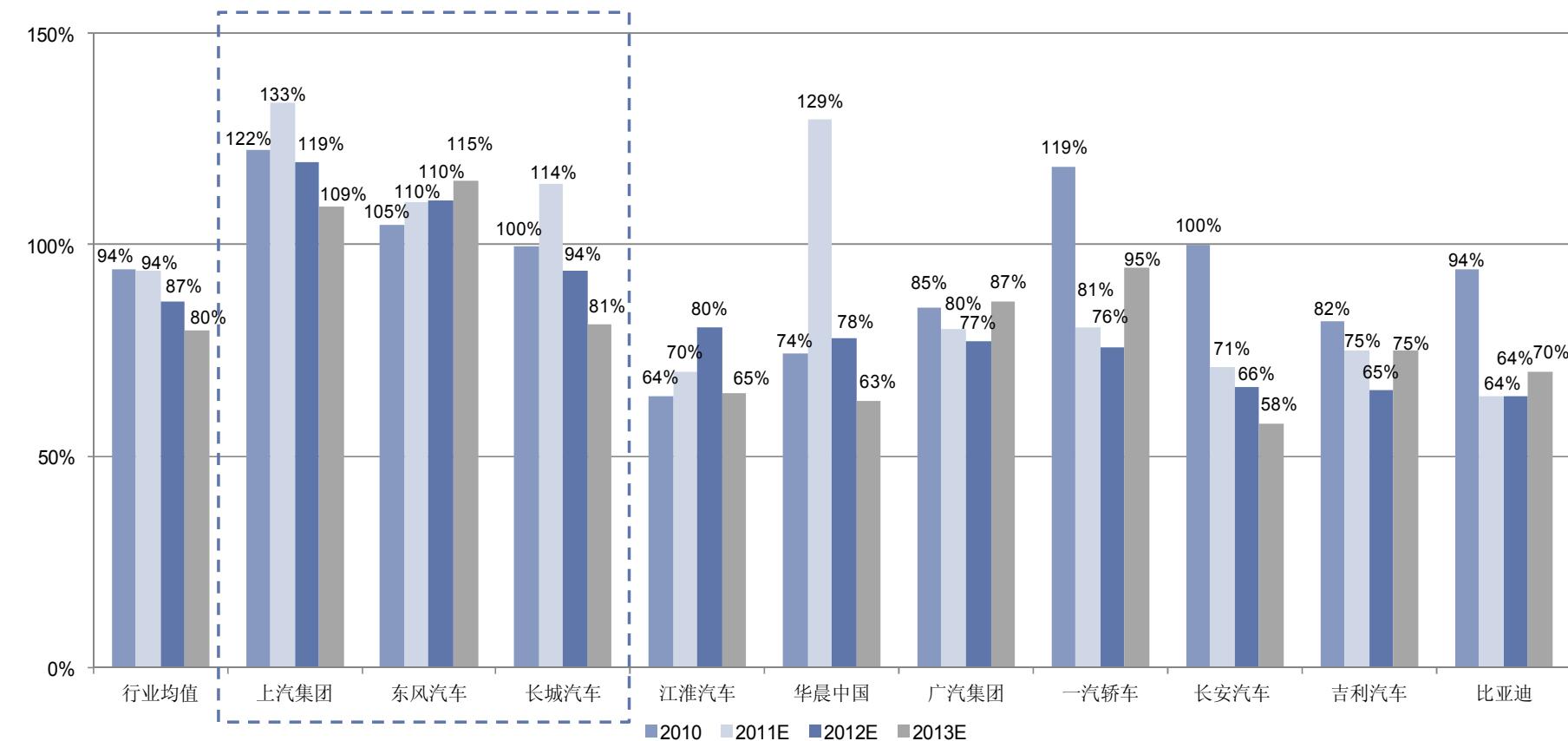
资料来源：Global Insight

自2012年起，随着产能紧张状况的缓解，短期内上汽集团（大众/通用）和东风集团（日产）的市场份额可能进一步提升

我们预计产能扩张将使汽车行业的产能利用率从2011年94%的峰值降至2012年的87%，而后于2013年进一步降至80%。由于2009/2010年汽车市场飞速增长，在此期间所有汽车生产企业均经历了产能不足的状况。自主品牌车企的产能扩张通常更快，而大部分国际品牌新建项目要到2012年下半年才能竣工。尽管如此，我们认为目前龙头企业的产能利用率仍较高，短期内对产能过剩的担忧可能有些过度。举例来看，我们认为2011/2012/2013年上汽集团的产能利用率将稳定在133%/119%/109%、东风集团将稳定在110%/110%/115%，得益于两家企业的产品线实力雄厚并实施有节制的产能扩张。如果我们预计2012年下半年的新竣工产能需要3-6个月的达产期，那么我们认为国际品牌的主要产能扩张将出现在2013年（而非2012年）。此外，我们认为未来几年零部件生产商的利润率可能面临来自汽车生产企业的进一步挤压，并预计2012年汽车生产企业相比零部件生产商的利润率更稳健，尤其是汽车生产龙头企业（与其稳定的产能利用率相符）。

图表22：我们预计2012-2013年行业产能利用率下滑，而龙头企业会保持较高水平

产能利用率, %, 2010-2013E



注：长城汽车2013年的产能利用率可能被低估，因为公司没有披露2012/2013年新产品推出计划。

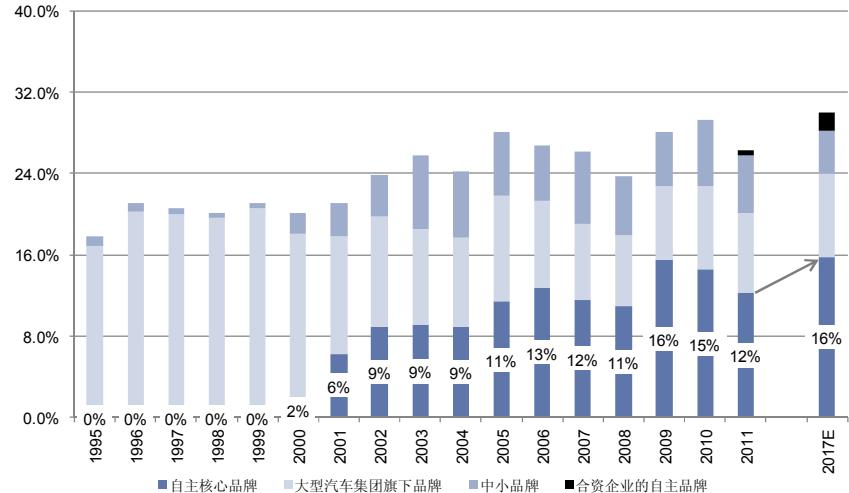
资料来源：中国汽车工业协会、ChinaAutoMarket、公司数据、高华证券研究预测

自主品牌内部分化：长城、奇瑞、吉利和比亚迪等实力雄厚的自主品牌将逐渐从其它小自主品牌手中赢得市场份额

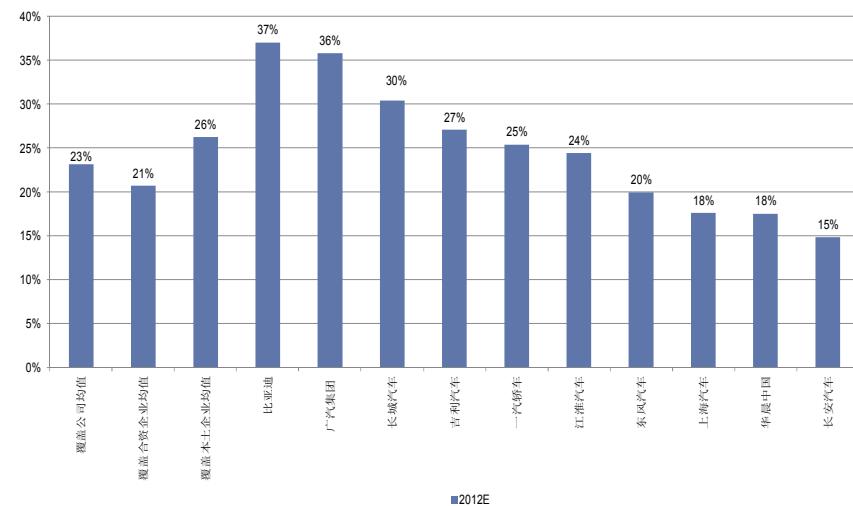
与国际品牌相同，我们将自主品牌分为以下四个阵营：(1) “自主核心品牌” ——包括吉利、长城、比亚迪和奇瑞。截至目前，这些企业都是纯自主品牌（没有与国际品牌成立合资企业），其市场份额不断增长。(2) “大型汽车集团旗下品牌” ——包括大型汽车集团旗下的自主品牌，例如一汽奔腾、长安、东风风神和上汽荣威。这些品牌普遍处于亏损状态，但受到母公司集团（大部分为国有企业）的支撑；3) “中小品牌” ——包括华泰、江淮、中华和众泰等小的自主品牌。这些品牌要么规模较小、要么新进入汽车行业，在如何平衡研发支出增长与品牌推广、经销商网络支持和销量下滑的问题上面临更多困难。4) “合资企业的自主品牌” ——包括合资企业的自主品牌，例如上汽通用五菱宝骏、东风日产启辰、东风本田思铭、广汽本田理念、北京现代首望。这些品牌或者专注于开发中国特色车型（类似国际品牌针对新兴市场推出的款车型，通常基于老一代车型）或者专注于开发电动汽车。我们认为如果第二、四阵营企业能够获得母公司的大力投资和国际品牌的支撑，那么它们的市场份额有望进一步增长。

从中长期来看，我们认为自主品牌内部可能出现分化，由此推动长城、奇瑞、吉利和比亚迪市场份额逐渐增长，而其他中小自主品牌的市场份额则下降，原因是：(1) 规模经济效应；2) 成本结构（尤其是研发、品牌和经销商网络）增加；(3) 行先优势。2012/13年，比亚迪、吉利和长城车型的更新换代率较高，亦有助于国内市场份额增长。

图表23：自主品牌内部分化：长城、奇瑞、吉利和比亚迪等实力雄厚的自主品牌将逐渐从其它小自主品牌手中赢得市场份额，而中小自主品牌的市场份额将下滑
自主品牌四个阵营的市场份额变动，1995-2017E



图表24：自主品牌的车型更新换代率高于国际品牌
研究范围内公司的车型更新换代率，2012E



资料来源：ChinaAutoMarket、中国汽车工业协会、高华证券研究预测

资料来源：ChinaAutoMarket、中国汽车工业协会、高华证券研究预测

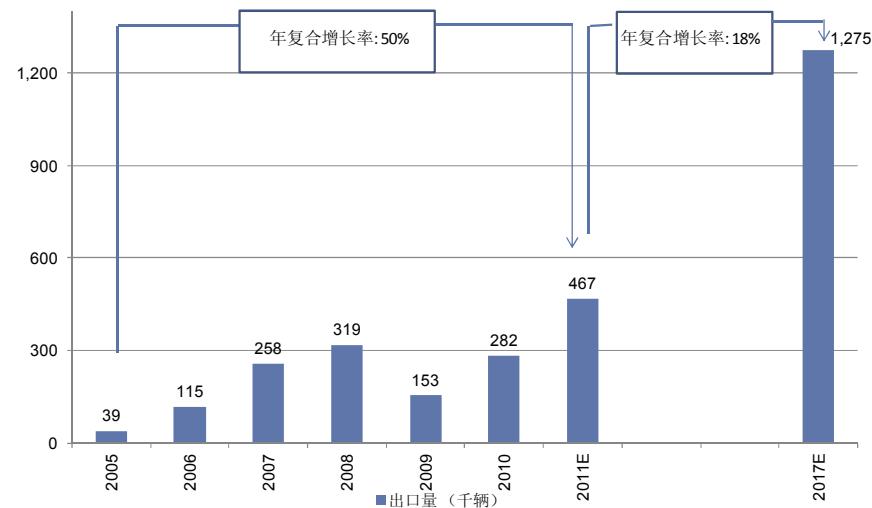
趋势5：出口增长稳健，有利于长城和吉利等自主品牌

到2011年，中国汽车出口量重回2008年全球金融危机前的水平。我们预计未来五年中国汽车出口将继续稳步增长，年均复合增速为18%。这一趋势将有利于长城和吉利等自主品牌。比亚迪目前也正加速出口。

我们认为中国品牌汽车的出口增速可能落后于现代汽车20年前的水平，因为：(1)中国目前的汽车市场总量大于韩国。韩国国内市场规模和增速有限，这促使现代汽车将重点更多放在了出口上；(2)出口目的地不同—现代汽车早在80年代就开始打入美国市场（最初是通过出口）。如今由于关税和非关税壁垒（排放、安全性等），出口至发达市场要困难得多。因此，我们认为未来五年，中国品牌的出口可能主要瞄准新兴市场。

图表25：中国汽车出口已从2008年的危机水平恢复，我们预计未来五年出口将稳步增长

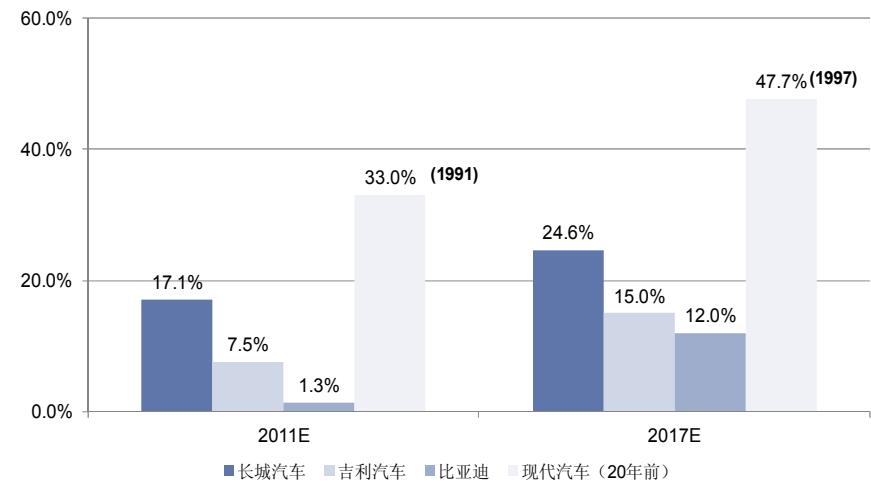
中国汽车出口总量



资料来源：CEIC、中国汽车工业协会、高华证券预测

图表26：中国汽车制造商的出口销量占比低于现代汽车20年前的水平

出口销量占总销量的比重(%)、部分自主品牌与现代汽车20年前的水平比较，2011E与2017E



注：长城汽车的出口销量占比中包括皮卡

资料来源：公司数据、高华证券预测

趋势 6：电动化：到 2020 年，混合动力汽车/插电式混合动力汽车/电动汽车的国内市场份额有望达到 20%

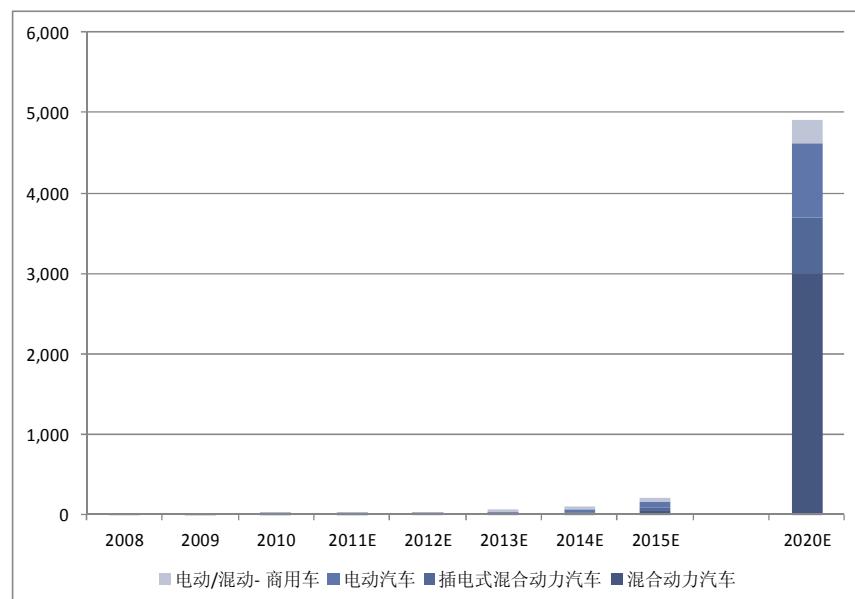
2011 年，总体电动汽车市场增长低于预期：25 个试点城市中仅有 7 个城市完成了示范运营 1,000 辆电动汽车的承诺。我们估算到 2011 年年底，中国投入使用的混合动力汽车/插电式混合动力汽车/电动汽车仅为约 1.6 万辆。因此我们认为 2012 年有望迎来电动汽车的销售高峰，因为预计剩余的 18 个城市将争先购买电动汽车来完成计划，尤其是公共交通和服务部门使用的电动汽车（例如公交车和环卫车等），这些汽车由地方政府/国有企业直接出资购买，并在某些城市沿固定线路运营。

我们预计 2015 年之后才有可能出现电动汽车的大规模推广，因为中国企业可能需要花费一些时间来研发电动汽车电池、使之达到商用化水平。我们依然认为 2012 年难以标志着中国汽车电动化时代的到来，因为：(1) 宏观紧缩和地方政府土地出让金收入下滑令市场对政府的电动车支出能否持续抱有怀疑态度；(2) 市场并不确定政府是否会调整补贴范围以覆盖更成熟且经济上更具可行的解决方案，即混合动力技术是否有望同纯电动车技术一道被纳入政府补贴；(3) 对消费者对电动汽车安全性/耐用性的信心存在疑问；(4) 不同电动汽车标准规定尚未统一；(5) 是否能够推出可持续性的业务模式来运营电动汽车和充电设施，例如电池是租用还是购买？谁为充电站投资？谁将受益？

我们此前的市场分析显示，到 2020 年中国混合动力汽车/插电式混合动力汽车/电动汽车数量将增至略低于 500 万辆，预计在国内汽车市场的份额将达到 20%，其中电动汽车市场份额可能为 6% 左右。基于这一前景，我们认为 2020 年混合动力汽车/插电式混合动力汽车/电动汽车的动力电池需求相当于 50GWh 以上。

图表27：到 2020 年混合动力汽车/插电式混合动力汽车/电动汽车的国内市场份额有望达到 20%

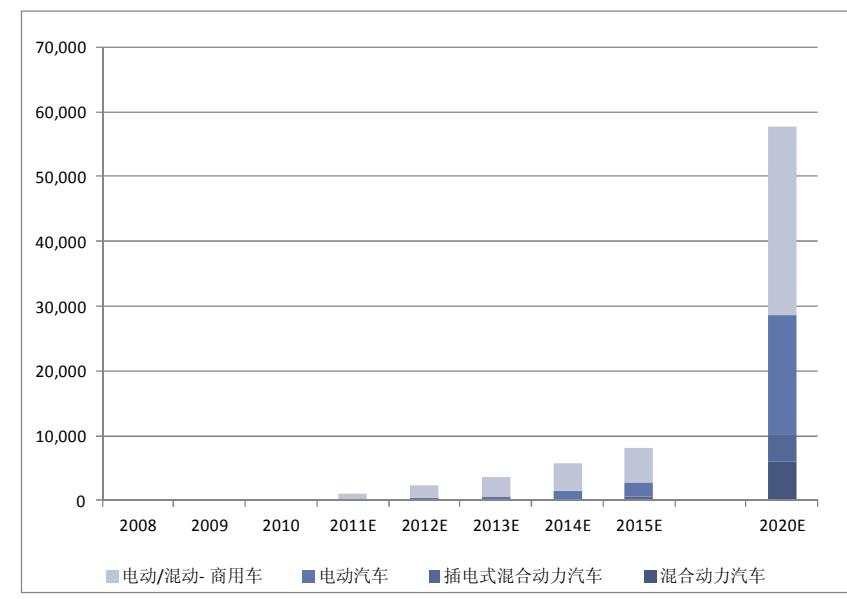
Y 轴：销量



资料来源：中国汽车工业协会、高盛研究预测、高华研究预测

图表28：相当于 50GWh 以上的电动汽车电池需求

Y 轴：销量



资料来源：高华研究预测

比亚迪显然是自主品牌电动汽车和电动汽车电池的领军者。但我们不认为中国电动汽车市场上存在“胜者通吃”的现象。电动汽车市场仍较分散，尤其是政府采购领域。地方政府倾向于从当地制造企业采购产品。例如，深圳市政府从比亚迪和当地公交车生产企业五洲龙采购电动公交车和混合动力公交车。我们预计像比亚迪这样实力雄厚的电动汽车生产企业可能要过一段时间才能将产品销往总部/工厂所在地（对比亚迪来说是深圳、长沙和西安）以外的城市。

中国的电动汽车电池市场也较分散，但我们看到有行业整合的初步迹象：新能源科技(ATL)、万向、中航锂电、比克电池以及力神电池开始向一家以上的电动汽车制造企业提供产品，但比亚迪当前垂直一体化的业务模式可能令其他电动汽车生产商不愿采购比亚迪的电池产品。

图表29：地方政府倾向于从当地电动汽车企业采购产品

部分城市选择的商用和乘用车电动汽车生产商家

部分城市	商用车	乘用车
Beijing	Foton	Foton, Chang'an
Shanghai	SAIC (Shenwo)	SAIC
Changchun	FAW Group	FAW Group
Shenzhen	Wuzhoulong, BYD	BYD
Chongqing	Hengtong	Changan
Hefei	Ankai	Jianghuai
Wuhan	Dongfeng Yantsi	Dongfeng Nissan

资料来源：China Automotive News、新浪网

图表30：电动汽车电池市场也较为分散，我们认为出现整合的早期迹象

部分电动汽车制造企业的电池供应商

汽车生产商	动力电池生产商
FAW Group	Amperex Technology
FAW VW	Microvast
Dongfeng	Zhejiang GBS Energy
SVW	Shanghai Jiexin (JV between SAIC and A123)
SGM	Amperex Technology
Beiqi Foton	Pride-Power, BAK, Tianjin Shuanyili
Hafei	Tianjin Lishen
Geely	Tianjin Lishen
Jianghuai	Hefei Guoxuan, Hefei Huating
Southeast	Amperex Technology
Changhe Suzuki	Wangxiang
Zhengzhou Nissan	Wangxiang
FAW Haima	Wangxiang, MNKE
Lifan	Calibattery
Changan	Wangxiang
BYD	BYD
Chery	Wangxiang, BAK Battery
Jiangling	Calibattery
Jiannan	wangxiang, Calibattery, Headway, Calibattery, Shangdong Realforce
BYD	BYD

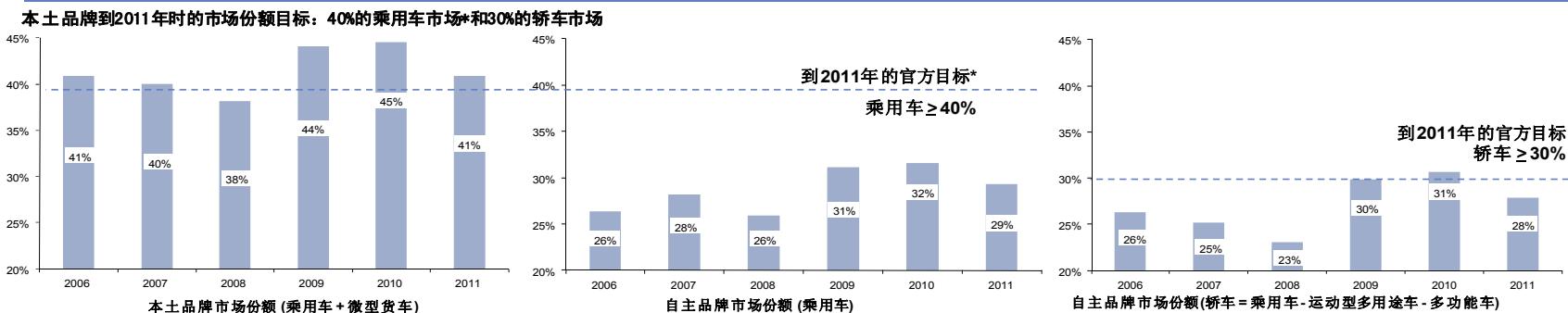
资料来源：国家税务总局、China Automotive News、新浪网

2012年可能成为新一轮行业整合的开端

我们预计随着市场增速放缓以及竞争加剧，行业整合将会重启。与2008年的下行周期相似，我们认为2012年可能是长期整合进程的起点。受政府支持的行业整合可能在长期内有益于大型国有集团（如上汽集团和东风集团），鼓励其兼并规模较小的汽车生产企业。

图表31：中国政府实现了2011年汽车产业集中度目标（前10大集团的市场份额>90%），可能计划进一步整合*

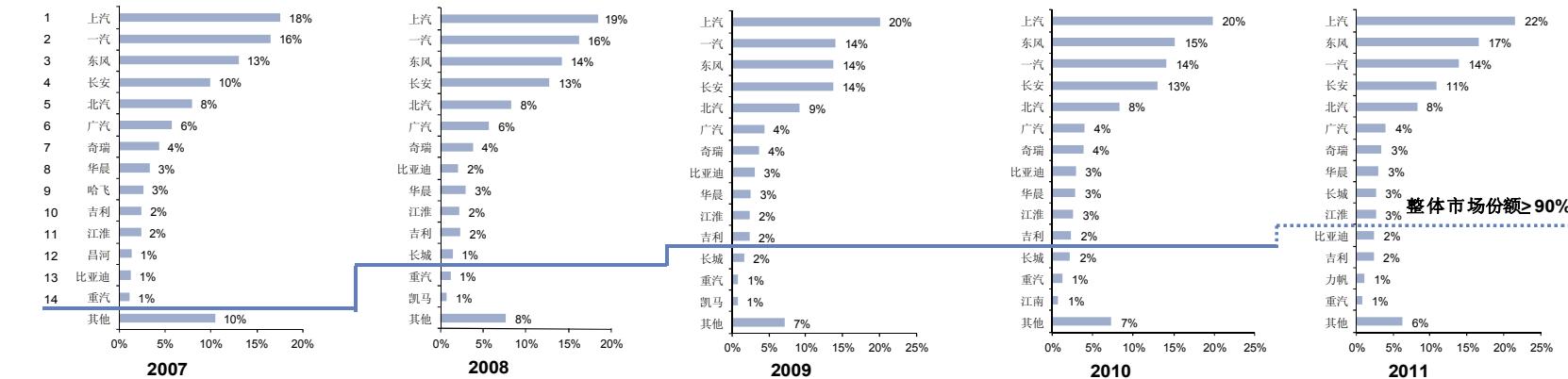
支持本土品牌/国内厂商



* 尚不清楚40%的目标指的是乘用车还是乘用车+微型货车

支持产业兼并重组

到2011年前，10家企业的整体市场份额≥90%



** 销量/市场份额包括乘用车和商用车。

*国务院于2009年3月20日颁布。《汽车产业调整和振兴规划》设定，2011年自主品牌乘用车/汽车的市场份额达到40%的目标，其中轿车达到30%。但尚不明确40%的目标是指的是乘用车还是乘用车+微面。**销量/市场份额包括乘用车和商用车。

资料来源：中国汽车工业协会、ChinaAutoMarket、高华证券研究预测

图表32：东风集团、吉利汽车、江淮汽车可能受益于短期重组活动
各公司潜在的短期重组活动

公司名称	重组活动	状态	潜在影响
上汽集团	母公司资产注入（包括华域汽车及其他资产） 将上海通用1%的股权卖回给通用	已完成 待定	中性，无摊薄影响 中性，可能影响市场交易情绪，但无实质性影响
东风集团	向日产买回50%的卡车业务股权 与雷诺成立新的乘用车合资公司	未知 未知	中性：潜在影响取决于交易条款 中性，更多品牌和车型的投放将有助于东风集团增加市场份额；与日产的平台共享有助于减少生产成本；但国内乘用车市场竞争激烈，而雷诺起步较晚，因而增量有限
	与雷诺/沃尔沃重卡成立商用车合资公司 与日产合作本土化英菲尼迪	未知 未知	正面：有助于引进沃尔沃重卡的技术和车型 正面：有助于提升东风集团在高速增长的豪华车市场中的份额
一汽轿车	控股母公司通过资产注入实现整体上市	待定	中性：潜在影响取决于交易条款
长安汽车	母公司资产注入（包括哈飞/昌河/长安标致雪铁龙及其他）	待定	负面：注入亏损的哈飞和昌河会摊薄盈利；且长安，哈飞和昌河的业务互相重叠，不利于盈利提升
广汽集团	通过与广汽长丰的换股实现A股上市	证监会已批准， 待定	中性，目标价不变
吉利汽车	与沃尔沃轿车（吉利控股子公司）的潜在合作	未知	正面：吉利和沃尔沃轿车可以通过技术 / 研发 / 生产 / 品牌及其他方面交流，获得潜在的协同增效
华晨中国	母公司可能被大型汽车集团收购	未知	中性：对华晨宝马合资公司没有实质影响
江淮汽车	与卡特比勒和纳威司达成立重卡合资公司	待定	正面：有利于引进国际先进的重卡技术

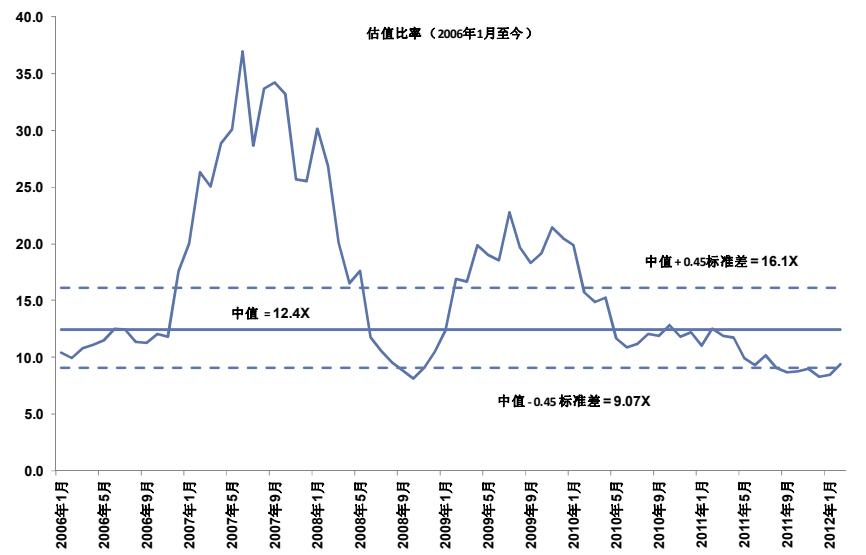
资料来源：公司公告、经济观察报、新浪网、高华证券研究

中国汽车股估值

我们使用市净率-净资产回报率作为估值方法，因为该估值与股价变动的相关性一直较高（目前与A股/H股的R²分别为0.8909/0.7668）。在A股市场上，我们认为上汽集团和华域汽车被低估，H股市场上长城汽车和东风集团被低估；在对华晨中国和吉利汽车基于市净率-净资产回报率的估值分别应用25%/20%的溢价（以反映华晨中国受益于中国豪华车行业的长期增长、吉利受益于产品结构实力较强、质量改善）后，我们认为这两只股票的估值合理。为了计算A股目标价格，我们应用9.07倍的估值比率（2012E，图表33），即历史中值-0.45个标准差。我们之前应用的估值比率为9.22倍，二者之间的差异体现了最近的股价回调抑制了估值比率中值。我们将H股应用的估值比率从7.78倍上调至9.01倍（2012E，图表34），即中值-0.3*（中值-历史低点），而不是之前应用的中值与历史低点的中点。二者之间的差异体现了：(1)最近宏观政策放松（例如法定准备金率下调就是一个明显的信号）对估值的推动作用；(2)我们认为市场对产能过剩的担忧可能有些过度；(3)在最近股价上涨过后按市值进行调整。我们没有纳入比亚迪，因为业务模式不同（对该股采用部分加总法）。此外，因B股市场与其他市场的表现分化，我们也未纳入长安汽车B股（对该股采用A股-B股溢价值估法）。我们根据调整后的盈利预测和估值比率将目标价格调整了-27%至+31%。

图表33：A股汽车板块估值比率的历史均值

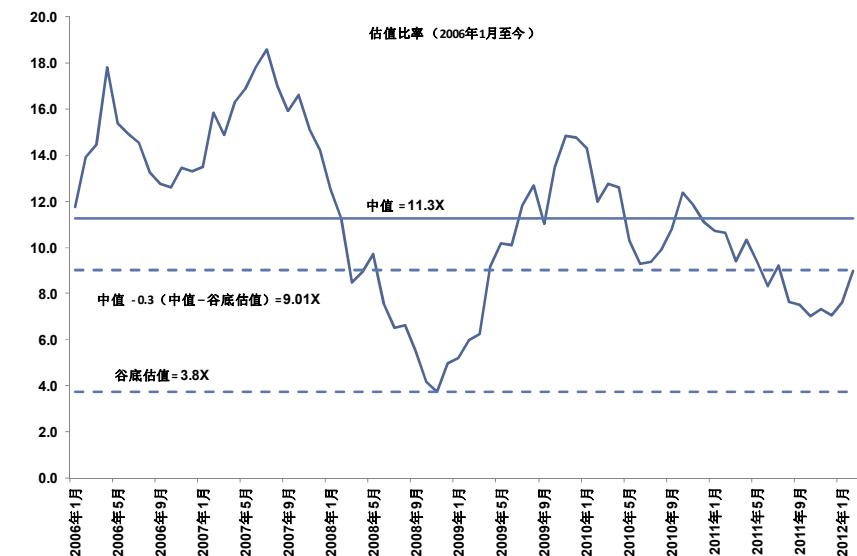
根据A股同业12个月预期市净率-净资产回报率的市场预测得到的月度估值比率



资料来源：Datastream、IBES、高盛研究预测

图表34：H股汽车板块估值比率的历史均值

根据H股同业12个月预期市净率-净资产回报率的市场预测得到的月度估值比率



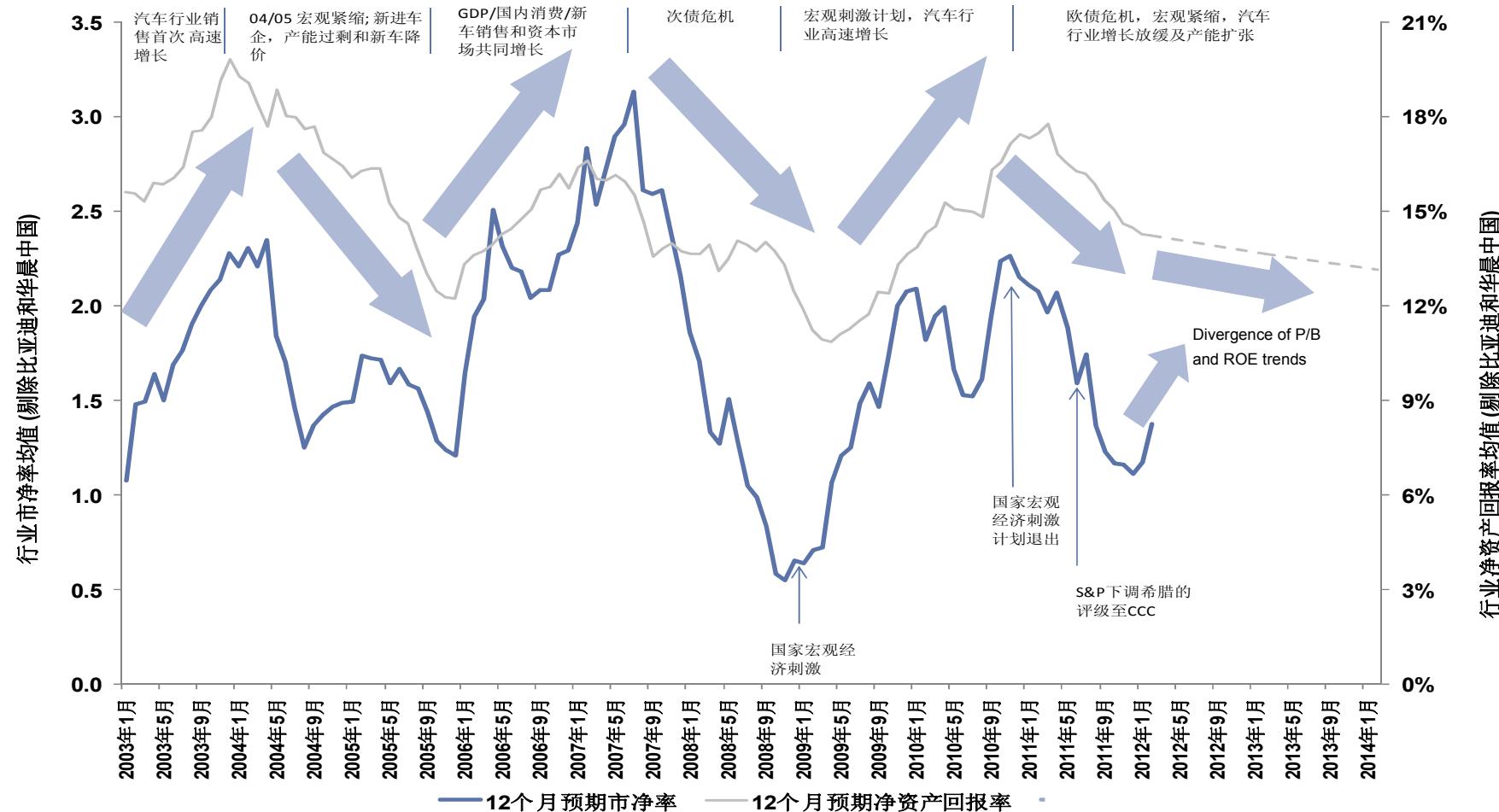
资料来源：Datastream、IBES、高盛研究预测

最近H股汽车板块的上涨主要源于估值修复，而非净资产回报率改善

根据H股汽车板块的历史市净率与净资产回报率走势（12个月，市场预测均值，不含比亚迪和华晨），我们看到过去十年里行业市净率与净资产回报率在整个周期之中变化方向一致。我们预计，由于需求放缓（产能利用率下降）、价格/利润率下降，未来两到三年内行业净资产回报率将小幅下行。2011年11月以来，H股汽车板块稳健上涨了26.0%，原因可能在于：(1)在欧债危机导致的过度回调过后出现反弹；(2)在对汽车市场利润率下降过度预期后出现反弹。我们认为H股汽车板块的上行空间可能有限，因为市净率与净资产回报率走势之间的分化可能不会持续太久。

图表35: H股汽车板块以往的市净率与净资产回报率呈较强的相关性，但最近两者走势分化

H股汽车板块平均市净率与净资产回报率（12个月市场预测），2003年1月至2012年2月；高华预测，2012年3月至2014年1月



资料来源：IBES、DataStream、高华证券研究预测

2012年2月24日

图表36：估值概要：全球汽车企业

估值概要 - 中国汽车企业		评级	收盘价	市值	目标价	潜在涨跌	每股盈利增长% 10-12 CAGR	市盈率				市净率				净资产回报率				股息收益率				投资资本现金回报率				
股票代码	公司名称							2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
600104.SS	上汽集团	买入*	15.28	26,757	20.70	35.5%	14%	9.5X	8.4X	7.3X	6.9X	2.1X	1.5X	1.3X	1.2X	25%	22%	19%	18%	1%	2%	3%	4%	34%	35%	36%	34%	
000800.SZ	一汽轿车	中性	9.65	2,494	7.71	-20.1%	-17%	8.4X	46.4X	12.1X	9.5X	1.8X	1.8X	1.6X	1.4X	23%	4%	14%	16%	3%	1%	3%	3%	30%	8%	17%	18%	
000625.SZ	长安汽车 (A)	卖出	4.31	2,947	3.02	-29.9%	-19%	8.9X	21.6X	13.7X	12.5X	1.7X	1.4X	1.3X	1.2X	21%	8%	10%	10%	7%	1%	1%	2%	25%	24%	14%	15%	
200625.SZ	长安汽车 (B)	卖出	2.69	2,947	1.71	-36.4%	-19%	4.5X	11.0X	7.0X	6.3X	0.9X	0.7X	0.7X	0.6X	21%	8%	10%	10%	14%	2%	3%	3%	25%	24%	19%	17%	
0489.HK	东风集团	买入	15.60	17,334	17.76	13.8%	6%	9.9X	9.7X	8.9X	8.7X	2.9X	2.3X	1.9X	1.6X	34%	27%	24%	20%	1%	2%	2%	2%	44%	31%	33%	27%	
2333.HK	长城汽车	买入	14.84	6,327	17.39	17.2%	20%	12.2X	9.8X	8.5X	8.1X	3.3X	2.2X	1.9X	1.6X	31%	26%	24%	21%	2%	2%	4%	4%	46%	27%	34%	30%	
0175.HK	吉利汽车	中性	3.05	2,933	2.76	-9.7%	8%	13.3X	12.9X	11.4X	9.7X	2.3X	2.0X	1.7X	1.5X	19%	17%	16%	16%	1%	1%	1%	1%	36%	23%	26%	24%	
1211.HK	比亚迪	卖出	24.40	8,884	19.01	-22.1%	-49%	17.9X	50.9X	69.5X	48.2X	2.4X	2.2X	2.1X	1.4X	5%	3%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	8%	11%	11%	
2238.HK	广汽集团	中性	8.65	6,858	8.49	-1.8%	-12%	7.6X	11.5X	10.0X	8.5X	1.7X	1.5X	1.3X	1.2X	22%	14%	14%	15%	2%	1%	2%	2%	48%	25%	22%	23%	
3808.HK	中国重汽	中性	5.69	2,026	5.42	-4.7%	-7%	8.6X	9.5X	10.0X	8.0X	0.7X	0.7X	0.6X	0.6X	8%	7%	7%	8%	4%	2%	2%	2%	18%	8%	10%	10%	
2338.HK	潍柴动力(H)	中性	44.80	9,238	47.07	5.1%	-4%	8.9X	10.3X	9.7X	8.9X	3.3X	2.6X	2.1X	1.8X	45%	28%	24%	22%	1%	1%	2%	3%	48%	58%	43%	41%	
000338.SZ	潍柴动力(A)	中性	34.44	9,238	38.22	11.0%	-4%	8.5X	9.7X	9.1X	8.4X	3.1X	2.4X	2.0X	1.7X	45%	28%	24%	22%	1%	2%	3%	3%	45%	34%	34%	34%	
0425.HK	敏实集团	中性	8.97	1,245	9.88	10.1%	3%	9.3X	9.6X	8.8X	8.0X	1.4X	1.3X	1.2X	1.0X	17%	14%	14%	14%	3%	3%	3%	3%	31%	26%	25%	24%	
1899.HK	兴达国际	中性	4.20	826	3.93	-6.5%	-19%	6.1X	10.0X	9.3X	7.3X	1.1X	1.0X	1.0X	0.9X	20%	11%	11%	13%	2%	3%	3%	3%	19%	12%	13%	14%	
600418.SS	江淮汽车	中性	6.29	1,287	5.40	-14.1%	-21%	7.0X	13.3X	11.3X	10.0X	1.5X	1.4X	1.2X	1.1X	24%	11%	12%	12%	2%	1%	1%	1%	42%	25%	20%	19%	
600741.SS	华域汽车	买入	10.40	4,267	12.09	16.2%	12%	10.7X	8.9X	8.5X	8.1X	1.9X	1.6X	1.4X	1.2X	19%	19%	18%	16%	2%	3%	3%	3%	26%	24%	21%	19%	
1114.HK	华晨中国	中性	9.30	6,022	9.68	4.1%	37%	29.7X	21.6X	15.9X	12.0X	6.0X	4.7X	3.6X	2.8X	22%	24%	26%	26%	0%	0%	0%	0%	3%	18%	21%	20%	
601633.SS	长城汽车(A)	中性	13.63	6,327	14.12	3.6%	20%	13.8X	11.1X	9.7X	9.1X	3.7X	2.5X	2.1X	1.8X	31%	26%	24%	21%	1%	2%	3%	3%	47%	27%	34%	30%	
中国汽车企业均值								-3%	10.8X	15.9X	13.4X	11.0X	2.3X	1.9X	1.6X	1.4X	24%	17%	16%	16%	3%	2%	2%	2%	31%	25%	24%	23%
估值概要 - 全球汽车企业		评级	收盘价	市值	目标价	潜在涨跌	每股盈利增长% 10-12 CAGR	市盈率				市净率				净资产回报率				股息收益率				投资资本现金回报率				
股票代码	公司名称							2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
MRTLBO	Maruti Suzuki India	卖出*	1,310	7,674	922	-30%	-18%	15.2X	16.5X	22.5X	18.5X	3.2X	2.7X	2.5X	2.2X	24%	18%	11%	13%	0%	1%	0%	0%	29%	23%	13%	14%	
TAMO.BO	Tata Motors	中性	271	16,174	195	-28%	80%	30.4X	9.4X	9.3X	8.1X	9.4X	4.6X	2.3X	1.8X	10%	66%	34%	25%	1%	2%	1%	1%	5%	16%	16%	15%	
印度汽车企业均值								31%	22.8X	13.0X	15.5X	13.3X	6.3X	3.6X	2.4X	2.0X	17%	42%	23%	19%	1%	1%	1%	1%	17%	19%	14%	14%
005380.KS	Hyundai Motor	买入	226,500	48,294	295,000	30%	25%	9.3X	6.6X	6.0X	5.6X	1.8X	1.4X	1.1X	0.9X	22%	23%	20%	18%	1%	1%	1%	1%	23%	12%	15%	14%	
00270.KS	Kia Motors	中性	72,500	26,129	80,000	10%	21%	10.9X	8.5X	7.4X	7.3X	3.4X	2.2X	1.7X	1.4X	33%	30%	25%	21%	2%	1%	1%	1%	13%	29%	15%	14%	
韩国汽车企业均值								23%	10.1X	7.6X	6.7X	6.5X	2.6X	1.8X	1.4X	1.2X	27%	27%	23%	19%	1%	1%	1%	1%	18%	20%	15%	14%
PEUP.PA	Peugeot	卖出	14.39	4,467	11.0	-24%	-23%	2.8X	3.2X	4.7X	4.2X	0.2X	0.2X	0.2X	0.2X	9%	7%	5%	5%	7%	0%	0%	0%	8%	6%	6%	6%	
VOLVb.ST	Volvo	中性	99.20	31,810	117.0	18%	23%	18.5X	11.3X	12.3X	10.6X	2.8X	2.4X	2.1X	1.9X	16%	23%	18%	19%	3%	4%	4%	4%	13%	16%	15%	15%	
SCVb.ST	Scania	卖出	130.30	15,633	137.0	5%	-10%	11.5X	11.1X	14.1X	12.3X	3.5X	3.0X	2.7X	2.5X	34%	28%	19%	20%	4%	4%	4%	4%	20%	16%	13%	13%	
RENA.PA	Renault	中性	41.00	16,083	47.0	15%	10%	5.8X	5.8X	4.8X	3.5X	0.5X	0.5X	0.5X	0.4X	10%	8%	9%	12%	1%	3%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	
BMW.GE	BMW	买入*	71.85	60,624	119.0	66%	-29%	14.6X	9.6X	8.8X	8.3X	2.0X	1.7X	1.5X	1.4X	15%	19%	18%	17%	2%	4%	5%	5%	16%	15%	14%	13%	
PSHG_p.DE	Porsche (pref)	中性	46.85	19,033	64.0	37%	131%	na	3.0X	5.0X	4.2X	0.5X	0.9X	0.9X	0.9X	42%	28%	17%	21%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	1%	1%	
MANG.DE	MAN SE	卖出	84.89	16,364	94.0	11%	3%	16.0X	10.1X	15.2X	12.7X	2.1X	1.8X	1.7X	1.6X	14%	19%	12%	13%	2%	3%	3%	4%	7%	11%	9%	9%	
FIA.MI	Fiat	买入*	4.74	7,920	8.4	77%	56%	9.5X	5.3X	3.9X	2.9X	0.2X	0.6X	0.5X	0.4X	2%	10%	14%	16%	1%	2%	3%	5%	7%	13%	13%	12%	
DAIGHn.DE	Daimler AG	买入*	47.88	67,726	88.0	80%	14%	11.3X	8.7X	8.7X	6.5X	1.4X	1.3X	1.2X	1.0X	13%	15%	14%	17%	4%	5%	5%	6%	14%	10%	10%	12%	
VOWG_p.DE	Volkswagen (Pref)	买入*	144.18	83,190	218.0	51%	26%	11.8X	4.4X	7.4X	6.5X	1.4X	1.1X	1.0X	0.9X	14%	29%	14%	14%	2%	3%	3%	12%	13%	10%	10%		
欧洲汽车企业均值								26%	11.3X	7.2X	8.5X	7.2X	1.5X	1.3X	1.2X	1.1X	17%	19%	14%	15%	2%	3%	3%	4%	11%	10%	10%	10%
7203.T	Toyota Motor	中性	3,320	143,540	3,600	8%	16%	49.7X	25.5X	36.7X	14.6X	1.0X	1.0X	1.0X	0.9X	2%	4%	3%	7%	1%	1%	1%	1%	14%	12%	8%	12%	
7269.T	Suzuki Motor	中性	1,912	13,451	2,100	10%	25%	30.5X	23.7X	19.5X	12.3X	1.1X	1.1X	1.0X	0.9X	4%	5%	6%	8%	1%	1%	1%	1%	9%	14%	8%	10%	
7201.T	Nissan Motor	买入*	796	45,122	1,050	32%	166%	76.5X	10.4X	10.8X	7.2X	1.2X	1.1X	1.1X	1.0X	2%	11%	10%	14%	0%	1%	2%	3%	11%	8%	11%	11%	
7202.T	Isuzu Motors	中性	430	9,149	460	7%	214%	86.7X	14.1X	8.8X	9.4X	2.4X	2.2X	1.8X	1.6X	3%	16%	23%	18%	1%	1%	2%	4%	9%	11%	11%	11%	
7267.T	Honda Motor	买入*	2,935	66,665	3,800	23%	-3%	19.8X	9.9X	21.3X	9.2X	1.2X	1.2X	1.2X	1.1X	6%	12%	6%	12%	1%	2%	2%	3%	16%	12%	18%	18%	
7205.T	Hino Motors	卖出	550	3,963	450	-18%	140%	na	na	21.9X	18.8X	1.7X	1.9X	1.8X	1.6X	-2%	-6%	8%	9%</									

图表37：估值概要：全球汽车零部件企业

估值概要 - 中国汽车零部件企业		股票代码	公司名称	计价货币	评级	收盘价	市值	目标价	潜在涨跌	每股盈利	市盈率				市净率				净资产回报率				股息收益率				投资资本现金回报率						
											增长% 10-12 CAGR		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E			
0868.HK	信义玻璃	港元	非高华覆盖	4.74	2,252	NA	NA	20%	-8%	9.5X	8.0X	6.6X	1.9X	1.7X	1.5X	20%	22%	24%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA			
1039.HK	畅丰车桥	港元	非高华覆盖	1.46	151	NA	NA	-8%	3%	3.3X	4.0X	3.9X	0.6X	0.6X	0.5X	17%	14%	13%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA			
0425.HK	敏实集团	港元	中性	8.97	1,245	9.88	10%	3%	9.3X	9.6X	8.8X	8.0X	1.4X	1.3X	115%	104%	17%	14%	14%	14%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
1057.HK	浙江世宝	港元	非高华覆盖	2.70	91	NA	NA	NA	NA	3.6X	2.8X	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA			
1899.HK	兴达国际	港元	中性	4.20	826	3.93	-6%	-19%	6.1X	10.0X	9.3X	7.3X	1.1X	1.0X	96%	87%	20%	11%	11%	13%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
港股均值																																	
600741.SS	华域汽车	人民币元	买入	10.40	4,267	12.09	16%	12%	10.7X	8.9X	8.5X	8.1X	1.9X	1.6X	139%	123%	19%	19%	18%	16%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
000581.SZ	威孚高科	人民币元	非高华覆盖	33.50	2,749	NA	NA	104%	51.8X	14.8X	12.4X	4.6X	3.7X	2.9X	9%	28%	26%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
600660.SS	福耀玻璃	人民币元	非高华覆盖	8.63	2,745	NA	NA	40%	16.6X	10.2X	8.5X	3.0X	2.6X	2.1X	18%	27%	27%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
600482.SS	风帆股份	人民币元	非高华覆盖	9.70	710	NA	NA	65%	52.4X	27.1X	19.3X	4.0X	3.6X	4.8X	8%	14%	21%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
002085.SZ	万丰奥威	人民币元	非高华覆盖	9.11	564	NA	NA	72%	41.8X	16.4X	14.2X	2.8X	2.7X	2.5X	7%	17%	18%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
000559.SZ	万里钱潮	人民币元	非高华覆盖	6.38	1,614	NA	NA	49%	28.9X	16.8X	13.1X	2.1X	2.5X	2.2X	7%	13%	18%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
A股均值																																	
全球同行行业																																	
股票代码																																	
				计价货币	评级	收盘价	市值	目标价	潜在涨跌	每股盈利	市盈率				市净率				净资产回报率				股息收益率				投资资本现金回报率						
				2/21/2012	百万美元	12个月	%	9.3X	9.6X	8.8X	8.0X	1.4X	1.3X	115%	104%	17%	14%	14%	14%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
0425.HK	敏实集团	港元	中性	8.97	1,245	9.88	10%	3%	9.3X	9.6X	8.8X	8.0X	1.4X	1.3X	115%	104%	17%	14%	14%	14%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
1899.HK	兴达国际	港元	中性	4.20	826	3.93	-6%	-19%	6.1X	10.0X	9.3X	7.3X	1.1X	1.0X	96%	87%	20%	11%	11%	13%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
600741.SS	华域汽车	人民币元	买入	10.40	4,267	12.09	16%	12%	10.7X	8.9X	8.5X	8.1X	1.9X	1.6X	139%	123%	19%	19%	18%	16%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
中国汽车零部件企业均值																																	
BOSH.BO	Bosch India	印度卢比	买入	7,707	4,908	8,625	12%	23%	28.2X	22.0X	18.8X	5.9X	4.8X	4.0X	23%	24%	23%	1%	1%	1%	29%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%		
012330.KS	Hyundai Mobis	韩元	中性	277,000	24,022	340,000	23%	14%	10.8X	8.9X	8.3X	2.7X	2.0X	1.6X	28%	25%	21%	1%	1%	1%	24%	25%	11%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
060980.KS	Mando	韩元	中性	162,500	2,636	179,000	10%	16%	14.8X	13.3X	11.1X	2.4X	2.1X	1.8X	18%	17%	18%	1%	1%	1%	16%	22%	14%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
韩国汽车零部件企业均值																																	
ALV	Autoliv Inc.	美元	卖出	67.94	6,065	80.00	18%	-6%	10.0X	9.7X	11.3X	1.7X	1.5X	1.3X	23%	21%	15%	1%	3%	3%	17%	14%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
CONG.DE	Continental	欧元	买入	69.30	18,385	105.24	52%	42%	14.3X	8.8X	7.0X	2.4X	1.9X	1.6X	12%	19%	20%	0%	0%	1%	11%	11%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
ZILGn.DE	Erlingklinger	欧元	卖出	24.88	2,091	23.36	-6%	22%	22.4X	15.0X	15.1X	3.0X	2.7X	2.4X	16%	19%	17%	1%	2%	2%	17%	15%	14%	1%	2%	2%	9%	11%	12%	1%	1%	1%	
EPED.PA	Faurecia	欧元	买入	20.82	3,048	36.00	73%	46%	11.2X	6.2X	5.3X	2.8X	2.0X	1.5X	60%	43%	36%	1%	2%	2%	9%	11%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
GKNL	GKN	英镑	卖出	225.50	5,541	273.84	21%	6%	10.6X	12.8X	9.4X	2.7X	2.3X	2.0X	25%	23%	24%	2%	3%	4%	8%	8%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
LEOGn.DE	Leoni	欧元	中性	38.74	1,679	44.93	16%	38%	15.0X	7.8X	7.9X	2.4X	1.8X	1.5X	16%	25%	21%	2%	4%	3%	10%	16%	16%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
NRE1.V.HE	Nokian Renkaat	欧元	买入	34.28	5,894	50.00	46%	47%	25.6X	14.3X	11.8X	4.7X	3.7X	3.2X	20%	29%	29%	2%	4%	4%	22%	21%	26%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
PECI.MI	Pirelli	欧元	买入*	8.12	5,210	14.32	76%	43%	16.1X	11.9X	7.9X	2.0X	1.8X	1.6X	12%	16%	22%	2%	3%	5%	8%	7%	9%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
VLOF.PA	Valeo	欧元	买入	40.53	4,262	58.76	45%	7%	8.3X	7.6X	7.3X	1.8X	1.5X	1.3X	25%	22%	20%	3%	3%	4%	11%	10%	10%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
欧洲汽车零部件企业均值																																	
7259.T	Aisin Seiki	日元	中性	2,809	10,379	2,850	1%	67%	47.6X	11.4X	17.1X	1.2X	1.1X	1.2X	3%	10%	7%	1%	2%	2%	12%	10%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
6902.T	Denso	日元	中性	2,628	29,133	2,750	5%	9%	28.8X	14.8X	24.3X	1.1X	1.1X	1.1X	4%	7%	5%	1%	2%	2%	9%	9%	7%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
7296.T	FCC	日元	买入	1,832	1,209	2,100	15%	78%	40.9X	11.4X	13.0X	1.4X	1.3X	1.3X	3%	12%	10%	1%	2%	2%	9%	13%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
7251.T	Keihin	日元	买入	1,594	1,479	1,700	7%	-28%	15.4X	9.6X	29.5X	1.0X	1.0X	1.0X	7%	10%	3%	1%	2%	2%	8%	10%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
7230.T	Nissin Kogyo	日元	中性	1,345	1,104	1,350	0%	26%	33.9X	13.2X	21.3X	1.1X	1.0X	1.0X	3%	8%	5%	1%	2%	2%	10%	12%	9%	1%	1%								

调整盈利预测的理由

我们在本报告中将所研究企业的2012年每股盈利预测调整了-27%至+7%。以下概述了针对各公司的具体调整理由。我们还微调了对华晨汽车、长城汽车H股和华域汽车的预测。

- **上汽集团：**我们将11E/12E/13E年的每股盈利预测微调了-4%/0%/0%，因荣威/名爵销量低于预期（不过五菱宝骏的强劲收入对此有所弥补）；公司1月31日发布的盈利预增公告显示2011年净利润至少增长了40%，我们认为至少15-20%的盈利增幅可归功于其母公司上汽集团向上海汽车注入华域汽车60%权益及其它汽车资产的推动。该交易已于2011年12月完成，我们也已调整了自己的模型以体现资产注入的影响。
- **一汽轿车：**由于马自达和奔腾销量双双下滑且新品推出延迟，我们下调了盈利预测。在我们看来，由于小型车竞争激烈，最新推出的欧朗品牌销售增长潜力有限。此外，结构性成本因产能扩张和引擎/传动装置研发而提高，日元走强的不利影响以及新产品推出滞后有可能继续影响收益。公司2011年1月19日发布的盈利预警显示2011年净利润较2010年至多下降80%。我们因此将11/12E/13E盈利预测调整了64%/17%/11%。
- **东风集团：**我们将2011/12E/13E年收入预测上调了1%/7%/7%，主要缘于东风日产和东风本田分别上调了销量目标（前者从2011年的80万辆提高到2012年的100万辆，后者从2011年的27万辆提高到2012年的35万辆）。预计随着新款骊威、轩逸、思域和CRV的上市，2012年东风日产/本田的产品更新换代率将保持稳定。我们预计价格侵蚀的风险加大，对力求实现激进销量目标的东风日产而言尤其如此，但是我们认为东风集团有望通过将成本压力转嫁至上游供应商而保持利润率的相对稳定。因此我们将11/12E/13E盈利预测调整了0%/6%/4%。
- **吉利汽车：**因为新车型推出晚于预期，而自由舰和远景等老化车型的销量滑坡速度快于预期，吉利汽车2011年销量仅为43万辆，略低于预期。受益于较高的更新换代率（我们预计吉利汽车的更新换代率为27%/14%，高于23%/14%），我们预计2012年销量同比增幅将重新达到20%。与此同时我们略微削减了价格/利润率预测，以反映激烈的竞争和成都/济南/湘潭新厂带来的成本压力。因此，我们将11/12E/13E年销量预测调整了-6%/-1%/+2%，将盈利预测调整了6%/-5%/-1%。
- **广汽集团：**我们预计尽管广汽集团今年更新换代率较高，但对于公司而言2012年仍将是艰难的一年。丰田新凯美瑞有望给2012年全年带来提振，但其表现并不令人满意，因其内饰、外观和动力总成均与上一代车型相仿。本田将在2013年更新其主要车型（雅阁和思迪）。虽然2012年1月证监会批准了广汽集团与广汽长丰的合并计划，但我们认为广汽集团与菲亚特和三菱兴建的两家新合资企业不可能在2012年即贡献盈利。我们将广汽集团11/12E/13E年盈利预测调整了0%/-12%/-1%，以反映2012年广汽丰田/本田销量仅能从2011年因日本地震和泰国洪水造成的低点疲弱反弹。
- **中国重汽：**我们将2011/12E/13E年的盈利预测上调了18%/6%/13%，主要受强劲的重卡出口（2011年达到了2万辆）所推动，不过2012年重卡市场整体预测下调3.5%将部分抵消这一利好势头。因基于曼集团技术的新型重卡推出日期从2012年下半年延迟到2013年，预计公司2012年盈利增长将略显疲弱。
- **潍柴动力(H/A股)：**我们将2011/12/13年盈利预测下调1%/3%/2%，主要由于2012年重卡市场预测下调3.5%。
- **敏实集团：**随着日本品牌汽车从2011年的低点复苏，我们预计敏实集团收入将在2012年重新开始增长。但由于国内汽车市场竞争激烈，我们看到汽车OEM厂家面临的定价压力日益上升。快速增长的海外市场所能贡献的毛利率可能低于国内市场。因此，我们将2011/12E/13E年盈利预测分别下调了8%/11%/14%。
- **江淮汽车：**鉴于2012年重卡市场整体预测下调、对巴西出口弱于预期（巴西自2011年12月开始对进口车或国产化率低于65%的本地生产汽车加收30%关税）以及国内市场竞争激烈，我们下调了对江淮汽车的盈利预测。我们同时认为公司2012年产能利用率降低的风险加大，因为江淮汽车计划在2012年中启动建于合肥、年产能20万辆的新乘用车工厂。公司还有可能在巴西建设新厂以扫清关税壁垒。综合上述因素，我们将11/12E/13E年每股盈利预测下调5%/27%/26%。

- 比亚迪：**我们将2011/12E/13E年盈利预测分别上调了2%/7%/8%，以反映(1)少数股东权益因比亚迪电子盈利疲弱而低于预期（比亚迪拥有比亚迪电子65%的股权）；2)新一代F3和F6产品对销售量的进一步推动。我们在2011年1月19日发表的报告：“**比亚迪(1211.HK)：因轿车销售前景改善而上调盈利预测和目标价：估值仍充分；卖出**”中已记入了S6和G6前景向好所带来的影响。
- 兴达国际：**出于对轮胎钢帘线定价/利润率的担忧，我们将兴达国际2012/13年的盈利预测下调8%/2%。我们认为2011年下半年以来的固定资产投资和物流活动疲弱将导致卡车轮胎/轮胎钢帘线需求降低。我们认为随着行业产能利用率下降，价格侵蚀的风险将进一步上升。但作为行业龙头，兴达国际利润率受侵蚀的程度将小于那些规模较小的同类企业。我们还预计，随着宏观环境的放松，对轮胎钢帘线的需求将在2012年下半年开始回升。

图表38：盈利预测调整概要

盈利预测调整(人民币)				2011预测			2012预测			2013预测		
国内上市公司		新	旧	差异	新	旧	差异	新	旧	差异	新	旧
600104.SS	上汽集团	1.81	1.89	-4%	2.09	2.08	0%	2.21	2.20	0%		
000800.SZ	一汽轿车	0.21	0.57	-64%	0.80	0.96	-17%	1.02	1.15	-11%		
000625.SZ	长安汽车(A)	0.20	0.20	0%	0.31	0.31	0%	0.35	0.35	0%		
600418.SS	江淮汽车	0.47	0.50	-5%	0.56	0.76	-27%	0.63	0.85	-26%		
600741.SS	华域汽车	1.17	1.17	0%	1.22	1.23	0%	1.29	1.29	0%		
000338.SZ	潍柴动力(A)	3.55	3.58	-1%	3.77	3.87	-3%	4.08	4.19	-2%		
海外上市公司		新	旧	差异	新	旧	差异	新	旧	差异	新	旧
0489.HK	东风集团	1.31	1.32	0%	1.42	1.35	6%	1.45	1.40	4%		
0175.HK	吉利汽车	0.19	0.21	-6%	0.22	0.23	-5%	0.25	0.26	-1%		
1211.HK	比亚迪	0.39	0.38	2%	0.29	0.27	7%	0.41	0.38	8%		
2238.HK	广汽集团	0.61	0.61	0%	0.70	0.80	-12%	0.82	0.82	1%		
2333.HK	长城汽车	1.23	1.23	0%	1.41	1.41	0%	1.49	1.49	0%		
3808.HK	中国重汽	0.49	0.41	18%	0.46	0.44	6%	0.58	0.51	13%		
0425.HK	敏实集团	0.76	0.82	-8%	0.83	0.93	-11%	0.91	1.05	-14%		
1899.HK	兴达国际	0.34	0.34	0%	0.37	0.40	-8%	0.47	0.48	-2%		
2338.HK	潍柴动力(H)	3.55	3.58	-1%	3.77	3.87	-3%	4.08	4.19	-2%		
200625.SZ	长安汽车(B)	0.20	0.20	0%	0.31	0.31	0%	0.35	0.35	0%		
1114.HK	华晨中国	0.35	0.35	1%	0.48	0.47	1%	0.63	0.62	1%		

注：吉利的每股盈利数据为摊薄后数据。

资料来源：高华证券研究预测

东风汽车(0489.HK)：因强劲的产品周期和销售潜力而上调至买入评级

投资机会

1. 2012年销量目标高于预期，东风日产/东风本田2012年的销量目标同比增长25%/30%；
2. 2011/12/13年的产能利用率将持稳于110%/110%/115%；
3. 2012/13年的车型更新换代率将持稳于20%/16%；
4. 拥有强劲的成本控制能力，东风日产尤其明显，其自主品牌启辰的定价策略激进、采购成本节余相当可观（至多30%）；
5. 对东风集团的重组预期有望进一步推动市场情绪升温（特别是英菲尼迪的本土化生产以及公司将与沃尔沃卡车兴建一家合资企业）。

推动因素

我们预计未来12个月的推动因素在于市场份额和盈利的持续增长，以及来自对英菲尼迪本土化和与沃尔沃卡车合资建厂的集团重组预期。

估值

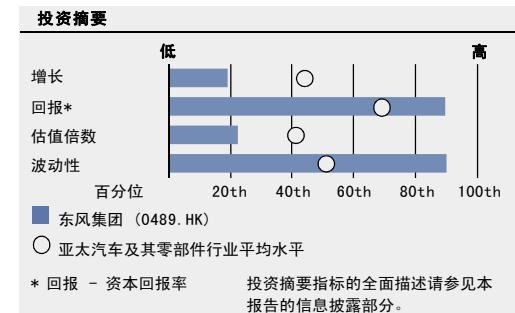
基于9.07倍的市盈率-净资产回报率估值比率，我们将东风汽车12个月目标价格从14.00港元上调至17.76港元，较2月21日收盘价15.60港元存在13.8%的上行空间。新目标价格对应10.1倍/2.2倍的2012年预期市盈率/市净率，当前股价对应8.9倍/1.9倍的2012年预期市盈率/市净率。

主要风险

价格侵蚀状况较预期严重，采购成本节余少于预期，激烈竞争导致销量增长慢于预期。东风本田销售复苏较慢。

所属投资名单
亚太买入名单

行业评级：中性



主要数据

	当前			
股价 (HK\$)	15.60			
12个月目标价格 (HK\$)	17.76			
市值 (HK\$ mn / US\$ mn)	134,411.5 / 17,334.0			
外资持股比例 (%)	--			
	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
每股盈利 (Rmb)	1.27	1.31	1.42	1.45
每股盈利增长 (%)	75.7	2.9	8.5	2.0
每股摊薄盈利 (Rmb)	1.27	1.31	1.42	1.45
每股基本盈利 (Rmb)	1.27	1.31	1.42	1.45
市盈率 (X)	9.9	9.7	8.9	8.7
市净率 (X)	2.9	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA (X)	3.6	4.8	4.1	3.7
股息收益率 (%)	1.4	1.7	2.0	2.3
净资产回报率 (%)	33.9	26.8	23.6	20.2



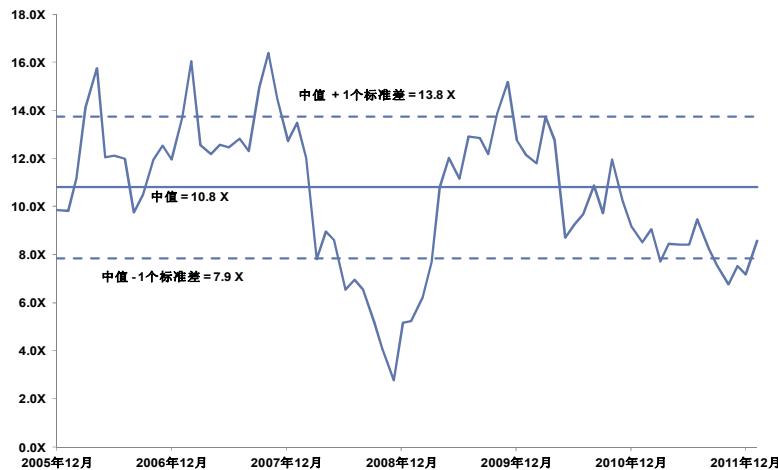
股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	35.4	24.2	4.7
相对于MSCI中国指数	17.2	13.0	12.9

-2146826273

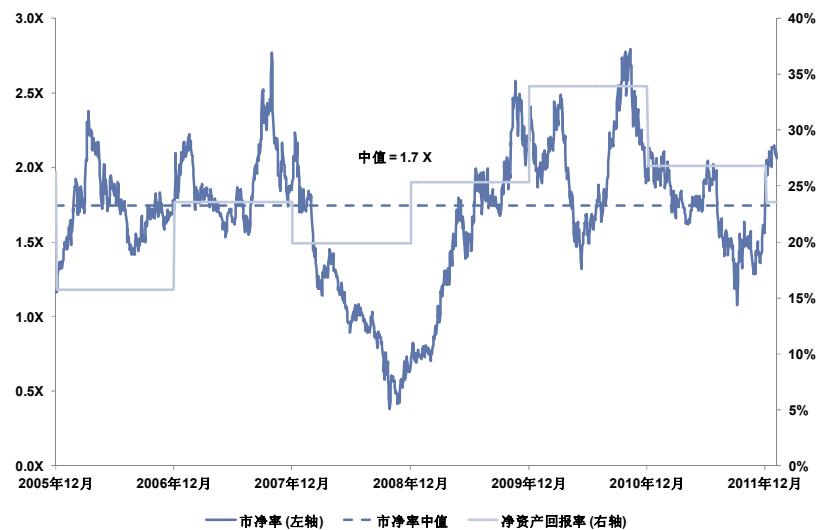
东风集团(0489.HK)历史交易区间

图表39：12个月预期市盈率的市场预测



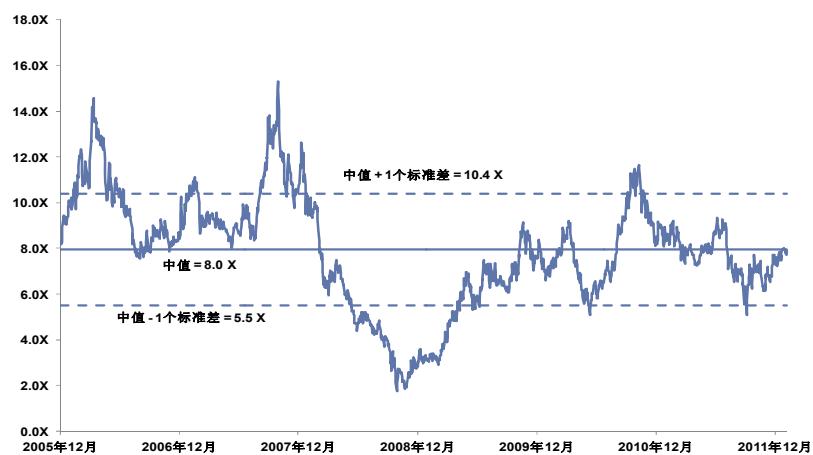
资料来源: Datastream、IBES

图表41：市净率-净资产回报率



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

图表40：12个月预期市盈率（历史实际值+高华预测）



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

图表42：EV/EBITDA



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

东风集团(0489.HK): 财务概要

损益表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E	资产负债表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入	122,395.0	135,864.8	152,720.6	166,361.3		现金及等价物	41,404.0	41,543.3	44,154.6	46,773.5	
主营业务成本	(92,048.0)	(105,702.8)	(118,816.6)	(129,928.2)		应收账款	19,492.0	23,078.4	25,941.6	28,258.6	
销售、一般及管理费用	(14,168.0)	(14,265.8)	(15,882.9)	(17,467.9)		存货	13,935.0	16,002.2	17,987.5	19,669.6	
研发费用	--	--	--	--		其它流动资产	7,506.0	11,056.0	11,608.8	12,189.2	
其它营业收入/ (支出)	851.0	679.3	763.6	831.8		流动资产	82,337.0	91,679.8	99,692.5	106,891.0	
EBITDA	17,030.0	16,575.5	18,784.6	19,797.0		固定资产净额	18,551.0	23,230.3	27,553.3	31,272.9	
折旧及摊销	(3,985.0)	(3,241.4)	(3,767.8)	(4,221.4)		无形资产净额	2,773.0	2,360.3	1,947.5	1,534.8	
EBIT	13,045.0	13,334.1	15,016.9	15,575.6		长期投资	1,394.0	1,749.2	2,175.4	2,572.2	
利息收入	679.0	956.9	960.1	1,020.5		其它长期资产	5,567.0	6,133.0	6,439.7	6,761.6	
财务费用	(229.0)	(214.0)	(227.8)	(227.8)		资产合计	110,622.0	125,152.6	137,808.4	149,032.5	
联营公司	296.0	355.2	426.2	396.7							
其它	792.0	1,100.0	700.0	500.0		应付账款	35,787.0	38,199.8	39,683.8	39,835.3	
税前利润	14,583.0	15,532.2	16,875.4	17,265.1		短期贷款	3,271.0	5,271.0	5,271.0	5,271.0	
所得税	(3,006.0)	(3,572.4)	(3,881.3)	(3,971.0)		其它流动负债	23,598.0	23,869.3	24,268.5	24,561.8	
少数股东损益	(596.0)	(658.4)	(737.3)	(797.7)		流动负债	62,656.0	67,340.1	69,223.3	69,668.1	
优先股股息前净利润	10,981.0	11,301.4	12,256.8	12,496.4		长期贷款	6,289.0	5,989.0	5,989.0	5,989.0	
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0		其它长期负债	341.0	350.0	350.0	350.0	
非经常性项目前净利润	10,981.0	11,301.4	12,256.8	12,496.4		长期负债	6,630.0	6,339.0	6,339.0	6,339.0	
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0		负债合计	69,286.0	73,679.1	75,562.3	76,007.1	
净利润	10,981.0	11,301.4	12,256.8	12,496.4							
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	1.27	1.31	1.42	1.45		优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	1.27	1.31	1.42	1.45		普通股权益	37,494.0	46,973.1	57,008.5	66,990.0	
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	1.27	1.31	1.42	1.45		少数股东权益	3,842.0	4,500.4	5,237.7	6,035.4	
每股股息 (Rmb)	0.18	0.21	0.26	0.29		负债及股东权益合计	110,622.0	125,152.6	137,808.4	149,032.5	
股息支付率 (%)	14.1	16.1	18.1	20.1							
自由现金流收益率 (%)	12.3	0.0	3.9	4.2		每股净资产 (Rmb)	4.35	5.45	6.62	7.77	
增长率和利润率 (%)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E							
主营业务收入增长率	33.4	11.0	12.4	8.9							
EBITDA增长率	61.2	(2.7)	13.3	5.4							
EBIT增长率	65.6	2.2	12.6	3.7							
净利润增长率	75.7	2.9	8.5	2.0							
每股盈利增长	75.7	2.9	8.5	2.0							
毛利率	24.8	22.2	22.2	21.9							
EBITDA利润率	13.9	12.2	12.3	11.9							
EBIT利润率	10.7	9.8	9.8	9.4							
现金流量表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E							
优先股股息前净利润	10,981.0	11,301.4	12,256.8	12,496.4							
折旧及摊销	3,985.0	3,241.4	3,767.8	4,221.4							
少数股东权益	596.0	658.4	737.3	797.7							
运营资本增减	2,708.0	(3,240.7)	(3,364.5)	(3,847.7)							
其它	(1,192.0)	(4,462.2)	(1,285.7)	(1,299.2)							
经营活动产生的现金流	17,078.0	7,498.2	12,111.6	12,368.6							
资本开支	(5,278.0)	(7,472.6)	(7,636.0)	(7,486.3)							
收购	0.0	0.0	0.0	0.0							
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0							
其它	15,107.0	(35.4)	(42.0)	(42.0)							
投资活动产生的现金流	9,829.0	(7,508.0)	(7,678.0)	(7,528.3)							
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(776.0)	(1,551.0)	(1,822.3)	(2,221.5)							
借款增减	(2,081.0)	1,700.0	0.0	0.0							
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0							
其它	0.0	0.0	0.0	0.0							
筹资活动产生的现金流	(2,857.0)	149.0	(1,822.3)	(2,221.5)							
总现金流	24,050.0	139.3	2,611.3	2,618.8							
比率											
净资产回报率 (%)	33.9	26.8	23.6	20.2							
总资产回报率 (%)	11.2	9.6	9.3	8.7							
平均运用资本回报率 (%)	65.4	74.2	49.2	37.9							
存货周转天数	45.0	51.7	52.2	52.9							
应收账款周转天数	48.4	57.2	58.6	59.5							
应付账款周转天数	123.1	127.7	119.6	111.7							
净负债/股东权益 (%)	(77.0)	(58.8)	(52.8)	(48.6)							
EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM							
估值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E							
基本市盈率 (X)	9.9	9.7	8.9	8.7							
市净率 (X)	2.9	2.3	1.9	1.6							
EV/EBITDA (X)	3.6	4.8	4.1	3.7							
股息收益率 (%)	1.4	1.7	2.0	2.3							

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

长城汽车A股(601633.SS): 中性评级；2012年的强劲增长已在股价中有所反映

投资观点

- 我们在2010年10月5日对长城汽车H股进行了首次评级，更多详细信息请参见“中国：汽车：买入长城汽车，对广汽的首次评级为中性；其它汽车股评级调整”。长城汽车于2011年9月在A股市场上市。
- 长城汽车曾是一家皮卡/SUV生产企业，并自2008/2009年起开始进军轿车市场。2011年公司的紧凑型C30轿车销量达到15.3万辆，并成为去年轿车市场的热销车型之一。
- 预计公司2011/12E/13E年的车型更新换代率将分别达到30%/30%/4%，2012年销量增长的可预见性良好，H6 SUV和C50紧凑型轿车这两大新车型将带来主要推动；2013年新车型的可预见性较低，我们预计可预见性将在2012年4月份北京车展之后有所改观，届时公司或将展示即将推出的新品；
- 预计公司2011/12E/13E年产能利用率将分别达到114%/94%/81%，如上所述，如果新品可预见性改善，那么2013年的产能利用率数据应该会有所提高；
- 2012年收入/盈利有望强劲增长27%/14%（预计2011-14E年均复合增长率分别为16%/12%）；

估值

当前股价对应9.7倍/2.1倍2012年预期市盈率/市净率，我们认为估值合理。我们的12个月目标价格为人民币14.12元，对应10.0倍/2.2倍的2012年预期市盈率/市净率，较2月21日收盘价13.63元存在3.6%的潜在上行空间。

主要风险

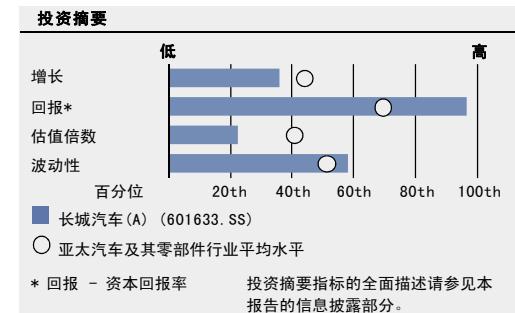
出口增长高于/低于预期；价格侵蚀状况好于/差于预期；本土市场、特别是紧凑型SUV和轿车的销量增长高于/低于预期。

行业背景

长城汽车是一家在沪港两地上市的本土乘用车生产企业。2011年公司的市场份额相对其它本土品牌有所增长。

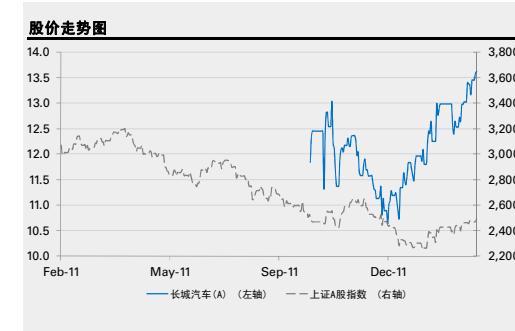
所属投资名单

行业评级：中性



主要数据

	当前			
股价 (Rmb)	13.63			
12个月目标价格 (Rmb)	14.12			
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	38,358.1 / 6,089.5			
外资持股比例 (%)	--			
	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
每股盈利 (Rmb)	0.99	1.23	1.41	1.49
每股盈利增长 (%)	169.2	25.0	14.4	5.9
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.99	1.23	1.41	1.49
每股基本盈利 (Rmb)	0.99	1.23	1.41	1.49
市盈率 (X)	13.8	11.1	9.7	9.1
市净率 (X)	3.7	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA (X)	NM	6.4	5.5	4.8
股息收益率 (%)	1.5	1.7	3.1	3.3
净资产回报率 (%)	30.7	26.0	23.6	21.4



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	17.6	--	--
相对于上证A股指数	19.2	--	--

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为2/21/2012收盘价)

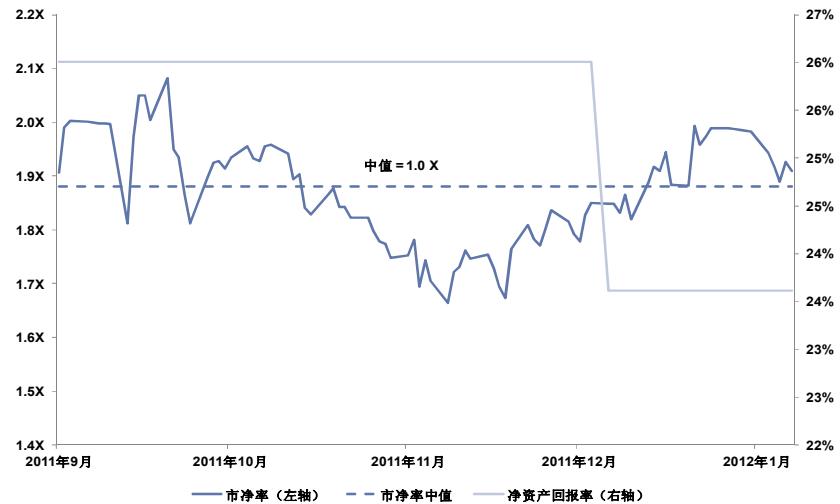
长城汽车A股(601633.SS)历史交易区间

图表43：股价表现与沪深300指数的比较



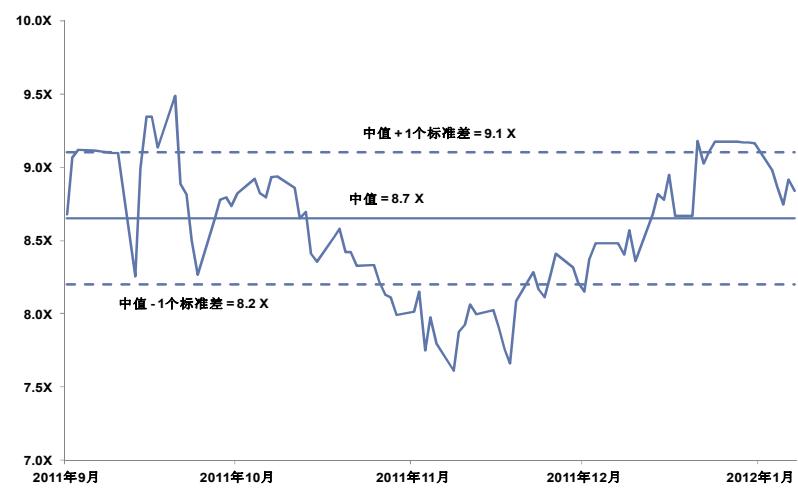
资料来源: Datastream、IBES.

图表45：市净率-净资产回报率



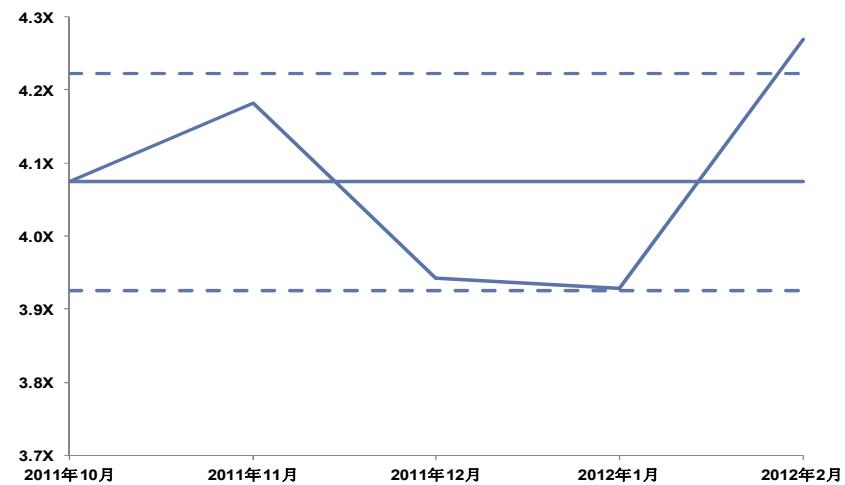
资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测.

图表44：12个月预期市盈率（历史实际值+高华预测）



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测.

图表46：EV/EBITDA



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测.

长城汽车A股(601633.SS): 财务概要

损益表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E	资产负债表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入		22,986.1	30,140.4	38,302.5	43,427.4	现金及等价物		3,094.6	8,757.5	9,305.2	10,211.1
主营业务成本		(17,581.3)	(23,069.0)	(29,488.6)	(33,564.5)	应收账款		8,053.1	10,322.0	12,592.6	13,087.7
销售、一般及管理费用		(1,943.9)	(2,384.5)	(2,915.3)	(3,392.2)	存货		2,103.7	3,160.1	4,039.5	4,597.9
研发费用		--	--	--	--	其它流动资产		1,573.2	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/（支出）		0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	14,824.6	22,239.7	25,937.4	27,896.7	
EBITDA		3,460.9	4,686.8	5,898.6	6,470.7	固定资产净额		7,312.7	10,147.4	12,977.8	15,678.7
折旧和摊销		(528.2)	(782.1)	(999.9)	(1,207.6)	无形资产净额		2.2	2.2	2.2	2.2
EBIT		2,932.7	3,904.7	4,898.7	5,263.1	长期投资		148.8	167.3	185.7	204.1
利息收入		7.8	37.5	70.5	76.9	其它长期资产		1,410.0	1,410.0	1,410.0	1,504.3
财务费用		0.0	(6.1)	(12.1)	(6.1)	资产合计	23,698.3	33,966.6	40,513.1	45,286.0	
联营公司		56.3	2.6	2.6	2.6	应付账款		8,279.3	11,376.5	14,138.4	15,632.8
其它		44.4	107.6	107.6	107.6	短期贷款		25.8	225.8	225.8	25.8
税前利润		3,041.2	4,046.3	5,067.3	5,444.1	其它流动负债		3,582.4	3,738.6	4,322.7	4,398.8
所得税		(214.2)	(404.4)	(557.1)	(653.0)	流动负债	11,887.5	15,340.9	18,886.9	20,057.3	
少数股东损益		(126.3)	(171.3)	(217.2)	(244.6)	长期贷款		0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股东前净利润		2,700.7	3,470.7	4,293.0	4,546.5	其它长期负债		1,410.5	1,410.5	1,411.0	1,411.5
优先股息		0.0	0.0	0.0	0.0	负债合计	13,298.0	16,751.3	20,097.8	21,468.8	
非经常性项目前净利润		2,700.7	3,470.7	4,293.0	4,546.5	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	
税后非经常性损益		0.0	0.0	0.0	0.0	普通股权益	10,015.1	16,676.5	19,681.6	22,864.1	
净利润		2,700.7	3,470.7	4,293.0	4,546.5	少数股东权益		385.2	538.8	733.7	953.1
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)		0.99	1.23	1.41	1.49	负债及股东权益合计	23,698.3	33,966.6	40,513.1	45,286.0	
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)		0.99	1.23	1.41	1.49	每股净资产(Rmb)		3.66	5.48	6.47	7.52
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)		0.99	1.23	1.41	1.49						
每股股息(Rmb)		0.20	0.23	0.42	0.45						
股息支付率(%)		20.3	18.8	30.0	30.0						
自由现金流收益率(%)		--	5.5	3.0	5.7						
增长率和利润率(%)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E	比率		12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入增长率		79.4	31.1	27.1	13.4	净资产回报率(%)		30.7	26.0	23.6	21.4
EBITDA增长率		186.0	35.4	25.9	9.7	总资产回报率(%)		14.0	12.0	11.5	10.6
EBIT增长率		252.7	33.1	25.5	7.4	平均运用资本回报率(%)		44.5	45.1	44.5	37.9
净利润增长率		169.2	28.5	23.7	5.9	存货周转天数		38.3	41.6	44.6	47.0
每股盈利增长		169.2	25.0	14.4	5.9	应收账款周转天数		90.8	111.3	109.2	107.9
毛利率		23.5	23.5	23.0	22.7	应付账款周转天数		130.3	155.5	157.9	161.9
EBITDA利润率		15.1	15.6	15.4	14.9	净负债/股东权益(%)		(29.5)	(49.6)	(44.5)	(42.8)
EBIT利润率		12.8	13.0	12.8	12.1	EBIT利息保障倍数(X)		NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E	估值		12/10	12/11E	12/12E	12/13E
优先股股东前净利润		2,700.7	3,470.7	4,293.0	4,546.5	基本市盈率(X)		13.8	11.1	9.7	9.1
折旧及摊销		528.2	782.1	999.9	1,207.6	市净率(X)		3.7	2.5	2.1	1.8
少数股东权益		126.3	171.3	217.2	244.6	EV/EBITDA(X)		NM	6.4	5.5	4.8
运营资本增减		(269.4)	(228.2)	(388.1)	441.0	股息收益率(%)		1.5	1.7	3.1	3.3
其它		105.6	1,554.7	(17.9)	(112.3)						
经营活动产生的现金流		3,191.5	5,750.7	5,104.0	6,327.4						
资本开支		(3,218.4)	(3,616.8)	(3,830.3)	(3,908.5)						
收购		(35.0)	0.0	0.0	0.0						
剥离		0.0	0.0	0.0	0.0						
其它		946.0	0.0	0.0	0.0						
投资活动产生的现金流		(2,307.5)	(3,616.8)	(3,830.3)	(3,908.5)						
支付股息的现金(普通股和优先股)		(273.8)	(547.6)	(703.8)	(1,287.9)						
借款增减		(76.2)	200.0	0.0	(200.0)						
普通股发行(回购)		0.0	3,894.4	0.0	0.0						
其它		(31.1)	(17.6)	(22.3)	(25.2)						
筹资活动产生的现金流		(381.2)	3,529.1	(726.1)	(1,513.1)						
总现金流		502.8	5,662.9	547.7	905.9						

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

比亚迪财务概要和部分加总法分析

图表47：针对比亚迪进行部分加总法分析

股价截至 2012 年 2 月 21 日

部分加总(港元)	保守假设	主要假设	基本假设	主要假设	乐观假设	基本假设
1. 内燃机汽车/汽车组装业务估值	10.23 假设2011年每股盈利下降10%		11.40 基于2012年预期市净率=0.7倍，给予80%现金流贴现法隐含的溢价，预期市盈率22.03倍		13.76 假设2011年每股盈利增长20%	
2. 动力电池	4.95 贴现现金流：收入永续增长率2%；EBITDA收入率逐步稳定在18%；每瓦时产能资本支出为国际标准的85%，加权平均资本成本=10.2%		9.05 贴现现金流：收入永续增长率3.5%；EBITDA收入率逐步稳定在20.5%；每瓦时产能资本支出为国际标准的80%；加权平均资本成本=10.2%		22.62 贴现现金流：收入永续增长率5%；EBITDA收入率逐步稳定在22.5%；每瓦时产能资本开支为国际标准的70%；加权平均资本成本=10.2%	
3. 太阳能电池板业务估值 (财报披露包含于动力电池部分)						
4. 手机零部件和组装服务	3.57 每股盈利较基本假设下降20%		4.47 2012年预期市净率=0.53倍，2012年预期市盈率=10.12倍		5.14 每股盈利较基本假设高15%	
4.1 比亚迪电子	1.91 同上		0.94 2012年预期市盈率10.12倍，与比亚迪电子相同		2.75 同上	
4.2 其他手机零部件	0.75 同上		1.13 2012年预期市盈率10.12倍，与比亚迪电子相同		1.08 同上	
4.3 手机电池	0.90 同上				1.30 同上	
5. 少数股东损益/融资成本	(5.48)		(5.90)		(6.54)	
5.1 少数股东损益 - 比亚迪电子	(0.67) 比亚迪电子价值的35%		(0.84) 比亚迪电子价值的35%		(0.96) 比亚迪电子价值的35%	
5.2 其他少数股东损益和融资成本	(4.81) 较基本假设低5%		(5.07) 2012年预期市盈率=16.07倍，为内燃机汽车业务和比亚迪电子的平均值		(5.57) 较基本假设高10%	
总计 - 港元	13.27		19.01		34.98	
潜在涨跌空间(%)	-45.6%		-22.1%		43.4%	
比亚迪当前股价	24.40 港元					

注：比亚迪电子：0285.HK

注：严波宇负责对比亚迪电子 (0285.HK, 中性；2012年2月21日收于3.07港元) 的分析研究。

资料来源：Datastream、公司数据、高华证券研究预测

比亚迪 (1211.HK): 财务概要

损益表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E	资产负债表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入	46,685.3	46,791.4	52,717.5	57,972.1		现金及等价物	1,978.7	2,303.0	7,383.8	6,736.5	
主营业务成本	(36,239.3)	(37,433.1)	(42,174.0)	(46,261.7)		应收账款	8,299.4	7,691.7	8,665.9	9,529.7	
销售、一般及管理费用	(5,802.4)	(5,568.2)	(6,352.5)	(6,985.6)		存货	6,537.9	7,691.7	8,088.2	8,238.4	
研发费用	--	--	--	--		其它流动资产	1,736.6	2,735.9	2,735.9	2,735.9	
其它营业收入/（支出）	504.5	549.9	619.6	681.3		流动资产	18,552.5	20,422.4	26,873.8	27,240.5	
EBITDA	5,148.1	4,340.0	4,810.6	5,406.0		固定资产净额	25,044.0	30,971.0	31,447.3	31,610.5	
折旧和摊销	(2,181.7)	(2,832.9)	(2,922.0)	(2,938.6)		无形资产净额	1,288.7	1,043.9	799.1	554.3	
EBIT	2,966.4	1,507.1	1,888.6	2,467.5		长期投资	59.2	343.0	352.5	378.7	
利息收入	27.4	23.4	27.3	87.4		其它长期资产	8,930.3	9,071.2	9,071.2	9,071.2	
财务费用	(281.4)	(660.4)	(895.6)	(1,097.7)		资产合计	53,874.7	61,851.5	68,543.9	68,855.2	
联营公司	0.0	0.0	4.4	12.1							
其它	429.8	665.0	149.1	143.6		应付账款	11,033.4	16,409.0	16,176.3	15,209.3	
税前利润	3,142.3	1,535.1	1,173.8	1,612.9		短期贷款	11,003.5	11,003.5	11,003.5	11,003.5	
所得税	(223.7)	(276.3)	(210.5)	(288.1)		其它流动负债	6,638.3	6,638.3	6,638.3	6,638.3	
少数股东损益	(395.2)	(357.4)	(291.6)	(355.7)		流动负债	28,675.2	34,050.8	33,818.1	32,851.1	
优先股股息前净利润	2,523.4	901.4	671.7	969.1		长期贷款	3,049.0	3,049.0	9,049.0	9,049.0	
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0		其它长期负债	999.4	966.6	966.6	966.6	
非经常性项目前净利润	2,523.4	901.4	671.7	969.1		长期负债	4,048.4	4,015.6	10,015.6	10,015.6	
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0		负债合计	32,723.6	38,066.4	43,833.7	42,866.7	
净利润	2,523.4	901.4	671.7	969.1							
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	1.11	0.39	0.29	0.41		优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.11	0.39	0.29	0.41		普通股权益	18,460.3	20,783.7	21,455.4	22,424.5	
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.11	0.39	0.29	0.41		少数股东权益	2,690.8	3,001.4	3,254.9	3,564.0	
每股股息(Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00		负债及股东权益合计	53,874.7	61,851.5	68,543.9	68,855.2	
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0		每股净资产(Rmb)	8.11	8.83	9.11	9.53	
自由现金流收益率(%)	(8.7)	(1.5)	(1.8)	(1.3)							
增长率和利润率(%)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E	比率		12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入增长率	18.3	0.2	12.7	10.0	净资产回报率(%)	14.4	4.6	3.2	4.4		
EBITDA增长率	(20.0)	(15.7)	10.8	12.4	总资产回报率(%)	5.3	1.6	1.0	1.4		
EBIT增长率	(36.9)	(49.2)	25.3	30.6	平均运用资本回报率(%)	11.8	5.2	4.6	5.6		
净利润增长率	(33.5)	(64.3)	(25.5)	44.3	存货周转天数	55.1	69.4	68.3	64.4		
每股盈利增长	(37.3)	(64.9)	(26.7)	44.3	应收账款周转天数	70.7	62.4	56.6	57.3		
毛利率	22.4	20.0	20.0	20.2	应付账款周转天数	113.6	133.8	141.0	123.8		
EBITDA利润率	11.0	9.3	9.1	9.3	净负债/股东权益(%)	57.1	49.4	51.3	51.2		
EBIT利润率	6.4	3.2	3.6	4.3	EBIT利息保障倍数(X)	11.7	2.4	2.2	2.4		
现金流量表 (Rmb mn)		12/10	12/11E	12/12E	12/13E	估值		12/10	12/11E	12/12E	12/13E
优先股股息前净利润	2,523.4	901.4	671.7	969.1	基本市盈率(X)	17.9	50.9	69.5	48.2		
折旧及摊销	2,181.7	2,832.9	2,922.0	2,938.6	市净率(X)	2.4	2.2	2.2	2.1		
少数股东权益	395.2	357.4	291.6	355.7	EV/EBITDA(X)	24.6	13.3	12.3	11.1		
运营资本增减	(794.5)	4,829.3	(1,603.3)	(1,981.0)	股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0		
其它	71.9	(1,678.0)	(9.5)	(26.1)							
经营活动产生的现金流	4,377.7	7,243.0	2,272.5	2,256.2							
资本开支	(14,600.0)	(7,954.5)	(3,163.0)	(2,898.6)							
收购	0.0	0.0	0.0	0.0							
剥离	100.0	80.1	80.1	80.1							
其它	(254.0)	(419.7)	(70.6)	(38.5)							
投资活动产生的现金流	(14,754.0)	(8,294.1)	(3,153.5)	(2,856.9)							
支付股息的现金(普通股和优先股)	(750.8)	0.0	0.0	0.0							
借款增减	10,398.8	0.0	6,000.0	0.0							
普通股发行(回购)	0.0	79.0	0.0	0.0							
其它	390.1	1,296.2	(38.2)	(46.5)							
筹资活动产生的现金流	10,038.2	1,375.2	5,961.8	(46.5)							
总现金流	(338.1)	324.2	5,080.8	(647.3)							

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

信息披露附录

申明

本人，杨一朋，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

杨一朋：中国汽车行业

中国汽车行业：江淮汽车、华晨汽车、比亚迪、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、兴达国际

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬：华晨汽车(HK\$8.93)、东风集团(HK\$15.12)、吉利汽车(HK\$3.41)

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：华晨汽车(HK\$8.93)、比亚迪(HK\$24.90)、长安汽车A(Rmb4.85)、长安汽车B(HK\$2.93)、东风集团(HK\$15.12)、一汽轿车(Rmb10.56)、吉利汽车(HK\$3.41)、广汽集团(HK\$8.87)、敏实集团(HK\$9.59)、潍柴动力(A)(Rmb35.80)、潍柴动力(H)(HK\$43.50)

高盛高华在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系：华晨汽车(HK\$8.93)、比亚迪(HK\$24.90)、东风集团(HK\$15.12)、吉利汽车(HK\$3.41)、广汽集团(HK\$8.87)

没有对下述公司的具体信息披露：江淮汽车(Rmb7.54)、长城汽车(H)(HK\$15.06)、长城汽车(A)(Rmb14.35)、华域汽车(Rmb10.69)、上汽集团(Rmb15.97)、中国重汽(HK\$5.62)、兴达国际(HK\$4.10)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。**中性(N)：**未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。**谨慎(C)：**未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia 全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行人组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形 Goldman Sachs Australia 认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。