



汽车行业 2012 年系列报告之二

合资品牌谁能笑傲江湖？

强于大市（维持）

投资要点

- ❖ **报告缘起：**合资品牌乘用车总体市场份额相对稳定，但格局持续变化。投资人的疑问包括：日系合资公司为何份额节节退缩？韩系企业市场地位快速提升的原因是什么？福特中国发力，能否成为明日之星？本报告针对狭义乘用车市场，结合投资人关注，给出成功合资企业具备的三个条件：全球市场地位出色、针对中国市场推出适应性产品、本土优势（本土决策和较强的中方合作伙伴），只有齐聚三要素才能在中国市场笑傲江湖。
- ❖ **条件一：较强的全球市场地位。**中国乘用车市是全球竞争格局的缩影，德、美、日、韩、法等各种品牌均参与与中国市场竞争。较强的全球市场地位是品牌在中国畅销的重要条件。大众、通用等一线企业全球市场份额接近 10%，在中国市场亦有出色表现。近年来，韩系企业如现代、起亚市场地位快速提升，全球份额接近 8%，其合资公司在中国市场地位亦快速上行。
- ❖ **条件二：针对中国市场推出适应性产品。**中国汽车市场连续三年超越美国居全球首位，面对超过 1200 万辆庞大的狭义乘用车市场、渐趋成熟的中国消费者，以及独特的消费习惯，车企需要推出针对性产品。越来越多跨国公司更加重视中国市场，新车型上市速度与全球同步，亦针对中国市场推出适应性车型。大众表现尤为出色，中国市场份额高达 18%。丰田等日系车企受制于相对匮乏的产品投放，市场地位与全球不匹配，中国份额仅为 7%。
- ❖ **条件三：本土决策和本土合作，适应驱动因素不断变化的市场。**过去十年，尽管中国市场 CAGR 超过 20%，但周期波动显著，且驱动因素不断变化，从公车采购占主导，到汽车在一二线城市进入家庭，再到三四线城市需求快速启动；从首次购车到置换购车。合资公司放手本土决策，才能不断适应变化的市场。从管理层情况看，德系、美系、韩系等合资公司本土决策力量较强，日系企业决策的本土适应性偏弱。此外，中方合作伙伴的综合实力亦是影响合资企业市场地位的重要因素。
- ❖ **风险因素：**宏观经济增速放缓导致汽车需求不达预期，产能过快释放导致产品价格松动，高基数导致一季度销量增速偏低，通胀加剧导致原材料价格显著上涨等。
- ❖ **行业评级：**维持行业“强于大市”的评级。我们认为，德系、美系合资品牌具有较强的产品力和中国市场的品牌影响力，市场地位有望持续较强；韩系企业市场地位有望维持相对稳定；日系企业、福特合资公司存在市场地位改善的可能性。优势合资企业有望维持较强市场地位和盈利能力，业绩稳健增长。维持汽车行业“强于大市”评级，建议关注：上汽、华域、富维的长期投资机会，以及长安（福特）的阶段性改善机会。

中信证券研究部

李春波

电话：010-60838203
 邮件：lcb@citics.com
 执业证书编号：S1010510120010

许英博

电话：010-60838704
 邮件：xuyb@citics.com
 执业证书编号：S1010510120041

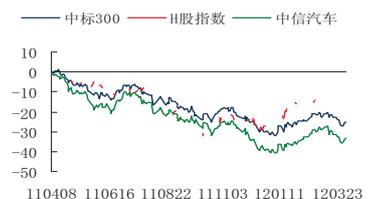
高嵩

电话：010-60838822
 邮件：gs@citics.com
 执业证书编号：S1010512020002

联系人：陈俊斌

电话：010-60836703
 邮件：chenjb@citics.com

行业相对中标300表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

- 1.《SUV 行业专题报告—SUV，自主品牌向上突围！》.....2012-2-24
- 2.《汽车行业 2012 系列报告之一 — 2012，汽车销量还能增长么？》.....2012-1-18
- 3.《汽车行业 2012 年投资策略—需求增速回升 优势公司受益》.....2011-12-07

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元)				市盈率 PE (倍)				PB	评级	变化
			11	12E	13E	14E	11	12E	13E	14E			
600104.SH	上汽集团	14.65	1.83	2.16	2.55	2.98	8	7	6	5	1.3	买入	维持
600741.SH	华域汽车	9.89	1.16	1.34	1.55	1.79	9	7	6	6	1.3	买入	维持
600805.SH	悦达投资	11.49	1.33	1.56	1.79	2.12	9	7	6	5	2.0	买入	维持
600742.SH	一汽富维	21.39	2.02	2.59	3.01	3.47	11	8	7	6	1.5	买入	维持

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价采用 2012 年 4 月 9 日收盘价

目录

报告缘起：合资品牌整体份额稳定，但格局持续变化	1
成功要素一：较强的全球市场地位	2
成功要素二：针对中国市场推出适应性产品	3
成功要素三：本土决策，适应驱动因素不断变化的市场	4
竞争格局演变：谁能笑傲江湖？	5
大众的王者归来	5
现代、起亚市场地位提升	5
日系车企在华份额节节退缩	6
丰田、福特能否成为明日之星	6
风险因素	7
行业评级及推荐公司	7

插图目录

图 1：过去十年，合资品牌整体市场地位（狭义乘用车份额）维持相对稳定	1
图 2：2000 年，中国狭义乘用车市场竞争格局	1
图 3：2011 年，中国狭义乘用车市场竞争格局	1
图 4：主流汽车品牌中国狭义乘用车市场份额变化	2
图 5：主流汽车品牌全球乘用车市场份额变化	2
图 6：大众的王者归来	5
图 7：现代-起亚市场地位提升	5
图 8：丰田中国市场份额明显低于其全球份额	6
图 9：日产依赖中国市场的全球地位持续提升	6

表格目录

表 1：中国已经成为全球最大的汽车市场（单位：万辆）	3
表 2：大众汽车在中国销售的车型数量多于其在德国、美国、日本的车型数量	3
表 3：主流合资公司管理层统计	4
表 4：合资企业综合实力比较表	7
表 5：重点上市公司盈利预测、估值及评级	8

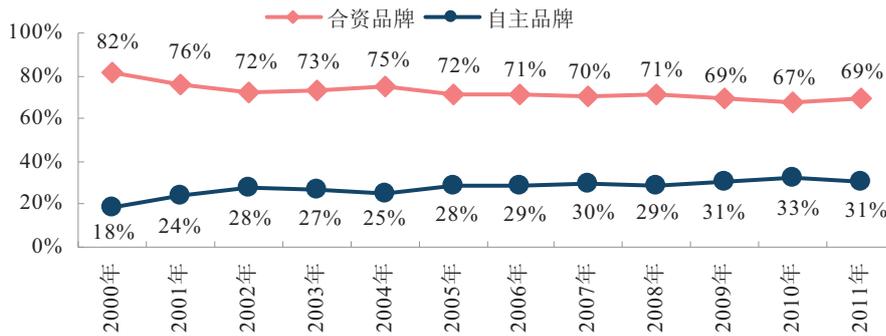
报告缘起：合资品牌整体份额稳定，但格局持续变化

引言：汽车行业有一个有意思的现状：狭义乘用车市场合资品牌占据主导地位，商用车市场（包括客车、卡车）则是自主品牌占据主导地位。研究中国狭义乘用车行业竞争格局，不能不把合资品牌作为一个独特的群体来分析。过去十年，合资品牌在中国市场上的总体份额相对稳定，但竞争格局发生了较大变化，主流企业盈利能力亦出现较大波动。**投资人关注：**

- （一）日系合资公司为何份额节节退缩？
- （二）韩系企业现代、起亚市场地位快速提升的原因是什么？
- （三）福特中国发力，能否成为明日之星？

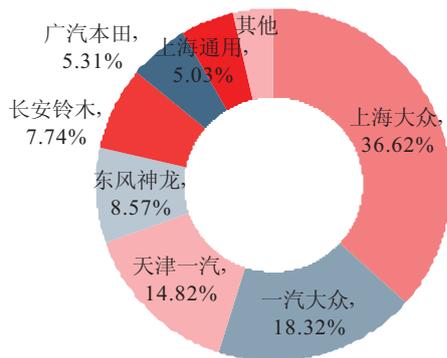
本报告针对市场关注，结合上海大众、一汽大众、东风悦达等合资企业的成功案例剖析，给出成功合资企业具备的三个条件：**即全球市场地位出色、针对中国市场推出适应性产品、本土决策与本土合作。**我们认为，只有同时具备这三个要素，才能在中国市场获得优秀的市场表现，方可笑傲江湖。

图 1：过去十年，合资品牌整体市场地位（狭义乘用车份额）维持相对稳定（单位：%）



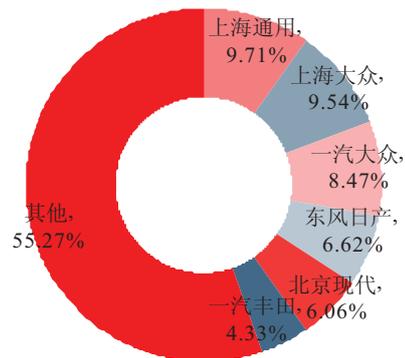
资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

图 2：2000 年，中国狭义乘用车市场竞争格局（%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

图 3：2011 年，中国狭义乘用车市场竞争格局（%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

注：本图仅体现了合资品牌份额，自主品牌列入其他项

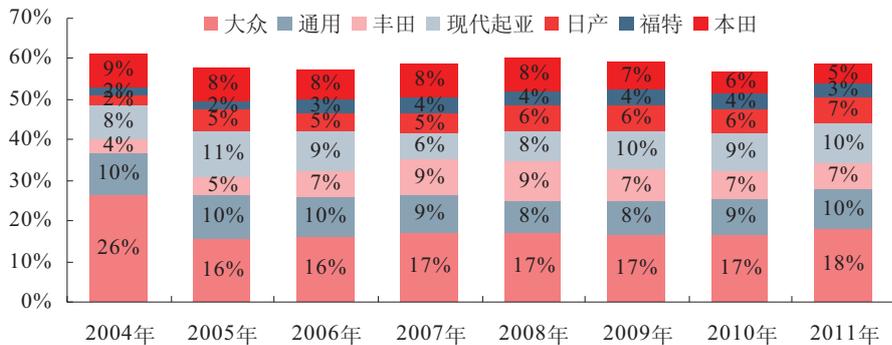
成功要素一：较强的全球市场地位

中国乘用车市是全球竞争格局的缩影。中国已经成为全球最大的汽车市场，也是竞争最为激烈的市场。德系（大众、奔驰、宝马、奥迪）、美系（通用、福特等）、日系（丰田、日产、本田等）、韩系（现代、起亚等）、法系（PSA、雷诺等）等各种品牌均已参与到中国市场竞争；此外，快速成长的自主品牌亦努力拓展生存空间。

较强的全球市场地位是品牌在中国旺销的重要条件。全球市场地位是汽车企业研发能力、品牌力、市场营销能力、管理能力等多方面竞争力的综合体现。只有全球市场表现出色的企业，才有希望在中国市场获得较强的市场地位。

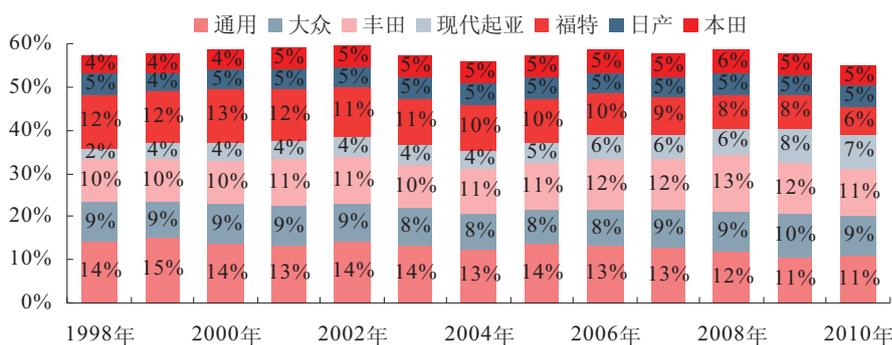
大众、通用等一线企业全球市场份额接近 10%，在中国市场亦有出色表现，分别是中国市场份额最高的品牌。大众更是凭借一汽大众、上海大众两家企业的出色表现获得中国市场 18% 的份额。近年来，韩系企业如现代、起亚市场地位快速提升，全球份额接近 8%，其合资公司在中国市场市场地位亦快速上行。丰田、日产等公司在中国市场亦表现出色，其在全球市场亦为市场份额领先品牌。

图 4：主流汽车品牌中国狭义乘用车市场份额变化（单位：%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部，注：通用数据暂未包含上汽通用五菱

图 5：主流汽车品牌全球乘用车市场份额变化（单位：%）



资料来源：OICA，中信证券研究部

成功要素二：针对中国市场推出适应性产品

中国是全球最大的汽车市场，必须推出适应性产品。中国汽车市场连续三年超越美国位居全球首位，面对超过 1200 万辆庞大的狭义乘用车市场、快速觉醒中国消费者，以及独特的消费习惯，汽车企业需要推出适应性产品。

表 1：中国已经成为全球最大的汽车市场（单位：万辆）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	美国 1747	美国 1714	美国 1697	美国 1730	美国 1745	美国 1705	美国 1646	美国 1349	中国 1364	中国 1806	中国 1851
2	日本 591	日本 579	日本 583	日本 585	日本 575	中国 705	中国 880	中国 938	美国 1042	美国 1159	美国 1278
3	德国 364	德国 352	中国 456	中国 511	中国 573						
4	英国 277	中国 338									
5	法国 275										
6	意大利 269										
7	中国 244										

资料来源：OICA，中信证券研究部

越来越多跨国公司更加重视中国市场。面对中国如此庞大的市场，越来越多的合资公司在华投放新车型上市速度与全球同步，亦有新老车型两代同堂、车型加长等适应性做法。大众表现尤为出色，中国市场份额高达 18%。丰田等日系车企受制于相对匮乏的产品投放，市场地位与全球不匹配，中国份额仅为 7%。

大众在中国市场的成功得益于其面向中国市场独特的产品策略。大众在华市场份额高达 18%，显著超越其全球市场 10% 左右的份额。我们认为，大众“多代同堂”的衍生产品策略是其在中国市场成功的重要原因之一。中国汽车市场规模之大、层级之丰富、市场之复杂，远超过其他国家市场。在这样一个年销量以千万辆计的市场上，既有一掷千万金的豪车消费，也有非常注重性价比的经济型消费者，单纯照搬国外市场垂直换代打天下的方式覆盖面较窄。以 B 级车市场为例，大众在全球市场仅有帕萨特、CC 两款车型，但在中国市场已衍生出：帕萨特、新领驭、迈腾、CC、甚至老桑塔纳（全球均已停产）等 5 款车型，价格区间亦延伸较广。相比其他竞争对手，衍生产品差异化定价可以为大众获得更多的消费者和更高的市场份额。

丰田等日系企业在华份额与全球份额不匹配。丰田全球市场份额高达 10%，但在中国市场份额仅为 7%，且近年持续小幅下降。我们认为，缺乏持续推出的有竞争力的新产品，以及产品线欠丰富，是丰田等日系企业在华表现弱于全球的重要原因。

表 2：大众汽车在中国销售的车型数量多于其在德国、美国、日本的车型数量

	中国	德国	美国	日本
轿车（C 级）	辉腾	辉腾	辉腾	辉腾
轿车（B 级）	迈腾 帕萨特 领驭 CC 桑塔纳	帕萨特 CC	帕萨特 CC	帕萨特 CC
轿车（A 级）	高尔夫 新 POLO POLO 进取 捷达 宝来 速腾 朗逸 甲壳虫, EOS 尚酷	高尔夫 甲壳虫 EOS POLO 捷达 尚酷	高尔夫 甲壳虫 EOS 捷达	高尔夫 甲壳虫 POLO
MPV	途安 夏朗 开迪（已停产）	途安 夏朗 开迪		夏朗
SUV	途观 途锐	途观 途锐	途观 途锐	途观 途锐

资料来源：大众汽车网站，中信证券研究部

成功要素三：本土决策，适应驱动因素不断变化的市场

中国汽车市场规模快速增长，但周期波动显著，且驱动因素不断变化。过去十年，中国汽车市场复合增长率超过 20%，持续成长至全球最大的市场。但市场周期波动，且驱动因素不断变化：

2000 年前后：最初公务车采购占主导，南北大众占市场半壁江山；

03、04 年前后：汽车开始在一二线城市快速进入家庭，大众系地位快速下降，日系、韩系份额上升；

08 年前后：汽车开始在三四线地区快速普及，韩系企业依靠新产品重新抢占市场份额，也成就了悦达投资市场份额、盈利水平快速增长带来的投资机会。此外，一二线地区逐渐进入二次购车和换车高峰、个性化购车需求，驱动 SUV 市场快速成长。

我们认为，面对快速变化的市场，合资公司只有放手本土决策，才能不断适应市场变化，保持稳定市场地位。从管理层情况看，德系、美系、韩系等合资公司本土决策力量较强，日系企业决策的本土适应性偏弱。

此外，中方合作伙伴的综合实力（运营管理能力、市场规模地位、资源获取能力等）亦对合资公司的市场地位有较大影响。

表 3：主流合资公司管理层统计

	总经理	副总经理兼商务执行经理	销售与市场执行经理		
上海大众	张海亮(中国)	何思渊(中国)	贾鸣镝(中国)		
上海通用	总经理	执行副总经理	副总经理	副总经理兼首席执行官	副总经理
	叶永明(中国)	刘曰海/Joseph Liu	蔡斌(中国)	白浩德/Mark Bernhard	王永清(中国)
一汽大众	总经理	第一副总经理	副总经理	销售总经理	奥迪销售事业部总经理
	安铁成(中国)	毕德利/Dietrich Brassler(德国)	张树森(中国)	胡永(中国)	薄石(德国)
一汽丰田	总经理	常务副总经理	销售公司常务副总		
	柴川早人(日本)	陆波	田聪明		
北京现代	董事长	总经理	常任副总经理	销售部长	品牌战略部部长
	徐和谊(中国)	白孝钦(中国)	李峰(中国)	刘智丰(中国)	郑采明(中国)
东风悦达起亚	董事长	总经理	副总经理	销售本部副部长	销售本部副部长
	陈云华(中国)	苏南永(中国)	林钟宪(中国)	朱光辉(中国)	林均国(中国)
东风本田	总经理	执行副总经理	副总经理	总经理助理	
	水野泰秀(日本)	陈斌波(中国)	刘洪(中国)	蔡玮(中国)	
东风日产	总经理	副总经理	市场销售总部副总部长		
	松元史明(日本)	任勇(中国)	杨嵩(中国)		
广汽本田	总经理	执行副总经理	销售本部副本部长兼销售部长		
	金山裕刚(日本)	姚一鸣(中国)	阎先庆(中国)		
广汽丰田	董事长	副董事长	总经理	执行副总经理	副总经理兼销售本部副本部长
	袁仲荣(中国)	佐佐木昭(日本)	小椋邦彦(日本)	冯兴亚(中国)	李晖

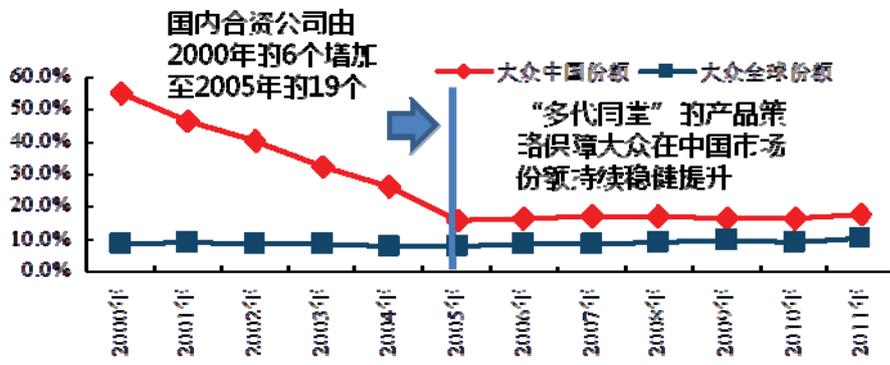
资料来源：各公司网站，中信证券研究部

竞争格局演变：谁能笑傲江湖？

大众的王者归来

06 年起，大众在华经历了从“艰难”到“辉煌”的王者归来之路。由于历史原因，南北大众（上海大众+一汽大众）一度占到了中国狭义乘用车市场的半壁江山。2000 年，倚靠捷达、奥迪、桑塔纳、桑塔纳 2000、帕萨特五款车近乎垄断中国公务车市场的南北大众，占到中国乘用车市场 55% 的份额。此后，伴随越来越多的车型国产化、人民收入水平逐渐提升，汽车开始在中国进入家庭，原有的产品未能很好的适应私家车市场的需求，加之其他品牌在华合资公司纷纷成立、快速引入新车型，到 2005 年，大众的市场份额近余 16%。快速下降的市场份额，直接导致 2005 年上海大众 12 亿元的大幅亏损。2005 年以后，大众反思中国产品战略，针对中国家用汽车市场投放更多车型，包括：POLO、明锐、朗逸、昊锐、宝来、高尔夫、速腾等。到 2011 年，尽管全市场汽车公司数量持续增加，但大众在华份额持续提升至 18%，显著领先于其他竞争对手。

图 6：大众的王者归来（单位：%）

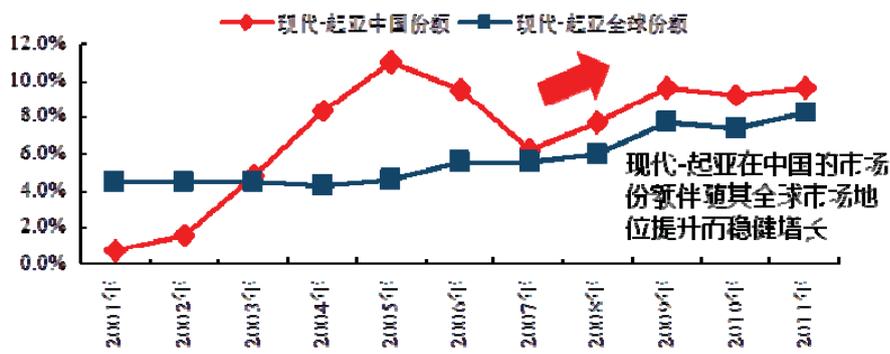


资料来源：中国汽车工业协会，OICA，中信证券研究部

现代、起亚市场地位提升

08 年以来，现代、起亚在华合资公司市场地位显著提升，主要驱动因素是品牌的全球竞争力提升。2007 年，现代、起亚在华市场份额仅为 6%（其中，现代约 4%、起亚约 2%），而早在 2005 年，他们的加总市场份额高达 11%。现代、起亚聚焦于产品，关注车辆造型、动力、质量、营销等综合竞争力，全球市场地位持续提升，2005 年至 2011 年，现代起亚全球市场份额由 5.4% 提升至 8.2%。在中国市场，亦依靠持续丰富的产品线，越来越具有竞争力的新车型，获得市场份额提升，2011 年，现代、起亚在华市场份额达 9.5%（其中：现代 6%、起亚 3.5%）。我们认为，伴随产品线逐渐完善，韩系车在华市场地位有望维持相对稳定。

图 7：现代-起亚市场地位提升（单位：%）

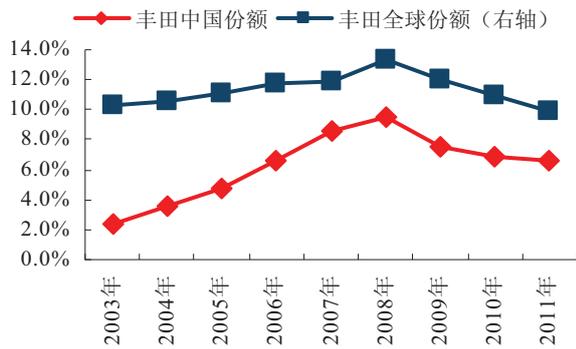


资料来源：中国汽车工业协会，OICA，中信证券研究部

日系车企在华份额节节退缩

丰田在华市场地位与其全球地位不匹配，且 08 年以来持续下降。丰田全球市场份额约为 10%，但在中国市场份额还不到 7%，且自 08 年以来市场地位持续下降。有人说，稳健的丰田信奉“后发制人”稳健致胜的“龟论”，可能导致其中国市场决策偏保守。我们更倾向于认为，丰田低估了中国市场的销量增速，从而在产品布局、产能配置，甚至市场决策上均有滞后。2010 年的汽车召回事件、2011 年的日本地震导致减产也对日系车的市场份额雪上加霜，亦导致其全球市场地位下降。近期丰田在华的系列变化，体现了其有意提升中国市场份额的决心，未来丰田能否重振旗鼓，仍需关注其实际产品投放进程、市场营销方式等。

图 8：丰田中国市场份额明显低于其全球份额（%）



资料来源：中国汽车工业协会，OICA，中信证券研究部

图 9：日产依赖中国市场的全球地位持续提升（%）



资料来源：中国汽车工业协会，OICA，中信证券研究部

丰田、福特能否成为明日之星

过去十年的中国市场上，我们看到了大众、通用的成功，也看到了现代、悦达的崛起。回望过去十余年来的中国汽车市场，我们看到了大众合资公司的市场地位下降，也看到了大众凭借丰富且成功的产品线王者归来；看到了上海通用凭借出色的市场定位、产品力而带来的市场地位提升；也看到了 08 年以来现代、起亚合资公司在华市场地位快速成长。在 A 股市场上，07 年的上海汽车、09 年到 10 年的悦达投资，可谓风光无限，恰恰是体现了对应合资公司的市场地位快速提升。

放眼未来，丰田、福特能否成为明日之星？在中国合资乘用车的竞争版图上，通用、大众、日产已经切分了超过自己全球地位的巨大蛋糕，丰田、福特等公司则与全球地位不相匹配。我们看到，丰田、福特等公司也在修改在华战略，以更积极的方式参与到市场竞争中。根据媒体报道，福特计划未来 5 年在中国引入 15 款新车，包括多款轿车、SUV 等。丰田中国近期亦有高层变更，丰田中国原副董事长佐佐木昭就任丰田中国董事长，希望拓展中国战略，获得份额提升。此外，丰田中国总部也于年初从日本东京迁至北京，其面对中国市场可能有更大的自主权。

丰田、福特在华合资公司市场地位有望提升，实际成效仍取决于产品投放进程、经营管理等多方面因素。考虑到丰田、福特全球市场地位，以及改善中国市场地位的决心，我们预计，长安福特、一汽丰田、广汽丰田等合资公司市场地位有望提升。然而也不得不考虑到，如今的丰田和福特面对的是销量增速逐渐放缓、消费者渐趋成熟且多元化的市场，亦有大众、通用、日产、现代、起亚等有力的合资公司竞争对手，以及快速成长的自主品牌。新发力公司能否获得市场份额和盈利规模的实际提升，最终仍取决于产品的投放进程、产品营销策划、产品渠道管理、公司综合经营等多方面因素。

表 4：合资企业综合实力比较表

合资企业	全球市场地位	中国产品适应性	本土优势		综合实力
			本土决策	本土合作伙伴	
上海通用	★★★	★★★	★★★	★★★	★★★
上海大众	★★★	★★★	★★★	★★★	★★★
一汽大众	★★★	★★★	★★★	★★☆	★★★
东风日产	★★	★★★	★★★	★★☆	★★☆
北京现代	★★	★★☆	★★	★★	★★☆
一汽丰田	★★★	★★	★	★★☆	★★
东风悦达起亚	★★	★★☆	★★	★★	★★
长安福特	★★	★★	★★	★★	★☆
东风神龙	★☆	★	★★	★★☆	★☆
广汽本田	★☆	★★	★	★★	★☆
广汽丰田	★★★	★★	★	★★	★☆
东风本田	★☆	★★	★	★★☆	★☆
长安铃木	★	★	★	★★	★

资料来源：中信证券研究部分析数据

风险因素

宏观经济增速放缓导致汽车需求不达预期。宏观经济向好时，购买力提升，汽车消费信心增强，汽车需求快速提升；反之，当宏观经济走弱时，购买力下降，消费信心不足，汽车需求下降。若宏观经济增速持续放缓，可能会导致居民消费预期下降，进而导致汽车需求增速不达预期。

低端车产能过快释放致使产品价格松动，导致企业盈利能力下降。中国汽车需求增速逐渐由高速增长走向平稳增长，若低端自主品牌乘用车产能过快释放，将有可能导致乘用车终端价格松动，从而致使企业盈利能力下降。

高基数、景气不足等因素可能导致部分公司一季度业绩负增长。2011 年一季度销量为历史高位，对于经济前景不明朗的 2012 年一季度来说，部分景气程度偏低的子行业主流公司一季度业绩可能出现同比负增长。

大宗原材料价格、人力成本等过快上涨侵蚀公司盈利。如果通胀加剧导致原油、钢材、橡胶等大宗原材料价格，以及人力成本等大幅上涨，将显著侵蚀公司盈利。

行业评级及推荐公司

行业评级：维持行业“强于大市”的评级。我们认为，德系、美系合资品牌具有较强的产品力和中国市场的品牌影响力，市场地位有望持续较强；韩系企业市场地位有望维持相对稳定；日系企业、福特合资公司存在市场地位改善的可能性。优势合资企业有望维持较强市场地位和盈利能力，业绩稳健增长。维持汽车行业“强于大市”评级，建议关注优势公司的长期投资机会，如：上汽集团（上海大众/上海通用）、华域汽车（上海大众/上海通用）、一汽富维（一汽大众/一汽丰田）等；以及处于改善期公司的阶段性投资机会，如长安汽车（长安福特）、一汽富维（一汽丰田/一汽大众）等。

表 5：重点上市公司盈利预测、估值及评级

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	每股收益 EPS (元)					市盈率 PE (倍)					PEG	PB (2012)	评级
		(元)	(亿元)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2010	2011E	2012E	2013E	2014E			
600104.SH	上汽集团	14.65	1,653	1.25	1.83	2.16	2.55	2.98	12	8	7	6	5	0.38	1.3	买入
600805.SH	悦达投资	11.49	83	1.01	1.33	1.56	1.79	2.12	11	9	7	6	5	0.50	2.0	买入
600741.SH	华域汽车	9.89	261	0.97	1.16	1.34	1.55	1.79	10	9	7	6	6	0.47	1.3	买入
600742.SH	一汽富维	21.39	46	2.70	2.02	2.59	3.01	3.47	8	11	8	7	6	0.51	1.5	买入
600660.SH	福耀玻璃	8.10	164	0.89	0.76	0.89	1.01	1.15	9	11	9	8	7	0.68	1.9	买入
000338.SZ	潍柴动力	30.82	515	4.07	3.36	3.53	3.95	4.36	8	9	9	8	7	0.73	1.8	买入
000581.SZ	威孚高科	31.36	216	1.97	1.99	2.20	2.93	4.10	16	16	14	11	8	0.43	3.0	买入
000550.SZ	江铃汽车	21.83	190	1.98	2.17	2.32	2.62	3.05	11	10	9	8	7	0.73	2.0	买入
600066.SH	宇通客车	25.57	169	1.28	1.75	2.20	2.65	3.02	20	15	12	10	8	0.57	3.0	买入
601633.SH	长城汽车	13.57	420	0.89	1.13	1.31	1.60	1.86	15	12	10	8	7	0.47	2.0	增持
000800.SZ	一汽轿车	10.56	175	1.14	0.15	0.18	0.31	0.36	9	70	59	34	29	0.81	1.9	增持
000625.SZ	长安汽车	4.58	216	0.42	0.20	0.26	0.27	0.30	11	23	18	17	15	4.58	1.4	增持
000887.SZ	中鼎股份	11.39	70	0.52	0.60	0.70	0.79	0.85	22	19	16	14	13	1.27	3.7	增持
600418.SH	江淮汽车	6.32	83	0.90	0.48	0.52	0.55	0.61	7	13	12	11	10	2.11	1.3	增持
600166.SH	福田汽车	7.20	151	0.78	0.55	1.53	1.25	0.94	9	13	5	6	8	-0.26	1.3	增持
002283.SZ	天润曲轴	9.13	53	0.40	0.36	0.48	0.62	0.77	23	25	19	15	12	0.65	1.6	增持
600375.SH	华菱星马	10.87	45	0.66	1.24	1.36	1.51	1.67	16	9	8	7	7	0.72	1.4	增持
600081.SH	东风科技	7.92	23	0.52	0.44	0.49	0.55	0.61	15	18	16	14	13	1.32	3.2	增持
600006.SH	东风汽车	3.39	69	0.29	0.23	0.23	0.23	0.23	12	15	15	15	15	N/A	1.0	增持
002454.SZ	松芝股份	11.13	35	0.73	0.74	0.84	0.93	1.03	15	15	13	12	11	1.24	1.6	增持
601799.SH	星宇股份	12.52	30	0.58	0.71	0.84	0.99	1.20	22	18	15	13	10	0.83	1.5	增持
600327.SH	大东方	7.04	37	0.43	0.40	0.45	0.52	0.58	16	18	16	14	12	1.01	2.7	增持
600704.SH	物产中大	9.63	65	0.76	0.80	1.06	1.21	1.36	13	12	9	8	7	0.64	1.6	增持
000927.SZ	一汽夏利	6.84	110	0.19	0.08	0.11	0.15	0.18	36	86	62	46	38	1.71	2.8	增持
600686.SH	金龙汽车	7.46	34	0.53	0.59	0.66	0.73	0.81	14	13	11	10	9	1.07	1.5	持有
002594.SZ	比亚迪	28.39	668	1.07	0.59	0.51	0.55	0.60	26	48	56	52	47	7.10	3.0	持有
000951.SZ	中国重汽	12.10	51	1.60	0.86	0.94	1.02	1.15	8	14	13	12	11	1.51	1.2	持有
002355.SZ	兴民钢圈	11.99	25	0.45	0.56	0.56	0.61	0.68	26	21	21	20	18	2.40	1.9	持有
002284.SZ	亚太股份	6.93	20	0.41	0.28	0.30	0.33	0.37	17	25	23	21	19	2.31	1.8	持有
000572.SZ	海马汽车	3.27	54	0.23	0.17	0.16	0.18	0.20	14	19	20	18	16	1.64	0.8	持有

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价采用 2012 年 4 月 9 日收盘价

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2012 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明	
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； 增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； 持有 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间； 卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；	
	2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； 中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000)制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。