



2012年10月19日

汽车及零部件

研究部

郑栋 CFA

分析员，SAC 执业证书编号：  
S0080511010043  
zhengd@cicc.com.cn

张涵一 CFA

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

刘欢

联系人，SAC 执业证书编号：  
S0080111080023  
huan.liu@cicc.com.cn

中国汽车何去何从

汽车行业主题研究报告之一

## 投资建议

中国汽车行业未来仍存在以下几条长期投资思路：1. 自主品牌及商用车的出口导向成长故事，看好长城汽车，吉利汽车，江淮汽车，潍柴动力，中国重汽及福田汽车；2. 入门级豪华车及强势欧美品牌市场份额的提升，看好华晨汽车，上汽集团及长安汽车；3. 经销商售后服务的成长故事，看好正通汽车，中升集团；4. 具有核心技术零部件企业的成长故事，看好潍柴动力，中鼎股份。短期而言，我们更看好重卡，豪华车板块及强势欧美品牌零部件供应商，A股推荐潍柴动力，银轮股份，华域汽车，上汽集团，中鼎股份；港股推荐潍柴动力，正通汽车及华晨汽车。

## 投资亮点

**ROE 分析表明上汽集团及东风集团明显低估。**中国乘用车合资企业相比国际同行较高的 ROE 来源于高产能利用率，低人工成本，低研发支出以及低无形资产占比。我们预计国内合资厂商未来净利润率存在 3.5 个百分点的下滑空间，主要来源于产能利用率的下降，研发支出上升以及人工成本上升。相应的 ROE 将由目前的 48% 下降至 24%~27%。上汽集团和东风集团均衡的 ROE 将维持在 15% 及 15.4% 以上，对应合理 P/B 估值 1.7 倍及 1.8 倍，目前两个公司 1.2 倍及 1.3 倍的 2012 年 P/B 估值从中长期角度而言都存在明显低估。

**竞争分析：更看好欧美入门级豪华车及强势欧美品牌。**中国汽车行业进入买方市场，厂商的竞争在于是否能合理利用现有平台设计出适销对路的新产品，实现规模化生产。在下一轮的新车投放周期中，中高级车份额受到入门级豪华品牌以及节能小排量汽车两端挤压，长安福特能够更多的受益，大众优势仍将继续。日系车能否重新崛起要看国内混合动力能否快速普及。

**未来 5 年自主品牌乘用车年复合增长 35%，出口比例将达到 40%。**韩国汽车工业发展经验对自主品牌更有借鉴意义。相比韩国的经验，中国目前的机遇在于庞大的国内三四线城市以及发展中国家市场，而欧美经济低迷带来了潜在技术并购机会。民营企业具备“造血功能”，发展更可持续。我们更看好长城汽车模式（专攻细分市场，模仿中逐渐提升质量的类丰田模式）和吉利模式（通过引进先进技术，以技术革新推动的产品和品牌升级的类本田模式）。

**经销商服务盈利特性确立，市盈率估值将逐步修复至 15 倍以上。**2012 年是中国汽车经销商元年：新车销售业务利润大幅萎缩，售后服务成为主要利润来源，经销商相对主机厂议价能力提升。未来十年间，中国汽车售后服务市场将保持 15% 的年复合增长；同时，经销商汽车保险业务及汽车贷款业务代理收入规模在未来五年间将实现 22% 和 39% 的复合增长。在买方市场年代，销售网络将在汽车产业链中发挥更重要的作用。

**国产重卡出口未来 5 年将年复合增长 30%，出口比例将达到 30%。**未来全球商用车市场的主要增量在于新兴国家，主要源于这些国家投资先行的发展路径。中国商用车产品凭借出色的性价比、对恶劣工况的良好适应、不断提升的技术水平以及日趋完善的营销网络，有望在海外市场复制国内的高增长。

**零部件行业：配套、维修和出口三重驱动。**相对整车而言，国内零部件行业仍处于发展整合初期。依托自主品牌成长以及本身较低的基数和集中度，国内零部件配套市场仍具备较大成长空间。同时，保有量快速提升也推动售后和维修市场增长，弥补配套增速的放缓。最后，出口将成为零部件做大做强的重要途径。

## 风险

宏观经济下行导致需求持续低迷；限行限购、排污费等限制性政策出台；竞争加剧导致企业间价格战升级。

## 目录

中国汽车行业进入买方市场 .....	6
中国乘用车企业的均衡利润率水平在哪？ .....	7
近年来发达国家整车企业平均利润率在 5%~10% 之间，历史平均利润率约为 3% 左右 .....	7
国内乘用车企业均衡盈利能力应高于国际成熟车企 .....	9
中国乘用车企业未来盈利能力变动趋势 .....	11
从 ROE 角度看国内乘用车合资厂商估值 .....	15
谁是下一个赢家——合资品牌竞争格局分析 .....	17
中国市场，全球竞争 .....	17
决定未来市场份额的因素是什么？ .....	19
民族企业发展路径的思考 .....	25
日韩发展经验值得中国自主品牌借鉴 .....	25
看好民营自主品牌发展模式 .....	27
中国汽车经销商行业发展趋势判断 .....	30
国外汽车经销商发展经验 .....	30
中国经销商未来发展趋势分析 .....	30
美国汽车经销商估值水平及对中国经销商的启示 .....	34
商用车见底迹象明显，受益在乘用车之前 .....	36
商用车见底迹象更为明显 .....	36
商用车需求主要受投资和出口拉动，复苏先于乘用车 .....	38
国产商用车出口潜力巨大 .....	42
发展中国家经济发展还是遵循“投资先行”的逻辑 .....	42
中国商用车更适合发展中国家需求，有望复制在国内的成功经验 .....	44
中国重卡出口增速将维持 30% 增长，销量占比将超过 30% .....	46
零部件行业：配套、维修和出口三重驱动 .....	48
受益国内汽车销量增加，过去十年零部件行业持续快速增长 .....	48
本土乘用车零部件公司 - 进口替代及出口空间巨大 .....	53
本土商用车零部件公司 - 全球竞争力推升出口和多元化机会 .....	57
投资建议 .....	62
附录一：日韩汽车发展背景及经验 .....	64
日韩汽车崛起的大背景 .....	64
本田的经验——技术研发高于资本 .....	65
丰田的经验——价廉物美源于对品质的追求和对生产模式的创新 .....	66
现代的经验——如何从“低价低质”中走出来 .....	67
附录二：欧美及日韩汽车经销商发展经验 .....	69
美国汽车经销商研究 .....	69
欧洲及日本汽车经销商研究 .....	75

## 图表

图表 1：欧美日韩利润率比较 .....	7
图表 2：主要汽车企业 ROE 比较 .....	7
图表 3：欧美日韩人工成本占比 .....	8
图表 4：欧美日韩人均贡献利润比较 .....	8
图表 5：欧美日韩研发支出占比 .....	8
图表 6：无形资产占比比较 .....	9
图表 7：中国合资企业利润率普遍高于欧美日韩 .....	9
图表 8：自主品牌利润率分化较大 .....	9
图表 9：各国平均工资比较 .....	10
图表 10：中国企业研发支出占收入比 .....	10
图表 11：中国乘用车企轻资产特点更明显 .....	11
图表 12：中国企业 ROE 较高 .....	11
图表 13：中国及国外主要乘用车厂商近三年利润率对比 .....	11
图表 14：中国主要乘用车厂商未来利润率变动影响因素 .....	12



图表 15: 中国及国外主要乘用车厂商近三年及历史毛利率对比 .....	12
图表 16: 中国汽车行业税前利润率与产能利用率关系 .....	12
图表 17: 国外主要乘用车厂商研发投入占销售收入比例 .....	13
图表 18: 主要国家/地区产能利用率比较 .....	13
图表 19: 中国乘用车产能利用率变化趋势 .....	14
图表 20: 中国主要合资厂商总资产周转率及权益系数 (2011) .....	14
图表 21: 中国合资厂商 ROE 底部测算 .....	14
图表 22: 东风汽车集团 ROE 底部测算 .....	15
图表 23: 上汽集团 ROE 底部测算 .....	15
图表 24: 上汽集团底部 ROE 可支撑市净率敏感性分析 .....	16
图表 25: 东风集团底部 ROE 可支撑市净率敏感性分析 .....	16
图表 26: 欧美日韩和金砖四国汽车品牌集中度比较 .....	17
图表 27: 主要外资品牌中国份额和全球份额比较 .....	18
图表 28: 国产乘用车市场份额变化 .....	18
图表 29: 全球混合动力市场格局(2011) .....	18
图表 30: 全球新能源车型销量排名(2011) .....	18
图表 31: 凯美瑞混动版与普通版比较 .....	18
图表 32: 美国市场份额的演变 .....	19
图表 33: 欧洲市场份额的演变 .....	19
图表 34: 日本市场份额的演变 .....	19
图表 35: 韩国市场份额的演变 .....	19
图表 36: 2013 年新车型分析 .....	21
图表 37: 国内主流厂商单车销量比较 .....	22
图表 38: 单车利润比较 .....	22
图表 39: 单车销量 vs 单车利润 (2011 年数据) .....	23
图表 40: PQ35 平台全球销量及占比 .....	23
图表 41: PQ35 平台主要车型 .....	23
图表 42: 全球主流平台产量及预测 .....	24
图表 43: 自主品牌发展历史 .....	25
图表 44: 自主品牌出口销量预测 .....	25
图表 45: 不同发展模式的比较 .....	27
图表 46: 国内自主品牌发展现状 .....	28
图表 47: 中国汽车售后服务市场规模变动趋势预测 .....	30
图表 48: 美国经销商行业零部件及售后服务对总体毛利润贡献日益突出 .....	31
图表 49: 正通汽车、中升集团及美国汽车经销商行业零部件及售后服务毛利润贡献占比对比 .....	32
图表 50: 正通汽车、中升集团及美国汽车经销商行业零部件及售后服务毛利率对比 .....	32
图表 51: 美国经销商行业金融保险服务毛利润贡献变动趋势 .....	32
图表 52: 中国车险业务营销模式对比 .....	33
图表 53: 中国汽车经销商车险收入规模测算 .....	33
图表 54: 主要国家汽车贷款比例对比 .....	33
图表 55: 中国汽车经销商汽车贷款代理业务收入规模测算 .....	34
图表 56: 1998~2006 年美国经销商估值变动趋势 .....	34
图表 57: 金融危机后美国经销商估值变动趋势 .....	35
图表 58: 重卡销量与库存变化 .....	36
图表 59: 主要厂商产能及利用率 .....	37
图表 60: 主要厂商利润率趋势 .....	37
图表 61: 国内重卡均衡更新量测算 .....	38
图表 62: 国内历史重卡保有量 .....	38
图表 63: 2012 年固定资产投资显著提升 .....	39
图表 64: 重卡销量与投资的关系 .....	39
图表 65: 重卡销量增速存在显著的周期性 .....	39
图表 66: 近期国内新批的投资项目 .....	40
图表 67: 重卡半挂车销量与出口的关系 .....	40
图表 68: 近期出口政策 .....	41
图表 69: 经济复苏与汽车行业的关系示意图 .....	41
图表 70: 中国自 1952 年至今的资本存量和 GDP .....	42

图表 71: 中国重卡出口及增速 .....	43
图表 72: 中国重卡主要出口的发展中国家 .....	43
图表 73: 出口发展中国家固定资产投资增速 .....	43
图表 74: 主要地区市场竞争结构 .....	44
图表 75: 国内外重卡售价比较 .....	44
图表 76: 全球重型商用车厂商销量排名 .....	45
图表 77: 中国排放标准与国际趋同，并领先于其他发展中国家 .....	45
图表 78: 国内重卡海外销售网络情况 .....	46
图表 79: 全球重卡市场份额预测 .....	47
图表 80: 重卡出口量预测 .....	47
图表 81: 重卡出口市场份额 .....	47
图表 82: 我国零部件行业销售收入及增长率 .....	48
图表 83: 我国汽车销量及增长率 .....	48
图表 84: 我国乘用车销量及增长率 .....	49
图表 85: 我国商用车销量及增长率 .....	49
图表 86: 全球汽车普及率比较 .....	50
图表 87: 全球主要国家汽车销量及保有量比较 .....	50
图表 88: 主要国家零部件维修市场规模比较 .....	51
图表 89: 我国零部件出口及增长率 .....	51
图表 90: 零部件出口占行业销售收入比重分析 .....	52
图表 91: 零部件出口分产品占比（2010年） .....	52
图表 92: 零部件出口分国别占比（2010年） .....	53
图表 93: 国内零部件行业分类型销售收入构成 .....	53
图表 94: 零部件进口金额及增长率 .....	54
图表 95: 国内进口及外资生产零部件一览 .....	54
图表 96: 乘用车零部件供应体系一览 .....	54
图表 97: 乘用车零部件分产品构成以及市场容量测算 .....	55
图表 98: 自主品牌零部件企业纷纷上市 .....	56
图表 99: 不同类型零部件企业份额走势 .....	56
图表 100: 合资企业自主品牌产品陆续推出 .....	57
图表 101: 国内外重卡产量比较 .....	58
图表 102: 商用车发动机毛利率比较 .....	58
图表 103: 商用车发动机净利率比较 .....	58
图表 104: 商用车变速箱毛利率比较 .....	58
图表 105: 商用车变速箱净利率比较 .....	58
图表 106: 商用车传动件毛利率比较 .....	59
图表 107: 商用车传动件净利率比较 .....	59
图表 108: 商用车热交换器毛利率比较 .....	59
图表 109: 商用车热交换器净利率比较 .....	59
图表 110: 商用车空调毛利率比较 .....	59
图表 111: 商用车空调净利率比较 .....	59
图表 112: 商用车零部件领域出口及国外合作项目一览 .....	60
图表 113: 上市公司下游多元化项目一览 .....	61
图表 114: 可比公司估值 .....	63
图表 115: 原油价格 .....	64
图表 116: 韩元兑美元汇率 .....	64
图表 117: 中韩汽车工业发展阶段对比 .....	65
图表 118: 本田汽车发展历程 .....	65
图表 119: 本田汽车新车型和市场份额 .....	65
图表 120: 丰田汽车发展历程 .....	66
图表 121: 丰田汽车新车型和市场份额 .....	67
图表 122: 现代汽车发展历程 .....	67
图表 123: 美国汽车经销商行业收入结构变动趋势 .....	69
图表 124: 美国汽车经销商行业毛利润结构变动趋势 .....	70
图表 125: 美国主要汽车经销商公司 2011 年收入结构 .....	70
图表 126: 美国主要汽车经销商公司 2011 年毛利润结构 .....	71

图表 127: AutoNation 经营现金流 .....	71
图表 128: Penske Automotive 经营现金流 .....	72
图表 129: Sonic Automotive 经营现金流 .....	72
图表 130: Asbury Automotive, Lithia Motors 经营现金流 .....	72
图表 131: 美国主要汽车经销商资本开支覆盖率 .....	73
图表 132: 美国主要汽车经销商利息支出占营业收入比例 .....	73
图表 133: 美国主要汽车经销商毛利率变动趋势 .....	74
图表 134: 美国主要汽车经销商净利润率变动趋势 .....	74
图表 135: 美国主要汽车经销商存货周转天数对比 .....	75
图表 136: 美国主要汽车经销商存货周转天数对比 .....	75
图表 137: 欧洲汽车经销商行业及主要汽车经销商毛利率变动趋势 .....	76
图表 138: 欧洲汽车经销商行业及主要汽车经销商净利润率变动趋势 .....	76
图表 139: 日本汽车经销商行业及主要汽车经销商毛利率变动趋势 .....	76
图表 140: 日本汽车经销商行业及主要汽车经销商净利润率变动趋势 .....	77

## 中国汽车行业进入买方市场

中国汽车行业经历了10年高速发展于2011年开始进入平缓期。行业供求状况也由卖方市场转变为买方市场。我们认为买方市场具备以下几个的行业特征：1) 行业竞争加剧，2) 产能利用率及利润率回复正常水平，3) 新车销售成长性减弱，周期性增强，4) 随着保有量的增加，后服市场成为新的增长亮点，经销网络议价能力提升。形势变化对汽车行业各细分板块提出了新的问题：

对于乘用车而言

1. 合资企业长期可持续的回报率(ROE)在什么水平？对应合理估值倍数应是多少？
2. 企业如何在激烈的竞争中占领市场份额，实现快于行业的增长？
3. 自主品牌由小变大的出路在哪里？哪些公司有可能成为“黑马”？

对于经销商而言

1. 新车暴利年代总结，经销商成长性来源于何处？
2. 具备明显“后服”特性的经销商该如何估值？

对于商用车而言

1. 如何持续增长？
2. 短期的周期波动如何把握？

对于零部件而言

1. 如何适应整车厂的行为变化？
2. 如果进一步提高市场份额及技术水平？

下面我们将针对以上的问题做深入分析，最终梳理出汽车行业中长期的投资思路。

## 中国乘用车企业的均衡利润率水平在哪？

目前对于合资乘用车龙头公司的投资疑虑来源于“顶部利润水平”的担心。我们试图分析中国乘用车企业的均衡利润率及 ROE 水平，进而找到这些公司的中长期合理估值水平。我们预计国内合资厂商未来净利润率存在 3.5 个百分点的下滑空间，主要来源于产能利用率的下降，研发支出上升以及人工成本上升。相应的 ROE 将由目前的 48%下降至 24%~27%。相应的，上汽集团和东风集团均衡的 ROE 将维持在 15% 及 15.4% 以上，对应合理 P/B 估值 1.7 倍及 1.8 倍，目前两个公司 1.2 倍及 1.3 倍的 2012 年 P/B 估值从中长期角度而言都存在明显低估。

**近年来发达国家整车企业平均利润率在 5%~10% 之间，历史平均利润率约为 3% 左右**

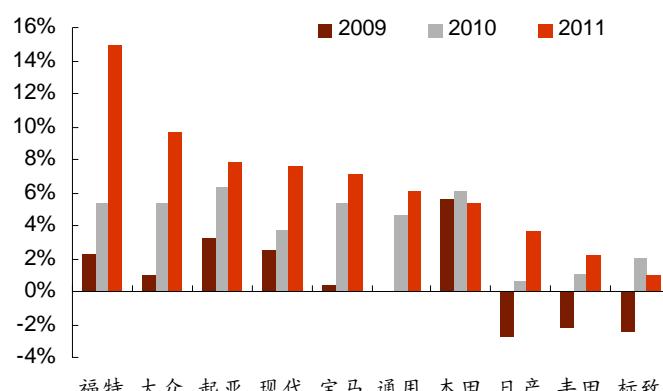
近年来整车企业利润率在 5%~10%，而历史平均利润率则在 3% 左右，同时企业间分化是常态。从历史发展角度来看，欧美汽车工业曾经是推动国家经济发展的主要动力之一，汽车行业回报率也曾经远高于其他工业行业。但在经过一百多年的发展后，汽车行业在发达国家已经成为相当成熟的产业，其利润率也基本与整个经济发展水平趋同。当然，不同国家由于所处的发展阶段不一样，其盈利水平也存在差异。我们对主要国家及车企的历史财务数据研究发现，不同国家和企业的利润率差异不仅取决于其发展阶段，也与其成本结构、研发投入以及资产结构有关，企业间利润率分化一直存在。

**汽车企业利润率与 ROE 比较：欧美与韩国品牌最高，日本品牌较低**

欧美和韩系品牌盈利能力持续改善，日系品牌原地踏步。通过横向比较不难发现，近几年来国际主流车企的利润率分化非常明显。欧美作为传统汽车强国，车企的平均利润率大多在 5%~10% 之间；韩国车企受益于近年来在北美以及新兴市场的快速发展，利润率已与欧美国家企业相当；而作为另一个传统汽车强国的日本，近年来几大企业的利润率表现都不佳，利润率徘徊在 5% 以下。

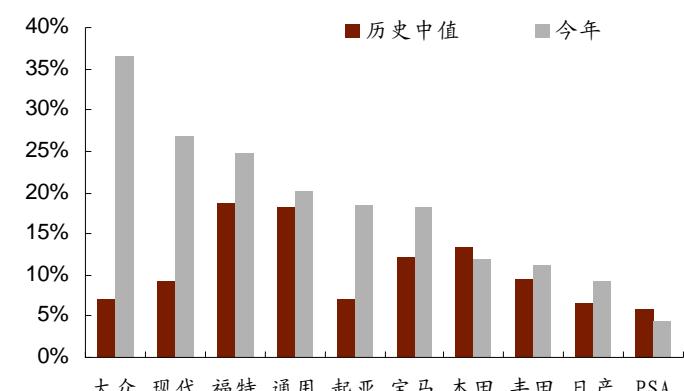
而从 ROE 角度来看，趋势同样非常明显，大众凭借近几年新兴市场开拓和技术导入的成功，取得了行业领先的 ROE（超过 30%）；现代和起亚为代表的韩系品牌，近年来不仅利润率有所提升，ROE 的提升也十分明显，目前处于 20%~30% 这一区间；而几大日系品牌在 ROE 方面进步都不大，甚至有些还出现了倒退，近几年 ROE 平均都在 10% 左右。

Figure 1: 欧美日韩利润率比较



Source: 公司数据，中金公司研究部

Figure 2: 主要汽车企业 ROE 比较

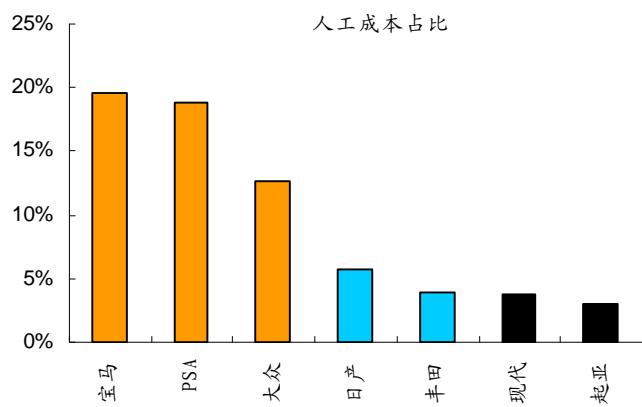


Source: 公司数据，中金公司研究部

### 成本结构比较：人工成本占比欧洲最高，日韩相对较低

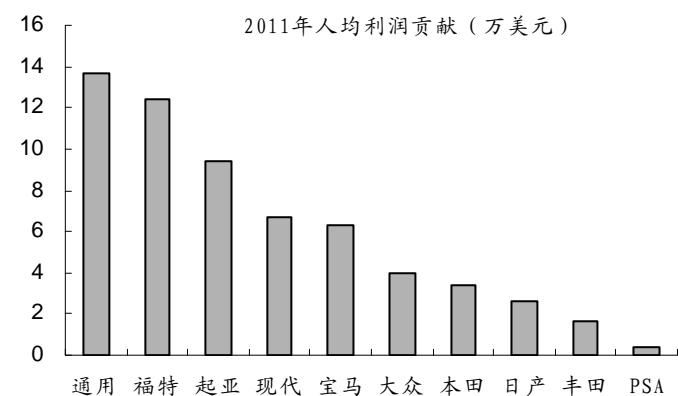
欧洲汽车企业人工占比最高，但人均产出的提升抵消了成本的增加。尽管目前全球汽车行业自动化程度逐步提升，但部分关键工序仍需要人工参与，因此人工成本仍是决定企业利润率高低的重要因素之一。从成本结构来看，不同国家企业的人工占比差异较大。欧美企业的人工成本占比普遍在10%以上，而日韩企业则大多在5%甚至以下。但是需要指出的是，尽管欧美企业人工成本较高，但其单位产出更高，因此近年来欧美车企的利润率并没有过多的受到人工成本较高的影响。

Figure 3: 欧美日韩人工成本占比



Source: 公司数据，中金公司研究部

Figure 4: 欧美日韩人均贡献利润比较

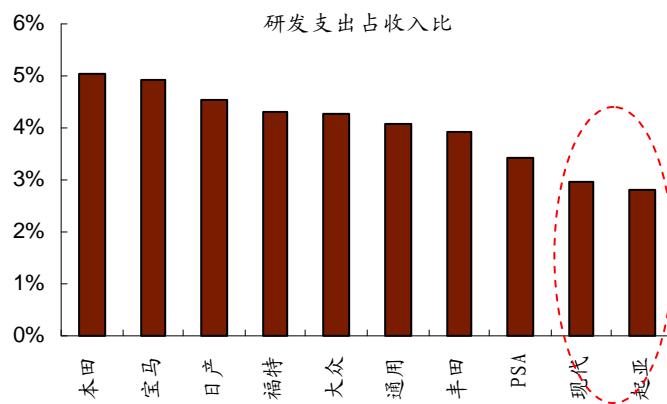


Source: 公司数据，中金公司研究部

### 研发支出占比：日本占比最高，韩国较低

日本企业较高的研发支出没能转化为利润，反而为短期业绩带来压力。技术的创新推动着汽车行业不断向前发展，并为消费者提供更快速、更安全、更节能的车型选择。长远来看，研发投入能带给汽车企业更多竞争优势，但是研发需要大量资金投入，短期必然对利润率造成影响。我们从横向比较中发现，日本和欧美企业研发投入普遍较多，占收入比重在4%~5%之间，其中特别是本田作为“技术性企业”的典型代表，以巨大的研发投入驱动长期发展，但从盈利角度来看，其历史平均净利润率相比同行并不算高。相反，研发支出占比较低的韩国企业如现代和起亚，利润率排名却相当靠前，显示了研发支出短期对利润率确有影响。

Figure 5: 欧美日韩研发支出占比

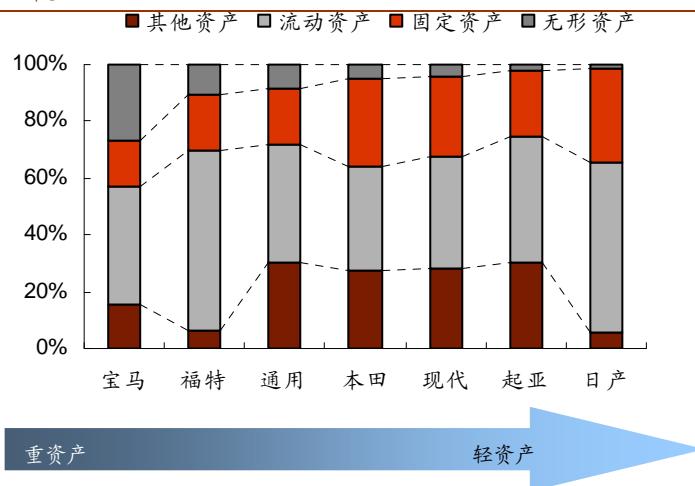


Source: 公司数据，中金公司研究部

### 无形资产比例：欧美较高，韩国企业“轻资产”特点明显

传统欧美汽车企业在长期发展过程中形成了较多的无形资产，这不仅包括了大量的研发投入，还包括了并购产生的商誉。而相对而言，韩国企业由于相对较低的研发投入，资产结构中无形资产的比例也相对较低，“轻资产”的特点明显。因此，在利润规模相同的情况下，韩国企业就拥有了较高的 ROE。从近几年数据来看，现代和起亚的 ROE 在 20%~30% 之间，远高于日本企业，相比欧美企业也具有一定优势。

Figure 6: 无形资产占比比较



Source: 公司数据，中金公司研究部

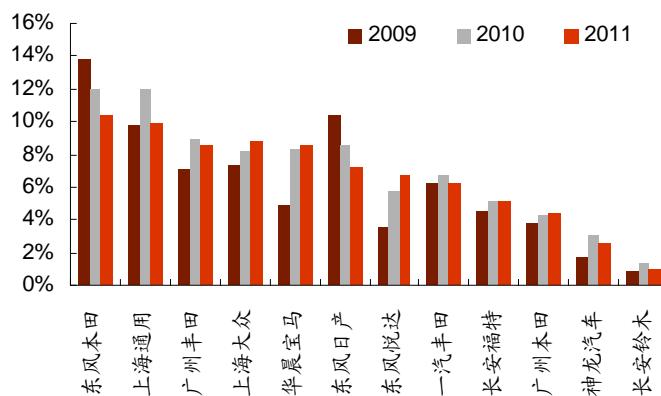
### 国内乘用车企业均衡盈利能力应高于国际成熟车企

**低成本、轻资产，中国合资车企利润率高于国际成熟车企。**目前国内乘用车主要以合资企业为主，其销量份额占到总量七成，利润占比更高，主要因为其利润率较高。我们统计了国内主要的合资车企和典型的自主品牌利润率，发现合资企业利润率确实高于发达国家成熟车企的历史平均水平。我们认为中国乘用车企业（特别是合资车企）利润率较高的背后逻辑在于较低的人工和研发成本以及轻资产的运营结构。

### 中国合资乘用车企业利润率与欧美相当，自主品牌分化较大

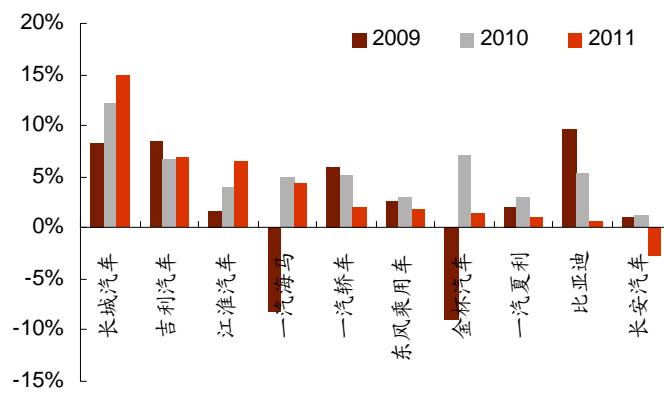
中国主流合资企业目前利润率在 5%~10% 之间，与国外同行相当。部分企业如上海通用、东风本田等更是超过 10%，高于其海外母公司。尽管近两年汽车行业经历了需求放缓景气度下行的压力，但合资企业利润率并没有受太多影响。相比之下，自主品牌利润率分化较大，强势自主品牌如长城汽车近年来利润率持续提升，已超出合资品牌水平，但大部分企业利润率相比合资品牌仍有差距。

Figure 7: 中国合资企业利润率普遍高于欧美日韩



Source: 公司数据，中金公司研究部

Figure 8: 自主品牌利润率分化较大

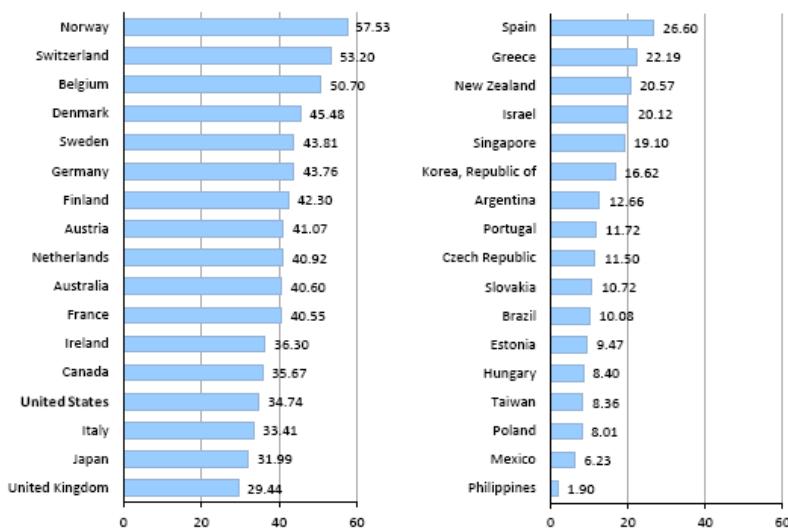


Source: 公司数据，中金公司研究部

## 欧美汽车工人平均工资远高于国内

中国汽车行业人工成本优势将持续。近年来随着国内汽车行业较快发展，产业工人工资也有较为明显的提升，但与欧美发达国家相比，整体薪酬水平仍有较大差距。根据美国劳工部2010年的统计数据，美国制造业工人的平均时薪是34.74美元，而德国和法国分别达到43.76美元和40.55美元，日本和韩国分别为31.99美元和16.62美元。而中国平均水平大约在2~3美元之间，差距相当明显。由于人工成本约占汽车生产成本的5%~10%，因此中国汽车行业人力成本优势仍将延续。

Figure 9: 各国平均工资比较

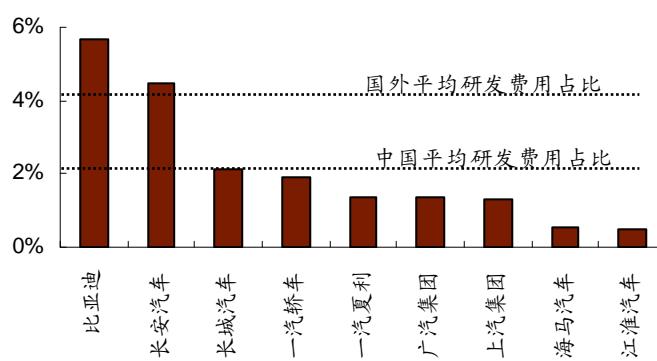


Source: 联合国国际劳工组织 (ILO), 中金公司研究部

## 合资车企研发支出较少，收入占比仅为国外平均水平一半

国内汽车企业研发费用率低于国外，利润率也相对较高。中国合资企业的车型和技术来自于国外母公司的导入，本身研发投入较少。近年来，国家对于高新技术企业施行税收减免，其中一个指标就是研发费用占比达到收入的3%，这使得国内合资及自主品牌企业加大研发投入，但目前来看，相比国外平均水平仍有差距。中国合资企业的特性决定了未来相当长的一段时间内研发投入仍将低于国外同类企业，这也使得国内汽车企业利润率相对欧美成熟车企有一定溢价。

Figure 10: 中国企业研发支出占收入比

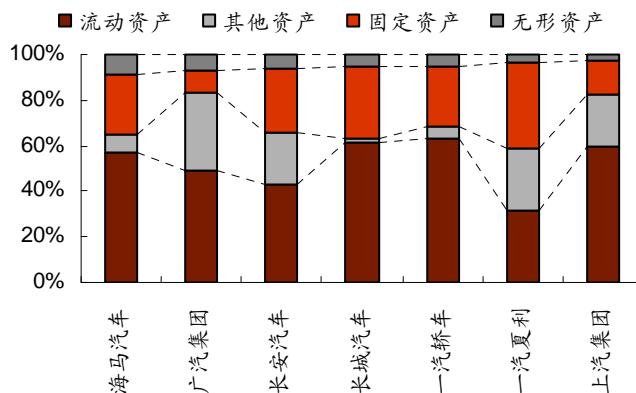


Source: Wind 公司数据, 中金公司研究部

## 轻资产模式决定了中国乘用车合资企业较高的 ROE

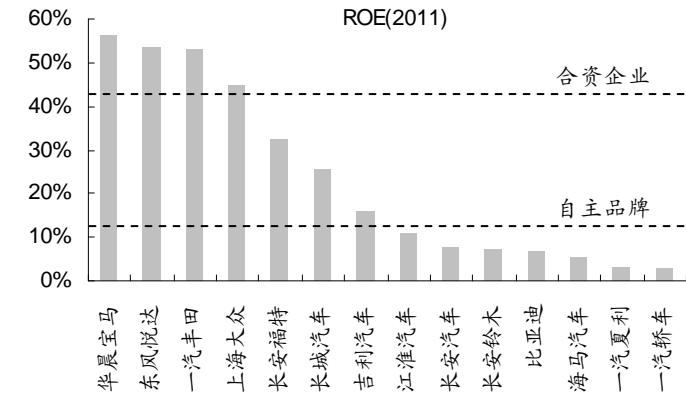
中国合资乘用车企业 ROE 平均超过 40%。由于之前提到的研发投入较少以及采用技术转让费模式，中国合资乘用车企业与欧美相比“轻资产”特点非常明显，无形资产和固定资产占比相对较低，且其中大量为土地。这一方面与合资企业的运营模式有关，另一方面也得益于企业投资初期得到地方政府的各种优惠，例如较低的土地以及厂房投入成本等。较低的账面净资产使得中国合资乘用车车企普遍拥有较高的 ROE 和利润率（平均超过 40%），只要未来净资产不作重估，这一优势将持续较长时间。同时，自主品牌 ROE 基本与国际成熟企业相当，维持在正常的 10%~15% 区间，部分强势自主品牌如长城汽车 ROE 在 20% 以上，高于国际平均水平。

Figure 11: 中国乘用车企轻资产特点更明显



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 12: 中国企业 ROE 较高



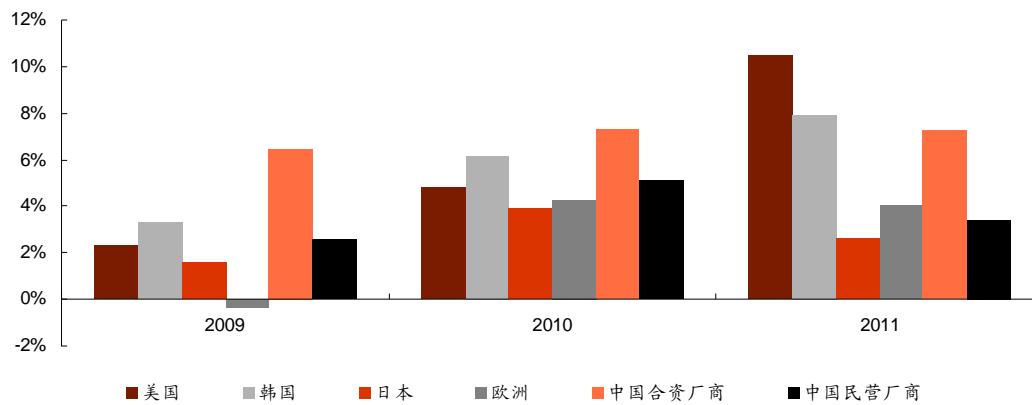
Source: 公司数据, 中金公司研究部

## 中国乘用车企业未来盈利能力变动趋势

### 合资品牌利润率存在下滑空间

我们预计中国乘用车企业，尤其是合资品牌未来净利润率存在下滑空间。中国主流合资企业目前利润率在 5%~10% 之间，与国外同行相当，自主品牌利润率分化较大。但从国外乘用车历史利润率发展经验看，美国及欧洲过去三十年间主要厂商年平均利润率约为 2%，韩国过去二十年间主要厂商年平均利润率约为 3%，日本过去三十年间主要厂商年平均利润率约为 3%；我国目前合资品牌年均约 7% 及自主品牌年均超过 3% 的净利润率超过国外乘用车厂商历史平均水平。我们预计未来乘用车利润率水平存在下滑空间，影响因素主要来产能利用率及规模效应导致的毛利率变化、研发费用提升及人力成本等提升带来的管理销售费用的提升（图表 13）。

Figure 13: 中国及国外主要乘用车厂商近三年利润率对比



Source: 公司数据, 中金公司研究部

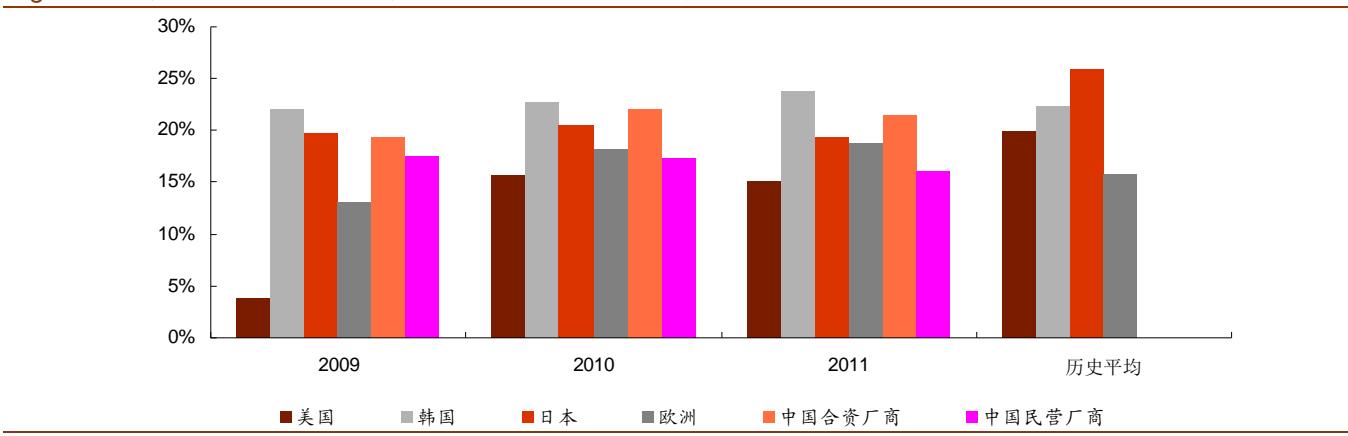
Figure 14: 中国主要乘用车厂商未来利润率变动影响因素

影响因素	影响项目	影响方向	对利润率影响
产能利用率下滑	毛利率	-	-
人力成本提升	毛利率	-	-
规模效应	毛利率	+	+
研发费用增加	研发费用	+	-
人力成本等提升	管理销售费用	+	-

Source: 公司数据, 中金公司研究部

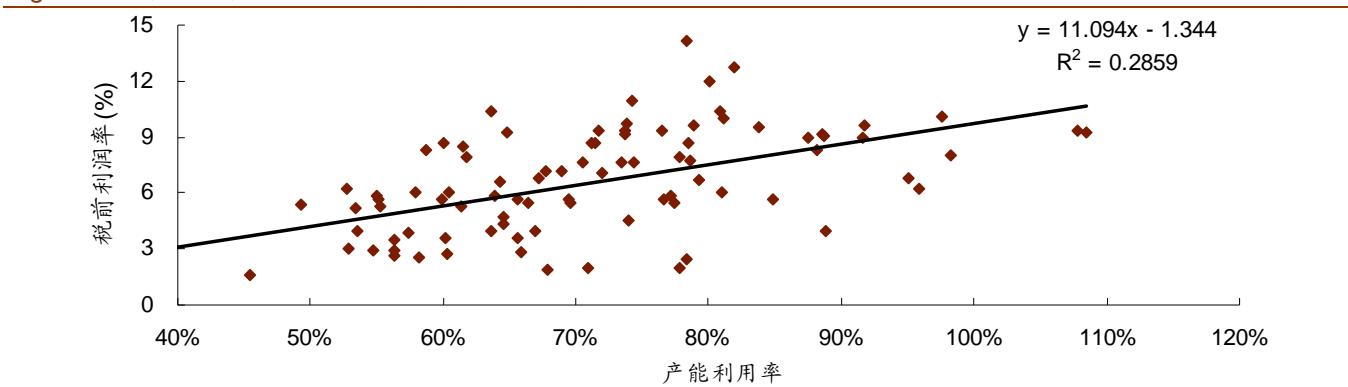
合资厂商未来毛利率呈下降趋势。对比国内外成熟厂商毛利率水平, 我国合资厂商目前均衡毛利率水平约为 22%, 与日本、韩国、美国的历史平均相似, 略高于欧洲乘用车厂商; 而我国自主品牌目前均衡毛利率水平约为 16%, 与欧洲乘用车厂商类似, 低于日本、韩国及美国厂商的历史平均水平。影响我国车企未来毛利率变化趋势的主要有以下几个因素: 规模效应、产能利用率波动及人力成本提升。由于我国 2011 年乘用车销量已达到 1447 万台, 受制于道路资源压力, 未来乘用车产销规模大幅提升的可能性不大, 因此规模效应对厂商未来毛利率的影响作用逐渐减弱; 第二, 目前汽车行业人力成本占生产总值约为 5%~10%, 考虑到我国目前人力成本较低, 我们假定未来人力成本有 20% 的提升空间, 则对应合资及自主品牌厂商毛利率下滑约为 0.6 个百分点; 第三, 从产能利用率来看, 目前自主品牌产能利用率低于 60%, 已经低于国际汽车厂商历史平均水平, 而我国合资厂商 2011 年产能利用率仍在 100%~105% 之间, 对比国外汽车厂商历史平均水平, 我们认为合资品牌产能利用率仍有 20% 的下跌空间, 从中国企业税前利润率与产能利用率关系来看, 这意味着合资品牌毛利率仍有 2 个百分点的下跌空间。综合以上分析, 我们认为合资厂商毛利率仍有 2.6 个百分点的下滑空间, 而自主品牌毛利率下滑的空间则约为 0.5 个百分点。

Figure 15: 中国及国外主要乘用车厂商近三年及历史毛利率对比



Source: 公司数据, 中金公司研究部

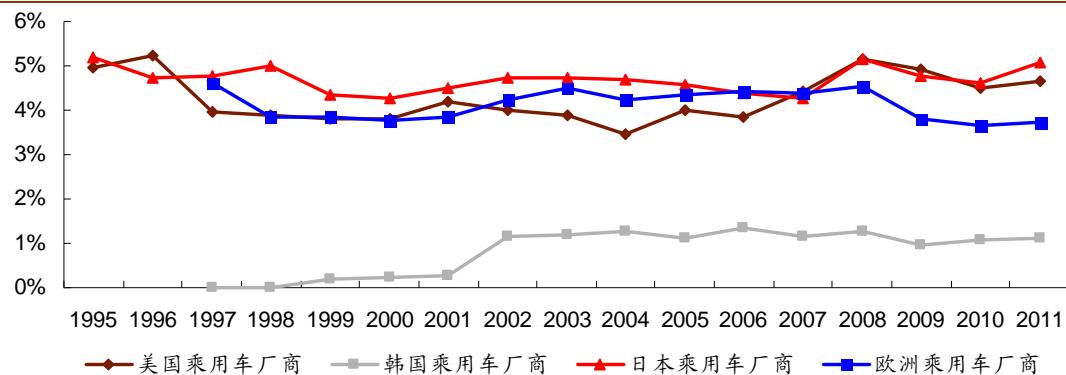
Figure 16: 中国汽车行业税前利润率与产能利用率关系



Source: 公司数据, Wind, 中金公司研究部

**研发费用的提升挤压合资企业利润率。**从国外发展经验看，美国、日本及欧洲乘用车厂商研发费用占收入比例均在4%左右；中国合资企业的车型和技术来自于国外母公司的导入，本身研发投入较少。近年来，国家对于高新技术企业施行税收减免，其中一个指标就是研发费用占比达到收入的3%。我们预计未来合资厂商研发费用的投入将逐步趋近3%，这意味着合资厂商研发费用占比至少存在2个百分点的提升空间。

Figure 17: 国外主要乘用车厂商研发投入占销售收入比例



Source: 公司数据，中金公司研究部

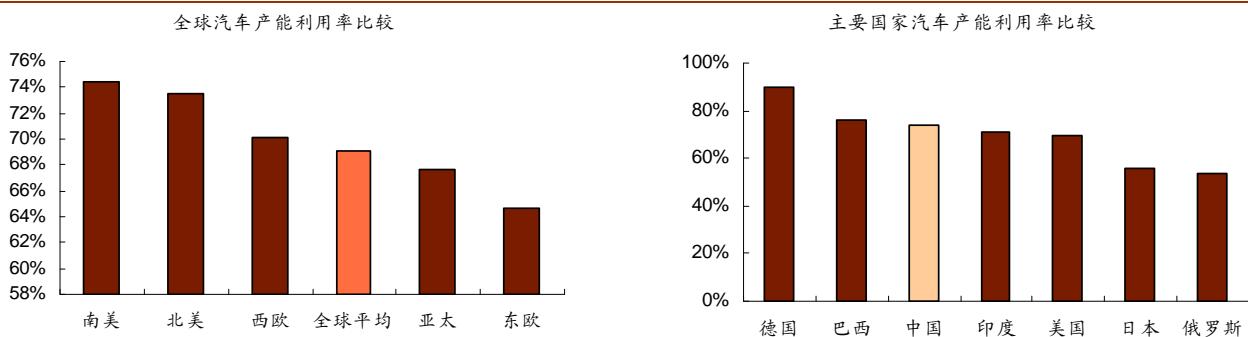
**合资厂商税后净利润率水平存在3.5个百分点的下降空间，自主品牌利润率下滑空间不大。**综合考虑规模效应、产能利用率及人力成本提升对毛利率的影响、研发费用的影响，我们预计未来合资厂商税后净利润率存在3.5个百分点的下降空间，而自主品牌税后利润率下降空间不大，约在0.5个百分点之内。

### 合资企业产能利用率及ROE有下降空间，但仍将高于24%

**中国乘用车合资企业ROE有下行压力，但我们的测算表明底部约在24%。**从影响ROE的三个因素来看：

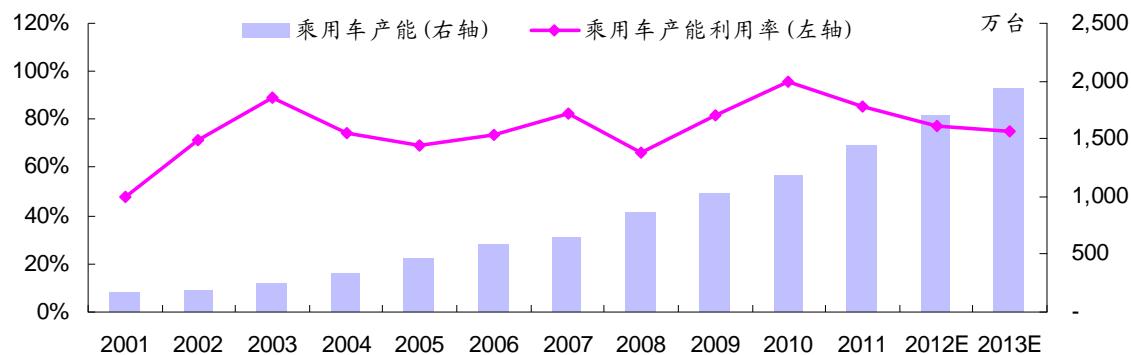
- ▶ 如前文分析，产能利用率下滑、人力成本上升及研发费用提升带来的净利润率下滑将成为合资企业ROE下滑的主要推动力，我们预计合资厂商税后净利润率有3.5个百分点的下滑空间，对应底部税后净利润率约在4.5%~5%；
- ▶ 由于我国合资厂商固定资产无形资产占总资产比例较低，厂商资产结构呈现“轻资产特点”，因此我国合资厂商总资产周转率高于国际乘用车厂商历史平均水平(美国84%，欧洲95%，日本95%，韩国107%)，2011年我国合资厂商平均总资产周转率约为2.34，往前看，我们预计合资厂商总资产周转率将随着产能利用率的下滑而下降，但仍将维持在1.9左右；
- ▶ 从资本结构看，我国合资厂商与日韩企业类似，对负债的利用率较低，企业权益乘数较低，2011年我国合资厂商平均权益乘数约为2.88，低于国际乘用车厂商历史平均水平(美国13.46，欧洲5.2，韩国4.6，日本3.3)。但另一方面，目前较低的权益乘数为企业未来运营提供调整空间：即厂商可在净利润率及ROE下滑时，通过调整企业资本结构，调高权益系数以保证较高水平的ROE。
- ▶ 我们的测算表明，未来中国乘用车合资企业ROE有下滑压力，但仍将维持在24%以上。

Figure 18: 主要国家/地区产能利用率比较



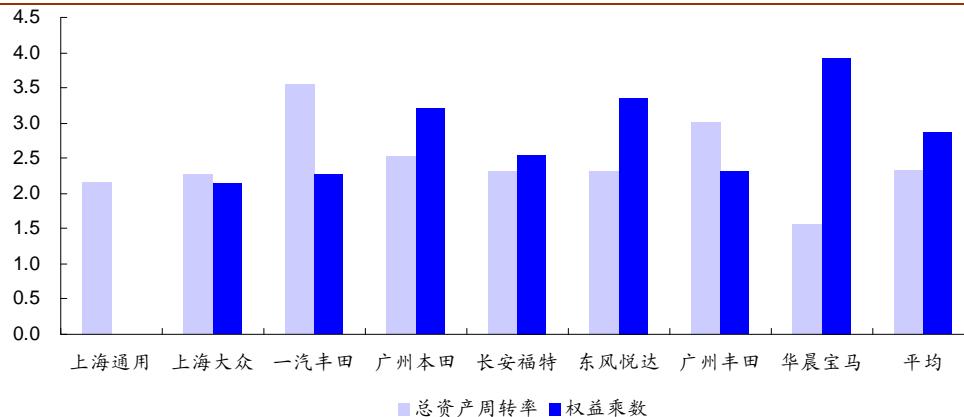
Source: KPMG, 中金公司研究部

Figure 19: 中国乘用车产能利用率变化趋势



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 20: 中国主要合资厂商总资产周转率及权益系数 (2011)



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 21: 中国合资厂商 ROE 底部测算

合资厂商平均	ROE	净利润率	总资产周转率	权益乘数	备注
2010	43.7%	7.68%	2.17	2.92	
2011	47.5%	7.92%	2.34	2.88	
情形1	26.5%	4.92%	1.87	2.88	净利润率比当前下滑3个百分点
情形2	23.8%	4.42%	1.87	2.88	净利润率比当前下滑3.5个百分点, 即最差情形

Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 东风汽车集团底部 ROE 测算

我们的测算表明东风汽车集团底部 ROE 约为 15.4%:

- 对东风汽车集团旗下合资乘用车厂商底部 ROE 测算: 由于东风集团旗下三家合资乘用车厂商(东风本田、东风日产及神龙汽车)约占东风集团旗下全部共同控制实体利润的 70%~75%，因此我们预计东风集团旗下合资公司税后净利润率约为 2~2.5 个百分点的下滑空间；同时我们假定总资产周转率将随着产能利用率的下滑而下降而权益乘数保持稳定，则计算结果表明，东风集团旗下合资厂商底部 ROE 仍将维持在 26%以上；
- 对东风汽车集团底部 ROE 测算: 东风汽车集团的利润主要来自以三家合资厂商(东风本田、东风日产、神龙汽车)为核心的共同控制实体，集团其余资产 2011 年贡献利润较少(其余资产占总资产比重约为 40%~45%)；我们预计东风汽车集团底部 ROE 约为 15.4%。

Figure 22: 东风汽车集团 ROE 底部测算

东风汽车集团 东风合资公司		备注
ROE	ROE	
2010	29.3%	43.2%
2011	22.6%	39.5%
情形1	16.6%	28.2% 合资公司净利润率比当前下滑2个百分点
情形2	15.4%	26.2% 合资公司净利润率比当前下滑2.5个百分点，即最差情形

Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 上汽集团底部 ROE 测算

我们的测算表明上汽集团底部 ROE 约在 15%:

- ▶ 对上海大众及上海通用的底部 ROE 测算: 与对合资厂商底部 ROE 测算方法相同, 我们的计算表明, 上海大众及上海通用的底部 ROE 分别约为 24.5% 和 28.3%。
- ▶ 对上汽集团底部 ROE 的测算: 上汽集团的利润主要来自两家合资厂商 (上海大众、上海通用); 我们利用加权资产平均 ROE 的方式, 计算结果表明上汽集团底部 ROE 约为 15%。

Figure 23: 上汽集团 ROE 底部测算

上汽集团 上海大众 上海通用			备注
ROE	ROE	ROE	
2010	20.7%	39.8%	49.2%
2011	19.8%	45.0%	48.6%
情形1	15.9%	26.6%	30.1% 合资厂商净利润率比当前下滑3个百分点
情形2	15.0%	24.5%	28.3% 合资厂商净利润率比当前下滑3.5个百分点，即最差情形

Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 从 ROE 角度看国内乘用车合资厂商估值

目前上汽的市净率 (1.2X 2012P/B) 反映的是均衡 ROE 为 11% 左右的预期, 市净率估值已经被低估

**ROE 高低决定市净率支撑力度。**从高登模型 (Gordon Growth Model) 我们不难发现, 公司内在价值与 ROE 有着密切联系。特别是对于处于稳定增长期的企业, 其 ROE 的高低决定了市净率的区间。如果 ROE 等于内部贴现率, 则公司的合理估值是 1 倍 P/B, 如果 ROE 大于内部贴现率, 则市净率 =  $(ROE-g) / (r-g)$ 。其中, g 代表公司预期增长率, r 即是内部贴现率。如果说目前市场资金要求的平均回报率在 10%, 那么只要 ROE 高于 10%, 则 P/B 在 1 倍就有支撑。

**ROE 测试显示上汽集团市净率被低估。**目前市场对于龙头乘用车企业的估值存在较大分歧, 关键在于 P/E 的估值体系对于股价支撑力度不够。例如上汽集团目前动态 P/E 已跌破 6 倍, 但市场对于其盈利能力下滑的担心使得估值向下看不到支撑。但是如果从 ROE 角度来看, 目前上汽 P/B 仅为 1.2 倍, 根据高登模型反映的 ROE 约为 11% (假设  $r=10\%$ ,  $g=3\% \sim 6\%$ )。目前市场对于公司未来两年 ROE 的一致预期仍在 17% 以上, 我们测算的底部 ROE 也在 15% 以上, 这表明上汽集团的市净率已经被低估。

我们预计上汽集团底部 ROE 仍可支撑 1.7 倍左右的市净率。我们的测算表明, 未来上汽集团的底部 ROE 仍将维持在 15% 以上; 我们以 10% 的内部贴现率和 3% 的预期增长率作为参数, 那么公司的理论市净率仍将在 1.7 倍左右, 比起现在高出约 41%。因此从 ROE 角度来看, 上汽集团企业估值已经被低估。

Figure 24: 上汽集团底部 ROE 可支撑市净率敏感性分析

底部 ROE=15%	潜在增长率				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
内 8%	2.2	2.3	2.4	2.6	2.8
部 9%	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2
贴 10%	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
现 11%	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6
率 12%	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4

Source: 公司数据, 中金公司研究部

目前东风汽车的市净率(1.3X 2012P/B)反映的是均衡 ROE 为 12% 左右的预期, 市净率估值同样被低估

ROE 测试分析同样显示东风集团市净率被低估。我们同样基于 ROE 角度来讨论东风集团的市净率估值。目前东风集团的 P/B 约为 1.3 倍, 根据高登模型反映的 ROE 约为 12% (假设  $r=10\%$ ,  $g=3\% \sim 6\%$ )。我们测算的东风集团底部 ROE 约为 15.4% 以上, 这同样表明东风集团集团的市净率已经被低估。

我们预计东风集团底部 ROE 仍可支撑 1.8 倍左右的市净率。我们的测算表明, 未来东风集团的底部 ROE 仍将维持在 15.4% 以上; 我们以 10% 的内部贴现率和 3% 的预期增长率作为参数, 则公司的理论市净率仍将在 1.8 倍左右, 比起现在高出约 36%。因此从 ROE 角度来看, 东风汽车集团企业估值已经被低估。

Figure 25: 东风集团底部 ROE 可支撑市净率敏感性分析

底部 ROE=15.4%	潜在增长率				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
内 8%	2.2	2.3	2.5	2.6	2.9
部 9%	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
贴 10%	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9
现 11%	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
率 12%	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4

Source: 公司数据, 中金公司研究部

## 谁是下一个赢家——合资品牌竞争格局分析

中国汽车行业进入买方市场，厂商的竞争在于是否能合理利用现有平台设计出适销对路的新产品，实现规模化生产。在新一轮的新车投放周期中，中高级车份额受到入门级豪华品牌以及节能小排量汽车两端挤压，长安福特能够更多的受益，大众优势仍将继续。日系车能否重新崛起要看国内混合动力能否快速普及。从中国目前趋势来看，我们更看好欧美入门级豪华品牌以及强势合资品牌的份额提升，相对看好华晨汽车（1114.HK）、上汽集团（600104.CH）和长安汽车（000625.CH）。

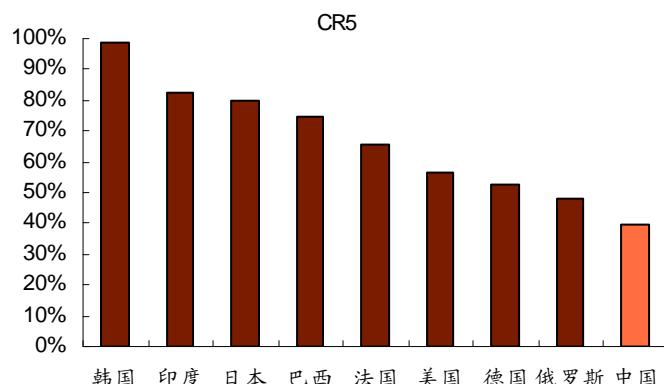
### 中国市场，全球竞争

据不完全统计，中国现有汽车品牌数量超过100多个，居全球之最。几乎所有的外资品牌都有涉足中国市场。全球汽车行业的竞争中心已经从欧美转向中国，谁都想在这一快速增长的市场中占据一席之地，没有一家企业能够忽略中国市场的重要性，因为这意味着被市场所淘汰。

#### 中国市场全球竞争最激烈

中国汽车行业集中度全球最低，各品牌面临激烈竞争。2009年，中国超越美国成为全球汽车产销规模最大的国家。而在此之前，中国早已是全球竞争最激烈的汽车市场。中国前五大品牌合计市场份额处于全球最低行列，不仅低于欧美日韩等发达国家，也低于金砖四国的其他对手。较低的集中度带来了无序竞争以及资源浪费。尽管发改委近几年来一再提出要提高汽车行业集中度，加快行业整合，但由于地方政府视汽车为地方支柱产业，因此整合难度较大。我们预计未来很长一段时间，中国汽车行业仍将面临激烈的竞争。

Figure 26: 欧美日韩和金砖四国汽车品牌集中度比较



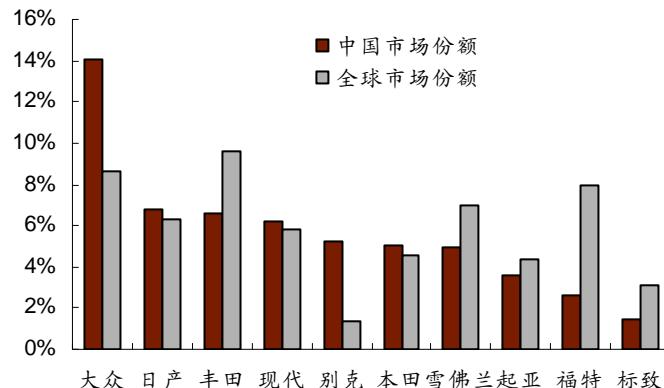
Source: Marklines, 中金公司研究部

#### 大众在中国的发展一枝独秀，日系品牌最为失落

先发优势及对中国市场重视造就了“大众帝国”。从品牌结构来看，在中国市场发展最为成功的当属大众汽车。上世纪70年代末，大众汽车对中国市场的独到远见与不懈坚持，成就了它在中国多年的辉煌。直到今天，大众仍是国内产销规模最大的单一品牌，从市场份额高出第二名将近一倍，可谓一枝独秀。相比之下，大众在全球的份额并不起眼，而同为全球畅销品牌的丰田和福特在国内的份额则相对较低。品牌的地域性在不同市场有着完全不同的演绎。

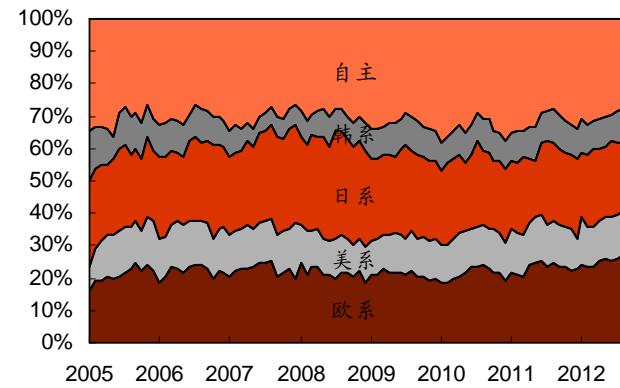
日系品牌份额持续受到挤压。日系品牌在中国曾经占据三分之一市场。07、08年高峰期，丰田凯美瑞和本田雅阁一度成为国产中高级车的标杆。但是在之后，由于在车型引进和新技术导入方面远没有德系品牌那样大方，市场份额也逐渐萎缩至目前的20%。可以说，日系品牌是近年来汽车快速发展中最失落的。特别是丰田，其在国内的市场份额仅为全球市场的2/3，竞争压力非常之大。

Figure 27: 主要外资品牌中国份额和全球份额比较



Source: CEIC, 中金公司研究部

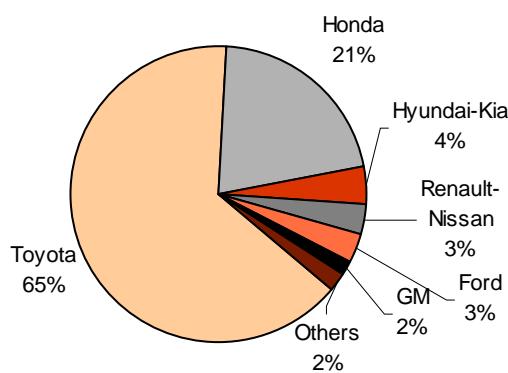
Figure 28: 国产乘用车市场份额变化



Source: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

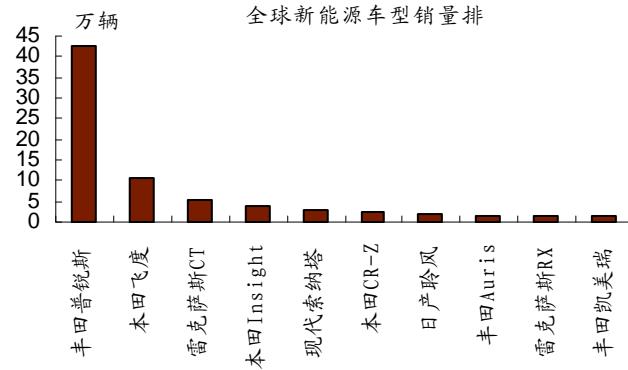
日系品牌的机会在于国内混合动力发展。日系品牌在国内传统汽车市场危机四伏，但在节能汽车领域仍占据全球领先地位。今年1季度，丰田普锐斯以超过24万辆的销量跻身全球最畅销车型三甲。混合动力汽车凭借节能环保、技术成熟、成本较低等特点，成为全球汽车节能技术的主流选择。全球超过90%的新能源汽车为混合动力车型。在国内，混合动力汽车仍处于市场培育阶段。除普锐斯外（进口配件组装），大部分在售车型均为进口车型，价格相对偏高。近期有多款混合动力车型上市，包括广汽丰田凯美瑞混动版上市，与普通版价差已经逐渐缩小。凭借良好的燃油性能，长期来看已经具备一定的性价比。我们预计随着国内油价居高不下，采用混合动力技术的新车型将加速推出，而日系品牌作为全球混合动力技术的领先者有望受益。

Figure 29: 全球混合动力市场格局(2011)



Source: Marklines, 中金公司研究部

Figure 30: 全球新能源车型销量排名(2011)



Source: Marklines, 中金公司研究部

Figure 31: 凯美瑞混动版与普通版比较

	凯美瑞普通版	凯美瑞混动版
指导价(万)	21.98	25.48
最大功率(kW)	135	151
百公里加速(s)	9.8	8.8
百公里油耗(L)	7.8	5.3

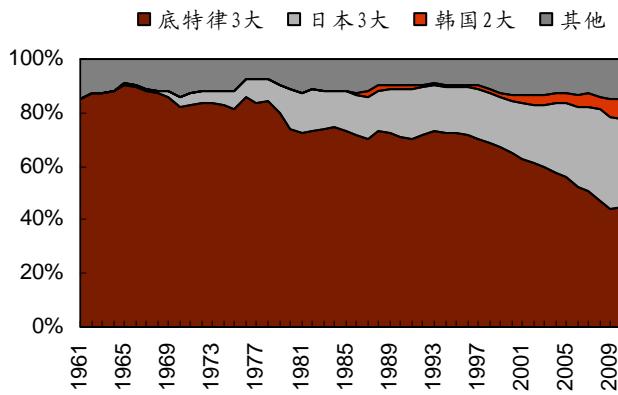
Source: Marklines, 中金公司研究部

竞争加剧导致不可能有一家企业能长期维持垄断

市场格局的演化不仅取决于供需结构的变化，也取决于各个企业把握市场机遇的能力。从发达国家汽车发展历史来看，不同品牌之间的竞争使得市场竞争格局不停变换。正所谓三十年河东三十年河西，没有绝对的强势品牌，只有

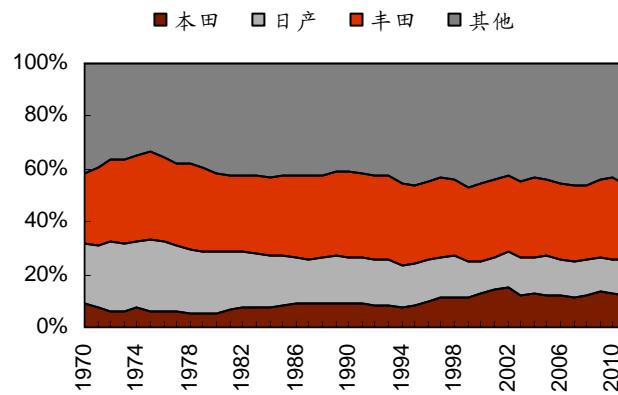
暂时的辉煌。无论在美国、欧洲还是日韩，没有一家企业能长期维持垄断地位。而且随着竞争的加剧，不确定性会更大，市场格局的演化不仅取决于供需结构的变化，也取决于各个企业把握市场机遇的能力。以美国市场为例，60年代底特律三大汽车公司占到美国市场 85%的份额，但是先后两次石油危机为日本汽车企业带来了后发的机遇。到2011年，日本企业在美国的市场份额达到 1/3，成为除美国本土三大品牌外最重要的力量。这一结构变化不仅来自于石油危机下汽车行业供需结构的改变，也来自于日本企业能够把握市场变化带来的机遇迎头赶上。

Figure 32: 美国市场份额的演变



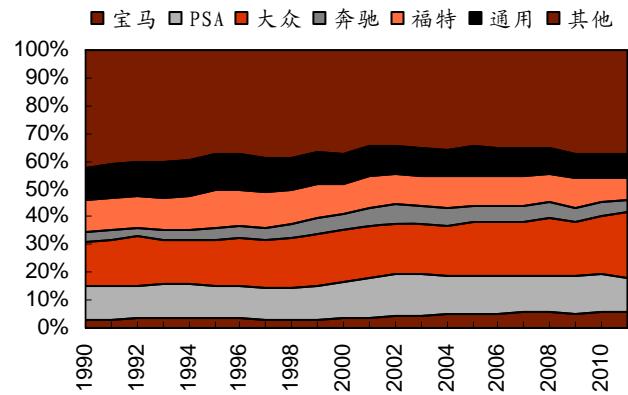
Source: CEIC, 中金公司研究部

Figure 34: 日本市场份额的演变



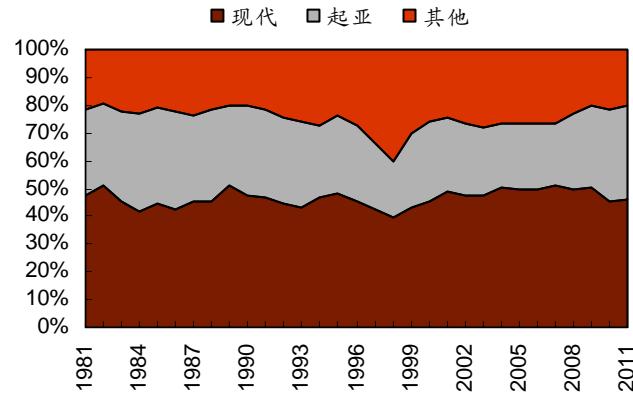
Source: CEIC, 中金公司研究部

Figure 33: 欧洲市场份额的演变



Source: CEIC, 中金公司研究部

Figure 35: 韩国市场份额的演变



Source: CEIC, 中金公司研究部

## 决定未来市场份额的因素是什么？

欧美及日韩汽车市场的经验表明，市场份额变化趋势存在多重可能性，既有后来居上（日本品牌在美国），也有相对稳定（欧洲和日本本土），也有周期波动（韩国市场）。那么，既然竞争结构变幻多端，是什么决定了未来市场份额的走向？究竟哪些品牌能屹立不倒，哪些品牌会逐渐衰落，又有哪些品牌能脱颖而出？我们进一步探究了决定市场份额的主要因素，总结了以下三点可能的原因。

### 消费者需求的变化

中国消费者的口味正在变得更理性、更成熟。如同其他消费品一样，人们对于汽车的需求总是不断的在变化，这一变化有时非常缓慢，例如在欧洲国家对于品牌的忠诚度和认可度、美国消费者对于肌肉车的狂热以及日本人对于小车的喜爱等。但有时也会很突然，例如在中国，消费者需求的变化非常快，从三厢车、到两厢车、再到 SUV，购车者的口味几乎每过几年都要变化，这也许是因为国内市场太大，充斥着不同层次、不同偏好的消费者。我们很难预测消费者需求的变化，但是从现有的市场结构中不难发现，消费者的口味正在变得更理性、更成熟。

- ▶ **入门级豪华车价格下移推动销量快速增长。**随着豪华车国产化率提升，其生产成本将持续下降。且今年以来豪车价格大幅下跌，远远超过其他细分行业降幅。我们认为这一轮豪华车价格下行的趋势不可逆转。未来国内外入门级豪车的价格将逐渐趋同。豪华车价格区间下移将使得其市场份额持续提升。特别是国产的入门级豪华车将成为市场增速最快的细分行业之一。
- ▶ **城市拥堵催生紧凑型两厢车需求。**传统观念中，中国消费者好面子，喜欢大车、偏爱三厢车。但是随着近年来消费观念不断成熟，紧凑型两厢车逐渐被市场所接受，特别是在城市拥堵、停车难等问题日益加重的背景下，越来越多的城市消费者愿意选择小巧灵活的紧凑型两厢车。例如今年福特的新福克斯上市后不久，即成为了国内最畅销车型，月销量接近1.3万辆。
- ▶ **SUV成为二次购车首选。**二次购车的消费者更倾向于购买不同款式的车型，因此SUV自然吸引了许多老车主的目光，随着换车高峰期的到来，我们预计SUV的份额在短期内仍将不断增加。特别是小型SUV市场，将成为市场又一关注点。目前，SUV市场仍主要以紧凑型车为主。A0级SUV竞争并不激烈。SUV的小型化将拉低价格准入区间，使得SUV市场份额进一步提升。
- ▶ **家用型MPV普及期即将来临。**和SUV一样，家用型MPV也是二次购车消费者的主要选择之一。目前国内MPV主要分为商务型和家用型。相对于普通轿车，家用型MPV空间更大，舒适性更好，功能多样，且外观也有轿车化的趋势。从国外经验来看，MPV的主要需求来自于私人用户，其普及阶段略迟于轿车。随着我国大中城市轿车普及阶段的深化，预计家用型MPV在未来具备较大的潜力。
- ▶ **中级车市场份额受到挤压。**入门级豪华车价格下移以及紧凑型车型份额提升将挤压传统B级车的市场份额。而行业自身竞争加剧也将使得这一市场利润率逐渐下滑。B级车曾一度是整车企业的主力车型。今年以来，以B级车为主体的企业面临较大的业绩压力，显示出市场需求的变化对企业盈利的影响正在逐步显现。
- ▶ **日系品牌份额压力逐渐加大，混合动力是机遇所在。**近年来日系品牌份额持续萎缩。这一方面由于长期以来被人诟病的简配和安全性因素，另一方面这几年日系品牌在产品和技术导入方面远不如欧美系厂商那样大度，甚至在新车型引入上还不如韩国品牌。这也使得日系车引以为傲的技术和品质优势荡然无存。往后看，日系品牌在传统汽车领域压力将逐渐加大。但随着市场对于节能汽车需求不断提升，混合动力汽车有望迎来加速发展。日系厂商如能抓住这一机遇，凭借在混合动力技术上的领先优势，则有望遏制份额萎缩，实现新的增长。

### 厂商能否适应变化推出新车型

**短期内提升市场份额主要依靠新车型。**正所谓适者生存，生物界的基本理论在汽车行业同样适用。70年代日本车在美国的发展历史是典型的适者生存的案例。应对市场需求的变化，如果能够率先作出创新，推出符合市场需求的新车型，那么市场份额自然将快速提升；但如果固守陈规不作变化，则必将遭到市场的惩罚。整车企业的盈利能力往往是由一两款主力车型决定的。如果一款新车型能够迅速上量成为明星产品，那么对企业业绩的改善将是非常大的。

我们分析了未来几年主流厂商的新车型计划，发现：

- ▶ 明年预计新增SUV数量将达到创纪录的27个，接近目前SUV车型总量的15%。SUV市场份额提升的同时，竞争也将不断加剧，利润率最终将面临下降压力。
- ▶ 自主品牌新车型最多，达到28个。其中主力车型以A级车和SUV为主，体现了顺应市场变化的决心。吉利、长城和比亚迪几乎包办了大多数SUV新车。而其他厂商则更多在A级车市场中寻求新的突破。
- ▶ 合资品牌和进口新车型分别为25和19个。其中，日系车型超过1/3，显示日系品牌已经逐渐意识到车型和技术老化对其品牌影响力造成的损失，未来新车推广力度将加大。而大众明年在华至少要推4款国产新车，短期内大众在中国的品牌地位仍难以撼动。

Figure 36: 2013年新车型分析

类别	厂家	车型	车型类别	类别	厂家	车型	车型类别	类别	厂家	车型	车型类别
自主	北汽集团	C80	Sedan	合资	北京现代	ix45	SUV	进口	长安PSA	Numéro 9	Sedan
自主	北汽集团	C60	Sedan	合资	北京奔驰	B-Class	Sedan	进口	Audi	S4	Sedan
自主	北汽集团	C50	Sedan	合资	长安福特	翼虎	SUV	进口	Mazda	CX-9	SUV
自主	北汽集团	B90	SUV	合资	长安福特	KA	sedan	进口	Toyota	Venza	Sedan
自主	比亚迪汽车	GOLF 电动车	Sedan	合资	长安PSA	DS5	Sedan	进口	Audi	Q1	SUV
自主	比亚迪汽车	S6DM	SUV	合资	东风日产	Juke	SUV	进口	Nissan	DX	SUV
自主	长安汽车	CD201	Sedan	合资	东风悦达起亚	福瑞迪(HB)	Sedan	进口	Volvo	XC40	SUV
自主	长安汽车	逸动(HB)	Sedan	合资	东风裕隆	S5	Sedan	进口	Volvo	V40	Wagon
自主	长城汽车	哈弗H7(SC60)	SUV	合资	广汽本田	Concept C	Sedan	进口	Kia	K9	Sedan
自主	东风柳汽	A	Sedan	合资	广汽本田	飞度EV	Sedan	进口	SSC	Tuatara	SportCar
自主	东南汽车	V6(HB)	Sedan	合资	广汽本田	飞度HEV	Sedan	进口	Land Rover	Grand Evoque	SUV
自主	观致汽车	观致	Sedan	合资	广汽本田	思域(HB)	Sedan	进口	Hyundai	i40	Wagon
自主	广州汽车	AF(NB)	Sedan	合资	广汽丰田	Etios	Sedan	进口	BMW	3 Series Gran Turismo	Cross
自主	华晨汽车	M11(大中华)	Sedan	合资	广汽三菱	GlobalSmall	SUV	进口	Porsche	Cajun	SUV
自主	海马汽车	(曜)量产版	Sedan	合资	上海大众	朗逸(HB)	Sedan	进口	BMW	X7	SUV
自主	郑州海马	V30	Sedan	合资	上海大众	Yeti	SUV	进口	BMW	Z2 Coupe	SportCar
自主	吉利汽车	EX9	SUV	合资	上海大众	Rapid (Mission L)	Sedan	进口	Audi	A3	Sedan
自主	吉利汽车	GX5	SUV	合资	上海通用	ATS	Sedan	进口	BMW	Z2 Convertible	SportCar
自主	吉利汽车	SX6	SUV	合资	神龙汽车	301	sedan	进口	Lamborghini	Urus	SUV
自主	江淮汽车	瑞鹰II	SUV	合资	神龙汽车	C4 AirCross	SUV				
自主	力帆汽车	820	Sedan	合资	吉利汽车	S60L	Sedan				
自主	奇瑞汽车	E3(A16)	Sedan	合资	一汽大众	Q3	SUV				
自主	上海汽车	W200	Sedan	合资	一汽丰田	RAV4 EV (进口)	SUV				
自主	天津一汽	C011B	Sedan	合资	一汽轿车	CX-5	SUV				
自主	一汽大众	E88电动车	Sedan	合资	一汽轿车	CX-7	SUV				
自主	一汽轿车	X80(C302)	SUV								
自主	一汽轿车	SUV	SUV								
自主	一汽轿车	欧朗(HB)	Sedan								

Source: 公司新闻, 中金公司研究部

### 车型盈利能力的比拼

**现有车型盈利能力是新车型能否取得成功的关键。**如果说推新车型是“武功招式”，那么车型的盈利能力则体现了其“内力”。一款新车是否能盈利取决于多方面因素，包括本身的品质、营销、市场定价以及成本控制等。但如果从要找一个量化指标去衡量，相对比较困难。我们只有从车企现有车型表现去预测其未来的销量及份额，而研究单车销量表现能够大体了解车企现有车型的销量表现，是一个不错的指标。这不仅体现了企业的营销能力和产品认可度，也决定了其成本控制能力，因为只有单车销量足够大，规模效应才能降低单车成本，带来更高的性价比。单车销量较高的企业如果新推一款车型，市场也更愿意相信其销量表现能够维持历史纪录。

**德系车盈利能力最强，短期垄断地位难以撼动。**从结果来看，整车厂单车销量的排序与我们一贯的认识比较接近。大众在中国的龙头地位很大程度上取决于其在单车销量及盈利能力的优势，只要持续能推出新车型，短期内垄断地位难以撼动。就单车销量来说，日系车排名也比较靠前，而近几年份额日渐萎缩则更加说明其在新车型、新技术导入方面落后于德系品牌。当然，仅仅依靠新车型数量，而不注重“内力”的培养，市场份额也难以长期维持，奇瑞汽车就是最好的例子。

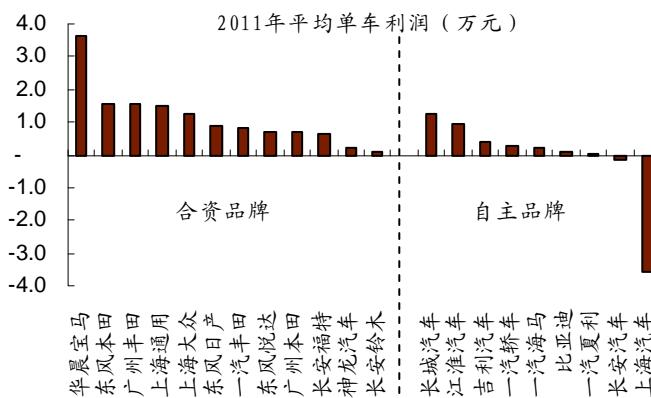
Figure 37: 国内主流厂商单车销量比较

品牌/车企	车型数量	2011年销量 合计(万辆)	单车销量 (万辆)
上海大众	10	116.6	11.7
一汽大众	9	103.5	11.5
一汽丰田	5	50.0	10.0
上海通用	13	118.6	9.1
东风日产	9	80.9	9.0
东风本田	3	25.5	8.5
北京现代	10	74.0	7.4
广汽丰田	4	27.4	6.9
广汽本田	6	36.2	6.0
长安铃木	4	22.0	5.5
长安福特马自达	8	41.9	5.2
东风悦达起亚	9	43.3	4.8
华晨宝马	2	9.5	4.8
长城汽车	8	36.5	4.6
比亚迪	10	44.8	4.5
吉利汽车	10	43.3	4.3
神龙汽车	10	40.4	4.0
江淮汽车	6	21.7	3.6
长安轿车	6	20.4	3.4
奇瑞汽车	21	63.2	3.0
上汽乘用车	7	16.2	2.3

Source: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

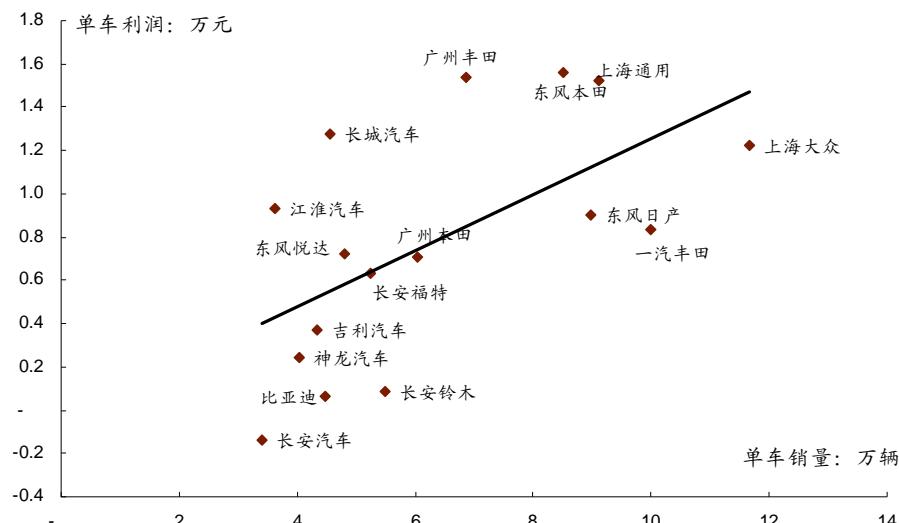
**单车销量与单车利润呈正相关。**单车利润是衡量车型盈利能力更直接的指标,相比单车销量来说,单车利润的波动相对较大。从2011年国内主流整车厂商单车利润的比较不难发现,合资品牌单车利润普遍高于自主品牌。自主品牌中单车利润较高的主要集中在强势细分市场,例如长城的SUV以及江淮的MPV。从图表中我们看到,单车销量和单车利润成较明显的正相关性。除了少数豪华车品牌之外(我们剔除了华晨宝马的影响),单车销量越高意味着较高的单车盈利能力。这与我们之前单车销量提升规模效应的判断一致。

Figure 38: 单车利润比较



Source: 中国汽车工业协会, 公司数据, 中金公司研究部

Figure 39: 单车销量 vs 单车利润 (2011年数据)

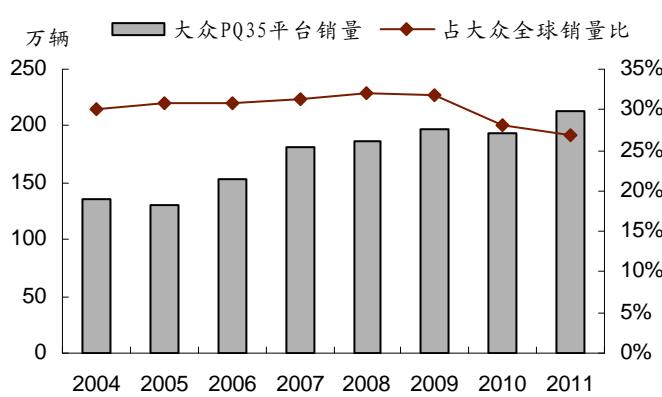


Source: 中国汽车工业协会, 公司数据, 中金公司研究部

**平台共享成为国际趋势，规模经济提升单车盈利能力。**对于单车盈利能力的分析在国外早就存在。在欧美成熟车企，同一车型在不同市场命名可能不一样，配置上也略有区别，因此衡量单车销量比较困难，而更常见的方法是研究同平台车型的销量。平台化、模块化生产是全球汽车发展趋势之一，它能够更好的实现规模经济，提升设计和生产效率。据统计，目前全球40%的汽车产量来自于20个主流汽车平台。包括我们熟知的大众PQ35平台、丰田的MC平台以及通用的MINICAB平台等。且今后随着平台化趋势不断发展，将有更多的汽车共享同一个平台。

**大众PQ35平台全球年销量超过200万辆。**以大众的PQ35平台为例，大众在这一平台上开发的车型接近20款，年销量超过200万辆，主要车型包括奥迪品牌下的A3、Q3和TT，大众品牌下的速腾、高尔夫、尚酷、开迪、途观和途安，斯柯达品牌下的明锐和YETI，以及SEAT品牌下的Altea和Leon等。其中有7款车型年销量超过10万辆，仅高尔夫一款车年销量就达70多万辆。在国内，PQ35的年销量也超过40万辆，比大部分厂商总销量还多。这大幅摊销了同一平台的开发成本，更有效的实现了规模化、集约化生产，使得研发效益最大化。不仅如此，大众仍不满足于目前单一平台的规模，其全新的MQB平台将集成更多的车型，进一步提升规模效应，因此平台化乃大势所趋。

Figure 40: PQ35平台全球销量及占比



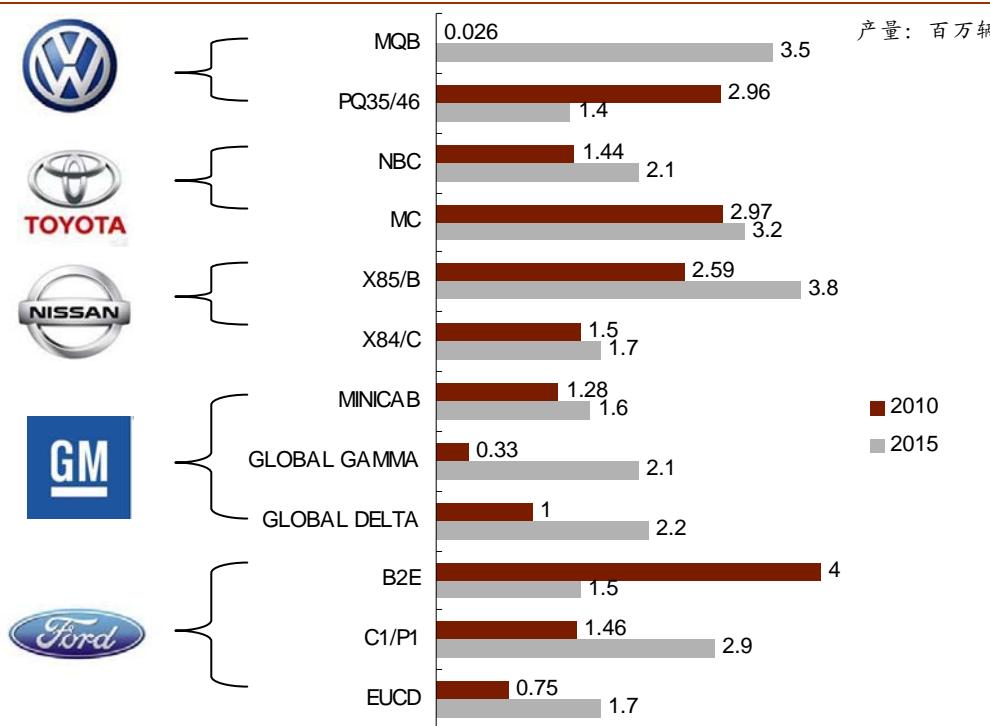
Source: Markline, 中金公司研究部

Figure 41: PQ35平台主要车型

品牌	车型	2011年销量 (万辆)
奥迪	A3	15.7
	TT	2.1
	Q3	0.7
	高尔夫	74.3
	途观	28.8
	途安	14.4
	速腾	12.8
大众	开迪	10.6
	尚酷	2.8
	甲壳虫	2.3
	Eos	2.1
	明锐	30.1
	Yeti	5.2
	Leon	7.1
斯柯达	Altea	3.4
SEAT		

Source: Markline, 中金公司研究部

Figure 42: 全球主流平台产量及预测



Source: 中国汽车工业协会, 公司数据, 中金公司研究部

因此, 最终我们看到的规律是: 乘用车企业要花更多的精力在平台化、规模化上, 一方面要加快力度开发适应市场需求变化的新车型, 另一方面要提升单车的产销规模以及盈利能力, 从而实现市场份额和业绩的双重提升。

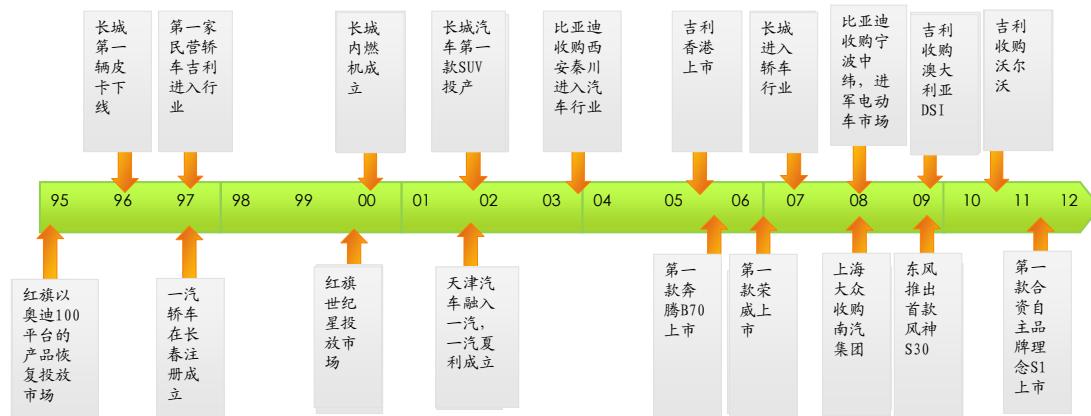
- ▶ 更看好欧美入门级豪华品牌和强势合资品牌的份额增长。由于豪车国产化导致价格下移成为趋势、一二线城市汽车消费结构持续提升, 以及国人对豪华品牌一贯的热衷追求, 将使得未来欧美豪华车品牌特别是入门级车型的份额将快速提升, 包括奥迪、宝马以及奔驰都将成为这一快速增长市场的受益者。这在一定程度上将挤压部分弱势的中端合资品牌生存空间。
- ▶ 我们认为在众多中端合资品牌中, 大众仍是做得最好的, 无论在单车销量和利润还是在新车型、新技术引进方面, 大众都走在市场前列。因此在中端市场我们认为大众仍能维持稳定的份额。日系品牌在单车销量和单车利润方面实力较强, 但缺乏新车型以及对新技术导入的吝啬是其发展的最大瓶颈, 未来如果不能加快混合动力产品的推出, 市场份额将面临更大压力。
- ▶ 在下一轮的新车投放周期中, 我们预计长安福特能够更多的受益。目前福特在国内的单车盈利能力相对其全球水平来说仍较低, 未来有提升空间, 且长安福特目前车型仍主要依靠福克斯和蒙迪欧, 产品线远没有大众等厂商齐全, 随着后续几年新车型导入以及规模效应提升, 公司国内市场份额和业绩有望快速增长。

## 民族企业发展路径的思考

中国自主品牌乘用车经历了近二十年的发展，目前年产销规模接近400万辆，占据狭义乘用车市场1/3的份额。随着国内市场竞争加剧，合资品牌渠道下沉力度也在加大，自主品牌国内份额大幅提升难度较大，因此从新兴国家出口切入，实现做大做强，是自主品牌未来发展的主要路径。我们预计中国乘用车出口未来五年将实现35%的复合增长，出口销量占比将达到40%。

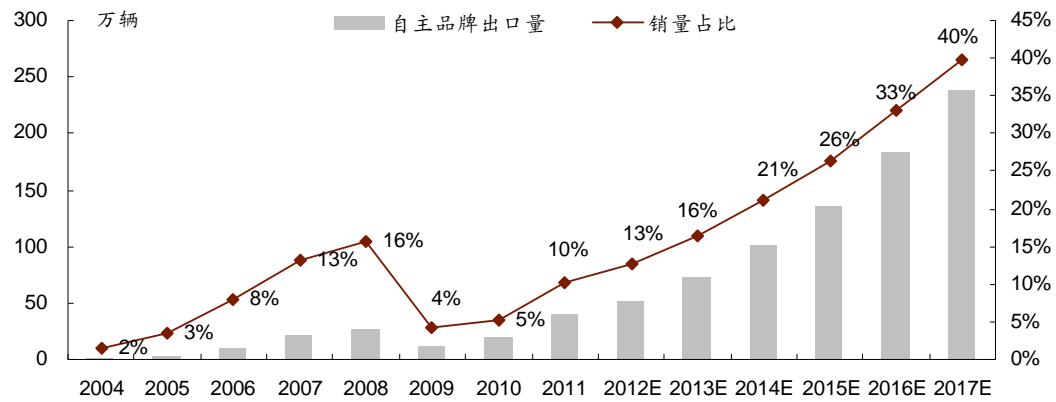
看好长城汽车和吉利汽车的发展模式。我们研究了日本与韩国汽车工业发展的背景与经验，韩国汽车工业发展经验对自主品牌更有借鉴意义。相比韩国的经验，中国目前的机遇在于庞大的国内三四线城市以及发展中国家市场，而欧美经济低迷带来了潜在技术并购机会。我们认为民营企业具备“造血功能”，发展将更可持续，更看好长城汽车模式（专攻细分市场，模仿中逐渐提升质量的类丰田模式）和吉利模式（通过引进先进技术，以技术革新推动的产品和品牌升级的类本田模式）。江淮汽车凭借扎实的产品质量，长期也有望受益于出口增长。

Figure 43:自主品牌发展历史



Source: 公司信息，中金公司研究部

Figure 44:自主品牌出口销量预测



Source: 中国汽车工业协会，中金公司研究部

## 日韩发展经验值得中国自主品牌借鉴

### 日韩汽车工业发展主要经验

日韩发展路径略有不同，韩国经验对自主品牌更有借鉴意义。日本和韩国自身国土面积狭小，汽车工业从发展初期就开始向海外市场拓展。两者不同的是，日本直接选择了汽车最发达的北美市场，而韩国则先从相对落后的非洲、东南亚起步，逐渐向欧美渗透。中国自主品牌现状类似于韩国80年代初期，正处于从起步阶段向出口扩张和规模化发展阶段过渡的时期，韩国经验对自主品牌更有借鉴意义。日本汽车的成功之处在于对目标市场本土化需求的深刻理解、对提高生产和管理效率的不懈追求、对研发和质量高度重视、以及从模仿到创新的循序渐进。而韩国的经验在于坚持自主发展、争取国内政策支持、善于模仿和快速吸收、不断改进质量和服务、在产品设计上不惜重金。我们在附录中详细介绍了日韩汽车工业发展的历史背景以及本田、丰田、现代等企业成功的经验。

### 相比日韩经验，中国车企面临的挑战不少

- ▶ **国内外竞争远高于日韩企业当初发展时。**2011年中国汽车销量前五名企业市场份额总量仅为40%左右，大幅低于欧美日韩，这会一定程度影响到自主品牌的发展，自主品牌在中高端市场还没有能力和合资品牌抗衡，需要长期的技术积累，步步为营，从中低端做起，从技术和服务这些基础做起。
- ▶ **发达国家环保、安全等准入壁垒大幅提高。**以美国为例，美国市场已经被日韩占领40%以上的份额，因此不会让中国轻易成为下一个日本或韩国，美国要求乘用车在2016年前达到平均每加仑行驶35.5英里的水平，这些标准的提高对于本土巨头来说都是不小的冲击和挑战，对中国车企来讲难度更是不言而喻。
- ▶ **过去二十年国家对自主品牌政策支持较少。**相比韩国汽车发展初期，中国目前对自主品牌的支持力度明显要小很多。而对于后发企业来说，政府的支持在初期是非常重要的，政策应该引导企业在研发、技术、管理、配套体系建设等方面加大力度，提升长期竞争力。
- ▶ **品牌形象的塑造和赶超需要长期积累。**自主品牌车企一直采用低价换取市场的策略，在抢占市场份额的同时造成品牌、技术力量薄弱的问题。而由欧美日韩的成功经验可知，品牌形象的塑造需要技术、质量、服务的全面提升和长期积累。

### 机遇大于挑战，后发也有优势

- ▶ **国内三、四线城市汽车普及率仍较低。**中国贫富差距较大，三四线城市道路水平和收入水平都在提高，城镇化人口目前已经占比50%以上，而这个趋势在未来还会继续，同时公路配套设施的覆盖面也在逐渐加大，将为汽车需求提供较大增长动力。目前三、四线市场已经取得一定成就，本土厂商需要进一步提高性价比，提高营销能力，加大影响力，将在本土市场开拓新的市场。
- ▶ **发展中国家将提供巨大市场。**波士顿咨询公司2010年发布的报告显示，未来10年，汽车行业的发展与金砖四国息息相关。到2014年，巴西、俄罗斯、印度和中国的汽车销量将占全球的30%，而中国汽车销量将占金砖四国总销量的61%。预计巴西、印度和中国的市场到2014年都将继续稳定发展，俄罗斯也将恢复到危机前的销量水平，主要基于GDP将保持持续强劲的增长势头。以发展中国家为出口着力点既有利于发挥低成本优势也有利于积蓄实力向全球发展。
- ▶ **欧美经济低迷，愿意出售专利技术，存在潜在并购机会。**今年吉利汽车收购沃尔沃，潍柴动力成为德国凯傲主要投资者，这些都为技术跨越发展提供了很好的机遇。中国汽车企业与国外汽车公司的合作已经展开并且不断深入，中国汽车企业可以通过合作来学习外国车企的先进生产技术，实现更多的技术外溢效应，以实现我国汽车企业技术的自主与赶超。
- ▶ **后发企业在发展路径上可以少走一些弯路。**韩国汽车行业也是起步较晚，初期也是采取技术引进的模式，但是后来勇敢自起炉灶，世界各地建立研发中心，瞄准汽车技术发展趋势进行跨越式技术发展。中国目前的情况也很相似，需要沉下心把研发能力、售后服务水平、营销能力全面提高，从根本上提高核心竞争力。
- ▶ **政府支持力度逐渐加大。**中国经济目前处于转型阶段，而汽车产业作为贡献高GDP的技术密集型产业必然受到政府的重视，过去的20年里对于汽车产业的鼓励政策政府并没有很大的作为，近年政府对车企的研发项目开始给予更多的重视，但是相比韩国政府还是行动不足。中国拥有着世界上最大的汽车市场，但是却大部分被别国瓜分，可以预见政府将在汽车行业尤其是自主品牌研发上投入更大的精力。

## 日韩汽车发展模式值得借鉴，但无法复制，中国企业要走自己的模式

日韩的经验表明，中国自主品牌发展，必须先立足于国内中低端市场，从发展中国家切入，积累经验和资本，渗透发达国家，最终实现做大做强。但是立足之本在于品质和品牌的塑造。汽车工业的发展是一个需要积累的过程，需要顶住压力，从品质上提升。而市场方向，由于目前大环境已经大大不同，其它发展中国家和国内三四线城市将是世界汽车行业主要的竞争市场。汽车制造是一个国家制造业整体实力的体现，因此零部件厂商和材料供应商需要配合整车厂商进行质量提升，而政府可以在零部件厂商的研究方面给予更多鼓励。

- ▶ 中国自主品牌发展应遵循三个阶段：价格竞争、品质竞争、品牌竞争。目前大部分企业仍处于价格竞争阶段，奇瑞尝试着跨过第二阶段直接进入品牌竞争但失败了。消费者对新技术边际效用在递减，后来者居上的第一个要解决的问题不是技术，是品质。品牌则是经过长时间积累后水到渠成的事，不是能一蹴而就的。用市场换技术不是长久之计，从技术依赖到技术独立和赶超是自主品牌的当务之急。
- ▶ 日本模式是直接打入发达国家，但目前发达国家已经大大提高壁垒，所以不能完全复制。中国企业要学习和借鉴韩国的经验，从自身三四线市场拓展以及其它发展中国家中低端市场开始渗透，逐渐提升质量，再进入发达国家。并且进入别国之前需要进行大量的考察和试验，体会当地居民的切实需求，真正做到本土化。
- ▶ 汽车制造是一个国家制造业实力的整体体现，因此零部件厂商和原材料厂商的发展对于汽车水平的影响将会很大。日韩的经验表明整车企业通过深度合作可以很大程度上提高零部件供应商的质量标准，因此中国车企应该和零部件厂商建立更稳定和长期的合作关系，促进双方发展。国家在发展第三产业的同时，也应该注重制造业水平的整体提升，给予零部件供应商产品研究更大的政策鼓励。

Figure 45: 不同发展模式的比较



Source: 中金公司研究部

## 看好民营自主品牌发展模式

中国目前自主品牌主要分成三大类：民营自主、国营自主以及合资自主。其中民营自主以长城、吉利、比亚迪为代表，是目前自主品牌发展的主力军，占据自主品牌销量约38%；国营自主包括了一汽（一轿车和夏利）、上汽、东风、长安等，目前面临的盈利压力相对较大；合资自主是这两年才诞生的新事物，主要是合资企业顺应国家政策推出的品牌，对其定位市场还存在争议。

在经历了09、10年大跃进式的发展后，中国自主品牌遭遇了来自市场和自身定位的双重压力。由于国内整体需求下行、行业竞争加剧以及大中城市限购等不利因素影响，多数自主品牌遭遇了销量和业绩的大幅下滑，仅有少数龙头自主品牌如长城汽车实现了逆势增长。此外，合资品牌产品和渠道下沉也在挤压自主品牌生存空间。市场对于自主品牌未来发展道路比较迷茫。

Figure 46: 国内自主品牌发展现状

类别	代表品牌	特点	销售及盈利状况
民营自主	吉利、比亚迪、长城等	市场策略灵活，公司结构适合市场竞争，但过于集中于低端市场，向面临瓶颈	销量逐步提升，盈利稳步增长。吉利上半年销量达22.2万辆，增长4.2%。净利润额为10.2亿元，增长8.7%。长城汽车上半年销售整车26.2万辆，增长20%，净利润达到23.83亿元，增长27.95%。
国有自主	一汽（一汽和夏利）、上汽乘用车、东风乘用车等	历史久远，规模较大，经营灵活性不足，优势在于雄厚的政府支持	销售有所下滑，盈利出现缩水。一汽旗下夏利上半年销量8.7万辆、奔腾3.5万辆，上汽旗下荣威2万辆，东风旗下风神2.7万辆，同比均有20%到50%的下滑。公司利润大都来源于合资公司，去除子公司投资收益后，一汽、上汽都处于亏损状态。
合资自主	广汽本田理念S1、东风本田思铭等	地位饱受争议，实质为合资品牌过时的平台技术，缺乏核心竞争力	1-8月总销量为9.06万辆，占据市场份额很小。但未来考虑到其政策优势，销量和盈利能力有望提升。

Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 民营企业具备“造血功能”，发展模式更可持续

**市场对自主品牌发展模式的争论由来已久。**前几年市场竞争的焦点在于汽车行业中民企和国企哪个更具竞争力。哪种模式更容易突破合资企业包围圈，实现跨越式发展。而近两年随着合资自主新车型陆续推出，市场也看到了这种新兴模式存在的优势和不足。但是不管市场如何议论，自主品牌车企都在沿着自己既定的发展路径在前进。自主品牌这几年的发展不容否定。

**民营自主从低端切入，向上突破面临瓶颈。**相比国有企业，民营自主品牌的激励机制更灵活，以利润而不是规模作为导向，历史包袱比较轻，因此盈利能力也相对较强。但是，民营自主品牌的最大不足在于大多从低端市场切入，短期来看起步容易，但是向上突破时存在较大瓶颈。近年来，民营自主品牌都在尝试向中高端渗透，但真正成功寥寥无几。吉利帝豪可以说是民营自主中少数还算成功的案例。

**国营自主盈利能力较弱，但政府支持力度更大。**国营自主企业在机制灵活性上不如民企，且大多重规模不重盈利。一般国营汽车企业内部业务较多，并非完全投入于自主品牌轿车，因此资源不太集中。但是国企的优势在于受到政府扶持力度较大，因此不必太担心短期业绩。而且国营自主品牌在定位上通常从中端市场切入，品牌起步较高，短期业绩压力可能比较大，但之后的发展会容易些。

**合资自主是“中国特色”的产物，**虽然顶着自主品牌的旗号，但实质是引入了合资品牌过时的平台和技术，迎合了政府发展自主品牌的需求。从发展角度来看，合资自主缺乏自己的核心技术，主要是为合资品牌打开低端市场服务。但其优势在于来自合资品牌利润支援较多。

**在竞争日益激烈的中国汽车市场，无论是什么机制，最关键是要有自己的“造血功能”，要有可持续的发展模式。**从这个角度来看，只有民营自主品牌能够依靠自身力量实现持续发展，而国营自主和合资自主都需依靠外力的帮助才能生存。

### 主流的发展模式的比较

**从发展角度来说，模式比机制更重要。**机制是先天条件，而模式是后天的努力。从现有情况来看，断定哪种模式更好或更坏可能还为时过早。未来自主品牌发展不可能是单一模式、单一机制，不同企业在不同阶段也会采取不同的模式。但是从之前日本和韩国企业的发展经验来看，我们相对更看好稳扎稳打做好品质和技术积累，并推动长期盈利能力提升的企业。

**目前主流自主厂商的发展模式基本可分为五种：**

- ▶ 长城模式：专攻细分市场并成为行业专家。产品以模仿改进为主，在模仿中逐渐提升质量，形成口碑效应，类似于丰田和现代的发展道路。
- ▶ 吉利模式：品质优先，做实产品。通过引进先进技术（DSI的变速箱以及volvo的发动机技术），以技术革新推动的产品和品牌升级道路。
- ▶ 奇瑞模式：多品牌运作、渠道创新，并以成本领先战略与对手展开竞争。
- ▶ 比亚迪模式：推动新能源汽车发展，在前沿技术上实现弯道超车。
- ▶ 上汽模式：中高端切入，起步较高，模仿欧美厂商注重品牌打造。

**长城汽车在国产SUV市场的龙头地位短期难以撼动。**尽管各种模式都有其优势和不足，但从现有盈利情况来看，长城汽车肯定是发展最为成功的一个案例。无论从产品口碑还是盈利能力来看，长城汽车都是当之无愧的自主品牌龙头，其发展模式也必然有其可取之处。就像当年丰田汽车依靠过硬的品质以及高效的管理能力实现在美国市场成功一样。长城汽车在国内SUV市场也取得了惊人的进步。从原材料采购体系来看，长城汽车的采购标准非常高，这也使得其产品质量得到保证。我们长城汽车在国产SUV市场的龙头地位短期难以撼动。但在竞争更激烈的轿车市场，未来发展可能还需要持续的投入。

**吉利汽车注重技术和品质的积累，发展脚步较为扎实。**吉利汽车近年来尽管业绩表现一般，但在技术和品质的打造上可谓稳扎稳打。技术上，公司先是在2006年控股英国锰铜公司、2009年又闪电收购了澳大利亚DSI变速箱公司，2010年又完成了对沃尔沃的完全收购，从整车到变速箱再到核心安全技术都尽收囊中，实现了跨越式的技术发展。而公司在品质方面的提升也有目共睹，从前些年熊猫成为国内首个获得C-NCAP五星评价的微型车开始，再到去年帝豪EC7获得E-NCAP四星评价，吉利已经成为中国自主品牌汽车安全领域的先行者。凭借在品质和技术上的积累，我们相信吉利未来的发展道路会越走越顺。

**自主品牌没有固定的发展模式，成败取决于对市场的理解。**无论是哪种模式现在说孰优孰劣都为时过早，中国巨大的市场决定了未来发展不可能有统一的模式。但是对于市场需求的理解无论对于哪个企业来说都是最重要的。乘用车终究是个消费品，最终买单的只有消费者。在积累品质和技术的同时，顺应市场需求的变化，才能在未来市场竞争中走得更远。

**出口切入、做大做强是最现实的发展路径。**尽管对于不同发展模式有较多争议，但在当前环境下，自主品牌从出口发展中国家市场切入，积累经验和资本，再向发达国家渗透，最终实现做大做强，这是一条最现实的发展路径。这也是经过了日韩发展历程验证的可行模式。无论是民营自主，还是合资自主或是国有自主品牌，快速实现出口扩张和规模效应，逐渐提升质量和性价比，都是当前所要面对的最重要的挑战。领先者才有望在未来的竞争中脱颖而出，真正实现做大做强。

## 中国汽车经销商行业发展趋势判断

2012年是中国汽车经销商元年：新车销售业务利润大幅萎缩，售后服务成为主要利润来源，经销商相对主机厂议价能力提升。未来十年间，中国汽车售后服务市场及汽车金融保险业务将保持15%的年复合增长；经销商汽车保险业务及汽车贷款业务代理收入规模在未来五年间将实现22%和39%的复合增长。在买方市场年代，销售网络将在汽车产业链中发挥更重要的作用。伴随着中国汽车售后服务市场规模的日益扩张及新车销售毛利水平的稳定，经销商的估值水平也将超过15X市盈率。我们认为始终定位于豪华车销售及服务的正通汽车(01728.HK)和售后服务已经初具规模的中升集团(00881.HK)，未来将受益于汽车经销商行业的业务结构变革及估值水平重构。

### 国外汽车经销商发展经验

我们研究和分析了美国主要汽车经销商发展路径（具体内容见附录四）：

- ▶ 新车销售稳固客户群，零部件及售后服务、汽车金融保险服务成为新增利润主要来源；
- ▶ 行业进入成熟发展期，稳定的经营现金流缓解资金压力；
- ▶ 毛利率缓步改善至16%~17%，净利润率稳定；
- ▶ 库存水平及销售管理费用占比稳定。

此外，我们对欧洲及日本汽车经销商的研究表明：

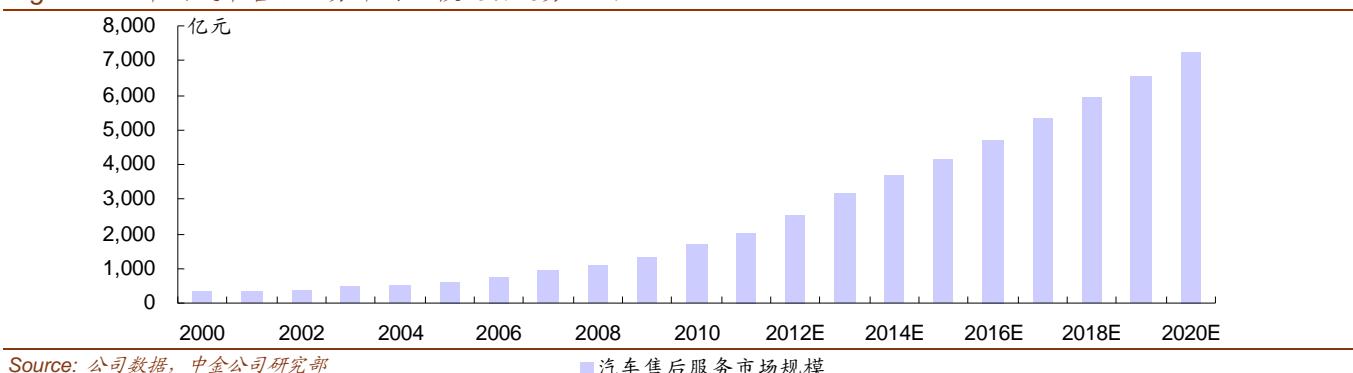
- ▶ 欧洲汽车经销商毛利率水平自1997年之后逐步改善至目前的15%，同时整体行业及行业内主要公司毛利率水平波动幅度较小；
- ▶ 欧洲汽车经销商净利润率水平过去二十年间稳定在1%；
- ▶ 日本汽车经销商毛利率水平目前稳定在20%，高于欧美汽车经销商；同时行业净利润率在2000年之后由负转正。

### 中国经销商未来发展趋势分析

#### 零部件及售后服务业务对汽车经销商利润贡献将日益突出

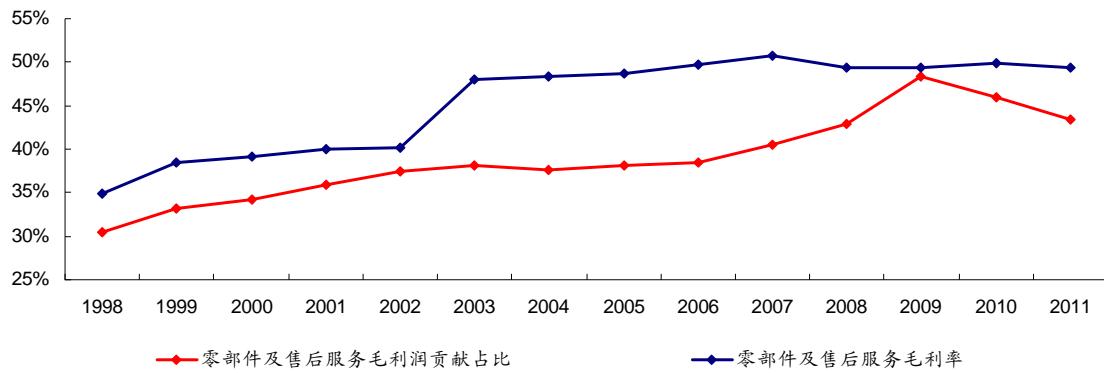
- ▶ **汽车售后服务市场规模2010~2020年复合增长率约为15%。**根据我们的测算，汽车售后服务市场规模在2010~2020年间的复合增长率将达到15%。

Figure 47: 中国汽车售后服务市场规模变动趋势预测



- 美国经销商行业发展经验显示，零部件及售后服务贡献汽车经销商毛利润的 45%。美国经销商行业发展经验看，零部件及售后服务对汽车经销商毛利润的贡献在过去十五年间上升了 15%至 45%，已经成为对行业毛利润贡献最大的业务板块。对比美国经销商行业发展经验，我们认为中国经销商行业未来也将步入这一发展阶段。

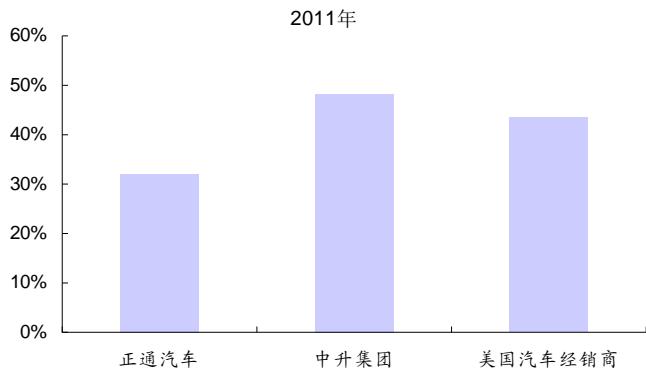
Figure 48: 美国经销商行业零部件及售后服务对总体毛利润贡献日益突出



Source: 公司数据, 中金公司研究部

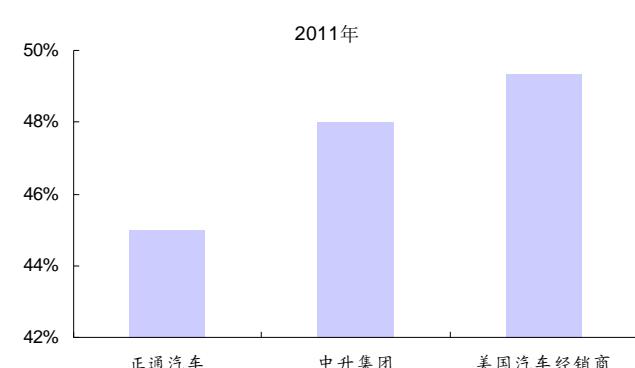
- 美国经销商行业发展经验显示，零部件及售后服务业务毛利率持续改善。美国经销商行业发展经验看，零部件及售后服务对汽车经销商毛利率在过去十五年间提升了 15%至 50%；我们认为汽车经销商零部件及售后服务业务均衡毛利率水平应该在 50%左右。
- 中国汽车经销商零部件及售后服务业务发展空间广阔。我们对比正通汽车、中升集团及美国经销商行业发展趋势，发现：1 相比于美国汽车经销商 50%的零部件及售后服务毛利率水平，正通汽车零部件及售后服务（2012 年预测毛利率 45%）仍有明显提升空间，同时中升集团这一业务的毛利率（2012 年预测毛利率 48%）也有提升空间；2 中升集团零部件及售后服务业务毛利润贡献占比已经达到美国汽车经销商行业水平（2012 年中升集团该业务毛利润占比约为 48%），正通汽车这一比例仍有明显提升空间（2012 年正通汽车零部件与售后服务毛利润占比约为 32%）。

Figure 49: 正通汽车、中升集团及美国汽车经销商行业零部件及售后服务毛利润贡献占比对比



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 50: 正通汽车、中升集团及美国汽车经销商行业零部件及售后服务毛利率对比

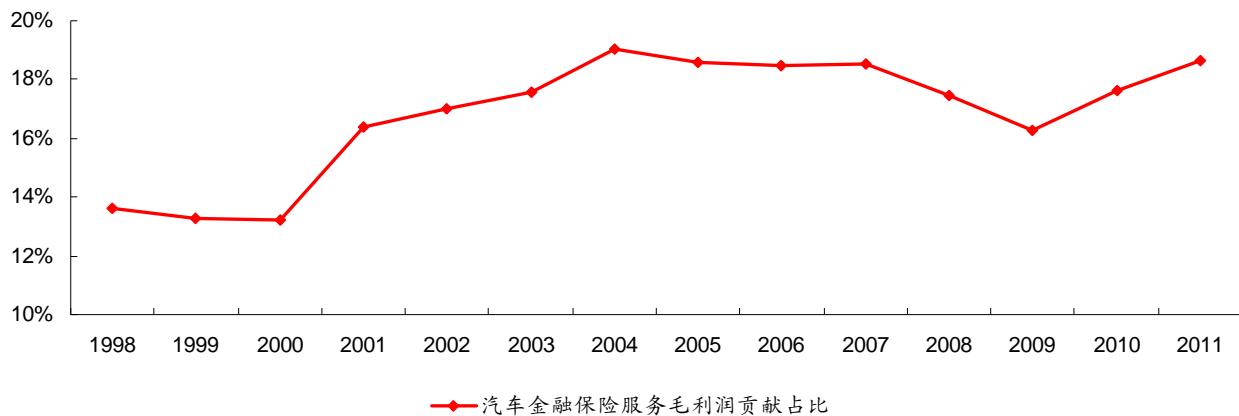


Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 汽车金融保险服务将成为汽车经销商新的利润增长点

- ▶ 美国汽车经销商行业发展经验显示，汽车金融保险服务对经销商毛利润贡献逐年提升：1 从美国汽车经销商发展经验看，汽车金融保险服务对毛利润的贡献在过去十五年间上涨 5%至 18.6%；2 由于汽车金融保险业务的毛利率为 100%，经销商提供汽车金融保险服务可以显著提升公司的盈利能力。

Figure 51: 美国经销商行业金融保险服务毛利润贡献变动趋势



Source: 公司数据, 中金公司研究部

- ▶ 汽车保险业务代理收入将为中国汽车经销商提供新的利润增长点。我们预测国内汽车经销商营销车险的手续费 2011~2015 年间复合增长率约为 24%（图表 53）。驱动汽车经销商车险营销手续费的动力主要来自：1 国内汽车保险市场保费规模的稳定增长，据中金保险研究组的预测，中国车险保费收入 2011~2015 年复合增长率约为 12%；2 车险营销方式中，通过经销商模式营销占比的提升；3 经销商渠道优势及车险市场竞争日益激烈带来的营销手续费提升。
- ▶ 汽车保险业务有助于提升客户对经销商维修服务的依赖度，拉动售后服务业务的发展。从我国目前经销商开展汽车保险业务的模式来看，经销商作为代理签订的汽车保险，在出险后，保险公司指定该经销商为出险车辆提供售后维修服务，这一模式促进了经销商售后业务的发展。

Figure 52: 中国车险业务营销模式对比

车险业务营销模式	占比	优势	劣势
电话直销	80~85%	价格便宜，相比4S店代理，维修需要通过保险公司安排，电话直销的保费便宜约15%	维修需要通过保险公司安排，流程复杂
业务员推销		—	—
4S店代理	15%~20%	维修流程简便；消费者可直接联系4S店完成出险报告和维修安排事宜	保费价格略高，相比电话直销高约15%

Source: 中金公司研究部

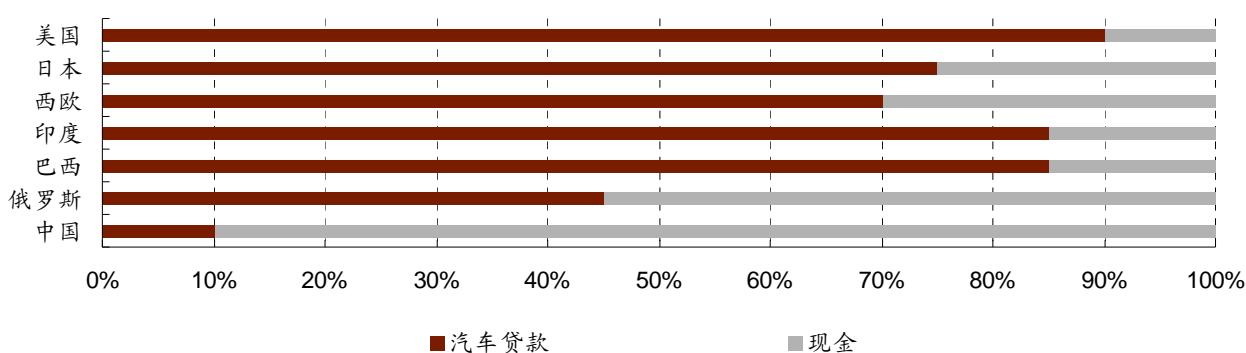
Figure 53: 中国汽车经销商车险收入规模测算

项目	测算公式	2011	2016E	变动趋势预测
车险保费规模	a	约3000亿元	5,287	中金保险组预测2011~2016年车险保费规模复合增长率约为12%
4S店车险营销占比	b	15%~20%	20%	随着4S店对车险业务模式的熟悉及重视程度的提升，以及汽车消费升级带来的客户对消费体验要求的提升，我们预计4S店将凭借服务优势提升其在车险营销渠道的优势
通过4S店营销的车险保费	c=a*b	525	1,057	复合增长率约为15%
4S店营销车险可获得的手续费率	d	15%	20%	随着开展车险业务的保险公司日益增多，车险业务激烈的竞争将使拥有渠道优势的汽车经销商享有更多的定价话语权，我们预计至2015年，车险通过汽车经销商营销的手续费率将缓步提升
4S店营销车险的手续费规模	e=c*d	79	211	复合增长率约为22%

Source: 中金公司研究部

- ▶ **汽车金融服务仍有较大提升空间，汽车贷款比例提升将推动经销商汽车金融业务收入快速增长。** 我国目前新车销售中，约有10%的客户选择汽车贷款，汽车贷款的比例显著低于欧美等发达国家70%以上的比例。这显示我国汽车金融服务仍有较大提升空间，我们预计未来汽车贷款比例的提升将为占据渠道优势的汽车经销商带来稳定的汽车金融营销收入。

Figure 54: 主要国家汽车贷款比例对比



Source: 中金公司研究部

Figure 55: 中国汽车经销商汽车贷款代理业务收入规模测算

2016年情景预测		悲观	中性	乐观	2011年
销量复合增长率(2011~2016)假设	a	6.0%	7.5%	9.0%	
销量预测: 万辆	b	1,937	2,078	2,227	1,447
平均车价: 万元	c	10.0	10.5	11.0	11.0
汽车销售额: 亿元	d=b*c	19,367	21,816	24,494	15,920
贷款购车比例	e	20%	30%	40%	10%
汽车信贷金额: 亿元	f=d*e	3,873	6,545	9,798	1,592
<b>CAGR (2011-2016)</b>	<b>g</b>	<b>19%</b>	<b>33%</b>	<b>44%</b>	
经销商手续费费率	h	2.0%	2.5%	3.0%	2.0%
经销商汽车金融收入: 亿元	i=f*h	77	164	294	32
<b>CAGR (2011-2016)</b>	<b>j</b>	<b>19%</b>	<b>39%</b>	<b>56%</b>	

Source: 中金公司研究部

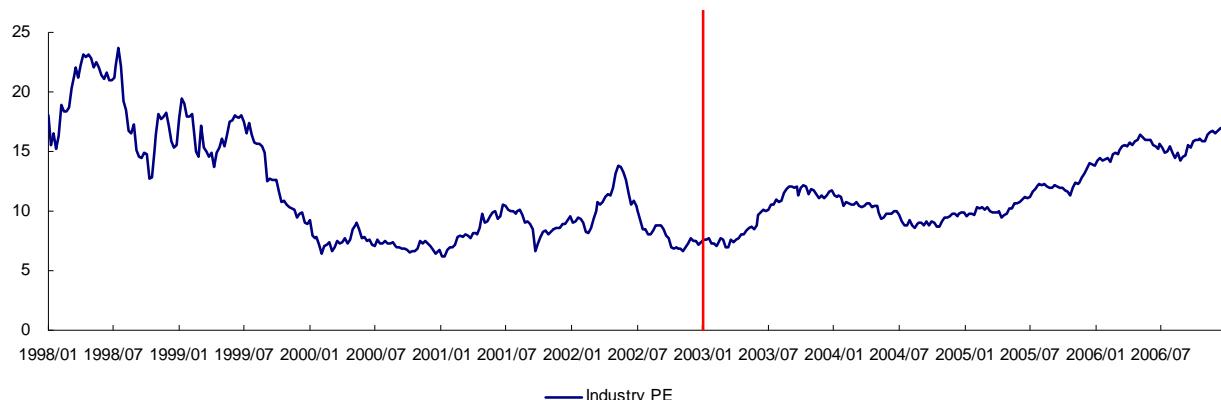
### 多业态竞争模式加剧经销商售后服务市场竞争

- 从前文分析可知，随着中国汽车保有量的逐步提升，售后服务逐渐成为厂商、经销商及其他市场参与者重点竞争的领域。我们的分析发现，随着售后服务市场规模的逐渐扩大，除原有以4S店运营为代表的汽车经销商外，整车厂商及独立汽车售后服务提供公司也逐步进入这一领域。例如宝马集团在东莞开设零部件直销店、位于北京地区的直营连锁汽车服务机构——“我车”等。我们认为这种多业态的竞争模式将进一步加剧经销商售后服务市场的竞争，同时也表明汽车经销领域的参与者已经越来越将关注点放在售后服务领域。

### 美国汽车经销商估值水平及对中国经销商的启示

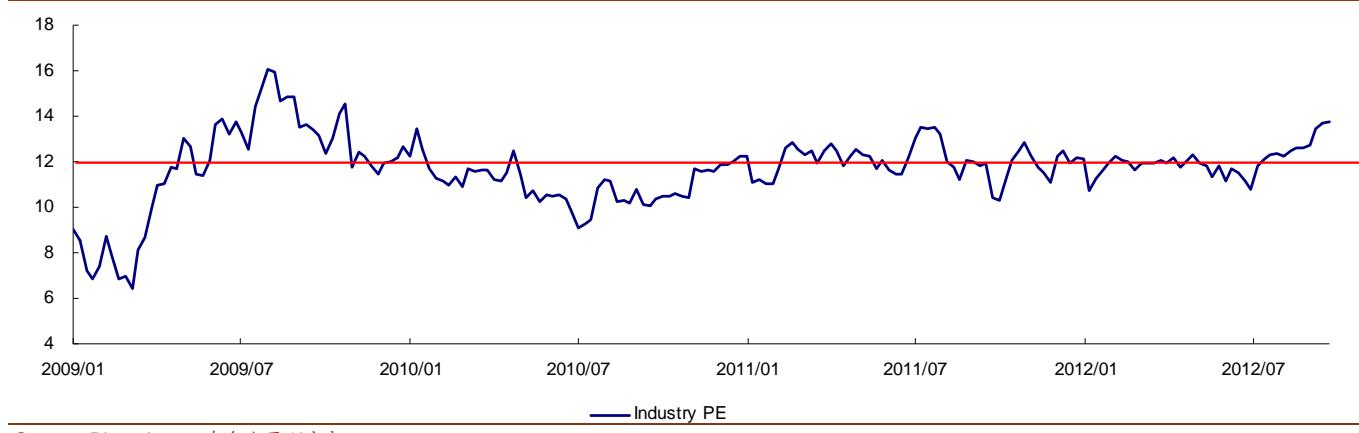
- 1998~2006近十年间，美国汽车经销商估值水平波动幅度较大(5X~25X)。1998~2006年间是美国汽车经销商逐步走入稳定发展期的阶段，行业净利润呈周期波动趋势；在净利润波动趋势的驱动下，行业估值水平也表现出较大波动。
- 金融危机后，美国汽车经销商估值水平稳定在12X左右。从图表57可以看到，金融危机后，随着美国汽车经销商盈利的逐步恢复，估值水平也稳定在12X左右，行业的盈利和估值都逐步趋于稳定。
- 中国汽车经销商未来估值水平应在15X以上。对比美国汽车经销商估值变动趋势，伴随着中国汽车售后服务市场规模的不断扩张，我们预计中国汽车经销商未来估值水平将保持在15X以上。

Figure 56: 1998~2006年美国经销商估值变动趋势



Source: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 57: 金融危机后美国经销商估值变动趋势



## 商用车见底迹象明显，受益在乘用车之前

受宏观经济低迷影响，国内商用车需求已连续5个季度处于下行通道，去库存已基本结束。目前重卡销量已低于均衡更新替换量，这种情况在近十年中只在05年行业低谷时出现过。大部分重卡企业出现利润大幅下降甚至亏损情况，利润率接近历史底部。我们判断3季度是商用车全年业绩低点，目前行业已经具备见底迹象，且在国家稳增长、促投资、鼓励出口的政策导向下，商用车板块有望迎来提前复苏。同时，明年国IV排放标准提升带来的换车需求也将推动重卡企业销量和业绩复苏。我们建议在3季报风险释放后关注潍柴动力（000338.CH/2338.HK）和银轮股份（002126.CH）的投资机会。

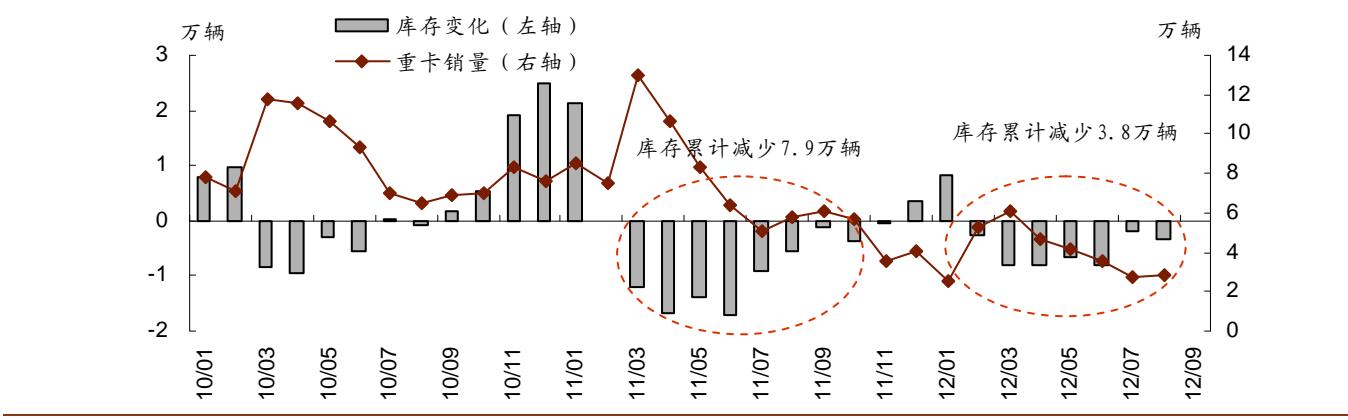
### 商用车见底迹象更为明显

今年1-8月，商用车累计销量为252.1万辆，同比下滑8.9%。其中重卡行业下行格外明显，前八个月销量为44.9万辆，同比下滑30.1%。商用车板块相比乘用车而言对宏观环境更为敏感，随着2012年上半年度宏观政策的收紧，商用车板块呈现出显著的下行趋势：重卡自年初去库存量达到3.8万辆，库存接近历史低位；各商用车产能仍然维持在11年的水平，产能增量甚微；盈利全面下行，利润率已经低于正常年度均值；重卡年化销量低于年均衡更新量。种种迹象表明，三季度商用车板块已经处在黎明前最为黑暗的时期，距行业底部已经十分接近。

### 重卡厂商去库存基本结束

重卡库存量已经低于09年行业库存最低水平。在商用车板块内部，重卡行业对宏观经济变量最为敏感。由于宏观政策收紧所带来的投资不足，重卡行业从2012年2月开始进入持续去库存阶段，本年度累计去库存量已经达到3.8万辆。2010年末重卡行业产能新增带来的8万辆库存已经被2011年的一波去库存过程消耗殆尽，12年年初至今的新一轮去库存，使得重卡行业的库存量已经低于09年行业库存的最低水平。从近两月的重卡销售情况来看，8月重卡销量环比下降0.6个百分点，相比于重卡行业上半年大幅下滑的状况已经有所改善。相信随着三、四季度“稳增长”政策的陆续推行，行业下游需求端将逐步回暖，本轮重卡行业的去库存过程也将基本结束。

Figure 58: 重卡销量与库存变化



Source: 中国汽车工业协会，中金公司研究部

### 主要厂商产能利用率维持低位，行业新增产能较少

2012年重卡行业的产能利用率将同比下降至56%。从2012年年初至今，重卡行业销售量不断下挫，1-8月累计销量同比下降超过30%。需求端的持续低迷使得重卡行业的产能利用率不断下滑，我们预测2012年重卡行业的产能利用率将同比下降18个百分点，达到56%。较低的开工率形成了对新进入者的天然壁垒，行业内也基本不存在产能增量。因此，即使在销售不振的时期，重卡行业产能利用率也将暂时保持稳定。一旦经济出现回暖迹象，行业下游需求恢复，已有的重卡产能存量将逐步得到更为充分的利用。在新增产能稀少的情况下，行业产能利用率将势必出现十分明显的提升。

Figure 59: 主要厂商产能及利用率

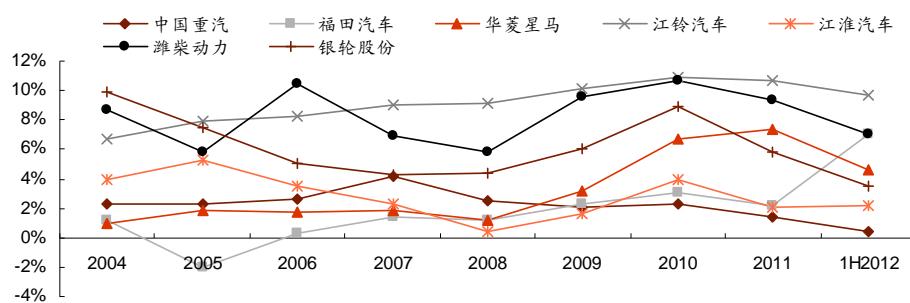
产能(万辆)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
中国重汽	12	15	15	17	17	17	17
一汽解放	10	10	20	20	30	30	30
东风商用车	12	12	12	12	16	16	16
福田汽车	8	8	8	8	16	16	16
陕西重汽	6	8	8	10	10	10	10
重庆红岩	2	2	4	4	4	4	8
包头北奔	5	5	5	5	10	10	10
华菱重卡	1	1	2	2	2	5	5
江淮汽车	2	2	2	2	2	2	2
长安重汽		5	5	5	5	5	5
联合卡车				3	3	3	3
大运汽车			5	5	5	5	5
其他	10	10	10	10	10	10	10
重卡产能合计	68	78	96	103	130	133	137
重卡销量合计	49	54	64	102	88	75	86
产能利用率	72%	69%	66%	99%	68%	56%	63%

Source: 中金公司研究部

### 全行业利润大幅下滑，利润率接近底部

**商用车利润率触底迹象明显。**从全行业角度来看，自2010年开始，商用车板块的利润率一直处于下滑局面。其中，重卡企业下行尤为明显，一些主要的重卡生产厂商利润率甚至不足1%，这样的局面已经与行业05年和08年达到的行业底部相似。从历史数据的角度来看，在05和08年之后，商用车企业利润率均出现了较为明显的反弹。而且因为商用车行业本身的特性，利润率小幅的波动对企业盈利也将有较为明显的影响。因此，在度过本轮周期底部之后，商用车企业的利润也将迎来较为明显的提升。

Figure 60: 主要厂商利润率趋势



Source: 公司数据，中金公司研究部

### 目前重卡保有量对应的均衡更新量在70万辆左右。目前年化销量已低于该水平。

从目前重卡行业的情况测算，总的保有量约为420万辆，我们预计用于工程、物流和普通用途的分别占比35%、35%和30%，在3年、10年和10年的报废年限假设之下，预计2012年重卡的均衡更换量为70万辆左右。但是从1-8月重卡的销售情况来看，2012年的年化销售量只能达到67万辆左右，已经低于均衡更换量。这种情况在近十年中只

在05年重卡行业处于低谷的时候出现过，其后重卡的销售量便进入了稳步提升的通道。当前这种低于均衡更换量的销售水平无疑是难以持续的，重卡行业的销售水平势必有所回暖。

Figure 61: 国内重卡均衡更新量测算

	需求占比	报废年限	每年更新换代量
工程	0.35	3.00	49.00
物流	0.35	10.00	14.70
普通	0.30	10.00	12.60
合计	1.00		76.30

Source: 中金公司研究部

Figure 62: 国内历史重卡保有量

	重卡保有量	理论更新换代量	销量
2004	153.9	24.9	35.4
2005	168.1	28.0	23.7
2006	174.0	30.5	30.7
2007	186.7	31.6	48.7
2008	200.8	33.9	54.0
2009	315.1	36.5	63.6
2010	394.8	57.2	101.7
2011	420.0	71.7	88.1
2012e	450.0	76.3	67.0

Source: 中金公司研究部

### 商用车需求主要受投资和出口拉动，复苏先于乘用车

促进投资、鼓励出口的政策导向将使得商用车板块提前复苏。2011年以来的经济降温，使得固定资产投资增速显著放缓，投资不振拖累整个行业销量大幅下滑，以至商用车板块逐步探入行业谷底。近两个月以来，一系列通过提升投资刺激经济的政策将带来大量新增的投资项目和复工的基建项目。回升的固定资产投资额构成了商用车板块的下游需求，将带动商用车板块销量的整体提升；对于宏观指标弹性更大的重卡、轻卡，其效果将更为明显。商用车板块的复苏将受益于国家提振经济的政策路径。

### 中国经济增长短期依然靠投资和出口

“稳增长”力度逐渐加大，复苏迹象显现。自10年以来，经济动能呈现弱势，PMI和工业品增加值持续走低。5月中旬，温总理就曾明确指出“将稳增长放在更为重要的地位”。从今年九月份开始，国家显著增加了宏观政策调控的力度，5、6两日，发改委接连批复60个基建项目，8日，在俄罗斯举行的亚太经合组织(APEC)会议上，胡主席明确向世界宣布了中国新一轮经济政策的纲领性方案，“稳增长”成为其鲜明的主题。

从我国宏观调控的一贯路径来看，投资将仍然为提振经济增长的主角。在我国的GDP支出法构成中消费占比过低，因此一直以来，希望通过促进消费，拉动内需来实现经济增长的方案呼声很高。但是在我国现行的经济体制之下，这一点在短期内恐怕难以实现。因此，在稳增长需求日益提升的情况下，加大投资力度就成为政策首选而通过出口减税、退税等政策鼓励对外贸易无疑也是中央的另一政策选择。

Figure 63: 2012年固定资产投资显著提升

分类	2011年1-8月	2012年1-8月	同比增速
城市轨道交通	787	7,300	828.0%
铁路	2,754	1,636	-40.6%
公路	1,450	945	-34.9%
机场	356	860	141.8%
港口和其他	28	685	2345.4%
合计	5,374	11,425	112.6%

Source: 发改委, 中金公司研究部

新增固定资产投资对重卡销量的提升作用取决于行业内已有存货数量。从历史数据来看，在2011年之前，固定资产投资周期略微领先于重卡销量波动周期，体现出新增固定资产投资对于重卡的销售确实有着明显的拉动作用。但是，在2011年固定资产投资的高峰却没有带来相应的重卡销售增长。其主要原因在于：09年末，受“四万亿”刺激形成的重卡销售高峰使工程企业囤积了相当数量的重卡存货。因此，11年初的新增固定资产投资只是提升了重卡行业的存货利用率，却没有形成销售增量。因此，投资增量能否带来销量提升取决于行业内部重卡存货数量。

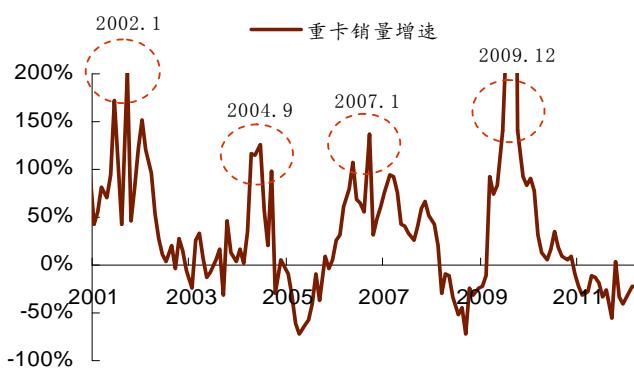
Figure 64: 重卡销量与投资的关系



Source: CEIC, 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

重卡存货报废周期与“国IV标准”决定了重卡存货处于低位。从重卡销量的波动周期来看，其销售增速呈现出明显的周期性波动，波动周期长度为3年，分别在04年、07年和10年达到了销量的高峰。以三年为周期波动主要是由于普通工程用途重卡的报废时限为3年。于是，09年末10年初销售高峰所囤积的存货，需要在2013年初进行更新。而且考虑到2013年将施行的“国IV标准”，势必带来重卡存量的大换血，推动重卡销量的回升。

Figure 65: 重卡销量增速存在显著的周期性



Source: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

稳增长政策力度加强带来新增固定资产投资，加之存货消耗殆尽，共同推动重卡销量增长。从今年八月份开始，发改委新批复基建项目不断增长。投资项目数量的提升将带来固定资产投资额的回暖。而且根据以三年为波动周期的存货储量，13年需要对存货进行更换。行业下游需求提升加之行业内部存货不足，重卡销量势必迎来显著回升。

Figure 66: 近期国内新批的投资项目

项目	投资额（亿元）
上海市城市轨道交通近期建设规划调整方案	1587
广州市城市轨道交通近期建设规划	1241
哈尔滨市城市轨道交通近期建设规划调整方案	562
苏州市轨道交通4号线及支线工程	357
太原市城市轨道交通近期建设规划	309
杭州地铁一号线特许经营项目	221

Source: 发改委，中金公司研究部

国内市场竞争白热化，重卡出口成为蓝海。2011、2012年经济下行风险加大，导致重卡行业下游需求萎缩明显，国内重卡市场竞争愈发激烈。而亚洲及非洲和拉丁美洲的发展中国家正处于依靠投资拉动经济增长的阶段，大量的基础设施建设项目为中国的重卡厂商提供了重要的下游需求。而我国生产的重卡有着良好的性价比和适应恶劣工况能力，这一点是迎合发展中国家基本需求的。因此，海外市场逐渐成为我国重卡生产厂商的重要销售方向。

出口减税政策将有效增加重卡厂商盈利空间。我国重卡行业一直处于总量巨大，利润不足的局面，这一点对于重卡厂商支出研发费用、实现产品升级是不利的。而出口减税政策有效地降低了海外贸易市场的交易成本。在售价不变的情况下，增加了重卡厂商的利润空间。从长期来看，鼓励出口的政策对于重卡厂商走向世界，树立品牌，是有着积极意义的。

鼓励出口政策将帮助重卡厂商在海外市场赢得更大份额。考虑我国重卡主要出口到东南亚和非洲的发展中国家，这些国家的基本国情决定了其在商品选择过程中会更多考虑性价比。我国重卡本身已经具备了性价比高的优势，而出口减税政策将使得我国厂商在价格竞争中有更大的斡旋空间，这一点可以帮助重卡厂商赢得更大的价格优势，从而进一步占据市场份额。

Figure 67: 重卡半挂车销量与出口的关系



Source: CEIC, 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

Figure 68: 近期出口政策

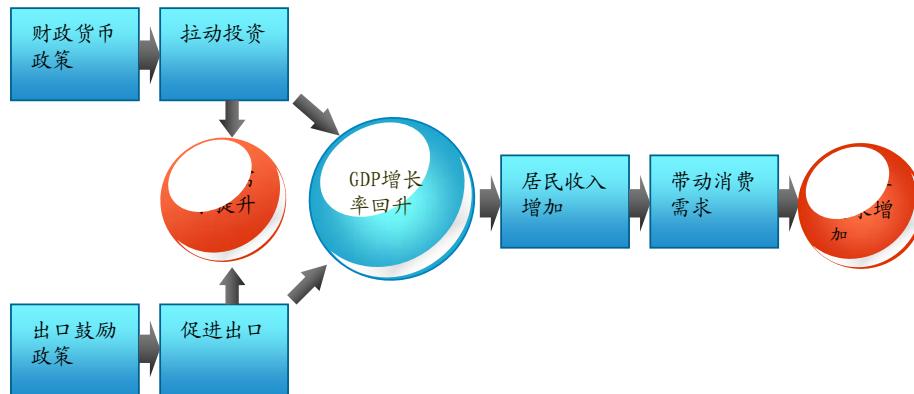
时间	颁布单位	政策名称	内容简介
2012.2.3	中国人民银行	《关于出口货物贸易人民币结算企业管理有关问题的通知》	进一步规范参与出口货物贸易人民币结算的主体，所有具有进出口经营资格的企业均可开展出口货物贸易人民币结算业务。
2012.5.25	国家税务总局	《出口货物劳务增值税和消费税管理办法》	扩大了生产企业收购货物出口退税的范围；将部分出口货物由征税调整为免；放宽企业申报退税的期限；取消了小型企业新发生出口业务的企业的审核期为12个月的规定等。
2012.9.6	商务部、工业和信息化部、海关总署、质检总局、国家认监委	《关于进一步规范汽车和摩托车产品出口秩序的通知》	明确了出口企业应具备的资质，提出对出口企业进行分类管理的方式，还指出，出口产品在国外有重大质量事件并对我国出口造成重大不良影响的，将取消出口资格。
2012.9.12	国务院	《关于促进外贸稳定增长的若干意见》	加快出口退税进度，确保准确及时退税；扩大出口信用保险规模和覆盖面，特别注意发展对小微企业的信用保险；提高贸易便利化水平。简化审批手续，提高通关效率，降低通关成本等。

Source: 中金公司研究部

### 商用车需求回暖领先于乘用车

国内通过宏观政策刺激经济增长的传导路径决定了商用车的复苏将早于乘用车。一直以来，在短期内刺激经济增长都是通过宽松的财政、货币政策来拉动投资；通过出口退税、减税政策来推动出口，从而带动GDP实现增长。投资和出口总量的提升将直接带来商用车需求的增加，而只有在GDP回升之后，居民可支配收入增加，消费才得以提升，进而乘用车需求增加。因此，在经济复苏的过程中，商用车需求的回暖往往领先于乘用车。

Figure 69: 经济复苏与汽车行业关系示意图



Source: 中金公司研究部

## 国产商用车出口潜力巨大

尽管国内商用车需求受宏观经济影响出现下滑，但近年来重卡出口仍保持快速增长。发展中国家新增投资旺盛，商用车需求不断提升，且市场竞争并不充分，对国产商用车企业来说是重大机遇。凭借出色的性价比，不断提升的规模优势和技术水平，以及逐渐完善的销售服务网络，我们认为国产商用车有望复制在国内的成功经验，出口具备较大增长潜力，海外市场份額将持续提升。潍柴动力（000338.CH/2338.HK）和中国重汽（000951.CH）都有望成为重卡出口的龙头企业。

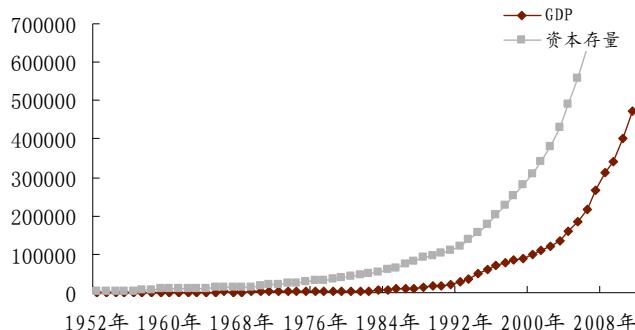
### 发展中国家经济发展还是遵循“投资先行”的逻辑

经济总量增长依赖于资本存量积累。从经济增长的规律来看，一个经济体长期的生产水平是被资本存量、劳动力存量和技术结构因素决定的。用1979年诺贝尔经济学奖获奖者William Arthur Lewis的话讲：经济发展的最核心问题是加快资本积累。从人类社会20世纪的经济发展历程来看，经济总量的增长往往来源于资本存量的增长。60年代，较高的储蓄率为香港、台湾、新加坡、韩国带来了投资，实现了快速的资本积累，最终实现了亚洲四小龙经济腾飞的神话。所以，对当今的发展中国家而言，增加投资，实现资本积累，是其经济发展的第一要务。

### 发展中国家依靠投资实现GDP增长

资本存量增量是被投资额所决定的。投资是新资本形成的方式，去除旧资本的折旧，也就形成了资本存量的变化量。对于发展中国家而言，其经济发展具有后发优势，这种优势一方面来源于技术层面上对发达国家的模仿，更重要的是其资本存量的增长还有着很大的空间。中国当前的资本存量只有15万亿美元相当于美国的三分之一，也就是说在很长的时间内中国依然可以通过投资拉动经济增长。而且对发展中国家而言，更多的铁路、公路和基础设施建设可以带来更好的发展环境和更高的生活水平，同时也为未来的经济发展蓄力。

Figure 70: 中国自1952年至今的资本存量和GDP

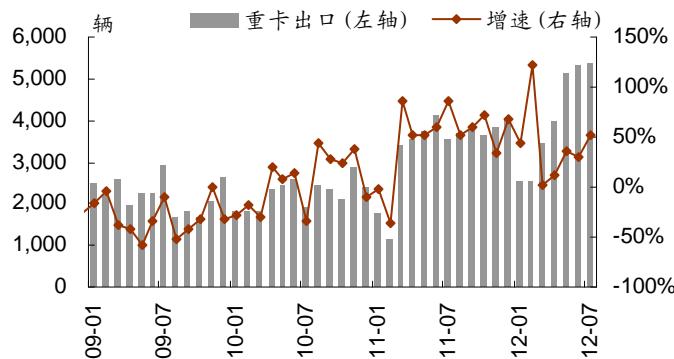


Source: World Bank, 中金公司研究部

### 我国重卡出口的主要发展中国家新增投资需求旺盛

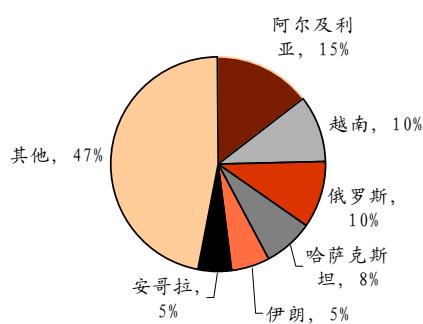
发展中国家固定资产投资需求旺盛。从中国重卡厂商当前的出口形势来看，出口的主要方向是亚洲和非洲的发展中国家，包括：阿尔及利亚、越南、俄罗斯，哈萨克斯坦等。这些国家的基础设施建设大都并不完备，有着大量的固定资产投资机会来拉动经济增长，同时也形成了我国重卡厂商的下游需求。

Figure 71: 中国重卡出口及增速



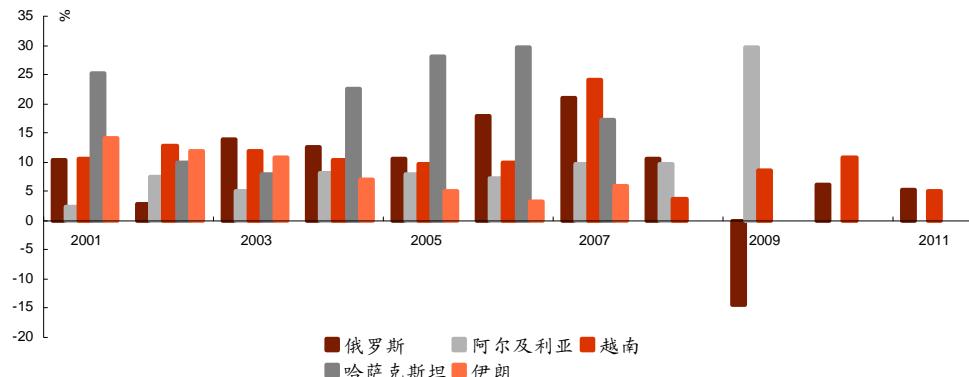
Source: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

Figure 72: 中国重卡主要出口的发展中国家



Source: UN comtrade, 中金公司研究部

Figure 73: 出口发展中国家固定资产投资增速



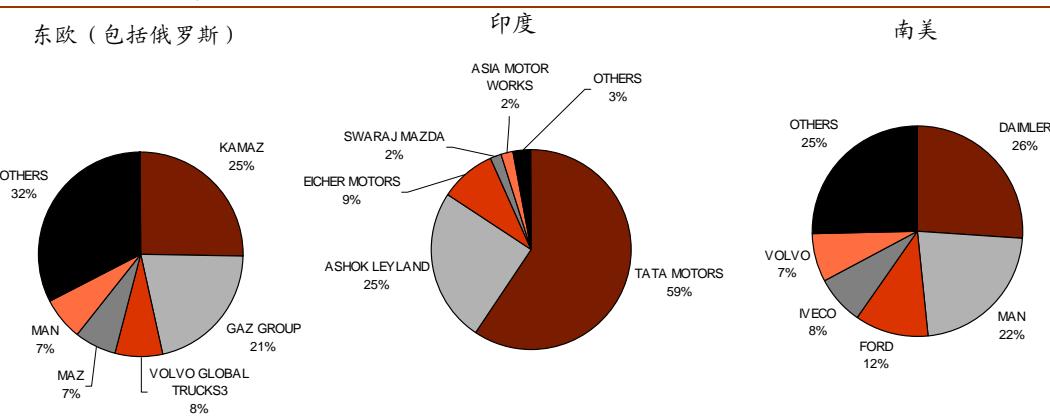
Source: World Bank, 中金公司研究部

### 海外市场仍以欧美品牌为主，中国重卡发展潜力巨大

中国商用车产销规模位居世界前列，但主要市场仍然集中于国内。从重型商用车的销量来看，东风、一汽、中国重汽分列世界的第一、第三和第四位，但是其销售对象仍然集中于国内市场。我国经济的持续增长和“四万亿”刺激计划为商用车厂商带来了巨大的下游需求，从而使得重卡厂商缺乏探索国际市场的动力。但是自11年以来，经济面临下行风险，国际市场成为了中国重卡厂商拓展销售渠道的重要方向。

国际巨头占据大量市场份额，中国厂商市场份额有望提升。国际商用车龙头几乎都面向全球市场销售，具有着完备的国际销售网络和先进的售后服务体系，已经占据了新兴发展中国家大量的市场份额。而我国当前真正能走出国门开拓海外市场的企业还不多。但是，现有的商用车国际龙头大都产品价格高昂，这与其高额的研发费用和维护销售网络的费用不无关系，我国厂商有望通过其低廉的价格和较高的性价比与之竞争，从而形成市场份额增量。

Figure 74: 主要地区市场竞争结构



Source: KPMG, 中金公司研究部

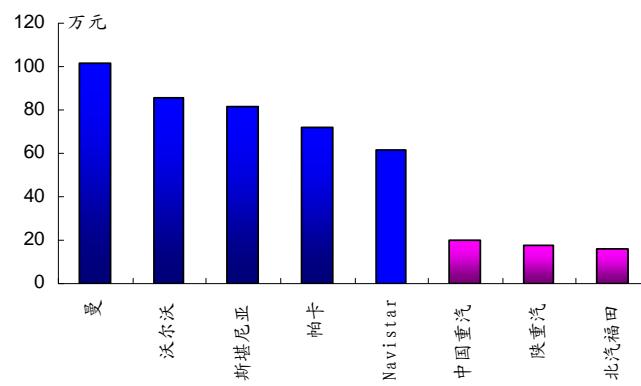
### 中国商用车更适合发展中国家需求，有望复制在国内的成功经验

国际市场中的新增商用车需求主要来源于发展中国家，中国制造更加符合发展中国家国情。工业化水平是固定资产投资增量的决定性因素。部分非洲国家毫无工业化基础，无法形成有效商用车需求；北非、东南亚和西亚国家大都处于工业化初期和中期，形成的商用车需求较大；南美国家已处于工业化中后期，可以形成一定的商用车需求，但是已经不及亚洲国家。其他欧洲美洲发达国家工业化进程已经基本完成，需求来源于已有商用车的更新，新增需求十分有限。由于新增商用车需求主要由发展中国家贡献，“中国制造”低价格、低成本、低配置，更为适合发展中国家国情，有望在海外复制国内成功经验。

### 价格低、超载能力强、油品适应力强

中国厂商最为明显的优势就是其低廉的价格和较高的性价比，这一点在资本并不充裕的发展中国家显得格外重要。中国本身是发展中国家，在中国市场生存的经验也同样适用于其他国家，比如，物流行业中普遍存在实际载重量超过额定载重量的情况，要求卡车具备超额载重能力；以及所用柴油等级较次，要求卡车发动机对于次等级柴油具备良好的适应性。这些商用车所具备的优势对发展中国家而言都是十分实用的，这些实用功能和低廉的价格将帮助中国商用车在发展中国家市场占据一席之地。

Figure 75: 国内外重卡售价比较

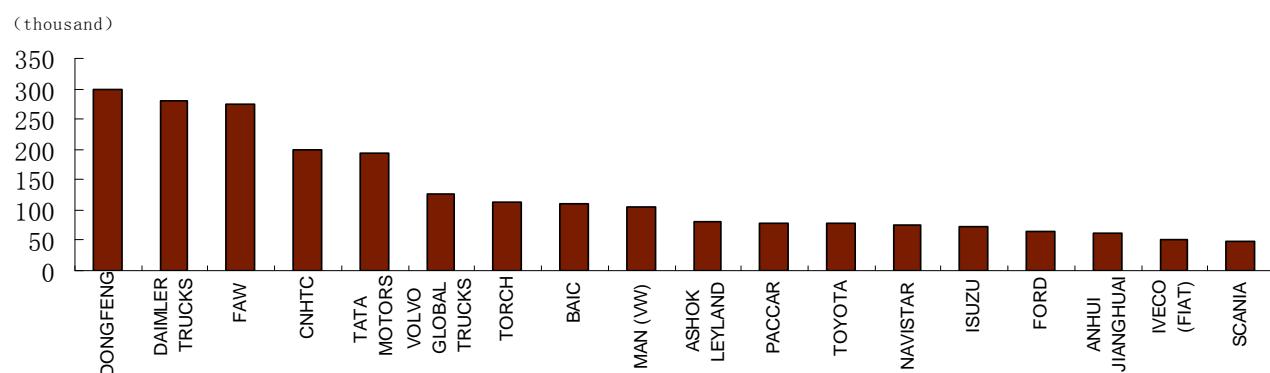


Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 中国厂商产销规模不断提升，规模效应显现

2011年虽然商用车市场需求下滑，但产量仍达到393.4万辆，规模仅次于美国。而且美国绝大部分产销来自于皮卡，因此实际商用车规模不及中国。从重卡销量来看，我国的重卡销量已经占据世界重卡销量的半壁江山。中国的巨大市场规模帮助中国的商用车厂商形成了有效的规模经济，在产品质量相同的情况下，中国厂商可以凭借其规模效应拥有更低的成本，从而在海外竞争中占据价格优势。

Figure 76: 全球重型商用车厂商销量排名

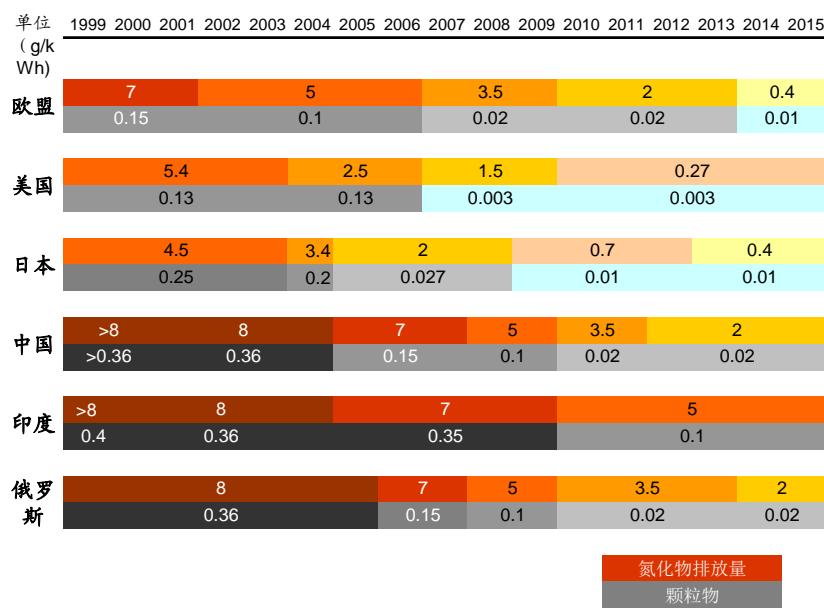


Source: KPMG, 中金公司研究部

### 中国排放标准已与国际趋同，并领先于其他发展中国家

从排放标准来看，我国的国III标准与欧III标准完全相同，而明年即将实施的国IV标准与欧IV标准也基本一致。从污染物的排放量角度，虽然我国现行标准难以达到欧洲现行EURO V和美国现行EPA 10的水准，但是已经可以满足印度现行Bharat Stage III和俄罗斯现行EURO III的要求。我国厂商的尾气处理技术虽然难以达到发达国家的标准，但是针对我国的商用车出口市场主要为发展中国家，我国的污染物排放标准可以顺利与其接轨。考虑到随着我国经济水平的提升，相应的排放标准也将进一步提高，促使国内厂商增加研发投入，促进技术升级，这对我国日后在更为高端的商用车市场进行竞争，无疑是有利于的。

Figure 77: 中国排放标准与国际趋同，并领先于其他发展中国家



Source: KPMG, 中金公司研究部

### 服务网络不断完善，海外基地建立

新兴发展中国家大都处于工业化发展初期，其本身的工业基础较为薄弱，自行完成整车维修、零件替换的能力较差，这也就决定了市场对于供应商服务的依赖性较高。而我国汽车产业出口所大多采用整车出口形式，难以确保服务的有效性和及时性。通过建设海外基地，可以完善商用车厂商的国际服务网络，从而提升下游客户的满意度。而且便于充分了解当地市场，形成更为本土化的产品供给。从整车出口到建立海外基地的成长路径也符合国际商用车龙头企业成长轨迹，为我国商用车厂商与国际品牌竞争奠定基础。

Figure 78: 国内重卡海外销售网络情况

厂商	时间	合作内容
福田汽车	12/06	在巴西设立营销公司，注册资本1134万人民币
陕汽集团	12/05	在巴西建SKD组装厂，13年实现产能3千辆
	12/04	在巴西建CKD厂，中期年产能8千辆
中国重汽	12/04	2000辆欧V重卡出口巴西
	12/03	在印尼设立商用车装配厂
包头北奔	12/04	97辆重卡出口玻利维亚
	11/08	1051辆重卡出口古巴
一汽集团	12/03	在俄罗斯境内建立生产基地
	12/01	300辆重卡汽车出口伊朗
江淮汽车	12/02	与缅甸合作开展车贷售卡车业务
	12/04	顺利通过泰国TISI认证
华菱重卡	12/03	150辆天然气重卡出口东南亚
	11/12	30辆重卡出口乌兹别克斯坦
依维柯红岩	11/12	50辆重卡出口阿尔及利亚
	11/12	200辆重卡出口尼日利亚
北汽集团	11/12	在俄罗斯建立合资公司

Source: 公司数据，中金公司研究部

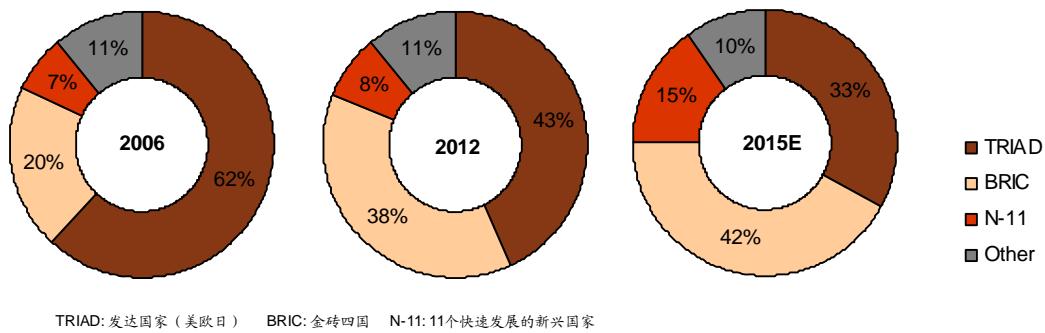
### 商用车作为生产工具，品牌意识较为薄弱，中国企业优势更明显。

从我国的汽车市场来看，自主品牌的乘用车市场份额不及三分之一，却占据了商用车的全部市场。究其原因，商用车是生产工具而乘用车是个人财产，生产工具作为一种资本，重要的是产生资本增值的能力，也就是商用车的性价比；相比之下，品牌的重要性被削弱。我国的商用车品牌在知名度等各方面都不及戴姆勒等国际品牌，但是商用车市场的市场特性决定了这种品牌上的差异并非至关重要。特别是在发展中国家，本身处于资本不足的状态，对经济增长的渴望必然使其选择时更加倾向于考察性价比，而性价比正式中国商用车的长处所在。因此，即使品牌处于劣势，我们依然认为中国商用车在发展中国家市场的竞争中处于优势。

### 中国重卡出口增速将维持 30%增长，销量占比将超过 30%

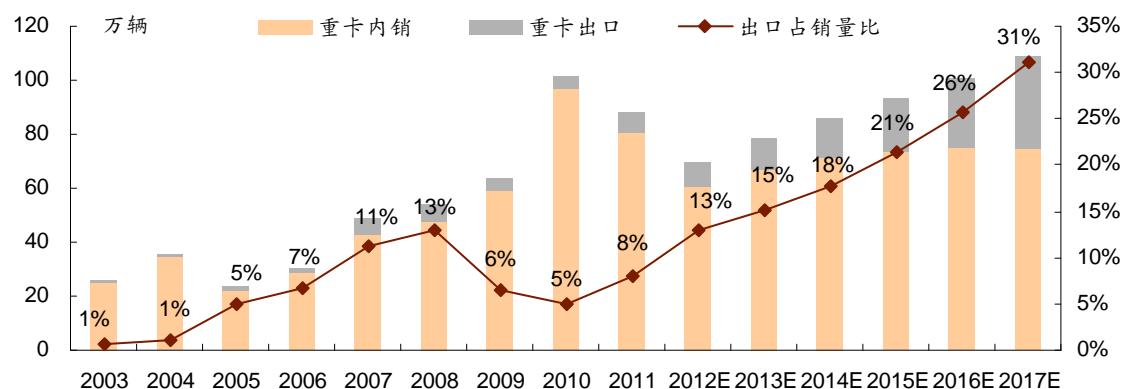
未来重卡市场增量主要在新兴国家，中国重卡优势将推动出口快速增长。目前新兴市场重卡需求已经超过欧美传统发达国家，未来市场增量仍主要集中在这些发展中国家。我们预计未来3年新兴市场份额占比将提升11个百分点，达到全球重卡需求的57%。中国重卡凭借性价比等诸多方面优势，以及不断完善的海外营销服务网络，出口有望实现30%的快速增长，将成为中国重卡企业增长的主要驱动力。而出口占比将从目前的10%左右提升至30%以上。目前国内重卡出口份额较大的公司包括中国重汽、陕重汽、东风集团、一汽解放以及福田汽车等。此外，华菱近年来出口增长也较快。中国重卡出口将为相关企业带来长期的发展空间。

Figure 79: 全球重卡市场份额预测



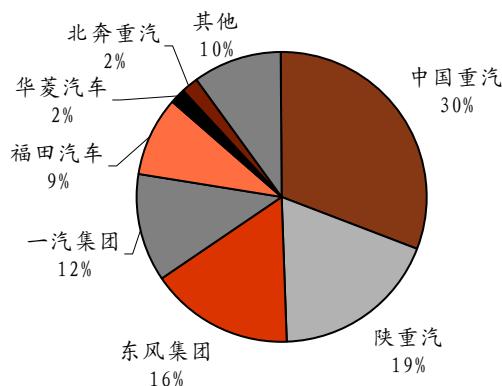
Source: IHS Automotive, 中金公司研究部

Figure 80: 重卡出口量预测



Source: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

Figure 81: 重卡出口市场份额



Source: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部, 福田、东风为预测数

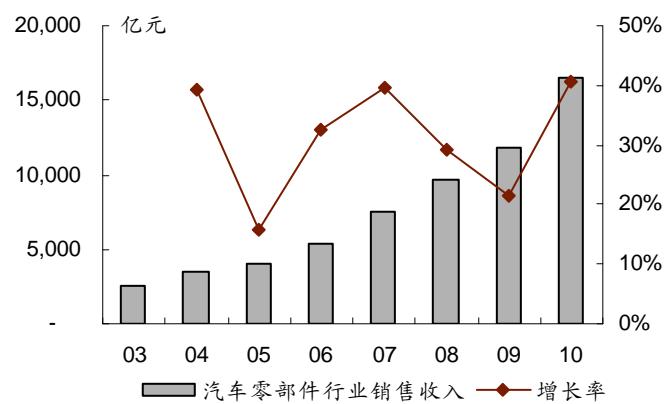
## 零部件行业：配套、维修和出口三重驱动

相对整车而言，国内零部件行业仍处于发展整合初期。未来零部件配套增速受整车影响将有所放缓，但较低的基数和集中度决定了配套市场仍具备较大成长空间。同时，保有量快速提升也推动售后和维修市场增长，弥补配套增速的放缓。此外，出口将成为零部件做大做强的重要途径，本土乘用车零部件具备较大的进口替代和出口空间，而本土商用车零部件凭借较强的竞争力将获得出口扩张和多元化机会。个股选择上，我们相对看好潍柴动力(002338.CH)、银轮股份(002126.CH)、中鼎股份(000887.CH)和华域汽车(600741.CH)的投资机会。

### 受益国内汽车销量增加，过去十年零部件行业持续快速增长

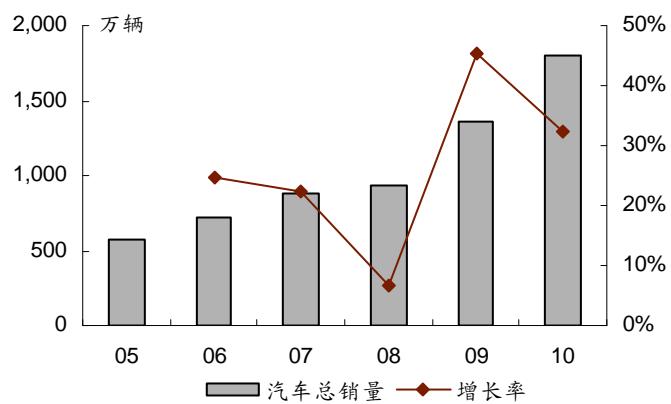
过去十年零部件行业复合增长率达到31.5%。过去十年间，随着中国汽车工业高速发展，国内汽车零部件产业规模也实现了较快提升。2010年，全国汽车零部件销售规模达到16,806.33亿元，相比2000年的1,087.6亿元翻了15番，复合增长率达到31.5%，高于汽车整车销量及收入增速。企业数量由十年前的2500家发展到目前的近1.2万家，不论从绝对量还是单个企业规模来看，都有较大幅度提升。90年代起，随着外资逐步进入国内汽车及零部件行业，同时带来了资金、技术、管理以及人才等多方面资源和经验，为近十年的行业井喷式发展奠定了基础。目前，部分国内龙头零部件企业已经具备自主开发和系统供货的能力，开拓了海外市场，进入了国际采购体系，出口量逐年增长。

Figure 82: 我国零部件行业销售收入及增长率



资料来源：华通人

Figure 83: 我国汽车销量及增长率



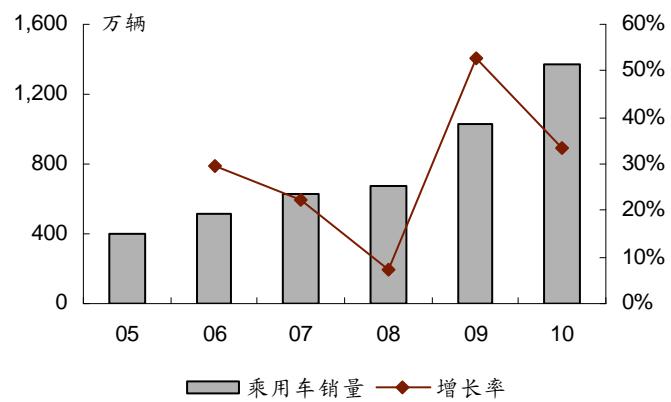
资料来源：中国汽车工业协会

### 配套增速放缓，但依旧具备成长空间

本土零部件依托自主品牌市场高速增长，实现同步发展。近几年，国内汽车行业在内生需求增长、政策扶持加大以及资本市场支持等多重因素影响下，汽车销量井喷式增长，保有量快速提升。其中，自主品牌汽车凭借较好的性价比优势和下沉式的营销网络，在二三线城市市场迅速崛起，销量规模不断提升。随着配套量迅速扩大，国内汽车零部件企业也获得了难得的发展机遇。许多中小型自主零部件厂商瞄准自主品牌这块新兴市场，积极介入其前期开发过程，积累了较多的同步开发经验。部分细分市场龙头更是借助资本市场解决了资金和产能问题，实现了跨越式发展。

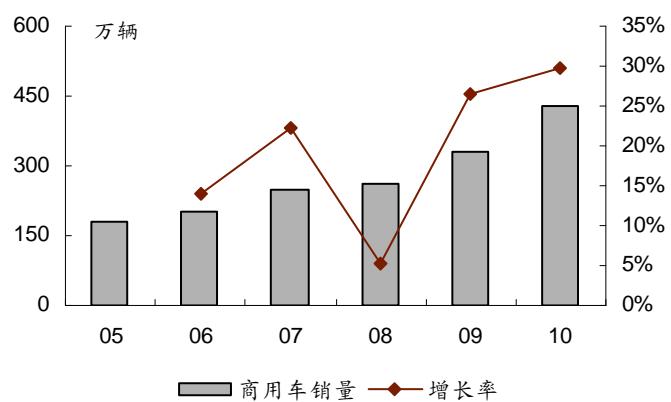
较低的基数和集中度决定了配套市场仍具备较大成长空间。但是另一方面，短时间内汽车数量的爆发式增长也为城市交通、环境污染、基础设施建设等带来了前所未有的挑战。进入2011年后，由于宏观经济增速放缓以及政策扶持力度减弱，汽车行业瞬间从过热进入了寒冬，整车销量显著下滑，自主品牌受到的冲击尤为明显。我们预计未来几年汽车行业销量增速将恢复到10%-15%左右的较合理水平。尽管如此，由于目前国内零部件配套市场规模相对整车制造环节仍然很小，基数仍较低，因此整体规模的提升将抵消短期销量下滑带来的负面影响，使得汽车零部件行业处于一个相对稳定的成长通道内。且随着部分细分市场龙头做大做强，行业集中度有望进一步提高，拥有核心竞争力和自主研发能力的零部件企业将在加大自主品牌主机厂覆盖力度的同时，积极寻求进入合资企业配套体系。长期来看，国内优质零部件企业仍将具备较大的成长空间。

Figure 84: 我国乘用车销量及增长率



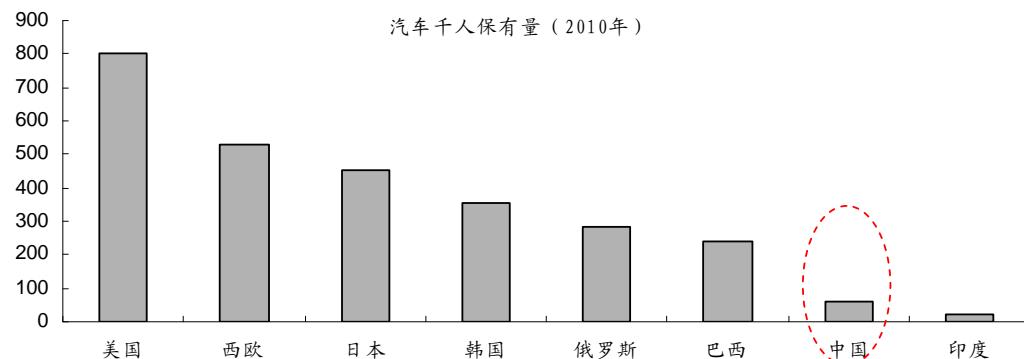
资料来源：中国汽车工业协会

Figure 85: 我国商用车销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会

Figure 86: 全球汽车普及率比较

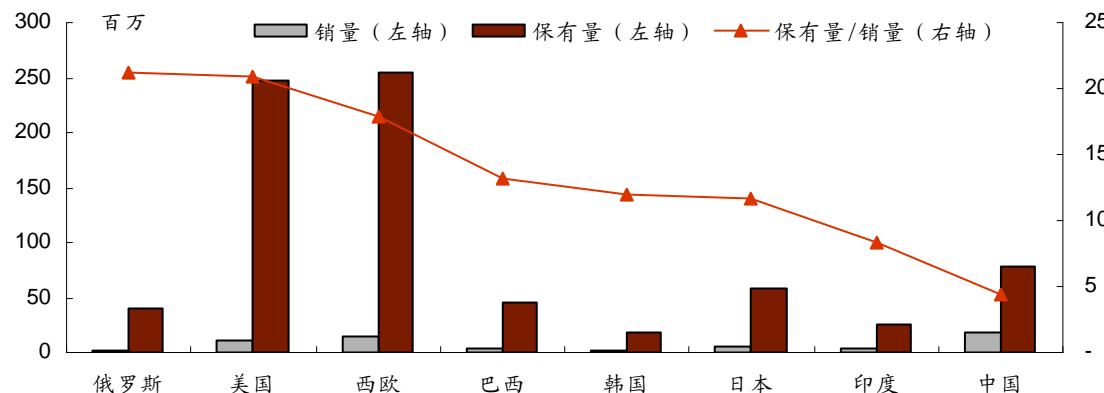


资料来源：中国汽车工业协会

### 保有量具备5倍增长空间，维修需求巨大

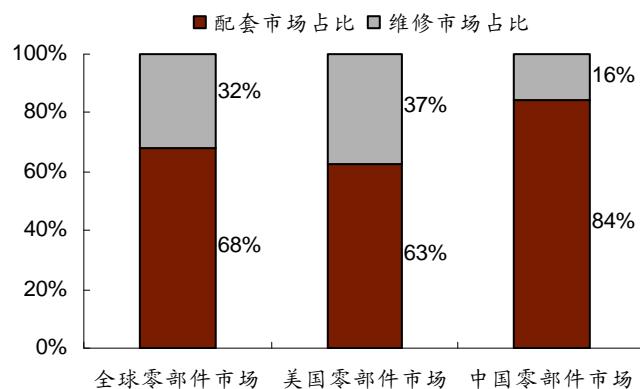
保有量相对于整车销量和经济发展水平仍处于较低水平。尽管今年以来销量增速有所下滑，但过去几年汽车销量高速增长使得保有量快速提升，使得售后维修市场越来越成为不可小觑的一块蛋糕。目前国内汽车保有量已超过8000万辆，千人保有量却仅为60辆左右，不仅远低于欧美发达国家，甚至低于部分发展中国家。随着国民对生活水平不断改善，购买力日益增强，基础设施不断完善，未来汽车保有量提升空间仍十分巨大。即使与同样人口密集、资源紧张的日韩相比，保有量仍至少有5倍以上的增长空间。而随之而来的零部件售后维修市场需求也将同步快速提升，并有望抵消配套市场增速放缓带来的负面影响。

Figure 87: 全球主要国家汽车销量及保有量比较



资料来源：中国汽车工业协会

Figure 88: 主要国家零部件维修市场规模比较



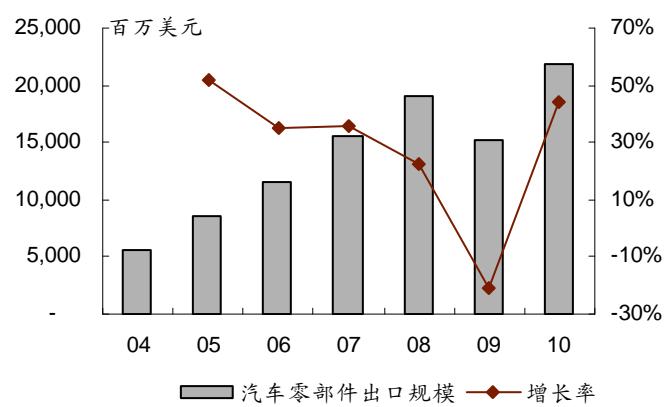
资料来源：Motor and Equipment Manufacturers Association, U.S. Department of Commerce, DesRosiers, 华通人

### 出口市场成为零部件成长第三极

**拓展出口市场成为零部件企业做大做强的重要途径。**随着国内汽车零部件技术水平和营销能力不断提高，一批具备现代化装备和管理水平的本土零部件企业随之迅速崛起。同时，全球化日益紧密以及成本压力的加剧使得跨国整车厂商不断在世界各地寻求低价优质的零部件供应商以保持其盈利能力。这对于有志于走出国门的本土零部件厂商来说无疑是难得的机遇。加入WTO以后，国内零部件出口从无到有，从小到大，经历了一段飞速发展期。凭借国内较低的劳动力成本、规模化投资以及消化吸收国际先进技术，国产零部件在全球市场逐渐打开局面。2010年，我国零部件出口金额达到217.7亿美元。部分优质企业进入欧美整车厂商零部件配套体系，实现全球供货。出口市场已成为本土零部件企业做大做强、提升自身品牌形象和技术实力的一个重要突破口。

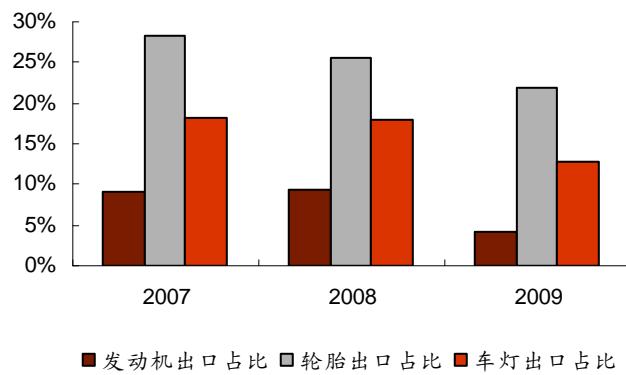
**产品结构和目标市场仍有较大改善空间。**从具体细分行业来看，目前零部件出口仍然集中在一些低附加值产品，使得虽然出口数量和收入快速增长，但效益增长并不明显。往后看，一些细分行业龙头凭借资本市场平台支持，消化吸收国外先进技术以及提升自主研发能力，产业结构将逐渐向高端转移。同时，现有零部件出口主要以售后市场为主，随着欧美企业逐渐退出部分中低端零部件配套市场，本土厂商凭借较大规模的供货能力有望抢占这一市场，更多的优质企业将进入全球零部件供应体系，为下一步进入更高端领域奠定基础。

Figure 89: 我国零部件出口及增长率



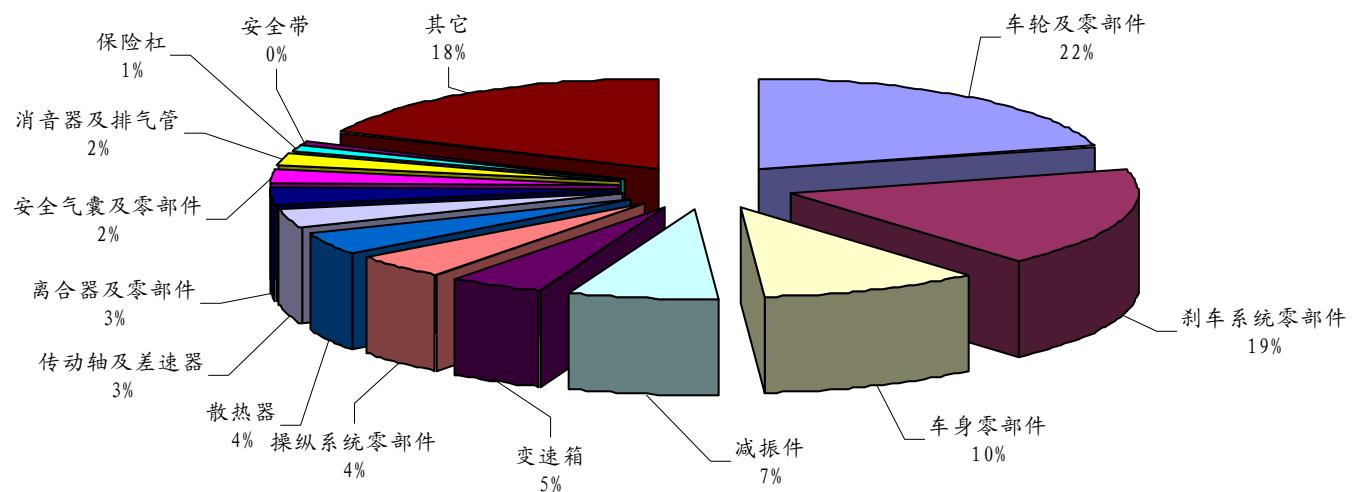
资料来源：中国汽车工业协会

Figure 90: 零部件出口占行业销售收入比重分析



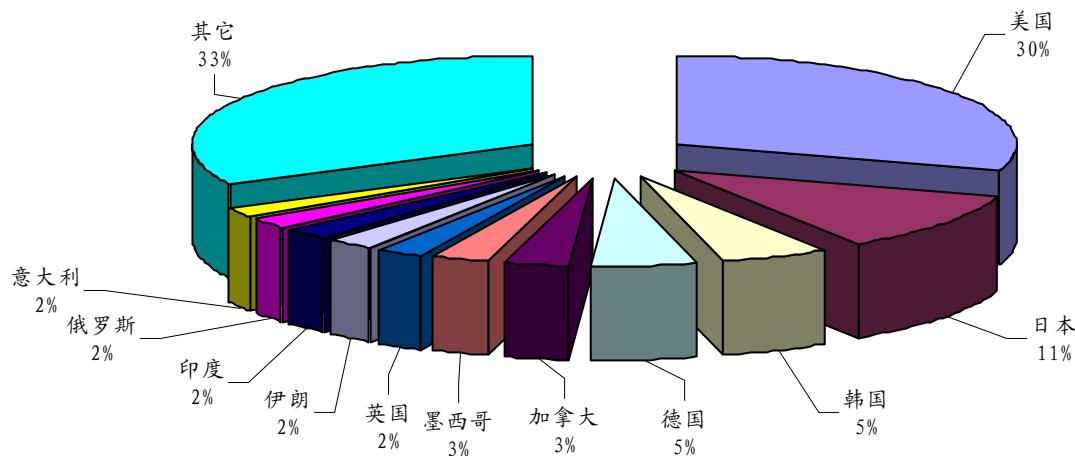
资料来源：CEIC, 华通人, 海关信息

Figure 91: 零部件出口分产品占比 (2010年)



资料来源：中国汽车工业协会

Figure 92: 零部件出口分国别占比 (2010年)



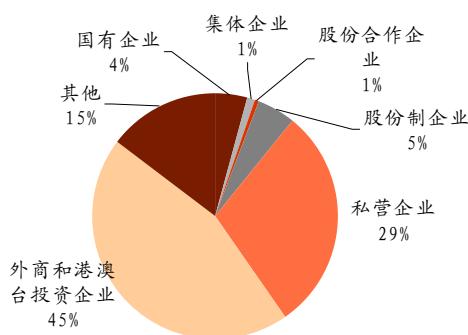
资料来源：中国汽车工业协会

## 本土乘用车零部件公司 - 进口替代及出口空间巨大

### 合资及外资独资企业主导国内零部件市场

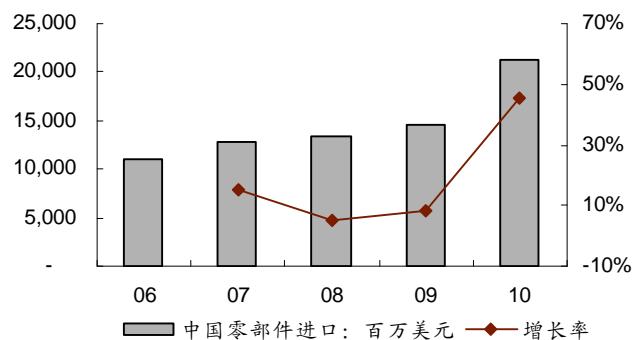
乘用车零部件受外资主导，在华投资不断加大。进入WTO以后，国家对于汽车零部件的保护开始逐步减弱，我国零部件产业开始独自面对激烈的国际市场竞争。其中最突出的表现是跨国零部件公司在我国投资力度加大，大多数跨国零部件巨头在我国设厂，这对于我国本土的零部件企业来说无疑是一个巨大的挑战。目前，国内零部件行业中合资及外商独资企业收入占比达到45%，利润占比更是超过50%。在有些高附加值产品领域中，这一比例甚至高达90%以上。在乘用车领域，这一现象更为明显。由于国内合资品牌车企在乘用车市场占据主导地位，而其本身大多拥有稳定的全球供货体系，零部件供应商均从其原有海外合作方当中选择。因此乘用车零部件市场基本由合资及外商独资企业主导。

Figure 93: 国内零部件行业分类型销售收入构成



资料来源：中国汽车工业协会

Figure 94: 零部件进口金额及增长率



资料来源：中国汽车工业协会

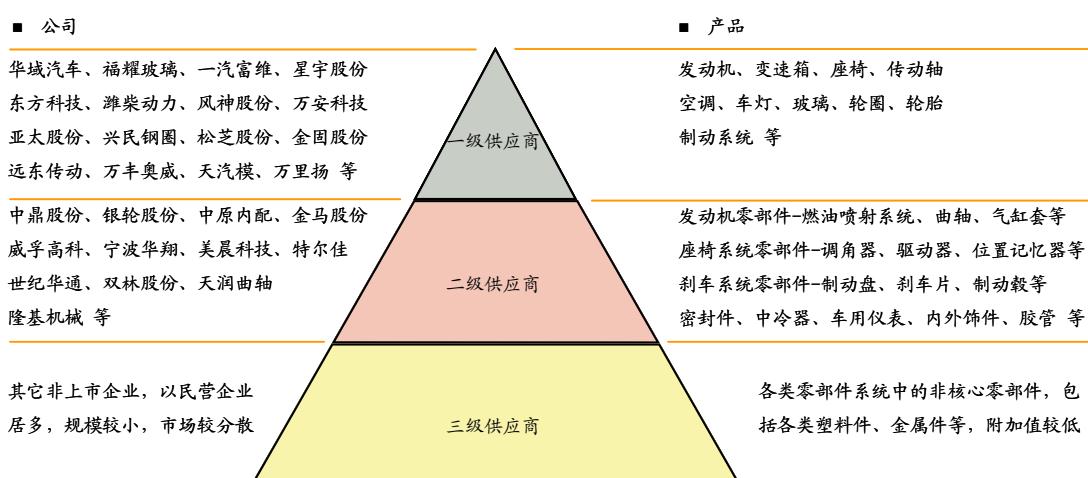
**核心零部件以及中高端乘用车供应体系依旧以合资及外资为主。**目前，合资及外资零部件厂商凭借巨大的研发和技术优势，以及与主机厂长期稳定的配套关系，几乎垄断了多数核心零部件以及中高端乘用车供应体系。本土厂商则大多在低端领域互相厮杀，竞争环境相当恶劣。本土企业要进入合资品牌配套体系，需经过长期严格的认证过程，并且在原有供应商出现质量问题或供货能力不足等情况下才有可能实现配套。这无疑大大增加了进入壁垒，仅有部分产品质量过硬，性价比优势突出，且有持续稳定供货能力的优质企业有望突破这一门槛。

Figure 95: 国内进口及外资生产零部件一览

主要部件	主要外资厂商
发动机	上海通用动力总成、东风本田发动机、上海大众动力总成、广州丰田发动机、长安福特马自达发动机、一汽丰田发动机
变速箱	爱信精机、捷太科特、麦格纳、法雷奥
车身电子产品	大陆、德尔福、电装、住友电工
制动系统	爱德克斯、大陆、现代摩比斯、博世、天合
座椅	弗吉亚、江森自控、李尔、丰田纺织
热交换系统	贝洱、电装、法雷奥、伟世通

资料来源：中国汽车工业协会

Figure 96: 乘用车零部件供应体系一览



资料来源：中金公司研究部

Figure 97: 乘用车零部件分产品构成以及市场容量测算



资料来源：中国汽车工业协会

### 本土零部件以性价比起家，车企降成本压力带来发展机遇

本土企业在成本控制上仍具备一定优势，自主品牌及商用车发展为自主品牌壮大规模打下基础。长期以来，本土零部件厂商在激烈的竞争环境下艰难生存，但也因此培养出了较强的成本控制能力。凭借性价比优势，部分具备较强经营管理实力的企业脱颖而出，在外资相对关注较少的自主品牌和商用车领域不断壮大自己的规模，形成了较为稳定的供货能力。同时，通过引入国际先进设备、技术和人才，消化吸收再创新，部分企业已具备与主机厂同步开发和自主研发的能力，大大提升了企业的技术水平，为进一步发展奠定了重要的基础。

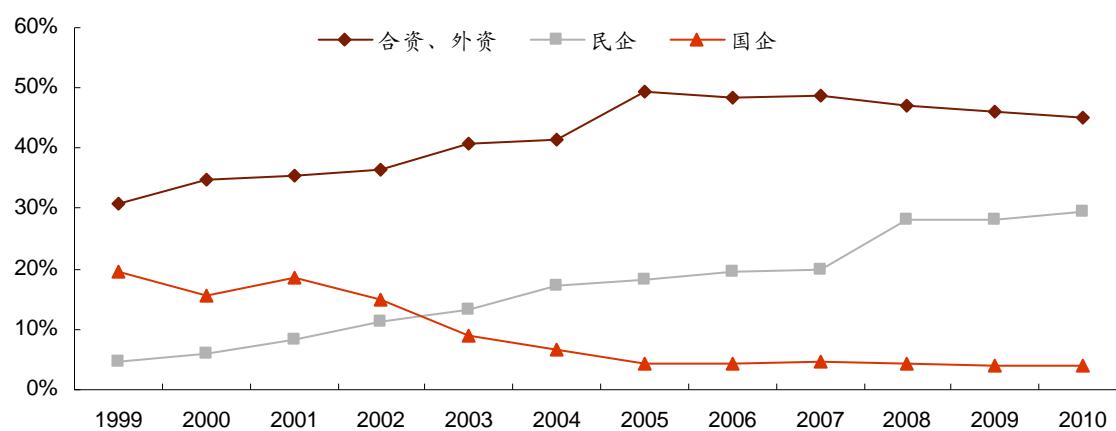
Figure 98: 自主品牌零部件企业纷纷上市

证券代码	证券简称	首发上市日期	主营产品类型	2010年收入 (百万元)	2010年净利润 (百万元)
002283.SZ	天润曲轴	2009-08-21	轻型工程机械	1393	222
002284.SZ	亚太股份	2009-08-28	发动机设备、制动设备	1750	119
002355.SZ	兴民钢圈	2010-02-09	传动设备、装饰材料	1340	96
002363.SZ	隆基机械	2010-03-05	制动设备	924	49
002406.SZ	远东传动	2010-05-18	传动设备	1015	185
002434.SZ	万里扬	2010-06-18	传动设备、专用设备与零部件	827	150
002448.SZ	中原内配	2010-07-16	专用设备与零部件	822	104
002454.SZ	松芝股份	2010-07-20	空调器具	1301	229
300100.SZ	双林股份	2010-08-06	车身及外观设备、传动设备、专用设备与零部件	776	104
002488.SZ	金固股份	2010-10-21	行驶底盘设备	591	61
002510.SZ	天汽模	2010-11-25	横向附件、专用设备与零部件	832	83
002536.SZ	西泵股份	2011-01-11	风泵机械、专用设备与零部件	999	88
601799.SH	星宇股份	2011-02-01	车身及外观设备	871	136
300176.SZ	鸿特精密	2011-02-15	电子测试和测量仪器、电子元器件、专用设备与零部件	386	43
002555.SZ	顺荣股份	2011-03-02	发动机设备	317	49
002590.SZ	万安科技	2011-06-10	车身及外观设备、大型购物中心、发动机设备、制动设备、住宅楼盘	868	84
300237.SZ	美晨科技	2011-06-29	专用设备与零部件	579	81
601058.SH	赛轮股份	2011-06-30	轮胎	4050	113
002602.SZ	世纪华通	2011-07-28	车身及外观设备、发动机设备、专用设备与零部件	908	159
300258.SZ	精锻科技	2011-08-26	汽车及零配件经销	309	73

资料来源：中国汽车工业协会

**立足成本及质量优势稳步推进提升市场份额。**随着性价比优势以及稳定的供货能力逐渐被自主品牌主机厂认可，以及消化吸收先进技术从而不断拓展新的产品领域，本土零部件产能及销售规模快速扩大，在配套市场占比近年来持续提升，特别是民营企业，凭借灵活的体制和较强的激励机制，迅速成为本土零部件行业的中坚力量。在巩固自主品牌市场份额的同时，本土零部件企业寻求向合资品牌以及高端产品领域拓展，尽管壁垒较高，障碍重重，但仍有少数优质企业成功进入合资配套体系，实现市场份额快速提升。

Figure 99: 不同类型零部件企业份额走势



资料来源：华通人

**收购海外企业或成立合资公司提升技术水平。**由于在技术水平和管理能力方面，本土零部件厂商与合资、外资厂商相比仍有较大差距，短时间内仅通过自己摸索难以有质的飞跃。因此越来越多的企业选择与外资合作或直接收购的方式来提升自己的技术实力和管理能力。然而，海外并购也势必会遇到当地政策、法律法规及人员管理等一系列的



问题，部分企业在多次成功的海外合作中积累了宝贵的经验，也成为了未来本土零部件企业走出国门的排头兵。通过一系列成功运作，企业有望实现规模和实力跨越式发展，并为后续进入国际市场打下了扎实的基础。

**合资企业降成本压力加大，优质自主品牌切入供应体系机会来临。**今年以来，随着车市整体增速放缓，行业竞争加剧，车价优惠幅度也有不断扩大的趋势。而同时原材料及人工成本不断上升，这对于整车厂利润率的压力也逐渐增大。为了保持盈利能力，部分合资品牌主机厂通过寻求质量稳定可靠，而成本更具优势的供应商来减弱成本上升带来的影响。优质自主品牌零部件供应商凭借性价比优势和稳定的供货能力，有望切入合资品牌配套体系，实现向更高端市场的突破。

**合资品牌国产新车型及自有品牌为本土零部件厂商带来新的机遇。**近年来合资品牌引入国产新车型的力度持续加大，主流欧美及日韩合资厂商陆续引入多款重量级新车，而对老车型的国产化率要求也不断提升。同时，部分合资车企推出了自有品牌来与本土品牌在中低端市场展开竞争，这也使得原有合资配套体系面临更多来自本土零部件供应商的挑战。合资品牌主机厂对于优质本土零部件供应商的认可度也不断提升，随着合资厂商自有品牌新车的陆续推出，预计优质自主品牌大规模切入其供应体系的机会即将来临。

Figure 100: 合资企业自主品牌产品陆续推出

合资企业	自主品牌	上市时间	售价(万)	排量(L)	长宽高(mm)	轴距(mm)
上海大众	天越	2011年年底	暂无	0	4608*1743*1465	2610
上汽通用五菱	宝骏	2011年8月9日	6.28-7.38	1.5	4597*1736*1462	2640
一汽大众	开利	未上市	暂无	0	4540*1775*1446	2610
东风本田	思铭	预计2012年	预计10-14	1.8	暂无	暂无
东风日产	启辰	2012年上半年	预计7-10	1.6	暂无	暂无
广汽本田	理念	2011年4月17日	6.98-9.98	1.3/1.5	4420*1690*1495	2450

资料来源：中国汽车工业协会

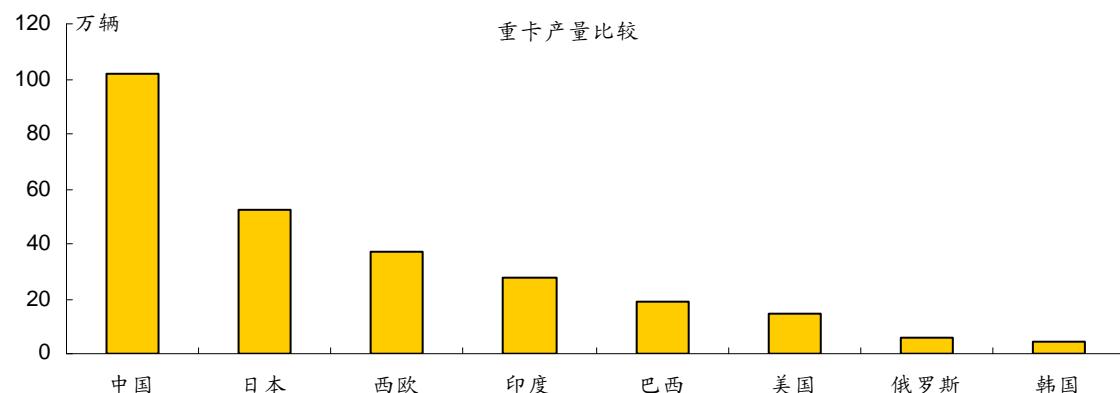
## 本土商用车零部件公司 - 全球竞争力推升出口和多元化机会

### 全球领先的商用车规模孕育出成熟零部件体系

**商用车产业链伴随经济高速发展而不断完善。**中国现代汽车工业开始于新中国成立后，而最早生产的车型即是以解放卡车为代表的商用车。因此中国商用车产业相对于乘用车起步要早很多。改革开放后，随着经济建设不断深化，商用车作为生产资料的重要组成部分也得到了快速发展。特别是80年代初期引入斯太尔技术后，使得我国商用车，特别是重型卡车装备水平上了一个大台阶。伴随着房地产行业的兴起以及基础设施建设速度加快，我国商用车产业无论整体规模和生产能力都已达到全球领先的水平，凭借较大的性价比优势具备了国际竞争力。而一大批本土商用车零部件企业也随之不断成熟并发展壮大，形成了一条完善的商用车产业链。

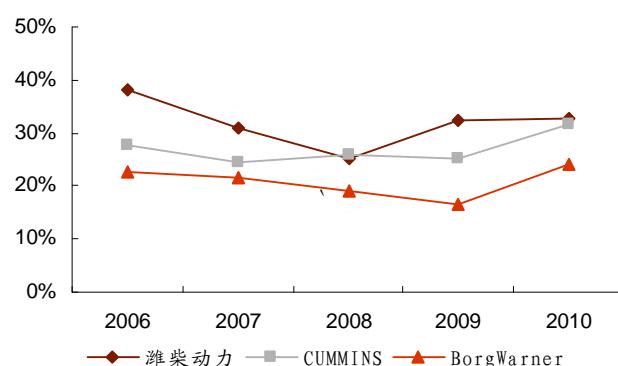
**商用车零部件企业相比乘用车拥有更好的生存环境。**与乘用车不同，由于商用车整车企业大多为国有或民营背景，因此零部件配套体系也基本有本土企业所主导，外资企业仅在部分国内企业暂时无法掌握的高新技术领域实现垄断。商用车作为生产资料，不论是厂家还是用户更关注的是性价比、燃油经济性以及恶劣工况条件下的可靠性，而乘用车用户则十分强调安全性、舒适性以及品牌等要素。因此，本土商用车零部件企业在满足客户需求方面具备比较优势，国产商用车零部件产业也因此得以逐渐发展壮大。

Figure 101: 国内外重卡产量比较



资料来源：OICA

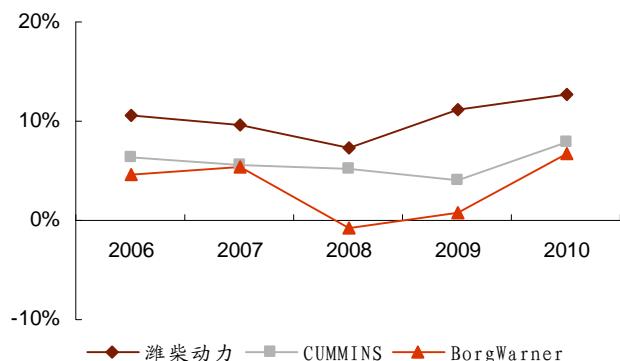
Figure 102: 商用车发动机毛利率比较



资料来源：中国汽车工业协会

Figure 103: 商用车发动机净利率比较

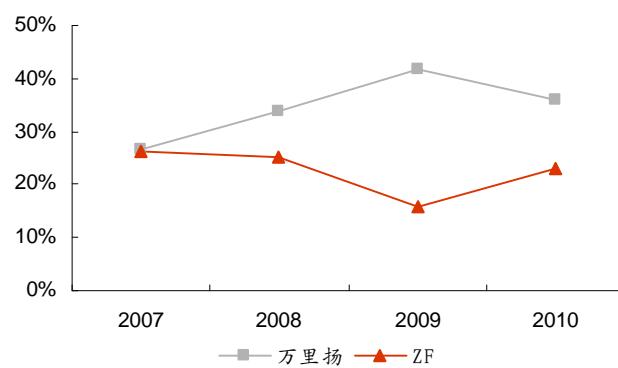
Figure 103: 商用车发动机净利率比较



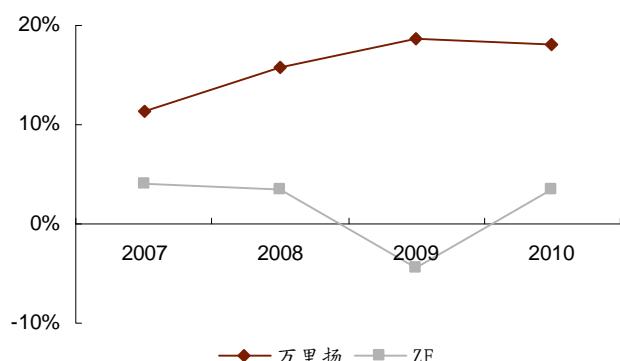
资料来源：中国汽车工业协会

Figure 104: 商用车变速箱毛利率比较

Figure 105: 商用车变速箱净利率比较

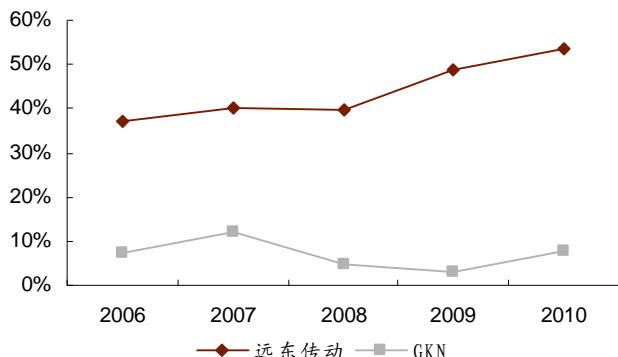


资料来源：中国汽车工业协会



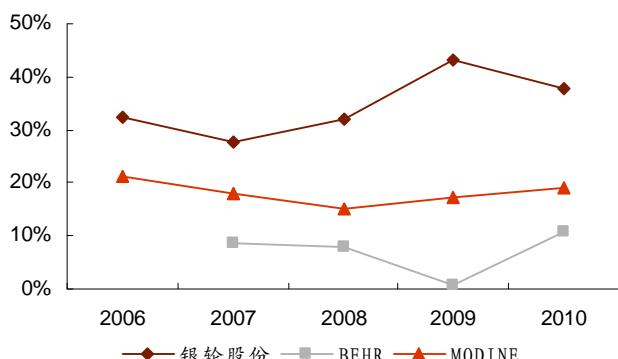
资料来源：中国汽车工业协会

Figure 106: 商用车传动件毛利率比较



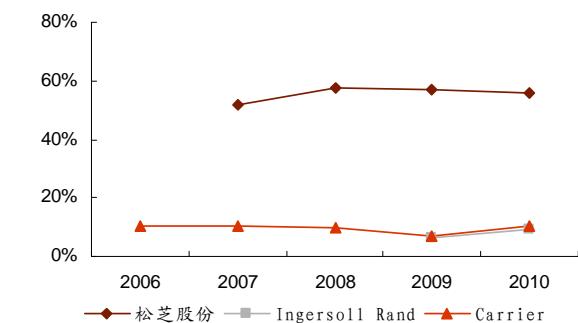
资料来源：中国汽车工业协会

Figure 108: 商用车热交换器毛利率比较



资料来源：中国汽车工业协会

Figure 110: 商用车空调毛利率比较

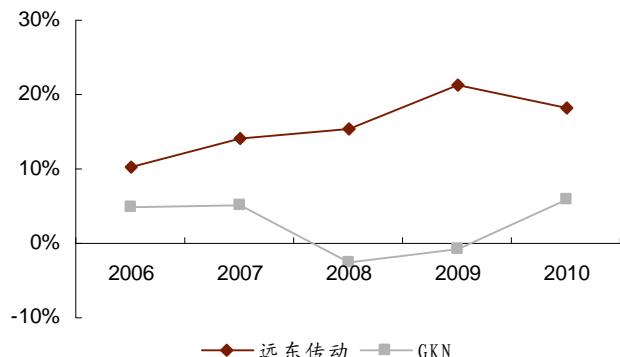


资料来源：中国汽车工业协会

**出口竞争优势明显，新兴市场发展带来机遇。**凭借较高的性能和远低于外资品牌同类产品的价格，国产商用车在国际市场上广受青睐。同样，商用车零部件随着整车一起走出国门，以超高的性价比优势受到海外市场的好评。特别是在新兴市场，由于其自身的零部件产业发展不足，无法满足售后服务市场对于零部件的需要，因此价廉物美的中国商用车零部件率先进入了这些市场。

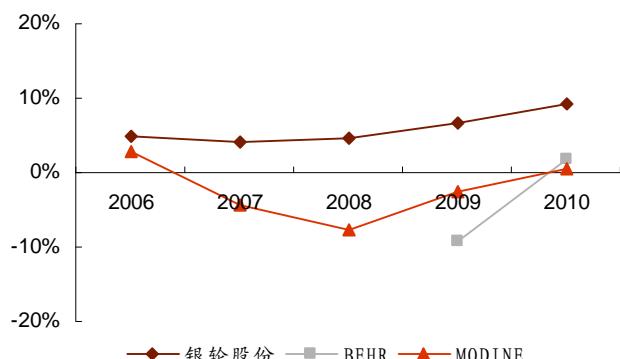
随着产品性能和稳定性逐渐获得认可，部分国际知名商用车整车厂商或一级零部件供应商与本土零部件企业签订了战略合作协议，在产品技术、营销渠道、供应体系、品牌授权等诸多方面予以合作。为本土商用车零部件厂商打入

Figure 107: 商用车传动件净利润率比较



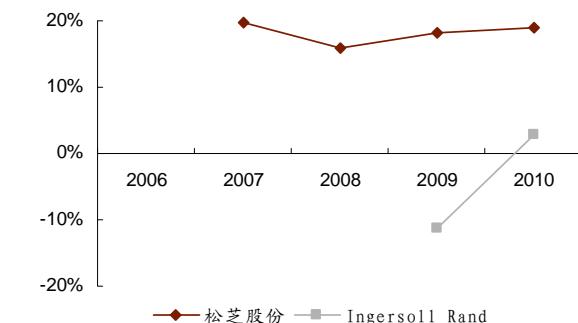
资料来源：中国汽车工业协会

Figure 109: 商用车热交换器净利润率比较



资料来源：中国汽车工业协会

Figure 111: 商用车空调净利润率比较



资料来源：中国汽车工业协会

国际市场打开了大门。中国商用车零部件企业有望成为汽车零部件行业走向国际化的先行者。

Figure 112: 商用车零部件领域出口及国外合作项目一览

商用车零部件领域出口及国外合作项目	
天润曲轴	2011年7月22日，成为约翰迪尔公司的柴油机曲轴供应商
兴民钢圈	2011年7月15日，与康明斯公司英国达林顿工厂签订曲轴产品出口订单
法士特	2010年12月20日，与北汽福田签订战略合作框架协议。福田汽车出口产品优先使用兴民钢圈产品
远东传动	2011年4月8日，与卡特彼勒以及法士特集团合资生产重型自动变速器
	2011年4月19日，携手威伯科(WABCO)合作开发重型AMT自动变速箱与日产合作进行等速传动轴研发
万里扬	2008年3月30日，与国际知名汽车零部件供应商ArvinMeritor旗下的MERITOR HEAVY VEHICLE SYSTEMS签订五年期供货合同
美晨科技	2010年1月，与英国SMT公司结成战略合作伙伴 参与国外主要商用车斯堪尼亚、佩卡、菲亚特、塔塔大宇等多个项目的开发过程 被德国GLFS公司授权使用其三项胶管产品专有技术
赛轮股份	与TBC等国际大型经销商结成战略合作关系，建立公司多层次的分销体系 将利用东盟国家的复合胶加工出口政策，扩大复合胶加工合作
天汽模	2005年9月，与R1国际有限公司签订了战略合作协议，双方将在上游原料供应、市场销售渠道等方面进行合作 在原材料供应上，与泰国泰华树胶大众有限公司、埃克森美孚公司和朗盛化工有限公司建立良好的合作关系 与美国TBC、大力神轮胎橡胶股份有限公司、比利时德尔顿轮胎公司等经销商建立合作关系 已获得通用、福特、克莱斯勒、标致雪铁龙、奥迪、沃尔沃、路虎、塔塔等的一级供应商资格；奔驰、宝马、雷诺等二级供应商资格

资料来源：中国汽车工业协会

### 下游多元化打开商用车零部件企业发展空间

**同心多元化推动企业快速增长。**随着商用车零部件企业规模不断扩大，规模经济愈发显得重要。部分零部件企业凭借在商用车领域积累的经验以及柔性的生产能力，逐步切入相近的工程机械、乘用车、农用机械、船用设备、铁路工程以及通用设备等领域。同心多元化作为企业快速成长的一条路径而被广泛认可。当今世界几大零部件巨头均遵循这一道路，从某一专业领域出发，通过同心多元化实现规模迅速扩张，从而在各个细分行业之间形成协同效应。



Figure 113: 上市公司下游多元化项目一览

股票名称	简介
松芝股份	计划2011年组织完成铁道部的空调产品认证、焊接企业认证，进入轨道空调市场。争取在二级城市地铁项目上有重大突破。 2011年4月，与中集集团设立合资公司，松芝股份占50%股权，介入冷机领域，旨在未来形成“冷藏车+冷机+服务”的一站式服务实力，开拓冷藏车产业新的商业模式。
银轮股份	2010年4月，银轮股份与松芝股份、吉利汽车成立三方合资公司，占60%股权。银轮股份得以投入生产乘用车冷却器总成模块，打开乘用车配套市场。 2010年8月，公司出资1240万元收购无锡博尼格70%股权，得以快速切入船用及工业用热交换器领域。
中鼎股份	2011年7月，公司拟投资980万美元收购美国COOPER公司100%股权，主导产品为各类高端油封制品，广泛应用于汽车、工程机械、轴承等领域。
万里扬	2011年6月，万里扬拟与吉利设立合资公司，从事乘用车MT变速器的制造与销售，计划迅速达到年产15万台乘用车MT变速器能力水平，并在三年内形成年产60万台变速器的综合能力。
远东传动	公司发展战略，进入等速传动轴生产领域，开拓乘用车传动轴市场。

资料来源：中国汽车工业协会

**部分商用车零部件企业切入乘用车市场。**在各个多元化领域，乘用车有着最大的市场容量和较快的增长速度。且部分技术与商用车有着较大的相似性。因此乘用车成为各个商用车零部件企业多元化的首选。然而，乘用车零部件常年为外资所主导，存在较大的进入壁垒，因此众多零部件厂商选择依靠原有给自主品牌商用车配套的良好关系先逐步切入其自有或当地的乘用车配套体系，并以此积累乘用车配套经验。随着技术不断成熟以及形成长期稳定的配套关系，本土零部件企业将有望逐渐获得更多乘用车主机厂认可，从而进一步提升市场份额。

## 投资建议

通过以上的分析，我们认为中国汽车行业仍存在以下几条长期投资思路：

1. 自主品牌及商用车的出口导向成长故事。我们认为如果中国汽车行业能够利用好新兴国家投资，消费的增长契机，以良好的性价比作为突破口，逐步实现技术产品质量升级，将持续实现高速增长。我们看好长城汽车，吉利汽车，江淮汽车，潍柴动力，中国重汽及福田汽车。
2. 入门级豪华车及强势欧美品牌市场份额的提升，我们看好华晨汽车，上汽集团及长安汽车。
3. 经销商售后服务的成长故事，我们认为始终定位于豪华车销售及服务的正通汽车和售后服务已经初具规模的中升集团未来将受益于汽车经销商行业的业务结构变革及估值水平重构。
4. 具有核心技术零部件企业的成长故事，我们看好潍柴动力、银轮股份、中鼎股份和华域汽车。

短期而言，我们更看好重卡，豪华车板块及强势欧美品牌零部件供应商，A股推荐潍柴动力，银轮股份，华域汽车，上汽集团，中鼎股份；港股推荐潍柴动力，正通汽车及华晨汽车：

1. 重卡将于2012年4季度开始走出阶段性底部：在稳增长、促投资、鼓励出口的政策导向下，需求有望逐步回暖。另外2013年国4标准的实施将使得2013年上半年重卡销量迎来新的高峰。最后，出口的快速增长将进一步改善2013年行业成长性。
2. 豪华车将迎来价稳量增的良好局面：豪华车销量在未来3年年复合增长率仍将超过20%。另外在经历2012年上半年的价格战之后，厂商供给行为更加理性。
3. 强势欧美品牌继续抢占市场份额。凭借着强有力的新车投放以及产品的技术质量优势，强势欧美品牌如大众，福特，通用将继续扩大市场份额，实现快于行业的增长。



Figure 114: 可比公司估值

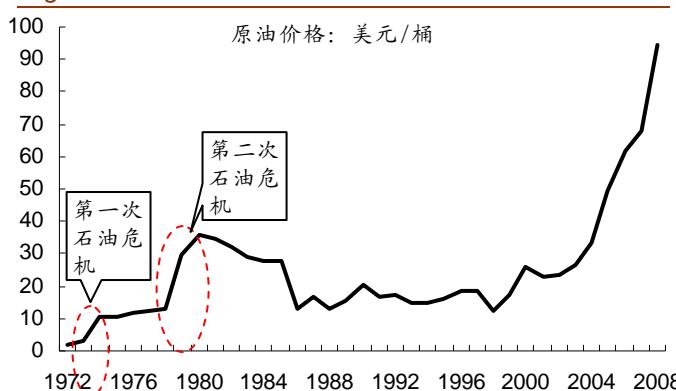
公司名称	类别	股价 2012-10-18	市值 百万美元	市盈率				市净率				EV/EBITDA				EPS 增长率 %				CAGR 09-12	
				09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E		
<b>中国A股上市公司</b>																					
潍柴动力	CV	20.58	6,810	12.1	6.1	7.4	12.1	3.5	2.2	1.8	1.5	6.9	5.5	5.0	5.0	47%	99%	-17%	-39%	0%	
中国重汽	CV	10.05	674	9.9	6.3	11.6	51.0	1.5	1.2	1.1	1.1	4.3	3.1	2.7	2.7	-10%	57%	-46%	-77%	-34%	
宇通客车	CV	21.70	2,449	27.2	17.8	13.0	10.9	7.1	6.2	4.6	3.5	17.9	16.2	14.1	14.1	-22%	53%	37%	19%	26%	
福田汽车	CV	6.28	2,823	12.8	8.0	11.5	6.6	3.3	1.6	1.5	1.3	11.0	7.5	6.7	6.7	200%	59%	-30%	75%	18%	
江铃汽车	CV	14.83	2,048	12.1	7.5	6.8	8.2	2.6	2.1	1.8	1.6	8.9	7.5	6.6	6.6	35%	62%	9%	-16%	10%	
江淮汽车	CV/PV	5.46	1,126	21.0	6.1	11.4	13.7	1.6	1.3	1.2	1.1	5.8	4.0	3.6	3.6	488%	246%	-47%	-17%	11%	
长安汽车	PV	5.71	4,260	24.6	13.6	28.5	22.0	3.1	2.6	1.9	1.7	45.0	18.9	15.6	15.6	4497%	81%	-52%	30%	3%	
上汽集团	PV	13.49	23,796	22.5	10.8	7.4	6.5	2.1	1.9	1.5	1.2	35.4	7.8	6.8	6.8	905%	108%	46%	14%	36%	
物产中大	Dealer	6.47	818	18.5	10.2	9.7	9.3	2.1	1.7	1.5	1.3	8.9	5.6	4.8	4.8	9%	81%	5%	5%	19%	
亚夏汽车	Dealer	8.24	232	36.3	19.2	16.0	16.4	7.2	5.5	1.8	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-22%	89%	20%	-3%	22%	
中鼎股份	Parts	9.92	946	29.5	19.0	20.0	9.7	7.1	5.6	4.3	2.6	16.1	11.3	9.5	9.5	50%	55%	-5%	106%	32%	
华域汽车	Parts	9.40	3,885	15.9	9.7	8.1	7.2	2.0	1.7	1.5	1.3	10.9	8.2	7.0	7.0	49%	64%	19%	12%	22%	
一汽富维	Parts	15.60	528	9.3	5.8	7.7	7.8	2.0	1.5	1.3	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87%	61%	-25%	-1%	5%	
松芝股份	Parts	8.78	438	18.0	12.0	11.8	12.5	2.7	1.0	1.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31%	51%	1%	-6%	10%	
福耀玻璃	Parts	7.11	2,278	12.7	8.0	9.4	9.1	3.2	2.4	2.3	2.1	8.6	7.5	6.2	6.2	354%	60%	-15%	4%	9%	
银轮股份	Parts	6.26	318	36.9	15.2	19.0	28.9	3.9	3.1	1.7	1.6	8.5	6.7	6.8	6.8	-49%	142%	-20%	-34%	6%	
<b>平均</b>				<b>16.9</b>	<b>10.1</b>	<b>9.6</b>	<b>9.4</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>8.7</b>	<b>7.0</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>	<b>49%</b>	<b>59%</b>	<b>11%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	
<b>平均 - 商用车</b>				<b>13.5</b>	<b>7.8</b>	<b>10.4</b>	<b>10.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>7.9</b>	<b>6.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>18%</b>	<b>60%</b>	<b>-4%</b>	<b>-8%</b>	<b>11%</b>	
<b>平均 - 乘用车</b>				<b>23.5</b>	<b>12.2</b>	<b>17.9</b>	<b>14.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>35.4</b>	<b>7.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.8</b>	<b>491%</b>	<b>62%</b>	<b>14%</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>	
<b>平均 - 零部件</b>				<b>15.9</b>	<b>10.7</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>8.5</b>	<b>7.1</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>50%</b>	<b>55%</b>	<b>12%</b>	<b>0%</b>	<b>6%</b>	
<b>香港上市公司</b>																					
潍柴动力	CV	29.15	6,810	13.8	6.9	8.4	13.9	4.0	2.5	2.1	1.7	8.3	4.3	n.m.	7.2	47%	99%	-17%	-39%	0%	
庆铃汽车	CV	1.79	573	17.9	14.9	12.8	12.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	43%	20%	17%	6%	10%	
华晨汽车	PV	8.84	5,732	n.a.	28.5	19.6	15.3	7.0	5.6	5.1	3.8	26.0	55.3	96.3	51.0	n.m.	n.m.	45%	29%	n.m.	
吉利汽车	PV	3.34	3,224	15.8	17.1	14.2	11.7	3.7	2.9	2.4	2.0	11.8	8.9	7.8	7.4	26%	-8%	21%	21%	8%	
广汽集团	PV	5.20	4,970	9.6	5.7	7.5	10.3	n.m.	1.2	1.1	1.0	6.2	182.1	n.m.	50.9	21%	70%	-24%	-28%	-2%	
长城汽车	CV/PV	21.35	8,998	51.2	19.4	15.2	11.9	6.9	5.2	2.9	2.4	43.3	15.7	11.6	8.9	99%	164%	27%	28%	44%	
东风汽车	PV	10.32	11,472	11.5	6.5	6.8	6.2	2.6	1.9	1.5	1.2	5.2	3.2	3.5	3.4	58%	76%	-5%	1%	14%	
中国重汽	CV	4.62	1,646	10.7	6.9	10.3	26.5	0.6	0.6	0.5	0.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	10%	54%	-32%	-61%	-20%	
中升集团	Dealer	9.95	2,450	32.5	14.9	10.8	14.3	1.6	1.3	1.1	1.1	39.5	19.9	10.4	10.2	115%	119%	37%	-25%	23%	
大昌行	Dealer	7.09	1,671	18.2	9.1	9.8	9.5	2.4	1.9	1.6	1.4	16.8	11.2	8.5	7.7	26%	99%	-6%	3%	18%	
正通汽车	Dealer	4.94	1,408	60.1	31.8	15.9	6.8	19.7	2.2	1.4	1.1	65.3	36.6	17.9	9.3	331%	89%	99%	136%	73%	
信义玻璃	Parts	4.38	2,134	20.6	10.1	12.9	11.2	2.9	2.4	2.1	1.8	18.7	8.9	10.4	9.8	9%	103%	-21%	15%	16%	
敏实集团	Parts	7.66	1,065	10.8	8.2	8.6	7.4	1.7	1.2	1.1	1.0	5.4	4.1	4.1	3.5	47%	31%	-4%	15%	10%	
<b>平均</b>				<b>16.8</b>	<b>10.1</b>	<b>10.8</b>	<b>11.7</b>	<b>2.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>14.3</b>	<b>10.1</b>	<b>9.4</b>	<b>8.3</b>	<b>45%</b>	<b>82%</b>	<b>-4%</b>	<b>6%</b>	<b>12%</b>	
<b>平均 - 商用车</b>				<b>13.8</b>	<b>6.9</b>	<b>10.3</b>	<b>13.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>4.4</b>	<b>2.4</b>	<b>0.5</b>	<b>3.9</b>	<b>43%</b>	<b>54%</b>	<b>-17%</b>	<b>-39%</b>	<b>0%</b>	
<b>平均 - 乘用车</b>				<b>13.6</b>	<b>17.1</b>	<b>14.2</b>	<b>11.7</b>	<b>5.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>11.8</b>	<b>15.7</b>	<b>9.7</b>	<b>8.9</b>	<b>42%</b>	<b>73%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>11%</b>	
<b>平均 - 零部件</b>				<b>15.7</b>	<b>9.2</b>	<b>10.7</b>	<b>9.3</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>12.1</b>	<b>6.5</b>	<b>7.2</b>	<b>6.7</b>	<b>28%</b>	<b>67%</b>	<b>-13%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	
<b>欧洲及美国上市公司</b>																					
曼	CV	79.11	15,200	n.m.	16.3	48.8	24.3	2.3	2.0	2.1	2.1	15.9	13.0	6.6	11.7	n.m.	n.m.	-67%	101%	n.m.	
斯堪尼亚	CV	117.10	14,469	83.0	10.3	9.9	14.1	4.0	3.1	2.7	2.6	11.2	5.9	6.2	10.8	-87%	707%	4%	-29%	56%	
沃尔沃	CV	93.80	30,541	n.m.	17.5	10.7	11.8	2.9	2.6	2.2	2.1	143.1	9.2	7.2	8.2	n.m.	n.m.	63%	-10%	n.m.	
帕卡	CV	40.91	14,462	132.0	32.7	14.3	13.1	2.9	2.8	2.7	2.5	18.9	15.1	8.9	10.1	-89%	303%	130%	9%	78%	
戴姆勒	CV/PV	39.30	55,006	n.m.	9.2	7.4	7.9	1.3	1.2	1.1	1.0	37.1	10.7	9.2	8.7	n.m.	n.m.	24%	-6%	n.m.	
菲亚特	CV/PV	4.38	7,176	n.m.	10.4	4.1	8.2	0.5	0.5	0.6	0.5	6.5	5.5	3.1	2.2	n.m.	n.m.	158%	-50%	n.m.	
雷诺	PV	37.44	14,518	n.m.	2.9	4.9	5.4	0.7	0.5	0.5	0.4	15.6	9.6	9.1	9.6	n.m.	n.m.	-40%	-10%	n.m.	
标志	PV	6.22	2,892	n.m.	1.4	2.7	n.m.	0.1	0.1	0.1	0.2	11.4	5.8	6.5	9.2	n.m.	n.m.	-47%	n.m.	n.m.	
宝马	PV	61.87	51,840	199.6	12.5	8.3	8.2	2.0	1.7	1.5	1.3	10.4	10.6	8.3	7.5	-37%	1490%	51%	1%	122%	
大众	PV	136.00	85,842	57.5	9.0	4.1	4.2	1.6	1.4	1.1	0.9	13.6	8.9	7.0	6.8	-80%	541%	118%	-2%	93%	
福特汽车	CV/PV	10.41	39,704	11.4	5.5	2.0	8.2	n.m.	n.m.	2.6	2.4	16.2	6.8	7.6	10.3	n.m.	n.m.	109%	181%	-76%	
通用汽车	CV/PV	25.06	39,243	6.5	n.m.	n.m.	n.m.	1.4	1.2	0.9	n.m.	n.m.	2.6	2.2	2.6	24%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
玛格纳	Parts	45.18	10,552	n.m.	10.4	10.6	8.8	1.4	1.4	1.3	1.2	23.4	5.5	4.9	4.3	n.m.	n.m.	-2%	21%	n.m.	
博格华纳	Parts	67.02	7,670	291.4	20.2	13.3	13.2	3.6	3.3	3.0	2.6	23.2	11.1	7.8	7.1	n.m.	133%	52%	1%	117%	
奥托立夫	Parts	62.35	5,949	519.6	9.2	8.9	10.5	2.2	1.9	1.7	1.6	14.9	4.9	4.9	5.2	-95%	5542%	3%	-15%	165%	
爱尔玲凯铃尔	Parts	22.00	1,828	37.9	19.8	14.7	14.5	4.2	2.7	2.4	2.2	12.6	8.5								

## 附录一：日韩汽车发展背景及经验

### 日韩汽车崛起的大背景

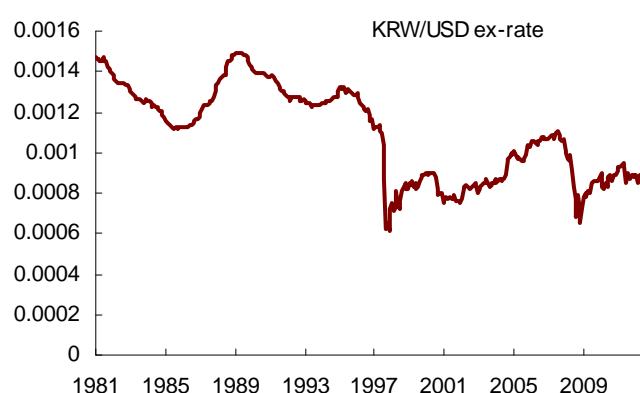
- 日本汽车利用两次石油危机打入欧美市场。1973年第一次石油危机时，原油价格曾从每桶3美元涨到超过13美元，翻了四倍。整个美国社会受到了相当大的影响，汽车出现排队加油的情况。而到了第二次石油危机，当时原油价格从1979年的每桶15美元左右最高涨到1981年2月的39美元。短期内如此大的波动足以改变消费者的使用习惯，但是美国汽车业三巨头并没有完全意识到需求的变化，而日本车厂恰恰在此时乘虚而入。日本汽车体积小、省油，受到美国年轻人的追捧，很快就打入了美国市场。此时的底特律才刚刚意识到问题的严重性，不得不通过贸易配额的手段来限制日本车的进口数量。然而，此时的三巨头并没有吸取教训改善产品结构，而是乘机提价，给了日本车厂喘息的机会。由于市场对于日本节油小车始终供不应求，日本车厂开始逐步在美国本土设厂进行整车装配，并将核心零部件转移到亚洲其他国家生产，从而避免了美日间的贸易摩擦。日本车厂自此开始进一步侵蚀北美市场，最终占领了北美汽车行业半壁江山。

Figure 115: 原油价格



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 116: 韩元兑美元汇率



Source: 公司数据, 中金公司研究部

- 韩国汽车工业依靠韩元贬值和政府扶植实现了出口扩张。韩国汽车工业主要经历了三个发展阶段：70年代主要是技术引进和国产化阶段；80年代主要是出口扩张和规模化阶段；90年代起韩国车企开始全面参与全球竞争。在这三个阶段中，政府的大力扶植都起到了非常重要的作用。一方面，政府对外采取了一系列限制进口措施，包括提高进口关税、限制建立进口汽车销售网络、禁止在电视和报刊上做广告、对购买外国高级汽车的顾客进行特别税务检查、政府推行反奢侈和“买韩国货”运动等；另一方面，政府对本土企业给予了相当多的优惠措施，包括对骨干企业给予金融、税收等政策优惠、将汽车工业定位支柱和优先发展产业、对企业技术进步给予投资支持等。在国家超过20年的大力扶植下，韩国汽车工业经历由弱变强，并通过批量出口快速实现规模效应，积累了后续发展所需的资本。和中国不同的是，韩国汽车工业从一开始就非常注重独立自主，并没有靠牺牲市场来换取技术，而是通过引进国外关键技术和平台并迅速消化吸收来实现自主发展。这也为韩国本土企业做大做强提供了良好的市场环境。最后，韩元贬值也使得韩国车在价格上具备了欧美和日本企业无可比拟的优势，美日贸易摩擦也为韩国汽车带来了难得的机遇，这也是其能在80年代实现大批量出口的关键原因。
- 中国目前汽车工业现状与韩国80年代初期相近。国内自主品牌仍处于消化吸收国外技术阶段，产品设计主要依靠模仿，市场竞争则主要依靠价格取胜，品牌认可度很低。部分厂商尝试向发展中国家出口且取得一定规模。人民币虽处于升值通道但仍被低估。不足的是国家对于自主品牌的支持力度远没有当年韩国那样多。尽管进口汽车仍要缴纳高昂关税，但合资企业则不需要。一直以来国家对合资企业给予税收等多方面的优惠政策，反倒是对于自主品牌几乎没有激励措施。因此，自主品牌要实现发展需要比日韩当年更多的自发性。而学习日韩企业自身的发展经验对于本土企业的成长尤为重要。

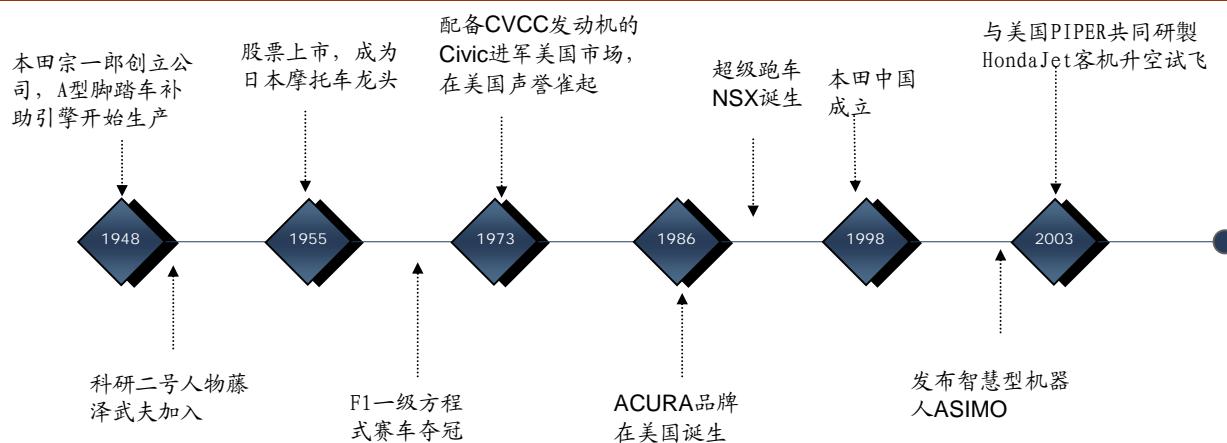
Figure 117: 中韩汽车工业发展阶段对比

		韩国汽车产业初期	中国汽车产业现状
相同点		汽车产业的后发国家，从技术模仿和引进起步	
		市场竞争主要依靠以价格优势	
		质量相对较差，口碑不佳	
		品牌从低端起步，逐步寻求向中高端渗透	
		最初出口对象主要是发展中国家	
		本币汇率低估，有利于汽车出口	
不同点		国家统筹规划，鼓励扶植行业巨头	政策对自主品牌扶植力度相对较小
		技术引进但是始终保持公司控制权，注意独立研发	通过合资引进技术，但是没有获得自主知识产权
		本国市场较小，但是用户对本土品牌的支撑度高	本国市场庞大，但是竞争激烈，本土车企市场份额小

Source: 公司数据，中金公司研究部

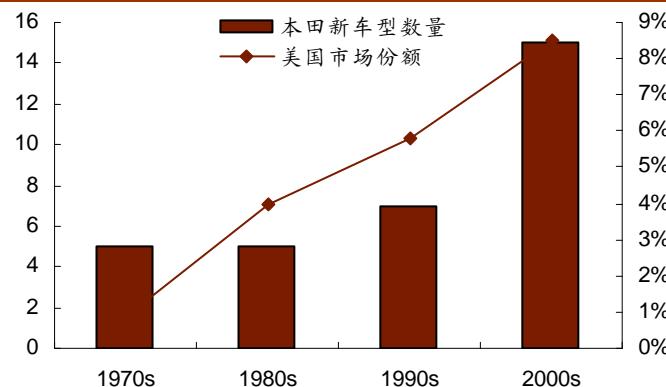
## 本田的经验——技术研发高于资本

Figure 118: 本田汽车发展历程



Source: Wikipedia, 中金公司研究部

Figure 119: 本田汽车新车型和市场份额

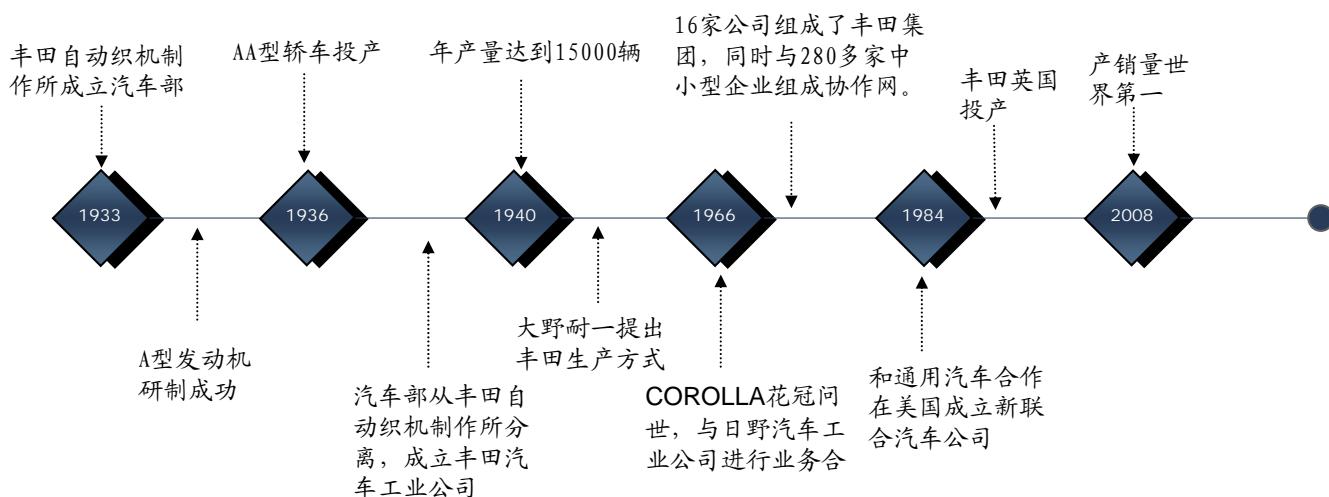


Source: 公司数据，中金公司研究部

- ▶ 对研发高度重视，共享研发成果，保持核心竞争力。公司的每一任社长都必须是研究所所长，保证了公司对技术研发的持续投入和重视。本田技术研究所是独立法人，公司每年从销售收入中按 5.5%-6% 的比例拨款给研究所，这让技术开发、尤其是基础性研发有自由的空间。公司在全球建立了 110 个生产基地，在世界上一些主要地区建立了研究机构，充分利用当地人力资源，共享本田的基础技术，针对本地市场需求开发产品，增加了研发成果的效益杠杆。
- ▶ 超前的环保和能源意识，一直将保护地球环境作为重要课题。公司凭借强大的引擎制造技术彻底追求汽油发动机的尾气净化。同时，还通过各种方法积极地研究开发瞄准下一时代的电动汽车、天然气汽车等可以发挥各自特长的代用能源汽车，并将研究成果积存下来。1972 年，本田的低公害发动机 CVCC 在世界上率先通过了当时世界上最严格的美国尾气排放法规——“马斯基法”，被公认为是史上最成功的可变阀门机构，成为了打入美国市场的功臣。
- ▶ 与供应商深度合作，维持休戚与共的关系。以本田美国公司为例，公司的成本 80% 来自外部采购，目标是对供应商的采购量至少占供应商总产量的 30%，甚至达到 100%。公司要与供应商之间创造一种彼此信赖的氛围。帮助供应商培训员工、提高产品质量、制造新领域的产品。和本土供应商结成了稳定的战略联盟，有利于供应商更努力的提高供应的零部件质量。本田供应商发展和改进努力的成功使公司有着忠诚的客户。另外公司还让供应商参与产品设计，缩短了研发周期，降低了研发成本，提高了研发有效性。
- ▶ 在美国建厂、本土化发展的先驱。60 年代美国的汽车市场已被以通用为首的三大汽车公司占领，公司打入美国市场在经销商和客户认同上都面临挑战，但是公司仍然作出独资在美国建厂的决定，并且和工厂周围居民长时沟通，发展一批本土人民成为骨干。本田美国公司做到了在美国研究开发、在美国生产制造，面向美国顾客销售，再将所获利润的大部分投入到美国的本田工厂之中，大大提高了品牌接受度。

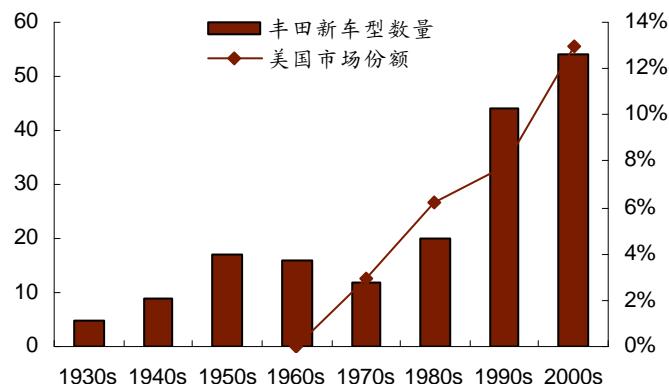
### 丰田的经验——价廉物美源于对品质的追求和对生产模式的创新

Figure 120: 丰田汽车发展历程



Source: Wikipedia, 中金公司研究部

Figure 121: 丰田汽车新车型和市场份额

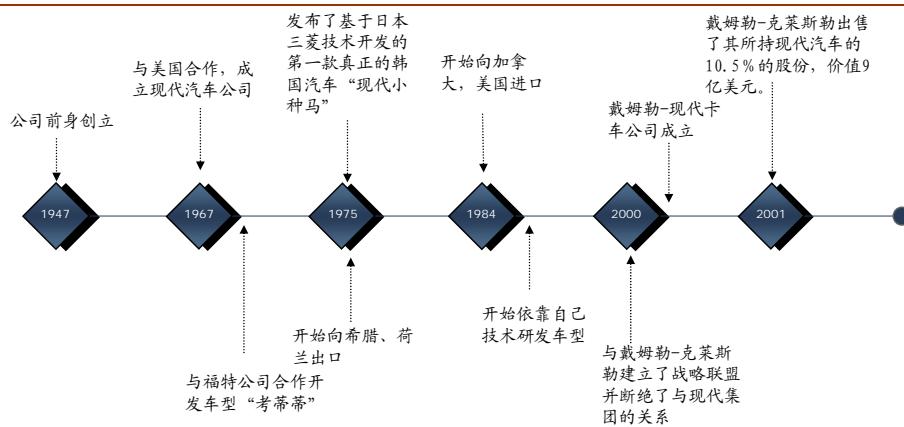


Source: 公司数据, 中金公司研究部

- ▶ **不排斥模仿但是不被模仿束缚脚步。** 丰田公司坚守一个信条：模仿比创造更简单，如果能在模仿的同时给予改进，那就更好。首先必须生产安全、牢固、经济、传统的汽车，而不是创新性的产品。所以在很长一段时间内，所有的丰田车都具有这样的特点。50年代，丰田用了整整6年时间打造出了适合美国道路条件行驶的新一代皇冠轿车。其实该车极为传统，没有使用任何现代技术，只是做得十分精巧，加上配置齐全，结实牢靠，价格也不贵。在美国市场的第二次引进取得了不错的业绩。
- ▶ **以客户为中心的经营理念。** 丰田将质量理解为“适合顾客需要”，产品改革从顾客的角度出发而不是将其看作是产品自身的要求。丰田公司首次在美国推出的“丰田宝贝”失败之后，对美国市场进行大量的调查和研究，主要研究了美国经销商和消费者需要什么，不需要什么等问题。发现了很多别的厂商没有发现的问题，比如发现美国人用车态度正变得实用化，美国人喜欢腿部活动空间大，容易驾驶且行驶平稳的美国车，但又希望能大幅度地减少拥有汽车的花费等等。无论是在打入美国市场之前还是之后，丰田都在不断进行市场调查和研究，力图使各种问题在没有变得十分严重之前就妥善解决。
- ▶ **对生产效率的不懈追求。** 丰田公司提出了著名的丰田生产方式（TPS）。TPS是提高企业生命力的一整套概念和方法的体系，其基本思想是“精益求精，彻底杜绝浪费”，通过生产的整体化，追求产品制造的合理性以及品质至上的成本节约，涵盖其及时化、自动化、看板方式、标准作业、精益化等生产管理的各种理念。TPS是对曾经统治全球工业的福特式生产方式的重大突破，是全球生产管理的最为重要的标杆，成为国际制造业的经典教科书。

## 现代的经验——如何从“低价低质”中走出来

Figure 122: 现代汽车发展历程



Source: Wikipedia, 中金公司研究部

- ▶ **坚持自主发展，不失主动权。**为了保证民族汽车工业的独立发展，韩国企业在与国外汽车公司合作时，主要采取技术引进方式，限制国外直接投资和股权比例，所以国外汽车公司一直没有真正取得韩国汽车工业的主动权。国家和企业不遗余力地培养自主创新能力，每个企业选定一个车型开发完全国产化的汽车，“拥有民族品牌的汽车”，是韩国汽车工业规划的重要目标、汽车工业发展的重要标志。
- ▶ **模仿起步，迅速消化吸收。**在现代汽车发展初期，主要依靠模仿和技术引进。现代汽车拓展美国市场的Excel系列车型是以英国的Marina为基础的，作为其主力车型的中高档轿车索纳塔的底盘技术来自福特的Cortina Mk系列车型，而这些汽车的发动机、变速箱或传动系统技术皆来自三菱。但公司并没有停留在简单模仿上，而是加快消化吸收国外技术，并在此基础上实现创新。
- ▶ **依靠出口迅速实现规模化，积累发展资本。**韩元贬值使现代汽车在出口上具备无可比拟的价格优势。而美日贸易摩擦也给了韩国品牌进入美国市场带来了难得的机遇。同时，韩国政府对于出口企业给予了诸多政策优惠，使得公司在80年代实现了出口高速增长，规模效应逐渐显现，并为公司后续发展积累了宝贵的资本。
- ▶ **国家统筹，战略明确。**在韩国汽车工业发展早期，也和中国一些情况类似，有许多家小型制造厂，在政府强有力地干预和控制下，通过改组、联合形成了现代、大宇、起亚三大汽车集团。目前其生产集中度已达到90%以上。韩国在发展初期就有一个非常明确的目标：SKD组装——引进技术，提高国产自主化——国内自主生产，自主开发车型——促进大企业成为骨干企业集团，参与海外竞争——拓展海外市场。
- ▶ **对质量苛刻追求，推行保修计划。**韩国汽车在上世纪90年代口碑很差，是低质的代名词。现代汽车在如此重大的质量挫折面前，开始了持续不断的质量改进工程，后来成为苛求质量的典范。1999年郑梦九上任，进行全面的质量提升，整顿零部件采购体系，进行社会化采购，从零部件到整车生产过程严格把关。每月召开品质会议，发现、核查并解决质量问题。并且大胆的针对美国市场抛出“10年10万公里保修”政策，用事实说话，大大提高了在消费者心中的形象。
- ▶ **工业配套制造水平的同步提升。**韩国汽车产业的崛起是当时韩国60年代建设发展大潮的一部分，韩国的工业设计从40年代起一直处于领先地位，国家开设了很多高水平设计学院来配合设计强国战略，如今已经成为亚洲一流工业强国，这给韩国汽车提供了很好的发展环境。韩国汽车工业的发展体现了整个韩国国力的提升。

## 附录二：欧美及日韩汽车经销商发展经验

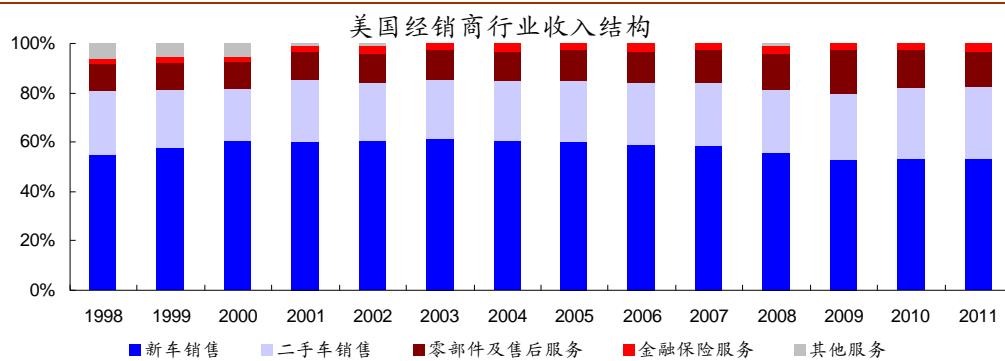
### 美国汽车经销商研究

#### 美国经销商行业经验之一：新车销售稳固客户群，零部件及售后服务、汽车金融保险服务成为新增利润主要来源

我们研究了美国主要上市经销商收入及毛利润结构变动趋势，从美国经销商1998年至今发展趋势看，新车及二手车销售收入占总收入比重稳定在80%以上，但毛利润贡献从1998年的51%逐步下降2011年的37.4%；这表明美国汽车销售业务对经销的作用已经从主要利润贡献来源演变为稳定客户群。

- ▶ **美国汽车经销商收入结构变动趋势：结构稳定。**在过去十五年间，汽车销售业务（包括新车及二手车销售业务）占总收入比重稳定在83%左右；售后服务收入占比从1998年的10%上升至目前的15%；汽车金融及保险服务收入自2002年之后稳定在3%。我们预计：1 目前美国经销商的收入结构趋于稳定，未来不会出现大幅度波动；2 往前看，零部件及售后服务收入占比将缓步提升。

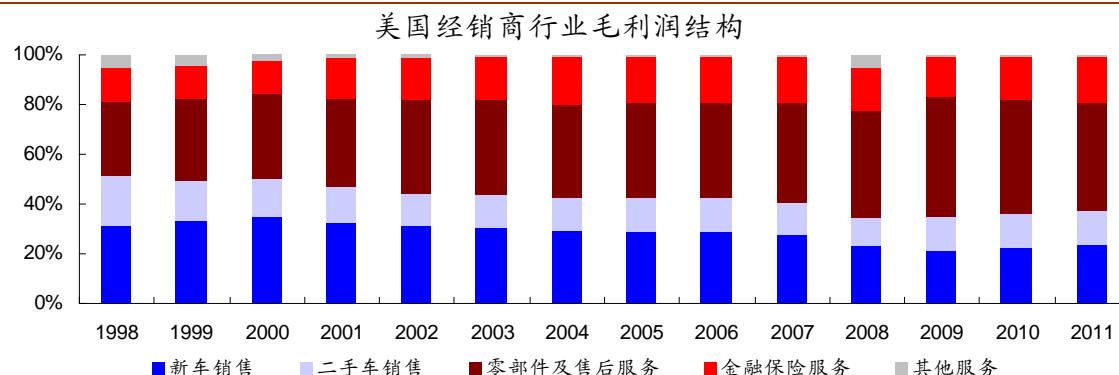
Figure 123: 美国汽车经销商行业收入结构变动趋势



Source: 公司数据，中金公司研究部

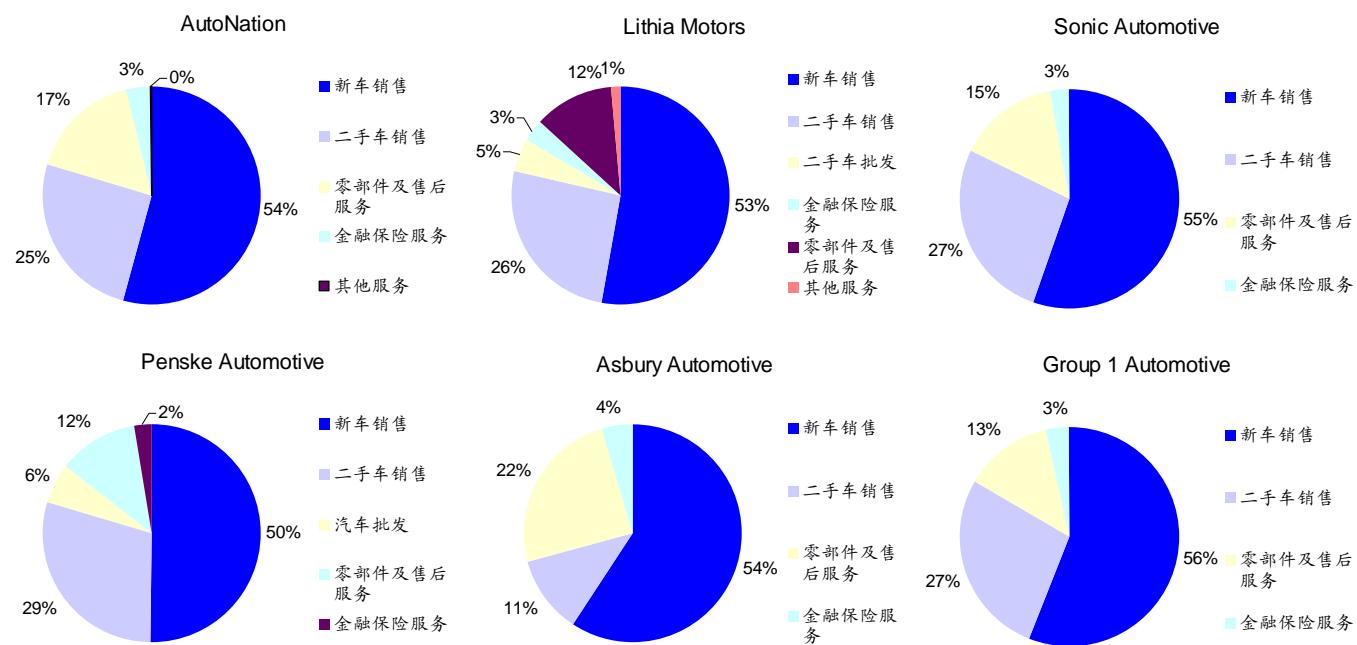
- ▶ **美国汽车经销商毛利润结构变动趋势：零部件及售后服务、汽车金融保险服务占比不断提升。**在过去十五年间，零部件及售后服务、汽车金融保险服务逐渐成为经销商毛利润的主要来源：1 美国汽车经销商行业中，零部件及售后服务业务对总体毛利润的贡献从1998年的30%大幅上升至2011年的44%；2 汽车金融保险服务对毛利润的贡献从1998年不到14%上升至2011年约19%；3 新车销售毛利润贡献从31%下降至目前的24%；4 二手车销售毛利润贡献从20%下降至目前的14%。我们认为，目前的毛利润结构将是今后汽车经销商市场均衡结构：即新车及二手车销售用于稳定客户群，零部件及售后服务和汽车金融保险贡献毛利润。

Figure 124: 美国汽车经销商行业毛利润结构变动趋势



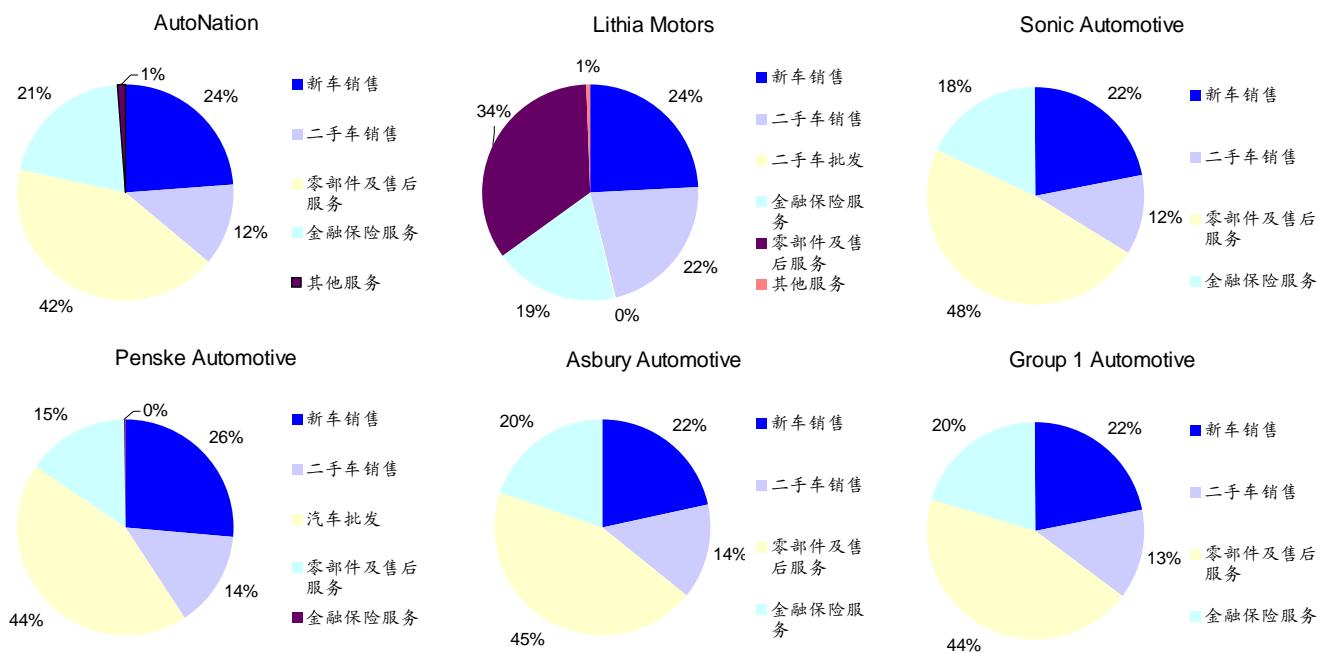
Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 125: 美国主要汽车经销商公司 2011 年收入结构



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 126: 美国主要汽车经销商公司 2011 年毛利润结构

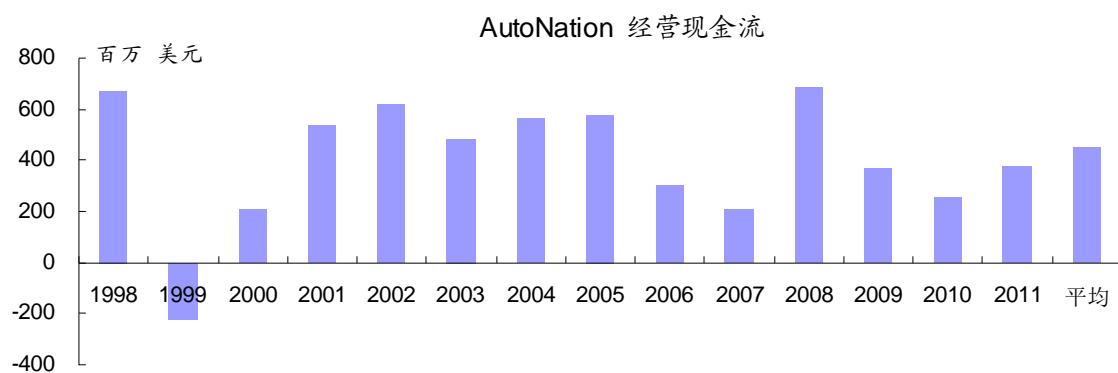


Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 美国经销商行业经验之二：行业进入成熟发展期，稳定的经营现金流缓解资金压力

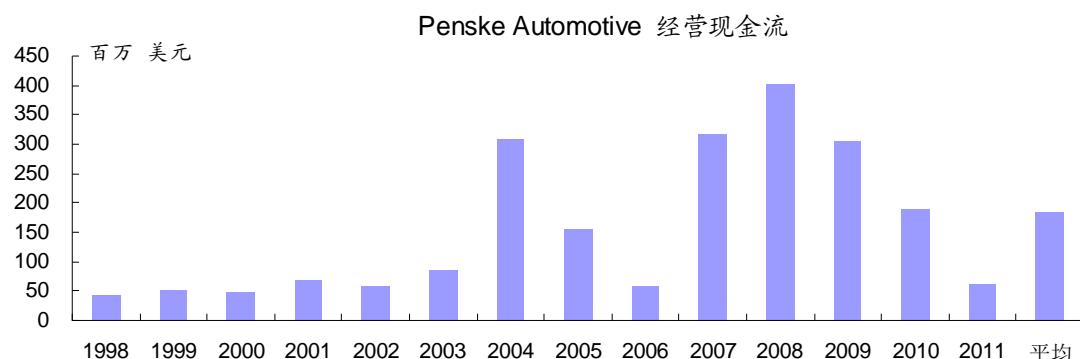
- ▶ 美国汽车经销商进入稳定发展阶段，每年产生稳定经营现金流。我们的研究发现，在汽车经销商行业进入稳定发展期后，公司每年经营将产生稳定的正现金流。AutoNation 公司 2001~2011 十年间平均经营现金流约为 4.52 亿美元；Penske Automotive 1 公司 2001~2011 十年间平均经营现金流约为 1.83 亿美元；Lithia Motors 公司 2004~2011 年间平均经营现金流约为 2600 万美元；Sonic Automotive 公司 2001~2011 十年间平均经营现金流约为 1.42 亿美元；Asbury Automotive 公司 2001~2011 十年间平均经营现金流约为 7300 万美元。

Figure 127: AutoNation 经营现金流



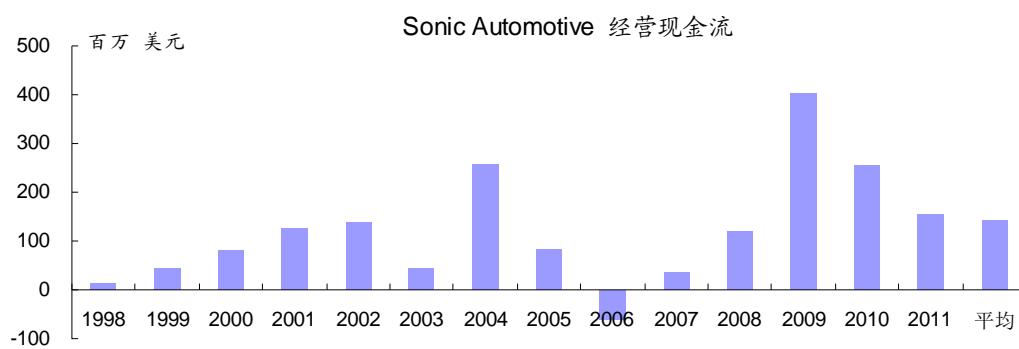
Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 128: Penske Automotive 经营现金流



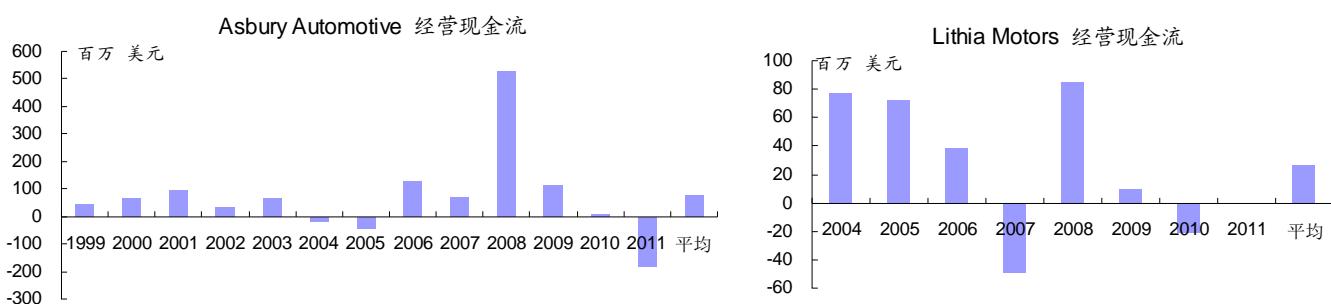
Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 129: Sonic Automotive 经营现金流



Source: 公司数据, 中金公司研究部

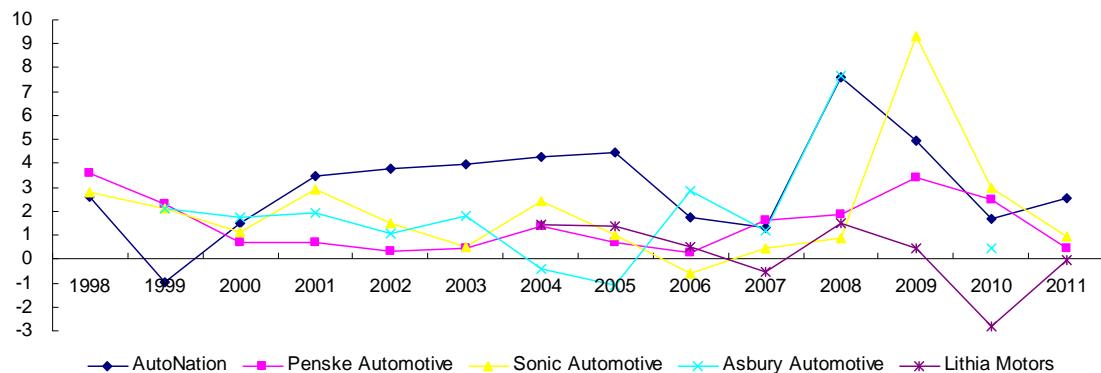
Figure 130: Asbury Automotive, Lithia Motors 经营现金流



Source: 公司数据, 中金公司研究部

- **经营现金流覆盖资本支出**。从美国汽车经销商行业发展经验看，在汽车经销商行业进入成熟发展期后，历年经营现金流可以覆盖资本支出。我们定义资本开支覆盖率为当年经营现金流/当年资本开支，美国主要经销商正常经营年份资本开支覆盖率为大于1，这表明在汽车经销商行业进入稳定发展期后，公司现金流压力逐步缓解。

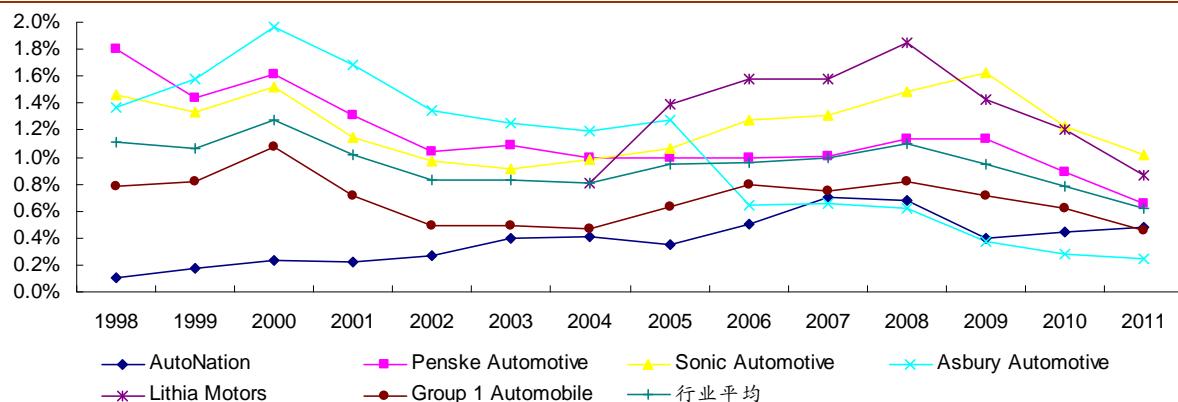
Figure 131: 美国主要汽车经销商资本开支覆盖率



Source: 公司数据, 中金公司研究部

- 利息支出占营业收入比重较低。从前面分析可知，当汽车经销商进入稳定发展期后，公司现金流压力较低；另一方面，我们的研究发现美国汽车经销商利息支出占营业收入比重相对较低：1998~2011年，行业利息支出占营业收入平均比例约为1%；这同样验证了汽车经销商行业对贷款依赖度较低。

Figure 132: 美国主要汽车经销商利息支出占营业收入比例

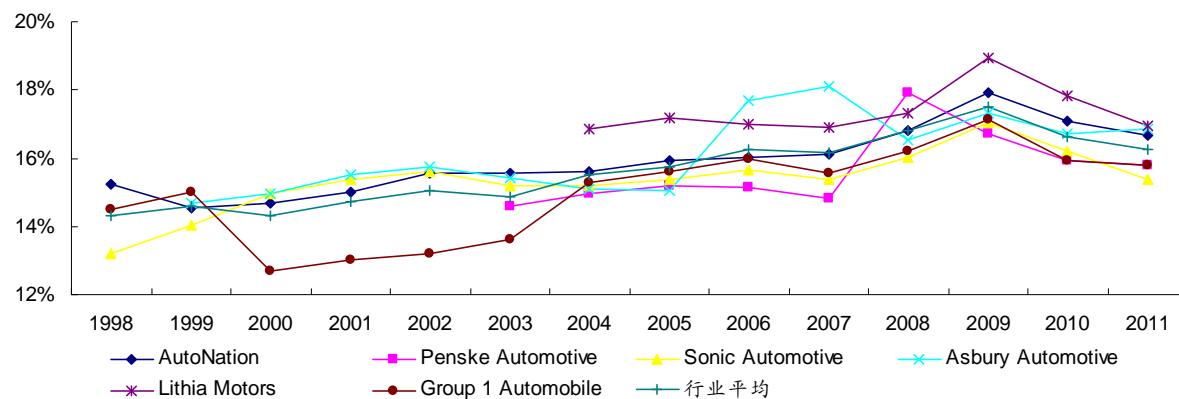


Source: 公司数据, 中金公司研究部

### 美国汽车经销商行业经验之三：毛利率缓步改善至16%~17%，净利润率稳定

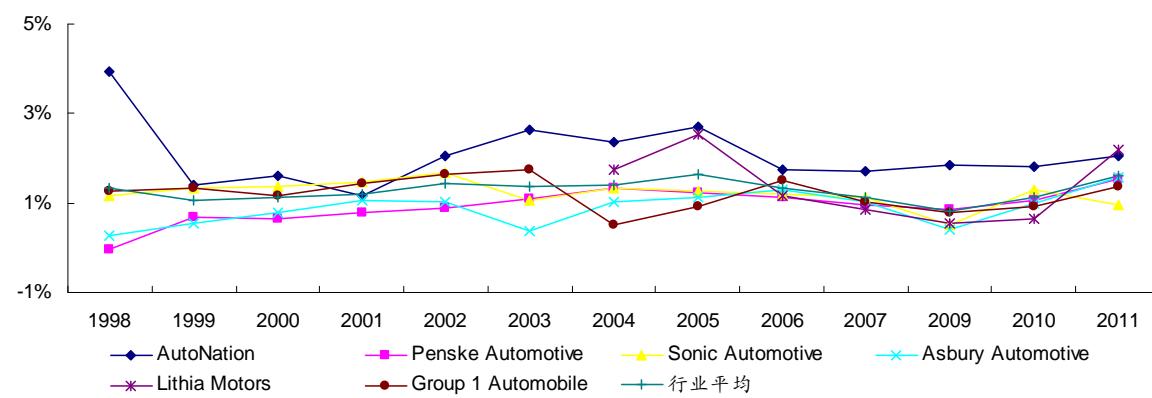
- 毛利率缓步改善至16%~17%。我们分析的美国主要经销商过去十五年毛利率变动趋势显示：1 行业毛利率水平缓步改善至16%~17%之间；2 行业内主要公司毛利率变动趋势大致相同，显示行业内各公司经营分化程度不高。
- 净利润率稳定在1%~1.5%之间，龙头公司优势明显。我们剔除了受金融危机影响而导致行业净利润率水平异常的2008年，分析的美国主要经销商过去十五年净利润率变动趋势显示：1 行业净利润率水平稳定在1%~1.5%之间；2 行业龙头公司AutoNation的净利润率稳定在2%左右，显著高于其余几家公司净利润率（低于1.5%）。

Figure 133: 美国主要汽车经销商毛利率变动趋势



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 134: 美国主要汽车经销商净利润率变动趋势

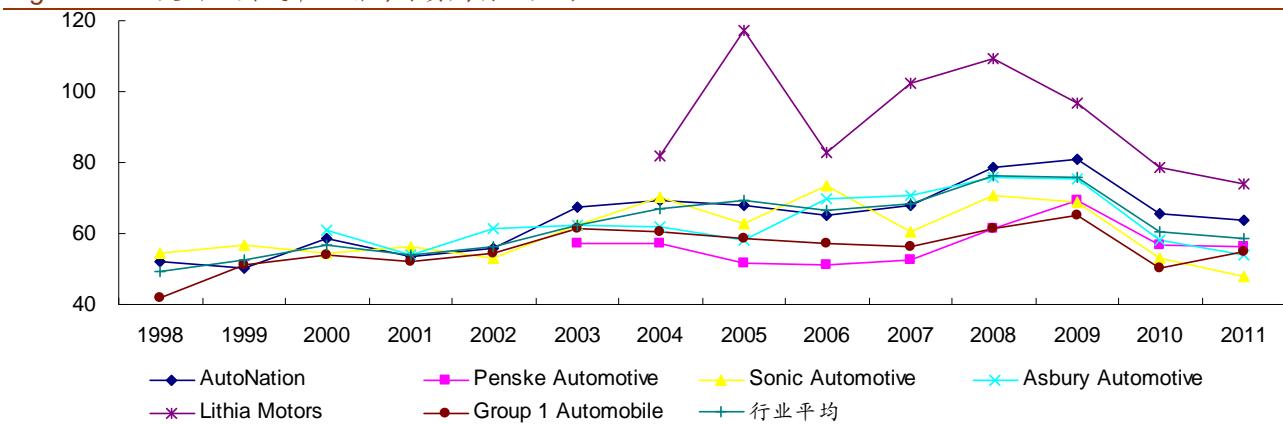


Source: 公司数据, 中金公司研究部

#### 美国汽车经销商行业经验之四：库存水平及销售管理费用占比稳定

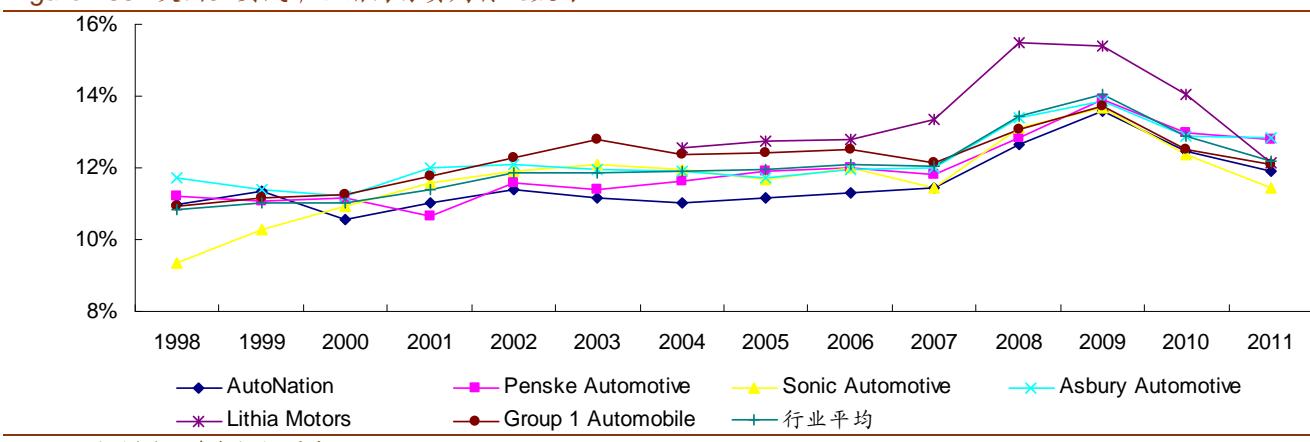
- ▶ 存货周转天数约为 60 天。我们分析了美国主要经销商过去十五年库存水平变动趋势：1 行业均衡库存 60 天水平上下小幅波动；2 重点经营农村及中小型城市的 Lithia Motors 公司有更高的库存水平。
- ▶ 管理销售费用占收入比例稳定在 12%。我们分析了美国主要经销商过去十五年管理销售费用占收入比例的变动趋势：管理销售费用占收入比例在过去十五年间在 12% 水平周期波动。

Figure 135: 美国主要汽车经销商存货周转天数对比



Source: 公司数据, 中金公司研究部

Figure 136: 美国主要汽车经销商存货周转天数对比



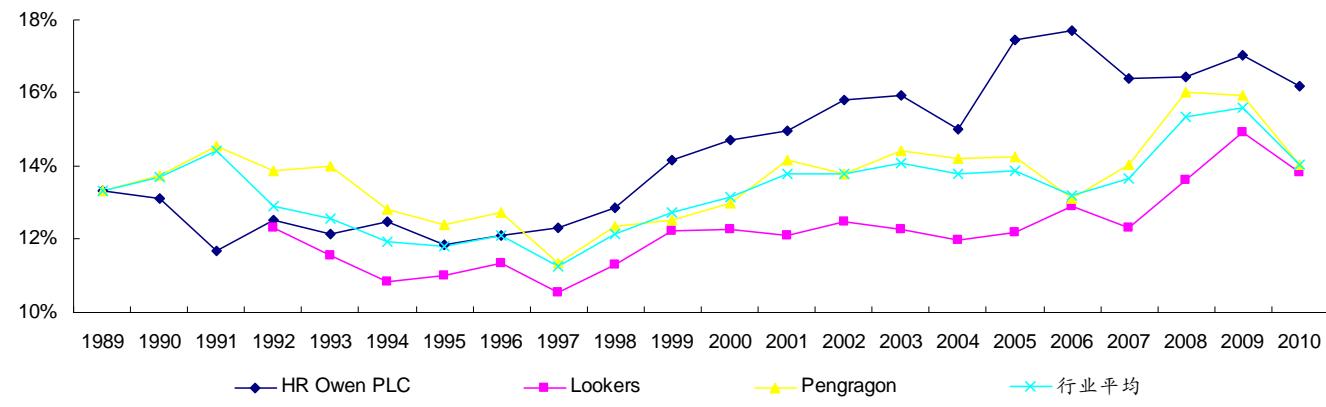
Source: 公司数据, 中金公司研究部

## 欧洲及日本汽车经销商研究

### 欧洲汽车经销商盈利能力研究：毛利率缓步改善，净利润率保持稳定

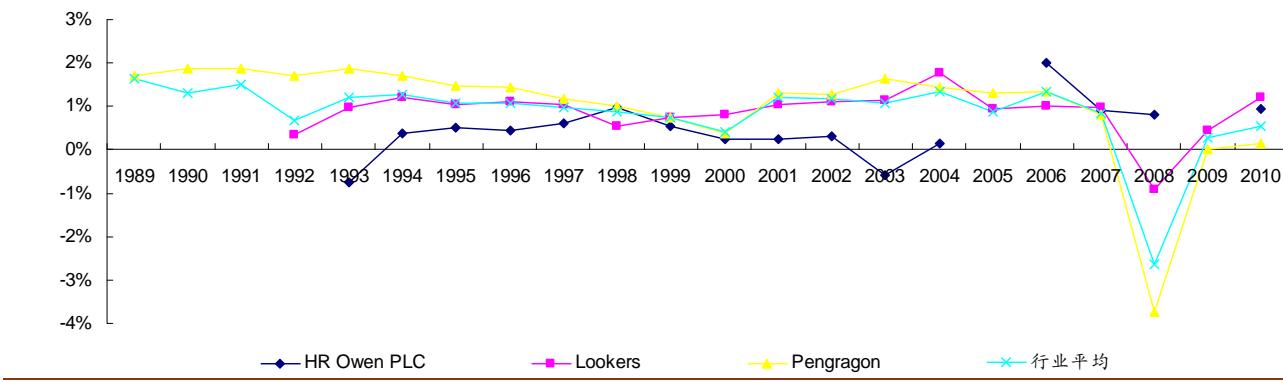
- ▶ 欧洲经销商毛利率水平自1997年之后逐步改善至目前15%。欧洲汽车经销商过去20年发展经验显示：1 行业毛利率自1997年底部的约11%缓步改善至目前的15%；2 欧洲汽车经销商行业毛利率水平略低于美国，但与美国类似的是，整体行业及行业内主要公司毛利率水平波动幅度较小。
- ▶ 欧洲经销商净利润率水平过去二十年间稳定在1%。欧洲汽车经销商过去20年发展经验显示：1 行业净利润率保持稳定，在1%附近小幅波动；2 欧洲汽车经销商行业净利润率水平(1%)略低于美国(1%~1.5%)。

Figure 137: 欧洲汽车经销商行业及主要汽车经销商毛利率变动趋势



Source: Bloomberg, 公司数据, 中金公司研究部

Figure 138: 欧洲汽车经销商行业及主要汽车经销商净利润率变动趋势

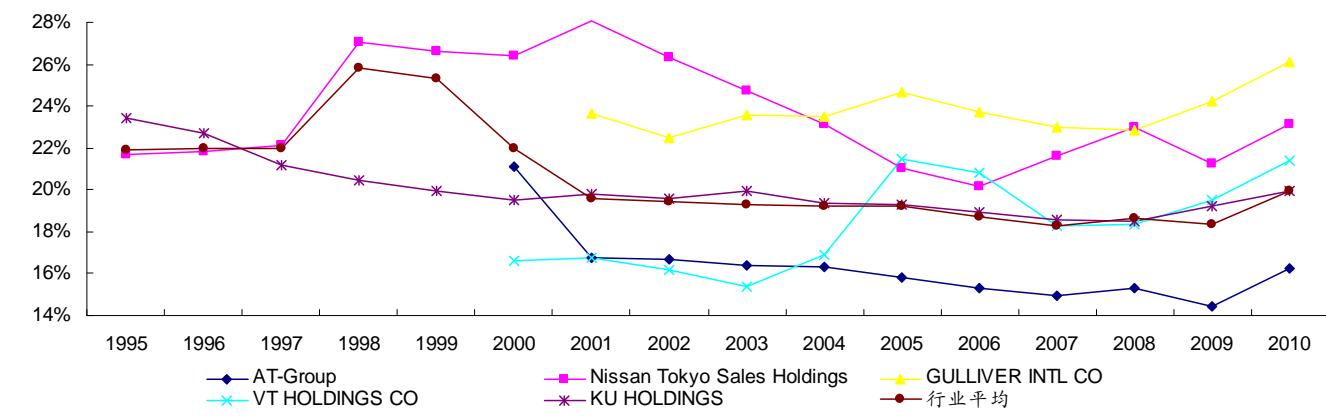


Source: Bloomberg, 公司数据, 中金公司研究部

### 日本汽车经销商盈利能力研究：毛利率水平高于欧美、行业平均净利润率在2000年之后由负转正

- ▶ 日本汽车经销商毛利率水平目前稳定在20%，高于欧美汽车经销商。日本汽车经销商过去15年发展经验显示：行业毛利率从2000年前的25%下滑至过去十年的20%左右，但仍高于欧美汽车经销商。

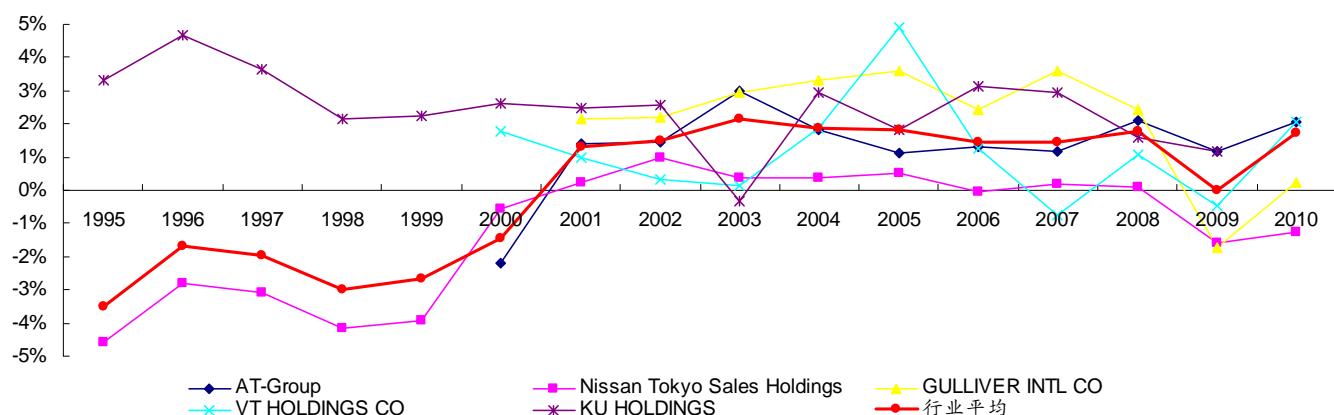
Figure 139: 日本汽车经销商行业及主要汽车经销商毛利率变动趋势



Source: Bloomberg, 公司数据, 中金公司研究部

- 日本汽车经销商净利润率水平自2000年后转正，目前行业平均利润率维持在1.5%。

Figure 140: 日本汽车经销商行业及主要汽车经销商净利润率变动趋势



Source: Bloomberg, 公司数据, 中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CIICChinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街 1 号  
国贸写字楼 2 座 28 层  
邮编：100004  
电话：(86-10) 6505-1166  
传真：(86-10) 6505-1156

### 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
邮编：200120  
电话：(86-21) 5879-6226  
传真：(86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融（香港）有限公司  
香港中环港景街 1 号  
国际金融中心第一期 29 楼  
电话：(852) 2872-2000  
传真：(852) 2872-2100

### Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

### United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
邮编：100022  
电话：(86-10) 8567-9238  
传真：(86-10) 8567-9235

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路 398 号  
邮编：200020  
电话：(86-21) 6386-1195  
传真：(86-21) 6386-1180

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
邮编：518048  
电话：(86-755) 8832-2388  
传真：(86-755) 8254-8243

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路 18 号  
世贸丽晶城欧美中心 1 层  
邮编：310012  
电话：(86-571) 8849-8000  
传真：(86-571) 8735-7743

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路 1 号  
绿地广场 2 层  
邮编：210008  
电话：(86-25) 8316-8988  
传真：(86-25) 8316-8397

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路 208 号  
粤海天河城大厦 40 层  
邮编：510620  
电话：(86-20) 8396-3968  
传真：(86-20) 8516-8198

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路 9 号  
香格里拉办公楼 1 层、16 层  
邮编：610021  
电话：(86-28) 8612-8188  
传真：(86-28) 8444-7010

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路 1 号  
磐基中心商务楼 4 层  
邮编：361012  
电话：(86-592) 515-7000  
传真：(86-592) 511-5527

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路 9 号  
香格里拉写字楼中心 11 层  
邮编：266071  
电话：(86-532) 6670-6789  
传真：(86-532) 6887-7018

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道 634 号  
新世界中心写字楼 4 层  
邮编：430032  
电话：(86-27) 8334-3099  
传真：(86-27) 8359-0535

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路 9 号  
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞  
蓝爵公馆 1 层  
邮编：401120  
电话：(86-23) 6307-7088  
传真：(86-23) 6739-6636

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路 459 号  
证券大厦附楼 3 层  
邮编：410001  
电话：(86-731) 8878-7088  
传真：(86-731) 8446-2455

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路 2 号  
卓远商务大厦一座 12 层  
邮编：528000  
电话：(86-757) 8290-3588  
传真：(86-757) 8303-6299

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路 219 号  
天津环贸商务中心（天津中心）10 层  
邮编：300051  
电话：(86-22) 2317-6188  
传真：(86-22) 2321-5079

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路 128 号 B  
邮编：116000  
电话：(86-411) 8755-5088  
传真：(86-411) 8801-7568

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号  
11 层  
邮编：315103  
电话：(86-0574) 8907-7288  
传真：(86-0574) 8907-7328

