

SUV 行业专题报告

SUV，自主品牌向上突围！

强于大市（维持）

投资要点

- ❖ **本报告的目的：SUV 市场规模快速增长，重要性显著提升，但市场上缺乏专题研究报告。**自 2007 年 SUV 销量增速首次显著超越乘用车行业以来，该细分市场由 36 万辆迅速增长至 159 万辆，复合增速高达 42%，占狭义乘用车市场份额提升至 13%。2011 年，哈弗、CRV、途观等明星车型年销量已达 12—16 万台，SUV 对车企的销量规模、市场份额、盈利能力贡献较大。本报告针对 SUV 进行专题研究，希望提升该细分行业关注度，并有助投资决策。
- ❖ **SUV 助自主品牌价格向上突围！**轿车市场中，豪华车价格下移侵蚀合资品牌产品区段，合资品牌向下压制自主品牌。SUV 价格通常高于同品牌同级别轿车，帮助车企价格向上突围。在中高端市场，合资品牌将 SUV 价格上限提升至 25 万元以上，挑战豪华品牌入门级轿车市场。同样，自主品牌亦将 SUV 价格定位于 10—15 万元，向上提升产品价格区段。优秀的自主品牌企业有望凭借有竞争力的 SUV 车型提升产品价格区间、市场份额和盈利能力。
- ❖ **SUV 抢占轿车份额的趋势已在中高端上演，经济型 SUV 市场将趋势重演。**SUV 凭借其造型、空间、安全性优势，逐渐获得更多消费者认同，亦受益于消费升级和个性化购车需求。在进口乘用车市场，SUV 占比已高近 60%；在中高端国产车市场，SUV 销量占比已近 40%。经济型乘用车市场预计亦将重演此趋势，SUV 抢占轿车市场份额，销量占比持续提升，也为陆续投放的新车型提供增长空间。
- ❖ **SUV 销量增速将持续超越乘用车行业。**伴随汽车持续普及、消费升级，预计 SUV 占乘用车比重将超 20%，市场空间超过 400 万辆。预计未来 3 年，乘用车行业增速维持 10—15%，考虑到份额提升，SUV 销量增速有望维持 20% 左右，快于乘用车行业平均水平。主力 SUV 车型上量的同时带动到店量、促进其他车型销售，提升对应车企市场份额。预计合资公司会加快车型引进，自主品牌公司亦将快速延伸 SUV 产品线，经济型市场不可小视。从更长的时间看，SUV 占比甚至有望提升至接近 30%。
- ❖ **风险因素：**宏观经济增长放缓导致乘用车需求增速不达预期，产品竞争激烈导致价格下移，部分自主品牌企业产能释放过快，通胀加剧导致原材料价格显著上涨，人力成本过快上涨侵蚀企业盈利能力，政策风险等。
- ❖ **行业评级：维持行业“强于大市”的评级。**SUV 市场快速增长，重要性提升，成车企必争之地。建议关注产品储备丰富、研发能力较强，能够持续推出有竞争力车型的乘用车企业，如：长城汽车、上汽集团、悦达投资等。

重点公司盈利预测和投资评级

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元)				市盈率 PE (倍)				PB	评级	变化
			10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E			
601633.SH	长城汽车	13.95	0.89	1.14	1.31	1.51	16	12	11	9	2.9	增持	首次
600104.SH	上汽集团	15.93	1.49	1.93	2.26	2.63	11	8	7	6	1.7	买入	维持
600805.SH	悦达投资	12.79	1.01	1.40	1.61	1.79	13	9	8	7	2.8	买入	维持
600741.SH	华域汽车	10.80	0.97	1.18	1.36	1.57	11	9	8	7	1.5	买入	维持
002594.SZ	比亚迪	26.52	1.07	0.51	0.42	0.51	25	53	63	52	3.0	持有	首次

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价采用 2012 年 2 月 23 日收盘价

中信证券研究部

李春波

电话：010-60838203

邮件：lcb@citics.com

执业证书编号：S1010510120010

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

联系人：高嵩

电话：010-60838822

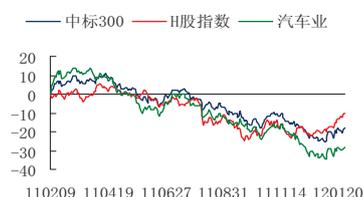
邮件：gs@citics.com

联系人：陈俊斌

电话：010-60836703

邮件：chenjb@citics.com

行业相对中标300表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

- 《汽车行业 2012 系列报告之一——2012，汽车销量还能增长么？》
.....2012-01-18
- 《汽车行业 2011 年 12 月跟踪报告——11 月销量符合预期 4 季度需求维持高位》
.....2011-12-14
- 《汽车行业 2012 年投资策略——需求增速回升 优势企业受益》.....2011-12-07

目 录

报告缘起——SUV 快速崛起，不可忽视	1
向上突围——SUV 提升产品价格区间	2
竞争导致轿车价格下移	2
SUV 提升车企产品价格区间	2
趋势重演——SUV 抢占轿车市场份额	3
换车需求和消费升级驱动 SUV 销量占比提升	3
豪华车和中高端市场 SUV 比重持续提升	5
SUV 市场将持续较快增长	6
1.6 升到 2.5 升是 SUV 主力排量段	6
SUV 市销量增速将快速乘用车行业	7
车企将加速车型投放，SUV 产品线持续丰富	7
风险因素	8
行业投资策略和重点公司推荐	8
长城汽车	8
悦达投资	9
比亚迪	10

插图目录

图 1：SUV 行业（年度）销量及增速变化	1
图 2：前十大 SUV 车型销量占比接近 70%	1
图 3：汽车销量（年度）走势	2
图 4：SUV 占乘用车销量比重逐年提升	4
图 5：3-5 年是汽车替换的一个高峰期	4
图 6：1.6 升到 2.5 升是 SUV 的主力排量段	5
图 7：进口乘用车 SUV 比例	5
图 8：豪华车 SUV 比例	5
图 9：中高级合资乘用车市场 SUV 销量占比持续提升	6
图 10：1.6 升到 2.5 升是 SUV 的主力排量段	7
图 11：中国汽车渗透率偏低	7
图 12：中国千人口汽车保有量	7

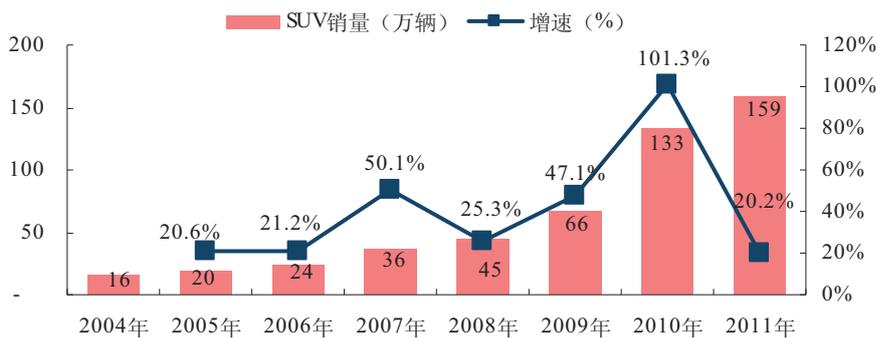
表格目录

表 1: 2011 年（销量）前十大 SUV 车型价格和参数.....	2
表 2: 不同档次品牌 SUV 价格对比.....	3
表 3: 不同价格区间可选乘用车车型对比.....	3
表 4: SUV 占（狭义）乘用车销量比重.....	6
表 5: 长城汽车销量预测	8
表 6: 长城汽车盈利预测	9
表 7: 悦达投资盈利预测	10
表 8: 悦达投资盈利预测	11

报告缘起——SUV 快速崛起，不可忽视

SUV 市场规模快速增长，重要性显著提升。自 07 年 SUV 销量增速首次显著超越乘用车行业以来，该细分市场由 36 万辆，迅速增长至 159 万辆，五年销量复合增速达 42%。SUV 市场的重要性显著提升：一方面，快速增长的市场为车企提供新的增长点；另一方面，SUV 占（狭义）乘用车市场的比重已经超过 13%。

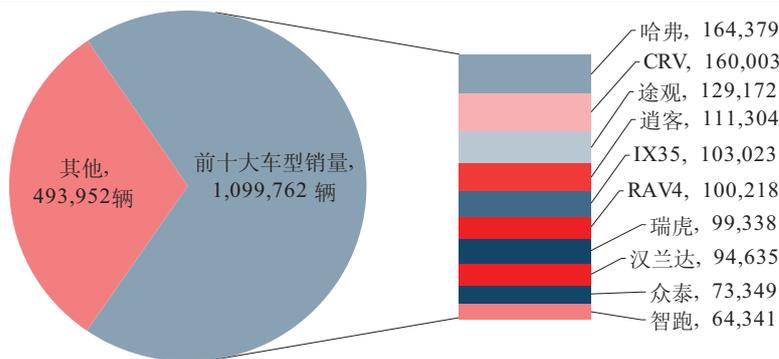
图 1：SUV 行业（年度）销量及增速变化 （单位：万辆，%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

明星 SUV 车型年销量最高达 12—16 万辆，对车企销量、盈利贡献显著。2011 年 SUV 销量达 159 万辆（+20.2%），增速虽较 2010 年显著回落，但依然显著快速乘用车行业平均水平（+5.19%）。长城哈弗、东风本田 CRV、上海大众途观、东风日产逍客、北京现代 IX35、一汽丰田 RAV4、奇瑞瑞虎、广汽丰田汉兰达、众泰 5008、东风悦达起亚智跑等为当年前十大销量车型。明星车型年销量规模可达 12—16 万辆，对车企的销量、盈利贡献显著。

图 2：前十大 SUV 车型销量占比接近 70% （单位：辆）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

撰写本报告的目的：对 SUV 市场进行专题研究，希望提升该细分行业关注度，并有助投资决策。SUV 市场重要程度日益提升，对车企的销量规模、市场份额、盈利能力、品牌影响等都有较大影响，但市场上缺乏该细分行业的专题报告。我们对国内 SUV 市场需求、竞争格局进行了深入研究，希望借此加深投资人对中高端乘用车和 SUV 细分行业的关注度，并有助于投资决策。

向上突围——SUV 提升产品价格区间

竞争导致轿车价格下移

中国汽车市场规模位居全球首位，但增速逐渐放缓，车企竞争日趋激烈。中国汽车年产销规模超过 1800 万辆，超越美国成为全球第一大汽车销售国。过去十年，受益于私人轿车快速普及，中国汽车销量保持 20% 以上年均增速。由于销量、保有量持续提升，亦逐渐面临能源、环保、交通压力，中国汽车市场正逐渐由“高速增长”转向“平稳增长”。预计未来 3 年，中国汽车销量 CAGR 约为 8-10%。市场增速放缓导致车企竞争日益激烈，尤其在轿车市场：豪华车价格更加亲民，抢占中高端合资品牌市场；合资品牌经济型轿车价格甚至下探至 8 万元以下，压缩自主品牌轿车生存空间。

图 3：汽车销量（年度）走势 （单位：万辆，%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部预测

SUV 提升车企产品价格区间

SUV 价格向上突围！ SUV 价格通常高于同品牌同级别轿车，帮助车企价格向上突围。自主品牌 SUV 价格在 10-15 万元，高于同品牌轿车 6-10 万元的价格区段。如长城哈弗 H 系列 SUV 定价在 10-14 万元区间，而同品牌轿车长城 C30、C50 的价格区间为 6-8 万元。合资品牌 SUV 亦将产品价格上限提升至 25 万元以上，挑战豪华品牌低端轿车市场份额。上海大众 SUV 途观价格在 19-25 万，接近豪华品牌入门级轿车水平。SUV 提升车企产品价格区间。

表 1：2011 年（销量）前十大 SUV 车型价格和参数

	排量	价格	变速器形式	轴距	整车整备质量	综合油耗
哈弗 H3	2.4-2.5	10.88 万-13.98 万	手动	2700	NA	NA
哈弗 H5	2.0	11.58 万-14.28 万	手动、手自一体	2700	NA	NA
哈弗 H6	2.0	9.58 万-13.18 万	手动	2680	1520-1615	7.93-10.21
哈弗 M1	1.3	4.29 万-5.29 万	手动	2296	1065-1130	6.7
哈弗 M2	1.5	6.59 万-7.99 万	手动、无级变速(CVT)	2499	1170-1255	6.5-7.2
CRV	2.0-2.4	18.98 万-25.28 万	手动、自动	2620	1475-1635	8.4-9.8
途观	1.4-1.8	18.98 万-25.08 万	手动、手自一体	2684	1510-1680	8.1-9.3
逍客	1.6-2.0	13.98 万-20.18 万	手动、无级变速(CVT)	2630	1321-1515	7.6-8.7
IX35	2.0-2.4	16.98 万-21.58 万	手动、自动	2640	1398-1521	8.4-9.1
RAV4	2.0	18.78 万-21.98 万	手动、自动	2660	1495-1600	8.5-9.1
瑞虎	1.6	8.98 万-9.78 万	手动	2510	1343-1403	NA
汉兰达	2.7	24.88 万-31.88 万	自动	2790	1775-1855	9.9
众泰 5008	1.3	5.38 万-6.68 万	手动、无级变速(CVT)	2420	1130	NA
智跑	2.0	16.48 万-20.98 万	手动、手自一体	2640	1398-1423	7.8-7.9

资料来源：汽车工业协会，网上车市，中信证券研究部

表 2：不同档次品牌 SUV 与轿车的价格对比

		A0 级车	A 级车	B 级车	SUV
豪华车品牌	代表车型	MINI	宝马 3 系	宝马 5 系	奥迪 Q5
		Smart	奔驰 B 系	奥迪 A4L	宝马 X1
		奥迪 A1		奔驰 C 系列	
	价格区间	15—25 万	25—35 万	35—50 万	30—50 万
中端合资品牌	代表车型	POLO	朗逸	帕萨特	途观
		晶锐	宝来	迈腾	CRV
		爱唯欧	福克斯	蒙迪欧	RAV4
		雅力士	科鲁兹	凯美瑞	智跑
	价格区间	7—10 万	10—15 万	15 万—25 万	17 万—25 万
自主品牌	代表车型	同悦	长城 C30	比亚迪 F6	哈弗
		夏利	宝骏 630	帝豪 EC8	比亚迪 S6
		威志	比亚迪 F3	奔腾 B70	奇瑞瑞虎
			价格区间	4—6 万	6—9 万

资料来源：汽车工业协会，网上车市，中信证券研究部

SUV 抢占高级别轿车市场份额。基于价格优先的考虑因素，消费者购车时在同等价格区间选择。数据表明，SUV 通常与高级别轿车价格接近。自主品牌经济型 SUV 价格通常在 10—15 万元，同价格档次的竞争车型为自主品牌 B 级轿车（如奔腾 B70 等）和合资品牌的主力 A 级轿车（如宝来、朗逸、福克斯等）。合资品牌 SUV 价格通常在 15—25 万元，竞争车型为合资品牌 B 级轿车和豪华品牌的 A0 级和 A 级轿车。因此，SUV 的快速增长实际上是抢占了同价格档次轿车的市场份额，而轿车较大的市场空间为 SUV 提供了持续较快增长的空间。

表 3：不同价格区间可选乘用车车型对比

		5—10 万	10—15 万	15—25 万	25—35 万
车型选择	自主品牌	A0 级 轿车	SUV		
		A 级 轿车	B 级 轿车		
	合资品牌	A0 级 轿车	A 级 轿车	B 级轿车 SUV	SUV
	豪华品牌			A0 级 轿车	A 级 轿车入门级 SUV

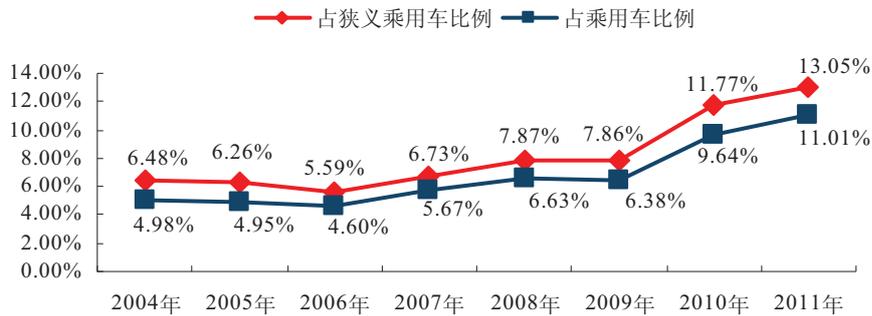
资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

趋势重演——SUV 抢占轿车市场份额

换车需求和消费升级驱动 SUV 销量占比提升

SUV 需求驱动因素：消费升级和个性化需求。从安全性角度看，SUV 车型由于具有较高的底盘和相对大的重量，碰撞安全性通常优于同级别轿车。在同等价格区间，SUV 也比轿车造型更个性、威猛。SUV 受益于消费升级和个性化购车需求，占乘用车的销量比重逐年提升。

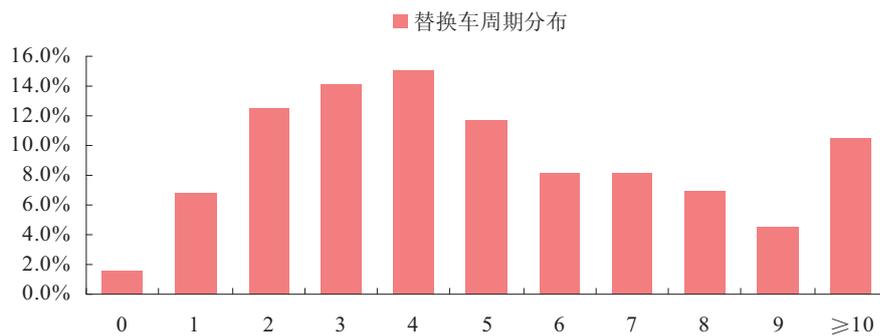
图 4: SUV 占乘用车销量比重逐年提升 (单位: %)



资料来源: 汽车工业协会, 中信证券研究部

SUV 受益于换车需求, 80 后成为购车主力亦有助于需求提升。换车消费者通常具有一定驾驶经验和较强的购买能力, 消费者在购买家庭第二辆车时, 选择 SUV 的比例较高。跟踪调研结果表明, 汽车在购买后的 3-5 年是更新替换的第一个高峰期, 在购买后的 10 年以后是更新替换的第二个高峰期。由此推算, 2007—2010 年销售的汽车开始逐渐进入置换高峰期, 2002—2004 年前后销售的汽车亦进入替换阶段。80 后消费者逐渐成为购车主力, 个性化需求提升, 首次购车消费者亦有购买 SUV 的意愿, SUV 占比将持续提升。

图 5: 3-5 年是汽车替换的一个高峰期



资料来源: 国家信息中心, 中信证券研究部

安全性和车辆价格是中国消费者购车首要考虑的因素。尼尔森 2011 年 7 月针对中国购车人群的调查报告显示, 不同年龄段的汽车潜在消费者在购买关注点方面存在若干重要差异, 如: 80 后、90 后消费者更关注车辆外观是否符合个性和风格, 60 后、70 后消费者则对乘坐舒适性有更多关注。然而, 各年龄段的消费者购车首要关注的两个因素都是“安全性”和“车辆价格”。

图 6：不同年龄段消费者购买汽车时最看重的因素

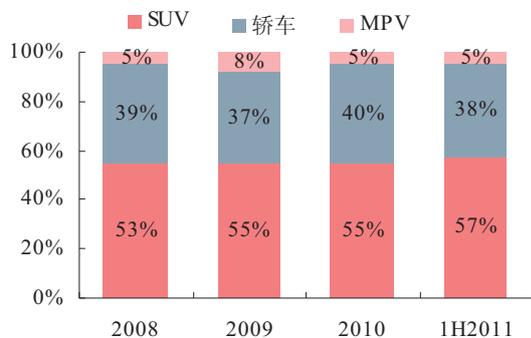
因素	N=1852	90's	80's	70's	60's	50's
		299	701	607	163	82
安全性	59.6	53.8	55.6	63.3	73.0	59.8
车辆价格	52.1	38.8	49.2	61.0	55.8	51.2
质量	49.4	37.8	48.5	55.7	55.2	41.5
车身类型	40.5	35.8	37.4	43.2	48.5	48.8
经济性	39.7	31.4	40.1	42.0	43.6	42.7
外观设计风格	39.5	46.8	36.9	39.4	36.8	40.2
乘坐舒适便利性	37.9	28.8	35.8	41.0	49.7	41.5
空间大小	34.3	27.1	33.2	37.1	39.3	40.2
驾驶操控性	34.1	27.4	32.0	37.9	37.4	41.5
品牌形象	33.8	28.4	30.7	39.0	36.8	35.4

资料来源：尼尔森，中信证券研究部

豪华车和中高端市场 SUV 比重持续提升

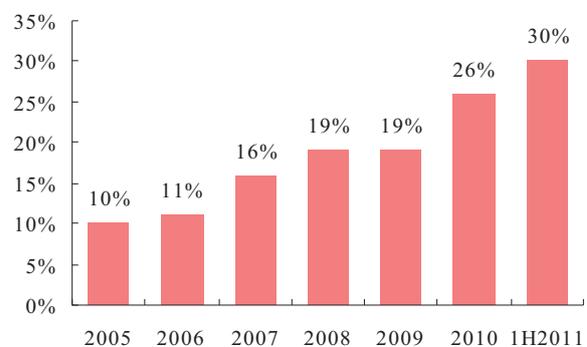
在豪华车市场，SUV 比重持续提升，进口 SUV 占比高达 57%。在进口乘用车中，SUV 已经超过轿车成为占比最大的乘用车种类。2011 年上半年，进口 SUV 占比高达 57%，下半年个别月份占比甚至超过 60%。从整个豪华车市场看，虽然由于国产豪华轿车基数较高，导致 SUV 占比低于进口车市场，但是伴随国产化 SUV 车型投放，销量占比提升速度显著，已由 2005 年的 10% 左右快速提升至 30% 以上。

图 7：进口乘用车市场 SUV 销量占比



资料来源：中国进口汽车市场数据库，中信证券研究部

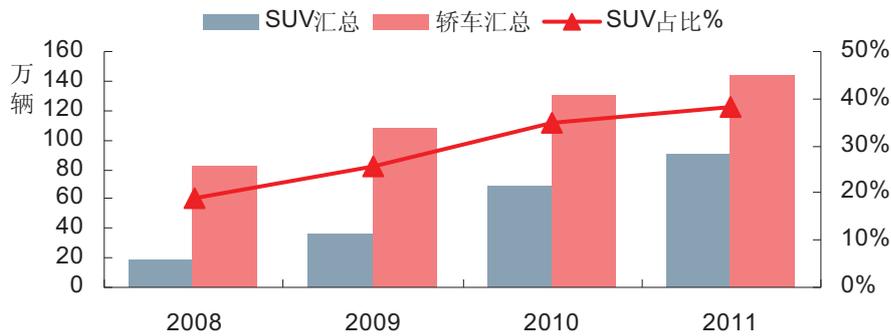
图 8：豪华乘用车市场 SUV 销量占比



资料来源：中国进口汽车市场数据库，中信证券研究部

中高端市场亦有类似趋势。越来越多有竞争力的 SUV 车型投放市场，如东风悦达起亚狮跑、智跑，上海大众途观等。新车型投放并未导致 SUV 市场出现红海竞争，中高端 SUV 市场销量整体持续提升，销量占比亦快速增加。2008 年，中高级合资品牌中 SUV 销量占比仅为 19%。伴随越来越多企业推出有竞争力的 SUV 车型，到 2011 年，上述比例已经快速提升至 38%。

图 9：中高级合资乘用车市场 SUV 销量占比持续提升



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

在经济型 SUV 领域，上述趋势将重演。在经济型乘用车（10—15 万元），自主品牌正在凭借优势 SUV 车型获得更多份额，与合资品牌经济型轿车抢夺市场份额。我们预计，经济型乘用车市场，SUV 销量占比将由当前的 10% 左右快速提升至 20% 以上。优势自主品牌企业，有望凭借有竞争力的 SUV 车型获得更多市场份额。

SUV 市场将持续较快增长

1.6 升到 2.5 升是 SUV 主力排量段

SUV 在中高级乘用车市场份额显著提升，1.6 升到 2.5 升是 SUV 的主力排量段。畅销 SUV 车型的排量多集中在 1.6 升到 2.5 升区间：长城 H 系列 SUV 主打 2.0 升排量，日系、韩系 SUV 主打 2.0 升、2.4 升排量，德系 SUV 主打 1.8T 排量。2011 年，SUV 销量达 159 万辆，1.6 升到 2.5 升排量 SUV 销量达 124 万辆，占总销量的 78%。中高级 SUV 占乘用车市场份额持续提升：1.6 升到 2.0 升排量 SUV 占比已由 2008 年的 12% 提升至 26%，2.0 升以上 SUV 占比提升至接近 40%。

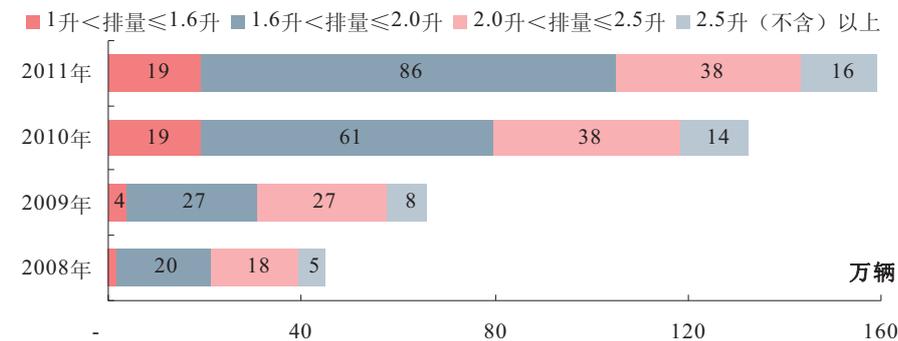
表 4：不同排量级别 SUV 占（狭义）乘用车销量比重

（单位：%）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
1 升 < 排量 ≤ 1.6 升	0.61%	0.75%	3.04%	2.77%
1.6 升 < 排量 ≤ 2.0 升	11.80%	13.64%	21.30%	26.40%
2.0 升 < 排量 ≤ 2.5 升	23.75%	27.82%	32.11%	34.26%
2.5 升（不含）以上	41.81%	49.14%	58.76%	63.30%
总量	7.87%	7.86%	11.77%	13.05%

资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

图 10: 1.6 升到 2.5 升是 SUV 的主力排量段 (单位: 万辆)



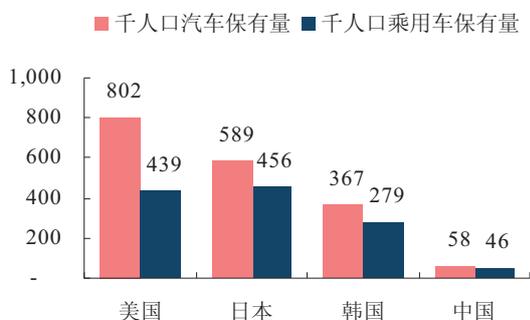
资料来源: 汽车工业协会, 中信证券研究部

SUV 市销量增速将快速乘用车行业

SUV 仍处于快速增长阶段, 销量增速有望维持 20% 左右。 SUV 仍处于快速增长阶段, 需求端: 消费者购买意愿持续上升。供给端, 新上市车型提供更多选择。预计经济型 SUV 市场将重演中高级市场的趋势, 快速抢占轿车市场份额。SUV 占乘用车的比重将随之提升至 20% 以上。我们预计, 未来 3 年, 中国乘用车市场销量增速接近 10—15%, 考虑到市场份额提升, SUV 销量增速有望维持 20% 左右。未来 3—5 年, SUV 销量规模有望提升至 400 万辆。

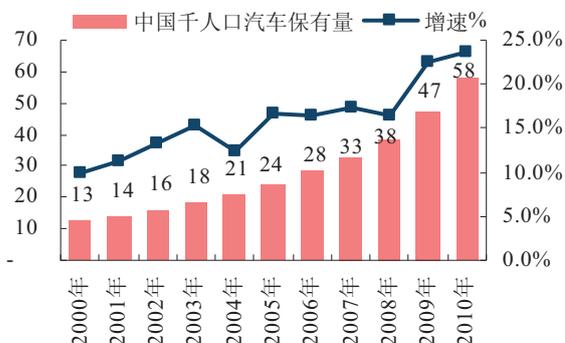
中国汽车渗透率仍显著偏低。截至 2010 年底, 中国汽车人均保有量仅为 60 台/千人口, 估测 2011 年底的汽车渗透率约为 74 台/千人口, 相比发达国家和部分发展中国家仍然偏低。

图 11: 中国汽车渗透率偏低 (单位: 辆)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部整理

图 12: 中国千人口汽车保有量 (单位: 辆, %)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部整理

中国汽车市场仍有翻倍空间。当前中国人均 GDP 接近美国 60 年代水平, 但千人口汽车保有量只有美国同期的 1/6。从长期来看, 伴随经济、道路、能源等条件的持续改善, 中国千人口汽车保有量如能接近美国 50—60 年代水平, 以 300—400 辆/千人口的渗透率测算, 中国汽车保有量有望超过 4 亿辆, 对应汽车年销量超过 4000 万辆, 汽车市场仍有翻倍增长空间。其中, 乘用车销量超过 3000 万辆。以此测算, 中国 SUV 终极市场规模有望超过 600 万辆。

车企将加速车型投放, SUV 产品线持续丰富

SUV 车型改变市场竞争格局。SUV 改变以往汽车企业“A0 级车+A 级车+B 级车”的竞争格局，细分客户需求，扩大中高级乘用车市场，未来有望成为与 B 级车平级的一个细分市场。主流企业纷纷推出 SUV 车型以满足市场需求，合资企业亦加快 SUV 车型引进节奏。预计制造商将加快车型研发和引进节奏，德系、日系、韩系企业已有 SUV 国产化车型，预计美系公司会加快车型引进，自主品牌公司亦将快速延伸 SUV 产品线。

风险因素

宏观经济增长放缓导致乘用车需求增速不达预期，产品竞争激烈导致价格下移，部分自主品牌企业产能释放过快，通胀加剧导致原材料价格显著上涨，人力成本过快上涨侵蚀企业盈利能力，政策风险等。

行业投资策略和重点公司推荐

维持汽车/乘用车行业“强于大市”评级，建议关注 SUV 产品地位快速提升的公司，如：长城汽车、上汽集团、悦达投资、华域汽车等。

长城汽车（601633）

- ❖ 公司专注于 SUV、A 级轿车、皮卡领域，是国内最优秀的自主品牌企业之一。公司专注于 SUV、A 级轿车、皮卡领域，具有优秀的管理、研发和成本控制能力，是国内最优秀的自主品牌企业之一。2011 年在行业增速放缓，自主品牌市场份额下降的背景下，公司仍实现销售 46.3 万辆（+27.7%），其中 SUV 销 14.7 万辆（+7.7%）、轿车销 18.8 万辆（+53.2%）、皮卡销 12.2 万辆（+23.7%），远好于行业平均水平。
- ❖ 公司在 SUV 领域深耕细作，竞争优势明显。公司自 2002 年进入 SUV 市场以来，在该细分市场销量一直稳居国内市场销量前三，SUV 是公司核心业务。2011 年公司 SUV 批发销量 16.4 万辆，占国内 SUV 市场份额约 10.3%，排名行业第一。公司在 SUV 领域深耕细作，去年下半年推出首款城市型 SUV H6，市场反馈良好，预计今年销量有望接近 10 万辆。综合考虑公司原有越野型 SUV H3、H5 较为稳定的客户群体，预计 2012 年公司 SUV 销量有望接近 20 万辆（+35.6%），市场占有率进一步提升。
- ❖ 预计公司 2012 年销量有望接近 55 万辆（+18.4%），保持较快增长。受益于 H6 销量规模逐渐提升，预计 2012 年公司 SUV 业务有望实现 30% 以上的快速增长，受益于 C50、C20R 等新车型推出，其中 C50 的月销量或将达到 5000 辆以上，预计公司轿车业务将实现约 12% 的较快增长。公司皮卡业务市场地位稳固，预计今年仍将维持 10% 左右的平稳增长。综合各业务板块，预计公司 2012 年销量将接近 55 万辆（+18.4%），市场地位持续提升。

表 5：长城汽车销量预测

（单位：辆）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012E	2013E
SUV	52,000	46,100	57,200	137,000	147,496	200,000	220,400
轿车	-	10,800	78,400	122,800	188,123	210,000	245,000
皮卡	55,550	63,700	75,400	98,400	121,716	131,693	141,862
MPV	-	1,400	5,800	4,700	6,056	7,000	8,000
合计	107,550	122,000	216,800	362,900	463,391	548,693	615,262

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：该销量为零售销量

- ❖ 适度的垂直整合，较高的明星车型比例，保障公司高盈利水平。公司具有发动机、变速器、车桥等核心零部件的自主配套能力，维持零部件自供比例在 50-60% 的合理水平，在保证产品质量的前提下，有效控制成本。公司通过准确的产品定位，保持了较高的明星车型比例，2009 年以来推出的 6 款新车中，有 3

款为明星车型，此外公司还大力推进车型的平台化，如哈弗 H6 与 C50 的共线生产，规模效应明显。受益于适度的垂直整合，较高的明星车型比例，以及车型平台化的推进，预计公司未来仍有望保持较高的盈利水平。

- ❖ **风险因素：**下游汽车市场需求增速低于预期；H6、C50 等新车型市场拓展低于预期；SUV 和 A 级轿车市场竞争加剧，导致公司盈利能力下降；公司出口业务低于预期；主要原材料、人工成本等价格大幅上涨，侵蚀公司盈利等。
- ❖ **盈利预测、估值和投资评级：**综合考虑行业需求增速，市场竞争格局，以及公司新车型投放等因素，预计公司 2011/12/13 年盈利预测分别为 1.14/1.31/1.51 元（2010 年 EPS 为 0.89 元）。当前公司 A 股收盘价为人民币 13.95 元，对应 2011/12/13 年分别为 12/11/9 倍 PE。公司是国内最优秀的自主品牌之一，专注于 SUV、A 级轿车、皮卡领域，具有优秀的管理、研发和成本控制能力，考虑自主品牌未来潜在的成长空间以及国家产业政策扶持，公司应享有一定的估值溢价，我们认为公司合理估值为 2012 年 12-13 倍，目标价 17 元，首次给予“增持”评级。

表 6：长城汽车盈利预测

项目/年度	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入(百万元)	30,130	38,661	44,828	51,552	57,738
增长率 YoY%	52.11	28.32	15.95	15.00	12.00
净利润(百万元)	1,003	2,701	3,474	3,980	4,592
增长率 YoY%	95.16	169.17	28.64	14.55	15.39
毛利率%	24.74	25.14	25.14	23.66	23.79
每股收益 EPS(元)	0.33	0.89	1.14	1.31	1.51
每股净资产 BPS(元)	2.50	3.29	5.62	6.58	7.69
P/E	42	16	12	11	9
P/B	5.6	4.2	2.5	2.1	1.8

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：采用 2012 年 2 月 23 日收盘价

悦达投资（600805）

- ❖ **受益于持续推出的智跑、K5、K2 等新车型，东风悦达起亚市场地位提升。**凭借智跑、K5、K2 等给力新车型，东风悦达起亚 2011 年销售 43.3 万辆（+30%），明显好于行业平均增长水平；狭义乘用车份额由 2007 年的 1.9% 提升至 3.5%，市场地位持续提升。SUV 车型是公司主要的盈利来源，凭借狮跑、智跑两代车型同时发力，2011 年实现 SUV 销售 11 万辆（+37.3%），SUV 市场份额提升至 6.8%，预计 2012 年仍有望保持稳健增长。
- ❖ **预计 2012 年东风悦达起亚销量约 46 万辆（+6.2%），产能利用率维持高位。**公司产品谱系不断完善，国内中高端乘用车市场有望保持较高景气度，但综合考虑公司产能瓶颈，以及日系复产带来的竞争压力，预计公司 2012 年销量将接近 46 万辆（+6.2%），保持平稳增长。公司目前设计产能 43 万辆，其中一工厂 13 万辆，二工厂 30 万辆，产能利用率仍将维持高位，盈利有望实现平稳增长。
- ❖ **公路、煤炭业务平稳增长，纺织业务经营压力显现。**公司旗下西铜高速、京沪高速沂淮江路段等公路业务资质较好，盈利持续稳健。西铜二高速去年 11 月建成通车，预计由于存在价格差异，西铜二高速将主要分流乘用车，对公司影响有限。煤炭业务经营持续向好，预计今年贡献盈利有望超过 5000 万元。受棉花价格持续下跌影响，纺织业务经营压力逐渐显现，预计今年纺织业务或将持续亏损。
- ❖ **风险因素：**宏观经济低迷导致汽车需求不达预期；日系复产后影响合资品牌价格、盈利稳定性；西铜二高速对公路业务影响超预期；棉花价格下降，导致纺织业务持续亏损等。

- ❖ **盈利预测、估值和投资评级：**综合考虑公司各业务板块发展情况，预计公司 2011/12/13 年盈利预测分别为 1.40/1.61/1.79 元（2010 年 EPS 为 1.01 元）。当前公司收盘价为人民币 12.79 元，对应 2011/12/13 年分别为 9/8/7 倍 PE。结合行业当前平均估值水平，以及东风悦达起亚市场地位提升，公司合理估值为 2012 年 10-12 倍，目标价 16 元，维持公司“买入”评级。

表 7：悦达投资盈利预测

项目/年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,529	2,127	2,367	2,649	2,937
增长率 YoY%	-24.10	39.06	11.29	11.91	10.87
净利润(百万元)	324	717	993	1,142	1,269
增长率 YoY%	415.42	121.36	38.40	15.00	11.18
毛利率%	27.27	32.46	31.03	30.61	30.21
每股收益 EPS(元)	0.46	1.01	1.40	1.61	1.79
每股净资产(元)	2.08	3.09	4.14	5.35	6.69
P/E	28	13	9	8	7
P/B	6.1	4.1	3.1	2.4	1.9

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：采用 2012 年 2 月 23 日收盘价

比亚迪（002594）

- ❖ **比亚迪立足传统汽车、手机、电池业务，致力于成为领先的新能源综合解决方案提供商。**传统汽车业务、手机部件业务是当前主要的收入、盈利来源，预计 2011 年分别贡献公司 50%、40% 的收入，其中汽车业务的毛利贡献接近 40%。公司同时利用高度垂直整合方式实现各项业务的拓展，积极推动电动汽车、太阳能等新能源技术产业化。
- ❖ **汽车业务盈利下降，新车型 S6（SUV）有望成为新增长点。**国内汽车需求由高速增长逐渐走向 10% 左右的平稳增长，同时随着合资品牌的产品价格下移，以及合资自主等品牌相继推出，中低端自主品牌面临较大的市场竞争压力。公司 2011 年仅销售 44.8 万辆（-13.7%），明显弱于行业+2.45% 的平均增长水平。公司 SUV 新车型 S6 去年 4 月上市后表现出色，去年累计销售 6 万辆，其中去年 12 月更是达到了单月销售 1.5 万辆的水平，预计 S6 有望成为公司汽车业务新的增长点，有助提升公司盈利水平。
- ❖ **电池、手机业务稳健发展，受益下游客户份额提升。**公司是全球领先的二次充电电池、手机部件及组装业务的供应商之一，主要客户包括诺基亚、三星、摩托罗拉、华为、中兴等手机主流厂商，占全球手机用锂离子电池约 8.75% 的市场份额。另据苹果公司 1 月公布的 2012 年度“供应商社会责任进展报告”显示，公司亦为苹果供应商。受益于下游主要客户份额提升，预计公司电池、手机业务有望实现稳健发展。
- ❖ **风险因素：**宏观经济低迷导致自主品牌轿车市场面临需求压力；原材料价格大幅上涨侵蚀公司盈利；太阳能电池、新能源客车等项目进度低于预期等。
- ❖ **盈利预测、估值和投资评级：**综合考虑公司各业务板块发展情况，以及 2011 年出售佛山金辉获得约 5 亿元投资收益，预计公司 2011/12/13 年盈利预测分别为 0.51/0.42/0.51 元（2010 年 EPS 为 1.07 元）。当前公司 A 股收盘价为人民币 26.52 元，对应 2011/12/13 年分别为 52/64/52 倍 PE。考虑公司 S6 销量规模快速提升，新能源业务的持续投入，以及较小的流通市值（21 亿元），首次给予公司“持有”评级。

表 8: 比亚迪盈利预测

项目/年度	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入(百万元)	49,172	54,346	60,502	67,157	73,873
增长率 YoY%	48.28	10.52	11.33	11.00	10.00
净利润(百万元)	3,794	2,523	1,201	991	1,206
增长率 YoY%	271.46	(33.48)	(52.39)	(17.54)	21.74
毛利率%	23.43	19.14	16.79	16.97	16.78
每股收益 EPS(元)	1.61	1.07	0.51	0.42	0.51
每股净资产 BPS(元)	7.09	7.84	8.93	9.35	9.83
P/E	16	25	52	63	52
P/B	3.7	3.4	3.0	2.8	2.7

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 采用 2012 年 2 月 23 日收盘价

分析师声明 Analyst Certification

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

一般性声明

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

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

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

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

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

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

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2012 版权所有。保留一切权利。

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

评级说明

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

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

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

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