

汽车及零部件

乘用车板块观点更新：整体需求转弱 推荐长安与广汽

行业动态

行业近况

我们认为购买力的下降影响了春节之后的车市，而自主品牌车企的盈利能力由于明星车型的出现而显著提升，推荐长安和广汽。

评论

我们在2月17日发布报告《汽车板块的反弹：确认短期底部 静待3月销量》，表达对汽车板块更为乐观的看法，此后港股汽车板块迎来一波20%以上的反弹。从春节后第二周开始，我们每周持续和不同经销商交流最新的市场情况。结合2月的销量数据和3月前两周的销量数据，我们认为购买力的下降对于春节后的车市造成了负面影响，而银根放松又难以对乘用车需求产生直接、明显的拉动作用，因此我们对3月的销量增速更为谨慎，预计会在3~6%之间。如果3月乘用车销量增速低于3%，我们认为有必要出台新的乘用车需求刺激政策。

我们从春节之后第二周开始每周都走访几家4S店。我们的感受是由于1月的销量和价格都很好，因此在2月底的时候经销商相对比较乐观和自信，但是经济不好带来购买力下降，进店客流减少。进入3月上旬以后，经销商的压力开始增大，折扣开始扩大。

我们认为，自主品牌从3Q14开始绝地反击的几个因素是：1) 市场需求的变化，使得自主品牌在SUV和MPV两个市场可以与合资品牌实现差异化竞争；2) 自主品牌的整体竞争力在提升，这使得即使在轿车市场上，长安的逸动和吉利的博瑞依然可以取得非常好的销量。基于以上两个原因，我们发现2015年是自主品牌市场份额大幅提升的一年，2016年将有望成为自主品牌盈利能力大幅改善的一年。

估值与建议

我们当期对乘用车板块的观点：1) 目前的宏观经济状况给3月初的乘用车需求带来了压力，乘用车需求改善有赖于宏观刺激和车市刺激政策发力；2) 随着明星车型的上量，以长安、广汽和吉利为代表的自主品牌盈利能力同比大幅提高。我们目前认为现在的车市状况仅有结构性的机会，推荐长安A/B和广汽H。

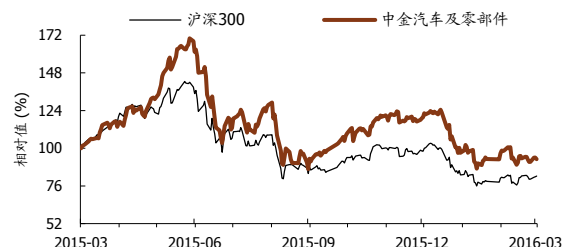
风险

乘用车需求持续恶化；自主品牌SUV竞争加剧。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
金龙汽车-A	确信买入	22.00	12.2	10.4
宇通客车-A	确信买入	27.00	11.6	10.4
长安汽车-A	推荐	22.00	5.3	4.6
广汇汽车-A	推荐	16.00	17.9	15.0
均胜电子-A	推荐	45.00	20.5	13.5
万丰奥威-A	推荐	35.00	32.6	26.5
双林股份-A	推荐	43.00	31.5	22.5
大洋电机-A	推荐	12.50	36.0	28.8
宁波华翔-A	推荐	24.00	18.0	14.1
福耀玻璃-H	推荐	22.00	12.2	10.3
中升控股-H	推荐	5.00	7.9	6.0
东风集团-H	推荐	11.60	5.0	4.6
长安-B	推荐	22.00	4.5	3.9

中金一级行业

可选消费



相关研究报告

- 重卡月度销量增速转正 建议积极参与拐点行情 (2016.03.04)
- 广汇汽车-A | 宝信要约收购获得新进展，收购康顺遇阻碍 (2016.03.03)
- 天润曲轴-A | 开源节流卓见成效，亟待外延转型升级 (2016.02.29)
- 大洋电机-A | Q4 业绩大幅回升，新能源电机快速增长 (2016.02.29)
- 亚太股份-A | 研发投入加大拖累短期业绩，加快布局 ADAS 迎接智能驾驶 (2016.02.29)
- 松芝股份-A | 业绩大超预期 强烈建议买入 (2016.02.29)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

奉玮

分析师

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513110002

SFC CE Ref: BCK590

刘册

分析师

ce.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513090002

SFC CE Ref: BCF475

李正伟

分析师

zhengwei.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080514030001

SFC CE Ref: BFJ416



目录

乘用车板块观点更新：进入 3 月后压力加大	3
中汽协统计数据：2 月乘用车销量同比下滑 1.4%，数据差强人意	3
银根放松：难以拉动中高端品牌购车需求，对豪华品牌可能有影响	3
股市、楼市对于车市的影响：二套房改善性需求挤压乘用车购买力	5
政策解读与预期：2 月底三部委特急文件拉动皮卡需求	5
近期草根调研反馈汇总：进入 3 月后压力加大	6
乘联会 3 月上旬销量数据分析：同比增速仅 3%	6
自主品牌：2015 年份额提升 2016 年盈利改善	7
从市场份额看：自主品牌从 3Q14 开始绝地反弹	7
外因：SUV 和 MPV 市场结构变化利好自主品牌	8
内因：自主品牌整体竞争力在提升	9
结果：明星车型带来盈利能力大幅改善：哈弗 H6 的故事可以被复制	9
投资建议：推荐长安 A/B 与广汽 H	12
盈利弹性：自主品牌业绩大增长	12
投资建议：推荐长安、广汽，建议关注吉利	13
附录：2009 年周期股反弹回顾与汽车板块投资周期	14
板块横向对比：乘用车在周期股反弹中弹性高	14
汽车板块投资时钟：2009~2010 年汽车板块表现回顾	15

图表

图表 1：2016 年 2 月销售乘用车 138 万辆，同比下降 1.4%，环比下降 38.2%	3
图表 2：2016 年前两个月宝马在华销量同比增长 12.7%	4
图表 3：2016 年前两个月奔驰 SUV 在华销量同比增长 77%	4
图表 4：2012~2015 年汽车行业月度消费额与房地产销售额同比增速对比	5
图表 5：近期草根调研情况汇总	6
图表 6：3 月前两周各车企批发量增速情况	6
图表 7：狭义乘用车车系批发份额	7
图表 8：狭义乘用车车系零售份额	7
图表 9：自主品牌挤占合资品牌	7
图表 10：轿车在狭义乘用车中占比	8
图表 11：2009~2015 年 SUV 呈现明显的小型化趋势	8
图表 12：2009~2015 年 MPV 呈现明显的小型化趋势	9
图表 13：自主品牌从各方面的改进	9
图表 14：随着哈弗 H6 销量的增长，长城汽车的单车净利润显著提升	10
图表 15：“神车”频现，1 月继长安 CS75，江淮 S3 外，广汽 GS4 也进入 SUV 销量前十	10
图表 16：自主品牌明星车型	11
图表 17：长安和广汽盈利预测	12
图表 18：长安汽车 A 的 P/E-Band 图	12
图表 19：广汽集团 H 的 P/E-Band 图	13
图表 20：从 2008 年 12 月往后看 H 股各板块表现	14
图表 21：从 2008 年 12 月往后看 A 股各板块表现	15
图表 22：汽车板块配置与经济周期情况	15
图表 23：中金汽车行业投资时钟	16
图表 24：乘用车板块相对收益与乘用车销量增速密切相关	16
图表 25：可比估值表	17



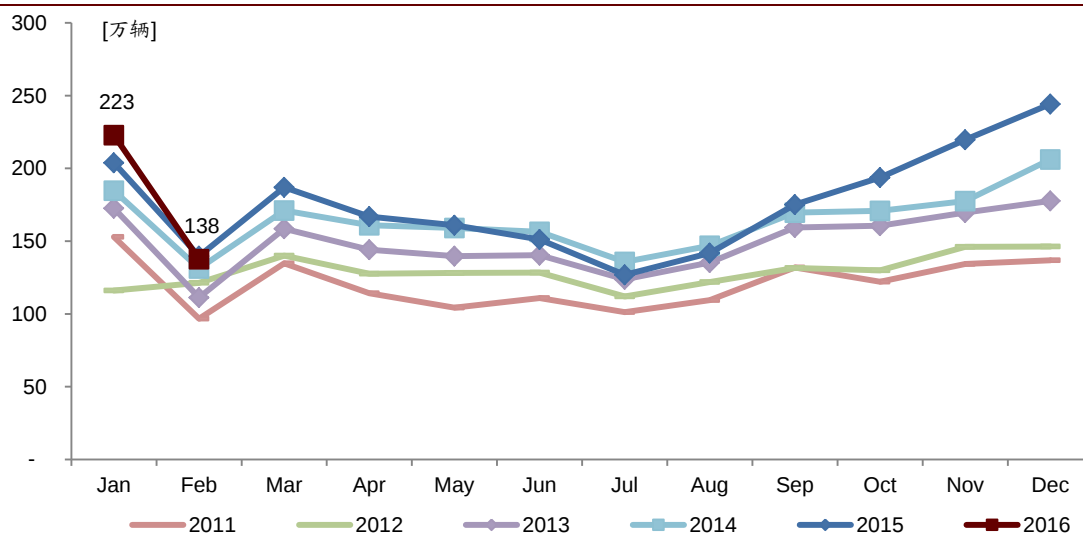
乘用车板块观点更新：进入3月后压力加大

我们在2月17日发布报告《汽车板块的反弹：确认短期底部 静待3月销量》，表达对汽车板块更为乐观的看法，此后港股汽车板块迎来一波20%以上的反弹。从春节后第二周开始，我们每周持续和不同经销商交流最新的市场情况。结合2月的销量数据和3月前两周的销量数据，我们认为购买力的下降对于春节后的车市造成了负面影响，而银根放松又难以对乘用车需求产生直接、明显的拉动作用，因此我们对3月的销量增速更为谨慎，预计会在3~6%之间。如果3月乘用车销量增速低于3%，我们认为有必要出台新的乘用车需求刺激政策。

中汽协统计数据：2月乘用车销量同比下滑1.4%，数据差强人意

从中汽协披露的2月销量数据来看，2月销售乘用车138万辆，同比下降1.4%。

图表1：2016年2月销售乘用车138万辆，同比下降1.4%，环比下降38.2%



资料来源：中汽协，中金公司研究部整理

从2015年10月1日开始的小排量乘用车购置税减半政策，有效地拉动了截止今年春节前的需求，所以经销商普遍反映在2015年12月和2016年1月的价格和销量都很好，但从春节过后，由于宏观经济的下行压力导致很多消费者的购买力下降，“2个人的年终奖能买的车变成4个人的年终奖才能买了”，从春节后到2月底经销商与消费者处于博弈阶段，加上经销商库存不高，因此2月底的价格还算坚挺，但随着进店客流量的下降，进入3月以后终端折扣似乎均有所扩大。

2016年的春节，与往年不同的一点是我们发现年终奖的缩水和很多应收账款未能在春节前偿付导致春节后乘用车的购买力下降。

银根放松：难以拉动中高端品牌购车需求，对豪华品牌可能有影响

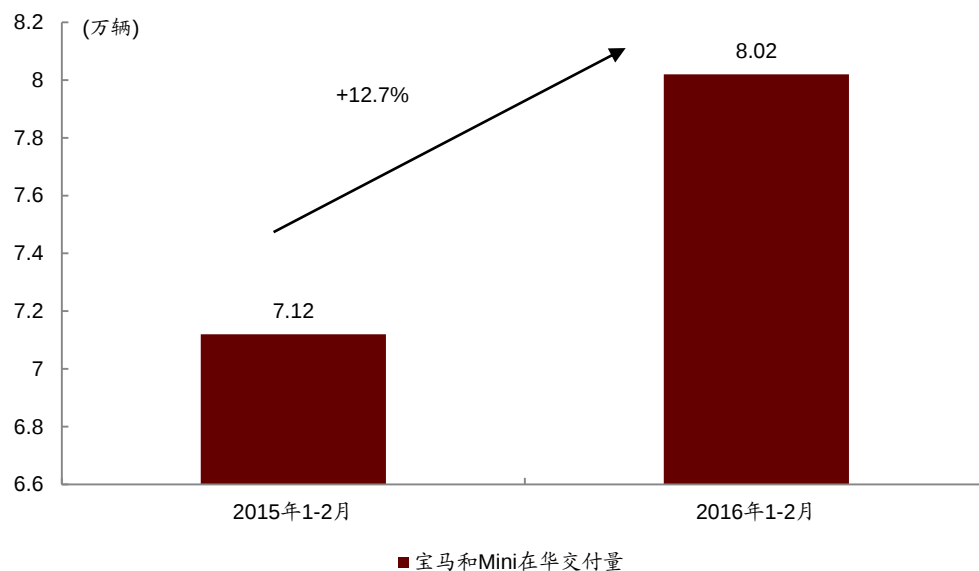
我们一度曾憧憬购买力的下降对于车市的负面影响可以通过银根放松来对冲，但发现银根放松对于刺激购房需求有较大的作用，购房者对于利率非常敏感，但是银根放松对于购车需求的拉动不大。



由于汽车金融的利率波动不大，因此银根放松对于中高端大众品牌的需求拉动不大，但是由于购买豪华品牌的有钱人一般均有多种负债，因此负债成本的下降有利于提高这一部分人的购买力。

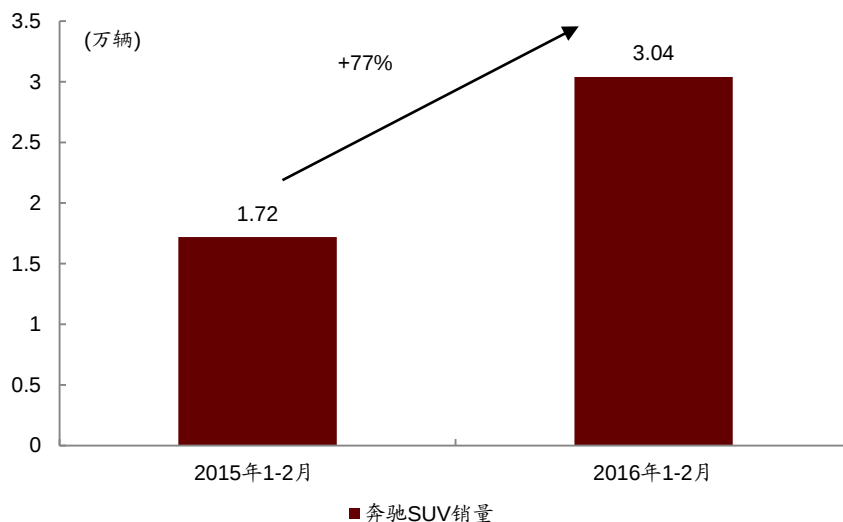
从奔驰与宝马今年 1~2 月在华的销量走势来看，似乎印证了这一逻辑：即银根放松，首先拉动的是豪华品牌轿车需求。但这种相关性和有效性，我们还需要后续的销量数据来验证。

图表 2: 2016 年前两个月宝马在华销量同比增长 12.7%



资料来源：网通社，中金公司研究部

图表 3: 2016 年前两个月奔驰 SUV 在华销量同比增长 77%



资料来源：网通社，中金公司研究部



股市、楼市对于车市的影响：二套房改善性需求挤压乘用车购买力

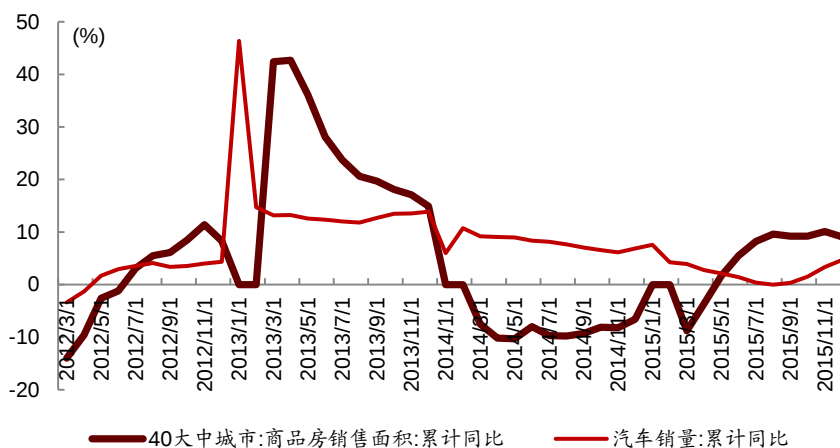
回头来看，2015 年股市的暴涨暴跌对于车市造成了负面影响，体现在：

- 1) 在上半年股市上涨阶段，消费者把资金多放在股市里面“增值”，导致提车周期拉长；
- 2) 在 3 季度股市下降阶段，负的财富效应导致购买力下降；
- 3) 在股市上涨阶段，由于原本在银行里的资金通过各种渠道进入股市，导致银行对经销商的放贷意愿下降。

从历史相关性看，汽车的需求增速与房地产销售有一定相关性。房地产领先汽车 5 个月左右。我们可以理解为消费者先买房，再买车。而这一相关性在 2015 年出现了分岔，表现为房地产销售增速上行而汽车消费增速下行，主要原因是 2014 年对限购的恐慌透支了部分汽车的需求。

以前房市是刚需，所以买了房买车，现在房市变成改善型或者投资需求拉动了。我们认为，在购房需求主要是一套房时，购房和购车需求属于正相关性，因为购买了第一套房的消费者会倾向于在搬入新家之后 6 个月买车；而从 2015 年开始，很多的购房需求来自于二套房的改善性需求，购房与购车之间似乎更呈现一定的负相关性（楼市挤占了私家车的购买力）。

图表 4：2012~2015 年汽车行业月度消费额与房地产销售额同比增速对比



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

政策解读与预期：2 月底三部委特急文件拉动皮卡需求

第一商用车报道，工信部、发改委和公安部于 2 月 26 日发布《关于开展放宽皮卡车进城限制试点 促进皮卡车消费的通知》，为推动消费结构升级，带动城乡皮卡车消费，在河北、辽宁、河南、云南等省开展放宽皮卡车进城限制试点工作。

我们在今年的草根调研中发现，随着就业压力的加大，下岗职工和失业的农民工购买一辆微客或轻卡跑运输、做专车成为一个选择。此次放宽皮卡的限制，有利于引导这部分需求转向技术含量更高的皮卡。随着此次三部委在河北等 4 省取消进城限制，我们预计皮卡在轻卡、微卡和微客市场的占比将进一步提高。

结合在 12 月底一度有媒体报道的新一轮汽车下乡政策，我们预计，如果 3 月乘用车销量增速低于 3%，则有必要出台新一轮乘用车刺激政策。



近期草根调研反馈汇总：进入3月后压力加大

我们从春节之后第二周开始每周都走访几家4S店。我们的感受是由于1月的销量和价格都很好，因此在2月底的时候经销商相对都比较乐观和自信，但是隐隐地感觉到经济不好带来购买力下降，进店客流减少。进入3月上旬以后，经销商的压力开始增大，折扣开始扩大。

图表5：近期草根调研情况汇总

4S店	草根调研总结
某宝马4S店	2014年销量895台车，2015年目标为1,020台。2015年2月销售28台，2016年2月销售36台
某奔驰4S店	14年单店2,200多台，15年2,300多台，今年目标2,500台。1~2月份同比向好，销量和利润都比去年高
某现代4S店	4Q15的销量为1,000台多一点，预计1Q16的销量为800多台。4Q15一个月进货400台，压货太厉害。一般单月销量是300台，相当于每月多100台库存
某日产4S店	2015年全年销量4,000台，2016年由于折扣减少，行情一般，2016年2月销量仅100台。
长安4S店	
A店	去年1月大概400台，今年1月480台。2月低于1月和去年差不多。客户到店量较少，和经济下行有关。比车周期加长，2月买车的客户可能比价到3月、4月。3月份而言，销售有一定艰难。但3月任务比2月高，2月春节期间买车很少。
B店	2015年销量为1,000辆，今年的目标是1,200辆。2015年1月销量100台，2月80台；2016年1月销量160台，2月为60台。长安微车的销量增幅高于长安轿车。
长安福特4S店	
A店	去年1月销量约400台，今年1月销售480台。2月低于1月，和去年基本持平。客户到店量较少，和经济下行有关。比车周期加长，2月买车的客户可能比价到3月、4月。3月份而言，销售有一定艰难。但3月任务比2月高，2月春节期间买车很少。
B店	今年库存压力有所加大。锐界2.0T的折扣为5,000元，2.7L的折扣为4~5%。加上在途车辆库存为160~170辆。
C店	因为是新店，2015年销量为900多辆，同比增长40%，今年希望再同比增长40%。平均每月到店8辆锐界，没有库存。1月客流为350组，平均每天7~8组客人，春节后仅有1~2组进店客流。整体折扣比2015年9月时的水平还更高。锐界2.0T从2015年11月开始给折扣，目前的折扣为3,000元。

资料来源：中金公司研究部

乘联会3月上旬销量数据分析：同比增速仅3%

根据3月16日乘联会发布的3月前两周乘用车批发量，经过工作日调整后的同比增长增速仅有3%，延续了2月同比下滑1.5%的趋势。

图表6：3月前两周各车企批发量增速情况

同比增速	车企
>10%	上海大众、长安福特、东风/广汽本田、一汽/广汽丰田、北京奔驰、长城汽车、广汽乘用车、上汽通用五菱
0~10%	北京现代、东风日产、长安乘用车、江淮
<-35%	一汽大众、奇瑞、吉利
-50%~-35%	东风标致、上海通用、东风悦达起亚

资料来源：乘联会，中金公司研究部

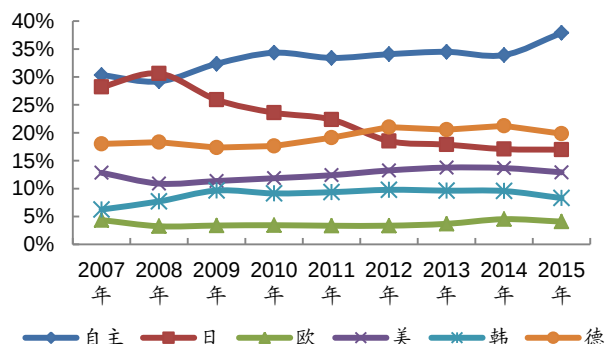


自主品牌：2015 年份额提升 2016 年盈利改善

从市场份额看：自主品牌从 3Q14 开始绝地反弹

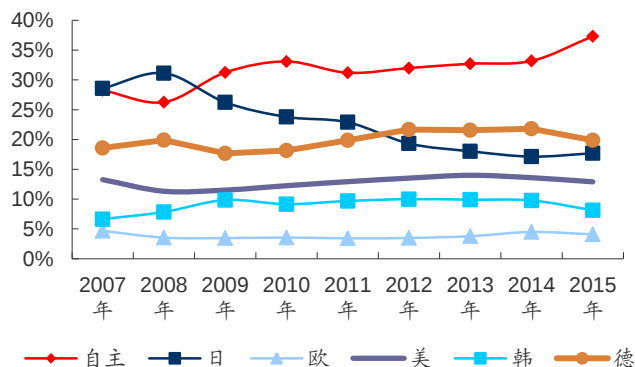
从 2015 年开始，自主品牌在狭义乘用车市场的份额提升了 4 个百分点，打破了从 2010 年以来持续徘徊在 33% 水平的“魔咒”。自主品牌市场份额显著上升的原因主要得益于经济型 SUV 的崛起，而随之而来的是韩系和德系市场份额的下降。

图表 7：狭义乘用车车系批发份额



资料来源：中汽协，中金公司研究部

图表 8：狭义乘用车车系零售份额



资料来源：中汽协，中金公司研究部

自主品牌以经济型 SUV 作为切入口，逐步树立在消费者心中的口碑，而且经过多年的研发投入，轿车的产品也经历了升级，逐步摆脱了过去的最低端的形象。目前自主品牌从轿车到 SUV 都已经逐步替代了韩系车在消费者心中的性价比形象。面对更高端的欧美品牌，凭借 10 万元左右乘用车市场相对较低的 SUV 渗透率，以及欧美品牌在这一价格领域也缺少有竞争力的 SUV 车型，经济型 SUV 得以与德系 A 级轿车抗衡，并且有陆续占领这一市场份额的趋势。

图表 9：自主品牌挤占合资品牌

自主品牌产品	抢占的合资品牌车型	典型车型
经济型 SUV	A 级轿车	哈弗 H6 vs 大众朗逸
A 级轿车	A-级轿车	长安逸动 vs 现代伊兰特

资料来源：中金公司研究部

我们认为，自主品牌从 3Q14 开始绝地反击的几个因素是：

- 1) 外因是市场需求的变化，使得自主品牌在 SUV 和 MPV 两个市场可以与合资品牌实现差异化竞争；
- 2) 内因是自主品牌的整体竞争力在提升，这使得即使在轿车市场上，长安的逸动和吉利的博瑞依然可以取得非常好的销量。

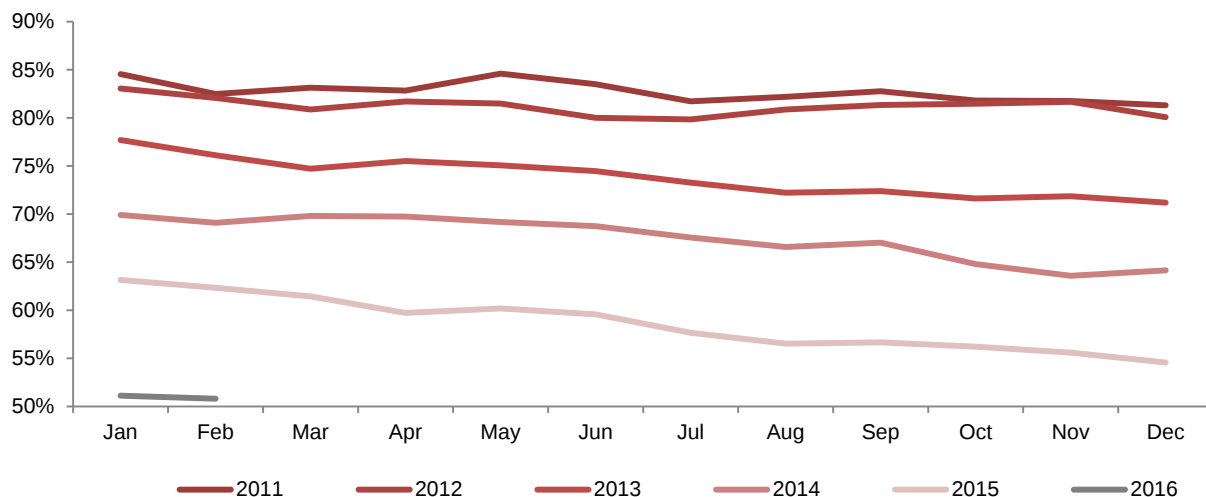
基于以上两个原因，我们发现 2015 年是自主品牌市场份额大幅提升的一年，2016 年将有望成为自主品牌盈利能力大幅改善的一年。



外因：SUV 和 MPV 市场结构变化利好自主品牌

2012年7月，轿车在狭义乘用车的占比首次跌破80%。从2013年开始的3年时间里，轿车在狭义乘用车市场的占比从80%以上一路下滑至2016年2月的50.8%。

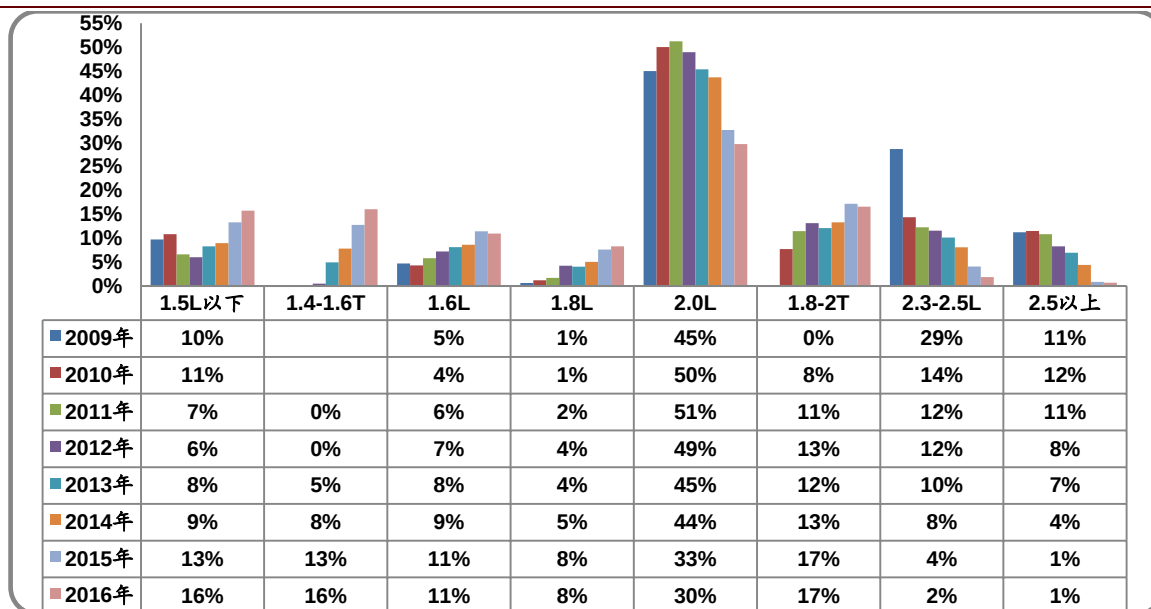
图表 10：轿车在狭义乘用车中占比



资料来源：中汽协，中金公司研究部

在 SUV 市场内部，需求结构也在发生大幅的变化。2.0L 以上发动机排量的 SUV 从 2009 年的 40% 下滑至 2016 年初的 3%，而 1.4~1.6L 排量（含涡轮增压）的经济型、小型 SUV 占比从 2009 年的 15% 大幅提高至 43%。

图表 11：2009~2015 年 SUV 呈现明显的小型化趋势



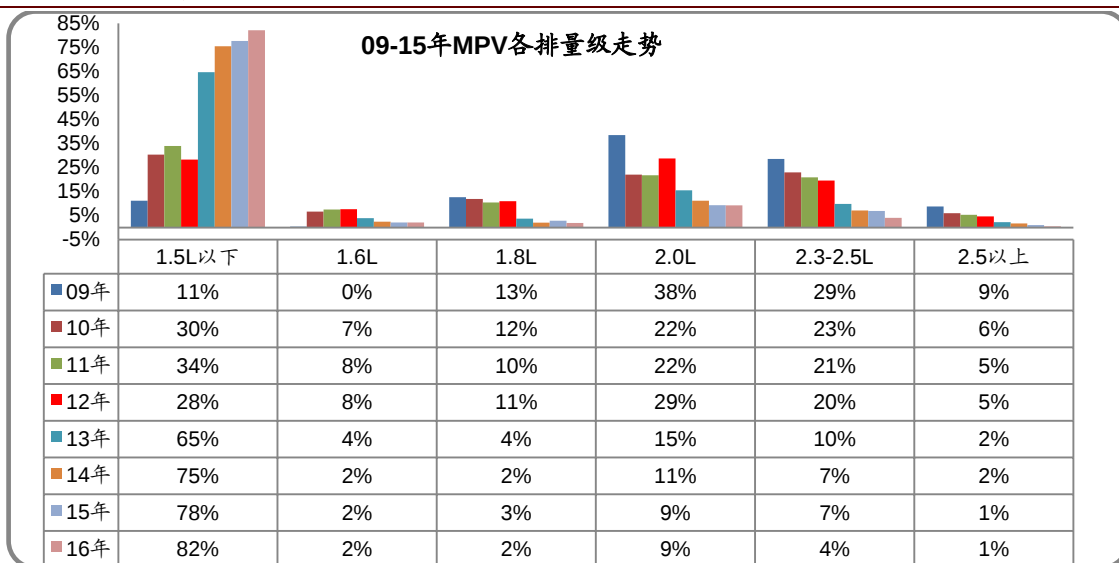
资料来源：乘联会，中金公司研究部

由于 2013 年中汽协将五菱宏光等高端交叉乘用车划入 MPV，1.5L 以下排量的 MPV 在 2013 年的占比有一个阶跃。但即使从 2013 年开始算，MPV 市场的小型化和低端化也是一个大趋势，而自主品牌明显受益于这一趋势。



2010年之前中国的MPV市场主要是别克GL8、本田奥德赛等合资品牌为主，而到2016年的时候自主品牌在MPV的市场占比已经超过80%。

图表 12: 2009~2015 年 MPV 呈现明显的小型化趋势



资料来源：乘联会，中金公司研究部

内因：自主品牌整体竞争力在提升

如果说2007年是自主品牌第一个黄金时期，那时自主品牌主要受益于汽车渗透率的快速普及，自主品牌的主力车型也主要是A0和A00级轿车。但经过2012年以来经济型SUV市场的崛起，自主品牌的领先企业也获得了一定的客户基数和现金流，在研发、制造和营销上也更愿意投入。自主品牌已经逐步摆脱了低端形象，竞争力也逐步向合资品牌靠拢。

图表 13: 自主品牌从各方面的改进

要点	此前的问题	解决办法
外观设计	不够时尚	1) 在意大利、日本设立内外饰设计中心; 2) 引入海外设计团队
核心技术	动力总成	1) 向零部件跨国企业采购核心零部件; 2) 兼并收购海外企业
制造质量	小毛病多	1) 提高供应商的能力与质量水平 2) 提高车企自身的制造和装配水平

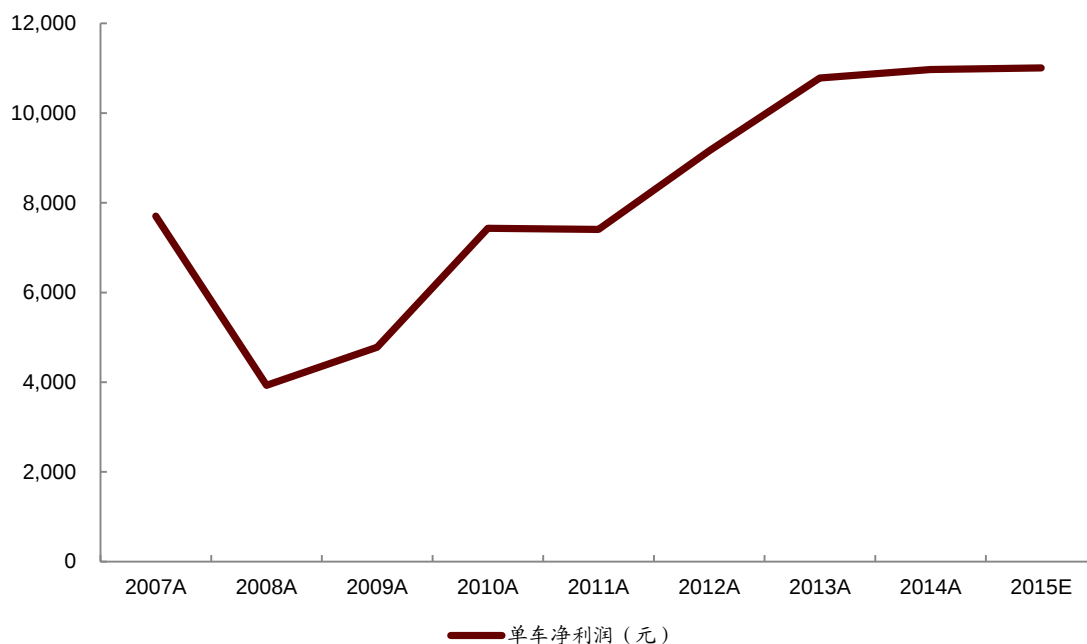
资料来源：中金公司研究部

结果：明星车型带来盈利能力大幅改善：哈弗H6的故事可以被复制

从2012年开始，长城受益于H6的热销，单车利润和净利率持续提升。而长安也受益于CS75的热销，在2015年本部扭亏为盈。“凭单款车型热销提供现金流——加大研发提升竞争力——扩大产品线——继续推出热销车型”的正反馈盈利模式被长城和长安证明是有效且可复制的。随着更多品牌的加入，我们认为这固然会带来行业内部竞争的加剧，但是从长远看，自主品牌整体做大后，将外延扩张到合资品牌的市场，还有很大的潜力和空间。



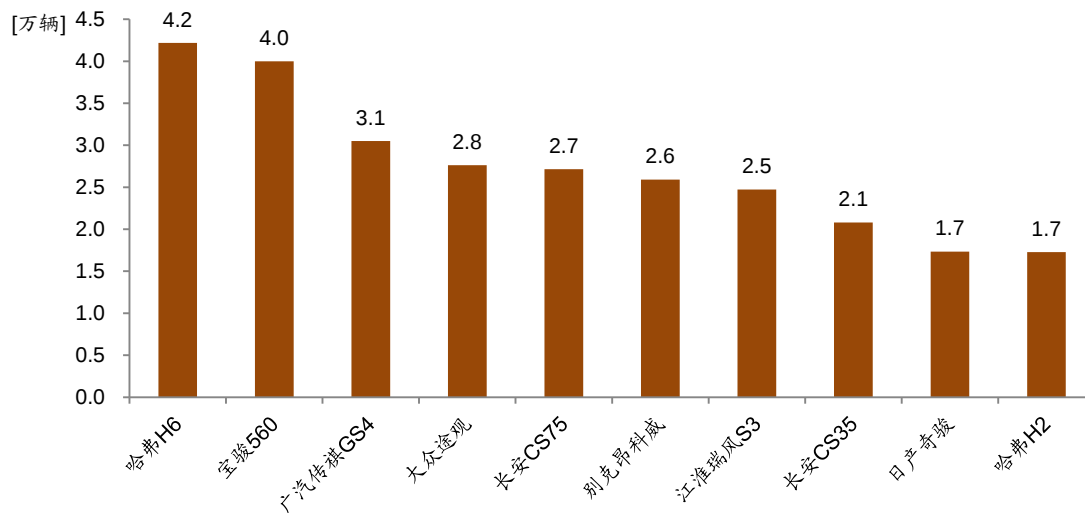
图表 14：随着哈弗 H6 销量的增长，长城汽车的单车净利润显著提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

在 SUV 和 MPV 市场，自主品牌旗下月销量突破 2 万辆的车型越来越多。而汽车行业具有典型的规模效应，一旦年销量突破 20 万辆，我们预计单款车型的盈利贡献就有望突破 10 亿元（对应平均单车盈利 5,000 元）。

图表 15：“神车”频现，1 月继长安 CS75，江淮 S3 外，广汽 GS4 也进入 SUV 销量前十



资料来源：中汽协，中金公司研究部

除了哈弗 H6，长安 CS75、吉利博越、传祺 GS4 和哈弗 H7，都有望成为单车净利润贡献超过 10 亿元的明星车型。



图表 16：自主品牌明星车型

车企	明星车型	售价范围或 上市时间	轴距	动力总成
长安	CS75	2014.4 上市 10.88~14.38 万元	2,700mm	1.8T/2.0L 6 速手自一体
吉利	博越	2016.3 上市 12.98~18.68 万	2,670mm	1.8T/2.0L 6 速手自一体
广汽	传祺 GS4	2015.4 上市 9.98~14.93 万元	2,650mm	1.3T 7 速双离合
长城	H7	2016.4 上市 15~20 万元	2,850mm	2.0T 6 速双离合

资料来源：汽车之家，中金公司研究部



投资建议：推荐长安 A/B 与广汽 H

盈利弹性：自主品牌业绩大增长

我们认为，除了长城由于 2015 年基数较高、产品周期偏后之外，长安和广汽本部、吉利汽车在 2016 年均有望迎来业绩大增长。

图表 17：长安和广汽盈利预测

百万人民币	2014	2015E	2016E	2015 增速	2016 增速
长安汽车	7,561	9,867	12,725	30.5%	29.0%
其中：长安本部	-542	188	704	-134.8%	273.7%
广汽集团	3,186	3,747	7,960	17.6%	112.4%
其中：广汽本部	-1,024	-149	3,228	-	盈利
吉利汽车	1,431	2,487	2,910	73.9%	17.0%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部整理

图表 18：长安汽车 A 的 P/E-Band 图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部整理



图表 19：广汽集团 H 的 P/E-Band 图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部整理

投资建议：推荐长安、广汽，建议关注吉利

我们认为在乘用车整体需求压力加大的背景下，板块目前更多是结构性的机会，推荐长安 A/B 和广汽集团 H，理由是：

- 1) 长安 CS75 的热销和长安商用车的大幅减亏将成为长安汽车 2016 年业绩超预期的来源；
- 2) 传祺 GS4 的热销将成为广汽集团 2016 年业绩超预期的来源。



附录：2009 年周期股反弹回顾与汽车板块投资周期

板块横向对比：乘用车在周期股反弹中弹性高

回顾 2009~2010 年的历史，乘用车板块在周期股见底反弹中，弹性位居前列。在 H 股市场，2008 年 12 月市场见底后，乘用车在之后的 1 个月、2 个月和 3 个月内，反弹幅度分别达到 2%、3% 和 47%，在周期股的表现中仅次于金融。在 A 股，汽车板块在 2008 年 12 月大盘见底后 3 个月内涨幅达到 72.9%，仅次于有色。

图表 20：从 2008 年 12 月往后看 H 股各板块表现

	2008 年 12 月				
	1M	2M	3M	6M	12M
MSCI 中国指数	-8%	-11%	1%	35%	59%
资本品	-9%	-15%	-5%	23%	37%
交运	-7%	-16%	6%	41%	61%
汽车和零部件	2%	3%	47%	77%	220%
耐用用品和服装	0%	-2%	24%	116%	161%
零售业	-12%	-14%	-2%	45%	115%
必需品零售	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
食品饮料和香烟	0%	-5%	-4%	28%	110%
家用产品	4%	13%	24%	46%	131%
保健器械和服务	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
医药	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
银行	-11%	-13%	1%	45%	66%
综合金融	-9%	-9%	39%	100%	102%
保险	-11%	-7%	12%	26%	69%
房地产	-6%	-11%	23%	97%	80%
互联网	-2%	-7%	19%	87%	231%
半导体和半导体装备	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
电信服务	-10%	-13%	-14%	3%	-4%

资料来源：中金公司研究部策略组



图表 21：从 2008 年 12 月往后看 A 股各板块表现

	2008年12月				
	1M	2M	3M	6M	12M
上证综指	8.6	13.6	31.4	64.1	78.8
机械设备	19.7	28.5	52.8	74.1	118.4
采掘	18.6	15.3	49.5	118.5	164.2
建筑材料	20.1	35.0	62.7	84.7	128.7
有色金属	18.5	42.3	91.2	131.2	174.9
汽车	18.9	36.9	72.9	116.5	238.5
钢铁	13.8	13.9	30.7	66.1	92.4
国防军工	23.6	30.2	58.6	72.6	125.5
房地产	13.3	23.3	60.0	133.3	114.3
化工	12.5	17.1	40.6	56.0	106.6
传媒	10.1	11.6	34.1	49.8	75.3
纺织服装	13.3	19.1	48.2	76.8	113.3
休闲服务	11.6	20.2	50.4	92.3	130.6
综合	14.1	25.6	61.6	95.9	121.3
轻工制造	11.5	16.7	46.8	62.6	116.0
电子	13.7	23.0	55.6	74.5	141.1
农林牧渔	9.6	19.7	36.0	40.9	85.9
医药生物	8.1	13.3	28.1	46.7	102.4
非银金融	18.0	21.1	49.2	85.5	102.6
交通运输	11.4	16.4	43.7	58.7	76.1
计算机	9.4	12.1	35.4	53.2	102.4
商业贸易	2.0	10.7	31.4	61.8	106.6
家用电器	2.3	18.5	39.6	66.7	154.3
食品饮料	0.9	11.3	20.5	53.2	108.3
建筑装饰	5.0	6.7	19.8	37.0	37.4
电气设备	8.5	12.5	37.9	53.6	79.2
银行	14.4	19.1	37.2	104.7	103.3
公用事业	6.3	12.0	27.3	37.7	51.3
通信	5.0	7.4	27.2	46.5	81.0

资料来源：中金公司研究部策略组

汽车板块投资时钟：2009~2010 年汽车板块表现回顾

我们引入汽车板块“投资时钟”概念，认为汽车行业作为典型的周期性行业，从经济收缩到经济扩张的一个轮回中，各细分板块及个股以相对收益为目标存在一个“大中客板块—乘用车板块—重卡板块及零部件板块”的投资节奏。

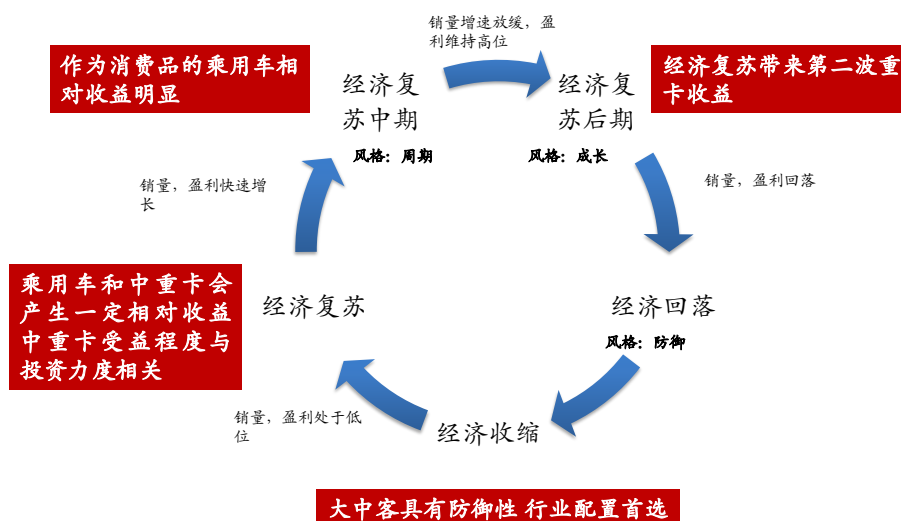
图表 22：汽车板块配置与经济周期情况

周期	汽车板块配置	原因
经济收缩阶段	配置客车板块	公交客车具有防御性
经济复苏早期	配置乘用车	各国历史表明，货币政策放松和收入预期上升会直接拉动乘用车需求，因而乘用车需求复苏往往会领先于宏观经济的复苏1~2个季度
经济复苏中后期	配置中重卡和零部件	经济进入加产能阶段，固定资产投资回升，重卡在前期利用率提升到一定程度后新购车需求开始释放

资料来源：中金公司研究部



图表 23：中金汽车行业投资时钟

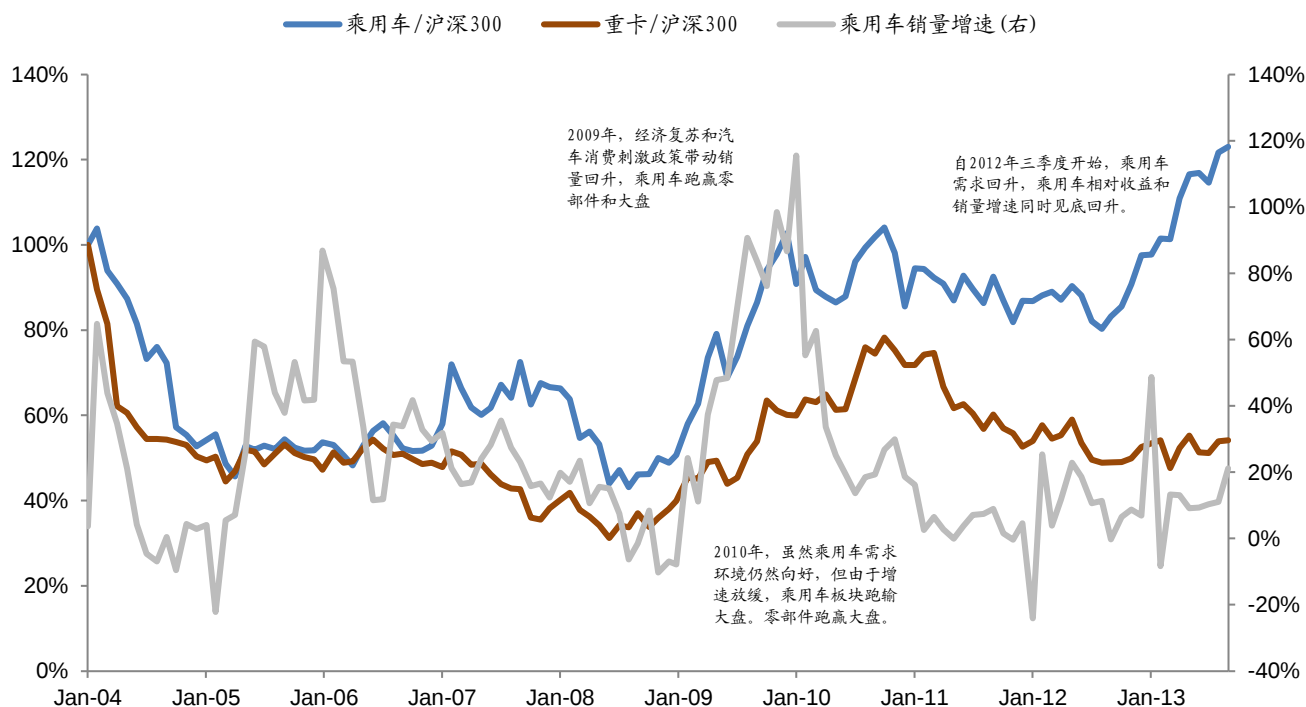


资料来源：中金公司研究部

借鉴 2010 年，乘用车增速出现拐点，股价早于净利润和销量增速见顶

以 2009~2010 年的汽车行业表现为例。2009~2012 是汽车行业的完整周期，其中 2009~2010 是上行周期。2009 年乘用车销量同比增速达到 53%，同时乘用车板块在 2009 年全年大幅跑赢大盘和其他子板块。而在 2009 年的高增长过后，虽然 2010 年乘用车需求仍然向好，全年销量增速达到 33%，乘用车企业的盈利能力相比 2009 年进一步提升，但由于行业增速放缓，乘用车全年跑平大盘。

图表 24：乘用车板块相对收益与乘用车销量增速密切相关



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 25：可比估值表

公司名称	类别	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
		2016/3/16	百万美元	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E
中国A股上市公司												
中金覆盖												
长安汽车	PV	14.34	10,257	8.9	6.8	5.3	2.6	2.0	1.5	n.a.	55.7	31.1
江淮汽车	CV/PV	10.07	2,260	24.0	14.0	9.2	1.8	2.1	1.8	7.3	7.7	5.8
潍柴动力	CV	7.83	4,803	3.1	25.3	23.0	0.9	0.9	n.a.	8.5	7.2	6.6
中国重汽	CV	16.99	1,093	16.5	28.3	24.6	1.6	1.5	n.a.	16.8	16.0	16.2
宇通客车	CV	19.80	6,724	11.2	13.1	11.6	3.5	3.1	2.7	11.6	9.0	7.8
江铃汽车	CV	25.05	3,317	10.3	10.2	7.8	1.8	1.6	n.a.	4.5	4.2	3.1
金龙汽车	CV	13.64	1,269	24.4	15.9	12.2	2.5	2.0	1.8	n.a.	11.5	8.5
福耀玻璃	Parts	14.42	5,549	13.0	13.8	11.5	3.3	2.2	2.0	9.6	9.7	7.3
银轮股份	Parts	12.40	686	27.0	22.1	18.5	2.7	2.7	2.4	15.9	13.8	11.3
威孚高科	Parts	17.66	2,733	11.7	11.2	10.1	1.7	1.6	1.5	9.2	9.2	17.8
均胜电子	Parts	26.09	2,759	47.4	42.1	20.5	6.9	4.6	3.8	20.2	20.4	15.3
万丰奥威	Parts	34.41	4,809	71.7	44.7	34.4	16.0	7.5	6.5	42.9	28.5	21.5
隆鑫通用	Parts	16.17	2,078	22.2	17.2	15.1	3.3	n.a.	2.5	14.6	12.2	10.1
双林股份	Parts	26.65	1,618	78.4	42.3	31.4	5.6	5.0	4.5	42.1	29.8	22.5
亚太股份	Parts	13.78	1,559	57.4	57.4	47.5	4.1	3.9	3.6	32.6	30.6	26.4
大洋电机	Parts	8.91	3,225	52.4	49.5	30.7	4.3	3.7	3.2	45.8	42.9	28.7
精锻科技	Parts	12.69	526	27.0	23.9	18.1	2.9	2.6	2.4	16.3	13.5	10.9
中原内配	Parts	8.39	757	27.1	24.7	21.0	2.6	2.4	2.2	16.5	14.9	13.4
信质电机	Parts	20.54	1,260	22.1	39.5	29.3	3.1	5.5	4.9	30.0	28.0	21.3
宁波华翔	Parts	17.40	1,415	17.6	35.5	18.1	2.1	2.0	1.8	9.2	13.2	8.7
方正电机	Parts	23.62	961	590.5	196.8	44.6	7.8	7.1	6.2	138.0	83.9	30.1
东风科技	Parts	14.50	697	22.3	24.2	22.7	4.6	4.1	3.6	10.6	10.5	10.2
天润曲轴	Parts	14.85	1,274	61.9	55.0	46.4	2.6	2.5	2.4	25.8	22.4	19.5
广汇汽车	Dealer	11.43	9,644	27.2	30.1	25.4	3.6	3.4	3.0	23.7	19.9	18.4
中金未覆盖												
福田汽车	CV	5.32	2,722	n.a.	83.6	17.3	1.0	1.0	0.9	9.3	n.a.	n.a.
一汽轿车	PV	12.64	3,155	n.a.	84.8	36.9	2.4	2.3	2.2	n.a.	17.2	13.2
一汽夏利	PV	5.60	1,370	n.a.	n.a.	n.a.	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
东风汽车	CV	6.21	1,905	n.a.	28.0	21.6	2.0	1.9	1.8	n.a.	23.2	11.7
一汽富维	Parts	22.17	719	n.a.	11.7	10.3	1.3	1.2	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
物产中大	Dealer	11.94	4,045	19.1	58.2	49.5	2.0	n.a.	n.a.	21.9	n.a.	n.a.
亚夏汽车	Dealer	11.88	650	74.1	282.9	66.3	4.0	5.2	4.8	21.1	37.8	37.8
青岛双星	Parts	5.76	596	n.a.	65.4	49.6	1.6	1.5	1.5	n.a.	n.a.	n.a.
平均值	Median			25.0	28.3	22.1	2.7	2.6	2.4	16.5	15.8	13.2
香港上市公司												
中金覆盖												
华晨汽车	PV	6.54	4,246	5.1	7.7	6.7	1.5	1.2	0.9	n.a.	n.a.	n.a.
吉利汽车	PV	3.27	3,709	17.2	10.6	8.3	1.3	1.1	n.a.	4.8	3.7	3.1
东风汽车	PV	9.19	10,204	5.2	5.0	4.7	0.9	0.8	0.7	17.8	15.7	14.5
长城汽车	CV/PV	6.65	7,822	2.1	5.4	4.7	0.5	1.5	1.2	6.5	6.0	5.7
潍柴动力	CV	8.50	4,380	2.6	3.1	n.a.	0.4	0.8	0.8	4.1	3.7	3.3
敏实集团	Parts	14.22	2,029	11.7	10.0	8.9	1.6	1.4	1.3	8.2	6.9	6.2
中升集团	Dealer	4.03	1,115	9.7	10.6	7.5	0.5	0.5	n.a.	8.9	7.9	7.0
正通汽车	Dealer	2.80	797	6.5	5.3	9.4	0.6	0.6	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
和谐汽车	Dealer	3.73	9	6.3	5.2	4.2	1.3	1.0	0.9	n.a.	n.a.	n.a.
中金未覆盖												
信义玻璃	Parts	4.81	2,394	7.8	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	8.3	7.1	6.5
庆铃汽车	CV	2.41	771	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
宝信汽车	Dealer	4.89	1611	19.1	14.4	10.9	2.2	2.0	n.a.	9.6	8.0	7.1
大昌行	Dealer	3.05	720	5.5	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	6.2	5.7	5.3
永达汽车	Dealer	3.95	753	8.8	7.2	6.0	1.3	1.1	n.a.	7.8	6.5	5.6
平均值	Median			8.3	10.0	7.7	0.9	0.8	0.8	8.2	6.9	6.2

资料来源：彭博资讯，万得资讯，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股份有限公司（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，但中国国际金融股份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。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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”）于新加坡向符合新加坡《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。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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一参考依据。

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，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/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

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。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
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

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份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

Singapore

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

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

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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

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

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

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

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

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

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201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

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

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

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

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

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

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

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

