



中国汽车行业及投资

中国国际金融有限公司

王智慧

2008年6月

行业规模

全球主要地区汽车产销量

主要地区汽车销量

	汽车销量(万辆)		占全球百分比		销量增长率
	2005	2006	2005	2006	2006
西欧	1,773	1,815	27.0%	26.7%	2.3%
比利时	56	60	0.8%	0.9%	8.4%
法国	255	249	3.9%	3.7%	-2.1%
德国	361	375	5.5%	5.5%	3.8%
意大利	250	259	3.8%	3.8%	3.6%
西班牙	198	206	3.0%	3.0%	4.0%
英国	283	278	4.3%	4.1%	-1.5%
东欧	351	365	5.3%	5.4%	4.1%
俄罗斯	186	195	2.8%	2.9%	4.4%
北美	1,907	1,940	29.0%	28.6%	1.7%
加拿大	163	166	2.5%	2.5%	2.0%
美国	1,744	1,774	26.5%	26.1%	1.7%
拉美及加勒比海	462	488	7.0%	7.2%	5.4%
巴西	171	177	2.6%	2.6%	3.5%
墨西哥	117	123	1.8%	1.8%	5.5%
亚洲	1,712	1,790	26.0%	26.4%	4.6%
中国	576	722	8.8%	10.6%	25.3%
印度	143	148	2.2%	2.2%	3.5%
日本	585	590	8.9%	8.7%	0.7%
韩国	114	117	1.7%	1.7%	2.9%
非洲、中东	262	275	4.0%	4.1%	5.0%
全球	6,576	6,784	100.0%	100.0%	3.2%

主要地区汽车产量

	汽车产量(万辆)		占全球百分比		产量增长率	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
西欧	1,774	1,792	26.1%	25.6%	-1.8%	1.1%
比利时	93	94	1.4%	1.3%	3.5%	1.8%
法国	355	348	5.2%	5.0%	-3.2%	-2.0%
德国	576	588	8.5%	8.4%	3.4%	2.1%
意大利	104	98	1.5%	1.4%	-9.1%	-5.8%
西班牙	275	290	4.0%	4.1%	-8.6%	5.3%
英国	180	177	2.7%	2.5%	-2.9%	-1.9%
东欧	386	401	5.7%	5.7%	8.1%	3.7%
俄罗斯	135	137	2.0%	2.0%	-2.5%	1.2%
北美	1,464	1,479	21.5%	21.2%	-0.2%	1.0%
加拿大	269	277	4.0%	4.0%	-0.8%	3.1%
美国	1,195	1,202	17.6%	17.2%	-0.1%	0.6%
拉美及加勒比海	485	517	7.1%	7.4%	12.4%	6.6%
巴西	253	262	3.7%	3.8%	14.4%	3.7%
墨西哥	167	176	2.5%	2.5%	6.8%	5.3%
亚洲	2,493	2,589	36.6%	37.0%	7.3%	3.9%
中国	571	728	8.4%	10.4%	12.6%	27.5%
印度	164	170	2.4%	2.4%	8.7%	3.6%
日本	1,080	1,090	15.9%	15.6%	2.7%	0.9%
韩国	370	386	5.4%	5.5%	6.6%	4.4%
非洲、中东	149	161	2.2%	2.3%	13.7%	8.0%
全球	6,802	6,990	100.0%	100.0%	3.6%	2.8%

数据来源: Euromonitor, 中金公司研究部

全球各主要地区汽车产销量排行

主要国家和地区销量排行

位次	2000年		2001年		2002年		2003年		2004年		2005年		2006年	
1	美国	1,781	美国	1,747	美国	1,714	美国	1,697	美国	1,730	美国	1,744	美国	1,774
2	日本	596	日本	591	日本	579	日本	583	日本	585	日本	585	中国	722
3	德国	369	德国	364	德国	352	中国	439	中国	507	中国	576		
4	意大利	264	英国	277	中国	325								
5	法国	261	法国	275										
6	英国	252	意大利	263										
7	中国	208	中国	237										

主要国家和地区产量排行

年份		2004		2005		2006			
	国家	生产量 (万辆)	占比 (%)	国家	生产量 (万辆)	占比 (%)	国家	生产量 (万辆)	占比 (%)
全球		6,569	100%		6,802	100%		6,990	100%
前十位合计		5,004	76%		5,123	75%		5,347	76%
第一位	美国	1,196	18%	美国	1,195	18%	美国	1,202	17%
第二位	日本	1,051	16%	日本	1,080	16%	日本	1,090	16%
第三位	德国	557	8%	德国	576	8%	中国	728	10%
第四位	中国	507	8%	中国	571	8%	德国	588	8%
第五位	法国	367	6%	韩国	370	5%	韩国	386	6%
第六位	韩国	347	5%	法国	355	5%	法国	348	5%
第七位	西班牙	301	5%	西班牙	275	4%	西班牙	290	4%
第八位	加拿大	271	4%	加拿大	269	4%	加拿大	277	4%
第九位	巴西	221	3%	巴西	253	4%	巴西	262	4%
第十位	英国	186	3%	英国	180	3%	英国	177	3%

数据来源: Euromonitor, 中金公司研究部

世界主要汽车企业产量及中国产量对其总产量的贡献率

主要汽车企业的产量排名

年份	2005			2006		
	制造商	生产量 (万辆)	占比 (%)	制造商	生产量 (万辆)	占比 (%)
全球		6802	100%		6990	100%
前十位合计		4897	72%		4666	67%
第一位	通用汽车	910	13%	通用汽车	893	13%
第二位	丰田汽车	734	11%	丰田汽车	804	11%
第三位	福特汽车	650	10%	福特汽车	627	9%
第四位	大众集团	521	8%	大众集团	568	8%
第五位	戴姆勒—克莱斯勒	482	7%	本田汽车	367	5%
第六位	日产汽车	349	5%	PSA Peugeot Citro	336	5%
第七位	本田汽车	344	5%	日产汽车	322	5%
第八位	PSA Peugeot Citro	338	5%	克莱斯勒	254	4%
第九位	现代-起亚	309	5%	Renault	249	4%
第十位	Renault-Dacia-Samsung	262	4%	现代-起亚	246	4%

主要企业集团在中国的产量对其总产量的贡献率

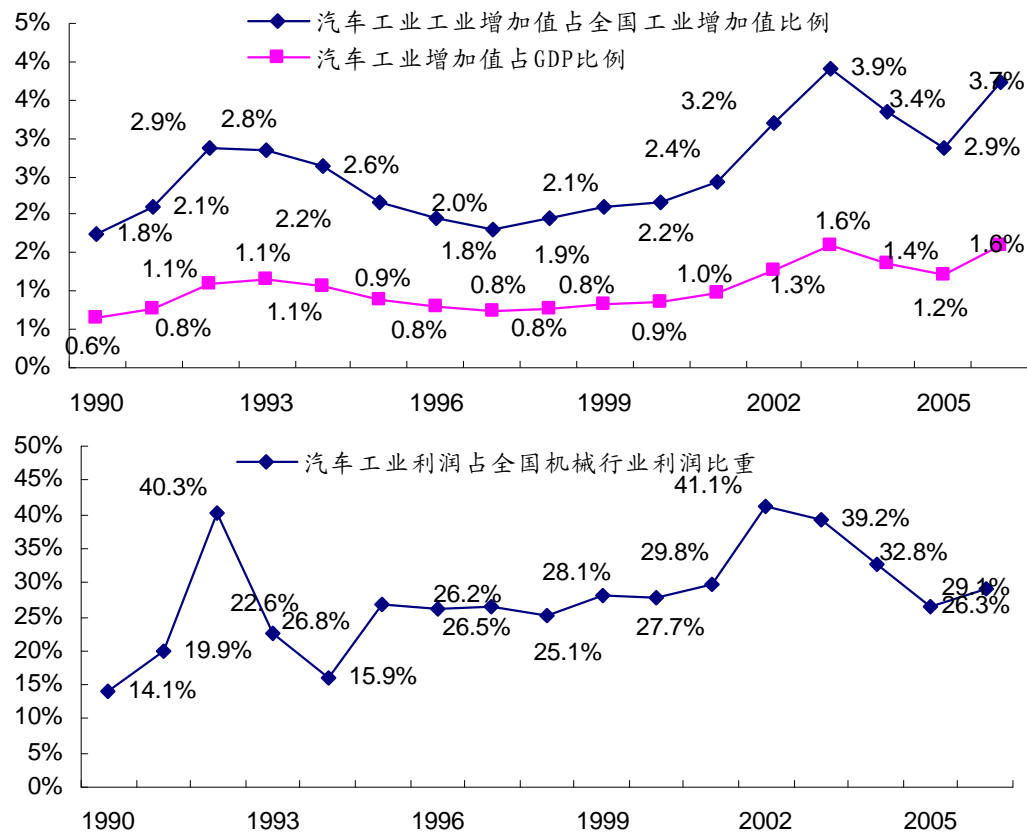
	2004	2005	2006
通用	2.1%	3.8%	9.4%
丰田	1.7%	2.0%	4.1%
福特	1.9%	2.2%	2.1%
大众	11.3%	8.3%	10.9%
本田	7.6%	7.4%	10.1%
PSA PeugeotCitr	2.2%	3.0%	6.0%
日产	2.2%	5.1%	6.7%
戴姆勒—克莱斯勒	0.0%	0.6%	0.4%
现代-起亚	6.7%	9.2%	10.7%
菲亚特	1.8%	2.5%	1.3%

中国汽车企业生产排名

年份	2006			2007		
	汽车集团	生产量 (万辆)	占比 (%)	汽车集团	生产量 (万辆)	占比 (%)
全国		728	100%		888	100%
前五大合计		476	65%		576	65%
第一位	上汽集团	125	17%	上汽集团	146	18%
第二位	一汽集团	118	16%	一汽集团	156	16%
第三位	东风集团	94	13%	东风集团	115	13%
第四位	长安集团	71	10%	长安集团	88	10%
第五位	北汽集团	68	9%	北汽集团	71	8%

数据来源: CAAM, 中金公司研究部

汽车工业在国民经济中的地位逐渐上升



数据来源：《中国汽车工业年鉴》，《中国统计年鉴》，中金公司研究部

中国汽车分类标准

商用车

货车

重型货车	$GVW > 14T$
中型货车	$6T < GVW \leq 14T$
轻型货车	$1.85 < GVW \leq 6T$
微型货车	$GVW < 1.8T$

客车

大型客车	$L > 10M$
中型客车	$7M < L \leq 10M$
轻型客车	$3.5M < L \leq 7M$

乘用车

普通乘用车

微型轿车	$V \leq 1L$
普通级轿车	$1L < V \leq 1.6L$
中级轿车	$1.6L < V \leq 2.5L$
中高级轿车	$2.5L < V \leq 4L$
高级轿车	$V > 4L$
多功能乘用车 (MPV)	
运动型多用途乘用车 (SUV)	

交叉型乘用车 (CUV)

$L \leq 3.5M$

数据来源: 《产销快讯》, 中金公司研究部

细分子行业规模

- 过去十年，乘用车一直保持着快于商用车的销售增长速度，2007年，整个中国汽车行业销量达到8,791,528辆。其中，乘用车占比达到72%，商用车占比仅为28%。

	2006年	%	2007年	%
普通乘用车	4,258,058	59%	5,309,686	60%
交叉型乘用车	917,903	13%	987,852	11%
乘用车	5,175,961	72%	6,297,538	72%
大型客车	31,716	0%	40,139	0%
中型客车	64,615	1%	78,634	1%
轻型客车	192,575	3%	230,707	3%
重型货车	307,296	4%	487,481	6%
中型货车	201,818	3%	236,722	3%
轻型货车	950,895	13%	1,104,877	13%
微型货车	291,096	4%	315,430	4%
商用车	2,040,011	28%	2,493,990	28%
汽车合计	7,215,972	100%	8,791,528	100%

数据来源：《产销快讯》，中金公司研究部

子行业介绍 - - - - 乘用车行业

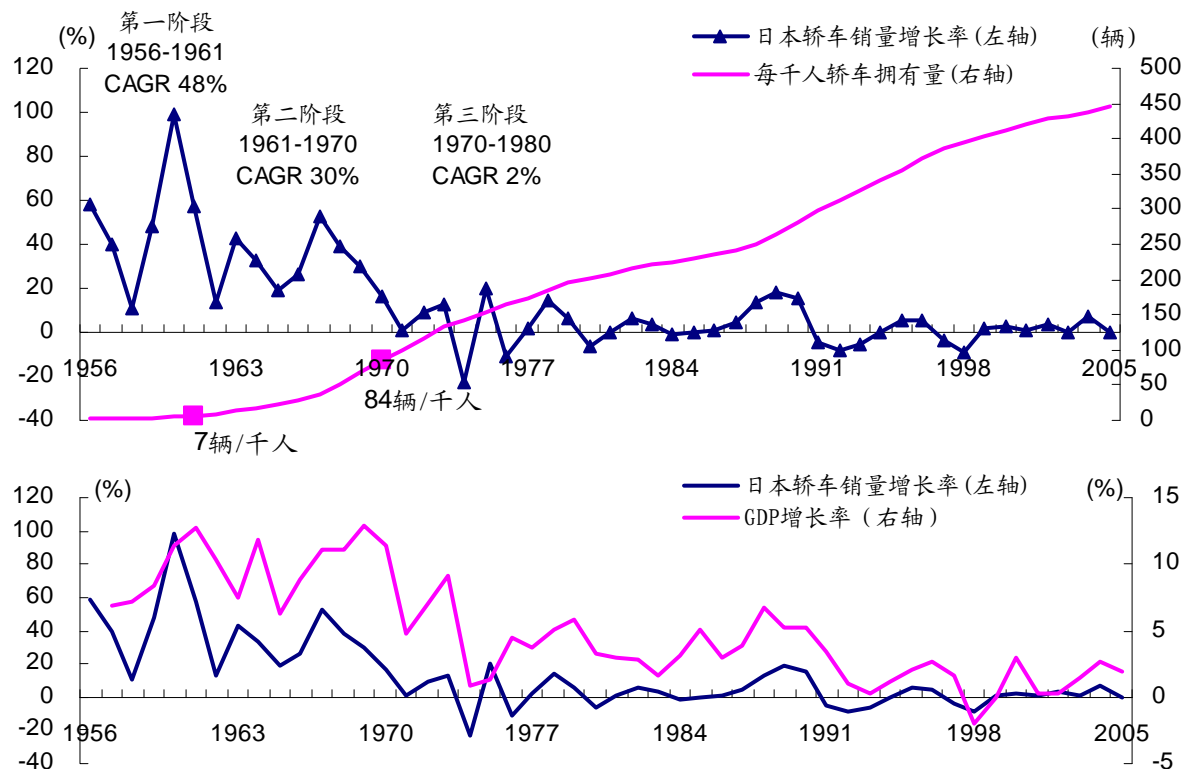


重要因素1：需求

- 汽车消费增长幅度取决于饱和度和经济发展状况。在我们探讨中国汽车需求前不妨以日本和韩国轿车消费模式做一参考。日本和韩国汽车消费起飞时期的增长模式非常近似的分成3个阶段，
- 第一个阶段是高增长时期，汽车消费处于起步阶段，由于基数较低，增长率基本超过50%，持续时间为3-4年。
- 第二阶段是快速增长时期，汽车开始大规模进入家庭，处于普及阶段，年均销售增长率为30%，持续时间为7-8年。
- 在高速和快速增长时期，需求增长率的大幅回调往往是暂时的，并伴随着随后的迅速回升。
- 第三阶段是指当保有量逐渐上升，达到相对饱和时（日本为千人轿车拥有量达到84辆，韩国为63辆时），需求增长率下降至1位数。

日本乘用车销售增长模式

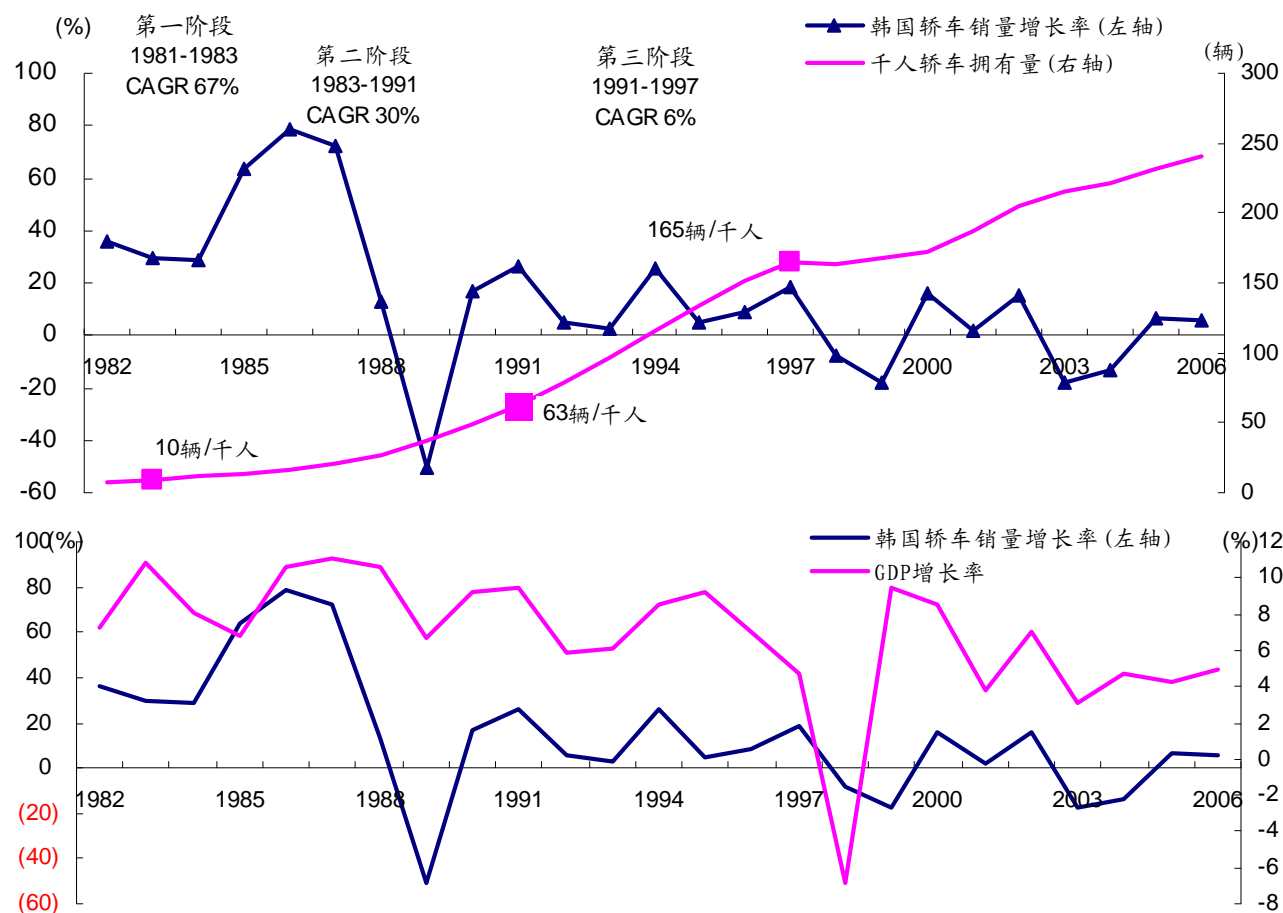
- 日本乘用车消费起飞阶段从1956年到1961年，复合增长48%。在此后的10年间，随着轿车保有量的逐渐提高，乘用车消费一直保持快速增长，复合增长率为30%。当乘用车拥有量达到每千人84辆时，保有量达到相对饱和，此后年增长率降至1位数，甚至是负增长。



数据来源: JAWA, Euromonitor, 中金公司研究部

韩国乘用车销售增长模式

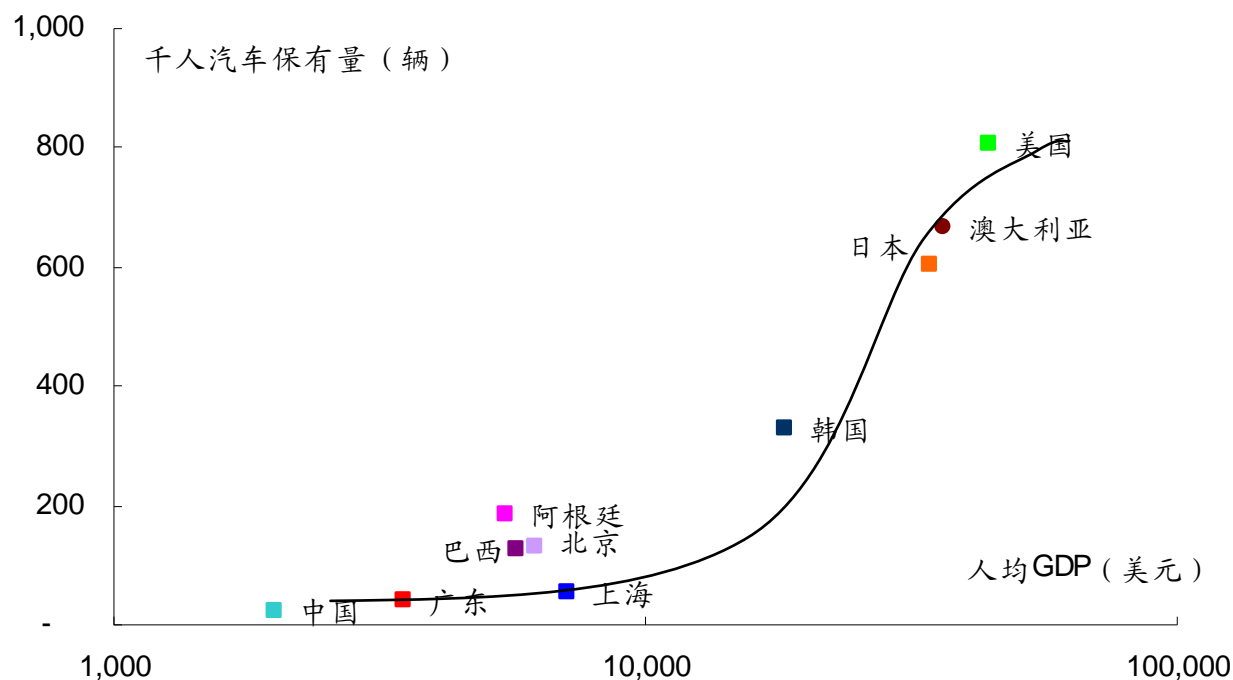
- 韩国乘用车销售增长模式与日本类似，得划分为三个阶段。
- 从日本、韩国的历史数据可以发现，汽车消费增长幅度取决于饱和度和经济发展状况。轿车销售增长的起伏与该国家的GDP增长率呈正相关关系，销售增长的大幅变动基本出现在该国GDP增长率变动较大的情况下。



数据来源: CEIC, Euromonitor, 中金公司研究部

世界经验也表明，乘用车消费具有S曲线特征

人均GDP与汽车保有量S曲线图

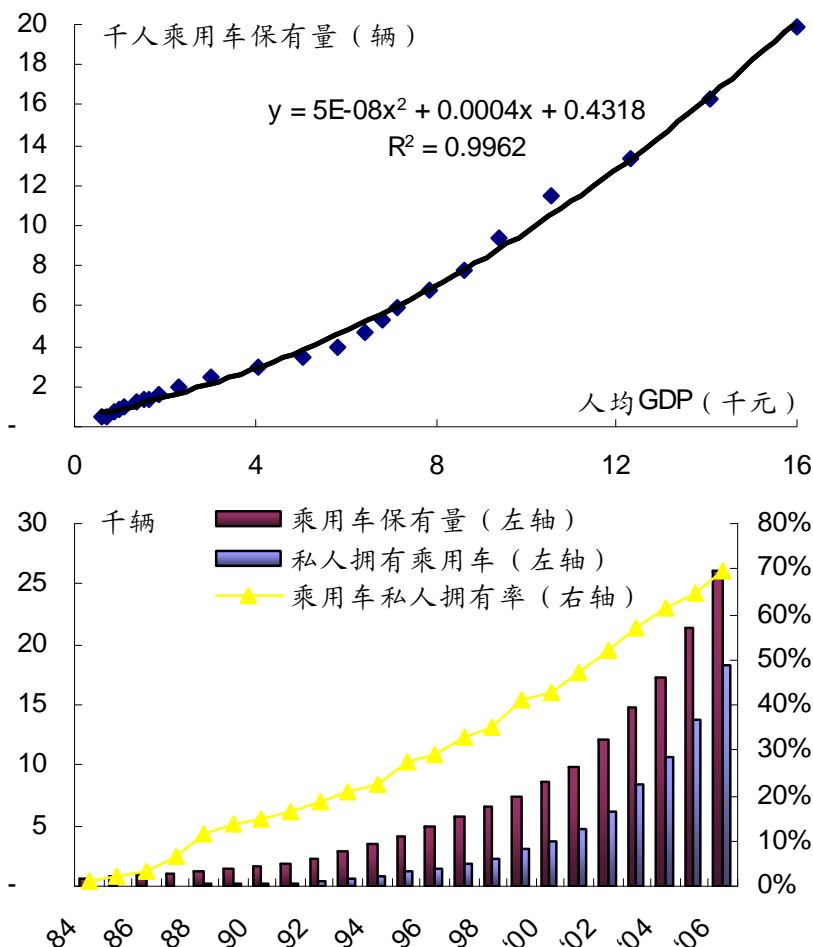


数据来源: CEIC, Euromonitor, 中金公司研究部

- 世界经验表明：当一个国家人均GDP达到1000美元左右的时候，轿车需求将会有有一个高速增长，进入起飞阶段，也就是日本、韩国模式中的第一阶段。
- 2002年，中国达到人均GDP 1000美元的水平，随后两年，轿车消费进入井喷式增长，我们认为，目前中国轿车需求已经过渡到第二发展阶段，即快速增长时期。

乘用车需求增长动力之一——经济保持快速增长

- 经济快速增长是乘用车需求的首要驱动力。右图中的回归分析表明，中国乘用车保有量和人均GDP水平高度相关。
- 近年来，私人购买已经成了乘用车消费的中坚力量。



数据来源: CEIC, 中金公司研究部

乘用车需求增长动力之二——保有量仍然很低

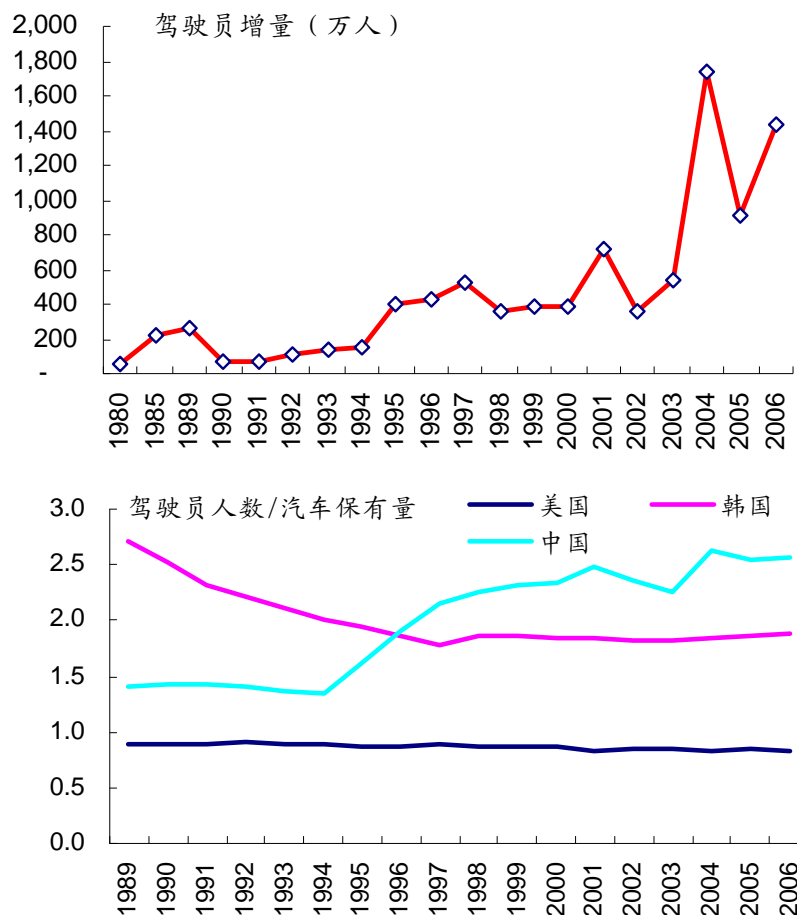
- 与日本和韩国汽车消费达到饱和时的千人保有量84辆和63辆相比，中国目前的乘用车保有量仍然远远没有饱和。
- 尤其是二、三线城市，这些城市已经达到轿车消费的起飞点1000美金，但保有量仍然处于非常低水平。

2005年	乘用车保有量 (辆/千人)	人均GDP 美元
中国	16	1,716
一级省市（大城市）		
天津	50	4,260
上海	42	6,187
北京	119	5,381
二级省市（沿海省市）		
江苏	19	2,943
浙江	29	3,297
广东	27	2,924
福建	13	2,233
辽宁	21	2,280
山东	18	2,406
三级省市（内陆省市）		
重庆	9	1,353
安徽	7	1,055
河南	11	1,356
四川	12	1,081
云南	14	938
可比国家		
香港	54	26,000
新加坡	100	26,879
韩国	231	16,444
日本	447	35,672

数据来源: CEIC, 中金公司研究部

驾驶员人数这一指标也能从一个侧面反映汽车的潜在需求

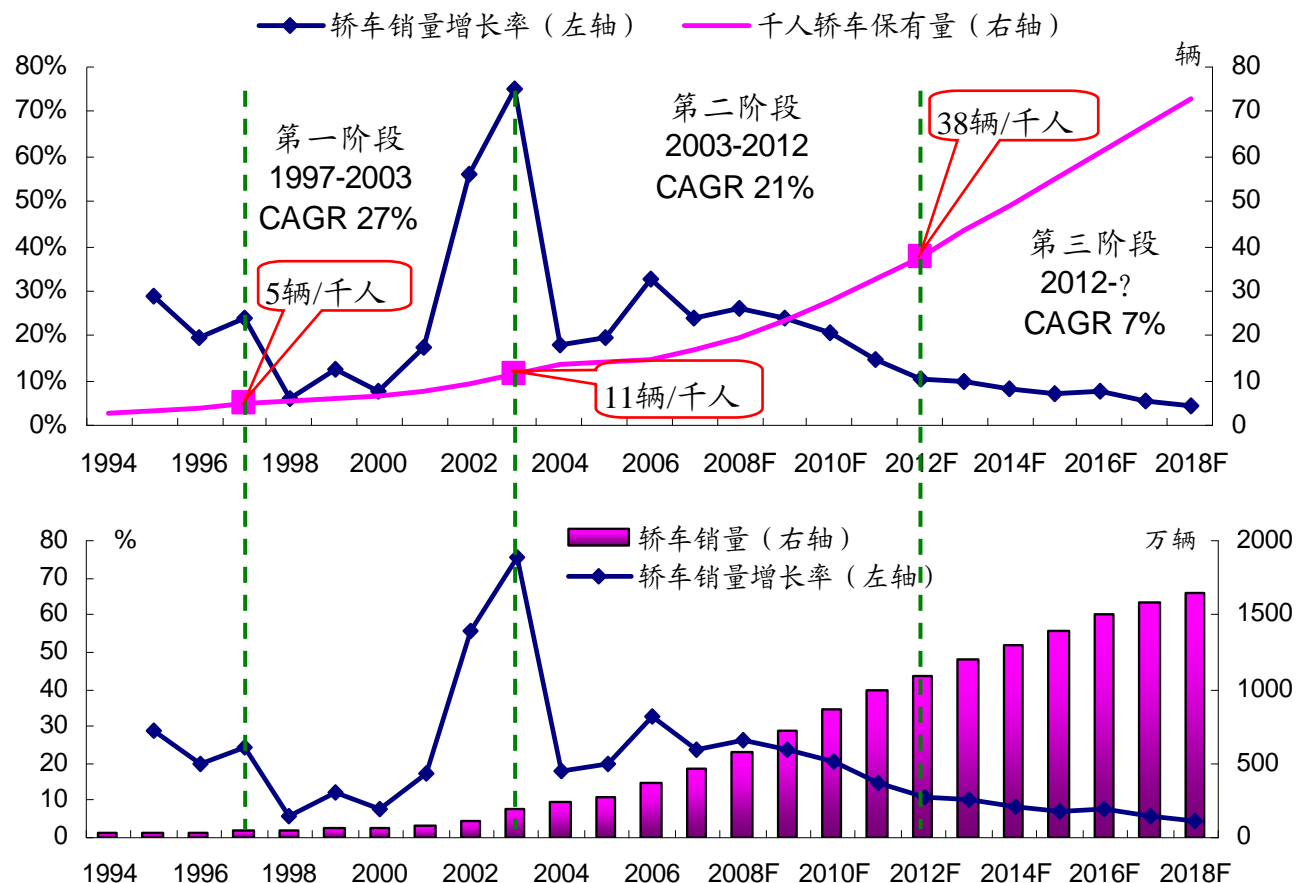
- 1994年开始，中国每年新增驾驶员人数均在400万左右，2004年达到创纪录的1,734万人，2005年增加人数下降到916万，但06年又回升到1,437万，驾驶员总人数在06年底已经达到7,102万人，而截至2006年底，我国民用汽车总保有量仅为3,690万，意味着每2.56个驾驶员才能共享一辆汽车，与其他国家相比，这一比率预示了我国汽车需求仍有相当大的潜力，比如，成熟汽车国家美国每辆车的驾驶员人数仅为0.84人，韩国从1989年轿车消费起飞时起，每车驾驶员人数逐年下降，目前每车驾驶员人数也仅为1.88人。



数据来源: CEIC, 中金公司研究部

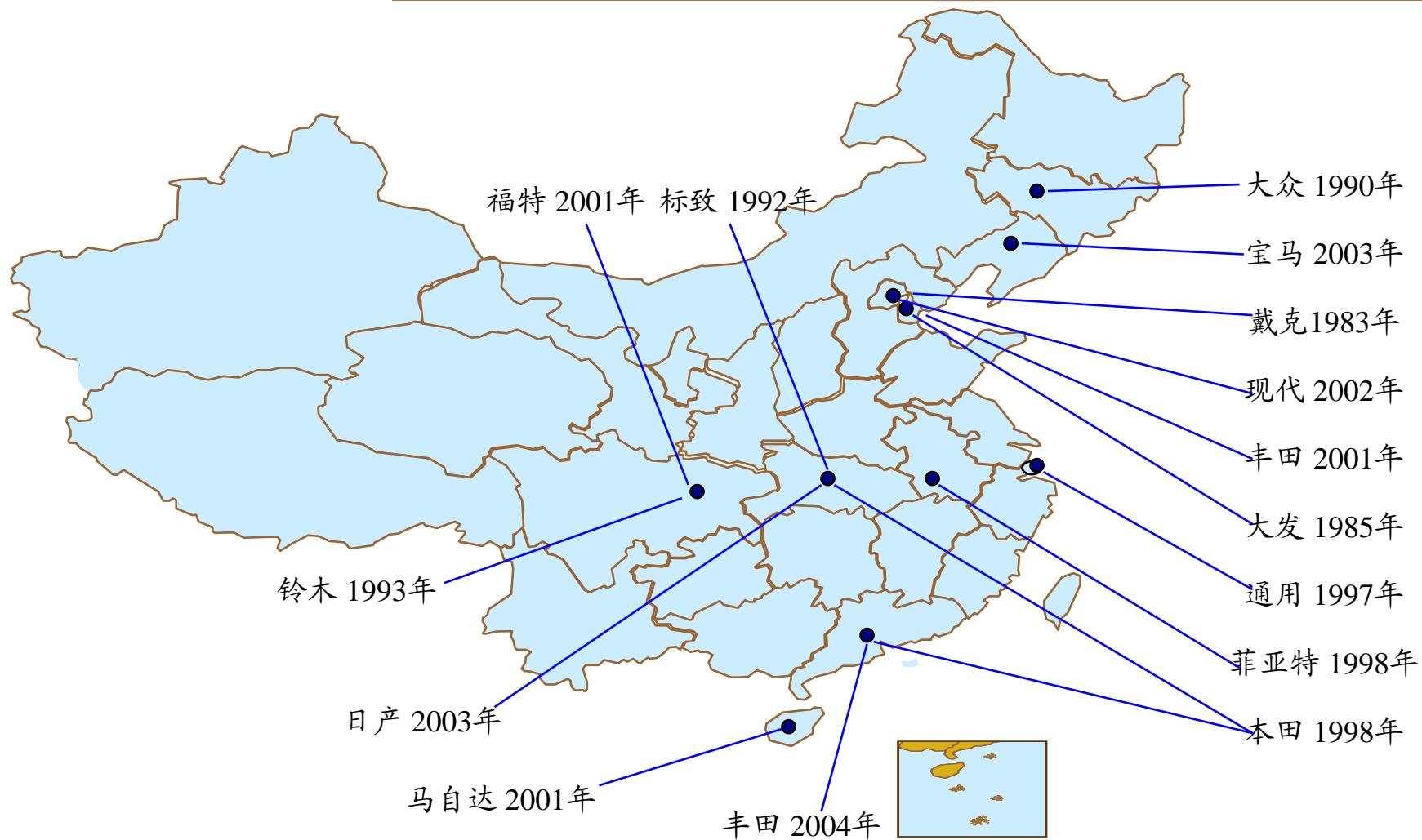
CICC中国乘用车需求预测

- 类比日本、韩国的历史经验，我们判断中国轿车消费尚处于第二阶段（2003年 - 2012年）；
- 我们预计，第二阶段中国轿车销量CAGR达到21%，到2012年，每千人汽车保有量将达到38辆，仍低于日本、韩国汽车消费饱和时的84辆和63辆的水平。



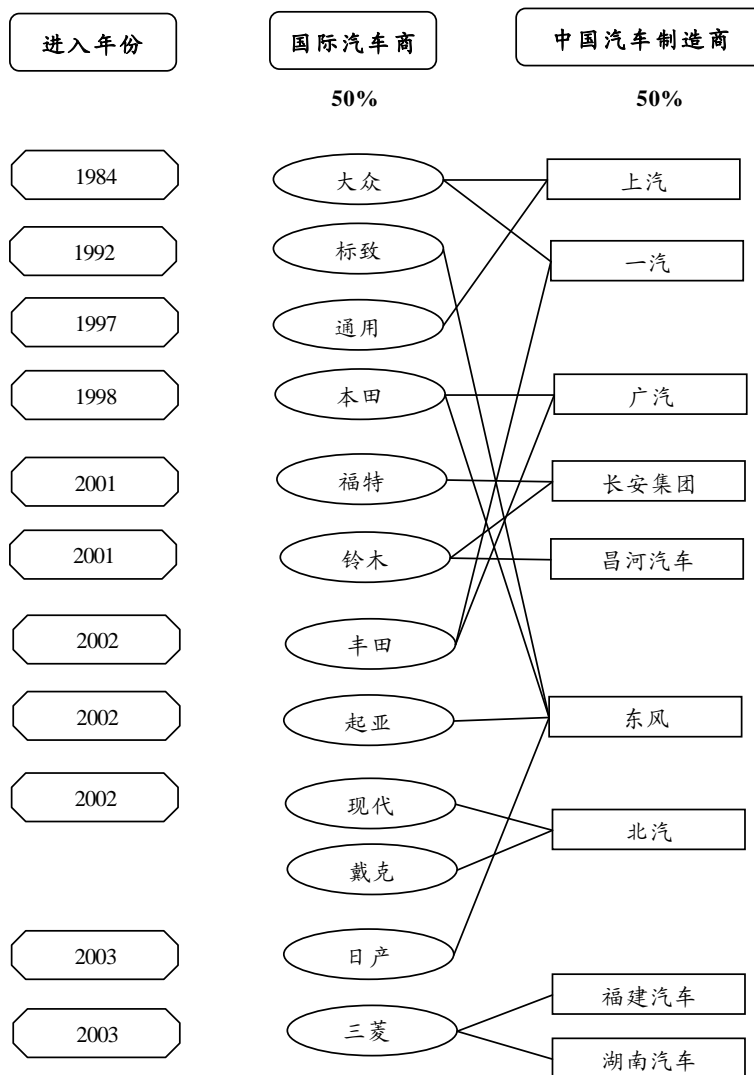
重要因素2: 市场格局

跨国公司早已在华完成布局



错综复杂的行业结构

- 在高增长的吸引下，几乎所有的跨国汽车公司都陆续进入中国，但根据中国汽车工业政策，每个外资公司在中国乘用车行业最多只能有两个中方合资伙伴，并且在合资企业里的股权比例不能超过50%，这一政策导致了中国乘用车行业错综复杂的行业结构。



合资企业在中国乘用车市场占主导地位

	汽车销量 (辆)			占全国百分比			销量增长率		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
全国	3,139,651	4,258,058	4,726,617	100%	100%	100%	25%	36%	11%
合资企业合计	2,242,632	3,032,930	3,475,858	71%	71%	74%	18%	35%	15%
上海大众	250,006	349,088	445,838	8%	8%	9%	-30%	40%	28%
上海通用	324,842	403,402	452,889	10%	9%	10%	29%	24%	12%
一汽大众	240,120	345,318	458,293	8%	8%	10%	-20%	44%	33%
北京现代	233,668	290,011	186,408	7%	7%	4%	62%	24%	-36%
广州本田	230,773	260,096	249,472	7%	6%	5%	14%	13%	-4%
一汽丰田	147,369	219,466	269,078	5%	5%	6%	66%	49%	23%
神龙汽车	140,399	205,950	207,255	4%	5%	4%	58%	47%	1%
东风日产	157,516	198,905	261,178	5%	5%	6%	159%	26%	31%
长安福特	62,925	135,571	213,129	2%	3%	5%	34%	115%	57%
东风悦达	110,008	115,000	93,307	4%	3%	2%	76%	5%	-19%
长安铃木	90,717	112,097	108,230	3%	3%	2%	-18%	24%	-3%
东风本田	26,244	63,373	81,339	1%	1%	2%	151%	141%	28%
广州丰田	-	61,254	170,294	0%	1%	4%	#DIV/0!	n.m.	178%
一汽轿车	56,100	50,460	53,994	2%	1%	1%	57%	-10%	7%
昌河汽车	27,344	45,689	52,619	1%	1%	1%	30%	67%	15%
通用五菱	26,900	40,015	32,510	1%	1%	1%	165%	49%	-19%
一汽海南	60,057	34,723	-	2%	1%	0%	13%	-42%	-100%
北汽集团	33,519	31,130	15,526	1%	1%	0%	26%	-7%	-50%
本田中国	-	24,600	43,124	0%	1%	1%	#DIV/0!	n.m.	75%
华晨宝马	-	23,735	32,249	0%	1%	1%	#DIV/0!	n.m.	36%
北京奔驰	24,125	20,305	14,664	1%	0%	0%	-19%	-16%	-28%

数据来源: 《产销快讯》, 中金公司研究部

合资企业在中国乘用车市场占主导地位

国际汽车商	国内合作公司	乘用车销量 (辆)				市场份额			
		2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
通用	上汽	262,251	351,742	391,845	485,399	10%	11%	9%	10%
丰田	一汽、广汽	88,865	147,369	280,720	439,372	4%	5%	7%	9%
福特	长安	47,119	62,925	135,571	213,129	2%	2%	3%	5%
大众	一汽, 上汽	655,124	490,126	748,720	904,131	26%	16%	18%	19%
戴-克	北汽	29,834	24,125	20,305	14,664	1%	1%	0%	0%
雷诺日产	东风	60,784	157,516	198,905	261,178	2%	5%	5%	6%
PSA	东风	89,129	140,399	205,950	207,255	4%	4%	5%	4%
本田	东风, 广汽	212,538	257,017	348,069	373,935	8%	8%	8%	8%
宝马	华晨	-	-	23,735	32,249	0%	0%	1%	1%
现代	北汽	144,090	233,668	290,011	186,408	6%	7%	7%	4%
铃木	长安, 昌河	131,153	118,061	157,786	160,849	5%	4%	4%	3%
马自达	一汽	88,946	116,157	85,183	53,994	4%	4%	2%	1%
菲亚特	南汽	26,589	33,519	31,130	15,526	1%	1%	1%	0%
起亚	东风	62,506	110,008	115,000	93,307	2%	4%	3%	2%
全国		2,514,292	3,139,651	4,258,058	4,726,617	100%	100%	100%	100%

国内集团	国外合作公司	乘用车销量 (辆)				市场份额			
		2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
上汽	大众, 通用	617,257	601,748	795,247	931,237	25%	19%	19%	20%
一汽	丰田, 大众, 马自达	477,929	503,646	649,967	807,867	19%	16%	15%	17%
东风	日产, 本田, 起亚, 标致	222,891	434,167	583,228	643,079	9%	14%	14%	14%
长安	福特, 铃木, 马自达	157,171	153,642	247,668	369,946	6%	5%	6%	8%
广汽	本田, 丰田	202,066	230,773	345,950	419,766	8%	7%	8%	9%
北汽	现代, 戴克	173,924	257,793	310,316	201,072	7%	8%	7%	4%
昌河	铃木	21,101	27,344	45,689	59,914	1%	1%	1%	1%
南汽	菲亚特	26,589	33,519	31,130	19,028	1%	1%	1%	0%
宝马	华晨	-	-	23,735	32,249	0%	0%	1%	1%
全国		2,514,292	3,139,651	4,258,058	4,726,617	100%	100%	100%	100%

重要因素3: 供给

- “如果我们现在不在中国投资所冒的风险，会比我们现在这样做（指增加投资）冒的风险更大。” - 瓦格纳
- 除了制造环节需要规模分摊固定成本以外，长期来看，只有达到一定保有量，售后服务环节的利润才能体现。国外公司还需要规模生产去分摊庞大的研发费用。

合资企业在中国积极扩产

千辆	2001	2002	2003	2004	2005	2006	07在建/拟建
上海大众	350	350	350	450	560	600	
上海通用	100	100	200	350	480	570	
一汽大众	180	180	313	350	430	660	
一汽丰田		30	50	100	220	420	
一汽夏利	150	150	150	150	200	230	
一汽海南	80	80	80	150	150	150	
一汽轿车	60	60	60	80	100	150	
神龙汽车	150	150	150	150	150	150	150
东风日产	30	50	100	150	275	395	
东风本田	-	-	-	30	30	120	50
东风悦达	20	20	100	130	130	130	300
长安铃木	100	100	100	129	200	200	
长安福特	-	-	50	100	200	250	
广州本田	50	50	120	240	240	360	
广州丰田	-	-	-	-	-	200	60
北京奔驰	100	100	100	100	100	100	
北京现代	-	-	100	150	300	300	
金杯汽车	50	50	50	50	50	100	
华晨宝马	-	-	30	30	30	41	
吉利汽车	100	150	150	200	200	200	
奇瑞	50	100	100	225	350	350	
南京菲亚特	30	60	100	100	100	100	
东南汽车	60	60	60	80	150	150	

数据来源：《产销快讯》，中金公司研究部

合资企业产能利用率比较

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
上海大众	66%	86%	113%	79%	42%	58%
上海通用	28%	111%	101%	72%	46%	47%
一汽大众	73%	115%	95%	86%	57%	53%
一汽丰田	n.a.	7%	99%	89%	65%	52%
一汽夏利	47%	64%	76%	87%	96%	88%
一汽海南	5%	23%	68%	44%	49%	56%
一汽轿车	28%	44%	86%	63%	59%	39%
神龙汽车	35%	57%	69%	59%	94%	101%
东风日产	58%	82%	65%	41%	60%	51%
东风本田	n.a.	n.a.	n.a.	35%	85%	55%
东风悦达	31%	104%	51%	48%	85%	88%
长安铃木	43%	65%	100%	85%	47%	56%
长安福特	n.a.	n.a.	35%	47%	30%	55%
广州本田	102%	118%	98%	84%	96%	73%
广州丰田	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31%
北京奔驰	5%	9%	20%	30%	25%	20%
北京现代	n.a.	n.a.	52%	96%	77%	97%
华晨宝马	n.a.	n.a.	15%	29%	32%	63%
南京菲亚特	21%	39%	37%	27%	33%	31%
东南汽车	26%	29%	89%	51%	30%	28%
乘用车	44%	65%	78%	65%	58%	62%

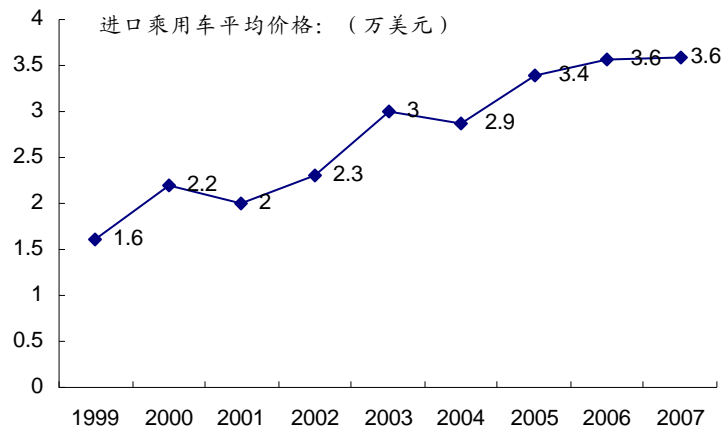
数据来源:《产销快讯》, 中金公司研究部

进口对国产车的冲击已经很小

- 2006年7月关税已降低到25%的最低水平，进口车对国产车基本上已经没有太大冲击。一方面，在本地化生产成为潮流的中国市场，外资不会继续出口已国产的车型；另一方面，综合关税还达到50%以上的较高水平。目前进口乘用车占到总销量的9%，主要集中于大排量豪华车型，与国产车形成不同市场的错位竞争。

		2001年1月	2002年1月	2003年1月	2004年1月	2005年1月	2006年1月	2006年7月
关税税率 (%)	<3L	70	43.8	38.2	34.2	30	28	25
	>=3L	80	50.7	43	37.6	30	28	25
关税降幅 (%)	<3L		26.2	5.6	4	4.2	2	3
	>=3L		29.3	7.7	5.4	7.6	2	3
配额 (US\$ 十亿)		6	8	每年递增15%			取消配额	

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
进口乘用车销量 (辆)	68,678	100,211	121,489	288,459	420,406	337,523	314,160
占乘用车总销量比 (%)	10	9	6	9	11	7	5



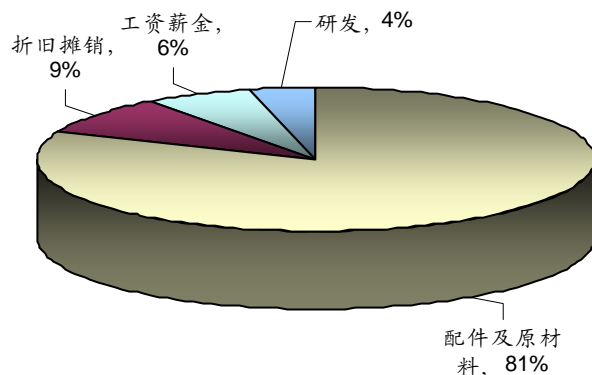
数据来源: 《产销快讯》, 中金公司研究部

重要因素4：价格和利润率趋势

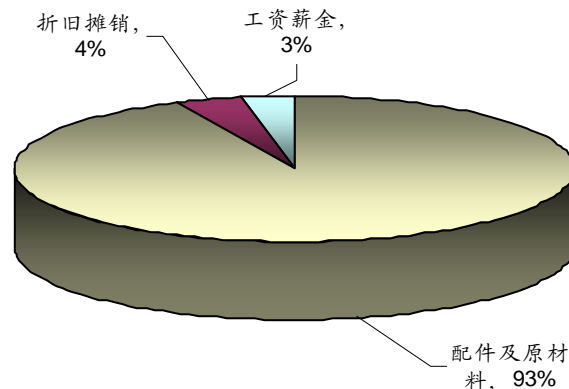
- 市场普遍认为，产能利用率下降将带来价格战，从而导致整个行业的利润率下滑。但我们通过对比国内和国际汽车公司的成本结构，发现，对于中国汽车公司而言，固定成本例如折旧、摊销以及研发费用占总成本费用的比例非常低，很多公司产能利用率处在较低水平但盈利能力一样很高，因此，除非汽车公司不惜牺牲利润来获得市场份额，否则，产能利用率低并不是其降价的原动力，我们认为，中国汽车公司降价的原动力来自库存，这一点从过去两年的库存水平和价格走势可以得到验证。

不用过于担心中国汽车行业的产能利用率问题

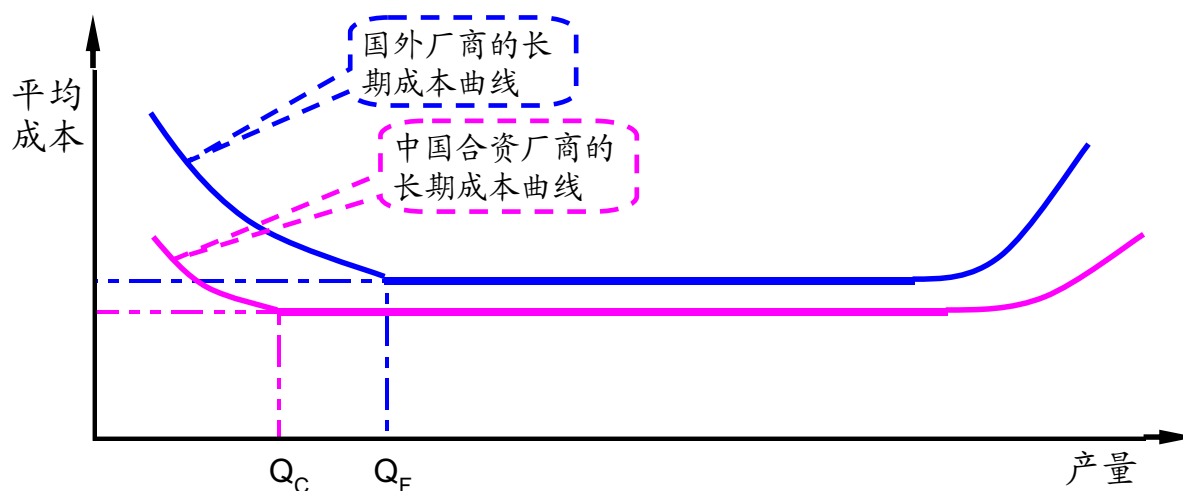
国外汽车公司的成本结构



中国汽车公司的成本结构



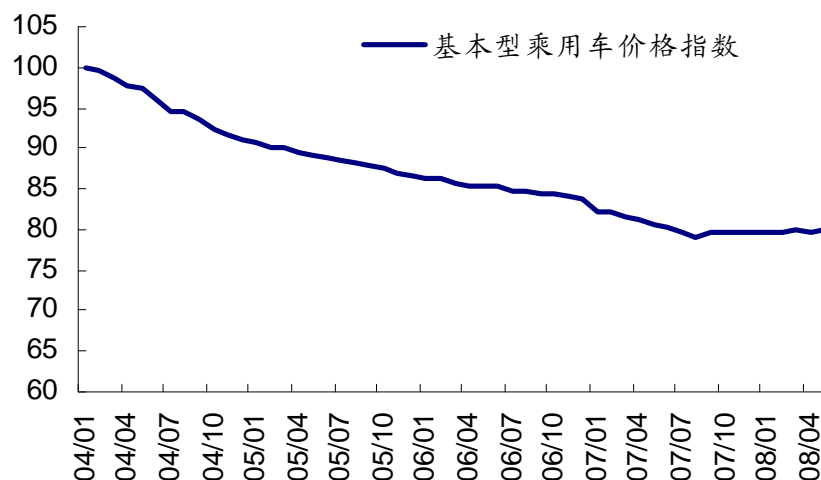
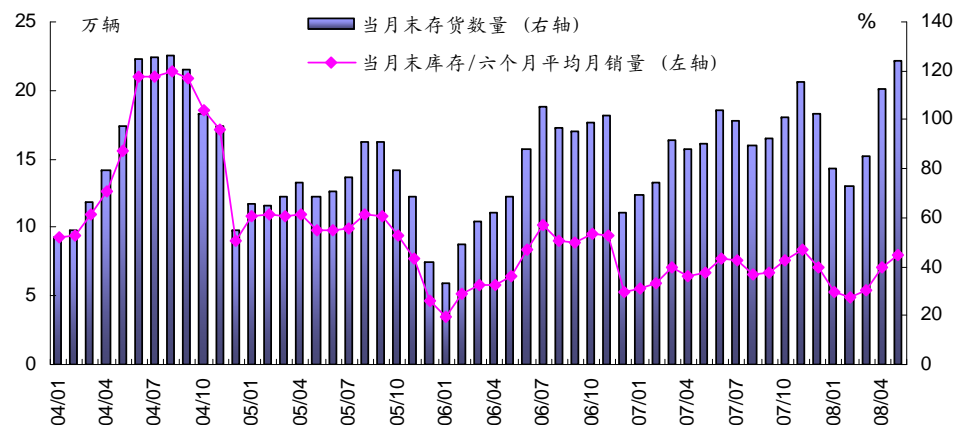
中外汽车公司长期成本曲线比较



- 中国汽车公司的成本结构中，变动成本占比更高；
- 中国OEM厂商在享受外资股东规模经济性的溢出，因此盈亏平衡点远低于国外厂商；
- 不能简单用国外厂商的产能利用率来评判国内OEM厂商的规模经济性。

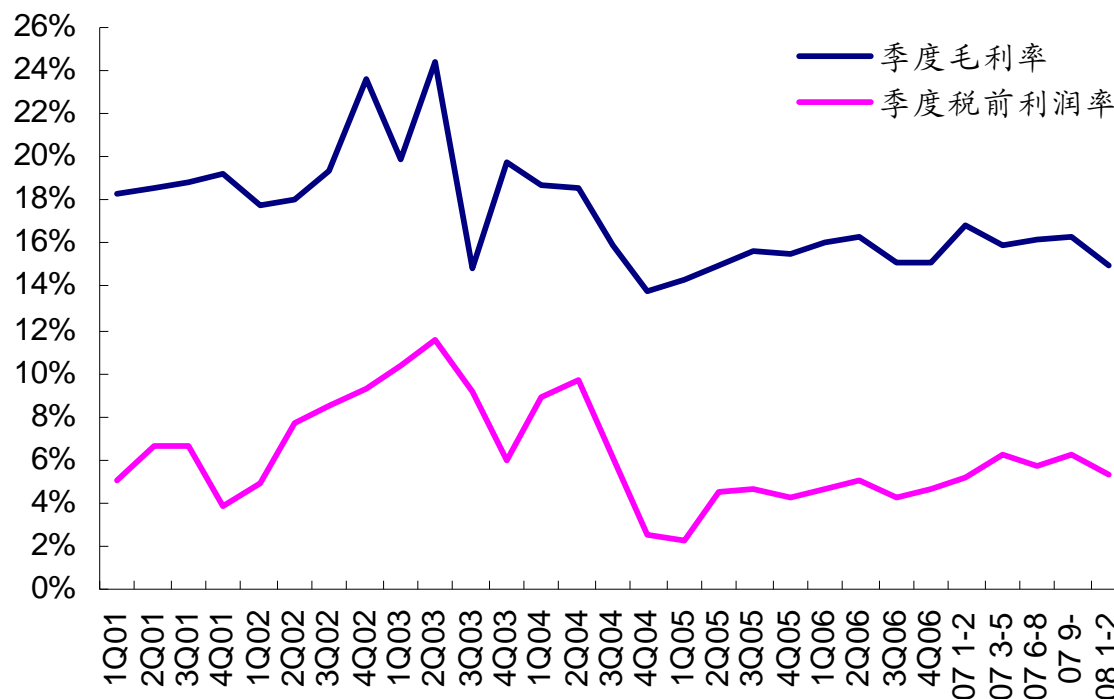
过去两年中国乘用车行业库存及价格走势

- 行业累计库存持续上升，但是库存周转率维持在1.5左右的合理水平。
- 从2005年开始，厂商开始实行以销定产的订单式生产模式，有效控制了库存，行业恶性价战不再发生，06年至今的价格下滑部分原因是产品结构的变化，即小排量所占地比例越来越大。



重要因素4：价格和利润率趋势

- 2004年行业利润率水平大幅度回落，2005年初开始稳步回升；
- 2006下半年销量快速增长带来的规模经济性与降价基本相抵，利润率保持平稳。



数据来源：华通人，中金公司研究部

重要因素4: 价格和利润率趋势

- 中国汽车行业的暴利时代已经过去，目前国内主流轿车厂商的单车净利润仅为4,447元，净利润率为4.0%。

人民币(元)	单车价格	单车毛利	单车净利润	净利润率
通用	147,130	7,013	-2,693	-1.8%
福特	169,529	-6,580	-17,247	-10.2%
大众	172,856	20,879	2,317	1.3%
丰田	165,020	30,696	10,396	6.3%
本田	159,598	43,298	6,432	4.0%
日产	163,946	38,248	14,025	8.6%
戴-克	291,569	49,931	4,735	1.6%
现代	124,344	25,193	4,805	3.9%
标志	168,187	31,762	-664	-0.4%
宝马	34,766	7,055	1,528	4.4%
国内厂商	112,444	17,609	4,447	4.0%

数据来源: 公司年报, 中金公司研究部

国内外车价比较

车型	生产厂家	国内零售价 (万人民币)	国外零售价 (万人民币)	估算进口车价 (万人民币)	国内外零售价格差异	国内价格与进口价格的差异
奥迪A6	一汽大众	68.9	35.8	46.4	93%	48%
宝马530i	华晨宝马	64.5	37.4	49.5	72%	30%
奥迪A4	一汽大众	32.0	24.8	34.6	29%	-7%
马6 2.3L	一汽轿车	20.7	21.8	29.4	-5%	-30%
雅阁3.0	广州本田	28.4	19.8	26.2	43%	8%
雅阁2.4	广州本田	21.4	17.2	23.3	24%	-8%
帕萨特	上海大众	17.7	17.8	24.9	-1%	-29%
伊兰特	北京现代	10.7	11.6	16.2	-7%	-34%
花冠	一汽丰田	16.0	11.3	15.8	42%	1%
福克斯	长安福特	14.3	11.8	16.4	21%	-13%
波罗1.6T	上海大众	11.5	17.8	24.9	-36%	-54%
波罗1.4T	上海大众	10.0	16.5	23.5	-40%	-58%
标志307	东风标志	13.1	20.4	28.5	-36%	-54%
思域	广州本田	16.0	13.7	19.1	17%	-16%
飞度	广州本田	11.0	11.2	15.6	-2%	-30%
高尔夫	一汽大众	13.3	21.2	29.5	-37%	-55%

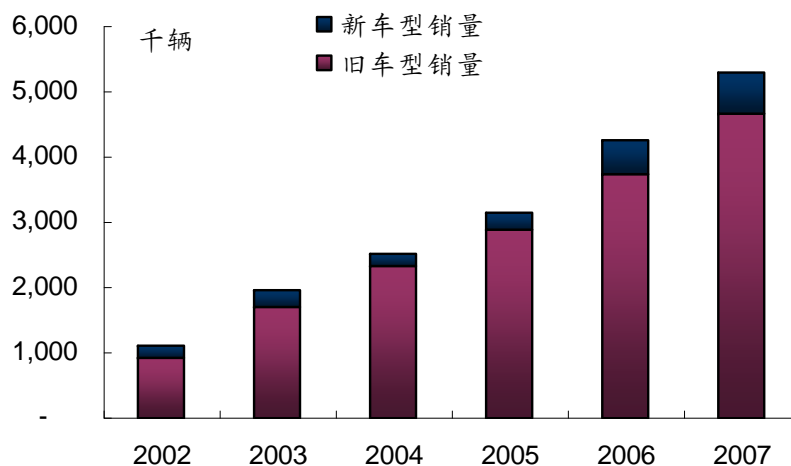
数据来源：雅虎车市，中金公司研究部

- 中低端车型的国内售价基本上与国际接轨，甚至出现倒挂，这有利于消除消费者的持币待购心理。

如何挑选中国乘用车公司？——新产品和成本控制力

- 截至目前，中国消费者大多属于第一次购车，虽然对品牌因素有所考虑，但还没有完全建立品牌忠诚度。因此，现阶段决定中国轿车公司竞争力的关键仍在于新产品和成本控制能力。新产品是决定公司销量增长的关键。

中国轿车行业开始“喜新厌旧”



数据来源：《产销快讯》，中金公司研究部

新产品是中国车企竞争的一大法宝

02~06年推出的主要新车型

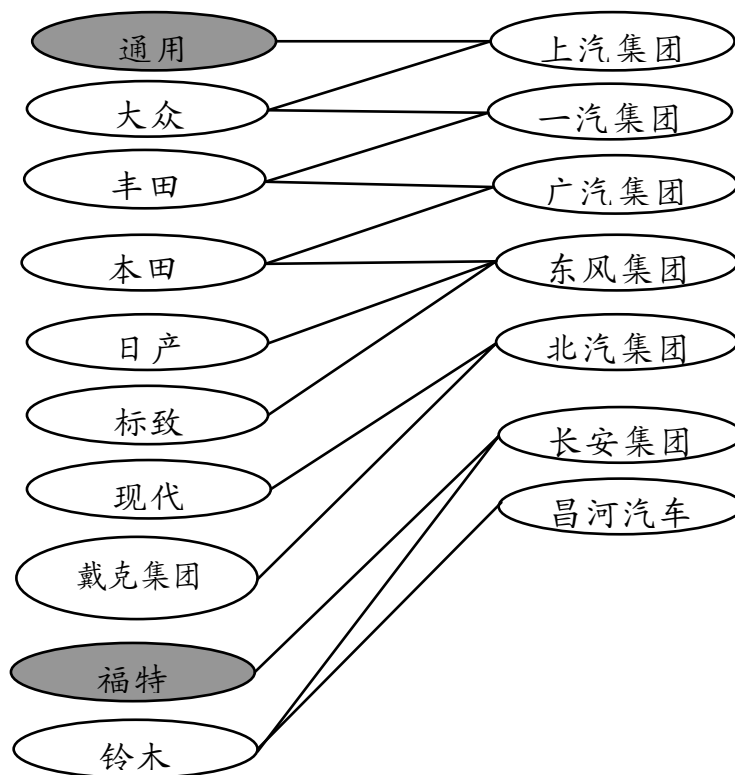
2002	2003	2004	2005	2006	2007
波罗	飞度	途安	凯旋SUV	奇瑞A5	奇瑞A1
千里马	嘉年华	花冠	荣御	众泰	一汽威志
SRV	马自达6	海域	皇冠	标致206	大发森雅
宝来	凯越	威乐	开迪	力帆520	起亚锐欧
奥德赛	奥迪A4	标致307	雪佛兰景程	中兴无限	华泰海迅
爱丽舍	高尔	天籁	颐达	君越	华泰海锋
威驰	伊兰特	远舰	自由舰	雅绅特	江铃风华
索纳塔	宝马3/5	嘉华	雨燕	骏捷	马自达2
别克君威	阳光	欧蓝德	陆风X6	凯旋	大众CrossPolo
	高尔夫	爱绅	SCEO	乐风	铃木雨燕1.5L
	威姿	威利卡	途胜	翱龙CUV	铃木新羚羊
	赛纳	蒙迪欧	雪佛兰乐骋	驭虎	丰田卡罗拉
	旗云	赛弗	骐达	思迪	别克凯越旅行车
	QQ	本田CRV	赛拉图	速腾	斯柯达明锐
	东方之子		江南精灵	思域	日产颐威
	周末风		御翔	现代伊兰特两厢	长安杰勋
	路宝		福克斯	凯美瑞	铃木天语
	爱迪尔		I3	金刚	风行景逸
	菱帅		锐志	蓝瑟	马自达3 1.6L
	帕拉丁		豹风	奇瑞V5	海马3
	陆地巡洋舰		帕萨特领驭	沃尔沃S40	雪佛兰新景程
	特锐		普锐斯	奔腾	新标致307
	霸道(普拉多)		凯迪拉克SRX	轩逸	荣威750
			奔驰E级	派朗	大众迈腾
			瑞虎	远景	名爵MG-7
			新雅途	圣达菲	江淮宾悦
			赛豹	雪铁龙C2	福特蒙迪欧致胜
			阁瑞斯	威志	日产天籁 御
			祺祺	克莱斯勒300C	马自达6轿跑
			红亚纳	红旗HQ3	新凯迪拉克
				骏逸	别克林荫大道
				奔奔	新宝马5
				戈蓝	奔驰E230
				天语SX4	起亚狮跑
				凯迪拉克SLS	东风途逸
					日产轩逸
					东风奥丁
					江淮瑞鹰
					本田新CRV
					全新兰德酷路泽
					道奇凯领
					长丰猎豹CS6
					福特S-MAX
					克莱斯勒大捷龙
					长城嘉誉MPV

数据来源：新浪汽车，《产销快讯》，中金公司研究部

注：新车推出时间主要是以全面上市为基准

在产品依赖合资外方的情况下，谁的新产品推出潜力更大

中国轿车行业合资框架



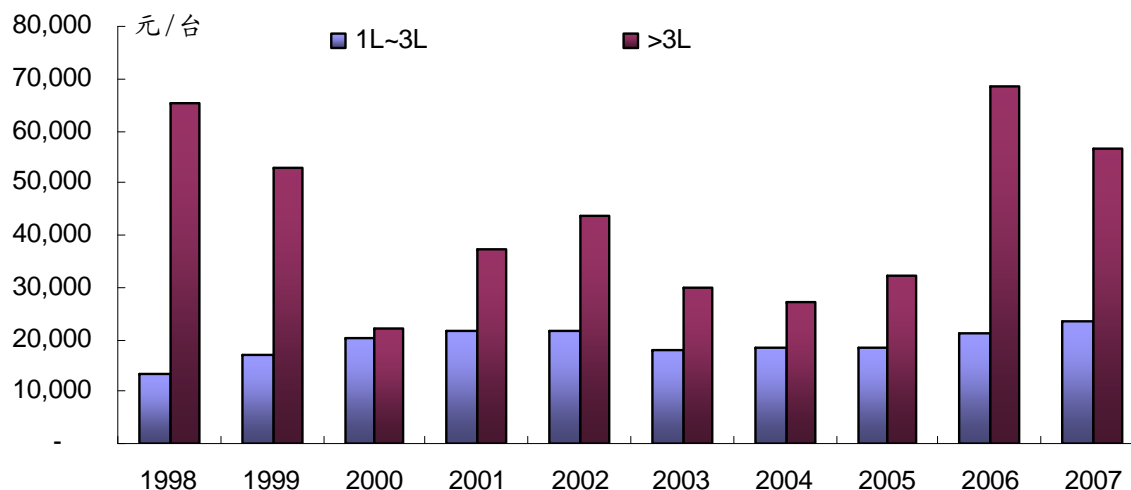
- 国内合资轿车厂商几乎没有新产品研发，车型均依赖与从外方合作伙伴处引进
- 作为外资在中国的唯一轿车生产基地，上海通用、长安福特，东风日产，东风标志雪铁龙在新产品推出方面的潜力更大。

资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

提高国产化率是降低成本的最有效方式 - 以发动机为例

- 以 2.0L 排量发动机为例，国产价格2万元左右，而进口发动机加上关税、增值税后基本在3万到4万之间，欧洲发动机价格更是达到4万元以上
- 以单车价格18万，毛利率22%估算，仅发动机国产一项，就能降低成本14%。

进口发动机价格



数据来源：《产销快讯》，中金公司研究部

谁的成本降低空间最大？ - 国产化率比较

上市公司国产化率比较

●国产化率
越低，成本
降低的空间
越大。

	1.0升以下	1.0-2.0						2.0-2.5		2.5以上	
上海通用		赛欧	凯越	景程	乐骋	乐风		君威	GL8	凯迪拉克	荣御/林荫大道
		59%	75%	45%	45%	45%		70%	70%	<40%	40%
上海大众		桑塔纳	帕萨特	波罗	高尔	途安	明锐				
		100%	85%	85%	85%	30%	50%				
上海汽车								荣威			
								80%			
广州本田		飞度	思迪						雅阁	奥德赛	
		90%	>90%						>90%	80%	
长安福特		嘉年华	马自达3					福克斯	蒙迪欧	S-MAX	S40
		60%	40%					60%	60%	30%	40%
长安铃木	奥拓	羚羊	雨燕	天语							
	99%	98%	82%	60%							
天津夏利	老夏利	威姿	威乐	威志							
	99%	60%	80%	60%							
一汽丰田		威驰	卡罗拉					花冠		皇冠	锐志
		80%	84%					50%		60%	76%
一汽轿车								红旗	马自达6		
								90%	41%		
华晨汽车								中华	宝马		
								90%	40%		
东风有限		骐达	颐达	阳光	轩逸	骊威	骏逸	蓝鸟	天籁		帕拉丁
		>60%	>60%	52%	>40%	70%	70%	55%	55%		50%
东风神龙		富康	爱丽舍	标志307	标志206	凯旋	C2	毕加索			
		95%	95%	75%	90%	80%	80%	42%			
东风本田		思域						CRV			
		75%						50%			

数据来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

乘用车上市公司财务情况比较

2007年 (人民币: 百万元)	一汽轿车 000800 CH	长安汽车 000625 CH	一汽夏利 000927 CH	上海汽车 600104 CH	骏威汽车 203 HK	华晨汽车 1114 HK	东风汽车 489 HK	吉利汽车 175 HK
利润表								
主营业务收入	13,618	13,722	7,803	104,084	863	14,149	59,318	128
同比增长 (+/-)	21.7%	12.9%	-9.9%	433.1%	6.3%	34.9%	22.9%	0.7%
主营业务利润	701	687	162	5,575	83	199	n.a.	n.a.
同比增长 (+/-)	74.8%	37.6%	-50.8%	281.4%	44.7%	-126.5%	n.a.	n.a.
净利润	553	667	247	4,635	2,170	97	3,770	295
同比增长 (+/-)	99.9%	28.4%	2.9%	241.8%	-4.5%	-124.4%	81.2%	40.5%
资产负债表								
总资产	9,571	14,353	6,936	101,815	11,836	16,870	52,197	2,848
总负债	3,733	6,665	3,534	58,809	182	10,611	31,798	364
所有者权益	5,783	7,573	3,380	37,385	11,577	6,050	17,713	2,286
少数股东权益	55	115	22	5,622	78	210	2,686	198
现金流量表								
现金净变动	-625	-217	-262	2,119	1,126	-95	1,444	723
财务比率								
每股收益	0.340	0.340	0.155	0.708	0.289	0.027	0.438	0.060
同比增长 (+/-)	99.9%	25.9%	2.9%	99.4%	4.6%	-509.8%	-44.8%	-15.1%
市盈率	31.2	19.6	30.2	13.7	10.0	41.3	6.6	15.2
市净率	2.8	1.7	2.2	1.7	1.9	0.7	1.4	2.0
净资产收益率	9.8%	9.2%	6.7%	13.5%	18.7%	1.6%	23.6%	18.1%
现金分红收益率	1.9%	0.0%	1.1%	2.2%	4.6%	0.0%	1.5%	1.4%
资产负债率	39.0%	46.4%	51.0%	57.8%	1.5%	62.9%	60.9%	12.8%
总负债/所有者权益	163.9%	186.7%	203.9%	236.8%	102.2%	278.9%	294.7%	124.6%

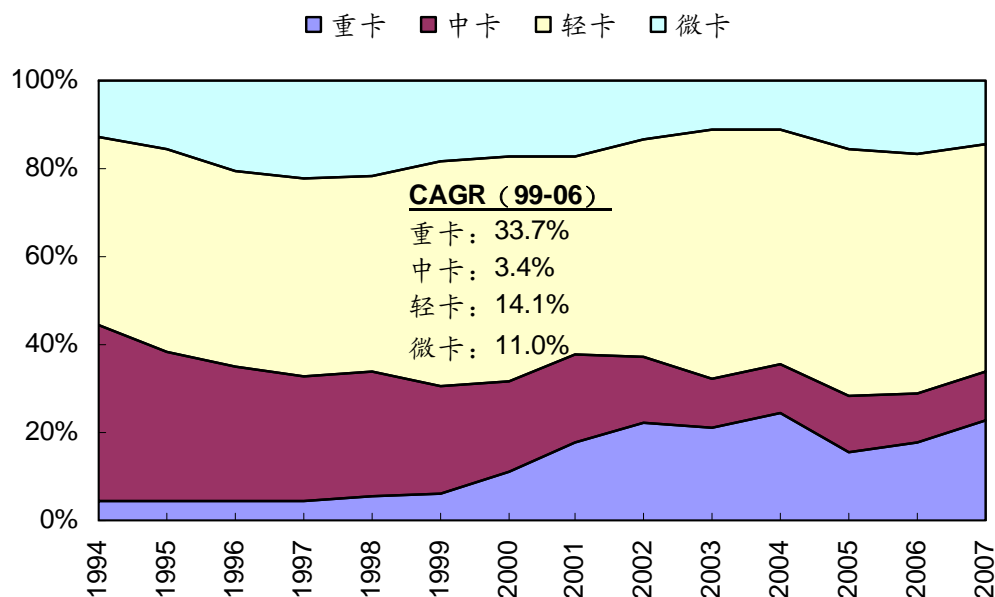
数据来源: 公司年报, 中金公司研究部

子行业介绍 - - - 卡车行业

需求在发生结构性变化

●从国内卡车市场需求来看，两极分化明显：重卡、轻卡需求增长迅速，所占比重也不断增长，中卡、微卡需求日益萎缩。

●经历2005年重卡比例下降后，06、07年重卡销量占比迅速上升。

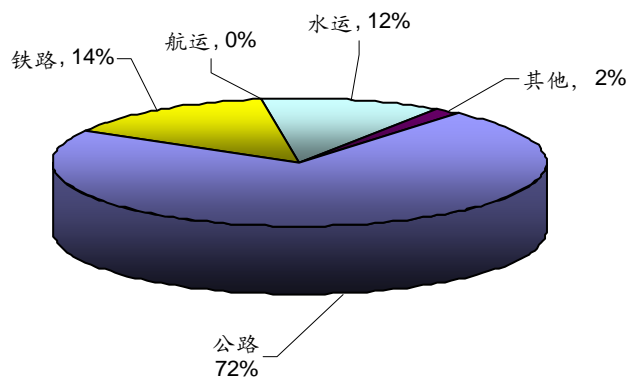


数据来源：《中国汽车工业年鉴》，中金公司研究部



中国公路运输业快速发展

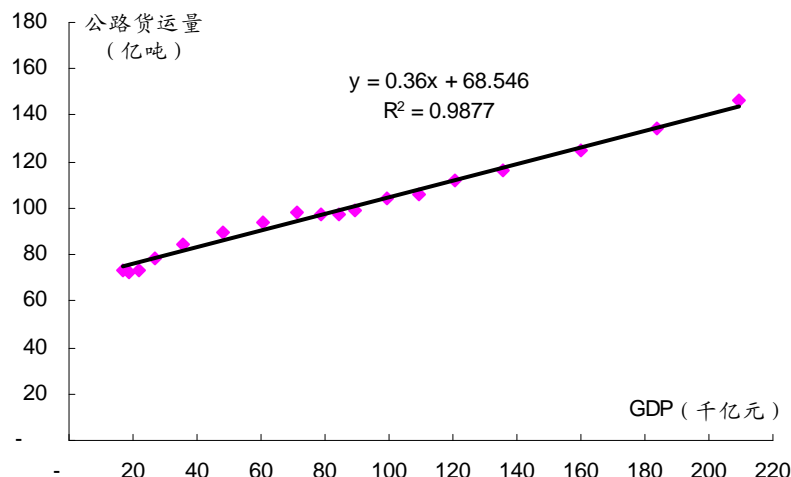
按货运量货物运输方式细分（2006年）



●中国是世界上公路运输最具发展潜力的一大市场。80年代初，公路运输首次超过铁路，成为最大的货物运输形式。截至2006年，公路货运量达到146亿吨，占到总货运量的72.2%。

●公路运输业快速发展的背后是整个宏观经济持续稳定的发展所带来的内在动力。作为商用车类别的重型卡车大多用于经营或者商务用途，具有生产资料的属性，决定其发展与国民经济发展息息相关。

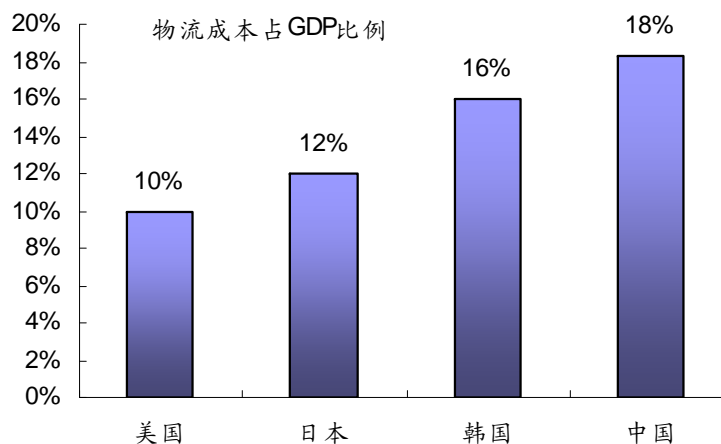
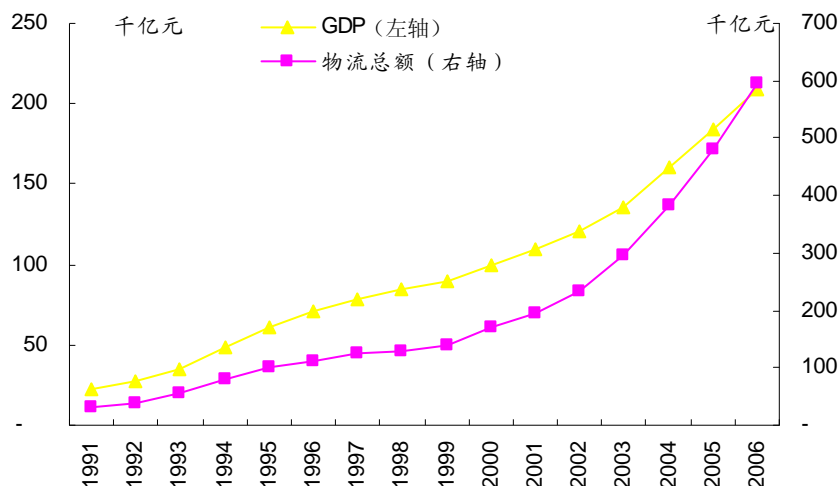
公路货运量与GDP线性相关（1989-2006）



物流业在快速发展，但物流成本偏高

●近6年来，中国物流业开始起步，并步入快速发展期。如下图1所示，1991年到2006年，全国社会物流货物总额从3万亿元，上升到59.6万亿元，增长18.7倍，复合增长率22%

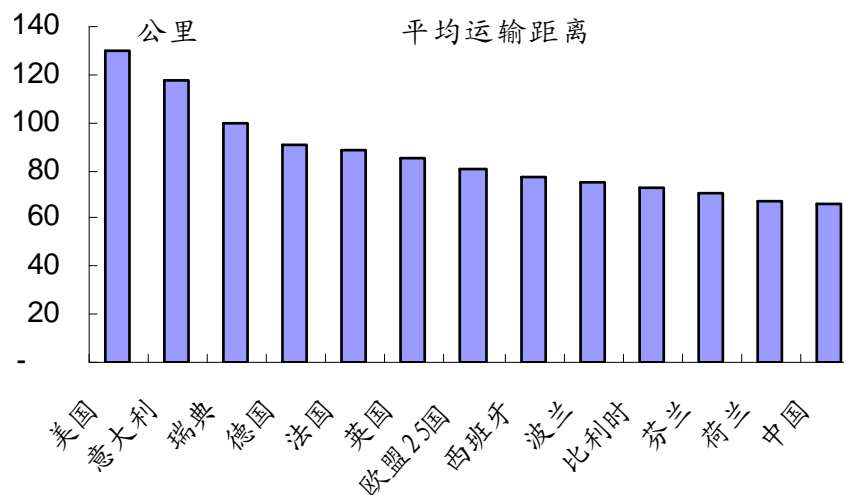
●但以国际社会通行的物流成本占GDP比重这一指标来衡量，中国的物流行业总水平仍然相当低。如下图所示，一般发达国家物流水平约为GDP的10%左右，日本是12%，美国是10%，中等发达国家，如韩国约为16%，而中国的物流比重指标2006为18%，明显滞后。



数据来源: CEIC, 中金公司研究部

物流成本高的原因在于运输工具的落后

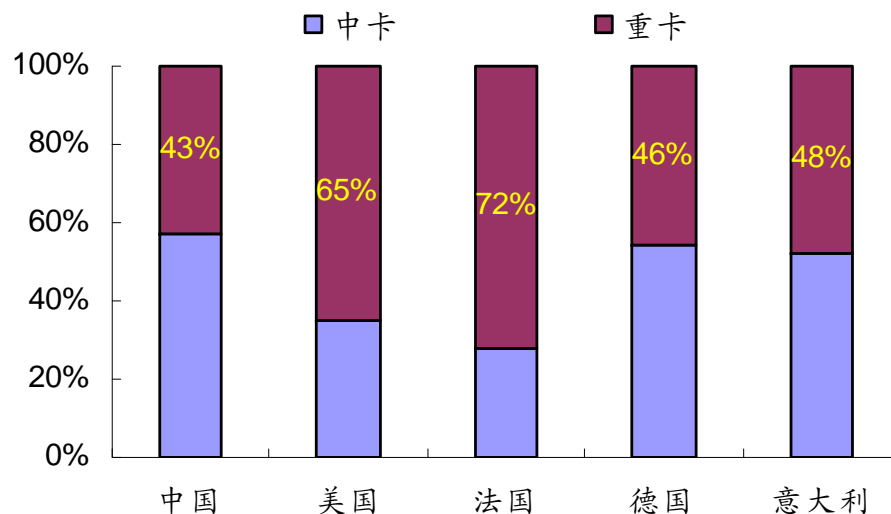
●从目前物流成本的细分来看，影响中国物流成本居高不下的，主要是运输成本和相应保管成本太高，中国还没有形成综合运输体系，特别是多式联运，而且运输工具空载率高、装备水平差。但同时，中国公路运输效率低下也是一个不争的事实。2002年，交通部曾对全国卡车每次运输的平均距离进行调查，结果显示仅为61公里。而在欧美发达国家这一指标通常是90公里以上。



数据来源：CEIC，Eurostat，中金公司研究部

物流成本高的原因在于运输工具的落后

中国公路运输效率低下的一个重要原因即中国货运公司的设备配置极不合理，中卡、轻卡占据了货运市场运输工具的80%以上。这种车装载量小，资源消耗多，装备质量差，效率非常低。截至2006年，我国重卡保有量才达到174万辆左右，仅占到整个货车保有量的17.6%。在中重卡保有量中，我国重卡所占的比例也只有43%，与发达国家相比，有很大的差距。



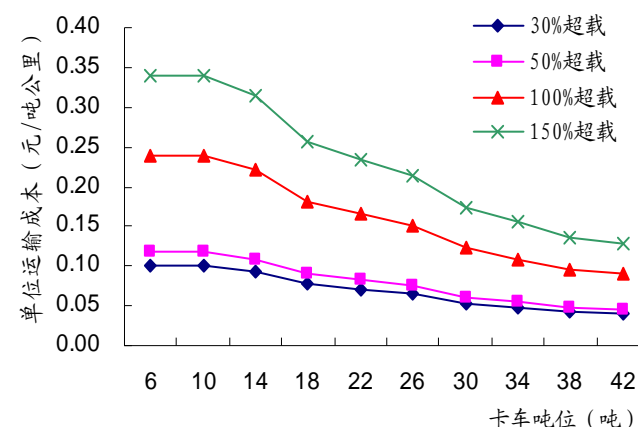
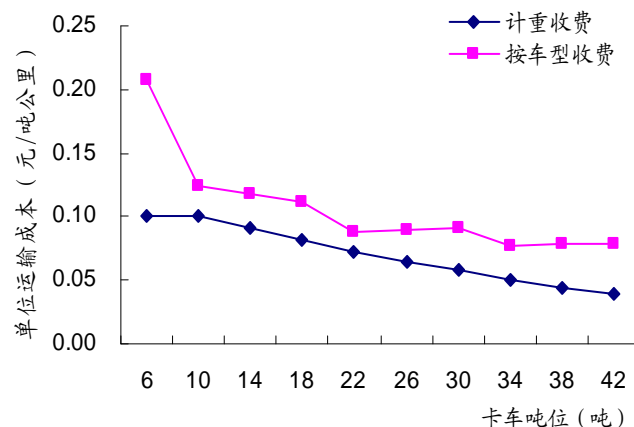
数据来源: CEIC, BTS, NAFAC, , 中金公司研究部

计重收费成为推动中重卡产品结构转移的推动力

计重收费促使产品结构调整：中卡向重卡转移，普通吨位向大吨位转移

■计重收费使得中卡相对于重卡不经济；

■计重收费使得超载变得不经济，大吨位重卡的经济性优势因此凸显。

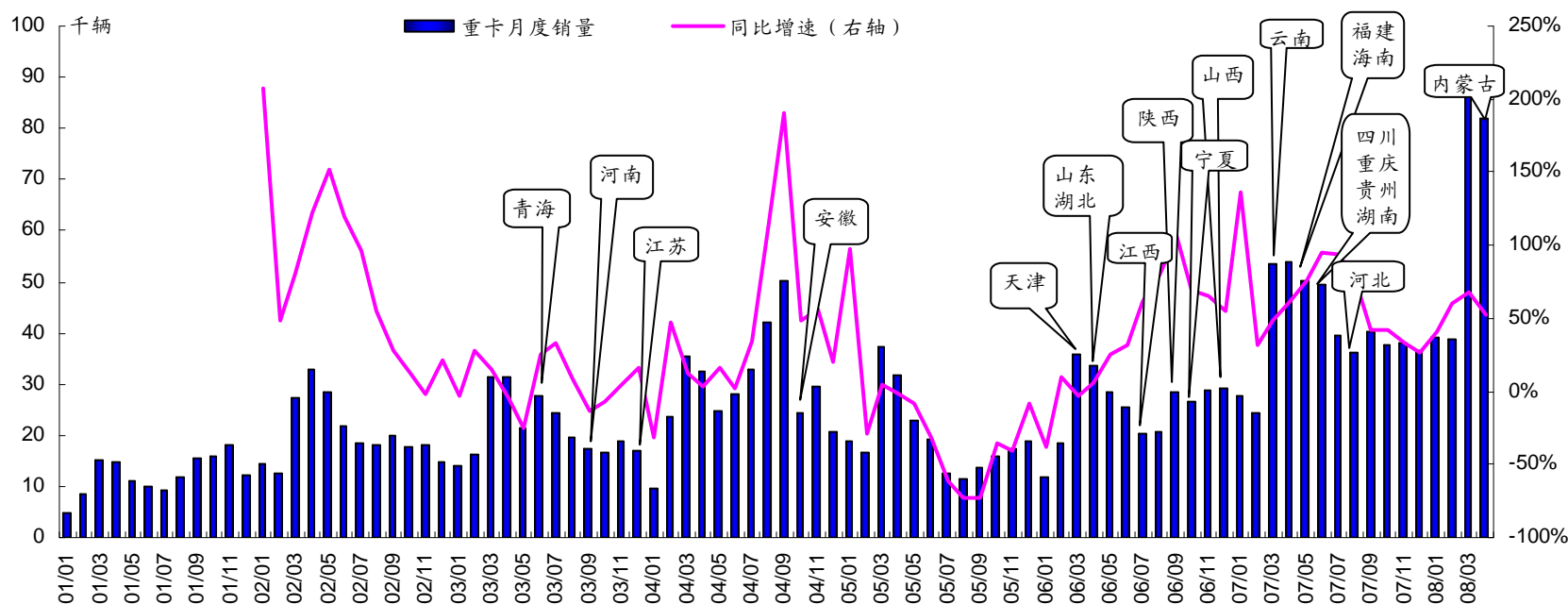


实施计重收费省份及进度：2006至2007年较多省份实施计重收费

2003	2004	2006	2007	2008计划	尚未计划
江苏	安徽	天津	云南	黑龙江	新疆
河南		山东	福建	吉林	甘肃
青海		湖北	海南	辽宁	上海
		江西	四川	广西	北京
		陕西	重庆	广东	
		宁夏	贵州	浙江	
		山西	湖南	西藏	
			河北		
			内蒙古		

计重收费成为推动中重卡产品结构转移的推动力（续）

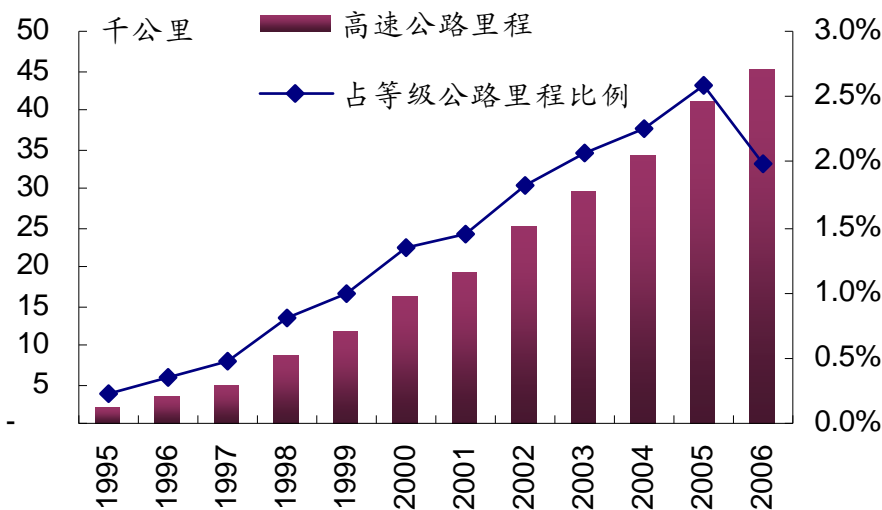
实施计重收费对后续月度的重卡销量具备促进作用



数据来源：《产销快讯》，中金公司研究部

高速公路通车里程持续增长为重卡应用提供保障

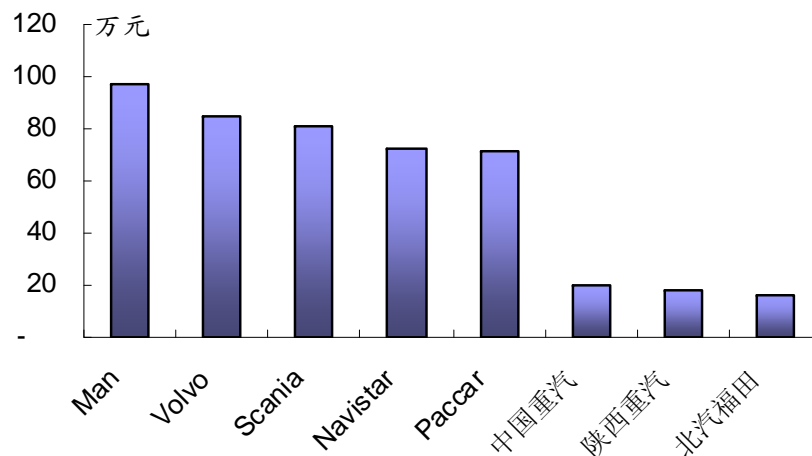
●公路网络的不断完善为重卡发展提供了基础条件，未来中国物流的主体仍将是公路运输为主，随着在政府大力支持下我国物流业的进一步快速发展，大型物流企业的逐渐形成，多式联运模式的形成势必也将引起我国公路运输模式的变革。中国公路运输的发展模式必将从低吨位、低完好率、低速的中型卡车向高吨位、高完好率、高速的重型卡车发展。



数据来源: CEIC, 中金公司研究部

中国重卡出口前景广阔

- 与轿车行业不同的是，目前中国重卡产品与国外产品价格倒挂现象非常突出，在国际市场，尤其是发展中国家，中国重卡具有相当强的价格竞争力。

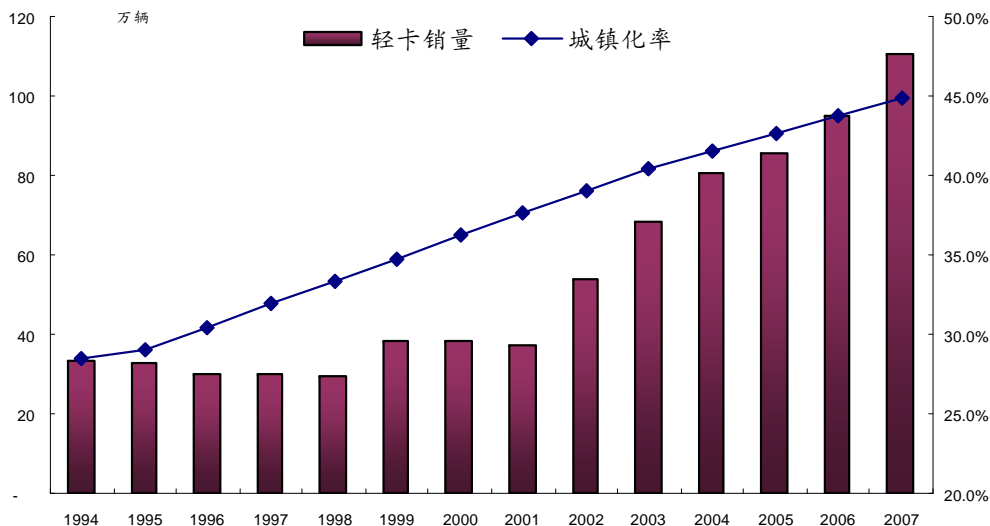


数据来源：公司年报，中金公司研究部

轻卡需求也将保持稳定增长

城镇化率的提高推动轻卡需求

- 轻卡的需求来自两个方面，首先，城镇化率的提高、城市物流的快速发展带来的对高端轻卡的需求，此外，轻卡还由于对农用车和微车的替代，将保持稳定发展的空间。



数据来源: CEIC, 《产销快讯》, 中金公司研究部

商用车市场是本土厂家的天下

	市场总量 2007	市场份额	CAGR (04-07)	厂家 数量	主要厂家及其市场份额
卡车	2,144,510	100.0%	15.3%		
重卡	487,481	22.7%	17.5%	24	一汽20%，中国重汽20%，东风22%，陕重汽12%
中卡	236,722	11.0%	14.8%	25	东风31%，一汽25%
轻卡	1,104,877	51.5%	12.8%	42	福田29%，东风11%，江淮10%
微卡	315,430	14.7%	23.1%	21	长安25%，五菱18%，哈飞13%
客车	167,645				
大客	51,658	30.8%	28.4%	43	宇通21%，大金龙13%，小金龙9%，黄海7%
中客	64,910	38.7%	5.1%	52	宇通20%，苏州金龙17%，大金龙8%，小金龙5%
轻客	51,077	30.5%	-41.6%	39	小金龙34%，河南少林9%，苏州金龙7%

数据来源：《产销快讯》，中金公司研究部

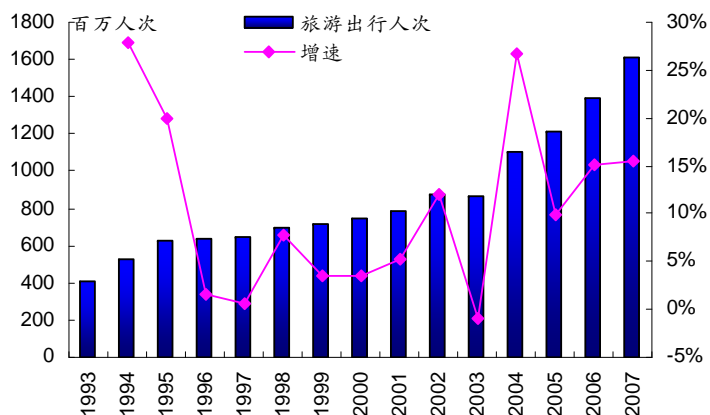
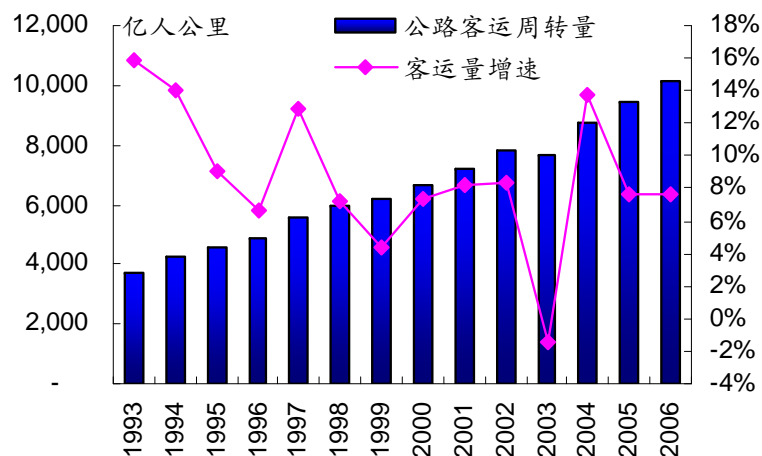
主要卡车上市公司财务情况比较

2007年 (人民币: 百万元)	福田汽车 600166 CH	中国重汽 000951 CH	江淮汽车 600418 CH	东风汽车 600006 CH	江铃汽车 000550 CH	庆铃汽车 1114 HK
利润表						
主营业务收入	27,865	17,335	14,274	13,393	8,456	3,757
同比增长 (+/-)	40.5%	74.0%	31.7%	26.5%	10.5%	12.4%
主营业务利润	447	1,183	387	674	857	n.a.
同比增长 (+/-)	461.5%	76.9%	-14.5%	8.6%	14.1%	n.a.
净利润	388	717	328	489	759	159
同比增长 (+/-)	642.9%	172.0%	-13.5%	0.6%	20.7%	105.0%
资产负债表						
总资产	7,731	9,605	7,531	12,113	6,124	8,308
总负债	5,813	7,058	3,441	6,542	2,509	1,188
所有者权益	1,915	2,018	4,052	5,236	3,527	6,828
少数股东权益	3	529	38	335	88	293
现金流量表						
现金净变动	117	591	296	-483	-61	-233
财务比率						
每股收益	0.479	2.220	0.270	0.245	0.880	0.031
同比增长 (+/-)	506.3%	155.2%	-20.6%	0.6%	20.5%	-47.8%
市盈率	16.3	10.5	17.1	17.6	13.0	18.5
市净率	3.1	3.5	1.4	1.6	2.7	0.4
净资产收益率	22.6%	43.3%	9.0%	9.6%	23.2%	2.4%
现金分红收益率	1.3%	0.0%	1.8%	3.5%	2.6%	2.5%
资产负债率	75.2%	73.5%	45.7%	54.0%	41.0%	14.3%
总负债/所有者权益	403.1%	377.2%	184.1%	217.4%	169.4%	121.7%

子行业介绍 - - - 客车行业

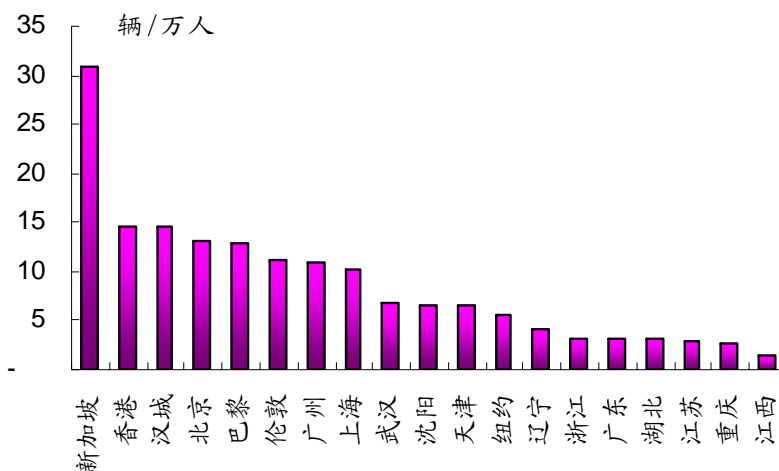
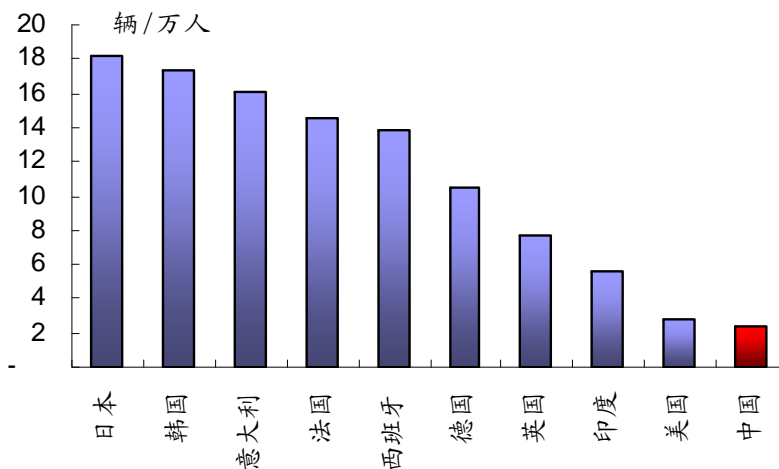
国内需求增长主要来自于公路客运、旅游和城市公交

- 公路客运周转量保持稳定增长，随着居民生活水平提高，出行需求增加，公路客运周转量能够实现持续增长。
- 旅游出行成为居民消费升级的重要方式之一。旅游客车也因此受益。



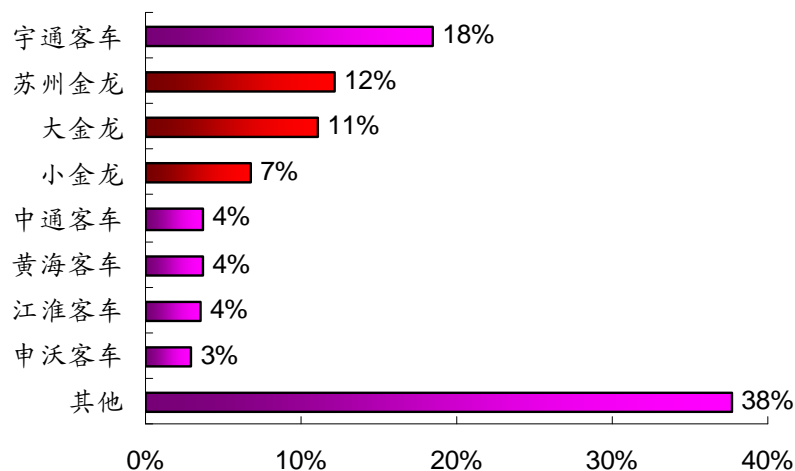
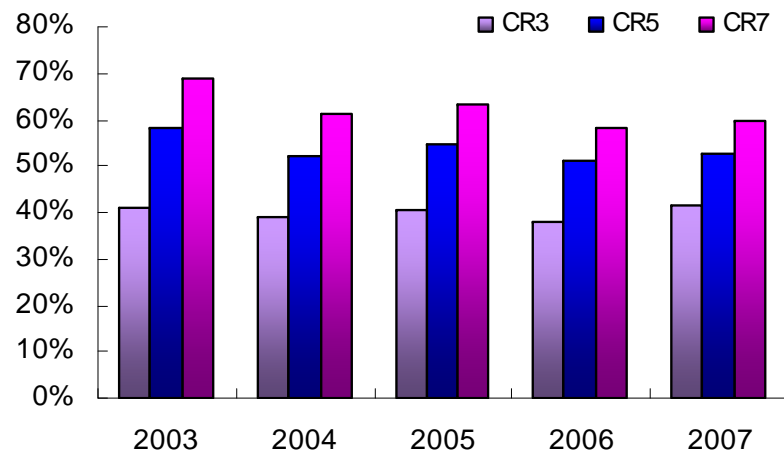
国内需求增长主要来自于公路客运、旅游和城市公交

- 中国整体上万人公交车拥有率处于世界极低水平；
- 中国主要省份和城市的万人公交车拥有率也普遍偏低；
- 作为人口大国，公共交通是解决居民出行的主要交通方式，公交车保有量提升空间非常大。



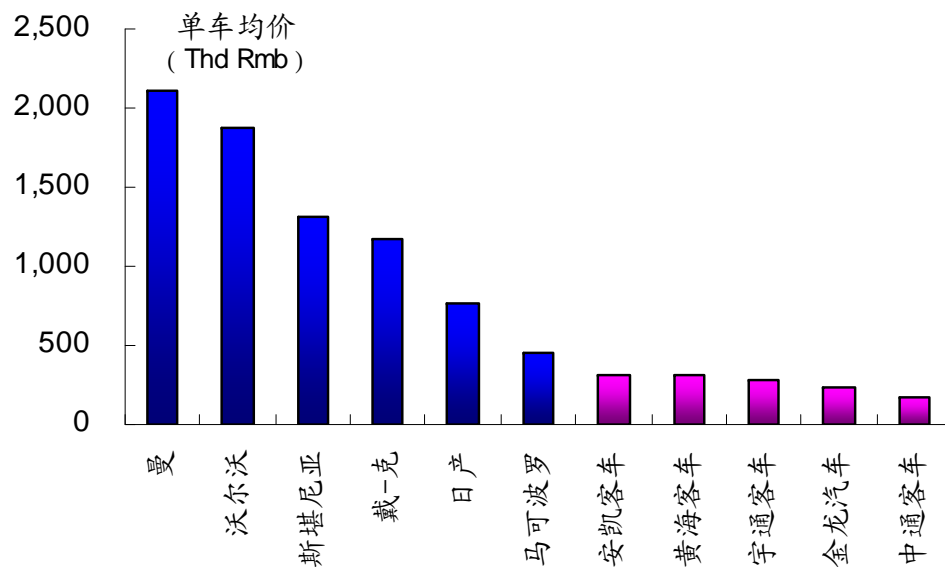
大中客车子行业已形成寡头垄断格局

- 大中客车行业市场集中度较高，且维持稳定。前5家市场份额超过50%；
- 宇通和3家金龙合计市场份额近50%，成为行业的寡头垄断厂商。



中国大中客车出口潜力巨大——价格优势显著

- 中国大中客车价格只有国际厂商的1/4-1/3，在发展中国家具备广泛的市场潜力；
- 宇通、金龙等厂商近年来在南美、中东、东南亚、中亚、俄罗斯大批量出口，已经充分证明了中国大中客产品的巨大出口潜力。



数据来源：公司数据，中金公司研究部

中国大中客车出口潜力巨大——产能优势突出

- 中国大中客车产量占全球产量约1/3，是全球最大的大中客生产基地。而还有很多发展中国家根本不具备大中客车生产能力。

国家/地区	产量		全球份额	
	2005	2006	2005	2006
中国	175,390	195,333	38.2%	40.5%
韩国	115,015	110,760	25.0%	23.0%
北美自贸区	35,988	43,664	7.8%	9.1%
巴西	35,387	33,809	7.7%	7.0%
印度	30,347	30,380	6.6%	6.3%
俄罗斯	21,348	24,115	4.6%	5.0%
土耳其	12,515	14,282	2.7%	3.0%
日本	11,763	11,063	2.6%	2.3%
德国	8,790	9,290	1.9%	1.9%
瑞典	9,224	9,100	2.0%	1.9%
全球	459,250	481,822	100.0%	100.0%

数据来源: OICA, 中金公司研究部

注: 表中数据包含部分轻客产量数据

主要客车上市公司财务情况比较

2007年 (人民币: 百万元)	宇通客车 600066.CH	金龙汽车 600686.CH	曙光股份 600303.SH	中通客车 000957.SZ	安凯客车 000868.SZ
利润表					
主营业务收入	7,881	12,442	4,111	1,405	1,170
同比增长 (+/-)	49.1%	25.2%	14.0%	36.3%	14.2%
主营业务利润	590	540	147	30	22
同比增长 (+/-)	85.7%	47.5%	-6.9%	55.0%	-118.7%
净利润	377	273	106	26	20
同比增长 (+/-)	66.6%	69.1%	0.8%	237.2%	-119.7%
资产负债表					
总资产	7,896	7,045	4,257	1,363	1,549
总负债	5,067	4,951	2,846	862	970
所有者权益	2,658	1,235	1,238	498	572
少数股东权益	170	859	173	3	7
现金流量表					
现金净变动	360	120	65	2	-19
财务比率					
每股收益	0.940	0.920	0.480	0.110	0.070
同比增长 (+/-)	64.9%	13.6%	-26.2%	266.7%	-120.0%
市盈率	18.2	14.5	14.7	43.3	65.9
市净率	3.4	3.0	1.2	2.3	2.3
净资产收益率	19.3%	24.6%	9.3%	5.5%	3.6%
现金分红收益率	5.3%	1.7%	1.4%	0.0%	0.0%
资产负债率	64.2%	70.3%	66.9%	63.3%	62.6%
总负债/所有者权益	279.2%	336.4%	301.8%	272.3%	267.6%

数据来源: 公司年报, 中金公司研究部



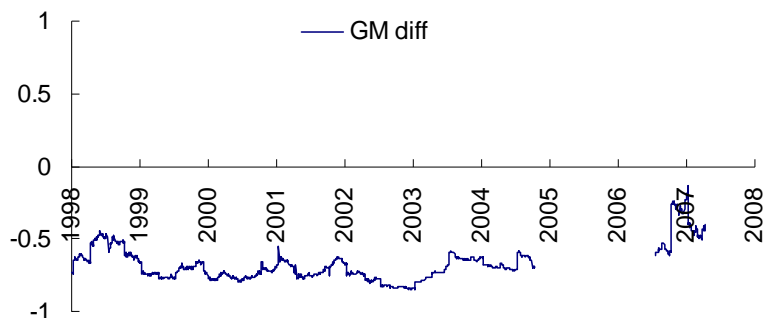
我们对汽车公司估值的看法

- 我们认为，市盈率结合市净率仍然是最合适的中国轿车股估值指标。由于目前轿车公司盈利来自投资收益的现状以及行业仍处于盈利波动较大的阶段，DCF, P/FCF, EV/Sales都不太适合作为轿车公司的估值指标。
- 从过去15年国际汽车股盈利及股价表现来看，对于产能过剩、需求放缓的汽车行业，成熟市场汽车股估值通常对大市有50%~100%的折扣。如下图所示，过去10年来，投资者给予通用的估值对大市的折扣基本上维持在75%左右。
- 但是，我们发现，在成熟汽车市场，通常在公司扭亏为盈，经营持续向好后，投资者仍然会给予一定的溢价。正如我们在之前章节所分析的国际汽车公司扭亏为盈的案例中，大众、雷诺在走出困境后，市场均给予相当高的溢价。
- 现代经历过97、98年的亏损之后，从2000年开始，经营持续向好，投资者给予的估值从对大市有73%的折扣逐渐走向最高近37%的溢价。
- 从市净率角度来看，成熟市场盈利能力并不稳定的公司基本上交易在0.5到1.5倍之间，对于过去15年几乎一直保持盈利增长的本田和丰田来说，基本交易在1倍到2倍之间。

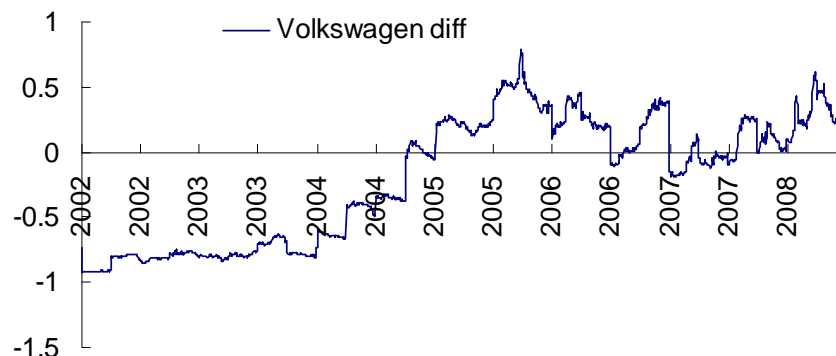


汽车股估值讨论——市盈率

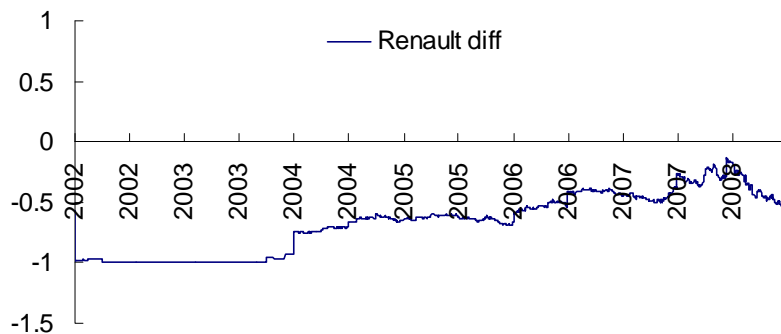
通用汽车市盈率估值对大市的折扣



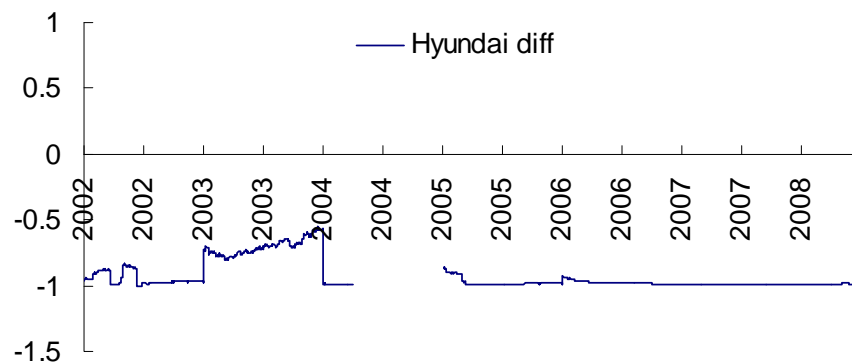
大众汽车市盈率估值对大市的折扣



雷诺汽车市盈率估值对大市的折扣



现代汽车市盈率估值对大市的折扣



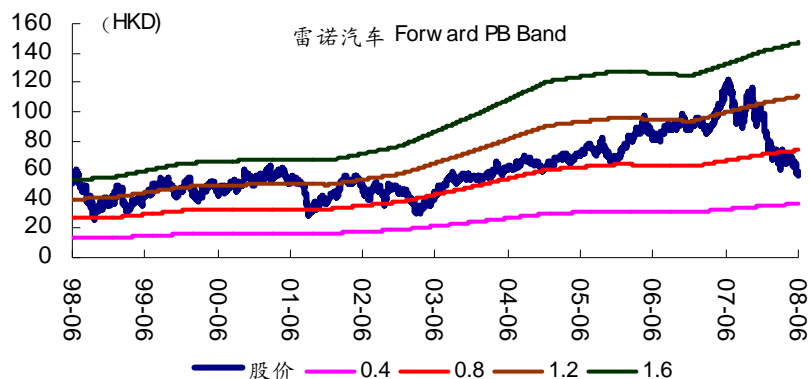
资料来源：中金研究部 彭博咨讯

资料来源：中金研究部 彭博咨讯



汽车股估值讨论——市净率

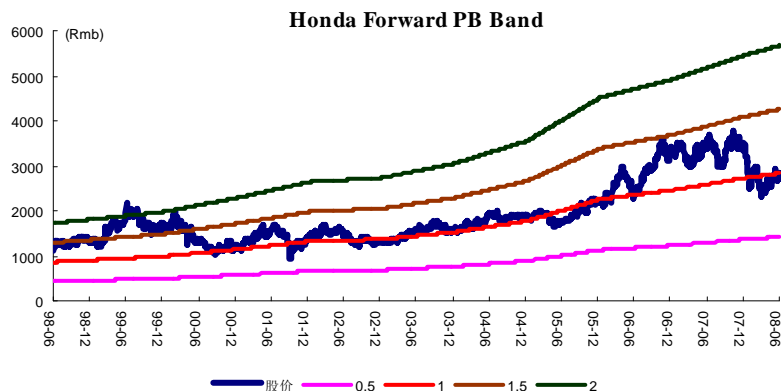
雷诺汽车历史市净率水平



● 从市净率角度来看，成熟市场盈利能力并不稳定的公司基本在交易在0.5到1.5倍之间

● 对于过去15年几乎一直保持盈利增长的本田和丰田来说，基本交易在1倍到2倍之间。

本田汽车历史市净率水平



估值表

		股价		市盈率			市净率				EV/EBITDA				EPS 增长率 %				CAGR	
		2008-6-13	2006A	2007A	2008E	2009E	2006A	2007A	2008E	2009E	2006A	2007A	2008E	2009E	2006A	2007A	2008E	2009E	2007-2009	
中国A股上市公司																				
潍柴动力	CV	44.4	20.8	8.5	7.3	6.7	4.9	2.8	2.7	2.4	20.8	4.5	3.9	3.5	122%	145%	16%	9%	13%	
中国重汽	CV	23.95	28.5	9.1	8.1	7.4	5.9	2.8	2.1	1.3	11.3	5.4	5.8	n.a.	42%	215%	12%	9%	11%	
宇通客车	CV	13.48	31.7	18.6	12.5	15.5	5.6	2.6	2.5	2.5	17.6	9.9	11.1	9.5	19%	71%	48%	-19%	10%	
福田汽车	CV	8.15	138.8	17.0	15.0	15.2	4.4	3.5	3.0	2.6	25.7	9.6	8.5	8.4	n.m.	715%	13%	-1%	6%	
金龙汽车	CV	9.72	28.1	13.6	12.7	14.9	4.4	3.5	2.9	2.5	5.6	4.5	4.1	3.8	48%	106%	7%	-15%	n.m.	
江淮汽车	CV/PV	4.48	14.0	17.6	17.5	17.3	1.9	1.4	1.4	1.3	7.9	7.6	7.4	6.6	-17%	-20%	0%	2%	1%	
长安汽车	PV	5.7	25.6	20.0	11.8	11.0	1.9	1.8	1.5	1.3	11.6	n.a.	n.a.	n.a.	120%	28%	69%	7%	35%	
一汽轿车	PV	10.8	50.6	31.8	20.2	17.2	3.3	3.0	2.8	2.5	23.1	11.9	13.0	11.1	-1%	59%	57%	17%	36%	
一汽夏利	PV	4.95	24.0	32.0	23.3	16.9	2.4	2.3	2.2	2.0	48.4	n.a.	n.a.	n.a.	27%	-25%	37%	38%	38%	
上海汽车	PV	9.57	44.0	13.5	13.5	11.0	2.0	1.7	1.6	1.5	24.9	15.8	19.9	15.8	29%	71%	0%	23%	11%	
平均			28.3	17.3	13.1	15.1	3.8	2.7	2.3	2.2	19.2	8.6	7.9	8.4	29%	71%	15%	8%	11%	
平均 - 商用车			28.3	15.3	12.6	15.1	4.7	2.8	2.6	2.4	14.4	6.5	6.6	6.6	42%	126%	13%	0%	10%	
平均 - 乘用车			34.8	25.9	16.9	13.9	2.2	2.0	1.9	1.7	24.0	13.9	16.5	13.4	28%	44%	47%	20%	35%	
印度上市公司																				
Ashok Leyland	CV	32.25	9.5	9.0	8.3	n.a.	2.3	1.8	1.6	n.a.	5.8	4.9	4.2	n.a.	23%	6%	9%	n.m.	n.m.	
TATA	CV/PV	516.15	9.1	10.4	9.0	11.2	2.6	2.1	1.7	1.5	7.9	7.2	6.3	6.6	23%	-12%	15%	-19%	n.m.	
香港上市公司																				
潍柴动力	CV	34.3	14.2	8.2	7.1	6.3	3.4	2.7	2.2	1.8	14.4	5.2	4.0	3.5	184%	73%	15%	13%	14%	
庆铃汽车	CV	1.34	42.8	16.5	15.2	13.7	0.5	0.4	0.4	0.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	98%	159%	9%	11%	10%	
华晨汽车	PV	1.25	n.m.	11.7	9.6	7.7	0.8	0.7	0.7	n.a.	46.8	5.5	5.1	4.2	n.m.	n.m.	21%	25%	23%	
吉利汽车	PV	0.9	17.8	14.1	10.5	6.9	3.6	2.9	1.8	1.4	n.m.	n.m.	5.0	2.6	88%	26%	35%	51%	43%	
骏威汽车	PV	3.2	9.4	9.8	6.6	5.4	2.1	1.8	1.5	1.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	48%	-4%	48%	23%	35%	
东风汽车	PV	3.38	12.4	7.8	6.7	6.1	1.80	1.45	1.25	1.09	5.7	4.4	3.4	2.6	45%	59%	16%	10%	13%	
中国重汽	CV	8.72	18.2	17.4	12.1	10.5	12.3	1.6	1.5	1.4	9.8	5.2	4.2	3.2	767%	4%	44%	16%	29%	
平均			14.2	10.7	8.4	6.6	1.9	1.5	1.4	1.4	9.8	5.2	4.1	2.9	88%	53%	19%	19%	19%	
平均 - 商用车			18.2	16.5	12.1	10.5	3.4	1.6	1.5	1.4	12.1	5.2	4.1	3.4	184%	73%	15%	13%	14%	
平均 - 乘用车			10.9	9.8	6.7	6.1	1.8	1.5	1.2	1.2	5.7	4.4	4.2	2.6	53%	40%	21%	23%	23%	

估值表(续)

		股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				EPS 增长率 %				CAGR
		2008-6-13	2006A	2007A	2008E	2009E	2006A	2007A	2008E	2009E	2006A	2007A	2008E	2009E	2006A	2007A	2008E	2009E	2007-2009
欧洲及美国上市公司																			
曼	CV	86.85	13.9	10.5	9.0	9.1	3.4	2.5	2.2	1.9	9.6	6.2	5.5	5.5	99%	32%	17%	-1%	7%
斯堪尼亚	CV	112.25	15.1	10.5	9.5	9.4	3.4	3.6	3.7	3.0	10.1	6.9	6.7	6.7	27%	44%	11%	1%	6%
沃尔沃	CV	87	10.8	11.8	9.7	8.7	2.0	2.1	2.0	1.8	7.7	7.9	7.0	6.5	25%	-8%	21%	12%	16%
帕卡	CV	48.1	12.1	14.5	14.3	11.3	4.0	3.5	3.3	2.9	9.2	10.6	11.6	9.4	36%	-17%	2%	27%	14%
戴姆勒	CV/PV	43.75	12.0	11.4	7.3	6.4	1.2	1.2	1.1	1.0	4.9	5.5	6.3	5.8	31%	5%	56%	14%	33%
菲亚特	CV/PV	12.584	15.0	8.1	6.7	5.9	1.7	1.5	1.3	1.1	5.9	4.8	4.4	4.0	-33%	85%	22%	13%	17%
雷诺	PV	58.89	5.2	5.7	5.5	4.6	0.7	0.8	0.7	0.6	10.6	9.6	8.3	6.9	-15%	-8%	3%	21%	12%
标志	PV	37.37	48.5	9.6	6.0	5.1	0.6	0.6	0.6	0.5	6.8	5.8	5.3	4.9	-83%	404%	59%	18%	37%
宝马	PV	33.52	7.6	7.0	7.8	7.2	1.1	1.0	0.9	0.9	5.3	4.7	6.9	6.6	31%	9%	-11%	9%	n.m.
大众	PV	173.25	24.4	16.6	14.2	12.7	2.5	2.2	1.9	1.7	8.6	6.7	7.0	6.6	144%	47%	17%	12%	14%
福特汽车	CV/PV	6.27	n.m.	n.m.	n.m.	57.0	n.m.	3.8	4.6	2.2	250.7	10.4	22.6	17.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
通用汽车	CV/PV	16.45	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6.1	6.1	3.8	3.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
平均			13.0	10.5	8.4	8.7	1.9	2.1	1.9	1.7	8.1	6.5	6.8	6.6	29%	20%	17%	12%	14%
平均-商用车			13.0	11.2	9.6	9.3	3.4	3.0	2.8	2.4	9.4	7.4	6.9	6.6	32%	12%	14%	6%	10%
平均-乘用车			13.5	8.9	7.0	6.4	1.2	1.2	1.1	1.0	6.5	5.9	6.6	6.2	8%	28%	19%	13%	17%
		Price	P/E				P/B				EV/EBITDA				EPS Growth %				CAGR
		2008-6-13	2006A	2007E	2008E	2009E	2006A	2007E	2008E	2009E	2006A	2007E	2008E	2009E	2006A	2007E	2008E	2009E	2007-2009
日本上市公司																			
五十铃	CV	575	8.9	11.3	11.3	10.7	2.9	2.2	1.9	1.6	8.5	7.3	6.5	5.8	33%	-21%	0%	6%	3%
日野汽车	CV	726	20.8	16.8	15.2	12.8	1.4	1.3	1.2	1.1	7.6	6.4	5.9	5.3	-29%	24%	10%	19%	15%
日产	PV	957	8.5	10.6	9.7	8.6	1.1	1.0	1.0	0.9	5.8	7.6	7.2	6.5	-12%	-20%	9%	13%	11%
丰田	CV/PV	5490	10.7	12.1	11.0	9.7	1.5	1.4	1.3	1.2	8.1	9.4	8.7	8.1	21%	-12%	10%	13%	12%
马自达	PV	599	11.4	11.1	10.2	9.1	1.8	1.4	1.3	1.1	5.5	5.6	5.2	4.9	2%	3%	8%	13%	11%
本田	PV	3840	11.8	13.2	12.0	10.8	1.6	1.4	1.3	1.2	8.6	8.8	7.9	7.4	0%	-10%	10%	11%	10%
铃木	PV	2720	16.1	15.8	14.8	13.5	1.7	1.5	1.3	1.3	5.6	5.1	4.7	4.4	35%	2%	7%	10%	8%
平均			11.4	12.1	11.3	10.7	1.6	1.4	1.3	1.2	7.6	7.3	6.5	5.8	2%	-10%	9%	13%	11%
平均-商用车			14.8	14.0	13.3	11.7	2.1	1.8	1.6	1.4	8.0	6.9	6.2	5.5	2%	1%	5%	12%	9%
平均-乘用车			11.4	12.1	11.0	9.7	1.6	1.4	1.3	1.2	5.8	7.6	7.2	6.5	2%	-10%	9%	13%	11%
全球平均			14.1	11.4	9.7	9.7	2.1	1.8	1.6	1.4	8.4	6.4	5.9	5.8	30%	24%	15%	12%	12%
全球平均-商用车			15.1	11.8	11.3	11.0	3.4	2.5	2.1	1.9	9.4	6.4	5.8	5.6	34%	32%	12%	7%	10%
全球平均-乘用车			12.4	11.2	9.7	9.0	1.7	1.5	1.3	1.2	8.0	6.4	6.3	5.8	29%	9%	16%	13%	13%

附录：中国主要汽车集团

全国主要汽车集团公司—市场份额

集团	生产商	销量 (辆)			份额		
		2004	2005	2006	2004	2005	2006
一汽集团		1,007,471	983,140	1,165,702	20%	17%	16%
	一汽大众汽车有限公司	300,118	240,120	345,318	6%	4%	5%
	中国第一汽车集团公司	317,426	217,094	227,056	6%	4%	3%
	一汽丰田销售公司	92,714	150,834	224,065	2%	3%	3%
	天津一汽夏利汽车股份有限公司	130,031	190,019	196,817	3%	3%	3%
	一汽海南汽车有限公司	66,055	75,066	80,218	1%	1%	1%
	一汽轿车股份有限公司	50,798	59,136	56,340	1%	1%	1%
	一汽红塔云南汽车制造有限公司	45,527	48,483	35,100	1%	1%	0%
	一汽华利 (天津) 汽车有限公司	3,300	1,332	608	0%	0%	0%
	中国第一汽车集团成都汽车制造厂	1,502	1,056	180	0%	0%	0%
东风集团		523,309	729,033	932,344	10%	13%	13%
	东风汽车公司	300,418	294,866	349,116	6%	5%	5%
	神龙汽车有限公司	89,129	140,399	205,950	2%	2%	3%
	东风日产乘用车部	60,784	157,516	198,905	1%	3%	3%
	东风悦达起亚汽车有限公司	62,506	110,008	115,000	1%	2%	2%
	东风本田汽车有限公司	10,472	26,244	63,373	0%	0%	1%
上汽集团		848,542	917,513	1,224,008	17%	16%	17%
	上海通用五菱汽车股份有限公司	235,188	337,188	460,155	5%	6%	6%
	上海大众汽车有限公司	355,006	250,006	403,402	7%	4%	6%
	上海通用汽车有限公司	252,109	324,842	349,088	5%	6%	5%
	上海通用东岳汽车有限公司	-	-	-	0%	0%	0%
	上海通用 (沈阳) 北盛汽车有限公司	-	-	2,742	0%	0%	0%
	上海汇众汽车制造有限公司	2,773	2,843	6,042	0%	0%	0%
	上海申沃客车有限公司	1,356	1,325	2,559	0%	0%	0%
	上汽汽车股份有限公司仪征分公司	2,110	1,309	20	0%	0%	0%
长安集团		579,520	631,142	708,737	11%	11%	10%
	长安汽车 (集团) 有限责任公司	284,574	327,669	331,665	6%	6%	5%
	长安福特马自达汽车有限公司	47,119	62,925	135,571	1%	1%	2%
	重庆长安铃木汽车有限公司	110,052	90,717	112,097	2%	2%	2%
	江西江铃汽车控股有限公司	74,715	86,798	95,739	1%	2%	1%
	南京长安汽车有限公司	60,018	60,569	30,165	1%	1%	0%
	保定长安客车制造有限公司	3,042	2,464	3,500	0%	0%	0%
北汽集团		530,993	597,258	685,062	10%	10%	9%
	北汽福田汽车股份有限公司	329,027	311,026	343,679	6%	5%	5%
	北京现代汽车有限公司	144,090	233,668	290,011	3%	4%	4%
	北京汽车制造厂有限公司	25,160	26,516	29,915	0%	0%	0%
	北京奔驰-戴姆勒-克莱斯勒汽车有限公司	31,602	25,408	21,308	1%	0%	0%
	北京北旅汽车制造有限公司	1,114	640	123	0%	0%	0%
	北京市司达旅行车公司	-	-	26	0%	0%	0%
全国		5,071,648	5,758,189	7,215,972	100%	100%	100%

数据来源: 《产销快讯》, 中金公司研究部

全国主要汽车集团公司产品系列

	基本型乘用车	MPV	SUV	CUV	客车	货车
上汽						
上海大众	桑塔纳、帕萨特、POLO、GOL、明锐	途安				
通用五菱	SPARK轿车			五菱微客		微型载货汽车
上海通用	别克君威、君越、凯越、赛欧、雪佛兰系列、林荫大道	别克GL8	凯迪拉克赛威		大客、中客	
申沃客车					大、中、轻客	重型载货汽车
汇众汽车						
仪征汽车				微客		
一汽						
集团公司				森雅、佳宝	大、中、轻客	重、中、轻型载货汽车
一汽大众	奥迪、捷达、宝来、高尔夫、速腾、迈腾	开迪				
一汽红塔	幸福使者	自由风	高原骑兵			中、轻型载货汽车
一汽华利	幸福使者		特锐			
一汽夏利	夏利、威姿、威乐、威志					
一汽轿车	红旗、马自达6轿车					
一汽丰田销售	花冠、威驰、皇冠、锐志、普锐斯		特锐、陆地巡洋舰、普拉多		轻客	
一汽海马	福美来	普利马			普利马轻客	福美来轿车
一汽集团成都制造厂					中客、轻客	
东风						
集团公司				东风小康	大、中、轻客	重、中、轻型载货汽车
东风有限	日产阳光、蓝鸟、天籁、颐达、骐达、轩逸	骏逸、风行	帕拉丁			
神龙	富康、爱丽舍、毕加索、凯旋、标致307、标致206、C2					
悦达起亚	千里马、远舰、赛拉图	嘉华				
东风本田	思域		本田CRV			
长安						
长安福特	蒙迪欧、嘉年华、福克斯、马自达3、S40、S-MAX					
长安铃木	奥拓、羚羊、雨燕、天语					
江铃汽车		风尚	宝威、陆风		轻客	轻型载货汽车
长安本部	奔奔					轻、微载货汽车
南京长安				微客		微型载货汽车
河北长安					中、轻客	
北汽						
北京奔驰	奔驰、克莱斯勒300C		切诺基、帕杰罗、欧蓝德	微客		BJ系列载货汽车、自卸汽车
北汽现代	索纳塔、伊兰特、御翔、雅绅特		途胜			
北汽福田			风景冲浪		大、中、轻客	重、中、轻型载货汽车
北汽汽车制造厂			BJ2032、BJ6030系列	微客	轻客	轻型载货汽车
北京北旅				轻客		
北京市司达旅行车				轻客		
广汽						
广汽丰田	凯美瑞					
广州本田	雅阁、飞度、思迪		奥德赛			
广州骏威					大、中客	
广州五十铃					大、中客	
广州羊城汽车					轻客	
本田中国	爵士					

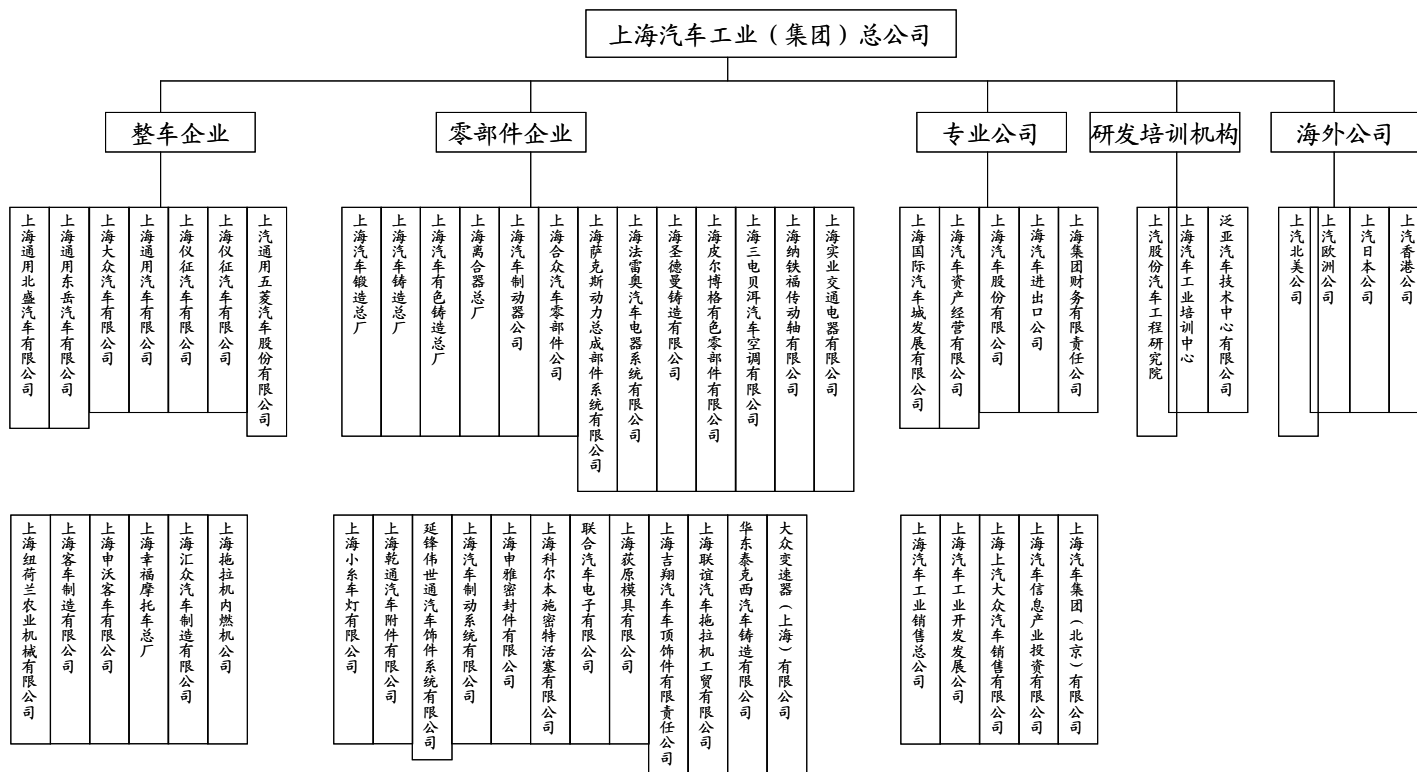
数据来源：《产销快讯》，中金公司研究部

全国主要汽车集团公司 -- 财务数据

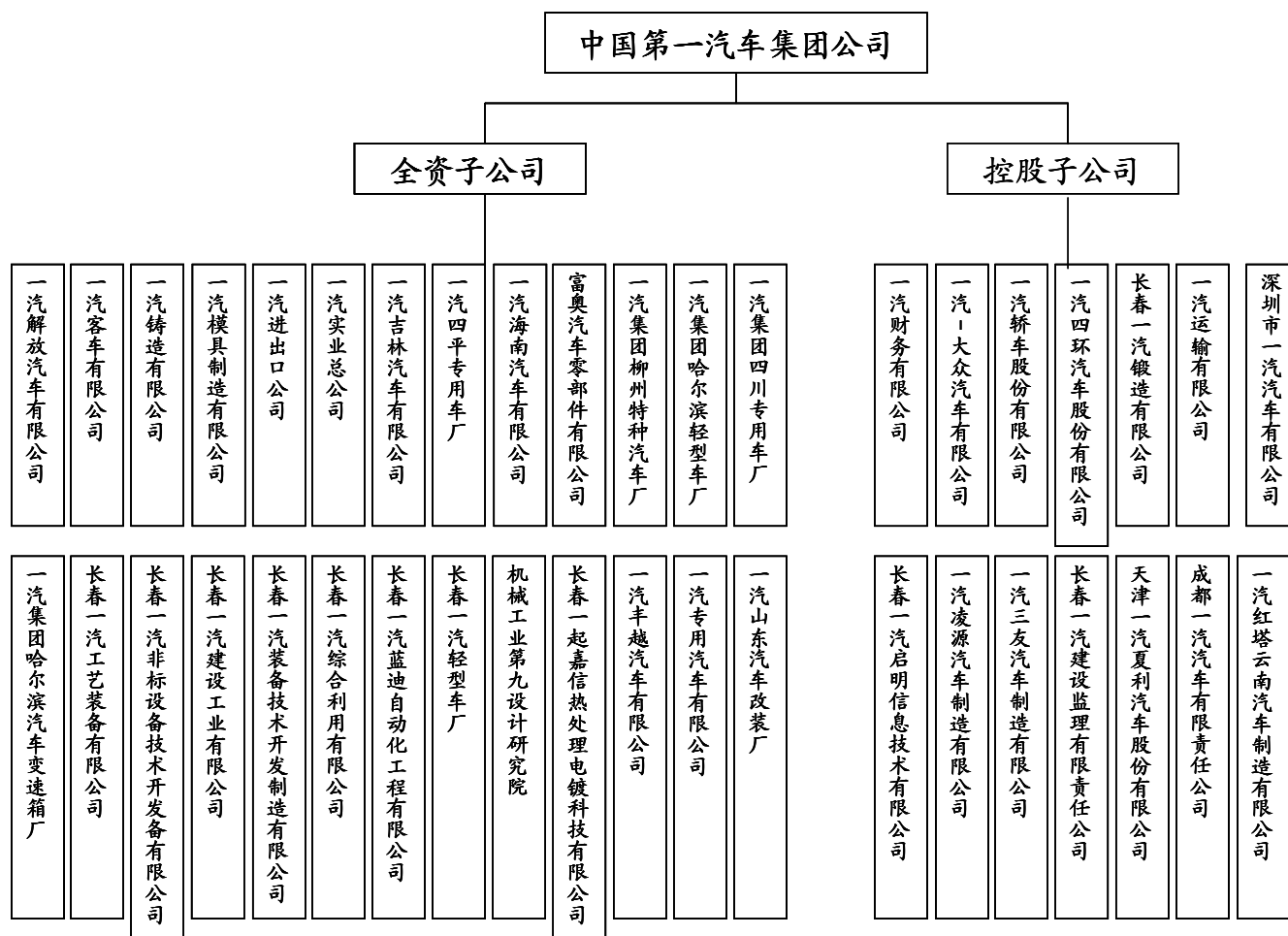
人民币 (百万)	2004年				2005				2006年			
	全国	一汽集团	上汽集团	东风	全国	一汽集团	上汽集团	东风	全国	一汽集团	上汽集团	东风
资产负债表												
总资产	927,064	102,884	101,961	122,595	1,002,596	107,398	107,232	129,813	1,185,694	113,203	138,447	148,424
总负债	541,102				590,897				692,921			
所有者权益	385,962				411,698				492,773			
利润表												
产品销售收入	913,433	114,531	125,909	97,999	1,010,842	118,894	122,764	112,389	1,381,890	114,531	125,909	97,999
产品销售毛利	144,546				134,800				198,868			
利润总额	57,551				43,044				73,819			
所得税	7,802				6,723				11,135			
净利润	49,749	-	-	-	36,320	-	-	-	62,685	-	-	-
有效税率	13.6%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	15.6%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	15.1%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务比率 (%)												
毛利率	15.8%	0.0%	0.0%	0.0%	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额/收入	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%
总资产回报率	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产回报率	12.9%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	8.8%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	12.7%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资产周转率	0.99	1.11	1.23	0.80	1.01	1.11	1.14	0.87	1.17	1.01	0.91	0.66
负债/资产	58.4%	0.0%	0.0%	0.0%	58.9%	0.0%	0.0%	0.0%	58.4%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: 中国汽车工业年鉴, 中金公司研究部

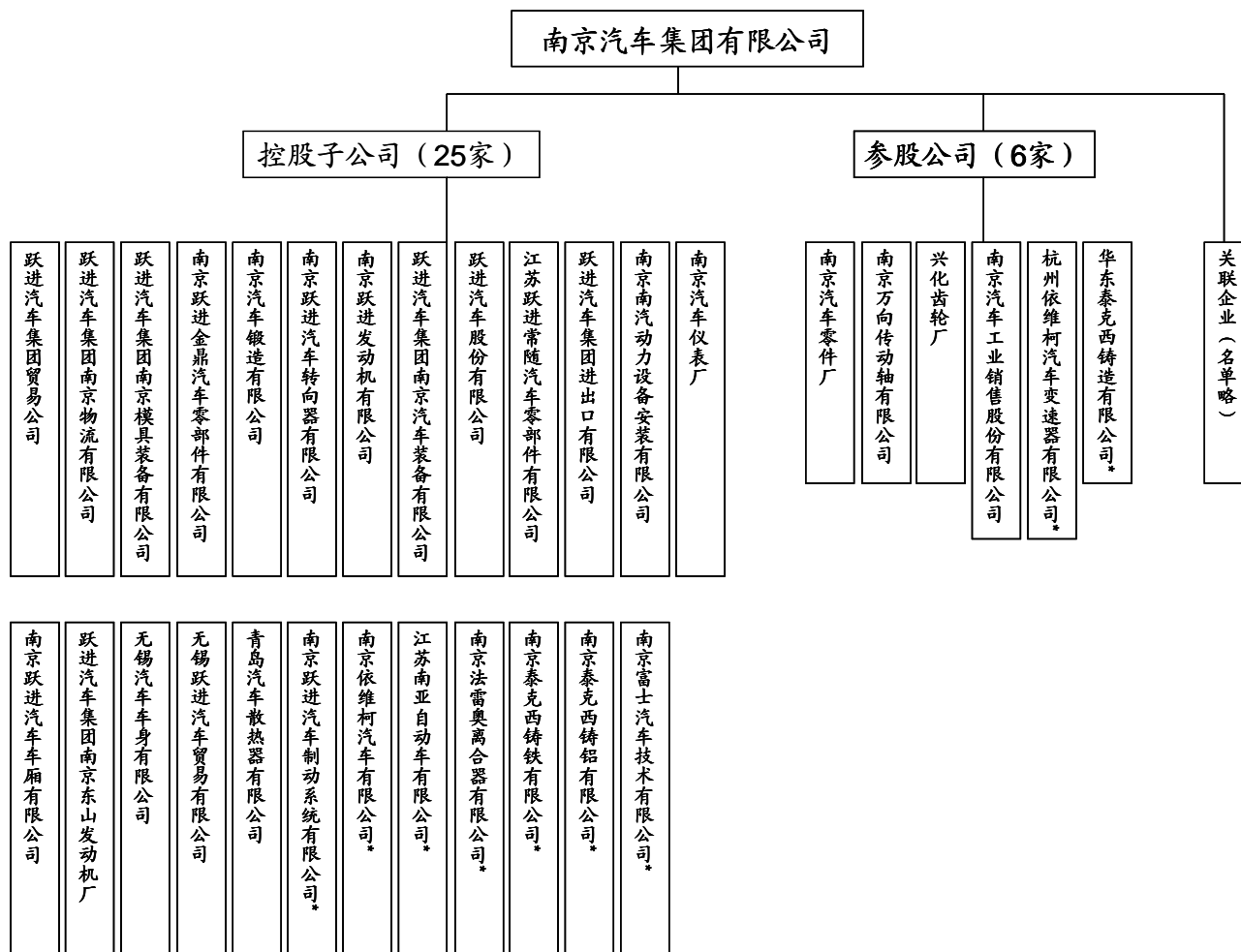
全国主要汽车集团公司组织结构 - 上汽集团



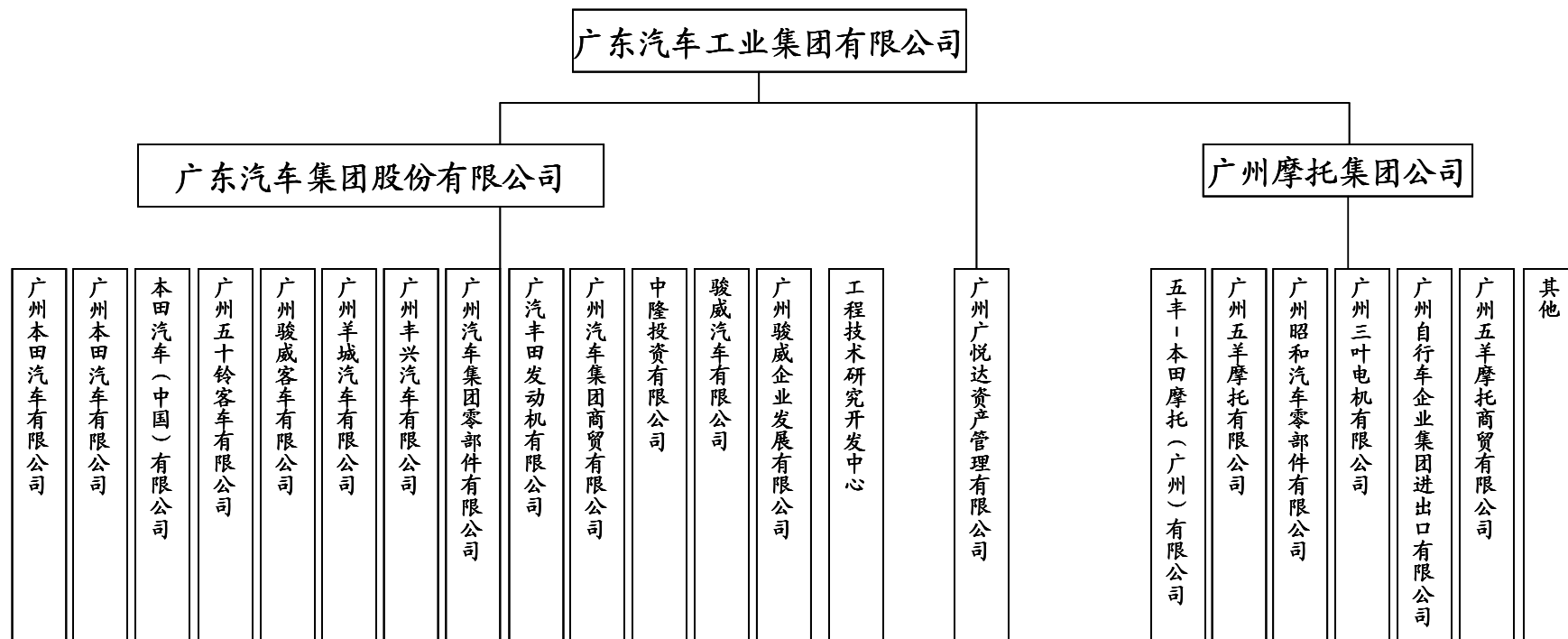
全国主要汽车集团公司组织结构 - 一汽集团



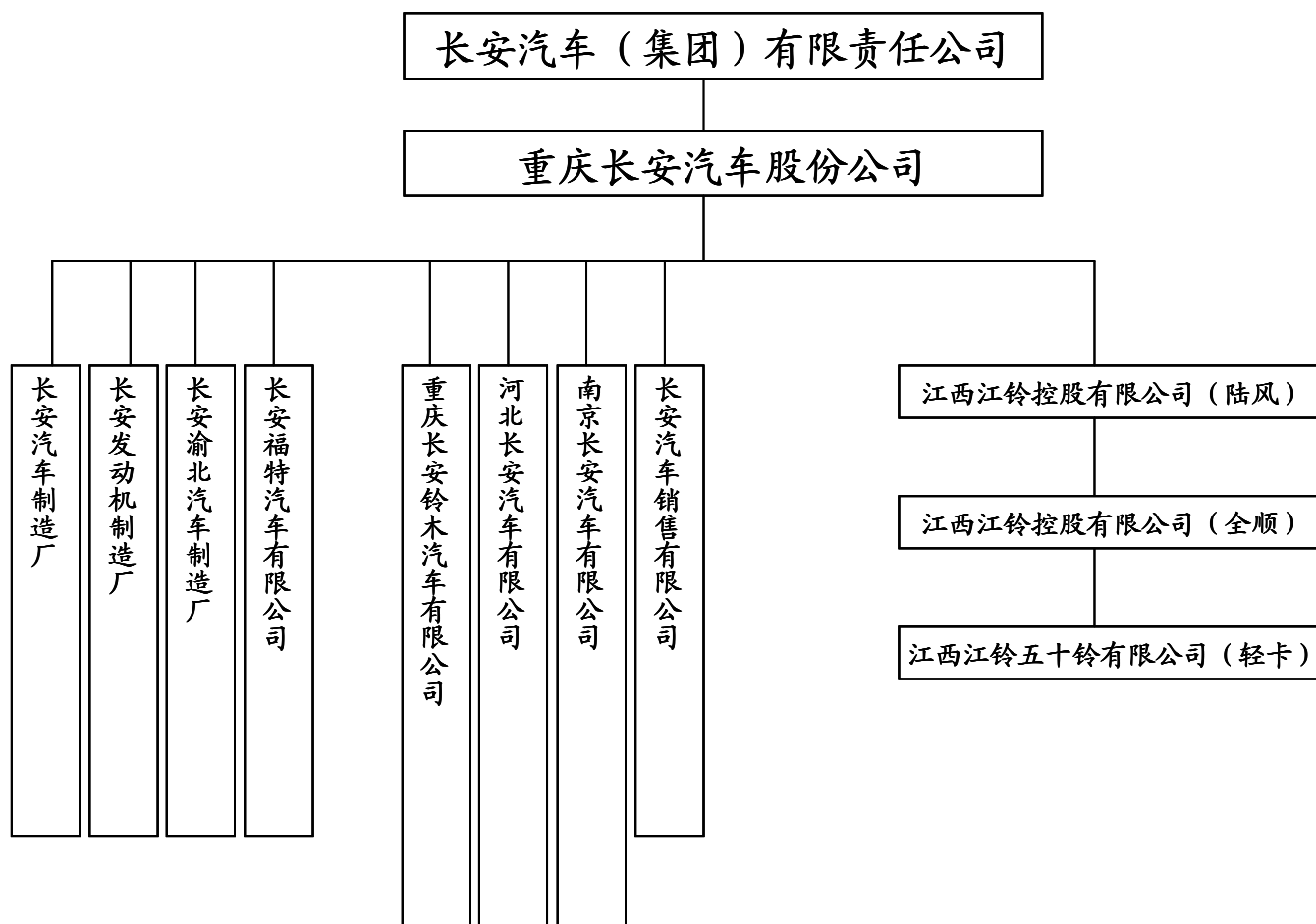
全国主要汽车集团公司组织结构 - 南汽集团



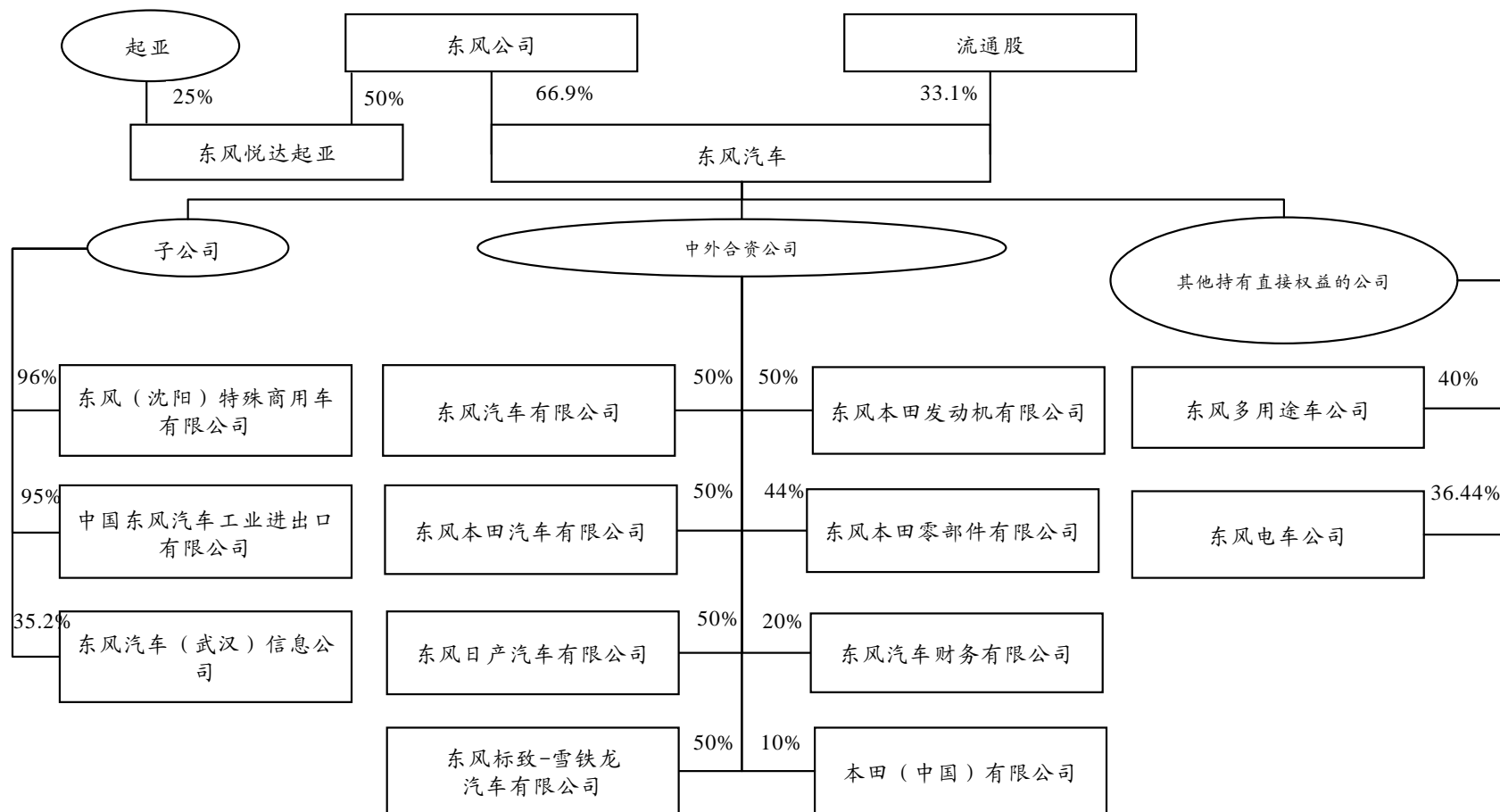
全国主要汽车集团公司组织结构 - 广汽集团



全国主要汽车集团公司组织结构 - 长安集团



全国主要汽车集团公司组织结构——东风集团



全国主要汽车集团公司组织结构 - 重汽集团

