

看好

前次评级: 看好

2006 年 11 月 15 日

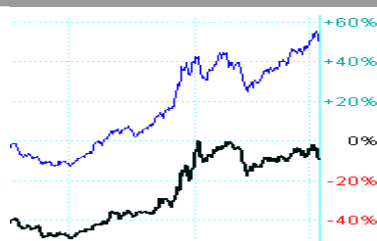
行业分析师

刘占涛

liuzhantao@cjis.cn

010-66276922

52 周行业指数表现



行业基本数据

上市公司家数	65
总市值(百万元)	146393.4
占 A 股比例 (%)	2.78
平均每股收益 (元)	0.129
平均市盈率 (倍)	48

相关研究报告

《行业增速减缓但盈利持续向好》2006 年 9 月 25 日

汽车行业

分享行业稳定增长的收益

投资要点:

截止 9 月底全国汽车累计产销量分别为 528.32 万辆和 517 万辆,同比分别增长 25.74%和 25.01%,行业整体销售形势较为平稳。全年预计实现产销双双超过 700 万辆。

2006 年 1-9 月全行业主要经济指标与上年同比继续保持较快增长,汽车行业实现利润 529 亿元,同比增长 47.5%;汽车类上市主要公司全年实现盈利大幅增长已无疑问。

预期 2007 年宏观经济发展形势依然良好,全年经济增长 10.3%左右,从而为汽车行业发展构造良好的外部环境。

预计 2007 年全国汽车销量 820 万辆左右,增长 15%以上,乘用车的增长速度将在 20%以上,而且这个增长速度预计会保持相当长一段时间。

汽车行业继续保持供大于求格局,企业竞争激烈决定了 2007 年及未来几年汽车价格仍将继续走低,但降幅逐步缩小。

预计 2007 年汽车行业实现销售收入 15940 亿元,增长 13%;全行业实现利润 800 亿元,同比增长 15%以上。

投资汽车行业股票,需要把握行业周期波动趋势和具有行业竞争优势的企业。我们认为汽车行业值得投资的仍是在细分市场具有优势的汽车企业、具有自主品牌汽车企业和具有优势地位的零部件企业。

重点推荐上海汽车 (600104)、长安汽车 (000625)、宇通客车 (600066)、中国重汽 (000951) 和金龙汽车 (600686)。

给与汽车行业“看好”的投资评级

行业重点公司盈利预测与投资评级

	2005A	2006E	2007E	2008E	市盈率	评级
上海汽车	0.337	0.37	0.496	0.62	15.3	推荐
长安汽车	0.15	0.496	0.641	0.801	10.6	推荐
宇通客车	0.7	0.48	0.59	0.69	17.8	推荐
中国重汽	0.59	0.7	0.82	0.9	17.1	推荐
一汽夏利	0.16	0.26	0.34	0.4	16	推荐
宁波华翔	0.23	0.46	0.58	0.68	22.2	观望
金龙汽车	0.68	0.622	0.766	0.958	15.7	推荐

资料来源: 公司年报 中投证券研究所

目 录

1、2006 年 1-9 月份汽车行业产销分析.....	3
1.1 整体销售状况.....	3
1.2 细分子行业产销状况.....	4
1.3 汽车行业价格走势分析.....	6
1.4 汽车行业进出口分析.....	7
1.5 2006 年 1-9 月汽车行业经济运行分析.....	8
1.6 2006 以来汽车行业政策法规及影响.....	10
2、2007 年汽车行业发展预测.....	11
2.1 宏观经济环境分析.....	11
2.2 2007 年汽车行业需求预测.....	13
2.3 2007 年汽车行业价格走势预测.....	14
2.4 2007 年汽车行业经营状况预测.....	15
3、2007 年汽车行业投资策略.....	15
3.1 投资策略.....	15
3.2 行业内重点上市公司投资策略.....	16
4、结论:	20

图表目录

图 1 2006 年 1-9 月汽车销量及同比增长
图 2 2006 年 1-9 月重点企业销量比例
图 3 2006 年前三季度主要车型销量比重
图 4 2006 年 1-9 月客车主要品种销售比例
图 5 2006 年货车及货车非完整车辆月度销售情况
图 6 2006 年 1-9 月份累计汽车价格变化幅度
图 7 近年汽车产品进出口额
图 8 2004-2006 年汽车行业销售收入情况
图 9 2004-2006 年汽车行业各月利润总额
图 10 近年汽车行业销售利润率
图 11 历年城镇人均收入增长率与 GDP 增长率
图 12 历年城镇人均收入与汽车销量
表 1 2006 年汽车子行业产销情况 (1-9)
表 2 2006 年 1-9 月 国内制造轿车分排量产销及增长
表 3 国外汽车市场成长期
表 4: 2005 年我国不同地区 GDP 及轿车保有量分布
表 5 行业重点公司盈利预测与投资评级

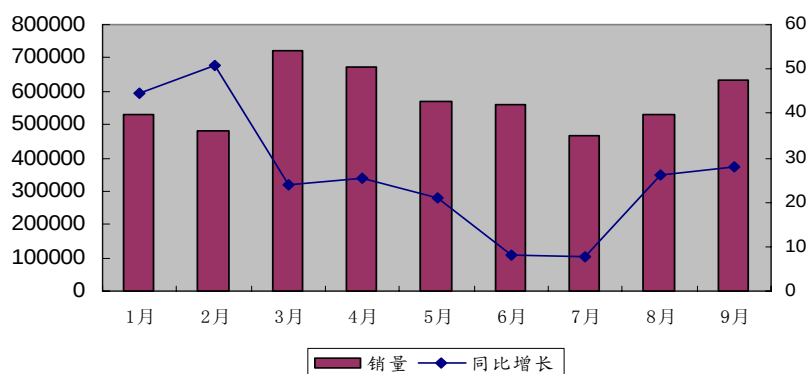
1、2006 年 1-9 月份汽车行业产销分析

截止 9 月底全国汽车累计产销量分别为 528.32 万辆和 517 万辆，同比分别增长 25.74% 和 25.01%，行业整体销售形势较为平稳。全年预计实现产销双双超过 700 万辆。

1.1 整体销售状况

进入 2006 年，国家宏观经济形势持续良好，居民收入水平显著提升，消费能力相应增强，受此影响汽车市场再度恢复了活力。截止 9 月底全国汽车累计产销量分别为 528.32 万辆和 517 万辆，同比分别增长 25.74% 和 25.01%，行业整体销售形势较为平稳。从各月汽车产销变化情况来看，1-3 月，同比增长较为显著，其中 3 月产销达到历史最高值，4-6 月产销呈现一定调整态势，7-9 月产销逐月增长。全年预计实现产销双双超过 700 万辆。

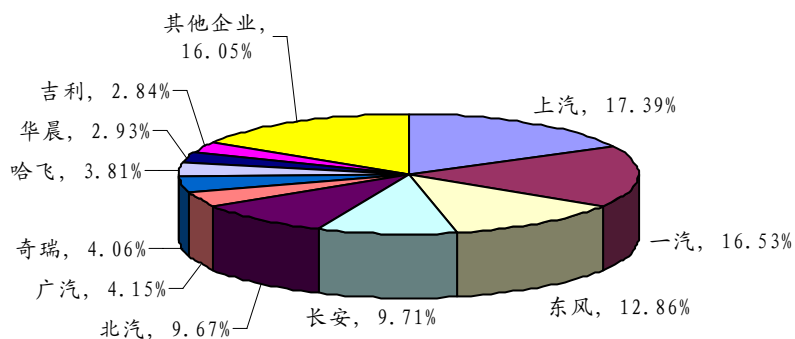
图1 2006年1-9月汽车销量及同比增长



数据来源：中国汽车工业协会

前 9 个月汽车销量排名前 5 位的企业集团依然是：上汽、一汽、东风、长安、北汽，销售量分别为 89.90 万辆、85.46 万辆、66.48 万辆、50.20 万辆、50.01 万辆。

图2 2006年1-9月重点企业销量比例



数据来源：中国汽车工业协会

1.2 细分子行业产销状况

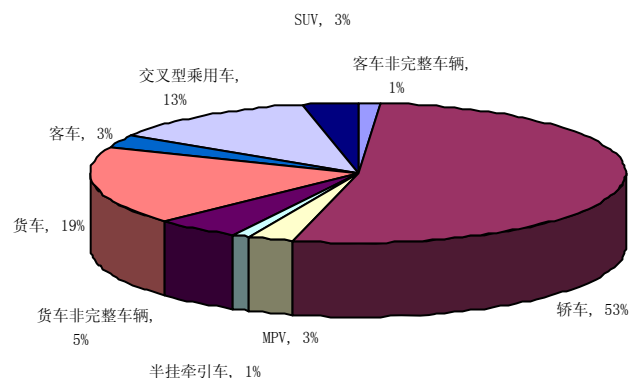
2006 年前三季度从各细分行业看乘用车与上年同期相比较增幅较为显著，商用车摆脱了 2005 年低迷的走势，产销有所回升。

表 1 2006 年汽车子行业产销情况（1-9） 单位：辆、%

主要车型	生产		销售	
	累计产量	同比增长	累计销量	同比增长
汽车合计	5283232	25.7	5169983	25
乘用车	3784297	32.7	3681670	31.4
轿车	2809142	41.1	2716052	40.5
MPV	139782	16.4	136903	24
SUV	166399	19.6	165336	17.5
交叉型乘用车	668974	11.1	663379	7.5
商用车	1498935	11.1	1488313	11.6
客车	145363	12	142826	10.7
货车	960396	9.5	956286	10.6
半挂牵引车	61694	44.1	63745	54.2
客车非完整车辆	73699	15	73127	14.3
货车非完整车辆	257783	9.5	252329	7.6

数据来源：中国汽车工业协会

图 3 2006 年前三季度主要车型销量比重



数据来源：中国汽车工业协会

1.2.1 乘用车产销增长迅猛

前9个月乘用车产销量分别为378.43 万辆和368.17 万辆，同比分别增长32.65%和31.39%。从行业属性看，乘用车与居民收入水平及增长速度相关性较大，市场需求保持较高水平。

1-9 月轿车总体产销继续保持快速增长，累计产销量分别为280.91 万辆和271.61 万辆，同比分别增长41.06%和40.46%，该类车的增长主要得益于小排量轿车的旺销。多功能乘用车（MPV）产销13.98万辆和13.69万辆，同比增长16.39%和23.98%，但与上年同期相比增幅有所减缓。运动型多用途乘用车（SUV）总体保持稳定，产销16.64万辆和16.53万辆，同比增长19.56%

和17.47%，其中排量在1.6升到2.0升之间中低档品种增幅较为显著，增幅超过100%，销量占SUV销售总量的51.97。交叉型乘用车总体稳定产销66.90万辆和66.34万辆，同比增长11.11%和7.48%，上汽通用五菱、长安、哈飞三家企业继续保持行业领先地位，三家企业销售占交叉型乘用车销售总量的80%，上汽通用五菱保持较快增长，长安、哈飞呈现不同程度的下降。

表 2 2006 年 1-9 月 国内制造轿车分排量产销及增长

类 别	生 产			销 售		
	2006 年	2005 年	同比增长	2006 年	2005 年	同比增长
排量≤1 升	252156	274772	-8.23	248184	266855	-7
1 升<排量≤1.6 升	1434534	947989	51.32	1385816	922038	50.3
1.6 升<排量≤2.0 升	662961	361542	83.37	635165	341880	85.79
2.0 升<排量≤2.5 升	199345	118116	68.77	192018	116753	64.47
2.5 升<排量≤3.0 升	14048	14937	-5.95	18149	11487	58
3.0 升<排量≤4.0 升	11	1499	-99.27	1201	711	68.92
4.0 升以上	417	111	275.68	718	88	715.91

数据来源：中国汽车工业信息网

从分排量销售来看，与其他排量市场需求快速增长形成对照，排量小于1.0升系列市场需求呈现低迷走势，1-9月累计销售24.82万辆，同比下降7%。1-1.6升销售146.49万辆，占轿车销售总量的53.93%，销售增幅为51.32%。

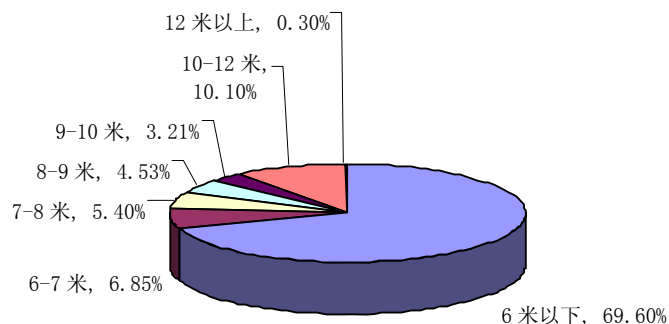
1.2.2 商用车行业产销回升

商用车产销形势较2005年有一定好转，半挂牵引车需求呈明显回升。商用车1-9 月产销量分别为149.89 万辆和148.83 万辆，同比分别增长11.12%和11.60%，上年同期为负增长。

客车总体呈现良好发展态势，1-9 月客车累计产销量分别为14.54 万辆和14.28 万辆，同比分别增长12.01%和10.66%；客车非完整车辆累计产销量分别为7.37 万辆和7.31万辆，同比分别增长15.03%和14.34%。客车主要品种中中型客车增速最为明显，大型和轻型客车保持稳定增长。（图4）

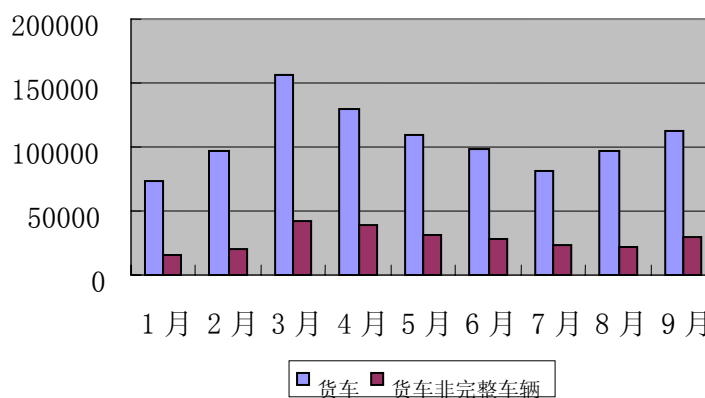
货车产销总体呈稳定增长，轻型和微型货车增幅较为明显。1-9月累计产销量分别为96.04 万辆和95.63 万辆，同比增长9.53%和10.59%。货车非完整车辆产销25.78万辆和25.23 万辆，同比分别增长9.50%和7.56%。半挂牵引车产销6.17万辆和6.37万辆，同比增长44.12%和54.22%。（图5）

图 4 2006 年 1-9 月客车主要品种销售比例



数据来源：中国汽车工业协会

图 5 2006 年货车及货车非完整车辆月度销售情况



数据来源：中国汽车工业协会

1.3 汽车行业价格走势分析

根据汽车工业信息网资料，今年前三季度，全国汽车市场价格低于去年同期水平。据对全国 36 个大中城市监测，1-9 月，国产汽车价格累计比去年同期下降 2.24%，至 9 月底，价格比去年末下降 0.51%，降幅比去年同期缩小 1.20 个百分点。乘用车价格以降为主，环比连续九个月走低。前三季度乘用车价格持续下降，至 9 月，环比累计比去年同期下降 2.26%，累计比去年同期下降 4.41%。（图 6）

基本型乘用车、微型客车、运动型乘用车价格，分别比去年末下降 2.43%、1.58%和 1.09%，累计比去年同期分别下降 4.37%、6.62%和 4.19%。除高档大排量奥迪 A6 轿车因受税率上调因素影响，价格比去

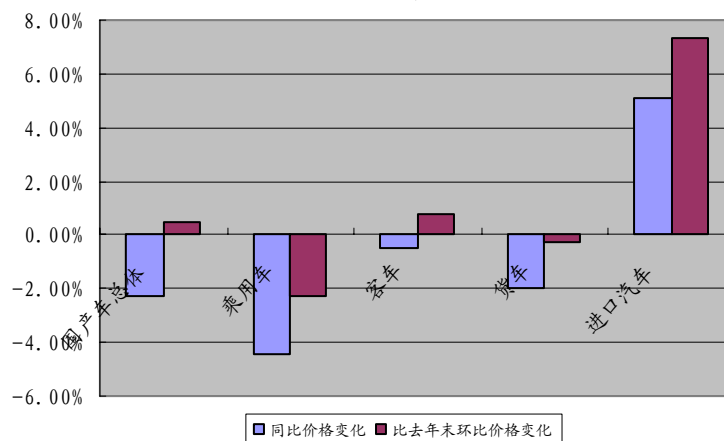
年末上涨 3.10%外，其余多数品种价格降幅在 2%-4%之间，其中别克君威 2.5、桑塔纳 GLi、宝来 1.8、一汽捷达轿车价格降幅分别达到 9.59%、7.68%、7.26%和 6.85%。

客车价格稳中有升，但价格水平低于去年同期。今年以来客车价格涨多跌少，环比除 2 月和 9 月有所下降外，其余各月均小幅走高，至 9 月，环比累计比去年末上涨 0.78%，但累计比去年同期价格下降 0.50%。其中轻型客车价格比去年末下降 0.75%，累计比去年同期下降 2.94%；大型客车价格则分别比去年末与去年同期上涨 1.75%和 1.11%。货车价格振荡走低。

前三季度中，货车价格小幅波动，总体呈振荡走低态势。1-9 月，各月环比呈波浪式涨跌变化，至 9 月底，价格比去年末下降 0.25%，累计与去年同期相比价格下降 1.97%。其中轻型、重型货车价格分别比去年末下降 3.10%和 0.42%，中型货车价格比去年末上涨 0.71%，轻型、中型、重型货车价格累计比去年同期分别下降 3.58%、1.28%和 2.17%。

今年前三季度进口汽车价格出现较大幅上涨，各月价格走势呈现大涨小落的特征，至 9 月，进口汽车价格比去年末上涨 7.31%，累计比去年同期上涨 5.10%。其中进口轿车、进口越野车价格分别比去年末上涨 8.80%和 5.18%。进口汽车尤其是大排量进口车型消费税率大幅上调，是导致价格上涨的主要原因。

图 6 1-9 月份累计汽车价格变化幅度



数据来源：中国汽车工业信息网

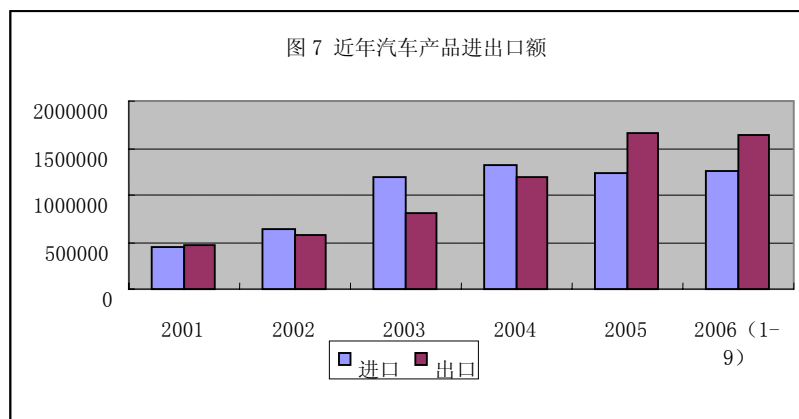
1.4 汽车行业进出口分析

据中国汽车工业协会整理的由海关总署提供的汽车进出口统计数据显示：今年前三季度，全国汽车产品累计进出口总值为 361.22 亿美元。其中，进口总额 156.14 亿美元，同比增长 44.61%；出口总额 205.08 亿美元，

同比增长45.37%。

整车进口持续快速增长，累计进口数量及金额均超过去年全年。今年前三季度，汽车整车(含底盘)累计进口16.39万辆，同比增长43.38%；累计进口金额54.55亿美元，同比增长54.34%。受消费税上调的影响，进口车市场在一季度需求十分活跃，二季度略有调整，三季度进口形势明显好于一、二季度。汽车零件、附件和车身以及其他汽车相关产品进口金额同比增长更为快速。其中，汽车零件、附件和车身进口84.28亿美元，同比增长40.85%；汽车、摩托车轮胎进口1.45亿美元，同比增长59.44%；其他汽车相关产品进口6.03亿美元，同比增长41.79%。

整车出口继续保持高速增长，其中轿车出口超过6万辆。今年前三季度，整车出口(含底盘)达到25.23万辆，同比增长1.1倍；出口创汇22.13亿美元，同比增长1倍多。在汽车出口主要品种中，轿车出口增幅十分显著，截至9月底，轿车出口达到6.73万辆，同比增长2.5倍；出口创汇4.57亿美元，同比增长近2倍。载货车出口11.35万辆，同比增长54.27%，创汇7.03亿美元，同比增长49.68%；客车出口1.84万辆，同比增长1.1倍，创汇3.72亿美元。前三季度，摩托车出口量及创汇额继续保持快速增长。其中，出口量达到662.15万辆，同比增长28.86%；出口创汇23.58亿美元，同比增长45.69%。前三季度，汽车零部件及相关产品出口继续保持较快增长。其中，汽车零件、附件及车身出口创汇83.99亿美元，同比增长36.50%；汽车、摩托车轮胎出口创汇32.81亿美元，同比增长30.92%；其他汽车相关产品出口创汇33.65亿美元，同比增长60.05%。



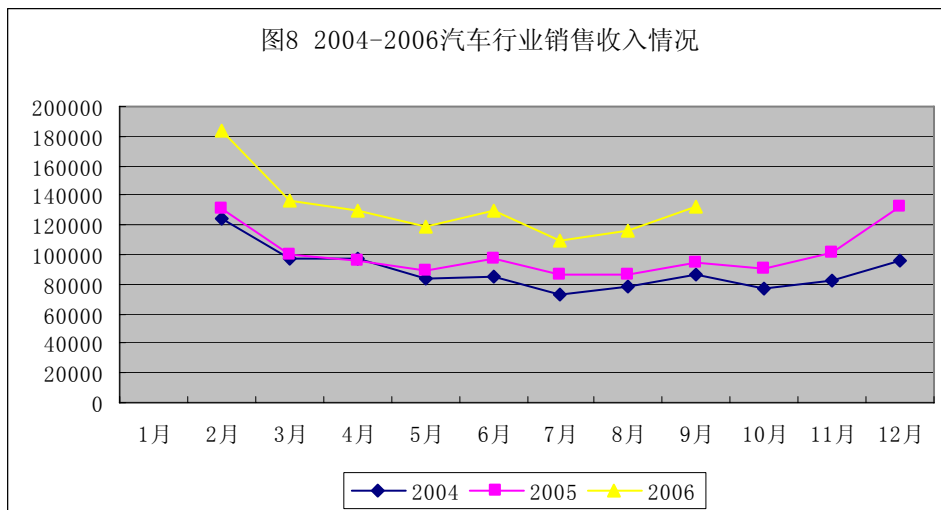
数据来源：中国经济信息网

1.5 2006年1-9月汽车行业经济运行分析

2006年1-9月全行业主要经济指标与上年同比继续保持较快增长，增幅与前8个月相比继续呈平稳回落走势。1-9月全行业累计实现产品销售收入10580.9亿元，同比增长30.74%。前10个月汽车行业产销率为97.86%，产销衔接继续保持较高水平。发改委公布2006年前三季度全国重点行业盈利统计，汽车行业实现利润529亿元，同比增长47.5%；9月末，全国汽车行业应收账款净额为1587.18亿元，同比增长14.75%；汽车产品销售成本为8986.76亿元，同比增长30.29%；产品销售费用349.54亿元，

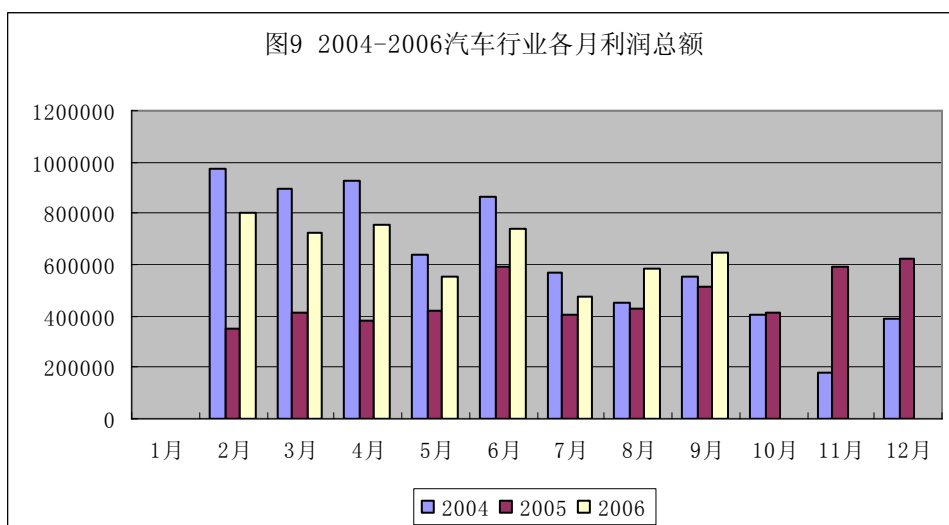
同比增长那个24.27；产成品资金占用840.95亿元，同比增长16.54%；销售利润率为5%，比去年同期提高0.52个百分点。汽车类上市公司公布的3季度报告显示，主要公司盈利增长，全年实现盈利大幅增长已无疑问。

图8 2004-2006汽车行业销售收入情况



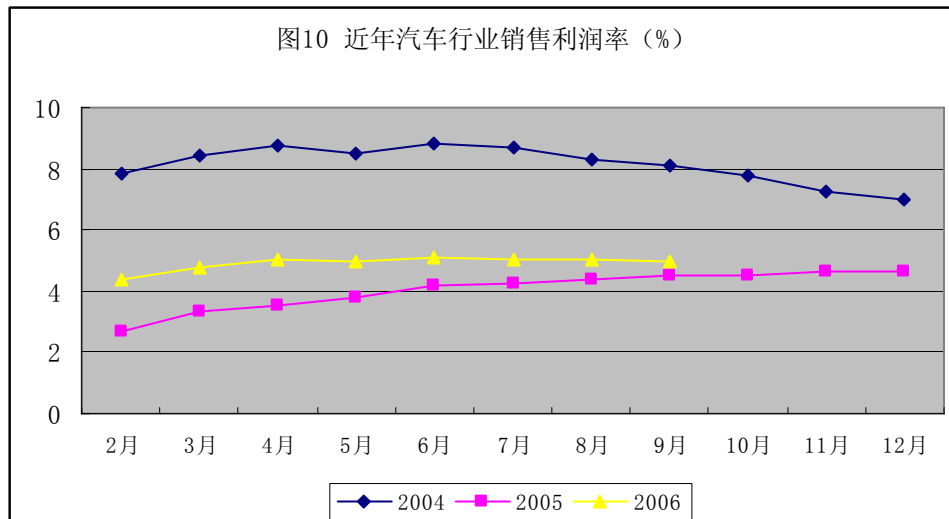
数据来源：中国经济信息网

图9 2004-2006汽车行业各月利润总额



数据来源：中国经济信息网

图10 近年汽车行业销售利润率（%）



数据来源：中国经济信息网

1.6 2006 以来汽车行业政策法规及影响

今年出台及实施的有关汽车行业的政策法规有：《关于鼓励发展节能环保型小排量汽车的意见》、《机动车交通事故责任强制保险条例》、规范汽车外部标识、进口关税调整、国家第三阶段排放标准实施、消费税调整、《关于优先发展城市公共交通的意见》、《乡村公路营运客车结构和性能通用要求》等。这些政策对汽车行业长期的发展都有积极作用，但短期队汽车行业及其细分行业影响不一。

1.6.1 有利于汽车行业发展的法规政策及影响

2006年4月1日实施的国家发改委、交通部、国家环保总局等六部委联合发布，要求各地取消一切针对节能环保型小排量汽车在行驶线路和出租汽车运营等方面的限制。2006年4月1日，北京正式解禁限小，出台环保小排量车新政策：鉴于长安街作为重大国事、外事活动主要路线的特殊情况，除双向最内侧车道(东三环大北窑至西三环新兴桥7:00-22:00)分时段禁止排量1.0升以下小轿车行驶外，其他车道取消对1.0升以下小排量轿车的限制。该政策同时取消二、三环主路最内侧快速道对1.0升排量以下小客车的限制。伴随北京的限小解禁，其它城市纷纷开始解禁小排量车。促进了小排量汽车的市场增长，以小排量车为代表的经济型车的销售明显高于去年同期水平。

规范汽车外部标识，2006年5月1日起《道路机动车辆生产企业及产品公告》内所有车型均需在显著位置标明其中文产地或国内生产企业的名称，否则暂停有关车型上《公告》。这一举措对推动我国汽车生产企业增强质量意识和品牌意识，强化“中国制造”的地位无疑具有里程碑式意义。它也将起到保护我国自主品牌和引导自主开发，加强合资企业中方话语权的作用。

2005年12月30日起，北京正式实施国家第三阶段排放标准(简称国三标准，相当于欧Ⅲ标准)，不再允许销售国Ⅱ标准机动车。根据“新车新标准，老车老标准”的管理办法，新标准出台后，在用车的使用上不受任何限制

和影响。许多不达标的车型在新标准实施前通过各种促销手段销售车辆，形成了购车旺市，2006年新上市的车型则纷纷以达到欧III乃至欧IV标准作为新车的亮点。

从4月1日起，作为国家消费税调整的重要组成部分，小汽车执行新的消费税率。乘用车消费税分为5档，即排气量小于1.0升的税率为3%；排气量1.0升(含)至2.2升的税率为5%；排气量2.2升(含)至3.0升的税率为9%；排气量3.0升(含)至4.0升为14%；排气量4.0升(含)以上征收20%消费税。三是对24座以下客车，排气量小于2.0升的，仍适用现行的3%税率，对排气量2.0升(含)至3.0升的适用5%税率，对排气量在3.0升(含)以上的增设8%的税率。新消费税的出台，是国家落实鼓励小排量车政策具体措施之一，对小排量车的热销起到推动作用。同时致使短期内很多排量在2.0升以上的汽车纷纷涨价。

《关于优先发展城市公共交通的意见》的实施，将为适合城市公交用途的大型客车带来发展机遇；《乡村公路营运客车结构和性能通用要求》的下达，将使农村对中低档轻型客车产生较大需求。

1.6.2 对汽车行业造成短期不利影响的法规政策

2006年1月1日我国进一步降低了100多个税目的进口关税，其中进口小轿车、小客车、越野车等汽车整车的关税由30%降至28%。2006年7月1日，汽车进口关税降到了25%，此次关税的调整将是汽车进口关税的最后一次调整。进口汽车的关税成本稳定，价格随市场变化。

发改委和海关总署正式宣布原定于今年7月1日起实施的进口零部件60%整车特征界定标准推迟到2008年7月1日实施，对国内零部件。

第462号国务院令颁布《机动车交通事故责任强制保险条例》，自2006年7月1日起将正式施行。车险将执行两大“新政”：保费优惠总额不得低于7折，强制三者险正式实施。《强制保险条例》的实施，应该说是一项车险业的革命，以前理赔难、事故责任划分不明确的现象将得到改观。增加了车辆的使用成本。

2、2007 年汽车行业发展预测

2.1 宏观经济环境分析

预计2007年全国汽车销售量820万辆左右，增长15%以上，乘用车的增长速度将在20%以上，而且这个增长速度预计会保持相当长一段时间。

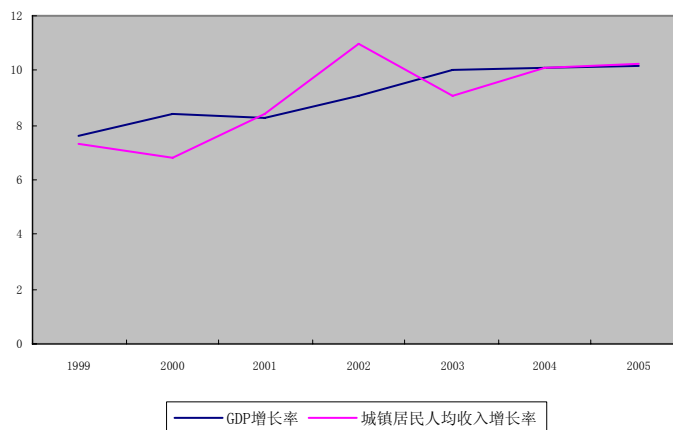
2005年以来，世界经济继续保持良好的增长势头。主要新兴市场和发展中国家继续保持强劲增长势头。亚洲发展银行预测2006年2007年世界经济发展前景良好，预期美国、欧洲、日本年均经济增长为2.7%。由于最大经济体持续的货币紧缩政策，预计同期世界经济合作组织成员国的平均通货膨胀率为2%。世界贸易量年均增速为7%左右，对亚洲国家的产出需求依旧强劲。

现阶段我国经济固定资产投资增长过快，投资仍是经济增长的最主要驱动力；国外需求未减，贸易顺差继续扩大；居民收入增长加快，消费需求有

所扩大,最终消费对经济增长的贡献率提高。近5年中国经济继续经济周期的上行期。2006年上半年经济增长10.9%,二季度增长速度更创下了10多年新高,1-3季度经济增长10.7%。

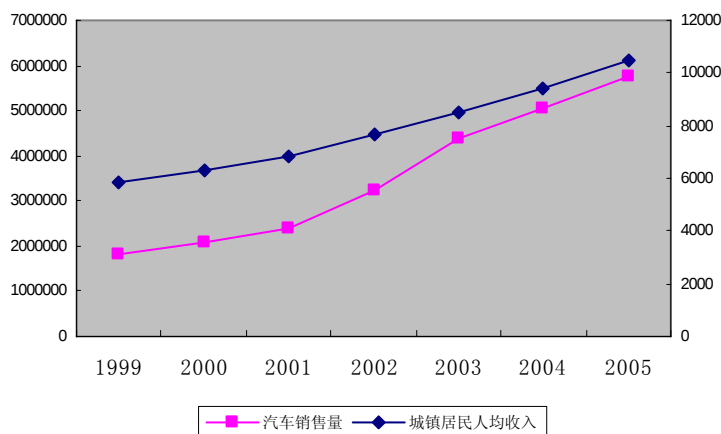
我们预期2007年宏观经济发展形势依然良好,全年经济增长9.5%左右。国民经济稳定较快的发展一方面将带动全社会客货运输量和固定资产投资的增长,增加对商用车的需求;另一方面也将促进居民收入的稳步提高,增加乘用车的消费需求,从而为汽车行业发展构造良好的外部环境。

图11 历年城镇人均收入增长率与GDP增长率



数据来源: 中国经济信息网

图12 历年城镇人均收入与汽车销量



数据来源: 中国经济信息网、中国汽车工业协会

人民币升值对汽车行业的影响有利有弊。人民币升值将有利于进口零部件较多的合资企业减低成本,也会降低进口整车的到岸价,有利于汽车及零部件企业的海外投资,有利于汽车及零部件企业的技术改造,提升装备水平。而对出口业务来说,中国产品相对出口国当地价格有明显价差,汇率上升不改变其竞争优势,升值对出口业务影响较小,但会影响出口的收益水平,从而影响出口企业的积极性,不利于汽车及零部件的出口。尤其不利于自主品牌出口,自主品牌开拓海外市场的优势,主要在价格。人民币升值,将直接导致进口车价格进一步下降,自主品牌依托价格优势的生存空间将进一步缩

小。

2.2 2007 年汽车行业需求预测

2007 年及以后几年汽车行业尤其是轿车将保持较快增长。

强劲的轿车需求是汽车行业增长的主要推动力。国外成熟轿车市场发展经验表明，当 R 值（车价/人均 GDP）达到 2-3 时轿车开始大规模进入家庭，轿车普及率迅速提高，轿车市场开始进入成长期，在国外，这一时期持续时间为 7-10 年。

表 3 国外汽车市场成长期

国家	成长期	人均 GDP(美元)
日本	1961-1973	2000-14000
韩国	1983-1994	2870-8260
马来西亚	1987-1994	3890-6480

数据来源：国家统计局

2005 年我国人均 GDP 达到 1700 美元，千人平均轿车保有量为 10 辆，与国外人均 GDP1000 美元左右的发展中国家中轿车千人保有量达到 24 辆的水平相比，我国轿车保有量偏低。我国潜在的轿车消费需求仍然巨大，未来轿车销量将保持长期高速增长。我国轿车消费先导地区市场（上海、北京、广州、深圳）的发展也同样遵从了 R 值规律，这些城市和地区在 2003 年 R 值达到 3 左右，已进入家庭轿车普及阶段，根据中国汽车信息网统计，目前我国家用小轿车的平均销售价格为人民币 10 万元左右，而其他大部分地区，R 值仍远高于 3。2006 年前三季度我国经济增长率达到 10.7%，预计明年的经济增长率可保持在 9.5%以上，到 2010 年将一直保持比较高的增长，随着经济增长家庭收入的提高，市场对乘用车尤其是轿车需求旺盛。

表 4：2005 年我国不同地区 GDP 及轿车保有量分布

	人均 GDP(元)	千人轿车保有量(辆)	R 值
北京	44441	108	2.3
天津	35234	44	2.8
上海	51583	37	1.9
广东	23674	24	4.2
浙江	27369	23	3.7
辽宁	19022	17	5.3
全国平均	13985	10	7.2

资料来源：国家统计局 中投证券研究所

国民经济稳定较快增长同时将带动全社会客货运输量和固定资产投资的增长，将带动商用车的需求。

国家相关政策也为汽车行业的稳定发展提供支持。消费税的调整、停止对小排量汽车使用的限制、扩大内需政策都将对汽车行业需求起到推动作用。《关于优先发展城市公共交通的意见》的实施，将为适合城市公交用途的大型客车带来发展机遇；《乡村公路营运客车结构和性能通用要求》的下达，将使农村对中低档轻型客车产生较大需求。

2006 年前三个季度由于油价的不断提高以及停车等费用的上升导致的使用成本增加抑制了部分需求。据国家信息中心经济咨询中心发布的报告显示：油价达到每升 5 元，将有 5% 的消费者放弃购车；若达到每升 6 元，将有 12% 的潜在用户放弃购车。但进入 9 月份以来，国际油价持续回落，累计跌幅超过 20% 以上，目前国际原油期货价格一直在 60 美元附近徘徊。虽然相关部门没有出台油价下调的政策，但油价进一步上涨的可能基本消除，有利于消费者稳定汽车使用成本预期的稳定，会刺激部分需求。

国内轿车市场向来是合资企业的天下，但是以比亚迪、吉利和奇瑞等为代表的自主品牌企业销量增长加快，市场占有率逐渐提高。国内产业环境正在向有利自主品牌企业的方向发展，随着国家鼓励自主品牌政策的逐步落实，自主品牌车将在国内市场获得良好的生长土壤。随着产能的高速扩张，国内汽车市场供过于求的情形已经阶段性出现，依托我国制造业逐渐显现的国际竞争优势，出口将成为释放国内企业庞大产能的通道。受合资品牌企业外方伙伴全球布局的限制，未来汽车出口将通过自主品牌企业实现，相关企业面临着巨大的发展机会。

综合上述分析，预计 2007 年全国汽车销量 820 万辆左右，增长 15% 以上，乘用车的增长速度将在 20% 以上，而且这个增长速度预计会保持相当长一段时间。

2.3 2007 年汽车行业价格走势预测

汽车行业继续保持供大于求格局，企业竞争激烈决定了 2007 年及未来几年汽车价格仍将继续走低。2006 年 1-9 月，全国生产和销售汽车 528 万辆和 517 万辆，总产量大于总销量 11 万辆，供过于求格局明显。短期内受新车大量上市及竞争加剧等因素影响，2007 年市场供给仍会略大于实际需求，价格受此影响将继续呈下降走势。

汽车企业利润上升，生产成本下降，为后期汽车价格下降提供了空间。今年，汽车企业利润扭转了连续两年的负增长，全行业利润得到大幅提升。1-9 月，全国汽车行业累计实现利润总额 529 亿元，同比增长 47.5%。受企业利润大幅回升影响，产能再次得到一定程度释放，而三季度国内钢材价格大幅下降，近期仍在相对低位运行；国际市场金属价格近两年一直在高位运行，在未来下降的可能性远远大于上升的可能性，直接降低了汽车企业生产成本。与国际汽车制造业相比，国内合资企业成本优势主要体现在非关键零部件价格、人工成本和费用支出上，仅人工成本而言，国内制造汽车成本中人工成本比国际制造低 10 个百分点以上，这些因素为汽车价格下降提供了空间。

乘用车市场竞争激烈，国内轿车向来是合资企业的天下，轿车总体价格依然高于国际市场。跨国公司通过在我国轿车合作项目中的强势地位，通过各种利益输送途径，获得了远远超过合资企业股权比例的产业利润，由于国内消费不成熟，消费者品牌忠诚度低，大多数消费者对价格竞争较为敏感，因此为了夺取市场，合资企业有能力也有动力进行降价促销来争取更高的市

场占有率。发改委价格监测中心数据 2006 年前三季度乘用车价格持续下降，至 9 月，环比累计比去年末下降 2.26%，累计比去年同期下降 4.41%。因此我们预期 2007 年乘用车尤其是轿车的总体价格将继续下滑，但下降幅度将会比较小，环比降幅将在 5% 以内，但不排除个别车型或者厂家大幅降价的行为。

商用车市场供求关系相对较为平稳，其价格波动较小。根据发改委价格监测中心数据 2006 年 9 月底相对 2005 年末客车价格环比上升 0.78%，货车价格下降 0.25%。因此预计 2007 年商用车价格大幅下调和上升的可能性不大，仍将保持基本稳定。

进口车由于 2006 年受消费税调整的影响，整体出现上升。目前消费税、关税调整到位，今后关税对进口车价格的影响趋于稳定，但在人民币升值和市场竞争加剧的作用，2007 年进口车的价格也将出现呈现下降走势。

2.4 2007 年汽车行业经营状况预测

汽车行业的销售收入受汽车销量增长和价格下降的共同影响，根据我们分析，销量的增长速度（预计为 15% 以上）会大于价格下降的幅度（预计小于 5%）。预计 2007 年汽车行业实现销售收入 15942 亿元，增长 13%；汽车行业实现利润的情况主要受销量、价格、成本的共同作用。在向两保持增长的情况下乘用车利润主要受价格影响较大；商用车利润则受成本因素影响更大。综合我们对销量、价格和成本因素的分析，我们全行业实现利润 800 亿元，同比增长 15% 以上。无论是整个行业还是各个细分行业，利润都将同比增加。

3、2007 年汽车行业投资策略

汽车行业值得投资的仍是在细分市场具有优势的汽车企业、具有自主品牌汽车企业和具有优势地位的零部件企业。

3.1 投资策略

汽车行业是具有周期性的行业，行业的周期性决定了汽车类股票的波动大于大盘的波动。2001 年之前，汽车市场属于初期成长阶段，市场小幅增长并伴随有频繁但难寻规律的小幅波动，汽车企业业绩不佳，汽车股走势弱于大盘。2002 年至 2003 年属于需求短期集中释放阶段，“入世”、国际汽车集团加快进入、关税大幅度下调、鼓励轿车进入家庭政策使这一阶段乘用车增长率攀升至 80%，市场出现“井喷式”增长，全行业利润年均增速高达 50% 以上，汽车股价表现优于大盘。2004 年至 2005 年属于波动增长调整适应阶段，汽车销量增速减缓、产品价格下降，企业业绩下滑，2005 年行业利润下降高达 40% 多，汽车类股票表现不佳。我们认为 2006 年至 2012 年属于稳定增长阶段，预计销售增长率在 15% 以上，其中乘用车的增长幅度在 20% 以上。2006 年增长将超过 20%，今年虽然汽车行业复苏但受成品油涨价和行业产能过剩

的影响，汽车指数跟随大盘波动，但优势企业股价显著领先大盘走势。

投资汽车行业股票，需要把握行业周期波动趋势和具有行业竞争优势的企业。我们认为汽车行业值得投资的仍是在细分市场具有优势的汽车企业、具有自主品牌汽车企业和具有优势地位的零部件企业。推荐上海汽车（600104）、长安汽车（000625）、宇通客车（600066）、中国重汽（000951）和金龙汽车（600686）。

3.2 行业内重点上市公司投资策略

上海汽车（600104）：推荐

公司目前主营业务为汽车零部件，但是主要利润来源是上海通用汽车贡献的投资收益。2006年9月19日公司公告：股东大会同意公司向上海汽车集团股份有限公司发行327503万股A股，发行价格5.82元/股，上汽股份以其拥有的整车企业股权、关键汽车零部件企业股权、与汽车业务密切相关的金融企业股权以及本部的部分资产（其价值扣除拟出售部分资产的余额）认购该等股份。项目完成后上海汽车的总市值将一举跻身两市总市值前10名，成为汽车类板块第一股，并将成为国内最大的整车蓝筹上市公司。

上汽股份注入上海汽车的资产包括：第一，全部整车企业股权（11家）：上海通用30%、上汽通用五菱50.098%、东岳汽车25%、通用北盛25%、上海大众50%、双龙48.92%、上汽汽车60%、申沃50%等；第二，关键零部件企业股权（3家）：东岳动力总成25%、大众动力总成40%、中联电子53%；第三，金融业务企业股权（1家）：财务公司55.78%股权。同时，上海汽车还向上汽股份出售了共计23.42亿元的15家非关键零部件企业的股权。通过这次发行股份购买资产，公司的整车、零部件业务相对独立，能突出整车主业并实现零部件的规模化运营，符合全球汽车行业的发展趋势；同时购入全部整车企业股权与关键零部件企业股权，利用已有A股平台，与广大股东分享中国汽车行业的成长。本次向上汽股份发行股份购买资产完成后，上海汽车的乘用车产品将包括10余个品牌，基本覆盖各细分市场，具体分布如下：上海通用包括“别克”、“雪佛兰”、“凯迪拉克”三大系列；上海大众包括“桑塔纳”、“帕萨特”、“波罗”、“高尔”和“途安”品牌；上汽通用五菱：以雪佛兰品牌推出Spark轿车；双龙汽车：SUV和豪华轿车Chairman。上汽汽车：基于罗孚R75平台设计的自主品牌中高级轿车等，目前第一款自主品牌“荣威”已经上市，将于2007年开始量产。交易理顺了公司业务结构，解决了上海汽车和大股东之间潜在的同业竞争问题；明确了上海汽车的核心业务，提升产品的竞争能力，形成以整车业务为核心，包括关键零部件业务和汽车金融业务的整车上市公司；增加了上市公司的业务收入，净资产规模和净利润均将大幅增长；上海汽车的规模和盈利状况都将显著提高。

自主品牌将成为公司新的利润增长点。上汽汽车制造有限公司2006年获得国家发展和改革委员会的批文，是上海汽车进行自主品牌汽车的开发、生产和销售的主体。上汽汽车制造有限公司初期投资36.8亿元人民币，注册资本12.8亿元人民币，将充分利用上海汽车股份有限公司仪征分公司的整车生产基地，同时在上海建立动力总成基地，初期将形成整车12万辆/年、发动机17万台/年的生产规模；目前第一款自主品牌“荣威”已经上市，定位在

中高档车，明年计划产量为3.5万辆，计划2008年出口。自主品牌车的推出将提升上海汽车的核心竞争力。未来随着国内汽车市场的增长、上海汽车整车业务规模的扩大和持续降本增效，公司的财务业绩还将稳步提升。预计上海汽车2006、2007、2008年的每股收益将达到0.37元、0.496元和0.62元。动态市盈率11倍，价值低估，给与“推荐”的投资评级。

长安汽车（000625）：推荐

公司业绩在经历了2005年的暂时性下滑后，今年出现强劲反弹，1-3季度主营业务收入达182.3亿元，同比增长36%；净利润为5.33亿元，同比增长了146%。

长安福特马自达已成为上市公司的主要利润来源，2006年1-9月份轿车销售量94615辆，同比增加173.46%，马自达3经历停产风波后也已经恢复生产，已经推出沃尔沃S40、多功能车、福克斯两厢等，这些新车型将是公司业绩2007年持续增长的保证。公司在2005年投资江铃控股，扩展了产品线，实现了从乘用车到商用车的延伸，江铃控股已经成为公司的另一利润增长点。

自主品牌将成为公司未来又一利润增长点，公司较强的自主研发能力将为公司的长远发展提供技术支持。2006年7月12日，公司正式发布“强化自主创新，大力发展自主品牌轿车，推动产业升级和结构优化，以贴近市场需求为导向，以培育核心技术为重点，以提升质量优势为关键，打造知名轿车品牌”的自主品牌轿车发展战略，同时推出了全新的自主品牌轿车徽标。长安将自主品牌轿车的市场目标定为：到2010年自主品牌轿车年产量25万辆以上；未来五年内，长安将推出10款以上自主品牌轿车产品。在经济型轿车领域处于领先地位，同时进入中级轿车领域。以上目标的实现，将增加公司的产品品种，完善公司产品谱系，有利于进一步提升公司竞争能力，保持和提升公司行业地位，并将成为公司未来收入和利润增长点。长安CV6（奔奔）在8月底下线，10月上市，CV6是继长安CM8、陆风风尚后，长安推出的又一款自主品牌轿车。根据市场需求不断推出新产品是公司实现经营目标的保证。但微车业务受上汽通用五菱的竞争而出现亏损。预计2006年、2007年、2008年的每股收益将达到0.496元、0.641元和0.801元，动态市盈率不到10倍，给与“推荐”的评级。

宇通客车（600066）：推荐

宇通客车是我国大中型客车行业龙头企业。客车行业集中度较高，已经初步具备垄断特征，在大中型客车市场，宇通和金龙的市场份额几乎占据市场一半，远高于其它企业的市场份额。宇通作为龙头企业具有一定的定价权，能够获得超出行业增长的收益。随着我国经济的高速发展和政府对公共基础设施的加大投入，我国的高速公路建设、城市公交及旅游业正处于高速发展阶段，为客车发展带来了有利条件，加上对客车行业出口增长的良好预期，我们预期2007-2008年大中型客车行业快速增长，2009年后由于客运企业车辆更新速度的放慢，行业增幅可能趋缓，但仍将保持适度增长。

公司2006年1-9月销售客车11295辆，比去年同期的9595辆增加17.72%。其中大型客车销售4824辆，同比略有下降，中型客车销售6471辆，同比增长36.37%。公司整体毛利率水平略有下降，从去年同期的17.54%下降到17.18%，但依然高于国内其他客车企业毛利率水平，反映了公司较强的盈利能力。

面对市场竞争,宇通适时调整了产品结构,放弃毛利率较低的低端产品,专攻毛利率较高的中高档客车,以求获得最大的投资回报。公司在国内市场保持领先的同时加大国际市场的开拓,计划2008年宇通海外市场的销售收入要提升至整个集团客车销售总额的30%。公司2005年出口1.79亿元,今年以及未来几年有望高速增长。通过对出口产品与内销产品的对比分析后,我们发现宇通出口海外市场产品的销售均价自03年以来,不断提高,由20万元至2005年的51.97万元并且有望保持高位。

公司是由科技部、国资委和中华全国总工会联合确定的首批103家中国创新型试点企业之一,公司有望今后在国家科技计划项目的实施、创新基地建设、创新技术奖励等多个方面获得三部委实质性支持。宇通产品结构调整效果显著,在中高档比例上升、产品单价、毛利率提高,且出口比重上升的共同作用下,净利润增长的速度超越销售收入的增幅。鉴于对于公司海外市场开拓的良好预期,我们认为在未来可预见的几年内,这种增长态势仍将持续。2006年、2007年、2008年每股收益预计为0.48元、0.59元和0.69元,给与“推荐”的投资评级。

中国重汽(000951)

公司2004年借壳小鸭电器上市,公司主营载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘、汽车配件制造和销售。公司大股东中国重汽集团拥有各类车型760多个,形成了目前国内最完善的卡车整车产品系列型谱。重汽集团拥有两个发动机生产基地,规模和成本优势比较突出。公司在我国重卡行业的市场占有率位列第三(东风集团和一汽集团分列第一二位),2006年1-9月共销售重型货车(含非完整车辆)30119辆,同比增长58.24%;排名第二的一汽集团销售重型货车(含非完整车辆)30434辆,比去年同期下降16.64%,按照这个趋势,今年底中国重汽在重卡市场的占有率将上升到第二位。

中国未来较长时期内煤炭运输业、基础设施建设和固定资产投资的高速增长为重卡需求提供了基本保证。标准重卡(载重量15吨以上)具有运输经济性、效率性特征;同时,我国治理超载措施和《道路车辆外廓尺寸、轴荷及质量限制》政策对大吨位重卡的销售有直接的刺激作用;在出口方面,中国商用车制造业的国际比较优势同样体现在重卡领域,与欧美产品相比,中国重卡产品价格优势巨大,仅相当于国际同类产品价格的1/4左右,价格定位十分适合第三世界国家购买力水平,也是拉动重卡销量增长的重要因素。

公司通过定向增发收购集团资产,收购桥箱公司51%股权后将一定程度减少公司关联交易降低成本,提升公司毛利率,预计2006、2007年分别上升至9.52%,11.45%;收购HOWO项目资产完毕后,中国重汽将不仅拥有核心零部件生产业务,还将拥有完整的HOWO车型生产业务。将形成斯太尔、斯太尔王和HOWO三个完整的整车生产业务模块。中国重汽未来两年的销量仍将保持快速增长,盈利也将同时上升。预计2006年、2007年、2008年每股收益可达0.7元、0.82元和0.9元,给与“推荐”投资评级。

金龙汽车(600686): 推荐

金龙汽车主营“金旅牌”和“金龙牌”客车的生产和销售,由于2005年厦门大小金龙以及苏州金龙的整合,使得企业客车的产销总量呈现明显增长,2005年产销分别为33594辆和33023辆,产销率98.30%,公司在行业中的地位进一步得到巩固。2006年1-9月公司生产销售继续稳步增长,公司出口业务增长迅速,出口客车占客车总销量的比例由去年同期的2.4%

上升至5.4%。

一直以来,国产客车在汽车行业内受关注程度远不如轿车和卡车,但打着“中国制造”的客车却已驰骋在世界各地,更为可贵的是这些出口的客车是有着自主品牌、自主知识产权的。据国际汽车制造商协会统计,在全世界大中型客车的产量中,中国占全世界的33%,排名第一,已经成为世界最大的客车制造国。客车属于订单式生产,与轿车行业的大批量生产相比,具有产量低、品种多的特点,所以自动化水平都不是很高,大部分工作都靠人力完成,中国的劳动力成本之低是一些发达国家不可比拟的。我国客车生产成本远低于欧美生产商,在国际市场上具有较强的竞争力。

2005年,金龙公司初步理顺了控股公司大金龙、小金龙和苏州金龙的股权关系。三条“金龙”关系的理顺,是G金龙增长的关键。2005年3月,G金龙受让厦门国投所持有的大金龙1%股权,合计持有其51%股权。此外,去年6月,大金龙子公司苏州金龙的股权之争也成功得到化解。金龙有效控制了大金龙、小金龙及苏州金龙,公司长期稳定发展的基础更加稳固,真正拥有了称霸国内客车业的实力。在理顺子公司股权关系后,旗下三条“金龙”相结合,使G金龙产品结构更加合理,更具有竞争力。客车制造外购部件的比重较高,以前三家金龙大度采购,成本较高,目前公司对大宗材料的采购由集团统一谈判,各公司分别签约,降低了采购成本。

2006年11月15日公司公告称,公司定向增发不超过3000万股A股获得中国证监会核准。募集资金用于分别对厦门金龙汽车车身有限公司、厦门金龙联合汽车工业有限公司以及厦门金龙汽车空调有限公司增资。

公司的主要利润增长点大金龙在完成搬迁和技术改造后生产能力、盈利能力持续增长,公司股权关系理顺后管理整合将有效提高公司的盈利能力,定向增发成功后将减低公司的资产负债率,降低公司的财务费用,扩大产能,公司未来几年的经营业绩将持续提高,预计2006年、2007年、2008年的盈利分别为0.622元、0.766元和0.958元,给与“推荐”投资评级。

表 5 行业重点公司盈利预测与投资评级

	2005A	2006E	2007E	2008E	市盈率	评级
上海汽车	0.337	0.37	0.496	0.62	15.3	推荐
长安汽车	0.15	0.496	0.641	0.801	10.6	推荐
宇通客车	0.7	0.48	0.59	0.69	17.8	推荐
中国重汽	0.59	0.7	0.82	0.9	17.1	推荐
一汽夏利	0.16	0.26	0.34	0.4	16	推荐
宁波华翔	0.23	0.46	0.58	0.68	22.2	观望
金龙汽车	0.68	0.622	0.766	0.958	15.7	推荐

资料来源: 公司年报 中投证券研究所

4、结论:

虽然2007年度汽车行业仍将面临一系列的不确定因素,但是在人民币持续升值、油价回落、原材料价格趋稳以及扩大内需和新农村建设等相关政策的共同作用下,预计2007年汽车行业销售增长率在15%以上,其中乘用车的增长幅度在20%以上。汽车业的盈利将会持续向好,当然企业间的分化也将更为明显,而汽车板块龙头企业的经营和盈利将会保持平稳增长。有鉴于此,给与汽车行业“看好”的投资评级,重点推荐上海汽车(600104)、长安汽车(000625)、宇通客车(600066)、中国重汽(000951)和金龙汽车(600686)。

中投证券评级标准

股票评级

强烈推荐：预期未来6个月内股价升幅30%以上

推 荐：预期未来6个月内股价升幅15%以上

观 望：预期未来6个月内股价随大盘波动

减 持：当前股价已被高估

行业评级

看 好：预期未来6个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中 性：预期未来6个月内行业指数表现相对市场指数持平

看 淡：预期未来6个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

免责声明

本报告旨为发给中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）的特定客户及其他专业人士，未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料，但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定，客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

本报告仅作提供资料之用，其所包含或表达的一切资料或意见，如有任何变更恕不预先通知。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处，中投证券不承担任何法律责任。